

# 石基信息 (002153.SZ)

## 全球酒店管理系统 SaaS 领军，新增长曲线即将开启

**全球酒店管理 SaaS 领军，深耕行业二十余年。** 1) 公司自 1998 年在北京成立，从系统集成商到软件供应商，从酒店行业逐步拓展到其他大消费领域，迄今发展已逾 20 年。目前，公司已成为全球最主要的酒店信息管理系统全面解决方案提供商之一，自主软件包括云产品已获得国际及本土客户的广泛支持，截至 2021 年 6 月，公司在全球酒店 SaaS 用户数超过 79,000、自主酒店软件在国内五星级酒店市场占有率约 60%。2) 2015 年 12 月，公司启动了国际化业务进程。通过过去多年在海外较大规模的研发投入，公司具有自主知识产权的新一代云架构的企业级酒店信息系统产品能够满足全球国际化连锁酒店的要求，目前正处于向平台化和国际化转型的关键时期。

**酒店 IT 云化大势所趋，打开千亿级市场空间。** 1) 随着全球酒店业集中度逐步提高、精细化管理需求日益提升，酒店管理系统的规模不断扩张、模块功能不断拓展，而传统 IT 底层架构难以进行有效支持，存在实施周期长、运行效率低、响应慢、数据协同性差等缺陷。相较而言，云技术具备灵活度高、协同性强、数据管理更便捷等突出优点，上云已成为酒店数字化转型的重要战略。根据 Hospitality Technology 统计，截至 2019 年底，部分酒店系统上云比例已达到 30% 及以上，准备上云的新增迁移比例也超过 20%。2) 考虑整体技术投入及云渗透率，我们预计酒店云信息系统市场规模有望在未来 3-5 年突破 140 亿美元，其中云 PMS 作为酒店信息系统的核心，对应市场空间或达到 20 亿美元。

**新一代云产品竞争优势显著，新增长曲线即将开启。** 1) 全球酒店 IT 集中度相对较高，Micros 为老牌龙头企业（2014 年被 Oracle 收购），而云技术的发展成为其他公司弯道超车的窗口。公司敏锐察觉行业变革、战略前瞻性，自 2015 年开启国际化转型以来，较早自主投入研发以云架构为基础的新一代“石基企业平台-酒店业解决方案（即 SEP）”。目前，公司以形成较为完善的云产品线，在大数据应用服务、酒店餐饮管理系统、后台系统、酒店前台管理系统等均取得了阶段性成果及国际领先地位。2) 经过多年研发打磨，以云 POS、云 PMS 等为代表的云产品在性能上已具备显著优势，其中新一代 SEP 已得到国际知名酒店集团半岛酒店及洲际酒店的认可。加之丰富的大客户定制服务经验、快速扩张的全球化网点布局，公司有望充分受益于酒店 IT 云化趋势、取得全球酒店 IT 市场的龙头地位。参考 Micros 体量，公司长期收入空间有望达到 100-150 亿元。3) 受全球疫情影响，2020 年及 2021 年上半年，公司业务进度有一定程度放缓。考虑公司与半岛、洲际等国际著名酒店集团的合作协议接连落地，以及全球疫情有望在近年逐步稳定，公司国际化及平台化战略有望持续推进，新增长曲线即将开启。

**首次覆盖，给予“买入”评级。** 我们预计公司 2021-2023 年营业总收入为 38.57 亿元、46.38 亿元及 57.79 亿元；归母净利润为 2.76 亿元、4.48 亿元及 6.87 亿元。参考可比公司估值，给予“买入”评级，目标市值约 520 亿元。

**风险提示：** 疫情持续影响风险、云产品海外市场推广不及预期风险、贸易摩擦加剧风险

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,663	3,317	3,857	4,638	5,779
增长率 yoy (%)	18.2	-9.4	16.3	20.2	24.6
归母净利润(百万元)	368	-68	276	448	687
增长率 yoy (%)	-20.6	-118.4	508.3	62.3	53.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.25	-0.05	0.18	0.30	0.46
净资产收益率 (%)	5.0	0.1	3.3	5.4	7.7
P/E(倍)	79.3	-431.8	105.8	65.1	42.5
P/B(倍)	3.4	3.5	3.4	3.2	3.0

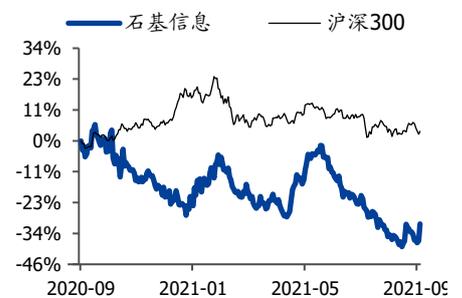
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 9 月 17 日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	计算机应用
9月17日收盘价(元)	19.46
总市值(百万元)	29,181.38
总股本(百万股)	1,499.56
其中自由流通股(%)	58.60
30日日均成交量(百万股)	7.77

#### 股价走势



#### 作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaocang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号: S0680518050002

邮箱: yangran@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6647	6426	7493	7167	8812
现金	5211	5118	5688	5345	6259
应收票据及应收账款	634	671	846	978	1295
其他应收款	194	105	243	176	345
预付账款	62	53	80	80	120
存货	382	319	477	429	634
其他流动资产	165	160	160	160	160
<b>非流动资产</b>	4259	4167	4287	4415	4541
长期投资	329	377	420	459	495
固定资产	315	302	357	423	511
无形资产	1088	1246	1287	1318	1315
其他非流动资产	2528	2242	2223	2215	2220
<b>资产总计</b>	10907	10593	11780	11582	13353
<b>流动负债</b>	1546	1393	2308	1662	2693
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	296	255	370	341	494
其他流动负债	1250	1138	1937	1321	2198
<b>非流动负债</b>	39	37	38	40	40
长期借款	0	0	1	2	2
其他非流动负债	39	37	37	37	37
<b>负债合计</b>	1585	1430	2346	1702	2732
少数股东权益	707	759	797	882	1017
股本	1070	1071	1500	1500	1500
资本公积	4119	4156	3728	3728	3728
留存收益	3126	3015	3267	3703	4387
归属母公司股东权益	8614	8404	8637	8998	9605
<b>负债和股东权益</b>	10907	10593	11780	11582	13353

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	528	204	792	-24	1277
净利润	465	11	315	533	821
折旧摊销	158	164	220	259	301
财务费用	-249	-138	-176	-187	-200
投资损失	0	160	12	29	50
营运资金变动	-70	-83	417	-663	299
其他经营现金流	225	90	4	5	6
<b>投资活动现金流</b>	-2538	-1407	-357	-420	-483
资本支出	381	425	77	89	90
长期投资	-1421	-1244	-43	-39	-36
其他投资现金流	-3578	-2225	-322	-370	-429
<b>筹资活动现金流</b>	-128	-26	135	102	120
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	1	1	0
普通股增加	3	2	428	0	0
资本公积增加	45	37	-428	0	0
其他筹资现金流	-176	-65	133	100	120
<b>现金净增加额</b>	-2098	-1290	570	-343	914

