

2017年08月22日

证券分析师 郝彪

执业证书编号: S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

入股人力资源云服务商，完善企业服务生态圈

买入(维持)

盈利及估值重要数据	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,113	5,981	7,003	8,207
同比(+/-%)	14.9	17.0	17.1	17.2
净利润(百万元)	197	223	297	385
同比(+/-%)	(39.0)	13.0	33.0	29.9
毛利率(%)	67.2	67.4	67.4	67.5
净资产收益率(%)	3.5	3.8	5.0	6.3
摊薄每股收益(元)	0.13	0.15	0.20	0.26
P/E	162	144	108	83
P/B	5.6	5.5	5.4	5.2

事件 1: 根据公司公告, 公司和公司股东北京用友企业管理研究所有限公司分别以 6710.86、3635 万元受让上海大易云计算股份有限公司 536.87 万、290.8 万股股票, 分别占其总股本的 29.8261%、16.1556%。

事件 2: 根据中国联通公告, 公司通过淮海方舟基金, 间接认购中国联通定增股。

投资要点:

■ **入股人力资源云服务商大易, 完善用友云在人力云的业务布局:** 大易是国内领先的人力资源云服务提供商, 主要有面向大中型企业(员工人数 3000+) 提供的 SaaS 服务软件云招聘, 面向中小企业用户提供员工宝、招聘宝等产品, 主要用户集中在互联网 IT、金融、汽车、地产、综合性集团等领域。本次入股大易, 公司将继续完善用友云在人力云的业务布局和战略协同。

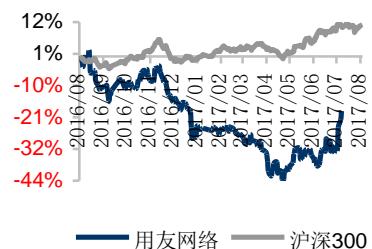
■ **参与联通混改, 彰显 ERP 国产龙头地位:** 公司通过淮海方舟基金间接参与联通混改, 由业务合作关系上升到资本合作关系。此前公司已先后与国网、中国建筑等大型央企建立业务或资本合作, 这次参与联通混改再次彰显出公司在企业信息化产业的龙头地位和议价能力。与大型央企的资本合作有望推动 ERP 的国产化进程。

■ **打造中国企业互联网第一平台, 聚合生态伙伴构建企服生态圈。** 公司以 PaaS 平台 iUAP 为核心, 打通 IaaS 和 XaaS, 打造中国企业互联网第一平台, 从而赋能企业高效低成本地迈向云端。除公司自身的云产品, 用友云还对接第三方云服务, 目前公司云平台拥有 400+ 企业服务产品和 300+ 生态伙伴, 后续将进一步聚合生态伙伴, 实现公司汇聚百万企业构建企业服务生态圈的战略目标。

■ **投资建议:** 预计 2017-2019 年净利润 2.23/2.97/3.85 亿元, EPS 分别为 0.15、0.20 和 0.26 元。由于云和金融服务业务仍处于亏损状态, 将公司业务分拆估值更为合理。2016 年云和金融服务业务收入 3.61 亿元, 预计 2017 年同比增长 110% 达 7.6 亿元, 传统软件业务 17 年利润为 8.3 亿左右, 如果新业务给予 10 倍 PS, 则当年传统业务对应估值仅 29 倍。考虑到企业信息化进入技术升级和业务升级推动的新周期, 智能化、互联网化、云化和国产化推动公司业务重回增长通道, 用友生态圈布局领先, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 大易和用友人力云协同发展不及预期; 企业服务生态圈构建进展缓慢

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.89
一年最低/最高价	13.80/26.04
市净率(倍)	5.79
流通 A 股市值(百万元)	31,543

基础数据

每股净资产(元)	3.78
资产负债率(%)	52.00
总股本(百万股)	1,464
流通 A 股(百万股)	1,441

相关研究

- 用友网络: 新一轮股权激励开启, 凸显公司发展信心
-20170526

资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7458.9	7082.3	7791.9	8640.0	营业收入	5113.3	5980.9	7002.6	8206.8
现金	4546.0	3819.2	3971.3	4162.4	营业成本	1603.6	1843.5	2159.1	2529.8
应收款项	1823.1	2075.2	2429.7	2847.5	营业税金及附加	72.8	107.7	122.5	139.5
存货	34.6	33.6	39.4	46.2	营业费用	1313.1	1519.1	1768.2	2051.7
其他	1055.2	1154.3	1351.5	1583.9	管理费用	2104.1	2345.1	2708.6	3131.2
非流动资产	4696.2	4758.7	4695.7	4619.8	财务费用	76.1	139.3	126.0	125.4
长期股权投资	200.3	200.3	200.3	200.3	投资净收益	51.5	20.0	20.0	20.0
固定资产	2178.1	2253.1	2202.8	2139.4	其他	-46.6	-67.4	-67.4	-67.4
无形资产	629.0	616.4	603.8	591.2	营业利润	-51.4	-21.3	70.8	181.8
其他	1688.8	1688.8	1688.8	1688.8	营业外净收支	346.9	300.0	300.0	300.0
资产总计	12155.1	11841.0	12487.6	13259.8	利润总额	295.5	278.7	370.8	481.8
流动负债	5459.5	5033.8	5532.2	6111.6	所得税费用	51.3	55.7	74.2	96.4
短期借款	2465.8	2000.0	2000.0	2000.0	少数股东损益	46.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	436.0	481.7	564.2	661.1	归属母公司净利润	197.4	223.0	296.6	385.4
其他	2557.7	2552.0	2967.9	3450.5	EBIT	93.0	178.1	256.8	367.2
非流动负债	307.3	307.3	307.3	307.3	EBITDA	259.7	539.6	638.7	764.6
长期借款	254.3	254.3	254.3	254.3					
其他	52.9	52.9	52.9	52.9					
负债总计	5766.7	5341.1	5839.4	6418.9					
少数股东权益	700.3	700.3	700.3	700.3					
归属母公司股东权益	5688.1	5799.6	5947.9	6140.6					
负债和股东权益总计	12155.1	11841.0	12487.6	13259.8					
现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	887.1	234.6	699.4	785.3	摊薄每股收益(元)	0.13	0.15	0.20	0.26
投资活动现金流	-531.0	-384.2	-399.0	-401.5	每股净资产(元)	3.88	3.96	4.06	4.19
筹资活动现金流	-22.0	-577.2	-148.3	-192.7	发行在外股份(百万股)	1464.3	1464.3	1464.3	1464.3
现金净增加额	324.0	-726.8	152.2	191.1	ROIC(%)	0.9%	1.7%	2.6%	3.8%
企业自由现金流	412.3	-310.1	129.3	212.1	ROE(%)	3.5%	3.8%	5.0%	6.3%
					毛利率(%)	67.2%	67.4%	67.4%	67.5%
					EBIT Margin(%)	1.8%	3.0%	3.7%	4.5%
					销售净利率(%)	3.9%	3.7%	4.2%	4.7%
					资产负债率(%)	47.4%	45.1%	46.8%	48.4%
					收入增长率(%)	14.9%	17.0%	17.1%	17.2%
					净利润增长率(%)	-39.0%	13.0%	33.0%	29.9%

数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5% ；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>