

石基信息（002153）深度研究

驭云四海，扶摇直上

2020 年 12 月 04 日

【投资要点】

- ◆ **石基业务全面覆盖大消费行业，正向平台运营商转型。**作为目前国内最老牌、最主要的酒店信息管理系统全面解决方案提供商之一，公司在高星级酒店市场占优率达 60%，领先优势明显。除酒店业外，公司还面向酒店上下游的餐饮、零售、支付及休闲娱乐行业客户，提供从高端到低端、从国际到本地、从连锁到单体的全套系统解决方案，形成了覆盖整个消费行业的商业全景图。目前公司正经历从软件供应商到应用服务平台运营商的转型，并提出了“国际化”+“平台化”两大战略，前者带来增量，后者带动增速。
- ◆ **架构+产品+管理全球布局日臻完善。**酒店行业正在经历集团化、连锁化的整合洗牌，亟待一套灵活轻便、控本提效的信息管理系统，因此布局全球的云 IT 服务体系成为世界级玩家的入场券。公司通过分设参控、收购投资、整合机构、聘用外籍高管等方式不断补全产品矩阵，完善海外宏观布局。海外业务为公司纯增量收入，主要按 SaaS 模式计费，2019 年实现 ARR 2.6 亿元，增速连续两年超过 40%。
- ◆ **国际化决胜云转型，云转型决胜 PMS。**基于云架构部署的产品更加灵活开放，将帮助公司拓展更多国际集团客户。酒店行业核心系统 PMS 连接多个业务模块，是云转型的关键。石基有较强的战略前瞻性，已经实现云 POS 成功转型，为 PMS 上云累积经验。公司目前形成了以 IPHotel 为王牌的 PMS 细分产品矩阵，并通过产品迭代不断提升客户黏性。2020 年 9 月公司签约半岛，有望通过标杆客户进一步放大品牌效应。据测算，核心系统 PMS 上云后可为公司撬动 60~80 亿元收入。
- ◆ **直连技术前景广阔，通过预定+支付两大环节切入平台化。**移动互联网用户规模日益庞大，海量数据有待高效处理，对一站式消费平台呼声也越发急切。而直连技术可以同时保证数据流动性及安全性，公司将凭借直连技术，从预定及支付切入平台化。预定环节与 PMS 核心功能交互，预定量的增长将推升 PMS 渗透率。支付环节几乎与所有消费场景挂钩，支付流量分成或是新盈利点。公司正在将酒店业经验复制到餐饮零售等行业，有望加速融合大消费领域业务，加速推动公司平台化转型。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

证券分析师：危鹏华

证书编号：S1160520070001

联系人：危鹏华

电话：021-23586309

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	37090.58
流通市值（百万元）	16900.89
52 周最高/最低（元）	46.00/26.73
52 周最高/最低（PE）	326.28/73.92
52 周最高/最低（PB）	5.56/3.47
52 周涨幅（%）	-2.73
52 周换手率（%）	317.18

相关研究

【投资建议】

- ◆ 全球酒店行业正在加速整合，在集团化发展趋势下，全面拥抱云产品是下游客户的必然选择。叠加与全球知名顶尖酒店集团香港半岛签约石基企业平台 MSA 的标杆效应，公司短期内有望凭借按 SaaS 收费的下一代信息系统云产品，快速打入第一梯队客户。国际化战略之外，公司还大力推广直连技术，通过预定及支付两大环节推动平台化战略。长期来看，公司有望成功复制酒店行业经验，打通酒店、餐饮、零售、休闲旅游等大消费业务，成功转型为基于数据的大消费行业应用服务平台运营商。
- ◆ 预计公司传统软件及解决方案 2020/2021/2022 年营业收入为 36.44/42.31/48.85 亿元，归母净利润为 3.55/4.49/5.80 亿元，EPS 为 0.33/0.42/0.54 元，对应 PE 分别为 105/83/64 倍。可比公司 2021 年 PE 一致预测为 93 倍，结合公司历史 PE 区间表现，我们给予公司 2021 年 82 倍 PE 估值，对应目标市值 369 亿元。预计公司云产品 2020/2021/2022 年营业收入为 3.33/6.64/11.51 亿元，可比公司 2021 年一致预测 PS 为 14 倍，考虑到广联达等可比公司云业务进度较快，云收入占总营收比重大，结合公司历史 PS 区间表现，我们给予公司 2021 年 9 倍 PS 估值，对应目标市值 60 亿元。综合传统及云化两部分估值，我们预计公司 2021 年目标市值 429 亿元，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3662.54	3643.90	4230.76	4885.16
增长率（%）	18.24%	-0.51%	16.11%	15.47%
EBITDA（百万元）	341.53	484.59	652.64	841.49
归属母公司净利润（百万元）	368.02	354.57	448.88	579.55
增长率（%）	-20.60%	-3.65%	26.60%	29.11%
EPS（元/股）	0.34	0.33	0.42	0.54
市盈率（P/E）	113.47	104.61	82.63	64.00
市净率（P/B）	4.85	4.15	3.96	3.73
EV/EBITDA	106.88	66.22	48.62	36.78

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 疫情反复拖累国际化进展的风险
- ◆ 收购后整合不佳导致巨额商誉减值的风险

正文目录

1. 石基信息：变革中的大消费 IT 龙头	5
1.1. 经营板块多而不杂，全面覆盖大消费行业	5
1.2. 股权结构清晰稳定，管理团队专业老道	6
1.3. “国际化”+“平台化”双战略护航第四次蝶变	7
2. 国际化：世界级玩家入场券	8
2.1. 行业整合叠加云计算，国际化是大势所趋	8
2.2. 石基从架构+产品+管理多角度深入布局全球化	9
3. 云转型：阵痛过后的扶摇梯	11
3.1. 国际化决胜云转型，云转型决胜云 PMS	11
3.2. 石基云战略先行，云 POS 为云 PMS 累积经验	13
3.2.1. 专业产品矩阵，全面覆盖客户群	13
3.2.2. 产品更新迭代，提升客户黏性	14
3.2.3. 签约标杆客户，放大品牌效应	15
3.3. 石基攻入中高端市场后云产品 SaaS 收入可达 60~80 亿元	16
4. 平台化：加速摘金的发力点	20
4.1. 移动互联网呼唤大消费场景中的平台化与直连	20
4.2. 经验复制+精准合作，石基逐步推进平台化	21
4.2.1. 预定：驱动 PMS 渗透率提升的关键因素之一	22
4.2.2. 支付：流量分成或是盈利模式的新增长点	23
5. 财务分析	25
6. 盈利预测与投资建议	27
7. 风险提示	29

图表目录

图表 1：石基业务全图景：全面覆盖大消费行业	5
图表 2：石基营收构成（%）：经营板块多次调整	6
图表 3：石基利润构成（%）：酒店、商旅贡献高	6
图表 4：石基信息股权结构稳定清晰	6
图表 5：石基核心高管概况：背景专业，履历丰富，中西交融	6
图表 6：石基历经四次转型	7
图表 7：近年国内外酒店业收购案例	8
图表 8：雅高酒店早在 2015 年就已完善品牌布局	8
图表 9：宾客期待个性化与酒店需要标准化是一对“悖论”	9
图表 10：石基分支机构遍布全球	9
图表 11：石基收购多家海外实力公司，补全、升级业务板块	10
图表 12：石基境外 PMS 及周边配套业务 SaaS 收入保持高增	10
图表 13：未来将有更多酒店信息系统模块上云	11
图表 14：PMS 是酒店信息系统的核心，可与多个模块交互	11
图表 15：石基信息在国内市场有绝对领先优势	12
图表 16：PMS 市场较为分散，尚未出现绝对龙头	12
图表 17：石基信息与其海外竞争对手概况	13
图表 18：石基云转型思路分为三个层次，目前决胜 PMS	13
图表 19：三大 POS 与三大 PMS 产品矩阵	14
图表 20：IPHotel 集成多个子模块	15
图表 21：标杆客户带动 InfrasyS 云用户总数激增	15

图表 22: 全球酒店业 IT 支出规模	16
图表 23: 全球酒店业 IT 支出构成 (2015)	16
图表 24: 欧美国家 PMS 渗透率概况 (2017)	17
图表 25: 欧美国家云 PMS 占比较低 (2017)	17
图表 26: 石基云产品 SaaS 收费标准推算.....	17
图表 27: 全球酒店云产品 SaaS 收入空间测算.....	18
图表 28: 全球酒店集团 Top20 概况 (2019)	18
图表 29: 石基 SaaS 收入空间短期展望	19
图表 30: 中国移动互联网月活跃用户不断攀升, 趋于饱和.....	20
图表 31: 后疫情时代: 移动用户养成提前预定习惯.....	20
图表 32: 石基信息平台化实施路径	21
图表 33: 石基信息大消费行业应用平台框架.....	21
图表 34: 中国在线住宿预定行业交易规模及渗透率稳步增长.....	22
图表 35: 石基有效直连产量高速增长	22
图表 36: 第三方移动支付交易规模	23
图表 37: 石基支付宝和微信直连支付业务交易总金额.....	23
图表 38: 银石已累积 1400 余家酒店用户, 超半数开通 DCC	24
图表 39: 石基信息营收稳健增长, 毛利率稳定.....	25
图表 40: 石基信息归母净利润增速回落.....	25
图表 41: 石基信息国内外业务收入及毛利率.....	25
图表 42: 石基信息各主营项目毛利率	25
图表 43: 石基信息销售/管理/财务费用率情况.....	26
图表 44: 石基信息研发人员、研发费用情况.....	26
图表 45: 石基信息资本结构及偿债能力.....	26
图表 46: 石基与可比公司预收账款/营业收入比重.....	26
图表 47: 传统业务收入成本假设	28
图表 48: 可比公司 PE 估值情况	28
图表 49: 可比公司 PS 估值情况	29

1. 石基信息：变革中的大消费 IT 龙头

1.1. 经营板块多而不杂，全面覆盖大消费行业

石基信息是覆盖酒店、餐饮、零售及休闲娱乐等大消费行业的解决方案提供商。作为目前国内最老牌、最主要的酒店信息管理系统全面解决方案提供商之一，公司在高星级酒店市场领先优势明显，市占率近 60%。除酒店行业以外，公司还通过自主开发、收购兼并等多种方式不断拓展商业版图，面向餐饮、零售、支付及休闲娱乐行业客户，提供从高端到低端、从国际到本地、从连锁到单体的全套系统解决方案，形成了覆盖整个消费行业的商业全景图。

图表 1：石基业务全景图：全面覆盖大消费行业

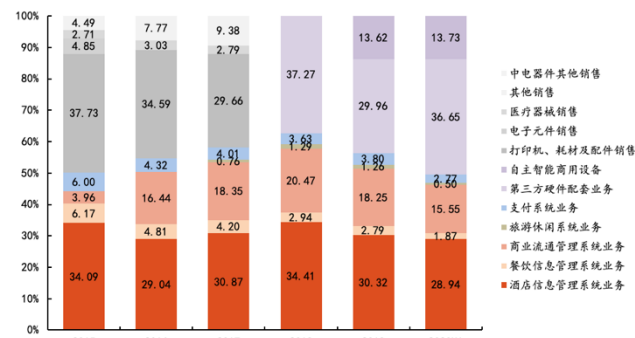
主营行业	主要参控公司	具体业务	主要品牌
酒店信息系统业务及咨询服务	石基信息技术（香港）、石基新加坡、石基美国、石基欧洲...	国际化酒店及餐饮信息系统（PMS）	Cambridge PMS
	北京石基、上海石基、北海石基	本土化酒店信息系统（PMS）	XMS 千里马 iPMS 华仪 PMS
	杭州西软		
	广州万讯		
	航信华仪		
	石基昆仑	酒店会员管理系统、客户关系管理（CRM）、中央预定系统（CRS）	
	石基西班牙	酒店声誉评价及管理解决方案	
餐饮信息系统	浩华	酒店管理顾问与咨询	
	石基信息技术（香港）	酒店及社会高端餐饮信息系统（POS）	Infrasys Cloud
	正品德贵	中高端+连锁餐饮信息系统（POS）	
	思迅软件	标准化餐饮信息系统	
零售信息系统	北京富基	消费品及零售行业软件+解决方案	
	长益科技	流通行业信息化全面解决方案	
	上海时运	商业零售管理系统自主研发、国外 POS 产品开发及实施	
	广州合光	零售行业信息软件+SaaS 服务	
	思迅软件	零售、餐饮、娱乐行业标准化解决方案	
分销与数据	畅联业务	直连技术应用	
	石基商用	零售行业零供协作平台	
	宝库在线	企业差旅费用及差旅供应链管理平台	
支付	南京银石	支付领域软件产品开发+技术服务	石基支付平台
旅游休闲信息系统	银科环企	复合型业态文化旅游目的地信息化管理解决方案	Galasys
第三方硬件配套	中电器件	与石基信息软件业务配套的第三方硬件业务	
自主智能商用设备	海信智能商用	商业信息化综合解决方案	

