



明源云 (909.HK): SaaS 业务增长强劲，继续加大研发投入

维持买入评级，调整目标价至 38 港元，潜在升幅 37%。

- 业绩超市场预期，SaaS 业务保持高速增长：**公司上半年收入为 9.7 亿人民币，同比增长 45%，高于市场预期 4.8%。其中，SaaS 收入为 5.5 亿人民币，保持强劲增长势头，同比增 66%，占公司整体收入的 57%；ERP 收入为 4.2 亿，稳健增长，同比增 25%。调整后净利润为 1.9 亿，同比增长 33%，超市场预期。
- 云客收入增长强劲，加速供应链业务渗透：**上半年，云客收入同比增长 82.1% 至 4.3 亿人民币，贡献 SaaS 收入的 78%。国内配备云客的售楼处数量同比提升 34% 至 1.62 万家，客单价提升 37% 至 2.6 万元人民币。云客目前维持着较高的市场渗透率，未来增长将更多来自客单价的提升。其他 SaaS 业务中，云链、云空间和云采购业务同比分别增长 14%、25% 和 77%。云链合作的工地数量提升 82% 至 6,000 个；云采购连接的房地产开发商和供应商分别增加至 3,100 家和 83,000 家。此外，公司继续发力供应链业务，预计供应链业务在未来 1-2 年有机会迎来快速增长。
- 继续加大研发投入，短期利润端承压：**上半年，经营利润 1.3 亿元人民币，同比下滑 5%，经营利润率为 12.9%，去年同期为 19.7%，主要由于研发及销售费用上升。分部来看，ERP 经营利润率 31.8%，去年同期为 44.8%；SaaS 业务经营利润率为 -4.7%，去年同期为 -3.5%。公司下半年将继续加大研发投入，尤其对天际和云客等重点领域，预计到年底研发团队将扩张至 2,000 人以上，目前约 1,760 人。由于研发投入增加，短期利润端将承受一定压力。
- 维持“买入”评级，调整目标价至 38 港元：**我们将 2021 年和 2022 年收入略微下调 4.5% 和 3.4%。同时考虑到近期板块估值回调，我们基于分部加总估值法得出目标价 38 港元，对应 25x 2021 年和 18x 2022 年的 P/S，高于行业平均。由于公司预期收入增速更高，对应 PS/G 约 0.47x，与行业平均水平一致。
- 投资风险：**客户增长不及预期；房地产行业周期影响。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	1,264	1,705	2,374	3,297	4,502
营收利润	244	326	295	492	916
调整后净利润	236	383	374	506	914
目标 P/S(x)			24.8	17.9	13.1

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2021 年 9 月 2 日

评级

买入

目标价 (港元)	38.0
潜在升幅/降幅	+37%
目前股价 (港元)	27.6
52 周内股价区间 (港元)	23.2-60.7
总市值 (百万港元)	54,333
近 3 月日均成交额 (百万港元)	186

市场预期区间



股价表现



注：截至 9 月 1 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《中国 SaaS 行业：风至云起》
(2020-12-21)

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY22E
收入	1,264	1,705	2,374	3,297	4,502
收入成本	(269)	(366)	(471)	(597)	(760)
毛利润	995	1,340	1,903	2,700	3,742
销售及分销开支	(441)	(590)	(904)	(1,187)	(1,531)
一般及行政开支	(108)	(208)	(207)	(330)	(450)
研发费用	(286)	(356)	(619)	(791)	(945)
其他收益净额	85	141	123	100	100
经营利润	244	326	295	492	916
财务收入净额	(2)	12	71	20	20
其他收入	-	(989)	-	-	-
除税前利润	242	(650)	366	512	936
所得税开支	(11)	(18)	(8)	(26)	(47)
净利润	232	(668)	358	486	889
少数股东权益	15	36	47	50	60
本公司权益持有人	216	(704)	311	436	829
调整后净利润	236	383	374	506	914

现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY22E
除税前盈利	242	(650)	366	512	936
物业、厂房及设备之折旧	6	10	12	16	21
无形资产摊销	21	23	28	15	9
应收款项(增加)/减少	(6)	(11)	(12)	(16)	(21)
存货增加	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
应付款项增加/(减少)	17	19	17	23	30
其他经营现金流	59	1,016	(5)	(83)	(203)
经营活动所得现金流量净额	339	406	407	467	771
购买物业、厂房及设备	(16)	(42)	(59)	(82)	(112)
购买无形资产	(1)	(3)	(5)	(6)	(9)
其他投资现金流	(65)	(2,006)	(197)	(211)	(221)
投资活动耗用现金流量净额	(83)	(2,051)	(261)	(300)	(341)
股息、分派	(266)	(5)	-	-	-
其他融资现金流	296	5,894	(30)	(30)	(30)
融资活动所得现金流量净额	30	5,889	(30)	(30)	(30)
现金及现金等价物增加净额	286	4,243	116	137	400
年初的现金及现金等价物	448	732	4,759	4,875	5,012
外币汇率变动影响, 净额	(1)	(216)	-	-	-
期末的现金及现金等价物	732	4,759	4,875	5,012	5,412

资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY22E
物业、厂房及设备	118	150	197	263	353
使用权资产	51	63	35	19	11
无形资产	2	3	6	8	11
金融资产	68	38	38	38	38
其他非流动资产	7	8	8	8	8
非流动资产合计	246	262	283	336	421
存货	0	0	1	1	1
应收账款	21	30	42	58	79
金融资产	90	301	601	1,018	1,587
现金及现金等价物	732	4,759	4,875	5,012	5,412
其他流动资产	145	2,119	2,213	2,343	2,512
流动资产合计	988	7,210	7,732	8,432	9,591
资产总额	1,235	7,472	8,015	8,768	10,012
留存收入	254	(463)	(152)	280	1,107
其他权益	13	7,002	7,002	7,002	7,002
非控制性权益	4	31	31	31	31
权益总额	271	6,570	6,880	7,313	8,139
非流动负债合计	49	59	59	59	59
应付账款	24	43	60	83	113
合同负债	378	549	764	1,061	1,449
租赁负债	20	28	28	28	28
可换股可赎回优先股	314	-	-	-	-
其他流动负债	179	224	224	224	224
流动负债合计	915	843	1,075	1,396	1,814
负债总额	964	903	1,135	1,455	1,873

主要财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY22E
盈利增速					
营业收入增速	38.5%	34.9%	39.2%	38.9%	36.5%
毛利润增速	35.2%	34.7%	42.0%	41.9%	38.6%
经营利润增速	35.4%	33.7%	-9.5%	66.6%	86.2%
净利润增速	42.1%	NM	NM	35.9%	82.8%
盈利能力比率					
毛利率	78.7%	78.6%	80.2%	81.9%	83.1%
经营利润率	19.3%	19.1%	12.4%	14.9%	20.3%
净利率	18.3%	-39.2%	15.1%	14.7%	19.7%
调整后净利率	18.7%	22.4%	15.7%	15.4%	20.3%
每股指标(元)					
基本EPS	0.2	-0.5	0.2	0.2	0.4
摊薄EPS	0.2	-0.5	0.2	0.2	0.4
调整后EPS	0.2	0.3	0.2	0.3	0.5
每股指标增速					
基本EPS增速	91.1%	NM	NM	40.5%	90.0%
摊薄EPS增速	91.1%	NM	NM	40.5%	90.0%
调整后EPS增速	100.8%	49.0%	-23.4%	35.4%	80.5%
估值(倍)					
目标P/S			24.8	17.9	13.1
目标P/B			8.6	8.1	7.2

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 明源云财务预测对比

人民币百万	FY2021E			FY2022E		
	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异
收入	2,374	2,486	-4.5%	3,297	3,413	-3.4%
毛利润	1,903	2,022	-5.9%	2,700	2,861	-5.7%
经营利润	295	565	-47.8%	492	864	-43.1%
净利润	358	529	-32.4%	486	802	-39.3%
调整后净利润	374	550	-32.1%	506	836	-39.4%

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 明源云-分部加总法

业务 (人民币百万)	FY22E		估值方法		
	收入	净利润	P/E	P/S	估值
SaaS 产品	2,177			25	54,426
ERP 解决方案		202	25		5,040
市值(人民币 百万)					59,466
港元/人民币					0.84
市值(港元 百万)					70,793
股数(百万)					1,872
目标价(港元)					38

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 企业级 ERP 解决方案及 SaaS 公司估值比较

股票代码	公司	目标价 (交易货币)	2022 年目标 P/S	未来三年收入年均 复合增速	目标 PS/G
909 HK Equity	明源云	38.00	17.88	38.21%	0.47
600588 CH Equity	用友	45.00	11.12	27.97%	0.40
268 HK Equity	金蝶	31.00	16.05	28.20%	0.57
平均			15.02	31.46%	0.48

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: SPDBI 目标价: 明源云



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 互联网行业覆盖公司

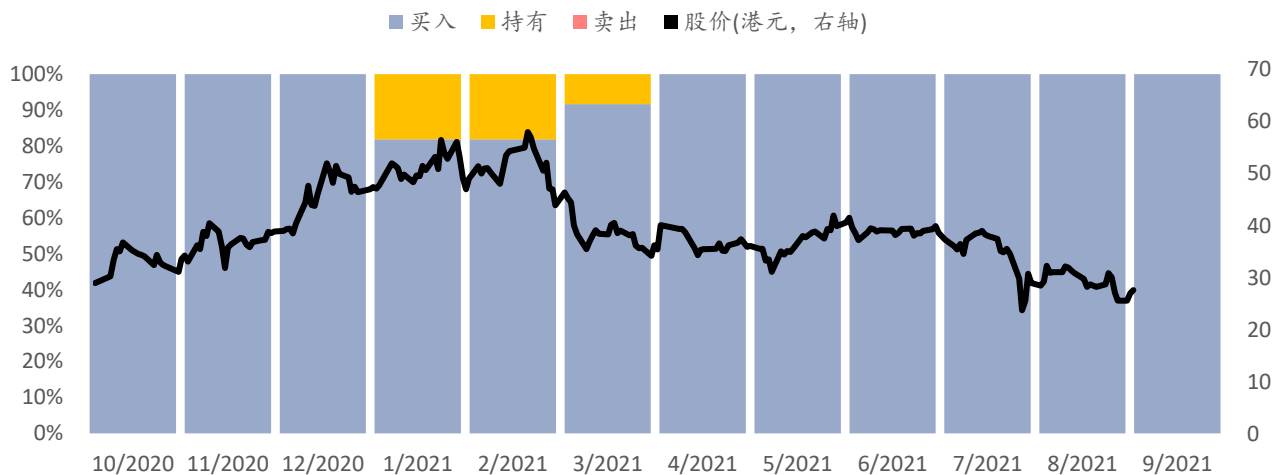
股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	488.40	买入	650.00	19/8/2021	游戏
9988 HK Equity	阿里巴巴	165.20	买入	245.00	4/8/2021	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	166.99	买入	251.00	4/8/2021	电商
3690 HK Equity	美团	253.40	持有	326.00	29/3/2021	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	83.95	买入	100.00	31/8/2021	短视频
780 HK Equity	同程艺龙	18.00	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	1.13	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	12.36	买入	16.00	17/8/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	30.85	买入	40.00	27/8/2021	SaaS
600588 CH Equity	用友	33.35	买入	45.00	24/8/2021	SaaS
268 HK Equity	金蝶	28.05	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	27.60	买入	38.00	2/9/2021	SaaS

注: A股、港股股价截至9月1日, 美股截至8月31日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 明源云市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 明源云 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 53.0 港元

概率: 20%

- 若公司的 SaaS 业务未来三年年均复合增长超过 70%，整体收入将好于预期；
- SaaS 业务利润率进一步改善。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 21.0 港元

概率: 20%

- 若公司的 SaaS 业务未来三年年均复合增长低于 40%，整体收入或不及预期；
- 竞争激烈导致利润率水平恶化。

资料来源: 浦银国际预测

图表 9: 损益表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY22E
损益表					
收入	1,264	1,705	2,374	3,297	4,502
收入成本	(269)	(366)	(471)	(597)	(760)
毛利润	995	1,340	1,903	2,700	3,742
销售及分销开支	(441)	(590)	(904)	(1,187)	(1,531)
一般及行政开支	(108)	(208)	(207)	(330)	(450)
研发费用	(286)	(356)	(619)	(791)	(945)
其他收益净额	85	141	123	100	100
经营利润	244	326	295	492	916
财务收入净额	(2)	12	71	20	20
其他收入	-	(989)	-	-	-
除税前利润	242	(650)	366	512	936
所得税开支	(11)	(18)	(8)	(26)	(47)
净利润	232	(668)	358	486	889
少数股东权益	15	36	47	50	60
本公司权益持有人	216	(704)	311	436	829

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 10: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY22E
资产负债表					
物业、厂房及设备	118	150	197	263	353
使用权资产	51	63	35	19	11
无形资产	2	3	6	8	11
金融资产	68	38	38	38	38
其他非流动资产	7	8	8	8	8
非流动资产合计	246	262	283	336	421
存货	0	0	1	1	1
应收账款	21	30	42	58	79
金融资产	90	301	601	1,018	1,587
现金及现金等价物	732	4,759	4,875	5,012	5,412
其他流动资产	145	2,119	2,213	2,343	2,512
流动资产合计	988	7,210	7,732	8,432	9,591
资产总额	1,235	7,472	8,015	8,768	10,012
留存收入	254	(463)	(152)	280	1,107
其他权益	13	7,002	7,002	7,002	7,002
非控制性权益	4	31	31	31	31
权益总额	271	6,570	6,880	7,313	8,139
非流动负债合计	49	59	59	59	59
应付账款	24	43	60	83	113
合同负债	378	549	764	1,061	1,449
租赁负债	20	28	28	28	28
可换股可赎回优先股	314	-	-	-	-
其他流动负债	179	224	224	224	224
流动负债合计	915	843	1,075	1,396	1,814
负债总额	964	903	1,135	1,455	1,873
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	339	406	407	467	771
投资活动现金流量净额	(83)	(2,051)	(261)	(300)	(341)
融资活动所得现金流量净额	30	5,889	(30)	(30)	(30)
现金及现金等价物增加净额	286	4,243	116	137	400
年初现金及现金等价物	448	732	4,759	4,875	5,012
汇率变动影响	(1)	(216)	-	-	-
年末现金及现金等价物	732	4,759	4,875	5,012	5,412

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