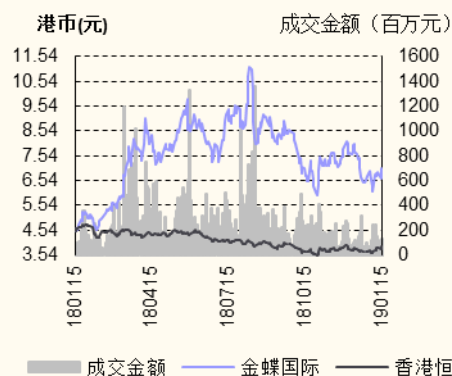


市场数据(港币)

收盘价(元)	7.050
流通港股(百万股)	3,300.19
总市值(百万元)	23,266.31
年内股价最高最低(元)	11.100/4.510
香港恒生指数	26830.29



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	0.57	-23.29	56.32
相对香港恒生	-4.87	-17.34	70.71

相关报告

- 《三力驱动，云领未来-《2018-11-15 港股公司深度研究》》，2018.11.16

罗露

联系人
luolu@gjq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjq.com.cn

联合 WPS 强化 OA 布局，业务生态进一步完善

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	2303	2767	3438	4462
同比增长	23.7%	20.1%	24.3%	29.8%
母公司股东溢利(百万)	310	372	451	581
同比增长	12.0%	15.1%	21.1%	29.0%
毛利率	81.5%	81.8%	82.1%	82.8%
每股收益	0.09	0.11	0.14	0.18
每股经营现金流	0.25	0.32	0.33	0.34
市盈率(倍)	64.6	53.8	44.4	34.5

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 1月14日，金蝶云之家与 WPS 联合宣布，将为企业发文、流程审批、视频会议等三个核心场景带来全新文档功能，以前沿技术、专业实力和领先体验，再次引领新一代智能协同云的发展。

评论

- 联合 WPS 强化 OA 布局，业务生态进一步完善。**金蝶自 2015 年起与 WPS 展开战略合作，过去主要集中于团队沟通、文档传阅等基础业务，此次重点聚焦企业发文、流程审批、视频会议等核心业务，进一步强化公司 OA 领域布局。我们认为，一方面，强化 OA 云业务能够助力公司优化用户体验，提升客户粘性 & ARPU 值；另一方面，生态是通用型 SaaS 市场发展的必然方向，此次合作是公司积极完善业务生态的强信号，同时可以对钉钉的迅速扩张实现抵御效果。自 2017 年起，金蝶先后拓展 CRM（纷享销客）、HR（薪人薪事）等业务，我们认为，未来公司继续通过战略投资或协同合作方式拓展生态是大概率事件。
- 政策持续加码，金蝶云业务多地开花。**2018 年企业上云政策密度大幅提升，全国 20 个省市出台了相应政策文件，金蝶积极与地方政府合作推动当地企业上云，目前入选了全国 13 个省、16 座城市的政府推荐厂商。18 年前三季度公司在湖南省推动“上云”企业达 5947 家，湖南省首批上云标杆企业名单中，金蝶云占比超过 50%。同时公司补贴 6000 万，推出 3 万张云代金券加大力度支持企业上云。我们认为，伴随云计算发展及政策大力支持，我国企业上云拐点将至，金蝶超前布局有望深度受益。
- 下行周期中 SaaS 行业存在结构性机会，龙头价值提升。**从监测数据来看，新技术驱动下，软件行业增速与 GDP 增速脱钩态势愈发显著。参考美国市场发展情况，主流 SaaS 企业在 GDP 负增长背景下仍能维持 50% 以上增速。我们认为，未来伴随企业上云比重提升，具备产品力、运营力及生态力的龙头企业具备较高投资价值。2017 年金蝶以 7.2% 份额位居全国 SaaS 市场首位，我们预计，到 2020 年公司市场份额有望超过 10%，看好金蝶在 SaaS 时代延续领先优势。

投资建议

- 预计公司 18-20 年实现收入 28/34/45 亿元；EPS 分别为 0.11/0.14/0.18 元，对应当前 PE 为 54/44/35 倍；对应 PS 为 9/7/5 倍；维持“买入”评级。

