

投资评级 **买入** 首次覆盖

传统 ERP 领军者，转型云服务领跑 SaaS 市场

股票数据

6个月内目标价(港元)	3.97
6月07日收盘价(港元)	3.09
52周股价波动(港元)	2.32-3.55
总股本/流通H股(百万股)	2911/2911
总市值/流通市值(百万港元)	9025/9025

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	27.31	32.68	26.18
市净率	2.26	2.09	2.06
市销率	4.23	12.40	5.64
EV/EBITDA	31.43	19.61	17.82
分红率(%)	—	—	—

相关研究

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.90	2.56	-0.62
相对涨幅(%)	-2.53	-1.75	-7.51

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021)23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 谢春生

Tel: (021)23154123

Email: xcs10317@htsec.com

证书: S0850516060005

联系人: 黄竞晶

Tel: (021)23154131

Email: hjj10361@htsec.com

联系人: 洪琳

Tel: (021)23214137

Email: hl11570@htsec.com

● **ERP 行业龙头成功转型云服务。**金蝶国际软件集团发端于 1993 年, 公司以管理信息化产品服务为核心产品, 其产品及服务覆盖超过 6600 万家企业和政府组织, 在中国软件市场中居于领先地位。根据 IDC 报告表明, 金蝶连续十二年位居中国中小企业市场占有率第一。在企业转型的过程中, 公司将云服务业务作为公司下一阶段的发展重点, 建立了以金蝶云为核心的云服务生态系统。目前公司云服务可以拆分成移动办公云、财务云、ERP 云和行业云四个子服务。移动办公云作为云服务中率先发力的子业务, 已在其子领域内排名第一。ERP 云依托公司自身原先 ERP 的基础, 陆续推出金蝶云和精斗云两款面向不同群体的云服务产品, 2016 年公司云 ERP 收入增速达 103%。

● **SaaS 行业前景广阔, ERP 云化为必然趋势。**云服务的蓬勃发展直接推动了 SaaS 产业走向成熟。根据 Gartner 的预测, 未来五年全球的云计算将继续保持 20% 以上的复合增长率。ERP 作为企业管理的核心软件, 对企业管理效率有直接影响, 而云 ERP 相比传统 ERP, 购买、交付和运维方式都更灵活和简便。一方面云 ERP 可减少企业在配套硬件上的投入, 节约运营成本, 同时企业可以按需取用, 更好的兼容企业管理软件, 提高管理效率; 另一方面, 云 ERP 在信息安全上保障度更高, 云 ERP 厂商可提供可靠的数据安全基础设施, 防止数据的丢失和窃取。最后, 云 ERP 的后续升级、维护都由软件服务公司提供, 不需要企业额外组织 IT 团队。云 ERP 具有低成本、IT 基础设施低要求、可随时接入的特性, 在信息安全技术成熟的背景下, 云化是传统 ERP 软件发展的必然趋势。

● **出售云之家, 全力专注核心 ERP 和云服务。**2016 年 7 月 28 日, 公司公告出售前海百递、金蝶医疗及云之家 85% 股份, 交易金额分别为 5500 万元, 800 万元和 4300 万元。此次交易一方面减少公司在未成熟业务上的亏损, 另一方面可为公司补充资金, 以专注于云 ERP 及相关企业管理云服务业务的发展。2017 年 5 月 4 日, “金蝶云 ERP” 产品正式升级为“金蝶云”。作为面向大中型企业的核心产品, 金蝶云业务增速超出预期。2016 年收入同比增长 90%, 签约客户数量比去年高出 150%, 客户中包括可口可乐、华为、腾讯、路虎、捷豹等国际知名企业, 并且客户续费率超过 90%。在 2016 年, 仅仅金蝶云 ERP 这一项业务就占公司整体收入的 10%。

● **盈利预测。**我们预测公司 2017~2019 年 EPS 分别为人民币 0.08 元、0.10 元和 0.12 元。考虑到公司云业务推进迅速, 营收占比持续提升, 我们认为公司可享受一定估值溢价。公司云业务目前还未盈利, 我们给予 ERP 业务 2017 年 16 倍市盈率, 云业务 11 倍市销率, 6 个月目标价 3.97 港元 (3.50 元人民币), 首次覆盖, 给予买入评级。

● **风险提示。**云服务推进不及预期, ERP 市场竞争加剧。

主要财务数据及预测

(单位: 人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1516.77	1862.21	2236.51	2623.43	3058.92
(+/-)YoY(%)	-1.90%	22.77%	20.10%	17.30%	16.60%
净利润(百万元)	105.76	288.23	237.76	296.76	352.75
(+/-)YoY(%)	-46.33%	172.54%	-17.51%	24.82%	18.87%
全面摊薄 EPS(元)	0.04	0.10	0.08	0.10	0.12
毛利率(%)	80.87%	81.31%	81.56%	81.56%	81.56%
净资产收益率(%)	8.61%	8.29%	6.40%	7.87%	9.21%

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. ERP 行业龙头成功转型云服务	5
1.1 公司业务发展历程	6
1.2 公司股权集中，京东战略入股助力云服务	7
2. SaaS 行业前景广阔，ERP 云化为必然趋势	9
3. 出售云之家，全力专注核心 ERP 和云服务	13
3.1 中大型企业产品“云 ERP”升级为“金蝶云”	13
3.2 小微企业云服务产品“精斗云”用户数快速增长	13
3.3 电商云产品“管易云”行业第一	14
3.4 汽车云服务全新发布	14
4. 财务分析：营收增速加快，净利率稳步上升	15
4.1 营收稳步增长，净利润增速创新高	15
4.2 毛利率保持高位，净利润率逐步上升	15
4.3 销售费用率较高，行政和研发费用控制良好	16
4.4 云服务收入占比不断提升	16
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 风险提示	17
财务报表分析和预测	19
信息披露	20

