

云业务增长强劲，受益工业新需求

2018 年 3 月 22 日

事项：

❖ 公司发布 2017 年业绩，报告期内实现营业收入 23.04 亿元，同比增长 66.7%，实现归母净利润 3.10 亿元，同比增长 7.55%。

评论：

❖ **全年业绩强劲增长超市场预期。**2017 年公司营业收入同比增长 66.7%，经营利润 4.21 亿元同比+69%，经营活动净现金流为 8.24 亿元，同比+34.6%。其中：管理软件业务实现收入 17.35 亿元，同比+14.1%，云服务业务实现收入 5.68 亿元同比+66.7%，软件与云业务收入增长强劲，超市场预期。

❖ **金蝶云同比增长 87.7%，拉动云业务整体高速增长且占比持续提升。**2017 年金蝶云实现营业收入 3.93 亿元，同比增长 87.7%，客户数同比增长 120%，续费率保持 90% 以上；公司在财务、制造、全渠道营销等领域取得领先，并融合人工智能等技术，推出财务机器人。同时，继 AWS 后实现与华为云合作落地，进一步提升 IAAS+PAAS 实力。小微企业云服务领域，精斗云付费用户+75%，续费率 70%；管易云全网店超 10 万家，订单量超 11 亿单；云之家企业数超 350 万；投资 CRM 服务商纷享销客、AI 公司 Perceptin。2017 年云业务收入占总收入比例达 25%，持续提升。

❖ **传统管理软件业务受益工业互联网等需求提升，收入规模保持两位数增长。**ERP 等企业管理软件近年来持续受益于制造等行业智能化升级、工业互联网等增量需求。公司是国内企业管理软件领域优秀企业，EAS 业务持续保持稳健增长，合同额同比+26.4%，收入同比+16.7%，小微企业管理软件收入同比+20.7%。续签了招商局、港中旅等超大型企业；与研华、华制智能、北京蓝光等企业合作为中车株机、泰豪、西王等集团企业提供包括智能车间、智能制造在内的完整工业互联网集成解决方案服务。

❖ **我们认为：**公司近年来积极推动云转型布局，云业务收入高速增长且占比持续提升，同时传统管理软件受下游智能化升级需求拉动保持稳定增长，市场将逐步认识到作为优质云服务企业的核心价值。

❖ **风险因素：**云 ERP 业务进展不达预期，传统 ERP 业务下滑。

❖ **维持“增持”评级。**作为国内企业管理软件领域优秀企业，公司在 ERP 等产品上具有深厚的技术与客户积累，紧抓行业向云化演进趋势，以金蝶云为代表的云业务拓展迅速。我们预测公司 2018-20 年 EPS 为 0.12/0.13/0.15 元，整体收入同比增长 21%/20%/17%，其中受益于云化产品接受度提升与需求继续向好，云业务预计收入 8.8/12.8/17.2 亿元。我们基于分部估值法，给予管理软件业务 96 亿估值（对应 2018 年 25x PE）；给予云业务 97 亿估值（对应 2018 年 11x PS）；合计估值 193 亿元人民币/240 亿港元，对应目标价 8.25 港元，考虑云业务发展速度与未来空间，及工业互联网等新需求对管理软件业务拉动，维持“增持”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,862	2,303	2,789	3,339	3,909
营业收入增长率	17.40	23.70	21.10	19.68	17.09
净利润(百万元)	288	310	336	375	428
净利润增长率	172.52	7.55	8.23	11.81	14.02
每股收益 EPS(基本)(元)	0.10	0.11	0.12	0.13	0.15
毛利率%	81.31	81.46	81.50	81.50	81.50
净资产收益率 ROE%	8.15	7.67	7.70	7.96	8.35
PE	61	57	53	47	41
PB	5.0	4.4	4.0	3.7	3.4

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 3 月 21 日收盘价


增持（维持）

当前价：7.50 港元

目标价：8.25 港元

中信证券研究部

杨泽原

电话：010-60838782

邮件：yangzeyuan@citics.com

执业证书编号：S1010517080002

相对指数表现


资料来源：中信证券量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	31414.52 点
总股本/港股流通股	0.29/0.29 百万股
近 12 月最高/最低价	6.79 港元/3.04 港元
近 1 月绝对涨幅	36.62%
近 6 月绝对涨幅	91.27%
今年以来绝对涨幅	54.32%
12 个月日均成交额	96.19 百万港元

