

## 用友软件(600588)

## 产品效能决定企业长期价值

## ——用友管理软件系统实施效果的实证分析

✍ 魏兴耘	张慧
☎ 0755-82485884	021-38676715
✉ weixyl@gtjas.com	zhanghui6820@gtjas.com

## 本报告导读:

- 用友管理软件系统有助于优化其客户的财务结构
- 用友管理软件的客户价值决定了其长期成长能力

## 投资要点:

- 为了探究用友管理软件系统的实施对于客户财务结构的影响程度,我们以中海地产、百丽国际、茅台股份、得润电子、李宁服装、东安发动机、杭萧钢构、美罗药业和贵绳股份等9家用友管理软件的客户为样本,选取6个财务指标作为考察的对象,对样本公司管理软件系统上线前后财务指标的变动进行分析,并将其与9家对比公司的相应指标进行对照。
- 实证结果表明,用友管理软件系统的实施优化了客户的财务结构,样本公司盈利能力、收入质量、营运能力和成长能力的改善比例分别达到89%、67%、100%和67%。其中,扭转了盈利能力、收入质量、营运能力和成长能力恶化趋势的客户比例分别为44%、33%、33%和50%。
- 进一步分析发现,财务指标的改善情况与客户上线模块的类型有关。样本公司的各财务指标在系统上线后均有50%以上的改善比例,其中,期间费用率、存货周转率和应收账款周转率的改善较为显著。这显然与9家样本公司均实施了以财务软件为核心的管理软件系统密切相关,也说明客户对于这些指标的监控给予了更多的关注。
- 决定盈利和成长能力的因素较为复杂,实施用友管理软件系统只是影响因子之一。其他内部因素以及行业景气等外部因素均可能对盈利和成长指标产生影响。当然也不排除对比公司由于使用了其他软件公司的管理软件系统而影响了我们比较研究的结论。
- 从现实意义而言,在全球金融风暴全面波及实体经济的背景下,09年国内部分行业与企业的利润将出现下滑。受预算约束的影响,国内IT支出可能出现结构性波动,或将对用友软件的收入增长产生影响。然而,公司的长期投资价值依然存在。正由于用友管理软件系统确实能够改善企业的财务结构,这就决定了一旦经济开始好转,当企业的IT支出重新回到快速增长的轨道时,用友软件作为龙头管理软件厂商的价值将凸现。

财务摘要(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,114	1,357	1,638	1,958	2,314
(+/-)%	11.3%	21.8%	20.7%	19.6%	18.2%
经营利润(EBIT)	62	123	214	300	386
(+/-)%	53.3%	99.6%	74.2%	39.8%	29.0%
净利润	172	360	423	484	534
(+/-)%	73.7%	109.9%	17.3%	14.4%	10.4%
每股净收益(元)	0.37	0.78	0.90	1.05	1.15
每股股利(元)	0.68	1.00	0.59	0.67	0.74

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营利润率(%)	5.5%	9.1%	13.1%	15.3%	16.7%
净资产收益率(%)	13.2%	15.0%	16.5%	17.7%	18.3%
投入资本回报率(%)	20.2%	53.1%	52.5%	115.1%	456.1%
EV/EBITDA	27.7	12.7	9.7	7.4	6.0
市盈率	55.2	26.3	22.4	19.6	17.8
股息率(%)	3.3%	4.9%	2.9%	3.3%	3.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥28.00

上次预测: ¥31.62

当前价格:

¥21.06

2009.02.02

## 交易数据

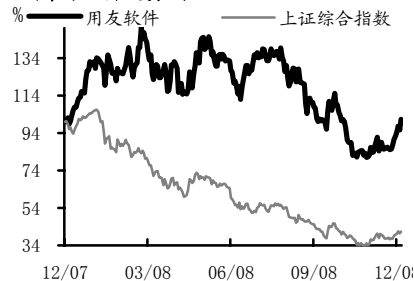
52周内股价区间(元)	16.30 ~ 68.05
总市值(百万元)	9,828
总股本/流通A股(百万股)	467/337
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.72
日均成交量(百万股)	1.3
日均成交值(百万元)	39.4

## 资产负债表摘要(12/07)

股东权益(百万元)	2,408.50
每股净资产	5.20
市净率	3.2
净负债率	-37.8%

EPS(元)	2007A	2008E
Q1	0.11	0.15
Q2	0.21	0.09
Q3	0.16	-0.02
Q4	0.30	0.68
全年	0.78	0.90

## 52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4.3	20.3	-16.4
相对指数	-13.6	5.2	37.5

## 相关报告

行业加速为公司带来战略性成长机会  
(08.08.06)推出基于SaaS模式新一代在线服务业务  
(08.07.09)

## 1. 研究目的与样本选择

### 1.1. 目的：实证用友管理软件的实施效果

用友软件作为国内最大的管理软件厂商，其开发的管理软件主要包括 NC、U9、U8、U6 和通系列。用友 NC 是面向集团与行业企业提供的全线管理软件产品，提供符合“全球化集团管控、行业化解决方案、平台化应用集成”理念的 6 大领域、10 大行业的 38 个解决方案；用友 U8 则面向成长中的中小型企业，提供“全面应用、按需部署、快速见效”的企业管理平台。

理论而言，客户上线用友的管理软件系统是希望实现对企业的物流、资金流、信息流的一体化管理，达到内部集成与外部集成的全面融合与共享，从而提升企业的竞争力。然而，这一命题尚无实证数据的支撑。客户在实施用友管理软件系统之后，是否能够明显改善其财务结构，成为我们关心的焦点问题。我们将选取部分用友软件的客户作为研究对象，通过对其管理软件系统上线前后财务指标的变动进行分析，并将其与对比公司的相应指标进行对照，从实证的角度探究用友管理软件系统的实施对于客户财务结构的影响程度。

### 1.2. 样本选择与系统上线情况简介

我们所使用的客户资料均由用友软件公司提供，财务数据取自 Wind 资讯和 Bloomberg。在所有实施了 NC 和 U8 管理软件系统的客户中，我们选取系统上线时间相对较早以及数据较易获得的公司作为样本公司，包括中海地产、百丽国际、茅台股份、得润电子、李宁服装、东安发动机、杭萧钢构、美罗药业、贵绳股份 9 家上市公司，涉及的行业包括房地产、服装零售、饮料制造、电子元器件、休闲用品、交运设备、建筑业、医药制造、金属制品 9 个行业。为了研究实施用友系统的公司与其他未实施用友系统的公司在财务结构上可能存在的差异，在考虑了公司的可比性和数据的可得性的前提下，我们选取了万科、美邦服饰、五粮液、拓邦电子、鸿星尔克、长安汽车、精工钢构、一致药业和福星股份 9 家公司进行比较研究。需要指出的是，我们无法剔除对比公司因使用其他软件公司的管理软件系统而对其财务结构产生的影响。

资料显示，9 家样本公司上线用友管理软件系统的时间分布在 2003-2006 年，应用模块包括财务系统、网络报表、供应链管理、生产制造管理、房地产项目管理、物业管理、预算管理、人力资源管理、供应链管理等多种模块。由于国内绝大部分企业仍处于信息化的初期，建立的是以财务软件为核心的管理软件应用架构。在 9 家样本公司中，所有公司均实施了财务软件、78% 的公司实施了 ERP 软件、67% 的公司实施了供应链管理软件、33% 的公司实施了人力资源管理软件。

从样本公司上线模块实现的具体功能来看，ERP 软件具有改善公司的盈利能力、收入质量、营运能力和成长能力的功能；财务软件具有改善公司的盈利能力、收入质量和营运能力的功能；SCM 软件具有改善公司的收入质量和营运能力的功能；HR 软件具有改善公司的盈利能力和成长能力的功能。进一步分析可以看出，影响盈利能力、收入质量、营运能力的模块类型均为三种，影响成长能力的模块类型为两种，这说明客户对于盈利能力、收入质量和营运能力的关注程度更高。

我们将用销售净利率和期间费用率来衡量盈利能力，现金收入比来衡量收入质量，存货周转率和应收账款周转率来衡量营运能力，收入增长来衡量成长能力，通过对这些

指标变动情况的分析，来考量用友软件客户财务结构的改善程度。

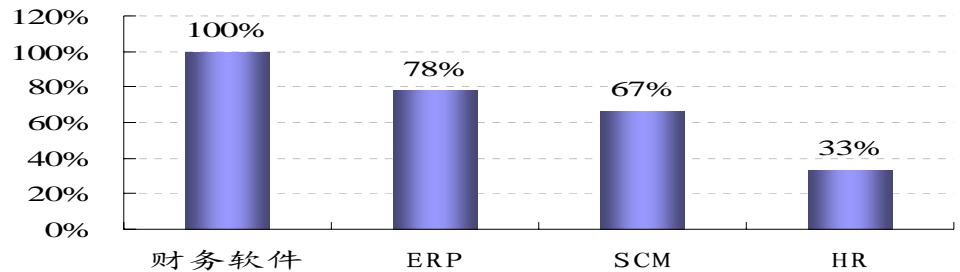
表 1: 用友软件部分客户管理软件系统应用情况

公司名称	所属行业	上线产品	上线时间	应用模块	软件类型	对比公司
中海地产	房地产	NC	2005 年	网络报表、网络合并报表、财务、房地产项目管理、物业管理系统、HR、BO	财务软件、ERP、HR	万科
百丽国际	服装零售	NC	2005 年	网络报表、网络合并报表、财务会计	财务软件	美邦服饰
茅台股份	饮料制造	NC	2005 年	网络报表、网络合并报表、财务会计、供应链管理、资金管理	财务软件、ERP、SCM	五粮液
得润电子	电子元器件	U8	2004 年	财务会计、供应链管理、生产制造管理	财务软件、ERP、SCM	拓邦电子
李宁服装	休闲用品	U8	2006 年	财务、供应链管理、生产制造管理、人力资源管理	财务软件、ERP、SCM、HR	鸿星尔克
东安发动机	交运设备	U8	2003 年	财务系统、供应链管理、生产制造管理	财务软件、ERP、SCM	长安汽车
杭萧钢构	建筑业	U8	2005 年	财务会计、管理会计、供应链管理、生产制造管理	财务软件、ERP、SCM	精工钢构
美罗药业	医药制造	U8	2006 年	财务会计	财务软件	一致药业
贵绳股份	金属制品	U8	2006 年	EAI、网络财务、网络购销存、财务会计、管理会计、供应链管理、管理驾驶舱、人力资源管理、生产制造管理、预算管理	财务软件、ERP、SCM、HR	福星股份

