

## 金蝶国际 (268. HK)

评级: 推荐

### 更新报告

目标价: 9.20  
现价: 8.12  
预计升幅: 13.0%

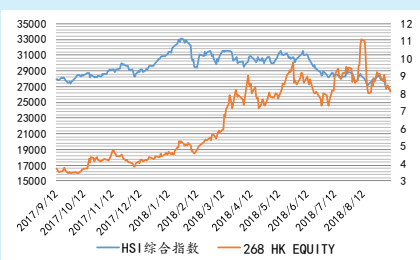
### 股本数据

总股本(亿): 32.9  
总市值(亿): 268  
52周高/低(\$): 11.34/3.39  
所属行业: TMT

### 大股东持股

Oriental Gold 12.60 %  
Billion Ocean 10.83 %  
JD Oriental 8.78 %  
FMR LLC 6.36 %  
徐少春 0.49 %  
合计 39.06%

### 52周行情图 (Vs Nasdaq 指数)



资料来源: Bloomberg

### 国元国际研究部

联系人: 李承儒

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 9182

电邮: licr@gyzq.com.hk

## 云 ERP 业务发展暂时放慢 拓展大型企业云市场

### 投资要点:

#### 云业务收入增长稍低于预期 市场空间仍然广阔:

2018年中期公司收入同比增长21.3%，其中传统ERP业务增19.8%，EAS业务同比增长28.8%，云服务业务增长25.6%，云用户同比增长110%，云服务业务收入占本集团整体收入的比重为27.8%，上半年经营利润为1.67亿元，同比增长33.4%，经营利润率为13.1%，去年同期为11.9%，有所提高。归属母公司净利润1.70亿元，同比增长59.5%。中报里核心云业务总体增速为42.9%，表现低于我们预期60%的增速，公司表示上半年云收入增速放缓的主要是由于管易云收入下滑及公有云增长低于预期所致。我们认为目前金蝶云业务在国内厂商中处于领先地位，而行业中并没有出现明显实力的对手，顺应中国企业上云的趋势，未来仍有较高发展空间，根据统计数据，目前我国有将近2000多万户实体企业，注册资本2000万以上企业约100万家，而公司目前云ERP业务覆盖约1万多企业，市场空间仍然广阔。

#### 开拓大型企业云ERP市场 需要持续跟踪表现:

公司近期发布针对大型企业的云ERP版本“金蝶云苍穹”，丰富金蝶云的产品线，将目标客户从中小型企业扩展至所以企业。但是也需要看到由于大型企业定制化需求较多，且对数据安全保障有严格的要求，因此不能像中小型企业云ERP那样完全模块化。因此我们预计“云苍穹”前期更多的是作为传统EAS的补充，将部分功能云化，一定程度上降低大型企业客户的IT成本，同时通过后期云苍穹的技术特点，实现大企业客户更快的产品更新，逐渐将大型企业也引上云端，因此未来大型企业云业务需要持续跟踪，目前并不能对总体估值有影响。

#### 看好未来云业务发展 维持推荐评级:

管理层表示只是云服务收入增速下降只是短期现象，2018年下半年增长将加快，预计2018年云服务收入将同比增长超过45%。我们预计2018年收入将会在28亿元左右，一方面调高传统ERP业务增速，另一方面降低云业务增速，但有40%以上的增速，预计2018年净利润约为3.4亿元。我们仍然看好公司云业务未来增长，这一发展过程需要2到3年来兑现，短期内市场负面情绪将对公司估值形成压力。维持目标价9.2元，评级推荐。

截至12月31日财政年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总营收(百万人民币)	1,862	2,303	2,813	3,558	4,628
变动	22.8%	23.7%	22.1%	26.5%	30.1%
净利润(百万人民币)	288	310	339	456	716
变动	172.52%	7.55%	9.22%	34.81%	56.83%
每股盈利(人民币元)	0.10	0.11	0.12	0.16	0.26
市盈率	65.2	58.9	53.9	40.0	25.5

资料来源: 公司资料, 国元(香港)

图表 1: 企业软件开发公司估值对比

代码	公司名称	年初至今 涨跌	市值(亿)	EPS			PE				PB			
				2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
596 HK	浪潮国际	48.86%	37.13	0.15	0.17	N/A	17.40	20.87	18.41	N/A	0.93	N/A	N/A	N/A
1297 HK	中国擎天软件	-0.42%	28.97	0.25	0.30	0.37	9.88	9.40	7.77	6.26	1.92	1.78	1.49	1.24
1588 HK	畅捷通	1.45%	24.32	0.44	0.69	1.26	8.49	24.72	15.73	8.65	1.74	1.27	1.06	0.63
ORCL US	甲骨文	1.41%	1945.19	24.25	26.38	28.31	17.88	15.82	14.54	13.55	4.13	4.16	4.26	4.06
WDAY US	Workday	31.50%	311.74	7.67	8.49	11.88	N/A	147.04	132.77	94.95	N/A	20.47	17.67	15.26
SAP US	SAP 公司	2.79%	1452.83	5.41	5.95	6.53	N/A	23.18	21.09	19.20	N/A	4.65	4.43	4.14
CRM US	Salesforce	41.84%	1145.04	10.48	19.60	21.42	599.35	113.35	60.60	55.45	7.95	11.80	8.59	7.39
平均							130.60	50.63	38.70	33.01	3.33	7.35	6.25	5.45

