

2021年02月16日

一系列分拆、并购与整合，看用友如何布局这盘大棋

用友网络(600588)

► 收购大易云，企业级 SaaS 服务大棋局再落一子

1、事件回顾：2月10日，用友网络董事会决议拟以人民币2.83亿元，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。

2、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。公司云招聘管理产品线续费率在85-90%，2020年度实现收入6248万元，其中订阅服务收入占比超90%。

3、国内企业级 SaaS 市场面临快速发展历史机遇，长期 HR SaaS 有望超过百亿空间。用友并购大易云布局 HR SaaS 服务，是用友重点打造 YonBIP 战略级产品重要布局，公司加大 HR 领域投入，有望实现 HR SaaS 市场绝对领先。

► 现象到本质：分拆、并购、整合背后的逻辑

透视近期一系列分拆、并购和整合大动作，我们发现了什么？用友在推行“聚焦-强化-放权”三步走战略，变革组织管理，梳理业务格局，提升管理能效，加速全面云转型。

第1步，业务聚焦，加大核心业务 YonBIP 投入，剥离非核心业务，这个是云转型的前提。用友从 ERP 软件向企业级 SaaS 延伸，市场空间从400亿扩展到千亿级。

第二步，强化管理，强化资源整合能力，为云转型提供保障。实控人王文京兼任总裁，同时提拔懂业务有能力的干部，有望更好落实云转型战略，调动和整合关键资源。

第三步，放权，分拆非核心业务子公司融资上市，解决子公司人员激励问题。

► 把握三浪叠加时代机遇，平台模式有望估值重构

1、研发增员1500人，用友 All in 商业创新平台 YonBIP！2021年计划总体增员2500人，重点增加研发与云服务运营人员，其中研发人员增加1500人，占总体增员人数的60%。

2、数智化时代，数据驱动的商业创新是刚需！数智化阶段，客户的核心需求已经由流程优化、效率提升，转变为商业创新、重构发展力，数据驱动商业创新成为刚需。

3、数智化、国产化、全球化三浪叠加的重要战略机遇，为用友加速 YonBIP 生态的构建和发展提供了广阔的市场空间，公司有望蜕变为平台型企业有望估值重构！

投资建议

考虑到疫情对公司项目进度延误的影响，我们维持对公司的盈利预测：预计2020-2022年公司的营业收入为92.2/115/156亿元，归母净利润为11.8/15.8/24.9亿元，每股收益（EPS）为0.36/0.49/0.77元，对应的PE分别为119/89/56倍。

考虑到用友云服务业务增长的高度确定性和千亿级成长空间，持续推荐，维持“买入”评级。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：43.26

股票代码：600588
52周最高价/最低价：54.85/34.13
总市值(亿)：1,414.96
自由流通市值(亿)：1,406.42
自由流通股数(百万)：3,251.08



分析师：刘泽晶
邮箱：liuzj1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520020002
联系电话：

分析师：刘忠腾
邮箱：liuzt1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520050001
联系电话：0755-82533391

研究助理：孔文彬
邮箱：kongwb@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520090002
联系电话：

相关研究

1. 华西计算机-点评报告-用友网络：分拆畅捷通 A 股上市，聚焦云转型
2021.01.14
2. 华西计算机-点评报告-用友网络：云时代大机遇，呼唤强有力掌舵者
2021.01.05
3. 华西计算机-点评报告-用友网络：分拆用友汽车，聚焦&业务创新提升公司价值
2020.12.10

风险提示

1) 软件业务增长低于预期的风险; 2) 云产品推广低于预期的风险; 3) ERP 行业竞争加剧; 4) 宏观经济的下行风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,703	8,510	9,222	11,526	15,586
YoY (%)	21.4%	10.5%	8.4%	25.0%	35.2%
归母净利润(百万元)	612	1,183	1,179	1,577	2,493
YoY (%)	57.3%	93.3%	-0.3%	33.8%	58.0%
毛利率 (%)	70.0%	65.4%	64.7%	65.4%	66.5%
每股收益 (元)	0.19	0.36	0.36	0.49	0.77
ROE	9.3%	16.5%	14.1%	15.9%	20.1%
市盈率	229.59	118.80	119.21	89.09	56.37

