

【广发海外】明源云 (00909.HK)

收购云客剩余股权，整合优化 SaaS 业务

核心观点:

- 公司公告，以 5.98 亿元人民币现金收购云客剩余 29.9% 股权。
- 此次收购估值显著低于同行业，对应 20 年 6.2 倍 PS，14.6 倍 PE，对应云客整体估值 20 亿元人民币。云客是公司主要且最成熟的 SaaS 产品，处于快速增长中，2020 年报表端收入同比增长 88%，占 SaaS 业务近 77%，2020 年税后利润 1.37 亿元，同比增长 142%，占公司经调整净利润近 36%。2020 年云客付费终端集团客户同比+75.0% 至 4,200 家，售楼处数同比+72% 至 1.5 万个，客户留存率达 90%。
- 收购目的在于更好地整合 SaaS 业务，协调云业务扩张和人员流动。根据公告，公司正优化业务及产品布局，将重新调整目前分散于不同产品公司的雇员及业务。子公司团队继续在集团任职，后续将从集团层面获得相应激励，同时对少数股东是不错的变现出路。
- 公司将继续发力 SaaS 业务，通过整合升级的产品矩阵服务更多元的产业参与者。将旗下产品渗透至地产生态链上下游，包括营销管理（云客）、供应链管理（云链、云采购）、存量管理（资产管理、物业管理和商业管理）和企业资源管理四大板块。同时通过生态合作、投资并购，覆盖更多场景和客户。
- 盈利预测与投资建议：公司深耕房地产 20 年，是房地产垂直行业 SaaS 龙头，竞争力强，业务正处于高增长阶段，预计未来 3 年 SaaS 收入保持高增长。参考可比公司估值，给予 22 年 25 倍 PS 估值，对应合理价值 49.3 港元/股。维持“买入”评级。
- 风险提示。云客、云链业务获客及 ARPU 提升不及预期，收入增速放缓；房地产行业增速放缓；SaaS 盈利不及预期。

盈利预测:

(人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,264	1,705	2,349	3,233	4,462
增长率(%)	38.5%	34.9%	37.7%	37.6%	38.0%
EBITDA(百万元)	185	215	334	456	662
归母净利润(百万元)	216	-704	360	487	663
增长率(%)	37.7%	-425.5%	-151.0%	35.3%	36.2%
EPS(元/股)	0.11	-0.36	0.18	0.25	0.34
市盈率(P/E)	221.7	-	133.4	98.6	72.4
经调整归母净利(百万元)	221	346	390	517	695
增长率(%)	44.7%	62.2%	9.3%	32.9%	32.2%
ROE(%)	81%	-11%	5%	7%	8%
EV/EBITDA	381.1	327.5	211.3	154.4	106.4

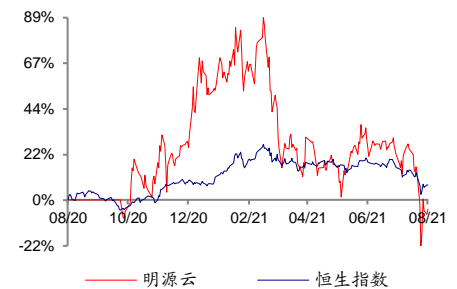
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：EPS 按最新股本摊薄。

公司评级

买入

当前价格	32.3 港元
合理价值	49.3 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-04

相对市场表现



分析师:

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究:

- 【广发海外】明源云集团控股 2021-04-03 (00909.HK):SaaS 收入同比增长 71%，首次盈利
- 【广发海外】明源云集团控股 2021-02-18 (00909.HK):房地产 SaaS 引领者，云业务增势强劲

备注：报告中汇率为 1 人民币兑换 1.2 港元；报告中，货币若无特别说明均为人民币。

资产负债表

单位: 百万元人民币

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	988	7,210	7,737	8,435	9,249
货币资金	733	4,759	4,952	5,240	5,548
应收及预付	165	321	442	608	839
存货	0	0	1	1	1
其他流动资产	90	2,129	2,342	2,586	2,861
非流动资产	246	262	301	346	387
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	118	150	188	225	259
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	53	66	62	66	67
其他长期资产	75	46	51	56	61
资产总计	1,235	7,472	8,038	8,781	9,636
流动负债	915	843	1,015	1,227	1,372
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	24	43	54	69	90
其他流动负债	891	801	962	1,158	1,283
非流动负债	49	59	65	72	79
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	49	59	65	72	79
负债合计	964	903	1,081	1,298	1,451
股本	0	0	0	0	0
资本公积	13	7,001	7,001	7,001	7,001
留存收益	254	(463)	(103)	383	1,046
归属母公司股东权益	266	6,539	6,898	7,385	8,048
少数股东权益	4	31	59	98	138
负债和股东权益	1,235	7,472	8,038	8,781	9,636

利润表

单位: 百万元人民币

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,264	1,705	2,349	3,233	4,462
营业成本	269	366	454	579	741
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	441	590	844	1,213	1,719
管理费用	108	208	233	291	376
研发费用	286	356	533	744	1,017
财务费用	2	(12)	(20)	(20)	(20)
资产减值损失	2	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	244	326	411	557	761
营业外收支	0	(989)	0	0	0
利润总额	242	(650)	431	577	781
所得税	11	18	43	52	78
净利润	232	(668)	388	526	703
少数股东损益	15	36	29	39	40
归属母公司净利润	216	(704)	360	487	663
EBITDA	185	215	334	456	662
EPS (元)	0.11	(0.36)	0.18	0.25	0.34

现金流量表

单位: 百万元人民币

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	339	339	340	438	479
净利润	216	(704)	360	487	663
折旧摊销	28	34	53	54	58
营运资金变动	165	1,129	49	33	(105)
其它	(71)	(119)	(122)	(136)	(137)
投资活动现金流	(83)	(83)	(304)	(331)	(355)
资本支出	(18)	0	(88)	(94)	(94)
投资变动	(65)	(83)	(216)	(238)	(261)
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	30	3,770	157	181	184
银行借款	562	(3,386)	0	0	0
股权融资	(229)	6,989	0	0	0
其他	(303)	168	157	181	184
现金净增加额	286	4,026	193	288	308
期初现金余额	449	733	4,759	4,952	5,240
期末现金余额	733	4,759	4,952	5,240	5,548

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	38%	35%	38%	38%	38%
营业利润增长	35%	34%	26%	36%	36%
归母净利润增长	38%	-426%	-151%	35%	36%
获利能力					
毛利率	79%	79%	81%	82%	83%
净利率	17%	-41%	15%	15%	15%
ROE	81%	-11%	5%	7%	8%
ROIC	87%	5%	5%	7%	8%
偿债能力					
资产负债率	78%	12%	13%	15%	15%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.08	8.55	7.62	6.88	6.74
速动比率	1.08	8.55	7.62	6.88	6.74
营运能力					
总资产周转率	1.02	0.23	0.29	0.37	0.46
应收账款周转率	9.55	7.02	6.16	6.16	6.17
存货周转率	-	-	-	-	-
每股指标 (元)					
每股收益	0.11	(0.36)	0.18	0.25	0.34
每股经营现金流	0.17	0.17	0.17	0.22	0.24
每股净资产	0.14	3.32	3.50	3.75	4.09
估值比率					
P/E	221.7	-	133.4	98.6	72.4
P/B	180.1	7.3	7.0	6.5	6.0
EV/EBITDA	381.1	327.5	211.3	154.4	106.4

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）在过去12个月内与明源云(00909)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。