数据来源：用友软件提供，国泰君安证券研究所

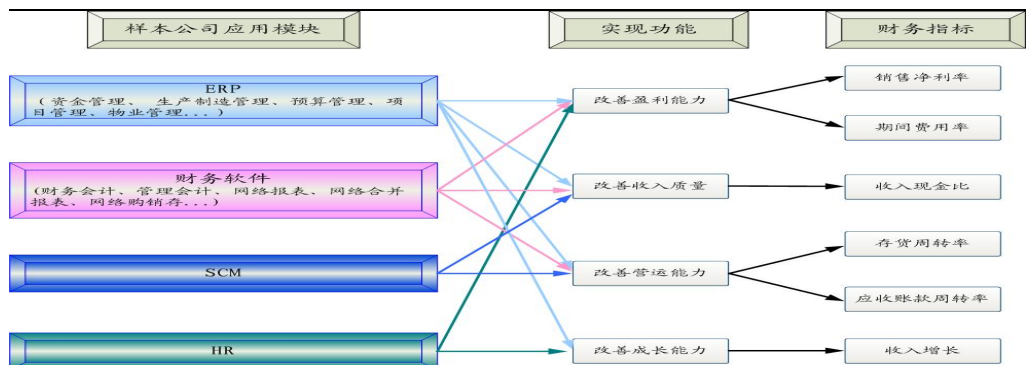
注：江苏省南京长安汽车有限公司为用友软件的客户，而长安汽车（集团）公司不是用友软件的客户

图 1: 样本公司各类型管理软件上线比例



数据来源：国泰君安证券研究所

图 2: 样本公司管理软件系统应用模块与功能示意图



数据来源：国泰君安证券研究所

注：期间费用率=（销售费用+管理费用）/营业收入，剔除财务费用对期间费用率的影响，下同

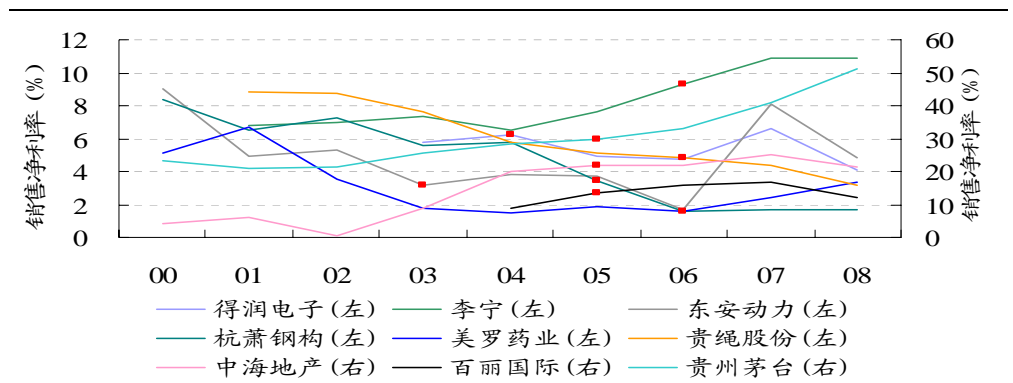
## 2. 盈利能力分析

### 2.1. 多数公司盈利能力改善

如果样本公司在用友管理软件系统上线后的2年内出现销售净利率上升或是期间费用率下降,则我们认为该公司的该项指标得以改善。数据显示,多数公司的盈利能力在系统上线后改善。在9家样本公司中,有7家公司的销售净利率自用友系统上线后的2年内出现上升,占总数的78%,仅得润电子和贵绳股份未有改善;在9家公司中,除得润电子、百丽国际和李宁的期间费用率未出现改善外,其他6家公司的期间费用率自系统上线后的2年内均出现下降,占总数的67%。

其中,部分公司在系统上线后扭转了盈利能力的下滑趋势。在9家公司中,销售净利率在系统上线前下降而在系统上线后上升的公司有3家,分别为东安动力、杭萧钢构和美罗药业,占总数的33%;在9家公司中,只有中海地产的期间费用率在系统上线前上升而在系统上线后下降,占总数的11%。

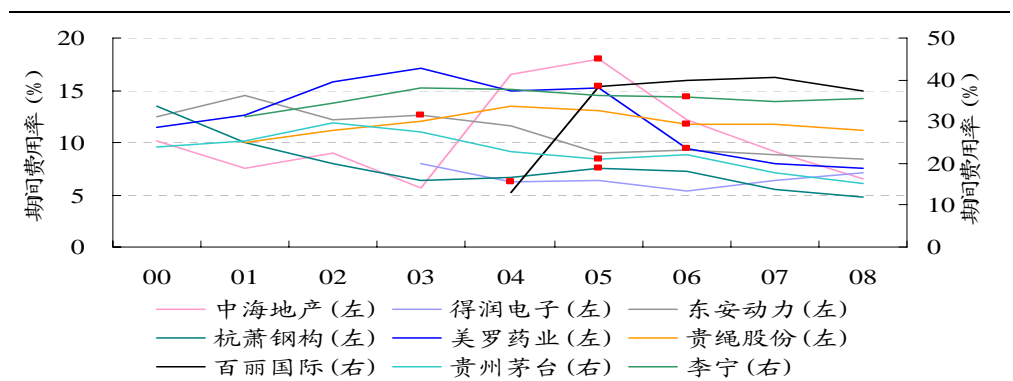
图 3: 样本公司在系统上线前后的销售净利率变动情况



数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

注: 图中红点标示的是各样本公司管理软件系统上线的年份, A 股上市公司的 08 年数据为 08 前三季度数据, H 股上市公司的 08 年数据为 08 年中期数据

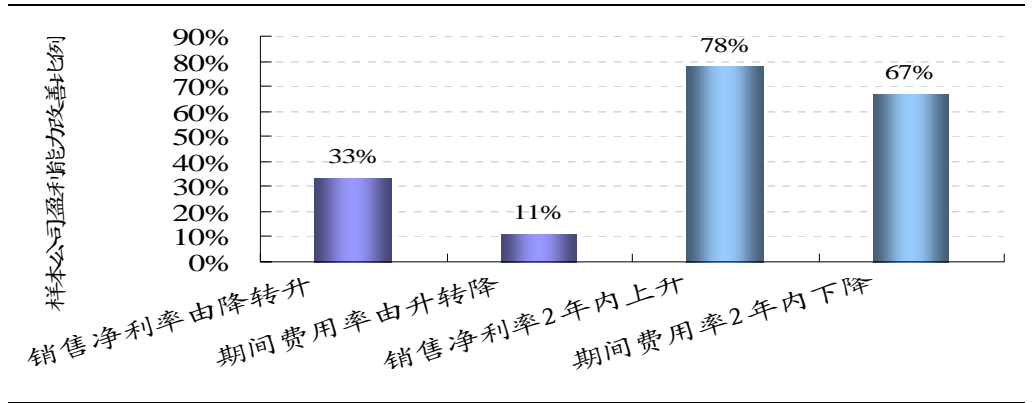
图 4: 样本公司在系统上线前后的期间费用率变动情况



数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

注: 图中红点标示的是各样本公司管理软件系统上线的年份, A 股上市公司的 08 年数据为 08 前三季度数据, H 股上市公司的 08 年数据为 08 年中期数据

图 5: 样本公司在系统上线后盈利能力的改善比例



数据来源: 国泰君安证券研究所

表 2: 样本公司在系统上线后盈利能力的改善情况

公司名称	盈利能力指标			
	销售净利率		期间费用率	
	由降转升	自系统上线 2 年内上升	由升转降	自系统上线 2 年内下降
中海地产		✓	✓	✓
百丽国际		✓		
贵州茅台		✓		✓
得润电子				
李宁		✓		
东安动力	✓	✓		✓
杭萧钢构	✓	✓		✓
美罗药业	✓	✓		✓
贵绳股份				✓

数据来源: 国泰君安证券研究所

注: “✓” 表示该公司该项指标得以改善

## 2.2. 期间费用率较对比公司显著优化 销售净利率较对比公司有一定改观

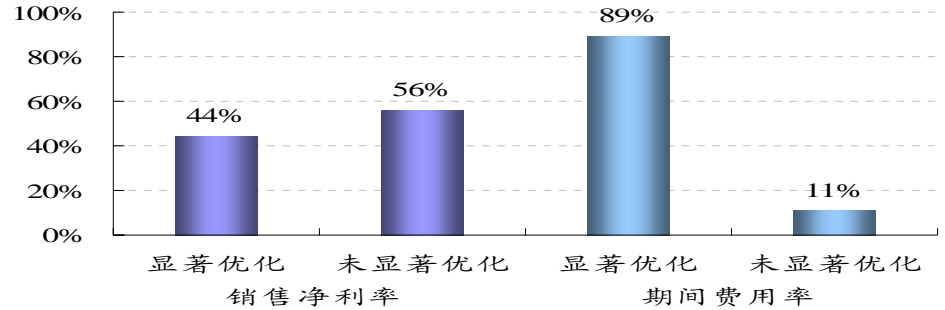
如果在用友管理软件系统上线后, 样本公司的盈利能力指标出现改善而对对比公司出现恶化, 或者样本公司与对比公司的盈利能力指标均出现改善但样本公司改善的更明显, 或者样本公司与对比公司的盈利能力指标均出现恶化但样本公司恶化程度较少, 则认为实施用友管理软件系统使得客户的盈利能力较同类公司有显著优化。

