

## 买入

## 宏观环境致交付受阻,但云业务依然快速增长

金蝶国际 (268.HK)

2022-09-28 星期三

## 投资要点

目标价: **12.7 港元**  
 现价: 10.56 港元  
 预计升幅: 20%

## 重要数据

日期	2022-09-27
收盘价 (港元)	10.56
总股本 (百万股)	3,472
总市值 (百万港元)	36,631
净资产 (百万港元)	9,395
总资产 (百万港元)	12,677
52 周高低 (港元)	29.2/10.78
每股净资产 (港元)	2.17

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

JP Morgan	12.02%
Oriental Gold	11.13%
Billion Ocean	8.53%

## 相关报告

金蝶国际 (268. US) - 首发报告-20120515

## 研究部

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

► **云订阅服务增长稳健, 研发加码及疫情扰动导致亏损扩大:**

2022 年上半年, 集团营收 21.97 亿元人民币, 同比增长 17.3%, 其中云服务业务营收 16.77 亿元, 同比增长 35.5%, 占比提升至 76.4%, 企业资源管理计划及其他业务收入 5.19 亿元, 同比下滑 18.1%。公司权益持有人当期应占亏损为 3.56 亿元, 亏损相较去年同期有所扩大, 预计公司今年的利润及现金流均有所承压。

► **大企业签约取得重点突破, 加大投入锚定大企业市场领导者地位:**

2022 年上半年, 金蝶云·苍穹和金蝶云·星瀚签约客户 476 家, 其中新签合同客户 194 家, 突破了山东重工、中国通用集团、五矿国际、金地集团等大型和超大型的央企和国资企业。这两款产品面向大型企业市场的产品, 上半年合计收入约 2.84 亿元, 同比增长 77.6%, 续费率与去年同期相当, 强大的产品力推动了大企业进行国产化替代。

► **持续强化产品力和服务力, 深化客户关系:**

受疫情影响, 企业在开支上有所收紧, 但公司整体续费率仍具韧性, 即使是受疫情影响较大的上海地区, 续费率也达到了 50%。面对疫情扰动, 公司在内部进行流程优化, 在外部积极与客户进行沟通, 通过深化生态布局和优化客户服务, 扣紧客户联结纽带。公司将继续强化与知名企业的战略合作关系, 为客户提更高效的端对端交流渠道。

► **维持“买入”评级:**

考虑到目前国内疫情反复对公司项目交付产生的不利影响, 以及公司仍然在加大对苍穹星瀚研发投入, 因此我们下调了公司 2022-2023 年的收入增速和盈利水平预测。目前公司维持 2021-2023 年云订阅服务增速 50% 的目标。而我们预计云星瀚、云苍穹仍然会维持高增长, 云星空保持 20% 左右增速, 另外利润率能通过直签、人效提升而持续改善, 因此给予目标价 12.7 港元, 较当前股价有 20% 的上涨空间, 对应 2023 年云服务 7 倍 PS、传统 ERP 服务 15 倍 PE, 维持“买入”评级。

截至 12 月 31 日财政年度	2020A	2021A	2022E	2022E	2022E
总营收 (百万人民币)	3,356	4,174	5,110	6,269	7,735
变动	0.9%	24.4%	22.4%	22.7%	23.4%
净利润 (百万人民币)	-335	-302	-314	-213	32
变动	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
每股盈利 (人民币元)	-0.10	-0.09	-0.10	-0.06	0.01
市盈率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市销率	22.4	17.0	13.9	11.3	9.2

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 云订阅服务增长稳健，研发加码及疫情扰动导致亏损扩大：

2022 年上半年，集团营收 21.97 亿元人民币，同比增长 17.3%，其中云服务业务营收 16.77 亿元，同比增长 35.5%，占比提升至 76.4%，企业资源管理计划及其他业务收入 5.19 亿元，同比下滑 18.1%。公司权益持有人当期应占亏损为 3.56 亿元，亏损相较去年同期有所扩大，一方面是因为公司加大了对金蝶云·星瀚和 HR SaaS 等云服务产品的研发投入，另一方面是因为项目交付效率受疫情影响，部分客户订单出现递延。预计公司今年的利润及现金流均有所承压，短期内公司将以正向的经营性现金流为基本底线，持续加大费用投入，确保产品、运营及服务与国际同业相比仍具竞争力。

