

买入
优质订单接踵而来,云业务持续快速增长
金蝶国际 (268.HK)

2022-01-18 星期二

投资要点

目标价: **32.5 港元**
 现价: 24.95 港元
 预计升幅: 30.3%

云平台接连斩获优质核心订单,国产化替代助力增长:

公司在 2021 年四季度不断中标客户项目和签下订单,这些优质订单主要运用金蝶云·苍穹(PaaS)和金蝶云·星瀚(SaaS)构成的金蝶云平台提供 EBC 服务,国产化替代助力增长。我们认为公司苍穹与星瀚能够更好的统筹当前云业务的发展战略,将持续受益大企业市场乘著国产替代和企业上云的风潮,国产化市场的产品力及品牌优势提升,逐渐形成属于公司自己的云生态。

公司客户结构不断优化,高质量收入模式让业务具备延展性:

目前金蝶已步入云转型第二阶段,该阶段目标指向云订阅模式的高质量发展,公司计划未来三年用订阅模式打造一个全新的金蝶。公司作为云服务行业开拓者,前期积累的客户已经有较高黏性,同时 PaaS 平台的发力将使平台的 SaaS 服务更具延展性。相信未来随着公司云转型和平台战略推进,公司云业务在 2022 年有望继续保持快速增长。

维持“买入”评级:

我们预计公司云业务收入未来三年内保持高速增长,预计 21 年至 23 年云业务复合增长率为 35%,收入占比将在 2023 提升至 70%,传统业务收入继续下滑,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 2023 年 15 倍 PE 及云业务 17 倍 PS 估值,对应目标价 32.5 港元,维持买入评级。

重要数据

| 日期 | 2022-01-17 |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元) | 24.95 |
| 总股本 (百万股) | 3,472 |
| 总市值 (百万港元) | 86,631 |
| 净资产 (百万港元) | 9,395 |
| 总资产 (百万港元) | 12,677 |
| 52 周高低 (港元) | 39.5/20.3 |
| 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

| | |
|---------------|--------|
| 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

| 截至 12 月 31 日财政年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2022E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 总营收 (百万人民币) | 3,326 | 3,356 | 4,206 | 5,304 | 6,695 |
| 变动 | 18.4% | 0.9% | 25.3% | 26.1% | 26.2% |
| 净利润 (百万人民币) | 373 | (335) | (196) | (8) | 121 |
| 变动 | -9.59% | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 每股盈利 (人民币元) | 0.12 | -0.10 | -0.06 | 0.00 | 0.04 |
| 市盈率 | 188.0 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 市销率 | 21.1 | 22.4 | 17.9 | 14.2 | 11.2 |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

金蝶云平台接连斩获优质核心订单，国产化替代助力增长：

2021年12月底，金蝶国际中标在建设银行总行的智能财务采购项目。据悉，本次签约由金蝶云·苍穹(PaaS)和金蝶云·星瀚(SaaS)构成的金蝶云平台将替换原有国外厂商系统，共同为中国建设银行总行构建新经费资产系统，解决建信金融科技“卡脖子”的技术问题。该中标项目是金蝶在商业银行业的第一个灯塔项目，可能是SaaS/ERP板块前五强国行的首个国产替代案例。本次项目采用了金蝶云·星瀚财务的核心模块，包括财务共享中心、全面预算、费用核算、应收应付、固定资产及总账模块。解决建行原系统存在的问题：系统设计过于复杂和建行ERP系统与外部相关系统高协同、高集成的要求。金蝶云·星瀚财务将帮助建行建立“全级次”管理，实现“全场景”帐务管理和支持建行经费业务财务共享的运作模式。同时，金蝶国际面向大型企业的苍穹星瀚产品，连续签下风华高科(000636.SZ)和一心堂药业(002727.SZ)的数字化订单，显示了公司在自研,SAP,Oracle等产品竞争下的优秀产品力。上述企业作为电子、零售的龙头企业，有助于公司在国产化市场的产品力及品牌优势提升。随着金蝶在大企业市场乘著国产替代和企业上云的风潮，预期公司有望实现更可持续的SaaS增长及有更多订阅收入，现金流表现更强劲。此外，海信与金蝶成立EBC财务数智化联合创新中心，双方将共同投入研究资源，积极探索实践场景。

苍穹作为国内领先的云原生架构大企业云服务平台，其自主可控性和先进技术吸引了很多大型客户。2021上半年苍穹续费率实现100%以上。主要客户包括华为、国家电投、中国航信等大型企业，签约金额近4.67亿元。从中报来看，金蝶云·苍穹和金蝶云·星瀚增速远高于星空和星辰，而且在很多大型、超大型企业替代了国外软件，其国产化替代能力有望在未来几年带动金蝶在该领域持续高成长。

