

中信证券研究部


杨泽原
首席计算机分析师
S1010517080002



刘雯蜀
计算机分析师
S1010518020001



丁奇
计算机分析师
S1010519120003

核心观点

公司新一代云 PMS 产品标杆案例落地，进入快速推广阶段。公司有望把握前期云 POS 成功经验，通过云 PMS 产品进一步扩大行业优势，并实现 SaaS 模式 MRR 的加速提升。维持目标价 43.89 元，维持“增持”评级。

■ **消费 IT 行业龙头，积极推进全球化战略。**公司以酒店信息系统业务为核心，积极布局餐饮、零售、支付及休闲娱乐领域，打造大消费行业生态圈。公司在 2019 年实现营业收入 36.63 亿元，同比增长 18.24%。公司积极通过投资并购和全球网络建设在产品品类、研发、销售等方面加速全球化布局，在产品上形成了云 PMS、云 POS 两大拳头产品，较国际同行建立了较大领先优势。

■ **云 POS 在产品线、渠道及产品迭代等方面对云 PMS 推进形成宝贵经验。**(1) 细化产品线以适应不同客户需求，形成了 infrasys、正品贵德、思迅软件等 POS 细分产品；(2) 海内外全面布局以扩展销售服务渠道，国内市场与 O2O 巨头合作，完成上千家餐厅和酒店的支付对接，海外市场在多地设立了多个 Infrasy 海外办公室；(3) 建立云产品技术壁垒以增加高净值客户黏性，2013 年首次推出了采用云技术的 Hero，2017 年推出了最新一代 Infrasy Cloud。

■ **新一代云 PMS 具有体验、架构、数据、成本等领域优势，助力公司先发扩大及市场抢占。**云 PMS 系统对传统 PMS 软件在客户体验、系统功能、数据利用及成本效率四个层面具有较大优势。目前 PMS 市场竞争格局较为分散，行业格局具有较大机会，且云 PMS 的技术复杂性和成本高昂性更凸显先发优势关键性。石基云 PMS 产品已较同行实现率先标杆酒店集团客户落地，未来产品在全球客户推广过程中有望进一步放大先发优势，抢占市场，未来石基 SaaS 模式 MRR 有望加速提升。

■ **根据测算，石基 SaaS 模式中后期潜在规模超 8 亿美元，长期潜在规模超 12 亿美元，远期看以酒店为代表的大消费解决方案持续完善深化。**高端品牌酒店为首批转云主力，我们测算了全球 TOP20 酒店集团高端酒店市场，以约 30% 市占率计算，石基中期潜在年费市场规模超 8 亿美元。基于酒店的集团化趋势，我们进一步测算了 TOP20 酒店集团的中端酒店和 TOP20-50 酒店集团的中高端酒店，测得石基长期潜在年费市场规模整体可超 12 亿美元。

■ **风险因素：**疫情持续影响酒店业；云 PMS 推广不及预期；云产品迭代不及预期。

■ **投资建议：**公司新一代云 PMS 产品标杆案例落地，进入快速推广阶段，行业优势有望进一步扩大，SaaS 模式 MRR 有望加速提升。维持公司 2020/2021/2022 年营业收入预测 36.19/40.17/44.04 亿元，净利润预测 3.71/5.09/6.23 亿元，对应 EPS 预测为 0.35/0.48/0.58 元，参考可比公司估值给予公司 2020 年 PS 13X，对应市值 470 亿，对应目标价 43.89 元，维持“增持”评级。

石基信息	002153
评级	增持（维持）
当前价	36.85 元
目标价	43.89 元
总股本	1,071 百万股
流通股本	488 百万股
52 周最高/最低价	44.8/27.93 元
近 1 月绝对涨幅	10.33%
近 6 月绝对涨幅	-4.63%
近 12 月绝对涨幅	-19.11%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,097.52	3,662.54	3,618.99	4,017.46	4,403.83
营业收入增长率	5%	18%	-1%	11%	10%
净利润(百万元)	463.48	368.02	371.28	508.62	623.04
净利润增长率	11%	-21%	1%	37%	22%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.43	0.34	0.35	0.48	0.58
毛利率%	45%	44%	42%	43%	44%
净资产收益率 ROE%	5.58%	4.27%	4.15%	5.40%	6.24%
每股净资产(元)	7.77	8.05	8.36	8.80	9.33
PE	71	90	88	64	53
PB	4	4	4	3	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 14 日收盘价

目录

投资亮点与创新之处	1
石基信息：加速转型中的消费 IT 行业龙头	1
深耕酒店信息化行业，打造大消费信息产业版图	1
股权结构稳定+人才储备充足，公司经营模式持续转型	2
投资并购丰富产品生态，全球布局扩展服务网络	4
集团整合研发资源，产品云化成果呼之欲出	6
问题 1：石基云 POS 产品的成功有何借鉴意义？	8
启示 1：细化产品线以适应不同客户需求	8
启示 2：海内外全面布局以扩展销售服务渠道	8
启示 3：建立云产品技术壁垒以增加高净值客户黏性	9
问题 2：石基新一代云 PMS 产品有何独特优势？	10
What：优势众多的云 PMS 究竟为何方神圣？	10
How：抢占市场先发优势为云 PMS 厂商的战略重点	12
Why：标杆落地+产品优势+全球布局，石基新一代云 PMS 产品未来可期	13
问题 3：石基 SaaS 模式未来市场空间究竟有多大？	16
行业纵览：酒店业软件投入持续增长，市场提升空间巨大	16
中期聚焦：高端品牌酒店为首批转云主力，短期潜在规模超 8 亿美元	17
长期展望：酒店集团化趋势助力天花板提升，长期潜在规模可超 12 亿美元	19
风险因素	19
盈利预测与估值评级	20
盈利预测	20
估值评级	21

插图目录

图 1：石基信息业务布局	1
图 2：石基信息酒店、餐饮及零售行业主要客户	2
图 4：石基信息前五大股东持股信息	3
图 5：石基信息发展历程	4
图 6：石基信息营业收入及增速情况（亿元）	4
图 7：石基信息归母净利润及增长情况（亿元）	4
图 7：石基欧洲架构示意	6
图 8：石基信息历年研发投入及占营收比重	7
图 9：石基信息已形成提供完整解决方案的能力	7
图 10：Infrasys Cloud 云餐饮管理平台	9
图 11：石基信息与洲际酒店集团共庆 Infrasys Cloud 上线 100 家酒店（2019 年 5 月）	10
图 12：Infrasys 餐厅、酒店及项目安装经验	10
图 13：PMS 在酒店管理系统中扮演核心角色	11

图 14：云 PMS 与传统 PMS 软件对比	12
图 15：传统单一结构和微服务结构对比	14
图 16：石基和 Oracle 云 PMS 产品介绍.....	15
图 17：石基专业服务体系.....	15
图 18：2012-2018 年全球酒店 IT 系统投入及增速	16
图 19：酒店 IT 投入细分领域占比.....	16
图 20：2017 年 IT 系统 PMS 渗透率	17
图 21：2017 年云 PMS 系统占传统 PMS 市场比例.....	17

表格目录

表 1：石基部分核心管理层人员概况.....	3
表 2：石基收购公司经营情况.....	5
表 3：石基全球业务及办公室布局情况	5
表 4：石基 POS 业务收购路径及相关子公司基本情况	8
表 5：石基 Infrasy 海外办公室设立情况	8
表 6：石基与其主要竞争对手的基本情况	12
表 7：酒店采用 PMS 系统的决定性因素.....	17
表 8：可能成为石基新一代云 PMS 系统客户的 Top20 酒店集团.....	17
表 9：石基 TOP20 酒店集团高端酒店部分潜在收入规模测算	18
表 10：石基酒店管理系统细分产品价格情况	18
表 11：Top20 酒店集团中端酒店以及 Top20-50 酒店集团中高端酒店规模测算	19
表 12：国际知名酒店集团近年收购事件	19
表 13：石基信息经营模型（单位：百万元）	20
表 14：石基信息盈利预测.....	21
表 15：石基信息可比公司估值.....	21

投资亮点与创新之处

第一，我们梳理了石基的核心产品，公司通过构筑核心产品线，全面打通 PMS、分销、后台、POS、支付及数据管理等业务功能环节，并延伸布局休闲娱乐为主的大旅游目的地市场，为全域旅游运营商和投资商提供一站式技术解决方案，构建大消费信息行业生态平台。

第二，我们对石基信息云 PMS 和云 POS 两款拳头产品进行了深度剖析，围绕云 POS 的成功启示，研究分析了新一代云 PMS 的差异化、优势及产品未来落地打法，提出云 PMS 依托标杆落地、产品优势、全球推广，加大先发优势的领先幅度。

