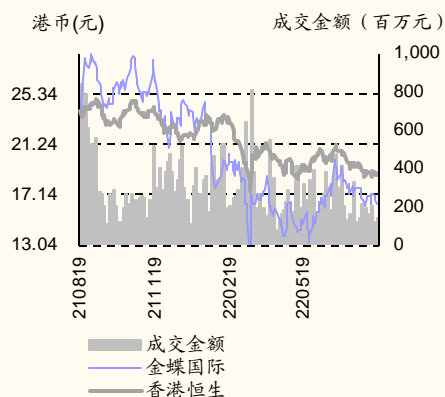


市价(港币): 16.340元

云业务增长亮眼, 标杆客户持续突破

市场数据(港币)

收盘价(元)	16.340
流通港股(百万股)	3,474.88
总市值(百万元)	56,779.54
年内股价最高最低(元)	28.700/13.040
香港恒生指数	19763.91



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	11.16	-17.81	-31.92
相对香港恒生	12.93	0.95	-9.98

相关报告

- 《ARR 增长亮眼, 标杆产品持续发布-金蝶国际 22H1 预告点评》, 2022.7.17
- 《云收入快速增长, 标杆项目持续推进-金蝶国际 2021 年报点评》, 2022.3.17
- 《云转型加速, 大客户及生态拓展顺利推进-金蝶国际 21 年半年报点...》, 2021.8.19

主要财务指标

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,356	4,174	5,167	6,328	7,665
营业收入增长率	0.93%	24.36%	23.78%	22.47%	21.13%
归母净利润(百万元)	-335	-302	-267	-235	-136
归母净利润增长率	-190.04%	9.88%	11.63%	11.87%	42.40%
摊薄每股收益(元)	-0.10	-0.09	-0.08	-0.07	-0.04
每股经营性现金流净额	0.14	0.19	-0.05	0.02	0.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	-4.31%	-3.98%	-3.65%	-3.32%	-1.95%
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	14.06	10.97	7.75	8.00	8.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 8月18日晚, 公司发布22年半年报, 公司22H1实现营业收入21.97亿元, 同比增长17.3%; 云收入16.77亿元, 同比增长35.5%, 占比约76.4%; 净亏损3.56亿元, 同比亏损增加1.08亿元, 总体符合预期。

评论

- 云产品业绩亮眼, 其中云·星辰收入增长迅猛。**报告期内ARR收入约18.6亿元, 同比增长46.5%; 云订阅合同负债同比增长56%。云·苍穹和云·星瀚收入合计约2.84亿元, 同比增长77.6%。签约客户551家, 其中新签客户194家, 突破山东重工、中国通用集团、五矿国际等大型企业。优化“一箭多星”布局, 中型企业持续发力。星空云订阅ARR同比增长约53%, 推出旗舰版产品, 新签300余家专精特新企业, 提升服务覆盖面和深度。云·星辰收入同比增长337.7%, 反映较强的抗宏观经济波动韧性。
- 疫情影响短期交付效率, 仍增加研发投入, 预计全年亏损较21年收窄。**会计期内大规模投入云产品尤其是金蝶云·星瀚及HR SaaS的研发, 研发支出达7.95亿元, 同比增长19%; 且交付受疫情影响有所延迟, 亏损加大。随着下半年疫情恢复, 预计全年收入增速有望超20%、亏损进一步收窄。会计期内公司携手华为, 以“华为的场景+实践金蝶的平台与产品”打造世界级的人力资源管理平台, 推出金蝶云·星瀚人力云解决方案, 八大创新点助力大型企业HR数字化转型, 树立行业灯塔。
- 数字化转型与国产替代双轮驱动, 把握时代机遇。**“十四五”时期, 我国进一步贯彻落实数字经济发展战略, 国家和各省市多项政策出台, 全面引领数字化发展。《“十四五”数字经济发展规划》提出, 到2025年, 我国数字经济核心产业增加值占GDP比重达10%, 将进一步推进企业数字化转型, 推动企业上云、上平台。受益于数字化转型趋势, 叠加国产替代进程加速, 公司作为国内云ERP软件行业龙头, 产品比肩国际一流水平, 报告期内有望获更多企业认可, 护航公司业绩长期高速增长。

估值与投资建议

我们看好公司成长性, 维持预测, 预计22-24年收入51.67/63.28/76.65亿元, 归母净利润-2.67/-2.35/-1.36亿元, 维持“买入”评级。

风险提示

企业上云进度不及预期; 行业竞争加剧; 企业IT支出大幅缩减。

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003

邵艺开 联系人

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)							
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	3,326	3,356	4,174	5,167	6,328	7,665	货币资金	1,899	2,754	2,047	1,258	683	197	
增长率	18.4%	0.9%	24.4%	23.8%	22.5%	21.1%	应收款项	308	334	392	513	579	747	
主营业务成本	652	1,147	1,541	1,875	2,244	2,618	存货	7	19	30	45	45	60	
%销售收入	19.6%	34.2%	36.9%	36.3%	35.5%	34.2%	其他流动资产	2,027	3,077	2,002	3,049	4,108	5,258	
毛利	2,674	2,209	2,634	3,292	4,084	5,047	流动资产	4,241	6,183	4,471	4,865	5,416	6,262	
%销售收入	80.4%	65.8%	63.1%	63.7%	64.5%	65.8%	%总资产	50.4%	57.7%	40.3%	42.4%	45.0%	48.6%	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	283	403	393	393	393	393	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	547	746	1,045	1,045	1,045	1,045	
销售费用	1,644	1,425	1,741	2,015	2,405	2,836	%总资产	6.5%	7.0%	9.4%	9.1%	8.7%	8.1%	
%销售收入	49.4%	42.5%	41.7%	39.0%	38.0%	37.0%	无形资产	1,030	967	1,246	1,246	1,246	1,246	
管理费用	386	414	466	517	569	652	非流动资产	4,179	4,539	6,616	6,616	6,616	6,616	
%销售收入	11.6%	12.3%	11.2%	10.0%	9.0%	8.5%	%总资产	49.6%	42.3%	59.7%	57.6%	55.0%	51.4%	
研发费用	587	984	1,185	1,385	1,677	1,978	资产总计	8,420	10,722	11,087	11,481	12,032	12,878	
%销售收入	17.6%	29.3%	28.4%	26.8%	26.5%	25.8%	短期借款	200	120	0	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	140	-540	-684	-625	-567	-418	应付款项	15	25	19	56	34	71	
%销售收入	4.2%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其他流动负债	1,783	2,454	3,064	3,726	4,565	5,530	
财务费用	-25	-40	-81	-75	-46	-25	流动负债	1,998	2,599	3,084	3,781	4,599	5,600	
%销售收入	-0.7%	-1.2%	-2.0%	-1.4%	-0.7%	-0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
投资收益	-33	-3	8	-4	8	8	其他长期负债	276	165	200	200	200	200	
%税前利润	n.a	n.a	-2.2%	n.a	-2.6%	-4.5%	负债	2,274	2,764	3,284	3,982	4,800	5,800	
营业利润	165	-507	-603	-550	-521	-393	普通股股东权益	5,987	7,790	7,596	7,329	7,094	6,958	
营业利润率	5.0%	-15.1%	-14.4%	-10.6%	-8.2%	-5.1%	其中：股本	80	83	83	83	83	83	
营业外收支							未分配利润	5,840	7,665	7,470	7,202	6,967	6,831	
税前利润	396	-383	-382	-341	-301	-173	少数股东权益	159	169	207	170	138	120	
利润率	11.9%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债股东权益合计	8,420	10,722	11,087	11,481	12,032	12,878	
所得税	30	-41	-44	-38	-33	-19	比率分析		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税率	7.7%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	每股指标							
净利润	366	-342	-338	-304	-268	-154	每股收益	0.11	-0.10	-0.09	-0.08	-0.07	-0.04	
少数股东损益	-7	-6	-36	-36	-32	-18	每股净资产	1.80	2.25	2.19	2.11	2.04	2.00	
归属于母公司的净利润	373	-335	-302	-267	-235	-136	每股经营现金净流	0.29	0.14	0.19	-0.05	0.02	0.07	
净利率	11.2%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	每股股利	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
现金流量表(人民币 百万)							回报率							
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净资产收益率	6.22%	-4.31%	-3.98%	-3.65%	-3.32%	-1.95%	
净利润	373	-335	-302	-267	-235	-136	总资产收益率	4.42%	-3.13%	-2.73%	-2.33%	-1.96%	-1.05%	
少数股东损益	-7	-6	-36	-36	-32	-18	投入资本收益率	2.04%	-5.97%	-7.77%	-7.41%	-6.98%	-5.26%	
非现金支出	-25	-48	-36	-245	-252	-239	增长率							
非经营收益							主营业务收入增长率	18.40%	0.93%	24.36%	23.78%	22.47%	21.13%	
营运资金变动	131	364	560	349	562	603	EBIT增长率	2.75%	-485.45%	-26.64%	8.74%	9.22%	26.19%	
经营活动现金净流	963	473	661	-163	75	229	净利润增长率	-9.59%	-190.04%	9.88%	11.63%	11.87%	42.40%	
资本开支	-515	-353	-772	0	0	0	总资产增长率	11.11%	27.34%	3.40%	3.55%	4.80%	7.04%	
投资	-792	-1,032	-224	-834	-870	-935	资产管理能力							
其他	754	-106	-209	209	220	220	应收账款周转天数	16.2	17.0	16.2	18.0	18.0	18.0	
投资活动现金净流	-553	-1,491	-1,205	-625	-650	-714	存货周转天数	4.4	4.1	5.8	7.2	7.2	7.2	
股权募资	54	2,128	-21	0	0	0	应付账款周转天数	9.9	6.3	5.1	7.2	7.2	7.2	
债权募资	-124	-126	-153	0	0	0	固定资产周转天数	56.1	69.3	77.2	72.8	59.4	49.1	
其他	102	-36	30	0	0	0	偿债能力							
筹资活动现金净流	33	1,966	-144	0	0	0	净负债/股东权益	-32.85%	-43.56%	-33.27%	-24.09%	-16.82%	-10.32%	
现金净流量	446	855	-707	-789	-575	-486	EBIT利息保障倍数	-5.7	13.5	8.4	8.3	12.3	16.7	
							资产负债率	27.01%	25.77%	29.62%	34.68%	39.89%	45.04%	

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密, 只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具, 本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告, 则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议, 国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有, 保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402