

无评级

公司经营各有特色、市场规模限制发展

2011年11月22日

韩国计算机行业调研报告

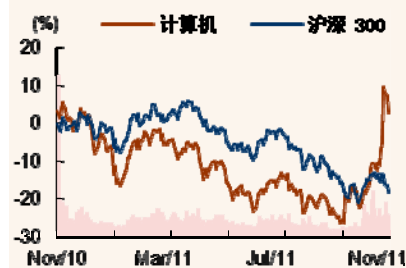
上证指数 2415

行业规模

		占比%
股票家数(只)	64	3.2
总市值(亿元)	3686	1.6
流通市值(亿元)	2735	1.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	32.4	17.7	3.2
相对表现	28.4	34.1	21.1



近期我们调研了三家韩国的计算机行业公司。三家公司均属于中小型企业，分别致力于财务类 ERP 软件、防病毒软件与安全解决方案、移动支付解决方案领域，具有很强的代表性。这些公司都给我们留下了锐意创新的深刻印象，另一方面，韩国的国内市场规模也限制了他们的进一步发展。在资本市场上估值水平明显低于 A 股同类公司。

- **专注是公司的共同特性。**我们调研的三家公司均是各自专业领域的龙头，他们的共同特点是专注。Duzon Bizon 公司致力于财务管理为核心的 ERP 软件；AhnLab 公司提供系统防病毒软件延伸至安全解决方案；DanaI 公司正拆分内容服务业务，全力集中于移动支付解决方案业务。
- **创新能力强，技术开发不拘泥于常规。**上述公司的发展紧扣时代变化，敏锐抓住移动网络应用普及的新变化，快捷地开发出适应新一代 IT 环境的产品应用，产品的商业化推进迅速。这三家公司在新产品开发的思路均给人不拘一格的印象。在适应 IT 与网络环境变化的同时，并不局限于跟随潮流，而是大胆创新。这在 DanaI 公司与众不同的移动支付方案上体现尤为明显。
- **人均产出高。**上述韩国公司的人均产出高于国内可比软件公司。
- **市场规模限制公司的进一步发展。**Duzon Bizon、AhnLab 和 DanaI 公司都是国内同行业的领先企业，但受制于国内市场规模，上述公司的营业收入规模只在 4~7 亿元人民币（2010 年度数据）。在已经获得较高市场占有率的情况下，新产品开发和升级换代，-而不是增加新客户-，仍然是主要的收入来源。
- **开拓国际市场之路面临较大挑战。**上述公司尽管在韩国国内均是各自领域的龙头，但规模较小，在国际市场尤其是技术标准的把握上难以拥有话语权。在未来的发展中面临较大挑战。
- **估值水平明显低于 A 股可比公司。**作为各自所在细分行业的代表性优势企业，这三家公司的市盈率大约只有 A 股可比公司的一半或更低。
- **对国内同行的参考意义**

- a) 专注是取得行业领先地位的共同特点，集中资源深耕细作对技术型公司的发展尤为关键。
- b) 技术创新是软件技术类企业的核心竞争力，也是高生产率的根基。
- c) 在对行业发展和客户需求变化保持高度敏感的同时，保持产品开发和策略上的独立思考非常重要。
- d) 市场规模对行业发展有很大的影响，公共部门市场对外资企业的限制只能在一定程度上保护国内企业。在这个意义上看，国内计算机行业公司拥有比韩国公司更好的成长条件。

张良勇

zhangly@cmschina.com.cn
S1090511040042

研究助理

刘雪峰

021-68407809

liuxf1@cmschina.com.cn

一. ERP 厂商 Duzon Bizon

1. 公司介绍

Duzon Bizon 有限公司，总部设在韩国首尔。公司主要提供企业资源管理（ERP）软件，电子银行应用软件、电子税务发票软件、安全解决方案，以及电信硬件。公司现有 10 家附属公司，都从事于软件开发，ERP 系统维护以及与 ERP 相关的服务。该公司产品主要在韩国和中国（韩资企业）销售。员工 619 人，其中 R&D 占 40%。

公司 2010 年总收入为 1174 亿韩元，折合人民币 6.7 亿元。ERP 收入 971 亿韩元，占比 82.7%，新业务里电子税务发票收入 39 亿韩元，移动业务收入 14 亿韩元。

公司现阶段主要产品是以 IFRS 系统为核心基础的专业 ERP 管理软件，专业领域在财务相关的企业解决方案。公司产品的特性决定了其主要客户是中小企业和财务专业机构及其上下游客户与顾客。

2. 行业发展趋势

企业 ERP 系统应用最广泛的行业集中在制造、IT、零售、能源、物流这几大行业，其中，制造业占比 44%，IT 行业所占比重也达 19%。财务分析管理始终是 ERP 众多功能的重要核心之一。

