

汉得信息 (300170)

—传统业务加速发展，创新业务助腾飞

投资评级 买入 评级调整 上调评级 收盘价 15.07 元

投资要点：

传统 ERP 实施业务增速多维度提升。受益于整个行业的稳定增长，汉得自身市场占有率的增加以及在优势行业优势领域的服务价格的提升，汉得在传统业务 ERP 实施服务业务方面呈现加速增长的态势。短期催化剂是营改增大限为公司带来不少财务模块相关的业务增量，长期亮点是新增企业级的税务管理平台业务，目前是增值税平台。根据目前汉得约 8%左右的市占率，我们保守预测 16/17 年汉得在 ERP 实施服务业务上的收入规模约为 15.3 亿/20.2 亿。

供应链金融&YunMart 业务拓宽收入渠道。基于 ERP 实施服务业务客户资源拓展出的供应链金融以及 YunMart 业务则拓宽了收入渠道，是汉得保持长久竞争力的看点。

供应链金融业务：公司的客户主要为大型企业，供应链上企业数量繁多且资金流动量大。目前已经有 20 家客户上线，其中 10 家实现了贷款，5-6 家为支付风险较小的医院。预计今年年底上线的客户数将达到 50 家，未来潜在客户将达到 200 家。以平均每家 2-5 亿的贷款量来计算，未来总的贷款量将达到 400 亿-1000 亿。平均贷款利率按 5%来计算，未来的收入规模将达到 20 亿-50 亿。

YunMart 业务：针对目前国内的 SaaS 产品功能趋同、免费+低价、各自为战缺少联系的特点，公司开发出 YunMart 产品。YunMart 企业服务产品通过组合方案个性推荐和用户数据的统一管理实现多款应用的按需组合，提升用户对 YunMart 的粘性。通过 SaaS 应用单点登录和业务数据互通互联打通云与云，云与本地的连接，真正满足企业级客户用户需求。目前正式入驻 YunMart 平台的云产品超过 120 家，迅速扩容中。经测算未来每年 YunMart 潜在的收入规模为 10 亿元。YunMart 商务服务产品—汇联易作为一站式商旅及费用管理解决方案，解决了企业 IT 系统中的业务数据和实际商务消费之间的数据不对称问题。经测算未来汇联易每年可为公司带来收入 19-28.6 亿元。

短期我们看好营改增带来的业务增量及新增税务管理平台业务，长期我们看好公司对国外巨头份额的蚕食，以及供应链金融和 YunMart 业务不管是商业模式还是市场空间上的巨大想象空间，而且新兴业务均是从公司核心业务切入，原有优势和客户资源可以承袭，成功概率较大。

不考虑新兴业务，我们保守预计公司 2016 年-2018 年的营业收入分别为 15.23/21.33/31.99 亿，净利润为 2.87/4.77/8.47 亿，对应的 EPS 分别为 0.34/0.57/1.01 元，PE 为 44/27/15x。给予“买入”评级。

风险提示：市场波动风险、新业务发展不及预期风险

发布时间：2016 年 6 月 30 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	42.71/1238
上证指数/深圳成指	2931.59/10460.97
50 日均成交额(百万元)	372
市净率(倍)	6.99
股息率	0.20

基础数据

流通股(百万股)	643
总股本(百万股)	835
流通市值(百万元)	9693
总市值(百万元)	1260
每股净资产(元)	2.19
净资产负债率	15.48%

股东信息

大股东名称	范建震
持股比例	12.54%
国元持仓情况	0%

52 周行情图

相关研究报告

《国元证券公司研究-汉得信息：依托现有资源多维度拓展 空间巨大》，2014-9-23

《国元证券公司研究-汉得信息：巧妙减持 降低股价冲击》，2014-3-28

联系方式

研究员：	李芬
执业证书编号：	S0020511040003
电 话：	021-51097188-1938
电 邮：	lifeng@gyzq.com.cn
研究助理：	常启辉
执业证书编号：	S0020115080058
电 话：	021-51097188-1936
电 邮：	changqihui@gyzq.com.cn
地 址：	中国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 (230000)

目录

第 1 部分 投资亮点	4
第 2 部分 公司简介	4
2.1 发展历程	4
2.2 营收情况	5
2.3 股权结构	6
2.4 客户结构	6
第 3 部分 ERP 实施业务	7
3.1 传统 ERP 实施服务风头正劲	7
3.2 行业背景	7
3.3 ERP 实施服务行业规模稳定增长	10
3.4 汉得市场占有率持续提升	10
3.5 服务价格持续提升	12
3.6 未来看点	12
3.7 市场规模测算	13
第 4 部分 供应链金融业务	14
4.1 供应链金融简介	14
4.2 汉得布局历程	14
4.3 汉得商业模式	14
4.4 目前推广情况	15
4.5 资金池来源	15
4.6 优势&市场空间	15
第 5 部分 YunMart 业务	16
5.1 国内 SaaS 行业现状	16
5.2 YunMart 做什么?	16
5.3 YunMart 企业应用	17
5.4 YunMart 商务服务—汇联易	18
5.5 YunMart 市场规模测算	22
第 6 部分 在线教育	23
第 7 部分 估值及盈利预测	23
第 8 部分 同行业公司对比	24

图目录

图 1 汉得业绩增长逻辑	4
图 2 汉得信息发展历程	4
图 3 上市以来历年营收情况以及营收结构	5
图 4 上市以来历年利润及增速	5
图 5 公司股权结构	6
图 6 汉得传统 ERP 实施业务发展情况	7
图 7 中国 ERP 实施服务市场参与者	8
图 8 ERP 实施服务市场分类	8
图 9 ERP 实施服务市场细分	9
图 10 ERP 实施服务进程	9

图 11 2010-2014 年中国 ERP 软件实施服务市场规模和增长率预测	10
图 12 经测算汉得市场率	10
图 13 汉得市场占有率提升原因	11
图 14 员工总数随业务高速增长	12
图 15 汉得增值税管理平台模块	13
图 16 汉得布局：逐步构建税务管理系统	13
图 17 汉得供应链金融商业模式	15
图 18 国内 SaaS 产品	16
图 19 YunMart	17
图 20 YunMart 原理	17
图 21 从 YunMart 购买的云产品介绍	18
图 22 汇联易作用	19
图 23 滴滴使用场景划分	19
图 24 企业传统用车方式之痛	20
图 25 直接节省用车费用 20%-30%	20
图 26 记录乘车明细	21
图 27 扬招	21
图 28 企业服务市场规模测算	22
图 29 商务服务市场规模测算	22

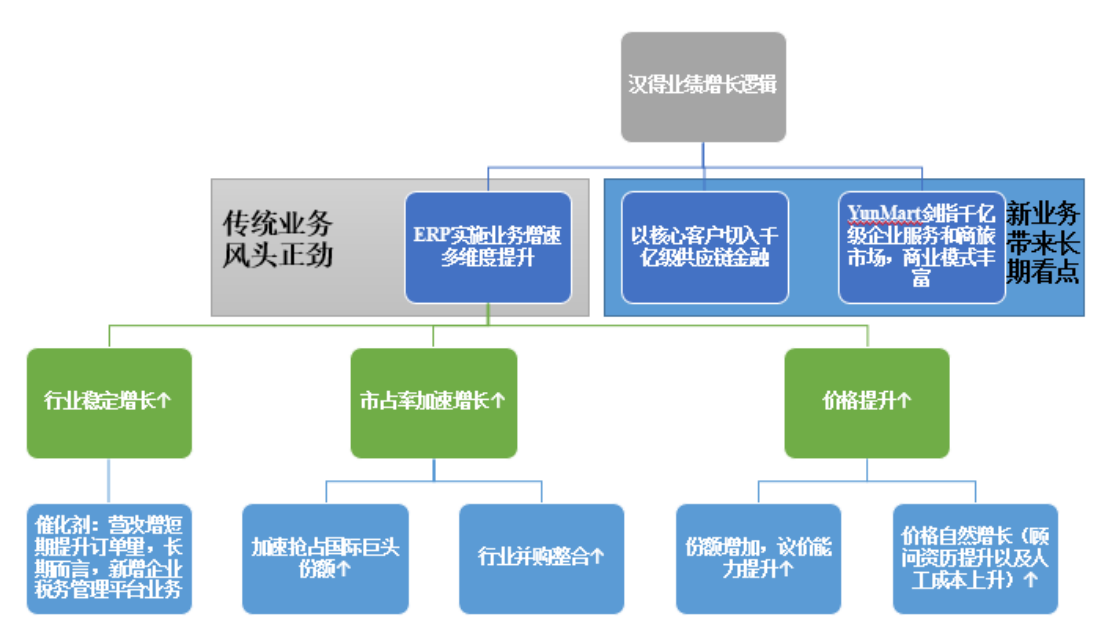
表目录

表 1 汉得客户结构	6
表 2 投资&并购案例	11
表 3 供应链金融的模式	14
表 4 盈利预测结果	24
表 5 同行业公司对比	24

第 1 部分 投资亮点

我们认为汉得业绩的持续增长可以从传统业务和新业务两个方面来看。受益于整个行业的稳定增长，汉得自身市场占有率的增加以及在优势行业优势领域的服务价格的提升，汉得在传统业务 ERP 实施服务业务方面呈现加速增长的态势。而基于 ERP 实施服务业务拓展出的供应链金融以及 YunMart 业务则拓宽了收入渠道，是汉得保持长久竞争力的看点。

