



金蝶国际 (268.HK)：调整 2023-25E 预测和目标价，维持“买入”评级

我们预计公司未来三年收入年均复合增速达到 20%，看好公司受益于信创和国产替代的长期趋势，维持“买入”评级，调整目标价至 19 港元。

业务增长保持韧性。公司 2H22 收入 26.7 亿人民币，同比增长 16%，其中云业务同比增长 34%，ERP 业务同比下降 19%；毛利率同比下降 1 个百分点至 62.4%；各经营费用率保持相对稳定，经营利润率-5.0%，同比持平；净亏损为 0.33 亿人民币，去年同期为亏损 0.54 亿；净利率同比改善 1.2 个百分点至-1.2%。

云业务保持高速增长，利润率显著改善。2022 年公司云业务收入保持高速增长态势，ARR（年经常性收入）同比增长 36.3%至 21.4 亿；2H22 云业务收入 20.4 亿人民币，同比增长 34%，收入占比提升至 76%，其中，企业云同比增长 37%，财务云增长 55%，行业云下降 21%。核心产品中，苍穹和星瀚合计收入同比增长 81%至 7.0 亿，续费率超过 110%，新签客户数 478 家；星空收入同比增长 18.4%至 16.8 亿，ARR 同比增长 31.2%，续费率 97.2%。公司 2H22 云业务净亏损 1.8 百万，接近盈亏平衡，亏损率 0.1%，1H22 为-12.4%。2022 年全年亏损率同比改善 7.8 个百分点至-12.3%，我们预计 2023 年将进一步改善。公司维持 2023 年金蝶云订阅 ARR 达到 33 亿目标，对应增速超 50%。

维持“买入”评级，调整目标价至 19 港元。我们预计 2023E/2024E/2025E 收入分别为 59 亿/71 亿/83 亿，三年年均复合增速 20%。参考公司过去 5 年估值均值，给予 2023 年 10x 目标市销率，得到目标价 19 港元，对应 2024E/2025E 年 8.3x/7.1x 市销率。我们看好公司受益于信创和国产替代的长期趋势，维持“买入”评级。

投资风险：客户拓展不及预期；利润率改善不及预期

图表 1：盈利预测变动

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	5,912	7,072	-16.4%	28,800	N/A	N/A	32,241	N/A	N/A
毛利润	3,731	5,092	-26.7%	7,776	N/A	N/A	9,672	N/A	N/A
经营利润	(329)	164	N/M	(2,592)	N/A	N/A	(484)	N/A	N/A
净利润	(163)	119	N/M	(2,639)	N/A	N/A	(492)	N/A	N/A

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

2023 年 3 月 16 日

评级

目标价 (港元)

19

潜在升幅/降幅

26.7%

目前股价 (港元)

15

52 周内股价区间 (港元)

8.87-20.4

总市值 (百万港元)

52,125

近 3 月日均成交额

278

(百万港元)

买入

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



截至 2023 年 3 月 16 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

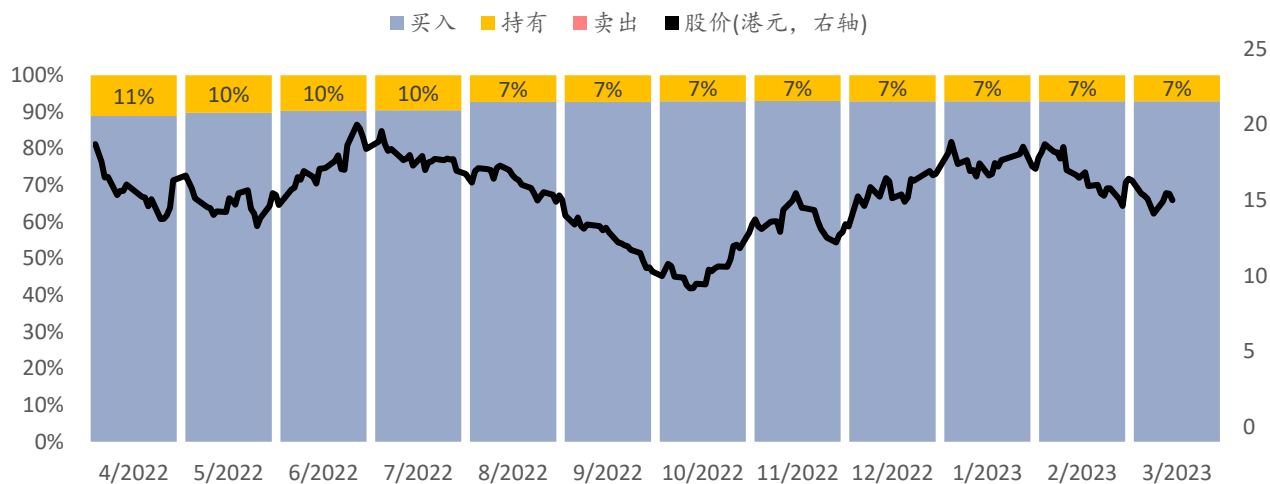
图表 2: SPDBI 目标价: 金蝶国际



资料来源: Bloomberg、浦银国际

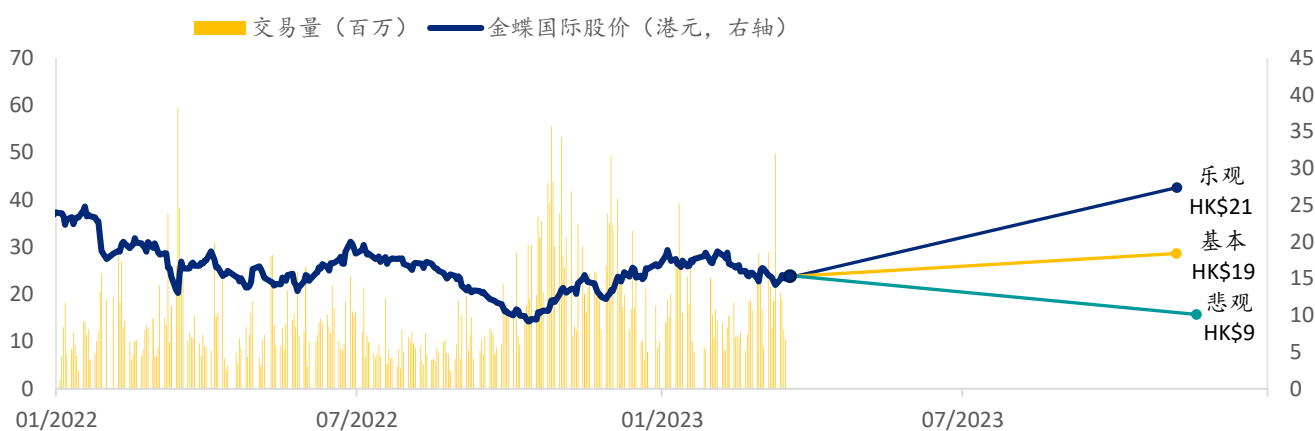
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 金蝶国际市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 金蝶国际 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期	悲观情景: 公司收入增长不及预期
目标价: 21 港元	目标价: 9 港元
概率: 20%	概率: 20%
<ul style="list-style-type: none"> 若云业务未来三年年均复合增长超过 30%，公司整体收入将好于预期； 云业务的利润率进一步改善。 	<ul style="list-style-type: none"> 若云业务未来三年年均复合增长低于 20%，公司整体收入或不及预期； 竞争激烈导致云业务利润率改善不如预期。

资料来源: 浦银国际预测

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/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	80.50	买入	118.00	28/2/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	81.51	买入	121.00	28/2/2023	电商
9618 HK Equity	京东	155.00	买入	205.00	10/3/2023	电商
JD US Equity	京东	39.34	买入	53.00	10/3/2023	电商
PDD US Equity	拼多多	91.21	买入	108.00	29/11/2022	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.78	持有	16.00	28/2/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	33.00	买入	50.00	31/1/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	14.34	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	5.48	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	336.00	买入	427.00	19/8/2022	游戏、社交
3690 HK Equity	美团	126.30	买入	228.00	8/2/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	51.15	买入	100.00	25/5/2022	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	161.90	买入	176.00	3/3/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	21.09	买入	23.00	3/3/2023	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	14.86	买入	21.00	1/2/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.20	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	4.68	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	27.70	买入	28.00	12/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	27.06	买入	24.00	4/5/2022	SaaS
268 HK Equity	金蝶	15.00	买入	19.00	16/3/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	4.79	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	75.23	买入	95.00	9/3/2023	电商、游戏

注: A股、港股截至3月16日,美股截至3月15日

资料来源: Bloomberg、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团 - 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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

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