随着产业与消费变革趋势，倒逼大型企业公司搭建的数字化PaaS平台，叠加金蝶自研专利“金蝶动态领域模型(KDDM)”以快速对接各类企业平台和满足复杂场景需求的能力，我们认为金蝶打造的金蝶云·苍穹和金蝶云·星瀚云平台将持续受益大企业市场乘著国产替代和企业上云的风潮，国产化市场的产品力及品牌优势提升，逐渐形成公司云生态规模。

公司客户结构不断优化，高质量收入模式让业务具备延展性：

目前金蝶已步入云转型第二阶段，该阶段目标指向云订阅模式的高质量发展，公司计划未来三年用订阅模式打造一个全新的金蝶。不同于传统软件开发商的一次性买

断销售，SaaS 企业的订阅付费模式更有助于其保持稳定的现金流，优质 SaaS 企业可以用很低的成本维系老客户不断续费，从而享受到增长复利。数据显示，2021 年上半年，金蝶云订阅服务年经常性收入(ARR)约为人民币 12.7 亿元，同比增长 71.5%，同时云订阅服务相关的合同负债实现同比增长 82.2%。2021 年上半年，金蝶国际云业务实现收入同比增长 55.1%，远高于公司增幅，而收入占比则上升至 66.1%。其中，金蝶云·星空实现收入 6.8 亿元，占云收入的 54.9%，同比增长 35.1%。值得注意的是，客户续费率高达 87.1%。更重要的是，金蝶云·星空在 2019 年已经实现盈亏平衡，并且 2021 上半年利润率大幅改善。其中金蝶云·星空的客户包括了诸多国家认证的专精特新企业和例如云南白药、旷视科技、华海通信、元气森林等行业细分龙头企业。公司作为云服务行业开拓者，前期积累的客户已经有较高黏性，同时 PaaS 平台的发力将使平台的 SaaS 服务更具延展性。

公司未来发展展望：

目前公司处于云转型订阅模式，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。企业上云进程仍然持续，因此公司传统 ERP 业务今年依然会下降，而云业务继续保持高速增长。

- 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 业务和云业务出现国产替代趋势，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，2022 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。

维持买入评级：

我们预计云业务收入未来三年内保持高速增长，预计 21 年至 23 年云业务复合增长率为 35%，收入占比将在 2023 提升至 70%，传统业务收入继续下滑，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 2023 年 15 倍 PE 及云业务 17 倍 PS 估值，对应目标价 32.5 港元，维持买入评级。

财务报表预期

| 损益表 | | | | | | 财务分析 | | | | | |
|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 人民币百万元, 财务年度截至十二月 | | | | | | | | | | | |
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 收入 | 3,326 | 3,356 | 4,206 | 5,304 | 6,695 | 盈利能力 | | | | | |
| 毛利 | 2,674 | 2,209 | 2,929 | 3,729 | 4,704 | 毛利率 | 80.4% | 65.8% | 69.6% | 70.3% | 70.3% |
| 销售费用 | (1,644) | (1,425) | (2,370) | (2,907) | (3,641) | EBITDA率 | 12.7% | -12.4% | -6.3% | -1.1% | 1.2% |
| 管理费用 | (386) | (414) | (454) | (545) | (626) | 净利率 | 11.2% | -10.0% | -4.7% | -0.1% | 1.8% |
| 研发费用 | (587) | (984) | (786) | (832) | (949) | ROE | 6.22% | -4.31% | -2.57% | -0.10% | 1.54% |
| 其他收入 | 376 | 263 | 416 | 496 | 595 | 运营能力 | | | | | |
| 物业价值变动 | 40 | 6 | 0 | 0 | 0 | 销售及管理费用/收入 | 61.1% | 54.8% | 67.1% | 65.1% | 63.7% |
| 营运收入 | 424 | -415 | -265 | -58 | 83 | 研发费用/收入 | 17.6% | 29.3% | 18.7% | 15.7% | 14.2% |
| 财务开支 | 5 | 36 | 50 | 50 | 50 | 实际税率 | 7.7% | 10.7% | 8.7% | 8.7% | 8.7% |
| 税前盈利 | 396 | -383 | -215 | -8 | 133 | 应付账款天数 | 336.2 | 229.1 | 244.1 | 230.6 | 226.4 |
| 所得税 | (30) | 41 | 19 | 1 | (12) | 应收账款天数 | 86.7 | 88.7 | 68.6 | 47.7 | 32.4 |
| 净利润 | 366 | -342 | -196 | -8 | 121 | 财务状况 | | | | | |
| 归属股东利润 | 373 | -335 | -196 | -8 | 121 | 净负债/股本 | 2.18 | 1.80 | 1.79 | 1.84 | 1.93 |
| 增长 | | | | | | 收入/总资产 | 0.39 | 0.31 | 0.39 | 0.48 | 0.57 |
| 总收入 | 18.4% | 0.9% | 25.3% | 26.1% | 26.2% | 总资产/股本 | 2.26 | 1.83 | 1.83 | 1.89 | 1.99 |
| EBITDA | -6.5% | -198.0% | -36.3% | -78.0% | -242.6% | 利息保障倍数 | -68.12 | 9.51 | 3.93 | 0.16 | -2.44 |
| 净利润 | -9.6% | -190.0% | -41.5% | -96.0% | -1666.1% | | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| 人民币百万元, 财务年度截至十二月 | | | | | | 人民币百万元, 财务年度截至十二月 | | | | | |
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及存款 | 1,899 | 2,754 | 2,565 | 2,888 | 3,379 | 税前利润 | 396 | (383) | (215) | (8) | 133 |
| 短期存款 | 688 | 1,236 | 1,236 | 1,236 | 1,236 | 调整 | 566 | 623 | 634 | 743 | 871 |
| 应收账款 | 821 | 833 | 771 | 634 | 572 | 营运资金变动 | 1 | 233 | 177 | 275 | 343 |
| 给予第三方贷款 | 231 | 317 | 317 | 317 | 317 | 营运现金流 | 963 | 473 | 596 | 1,010 | 1,348 |
| 存货 | 7 | 19 | 10 | 26 | 20 | 资本开支 | (875) | (864) | (576) | (653) | (739) |
| 可供出售金融资产 | 596 | 994 | 994 | 994 | 994 | 其它投资活动 | 322 | (626) | (314) | (126) | (190) |
| 其他流动资产 | 7 | 51 | 42 | 60 | 55 | 投资活动现金流 | (553) | (1,491) | (890) | (779) | (929) |
| 总流动资产 | 4,241 | 6,183 | 5,924 | 6,128 | 6,552 | 负债变化 | (102) | (80) | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 547 | 746 | 521 | 534 | 546 | 股息 | (22) | (47) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 1,030 | 967 | 1,454 | 1,585 | 1,736 | 其它融资活动 | 141 | 2,048 | 105 | 92 | 73 |
| 投资物业 | 1,856 | 1,651 | 1,651 | 1,651 | 1,651 | 融资活动现金流 | 33 | 1,966 | 105 | 92 | 73 |
| 其它 | 746 | 1,174 | 1,174 | 1,174 | 1,174 | 现金变化 | 443 | 948 | (188) | 323 | 491 |
| 总资产 | 8,420 | 10,722 | 10,724 | 11,072 | 11,659 | 汇兑损益 | 3 | (93) | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 637 | 823 | 908 | 1,109 | 1,395 | 期初持有现金 | 1,453 | 1,899 | 2,754 | 2,565 | 2,888 |
| 贷款 | 200 | 120 | 120 | 120 | 120 | 期末持有现金 | 1,899 | 2,754 | 2,565 | 2,888 | 3,379 |
| 其它短期负债 | 125 | 132 | 165 | 208 | 263 | | | | | | |
| 短期负债 | 1,998 | 2,599 | 2,717 | 2,960 | 3,301 | | | | | | |
| 长期银行贷款 | 69 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 递延所得税负债 | 207 | 165 | 201 | 248 | 307 | | | | | | |
| 长期负债 | 276 | 165 | 201 | 248 | 307 | | | | | | |
| 权益 | 3,730 | 5,868 | 5,868 | 5,868 | 5,868 | | | | | | |
| 留存收益 | 2,257 | 1,922 | 1,769 | 1,827 | 2,015 | | | | | | |
| 股份持有人权益 | 5,987 | 7,790 | 7,637 | 7,695 | 7,882 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 159 | 169 | 169 | 169 | 169 | | | | | | |
| 每股账面值(元) | 1.85 | 2.25 | 2.20 | 2.22 | 2.27 | | | | | | |
| 营运资金 | 2,243 | 3,585 | 3,208 | 3,168 | 3,251 | | | | | | |

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>