数据显示, 样本公司的期间费用率在用友系统上线后较对比公司有显著优化。9 家样本公司在系统上线后, 期间费用率改善的比例达到 67%, 而同期 9 家对比公司的期间费用率改善的比例仅为 33%; 在 9 家样本公司中, 除美罗药业以外, 其他样本公司的期间费用率在系统上线后较对比公司有显著优化, 占总数的 89%, 证明用友系统可以改善客户的期间费用率; 仅有 11% 的样本公司在系统上线后期间费用率较对比公司无明显改观。

数据显示, 样本公司的销售净利率在系统上线后较对比公司有一定改观。9 家样本公司在系统上线后, 销售净利率改善的比例达到 78%, 而同期 9 家对比公司的销售净利率改善的比例为 67%; 在 9 家样本公司中, 中海地产、李宁、东安动力和美罗药业的销售净利率在系统上线后较对比公司显著优化, 占总数的 44%; 56% 的样本公司在系

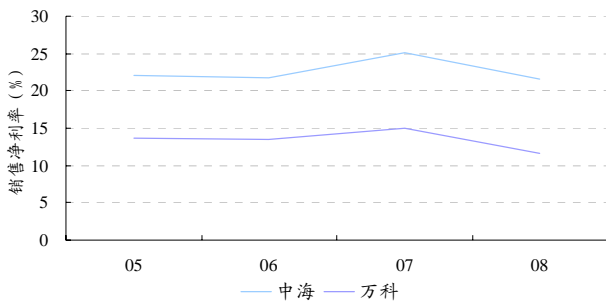
统上线后其销售净利率较对比公司无显著改观,不能排除是由于行业景气等外部原因,或是对比公司因为使用了其他软件公司的管理软件,抑或是其他的内部因素而影响了对比的结果。

图 6: 样本公司在系统上线后与对比公司相比盈利能力的优化情况



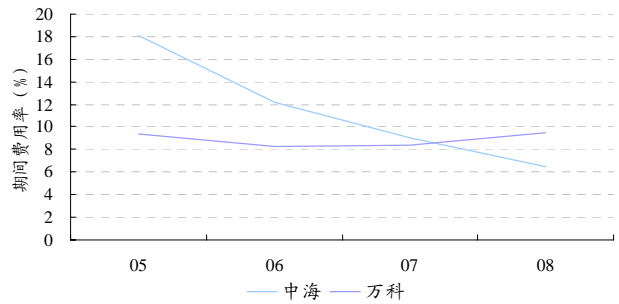
数据来源: 国泰君安证券研究所

图 7: 中海在上线后与万科的销售净利率比较



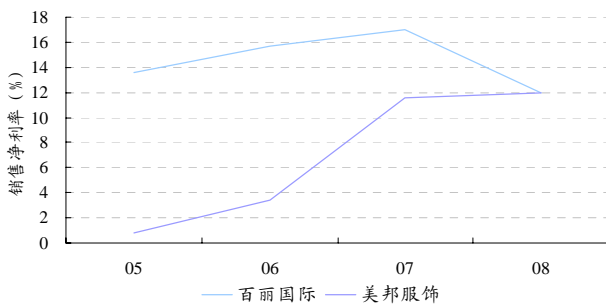
数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

图 8: 中海在上线后与万科的期间费用率比较



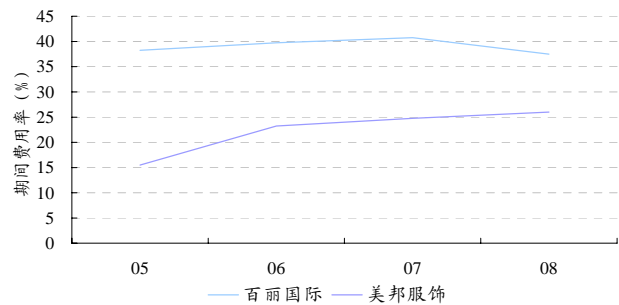
数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

图 9: 百丽在上线后与美邦的销售净利率比较



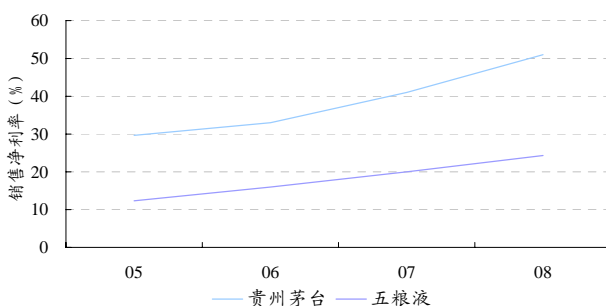
数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

图 10: 百丽在上线后与美邦的期间费用率比较



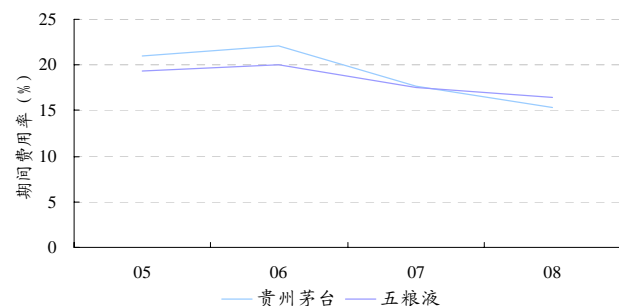
数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

图 11: 茅台在上线后与五粮液的销售净利率比较



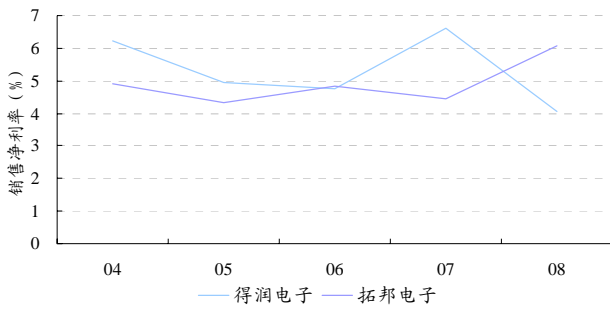
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 12: 茅台在上线后与五粮液的期间费用率比较



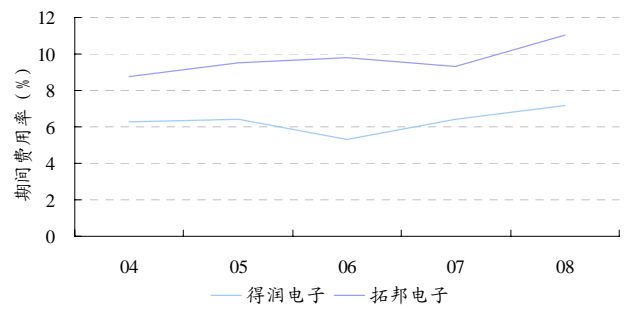
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 13: 得润电子在上线后与拓邦电子的销售净利率比较



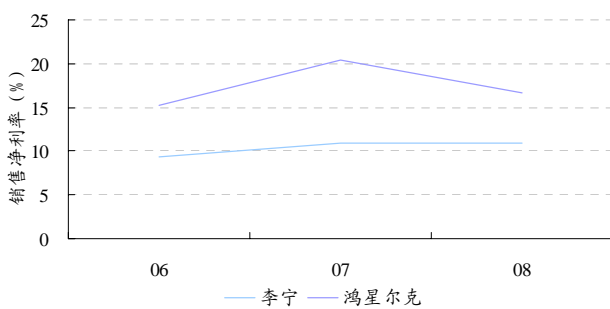
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 14: 得润电子在上线后与拓邦电子的期间费用率比较



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

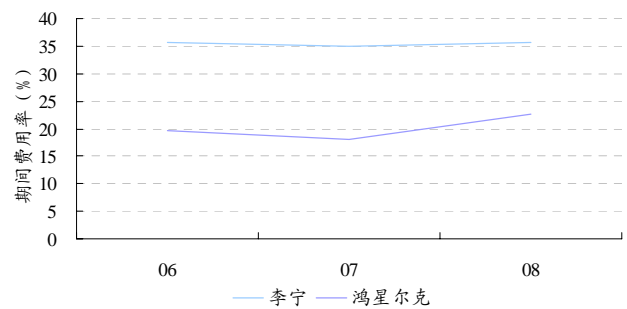
图 15: 李宁在上线后与鸿星尔克的销售净利率比较



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究所

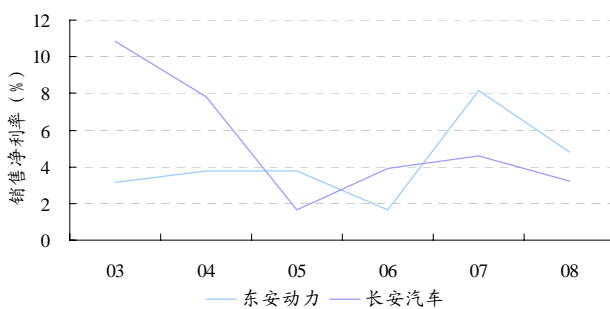
注: 鸿星尔克为新加坡上市公司, 其 08 年数据为 08 年前三季度数据, 下同