图目录

图 1	金蝶国际未来战略规划	5
图 2	金蝶国际业务发展方向	5
图 3	金蝶国际云服务部门子业务	5
图 4	金蝶国际四阶段发展历程	6
图 5	中国移动互联网市场营收规模预测（亿元）	9
图 6	中国移动互联网用户规模预测（亿人）	9
图 7	全球云计算规模（亿元）	10
图 8	2012-2018 我国 SaaS 服务市场规模	10
图 9	云 ERP 相对于传统 ERP 的优势	11
图 10	我国高端 ERP 市场竞争格局（2015 年）	12
图 11	精斗云产品	13
图 12	管易产品整体业务架构	14
图 13	汽车云服务产品	14
图 14	公司 2012-2016 营业收入及同比增长	15
图 15	公司 2012-2016 净利润	15
图 16	公司 2012-2016 毛利率与净利率对比	16
图 17	公司 2012-2016 费用情况	16
图 18	公司 2012-2016 费用率情况	16
图 19	云服务业务收入及占比	17

表目录

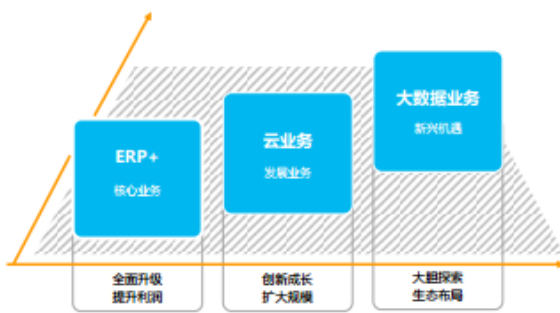
表 1	金蝶国际主要股东.....	7
表 2	公司分业务收入.....	18
表 3	公司分业务毛利和毛利率.....	18
表 4	ERP 业务可比公司估值表.....	18
表 5	云业务可比公司估值表.....	18

1. ERP 行业龙头成功转型云服务

金蝶国际软件集团发端于 1993 年，于 2001 年在香港创业板上市，2005 年转为主板上市。金蝶以管理信息化产品服务为核心产品，其产品及服务覆盖超过 660 万家企业和政府组织，在中国软件市场中居于领先地位。根据 IDC 报告表明，金蝶连续十二年位居中国中小企业市场占有率第一。

在企业转型的过程中，金蝶集团将金蝶云服务业务作为公司下一阶段的发展重点，建立了以金蝶云为核心的云服务生态系统；作为企业目前的核心业务，企业管理软件将继续保持稳定的增长，为用户提供优质的客户体验。

图1 金蝶国际未来战略规划



资料来源：金蝶国际官网，海通证券研究所

图2 金蝶国际业务发展方向



资料来源：金蝶国际官网，海通证券研究所

金蝶集团主营业务分为 ERP 业务和云服务业务两大部门。其中 ERP 业务作为目前公司收入主要来源贡献了超过 80% 的营业收入。ERP 业务中超过 45% 的收入来源为公司自身生产研发的企业管理软件，其他 ERP 收入来源为 ERP 软件的实施和维护收入。公司自身生产研发的企业管理软件当中，KIS、K/3、EAS 三款明星产品对公司整体收入的贡献合计超过 40%。

云服务是公司下个阶段着力发展的重点。公司云服务可以拆分成移动办公云、财务云、ERP 云和行业云四个子服务。移动办公云作为云服务中率先发力的子业务，已经在其子领域内排名第一。ERP 云依托公司自身原先 ERP 的基础，推出金蝶云和精斗云两款面向不同群体的云服务产品，2016 年云 ERP 收入增速达 103%。行业云方面，公司的汽车云率先发力，2016 年车主用户同比增长 633%。

图3 金蝶国际云服务部门子业务



资料来源：金蝶国际官网，海通证券研究所

在企业未来的战略构图之中，公司自身的战略转型与中国制造 2025 国家战略计划紧密贴合。为工业企业提供智能办公解决方案，是金蝶集团在下个阶段发展的重点领域。金蝶在 2016 年为中车公司提供装备制造解决方案，并与工业自动化厂商步科合作推出智慧工厂解决方案，成功打开了工业企业智能化管理市场。

1.1 公司业务发展历程

金蝶国际专注于软件市场 23 年，紧跟信息化和互联网化的发展浪潮，经历四次转型，成为国内领先的企业管理软件和电子商务应用解决方案供应商。目前金蝶国际拥有超过 2 亿的 ERP 客户，服务覆盖超过 660 万家企业和政府组织。连续 IDC 权威报告表明，金蝶连续十二年位居中国中小企业市场占有率第一。

图4 金蝶国际四阶段发展历程



资料来源：金蝶国际公司官网、公司 2016 年年报，海通证券研究所

第一阶段 (1991-1997): 会计软件起家，首发财务 Window 平台

1991 年 7 月，创始人徐少春先生创立“深圳爱普电脑技术有限公司”。同年，徐少春先生个人开发的爱普电脑会计系统 V1.0 版获得了深圳市财政局的审核通过，改变了外资企业财务管理软件全部进口的状况，有力推动了深圳市会计电算化。

1994 年，金蝶公司推出 V3.0 版财务软件；1995 年，首创会计工作平台：金蝶公司推出金蝶财务软件 For Windows1.0 版，完成了会计工作平台从 DOS 到 Windows 平台的大迁移。

1996 年，发布中国第一个基于 Windows 平台的财务软件：金蝶成功发布中国第一个基于 Windows 平台的财务软件——金蝶财务软件 V2.51 For Windows，同年被中国软件评测中心确认为中国首家优秀级 Windows 版财务软件。

第二阶段 (1997-2011): 开拓企业管理软件市场，产品型转向服务型

1997 年，金蝶公司在行业界首创 32 位决策支持型财务软件，开启中国财务软件决策支持新时代。

1998 年 5 月，引入国际数据集团(IDG)2000 万元人民币的风险投资，成为我国财务软件产业界首家引入风投的公司，并正式宣布全面进军企业管理软件市场。

2001年，金蝶在香港联合交易所创业板挂牌上市，股票代码8133，成为国内第一个在境外上市、登陆国际资本市场的独立软件厂商。

2003年，金蝶在北京发布国内首创的金蝶K/3V10.0，是以BPM为核心的战略企业管理解决方案；2004年，发布针对金蝶K/3产品的全新一代技术平台——金蝶K/3 BOS

2005年，正式于联交所主板成功上市，股票代码00268.HK

2006年，金蝶发布“让ERP个性化”计划，涵盖ERP产业链各个环节，打开个性化的ERP产品市场；2007年，金蝶旗下的在线记账及商务管理平台“友商网”正式上线，金蝶开始全面向电子商务服务市场进发。

第三阶段 (2011-2015): 全力发展云管理, 传统ERP升级为平台模式

2012年，金蝶大力发展云管理，充分连接社交网络、移动互联网、云计算等新兴科技因素，促进管理创新。

2014年5月，金蝶发布云之家移动工作平台颠覆传统ERP模式。

第四阶段 (2015-至今): 携手战略伙伴, 聚焦互联网+

公司积极谋求“互联网+”的创新发展，与金山、亚马逊、京东等互联网巨头在云服务领域展开有效的积极合作。

2016年4月，金蝶设立长沙移动互联网基地、并成立四家移动互联网公司，加速互联网+布局。2016年12月，公司携手京东、航信实现全国首例电子发票入账，并发布“账无忧”企业财税服务平台，引领财税领域的互联网创新变革。

1.2 公司股权集中，京东战略入股助力云服务

截止2016年12月31日，公司主要的大股东占总股数比例为35.75%，合计持有105382.4万股。

股权结构方面，Oriental、Billion、京东为公司前三大股东。其中Oriental的占已发行普通股占比最高为13.89%。Billion的占比排名第二，高达12.07%。公司创始人、董事会主席徐少春先生为Oriental和Billion的全资控股人。截至2016年底，徐少春先生以个人及公司控股人形式，共持有金蝶国际26.89%的股份。

表1 金蝶国际主要股东

股东名称	直接持股数量(万股)	占已发行普通股比例 (%)	股东类型
Oriental	40941.2	13.89	持股5%以上股东
Billion	35588.6	12.07	持股5%以上股东
JD	28852.6	9.79	持股5%以上股东
合计	105382.4	35.75	

资料来源：金蝶国际2016年年报，海通证券研究所

值得注意的是，京东目前为公司的第三大股东，共持有 9.79% 的股份。京东入股主要是出于战略层面的考虑，2015 年 7 月，金蝶云之家在京东服务市场上架，电商可以直接免费使用云之家的移动办公应用。基于京东一流的电子商务和物流 IT 方案，以及庞大的客户群体，公司和京东的合作将有助于提升金蝶云服务在电子商务和仓储物流方面的解决方案能力。

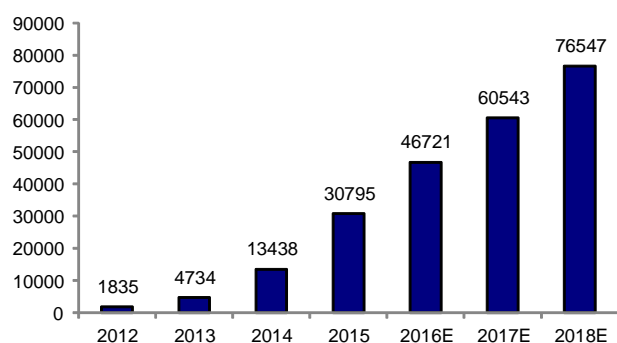
2.SaaS 行业前景广阔，ERP 云化为必然趋势

宏观行业和政策环境乐观，充分利好国内 SaaS 发展

在数字化浪潮之下，我国移动互联网产业近年来保持着高速发展的态势。根据易观智库统计的数据，我国的移动互联网市场规模从 2012 年的 1835 亿元上升至 2015 年的 30795 亿元；根据易观预测，至 2018 年，移动互联网市场规模将达到 76547 亿元，年平均增速将保持在 26% 左右。

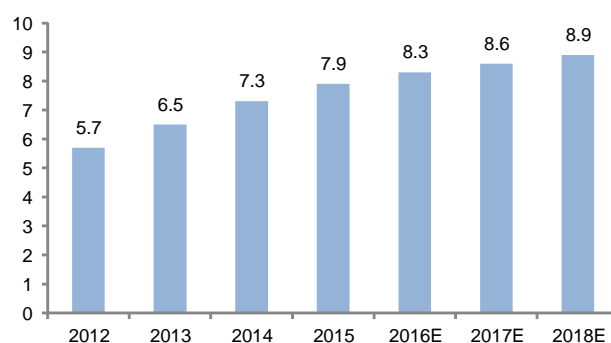
移动互联网规模的扩大伴随着互联网用户群体的增长。根据易观统计的数据和预测显示，2015 年中国移动互联网用户达到了 7.9 亿人，未来将保持增长，预测 2018 年用户规模将达到 8.9 亿人。

图5 中国移动互联网市场营收规模预测 (亿元)



资料来源：易观智库，海通证券研究所

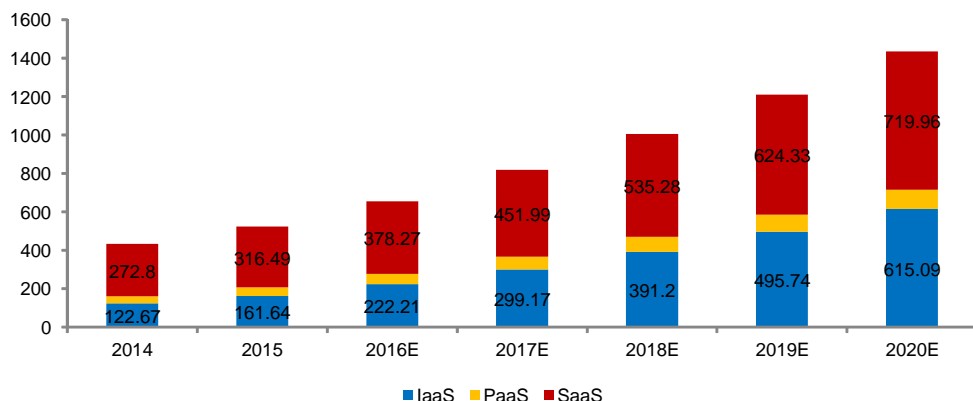
图6 中国移动互联网用户规模预测 (亿人)



资料来源：易观智库，海通证券研究所

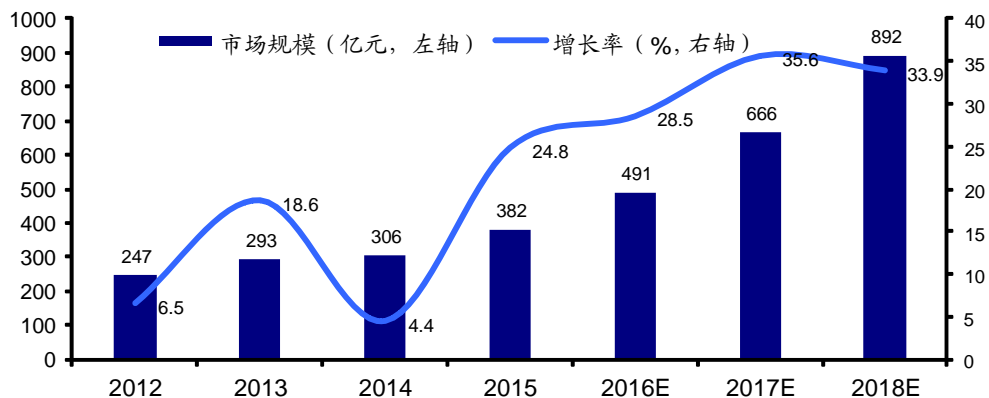
市场规模和用户数量的扩大促进了互联网普及程度的加深，用户习惯已经养成，为企业 SaaS 管理软件奠定了良好的基础。此外，互联网的应用简化了传统软件安装、运营、维护流程，大大提高了效率，并节约了企业成本，促使传统的 ERP 企业用户向云 ERP 用户升级的需求提高。

另一方面，云服务的蓬勃发展直接推动了 SaaS 产业走向成熟。根据 Gartner 的统计，2015 年全球云计算的规模已经达到了 522.4 亿美元，其中 SaaS 占比最大，约为 316.49 亿美元，相比 2014 年增长了 16%。Gartner 预测在未来五年中，全球的云计算将继续保持 20% 以上的复合增长率，至 2020 年，全球云计算规模将达到 1435.28 亿美元，其中 SaaS 将达到 719.96 亿美元。

图7 全球云计算市场规模 (亿美元)


资料来源: Gartner, 海通证券研究所

由于国内的 SaaS 普及程度相对较低, 加之我国互联网+和国产替代相关政策的强力驱动, 国内的云服务市场发展更为迅速。根据艾瑞咨询统计和预测, 2016 年中国云服务市场达到 520 亿元, 同比增长 31.9%; 在未来, 国内云服务市场将保持高速发展状态, 年复合增长率在 30% 左右。

图8 2012-2018 我国 SaaS 服务市场规模


资料来源: 产研智库、海通证券研究所

ERP 云化是必然趋势, 未来前景广阔。

ERP 作为企业的核心软件, 对企业管理效率有直接影响, 云 ERP 相比传统 ERP, 购买、交付和运维方式都更灵活和简便。一方面云 ERP 可减少企业在配套硬件上的投入, 节约运营成本, 同时企业可以按需取用, 更好的兼容企业管理软件, 提高管理效率; 另一方面, 云 ERP 在信息安全上保障度更高, 云 ERP 厂商可提供可靠的数据安全基础设施, 防止数据的丢失和盗取。最后, 云 ERP 的后续升级、维护将由软件服务公司提供, 不需要企业额外组织 IT 团队。云 ERP 的低成本、对 IT 基础设施要求低、可随时接入的特性, 加之信息安全技术的成熟, 云 ERP 是传统 ERP 软件发展的必然趋势。

图9 云 ERP 相对于传统 ERP 的优势

更少的初期投入

- 企业无需购置服务器及额外存储和备份设备
- 无需为每台设备付出软件许可费
- 大大降低了初期期初设施的成本

更灵活的可拓展性

- 利用云资源快速的可拓展性以及高可配置性
- 允许用户轻松地与其他系统集成，这包括现有的本地系统
- 云ERP解决方案能够帮助企业更加快速地对市场变化

更快的实施周期

- 云服务无需IT设备采购调试
- 无需ERP服务器人工部署安装
- 大大缩短实施周期。

更高的数据安全性

- 云ERP能够提供可靠的数据安全基础设施
- 确保防止数据丢失和盗取
- 数据管理中心拥有严格的安全标准

更便捷的系统运维

- 没有传统ERP繁琐的系统后期运维
- 云ERP的一站式托管能够按市场的发展不断地更新完善产品

更好的移动商务兼容性

- 云ERP更好地与移动商务，社交网络互通
- 大大提升企业的工作效率

资料来源：IDC，海通证券研究所

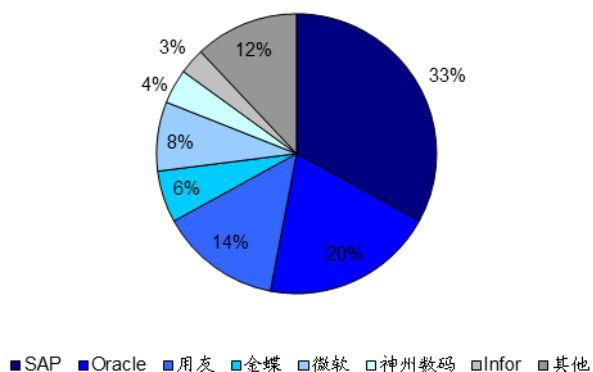
云 ERP 行业进入壁垒高

常见的传统企业管理软件中，包含有 ERP（企业资源计划）、CRM（客户关系管理）、HR（人力资源）、OA（办公自动化）、财务管理软件系统、进销存、合同管理软件等。目前大部分的 CRM、HR、OA、进销存、财务等多已经采用了 SaaS 的部署方式。

而 ERP 系统由于覆盖的链条较长、流程全面，涉及企业的采购、生产、仓储、销售等多个部门，并且相对 OA、HR 等系统，定制度较高，开发周期较长，因此要求云 ERP 提供商对业务有深刻的理解和丰富的经验。云 ERP 是一个知识和信誉密集型的行业，进入壁垒高，市场较为集中。

从我国目前的 ERP 市场来看，高端 ERP 市场中，国际厂商 SAP、Oracle 仍具有优势，受益于 IT 国产替代浪潮和自主可控相关政策，我们认为国内厂商的增长可期；而在现有的 ERP 国内厂商中，用友网络和金蝶国际拿下了国内的大部分份额，优势地位明显。

图10 我国高端 ERP 市场竞争格局 (2015 年)



资料来源: CCW research, 海通证券研究所

金蝶拥有强大 ERP 客户资源和行业经验。公司专注于国内软件市场 23 年, 服务过的 ERP 客户约 660 万, 熟悉各类型用户的业务模式, 适用性高, 客户资源强大。此外, 相比竞争对手用友网络的客户群主要为政府和国有企业, 金蝶国际主要针对房地产、制造业和医疗行业的中小型企业 and 私企, 在垂直的行业应用上开发经验丰富。金蝶在传统 ERP 上的优势地位和深厚积累是开拓云 ERP 领域的绝对优势, 公司云服务未来发展前景可观。

3. 出售云之家，全力专注核心 ERP 和云服务

2016年7月28日，公司公告出售前海百递、金蝶医疗及云之家85%股份，交易金额分别为5500万元，800万元和4300万元。由于前海百递、金蝶医疗和云之家业务还处于发展初期，资本支出较大，2015年分别产生了1200万元、1800万元和8100万元亏损，因此，此次交易一方面减少公司在未成熟业务上的亏损，另一方面可为公司补充资金，以专注于云ERP及相关企业管理云服务业务的发展。

3.1 中大型企业产品“云ERP”升级为“金蝶云”

2017年5月4日，“金蝶云ERP”产品正式升级为“金蝶云”。金蝶云作为企业管系统，由财务云、供应链云、HR云、全渠道营销云，生产制造云、大数据云等细分部分组成，所有服务将通过公司自身推出移动办公平台云之家实现业务操作。

作为面向大中型企业的核心产品，公司推出的金蝶云业务增速超出预期。2016年收入同比增长90%，签约客户数量比2015年高出150%，客户中包括可口可乐、华为、腾讯、路虎、捷豹等国际知名企业，并且客户续费率超过90%。在2016年，仅仅金蝶云ERP这一项业务就占公司整体收入的10%。

3.2 小微企业云服务产品“精斗云”用户数快速增长

在小微企业SaaS云服务方面，公司将原先的友商网改造成金蝶精斗云，专注于为用户提供包括财务、物流、销售等在内的财会相关的SaaS云服务。

根据公司2016年报披露，截至2016年底，精斗云在国内财务云服务平台中排名第一。与竞争对手相比，金蝶精斗云可以提供更优质的用户体验，加上原先积累的品牌信誉，精斗云业务在2016年保持高速增长。精斗云2016年付费用户数目同比增长31%，达到8.5万，服务收入同比增长超过65%，付费客户续费率超过75%。

图11 精斗云产品

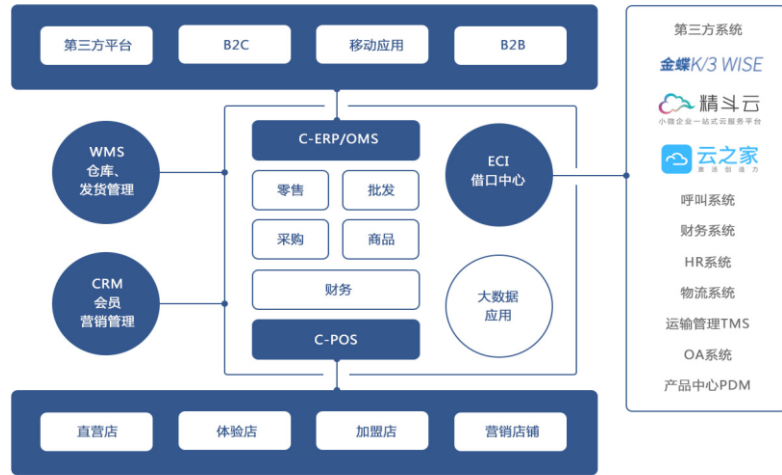


资料来源：金蝶国际官网，海通证券研究所

3.3 电商云产品“管易云”行业第一

金蝶集团继续拓展电商云服务。2016年11月11日,管易云当日处理系统订单1.33亿,支撑客户交易流水213亿元,系统运行零失误,获得多个电商平台认可。管易云产品目前已覆盖了电子商务全流程,独家开发了Cloud-ERP、EC-OMS、EC-WMS、云POS等产品。根据公司年报数据,2016年,管易云付费客户数量已达到5000家,同比增长38%,续费率超过90%。

图12 管易产品整体业务架构



资料来源: 金蝶国际官网, 海通证券研究所

3.4 汽车云服务全新发布

在行业云方面,汽车云率先发力。公司通过金蝶汽车网络科技有限公司推出的汽车云服务+ERP受到市场青睐。汽车云的客户群体实现了从汽车经销到汽车后市场的全面覆盖。目前集团已经推出了车商一站式云服务平台“车商悦”和“快修 SaaS 云服务”两款产品。

图13 汽车云服务产品



资料来源: 金蝶国际官网, 海通证券研究所

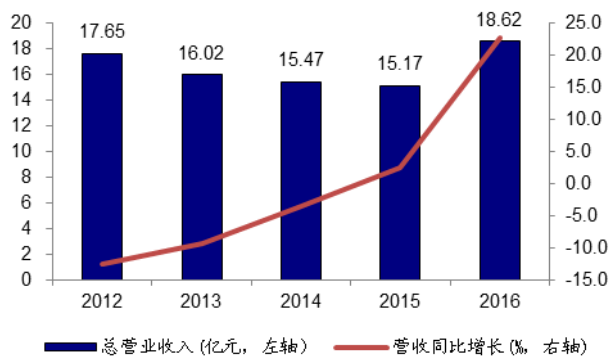
4. 财务分析：营收增速加快，净利率稳步上升

4.1 营收稳步增长，净利润增速创新高

2016 公司营收和净利润增长可观。从公司的总营收来看，公司近 5 年的总营收一直稳定在 15-20 亿之间。2012 年后，由于转型公司总营收经历了短期下滑，从 2014 年开始稳步回升，2016 年营收同比增长 23%，创下 5 年内新高，同时总营收达到 18.62 亿。

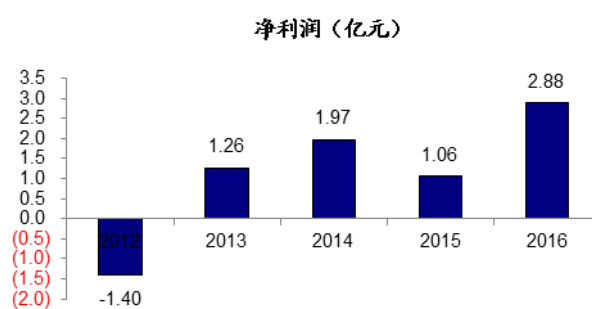
净利润方面，公司在 2013 年扭亏，产生净利润 1.26 亿元。2014 年公司净利润增长 55.89%，2015 年公司净利润下滑 46.33%。主要由于公司考虑到 2015 年部分客户受整体经济下滑影响，计提了较大的应收账款减值准备所致。2016 年净利润的增速恢复，创下近 5 年来的历史新高 172.54%。

图14 公司 2012-2016 营业收入及同比增长



资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 公司 2012-2016 净利润



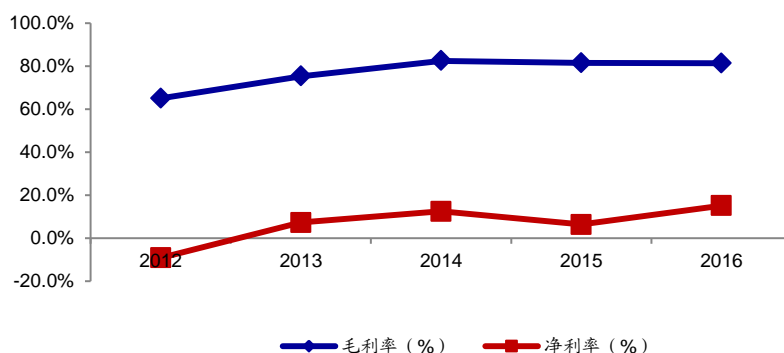
资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 毛利率保持高位，净利率逐步上升

从公司毛利率分析，公司自 2014 年之后毛利率一直处于高位，稳定在 80%-85%。从 2012 年到 2016 年，金蝶国际的毛利率分别为 64.97%、75.27%、82.50%、80.87%和 81.31%。

从净利率来看，相比稳定的毛利率，公司 2012-2016 年净利率起伏较大，但处于逐步上升的态势。从 2012 年到 2016 年，金蝶国际的净利率分别为 -9.13%、7.26%、12.50%、6.37%、15.10%。

图16 公司 2012-2016 毛利率与净利率对比



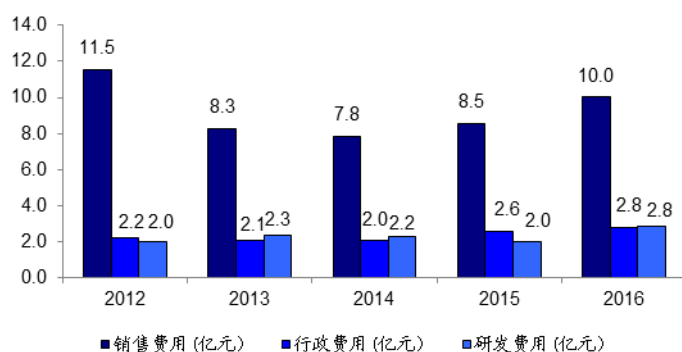
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.3 销售费用率较高, 行政和研发费用控制良好

从 2012-2016 年, 公司在销售、研发和行政费用方面的总支出分别为 14.36 亿元、11.43 亿元、10.91 亿元、11.96 亿元和 13.46 亿元。由于公司目前处于 ERP 业务向云业务转型中, 初期开拓市场, 公司的销售费用率一直处于较高水平。自 2012 年以来, 销售费用率均在 50% 以上, 2012-2016 年销售费用分别占三项费用总和的 80.36%、72.42%、71.89%、71.44% 和 74.44%。

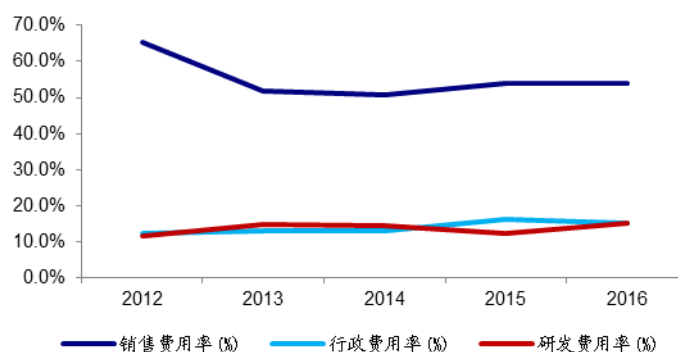
此外, 公司行政费用和研发费用支出较为稳定。从 2012-2016 年, 公司的行政和研发费用均控制在 2 亿元到 3 亿元, 费用率在 12%-15% 区间内。

图17 公司 2012-2016 费用情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图18 公司 2012-2016 费用率情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.4 云服务收入占比不断提升

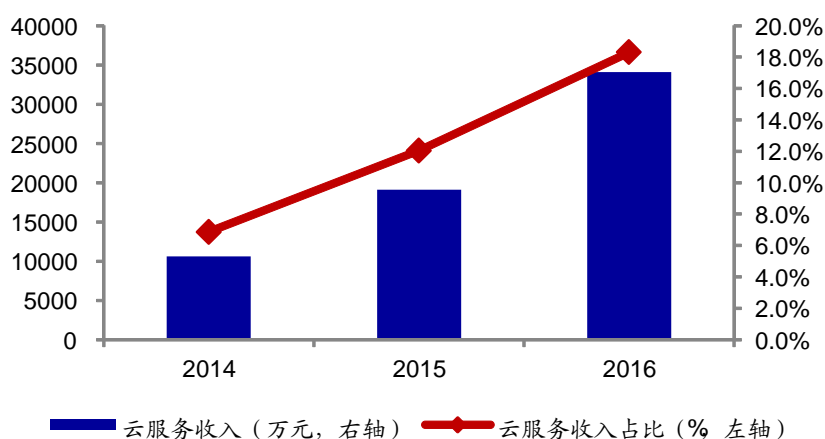
从业务层面, ERP 服务和云服务, 2016 年同比增长分别为 13% 和 103%。收入结构层面, 2016 年线下 ERP 占总营收的 82%, 云业务占比为 18%。ERP 作为

公司收入最主要的收入来源贡献了超过 80% 的业务收入。但是 ERP 业务基数较大，增速放缓，与云服务超过 100% 的增速相比，ERP 的增速处于 10-20% 之间。

云业务的占比逐年增高。2015 年公司的主营业务收入为 15.16 亿元,ERP 业务营收为 13.48 亿元，云服务营收 1.68 亿元，同比增速达 58.5%。2016 年，云服务板块高速增长，同比增速达 102.8%，收入创下历史新高达 3.4 亿元。

自从公司确立转型战略大力发展云服务以来，公司的云战略初见成效。2015 年市场上云服务已经开始大规模上线，但由于其体量和规模的基数较小，云业务尽管增速较高，但在整体上的收入占比并不大。目前云收入的收入占比约 18%。自 2016 年以来，中国本土的企业开始重视关注云端业务对公司发展的作用，2016 年被看做云服务的发展拐点。云业务的收入从 2015 年占比 11.1% 到 2016 年占比 18%，增长前景乐观。根据公司战略规划，至 2020 年云业务将占公司总营收 50% 左右。

图 19 云服务业务收入及占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

公司在传统 ERP 业务在中小企业市场中占据绝对领先地位，明星产品众多，客户覆盖面广，我们认为目前 ERP 市场仍具有一定需求空间，公司 ERP 业务未来增速稳定；此外，公司云业务推进迅速，营收占比逐年升高，我们认为，金蝶云业务有望成为公司未来盈利主要增长点。

我们预测公司 2017~2019 年 EPS 分别为人民币 0.08 元、0.10 元和 0.12 元。考虑到公司云业务推进迅速，营收占比持续提升，我们认为公司可享受一定估值溢价。公司云业务目前还未实现盈利，我们预测 2017 年公司云服务收入为 5.62 亿元人民币，ERP 业务收入为 16.74 亿元人民币，盈利为 2.51 亿元人民币。我们给予公司 ERP 业务 2017 年 16 倍市盈率，云业务 11 倍市销率，6 个月目标价 3.97 港元（3.50 元人民币），首次覆盖，给予买入评级。

5. 风险提示

云服务推进不及预期；ERP 市场竞争加剧。

表 2 公司分业务收入

收入 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
云服务	168.0	340.8	562.4	815.4	1141.6
同比增长 (%)	58.5%	102.8%	65.0%	45.0%	40.0%
ERP 业务	1348.7	1521.4	1673.5	1807.4	1915.8
同比增长 (%)	-6.4%	12.8%	10.0%	8.0%	6.0%
合计	1516.8	1862.2	2235.9	2622.8	3057.4
同比增长 (%)	-1.9%	22.8%	20.1%	17.3%	16.6%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 公司分业务经营利润和经营利润率

经营盈利 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
云服务	-52.1	-88.3	-56.2	16.3	68.5
经营利润率 (%)	-31.0%	-25.9%	-10.0%	2.0%	6.0%
ERP 业务	307.8	232.7	251.0	271.1	287.4
经营利润率 (%)	22.8%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	255.7	144.4	194.8	287.4	355.9
经营利润率 (%)	16.9%	7.8%	8.7%	11.0%	11.6%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 ERP 业务可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (人民币元)	市值 (人民币亿元)	EPS (人民币元)			PE (倍)			CAGR(15-18E) (%)	PEG
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E		
用友网络	600588.SH	15.34	225	0.32	0.42	0.54	47.9	36.5	28.4	58.40%	0.82
汉得信息	300170.SZ	10.27	88	0.35	0.45	0.66	29.3	22.8	15.6	20.00%	1.47
鼎捷软件	300378.SZ	16.70	44	0.25	0.37	0.50	66.8	45.1	33.4	47.70%	1.40
平均				0.31	0.41	0.57	38.6	29.7	22.0	39.20%	1.14
金蝶国际	0268.HK	2.67	77	0.08	0.10	0.12	32.7	26.2	22.0	25.32%	1.15

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 用友网络、金蝶国际采用海通证券盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2017 年 6 月 07 日收盘价。港币汇率为 6 月 07 日汇率 0.875。

表 5 云业务可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)		PS (倍)	
				2017E	2018E	2017E	2018E
Salesforce	CRM.N	91.10	649	102.80	122.70	6.3	5.3
Workday	WDAY.N	99.80	213	20.20	25.30	10.5	8.4
平均				61.50	74.00	8.42	6.84
金蝶国际	0268.HK	2.67	77	22.37	26.23	3.5	3.0

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: Salesforce、Workday 单位为美元; 金蝶国际单位为人民币

金蝶国际采用海通证券盈利预测, 其他公司采用 Bloomberg 一致预期, 股价为 2017 年 6 月 07 日收盘价。港币汇率为 6 月 07 日汇率 0.875。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标 (元)					营业总收入	1862.21	2236.51	2623.43	3058.92
每股收益	0.10	0.08	0.10	0.12	营业成本	347.96	412.40	483.75	564.05
每股净资产	1.18	1.28	1.30	1.32	毛利率%	81.31%	81.56%	81.56%	81.56%
每股经营现金流	0.21	0.32	0.31	0.35	营业税金及附加	-	-	-	-
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	-	-	-	-
价值评估 (倍)					营业费用	1002.39	1118.26	1298.60	1514.17
P/E	27.31	32.68	26.18	22.03	营业费用率%	53.83%	50.00%	49.50%	49.50%
P/B	2.26	2.09	2.06	2.03	管理费用	277.65	333.46	391.15	456.08
P/S	4.23	3.47	2.96	2.54	管理费用率%	53.83%	50.00%	49.50%	49.50%
EV/EBITDA	31.43	19.61	17.82	16.26	EBIT	248.91	344.91	417.69	487.03
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	22.02	44.73	52.47	61.18
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.18%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	81.31%	81.56%	81.56%	81.56%	资产减值损失	-	-	-	-
净利润率	15.48%	10.63%	11.31%	11.53%	投资收益	-	-	-	-
净资产收益率	8.29%	6.40%	7.87%	9.21%	营业利润	226.89	300.18	365.22	425.85
资产回报率	4.82%	3.72%	4.54%	4.81%	营业外收支	-17.62	-28.00	-25.00	0.00
投资回报率	7.17%	9.71%	9.69%	9.88%	利润总额	209.27	270.18	337.22	400.85
盈利增长 (%)					EBITDA	252.14	361.85	431.56	502.15
营业收入增长率	22.77%	20.10%	17.30%	16.60%	所得税	-5.95	32.42	40.47	48.10
EBIT 增长率	-	38.57%	21.10%	16.60%	有效所得税率%	-2.84%	12.00%	12.00%	12.00%
净利润增长率	-1.02%	10.47%	24.82%	18.87%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	288.23	237.76	296.76	352.75
资产负债率	40.84%	38.82%	38.57%	44.06%	扣除非经常性损益净利润	305.85	265.76	321.76	352.75
流动比率	3.20	3.27	2.83	3.11	资产负债表 (百万元)				
速动比率	3.20	3.26	2.82	3.10	货币资金	1464.77	2119.40	1521.59	1713.00
现金比率	18.32	21.99	13.50	13.04	应收款项	710.95	861.84	1017.20	1177.55
经营效率指标 (%)					存货	6.25	7.51	8.80	10.27
应收帐款周转天数	27.88	26.68	27.94	27.88	其它流动资产	774.75	458.49	537.80	627.08
存货周转天数	5.33	6.00	6.07	6.09	流动资产合计	2956.72	3447.23	3085.39	3527.89
总资产周转率	0.32	0.36	0.40	0.44	长期股权投资	25.79	21.63	18.29	20.24
固定资产周转率	2.44	2.39	2.17	2.06	固定资产	796.29	1078.31	1341.77	1629.07
					在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
					无形资产	900.63	900.63	900.63	900.63
					非流动资产合计	3020.60	2989.77	3488.41	3829.59
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	资产总计	5977.32	6490.81	6530.67	7334.56
净利润	289	238	297	353	短期借款	80.68	96.90	113.66	132.53
折旧摊销	364	360	349	383	应付账款	19.44	23.35	27.39	31.93
营运资金变动	107	277	213	225	预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	612	920	911	1022	其它流动负债	822.62	933.60	951.05	970.68
固定资产投资	-476	-339	-277	-302	流动负债合计	922.74	1053.84	1092.09	1135.15
无形资产投资	0	0	0	0	长期借款	1415.60	1289.17	1088.36	913.88
资本支出	-476	-339	-277	-302	其它长期负债	102.82	155.92	355.09	1192.41
投资活动现金流	-561	-372	-538	-332	非流动负债合计	1518.42	1445.09	1443.45	2106.29
债务变化	200	126	-2	51	负债总计	2441.16	2498.93	2535.54	3241.44
股票发行	1	0	0	0	实收资本	72.55	72.55	72.55	72.55
融资活动现金流	-124.65	97.81	-37.35	8.75	普通股股东权益	3475.81	3713.57	3772.57	3828.56
现金净流量	-73.60	645.88	335.49	698.06	少数股东权益	60.36	178.32	222.57	264.56
公司自由现金流	36.24	47.68	226.53	284.40	负债和所有者权益合计	5977.33	6390.81	6530.67	7334.56
股权自由现金流	50.43	-48.80	195.48	316.07					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 07 日
资料来源: 公司年报 (2016), 海通证券研究所

信息披露 分析师声明

郑宏达 计算机行业
谢春生 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 佳都科技, 润和软件, 易华录, 新开普, 四维图新, 京山轻机, 中海达, 天源迪科, 万惠金科, 辰安科技, 数字认证, 云赛智联, 银江股份, 用友网络, 广联达, 通鼎互联, 雄帝科技, 启明信息, 南天信息, 神州泰岳, 信雅达, 中科曙光, 达实智能, 捷成股份, 东华软件, 捷顺科技, 诚迈科技, 恒华科技, 创意信息, 丰东股份

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 klijiang@htsec.com

邓勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
史霄安 sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛涵 xh11528@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李影 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘浩 01056760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
唐宇 ty11049@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
联系人
金晶 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 张天闻 ztw11086@htsec.com
 尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com

煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 联系人
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
 联系人
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com
 联系人
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
 联系人
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁立 ll11383@htsec.com
 洪琳 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 联系人
 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 联系人
 童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
 唐琴(021)23212208 tq9709@htsec.com
 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 马榕 23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 周俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 联系人
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
 联系人
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
 联系人
 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
 戚珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 张恒暄(010)68067998 zhx10170@htsec.com
 张宇轩 zyx11631@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
 联系人
 林瑾璐 lj11126@htsec.com
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
 联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 顾熹阁 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com
 赵洋 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com