图 1 汉得业绩增长逻辑

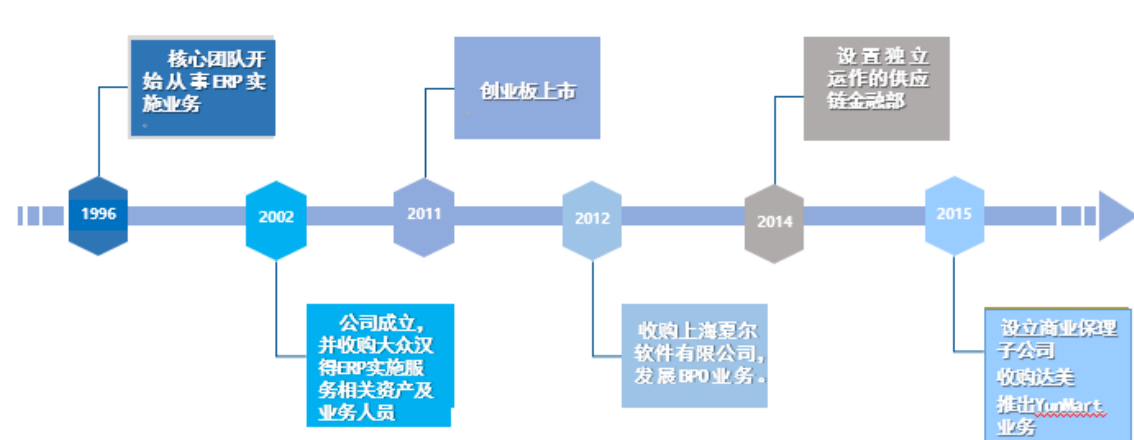


资料来源：国元证券研究中心

第 2 部分 公司简介

2.1 发展历程

图 2 汉得信息发展历程

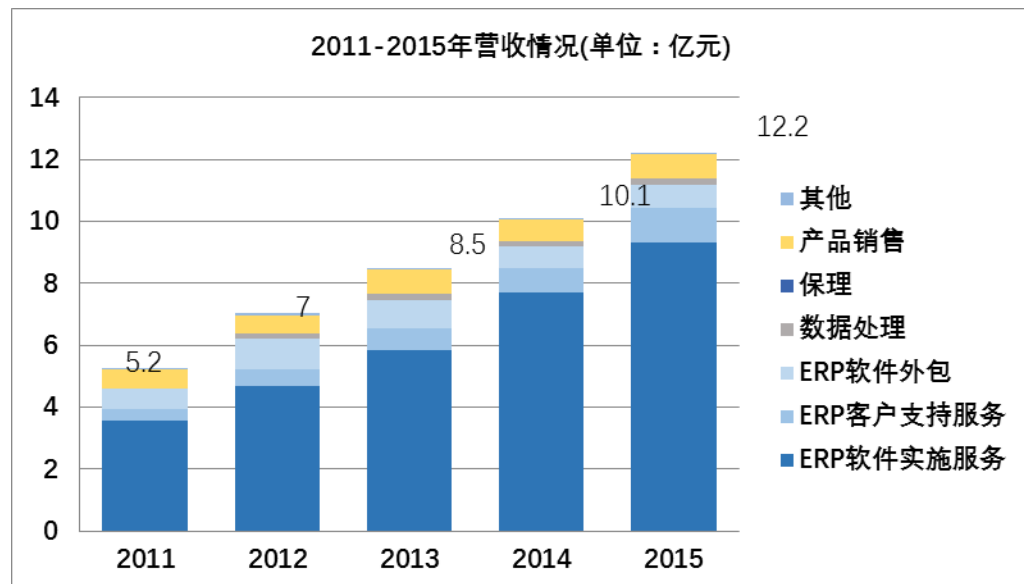


资料来源：wind，国元证券研究中心

2.2 营收情况

公司上市以来营业收入稳步增长：11-15 年复合年均增长率 23.5%。

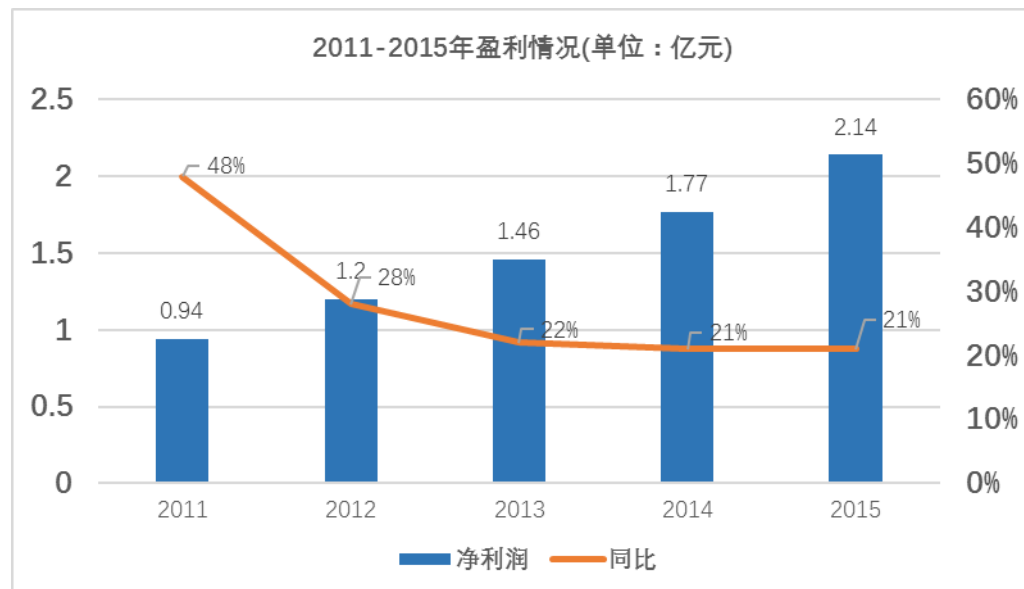
图 3 上市以来历年营收情况以及营收结构



资料来源:wind, 国元证券研究中心

公司上市以来净利润稳步增长：历年净利润增长率均超过 20%。

图 4 上市以来历年利润及增速

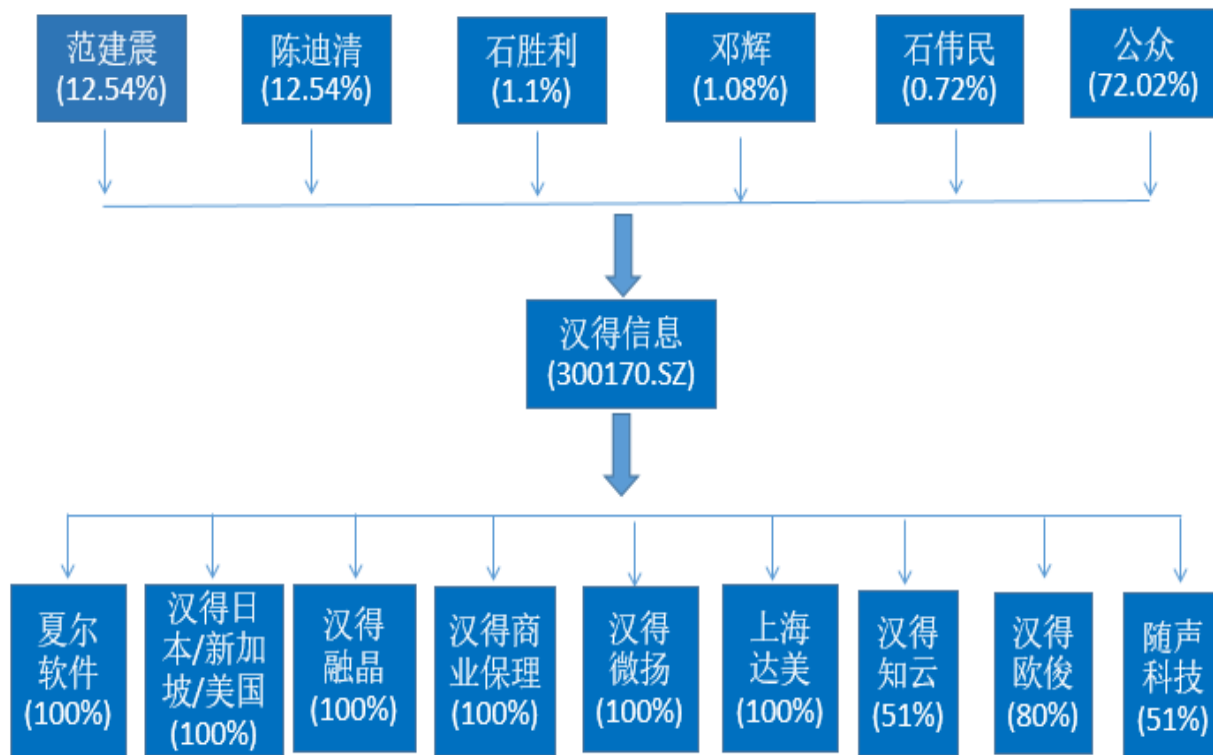


资料来源:wind, 国元证券研究中心

2.3 股权结构

目前汉得信息拥有夏尔软件、汉得融晶、汉得商业保理、汉得微扬、上海达美等子公司，并控股了汉得知云、汉得欧俊和随声科技。

图 5 公司股权结构



资料来源:wind, 公司公告, 国元证券研究中心

2.4 客户结构

公司目前已经为近 1500 家客户提供过 ERP 实施服务，客户分布在不同行业领域内。

表 1 汉得客户结构

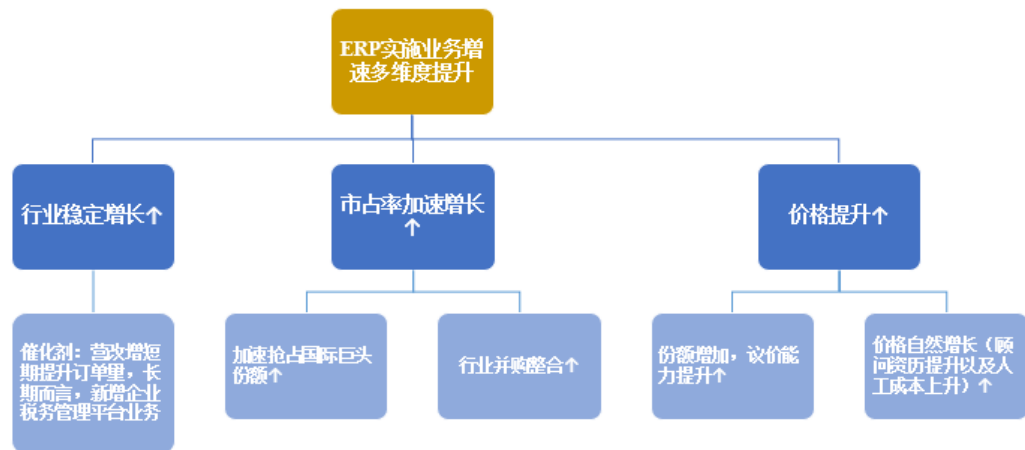
所属行业	标杆客户名称
家用电器	松下电器、九阳股份、青岛澳柯玛
高科技	中兴、晶澳太阳能
机械及工业制品	日立电梯、上海日立电器、株洲南车时代电器、中国国际海运集装箱
汽摩及配件	五羊-本田、佳通轮胎
金属冶炼及加工	美国铝业、瑞典 SAPA 铝业
医药/化工/农药	北京医药集团、河北威远生物化工
快消品	光明乳业、青岛啤酒、维达纸业
贸易/物流/分销	中国中纺、中国中钢、永恩投资
网络媒体	新浪、腾讯、阿里巴巴
金融/保险/电讯	太平洋保险、广发银行、中国移动广东公司

资料来源:公司公告整理, 国元证券研究中

第 3 部分 ERP 实施业务

3.1 传统 ERP 实施服务风头正劲

图 6 汉得传统 ERP 实施业务发展情况



资料来源：国元证券研究中心

3.2 行业背景

中国 ERP 实施服务市场的参与者主要由三大类群体组成：

第一，国际咨询实施服务商：主要由跨国大型咨询实施商如国际商业机器公司（IBM）、埃森哲（Accenture）、印孚瑟斯（Infosys）等组成，他们在高端 ERP 的实施领域起步较早，与 ERP 软件厂商的合作历史较长，品牌认知度也较高。国际咨询实施服务商的优势是可以利用其全球案例和知识库的支持，并结合它们在 IT 整体规划和战略咨询方面的经验，为客户提供更全面的 ERP 实施服务。