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 一系列分拆、并购与整合，看用友如何布局这盘大棋.....	4
1.1. 收购大易云布局 HR SaaS，企业级服务大棋局再落一子.....	4
1.2. 现象到本质：透视一系列分拆、并购、整合背后的逻辑.....	6
1.3. 紧紧把握三浪叠加时代机遇，平台型模式有望估值重构.....	7
2. 投资建议.....	9
3. 风险提示.....	10

图目录

图 1 HRSaaS 的主要功能模块.....	4
图 2 中国 HRSaaS 市场规模及增速预测.....	5
图 3 2014-2020 年中国 HR SaaS 融资事件数量.....	5
图 4 用友网络近期业务与组织架构调整大手笔：聚焦、强化、上市.....	6
图 5 公司核心云产品定位及体系构成.....	8
图 6 公司累计云服务客户数及增长情况.....	8
图 7 公司云付费客户数及增长情况.....	8

表目录

表 1 用友网络核心参股公司及业务范围（截止至 2020 年中报，单位：万元）.....	7
表 2 公司经营性净现金流（OCF）预算（百万元）.....	9
表 3 可比上市公司估值表（PS 估值法）.....	10

1. 一系列分拆、并购与整合，看用友如何布局这盘大棋

1.1. 收购大易云布局 HR SaaS，企业级服务大棋局再落一子

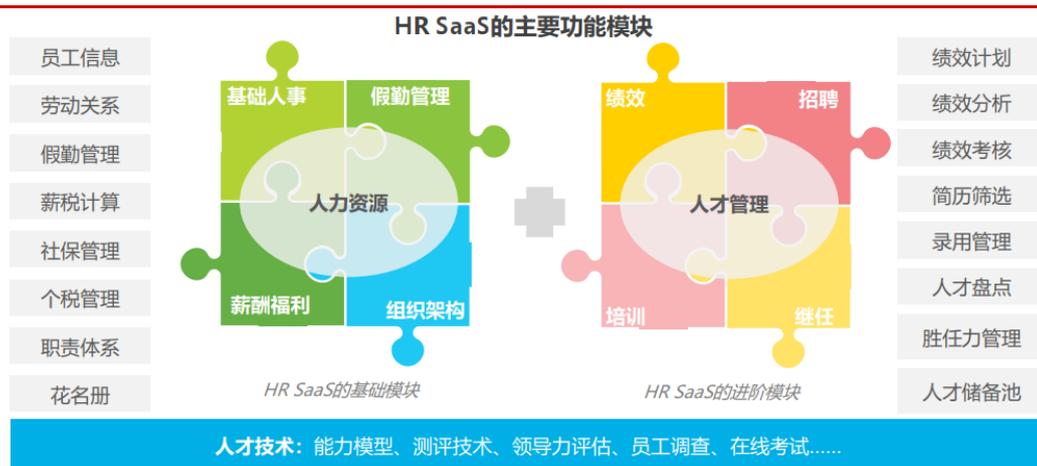
2月10日，用友网络董事会决议拟以人民币2.83亿元，受让公司参股投资的上海大易云计算股份有限公司56.57%的股权。交易完成后，公司持有大易云84.74%股权，大易云成为用友的控股子公司。

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。大易云自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，包括一批行业领先企业，如华润、荣耀终端、兴业银行、德勤、万达等。

大易云的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，其产品技术和商业模式完全基于公有云的订阅服务模式。

大易云现有基础业务保持稳定发展，云招聘管理产品线续费率维持在85-90%，同时具备了拓展新产品线的业务基础和渠道资源。2020年度，大易云实现收入6248万元，其中SaaS订阅服务收入占主营业务收入的比重超过90%。

图1 HRSaaS的主要功能模块



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

并购大易云布局 HR SaaS 服务，是用友重点打造 YonBIP 战略级产品重要布局。

结合同类企业的融资案例，大易云的合理动态 PS 估值倍数处于 7 倍至 7.5 倍的估值区间，对应的大易云全部股权价值估值下限为 5.25 亿元人民币，我们认为本次交易估值属于合理区间。