### 大企业签约取得重点突破，加大投入锚定大企业市场领导者地位：

2022 年上半年，金蝶云·苍穹和金蝶云·星瀚签约客户 476 家，其中新签客户 194 家，突破了山东重工、中国通用集团、五矿国际、金地集团等大型和超大型的央企和国资企业。这两款产品面向大型企业市场的产品，上半年合计收入约 2.84 亿元，同比增长 77.6%，续费率与去年同期相当，强大的产品力推动了大企业进行国产化替代。在产品矩阵方面，公司以金蝶云·苍穹这一企业级 PaaS 平台为数字底座，根据企业业务进行产品拓展。公司于今年 5 月发布了面向大型和超大型企业的重量级 HR SaaS 产品金蝶云·星瀚人力云，在人力管理方面继续赋能大企业。考虑到大企业的交付要求普遍较高，公司在去年下半年便根据今年的合同情况，预先进行了交付团队的专业化水平提升。在项目执行时，每一个大企业项目都会进行领域划分，然后由专门的人员负责跟进。目前公司有 2400 多名交付人员，在人数上足够支持公司进行大企业的交付工作，专业能力的提升也显著提高了交付效率，部分大企业在半年内就能够完成交付工作。未来三年，公司在大企业市场的目标是取得领导者地位，为此公司将持续加大投入。

### 中型企业转型拉动产品需求，产品推新带动小微市场持续高增：

2022 年上半年，金蝶云·星空实现收入 7.86 亿元，同比增长 16.1%，星空云订阅 ARR 同比增长 53%，客户付费率 89%，客户数达 28300 家，中型企业转型为公司带来了更大的市场空间。星空云上半年签约国家级和省级专精特新企业 300 家以上，在专精特新企业市场的市占率超 50%。从行业上看，星空云的客户主要集中在电子、机械、汽配、医药等行业，其中电业企业的占比在 60% 以上。从企业规模上看，由于星空云面向的中型企业量级跨度较大，公司推出了旗舰版、企业版、标准版进行分段覆盖。星空云整体产品成熟度较高，在中型企业市场上一直具有较强的竞争优

勢，預計全年收入增速仍將維持在 15-20%。上半年，小微財務雲服務收入同比增長 74.1%，其中金蝶雲·星辰收入同比增長 337.7%，續費率 72%，客戶數量近 20000 家。小微企業受疫情影響較大，但小微市場整體延續高增，一方面是因為新產品在市場上取得廣泛認可，另一方面也得益於公司在渠道建設上所做的努力。小微企業整體基數較大，公司在下半年將繼續通過渠道聯動及推廣活動進一步提高小微市場的市占率，預計今年下半年小微市場仍將繼續延續高增。

#### **持續強化產品力和服務力，深化客戶合作關係：**

受疫情影響，企業在開支上有所收緊，但公司整體續費率仍具韌性，即使是受疫情影響較大的上海地區，續費率也達到了 50%。面對疫情擾動，公司在內部進行流程優化，在外部積極與客戶進行溝通，通過深化生態佈局和優化客戶服務，扣緊客戶聯結紐帶。公司將繼續強化與知名企業的合作關係，在產品開發實現共創共享，為客戶提更高效的端對端交流渠道。

#### **公司未來發展展望：**

公司以長期戰略佈局為優先，短期內財務上或將有所承壓，但作為公司核心業務的雲訂閱服務當前收入情況及長期增長潛力都保持在較好水平。企業數字化轉型及國產替代有望繼續為公司產品帶來增量需求，公司短期內將繼續保持研發投入力度，持續推新，提高產品競爭優勢。預計下半年大企業市場仍有滲透空間，中型企業市場繼續平穩增長，小微市場延續高增，整體營收好於上半年。

#### **維持買入評級：**

考慮到目前國內疫情反復對公司項目交付產生的不利影響，以及公司仍然在加大對蒼穹星瀚研發投入，因此我們下調了公司 2022-2023 年的收入增速和盈利水平預測。目前公司維持 2021-2023 年雲訂閱服務增速 50% 的目標。而我們預計雲星瀚、雲蒼穹仍然會維持高增長，雲星空保持 20% 左右增速，另外利潤率能通過直簽、人效提升而持續改善，因此給予目標價 12.7 港元，較當前股價有 20% 的上漲空間，對應 2023 年雲服務 7 倍 PS、傳統 ERP 服務 15 倍 PE，維持“買入”評級。

**财务报表预期**
**损益表**

人民币百万元，财务年度截至十二月

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	<b>3,356</b>	<b>4,174</b>	<b>5,110</b>	<b>6,269</b>	<b>7,735</b>
毛利	2,209	2,634	3,587	4,395	5,476
销售费用	(1,425)	(1,741)	(2,295)	(2,791)	(3,417)
管理费用	(414)	(466)	(531)	(598)	(713)
研发费用	(984)	(1,185)	(1,644)	(1,829)	(1,948)
其他收入	263	366	466	529	608
物业价值变动	6	4	0	0	0
<b>营运收入</b>	<b>(415)</b>	<b>(467)</b>	<b>(418)</b>	<b>(293)</b>	<b>6</b>
财务开支	36	76	32	32	32
<b>税前盈利</b>	<b>(383)</b>	<b>(382)</b>	<b>(385)</b>	<b>(261)</b>	<b>39</b>
所得税	41	44	34	23	(3)
<b>净利润</b>	<b>(342)</b>	<b>(338)</b>	<b>(352)</b>	<b>(238)</b>	<b>35</b>
<b>归属股东净利润</b>	<b>(335)</b>	<b>(302)</b>	<b>(314)</b>	<b>(213)</b>	<b>32</b>
<b>增长</b>					
总收入	0.9%	24.4%	22.4%	22.7%	23.4%
EBITDA	-198.0%	12.4%	-10.6%	-29.8%	-102.2%
净利润	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

**资产负债表**

人民币百万元，财务年度截至十二月

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及存款	2,754	2,047	1,934	2,553	3,601
短期存款	1,236	370	370	370	370
应收账款	833	963	791	714	645
给予第三方贷款	317	305	305	305	305
存货	19	30	18	42	31
可供出售金融资产	994	748	748	748	748
其他流动资产	51	38	26	49	38
<b>总流动资产</b>	<b>6,183</b>	<b>4,471</b>	<b>4,174</b>	<b>4,740</b>	<b>5,708</b>
固定资产	746	1,045	1,024	995	969
无形资产	786	1,037	1,140	1,242	1,330
投资物业	1,651	1,538	1,538	1,538	1,538
其它	1,174	2,787	2,787	2,787	2,787
<b>总资产</b>	<b>10,722</b>	<b>11,087</b>	<b>10,871</b>	<b>11,511</b>	<b>12,541</b>
应付账款	823	785	770	941	1,129
贷款	120	0	0	0	0
其它短期负债	132	116	142	174	215
<b>短期负债</b>	<b>2,599</b>	<b>3,084</b>	<b>3,071</b>	<b>3,767</b>	<b>4,537</b>
长期银行贷款	0	0	0	0	0
递延所得税负债	165	200	200	200	200
<b>长期负债</b>	<b>165</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>
权益	5,868	5,977	6,125	6,307	6,531
留存收益	1,922	1,619	1,305	1,093	1,124
<b>股份持有人权益</b>	<b>7,790</b>	<b>7,596</b>	<b>7,430</b>	<b>7,400</b>	<b>7,656</b>
少数股东权益	169	207	169	144	148
每股账面值(元)	2.25	2.32	2.27	2.26	2.34
营运资金	3,585	1,388	1,103	973	1,171

**财务分析**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	65.8%	63.1%	70.2%	70.1%	70.8%
EBITDA率	-12.4%	-11.2%	-8.2%	-4.7%	0.1%
净利率	-10.0%	-7.2%	-6.1%	-3.4%	0.4%
ROE	-4.31%	-3.98%	-4.23%	-2.87%	0.41%
<b>运营能力</b>					
销售及管理费用/收入	54.8%	52.9%	55.3%	54.0%	53.4%
研发费用/收入	29.3%	28.4%	32.2%	29.2%	25.2%
实际税率	10.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
应付账款天数	229.1	187.9	183.8	164.4	164.9
应收账款天数	88.7	77.4	61.8	43.2	31.6
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	1.80	1.82	1.74	1.79	1.89
收入/总资产	0.31	0.38	0.47	0.54	0.62
总资产/股本	1.83	1.85	1.77	1.83	1.92
利息保障倍数	9.51	4.43	10.83	7.33	-1.09

**现金流量表**

人民币百万元，财务年度截至十二月

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前利润	(383)	(382)	(385)	(261)	39
调整	623	464	724	838	961
营运资金变动	233	578	201	767	842
<b>营运现金流</b>	<b>473</b>	<b>661</b>	<b>539</b>	<b>1,344</b>	<b>1,842</b>
资本开支	(864)	(860)	(689)	(763)	(832)
其它投资活动	(626)	(345)	38	38	38
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,491)</b>	<b>(1,205)</b>	<b>(651)</b>	<b>(725)</b>	<b>(794)</b>
负债变化	(80)	(120)	0	0	0
股息	(47)	(33)	0	0	0
其它融资活动	2,048	(24)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,966</b>	<b>(144)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金变化</b>	<b>948</b>	<b>(688)</b>	<b>(112)</b>	<b>619</b>	<b>1,048</b>
汇兑损益	(93)	(19)	0	0	0
期初持有现金	1,899	2,754	2,047	1,934	2,553
期末持有现金	2,754	2,047	1,934	2,553	3,601

# 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>