第二，本土咨询实施服务商（Service/Consulting Firm）：主要由本土专业 ERP 实施服务商和行业用户类 ERP 实施商等组成，自身能独立承接 ERP 项目的整体实施。相比国际咨询实施服务商，本土专业 ERP 咨询实施服务商虽然起步较晚，但进步迅速。本土咨询实施服务商的优势在于对中国企业 ERP 需求的深入理解和精准把握，在项目实施中沟通能力强，反应速度快，客户体验佳。随着本土咨询实施服务商在行业经验和成功案例方面的不断积累和实施方法论上的不断成熟，其专业能力和实施经验与国际咨询实施服务商的差距在不断缩小，客户认可度也在不断提升。在高端 ERP 实施领域，本土咨询实施服务商的行业领先者包括汉得、石化盈科、太极、汉普等。

第三，外包服务商（Body Shop）：该类企业一般不独立承接项目的整体实施，而是接受国际咨询实施服务商的项目分包，并以人才派遣的形式参与客户的 ERP 实施项目。国际咨询实施服务商为满足阶段性的人才短缺，降低人员的闲置率和企业运营成本，常会在项目需要时委托外包服务商为其派遣所需的专业人才，加入其自有的实施顾问团队共同为客户提供服务。外包服务商一般具有较强的人力资源搜寻、培训和组织能力，会与一家或多家国际咨询实施服务商结成长期的合作关系。但由于其一般不独立承接项目，因此对终端客户的开拓和维系能力较弱，并且在企业文化构建，实施方法论提炼和员工归属感提升方面与前述两类企业相比略显不足。

图 7 中国 ERP 实施服务市场参与者



资料来源:国元证券研究中心

高端 ERP 实施服务市场主要是为以 SAP 和 Oracle 为代表的大型 ERP 软件提供实施服务的市场，因其软件投资额度大、实施复杂程度高而区别于中低端 ERP 实施服务市场。高端 ERP 软件的实施需要大量的业务流程咨询、梳理、软件部署实施、二次开发、上线、调试、培训、维护等服务。多数情况下，高端 ERP 的实施服务一般通过其合作伙伴群体而非软件厂商自身提供。

中低端 ERP 实施服务市场主要以国产 ERP 软件和一些非主流国外 ERP 软件的实施服务为主。在中低端市场，通常情况下由于 ERP 软件厂商项目规模相对较小，单笔实施服务金额相对较低，尚不足以吸引和支撑一批有规模的、专业的 ERP 实施服务提供商为之提供相应的配套服务和维护。该类 ERP 软件主要依靠厂商自身的团队开展实施服务

图 8 ERP 实施服务市场分类

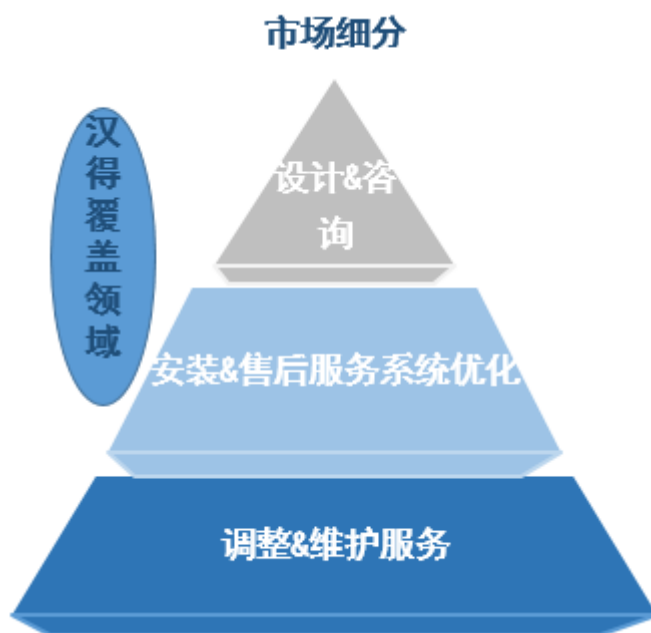


资料来源:国元证券研究中心

整个 ERP 实施服务市场可以划分为设计&咨询、安装&售后服务系统优化以及调整&维护服务。设计&咨询领域的附加值和行业壁垒较高，这部分的市场份额较为集中，国际咨询服务实施商 IBM 和 Accenture 在这一领域比较有优势。安装&售后服务系统优化领域附

加值和行业壁垒都一般，在这一领域竞争的是国际咨询机构和国内行业的领跑者，这部分的市场份额也在逐渐集中。调整&维护服务领域则是属于低附加值，低行业壁垒型的，市场份额很分散，多试些小的服务团队。而汉得覆盖的领域包括设计&咨询以及安装&售后服务系统优化。

