

投资评级 优于大市 首次覆盖

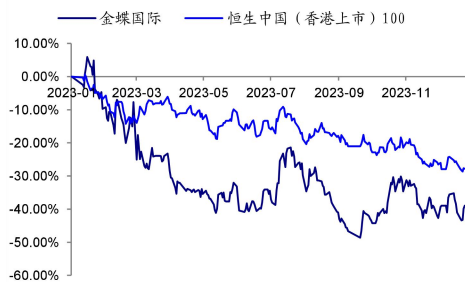
经营性净现金流高增长，云化加速可期

股票数据

01 月 23 日收盘价 (港元)	9.07
52 周股价波动 (港元)	8.35-18.88
总股本/流通股 (百万股)	3632/3632
总市值/流通市值 (百万港元)	32939/32939

相关研究

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-15.86	-25.17	-7.83
相对涨幅 (%)	-9.61	-8.46	4.59

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 杨林

Tel: (021) 23183969

Email: yl11036@haitong.com

证书: S0850517080008

分析师: 杨蒙

Tel: (021) 23185700

Email: ym13254@haitong.com

证书: S0850523090001

联系人: 朱瑶

Tel: (021) 23187261

Email: zy15988@haitong.com

联系人: 杨昊翊

Tel: (021) 23185620

Email: yhy15080@haitong.com

投资要点:

- 2023 年经营性净现金流亮眼，利润改善。**公司发布公告，预计 2023 年年度实现收入约 56.5-57.0 亿元，同比增长 16.2%-17.2%，中位数为 16.7%；经营性净现金流约 6.3-6.7 亿元，同比增长约 68.3%-78.9%，中位数为 73.6%；归母净利润亏损约 1.7-2.5 亿元，同比减亏约 1.4-2.2 亿元，中位数为减亏 1.8 亿元。根据年度业绩预告中位数及 2023 年半年报倒推 2023 年下半年业绩，预计 2023 年下半年实现收入约 31.09 亿元，同比增长 16.49%；实现经营性净现金流 8.19 亿元，同比增长 47.83%；实现归母净利润 0.74 亿元，2022 年同期为 -0.33 亿元，增加 1.07 亿元。
- 云订阅服务业务保持高质量增长。**公司坚定执行云订阅服务模式转型战略，通过打造“一箭多星”产品矩阵满足不同类型企业市场需求，云服务业务保持快速增长，2023 年上半年云服务业务实现收入 20.39 亿元，同比增长约 21.5%，占比集团收入约 79.5%。公司预计 2023 年实现金蝶云订阅服务经常性收入 (ARR) 约为 28.5 亿元，同比增长约 32.8%。
- 获得卡塔尔投资局 2 亿美元战略投资。**12 月 10 日，公司与卡塔尔投资局 (简称“QIA”) 宣布达成最终协议，QIA 将投资约 2 亿美元作为对价认购金蝶根据一般性授权发行的普通股，交易完成后约占金蝶总普通股的 4.26% (“战略投资”)，锁定期为 180 天。QIA 科技、媒体及电信 (TMT) 投资处负责人 Mohammed Al-Hardan 表示，QIA 致力于投资全球创新性科技企业，相信亚洲软件行业的长期增长机会，并认可金蝶在行业中的领先地位和其对中国企业云转型的关键推动作用。公司董事会主席兼首席执行官徐少春表示，QIA 的战略投资将助力金蝶的国际化增长战略。
- 持续深耕技术及服务创新，助力企业数字化转型。**11 月 9 日，金蝶云·星瀚 V6.0 新品成功发布，金蝶云·星瀚定位是专注于服务于大型企业的 SaaS 管理云，为大企业提供“PaaS+SaaS”的数字能力连续体。随着星瀚 V6.0 的发布，金蝶财务大模型和数字员工能力也再度进化，其中数字员工完成了形象及功能升级、多场景多渠道业务等，财务大模型完善了智能客服、财务指标分析、财务报告生成、大文本附件理解内容审核等 4 大应用场景，同时经过广东机场、海信、金蝶等企业应用实践，场景应用交付更加成熟。此外，电子凭证池、预算会计、价值型司库、智慧税务等核心应用的智能化水平进一步完善，持续引领企业管理智能蜕变。我们认为，金蝶持续深耕技术及服务创新，产品有望助力更多大企业数字化、智能化发展进程。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4174	4866	5685	6889	8637
(+/-)YoY(%)	24.4%	16.6%	16.8%	21.2%	25.4%
净利润(百万元)	-302	-389	-212	-127	101
(+/-)YoY(%)	9.9%	-28.7%	45.6%	40.2%	179.7%
全面摊薄 EPS(元)	-0.09	-0.11	-0.06	-0.03	0.03
毛利率(%)	63.1%	61.6%	64.0%	68.0%	72.0%
净资产收益率(%)	-4.0%	-5.4%	-3.0%	-1.8%	1.4%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 盈利预测及投资建议。**公司是企业管理行业的头部公司，拥有丰富的产品矩阵以满足不同类型的客户需求，坚定推行云服务业务转型，在企业数字化、智能化的转型趋势下，公司深耕技术及服务创新。我们预计公司云服务业务2023-2025年收入增速分别为24%、28%、31%，ERP业务及其他收入增速分别为-5%、-7%、-8%，实现云业务占比持续提升，预计占比分别为80.8%、85.2%、89.1%。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为56.85亿元、68.89亿元、86.37亿元，同比增长分别为16.8%、21.2%、25.4%；归母净利润分别为-2.12亿元、-1.27亿元、1.01亿元，同比增长分别为45.6%、40.2%、179.7%。参考可比公司，给予公司2024年动态7-8倍PS，按照2024年营业收入68.89亿元（人民币）计算，合理市值区间为482.23-551.12亿元（人民币），按照1港元=0.92元人民币换算，合理市值区间为524.16-599.04亿港元，对应合理价值区间为14.43-16.50港元（13.28-15.18元人民币）/股，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**需求不及预期风险，云转型推进不及预期风险，ERP市场竞争风险。

