



## 石基信息(002153.SZ)

# 【粤开计算机】石基信息(002153.SZ, 买入): 酒店信息管理系统领导者, 构建数据化行业应用服务平台

2020年04月14日

投资要点

## 买入(首次评级)

当前价: 28.75 元

目标价: 元

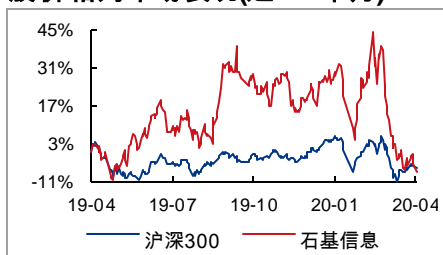
分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001

电话: 021-51782317

邮箱: chenzhengxian@y kzq.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	3,098	3,763	4,441	5,329
(+/-)	5%	22%	18%	20%
归母净利润	383	378	440	563
(+/-)	10%	-1%	17%	28%
EPS(元)	0.36	0.35	0.41	0.53
P/E	80	81	70	54

资料来源: 粤开证券研究院

### 全球及中国酒店 IT 业务空间扩大

随着信息化趋势的不断蔓延和酒店行业并购整合带来的需求, 全球酒店 IT 系统投入持续增长。2018 年全球酒店 IT 系统投入达到 326 亿美元, 2012-2018 年间, 以 2.7% 的年复合增长率持续缓慢增长。酒店 IT 系统可以大致分为 PMS (酒店物业管理系统)、POS (酒店餐饮管理软件) 等模块。2018 年, PMS 在全球酒店 IT 投入细分领域占比最高, 达到 30%。这表明在酒店 IT 细分领域, PMS 的市场需求最高。

### PMS 是酒店 IT 系统核心, 云 PMS 趋势不可阻挡

PMS (酒店物业管理系统) 是酒店 IT 系统的核心。PMS 涉及到酒店房间预定、客房管理、前台管理、客户信息等酒店业务核心板块, 目前在发达国家酒店渗透率较高。就全球 PMS 市场供应商情况而言, 各供应商市场份额相差不大、竞争激烈。配合酒店管理全球化、系统化需求, 云 PMS 已经成为了近年及未来 PMS 的发展方向。云 PMS 能够更及时地处理大规模数据、跨地区处理数据, 不再局限于某单一酒店门店, 且布局成本更低; 目前, 全球酒店 PMS 上云占比不高, 还有很大升级发展空间。

### 石基信息为酒店信息管理行业强势领导者, 聚焦云化、国际化、平台化发展

公司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, 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。目前, 公司的产品以 PMS、POS、分销和支付解决方案、数据管理等为主, 覆盖酒店、餐饮、零售和休闲娱乐业。公司在中国星级酒店业信息管理系统市场和规模化零售业 (客户年度营业额 1 亿元以上) 信息管理系统市场的客户占有率为 60-70%, 为强势领导者。

### 投资建议

我们给予「买入」的投资建议, 基于石基信息, (1) 酒店信息管理系统领导者; (2) 软件生态形成闭环, 国际化、平台化逐步推进。预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 37.6 亿元、44.4 亿元和 53.3 亿元, 同比增速分别为 22%、18% 和 20%; 归母净利润分别为 3.8 亿元、4.4 亿元和 5.6 亿元, 同比增速分别为 -1%、17% 和 28%, 每股收益分别为 0.35 元、0.41 元和 0.53 元。

### 风险提示

研发不及预期, 海外投资风险, 与互联网企业合作进展不确定。



## 目 录

投资案件 .....	4
投资评级与估值 .....	4
关键假设点 .....	4
有别于大众的认识 .....	4
股价表现催化剂 .....	4
核心风险提示 .....	4
一、行业分析 .....	5
(一) 全球及中国酒店 IT 业务空间扩大 .....	5
(二) PMS 细分领域行业趋势：云 PMS 是发展方向 .....	7
(三) 产业链：打造大数据平台 .....	10
二、公司概况 .....	11
(一) 公司简介 .....	11
(二) 商业模式 .....	14
(三) 公司核心竞争力 .....	14
1、酒店信息管理系统：云化 .....	14
2、国际化 .....	16
3、平台化 .....	18
(四) 公司财务状况 .....	19
三、盈利预估 .....	21

## 图表目录

图表 1：全球酒店行业市场规模增长 .....	5
图表 2：中国酒店行业交易规模稳定增长 .....	5
图表 3：近年来典型全球酒店并购事件 .....	6
图表 4：全球酒店 IT 系统投入持续增长 .....	7
图表 5：PMS 的市场需求最高 .....	7
图表 6：PMS 业务范围 .....	7
图表 7：PMS 在几个国家的渗透率 .....	8
图表 8：2017 年全球 PMS 供应商市场份额 .....	8
图表 9：全球头部 PMS 供应商产品差异 .....	9
图表 10：PMS 三种部署方式对比 .....	9
图表 11：全球酒店上云占比 .....	10
图表 12：2016 年不同国家云 PMS 占 PMS 比 .....	10
图表 13：酒店软件产业链 .....	11
图表 14：公司发展历程 .....	12
图表 15：公司前十大股东 .....	13
图表 16：1H19 公司主营业务 .....	13
图表 17：石基信息商业模式 .....	14



图表 18：酒店信息管理业务主要板块和代表子公司 .....	15
图表 19：石基酒店软件云系统构成 .....	16
图表 20：西软 XMS 产品界面 .....	16
图表 21：石基分地区布局情况 .....	17
图表 22：石基分地区布局地图 .....	17
图表 23：石基国外营收占比持续提高 .....	18
图表 24：石基大消费行业覆盖 .....	19
图表 25：营收持续增长 .....	19
图表 26：归母净利润出现下滑 .....	19
图表 27：各业务毛利率（百分比） .....	20
图表 28：费用率平稳 .....	20
图表 29：公司研发支出较高 .....	21
图表 30：同业对比 .....	21
附录：公司财务预测表（百万元） .....	22



## 投资案件

### 投资评级与估值

我们给予「买入」的投资建议，基于石基信息，(1)酒店信息管理系统领导者；(2)软件生态形成闭环，国际化、平台化逐步推进。预估公司2019年、2020年和2021年的营业收入分别为37.6亿元、44.4亿元和53.3亿元，同比增速分别为22%、18%和20%；归母净利润分别为3.8亿元、4.4亿元和5.6亿元，同比增速分别为-1%、17%和28%，每股收益分别为0.35元、0.41元和0.53元。

### 关键假设点

石基信息业务线主要为第三方硬件配套业务、酒店信息管理系统业务、商业流通管理系统业务、自主智能商用业务和其他业务，从主营构成来看，其他业务增长空间有限。我们按照主营业务进行拆分及预测：

- (1) 公司酒店信息管理系统业务占据总营收的31%左右，为公司核心业务。不利因素：2020年公司代理Micro Oracle产品合同到期；2020年3月美国总统令要求石基退出StayNTouch100%股权，受此影响后续石基将减少投资收购美国标的；2020全年受全球新冠疫情影响，全球酒店、餐饮和旅游业持续低迷。因此短期我们预计公司此业务营收会受较大影响。但长期来看，公司持续国际化、平台化的布局不受影响，产品仍然为同类产品龙头。因此我们预计未来三年该业务的收入增速为22%、18%和20%。
- (2) 公司营收33%左右来自于第三方硬件配套业务（打印机、收银机等），为辅助业务。鉴于子公司中电器件产品线布局及销售模式更加合理、全面，市场占有率进一步提升，我们预计该业务收入增速将呈现相对稳定趋势，为20%、18%和20%。
- (3) 商业流通管理系统业务、自主智能商用业务合计维持在总营收的27%左右，随着产品持续发展，我们预计未来三年该业务的收入增速为22%、15%和25%。