图 16: 李宁在上线后与鸿星尔克的期间费用率比较



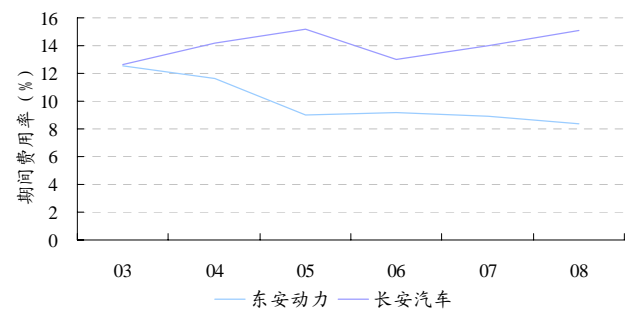
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究所

图 17: 东安动力在上线后与长安汽车的销售净利率比较



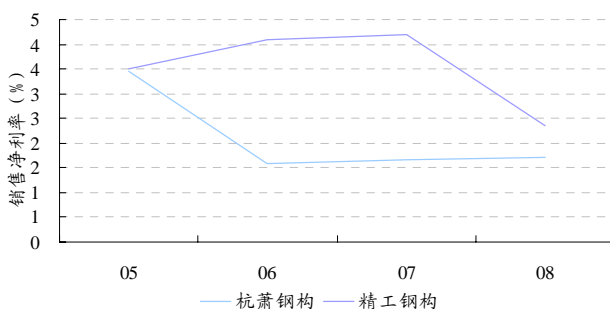
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 18: 东安动力在上线后与长安汽车的期间费用率比较



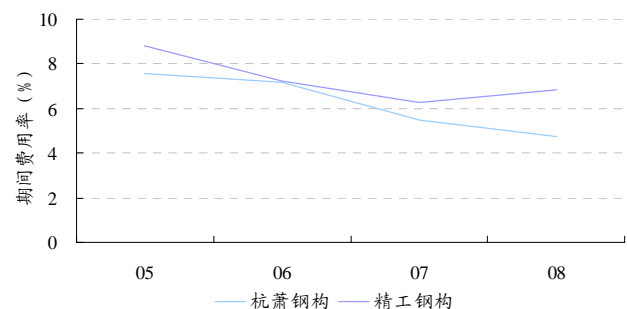
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 19: 杭萧钢构在上线后与精工钢构的销售净利率比较



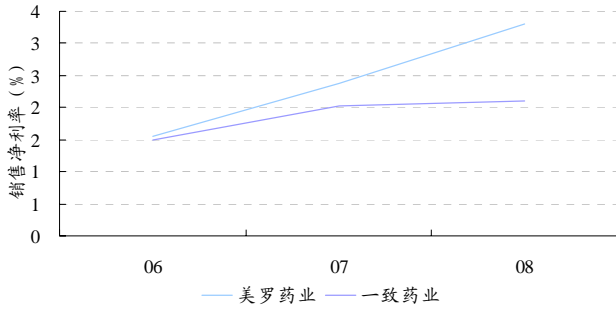
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 20: 杭萧钢构在上线后与精工钢构的期间费用率比较



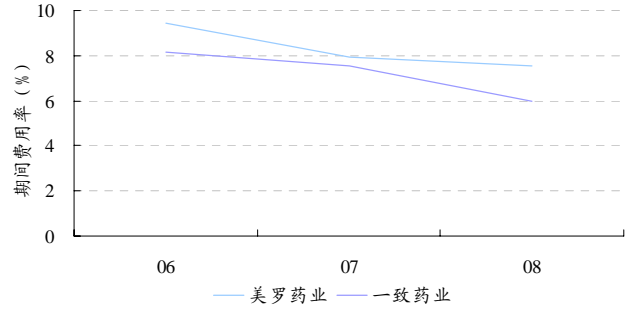
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 21: 美罗药业在上线后与一致药业的销售净利率比较



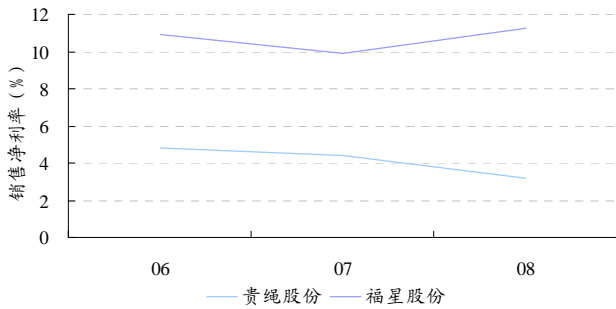
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 22: 美罗药业在上线后与一致药业的期间费用率比较



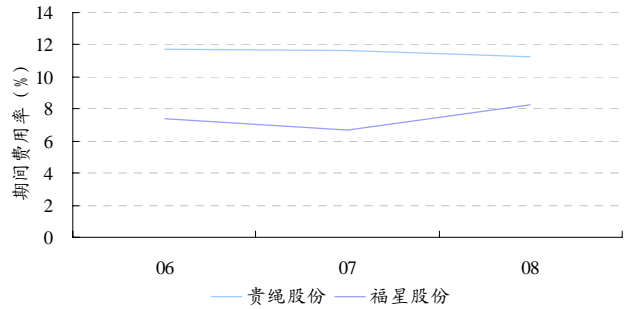
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 23: 贵绳股份在上线后与福星股份的销售净利率比较



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 24: 贵绳股份在上线后与福星股份的期间费用率比较



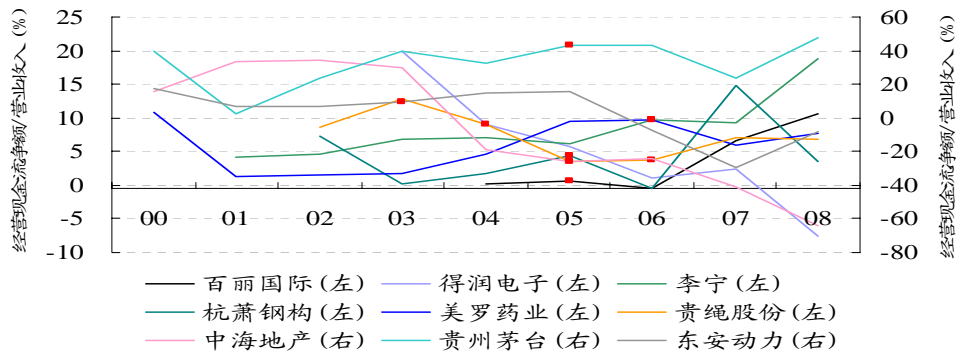
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

### 3. 收入质量分析

#### 3.1. 多数公司收入质量改善

我们用经营性净现金流与营业收入的比值（以下简称为现金收入比）来衡量公司的收入质量情况。如果样本公司在用友管理软件系统上线后的 2 年内现金收入比出现上升，则认为该公司的收入质量得以改善。数据显示，多数公司的收入质量在用友系统上线后得以改善。在 9 家样本公司中，有 6 家公司的现金收入比自系统上线后的 2 年内出现上升，占总数的 67%，仅有中海地产、贵州茅台和得润电子的现金收入比未出现改善；其中，东安动力、杭萧钢构和贵绳股份 3 家公司在系统上线后扭转了现金收入比的下滑趋势，占总数的 33%。

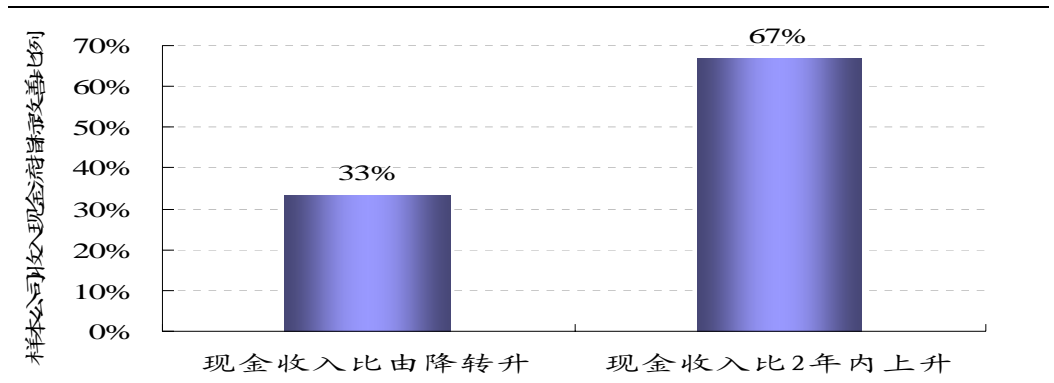
图 25: 样本公司在系统上线前后的现金收入比变动情况



数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

注: 图中红点标示的是各样本公司管理软件系统上线的年份, A 股上市公司的 08 年数据为 08 前三季度数据, H 股上市公司的 08 年数据为 08 年中期数据

图 26: 样本公司在系统上线后现金收入比的改善比例



数据来源: 国泰君安证券研究所

表 3: 样本公司在系统上线后现金收入比的改善情况

公司名称	现金收入比	
	由降转升	自系统上线 2 年内上升
中海地产		
百丽国际		✓
贵州茅台		
得润电子		
李宁		✓
东安动力	✓	✓
杭萧钢构	✓	✓
美罗药业		✓
贵绳股份	✓	✓

