

踏云而上，进击全球

增持|维持

报告要点:

● 聚焦大消费行业信息化，在多个赛道处于领先地位

公司主要从事酒店、餐饮、零售、休闲娱乐等大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，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，并在零售、餐饮等多个赛道居于市场领先地位。上市以来，公司营业收入呈现稳健增长态势，CAGR 达 23.91%。2019 年，公司实现营业收入 36.63 亿元，同比增长 18.24%，云化转型导致扣非归母净利润下滑，转型成功后净利润有望实现较快增长。近四年，公司经营净现金流持续高于扣非归母净利润，经营质量良好。

● 酒店行业云转型加速，公司海外布局逐渐成型

全球酒店信息管理系统市场规模大、竞争格局分散，目前处于云转型的战略机遇期。2019 年，公司已基本完成了全球化研发、销售和服务网络的建设，境外国际化业务团队人数超过 1000 人。继新一代云平台 POS 系统获得超过十家知名酒店集团认可并不断拓展上线之后，新一代云平台架构的企业级酒店信息系统的研发和测试已经取得实质性进展并开始正式上线。截至 2019 年年底，云 POS 产品累计上线总客户数达 1455 家酒店及餐厅。

● 直连需求旺盛，助力公司战略转型升级

公司将基于直连技术的平台化战略作为实现转型的重要途径，致力于从预订和支付这两个环节延伸打造基于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。公司目前全部客户的年度营业额约为 5 万亿人民币，市场规模巨大。2019 年，石基畅联分销解决方案有效直连产量超过 948 万间夜，同比增长 38.8%。2019 年，公司客户与支付宝和微信直连的支付业务交易总金额超过 1600 亿元人民币，与去年同期流量相比增长约 45%。

● 投资建议与盈利预测

随着酒店业云化转型加速推进，新一代云平台有望打开全球高端市场；凭借海量客户资源，平台化战略有望助力公司转型升级。预计公司 2020-2022 年营业收入为 36.09、41.38、47.32 亿元，归母净利润为 3.72、4.25、4.95 亿元，EPS 为 0.35、0.40、0.46 元/股。目前处于转型期，各项投入较大，对净利润率影响较大，故采用 PS 估值法。过去三年公司 PS 主要运行在 8-14 倍之间，考虑到国内新冠肺炎疫情得到有效控制，下游需求逐步恢复，调升 2020 年目标 PS 至 13 倍，目标价为 43.82 元，维持“增持”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情导致下游客户 IT 投资意愿下降；云 PMS 等在海外拓展进度低于预期；平台化战略推进不及预期；中美贸易争端影响海外业务拓展。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3097.52	3662.54	3608.63	4137.51	4732.22
收入同比(%)	4.60	18.24	-1.47	14.66	14.37
归母净利润(百万元)	463.48	368.02	372.09	424.89	495.07
归母净利润同比(%)	10.61	-20.60	1.11	14.19	16.52
ROE(%)	5.58	4.27	4.20	4.58	5.11
每股收益(元)	0.43	0.34	0.35	0.40	0.46
市盈率(P/E)	85.62	107.83	106.65	93.39	80.16

资料来源：Wind，国元证券研究中心

当前价/目标价：37.10 元/43.82 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价(元)：44.8 / 27.93

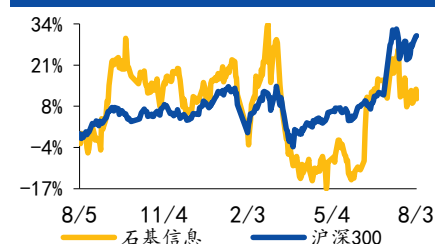
A 股流通股(百万股)：488.16

A 股总股本(百万股)：1070.74

流通市值(百万元)：18110.73

总市值(百万元)：39724.61

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-石基信息(002153.SZ)：坚持技术创新，国际化与平台化加速落地》2020.04.30

报告作者

分析师 耿进军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gzq.com.cn

目 录

1. 四次转型，稳健成长.....	4
1.1 业绩回顾.....	5
1.2 业务概况.....	8
1.2.1 打造新一代国际酒店云平台.....	8
1.2.2 聚焦新零售，持续扩张版图.....	12
1.2.3 高效整合，面向餐饮全业态.....	17
1.3 股权结构.....	19
2. 前瞻布局，云化未来.....	21
2.1 应用范围扩大，云化优势明显.....	21
2.2 百亿美元赛道，竞争格局分散.....	22
2.3 云化渗透率低，成长空间广阔.....	23
2.4 海外拓展顺利，餐饮系统上线.....	24
3. 平台战略，转型升级.....	27
4. 盈利预测与投资建议.....	32
5. 风险提示.....	36

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：营业收入与毛利率情况.....	5
图 3：扣非归母净利润与净利率情况.....	5
图 4：主要行业营业收入对比（单位：亿元）.....	5
图 5：主要行业毛利率对比.....	5
图 6：酒店信息管理系统业务收入及毛利率情况.....	6
图 7：商业流通管理系统业务收入及毛利率情况.....	6
图 8：餐饮信息管理系统业务收入及毛利率情况.....	6
图 9：经营性现金流净额与扣非归母净利润对比.....	7
图 10：研发投入情况.....	7
图 11：研发人员占比情况.....	7
图 12：历年商誉余额.....	8
图 13：年度可重复订阅费(ARR)情况（单位：百万元）.....	8
图 14：公司酒店信息系统业务图谱.....	9
图 15：国际高星级酒店信息系统项目情况.....	10
图 16：杭州西软酒店客户数量.....	10
图 17：广州万迅酒店客户数量.....	10
图 18：杭州西软解决方案.....	11
图 19：广州万迅解决方案.....	11
图 20：零售业务发展历程.....	13
图 21：思迅软件营业收入情况.....	14

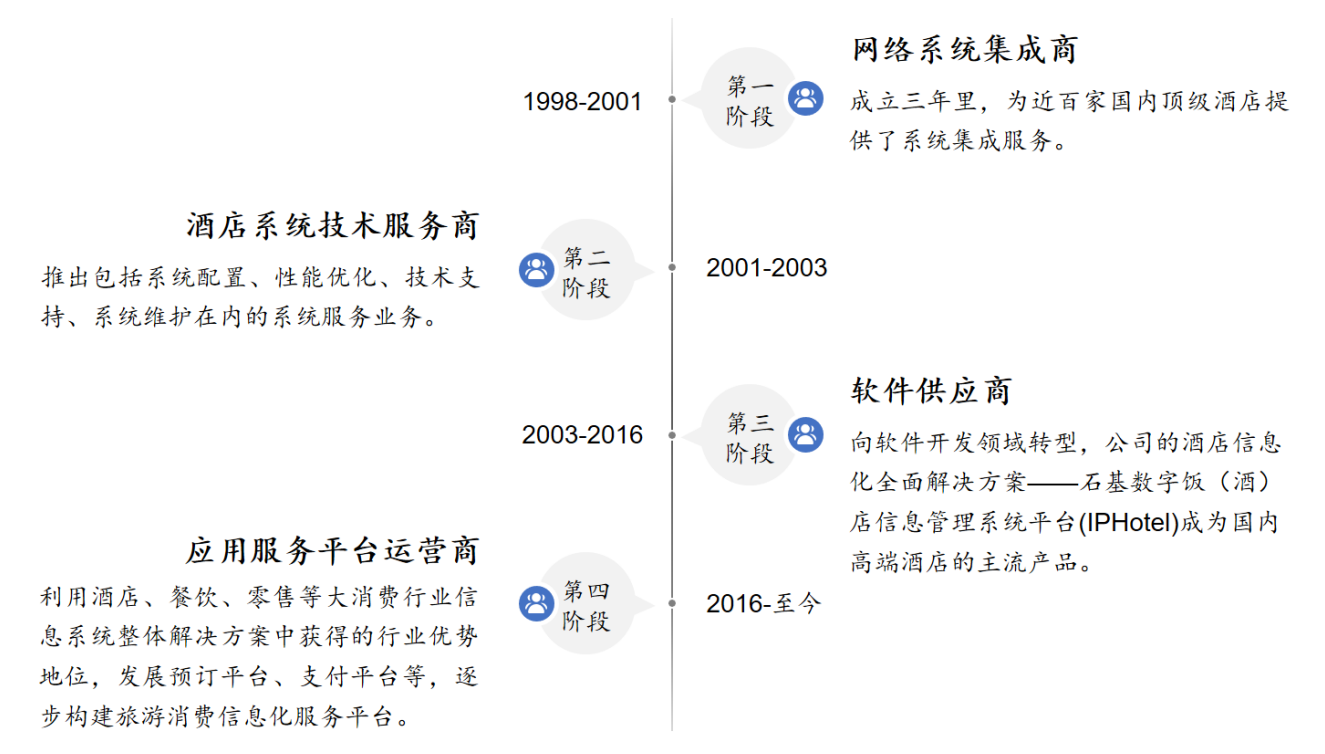
图 22: 海信智能商用硬件产品	14
图 23: 商友百货业态系统解决方案	16
图 24: 广州合光商超便利解决方案	17
图 25: 公司餐饮业务定位	18
图 26: 正品贵德部分客户	18
图 27: Infrasy Cloud	19
图 28: 公司股权结构	20
图 29: 酒店信息化核心系统及外围系统	21
图 30: 开放式 API 的优势	22
图 31: 2018 年全球 PMS 市场竞争格局	22
图 32: 云平台的价值	23
图 33: 2017 年 PMS 渗透率	23
图 34: 2017 年 PMS 云化比例	23
图 35: 酒店信息系统云转型情况	24
图 36: 2019 年酒店 IT 预算分布	24
图 37: 中国大陆地区以外的国家和地区营业收入情况	25
图 38: 境外子公司设立与收购情况	25
图 39: 全球高端酒店数量统计	26
图 40: 2018-2019 年中国在线酒店预订季度 MAU (单位: 万)	27
图 41: 中国移动互联网用户规模	27
图 42: 预订及支付平台发展概况	28
图 43: 有效直连产量	28
图 44: 支付宝微信交易总金额	28
图 45: MyCheck 支付平台	29
图 46: 石基畅联分销解决方案	30
图 47: 石基畅联部分客户	30
图 48: 石基信息过去 3 年 PS-Band	35
表 1: 酒店业务主要子公司情况	9
表 2: 思迅软件 2019 年业务概况	13
表 3: 富基信息解决方案	15
表 4: 富基信息主要客户	15
表 5: 长益科技 2019 年业务概况	16
表 6: 广州合光云 POS 特点	17
表 7: 公司业务拆分 (单位: 百万元)	33
表 8: 可比公司估值情况	34

1. 四次转型，稳健成长

北京中长石基信息技术股份有限公司成立于1998年，主要从事酒店、餐饮、零售、休闲娱乐等大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。

在酒店信息系统领域，公司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)及其他管理系统(CRS、LPS、CRM、PGS等)，使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(IPHotel)”，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，根据公告，公司海外企业客户(最终用户)门店总数超6万家，国内剔除只使用Oracle代理软件的客户，使用公司自主软件的国内酒店客户总数超过13000家，自主酒店软件在中国五星级酒店市场的占有率约60%(至少使用了一种石基自主酒店软件)。在零售信息系统领域，公司是目前国内规模化零售信息管理系统的主要供应商，根据公告，公司国内客户总量约60万家，在中国规模化零售业信息管理系统市场的客户占有率为60-70%，子公司包括：富基信息、长益科技、上海时运、广州合光等。在餐饮信息系统领域，国内用户约20万家，中高端、连锁餐饮用户数量超过1万家，在整个餐饮信息化市场处于相对领先水平，旗下拥有“Infrasys”、“正品”、“思迅”等品牌。在休闲娱乐系统领域，子公司银科环企致力于为大型主题公园、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，在中国大型主题公园和集团化大型旅游目的地项目市场居领先地位。

图1：公司发展历程

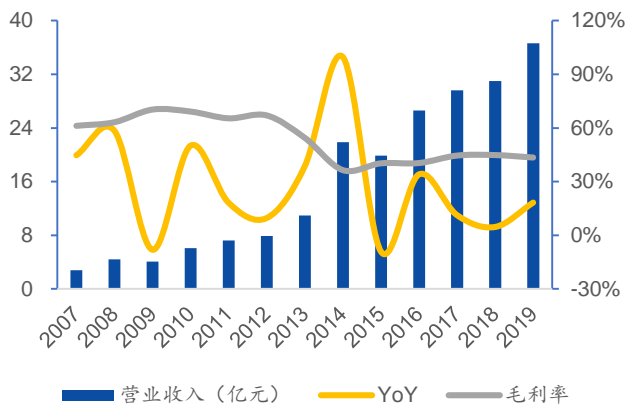


资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

1.1 业绩回顾

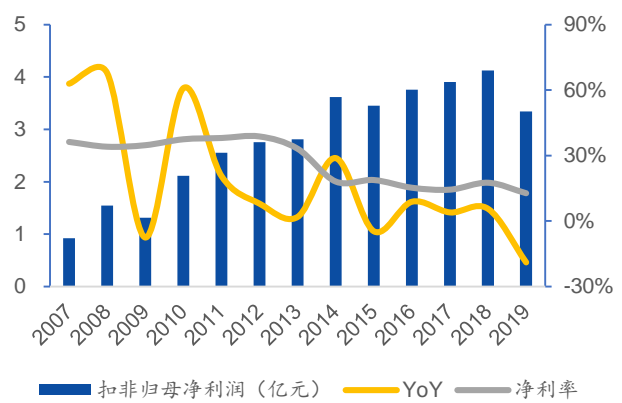
2007 年上市以来，公司营业收入呈现稳健增长的态势，CAGR 达 23.91%，其中，2015 年有所下滑，主要原因是全资子公司中国电子器件工业有限公司关闭与战略无关的医疗及元器件等业务。2019 年，公司实现营业收入 36.63 亿元，同比增长 18.24%，实现扣非归母净利润 3.34 亿元，同比下降 18.91%，下降的原因是公司国际化，投入了大量的人力物力，导致费用和成本增长较大。公司于 2013 年、2014 年分两次收购中电器件的股权，其硬件分销业务毛利率较低，导致近几年整体毛利率低于上市初期，2019 年整体毛利率为 43.54%，同比下降 1.37%。

图 2：营业收入与毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

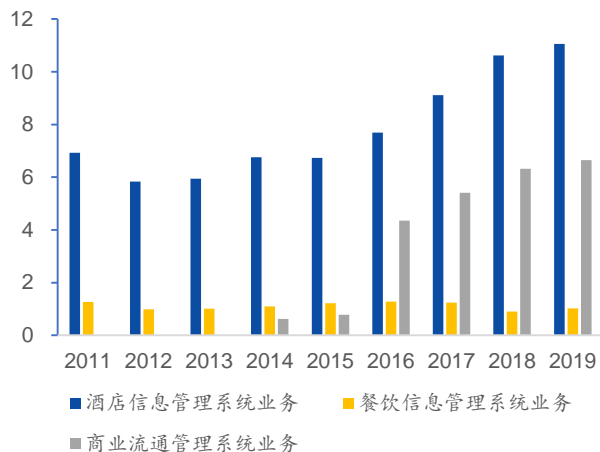
图 3：扣非归母净利润与净利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

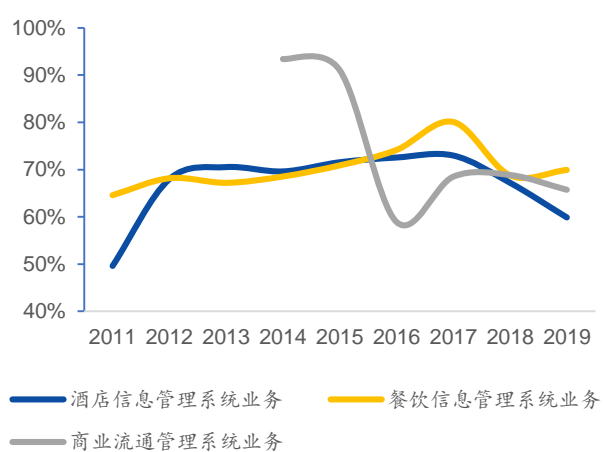
从行业覆盖来看，公司业务主要包括：酒店信息管理系统业务、餐饮信息管理系统业务和商业流通管理系统业务等。

图 4：主要行业营业收入对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 5：主要行业毛利率对比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

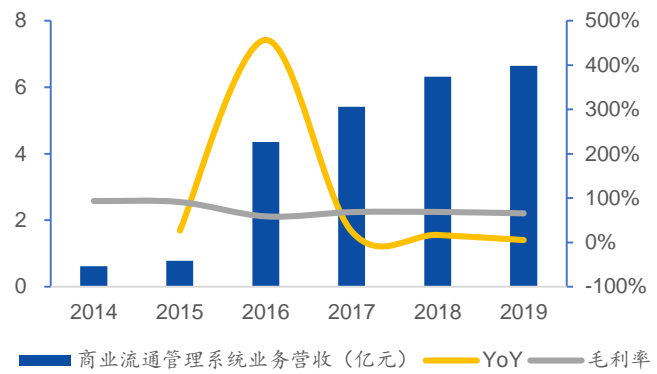
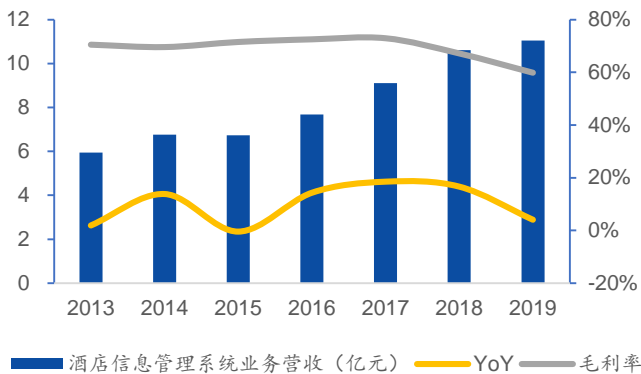
2019 年，酒店信息管理系统业务实现营业收入 11.05 亿元，同比增长 4.01%。该业务毛利率较高，2011-2018 年一直维持在 65% 以上，2019 年下降至 59.89%，下降

原因是公司大力推进国际化转型，前期投入规模较大，导致营业成本较高。

2019年，商业流通管理系统业务实现营业收入6.65亿元，同比增长5.20%，占公司营业收入比例为18.15%，较上年下降2.25个百分点。2016年，该业务营业收入大幅提升，原因是公司新收购的子公司长益科技和富基融通主营业务为商业流通管理系统。随着公司进行业务整合，商业流通管理系统业务进入稳步增长趋势。

图6：酒店信息管理系统业务收入及毛利率情况

图7：商业流通管理系统业务收入及毛利率情况

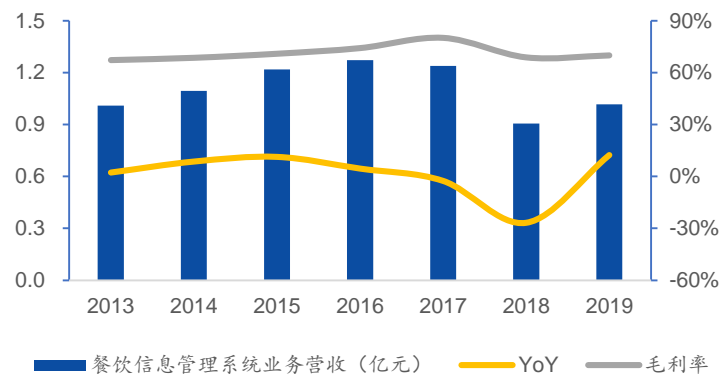


资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

2019年，餐饮信息管理系统业务实现营业收入1.02亿元，同比增长12.30%，毛利率为69.91%，在三个主要行业中毛利率最高。

图8：餐饮信息管理系统业务收入及毛利率情况



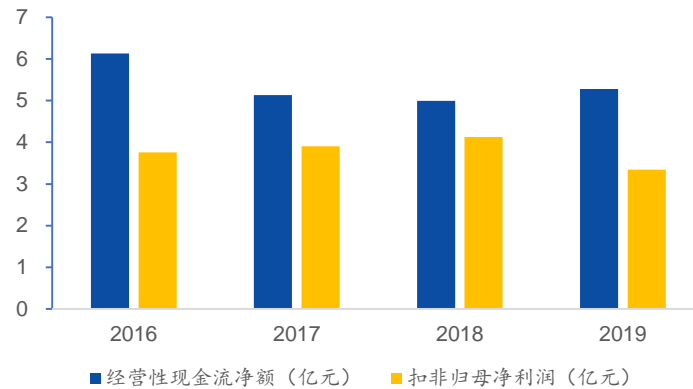
资料来源：Wind，国元证券研究中心

第三方硬件业务主要由全资子公司中电器件负责，为公司的软件业务做配套。2019年，该业务实现收入10.92亿元，同比下滑5.09%，毛利率为10.29%。2020年，中电器件将在传统分销业务稳步发展的同时，对专业市场和新兴市场坚持深耕细做，争取在智能零售、沉浸式光影系统、智能阅卷系统、感动服务之美食打印、海报打印等领域开展业务。

自上市以来，公司经营性现金流净额一直为正，体现了公司在产业链中较高的地位。近四年来，经营性现金流净额始终高于扣非归母净利润，反映了公司较高的经营质

量。2019 年的经营性现金流净额达到为 5.28 亿元，同比增长 5.74%。

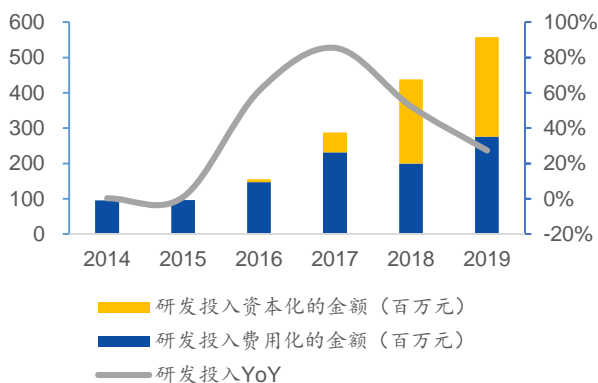
图 9：经营性现金流净额与扣非归母净利润对比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

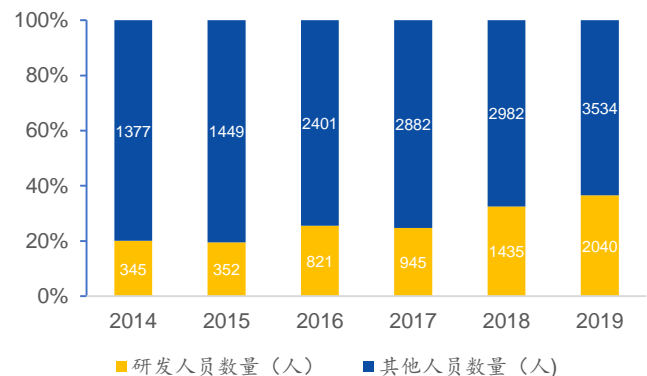
公司一直重视技术研发，研发投入规模逐年加大。2019 年研发投入为 5.58 亿元，同比增长 27.37%，研发投入占营业收入的比重为 15.22%，同比增加 1.09 个百分点。研发人员达到 2040 人，同比增长 42.16%，占总员工比例达到 36.60%，同比增加 4.11 个百分点。2019 年，研发投入资本化的金额比上年度增长 57.63%，研发投入资本化率大幅变动，主要原因是公司对集团内大多数现有的产品进行整体优化，向产品云化转型，各子公司都在大力研发全新架构的云产品，因此导致资本化金额增加较多。

图 10：研发投入情况



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

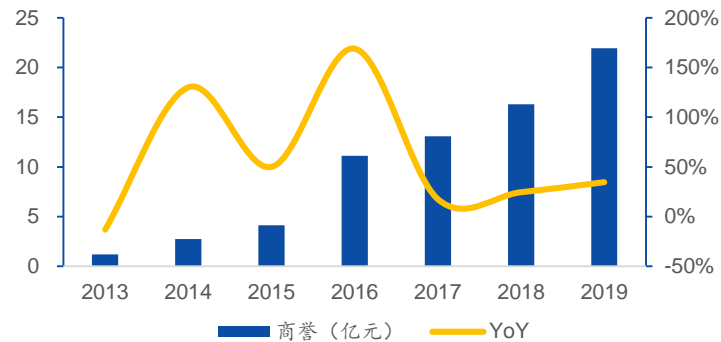
图 11：研发人员占比情况



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究中心

经过多年的内生和外延式并购发展，公司在酒店、零售、餐饮等领域建立了较为深厚的护城河，取得了较高的市场地位。由于并购较多，产生了较大金额的商誉。截至 2019 年年底，商誉金额为 21.93 亿元，占总资产的比重为 20.10%。根据公告，公司一直是同行业并购，是基于战略层面做的，相互间存在协同效应，整体上来看，有整合效应的发挥。根据 2019 年年报披露的数据，商誉减值准备的期末余额为 4701.81 万元，与商誉金额相比，体量较小，体现了公司较强的整合能力。

图 12: 历年商誉余额



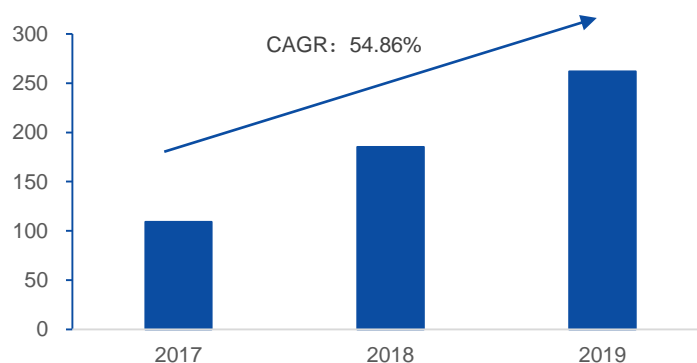
资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

1.2 业务概况

公司的发展战略多年以来保持不变, 即: 围绕酒店信息系统核心业务, 加大新一代云架构的企业级酒店信息系统的研发投入, 以确保公司在以云计算为代表的新一代信息系统变迁中继续领导中国酒店信息系统的发展; 通过领先的技术和产品超越全球竞争对手, 成为全球酒店信息系统领导者; 以酒店信息管理系统领域强有力的市场地位为基础, 积极发展与酒店信息管理系统紧密相关的或有共同管理模式和经营特点的其他业务, 逐步构建旅游消费信息化服务平台。

随着公司国际化和平台化业务的发展, 部分业务收入 (以海外的业务为主) 模式开始从传统的软件、硬件和维护收入转为 SaaS 服务收入。软件通过订阅的方式收取费用, 基于云 SaaS 解决方案的利润实现以规模经济为中心。2019 年, 不计私有云和 HOST 方式软件收入, 公司 SaaS 业务实现年度可重复订阅费 (ARR) 2.62 亿元, 同比增长 41.5%。公司在零售业和休闲娱乐业信息系统业务也将紧随公司在酒店餐饮业的转型步伐, 逐步转向平台化和 SaaS 订阅付费方式。