第三，我们分析了海外云 PMS 的市场规模、竞争格局以及石基信息的潜在市场空间。目前，海外云 PMS 市场方兴未艾、市场广阔，根据 Grant Thornton 预测数据全球酒店 IT 系统投入额为 326 亿美元，我们估计 PMS 渗透率为 15%-25%，目前云 PMS 市场规模应该为 50 亿-80 亿美元之间。我们通过测算全球 TOP20 酒店集团高端酒店市场，得出石基信息中期潜在年费收入规模超 8 亿美元，通过测算全球 TOP50 酒店集团中高端酒店市场，得出石基信息长期潜在年费收入规模超 12 亿美元。

石基信息：加速转型中的消费 IT 行业龙头

深耕酒店信息化行业，打造大消费信息产业版图

石基深耕消费信息产业二十余年，已完成五大细分领域全面布局。石基信息成立于 1998 年，是国内提供酒店信息管理系统全面解决方案最主要的企业之一。公司于 2007 年 8 月在深圳证券交易所上市。目前，公司在酒店、餐饮、零售、支付及休闲娱乐等五大消费行业细分领域共拥有 80 余家子公司，全面布局大消费信息产业。目前，公司在酒店、餐饮以及零售领域分别拥有超过 7.4 万、20 万以及 40 万用户。

图 1：石基信息业务布局



资料来源：公司微信公众号

图 2：石基信息酒店、餐饮及零售行业主要客户

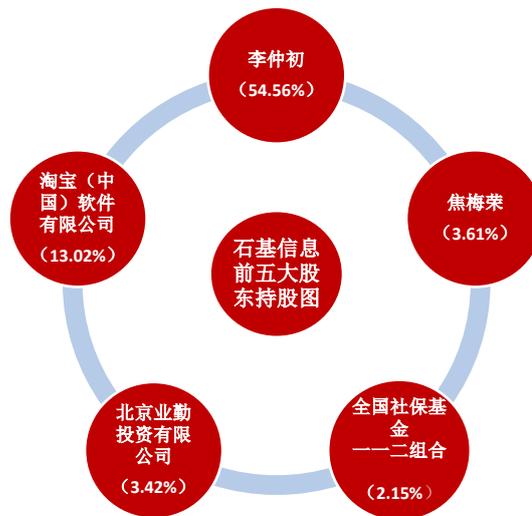


资料来源：公司官网

股权结构稳定+人才储备充足，公司经营模式持续转型

公司股权结构较为集中，创始人李仲初具有丰富的酒店 IT 行业经验。截至 2020H1，公司前两大股东公司创始人、董事长李仲初（第一大股东，持股 54.56%）和淘宝（中国）软件有限公司（第二大股东，持股 13.02%）共持股 67.58%。公司前 5 大股东共持股 76.76%，前 10 大股东共持股 83.07%，股权结构稳定，股权比例相对集中。

图 3：石基信息前五大股东持股信息



资料来源：公司 2020 年中报，中信证券研究部

优秀的人才储备，助力石基不断提升业务服务能力。石基团队的负责人都是行业资深的专业人士，平均拥有 10 年以上专业知识和实践经验。团队成员包括 40 多名经验丰富、服务于不同级别酒店 PMS 及 POS 项目的工程师，能够第一时间响应客户各类需求，提供酒店解决方案的支持、项目管理和咨询服务。

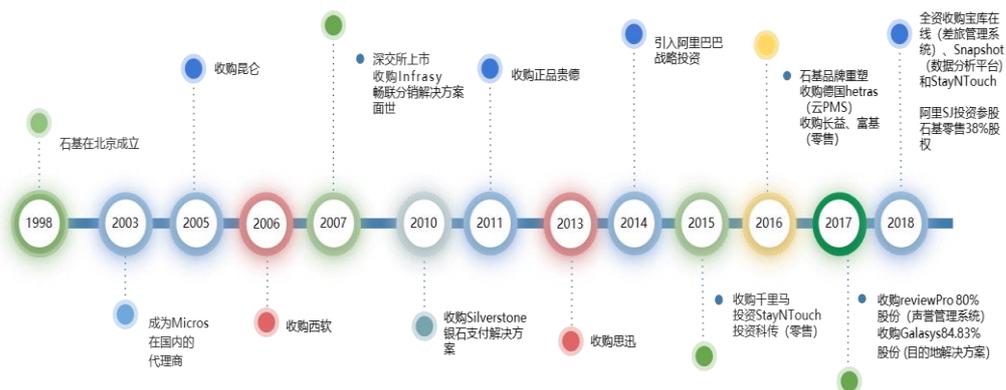
表 1：石基部分核心管理层人员概况

姓名	职位/负责部门	工作经验
Kevin King	COO	曾任 Micros 公司亚太区副总裁
Dan Bell	美洲区	曾任 Oracle (Micros) 酒店事业部北美区高级副总裁
Nikkie Randhawa-Singh	亚太区	曾任 Oracle (Micros) 酒店事业部亚太区主要负责人
Arup Banik	印度	具有信息系统架构集成方面的经验，负责信息系统运营工作并直接负责信息技术领域的决策和战略规划
中野平	日本	曾在洲际酒店集团东南亚及韩国区域任酒店及业主解决方案总监一职达八年时间。任上，他负责该区域 10 个国家的 90 多家酒店的技术运维及开业支持。

资料来源：公司微信公众号，中信证券研究部

公司不断转型，致力于成为大数据驱动的应用服务平台运营商。石基信息通过收购、引入战略投资等方式不断拓展业务，从系统集成商（1998-2001）、系统服务商（2001-2003）、软件供应商（2003-2016）向应用服务平台运营商（2016 年以后）转型，致力于为酒店、餐饮及休闲娱乐等大消费行业提供完整的信息化解决方案，助力企业数字化转型。

图 4：石基信息发展历程



资料来源：公司公告

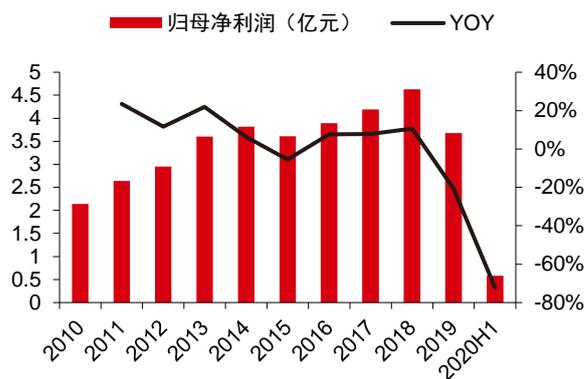
公司经营稳健，营业收入稳步上升，归母净利润增速回落。营收方面，2010-2019 年公司营业收入稳定上升，公司在 2019 年实现营业收入 36.63 亿元，同比增长 18.24%。盈利方面，2019 年实现归属于上市公司股东净利润 3.68 亿元，同比下降 20.60%；实现扣非净利润 3.34 亿元，同比下降 18.91%。

图 5：石基信息营业收入及增速情况（亿元）



资料来源：公司财报，Wind，中信证券研究部

图 6：石基信息归母净利润及增长情况（亿元）



资料来源：公司财报，Wind，中信证券研究部

投资并购丰富产品生态，全球布局扩展服务网络

公司持续投资并购，扩充产品生态广度和能力深度。在酒店信息化生态圈里，石基的核心思路是分层次构建产品线，打造酒店信息产业生态版图。近年来，公司从扩充产品生态及提升产品能力两个方面，进行了十余次外延并购。

在横向产品生态方面，石基的产品线布局分为行业间和行业内部细分产品线两大层面。一方面，石基收购了 Infrasy、EFUTURE、Galasy 等公司以扩展在餐饮、零售、休闲娱乐等除酒店业外的其他行业的布局，以完善公司在大消费行业信息化服务的全面布局；另一方面，石基通过收购 ReviewRank、Snapshot 等公司为核心酒店业务增添了声誉管理、大数据服务等多项细分产品模块，以培养公司提供完整酒店管理系统解决方案的能力。

在纵向产品能力方面，石基通过投资收购 Hetras、StayNTouch 等海外公司来进一步

细化核心 PMS 产品线，以更好地为不同规模、地区的酒店集团客户提供最合适的解决方案。此外，公司的收购广泛分布于亚太、欧洲及北美等地区，为其国际化布局奠定了前期基础。

表 2：石基收购公司经营情况

收购公司	时间	注册地点	投资方式	持股比例	公司业务
Infrasys International Ltd	2007 年 11 月	中国香港	收购	100%	提供餐饮管理解决方案
EFUTURE HOLDING INC	2015 年 11 月	开曼群岛	收购	100%	主要业务为消费品及零售行业软件和解决方案提供商
Great Kylin Investment Limited	2016 年 5 月	英属维尔京群岛	收购	100%	GK 投资为一家注册于英属维尔京群岛的公司，主要从事投资控股及顾问服务。
ReviewRank S.A.	2016 年 8 月	西班牙	收购	79.47%	主要从事酒店业客房智能技术解决方案等业务，提供网上声誉管理和客户满意度调查，确保客户快速有效地反馈意见和建议
Hetras Deutschland GmbH	2016 年 8 月	德国	收购	100%	基于云的酒店管理软件开发、销售及及服务
Kalibri Labs LLC	2017 年 4 月	美国	投资	12%	主要从事酒店大数据等业务
Galasys PLC	2017 年 8 月	中国苏州	收购	84.38%	主要为主题公园提供服务和解决方案
Snapshot GmbH	2018 年 8 月	德国	收购	100%	主要从事酒店数据平台的建设与应用开发、酒店商业策略等线上、线下培训及酒店需求管理咨询服务三大类业务，帮助酒店管理者更有效地管理数据
	2018 年 9 月	美国	收购	100%	主要从事酒店管理系统开发与销售
Concept Software Systems	2018 年 10 月	葡萄牙	收购	100%	为豪华酒店提供高尔夫、水疗及休闲活动管理系统，在行业占据领先地位。用户覆盖全球 60 多个国家，并拥有超过 20 年的行业经验
	2019 年 2 月	丹麦	收购	100%	主要从事支付方案等业务
ICE PORTAL	2019 年 2 月	美国	收购	100%	全球领先的视觉内容管理平台，超过 5 万家酒店使用此服务通过若干个分销渠道面向顾客提供视觉内容。
Quick Check	2019 年 5 月	新加坡	收购	100%	主要从事酒店移动支付平台业务

资料来源：公司年报，中信证券研究部

广泛布局美洲、亚太、EMEA 三大区域，扩展全球服务网络。石基首先于 2009 年成立亚太区业务，并于 2015 和 2016 年分别成立欧洲区和北美区业务。公司已在美洲、EMEA（欧洲、中东和非洲）以及亚太等全球三大区域多个国家设置 20 余个海外办公室。凭借先发优势，公司已在亚太地区积累了较多海外客户，该部分客户将有望成为云化产品的基础客户群。公司在欧洲员工数超 300 人，欧洲区或将成为公司海外云产品研发及销售布局的当前核心区域。

表 3：石基全球业务及办公室布局情况

地区	海外业务		海外办公室		
	成立时间	员工人数	国家	城市	所属产品线/子公司
亚太区	2009 年	120+	新加坡	新加坡	石基新加坡
			马来西亚	Selangor Darul Ehsan	石基马来西亚
			澳大利亚	Chatswood	石基澳大利亚
			日本	东京	石基日本
			泰国	曼谷	石基泰国
			印度	Haryana	石基印度

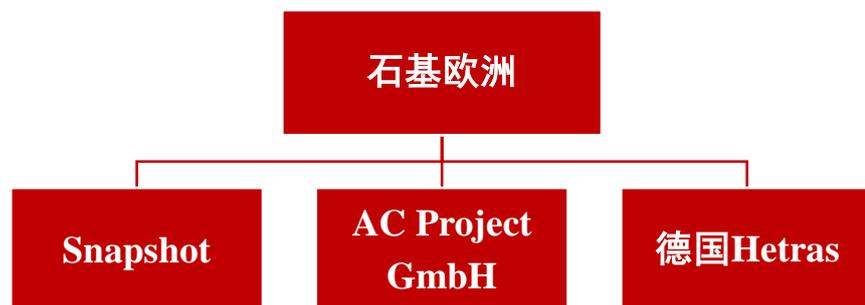
地区	海外业务		海外办公室		
	成立时间	员工人数	国家	城市	所属产品线/子公司
欧洲区/EMEA	2015 年	300+	越南	胡志明市	石基越南
			韩国	首尔	石基韩国
			德国	柏林	石基德国 GMBH
			慕尼黑		
			杜塞尔多夫		
			英国	伦敦	石基英国
			斯洛伐克	Žilina	石基斯洛伐克
			以色列	特拉维夫	石基以色列
			葡萄牙	Almancil	Concept
			西班牙	巴塞罗那	Review Rank
			奥地利	Zell am See	石基 GMBH
			阿联酋	迪拜	石基中东
			波兰	Katowice	石基波兰
北美区	2016 年	100+	丹麦	哥本哈根	石基美国
			美国	佐治亚州-亚特兰大	
			马里兰州-Bethesda		
			纽约州-纽约	石基纽约	
			佛罗里达州-好莱坞	IcePortal	

资料来源：公司官网，中信证券研究部

集团整合研发资源，产品云化成果呼之欲出

研发资源集团性整合，石基欧洲牵头协同国内开展下一代云 PMS 产品研发。2018 年 10 月 31 日，公司通过内部整合全资子公司 Snapshot 和 AC Project GmbH 成立石基欧洲，石基欧洲子公司还包括石基德国（原德国 Hetras）。由石基欧洲整合原有公司资源，协同石基国内研发力量，负责新一代云平台的 PMS/CRS 业务。

图 7：石基欧洲架构示意

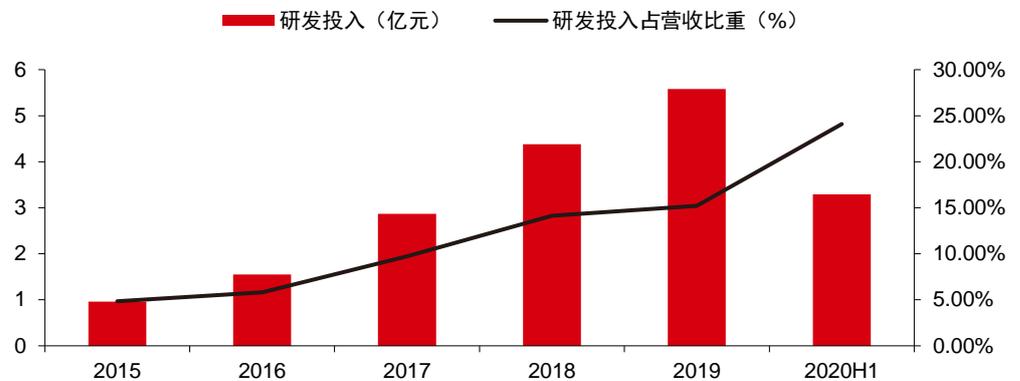


资料来源：公司官网，中信证券研究部

公司前期已前瞻性加大研发投入多年，占据技术高点。公司自 2016 年开启国际化战略起，不断加码研发，2015 年至 2019 年，公司研发投入由 0.96 亿元大幅提升至 5.58 亿元，占营业收入比重由 4.84% 提升至 15.22%，2020 年上半年达到 24.09%。随着公司云

POS 产品的推出及新一代云 PMS 产品的即将面世，公司前瞻性的高研发投入已取得了显著成效，公司将由高速研发期渐向销售推广期过渡。

图 8：石基信息历年研发投入及占营收比重



资料来源：公司财报，中信证券研究部

目前公司整体解决方案能力已经完备，云产品技术全球领先。公司前期的国际化投入与收购，除了扩充客户资源及产品生态，最为关键的一点是通过技术的融合，提升公司的整体解决方案能力，为公司实现技术赋能。随着从代理向产品自研的持续推进，目前公司已经具备酒店行业的整体解决方案能力，传统软件已颇具行业竞争力，云产品技术更达到全球领先，对同行业公司形成了较大的代差优势。

图 9：石基信息已形成提供完整解决方案的能力



资料来源：石基信息微信公众号

■ 问题 1：石基云 POS 产品的成功有何借鉴意义？

酒店餐饮信息系统（POS）是酒店管理系统的重要组成部分之一，承担预订、迎宾、点菜、厨房打印、收银、库存管理、成本及销售核算等多项功能。2003 年，石基开始对 Oracle（Micros）的 POS 产品进行代理，标志着公司正式涉足 POS 产品领域。

启示 1：细化产品线以适应不同客户需求

石基不断细化 POS 产品线以增强不同规模客户的适配性。自 2007 年起，公司先后收购整合面向全球高端餐饮业客户的 Infrasy International Ltd、面向国内大型连锁餐饮客户的正品贵德、以及面向中低端连锁餐饮客户的思迅软件，并持续推出多样化智能餐饮信息产品。产品线的细分化和定制化不仅可以避免“单一化”产品过于笨重的缺点，也可以使细分产品在功能和价格上更贴合某类客户群体的具体需求。

表 4：石基 POS 业务收购路径及相关子公司基本情况

被收购子公司	时间	注册地	面向客户	品牌	推出产品
Infrasy International Ltd	2007 年	中国香港	全球高端酒店及高端连锁社会餐厅客户	现化	Gourmate 网上餐饮管理系统、Infrasy HQ 连锁餐饮集团总部管理系统、Central Menu 连锁餐饮集团中央菜谱管理系统、Pay@table 应用等
正品贵德	2011 年	中国上海	国内大型连锁餐饮客户	正品	餐饮业人力资源管理系统、正品 G9 平台、基于 B/S 架构的正品 G9 供应链系统等
思迅软件	2014 年	中国深圳	餐饮全业态；中低端连锁餐饮客户	思迅	思迅系列、美食家系列、eShop 系列等

资料来源：公司年报，中信证券研究部

启示 2：海内外全面布局以扩展销售服务渠道

石基分别通过与 O2O 平台合作以及设立海外办公室的方式拓展海内外市场。在国内市场，公司积极响应国家“互联网+”战略，大力推进与腾讯、阿里巴巴等“O2O”平台的合作拓展，完成了与上千家餐厅和酒店的支付对接；在海外市场，公司在中国香港、新加坡、马来西亚等地设立了多个 Infrasy 海外办公室，在东南亚地区率先完成百余家餐厅的云 POS 系统落地计划。与海外的消费信息服务提供商相比，立足于中国的石基在国际化布局上略有先天劣势。积极布局海外将为产品积累前期技术研发和后期销售网络的双重优势资源。

表 5：石基 Infrasy 海外办公室设立情况

国家/地区	名称
中国香港	Infrasy International Ltd（已于 2018 年更名为石基信息技术（香港））
	Pos Master Ltd
	Infrasy (HK) Ltd
新加坡	Infrasy Singapore Pte Ltd
马来西亚	Infrasy Malaysia Sdn Bhd

资料来源：公司年报，中信证券研究部

启示 3：建立云产品技术壁垒以增加高净值客户黏性

石基的云 POS 产品经过多年的研发深耕，与同行业相比已具有性能上的显著优势。得益于多年深耕 POS 产品研发的丰富经验，作为 POS 业务核心的子公司 InfrasyS 于 2013 年首次推出了采用云技术的 POS 餐饮管理系统“Hero”。此后，石基持续优化 InfrasyS 云 POS 产品，并于 2017 年推出了最新一代的升级版云平台 POS 系统“InfrasyS Cloud”。

与传统 POS 产品相比，石基的云 POS 产品 InfrasyS Cloud 拥有轻便的云平台 and 开放的 API 接口。在商家端，InfrasyS 可以进行模块化系统升级和对接，并提供报表定制、中央化管理等一系列服务以提升员工效率；在顾客端，InfrasyS 能简化流程，为顾客提供绝佳的消费和入住体验。

图 10：InfrasyS Cloud 云餐饮管理平台



资料来源：公司官网

石基云 POS 产品树立行业标杆，获国际知名酒店集团认可。经过严格测试与评标，InfrasyS Cloud 被认证为多家全球知名国际酒店集团的下一代云餐饮管理系统，并成功为洲际、凯悦、半岛、马可波罗等国际高端酒店集团以及超过 7,000 家餐厅提供餐饮服务解决方案。石基云 POS 产品凭借其优良的性能有效提高了客户使用满意度，加强客户的依赖性和再消费期望值，有望逐步建立高客户黏性。

图 11：石基信息与洲际酒店集团共庆 Infrasy Cloud 上线 100 家酒店（2019 年 5 月）



资料来源：石基信息微信公众号

图 12：Infrasy 餐厅、酒店及项目安装经验



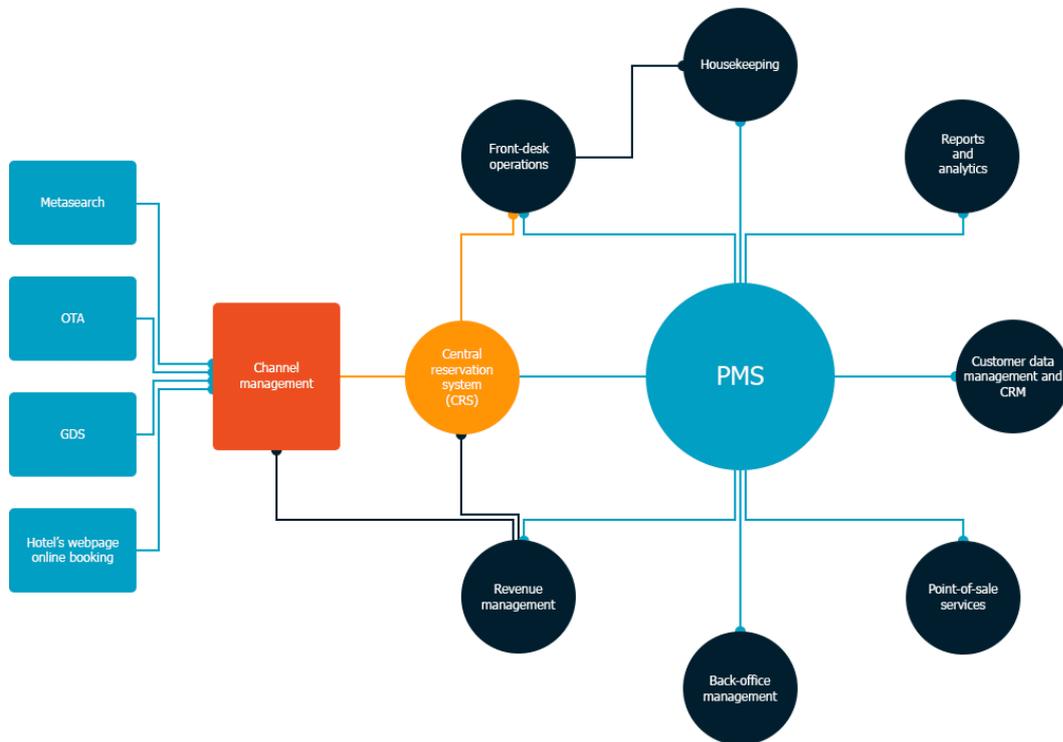
资料来源：Infrasy 官网

■ 问题 2：石基新一代云 PMS 产品有何独特优势？

What：优势众多的云 PMS 究竟为何方神圣？

酒店管理系统不可或缺，PMS 扮演核心角色。随着全球酒店旅游业的快速增长，拥有一套综合性的酒店管理系统是酒店行业的必然选择。PMS 系统作为酒店运营最基本的必备系统，不仅能够及时准确地反映酒店当前的房源状态并实现房客预订入住等一系列操作，还能提供各方面的报表且利用数据进行统计分析。此外，PMS 还承担了与其他功能模块进行交互、整合的重要任务，在酒店经营和管理中扮演关键角色。

图 13：PMS 在酒店管理系统中扮演核心角色



资料来源：AskSuite

云 PMS 较传统 PMS 软件优势众多，PMS 云化进程势在必得。在互联网场景之下的大数据时代，为了建立更好的酒店管理生态系统，实现系统稳定、功能交互、数据掌控等多重目标，PMS 云化进程早已提上日程。相较于传统 PMS 软件，云 PMS 系统主要能从客户体验、系统功能、数据利用及成本效率四个层面为酒店管理系统带来诸多便利。

在客户体验层面，越来越多的消费者正使用手机等移动设备进行酒店预订、入住、离店等一系列操作。传统 PMS 软件基于 C/S 架构，只能在专用网络下使用而无法向互联网 C 端进行开放；云 PMS 基于 B/S 架构，可以在互联网下通过浏览器进行访问，从而使得消费者使用移动设备进行酒店预订等操作成为可能。

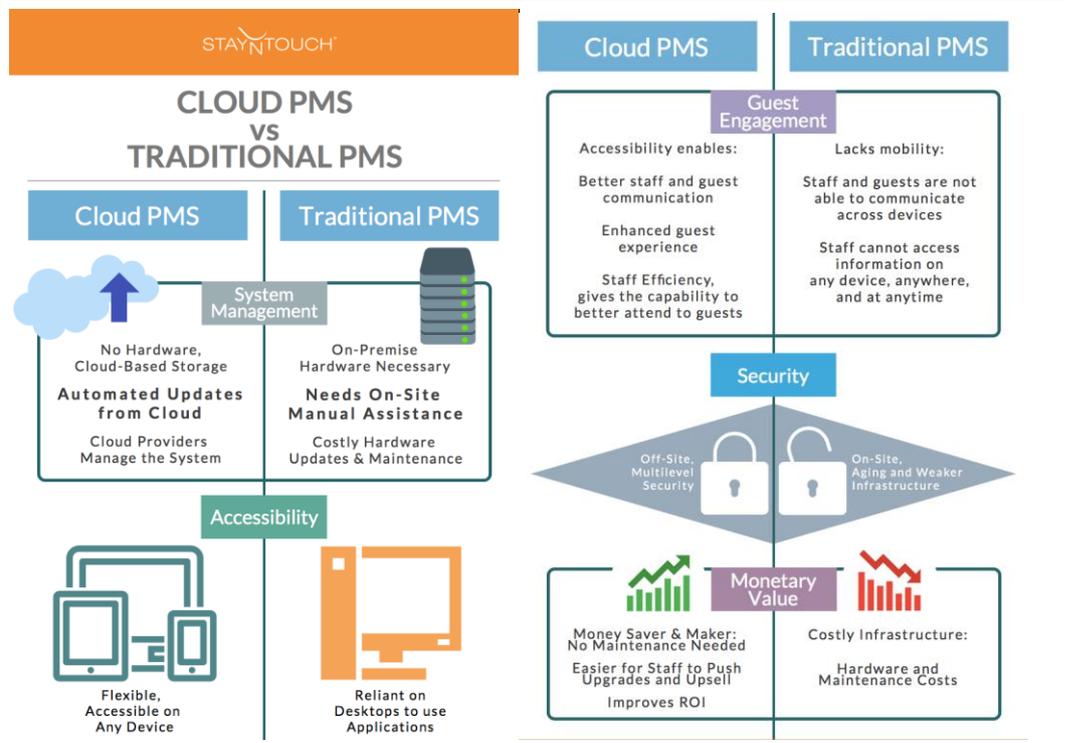
在系统功能层面，随着酒店管理系统所需功能的日益丰富，PMS 需要随时准备迎接新的功能模块加入。传统 PMS 只能通过打补丁来实现新模块的安装，长期容易造成系统速度变慢等诸多问题；云 PMS 拥有较为开放的 API，可以随时远程更新功能模块，运行效率不受影响。在酒店集团化加速的大背景下，云 PMS 的灵活性也为大型品牌酒店对收购的中小型酒店需要进行管理系统的快速整合提供了可能。

在数据利用层面，云计算大数据的飞速发展对酒店对数据的掌控提出了要求。对于酒店来说，房客信息包含基本身份信息和消费行为信息，前者需要酒店进行保密存储，后者则可以被挖掘、处理、分析，来为酒店经营决策提供参考，而这正需要云系统作为基础平台。

在成本效率层面，SaaS 云端部署具有可伸缩特性，使云 PMS 脱离了 C/S 架构的限

制，服务器架构的部署成本将得到节省。此外，云 PMS 也能提高酒店的运营效率。以库存管理为例，在未转云之前，酒店库存需要分别存放在每个酒店；在转云之后，酒店可以通过云系统对存放于集中地点的库存进行统一管理，大量仓库及相关人力成本都能省去。

图 14：云 PMS 与传统 PMS 软件对比



资料来源：S 官网

How：抢占市场先发优势为云 PMS 厂商的战略重点

市场竞争格局较为分散，行业格局有望调整。目前，全球 PMS 市场仍处于竞争分散状态，尚未出现真正的行业龙头。除石基外，全球 PMS 市场中的主要玩家还包括 Oracle、Infor、Protel 等。石基及 Oracle 等欧美厂商凭借产品本地化及服务网络优势，已缔造出一系列成功的客户案例。

表 6：石基与其主要竞争对手的基本情况

厂商	石基	Oracle (Micros)	Infor	Protel
成立时间	1998 年	1977 年	2002 年	1994 年
推出云 PMS 的时间	2014 年	2012 年	2013 年	2011 年
主要功能	客房管理、餐饮管理、声誉管理、移动支付解决方案等	客房管理、客户数据管理、预定服务、分销服务、数据汇报和分析等	酒店收入管理、客户体验管理、人力资源管理、财务管理、资产管理等	客房管理、客户数据管理、移动设备界面服务、预定服务等
服务酒店家数	13,000+	40,000+	20,000+	14,000+
成功案例	Marriott International、Hyatt、Schloss Elmau 等	Dalata、Hotel Julian、Montage、Europa Park 等	Accor APAC、Carlson APAC、Fitzpatrick、Foxwoods 等	Best Western、Ghotel、Zeus、Grecotel 等

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

技术复杂性和成本高昂性凸显先发优势的关键性。由于行业技术壁垒较高，云 PMS 行业的市场竞争将在行业内的成熟厂商之间进行。酒店管理系统具有复杂性和成本高昂性，因此系统的频繁更换是近乎不可能的。对于市场的现有玩家来说，确保公司云 PMS 业务及整体酒店管理系统业务后续成功的关键即是如何率先成功研发出稳定可行的云 PMS 系统，并获得大型酒店集团客户的订单以取得先发优势。

Why: 标杆落地+产品优势+全球布局，石基新一代云 PMS 产品未来可期

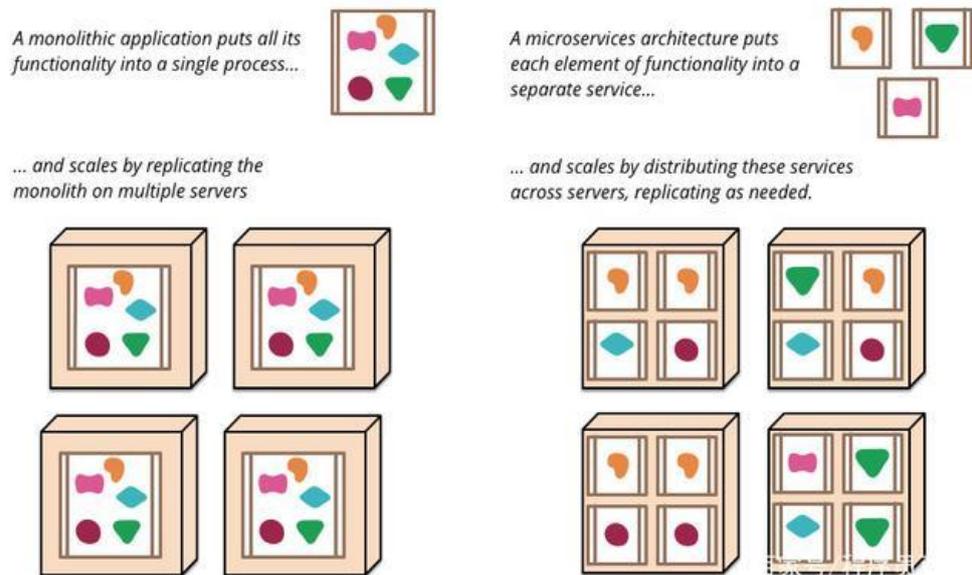
石基新一代云 PMS 标杆案例落地，于国际知名酒店集团层面整体落地，预计未来海外 MRR 有望同比快速增长。公司全资子公司石基新加坡于 2020 年 9 月 13 日与香港上海大酒店管理服务有限公司（HSH 集团）签订服务协议（MSA），约定公司将为 HSH 集团旗下半岛酒店以 SaaS 服务的方式提供新一代云架构的企业级酒店信息管理系统 Shiji Enterprise Platform。此次签约的 HSH 集团在亚洲、美国及欧洲等地拥有并经营十余间半岛酒店（全球闻名的顶级奢华酒店品牌），协议约定，HSH 旗下半岛酒店及集团将全部使用石基新一代产品，其中北京王府半岛酒店将为第一个切换的酒店。我们认为，此次签约是云 PMS 产品在集团层面的整体落地，其标杆作用远大于国际知名酒店集团的单体酒店落地。从区域看，亚洲（此次标杆落地）、欧洲（前期测试）有望成为云 PMS 的优先推广地区，未来随着疫情改善和商业活动恢复公司望进一步拓展美洲市场。此次石基为半岛酒店提供的服务包括酒店集团的核心业务管理系统以及相对应的软硬件产品、支持、培训、咨询等服务，由石基整体负责完成其现有酒店信息管理系统（PMS）和中央预订系统（CRS）的替换，体现了石基新一代云 PMS 系统的性能优势及为厂商带来的高客户粘性。此外，半岛酒店及集团全部使用石基新产品的 SaaS 模式并按每间房每个月支付使用费（PRPM），SaaS 模式收费时间上细化至月、收费单位细化至间，较其他垂直领域更大程度发挥了 SaaS 模式优势。

产品优势拉大，与国际同行相比拥有四大显著优势。目前，酒店管理系统市场中的各大厂商正在加速云化 PMS 进程，推出了各自的云 PMS，并与客户合作进行测试和改良。与 Oracle、Infor 等欧美厂商相比，石基的云 PMS 产品在处理架构、定制化、研发进程及产品专业度等方面均拥有独特的优势。

