

中性

“云苍穹”发布剑指大型企业市场 目前整体估值合理

金蝶国际 (268.HK)

2019-05-09 星期四

## 投资要点

目标价: HK\$ 8.60

现价: HK\$ 8.57

预计升幅: 0.04%

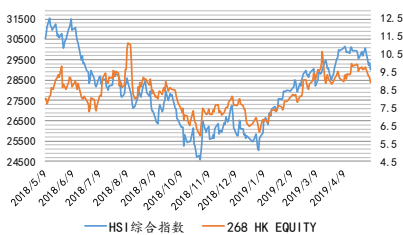
### 股本数据

总股本(亿股): 31.25  
 港股市值(亿港元): 283.40  
 52周高/低(HK\$): 11.34/5.50  
 每股净值(港元): 1.89  
 所属行业: TMT

### 主要股东

Oriental Gold 12.71%  
 Billion Ocean 10.78%  
 CRM Company 9.18%  
 JD Oriental 8.74%  
 FMR LLC 6.34%  
 JPMorgan 1.56%  
 徐少春 0.48%

### 52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



### 国元国际研究部

姓名: 李承儒

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

### 云业务产品线丰富, 开始拓展中大型企业市场:

公司目前云业务线逐渐丰富, 除了拥有面向中型及成长型企业的“云星空”, 同时公司也推出能够向大型客户提供 PaaS+SaaS 一体化服务的“云苍穹”。目前“云苍穹”业务线客户数量已经达到 15 家, 签订合同金额超过四千万, 其中签约客户有华为、中石油、建发等知名大型企业, 用户单价均过百万, 预计 2019 年云苍穹业务线可以为公司整体贡献约五千万收入, 未来将是为公司云业务中另一支柱。我们预计云业务在“云星空”54%增速、管易云平稳增长及精斗云 30%的增速条件下, 整体云业务收入能在 2019 年实现 45%左右增长。不过云业务收入高速增长主要靠客户数量增长拉动, 在当前阶段用户单价逐渐下降, 根据我们测算, 云星空用户单价从 2016 年的 7.2 万元下降至 2018 年的 6.4 万元, 未来一段时间内预计仍会继续下降, 但是会被高用户增长所抵消。

### 传统 ERP 业务增长乏力, 未来能提供稳定现金流收入:

随着公司云业务整体快速成长, 预计未来会蚕食部分传统业务市场。根据最新数据显示, 公司 K/3 业务板块已经连续 3 年收入同比下滑, 而“云苍穹”推出, 对于公司面向中大型企业的 EAS 业务未来增长将会有一定负面影响。2018 年公司 EAS 业务在传统业务中增速最快, 同比增长 19.3%, 但是仍不能扭转传统业务增速连续三年同比下滑, 预计未来 EAS 业务增速将小幅下滑。鉴于目前中国企业上云趋势还未被赋予强大势能, 未来传统业务仍能实现低单位数同比增长。

### 目前估值较合理, 给予中性评级:

我们预计云业务收入未来三年内保持高速增长, 预计 19 年至 21 年复合增长率为 36%, 收入占比提升至 47%, 传统业务保持 5%至 10%左右增速, 毛利率整体保持稳定。由于目前公司云业务仍未盈利, 因此采用分部估值法, 给予传统业务对应 2019 年 20 倍 PE 及云业务 10 倍 PS 估值, 对应目标价 8.6 港元, 与现价相当, 给予中性评级。

截至12月31日财政年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总营收 (百万人民币)	2,303	2,809	3,388	4,051	4,828
变动	23.7%	21.9%	20.6%	19.6%	19.2%
净利润 (百万人民币)	310	412	429	507	621
变动	7.55%	32.94%	4.07%	18.28%	22.51%
每股盈利 (人民币元)	0.11	0.13	0.14	0.16	0.20
股息率	0.20%	0.15%			
市盈率	62.1	52.0	53.7	45.4	37.1

资料来源: 公司资料, 国元 (香港)

**软件服务类公司估值**

代码	公司名称	年初至今 涨跌	市值(亿)	EPS					PE					PB				
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E			
596 HK	浪潮国际	14.41%	44.30	0.29	0.30	0.36	0.43	11.65	12.21	10.28	8.60	1.90	1.79	1.55	1.30			
1297 HK	擎天软件	24.26%	30.68	0.22	0.32	0.39	0.49	9.30	7.64	6.18	4.94	1.61	1.59	1.35	1.11			
1588 HK	畅捷通	12.98%	19.85	0.59	0.27	0.37	N/A	13.55	33.83	24.31	N/A	1.15	1.31	1.26	N/A			
3888 HK	金山软件	60.98%	251.48	0.34	0.78	0.98	1.21	34.16	22.86	18.02	14.62	1.04	1.54	1.42	1.31			
CMCM US	猎豹移动	-3.77%	8.41	9.93	0.95	0.54	N/A	4.48	48.78	85.11	N/A	1.09	0.97	0.90	0.75			
ORCL US	甲骨文	15.59%	1845.19	29.24	26.94	29.53	31.66	17.08	15.73	14.35	13.38	3.95	8.32	7.41	5.62			
WDAY US	Workday	20.55%	443.84	(15.15)	9.92	13.02	17.48	N/A	155.79	118.70	88.42	18.10	24.15	17.21	14.57			
SAP US	SAP	25.89%	1527.03	N/A	5.75	6.46	7.16	N/A	23.78	21.17	19.09	N/A	4.15	3.64	3.19			
CRM US	Salesforce	13.70%	1215.31	11.62	20.49	21.11	26.95	155.37	60.10	58.31	45.69	6.76	8.62	7.27	6.38			
平均								35.08	42.30	39.60	27.82	4.45	5.82	4.67	4.28			