图 13: 年度可重复订阅费 (ARR) 情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

1.2.1 打造新一代国际酒店云平台

公司在酒店信息管理系统业务方面布局较为复杂, 诸多子公司分别承担不同的任务, 高效协同, 服务全球客户。

表 1：酒店业务主要子公司情况

子公司	业务定位	2019 年业务发展情况
北京石基、上海石基、北海石基、石基信息技术(香港)、石基新加坡、石基美国、石基欧洲等	国际化高星级酒店的信息系统业务	新建国际高星级酒店信息系统项目 124 个,新签技术支持与服务用户 126 个。新一代云架构的企业级酒店信息系统的研发和测试已经取得实质性进展,开始在欧洲少量酒店正式上线,获得客户较好反馈,尚待行业标杆型国际知名酒店集团认可。
杭州西软	本地中高档星级酒店信息系统业务	新增用户 638 家。云产品和移动产品用户发展稳定,新签合同中云平台的 XMS 版本占比 61%,产品研发方面以云产品和移动产品优先,增强了综合性景区一站式目的地旅游和公寓型酒店的支持。
广州万迅	本地中高档星级酒店信息系统业务	新增 173 家 (30%云系统用户),合计 4187 家客户。
航信华仪	本地中高档星级酒店信息系统业务	继续对原有 PMS 酒店管理系统进行优化,与西软移动周边产品基本完成对接,酒店用户总数 729 家。
石基昆仑	专注于酒店会员管理系统、客户关系管理系统与中央预订系统(CRS)业务	新增 96 家,合计 1383 家,Smart 系列产品在国内高端酒店累计用户突破 1300 余家。
石基西班牙	为酒店提供声誉评价及管理解决方案	-
浩华	从事酒店管理顾问与咨询业务	截至 2019 年底,共实施 150 个项目,其中至少 63%来自新客户,大约 65%为中国企业客户,其余的为亚洲企业客户。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

“石基数字饭（酒）店信息管理系统平台(IPHotel)”集合了具有自主知识产权的各子产品，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 和餐饮管理系统 Infrasys Cloud, 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、酒店高尔夫及 SPA 信息系统 CONCEPT、客户声誉管理和分析系统 Review Pro、Ice Portal 酒店视觉内容发布管理平台、SPS-Shiji Payment Solutions 石基全球支付解决方案等。

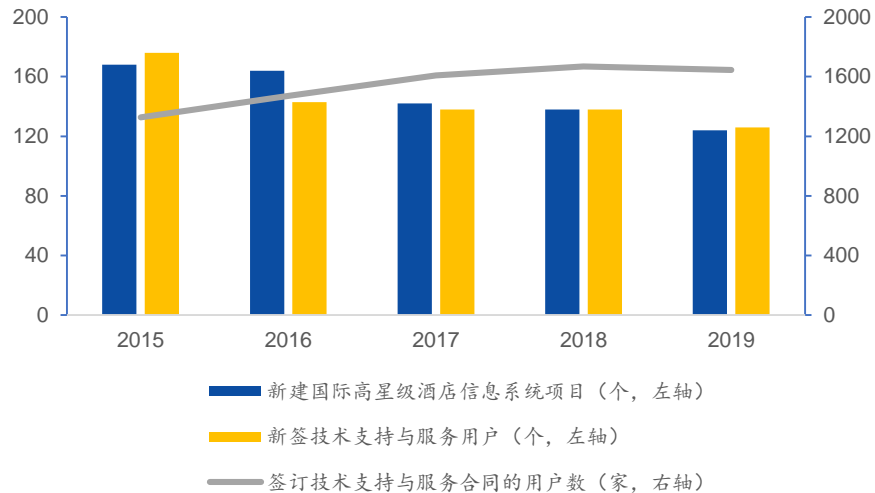
图 14：公司酒店信息系统业务图谱



资料来源：公司资料，国元证券研究中心

公司的主要客户为国内外中高端酒店，截至 2019 年年底，剔除只使用 Oracle 代理软件的客户，使用石基自主软件的国内酒店客户总数超过 13000 家。公司自主酒店软件在中国五星级酒店市场的占有率约 60%（至少使用了一种石基自主酒店软件），领先于其他国内竞争对手。

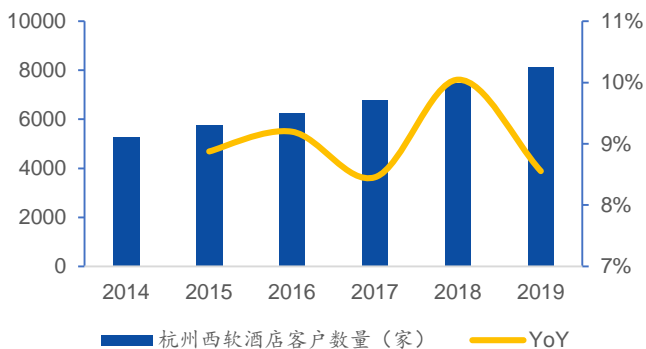
图 15：国际高星级酒店信息系统项目情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

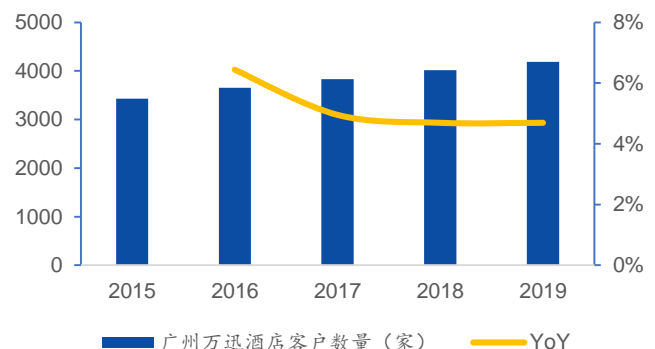
针对中国本地酒店客户，公司也推出云 PMS 系列产品，包括面向中国高端酒店市场但倾向于国际化管理运营模式的 Cambridge 云酒店管理系统，也包括面向纯本土酒店管理集团的西软 XMS 和千里马 iPMS 解决方案。上述三大 PMS 解决方案均基于云端，能帮助酒店集团实现更好的数据流动和自上而下的管理。

图 16：杭州西软酒店客户数量



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

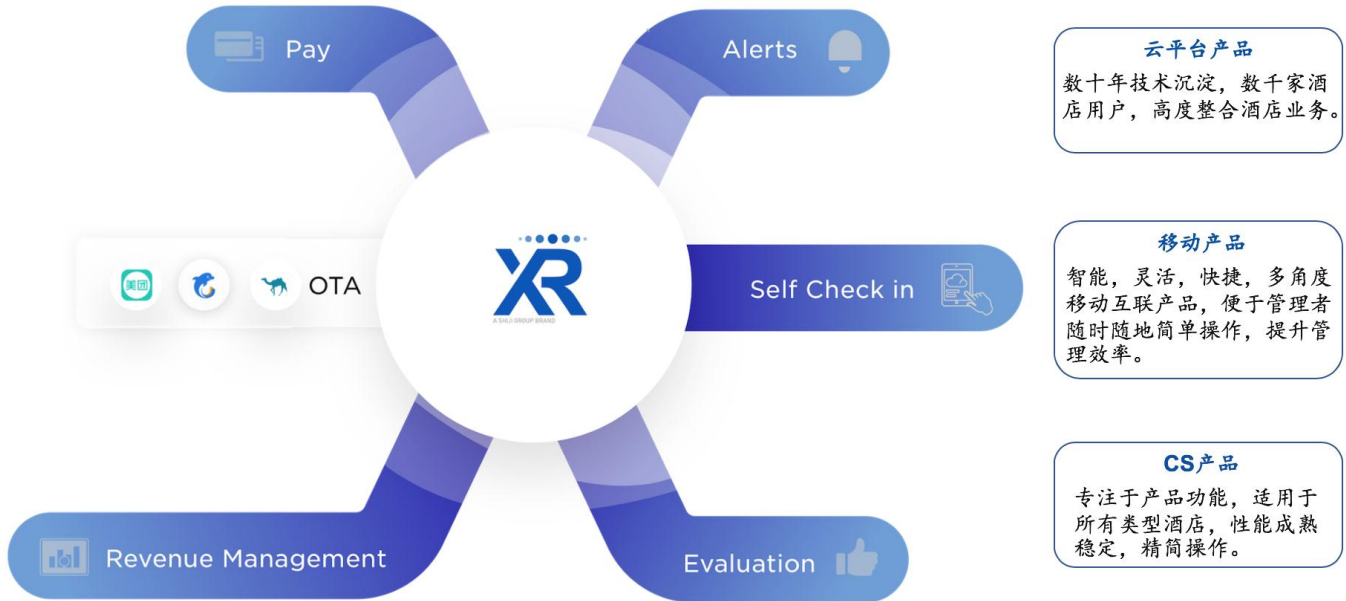
图 17：广州万迅酒店客户数量



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

杭州西软：作为酒店云平台管理软件专家，西软通过运用先进前沿的软件开发技术，时刻把握国内外旅游业的发展动态，为单体酒店及酒店管理集团提供了全方位的信息化智能解决方案。未来杭州西软将以移动化和云化优先，在保持产品主线的基础上继续深挖集团业务和综合景区业务，持续致力于为集团和综合性景区提供完善的系统解决方案。

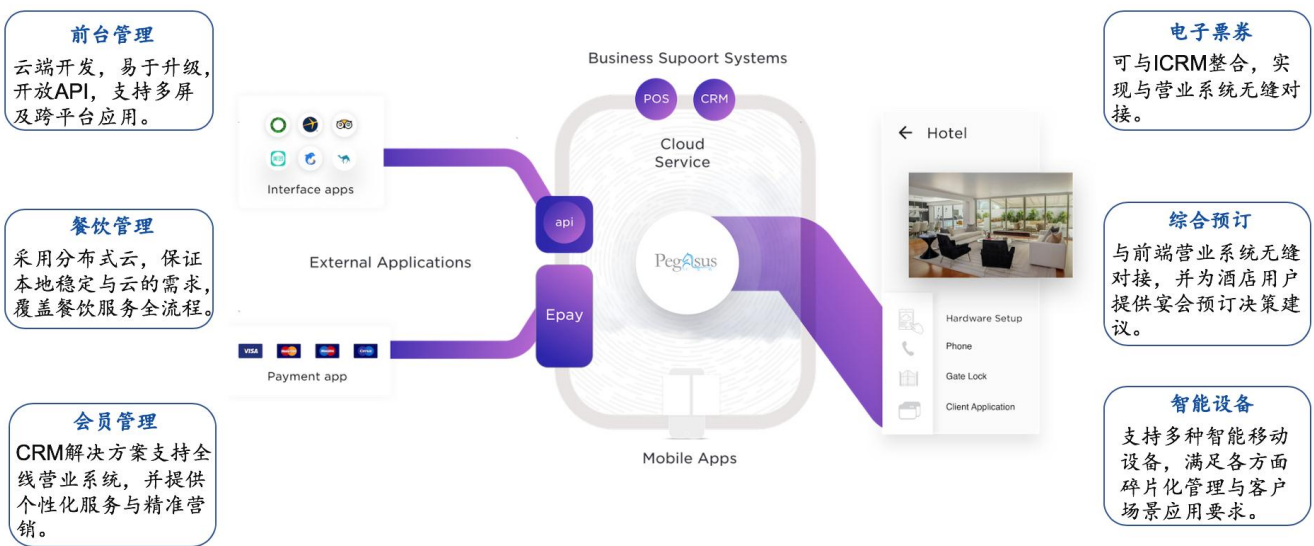
图 18: 杭州西软解决方案



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

广州万迅：广州万迅专注于为酒店行业提供全方位的信息管理解决方案，近年来成功研发多种移动及酒店直销应用方案，先后取得国际性 CMMI3 的 IT 行业认证等多项荣誉，为国内业内少数获得该认证的企业之一。公司在全国主要城市设立了多个分公司及办事处，目前拥有超过 200 人的精英团队。未来广州万迅将持续进行产品云化，同时基于钉钉平台，结合千里马前后台云产品，打造出具有自身特色的综合业务中台。

图 19: 广州万迅解决方案



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

Oracle 代理业务变动：公司自 2003 年起，与 Micros Systems, Inc.、Micros Fidelio

Singapore Pte Ltd.分别签署《技术许可与代理协议》等多项协议，2014年9月，因上述两家公司成为 Oracle America, Inc.的全资子公司，公司与 Oracle 及其子公司签署补充协议，对原协议内容进行了补充及修订。2018年5月31日，公司与 Oracle 公司达成协议，延长原合作期限两年至2020年5月31日。公司与 Oracle 的上述代理合同到期后不再续约，原协议自2020年6月1日起失效，即公司从2020年6月1日起不再代理 Oracle 公司的酒店前台管理系统和餐饮管理系统。

根据2019年度发生的 Oracle 代理业务收入估算，本次合同到期将影响2020年公司 Oracle 代理业务收入下降大约3亿人民币，影响2020年公司净利润下降不超过1亿人民币，但由于公司拥有替代 Oracle 代理产品的酒店信息系统自主产品，会对代理业务产生一定补充和替代作用，同时海外业务的快速增长也将对代理业务产生的影响起到弥补作用。从长远来看，本次合同到期将使公司专注于自主研发的新一代云架构的企业级酒店信息系统产品的全球落地，加速公司国际化转型的步伐。

StayNTouch 处置情况：2020年3月6日，美国总统唐纳德·特朗普签发了《关于北京中长石基信息技术股份有限公司收购 StayNTouch, Inc.的行政命令》，以可能会采取威胁国家安全的行动为由要求公司及石基（香港）有限公司在总统令发布后120天内退出对 StayNTouch 的投资，除非该期限延长不超过90天，以美国外国投资委员会(CFIUS)可能施行的书面条件为准。公司尊重美国总统的最终决定并将严格按照行政命令中规定的时间和要求完成对 StayNTouch 股权的处置。

根据公司2020年6月22日发布的《关于公司拟处置 StayNTouch100%股权的进展公告》，2020年6月18日，公司、石基（香港）、StayNTouch 与美国外国投资委员会(CFIUS)监管机构签署了《关于北京中长石基信息技术股份有限公司收购 StayNTouch, Inc.的行政命令获授权延期的有关条件》，公司对于此前被要求剥离与 StayNTouch 相关的所有权益，获得3个月的延期许可，获延期批准的剥离最后期限为2020年10月2日。目前，公司就该事项正与多家潜在购买方进行最后磋商。

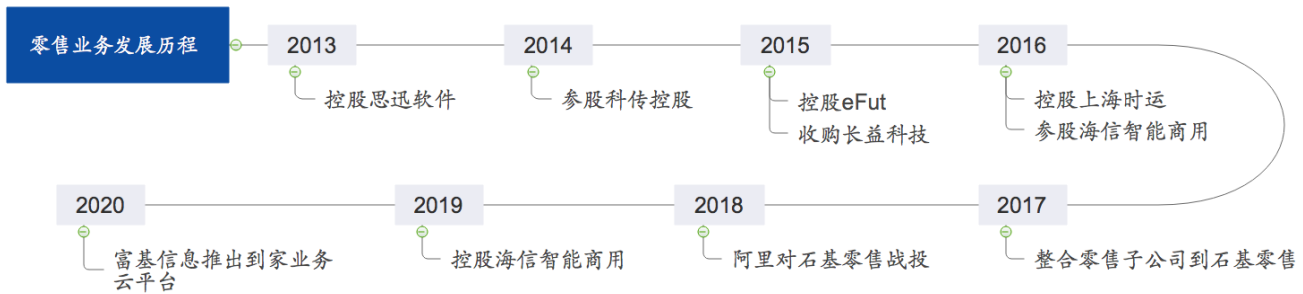
1.2.2 聚焦新零售，持续扩张版图

公司在中国规模化零售信息系统行业居领先地位，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商超乃至覆盖所有零售业态的信息系统解决方案。通过整合与加大下一代产品的研发投入，公司有望在零售业取得与酒店业相同的领导地位。

从股权角度来看，商业流通管理系统业务主要分布在石基零售、思迅软件、石基商用等控股、全资子公司。2017年，公司完成 eFut 私有化，并将其更名为石基零售。通过内部重组，公司将旗下所持从事规模化零售信息系统业务的子公司长益科技、北京富基融通科技有限公司（已更名为石基大商信息）、上海时运、广州合光和参股科传控股等公司的股权全部转由石基零售直接或间接持有。目前 Alibaba SJ Investment Limited（阿里 SJ 投资）持有石基零售 38%股权，为石基零售第二大股东。此次股权出售，为公司的国际化战略提供了充足的资金保障。

2020年，针对新冠肺炎疫情期间线上订单的激增，富基信息推出到家业务云平台，将线下门店交易场景向线上到家业务市场延伸。

图 20：零售业务发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司拥有从事标准化零售信息系统业务的控股子公司思迅软件，以及从事规模化零售信息系统业务的控股子公司石基零售及其下属全资或控股子公司石基大商、长益科技、富基信息、上海时运、广州合光。

思迅软件：思迅软件是国内商业信息化、数字门店的知名供应商，一直专注零售及细分行业信息化产品解决方案，包括软件产品研发、销售、SaaS 平台开发运营、及提供在线和移动端的技术服务等 IT 综合服务商，旗下有子公司思迅网络和南京客至软件。思迅软件近年来充分利用基于大数据、云计算、人脸识别、AI 人工智能等新技术和自身零售系统的结合，推出了零售端人脸识别、刷脸支付、自助收银、会员营销等一体化综合智慧门店解决方案，致力于帮助传统线下门店实现全数字化运营管理，实现传统门店向智慧门店的转型升级。

目前思迅软件在新三板上市，公司直接持有思迅软件 73.21% 的股份，股权上不属于石基零售。

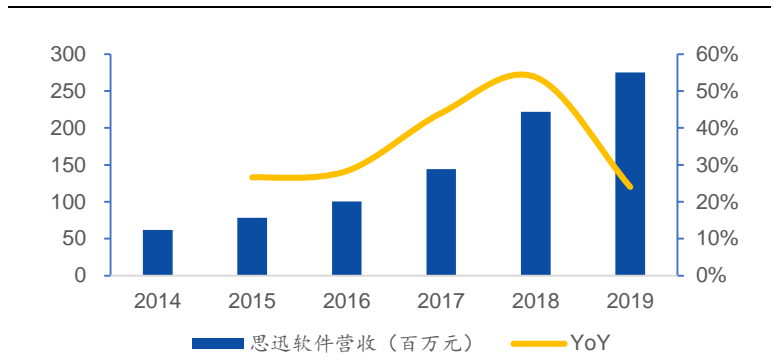
表 2：思迅软件 2019 年业务概况

领域	2019 年经营情况
总体状况	软件产品以渠道销售为主，技术服务和增值服务类等业务以直销+渠道合作的模式完成。现有业务合作的经销商达 1500 余家，渠道覆盖全国 300 多个城市，2019 年传统软件业务新增用户数 78400 家。
业务推广	公司在不断拓展线下软件产品营销推广的同时，基于大量存量客户和市场品牌基础，继续推广和完善自助购物、刷脸支付、线上系统一体化（含客至 CRM 及其 O2O）等业务，巩固原有客户群，扩大线下消费流量入口；与微信、支付宝等公司对软硬一体化方案进行深度战略合作，2019 年软件产品收入实现 16.6% 增长。
思迅网络	推出适用于中小零售商户 SaaS 专业版“星耀版”，商户规模从小微型扩展到中小型，并发布了“会员+”小程序，为商户提供轻量级的线上线下一体运营工具，提升了平台的适用客户群体和整体竞争力，2019 年新增用户数 1.5 万家，平台实现收入增长 37.13%。
南京客至软件	2019 年继续加大研发投入，推出了包含中台业务的“易会员”SaaS 平台产品。借助商户对构建 O2O 会员平台、线上商城和到家服务的需求，建立了稳定的客户基础和可持续的续费服务。

资料来源：思迅软件公告，国元证券研究中心

思迅软件营业收入呈上升趋势，2019 年营业收入达到 2.75 亿元，同比增长 23.99%。2019 年，思迅软件超市、便利店等行业产品销售及服务持续增长，同时支付服务、O2O 等业务收入增长较快。

图 21：思迅软件营业收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

石基商用（控股海信智能商用）：石基商用致力于零售行业内零售商和供货商之间的协同工作的解决方案，主要产品是以 SaaS 模式运行的零供协作云平台，服务的零售企业包括百货和超市两种业态。零供协作平台给零售商和供货商提供协同工作服务，包括 ERP 经营数据的查询，各种单据的制作审核，信息员管理，费用管理，发票管理，结算管理，财结一体等，功能涉及 ERP、财务、发票、人事、OA workflow。截至 2019 年年底，该平台有 60 多家零售集团，约 900 家单店和约 3 万家供货商。2019 年，石基商用实现营业收入约 5.15 亿元，较 2018 年的 2014 万元增长较大，主要是由于石基商用于 2019 年 2 月完成收购青岛海信智能商用系统股份有限公司 57.75% 的股权，合并报表所致。海信智能商用商业信息系统解决方案覆盖了商业软件、商用收款机、金融支付、体育彩票终端等产业，已连续多年位居国内 POS 机品牌市场占有率第一。通过控股海信智能商用，公司能够向酒店提供与软件配套的相关自主智能硬件产品，在丰富了产品线的同时进一步巩固市场地位。

图 22：海信智能商用硬件产品



资料来源：海信智能商用官网，国元证券研究中心

富基信息：富基信息为石基大商下属子公司，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，在中国零售和消费品解决方案市场的占有率始终维持领先地位。

表 3：富基信息解决方案

领域	解决方案
百货、购物中心	全渠道营销平台解决方案；全渠道购物中心解决方案；eFuture 猎豹 G7 商业管理解决方案（合作伙伴渠道销售）；连锁百货零售管理解决方案；单店百货零售管理解决方案；购物中心零售管理解决方案。
超市方案	小店大连锁解决方案；标准超市解决方案；现场宝；异业联盟系统解决方案；零售连锁管理系统解决方案；大型连锁超市业务管理系统解决方案。
专营专卖	门店信息系统解决方案（零售、服装、食品）；专卖信息系统连锁总部解决方案。
电子商务	全渠道服务平台解决方案；eFuture ONE SCM 商业供应链管理解决方案；eFuture ONE E-ERP 富基融通电子商务管理解决方案。
物流方案	物流软件解决方案；运营辅导服务；集成管理服务；规划咨询服务。

资料来源：富基信息官网，国元证券研究中心

2019 年，富基信息新增客户门店数量 440 家，有效客户总门店数量 29488 家，集团客户总数量 690 家，基于微服务架构的核心新产品继续集中开发并已签约试点客户。未来在新零售的战略下，富基信息依然会在聚合营销、聚合支付、全渠道业务及智能 POS 相关产品上加大研发力度。

表 4：富基信息主要客户

领域	主要客户
零售超市	永辉超市、世纪联华、华联超市、家乐福、京客隆、银座、中百超市、超市发、优鲜家园、家家悦、人人乐、华润万家、永旺等。
百货商场	万达百货、王府井百货、燕莎友谊商城、天虹、赛特奥莱、银泰百货、武汉中商、百盛、北国人百集团、唐百大集团、重百、北京工美集团等。
购物中心	德基广场、Vivo City、世贸天阶、武汉广场、丰盛集团、新华都、星光天地、乐基广场、中信泰富有限公司、家乐园集团、佛山新城等。
电商	中粮我买网、天猫、京东、1 号店、上品折扣等。
专营专卖	GUCCI、欧莱雅、百丽、吴裕泰、都市丽人、苏宁电器、新华书店、古今、361°、新龙药业、良品铺子等。
物流	华润万家、京客隆、武商集团、银座、新华书店、美特好、华联超市等。
快消	中粮、宝洁、卡夫、百事、雀巢、洽洽、得益、百胜中国、恒安集团、屈臣氏等。

资料来源：富基信息官网，国元证券研究中心

长益科技：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，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，典型的客户包括北京翠微集团、北京华联集团、北京首商集团、北京物美集团等在内的超 50 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。长益科技旗下的商友百货业态系统包括 ERP、CRM、移动 POS 系统、决策分析系统等全方位解决方案。

图 23：商友百货业态系统解决方案


资料来源：长益科技官网，国元证券研究中心

根据长益科技官网，长益科技正在不断引入国际化服务理念，与众多国际顶级研究机构建立了战略联盟和全面合作关系，为 GUCCI、LVMH、Estee Lauder、Sephora、PUMA、ECCO 等众多世界顶级品牌的中国机构完成了全球管理对接。同时，长益科技按照国际通行服务标准与全球顶级企业紧密合作，进一步拓展合作渠道，为中国零售连锁行业提供国际化管理咨询和系统构建服务。

表 5：长益科技 2019 年业务概况

领域	2019 年经营情况
总体状况	新增客户门店数 128 家，门店总数 5891 家。基于主流云架构部署及移动应用，发布了全新的产品线。
技术研发	积极进行 SaaS 化产品、移动应用产品的设计研发，针对大数据产品应用的研究，为零售企业搭建数字化运营平台。
创新设计	与阿里平台合作，实践阿里新零售模式，打造企业会员生态体系，实现全渠道数字化营销场景。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

广州合光：广州合光为一家为零售商提供信息软件和服务的 SaaS 服务公司。广州合光的软件产品是基于云架构、微服务而设计的可应用于新零售模式的软件产品，可支撑零售商们线上线下、异业联盟以及新技术应用等经营发展。根据广州合光官网，广州合光的产品在中国 60% 的排名前 50 的零售客户中得到应用。2019 年，广州合光的软件产品云 POS 正在市场上做验证完善，未来将在整个石基零售体系下的客户中推广应用。

表 6：广州合光云 POS 特点

特点	介绍
脱机销售	在断网的情况下不影响销售收银，不影响数据传输，保证数据的完整。
无需建档，扫描即售	有 10000+ 的商品资料在云端等候，确保只需扫描一下条码即可销售，改变传统的先建档再销售的模式，实现“边销售，边建档”的无忧销售。同时初始化的商品信息自动入库，解除商家繁琐的初始化工作。
易操作，强管理	免学习的操作界面，同时可将常用的管理功能配置到前台操作，节省人力物力。
多支付渠道	现金、刷卡、支付宝、微信。
自助收银	客户自己下单支付，无需收银员。

资料来源：广州合光官网，国元证券研究中心

广州合光的商超便利解决方案支持 PC 电脑版+平板电脑版+专业 POS 机+手机端，覆盖 Windows, Linux, Mac OS, iOS, Android 等主流操作系统平台，可为客户提供全渠道一站式服务。

图 24：广州合光商超便利解决方案



资料来源：广州合光官网，国元证券研究中心

1.2.3 高效整合，面向餐饮全业态

在餐饮信息化行业高度分散的局势下，公司中高端、连锁餐饮用户数量已超过 1 万家，标准化餐饮用户约 20 万家，无论在中高端及连锁餐饮市场还是在整个餐饮信息化市场的占有率均处于相对领先水平。

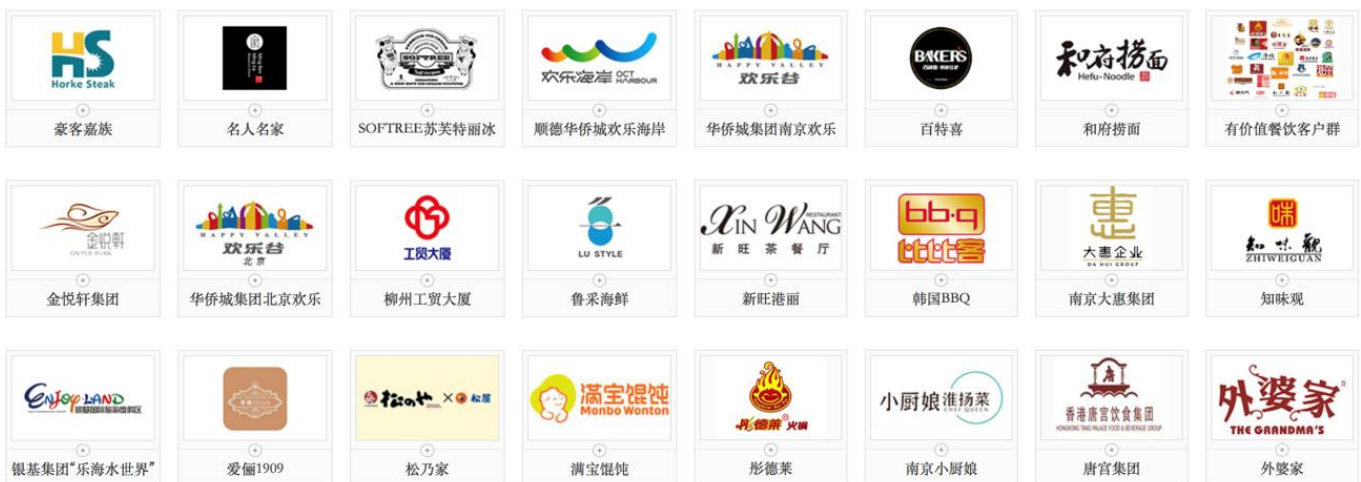
图 25：公司餐饮业务定位



资料来源：公司资料，国元证券研究中心

正品贵德：上海正品贵德软件有限公司成立于 2003 年，主营餐饮管理软件及相关解决方案，曾作为信息化软件供应商服务于 2008 年北京奥运会餐饮项目及 2010 年上海世博会餐饮信息化项目。2019 年，正品贵德新增客户 605 家，客户总数超过 11000 家，在连锁餐饮及供应链应用领域继续保持行业优势地位。正品贵德新研发的 SaaS 版 G10 供应链产品、SaaS 版正品 CRM 会员管理系统全面推向市场，已在知味观等客户中应用。同时，正品贵德还与追溯云联合打造针对连锁餐饮企业的可追溯餐饮供应链解决方案。

图 26：正品贵德部分客户



资料来源：正品贵德官网，国元证券研究中心

石基信息技术（香港）：石基信息技术（香港）专注于打造 SaaS 结构的互联网餐饮生态环境，基于 Shiji Cloud POS、OGS、Shiji Payment Gateway 三大平台，不断

优化线上线下系统业务流程,其 Infrasy Cloud 云 POS 产品不仅面向酒店客户也同时适用于高端社会餐饮用户,是市场上综合性能强且高效的代表系统之一。

Infrasy 平台包括包括集中化管理、基于全局数据分析的业务决策报表、库存管理、资源管理等一系列强大的弹性扩展功能,同时支持离线工作模式。基于云部署,Infrasy 可与任何设备进行兼容。

图 27: Infrasy Cloud



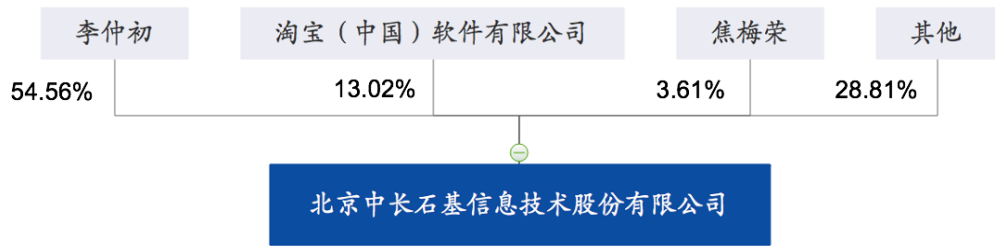
资料来源:公司官网,国元证券研究中心

1.3 股权结构

公司控股股东及实际控制人为创始人李仲初先生,现任公司董事长兼总裁。李仲初先生 1984 年毕业于武汉大学空间物理系,1987 年获得原国家航天部第二研究院工学硕士学位,曾任职于航天部某研究所,离职后于 1998 年创立公司。

截止 2020 年 3 月底,李仲初先生持有公司 54.56% 的股份。2014 年,淘宝(中国)软件有限公司以战略投资者的身份入股,成为公司第二大股东,持有 13.02% 的股份。公司股权结构相对简单,有利于公司战略的有效落地。

图 28：公司股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

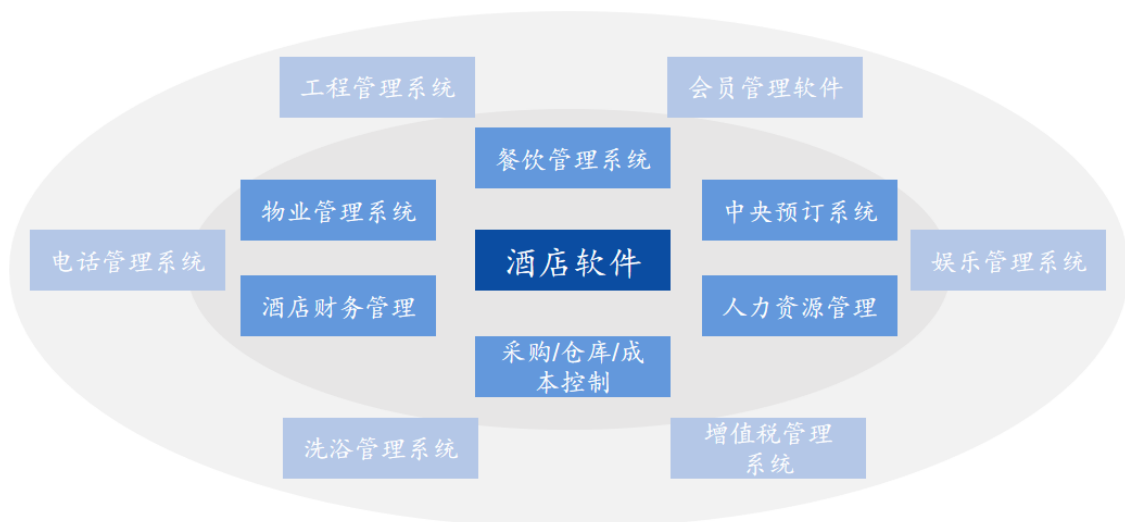
2. 前瞻布局，云化未来

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。公司在云酒店和餐饮信息系统方面已经投入多年并成功地被一定规模的用户所使用，继新一代云平台 POS 系统获得超过十家知名酒店集团认可并不断拓展上线之后，新一代云平台架构的企业级酒店信息系统的研发和测试已经取得实质性进展并开始正式上线。借助酒店业的经验，公司有望在新一代基于云的零售信息系统取得领导地位。

2.1 应用范围扩大，云化优势明显

酒店相关系统较多，一般可以分为 PMS 物业管理系统、POS 酒店餐饮系统、CRS 中央预订系统、AC 酒店财务管理系统、PICC 采购/仓库/成本控制管理系统、HRMS 人力资源管理软件等核心系统，此外还有工程管理、会员管理、洗浴管理等一系列辅助系统，子系统数量众多。

图 29：酒店信息化核心系统及外围系统



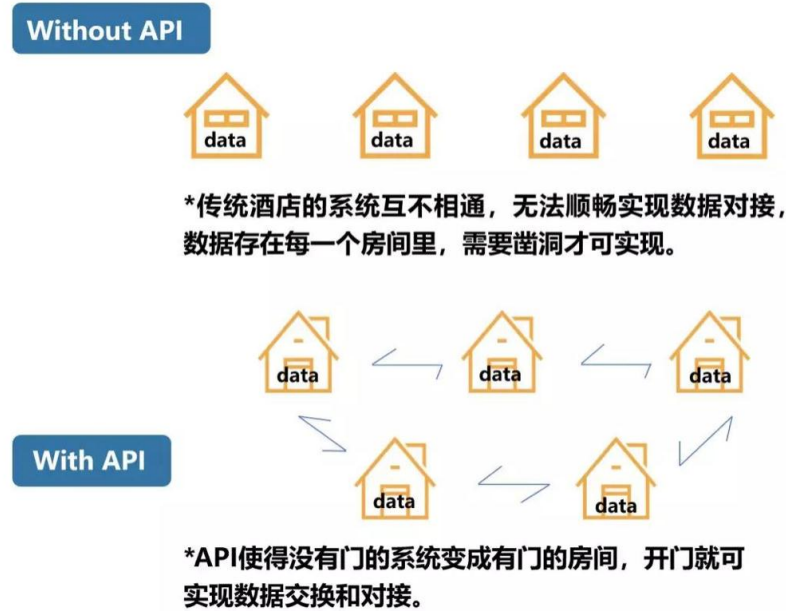
资料来源：国元证券研究中心整理

PMS 经过多年的发展，业务范围不断扩大，已转换为酒店对客信息及服务平台。平台授权允许多种数据通道接入，并在达到相关 PCI 安全标准的前提下通过多种形式进行数据的交换，为客户提供更多的信息渠道。订单数据、财务数据、价格分析、产量统计、营运数据等，不仅仅可以直接服务于住店客人，也可以为酒店管理方提供更多的资讯。在此基础上，实现多系统的信息共享，也为移动端服务，跨地区服务、集团化管理，数据集中汇总等提供了稳妥的数据来源。

云 PMS 的亮点在于开放式 API，其避免了酒店花费巨大的工作量和高昂的成本对接外部应用，实现了高效、快捷、顺畅的数据对接。2018 年开业的阿里未来酒店“菲住布渴”内应用了大量的智能化设备，如人脸识别，自动门锁，声音识控，自助机 check in，天猫精灵等，这些应用就是通过 Cambridge 开放的 API 平台有效的解决

了内外部系统对接的问题，以达到客史数据的实时准确传输，进一步提升了消费者的参与度，为用户提供了更多的自主权。

图 30: 开放式 API 的优势

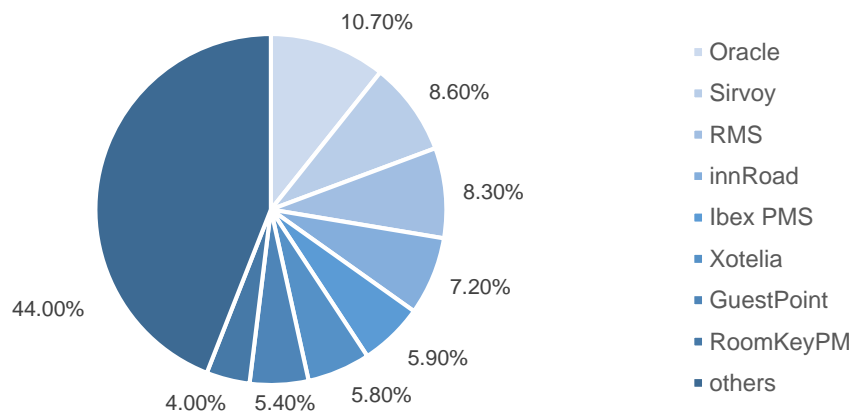


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

2.2 百亿美元赛道，竞争格局分散

据 Grant Thornton 测算，2018 年全球酒店 IT 系统投入达到 326 亿美元。根据智研咨询的假设，2015 全球酒店 PMS 投入约占酒店 IT 系统投入的 14%，2018 年 PMS 投入有望达到酒店 IT 系统投入的 20%，则 2018 年全球酒店 PMS 投入为 $326 \times 20\% = 65.2$ 亿美元，市场空间广阔。全球酒店 PMS 市场呈现较为分散的竞争格局。根据智研咨询的统计，2018 年，Oracle、Sirvoy、RMS 三家公司市场占有率居世界前三。

图 31: 2018 年全球 PMS 市场竞争格局

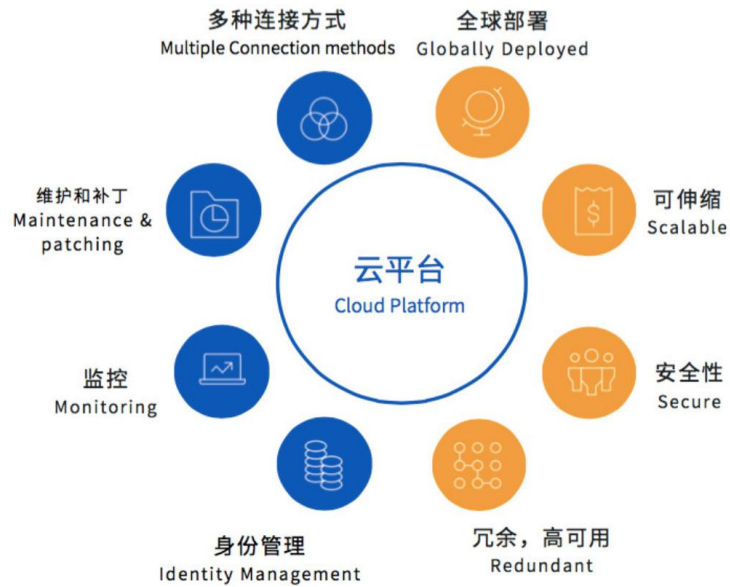


资料来源：智研咨询，国元证券研究中心

2.3 云化渗透率低，成长空间广阔

传统的酒店 PMS 系统在过去一直是单体酒店和多产业酒店的首选，如今有望被更现代化的基于云的 PMS 系统所取代。传统系统需要预置硬件，现场手动协助和昂贵的硬件维护更新，而现代 PMS 系统提供更简单的实施和集成方式，并且可以在任何设备上访问，从而有效地将酒店员工从桌面封闭软件的限制中解放出来。目前，基于云计算的移动 PMS 解决方案不仅仅成为了单体酒店的优先选择，也在逐渐进入高端酒店，多产业酒店集团和大型连锁酒店市场。

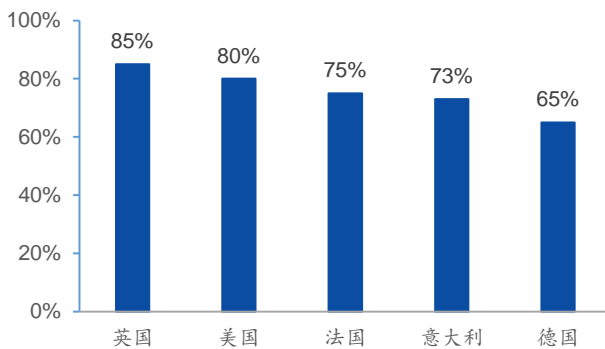
图 32：云平台的价值



资料来源：公司官方微信公众号，国元证券研究中心

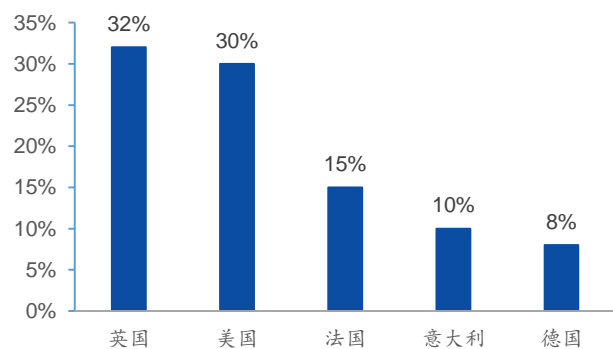
发达国家较早建立了传统 PMS，同时较早上云，而中国正处于早期建设阶段，未来发展空间巨大。据 IDC2019 年发布的云系统和服务管理软件市场半年跟踪报告显示，2018 年中国云系统和服务管理软件市场的市场规模达到了 1.05 亿美元，同比增长 40.4%。IDC 预测，该市场在未来五年仍然会保持高速增长，其年复合增长率达到 44.3%，到 2023 年市场规模将达到 6.51 亿美元。

图 33：2017 年 PMS 渗透率



资料来源：Grant Thornton，国元证券研究中心

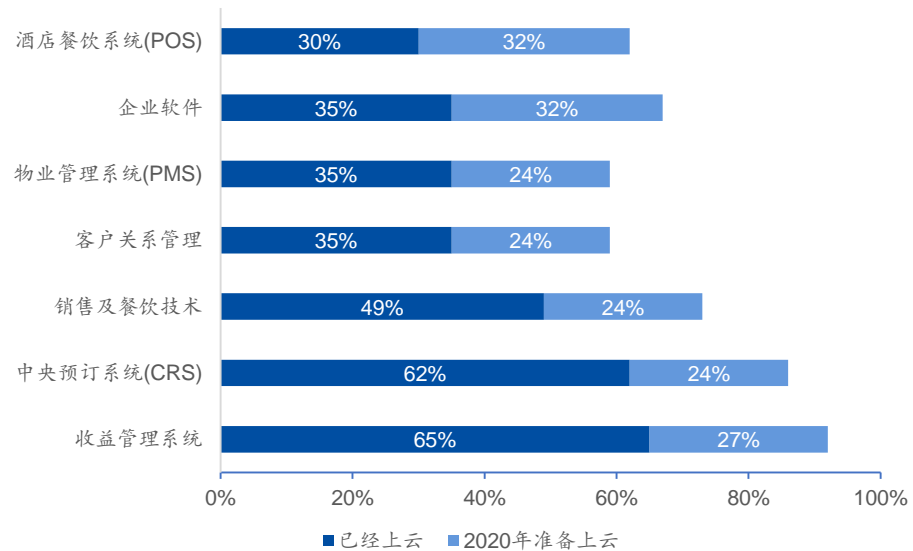
图 34：2017 年 PMS 云化比例



资料来源：Grant Thornton，国元证券研究中心

酒店系统云转型带来的增量空间不可忽视。根据 Hospitality Technology 的研究，全球酒店 PMS 已完成 35% 的云转型，预计 2020 年上云的 PMS 将达到 59%。CRS 已完成 62% 以上的云转型，较 2017 年增加了 28 个百分点。

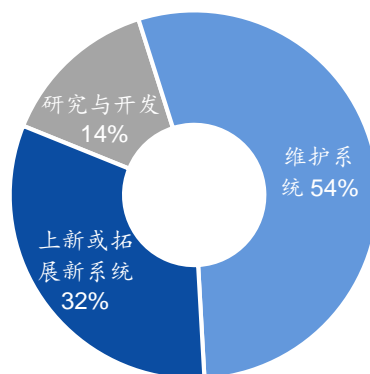
图 35：酒店信息系统云转型情况



资料来源：Hospitality Technology，国元证券研究中心

根据 Hospitality Technology 的统计数据，2019 年的酒店 IT 预算中有 32% 用于上线和拓展新系统，预计 2020 年酒店 IT 预算仍会增加。

图 36：2019 年酒店 IT 预算分布



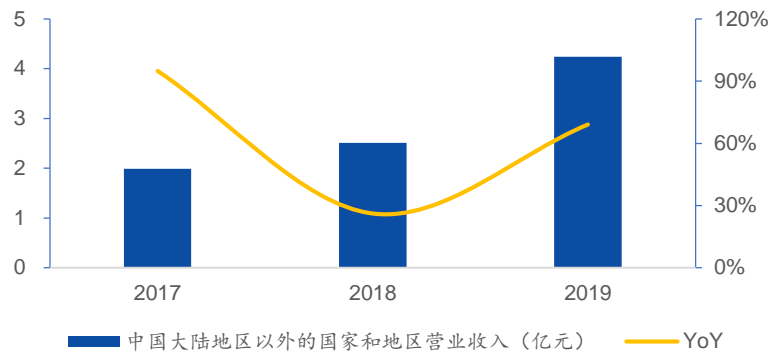
资料来源：Hospitality Technology，国元证券研究中心

2.4 海外拓展顺利，餐饮系统上线

公司积极拓展海外市场，子公司石基信息技术（香港）、石基新加坡、石基美国、石基欧洲及其下属超过 20 个子公司分别承担公司大陆地区以外全球各区域的国际化酒店及餐饮信息系统业务，推动中国大陆地区以外国家和地区的营业收入的持续增

长。

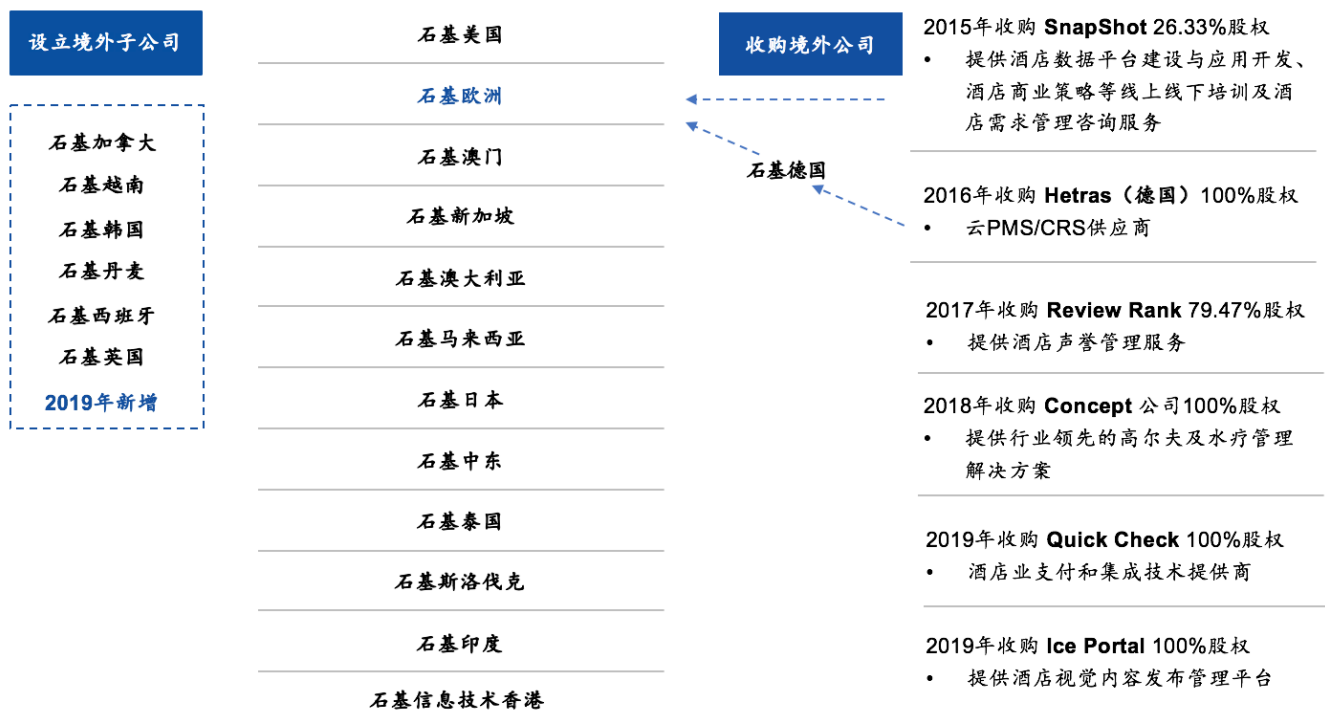
图 37：中国大陆地区以外的国家和地区营业收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司不断加大海外专业人才的招聘，已建立起一支技术精湛、经验丰富、结构合理、团结合作的国际化管理团队。2019年，公司基本完成了全球化研发、销售和服务网络的建设，境外国际化业务团队人数超过 1000 人。为了将公司高端酒店信息系统业务向境外市场拓展，公司在亚太、欧洲和北美三大区域设立了和收购了一系列境外子公司，并已在美国亚特兰大、华盛顿、迈阿密等开设了一系列办公室。

图 38：境外子公司设立与收购情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

根据我们的统计，全球前十大酒店集团合计拥有超过 30000 家酒店。目前公司在国际高星酒店 PMS 中的渗透率不高，若借助云化的战略机遇期，突破海外全球品牌

中的数家，意味着数千家酒店采用公司的新产品。公司在 2019 年报中指出：新一代云餐饮管理系统 Infrasy Cloud 发展迅速，已经成功成为洲际、凯悦、半岛、九龙仓、千禧、泛太平洋、万达、长隆、红树林、澳门四大赌场酒店集团、香港文华东方等超过十个知名酒店集团的标准，并在这些集团中不断拓展上线，截至 2019 年年底，云 POS 产品累计上线总客户数达 1455 家酒店及餐厅。

我们预计：2020 年是云 POS 高速增长、云 PMS 突破的重要年份。一旦获得行业标杆型国际知名酒店集团的认可，公司将展开新一轮快速成长，投资价值将显现。

图 39：全球高端酒店数量统计



酒店集团	温德姆	万豪	希尔顿	洲际	雅高	丽笙	凯悦	四季	香格里拉	凯宾斯基	合计
旗下酒店数量	8676	7866	6100	5000	4900	1233	900	114	114	62	34965

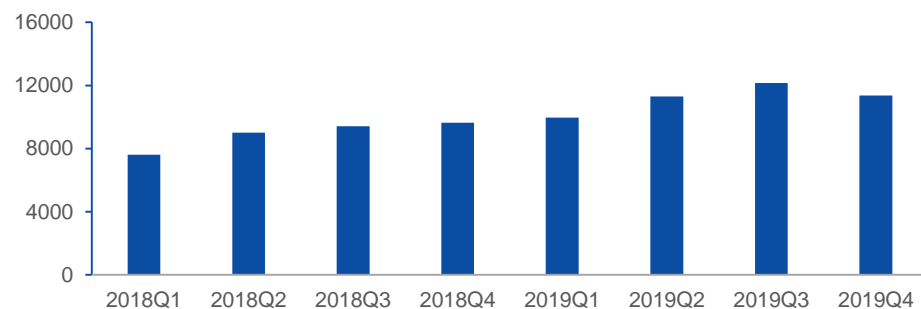
资料来源：各酒店集团官网，国元证券研究中心

3. 平台战略，转型升级

公司一直将基于直连技术的平台化战略作为实现转型的重要途径,利用自身在酒店、餐饮、零售信息系统行业取得的优势地位,目前正致力于从预订和支付这两个环节延伸打造基于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。

根据 Trustdata 的数据,2019 年中国平台类 APP 酒店预订用户规模稳中有增,季度平均增速超过 25%。随着酒店行业信息化的发展,高效率、低成本的直连技术将成为在线预订网站演化的趋势。拥有直连技术后,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,预订网站也能够实时或者定时读取酒店信息管理系统的数据库。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,直连应用存在巨大发展空间。

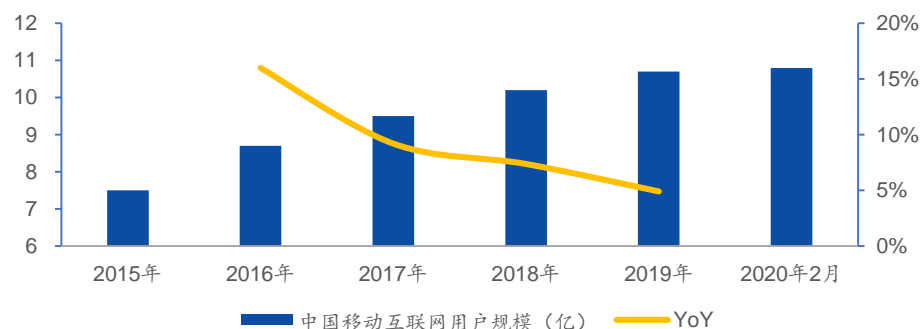
图 40: 2018-2019 年中国在线酒店预订季度 MAU (单位: 万)



资料来源: Trustdata, 国元证券研究中心

移动互联网的发展和普及将强化直连需求。移动互联网的兴起导致越来越多的客户通过手机应用 APP 来实现吃住行购娱等消费的预订和购买,成为推动直连需求及酒店、餐饮、零售娱乐信息系统平台化的又一重要因素。据 Fastdata 的数据,截至 2020 年 2 月底,我国移动互联网用户规模达到 10.8 亿。

