

云业务放量趋势不变，星空云即将盈利，苍穹云尚在起量 ——金蝶国际 (0268.HK) 2019 年中报点评

海外公司简报

◆云业务规模高速扩张然亏损率扩大，致公司整体利润承压

1H19 公司实现营收 14.85 亿元人民币，同比增长 16.1%，较彭博一致预期的 15.01 亿低约 1%。经营利润率同比下降 4.7 个百分点至 8.3%，经营利润同比下降 26% 至 1.2 亿元，较彭博一致预期的 1.5 亿低约 19%，主要由于云业务经营亏损率未如预期收窄反而扩大。Non-GAAP 净利润达 1.49 亿，同比下降 30.1%；合 Non-GAAP EPS 为 0.046 元，同比下降 33.5%。

◆传统 ERP 业务增长放缓，但依旧维持稳定盈利能力

传统 ERP 业务营收增长放缓，同比增速由 2H18 的 7% 继续降至 1H19 的 7%，主要由于传统 ERP 客户尤其是中小企业向云端迁移压力显现；但依旧维持稳定的盈利能力，经营利润率为 22.6% (vs 1H18 21.7%/2H18 22.7%)；净利率为 20.1% (vs 1H18 19.7%/2H18 19.4%)。

◆云业务规模高速扩张，星空云有望扭亏为盈，苍穹云尚在起量

云业务营收同比上升 55% 至 5.5 亿，营收占比扩大至 37%；由于苍穹云研发及销售费用增加，1H19 云业务盈利改善不及预期，经营亏损率由 2H18 的 17% 扩大至 1H19 的 23%。核心云 ERP 业务同比增长 56% 至 4.0 亿，其中聚焦中小企业市场的一代星空云拓展顺利，仍为营收贡献主要来源，营收同比增长 50% 至 3.84 亿，付费客户数突破 1.1 万、续费率超 80%，公司指引 2H19 有望扭亏为盈；专攻大型企业市场的二代苍穹云仍在初期起量阶段，1H19 营收突破 15 百万，累计签约客户 43 家，后期放量情况仍需观察。

◆估值及评级

我们维持 19~21 年 Non-GAAP EPS 预测分别为 0.09、0.10、0.11 元。基于分部估值法，参考美国 SaaS 行业平均 PS，考虑到公司云业务通过产品矩阵丰富，拓展大型企业市场有望驱动增长加快，给予云业务 19 年 15x PS；参考全球 ERP 行业龙头 PE 水平，结合公司传统 ERP 增长放缓且盈利暂时承压，给予公司 ERP 业务 19 年 12x 的 PE，维持目标价 8.6 港币，维持“增持”评级。

◆风险提示：传统 ERP 行业竞争加剧；云业务发展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标 (人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万)	2,303	2,809	3,372	4,100	5,013
Non-GAAP 净利润 (百万)	285	409	314	319	380
Non-GAAP EPS (人民币)	0.10	0.13	0.09	0.10	0.11
Non-GAAP EPS 增长率 (%)		28.9	(27.6)	1.5	19.0
P/E	65	51	70	69	58
P/S	8.1	7.4	6.5	5.4	4.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 14 日；按照 1 HKD=0.8953 CNY 换算。

增持 (维持)

当前股价/目标价：7.43/8.60 港元

分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA · FRM

021-52523692

futz@ebsec.com

吴柳燕 (执业证书编号：S0930519070004)

021-52523690

wuliuyan@ebsec.com

市场数据

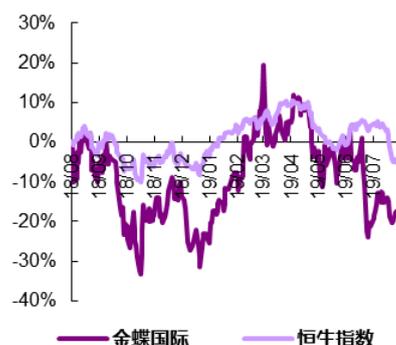
总股本(亿股)：33.16

总市值(亿元)：233.79

一年最低/最高(元)：5.5/11.34

近 3 月换手率：62.1%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.4	91.8	-21.3
绝对	-2.1	91.8	-30.2

