

石基信息 (002153) 深度报告之一： 信息消费龙头，云价值腾飞在即

2019 年 06 月 16 日

强烈推荐/上调

石基信息

深度报告

报告摘要：

战略格局：精准并购稳健发展，铸就大消费领域龙头。

公司通过并购快速发展成为国内酒店、餐饮和零售信息系统管理系统龙头公司。截至 2018 年，公司拥有 6 万酒店客户、20 万餐饮客户和 40 多万零售客户，并且在中国星级酒店信息管理系统和国内高档或者规模以上市场占有率均超过 60%。目前，公司正在进行第 4 轮转型，实施“国际化+平台化”战略，发展新的盈利模式，欲打破传统业务盈利空间天花板。

技术趋势：云 PMS 有望将酒店业务盈利持续扩大。

在酒店与餐饮领域，公司坚定向云端化与国际化转型，目前已初见成效，实现 ARR 超过 1 亿元。考虑到 Oracle 起步较晚，并且公司聚焦自身优势领域，规避不足发挥优势，公司有望占全球云 PMS 约 20% 份额，届时云收入非常可观。

增值价值：零售线下流水额超 5 万亿元，年增速有望达 15%。

新零售的背景下，一方面，公司传统的零售和支付业绩有望加速增长，预计未来 3 年的 CAGR 分别为 15% 和 3%；公司预计 2019 年零售线下总流水超过 5 万亿，考虑到富基、长益和思迅的用户数和营收增长趋势，我们预计零售线下总量增速有望超预期，可能达到年增速 15%。

公司盈利预测及投资评级。公司是国内酒店、餐饮和零售信息系统管理系统龙头公司。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.53/0.65/0.78 元，对应 PE 分别为 62/51/43 倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：国际商务环境面临的不确定性、公司产品研发进展及云化落地速度的不确定性、相关公司竞争格局不确定性。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,961.19	3,097.52	3,525.06	4,022.76	4,608.50
增长率 (%)	11.21%	4.60%	13.80%	14.12%	14.56%
净利润 (百万元)	419.03	463.48	570.32	690.25	831.99
增长率 (%)	7.78%	10.61%	23.05%	21.03%	20.53%
净资产收益率 (%)	7.98%	5.58%	6.55%	7.51%	8.51%
每股收益 (元)	0.39	0.43	0.53	0.65	0.78
PE	85.26	77.33	62.20	51.39	42.64
PB	6.75	4.27	4.07	3.86	3.63

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

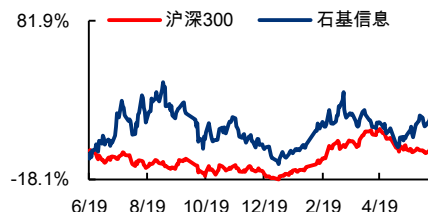
公司主要从事酒店、餐饮及零售等旅游消费行业信息管理系统软件的开发与销售、系统集成、技术支持与服务业务，在中国星级酒店业信息管理系统市场和规模化零售业信息管理系统市场的客户占有率为 60-70%，在中国餐饮信息管理系统市场居相对领先地位。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间 (元)	33.25-28.18
总市值 (亿元)	354.99
流通市值 (亿元)	161.37
总股本/流通 A 股 (万股)	106764/48531
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.58

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035

wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

分析师：叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517070003

目录

1. 多领域信息系统管理龙头再度转型	5
1.1 公司是多领域信息管理系统龙头	5
1.2 公司通过并购快速发展	7
1.2.1 酒店业务	7
1.2.2 餐饮业务	9
1.2.3 零售业务	9
1.2.4 支付与税控业务	10
1.2.5 分销与数据业务	11
1.2.6 打印机、耗材及配件业务	11
1.2.7 旅游休闲系统	11
1.3 公司进行第 4 轮转型，探索更大的盈利空间	11
1.3.1 转型带来新的盈利模式	11
1.3.2 平台化	13
1.3.3 国际化	16
2. 公司与阿里进行战略合作	16
2.1 双方合作历程	16
2.2 双方酒店领域合作	17
2.3 双方新零售领域合作	18
3. 云端化为酒店与餐饮业务增添新动力	19
3.1 酒店与餐饮业概况	19
3.1.1 酒店行业	19
3.1.2 餐饮行业	21
3.1.3 酒店与餐饮业亟需技术升级	22
3.2 PMS 行业格局	22
3.2.1 国内高星级国际酒店市场	22
3.2.2 本地化酒店市场	22
3.2.3 国际市场	25
3.2.4 云 PMS 的发展趋势	25
3.3 公司在 SaaS 领域的布局与发展	27
3.3.1 公司对 SaaS 的精准判断	27
3.3.2 公司在 SaaS 的布局	28
3.4 公司在 SaaS 领域的前景	31
3.4.1 总的来看前景一片光明	31
3.4.2 具体来看公司有望在全新领域赶超 Oracle	32
3.4.3 云 PMS 有望将酒店业务营收扩大 10 倍	32
4. 搭上新零售快车，线下流水额创造巨大盈利空间	33
4.1 新零售是零售行业的新阶段	33
4.2 新零售助推传统零售和支付业务增长	34

4.3 阿里携手石基，释放线下流水价值	34
4.4 新零售下，公司线下交易额估算	35
5. 研究结论	36
6. 投资评级	36
7. 风险提示	36
相关报告汇总	38

插图目录

图 1：公司营业收入与归母净利润（亿元）	5
图 2：2018 年公司毛利结构	5
图 3：公司主要业务	5
图 4：公司 2018 年各业务收入占比	6
图 5：公司各业务毛利率	6
图 6：公司的并购发展史（以信息披露日和首次收购日为标准）	7
图 7：公司转型方向	12
图 8：2017 年五星级酒店餐饮收入占比	15
图 9：国内近五年旅游总收入	19
图 10：国内近五年旅游总人次	19
图 11：全国中高档酒店签约数量	20
图 12：国内酒店业景气指数	20
图 13：2014 年以来酒店业部分收购案例	20
图 14：2017 年我国各星级酒店数量	21
图 15：消费市场与餐饮市场增速对比	21
图 16：2013-2017 年我国餐饮收入	21
图 17：云转型的 3 个层次及其 2018 年创收情况	27
图 18：全球 SaaS 市场规模	28
图 19：我国 SaaS 市场规模	28
图 20：西软云 XMS 界面	29
图 21：StaynTouch 移动端前台界面	30
图 22：RR 酒店声誉管理产品功能	31
图 23：全球 TOP50 与 300 客房数之比	33
图 24：2017 年 TOP300 酒店平均客房数（间）	33
图 25：截止 2017 年，公司零售板块市场占有率	34
图 26：新零售下的阿里阵营和腾讯阵营	35
图 27：预定平台流量（万间夜）	35
图 28：微信支付支付宝支付业务交易总金额（亿元）	35

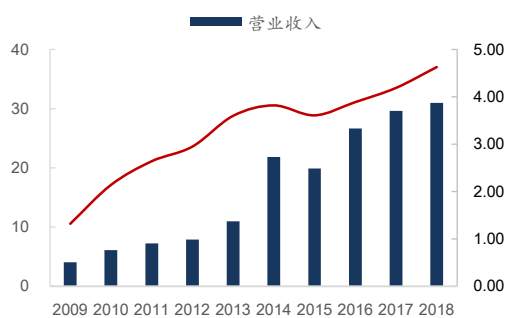
图 29：富基与长益的客户数之和及其变化（个）	36
图 30：思迅的用户数及其变化（万个）	36

1. 多领域信息系统管理龙头再度转型

1.1 公司是多领域信息管理系统龙头

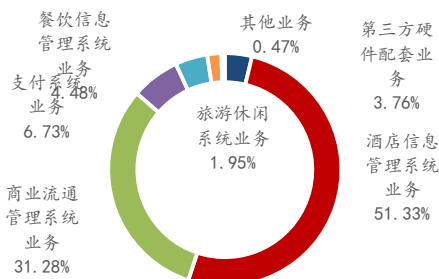
公司是国内酒店和零售信息管理系统龙头和餐饮领域的领军企业。截止 2018 年，公司拥有 6 万酒店客户、20 万餐饮客户和 40 多万零售客户，并且在中国星级酒店信息管理系统和国内高档或者规模以上市场占有率均超过 60%。；此外，公司还涉及支付系统、旅游休闲系统和配套硬件销售等业务。2018 年公司实现营收和归母净利 30.98 和 4.63 亿元，同比增长约 4.60%和 10.61%；公司的毛利主要来源于酒店信息管理系统和商业流通管理系统（主要是零售），分别占比约 51.33%和 31.28%。

图 1：公司营业收入与归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：2018 年公司毛利结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

石基信息成立于 1998 年，经过近 20 年的发展，目前石基已成为中国酒店信息系统专业服务的领导者，同时逐步扩张至餐饮与零售业领域，成为这些行业主要信息系统服务商之一。在酒店领域，公司目前在高端酒店软件服务市场处于绝对领先地位，国际高端酒店市占率 90%左右，酒店客类客户总数超过 1.3 万家；在餐饮领域，公司也处于明显优势地位，中高端、连锁餐饮客户总数超过 1 万家，标准化餐饮用户约 20 万家；在零售领域，公司客户总量约 40 万家，其中全国百强零售客户占比超过 60%。石基在酒店、零售的客户占据中国高档或规模以上客户的 60%至 70%左右的市场份额，并在中国餐饮市场居相对领先地位。2018 年公司酒店餐饮零售客户的年度营业额约为 5 万亿元。同时公司通过收购的方式，将自身业务扩展至软件支付、税控、硬件配套和旅游休闲信息系统业务。未来公司将继续加大研发及海外投资力度，整合零售信息管理系统行业子公司业务，巩固和拓展在信息系统行业的优势地位。

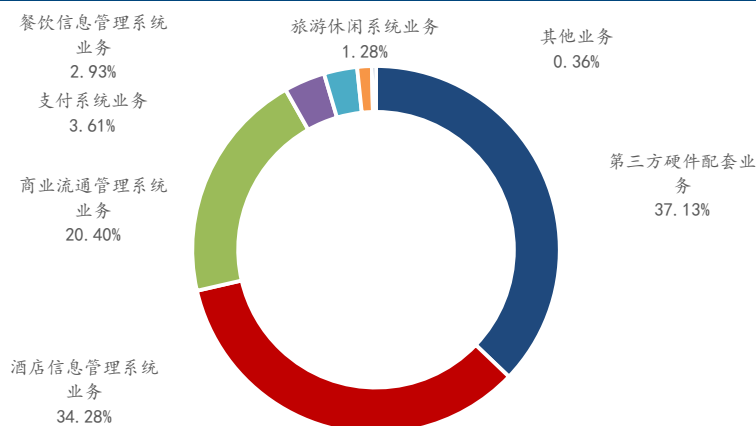
图 3：公司主要业务



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司通过对国内酒店产业链、海外酒店行业相关公司的投资收购，不断扩大收入来源，各条业务线有序发展。目前公司的主营业务包括酒店信息系统及咨询业务、餐饮及零售信息系统业务、分销与数据业务、支付与税控系统业务、硬件配套业务以及旅游休闲信息服务系统业务。从营收角度来看，第三方硬件配套业务、酒店信息管理系统业务以及商业流通管理系统业务是公司主要收入来源，占 2018 年公司收入的比例分别为 37%、34%、20%。

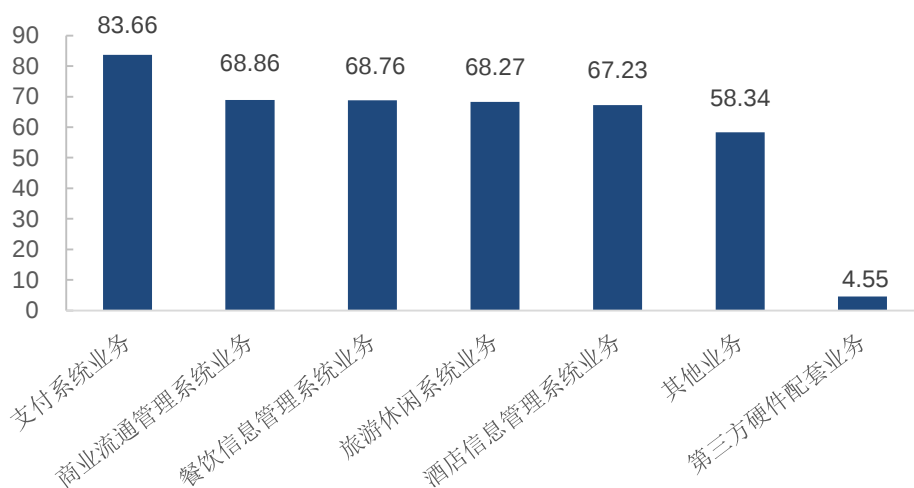
图 4：公司 2018 年各业务收入占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

从利润的角度来看，第三方硬件业务的毛利率水平仅为 4.55%，对利润贡献有限。公司支付系统，商业流通管理系统、餐饮信息管理系统均为高毛利业务，毛利率水平分别达到 83.66%、68.86%和 68.76%。其中酒店信息管理系统和商业流通管理系统为公司毛利的主要来源，2018 年毛利润分别为 7.14 亿元和 4.35 亿元。

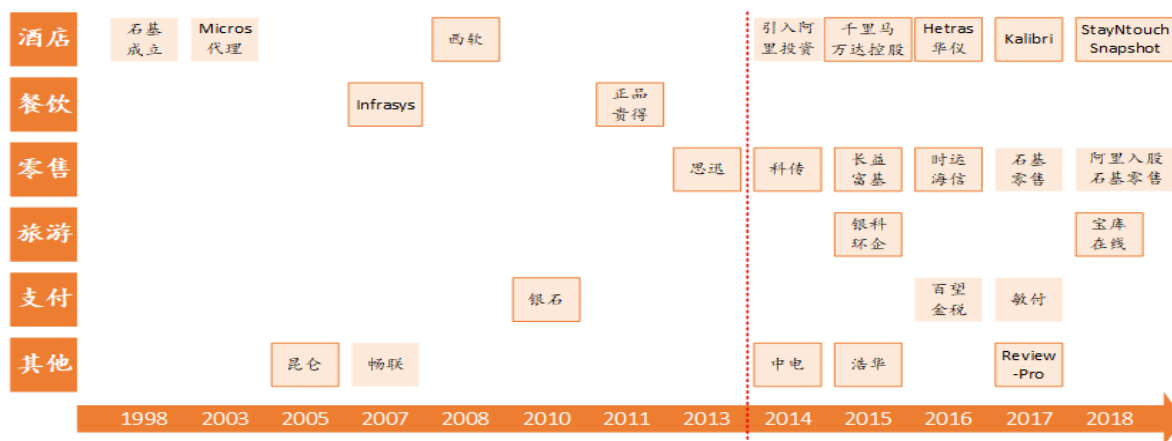
图 5：公司各业务毛利率



资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2 公司通过并购快速发展

图 6：公司的并购发展史（以信息披露日和首次收购日为标准）



资料来源：公司公告，公司官网，Wind 中国企业库，东兴证券研究所

注：有边框的为对外并购；Snapshot 和 StayNtouch 从 2015 年开始收购，2018 年全权收购

1.2.1 酒店业务

“石基”系列公司包括北京石基、上海石基、北海石基，这三家公司均为公司设立的全资子公司。公司与这三家全资子公司一起开展完全国际化经营与管理的高星级酒店的信息系统业务，2009 年，公司全面整合了前台预定管理系统、酒店餐饮信息系统、酒店后台管理系统以及其他管理系统（LPS、CRM 等），使公司的各类产品融合成为一个功能完整覆盖、技术全面领先的石基数字饭店整体解决方案（IP Hotel）；目前石基数字饭店（酒店）信息管理系统平台（IP Hotel）已经成为国内最主要的酒店信息管理系统全面解决方案，其中含有支持多物业、多语言、多货币处理的、全面满足国际化专业酒店管理需求的基于公有云的纯 SAAS 收费方式的酒店前台管理系统 Cambridge 和 Infrasys Cloud 餐饮管理系统，公司代理的 ORACLE OPERA 酒店前台管理系统和 SIMPHONY 餐饮管理系统，公司专门针对酒店业开发的石基酒店财务管理系统 Shiji AC、采购/仓库/成本控制系统 Shiji PICC、人力资源系统 Shiji HRMS、独立运营的石基在线酒店预订交易处理平台 CHINAONLINE（畅联）等。

石基昆仑：石基昆仑为公司控股子公司，成立于 2005 年，目前公司持有石基昆仑 82.40% 的股权。石基昆仑的主要业务开发和实施酒店 CRM（客户关系管理系统）、LPS（会员积分和管理系统）和 CRS（集团酒店中央预订系统），配合石基数字酒店信息系统。

杭州西软：公司的全资子公司杭州西软成立于 2001 年，主要从事酒店信息系统软件的开发销售，拥有针对不同档次酒店用户需求的较为完整的产品序列。为进一步完善公司的产品和业务结构，扩大市场占有率，充实公司已有的从高星级到较低星级直至经济型连锁酒店完整客户群体，公司在 2006 年开启对西软进行收购进程，目前公司持有杭州西软 100% 的股权。多年来，西软持续专业于国内中高档酒店的信息系统软件市场，2018 年新增酒店客户 655 家，累计用户数量达到 7483 家，是国内单体酒店客户数量最多的公司，继续保持市场领先地位。同时西软围绕酒店数字化转型推出数字签名、一点通、移动 SC 等移动产品，云化 XMS 产品线成功完成迭代。西软云 PMS 在国内的成功经验将为公司快速全面转向下一代云系统积累丰富的经验和技術。

浩华：浩华管理顾问有限公司致力于为酒店及休闲旅游业提供专业顾问服务，能够为酒店提供整体咨询解决方案，其方案涵盖酒店从初始规划到开发、资产管理、操作建议以及酒店事务、财务重组等各个方面，覆盖酒店完整的生命周期。2015年，公司收购浩华75%的股权，浩华是世界最大的酒店咨询服务品牌，至今已为亚太区1000多个酒店和旅游业项目提供开发到运营各阶段的顾问服务。2018年，浩华成功实施约180个项目，其中30%来自除中国外其他亚太国家客户。未来，浩华将基于在酒店及旅游业项目开发、资产管理和投资等领域的专业优势，结合公司在酒店、餐饮及旅游信息系统上的技术优势和市场优势，为酒店及旅游项目提供更加精准的更有价值的咨询服务，帮助客户成功转型，实现资产保值增值。

广州万迅：广州万迅成立于1992年，是公司的全资子公司。广州万迅自成立以来主要从事软件开发等项目，一直专注为酒店餐饮娱乐行业提供全方位的信息管理解决方案，是国内较为知名的酒店管理软件供应商，拥有超过20年酒店餐饮行业IT管理系统开发和服务经验。公司自主研发的千里马酒店管理软件为国内著名的酒店管理软件品牌。公司2015年收购万达控股100%股权，间接持有了广州万迅100%的股权。目前广州万迅不断地加强云产品的研发及拓展，已经成功开发出基于云技术的iCRM和iPMS系统，系统全部采用云租用或统一千里马云平台部署实施；同时投入资源在“大型园区管理方案”及“餐饮集团信息管理方案”方面进行开发。2018年广州万迅新增酒店客户180家，累计酒店客户总数达到4014家。

航信华仪：航信华仪成立于1987年，是公司的全资子公司。航信华仪是国内首家从事酒店管理软件开发和经营的专业公司，公司在2016年收购航信华仪100%股权。航信华仪拥有满足本土酒店需求的以“华仪”为品牌的全套酒店信息管理系统，截至2017年在维酒店用户总数达到779家。未来航信华仪将参与与西软主导研发的各系列云产品的推广及实施以丰富现有产品线，广泛与各种其他酒店厂商合作，将目前酒店关心的各种智能化体验融合，如自助入住、人脸识别、智能客房相关设备、人工智能相关应用等。

SnapShot：SnapShot主要从事数据平台的技术分析、酒店商业策略等线上线下技术培训及酒店需求管理的咨询服务三大业务。公司在2015年开始投资SnapShot，并在2018年完成收购SnapShot 100%股权。SnapShot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。截至2018年，Snapshot为欧亚5000余家酒店提供数据分析服务，并与45家公司达成PMS数据合作。

StayNTouch：StayNtouch成立于2013年，主要为高端酒店以及中小酒店客户开发基于移动端的云PMS产品。公司在2015年开始投资StayNTouch，并在2018年完成收购StayNTouch 100%股权，目前StayNTouch已经成为公司的全资子公司。StayNTouch是一家SaaS移动酒店物业管理系统公司，致力于帮助酒店提高服务水平，增加收入，降低成本，并最终改变酒店吸引客人的方式。StayNTouch的云PMS产品可以在平板电脑和智能手机上运行，彻底改变了酒店工作人员与客人的联系方式，提供客人所需的个性化服务水平，使酒店与客人建立长久的关系。目前StayNTouch的解决方案已经为全球超过99,000间客房提供服务，酒店客户总数累计达429家，大大简化了酒店的运营并增加利润。

Hetras：Hetras是一家位于德国的专业从事基于云的酒店信息管理系统开发与销售的公司。公司在2016年开始进行收购Hetras的进程，目前已经成为公司的全资子公司，同时将Hetras更名为石基德国。Hetras基于云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；同时 Hetras 的自动化流程 and 数据分析能力将提高酒店服务水平，为酒店提供先进的营销策略。目前 Hetras 的云 PMS 产品已经部署在 140 余家酒店，并计划未来将现有产品客户逐步迁移至公司的新 PMS 产品上。

Review Rank S.A.: Review Rank S.A. 是一家酒店一站式客户管理平台提供商，为酒店、餐厅、业务咨询顾问、酒店投资者等目标客户群提供网上声誉管理、客户满意度调查、餐饮声誉管理、营收管理及社交媒体、收费分析及技术人员支援等服务，确保客户能快速有效进行反馈。公司在 2017 年开始进行收购 Review Rank S.A. 的进程，目前公司持有 Review Rank S.A. 公司 79.47% 左右的股份。Review Rank 的全球评价指数（GRI）是作为行业标准的在线信誉指数，基于从 175 个以上的 OTA 和 45 种以上语种的评价网站搜集的评价数据，其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，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。2018 年，Review Rank 酒店客户累计总数约 51000 家，遍布超过 150 个国家。

Kalibri: Kalibri 基于酒店大数据，主要为酒店客户提供评估和预测酒店收入绩效的服务，公司在 2018 年收购 Kalibri 36.7% 的股份。自 2012 年以来，代表 100 多个品牌的主要酒店公司向 Kalibri 提供数据。目前 Kalibri 数据库包含客户账单记录、销售成本和商业信息，3 年来获得了超过 31000 家酒店的数据。Kalibri 是酒店行业内第一家通过用户可以轻松掌握和访问的指标，帮助客户获取成本透明度。Kalibri 的技术平台使酒店能够确定酒店的最佳业务组合并管理资源以实现这一目标。结合 Airbnb 和消费者评估数据等关键外部数据流，Kalibri 进一步为酒店呈现了市场需求，帮助酒店改善经营业绩。

1.2.2 餐饮业务

Infrasys: Infrasys 是专门从事餐饮业信息管理系统开发和服务的软件公司，累计服务高星级酒店餐饮客户 1500 多家，社会餐饮客户 5200 多家。公司在 2007 年、2011 年分别收购 Infrasys 70%、30% 的股份，目前 Infrasys 已经成为公司的全资子公司。2017 年，Infrasys 大力推广云平台 POS 系统“Infrasys Cloud”及 Xpos 快速支付系统。云平台 POS 系统“Infrasys Cloud”经过多家全球知名国际酒店集团的严格测试与评标认证为其下一代云餐饮管理系统，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，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能。2018 年 Infrasys 云平台 POS 系统“Infrasys Cloud”逐步成熟，新增酒店用户 122 家，酒楼用户 106 家，已经成为全球领先的云餐饮系统。

正品贵德: 正品贵德是一家专门开展中高端、连锁餐饮行业的信息系统业务的公司。2011 年，公司收购正品贵德 70% 的股权。目前，正品贵德主要从事餐饮信息系统的研发及销售，拥有连锁餐饮、大型中餐餐饮、西餐咖啡厅、酒店、会所等众多业态信息化管理软件系列产品。2018 年正品贵德新增客户 830 家，客户总数超过 11000 家。正品贵德研发推出的 SaaS 版 G10 餐饮供应链已面市，为中大型连锁餐饮企业提供餐饮管理系统和连锁管理系统，为客户提供用单点到连锁的流程管理、总部集中管控和供应链管理，在连锁餐饮信息服务领域处于领先地位。

1.2.3 零售业务

万国思迅: 公司 2013 年 12 月收购万国思迅 75% 股权。思迅软件长期致力于零售流通业、商业自动化与餐饮行业信息化技术的开发与推广应用，基于大数据，人脸识别等技术，推出了人脸识别、刷脸支付、自助收银、扫码购、会员营销等收银管理方式，旗下产品包括思迅，美食家，eshp 以及天店 SAAS 平

台。2018 年思迅新增客户 8.3 万家，累计客户数近 60 万家，营业收入达 2.2 亿元，同比增长 49%。

科传股份：公司 2014 年 12 月收购科传控股 30% 股权。科传股份是一家全渠道零售服务解决方案提供商。旗下零售通产品以智能管理平台为核心，可无缝对接商业 POS、ERP、CRM、移动支付、社交媒体、APPs、电商平台、多媒体导购、客流量分析系统、第三方系统等，结合大数据分析与应用，帮助购物中心、品牌连锁、百货商场、批发加盟等多个零售领域企业彻底贯通所有渠道，形成前端与后台，线上线下服务完整连接的零售全渠道营销体系。

长益科技：公司 2015 年 3 月收购长益科技 100% 股权。长益处业务涉及零售、分销与现代物流、电子商务等流通业各个领域，旗下的商友系统包括 ERP 系统、CRM 系统、物流系统、供应链系统、POS 系统、商业智能系统等全方位解决方案，客户分布在全国各个地区的超过 50 家上市公司和累计超过 1000 家中外大型流通企业，实现为流通零售业的信息化提供战略规划、管理咨询、优质的应用软件系统、移动计算和互联网技术、IT 系统设计和系统集成、全员培训、系统维护及一流高品质专业化整体服务。

eFuture：公司 2015 年 11 月收购 eFuture 50.51 的股权，2017 年 1 月完成对 eFuture 的私有化。eFuture 为中国零售行业提供软件和解决方案，通过自主品牌软件研发和代理国际品牌软件业务，为中国零售客户提供优质服务，根据中国连锁经营协会出具的中国零售连锁百强名单，eFuture 客户覆盖率达 42%，客户群体已经包括中国宝洁、百事、欧莱雅、GUCCI 等在内的全球企业及苏宁电器、华润万家等大型商超。截止 2018 年，公司新增客户 58 家，累计客户数达 781 家。eFuture 公司是中国快速增长的消费品及零售行业软件和解决方案提供商、移动互联网业务的推动者，其为中国及国际 1000 多家消费品牌和零售企业（包括多家世界 500 强客户和近 40 家中国百强零售商）提供全渠道解决方案、移动社交购物和本地服务。

上海时运：2016 年 3 月，公司实现控股上海时运 75% 股权。上海时运的核心业务包括外资项目（Oracle 公司 Xstore 产品亚太地区实施及服务），以及内资项目（自主研发的商业零售管理系统），拥有完全自主研发的商业零售管理系统，包括：总部管理系统、物流配送管理系统、生鲜加工管理系统、供应链管理系统、会员管理系统、门店管理系统、POS 管理系统、巡店 APP 管理系统、移动支付平台、BI 商业智能数据分析系统。

广州合光：2018 年 4 月，公司收购广州合光 100% 股权。随着移动互联网，物联网的发展，合光开启新一代云化零售信息系统的研发工作，为零售商、供应商提供了一系列基于新零售、云架构设计的行业应用软件、业务咨询和大数据分析。

1.2.4 支付与税控业务

南京银石：公司 2010 年 7 月收购南京银石 100% 股权。南京银石主要开发支付领域 POS 系统、支付转接平台和增值服务系统，目前已经完成从定制化开发到标准化产品开发的转变，已经成功研发了石基支付平台，未来的研发方向将向线上支付、支付宝微信渠道的 H5 支付和 APP 支付转变。南京银石客户涵盖酒店，餐饮，百货零售，旅游景区等行业，累计客户数达 43751 家。

百望金税：百望金税是由石基信息与百望股份有限公司共同出资于 2016 年 5 月成立的合资公司，公司

持有百望金税 60%股份。百望金税是国家信息安全工程技术研究中心“营改增”税制改革项目的对外统一品牌，致力于为酒店、餐饮、零售等生活服务领域客户提供营改增所需税控服务器等软硬件产品研发、生产、销售及互联网相关服务。

1.2.5 分销与数据业务

石基商用：2016 年 10 月，公司设立全资子公司石基商用，专注于零售业供应链管理解决方案。石基商用从零售商获取数据并提供给供应商，实现供应商针对零售端热销产品相应地调整供应链。石基商用下属全资子公司商用星联的产品“零供宝”推行“大数据+云平台+移动互联网”的概念，在原有单据查询的基础上，打通 ERP 渠道，实现了供货商与商超联合共建，在商品、导购、监控、发票、装修等多个领域为客户提供全套的解决方案。

1.2.6 打印机、耗材及配件业务

中电器件：公司在 2014 年以并购重组的形式收购中电器件 45%的股权，目前中电器件已经成为公司的全资子公司。中电器件是一家从事餐饮、零售业硬件销售的分销商，主要销售产品包括扫描枪、条码打印机，移动终端设备等。目前中电器件与思迅软件等公司其他为餐饮零售业中低端市场提供软件服务的子公司互相配合，将软硬件协同销售，重复发挥客户协同效应。

1.2.7 旅游休闲系统

银科环企：公司 2015 年 4 月收购银科环企 20%股权，目前公司持有银科环企 84.83%的股权。银科环企专注为主题公园、休闲度假区及旅游景点提供信息化服务，主要客户集中在中国和东南亚市场。银科环企旗下业务包括智慧旅游目的地业务管理平台、智慧旅游目的地运营管控平台、智慧旅游目的地营销管理平台、智慧旅游目的地聚合支付管理平台以及智慧旅游目的地服务等系列产品，主要市场集中在中国及东南亚等亚洲区域，并正在积极研发 SAAS 平台，力争尽快通过云化方式为客户提供服务。截止 2018 年，银科环企累计客户数量 346 个，在主题公园项目市占率超过 50%，集团化大型项目市占率约 80%。

宝库在线：公司 2018 年 6 月收购宝库在线 85%股权。宝库在线是国航、深航、海航、川航、山航等航空公司的客户关系管理系统、企业客户销售系统开发商，其差旅管理平台一端连接企业客户，向企业提供差旅费用控制、流程管理、差旅供应链管理、交易平台、结算报销等功能及服务，另一端连接差旅供应商，包括航空公司、酒店集团、火车票供应商、租车公司、金融保险、商旅管理公司、在线旅行社等，帮助其通过宝库的平台向企业客户提供产品及服务。宝库基于云端的 SaaS 系统通过对企业差旅数据的深度挖掘和智能分析，帮助企业优化差旅制度和决策，解决供应商管理效率低下的问题。截止 2018 年底，宝库在线累计客户达到 310 家，包括平安集团，建设银行，搜狐集团，联想控股等。

1.3 公司进行第 4 轮转型，探索更大的盈利空间

1.3.1 转型带来新的盈利模式

自公司成立以来，石基经历过三次成功转型。目前，石基正启动第四次转型，致力于成为一家数据驱动的大消费行业应用服务平台运营商。石基正推出数据、IT 解决方案和咨询等平台化服务。同时，石基也

放眼全球，研发全球领先的产品和技术，加快全球化发展进程。

第一阶段（1998-2000）：网络系统集成商

1998 年，李仲初敏锐发现我国高端酒店的信息系统严重依赖国外公司的技术服务，国外厂商提供的服务价格昂贵且响应不及时。李仲初果断辞去国有企业稳定公司，下海创业，成立石基信息有限公司。公司在这一时期主要从事高端酒店网络系统集成，公司先后帮助 100 家高端酒店实现网络系统集成。

第二阶段（2001-2003）：酒店系统技术服务商

公司在这一阶段除了继续开发新的客户之外，主要从事为已有客户的酒店信息系统进行升级维护服务，于此同时，公司也在积极寻找机会进入软件服务领域

第三阶段（2003-2014）：软件服务商

2003 年公司借助非典机会，成功独家代理了 MICROS 公司在中国的软件业务，随着 2004 年中国高端酒店行业复苏，公司将 MICROS 的软件系统和自主开发的软件系统结合起来，一举实现了由系统服务商向软件供应商的转型。

第四阶段（2014-至今）：大消费行业应用服务平台

公司的前三次转型都十分成功，目前正处于第四次转型阶段，公司主要从平台化和国际化两个方面，打造一家数据驱动的大消费行业应用服务平台运营商。

图 7：公司转型方向



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

第 4 轮转型是指公司实施“国际化+平台化”战略，向应用服务平台运营商转型。第 4 轮转型的意义在于：发展新的盈利模式，打破盈利空间天花板。

国际化和平台化均能够带来新的盈利模式。1) 国际化（系统云端化）：定时根据时间和房间数收取 SAAS

订阅费；2）预订平台：前期；2）支付平台：针对银行（旧），仍然按照传统方式收费；针对第三方（新），则按照交易金额的一定比例提成；3）预订平台：前期按照间夜数收费；与阿里合作之后，也按照交易金额的一定比例提成。与传统模式相比，新的盈利模式更具有持续性，同时拥有巨额的收费基础（交易金融）。因此，我们认为新的盈利模式将打破传统的盈利空间天花板。

1.3.2 平台化

平台化：在公司第四次转型的战略中，平台化是其中重要一环。由于公司软件在酒店行业的较高占有率，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、银行及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。公司的平台化战略就包括了预订（分销）平台与支付平台。预订平台是基于公司独立研发的畅联酒店分销在线处理系统，专注于酒店业与分销渠道之间的 Switch 直连业务，为酒店的前台系统与分销预定渠道之间搭建实时、自动的信息交互、订单交易平台。支付平台是基于公司全资子公司南京银石的收单一体化技术独立研发的石基支付平台，可以将全部使用公司信息管理系统用户系统与任何支付中心进行直连对接，能够覆盖多种支付手段，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。

直连已经成为酒店预订行业的趋势与必然，移动互联网的发展和普及使得酒店预订中即时信息交互的需求越来越迫切，酒店直连预订的市场空间将越来越大。而公司支付平台与预订平台的逻辑相同，由于网络将整个物理世界连成一体，对信息的即时交互提出了更高要求。因此公司将传统网络传递的信息通过直连连接起来，帮助实现信息的即时交互，并确保网络具有更高的安全性。未来公司将通过不断完善新一代云平台的酒店、餐饮信息系统，带动预订平台和支付平台交易流量实现良性增长。

预定平台：

直连预订与传统人工预订区别：传统的酒店客房分销预订方式过程是，用户通过 OTA 预订酒店客房后，OTA 需要将订单通过传真、电话、邮件等人工交互方式向酒店进行确认。采用直连技术预订后，预订系统与酒店的前台管理系统相互直连，用户通过 OTA 产生的预订数据将直接写入到酒店信息管理系统之中，实现 OTA 与酒店之间的信息和订单的传输全部由系统自动完成。

直连预订的优势：对于用户端来说，直连减少了价格及房态信息不对称的情况，真正意义上实现了预订的即时确认，极大程度的提高了用户体验。对于 OTA 渠道商来说，直连降低了订单确认过程中人为错误的可能性；节省大量人力成本，提高工作效率。对于酒店端来说，直连简化酒店渠道管理流程，节约了酒店信息维护的成本；为酒店提供更加广泛的“直销”平台，酒店能够随时并统一发布实时房价、房态、库存，对其客房有自主定价权，提高分销管理能力和效率。因此直连技术形成了三方共赢的局面，相对目前我国酒店的管理系统建设滞后导致酒店预订主要依靠人工参与完成，未来直连应用仍存在巨大发展空间。

公司预订平台的规模：公司直连预订的收入规模取决于公司直连的酒店的数量以及渠道商的数量，根本在于公司的有效直连产量。公司的预订平台面向的是部分全球和本地客户，截至 2018 年公司直连的 OTA 渠道商 170 个左右，直连酒店增加到约 2.3 万家。近年来，公司直连预订的流量呈良好的上升趋势。2016

年畅联有效直连产量约 390 万间夜，比 2015 年同期的产量约 250 万间夜同比增长约 56%；2017 年实现 524 万间夜，比 2016 年同期产量同比增长 34%；2018 年畅联有效直连产量超过 683 万间夜，同比增长 30%。

公司预订平台的未来发展空间：一方面，移动互联网的发展和普及将强化直连需求。移动互联网时代人们更改旅行计划将更为容易，越来越多的用户放弃了提前预定，而是在住宿需求确定后才开始预订房间，这就要求旅客的订单必须迅速得到确认，必将推动直连的发展；同时移动互联网用户对体验的要求更为苛刻，希望从离家出发到旅行归来的整个旅程包括从航班选位、入住酒店的所有过程（包括预定、选房、入住、支付、离店优惠券等）、本地交通预订与安排、订餐、购物和休闲娱乐等都能在手机或手机的帮助下完成，满足其需求的唯一方式是实现整个消费行业信息系统的平台化并实现自动直连。另一方面，公司相对中立的技术服务商的定位，保证公司直连预订流量的稳定增长。目前，国内的 OTA 渠道商阿里和携程这两大阵营为主。公司早在 2014 年引入阿里巴巴的战略投资起，就与阿里在酒店领域展开深度合作。但公司的预订平台迟迟未能打通与携程的直连，这一局面直到 2016 年公司与携程控股的众荟合作才正式发生改变。2018 年，公司与众荟的战略合作进一步深化，在国内酒店直连项目稳增的同时，完成了包括温德姆集团全球酒店在内多个海外重点直连项目。

与携程在酒店直连的合作：2016 年 10 众荟与石基达成战略合作的共识，双方将在包括直连业务、PMS/CRS、收益管理系统、税控系统以及支付网关等方面展开全面合作。其中在直连业务领域，双方将对接彼此平台。这一合作，使得国内高端酒店从渠道到酒店的通路全线贯通。众荟和石基的系统连接无疑会加强石基对携程的连通。一方面，公司通过携程的分销体系增强自身的渠道能力，对吸引酒店客户有帮助。相比公司在中高端酒店的较大优势，众荟在中低端酒店领域也有一定优势，双方合作可以帮助公司现有客户打开渠道，并且能吸引更多类型不同档次的酒店，扩大直连等用户基数，增强竞争优势。

支付平台：

公司传统支付解决方案：公司作为酒店信息管理系统解决方案提供商，为酒店用户提供全面领先的整体解决方案（IP Hotel）。IP Hotel 不仅包含最基本的前台管理系统、酒店餐饮信息系统、酒店后台管理系统，同时也包括了银行卡收单一体化系统（PGS）等其他模块。公司的 PGS 系统能够直接把商户的收单与银行的系统对接，客人在刷卡支付完成后，前台管理系统将自动确认收款。PGS 系统一方面缩短了通讯时间，简化了企业收单的流程；另一方面能够为商户提供 PMS 自动平账以及生成统计报表等新功能，提高企业的管理效率。酒店在使用公司的 PGS 系统后，不再需要在每日结算时通过人工核对每笔银行系统与前台系统的收单金额是否一致，省去与银行逐笔对账的繁琐工序，大量的减少了人工成本。

公司支付平台：支付平台是公司全资子公司南京银石独立研发的石基支付平台，可以将全部使用公司信息管理系统用户系统与任何支付中心进行直连对接，能够覆盖多种支付手段，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。支付平台的核心在于公司在酒店、餐饮、零售信息系统业务领域取得的行业优势地位，公司能够在餐饮零售行业复制酒店业的直连支付模式，同时移动互联网的发展也将推动公司直连支付模式的扩展。

近几年公司整合了集团内支付业务板块，将公司传统的 PGS 业务也合并到南京银石，顺应了大消费时代的行业发展趋势，利用公司在酒店餐饮零售行业的资源，可以最大限度的发挥公司优势。同时，为了

保证公司支付系统的稳定运行，在 2016 年公司完成将支付平台迁移到阿里云的优化工作。支付平台迁移之后性能提高并能够弹性扩展，迁移之前平台平台的商户容量 1 万家，每秒可以处理交易 200 笔；迁移之后支付平台的商户容量 30 万家，每秒可以处理交易 5000 笔。基于云端的平台也采用了负载均衡技术以提高稳定性和链接速度，将推动所有集团旗下的子公司都通过公司支付平台受理第三方支付交易。

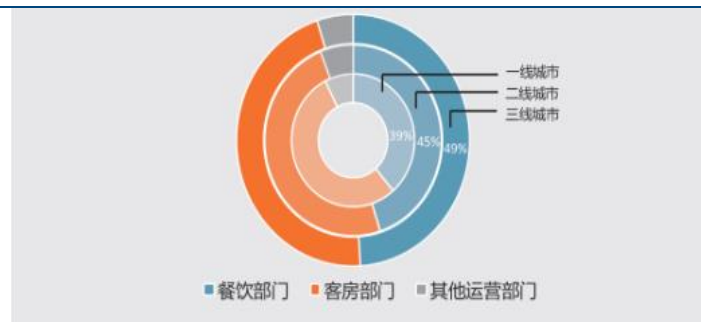
公司支付平台交易额：一方面，公司传统的 PGS 业务收入在稳步增长，收入规模直接与 PGS 业务开通的酒店及银行数量有关。银行端，目前工农中建交等主要收单银行在进入高星级酒店业基本上全部使用了公司的直连清算通道。酒店端，2016 年，南京银石 PGS 业务新开通酒店 129 家，酒店用户合计 1060 家；2017 年，PGS 业务新开通酒店 106 家，酒店用户合计 1165 家；2018 年，PGS 业务新开通酒店 121 家，酒店用户合计 1333 家。目前，公司 PGS 业务的收入规模已超过 1 亿元，对比公司上万的酒店客户数量，未来开通公司 PGS 业务的酒店数量将可以保持稳定增长的态势，公司 PGS 业务的收入规模也将有持续提升的空间。

另一方面，由于公司从 2016 年才开始涉足支付平台与第三方支付机构的直连业务，目前还处于初级阶段。2016 年公司支付平台与第三方支付机构（支付宝、微信）直连的支付业务交易总金额达到 160 亿元，2017 年达到 500 亿元。2018 年已经超过 1100 亿元，同比增长 126%，继续保持了高速增长态势。其中零售行业占较大比重，因为社会零售行业本身的交易规模庞大。2018 年公司全部客户（酒店餐饮零售客户）的年度营业额约为 5 万亿元。随着公司对规模化零售板块业务进行了全面整合，未来公司支付平台与第三方支付机构的交易量依然具备庞大的放量空间。

酒店行业支付的空间：未来的空间来自于两方面，一是随着 PGS 业务新开通酒店数量的增加，酒店房费的支付规模在不断提升；二是，随着酒店餐饮在酒店收入占比增加，公司通过为酒店开发更加方便快捷的支付方案，通过直连公司的支付平台扩大收入。目前尽管二、三线城市五星级酒店市场在房价深度上与一线城市存在巨大落差，但在餐饮消费能力方面与一线城市的差距明显缩小。酒店餐饮收入对于酒店尤其是五星级酒店来说显得越发重要。移动互联网时代下，对于在酒店就餐的个人消费者来说，第三方移动支付已经成为主流的选择。公司全资子公司 Infrasy 的新一代 Xpos 多用途快速支付系统

不仅可以在酒店快速部署，更实现了在消费者面前打印账单、刷银行卡支付、微信扫码支付、支付宝扫码支付、收银系统自动结账等丰富的功能，充分满足了酒店及消费者的各种需求。未来公司酒店餐饮的支付收入将成为公司在酒店业支付领域中新的增长点。

图 8：2017 年五星级酒店餐饮收入占比



资料来源：CHAT, 东兴证券研究所

社会餐饮零售行业支付的空间：近年来，我国餐饮零售销售额随着我国宏观经济稳步发展、大众消费持续增强、餐饮零售的供给直连不断提升下稳健增长。随着我国人民收入提高和中等收入人群规模扩大，餐饮零售的消费结构加快向多样化、特色化、品质化升级，未来将在扩内需、促销费、稳增长、惠民生方面作用强劲，餐饮零售业将继续呈现稳步增长态势。

公司在餐饮行业的支付领域已经同微信、支付宝建立了密切的合作。公司的子公司 Infrasy 与腾讯合作利用微信平台为社会餐饮及酒店集团餐饮用户开通成功了从餐位预订、预点菜、到店拉单、电子账单推送、微信支付、外卖以及会员注册、会员积分、消费券管理等功能的 O2O 业务闭环，提升了餐厅的营销能力，大大降低了餐厅运营成本。对于餐厅来说，通过公司的直连技术将餐厅管理系统与微信进行连接，客人通过微信支付后，可以直接将付款成功的指令输入餐厅管理系统，大大提高餐厅的效率。而公司同阿里的合作，也是基于 Infrasy，除了实现支付宝传统的“当面付”等快捷支付功能外，也在支付宝的“服务窗”上为餐饮企业搭建了点菜、支付的环境，为广大餐饮企业提供了更多的 O2O 运营方式。另外，公司在新零售领域同阿里的合作也在不断深入，并加大了在聚合营销、聚合支付、全渠道业务及新门店相关产品上的研发力度，为零售业提供全新的零售综合解决方案。未来，随着公司同微信、支付宝在餐饮业支付领域的布局完成以及新零售消费的旺盛需求，公司餐饮零售业支付业务不管是交易量还是收入规模都将具备较大的发展潜力。

1.3.3 国际化

在国际化：公司借助长期高端酒店领域服务的技术和经验积累，敏锐发现酒店信息管理系统云转型带来的巨大机会，积极在全球范围布局云 PMS 业务，从海外中小酒店客突破，力求在海外顶级酒店集团实现大规模应用，实现对传统酒店信息系统厂商的替代。目前公司已经相继收购 Review Rank、Snapshot、Hetras、StayNouch 等海外从业酒店行业相关公司，业务涉及基于大数据的应用服务如声誉管理、客户需求管理以及酒店餐饮管理系统、后台系统的云化产品。公司持续加大海外投资力度，在海外多个国家和地区设立分支机构，覆盖德国，西班牙，美国，澳大利亚，日本，印度等地，海外团队规模超过 500 人。凭借海外强大的技术团队，公司已经在中低端酒店市场取得实质性突破，Hetras 在海外积累了 140 多家中小型酒店云 PMS 的客户，未来公司有望在高端酒店云化系统的招标过程中取得领先优势。

2. 公司与阿里进行战略合作

2.1 双方合作历程

双方初次合作：2014 年 3 月，为携手共同开拓酒店餐饮 O2O 市场，实现公司与阿里在资源和优势上的互补，公司与阿里决定建立全面长期的战略合作关系。此次合作的内容包括利用公司的直连技术，为酒店集团系统和阿里巴巴淘宝旅行管理系统的对接提供技术支持，以实现酒店集团系统与淘宝旅行管理系统的直连，并便于公司的酒店客户更好地开展电子商务业务；开展淘点点（口碑外卖）系统对接合作，为淘点点商户的点餐系统与淘点点的系统对接提供技术支持；开展支付宝产品渠道合作，将公司的软件系统与支付宝相关产品接口集成起来。此次与阿里的战略合作，有助力公司从软件供应商向应用服务平台运营商的战略转型，通过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。未来公司将借助阿里巴巴的线上营销能力，通过云计算、移动互联等新兴技术，使线上线下信息系统融为一体，

加速公司向旅游消费行业信息化服务平台的战略转型。

阿里战略投资公司：2014年9月，公司通过向唯一特定对象发行股份的方式引入阿里作为战略投资者。此次公司公开发行54,550,588股普通股，发行价格为人民币51.52元/股。公司通过本次非公开发行引入阿里作为战略投资者，将进一步增强公司的综合竞争力。淘宝旅行与酒店信息管理系统直连合作将促进公司畅联（预订）业务的快速发展，进一步加强畅联在行业直连中的主导地位，淘宝旅行创新的商业模式与畅联先进的直连技术结合将突显直连技术优势和公司酒店信息管理系统的市场营销价值；淘点点（口碑）与餐饮信息管理系统直连合作将有利于巩固公司在餐饮信息管理系统领域的领先地位，促进餐饮领域O2O市场的发展。

双方基于云计算的合作：2015年5月，在新一代云计算技术快速发展的新形势下，公司为了顺应技术发展与阿里云签署了战略合作协议，双方拟在云计算基础业务方面、酒店餐饮行业市场方面及共同探索的其他业务方面进行深入合作。此次合作的内容包括阿里云为公司提供相关的技术支持，共同推动公司旗下在线酒店及餐饮平台相关业务迁移上阿里云，并结合云服务特点，为公司提供优化建议，促进双方共同优化在线酒店及餐饮平台性能；双方以云计算和公司在线酒店及餐饮平台为基础，共同构建具有行业优势的面向酒店及餐饮行业的在线酒店及餐饮云平台，为酒店及餐饮行业客户提供便捷、高效的基于云的行业解决方案，推动行业的发展。此次战略合作，公司将获得阿里云先进的技术与服务支持，为客户提供性能优异的、成熟安全稳定的可以快速部署的云计算产品和服务，加快公司从软件供应商向应用服务商的转型。

共同设立未来酒店：2016年3月，公司与阿里旅行、首旅酒店集团签署共同出资设立未来酒店子公司的合同。合同约定，公司拟认缴的出资额1050万元，占未来酒店总股本的比例为21%。未来酒店成立后，三方将致力于为单体酒店和区域性连锁酒店提供整体电子商务服务，并建立以互联网为核心的未来酒店品牌联盟，提供品牌运营、技术支持、大数据联动等整体服务，和酒店同业共同打造一个面向未来的，基于互联网创新之上的服务与体验平台。未来酒店今后将依托阿里旅行丰富的线上资源、首旅酒店集团庞大的酒店体量以及公司强大的技术支持，为酒店提供急需资源并通过探索新业态促进酒店行业构建新的品牌经营模式及管理模式。

阿里入股石基零售，新零售领域双方开展深入合作：2018年2月，公司的全资子公司石基零售将38%的股权以4.86亿美元的价格转让给阿里，交易完成后阿里持有石基零售38%的股份，公司持有石基零售62%的股份。2017年公司开始对集团内部的零售信息系统板块进行整合重组，将公司旗下长益科技、北京富基、上海时运以及科传控股等由公司直接或间接持有的股权全部转由公司子公司石基零售直接或间接持有。在此次双方股权交易的同时，双方连同公司子公司思迅软件一同签署了战略合作框架协议，未来三方将在新零售领域进行深度合作，尤其是在零售云的业务上，公司及思迅软件将在云化改造和云化交付实践过程中全面加深与阿里旗下针对零售业务的一站式云服务平台的合作。

2.2 双方酒店领域合作

直连奠定了未来合作的基础：通过双方的合作，公司将酒店信息管理系统和淘宝旅行管理系统进行对接，具体包括酒店系统直连、后付预订产品开发、会员服务平台接入、账单扫码支付等四个领域，便于公司的酒店客户更好地开展电子商务业务，借助阿里的线上优势有效地帮助公司扩展酒店用户。同时，与淘

宝旅行的直连合作促进公司畅联在线分销业务的快速发展，进一步加强公司畅联业务在行业直连中的主导地位，通过淘宝旅行创新的商业模式突显了公司在技术上的优势以及酒店信息管理系统市场营销价值。

公司与淘宝的合作就是希望可以减少消费者与酒店之间的中间环节，因此不管是对于酒店还是顾客而言都能感受到切实的好处。对于酒店来说，淘宝只是提供一个平台，酒店在淘宝这个平台上开店就可以实现自主经营，即拥有对客房的自主定价权，可以让酒店的利益得到提高。对于顾客而言，可以更加了解酒店并实时掌握房间情况，并且预订后无需任何人工确认，保证有效的预定同时；顾客还可以以同等的价格体验最优质的服务，做到切实的物有所值。目前，公司与淘宝旅行已经完成了国内外众多酒店集团的直连，包括万豪、洲际等。

为酒店提供增值服务：公司作为酒店 PMS 系统的专业提供商，不论是通过不断地内部研发还是外部收购，始终保持了行业内的竞争优势，并持续以向酒店消费者提供更好地住宿体验为目标。一方面，公司与阿里共同推出“信用住”服务，消费者入住酒店不再需要押金和现金，而是凭借自身的信用即可直接入住；退房时直接归还房卡即可离店，之后支付宝自动完成扣款。另一方面，公司为酒店开发了从“未来酒店 1.0”到“未来酒店 3.0”的多种增值功能服务，为酒店实现订单直连还主要包括自助选房、自助 checkin 以及离店前提前开发票以及扫脸入住功能。

全新无人值守的未来酒店开业：2018 年 12 月，阿里全新无人值守“FlyZoo Hotel”未来酒店实体店正式开业。“FlyZoo Hotel”运用 AI 技术，从用户入住到退房都不再需要人工操作，通过刷脸的方式实现完全自助操作。“FlyZoo Hotel”使用了公司最新研发的全套酒店云解决方案，包括 CAMBRIDGE PMS 云，INFRASYS 餐饮云和石基 PICC 等酒店后台系统。“FlyZoo Hotel”的开业，代表了公司的云产品已经成熟，可以满足不同环境下的应用，在酒店云的趋势下公司的云产品将有更加广阔的应用空间。

2.3 双方新零售领域合作

新零售是未来零售业的大趋势，本质就是零售业务线上线下相结合。目前，阿里零售有线上中国最大的交易平台，而公司基于多年来积累的信息化行业的丰富客户资源和线下行业优势地位并结合在线电商在线上的客户优势，因而双方在新零售领域有广泛的合作需求。

在新零售领域，双方合作的开始还是通过直连：2014 年，阿里的口碑外卖、支付宝以及公司的餐饮系统就已经完成了直连合作，巩固了公司预订平台、支付平台的在餐饮领域的领先地位。新零售时代下，例如盒马鲜生等新的零售业态将餐饮零售进一步融合在一起，再加上双方在餐饮领域的合作基础，使得阿里与公司在新零售领域的合作进展非常顺利。随着双方在业务上的深入合作，有利于将支付、商品供应链以及在线上的系统运营之间的数据打通，形成云端的数据共享。

零售云是未来合作及行业发展的方向：随着酒店云餐饮云成为未来行业的发展趋势，零售云也必将是未来零售行业的发展方向。公司对于零售上云也有前瞻性的判断并已经开始布局，在 2018 年收购了专业从事零售云系统的研发的广州合光。在新零售背景下，双方的合作将一方面帮助公司借鉴阿里丰富的线上经验，完善零售云的产品，更加符合线上线下结合的核心需求；另一方面借助阿里的云计算等技术，帮助公司更加稳定、高效的服务商家，加速零售业上云的脚步。

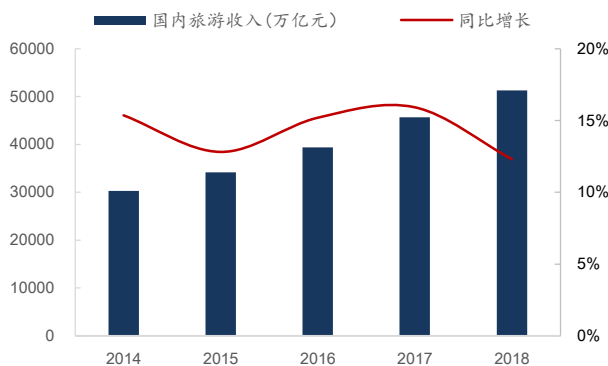
3. 云端化为酒店与餐饮业务增添新动力

3.1 酒店与餐饮业概况

3.1.1 酒店行业

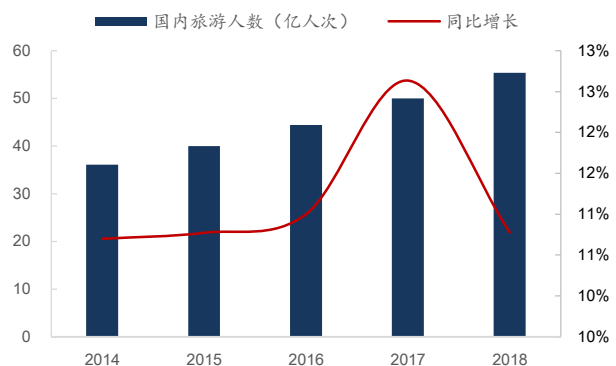
旅游行业景气持续，2018 年我国酒店市场整体呈现出业绩上扬的态势。2018 年国内旅游市场继续保持两位数的增长，其中国内旅游 55.4 亿人次，同比增长 10.8%；国内旅游收入 5.14 万亿元，同比增长 12.3%。同时截至 2018 年 9 月，我国酒店行业市场整体业绩维持增长，其中酒店的平均入住率同比增长 1.2%；酒店的平均房价同比增长 3.1%；酒店的平均每间客房收益同比增长 3.6%。国内酒店市场在 2018 年释放出来的积极信号，主要原因包括我国经济增速尽管放缓，但依然维持中高增速，这有助于商务需求市场的持续稳定增长；政策利好推动了核心城市群的经济加速发展，形成了一线城市领跑、新一线城市加速前进的格局；国家政策大力支持旅游休闲产业的发展，推动了旅游休闲目的地的开发及旅游产品的升级迭代，刺激了休闲旅游需求的发展；交通基础设施，尤其是高铁网络的快速扩张，有效助推了休闲旅游需求的增长。

图 9：国内近五年旅游总收入



资料来源：wind，东兴证券研究所

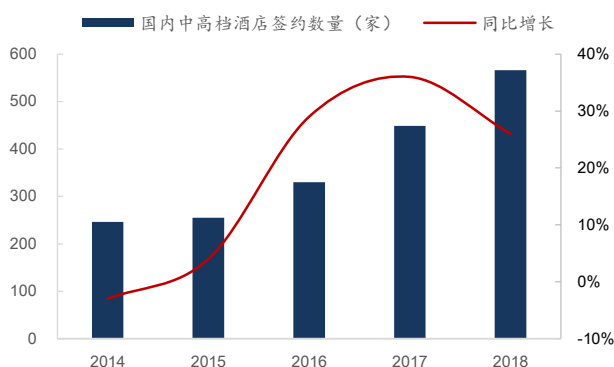
图 10：国内近五年旅游总人次



资料来源：wind，东兴证券研究所

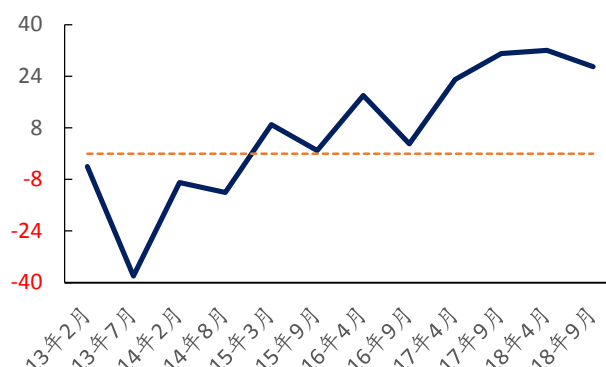
旅游行业的景气带动中高档酒店开业数量的增长，公司由此收益。近几年受宏观经济影响出现了新开业国际高星级酒店数量增速放缓的情况，但长远来看未来全球酒店业投资的重点仍在亚洲，重中之重仍是亚洲。同时，随着国内旅游业的快速发展及人民生活水平的稳步提升，对高质量酒店的需求也会随之增加。由于公司长期专注于高端酒店客户，在国际高星级酒店行业具备了竞争优势，因此公司每年新增的高端酒店数量都在 150 家左右。2014 至 2018 年中国大陆地区中档及以上国际品牌酒店签约数量呈现逐年递增的趋势。受益于日趋多元化的酒店发展与二线城市的新城开发，过去三年酒店签约量以平均每年超过 25% 的速度不断增长，2018 年签约数量达到 566 家达到近五年来的峰值。由于我国五星级酒店尤其是一线城市的五星级酒店需求持续增长，从中长期来看中国星级酒店市场的扩张态势仍将持续，主要原因包括核心商圈与历史街区城市更新；城市功能疏解与溢出给周边区域发展；近郊休闲度假兴起。国内酒店行业景气指数从 2015 年开始由负转正。

图 11：全国中高档酒店签约数量



资料来源：浩华，东兴证券研究所

图 12：国内酒店业景气指数



资料来源：浩华，东兴证券研究所

酒店连锁化、品牌化扩大酒店信息化市场需求空间，公司继续拓展中小酒店市场。酒店业近年来收购迭起，一线集团迅速和二线集团拉大规模差距，三大龙头集团寡头竞争格局基本奠定。酒店行业经过十年快速扩张，近年来新增数量逐步下滑，2015-2016 年酒店集团加快大规模并购步伐，以锦江、首旅为代表的地方酒店国企凭借资本优势收购了民营酒店巨头铂涛、如家和维也纳，酒店行业集中度迅速提升。未来酒店龙头以整合存量酒店为主要发展方向，单体酒店经营情况较差，具备加盟酒店集团的动力。国内大多数单体酒店加盟业主更加擅长寻找物业、理顺当地关系和筹措酒店投资资金，在开店成本方面普遍低于连锁品牌的直营店；劣势是品牌效应和盈利能力普遍不强，国内三、四星级酒店大多为单体酒店，整体处于长期亏损状态。酒店集团拥有经验丰富的管理团队、高效的管理系统和庞大的会员体系，加盟商与酒店集团合作可以取长补短，节省了自身时间精力，同时也可获得更高的酒店经营收益。

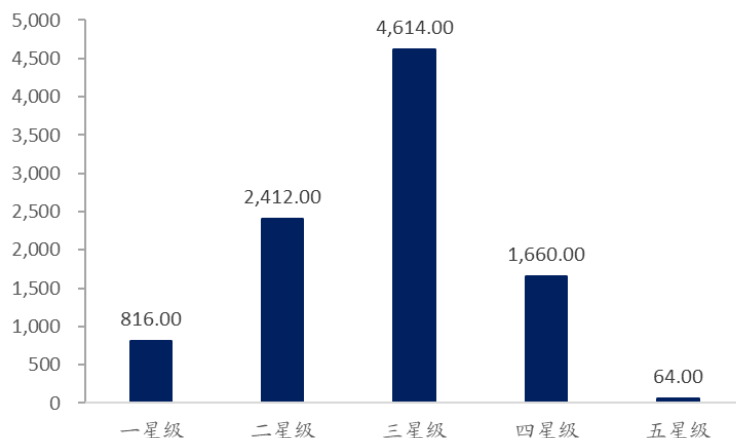
图 13：2014 年以来酒店业部分收购案例

收购时间	收购方	收购标的	收购金额	收购股份比例
2014.6	首旅酒店	南苑股份	2.8 亿元	70%
2014.7	首旅酒店	雅客驿家	2548 万元	65%
2015.3	锦江股份	卢浮酒店	9.96 亿元	100%
2015.9	锦江股份	铂涛集团	82.69 亿元	81%
2015.12	首旅酒店	如家酒店	110.5 亿元	100%
2016.4	锦江股份	维也纳酒店	17 亿元	80%
2017.2	华住酒店	桔子水晶	36.5 亿元	100%
2017.1	锦江股份	铂涛集团	12.95 亿元	12%

资料来源：中国报告网，东兴证券研究所

酒店连锁化、品牌化的结果就是对中小酒店来说，将对信息系统有更高的专业性需求，对公司而言是继续拓展中小酒店市场的一大机遇。酒店集团拥有更加完善的客房管理系统，可以显著压缩人员配比，人房比通常控制在 0.2-0.3 左右。另外，酒店集团的数据积累丰厚，能在不同地区预测未来出租率情况，从而更加灵活地制定房价提升客房收益。未来中国的经济转型和消费升级将为品牌酒店连锁酒店提供巨大的市场空间，虽然中国目前星级酒店总共不到 2 万家，但从中国酒店的整个供应端来看，2017 年我国较为低端的二星级以下宾馆酒店客房数量超过 1700 万间。随着国内客人消费水平的提高，低端的宾馆酒店必然逐步向品牌连锁酒店转移，按平均 200 间客房算，这相当于理论上仅现在的旅游消费规模就

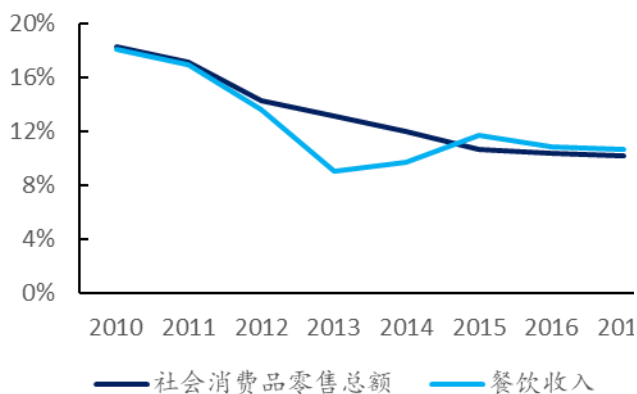
有新增 8 万家以上品牌连锁酒店的市场潜力。而对于中小酒店甚至旅馆招待所来说，随着被连锁化、品牌化，为了给客人提供更加优质高效的服务，必然会对原有信息化系统进行升级改造，提高自身酒店系统的用户体验以便在今后的竞争中凸显优势。因此未来酒店信息化程度的加深和对现有模块升级或改造将成为公司酒店信息系统业务的发展机遇。

图 14：2017 年我国各星级酒店数量


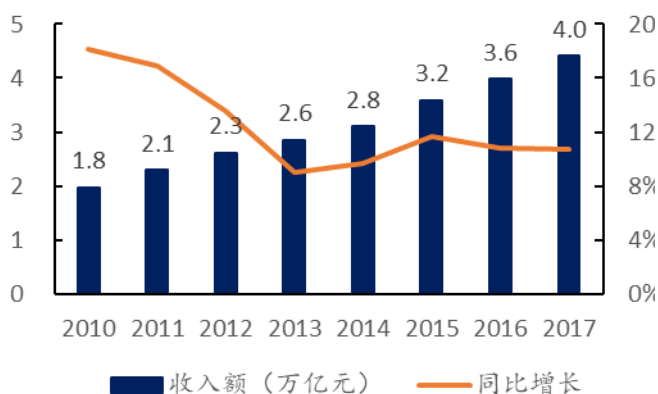
资料来源：wind，东兴证券研究所

3.1.2 餐饮行业

餐饮销售额保持增长，新餐饮促进商户进行信息化数字化转型。近年来我国餐饮行业的销售额继续保持稳定的增长，全国餐饮收入额从 2010 年的 1.76 万亿元上涨到 2017 年的 3.96 万亿元，CAGR 约为 12.3%；近三年，全国餐饮收入增速均高于零售总额；2017 年，餐饮市场对消费市场增长贡献达到 11.3%，当年，不仅企业端信心足，而且顾客端需求大。餐饮行业近五年的增速都高于我国 GDP 的增速，说明随着我国成为全球 GDP 第二大国后，消费者对餐饮零售的需求也越来越旺盛。

图 15：消费市场与餐饮市场增速对比


资料来源：亿欧，东兴证券研究所

图 16：2013-2017 年我国餐饮收入


资料来源：亿欧，东兴证券研究所

3.1.3 酒店与餐饮业亟需技术升级

成本高收益低是酒店业与餐饮业共同的痛点，亟需技术降本增效。成本高主要体现在 3 个方面：1）土地成本或者房租高；2）运营成本高；3）人员成本高（这包括人员流动快）。收益低主要体现在 2 个方面：1）毛利率低；2）盈利途径单一。解决痛点的关键在于技术。

事先了解与体验是酒店业与餐饮业顾客共同的最主要的 2 类需求。事先了解主要是指顾客对酒店或者餐厅的挑选过程，比如顾客订房之前想查看住房照片或视频，或者顾客用餐之前想了解餐厅的口碑等等。体验则是指顾客享受酒店或者餐厅服务的全过程，不仅包括某一次的住宿和用餐体验，比如顾客 check-in 和 check-out 的便利程度，或者用餐时的排队等时和上菜等时等等；还包括下一次重复的住宿和用餐体验，比如会员系统。满足顾客需求的关键也在于技术。

3.2 PMS 行业格局

3.2.1 国内高星级国际酒店市场

针对国内完全国际化经营与管理的高星级酒店软件市场，公司占据绝对领先的地位，多年来市占率在 90% 左右。公司的领先地位主要依靠公司常年以来专注在国内高星级甚至五星级酒店，通过自主开发、独家技术许可、引进源码等多种手段，拥有了构建酒店信息管理系统所需要的全套技术，在此基础上开发了拥有十多项与酒店信息管理系统相关的具有自主知识产权的产品。公司主要产品的技术，居于国内领先水平，部分产品技术达到国际领先水平。公司已确立了在国内酒店市场较为显著的技术优势。

公司在酒店管理系统所建立的技术优势与 MICROS 公司的合作有一定联系。公司与 MICROS 公司曾签订独家授权协议，公司获得了 MICROS 公司前台管理系统与餐厅收银系统在中国大陆境内的独家技术许可。MICROS 公司的 POS 收银系统及 FIDELIO 酒店前台系统分别在全球连锁商业领域及全球连锁酒店领域占据领导地位。在 Oracle 收购了 MICROS 之后，公司与 Oracle 在 2015 年年底达成协议，将原来石基与原 MICROS 的独家技术许可协议更改为非独家的 Oracle 代理协议，与此同时 ORACLE 放弃了对公司在海外竞争的限制。随着 Oracle 正式增加绿云为新代理，必将加剧 Oracle 产品在酒店业的竞争。

竞争加剧的新形势下，公司依然保持市场优势地位。从产品层面来说，公司通过自主研发形成了由十几个模块构成的完整的酒店信息系统解决方案，每个模块公司均有针对不同类型客户的替代方案，即公司不仅不依赖 Oracle 产品，反而在技术、服务、品牌和整体解决方案等许多方面具有明显的优势。因此国际上高星级酒店集团依然会继续在国内同公司进行合作。更重要的是，从战略层面来说，公司准确地判断出全球酒店业信息系统正处于向新一代云系统转型这一趋势，并通过收购德国 Hetras 公司等在海外从事云 PMS 的公司提前开始进行国际化的布局。未来随着国际高星级酒店集团开启云 PMS 的替换，就代表着一个酒店集团下不论是国内还是国外酒店都将更换为一套由同一家公司提供的云 PMS 系统。公司将凭借常年来为=提供优质产品赢得的客户认可、对行业和客户需求的深刻理解、丰富的实施经验以及通过自主研发和海外投资积累的云化系统的技术能力，将帮助公司打开国际高星级酒店集团软件市场的大门，同时继续稳固公司在国内完全国际化经营的高星级酒店软件市场中的绝对优势地位。

3.2.2 本地化酒店市场

在传统 PMS 领域：

针对国内本地化酒店软件市场，公司主要由旗下全资子公司杭州西软、广州万迅以及航信华仪负责销售。截至 2018 年上半年，杭州西软酒店客户总数为 7111 家，广州万迅酒店客户总数为 3926 家，航信华仪在维酒店用户总数 769 家，三者共计 11806 家酒店客户，占据国内高档或规模以上酒店 PMS 软件市场的 60%至 70%左右的市场份额，在市场中居于领先地位。目前针对国内本地化酒店的 PMS 传统软件市场，公司的竞争对手主要包括中软好泰、用友等。

中软酒店管理软件：中软酒店管理系统是中软好泰公司打造的融合了国际先进管理模式，满足不同酒店多样化、个性化需求的酒店管理系统软件。中软酒店管理软件操作简便快捷并将大量强化管理控制、提高服务质量的功能融汇其中，开放式的报表系统让用户直观快捷地掌握所需数据；但对操作要求较高，降低了工作效率，同时对于 OTA 连接稳定性不足，缺少个性化营销工具。中软与公司子公司西软为同级别高端品牌，主要为高端星级酒店提供一体化的解决方案。

用友酒店管理软件：用友作为传统财务软件厂商，主要从事酒店信息管理系统软件的开发与销售、系统集成、技术支持与服务业务，是目前国内最主要的酒店信息管理系统全面解决方案提供商之一。用友酒店管理软件是用友根据酒店业务复杂、价格灵活、经营方式多变以及报表需求复杂多样等行业特点的基础上开发出来的一套现代化酒店管理软件，适用于三星级以上酒店。

在传统 PMS 领域，公司竞争优势明显。一方面，公司产品覆盖用户方面齐全，公司通过全面整合了前台管理系统（PMS）、酒店餐饮信息系统（POS）、酒店后台管理系统（BO）以及其他管理系统（CRS、LPS、CRM、PGS 等），使公司的各类产品融合成为一个功能完整覆盖、技术全面领先的“石基数字饭（酒）店整体解决方案（IP Hotel）”，能够为从高星级到较低星级直至经济型连锁酒店提供全套完整的解决方案。另一方面，公司依靠高端 PMS 形成的主流酒店交流圈，构建了公司的行业壁垒。由于公司 PMS 软件在国内高星级五星级酒店占有极高的市占率，使得公司的品牌就成为了中国高星级酒店信息系统的标准。由于酒店信息管理系统是一套功能复杂的软件，要完全掌握和使用好这套系统，需要经过较长时间的培训和经验积累，因而，整个酒店行业的人力资源就与石基信息酒店信息系统紧密关联。而公司 PMS 软件形成事实标准化带来的结果就是中国酒店业几乎所有最优秀的人才都在使用公司的信息管理系统作为工作语言，由于酒店业是人才流动非常高的行业，如果一个酒店不使用公司的系统，这些优秀的人才即使加入该酒店其工作效率肯定要大打折扣。因此在国内的本地化酒店软件市场，公司领先地位牢固，竞争对手很难达成有效冲击。

在云 PMS 领域：

云化的 PMS 已经成为酒店行业的趋势，并在国内酒店特别是中小酒店开始规模化的应用。由于国内的五星级酒店中，本土酒店品牌仅占不到三分之一，其余都是属于国际的顶级酒店集团。对于国际酒店来说，要将旗下所有酒店统一替换成一家云 PMS 产品必然要经过反复的测试验证，这一过程将持续一定的时间。因此国内五星级酒店 PMS 云化的过程相对较慢。而对于本土的酒店，特别是中小型酒店，关注的重点一是系统的成本，二是系统的建立时间，而云 PMS 正是具备了一次性投入成本低、系统建立时间短的特点。因此在国内本土酒店特别是对于成本更加看重的中小型酒店，云 PMS 已经得到规模化的应用。

公司的全资子公司杭州西软主要负责公司针对国内酒店客户的云 PMS 产品的研发销售。西软通过持续的研发投入不断优化云平台架构的 XMS 产品，云 PMS 系列产品销售显著增加。2017 年杭州西软新增酒店客户 568 家，其中云系统 XMS 的合同量占到全年合同量的约 50%。同时，广州万迅也在同步进行云 PMS 业务的深化，推动传统软件向云服务转型。目前万迅的综合性云系统已经完成 IPMS（酒店业务模块）、IAPT（长租业务模块）、ICRS（CRS 模块）、ICRM（客户档案模块）、ISALE（票务模块与综合预订模块）、IPLT（全局服务平台）、IFBM（餐饮模块）的构建。

在云 PMS 领域，目前市场的竞争较为激烈。一方面，云 PMS 概念近几年才开始提出。针对中小企业的云 PMS 领域属于前期市场开拓阶段，各家云 PMS 厂商纷纷加入竞争，市场的竞争格局较为分散，包括公司在内没有一家公司的产品在中绝对领先。另一方面，随着云相关应用的不断成熟，云计算的技术壁垒在逐渐降低，各家云 PMS 厂商都具备了为客户快速部署系统的能力。同时，针对中小型酒店来说，云 PMS 是否可以提供更加全面的功能或许不是最重要的，考虑成本的因素只需关注必须使用的模块即可，反而这些中小酒店更加关注系统的可用性、稳定可靠性以及数据的安全性。在这些因素下，公司面对的竞争相比在高档酒店市场要大得多。目前，国内从事云 PMS 研发销售的公司主要有众荟、绿云、东方红、住哲、金天鹅等。

住哲：2008 年创立的住哲，经过九年时间发展，如今已成为国内酒店云 PMS 领域极具影响力与代表性的品牌之一。而其联合创始人宋丽萍（日前已被正式任命为新一任 CEO），也凭借优秀的个人能力与魅力受到越来越多业者的关注。住哲为连锁酒店及中小酒店开发了不同的 PMS，以连锁酒店为例，其 PMS 集成了中央预订系统、中央管理系统、会员管理系统、分店管理系统等。

绿云：绿云科技在 2010 年创立后，便凭借强大的团队经验迅速打开市场。2016 年在绿云科技成立 6 周年庆典上，绿云科技与绿云软件完成合并重组，这也意味着专注中高端酒店信息技术解决方案的绿云科技与专注中低端酒店服务的绿云软件，即将在未来通过资源协调提升行业整体集中度及专业度。绿云为自己的云 PMS 命名为 iHotel，其基于云计算技术与 B/S 架构开发，由云 PMS 基础平台、数据平台、电商平台三大业务群组成。同样在为酒店自身提供 CRS、CRM、POS 等业务之余，还为酒店业上下游合作方提供有力支撑。

众荟：2015 年成立的众荟其前身中软好泰于 1995 年成立，已有数十年的酒店管理系统开发经验；而慧评网亦有近 7 年酒店业营销与点评管理经验。目前，众荟拥有慧评、慧云、慧通三大事业部，将通过三大事业板块打造从云 PMS、渠道直连到数据增值服务的系列产品。

别样红：别样红已经与美团点评达成战略合作伙伴关系。别样红一直以来都在利用强大的技术团队，为酒店客户提供基于云计算架构的酒店管理平台。别样红云 PMS 帮助酒店实现与智能设备的无缝对接，与 OTA 平台的一键直连，实现服务流程的再造，实现酒店开始向数字化的转型。另外，别样红云 PMS 系统为酒店提供多样的市场营销方案，与各大知名酒店 OTA 直连，极有效率地完成酒店市场营销活动。酒店可根据不同的时间和需求及时调整，使用别样红云 PMS 能够帮助酒店最大程度上提高收益。在酒店使用了云计算之后，不仅能够大大提高工作效率，在酒店的各项数据变成结构化信息进入云端之后，还能通过别样红云 PMS 系统进行实时的监控管理。

金天鹅：金天鹅酒店管理软件采用混合云技术的酒店管理系统，目标客户为国内中小连锁酒店。金天鹅

积极进行转型，整合行业优质资源，推出天鹅会酒店运营管理培训平台，打通携程、去哪儿，飞猪等 OTA 平台；推出微信订房、千里眼等酒店移动营销工具。金天鹅酒店宾馆客房前台收银管理系统软件，包含客房预订管理、客房接待收银、房务中心管理、MINI Bar 管理、非在住客人管理、会员管理、挂账单位管理。

面对国内云 PMS 激烈的竞争局面，公司的竞争优势更多的体现在技术和人员层面。技术层面，公司较早的对酒店软件行业未来云化的趋势做出前瞻性判断，并通过子公司西软以及通过海外投资收购云 PMS 技术公司的方式，不断研究云 PMS 技术架构以及完善云 PMS 产品。公司云 PMS 技术在国内外都处在领先地位，确保为客户提供更加可靠、稳定、安全的云 PMS 产品。人员层面，基于公司自身十数年的酒店信息管理系统开发设计经验以及海外团队多年国际酒店管理的经验，公司建立了一只对国内外酒店信息管理系统行业的技术及业务发展历程、未来趋势具有深刻理解的专业团队。优势的人员团队也是公司针对国内酒店的云 PMS 产品的销量显著增加的原因之一。同时公司子公司航信华仪将参与与西软主导研发的各系列云产品的推广及实施以丰富现有产品线，将目前酒店关心的各种智能化体验融合，如自助入住、人脸识别、智能客房相关设备、人工智能相关应用等，引导其国内高档酒店客户向西软系统升级。西软将凭借自身的核心竞争力加上公司实施集团体系内差异化经营的策略，未来在国内云 PMS 的替代过程中依然有望占据相对领先的市场地位。

3.2.3 国际市场

目前海外的酒店集团大部分是使用传统的 PMS 系统，主要的 PMS 软件供应商包括 Oracle、INFOR 等。国外传统 PMS 的市场格局较为清晰稳定，公司的传统 PMS 软件很难在海外形成规模化的替代，但这也不是公司的战略目标。公司从 2015 年开始进行海外的布局，最重要的原因是公司准确的判断了酒店 PMS 软件云化的趋势。

与国内的情况相近，国外中低端酒店客户也已经开始了云 PMS 软件的规模化应用。截至 2018 上半年，公司的全资子公司 Hetras（石基德国）已经在海外积累了 140 多家中小型酒店云 PMS 的客户，为公司今后在顶级酒店的云 PMS 实施积累了大量宝贵经验。最快在 2019 年，国际顶级酒店集团就将开始进行云 PMS 产品的招标工作，对于公司来说既是巨大的机遇也是不小的挑战。我们预计，能和公司产生竞争的，还是以 Oracle 这种传统的酒店软件供应商为主。公司有望凭借海外强大的技术团队和在海外中低端酒店市场取得的实质性突破，未来在海外高端酒店云化系统的招标过程中取得领先优势。

Oracle: Oracle 是全球最大的企业级软件公司，在海外高端酒店市场的 PMS 领域占据优势，并且 Oracle 收购了与公司常年在 PMS 领域开展合作的 MICROS 公司。但在酒店 PMS 云化的趋势下，Oracle 的动作相对较慢。虽然 Oracle 也已经推出了相应的云 PMS 产品，但 Oracle 云化的步伐落后于公司。同时由于 Oracle 的产品价格较高，对于海外低端酒店（每晚 100 美元左右）来说，难以承受过高的成本。因此 Oracle 在海外低端酒店市场并没有明显的优势。

3.2.4 云 PMS 的发展趋势

数据是基础，公有云是主流：

目前数据已经成为各行业发展的新动力和新能源，对于酒店行业来说，酒店在多年的运营中积累的财务、

客人历史、人力资源和交易记录等大数据将，以及与酒店直连的 OTA、网络上社交媒体公开提供的客人数据，将通过先进的技术为酒店带来数据的红利。未来数据可以帮助酒店更好地应用收益管理，通过更精准算法计算出每日最合适的价格；未来将结合 AR/VR 技术应用，帮助酒店自动识别客户并提供私人个性化服务；除了电，数据也将是机器人新能源，使得能够精准服务每一个房客，提供如智能送餐、智能搬运行李等一对一精准服务。

未来酒店使用的绝大多数创新功能都需要连接大数据环境的云系统，而全新的下一代酒店云化信息系统一定是基于公有云，因为只有基于公有云，数据的汇聚和流动才能更便捷和高效。基于公有云，对于酒店集团的内部管理层面，酒店集团的信息系统云化之后可以整体对资源进行配置、安排和管理，酒店集团内部能更方便地进行协同作业，实现协同效应。基于公有云，对于客人层面，酒店集团的信息系统云化之后，酒店顾客在酒店餐饮零售等多行业的消费数据都将被存储在云端，一方面，多维度的数据将在公有云的信息系统里流动，数据的流动本身会产生更多价值和增值服务；另一方面，酒店信息系统云化后使得数据的获取和集成变得非常容易，酒店顾客能够在全旅程中享受到酒店提供的更加个性化的服务。因此，公有云必将是未来酒店行业上云的选择。

云 PMS 连接一切，餐饮零售业云化兴起：

未来云 PMS 将作为一把“万能钥匙”，能够连接一切，打通数据孤岛，让酒店在满足基础服务的之上能够获得更多的提升。同时云 PMS 将建立一个和谐的生态圈，帮助更多的酒店服务商与酒店相连。因为相比传统酒店系统，酒店系统云化后管理的是整个酒店集团甚至云化系统中涵盖酒店周边行业的数据，会更好的帮助酒店提升运营服务。

云 PMS 使得酒店可以连接其他行业，本质还是酒店在基于以顾客为中心的运营管理模式，通过云 PMS 可以为顾客提供更加高效、有针对性的服务。而对于餐饮零售行业来说，一方面，只有信息系统上云才可以和酒店的云 PMS 系统相连接，形成多行业数据的流动；另一方面，只有信息系统上云才可以为顾客提供和酒店业同样的增值服务。因此，未来餐饮零售业信息系统的云化将逐渐兴起，并成为行业的主流趋势。

目前，酒店餐饮的收入占酒店收入的比重越来越大，酒店餐饮对于酒店来说越来越重要。未来酒店需要挖掘餐饮业务的巨大潜力，而关键就是通过云系统扩张酒店餐饮的客户群体。未来酒店餐饮的服务对象不再仅仅是住店客人，而是酒店所在地的全体消费人群。因此未来酒店餐饮系统可能和社会餐饮、零售系统在为顾客提供的具体个性化服务上有些差别，但从本质来看没有差别，云化都将是必然的选择。

酒店餐饮系统的云化的目的，一是争取尽可能多的酒店住客留在酒店内就餐，二是争取尽可能多的本地人甚至旅游人口来酒店内就餐。酒店为了吸引住客的餐饮消费，利用线上营销方式（酒店客房内、所属园区内、酒店服务可触达的周边区域）实现线上预定、点菜，将是非常有效的手段；而为了吸引非酒店住客来店进行餐饮消费，通过酒店餐饮的运营人员根据潜在客户的画像，推出合适的酒店餐饮促销活动，提供有竞争力的菜品或特色的套餐等，将有助于提高酒店餐厅的潜在收益。

目前。公司子公司 Infrasy 已经为酒店及餐饮行业推出了全新的 Infrasy Cloud 餐饮系统。在 Infrasy Cloud 服务的用户中，尤其是社会餐饮，大多已经实现了线上（微信、口碑）与线下的自动连接，顾客

在餐厅里的所有行为都可以通过在线实现，从在线预定或拿号排队、在线点餐、在线支付、在线点评、在线互动产生复购已经形成了一个完整的消费闭环。对于酒店餐饮来说，为了吸引更多的客户群体，微信、口碑或大众点评等线上渠道无疑是重要途径之一。Infrasys Cloud 为餐饮行业提供一套整合的方案，打造一个开放的生态。一是与预订外卖平台的对接，解决流量问题；二是与酒店内部系统的对接，包括 PMS、库存管理、财务管理系统，甚至可以对接酒店客房内的电视及其他物联网设备，满足住店客人房内点餐的需求；三是与对客系统的对接，包括排队、点餐、支付、开票系统等，直接提升客人的消费体验。

3.3 公司在 SaaS 领域的布局与发展

3.3.1 公司对 SaaS 的精准判断

2018 年，公司 SAAS 业务实现月度可重复订阅费（MRR）1,705.25 万元；可重复订阅费（ARR）18,520.73 万元。系统云化共有 3 个层次：1）酒店和酒店集团之上的基于大数据的应用服务；2）酒店餐饮管理系统、后台系统等原来与集团系统连接不紧密的系统全面转向公有云；3）酒店前台客房管理系统全面转向公有云。目前公司 SaaS 的主要收入来自于海外酒店领域投资的公司，如德国 Hetras、酒店大数据平台 SnapShot、全球领先的酒店声誉管理公司 Review Rank S.A. 等，以及子公司 Infrasys 的云 POS 产品。对于公司来说，SaaS 的收入大部分来自于海外的增量市场，也即是公司在确立国际化战略后通过对海外酒店行业的布局拓展的新市场。

图 17：云转型的 3 个层次及其 2018 年创收情况



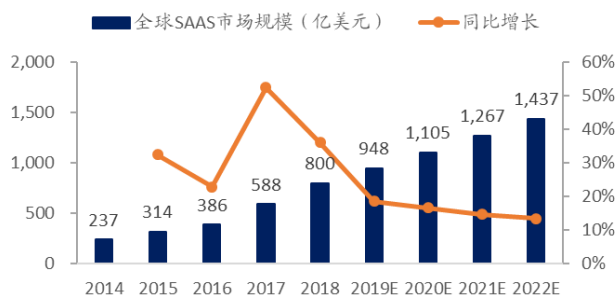
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

早在 2010 年前后，公司就精准的判断出以云计算为代表的新一代酒店信息管理系统将成为未来酒店信息系统的的发展趋势，对酒店行业未来发展趋势的认识从时间角度领先于行业内的其他竞争对手。2006 年亚马逊相继发布 Amazon S3（Simple Storage Service，简易存储服务）以及 Amazon EC2（Elastic Compute Cloud，弹性云计算），这两项服务的发布标志着云计算时代的来临。而在 2011 年，阿里云官网上线，并开始大规模提供云计算服务，标志着我国正式加入全球云计算的浪潮中。公司与阿里、亚马逊均建立了良好的合作伙伴关系，目前公司国内的云 PMS 业务已经迁移到阿里云上，而国外的云 PMS 业务已经迁移到亚马逊云上。

公司对于酒店系统云化的前瞻性判断在近些年得到了市场的充分验证。云计算服务可以分为 IaaS、PaaS、SaaS 三层，而公司为客户提供的服务属于 SaaS 层服务，即“软件即服务”。近些年来，全球以及我国的

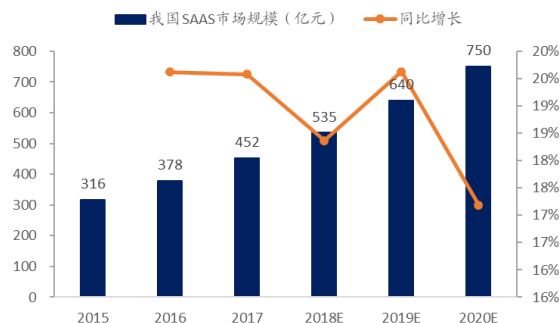
SaaS 服务均已经快速增长到一个庞大的市场规模。全球的 SaaS 服务市场规模从 2014 年的 237 亿美元，增长到 2018 年的 800 亿美元，预计到 2020 年将接近 1000 亿美元。而在国内，SaaS 服务的市场规模从 2015 年的 316 亿元，增长到 2017 年的 452 亿元，预计到 2020 年将达到 750 亿元。SaaS 服务规模增长的根本在于各个行业的客户对于云计算这一新技术度过了从陌生到熟悉的阶段，客户对于 SaaS 服务替换传统软件的认可度逐渐提升，而酒店行业也不例外。

图 18：全球 SaaS 市场规模



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 19：我国 SaaS 市场规模



资料来源：观研天下，东兴证券研究所

相比传统的 PMS 软件需要安装在酒店的电脑或服务器上，云 PMS 可以使酒店直接通过网络获取自己需要的、带有相应软件功能的服务，同时酒店的数据也会存储在云端。公司的收入模式也将从前期一次性的软件销售费用加后期每年的系统维护费用转变为按照酒店使用服务的多少和使用时间的长短来收取订阅费。这种按需收费的模式下，对于成本更加看重的中小酒店客户来说，接受云的速度相比高端酒店会更快；但对于高端五星级酒店来说，通过云计算大数据技术可以让酒店海量的数据产生更大的附加价值，在未来接受云的意愿也会同样的强烈。

从技术角度来看，酒店系统的云化也是技术发展的必然趋势。以云计算为代表的新一代酒店信息系统是对酒店管理流程的再造，酒店行业甚至是跨行业的数据对于新一代酒店信息系统是异常重要的，系统利用数据可以帮助酒店进行高效的运营、精准的营销以及正确的决策等等。但一方面，数据的量也大发挥的价值才会越显著，但酒店由于成本等原因很难存储大量的数据，就更无法进行数据价值的挖掘；另一方面，如果酒店不能得到客人在其他酒店甚至餐饮零售场景下的消费数据，也无法做到真正为客人进行个性化服务。因此只要云才可以将所有数据汇集到一起，让数据可以为酒店提供最大的价值。

3.3.2 公司在 SaaS 的布局

战略层面：

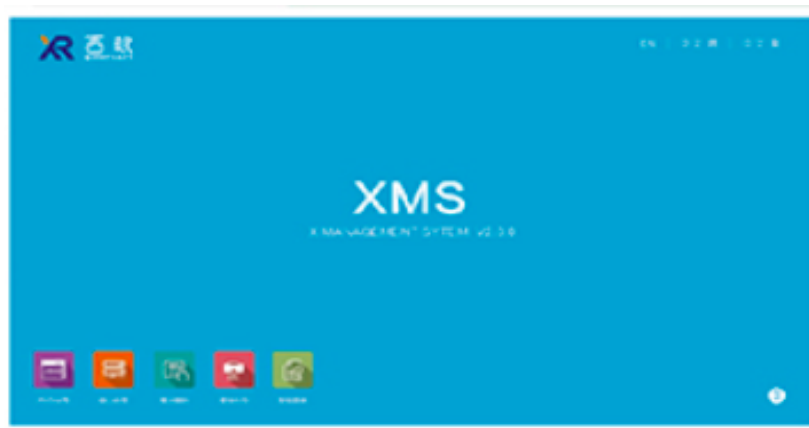
云化系统是酒店与餐饮业亟需的技术。下一代酒店云化信息管理系统将会在数据、连接、协同、交易四个方面带来好处：1) 有利于数据的流动和汇聚；2) 直连可以通过 API (Application Program Interface) 程序调用快速实现；3) 酒店集团可以对资源进行整体配置、安排和管理，实现协同；4) 使得酒店信息管理系统和外界信息管理系统交互更加便捷。由于酒店集团将只能选择一种云化系统，并且中国的五星级酒店以国际酒店集团为主导，因此，云端化必须从国外开始，云端化和国际化可以看作一对连体婴儿，不可分离。

公司在判断酒店信息系统的云化趋势后，分别在国内和国外制定了不同的战略规划。在国内，公司的战略目标是通过云 PMS 进入本土低端酒店市场。由于公司传统优势在高端酒店市场，所以国内低端酒店会因为价格因素转向其他 PMS 厂家。而 SaaS 为公司打开国内低端市场提供了机遇，酒店按需付费，房间越少订阅费越低，公司凭借多年的技术、品牌及产品的优势，必将吸引大量的低端酒店客户。而对于国内高端高星级酒店，因为大部分属于国际的酒店集团，因此公司对于这部分酒店采取的战略等同于在公司的国际化战略。在国外，公司的国际化战略目标是通过云 PMS 打开国际顶级酒店集团，帮助国际顶级酒店完成对传统 PMS 软件的云化替换。而公司的国际化战略目标又分为三步，一是为酒店和酒店集团提供基于大数据的应用服务；二是将酒店餐饮管理系统、后台系统等原来与酒店集团系统连接不紧密的系统全面替换成公司相应的云产品；三是将酒店前台管理系统全面替换成公司的云 PMS 产品。

收购层面：

国内：针对国内的低端酒店市场，主要由公司的全资子公司杭州西软负责 XMS 产品的研发。2013 年，西软就推出了全新一代的 XMS 云平台酒店管理系统（1.0）。目前西软基于云架构的 XMS 产品正在不断完善出新中，2017 年西软的新增客户中有 50% 选择了 XMS 产品，西软的 XMS 产品已经得到了酒店客户的认可。未来公司将继续加大对西软的研发投入力度，并整合公司集团内的航信华仪参与西软各系列云产品的推广及实施，最大限度发挥公司的资源优势。

图 20：西软云 XMS 界面



资料来源：西软官网，东兴证券研究所

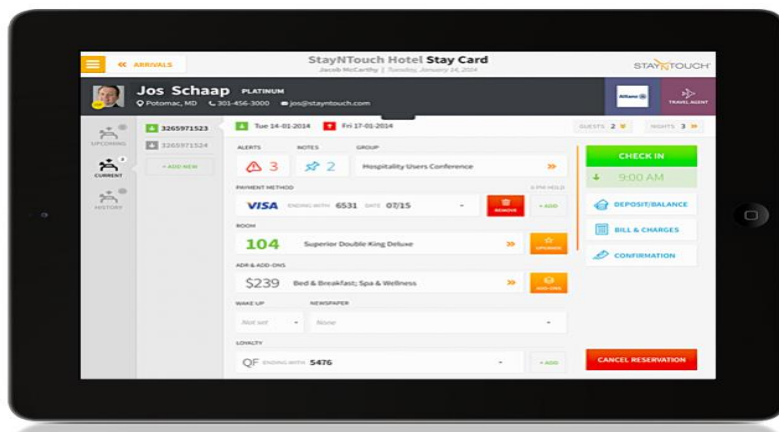
国外：目前公司通过海外的投资收购，在酒店行业的声誉管理、客户需求管理等基于大数据的应用服务领域拥有了具备全球竞争力的产品，全球的市场占有率排在前三。公司自主研发的 Infrasy Cloud 目前已经经过多家全球知名国际酒店集团的严格测试与评标，将 Infrasy Cloud 认证为其全球下一代云 POS 系统的采购标准。公司通过收购了德国的 Hetras 公司，掌握了为国际顶级酒店集团提供下一代云 PMS 产品的核心技术，并且拥有了 140 余家海外云 PMS 的中小型酒店客户。

Snapshot: Snapshot 是一家从事酒店大数据平台业务的公司，通过直连方式获取酒店 24 小时的实时数据，并利用自身的技术模型对酒店的数据进行计算和分析研究，分析后的结果反过来指导酒店的运营，帮助酒店管理者更有效地管理数据，从而专注于为消费者提供更好的服务并提升酒店运营业绩。

SnapShot 已经成为公司通过数据服务实现国际化战略的重要平台之一，未来公司将致力完成酒店数据平台的建设同时实现酒店连接数的大规模突破。2017 年，连接 SnapShot 数据平台的酒店累计达到 6000 家，其中约 4500 家有完整的 PMS 数据。2018 年上半年，Snapshot 新增签署协议酒店客户 790 家，新增直连酒店客户 578 家；累计签署其数据平台直连协议的酒店达到 7000 家以上，其中已经直连的酒店超过 5000 家。公司在海外投资中，最先投资的就是 Snapshot，体现了数据在公司海外的 SaaS 战略布局中的核心地位。未来公司将依托 Snapshot 成为酒店行业数据平台的先行者。2018 年 10 月 31 日，公司将全资子公司 Snapshot 和 ACProject GmbH 整合成为全资子公司石基欧洲。石基欧洲下属子公司还包括石基德国（原德国 Hetras）。石基欧洲将在整合原有石基德国、Snapshot 公司资源的基础上，按照集团公司对于全新一代云平台产品的构想，负责从事新一代云平台的 PMS/CRS 业务。

StayNTouch: StayNTouch 是一家为高端以及中小酒店客户开发基于移动端云 PMS 产品的公司，其基于云端的创新酒店技术解决方案将成为公司酒店云 PMS 技术的有力补充，并赋能公司和 StayNTouch 现有的用户更好实现跨酒店和多系统的无缝对接。StayNTouch 的云 PMS 产品可以在平板电脑和智能手机上运行，符合了移动互联网时代下的用户需求。酒店通过移动端的云 PMS 产品的使用，成本将进一步降低，客人的体验将进一步提升。目前 StayNTouch 的解决方案已经为全球超过 90,000 间客房提供服务，是公司国际化战略中具有显著前瞻性的布局。

图 21: StaynTouch 移动端前台界面



资料来源：StaynTouch 官网，东兴证券研究所

Hetras: Hetras 是一家专业从事基于云的酒店信息管理系统开发与销售的公司，产品包括基于云的酒店信息管理系统、自助入住 APP、预订引擎、渠道管理及使用最先进技术的开放接口。Hetras 通过与公司的充分融合并在技术领域不断推陈出新，在美国和欧洲地区业务规模不断扩大。截止 2018 年，Hetras 的云 PMS 产品已经部署在 140 余家酒店，并计划未来将现有产品客户逐步迁移至公司的新 PMS 产品上。未来，Hetras 在公司的战略地位将更加重要，一方面 Hetras 为欧洲市场带来了公司分销及支付平台以及云 POS 等新产品；另一方面，公司将凭借 Hetras 在海外中低端酒店市场取得的实质性突破，在未来海外高端酒店云化系统的招标过程中取得领先优势。

Review Rank S.A.: Review Rank S.A.（简称 RR）是一家酒店一站式客户管理平台提供商，为酒店等目标客户提供网上声誉管理、客户满意度调查、餐饮声誉管理、营收管理及社交媒体、收费分析及技术

人员支援等服务，确保客户能快速有效进行反馈。RR 是酒店业客户智能解决方案的全球领导者，通过易于使用的工具、灵活的 API 提供的卓越数据和高级分析为客户提供详细的洞察力。在酒店行业声誉等于收入，公司基于云的解决方案使客户能够更深入地了解声誉表现以及运营的优势和劣势。最终提高客户的满意度、评估网站的排名以及最终的收入。公司收购 RR，将借助 RR 的技术优势和客户规模，结合 Snapshot 和 HETRAS 在全球酒店行业形成市场、技术、数据、团队等多方面协同效应。在公司国际化的战略下，RR 未来将形成国际领先的覆盖全旅程数据链的酒店业数据技术和服务产品，帮助酒店更好地利用数据服务客户，实现全数字化转型。

图 22：RR 酒店声誉管理产品功能



资料来源：RR 官网，东兴证券研究所

技术产品层面：

支付技术：一旦酒店客户采用云的 PMS 产品，数据的安全性将是酒店最为关注的问题。公司在设计研发云 PMS 平台架构的同时，已经正式开发完成 TOKEN 服务系统。公司的 TOKEN 服务系统获得了支付行业数据安全标准（简称 PCI DSS）3.2 版本一级认证，此认证是支付数据安全领域的最高级别，旨在规范平台供应商在酒店进行存储、处理和转移客户支付数据等支付交易过程中遵循更加严格的信息安全控制和流程。

Infrasys Cloud：2017 年，公司的全资子公司 Infrasys 对其“Infrasys Cloud”云 POS 平台系统在海外顶级酒店集团的大力推广取得实质性进展，目前“Infrasys Cloud”经过多家全球知名国际酒店集团的严格测试与评标认证为其下一代云餐饮管理系统。

3.4 公司在 SaaS 领域的前景

3.4.1 总的来看前景一片光明

对传统 PMS 软件的替换：不论是国内还是海外中小型酒店的云 PMS 替换，公司目前都取得了一定的进展，客户数量都保持了稳定增长。目前虽然国际的顶级酒店集团还没有真正开始云 PMS 的招标，但这部分是公司在海外进行云布局实施国际化战略是否成功的关键。技术层面，国际酒店集团的选择代表了未来技术的发展方向，而公司的 Infrasys Cloud 餐饮系统目前得到了国际顶级酒店集团的认可。功能层

面，公司已经投资了多家海外的酒店云技术公司，涉及声誉管理、大数据分析、云 PMS 以及移动云 PMS 等多方面，通过公司的有效整合，能够满足国家顶级酒店集团全方位的整体需求。产品层面，公司多年来服务于国内顶级酒店的经验，加上不断的研发投入使得公司的产品受到客户广泛的认可，成为公司最核心的竞争力。同时，酒店管理系统的云化与酒店运营管理息息相关，越是顶级的酒店集团其关联流程越复杂。公司将和海外子公司一起，凭借多年的服务经验以及对行业的前瞻性判断，准确的把握国际顶级客户的需求，在招标环节占得先机。预计随着国际顶级酒店集团开始招标，未来全球每年云 PMS 的市场规模将达到上几百亿元，广阔的市场前景将成为公司未来发展的一大机遇。

向全消费平台转型，带动公司预订和支付平台的规模：从信息化行业的技术发展趋势来看，以云计算为代表的新一代信息管理系统将成为未来酒店、餐饮及零售信息系统的发展趋势。基于云的信息系统不仅简化了实施部署和培训，使得优秀的信息系统可以快速得到推广和普及，更重要的基于云的信息系统有助于公司最终建立覆盖酒店餐饮零售的整个消费信息服务平台和数据平台。未来公司将借助在酒店业的丰富经验以及餐饮零售行业子公司的专业人才优势，通过数据平台和云平台的建立，实现公司在新一代基于云的餐饮零售信息系统的领导地位。

而随着公司餐饮零售云的布局，将带动公司预订和支付平台的规模。传统的预订和支付通过点对点连接到公司的平台上，而在餐饮零售信息系统的云化之后，可以通过 API 调用的方式瞬间实现直连，将大大促成公司基于直连技术的平台业务。对于预订平台，公司将为商家提供除了预订之外更多的增值服务，如精准营销等服务为商家赋能，以扩大渠道商及商家的数量。对于支付平台，公司将实现商家的信息系统与第三方支付系统更加快速便捷的交互，为商家提供高效的支付交易服务。目前，公司已经完成与支付宝、微信的支付直连，面对公司所有客户全年 5 万亿交易额的巨大支付市场，未来公司的直连支付业务还具备非常确定以及广阔的提升空间。

3.4.2 具体来看公司有望在全新领域赶超 Oracle

Oracle 既是合作伙伴，又是国际化中最大的障碍。Oracle 与公司是多年的合作伙伴，2018 年再延长 2 年合作期限；公司放弃 Oracle 独家代理权，进军国际市场，Oracle 成为公司国际化进程中最大的障碍。

公司聚焦自身优势领域，规避不足发挥优势。从财务数据来看，公司的劣势在于体量和研发支出较低，优势在于高成长。一方面，公司选择的酒店和餐饮信息管理系统是公司最基础的业务，同时也是公司的优势领域，在国内，公司已经常年位于该领域龙头位置；另一方面，公司集中力量攻克该领域，据披露，在 2018 年，公司的研发费用占比上升约 4.4 个百分点，绝大多数应用在了国际化业务上。

云技术是个全新领域，公司有望赢在起跑线上。国外下一代云化系统还没有真正推出，Oracle 只是一个参赛者，而不是一个领跑者。公司目前已经开始在国内外同时布局，并且取得了初步的成绩。在技术方面，公司已经能够为国际高星级酒店提供完整的酒店信息系统解决方案；在经验方面，多年的深耕使得公司非常了解行业内顶级客户的需求。较早的布局加上技术和经验的积淀，我们认为公司有望赢在起跑线上。目前，公司的云 POS 系统已得到数家国际顶级酒店集团的认可就是一个良好的开端。

3.4.3 云 PMS 有望将酒店业务营收扩大 10 倍

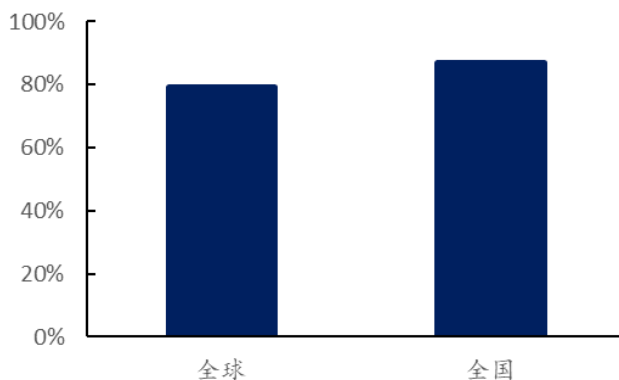
根据 Hotel 和中国饭店协会：1) 全球 TOP50 与 300 客房数之比约为 79.3%，单看中国约为 87.2%；2)

全球 TOP300 中国内企业占总份额约 77.1%；3）全球 TOP300 中国外酒店平均客房数为 140 间。

假设：1）国内酒店行业集中度更高；2）全球 TOP300 占总份额约 70%；3）酒店平均客房数与企业规模无显著关系；4）公司单个云 PMS 客户拥有 140 间房；5）公司能够抢占全球约 20%份额；6）公司目前的云产品收益中云 PMS 占 60%。

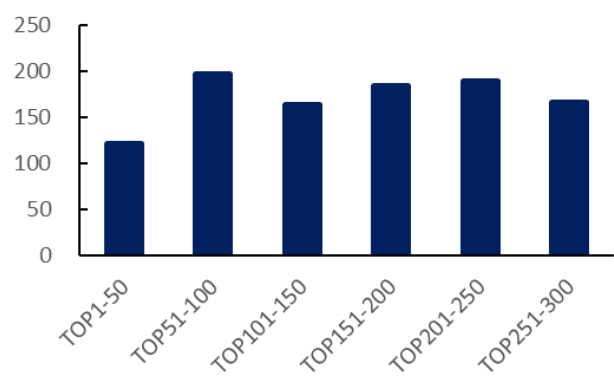
结论：公司未来云 PMS 的 SAAS 收入大约是现在的 160 倍，预计将给公司创造约 96 亿收入，是目前公司酒店业务收入的 10 倍。

图 23：全球 TOP50 与 300 客房数之比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 24：2017 年 TOP300 酒店平均客房数（间）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 搭上新零售快车，线下流水额创造巨大盈利空间

4.1 新零售是零售行业的新阶段

互联网对于消费行业尤其是零售业的产生了巨大的冲击。正因为互联网尤其是移动互联网的发展，品牌和商品信息能通过网络更加容易地传播到消费者，因此传统零售业基于从生产者到最终消费者之间各个环节信息不对称所建立起来的商业模式正在被瓦解和颠覆。为此新零售新餐饮这种以消费者体验为中心的数据驱动的线上线下相结合的新业态应运而生。以新零售为例，就是在消费者偏好的收集、商品的生产运输、货物的摆放、商品的出售、商品运送到消费者手中的全过程都以数据来驱动，整个销售过程的决策都以数据为参考。无论是线下的餐饮还是零售商家，想要完成向新餐饮新零售的转型，最重要的步骤都是门店的信息化数字化转型，最终通过对技术的利用将继续成为商品和服务交易的核心环节。因为只有信息化数字化，才可以帮助企业解决内部管理问题，提高效率降低成本；才可以通过数据的内外部共享，掌握消费者的行为及心理，进行需求分析、产品创新，实现精准决策及管理。但目前，我国餐饮零售业的数字化程度还比较低，大多数商家还处于起步和实践阶段，距离最终的“千人千面”的智慧阶段还相差较远。因此未来，随着餐饮零售业商家不断加大对自身及上游供应商和下游消费者的全产业链的信息化投资力度，公司在餐饮零售业信息系统依然具有持续的发展潜力。

新零售是零售行业的第 4 个阶段。技术是推动零售行业发展的主要力量。零售行业发展的本质是新业态的诞生。新零售就是要实现线上线下的双向融合，其本质就是实现线下零售数字化。电子商务实现了线下零售的网络化，但是线上的归线上，线下的归线下。新零售则是要实现线下零售的数字化，即实现线

线上线下的双向融合，融合之后也意味着不再拥有线上和线下的概念。以盒马鲜生为例，它是超市，是餐饮店，也是菜市场；它可以在手机上买，可以在商店里上逛，而且所有产品同质同价。

4.2 新零售助推传统零售和支付业务增长

公司的全渠道服务平台解决方案能够满足新零售的技术需求。富基全渠道服务平台解决方案，帮助客户建立全渠道零售服务枢纽，能够处理全渠道业务，实现全渠道价格、商品、订单、库存和会员同步，并且打通 O2O 和跨企业授权异业商盟会员。此外，富基的全渠道支付产品支持各种终端以及多类第三方支付；支付领域的银石也有相应的支付平台，并且还通过了支付行业数据安全标准 3.2 版本一级认证，其传统支付网关 SoftPOS 也已完成聚合支付功能。

因此，我们认为公司能够满足新零售的技术需求，如新零售交易平台、CRM2.0 相配套的系统、移动支付等。从而，公司的零售和支付业务订单有望加速增长，考虑到公司在零售和支付领域现有的盈利情况，我们预计公司零售和支付领域业绩未来 3 年增长率分别约为 15% 和 3%。