资料来源: Bloomberg, 国元国际

## 财务摘要

### 损益表

人民币百万元，财务年度截至十二月

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>收入</b>	<b>1,862</b>	<b>2,303</b>	<b>2,813</b>	<b>3,558</b>	<b>4,628</b>
毛利	1,514	1,876	2,288	2,925	3,824
销售费用	(1,002)	(1,236)	(1,472)	(1,875)	(2,325)
管理费用	(278)	(320)	(360)	(430)	(530)
研发费用	(284)	(345)	(422)	(531)	(685)
其他收入	264	349	379	461	572
物业价值变动	34	96	0	0	0
<b>营运收入</b>	<b>249</b>	<b>421</b>	<b>412</b>	<b>551</b>	<b>856</b>
财务开支	(22)	(27)	(16)	(16)	(16)
<b>税前盈利</b>	<b>209</b>	<b>378</b>	<b>396</b>	<b>535</b>	<b>840</b>
所得税	6	(55)	(58)	(79)	(124)
<b>净利润</b>	<b>215</b>	<b>324</b>	<b>339</b>	<b>456</b>	<b>716</b>
<b>归属股东利润</b>	<b>288</b>	<b>310</b>	<b>339</b>	<b>456</b>	<b>716</b>
<b>增长</b>					
总收入	22.8%	23.7%	22.1%	26.5%	30.1%
EBITDA	-27.1%	69.0%	-2.0%	33.6%	55.4%
净利润	172.5%	7.6%	9.2%	34.8%	56.8%

### 资产负债表

人民币百万元，财务年度截至十二月

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及存款	2,083	2,152	2,570	3,141	4,055
应收账款	711	752	808	870	939
给予第三方贷款	0	166	166	166	166
存货	6	14	11	19	19
可供出售金融资产	120	397	397	397	397
其他流动资产	42	66	63	71	71
<b>总流动资产</b>	<b>2,956</b>	<b>3,534</b>	<b>4,004</b>	<b>4,645</b>	<b>5,628</b>
固定资产	922	580	630	637	643
无形资产	775	817	904	1,035	1,238
投资物业	883	1,722	1,722	1,722	1,722
其它	441	150	114	114	114
<b>总资产</b>	<b>5,977</b>	<b>6,802</b>	<b>7,373</b>	<b>8,152</b>	<b>9,344</b>
应付账款	674	1,002	1,190	1,396	1,706
贷款	81	155	155	155	155
其它短期负债	125	198	242	306	397
<b>短期负债</b>	<b>923</b>	<b>1,405</b>	<b>1,609</b>	<b>1,880</b>	<b>2,282</b>
长期银行贷款	1,416	1,194	1,194	1,194	1,194
递延所得税负债	103	161	196	248	323
<b>长期负债</b>	<b>1,518</b>	<b>1,354</b>	<b>1,390</b>	<b>1,442</b>	<b>1,516</b>
权益	2,238	2,448	2,440	2,440	2,440
留存收益	1,238	1,548	1,886	2,343	3,059
<b>股份持有人权益</b>	<b>3,476</b>	<b>3,995</b>	<b>4,326</b>	<b>4,783</b>	<b>5,499</b>
少数股东权益	60	48	48	48	48
每股账面值(元)	1.20	1.42	1.54	1.70	1.96
营运资金	2,033	2,129	2,394	2,765	3,346

### 财务分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	81.3%	81.5%	81.3%	82.2%	82.6%
EBITDA率	13.4%	18.3%	14.7%	15.5%	18.5%
净利率	15.5%	13.5%	12.0%	12.8%	15.5%
ROE	8.29%	7.76%	7.83%	9.54%	13.02%
<b>运营能力</b>					
销售及管理费用/收入	68.7%	67.6%	65.1%	64.8%	61.7%
研发费用/收入	15.2%	15.0%	15.0%	14.9%	14.8%
实际税率	-2.8%	14.5%	14.6%	14.7%	14.8%
应付账款天数	628.7	706.6	751.0	735.1	694.6
应收账款天数	133.4	114.3	99.9	84.9	70.4
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	1.99	2.23	2.45	2.75	3.21
收入/总资产	0.31	0.34	0.38	0.44	0.50
总资产/股本	2.67	2.78	3.02	3.34	3.83
利息保障倍数	9.78	11.94	21.18	28.55	44.78

### 现金流量表

人民币百万元，财务年度截至十二月

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	289	378	396	535	840
调整	301	346	471	535	630
营运资金变动	22	99	78	81	172
<b>营运现金流</b>	<b>612</b>	<b>824</b>	<b>946</b>	<b>1,152</b>	<b>1,643</b>
资本开支	(643)	(377)	(372)	(423)	(487)
其它投资活动	82	(594)	(169)	(212)	(295)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(561)</b>	<b>(971)</b>	<b>(541)</b>	<b>(635)</b>	<b>(782)</b>
负债变化	(37)	(80)	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其它融资活动	(87)	(156)	13	53	53
<b>融资活动现金流</b>	<b>(125)</b>	<b>(236)</b>	<b>13</b>	<b>53</b>	<b>53</b>
<b>现金变化</b>	<b>(74)</b>	<b>(383)</b>	<b>418</b>	<b>571</b>	<b>915</b>
汇兑损益	11	(25)	0	0	0
期初持有现金	1,527	1,464	1,056	1,474	2,045
期末持有现金	1,464	1,056	1,474	2,045	2,959

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级:

<b>强烈推荐</b>	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
<b>推荐</b>	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
<b>中性</b>	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
<b>卖出</b>	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
<b>强烈卖出</b>	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

### 免责声明:

此刊物只供阁下参考,在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写,所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础,只是表达观点,国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见;及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定,投资者务请运用个人独立思考能力,谨慎从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前,应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系;及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权,任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

### 规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

### 国元国际控股有限公司

香港干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼

电 话: (852) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>