从企业规模看，ERP 应用已从外资企业和国有大型企业逐步推广至中小企业。中小企业无论是从数量、就业人数还是税收上都对整个经济的发展起着关键作用，其发展水平更是经济活力的真实体现。中小企业的民营特性决定了他们对企业经营效率的更高要求，而 ERP 厂商也推出越来越多针对中小企业的产品。预期中小企业的信息化建设将越来越受到其自身和国家关注，ERP 应用作为信息化的重要标志将有广阔的发展前景。

移动互联和云计算的应用发展则将大大推动 ERP 的普及应用和持续发展。

3. 业务和成长亮点

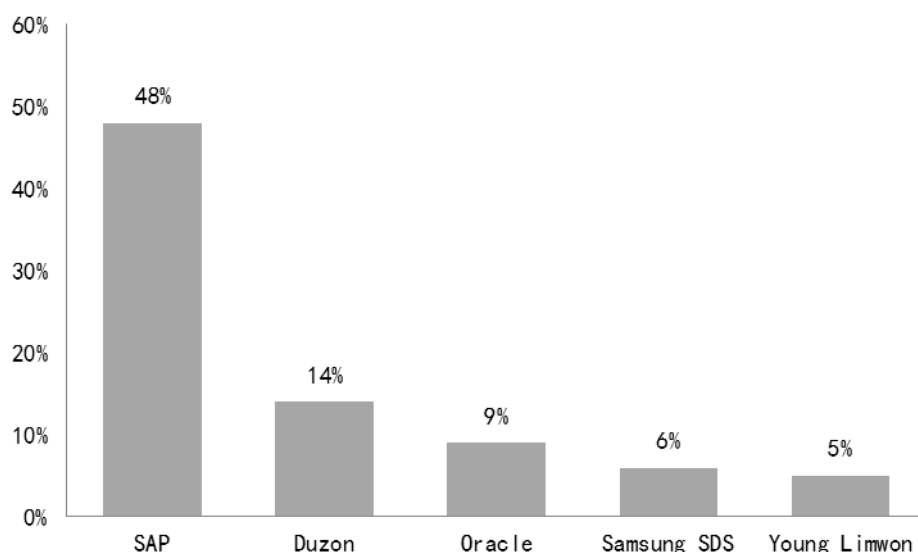
Duzon Bizon 公司的主营业务是以财务管理为核心的 ERP 系统及其维护。近两年公司发展了新的业务，如电子税务发票业务、移动义务以及支付网关业务。这些业务将成为公司增长的亮点，外资券商 Woori 公司预计未来 12 年公司年收入平均增长率 12-13%，净利润平均增长率 15-16%。

4. 调研纪要及 A 股参考公司

□ 市场地位

- 在韩国中小企业和税务会计 ERP 市场 100% 的占有率。国家认证的 ERP 应用管理技能测试有 95% 选择公司的产品。-- 18% 的韩国中小企业应用公司产品，表明韩国中小企业的 ERP 应用率为 18%，尚有巨大的发展空间。
- 在大中型企业 ERP 市场则面临 SAP、Oracle 和 Samsung 等企业的竞争。市场占有率约 14%，落后于 SAP 的 48%，列第二。

图 1：韩国大中型企业 ERP 市场格局



资料来源：IDC(2008)、招商证券

- 韩国上市公司中有约一半是公司客户。
- 人均营业收入 108 万元人民币。

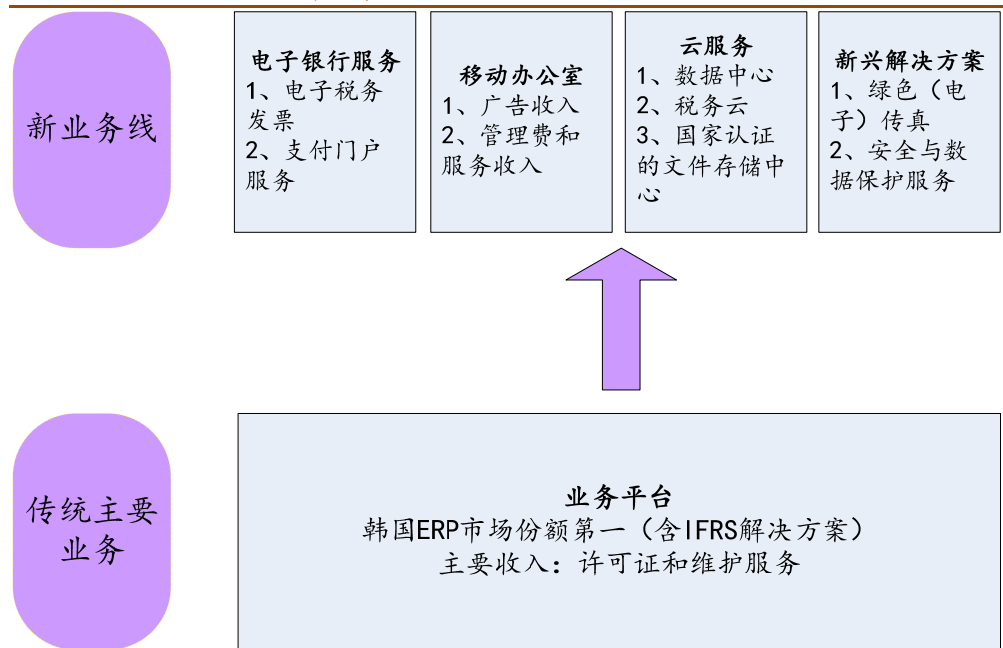
□ 现有主要产品

- 以财务分析和管理的核心的 ERP 产品。
 - 中小企业 ERP 产品许可证收入为 1.3 万元人民币/套，维护收入为 3000 元/年。
 - 大型/标准型 ERP 产品为 6~20 万/套，维护收入为 5000~1.5 万/套。
- 电子税务申报系统。100%的市场占有率。
- 与银行现金管理相匹配的 ERP 应用服务。典型全套捆绑服务为 85 元/人/月。

□ 新产品开发

- 电子银行服务：包括电子发票、交易和支付服务。政府规定 2011 年开始法人交易发票电子化，2012 年起个人消费发票电子化。每单交易公司收取 1.3 元人民币的服务费。
- 移动办公。主要针对中小企业市场。通过与 SKT 合作，在手机终端实现 ERP 应用（有现场演示）。收入来源包括广告费、管理费和移动办公服务费。
- 云服务。服务内容 ERP 和电子税务云服务和 IT 基础设施租用托管等。典型的托管服务价格约为 3000 元/月。
- 其他新兴服务。包含云传真、安全与数据保护服务。依靠许可证收费和维护费获取收入。

图 2: Duzon Bizon 业务发展战略



资料来源：Duzon Bizon、招商证券

□ 结论：

- 以产品促进服务收入、以服务带动新产品销售，形成良性循环。
- 产品创新紧贴应用环境变化，移动互联应用和 SaaS 应用已经产品化。
- 通过控制国家认定考试市场等方式着力培育潜在用户。
- 国家政策（电子税务等敏感领域对外资厂商的限制）令公司受益匪浅。

表 1: A 股部分 ERP 相关公司

子行业	A 股相关公司	投资逻辑和参考意义
ERP 行业	久其软件	公司业务发展奠定坚实基础;技术服务业务成为公司新的利润增长点;公司独特的商业模式是其核心竞争力。
	用友软件	用友软件借力云计算，新商业模式带来更大的发展潜力。有效布局 Paas 和 Saas 两大领域，盈利增长有望加速。
	浪潮软件	公司软件集成产品技术容易复制、竞争激烈，长远来看，无法支持盈利持续增长。
	汉得信息	国内高端 ERP 实施市场需求持续高涨；老客户基础稳定，新客户持续增加，每年新增客户比率达到 10%，新增客户会贡献收入的 30%左右，使公司保持稳定增长势头。

资料来源：招商证券

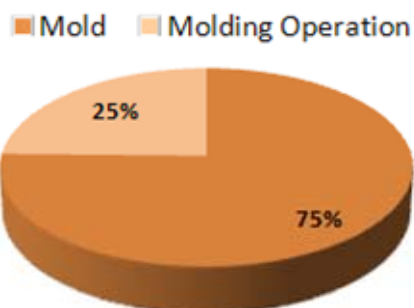
Duzon Bizon (012510 KS Equity)

简介: ERP 软件及综合管理信息系统供应商, 以中小企业为主要客户。同时提供咨询、培训在内的服务, 以及 VoIP 电信服务和互联网电话传真等服务。

股价走势



经营业务种类



资料来源: Thomson, Bloomberg

地区销售比例



资料来源: Thomson

公司近年营业收入



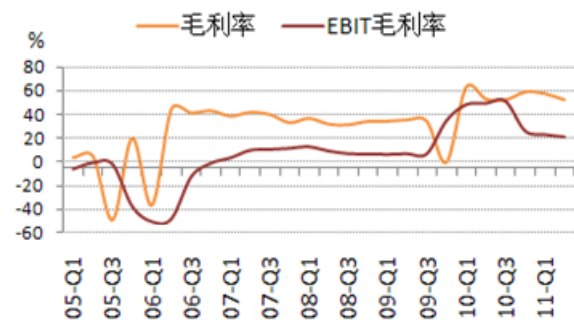
资料来源: Bloomberg

公司近年净利



资料来源: Bloomberg

公司近年毛利率与 EBIT 毛利率



资料来源: Bloomberg

公司估值



资料来源: Bloomberg

二. 防病毒与安全解决方案厂商 AhnLab

1. 公司介绍

AhnLab, 安博士, 1995 年成立于韩国首尔, 是全球首批开展信息安全技术研发的企业之一, 韩国最具知名度的信息安全品牌。公司 2000 年进入中国市场, 2003 年在北京建立地区总部。目前, 安博士拥有杀毒软件、防火墙、防毒墙、在线产品等在内的系列安全产品, 并提供企业安全解决方案, 网关防病毒解决方案、服务器防病毒解决方案、邮件网关防病毒解决方案、个人用户安全解决方案、在线安全解决方案、网络游戏防外挂解决方案。

公司 2010 年年收入 698 亿韩元, 折合人民币 4 亿元, 净利润 145 亿韩元。预计 2011 年收入 1003 亿韩元, 折合人民币 5.7 亿元, 同比增长 42.5%。

2. 行业发展趋势

目前我国信息安全产业的市场规模占整个信息产业的市场规模仅 1% 左右, 远低于发达国家 8% 左右的水平, 随着我国客户对信息安全的重视程度越来越高, 安全投入占 IT 投入的比例将逐步提高, 为安全产品市场的成长提供了巨大的空间。

防火墙仍然是最大的细分产品市场, 根据赛迪顾问《CCID 2010-2011 年中国信息安全产品市场研究年度报告》的数据显示, 2010 年防火墙/VPN 市场规模为 27.02 亿元, 占安全市场 24.65% 的份额, 与此同时, UTM、SSL VPN、IPS、身份认证、安全管理、安全服务等正在逐步打开市场, 成为重要的信息安全需求品。

3. 业务和成长亮点

AhnLab 公司的网络安全产品销量持续增长, 同时主打产品 MyV3 需求量不断增加。安全系统集成业务平稳发展。2011 年 7 月, 公司和 National Agricultural Cooperative Federation (NACF) 签署了一份协议, 为该部门提供安全咨询服务。NACF 计划到 2015 年总共投资 5100 亿韩元 (约合人民币 29 亿元) 来建立安全系统。公司将为 NACF 提供系统安全软件, 约占 NACF 项目总投资的 10%, 约 3 亿元人民币。

4. 调研纪要及 A 股参考公司

□ 公司概况

- 韩国品牌知名度最高的信息安全公司, 25 年防病毒业务和 10 年网络安全业务历史。
- 2010 年营业收入 698 亿韩元, 折合人民币 4 亿元。人均收入 73 万元。R&D 占员工总数 72%。预计 2011 年员工总数增加到 640 人。2010 年净利润 145 亿韩元, 净利润率达 36%。

□ 主要业务

- 系统安全 (软件)。约占收入的 47%, 增长态势趋于平稳。

- 许可证费用为 38000 韩元（可以折扣至 20000 韩元）/套，约合 217~114 元人民币/套。
- 市场格局趋于稳定，缺少强有力的跨国公司竞争对手。公司市场份额在 40%，近期目标 62%，远期目标最高 65%。
- 网络安全。约占收入的 24%。增长迅速。面临 Juniper 等公司的激烈竞争，其中 Juniper 的市场份额约为 50%。
- 安全服务。约占收入的 14%。增长迅速。
- 公司的安全相关业务在教育和其他政府控制的领域有优势，主要得益于这些领域对国外企业有所限制。

表 2: AhnLab 主要业务经营状况

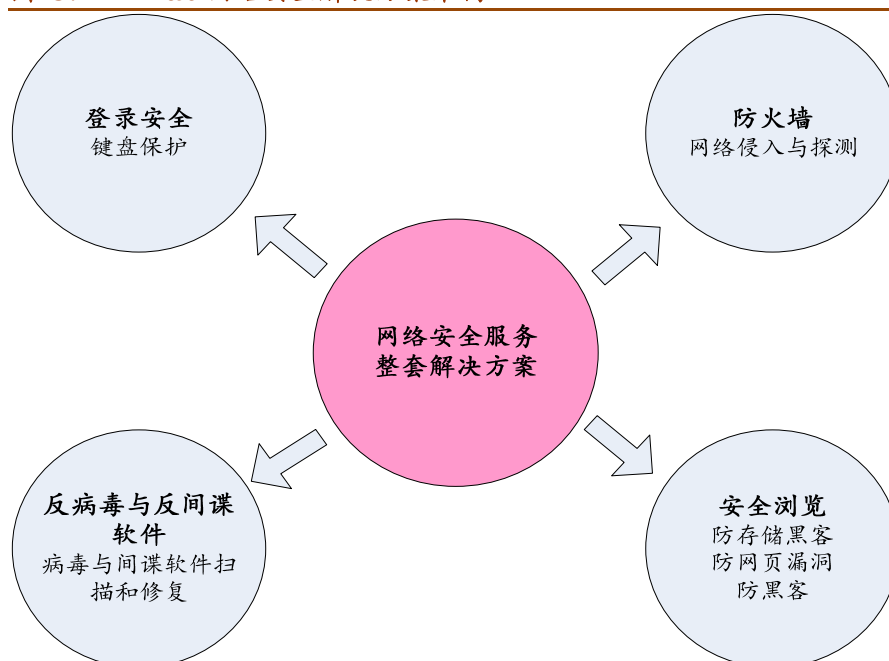
主要业务	收入占比	市场前景	竞争状态
系统安全（软件）	47%	平稳增长	40%市场份额，无有力竞争对手
网络安全	24%	快速增长	欧美公司占据明显优势
安全服务	14%	快速增长	竞争激烈