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

经营板块多而不杂，公司持续聚焦主业。公司近年来不断整合业务，果断砍去医疗器械、打印机等非核心领域版图，保留核心内容。2019 年公司实现营业收入 36.63 亿元，同增 18%；营业利润 15.95 亿元，同增 15%。酒店信息管理系统

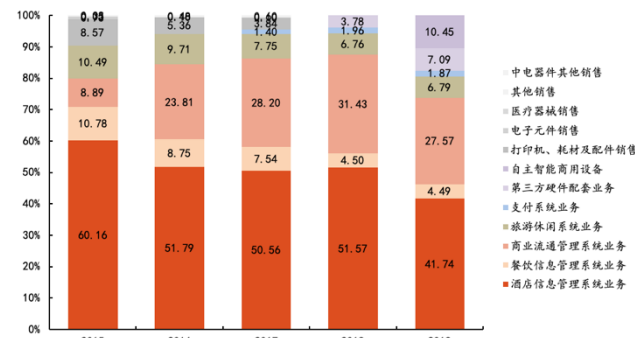
业务作为重中之重，占营业收入比重保持在 28%以上，贡献利润超四成；餐饮、旅游休闲信息系统利润贡献率超收入贡献率；商业流通管理系统业务收入贡献超 15%，利润贡献三成。目前公司已在酒店、餐饮、零售行业分别累积 8 万、20 万、60 万客户。

图表 2：石基营收构成（%）：经营板块多次调整



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：石基利润构成（%）：酒店、商流贡献高

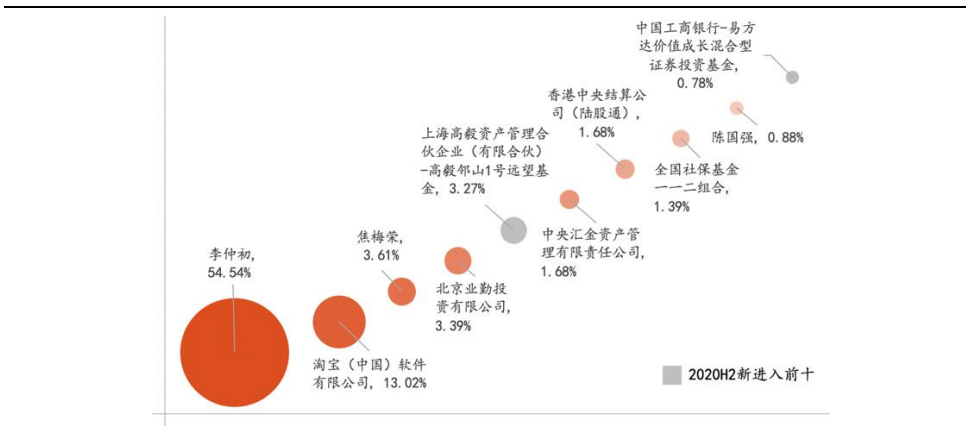


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.2. 股权结构清晰稳定，管理团队专业老道

公司股权结构稳定且清晰，环境有利于推行变革。前五大股东持股 77.83%；前十大股东持股 84.24%，其中六成持股数量近年保持不变。第一大股东为公司创始人李仲初先生，创始人本人大量持有流通股，深度绑定自身及公司利益，充分体现团队对公司长期业绩信心。第二大股东为公司多年合作伙伴阿里巴巴旗下的淘宝。双方通过子公司石基零售及思迅软件，就新零售业务进行深度合作，主要包括合作研发产品、阿里新零售产品以及零售云项目的建设。

图表 4：石基信息股权结构稳定清晰



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

公司高管团队背景专业，履历丰富，中西交融。现有团队中，高学历高管比例较大，且有较为深入的相关经验。其中，多名高管拥有在全球顶级酒店信息管理系统 Oracle 旗下公司任职经历。公司引入多名外籍高管负责全球各地子公司或办公室业务，彰显公司国际化视野。

图表 5：石基核心高管概况：背景专业，履历丰富，中西交融

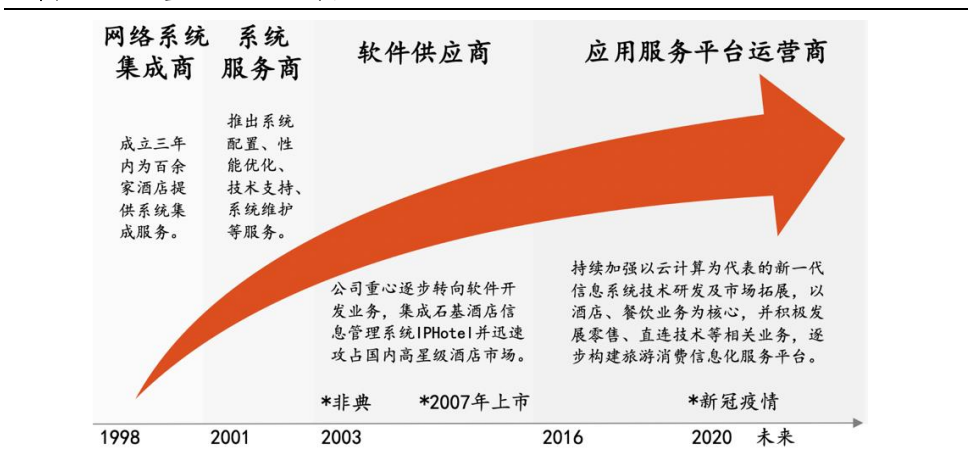
姓名	职务	学历	相关经验
李仲初	总裁	硕士	公司创始人、经营者，持续至今。
赖德源	副总裁、财务总监	本科	曾任 Micros 在华全资子公司富达自动化管理系统（上海）有限公司董事及总经理、香港 MOVIELINK 公司总经理。
关东玉	副总裁	本科	曾任北京丽都假日酒店电脑部工程师、香港锦标公司工程师及中国区经理、香港鑫宇公司中国区经理、现化电脑系统有限公司高管。
王敏敏	副总裁	本科	毕业于东北大学计算机科学系，曾任职于浙江省计算机技术研究所、杭州西软常务副总及总经理。
Kevin King	首席运营官	-	曾任 Micros 亚太区副总裁及日本公司董事总经理，并担任其中国公司及日本公司法定代表人。
Michael Heinze	首席架构师	本科	曾任 Hetras CEO、SnapShot CIO。
Nikkie Randhawa-Singh	亚太区高级副总裁	硕士	曾任 Oracle 酒店事业部亚太区高管。
Dan Bell	美洲区高级副总裁	-	曾任 Oracle 酒店事业部北美区高级副总裁。
Arup Banik	印度德里办公室负责人	本科	曾任 EIH 公司的信息技术副总裁，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。

资料来源：公司公众号，东方财富证券研究所

1.3. “国际化”+“平台化”双战略护航第四次蝶变

第四次转型：致力于打造数据驱动的大消费行业应用平台。1998 年成立以来，石基完成了从网络系统集成商，到酒店信息系统服务商，到软件供应商的转变。2016 年起，公司向应用服务平台运营商的角色进行第四次转型。2003 年非典期间，公司逆市而为，凭借超前判断力收购了全球酒店管理软件领导者 Micros-Fidelio，成功蜕变。这一前瞻性经验有望帮助石基此次顺利蝶化。

图表 6：石基历经四次转型



资料来源：公司公众号，东方财富证券研究所

公司提出国际化+平台化两大战略，助力第四次转型。公司过去主要客户为国内高星级酒店，已经取得连锁酒店领域的绝对领导地位，业绩增长点将是全球高端连锁酒店，国际化战略应运而生。叠加互联网大数据及移动信息技术爆发的时代背景，提升海量数据流动的效率及安全性、改善移动用户一站式体验，将是未来平台运营商的挖掘目标。因此，国际化是增量大势，平台化是增速边际。

2. 国际化：世界级玩家入场券

2.1. 行业整合叠加云计算，国际化是大势所趋

布局全球的云 IT 服务体系是成为世界级玩家的入场券。大消费行业进入聚焦产品和服务本身的转型升级时期，品牌正在取代星级成为新的市场标杆。在酒店信息管理系统（PMS）厂商下游更是如此。全球范围内，多家高星级酒店正在通过收购、设立细分品牌积极完整布局从中端到高端的全品牌支线。以雅高集团为例，早在 2015 年就已经建立了较为全面的全球化体系。因此，国际化战略是 PMS 厂商发展的大势所趋。在 2020 年新冠疫情的影响下，酒店行业将进一步整合资源、重新洗牌。

图表 7：近年国内外酒店业收购案例

时间	收购方	被收购方	交易金额
国外案例（亿美元）			
2016	万豪集团	喜达屋	153
2016	雅高集团	FRHI 酒店及三个品牌酒店	27
2018	美诺国际酒店	NH 酒店集团	31
2018	温德姆环球公司	La Quinta Holdings	26.8
2018	雅高集团	Movenpick 酒店	5.7
2018	凯悦集团	Two Roads Hospitality	5
国内案例（亿元）			
2015	锦江集团	铂涛集团 81%股权	100
2016	首旅集团	如家酒店	110
2017	华住酒店	桔子水晶酒店	36.5

资料来源：Skift, CapitalIQ, 搜狐, 智研咨询, 东方财富证券研究所

图表 8：雅高酒店早在 2015 年就已完善品牌布局



资料来源：大公研究院, 雅高集团官网, 东方财富证券研究所

云计算顺应酒店行业发展趋势，助推厂商国际化。酒店行业未来的四大发展趋势是连锁化、集团化、经营标准化、服务大数据客制化。后两者看似相悖：宾客在同质化的酒店中寻求服务的私人化，而酒店在门店扩张压力下寻求服务的标准化。作为酒店、餐饮、零售等行业下一代 IT 系统的发展方向，云计算将在厂商国际化的过程中调和这一对悖论。云计算属于分布式计算的一种，强大的 API

让数据在不同模块间顺畅流转成为可能。一方面，酒店集团可以集中化数据抽取来中央管控，以进一步分析宾客需求喜好并提供针对性服务；另一方面，云端部署使得酒店集团内代码等标准的统一得以实现，更利于集中化管理。长期来看，对酒店而言，云产品能优化及再造酒店内部流程，并且人员培训、升级换代等成本远低于传统产品。

图表 9：宾客期待个性化与酒店需要标准化是一对“悖论”