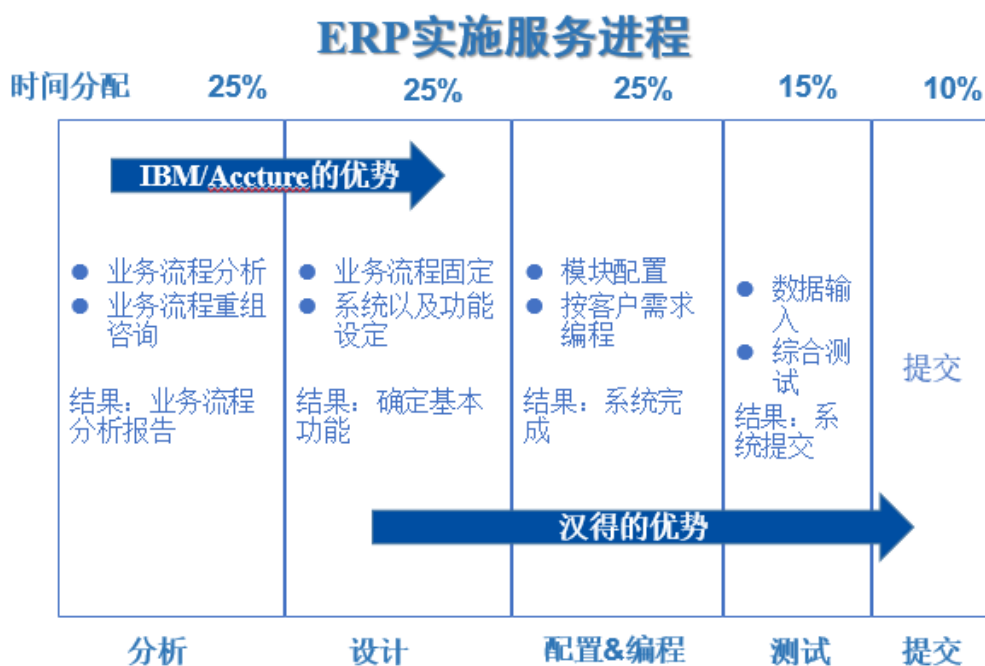
图 9 ERP 实施服务市场细分



资料来源:国元证券研究中心

完整的 ERP 实施服务流程包括分析、设计、配置&变成、测试、提交五个步骤。

图 10 ERP 实施服务进程

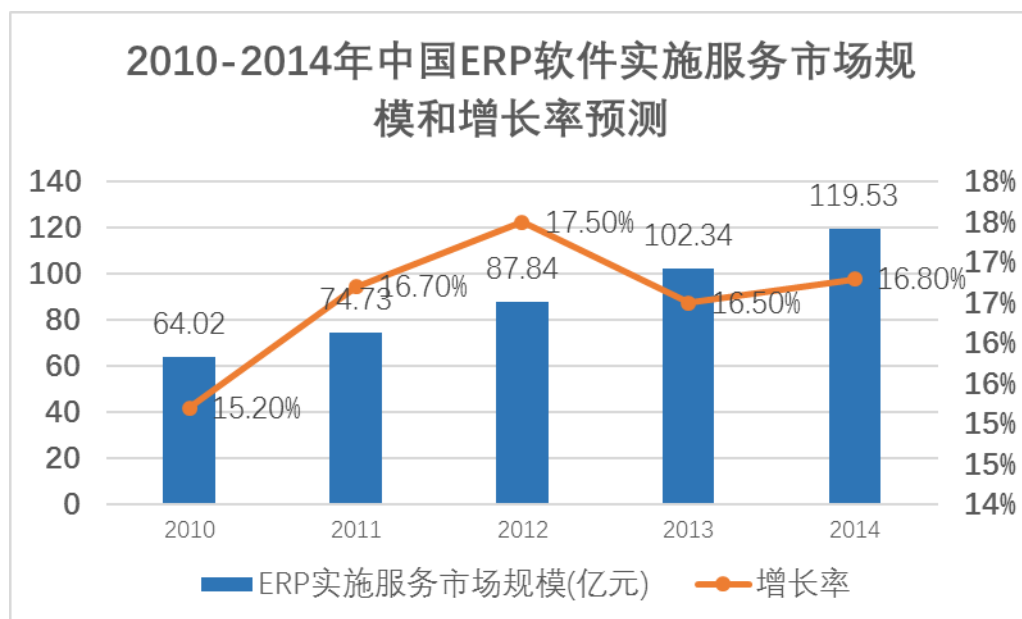


资料来源:国元证券研究中心

3.3 ERP 实施服务行业规模稳定增长

根据《中国 ERP 实施服务市场研究报告》对过去几年市场的规模的预测，整个市场规模每年可以保持 16% 以上的增长。

图 11 2010-2014 年中国 ERP 软件实施服务市场规模和增长率预测



资料来源：《中国 ERP 实施服务市场研究报告》

3.4 汉得市场占有率持续提升

由于缺乏第三方的行业数据，我们根据 SAP 的数据来推断汉得的市场占有率。

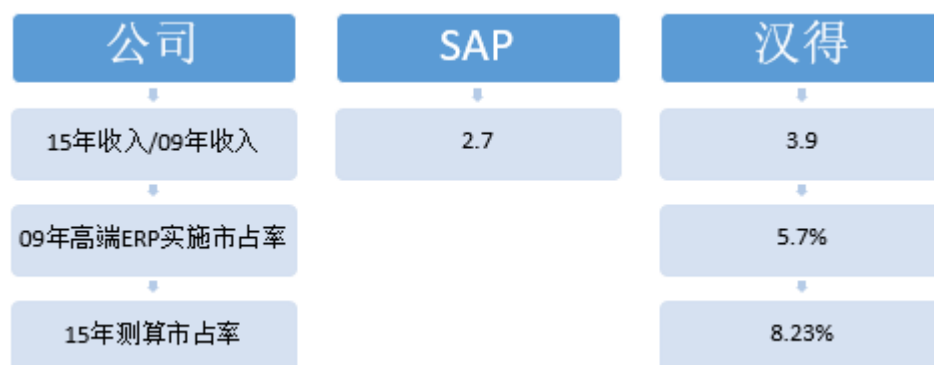
逻辑一：SAP 为领头羊，13 年市场份额为 24%，是老二 Oracle 销售额的一倍。而且 14、15 年 SAP 保持了较好的增速，而 Oracle 收入几乎没有增长，所以我们拿 SAP 的增速作为 ERP 市场的代表；

逻辑二：SAP 的财务数据没有单列中国，我们拿日本及亚太其他地区的数据替代，这部分数据以中国和澳洲为主，我们认为有一定的代表性；

逻辑三：ERP 软件和实施服务基本上保持一定的比例，因此我们假设两者增速相同。

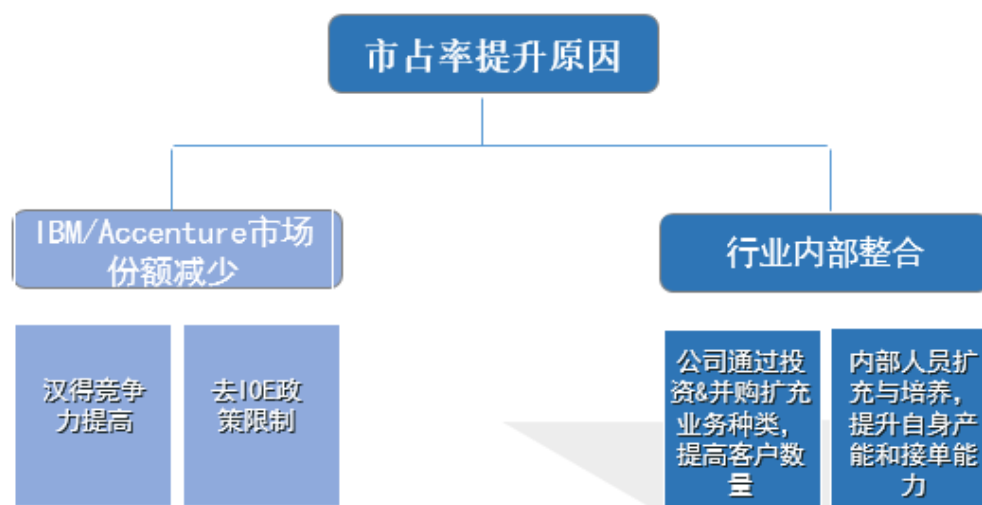
经测算，汉得 15 年市场占有率约为 8%。

图 12 经测算汉得市场率



资料来源：国元证券研究中心

图 13 汉得市场占有率提升原因



资料来源:国元证券研究中心

汉得市场占有率提升有外部和自身两部分原因。外部原因是 IBM&Accenture 市场份额的减少，内部原因是汉得自身在行业内部的整合。

IBM&Accenture 市场份额减少的原因：

(1) 自身竞争优势：

服务经验优势—国内企业更能适应 ERP 实施中客户的需求，在项目实施中沟通能力强，反映速度快，客户体验佳。

人力成本优势—和 IBM、Accenture 等国外企业相比，具有更低的成本，服务价格更具有弹性。

(2) 政策优势：

国家出台多项政策支持咨询服务业发展。

中国政府要求国有企业斩断与美国咨询公司之间的联系，包括麦肯锡和波士顿咨询，担心这些咨询公司在为美国政府窃取中国情报。去 IOE、进口替代成为大势所趋。

汉得自身在行业内部的整合：

(1) 通过行业内部投资和并购

表 2 投资&并购案例

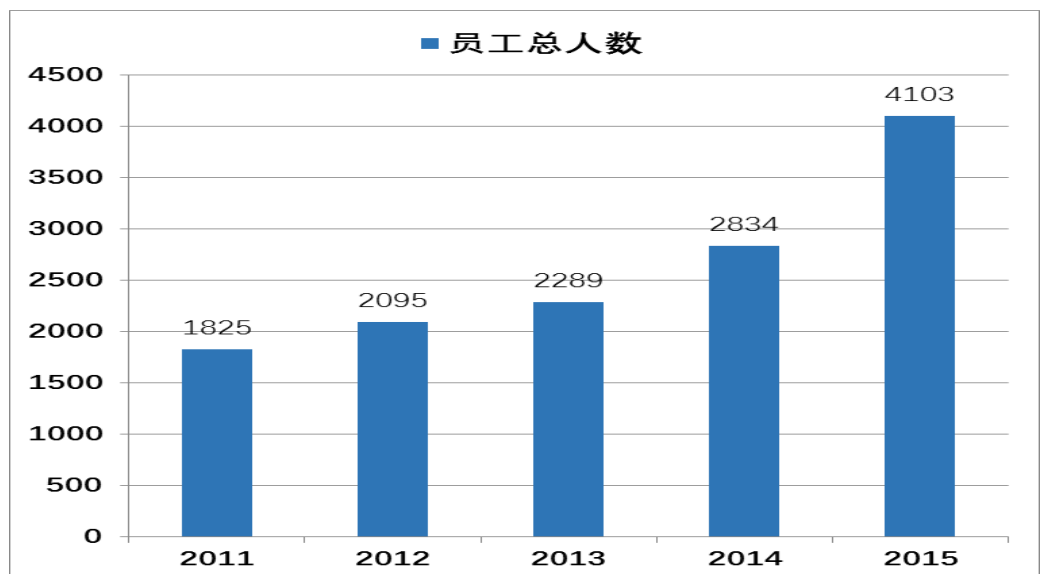
投资&并购标的	业务	行业/领域	与公司业务关系
达美	SAP 软件 ERP 实施服务	服装行业、食品等零售行业	与公司业务互补(公司客户多集中在制造业)
汉得微扬	微软 Dynamics ERP 实施服务	企业 CRM 和数字化营销市场	主营业务的补充
夏尔软件	BPO(业务流程外包)服务		与公司客户资源产生协同效应，拓宽业务领域
汉得融晶 (目前持股 51%，拟收购剩余 49%)	软件咨询服务	银行等金融行业企业信息化解决方案的咨询及实施服务	与公司业务互补

资料来源:公司公告整理，国元证券研究中心

(2) 内部人员扩充及培养

公司上市以来员工总数由 2011 年的 1825 人增长至 2015 年的 4103 人，预计今年将达到 5000 人。员工人数的持续高增长是业绩保持高速增长的保证。特别是在 IBM、Accenture 等外资竞争对手普遍裁员的情况下，更能体现出公司在该行业的竞争力。此外 ERP 实施行业属于智力、人才密集型行业。人才的管理和培养是重中之重。公司倾向于校招，自己培养新人，成本和忠诚度均最优。为了防止核心人员的流失，公司推出了股权激励政策。员工工作满一定年限后，即可享受股权激励。对于特别优秀的人也会根据特定的情况实行差异化的股权激励。总体而言，公司人才流失率在行业内维持在较低的水平。

图 14 员工总数随业务高速增长



资料来源:公司公告, 国元证券研究中心

3.5 服务价格持续提升

优势行业优势项目服务价格持续提升逻辑:

- (1) 市场份额提升后带来的议价能力提升。
- (2) 与 IBM/埃森哲等巨头的价格优势仍很大，具提升空间。
- (3) 咨询顾问服务价格在具备优势解决方案的领域逐步尝试提高服务价格。

3.6 未来看点

短期催化剂: 今年营改增大限为公司带来不少财务模块相关的业务增量，客户主要是涉及营改增的金融机构，保守估计至少有 20 家，订单饱满。

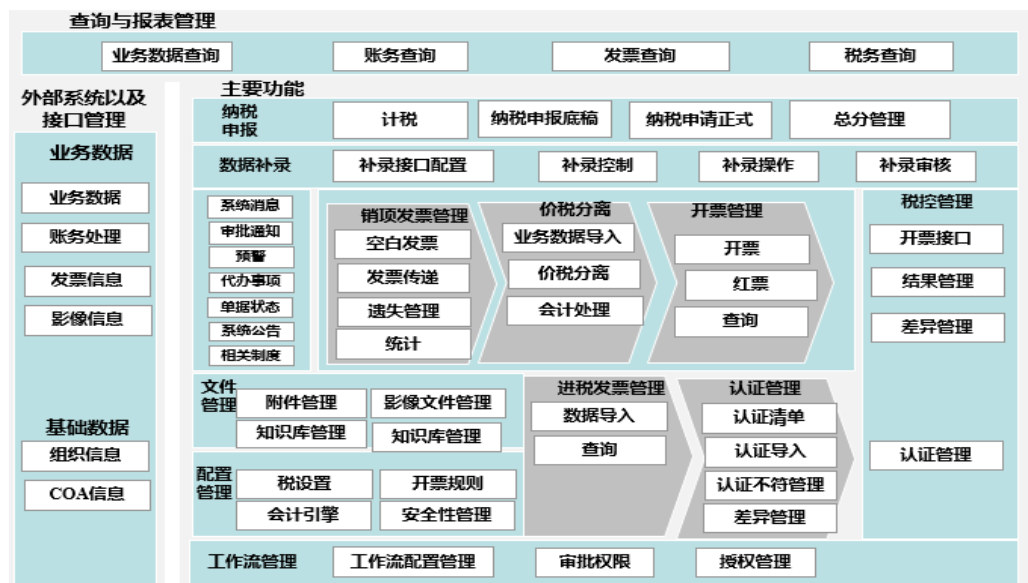
长期亮点:

产品不断充实: 新增企业级的税务管理平台业务，目前是增值税平台，未来将扩展至全税种(包含全税种税务核算、上报、税务风险管理等功能，目前在国内尚属空白)。

市场份额增长: 受益于 IBM/埃森哲等国际竞争对手市场份额的退出。

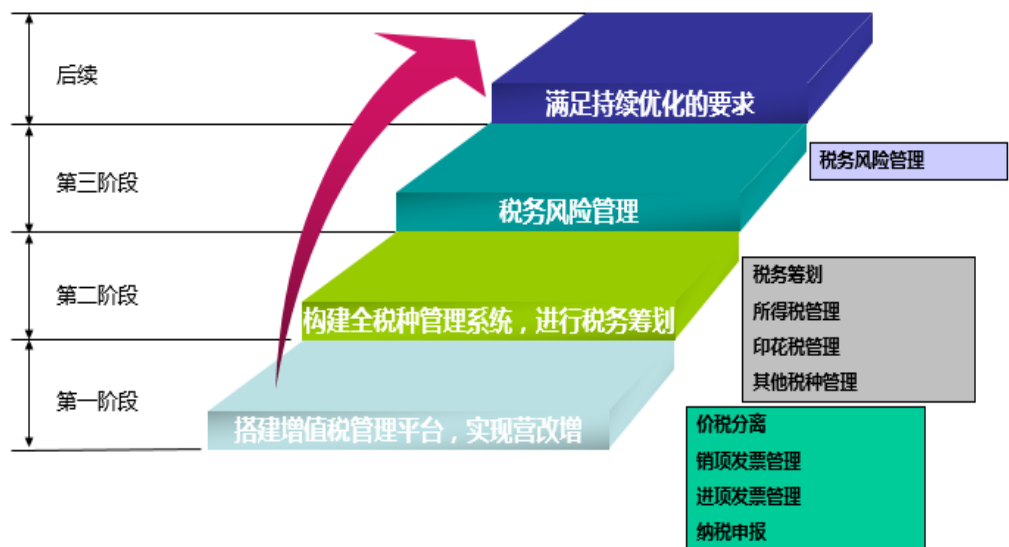
行业整合: 公司账面资金充裕，仍在持续布局并购机会。

图 15 汉得增值税管理平台模块



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

图 16 汉得布局：逐步构建税务管理系统



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

企业级的税务管理平台：

- (1) 除增值税管理平台的实施外，汉得还提供对企业现有的费控系统、采购系统、资产管理等系统改造的解决方案。
- (2) 在帮助金融机构实现“营改增”的平稳过渡以后，还致力于为金融机构提供全面的税务管理解决方案，包括金融机构各税种的计提与缴纳、税务分析与监控等内容。

3.7 市场规模测算

参考《中国 ERP 实施服务市场研究报告》中对过去中国 ERP 软件实施服务市场的规模预测和增长率，并以此为基础假设未来几年中国 ERP 实施服务市场的增长率保持在

17%。我们预测 16/17 年 ERP 实施服务市场的规模分别为 191.4 亿、224 亿。目前汉得的市场占有率约为 8%，并且持续在增长，因此我们保守预测 16/17 年汉得在 ERP 实施服务业务上的收入规模约为 15.3 亿/20.2 亿。

第 4 部分 供应链金融业务

4.1 供应链金融简介

供应链金融是指以核心客户为依托，以真实贸易背景为前提，运用自偿性贸易融资的方式，通过应收账款质押、货权质押等手段封闭资金流或者控制物权，对供应链上下游企业提供的综合性金融产品和服务。目前具有以下 8 种模式，可以看出汉得对应的是基于 ERP 的供应链金融。

表 3 供应链金融的模式

八大模式	具体公司
基于 B2B 电商平台的供应链金融	焦点科技、上海钢联、找钢网等
基于 B2C 电商平台的供应链金融	淘宝、天猫、京东、苏宁、唯品会、一号店等
基于支付的供应链金融	支付宝、快钱、财付通、易宝支付等
基于 ERP 系统的供应链金融	用友、畅捷通平台、金蝶、汉得信息等
基于一站式供应链管理平台的供应链金融	怡亚通、一号链、汇通达等
基于 SaaS 模式的行业解决方案的供应链金融	富基标商、平安银行橙 e 网生意管家
基于大型商贸交易园区与物流园区的供应链金融	深圳华强北电子交易市场、义乌小商品交易城、海宁皮革城等
基于大型物流企业的供应链金融	顺丰、德邦

资料来源:网络资料整理, 国元证券研究中心

4.2 汉得布局历程

2013 年，完成“基于云计算的中小企业供应链金融平台”的软件著作权的登记程序，供应链金融业务的前期产品研发和定型基本完成。

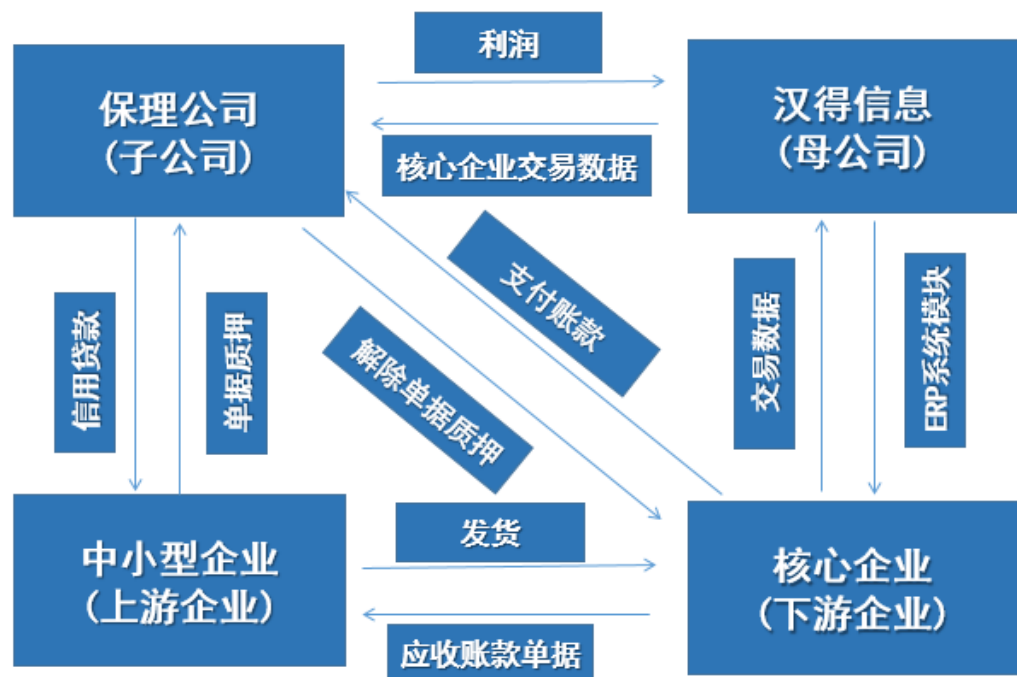
2014 年，设立独立运作的供应链金融事业部，并实现部分实质性的客户拓展(接入四家核心客户及其上游的约 2000 家供应商)。

2015 年，设立保理子公司作为供应链金融的资金平台，并与 11 家核心客户达成供应链金融战略合作协议以及 10 余家供应商开展了保理业务。

4.3 汉得商业模式

通过供应链金融云平台，对接核心客户 ERP 系统的供应链模块，获取交易、采购、发货、开票等真实数据；且基于交易数据，以优质应收账款为依据，向供应商提供保理融资服务，赚取利息收入。

图 17 汉得供应链金融商业模式



资料来源:国元证券研究中心

4.4 目前推广情况

公司建立了上海、北京、广州等区域的供应链金融业务客户拓展团队，加强供应链金融业务的市场开拓力度，挖掘具备业务合作意向的核心客户及供应商；并且公司针对制造业及医疗行业的一般客户，积极向其推广部署公司具有自主知识产权的供应链关系管理系统及医院资源管理解决方案，以储备潜在的供应链金融业务客户；同时，公司通过前期合作的核心客户数据对接、上线运行的经验积累，未来新增核心客户的上线周期和用户体验将获得较大改善，也有利于后续新的核心客户推广以及用户体验的提升。目前已经有 20 家客户上线，其中 10 家实现了贷款，5-6 家为支付风险较小的医院。预计今年年底上线的客户数将达到 50 家，未来潜在客户将达到 200 家。

4.5 资金池来源

公司发展供应链金融业务的资金池有两个来源：

自有资金：目前投入了 1 个亿，未来最多会投入 2-3 个亿。

缺口资金：主要通过银行贷款和企业债的方式获得。

4.6 优势&市场空间

优势：

- (1) 公司的客户主要为大型企业，供应链上企业数量繁多且资金流动量大。
- (2) 利用核心企业对其供应链的控制力明显降低平台的推广成本。
- (3) 基本真实发生的订单数据以及历史交易数据，贷款风险可控。

市场空间：以平均每家 2-5 亿的贷款量来计算，未来总的贷款量将达到 400 亿-1000 亿。平均贷款利率按 5%来计算，未来的收入规模将达到 20 亿-50 亿。

第 5 部分 YunMart 业务

5.1 国内 SaaS 行业现状

目前国内的 SaaS 产品现状：

功能趋同：可替代性强，用户粘性差。

免费+低价：变现较难，每个 SaaS 厂商都有一个平台梦。

各自为战：与其他产品及本地系统缺乏有效集成，造成信息孤岛。

图 18 国内 SaaS 产品



资料来源：公司资料，国元证券研究中心

5.2 YunMart 做什么？

YunMart 系连接并服务于企业、云厂商、云服务从业者、合作伙伴等多方的云平台，致力于打通不同云产品间的数据壁垒，解决企业在使用不同云产品时面临的信息孤岛问题。企业在 YunMart 上使用 HR、财务、团队协作等云产品时，可免登陆、快速便捷的在各种云产品间一键切换，并且跨产品间的业务数据可实现互联互通。分为企业应用和商旅服务两款产品。

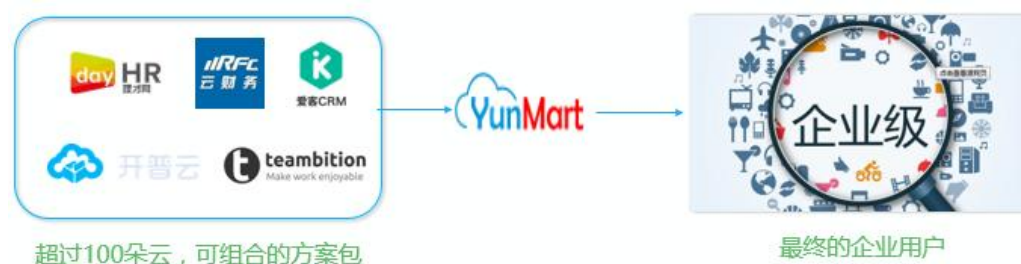
图 19 YunMart



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

5.3 YunMart 企业应用

图 20 YunMart 原理



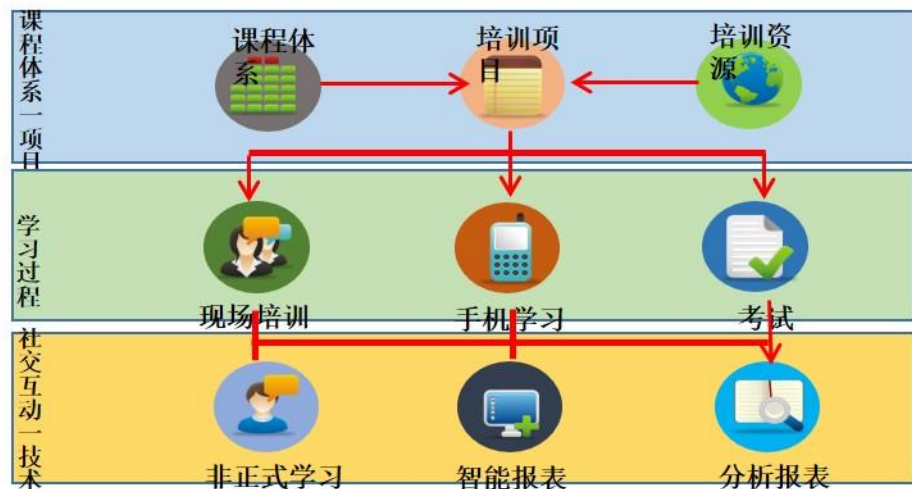
资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

通过组合方案个性推荐和用户数据的统一管理实现多款应用的按需组合, 提升用户对 YunMart 的粘性。通过 SaaS 应用单点登录和业务数据互通互联打通云与云, 云与本地的连接, 真正满足企业级客户用户需求。目前正式入驻 YunMart 平台的云产品超过 120 家, 迅速扩容中。

企业应用案例: 某世界 500 强排名靠前的医药集团企业

2012、2013 年度, 客户建立了全集团统一的人力资源信息化平台, 随着基础模块的平稳运行, 培训业务的信息化支持的需求与时机也日渐成熟。HR 产品选用的是 Oracle Peoplesoft 系统, 客户希望引入一套更加适合中国国情, 更好的支持碎片化得学习产品。选购了新加坡的 Knowledge Platform 作为培训平台。