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	3663	3317	3857	4638	5779
营业成本	2068	1965	2229	2536	2976
营业税金及附加	29	18	27	32	39
营业费用	317	256	309	348	416
管理费用	789	705	810	928	1127
研发费用	276	305	386	464	578
财务费用	-249	-138	-176	-187	-200
资产减值损失	-11	-26	1	-7	-14
其他收益	92	58	81	78	76
公允价值变动收益	0	-11	-4	-5	-5
投资净收益	0	-160	-12	-29	-50
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	487	31	336	569	877
营业外收入	10	28	16	18	19
营业外支出	3	3	5	4	4
<b>利润总额</b>	494	56	348	583	892
所得税	28	45	33	50	71
<b>净利润</b>	465	11	315	533	821
少数股东损益	97	79	39	85	134
<b>归属母公司净利润</b>	368	-68	276	448	687
EBITDA	495	67	406	677	1019
EPS (元/股)	0.25	-0.05	0.18	0.30	0.46

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	18.2	-9.4	16.3	20.2	24.6
营业利润 (%)	-19.1	-93.6	981.5	69.4	54.2
归属母公司净利润 (%)	-20.6	-118.4	508.3	62.3	53.3
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	43.5	40.8	42.2	45.3	48.5
净利率 (%)	10.0	-2.0	7.2	9.7	11.9
ROE (%)	5.0	0.1	3.3	5.4	7.7
ROIC (%)	3.7	-0.2	1.9	4.2	6.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	14.5	13.5	19.9	14.7	20.5
净负债比率 (%)	-55.9	-55.8	-60.2	-54.0	-58.8
流动比率	4.3	4.6	3.2	4.3	3.3
速动比率	3.9	4.3	3.0	4.0	3.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	6.7	5.1	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	9.3	7.1	7.1	7.1	7.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.25	-0.05	0.18	0.30	0.46
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.35	0.14	0.53	-0.02	0.85
每股净资产 (最新摊薄)	5.74	5.60	5.76	6.00	6.40
<b>估值比率</b>					
P/E	79.3	-431.8	105.8	65.1	42.5
P/B	3.4	3.5	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	49.7	371.1	59.6	36.4	23.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 9 月 17 日收盘价

## 内容目录

全球酒店管理 SaaS 领军，深耕行业二十余年	4
酒店 IT 云化大势所趋，打开千亿级市场空间	8
云产品竞争优势显著，国际化开启新增长曲线	11
盈利预测及估值	15
风险提示	19

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司发展情况	4
图表 3: 公司股权结构	5
图表 4: 公司管理团队背景	5
图表 5: 业务领域	6
图表 6: 2018-2021H1 公司营业收入构成	6
图表 7: 旗下酒店 IT 产品品牌	6
图表 8: 2016-2021H1 公司营业总收入	7
图表 9: 2016-2021H1 公司归母净利润	7
图表 10: 国际化业务阶段性成果	7
图表 11: 2018-2021H1 公司费用率 (%)	8
图表 12: 酒店管理系统上云的好处	9
图表 13: 2016-2020 年全球公有云服务整体市场规模	9
图表 14: 酒店系统模块上云进度	10
图表 15: 2013-2023E 全球酒店 IT 支出规模	10
图表 16: PMS 为酒店信息系统的核心	11
图表 17: 全球酒店 IT 支出分布	11
图表 18: 全球酒店 IT 厂商市场份额 (2018 年)	12
图表 19: 全球主要 PMS 产品市场评分	12
图表 20: 公司云产品线的三个层次	13
图表 21: POS 产品标杆客户	13
图表 22: 公司新一代云 PMS 重大合同及标杆客户	14
图表 23: 公司云 POS 针对不同客群的产品线	14
图表 24: 公司云 PMS 针对不同客群的产品线	14
图表 25: 公司覆盖区域	15
图表 26: 2014-2018 年全球酒店业市场规模	15
图表 27: 2019-2018E Micros 营业总收入	15
图表 28: 2018-2023E 公司收入拆分 (单位: 百万元)	16
图表 29: 2018-2023E 公司成本拆分	17
图表 30: 2018-2023E 公司费用率	17
图表 31: 2017-2021H1 SaaS 业务可重复订阅费	18
图表 32: 可比公司估值	18

## 全球酒店管理 SaaS 领军，深耕行业二十余年

全球酒店管理软件领军，云化、国际化及平台化开启新成长曲线。1) 公司自 1998 年在北京成立，从系统集成商到软件供应商、从酒店行业逐步拓展到其他大消费领域，迄今发展已逾 20 年。凭借在酒店行业的深厚积累，截至 2021 年 6 月，公司在全球酒店 SaaS 用户数超过 79,000、自主酒店软件在国内五星级酒店市场占有率约 60%。2) 2015 年 12 月，公司启动了国际化业务进程。通过过去多年在海外较大规模的研发投入，公司具有自主知识产权的新一代云架构的企业级酒店信息系统产品能够满足全球国际化连锁酒店的要求，目前正处于向平台化和国际化转型的关键时期。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

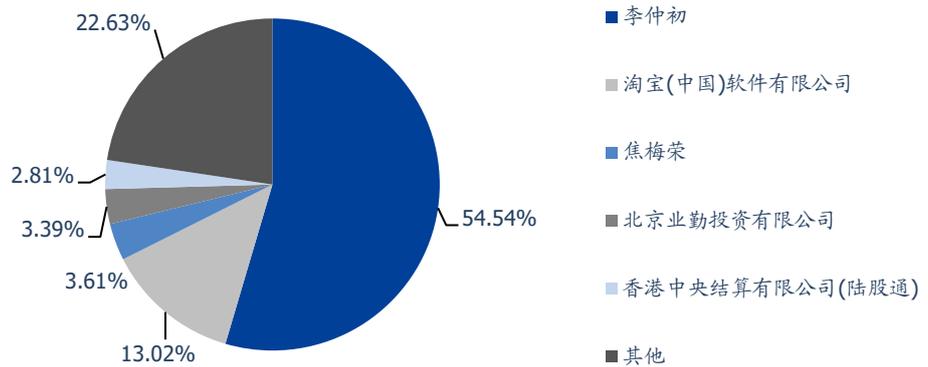
图表 2: 公司发展情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

股权结构稳定，管理团队具有深厚的酒店 IT 经验积累。1) 公司股权结构稳定，2007 年上市至今创始人持股比例始终超过 50%、为公司实控人。截至 2021 年 6 月，创始人及董事长李仲初先生持股比例约为 54.54%。2) 管理层背景来看，公司管理团队在酒店、IT 等方面具有深厚的经验积累，例如首席运营官 Kevin King 曾服务于世界领先的酒店业技术服务公司 Micros 超过 17 年（2014 年被甲骨文公司收购）；董事、常务副总裁、首席财务官、大中华区高级副总裁赖德源拥有超过 25 年的酒店 IT 业务经验。

图表 3: 公司股权结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (截至 2021 年 6 月)

图表 4: 公司管理团队背景

人员	职位	背景
李仲初	创始人及控股股东、董事长、总裁	1998 年李仲初先生离开原研究单位创立北京中长石基信息技术股份有限公司, 现任本公司第六届董事会董事、董事长兼总裁。
Kevin King	首席运营官	在加入石基信息之前, Kevin King 先生曾服务于世界领先的酒店业技术服务公司 Micros 超过 17 年 (2014 年被甲骨文公司收购), 担任运营和业务管理等多项职务, 负责全球支付系统开发和管理。
赖德源	董事、常务副总裁、首席财务官、大中华区高级副总裁	拥有超过 25 年的酒店 IT 业务经验, 是公司高级管理层的一员, 负责管理日常事务。
Nirmal Singh	石基国际首席财务官及法务官	曾于 1999 年在 MICROS 担任亚太区首席财务官, 是执行委员会的重要成员, 2014 年被任命为总裁。在此之前, Nirmal Singh 先生曾在一家行业领先的注册会计师事务所供职 15 年, 其中 7 年作为公司合伙人负责管理。
关东玉	石基副总裁	于 2009 年 12 月出任石基副总裁, 2017 年开始任石基零售总裁。他负责石基零售、餐饮、税控系统、硬件分销业务。
王敏敏	石基副总裁	作为中国第一代酒店信息化系统开发者, 王敏敏女士在行业拥有超过 30 年的经验, 是西软的创始人之一。2011 年她参与制订了国家行业标准之一《旅游饭店管理信息系统建设规范》
罗芳	石基副总裁、董事会秘书	于 2011 年 6 月至今担任本公司副总裁、董事会秘书, 负责公司投资, 信息披露, 投资者关系管理, 筹备董事会会议和股东大会, 以及与监管机构的沟通和联络, 履行《公司法》、《证券法》、中国证监会和深交所要求履行的其他职责

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

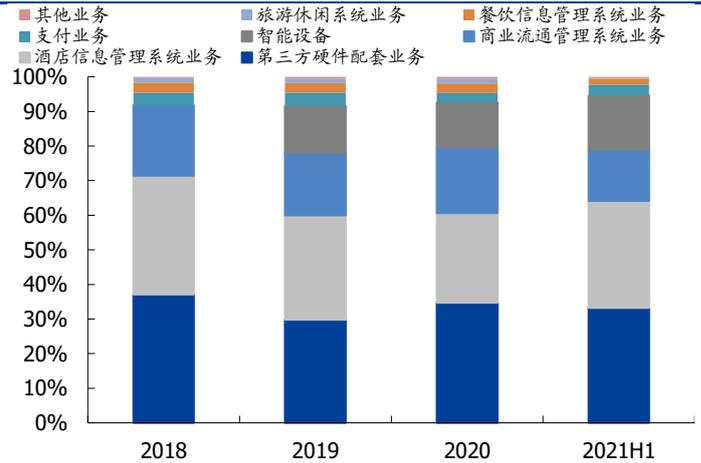
**业务产品覆盖大消费各个领域, 酒店 IT 为核心支柱。** 1) 公司主要从事酒店、餐饮、零售、休闲娱乐等大消费行业信息管理系统软件的开发与销售、系统集成、技术支持与服务业务, 在中国星级酒店业信息管理系统市场和规模化零售业 (客户年度营业额 1 亿元以上) 信息管理系统市场居领先地位, 在中国餐饮信息管理系统市场居相对领先地位。2) 从营收构成来看, 除第三方硬件配套服务之外, 酒店信息系统业务为公司收入的第一大来源, 2021H1 占比为 30.91%。

图表 5: 业务领域



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 2018-2021H1 公司营业收入构成



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

酒店信息系统产品线完整, 自主软件获得国际及本土客户的广泛支持。1) 根据公司公告, 公司是目前全球最主要的酒店信息管理系统全面解决方案提供商之一, 主要产品包括支持多物业、多语言、多货币处理、全球部署的全面满足国际酒店集团管理需求的基于公有云的纯 SaaS 收费方式的新一代酒店管理系统石基企业平台-酒店业解决方案[The Shiji Enterprise Platform (SEP)-Hospitality Solutions]、石基餐饮云管理系统 Infrasy Cloud, 针对中国本地经营但采用国际化管理方式的完全公有云部署的采用 SAAS 收费方式的石基云 PMS-Cambridge, 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 [原 CHINAONLINE (畅联) 升级更名]、石基酒店高尔夫及 SPA 信息系统 CONCEPT、石基客户声誉管理和分析系统 Review Pro、石基全球支付解决方案 SPS-Shiji Payment Solutions 等。2) 针对中国本地酒店客户, 石基的云 PMS 系列产品已经非常成熟, 这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, 这三大 PMS 解决方案都是基于云端的, 能够帮助酒店集团实现更好的数据流动和自上而下的管理。针对国际酒店集团客户, 公司经过多年海外团队的自主研发, 已经推出了新一代云架构的企业级酒店信息系统平台, 截至 2021 年 6 月, SEP-HS 在欧洲和亚太地区已上线 17 家酒店, 其中包括澳大利亚的大型五星级酒店, 并与半岛酒店集团、洲际酒店集团等标杆客户成功签订 MSA 协议。

图表 7: 旗下酒店 IT 产品品牌

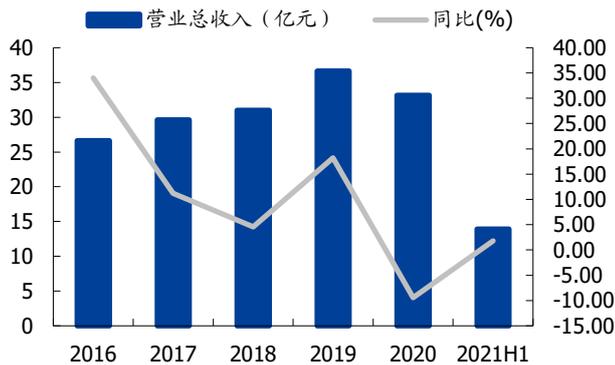


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

受疫情等外部因素影响, 公司业务发展阶段性放缓, 不改国际化、平台化大战略长期

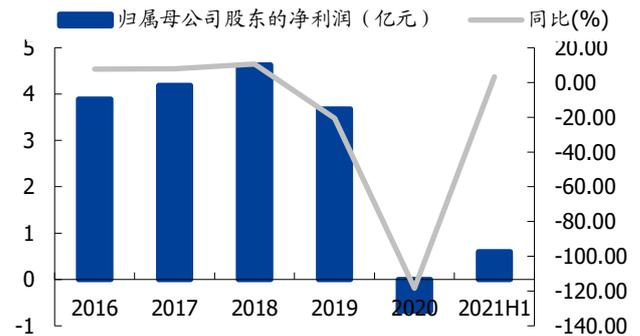
**向好态势。**1) 2020年,公司实现营业总收入33.17亿元,同比降低9.43%;归母净利润0.68亿元,同比降低118.36%,主要原因系2020年全球疫情蔓延使公司下游客户业务受到重创,且2020年5月底后公司不再续期与Oracle的酒店业相关代理合作协议,同时公司按照美国总统行政命令的要求出售了此前收购的美国StayNTouch公司全部股权。2021H1,公司实现营业总收入13.90亿元,同比增长1.81%;归母净利润0.60亿元,同比增长3.30%。2) 诸多不利外部因素并不涉及公司自主研发的全新一代云产品核心技术,通过美国外国投资委员会(CFIUS)审核事项,公司也进一步明确了在产品、技术和运营上将系统和数据安全放在首要位置的原则。截至目前,公司继续坚持国际化与平台化的大战略,并在国际化方面持续取得一系列阶段性成果,包括与半岛酒店集团、洲际酒店集团等国际知名酒店达成里程碑式合作。

图表8: 2016-2021H1公司营业总收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 2016-2021H1公司归母净利润



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

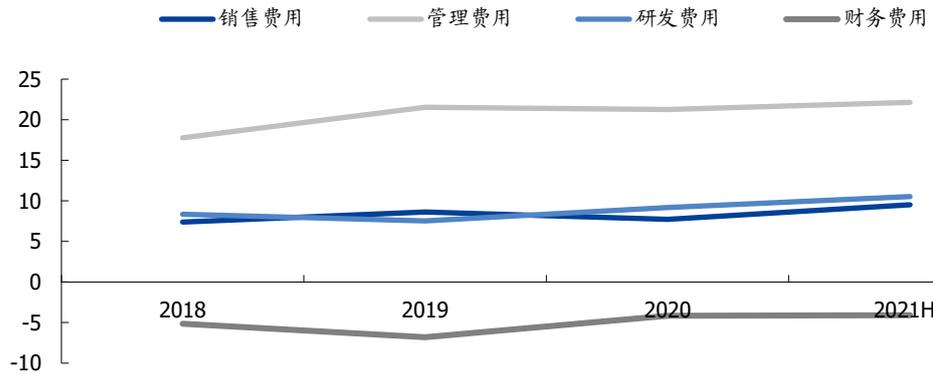
图表10: 国际化业务阶段性成果



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**费用整体保持稳健, 自主研发投入不断加强。**1) 公司费用率整体保持稳健, 2021H1, 公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为9.52%、22.14%及-4.09%。2) 研发投入来看, 公司研发费用率逐年上升, 2021H1研发费用率达到10.53%。公司在酒店基于大数据的应用服务、酒店餐饮管理系统及后台系统、酒店前台管理系统等方面均已进行多年的全球布局和研发, 并且已针对国际酒店集团客户推出新一代云架构的企业级酒店信息系统平台SEP。

图表 11: 2018-2021H1 公司费用率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 酒店 IT 云化大势所趋，打开千亿级市场空间

酒店管理系统模块众多、且不断扩展，传统底层架构难以有效支持。1) 酒店管理软件复杂度较高，除了包括客房管理及前台管理 PMS 等核心模块，还包括餐饮管理系统 POS、财务管理系统 AC、采购仓储控本系统 PICC、人力资源系统 HRMS 等多个软件系统。尤其是高端酒店，对精细化管理要求更高，其管理软件的功能模块将更为复杂，PMS 所涉及的子模块可多达上百个。2) 随着互联网等技术的发展，酒店管理信息化渗透逐步加深，管理业务的规模和种类均不断扩张。而传统 IT 底层架构并不能有效、灵活地支持业务系统的扩展，新增系统或模块需要以打补丁的方式接入原有系统，表现出实施周期长、运行效率低、响应慢、协调差等缺陷。

同时，传统 IT 系统在数据融通上存在壁垒，数据管理效率较低。以 CRS 为例，为了提高利润，酒店需要大量的数据和细化的标签，来帮助他们挖掘新的收入来源。而本地系统和遗留系统在数据聚成方面存在一定的数据壁垒，因此在这个过程中，系统向云端迁移对酒店而言至关重要。

云技术具备灵活度高、协同性强、数据管理更便捷等突出优点，上云成为酒店数字化转型的重要战略。云计算的普及逐步深入各个行业，成为数字化转型的重要组成部分，也是数据能够跨区域、跨品牌和跨业态流动的基础。根据石基信息等六机构联合发布的《2021 年中国酒店业数字化转型趋势报告》，受访者中有 79.1% 认为云架构将使业务模式更加灵活和敏捷，还有 68.9% 认为有利于公司规模化发展。此外，还有 60.7% 认为在此基础上公司能够更容易实现内部职能和管理流程自动化。上云已成为酒店数字化转型的重要战略。

图表 12: 酒店管理系统上云的好处

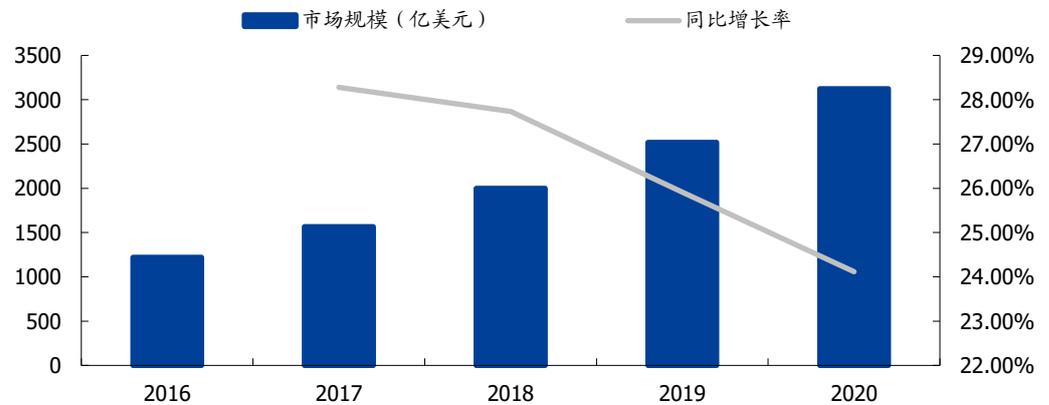
— 您认为上云最大的好处是什么？



资料来源: 石基信息, 国盛证券研究所

全球公有云服务市场规模已突破 3000 亿美元, 云转型正当时。经过多年培育期, 云计算在产业链、商业模式、客户使用习惯等方面均具备较为成熟的条件, 目前已获得广泛应用。根据 IDC 统计, 截至 2020 年, 全球公有云服务整体市场规模 (IaaS/PaaS/SaaS) 已达到 3124 亿美元, 同比增长 24.1%, 继续保持快速增长, 云计算转型正当时。

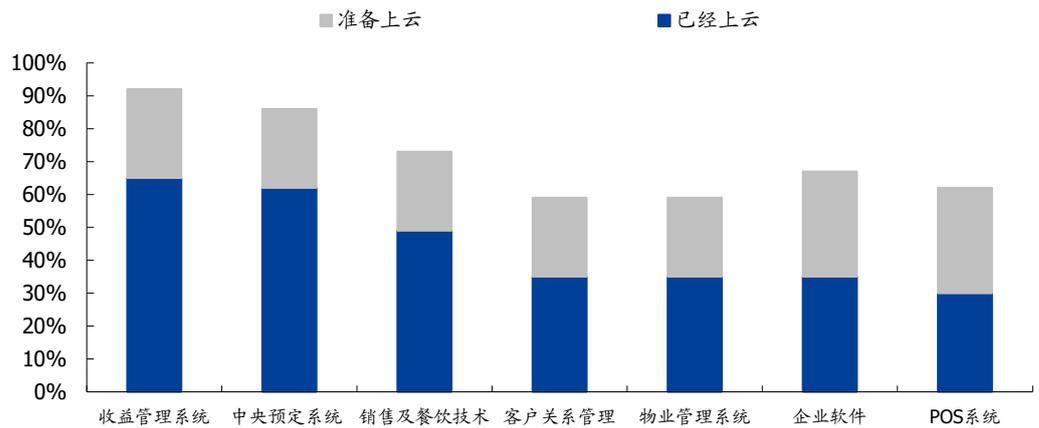
图表 13: 2016-2020 年全球公有云服务整体市场规模



资料来源: IDC, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

酒店信息系统加速云化变迁, 云技术有望快速渗透。根据 Hospitality Technology 《2020 年酒店业技术研究报告》统计, 自 2017 年以来, 酒店的云上系统已经开始逐渐发展起来, 截至 2019 年底, POS、企业软件、物业管理、客户关系管理等系统上云比例分别约达到 30%、35%、35%及 35%, 准备上云的新增迁移比例分别约为 32%、32%、24%及 24%。

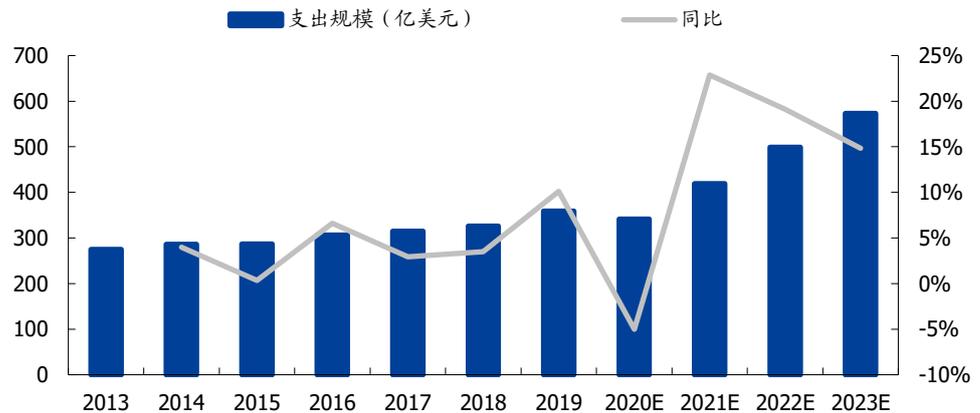
图表 14: 酒店系统模块上云进度



资料来源: Hospitality Technology, 国盛证券研究所

考虑整体技术投入及云渗透率, 酒店云信息系统市场规模有望突破 140 亿美元。1) 自 2012 年以来, 全球酒店业持续追加技术投入, 根据华经情报网统计, 2018 年, 酒店技术投入规模已经高达 326 亿美元, 投入项目包括数据中心、硬件、软件、通讯设备、内部服务、IT 服务等门类, 预计全球酒店业整体技术投入有望在突破 570 亿。2) 我们假设软件及配套硬件与 IT 服务占整体技术投入比例约 50%、云渗透率或达到 40%, 则酒店云信息系统市场规模有望达到 143 亿美元。

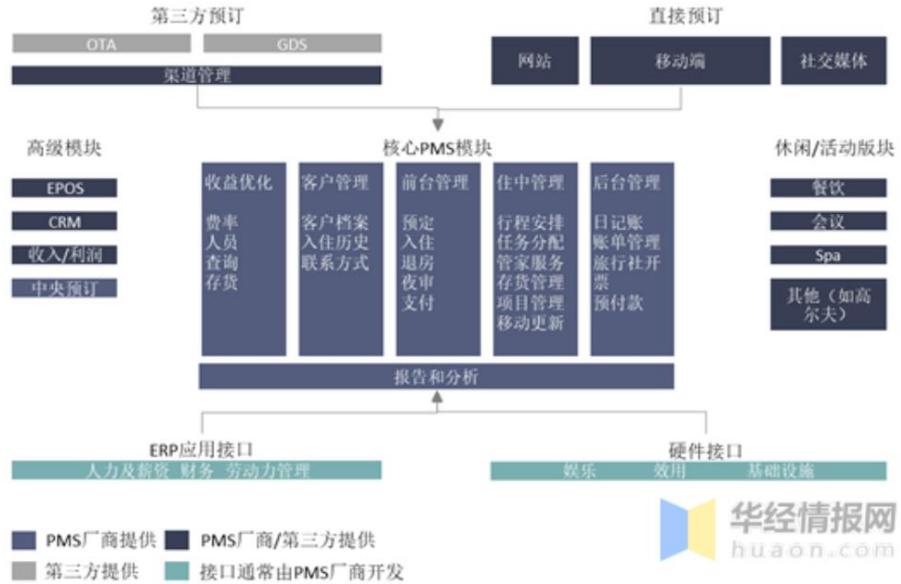
图表 15: 2013-2023E 全球酒店 IT 支出规模



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

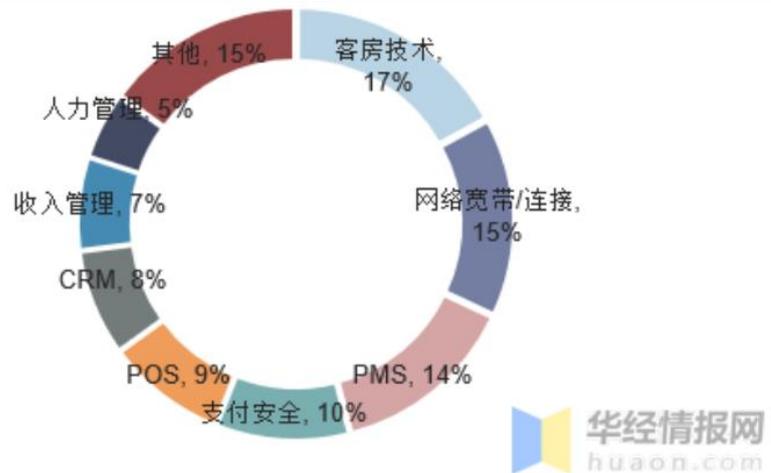
其中, 云 PMS 作为酒店信息系统的核心, 对应市场空间或达到 20 亿美元。1) 酒店信息系统中, PMS 为酒店信息管理全链条的核心支柱。除了前台管理、客户管理等核心板块, PMS 还可以集成包含餐饮管理系统 POS、财务管理系统 AC、采购仓储控本系统 PICC、人力资源系统 HRMS 在内的多个可选模块, 打通硬件与软件、前台与后台、消费前场景及消费后场景。高端连锁酒规模庞大、业态复杂, 其 PMS 所涉及的子模块可多达上百个。因此 PMS 上云标志着酒店信息系统核心上云、彻底上云。2) 从支出比例上看, PMS 约占支出比例的 14%, 则结合上述云信息系统规模的测算, 云 PMS 市场规模有望达到 20 亿美元。

图表 16: PMS 为酒店信息系统的核心



资料来源：华经情报网，国盛证券研究所

图表 17: 全球酒店 IT 支出分布

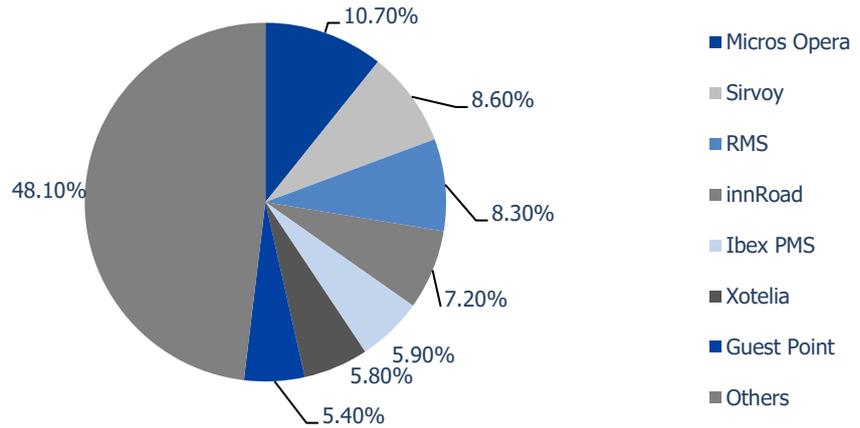


资料来源：华经情报网，国盛证券研究所

## 云产品竞争优势显著，国际化开启新增长曲线

全球酒店 IT 集中度相对较高，Micros 为老牌龙头。1) 以核心系统 PMS 为代表，根据产业信息网统计，2018 年全球酒店 PMS 提供商 CR7 约为 52%，行业集中度相对较高。2) 其中，Micros Opera 为酒店业市场中最完善的 PMS 产品之一，功能强大、代表了较为先进的酒店管理理念，以 10.70% 的市占率位列第一位，2018 年市场评分也以 93 分位居第一。公司 Micros 为酒店 IT 领域老牌领军，主要提供基于本地及云的解决方案，用于管理酒店、零售及饮食服务，2014 年 6 月被 Oracle 以 53 亿美元收购其全部股份。截至 2014 年，Micros 在全球范围内的客户网点总计超过 33 万个。

图表 18: 全球酒店 IT 厂商市场份额 (2018 年)



资料来源: 产业信息网, 国盛证券研究所

图表 19: 全球主要 PMS 产品市场评分



资料来源: 产业信息网, Capterra, 国盛证券研究所

公司敏锐察觉行业变革, 云技术成为弯道超车的有效窗口。1) 新一代技术变革往往会成为新生代公司的弯道超车机会。自 2015 年开启国际化转型以来, 公司依托十几年与国际知名酒店的深入互动经验, 凭借对未来酒店业信息技术变革的敏锐察觉, 确定数字化及云化转型是酒旅行业未来大势所趋, 较早投入自主研发以云架构为基础的新一代“石基企业平台-酒店业解决方案(即 SEP)。同时, 整个平台的功能也在不断丰富, 增加了如餐厅管理、餐位管理、数据智能、休闲娱乐和 Spa 管理等功能; 添加了如宾客偏好管理、酒店管理服务等其他功能, 成为面向全球酒店行业的、真正的企业级平台。2) 目前, 公司已形成较为完善的云产品线。公司在酒店和餐饮业的云转型目前可以概括为三个层次, 首先是酒店和酒店集团之上的基于大数据的应用服务, 例如声誉管理、客户需求管理等实现云转型; 其次是酒店餐饮管理系统、后台系统等原来与集团系统连接不紧密的系统全面转向公有云; 最后是酒店前台管理系统全面转向公有云。这三个层面的云系统既相对独立又相互关联并最终在数据和应用平台层面完成集成, 公司在这三个层面都已经进行了多年的全球布局与产品研发, 并分别取得阶段性成果及国际领先地位。

图表 20: 公司云产品线的三个层次

层次	类型	代表产品	行业地位
1	基于大数据的应用服务	声誉管理、客户需求管理	全球领先地位，酒店客户门店约 7.9 万家
2	与集团连接相对不紧密的系统	酒店餐饮管理系统 Infrasy Cloud、后台系统	已获超过十家知名酒店集团的严格测试与评标认证 全球最具影响力的 Top5 酒店集团中有 3 家已经选择了石基餐饮云为其全球标准，另外两家也正在开始谈判和测试之中 公司成为全球主要酒店餐饮信息系统提供商之一，已上线 2154 家酒店及餐厅
3	酒店核心系统	新一代 SEP	已经得到首个国际标杆客户半岛酒店集团的认可，签约并完成系统集成 已与第二个国际标杆客户洲际酒店集团签订 MSA 合作协议 已在欧洲和亚太上线 17 个酒店，其中包括五星级酒店

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

经多年研发打磨，云产品性能上已具备显著优势。

**1) 云 POS:** 基于 20 余年餐饮行业服务经验和全球超过 7000 家用户的实施安装，Infrasy 能够适用于多种硬件设备，给予用户高效的运营支持。轻便的云平台配合离线功能，使之成为现今市场上综合性能最为突出的系统之一。根据官网信息，截至目前，POS 产品已获多家全球驰名酒店集团认证为集团标准。

图表 21: POS 产品标杆客户



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 2) 云 PMS:

从产品架构而言，公司新一代云架构的石基企业平台-酒店业解决方案 SEP 整体以云架构为基础、依托于微服务架构并提供开放的接口文档说明，能够有效帮助酒店集团在全球范围内建立宾客单一身份识别体系，兼具灵活性、目的性、前瞻性及可盈利性。相对而言，海外云厂商 PMS 产品，以 Opera Cloud 为例，由于仍以 Oracle 大型数据库为基础、顺序处理数据，IT 架构依旧欠缺一定的灵活性和效率。

从研发进程而言，公司新一代 SEP 自 2015 年就开始设计并通过试点打磨，目前该方案已得到国际标杆酒店半岛集团、洲际集团的认可。其中，半岛集团签约并完成系统集成，正等待海外疫情得到控制，国际旅行得到恢复后即可立即开始切换；洲际酒店与公司于 2021 年 9 月签订 MSA 合作协议，其同样是一套将替换部分现有酒店信息管理系统（PMS）的新一代解决方案。除此以外，SEP-HS 还继续在欧洲和亚太地区签约和上线新的酒店，截至 2021 年 6 月已上线 17 家，包括成功切换了位于澳大利亚的大型五星级酒店的使用了多年的 Opera 系统，获得客户的良好反馈。SEP-HS 在欧洲和亚太地区已上线 17 家酒店。相较而言，截至目前，Oracle、Infor 等海外厂商云 PMS 产品暂未有相当程度的标杆客户落地。

图表 22: 公司新一代云 PMS 重大合同及标杆客户

时间	对象	合同内容	酒店数	客房数
2020 年 9 月	半岛酒店集团	约定公司将为香港上海大酒店有限公司旗下半岛酒店以 SaaS 服务的方式提供新一代云架构的企业级酒店信息管理系统 Shiji Enterprise Platform, 其是一套替换现有酒店信息管理系统 (PMS) 和中央预订系统 (CRS) 的新一代整体解决方案, 包括酒店集团的核心业务管理系统以及相对应的软硬件产品、支持、培训、咨询等服务	10	-
2021 年 9 月	洲际酒店集团	约定石基美国将为洲际酒店集团旗下酒店以 SaaS 服务的方式提供新一代云架构的企业级酒店信息管理系统 Shiji Enterprise Platform (以下简称“SEP”), 其同样是一套将替换部分现有酒店信息管理系统 (PMS) 的新一代解决方案	5994	884000

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**产品线进一步细化, 增强不同规模客户的适配性。**针对全球高端、国内大型、中低端等不同客群, 公司以不同品牌推出相应云产品, 在功能、价格等方面均可增强不同规模客户的适配性。

图表 23: 公司云 POS 针对不同客群的产品线

时间	被收购子公司	客户群体	代表云产品
2007	Infrasys International Ltd	全球高端酒店及高端连锁餐厅	Infrasys Cloud 云 POS
2011	正品贵德	国内大型连锁餐饮	SaaS 版 G10 供应链产品、SaaS 版正品 CRM 会员管理系统、大型餐饮包厢/厨房出品等管理软件系统
2014	思迅软件	中低端连锁餐饮、全业态产品	支付业务、O2O 线上业务、SAAS 平台业务等

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 公司云 PMS 针对不同客群的产品线

系统	客户	特点
新一代云 PMS 系统	国际高端酒店	已获多个标杆酒店客户认可
Cambridge 云酒店前台管理系统	国内高端酒店	迅捷稳定的云端部署; API 优先; 无感式迭代; 智能移动应用; 模块化设计; 安全性
西软系列前台管理系统	国内中高端酒店	云架构产品; 多样的移动端产品; CS 产品
千里马系列酒店前台管理系统	国内中高端酒店	前台管理; 餐饮管理; 会员管理; 票券管理与核销; 综合预订功能; 出色的移动端体验

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**定制化服务经验丰富, 进一步提升头部客户满意度。**1) 大型酒店集团由于体量庞大、业务复杂等特点, 一般具有较多定制化 IT 服务的需求。相应地实施上, 即需要 IT 供应商提供经验丰富的工程师完成定制化。从发展历史来看, Oracle 等海外厂商一般更多强调产品的标准化, 在定制化支持上存在一定不足。2) 公司以系统集成商及系统服务商身份起家, 后逐步向软件供应商发展, 凭借十几年一线行业经验结合国际知名酒店深入互动, 在定制化方面经验丰富、并且工程实施、技术服务人员也大都具有多年从业经验, 能较为有效地提升国际头部客户满意度。

**渠道快速扩张, 全球化布局保障国际战略推进。**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一系列 21 个境外子公司并正式开展业务, 便于满足客户本地化需求的同时也可吸收酒店管理的成熟经验。

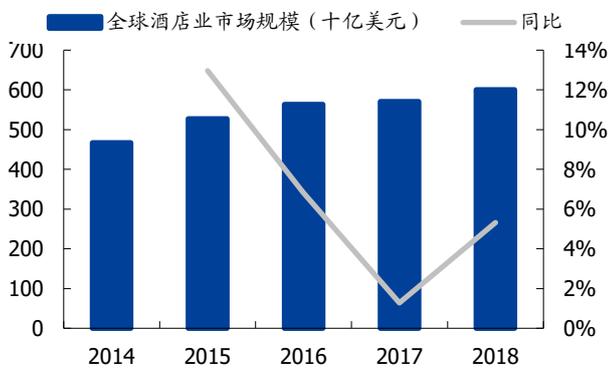
图表 25: 公司覆盖区域



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

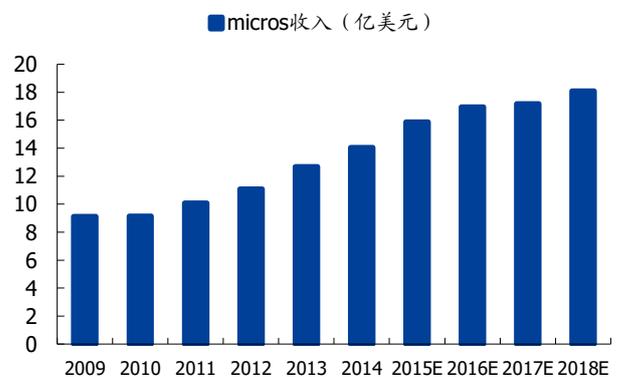
参考 **Micros** 体量, 公司长期收入空间有望达到 **100-150 亿元**。1) 依托云计算技术变革趋势, 公司有望对传统酒店 IT 厂商实现弯道超车。具体来看, 一方面由于云 PMS 技术复杂、系统庞大、成本高昂, 厂商的先发优势或将得到有力凸显; 另一方面, 云架构相比传统架构的显著优势之一在于数据的统一协同性, 同时考虑云计算天然的规模效应, 市场份额或将进一步集中。综上, 公司将充分受益于酒店 IT 云化趋势, 卡位优势明显, 有望取得全球酒店 IT 龙头地位。2) 以 **Micros** 为参照, 根据公司财报, **Micros** 2014 年实现收入 14.05 亿美元, 假设之后与行业市场规模增长率保持一致, 则预计 2018 年 **Micros** 收入约为 18.08 亿美元。参照 **Micros** 收入体量, 公司长期收入空间有望达到 100-150 亿元。

图表 26: 2014-2018 年全球酒店业市场规模



资料来源: statista, 国盛证券研究所

图表 27: 2009-2018E **Micros** 营业总收入



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

## 盈利预测及估值

截至 2021 年上半年, 新冠疫情在国内已经得到控制, 但在海外仍处于高发态势, 境外疫情输入风险持续存在, 这对公司酒店信息系统国际化业务拓展产生了一定迟滞效应。为了维持公司产品和服务的长远竞争优势, 公司坚持顺应下一代信息技术发展的方向, 坚持平台化与国际化发展战略不动摇, 在疫情期间将继续通过完善自身产品以满足客户需求为导向, 保持海外全新一代酒店信息系统技术的领先性, 希望在未来新一代信息系统业务中能够有机会较快的占据市场领先地位。

综合考虑全球疫情态势及公司新一代酒店信息系统技术的推广进度, 我们预计公司营业

总收入 2021-2023 年增长率分别为 16.28%、20.25%、24.59%；营业成本占收入比例分别为 57.78%、54.68%及 51.50%。综上，我们预计公司 **2021-2023** 年营业总收入为 **38.57** 亿元、**46.38** 亿元及 **57.79** 亿元；归母净利润为 **2.76** 亿元、**4.48** 亿元及 **6.87** 亿元。

图表 28: 2018-2023E 公司收入拆分 (单位: 百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,097.52	3,662.54	3,317.32	3,857.31	4,638.24	5,778.90
同比		18.24%	-9.43%	16.28%	20.25%	24.59%
第三方硬件配套业务	1,150.24	1,091.64	1,151.25	1,266.38	1,418.34	1,631.09
同比		-5.09%	5.46%	10.00%	12.00%	15.00%
酒店信息管理系统业务	1,061.92	1,104.54	859.73	1,074.66	1,397.06	1,886.03
同比		4.01%	-22.16%	25.00%	30.00%	35.00%
智能设备		496.11	431.53	496.26	595.51	744.39
同比			-13.02%	15.00%	20.00%	25.00%
商业流通管理系统业务	631.84	664.70	631.37	726.08	871.29	1,089.11
同比		5.20%	-5.01%	15.00%	20.00%	25.00%
支付业务	111.89	138.54	88.15	119.00	151.13	181.36
同比		23.82%	-36.37%	35.00%	27.00%	20.00%
餐饮信息管理系统业务	90.61	101.76	93.21	104.40	122.14	146.57
同比		12.31%	-8.40%	12.00%	17.00%	20.00%
旅游休闲系统业务	39.77	45.76	44.96	51.70	62.04	77.56
同比		15.06%	-1.75%	15.00%	20.00%	25.00%
其他业务	11.25	19.48	17.12	18.83	20.72	22.79
同比		73.16%	-12.11%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 2018-2023E 公司成本拆分 (单位: 百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总成本	1,706.54	2,067.92	1,964.51	2,228.74	2,536.11	2,976.20
占对应收入比例		56.46%	59.22%	57.78%	54.68%	51.50%
第三方硬件配套业务	1,097.90	979.35	1,100.09	1,190.39	1,304.87	1,467.98
占对应收入比例		89.71%	95.56%	94.00%	92.00%	90.00%
酒店信息管理系统业务	347.97	443.02	311.06	408.37	488.97	603.53
占对应收入比例		40.11%	36.18%	38.00%	35.00%	32.00%
智能设备		330.48	284.77	322.57	381.13	468.97
占对应收入比例		66.61%	65.99%	65.00%	64.00%	63.00%
商业流通管理系统业务	196.77	227.71	187.26	210.56	243.96	294.06
占对应收入比例		34.26%	29.66%	29.00%	28.00%	27.00%
支付业务	18.29	30.94	24.92	35.70	46.85	58.04
占对应收入比例		22.33%	28.27%	30.00%	31.00%	32.00%
餐饮信息管理系统业务	28.31	30.62	27.18	29.75	32.98	38.11
占对应收入比例		30.09%	29.16%	28.50%	27.00%	26.00%
旅游休闲系统业务	12.62	16.18	18.80	21.97	26.99	34.12
占对应收入比例		35.36%	41.81%	42.50%	43.50%	44.00%
其他业务	4.69	9.61	10.43	9.42	10.36	11.39
占对应收入比例		49.33%	60.92%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 2018-2023E 公司费用率

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	7.39%	8.64%	7.71%	8.00%	7.50%	7.20%
管理费用率	17.77%	21.55%	21.26%	21.00%	20.00%	19.50%
研发费用率	8.36%	7.53%	9.19%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

首次覆盖, 给予“买入”评级。参考可比公司估值, 给予公司“买入”评级。预计到 2023 年, 公司营业总收入中 SaaS 收入占比或约为 1/3, 则采用分部估值法, 云业务给予 PS 15x, 对应市值 290 亿元; 传统部署业务占比约 2/3, 参考过去约 15%的净利率水平, 给予 PE 40x, 对应市值 230 亿元, 即总计目标市值约 520 亿元。

图表 31: 2017-2021H1 SaaS 业务可重复订阅费



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 可比公司估值

	总市值 (亿元)	营业总收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PS		
		2021/9/19	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E
002410.SZ 广联达	729.08	52.13	65.68	80.7	6.7	9.69	12.65	13.99	11.10	9.03
600588.SH 用友网络	1077.31	95.26	118.76	150.1	11.66	14.7	17.8	11.31	9.07	7.18
300454.SZ 深信服	939.08	81.41	111.25	144.63	12.08	17.8	28.73	11.54	8.44	6.49
平均	-	-	-	-	-	-	-	12.28	9.54	7.57
002153.SZ 石基信息	291.81	38.57	46.38	57.79	2.76	4.48	6.87	7.57	6.29	5.05

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**疫情持续影响风险。**公司下游客户以酒店、餐饮、休闲娱乐等大消费行业为主，2021年上半年，新冠疫情在国内已经得到控制，但在海外仍处于高发态势。若疫情后续持续蔓延或反复，可能对公司业务产生不利影响。

**云产品海外市场推广不及预期。**公司新一代云产品部署目前较为完善，以云 PMS、云 POS 等为代表的产品若在海外客户上推广不及预期，可能会对公司国际化、平台化战略产生不利影响。

**贸易摩擦加剧风险。**2020年9月底，公司按照美国总统行政命令的要求出售了此前收购的美国 StayNTouch 公司全部股权，尽管本次出售事项一次性减少公司净利润约 1.7 亿元人民币，但并不涉及公司自主研发的全新一代云产品核心技术，通过此次美国外国投资委员会（CFIUS）审核事项，公司也进一步明确了在产品、技术和运营上将系统和数据安全放在首要位置的原则。若贸易摩擦进一步加剧，可能会对公司海外业务产生不利影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com