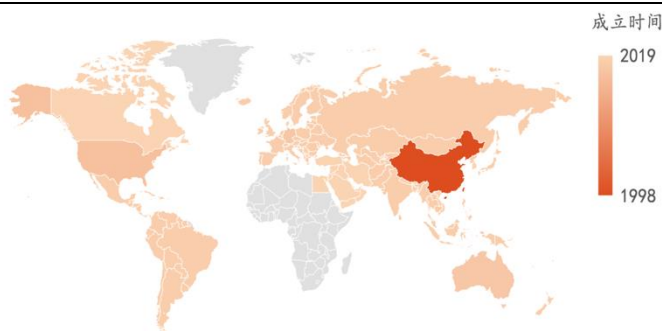


资料来源：IBM 商业价值研究院，东方财富证券研究所

2.2. 石基从架构+产品+管理多角度深入布局全球化

分设参控招兵买马，逐步覆盖全球版图。2015 年 12 月，公司启动了国际化业务进程。公司先后在亚太、欧洲、北美多地设立及收购了一系列境外子公司，包括石基信息技术（香港）、石基新加坡、石基美国、石基欧洲及其下属 20 余个子公司等，分别承担公司在大陆地区以外的国际化酒店及餐饮信息系统业务。此外，公司在美国亚特兰大、迈阿密、华盛顿等地开设了一系列办公室。境外分支机构员工大多来自当地，随着 2020 年初海外布局基本到位，海外员工数量已达 1000 余人，较此前一年近乎翻倍。此外公司还引入多位外籍高管，由上而下推行国际化战略。

图表 10：石基分支机构遍布全球



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

收购投资多家海外实力公司，补全、升级业务板块。公司在过去的 7 年内逐步投资或收购了多家具有卓越技术实力的海外公司，补齐了酒店、餐饮、支付、云计算、大数据等多个行业及领域的业务。公司兼顾成本与效率，在一定程度上以较快速度获取了产品功能的完整性。

图表 11：石基收购多家海外实力公司，补全、升级业务板块

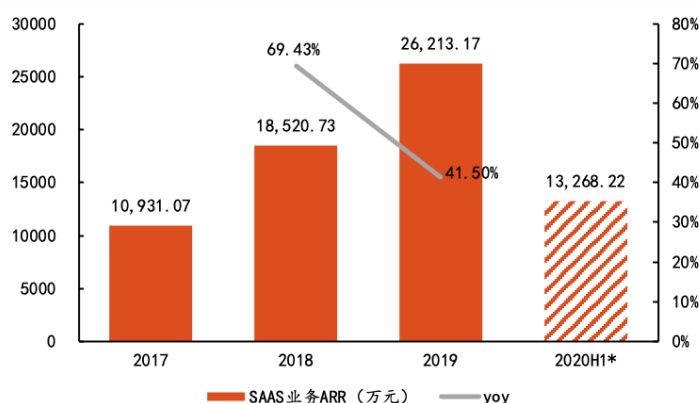
时间	参控公司	参控公司注册地	持股比例	参控公司所属行业
2019.5.20	Quick Check	以色列	100%	支付和集成技术服务提供商
2019.2.12	Ice Portal	美国	100%	渠道内容发布管理平台提供商
2019.1.7	Touchpeak	丹麦	100%	全球支付解决方案提供商
2018.8.30	CONCEPT	葡萄牙	100%	高尔夫及水疗管理解决方案提供商
2018.8.14	SnapShot	德国	100%	酒店大数据分析服务商
2018.9.13	StayNTouch	美国	0%*	云移动酒店管理解决方案提供商
2017.9.30	Galasys	马来西亚	86%	主题公园软件及系统集成商
2017.4.20	Kalibri Labs	美国	12%	酒店大数据业务提供商
2019.1.7	Touchpeak	丹麦	100%	全球支付解决方案提供商
2017.01.16	ReviewRankS. A.	西班牙	79%	酒店声誉评价与管理平台提供商
2016.8	Hetras	德国	100%	云酒店管理软件开发、销售及服务商
2015.11.26	eFuture	香港	100%	消费品及零售行业软件和解决方案提供商
2014.4.16	Infrasys	香港	100%	餐饮业 POS 系统厂商

*2020年3月6日，美国政府签发行政命令，以可能会采取威胁损害美国国家安全的行动为由要求剥离与 StayNTouch 相关的所有权益。9月30日，StayNTouch 100% 股权处置交割完成，买方为 MCR 酒店管理集团。尚未与其他系统紧密集成，我们认为对公司影响有限。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

参控后管理效果良好，SaaS 收入高速增长高速增长。作为一家从管理层到基层都跨国度、跨文化的全球性企业，石基信息投资/并购后管理能力较强。2018年，公司将 SnapShot、AC Project 与石基德国（Hetras）整合为石基欧洲，致力于全新一代酒店云平台产品的研发和推广。整合后的国际化业务收入以 SaaS 模式为主，不计私有云和 HOST（托管）方式软件收入，2019 年 SaaS 业务实现年度可重复订阅费（ARR）26213.17 万元，连续两年保持 40% 以上高速增长。

图表 12：石基境外 PMS 及周边配套业务 SaaS 收入保持高增



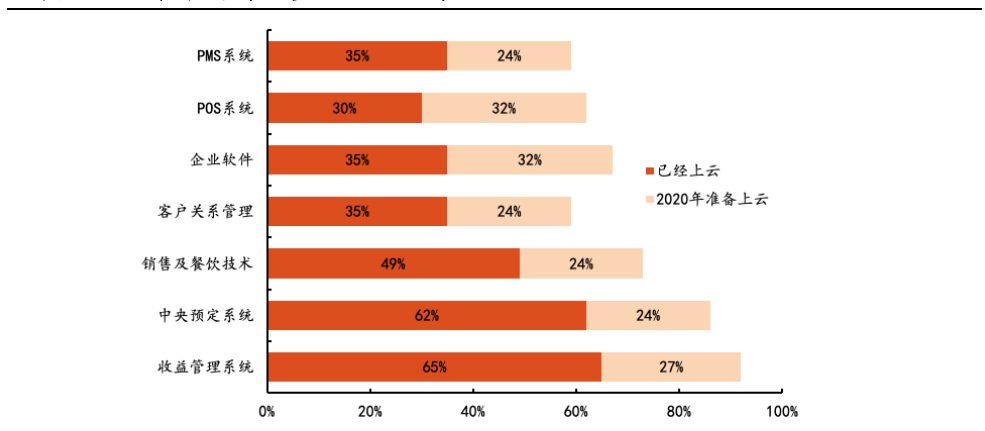
*根据公司中报披露信息估算。资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

3. 云转型：阵痛过后的扶摇梯

3.1. 国际化决胜云转型，云转型决胜云 PMS

云转型将拓宽国际客户，其迭代促进客户下沉。未来下一代 IT 系统必然是基于公有云的 IT 系统已经成为行业共识，高端市场的酒店信息系统正在加速向下一代云化系统变迁。上云过程中，与目标客户更广泛的接触能帮助处于主导地位的厂商进一步提升市占率；并且云系统的升级迭代也将直接促进客户下沉，从而获得更多客户，帮助厂商打开国际化市场。因此，云转型是公司实现国际化弯道超车的重要工具。

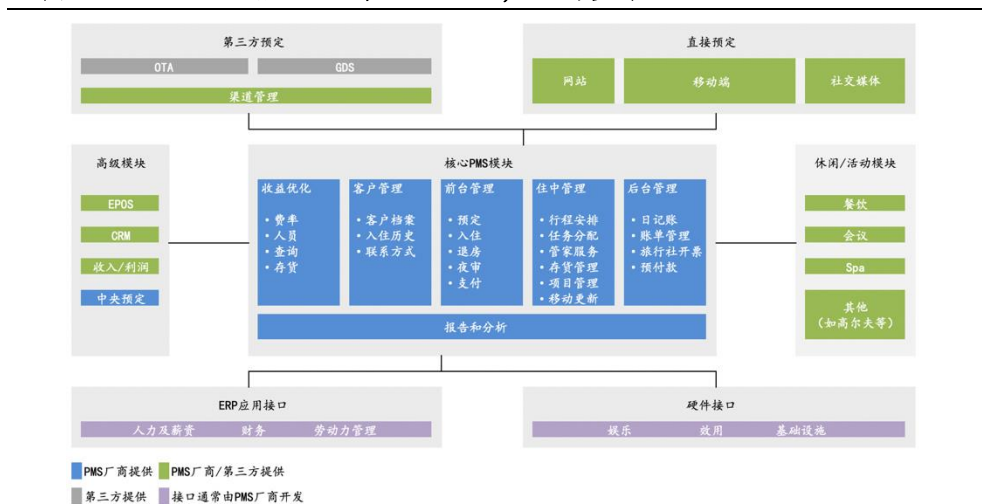
图表 13：未来将有更多酒店信息系统模块上云



资料来源：Hospitality Technology，东方财富证券研究所

PMS 上云对于云转型具有重要意义。酒店信息系统中，PMS 是酒店信息管理全链条的灵魂。除了前台管理、客户管理等核心板块，PMS 还可以集成包含餐饮管理系统 POS、财务管理系统 AC、采购仓储控本系统 PICC、人力资源系统 HRMS 在内的多个可选模块，打通硬件与软件、前台与后台、消费前场景及消费后场景。高端连锁酒规模庞大、业态复杂，其 PMS 所涉及的子模块可多达上百个。因此 PMS 上云标志着酒店信息系统核心上云、彻底上云。

图表 14：PMS 是酒店信息系统的核心，可与多个模块交互



资料来源：Grant Thornton，东方财富证券研究所

云 PMS 为移动互联网而生，更具弹性。传统 PMS 架构为本地部署，重硬件投资，应用及数据都存储在本地，无法灵活与外部数据联动协同。且随着酒店业务所需新模块增多，用户体验将被拖累。厂商收入多为一次性支付的安装及后续维护。云 PMS 则基于混合云或云原生两种云架构，前者将数据部分放在本地存储调用；后者云化更彻底，应用程序和解决方案都部署在云端网络，可以通过浏览器直接访问。对宾客来说，云 PMS 的存调数据方式使得在手机/平板等移动端预定或支付行为成为可能。对酒店来说，云架构下 API 接口更开放、丰富，一是方便酒店在模块化系统中实现最大程度定制化，灵活整合系统，二是便于快速开始新项目，减少培训并提高团队灵活性，三是收集价值数据并以此做出更好的商业决策，四是可以更好应用和管理行业解决方案，降低酒店运营成本。对厂商来说，按“每间每月”订阅制收费的收入模式更具持续性。石基近年完成了由传统托管模式向最先进、最完全的云原生环境的转变，目前所有业务都在云端进行。

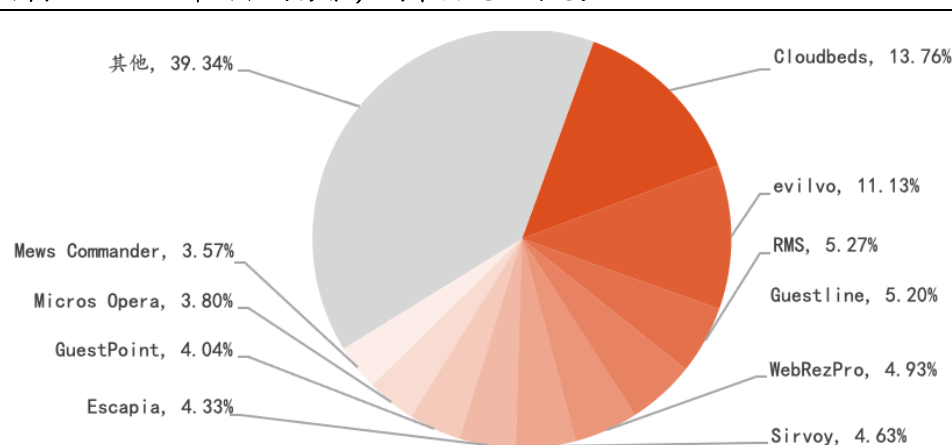
图表 15：石基信息在国内市场有绝对领先优势

国内厂商	成立时间	主要产品	服务酒店门店数	客户案例	目标客户			云产品
					本土中低	本土中高	国际中高	
石基信息	1998	PMS/POS/CRS/CRM	74000+	万豪、洲际、凯悦...	√	√	√	√
众芸信息	2015	PMS/CRM	30000+	碧桂园、亚朵、开元...	√	√		
别样红	2013	PMS/RMS	20000+	八方、法菲亚、容锦...	√	√		√
盟广信息	2014	CRM	10000+	华住、钓鱼台美高梅...	√	√		√
绿云科技	2010	PMS/CRS/POS	18000+	锦江之星、君澜、绿地...	√	√		√

资料来源：各公司官网，东方财富证券研究所

石基在国内市场具有绝对优势，海外市场潜力无限。石基是国内最早、最大、最前沿的 PMS 厂商之一，在经验年限、客户数量、客户质量、产品矩阵、国际布局等方面都享有绝对优势。全球范围来看，石基尚未彻底打入国际市场。目前全球 PMS 市场较为分散，市占率超过 5% 的厂商仅有 4 家，其中厂商 Cloudbeds 市占率最高，为 13.76%（1704 个网络接入）。传统大厂 Oracle 旗下的 Opera 市占率降低，可见行业内竞争较为激烈。在 PMS 行业公认的云转型时代，尚未出现绝对龙头的情形之下，石基有望借力云转型完成国际化，跃升领导者。

图表 16：PMS 市场较为分散，尚未出现绝对龙头



资料来源：Datanyze，东方财富证券研究所

图表 17：石基信息与其海外竞争对手概况

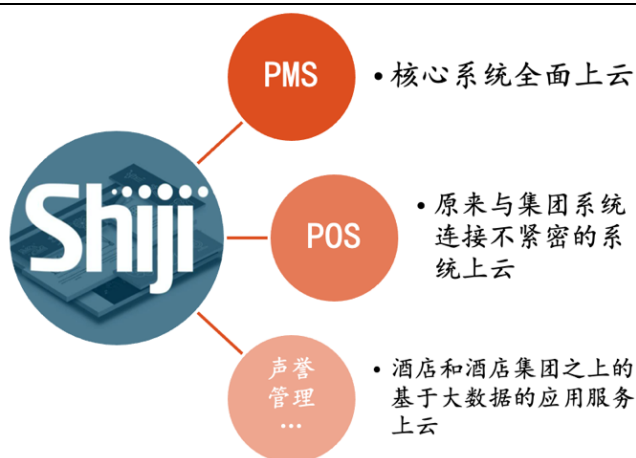
国外厂商	成立时间	云转型时间	服务酒店家数	服务客户
石基信息	1998	2014	13000+	万豪、洲际、凯悦...
Micros Opera	1977	2012	4000+	Dalata、Grupo Real Turismo、GLC...
RMS	1983	-	6000+	雅诗阁、Royce、Bay Tree...
Sirvoy	2008	-	2400+	Mountain Pie、
Cloudbeds	2012	2014	8000+	LOCAY、Canbe...

资料来源：各公司官网，东方财富证券研究所

3.2. 石基云战略先行，云 POS 为云 PMS 累积经验

石基信息云转型思路分为三个层次。首先是酒店和酒店集团之上的基于大数据的应用服务，如声誉管理、客户需求管理等实现云转型；其次是 POS、后台系统等原来与集团系统连接不紧密的系统上云；最后是核心系统 PMS 全面上云。三个层面的云系统既相对独立又相互关联并最终在数据和应用平台层面完成集成，公司在这三个层面都已经进行了多年的全球布局与产品研发，目前正在经历决胜 PMS 状态。云 POS 的成功为云 PMS 积累了经验优势。公司上云思路的前两步都已经得到兑现，其中 POS 产品顺利上云的经验值得 PMS 云转型借鉴。

图表 18：石基云转型思路分为三个层次，目前决胜 PMS



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

3.2.1. 专业产品矩阵，全面覆盖客户群

POS 产品矩阵针对不同客户群差异化定位。2003 年，石基开始对 Micros 公司（2014 年 6 月 Micros 被 Oracle 收购）的 POS 产品进行代理，标志着公司正式涉足 POS 产品领域。此后，公司先后投资正品德贵、思迅软件等子公司，通过深挖不同规模餐饮领域 POS 的 SaaS 化机会，形成了覆盖大中小客户的三大 POS 全套产品矩阵，允许客户选择最适合自身定位的云产品。

石基的云 PMS 系列全套产品矩阵已经成熟。目前形成了基于云端的 Cambridge、XMS 和千里马三大云 PMS 解决方案，能够帮助酒店集团更好的数据流动，自上而下进行管理。青睐云架构产品的新客比重越来越高，云产品拓客、下沉效应

初步显现。截至 2020H1，杭州西软及广州万讯新增用户中云架构产品用户的比例已经分别达到 79%、82%。Cambridge 还被集成在公司自研的新一代云架构企业级酒店信息系统平台 IPHotel 中，2019 年在欧洲少量酒店上线测试，2020 年得到半岛酒店集团认可。

石基自研能力扎实，高市占率是护城河。公司此前代理 Oracle 旗下 PMS、POS 产品的相关合同在 2020 年 5 月 31 日后不再续约，完全转向自主研发，未来可期。剔除只使用 Oracle 代理软件的客户后，石基自主软件的国内酒店客户总数超过 13000 家，在国内五星级酒店市占率约 60%，深厚的发展基础可见一斑。

图表 19：三大 POS 与三大 PMS 产品矩阵

云 POS 产品矩阵			
旗下品牌	云产品	目标客户	累积客户
Infrasys	Infrasys Cloud	全球高端酒店、餐饮及高端连锁社会餐饮客户	1600+
正品贵德	SaaS 版 G10 SaaS 版 CRM	国内大型快餐连锁客户	11000+
思迅软件	思迅天店	餐饮全业态：连锁餐饮、大型中餐餐饮、西餐咖啡厅、酒店、会所...	500000+
云 PMS 产品矩阵			
旗下品牌	云产品	目标客户	累积客户
石基中国	Cambridge	国际酒店集团、倾向于国际管理模式的国内高端酒店	欧洲少量、香港半岛，有待更多标杆客户
杭州西软	XMS	本土酒店管理集团	8100+ 华东区星级酒店市占率 50% 国内单体酒店客户数最多
广州万讯	千里马	本土酒店管理集团	4000+

资料来源：公司年报，思迅官网，东方财富证券研究所

3.2.2. 产品更新迭代，提升客户黏性

云 POS：产品持续升级。子公司 Infrasys（后更名为石基信息技术[香港]）深耕 POS 领域多年，于 2013 年推出云平台 POS 系统“Hero”，之后继续投入研发优化产品，2017 年推出新一代基于公有云纯 SaaS 收费的 POS 系统“Infrasys Cloud”，得到多家知名国际酒店集团认证。最新产品通过放开 API 实现集成预定、排队等位、预点菜、电子菜单和快餐模式等多个功能，改善用餐体验，提升一线员工效率。其云端中央化管理模式便于管理层洞察数据，优化决策。

云 PMS：升级之后，向平台化更进一步。公司 PMS 从最初单一的前台/客房管理功能开始拓展，逐步与餐饮、中央预订、收益、分销等多种平台进行快速的对接和有效的数据交互，以实现酒店经营数据的统一管理，提升酒店的运营效率，迭代成为 Cambridge 云 PMS。2020 年 11 月，Cambridge IOS 版正式上线，实现云 PMS 全平台应用，并为客户每周提供免费的系统更新及迭代，更加便利酒店从业者移动管理、提升客户忠诚度。子公司方面，杭州西软在 2018 年完成了云化 XMS 产品线迭代；广州万讯持续进行云产品研发与拓展，2018 年起累积云

PMS 客户。石基还在数字饭（酒）店信息管理系统平台 IPHotel 集成多个子模块，为从高星级到低星级、直至经济连锁酒店提供全套完整解决方案。

图表 20：IPHotel 集成多个子模块

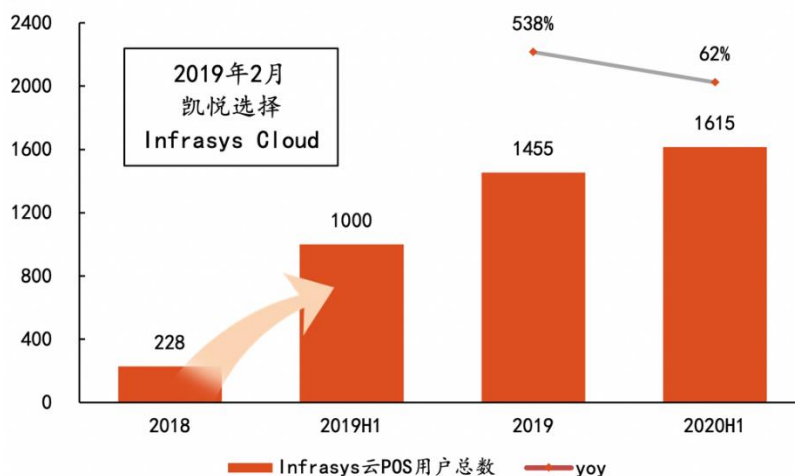


资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

3.2.3. 签约标杆客户，放大品牌效应

石基云 POS 获得多家知名国际酒店集团认证，带动用户数量增长。Infrasys Cloud 自推出起经过多家全球知名国际酒店集团的严格测试与评标，认证其为“下一代云 POS 产品”。2019 年 2 月凯悦集团签约 Infrasys Cloud 后，迅速带动云 POS 用户总数年增 538%。目前，Infrasys 为包括洲际、凯悦、半岛、九龙仓、千禧、泛太平洋、万达、长隆、红树林、澳门五大赌场酒店集团、香港文华东方等在内超过 1600 家客户提供服务，签单大客户的标杆效应明显。

图表 21：标杆客户带动 Infrasys 云用户总数激增



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

石基云 PMS 与半岛酒店集团达成里程碑式合作，未来国际市场拓客可期。2020 年 9 月，子公司石基新加坡与 HSH 集团签订 MSA，将为其旗下半岛酒店以 SaaS 服务的方式提供新一代云架构的企业级信息管理系统。这是一套替换现有 PMS

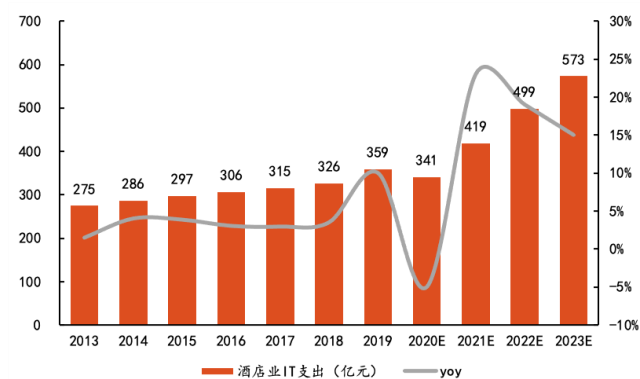
及 CRS 的新一代整体解决方案，并按每间房每个月支付使用费（PRPM）。签约内容是石基 Enterprise Platform 全平台而非旗下单个产品，再次证明石基融合各模块后强大的集成优势。此外，石基还提供对应软硬件产品、支持、培训、咨询等服务，通过伴随式的配套服务提升客户使用体验，进一步增强客户黏性。此次签约标志着石基云 PMS 产品在顶级酒店集团落地，其影响范围及程度远远大于标杆单体酒店，公司有望由此进一步推动并加速国际化进程。鉴于 HSH 集团 10 间半岛酒店中有 3 间位于美国，美国市场或将是石基下一个国际化切入点。

3.3. 石基攻入中高端市场后云产品 SaaS 收入可达 60~80 亿元

酒店业迎接数字时代的 IT 投入愈发充分，软件投资是短期重点。自 2012 年以来，全球酒店业持续追加 IT 支出，2018 年时支出规模已经高达 326 亿美元，投入项目包括数据中心、硬件、软件、通讯设备、内部服务、IT 服务等门类。据 Zinnov 咨询预测，全球酒店业 IT 支出有望在 2023 年突破 570 亿。2020 年差旅行业受新冠疫情重挫最为严重，IDC 预计 2020 年酒店业 IT 支出增速将放缓至 -5%，主要为小型企业降低技术预算、大型企业放缓基础设施投资所致，对于后者来说，软件投资将是近来 IT 支出重点。

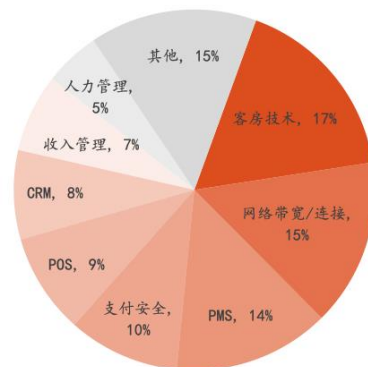
云 PMS 最符合酒店业长期发展三个关键指标。Hospitality Technology 在《2020 年酒店业技术研究报告》中分析，各酒店品牌仍在努力为客人创造美好的技术驱动数字化体验，但到了 2020 年酒店将更审慎地考虑 IT 预算，并会根据三个关键指标来评估技术投资的必要性：是否具有目的性、是否具有前瞻性、是否会增加利润。对于品牌化、连锁化、服务多样化的高星级酒店企业来说，云 PMS 是所有软件中需求最紧迫、最符合长期发展目标的一个。根据 Grant Thornton，超过 100 间/家的大型酒店 PMS 渗透率接近 100%，其实施云转型的赢面更大。

图表 22：全球酒店业 IT 支出规模



资料来源：Grant Thornton, Zinnov, IDC, 东方财富证券研究所

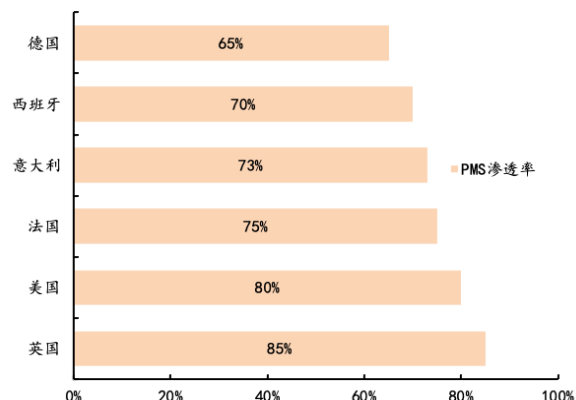
图表 23：全球酒店业 IT 支出构成（2015）



资料来源：Grant Thornton, 东方财富证券研究所

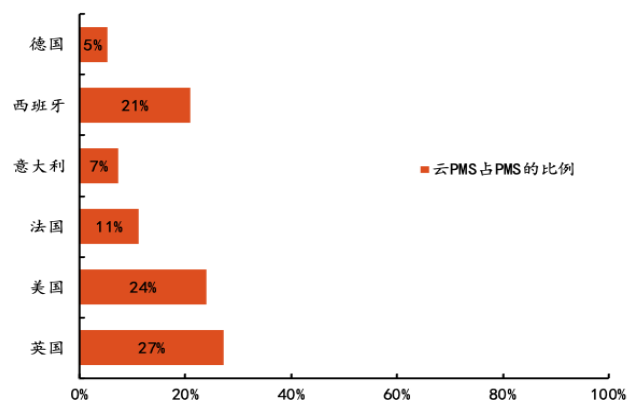
云 PMS 市场潜力仍有充分想象空间。在酒店业 IT 支出中，仅有 14% 的资金用于发展酒店核心系统。截至 2017 年，部分欧美国家 PMS 渗透率尚未达到饱和，仅有英国和美国 PMS 渗透率超过 80%；云 PMS 占 PMS 比例更加偏低，综合来看仅有约 20%。云转型是提升 PMS 渗透率，尤其是云 PMS 渗透率的一大窗口期，整个市场仍有充分想象空间。云 PMS 系统连接云 POS、云 CRS、直连服务其他业务模块，模块搭建后整体按 SaaS 模式收费，并细化到每间每月颗粒度，收入弹性与可持续性得到充分体现。

图表 24：欧美国家 PMS 渗透率概况（2017）



资料来源：Grant Thornton, 东方财富证券研究所

图表 25：欧美国家云 PMS 占比较低（2017）



资料来源：Grant Thornton, 东方财富证券研究所

SaaS 模式下石基对低、中、高端酒店客户收费标准约为 390、429、643 美元/间年。根据石基信息 2019 年年报披露，1455 家云产品客户在贡献了 2.6 亿元酒店信息系统及配套 SaaS 业务年度可重复收入（ARR）。由于云产品早期尚未打入全球连锁高端酒店集团，大多在中端酒店进行测试，因此我们假设每家客户是 60 间房间左右的中等规模，并按美元 1:7 汇率折算，则中端酒店客户 SaaS 收费标准约为 429 美元/间年。高端酒店客户财务实力更高，价格敏感度更低，低端酒店客户反之，因此公司会进行差异化报价。假设高端房间溢价率为 50%，低端房间折价率为 10%，分别对应 643、390 美元/间年的收费标准。

图表 26：石基云产品 SaaS 收费标准推算

2019 年云产品 SaaS 业务 ARR（万元）	26213
云产品累计上线总客户数（家）	1455
每家客户赚取 SaaS 收入（美元/年，按 1:7 汇率计算）	25737
每家客户平均房间数	60
中端房间云产品 SaaS 收费标准（美元/间年）	429
溢价率	50%
高端房间云产品 SaaS 收费标准（美元/间年）	643
折价率	10%
低端房间云产品 SaaS 收费标准（美元/间年）	390

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

未来石基云产品 SaaS 收入规模可达 60~80 亿元。Statista 数据显示，2018 年全球共有 1697 万间酒店房间。根据 HotelsNewsNow 的定义，酒店按 ADR（实际售出客房平均房价）从高到低分为豪华、超高档、高档、中高档、中档、经济及其他六大等级，按连锁与否又分为品牌与非品牌两类。品牌决定云产品渗透率，等级决定 SaaS 收费标准，市场区域区分公司市占率。我们假设，5 到 10 年左右内，全球范围内云产品在品牌及非品牌酒店的渗透率分别为 80%、50%，按前文推导的低、中、高端房间云产品 SaaS 收费标准计算，全球酒店云产品 SaaS 收入规模可达 60 亿美元。我们预测，石基在全球市占率最终可以达到 15%~20%，并按美元 1:7 汇率计算，对应公司在全球范围内云产品 SaaS 收入空间约为 60~80 亿元/年。

图表 27：全球酒店云产品 SaaS 收入空间测算

全球酒店房间数（万间，2018 年）						1697
酒店 定位	酒店房间等级	占全球 房间比例	品牌率	品牌房间数 （万间）	非品牌率	非品牌房间数 （万间）
高端	豪华（Luxury）	5%	44%	37	56%	48
	超高档（Upper-Upscale）	13%	79%	174	21%	46
	高档（Upscale）	16%	79%	215	21%	57
中端	中高档（Upper-Midscale）	21%	85%	303	15%	53
	中档（Midscale）	14%	69%	164	31%	74
低端	经济及其他（Economy & Others）	31%	54%	284	46%	242
全球酒店云产品 SaaS 收入空间测算						
云产品 SaaS 收费标准 （美元/间年）		品牌房间数 合计（万间）	非品牌房间数 合计（万间）	品牌房间 云产品渗透率	非品牌房间 云产品渗透率	云产品 SaaS 收入 规模（亿美元/年）
高端	643	426	151	80%	50%	27
中端	429	467	127			19
低端	390	284	242			14
全球酒店云产品 SaaS 收入空间（亿美元/年）						59
石基全球云产品市占率						15%~20%
石基全球云产品 SaaS 收入空间（亿元/年，按 1：7 汇率计算）						60~80

资料来源：Statista, HotelsNewsNow, 东方财富证券研究所

错开短中长期目标客户群体，分步打开收入空间，石基短期 SaaS 收入可达 31 亿元。石基云企业级信息管理系统签约半岛后，成功打入第一梯队客户。我们推测在 3~5 年短内，石基将以全球酒店集团 Top20 内高端酒店约 580 万间分布在欧美、亚太、中东欧各地区的品牌高端房间为目标市场。假设石基在上述三大区域市占率为 15%、25%、10%，云产品渗透率为 70%，则对应石基 SaaS 潜在收入约 31 亿元。中长期来看，云产品历经迭代，存量客户集团的规模也将扩大，并且客户黏性在产品升级过程中得到进一步提升。

图表 28：全球酒店集团 Top20 概况（2019）

排名	公司	国家	房间数	酒店数	间/酒店	备注
1	万豪	美国	1,348,532	7,163	188	
2	锦江	中国	1,081,230	10,020	108	中高端房间约占 30%
3	Oyo	印度	1,054,000	45,600	23	经济连锁品牌
4	希尔顿	美国	971,780	6,110	159	
5	洲际	美国	883,563	5,903	150	
6	温德姆	美国	831,025	9,280	90	
7	雅高	法国	739,537	5,036	147	
8	精品国际	美国	590,897	7,153	83	中高端房间约占 30%
9	华住	中国	536,876	5,618	96	中高端房间约占 45%
10	首旅如家	中国	414,952	4,450	93	中高端房间约占 30%
11	贝斯维斯特	美国	369,386	3,997	92	
12	东呈国际	中国	254,774	3,062	83	
13	格林	中国	246,216	3,178	77	中高端房间约占 15%
14	凯悦	美国	223,111	913	244	

15	爱姆布瑞吉	美国	179,136	1,266	141	
16	尚美生活	中国	150,856	2,988	50	
17	G6	美国	118,205	1,385	85	经济连锁品牌
18	开元	中国	89,531	455	197	
19	美利亚	西班牙	82,011	325	252	
20	韦斯特蒙特	美国	81,411	728	112	

资料来源：Hotels，各公司官网及年报，东方财富证券研究所

图表 29：石基 SaaS 收入空间短期展望

Top20 酒店集团高端房间分布										
集团总部所在地		欧美	亚太	中东非	合计					
美洲（8 家）	比例	70%	20%	10%	100%					
	间数	3421561	977589	488794	4887944					
亚太（1 家）	比例	0%	100%	0%	100%					
	间数	0	89531	0	89531					
欧洲（2 家）	比例	30%	50%	20%	100%					
	间数	246464	410774	164310	821548					
共 11 家	合计	3668025	1477894	653104	5799023					
短期展望										
云产品渗透率		70%			合计 （亿美元/年）					
石基云产品在各地市占率		15%	25%	10%						
石基高端房间 SaaS 收费标准（美元/间年）		643								
石基云产品在各地 SaaS 收入空间（亿美元/年）		2. 48	1. 66	0. 29						
合计（亿元/年）		31. 05								
2020~2022 年具体测算										
	2020E			2021E		2022E				
云产品渗透率	28%			42%		50%				
石基云产品在各地市占率	欧美	亚太	中东非	欧美	亚太	中东非	欧美	亚太	中东非	
	3%	10%	1%	5%	10%	3%	7%	15%	5%	
石基高端房间 SaaS 收费标准（美元/间年）		643								
石基云产品 SaaS 收入空间（亿美元/年）		0. 20	0. 27	0. 01	0. 50	0. 40	0. 05	0. 83	0. 71	0. 11
合计（亿元/年）		3. 33			6. 64		11. 51			