资料来源: 国元国际, Bloomberg

**盈利预测**
**损益表**

人民币百万元, 财务年度截至十二月

	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
收入	2,303	2,809	3,388	4,051	4,828
毛利	1,876	2,294	2,733	3,262	3,867
销售费用	(1,236)	(1,491)	(1,768)	(2,134)	(2,532)
管理费用	(320)	(334)	(405)	(456)	(522)
研发费用	(345)	(405)	(476)	(568)	(660)
其他收入	349	343	401	467	544
物业价值变动	96	95	0	0	0
营运收入	421	453	486	572	697
财务开支	(27)	(1)	(16)	(16)	(16)
税前盈利	378	448	470	556	681
所得税	(55)	(39)	(41)	(48)	(59)
净利润	324	409	429	507	621
归属股东利润	310	412	429	507	621
增长					
总收入	23.7%	21.9%	20.6%	19.6%	19.2%
EBITDA	69.0%	7.7%	7.1%	17.7%	21.9%
净利润	7.6%	32.9%	4.1%	18.3%	22.5%

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至十二月

	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
现金及存款	1,056	1,453	1,820	2,330	2,969
短期存款	1,096	360	360	360	360
应收账款	752	781	865	951	1,030
给予第三方贷款	166	346	346	346	346
存货	14	8	20	14	28
可供出售金融资产	397	211	211	211	211
其他流动资产	66	9	20	14	28
总流动资产	3,534	3,160	3,622	4,213	4,944
固定资产	580	558	607	618	629
无形资产	817	900	976	1,089	1,222
投资物业	1,722	1,816	1,816	1,816	1,816
其它	150	1,145	1,145	1,145	1,145
总资产	6,802	7,579	8,166	8,882	9,757
应付账款	1,002	581	739	891	1,085
贷款	155	301	301	301	301
其它短期负债	198	102	123	147	175
短期负债	1,405	1,867	2,046	2,222	2,444
长期银行贷款	1,194	0	0	0	0
递延所得税负债	161	179	216	259	308
长期负债	1,354	179	216	259	308
权益	2,448	3,548	3,548	3,548	3,548
留存收益	1,548	1,918	2,343	2,841	3,444
股份持有人权益	3,995	5,466	5,892	6,389	6,993
少数股东权益	48	67	48	48	48
每股账面值(元)	1.42	1.75	1.89	2.04	2.24
营运资金	2,129	1,293	1,576	1,991	2,500

**财务分析**

	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
毛利率	81.5%	81.7%	80.7%	80.5%	80.1%
EBITDA率	18.3%	16.1%	14.3%	14.1%	14.4%
净利率	13.5%	14.7%	12.7%	12.5%	12.9%
ROE	7.76%	7.54%	7.28%	7.94%	8.89%
运营能力					
销售及管理费用/收入	67.6%	65.0%	64.1%	63.9%	63.3%
研发费用/收入	15.0%	14.4%	14.1%	14.0%	13.7%
实际税率	14.5%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
应付账款天数	706.6	553.9	362.9	371.8	370.1
应收账款天数	114.3	98.3	87.5	80.7	73.9
财务状况					
净负债/股本	2.23	2.09	2.24	2.43	2.66
收入/总资产	0.34	0.37	0.41	0.46	0.49
总资产/股本	2.78	2.14	2.30	2.50	2.75
利息保障倍数	11.94	394.67	26.92	31.85	39.02

**现金流量表**

人民币百万元, 财务年度截至十二月

	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
税前利润	378	448	470	556	681
调整	346	301	542	604	692
营运资金变动	99	156	43	52	73
营运现金流	824	906	1,054	1,211	1,445
资本开支	(377)	(408)	(426)	(482)	(547)
其它投资活动	(594)	20	(248)	(332)	(332)
投资活动现金流	(971)	(386)	(674)	(814)	(879)
负债变化	(80)	70	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其它融资活动	(156)	(135)	(14)	113	72
融资活动现金流	(236)	(140)	(14)	113	72
现金变化	(383)	380	367	510	639
汇兑损益	(25)	16	0	0	0
期初持有现金	1,464	1,057	1,453	1,820	2,330
期末持有现金	1,056	1,453	1,820	2,330	2,969

## 投資評級定義和免責條款

### 投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20%以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5%以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20%以上

### 免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或被視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能買入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元國際控股有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元國際”)編寫，所載資料的來源皆被國元國際認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元國際或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元國際於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在进行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元國際事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元國際保留一切追究權利。

#### 規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元國際控股有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無雇員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

### 國元國際控股有限公司

香港中環干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>