

石基信息 (002153) \ 计算机

大消费信息化龙头或将直接受益疫后复苏

投资要点:

► 酒店集团化趋势明显, 酒店IT支出持续增加

全球酒店管理集团近年呈现不断并购和加速集团化的趋势, 2021年头部集团仍然逆势扩张, 其中锦江集团新增10.6万间客房, 希尔顿客房增加4.6万间。据华经产业研究院数据, 全球酒店IT支出由2013年的275亿美元增长至2021年的419亿美元, 预计到2023年将达到573亿美元, 其中PMS约占酒店IT支出的14%, 据此我们测算2023年全球PMS市场规模有望达到80亿美金。

► 内生外延式增长成就大消费信息化龙头

石基信息从酒店系统集成商起家, 20多年内经过内生外延式增长逐步覆盖酒店、餐饮、零售、硬件等领域, 逐步成为大消费领域信息化龙头。公司已在亚太、欧洲和北美三大区域设立了20余家境外子公司, 基本完成全球化研发、销售和服务网络的建设。借助外延并购的杭州西软、思迅软件、Infrasys、海信商用等子公司, 已成为公司重要的收入和利润来源。同时公司引入阿里系战略投资, 有利于公司整合零售业务资源。

► 云化国际化初见成效, 疫后复苏或将直接受益

公司于2015年底开启国际化, 海外业务营收占比从2016年的3.83%上升至2021年的11.65%。2021年SaaS业务(核心产品SEP与云POS)年度可重复订阅费(ARR)为2.58亿元, 同比增长26.2%; 企业客户门店总数约8万家酒店, 客户平均续费率超过90%。截至2022H1云POS产品上线总客户数达到2586家。受疫情影响公司近2年业绩承压, 我们预计随着疫后复苏, 下游客户IT支出增加, 公司有望凭借产品、服务、案例等方面的优势直接受益。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年营收分别为34.01/37.53/42.63亿元, 3年CAGR约为9.87%, 归母净利润分别为0.11/0.90/2.44亿元, 3年CAGR约为114.72%, EPS分别为0.01/0.04/0.12元/股, 对应PS为8.40x/7.61x/6.70x。DCF绝对估值法测得公司每股价值为17.82元, 可比公司2023年平均PS为13.12倍。鉴于公司云服务订阅收入占比逐年提升, 国际市场拓展初见成效, 综合绝对估值法和相对估值法, 给予23年10xPS, 目标市值375.4亿元, 对应目标价为17.88元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行、疫情反复、国内外云服务上线不及预期、商誉减值等风险。

投资评级:

行业: 计算机应用

投资建议: 买入/ (首次评级)

当前价格: 14.80元

目标价格: 17.88元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,099/1,230
流通A股市值(百万元)	18,208
每股净资产(元)	3.82
资产负债率(%)	13.49
一年内最高/最低(元)	33.50/15.49

股价相对走势



分析师: 孙树明

执业证书编号: S0590521070001

邮箱: sunsm@glsc.com.cn

联系人: 姜青山

邮箱: jiangqs@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,317	3,215	3,401	3,753	4,264
增长率(%)	-9.43%	-3.09%	5.78%	10.37%	13.60%
EBITDA(百万元)	83	-232	214	278	477
归母净利润(百万元)	-68	-478	11	90	244
增长率(%)	-118.36%	-608.00%	102.24%	736.82%	172.41%
EPS(元/股)	-0.03	-0.23	0.01	0.04	0.12
市盈率(P/E)	-459.76	-64.94	2,902.84	346.89	127.34
市净率(P/B)	3.70	3.85	3.85	3.80	3.67
EV/EBITDA	353.34	-168.67	125.15	95.67	55.40

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2022年12月12日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

在全球数字信息化浪潮和政策推动下，云化已成为大消费行业顺应的趋势。云平台可以帮助企业实现线上高效管理，和第三方平台的直连畅通，逐步开启数字化转型。后疫情时代，大消费行业复苏将带动相关IT需求增加，公司作为行业头部企业，有望直接受益。

不同于市场的观点

1) **市场认为**：宏观经济预期下行，国内云PMS渗透率低，付费意愿不强，业务很难维持高增长。

我们认为：后疫情时代，酒店、餐饮、零售、休闲娱乐等大消费行业将加快数字化转型升级。石基信息预判消费行业的云化趋势并提前研发投入云平台，新一代云PMS产品能为企业提供全方位的解决方案，公司瞄准部分需求增速较快、疫情率先恢复的海外地区，目前海外业务营收占比已逾10%。国内部分酒店尚在观望，云业务空间大，公司优先开拓付费意愿更强的中高端酒店，形成标杆效应。

2) **市场认为**：石基信息结束与Oracle的代理关系后将很难保持高增长。

我们认为：石基信息通过持续不断的高强度研发投入，自研产品核心云产品SEP技术领先，在产品力方面和Oracle相比有独特优势，已经逐步缩小了与国外巨头的产品和技术差距。公司与半岛、洲际、朗廷等全球头部酒店管理集团签约，后续有望凭借产品、服务和案例优势进一步拓展高端客户。

核心假设

- 疫后复苏下大消费领域数字化进程加速，IT投资恢复；
- 公司国际化进程持续推进，高端客户拓展有序推进；

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年营收分别为34.01/37.53/42.63亿元，3年CAGR约为9.87%，归母净利润分别为0.11/0.90/2.44亿元，3年CAGR约为114.72%，EPS分别为0.01/0.04/0.12元/股，对应PS为8.40x/7.61x/6.70x。DCF绝对估值法测得公司每股价值为17.82元，可比公司2023年平均PS为13.12倍。鉴于公司云服务订阅收入占比逐年提升，国际市场拓展初见成效，综合绝对估值法和相对估值法，给予23年10xPS，目标市值375.4亿元，对应目标价为17.88元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期疫后复苏下数字化进程加速，石基信息作为国内头部企业或将受益；
- 中期全球云化需求增强，业绩稳定性提升，抵御周期波动能力提升；
- 长期以酒店业为根本，拓展零售、餐饮等领域，海内外共同布局，收入结构多元化。

正文目录

1.	从酒店系统集成商到消费信息化龙头	5
1.1	从系统集成商到综合解决方案提供商	5
1.2	股权结构稳定利于战略转型	6
1.3	立足酒店业务向大消费不断扩展	6
2.	酒店信息化市场空间广阔	8
2.1	酒店集团化仍是行业趋势	8
2.2	中国酒店信息化正向数智化转型	10
2.3	IT 系统云化空间较大	10
2.4	防疫政策调整有望促进消费领域复苏	12
3.	云化+国际化转型初见成效	12
3.1	坚持相关多元化的发展战略	12
3.2	云化国际化转型阶段短期业绩承压	14
3.3	酒店信息化业务仍然是基石业务	16
3.4	竞争优势突出，持续加深护城河	20
3.5	核心管理稳固，人才优势凸显	21
4.	盈利预测、估值分析和投资建议	21
4.1	盈利预测	21
4.2	估值分析和投资建议	23
5.	风险提示	25

图表目录

图表 1:	石基信息客户情况汇总	5
图表 2:	石基信息发展历程	5
图表 3:	石基信息股权结构	6
图表 4:	公司近 5 年营收情况	7
图表 5:	公司近 5 年归母净利润情况	7
图表 6:	石基信息业务板块	7
图表 7:	2021 年公司分产品营业收入构成	8
图表 8:	公司分产品毛利率情况	8
图表 9:	近 2 年全球 Top10 酒店管理集团扩张情况	8
图表 10:	典型酒店行业信息化架构图	9
图表 11:	全球酒店业 IT 支出规模及增速	9
图表 12:	全球酒店业 IT 支出结构	9
图表 13:	中国酒店信息化发展历程	10
图表 14:	2021 年国内酒店管理集团系统上云情况	11
图表 15:	2021 年国内单体酒店系统上云情况	11
图表 16:	全球主要云 PMS 厂商情况	11
图表 17:	国内酒店信息管理系统主要厂商情况	11
图表 18:	步步为赢的发展战略	13
图表 19:	石基信息核心子公司股权结构汇总	13
图表 20:	2021 年石基信息核心参控股子公司经营情况汇总	14
图表 21:	国际业务拓展初见成效	14
图表 22:	2017-2021 年公司净利润现金含量情况	15
图表 23:	2018-2021 年公司收入结构情况	15

图表 24: 2017-2021 年公司毛利率与净利率情况	16
图表 25: 近 5 年公司三费情况汇总	16
图表 26: 酒店信息管理系统业务占总营收比情况	17
图表 27: 酒店信息管理系统业务毛利率情况	17
图表 28: 酒店信息管理系统业务营收情况	17
图表 29: 酒店信息管理系统业务毛利情况	17
图表 30: 公司年度可重复订阅费 (ARR) 情况	18
图表 31: 公司餐饮信息系统业务情况	18
图表 32: 餐饮信息管理系统业务营收情况	19
图表 33: 餐饮信息管理系统业务毛利情况	19
图表 34: 公司零售信息系统业务情况	19
图表 35: 商业流通管理系统业务营收情况	20
图表 36: 商业流通管理系统业务毛利情况	20
图表 37: 2017-2021 年研发投入情况	20
图表 38: 2017-2021 年研发人员情况	20
图表 39: 石基信息国际头部酒管集团案例汇总	21
图表 40: 石基信息管理層情况	21
图表 41: 石基信息收入预测汇总	22
图表 42: 公司毛利率预测	23
图表 43: 公司核心费用率预测	23
图表 44: 基本假设关键参数	23
图表 45: FCFE 测算结果	24
图表 46: FCFE 敏感性测试结果	24
图表 47: 石基信息可比公司估值	25

1. 从酒店系统集成商到消费信息化龙头

1.1 从系统集成商到综合解决方案提供商

➤ 大消费信息服务业务布局见成效

石基信息 1998 年在北京成立，早期通过代理美国公司 Micros (2014 年被 Oracle 收购) 的明星产品酒店物业管理系统 OPERA PMS 逐步进入酒店信息化市场，2007 年在深交所主板上市，是国内酒店信息化领域领先企业。历经 24 年的发展，不断践行国际化和平台化战略，聚焦酒店、餐饮、零售和休闲娱乐产业，逐步发展成了一家大消费行业应用服务平台运营商。当前石基在全球范围内，拥有超过 5,000 名员工，80+ 子公司和品牌，服务于超过 9.1 万家酒店，20 万家餐饮，60 万家零售企业和 500 家旅游目的地用户。