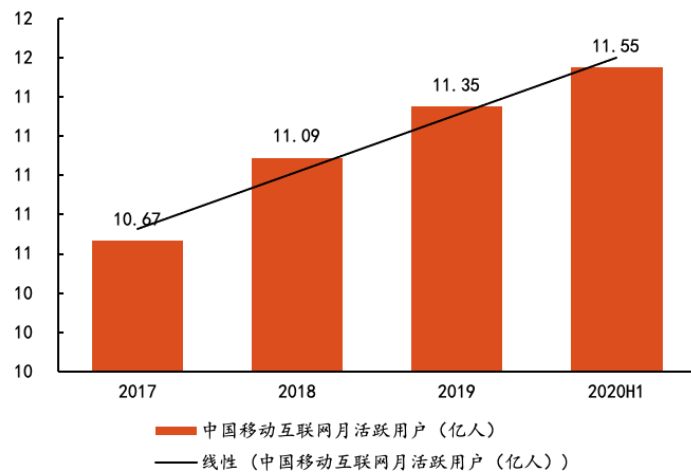
资料来源：Hotels，各公司官网及年报，东方财富证券研究所

4. 平台化：加速摘金的发力点

4.1. 移动互联网呼唤大消费场景中的平台化与直连

移动互联网用户期待消费全环节一站式体验。截至 2020 年 6 月末，我国移动互联网月活跃用户规模已经达到 11.55 亿人，较 2019 年全年新增 847 万人。终端使用的越发便捷，这让如此庞大的月活群体对消费场景中便利体验的要求更加苛刻。以酒店行业为例，终端消费者期待通过移动终端完成从搜索、预定、使用、支付到评价的全环节。根据洲际酒店集团的访问，46%的千禧一代表示更愿意二次光顾能够使用移动设备入住及退房的酒店。

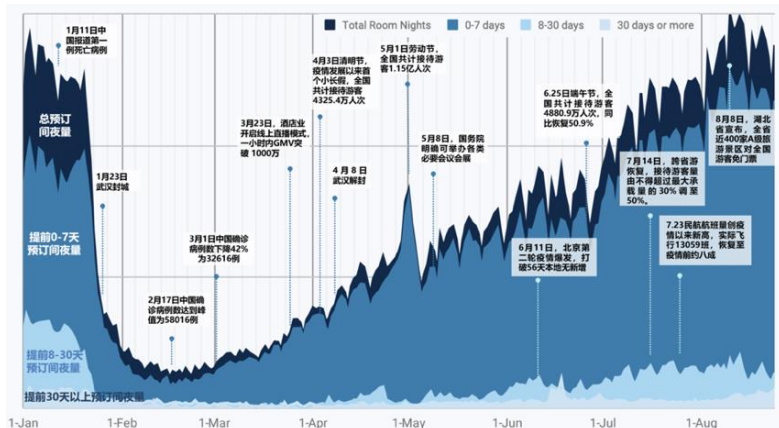
图表 30：中国移动互联网月活跃用户不断攀升，趋于饱和



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

海量数据始终随消费者的变化而流动。巨大的移动互联网月活体量也带来巨量数据，且数据随时可能改变。以酒店预定为例，疫情期间出行变数极大，几乎全部出行都仅提前 0-7 天，尽管下半年该比例有所下降，但较疫情前消费习惯已经有了范性改变。因此，移动互联网的发展和推广对与数据传输、调用及存储都提出了更加瞬时和坚韧的要求。

图表 31：后疫情时代：移动用户养成提前预定习惯



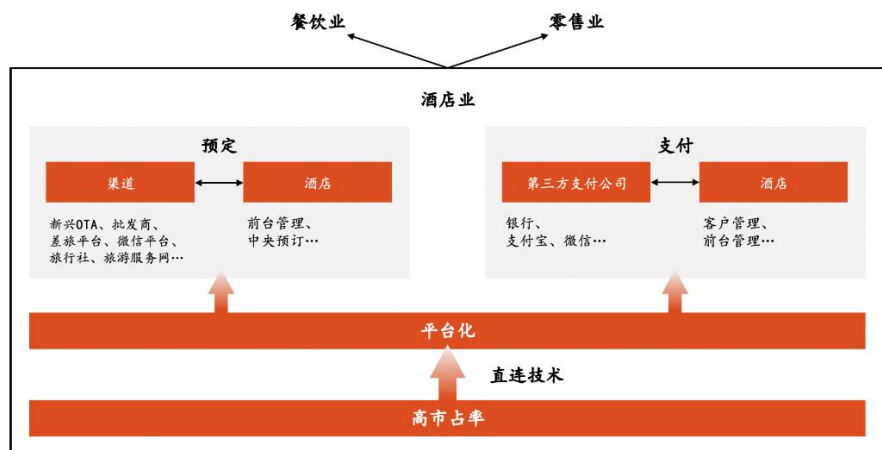
资料来源：石基畅联

平台化与直连技术提升大消费行业运作效率。直连技术降低了人工在消费全环节中的参与，而是直接将数据在系统与系统之间互通，从而降低了认为错误的可能性；平台化减少了数据不必要的流转次数，缩短了终端用户等待的时间，从而实现业务提效降本。因此，整合多重功能、应用直连技术提升数据效率的平台化战略将是石基信息加速盈利、提升渗透率的发力点。

4.2. 经验复制+精准合作，石基逐步推进平台化

直连技术绑定“预定”+“支付”，双环节切入平台化。得益于公司在酒店行业的较高市占率，得以发展狭义的 IPHotel 平台。除此之外，石基还致力将 IT 系统向酒店上下游延伸，建立预订、支付的直连技术通道，使订房渠道、银行或第三方支付公司可以直连酒店信息系统，实现快速、准确、高效的自动交易。目前正致力于从预订和支付这两个环节延伸打造基于畅联直连技术的预订平台和基于一体化直连技术的支付平台。酒店行业的经验还将被复制到餐饮业及零售业中，最终打造出一个以数据为基础的大消费行业应用平台。

图表 32：石基信息平台化实施路径



资料来源：公司公众号，东方财富证券研究所

图表 33：石基信息大消费行业应用平台框架

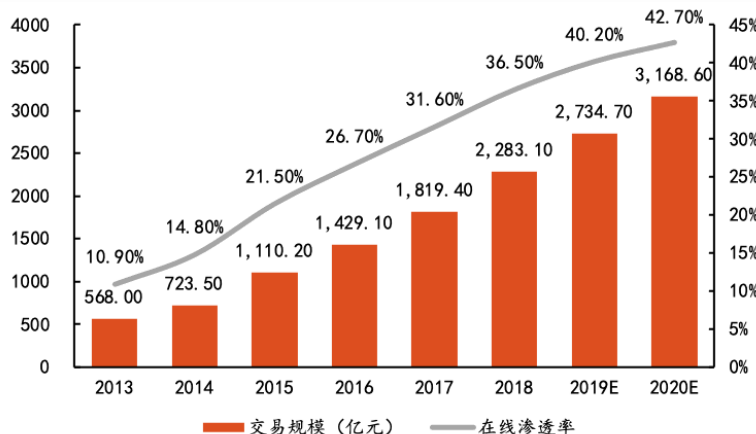


资料来源：公司公众号，东方财富证券研究所

4.2.1. 预定：驱动 PMS 渗透率提升的关键因素之一

在线预订系统是驱动 PMS 渗透率提升的关键因素之一。相较于前几年热门的“直销”概念，近年来酒店行业的焦点又回到了消费者感受本身。从旅程完整性角度来说，宾客们仅仅关心整套线上预订的旅程是否让人舒服；并且酒店与 OTA 等渠道过度竞争会折损长期盈利能力与服务质量。线上预定涉及到的中央预定、前台管理等各个环节都将在核心的 PMS 上交互或集成，因此在线预定的稳步增长是业内采用新兴技术的关键驱动力。目前国内在线预订渗透率仍有增长空间，其中高星级酒店在线渠道布局及运营能力存在一定滞后，因而能保持一定增速。这与石基云 PMS 的目标客户重叠，平台化与国际化两大战略将更好协同。

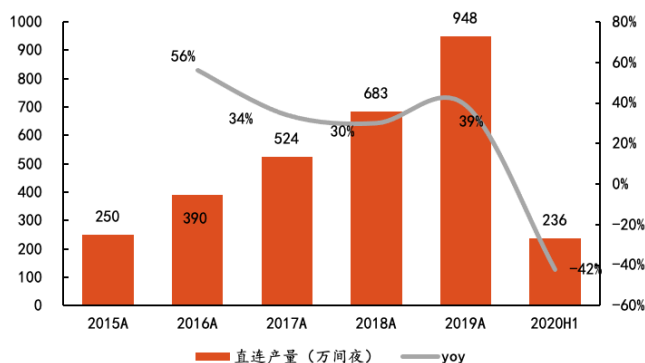
图表 34：中国在线住宿预定行业交易规模及渗透率稳步增长



资料来源：IResearch，东方财富证券研究所

石基畅联有效直连产量持续高增。公司旗下直连品牌“畅联”深耕酒店分销领域，推进直连在酒店与多种类型渠道合作中的应用，无论是供应商客户还是需求商客户都更加国际化、多元化。2019 年畅联完成的 140 个项目中约 40% 为跨国项目。公司积极拓增新预定渠道，畅联有效直连产量持续高增，2019 年超 948 万间夜，同比增长 38.8%，直连酒店增加到约 24000 家。畅联与本土中高端酒店管理保利集团携手打造了全球化分销网络（GDS），有望引领本土酒店业分销模式变革。

图表 35：石基有效直连产量高速增长



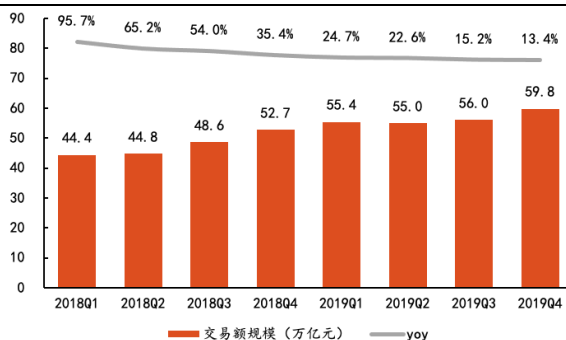
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

石基持续加深与阿里、携程合作，促进预定量良性增长。自 2014 年 3 月阿里巴巴与石基信息达成战略合作以来，双方就畅联业务持续合作多年。公司 2018 年完成了洲际、雅高、文华东方、澳门金沙、SiteMinder 等重要集团与飞猪平台的直连；2019 年新增了与国际大型批发商的直连合作尝试，完成与 Saltours 和 Illusions 两大国际批发商 34000 多家酒店的直连。此外，公司还与背靠携程的众芸信息达成战略合作，2018 年完成 500 多家酒店与携程的直连，其中包括温德姆集团全球酒店的直连项目，目前，这一数字仍在稳步上升中。

4.2.2. 支付：流量分成或是盈利模式的新增长点

第三方移动支付市场空间广阔，直连商流量分成收入可期。2019 年第四季度，中国第三方移动支付交易规模已达 59.8 万亿元，同比增长 13.4%，其中 94% 市场份额为支付宝及财付通。随着移动支付场景全面渗透，消费者使用黏性已经深度养成。疫情短期内或将减少部分线下扫码支付场景的成交量，但从长期来看有利于培养消费者移动支付习惯，此新兴支付方式将进一步利好全消费环节平台客户积累。

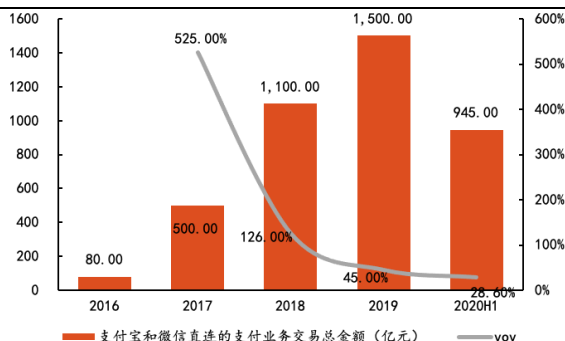
图表 36：第三方移动支付交易规模



资料来源：IResearch，东方财富证券研究所

石基持续加强与支付宝、微信的渠道合作，加快向平台服务商转型。支付业务流量继续保持快速增长态势，公司客户与两大支付应用支付宝和微信直连的支付业务 2019 年交易总金额超过 1600 亿元人民币，与去年同期流量相比增长约 45%。目前，工农中建交等主要收单银行进入星级酒店业几乎全部使用了公司的直连清算通道。直连商收入为按流量分成，未来支付业务流量有望保持稳定增长，或将成为公司新的盈利增长点。

