

收购大易招聘云，内生外延双轮驱动发展 买入（维持）

2021年02月09日

证券分析师 郝彪

执业证号: S0600516030001
021-60199781

haob@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,510	8,754	11,379	15,011
同比(%)	10.5%	2.9%	30.0%	31.9%
归母净利润(百万元)	1,183	899	918	1,960
同比(%)	93.3%	-24.0%	2.1%	113.4%
每股收益(元/股)	0.36	0.27	0.28	0.60
P/E(倍)	113.77	149.69	146.58	68.68

事件: 2月10日用友网络董事会决议拟以人民币28,283.25万元, 受让公司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, 大易云成为公司的控股子公司。

投资要点

■ **大易云是国内招聘领域第一梯队厂商:** 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。在招聘领域, 大易云排名前二以内。大易云自2007年研发云招聘服务至今, 服务国内外企业客户700余家, 包括华润、荣耀终端、兴业银行、德勤、万达等一批行业领先企业。其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, 大易云实现收入6,248万元, 其中SaaS订阅服务收入占主营业务收入的比重超过90%。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超过80%。根据IDC发布的《中国公有云企业级应用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。

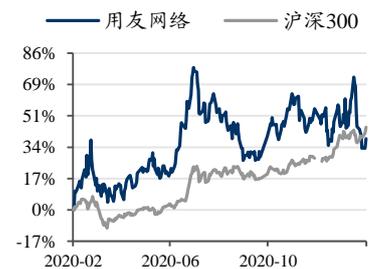
■ **大易招聘服务与用友人力资源服务整合协同发展:** 此次交易完成后, 大易云将全面成为用友人力云服务的重要组成部分, 扩展了用友云服务的能力。人力云是YonBIP八大核心领域云服务中的重点领域之一, 用友网络将通过技术赋能、产品融合、客户和渠道共享等方式, 继续发挥大易云招聘产品和客户成功服务体系的优点, 在YonBIP云服务群中建立更丰富的连接和协同, 进一步做强大易智能云招聘和YonBIP整体人力云服务, 为客户提供完整的HR SaaS解决方案与服务, 为招聘和整体人力云服务打开更为广阔的市场发展空间。

■ **收购大易云或开启用友并购模式:** 用友网络管理层将继续聚焦公司战略3.0-II, 加速向云服务平台与服务提供商转型, 未来会继续加大研发投入, 持续提升产品竞争力的同时, 会积极借鉴Salesforce等国际厂商的成功经验, 持续实施战略投资并购, 双轮驱动向云服务战略发展。并购重点在两大应用领域(财务与供应链、HR)和四大平台能力(技术、数据、智能和安全)。开展对外收购和有机整合将会持续强化用友在这些领域的优势地位。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到国产化预期的不断提速, 我们略微上调2020-2022年收入87.54/113.79/150.11亿元, 考虑投入加大略下调归母净利润为8.99/9.18/19.60亿元, 对应PS为15/12/9倍, 相对目前A股其它云公司和港股金蝶国际处于折价状态。用友在大型企业优势明显, 成长性领先行业, 同时考虑YonBIP平台还具有互联网属性, 龙头地位也应该给予一定溢价, 公司合理市值在2500亿左右, 对应目标价76.45元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** YonBIP发展不及预期; 宏观经济对传统ERP业务产生影响。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.15
一年最低/最高价	28.40/54.35
市净率(倍)	21.01
流通A股市值(百万元)	133782.02

基础数据

每股净资产(元)	1.96
资产负债率(%)	53.31
总股本(百万股)	3270.83
流通A股(百万股)	3251.08

相关研究

- 1、《用友网络(600588): 董事长兼任总裁, 整合资源聚焦企业互联网赛道》2021-01-06
- 2、《用友网络(600588): 云业务收入恢复高速增长, 全年业绩目标不变》2020-11-01
- 3、《用友网络(600588): 合同负债高增, 大型企业上云大潮即将到来》2020-08-30

用友网络三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,168	8,474	10,988	9,815	营业收入	8,510	8,754	11,379	15,011
现金	7,147	5,702	6,883	5,545	减:营业成本	2,942	2,599	3,223	3,963
应收账款	1,234	1,465	2,044	2,585	营业税金及附加	113	116	151	199
存货	23	17	32	28	营业费用	1,634	1,751	2,276	3,002
其他流动资产	1,764	1,289	2,029	1,657	管理费用	1,389	3,064	4,552	5,254
非流动资产	7,370	7,372	8,210	9,317	财务费用	118	140	166	200
长期股权投资	1,782	1,871	1,962	2,059	资产减值损失	-36	0	0	0
固定资产	2,510	2,469	3,156	4,124	加:投资净收益	287	128	147	166
在建工程	0	14	135	244	其他收益	235	0	0	0
无形资产	870	825	765	696	营业利润	1,405	1,212	1,159	2,559
其他非流动资产	2,208	2,193	2,193	2,194	加:营业外净收支	-1	2	3	2
资产总计	17,538	15,846	19,199	19,132	利润总额	1,404	1,215	1,161	2,561
流动负债	9,112	6,973	9,886	8,178	减:所得税费用	83	125	94	236
短期借款	4,236	4,236	4,236	4,236	少数股东损益	138	190	149	365
应付账款	597	333	820	598	归属母公司净利润	1,183	899	918	1,960
其他流动负债	4,280	2,404	4,830	3,345	EBIT	1,449	1,280	1,231	2,633
非流动负债	132	119	137	155	EBITDA	1,783	1,518	1,480	2,933
长期借款	45	32	50	68					
其他非流动负债	87	87	87	87	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	9,244	7,092	10,023	8,333	每股收益(元)	0.36	0.27	0.28	0.60
少数股东权益	1,122	1,312	1,461	1,826	每股净资产(元)	2.19	2.28	2.36	2.74
归属母公司股东权益	7,173	7,442	7,715	8,973	发行在外股份(百万 股)	2504	3271	3271	3271
负债和股东权益	17,538	15,846	19,199	19,132	ROIC(%)	11.7%	9.7%	9.4%	17.9%
					ROE(%)	15.9%	12.4%	11.6%	21.5%
						65.4%	70.3%	71.7%	73.6%
					毛利率(%)				
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	13.9%	10.3%	8.1%	13.1%
经营活动现金流	1,533	-470	2,909	779	资产负债率(%)	52.7%	44.8%	52.2%	43.6%
投资活动现金流	-183	-112	-941	-1,242	收入增长率(%)	10.5%	2.9%	30.0%	31.9%
筹资活动现金流	-155	-863	-787	-875	净利润增长率(%)	93.3%	-24.0%	2.1%	113.4%
现金净增加额	1,189	-1,445	1,181	-1,338	P/E	113.77	149.69	146.58	68.68
折旧和摊销	334	238	249	300	P/B	18.77	18.09	17.45	15.00
资本开支	376	-88	748	1,010	EV/EBITDA	74.46	88.52	90.09	46.04
营运资本变动	-31	-1,809	1,573	-1,881					

数据来源: 贝格数据, 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、意见及推测不一致的报告。

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>