

## 云化实现标杆突破, 国际化有望迎来拐点

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年度报告及 2022 年一季度报告。2021 年公司实现营业收入 32.1 亿元, 同比下降 3.1%; 实现归母净利润-4.8 亿元, 同比下降 608%, 系年末提取 3.5 亿元的商誉减值、国内外疫情扰动以及研发销售费用上涨等多因素所致。2022 年一季度公司实现营收 5.7 亿元, 同比下降 5.6%; 实现归母净利润 0.3 亿元, 同比下降 25.5%。
- **疫情扰动叠加转型初期, 业绩短期承压。** 受海内外疫情影响, 近两年公司酒店、餐饮、旅游业务收入端均有所承压; 而零售信息系统业务在 2021 年实现逆势增长, 收入达到 6.8 亿元, 主要系公司与阿里平台的合作深入, 围绕新零售数字化运营解决方案实现了一体化管理、精细化流程等优化, 并针对小微商户推出 O2O 线上产品等。此外, 由于公司正处云化转型初期, 前期在产品开发和推广等方面投入较大, 2021 年销售、研发、管理费用率分别为 8.9%、12.1%、21.8%, 分别同比上升 1.14pp、3.91pp、0.50pp, 致使公司亏损扩大。
- **云 POS 快速推进, SEP 实现重大突破。** 远期视角看, 疫情催生大消费行业云化、数字化转型需求, 公司前瞻布局 SaaS 产品市场空间广阔。报告期内, 公司 SaaS 业务实现 ARR2.6 亿元, 同比增长约 26.2%, 企业客户(最终用户)门店总数约 8 万家酒店, 平均续费率超过 90%。具体来看, 1) **云 POS 方面:** 进入稳定快速发展阶段, 已覆盖万豪、洲际、凯悦、半岛、雅高、温德姆等全球 Top10 酒店集团, 上线总客户数达 2271 家, 成为全球主要酒店餐饮信息系统提供商之一, 产品和技术处于全球酒店行业领先地位。2) **SEP 平台方面:** 陆续上线 27 家知名集团酒店, 已经通过行业核心客户半岛、洲际集团的全球认证, 并在其示范酒店成功上线, 标志着石基企业平台在产品成熟度、功能、性能、稳定性、数据安全、集成开放性等方面均能够满足国际顶级奢华酒店的较为苛刻的要求。目前, 公司正在参与数个重要国际酒店集团对新一代酒店信息系统的投标和测试, 依靠技术和产品的领先, 标杆效应有望逐步显现, 助推业务拓展加快。
- **一季度毛利率改善, 海外业务有望迎来拐点。** 公司一季度收入与利润同比皆有下滑, 判断主要系受国内疫情反复影响, 项目实施交付进度有所滞后。而伴随公司云化转型的逐步深入, 2022 年 Q1 毛利率达到 45.3%, 同比提升 2.95pp, 边际已有明显改善。同时, 伴随部分国家疫情管控的陆续放开, 海外旅游/酒店行业回暖迹象明显; 公司前期在全球多国已布局完善的研发与实施团队, 并且在海外疫情高发期间一直未有大幅的人员流动, 为后续海外酒店集团的签单上线工作打下良好基础, 全球化业务有望迎来向上拐点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.07 元、0.14 元、0.27 元。公司正处云转型的初期阶段, 存在较高的销售、研发投入, 叠加国内疫情的不确定性, 下游酒店更换 IT 系统进度或有滞后, 短期内业绩波动可能较大。考虑公司云 POS 系统已进入稳定快速增长阶段, SEP 平台亦实现核心客户突破, 示范效应逐渐显现, 后续上线有望加速, 远期空间巨大, 故给予公司 2022 年 9 倍 PS, 对应目标价 22.50 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反复影响下游企业需求; 云产品拓展情况不及预期; 商誉减值风险; 行业竞争加剧等。

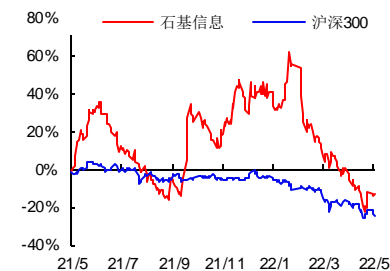
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3214.70	3752.24	4425.71	5311.83
增长率	-3.09%	16.72%	17.95%	20.02%
归属母公司净利润(百万元)	-478.47	101.60	202.59	403.18
增长率	-608.00%	121.23%	99.40%	99.01%
每股收益 EPS(元)	-0.32	0.07	0.14	0.27
净资产收益率 ROE	-4.66%	0.98%	1.92%	3.69%
PE	-56	458	131	66
PB	3.30	3.27	3.19	3.06

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
电话: 0755-26671517  
邮箱: wxj@swsc.com.cn  
联系人: 邓文鑫  
电话: 15123996370  
邮箱: dwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

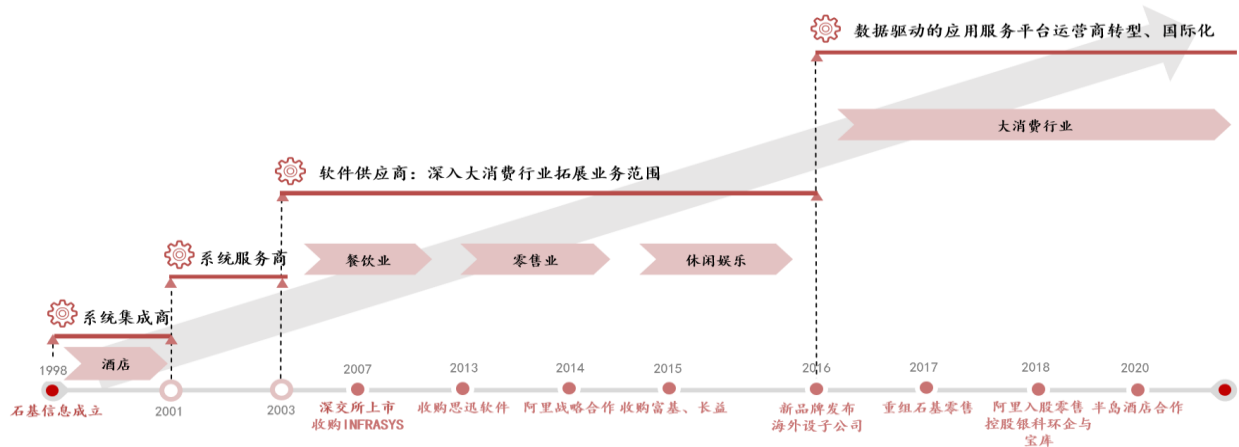
总股本(亿股)	15.00
流通 A 股(亿股)	8.79
52 周内股价区间(元)	15.85-38.71
总市值(亿元)	265.72
总资产(亿元)	107.50
每股净资产(元)	5.78

### 相关研究

# 1 酒店云上数字化专家，奔赴云化、国际化征程

石基信息成立于1998年，2007年登陆深交所上市，是酒店信息化领域领先企业。公司发展主要分为三大阶段：1) 1998-2003年，公司以系统集成起家，为国内高级酒店提供信息系统的咨询、集成、维护等技术服务；2) 2003-2016年，公司向软件供应商转型，并通过一系列外延并购举措，向餐饮、零售和休闲娱乐等大消费细分领域拓展。3) 2016年至今，公司开启云化、国际化新征程，由软件供应商向平台运营商转型，为企业提供餐饮信息管理系统、零售信息管理系统、休闲娱乐信息系统及支付系统等数字化转型解决方案；2020年起，公司终止与 Oracle 之间的代理合同，大力研发自主产品，并陆续获得多个国际化酒店集团订单，在半岛、洲际等标杆客户完成产品上线。截至2021年，公司全球服务超过93,000家酒店，拥有超过200,000餐饮用户与600,000零售业用户，自主酒店软件在中国五星级酒店的市场占有率超过60% (至少使用一种石基自主软件)，零售信息系统市占率亦超过50%，领先地位稳固。

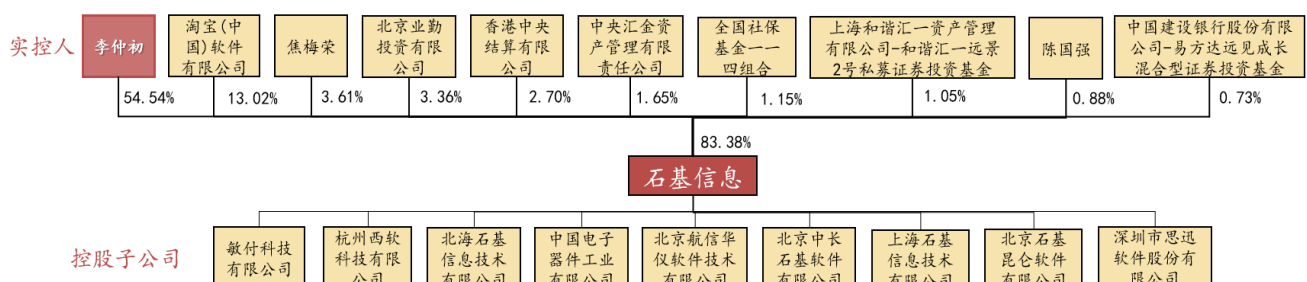
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定集中，控股子公司分领域针对性经营。公司董事长、创始人李仲初先生持有54.54%的股份，为公司实际控制人，股权集中稳定。同时，淘宝（中国）软件有限公司在2014年以战略投资者身份成为公司第二大股东，在业务上形成良好协同。公司组织架构清晰，旗下拥有超过80家子公司，分别面向酒店、餐饮、零售与休闲娱乐行业发展，在多个细分市场上均居领先地位。

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，西南证券整理

**疫情催动云化、数字化需求，大消费行业复苏在即。**后疫情时代，国家相关部门陆续发布系列政策以支持旅游、餐饮等行业纾困发展，消费者对于“安全无接触”与“高质量服务”等需求愈发高涨，进而加快酒店、餐饮、零售、休闲娱乐等大消费行业云化、数字化转型步伐。同时，根据国家统计局数据，2021年国内游客达32.5亿人次，同比增长12.8%，国内旅游收入29191亿元，增长31.0%，旅游行业呈复苏态势；根据商务部，2021年餐饮收入增长18.6%，已接近疫情前水平。随着大消费行业逐渐复苏，各细分领域信息化发展机遇凸显；公司前瞻布局以云计算为代表的新一代信息管理系统，并加速向零售、休闲娱乐、餐饮、旅游等信息化市场拓展，有望受益于行业信息化发展趋势，未来增长空间广阔。

