

买入

短期业绩面临压力，静待云业务破茧

金蝶国际 (268. HK)

2020-09-15 星期二

投资要点

目标价: **22.8 港元**
 现价: 19.1 港元
 预计升幅: 20%

重要数据

日期	2020-09-15
收盘价 (港元)	19.1
总股本 (百万股)	3,466
总市值 (百万港元)	66,112
净资产 (百万港元)	6,327
总资产 (百万港元)	9,096
52 周高低 (港元)	22.85/7.60
每股净资产 (港元)	1.90

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Oriental Gold	11.96%
Billion Ocean	8.54%

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyqz.com.hk

➤ 公司上半年收入下滑:

公司实现收入 13.87 亿元, 同比下滑 6.6%, 权益持有人应占亏损 2.24 亿元, 去年同期为净利润 1.09 亿元。分业务来看, 传统 ERP 软件业务下降, 而云业务高速增长, 云业务收入占比首次超过传统 ERP 软件。传统 ERP 业务实现收入 5.9 亿元, 同比下降 37%, 收入占比降至 42.5%; 云业务实现收入 8 亿元, 同比增长 45%, 收入占比增至 57.5%。

➤ 云业务大幅增长, 持续抢占市场份额:

公司上半年云业务依然保持高速增长, 其中主攻大型企业市场的云苍穹实现收入增长超 3 倍, 新增客户 106 家, 其中新签大型客户 78 家, 扩大应用模块订阅客户为 28 家, 新签合同累计超过 1.5 亿元。云星空实现收入 5 亿元, 同比增长 30%, 续费率 87%, 累计客户数量达 1.57 万家。精斗云实现收入同比增长 48%, 累计客户超过 13.7 万家。

➤ 获得融资资金实力得到补充:

公司 8 月中旬公告将向六名专业、机构或其他投资者配售新股份, 总额约为 23.75 亿港元, 此次配售完成后, 将极大缓解公司未来几年内的现金流压力, 同时加速公司在云业务上的人员扩张与基础设备投入, 为公司市场扩张及外延并购提供充足的弹药支持。根据中报显示, 公司账上可用现金约 20 亿元, 配售后现金将达到 43.75 亿港元, 资金实力充沛。

➤ “买入”评级, 目标价 22.8 港元:

我们预计云业务收入未来三年内保持高速增长, 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 2021 年 15 倍 PE 及云业务 23 倍 PS 估值, 对应目标价 22.8 港元, 调整为买入评级。

截至 12 月 31 日财政年度	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
总营收 (百万人民币)	2,809	3,326	3,733	4,819	6,313
变动	21.9%	18.4%	12.3%	29.1%	31.0%
净利润 (百万人民币)	412	373	(85)	210	588
变动	32.94%	-9.59%	N/A	-N/A	180.18%
每股盈利 (人民币元)	0.13	0.12	-0.03	0.07	0.19
股息率	0.15%	0.13%	-0.04%	0.09%	0.25%
市盈率	115.8	149.0	-630.4	255.5	91.2

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

公司上半年收入下滑，云业务开始提速：

公司实现收入 13.87 亿元，同比下滑 6.6%，权益持有人应占亏损 2.24 亿元，去年同期为净利润 1.09 亿元。公司上半年亏损的主要受几个方面影响：收入方面，首先是由于疫情的关系，让公司部分销售工作进程放缓；其次工程实施部分也由于不能开工而使得交付速度放缓影响收入确认；最后由于公司传统 ERP 收入受公司战略转型影响而下降，公司上半年停掉了两个传统软件端产品，致使公司收入下降了 2 到 3 亿元，现金流也受到一定影响。费用方面，由于公司大力发展云服务业务，特别是推出云苍穹大企业战略后，公司持续搭建云产品功能模块，不断加大研发投入和基础设施投入，使得公司研发费用和服务器成本一直在高速增长，今年上半年公司的研发费用大幅增加至 3.58 亿元，而去年同期上半年研发费用约 2.52 亿元。如果分业务来看，传统 ERP 软件业务下降，而云业务高速增长，云业务收入占比首次超过传统 ERP 软件。今年上半年公司传统 ERP 业务实现收入 5.9 亿元，同比下降 37%，收入占比降至 42.5%；云业务实现收入 8 亿元，同比增长 45%，收入占比增至 57.5%。