图 21 从 YunMart 购买的云产品介绍



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

通过整合原有的人力资源主系统, Knowledge Platform 以及客户自身的微信企业号, 组建了一套完全适用于中国大型国企的, 线上线下混合适用, 并且融入社交学习功能的强大的学习平台。系统上线后, 促进了员工适用微信, 利用碎片化的时间学习, 通过技术驱动在现场培训, 提高了课堂授课的教学质量, 基于大数据的报表分析, 也帮助企业大学更好的服务于集团以及下属子公司, 使有限的培训资源的使用效率达到了一个比较高的水平, 同时也促进企业内部培训业务的完善, 成为了业内的标杆。

YunMart 收费模式:

- (1) 针对平台上成功推广的产品向厂商收取佣金。
- (2) 提供增值服务, 为产商的品开发提供评测服务并收取认证费用, 以及在企业客户云产品的实施运维过成收取服务费用。
- (3) 其他收费方式包括对产商品的接口授权费, 针对企业客户的账会员费等。

5.4 YunMart 商务服务—汇联易

为解决企业 IT 系统中的业务数据和实际商务消费之间的数据不对称问题, 公司 YunMart 业务团队推出了一站式商旅及费用管理解决方案“汇联易”, 在汇联易中嵌入出行服务、商旅服务等合作伙伴的产品, 企业客户的员工即终端个人用户仅通过一个 APP 即可完成包括出行、差旅、餐饮、团建等商务活动的预定和支付; 同时, 汇联易也可连接合作伙伴的后台数据库读取消费明细, 由合作伙伴直接向企业客户开具发票, 改变传统的员工贴票审核的报销流程。如终端个人用户发生合作伙伴不能覆盖或提供的商旅活动, 也只需通过 APP 发送发票照片, 利用画面识别技术提取信息直接生成报销流程, 免除了手工录入等报销流程的繁琐。

图 22 汇联易作用

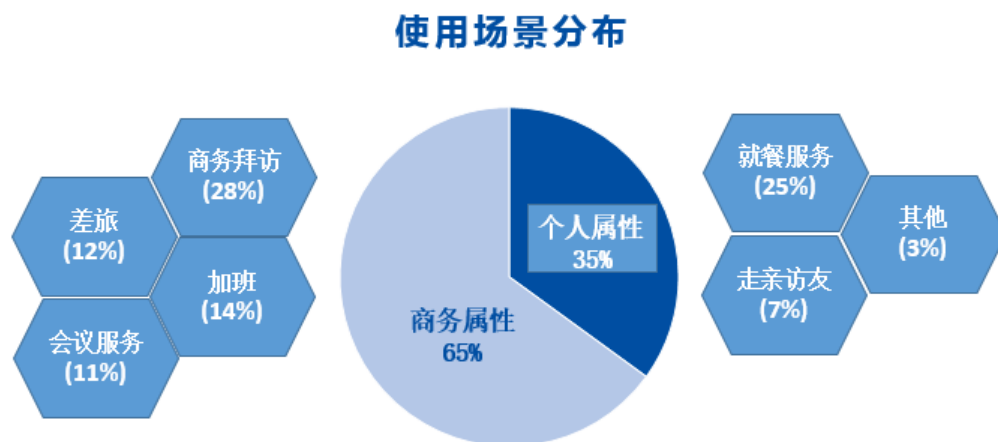


资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

案例: 以嵌入产品滴滴企业版为例

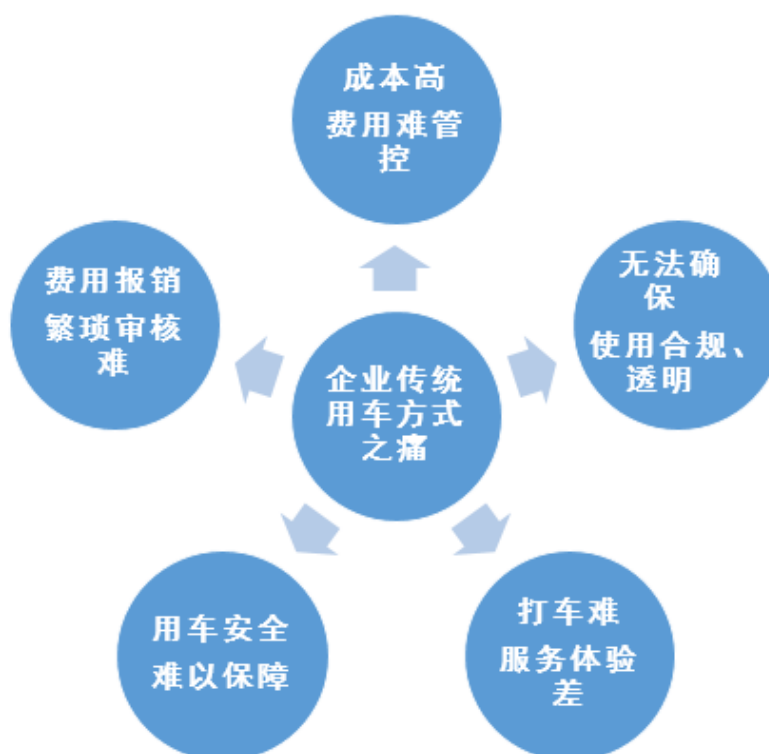
按使用场景划分: 65%的出行具有商务属性, 35%的出行具有个人属性。

图 23 滴滴使用场景划分



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

图 24 企业传统用车方式之痛



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

汇联易 APP 通过嵌入的滴滴出行节约费用, 并可以详尽记录用车明细, 方便企业查询乘车人的每一次用车时间、地点、路线、费用, 使费用更透明。而内置的“扬招”功能, 使企业用车管理的场景更完整, 进一步促进费用透明、受控。

图 25 直接节省用车费用 20%-30%



资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

图 26 记录乘车明细

订单信息								
全部导出					1/2页 下一页 刷新			
下单人	乘车人	上车时间	出发地	目的地	金额(元)	支付方式	车辆用途	操作
18621512460	18601641681	2015-06-29 21:42	澳门小区	高科西路沪南路	71.20	企业支付	代客户用车	详情 备注
18621512460	18601641681	2015-06-28 17:37	财富时代大厦	高科西路沪南路	75.40	企业支付	代客户用车	详情 备注
1395710	1395710	2015-06-26 11:49	西湖风景名胜	庆春路139号	12.60	企业支付	员工自己用车	详情 备注



行程信息

乘车人手机: 1395710

用车类型: 快车

用车时长: 17分钟19秒

出发地: 西湖风景名胜

目的地: 庆春路139号

订单创建: 2015-06-26 11:39

接单时间: 2015-06-26 11:49

计价信息

车费合计 **12.60元**

行驶5.80公里 7.50元

时长17分钟 5.10元

18621512460	18601641681	2015-06-26 20:01	澳门小区	高科西路沪南路	69.30	企业支付	代客户用车	详情 备注
-------------	-------------	------------------	------	---------	-------	------	-------	-------

资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

图 27 扬招



扬招

“上车” 按一下

“下车” 按一下

12月28日 21:08 快车 已完成

首都机场路首都国际机场T2航站楼

西城区阜成门桥阜成门-地铁站

12月22日 06:36 已完成

浦东新区利津路1313弄证大家园五期

浦东机场2号航站楼

12月18日 21:46 已完成

黄浦区茂名南路59号锦江饭店锦江饭...

巨峰路地铁站

12月15日 19:18 已关闭

南京西路华山路(路口)东北角久光百货...

卢湾区淮海中路中环广场

资料来源:公司资料, 国元证券研究中心

通过汇联易 APP 可以实现:

- (1) 公司对公司开具发票, 亦可员工消费是获取发票。发票及小票“拍照”, 自动是被及数据结构化。
- (2) 移动操作, 简单便捷。
 - 1 消费 → 自动记录费用明细 → 填入费用原因及其它信息 → 个人无需管理发票, 企业对企业开票
 - 2 消费 → 发票或小票拍照 → 自动识别 → 填入费用原因及其它信息 → 报销
- (3) 每笔费用都可按“客户”, “项目”, “事件”等维度归集, 且灵活可配
- (4) 企业预付, 员工自付多种形式
- (5) 汉得费用管理 BPO 增值服务

- (6) 跟企业费控，财务，HR，OA 等系统的无缝对接
(7) 针对费用管理及报销管理的多维度分析
未来，汇联易将+酒店/ 机票/宴请等专业服务。

5.5 YunMart 市场规模测算

(1) 企业服务市场规模测算

目前公司有 2000 家客户，假设客户转化率为 10%，平均一家企业每年 100 万元的云产品投入；80 万家核心企业的供应商，我们认为其总体收入水平优于一般中小企业，假设客户转化率 1%，平均一家企业每年 5 万元的云产品投入。另外国内有 4000 万家中小企业，扣除掉 80 万家核心企业的供应商，客户转化率为 0.1%，平均一家企业每年 1 万元的云产品投入，那么未来每年 YunMart 潜在的收入规模为 10 亿元。

图 28 企业服务市场规模测算

客户类型	直接客户（大型企业）	核心企业供应商	国内中小企业
数量	2000家	80万家	3920万家
转化率	10%	1%	0.1%
云应用年平均花费	100万	5万	1万
总量	2亿	4亿	4亿

