

买入

构建坚实 PaaS 基础, 助力云生态成长

金蝶国际 (268.HK)

2021-06-30 星期三

目标价:	32.5 港元
现价:	26.1 港元
预计升幅:	24.5%

投资要点

发布苍穹 PaaS 4.0, 助力云业务生态延展:

公司在 2021 金蝶云苍穹峰会上发布了金蝶云苍穹 PaaS 平台 v4.0。会上宣布, 原金蝶云苍穹正式拆分为 PaaS 与 SaaS, PaaS 平台沿用金蝶云苍穹品牌, 而分离出来的 SaaS 则独立为新品牌“金蝶云星瀚”。我们认为公司将 PaaS 及 SaaS 拆分, 能够更好的统筹当前云业务的发展战略, PaaS 平台的搭建将更加完善公司技术底层架构, 让生态更具备延展性, 更高效的满足客户定制化需求, 有利于公司云生态规模成长。

云业务持续快速增长, 市场领先地位巩固:

公司 2020 年云服务业务继续保持高速增长, 云服务收入同比增长 45.6%, 收入占比已经提升至 57.0%, 完成了管理层此前对于云业务收入占比的预期。公司作为云服务行业开拓者, 前期积累的客户已经有较高黏性, 同时 PaaS 平台的发力将使平台的 SaaS 服务更具延展性。相信随着公司云转型和平台战略推进, 公司的市场领先地位有望保持。

维持“买入”评级:

我们预计云业务收入未来三年内保持高速增长, 预计 21 年至 23 年云业务复合增长率为 35%, 收入占比将在 2023 提升至 70%, 传统业务收入继续下滑, 公司毛利率由于云服务业务占比提升开始小幅上升。由于目前公司云业务仍未盈利, 因此采用分部估值法, 给予传统业务对应 2023 年 15 倍 PE 及云业务 17 倍 PS 估值, 对应目标价 32.5 港元, 维持买入评级。

重要数据

日期	2021-06-29
收盘价 (港元)	26.1
总股本 (百万股)	3,466
总市值 (百万港元)	90,559
净资产 (百万港元)	9,565
总资产 (百万港元)	12,886
52 周高低 (港元)	39.5/16.8
每股净资产 (港元)	2.67

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Oriental Gold	11.96%
Billion Ocean	8.54%

相关报告

金蝶国际 (268. US) - 首发报告-20120515
 金蝶国际 (268. US) - 更新报告-2018、
 2019、2020

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

截至 12 月 31 日财政年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总营收 (百万人民币)	3,326	3,356	4,206	5,304	6,695
变动	18.4%	0.9%	25.3%	26.1%	26.2%
净利润 (百万人民币)	373	(335)	(196)	(8)	121
变动	-9.59%	-190.04%	-41.54%	-96.04%	-1666.08%
每股盈利 (人民币元)	0.12	-0.10	-0.06	0.00	0.04
市盈率	188.0	N/A	N/A	N/A	N/A
市销率	21.1	22.4	17.9	14.2	11.2

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

发布苍穹 PaaS 4.0，助力云业务生态延展：

公司在 2021 金蝶云苍穹峰会上发布了金蝶云苍穹 PaaS 平台 v4.0。会上宣布，原金蝶云苍穹正式拆分为 PaaS 与 SaaS，PaaS 平台沿用金蝶云苍穹品牌，而分离出来的 SaaS 则独立为新品牌“金蝶云星瀚”。公司认为目前中国实体经济正在发生产业巨变、消费巨变，从而引发管理巨变，从而开始倒逼企业管理能力提升，传统的 IT 模式和平台，已不足以支撑高度不确定性下的企业创新和发展，通过公司搭建的数字化 PaaS 平台，企业可以转变成为使用者与定制开发者双重角色。高性能的企业级 PaaS 平台，让金蝶成为了企业客户的坚定支持力量，同时公司计划在未来 5 年提供 20 亿元生态战投基金，与企业、伙伴、友商们共建 PaaS、互为生态。公司目前已在 PaaS 平台上的研发投入将近 50 亿，获得超过 110 件专利，其中 4 次获得国家专利奖，相关软件著作权过 70 件，最引人注目的是金蝶云·苍穹独门技术专利 KDDM，该技术能够很好的完成模块对接功能。公司通过提炼高频及通用的企业业务场景，将其封装成可复用的功能模块，以元数据和模型驱动为开发思想，最终形成自研专利“金蝶动态领域模型(KDDM)”。容易对接的平台使得符合当前企业多样化的个性需求，同时有助于生态伙伴沉淀细分领域的组建模型，丰富平台生态能力，进一步推动公司在大企市场的发展。我们认为公司将 PaaS 及 SaaS 拆分，能够更好的统筹当前云业务的发展战略，PaaS 平台的搭建将更加完善公司技术底层架构，让生态更具备延展性，还可以更高效的满足客户定制化需求，有利于公司云生态规模成长。

云业务持续快速增长，市场领先地位巩固：

2020 年公司云服务业务继续保持高速增长，云服务收入同比增长 45.6%，收入占比已经提升至 57.0%，完成了管理层此前对于云业务收入占比的预期。由于云订阅业务强劲成长，订阅服务相关的合同负债同比增长 95.7%，同时金蝶云订阅收入约为人民币 10 亿元，同比增长 58%。分业务板块来看，针对中大型企业市场的云苍穹以构建 EBC 五大能力为核心目标，享受到企业上云的市场红利，获得了多家大型企业的订单。年内签约 367 家客户，合同共计近 4.67 亿元，其中新签客户 283 家，包括国家电力投资集团、招商局、云南中烟、青岛海信、河钢数字、浙江交投、中国电建地产等央企和大型国企；亦包括华为、厦门太古、嘉里物流、筑友智造、荣安地产等知名大型企业。2020 是金蝶在中小企业市场继续扩大优势的一年。针对中小企业市场的云星空持续保持稳定增长，实现收入约 11.41 亿元，同比增长超过 31.4%，客户续费率保持 86% 以上。目前拥有 1.72 万家客户。金蝶云·星辰自 2020 年与超过 3,000 家客户开展合作，平均订阅客单价是精斗云的 4-5 倍。金蝶精斗云收入实现同

比 62.4% 高速增长，累计客户超过 16 万家，续费率约 76%。公司作为云服务行业开拓者，前期积累的客户已经有较高黏性，同时 PaaS 平台的发力将使平台的 SaaS 服务更具延展性。相信随着公司云转型和平台战略推进，公司的市场领先地位有望保持。

公司未来发展展望：

目前公司仍然处于业务转型期，因此云业务增速极为重要，但业务投入让公司短期净利润率会有较大压力，但目前公司账上现金充足，足以支持公司长期发展。企业上云进程仍然持续，因此公司传统 ERP 业务今年依然会下降，而云业务继续保持高速增长。

- 由于传统 ERP 业务调整，特别是 K/3 停止版本更新和客户拓展，公司传统 ERP 业务向云业务迁移速度加快。未来传统 ERP 业务和云业务出现替代的趋势，预计云业务占比将继续提升。公司未来云苍穹成、云星空持续投入，相信能够持续获得高速增长，我们预计公司云业务将进入高速上升通道，2022 年占比提高至 70% 以上。
- 由于云转型战略进行全面加速，因此销售费用率和研发费用率会一直保持高位，特别是云苍穹大企业客户和云星空客户在用户拓展上投入大，因此公司销售费用率将继续增长。而公司管理费用率相对稳定。

维持买入评级：

我们预计云业务收入未来三年内保持高速增长，预计 21 年至 23 年云业务复合增长率为 35%，收入占比将在 2023 提升至 70%，传统业务收入继续下滑，公司毛利率由于云服务业务占比提升开始小幅上升。由于目前公司云业务仍未盈利，因此采用分部估值法，给予传统业务对应 2023 年 15 倍 PE 及云业务 17 倍 PS 估值，对应目标价 32.5 港元，维持买入评级。

财务报表预期

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至十二月											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	3,326	3,356	4,206	5,304	6,695	盈利能力					
毛利	2,674	2,209	2,929	3,729	4,704	毛利率	80.4%	65.8%	69.6%	70.3%	70.3%
销售费用	(1,644)	(1,425)	(2,370)	(2,907)	(3,641)	EBITDA率	12.7%	-12.4%	-6.3%	-1.1%	1.2%
管理费用	(386)	(414)	(454)	(545)	(626)	净利率	11.2%	-10.0%	-4.7%	-0.1%	1.8%
研发费用	(587)	(984)	(786)	(832)	(949)	ROE	6.22%	-4.31%	-2.57%	-0.10%	1.54%
其他收入	376	263	416	496	595	运营能力					
物业价值变动	40	6	0	0	0	销售及管理费用/收入	61.1%	54.8%	67.1%	65.1%	63.7%
营运收入	424	-415	-265	-58	83	研发费用/收入	17.6%	29.3%	18.7%	15.7%	14.2%
财务开支	5	36	50	50	50	实际税率	7.7%	10.7%	8.7%	8.7%	8.7%
税前盈利	396	-383	-215	-8	133	应付账款天数	336.2	229.1	244.1	230.6	226.4
所得税	(30)	41	19	1	(12)	应收账款天数	86.7	88.7	68.6	47.7	32.4
净利润	366	-342	-196	-8	121	财务状况					
归属股东利润	373	-335	-196	-8	121	净负债/股本	2.18	1.80	1.79	1.84	1.93
增长						收入/总资产	0.39	0.31	0.39	0.48	0.57
总收入	18.4%	0.9%	25.3%	26.1%	26.2%	总资产/股本	2.26	1.83	1.83	1.89	1.99
EBITDA	-6.5%	-198.0%	-36.3%	-78.0%	-242.6%	利息保障倍数	-68.12	9.51	3.93	0.16	-2.44
净利润	-9.6%	-190.0%	-41.5%	-96.0%	-1666.1%						
资产负债表						现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至十二月						人民币百万元, 财务年度截至十二月					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及存款	1,899	2,754	2,565	2,888	3,379	税前利润	396	(383)	(215)	(8)	133
短期存款	688	1,236	1,236	1,236	1,236	调整	566	623	634	743	871
应收账款	821	833	771	634	572	营运资金变动	1	233	177	275	343
给予第三方贷款	231	317	317	317	317	营运现金流	963	473	596	1,010	1,348
存货	7	19	10	26	20	资本开支	(875)	(864)	(576)	(653)	(739)
可供出售金融资产	596	994	994	994	994	其它投资活动	322	(626)	(314)	(126)	(190)
其他流动资产	7	51	42	60	55	投资活动现金流	(553)	(1,491)	(890)	(779)	(929)
总流动资产	4,241	6,183	5,924	6,128	6,552	负债变化	(102)	(80)	0	0	0
固定资产	547	746	521	534	546	股息	(22)	(47)	0	0	0
无形资产	1,030	967	1,454	1,585	1,736	其它融资活动	141	2,048	105	92	73
投资物业	1,856	1,651	1,651	1,651	1,651	融资活动现金流	33	1,966	105	92	73
其它	746	1,174	1,174	1,174	1,174	现金变化	443	948	(188)	323	491
总资产	8,420	10,722	10,724	11,072	11,659	汇兑损益	3	(93)	0	0	0
应付账款	637	823	908	1,109	1,395	期初持有现金	1,453	1,899	2,754	2,565	2,888
贷款	200	120	120	120	120	期末持有现金	1,899	2,754	2,565	2,888	3,379
其它短期负债	125	132	165	208	263						
短期负债	1,998	2,599	2,717	2,960	3,301						
长期银行贷款	69	0	0	0	0						
递延所得税负债	207	165	201	248	307						
长期负债	276	165	201	248	307						
权益	3,730	5,868	5,868	5,868	5,868						
留存收益	2,257	1,922	1,769	1,827	2,015						
股份持有人权益	5,987	7,790	7,637	7,695	7,882						
少数股东权益	159	169	169	169	169						
每股账面值(元)	1.85	2.25	2.20	2.22	2.27						
营运资金	2,243	3,585	3,208	3,168	3,251						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20% 之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>