

云业务成长不及预期，等待二代云产品业绩兑现

——金蝶国际 (0268.HK) 2018H1 中报点评

海外公司简报

◆传统 ERP 增速超预期，然云业务增速大幅低于预期

1H18 公司实现营收 12.8 亿元人民币，同比增速小幅放缓至 21%，较彭博一致预期的 12.5 亿高约 2%，主要由于传统 ERP 业务增速超预期提升。分结构来看，ERP 业务同比增长 20%，营收占比为 72%；云服务业务同比增长 26% 显著低于市场预期，营收占比为 28%。盈利能力来看，受益传统 ERP 业务盈利能力改善，经营利润率同比提升 1.2 个百分点至 13.1%。Non-GAAP 净利润达 2.1 亿，同比增长 64%；合 Non-GAAP EPS 为 0.070 元，同比增长 54%。

◆EAS 快速成长，KIS 稳健发展，K/3 增速超预期

传统 ERP 业务维持稳健增长，且规模效应进一步凸显，盈利能力显著增强。EAS 业务快速成长，同比上升 29%，显示大企业持续加大 IT 投入；KIS 业务增长稳健，同比上升 14%，小微企业需求逐步释放；传统 K/3 业务恢复健康成长，同比上升 14%，主要由于公司发布边缘计算盒实现设备互联从而有效提升产品竞争力。

◆金蝶云成长迅速但仍低于预期，等待二代云产品业绩兑现

1H18 公司云业务实现营收 3.6 亿，同比上升 26% 显著低于市场预期。核心产品金蝶云实现营收 2.6 亿人民币，同比上升 43%，考虑递延收入影响后同比上升 65% 但仍低于市场预期；其他云业务收入同比略降 4% 至 1.0 亿人民币，其中精斗云收入同比增长 30%，管易云收入由于私有云进展暂缓同比下降 17%。受益国家层面以及各地方政府推动，大企业上云意愿加强，公司针对大企业客制化市场最新发布金蝶二代云产品苍穹，或成为其云业务的下一个成长引擎。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司将加大产品推广开支或拖累其业绩表现，分别下调 2018~2020 年 Non-GAAP EPS 15%/24%/27% 至 0.11、0.13、0.16 元人民币。公司核心金蝶云产品成长迅速但仍低于预期，二代云产品实际推广销售情况仍待观察，下调至“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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万)	1,862	2,303	2,875	3,507	4,247
营收增长率 (%)	22.8	23.7	24.8	22.0	21.1
Non-GAAP 净利润 (百万)	195	285	366	439	515
Non-GAAP 净利润增长率 (%)	49.2	46.3	28.2	20.1	17.2
Non-GAAP EPS (人民币)	0.07	0.10	0.11	0.13	0.16
P/E	33	22	20	16	14
ROE (%)	8.3	7.8	8.9	9.4	10.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 08 月 16 日

增持 (下调)

当前股价：8.3 港元

分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA · FRM

021-22167333

futz@ebsec.com

联系人

吴柳燕

021-22167197

wuliuyan@ebsec.com

市场数据

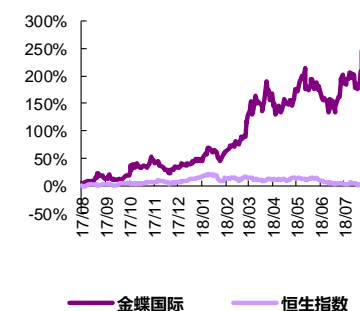
总股本(亿股)：32.90

总市值(亿港元)：272.40

一年最低/最高(港元)：3.05/11.34

近 3 月换手率：128.9%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.8	117.7	158.8
绝对	-7.6	124.9	157.7

资料来源：Wind

相关研报

盈利改善超预期，利润率向上趋势获确认 2018-03-17
云业务扩张超预期，研发下一代延续领先优势 2017-10-17

表 1: 损益表

(单位: 百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,862	2,303	2,860	3,490	4,227
营业成本	(348)	(427)	(535)	(652)	(766)
毛利	1,514	1,876	2,325	2,838	3,461
其它收入	372	446	469	501	552
营业开支	(1,564)	(1,901)	(2,299)	(2,757)	(3,318)
营业利润	322.634	421	495	582	695
财务成本净额	(22)	(27)	(27)	(39)	(52)
应占利润及亏损	(18)	(15)	(15)	(15)	(3)
税前利润	283	378	453	527	640
所得税开支	6	(55)	(50)	(58)	(70)
税后经营利润	289	324	403	469	570
少数股东权益	(1)	(14)	(16)	(19)	(23)
净利润	288	310	387	450	547
息税折旧前利润	650	646	601	693	827
息税前利润	286	284	325	402	522
每股收益 (元人民币)	0.10	0.11	0.12	0.14	0.17
每股股息 (元人民币)	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	5,977	6,802	7,209	7,988	8,905
流动资产	2,957	3,534	4,660	5,152	5,790
现金及短期投资	2,087	2,155	3,909	4,284	4,723
有价证券及短期投资	133	397	0	0	0
应收账款	131	132	266	325	460
存货	6	14	7	9	11
其它流动资产	600	836	477	534	597
非流动资产	3,021	3,268	2,549	2,836	3,115
长期投资	26	31	24	16	15
固定资产净额	796	510	768	1,011	1,240
其他非流动资产	2,199	2,727	1,758	1,808	1,859
总负债	2,441	2,759	2,802	3,112	3,459
流动负债	923	1,405	1,383	1,562	1,769
应付账款	20	19	32	39	46
短期借贷	81	155	0	0	0
其它流动负债	822	1,231	1,350	1,523	1,723
长期负债	1,518	1,354	1,420	1,550	1,690
长期债务	1,416	1,194	1,314	1,444	1,584
其它	103	161	106	106	106
股东权益合计	3,536	4,043	4,407	4,876	5,446
股东权益	3,476	3,995	4,343	4,794	5,341
少数股东权益	60	48	64	83	105
负债及股东权益总额	5,977	6,802	7,209	7,988	8,905
净现金/(负债)	488	646	2,490	2,735	3,034
营运资本	117	128	242	295	424
长期可运用资本	5,055	5,397	5,827	6,426	7,136
股东及少数股东权益	3,536	4,043	4,407	4,876	5,446

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	612	824	855	695	768
净利润	288	310	387	450	547
折旧与摊销	364	362	277	291	305
营运资本变动	(8)	5	(114)	(53)	(129)
其它	(32)	147	305	7	45
投资活动现金流	(561)	(971)	1,000	(411)	(417)
资本性支出净额	(467)	(377)	(487)	(574)	(579)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(2)	(6)	8	8	2
其它资产变化	(92)	(588)	1,480	155	160
自由现金流	(327)	(227)	(263)	50	(583)
融资活动现金流	(125)	(236)	(101)	91	88
股本变动	24	18	0	0	0
净债务变化	40	(148)	(35)	130	140
派发红利	0	0	(39)	0	0
其它长期负债变化	(188)	(106)	(27)	(39)	(52)
净现金流	(74)	(383)	1,754	375	439

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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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, 光大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。

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, 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。

本证券研究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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达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达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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。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客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	