**表 1：政策支持解难纾困**

政策名称	发布日期	相关重要内容
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	2021年3月	发展服务消费，放宽服务消费领域市场准入，推动教育培训、医疗健康、养老托育、文旅体育等消费提质扩容，加快线上线下融合发展。推动购物消费、居家生活、旅游休闲、交通出行等各类场景数字化，打造智慧共享、和睦共治的新型数字生活。深入推进服务业数字化转型，培育众包设计、智慧物流、新零售等新增长点。
《加快培育新型消费实施方案》	2021年3月	培育壮大零售新业态。拓展无接触式消费体验，鼓励办公楼宇、住宅小区、商业街区、旅游景区布局建设智慧超市、智慧商店、智慧餐厅、智慧驿站、智慧书店。深入发展数字文化和旅游。加快文化产业和旅游产业数字化转型，积极发展演播、数字艺术、沉浸式体验等新业态。
《5G应用“扬帆”行动计划（2021-2023年）》	2021年7月	个人消费领域，打造一批“5G+”新型消费的新业务、新模式、新业态，用户获得感显著提升。垂直行业领域，大型工业企业的5G应用渗透率超过35%，电力、采矿等领域5G应用实现规模化复制推广，5G+车联网试点范围进一步扩大，促进农业水利等传统行业数字化转型升级。社会民生领域，打造一批5G+智慧教育、5G+智慧医疗、5G+文化旅游样板项目，5G+智慧城市建设水平进一步提升。每个重点行业打造100个以上5G应用标杆。
《“十四五”旅游业发展规划》	2021年12月	强化自主创新，集合优势资源，结合疫情防控工作需要，加快推进以数字化、网络化、智能化为特征的智慧旅游，深化“互联网+旅游”，扩大新技术场景应用。
《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》	2022年2月	发挥财税、金融、产业、就业以及精准疫情防控政策的协调效应，积极帮助服务业恢复发展，对餐饮、零售、旅游、公路铁路水路交通运输及民航等服务业领域等特殊困难行业实施服务业特定优惠政策，例如：消杀补贴、免税政策与资金支持。

资料来源：西南证券整理

**云转型全面推进，业务多点开花。**公司全面推行云转型，业务矩阵完备，以酒店行业为基石，拓展餐饮、零售、休闲娱乐、支付等多个领域。

- 酒店领域层次清晰，充分满足客户需求：**公司立足酒店业的一体化数字解决方案，已形成完善的产品矩阵。1) 第一层次：基于大数据的应用服务，包括声誉管理、客户需求管理、采购/仓库/成本控制系统等；2) 第二层次：主要包括酒店餐饮管理系统、后台系统等原本与集团连接不紧密的系统，其新一代云餐饮管理系统 Infrasy Cloud 获得国际认可，已在万豪、洲际、凯悦等知名酒店集团广泛上线，市占率处于领先地位；3) 第三层次：酒店前台管理系统（PMS），包括倾向于国际化管理模式的 Cambridge，面向纯本土管理集团的西软 XMS、千里马以及当前核心推进的新一代云架构面向国际市场的 SEP 系统。

- **餐饮业：**公司提供企业级餐饮管理解决方案，包含 POS 餐饮管理系统、支付解决方案、电商平台等，实现有效库存管理、提供硬件支持与技术服务，强大的开放性助力餐饮企业业务不断增长，实现前后端一体化智能管理。
- **零售业：**公司开发适应于多业态及多场景的现代化数字零售解决方案，全覆盖连锁店、购物中心、百货商店与电商平台相关业务场景，实现全渠道零售，利用石基支付平台实现聚合支付，助力零售业强化 O2O 市场渗透，拓展新零售布局；报告期内，公司在海南免税店信息系统市场获得 100% 占有率。
- **休闲娱乐业：**公司面向景区、主题乐园、旅游目的地和文旅集团等提供平台级解决方案，包含高尔夫和 SPA、剧院和活动管理、主题公园及景区等解决方案，跨业态数据和信息集成实现旅游企业智慧化管理。
- **支付领域：**公司深耕支付行业 20 余年，客户覆盖各大银行，同时与北美、欧洲、中东、亚洲以及澳大利亚和新西兰地区最大的支付处理机构均实现对接，本土化部署持续推进。报告期内，公司支付业务流量实现良好增长，交易总金额达 2786 亿元，与上年同期流量相比增长约 29.0%。

**图 3：行业解决方案**


资料来源：公司官网，西南证券整理

**表 2：2021 年子孙公司业务情况**

业务领域	公司名称	业务范围	2021 年业务情况
酒店信息系统	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	国际化高星级酒店的信息系统业务	InfrasyS Cloud 进入快速发展期，成功在万豪、香格里拉、洲际、凯悦等集团广泛上线，总客户数达 2271 家； SEP 在半岛、洲际、Ruby 等酒店集团上线共 27 家酒店，其中包括 1 家半岛示范酒店和 2 家洲际示范酒店，标杆客户实现重大突破。
	石基昆仑	酒店会员管理系统、客户关系管理系统与	产品 SaaS 服务平台化向云端迁移，新增酒店用户 59

