

投资评级 **买入** 维持

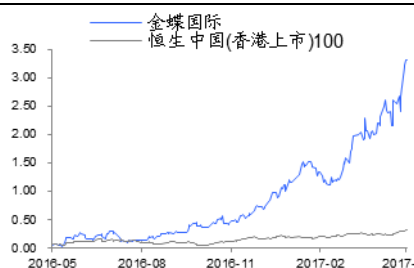
股票数据

6 个月内目标价 (港元)	8.10
03 月 23 日收盘价 (港元)	7.42
52 周股价波动 (港元)	2.98-7.92
总股本/流通 H 股 (百万股)	2907/2907
总市值/流通市值 (百万港元)	21577/21577

相关研究

《线上线下持续增长, 公司回购 210.6 万股》 2017.08.18
《传统 ERP 领军者, 转型云服务领跑市场》 2017.06.08

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	45.1	52.3	72.7
相对涨幅 (%)	44.1	52.0	63.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 鲁立

Tel: (021) 23154138

Email: ll11383@htsec.com

证书: S0850517060001

分析师: 黄竞晶

Tel: (021) 23154131

Email: hjj10361@htsec.com

证书: S0850517070008

联系人: 洪琳

Tel: (021) 23214137

Email: hl11570@htsec.com

ERP 与云服务齐发力, 业绩超出市场预期

投资要点:

- **持续高研发投入, 业绩超市场预期。**公司 2017 全年实现总营收 23.0 亿元人民币, 同比增长 23.7%; 归母净利润 3.1 亿元人民币, 同比增长 7.55%, 超出市场预期。报告期内, 公司保持高研发投入, 达 3.45 亿元人民币, 研发费用率达 14.99%。
- **ERP 与云服务齐发力。**2017 年公司云业务实现总营收 5.68 亿人民币, 同比增长 66.7%; 其中, 金蝶云表现强劲, 营收达 3.94 亿元, 同比增长 87.7%, 用户数量同比增长 120%, 续费率高达 90%+。随着云业务占比提升, 其年费订阅模式将持续改善公司现金流。在线下 ERP 方面, 公司 2017 年营收同比增长 14.1%, 超出市场预期; 营业利润率达 22.6%, 比去年增加 7.3 个百分点。我们认为, 2017 年公司传统 ERP 的增长动力来源于新的管理模式探索, 以及跟云服务更好的结合, 表明了公司的云服务转型不仅是开辟新的领域, 也是对传统业务的改造, 公司未来增长可期。
- **云服务模式改善公司现金流, 助力经营质量提升。**报告期内, 公司来自经营活动产生的净现金约为人民币 8.24 亿元人民币, 同比增长 34.6%。经营现金流的改善是受益于云服务的年费订阅模式。金蝶云、精斗云等主要产品的用户粘性高, 2017 年续费率分别高达 90%与 70%以上, 客户持续付费意愿强。集团董事长徐少春表示, 未来金蝶云业务比例将进一步提升, 预计三年后金蝶整体云服务收入占比有望超过 60%。因此, 随着金蝶云服务转型的继续推进, 金蝶云、精斗云等份额不断扩张, 公司现金流将有望继续向好发展。
- **布局工业互联网, AI、区块链提升产品与服务质量。**在工业互联网领域, 公司从装备制造领域入手, 目前已与中车株机建设轨道交通装备国家级工业设计中心实现合作。此外, 在 AI、区块链等其它新兴领域, 公司已初步实现技术与产品服务的结合, 提升了自身在目前云服务市场上的竞争力。从技术上来看, 而金蝶由于技术研发较早, 积累了深厚的经验, 已经能够较好解决微服务的构建、对分布式计算能力等要求。在财务核算管理服务上, 公司结合 AI 技术, 推出了财务机器人, 融合了 AI 的计算、认知和学习能力, 在语言对话、视觉识别等领域实现了技术上的突破。
- **盈利预测及投资建议。**我们预测公司 2018~2020 年 EPS 分别为人民币 0.12/0.18/0.24 元。我们预计公司 2018 年 ERP 利润为 2.71 亿元人民币, 云业务收入为 8.15 亿元人民币。基于公司云业务推进迅速, 市场龙头地位确立, 营收占比持续提升, 我们预计营收增速在 60%以上; 线下 ERP 经营利润率提升, 行业整体需求改善, 参考对应可比公司平均估值为 58 倍, 我们给予公司 2018 年 54 倍市盈率, 对应 PEG 为 1.94; 上调 6 个月目标价至 8.10 港元 (6.48 元人民币), 维持买入评级。

- **风险提示。**云服务推进不及预期; 线下 ERP 行业增速下降, 经营利润率下滑。

主要财务数据及预测

(人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1862.21	2303.46	2863.20	3579.00	4527.43
(+/-)YoY(%)	22.77%	23.69%	24.30%	25.00%	26.50%
净利润(百万元)	288.23	310.00	335.16	527.64	701.60
(+/-)YoY(%)	172.54%	7.55%	16.28%	57.43%	32.97%
全面摊薄 EPS(元)	0.10	0.11	0.12	0.18	0.24
毛利率(%)	81.31%	81.46%	82.26%	83.06%	84.06%
净资产收益率(%)	7.76%	7.76%	7.74%	11.67%	14.94%

资料来源: 公司年报 (2016-2017), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利预测假设:

- 1) 云服务: 公司 2017 年云业务保持 66.7% 高增速, 金蝶云客户数增长 120%, 续费率保持 90% 以上; 高客户增长以及用户粘性, 保证了公司云服务营收在年费订阅模式下的高成长性。根据 IDC 报告, 未来三年云服务行业平均增速约为 40%, 基于公司的龙头地位及市场竞争优势, 我们认为公司云服务营收增速高于行业增速, 我们预测公司 2018-2020 年营收增速分别为 65%/60%/55%。此外, 在 SaaS 产品年费订阅模式下, 由于相对传统软件销售, 首期获客成本/销售收入提高, 在发展前期客户数快速增加将带来亏损; 但后期随着续费客户比例的提高, 将逐渐转亏为盈, 且由于续费成本极低, 利润会有较大弹性。基于公司目前累计的客户数以及客户增速, 我们预测, 公司云业务在 2018 年亏损率收窄, 在 2019 年有望实现盈利。
- 2) ERP 业务: 公司 2017 年 ERP 业务营收增速及经营利润率均有提升。基于对行业需求旺盛, 以及公司规模效应和产品升级的判断, 我们预测, 公司 2018-2020 年 ERP 营收增速分别为 11%/8%/6%, 经营利润率稳定在 20%。

表 1 公司分业务收入

收入 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
云服务	340.8	568.2	937.5	1500.0	2325.0
同比增长 (%)	102.8%	66.7%	65.0%	60.0%	55.0%
ERP 业务	1521.4	1735.3	1926.1	2080.2	2205.0
同比增长 (%)	12.8%	14.1%	11.0%	8.0%	6.0%
合计	1862.2	2303.5	2863.7	3580.3	4530.1
同比增长 (%)	22.8%	23.7%	24.3%	25.0%	26.5%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 公司分业务经营利润和经营利润率

经营盈利 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
云服务	-88.3	-136.1	-93.8	90.0	279.0
经营利润率 (%)	-25.9%	-24.0%	-10.0%	6.0%	12.0%
ERP 业务	232.7	392.2	385.2	416.0	441.0
经营利润率 (%)	15.3%	22.6%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	144.4	256.1	291.5	506.0	720.0
经营利润率 (%)	7.8%	11.1%	10.2%	14.1%	15.9%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 公司分部利润

分部利润 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
云服务	-81.2	-113.6	-75.0	75.0	232.5
分部利润率 (%)	-23.8%	-20.0%	-8.0%	5.0%	10.0%
ERP 业务	207.6	289.1	288.9	312.0	330.8
分部利润率 (%)	13.6%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	126.4	175.4	213.9	387.0	563.3
分部利润率 (%)	6.8%	7.6%	7.5%	10.8%	12.4%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 公司可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (人民币 元)	市值 (人民币 亿元)	EPS (人民币元)			PE (倍)			CAGR(17-19E) (%)	PEG (2018)
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E		
用友网络	600588.SH	33.21	486.27	0.25	0.39	0.55	131.16	84.40	60.56	47.17%	1.79
科大国创	300520.SZ	20.68	41.86	0.23	0.43	0.52	89.91	48.09	39.77	56.85%	0.85
汉得信息	300170.SZ	14.45	126.15	0.39	0.48	0.63	53.63	43.49	33.04	31.11%	1.40
鼎捷软件	300378.SZ	13.63	36.08	0.27	0.36	0.49	51.30	37.38	27.94	34.72%	1.08
平均							81.50	53.34	40.32	42.46%	1.28
金蝶国际	00268.HK	5.94	173.96	0.11	0.12	0.18	55.68	51.50	32.71	27.82%	1.85

