

计算机

2018年01月29日

# 石基信息 (002153)

## —— 酒店信息化领军潜入新零售信息化 (FINTECH 系列深度之八)

报告原因: 首次覆盖

### 增持 (首次评级)

市场数据: 2018年01月26日

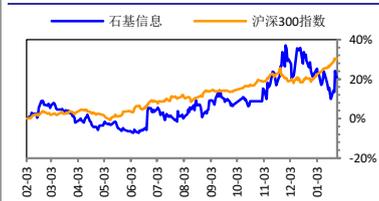
收盘价(元)	26.59
一年内最高/最低(元)	31.44/20.1
市净率	5.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	12882
上证指数/深证成指	3558.13/11557.82

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2017年09月30日

每股净资产(元)	4.85
资产负债率%	16.26
总股本/流通A股(百万)	1067/484
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《石基信息 2010 年中报点评》  
2010/08/23《石基信息(002153)2009 年中报点评》  
2009/08/18

证券分析师

刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com  
刘畅 A0230516090003  
liuchang@swsresearch.com

研究支持

刘畅 A0230516090003  
liuchang@swsresearch.com

联系人

刘畅  
10622122207010~7391  
arch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- 本深度报告描述石基信息发展战略、详细业务分拆、发展四个阶段、支付流水,与市场存在预期差。
- **A 股酒店信息化绝对领军。**公司前三阶段通过立足酒店信息化服务领域,逐步从网络系统服务商转型为软件服务商,五星级酒店占有率逐步攀升至 90%成为绝对龙头。此外,石基信息凭借酒店业务形成的极高壁垒,公司开始向酒店餐饮、娱乐以及零售延伸。近几年通过外延的方式成功进入餐饮和零售领域,规模化零售信息化业务市场占有率为 60%-70%。
- **发展进入第四阶段,加速构建大消费服务平台。**凭借深入酒店信息化业务打通集支付、预订为一体的服务平台,累积大量金融数据沉淀。2014 年,石基引入阿里巴巴为战略合作伙伴并签署《股份认购协议》;2015 年,增持 Snapshot 公司股份至 69.07%,并投资 StayNTouch 公司;2016 年,全资收购基于云方案的 PMS 解决方案供应商 Hetras 公司,发布石基新品牌;2017 年,收购 ReviewPro 79.47%股份。**通过不断收购逐渐由系统集成商转型至平台运营,公司业务由酒店信息系统延伸到餐饮、零售和休闲娱乐,版图从国内扩展到海外。**
- **支付一体化平台初见成果,流水分成模式可期。**2017 年上半年石基支付平台处理微信支付、支付宝等支付交易总金额超过 160 亿元人民币,远超去年同期。考虑到整个行业及公司支付交易规模均在快速增长,我们预计石基支付平台 2017 年全年交易金额超过 350 亿元。银石核心产品 PGS/SOFTPOS 已经成功被中国 6 大商业银行全部采用,为商户提供集银行卡、预付卡、支付宝、微信等一体化的支付解决方案,预计未来交易规模成长显著,公司能够通过手续费的分成大幅增厚公司业绩。
- **携手阿里,进入新零售蓝海市场。**2017 年 11 月石基香港将其持有的石基零售 38%的股权以不超过 5 亿美元的价格转让给阿里投资的关联方,标志着阿里巴巴加强建设新零售基础设施,双方帮助百货、商超、便利店、专卖连锁等多零售业态加速数字化转化。2015 年公司快速进入零售业信息系统领域,取得行业市场领先地位,公司客户的年度营业额超过 5 万亿人民币,公司将通过建立大型数据平台与云服务平台将酒店餐饮零售三大行业以数据为基础进行连接,构建大消费信息服务平台,为经营者和消费者提供数据、软件和信息服
- **首次覆盖给予增持评级,考虑流水分成后长期目标市值 428 亿。**预计 2017-2019 年营业收入为 30.09、34.05 和 37.96 亿元,增速为 13%、13%和 12%。预测 2017-2019 年净利润为 4.12、4.88 和 5.86 亿元,增速为 5.9%、18.5%和 20.0%,每股 EPS 为 0.39、0.46 和 0.55 元。对应 2017-2019 年 PE 分别为 68X、58X 和 48X。
- **风险提示:消费服务平台进展缓慢,支付及零售交易流水放缓,高估值风险波动。**

财务数据及盈利预测

	2016	17Q1-Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,663	1,965	3,009	3,405	3,796
同比增长率(%)	34.02	19.30	13.00	13.20	11.50
净利润(百万元)	389	278	412	488	586
同比增长率(%)	7.70	5.23	5.90	18.50	20.00
每股收益(元/股)	0.36	0.26	0.39	0.46	0.55
毛利率(%)	40.5	45.0	40.7	41.1	42.7
ROE(%)	7.9	5.4	7.7	8.4	9.1
市盈率	73		68	58	48

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

首次覆盖给予增持评级。预计 2017-2019 年营业收入为 30.09、34.05 和 37.96 亿元，增速为 13%、13%和 12%。预测 2017-2019 年净利润为 4.12、4.88 和 5.86 亿元，增速为 5.9%、18.5%和 20.0%，每股 EPS 为 0.39、0.46 和 0.55 元。对应 2017-2019 年 PE 分别为 68X、58X 和 48X。我们选取可比公司进行汇总(见表 7)，平均 PE 为 39 倍，石基信息高于平均值，考虑到公司大部分业务来自酒店上下游信息化业务形成垄断，同时支付一体化未来带来流水分成以及携手阿里布局新零售业务，均能带来业务高增，公司未来市值仍有提升空间。

### 关键假设点

作为 A 股酒店及零售信息化行业龙头，看好公司受益阿里新零售战略，通过消费服务平台打开公司成长空间。

行业假设：支付及零售业流水大幅提升，酒店信息化、餐饮和零售业绩稳步增长。

### 有别于大众的认识

公司在酒店及零售业务是绝对龙头很难被替代，行业壁垒深厚。公司通过酒店业务积累成功切入到酒店餐饮、零售领域，同时市场占有率逐步攀升，证明公司外延布局成功。

2015 年公司快速进入零售业信息系统领域，取得行业市场领先地位，2016 年公司客户的年度营业额超过 5 万亿人民币，公司将通过建立大型数据平台与云服务平台将酒店餐饮零售三大行业以数据为基础进行连接。

打通支付和预订渠道实现从系统服务商向平台运营商转型。业务核心来自于子公司畅联，2016 年交易量为 390 万间夜，同比增长 56%，拥有超过 2 万家可预订酒店。2017 年上半年完成与飞猪直连酒店超过 11,000 家，包括飞猪和万豪集团（包括喜达屋旗下品牌）全球 5000 多家酒店的直连，信用住产品上线 11,000 余家；畅联与众荟信息的合作顺利，完成了 300 多家单体酒店直连上线携程。

### 股价表现的催化剂

新零售领域重要事件、支付平台流水爆发。

### 核心假设风险

消费服务平台进展缓慢，支付及零售交易流水放缓，高估值风险波动。

## 目录

<b>1. 转型进入消费服务平台 .....</b>	<b>5</b>
1.1 公司的发展可分为 4 个阶段 .....	5
1.2 向酒店业上下游延伸 .....	7
1.3 横向新零售领域拓展 .....	11
1.4 尝试娱乐领域布局 .....	14
<b>2. 酒店业务向海外布局 .....</b>	<b>15</b>
2.1 国内酒店龙头进军海外市场 .....	15
2.2 海外大规模投入满足全球国际化连锁酒店的要求 .....	15
<b>3. 金融流与数据流不断积累价值 .....</b>	<b>18</b>
3.1 一体化支付及多入口预订平台已初具规模 .....	18
3.2 数据累积与变现 .....	19
<b>4. 首次覆盖给予增持评级，支付分成业务打开公司成长空间 .....</b>	<b>19</b>
4.1 主要业务增长稳定 .....	19
4.2 收购不断，业务扩张驱动费用增长 .....	21
4.3 支付平台流水变现助力未来高速增长，潜在年收入 35 亿元 .....	24
4.4 携手阿里加速构建大消费平台 .....	25
4.5 盈利预测和估值 .....	25
4.6 支付领域具有先发优势，长期目标市场 428 亿元 .....	26