资料来源:国元证券研究中心

(2) 商务服务市场规模测算

经公司实际测算汇联易在成本控制以及差旅报销方面可节约 10%-15%的成本。目前公司有 2000 家客户，假设客户转化率为 10%，平均一家企业每年差旅费 2000 万元，80 万家核心企业的供应商，我们认为其总体收入水平优于一般中小企业，假设客户转化率 1%，平均一家企业每年差旅费 200 万元，4000 万家中小企业，客户转化率为 0.1%，平均一家企业每年差旅费 100 万元，那么每年汇联易可以帮助企业节省的差旅费为 95-143 亿元。假设节省出差旅费中有 20%可以转化成公司的收入，那么未来汇联易每年可为公司带来收入 19-28.6 亿元。

图 29 商务服务市场规模测算

客户类型	直接客户（大型企业）	核心企业供应商	国内中小企业
数量	2000家	80万家	3920家
转化率	10%	1%	0.1%
差旅年均花费	2000万	200万	100万
总量	400亿	160亿	392亿
汇联易可节约的成本	40-60亿	16-24亿	39-59亿

资料来源:国元证券研究中心

第 6 部分 在线教育

公司从事在线教育业务的控股子公司即上海汉得知云软件有限公司（以下简称“汉得知云”）设立完成。在业务拓展方面，汉得知云立足上海、着眼全国，以第一年免费，第二年 100 元/人/年的推广模式，已在上海市拥有超过 45 所的初中学校用户，约占上海市初中学校总数的 10%；已在浙江、湖南、贵州等其他省市开拓了约 10 余所即将展开合作的学校，在线教育产品的总用户量已突破 20000 名。在产品迭代方面，汉得知云结合教育市场的需求持续进行产品创新，已完成了移动终端产品的开发及上线，实现了基于微云平台的产品搭建部署与云端运营，进行了多次的产品更新迭代，持续丰富和完善产品功能。未来，在全国市场快速稳步推进的同时，汉得知云将会进一步扩展产品的学科范围如从英语学科扩展至其他学科乃至全学科，持续推出并验证多种商业增值模式，并尝试进行线上线下结合的新业务模式探索。目前该业务人属于发展初期，对营收影响较小。

第 7 部分 估值及盈利预测

业务估算

- (1) ERP 实施业务：此块业务是公司的传统业务，过去几年均保持 20%以上的增长。考虑到今年营改增对 ERP 实施业务的影响以及收购达美对此块业务的补充，我们认为该业务今年的收入增长 25%以上是大概率事件，假设为 15.23 亿元。
- (2) 商业保理&YunMart 业务：该部分业务为新业务，暂不对业绩进行估算。

营收增长率增长高于行业增速：

逻辑一：产品不断充实，新增企业级的税务管理平台业务，目前是增值税平台，未来将扩展至全税种(包含全税种税务核算、上报、税务风险管理等功能，目前在国内尚属空白)；
逻辑二：市场份额增长，受益于 IBM/埃森哲等国际竞争对手市场份额的退出
逻辑三：行业整合，公司账面资金充裕，仍在持续布局并购机会。

毛利率总体趋稳略有上升：

- (1) 随着行业地位的上升，带来议价能力和服务价格的提升；
- (2) 新增的商业保理以及 YunMart 业务属于高毛利的业务，前期投入大，边际成本低；

费用率总体下降：

- (1) 内部汇联易的使用所带来的差旅费的降低；
- (2) 新增的商业保理以及 YunMart 业务商业模式跟以往的实施相比，规模效应明显，有助于优化费用率；

因此，我们预计未来公司的营收增长率及毛利率将会有较大幅度提升。假设未来三年营收增长率分别为 25%、40%、50%，毛利率分别为 40.5%、43%、46%。

短期我们看好营改增带来的业务增量及新增税务管理平台业务，长期我们看好公司对国外巨头份额的蚕食，以及供应链金融和 YunMart 业务不管是商业模式还是市场空间上的巨大想象空间，而且新兴业务均是从公司核心业务切入，原有优势和客户资源可以承袭，成功概率较大。

不考虑新兴业务，我们保守预计公司 2016 年-2018 年的营业收入分别为 15.23/21.33/31.99 亿，净利润为 2.87/4.77/8.47 亿，对应的 EPS 分别为 0.34/0.57/1.01 元，PE 为 44/27/15x。给予“买入”评级。

表 4 盈利预测结果

重要财务指标		单位: 百万元			
主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	
营业收入	1219	1523	2133	3199	
收入同比(%)	21%	25%	40%	50%	
归属母公司净利润	214	287	477	847	
净利润同比(%)	21%	34%	66%	77%	
毛利率(%)	40.1%	40.5%	43.0%	46.0%	
ROE(%)	12.4%	13.2%	18.0%	24.2%	
每股收益(元)	0.26	0.34	0.57	1.01	
P/E	58.76	43.83	26.37	14.86	
P/B	7.27	5.80	4.75	3.60	
EV/EBITDA	68	44	26	14	

资料来源:wind, P/E 等数据对应 2016.06.29 日收盘价, 国元证券研究中心

第 8 部分 同行业公司对比

表 5 同行业公司对比

股票代码	公司简称	股 价 (元)	市 值 (元)	营收(万元)	净 利 润 (万 元)	EPS(TTM)	PE(TTM)
300170.SZ	汉得信息	15.07	126	121,879.81	21,424	0.27	56.1
600588.SH	用友网络	19.44	285	445,127.20	32,374.53	0.16	120
002368.SZ	太极股份	35.40	147	482,948.72	20,150.03	0.49	71.6
300378.SZ	鼎捷软件	29.01	75.71	102,011.66	1,166.35	0.08	369

资料来源:wind, 股价对应数据为 2016.06.29 收盘价, 国元证券研究中心

公司目前是 A 股唯一一家 ERP 实施服务领域的公司, 在业务布局方面和用友网络、太极股份、鼎捷软件较为相似。故选取以上公司进行对比。考虑到公司未来在 ERP 实施服务领域的产能扩张以及供应链金融, YunMart 业务等新业务的逐渐推广, 公司股价存在一定的溢价空间, 我们给予“买入”评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1580	2079	2599	3514
现金	945	1288	1500	1891
应收账款	512	654	918	1371
其他应收款	21	26	36	54
预付账款	41	44	61	87
存货	1	1	2	3
其他流动资产	61	66	82	109
非流动资产	528	461	446	426
长期投资	0	0	0	0
固定资产	300	271	242	214
无形资产	60	65	72	79
其他非流动资产	168	125	132	134
资产总计	2108	2540	3046	3940
流动负债	359	349	373	417
短期借款	0	0	0	0
应付账款	12	20	24	35
其他流动负债	348	329	349	382
非流动负债	7	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	7	6	6	6
负债合计	366	354	380	423
少数股东权益	11	11	12	13
股本	829	835	835	835
资本公积	395	388	388	388
留存收益	686	948	1426	2273
归属母公司股东权益	1732	2172	2652	3502
负债和股东权益	2108	2537	3043	3938

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	206	140	168	332
净利润	215	288	478	849
折旧摊销	22	33	33	33
财务费用	-24	-46	-58	-70
投资损失	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-72	-169	-352	-587
其他经营现金流	67	35	67	108
投资活动现金流	-134	4	-13	-12
资本支出	73	0	0	0
长期投资	-60	-13	3	1
其他投资现金流	-121	-9	-10	-11

利润表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1219	1523	2133	3199
营业成本	730	906	1216	1728
营业税金及附加	6	5	8	12
营业费用	70	84	115	170
管理费用	219	253	341	480
财务费用	-24	-46	-58	-70
资产减值损失	49	46	47	47
公允价值变动收				
益	1	3	2	2
投资净收益	2	1	1	1
营业利润	171	278	467	836
营业外收入	28	23	23	24
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	199	301	490	860
所得税	-16	13	12	11
净利润	215	288	478	849
少数股东损益	1	0	1	1
归属母公司净利润	214	287	477	847
EBITDA	169	265	442	799
EPS (元)	0.26	0.34	0.57	1.01

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	20.8%	25.0%	40.0%	50.0%
营业利润	5.7%	62.3%	67.7%	79.3%
归属于母公司净利润	20.8%	34.1%	66.2%	77.5%
获利能力				
毛利率(%)	40.1%	40.5%	43.0%	46.0%
净利率(%)	17.6%	18.9%	22.4%	26.5%
ROE(%)	12.4%	13.2%	18.0%	24.2%
ROIC(%)	23.1%	27.0%	36.9%	49.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	17.4%	14.0%	12.5%	10.7%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.40	5.96	6.96	8.43
速动比率	4.39	5.96	6.96	8.42
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.66	0.76	0.92
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	56.78	57.43	54.81	58.44
每股指标 (元)				

筹资活动现金流	52	199	58	70	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.34	0.57	1.01
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.17	0.20	0.40
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.07	2.60	3.17	4.19
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	280	7	0	0	P/E	58.76	43.83	26.37	14.86
资本公积增加	-202	-7	0	0	P/B	7.27	5.80	4.75	3.60
其他筹资现金流	-25	199	58	70	EV/EBITDA	68	44	26	14
现金净增加额	141	343	212	390					

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
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	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
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。特此声明。

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有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

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

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。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。

市场有风险，投资需谨慎。

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，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn