

金蝶国际 (0268.HK)

云收入增速短期放缓，核心业务与逻辑仍强

● 中报业绩回顾和财务数据分析

2018 年上半年实现营业收入 12.79 亿元 (人民币, 后皆同), 同比增长 21.3%, 归属母公司净利润 1.70 亿元, 同比增长 59.5%。收入分业务看, 传统 ERP 业务实现营业收入 9.24 亿元, 同比增长 19.84%, 云业务实现收入 3.55 亿元, 同比增长 25.44%。上半年经营利润为 1.67 亿元, 同比增长 33.4%, 经营利润率为 13.1%, 去年同期为 11.9%。费用方面, 销售费用率同比小幅提升 0.85 个百分点, 管理费用率同比小幅下降 0.76 个百分点。

● 看好公司云 ERP 领域竞争力, 中长期成长逻辑不变

上半年公司云业务同比增长 25.44%, 分拆来看, 金蝶云增长 43%、其他云服务合计收入下降 4%。我们分析上半年云收入增速放缓的主要原因为 1) 管易云收入下滑拖累整体云业务收入。2) 核心云产品金蝶云战略上主推公有云模式, 去年同期私有云模式比重相对较高, 因此金蝶云表观收入增速有所放缓, 值得注意的是金蝶云用户同比增长 110%, 表明上半年签单情况不错, 更多收入体现有望在下半年体现。8 月 8 日, 公司发布针对大型企业的云 ERP 版本-金蝶云苍穹, 将进一步丰富金蝶云的产品线。金蝶云较早在中型企业云 ERP 市场布局, 且在本地化部署、ERP 行业理解、云产品聚焦能力上均体现出其竞争优势, 继续看好公司在该领域的持续增长潜力。考虑上半年云收入增长情况以及下半年营收预期, 小幅下调 2018 年云业务收入增速, 综合, 预计 2018-2020 年收入增速分别为 19.59%、21.09%、22.2%, 净利润增速分别为 19.6%、21.1%、22.2%, 2018 年 EPS 为 0.12 元/股 (参考汇率: 1 人民币=1.1419 港元), 未来三年按最新收盘价计算对应 PE 分别为 58、48、39 倍。考虑公司云业务仍处于投入期, 建议采用分部估值方式看待公司合理价值。公司作为传统 ERP 龙头厂商, 云转型路线清晰, 在中型企业云 ERP 市场已经奠定国产厂商龙头地位, 看好公司长期发展, 按照分部估值方式, 目前市值相对中长期合理估值仍有空间, 维持“买入”评级。

● 风险提示

云 ERP 推进不达预期的风险; 公司业务受经济环境带来的企业 IT 支

盈利预测:

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万RMB)	1,862.21	2,303.46	2,758.57	3,422.65	4,366.05
增长率(%)	17.40%	23.70%	19.76%	24.07%	27.56%
净利润(百万RMB)	288.23	310.00	370.72	448.89	548.56
增长率(%)	172.52%	7.55%	19.59%	21.09%	22.20%
EPS (RMB/股)	0.098	0.107	0.122	0.147	0.180
市盈率 (P/E)	26.15	36.10	57.61	47.57	38.93
市净率 (P/B)	2.17	2.80	4.44	4.06	3.67

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	8.01 港元
前次评级	买入
报告日期	2018-08-20

分析师:	刘雪峰, S0260514030002
	02160750605
	gfluxuefeng@gf.com.cn
分析师:	郑楠, S0260518010002
	010-59136613
	zhengnan@gf.com.cn

相关研究:

金蝶国际 (0268.HK): 云收入快速增长, 转型战略清晰造就云 ERP 龙头 2018-04-12

中报数据及主要财务分析

公司2018年上半年实现营业收入12.79亿元(人民币,后皆同),同比增长21.3%,归属母公司净利润1.70亿元,同比增长59.5%。

- ✓ 收入分业务看,传统ERP业务实现营业收入9.24亿元,同比增长19.84%,云服务业务实现收入3.55亿元,同比增长25.44%。
- ✓ 上半年经营利润为1.67亿元,同比增长33.4%,经营利润率为13.1%,去年同期为11.9%。
- ✓ 经营活动净现金流为2.68亿元,同比增长14.6%。
- ✓ 报告期,公司根据国际财务报告准则15号修改部分资产负债表项目披露方式,新披露的合同负债包括:实施合同相关负债、客户按金相关负债、以及软件维护和云合同相关负债。云合同相关负债不再披露为递延收入部分。当期合同负债为7.38亿。
- ✓ 费用方面,销售费用率同比小幅提升0.85个百分点,管理费用率同比小幅下降0.76个百分点。

表1: 近年半年报数据(单位:百万人民币)

财报数据(百万元)	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
营业收入	757.98	913.20	1,054.66	1,279.10
营业成本	158.50	188.69	209.71	253.23
销售费用	397.63	471.65	523.48	645.73
管理费用	69.77	135.98	144.25	165.24
财务费用	47.28	32.83	31.86	10.26
营业利润	130.12	102.61	125.50	167.45
归属于母公司所有者的净利润	91.60	134.83	106.44	169.78
主要比率	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
毛利率	79.09%	79.34%	80.12%	80.20%
销售费用率	52.46%	51.65%	49.63%	50.48%
管理费用率	9.20%	14.89%	13.68%	12.92%
营业利润率	17.17%	11.24%	11.90%	13.09%
净利率	11.93%	13.71%	9.93%	12.38%
YOY	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
营业收入	1.08%	20.48%	15.49%	21.28%
归属于母公司所有者的净利润	12.45%	47.19%	-21.06%	59.50%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

看好公司云 ERP 领域竞争力, 中长期成长逻辑不变

上半年公司云业务同比增长25.44%,略低于市场预期。云业务分拆来看,金蝶云增长43%、其他云服务合计收入下降4%,其中管易云收入下降17%。我们分析上半年云收入增速放缓的主要原因为1)管易云收入下滑拖累整体云业务收入。2)核

心云产品金蝶云战略上主推公有云模式，去年同期私有云模式比重相对较高，因此金蝶云表观收入增速有所放缓，值得注意的是金蝶云用户同比增长110%，表明上半年签单情况不错，更多收入体现有望在下半年体现。

公司中长期成长逻辑不变，继续看好公司在云ERP领域的竞争力。金蝶云较早在中型企业云ERP市场布局，且在本地化部署、ERP行业理解、云产品聚焦能力上均体现出其竞争优势，看好公司在该领域的持续增长潜力。8月8日，公司发布针对大型企业的云ERP版本-金蝶云苍穹(数据来源：公司官网)，金蝶云苍穹主要针对大型企业，将进一步丰富金蝶云的产品线。大型企业定制化需求较多，且对数据、安全顾虑较多，与云服务多租户模式的属性有一定背离，因此大型企业云产品能否克服定制化开发多、简易实施流程是产品能否成功的关键。金蝶云苍穹通过PAAS平台和全新技术架构的打造力求解决上述痛点，目前其应用效果仍需进一步验证。

盈利预测

考虑上半年云收入增长情况以及下半年营收预期，小幅下调2018年云业务收入增速，其他假设条件无变化。综合，预计2018-2020年收入增速分别为19.59%、21.09%、22.2%，净利润增速分别为19.6%、21.1%、22.2%，2018年EPS为0.12元/股。

分别考量传统软件业务可比公司PE估值和云业务可比公司PS估值，我们认为当前公司市值中长期仍有增长空间。

传统软件业务：

传统软件业务商业模式是计算机行业较为成熟的商业模式，相关公司估值通常采用PE估值，传统软件业务我们选取A股公司用友网络、鼎捷软件，港股公司畅捷通、中软国际，美股公司Oracle、SAP作为参考。我们保守对金蝶国际传统软件业务给予20倍PE，金蝶传统软件业务2017年实现净利润2.89亿，假设未来三年增速为11.9%、11.5%、11%。

表 2：传统软件业务可比公司估值(截至 2018 年 8 月 17 日)

	代码	公司名称	2017 收入 (百万元)	2017 净利润 (百万元)	总市值 (亿元)	2017 PE	2018E PE
美股 (USD)	SAP.N	SAP	28014	4798	1400	29.5	28.5
	ORCL.N	ORACLE	39472	3650	1925	52.7	50.3
港股 (HKD)	1588.HK	畅捷通	500	225	24.11	22.2	36.5
	0354.HK	中国软件国际	9344	566	134	23.6	15.7
A 股 (RMB)	600588.	用友网络	6344	389	504	129.6	77.7
	300378.	鼎捷软件	1216	61	28	45.9	29.8

数据来源：Wind、彭博，广发证券发展研究中心

云业务

云服务SaaS类公司由于其订阅式付费的特性，对于新增客户其成本当期确认，收入则延期确认，体现在财务报表上往往当期销售、管理费用率较高影响当期净利润，因此收入的持续增长是衡量SaaS公司价值的重要指标，目前行业普遍采用PS估值，PS倍数与收入增速呈正相关性。

云业务同类公司对比分析，金蝶云业务在国内厂商中处于领先地位，国内A股、港股均没有可对标公司，大部分优质SaaS公司处于创业期尚未上市。我们选取美股Salesforce、WorkDay、ServiceNow、以及已经被Oracle收购的NetSuite四家公司作为参考。下表可以看到，参考公司收入增速越高年份则相应的PS越高：Salesforce作为SaaS行业龙头，目前已经进入收入稳定增长期，PS区间约为7-10倍；而ServiceNow、ZenDesk在收入增速70%以上年份的PS均在20倍以上，NetSuite在收入增速最高的年份PS也在20倍以上。考虑金蝶云业务仍处于高速发展期，以及金蝶在国产云ERP的领先地位，我们给与金蝶云业务16倍PS估值，2017年金蝶云收入为5.68亿，预计未来三年云业务收入增速为44%、54%、56%。

表 3：云业务可比公司历史市销率变化

		2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
Salesforce	PS	13.3	8.3	10.5	10.9	9.2	9.7	7.2	8.8
	收入增速	27%	37%	35%	33%	32%	24%	26%	25%
Netsuite	PS	9.7	14.3	20.4	24.9	20.2	12.1	-	-
	收入增速	16%	22%	31%	34%	34%	33%	-	-
Servicenow	PS	-	-	40.0	31.9	23.7	20.2	12.3	16.2
	收入增速	124%	114%	163%	74%	61%	47%	38%	39%
Zendesk	PS	-	-	-	-	23.7	18.5	9.7	11.0
	收入增速	-	-	-	88%	76%	64%	49%	38%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

综合，我们认为公司作为传统ERP龙头厂商，云转型路线清晰，聚焦中型企业云ERP市场，在云ERP领域已经奠定国产厂商龙头地位，公司所披露云相关数据清晰验证公司云业务成长轨迹，目前市值相对中长期合理估值仍有空间，维持“买入”评级。

风险提示

- 云ERP推进不达预期的风险。
- 公司业务受经济环境带来的企业IT支出波动影响较大。
- 汇率波动风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 人民币百万						单位: 人民币百万					
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2957	3534	4,076	4,756	5,572	经营活动现金流	612	824	656	813	858
货币资金	1465	1057	1,584	2,050	2,561	净利润	273	324	387	466	567
应收及预付	711	752	879	1,091	1,392	折旧摊销	364	385	438	287	215
存货	6	14	12	15	19	营运资金变动	107	319	-39	29	46
其他流动资产	775	1710	1,600	1,600	1,600	其它	-132	-204	-130	30	30
非流动资产	3021	3268	2,938	2,977	3,089	投资活动现金流	-561	-971	-123	-342	-342
长期股权投资	26	0	-15	-30	-46	资本支出	-467	-377	-123	-342	-342
固定资产	796	510	773	1,019	1,249	投资变动	72	-178	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	-166	-416	0	0	0
无形资产	775	817	458	267	165	筹资活动现金流	-125	-236	-5	-5	-5
其他长期资产	1423	1941	1,722	1,722	1,722	银行借款	-37	-80	10	10	10
资产总计	5977	6802	7,014	7,733	8,661	债权融资	0	0	-448	0	0
流动负债	923	1405	1,380	1,624	1,975	股权融资	-87	-156	448	0	0
应付及预收	717	1052	1,055	1,299	1,650	现金净增加额	-74	-383	-15	-15	-15
其他流动负债	125	198	170	170	170	期初现金余额	1528	1465	528	465	511
非流动负债	1518	1354	756	766	776	期末现金余额	1454	1082	1,057	1,584	2,050
长期借款	1416	1194	1,204	1,214	1,224						
应付债券	0	0	-448	-448	-448						
其他非流动负债	103	161	0	0	0						
负债合计	2441	2759	2,136	2,390	2,751						
股本	73	72	212	212	212						
资本公积	400	695	1,373	1,819	2,362						
留存收益	3003	3229	3,229	3,229	3,229						
归属母公司股东权	3476	3995	4,814	5,260	5,803						
少数股东权益	60	48	64	84	107						
负债和股东权益	5977	6802	7,014	7,733	8,661						

主要财务比率					
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	17.4%	23.7%	19.8%	24.1%	27.6%
归属于母公司净利润	172.5%	7.6%	19.6%	20.3%	21.7%
获利能力					
获利能力(%)	81.3%	81.5%	81.6%	81.8%	81.9%
毛利率	11.6%	14.0%	13.6%	13.1%	12.6%
ROE	8.3%	7.8%	7.7%	8.5%	9.4%
ROIC	16.9%	24.6%	30.9%	36.3%	42.5%
偿债能力					
资产负债率	40.8%	40.6%	30.5%	30.9%	31.8%
净负债比率	0.9%	7.2%	-13.8	-21.1	-27.6
流动比率	3.20	2.52	2.95	2.93	2.82
速动比率	3.20	2.51	2.94	2.92	2.81
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.36	0.40	0.46	0.53
应收账款周转率	2.70	3.15	3.15	3.15	3.15
存货周转率	67.57	42.05	42.05	42.05	42.05
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.11	0.12	0.15	0.18
每股经营现金流	0.21	0.28	0.22	0.27	0.28
每股净资产	47.91	55.80	1.58	1.73	1.91
估值比率					
P/E	49.0	33.0	57.6	47.9	39.3
P/B	2	2.6	4.4	4.1	3.7

利润表					
单位: 人民币百万					
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1862	2303	2759	3423	4366
营业成本	348	427	507	624	792
其他收入及收益	298	446	466	497	528
销售费用	1002	1236	1470	1814	2292
管理费用	561	666	764	904	1109
财务费用	22	27	15	15	15
其他费用及亏损	0	0	0	0	0
投资净收益	-18	-15	-15	-15	-15
利润总额	209	378	453	548	670
所得税	-6	55	66	79	97
净利润	289	324	387	469	573
少数股东损益	1	14	16	20	24
归属母公司净利润	288	310	371	449	549
EBITDA	590	784	883	803	828
EPS(元)	0.10	0.11	0.12	0.15	0.18

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 分析师, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张璋: 分析师, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入广发证券发展研究中心。
- 郑楠: 分析师, 北京邮电大学计算机专业学士, 法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士, 2010年起就职于外资企业软件公司从事研发、咨询顾问等工作, 2015年加入广发证券发展研究中心。
- 钱砾: 研究助理, 东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士, 先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超过6年, 2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。