风险提示

企业上云进度不及预期；行业竞争加剧；企业 IT 支出大幅缩减。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3534	3556	3956	4339	营业额	2303	2767	3438	4462
现金及现金等价物	2152	2423	2825	3251	销售成本	427	504	615	767
交易用投资	397	232	189	153	毛利	1876	2263	2823	3695
应收款项	752	806	871	914	销售、一般性和行政开支	1556	1858	2277	2880
其他应收款	-	-	-	-	研究发展费用	345	421	529	696
存货	14	4	21	9	其他营业收入	96	102	123	147
非流动资产	3268	3961	4553	5143	EBITDA	406	538	640	789
可供出售投资	50	50	50	50	折旧和摊销	-	157	188	221
联营和共同控制实体的投资	31	31	31	31	EBIT	406	382	452	569
投资物业	1722	2058	2164	2243	融资收入净额	-27	13	59	68
固定资产	510	587	645	710	分占联营和共同控制实体的溢利	-	-	-	-
在建工程	-	-	-	-	除所得税前溢利	378	395	511	637
土地使用权	69	81	93	105	所得税开支	55	22	60	56
无形资产	817	1154	1569	2004	除所得税后溢利	324	372	451	581
总资产	6802	7517	8509	9482	非控制性股东应占溢利	14	-	-	-
流动负债	1405	1703	2243	2636	股息	39	-	-	-
短期借款	155	-	-	-	母公司股东应占溢利	310	372	451	581
应付款项	1002	1343	1813	2174	EPS	0.09	0.11	0.14	0.18
其他	248	360	430	462	主要财务比率				
非流动负债	1354	164	164	164	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	1194	4	4	4	成长性				
其他	161	161	161	161	营业额增长率	23.7%	20.1%	24.3%	29.8%
负债合计	2759	1867	2407	2800	EBIT 增长率	75.3%	-5.9%	18.4%	25.8%
股本	72	195	195	195	净利润增长率	12.0%	15.1%	21.1%	29.0%
储备	695	695	695	695	盈利能力				
保留溢利	1548	1920	2371	2952	EBIT/营业额	17.6%	13.8%	13.1%	12.7%
非控制性股东权益	48	48	48	48	EBITDA/营业额	17.6%	19.5%	18.6%	17.7%
总权益	4043	5650	6101	6683	毛利率	81.5%	81.8%	82.1%	82.8%
总负债和总权益	6802	7517	8509	9482	净利率	14.0%	13.5%	13.1%	13.0%
					ROE	7.8%	6.6%	7.4%	8.8%
综合现金流量表					偿债能力				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债率	40.6%	24.8%	28.3%	29.5%
除所得税后溢利	258	374	454	580	流动比率	2.52	2.09	1.76	1.65
折旧和摊销	-	157	188	221	速动比率	2.35	2.03	1.73	1.64
利息费用	-	-13	-59	-68	营运能力				
营运资本的变动	286	296	390	329	资产周转率	0.34	0.37	0.40	0.47
经营活动产生现金流量	824	1054	1082	1132	应收帐款周转率	3.15	3.55	4.10	5.00
资本性支出	-1140	-918	-780	-811	应付账款周转率	2.75	2.36	2.18	2.24
投资、贷款于联营和共同控制实体	-1	-	-	-	存货周转率	42.05	54.81	48.43	51.62
投资活动产生现金流量	-971	-686	-739	-773	每股资料				
借款变动	-80	-1345	-	-	每股收益	0.09	0.11	0.14	0.18
发行股份	-	1235	-	-	每股经营现金流	0.25	0.32	0.33	0.34
支付的股利和利息	-	13	59	68	每股净资产	1.21	1.70	1.84	2.01
融资活动产生现金流量	-236	-97	59	68	估值比率(倍)				
现金净变动	-383	271	401	427	PE	64.6	53.8	44.4	34.5

现金的期初余额	1465	2152	2423	2825	PB	5.31	3.79	3.50	3.20
现金的期末余额	1057	2423	2825	3251	EV/EBITDA	23.43	36.02	29.75	23.63

盈利预测结果					主要财务指标				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	2303	2767	3438	4462	营业额(百万)	2303	2767	3438	4462
增长率	23.7%	20.1%	24.3%	29.8%	同比增长	23.7%	20.1%	24.3%	29.8%
经营溢利(百万)	406	382	452	569	母公司股东溢利(百万)	310	372	451	581
增长率	75.3%	-5.9%	18.4%	25.8%	同比增长	12.0%	15.1%	21.1%	29.0%
母公司股东溢利(百万)	310	372	451	581	毛利率	81.5%	81.8%	82.1%	82.8%
增长率	12.0%	15.1%	21.1%	29.0%	净利率	14.0%	13.5%	13.1%	13.0%
最新摊薄每股收益	0.09	0.11	0.14	0.18	每股收益	0.09	0.11	0.14	0.18
每股净资产	1.21	1.70	1.84	2.01	每股经营现金流	0.25	0.32	0.33	0.34
市盈率(倍)	64.6	53.8	44.4	34.5	市盈率(倍)	64.6	53.8	44.4	34.5

数据来源：公司年报，国金证券研究所

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH