



金蝶国际 (268.HK): 云转型稳步推进, 发力大客业务

维持“买入”评级和目标价 31 港元, 潜在升幅 17.2%。

- 收入超预期, 研发投入导致亏损加大:** 公司 1H21 收入为 18.7 亿人民币, 同比增长 35%, 超市场预期 5.4%。其中, 云业务收入为 12.4 亿人民币, 同比增长 55%, 收入占比从去年同期的 58% 提升至 66%; 传统 ERP 业务及其他收入为 6.3 亿人民币, 同比增长 7.7%。上半年录得净亏损 2.5 亿人民币, 去年同期亏损 2.2 亿, 主要由于加大对苍穹和星瀚研发投入, 导致研发费用同比增加 74%。同时, 考虑到云产品更迭周期短, 公司进一步降低研发资本化率至 34.2%, 去年同期为 62.4%, 预计将保持稳定。同时, 公司认为今年研发投入或成为峰值。收入指引方面, 公司维持全年云业务 45% 收入增速。
- ARR 增速强劲, 星空保持稳定增长:** 上半年, 金蝶云订阅服务年经常性收入 (ARR) 为 12.7 亿元, 同比增长 72%, 同时云订阅相关的合同负债同比增长 82%, 增长强劲。公司维持 ARR 未来三年 50% 的复合增速目标, 预计 2023 年达到 33 亿。星空收入 6.8 亿, 同比增长 35%, 累计客户 2.28 万家, 公司预计未来几年将维持 30~40% 的收入增速。上半年星空客户续费率 87%, 公司预计或将小幅提升。上半年小微市场保持高速增长, 收入同比增长 72%。
- 继续发力苍穹星瀚, 拓展大客业务:** 上半年, 大型企业收入为 1.6 亿, 同比增长 155%; 合同金额 2.5 亿, 同比增长 67%。上半年新签客户 142 家, ARPU 约 130 万。公司今年 5 月份正式发布苍穹 4.0 版本, 继续完善企业级 PaaS 平台, 并将苍穹的 SaaS 管理云业务独立为新品牌星瀚。在大客领域, 公司完成多起标杆项目落地, 包括: 华为全球人力资源项目一期正式上线, 云南中烟基于苍穹的一体化 ERP 于年初上线等。
- 维持“买入”评级和目标价 31 港元:** 我们将 2021E 年和 2022E 年收入略微下调 1.5% 和 1.7%, 我们采用分部加总法得出目标价 31 港元, 对应公司整体约 21x 和 16x 的 2021 年和 2022 年 P/S。
- 投资风险:** 云业务盈利不及预期; 经济增速放缓, 或影响企业的云服务相关采购。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	3,326	3,356	4,321	5,520	7,072
经营利润	424	(415)	(499)	(270)	164
归属股东净利润	366	(342)	(431)	(245)	119
目标 PS(x)			20.5	16.0	12.5

E=浦银国际预测, 资料来源: 公司报告、浦银国际

赵丹

互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2021 年 8 月 24 日

评级

买入

目标价 (港元)	31.0
潜在升幅/降幅	17.2%
目前股价 (港元)	26.45
52 周内股价区间 (港元)	17.02-39.5
总市值 (百万港元)	91,791
近 3 月日均成交额 (百万港元)	403

市场预期区间



股价表现



相关报告:

《中国 SaaS 行业: 风至云起》(2020-12-21)

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
收入	3,326	3,356	4,321	5,520	7,072
收入成本	(922)	(1,147)	(1,555)	(1,705)	(1,980)
毛利	2,403	2,209	2,766	3,815	5,092
销售费用	(1,374)	(1,425)	(1,867)	(2,067)	(2,475)
行政费用	(386)	(414)	(477)	(580)	(707)
研发费用	(587)	(984)	(1,433)	(1,104)	(1,273)
其他收入	368	198	513	(335)	(472)
经营盈利	424	(415)	(499)	(270)	164
财务收入净额	5	36	49	80	131
其他盈利(亏损)	(33)	(3)	(36)	(83)	(163)
除税前盈利	396	(383)	(485)	(273)	133
所得税开支	(30)	41	55	27	(13)
已终止经营净利润	-	-	-	-	-
年度盈利	366	(342)	(431)	(245)	119
少数股东权益	(7)	(6)	(38)	-	-
本公司权益持有人	373	(335)	(392)	(245)	119

现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
除税前盈利	396	(383)	(485)	(273)	133
折旧	30	35	47	47	47
摊销	430	431	366	342	330
其他经营现金流	106	390	532	480	197
经营现金流	963	473	461	597	706
购买固定资产	(33)	(42)	(43)	(43)	(43)
购买无形资产	(476)	(310)	(313)	(316)	(319)
购买金融资产	(360)	(500)	(504)	(509)	(514)
其他投资现金流	316	(638)	-	-	0
投资现金流	(553)	(1,491)	(860)	(868)	(876)
借款	(102)	(80)	100	183	336
分派股息	(33)	(37)	-	-	-
其他融资现金流	167	2,082	-	-	-
融资现金流	33	1,966	100	183	336
现金及现金等价物净流量	443	948	(299)	(88)	166
年初现金及现金等价物	1,453	1,899	2,754	2,454	2,366
汇率变动影响	3	(93)	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,899	2,754	2,454	2,366	2,532

资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
不动产、工厂及设备	547	746	741	737	734
无形资产	923	786	732	707	696
投资性物业	1,856	1,651	1,651	1,651	1,651
其他非流动资产	853	1,356	1,356	1,356	1,356
非流动资产合计	4,179	4,539	4,481	4,451	4,437
存货	7	19	24	31	51
应收账款	308	334	430	549	898
现金及现金等价物	1,899	2,754	2,454	2,366	2,532
其他流动资产	2,027	3,077	3,581	4,090	4,604
流动资产合计	4,241	6,183	6,490	7,037	8,085
资产总额	8,420	10,722	10,970	11,488	12,522
股本及股本溢价	3,043	5,136	5,136	5,136	5,136
其他权益	2,944	2,654	2,134	1,799	1,829
本公司权益持有人应占权益	5,987	7,790	7,270	6,935	6,965
非控制性权益	159	169	169	169	169
权益总额	6,146	7,958	7,438	7,104	7,134
非流动负债合计	276	165	165	165	165
应付贸易账款	616	795	802	809	817
借款	200	120	220	403	739
其他流动负债	1,183	1,684	1,684	1,684	1,684
流动负债合计	1,998	2,599	2,706	2,897	3,240
负债总额	2,274	2,764	2,871	3,062	3,405
权益及负债总额	8,420	10,722	10,309	10,166	10,539

主要财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
盈利增速					
营业收入增速	18.4%	0.9%	28.7%	27.7%	63.7%
毛利润增速	4.7%	-8.1%	25.2%	37.9%	84.1%
经营利润增速	-6.5%	NM	NM	NM	NM
净利润增速	-10.6%	NM	NM	NM	NM
盈利能力比率					
毛利率	72.3%	65.8%	64.0%	69.1%	72.0%
经营利润率	12.7%	-12.4%	-11.5%	-4.9%	2.3%
净利率	11.0%	-10.2%	-10.0%	-4.4%	1.7%
每股指标(元)					
基本EPS	0.12	-0.10	-0.11	-0.07	0.03
摊薄EPS	0.11	-0.10	-0.11	-0.07	0.03
每股指标增速					
基本EPS增速	-10.7%	NM	13.3%	-37.5%	NM
摊薄EPS增速	-13.1%	NM	13.3%	-37.5%	NM
估值(倍)					
目标P/S			20.5	16.0	12.5
目标P/B			11.9	12.5	12.4

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 金蝶国际财务预测对比

人民币百万	1H21			FY2021E			FY2022E		
	财报	SPDBI 预测	差异	财报	调整前	差异	调整后	调整前	差异
收入	1,872	1,747	7.2%	4,321	4,387	-1.5%	5,520	5,616	-1.7%
毛利润	1,174	1,345	-12.7%	2,766	3,378	-18.1%	3,815	4,380	-12.9%
经营利润	(355)	43	NM	(499)	5	NM	(270)	288	NM
归属股东净利润	(286)	76	NM	(392)	1	NM	(245)	254	NM

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 金蝶国际估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	FY22E		估值方法		
	收入	净利润	P/E	P/S	估值
ERP 业务		284	25		7,105
云业务	4,036			20	80,723
投资性物业		76	10		760
市值(人民币 百万)					88,587
港元/人民币					0.84
市值(港币 百万)					105,461
股数(百万)					3,421
目标价(人民币)					31

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 金蝶国际



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

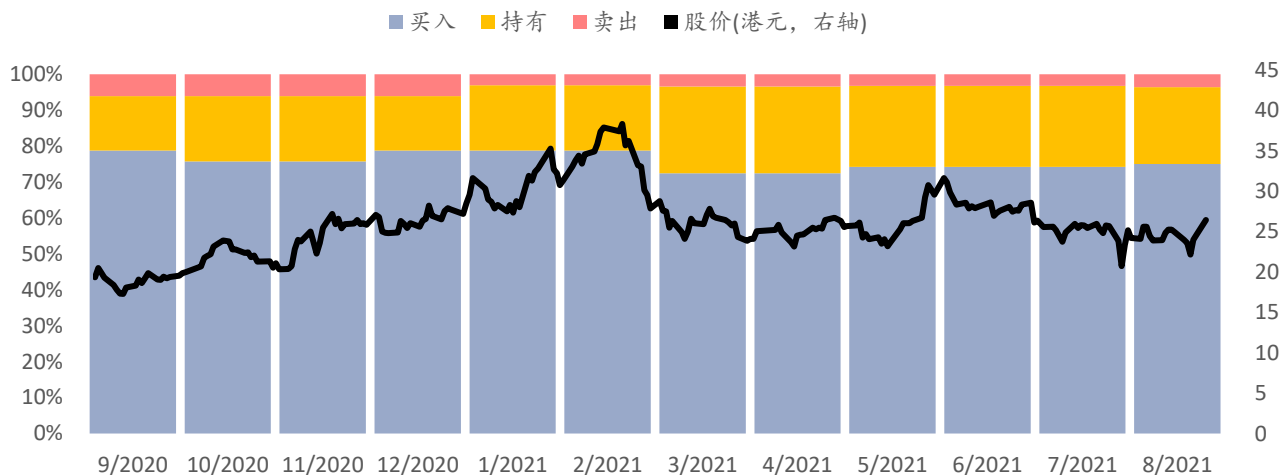
股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	433.80	买入	650.00	19/8/2021	游戏
9988 HK Equity	阿里巴巴	152.10	买入	245.00	4/8/2021	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	157.96	买入	251.00	4/8/2021	电商
3690 HK Equity	美团	195.40	持有	326.00	29/3/2021	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	69.80	持有	310.00	15/3/2021	短视频
780 HK Equity	同程艺龙	15.36	买入	24.00	4/6/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.71	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	10.00	买入	16.00	17/8/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	37.30	买入	65.00	4/6/2021	SaaS
600588 CH Equity	用友	37.11	买入	45.00	24/8/2021	SaaS
268 HK Equity	金蝶	26.45	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	28.75	买入	58.00	21/12/2020	SaaS

注: A 股及港股股价截至 8 月 23 日, 美股股价截至 8 月 22 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

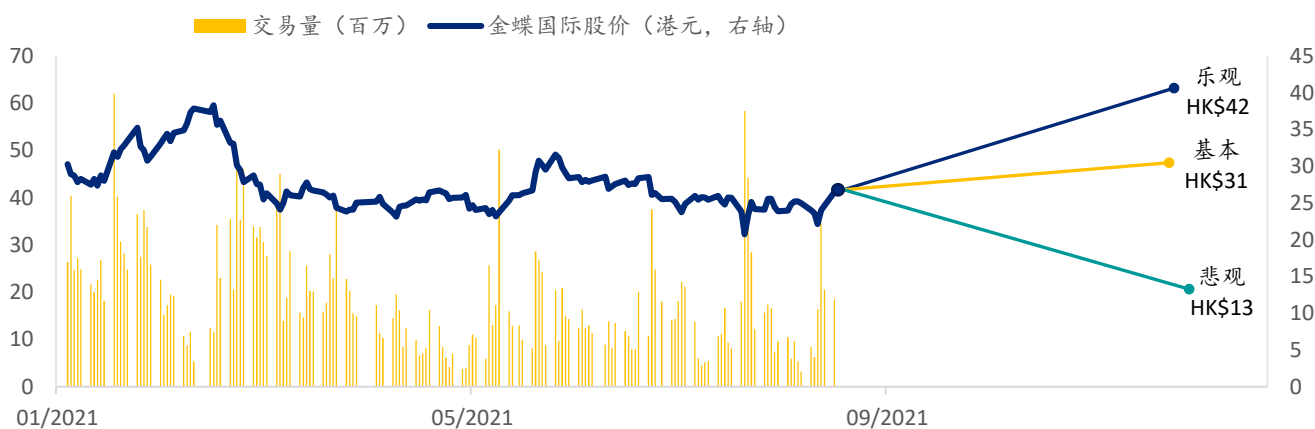
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 金蝶国际市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 金蝶国际 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 42 港元
概率: 20%

- 若云业务未来三年年均复合增长超过 65%，公司整体收入将好于预期；
- 云业务的利润率进一步改善。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 13 港元
概率: 20%

- 若云业务未来三年年均复合增长低于 35%，公司整体收入或不及预期；
- 竞争激烈导致云业务的利润率下滑。

资料来源: 浦银国际预测

图表 8: 损益表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
损益表					
收入	3,326	3,356	4,321	5,520	7,072
收入成本	(922)	(1,147)	(1,555)	(1,705)	(1,980)
毛利	2,403	2,209	2,766	3,815	5,092
销售费用	(1,374)	(1,425)	(1,867)	(2,067)	(2,475)
行政费用	(386)	(414)	(477)	(580)	(707)
研发费用	(587)	(984)	(1,433)	(1,104)	(1,273)
其他收入	368	198	513	(335)	(472)
经营盈利	424	(415)	(499)	(270)	164
财务收入净额	5	36	49	80	131
其他盈利 (亏损)	(33)	(3)	(36)	(83)	(163)
除税前盈利	396	(383)	(485)	(273)	133
所得税开支	(30)	41	55	27	(13)
已终止经营净利润	-	-	-	-	-
年度盈利	366	(342)	(431)	(245)	119
少数股东权益	(7)	(6)	(38)	-	-
本公司权益持有人	373	(335)	(392)	(245)	119

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 9: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
资产负债表					
不动产、工厂及设备	547	746	741	737	734
无形资产	923	786	732	707	696
投资性物业	1,856	1,651	1,651	1,651	1,651
其他非流动资产	853	1,356	1,356	1,356	1,356
非流动资产合计	4,179	4,539	4,481	4,451	4,437
存货	7	19	24	31	51
应收账款	308	334	430	549	898
现金及现金等价物	1,899	2,754	2,454	2,366	2,532
其他流动资产	2,027	3,077	3,581	4,090	4,604
流动资产合计	4,241	6,183	6,490	7,037	8,085
资产总额	8,420	10,722	10,970	11,488	12,522
股本及股本溢价	3,043	5,136	5,136	5,136	5,136
其他权益	2,944	2,654	2,134	1,799	1,829
本公司权益持有人应占权益	5,987	7,790	7,270	6,935	6,965
非控制性权益	159	169	169	169	169
权益总额	6,146	7,958	7,438	7,104	7,134
非流动负债合计	276	165	165	165	165
应付贸易账款	616	795	802	809	817
借款	200	120	220	403	739
其他流动负债	1,183	1,684	1,684	1,684	1,684
流动负债合计	1,998	2,599	2,706	2,897	3,240
负债总额	2,274	2,764	2,871	3,062	3,405
权益及负债总额	8,420	10,722	10,309	10,166	10,539
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	963	473	461	597	706
投资活动现金流量净额	(553)	(1,491)	(860)	(868)	(876)
融资活动所得现金流量净额	33	1,966	100	183	336
现金及现金等价物增加净额	443	948	(299)	(88)	166
期初的现金及现金等价物	1,453	1,899	2,754	2,454	2,366
现金及现金等价物的汇兑收益	3	(93)	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,899	2,754	2,454	2,366	2,532

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