云业务大幅增长，持续抢占市场份额：

公司上半年云业务依然保持高速增长，其中主攻大型企业市场的云苍穹实现收入增长超 3 倍，新增客户 106 家，其中新签大型客户 78 家，扩大应用模块订阅客户为 28 家，新签合同累计超过 1.5 亿元。新客户包括国家电投、中国航信、中车唐山等大型央企和国企。上半年公司发布了苍穹 V2.0 版本，为了从技术层面打造核心竞争力，产品不仅从整个平台构架层面进行了创新，还从开放能力方面重点进行了优化。在云服务及应用方面，云苍穹全新发布了资金云、管理会计云、零售云、制造云等领域级云服务；并新增发布了智慧财务洞察、会计电子档案、税务风险管控、资金监控、协同办公、项目可行性研究、智慧搜索、人机对话、多国语言支持等 45 个以上业务应用或场景特性。目前云苍穹应用市场上线运营，ISV 合作伙伴超 220 个，上架应用市场产品数量超 120 个，覆盖 9 大行业，我们预计公司将持续在大型企业市场发力。对于公司而言，大型企业订单金额更大，续费率稳定，同时可以通过大企业将产业链深度挖掘，发展大型企业市场更加符合公司长期利益。另外在中型企业市场的云星空实现收入 5 亿元，同比增长 30%，客户续费率 87%，累计客户数量达 1.57 万家。新签客户包括科大讯飞、盐津铺子、黄河科技等。集团持续推动渠道伙伴云业务转型，促进伙伴老客户升级，星

空伙伴数量近 1000 家，业务整体健康成长。而中小企业市场的精斗云实现收入同比增长 48%，累计客户超过 13.7 万家。

获得融资资金实力得到补充：

公司 8 月中旬公告将向六名专业、机构或其他投资者配售新股份，配售价为每股 17.82 港元，总计配售 1.33 亿股。配售股份数目占公司现有已发行股本约 4.00% 及紧随配售事项完成后公司经扩大已发行股本约 3.85%。配售事项完成后所得款项总额将约为 23.75 亿港元，根据公告显示，公司拟将配售事项所得款项净额用于研发资金、日后潜在投资（包括支持公司的云业务转型）及集团的一般营运资金。我们认为此次配售完成后，将极大缓解公司未来几年内的现金流压力，同时加速公司在云业务上的人员扩张与基础设施投入，为公司市场扩张及外延并购提供充足的弹药支持。根据中报显示，公司账上可用现金约 20 亿元，配售后现金将达到 43.75 亿港元，资金实力充沛。

公司未来发展展望：

目前公司仍然处于业务转型期，因此云业务增速极为重要，但业务投入让公司短期净利润率会有较大压力，但目前公司账上现金充足，足以支持公司长期发展。另外随着疫情影响降低，传统 ERP 业务下半年企稳，但由于公司战略调整 2021 仍然是下降态势，云业务继续保持高增长。

- 由于传统 ERP 业务调整，特别是 K/3 停止版本更新和客户拓展，公司传统 ERP 业务向云业务迁移速度加快。未来传统 ERP 业务和云业务出现替代的趋势，预计云业务占比将继续提升。公司未来云苍穹成、云星空持续投入，相信能够持续获得高增长，我们预计公司云业务将进入高速上升通道，2023 年占比提高至 70% 以上。
- 由于云转型战略进行全面加速，因此销售费用率和研发费用率会一直保持高位，特别是云苍穹大企业客户和云星空客户在用户拓展上投入大，因此公司销售费用率将继续增长。而公司管理费用率相对稳定。

给予买入评级，目标价 22.8 港元：

我们预计云业务收入未来三年内保持高速增长，预计 20 年至 22 年云业务复合增长率为 35%，收入占比将在 2022 提升至 63%，传统业务收入将开始缓慢下滑，公司毛利率由于云服务业务占比提升开始小幅上升。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 2021 年 15 倍 PE 及云业务 23 倍 PS 估值，对应目标价 22.8 港元，调整为买入评级。

