

【广发计算机&海外】明源云 (00909.HK)

收入降幅收窄，盈利扩大，AI 产品与海外形成增量

核心观点：

- 根据公司 25 年业绩公告，25H2 盈利环比扩大。25 年收入 12.84 亿元，YoY-10.5% (H2 同比-5.1%)，归母净利润为 0.31 亿元，经调整净利润为 1.01 亿元，其中 H1/H2 分别为 0.33/0.68 亿元，盈利扩大；毛利率同比+2.0pct 至 78.4%。持续降本增效，25 年销售+研发+管理费用率同比-15.2pct。
- 云服务：收入降幅收窄，AI 业务、海外市场签约额翻倍。25 年云服务收入同比-9.4%至 10.82 亿元，其中 25H2 同比-4.3%，降幅收窄。客户关系管理收入同比-10.6%，其中云客收入同比-7.5%，售楼处数量同比-7.6%至 0.97 万个，ARPU 同比+0.1%至 7.69 万元；云客 AI 产品 25 年签约额近 5,400 万元，同比+92.9%，新增签约不动产售楼处 1,500 个，新签约项目客单价升至 3.6 万。项目建设收入同比-11.0%，降幅收窄 (25H2 同比+3.6%)，合作建筑工地数同比-11.8%至 4,635 个，ARPU 同比+0.9%至 2.38 万元。资产管理&运营收入同比+5.1%；天際 PaaS 平台收入同比-11.6%，降幅收窄 (25H2 同比+3.3%，转为正增长)。海外：25 年签约金额超 3,000 万元；已在日本、东南亚和中国香港建立本地化团队，有望进入 3 至 5 年的加速发展阶段。
- ERP 业务：25 年收入同比-15.9%，毛利率同比+10.6pct 至 41.0%。
- 盈利预测与投资建议。公司持续创新 AI 产品，拓展海外市场，并不断降本增效。预测 26~28 年收入降幅继续收窄并企稳，分别为 12.29/12.25/12.37 亿元，费用率持续优化，预测盈利继续扩大，分别为 0.56/0.78/1.03 亿元。参考可比公司估值，考虑公司业务结构优化，现金储备充裕 (截至 25 年现金及等价物及定存约 35.5 亿元)，给予 26 年 4.5 倍 PS，对应合理价值 3.28 港元/股。维持“买入”评级。
- 风险提示。住宅市场低迷，政策不及预期；产业及基建市场拓展不及预期；AI 创新产品销售不及预期；海外拓展不及预期等。

盈利预测： (备注：货币若无特别说明均为人民币；汇率为 1 港元兑 0.88 人民币)

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	1,435	1,284	1,229	1,225	1,237
增长率 (%)	-12.5%	-10.5%	-4.2%	-0.4%	1.0%
EBITDA	-294	-108	-44	-24	-2
归母净利润	-190	31	56	78	103
增长率 (%)	-	-	81.6%	41.2%	30.9%
EPS (元/股)	-0.10	0.02	0.03	0.04	0.05

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	2.23 港元
合理价值	3.28 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-12

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

分析师：

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究：

【广发计算机&海外】明源云 2025-08-30
(00909.HK):持续提质降本, 终转盈利, AI 及海外释放增量

【广发计算机&海外】明源云 2025-04-13
(00909.HK):亏损持续收窄, 积极降本, 发力 AI 及海外

盈利预测与投资建议。

分业务方面，

客户关系管理业务方面，云客AI产品作为新增长引擎，加速与国内主流短视频平台及其生态伙伴合作，完善从内容生产、线索获取到转化跟进的循环能力，提升云客AI产品在不动产开发商客群中的渗透率与复购率，同时探索汽车等非不动产行业客户机会。随着地产行业逐渐企稳，预测26~28年国内配备云客的售楼处数量降幅收窄，云客AI产品矩阵丰富度及渗透率提升，推动ARPU值提升，驱动云客业务降幅收窄并企稳。