本次交易完成后，大易云将成为公司的控股子公司，深度布局智能云招聘服务。人力云是 YonBIP 八大核心领域云服务中的重点领域之一，公司将通过产品融合、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 HRSaaS 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。

国内企业级 SaaS 市场面临快速发展历史机遇，长期 HR SaaS 有望超过百亿空间。

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。

根据 IDC 等权威机构预测，中国 SaaS 市场未来 5 年会以年复合增长率 34.9% 的速度增长，行业细分领先企业有望保持更快的增长速度。根据艾瑞咨询统计数据，2019 年中国 HR SaaS 市场规模为 19.3 亿元，同比增长 46%，高于企业级 SaaS 整体市场增速。从长期来看，中国 HR SaaS 市场规模预测超过 100 亿元规模。

国内 HCM SaaS 领域第一梯队，专注 HR 领域，客户需求理解铸就长期企业壁垒。

大易成立于 2007 年，是在国内最早布局招聘领域的厂商，引领产品创新，市场覆盖度、产品美誉度、客户满意度均处于第一梯队。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。在招聘领域，大易云排名应当是数一数二。

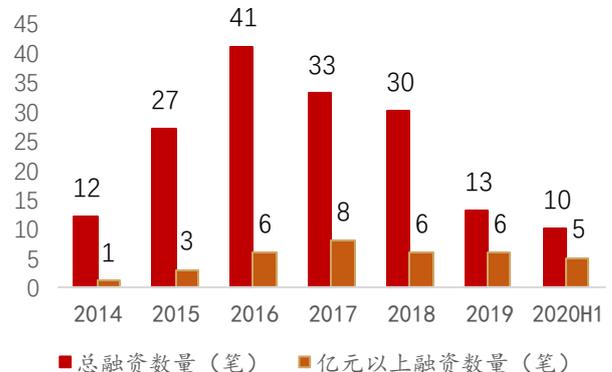
大易云主要竞争对手为北森、摩卡等，基本处在三足鼎立的态势。大易云的经营时间最久，而且一直专注于智能化招聘领域，目前产品及服务涵盖社会招聘、校园招聘、移动招聘、AI 智能招聘、云笔试、云测评等多项系统服务。大易云的价值在于对客户的深度理解、解决方案的完整度和专业性以及客户成功的经验积累。

图 2 中国 HR SaaS 市场规模及增速预测



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

图 3 2014-2020 年中国 HR SaaS 融资事件数量



资料来源：IT 桔子，天眼查，华西证券研究所

用友网络抓住历史机遇并购大易云，加大 HR 领域投入，有望实现市场绝对领先。

目前，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。我们认为，用友网络收购大易云，将加大投入，加强协同，有望通过 2 年左右的时间，助力大易云在招聘领域快速提升收入，实现在招聘领域市场绝对领先，也加速用友 HR SaaS 业务发展，取得领先。

考虑到国内 SaaS 市场行业增速、大易云在手订单及续费率情况、未来新产品线的落地及业务协同，我们判断，2021-2028 年收入年复合增长率 (CAGR) 有望达到 31%。

1.2. 现象到本质：透视一系列分拆、并购、整合背后的逻辑

开展关键领域的收购和有机整合，持续强化用友企业级服务优势领导地位。公司战略实施已进入到用友 3.0-II 阶段，加速向云服务平台与服务提供商转型是第一要务。公司继续加大研发投入，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。

公司将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）重点发力。其中，人力资源作为企业数智化转型的重要方面，作为用友商业创新平台（YonBIP）的核心领域之一的布局极为关键。

2021 年，用友将继续把握“数智化、国产化、全球化”三浪叠加的战略发展机遇，进一步加大投入，实现云服务业务快速发展。持续强化构建和运营全球领先的商业创新平台 YonBIP，实现云业务高速增长，加速向“服务千万客户、十万伙伴、亿级社员（社群个人）”的战略目标迈进。

透视用友近期一系列分拆、并购和整合大动作，我们发现了什么？我们坚定看好用友通过“聚焦-强化-放权”三步走战略实现全面云转型，首先，我们复盘下半年以来用友的重要举措：

- 1) 2020 年 7 月 1 日，发布定增预案拟募资 64 亿元投入 YonBIP 建设项目。同时将畅捷通 80.72% 的股权转让给融联科技。
- 2) 2020 年 11 月 24 日，分拆用友汽车科创板上市。
- 3) 2021 年 1 月 5 日，实控人王文京兼任总裁。4) 2021 年 1 月 14 日，畅捷通拟 A 股上市。
- 4) 2021 年 2 月 10 日，受让参股子公司上海大易云部分股权，成为控股子公司。

图 4 用友网络近期业务与组织架构调整大手笔：聚焦、强化、上市



资料来源：公司年报，投资者交流，华西证券研究所

上述举措看似相对独立，实则用友在推行“聚焦-强化-放权”三步走战略，变革组织管理，梳理业务格局，提升管理能效，加速全面云转型。

第一步，业务聚焦，加大核心业务 YonBIP 投入，剥离非核心业务，这个是云转型的前提。投资者可能会担心分拆业务市场空间变小，事实上，用友从 ERP 软件向企业级 SaaS 延伸，市场空间从 400 亿扩展到千亿级。

第二步，强化管理，强化资源整合能力，为云转型提供保障。在企业云转型和历史性机遇出现的节点上，实控人王文京兼任总裁，同时提拔懂业务有能力的干部，有望更好落实云转型战略，调动和整合关键资源。

第三步，放权，分拆非核心业务子公司融资上市，解决子公司人员激励问题。

公司整个三步走战略一收一放，化繁为简，确保公司最终实现全面云转型，为将来抢占大型企业甚至超大型企业市场奠定基础。2021 年是用友云转型过程中最重要的一年，外部因素有 SaaS 化和国产化两大时代机遇，内部因素公司通过管理变革+打磨产品修炼内功，两方面因素促进下，用友网络有望成为企业级 SaaS 大风口下最受益的公司，成长为中国企业级服务真正的领军企业。

表 1 用友网络核心参股公司及业务范围（截止至 2020 年中报，单位：万元）

业务划分		被参控公司	参控关系	直接持股比例	成立时间	营业收入	净利润
云计算&软件	U8+/U9	用友优普信息技术有限公司	子公司	100%			
	人力资源	上海大易云计算股份有限公司	联营企业	28%	2004-05-25		
	工业互联网	用友(上海)工业互联网科技发展有限公司	子公司	100%			
	社会化用工	用友薪福社云科技有限公司	子公司	75%			
	网络营销服务	上海秉钧网络科技有限公司	子公司	70%	2011-06-10		
	能源信息化服务	用友能源科技有限公司	子公司	100%	2015-05-27		
	医疗信息化服务	用友医疗卫生信息系统有限公司	子公司	80%	2009-09-18		
	政务信息化服务	北京用友政务软件股份有限公司	子公司	77%	2002-12-24	27,494.63	-3,683.31
	金融信息化服务	用友金融信息技术股份有限公司	子公司	77%	2004-08-03	11,937.16	946.49
	汽车信息化服务	用友汽车信息科技(上海)股份有限公司	子公司	77%	2003-03-13	21,689.19	4,385.51
	广电信息化服务	用友广信网络科技有限公司	子公司	75%	2015-05-14		
	烟草信息化服务	厦门用友烟草软件有限责任公司	子公司	73%	2005-08-23		
	教育信息化服务	新道科技股份有限公司	子公司	58%	2011-04-30		
	建筑信息化服务	用友建筑云服务有限公司	子公司	55%			
餐饮信息化服务	红火台网络科技有限公司	子公司	51%	2017-03-10			
金融支付	企业支付	畅捷通信息技术股份有限公司	子公司	69%	2010-03-19	20,539.76	1,756.46
	商业保理	用友(深圳)商业保理有限责任公司	联营企业	30%	2017-03-23		
	银行	北京中关村银行股份有限公司	联营企业	30%	2017-06-07	33,776.94	8,223.55
	保险	民太安财产保险公估股份有限公司	联营企业	14%	2005-12-12		

资料来源：公司年报，华西证券研究所

1.3. 紧紧把握三浪叠加时代机遇，平台型模式有望估值重构

研发增员 1500 人，用友全力 All in 商业创新平台 YonBIP!

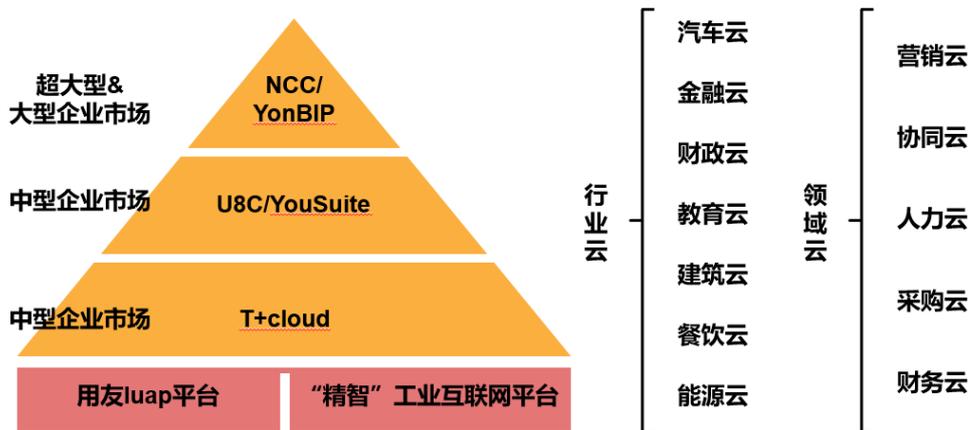
2021 年开年第一枪，用友就直接瞄向了 YonBIP，向业界传达了其加速构建和运营 YonBIP，加快云服务业务战略发展的决心和信心。2021 年计划总体增员 2500 人，重点增加研发与云服务运营人员，其中研发人员增加 1500 人，占总体增员人数的 60%。新增研发人员主要投入新一代产品用友商业创新平台 YonBIP 的持续研究与开发。

我们认为，从此次用友研发人员增幅及随之增加的研发投入费用可堪称是大手笔。

首先，从人员增幅来看，用友 2019 年研发人员总数为 5184 名，此次增员后预计总数将达 6684 人，增幅高达 28.93%。

其次，从研发投入来看，用友 2020 年前三季度研发投入为 9.59 亿元人民币，占总营收的 20.76%，这一比例可以说超过很多 IT、科技企业，处于行业领先水平。

图 5 公司核心云产品定位及体系构成



资料来源：公司官网，华西证券研究所

用友为什么重金押注 YonBIP? 数智化时代，数据驱动的商业创新是刚需!

我们认为，作为引领行业发展风向的国内头部云服务厂商，用友砸人砸钱押注 YonBIP 是产业发展以及客户需求变化之后的必然选择。

一个普遍的行业共识是，在新一代信息技术的推动下，整个产业已经由信息化阶段进入数智化阶段，客户的核心需求已经由流程优化、效率提升，转变为商业创新、重构发展力。客户需要的不再是流程驱动的 ERP 软件服务，而是数据驱动的商业创新平台云服务，商业创新平台的简称是 BIP (Business Innovation Platform)。YonBIP 就是这一趋势和需求下的产物。

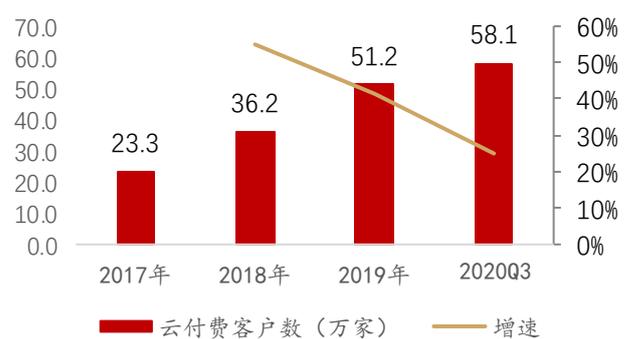
根据公司 2019 年年报显示，YonBIP 对外提供用友多年发展形成的营销、采购、制造、供应链、金融、财务、人力、协同 8 个核心领域的云服务，具有数字化、智能化、高弹性、安全可信、社会化、全球化、平台化、生态化八大特性，不仅能赋能企业商业能力，更是集工具、能力、资源的多元、一站式服务体，将支撑和运行企业和公共组织的商业创新，让商业创新如此便捷。

图 6 公司累计云服务客户数及增长情况



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 7 公司云付费客户数及增长情况



资料来源：公司年报，华西证券研究所

数智化、国产化、全球化三浪叠加的重要战略机遇，为用友加速 YonBIP 生态的构建和发展提供了广阔的市场空间，公司有望蜕变为平台型企业有望估值重构!

外部机环境看，用友网络至少面临 2 个历史性的机遇：SaaS 化转型趋势和国产替代的窗口期。如果公司能够把握好 2 个机遇快速发展，有望实现弯道超车，成长为中国企业级 SaaS 领域真正的领军企业。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1) 产业 SaaS 化转型机遇：在软件时代，国内外厂商在技术水平和标杆案例积累方面仍存在一定的差距，但在 SaaS ERP 领域国内外厂商处于同一起跑线，中国厂商有望实现弯道超车。

2) 中美对抗国产替代机遇：中美科技争端下，本土企业（特别是央企/国企）处于信息安全的考虑，在 SaaS 服务差距不大的情况下，本土企业会更倾向选择采用本土厂商。

事实上，中国高端市场市场仍被外资厂商主导，具有更丰厚的利润。根据前瞻产业研究院数据，2018 年中国高端 ERP 市场，SAP 和 Oracle 两家外资厂商市占率分别为 33%和 20%，占据半壁江山，而用友仅占 14%。

我们认为，以用友 30 多年来积淀的客户数量、行业号召力，以及目前 YonBIP 的建设情况来看，用友具备打造业界标杆平台和生态建立起来的实力。

作为领航企业服务 30 多年的国内龙头，用友累计服务企业超过 600 万家，具有“一呼百应”的行业地位和市场号召力。其 YonBIP 自 2020 年 8 月正式发布至今，入驻生态伙伴已超 8000 家，累计提供了超 11000 个产品和服务，可以说用友已成为国内企业服务厂商向平台化、生态化发展的领军者。

一个可以探讨的方向是，伴随用友商业创新平台 YonBIP 的加速，其平台化发展步伐也将提速，当用友从一家软件型企业蜕变成平台型企业时，用友的估值逻辑有望获得重构，一个新的企业级 SaaS 龙头企业在茁壮成长。

2. 投资建议

考虑到疫情对公司项目进度延误的影响，我们维持对公司的盈利预测：预计 2020-2022 年公司的营业收入为 92.2/115/156 亿元，归母净利润为 11.8/15.8/24.9 亿元，每股收益（EPS）为 0.36/0.49/0.77 元，对应的 PE 分别为 119/89/56 倍。

考虑到用友云服务业务增长的高度确定性和千亿级成长空间，持续推荐，维持“买入”评级。

表 2 公司经营性净现金流（OCF）预算（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1321.3	1178.9	1577.4	2493.0
非现金支出	506.5	520.9	364.6	547.9
非经常性收益	-408.0	-41.1	-147.4	-282.3
运营资本的变动	113.2	-20.3	1396.0	2287.4
OCF	1533.0	1967.3	3558.5	5558.9
P/OCF	92	72	40	25

资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 3 可比上市公司估值表 (PS 估值法)

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
002410.SZ	广联达	1,040	50.4	62.4	71.6	21	17	15
600570.SH	恒生电子	1,110	44.0	53.8	64.3	25	21	17
300454.SZ	深信服	1,316	72.4	94.6	122.0	18	14	11
603039.SH	泛微网络	197	15.5	20.3	26.0	13	10	8
688111.SH	金山办公	1,946	24.9	37.1	51.1	78	52	38
均值						31	23	18
600588.SH	用友网络	1,415	92.2	115.3	155.9	15	12	9

资料来源：公司年报，华西证券研究所

备注：可比公司预测数据采用 wind 一致性预期；股价截止日期为 2021 年 2 月 16 日

3. 风险提示

1) 软件业务增长低于预期的风险；2) 云产品推广低于预期的风险；3) ERP 行业竞争加剧；4) 宏观经济的下行风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,510	9,222	11,526	15,586	净利润	1,321	1,508	1,945	3,006
YoY (%)	10.5%	8.4%	25.0%	35.2%	折旧和摊销	334	512	355	535
营业成本	2,942	3,252	3,992	5,224	营运资金变动	113	-20	1,396	2,287
营业税金及附加	113	131	160	215	经营活动现金流	1,533	1,967	3,558	5,559
销售费用	1,634	1,881	2,350	3,211	资本开支	-296	-602	-220	-177
管理费用	1,389	1,153	1,498	1,870	投资	-170	0	0	0
财务费用	118	43	9	-43	投资活动现金流	-183	-424	35	213
资产减值损失	-36	-9	-10	-13	股权募资	167	0	0	0
投资收益	287	179	254	391	债务募资	4,619	-1,847	260	196
营业利润	1,405	1,725	2,187	3,329	筹资活动现金流	-155	-1,993	148	74
营业外收支	-1	8	4	12	现金净流量	1,189	-449	3,741	5,847
利润总额	1,404	1,733	2,191	3,341	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	83	225	245	335	成长能力				
净利润	1,321	1,508	1,945	3,006	营业收入增长率	10.5%	8.4%	25.0%	35.2%
归属于母公司净利润	1,183	1,179	1,577	2,493	净利润增长率	93.3%	-0.3%	33.8%	58.0%
YoY (%)	93.3%	-0.3%	33.8%	58.0%	盈利能力				
每股收益	0.36	0.36	0.49	0.77	毛利率	65.4%	64.7%	65.4%	66.5%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利润率	15.5%	16.3%	16.9%	19.3%
货币资金	7,147	6,698	10,440	16,286	总资产收益率 ROA	6.7%	6.7%	7.5%	9.5%
预付款项	90	99	119	158	净资产收益率 ROE	16.5%	14.1%	15.9%	20.1%
存货	23	38	38	50	偿债能力				
其他流动资产	2,908	3,407	3,168	2,882	流动比率	1.12	1.32	1.50	1.69
流动资产合计	10,168	10,241	13,765	19,377	速动比率	1.10	1.29	1.47	1.67
长期股权投资	1,782	1,782	1,782	1,782	现金比率	0.78	0.86	1.13	1.42
固定资产	2,510	2,249	2,097	1,790	资产负债率	52.7%	44.6%	44.3%	44.0%
无形资产	870	1,160	1,320	1,468	经营效率				
非流动资产合计	7,370	7,460	7,320	6,963	总资产周转率	0.49	0.52	0.55	0.59
资产合计	17,538	17,701	21,085	26,339	每股指标 (元)				
短期借款	4,236	2,389	2,649	2,845	每股收益	0.36	0.36	0.49	0.77
应付账款及票据	597	704	820	1,088	每股净资产	2.21	2.57	3.06	3.82
其他流动负债	4,280	4,675	5,737	7,521	每股经营现金流	0.47	0.61	1.10	1.71
流动负债合计	9,112	7,768	9,206	11,454	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	45	45	45	45	估值分析				
其他长期负债	87	87	87	87	PE	118.80	119.21	89.09	56.37
非流动负债合计	132	132	132	132	PB	12.86	17.03	14.33	11.45
负债合计	9,244	7,899	9,338	11,586					
股本	2,504	2,504	2,504	2,504					
少数股东权益	1,122	1,450	1,818	2,331					
股东权益合计	8,294	9,802	11,747	14,753					
负债和股东权益合计	17,538	17,701	21,085	26,339					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究经验，深耕云计算、信创和工业软件。

孔文彬（研究助理）：金融学硕士，2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、区块链研究方向。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。