图表 1: 石基信息客户情况汇总



来源: 公司网站, 国联证券研究所

➤ 历经 24 年不断蜕变

纵观公司 20 多年的发展历程，可以划分为四个发展阶段：系统集成启航阶段、酒店系统服务商阶段、软件供应商阶段、应用服务平台运营商阶段。

图表 2: 石基信息发展历程



来源: 公司招股说明书, 公司官网, 国联证券研究所

阶段 1: 1998 年公司以系统集成启航, 为国内高级酒店提供信息系统的咨询、集成、维护等技术服务。

阶段 2: 2001 年变更公司名称, 根据用户需求推出涵盖体系配置、性能优化、技术支持、系统维护在内的服务业务。

阶段 3: 2003 年公司独家代理 Micros Opera PMS 产品, 开始向软件供应商转型, 并通过一系列外延并购举措, 向餐饮、零售和休闲娱乐等大消费细分领域拓展。

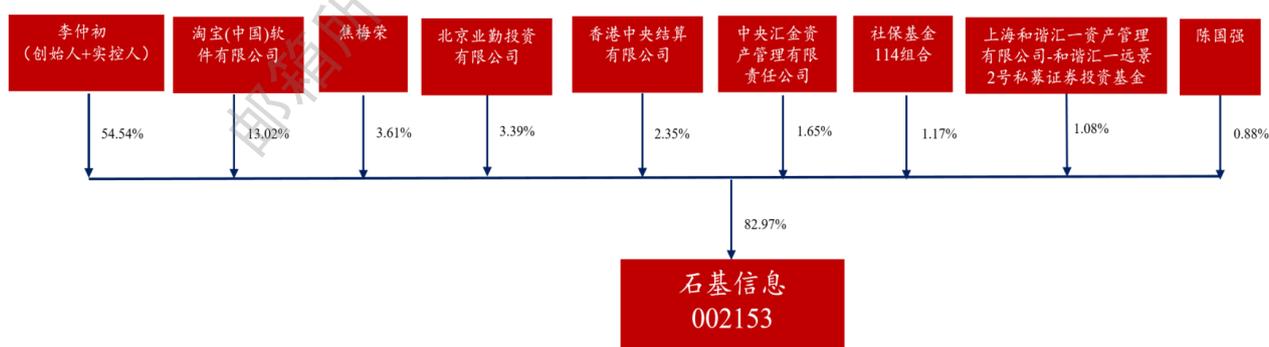
阶段 4: 2016 年公司开启云化、国际化新征程, 由软件供应商向数据驱动的大消费行业应用服务平台运营商转型, 为企业提供餐饮信息管理系统、零售信息管理系统、休闲娱乐信息系统及支付系统等数字化转型解决方案。

1.2 股权结构稳定利于战略转型

公司董事长李仲初先生为公司创始人和实际控制人, 截至 2022Q3, 持有公司 54.54% 的股份, 股权结构集中并且连续多年保持稳定, 主导推行了公司多年来数次重大转型。焦梅荣女士为公司实际控制人李仲初先生的岳母, 持有公司 3.61% 的股份。

淘宝(中国)软件有限公司在 2014 年以战略投资者的身份成为公司第二大股东, 多年来与公司形成了深入的业务合作关系。2018 年 2 月, 阿里巴巴集团全资子公司阿里 SJ 投资以 4.86 亿美元的价格收购了石基信息全资子公司石基零售 38% 的股权加速公司零售业务板块的资源整合, 帮助公司利用已有的零售业客户和市场优势较快地建立公司在新一代零售信息系统业务中的领导地位, 奠定公司国际化战略的基础。

图表 3: 石基信息股权结构



来源: iFinD, 公司 2022 年三季度报, 国联证券研究所

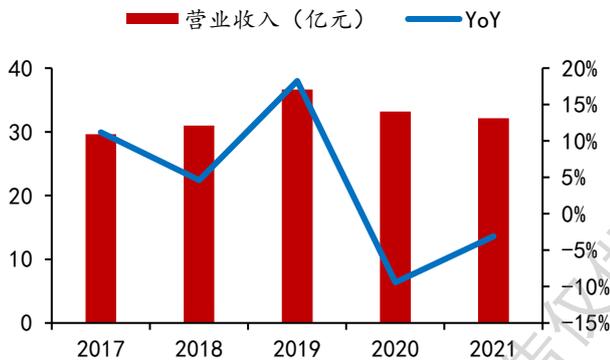
1.3 立足酒店业务向大消费不断扩展

➤ 营收基本稳定, 疫情影响短期业绩

2021 年公司实现营业收入 32.15 亿元, 同比下降 3.09%, 实现归母净利润-4.78 亿元, 同比下降 608.00%, 主要是由于受疫情影响公司业务不及预期, 计提商誉减值准备以及研发和销售费用增多所致。公司目前处于向应用服务平台供应商转型的关键时期, 内部战略因素叠加外部疫情冲击使得公司业绩有所下滑, 但我们预计随着疫情防控政策的调整, 以及公司新产品投放和推广的加大, 公司的营收和归母净利润有望

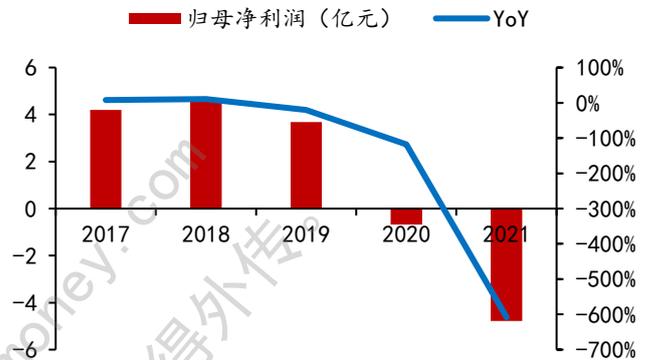
重新增长。

图表 4: 公司近 5 年营收情况



来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 5: 公司近 5 年归母净利润情况

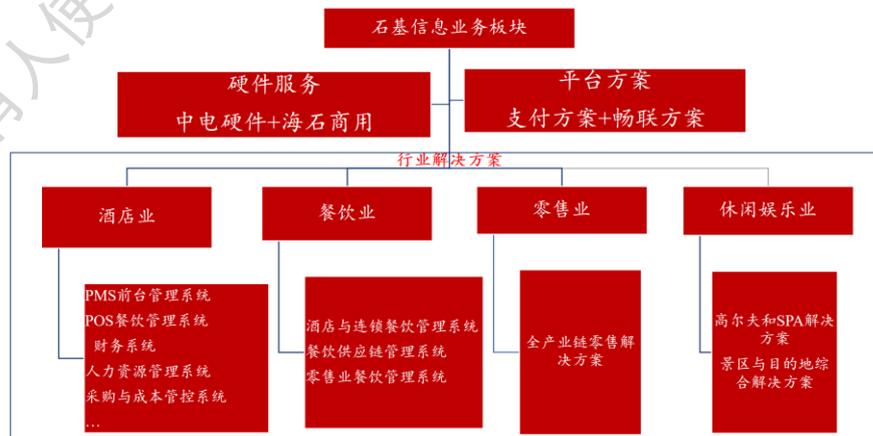


来源: iFinD, 国联证券研究所

➤ 以酒店信息化为核心逐步扩展

公司目前主要有 3 大业务板块分别为基础硬件服务、平台解决方案、行业解决方案。硬件服务以中电器件和海石商用为主体，平台方案形成了全球支付方案和畅联分销方案，行业解决方案以酒店业为核心，不断向餐饮业、零售业和休闲娱乐等大消费行业拓展。

图表 6: 石基信息业务板块



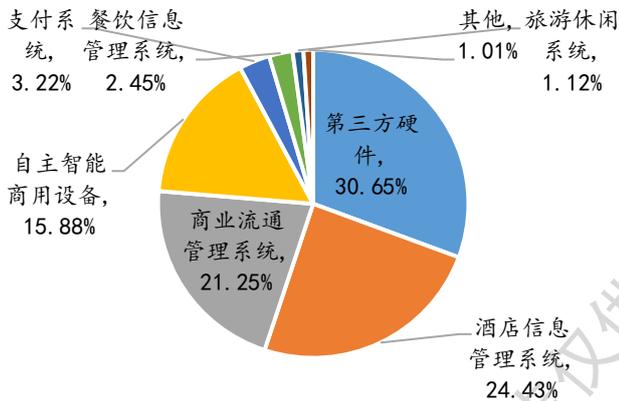
来源: 公司网站, 国联证券研究所

➤ 自研软件业务仍是收入和利润主要来源

2021 年公司自研软件仍是收入主要来源，占比超过 50%，分行业看酒店、零售、餐饮和旅游休闲业务营业收入占比分别为 24.43%/21.25%/2.45%/1.12%；第三方硬件配套业务和自主智能商用设备分别占比 30.65%和 15.88%。

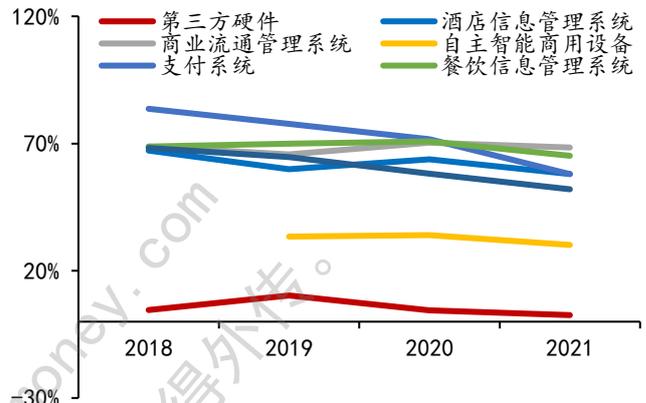
从近年毛利率来看，各项业务的毛利率均有所下滑。2021 年综合毛利率为 38.59%，同比下降 2.19%。酒店、餐饮、零售等软件业务毛利率仍保持在 50%以上水平；其中硬件配套毛利率最低为 2.57%，自主智能商用设备毛利率次之为 30.16%。

图表 7: 2021 年公司分产品营业收入构成



来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 8: 公司分产品毛利率情况



来源: iFinD, 国联证券研究所

2. 酒店信息化市场空间广阔

2.1 酒店集团化仍是行业趋势

疫情之下中国酒管集团逆势扩张

全球酒店管理集团近年呈现不断并购和加速集团化的趋势。2020 年全球前 3 大酒店管理集团全球客房数量均已经超过百万间。根据全球酒店行业权威媒体美国《HOTELS》杂志发布的 2021 年度《全球酒店集团 225 强排名》，排名前 10 的酒店集团中，美国占了 6 家，中国 3 家，法国 1 家。其中万豪、中国锦江、希尔顿、洲际和温德姆位居全球前 5。

图表 9: 近 2 年全球 Top10 酒店管理集团扩张情况

排名	酒管集团名称	2021 房间数	2020 房间数	房间 YoY	2021 酒店数	2020 酒店数	酒店 YoY
1	万豪国际酒店集团公司	1,446,600	1,423,044	1.66%	7,795	7,642	2.00%
2	锦江国际(集团)有限公司	1,239,274	1,132,911	9.39%	11,959	10,695	11.82%
3	希尔顿酒店集团	1,065,413	1,019,287	4.53%	6,777	6,478	4.62%
4	洲际酒店集团	885,706	886,036	-0.04%	6,032	5,964	1.14%
5	温德姆酒店集团	810,051	795,909	1.78%	8,950	8,941	0.10%
6	雅高酒店集团	777,714	753,000	3.28%	5,298	5,100	3.88%
7	华住酒店集团	753,216	652,162	15.50%	7,830	6,789	15.33%
8	精选国际酒店集团	575,735	597,977	-3.72%	7,139	7,147	-0.11%
9	北京首旅如家酒店集团	475,124	432,453	9.87%	5,916	4,895	20.86%
10	贝斯特韦斯特国际酒店集团	34,807	363,989	-90.44%	3,963	4,033	-1.74%

来源:《HOTELS》杂志, 国联证券研究所

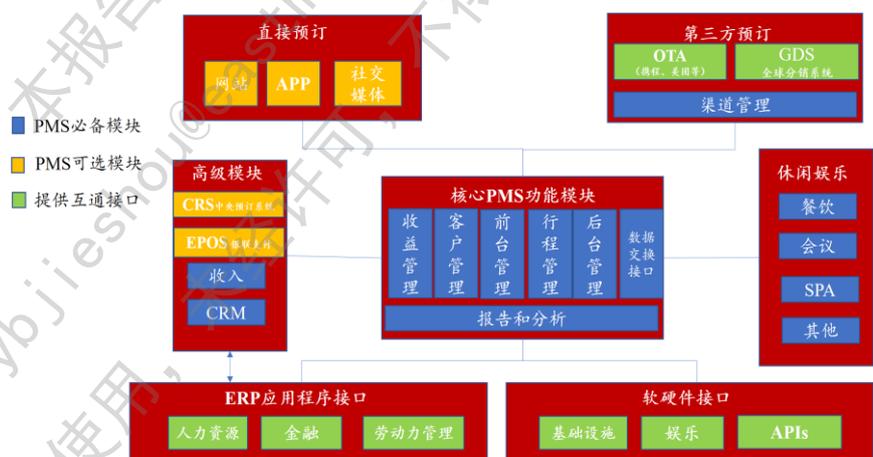
疫情之下, 头部公司仍然持续扩张, 2021 年万豪新增 2300 间客房, 锦江新增 10.6 万间客房, 希尔顿客房增加 4.6 万间。中国锦江集团、华住, 以及北京首旅如家酒店相比 2020 年酒店数量增长 11.82%/15.33%/20.86%, 增速位居全球前列。根据弗若斯特沙利文数据, 2015 至 2020 年我国酒店连锁化率不断提升, 从 16% 提升至

27%。但与美国 73% 的酒店连锁化率以及全球 42% 的平均水平相比，我国酒店连锁化率仍有较大的提升空间。

➤ PMS 仍是酒店信息系统的核心

酒店信息系统软件中，PMS 是当前酒店信息系统的核心。除了必备的前台接待管理、客户关系管理等核心功能模块之外，PMS 还能够集成化包括中央预订系统、银联支付系统、餐饮管理系统 POS 等可选模块；并且提供与 ERP、基础设施等基础软硬件互联互通的接口。高档连锁加盟酒店集团经营规模较大，业务繁杂，大型 PMS 系统所涉及到的子模块可高达数十个。

图表 10: 典型酒店行业信息化架构图



来源：Oracle, 石基信息, 绿云软件等官网, 国联证券研究所整理

➤ 全球酒店业 IT 支出持续增加

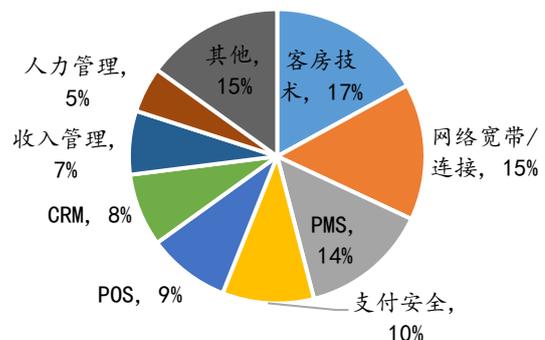
大型连锁酒店管理集团出于管理、效率、服务质量等原因普遍对信息化非常重视，相关 IT 支出仍然保持相对平稳的比例。全球酒店业已经逐步摆脱疫情影响，酒店 IT 支出规模持续增加。

图表 11: 全球酒店业 IT 支出规模及增速



来源：华经产业研究院, 国联证券研究所

图表 12: 全球酒店业 IT 支出结构



来源：华经产业研究院, 国联证券研究所

据华经产业研究院《2020-2025 年中国酒店 PMS 行业投资研究分析及发展前景预

测报告》数据，2021 年全球酒店业 IT 支出达到 419 亿美元，已经恢复并且超过疫情前水平（2019 年 359 亿美元），预计 2023 年有望达到 573 亿美元，同比增长 15%。从全球酒店业 IT 支出结构来看，在占比结构稳定情况下，客房技术占比 17%，网络宽带连接占比 15%，PMS 支出占比为 14%，POS 占比 9%，CRM 占比约 8%。基于此测算，2023 年全球 PMS 市场空间有望达到 80 亿美金。

2.2 中国酒店信息化正向数智化转型

1998 年携程旅行网上线，O2O 商业模式确立，开启了中国酒店业电子商务的发展，酒店业也成为最早开始拥抱互联网的行业之一。2015-2018 年是酒店业技术发展的关键 4 年，对客技术（Guest Facing Technology）和效率提升类技术开始行业级应用，期间行业基本已经完成了信息化建设，但数据效能仍未被激发，行业对数字化转型认知不足。2020 年，疫情催生行业进入数字化转型的加速期，行业进入数据化和平台化发展阶段。随着云计算、大数据等技术的深度应用，数据直接驱动酒店行业的经营生产和管理运营，我们预计行业将从 IT 时代向 DT 时代迈进，逐步进入数智化发展时代。

图表 13: 中国酒店信息化发展历程



来源：中国旅游饭店业协会、石基信息《2022 年中国酒店业数字化转型趋势报告》，国联证券研究所整理

➤ 疫情加速中国酒店数字化转型

疫情期间“无接触入住”和“无接触式消费”等需求被客户广泛接受。这些都促使酒店、餐饮等旅游大消费行业加快云化、数字化升级转型的步伐。后疫情时代大消费行业逐渐复苏，从中长期看中国市场消费升级与产业升级仍然具有较大潜力，公司具有前瞻性地布局酒店、餐饮等大消费行业信息系统云产品，在未来信息技术变革中掌握主动权。

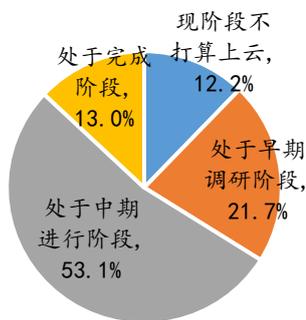
2.3 IT 系统云化空间较大

➤ 酒店管理系统云化渗透率仍然较低

根据石基信息联合北京市旅游行业协会饭店分会等 7 大机构联合撰写的《2021 年酒店业系统上云现状调查报告》，截至 2021 年，仅有 13.0% 的酒店管理集团和 9.7% 的单体酒店完成系统上云（系统 90% 以上已迁移至云端），仍然有 33.9% 的酒店管理集团和 69.8% 的单体酒店处于不打算上云和早期调研阶段，国内酒店信息系统云化渗

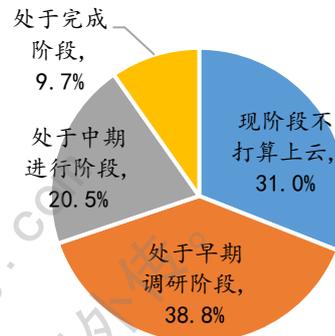
透率有待进一步提升。

图表 14: 2021 年国内酒店管理集团系统上云情况



来源: 《2021 年酒店业系统上云现状调查报告》国联证券研究所

图表 15: 2021 年国内单体酒店系统上云情况



来源: 《2021 年酒店业系统上云现状调查报告》, 国联证券研究所

➤ 全球酒店 IT 厂商纷纷进行云化转型

相比于传统的本地部署方式, 云端部署具有提升业务灵活性、提高效率、降低 TCO 成本、软件自动升级、提高生产力和数据安全性等诸多优点, 并且已经逐步形成共识。近几年, Oracle、Infor、Sabre 和石基信息等头部厂商均推出了云 PMS 系统, Amadeus 和 Sabre 推出了云 CRS 系统, 并获得了众多高端国际酒店集团的认可。

图表 16: 全球主要云 PMS 厂商情况

厂商	主要云产品	产品类型	覆盖客户
石基信息	SEP	云 PMS	半岛、洲际
Oracle	Oracle Hospitality OPERA Cloud	云 PMS	雅高, 班夫公园旅馆, 丰特尼尔, 在南方大酒店, 朱美拉, 和温德姆酒店及度假村共 27000 间客房
Infor	HMS 3.8.3 版	云 PMS	Admiral、La Villa
Sabre	SynXis Property Hub	云 PMS	温德姆酒店及度假村
Amadeus	ACRS	云 CRS	万豪、洲际

来源: 各个公司官网, 国联证券研究所

➤ 国内市场竞争更加激烈

国内参与酒店信息化的公司较多如石基信息、别样红、中软好泰、绿云软件等。从 2020 年 6 月 1 日起石基信息不再代理 ORACLE 公司的酒店前台管理系统和餐饮管理系统, 公司仍是目前国内最主要的酒店信息管理系统解决方案提供商之一, 能够提供高中低星级全套的解决方案。绿云软件拥有自研绿云 PMS 系统, 同时也当前是 Oracle Opera PMS 中国区主要的合作伙伴。