从产品架构来看，石基的云 PMS 产品是基于其从 2014 年起不断迭代更新的原生云架构，可以并行处理订单，提高运行效率；以 Oracle 的 Opera Cloud 为代表的海外厂商的云 PMS 产品基于的仍是旧的 IT 架构，按顺序处理数据，灵活性和效率欠佳，在数据流量猛增时可能会随时崩溃。

从定制化产品服务看，石基的云 PMS 产品采用的“微服务”结构，将功能模块细分为几百个可以自带数据库的应用，方便模块化灵活定制，让业务流程管理更集约、高效。石基通过“微服务”结构成功建立起了行业技术壁垒。此外，石基还建立了专门的工程师团队来为客户提供及时的定制化服务。

图 15：传统单一结构和微服务结构对比



资料来源：CSDN

从研发进程来看，目前石基已完成了针对国际高端酒店集团的云 PMS 系统研发，并已在一些小型酒店进行测试，达到了可正式发布的水平。而 Oracle、Infor 等厂商的云 PMS 系统在与客户的测试过程中并未取得理想成效，在产品性能方面与石基有一定差距。

从产品专业度来看，石基通过收购和自研形成了适配于不同背景、规模客户的完整 PMS 产品线，包括针对国内高端酒店的 Cambridge、针对国内中端酒店的 XMS（西软）、针对国际中小型客户的 Hetras、针对移动端的 StayNTouch 等多类产品。石基即将发布的新一代云 PMS 是专门为国际高端酒店所设计的，适应性和专业性极高。而 Oracle 仅拥有 Opera Cloud 单个云系统，Infor 和 Protel 也通过单个云 PMS 系统以满足不同客户群体对不同酒店管理模块的需求，系统灵活性和专业度欠佳。

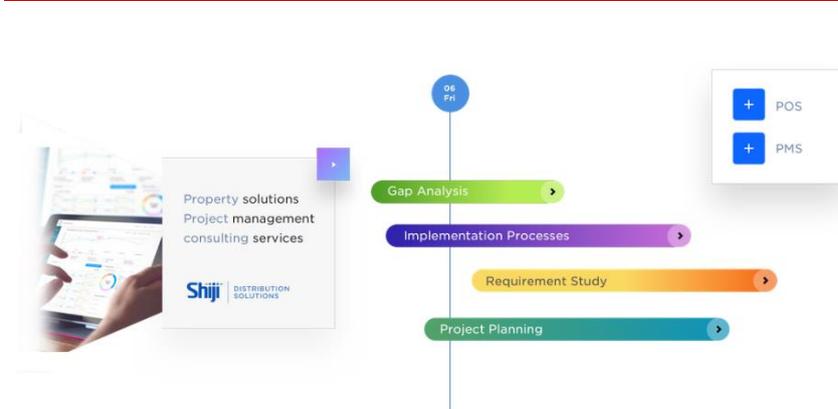
图 16：石基和 Oracle 云 PMS 产品介绍



资料来源：石基信息官网，中信证券研究部

石基加速全球化布局，专注提供云 PMS 定制化服务。虽然与 Oracle、Infor、Protel 等欧美厂商相比，石基在全球网络布局稍有先天劣势。但近年来，石基已通过设立海外办公室和收购海外子公司的方式将业务网络拓展到重要欧美市场。公司已在中国和美洲建立起技术娴熟和相应迅速的本地团队，为客户提供项目实施、管理以及 PMS、ORS 和 POS 支持等一系列专属定制化服务。

图 17：石基专业服务体系



资料来源：石基信息官网

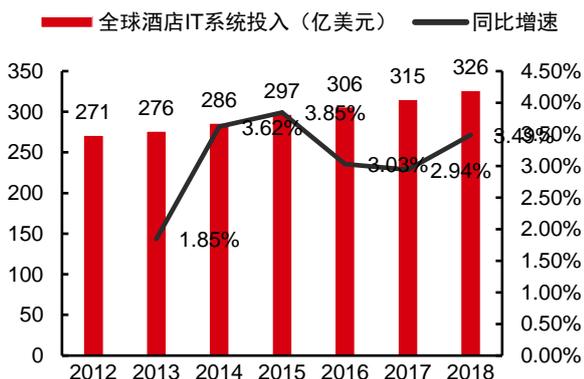
完全转型自主研发，石基云 PMS 产品未来可期。2020 年 3 月 2 日，石基发出公告正式宣布将停止续约其与 Oracle 的产品代理合约。石基起源于对 Oracle 产品的代理服务，成长于酒店管理系统的自主研发。虽然 Oracle 代理合约的停止续约会给石基的收入和利润带来短期的负面影响，但长期来看，石基突出的产品和服务优势使其有望替代 Oracle 等老牌国际厂商，成为云 PMS 服务商的国际行业龙头。

问题 3：石基 SaaS 模式未来市场空间究竟有多大？

行业纵览：酒店业软件投入持续增长，市场提升空间巨大

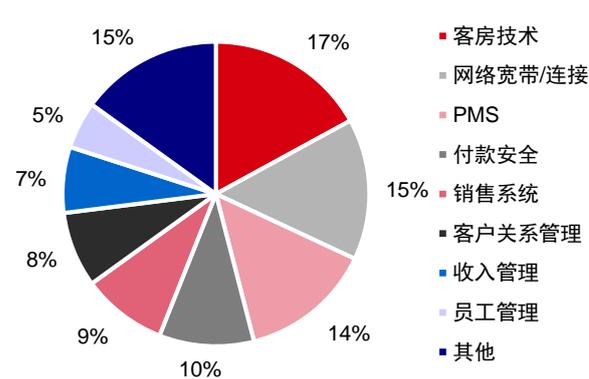
酒店云 PMS 市场方兴未艾，市场规模巨大。根据 Grant Thornton 数据显示，2018 年全球酒店 IT 系统投入约为 326 亿美元，包括客房技术、网络宽带与连接、PMS、付款安全、销售系统等多个细分领域。若 PMS 投入额比例为 15%-25%，那么 PMS 市场规模为 50-80 亿美元。若未来酒店全部云化之后，数据带来的增量价值会更大，因此未来全球云 PMS 市场空间至少在 50-80 亿美元。

图 18：2012-2018 年全球酒店 IT 系统投入及增速



资料来源：Grant Thornton，中信证券研究部

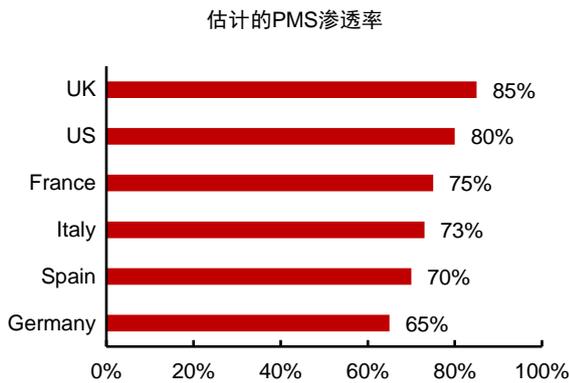
图 19：酒店 IT 投入细分领域占比



资料来源：Grant Thornton，中信证券研究部

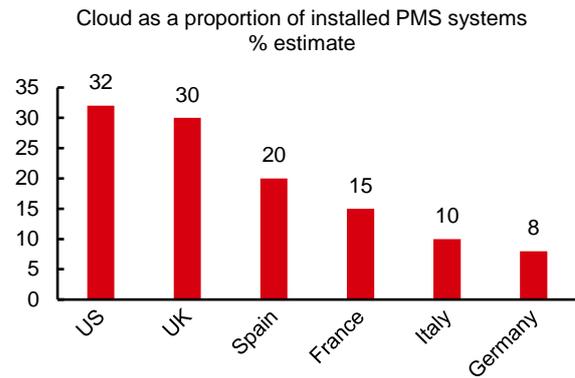
云 PMS 市场渗透率提升空间广阔，有望成为新业务增长点。根据 Grant Thornton 数据，PMS 在欧美发达国家的渗透率较高。其中，英国和美国的渗透率最高，分别达到 85% 和 80%。目前，欧美发达国家使用云 PMS 的总体比例约为 20%，提升空间较大。石基新一代产品将立足中国，同时不断向欧美市场拓展，争夺云 PMS 市场，有望给公司带来新的业务增长点。

图 20: 2017 年 IT 系统 PMS 渗透率



资料来源: Grant Thornton, 中信证券研究部

图 21: 2017 年云 PMS 系统占传统 PMS 市场比例



资料来源: Grant Thornton, 中信证券研究部

中期聚焦: 高端品牌酒店为首批转云主力, 短期潜在规模超 8 亿美元

云 PMS 客户群体集中于高端品牌酒店集团。Grant Thornton 报告表明, 酒店是否采用 PMS 系统主要由酒店规模、酒店类型、酒店星级、入住率以及在线预订系统五大因素决定。因此, 石基的新一代云 PMS 系统中期看最有可能获取的订单集中于 Top20 国际高端酒店集团或国际综合型酒店集团的高端酒店线。

表 7: 酒店采用 PMS 系统的决定性因素

决定因素	具体解释
酒店规模	拥有少于 20 间客房的酒店拥有 PMS 的可能性要小得多, 更可能选择使用手动或者电子表格管理预定, 而大型酒店房间数大于 100 的 PMS 渗透率接近 100%。
酒店类型	连锁酒店更有可能跨站点安装 PMS, 而通常家庭式独立酒店采用 PMS 的概率更小。
酒店星级	三星级及以上类别的 PMS 渗透率更高, 四星级和五星级酒店更有可能提供更完备的设施, 如餐厅、水疗中心、会议, 这也增加了对管理软件的需求。
入住率	较低入住率的酒店, 比如小于 30%, 如季节性酒店, 其将资本投入 PMS 减少的可能性较小。
在线预订系统	驱动 PMS 渗透率提升的关键因素之一

资料来源: Grant Thornton, 中信证券研究部

表 8: 可能成为石基新一代云 PMS 系统客户的 Top20 酒店集团

排名	酒店集团	总部所在地	2018 年酒店数 (家)	2018 年房间数 (间)	备注
1	万豪国际	美国	6,906	1,317,368	
2	锦江国际集团	中国上海	8,715	941,794	高端线占比 20%
3	希尔顿	美国	5,685	912,960	
4	洲际酒店集团	英国	5,603	836,541	
5	温德姆酒店集团	美国	9,157	809,900	
6	雅高酒店集团	法国	4,780	703,806	
7	精选国际酒店集团	美国	7,021	569,108	高端线占比 30%
9	华住酒店集团	中国上海	4,230	422,747	高端线占比 30%
10	北京首旅	中国北京	4,049	397,561	高端线占比 20%
11	贝斯特韦斯特酒店集团	美国	3,618	295,849	
13	凯悦酒店集团	美国	852	208,297	

排名	酒店集团	总部所在地	2018 年酒店数 (家)	2018 年房间数 (间)	备注
17	Aimbridge 酒店	美国	834	102,786	
19	红狮酒店集团	美国	1,327	85,700	高端线占比 20%
20	美利亚酒店集团	西班牙	329	83,253	

资料来源: Hotels 杂志, 各集团年报, 中信证券研究部

中期来看,石基云产品在 TOP 20 酒店集团高端酒店部分的潜在收入规模超 8 亿美元。根据知名酒店集团披露的细分酒店线信息,我们选取 TOP 20 酒店集团的 14 家高端酒店集团的高端房间共计约 585.4 万间,以每房间每年 540 美元的单价计算,该部分市场容量可达 31.61 亿美元/年,假设石基在美洲渗透率达 20%、EMEA 和亚太渗透率达 35%,石基每年在 TOP20 酒店集团高端酒店部分可获得潜在收入规模约为 8.12 亿美元,约合 56.84 亿人民币。

表 9: 石基 TOP20 酒店集团高端酒店部分潜在收入规模测算

酒店集团所在地	集团数	高端线房间数 (千间)	美洲业务占 比/房间数	EMEA 业务占比/ 房间数	亚太业务占比/ 房间数
美国	8	3,835	80%	10%	10%
			3068	383.5	383.5
欧洲	3	1,624	35%	15%	50%
			568.4	243.6	812
亚太	3	395	-	-	100%
			-	-	395
合计	14	5854	3636.4	627.1	1590.5
市场规模测算					
单价(美元; 每年每房间)				540	
市场规模(亿美元)			19.64	3.39	8.59
			31.61 亿美元		
石基渗透率			20%	35%	35%
石基潜在年费市场规模 (百万美元)			3.93	1.19	3.01
合计: 8.12 亿美元, 约 56.84 亿人民币 (美元人民币汇率按 1: 7 折算)					

资料来源: 各酒店集团年报, 中信证券研究部测算

表 10: 石基酒店管理系统细分产品价格情况

产品	费用(美元; 每年每房间)	
	品牌酒店	非品牌酒店
云 PMS	200	100
云 POS	70	40
云 CRS	70	40
大数据服务(声誉管理、客户需求管理等)	200	100
总计	540	280

资料来源: 中信证券研究部测算

长期展望：酒店集团化趋势助力天花板提升，长期潜在规模可超 12 亿美元

除了全球 TOP 20 酒店集团高端房间外，未来石基有望进一步获取 Top50 酒店集团中高端订单，持续打开全球市场。石基新一代云 PMS 产品在欧洲测试上线的部分酒店及此次标杆落地的半岛酒店，属于偏中高端酒店，石基对此类客户亦具备较高的可获得度，在首批订单完成后，石基有望逐步获取 Top20 酒店集团中的中端线以及 Top20-50 酒店集团的云 PMS 订单。以 30%的综合渗透率和 280 美元每年每房间的单价测算，石基在 Top20 酒店集团中的中端线以及 Top20-50 酒店集团可获得的云 PMS 市场规模约为 3.89 亿，结合 TOP 20 酒店集团潜在收入规模，石基长期有望获取的市场规模总量为 12 亿美元左右，约合人民币 84 亿元。

表 11： 20 酒店集团中端酒店以及 20-50 酒店集团中高端酒店规模测算

排名	类型	房间数（千）	石基综合渗透率	单价（美元；每年每房间）	石基可获取的市场规模（亿美元）
20	中端	3,109			2.61
20-50	高端	763	30%	280	0.64
20-50	中端	756			0.64
上述合计					3.89
与中期订单总计					12.01 亿美元

资料来源：Hotels 杂志，各集团年报，中信证券研究部

长期来看，酒店集团化和以酒店为核心的大消费解决方案完整化趋势，有望打开石基长期收入增长空间。随着酒店集团化趋势的持续深入，品牌酒店对非品牌酒店的收购步伐日渐加快，Top20 及 Top50 酒店的整体规模将不断扩大。在中短期建立起的客户忠诚度的基础上，石基不断完善打磨深化以酒店为核心的大消费领域整体解决方案，长期客户和市场优势有望进一步扩大。

表 12：国际知名酒店集团近年收购事件

时间	事件
2017 年 12 月	洲际酒店集团收购 White Lodging 的 82 家高级品牌、精选和全方位服务酒店以及一家餐厅
2018 年 3 月	洲际酒店集团以 3,900 万美元的价格收购奢华酒店品牌丽晶酒店 51% 的股权
2018 年 4 月	雅高酒店集团以 5.65 亿美元收购 Movenpick
2018 年 6 月	温德姆酒店集团以 26.8 亿美元的价格完成对 La Quinta 酒店的收购
2018 年 10 月	凯悦酒店集团以 5 亿美元收购 Two Roads Hospitality
2019 年 1 月	华住酒店集团收购德意志酒店集团 100% 股权
2019 年 2 月	洲际酒店集团以 3 亿美元收购全球顶级奢华度假酒店——六善养生及酒店集团

资料来源：和讯，每日旅游新闻，中信证券研究部

■ 风险因素

- (1) 疫情持续影响酒店业；(2) 云 PMS 推广不及预期；(3) 云产品迭代不及预期。

■ 盈利预测与估值评级

盈利预测

信息管理系统业务是公司的主要业务，覆盖**酒店、餐饮、商业流通和旅游休闲**四个领域并涵盖支付过程，有望受益于下游业务信息化及云化需求拉动持续增长：

(1) 酒店信息管理系统：酒店信息管理系统是公司发展的基石，公司拥有丰富的优质客户源。2020年受到疫情影响较大，随着公司持续投入新一代酒店信息系统云PMS产品的研发并且已初步落地，后续进入快速推广期将带动增速提升。我们预计2020-2022年公司该业务收入同比增长-4%/16%/11%；

(2) 社会餐饮信息管理系统：受益于云POS产品成熟及持续推广，有望持续较快增长。我们预计2020-2022年公司该部分收入同比增长10%/13%/12%；

(3) 支付系统：基于近年公司支付系统业务新签项目数的变化，我们预计2020-2022年该业务收入同比增长0%/5%/5%；

(4) 商品流通管理系统：公司与阿里在新零售领域保持深度合作，成立石基零售加强新零售产品的研发投入，借助阿里的强大平台新零售业务有望快速发展。我们预计2019-2021年公司该业务收入同比增长0%/10%/10%；

(5) 旅游休闲系统：公司逐步开展优质旅游管理系统公司的收购，整合后可与传统业务形成协同效应，有望实现快速发展。我们预计2020-2022年该业务收入同比增长-10%/15%/10%。

表 13：石基信息经营模型（单位：百万元）

产品收入拆分	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总营业收入	3,097.52	3,662.54	3,618.99	4,017.46	4,403.83
同比	4.60%	18.24%	-1.19%	11.01%	9.62%
毛利率	44.91%	43.54%	42.02%	43.19%	44.39%
1、酒店信息管理系统业务	1,061.92	1,104.54	1,060.36	1,230.02	1,389.92
同比	16.6%	4.0%	-4.0%	16.0%	13.0%
毛利率	67.23%	59.89%	57.0%	59.0%	61.0%
2、社会餐饮信息管理系统业务	90.61	101.76	111.93	126.48	141.66
同比	-26.9%	12.3%	10.0%	13.0%	12.0%
毛利率	68.76%	69.91%	66.0%	65.0%	65.0%
3、支付系统业务	111.89	138.54	138.54	145.47	152.75
同比	-5.4%	23.8%	0.0%	5.0%	5.0%
毛利率	83.66%	77.67%	75.0%	75.0%	75.0%
4、商业流通管理系统业务	631.84	664.70	664.70	731.17	804.29
同比	16.7%	5.2%	0.0%	10.0%	10.0%
毛利率	68.86%	65.74%	66.0%	66.0%	66.0%

产品收入拆分	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
5、旅游休闲系统业务	39.77	45.76	41.19	47.36	52.10
同比	77.5%	15.1%	-10.0%	15.0%	10.0%
毛利率	68.27%	64.65%	65.0%	65.0%	65.0%
6、第三方硬件配套业务	1,150.24	1,091.64	1,037.06	1,088.91	1,132.47
同比	-6.8%	-5.1%	-5.0%	5.0%	4.0%
毛利率	4.55%	10.29%	8.0%	8.0%	8.0%
7、自有智能商用设备		496.11	545.72	627.58	709.16
同比			10.0%	15.0%	13.0%
毛利率		33.39%	33.0%	33.0%	33.0%
8、其他业务	11.25	19.48	19.48	20.45	21.48
同比	8.3%	73.2%	0.0%	5.0%	5.0%
毛利率	58.34%	50.64%	52.0%	52.0%	52.0%

资料来源: wind, 中信证券研究部预测

根据目前下游需求及行业竞争格局, 结合公司经营状况, 我们维持公司 2020/2021/2022 年营业收入预测 36.19/40.17/44.04 亿元, 净利润预测 3.71/5.09/6.23 亿元, 对应 EPS 预测为 0.35/0.48/0.58 元。

表 14: 石基信息盈利预测

项目/年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,097.52	3,662.54	3,618.99	4,017.46	4,403.83
营业收入增长率	5%	18%	-1%	11%	10%
净利润(百万元)	463.48	368.02	371.28	508.62	623.04
净利润增长率	11%	-21%	1%	37%	22%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.43	0.34	0.35	0.48	0.58
毛利率%	45%	44%	42%	43%	44%
净资产收益率 ROE%	5.58%	4.27%	4.15%	5.40%	6.24%
每股净资产(元)	7.77	8.05	8.36	8.80	9.33
PE	71	90	88	64	53
PB	4	4	4	3	3

资料来源: wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 9 月 14 日收盘价

估值评级

可比公司估值。选取国内软件领域产品化程度相对较高的公司作为可比公司, 包括卫宁健康、用友网络、安恒信息、深信服、汇纳科技、创业慧康, 可比公司 2020-2022 年平均 PS 分别为 13.07x/9.82x/7.56x, 我们给予公司 2020 年 PS 13X, 对应市值 470 亿, 对应目标价 43.89 元, 维持“增持”评级。

表 15: 石基信息可比公司估值

公司简称	最新市值 (亿元)	2020E 营收 (亿元)	2021E 营收 (亿元)	2022E 营收 (亿元)	2020E PS (x)	2021E PS (x)	2022E PS (x)
卫宁健康	423.35	24.94	32.75	42.56	16.97	12.93	9.95
用友网络	1250.76	97.80	117.73	143.91	12.79	10.62	8.69
深信服	837.58	59.67	80.89	108.44	14.04	10.36	7.72

公司简称	最新市值 (亿元)	2020E 营收 (亿元)	20201E 营收 (亿元)	2022E 营收 (亿元)	2020E PS (x)	2021E PS (x)	2022E PS (x)
安恒信息	192.65	13.65	19.51	27.14	14.12	9.87	7.10
汇纳科技	43.70	4.14	5.84	7.48	10.56	7.48	5.84
创业慧康	188.91	19.02	24.56	31.32	9.93	7.69	6.03
平均					13.07	9.82	7.56

资料来源：wind，中信证券研究部

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,098	3,663	3,619	4,017	4,404	货币资金	5,768	5,211	5,356	6,124	6,280
营业成本	1,707	2,068	2,098	2,282	2,449	存货	333	382	388	411	429
毛利率	44.91%	43.54%	42.02%	43.19%	44.39%	应收账款	465	634	579	583	572
营业税金及附加	25	29	28	32	35	其他流动资产	396	421	409	414	414
销售费用	229	317	304	329	352	流动资产	6,962	6,647	6,731	7,531	7,696
营业费用率	7.39%	8.64%	8.40%	8.20%	8.00%	固定资产	320	315	293	272	250
管理费用	551	789	724	743	793	长期股权投资	426	329	323	317	311
管理费用率	17.77%	21.55%	20.00%	18.50%	18.00%	无形资产	665	925	1,132	1,344	1,545
财务费用	(159)	(249)	(116)	(118)	(128)	其他长期资产	1,854	2,690	2,821	2,933	3,035
财务费用率	-5.15%	-6.80%	-3.21%	-2.93%	-2.90%	非流动资产	3,266	4,259	4,569	4,866	5,141
投资收益	57	0	30	35	35	资产总计	10,228	10,907	11,301	12,396	12,837
营业利润	602	487	440	599	730	短期借款	0	0	0	378	0
营业利润率	19.43%	13.30%	12.15%	14.92%	16.59%	应付账款	135	281	294	342	392
营业外收入	8	10	12	14	16	其他流动负债	1,160	1,265	1,267	1,403	1,527
营业外支出	3	3	4	3	4	流动负债	1,296	1,546	1,561	2,123	1,919
利润总额	607	494	448	610	743	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	64	28	26	35	43	其他长期负债	40	39	39	39	39
所得税率	10.62%	5.76%	5.76%	5.76%	5.76%	非流动性负债	40	39	39	39	39
少数股东损益	79	97	51	66	77	负债合计	1,336	1,585	1,600	2,162	1,958
归属于母公司股东的净利润	463	368	371	509	623	股本	1,067	1,070	1,071	1,071	1,071
净利率	14.96%	10.05%	10.26%	12.66%	14.15%	资本公积	4,074	4,119	4,119	4,119	4,119
						归属于母公司所有者权益合计	8,309	8,614	8,943	9,410	9,977
						少数股东权益	583	707	758	824	901
						股东权益合计	8,892	9,321	9,701	10,234	10,879
						负债股东权益总计	10,228	10,907	11,301	12,396	12,837

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	607	494	448	610	743
所得税支出	-64	-28	-26	-35	-43
折旧和摊销	125	158	22	22	22
营运资金的变化	-132	-70	76	153	166
其他经营现金流	-36	-24	-146	-153	-163
经营现金流合计	499	528	373	596	725
资本支出	-238	-381	-206	-212	-201
投资收益	57	0	30	35	35
其他投资现金流	1,006	-2,157	-125	-105	-96
投资现金流合计	825	-2,538	-301	-283	-262
发行股票	0	82	0	0	0
负债变化	227	0	0	378	-378
股息支出	-107	-107	-43	-41	-56
其他融资现金流	2,811	-104	116	118	128
融资现金流合计	2,931	-128	74	454	-306
现金及现金等价物净增加额	4,256	-2,138	145	768	157

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	4.60%	18.24%	-1.19%	11.01%	9.62%
营业利润增长率	21.17%	-19.07%	-9.75%	36.30%	21.88%
净利润增长率	10.61%	-20.60%	0.89%	36.99%	22.49%
毛利率	44.91%	43.54%	42.02%	43.19%	44.39%
EBITDA Margin	18.92%	10.98%	8.36%	11.14%	12.71%
净利率	14.96%	10.05%	10.26%	12.66%	14.15%
净资产收益率	5.58%	4.27%	4.15%	5.40%	6.24%
总资产收益率	4.53%	3.37%	3.29%	4.10%	4.85%
资产负债率	13.06%	14.54%	14.16%	17.44%	15.26%
所得税率	10.62%	5.76%	5.76%	5.76%	5.76%
股利支付率	23.00%	11.63%	11.00%	11.00%	11.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

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；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	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.（金融服务牌照编号：350159）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；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 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，作为研究分析商的 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 及 35 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) 086/12/2019。

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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升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。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

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 2020 版权所有。保留一切权利。