

明源云 (00909)

证券研究报告

2021 年 01 月 24 日

经调整净利高增势头持续，SaaS 净利有望改善

事件：

1 月 22 日，公司发布 2020 年盈利预警。公司 2020 年预计亏损 6.9~7.5 亿元（人民币，下同），主要由于期内确认优先股公允价值亏损约 9.89 亿元；全年经调整净利润 3.3~3.9 亿元，较 2019 年经调整净利润 2.36 亿元同比增长 39.8%~65.3%。

点评：

1、经调整净利润增长符合预期，高增长势头持续

2020 年，公司经调整净利润上半年同比增长 141.5%，下半年同比增长 4.9%~39.0%，全年经调整净利润同比增长约 39.8%~65.3%，依然保持较快增长势头。

2020 年 H2 较 H1 增速有所放缓的原因可能为：

1) 公司 2019 年下半年业务发展势头强劲，云 ERP 的推广使得 ERP 纯利率大幅提升、SaaS 亏损随着营收高增带来的规模效应进一步收窄，因而 2019 年下半年净利润基数较上半年显著抬升；

2) 公司加大研发或营销投入。2020 年下半年，公司推出数字化解决方案、天际 PaaS 平台、天擎数字决策产品线等一系列新产品，创新进程加速；加之公司持续深耕大客户，并向县域级进行下沉，预计营销投入也有所增加。

2、SaaS 净利有望改善乃至扭亏

乐观情况下：假设 2020 年公司经调整后的净利润为 3.9 亿元，即使假设 ERP 净利率高达 40%（较 2019 年的 36.2%提升 3.8 个百分点；给定净利总和条件下，ERP 净利润越高，则 SaaS 净利润越低），ERP 15%/20%/25%的收入增速对应 SaaS 净利润为 4,310/2,801/1,293 万元。即经调整净利润达到上限条件下 SaaS 大概率扭亏。

中性情况下：假设 2020 年公司经调整后的净利润为 3.6 亿元，即使假设 ERP 净利率高达 40%，ERP 15%/20%/25%的收入增速对应 SaaS 净利润为 1,310/-199/-1,707 万元，较 2019 年 SaaS 净利润亏损大幅改善，有望扭亏。

悲观情况下：假设 2020 年公司经调整后的净利润为 3.3 亿元，即使假设 ERP 净利率高达 40%，ERP 15%/20%/25%的收入增速对应 SaaS 净利润为 -1,690/-3,199/-4,707 万元。即仅在经调整净利润接近预告下限、ERP 纯利率高企、增速同比高增的极端情况下，SaaS 亏损才可能较 19 年略有增长，其他情况下均为亏损改善乃至扭亏。

需说明的是，上述对 ERP 的净利率假设相对较高，若 20 年 ERP 净利率不及 40%（即 2020 年下半年 ERP 净利率低于 38.7%），则 SaaS 净利润计算结果将更加乐观。

基于公司年度业绩预告，我们调降了对于公司其他收入中理财产品收益率的假设，预计公司 2020~2022 年营业收入分别为 18.31/25.89/36.17 亿元，同比增长 44.83%、41.42%、39.71%；经调整后净利润分别为 3.62/5.60/8.25 亿元，对应 P/S 46.70/33.03/23.64 倍（人民币兑港币汇率为 1:0.84），给予“增持”评级。

风险提示：公司业务发展不及预期，竞争格局变化，地产开发行业增速下行

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	52.85 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,927.15
港股总市值(百万港元)	101,849.88
每股净资产(港元)	0.22
资产负债率(%)	73.75
一年内最高/最低(港元)	57.75/25.00

作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
王倩雯	联系人
wangqianwen@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《明源云-首次覆盖报告:何以明源——基于竞争视角的解读》
2020-10-16

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com