资料来源：公司 2011'Q2 数据，招商证券

□ 增长点

- 所有产品线的市场增长均有望达到 10%。
- 近年来韩国黑客事件明显增多，刺激了之前使用免费安全产品的用户对于付费产品的需求。
- 网络安全产品市场随着互联网应用的深入有更快增长，是公司的重要增长点。
- 移动终端安全市场规模还比较有限，公司相关产品年收入 15 亿韩元，约合人民币 858 万。

图 3: AhnLab 网络安全解决方案架构



资料来源：公司 2011'Q2 数据，招商证券

□ 结论

- 大比例的研发投入是不断开发新产品，维持高利润率的有力保证。
- 系统安全产品市场仍然占据信息安全市场主要地位，网络安全产品增长迅速。
- 在网络安全产品市场上欧美公司有明显的优势。同时，整合软硬件产品的信息安全公司在解决方案上有更多的资源优势。
- 国家政策对特定市场用户的供应商限制确保国内厂商在相关市场具有优势。
- 企业/公共部门仍然是付费信息安全产品的绝对主力市场。这既有消费习惯因素，更因为系统安全的重要性远大于个人终端。

表 3：A 股信息安全代表公司

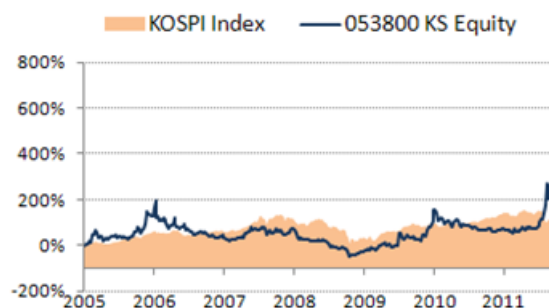
子行业	A 股相关公司	投资逻辑&参考意义
信息安全	启明星辰	产品优势铸就公司龙头行业地位；技术优势打造公司强势竞争力；外延式扩张打造聚合效应。
	卫士通	公司大力发展基于云计算、物联网信息安全应用开发，并进一步拓展在智能电网中的应用深度。业务区域横向扩展迅速。

资料来源：招商证券

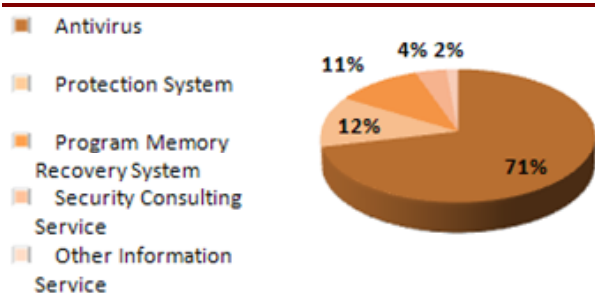
AhnLab (053800 KS Equity)

简介: 信息安全技术公司, 1988 年即开发出杀毒程序, 是全球四家最早自主开发出杀毒引擎的企业之一。2003 年开发出全球第一款手机防病毒软件 AhnLab Mobile Security。全球三大网络游戏防外挂厂商之一, HackShield 为全球众多游戏开发商、运营商提供安全保障。

股价走势

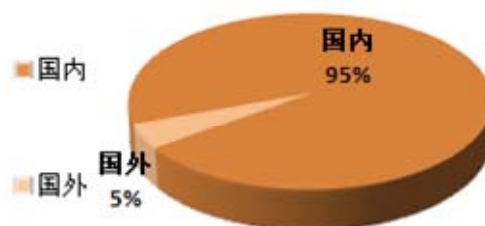


经营业务种类



资料来源: Thomson, Bloomberg

销售出口比例



资料来源: Bloomberg

公司近年营业收入



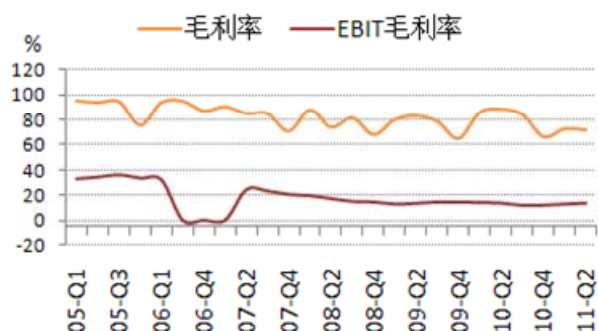
资料来源: Bloomberg

公司近年净利



资料来源: Bloomberg

公司毛利率与 EBIT 毛利率 (单位: %)



