

买入

ERP 业务定制化转型，助力不动产生态链升级

明源云 (0909.HK)

2022-01-25 星期二

目标价:	23.2 港元
现价:	17.9 港元
预计升幅:	29.8%

投资要点

➤ 市场环境变迁，公司 ERP 业务向订阅制全面转型：

公司在全面进入金融不动产开发、运营和服务市场后，开始启动公司 ERP 业务向订阅制转型。ERP 订阅制转型战略率先从中小房企开始试点，行业仍处于订阅制转型的萌芽期。在当前地产行业增速放缓的大环境背景下，如果公司的客户当年 IT 预算开始收缩，那么低单价的订阅制模式则更容易被客户接受，同时订阅制也使得公司未来收入确定性更高，持续性更强，现金流更好。公司预计 2022 年 SaaS 业务将持续高增长，ERP 业务在云转型的过程中，预计每年产生的订阅制收入能够达到此前授权维保业务收入的 25-30%。

➤ 借政策松动加速布局国企市场，战略升级覆盖不动产生态链：

三季度地产政策有所收紧，中小房企有较大现金流压力，因此公司短期拓客有一定难度，而公司推出开发、运营、服务综合解决方案，加速开拓国企市场，并且通过安全可控等信创认证，更好地服务国企客户。此外，公司对业务进行了战略升级，将业务重点由原来的住宅开发数字化转向不动产产业数字化扩展。公司客户范围覆盖扩大至住宅开发、产业建设、产业运营、物业服务、商业服务等领域，贯穿不动产生态链，进一步拓宽客户群。同时，面向这一战略升级，公司重点投入具备零代码/低代码 PaaS 特性的天际开放平台，帮助不动产生态链企业快速部署数字化基础设施。

➤ 看好公司业务在地产数据化趋势下加速渗透，维持买入评级：

由虽然房地产行业出现调整，但是公司所做的业务有助于房地产行业向智能化、数据化转型，同时也是未来确定性较高的发展趋势，因此在地产行业 IT 投入逐步提升，市场行业集中度不断提升的前提条件下，公司成长确定性较高。我们按照分布估值法，分别按照 ERP 业务 2022 年 7 倍 PS 及 SaaS 业务 12 倍 PS 进行估值，得出当前公司合理市值为 426 亿港元，因此给予公司 23.2 港币的目标价，维持“买入”评级。

重要数据

日期	2022-01-24
收盘价 (港元)	17.9
总股本 (百万股)	1,969
总市值 (百万港元)	35,789
净资产 (百万港元)	8,062
总资产 (百万港元)	9,161
52 周高低 (港元)	60.67/14.64
每股净资产 (港元)	4.03

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

GHTongRui Investment	20.52%
HengXinYuan Investment	15.39%
LINGFAN Investment	9.69%
MYC United Power	6.08%

相关报告

明源云 (0909.HK) - 首发报告-20200518

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

截至 12 月 31 日财政年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总营收 (百万元)	1,264	1,705	2,380	3,452	4,203
变动	38.47%	34.91%	39.59%	45.01%	21.75%
归母净利润 (百万元)	216	(704)	277	398	520
变动	37.73%	N/A	N/A	43.42%	30.70%
归母净利润率	17.12%	-41.31%	11.65%	11.52%	12.37%
每股盈利 (元)	0.11	(0.48)	0.19	0.27	0.35
基于股价的市销率 (倍)	22.69	16.81	12.05	8.31	6.82

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

報告正文

市场环境变迁，公司 ERP 业务向订阅制全面转型：

公司在全面进入金融不动产开发、运营和服务市场后，开始启动公司 ERP 业务向订阅制转型。ERP 订阅制转型战略率先从小房企开始试点，行业仍处于订阅制转型的萌芽期。在当前地产行业增速放缓的大环境背景下，如果公司的客户当年 IT 预算开始收缩，那么低单价的订阅制模式则更容易被客户接受，同时订阅制也使得公司未来收入确定性更高，持续性更强，现金流更好。公司通过打造 SaaS 三级增长引擎，首先云客和云链作为底层场景类创新 SaaS 产品，将未来核心业务全面 SaaS 化，为客户提供产业级开发平台和运营平台。同时在不动产产业链的上游和下游，以天际平台为核心，向客户提供低代码开发能力，面向供应商提供云采购平台以及针对物业公司提供云物业产品，天际开放平台是企业 PaaS 平台，能够实现 SaaS 产品矩阵化、PaaS 产品平台化、和客户定制生态化，目前已覆盖超过 1500 家企业用户。公司预计 2022 年 SaaS 业务将持续高增长，ERP 业务在云转型的过程中，预计每年产生的订阅制收入能够达到此前授权维保业务收入的 25-30%。

借政策松动加速布局国企市场，战略升级覆盖不动产生态链：

近期，银行已通知部分大型优质房企，针对出险企业项目的承债式收并购贷款不再计入“三条红线”，这一举措有利于房企盘活资产、提升运营管理需求增长。从需求端看，近期多个城市出台了诸如购房补贴、下调首套房房贷利率等需求刺激政策。从房企销售来看，虽然头部房企 12 月销售同比仍为负，但环比已呈现改善势头。另外三季度地产政策有所收紧，中小房企有较大现金流压力，因此公司短期拓客有一定难度，而公司推出开发、运营、服务综合解决方案，加速开拓国企市场，并且通过安全可控等信创认证，更好地服务国企客户。一方面，由于国企客户在增量及存量市场中均占据资源优势，在颁布集中供地新政后，具有资金优势的国企拿地更多；此外国企客户拥有大量不动产物业，但资产管理能力偏弱，具有较大的资产运营需求。另一方面，国企受限于预算、IT 人员编制，因此对数字化接受度和需求确定性更强。近期公司拿下武汉城建、福州城建、广州地铁、深圳地铁、临沂城建等国有企业项目，客单价显著高于民营住宅开发商。