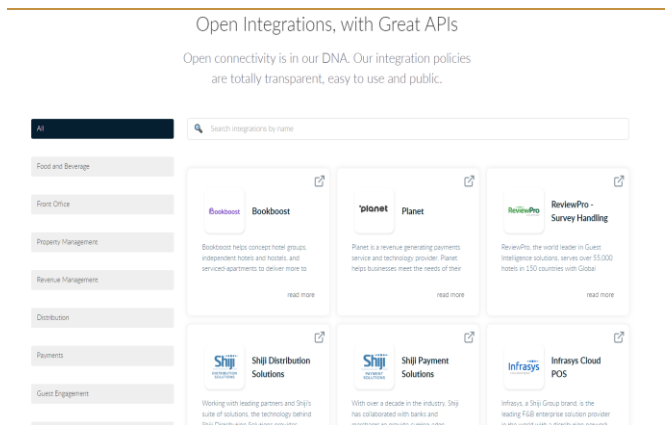
业务领域	公司名称	业务范围	2021 年业务情况
		中央预订系统 (CRS) 业务	家, 在维酒店用户总数 1506 家, 其中包括港澳台以及国外的高端酒店品牌用户 80 余家
	浩华	酒店开发咨询与顾问服务	共实施约 100 个项目, 其中三分之二来自新客户, 这些项目的客户中约 60% 为中国企业客户, 其余部分为亚洲和国际客户
	杭州西软	面向本地中高档星级酒店的“西软”酒店信息管理系统	新增客户 556 家, 累计酒店总客户数为 9188 家
	广州万迅	面向本地中高档星级酒店的“千里马”酒店信息管理系统	新增客户 138 家, 其中云产品客户占有量为 104 家, 累计酒店客户总数 4381 家
餐饮信息系统	正品贵德	国内大型快餐连锁	新增客户 523 家, 在维客户超过 11000 家, 连锁餐饮客户超过 300 家
	思迅软件	为连锁餐饮、大型中餐餐饮、西餐咖啡厅, 以及酒店、会所等众多业态提供信息管理软件系列标准化产品	营业收入同比增长 11.66%, 净利润同比下降 2.91%; 软件新增用户门店约 4.6 万多家。子公司思迅网络推出了天店、星耀、星云三个零售版本及美食家云餐饮 S 版本, 新增付费商户 2 万多家; 针对小微商户 O2O 线上产品“微小店”, 新增微商店用户 7000 多家
零售信息系统		标准化零售信息系统业务	
	长益科技	涉及零售、分销、物流、电子商务等流通业各个领域, 提供从供应端到销售端的全方位一体化解决方案, 包括新零售数字化运营解决方案	新增集团客户 24 家, 新增客户门店数 32 家, 集团客户总数 746 家, 新增有效客户门店总数 5968 家
	上海时运	商业零售管理系统的自主研发以及国外 POS 产品的开发及实施	海时运无新增客户, 累计客户数 27 个
	广州合光	面向零售行业, 提供基于云架构、微服务而设计的可应用于新零售模式的软件产品	致力于广州合光-AI 销售预测和自动补货产品及广州合光-iDAS 产品研发
	富基信息	面向消费品及零售行业, 提供全渠道解决方案、移动社交购物和本地服务	新增集团客户 25 家, 新增客户门店数量 600 家, 报告期末集团客户总数 794 家, 有效客户门店总数 30,487 家
旅游休闲信息系统	石基环企	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	新增客户 40 个, 累计客户数量逾 446 个
分销与数据业务	商用星联	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 模式运行的供应链协同平台 (ISRM)	老版本的零供宝的 SAAS 平台上有 30 多家零售集团, 约 500 家单店, 约 1.5 万供货商, 是全国最大的零供协作平台
	宝库在线	基于云端的企业差旅费控及差旅供应链管理平台, 向企业采购方和差旅供应商提供交易管理 SaaS 服务, 同时向航空公司提供大客户直销系统及技术服务、向 TMC 提供企业客户销售管理系统	积极拓展国央企、大型民企和核心 TMC 企业, 处理订单总量 76.3 万张, 同比增长 37%, 在线客户总数 384 家, 其中航空公司客户 6 家; TMC 客户 123 家, 新增 23 家, 续约率 100%; 企业客户 261 家, 新增 16 家, 续约率 100%
支付业务	南京银石	涵盖了酒店、餐饮、百货零售、旅游景区等行业, 支付领域的软件产品开发和技	非酒店业务新增软件服务类客户数量 210 个, 总数为 3,192 个; 支付平台及 SaaS 业务新增客户数量 302 个, 平台服务客

业务领域	公司名称	业务范围	2021 年业务情况
		服务, 银石产品包括预付卡后台主机系统, 支付转账平台和增值业务系统, 石基支付平台	户 3,655 个, 新增门店 1,954 个, 门店总数 49,942; 酒店银行卡收单一体化 (PGS) 业务新增开通酒店 90 家, 酒店用户合计 1,578 家, 其中新开通 DCC 交易酒店 38 家, 开通 DCC 交易的酒店总用户 815 家; 石基下一代支付平台 (PNG) 酒店新增用户合计 1 家, 报告期末 PNG 客户总数为 157 家
	敏付科技	有互联网支付牌照的非银行支付机构, 提供支付业务、推单业务和收付汇业务	分别在北京、深圳、南宁、凭祥、广州等地设立分公司和办事处
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分销业务, 包括收银机、打印机等全系列商用硬件的集中采购与销售	新增客户 1117 家, 交易客户 3,138 家
自主智能商用设备业务	海信智能商用	商业信息化系统整体解决方案建设, 自主品牌的智能商用硬件设备生产, 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	净利润同比下降 91%, 商业硬件客户新增门店 10,867 家, 总数达 38.9 万家; 商业软件类客户新增门店 35,000 家, 总数达 24.5 万家

资料来源: 公司公告, 西南证券整理

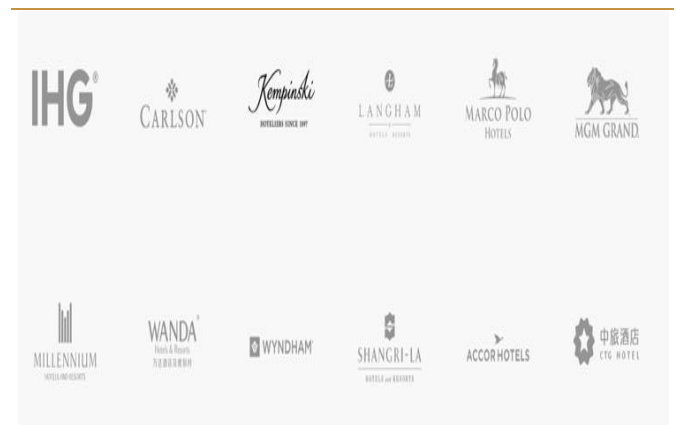
云化、国际化转型成效初现, 云 POS 快速推进, SEP 实现重大突破。顺应云化、平台化趋势, 公司领先行业开始布局, 致力于实现 SaaS 收入模式转型, 其核心产品 Infrasy Cloud、石基企业平台 (SEP) 已完成纯 SaaS 收费模式部署。报告期内, 公司 SaaS 业务 ARR 达到 2.6 亿元, 同比增长约 26.2%, 企业客户 (最终用户) 门店总数约 8 万家酒店, 平均续费率超过 90%。目前公司 SaaS 业务增长主要来自国内市场, 随着云 POS、SEP 平台于多个酒店集团签署落地, 国际化进程不断推进, 有望伴随海外疫情的恢复快速放量。公司 SaaS 转型正处初期, 不仅渗透率提升空间巨大, 后续亦逐步将声誉管理、高尔夫等子系统模块逐步迁移至 SEP 企业平台形成整体的酒店集团云化解决方案, 拉高 ARPU 值想象空间。

图 4: 公司 SEP 可对接众多 API, 平台化属性凸显



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

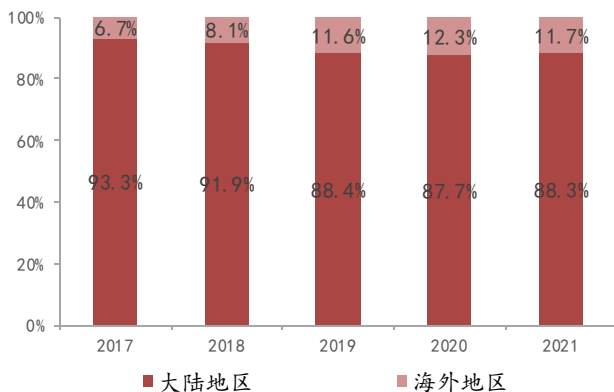
图 5: 公司 POS 系统客户



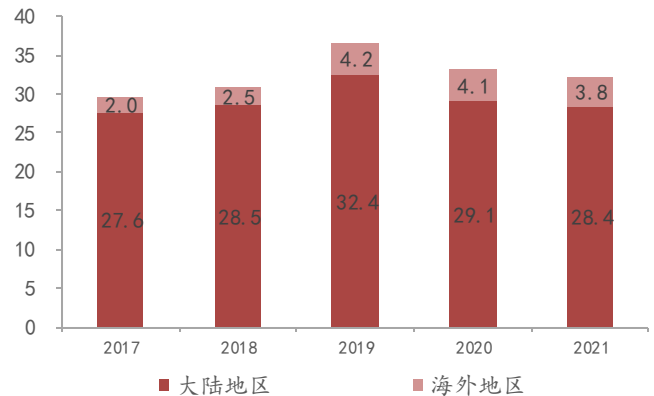
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

- 云 POS 产品续费率达 90% 以上：**公司新一代云餐饮管理系统（云 POS）Infrasys Cloud 进入稳定快速发展期，陆续获得超过十家知名酒店集团的严格测试与评标认证，并成功上线，其中包括全球影响力 TOP5 的酒店集团中的三家。截至报告期末，公司 Infrasys Cloud 云 POS 产品上线总客户数达 2271 家，成为全球主要酒店餐饮信息系统提供商之一，产品和技术处于全球酒店行业领先地位。
- 云 SEP 平台于多个酒店集团签署落地：**报告期内，SEP 平台陆续上线 27 家知名集团酒店，已经通过行业标杆客户半岛酒店集团与洲际酒店集团的全球认证，并在其示范酒店上线，标志着石基企业平台在产品成熟度、功能、性能、稳定性、数据安全、集成开放性、运营服务等方面均已经能够满足国际顶级奢华酒店的较为苛刻的要求；同时，SEP 平台在欧洲和亚太地区 10 多家酒店中广泛落地，获得了良好的客户反馈。目前，公司正在参与数个重要国际酒店集团对新一代酒店信息系统的投标和测试，依靠技术和产品的领先，后续业务拓展有望加速。

分地区看，公司国际化转型进展顺畅，海外地区营收贡献自 2017 年 6.7% 逐步提升至 2021 年 11.7%，2021 年海外地区实现营业收入 3.8 亿元，同比下降 8.4%，主要系海外疫情高发，国际化业务拓展具有迟滞效应所致。随着公司创新产品不断获得市场认可，行业标杆客户示范效应打造成功，SEP 在全球范围内的签约、上线或迎来加速，海外市场未来增长空间广阔，营收占比有望持续提升。

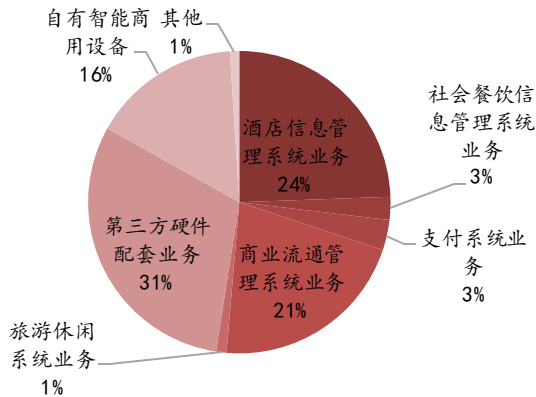
**图 6：公司分地区收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

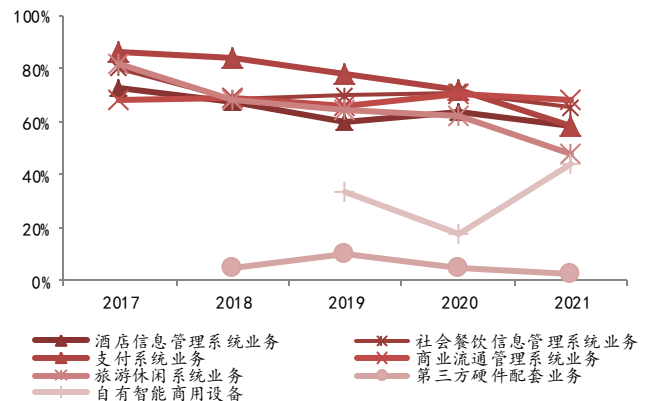
**图 7：公司分地区收入情况（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

分业务看，酒店信息管理系统业务为公司的基石业务，2021 年实现营收 7.9 亿元，收入占比达 24.4%。受疫情影响，近两年公司酒店、餐饮、旅游业务收入端均有所承压；而零售信息系统业务在 2021 年实现逆势增长，收入达到 6.8 亿元，主要系公司与阿里平台的合作深入，围绕新零售数字化运营解决方案实现了一体化管理、精细化流程等优化，并针对小微商户推出 O2O 线上产品等。从各项产品的毛利率看，公司近年来加大云化转型投入，酒店、餐饮、零售等各项软件业务毛利率有所下滑，但仍保持 50% 以上水平，伴随技术的逐步成熟和云化的深入，各项业务毛利率有望恢复。

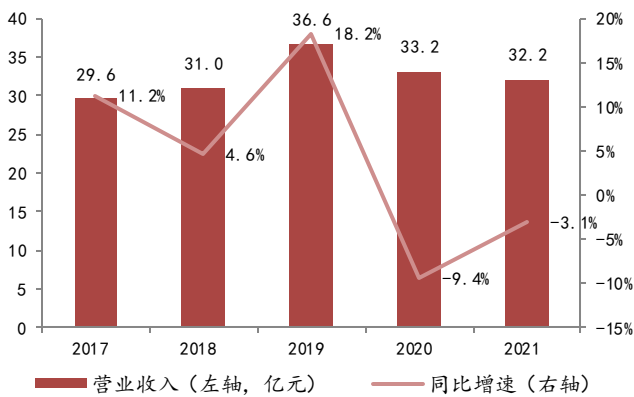
**图 8：2021 年公司分产品收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

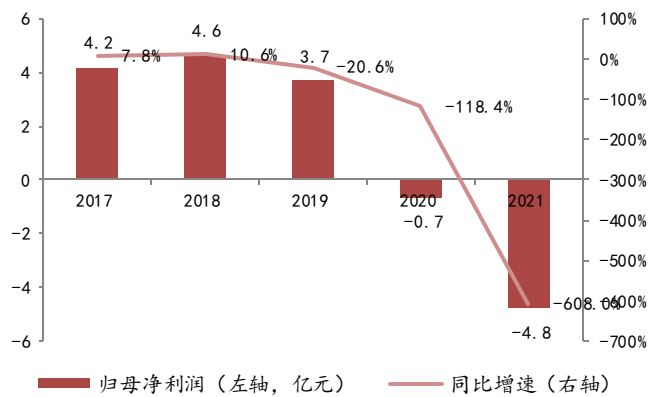
**图 9：公司分产品毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，2021 年公司实现营业收入 32.1 亿元，同比下降 3.1%；实现归母净利润-4.8 亿元，同比下降 608.0%，主要系年末公司计提高额商誉减值准备、海内外疫情反复导致公司业务开展未能达到预期、研发费用及销售费用增加所致。我们认为，公司处于云转型关键时期，多重因素导致业绩短期有所承压，但伴随大消费行业逐步回暖，下游企业数字化转型需求大幅提升，公司的核心 SEP 平台、云 POS 系统已取得积极进展，后续渗透率不断提升的同时，有望将底层技术与运营经验复用至零售、旅游等业务板块，实现多点开花，逐步进入红利兑现期。

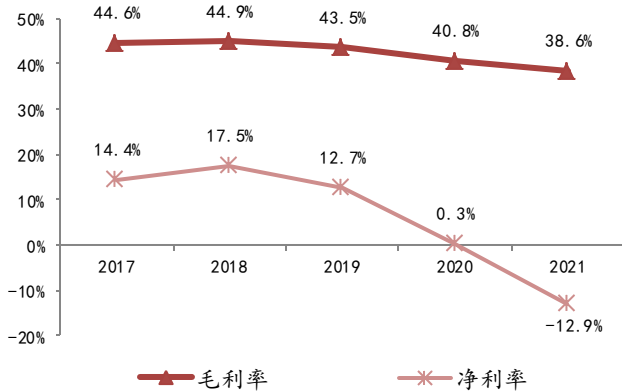
**图 10：公司营业收入及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

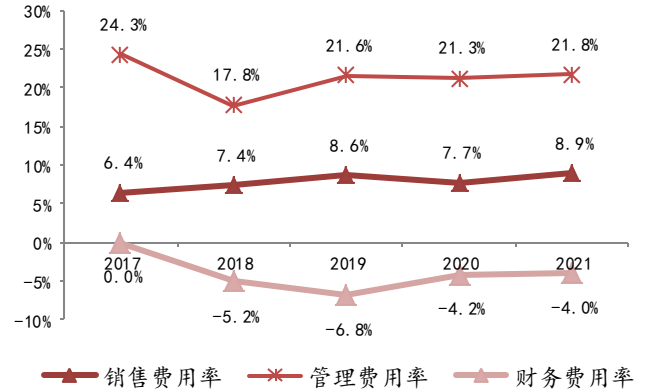
**图 11：公司归母净利润及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

从利润率和费用率看，1) 利润率方面：公司毛利率为 38.6%，较上年同期下降 2.19pp；商誉减值准备与产品研发推广导致净利润较大波动，净利率为 -12.9%，较去年同期降低 13.19pp。2) 费用率方面：费用率整体保持稳定，2021 年公司加大产品推广投入，导致销售费用率同比增长 1.14pp。

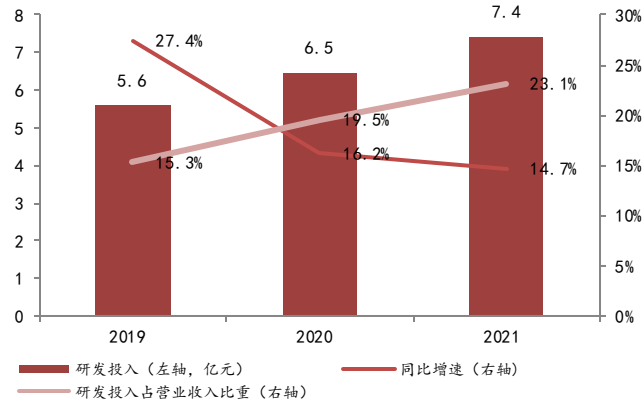
**图 12: 公司毛利率净利率情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

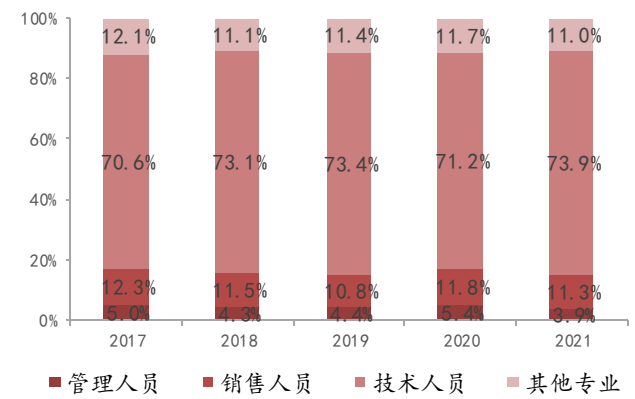
**图 13: 公司费用率情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**打造国际化技术领先团队, 加码研发投入助力破局。**近年来, 随着公司国际化扩张的步伐迈进, 公司在全球范围建立了技术领先的研发团队, 2021 年技术人员为 3941 人, 占比提升至 73.9%; 研发投入达到 7.4 亿元, 占营业收入比重提升至 23.1%。在公司前瞻性的投入与多年技术积累下, SEP 在集成开放性、高扩展性、产品成熟度、数据安全等方面优势突出, 餐位管理、休闲娱乐、Spa 管理等功能亦逐步完善, 综合竞争力进一步加强。

**图 14: 公司研发投入情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 15: 公司员工结构**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设:

1) 酒店信息管理系统业务: 在酒店行业云化趋势下, 公司云 POS、SEP 系统持续突破, 核心大客户洲际、半岛酒店标杆项目落地将打开国内外广阔成长空间, 公司在海外高端酒店业务拓展有望呈现出先慢后快趋势。考虑疫情反复影响项目交付回款, 预计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 25%、30%、35%。

2) 社会餐饮信息管理系统业务：云 POS 持续推进，餐饮业逐渐从疫情中恢复，预计 2022-2024 年营收增速分别为 20%、25%、30%。

3) 商业流通管理业务：公司与阿里平台的合作深入，围绕新零售数字化运营解决方案实现了一体化管理、精细化流程等优化，并针对小微商户推出 O2O 线上产品等，预计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 15%、15%、15%。

4) 支付系统业务：公司旗下支付平台发展良好，交易额保持快速增长，预计该业务 2022-2024 年营收增速分别为 25%、20%、18%。

5) 旅游休闲系统业务：后续随着疫情影响逐渐减弱，政策加持下旅游行业逐步回暖，预计 2022-2024 年营收增速分别为 10%、25%、30%。

6) 第三方硬件配套业务伴随酒店信息管理系统业务的放量保持稳健增长，智能商用设备收入规模逐步扩大。

7) 伴随公司云转型持续深化与成熟，各项业务毛利率有望持续提升；公司费用端管控效果可持续，各项费用整体维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 3：分业务收入预测**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
酒店信息管理系统业务	收入	781.0	976.2	1269.1	1713.3
	增速	-8.7%	25.0%	30.0%	35.0%
	毛利率	57.8%	61.2%	63.0%	64.3%
社会餐饮信息管理系统业务	收入	78.9	94.7	118.4	153.9
	增速	-15.3%	20.0%	25.0%	30.0%
	毛利率	65.2%	66.6%	67.2%	67.7%
商业流通管理业务	收入	683.0	785.5	903.3	1038.8
	增速	8.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	68.5%	69.0%	69.3%	69.5%
支付系统业务	收入	107.9	134.9	161.9	191.0
	增速	17.5%	25.0%	20.0%	18.0%
	毛利率	59.7%	60.3%	60.7%	61.0%
旅游休闲系统业务	收入	35.9	39.5	49.4	64.2
	增速	-20.2%	10.0%	25.0%	30.0%
	毛利率	52.0%	50.0%	52.0%	55.0%
第三方硬件配套业务	收入	985.3	1083.8	1192.2	1311.4
	增速	-14.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	2.6%	2.7%	2.8%	3.0%
自有智能商用设备	收入	510.3	602.2	692.5	796.3
	增速	18.3%	18.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	30.2%	30.3%	30.8%	31.3%
其他	收入	32.3	35.5	39.1	43.0

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	增速	88.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	3214.7	3752.2	4425.7	5311.8
	增速	-3.1%	16.7%	17.9%	20.0%
	毛利率	38.6%	40.6%	42.6%	44.9%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 37.5 亿元 (+16.7%)、44.3 亿元 (+17.9%) 和 53.1 亿元 (+20.0%)，归母净利润分别为 1.0 亿元 (+121.2%)、2.0 亿元 (+99.4%)、4.0 亿元 (+99.0%)，EPS 分别为 0.07 元、0.14 元、0.27 元。

## 2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取广联达、用友网络、金山办公 3 家可比公司进行估值比较。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	PE (倍)				PS (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600588.SH	用友网络	657	19.14	166	72	55	43	7	6	5	4
688111.SH	金山办公	870	188.70	117	64	47	36	27	20	15	12
002410.SZ	广联达	547	45.97	115	55	42	32	10	8	6	5
平均值				133	63	48	37	15	11	9	7
002153.SZ	石基信息	268	17.90	-56	458	131	66	8	7	6	5

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PS 角度看，2022 年行业平均估值为 11 倍，公司 PS 为 7 倍，略低于行业平均水平。公司正处云转型的初期突破阶段，其云 POS 系统已进入稳定快速增长阶段，新一代 SEP 平台获得洲际、半岛等酒店集团认证，示范效应逐渐显现，后续上线有望加速，远期空间巨大。但综合考虑当前国内外疫情影响，酒店更换 IT 系统进度或有滞后，故给予公司 2022 年 9 倍 PS，对应目标价 22.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 3 风险提示

疫情反复影响下游企业需求；云产品拓展情况不及预期；商誉减值风险；行业竞争加剧等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3214.70	3752.24	4425.71	5311.83	净利润	-413.38	87.78	175.03	348.34
营业成本	1973.99	2228.96	2540.74	2928.48	折旧与摊销	210.33	220.76	220.76	220.76
营业税金及附加	17.34	22.01	25.04	30.18	财务费用	-129.24	-150.09	-177.03	-212.47
销售费用	284.35	330.20	380.61	435.57	资产减值损失	-358.72	-50.00	-20.00	12.00
管理费用	699.51	1305.78	1526.87	1806.02	经营营运资本变动	92.57	-450.18	-42.22	-67.34
财务费用	-129.24	-150.09	-177.03	-212.47	其他	814.32	34.43	-33.61	-59.77
资产减值损失	-358.72	-50.00	-20.00	12.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>215.88</b>	<b>-307.30</b>	<b>122.93</b>	<b>241.51</b>
投资收益	-6.57	13.00	30.00	60.00	资本支出	-83.48	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	11.33	0.00	0.00	0.00	其他	-647.21	42.77	30.00	60.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-730.69</b>	<b>42.77</b>	<b>30.00</b>	<b>60.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>-371.83</b>	<b>78.38</b>	<b>179.48</b>	<b>372.04</b>	短期借款	0.84	-1.19	0.00	0.00
其他非经营损益	16.98	15.00	15.00	15.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-354.85</b>	<b>93.38</b>	<b>194.48</b>	<b>387.04</b>	股权融资	263.22	0.00	0.00	0.00
所得税	58.53	5.60	19.45	38.70	支付股利	-42.84	95.69	-20.32	-40.52
净利润	-413.38	87.78	175.03	348.34	其他	-93.58	44.89	177.03	212.47
少数股东损益	65.08	-13.82	-27.56	-54.84	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>127.63</b>	<b>139.39</b>	<b>156.71</b>	<b>171.95</b>
归属母公司股东净利润	-478.47	101.60	202.59	403.18	<b>现金流量净额</b>	<b>-476.33</b>	<b>-125.15</b>	<b>309.64</b>	<b>473.46</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5046.64	4921.49	5231.13	5704.59	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	714.72	842.42	995.59	1189.70	销售收入增长率	-3.09%	16.72%	17.95%	20.02%
存货	357.13	409.46	493.93	557.38	营业利润增长率	-1297.00%	121.08%	128.98%	107.28%
其他流动资产	319.88	245.17	263.52	287.66	净利润增长率	-3834.51%	121.23%	99.40%	99.01%
长期股权投资	358.32	358.32	358.32	358.32	EBITDA 增长率	-606.93%	151.26%	49.76%	70.39%
投资性房地产	40.69	40.69	40.69	40.69	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	607.82	552.76	497.70	442.64	毛利率	38.59%	40.60%	42.59%	44.87%
无形资产和开发支出	2887.62	2722.04	2556.46	2390.88	三费率	26.58%	39.60%	39.10%	38.20%
其他非流动资产	170.16	170.04	169.93	169.82	净利率	-12.86%	2.34%	3.95%	6.56%
<b>资产总计</b>	<b>10502.98</b>	<b>10262.40</b>	<b>10607.26</b>	<b>11141.68</b>	ROE	-4.66%	0.98%	1.92%	3.69%
短期借款	1.19	0.00	0.00	0.00	ROA	-3.94%	0.86%	1.65%	3.13%
应付和预收款项	710.95	780.70	913.29	1068.32	ROIC	-16.35%	-1.89%	0.06%	4.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-9.04%	3.97%	5.04%	7.16%
其他负债	920.48	507.59	565.14	636.71	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1632.62</b>	<b>1288.28</b>	<b>1478.43</b>	<b>1705.03</b>	总资产周转率	0.30	0.36	0.42	0.49
股本	1499.56	1499.56	1499.56	1499.56	固定资产周转率	9.33	10.43	14.52	21.27
资本公积	3991.11	3991.11	3991.11	3991.11	应收账款周转率	4.95	5.53	5.55	5.58
留存收益	2494.17	2691.46	2873.74	3236.40	存货周转率	5.41	5.43	5.46	5.49
归属母公司股东权益	8060.55	8178.13	8360.40	8723.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.92%	—	—	—
少数股东权益	809.81	795.99	768.43	713.59	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8870.36</b>	<b>8974.12</b>	<b>9128.83</b>	<b>9436.65</b>	资产负债率	15.54%	12.55%	13.94%	15.30%
负债和股东权益合计	10502.98	10262.40	10607.26	11141.68	带息债务/总负债	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.19	5.38	5.05	4.81
					速动比率	3.96	5.04	4.70	4.46
					股利支付率	-8.95%	-94.19%	10.03%	10.05%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.32	0.07	0.14	0.27
					每股净资产	5.38	5.45	5.58	5.82
					每股经营现金	0.14	-0.20	0.08	0.16
					每股股利	0.03	-0.06	0.01	0.03
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	-290.74	109.05	223.21	380.32					
PE	-55.54	457.51	131.16	65.91					
PB	3.30	3.27	3.19	3.06					
PS	8.27	7.08	6.00	5.00					
EV/EBITDA	-72.64	194.91	93.79	53.80					
股息率	0.16%	—	0.04%	0.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn