



上市公司公告点评

证券研究报告
信息服务—软件

买入 维持

用友软件（600588）

2011 年 8 月 19 日

投入终有回报 中期业绩超预期确立全年高增长

计算机与通信行业首席分析师：陈美凤
SAC 执业证书编号：S0850209080672

chenmf@htsec.com
021-23219409

联系人：蒋科
jiangk@htsec.com
021-21319474

8 月 18 日收盘价：22.88 元 6 个月目标价：32.00 元

事件：

公司今日公布 2011 年中期业绩预增公告，预计公司 2011 年中期实现归属于母公司股东的净利润同比增长 320% 以上。公司将业绩高增长归因于自 2009 年下半年开始持续加大对主营业务的投入、引进优秀人才并加大研发投入、加快区域营销机构布局以及加强重要行业业务发展等业务部署。我们判断公司中期业绩超预期的主要原因是高端业务增长快且盈利能力提升。

点评：

中期业绩增速在意料之外、情理之中。我们估计公司中期营收增速超过 50%，净利润在 1.2 亿左右，EPS 在 0.15 元左右。其中二季度单季度净利润在 1.6 亿左右，EPS 在 0.20 元左右。此外，我们估计本期盈利不包括应返还未返还的增值税退税（估计为 5000 万）。公司中期业绩超出市场预期，但在情理之中。我们判断公司中期业绩高速增长主要源于以下驱动因素：其一，行业景气度高。尽管我们尚未找到严密的逻辑来推断国内 ERP 行业可能存在拐点，从后验的角度，业内公司较好的业绩表现表明上半年行业景气度较高。如竞争对手金蝶国际上半年营收增长了 58%，实施服务商汉得信息上半年营收增长近 37%，而 IBM 和 Accenture 等 ERP 咨询与服务商在中国的业务上半年估计亦较为理想；其二，前两年投入进入回报期。公司自 2009 年下半年以来加大了渠道投入和研发投入，特别是 2010 年新增了 71 家地区分公司。通常而言，新的分公司产生明显的效益需要一年以上的的时间，而今年正是渠道扩张开始收获之年；其三，大企业管控需求催化 NC 业务高增长。近几年来，国内大企业集团对加强分子公司管控的需求较为迫切，特别是国资委对央企信息化水平的评级加大了央企在 ERP 方面的投资意愿。相对于复杂流程制造，公司 NC 产品在财务管控与人力管控等方面与 SAP 和 Oracle 等全球领先 ERP 厂商的差距相对较小，因而可以充分受益于大企业管控需求的全面启动。我们估计上半年公司 NC 业务营收增速明显高于整体营收增速，且 NC 业务的盈利能力有明显提升；其四，费用控制得到加强。由于今年股权激励的行权条件要求扣非净利润有 70% 以上增长，公司在今年上半年加强了各项费用控制，我们估计中期费用率较 Q1 有明显下降。

改变中的成长逻辑：高端客户与新模式。市场仍然担心公司今年投入较小，如何保障明年业绩的快速增长。我们认为公司的成长驱动正发生积极的改变：其一，高端客户单客户价值增加，盈利能力提升。我们认为过去几年，公司中高端业务的成长更多是由客户数量增长驱动。今年以来，公司大额合同与以往相比明显增加。不少大企业集团未来几年软件总投入均是亿元级别，公司目前已经具备承接这些项目的的能力。我们判断公司今后几年高端客户平均合同额将持续上升，并且不排除获得亿元级别订单的可能性。单个大客户价值的提升可以降低业绩增长对营销员工人数的依赖，且人均营收亦有望得到提升，加上产品成熟度伴随客户基数扩大而提高，公司高端业务的利润率可能会明显上升；其二，新业务模式辈出。公司过往的盈利模式是授权、实施和后期维护服务。未来几年，云计算（按年收费）、旺铺助手（与电信分成）和畅捷支付（按交易笔数收费）等新业务的盈利模式均有别于传统业务，一旦取得突破，公司业务成长对于营销人员以及实施人员扩张的依赖将明显减弱。

关于合同与收入的匹配。我们估计公司上半年合同增速（估计在 30% 左右）明显低于营收增速，主要原因可能包括：其一，上半年的营收有较大比例来自于去年的合同在今年确认；其二，有些业务可能直接形成收入，并未有签合同的环节；其三，实施周期缩短。从合同角度，我们判断公司今年全年营收增长 40% 左右概率较大。

全年完成行权条件已无虞，维持“买入”评级。公司上半年营收和净利润占我们全年预期数的比例分别约为 35%和 20%从近几年上下半年的业绩分布推断，公司全年扣非后净利达到股权激励行权条件已无悬念。我们小幅调高公司今年营收增速假设，由此略调高公司 2011~2013 年 EPS 分别至 0.70 元、0.95 元和 1.32 元（原来分别为 0.66 元、0.91 元和 1.25 元）。若考虑股权激励摊薄则 EPS 分别为 0.68 元、0.92 元和 1.29 元。我们维持“买入”的投资评级，并将 6 个月目标价由 30 元略调高至 32 元，对应约 35 倍的 2012 年市盈率（考虑股权激励摊薄）。我们给予公司高估值的理由是公司的历史估值溢价、今后几年业绩高增长的预期以及估值中枢正向 2012 年过渡。我们认为投资公司最核心的逻辑是多行业覆盖具备成为千亿市值软件公司的先决条件、管理软件行业存在拐点的可能性以及高端业务和新业务模式逐步取得突破改善成长模式。公司股价的可能催化剂在于后续定期报告继续确认业绩高增长趋势、高端客户持续突破以及新模式取得显著进展。

主要不确定性。目前合同增速低于我们全年营收增长预期；营收增速可预测性低；公司业务对宏观经济相对敏感；高端客户开拓存在波动的可能。

表 1 用友软件利润表预测（万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主要业务营业收入：					
软件销售	135084	175469	242712	326189	434727
NC	48729	63553	95329	133461	186846
U8	42980	58370	79383	99229	124036
通	22565	26167	34017	45923	61996
其他	18610	24273	33983	47576	61849
服务及培训	80466	103511	150482	205499	278225
营业收入	234701	297883	417407	562805	753043
减：营业成本	39117	51722	75766	105297	145429
毛利	195584	246161	341641	457508	607614
毛利率（%）	83.33	82.64	81.85	81.29	80.69
主营业务税金及附加	6325	8091	12105	16884	23344
营业费用（销售费用）	104972	135925	175562	234350	310429
营业费用/收入（%）	44.7	45.6	42.1	41.6	41.2
管理费用	65838	89718	114720	151602	194726
管理费用/收入（%）	28.1	30.1	27.5	26.9	25.9
财务费用	-1087	-149	2000	2697	3608
资产减值损失	923	2158	3024	4078	5456
加：公允价值变动收益	4913	0	0	0	0
投资收益	24398	897	1000	1000	1000
营业利润	47923	11314	35229	48897	71051
营业外收入	20179	23613	29444	38755	50502
减：营业外支出	678	158	158	158	158
利润总额	67424	34768	64515	87493	121395
减：所得税	6026	165	5806	7874	10926
减：少数股东损益	2028	1400	1680	2016	2420
净利润	59370	33203	57029	77603	108050
EPS（元）	0.73	0.41	0.70	0.95	1.32
扣非后净利润	28562	28637	53029	73603	104050
EPS（元）	0.35	0.35	0.65	0.90	1.28
扣非和激励费用后净利润	29387	30117	55870	76016	104589
EPS（元）	0.36	0.37	0.68	0.93	1.28

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：东软集团、航天信息、用友软件、科大讯飞、立思辰、海隆软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、中国联通、中兴通讯

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。