资料来源：Wind

相关研报

传统 ERP 增速放缓，云业务确定性成长趋势不变…… 2019-03-15
云业务成长不及预期，等待二代云产品业绩兑现…… 2018-08-16

附录

表 1: 损益表

(单位: 百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,303	2,809	3,372	4,100	5,013
营业成本	(427)	(514)	(620)	(748)	(908)
毛利	1,876	2,294	2,751	3,352	4,105
其它收入	446	381	376	392	498
营业开支	(1,901)	(2,231)	(2,798)	(3,383)	(4,151)
营业利润	421	445	329	361	452
财务成本净额	(27)	(1)	30	0	(13)
应占利润及亏损	(15)	4	(4)	(4)	(3)
税前利润	378	448	354	357	436
所得税开支	(55)	(39)	(39)	(39)	(48)
税后经营利润	324	409	315	318	388
少数股东权益	(14)	3	2	2	3
GAAP 净利润	310	412	317	320	391
Non-GAAP 净利润	285	409	314	319	380
息税折旧前利润	646	662	463	507	607
息税前利润	284	308	185	212	294
每股收益 (元)	0.11	0.13	0.10	0.10	0.12
每股股息 (元)	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
调整后每股收益 (元)	0.10	0.13	0.09	0.10	0.11

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	6,802	7,579	7,234	8,052	9,131
流动资产	3,534	3,160	4,040	4,496	5,220
现金及短期投资	2,155	1,813	3,066	3,387	3,865
有价证券及短期投资	397	211	0	0	0
应收账款	132	137	314	382	545
存货	14	8	9	10	13
其它流动资产	836	990	652	717	798
非流动资产	3,268	4,419	3,194	3,556	3,910
长期投资	31	234	232	230	229
固定资产净额	510	490	797	1,116	1,417
其他非流动资产	2,727	3,694	2,164	2,210	2,264
总负债	2,759	2,046	1,428	1,960	2,682
流动负债	1,405	1,867	1,202	1,604	2,186
应付账款	19	21	37	45	54
短期借贷	155	301	0	0	0
其它流动负债	1,231	1,545	1,165	1,559	2,131
长期负债	1,354	179	226	356	496
长期债务	1,194	0	120	250	390
其它	161	179	106	106	106
股东权益合计	4,043	5,533	5,806	6,092	6,449
股东权益	3,995	5,466	5,741	6,030	6,389
少数股东权益	48	67	64	62	59
负债及股东权益总额	6,802	7,579	7,234	8,052	9,131
净现金/(负债)	646	1,332	2,840	3,031	3,369
营运资本	128	125	286	348	503
长期可运用资本	5,397	5,712	6,032	6,448	6,945
股东及少数股东权益	4,043	5,533	5,806	6,092	6,449

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3：现金流量表

(单位：百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	824	906	142	739	895
净利润	310	412	317	320	391
折旧与摊销	362	354	278	295	313
营运资本变动	(8)	5	(161)	(62)	(156)
其它	160	135	(292)	185	346
投资活动现金流	(971)	(386)	1,305	(516)	(512)
资本性支出净额	(377)	(406)	(442)	(654)	(659)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(6)	(203)	2	2	2
其它资产变化	(588)	223	1,745	135	145
自由现金流	(227)	(279)	(850)	124	(601)
融资活动现金流	(236)	(140)	(194)	99	95
股本变动	18	96	0	0	0
净债务变化	(148)	(1,047)	(181)	130	140
派发红利	0	0	(42)	(32)	(32)
其它长期负债变化	(106)	811	30	0	(13)
净现金流	(383)	380	1,253	321	478

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