表1 可比公司 PS 估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
用友网络	600588.SH	12.90	440.99	92.62	105.40	126.36	5	4	3
金山办公	688111.SH	235.52	1087.45	38.85	47.45	62.32	28	23	17
广联达	002410.SZ	13.66	227.42	65.91	72.68	85.14	3	3	3
医渡科技	2158.HK	3.48	36.63	12.39	8.05	8.73	3	5	4
平均							10	9	7
金蝶国际	0268.HK	8.34	303.04	48.66	56.85	68.89	6	5	4

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：金蝶国际采用海通证券盈利预测，其他公司采用Wind一致预期。股价为2024年1月23日收盘价，表中股价、市值、营业收入货币单位均为人民币，其中港股公司股价、市值已按照汇率将港元换算成人民币表示，汇率按照1港元=0.92元人民币换算。

表2 公司业务分拆 (百万元)

		2022	2023E	2024E	2025E
云服务业务	营收	3714.09	4596.36	5872.62	7697.09
	同比 (%)	34.65	23.75	27.77	31.07
	占比 (%)	76.33	80.85	85.24	89.12
ERP 业务及其他	营收	1151.68	1088.82	1016.79	939.72
	同比 (%)	-18.65	-5.46	-6.62	-7.58
	占比 (%)	23.67	19.15	14.76	10.88
总营收	营收	4865.77	5685.18	6889.41	8636.80
	同比 (%)	16.57	16.84	21.18	25.36
	毛利率 (%)	61.6	64.0	68.0	72.0

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	4947	5685	6889	8637
每股收益	-0.11	-0.06	-0.03	0.03	营业成本	1868	2047	2205	2418
每股净资产	2.09	1.94	1.91	1.94	毛利率%	61.6%	64.0%	68.0%	72.0%
每股经营现金流	0.11	0.18	0.24	0.40	研发费用	1295	1364	1688	2142
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	研发费用率	26.2%	24.0%	24.5%	24.8%
价值评估 (倍)					营销费用	2027	2047	2480	3109
P/E	-137.50	-143.16	-239.37	300.28	营销费用率%	41.0%	36.0%	36.0%	36.0%
P/B	7.36	4.29	4.37	4.31	管理费用	504	512	654	838
P/S	10.82	5.33	4.40	3.51	管理费用率%	10.2%	9.0%	9.5%	9.7%
EV/EBITDA	-323.69	143.31	93.78	45.41	EBIT	-574	-214	-108	176
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-100	30	45	56
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-2.0%	0.5%	0.7%	0.6%
毛利率	61.6%	64.0%	68.0%	72.0%	营业利润	-452	-232	-142	114
净利润率	-8.0%	-3.7%	-1.8%	1.2%	权益性投资收益	13	7	11	12
净资产收益率	-5.4%	-3.0%	-1.8%	1.4%	其他非经营性损益	-74	-57	-103	-86
投资回报率	-7.0%	-2.5%	-1.2%	2.0%	利润总额	-474	-244	-153	120
盈利增长 (%)					EBITDA	-161	198	292	571
营业收入增长率	16.6%	16.8%	21.2%	25.4%	所得税	-22	-12	-11	7
EBIT 增长率	-23.9%	62.7%	49.7%	263.6%	有效所得税率%	4.6%	5.0%	7.0%	5.5%
净利润增长率	-28.7%	45.6%	40.2%	179.7%	少数股东损益	-63	-20	-16	13
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-389	-212	-127	101
资产负债率	36.9%	42.8%	47.6%	52.2%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	1.06	1.08	1.08	1.09	流动资产	3983.95	4791.65	5663.75	7168.66
速动比率	0.85	0.89	0.89	0.90	现金	1942.74	2900.56	4140.85	5727.15
经营效率指标					应收账款	168.51	157.92	191.37	239.91
应收帐款周转率	25.71	34.83	39.45	40.05	存货	44.87	39.80	45.93	50.38
应付帐款周转率	59.54	46.10	46.67	44.19	其他	1827.83	1693.38	1285.60	1151.22
总资产周转率	0.43	0.47	0.53	0.61	非流动资产	7747.49	7750.55	7772.74	7810.07
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产	1376.69	1429.02	1476.12	1518.51
经营活动现金流	374	656	883	1462	无形资产	1247.12	1132.70	1086.16	1048.93
净利润	-389	-212	-127	101	使用权资产	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	414	412	399	395	其他	5123.67	5188.83	5210.45	5242.63
少数股东权益	-63	-20	-16	13	资产总计	11731.44	12542.21	13436.48	14978.72
营运资金变动及其他	413	476	626	953	流动负债	3765.68	4420.46	5254.75	6580.73
投资活动现金流	-787	-171	178	9	短期借款	85.00	185.00	206.67	275.56
资本支出	-888	-350	-400	-400	应付账款	43.31	45.48	48.99	60.46
其他投资	101	179	578	409	其他	3637.38	4189.97	4999.09	6244.72
筹资活动现金流	301	470	176	113	非流动负债	558.17	943.84	1143.84	1243.84
借款增加	440	500	222	169	长期借款	385.00	785.00	985.00	1085.00
普通股增加	-143	0	0	0	其他	173.17	158.84	158.84	158.84
已付股利	0	-30	-45	-56	负债合计	4323.85	5364.30	6398.59	7824.57
其他	3	0	0	0	少数股东权益	142.23	121.77	105.88	118.76
现金净增加额	-104	958	1240	1586	股本	83.54	83.54	83.54	83.54
					留存收益和资本公积	7146.61	6937.40	6813.27	6916.65
					归属母公司股东权益	7265.35	7056.14	6932.01	7035.39
					负债和股东权益	11731.44	12542.21	13436.48	14978.72

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 23 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杨林 计算机行业
杨蒙 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 易华录,新开普,润和软件,创业慧康,航天宏图,广联达,用友网络,银江技术,云赛智联,商汤-W,中控技术,荣旗科技,汉得信息,鼎捷软件,金山办公,超图软件,海康威视,新国都,博彦科技,久远银海,中科星图,软通动力,数字政通,新大陆,安恒信息,博思软件,赛意信息,佳缘科技,零点有数,大华股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。