### 有别于大众的认识

酒店信息管理系统软件发展趋势是基于云部署的数据化行业平台。

### 股价表现催化剂

市场份额进一步增大，新一代云平台上市。

### 核心风险提示

研发不及预期，海外投资风险，与互联网企业合作进展不确定。

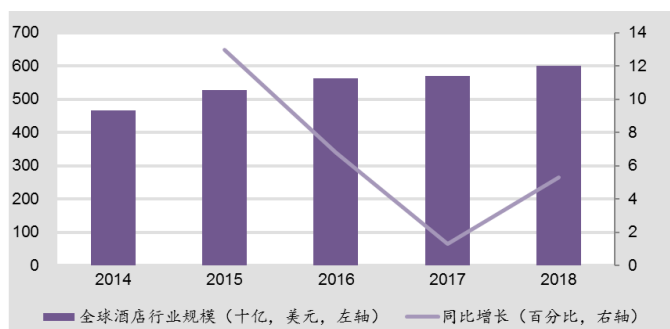


## 一、行业分析

### (一) 全球及中国酒店 IT 业务空间扩大

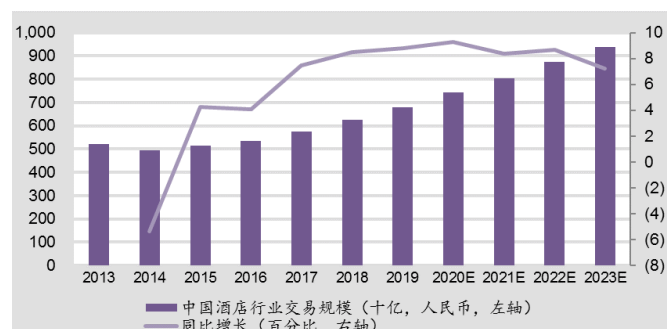
全球及中国酒店行业市场规模持续增长。全球范围内，酒店行业市场规模从 2014 年的 4660 亿美元上涨至 2018 年的 6000 亿美元，年平均复合增长率达到 5%。中国酒店行业交易规模则从 2013 年的 5220 亿元达到 2019 年的 6800 亿元。2017 年开始，同比增长率稳定在 7-9%；根据预计，2023 年交易规模将达到 9380 亿元。据 UNWTO 预测，中国酒店市场规模到 2025 年将超过美国，到 2039 年将增长近一倍。酒店行业的持续增长表明，酒店行业未来对于相关配套服务产业的需求将同样增长。

图表1：全球酒店行业市场规模增长



资料来源: statista, 粤开证券研究院

图表2：中国酒店行业交易规模稳定增长



资料来源: 前瞻产业研究院, 粤开证券研究院

近年来，酒店行业持续的并购和收购趋势使得酒店系统全球化、信息化需求极大上升。自 2015 年万豪集团收购喜达屋开始，酒店集团整合趋势持续至今。并购呈现出两个特点：一，行业整合趋势呈现全球化，跨国并购较为频繁。二，除酒店本身外，酒店集团还布局餐饮、休闲等相关产业。这些趋势表明，酒店全球管理势必要摒弃过去单一、繁杂的管理方式，而采用高信息化、高协同度的管理方式，这对酒店的信息化建设提出了更高要求。


**图表3：近年来典型全球酒店并购事件**

时间	事件	详细内容
2015年11月	万豪收购喜达屋	万豪于2015年11月以122亿美元收购喜达屋,成为全球最大酒店集团,合计拥有逾6500家酒店。
2016年4月	首旅酒店收购宁波南苑和如家	首旅酒店将以现金方式收购非由买方集团持有的如家已发行全部流通股股份,并通过合并方式实现如家私有化
2016年7月	锦江股份并购铂涛和维也纳	锦江股份以17.488亿元收购黄德满持有的维也纳酒店80%的股权,以80万元收购百岁村餐饮80%的股权。
2017年12月	洲际集团收购82家酒店及餐厅	2017年12月8日,洲际酒店及度假村宣布,已签署收购White Lodging的82家高级品牌、精选和全方位服务酒店以及一家餐厅的管理协议。
2017年1月	凯悦收购Miraval集团进军康体领域	凯悦酒店集团宣布以3.75亿美元收购纽约养生度假村和水疗中心——Miraval集团。
2017年2月	华住全资收购桔子水晶酒店集团	华住酒店集团与以美国投资基金凯雷集团为首的投资者签署股权收购协议,以36.5亿元人民币的价格全资收购桔子水晶酒店集团100%股权。
2017年5月	中企1.4亿澳元收购悉尼双湾洲际酒店	中国中邦集团和上海连合房地产投资有限公司1.4亿澳元购得悉尼双湾洲际酒店,本次收购是中邦置业集团进入悉尼酒店及酒店式公寓行业的又一新举措
2017年9月	喜达屋战略投资迷你酒店品牌	喜达屋宣布对迷你酒店品牌YOTEL进2.5亿美元的战略投资,同时收购后者30%的股权。
2018年	温德姆集团业务整合	温德姆环球公司以26.8亿美元收购La Quinta Holdings,以13.8亿美元的价格将其欧洲度假租赁部门出售给Platinum Equity。
2018年11月	锦江业务整合	锦江于2018年11月完成了对丽笙酒店集团的收购
2019年2月	洲际集团布局高端酒店	洲际酒店集团确认以3亿美金收购全球顶级奢华度假酒店品牌六善酒店集团。此次交易包括出售六善旗下16家酒店和度假村与37家水疗中心的管理权以及品牌姐妹公司爱梵森和Raison d' Etre。
2019年11月	华住集团布局高端酒店	2019年11月4日,华住集团其在新加坡的全资子公司完成了对Deutsche Hospitality德意志酒店集团(以下简称“DH”)100%股权收购协议的签署。

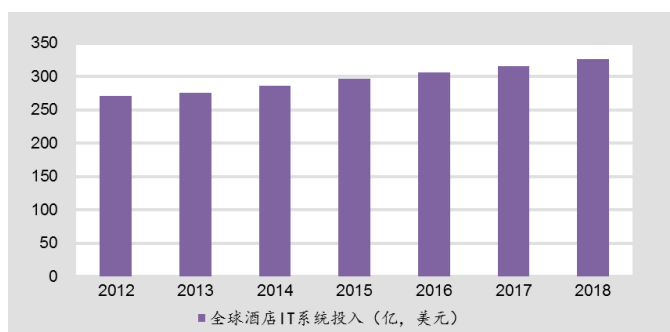
资料来源：粤开证券研究院

随着信息化趋势的不断蔓延,全球酒店IT系统投入持续增长。IT支出约占全球酒店收入的4%到6%。根据Grant Thornton,2018年全球酒店IT系统投入达到326亿美元,2012-2018年间,以2.7%的年复合增长率持续缓慢增长。

酒店IT系统可以大致分为PMS(酒店物业管理系统)、POS(酒店餐饮管理软件)、CRS(中央预定系统)、CRM(客户关系管理系统)、PICC(采购/仓库/成本控制管理软件)、HRMS(人力资源管理软件)等模块,并向外连接OTA平台等。根据酒店规模大小,使用的模块数量不等,如全球高星级酒店使用模块细化程度深、复杂程度高,涉及模块将达到上百个。2018年,PMS在全球酒店IT投入细分领域占比最高,达到30%;其次是CRS,占比达到19%;支出占比第三位则为POS,达到18%。这表明在酒店IT细分领域,PMS的市场需求最高。

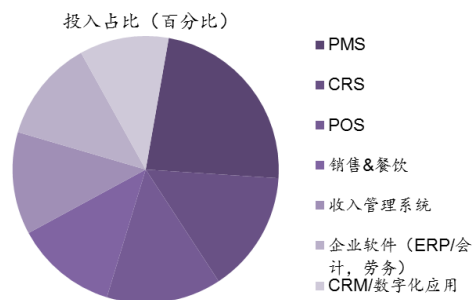


图表4：全球酒店 IT 系统投入持续增长



资料来源：Grant Thornton，粤开证券研究院

图表5：PMS 的市场需求最高

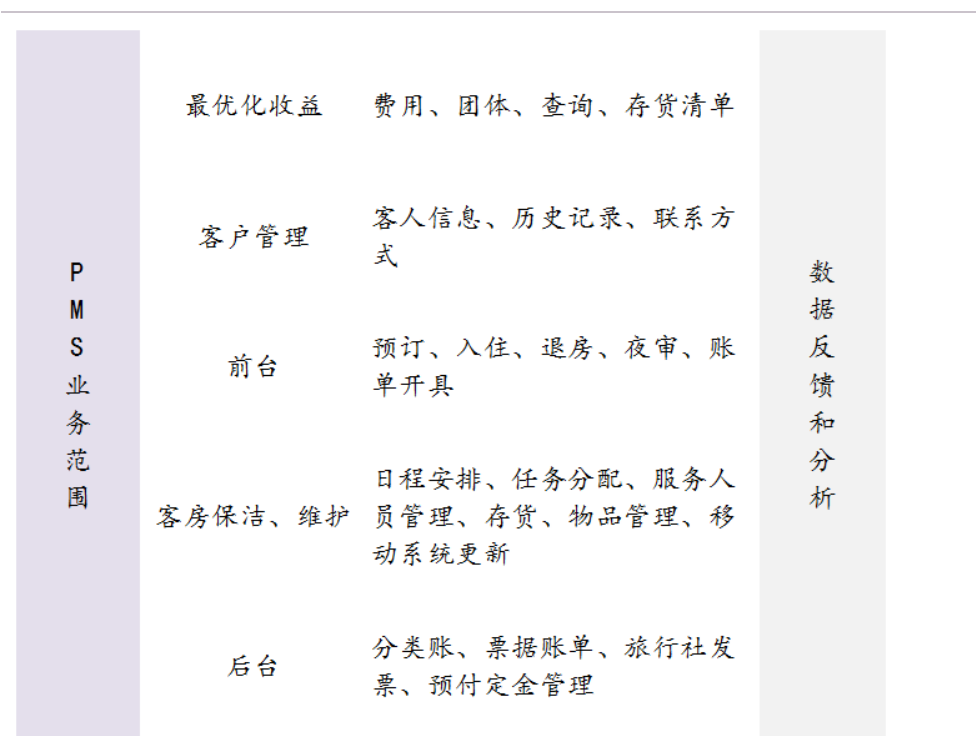


资料来源：Hospitality Technology，粤开证券研究院

## (二) PMS 细分领域行业趋势：云 PMS 是发展方向

PMS (酒店物业管理系统) 是酒店 IT 系统的核心。PMS 涉及到酒店房间预定、客房管理、前台管理、客户信息等酒店业务核心板块,对内和其他模块协同运作,对外联系 OTA (在线旅游) 平台和旅行社等。目前, PMS 功能发展更为完备, 致力于帮助酒店为客人提供完善的全方面服务。

