



用友软件（600588）

积极向云计算转型 短期业绩增长确定

 **魏兴耘**
 0755-23976213
 weixy1@gtjas.com
 编号 S0880511010010

本报告导读：

事件：

- 我们于日前调研了用友软件，本篇报告综合了我们对该公司最新观点与看法。
-

评级： 增持
 上次评级： 增持
目标价格： 25.00
 上次预测： 25.00
当前价格： 19.67
 2011.07.13

交易数据

52 周内股价区间（元）	19.09-27.58
总市值（百万元）	16,051
总股本/流通 A 股（百万股）	816/805
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	99%
日均成交量（百万股）	2
日均成交值（百万元）	49

52 周内股价走势图



相关报告

《用友软件 2010 年度电话沟通会纪要》
 2011.04.11
 《11 年将重返增长轨道》
 2011.04.01
 《二期股权激励方案发布 有助形成较快...》
 2010.12.01
 《费用支出侵蚀利润 期待来年业绩表现》
 2010.11.01
 《投入持续加大 营业利润现亏损》
 2010.09.03

评论：

1. 二次转型：更多的是机遇

用友软件在 10 年前由财务软件厂商逐步转型为管理软件厂商。其业务收入由 10 年前的 1 亿多元扩张至 10 年的近 30 亿，净利润由 10 年前的 2000 万扩张至 10 年的 3 个多亿，两者分别增长了 22 倍和 16 倍。

公司自 10 年起，开始第二次转型，即从软件供应厂商转型为云服务厂商。事实上，公司于 10 年前就已推出软件租赁服务，并在 3 年前提出移动商务战略与 SAAS 战略，我们将其定义为公司为未来进行全面业务转型所作的准备工作。2010 年，公司与 IBM 签署备忘录，携手打造云计算联合实验室，以提升双方在云计算领域的影响力和云计算相关解决方案的服务能力。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2. 云计算战略实施中

公司云计算战略可以简化为 S+S，即软件+服务。其 PaaS 平台有三部分，一部分运营管理平台，一部分是运营平台，一部分是开发平台。开发平台以提供足够多 SaaS 接入以及各种应用为目的。

公司同时提出了转型阶段性发展目标。在 5 年内达到 10000 个应用，在 PAAS 平台上拥有 100 万家收费客户，有 1000 万家客户在此平台上获得各种应用。公司已被北京市政府确定为祥云工程之中小企业云示范工程，预计将有 5 万家企业在年内上线。

在云服务方面，公司与电信运营厂商已建立合作关系。同时与银行端建立了合作关系。到目前为止，公司的第三方应用已获得规模收入。

3. 拥有战略转型业务基础

公司拥有向云计算业务转型的内在基础。包括 1) 广泛客户基础，公司到目前为止拥有约 120 万家客户。2) 广泛应用。包括平行和垂直市场上，公司均有各类软件应用。3) 开放平台。公司将以伟库平台为基础，与第 3 方平台做各种整合。4) 可靠品牌。公司在未来云计算业务中的定位为平台和通道搭建者。

我们预期此次转型将决定公司未来 10-20 年新成长空间。并有机会带动公司步入一个新成长期。

4. 传统软件业务仍有稳健成长空间

公司为本土管理软件第一品牌，10 年在管理软件市场占有率为 22.8%，ERP 软件市场占有率 28.3%，远高于行业内其他竞争对手。在过往 5 年中，公司营收复合增速达 24%，较行业平均为高。即使是在金融危机影响下的 08-09 年，公司营收复合增速也超过了 30%。反映出公司较强的市场拓展能力。

我们预计未来 5 年，国内管理软件市场仍将保持 2 位数以上的增长速度。大中型企业在度过金融危机带来的经济压力之后，更加重视 IT 投资，重视业务管理软件对主业的支撑作用。为数众多的小型企业也愈加意识到 IT 投资尤其是投资业务管理软件对业务发展的重要。2010 年，中国管理软件市场规模总量为 137.66 亿元，同比增长 17.2%。我们预计未来 5 年国内管理软件市场同比仍能维持 15% 附近的增速。而用友软件通过全产品线扩张及外部并购，将实现较行业平均更快增长。

5. 投入产出效应有望在 11-13 年发酵

自 09 年第 3 季度始，公司开始实施“趁势而上，加大投入”经营策略，在 10 年下半年新增近千人基础上，10 年又增加二千人。为加快区域布局，公司于 09 年下半年共成立 16 家地区分公司。10 年，又新成立了 71 家地区分公司。为加强行业化经营，公司在产品事业部中增设了行业产品及解决方案事业部/业务部，引进行业人才，加大行业产品研发与推广。公司同时成立畅捷通软件公司，加大对小型企业信息化服务投入。

上述一系列规模投入，将强化公司销售平台与产品能力，并使得我们对 11 年及其后续增长给予乐观预期。历

史上，公司曾在 03-04 年连续两年加大投入，当期其销售期间费用率也较上年增加了 4-6 个百分点。虽然短期来看，对当年利润形成了侵蚀，但却迎来了 05-07 年连接三年的利润高速增长期，其扣非之后净利润年复合增速超过了 60%。

6. 11-12 年有望迎来高增长期

公司 11 年 1 季实现营收 4.72 亿，同比增长 36%。由于费用匹配问题，净利为亏损 3738 万。我们预期公司 1 季度将是业绩低点，各季净利环比改善情况明显。我们预期中期净利润可能与上年同期持平或略有增长。3 季度有望实现 20-50% 的增长。全年净利增速将达到或超过其股权激励行权要求——70% 以上的增速。

展望 12 年，随着经济复苏的进一步强化，企业外部运营环境有可能较今年有所改善，整体 IT 支出将更为乐观。在此基础上，公司有望实现 30% 以上的业绩增速。

7. 投资建议

公司目前估值为历史低点。作为行业内核心蓝筹公司，在未来两年业绩确定增长预期下，具较高配置意义。相较上半年，我们对其未来股价变动给予更乐观估计，并给予增持建议。

作者简介:**魏兴耘:**

执业资格证书编号: S0880511010010

电话: 0755-23976213

邮箱: weixy1@gtjas.com

厦门大学经济学博士, 国泰君安证券电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2010 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

袁煜明 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110040003

电话: 021-38674633

邮箱: yuanyuming008092@gtjas.com

毕业于清华大学自动化系, 工学硕士; 2009 年 7 月进入国泰君安, 从事计算机行业研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		