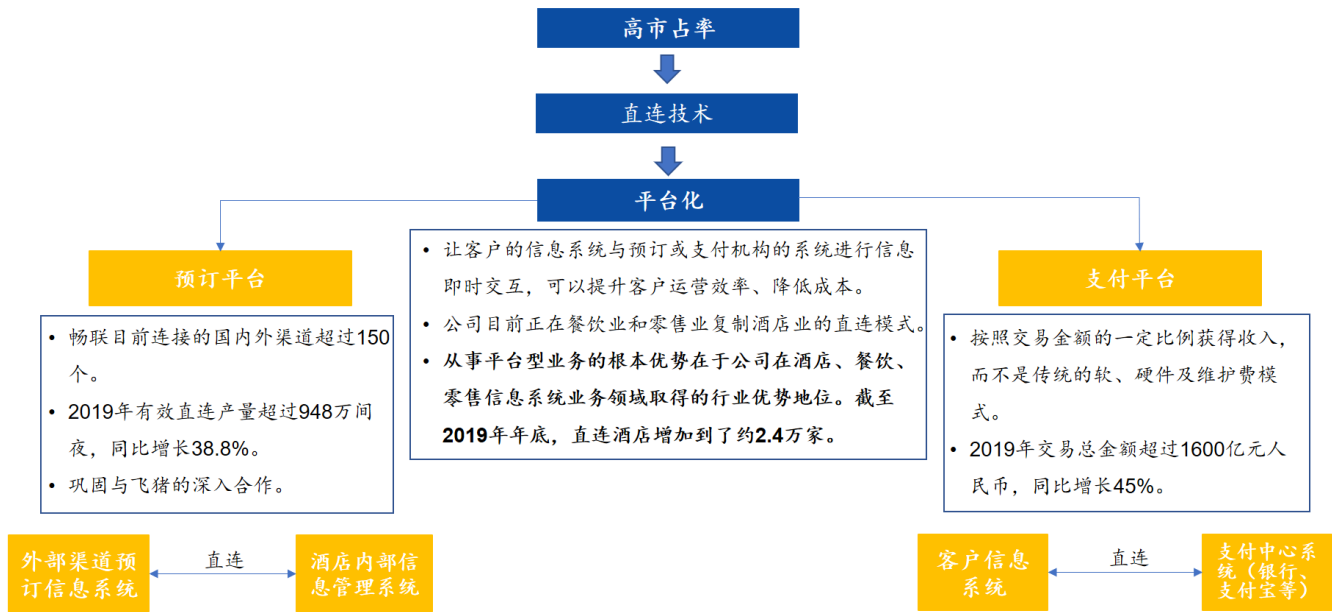
图 41: 中国移动互联网用户规模



资料来源: Fastdata, 国元证券研究中心

根据公司 2019 年年报,公司目前全部客户的年度营业额约为 5 万亿人民币,如果未来转化为支付平台的交易额,有望贡献较大的业绩增量。

图 42：预订及支付平台发展概况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

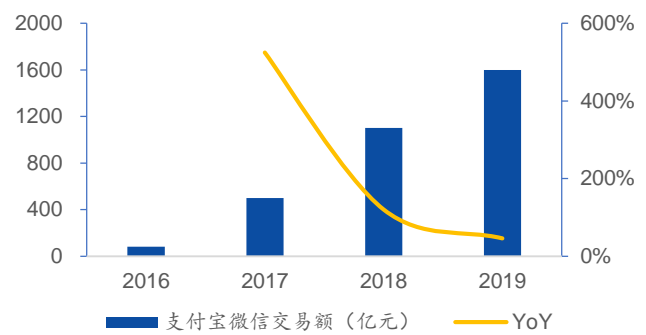
在预订平台方面，石基畅联平台进一步推进直连在集团/酒店与多种类型渠道合作中的应用，技术功能升级换代，业务拓展范围扩大，2019年有效直连产量稳定增长。在支付平台方面，公司加强与支付宝和微信的渠道合作，促进从软件供应商向平台服务商的转型，2019年的支付宝微信交易总金额超过1600亿元。

图 43：有效直连产量



资料来源：公司资料，国元证券研究中心

图 44：支付宝微信交易总金额



资料来源：公司资料，国元证券研究中心

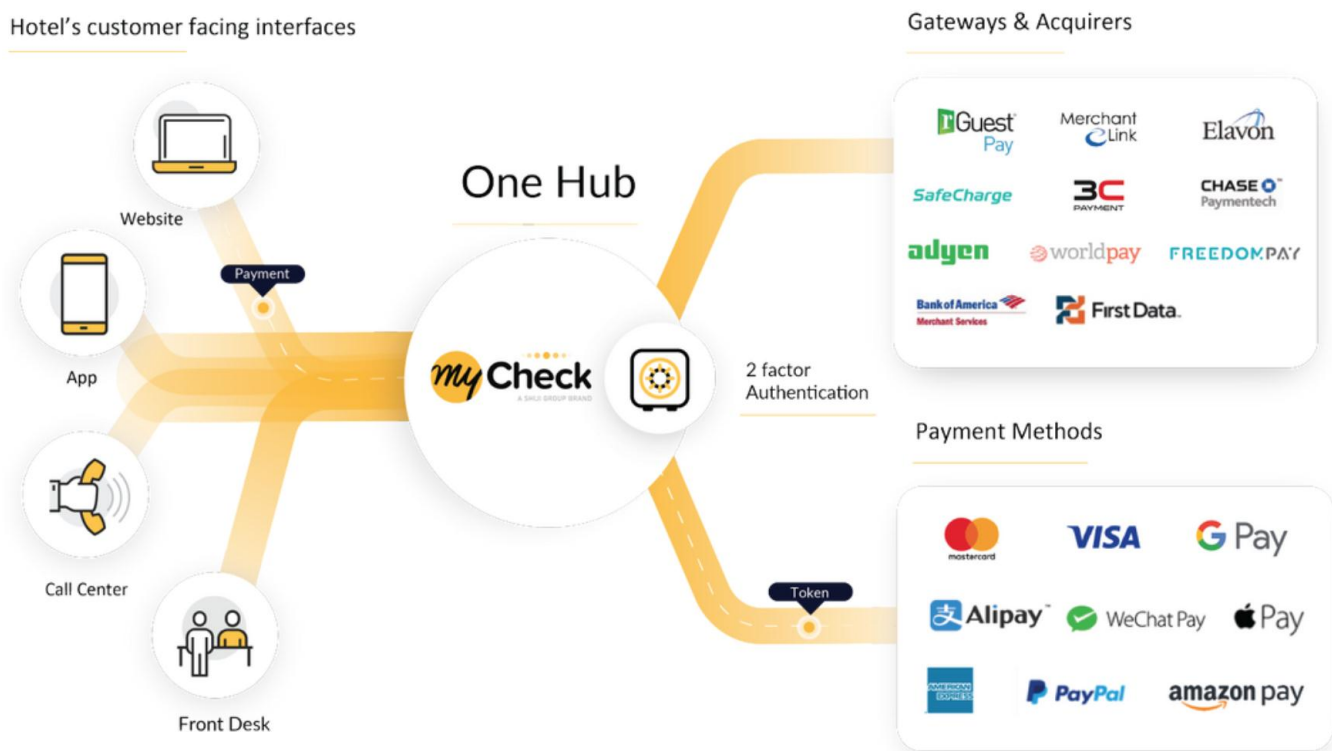
在支付平台方面，公司经验丰富，已与各大银行和各类商户企业建立了深厚且良好的合作关系。通过与行业其它一线系统服务商的合作，公司已经成为中国大陆杰出的支付解决方案提供商，并开始在全球范围内部署和推广，在北美、欧洲和亚太地区均设有办公室，为支付解决方案的部署提供本地研发和服务支持，同时优化产品以满足本地需求。

公司子公司南京银石专门从事支付领域的软件产品开发和技术服务工作，目前支付

产品和解决方案适用范围涵盖了酒店、餐饮、百货零售、旅游景区等行业。银石产品还包括预付费卡后台主机系统以及支付转接平台和增值业务系统，目前都得到了广泛的应用。

公司子公司 MyCheck 成立于 2011 年 3 月，是专注于重塑酒店业客户体验的移动支付技术平台，目前已发展成为酒店业领先的支付和集成技术服务供应商。通过类似于支付系统的渠道管理工具，MyCheck 支付平台将酒店和餐厅系统连接到支付网关和收单方。在提供连接服务之外，MyCheck 还与酒店管理公司合作构建端到端解决方案，包括自定义移动应用程序等。

图 45: MyCheck 支付平台

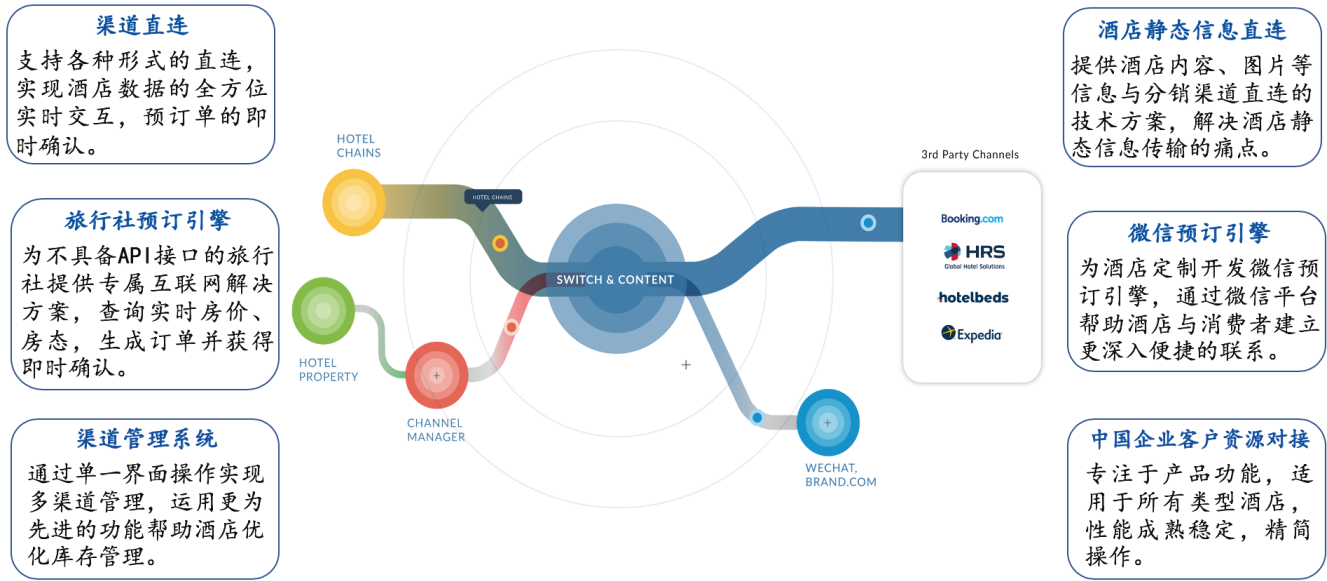


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

石基畅联分销解决方案是公司平台化发展的重要方向。石基畅联拥有与全球业内领先企业丰富的合作经验，配套搭载全方位的酒旅产品，包括餐饮管理系统、前台管理系统，中央预订系统，主题公园及景区管理系统以及数据分析管理系统，旨在为酒旅业、博彩业、主题公园等合作伙伴提供超越传统的分销技术，实现真正意义上的销售自动化和收益最大化。

2007 年，石基畅联打造了中国第一个在线旅游分销平台，为酒店、酒店集团、旅游企业及其在线营销渠道提供一站式渠道管理和开放的系统无缝直连。根据公司官网介绍，目前已有 80 多家酒店集团、150 多个分销渠道、2500 多家独立酒店、30000 多家物业使用石基畅联分销解决方案，实现了在线分销的全流程。

图 46: 石基畅联分销解决方案



资料来源: 公司官网, 国元证券研究中心

石基畅联平台至今已与万豪、迪士尼酒店、洲际酒店、温德姆酒店、半岛酒店等众多国际顶尖酒店集团建立了合作。除为酒店集团提供针对中央预订系统与分销渠道的高效解决方案外, 单体酒店同样是畅联的核心客户。单体酒店可以通过公司的渠道管理系统实现一站式多渠道管理, 同时可以向自己的旅行社客户推出畅联的旅行社预订引擎, 以行业领先的全新模式进军国内酒店生态系统。

图 47: 石基畅联部分客户



资料来源: 公司官网, 国元证券研究中心

依赖公司对行业未来发展的前瞻性判断, 公司较早地投资于下一代酒店信息系统和餐饮信息系统在海外的研发, 打破传统酒店信息管理系统的固有模式, 形成了以云架构为基础的新一代企业级酒店信息系统。公司目前正在餐饮业和零售业复制酒店

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。经过多年的准备与预先研究，公司已经快速进入零售业信息系统领域，取得行业市场领先地位，未来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。在酒店、零售、餐饮信息系统等领域，公司有望在技术和产品架构上领先于全球竞争对手，实现弯道超车，成为全球领导者之一。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司的产品及服务涉及全球酒店、零售、餐饮和休闲娱乐业等领域，是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，公司的收入主要由八大部分构成：酒店信息管理系统业务、社会餐饮信息管理系统业务、支付系统业务、商业流通管理系统业务、旅游休闲系统业务、第三方硬件配套业务、自有智能商用设备、其他业务。我们按照这八个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 酒店信息管理系统业务：**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，目前已经推出新一代云架构的企业级酒店信息系统平台，未来成长空间巨大。2018-2019 年该业务收入增速分别为 16.59%、4.01%，考虑到新冠肺炎疫情对酒店业的影响，预测营业收入未来三年增速分别为 1.63%、21.73%、22.84%。毛利率方面，过去两年分别为 67.23%、59.89%，预测未来三年保持稳定，维持在 55-58% 的区间。
- 2. 社会餐饮信息管理系统业务：**该业务主要由子公司石基信息技术（香港）、正品贵德、思迅软件等开展。该业务的收入增速在 2018-2019 年波动较大，分别为 -26.85%、12.30%，考虑到新一代云餐饮系统 Infrasy Cloud 的拓展持续推进及新冠肺炎疫情的影响，预测该业务未来三年保持增长趋势，增速维持在 3-12% 的区间。毛利率方面，过去两年分别为 68.76%、69.91%，预测未来三年保持稳定，维持在 68-70% 的区间。
- 3. 支付系统业务：**公司的支付产品和解决方案适用范围涵盖了酒店、餐饮、百货零售、旅游景区等行业。该业务 2018-2019 年收入增速分别为 -5.40%、23.82%。考虑到新冠肺炎疫情的影响，预测该业务未来三年收入增速保持在 6-21% 的区间。毛利率方面，过去两年分别为 83.66%、77.67%，预测未来三年小幅下降，稳定在 75-77% 的区间。
- 4. 商业流通管理系统业务：**该业务覆盖从低端到高端，从个体便利店到大型连锁商超等所有零售业态，过去两年收入增速分别为 16.72%、5.20%，考虑到新冠肺炎疫情的影响，预测未来三年收入增速保持在 4-20% 的区间。毛利率方面，过去两年分别为 68.86%、65.74%，预测未来三年稳定在 64-66% 的区间。
- 5. 旅游休闲系统业务：**公司为综合性多业态主题公园、景区景点等提供 IT 服务。该业务 2018-2019 年收入增速为 77.52%、15.06%，考虑到新冠肺炎疫情的影响，预测未来三年保持在 2-23% 的区间，毛利率稳定，维持在 64-66% 的区间。
- 6. 第三方硬件配套业务：**该业务是为软件业务做配套，随着国际化和平台化战略的推进，在主营业务中占比有望逐渐下降。考虑到新冠肺炎疫情的影响，预测未来三年收入增速为：-12.08%、3.37%、7.82%，毛利率维持在 5-10% 之间。
- 7. 自有智能商用设备：**该业务是公司 2019 年新增子公司海信智能商用的业务。考虑到新冠肺炎疫情的影响，预测未来三年收入增速保持在 3-13% 的区间，毛利率保持稳定，维持在 32-34% 的区间。

8. **其他业务**：该业务在公司营业收入中的占比很小，预测未来三年收入增速保持在 8-10%的区间，毛利率维持在 48-49%的区间。

表 7：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
酒店信息管理系统业务					
收入	1061.92	1104.54	1122.55	1366.48	1678.58
增长率	16.59%	4.01%	1.63%	21.73%	22.84%
毛利率	67.23%	59.89%	57.17%	55.78%	55.90%
社会餐饮信息管理系统业务					
收入	90.61	101.76	105.49	117.86	125.93
增长率	-26.85%	12.30%	3.67%	11.73%	6.84%
毛利率	68.76%	69.91%	69.37%	68.83%	68.23%
支付系统业务					
收入	111.89	138.54	149.67	180.16	192.48
增长率	-5.40%	23.82%	8.03%	20.37%	6.84%
毛利率	83.66%	77.67%	76.77%	75.66%	75.78%
商业流通管理系统业务					
收入	631.84	664.70	691.49	825.43	947.93
增长率	16.72%	5.20%	4.03%	19.37%	14.84%
毛利率	68.86%	65.74%	65.04%	64.53%	64.08%
旅游休闲系统业务					
收入	39.77	45.76	46.82	57.34	69.79
增长率	77.52%	15.06%	2.31%	22.47%	21.71%
毛利率	68.27%	64.65%	64.28%	64.68%	65.06%
第三方硬件配套业务					
收入	1150.24	1091.64	959.77	992.11	1069.70
增长率	-6.80%	-5.09%	-12.08%	3.37%	7.82%
毛利率	4.55%	10.29%	9.87%	7.21%	5.50%
自有智能商用设备					
收入	-	496.11	511.59	575.08	622.87
增长率	-	-	3.12%	12.41%	8.31%
毛利率	-	33.39%	33.13%	32.56%	32.36%
其他业务					
收入	1,124.90	1,947.98	21.26	23.04	24.96
增长率	8.29%	73.17%	9.12%	8.41%	8.31%
毛利率	58.34%	50.64%	48.93%	48.47%	48.33%
合计					
收入	3097.52	3662.54	3608.63	4137.51	4732.22
增长率	4.60%	18.24%	-1.47%	14.66%	14.37%
毛利率	44.91%	43.54%	43.90%	43.97%	44.28%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

可比公司估值:

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，在餐饮信息管理系统、零售信息管理系统等领域也居市场领先地位。从上市公司所处细分市场的地位来看，国内 A 股市场可比公司有：广联达（建筑信息化市场）、恒生电子（证券基金 IT 市场）、用友网络（通用企业管理软件及云服务市场）、科大讯飞（人工智能市场）。根据 Wind 一致预期，公司 2020 年的 PE 估值水平低于四家可比公司的平均水平，到 2022 年，公司的 PE 估值水平会略高于可比公司的平均水平，我们认为主要原因是利润增速低于可比四家公司的平均水平。综上，我们认为公司目前的 PE 估值水平是合理的，具备较好的长期投资价值。

表 8：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002410.SZ	广联达	75.80	897.80	0.20	0.36	0.56	0.76	381.93	211.70	134.43	99.45
600570.SH	恒生电子	107.94	1126.99	1.36	1.26	1.58	1.97	79.60	85.34	68.21	54.68
600588.SH	用友网络	47.71	1549.96	0.36	0.33	0.42	0.55	131.02	145.37	114.15	87.00
002230.SZ	科大讯飞	37.47	823.54	0.37	0.49	0.68	0.90	100.53	76.47	55.11	41.48
平均		-	-	-	-	-	-	173.27	129.72	92.98	70.65
002153.SZ	石基信息	37.10	397.25	0.34	0.35	0.40	0.46	107.83	106.65	93.39	80.16

资料来源：Wind，国元证券研究中心

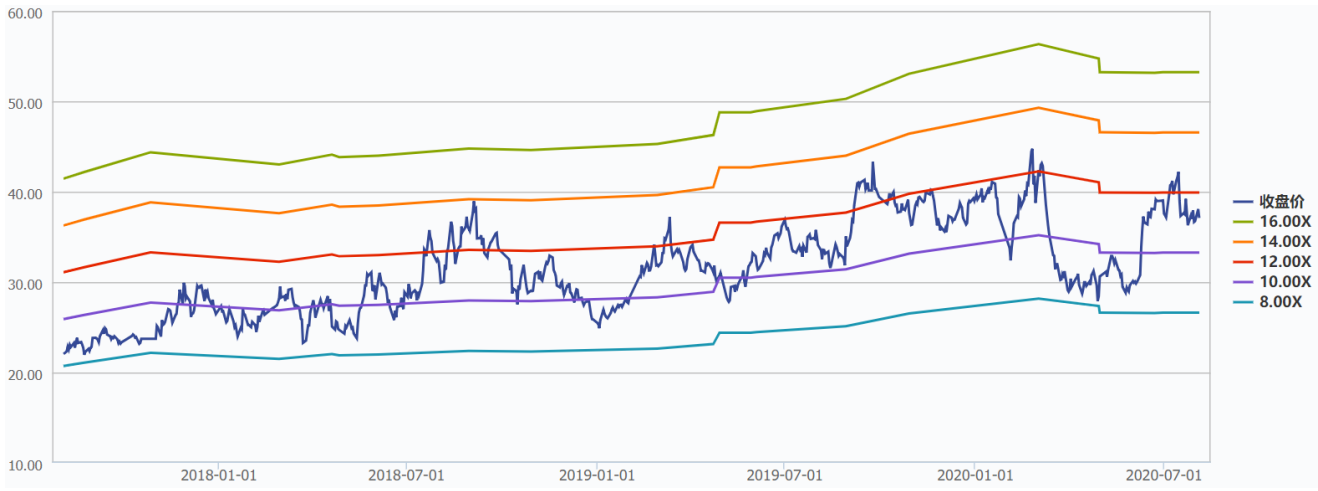
注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2020 年 8 月 4 日

投资建议:

从全球范围来看，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。公司依托直连技术打造预订平台和支付平台，逐步向旅游消费信息化平台服务商转型，通过进一步完善平台功能，强化与飞猪、支付宝、微信等合作伙伴的战略合作，公司有望实现客户数量和平台交易额的持续增长。伴随着国内疫情得到有效控制，酒店、餐饮、零售等下游行业开始逐步恢复，公司有望在全球范围内加速各项业务的部署与推广，通过落实发展战略，开启新一轮成长，打开全新的空间。

综上，我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 36.09、41.38、47.32 亿元，归母净利润为 3.72、4.25、4.95 亿元，EPS 为 0.35、0.40、0.46 元/股。考虑到公司目前处于转型期，各项投入较大，对净利润率影响较大，采用 PS 估值法较为合理。过去三年公司 PS 主要运行在 8-14 倍之间，考虑到国内新冠肺炎疫情得到有效控制，下游客户需求逐步恢复，进而提升公司的估值水平，调升公司 2020 年的目标 PS 至 13 倍，对应目标价为 43.82 元，维持“增持”评级。

图 48: 石基信息过去 3 年 PS-Band



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

5. 风险提示

1. 新冠肺炎疫情导致下游客户 IT 投资意愿下降；
2. 云 PMS 等在海外市场拓展进度低于预期；
3. 平台化战略推进不及预期；
4. 中美贸易争端影响海外业务拓展。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6961.86	6647.34	6836.94	7356.15	7919.54
现金	5767.64	5210.81	5381.96	5756.60	6157.39
应收账款	465.20	633.55	622.49	698.00	772.30
其他应收款	112.99	193.89	188.01	208.12	233.77
预付账款	50.45	61.76	58.10	63.29	66.71
存货	332.53	382.46	372.89	423.54	477.01
其他流动资产	233.03	164.88	213.49	206.61	212.36
非流动资产	3266.40	4259.48	4403.88	4533.60	4665.79
长期投资	426.42	329.12	335.42	347.65	354.56
固定资产	320.20	314.75	335.48	348.95	359.57
无形资产	665.37	925.30	1066.30	1180.16	1295.20
其他非流动资产	1854.41	2690.30	2666.67	2656.83	2656.45
资产总计	10228.26	10906.82	11240.81	11889.75	12585.33
流动负债	1295.76	1546.04	1543.49	1659.66	1812.20
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	135.48	280.89	260.33	284.68	315.37
其他流动负债	1160.27	1265.15	1283.16	1374.99	1496.83
非流动负债	40.19	39.43	40.87	41.50	43.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	40.19	39.43	40.87	41.50	43.39
负债合计	1335.94	1585.47	1584.36	1701.17	1855.58
少数股东权益	583.09	707.39	805.18	916.99	1046.91
股本	1066.90	1069.60	1069.60	1069.60	1069.60
资本公积	4074.08	4119.23	4119.23	4119.23	4119.23
留存收益	2864.57	3125.89	3455.20	3812.70	4235.16
归属母公司股东权益	8309.23	8613.96	8851.27	9271.59	9682.83
负债和股东权益	10228.26	10906.82	11240.81	11889.75	12585.33

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	499.34	528.07	487.16	558.97	657.31
净利润	542.66	465.18	469.88	536.71	624.99
折旧摊销	125.02	157.69	125.16	134.71	135.25
财务费用	-159.43	-249.14	-79.45	-83.54	-89.35
投资损失	-57.31	-0.44	-0.78	-1.24	-2.31
营运资金变动	-132.40	-70.31	135.46	-25.15	-7.50
其他经营现金流	180.80	225.10	-163.11	-2.52	-3.77
投资活动现金流	825.19	-2537.95	-260.68	-263.29	-262.05
资本支出	237.83	381.29	20.14	31.28	42.86
长期投资	-1215.25	1421.05	9.68	14.45	9.27
其他投资现金流	-152.23	-735.61	-230.87	-217.56	-209.92
筹资活动现金流	2931.07	-128.01	-55.33	78.96	5.53
短期借款	-16.38	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-208.47	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.11	2.70	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2416.04	45.15	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	739.76	-175.86	-55.33	78.96	5.53
现金净增加额	4305.10	-2097.70	171.15	374.64	400.79

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3097.52	3662.54	3608.63	4137.51	4732.22
营业成本	1706.54	2067.92	2024.37	2318.22	2636.86
营业税金及附加	24.53	28.91	28.87	33.51	38.80
营业费用	228.95	316.60	273.90	312.38	355.39
管理费用	550.57	789.39	700.44	800.61	911.43
研发费用	259.04	275.87	271.25	293.21	322.57
财务费用	-159.43	-249.14	-79.45	-83.54	-89.35
资产减值损失	-45.04	-11.30	-9.37	-5.63	-3.69
公允价值变动收益	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
投资净收益	57.31	0.44	0.78	1.24	2.31
营业利润	601.97	487.19	492.98	565.33	659.76
营业外收入	8.12	9.84	10.23	11.07	12.83
营业外支出	2.96	3.41	5.04	6.23	7.35
利润总额	607.13	493.62	498.17	570.17	665.24
所得税	64.47	28.45	28.30	33.47	40.25
净利润	542.66	465.18	469.88	536.71	624.99
少数股东损益	79.18	97.16	97.79	111.81	129.92
归属母公司净利润	463.48	368.02	372.09	424.89	495.07
EBITDA	567.56	395.73	538.70	616.51	705.66
EPS (元)	0.43	0.34	0.35	0.40	0.46

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	4.60	18.24	-1.47	14.66	14.37
营业利润 (%)	21.17	-19.07	1.19	14.68	16.70
归属母公司净利润 (%)	10.61	-20.60	1.11	14.19	16.52
获利能力					
毛利率 (%)	44.91	43.54	43.90	43.97	44.28
净利率 (%)	14.96	10.05	10.31	10.27	10.46
ROE (%)	5.58	4.27	4.20	4.58	5.11
ROIC (%)	15.53	6.53	10.82	12.12	13.86
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.06	14.54	14.09	14.31	14.74
净负债比率 (%)	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	5.37	4.30	4.43	4.43	4.37
速动比率	5.11	4.04	4.19	4.18	4.11
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.35	0.33	0.36	0.39
应收账款周转率	5.57	5.38	5.14	6.27	6.44
应付账款周转率	10.99	9.93	7.48	8.51	8.79
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.34	0.35	0.40	0.46
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.47	0.49	0.46	0.52	0.61
每股净资产 (最新摊薄)	7.77	8.05	8.28	8.67	9.05
估值比率					
P/E	85.62	107.83	106.65	93.39	80.16
P/B	4.78	4.61	4.48	4.28	4.10
EV/EBITDA	61.09	87.62	64.37	56.24	49.14

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188