

企业信息化加速，ERP 幕后受益

报告要点

■ 信息化浪潮来临，软件业机遇诞生

在中国经济模式和工业化的转型期，中国信息化与欧美的巨大差距和工信部的挂牌将加速信息化进程。在此背景下，我们判断处于成长期的软件产业适逢发展良机，而处于成熟期的硬件受经济下滑影响较大。事实上，软件产业前三季度的快速增长和股价表现已经反映其高成长性和抗周期性。

■ 为什么是 ERP？

欧美 ERP 90 年代的繁荣历程给予我们深刻启示：宏观层面，依托信息化手段进行产业结构升级成效显著。微观层面，龙头公司抓住机遇迅速崛起。结合当前经济环境，中国 ERP 产业加速可期，而本土 ERP 厂商也有望在此轮发展浪潮中迅速成长。

■ 中国 ERP 产业或将复制欧美黄金十年

90 年代初，跨国投资的高速增长引起的管理模式变革、企业业务流程复杂化、Internet 的兴起和政府支持等多重因素加速了美国 ERP 产业的进程。

在中国企业面临竞争力下滑和增长乏力困境的背景下，经济增长模式的转变和产业结构升级迫使企业向精细化管理和敏捷化经营方向发展，从而带动管理和经营模式的创新，这将极大激发 ERP 的市场需求。在信息化带动工业化的转型期，我们判断中国 ERP 的加速发展已悄然而至。

■ SAP 传奇—国内 ERP 厂商能否重现

SAP 90 年代的高速增长成就了其软件巨擘的梦想，但中西方企业业务流程和管理模式的差异决定了 SAP 在中国反而水土不服。同时，本土 ERP 厂商在人力成本、服务、产品价格和客户资源方面的全方位优势决定了用友和金蝶等国内厂商在与 SAP 的竞争中处于上风。故我们认为本土 ERP 厂商在中国 ERP 市场将占据主导地位。

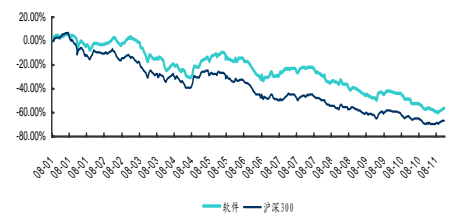
■ 龙头企业（用友软件、金蝶国际）价值凸显

我们认为，在中国 ERP 加速发展和市场整合趋势明朗的背景下，龙头厂商通过内生性增长外延式扩张做大做强步伐将加快，市场份额将进一步向其集中。同时，ERP 行业的规模效应决定了龙头厂商成本和价格优势明显，基于此，我们看好用友软件和金蝶国际的投资价值，给予其“推荐”评级。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600588	用友软件	推荐
0268.HK	金蝶国际	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

用友软件	2007A	2008E	2009E
PE	24	29	22
PB	1.78	2.72	4.76
EV/EBITDA	24.2	78.7	36.9

相关研究

《软件行业 2008 年四季度投资策略》2008-10-8

分析师：

马先文 陈志坚

027-65799506

maxw@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤

021-63217917

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

整体思路	4
信息化浪潮来临，子行业景气各异	4
信息化与发达国家差距明显	4
工业化与信息化的融合加快企业信息化进程	5
软件受益明显，硬件风险犹存	6
软件业已呈现高成长性和抗周期性.....	8
为什么是 ERP?	10
应用软件 VS 系统软件	10
ERP VS 服务外包	10
中国 ERP 产业或将复制欧美“黄金十年”	11
欧美 ERP 发展历程.....	11
美国 ERP “黄金十年”并非偶然	12
对比欧美，中国 ERP 将加速启航	14
SAP 传奇—国内 ERP 厂商能否重现?	15
SAP 成功之道	15
国内 ERP 厂商优势何在?	17
投资策略——龙头厂商价值凸显	20
重点公司—用友软件（600588）	21
重点公司—金蝶国际（0268.HK）	22

图表目录

图 1: 中国近几年企业信息化投入规模	4
图 2: 各国信息产业增加值与 GDP 比例	4
图 3: 各国信息化水平指数	5
图 4: 中国信息产业增加值	6
图 5: 企业信息化框架	6
图 6: IT 产业软硬件比重	7
图 7: 软件行业与电子计算机整机制造业增速对比	8
图 8: 国内外 PC 厂商 08 年上半年收入增速和毛利率增速	8
图 9: 中国历年软件产值（亿元）	9
图 10: 2008 年上半年 A 股软件公司收入增速	9
图 11: 软件行业 1-9 月股价走势	9
图 12: 97 年亚洲金融危机前后中国软件产业市场规模及增长率	10
图 13: ERP 在企业管理流程中的作用	11
图 14: 欧美 ERP 发展历程	12
图 15: 全球主要管理软件厂商历年收入增长率	12
图 16: 历年全球跨国投资规模	13
图 17: 美国信息化投资规模	13
图 18: 中国 ERP 市场规模	14
图 19: SAP 历年收入及增长率	15
图 20: 主流 ERP 厂商平均每个客户收入	16
图 21: 微软、SAP、用友人员结构	17
图 22: ERP 市场结构	18
图 23: SAP 和用友收入结构	19
图 24: SAP、用友、金蝶客户数量对比	19
图 25: 中国 ERP 市场结构	19
图 26: SAP 分地区和员工收入结构	20
图 27: 中国及全球 ERP 市场集中度	20
图 28: 用友软件历年营业收入	21
图 29: 用友软件不同产品收入（亿元）	21
图 30: 金蝶历年收入和净利润（亿元）	22
图 31: 金蝶软件销售和软件服务增速	22
图 32: 金蝶、用友、SAP 历年 PE 比较	23
表 1: 工业化与信息化融合进程	5
表 2: 硬件行业和软件行业特征	8
表 3: 系统软件与应用软件产业特征	10
表 4: ERP 与服务外包比较	11
表 5: 中国与美国 90 年代初比较	14
表 6: SAP 收购案例	16
表 7: 用友 U8 产品与 SAP Business One 产品比较	18
表 8: 行业重点上市公司估值指标与评级变化	23

整体思路

计算机行业在经历 08 年的洗礼后，投资者已对其固有的防御性心存疑虑。部分公司业绩下滑进一步加剧了市场对其明年业绩的担忧。在此背景下，如何寻找计算机行业成长较为明确的优质品种显得尤为重要。

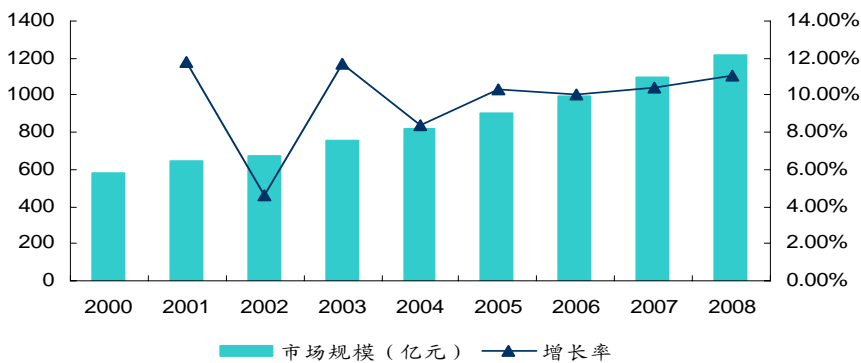
我们认为，计算机行业公司从事业务基本上围绕企业信息化展开，依此思路，通过分析信息化整体框架（包括硬件、软件及服务），各细分子行业成长前景即可水落石出。我们通篇报告从信息化角度出发为投资者寻找出成长前景较为明确的细分行业和优质投资标的。通过国际经济环境、行业和公司对比，我们发现在此轮信息化浪潮来临之际，中国 ERP 产业加速发展已悄然而致，我们看好其未来发展前景，并看好用友软件和金蝶国际的长期投资价值。

信息化浪潮来临，子行业景气各异

信息化与发达国家差距明显

纵观中国企业信息化十几年发展历程，从单机 PC 到局域网建设、办公自动化、Internet、电子商务，企业信息化伴随 IT 技术的变革而快速发展。中国企业信息化水平在近几年持续大规模投入后得到快速提升。但与发达国家相比，企业发展落后、IT 技术引进和投入的滞后导致中国企业信息化水平与发达国家差距甚远。

