

2017年12月18日

金蝶國際 (268.HK)

金蝶是中國中小企業市場領先的 ERP 軟件提供商，也是 SaaS 雲業務在中國的先行者。國際權威調研機構 IDC 研究報告指出，金蝶在中國中小企業應用軟件市場(包括企業資源管理(ERM)，客戶關係管理(CRM)，和供應鏈管理(SCM)軟件)佔有率穩居第一，這是其連續 13 年蟬聯榜首。相比金蝶與國際 ERP 巨頭 SAP、ORACLE 及國內的用友網絡(600588.SH)，在雲業務轉型的進度上，金蝶的雲業務收入比重領先於國內外主要的競爭對手，顯示出積極的雲轉型戰略。截至 1H 2017，金蝶雲業務收入佔總收入近 27%。在市場改革下，我們認為管理軟件雲化將會是行業發展方向，金蝶在雲業務上累積的豐富經驗有助於充分享受行業雲化帶來的機遇。

投資重點

- **金蝶在中國雲業務行業中處於領先位置，發展潛力可期。**金蝶是中國中小企業市場領先的 ERP 軟件提供商，也是 SaaS 雲業務在中國的先行者。國際權威調研機構 IDC 研究報告指出，金蝶在中國中小企業應用軟件市場(包括企業資源管理(ERM)，客戶關係管理(CRM)，和供應鏈管理(SCM)軟件)佔有率穩居第一，這是其連續 13 年蟬聯榜首。經過 4-5 年的雲業務投資，金蝶將可受專於中小企業加強管理的背景和互聯網 + 發展強勁情況下帶來的雲業務產品需求，雲計算發展迅速。金蝶管理層目標是於 2020 年將雲業務收入比重增加至總收入的 50%，此舉顯示金蝶管理層對公司之雲業務發展前景有充足信心。
- **金蝶盈利模式全面升級，雲業務可達盈虧平衡。**金蝶因應定位調整，把重心轉向具發展潛力之雲業務市場，近年轉型穩步推進，盈利模式帶來全面升級，當中包括由過往一次性許可收入變為可持續服務收入、客戶服務由線下轉為線上。另外，雲業務首年基於推廣和宣傳等開支，獲客成本較高，對短期毛利率有所影響，但待雲業務穩定後，盈利將可預期，雲業務運營利潤率有望達至 30%。管理層指引雲業務營收將由 FY 2016 的 3.4 億元增長至 2020 年 20-27 億元區間，亦預期 FY 2018 中期雲業務或將實現盈虧平衡，2019 年實現盈利 2 億元。
- **給予“買入”投資評級。**隨著金蝶雲業務的積極發展，我們預計其雲業務將接近盈虧平衡的臨界點，我們認為市場預期將可對應金蝶的盈利和發展前景。基於金蝶雲的快速增長，我們預計金蝶 FY2018 EPS 為 \$0.11，給予金蝶目標價 \$5.00 港元，對應 PE 45.5 倍，對比現價 \$4.21 港元，潛在上升幅度為 18.76%，給予金蝶“買入”投資評級。

投資評級: 買入

目標價: \$5.00 港元

現價: \$4.21 港元

潛在上升幅度: 18.76%

股票資料

流通股本(股): 2914 百萬

總市值: 121.00 億港元

主席: 徐少春

	FY14	FY15	FY16	FY17E	FY18E
銷售 (人民幣: '000)	1,546,517	1,516,773	1,862,207	2,197,404	2,960,463
純利 (人民幣: '000)	197,048	105,766	288,230	234,460	319,730
基本每股收益	0.08	0.04	0.10	0.08	0.11
攤薄每股收益	0.07	0.04	0.10	0.08	0.11
PE (x)	24.02	78.01	31.03	50.2	45.5
PB (x)	2.39	2.70	2.57	2.96	2.97

分析師:

莊湘達 Alan Chong

電郵: achong@bmintelligence.com

直線: (852) 3575 1310

損益表

人民幣 (百萬)	2015	FY15 Margin	2016	FY16 Margin	FY16 YoY Growth
銷售	1,517	100.0%	1,862	100.0%	22.8%
-ERP	1,349	88.9%	1,521	81.7%	12.8%
直接銷售	833	61.7%	969	63.7%	16.3%
間接銷售	516	38.3%	553	36.3%	7.1%
軟件許可證銷售	707		774		9.6%
安裝收入	317		347		9.5%
保養收入	307		378		23.2%
其他	18		22		21.9%
-雲產品	168	11.1%	341	18.3%	102.8%
銷售成本	-290	-19.1%	-348	-18.7%	19.9%
毛利	1,227	80.9%	1,514	81.3%	23.4%
銷售和營銷費用	-766	-50.5%	-1,002	-53.8%	30.8%
管理費用	-202	-13.3%	-278	-14.9%	37.5%
研發成本	-196	-12.9%	-284	-15.2%	44.4%
投資性房地產公允價值收益	18	1.2%	34	1.8%	92.7%
其他收益淨額	262	17.3%	264	14.2%	1.0%
營業利潤	341	22.5%	249	13.4%	-27.1%
財務收入	35	2.3%	36	1.9%	2.6%
財務成本	-94	-6.2%	-58	-3.1%	-38.9%
淨財務收益/虧損	-60	-3.9%	-22	-1.2%	-63.0%
分佔權益法核算的投資損失		-0.1%		-0.9%	695.2%
稅前利潤	-2	18.4%	-18	11.2%	-25.2%
所得稅費用	280	-4.1%	209	0.3%	-109.5%
淨利	-62	14.3%	6	11.6%	-1.0%
已終止經營利潤	217	-7.4%	215	4.0%	-165.9%
淨利	-112	7.0%	74	15.5%	173.8%
歸屬於股東利潤	106	7.0%	289	15.5%	172.5%

資料來源：彭博資訊，邦盟匯駿基金管理有限公司

現金流量表

人民幣 (百萬)	2016	2015
CFO	612	556
CFI	-561	-924
CFF	-125	644

資料來源：彭博資訊，邦盟匯駿基金管理有限公司

資產負債表

人民幣(百萬)	2016	2017
土地使用權	125	129
物業、廠房、設備	796	732
無形資產	775	601
投資聯營公司	26	24
投資物業	883	849
按公允價值計量的金融資產損益	10	6
可供出售金融資產	150	0
委託貸款	50	70
遞延所得稅資產	4	19
貸款給關聯方	159	0
非流動資產	3,021	2,429
存貨	6	4
貿易及其他應收款	315	278
委託貸款	20	0
從客戶執行的合同	396	391
可供出售金融資產	120	225
按公允價值計量的金融資產損益	13	1
已抵押銀行存款	3	103
短期銀行存款	619	544
現金及現金等價物	1,465	1,528
流動資產總額	2,957	3,074
股本	73	72
分享溢價	1,765	1,683
其他儲備	400	513
留存收益	1,238	950
	3,476	3,217
非控制性權益	60	30
總股本	3,536	3,247
借款	1,416	1,213
遞延所得稅負債	103	125
非流動負債總額	1,518	1,338
貿易及其他應付款項	454	357
從客戶執行的合同	220	184
借款	81	244
當期所得稅負債	43	37
遞延收入	125	97
流動負債總額	923	919

資料來源：彭博資訊，邦盟匯駿基金管理有限公司

免責聲明

讀者應審慎注意 (i) 本文所提及的證券的價格和價值以及來自該等證券的收益可能有所波動；(ii) 過去表現不反應未來業績；(iii) 本文中的任何分析、評級及建議為長期性質的（至少 12 個月），且與有關證券或公司可能出現的表現的短期評估無關聯。本文內容之資訊相信從可靠之來源所得，但邦盟匯駿基金管理有限公司，其關聯公司及／或附屬公司（統稱「邦盟匯駿基金管理」）不對任何人士或任何用途就本文資訊的完整性或準確性或適切性作出任何形式擔保、陳述及保證（不論明示或默示）。本文的資訊並非旨在對任何有意投資者構成或被視為法律、財務、會計、商業、投資、稅務或任何專業意見，因此不應因而作為依據。本文僅作參考資訊用途，在任何司法管轄權下的地方均不應被視為購買或銷售任何產品、投資、證券、交易策略或任何類別的金融工具的要約或招攬。邦盟匯駿基金管理不對收件人就本報告中涉及的證券的可用性（或相關投資）做任何陳述。本文作出的意見及建議並沒有考慮有意投資者的財政情況、投資目標或特殊需要，亦非擬向有意投資者作出特定證券、金融工具及策略的建議。本文的收件人應僅將本文作為其做出投資決定時的其中一個考慮因素，並應自行對本文所提及的公司之業務、財務狀況及前景作出獨立的調查。收件人須對本文所載之資訊的相關性、準確性及足夠性作其各自的判斷，並在認為有需要或適當時就此作出獨立調查。收件人如對本文內容有任何疑問，應徵求獨立法律、財務、會計、商業、投資和/或稅務意見並在做出投資決定前使其信納有關投資符合自己的投資目標和投資界限。

邦盟匯駿基金管理公司及其附屬公司或關聯公司有可能與報告所述公司有業務關聯，其角色可能為做市商或承銷商。邦盟匯駿集團及其附屬機構以及/或其高級職員、董事及雇員可能會與本文所提及的證券發行人進行業務往來，包括投行業務或直接投資業務，或不時自行及／或代表其客戶持有該等證券（或在任何相關的投資中）的權益（和/或遲後增加或處置）。因此，投資者應注意邦盟匯駿基金管理可能存在影響本文客觀性的利益衝突，而邦盟匯駿基金管理將不會因此而負上任何責任。此外，本文所載資訊可能與邦盟匯駿基金管理關聯人士，或其它成員，或邦盟匯駿基金管理發表的意見不同或相反。

評級定義：

股票評級(12 個月)	解釋
買入	于未來 12 個月預期回報為高于 15%
持有	于未來 12 個月預期回報在-15%至 15%之間
沽售	于未來 12 個月預期回報低于-15%
投機性買入	于未來 6 個月預期回報為高于 20%, 並涉及較大風險
投機性沽售	于未來 6 個月預期回報為低于 20%, 並涉及較大風險
行業評級	解釋
跑贏大市	與恒生指數相對表現 \geq 10%
中性	與恒生指數相對表現-10%至+10%
跑輸大市	與恒生指數相對表現 \leq -10%

地址: 香港灣仔港灣道 6-8 號瑞安中心 9 樓 909-916室

電話: (852) 3582 2777

電郵: hkcs@bmifm.com