国内部分酒店管理集团仍然采用自研信息系统路线, 例如如家酒店 PMS 采用自研系统, 锦江酒店集团控股专注于会员营销和技术服务的企业 WeHotel 75% (2022 年 11 月收购 65%) 旨在提高自有渠道获客能力、提高会员粘性及其复购率, 标准化服务降低运营成本, 实现从资源匹配、管理优化、业务协同的融合发展。

图表 17: 国内酒店信息管理系统主要厂商情况

品牌	主要产品	业务情况
----	------	------

石基信息	石基数字饭(酒)店信息管理系统平台 (IPHotel)、石基云 PMS - Cambridge、石基企业平台-酒店业解决方案	约 8 万家海外酒店门店正在使用公司产品, 国内的酒店客户总量超过 13000 家, 公司自主酒店软件在中国五星级酒店市场的占有率 60% 以上, 代表客户半岛酒店、洲际酒店等
别样红(美团控股)	别样红云 PMS、收益管理 RMS、经营分析平台、解决方案	已签约 14000+ 家酒店, 代表客户八方集团、法菲亚集团等
中软好泰(携程控股)	云时代酒店 PMS 管理解决方案、慧云云 PMS	全世界 4000 家酒店客户, 代表客户丽呈酒店、陕旅集团等
盟广信息	易酒店-酒店管理系统、易掌柜-自助入住机、解决方案	已签约近 20000 家酒管集团及酒店商户, 并为超过 50% 的中国 TOP 30 头部地产集团提供数字化解决方案, 代表客户钓鱼台美高梅酒店集团、内蒙古饭店等
绿云软件	绿云 PMS、Oracle Hospitality、数据平台、电商平台	已签约 23000+ 酒店, 与 20 余家中国 60 强饭店集团合作, 代表客户开元酒店集团、逸柏酒店集团等
众芸信息	慧评 BW2.0 口碑管理系统、HDOS-H. A. S. S. 2.0 位中智能服务管理解决方案	为 30000+ 酒店提供数据服务, 每天监测酒店超过 40 万家, 代表客户万达酒店及度假村、雅斯特酒店集团等

来源: 石基信息、别样红、中软好泰等公司官网, 国联证券研究所

2.4 防疫政策调整有望促进消费领域复苏

虽然疫情在短期仍对国内旅游大消费行业产生较大的负面影响, 但国家相关部门陆续发布系列行业政策以支持旅游、餐饮等行业企业解困纾困, 根据国家统计局数据, 2021 年国内游客达 32.5 亿人次, 同比增长 12.8%, 国内旅游收入 29,191 亿元, 同比增长 31.0%, 旅游行业呈复苏态势; 2021 年餐饮收入 46,895 亿元, 同比增长 18.6%, 已恢复到疫情前水平。

根据当前疫情形势和病毒变异情况, 为更加科学精准防控, 切实解决防控工作中存在的突出问题, 2022 年 12 月 7 日, 国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》, 通知提出要最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。我们预计未来随着防疫政策的调整, 旅游、酒店和餐饮等消费领域或将逐步复苏, 中国酒店信息化相关支出也将恢复到疫情前水平。

3. 云化+国际化转型初见成效

3.1 坚持相关多元化的发展战略

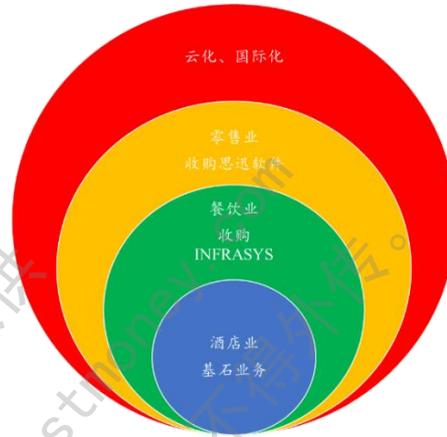
➤ 以酒店行业为基石不断扩展到大消费领域

公司顺应下一代信息技术发展方向, 坚持云化与国际化发展战略不动摇, 以酒店行业为基石, 向餐饮、零售、休闲娱乐、支付等多个领域拓展。从石基信息历史上多次成功转型可以看出其卓越的战略布局能力, 目前公司处于向数据驱动的大消费行业应用服务平台运营商转型的关键时期, 致力于加大核心产品的研发投入, 积极搭建海内外团队, 确保公司在以云计算为代表的新一代信息系统变迁中占据领先地位。

在云方面, 公司研发了多种类型的云 PMS 产品对标不同需求的客户, 相比招标中的其他竞品大多只停留在功能层面, 公司的云系统具有功能拓展灵活、系统兼容性强、

和安全性高等优势，截至 2022H1 大约 8 万家海外酒店正在使用公司提供的云服务。

图表 18: 步步为赢的发展战略



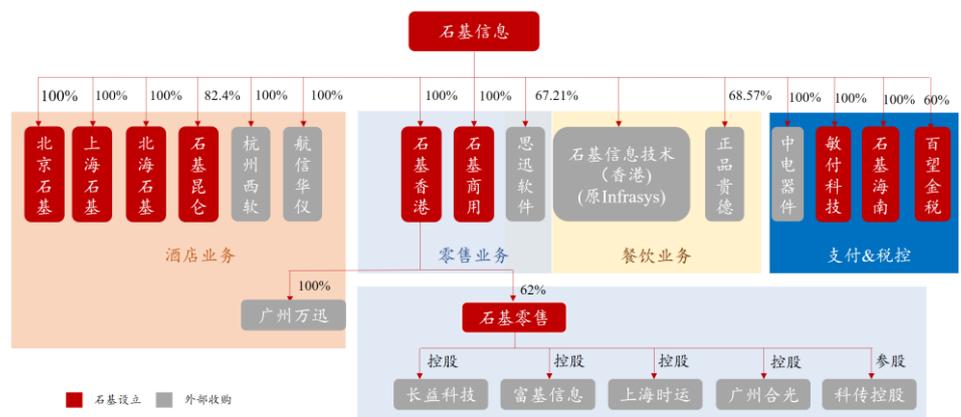
来源：公司官网，国联证券研究所

➤ 内生与外延并重加速公司发展

回顾过去 24 年的发展，截至 2022 年，公司已在亚太、欧洲和北美三大区域设立了 20 余家境外子公司并开设全服务办公室的方式，基本完成了石基的全球化研发、销售和服务网络的建设。

外延式并购中较为重要的有杭州西软、思迅软件、Infrasys、海信商用等，这些重要子公司均成为当前公司重要的收入和利润来源。同时与税务发票领头羊百望股份有限公司成立合资公司百望金税。2018 年 2 月，阿里巴巴集团全资子公司阿里 SJ 投资以 4.86 亿美元的价格收购了石基信息全资子公司石基零售 38% 的股权加速公司零售业务板块的资源整合和国际化步伐。

图表 19: 石基信息核心子公司股权结构汇总



来源：Wind，企查查，国联证券研究所整理

根据 2021 年年报数据，中电器件、石基香港、石基商用、思迅软件、北海石基和杭州西软贡献了约 30.61 亿营收，其中公司全资子公司中电器件的主营业务为石基信息软件业务所配套的第三方硬件分销业务，属于低毛利业务，贡献 10.46 亿营收和 494 万净利润；思迅软件和北海石基贡献了 2.9 亿净利润；石基香港 2021 年共计亏

损 5.03 亿元，主要是由于境外子公司受疫情影响较为严重、同时持续加大产品研发投入、销售费用增加和商誉计提减值准备共计 3.52 亿元等多重因素共同导致。

图表 20: 2021 年石基信息核心参控子公司经营情况汇总

参控公司	参控关系	直接持股比例(%)	营业收入(万元)	净利润(万元)
中国电子器件工业有限公司	全资子公司	100	104611.32	493.76
石基(香港)有限公司	全资子公司	100	73054.3	-50321.93
石基商用信息技术有限公司	全资子公司	100	54438.44	759.61
深圳市思迅软件股份有限公司	控股子公司	67.21	35439.55	12009.19
北海石基信息技术有限公司	全资子公司	100	27523.93	17280.83
杭州西软科技有限公司	全资子公司	100	11042.54	1223.28
敏付科技有限公司	全资子公司	100	4610.56	-440.29
上海石基信息技术有限公司	全资子公司	100	4033.52	12.95
上海正品贵德软件有限公司	控股子公司	68.57	1496.93	223.07
百望金税科技有限公司	控股子公司	60	911.25	351.6
北京航信华仪软件技术有限公司	全资子公司	100	172.95	30.22
北京中长石基软件有限公司	全资子公司	100	71.68	537.6

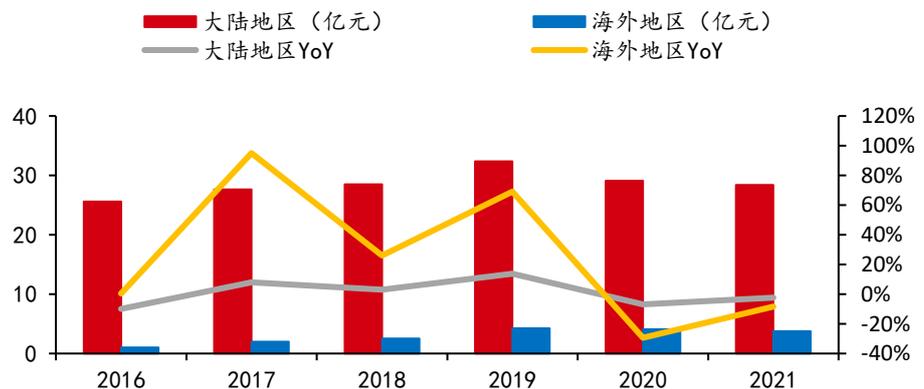
来源: iFinD, 公司 2021 年年报, 国联证券研究所整理

3.2 云化国际化转型阶段短期业绩承压

➤ 国际业务拓展初见成效

公司于 2015 年年底启动国际化业务征程，海外业务营收占比从 2016 年的 3.83% 上升至 2021 年的 11.65%。2021 年公司海外地区实现营业收入 3.75 亿元，同比下降 8.41%，主要系受到海外疫情持续高发的重大不利影响，公司国际化业务拓展产生迟滞效应。

图表 21: 国际业务拓展初见成效



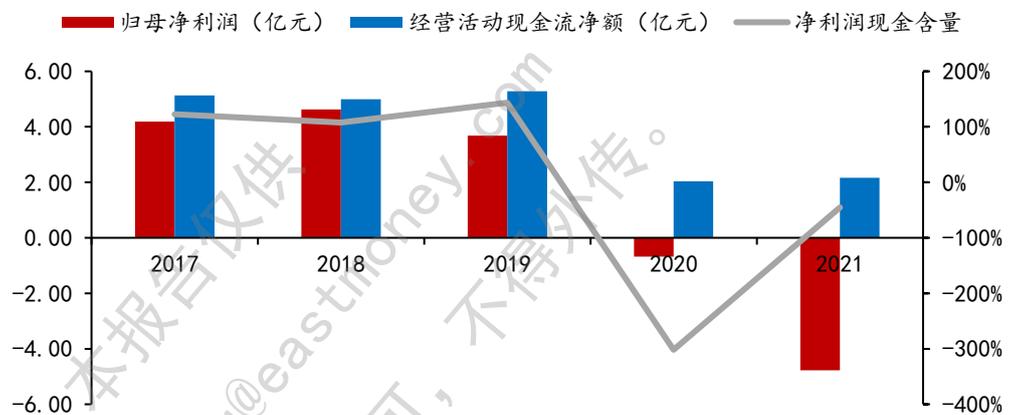
来源: iFinD, 国联证券研究所

➤ 疫情叠加商誉减值导致短期业绩承压

公司近两年归母净利润出现负值，2020 年主要系公司处置子公司股权产生的投资损失导致归母净利润大幅下降，2021 年主要系公司计提较多的商誉减值准备导致归母净利润大幅下降，因此公司经营活动产生的现金流净额与净利润存在重大差异。

公司通过一系列外延并购举措向餐饮、零售等大消费细分领域拓展，形成了较大的商誉。2021 年年末公司进行商誉减值测试后计提了 3.52 亿元的商誉减值准备，目前账面商誉价值总计 15.46 亿元，占总资产 14.72%。

图表 22: 2017-2021 年公司净利润现金含量情况

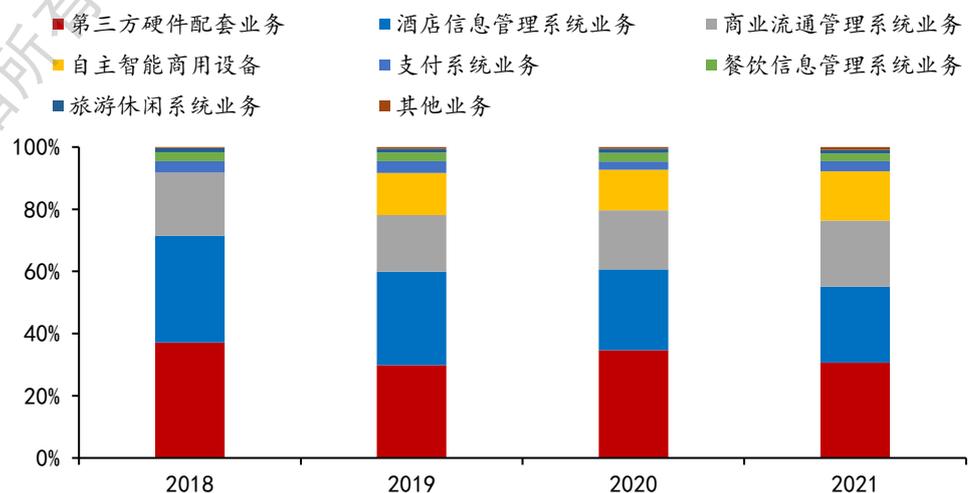


来源: iFinD, 国联证券研究所

➤ 收入结构日趋好转

公司营收占比最大、毛利率最低的第三方硬件配套业务营收占比有下降趋势，2021 年较上年同期下降 4.05pct，且公司自研软件占比逐步提升，收入结构有所好转，对未来公司毛利率提升打下了基础。

图表 23: 2018-2021 年公司收入结构情况

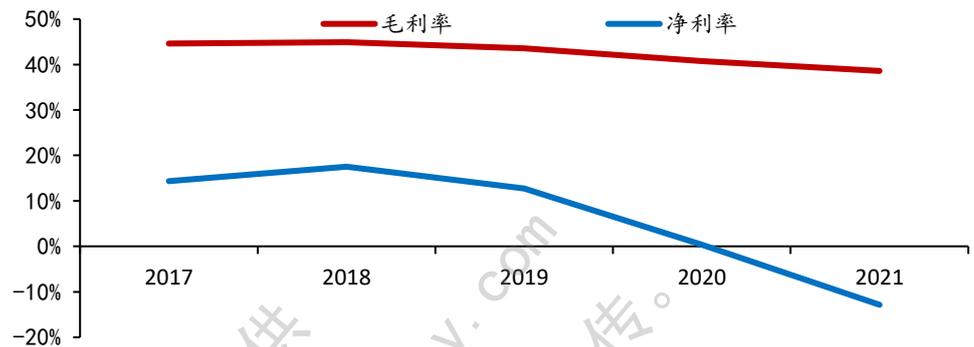


来源: iFinD, 国联证券研究所

➤ 短期利润率承压

2021 年公司毛利率为 38.59%，同比下降 2.19pct，2021 年净利率为 -12.86%，同比下降 13.19pct。主要原因是由于国内疫情的反复对旅游酒店业造成了重大不利影响，海外疫情仍处于高发态势对公司酒店信息系统国际化业务拓展产生了迟滞效应，计提商誉减值准备以及加大产品研发推广力度导致公司净利润出现较大波动。

图表 24: 2017-2021 年公司毛利率与净利率情况



来源: iFinD, 国联证券研究所

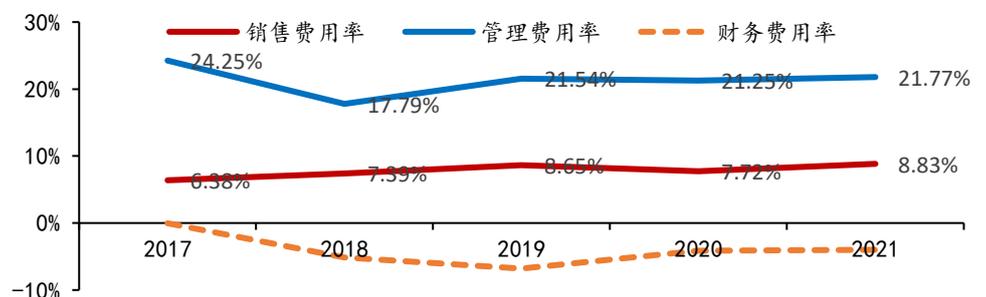
➤ 费用率整体平稳

管理费用是公司三费中占比最高的部分, 管理费用率由 2018 的 17.79% 上升至 2021 的 21.77% 整体呈上升趋势, 因为 2019 年公司扩大合并范围以及大力拓展海外业务导致人员增加所致。

公司是技术型公司, 销售费用率整体较为平稳。2017 至 2021 年, 销售费用率小幅上升, 2019 年销售费用率上升主要系公司同期扩大合并范围, 新纳入合并的海信智能商用公司增加的销售费用较多所致; 2021 年销售费用率上升系公司拓展国际化业务投入较大。

公司多年来稳健经营, 现金余额充裕, 常年有理财/利息收益。财务费用中利息收入近年持续大于利息支出, 2018-2021 年利息收入分别为 1.54/2.03/2.00/1.62 亿元。2021 年公司总体上费用控制良好, 管理费用率与财务费用率基本保持稳定, 由于 2021 年公司加大产品的推广力度, 销售费用率同比略微上升了 1.14pct。

图表 25: 近 5 年公司三费情况汇总



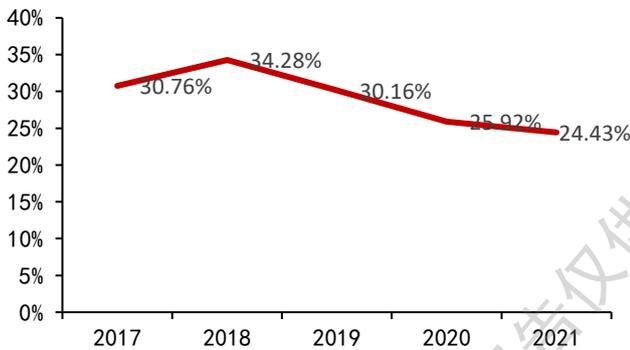
来源: iFinD, 国联证券研究所

3.3 酒店信息化业务仍然是基石业务

公司酒店信息化业务仍然是营收和利润的主要来源, 随着公司业务向餐饮、消费旅游等大消费领域扩展, 酒店信息化相关收入占比由 2018 年的 34.28% 下降到了 2021

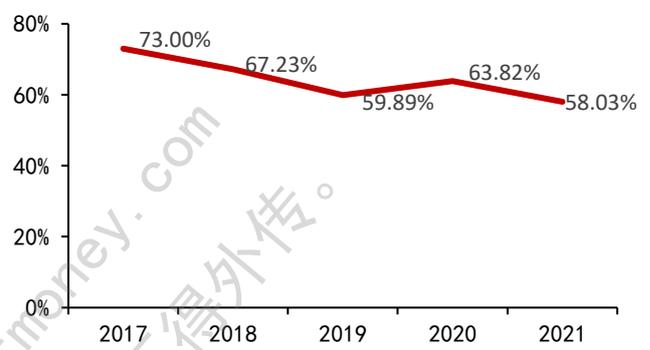
年的 24.43%，下降了近 10 个 pct；对应毛利率也从 2017 年的 73.00% 下降到了 2021 年的 58.03%。

图表 26: 酒店信息管理系统业务占总营收比情况



来源: iFinD, 国联证券研究所

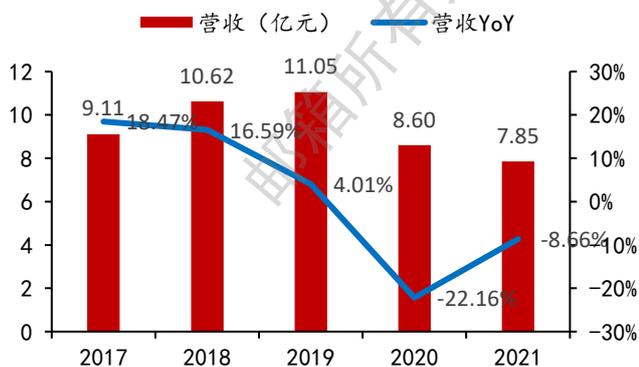
图表 27: 酒店信息管理系统业务毛利率情况



来源: iFinD, 国联证券研究所

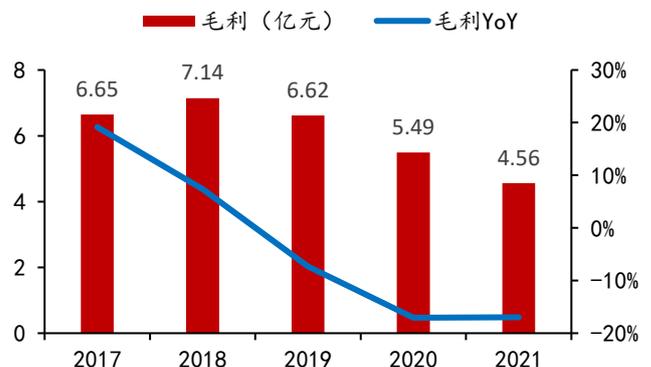
2017 年至 2019 年酒店信息化业务营收分别为 9.11/10.62/11.05 亿元，毛利分别为 6.65/7.14/6.62 亿元。但是 2020 年初开始的新冠疫情导致酒店 IT 支出降低，直接影响了公司的营收和毛利。2021 年公司酒店信息管理系统业务营收 7.85 亿元，同比下降 8.66%，占总营收比为 24.43%；毛利 4.56 亿元，同比下降 16.96%，毛利率为 58.03%，同比下降 5.79pct，受到疫情影响，公司酒店信息管理系统业务收入与利润均有所下滑。我们预计随着疫情防控政策的调整放松，相关业务将较快地恢复至疫情前水平。

图表 28: 酒店信息管理系统业务营收情况



来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 29: 酒店信息管理系统业务毛利情况



来源: iFinD, 国联证券研究所

➤ 酒店信息系统云转型稳步推进中

公司积极把握酒店信息系统云化的发展机遇，率先进行云转型。公司的云转型可以概括为三个层次，首先是酒店和酒店集团之上的基于大数据的应用服务，如声誉管理、客户需求管理等实现云转型；其次是酒店餐饮管理系统、后台系统等与集团系统连接不紧密的系统上云；最后是酒店前台管理系统全面转向公有云。这三个层面的云系统既相互独立又相互关联，并最终在数据和应用平台层面完成集成。

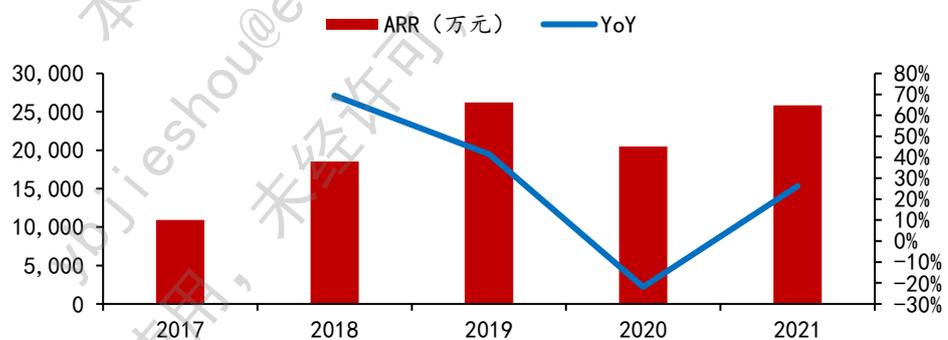
截至 2022H1 公司新一代云餐饮管理系统 (云 POS) Infrasy Cloud 进入稳定快速发展期，云 POS 产品上线总客户数 2586 家。已成功在万豪、洲际、凯悦、半岛、

香格里拉、九龙仓、雅高、温德姆等酒店集团稳步推广。石基企业平台（SEP）在半岛、洲际、Ruby、Sirclle 等酒店集团上线共 31 家酒店，其中包括在 1 家半岛集团示范酒店和 3 家洲际集团示范酒店。我们预计依靠技术和产品的领先性以及标杆客户示范效应，公司有望将云业务进一步推广。

➤ SaaS 业务 ARR 重拾升势

公司国际化酒店及餐饮信息系统业务收入以 SaaS 业务收入为主，其核心产品石基企业平台-酒店业解决方案（SEP）与石基餐饮云管理系统 Infrasy Cloud 已经完成纯 SaaS 收费方式部署。2021 年 SaaS 业务年度可重复订阅费（ARR）为 2.58 亿元，同比增长 26.2%，企业客户（最终用户）门店总数约 8 万家酒店，客户平均续费率超过 90%。

图表 30: 公司年度可重复订阅费（ARR）情况



来源：公司公告,国联证券研究所

➤ 餐饮业专注中高端市场差异化竞争

餐饮信息化市场竞争更加激烈，公司针对不同客户规模提供相应的餐饮信息系统业务，其中新一代云 POS 面向全球高端酒店、餐饮及高端连锁社会餐饮客户，提供企业级餐饮管理解决方案，实现前后端一体化智能管理，助力餐饮企业客户业务不断增长，在高端酒店以及高端社会餐饮市场居领先地位，公司将继续推动新一代云 POS 在全球更多酒店集团上线，逐步提高国际化收入。

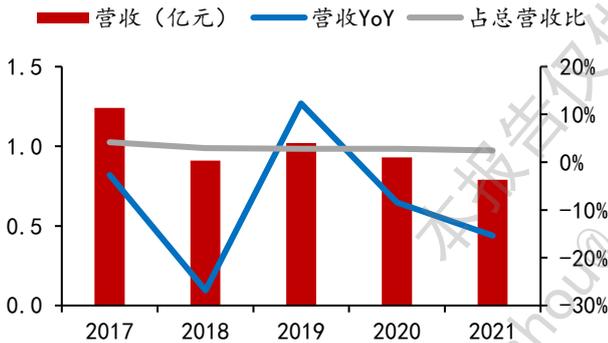
图表 31: 公司餐饮信息系统业务情况

子公司	负责业务	业务亮点
石基信息技术（香港）、石基新加坡等 40 余家子公司	大陆地区以外全球各区域的国际化酒店及餐饮信息系统业务	新一代云 POS Infrasy Cloud 进入稳定快速发展期，成功在全球最大的万豪酒店集团广泛上线，香格里拉酒店集团新老酒店也有多家成功上线和签约，截至 2021 年，云 POS 产品上线总客户数达 2271 家
石基信息技术（香港）	国内酒店及高端社会餐饮信息系统业务	2021 年新增客户 523 家，在维客户超过 11000 家，其中大多数是中国各个区域的标杆性连锁品牌，连锁餐饮客户超过 300 家，在连锁餐饮及供应链应用领域继续保持行业优势地位
正品贵德	国内中高端、连锁餐饮行业信息系统业务	面向餐饮全业态提供线上线下一体化整合的餐饮信息系统综合解决方案，产品包括美食家、星食客等，SaaS 平台业务较好增长
思迅软件	国内标准化餐饮信息系统业务	

来源：公司公告，国联证券研究所

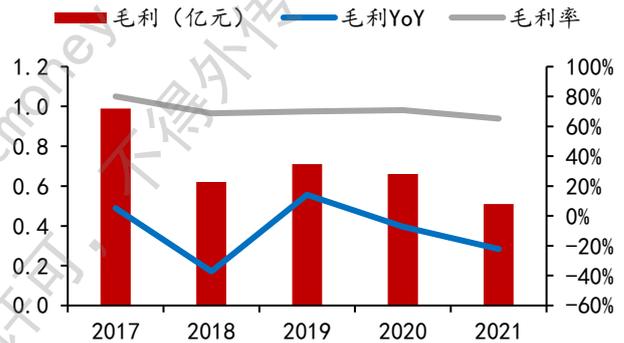
2021 年公司餐饮信息管理系统业务营收 0.79 亿元，同比下降 15.35%，占总营收比为 2.45%；毛利 0.51 亿元，同比下降 22.10%，毛利率为 65.19%，同比下降 5.65pct，受到疫情和与 oracle 代理合同终止影响，公司餐饮信息管理系统业务收入与利润均有所下滑。

图表 32：餐饮信息管理系统业务营收情况



来源：iFinD，国联证券研究所

图表 33：餐饮信息管理系统业务毛利情况



来源：iFinD，国联证券研究所

零售业营收利润双增

公司是中国整个零售业信息系统的领导者，通过旗下不同子品牌形成了能够满足不同零售业态需求的产品生态，构筑了基于基础零售业务平台、全渠道运营、移动应用、供应链、物流、支付、大数据和云计算的端到端综合技术解决方案。公司不断加深与阿里在新零售领域的战略合作，有望抢占更多市场份额。

图表 34：公司零售信息系统业务情况

子公司	负责业务	业务亮点
思迅软件	为零售、餐饮、娱乐行业提供标准化解决方案	支付技术服务、SaaS 平台业务和 O2O 线上产品分别新增用户门店 4.6 万+、2 万+和 7000+家
富基信息	消费品及零售行业软件和解决方案、移动互联网业务	为国内外 1000 余家消费品牌和零售企业及其超过 50000 家实体门店提供从工厂厂门到消费者家门的全渠道解决方案、移动社交购物和本地服务, 2021 年集团客户总数 794 家, 有效客户门店总数 30487 家
长益科技	零售、分销、物流、电子商务等流通行业信息化全面解决方案	2021 年集团客户总数 746 家, 有效客户门店总数 5968 家; 继续深化与阿里平台的深度合作, 实践阿里新零售模式, 打造企业会员生态体系, 实现全渠道数字化营销场景
上海时运	商业零售管理系统的自主研发和国外 POS 产品	构建国际产品全方位实施能力, 开始介入 Retail Pro 及 Cegid 产品的服务工作, 累计客户数 27 个
广州合光	为零售商提供信息软件和服务的 SaaS 服务公司	云 POS 正在市场上做验证完善, 之后会在石基零售的客户中推广应用

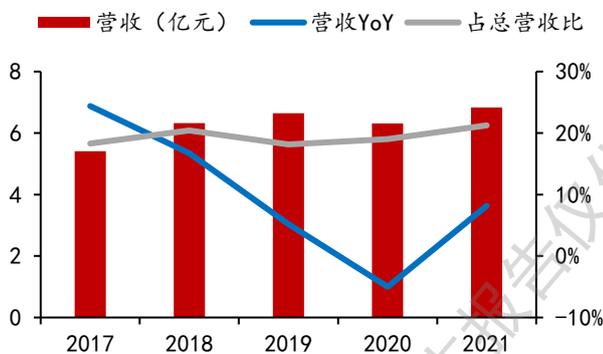
来源：公司公告，国联证券研究所

思迅软件、富基信息和长益科技是公司在零售领域的三大主要品牌，上海时运和广州合光为两大辅助品牌。根据业务分类，规模化信息系统产品主要由子公司富基信息、长益科技提供，主要服务大中型零售商，为超过 50% 的中国连锁、零售和超市百强企业提供信息化与数字化服务；标准化零售信息系统主要系子公司思迅软件提供，主要服务小型零售商。

2021 年公司商业流通管理系统业务营收 6.83 亿元，同比上升 8.18%，占总营收

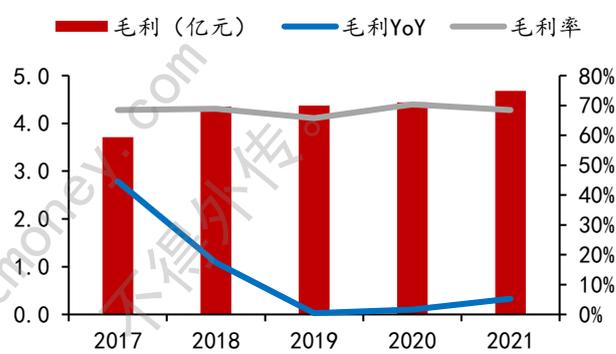
比为 21.25%；毛利 4.68 亿元，同比上升 5.30%，毛利率为 68.47%，同比下降 1.87%，在酒店、餐饮等业务业绩承压的情况下，零售业务收入与利润能够实现增长，主要系公司整合旗下零售业子公司和协同阿里巴巴的效果显现。

图表 35: 商业流通管理系统业务营收情况



来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 36: 商业流通管理系统业务毛利情况



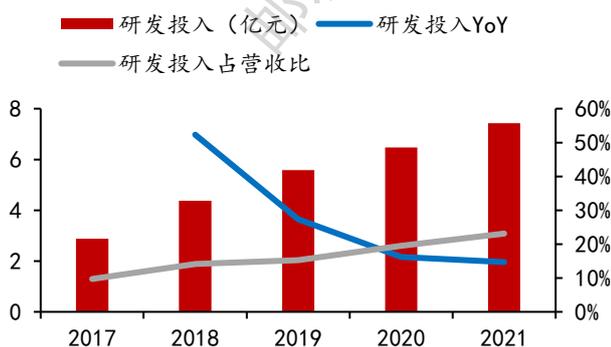
来源: iFinD, 国联证券研究所

3.4 竞争优势突出，持续加深护城河

➤ 持续加大研发投入，加深护城河

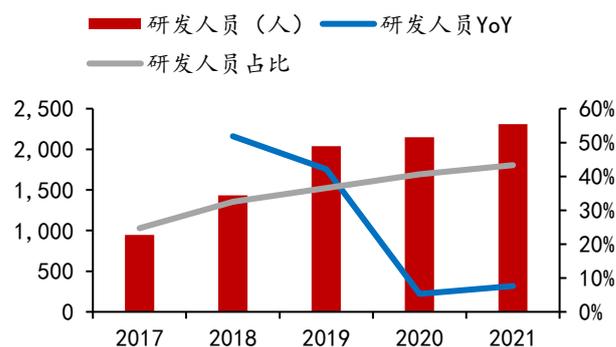
公司坚持自主研发和技术创新，持续加大对各项产品的研发投入力度。2021 年公司研发投入达 7.43 亿元，同比增长 14.69%，占营业收入比重提升至 23.11%；研发人员达 2311 人，同比增长 7.59%，占比提升至 43.32%。依靠公司多年的研发投入与人才积累，以新一代云 SEP 为代表的具有自主知识产权的创新产品不断获得海内外市场认可，公司技术领先优势凸显。

图表 37: 2017-2021 年研发投入情况



来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 38: 2017-2021 年研发人员情况



来源: iFinD, 国联证券研究所

➤ 品牌和案例优势

公司经过 24 年在酒店文旅行业持续深耕，已经形成了较大的市场规模及客户资源：在酒店信息化行业，公司自主酒店软件在中国五星级酒店市场的占有率达 60% 以上（至少使用了一种石基自主酒店软件），在中国高星级酒店市场居领先地位。在餐饮信息化行业，公司在整个餐饮信息化市场高度分散的局势下占有率处于相对领先水

平。在零售信息系统行业，公司占中国零售、连锁及超市百强企业客户群的 50%以上；在旅游休闲信息系统行业，公司在大型主题公园和集团化大型旅游目的地项目市场居领先地位。公司在未来云转型过程中有望进一步形成马太效应。

图表 39: 石基信息国际头部酒管集团案例汇总



来源：公司网站，国联证券研究所

公司新一代云 POS 成功通过了全球几十个国家的法律/财务认证，在全球领先的万豪、洲际等多个国际酒店集团广泛上线并获得一致好评，成为众多知名高端国际酒店集团的全球标准。新一代云 SEP 已经通过行业标杆客户半岛酒店集团和洲际酒店集团的全球认证且在上述集团首家示范酒店上线。公司持续推进与国际知名酒店集团的合作，依靠过硬的产品品质与专业的服务团队，有望进一步强化品牌优势。

3.5 核心管理稳固，人才优势凸显

创始人李仲初仍然任公司董事长和总裁，主导了过去 20 多年公司历经数次战略转型。现任管理层普遍任职于公司在十年以上，大多持有本公司股票，与公司利益紧密联系，核心团队稳定且对公司的忠诚度高。管理者基本为本科及以上学历，行业内工作经验十分丰富。

图表 40: 石基信息管理层情况

姓名	职务	起始任职年	学历	出生年份	A 股持股市值总计(万元)
李仲初	董事长, 董事, 总裁	2005	硕士	1963	2,350,735.19
李殿坤	副董事长, 董事	2016	硕士	1969	25,201.80
庄卓然	董事	2021	本科	1982	0.00
赖德源	董事, 副总裁, 财务总监	2005	本科	1963	724.25
关东玉	副总裁	2009	本科	1963	482.83
王敬敬	副总裁	2011	本科	1962	599.44
罗芳	副总裁, 董事会秘书	2011	本科	1978	362.12
金凯文	首席运营官	2015	--	1962	724.25
郭明	监事会主席, 监事	2010	大专	1956	0.00
张广杰	监事	2008	本科	1960	0.00
王淑杰	职工监事	2005	硕士	1968	0.00

来源：公司 2021 年年报，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值分析和投资建议

4.1 盈利预测

➤ 收入端假设

我们将公司业务分成了酒店、零售、餐饮、旅游休闲等 8 个部分。考虑到全球酒店信息系统的渗透率远未饱和，且酒店信息管理系统业务是公司的核心业务，已有半岛酒店、洲际酒店等标杆项目落地，这部分业务持续性较好，可预测性较强，未来依然是公司的最重要的业务支柱。预测 2022-2024 年营收增速分别为 10%/15%/20%。

商业流通管理系统业务，2021 年已有复苏迹象，预计未来会加速增长，预测 2022-2024 年营收增速分别为 10%/15%/20%。受疫情影响，餐饮信息管理系统业务仍受到较大影响，预期 2022 年收入略有下降，但是我们预测疫后这部分收入将恢复增长，预测 2022-2024 年营收增速分别为-15%/10%/15%。公司在零售和餐饮领域均处于领先地位，且信息化空间尚存，长期来看是公司的朝阳业务。

旅游休闲业务受疫情影响较大，随着中国市场的消费升级、后疫情时代的消费复苏等将驱动旅游业中长期发展，逐步恢复增长，预期 2022-2024 年营收增速分别为-10%/5%/10%。

第三方硬件业务预计保持稳定增长。自主智能商用设备和支付系统业务预期 2022 年继续保持增长，但增速略有下降，疫情缓解后将恢复增速。其他收入保持稳定增长，预测 2023-2024 年每年保持 10% 增速。

图表 41: 石基信息收入预测汇总

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	33.17	32.15	34.01	37.54	42.64
YoY	-9.43%	-3.09%	5.78%	10.37%	13.60%
酒店信息管理系统业务					
收入	8.60	7.85	8.64	9.93	11.92
YoY	-22.16%	-8.66%	10.00%	15.00%	20.00%
商业流通管理系统业务					
收入	6.31	6.83	7.51	8.64	10.37
YoY	-5.01%	8.18%	10.00%	15.00%	20.00%
餐饮信息管理系统业务					
收入	0.93	0.79	0.67	0.74	0.85
YoY	-8.40%	-15.35%	-15.00%	10.00%	15.00%
旅游休闲系统业务					
收入	0.45	0.36	0.32	0.34	0.37
YoY	-1.75%	-20.14%	-10%	5%	10%
支付系统业务					
收入	0.88	1.04	0.83	0.87	0.96
YoY	-36.37%	17.53%	-20.00%	5.00%	10.00%
第三方硬件配套业务					
收入	11.51	9.85	10.34	10.86	11.40
YoY	5.46%	-14.41%	5.00%	5.00%	5.00%
自主智能商用设备					
收入	4.32	5.10	5.36	5.78	6.36
YoY	-13.02%	18.26%	5.00%	8.00%	10.00%
其他业务					

收入	0.17	0.32	0.34	0.37	0.41
YoY	-12.13%	88.84%	5.00%	10.00%	10.00%

来源：iFinD，国联证券研究所测算

➤ 成本与费用假设

考虑到公司产品丰富度提升、云 PMS 占比增加等有利因素，我们预测公司毛利率水平将在未来 3 年稳中有升，2022-2024 年综合毛利率分别为 39%/41%/44%。

图表 42：公司毛利率预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总毛利率	40.78%	38.59%	39.00%	41.00%	44.00%
酒店信息管理系统业务	63.82%	58.03%	58.00%	60.00%	65.00%
商业流通管理系统业务	70.34%	68.47%	68.00%	70.00%	70.00%
餐饮信息管理系统业务	70.84%	65.19%	65.00%	70.00%	70.00%
旅游休闲系统业务	58.19%	52.03%	53.00%	55.00%	60.00%
支付系统业务	71.73%	57.99%	58.00%	70.00%	70.00%
第三方硬件配套业务	4.44%	2.57%	3.00%	3.00%	3.00%
自主智能商用设备	34.01%	30.16%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	39.05%	24.65%	30.00%	30.00%	30.00%

来源：iFinD，国联证券研究所

从费用端分析，公司 2021 年销售费用的增长源于进一步拓展国内外业务，未来随着公司与多家国际知名酒店的项目规模化落地，销售难度将有所降低，我们认为 2022-2024 年销售费用率会保持相对稳定，分别为 8%、8%和 7%。管理费用方面，综合考虑公司整体费用把控能力提升，预计 2022-2024 年管理费用率保持 21%、21%和 21%。公司前期加速云转型，自主研发新一代云 PMS 系统，投入较大，而目前云 PMS 研发已完成，预计未来 3 年研发费用率将逐步恢复，分别为 14%、13%和 12%。

图表 43：公司核心费用率预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	7.71%	8.85%	8.00%	8.00%	7.00%
管理费用率	21.25%	21.76%	21.00%	21.00%	21.00%
研发费用率	9.20%	13.00%	14.00%	13.00%	12.00%

来源：iFinD，国联证券研究所

4.2 估值分析和投资建议

➤ 绝对估值法

我们采取 FCFE 方法进行估值。其中：无风险收益率，采用十年期国债收益率；市场收益率采用 10 年沪深 300 指数平均收益；我们假设新冠疫情将在 2023 年初全面结束，公司核心领域云订阅模式的持续推广使得公司基本面情况向好，收入质量持续改善，第二阶段 8 年，增长率 26.00%，之后的长期增长率为 2.65%。

图表 44：基本假设关键参数

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.89%
市场预期回报率 Rm	7.56%
第二阶段年数 (年)	8
第二阶段增长率	26.00%
长期增长率	2.65%
有效税率 Tx	15.00%
Ke	7.51%
Kd	5.77%
WACC	6.11%

来源: iFind, 国联证券研究所

FCFE 估值过程如下:

图表 45: FCFE 测算结果

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	946.91	2.48%
第二阶段	7,015.52	18.35%
第三阶段 (终值)	30,265.16	79.17%
总股权价值	38,227.59	
减: 少数股东权益	809.81	2.12%
股权价值	37,417.79	97.88%
除: 总股本 (股)	2,099,379,878.00	
每股价值 (元)	17.82	

来源: iFind, 国联证券研究所测算

根据以上关键参数, 我们测得每股合理价值为 17.82 元。

图表 46: FCFE 敏感性测试结果

敏感性测试结果	永续增长率										
	1.65%	1.81%	1.99%	2.19%	2.41%	2.65%	2.92%	3.21%	3.53%	3.88%	4.27%
4.66%	34.28	36.07	38.29	41.12	44.80	49.77	56.83	67.57	85.75	123.00	241.18
5.13%	28.97	30.25	31.81	33.75	36.22	39.43	43.78	49.94	59.32	75.19	107.72
5.64%	24.59	25.51	26.62	27.98	29.67	31.82	34.61	38.39	43.75	51.91	65.72
6.20%	20.93	21.60	22.40	23.36	24.54	26.00	27.86	30.28	33.56	38.20	45.26
6.82%	17.85	18.34	18.92	19.61	20.44	21.46	22.72	24.32	26.41	29.23	33.23
7.51%	15.24	15.60	16.02	16.52	17.11	17.82	18.69	19.78	21.15	22.94	25.37
8.26%	13.01	13.28	13.59	13.95	14.37	14.88	15.49	16.23	17.15	18.33	19.86
9.08%	11.11	11.31	11.53	11.79	12.10	12.46	12.89	13.41	14.04	14.82	15.82
9.99%	9.48	9.62	9.79	9.98	10.20	10.46	10.76	11.12	11.56	12.09	12.75
10.99%	8.08	8.18	8.30	8.44	8.60	8.78	9.00	9.26	9.56	9.92	10.37
12.09%	6.87	6.95	7.03	7.13	7.25	7.38	7.53	7.71	7.93	8.18	8.48

来源: iFind, 国联证券研究所

➤ 相对估值法

考虑到公司所处云服务行业正处于快速扩张期, 公司专注大消费中多个领域, 云

转型和海外业务布局在研发、销售费用等方面投入较大，结合公司所处行业与竞争情况，相对估值法选取广联达、用友网络和金山办公 3 家公司。

图表 47: 石基信息可比公司估值

股票 代码	证券 简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (X)			CAGR-3 (%)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
002410	广联达	674.04	69.12	84.54	102.26	9.75	7.97	6.59	25.42%
600588	用友网络	776.69	94.32	104.30	119.09	8.23	7.45	6.52	10.06%
688111	金山办公	1153.84	38.64	48.19	58.54	29.86	23.94	19.71	21.30%
行业平均						15.95	13.12	10.94	
002153	石基信息	311.34	34.01	37.54	42.64	9.15	8.29	7.30	9.87%

来源：广联达取自 wind 一致预期，用友网络和金山办公取自国联证券预测值，股价为 2022 年 12 月 12 日收盘价 国联证券研究所

我们预计公司 2022-24 年营收分别为 34.01/37.53/42.63 亿元，3 年 CAGR 约为 9.87%，归母净利润分别为 0.11/0.90/2.44 亿元，3 年 CAGR 约为 114.72%，EPS 分别为 0.01/0.04/0.12 元/股，对应 PS 为 8.40x/7.61x/6.70x。鉴于公司云服务订阅收入占比逐年提升，国际市场拓展初见成效，综合绝对估值法和相对估值法，给予 23 年 10xPS，目标市值 375.4 亿元，对应目标价为 17.88 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

➤ 宏观经济下行风险

企业的经营与宏观经济指标相关，若受到疫情等外界宏观经济下行影响，可能影响企业对于信息化的需求。

➤ 疫情反复

公司四大下游行业（酒店、餐饮、零售、旅游休闲）均为受疫情影响最严重的行业之一，若疫情反复，会影响公司业绩增长。

➤ 国内外云业务转型不及预期

公司的云 PMS 业务仅签订了 3 家国际标杆酒店集团，且均处于试点阶段，若规模化上线未能准时推进，海外业务拓展速度不及预期，则影响公司收入的确认。

➤ 商誉计提减值风险

公司商誉占净资产比重约为 17%，若收购的子公司业务未达预期，则可能面临商誉继续减值的风险，影响公司利润。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022	2023	2024	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,118	5,047	5,360	5,634	5,896	营业收入	3,317	3,215	3,401	3,753	4,264
应收账款+票据	673	630	650	717	814	营业成本	1,965	1,974	2,083	2,204	2,377
预付账款	53	30	48	53	60	税金及附加	18	17	18	18	18
存货	319	357	377	399	430	营业费用	256	284	272	300	298
其他	262	374	368	391	425	管理费用	1,010	1,117	1,137	1,227	1,347
流动资产合计	6,426	6,438	6,803	7,194	7,626	财务费用	-138	-129	-136	-151	-172
长期股权投资	377	358	348	337	327	资产减值损失	-26	-359	-1	-1	-1
固定资产	302	470	427	379	325	公允价值变动	-11	11	0	0	0
在建工程	144	220	184	147	110	投资净收益	-160	-7	-55	-55	-55
无形资产	976	923	828	720	601	其他	22	31	54	54	54
其他非流动资产	2,368	2,093	2,027	1,951	1,876	营业利润	31	-372	24	153	393
非流动资产合计	4,167	4,065	3,813	3,534	3,239	营业外净收益	25	17	16	16	16
资产总计	10,59	10,50	10,616	10,728	10,865	利润总额	56	-355	40	169	409
短期借款	0	1	0	0	0	所得税	45	59	9	39	95
应付账款+票据	255	277	287	304	328	净利润	11	-413	31	130	314
其他	1,138	1,258	1,250	1,344	1,479	少数股东损益	79	65	20	40	70
流动负债合计	1,393	1,536	1,537	1,648	1,806	归属于母公司净利	-68	-478	11	90	244
长期带息负债	0	56	44	32	19	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他	37	40	40	40	40	成长能力					
非流动负债合计	37	96	84	71	59	营业收入	-9.43%	-3.09%	5.78%	10.37%	13.60%
负债合计	1,430	1,633	1,621	1,719	1,865	EBIT	-	-	80.16%	118.44%	1,237.57
少数股东权益	759	810	830	870	940	EBITDA	-79.47%	-	192.32	29.78%	71.71%
股本	1,071	1,500	2,099	2,099	2,099	归母净利润	-118.36%	-	102.24	736.82	172.41%
资本公积	4,156	3,991	3,391	3,391	3,391	获利能力					
留存收益	3,176	2,570	2,583	2,691	2,984	毛利率	40.78%	38.59%	38.74%	41.28%	44.25%
股东权益合计	9,163	8,870	8,903	9,051	9,415	净利率	0.33%	-12.86%	0.90%	3.45%	7.36%
负债和股东权益总	10,59	10,50	10,524	10,770	11,280	ROE	-0.80%	-5.94%	0.13%	1.09%	2.88%
现金流量表						ROIC	-0.43%	-13.98%	-2.12%	0.03%	4.61%
单位:百万元	2020	2021	2022	2023	2024	偿债能力					
净利润	11	-413	31	130	314	资产负债	13.50%	15.54%	15.27%	16.02%	17.17%
折旧摊销	164	252	310	260	240	流动比率	4.61	4.19	4.42	4.37	4.22
财务费用	-138	-129	-136	-151	-172	速动比率	4.31	3.85	4.09	4.03	3.88
存货减少	64	-38	-20	-22	-31	营运能力					
营运资金变动	-83	165	-49	-36	-35	应收账款周转	4.93	5.11	5.24	5.24	5.24
其它	186	380	75	58	-41	存货周转率	6.16	5.53	5.53	5.53	5.53
经营活动现金流	204	216	212	239	275	总资产周转率	0.31	0.31	0.32	0.35	0.39
资本支出	-428	-372	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	-1,332	-458	0	0	0	每股收益	-0.03	-0.23	0.01	0.04	0.12
其他	353	99	-64	-64	-64	每股经营现金	0.10	0.10	0.10	0.11	0.13
投资活动现金流	-1,407	-731	-64	-64	-64	每股净资产	4.00	3.84	3.85	3.90	4.04
债权融资	0	57	-14	-12	-12	估值比率					
股权融资	2	428	600	0	0	市盈率	-459.76	-64.94	2,902.84	346.89	127.34
其他	-28	-358	-420	111	64	市净率	3.70	3.85	3.85	3.80	3.67
筹资活动现金流	-26	128	166	98	52	EV/EBITDA	353.34	-168.67	125.15	95.67	55.40
现金净增加额	-1,290	-476	314	274	262	EV/EBIT	-358.76	-80.76	-278.90	1,500.53	111.54

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2022 年 12 月 12 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695