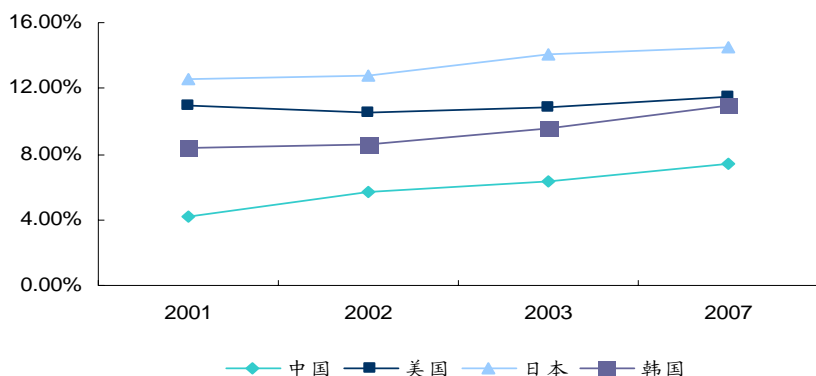
图 1：中国近几年企业信息化投入规模



资料来源：梅花网，长江证券研究部

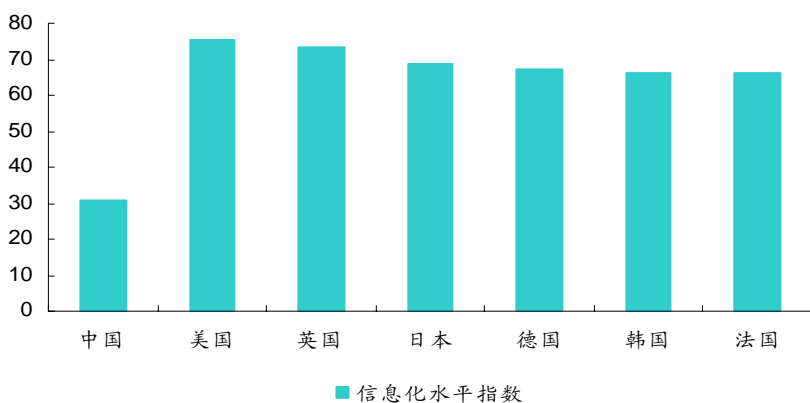
实际上，欧美绝大部分企业已基本实现网络化，同时，ERP、电子商务等与企业业务相结合的应用已经融入企业日常经营当中。而我国企业信息化建设仍处于初级阶段，尤其是行业软件应用方面较为落后。从信息化量化指标看，信息产业增加值与 GDP 比例在一定程度上反映了一个国家的信息化程度，从这一指标的比较可看出我国与发达国家差距深远，而国际电信联盟公布的信息化指数同样显示我国信息化水平相对较低。

图 2：各国信息产业增加值与 GDP 比例



资料来源：工信部，长江证券研究部

图 3: 各国信息化水平指数



资料来源：国家统计局,国际电信联盟，长江证券研究部

事实上，中国目前的信息化水平与制造大国的身份极不相称，与发达国家的差距同时也意味着中国企业信息化仍有较大的潜力空间。

工业化与信息化的融合加快企业信息化进程

2008 年对信息化最重要的事件驱动莫过于工业化与信息化的融合，我们认为，工信部的挂牌意味着工业化与信息化的融合进入新的发展期，同时也将加快工业化与信息化融合的步伐。事实上，国家早在 2000 年已经提出信息化带动工业化的发展战略，中间历次重要会议都对信息化如何带动工业化提出了新的目标。

表 1: 工业化与信息化融合进程

时间	事件	主要内容
2000 年	十五届五中全会	信息化带动工业化，发挥技术后发优势，实现国家现代化和社会生产力跨越发展的宏伟战略目标。
2002 年	十六大	工业化促进信息化，信息化带动工业化。

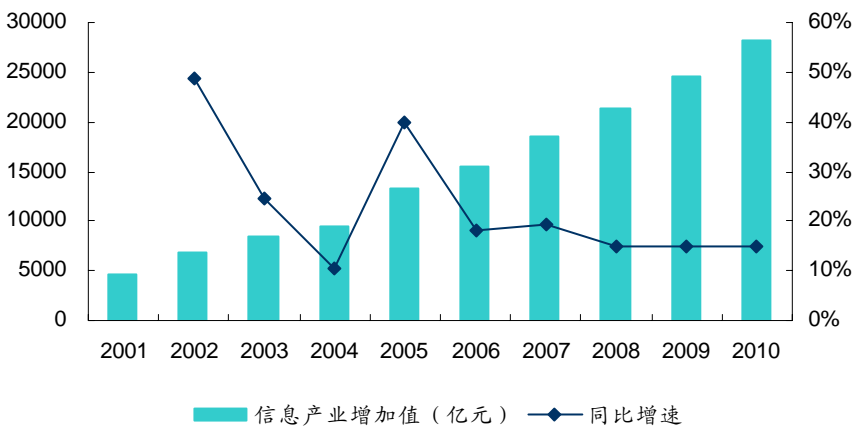
2005年	十六届五中全会	以信息化带动工业化，广泛应用高新技术和先进适用技术改造提升制造业，运用现代经营方式和信息技术改造提升传统服务业，推进国民经济和社会信息化，切实走新型工业化道路。
2007年	十七大	大力推进信息化与工业化融合，促进工业由大变强。
2008年	工业与信息化部成立	加快工业化与信息化融合的步伐

资料来源：工信部，长江证券研究部

我们认为，在全球经济下滑的背景下，工信部的成立意义深远。中国过去通过劳动密集型、高耗能、高出口的模式实现经济的高速增长难以维持。相反，目前众多企业面临生存和竞争压力，通过产业结构升级、转变经济增长模式、提升核心竞争力成为企业当务之急，而信息化和工业化的融合是达到该目标的有效方式。

事实上，欧美等西方发达国家九十年代正是以信息技术带动科技创新的方式完成企业的产业结构升级，大大提升了企业的生产效率和核心竞争力，从而率先完成了工业化向信息化社会的转型。借鉴发达国家信息化推动工业化的发展历程并结合我国目前的经济环境，我们认为，在中国工业化进入转型期和企业目前面临竞争压力和增长瓶颈的背景下，加大信息化投入，提升企业信息化水平刻不容缓。据信产部预计，中国信息产业增加值未来三年将维持15%以上增长速度，企业信息化将进入快速发展期。

图 4：中国信息产业增加值

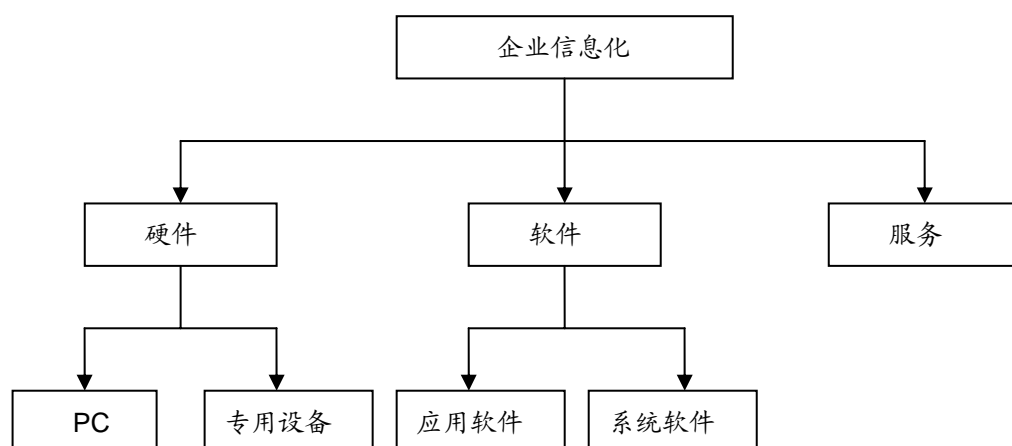


资料来源：工信部，长江证券研究部

软件受益明显，硬件风险犹存

简单说来，企业信息化主要是运用计算机网络技术整合企业各项业务资源，达到提高工作效率、提升生产效率和企业核心竞争力的目的。根据我国企业信息化建设过程中的先后秩序，我们把企业信息化分为硬件、软件和服务，硬件处于信息化建设中的上游，而软件和服务处于中下游。

图 5：企业信息化框架

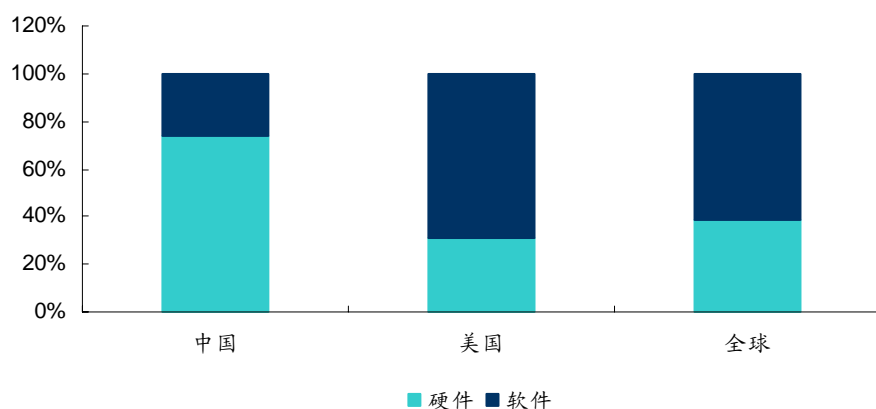


资料来源：信产部，长江证券研究部

在企业信息化面临加速的背景下，我们认为处于信息化产业链中下游的软件产业将成为该进程的最大受益者。我们给出判断的理由如下：

一方面，中国企业信息化过程中“重硬轻软”的思路导致目前软件产业的发展远远落后于硬件产业，而从 IT 产业软件与硬件占比的国际比较中也可看出我国软件产业发展的滞后。事实上，中国企业信息化中的硬件基础设施与发达国家差距不大，而软件的落后正是信息化水平低下的症结所在。