4.3 阿里携手石基，释放线下流水价值

公司拥有客户资源。截止 2018 年，公司已经拥有 40 多万零售客户，占据国内高档或者规模以上客户的 60%-70%，年交易额达到 5 万亿。公司设置石基零售整合零售业务（除思迅），其客户覆盖零售领域所有细分领域。2018 年，石基零售和深圳思迅分别实现营业收入 4.05 和 2.22 亿元，实现净利润 1.43 和 0.90 亿元；截止 2017 年，在中国连锁百强中，公司零售客户占 60%；百强总交易额 2.2 万亿，公司零售客户占 65.78%；百强总门店数 10.98 万家，公司零售客户占 60.2%。

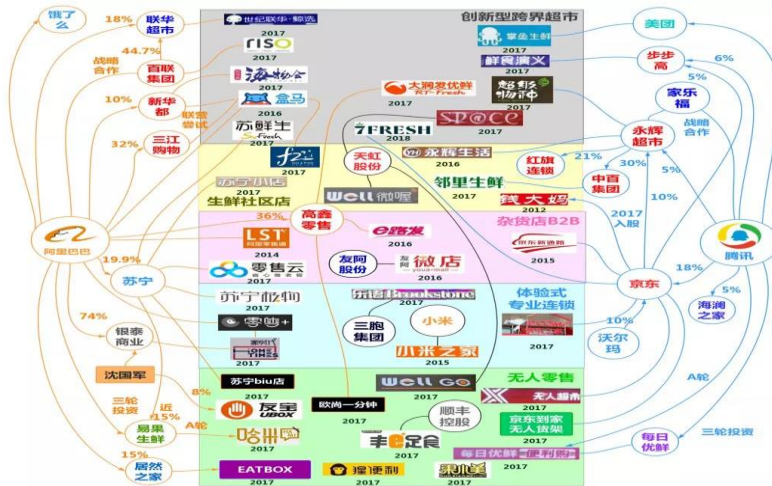
图 25：截止 2017 年，公司零售板块市场占有率

排名	企业名称	销售额	排名	企业名称	销售额	排名	企业名称	销售额	排名	企业名称	销售额
1	苏宁易购集团股份有限公司	2433.43	26	郑州丹尼斯百货有限公司	218.66	51	卜蜂莲花	127.01	76	青岛维客集团股份有限公司	60.36
2	国美零售控股有限公司	1536.91	27	晚江泰德龙源白运有限公司	213.01	52	成都红旗连锁股份有限公司	125.76	77	广州尚品宅配家居股份有限公司	59.65
3	华润万家有限公司	1036.46	28	文峰大世界连锁发展股份有限公司	205.45	53	新世界百货中国有限公司	123.41	78	邯郸阳光百货集团总公司	59.38
4	康成投资（中国）有限公司（大润发）	954.01	29	红星美凯龙控股集团股份有限公司	200.44	54	东莞百货集团美宜佳便利店有限公司	122.41	79	北京翠微大厦股份有限公司	56.58
5	沃尔玛（中国）投资有限公司	802.78	30	中国石油销售公司（昆仑好客）	190.01	55	北京首商集团股份有限公司	120.77	80	雄风集团有限公司	54.68
6	永辉超市股份有限公司	654.01	31	北京迪信通商贸股份有限公司	187.24	56	迪卡侬（中国）	105.41	81	湖南佳惠百货有限责任公司	53.22
7	重庆超市（集团）有限公司	582.81	32	屈臣氏中国	181.41	57	广州市广百股份有限公司	103.44	82	浙江人本超市有限公司	51.39
8	联华超市股份有限公司	564.61	33	山东潍坊百货集团股份有限公司	180.81	58	信义楼百货集团有限公司	101.51	83	成都伊藤洋华堂有限公司	51.21
9	中石化易捷销售有限公司	519.51	34	江苏五星电器有限公司	180.01	59	人人乐连锁商业集团股份有限公司	100.28	84	北京超市发连锁股份有限公司	47.83
10	家乐福（中国）管理咨询服务有限公司	497.96	35	金鹰国际商贸集团（中国）有限公司	179.77	60	济南华联商业集团股份有限公司	88.56	85	长沙通程控股股份有限公司	46.97
11	物美控股集团有限公司	474.52	36	宜家（中国）投资有限公司	174.88	61	大参林医药集团股份有限公司	86.81	86	江苏新合作常州康乐连锁超市有限公司	45.85
12	长春欧亚集团股份有限公司	424.46	37	茂业国际控股有限公司	174.88	62	孩子王儿童用品股份有限公司	83.01	87	十堰市新合作超市有限公司	43.29
13	武汉武商集团股份有限公司	375.13	38	北京乐通世纪科技集团有限公司	162.05	63	山东新泰集团有限公司	81.42	88	山西省太原唐久超市有限公司	42.96
14	步步高集团	370.94	39	兴隆大家庭商业集团有限公司	159.62	64	上海福满家便利有限公司（全家便利）	80.26	89	三江购物俱乐部股份有限公司	40.91
15	王府井集团股份有限公司	337.21	40	合盛商业集团股份有限公司	159.54	65	山西美特好连锁超市股份有限公司	78.01	90	湖北黄商集团股份有限公司	37.83
16	中百控股集团股份有限公司	331.95	41	合肥百货大楼集团股份有限公司	159.01	66	湖南友道阿波罗商业股份有限公司	74.43	91	湖北大商股份有限公司	37.77
17	东胜三鼎高科技技术有限公司	322.23	42	欧尚（中国）投资有限公司	156.97	67	山东金福元商业集团	73.46	92	新疆汇嘉时代百货股份有限公司	35.42
18	大商股份有限公司	312.91	43	新华都购物广场股份有限公司	153.95	68	南京中央商场（集团）股份有限公司（百）	72.29	93	河北惠友商业连锁发展有限公司	35.07
19	石家庄北国八佰伴集团有限责任公司	300.08	44	银座集团股份有限公司	152.16	69	山东德百集团	70.01	94	甘肃国芳工贸（集团）股份有限公司	33.96
20	天虹商场股份有限公司	264.82	45	武汉中商集团股份有限公司	142.13	70	深圳百果园事业发展有限公司	67.89	95	深圳岁宝百货有限公司	31.75
21	利群集团股份有限公司	249.17	46	北京京客隆商业集团股份有限公司	140.93	71	杭州解百集团股份有限公司	67.63	96	罗森（中国）投资有限公司	31.11
22	家家悦控股集团股份有限公司	249.01	47	永旺（中国）投资有限公司	140.93	72	阜阳华联集团股份有限公司	66.68	97	加贝物流股份有限公司	31.01
23	供销大集集团股份有限公司	245.42	48	北京华联综合超市股份有限公司	137.58	73	北京华冠商业科技发展有限公司	63.99	98	广州友道集团有限公司	30.56
24	烟台振华商业集团	244.76	49	北京菜市口百货股份有限公司	134.61	74	新疆友好（集团）股份有限公司（商业部）	62.88	99	迅机世界通信集团股份有限公司	30.08
25	银泰商业（集团）有限公司	229.13	50	江苏华地国际控股集团有限公司	134.17	75	广东嘉荣超市有限公司	61.81	100	广州百佳超级市场有限公司	29.43

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

阿里能够利用公司的客户资源。阿里对客户资源的需求有 2 个层面：1) 增加阿里阵营的玩家数；2) 新零售下的电商需要线下的接口。一方面，阿里与石基合作之后，就能够自然而然地与腾讯阵营中的主要玩家建立某种联系；另一方面，石基客户有很大一部分能够成为“百万小店”中的一份子（万亿级的杂货店 B2B 市场）。

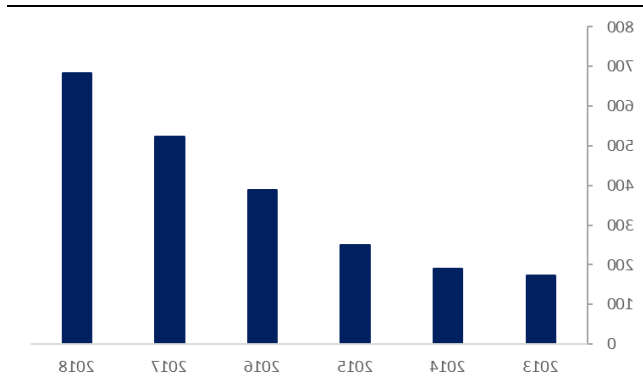
图 26：新零售下的阿里阵营和腾讯阵营



资料来源：虎嗅网，东兴证券研究所

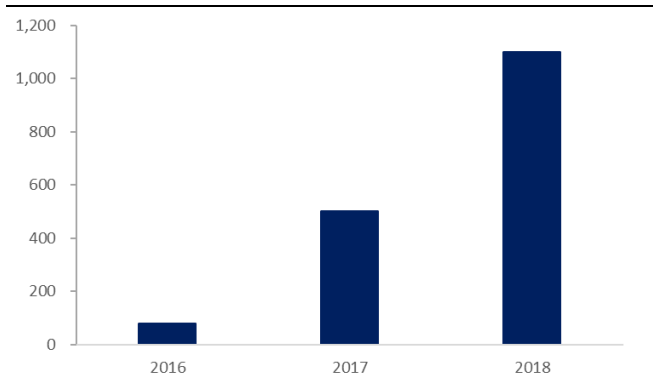
公司向平台化转型，享受线下流量提成。平台化为公司带来新的盈利模式，预定和支付平台已经较为成熟。平台化就是打通商户与预定或支付机构的系统，平台化转型后，公司能够按照交易金额的一定比例收费。具体来看，公司已经率先布局了相对最容易的预定平台（畅联）和支付平台（北海支付中心），两者分别主要让公司享受酒店和零售领域的线下流量。2018 年，畅联平台产量 683 万间夜，同比增长约 30%；与微信支付宝直连的支付业务交易总金额超过 1,100 亿元，比上年同期增长 126%。

图 27：预定平台流量（万间夜）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 28：微信支付宝支付业务交易总金额（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.4 新零售下，公司线下交易额估算

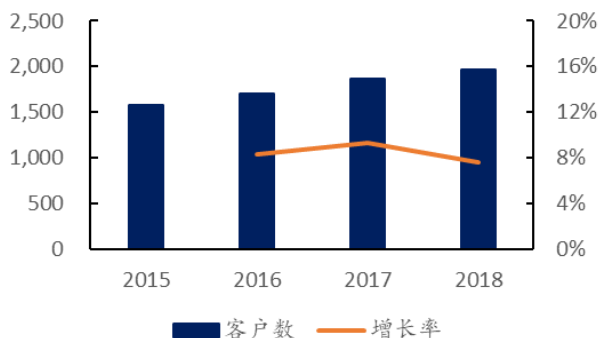
新零售下，公司盈利的关键在于零售系统所拥有的流量。

存量：根据公司的估计，2017 年石基零售线下全部客户的年度流量超过 5 万亿。

增量：1) 2015 年至 2018 年，富基与长益客户数之和的 CAGR 约为 7.6%，思迅用户数的 CAGR 约为 18.5%；2) 2018 年，石基零售和深圳思迅营业收入分别为 4.05 和 2.22 亿元，分别占比 64.6%和 35.4%；

3) 公司零售领域线下流量增速约为 $10.2\% \times 0.7 + 19.6\% \times 0.3$ （由于石基零售不仅仅包括富基和长益两个品牌，所以权重相对调低一点），等于 12.7%；4) 考虑到新零售对传统零售业务的促进，将线下流量增速估计值调高至 15%。

图 29：富基与长益的客户数之和及其变化（个）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 30：思迅的用户数及其变化（万个）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 研究结论

(1) 石基信息平台化战略雏形已经出局规模，后续市场拓展如果成功落地，将带来业绩收入方面持续超预期。

(2) 石基信息国际化战略已经迈出突破性进展，随着云化局面打开，未来可能出现全面占据国际高端酒店盈利增长点。

(3) 2019 年和 2020 年是石基信息战略落地关键时间点，对公司是重大机遇期。

6. 投资评级

公司是国内酒店、餐饮和零售信息系统管理系统龙头公司。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.53/0.65/0.78 元，对应 PE 分别为 62/51/43 倍，给予“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

酒店云化技术落地缓慢、国际酒店下一代管理系统招标滞后、国际化进程不及预期；平台化进程不及预期、新零售整体行业发展滞后、下游客户市场拓展不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	4064	6962	7405	7908	8594	营业收入	2961	3098	3525	4023	4609
货币资金	1715	5768	6202	6592	7144	营业成本	1640	1707	1909	2107	2339
应收账款	441	465	527	602	689	营业税金及附加	22	25	28	32	36
其他应收款	60	46	52	60	68	营业费用	189	229	243	277	317
预付款项	56	50	47	42	38	管理费用	718	551	627	715	819
存货	272	333	344	380	422	财务费用	-1	-159	-120	-128	-137
其他流动资产	1519	232	232	232	232	资产减值损失	42.77	45.04	45.00	45.00	45.00
非流动资产合计	2724	3266	3473	3682	3849	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	353	426	426	426	426	投资净收益	52.28	57.31	55.00	45.00	35.00
固定资产	328	320	364	400	428	营业利润	497	602	736	892	1076
无形资产	420	665	882	1056	1195	营业外收入	4.90	8.12	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	18	18	0	0	0	营业外支出	17.34	2.96	2.00	2.00	2.00
资产总计	6788	10228	10878	11590	12443	利润总额	484	607	742	898	1082
流动负债合计	1133	1296	1449	1560	1688	所得税	59	64	74	90	108
短期借款	16	0	0	0	0	净利润	425	543	668	808	974
应付账款	175	135	175	193	215	少数股东损益	6	79	97	118	142
预收款项	524	543	619	706	806	归属母公司净利润	419	463	570	690	832
一年内到期的非流动	2	0	0	0	0	EBITDA	593	565	785	985	1202
非流动负债合计	253	40	40	40	40	EPS（元）	0.39	0.43	0.53	0.65	0.78
长期借款	208	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1387	1336	1489	1600	1728	成长能力					
少数股东权益	149	583	681	798	941	营业收入增长	11.21%	4.60%	13.80%	14.12%	14.56%
实收资本（或股本）	1067	1067	1067	1067	1067	营业利润增长	42.56%	21.17%	22.26%	21.20%	20.67%
资本公积	1658	4074	4074	4074	4074	归属于母公司净利	7.78%	10.61%	23.05%	21.03%	20.53%
未分配利润	2469	2826	3168	3583	4082	获利能力					
归属母公司股东权益	5251	8309	8708	9192	9774	毛利率(%)	44.63%	44.91%	45.84%	47.64%	49.24%
负债和所有者权益	6788	10228	10878	11590	12443	净利率(%)	14.35%	17.52%	18.94%	20.09%	21.14%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	6.17%	4.53%	5.24%	5.96%	6.69%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	7.98%	5.58%	6.55%	7.51%	8.51%
经营活动现金流	513	499	789	899	1105	偿债能力					
净利润	425	543	668	808	974	资产负债率(%)	20%	13%	14%	14%	14%
折旧摊销	97.35	122.93	169.10	221.67	264.27	流动比率	3.59	5.37	5.11	5.07	5.09
财务费用	-1	-159	-120	-128	-137	速动比率	3.35	5.12	4.87	4.83	4.84
应收账款减少	0	0	-62	-74	-88	营运能力					
预收帐款增加	0	0	76	87	100	总资产周转率	0.46	0.36	0.33	0.36	0.38
投资活动现金流	-1630	825	-300	-431	-441	应收账款周转率	8	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.96	19.95	22.69	21.82	22.58
长期股权投资减少	0	0	3	0	0	每股指标（元）					
投资收益	52	57	55	45	35	每股收益(最新摊	0.39	0.43	0.53	0.65	0.78
筹资活动现金流	-55	2931	-54	-79	-112	每股净现金流(最新	-1.10	3.99	0.41	0.36	0.52
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.92	7.79	8.16	8.62	9.16
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	85.26	77.33	62.20	51.39	42.64
资本公积增加	40	2416	0	0	0	P/B	6.75	4.27	4.07	3.86	3.63
现金净增加额	-1173	4256	435	389	552	EV/EBITDA	57.28	52.53	37.27	29.34	23.57

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	工业软件：中美科技战命门之工业软件深度报告之一	2019-05-23
公司	石基信息（002153）：东兴计算机调研第1期：信息消费科技龙头公司强者恒强	2019-05-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

分析师：叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。