

战略并购大易云，完善 HR SaaS 产品布局

投资评级：买入（维持）

主要观点：

事件概述

公司 2 月 9 日晚间发布公告，拟以人民币 2.83 亿元，受让参股投资的上海大易云计算股份有限公司 56.57% 的股权。交易完成后，公司持有大易云 84.74% 股权。

大易云深耕 HR SaaS 市场，产品具备强大竞争力

深耕 HR SaaS 领域，产品种类丰富。大易云是一家以企业招聘的运营与管理服务为核心业务的 SaaS 服务提供商，其开创性地将信息技术、AI 技术与人力资源管理相结合，推动企业招聘效能提升。大易云由资深人力资源管理与信息化专家申刚正先生和王瑛女士于 2004 年在上海创立，2007 年开始专注企业招聘领域，并在业内率先采用 SaaS 模式。大易云服务的产品包括云招聘管理、云笔试、云测评，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大量的业务实践，并形成校园招聘、人才推荐和雇主品牌三个解决方案。近年来，大易把 AI 应用到企业招聘领域，研发和推出了多项创新服务，包括招聘客服机器人、招聘外呼机器人、智能面试机器人、智能简历解析、智能简历推荐等，产品种类更加丰富。

客户群体广泛，订阅收入占比超过 90%，续费率达到 85%。截止目前，大易云已经累积服务客户 700 多家，华润、荣耀终端、兴业银行、德勤、万达等一批行业领先企业采用大易的智能云招聘服务。2020 年度，大易云实现权责收入 6248 万元，其中 SaaS 订阅服务收入占主营收入的比重超过 90%。此外，大易也是在中国企业服务 SaaS 厂商中较早导入客户成功体系的公司，建立了规范的客户服务流程，确保客户需求快速响应、问题迅速解决。因此，在产品领先和客户成功体系的基础上，大易云的客户续费率达到 85%。根据 IDC 发布的《中国公有云企业级应用软件 SaaS 市场 2019 年下半年跟踪报告》，2019 年我国 HCM SaaS 厂商市场份额中，大易云排名第四，在行业中名列前茅。

HR SaaS 市场广阔，收购完善 YonBIP 产品体系

HR SaaS 市场广阔，需求旺盛。当今时代，企业创新发展和人才流动的速度都在加快，企业人才招聘的任务越来越重，对招聘质量、效率和成本控制的要求也越来越高。企业招聘业务和管理全流程的数字化、智能化是解决之道，招聘服务的云端化、与其它 HR 服务的一体化是企业招聘应用的主流方向，公有云订阅模式越来越受到客户的欢迎，中国 HR SaaS 行业进入放量发展的新阶段。当前招聘云国内市场规模在 10 亿元人民币左右，而 HR SaaS 市场广阔，国内市场预测在 100 亿元规模，包括 Workday、SAP/SuccessFactors、Oracle、北森等国内外厂商均在此领域持续加大投入。因此，我们认为 HR SaaS 市场发展空间广阔，企业需求旺盛，是一个 SaaS 应用的好赛道。

报告日期：	2021-02-10
收盘价（元）	41.15
近 12 个月最高/最低（元）	54.35/22.42
总股本（百万股）	3270.83
流通股本（百万股）	3251.08
流通股比例（%）	99.40
总市值（亿元）	1429.84
流通市值（亿元）	1421.37

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：夏瀛韬

执业证书号：S0010120050024

邮箱：xiayt@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_公司研究_计算机行业_深度报告_用友网络：企业云服务新蓝海，商业创新平台铸未来》2020-08-25
- 《华安证券_公司研究_计算机行业_点评报告_用友网络：云业务持续增长，YonBIP 战略发布》2020-08-31
- 《华安证券_公司研究_计算机行业_点评报告_用友网络：Q3 云业务提速，云优先战略持续推进》2020-11-02

收购大易云完善YonBIP产品体系。2021年公司战略实施已进入到用友3.0-II阶段，将继续升维商业模式，加速云服务业务发展，构建和运营全球领先的企业云服务平台。人力资源是企业数智化转型的重要方面，人力云是友友商业创新平台(YonBIP)的核心领域之一。通过与客户的联合创新，公司已经发展出核心人力、薪酬、绩效管理、人才盘点、员工服务等人力云服务。早在2017年，公司作为战略投资者参股投资了大易云计算公司，并把大易的招聘云服务与用友相关产品连接打通，向客户共同推广大易云招聘服务。通过此次收购，大易云将成为公司的控股子公司。公司有望通过技术赋能、产品融合、客户和渠道共享等方式，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，使能客户成功。

加快并购步伐，用友云服务生态逐渐成型

公司加快并购步伐，通过设置附加条款绑定被收购企业和用友集团整体利益。此次收购大易云，我们认为一方面体现出公司积极加快并购步伐，这也印证了此前我们在公司王董事长兼任总裁后，对公司有望加大力度推进并购进程的判断。我们认为通过收购的方式补足公司产品矩阵，尤其是与行业内优秀的合作伙伴共同满足客户需求，这不失为一种性价比较高的选择。另一方面，此次收购中另设置有附加条款，大易云需在受到第二期购买价款后三个月内，通过合法合规的方式在二级市场购买用友股票，支出的金额应达到此次购买税后总款的50%，并承诺在未来36个月内分3期每满12个月解锁不超过1/3。我们认为这一附加条款进一步绑定了大易云与用友集团的整体利益，使得大易云与公司的整合协同更加顺畅。