## 图表目录

图 1: 石基信息战略图.....	7
图 2: 石基信息 2012 年至 2016 年收入及利润 .....	7
图 3: 正品贵德软件模式 .....	8
图 4: 正品贵德收入、利润及客户数情况.....	9
图 5: 公司 POS 及点单系统.....	10
图 6: 思迅软件 2014-2017 年上半年收入和利润 .....	10
图 7: eful 客户情况 .....	11
图 8: eful 收入情况 .....	12
图 9: 长益科技商友百货业态系统 .....	12
图 10: 长益科技并购前后收入及利润 .....	13
图 11: 科传控股 2014-2016 年收入和利润 .....	13
图 12: Galasys 主要产品运用 .....	14
图 13: 2011-2016 年 Galasys 收入及利润.....	14
图 14: Hetras 客户数及产品界面 .....	16
图 15: 焦点信息产品界面 .....	17
图 16: Review 核心数据 .....	17
图 17: 2015-2017H 新增酒店业务情况 (单位: 家) .....	20
图 18: 2016 年和 2017 年上半年酒店信息业务新增酒店数 (单位: 家) .....	20
图 19: 2016 年和 2017 年上半年零售和餐饮新增客户数 (单位: 家) .....	21
表 1: 收购标的基本情况 .....	6
表 2: 石基信息员工薪酬分析 .....	22
表 3: 石基信息员工预测 (单位: 人) .....	22
表 4: 分薪酬及非薪酬预测销售费用、管理费用 (单位: 百万元) .....	23
表 5: 石基信息收入预测.....	23
表 6: 石基信息毛利率拆分 .....	24
表 7: 计算机可比公司估值表 (以 2018 年 1 月 24 收盘价计算) .....	26

## 1. 转型进入消费服务平台

石基信息于 1998 年在北京成立，2007 年在深交所中小板挂牌上市。公司是高星级酒店信息管理系统的主要供应商之一，市占率超过 90%。成立至今公司已经实现拥有 3 大区域中心、50 多家子公司、3000 多名员工，以及 1.1 万家以上的酒店客户、15 万家以上的餐饮客户、30 万家以上的零售客户。

**在酒店信息系统领域。**公司是高星级酒店信息管理系统的主要供应商之一，市占率超过 90%；全资子公司杭州西软在华东地区所有星级酒店中的市占率超过 50%，客户数量超过 6000 家，拥有满足从本地高星级到经济连锁酒店需求的以“西软”为品牌的全套酒店信息管理系统，包括“西软 X5”、“FOXHISV”系列、“Smart”等产品序列，云平台架构的云 PMS 等系列产品客户、移动产品销售显著增加；

广州万迅酒店客户总数为 3653 家；航信华仪在线酒店用户总数达到 709 家，并开始与杭州西软进行全面的整合；石基昆仑主要从事 CRS（酒店连锁集团中央预定系统）、CRM（客户关系管理系统）、LPS（会员积分和管理系统）的开发与服务，配合石基数字酒店信息系统提供中国本地酒店集团化解决方案，酒店用户总数达到 1051 家；

2016 年 8 月 3 日，公司全资子公司石基香港下属子公司 AC Project 完成全资收购德国 Hetras 公司，主要开发基于云的酒店信息管理系统以及客户面对面技术，2016 年 Hetras 在欧洲部署了约 101 个酒店，1 万间房；

2016 年，石基香港继续投资并控股 Snapshot 公司 69.07% 股权，Snapshot 公司主要从事酒店大数据平台分析，2016 年 Snapshot 完成了数据平台的基础架构设计及酒店大数据分析软件 Analytics 的开发，已经成功连接酒店 PMS 约 1150 家，和近 40 个数据合作伙伴开展合作，Analytics 已经签约大约 2200 家酒店，业务开始向亚洲和美国拓展。

### 1.1 公司的发展可分为 4 个阶段

1) 1998~2001 年，网络系统集成商；

2) 2001~2003 年，酒店系统技术服务商；

3) 2003 年 9 月，获得 Micros 在中国大陆地区独家技术许可资格，转型成为软件服务商；

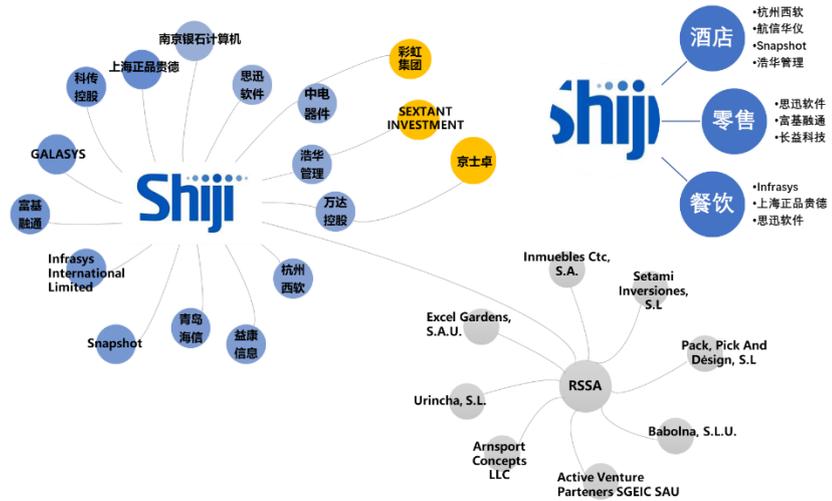
4) 进入第四阶段：消费服务平台。2014 年，引入阿里巴巴为战略合作伙伴并签署《股份认购协议》；2015 年，继续增持 Snapshot 公司股份至 69.07%，并投资 StayNTouch 公司；2016 年，全资收购基于云方案的 PMS 解决方案供应商 Hetras 公司，发布石基新品牌，建立新加坡办公室；2017 年，收购 ReviewPro 79.47% 股份。公司通过不断收购逐渐由系统集成商转型至平台运营，公司业务由酒店信息系统延伸到餐饮、零售和休闲娱乐，版图从国内扩展到海外。

表 1：收购标的基本情况

首次披露日	交易标的	标的方所在行业	交易总价值(万元)	币种
2017-12-19	GK100%股权	多领域控股	16,992	人民币元
2017-11-02	石基零售 38%股权	互联网零售	50,000	美元
2017-08-24	Galasys PLC 64.83%股权	应用软件	1,563	英镑
2017-01-16	RRSA 公司 79.47%股权	酒店、度假村与豪华游轮	2,636	欧元
2016-04-19	青岛海信 25%股权	互联网软件与服务	14,069	人民币元
2015-12-03	益康信息 100%股权	信息科技咨询与其它服务	63,000	人民币元
2015-11-26	eFuture50.51%股权	系统软件	1,675	美元
2015-09-17	浩华 75%股权	酒店、度假村与豪华游轮	6,367	人民币元
2015-07-03	银石计算机 100%股权	系统软件	8,500	人民币元
2015-07-03	万达控股 100%股权	多领域控股	7,500	人民币元
2015-04-14	Galasys 公司 20%股权	应用软件	4,300	人民币元
2015-03-13	SnapShot26.33%股权	数据处理与外包服务	4,627	人民币元
2014-12-23	科传控股 30%股权	互联网软件与服务	8,175	人民币元
2014-04-29	中电器件 45%股权	电子设备和仪器	31,500	人民币元
2014-04-16	Infrasys30%股权	互联网软件与服务	5,440	港币
2013-12-11	万国思迅 75%股权	信息科技咨询与其它服务	20,500	人民币元
2013-04-03	中电器件 55%股权	电子设备和仪器	23,763	人民币元
2011-08-20	上海正品贵德软件有限公司 70%股权	应用软件	3,066	人民币元
2011-03-31	杭州西软科技有限公司 18%股权	应用软件	3,000	人民币元
2010-07-03	南京银石计算机系统有限公司 100%股权	系统软件	6,000	人民币元
2008-02-28	杭州西软科技有限公司 60%股权	应用软件	6,000	人民币元
2007-11-14	Infrasys(香港)有限公司 70%股权	互联网软件与服务	2,924	港币
2007-11-02	北京泰能软件有限公司 63.7255%股权	应用软件	650	人民币元

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 1：石基信息战略图



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 1.2 向酒店业上下游延伸

**高端酒店绝对龙头。**石基信息在高星级酒店信息化业务市占率超过 90%。石基信息的优势在于技术、产品和数据，公司是酒店行业的专家，系统能够在诸如香格里拉之类的大酒店使用，而初创型企业目前还只能做简单的系统，同时公司的数据也更为丰富。凭借酒店业务形成的极高壁垒，公司开始向酒店餐饮、娱乐以及零售延伸，加速向大消费服务台转变。

图 2：石基信息 2012 年至 2016 年收入及利润



资料来源：石基信息 12-16 年报、申万宏源研究

**中高端餐饮领域标的收购。**石基信息在发展战略上不仅仅是单纯做软件供应商。2013 年收购思迅软件，思迅是做标准化的零售行业的管理软件的，涉及各种业态，思迅有一句口号是说有商业的地方就有思迅。截至目前公司主要由 Infrasy International Ltd.、上海**正品贵德软件**开展中高端、连锁餐饮行业的信息系统业务；**思迅软件**开展标准化餐饮信息系统业务。**公司在餐饮业逐步复制酒店业模式。**

**1. 收购正品贵德获得餐饮智能管理能力。**石基信息于 2011 年 8 月 20 收购正品贵德 70% 股权。正品贵德成立于 2003 年，是餐饮管理软件和解决方案的提供商，主要产品包括 G6 餐饮管理系统、正品 G9 餐饮连锁管理系统、正品微信 CRM 等软件产品。为餐饮企业提供从单店到连锁的流程管理、总部集中管控、集团供应链管理的一体化餐饮信息化解决方案。

正品贵德业务遍及全国，主要服务于中大型连锁餐饮企业，拥有李先生牛肉面、知味观、净雅食品、盒马鲜生、盒马外卖、香港唐宫海鲜、新旺港丽、外婆家、金百万、韩国 BBQ、南京大牌档、徐记海鲜、小厨娘、彤德莱、五斗米等上万家客户。为了方便快捷地服务客户，正品贵德拥有覆盖全国 70 多个城市的销售服务网点。

图 3：正品贵德软件模式



资料来源：正品贵德官网、申万宏源研究

2016 年，正品贵德新增客户 1110 家，客户总数超过 10000 家，2016 年营业收入 1107 万，较上年同期下降 6.2%；净利润 74 万元，较上年同期上涨 43.8%。在餐饮供应链领域，2016 年正品贵德推出“供应链诊断+咨询辅导+信息化落地”一体化服务，继续提升了公司供应链产品的市场竞争力和客户价值；正品 G9 供应链软件目前已成为国内餐饮供应链的主要产品之一；研发推出了一系列侧重移动应用的新产品，如手机报表、BI 报表、微信 CRM、SaaS 版供应链等。

图 4：正品贵德收入、利润及客户数情况



资料来源：石基信息历年年报、申万宏源研究

**2. 收购 Infrasys 打造新一代云餐饮系统。**石基信息于2007年11月14日以及2014年4月16日分两次收购 Infrasys International Ltd 70%和30%股权。公司于1994年创立，总部设于香港，其获奖产品美食联网通餐厅管理系统(Gourmate®)屡获殊荣。公司研发出一系列功能强大、易于升级的扩展模块系列产品，如美食联网通订位管理系统、美食联网通无线手特点菜系统、美食联网通智能卡管理系统、美食联网通餐饮库存管理系统和美食联网通中央信息管理系统等。

根据公司披露 Infrasys 在香港、新加坡餐饮业(高档餐厅和会所)POS 系统市场占有率超过 60%，累计高星级酒店餐饮用户 1500 多家，社会餐厅用户总数超过 5200 多家。2016 年，Infrasys 继续主力开发及推广云平台 POS 系统 Hero。将 Hero 产品完善成简单的安装，快速的操作，优化的 UI，创新的功能，一流的用户体验，Hero 系统新增客户 249 家。2017 年餐饮大变革，迎来智慧餐厅新时代，2017 年上半年，Infrasys 公司新增酒店用户 39 家，新增社会餐厅用户 110 家；随着云平台 POS 系统“Infrasys Cloud”的稳定成熟，成功在连锁餐饮企业和国际知名品牌的酒店集团平稳上线，数十家酒店使用 INFRASYS CLOUD 餐饮平台，成为行业全球相对领先的新一代云餐饮系统，为公司快速全面转向下一代云系统积累了比较丰富的经验和技術。预计未来 Infrasys 帮助石基信息获取更多支付入口及数据沉淀。

图 5：公司 POS 及点单系统



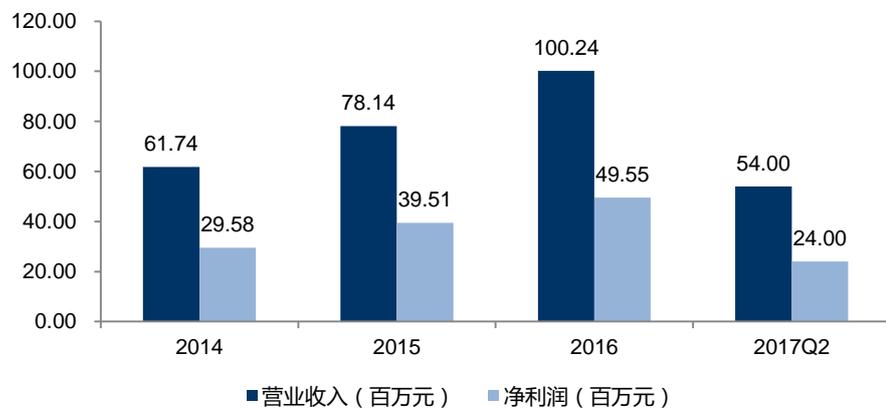
资料来源：Infrasys 官网、申万宏源研究

3. 收购思迅软件，国内标准化零售软件最大供应商。石基信息于 2013 年 12 月 11 日收购思迅软件。思迅软件是一家专注零售、餐饮、娱乐行业解决方案，集软件研发、产品销售、SaaS 平台开发运营、及 O2O 在线技术服务等的 IT 综合服务商。

2016 年，思迅软件新增用户数达 82,000 家，客户总数约 48 万家，代理商总数 1304 家，渠道覆盖全国 300 多个城市。2016 年，思迅软件整体业务保持良好增长，营业收入比 2015 年同期增长约 28%。

2017 年上半年新增用户数达 45,000 家，现累计销售约 52 万家客户，思迅基于零售和餐饮行业支付、会员等业务发展迅速，通过运营微商店、微餐厅、在线支付、在线订单、微会员等在线平台，为传统的 POS-ERP 管理系统提供增值服务，通过直销或分销形式向用户收取年服务费，平台移动支付业务新增门店 17800 家，累计实现交易金额 37.2 亿。

图 6：思迅软件 2014-2017 年上半年收入和利润



资料来源：Wind、申万宏源研究



图 8: efut 收入情况



资料来源: Wind、申万宏源研究

1.2 石基信息于 2015 年 12 月 3 日收购长京益康科技 100% 股权。长益科技专注于流通零售行业信息化全面解决方案和服务，其业务涉及零售、分销、物流、电子商务等流通业各个领域，产品线覆盖百货、超市、购物中心、专卖店以及无店铺销售等零售业态。

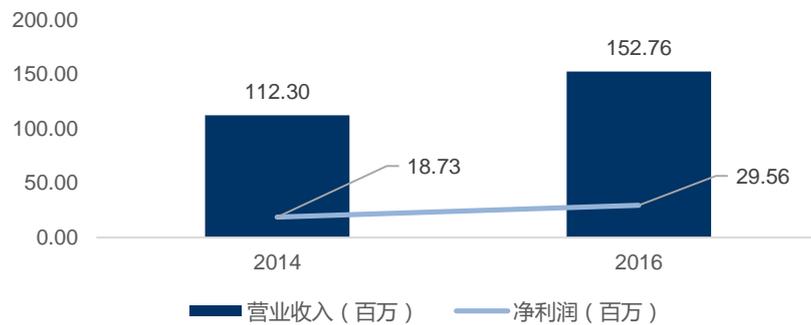
图 9: 长益科技商友百货业态系统



资料来源: 长益科技官网、申万宏源研究

2016 年，长益科技新增客户 47 家，客户总数 1080 家。目前长益科技典型的客户包括北京翠微集团、北京华联集团（SKP）、北京首商集团、北京物美集团等在内的几十家上市公司及太平洋百货等众多国际顶级零售企业，已经为累计超过 1000 多家国内外大中型流通零售企业提供解决方案和优质服务。

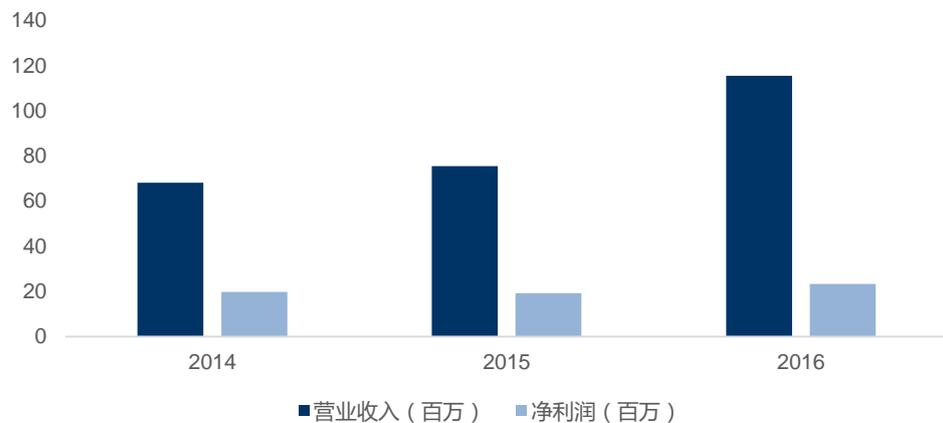
图 10：长益科技并购前后收入及利润



资料来源：Wind、申万宏源研究

**1.3 参股科传控股**为零售业和信息技术服务业提供软件开发及技术服务。目前形成了“产品+服务+平台”的商业模式，为国内外购物中心、百货商场以及服装企业提供定制服务。公司的客户覆盖中国、中国台湾、日本、马来西亚、澳大利亚以及美国等地区。公司现已拥有 1000 余家客户，系统应用于 100000 个以上的收银点。

图 11：科传控股 2014-2016 年收入和利润



资料来源：Wind、申万宏源研究

2016 年 7 月公司完成了参股青岛海信智能商用系统有限公司 20%股权的工商变更登记手续，海信商用为国内最大的商用硬件生产商，主要提供 POS 机、金融机具和自助设备，同时也提供部分商用软件。

2016 年 3 月 4 日，公司完成收购上海时运 75%股权的工商变更登记手续，上海时运主要从事 Oracle 公司 Xstore 产品亚太地区实施及服务，以及自主研发的商业零售管理系统业务。

目前，通过过去多年的对外投资与并购，公司全资拥有富基融通（Efut）公司和长益科技，参股科传控股和海信商用，控股思迅软件、上海时运，公司已经成为中国整个零售

业信息系统的领导者，可为整个中国零售业提供从低端到高端，从个体便利店到大型连锁的覆盖所有零售业态的信息系统解决方案。

公司的计划是将酒店、餐饮、零售信息系统通过平台的方式进行整合和集成，构建覆盖吃喝玩乐住购大消费信息系统平台。

## 1.4 尝试娱乐领域布局

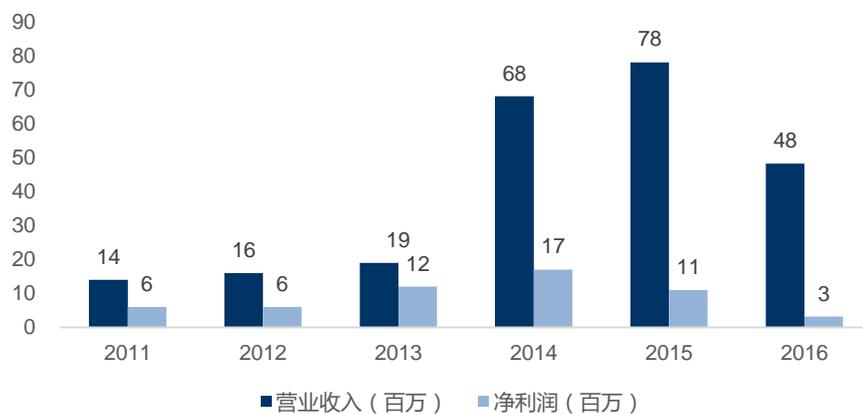
石基信息于2017年8月24日收购了Galasys PLC。该公司主要为主题公园和景区提供软件、系统集成及解决方案，主要市场集中在中国及东南亚等亚洲区域，在中国排名前20的主题公园（以游客量排名）中，Galasys公司客户占到一半以上。

图 12: Galasys 主要产品运用



资料来源: Galasys 官网、申万宏源研究

图 13: 2011-2016 年 Galasys 收入及利润



资料来源: Wind、申万宏源研究

公司希望将已经建立的在酒店、餐饮及零售信息系统行业的相对优势通过本次投资控股的银科环企延伸到主题公园及景区领域，共同构建综合旅游景区管理系统，加速建立包含吃喝玩住购全消费链条的以数据为驱动的大消费平台，加速公司从软件服务商向平台运营商的转型。

## 2. 酒店业务向海外布局

### 2.1 国内酒店龙头进军海外市场

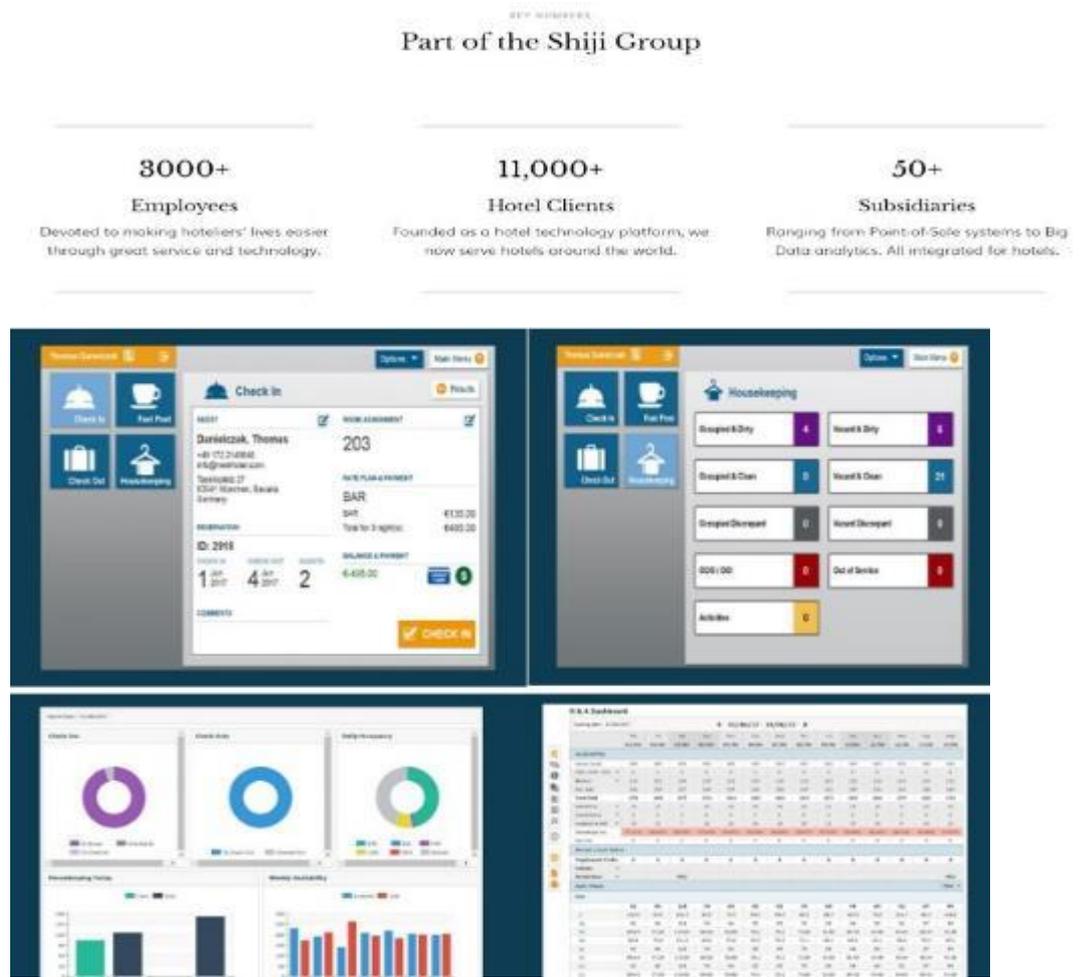
公司在酒店业积累的影响力开始走出国门进入海外市场。石基已经在在慕尼黑、柏林、西班牙和奥地利等地开展分公司业务，同时也在积极拓展北美市场。

公司的分销平台目前可以对接全球的酒店官网，是面向全球的分销平台。旗下的咨询服务公司浩华，除了在亚太地区有很强的优势之外也开始向全球发展。在海外，石基信息业务不是传统的 License 模式，而是云模式按照客户的使用量等进行收费。

### 2.2 海外大规模投入满足全球国际化连锁酒店的要求

1. 2016年8月3日，公司全资子公司石基香港下属子公司 AC Project 完成全资收购德国 Hetras 公司。Hetras 主要开发基于云的酒店信息管理系统以及客户面对面技术，2016年 Hetras 在欧洲部署了约 101 个酒店，酒店客户超过 11000 家，员工数超过 3000 人，附属产品超过 50 余款。公司从事云平台的 PMS/CRS 业务，云平台架构的云 PMS 等系列产品客户、移动产品销售显著增加，2016 年完成 20 多个集团 144 个 XMS 项目，产品功能丰富性和完善度持续改进，效率和稳定性不断优化。

图 14: Hetras 客户数及产品界面



资料来源: Hetras 官网、申万宏源研究

t

Hetras 公司主要开发基于云的酒店信息管理系统以及客户面对面技术,使酒店改变了连接和服务客人的方式,酒店能够利用一段完全移动的客人旅程产生更高的收入,减少运营支出。Hetras 公司的自动化流程和数据分析将提高服务水平,提供先进的营销策略。Hetras PMS 系统的主要功能包括:多项物业管理,整合渠道管理器,付款处理,移动旅程管理,支持手机和平板电脑,基于云端系统,PCI 认证。

2 石基信息于 2015 年 03 月 13 日收购了 Snapshot 公司。该主要从事酒店数据平台的建设与应用开发、酒店商业策略等线上线下培训及酒店需求管理咨询服务三大类业务,帮助酒店管理者更有效地管理数据,从而专注于为宾客提供更好的服务、提升酒店运营业绩。2017 上半年内 Snapshot 新增签约酒店 2060 家,报告期末签约酒店总数达 4033 家,预计 2017 年客户数已经超过 3000 家,Marketplace 已经成为最大的酒店数据和运用平台。购买日至年末为上市公司贡献的净利润 609 万元。

图 15: 焦点信息产品界面



资料来源: Snapshot 官网、申万宏源研究

2016 年, Snapshot 完成了数据平台的基础架构设计及酒店大数据分析软件 Analytics 的开发, 已经成功连接酒店 PMS 约 1150 家, 和近 40 个数据合作伙伴开展合作, Analytics 已经签约大约 2200 家酒店, 业务开始向亚洲和美国拓展。升级版的 Analytics Pro 现已推出, 相较于之前的版本在 PMS 数据预测和分析、OTA 佣金跟踪系统、主题面板三个方面都有明显的提升。

3. 石基信息于 2017 年 1 月 16 日收购了 RSSA 公司。Review 公司现有酒店客户超过 30,000 间, 遍布超过 150 个国家, 约 50% 为欧洲地区, 约 30% 为亚太地区; 约 65% 客户是中小型独立酒店, 约 35% 客户是连锁酒店。

图 16: Review 核心数据



资料来源: RSSA 官网、申万宏源研究

RRSA 为一家注册于西班牙巴塞罗那的公司, 主要从事酒店业客房智能技术解决方案等业务。公司的云计算解决方案能够让客户更深入地了解其声誉表现, 以及运营/服务的优势和劣势。公司可以通过提供可执行的洞察数据, 来提高客户满意度和在评论网站/在线旅行社上的排名, 并最终提高收益。

### 3. 金融流与数据流不断积累价值

#### 3.1 一体化支付及多入口预订平台已初具规模

**1) 平台战略：**公司软件在酒店行业的高占有率，使得公司有机会将信息系统向酒店的上下游延伸，建立预定、支付的直连技术通道，使订房渠道、银行或第三方支付公司可以直连酒店信息系统，实现快速、准确、高效的自动交易。

目前工农中建交等主要收单银行进入高星级酒店业基本上全部使用了石基的直连清算通道，已经有超过 20 家国内外主流预定渠道通过石基直连预定平台连接数千家酒店。同时，公司正在餐饮业复制酒店业的直连模式，移动互联网的发展将推动公司直连模式向低端市场扩展。

2015 年公司快速进入零售业信息系统领域，取得行业市场领先地位，2016 年报披露公司客户的年度营业额超过 5 万亿人民币，以酒店和餐饮业高端客户为核心的覆盖全国及港、澳、台、中南亚的客户的年度营业额目前已超过 1 万亿人民币。公司将通过建立大型数据平台与云服务平台将酒店餐饮零售三大行业以数据为基础进行连接，构建大消费信息服务平台，为经营者和消费者提供数据、软件和信息服务。

**2) 预订业务：**业务的核心是石基畅联，是基于双向直连的系统。畅联对于渠道而言，能够获取酒店的实时房价、房态、库存等数据，提高预订的准确性；对于酒店而言，能够随时并统一发布实时房价、房态、库存，提高分销管理能力和效率。同时，预订无需人工干预，马上自动确认，大幅度降低渠道和酒店处理订单的运营成本，提高客户预定体验，提高渠道转化率。

畅联面向的是部分全球和本地的酒店客户，2016 年交易量为 390 万间夜，同比增长 56%，拥有超过 2 万家可预订酒店。2016 年，公司在国内市场新增 20 多个渠道，在国际市场新增大型旅行批发商，同时和阿里旅行飞猪合作，已经上线超过 6000 家，信用住覆盖 5500 余家。

**3) 一体化支付：**目前，银石核心产品 PGS/SOFTPOS 已经成功被中国 6 大商业银行全部采用。经过与石基公司业务与技术的整合，其 PGS 产品在业界得到广泛认可。随着支付宝、微信等新型支付方式的发展，银石公司凭借自身的技术力量和行业经验，依托石基庞大的客户资源，推出了全渠道支付解决方案，现已开发完成了石基支付平台一期项目，为商户提供集银行卡、预付卡、支付宝、微信等支付方式于一体的全方位、一体化的支付解决方案，满足商户更安全、更方便，更准确的支付受理需求。

**4) 全球化战略：**公司目前在全球开始有影响力，包括在香港、新加坡、马来西亚等地已经有办公室，在慕尼黑、柏林、西班牙和奥地利等地已经有分公司，同时也在积极拓展北美市场。公司的分销平台目前可以对接全球的酒店官网，是面向全球的分销平台。旗下的咨询服务公司浩华，除了在亚太地区有很强的优势之外，也开始向全球发展。在海外，

公司的业务不是传统的 License 模式，而是云模式，按照客户的使用量等进行收费。同时，公司也将在海外积极开展资本层面的运作。

## 3.2 数据累积与变现

2013 年至今公司完成多项垂直和横向领域的收购，积累大量酒店、零售和餐饮数据和经验，我们认为公司平台的接口比传统的和国外的公司更丰富。

2016 年公司完成收购欧洲云 PMS/CRS 提供商德国 Hetras，其主要从事基于云的酒店信息管理系统开发与销售，为公司增加了各领域云化的能力。2016 年公司实现控股的 Snapshot 主要从事酒店数据平台的建设与应用开发、酒店商业策略等线上线下培训及酒店需求管理咨询服务三大类业务。2017 年 1 月控股全球领先的酒店声誉管理公司 RR 公司，将完善公司云和数据生态，加速公司通过数据服务实现平台战略。

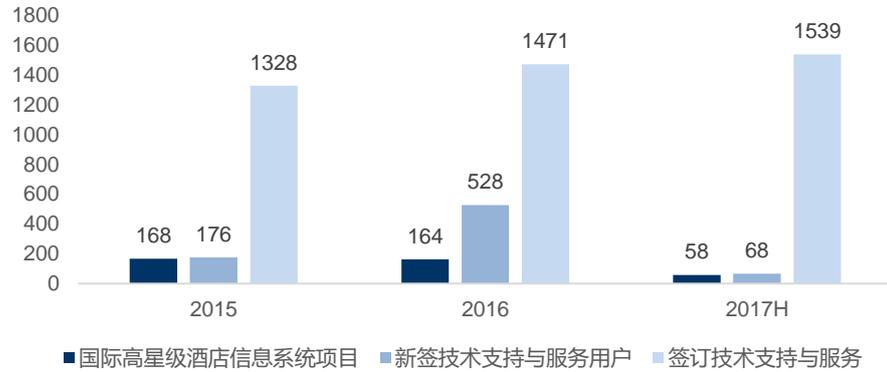
通过收购 Hetras、Snapshot 和 RR 公司，使得石基信息比传统公司或者新的初创公司来都更有优势。此外，公司在新一代云平台的酒店、餐饮信息系统研发和市场拓展方面取得了开拓性进展，经过多年的投入，石基云酒店信息系统和餐饮信息系统在 2016 年得到全球性酒店集团认可。

## 4. 首次覆盖给予增持评级，支付分成业务打开公司成长空间

### 4.1 主要业务增长稳定

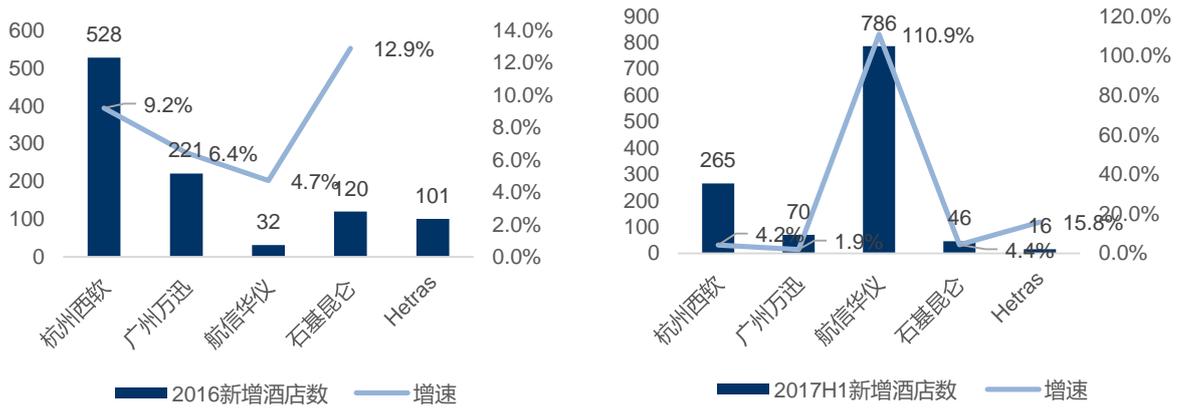
1) 酒店信息化业务主要对应北京石基、上海石基、北海石基，全资子公司杭州西软、广州万迅和航信华仪开展本地中高档星级酒店信息系统业务，控股子公司北京石基昆仑软件专注 CRS，德国 Hetras 公司从事云平台的 PMS/CRS 业务，Snapshot 从事酒店大数据平台业务，浩华从事酒店管理顾问与咨询业务。2016 年至 2017 年上半年各公司新增酒店数呈现稳定增长态势。2015 至 2016 年报披露收入为 6.72 和 7.68 亿元，净利润统计北京石基 2015 至 2016 年净利润为 2.50 和 2.28 亿元。公司新增酒店客户数稳定增长，毛利率逐年攀升。此外，公司披露 2016 年增长部分来自海外。预计 2017-2019 年收入为 9.12、10.83 和 12.94 亿元。

图 17：2015-2017H 新增酒店业务情况（单位：家）



资料来源：石基信息历年年报、申万宏源研究

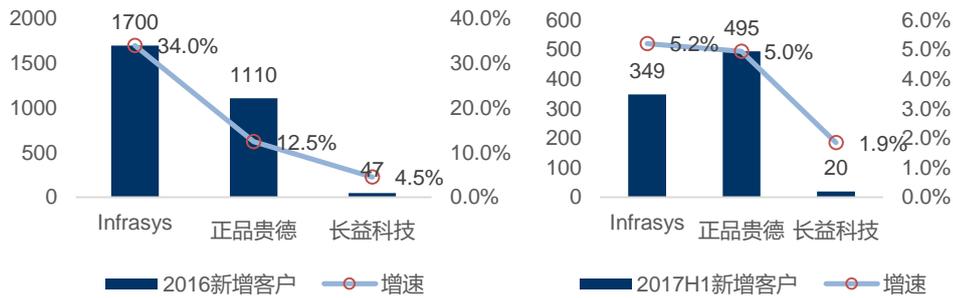
图 18：2016 年和 2017 年上半年酒店信息业务新增酒店数（单位：家）



资料来源：石基信息历年年报、申万宏源研究

2) 餐饮及零售信息业务主要来自于 Infrasy International Ltd、正品贵德、思迅软件。2015 至 2016 年报披露收入为 1.21 和 1.27 亿元。餐饮及零售主要子公司客户数增长稳定，预计餐饮信息化 2017-2019 年收入为 1.57、1.88 和 2.31 亿元。

图 19: 2016 年和 2017 年上半年零售和餐饮新增客户数 (单位: 家)



资料来源: 石基信息历年年报、申万宏源研究

3) 支付系统对应南京银石。2015 至 2016 年报披露收入为 1.18 和 1.14 亿元。南京银石 2016 年全年新增酒店客户 129 家, 2017 年上半年新增客户 45 家, 客户数稳定增长, 其中开通 DCC 交易的酒店商户 569 家, 支付平台处理微信支付、支付宝等支付交易总金额超过 160 亿元人民币。预计 2017-2019 年收入为 1.37、1.52 和 1.76 亿元。

4) 商业流通对应万国思迅、长京益康、富基公司、上海时运。2015 至 2016 年报披露收入为 0.78 和 4.35 亿元, 2016 年商业流通管理系统业务产品本期比上年同期增长 456.92%, 主要因为新收购子公司长京益康和富基融通两个公司, 其主营业务及产品为商业流通管理系统所致。我们在上文 1.1 和 1.2 中均回顾过两家公司收入及利润情况, 预计商业流通 2017-2019 年收入为 4.67、5.21 和 5.65 亿元。

5) 打印机、耗材及配件销售对应中电器。2015 至 2016 年报披露收入为 7.44 和 9.15 亿元。2017 年上半年中电器件积极开拓市场, 丰富产品结构, 实现了销售收入及利润同比增长。预计 2018-2019 年收入为 10.11、11.29 和 12.16 亿元。

## 4.2 收购不断, 业务扩张驱动费用增长

2016 年管理费用快速增长, 主要系员工数大幅提升。2013-2016 年年公司管理费同比增长 25%/27%/14%/66%, 2016 年同比增长 66% 为 5 年内最高, 2016 年费用高增主要是公司当年完成长京益康及富基融通收购所致。考虑到软件行业费用主要为员工薪酬, 2016 年员工总人数大幅增长但公司平均薪酬未大幅上升。公司在酒店及零售领域占有率较高 (90%, 60%-70%) 形成壁垒很难被竞争对手打破, 各项毛利率较为稳定。预测费用较为重要。

表 2: 石基信息员工薪酬分析

	2014A	2015A	2016A
支付给职工及为职工支付的现金 (亿元)	2.40	2.80	4.55
应付职工薪酬 (亿元)	0.02	0.03	0.44
总员工薪酬 (亿元)	2.42	2.83	5.01
技术 (人)	804	897	1440
销售 (人)	251	274	448
行政 (人)	122	230	262
财务 (人)	61	48	89
综合管理 (人)	139		162
研发 (人)	345	352	821
总人数 (人)	1722	1801	3222
人均薪酬 (千元)	141	157	155

资料来源: 石基信息 14-16 年报、申万宏源研究

公司历年年报披露员工构成情况, 考虑到公司酒店及零售产品较高, 运营类产品在位来占据主导, 公司研发和技术人员逐年上升, 销售人员过往增长较少仅在 2016 年大量收购完成时上升显著 (见表 2), 2015 年公司同样有收购导致行政人员高增 (见表 1)。

表 3: 石基信息员工预测 (单位: 人)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
技术	703	804	897	1440	1516	1614	1699
销售	215	251	274	448	469	492	517
行政	120	122	230	262	273	287	308
财务	60	61	48	89	98	108	122
综合管理	83	139		162	171	180	193
研发	257	345	352	821	845	871	893
合计	1438	1722	1801	3222	3372	3552	3732

资料来源: 石基信息 13-16 年报、申万宏源研究

由于资产负债表简单, 使用两种办法均可以计算员工薪酬, 且 2014-2016 年两者误差值均不超过 0.3 亿元 (见表 4)。据此预测 2017-2021 年销售费用中薪酬、管理费用中薪酬。将薪酬与非薪酬相加, 预计 2017-2019 年销售费用为 2.01、2.31 和 2.63 亿元, 管理费用为 6.26、7.00 和 7.75 亿元。

**表 4:分薪酬及非薪酬预测销售费用、管理费用 (单位:百万元)**

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
利润表薪酬合计	289	324	479			
现金流量表薪酬合计	293	335	501			
两种算法差额	-4	-11	-22			
销售费用中薪酬	69	74	107	122	147	174
管理费用中薪酬	220	250	372	433	491	553
人均薪酬 (万元)	14.1	15.7	15.6	16.5	18.0	19.5
YOY		11.5%	-0.9%	6.0%	9.0%	8.4%
管理费用	293	335	557	626	700	775
非薪酬	73	85	185	193	209	222
销售费用	119	122	184	201	231	263
非薪酬	50	48	77	79	84	89

注 1: 利润表中薪酬为合并利润表中销售费用与管理费用的“职工薪酬”明细之和

注 2: 现金流量表薪酬为“支付给职工薪酬”与资产负债表“应付职工薪酬”年末与年初差额, 加上当期开发支出资本化增量

资料来源: 石基信息 14-16 年报、申万宏源研究

首次覆盖给予增持评级。预计 2017-2019 年营业收入为 30.09、34.05 和 37.96 亿元, 增速为 13%、13%和 12%。预测 2017-2019 年净利润为 4.12、4.88 和 5.86 亿元, 增速为 6%、18%和 20%, 每股 EPS 为 0.39、0.46 和 0.55 元。对应 2017-2019 年 PE 分别为 68X、58X 和 48X。

**表 5:石基信息收入预测**

收入 (百万元)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
酒店信息管理系统业务	584	594	676	673	769	912	1083	1294
打印机、耗材及配件销售		181	846	745	916	1011	1129	1216
商业流通管理系统业务			62	78	435	467	521	565
餐饮信息管理系统业务	99	101	109	122	127	157	188	231
医疗器械销售		19	83	54	80	87	90	92
支付系统业务	107	114	125	118	114	137	152	176
电子元件销售		38	121	96				
其他销售		40	144	89	206	221	226	210
其他业务	1	8	19	13	15	17	16	12
合计	790	1095	2186	1987	2663	3009	3405	3796

资料来源: 石基信息历年年报、申万宏源研究

表 6: 石基信息毛利率拆分

毛利率	2013A	2014A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
酒店信息管理系统业务	68.00%	70.55%	69.64%	71.58%	72.58%	72.70%	71.90%	71.50%
打印机、耗材及配件销售	0.00%	9.35%	8.56%	9.21%	6.31%	6.50%	6.30%	6.10%
商业流通管理系统业务	0.00%	0.00%	93.39%	91.04%	58.95%	54.00%	53.00%	52.50%
餐饮信息管理系统业务	68.15%	67.19%	68.52%	70.87%	74.13%	73.20%	72.40%	72.10%
医疗器械销售	0.00%	10.31%	3.10%	0.76%	1.30%	2.30%	2.20%	2.50%
支付系统业务	61.20%	69.03%	72.82%	71.00%	91.34%	82.30%	80.10%	81.70%
电子元件销售	0.00%	7.11%	7.87%	6.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他销售	0.00%	12.94%	6.33%	3.00%	2.52%	3.30%	3.10%	2.70%
其他业务	37.93%	61.40%	50.94%	0.88%	0.00%	44.00%	45.00%	46.00%
合计	67.05%	54.53%	36.51%	40.30%	40.46%	40.72%	41.12%	42.67%

资料来源：石基信息历年年报、申万宏源研究

### 4.3 支付平台流水变现助力未来高速增长，潜在年收入 35 亿元

根据艾瑞咨询报告显示第三方移动支付总量过去三年平均增速超过 150%，2016 年支付规模为 38.5 万亿元。包括二维码在内的扫码付目前逐渐成为各方认可的支付渠道。中国银联在 2017 年 5 月 27 日联合 40 余家商业银行在京共同宣布，正式推出银联云闪付二维码产品，持卡人通过银行 APP 可实现银联云闪付扫码支付。6 月 2 日起，在全国 40 个知名商圈约十万家商户，使用银联云闪付挥卡、手机以及扫码支付，均可享受 6.2 折优惠回馈。2017 年上半年，南京银石共新签 321 个项目，其中新立项软件产品类项目 142 个，软件开发类项目 1 个，硬件设备采购类项目 13 个，系统维护升级类项目 165 个。酒店银行卡收单一体化 (PGS) 业务新开通酒店 45 家，酒店用户合计 1105 家，其中开通 DCC 交易的酒店商户 569 家。

2014 年北海石基获得得第五批中国人民银行发放的非金融机构支付业务许可证，公司凭借在酒店、零售、餐饮形成的极高行业壁垒，使得流水分成逻辑成为可能。2017 年上半年石基支付平台处理微信支付、支付宝等支付交易总金额超过 160 亿元人民币，远超去年同期。考虑到整个行业及公司支付交易规模均在快速增长，我们预计石基支付平台 2017 年全年交易金额超过 400 亿元；此外，公司零售客户交易流水接近 5 万亿元，未来采用自有支付平台入口实现流水分成带来可观收入。

石基信息另外还是持有迅付科技 22.5% 股权，付科技拥有“互联网支付、移动电话支付、固定电话支付、银行卡收单”牌照，牌照覆盖目前最有价值的互联网、移动和收单业务。

2016 年 8 月 12 日，环迅支付牌照顺利续展，其《支付业务许可证》有效期为 5 年（至 2021 年 5 月 2 日）。根据公司官网披露环迅支付成立 16 年以来，为 60 万商户 2400 万用户提供成熟的支付体系与服务，其全场景应用支付与企业资金信息管理平台广泛的应用于百

姓民生、教育培训、酒店旅游、企业资金管理与结算、互联网网贷、产业链金融、消费金融等领域；同时，根据细分的行业需求，提供针对不同产业的定制化解决方案与服务。

目前第三方支付收取商户通道费率在 0.2%-0.3%，预计 D+0 在 0.5%左右。2016 年公司商业流通（零售）业务通过外延的方式快速进入零售业信息系统领域，取得行业市场领先地位，公司收入不断提高（见图 8、10）覆盖商户增速显著见（图 19），2016 年覆盖商户交易流水为 5 万亿元。目前市场三方支付公司通过机具补贴、费率优惠政策不断切入商户端。石基信通过零售信息系统端切入客户支付端（市场占有率 60%-70%）具有先发优势，客户粘性和影响力远高于单纯支付公司。2016 年公司完成收购欧洲云 PMS/CRS 提供商德国 Hetras（上文 2.2 中介绍），为公司增加了线下各领域云化的能力，公司各领域信息产品能够加速线下和线上商户向支付平台的转化率，预计 2020 年在自有平台完成交易流水为 17500 亿元，交易流水占整个客户交易规模别 35%，考虑到北海石基信息。对应收入分别为 35 亿元。

#### 4.4 携手阿里加速构建大消费平台

2017 年 10 月 31 日，石基信阿里投资-签署《框架协议》，石基信息将旗下主要从事规模化零售信息系统业务的控股或参股子长益科技、北京富基、科传控股和上海时运由公司直接或间接持有的股权整合在下属子公司石基零售及其子公司之下。重组计划完成后，石基香港将其持有的石基零售 38%的股权以不超过 5 亿美元的价格转让给阿里投资的关联方。本次收购标志着阿里巴巴加强建设新零售基础设施，双方帮助百货、商超、便利店、专卖连锁等多零售业态加速数字化转型。

除了本次收购，双方早在酒店信息系统领域已开展深度合作，覆盖酒店系统直连、会员服务接入、账单扫码支付等多个领域，并在深度对接中孵化出创新型产品“信用住”。目前飞猪“信用住”已有超过 10 万酒店商家接入，超千万人次使用，累计节省 300 多万小时。

本次石基将联手阿里预计将加速其新一代云信息系统平台的推出，公司将通过建立大型数据平台与云服务平台将酒店餐饮零售三大行业以数据为基础进行连接，构建大消费信息服务平台，为经营者和消费者提供数据、软件和信息服务。

#### 4.5 盈利预测和估值

首次覆盖给予增持评级，公司收入主要来自酒店、零售、餐饮信息化，同时打印耗材业务增长稳定。预计 2017-2019 年营业收入为 30.09、34.05 和 37.96 亿元，增速为 13%、13%和 12%。预测 2017-2019 年净利润为 4.12、4.88 和 5.86 亿元，增速为 6%、18%和 20%，每股 EPS 为 0.39、0.46 和 0.55 元。对应 2017-2019 年 PE 分别为 68X、58X 和 48X。

我们选取可比公司进行汇总（见表 7），平均 PE 为 39 倍，石基信息高于平均值，考虑到公司大部分业务来自酒店上下游信息化业务形成垄断，同时公司重点布局支付一体化业务，2017 年上半年支付平台流水交易达到 160 亿，预计流水分成业务进入快速发展阶段在

2020 年贡献收入 35 亿元（见 4.3）。支付一体化未来带来流水分成以及携手阿里布局新零售业务，均能带来业务高增，公司未来市值仍有提升空间，给予增持评级。

表 7: 计算机可比公司估值表（以 2018 年 1 月 24 收盘价计算）

证券简称	证券代码	市值（亿元）	2017E
万达信息	300168.SZ	144	43
中国软件	600536.SH	78	35
远光软件	002063.SZ	71	43
超图软件	300036.SZ	70	34
平均 PE			39

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 4.6 支付领域具有先发优势，长期目标市场 428 亿元

公司持有北海石基（互联网支付牌照）100%股权，持有迅付科技（收单牌照）22.5%股权，通过支付平台引流覆盖各类客户交易实现收入贡献，2020 年谨慎预计在自有平台交易流水达到 1.75 万亿元（4.3 部分已讨论，2016 年覆盖商户交易流水为已达到 5 万亿元，谨慎预计在 2016 年流水规模基础上，长期自有平台渗透率达到 35%），贡献收入 35 亿元。

预计石基信息可通过支付平台后端接入迅付科技完成商户清结算，假设收单净利润率为万 2.5-万 3，支付平台实现利润为 4.37-5.25 亿元，1.75 万亿中预计 40%支付业务由迅付科技完成（7000 亿流水），实现利润 1.75 亿-2.10 亿元，考虑石基信息会借助迅付收单牌照资质以及提供商户多种运维服务的能力，迅付科技利润分成占比为 8700 万元。因此石基信息支付平台最终利润预计为 3.5 亿元。

我们预计 2017-2019 年公司净利润增速为 6%/19%/20%，假设 2020 年原有业务增速为 23%，公司净利润为 7.21 亿元，加上支付利润整体为 10.71 亿元。考虑石基信息在酒店、餐饮和零售业务持续扩展可能（公司凭借在酒店、餐饮、零售行业的信息化布局，已形成的极高行业进入壁垒）；2）互联网支付及收单牌照的稀缺性；3）公司是支付行业领军，应给予一定的估值溢价，综上给予 40 倍 PE（可比公司新力金融 2017 年 Wind 一致预期 PE 为 34X），长期目标市值 428 亿元。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,987	2,663	3,009	3,405	3,796
酒店信息管理系统业务	673	769	912	1,083	1,294
商业流通管理系统业务	78	435	467	521	565
餐饮信息管理系统业务	122	127	157	188	231
支付系统业务	118	114	137	152	176
营业总成本	1,657	2,331	2,621	2,921	3,197
营业成本	1,186	1,585	1,784	2,005	2,176
酒店信息管理系统业务	191	211	249	304	369
商业流通管理系统业务	7	179	215	245	268
餐饮信息管理系统业务	35	33	42	52	64
支付系统业务	34	10	24	30	32
营业税金及附加	13	20	22	24	25
销售费用	122	184	201	231	263
管理费用	335	557	626	700	775
财务费用	-12	-82	-30	-58	-62
资产减值损失	13	66	18	19	20
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	20	17	18	19	17
营业利润	349	348	406	503	616
营业外收支	55	129	100	92	93
利润总额	405	478	506	595	709
所得税	32	72	76	88	103
净利润	373	406	430	507	606
少数股东损益	12	17	18	19	20
归属于母公司所有者的净利润	361	389	412	488	586

资料来源：申万宏源研究

### 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,656	3,619	5,489	6,114	6,744
现金及等价物	2,022	2,645	4,224	4,623	5,357
应收款项	343	463	529	598	643
存货净额	244	262	264	303	306
其他流动资产	1,048	249	473	590	437
长期投资	458	590	557	557	557
固定资产	345	364	340	317	294
无形资产及其他资产	818	1,484	350	341	359
资产总计	5,277	6,057	6,737	7,329	7,954
流动负债	533	846	1,007	1,128	1,186
短期借款	29	0	0	0	0
应付款项	457	755	820	867	902
其它流动负债	21	39	20	27	28
非流动负债	78	84	172	137	97
负债合计	611	929	1,179	1,265	1,283
股本	356	1,067	1,067	1,067	1,067
资本公积	2,326	1,618	1,618	1,618	1,618

盈余公积	10	17	25	34	45
未分配利润	1,890	2,229	2,633	3,112	3,687
少数股东权益	39	188	206	225	245
股东权益	4,666	5,128	5,557	6,064	6,670
负债和股东权益合计	5,277	6,057	6,736	7,329	7,953

资料来源：申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	373	406	430	507	606
加：折旧摊销减值	79	151	52	52	54
财务费用	2	-9	-30	-58	-62
非经营损失	-28	-19	-41	-19	-17
营运资本变动	-87	84	-21	-80	-33
其它	0	0	-129	-43	176
经营活动现金流	338	613	262	358	723
资本开支	14	32	-1,098	1	28
其它投资现金流	-1,292	620	51	19	17
投资活动现金流	-1,417	78	1,149	18	-11
吸收投资	2,372	4	0	0	0
负债净变化	24	-29	170	-35	-40
支付股利、利息	44	44	-30	-58	-62
其它融资现金流	0	35	-32	0	0
融资活动现金流	2,352	-34	168	23	22
净现金流	1,275	657	1,579	400	734

资料来源：申万宏源研究

### 重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.34	0.36	0.39	0.46	0.55
每股经营现金流	0.32	0.57	0.25	0.34	0.68
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.34	4.63	5.02	5.47	6.02
关键运营指标(%)					
ROIC	11.9	10.5	33.7	37.2	55.6
ROE	7.8	7.9	7.7	8.4	9.1
毛利率	40.3	40.5	40.7	41.1	42.7
EBITDA Margin	19.4	12.6	13.0	13.5	15.0
EBIT Margin	16.0	9.4	11.9	12.5	14.1
收入同比增长	-9.1	34.0	13.0	13.2	11.5
净利润同比增长	-5.5	7.7	5.9	18.5	20.0
资产负债率	11.6	15.3	17.5	17.3	16.1
净资产周转率	0.43	0.54	0.56	0.58	0.59
总资产周转率	0.38	0.44	0.45	0.46	0.48
有效税率	8.3	15.6	15.6	15.3	14.9
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	78.8	73.2	69.0	58.3	48.6
P/B	6.2	5.8	5.3	4.9	4.4
EV/Sale	13.2	9.6	8.0	6.9	6.0
EV/EBITDA	68.3	76.0	61.3	51.5	40.1

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。