资料来源: Bloomberg

公司估值



资料来源: Bloomberg

三. 移动支付解决方案与内容提供商 Dana I

1. 公司介绍

DanaI 是一家在韩国 KOSDAQ 上市的高科技公司, 1997 年 7 月成立于韩国, 是韩国最大的移动支付提供商和移动内容提供商, 目前在中国、印尼、台湾、美国、日本设有子公司或办事处。DanaI 为 SKT、KTF、LGT 等运营商、银行及信用卡公司提供移动支付服务。2004 年, 公司进入中国市场, 并且在支付增值行业、娱乐交流网站等多个领域开展业务。

公司的内容提供业务从 2007 年开始迅速下滑, 现在公司正对此部分业务进行拆分, 以后将专注于移动支付解决方案业务。

2010 年公司的支付业务实现销售收入 660 亿韩元左右 (约合人民币 3.8 亿元), 增长 10%, 运营利润轻微下滑。但 2011 年上半年运营利润倍增。

2. 行业发展趋势

受益于运营商的主导以及产业链多方合作, 日韩地区手机支付业务发展较早, 并且已经形成好的市场基础。根据 Gartner 的预测, 2011 年, 全球移动支付用户数将达到 1.41 亿户, 交易规模将达到 861 亿美元, 同比增长 76%。

在中国, 随着智能手机的普及和第三方支付牌照的逐步发放, 用户的支付门槛逐步降低, 移动支付得到了很好发展。根据 iResearch 的数据, 2011 年 Q3 手机电子商务的规模已达到 37.7 亿元, 占整个移动互联网规模的 35%。未来, 随着手机支付相关标准的逐步出台, 移动电子商务将进一步发展, 对移动支付解决方案的需求也会相应增加。

3. 业务和成长亮点

随着移动内容业务的拆分, DanaI 正转变为专注于移动支付解决方案的技术服务公司。韩国领先的 3G 应用普及为移动支付创造了良好的应用环境, 驱动移动支付交易快速增长。公司与合作伙伴预计 2011 年韩国的移动支付交易额将达到 2.5 万亿韩元, 合 143 亿人民币。随着 4G-LTE 的推广, 移动支付的便捷性优势将日益凸显, 公司通过提供移动支付解决方案服务从中受益。在海外, 公司正积极拓展美国市场。

4. 调研纪要及 A 股参考公司

□ **移动支付业务。**在韩国占据 40% 的市场份额。

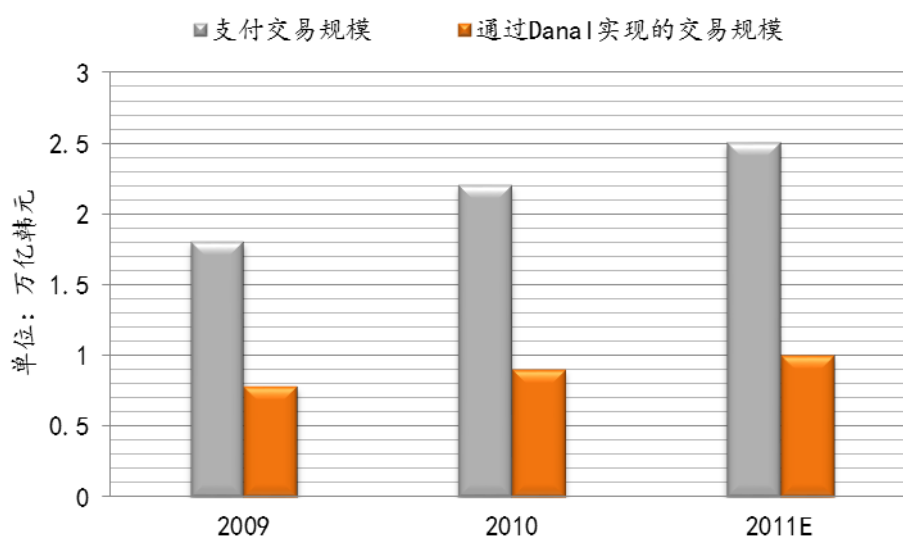
➤ **互联网在线支付**

- 面向游戏、音乐、社交、软件等产品的在线支付市场。
- 正开拓学费、医疗费、纳税等领域的在线支付市场。
- 移动终端所起的作用主要是获取交易的验证码以确保交易安全完成。

➤ **通过扫描 barcode 实现移动支付的方案, 具体为**

- 用户免费下载公司的服务工具软件“Bartong”于手机上,支付前产生一个动态条形码。
- 商户计算好用户购买商品的种类和金额。
- 商户利用现有扫描仪对客户手机上的动态条形码进行扫描,即完成交易。
- 消费金额从通讯费中扣除。对于诸如便利店出售的食品饮料等有型商品,公司与通信运营商各获取交易金额的 1.5% 手续费收入。
- 此方案不需要 NFC 芯片,用户无需更换 NFC 手机,商家也无需添置新设备,非常有利于小额支付电子化的推广。同时,对单次交易金额限制在 10,000 韩元,月消费金额上限在 300,000 韩元,减少了潜在的信用风险。

图 4: 韩国移动支付市场交易规模与公司份额



资料来源: 运营商数据与公司资料, 招商证券

□ 在美国市场的移动支付业务拓展

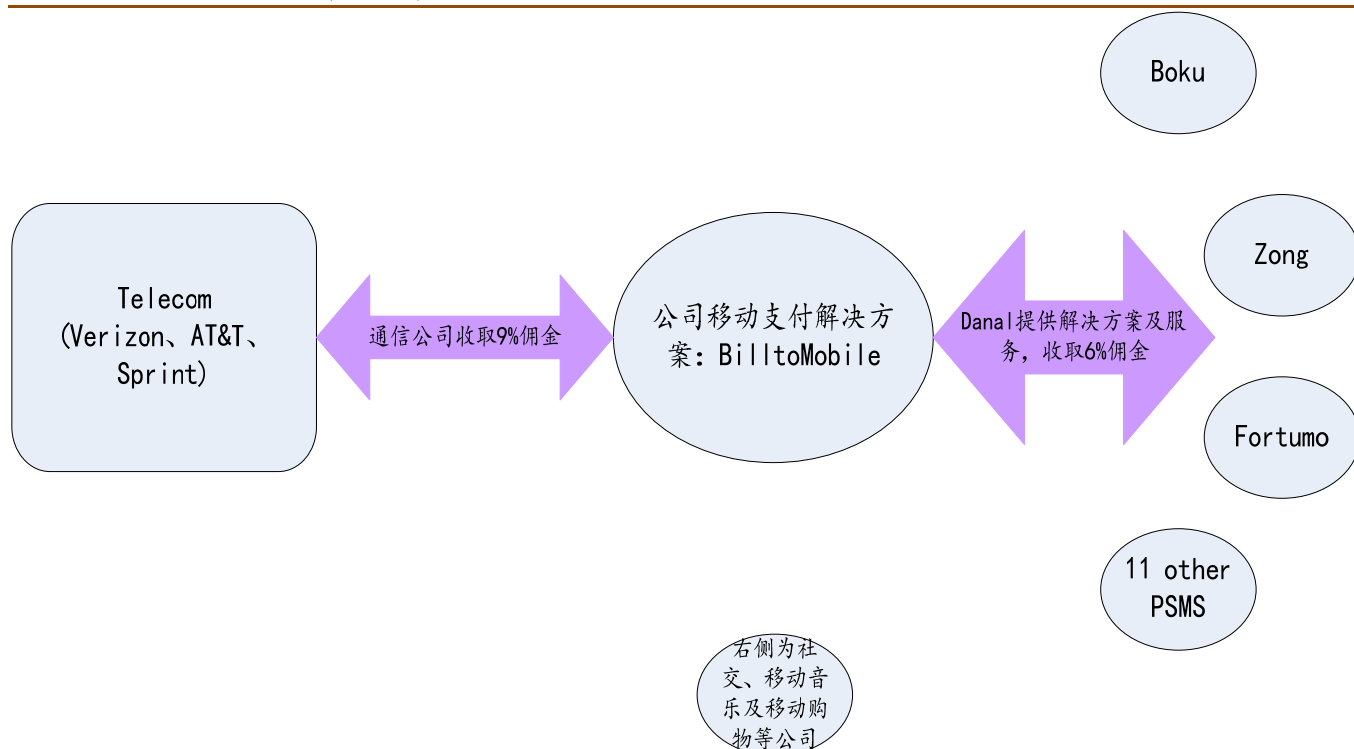
➤ 市场开拓进展

- 2009 年与 Verizon 签署合同。2010 年发布移动支付服务门户“BilltoMobile”, 并与 AT&T 签署合同进行合作。2011 年分别与 Sprint 和 T-Mobile 签署合同合作
- 公司服务的交易额在日均 3 万美元左右。收入增长较快, 但规模很小。

➤ 美国市场状况

- 2011 年在线支付市场规模约为 94 亿美元, 其中在线游戏、视频点播、社交、音乐等内容购买交易量增长迅速。
- 在支付市场上, 现阶段主要是信用卡公司扮演支付服务商的角色。包括信用卡支付和空中交易服务商等相关厂商均是移动支付市场的主要竞争者。未来电信运营商和金融服务公司也可能加入竞争。

图 5: Danal 公司的美国市场业务模式



资料来源: Danal, 招商证券

结论

- **技术。**公司在移动支付解决方案的研发上有自己独特的思路。并不局限于 NFC、RF-SIM 等主要的潮流，而是另辟捷径充分利用现有的设备(条码扫描仪)和标准（条形码），避免了用户和客户更换手机和交易设备的投入。
- **市场。**积极投身国际竞争，在市场开拓方面与北美主流电信运营商合作，更快地跨越了市场准入的门槛。

表 4: A 股移动支付相关公司

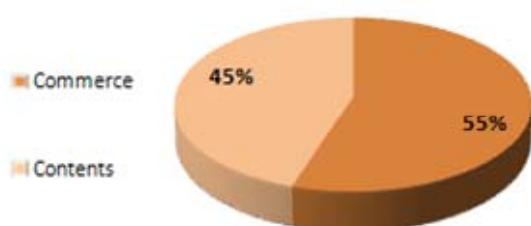
子行业	A 股相关公司	投资逻辑和参考意义
增值服务	拓维信息	中国移动手机支付运维服务提供商
POS 终端	新国都	为银联、商业银行及运营商的手机支付提供 POS 终端
运营商	中国联通	手机支付业务参与者和推广者，用户基数大
	国民技术	2.4G 方案在非金融领域商用，并拓展广深铁路及一卡通等业务
支付卡与芯片制造	东信和平	手机支付 SIM 封装制造，EMV 迁移及社保卡方案提供
	天喻信息	进入银联手机支付方案体系，SD 卡提供商，社保卡方案提供
	恒宝股份	在智能卡厂商中侧重于金融 IC 卡制造

资料来源: 招商证券

DANAL (064260 KS Equity)

简介: DANAL 主要提供数字内容和移动支付业务。移动支付业务支持用户通过手机或固话进行在线支付,主要用于购买游戏、音乐、电影等,也可用于其它内容服务,如彩铃、回铃音、图片、博客等。此外,公司的业务支持多媒体内容的无线下载。

经营业务种类



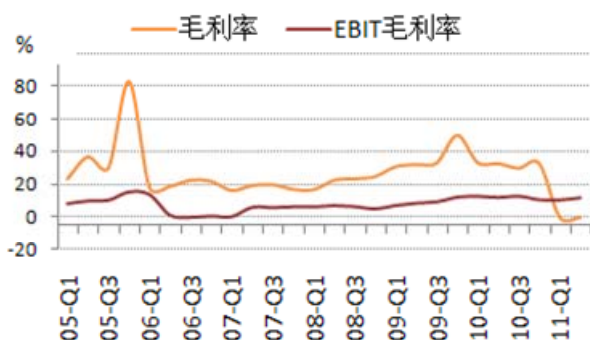
资料来源: Thomson, Bloomberg

公司近年营业收入



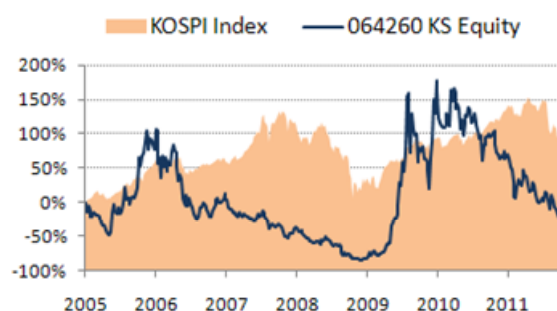
资料来源: Bloomberg

公司毛利率与 EBIT 毛利率 (单位: %)



资料来源: Bloomberg

股价走势



销售出口比例



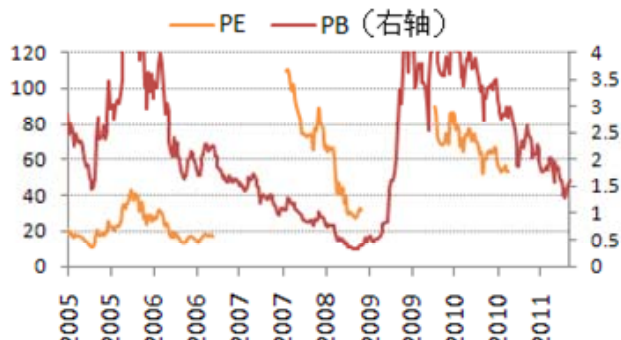
资料来源: Bloomberg

公司近年净利



资料来源: Bloomberg

公司估值



资料来源: Bloomberg

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张良勇，招商证券研发中心执行董事，电子行业分析师，2006-2010年新财富电子行业最佳分析师。

刘雪峰，招商证券研发中心计算机行业分析师。东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，13年IT行业跨国公司技术、运营和全球项目管理工作经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。