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1862	2303	2789	3339	3909
营业成本	348	427	516	618	723
毛利	1514	1876	2273	2721	3186
研发费用	284	345	391	467	547
销售费用	1002	1236	1437	1753	2072
管理费用	278	320	377	467	547
股权激励费用	0	0	0	0	0
其他经营收入	264	349	418	501	586
其他经营支出	0	0	0	0	0
营业利润	249	421	488	534	606
其他非经营收益净额	0	0	0	0	0
净利息支出	22	27	60	58	65
分占联营及合营公司损益	(18)	(15)	(15)	(15)	(15)
除税前利润	209	378	412	461	526
减: 所得税费用	(6)	55	62	69	79
净利润	292	324	351	392	447
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	288	310	336	375	428
每股收益	0.10	0.11	0.12	0.13	0.15

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	209	378	412	461	526
所得税支出	6	(55)	(62)	(69)	(79)
折旧和摊销	364	0	289	321	262
营运资金变动	107	0	(81)	(163)	(170)
其他	(75)	500	76	73	80
经营现金流	612	824	634	622	620
资本支出	(467)	(377)	(233)	(256)	(282)
短期投资	(12)	13	0	0	0
其他长期资产减少	(47)	47	0	0	0
其他	(36)	(654)	(15)	(15)	(15)
投资现金流	(561)	(971)	(248)	(272)	(297)
发行股票	265	406	0	0	0
负债变化	200	(164)	52	15	65
股息支出	0	0	(39)	(34)	(38)
其他	(589)	(477)	(60)	(58)	(65)
融资现金流	(125)	(236)	(48)	(76)	(37)
现金及现金等价物经增加额	(74)	(383)	338	275	285

资料来源: 中信证券量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1465	1057	1395	1669	1955
存货	6	14	13	16	18
应收账款	147	151	167	200	235
其他流动资产	1339	2312	2380	2512	2649
流动资产	2957	3534	3955	4397	4856
固定资产	796	510	444	369	377
长期股权投资	26	31	31	31	31
无形资产	901	887	897	908	920
其他长期资产	1298	1840	1840	1840	1840
非流动资产	3021	3268	3212	3148	3168
资产总计	5977	6802	7168	7545	8024
短期借款	81	155	207	222	287
应付账款	19	19	21	25	29
其他流动负债	823	1231	1231	1231	1231
流动负债	923	1405	1459	1478	1547
长期负债	1416	1194	1194	1194	1194
其他长期负债	103	161	161	161	161
非流动性负债	1518	1354	1354	1354	1354
负债合计	2441	2759	2813	2832	2901
股本账面值	73	72	72	72	72
股份溢价及储备	3403	3924	3924	3924	3924
股东权益合计	3536	4043	4355	4713	5123
少数股东权益	60	48	63	80	99
负债股东权益总计	5977	6802	7168	7545	8024

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	17.4%	23.7%	21.1%	19.7%	17.1%
营业利润	8.8%	69.0%	16.0%	9.4%	13.4%
净利润	172.5%	7.6%	8.2%	11.8%	14.0%
利润率 (%)					
毛利率	81.3%	81.5%	81.5%	81.5%	81.5%
营业利润率	13.4%	18.3%	17.5%	16.0%	15.5%
EBIT Margin	16.3%	17.0%	16.4%	15.0%	14.6%
EBITDA Margin	35.9%	17.0%	26.8%	24.6%	21.3%
净利率	15.5%	13.5%	12.0%	11.2%	10.9%
回报率 (%)					
净资产收益率	8.2%	7.7%	7.7%	8.0%	8.3%
总资产收益率	4.9%	4.8%	4.9%	5.2%	5.6%
其他 (%)					
资产负债率	40.8%	40.6%	39.2%	37.5%	36.2%
所得税率	-2.8%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
股息率	0.0%	12.5%	10.0%	10.0%	10.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业中投资建议所涉及的评级分为行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析师的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。