

## 方正证券研究所证券研究报告

金蝶国际 (00268)

公司研究

计算机行业

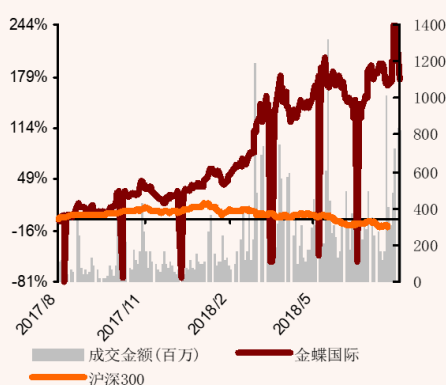
公司财报点评

2018.08.15/推荐(维持)

海外首席分析师: 杨仁文  
执业证书编号: S1220514060006  
E-mail: yangrenwen@foundersc.com

联系人: 黄可心  
E-mail: huangkexin@foundersc.com

### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

### 相关研究

《金蝶国际 (0268.HK) 深度报告: 云服务扬帆起航, 迎接估值体系重构》2018.03.22  
《金蝶国际 (0268.HK): 17 年报业绩超预期, 云业务高速增长, 占比持续提升》2018.03.14

请务必阅读最后特别声明与免责条款

### 事件描述:

公司 8 月 15 日公布 2018 年上半年业绩: 收入 12.79 亿元, YoY +21.3%; 毛利 10.2 亿元, YoY +21.4%, 毛利率 80.2%, 与去年同期 (80.1%) 基本持平; 经营利润 1.67 亿元, YoY +33.4%; EPS 5.54 分; 经营活动净现金流 2.68 亿元, YoY +14.6%。归母净利润 1.69 亿元, YoY +59.5%, 净利率 13.3%。其中, ERP 业务收入 9.24 亿元, YoY +19.7%, 经营盈利 2 亿, YoY +37.1%; 云服务业务收入 3.55 亿元, YoY +25.6%, 云服务续损 0.67 亿, YoY +28.9%。

### 事件点评:

1. 上半年云增速下降, 长期看好二代云苍穹。2018 年上半年云业务增速同比增长 25.6%, 相比 2017 年全年增速 66.7% 有所下降, 占公司总营收 27.8%。金蝶云产品同比增长 42.9%。二代云苍穹是亮点, 苍穹是新一代主要针对大企业的云服务平台 (PaaS+SaaS), 与传统云平台有较大程度创新, 提供多组织视图、全局共享服务、嵌入式数据服务、区块链智能合约、个性化云开发平台、企业级云原生架构、企业级应用 AI 和多云部署能力。对比国外成熟 PaaS+SaaS 平台, 定制化服务是切入大企业的第一步, 培养良好的生态, 运用更加成熟的大数据和 AI 功能是决胜关键。另外, 金蝶云与 AWS 和华为云的伙伴关系将有助于进一步推动大型企业云服务的发展。

2. 归母净利润增长 59.5%, 小微企业云持续增长。受益于规模效应、管理提效和云业务收入改善等因素, 管理费用占比下降 2.3% 至 11.4%, 有效提高净利润。精斗云维持 70% 以上续费率, 管易云处理订单总量增长 32%, 战投纷享销客后有效提高产品间协同。

### 3. 投资评级与估值

二代云的发布弥补了中国在大型企业云的空白。我们预计 18/19 年营收分别为 28.4 亿/34.2 亿元, EPS 为 0.16 元/0.19 元。维持“推荐”评级。

### 4. 风险提示

国内云市场竞争加剧, 导致产品毛利率下降; 市场需求变化, CAPEX 和 OPEX 费用率上升; 传统 ERP 软件市场需求不达预期; 国家智能制造推进进度不达预期; 金蝶云二代产品不达预期

### 5. 盈利预测:

单位/百万元	2016	2017	2018E	2019E
营业总收入	1862.21	2303.46	2841.55	3423.98
(+/-) (%)		23.70	23.36	20.50
净利润	214.50	310.00	459.20	540.47
(+/-) (%)		44.53	48.13	17.70
EPS (分)	9.79	10.66	15.79	18.58
P/E	26.68	34.94	56.24	47.79