项目建设方面，聚焦国企平台公司客群，受产业和基建项目渗透率提升，预计26~28年配备项目建设产品的工地数降幅收窄，ARPU值小幅提升。

资产管理及运营业务加大拓展中腰部国企客群，预测26~28年维持稳健增长。

天际PaaS、ERP业务聚焦优质国企客户，26~28年收入降幅收窄。

综上，随着地产行业逐渐企稳，公司拓展国企客户、产业基建项目，公司核心主业降幅收窄。AI产品及海外市场形成增量，25年签约额分别约5,400万元（同比+92.9%）和3,000万元，AI产品目前渗透率还有增量空间，海外业务处于扩张阶段，多个产品线已验证增长潜力。预测公司26~28年收入降幅收窄，毛利率基本稳定，费用率持续优化，利润逐步扩大。

考虑SaaS公司费用前置化，收入持续性强，我们采用PS估值。选取可比公司Adobe（图形、文档、营销云等领域SaaS公司）、Salesforce（以CRM起家的SaaS公司）、金蝶国际（企业管理云 SaaS 服务商）、广联达（建筑工程造价与施工软件服务商转云），前3家为通用型SaaS公司，广联达为建筑行业SaaS公司。根据彭博一致预期，Salesforce和Adobe 26年收入约10%左右增长，PS估值约3.7~3.9倍。根据iFind一致预期，金蝶国际26年收入13%增长，PS估值3.3倍；广联达业绩受地产行业影响较大，26年收入略增长，PS估值2.9倍。

参考可比公司估值，考虑行业逐渐企稳，公司业务结构优化，现金储备充裕（截至25年现金及等价物及定存约35.5亿元），给予26年4.5倍PS，对应合理价值3.28港元/股。维持“买入”评级。

风险提示。住宅市场低迷，政策不及预期，新房建设及销售不及预期，导致云客业务继续受拖累；产业及基建市场拓展不及预期，导致项目建设业务、资管业务发展不及预期；AI创新产品销售不及预期；海外拓展不及预期等。

表 1: 明源云云服务关键经营数据预测表 (人民币百万元)

单位: 百万元人民币	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
客户关系管理收入	946	859	768	745	738	746
同比增长	-9.2%	-9.2%	-10.6%	-3.0%	-1.0%	1.1%
云客收入	869	811	751	729	724	733
同比增长	-4.9%	-6.6%	-7.5%	-2.8%	-0.8%	1.3%
国内配备云客的售楼处数量 (个)	11,601	10,563	9,756	9,268	8,990	8,900
同比增长	-5.5%	-8.9%	-7.6%	-5.0%	-3.0%	-1.0%
云客 ARPU 值 (万元/个, 按楼盘)	7.49	7.68	7.69	7.87	8.05	8.24
同比增长	0.7%	2.6%	0.1%	2.3%	2.3%	2.3%
非云客收入	77	48	17	16	14	13
同比增长	-39.7%	-38.5%	-63.7%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
项目建设收入	157	124	110	104	100	99
同比增长	32.7%	-20.7%	-11.0%	-6.2%	-3.1%	-1.1%
配备项目建设产品的工地数 (个)	6,876	5,257	4,635	4,264	4,051	3,929
同比增长	-3.8%	-23.5%	-11.8%	-8.0%	-5.0%	-3.0%
ARPU(万元/个, 按工地数)	2.28	2.36	2.38	2.43	2.48	2.53
同比增长	37.9%	3.8%	0.9%	2.0%	2.0%	2.0%

数据来源: 明源云财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 明源云分业务预测表 (人民币百万元)

