控股大易云，深度布局人力云服务

买入|上调

事件：

公司于 2 月 9 日晚发布《关于受让参股子公司上海大易云计算股份有限公司部分股权的公告》。

点评：

- **大易云是以企业招聘的运营与管理服务为主业的 SaaS 服务提供商**

上海大易云计算股份有限公司自 2007 年研发云招聘服务至今，历经多年技术沉淀，在多组织、多模式、跨地域、大批量招聘领域积累了丰富的业务实践经验，服务国内外企业客户 700 余家。主要产品及服务包括云招聘管理、云笔试、云测评、招聘客服机器人、智能外呼机器人、智能面试机器人、智能简历解析、智能推荐等智能云服务和校园招聘、人才推荐、雇主品牌三个解决方案，产品技术和商业模式完全基于公有云的订阅服务模式。2020 年度，大易云实现营业收入 6248 万元，其中 SaaS 订阅服务收入占主营业务收入超 90%，净利润为-723 万元，经营活动现金流量净额为 772 万元。

- **协同效应明显，公司将深度布局智能云招聘服务**

人力资源是企业数智化转型的重要方面，人力云是用友 YonBIP 的核心领域之一。交易后，公司将深度布局智能云招聘服务，通过产品融合、渠道赋能、客户共享等方式，进一步做强大易智能云招聘和 YonBIP 整体人力云服务，为客户提供完整的 HR SaaS 解决方案与服务，帮助客户提高招聘效能，加强人才供应链管理，更好服务企业人才发展、业务创新和管理变革。交易后，公司将助力大易云在招聘领域快速提升收入，提升在招聘领域的市场地位。

- **公司拟以 28283.25 万元受让大易云 56. 5665%的股权**

本次转让定价是依据大易云的业务及领域，基于现有的客户体量、合同数量、续费率等指标，综合考虑大易云在招聘管理系统的市场地位以及人力资源解决方案领域的市场潜力，并参考市场同类案例，采用现金流折现法和市销率法两种估值法，现金流折现法为 5.02 亿元，市销率法的下限为 5.25 亿元，最终定价为 5 亿元。另外，卖方应在第二期购买价款支付日后三个月内，在合法合规的前提下，在二级市场购买公司股票，所支出的金额应达到本次交易购买价款总额扣除《完税证明》所载的纳税金额后的金额的 50%。

- **投资建议与盈利预测**

公司在传统企业管理软件领域深耕多年，行业地位稳固；云服务是战略发展方向，处于快速成长期，未来成长空间较为广阔。预测公司 2020-2022 年营业收入为 92.87、110.08、129.04 亿元，归母净利润为 9.45、10.76、13.05 亿元，EPS 为 0.29、0.33、0.40 元/股，对应 PE 为 148.94、130.92、107.92 倍。公司处于云化转型的关键时期，研发等费用投入较多，净利润率偏低，采用 PS 估值法较为合理。公司过去五年 PS 主要运行在 4-20 倍之间，考虑到：全球科技产业变革下云服务业务的优势、公司坚定推动云转型且云服务业务呈现高速增长态势，PS 估值水平有望维持，维持公司 2021 年 18 倍的目标 PS，对应的目标价为 60.58 元，考虑到目前的股价距目标价有约 40%的上行空间，上调至“买入”评级。

- **风险提示**

新冠肺炎疫情可能导致下游客户需求释放缓慢；云服务转型推进不及预期；新产品研发进展低于预期；人才流失等。

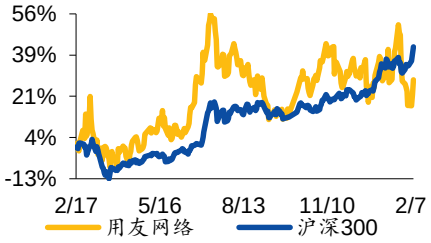
当前价/目标价：43.26 元/60.58 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	53.41 / 34.71
A 股流通股（百万股）：	3251.08
A 股总股本（百万股）：	3270.83
流通市值（百万元）：	140641.81
总市值（百万元）：	141496.10

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-用友网络(600588.SH)事件点评：畅捷通拟于 A 股上市，提升整体盈利水平》2021.01.14

《国元证券公司研究-用友网络(600588.SH)2020 年三季报点评：负增长逐季收窄，云服务加速成长》2020.11.03

报告作者

分析师　耿军军

执业证书编号　S0020519070002

电话　021-51097188-1856

邮箱　gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人　陈图南

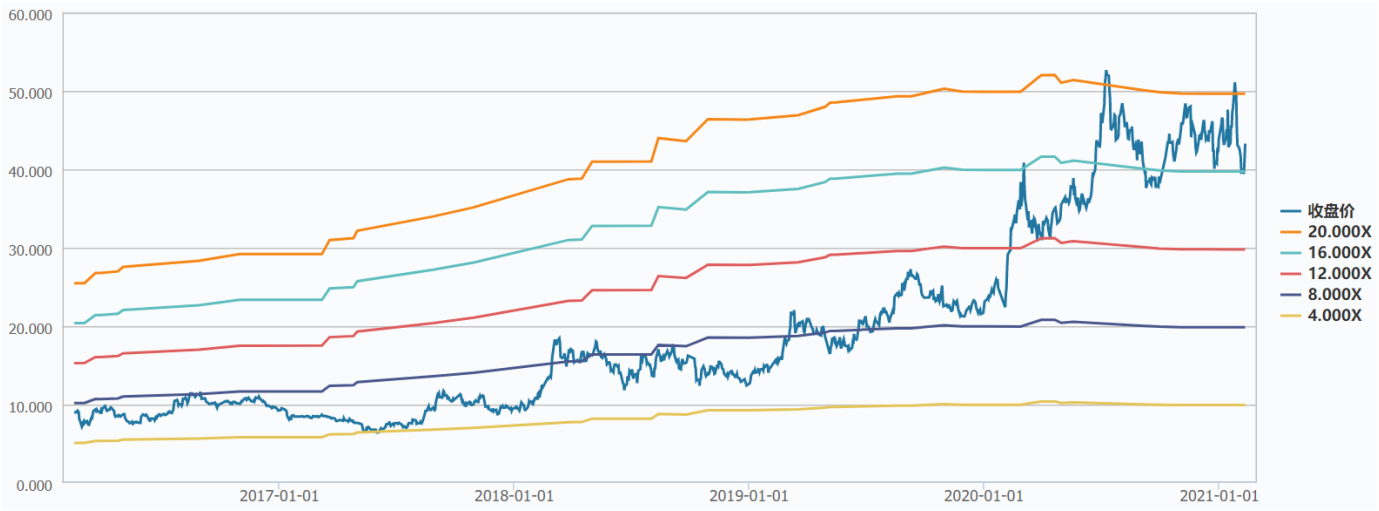
邮箱　chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7703.50	8509.66	9287.14	11007.92	12904.36
收入同比(%)	21.44	10.46	9.14	18.53	17.23
归母净利润(百万元)	612.13	1182.99	945.47	1075.56	1304.82
归母净利润同比(%)	57.33	93.26	-20.08	13.76	21.32
ROE(%)	9.32	16.49	11.88	12.70	14.24
每股收益(元)	0.19	0.36	0.29	0.33	0.40
市盈率(P/E)	230.04	119.03	148.94	130.92	107.92

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：用友网络过去 5 年 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8340.11	10168.32	12125.42	13145.80	14383.05
现金	5530.81	7147.45	8678.75	9195.96	9948.67
应收账款	1389.93	1234.21	1588.69	1918.57	2223.29
其他应收款	393.44	456.29	502.43	590.02	681.35
预付账款	65.64	90.46	96.21	111.99	130.08
存货	21.77	22.86	32.96	41.28	50.26
其他流动资产	938.51	1217.05	1226.36	1287.98	1349.40
非流动资产	6880.79	7370.07	6853.94	7171.73	7525.17
长期投资	1702.89	1781.94	1803.27	1846.52	1869.61
固定资产	2073.15	2509.50	2507.22	2509.10	2524.74
无形资产	875.92	870.24	1011.30	1156.20	1311.25
其他非流动资产	2228.83	2208.38	1532.15	1659.91	1819.57
资产总计	15220.90	17538.38	18979.36	20317.53	21908.22
流动负债	7324.16	9112.40	9644.42	10310.79	11027.08
短期借款	3156.40	4235.54	4346.42	4565.32	4696.58
应付账款	455.62	597.05	684.88	803.15	930.75
其他流动负债	3712.13	4279.80	4613.12	4942.32	5399.75
非流动负债	244.78	131.79	137.95	168.15	196.22
长期借款	171.67	45.00	66.32	89.89	115.85
其他非流动负债	73.11	86.79	71.63	78.26	80.37
负债合计	7568.93	9244.19	9782.37	10478.94	11223.30
少数股东权益	1081.27	1121.56	1237.98	1368.68	1520.71
股本	1917.83	2503.90	3255.07	3255.07	3255.07
资本公积	2120.76	1762.11	1010.94	1010.94	1010.94
留存收益	2613.13	3391.81	3686.27	4210.90	4899.11
归属母公司股东权益	6570.70	7172.63	7959.02	8469.92	9164.20
负债和股东权益	15220.90	17538.38	18979.36	20317.53	21908.22

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2042.65	1533.04	1899.05	1247.91	1597.10
净利润	810.19	1321.31	1061.89	1206.26	1456.86
折旧摊销	246.51	334.32	239.08	250.03	252.94
财务费用	109.61	117.79	189.51	185.14	188.73
投资损失	-100.56	-287.20	-102.36	-104.37	-106.52
营运资金变动	452.10	-31.15	110.57	-116.32	32.77
其他经营现金流	524.80	77.97	400.36	-172.83	-227.67
投资活动现金流	151.64	-182.96	-231.42	-228.02	-218.77
资本支出	486.96	375.72	130.14	141.28	162.86
长期投资	-485.69	180.06	21.33	43.25	23.09
其他投资现金流	152.91	372.82	-79.95	-43.49	-32.82
筹资活动现金流	-766.60	-154.60	-136.32	-502.68	-625.63
短期借款	-293.60	1079.14	110.88	218.90	131.26
长期借款	-133.47	-126.67	21.32	23.57	25.96
普通股增加	453.61	586.07	751.17	0.00	0.00
资本公积增加	-98.26	-358.65	-751.17	0.00	0.00
其他筹资现金流	-694.90	-1334.49	-268.52	-745.15	-782.85
现金净增加额	1433.82	1188.56	1531.30	517.21	752.70

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7703.50	8509.66	9287.14	11007.92	12904.36
营业成本	2314.83	2942.23	3448.52	4274.36	5182.34
营业税金及附加	110.29	112.62	122.59	144.20	167.76
营业费用	1648.80	1633.78	1797.06	2115.72	2453.12
管理费用	1375.44	1389.01	1486.87	1752.46	2027.28
研发费用	1390.24	1630.13	1753.39	1910.63	2006.90
财务费用	109.61	117.79	189.51	185.14	188.73
资产减值损失	-294.13	-36.10	-24.37	-25.63	-26.68
公允价值变动收益	0.00	235.09	121.24	132.35	137.53
投资净收益	100.56	287.20	102.36	104.37	106.52
营业利润	943.12	1404.62	1124.92	1276.28	1539.60
营业外收入	16.23	8.76	12.23	13.07	14.83
营业外支出	9.01	9.53	9.04	9.23	9.35
利润总额	950.33	1403.85	1128.11	1280.12	1545.08
所得税	140.15	82.54	66.22	73.86	88.22
净利润	810.19	1321.31	1061.89	1206.26	1456.86
少数股东损益	198.06	138.32	116.42	130.70	152.04
归属母公司净利润	612.13	1182.99	945.47	1075.56	1304.82
EBITDA	1299.24	1856.74	1553.51	1711.46	1981.28
EPS（元）	0.32	0.47	0.29	0.33	0.40

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	21.44	10.46	9.14	18.53	17.23
营业利润(%)	39.47	48.93	-19.91	13.46	20.63
归属母公司净利润(%)	57.33	93.26	-20.08	13.76	21.32
获利能力					
毛利率(%)	69.95	65.42	62.87	61.17	59.84
净利率(%)	7.95	13.90	10.18	9.77	10.11
ROE(%)	9.32	16.49	11.88	12.70	14.24
ROIC(%)	28.18	60.91	48.18	50.29	58.62
偿债能力					
资产负债率(%)	49.73	52.71	51.54	51.58	51.23
净负债比率(%)	45.73	47.28	46.85	46.09	44.55
流动比率	1.14	1.12	1.26	1.27	1.30
速动比率	1.13	1.11	1.25	1.27	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.52	0.51	0.56	0.61
应收账款周转率	4.00	4.75	4.89	5.01	4.97
应付账款周转率	5.10	5.59	5.38	5.74	5.98
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.36	0.29	0.33	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.47	0.58	0.38	0.49
每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.20	2.45	2.60	2.82
估值比率					
P/E	230.04	119.03	148.94	130.92	107.92
P/B	21.43	19.63	17.69	16.63	15.37
EV/EBITDA	106.04	74.20	88.69	80.50	69.54

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188