数据来源: wind 方正证券研究所

## 1 中报点评

**事件描述:** 公司 8 月 15 日公布 2018 年上半年业绩: 收入 12.79 亿元, YoY +21.3%; 毛利 10.2 亿元, YoY +21.4%, 毛利率 80.2%, 与去年同期 (80.1%) 基本持平; 经营利润 1.67 亿元, YoY +33.4%; EPS 5.54 分; 经营活动净现金流 2.68 亿元, YoY +14.6%。归母净利润 1.69 亿元, YoY +59.5%, 净利率 13.3%。其中 ERP 业务收入 9.24 亿元, YoY +19.7%; 云服务业务收入 3.55 亿元, YoY +25.6%。其中 ERP 经营盈利 2 亿, YoY +37.1%; 云服务续损 0.67 亿, YoY +28.9%。

### 事件点评:

2018 年上半年云服务业务收入 3.55 亿元, 同比增长 25.6%, 相比 2017 年全年增速 66.7% 有所下降, 占公司总营收 27.8%。其中金蝶云产品实现收入 2.55 亿元, 同比增长 42.9%, 续费率保持在 80% 以上。小微企业方面, 精斗云维持 70% 以上续费率, 管易云处理订单总量增长 32%, 战投纷享销客后有效提高产品间协同。2017 年, 在企业上云大潮下, 金蝶在企业级 SaaS 厂商销售占比 7.2%, 排名第一; 2017 年 SaaS ERM 占比 17.5%, 排名第一; SaaS 财务云市占率 43.6%, 稳居第一。

## 2 金蝶云二代 苍穹

### 2.1 PaaS+SaaS 平台的先驱, 亚马逊 AWS 和 Salesforce.com

亚马逊和 Salesforce 分别是 IaaS 和 SaaS 行业的龙头, 前者在 2006 年发布 IaaS 弹性计算, 后者在 2000 年发布 SaaS CRM 软件, 随后一路领先。因为 PaaS 平台更加灵活, 亚马逊和 Salesforce 分别发布了各自的 PaaS 平台, 并同过 AWS Marketplace 和 AppExchange 搭建在 PaaS 平台上, 形成生态系统。用户可以根据自己的需要购买、部署各种软件, 并快速运行在 AWS 上或与 Salesforce 软件兼容。

#### PaaS + AWS Marketplace 的好处如下:

1. AWS Marketplace 凭借 AWS 自有流量, 扩展了生态。个性化选择的软件也增强了用户粘性。
2. 所有在 AWS Marketplace 上的软件都可以快速部署在 AWS 上, 进一步加大了 AWS 营收。
3. 亚马逊收取额外 20% 的推荐费用。

#### PaaS + AppExchange 的好处如下:

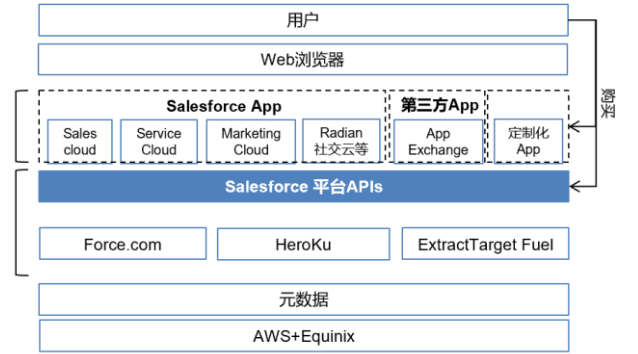
1. 为公司客户提供个性化服务, 增强客户粘性, 从而吸引更多 ISVs 扎根在平台上, 形成生态闭环。
2. Salesforce 通过 AI 等手段巩固自己的领先地位。

图表1: AWS Marketplace 架构



资料来源: 方正证券研究所

图表2: Salesforce.com PaaS+SaaS 平台架构



资料来源: 方正证券研究所

## 2.2 金蝶云二代苍穹刚刚起步, 拥有先发优势

苍穹更加接近 Salesforce 的架构, 通过 PaaS 平台搭建 Sales Cloud、Service Cloud、Marketing Cloud、Social Cloud 等为客户提供一站式和个性化的体验。定制化服务是切入大企业的第一步, 培养良好的生态, 运用更加成熟的大数据和 AI 功能是决胜关键。另外, 金蝶云与 AWS 和华为云的伙伴关系将有助于进一步推动大型企业云服务的发展。

### 2.2.1 金蝶云苍穹介绍

以“人人”设计理念致敬每一个个体, 实时、准确、透明掌握价值创造的过程, 提供人人财务、人人费用、人人绩效、人人营销等一系列围绕“人人”的应用提供服务, 从而激活每一个个体。

以“生态”设计理念致敬每一个伙伴, 旨在帮助企业在一个社会化商业网络中创造价值, 构建生态共同体; 提供给客户生态化的产品解决方案, 建立连接伙伴的生态化平台, 为企业提供一个全方面的生态化信息系统。

以极致“体验”设计理念致敬拥抱数字化转型的用户, 打造媲美消费级的生产力软件体验。

图表3: 金蝶云苍穹 PaaS 服务



资料来源: 金蝶官网、方正证券研究所

SaaS 软件拥有一定先发者壁垒。金蝶云二代的率先发布将有望推动中国大企业进行数字化转型。金蝶二代云仍然在初期阶段, 亮点在于数据和人工智能的驱动, 以及社交、区块链等应用的深度开发。期待产品不断的更新和迭代, 给用户带来更好的体验。

图表4：金蝶云二代基于自主可控和原生架构



资料来源：金蝶官网、方正证券研究所

### 2.2.2 金蝶云苍穹八大创新

1. 多组织视角：金蝶云苍穹新增多核算体系、多统计视图、多合并体系、多级次预算管理等功能，通过多重视角，客户能够多方面、及时的了解与监控集团企业的当前状况。既能适应不断变化的组织模式，又能进行更加精细化的管理。
2. 全局共享：金蝶云苍穹依靠底层统一的共享运营平台与标准化的业务领域，实现了服务的全局共享。将共享从内部服务转变为外部平台，让共享从管控走向服务，为企业赋能。
3. 嵌入式数据服务：金蝶云苍穹在业务数据获取端嵌入数据分析服务，客户能够从业务数据页面一键切换进行数据分析，同时分析结果还可以分享至云之家进行沟通协作。打破数据壁垒，深度融合数据分析与业务系统。
4. 区块链智能合约：金蝶云苍穹推出基于区块链技术的分布智能合约功能，不仅可以提高成本效率，而且保障了存储、读取、执行过程透明可跟踪，能有效规避干扰正常合约执行的恶意行为。
5. 个性云开发平台：金蝶云苍穹研发的第四代云端动态领域建模系统实现了多租户情况下的可个性化定制。可视化配置和低代码的方式快速实现了 SaaS 应用开发和个性化定制的，而模型化的构建和组件式开发则应用软件开发更加简单高效。
6. 企业级云原生架构：金蝶云苍穹在传统分布式架构、微服务架构、容器服务、DevOps 等为代表的云原生基础架构上，深入探究，打造出更符合企业级应用的微服务架构、分布式存储、镜像管理、容器管理与部署和动态领域模型。解决了传统的主机模式带来的资源利用率低、性能瓶颈、不能弹性伸缩，耦合高依赖强和开放性差的问题。
7. 企业级应用 AI：金蝶云苍穹基于语音识别、图像识别、自然语言处理和深度学习算法等 AI 技术，融合企业业务场景与企业业务数据，构建了企业级的人工智能应用平台。目前已经提供了财务机器人、营业执照识别、发票识别、人脸认证，通过智能音箱实现企业业务知识订阅、新闻订阅、企业数据洞察等 AI 应用。
8. 多云部署能力：金蝶云苍穹支持公有云、私有云、混合云等多种云部署模式；同时，公有云可支持在 AWS、京东云、华为云、腾讯云等主流云厂商上的部署选择。