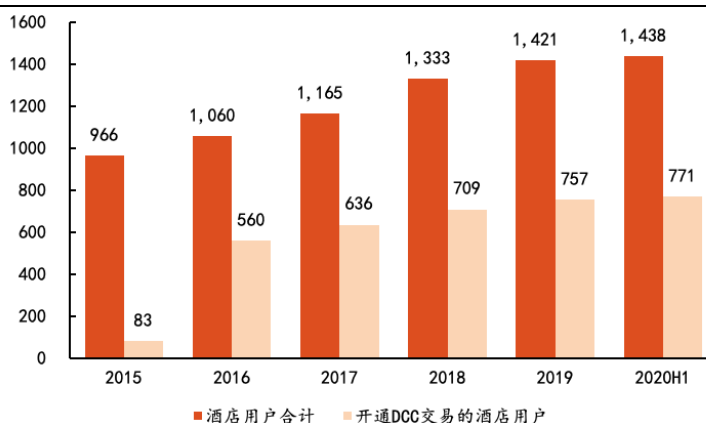
图表 37：石基支付宝和微信直连支付业务交易总金额



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

旗下南京银石研发石基支付平台，树立行业标杆。除直连业务外，公司旗下另有南京银石及敏付支付，深耕支付领域。南京银石主要产品为石基支付平台，为商户提供集银行卡、预付卡、支付宝、微信等支付方式于一体的全方位支付解决方案，满足商户更安全、更方便，更准确的支付受理需求，目前已累积 154 家酒店用户。凭借公司积累的丰富客户资源，银石在支付系统行业的影响力有望进一步扩大。2019 年派生敏付科技，是一家具有互联网支付牌照的非银支付机构，属于类金融机构行业，将为公司支付业务开拓更多可能性。

图表 38：银石已累积 1400 余家酒店用户，超半数开通 DCC



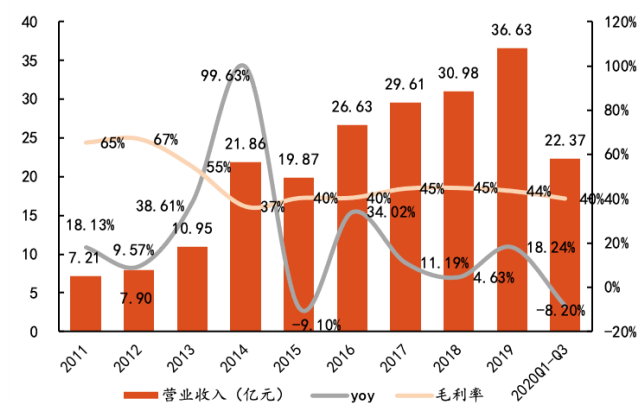
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

公司目前正在餐饮业和零售业复制酒店业的直连模式，移动互联网的发展将推动公司直连模式向低端市场扩展。凭借多年准备，叠加阿里入股 38% 石基零售利好，石基已经快速进入零售业 IT 系统领域并处于领先地位。石基现有全部客户的年度营业额约为 5 万亿人民币，公司有望通过建立大型数据平台与云服务平台将酒店、餐饮、零售三大行业以数据为基础进行连接，实现构建大消费信息服务平台，跃升大消费行业领域领导者。

5. 财务分析

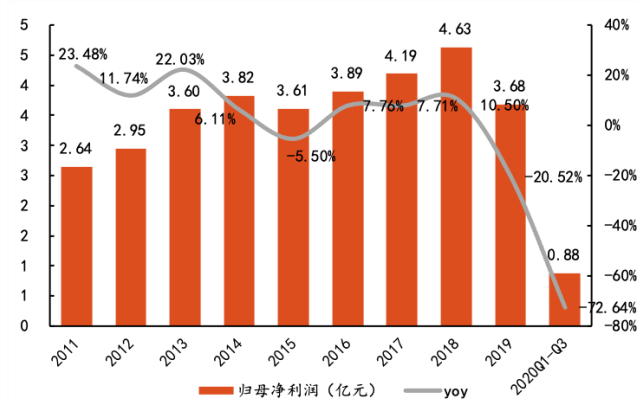
公司营收稳健增长，毛利率稳定，归母增速回落。营收方面，公司近年来收入增长稳定，2011 年~2019 年收入 CAGR 达 22.53%，2019 年实现营业收入 36.63 亿元，同比增长 18.24%，得益于业务扩张、收购兼并等。盈利方面，公司毛利率保持稳定，近三年毛利率稳中有升，保持在 45% 上下；归母净利润增速回落，归结于云转型时期公司持续加码研发、大力开拓国际新市场等原因。

图表 39：石基信息营收稳健增长，毛利率稳定



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

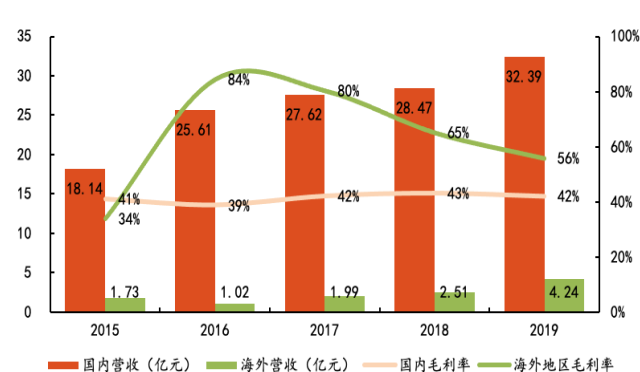
图表 40：石基信息归母净利润增速回落



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

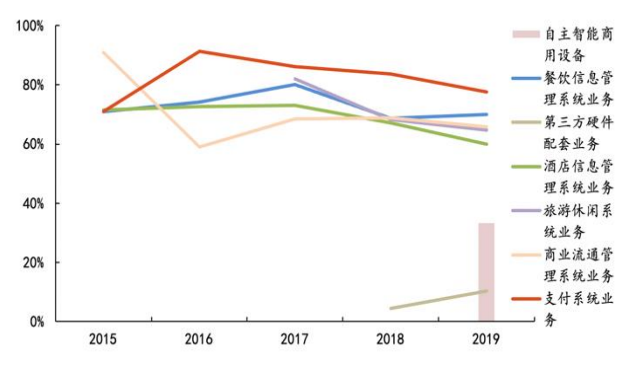
海外收入迅速提升，酒店等业务毛利短期承压。按地区看，公司海外业务实现快速增长，2019 年海外营收至 4.24 亿元，增幅达 69%；毛利率在 2016 年后始终高于国内业务，盈利能力趋于稳定。按项目看，主要业务中除餐饮外，其他各信息系统项目毛利均有所下降，我们推测为云转型期间集成成本较高，短期盈利承压，而 POS 最先完成云转型，销量上升后摊薄成本所致。

图表 41：石基信息国内外业务收入及毛利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

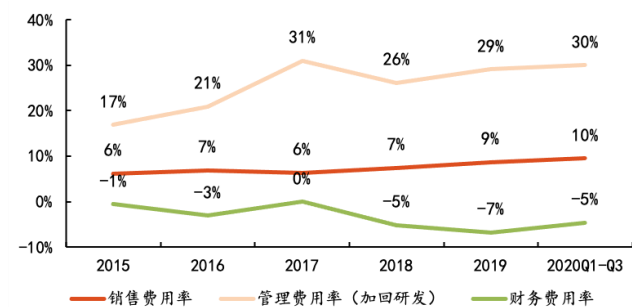
图表 42：石基信息各主营项目毛利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

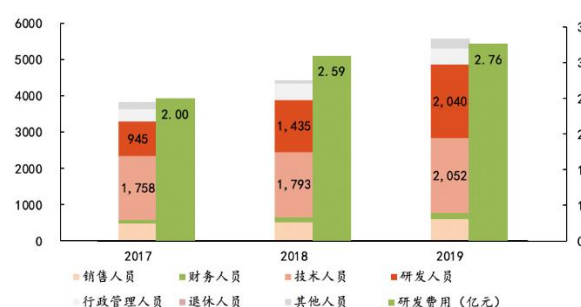
期间费率保持稳定，研发力度持续加码。公司销售/管理/财务费率基本保持稳定，2017 年分拆研发费用后投入持续加码，2019 年研发费用达 2.76 亿元，约占总营业收入的 8%。近年来公司研发人员、技术人员数量不断增加，疫情期间员工总数减少情况下研发人员仍在增加、研发费率仍在提升，充分体现公司实现产品转云的技术决心。

图表 43：石基信息销售/管理/财务费用率情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

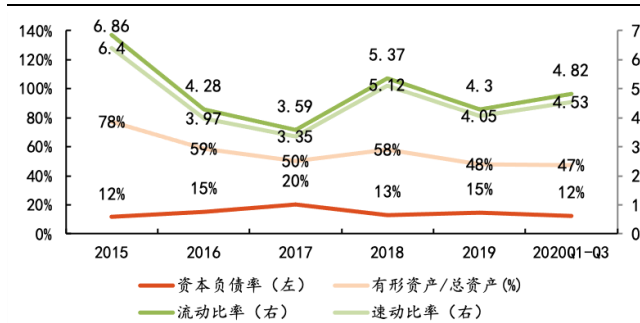
图表 44：石基信息研发人员、研发费用情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

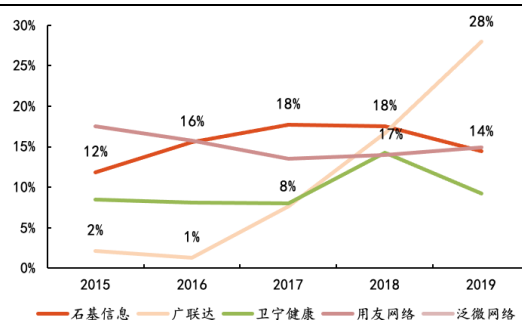
资本结构保持稳定，偿债安全边际高。公司资本结构基本保持稳定，由于事业版图扩张公司累积大量商誉，导致有形资产占总资产比重有所下降。偿债能力方面，公司轻存货、低负债，偿债安全边际高。由于云转型收入确认延迟，公司预收负债近年持续走高，占营收比重稳步提升；2019年起所有下滑，主要因为硬件业务丰富了营收构成。参考其他可比公司，尤其是云转型时间早、范围广的垂直行业 SaaS 厂商广联达，随着公司云转型的深入，预收账款占比或将继续提升。

图表 45：石基信息资本结构及偿债能力



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 46：石基与可比公司预收账款/营业收入比重



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

核心假设：

1. 第三方硬件配套业务：中电器件此前收入贡献较高，主要为代理订单增加所致，疫情拖累了其业绩表现。我们预测通过后期业务拓展，增速将有所回弹，我们给予公司 2020-2022 年该业务-10.00%/3.00%/5.00%的收入增速，毛利率维持 10.29%。

2. 酒店信息管理系统业务：该板块业务正处于云转型推动国际化战略实施的关键时期，是公司当下的决胜点所在。考虑到头部酒店集团虽然对 IT 支出相对不敏感，但鉴于其规模体系，订单从洽谈到签订实施仍然需要时间。半岛项目初见成效后，有望进一步发挥标杆效应，在未来两年内再签头部 MSA。我们给予公司 2020-2022 年该业务 2.00%/25.00%/20.00%的收入增速。目前集成成本导致业务毛利率有所下滑，长期来看成本将随公司市占率提升而摊薄，给予对应 59.89%/59.39%/59.89%的毛利率。

3. 餐饮信息管理系统业务：根据 Hospitality Technology《餐饮业技术研究报告》，行业总体信心度在不断提升，预计有 24%的创新者及 59%的早起追随者将投入数字应用、追加 IT 预算。餐饮业消费弹性较大，公司根据不同客户群打造了全覆盖产品矩阵，其中 Infrasy Cloud 等云 POS 产品已经取得一定客户基础，未来 SaaS 收入有望继续保持增长；但公司目标客户为高端餐饮，摊薄成本效益或不明显。我们给予公司 2020-2022 年该业务 3.08%/26.32%/18.42%的收入增速以及 69.41%/69.51%/69.61%的毛利率。

4. 商业流通管理系统业务：针对未来线上回归线下、服务线下的新零售模式，公司正在复制酒店餐饮业务平台化的经验，深化与阿里在新零售领域的合作。我们给予公司 2020-2022 年该业务 5.20%/18.00%/23.00%的收入增速。下游商超便利店等客户庞杂，标准化产品逻辑暂难显现，预测毛利率落至 65.24%后保持稳定。

5. 支付系统业务：公司与支付宝、微信支付业务交易总额连续 4 年保持 30%以上增速，银石打造的下一代支付平台也已开始累积客户，疫情将进一步培养用户在线消费在线支付习惯，支付业务有望保持强势。银行介入第三方支付之间费率的恶性竞争可能导致短期内毛利率受损，长期来看将恢复良性竞争。我们给予公司 2020-2022 年该业务 20.00%/20.00%/20.00%的收入增速以及 77.37%/79.69%/83.68%毛利率。

6. 旅游休闲系统业务：公司为主题公园、景区、小镇等旅游目的地提供综合性解决方案。考虑到疫情影响，我们给予公司 2020-2022 年该业务 -5.00%/25.00%/15.00%的收入增速，毛利率维持 64.65%。

7. 自主智能商用设备：海信旗下智能设备将与公司云产品形成协同效应。我们给予公司 2020-2022 年该业务 5.00%/15.00%/10.00%的收入增速，毛利率维持 33.39%。

图表 47：传统业务收入成本假设

（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	3,086.27	3,643.05	3,643.90	4,230.76	4,885.16
yoy	4.59%	18.04%	0.02%	16.11%	15.47%
毛利率(%)	44.86%	43.50%	44.88%	46.45%	47.83%
第三方硬件配套业务					
营业收入	1,150.24	1,091.64	982.48	1,011.95	1,062.55
yoy	-6.80%	-5.09%	-10.00%	3.00%	5.00%
毛利率	4.55%	10.29%	10.29%	10.29%	10.29%
酒店信息管理系统业务					
营业收入	1,061.92	1,104.54	1,126.63	1,408.29	1,689.95
yoy	16.59%	4.01%	2.00%	25.00%	20.00%
毛利率	67.23%	59.89%	59.89%	59.39%	58.89%
餐饮信息管理系统业务					
营业收入	90.61	101.76	104.89	132.49	156.90
yoy	-26.85%	12.31%	3.08%	26.32%	18.42%
毛利率	68.76%	69.91%	69.41%	69.51%	69.61%
商业流通管理系统业务					
营业收入	631.84	664.70	699.27	825.14	1,014.92
yoy	16.72%	5.20%	5.20%	18.00%	23.00%
毛利率	68.86%	65.74%	65.24%	65.24%	65.24%
支付系统业务					
营业收入	111.89	138.54	166.25	199.50	239.40
yoy	-5.40%	23.82%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	83.66%	77.67%	77.37%	79.69%	83.68%
旅游休闲系统业务					
营业收入	39.77	45.76	43.47	54.34	62.49
yoy	77.54%	15.06%	-5.00%	25.00%	15.00%
毛利率	68.27%	64.65%	64.65%	64.65%	64.65%
自主智能商用设备					
营业收入	-	496.11	520.92	599.05	658.96
yoy	-	-	5.00%	15.00%	10.00%
毛利率	-	33.39%	33.39%	33.39%	33.39%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

传统业务估值：

预计公司传统软件及解决方案 2020/2021/2022 年营业收入为 36.44/42.31/48.85 亿元，归母净利润 3.55/4.49/5.80 亿元，EPS 为 0.33/0.42/0.54 元。可比公司一致预测 2021 年 PE 为 93 倍，结合公司历史 PE 区间表现，我们给予公司 2021 年 82 倍 PE 估值，对应目标市值 369 亿元。

图表 48：可比公司 PE 估值情况

股票 代码	公司 简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E

敬请阅读本报告正文后各项声明

002410.SZ	广联达	67.23	796.68	0.21	0.37	0.57	0.78	320.14	182.69	117.00	85.82
600588.SH	用友网络	44.43	1452.86	0.48	0.30	0.38	0.50	92.56	148.40	117.35	88.22
603039.SH	泛微网络	94.78	200.93	0.94	0.83	1.10	1.47	100.83	113.56	86.42	64.28
300253.SZ	卫宁健康	16.63	355.22	0.25	0.23	0.33	0.44	66.52	72.18	50.90	37.75
平均								145.01	129.21	92.92	69.02

收盘日期：12月1日。资料来源：Choice，东方财富证券研究所

云业务估值：

预计公司云产品 2020/2021/2022 年营业收入为 3.33/6.64/11.51 亿元，可比公司 2021 年 PS 为 14 倍，考虑到广联达等可比公司云业务进度较快，云收入占总营收比重大，结合公司历史 PS 区间表现，我们给予公司 2021 年 9 倍 PS 估值，对应目标市值 60 亿元。

图表 49：可比公司 PS 估值情况

股票 代码	公司 简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入（亿元）				PS（倍）			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002410.SZ	广联达	67.23	796.68	35.41	0.37	0.57	0.78	22.50	19.00	15.29	12.30
600588.SH	用友网络	44.43	1452.86	85.10	0.30	0.38	0.50	17.07	23.50	19.59	15.65
603039.SH	泛微网络	94.78	200.93	12.86	0.83	1.10	1.47	15.62	12.70	9.71	7.48
002410.SZ	卫宁健康	16.63	355.22	19.08	0.23	0.33	0.44	18.62	14.66	11.19	8.64
平均								18.45	17.46	13.95	11.02

收盘日期：12月1日。资料来源：Choice，东方财富证券研究所

综合传统及云化两部分估值，我们预计公司 2021 年目标市值 429 亿元，给予“增持”评级。

7. 风险提示

疫情反复拖累国际化进展的风险。疫情期间，全球消费者出行受阻，重创公司下游酒店业客户，尤其是海外门店几乎陷入停滞状态。目前公司国际化战略实施切入点已转回国内，疫情尚未在全球范围内得到彻底控制，存在下游客户降低 IT 预算从而降低签单、施工进度，拖累公司国际化业务的风险。

收购后整合不佳导致巨额商誉减值的风险。截止 2019 年末，公司商誉净值达 21.39 亿元，占总资产 20.43%，涉及 27 个资产组的 30 余家企业。目前，公司集体商誉减值准备为 4702 万元，Quick Check 等标的并表后贡献净利润为负，存在收购后未能充分发挥协同效应导致商誉减值损伤归母净利润的风险。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6647.34	6556.69	7060.03	8014.13
货币资金	5210.81	4963.69	5317.23	6097.90
应收及预付	695.51	784.01	826.90	912.28
存货	382.46	381.40	424.65	480.81
其他流动资产	358.57	427.59	491.24	523.14
非流动资产	4259.48	4625.19	4968.87	5039.20
长期股权投资	329.12	329.12	329.12	329.12
固定资产	314.75	328.38	345.64	365.58
在建工程	125.55	135.55	155.55	175.55
无形资产	925.30	1169.95	1424.62	1673.79
其他长期资产	2564.75	2662.18	2713.94	2495.15
资产总计	10906.82	11181.88	12028.89	13053.33
流动负债	1546.04	1426.45	1752.14	2068.64
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	823.90	231.68	261.18	318.02
其他流动负债	722.14	1194.77	1490.96	1750.62
非流动负债	39.43	39.43	39.43	39.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	39.43	39.43	39.43	39.43
负债合计	1585.47	1465.89	1791.58	2108.08
实收资本	1069.60	1069.60	1069.60	1069.60
资本公积	4119.23	4119.23	4119.23	4119.23
留存收益	3125.89	3457.97	3887.35	4450.41
归属母公司股东权益	8613.96	8946.04	9375.42	9938.47
少数股东权益	707.39	769.96	861.90	1006.79
负债和股东权益	10906.82	11181.88	12028.89	13053.33

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3662.54	3643.90	4230.76	4885.16
营业成本	2067.92	2008.39	2265.70	2548.52
税金及附加	28.91	28.77	33.40	38.57
销售费用	316.60	314.99	386.87	422.28
管理费用	789.39	676.06	742.63	857.50
研发费用	275.87	289.96	315.51	339.89
财务费用	-249.14	-33.07	-33.41	-37.10
资产减值损失	-11.30	-4.02	-3.10	-3.41
公允价值变动收益	0.04	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.44	0.44	0.51	0.59
资产处置收益	-0.18	0.00	0.00	0.00
其他收益	91.74	72.36	84.01	97.01
营业利润	487.19	427.58	601.50	809.70
营业外收入	9.84	17.31	19.04	20.95
营业外支出	3.41	2.24	2.47	2.71
利润总额	493.62	442.65	618.07	827.93
所得税	28.45	25.51	77.26	103.49
净利润	465.18	417.14	540.82	724.44
少数股东损益	97.16	62.57	91.94	144.89
归属母公司净利润	368.02	354.57	448.88	579.55
EBITDA	341.53	484.59	652.64	841.49

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	528.07	388.46	888.71	1025.16
净利润	465.18	417.14	540.82	724.44
折旧摊销	157.69	158.86	165.99	163.08
营运资金变动	-70.31	-176.05	195.90	153.06
其它	-24.49	-11.49	-13.99	-15.41
投资活动现金流	-2537.95	-592.75	-492.34	-201.67
资本支出	-379.73	-488.19	-467.85	-187.26
投资变动	-2167.59	-5.00	-5.00	-5.00
其他	9.37	-99.56	-19.49	-9.41
筹资活动现金流	-128.01	-42.83	-42.83	-42.83
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	82.34	0.00	0.00	0.00
其他	-210.35	-42.83	-42.83	-42.83
现金净增加额	-2097.70	-247.12	353.54	780.67
期初现金余额	5758.94	5210.81	4963.69	5317.23
期末现金余额	3661.24	4963.69	5317.23	6097.90

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%)				
营业收入增长	18.24%	-0.51%	16.11%	15.47%
营业利润增长	-19.07%	-12.23%	40.67%	34.61%
归属母公司净利润增长	-20.60%	-3.65%	26.60%	29.11%
获利能力 (%)				
毛利率	43.54%	44.88%	46.45%	47.83%
净利率	12.70%	11.45%	12.78%	14.83%
ROE	4.27%	3.96%	4.79%	5.83%
ROIC	1.86%	3.16%	4.16%	5.42%
偿债能力				
资产负债率 (%)	14.54%	13.11%	14.89%	16.15%
净负债比率	17.01%	15.09%	17.50%	19.26%
流动比率	4.30	4.60	4.03	3.87
速动比率	4.01	4.26	3.75	3.60
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.33	0.35	0.37
应收账款周转率	5.78	5.34	5.58	5.85
存货周转率	9.58	9.55	9.96	10.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.33	0.42	0.54
每股经营现金流	0.49	0.36	0.83	0.96
每股净资产	8.04	8.35	8.76	9.28
估值比率				
P/E	113.47	104.61	82.63	64.00
P/B	4.85	4.15	3.96	3.73
EV/EBITDA	106.88	66.22	48.62	36.78

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500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15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%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。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。