图表6：PMS 业务范围

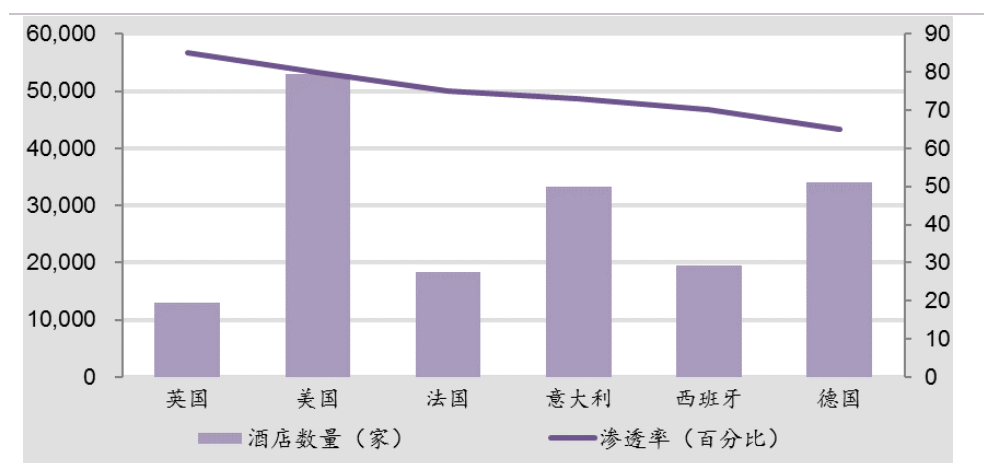


资料来源：Grant Thornton，粤开证券研究院

目前, PMS 在发达国家酒店业渗透率较高。2016 年, 渗透率最高的国家是英国, 在其全国 13,000 家酒店中, 85% 的酒店配备 PMS; 其次是美国, 美国酒店数量高达 53,000 家, 渗透率却依然高达 80%。考虑到中国酒店行业 IT 发展起步较晚, 我们预计中国酒店内 PMS 的渗透率还有很大提升空间。



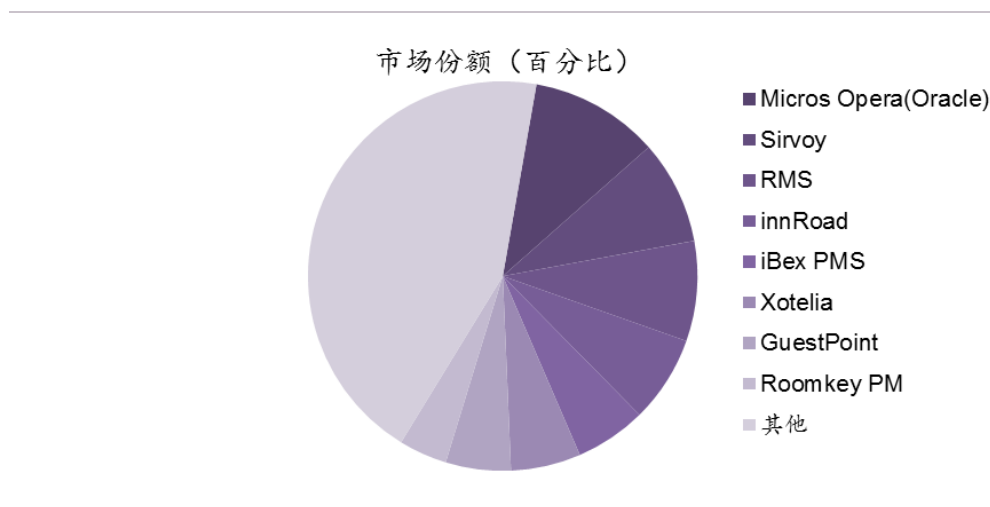
图表7：PMS 在几个国家的渗透率



资料来源：Grant Thornton，粤开证券研究院

就全球 PMS 市场供应商情况而言，各供应商市场份额相差不大、竞争激烈。全球市场份额最高的是 Oracle 旗下的 Micros Opera，市场份额达到 10.7%。第二是 Sirvoy，市场份额为 8.6%。其他全球头部厂商还有 RMS、innRoad、iBex PMS 等，市场份额均在 5-8% 左右。中国 PMS 市场较小，但竞争同样激烈，西软、金天鹅、用友、众荟等位居品牌指数前列。

图表8：2017 年全球 PMS 供应商市场份额



资料来源：Datanyze，粤开证券研究院

目前，全球 PMS 供应商的产品不尽相同。部署情况上，多数 PMS 产品均采用本地 ( On-premise ) 部署或者云 ( Web-native ) 部署；软件功能上，多数 PMS 产品的核心功能都是齐全的。差异出现在其他外围辅助功能，如休闲活动版块和企业资源计划类，只有少数头部厂商产品配备了较为全面的功能。我国 PMS 多为本地部署的单机版 PMS。



图表9：全球头部 PMS 供应商产品差异

功能/典型供应商	Oracle Hospitality	Infor	Potel	Itesso	Sabre	PAR springer-miller	Hetras (石基)
本地部署	✓	✓	✓	✓		✓	
混合部署	✓		✓				
云端部署		✓	✓	✓	✓	✓	✓
预订							
渠道管理	P	P	P	P		P	✓
在线预订	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
前台	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
收入优化	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
核心PMS							
客房服务/运维	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
后台	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
报告分析	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
休闲和公开活动							
食品、饮料	✓	✓	✓	P		✓	
会议	✓	✓	✓	P		✓	
高级PMS功能							
EPOS	✓	✓	✓	✓		✓	
CRM	✓	✓	✓	✓	✓		
中央预订	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
收入/产出管理	✓	✓	✓	✓			
企业资源计划板块							
采购、人事和薪酬	✓	✓					
会计和财务	✓	✓					

说明：(P：与其他企业合作)

资料来源：Grant Thronton，粤开证券研究院

配合酒店管理全球化、系统化需求，云 PMS 已经成为了近年及未来 PMS 的发展方向。与本地部署和混合部署相比，云 PMS 能够更及时地处理大规模数据、跨地区处理数据，不再局限于某单一酒店门店，且布局成本更低；同时，在大数据分析的时代，云 PMS 能够更准确地总结和分析数据，酒店可以对用户精准画像，进而满足客人定制化的服务需求。云 PMS 的目标，就是帮助酒店进一步精简 IT 板块，从而提高管理效率和服务质量。

图表10：PMS 三种部署方式对比

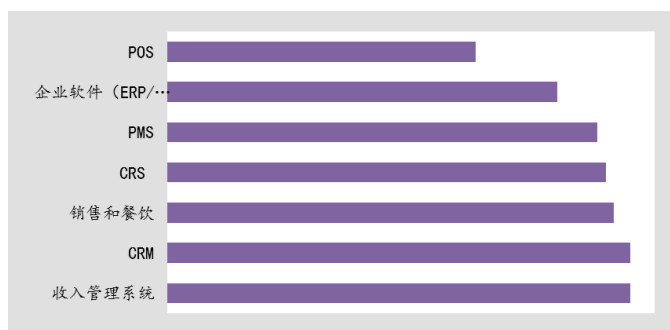
	On-premise 本地部署	Hybrid 混合部署	Web-native 云端部署
使用平台	通过本地计算机桌面进行操作	增加Web前段，可以通过浏览器、PC、平板、移动端使用	通过浏览器登录使用
数据存储地	本地服务器	本地服务器或远程PMS供应商托管	云存储
支出	初期有硬件部署和软件许可，收费方式为License费用+运维费	初始设置费用（包括接口和培训的额外费用）、从本地迁移的费用；订阅式付费，按房间按月定价	降低初期成本和后期管理成本，订阅式付费，按房间按月定价
技术架构	/	功能上与本地相似，但不具备纯云端应用的弹性和易连接性；相比云端开发更快，不需要重写代码	具有云模式的典型优势：弹性能力可保证灵活增减酒店用户，API和微服务的设计使得更易于连接其他模块
维护	本地IT团队支持	/	产品更新均由厂商在云端完成

资料来源：Grant Thronton，粤开证券研究院



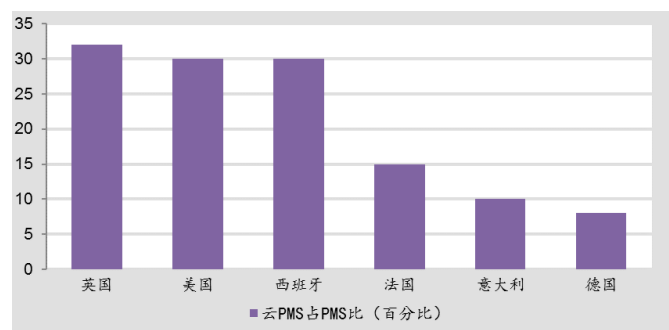
云 PMS 还有很大增量空间。根据 Hospitality Technology 对全球 64,409 家酒店子系统将上云或已经上云占比的调查显示,上云最多的酒店 IT 子模块是收入管理系统和 CRM,占比达到 57%;最低的为 POS,为 38%。PMS 上云占比中等,为 53%,可见 PMS 配合其他子版块上云还需进一步发展。在全球发达国家中,云 PMS 占 PMS 比水平较低且差异很大,2016 年,最高的英国仅为 32%,最低的德国只有 8%的 PMS 为云端部署。我们估计,中国等发展中国家的云 PMS 占比将更低。但随着技术的发展,PMS 依托的云系统正在扩张、普及。2018 年,中国云系统和服务管理软件市场的市场规模达到了 1.05 亿美元,同比增长 40.4%。IDC 预测,该市场在未来五年仍然会保持高速增长,其年复合增长率达到 44.3%,到 2023 年市场规模将达到 6.512 亿美元。预计经过三至四年的发展,PMS 上云占比将进一步提升。

图表11：全球酒店上云占比



资料来源: Hospitality Technology, 粤开证券研究院

图表12：2016 年不同国家云 PMS 占 PMS 比



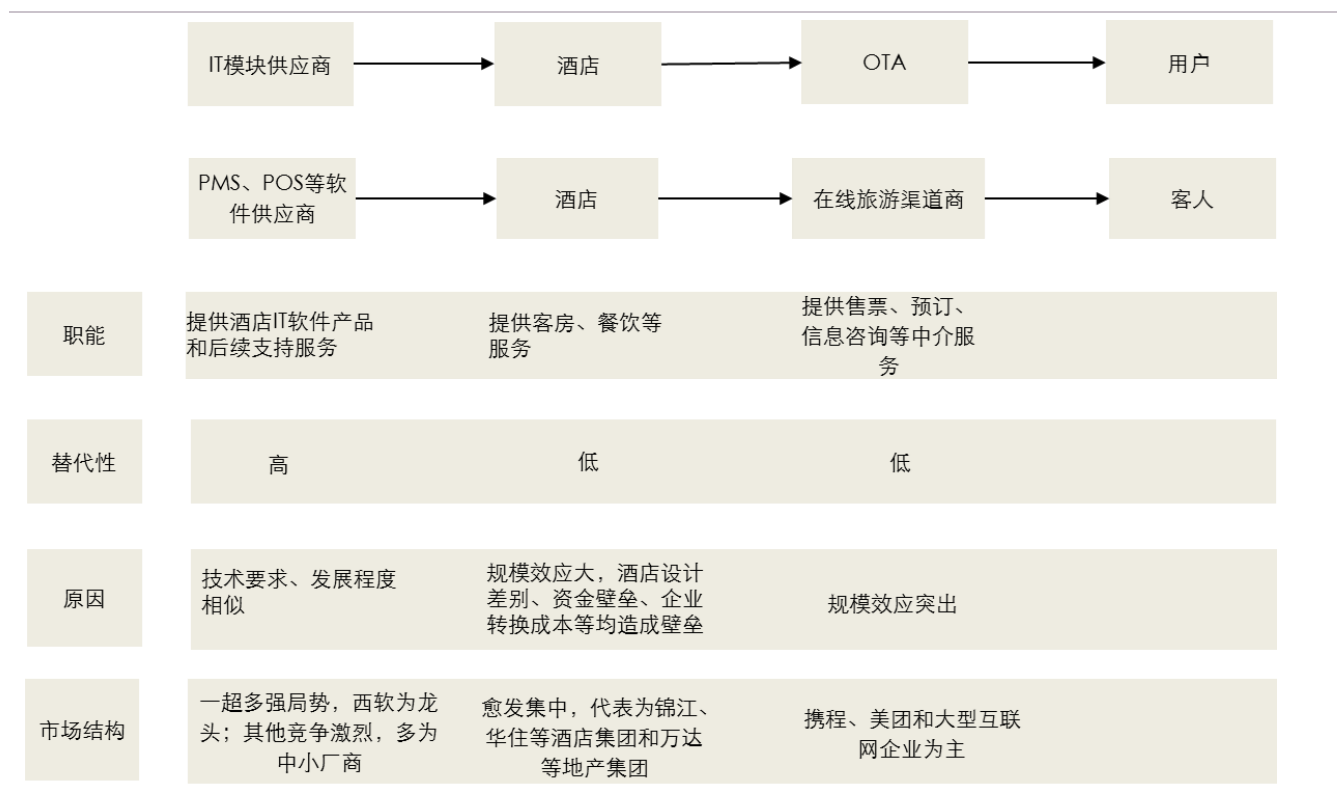
资料来源: Grant Thornton, 粤开证券研究院

### (三) 产业链：打造大数据平台

酒店软件产业链主要包括上游的软件供应商、中游的酒店及下游的 OTA 服务商,最终到达用户(客人)。上游的软件供应商主要负责酒店内部 PMS/CRM 等软件的供应,技术有一定壁垒,但市场产品趋同。中游为酒店,负责提供客房和餐饮、休闲、办公等服务。下游则是 OTA(在线旅游)服务商,扮演中介角色,负责为终端用户提供购票、服务购买、预订等线上服务,从酒店赚取一定比例的佣金。目前,PMS 供应商发展趋势为横向扩张,结合云端部署,逐渐布局协同的餐饮管理软件、顾客信息管理软件等,逐渐将单一管理软件打造成综合数据平台;同样,许多 OTA 服务商向上扩张,收购部分单体酒店和 PMS 供应商,以期打通从酒店库存、价格到客户的数据库,从而打造大数据平台。



图表13：酒店软件产业链



资料来源：粤开证券研究院

## 二、公司概况

### (一) 公司简介

石基信息(600536.SH)全名北京中长石基信息技术股份有限公司,1998年成立,2007年上市。公司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,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。目前,公司的产品以PMS、POS、分销和支付解决方案、数据管理等为主,覆盖酒店、餐饮、零售和休闲娱乐业,拥有万豪、凯悦等跨国国际酒店集团、星巴克等跨国餐饮集团、华润万家等全国大型零售企业客户。公司在中国星级酒店业信息管理系统市场和规模化零售业(客户年度营业额1亿以上)信息管理系统市场的客户占有率为60-70%,为强势领导者。



图表14：公司发展历程

时间	事件	说明
1998年	石基成立	主要从事高端酒店网络系统集成和客户的软件升级维护服务
2003年6月	获得MICROS独家代理权	获得全球第一大PMS提供商Micros的中国独家代理权，正式从服务商转为软件供应商。
2005年	收购昆仑	公司开启在整个酒店行业的布局，昆仑成为公司控股子公司。
2007年11月	布局POS餐饮管理系统	收购Infrasys。公司通过焦点技术收购持有Infrasys(香港)有限公司的70%股权。Infrasys在香港餐饮业(高档餐厅和会所)POS系统市场占有率超过60%，在新加坡市场(高档餐厅和会所)占用率同样超过60%。
2007年4月	收购西软，为后续平台奠定基础	公司出资6,000.00万元收购杭州西软科技有限公司60%的股权。西软是国内用户数量最多的酒店信息系统。公司收购西软科技后，公司高星级酒店市场份额将由30%上升至45%以上。
2007年8月	公司上市	石基信息于2007年08月13日在深圳证券交易所中小板挂牌上市，股票代码002153
2010年7月	布局软件系统	收购银石计算机：公司自有资金以协议价6,000万元收购南京银石计算机系统有限公司100%的股权。
2011年11月	布局餐饮管理系统，投资正品贵得	正品贵德获得石基信息数千万元战略性投资，双方将在信息化领域展开深入地合作，联手打造餐饮信息化的旗舰型集团，帮助中国酒店、餐饮企业通过信息化提升竞争力，实现可持续发展。
2013年12月	布局零售和餐饮信息管理系统，收购思迅	公司以2.05亿元收购思迅软件75%股权。思迅软件长期致力于零售流通业、商业自动化与餐饮娱乐行业信息化技术研究开发与推广应用。这一收购加速了公司从软件服务商向平台运营商的转型。
2014年12月	布局购物中心信息管理系统，收购科传	公司拟增资焦点信息，并由焦点信息收购科传股份30%的股权。
2014年7月	布局分销综合服务，收购中电	公司拟支付现金1.8亿元和5763万元购买中国电子器件工业有限公司45%和10%股权，合计支付约2.38亿元。
2015年11月	布局零售IT系统	公司之全资子公司石基(香港)有限公司通过纳斯达克以一级市场价格购买头基基理(eFuture)不低于30%股权，且本次股权收购拟持有三年以上。eFuture公司是中国快速增长的消费产品及零售行业软件和服务解决方案提供商
2015年12月	布局零售IT系统	收购长益科技，公司以现金6.3亿元，购买北京长益康信息科技有限公司100%股权。
2015年7月	酒店信息系统整合	公司全资子公司石基(香港)有限公司以7500万元，收购万达控股有限公司100%股权，整合万达控股拥有的“千里马”酒店信息系统的各项资源。
2015年9月	布局酒店及旅游业专业咨询顾问服务，收购浩华	石基(香港)以现金方式共计1,000万美元购买SEXTANT INVESTMENTS LIMITED持有的浩华75%股权。本次交易完成后，浩华成为石基信息之控股子公司。
2016年3月	布局税控和发票软件业务，合作百望金税	公司和百望成立合资公司，公司持有60%股权，百望持有40%股权。双方拟通过合资公司向整个旅游消费领域，包括但不限于在酒店、餐饮、零售、旅游目的地及主题公园等石基的业务领域提供增值税税控软硬件一体化解决方案及电子发票服务。
2016年8月	进一步布局PMS，收购Hetras华仪	石基集团以520万美元的价格收购了德国酒店管理系统Hetras
2017年1月	收购Review-pro	全资子公司石基香港拟以2636万欧元(约合人民币1.5亿元)收购ReviewPro公司79.47%股份。其提供在线声誉管理(ORM)和客户满意度调查(GSS)在内的全套云端解决方案。
2017年4月	布局全球业务，收购Kalibri	石基斥资400万美元收购了Kalibri Labs 12%的股份。Kalibri Labs帮助酒店规划如何通过第三方(如在线旅游公司)进行分销。
2018年2月	阿里入股石基零售	阿里巴巴以不超过5亿美元的价格战略入股其子公司石基零售，获得石基零售38%的股份，布局新零售
2018年7月	收购SnapShot创始人股份	2014年至2018年间，公司共投资3500万美元(3200万欧元)，收购了酒店数据服务公司Snapshot。2018年，公司向其注资约150万美元。
2018年9月	布局云PMS，收购StayNtouch	全资收购美国酒店云PMS厂商StayNTouch。StayNTouch是一家酒店云服务供应商，专注于为酒店提供移动化云SaaS形式的PMS(客房管理系统)。
2019年	布局海外产业	先后于日本、美国华盛顿特区、印度等开立新办公室。
2019年1月	收购Touchpeak	公司以290万美元收购了Touchpeak剩余股份，从而全资持有Touchpeak，并将该公司并入了公司旗下的支付解决方案部门。
2019年2月	收购渠道内容发布管理平台ICE Portal	公司以1350万美元全资收购了渠道内容发布管理平台ICE Portal。通过ICE Portal，公司可以帮助酒店业运营管理者更好地对内容进行多渠道管理和发布。
2019年3月	布局大消费领域	控股海信智能商用。公司以公开摘牌的方式成功完成对海信智能商用系统股份有限公司57.75%股权的收购
2019年5月	收购MyCheck	收购了总部位于特拉维夫的酒店支付和集成技术服务提供商MyCheck。

资料来源：公司公告，粤开证券研究院

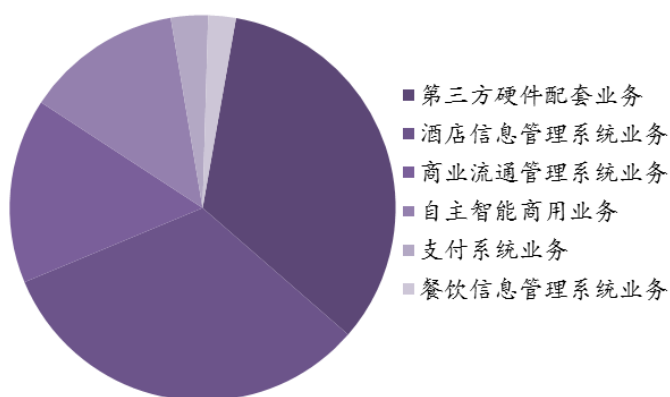
截至 19Q3，公司实际控制人李仲初是公司第一大股东，持股比例为 55%。淘宝持股 13%。前十大股东共持股 80.86%，持股结构非常集中。


**图表15： 公司前十大股东**

股东名称	持股比例（百分比）	说明	股本性质
李仲初	54.65	实际控制人	限售流通A股, A股流通股
淘宝(中国)软件有限公司	13.04		限售流通A股
焦梅荣	3.62	本公司股东焦梅荣为控股股东李仲初之岳母, 不属于一致行动人	A股流通股
北京业勤投资有限公司	3.42		A股流通股
中央汇金资产管理有限责任公司	1.68		A股流通股
香港中央结算有限公司(陆股通)	1.10		A股流通股
全国社保基金一一二组合	0.88		A股流通股
陈国强	0.88		A股流通股
中国工商银行股份有限公司-东方红沪港深灵活配置混合型证券投资基金	0.81		A股流通股
全国社保基金一一一组合	0.78		A股流通股
合计	80.86		

资料来源：公司公告，粤开证券研究院

目前公司的第三方硬件配套业务和酒店信息管理系统业务占据较大比例营收，1H19 第三方硬件配套业务收入约占 33%，酒店信息管理系统业务收入占据 32%，商业流通管理系统业务占 15%，自主智能商用业务占 13%，其他业务均占不足 5%。主营比较集中，配套硬件的酒店信息管理系统成为公司的核心业务和竞争力所在。

**图表16： 1H19 公司主营业务**


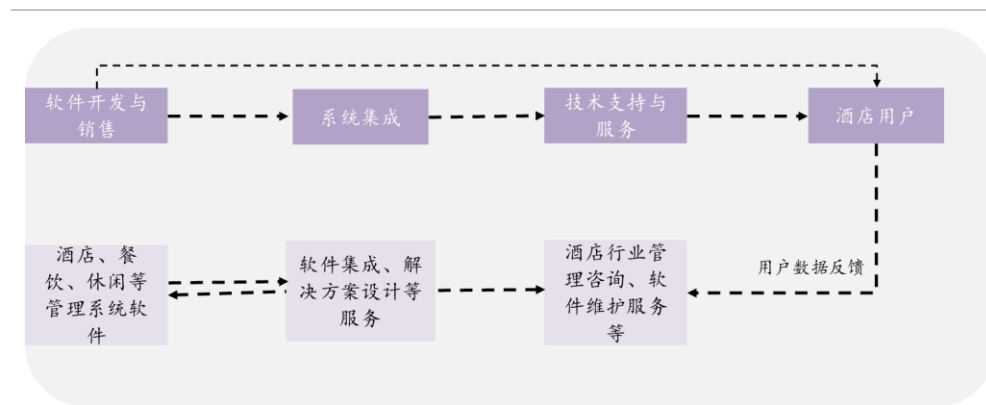
资料来源：公司公告，粤开证券研究院



## (二) 商业模式

石基信息为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。目前其在软件业务的主要商业模式涉及计算机服务和软件业务。公司以项目合同、软件销售合同等方式，向酒店、餐饮、零售等不同行业类型的用户提供信息管理系统全面解决方案。公司通过构建硬件和软件应用平台，向用户收取合同款，实现收入；在为客户提供信息管理系统全面解决方案之后，以“技术支持服务合同”的方式长期为客户提供产品升级、软硬件维护等服务，并通过收取“技术支持与服务”合同款，实现收入与盈利。近年来，公司在海外的业务从传统的软件、硬件和维护收入转为“软件即服务”的 SaaS 服务收入。

图表17：石基信息商业模式



资料来源：公司公告，粤开证券研究院

## (三) 公司核心竞争力

### 1、酒店信息管理系统：云化

石基信息的核心业务围绕酒店信息管理系统展开。自 2003 年获得 Oracle 旗下 Micro Opera 在中国大陆的独家代理权以来，公司从软件服务商顺利转型为软件供应商，深耕酒店信息管理系统。通过收购和对外投资，公司将西软等国内龙头 PMS、CRM 供应商纳入麾下，并联合其他子公司开展相关业务，其产品包括 PMS、POS、分销解决方案、支付解决方案、休闲娱乐解决方案、声誉管理、内容管理、前台管理、直连管理、差旅管理、财务管理、人力资源管理、采购和库存管理等软件和大数据平台、咨询顾问等服务，并在此基础上形成集团解决方案。

公司酒店信息管理系统客户遍布全球，从高星级到较低星级直至经济型连锁酒店。从技术要求来说，高星级酒店要求的产品结构更复杂，从而对产品技术含量的要求更高。目前，公司在国内高星级国际化集团酒店信息系统业务方面基本形成垄断，可印证公司在管理系统软件的核心技术已经遥遥领先。


**图表 18：酒店信息管理业务主要板块和代表子公司**

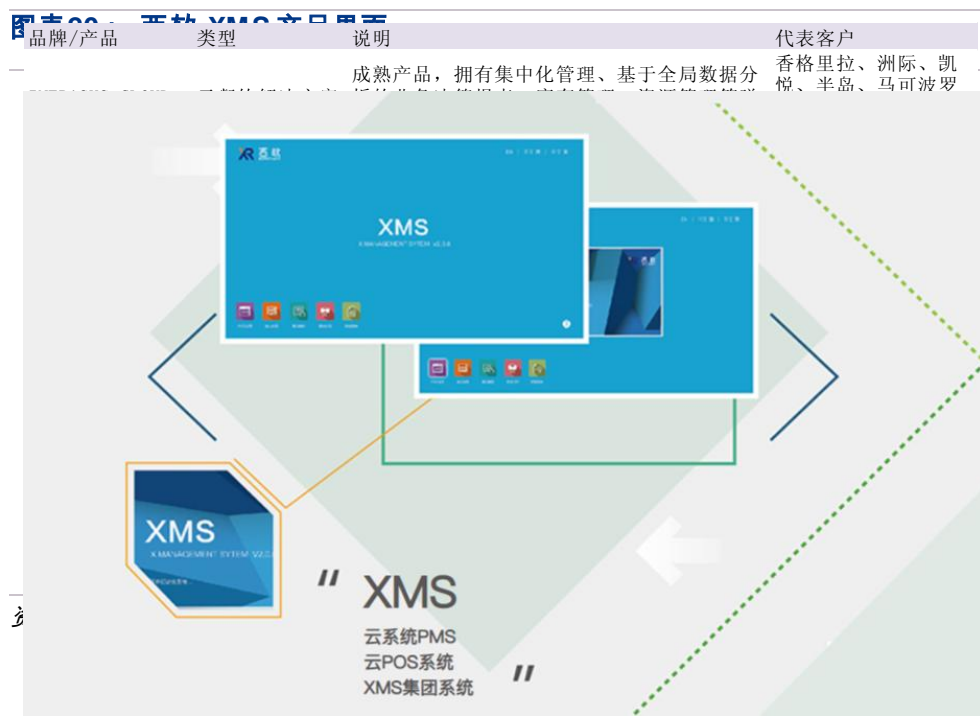
子公司	业务	表现
母公司、全资子公司 北京石基、上海石基、 北海石基	完全国际化经营与管理的高 星级酒店的信息系统业务	N. A.
杭州西软、广州万迅 和航信华仪	本地中高档星级酒店信息系 统业务	杭州西软新增酒店客户 655 家，报告期末合计 用户数量达到 7483 家；广州万迅新增酒店客 户 180 家，报告期末酒店客户总数 4014 家；云 系统新用户数稳步增长，2018 年新增客户中 云 PMS 增加 36 个新用户
石基昆仑	酒店会员管理系统、客户关 系管理系统与中央预订系统 (CRS) 业务	石基昆仑新增酒店用户 98 家，酒店用户总数 达到 1287 家；石基昆仑核心业务 CRS 在国内四 五星级连锁酒店集团市场占有率保持在 80%；
石基欧洲	云平台的 PMS/CRS 业务	Snapshot 为欧洲和亚洲的 5000 多家酒店提供 相关分析，拥有 45 个 PMS 数据合作伙伴；石基 欧洲包括明星产品 Hetras
Review Rank S. A.	为酒店提供声誉评价及管理 解决方案	RR 公司收入比 2017 年同期增长 29.21%
浩华	酒店管理顾问与咨询业务	共实施约 180 个项目，其中 70% 来自中国公司 客户
StayNtouch	为中小型酒店研发和提供酒 店前台管理系统 (“PMS”)	公司酒店客户总数 333 家
Review Rank	在线声誉管理、客户满意度 调查、案例管理、客户信息 中心四大项内容	酒店客户总数 54,073 家，餐饮客户总数 4,389 家
ICE Portal	酒店和度假村可以通过该平 台轻松管理、策划和分发其 照片、视频和 360 度虚拟观光	
Quick Check	支付和集成技术提供商， MyCheck 是核心品牌	

资料来源：公司公告，粤开证券研究院

自 2014 年始，公司正逐步推进各软件的公有云部署，现为国内云酒店信息管理系统的领导者，正在向全球领先者进发。2019 年 6 月单月，不计私有云和 HOST (托管) 方式软件收入，公司 SAAS 业务实现月度可重复订阅费 1,981.09 万元人民币，同比增长 119%；企业客户 (最终用户) 门店总数约 6 万家，平均续费率 90% 左右。



图表19：石基酒店软件云系统构成



资料来源：公司官网，粤开证券研究院

公司的全面云计划分三步走：首先，基于大数据的应用服务，例如声誉管理、客户需求管理等进行云端部署；其次是酒店餐饮管理系统、后台系统等全面转向公有云，最后是酒店前台客房管理系统全面转向公有云。未来，石基将推出面向全球、符合国际标准的全新一代云 PMS 产品，此产品正在研发中，上线时间未确定。可以预计，新云 PMS 产品上市后，将更加推进海外业务，成为公司新的盈利增长点。

## 2、国际化

通过近年来不断并购和投资建立海外团队，公司国际化业务持续增强。在海外，全资子公司石基欧洲已经整合了 Snapshot、AC Project 和石基德国的业务；2017 年，公司控股全球领先的酒店声誉管理公司 RR 公司，完善了公司云和数据生态；2018 年，公司全资收购的 StayNTouch 提供基于云端的移动酒店管理解决方案，能更好实现跨酒店和多系统的无缝对接；2018 年公司全资收购的 CONCEPT 公司提供行业领先的高尔夫及水疗管理解决方案；2019 年 2 月全资收购的 ICE Portal 是全球知名的酒店渠道内容发布管理平台；2019 年 2 月全资收购的 Touchpeak 是全球支付解决方案提供商；2019 年 5 月全资收购的 Quick Check 主要从事酒店移动支付平台业务。通过全球设立办公室，公司的海外业务将进一步整合。


**图表21：石基分地区布局情况**

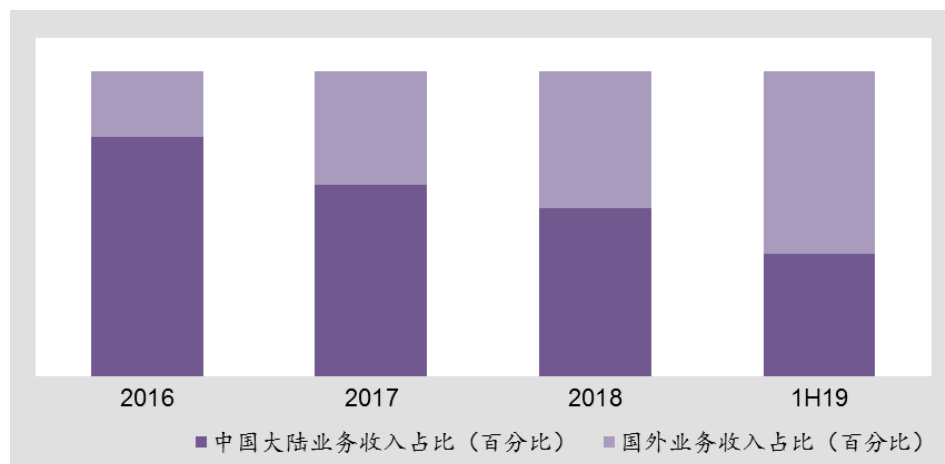
地区	布局情况
美洲：	Shiji (US) Ltd. 石基美国 30,700+酒店业客户 美国市场占有率56%
欧洲、中东及非洲：	Shiji GmbH石基欧洲、Shiji Slovakia s.r.o石基斯洛伐克、Shiji Middle East-FZ LLC 石基中东、Shiji Denmark ApS石基丹麦 26,300+酒店业客户 巴黎市场占有率51%，伦敦市场占有率52%
中国：	母公司石基信息及旗下70+子公司、Shiji (Macau) Limited石基澳门 60,000+酒店业客户、200,000+餐饮业客户、400,000+家零售客户 市场占有率60-70%
亚太区：	Shiji (Singapore) Pte. Ltd. 石基新加坡、SHIJI (AUSTRALIA) PTY LTD石基澳大利亚、Shiji Malaysia Sdn Bhd石基马来西亚、Shiji Japan株式会社 石基日本、Shiji (Thailand) Limited石基泰国、Shiji (India) LLP石基印度

资料来源：公司公告，粤开证券研究院

**图表22：石基分地区布局地图**


资料来源：公司官网，粤开证券研究院

自国际化战略开始后，公司国外收入占营收比例持续提高。2019年上半年，公司的国外营收占比达到11%，为1.63亿元人民币。


**图表23：石基国外营收占比持续提高**


资料来源：公司公告，粤开证券研究院

### 3、平台化

公司着手布局从供应端到消费端无缝集成的一体化全程管理解决方案，为酒店、餐饮、零售行业提供全面的产品和服务。公司围绕酒店信息管理这一核心产业，横向发展，未来将成为数据驱动的大消费行业应用服务平台。其形成的产业图谱可以从狭义和广义两个角度诠释。

狭义的“平台化”，是指公司拥有具有自主知识产权的“石基数字饭(酒)店信息管理系统平台(IPHotel)”。在IPHotel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 Micro PMS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SDS-Shiji distribution solutions等。这些涵盖了酒店信息管理的各个方面，形成闭环生态，能够提供一揽子服务。随着软件系统的不断丰富，我们预计此平台未来将得多得高星级或跨国酒店集团的青睐，在市场不断提升市占率。

广义的“平台化”，则指大消费行业应用服务平台的构建。首先，直连平台的需求旺盛。移动互联网的发展使得OTA旅游、新零售都向手机移动端发展，为了简化顾客操作流程、降低各个环节摩擦的成本、提高数据效率，公司正致力于从预订和支付这两个环节延伸打造基于子公司“畅联”直连技术的预订平台和基于一体化直连技术的支付平台，打造“支付→预订→酒店管理”这一全流程平台，即顾客通过预订网站产生的预订数据将直接写入到酒店信息管理系统之中。已和飞猪等展开密切合作。其次，公司打通大消费行业全方位数据平台。公司除酒店信息管理系统外，还拥有零售信息系统、支付业务和数据业务、差旅服务、主题公园信息管理等，这些业务相辅相成，全面覆盖消费文旅各个方面。未来，全方位的产品覆盖使得公司的龙头地位进一步巩固，盈利进一步扩大。

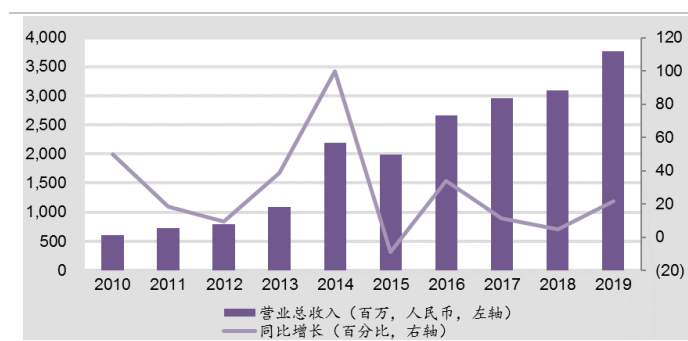

**图表24：石基大消费行业覆盖**

业务板块	公司	产品/服务	业绩表现
餐饮信息系统业务	石基信息技术(香港)有限公司	SaaS结构的互联网餐饮生态环境	
	正品贵德	餐饮后场应用软件、前场门店经营管理系统	新增客户305家,客户总数超过11,000家,新签约南京欢乐谷、鲁采海鲜、北京欢乐谷等知名餐饮项目
零售信息系统	北京富基	消费品及零售行业软件和解决方案提供商	eFuture新增客户门店数量147家,有效客户总门店数量29195家
	长益科技	流通行业信息化全面解决方案	新增客户门店数27家,存量客户门店总数5808家
	上海时运	商业零售管理系统的自主研发及国外POS产品的开发及实施	新增客户1个,累计客户数24个,新增店铺数30个,新增pos终端70个
	广州合光	为零售商提供信息软件和服务	
分销与数据业务	思迅软件	为零售、餐饮、娱乐行业提供标准化解决方案	传统软件业务新增用户数41,000家;全资子公司思迅网络的SaaS业务报告期内新增用户约11,000个。
	畅联	酒店直连	共完成93个直连项目,其中国际项目40多个
	石基商用	主要产品是以SaaS模式运行的零供协作云平台	有60多家零售集团,约900家单店,约3万家供货商
	宝库在线	基于云端的企业差旅费控及差旅供应链管理	累计客户302家
支付业务	南京银石	石基支付平台	平台服务客户2547个,新增门店3918个,门店总数达到47732个
旅游休闲信息系统业务	银科环企	为大型主题公园、景区旅游小镇等复合型业态文化旅游目的地提供整体信息化管理解决方案	新签项目订单65个,其中主题公园项目13个、温泉大世界项目11个、景区项目6个、小镇项目2个、剧院项目2个;新增客户数量为14个,累计客户数量逾360个
第三方硬件配套业务	中电器件	石基信息软件业务所配套的第三方硬件业务	新增客户(新客户)825家,同比增长9.29%
自主智能商用设备	海信智能商用	覆盖了商业软件、商用收款机、金融支付、体育彩票终端等产业	商业硬件客户新增门店11,302家,商业硬件客户门店总数约35万家;商业软件类客户新增门店3,000家,软件客户门店总数约20万家。

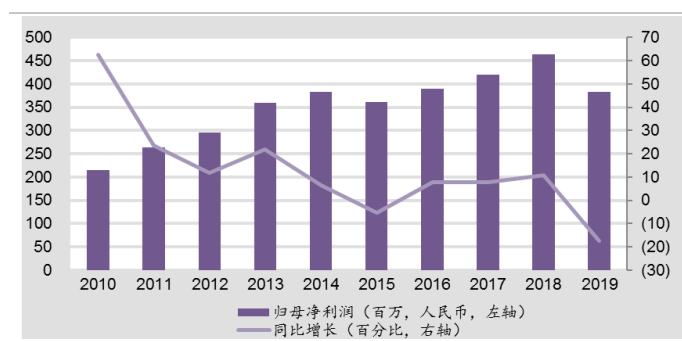
资料来源：公司公告，粤开证券研究院

#### (四) 公司财务状况

石基信息的核心业务围绕酒店信息管理系统展开。自2003年获得Oracle旗下Micro Opera在中国大陆的独家代理权以来，公司从软件服务商顺利转型为软件供应商，深耕酒店信息管理系统。通过收营业收入持续平稳增长，归母净利润平稳增长后出现下降。在软件产品和集成平台、服务的带动下，公司除2015年外，营业收入均持续增长。2019年营业收入达到37.6亿元，同比增长21.5%。归母净利润在2016、2017和2018年以每年7-10%的速度稳定增长后，于2019年出现下滑，同比下降17.5%，为3.8亿元。下降或系此年度国际化进程较快、投入较多所致。

**图表25：营收持续增长**


资料来源：公司公告，粤开证券研究院

**图表26：归母净利出现下滑**


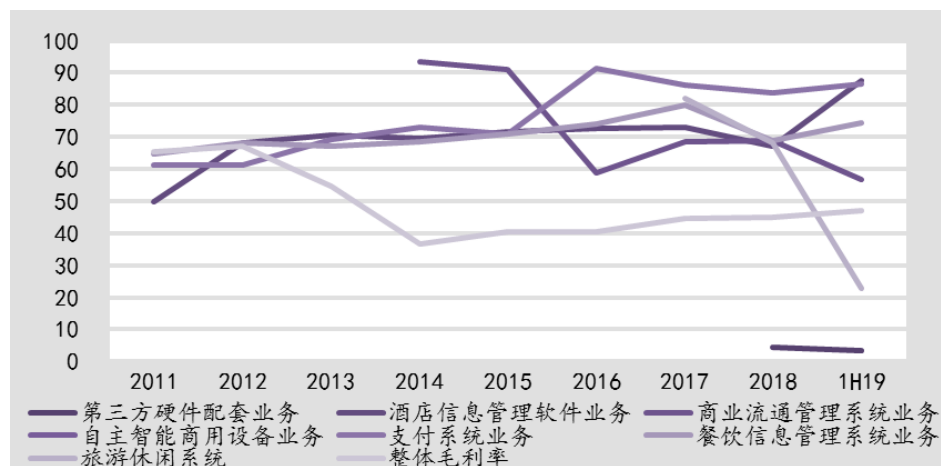
资料来源：公司公告，粤开证券研究院

各项业务毛利率较高。公司大部分业务毛利率在过去十年间长期保持在高于60%的高位，较为平稳；只有商业流通管理系统和旅游休闲系统业务毛利率波动较大。2019年上半年，酒店信息管理业务毛利率和支付系统业务毛利率最高，分别为87%和88%；第三方硬件配套业务最低，为3.3%；商业流通管理系统和旅游休闲系统业务毛利率大幅下滑。整体毛利率自2014年开始稳定上涨，2019年上半年为47%。酒店信息管理业务和支付系统



业务收入为整体毛利重要来源。随着后续产品不断上线、服务业务按进度开展，毛利率有望持续稳中上涨。

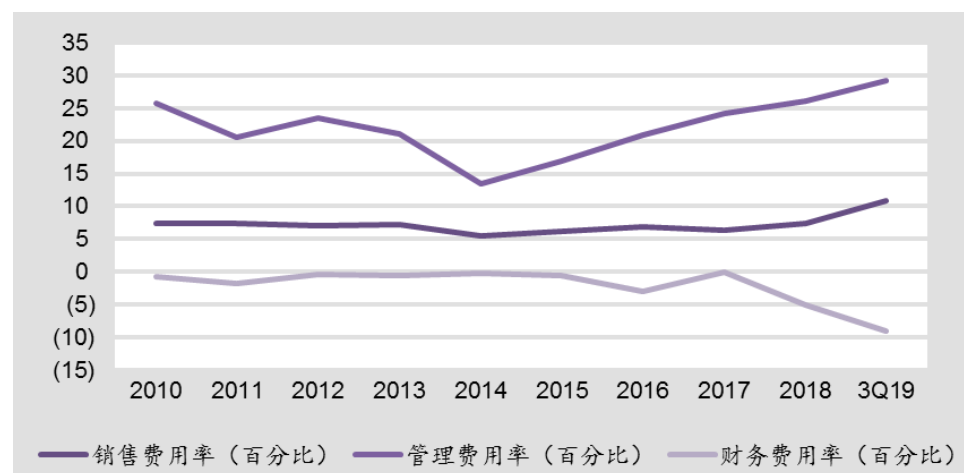
图表27：各业务毛利率（百分比）



资料来源：公司公告，粤开证券研究院

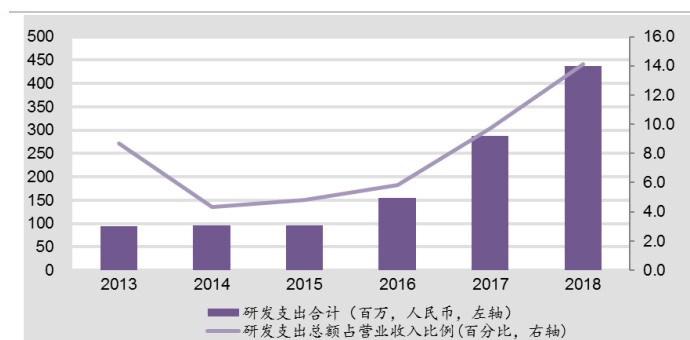
公司管控费用较强。过去十年间，公司销售费用长期低于 10%，2019 年三季度营销费用略有上升；财务费用长期为负；管理费用自 2014 年始由 5%持续增长至 2019 年第三季度的 11%，主要是公司历年研发费用占营收比增大，导致管理费用持续上升。

图表28：费用率平稳

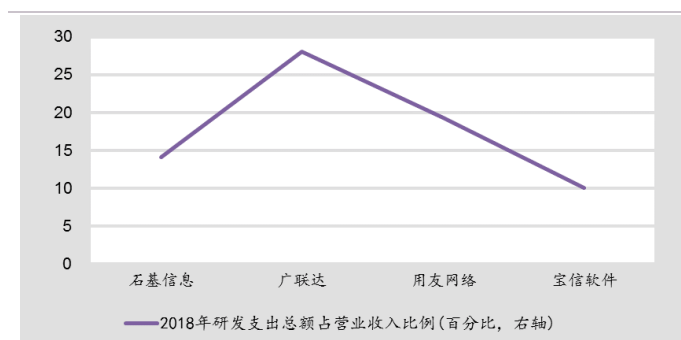


资料来源：公司公告，粤开证券研究院

公司研发支出较高。2018 年公司研发支出为 4.37 亿元，占营收 14%。自 2014 年以来，公司研发支出占营收比例持续提高，足可见公司重视核心研发能力。与其他应用软件供应商对比，2018 年公司研发支出占营收比例处于平均水平。


**图表29：公司研发支出较高**


资料来源：公司公告，粤开证券研究院

**图表30：同业对比**


资料来源：公司公告，粤开证券研究院

### 三、盈利预估

石基信息业务线主要为第三方硬件配套业务、酒店信息管理系统业务、商业流通管理系统业务、自主智能商用业务和其他业务，从主营构成来看，其他业务增长空间有限。我们按照主营业务进行拆分及预测。

- (1) 公司酒店信息管理系统业务占据总营收的 31%左右，为公司核心业务。不利因素：2020 年公司代理 Micro Oracle 产品合同到期；2020 年 3 月美国总统令要求石基退出 StayNTouch100%股权，受此影响后续石基将减少投资收购美国标的；2020 全年受全球新冠疫情影响，全球酒店、餐饮和旅游业持续低迷。因此短期我们预计公司此业务营收会受较大影响。但长期来看，公司持续国际化、平台化的布局不受影响，产品仍然为同类产品龙头。因此我们预计未来三年该业务的收入增速为 22%、18%和 20%。
- (2) 公司营收 33%左右来自于第三方硬件配套业务（打印机、收银机等），为辅助业务。鉴于子公司中电器件产品线布局及销售模式更加合理、全面，市场占有率进一步提升，我们预计该业务收入增速将呈现相对稳定趋势，为 20%、18%和 20%。
- (3) 商业流通管理系统业务、自主智能商用业务合计维持在总营收的 27%左右，随着产品持续发展，我们预计未来三年该业务的收入增速为 22%、15%和 25%。

我们预估公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 37.6 亿元、44.4 亿元和 53.3 亿元，同比增速分别为 22%、18%和 20%；归母净利润分别为 3.8 亿元、4.4 亿元和 5.6 亿元，同比增速分别为-1%、17%和 28%，每股收益分别为 0.35 元、0.41 元和 0.53 元。基于石基信息，(1) 酒店信息管理系统领导者；(2) 软件生态形成闭环，国际化、平台化逐步推进，给予「买入」的投资建议。


**附录：公司财务预测表 (百万元)**

资产负债表					现金流量表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,503	6,179	6,686	7,525	经营性现金净流量	486	609	437	775
应收和预付款项	563	665	774	946	投资性现金净流量	825	0	0	0
存货	333	337	401	449	筹资性现金净流量	2,931	67	70	64
其他流动资产	232	232	232	232	现金流量净额	4,292	676	507	839
长期股权投资	426	426	426	426					
投资性房地产	52	44	36	28					
固定资产和在建工程	400	289	178	67					
无形资产和开发支出	2,308	2,193	2,079	1,964					
其他非流动资产	23	22	21	21					
资产总计	9,840	10,388	10,833	11,658					
短期借款	0	0	0	0					
应付和预收款项	946	1,149	1,195	1,492					
长期借款	0	0	0	0					
其他负债	2	2	2	2					
负债合计	948	1,152	1,197	1,495					
股本	1,067	1,067	1,067	1,067					
资本公积	4,074	4,074	4,074	4,074					
留存收益	3,168	3,482	3,847	4,314					
归属母公司股东权益	8,309	8,623	8,988	9,455	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	583	613	648	708	毛利率	45%	47%	50%	52%
股东权益合计	8,892	9,236	9,636	10,163	三费/销售收入	20%	28%	28%	28%
负债和股东权益合计	9,840	10,388	10,833	11,658	EBIT/销售收入	12%	9%	9%	11%
					EBITDA/销售收入	16%	14%	13%	14%
					销售净利率	15%	11%	11%	12%
					资产获利率				
					ROE	5%	4%	5%	6%
<b>利润表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	ROA	4%	3%	4%	5%
营业收入	3,098	3,763	4,441	5,329	ROIC	8%	9%	11%	16%
减：营业成本	1,707	2,013	2,220	2,558	增长率				
营业税金及附加	25	30	35	42	销售收入增长率	5%	22%	18%	20%
营业费用	229	489	533	639	净利润增长率	1%	-3%	19%	38%
管理费用+	551	753	888	1,066	总资产增长率	6%	10%	12%	26%
财务费用	(159)	(201)	(195)	(210)	股东权益增长率	30%	-12%	17%	31%
资产减值损失	45	50	50	50	经营营运资本增长率	50%	6%	4%	8%
加：投资收益	57	0	0	0	资本结构	58%	4%	4%	5%
公允价值变动损益	0	0	0	0	资产负债率	-85%	-43%	114%	-27%
其他经营损益	(259)	(150)	(350)	(450)	流动比率				
营业利润	500	480	559	733	速动比率	10%	11%	11%	13%
加：其他非经营损益	5	0	0	0	股利支付率	35%	30%	28%	23%
利润总额	505	480	559	733	资产管理效率				
减：所得税	43	72	84	110	总资产周转率	0.31	0.36	0.41	0.46
净利润	462	408	475	623	固定资产周转率	9.67	13.01	24.91	79.28
减：少数股东损益	79	30	35	60	应收账款周转率	6.64	7.40	6.91	7.21
归属母公司股东净利润	383	378	440	563	存货周转率	5.13	5.98	5.53	5.70

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



## 分析师简介

陈诤娴，2016 年加入粤开证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本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或期权交易,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。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许的范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真:010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券(平安财富大厦)

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址:www.ykzq.com