研究源于数据 4 研究创造价值

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
<b>流动资产</b>	2956.7	3533.6	3839.9	4421.7	<b>营业总收入</b>	1862.2	2303.5	2841.5	3424.0
现金	2083.9	2152.5	2325.9	2814.8	营业成本	348.0	427.0	526.7	634.7
应收账款	710.9	752.4	796.2	842.6	营业税金及附加	93.1	115.2	142.1	171.2
其它应收款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业费用	283.6	345.3	408.4	496.8
预付账款	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用	277.6	320.2	369.3	425.9
存货	6.3	14.1	8.1	9.5	财务费用	1002.4	1235.9	1463.5	1771.6
其他	152.4	612.4	673.7	741.0	资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>非流动资产</b>	3020.6	3268.5	3536.7	3826.9	公允价值变动收益	33.9	96.4	181.6	221.3
长期投资	181.2	196.1	212.2	229.6	投资净收益	562.7	445.7	474.9	523.6
固定资产	796.3	510.2	552.1	597.4	<b>营业利润</b>	248.9	420.8	548.6	618.7
无形资产	900.6	886.7	6146.4	42605.4	营业外收入	-39.6	-42.3	-49.5	-43.8
其他	1142.4	1675.5	-3373.9	-39605.5	营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	5977.3	6802.1	7376.6	8248.6	<b>利润总额</b>	209.3	378.4	499.1	574.8
<b>流动负债</b>	922.7	1404.9	1587.1	2028.7	所得税	-5.9	54.8	35.2	28.0
短期借款	80.7	155.0	186.0	195.3	<b>净利润</b>	215.2	323.6	463.9	546.8
应付账款	674.0	1002.0	1102.2	1212.4	少数股东损益	0.7	13.6	4.7	6.3
其他	168.0	247.8	298.9	620.9	<b>归属母公司净利润</b>	214.5	310.0	459.2	540.5
<b>非流动负债</b>	1518.4	1354.1	1397.1	1423.2	EBITDA	573.2	740.1	832.5	927.8
长期借款	1415.6	1193.5	1231.4	1254.4	EPS (分)	9.79	10.65	15.79	18.58
其他	102.8	160.6	165.7	168.8					
<b>负债合计</b>	2441.1	2759.0	2984.2	3451.9	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	60.4	47.7	70.7	59.6	<b>成长能力</b>				
股本	2944.2	2908.6	2908.6	2908.6	营业收入	1862.21	2303.46	2841.55	3423.98
资本公积	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	248.90	420.76	548.60	618.66
留存收益	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	214.50	310.00	459.20	540.47
归属母公司股东权益	3475.8	3995.3	4321.7	4737.2	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	5917.0	6754.3	7305.9	8189.0	毛利率	0.13	0.18	0.19	0.18
					净利率	0.12	0.13	0.16	0.16
					ROE	8.29%	7.76%	10.56%	11.39%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	612.1	823.7	973.0	1176.4	资产负债率	0.41	0.41	0.40	0.42
净利润	215.2	323.6	463.9	546.8	净负债比率	0.69	0.68	0.68	0.72
折旧摊销	363.9	361.7	333.4	353.0	流动比率	3.20	2.52	2.42	2.18
财务费用	22.0	27.1	36.2	28.4	速动比率	3.20	2.51	2.41	2.17
投资损失	-33.9	-96.4	-181.6	-221.3	<b>营运能力</b>				
营运资金变动	-121.3	94.7	124.1	140.2	总资产周转率	0.31	0.34	0.39	0.42
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	2.62	3.06	3.57	4.06
<b>投资活动现金流</b>	-561.0	-970.8	-350.6	-376.8	应付账款周转率	2.76	2.30	2.58	2.82
资本支出	8.9	2.1	4.3	5.1	<b>每股指标(元)</b>				
长期投资	-181.2	-196.1	-212.2	-229.6	每股收益	9.79	10.66	15.79	18.58
其他	-388.7	-776.9	-142.7	-152.3	每股经营现金	0.21	0.28	0.33	0.40
<b>筹资活动现金流</b>	-124.7	-236.0	-449.1	-310.7	每股净资产	1.20	1.39	1.51	1.65
短期借款	80.7	155.0	186.0	195.3	<b>估值比率</b>				
长期借款	-202.6	222.1	-37.9	-23.0	P/E	26.68	34.94	56.24	47.79
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	4.13	4.64	5.91	4.90
资本公积增加	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	0.62	0.82	0.79	0.69
其他	-2.7	-613.1	-597.2	-483.1					
<b>现金净增加额</b>	-73.6	-383.1	173.4	488.9					

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com