公司财务预测

损益表

人民币百万元，财务年度截至十二月

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	2,809	3,326	3,733	4,819	6,313
毛利	2,294	2,674	2,979	3,954	5,244
销售费用	(1,491)	(1,644)	(2,238)	(2,761)	(3,519)
管理费用	(334)	(386)	(431)	(521)	(648)
研发费用	(405)	(587)	(784)	(900)	(990)
其他收入	343	376	369	446	546
物业价值变动	95	40	0	0	0
营运收入	453	424	-105	218	633
财务开支	(1)	5	12	12	12
税前盈利	448	396	-93	230	645
所得税	(39)	(30)	8	(20)	(56)
净利润	409	366	-85	210	588
归属股东利润	412	373	-85	210	588
增长					
总收入	21.9%	18.4%	12.3%	29.1%	31.0%
EBITDA	7.7%	-6.5%	-124.7%	-308.5%	189.7%
净利润	32.9%	-9.6%	-122.9%	-346.7%	180.2%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至十二月

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及存款	1,453	1,899	4,106	4,319	5,022
短期存款	360	688	688	688	688
应收账款	781	821	765	762	767
给予第三方贷款	346	231	231	231	231
存货	8	7	11	10	16
可供出售金融资产	211	596	596	596	596
其他流动资产	9	7	11	10	16
总流动资产	3,160	4,241	6,397	6,607	7,320
固定资产	558	547	618	629	639
无形资产	900	1,030	1,227	1,465	1,728
投资物业	1,816	1,856	1,856	1,856	1,856
其它	1,145	746	724	724	724
总资产	7,579	8,420	10,822	11,281	12,267
应付账款	581	637	733	835	1,027
贷款	301	200	200	200	200
其它短期负债	102	125	141	182	238
短期负债	1,867	1,998	2,109	2,253	2,501
长期银行贷款	0	69	69	69	69
递延所得税负债	179	207	210	271	355
长期负债	179	276	279	340	424
权益	3,548	3,730	6,083	6,083	6,083
留存收益	1,918	2,257	2,304	2,558	3,212
股份持有人权益	5,466	5,987	8,386	8,640	9,294
少数股东权益	67	159	48	48	48
每股账面值(元)	1.75	1.85	2.68	2.76	2.97
营运资金	1,293	2,243	4,288	4,354	4,819

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	81.7%	80.4%	79.8%	82.1%	83.1%
EBITDA率	16.1%	12.7%	-2.8%	4.5%	10.0%
净利率	14.7%	11.2%	-2.3%	4.4%	9.3%
ROE	7.54%	6.22%	-1.02%	2.43%	6.33%
运营能力					
销售及费用/收入	65.0%	61.1%	71.5%	68.1%	66.0%
研发费用/收入	14.4%	17.6%	21.0%	18.7%	15.7%
实际税率	8.7%	7.7%	8.7%	8.7%	8.7%
应付账款天数	553.9	336.2	326.9	326.5	313.5
应收账款天数	98.3	86.7	76.4	57.1	43.6
财务状况					
净负债/股本	2.09	2.18	1.73	1.80	1.95
收入/总资产	0.37	0.39	0.34	0.43	0.51
总资产/股本	2.14	2.26	1.78	1.85	2.02
利息保障倍数	394.67	-68.12	7.36	-18.17	-50.90

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至十二月

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
税前利润	448	396	(93)	230	645
调整	301	522	578	688	822
营运资金变动	156	2	107	106	166
营运现金流	906	920	592	1,024	1,632
资本开支	(408)	(429)	(493)	(570)	(660)
其它投资活动	20	(103)	(320)	(320)	(320)
投资活动现金流	(386)	(532)	(813)	(891)	(981)
负债变化	70	69	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其它融资活动	(135)	(11)	2,429	81	51
融资活动现金流	(140)	58	2,429	81	51
现金变化	380	446	2,207	213	703
汇兑损益	16	0	0	0	0
期初持有现金	1,057	1,453	1,899	4,106	4,319
期末持有现金	1,453	1,899	4,106	4,319	5,022

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>