以YonBIP为核心，云服务生态逐渐成型。我们认为公司进入到3.0-II的战略阶段，已经不仅停留在一家ERP软件公司，甚至也不仅仅是一家云SaaS公司，而是一家生态型的企业级云服务提供商。公司有望通过YonBIP的核心平台，融合财务、供应链、人力等八大领域云和技术、数据、智能和业务等四大中台，助用友携手合作伙伴共同服务企业客户，构筑产业生态，从而打开更大的发展空间。

投资建议

我们持续看好公司向企业级云服务商和商业创新平台提供商转型的发展前景。预计公司2020/21/22年实现营业收入87.4/106.4/143.0亿元，同比增长2.7%/21.8%/34.4%。预计实现归母净利润6.6/7.8/14.9亿元，同比增长-43.9%/17.1%/91.1%。公司“软件+云”业务的收入有望继续保持增长，且伴随云业务占比提升，增速有望加快。我们预估公司2022年实现“软件+云”收入124亿元，给予15倍PS，公司合理估值有望达到1860亿元，维持“买入”评级。

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	8,510	8,738	10,639	14,302	
收入同比 (%)	10.5%	2.7%	21.8%	34.4%	
归属母公司净利润	1,183	664	778	1,486	
净利润同比 (%)	93.3%	-43.9%	17.1%	91.1%	
毛利率 (%)	65.4%	63.6%	63.8%	65.2%	
ROE (%)	17.2%	9.2%	10.5%	18.3%	
每股收益 (元)	0.47	0.20	0.24	0.46	
P/E	60.11	201.37	171.90	89.95	
P/B	9.91	18.59	17.58	15.42	
EV/EBITDA	40.58	126.55	111.44	65.90	

资料来源: wind, 华安证券研究所

风险提示

- 1) 国内外疫情扩散, 企业商务活动受限, 订单需求不及预期;
- 2) 信创产业推进速度不及预期;
- 3) 企业上云政策力度放缓, 上云积极性不及预期;
- 4) 中美贸易摩擦加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,168	9,256	12,028	16,475	营业收入	8,510	8,738	10,639	14,302
现金	7,147	6,459	8,690	12,688	营业成本	2,942	3,184	3,856	4,981
应收账款	1,368	1,104	1,322	1,155	营业税金及附加	113	116	141	189
其他应收款	456	469	570	767	销售费用	1,634	1,805	2,206	2,878
预付账款	90	93	113	152	管理费用	3,019	3,095	3,789	4,876
存货	23	25	33	43	财务费用	118	85	90	102
其他流动资产	1,084	1,132	1,333	1,713	资产减值损失	172	141	169	149
非流动资产	7,370	8,367	8,229	8,399	公允价值变动收益	235	0	0	0
长期投资	1,782	1,782	1,782	1,782	投资净收益	287	133	159	183
固定资产	2,510	2,355	2,211	2,075	营业利润	1,405	788	923	1,764
无形资产	870	1,063	1,285	1,540	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动资产	2,208	3,168	2,951	3,002	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	17,538	17,623	20,257	24,874	利润总额	1,404	788	923	1,764
流动负债	9,112	9,147	11,275	14,657	所得税	83	46	54	104
短期借款	4,326	4,227	5,147	6,919	净利润	1,321	741	869	1,660
应付账款	597	455	713	660	少数股东损益	138	78	91	174
其他流动负债	4,190	4,464	5,414	7,078	归属母公司净利润	1,183	664	778	1,486
非流动负债	132	87	87	87	EBITDA	1,860	1,089	1,238	2,100
长期借款	45	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.20	0.24	0.46
其他非流动负债	87	87	87	87					
负债合计	9,244	9,234	11,361	14,743					
少数股东权益	1,122	1,199	1,290	1,464	主要财务比率				
股本	2,504	3,249	3,249	3,249	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	1,762	1,766	1,868	2,129	成长能力				
留存收益	2,907	2,175	2,488	3,289	营业收入	10.46%	2.69%	21.75%	34.43%
归属母公司股东权益	7,173	7,190	7,606	8,667	营业利润	48.93%	-43.91%	17.14%	91.10%
负债和股东权益	17,538	17,623	20,257	24,874	归属于母公司净利润	93.26%	-43.88%	17.14%	91.10%
					获利能力				
					毛利率 (%)	65.42%	63.56%	63.76%	65.17%
					净利率 (%)	13.90%	7.60%	7.31%	10.39%
					ROE (%)	17.22%	9.24%	10.51%	18.27%
					ROIC (%)	10.64%	6.86%	8.07%	13.56%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	52.71%	52.39%	56.09%	59.27%
					净负债比率 (%)	-33.48%	-26.59%	-39.83%	-56.94%
					流动比率	1.12	1.01	1.07	1.12
					速动比率	1.11	1.01	1.06	1.12
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.50	0.56	0.63
					应收账款周转率	5.92	7.07	8.77	11.55
					应付账款周转率	5.59	6.05	6.60	7.26
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.47	0.20	0.24	0.46
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.61	0.36	0.60	0.91
					每股净资产 (最新摊薄)	2.86	2.21	2.34	2.67
					估值比率				
					P/E	60.1	211.2	180.3	94.3
					P/B	9.9	19.5	18.4	16.2
					EV/EBITDA	40.58	132.51	116.69	68.99

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 尹沿技, 华安证券研究总监、研究所所长, 兼 TMT 首席分析师, 曾多次获得新财富、水晶球机构投资者最佳分析师。

联系人: 夏瀛韬, 复旦大学应用数学本硕, 四年金融从业经验, 曾任职于内资证券自营、外资证券研究部门。

联系人: 赵阳, 厦门大学硕士, 七年产业工作经验, 曾任职于 NI、KEYSIGHT 公司, 从事 5G、车联网产业工作。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。