营收(百万元人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	24H1	24H2	25H1	25H2
云服务	1,195	1,082	1,048	1,043	1,056	612	583	525	558
客户关系管理	859	768	745	738	746	441	418	383	384
项目建设	124	110	104	100	99	62	62	47	64
资产管理及运营	100	105	110	116	121	46	53	47	58
天际 PssS 平台	112	99	89	89	89	62	50	48	52
本地化部署软件及服务	240	202	181	181	181	108	132	81	121
合计	1,435	1,284	1,229	1,225	1,237	720	715	606	678
收入增速	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	24H1	24H2	25H1	25H2
云服务	-10.7%	-9.4%	-3.2%	-0.5%	1.2%	-3.6%	-17.1%	-14.3%	-4.3%
客户关系管理	-9.2%	-10.6%	-3.0%	-1.0%	1.1%	-6.0%	-12.3%	-13.1%	-8.0%
项目建设	-20.7%	-11.0%	-6.2%	-3.1%	-1.1%	4.9%	-36.4%	-25.5%	3.6%
资产管理及运营	14.2%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	30.5%	3.0%	2.0%	7.8%
天际 PaaS 平台	-24.6%	-11.6%	-10.0%	0.0%	0.0%	-12.0%	-36.0%	-23.5%	3.3%
本地化部署软件及服务	-20.4%	-15.9%	-10.0%	0.0%	0.0%	-15.1%	-24.2%	-24.8%	-8.5%
合计	-12.5%	-10.5%	-4.2%	-0.4%	1.0%	-5.5%	-18.5%	-15.9%	-5.1%
收入占比	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	24H1	24H2	25H1	25H2
云服务	83.3%	84.3%	85.2%	85.2%	85.3%	85.0%	81.6%	86.6%	82.2%
本地化部署软件及服务	16.7%	15.7%	14.8%	14.8%	14.7%	15.0%	18.4%	13.4%	17.8%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	24H1	24H2	25H1	25H2
云服务	86.4%	85.3%	85.2%	85.0%	84.8%	88.5%	84.1%	86.7%	84.0%
本地化部署软件及服务	29.4%	41.0%	41.2%	41.4%	41.6%	33.3%	26.3%	38.5%	42.7%
合计	76.9%	78.4%	78.7%	78.5%	78.5%	80.2%	73.5%	80.2%	76.7%

数据来源: 明源云财报, 广发证券发展研究中心

表 3: 明源云利润表简表

单位: 百万元人民币	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,640	1,435	1,284	1,229	1,225	1,237
增长率	-10.5%	-12.5%	-10.5%	-4.2%	-0.4%	1.0%
毛利	1,303	1,103	1,006	967	962	971
%销售收入	79.5%	76.9%	78.4%	78.7%	78.5%	78.5%
销售费用	922	758	591	549	536	531
%销售收入	56.2%	52.8%	46.1%	44.7%	43.8%	42.9%
管理费用	520	244	167	153	148	145
%销售收入	31.7%	17.0%	13.0%	12.5%	12.1%	11.7%
研发费用	643	482	375	345	333	326
%销售收入	39.2%	33.6%	29.2%	28.0%	27.2%	26.4%
财务费用	-175	-179	-133	-125	-127	-132
%销售收入	-10.7%	-12.5%	-10.3%	-10.2%	-10.4%	-10.6%
除税前利润	-589	-197	24	61	87	114
利润率	-35.9%	-13.8%	1.9%	5.0%	7.1%	9.2%
净利润(含少数股东损益)	-587	-190	30	55	78	102
归属于母公司的净利润	-586	-190	31	56	78	103
净利率	-35.7%	-13.2%	2.4%	4.5%	6.4%	8.3%
经调整净利润	-170	-44	101	112	129	148
经调整净利率	-10.4%	-3.1%	7.8%	9.1%	10.5%	12.0%

数据来源: 明源云财报, 广发证券发展研究中心

表 4: 可比公司估值表

公司	交易币种	最新收盘价(美元	总市值(亿元人	EPS(美元/RMB 元)		PS(X)		收入 YoY	
		/港元/RMB)	民币/美元)	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Salesforce	USD	176.4	1,628	12.24	13.40	3.9	3.5	9.3%	11.2%
Adobe	USD	239.3	967	23.48	25.69	3.7	3.4	10.1%	9.1%
金蝶国际	HKD	11.2	185	0.36	0.43	2.9	2.7	1.4%	5.0%
广联达	CNY	8.5	263	0.12	0.22	3.3	2.9	13.2%	13.3%
行业平均值						3.5	3.2		

数据来源: Bloomberg, iFind, 广发证券发展研究中心 注: 股价截至2026年4月9日收盘价; Salesforce、Adobe盈利预测来自彭博一致预期, 金蝶国际、广联达盈利预测来自iFind一致预期。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	4,114	3,552	3,654	3,593	3,707
现金及现金等价物	1,945	1,665	1,863	1,893	2,081
应收账款及票据	78	94	84	79	82
存货	4	6	4	4	4
其他	2,087	1,787	1,702	1,617	1,540
非流动资产合计	1,335	1,558	1,585	1,614	1,645
固定资产净值	163	140	131	122	113
长期投资	862	1,113	1,147	1,181	1,217
商誉及无形资产	70	250	250	251	252
其他	240	55	57	60	63
资产总额	5,448	5,110	5,239	5,208	5,351
流动负债合计	685	729	802	692	733
短期借款	0	113	200	100	150
应付账款及票据	25	30	26	27	28
其他	660	586	575	565	555
非流动负债合计	61	30	30	31	31
长期借款	0	3	3	3	3
其他非流动负债	61	27	28	28	29
总负债	746	758	832	723	764
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	4,712	4,562	4,618	4,696	4,799
其他	-10	-212	-212	-212	-212
归母权益总额	4,703	4,351	4,406	4,484	4,587
少数股东权益	0	1	1	1	0
股东权益合计	4,703	4,352	4,407	4,485	4,587
负债及股东权益合计	5,448	5,110	5,239	5,208	5,351

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	1,435	1,284	1,229	1,225	1,237
营业成本	332	278	262	263	266
毛利	1,103	1,006	967	962	971
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	758	591	549	536	531
行政管理费用	244	167	153	148	145
研发费用	482	375	345	333	326
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	-381	-127	-80	-56	-31
利息收入	184	136	128	130	134
利息支出	4	3	3	3	3
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	5	19	17	15	14
除税前利润	-197	24	61	87	114
所得税	-8	-6	6	9	11
合并净利润	-190	30	55	78	102
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-190	31	56	78	103

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	-71	-	71	95	108
合并净利润	-190	-	55	78	102
折旧与摊销	82	-	19	17	16
营运资本变动	-125	-	11	12	0
其他非经营性调整	162	-	-14	-12	-11
投资活动现金流净额	-1,675	-	43	38	32
处置固定资产收益	1	-	17	15	14
资本性支出	-7	-	-10	-9	-8
投资资产支出	-1,674	-	38	34	29
其他	5	-	-3	-3	-3
融资活动现金流净额	-292	-	84	-103	47
长期债权融资	-39	-	0	0	0
股权融资	-82	-	0	0	0
支付股利	-168	-	0	0	0
其他	-4	-	84	-103	47
现金净增加额	-2,028	-281	198	30	188
期初现金余额	3,973	1,945	1,665	1,863	1,893
期末现金余额	1,945	1,665	1,863	1,893	2,081

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	-12.5%	-10.5%	-4.2%	-0.4%	1.0%
营业利润增长率	-	-	-	-	-
归母净利润增长率	-	-	81.6%	41.2%	30.9%
获利能力					
毛利率	76.9%	78.4%	78.7%	78.5%	78.5%
净利率	-13.2%	2.4%	4.5%	6.4%	8.3%
ROE	-4.0%	0.7%	1.3%	1.7%	2.2%
偿债能力					
资产负债率	13.7%	14.8%	15.9%	13.9%	14.3%
有息负债率	0.0%	2.3%	3.9%	2.0%	2.9%
流动比率	6.0	4.9	4.6	5.2	5.1
利息保障倍数	-85.3	-39.3	-22.8	-15.7	-6.3
营运能力					
应收账款周转天数	18.1	24.1	24.6	23.3	23.8
存货周转天数	7.1	6.3	6.0	5.7	5.4
应付账款周转天数	26.2	35.2	35.9	36.6	37.4
每股指标					
每股收益	-0.10	0.02	0.03	0.04	0.05
每股净资产	2.42	2.25	2.29	2.33	2.38
每股经营现金流	-	-	0.04	0.05	0.06
估值比率					
PE	-	182.5	67.8	48.0	36.7
PB	1.0	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

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 47 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	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 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）跟本研究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。

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。