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 金蝶国际采用海通证券盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2018 年 3 月 23 日收盘价。港币汇率为 3 月 23 日汇率 0.80。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	2303.46	2863.20	3579.00	4527.43
每股收益	0.11	0.12	0.18	0.24	营业成本	426.97	507.82	606.15	721.50
每股净资产	1.37	1.49	1.56	1.62	毛利率%	81.46%	82.26%	83.06%	84.06%
每股经营现金流	0.28	0.37	0.48	0.57	营业税金及附加	-	-	-	-
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	-	-	-	-
价值评估 (倍)					营业费用	1235.88	1517.50	1789.50	2263.72
P/E	51.50	32.71	24.60	23.54	营业费用率%	53.65%	53.00%	50.00%	50.00%
P/B	4.13	3.81	3.65	3.52	管理费用	320.20	402.06	483.16	611.20
P/S	7.17	5.77	4.62	3.65	管理费用率%	53.65%	53.00%	50.00%	50.00%
EV/EBITDA	31.92	31.92	21.61	16.74	EBIT	420.76	469.00	724.16	946.04
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	27.11	57.26	71.58	90.55
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.18%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	82.26%	82.26%	83.06%	84.06%	资产减值损失	-	-	-	-
净利润率	13.46%	11.71%	14.74%	15.50%	投资收益	-	-	-	-
净资产收益率	7.76%	7.74%	11.67%	14.94%	营业利润	393.65	411.73	652.58	855.49
资产回报率	4.56%	4.58%	6.80%	8.01%	营业外收支	-15.23	-28.00	-25.00	-13.02
投资回报率	11.58%	11.63%	15.11%	18.20%	利润总额	378.42	396.73	624.58	830.49
盈利增长 (%)					EBITDA	406.46	485.94	738.03	961.16
营业收入增长率	23.69%	24.30%	25.00%	26.50%	所得税	54.81	47.61	74.95	99.66
EBIT 增长率	30.40%	11.46%	54.41%	30.64%	有效所得税率%	14.48%	12.00%	12.00%	12.00%
净利润增长率	50.36%	62.22%	57.43%	32.97%	少数股东损益	21.99	21.99	29.23	34.68
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	310.00	335.16	527.64	701.60
资产负债率	32.55%	32.55%	29.35%	30.54%	扣除非经常性损益净利润	325.23	363.16	552.64	714.61
流动比率	4.31	4.31	4.27	4.95	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	4.30	4.30	4.26	4.94	货币资金	1056.68	2495.41	2075.82	2535.36
现金比率	6.82	10.51	7.37	7.81	应收款项	752.36	1067.53	1359.10	1700.77
经营效率指标 (%)					存货	14.06	9.61	12.01	15.20
应收帐款周转天数	23.26	20.88	23.92	24.05	其它流动资产	1710.49	1732.23	2165.29	2739.10
存货周转天数	8.56	7.07	6.42	6.79	流动资产合计	3533.58	5304.78	5612.22	6990.43
总资产周转率	0.45	0.41	0.40	0.43	长期股权投资	31.42	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	4.38	3.60	2.96	3.05	固定资产	510.21	1078.31	1341.77	1629.07
					在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
					无形资产	886.69	886.69	886.69	886.69
					非流动资产合计	3268.48	3048.73	3999.89	4530.25
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	6802.06	7311.95	7756.18	8763.34
净利润	324	384	591	731	短期借款	155.03	238.89	284.00	327.63
折旧摊销	400	367	400	453	应付账款	18.53	29.89	37.36	47.26
营运资金变动	200	256	324	391	预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	824	1065	1386	1666	其它流动负债	1231.32	961.86	994.14	1036.91
固定资产投资	-476	-339	-277	-302	流动负债合计	1404.88	1230.64	1315.50	1411.80
无形资产投资	0	0	0	0	长期借款	1193.50	1289.17	1088.36	913.88
资本支出	-476	-339	-277	-302	其它长期负债	160.60	199.60	416.92	1192.41
投资活动现金流	-971	-410	-972	-493	非流动负债合计	1354.10	1488.77	1505.28	2106.29
债务变化	-164	170	17	-11	负债总计	2758.98	2719.42	2820.78	3518.09
股票发行	-1	-1	0	0	实收资本	71.60	71.79	71.79	71.79
融资活动现金流	-235.98	270.20	-9.97	-57.70	普通股股东权益	3995.34	4330.69	4523.18	4697.13
现金净流量	-383.14	924.45	403.63	1115	少数股东权益	47.74	261.84	412.22	548.12
公司自由现金流	-90.54	184.99	436.22	591.87	负债和所有者权益合计	6802.06	7311.95	7756.18	8763.34
股权自由现金流	-203.70	263.17	434.84	560.62					

备注：表中单位为人民币，表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 20 日

资料来源：公司年报 (2017)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
鲁立 计算机行业
黄竞晶 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 佳都科技,京山轻机,中海达,易华录,万惠金科,润和软件,四维图新,天源迪科,辰安科技,新开普,数字认证,用友网络,通鼎互联,广联达,雄帝科技,银江股份,云赛智联,信雅达,中科曙光,捷成股份,东华软件,汉威科技,诚迈科技,恒华科技,创意信息,航天信息,达实智能,创业软件,熙菱信息,同有科技

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。