此外，公司对业务进行了战略升级，将业务重点由原来的住宅开发数字化转向不动产产业数字化扩展。公司客户范围覆盖扩大至住宅开发、产业建设、产业运营、物业服务、商业服务等领域，贯穿不动产生态链，进一步拓宽客户群。同时，面向这

一战略升级，公司重点投入具备零代码/低代码 PaaS 特性的天际开放平台，帮助不动产生态链企业快速部署数字化基础设施。

看好公司业务在地产数据化趋势下加速渗透，维持买入评级：

公司为中国地产软件服务龙头地位提供商，目前市场份额排名第一，相信未来随着市场继续向头部集中。目前公司在智能硬件和数字营销空间发力，通过人脸识别和 AIoT 等技术赋能智慧营销分析，以期望持续提升云客 ARPU。同时，随着覆盖建筑工地数量增多，并且公司战略上兼顾大型和中小房企市场，从而加速覆盖更多工地，因此公司有望通过增加模块销售提升客单价。2021 年由于地产行业景气度较低，因此公司 ERP 业务增长有明显放缓，但相信订阅化转型使得公司未来收入有更好确定性和持续性。

由虽然房地产行业出现调整，但是公司所做的业务有助于房地产行业向智能化、数据化转型，同时也是未来确定性较高的发展趋势，因此在地产行业 IT 投入逐步提升，市场行业集中度不断提升的前提条件下，公司成长确定性较高。我们按照分布估值法，分别按照 ERP 业务 2022 年 7 倍 PS 及 SaaS 业务 12 倍 PS 进行估值，得出当前公司合理市值为 426 亿港元，因此给予公司 23.2 港币的目标价，维持“买入”评级。

财务报表预期

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
收入	1,264	1,705	2,380	3,452	4,203
成本	(269)	(366)	(503)	(730)	(845)
毛利	995	1,340	1,878	2,722	3,358
销售费用	(441)	(590)	(874)	(1,210)	(1,453)
管理费用	(108)	(208)	(286)	(414)	(504)
研发费用	(286)	(356)	(571)	(828)	(1,009)
其他收益	85	141	160	176	193
经营溢利	244	326	306	445	585
财务费用	(2)	12	12	12	12
可转债公允	0	(989)	0	0	0
除税前溢利	242	(650)	319	457	598
所得税	(11)	(18)	(26)	(37)	(48)
净利润	232	(668)	293	421	550
增长					
总收入(%)	38.5%	34.9%	39.6%	45.0%	21.8%
净利润(%)	42.1%	N/A	N/A	43.4%	30.7%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019A	2020A	2021E	2021E	2021E
物业, 厂房及设备	118	150	180	216	259
有使用权资产	51	63	63	63	63
无形资产	2	3	3	3	3
金融资产	36	26	26	26	26
其他固定资产	39	20	20	20	20
固定资产合计	246	262	292	328	372
存货	0	0	1	1	1
合约资产	25	48	67	97	118
合同采购成本	103	191	263	382	442
应收账款	21	30	42	60	74
其他流动资产	107	2,181	2,201	2,233	2,256
在手现金	732	4,759	5,206	5,897	6,542
流动资产合计	988	7,210	7,779	8,671	9,434
应付账款	24	43	59	86	99
其他应付款项	179	224	308	447	518
合同负债	378	549	755	1,096	1,269
其他流动负债	20	28	28	28	28
可转换优先股	314	0	0	0	0
流动负债合计	915	843	1,150	1,656	1,913
长期负债合计	49	59	59	59	59
股东权益合计	271	6,570	6,863	7,283	7,833

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
盈利能力					
毛利率(%)	78.7%	78.6%	78.9%	78.9%	79.9%
经营利润率(%)	19.3%	19.1%	12.9%	12.9%	13.9%
净利率(%)	18.3%	-39.2%	12.3%	12.2%	13.1%
ROE	85.5%	-10.2%	4.3%	5.8%	7.0%
营运表现					
费用/收入(%)	43.5%	46.8%	48.7%	47.1%	46.6%
实际税率(%)	4.4%	5.5%	8.3%	8.2%	8.2%
应收账款天数	6	6	6	6	6
应付账款天数	32	42	42	42	42
财务状况					
负债/权益	3.56	0.14	0.18	0.24	0.25
收入/总资产	1.02	0.23	0.29	0.38	0.43
总资产/权益	4.56	1.14	1.18	1.24	1.25

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019A	2020A	2021E	2021E	2021E
除税前收益	242	(650)	319	457	598
非现金调整	13	1,004	(12)	(12)	(12)
资本变动	95	108	183	306	139
已付所得税及利息	(11)	(23)	(11)	(22)	(33)
经营活动现金流	339	439	478	729	691
金融资产变动	(90)	(211)	0	0	0
购买固定资产	(16)	(44)	(30)	(36)	(43)
购买无形资产	(1)	(3)	0	0	0
其他投资活动	25	(1,795)	0	0	0
投资活动现金流	(83)	(2,053)	(30)	(36)	(43)
债务融资	29	(78)	0	0	0
资本融资	1	5,966	(2)	(2)	(2)
融资活动现金流	30	5,889	(2)	(2)	(2)
现金变化	286	4,275	446	691	646
期初持有现金	448	732	4,759	5,206	5,897
汇兑变化	(1)	(216)	0	0	0
期末持有现金	732	4,791	5,206	5,897	6,542

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>