图 6：IT 产业软硬件比重



资料来源：工信部，长江证券研究部

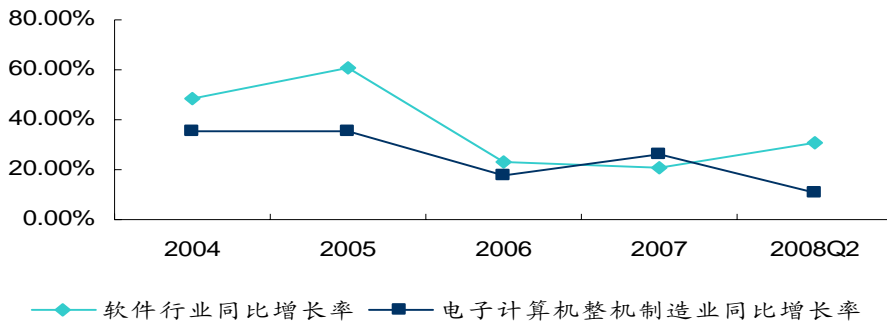
另一方面，硬件基础设施经历前期大规模投入后，目前已处于成熟期，未来需求将趋缓，而软件产业目前仍处于成长期，软件投入的滞后使其需求在未来将得到有效释放。

同时，我们也应该注意到，目前经济下滑将会对软件和硬件产业产生一定的负面影响，但我们认为，硬件行业处于成熟期，其产品同质性强的特征决定了市场竞争异常激烈。而中国软件产业目前仍处于成长期，其客户需求的差异化决定其产品差异化较为明显，从而决定其市场竞争相对较为缓和。同时，软件成本主要来自人员工资，轻资产的运营模式意味着其控制成本的弹性较大。而上半年软件和电子计算机整机制造业增速的差异已经显示软件受此轮经济下滑影响相对较小。

表 2: 硬件行业和软件行业特征

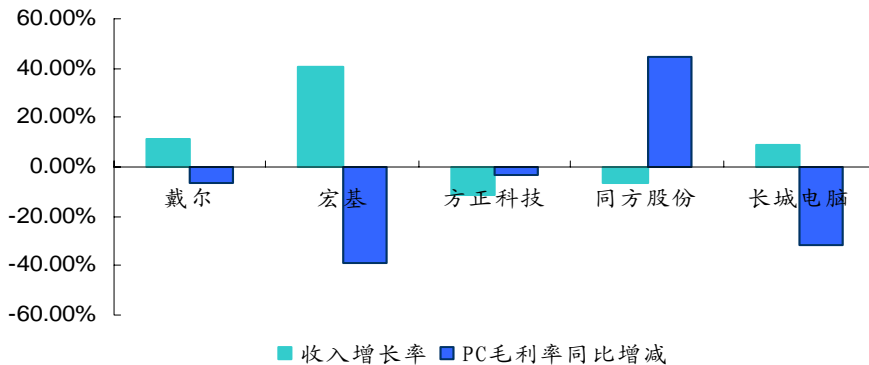
	软件行业	硬件行业
产品结构	差异化较大	同质性强
行业所处阶段	成长期	成熟期
竞争格局	细分市场不激烈	竞争激烈，价格战尤为突出
成本结构	人力成本高	制造成本高，需投入大量的设备

资料来源：长江证券研究部

图 7: 软件行业与电子计算机整机制造业增速对比


资料来源：CEIC, 长江证券研究部

另外，我们从 PC 厂商上半年收入和毛利率的变化可看出硬件厂商由经济下滑带来的风险已暴露无疑。

图 8: 国内外 PC 厂商 08 年上半年收入增速和毛利率增速


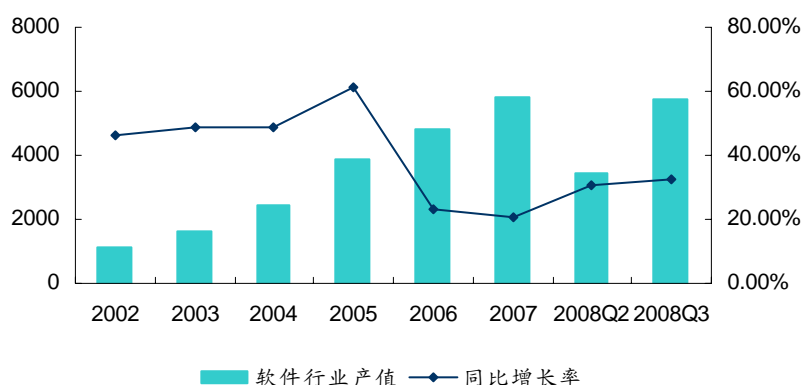
资料来源：Wind, 长江证券研究部

基于此，我们认为，在企业信息化进程加速和经济下滑的背景下，软件产业将是最大受益者，而硬件产业需求趋缓导致成长面临瓶颈。

软件业已呈现高成长性和抗周期性

实际上，中国软件产业已经显示出高成长性和抗周期的特征，08 年 1-9 月，软件产业增速达 32.8%，超过 07 年增速，延续了前几年的快速增长的势头，目前来看，软件行业尚未受到经济下滑的影响。

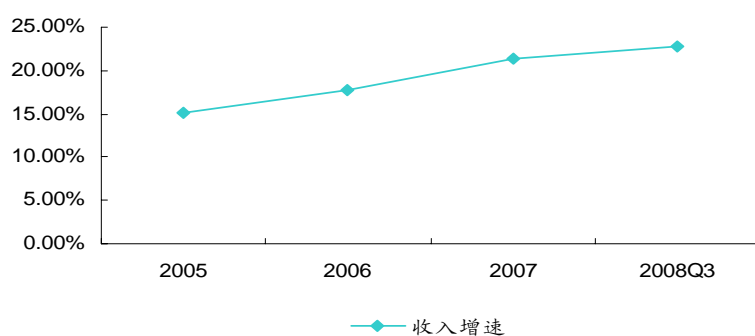
图 9：中国历年软件产值（亿元）



资料来源：工信部，长江证券研究部

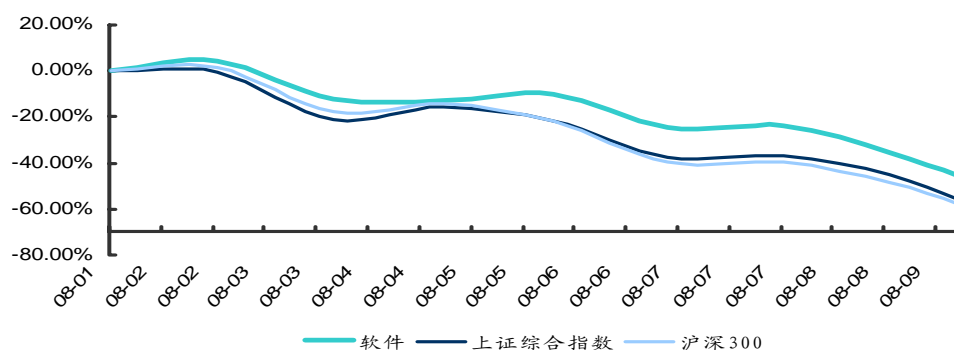
事实上，我们也可从 A 股软件上市公司前三季度的收入增速和股价走势看出软件行业在此轮经济下滑中所表现出的抗周期性。

图 10：2008 年上半年 A 股软件公司收入增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 11：软件行业 1-9 月股价走势

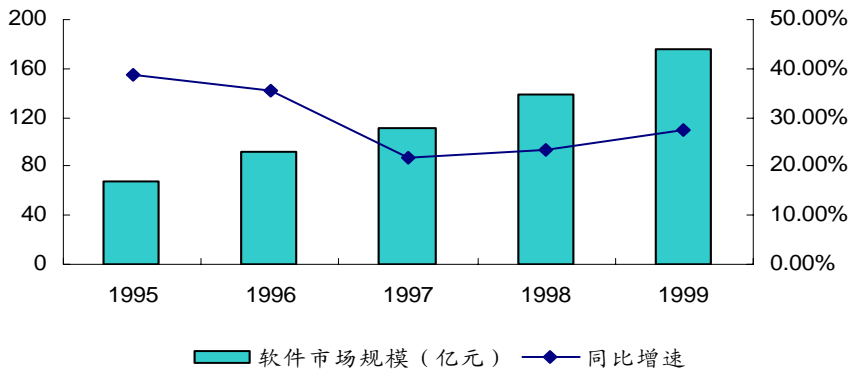


资料来源：Wind，长江证券研究部

对于中国软件产业，我们并不否认全球经济下滑后续对其产生的负面影响，但目前中国软件产业主要来自内需，出口占比不到 10%。因此外围经济衰退对其影响甚微，而处于成长期

的软件业内需依然强劲，未来仍将保持快速增长，这一点我们可从 97 年金融危机前后软件产业的增速中略见一斑。

图 12: 97 年亚洲金融危机前后中国软件产业市场规模及增长率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

为什么是 ERP?

应用软件 VS 系统软件

软件可分为系统软件（包括操作系统、数据库等）和应用软件。我们认为，国内系统软件核心技术的缺乏以及用户对国际厂商的依赖导致国产系统软件的推广困难重重。与系统软件不同的是，应用软件技术门槛相对较低，同时，客户需求多样化的特点决定了国内厂商可发挥本土化优势与国际厂商一决高下，我们认为应用软件是国内软件厂商在国际 IT 大舞台的最后机会。

表 3: 系统软件与应用软件产业特征

	系统软件	应用软件
产品特征	大多为标准化产品，无需考虑单个用户需求	大多为个性化产品，需按照不同客户需求定制
技术难度	高	相对较低
产品生命周期	长	短
售后服务	少	多
人员构成	研发人员占比较多	销售和服务人员占比较多

资料来源: 长江证券研究部

ERP VS 服务外包

按 A 股上市公司业务划分，应用软件基本可分为 ERP 和服务外包两大类。我们在前期报告中多次提到，服务外包主要目的在于通过外包非核心业务降低企业成本。但 ERP 直接降低成本的方式更行之有效。与服务外包大量客户来自欧美不同的是，ERP 主要来自内需的特点意味着其受外围经济影响相对较小。同时，ERP 是推动企业产业结构升级的有效方式，而服务外包对此无能为力，尤其在中国企业目前面临经济模式转型和产业结构升级的背景下，ERP 此属性更显得弥足珍贵。

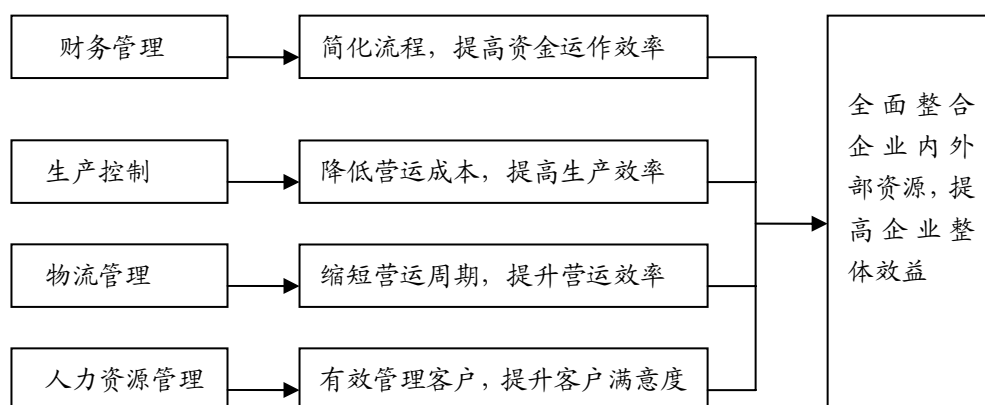
表 4: ERP 与服务外包比较

	服务外包	ERP
节约成本	间接	直接
经济下滑风险	受国外经济衰退影响	基本不受外围经济衰退影响
提升企业核心竞争力	效果不明显	与企业业务和管理模式相结合，通过产业结构升级方式提升企业核心竞争力
技术门槛	低	有一定技术门槛
客户依存度	低	较高

资料来源：长江证券研究部

当然，从长期看，中国人力成本优势 and 专业化服务分工的趋势仍将延续，故此，我们依然对服务外包行业的长期前景持较为乐观的态度。但结合目前的经济环境，在经济下滑已成共识以及通货膨胀向通货紧缩转移的背景下，企业面临收入增长放缓和竞争力下滑的风险，外部经济环境的制约迫使企业不得不从内部寻找效益，由于 ERP 是与企业业务密切结合、整合企业内外部资源、提升企业效益的有效方式。故与服务外包相比，我们更看好 ERP 的发展前景。

图 13: ERP 在企业管理流程中的作用



资料来源：WIND，长江证券研究部

中国 ERP 产业或将复制欧美“黄金十年”

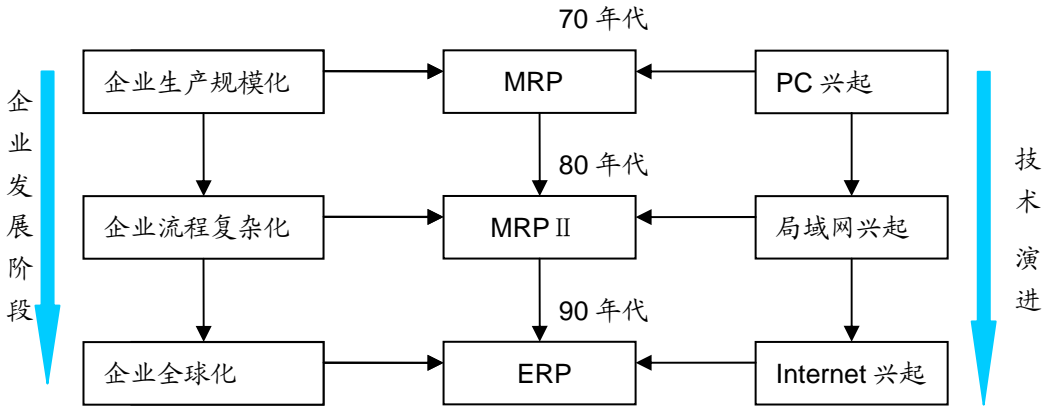
欧美 ERP 发展历程

ERP 从西方国家起源，并且在欧美迅速崛起，因此欧美 ERP 的发展历程对中国 ERP 产业未来的发展具有很好的借鉴意义。

图 6 非常清晰地概括了欧美 ERP 的发展历程，70 年代 MRP 的产生满足了企业生产规模化优化库存的需求。同时，PC 的兴起使单个系统 MRP 在企业的实施成为了现实。80 年代，企业进入业务流程复杂化时期，MRPII 成为了简化企业业务流程的有效方式，而局域网的兴起正好解决了 MRPII 所必须的部门内部联网的问题。90 年代，企业全球化的浪潮催生了传

统管理模式的变革，现代意义上的 ERP 应运而生，而 Internet 的迅猛发展使跨国企业联网实施 ERP 成为可能。回顾 ERP 的发展历程，我们认为，ERP 不仅仅是一款软件，更重要的是与企业的业务流程和管理思想相互融合的产品，企业发展阶段的任何转变都将触发 ERP 的需求加速。同时 IT 技术的不断演进使 ERP 的推广成为现实。

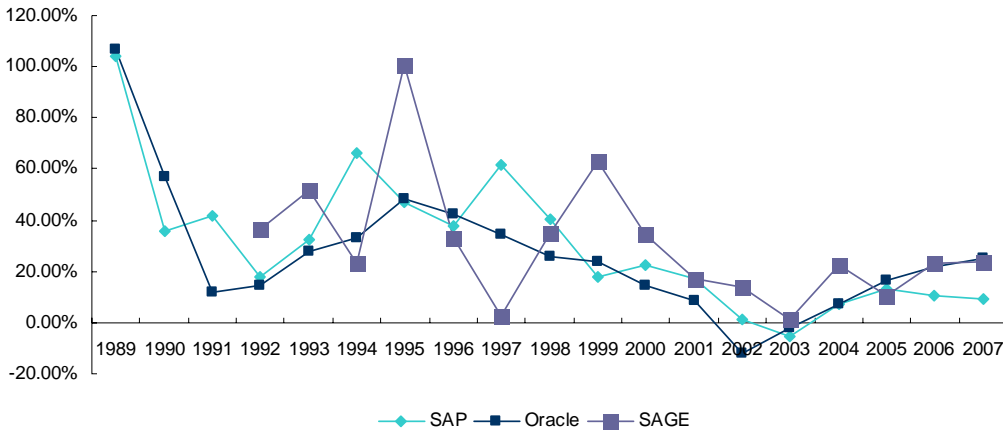
图 14: 欧美 ERP 发展历程



资料来源：长江证券研究部

实际上，我们可以看到，欧美主流 ERP 厂商 SAP、Oracle、SAGE 等基本上经历了 90 年代的 10 年快速增长期。其背后基本反映了欧美 ERP 市场的繁荣历程。

图 15: 全球主要管理软件厂商历年收入增长率

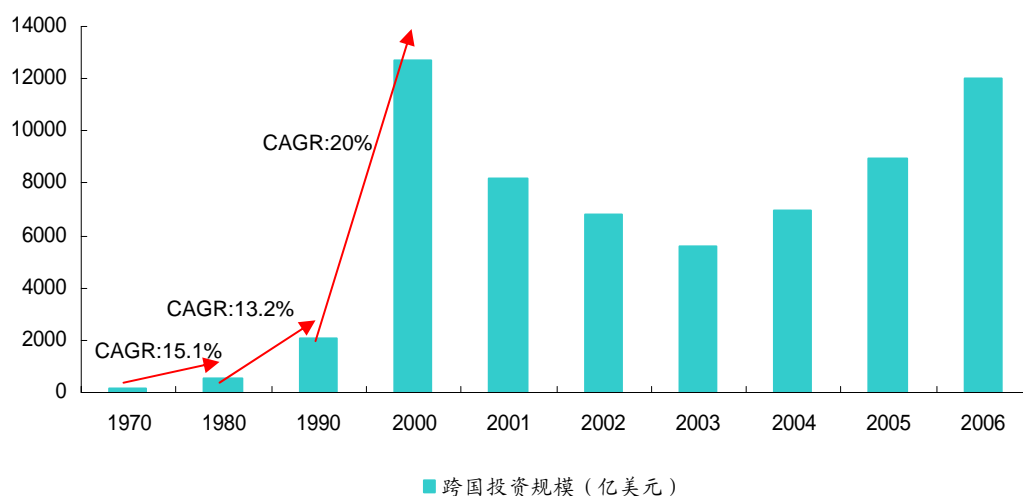


资料来源：公司资料，长江证券研究部

美国 ERP “黄金十年” 并非偶然

我们认为，跨国企业的兴起、IT 技术的发展、企业面临的外部环境和政府支持是美国 90 年代 ERP 产业蓬勃发展的几个关键因素。一方面，90 年代全球经济一体化的发展浪潮引发了跨国企业投资的高峰，图 15 表明 1990—2000 年全球跨国投资规模为历史最快发展期，从而促进了多地点、多工厂等跨国企业的形成，企业组织和业务流程的变化必然引起管理模式的变革，传统的管理模式已经无法适应跨国企业的管理，因此新的 ERP 系统应运而生，并且率先在跨国企业得到了全面应用。

图 16: 历年全球跨国投资规模

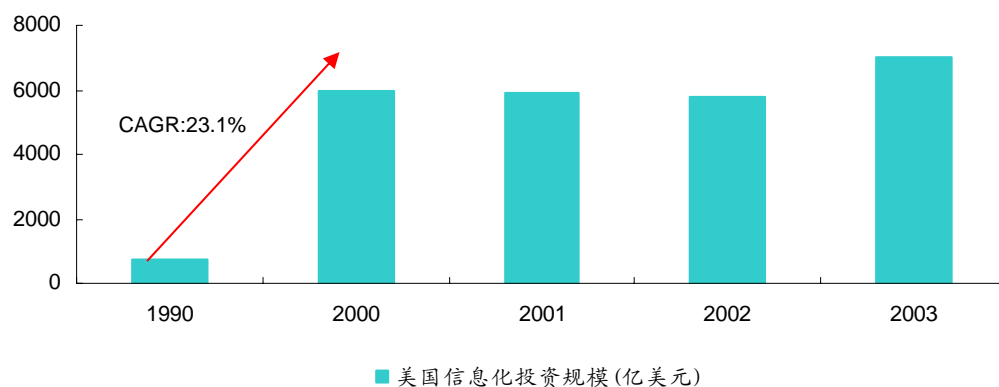


资料来源：联合国贸发会议数据库，长江证券研究部

另一方面，80年代末，90年代初美国企业面临增长瓶颈，同时，日本、德国企业已经开始颠覆美国企业在全局的霸主地位，而美国90年代初的经济衰退导致外部环境的恶化使美国企业竞争力面临下滑的风险。在此背景下，美国企业通过信息化对企业进行重新改造升级，尤其是通过ERP进行流程再造来提升企业的生产效率和核心竞争力，从而使美国企业摆脱了困境，重新夺回了世界霸主的地位。

同时，美国ERP市场“黄金十年”离不开政府的大力支持，美国90年代制定了一系列的信息政策来推动传统产业结构升级，最为典型的是1992年提出的“信息高速公路”计划，从而拉开了信息化投资的序幕。图16表明，90年代美国信息化投资规模达到了历史的最高峰，信息技术带动的科技创新是美国90年代经济增长的引擎。进入2000年后，美国信息产业进入成熟期，投入规模开始趋缓，但信息产业已经成为美国的支柱产业，约占整个国民经济的三分之一。欧洲企业ERP市场发展与美国类似，我们不再赘述。

图 17: 美国信息化投资规模



资料来源：世界经济年鉴，长江证券研究部

对比欧美，中国 ERP 将加速启航

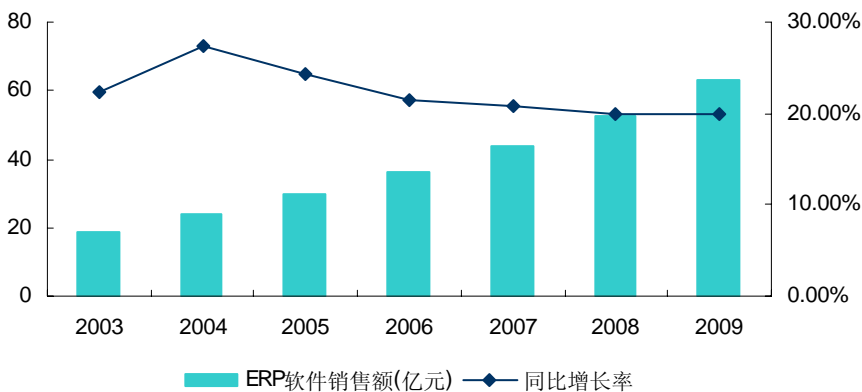
欧美 ERP 市场的发展历程给予我们深刻的启示：即 ERP 的演进有其必然的内在规律，外部经济环境、政府政策、IT 技术以及企业发展阶段无时无刻不在影响企业 ERP 的发展进程。通过比较，我们发现，中国目前企业所面临的问题与美国 90 年代初如出一辙。总体说来，在目前全球经济衰退的背景下，中国企业面临成本压力、竞争力下滑的风险，而外部环境的恶化迫使中国企业从内部寻找效益，在信息化带动工业化的转型期，中国 ERP 市场的加速发展已悄然而至。

表 5：中国与美国 90 年代初比较

	美国 90 年代初	中国当前
企业发展阶段	跨国企业兴起，流程复杂化迫使企业业务和管理模式的变革	全球经济一体化迫使更多的中国企业走出国门，传统的出口模式将向跨国投资转变，生产规模化、业务流程复杂化、销售和采购多渠道化需全新的管理模式
经济环境	面临经济衰退和业绩增长的困境，同时面临日本和德国企业的全面竞争，通过信息化进行传统产业机构改造迫在眉睫	全球经济衰退使企业面临增长放缓和成本压力的困境，同时，全球竞争的加剧迫使企业进行产业结构升级来提升生产效率和核心竞争力
政府政策	投入大量资金进行企业信息化建设，“信息高速”公路等相关政策相继推出	《“十一五”信息规划》以及工信部的成立加快了信息化带动工业化的步伐
IT 技术	Internet 技术的迅猛发展使企业之间联系更紧密，促进了企业业务流程的改变，ERP 市场的快速增长	IT 技术较 90 年代更全面，WEB、电子商务技术的发展进一步拉近了企业间的距离，而 SOA 技术架构使 ERP 产品更成熟

资料来源：长江证券研究部

图 18：中国 ERP 市场规模



资料来源：CCID，长江证券研究部

事实上，我们认为市场的增速将超过赛迪的预测，中国中小企业目前 ERP 的渗透率不到 4%，

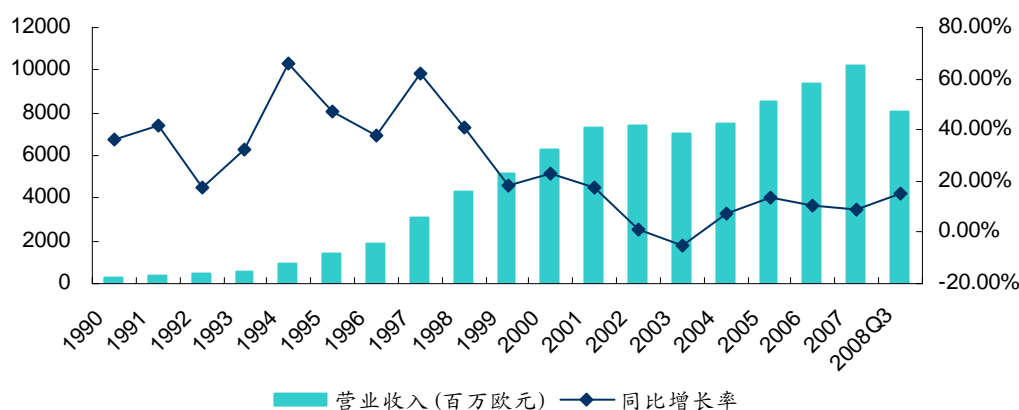
我们以发达国家 65%普及率、以欧美 10 年发展时间计算，复合增长率为 32%，结合大型企业 15%增长率，ERP 整体市场符合增长率在 26%以上，如果按企业动态计算，其增速将更高。

SAP 传奇—国内 ERP 厂商能否重现？

SAP 成功之道

SAP 目前是全球最大的 ERP 厂商，在全球 120 多个国家拥有 46000 个客户，115 家分支机构，全球 500 强 80%以上均为 SAP 客户，作为全球最成功的 ERP 软件企业，我们可从其繁荣历程中找出其做大做强的内在因素，据此来判断国内 ERP 厂商未来发展机遇。实际上，SAP 经过 90 年代的高速成长成为软件巨擘，因此 90 年代的发展历程也是 SAP 光辉历史的真实写照。

图 19: SAP 历年收入及增长率



资料来源：SAP 公告，长江证券研究部

十年高速增长固然有其必然因素，我们认为，外部环境、行业经验、高端客户定位、外延式扩张是 SAP 做大做强的主要原因。

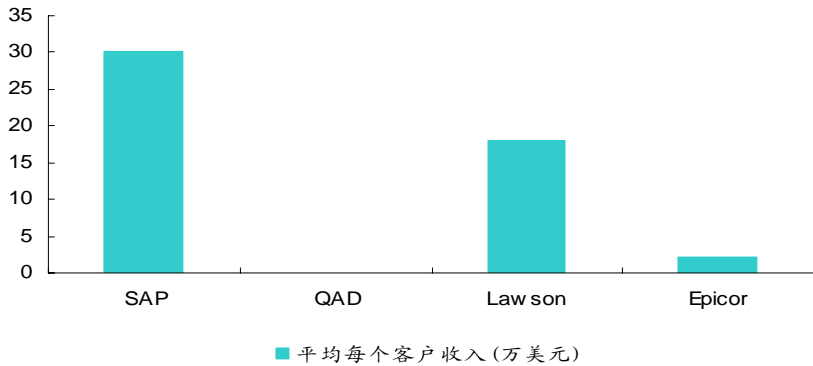
一方面，90 年代欧美企业所处的发展阶段恰恰是 ERP 需求的高峰期，而当时政府政策的推动、IT 技术的迅猛发展加快了 ERP 的应用步伐，从这个角度看，外部环境是 SAP 成功的首要因素。

另一方面，我们知道，产品能否为客户带来效益是 ERP 企业能否成功的关键因素，SAP 能抓住 ERP 市场发展机遇迅速成长，R/3 产品功不可没，SAP 92 年推出的 R/3 产品风靡欧美，从而拉开了公司高速增长的序幕。R/3 成功背后的原因在于 SAP 20 多年的行业经验积累对客户需求的深度把握，其产品能够较好的融合到企业的业务流程和管理模式中。

除以上两个因素外，SAP 的经营策略也是其成功的主要原因，其一是 SAP 定位的高端路线将世界 500 强中 80%的客户招揽至其名下。SAP 平均每个客户贡献的收入达 30 万美元，远高于其他 ERP 厂商，这已充分说明了高端客户的价值所在。此外，我们认为，ERP 客户呈现行业多元化及专业性较强的特点决定了外延式扩张是综合类 ERP 厂商做大做强的有效途径，而 SAP 90 年代抓住了 ERP 的整合趋势，公司通过外延式扩张收购了大量的细分行业 ERP 龙头厂商，为公司后续的业务拓展打下了坚实的基础，并提升了公司的竞争力和品

牌影响力。

图 20: 主流 ERP 厂商平均每个客户收入



资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

表 6: SAP 收购案例

收购日期	标的公司
1996 年 1 月	DFI Securities Inc
1998 年 1 月	EL&C Baillieu Stockbroking Ltd
1998 年 7 月	Dresdner Kleinwort/Milan
1998 年 9 月	HUNGAROCAMION
1998 年 11 月	THOMAS BUILT BUSES
1998 年 11 月	Caywood-Scholl Capital Management
1998 年 12 月	CAMPUS ENGINEERING CENTER KARL
1999 年 1 月	Gori & Zucchi SpA
1999 年 5 月	Veer Palthe Voute Capital Asset Management
2000 年 2 月	Tag McLaren Holdings
1999 年 8 月	Reutech Radar Systems
1999 年 8 月	Clean Car AG
1999 年 8 月	Marketech BV
1999 年 9 月	Catalyst International Inc
1999 年 9 月	Comexis
1999 年 9 月	Security Networks AG
1999 年 10 月	Hrvatski Telekom dd
1999 年 10 月	FOUNDRY IN SOUTH AFRICA
1999 年 11 月	Adria Leasing SpA
1999 年 11 月	Investor Group
1999 年 11 月	AD Gestoni SGR
1999 年 11 月	Estate.Net Internet Marketing GmbH
1999 年 12 月	Pago eTransaction Services GmbH
1999 年 12 月	Tomassini Style
2000 年 1 月	S Punkt GmbH
2000 年 2 月	Betaresearch
2000 年 2 月	Atrada Trading Network AG

2000 年 3 月	imc GmbH
2000 年 4 月	Leasing Polska Sp Zoo
2000 年 8 月	BS Biometric Systems GmbH
2000 年 12 月	Procurement Automation Institute

资料来源：长江证券研究部

国内 ERP 厂商优势何在？

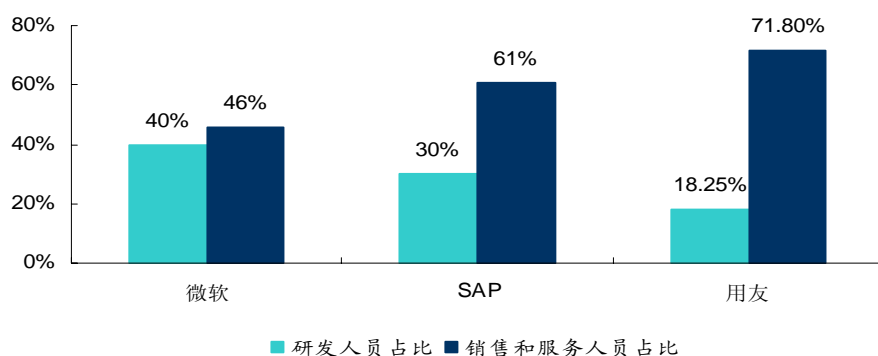
总体说来，外部环境的推动、产品的成熟度和经营方针是 SAP 成功的主要因素。在中国 ERP 软件厂商面临 SAP、Oracle 等国际厂商竞争的背景下，我们也可从以上几个维度对比国内和国际 ERP 厂商，从中寻找本土 ERP 厂商的发展机遇。由于 SAP 是中国 ERP 市场中相对较成功的外资 ERP 厂商，这里我们主要以 SAP 作为比较对象。

我们在前文中已经提到中国目前所处的外部环境（包括企业发展阶段、政府政策、经济环境、IT 技术）将加速 ERP 的推广，除此之外，中国 ERP 本土厂商与 SAP 等国际厂商相比竞争优势何在？我们可从以下几个方面进行分析：

一、产业特征

标准化软件厂商主要依赖核心技术和产品带来的低边际成本创造利润，与标准化软件产品不同的是，ERP 客户需求多样化表明其个性化较强，且与企业业务流程与管理理念紧密结合，这就决定了 ERP 企业必须具备大量的实施和服务人员，也即 ERP 产业不仅是产品、人力成本和服务对其发展至关重要。我们可从微软、SAP 和用友的人员结构中看出标准化软件厂商和个性化软件厂商产业特征的异同。

图 21：微软、SAP、用友人员结构



资料来源：公司资料，长江证券研究部

对于中国本土 ERP 龙头厂商用友和金蝶而言，在与 SAP 等国际巨头的竞争中，人力成本优势明显，同时，其多年形成的全国性服务网络与国际厂商相比更胜一筹。尤其是在客户逐渐增多时，服务优势将更加凸显。

二、产品优势

从产品的成熟度来看，国内龙头厂商用友、金蝶与 SAP 产品相比稍逊一筹，但基于西方发达国家企业开发的 SAP 产品在中国反而水土不服，主要原因在于西方发达国家和中国企业的业务流程、管理模式、企业文化、法律法规均存在较大差异。而国内 ERP 厂商用友、金

蝶凭借其多年的行业经验积累，能更有效的把握本土中小企业的客户需求，其产品适用性更好。同时，在产品价格上，SAP 产品几倍于国内厂商的价格令中国中小企业望而止步，尤其在目前中小企业面临现金流紧张的困境下，SAP 产品上百万的价格更难以被接受。

表 7: 用友 U8 产品与 SAP Business One 产品比较

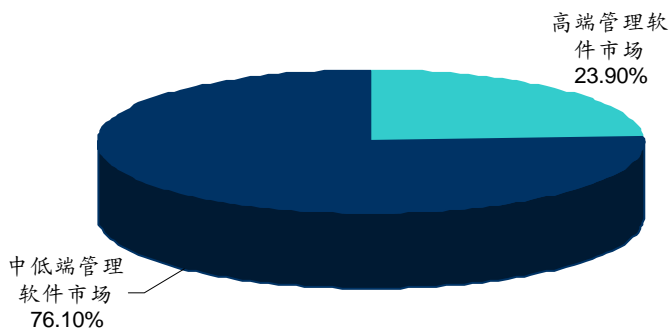
	用友 U8	SAP Business One
产品功能	产品成熟度较高，具备完善的财务功能和流程管理功能	仅 13 个模块，不符合中小企业使用习惯，不支持内外账、新准则、逆向操作等功能，只能出三张报表，存货核算方式较为简单
产品价格	并发用户方式销售，价格低廉	记名用户方式销售，价格昂贵
易用性	只需会使用 Office 即可方便地应用 U8 软件，同时由于其本土化的应用，更加符合国内用户的操作习惯和应用习惯	中西用户习惯差异较大，如流动资产等非科目内容加入科目表，“公司细节”、“当试图将库存减至最小水平以下时”等不符合中过用户习惯
用户量	8 万户	1000 户左右
产品安全性	完善的权限管理，具备多套账隐藏功能，方便税务查帐。同时，数据支持自动备份，系统自动清楚异常	只能做价格、金额的权限控制，所有用户可直接看见多套账，无法避开税务查帐，无法数据直接备份，系统运行稳定性差

资料来源：长江证券研究部

三、经营策略

SAP 与国内厂商市场定位的差异决定了其客户群体的差异，SAP 主导产品和客户均针对大型企业。而国内厂商如用友、金蝶主要定位于中小企业，同时向大型企业发展。从市场容量看，中低端市场份额远高于高端市场，目前大型企业 ERP 普及率已较高，而中小企业渗透率不到 5%，因此中小企业未来是 ERP 市场的主要推动力。SAP 近几年增长乏力也表明高端市场增长潜力欠缺。

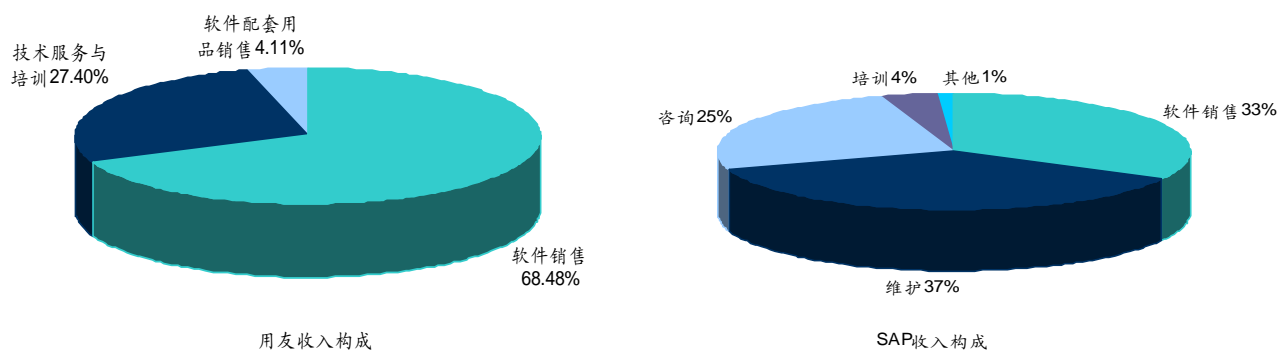
图 22: ERP 市场结构



资料来源：CCID，长江证券研究部

同时，我们注意到，与国内厂商不同的是，SAP 等国际厂商服务收入占其收入的大半，但目前中国中小企业服务付费基本处于空白，这一点可从用友软件的收入结构中略见一斑。虽然从长远来看，服务收费模式将逐步被接受，但 SAP 以服务收入为主的模式短期内在中国中小企业较难推广。

图 23: SAP 和用友收入结构

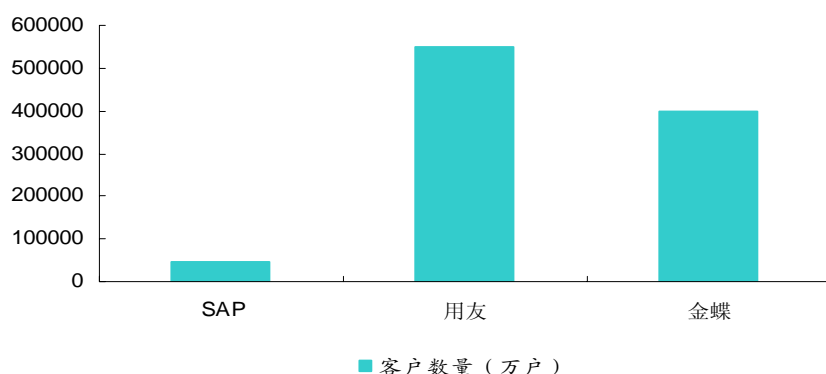


资料来源：公司资料，长江证券研究部

四、客户资源优势

用友、金蝶等国内厂商以财务软件起家，积累了大量的客户资源，SAP 等国际厂商在中国起步较晚，目前存量客户资源较少。我们认为，相对 SAP 而言，用友、金蝶凭借成本和服务优势，更有机会把握其存量客户未来的 ERP 需求。

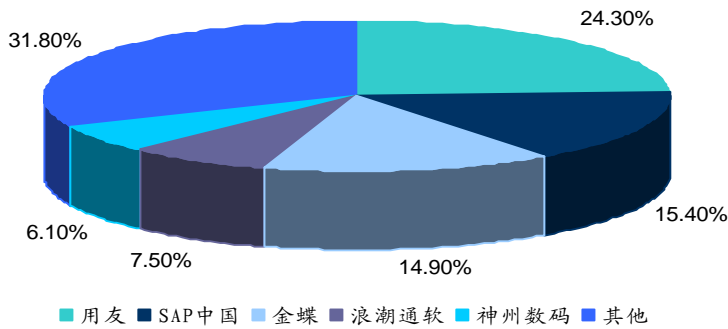
图 24: SAP、用友、金蝶客户数量对比



资料来源：公司资料，长江证券研究部

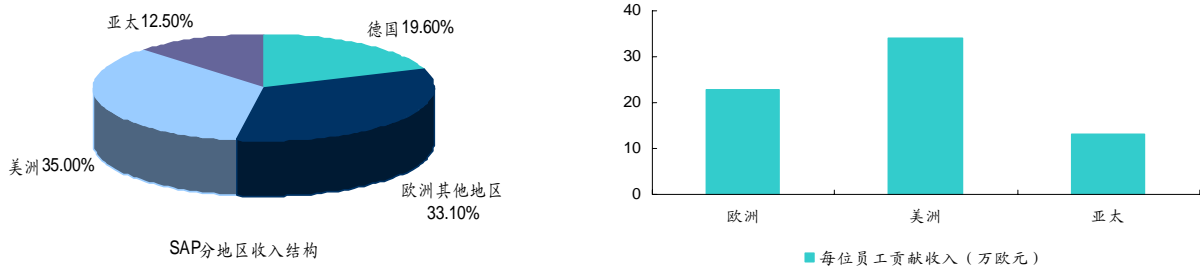
事实上，SAP 在亚太高端 ERP 市场占有率较高，但整体并不成功。尤其在中国，其产品、服务难以满足中国中小企业的个性化需求。SAP 在中国市场份额仅为用友的一半，SAP 亚太地区人员数量与美洲相当，但收入仅为美洲的 1/3，无论从市场占有率还是从 SAP 各地区每位员工贡献的收入来看，SAP 在亚太地区难言成功。

图 25: 中国 ERP 市场结构



资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 26: SAP 分地区和员工收入结构



资料来源：公司资料，长江证券研究部

总体说来，在中小企业领域，在与 SAP 等国际厂商的竞争中，国内本土 ERP 厂商在产品、服务、成本等方面均具有无可比拟的优势。故我们认为，在中国 ERP 市场加速发展的背景下，本土 ERP 厂商将占据主导地位，目前国内 ERP 厂商市场份额超过 80%也说明了这一点。

投资策略——龙头厂商价值凸显

ERP 行业规模效应较为明显，规模越大，产品价格和成本优势更为明显，而具备规模效应的企业其品牌、服务和客户资源均具备一定的竞争优势。同时，ERP 的规模效应将增强企业外延式扩张的动力，从而使市场集中度提升，从中国和全球前几大 ERP 厂商市场份额的变化可看出这一趋势十分明显。我们认为，ERP 行业的整合趋势将使市场份额向龙头企业集中。基于此，我们看好龙头厂商的投资价值。

图 27: 中国及全球 ERP 市场集中度

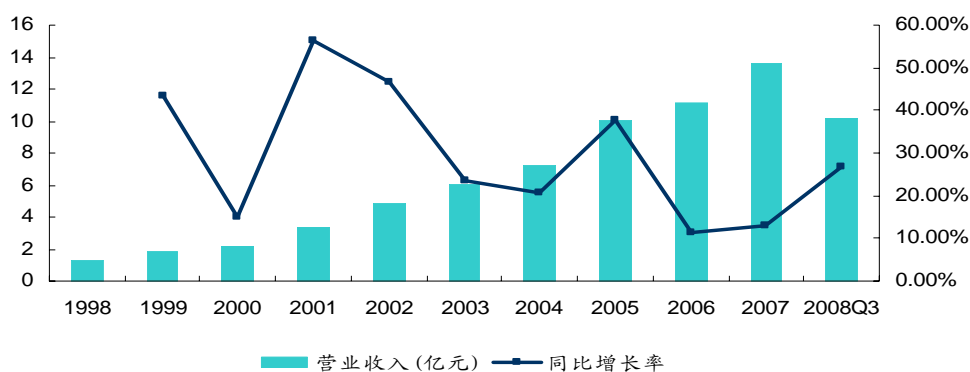


资料来源：CCID, AMR, 长江证券研究部

重点公司一用友软件（600588）

用友软件是国内 ERP 龙头企业，与国内其他 ERP 厂商相比，其技术、规模、客户资源优势十分明显。十年期间，公司经过几次转型，收入稳定快速增长，在全球 ERP 产业面临变革时期，从 08 年开始，公司向客户经营模式转型有望使其主营保持快速增长，08 年中期主营实现 27% 的快速增长说明转型模式已取得初步成效。

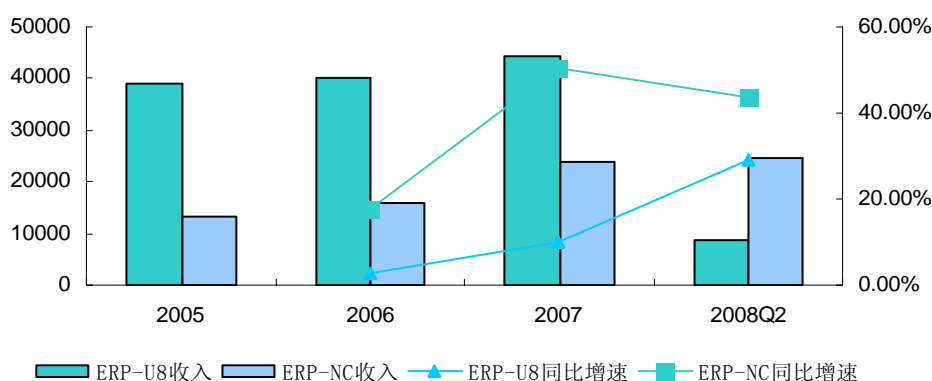
图 28：用友软件历年营业收入



资料来源：公司公告, 长江证券研究部

目前用友软件产品线较为丰富，中低端产品 U6/U8 已经得到市场认可，其品牌知名度较高。而高端产品 NC 目前仍处于市场拓展期，但收入增速较快。我们认为，用友软件目前的竞争优势仍然在中低端 ERP 领域，竞争对手在短期内难以复制公司多年形成的渠道、客户资源等本土化优势。但高端 ERP 领域能否取得成功仍需观察。

图 29：用友软件不同产品收入（亿元）



资料来源：公司公告, 长江证券研究部

与国内众多小型 ERP 软件企业不同的是，经过多年的发展，用友软件基本消除了小型 ERP 企业发展过程中面临生存危机的后顾之忧。公司在人才引进、与国外知名厂商战略合作、丰富产品线、商业模式创新上成效显著。值得我们关注的是，用友近期花费 4.25 亿元收购方正春元和特博深，一方面表明公司通过外延式扩张做打做强的战略仍将延续，同时表明公司

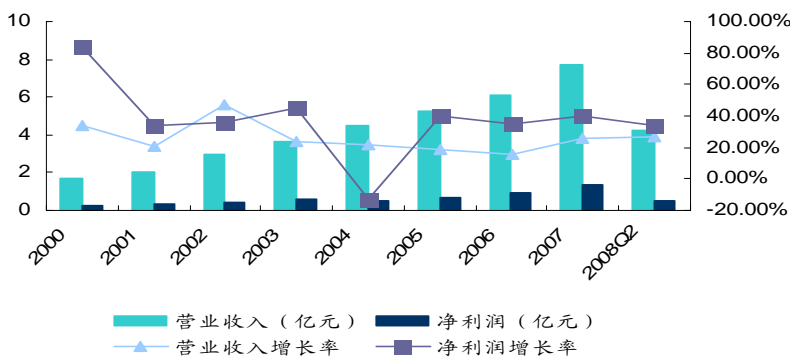
现金流仍较充裕，在经济下滑期抵御风险能力较强。

我们预计公司 2008、2009、2010 年 EPS 分别为 0.63、0.85、1.10 元，公司长期成长性较好，维持对公司的“推荐”评级。

重点公司—金蝶国际（0268.HK）

金蝶国际是国内仅次于用友的第二大 ERP 软件厂商，其产品线包括 KIS、K/3 和 EAS，分别面向低、中、高端。作为中国最早从事 ERP 软件的开发商，金蝶自 2001 年上市以来，收入和净利润均保持了稳定增长。

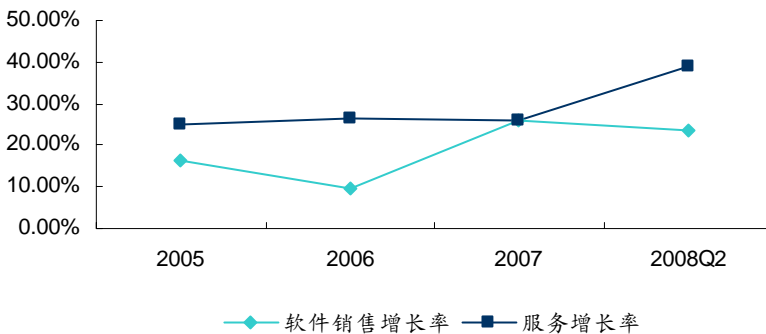
图 30：金蝶历年收入和净利润（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

与用友相比，金蝶在规模、品牌上稍逊一筹，但在 ERP 服务上已领先用友，金蝶服务收入已占营业收入的 30%，用友仅为 26%，同时，金蝶服务收入增速一直快于软件销售增速，从这个角度看，软件服务作为 ERP 未来的长远趋势，金蝶已经走在用友之前。

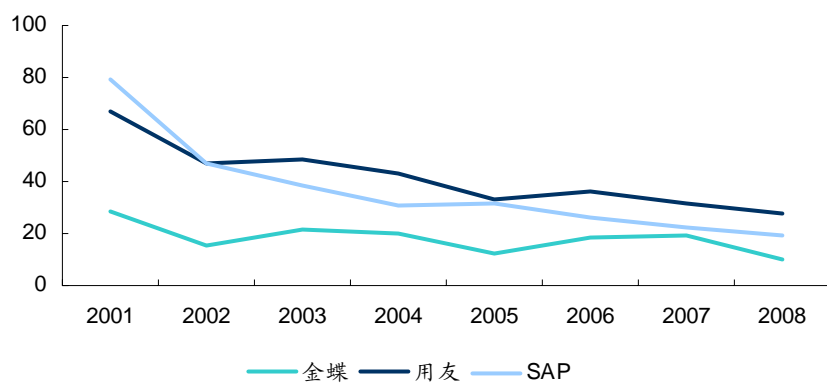
图 31：金蝶软件销售和软件服务增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

另外，从相对估值角度来看，金蝶与用友、SAP 相比折价较为明显，我们预计金蝶 2008、2009、2010 年 EPS 分别为 0.092、0.118、0.148 元，目前对应 08 年 PE 仅为 10 倍，与用友、SAP 相比估值较低。给予公司“推荐”评级。

图 32: 金蝶、用友、SAP 历年 PE 比较



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 8: 行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS(元)			P/E (X)			评级	
			07A	08E	09E	07A	08E	09E	上次	本次
600718	用友软件	18.50	0.78	0.63	0.85	24	29	22	推荐	推荐
600588	金蝶国际	0.91	0.071	0.092	0.118	13	10	8		推荐

资料来源: 长江证券研究部

分析师介绍

马先文，华中科技大学财务金融硕士，武汉理工大学计算机科学学士，从事计算机行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看好： 相对表现优于市场
中性： 相对表现与市场持平
看淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推荐： 相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间
中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
减持： 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
