



明源云 (909.HK): 品牌战略升级, 助力不动产生态链数字化

近期, 明源云进行了业务战略升级, 业务从住宅开发拓展至不动产生态链。公司作为房地产 SaaS 龙头, 我们仍然看好其长期发展。但受行业监管和流动性等影响, 近期房地产相关行业持续走弱, 考虑到未来两年行业复苏的不确定性, 我们下调公司 2022E/2023E 收入 4%/6%, 调整目标价至 28 港元, 潜在升幅 31%, 维持“买入”评级。

- **品牌战略升级, 从“地产”到“不动产”:** 近期, 公司对业务进行了战略升级, 提出“深耕数字科技, 引领产业升级”, 将业务重点由原来的住宅开发数字化, 向不动产产业数字化扩展。公司面向的客户将不仅限于住宅开发, 还包括产业建设、产业运营、物业服务、商业服务等领域, 覆盖不动产生态链, 进一步拓宽客户群体。
- **天际开放平台助力不动产生态链数字化升级:** 天际开放平台是公司未来投入的重点领域之一。天际开放平台凭借其零代码/低代码 PaaS 特性, 能够帮助不动产生态链企业快速部署数字化基础设施。同时, 公司基于 SaaS+PaaS 的整合能力, 能够更好地为大型客户提供规模化的定制服务。
- **房地产仍处下行趋势, 短期增长或承压:** 受行业政策及流动性影响, 房地产行业持续走弱。2021 年 10 月, 中国房地产开发投资金额同比下降 5.4%; 房屋新开工面积下降 33.1%; 土地购置面积下降 24.2%; 商品房销售面积下降 21.7%; 商品房销售额下降 22.6%。由于行业整体需求的下降, 预计短期公司收入增长将承压。
- **维持“买入”评级, 调整目标价至 28 港元:** 由于行业复苏的不确定性, 我们将 2022 年和 2023 年收入略微下调 4.5% 和 3.4%。同时由于 SaaS 板块估值回调, 我们下调 SaaS 和 ERP 业务估值至 20xP/S 和 20xP/E, 通过分部加总估值法得出目标价 28 港元, 对应 2022E/2023E 年 14.3x/10.7x 的 P/S, 维持“买入”评级。
- **投资风险:** 房地产行业周期影响; 研发投入或导致盈利不及预期。

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	2,348	3,162	4,220
营收利润	244	326	252	443	831
调整后净利润	236	383	333	460	843
目标 P/S(x)			19.2	14.3	10.7

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、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

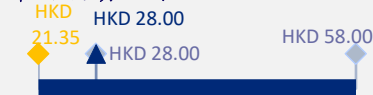
2021 年 12 月 14 日

评级

买入

目标价(港元)	28
潜在升幅/降幅	+31%
目前股价(港元)	21.35
52 周内股价区间(港元)	19.1-60.7
总市值(百万港元)	41,931
近 3 月日均成交额(百万港元)	181

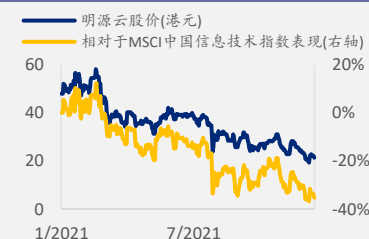
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 12 月 13 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

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	2,348	3,162	4,220
收入成本	(269)	(366)	(487)	(606)	(756)
毛利润	995	1,340	1,861	2,557	3,464
销售及分销开支	(441)	(590)	(895)	(1,138)	(1,435)
一般及行政开支	(108)	(208)	(205)	(316)	(422)
研发费用	(286)	(356)	(613)	(759)	(886)
其他收益净额	85	141	103	100	110
经营利润	244	326	252	443	831
财务收入净额	(2)	12	71	20	30
其他收入	-	(989)	-	-	-
除税前利润	242	(650)	323	463	861
所得税开支	(11)	(18)	(6)	(23)	(43)
净利润	232	(668)	317	440	818
少数股东权益	15	36	47	50	60
本公司权益持有人	216	(704)	270	390	758
调整后净利润	236	383	333	460	843

现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY22E
除税前盈利	242	(650)	323	463	861
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)	(11)	(14)	(19)
存货增加	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
应付款项增加/(减少)	17	19	16	20	27
其他经营现金流	59	1,016	96	106	124
经营活动所得现金流量净额	339	406	464	606	1,022
购买物业、厂房及设备	(16)	(42)	(58)	(78)	(105)
购买无形资产	(1)	(3)	(5)	(6)	(8)
其他投资现金流	(65)	(2,006)	(1,997)	(400)	(534)
投资活动耗用现金流量净额	(83)	(2,051)	(2,060)	(485)	(647)
股息、分派	(266)	(5)	(134)	(161)	(193)
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	(164)	(191)	(223)
现金及现金等价物增加净额	286	4,243	(1,760)	(69)	152
年初的现金及现金等值项目	448	732	4,759	3,000	2,930
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	3,000	2,930	3,083

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	196	259	343
使用权资产	51	63	35	19	11
无形资产	2	3	5	8	10
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	282	332	409
存货	0	0	1	1	1
应收账款	21	30	41	55	74
金融资产	90	301	598	998	1,532
现金及现金等价物	732	4,759	3,000	2,930	3,083
其他流动资产	145	2,119	2,210	2,324	2,473
流动资产合计	988	7,210	5,849	6,308	7,162
资产总额	1,235	7,472	6,131	6,640	7,571
留存收入	254	(463)	(327)	(101)	463
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	6,706	6,932	7,496
非流动负债合计	49	59	59	59	59
应付账款	24	43	59	79	106
合同负债	378	549	756	1,018	1,358
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	1,066	1,349	1,716
负债总额	964	903	1,126	1,408	1,775

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%	37.7%	34.7%	33.4%
毛利润增速	35.2%	34.7%	38.9%	37.4%	35.5%
经营利润增速	35.4%	33.7%	-22.7%	75.6%	87.5%
净利润增速	42.1%	NM	NM	38.8%	85.9%
盈利能力比率					
毛利率	78.7%	78.6%	79.3%	80.8%	82.1%
经营利润率	19.3%	19.1%	10.7%	14.0%	19.7%
净利率	18.3%	-39.2%	13.5%	13.9%	19.4%
调整后净利率	18.7%	22.4%	14.2%	14.5%	20.0%
每股指标(元)					
基本EPS	0.2	-0.5	0.1	0.2	0.4
摊薄EPS	0.2	-0.5	0.1	0.2	0.4
调整后EPS	0.2	0.3	0.2	0.2	0.4
每股指标增速					
基本EPS增速	91.1%	NM	NM	44.5%	94.3%
摊薄EPS增速	91.1%	NM	NM	44.5%	94.3%
调整后EPS增速	100.8%	49.0%	-35.1%	38.1%	83.2%
估值(倍)					
目标P/S			19.2	14.3	10.7
目标P/B			6.7	6.5	6.0

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			FY2023E		
	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异	财报	调整前	差异
收入	2,348	2,374	-1.1%	3,162	3,297	-4.1%	4,220	4,502	-6.3%
毛利润	1,861	1,903	-2.2%	2,557	2,700	-5.3%	3,464	3,742	-7.4%
经营利润	252	295	-14.6%	443	492	-9.9%	831	916	-9.3%
净利润	317	358	-11.4%	440	486	-9.5%	818	889	-8.0%
调整后净利润	333	374	-10.9%	460	506	-9.2%	843	914	-7.8%

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	2,031			20	40,624
ERP 解决方案		204	20		4,073
市值(人民币 百万)					44,696
港元/人民币					0.82
市值(港元 百万)					54,508
股数(百万)					1,969
目标价(港元)					28

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 明源云



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

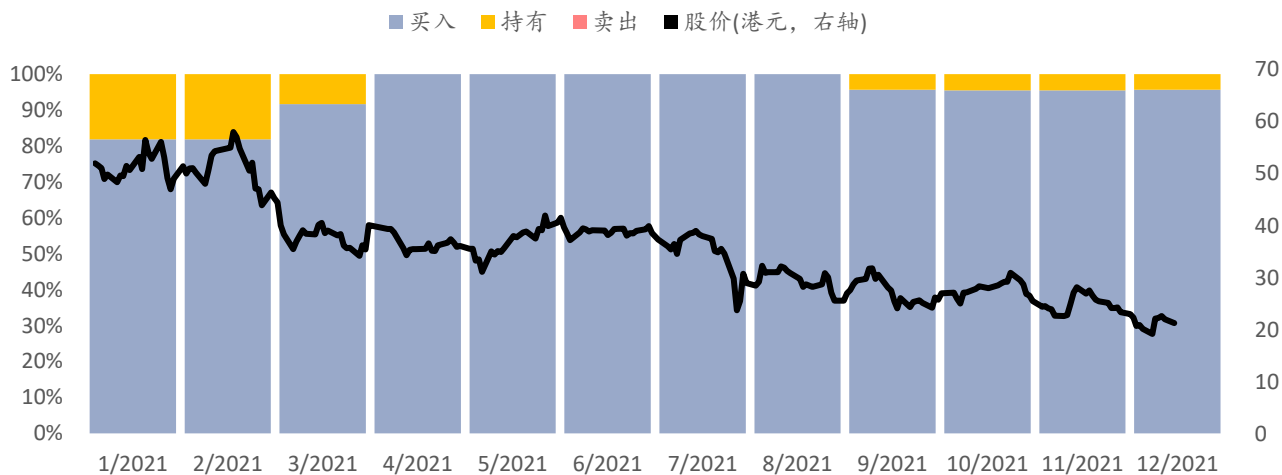
股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	466.60	买入	650.00	19/8/2021	游戏、社交
9988 HK Equity	阿里巴巴	121.10	买入	168.00	23/11/2021	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	125.06	买入	172.00	23/11/2021	电商
3690 HK Equity	美团	248.00	持有	326.00	29/3/2021	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	86.75	买入	123.00	24/11/2021	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	461.00	买入	678.00	23/11/2021	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	59.13	买入	87.00	23/11/2021	游戏、中视频
780 HK Equity	同程艺龙	16.44	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.70	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	8.56	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	34.50	买入	40.00	27/8/2021	SaaS
600588 CH Equity	用友	35.92	买入	45.00	24/8/2021	SaaS
268 HK Equity	金蝶	23.00	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	21.35	买入	28.00	14/12/2021	SaaS

注：港股、A股港股截至12月13日收盘价；美股截至12月12日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 明源云市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 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: 41.0 港元

概率: 20%

- 若公司的 SaaS 业务未来三年年均复合增长超过 60%，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: 16.0 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；
- 行业需求疲弱至收入和利润率下降。

资料来源: 浦银国际预测

图表 8: 损益表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY22E
损益表					
收入	1,264	1,705	2,348	3,162	4,220
收入成本	(269)	(366)	(487)	(606)	(756)
毛利润	995	1,340	1,861	2,557	3,464
销售及分销开支	(441)	(590)	(895)	(1,138)	(1,435)
一般及行政开支	(108)	(208)	(205)	(316)	(422)
研发费用	(286)	(356)	(613)	(759)	(886)
其他收益净额	85	141	103	100	110
经营利润	244	326	252	443	831
财务收入净额	(2)	12	71	20	30
其他收入	-	(989)	-	-	-
除税前利润	242	(650)	323	463	861
所得税开支	(11)	(18)	(6)	(23)	(43)
净利润	232	(668)	317	440	818
少数股东权益	15	36	47	50	60
本公司权益持有人	216	(704)	270	390	758

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 9: 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	196	259	343
使用权资产	51	63	35	19	11
无形资产	2	3	5	8	10
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	282	332	409
存货	0	0	1	1	1
应收账款	21	30	41	55	74
金融资产	90	301	598	998	1,532
现金及现金等价物	732	4,759	3,000	2,930	3,083
其他流动资产	145	2,119	2,210	2,324	2,473
流动资产合计	988	7,210	5,849	6,308	7,162
资产总额	1,235	7,472	6,131	6,640	7,571
留存收入	254	(463)	(327)	(101)	463
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	6,706	6,932	7,496
非流动负债合计	49	59	59	59	59
应付账款	24	43	59	79	106
合同负债	378	549	756	1,018	1,358
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	1,066	1,349	1,716
负债总额	964	903	1,126	1,408	1,775
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	339	406	464	606	1,022
投资活动现金流量净额	(83)	(2,051)	(2,060)	(485)	(647)
融资活动所得现金流量净额	30	5,889	(164)	(191)	(223)
现金及现金等价物增加净额	286	4,243	(1,760)	(69)	152
年初现金及现金等价物	448	732	4,759	3,000	2,930
汇率变动影响	(1)	(216)	-	-	-
年末现金及现金等价物	732	4,759	3,000	2,930	3,083

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