数据来源: 国泰君安证券研究所

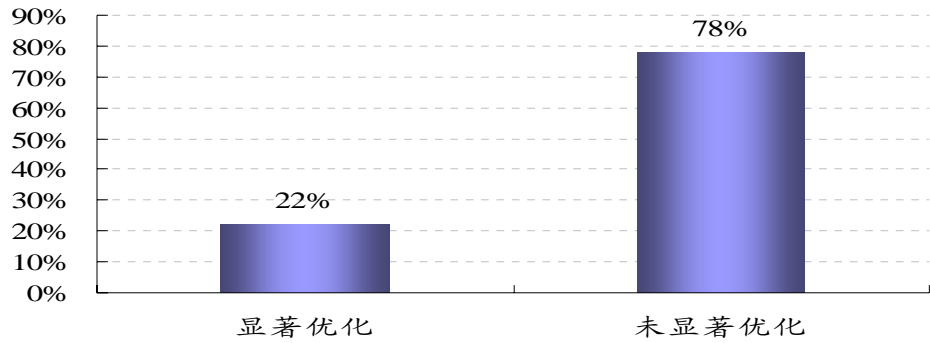
注: “✓”表示该公司该项指标得以改善

### 3.2. 收入质量较对比公司无显著改观

如果在用友管理软件系统上线后, 样本公司的现金收入比出现改善而对比公司出现恶化, 或者样本公司与对比公司的现金收入比均出现改善但样本公司改善的更明显, 或者样本公司与对比公司的现金收入比均出现恶化但样本公司恶化程度较少, 则我们认为实施用友管理软件系统使得客户的收入质量较同类公司有显著优化。

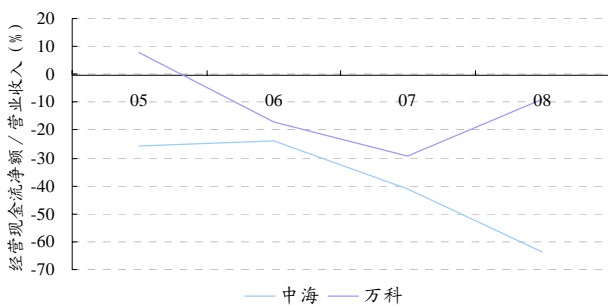
数据显示, 样本公司的收入现金比在系统上线后较对比公司未明显改观。9 家样本公司在系统上线后, 现金收入比改善的比例达到 67%, 而同期 9 家对比公司的现金收入比改善的比例为 33%; 但在 9 家样本公司中, 只有李宁和杭萧钢构的现金收入比在系统上线后较对比公司显著优化, 占总数的 22%; 78% 的样本公司的现金收入比在系统上线后较对比公司未显著改观, 不能排除对比公司因为使用了其他软件公司的管理软件或是其他内、外部原因而影响了对比的结果。

图 27: 样本公司在系统上线后与对比公司相比收入质量的优化情况



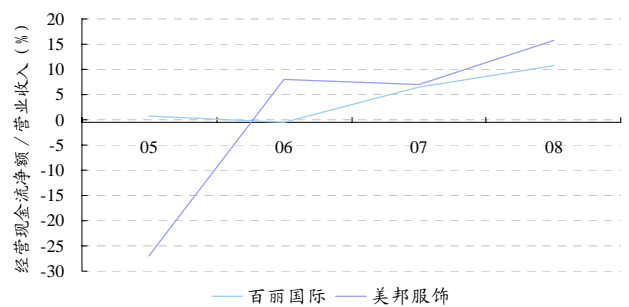
数据来源: 国泰君安证券研究所

图 28: 中海在上线后与万科现金收入比的比较



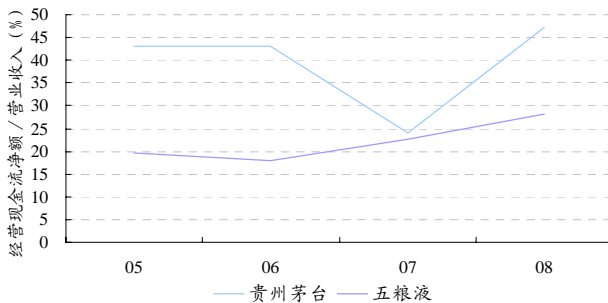
数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

图 29: 百丽在上线后与美邦现金收入比的比较



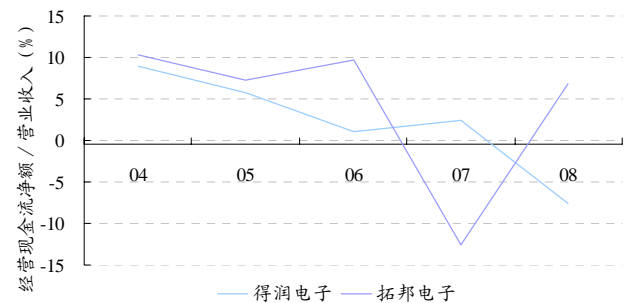
数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

图 30: 茅台在上线后与五粮液现金收入比的比较



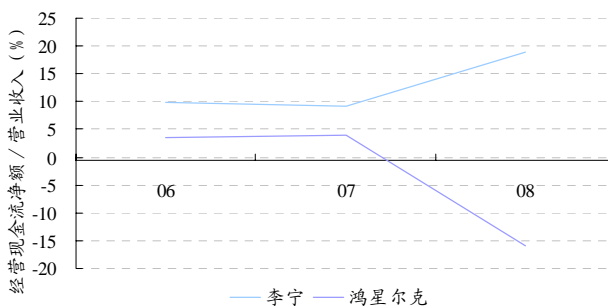
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 31: 得润电子在上线后与拓邦电子现金收入比的比较



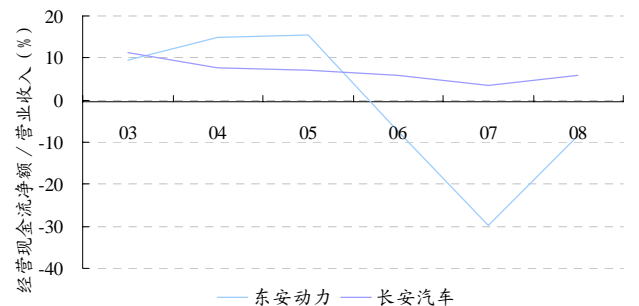
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 32: 李宁在上线后与鸿星尔克现金收入比的比较



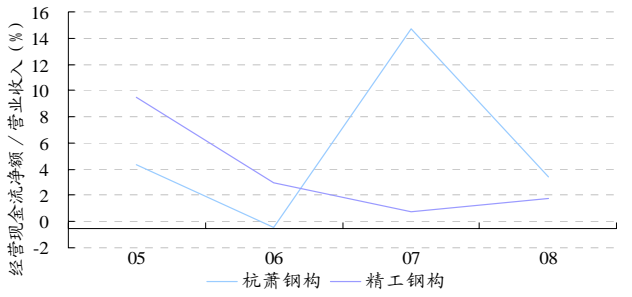
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究所

图 33: 东安动力在上线后与长安汽车现金收入比的比较



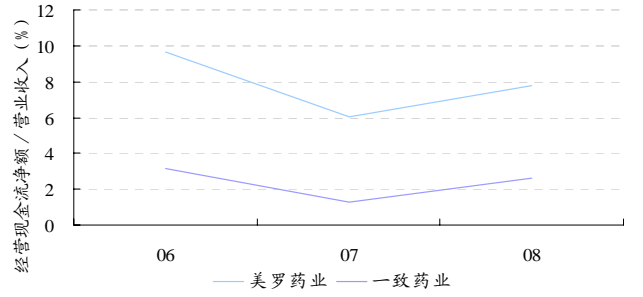
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 34: 杭萧钢构在上线后与精工钢构现金收入比的比较



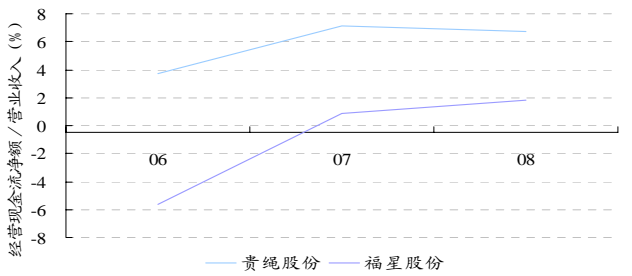
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 35: 美罗药业在上线后与一致药业现金收入比的比较



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 36: 贵绳股份在上线后与福星股份现金收入比的比较



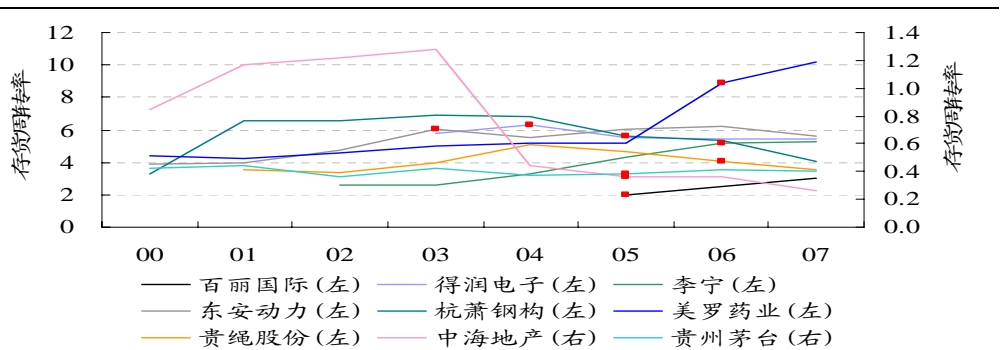
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

## 4. 营运能力分析

### 4.1. 半数以上公司营运能力改善

如果样本公司在用友管理软件系统上线后的 2 年内存货周转率或应收账款周转率出现上升, 则我们认为该公司的该项指标得以改善。由于李宁、美罗药业和贵绳股份自用友系统上线后只有 1 年数据, 故其营运能力指标的变动未纳入样本范围。在 6 家样本公司中, 贵州茅台、东安动力和百丽国际的存货周转率自系统上线后的 2 年内出现上升, 占总数的 50%; 在 6 家样本公司中, 有 5 家公司的应收账款周转率自系统上线后的 2 年内得到改善, 分别为中海地产、百丽国际、贵州茅台、得润电子和杭萧钢构, 占总数的 83%; 其中, 没有公司的存货周转率在系统上线前下降而在系统上线后上升; 33% 的样本公司在系统上线后扭转了应收账款周转率下滑的趋势, 分别为中海地产和杭萧钢构。

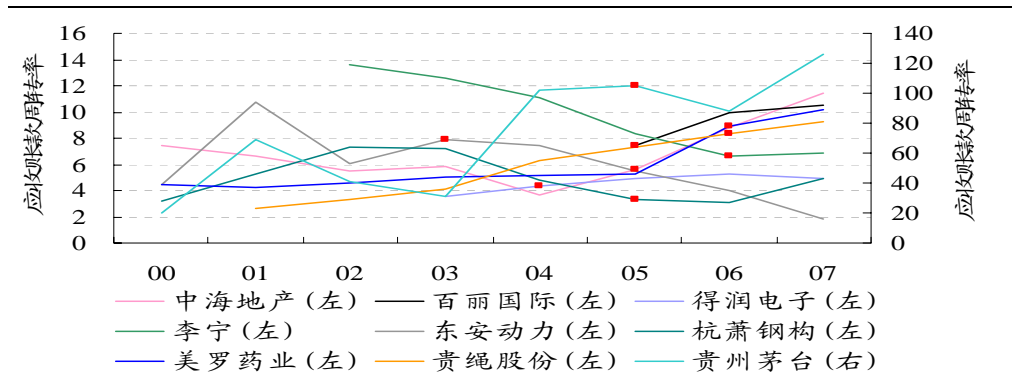
图 37: 样本公司在系统上线前后的存货周转率变动情况



数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

注: 图中红点标示的是各样本公司管理软件系统上线的年份

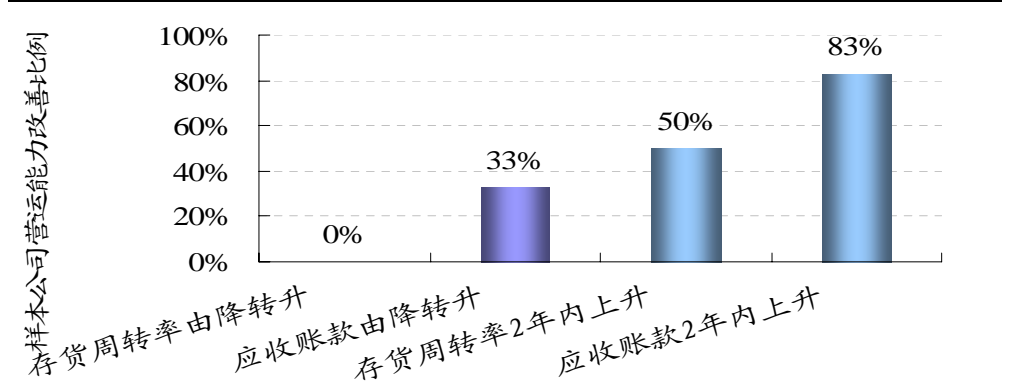
图 38: 样本公司在系统上线前后的应收账款周转率变动情况



数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

注: 图中红点标示的是各样本公司管理软件系统上线的年份

图 39: 样本公司在系统上线后营运能力的改善比例



数据来源: 国泰君安证券研究所。

表 4: 样本公司在系统上线后营运能力的改善情况

公司名称	营运能力指标			
	存货周转率		应收账款周转率	
	由降转升	自系统上线 2 年内上升	由降转升	自系统上线 2 年内上升
中海地产			✓	✓
百丽国际		✓		✓
贵州茅台		✓		✓
得润电子				✓
东安动力		✓		
杭萧钢构			✓	✓

数据来源: 国泰君安证券研究所

注: “✓”表示该公司该项指标得以改善

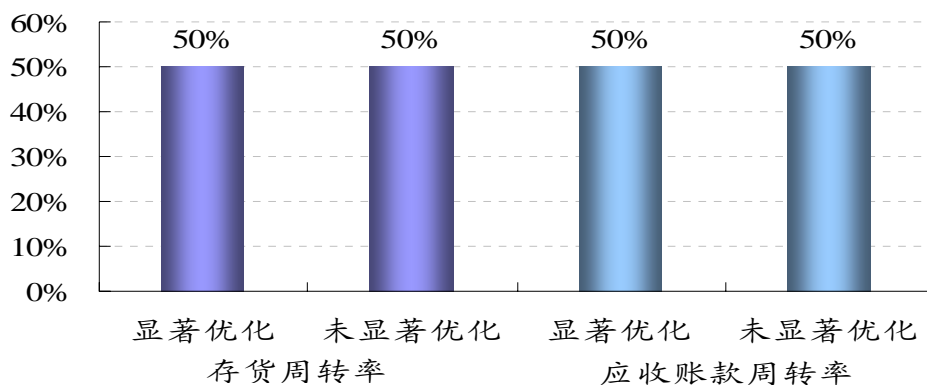
## 4.2. 五成公司营运能力较对比公司显著优化

如果在用友管理软件系统上线后,样本公司的营运能力出现改善而对比公司出现恶化,或者样本公司与对比公司的营运能力均出现改善但样本公司改善的更明显,或者样本公司与对比公司的营运能力均出现恶化但样本公司恶化程度较少,则我们认为实施用友管理软件系统使得客户的营运能力较同类公司有显著优化。

数据显示，五成样本公司的存货周转率在用友系统上线后较对比公司显著优化。6 家样本公司在系统上线后，存货周转率改善的比例达到 50%，而同期 6 家对比公司的存货周转率改善的比例也为 50%；在 6 家样本公司中，中海地产、百丽国际和贵州茅台的存货周转率在系统上线后较对比公司改善明显，占总数的 50%，表明用友系统对存货周转率的改善有正面作用；另一半样本公司的存货周转率较对比公司无明显改观，不能排除对比公司因为使用了其他软件公司的管理软件或是其他内、外部原因而影响了对比的结果。

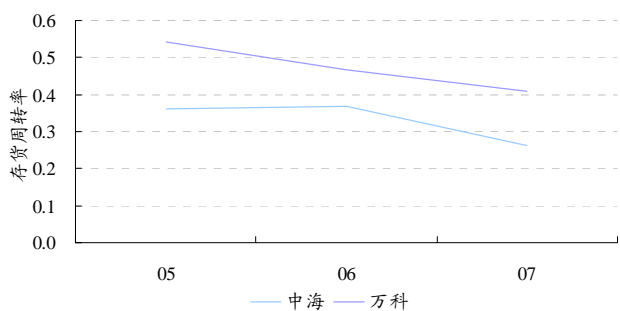
数据显示，五成样本公司的应收账款周转率在系统上线后较对比公司明显改观。6 家样本公司在系统上线后，应收账款周转率改善的比例达到 83%，而同期 6 家对比公司的应收账款周转率改善的比例为 50%；在 6 家样本公司中，贵州茅台、得润电子和杭萧钢构的应收账款周转率在系统上线后较对比公司明显优化，占总数的 50%；另一半样本公司的应收账款周转率较对比公司无明显改观，不能排除对比公司因为使用了其他软件公司的管理软件或是其他内、外部原因而影响了对比的结果。

图 40：样本公司在系统上线后与对比公司相比营运能力的优化情况



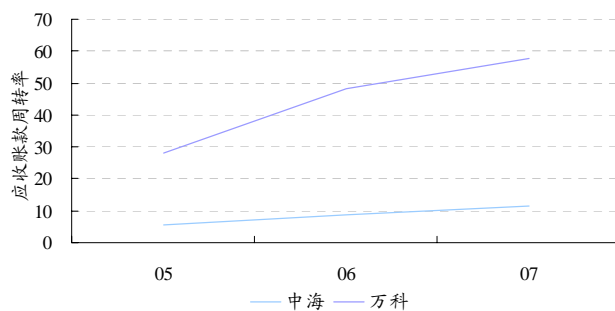
数据来源：国泰君安证券研究所

图 41：中海在上线后与万科的存货周转率比较



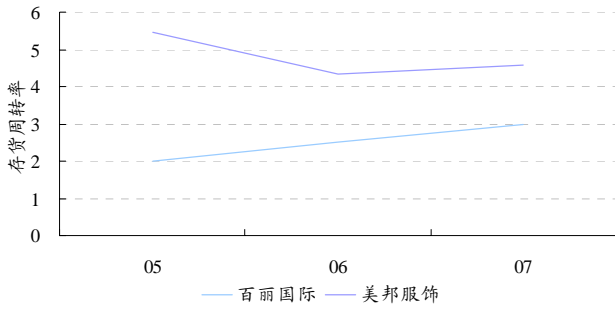
数据来源：Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

图 42：中海在上线后与万科的应收账款周转率比较



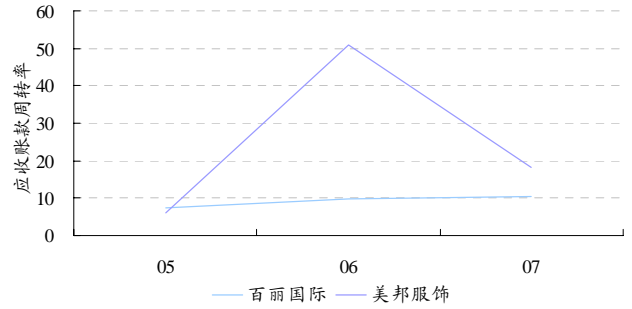
数据来源：Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

图 43: 百丽在上线后与美邦的存货周转率比较



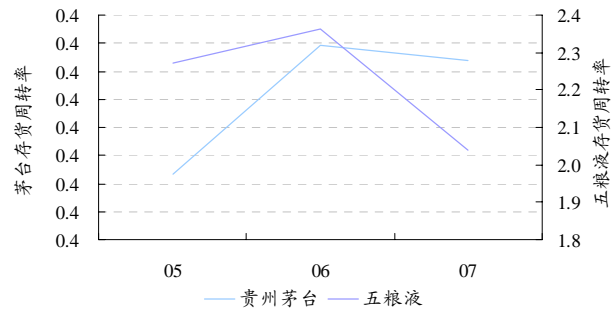
数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

图 44: 百丽在上线后与美邦的应收账款周转率比较



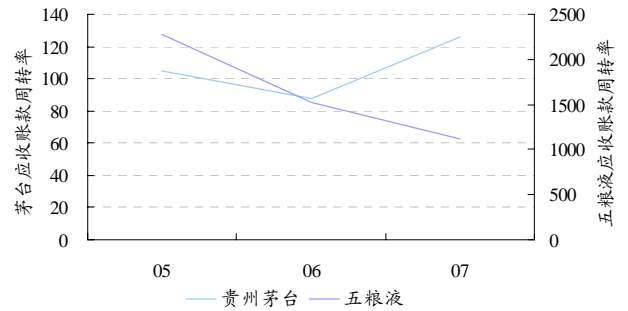
数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

图 45: 茅台在上线后与五粮液的存货周转率比较



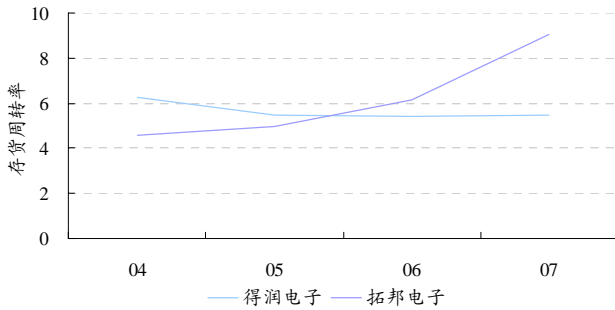
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 46: 茅台在上线后与五粮液的应收账款周转率比较



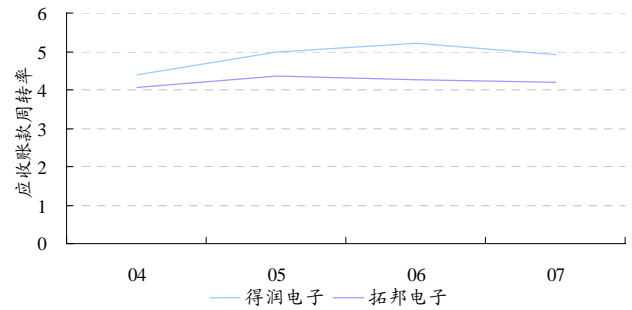
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 47: 得润电子在上线后与拓邦电子的存货周转率比较



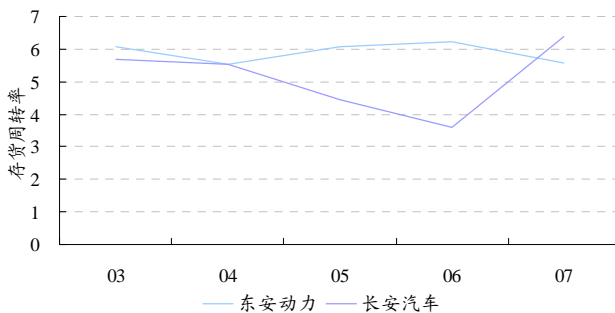
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 48: 得润电子在上线后与拓邦电子的应收账款周转率比较



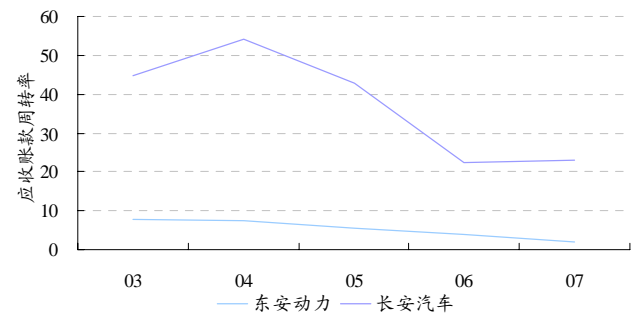
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 49: 东安动力在上线后与长安汽车的存货周转率比较



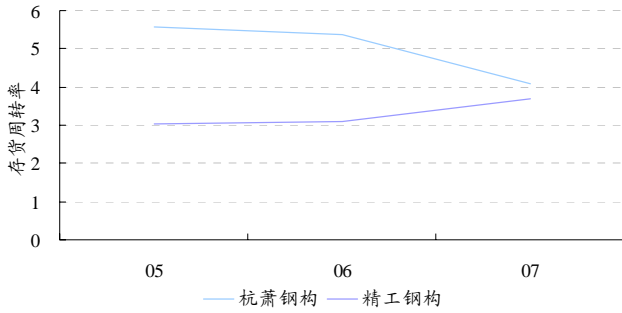
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 50: 东安动力在上线后与长安汽车的应收账款周转率比较



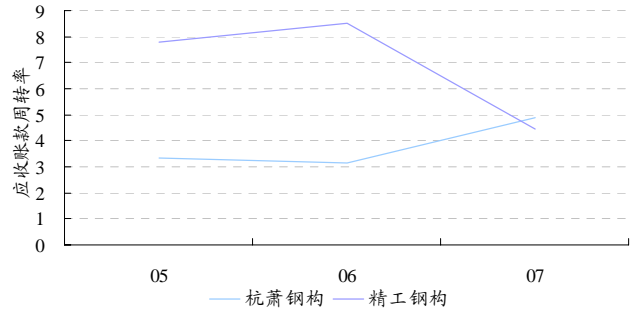
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 51: 杭萧钢构在上线后与精工钢构的存货周转率比较



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 52: 杭萧钢构在上线后与精工钢构的应收账款周转率比较



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

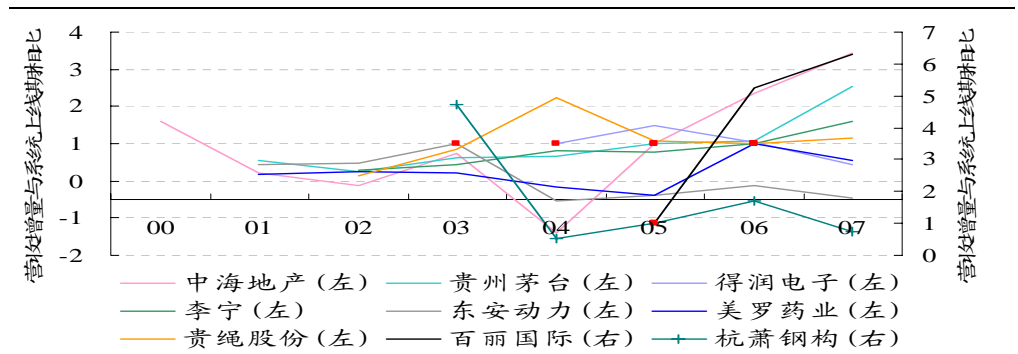
## 5. 成长能力分析

### 5.1. 多数公司成长能力改善

如果样本公司在用友管理软件系统上线后的 2 年内营业收入年增加量大于系统上线当年的营业收入年增加量, 则我们认为该公司的成长能力得以改善。由于李宁、美罗药业和贵绳股份在系统上线后只有 1 年数据, 故其未纳入成长能力的样本范围。在 6 家样本公司中, 中海地产、百丽国际、贵州茅台和得润电子 4 家公司的营业收入年增加量自系统上线后的 2 年内大于系统上线当年的营业收入年增加量, 占总数的 67%。

由于百丽国际和得润电子没有系统上线之前的营收年增加量数据, 并且李宁、美罗药业和贵绳股份在系统上线后只有 1 年数据, 因此在 4 家样本公司中, 营收年增加量与系统上线当年增量相比前低后高的公司有 2 家, 分别为中海地产和贵州茅台, 占样本公司的 50%。

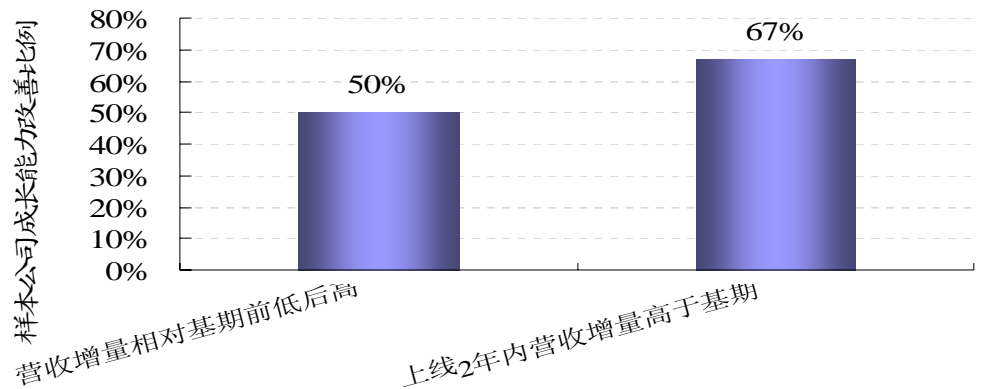
图 53: 样本公司在系统上线前后成长能力的变化情况



数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

注: 图中的数据为样本公司在系统上线前后营收增量与上线当年增量比值的变化情况。红点标示的是各样本公司管理软件系统上线的年份

图 54: 样本公司在系统上线后成长能力的改善比例



数据来源: 国泰君安证券研究所。

表 5: 样本公司系统上线后成长能力的改善情况

公司名称	成长能力指标	
	相对基期前低后高	自系统上线 2 年内营收增量高于基期
中海地产	✓	✓
百丽国际		✓
贵州茅台	✓	✓
得润电子		✓
东安动力		
杭萧钢构		

数据来源: 国泰君安证券研究所

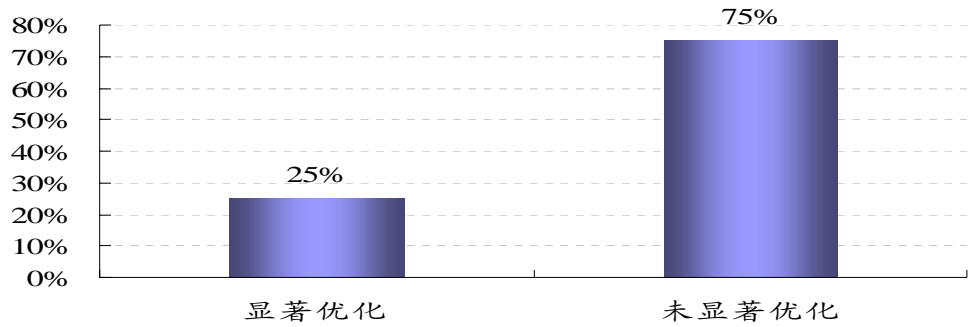
注: “✓”表示该公司该项指标得以改善

## 5.2. 成长能力较对比公司无显著改观

如果在用友管理软件系统上线后,样本公司的成长能力出现改善而对比公司出现恶化,或者样本公司与对比公司的成长能力均出现改善但样本公司改善的更明显,或者样本公司与对比公司的成长能力均出现恶化但样本公司恶化程度较少,则我们认为实施用友管理软件系统使得客户的成长能力较同类公司有显著优化。

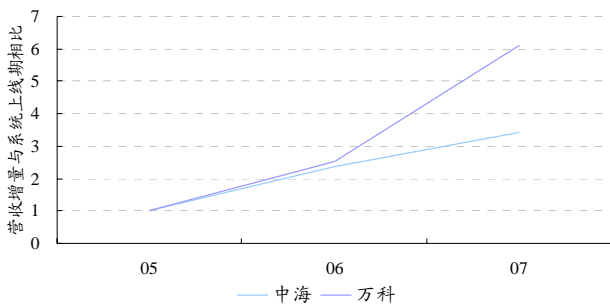
数据显示,6家样本公司在系统上线后,成长能力改善的比例达到67%,而同期4家有数据的对比公司成长能力的改善比例为50%;在4家有对比公司数据的样本公司中,贵州茅台的成长能力在系统上线后较对比公司显著优化,占样本公司的25%;75%的样本公司的成长能力较对比公司无显著改观,不能排除对比公司因为使用了其他软件公司的管理软件或是其他内、外部原因而影响了对比的结果。

图 55: 样本公司在系统上线后与对比公司相比成长能力的优化情况



数据来源: 国泰君安证券研究所

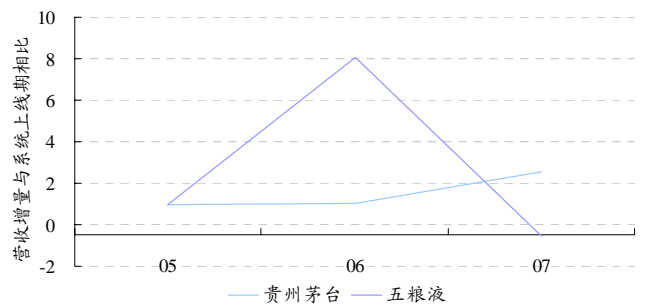
图 56: 中海在上线后与万科成长能力指标的比较



数据来源: Bloomberg, Wind, 国泰君安证券研究所

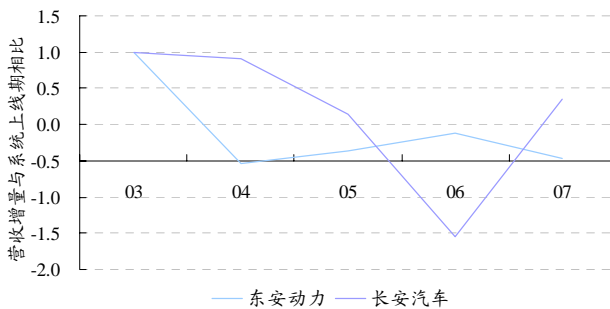
注: 图中的数据为样本公司在系统上线前后营收增量与上线当年增量比值的变化情况

图 57: 茅台在上线后与五粮液成长能力指标的比较



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

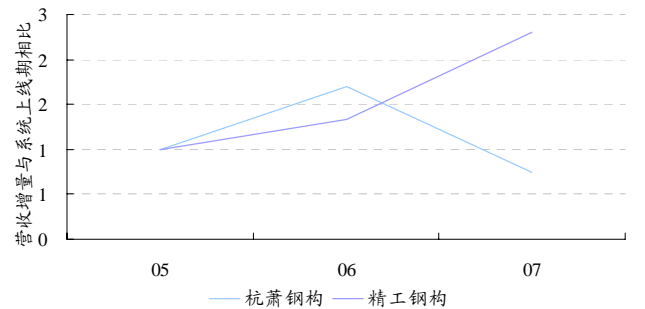
图 58: 东安动力在上线后与长安汽车成长能力指标的比较



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

注: 图中的数据为样本公司在系统上线前后营收增量与上线当年增量比值的变化情况

图 59: 杭萧钢构在上线后与精工钢构成长能力指标的比较



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

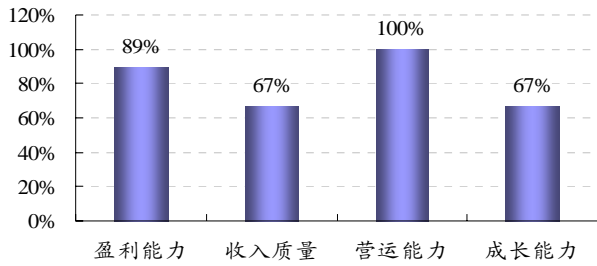
## 6. 结论与借鉴

前述的实证分析告诉我们,用友管理软件系统的实施对其客户的财务结构有正面影响。在全部有数据的样本公司中,89%的公司的盈利能力、67%的公司的收入质量、所有公司的营运能力和67%的公司的成长能力在用友管理软件系统上线后得到改善。其中,系统上线后扭转了客户的盈利能力、收入质量、营运能力和成长能力恶化趋势的比例分别为44%、33%、33%和50%。

进一步分析发现,财务指标的改善情况与客户上线模块的类型有关。具体来看,样本公司的销售净利率、期间费用率、现金收入比、存货周转率、应收账款周转率和收入

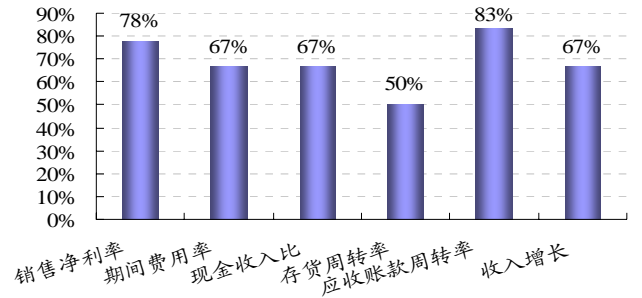
增长指标在系统上线后改善的比例分别为 78%、67%、67%、50%、83% 和 67%；与对比公司进行比较之后可以发现，销售净利率、期间费用率、现金收入比、存货周转率、应收账款周转率和收入增长指标在系统上线后较对比公司显著优化的比例分别为 44%、89%、22%、50%、50% 和 25%。由此可见，客户实施用友管理软件系统后，其期间费用率、存货周转率和应收账款周转率的改善程度较为明显，这显然与 9 家样本公司均实施了以财务软件为核心的管理软件系统密切相关，也说明客户对于费用、存货和应收账款的监控给予了更多的关注。

图 60: 样本公司财务结构的改善比例



数据来源: 数据来源: 国泰君安证券研究所

图 61: 样本公司各类财务指标的改善比例



数据来源: 国泰君安证券研究所

决定盈利和成长能力的因素较为复杂，实施用友管理软件系统只是影响因子之一。虽然样本公司的销售净利率和成长能力的改善比例较高，但较对比公司有显著改观的比例较低。这表明销售净利率和成长能力改善的原因还可能来自其他内部因素或者行业景气等外部因素。当然也不排除对比公司由于使用了其他软件公司的管理软件系统而使其销售净利率和成长能力得以改善的可能。

从现实意义而言，在全球金融风暴全面波及实体经济的背景下，09 年国内部分行业与企业的利润将出现下滑。受预算约束的影响，国内 IT 支出可能出现结构性波动，或将对用友软件的收入增长产生影响。然而，短期业绩的不确定性并没有掩盖其长期的投资价值。正由于用友管理软件系统确实能够改善企业的财务结构，这就决定了一旦经济开始好转，当企业的 IT 支出重新回到快速增长的轨道时，用友软件作为龙头管理软件厂商的价值将凸现。

## 作者简介:

**魏兴耘:**厦门大学经济学博士, 国泰君安证券研究所电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

**张慧:**男, 南京大学产业经济学专业硕士、经济学学士, 2007 年 7 月加入国泰君安证券研究所, 从事电子行业和计算机行业的研究。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;  
**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;  
**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;  
**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;  
**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;  
**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海  
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层  
邮政编码: 200120  
电话: (021) 38676666

深圳  
深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼  
邮政编码: 518029  
电话: (0755) 82485666

北京  
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层  
邮政编码: 100140  
电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)  
E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)