

房地产 SaaS 龙头，行业信息化+自身平台化驱动广阔空间

——明源云 (0909.HK) 投资价值分析报告

海外公司深度

明源云是国内最大的房地产开发商软件解决方案提供商，为房地产开发商提供 ERP 解决方案、以及用于协助开发商与客户、供应商协同的 SaaS 产品。2019 年公司在中国房地产开发商软件解决方案市场的市占率 18.5%，在房地产 ERP 解决方案/SaaS 产品领域的市占率分别为 16.6%/23.3%。

◆**信息化渗透催生房地产软件市场广阔空间，SaaS 模式占上风增速更佳**
中国房地产行业信息化水平滞后，19 年中国房地产信息化市场规模 170 亿，软件解决方案渗透率仅 0.1% (vs 美国 1.55%)，信息化渗透驱动其快速增长。其中中国房地产开发商软件解决方案市场规模 69 亿，将与房地产全产业链软件市场同步增长，Frost & Sullivan 预测 19-24E CAGR 为 31%。19 年 SaaS 产品渗透率为 32%，Frost & Sullivan 预测 SaaS 及本地部署市场规模 19-24E CAGR 分别为 49%/16%，22 年 SaaS 渗透率或超 50%。

◆**明源云龙头地位稳固，垂直优势突出，份额稳中有升驱动更快增长**
中国房地产开发商软件解决方案市场行业参与者超 100 家，以 19 年收入计，前五大厂商明源云/金蝶/SAP/广联达/用友的市场份额分别为 18.5%/6.2%/6.0%/4.6%/4.1%。公司聚焦房地产领域具备垂直行业专业化优势，后本土通用型 ERP 厂商采取低价竞争但产品服务专业度欠佳；而海外通用 ERP 价格高、适用性差，对明源竞争威胁有限；BAT 方切入在营销端拥有流量优势，但专业度不足、有效客户转化率待提升。

◆**头部客户覆盖完整，提高模块覆盖率+下沉开发新客户驱动收入高增长**
19 年中国房地产开发商合计约 3 万家，明源云在头部客户覆盖较为完整，覆盖房地产开发商近 3000 名（包括 99 家百强开发商）；具备超高客户留存率以及稳定有激励的销售渠道，通过在既有的头部客户提高模块覆盖率、下沉开发中小型客户有望驱动公司整体收入延续高速增长。

◆盈利预测、估值与评级

公司 ERP 解决方案和 SaaS 产品有望延续稳定快速成长，我们预计 19-22E 营收/净利润 CAGR 为 36%/33%，公司当前股价对应 21 年 27 倍 P/S。参考垂直行业型 SaaS 同业 21 年 PS 估值区间在 18-27x，考虑到房地产行业信息化渗透叠加自身平台化拓展，明源云面对广阔发展空间，未来业绩成长性有望高于同业、同时公司向房地产产业链上下游协同效应更强、平台化转型进度快于同业有助享受高估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

◆**风险提示：**云业务增速不及预期；云业务盈利不及预期；中小型客户拓展不及预期；次新股估值偏高风险

明源云业绩预测和估值指标

指标 (单位: 人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	913	1,264	1,738	2,369	3,187
营业收入增长率	57.5%	38.5%	37.5%	36.3%	34.5%
净利润 (百万元)	157	216	311	383	509
净利润增长率	114.8%	37.7%	41.2%	20.4%	32.9%
EPS (元)	0.12	0.16	0.17	0.20	0.27
P/S	50	36	37	27	20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截取时间为 2020 年 10 月 16 日

增持 (首次)

当前价: 34.1 港元

分析师

付天姿 (执业证书编号: S0930517040002)

CFA · FRM

021-52523692

futz@ebcn.com

吴柳燕 (执业证书编号: S0930519070004)

021-52523690

wuliuyan@ebcn.com

市场数据

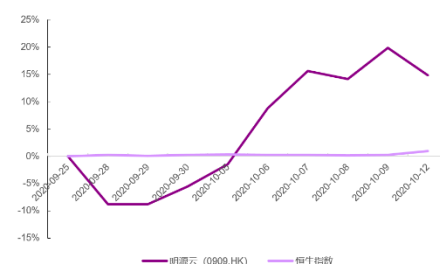
总股本(亿股): 18.71

总市值(亿元): 659.53

一年最低/最高(元): 25-37.5

近 3 月换手率: 235.3%

股价表现(上市后)



资料来源: Bloomberg

投资要件

关键假设

2019 年明源云营收为 12.64 亿元人民币，同比增长 38%。中国房地产开发商软件解决方案渗透率低、尚处于早期发展阶段，未来发展空间广阔，公司龙头地位稳固，同时产业链上下游协同效应凸显有望驱动公司业务持续高速增长，我们预计公司 20-22E 营收增速分别为 37%/36%/35%。

创新之处

中国房地产开发商软件解决方案市场参与者众多，包括国内通用及垂直厂商、海外通用厂商以及 BAT，各家存在各自的优劣势。我们从收入能力（规模、增速、云业务占比）、客户数量、产品功能及定价、盈利能力（毛利率、净利率、各项费用率）等角度展开详细对比，分析公司核心竞争能力。

股价上涨的催化因素

- 1) 公司 SaaS 收入增速超预期：市场对其主流估值方法采取整体 PS 估值法，若公司 SaaS 业务收入超预期有助公司估值抬升。
- 2) SaaS 业务盈利超预期改善：受益于规模效应体现，公司 SaaS 业务亏损逐年收窄，若 SaaS 业务盈利能力超预期，将驱动公司整体净利润超预期有助于股价上升。

估值与评级

中国房地产行业信息化持续渗透驱动房地产信息化市场广阔空间有望逐步兑现，明源云在房地产开发商软件解决方案市场龙头地位稳固，同时向产业链上下游提供协同性产品持续推进平台化转型有助于估值抬升，市场份额稳中有升驱动其未来业绩成长性继续高于同业，我们预计公司 19-22E 营收/净利润 CAGR 分别为 36%/33%，公司当前股价对应 21 年 27 倍 P/S。参考垂直行业型 SaaS 同业 21 年 PS 估值区间在 18-27x，考虑到房地产行业信息化渗透叠加自身平台化拓展，明源云面对广阔发展空间，未来业绩成长性有望高于同业、同时公司向房地产产业链上下游协同拓展效应更强、平台化转型进度快于同业有助享受高估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

目 录

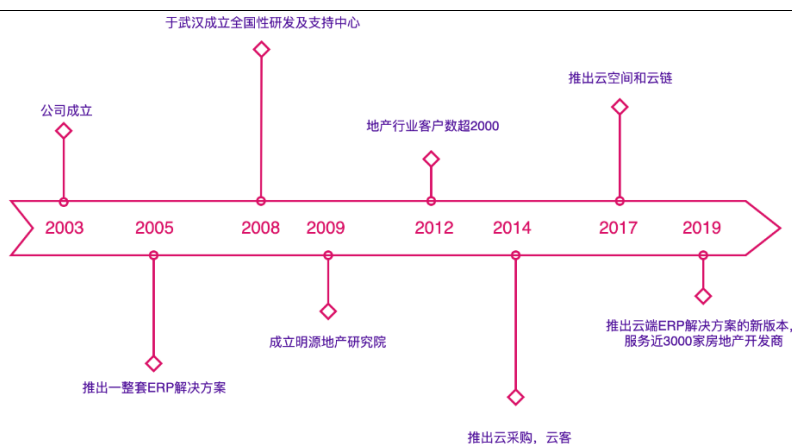
1、 中国最大的房地产开发商软件解决方案龙头	4
1.1、 发展历程	4
1.2、 股权结构	4
1.3、 收入结构	6
1.4、 客户拓展策略	10
2、 中国房地产软件市场快速增长，SaaS 模式占上风增速更佳	12
2.1、 中国房地产行业信息化水平滞后，信息化渗透带动广阔市场空间	12
2.2、 开发商向精细化管理模式转型，加快信息化渗透进程	13
2.3、 房地产开发商软件服务市场将与全产业链 IT 需求实现同步快速增长	16
2.4、 房地产 SaaS 市场增速显著快于本地部署，22 年 SaaS 渗透率或超 50%	16
3、 明源云龙头地位稳固，份额稳中有升驱动其更快增长	18
3.1、 明源云具备垂直行业专业化优势，超高客户留存率+稳定销售渠道驱动 SaaS 业务高增长	18
3.2、 本土通用型 ERP 厂商低价竞争，但产品服务专业度不足	20
3.3、 BAT 在营销端拥有流量优势，但专业度不足、有效客户转化率待提升	22
3.4、 海外通用 ERP 价格高、适用性差，对明源竞争威胁有限	23
3.5、 美国垂直行业 SaaS 企业相比通用 SaaS 享受更高估值溢价	24
4、 盈利预测	29
5、 估值水平	30
5.1、 相对估值	30
5.2、 绝对估值	31
6、 投资评级	32
7、 风险提示	32
8、 附录	33

1、中国最大的房地产开发商软件解决方案龙头

1.1、发展历程

明源云集团控股有限公司（以下简称“明源云”）于 2003 年由高宇、陈晓晖、姜海洋共同出资创立，公司成立后一直致力于推动中国房地产行业的数字化转型，2006 年为房地产开发商推出一套综合 ERP 解决方案，以管理其整个组织的业务流程；并于 2014 年启动云端转型，开始陆续推出云采购、云客、云空间及云链等 SaaS 产品。2019 年公司占据中国房地产开发商软件解决方案市场份额 18.5%，服务约 4000 名终端集团客户，其中房地产开发商近 3000 名（包括 99 家百强开发商）。

图 1：公司历史发展里程碑



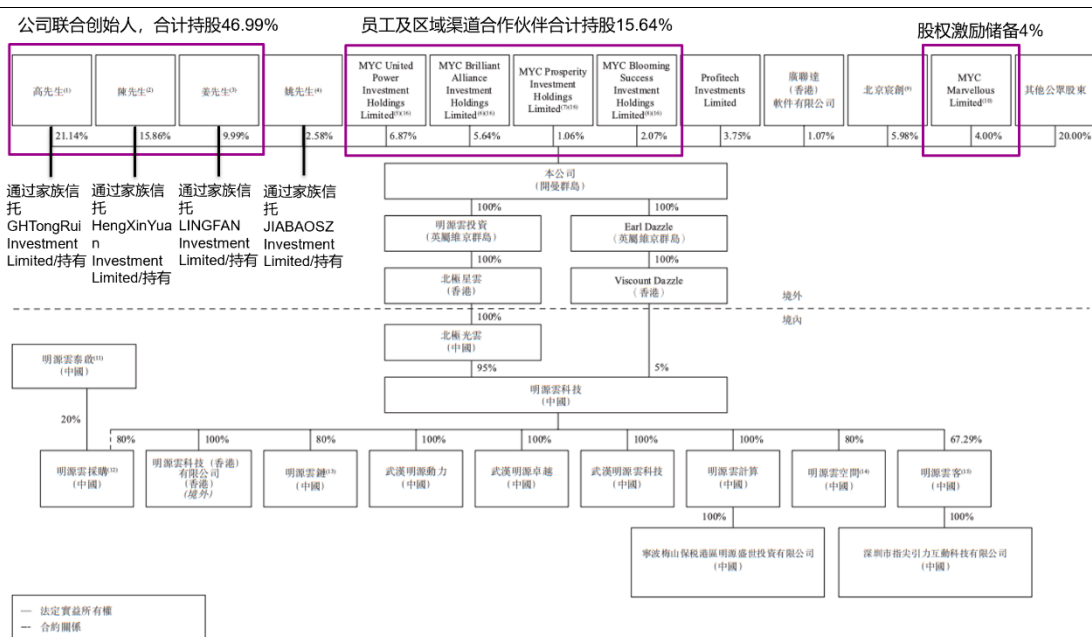
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

1.2、股权结构

紧随公司全球发售完成后，高宇、陈晓晖、姜海洋通过多个中间实体持有并控制公司已发行股本合共约 47%，且仍为明源云集团的控股股东。高宇在公司担任董事会主席，持股 21.14%。陈晓晖担任副总裁，持股 15.86%。姜海洋为行政总裁，持股 9.99%。副总裁姚武持股 2.58%。高宇、陈晓晖、姜海洋、姚武分别通过家族信托 GHTongRui Investment Limited、HengXinYuan Investment Limited、LINGFAN Investment Limited、JIABAOSZ Investment Limited 持有公司股份。公司员工、前员工以及区域渠道合作伙伴通过持股平台共计持有公司股份 15.64%，另有 4% 股份作为股权激励计划下的储备。此外投资机构北京宸创，Profitech Investments Limited 分别持股 5.98%/3.75%，建筑工程领域平台提供商广联达持股 1.07%，剩下 20% 的股份由公众股东持有。

高管团队技术经验深厚。高宇、陈晓晖、姜海洋在中国房地产或技术及产品创新方面拥有约 20 年相关经验。高管团队在创新软件解决方案方面平均拥有 17 年经验，为公司发展提供深厚的技术及经验基础。

图 2：紧随全球发售完成后(假设所有 A 系列优先股已按 1:1 的比例转换为本公司普通股且超额配股权并无获行使) 公司股权架构



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

表 1：公司主要高管及介绍

姓名	职务	介绍
高宇	执行董事、董事会主席	2003 年 11 月共同创立明源云，负责集团整体战略规划、业务指导及公司管理。 2019 年 7 月获委任为董事 2020 年 6 月调任为执行董事，获委任为董事会主席 在为中国房地产业开创软件解决方案方面拥有约 20 年的经验
陈晓晖	执行董事、副总裁	2003 年 11 月共同创立明源云，负责董事会与公司营运及管理有关的工作及监督产品的研发 2020 年 3 月获委任为董事 2020 年 6 月获委任为副总裁 于技术和产品创新方面具备深厚专业知识，拥有约 20 年的相关经验
姜海洋	执行董事、行政总裁	2003 年 11 月共同创立明源云，负责董事会与公司营运及管理有关的工作 2020 年 3 月获委任为董事 2020 年 6 月调任为执行董事并获委任为行政总裁 在房地产及技术行业积约 20 年相关经验 2000 年 10 月至 2005 年 12 月在深圳市安永华明会计师事务所担任审计师(2003 年 10 月升为高级审计师)
蒋科阳	执行董事、首席财务官、联席公司秘书	2005 年 11 月至 2008 年 5 月任深圳市深讯信息技术股份有限公司财务总监 2008 年 5 月加入明源云，负责监督财务及会计事务、投资者关系以及投资和收购 2020 年 3 月获委任为董事 2020 年 6 月调任为执行董事，并获委任为首席财务官兼联席公司秘书之一
姚武	副总裁	2006 年 10 月加入明源云，主要负责 SaaS 产品云客。 2006 年 10 月至 2009 年 9 月担任明源云科技的销售及营销副总裁。 2009 年 9 月创办明源地产研究院并于 2009 年 9 月至 2014 年 7 月担任该院院长。 2014 年 7 月起，担任明源云客的董事会主席兼行政总裁

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

1.3、收入结构

公司房地产开发商软件解决方案业务可分为 ERP 解决方案和 SaaS 产品。根据弗若斯特沙利文,2019 年公司在国内房地产 ERP 解决方案和 SaaS 产品领域均为最大供应商,在房地产 ERP 解决方案和 SaaS 产品领域分别占有 16.6%和 23.3%的市场份额。

ERP 解决方案是通过本地部署或私有云的基础架构,专注于简化及优化房地产开发商内部管理的软件解决方案,收费模式为初次的软件许可费用以及持续的产品支持和增值服务费用。ERP 解决方案可以有效地整合及管理企业资源,并优化核心业务功能,包括销售及营销、采购、成本管理、项目管理、预算以及房地产资产管理;此外,还为客户提供一系列交付及产品支持服务,以确保 ERP 解决方案的成功实施及有效运行。由于开发商对内部数字和业务流程的核心数据更加敏感,本地部署的模式更加适合此类涉及内部管控的业务。

SaaS 产品是通过云基础架构,用于协助房地产开发商与客户、供应商及其他供应商协同的产品,收费模式为订阅费加上实施费用等服务费用。SaaS 产品包括云客、云链、云采购及云空间,可帮助房地产开发商、供应商、资产管理公司、物业管理公司优化其采购、建造、营销及销售、房地产资产管理及其他房地产相关业务的运营方式。不同于 ERP 业务,此类有关协同的业务不涉及企业内部核心,且产品标准化程度更高,更加适合云端部署。

图 3: 公司云 ERP 业务说明



资料来源: 公司招股说明书

表 2: ERP 解决方案对比 SaaS 产品

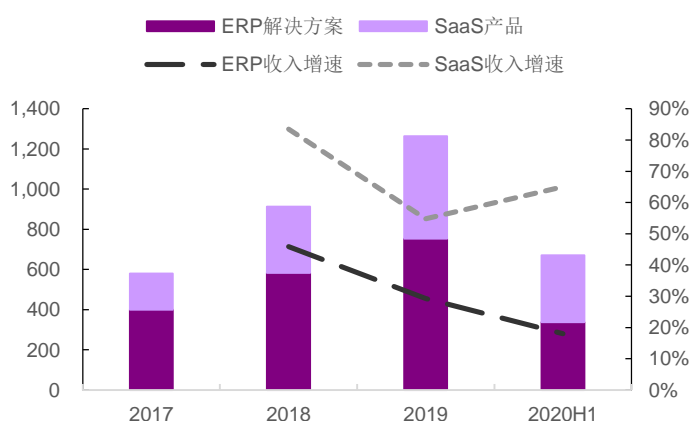
	ERP 解决方案	SaaS 产品
定位	专注于简化及优化房地产开发商内部管理的软件解决方案	基于业务情景定制的产品,用于协助房地产开发商与客户、供应商及其他供应商协同
收费模式	固定的初始许可及实施费用以及持续的产品支持及增值服务经常性费用	各种收费模式,包括订阅费、实施费用等,一般于合约期内收取
实施方法	通过本地部署或私有云基础架构	通过云基础架构
定制程度	一般专门为迎合特定客户需求而定制	有一定程度定制的相对标准化产品
产品支持要求	持续产品支持要求	相对较少的持续产品支持要求

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

ERP 解决方案为公司主要收入来源，SaaS 产品实现高增长。2019 年公司总营收为 12.64 亿元人民币，同比增长 38%，其中 ERP 解决方案营收 7.54 亿元人民币，同比增长 29%；SaaS 产品营收 5.10 亿元人民币，同比增长 55%。SaaS 产品收入占比日益增厚，17/18/19 年 ERP 解决方案收入占比分别为 69%/64%/60%，SaaS 产品营收占比由 17 年的 31% 增长至 19 年的 40%，未来 SaaS 产品有望超越 ERP 解决方案成为公司最主要收入来源。

2020H1 公司实现营收 6.71 亿元人民币，同比增长 37%，其中来自 ERP 解决方案/SaaS 产品的收入分别为 3.37/3.33 亿元人民币，分别同比增长 18%/65%，SaaS 产品的收入占比进一步提升至 49.7%。SaaS 产品收入的大幅增长主要由于云客产生的收入的增加：1) 云端产品功能的市场接受度越来越高，尤其是通过数字化推动终端客户业务运营并最大限度地减少或避免人与人直接接触，从而有效应对疫情带来的挑战，使 SaaS 产品在疫情爆发期间需求上升；2) 在现有客户中 SaaS 产品与 ERP 解决方案之间成功的交叉销售。

图 4：公司收入结构及分业务收入同比增速（单位：百万元人民币）



资料来源：公司招股说明书

➤ ERP 解决方案

ERP 解决方案业务收入由初次的软件许可收入、实施收入以及后期产品支持、增值服务收入构成。软件许可由运营解决方案和核心业务解决方案两方面组成，运营解决方案通过提供广泛的分析和工具以及可行的数据洞察，可以智能地告知高级管理人员主要运营指标和追踪业务目标进度。核心业务解决方案涵盖采购管理、成本管理、计划运营、费用管理及销售管理解决方案，可以支持核心业务的各个环节，起到降本增效的作用。

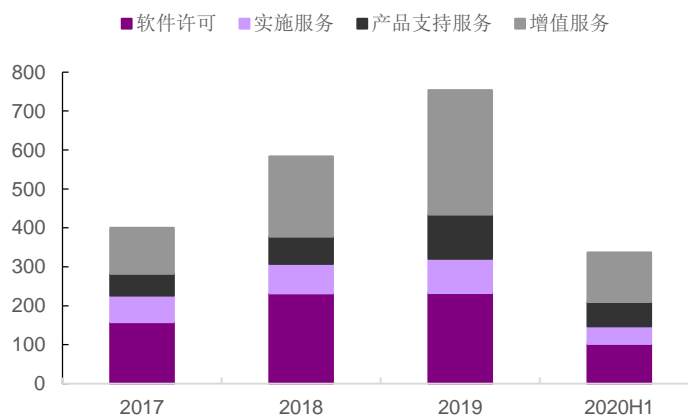
实施、产品支持及增值服务可以确保 ERP 解决方案的成功实施及有效运行。实施服务可以协助客户简化及加快实施过程，并通过产品支持服务监控 ERP 解决方案实施后的持续运行，确保其稳定有效。增值服务提供个性化的客户体验，协助客户最大化 ERP 解决方案的价值。

图 5: ERP 解决方案业务细分



公司增值服务占 ERP 解决方案收入比最高且份额持续扩大。2019 年公司增值服务、软件许可、产品支持服务及实施服务营收分别为 3.2/2.3/1.1/0.9 亿元人民币，同比增长 55%/63%/16%/0%，占 ERP 解决方案收入的比重分别为 42%/31%/15%/12%，增值服务营收占比相比 17 年提升了 12 个百分点。19 年基于软件许可的实施、产品支持及增值服务收入合计占比达到 69%，远高于软件许可业务本身。2020H1 公司就增值服务、软件许可、产品支持服务及实施服务取得的收入分别为 1.3/1.0/0.6/0.5 亿元人民币，占 ERP 解决方案比分别为 38%/30%/19%/13%。

图 6: 公司 ERP 解决方案收入 (单位: 百万元人民币)



资料来源：公司招股说明书

➤ SaaS 产品

SaaS 产品业务收入由云客、云链、云空间及云采购四大核心产品收入构成。

云客为房地产开发商提供各种销售、营销以及客户关系管理功能及特性：
 1) 多渠道数字营销工具：云客提供了包含线上线下营销渠道的集成套件，赋能房地产开发商以更透明、高效及简便易用的方式产生销售线索，并辨别及接洽潜在购房者。
 2) 智慧售楼处及案场管理：利用大数据分析及 AI 技术，

云客为售楼处配备智能摄影头来提高销售效率及业绩。3) 物业销售流程的端到端协助：云客为物业购买交易中的各个业务场景提供服务，从首次造访售楼处到确认购买和支付定金，从物业检查到合同签立。

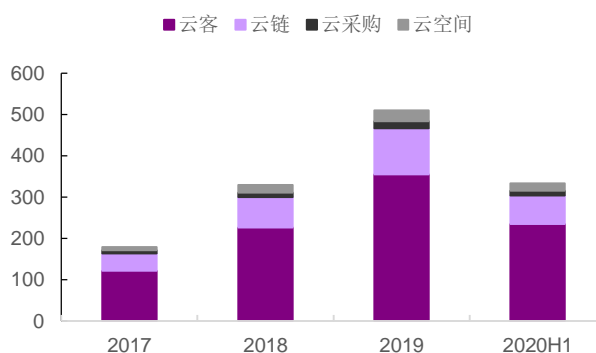
云链提供了一个连接工程建造复杂流程中多种功能及特性的平台，包括：1) 工程建造：房地产开发商、承建商及工地监理可以共同监督施工状况。2) 物业质检及交付：通过移动应用程序及微信小程序，房地产开发商、承建商以及业主可实时访问物业质检及修缮的最新状况以及物业交过程程。3) 成本管理：云链通过线上合同签立、付款及结算服务，使得房地产开发商可实时监控并管理成本。

云采购是一个连接房地产开发商、建筑材料供应商及其他服务提供商的采购及供应链管理平台，使双方可以降低交易成本并提高与房地产开发相关的材料采购流程的效率和透明度。

云空间为房地产开发商、房地产资产管理公司及物业管理公司提供各种工具：1) 资产优化：通过数据分析，云空间使客户能够数字化资产信息，并为每个在管物业建立一个集中式资料库。2) 租赁管理：云空间为客户提供方便移动端使用的数字工具，以管理租约签立、续约及终止，以及租金支付和计费。3) 物业运营：物业管理公司能够实时监控物业质量及安全，在线提供客户支持服务，并通过集中账单及发票系统处理租金支付、水电费支付及其他费用。

云客贡献 SaaS 绝大部分收入且增长最快。19 年公司就云客、云链、云空间及云采购分别取得收入 3.6/1.1/0.3/0.2 亿元人民币，同比增长 57%/51%/47%/51%，占 SaaS 产品收入的比重分别为 70%/22%/5%/3%；2020H1 来自云客、云链、云空间及云采购的收入分别为 2.4/0.7/0.2/0.1 亿元人民币，占 SaaS 产品收入比分别为 70%/21%/5%/3%。总体而言公司 SaaS 产品收入结构稳定，19 年云客在 SaaS 业务营收占比相比 17 年提升了 2 个百分点。截至 2019 年，云客覆盖了全国 8700 个售楼处，根据明源云公司统计，全国约有 3 万个售楼处，按此计算明源云客渗透率为 29%。

图 7：公司 SaaS 产品收入构成（单位：百万元人民币）



资料来源：公司招股说明书

表 3: 公司 SaaS 产品核心情况分析

SaaS	主要功能	客户数量	收费模式	客单价	市场空间	渗透率	主要竞争对手
云客	售楼处: 新房营销、案场管理	8700 个售楼处	1) 合约期内的订阅费 2) 实施费用 3) 销售相关智能设备	约 4 万元人民币	全国 2-3 万个售楼处	超 29% (按数量计算)	旺小宝、端点科技、BAT、盟拓
云链	工地: 建造协同、项目管理	2100 个房地产建筑地盘	1) 合约期内的订阅费 2) 实施费用	约 5 万元人民币	全国 8 万个施工工地	2.6% (按数量计算)	广联达、金蝶、用友、爱德数智
云采购	建筑材料及服务 供应商: 材料采购, 投标流程	6 万家供应商	1) 合约期内的订阅费 2) 其他增值服务的固定费用	1) 供应商: 几十万到上百万平台费 2) 开发商: 1-4 万账户费用	每年开发商 4.4 万亿元采购金额, 假设供应链每年销售费用率平均为 10% 且营销渠道全部为信息化渠道, 对应计算得到云采购可触及市场空间约 4400 亿元	十万分之四 (按费用计算)	钉钉、广联达、金蝶、用友、爱德数智、盟拓
云空间	商业及住宅租赁 物业: 物业运营、租赁管理、资产优化	管理 1.3 亿平方米商业及住宅物业	1) 基于合约期内物业面积的订阅费 2) 实施费用	-	住宅: 270 亿平方米存量面积, 商业: 30 亿平方米存量面积	千分之四 (按面积计算)	BAT

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

表 4: 云客与主要竞争对手的核心情况对比

	云客	旺小宝	端点科技
覆盖场景	云行销、渠道管家、渠道风控、5G 掌上售楼处、来访登记、移动销售、在线开盘、在线验资、智能收款	人脸风控管理、来电管理、CALL 客管、理、在线开盘、桌面销售辅助、来访登记、渠道管家、掌上 CRM	会员触达、会员洞察、忠诚度运营、自动化营销、数据罗盘
开发商	97 家百强	90+ 百强	万科、恒大等
售楼处 (单位: 个)	8700	7000+	-
营销产品推出时间	2014	2017	2017
覆盖行业	房地产	房地产、餐饮、新媒体、社区物业	新零售、制造业、房地产、农林牧渔、公共事业等

资料来源: 各公司官网

1.4、客户拓展策略

2019 年公司总共服务约 4000 家终端集团客户及 99 家百强房地产开发商, 18/19 年终端集团客户总数分别同比增长 60%/25%; 19 年 ERP 解决方案和 SaaS 产品分别服务了 1500/3600 家终端集团客户和 92/97 家百强开发商; SaaS 产品中云客/云链/云采购/云空间分别服务了 2400/400/1100/200 家终端集团客户, 其中云链和云客 58%/54% 的客户来自于复购客户。

表 5：公司各产品客户数量（单位：家）

业务	客户数量	2017	2018	2019	2020Q1
公司整体	终端集团客户总数	2,000	3,200	4,000	3,500
	百强开发商总数	97	95	99	97
ERP	终端集团客户	900	1,200	1,500	1,000
	百强地产开发商	88	92	92	81
SaaS	终端集团客户	1,600	2,500	3,600	3,100
	百强地产开发商	95	94	97	94
云客	终端集团客户	1,200	1,700	2,400	2,200
	复购客户	-	920	1,300	-
	百强地产开发商	92	94	97	89
	售楼处	3,300	5,900	8,700	5,100
云链	终端集团客户	200	300	400	400
	复购客户	-	140	230	-
	百强地产开发商	60	63	67	64
	房地产建筑地盘数目	400	1,100	2,100	2,200
云采购	终端集团客户	350	750	1,100	800
云空间	终端集团客户	90	140	200	170

资料来源：公司招股说明书

按照年报实际确认收入计算，2019 年前 30 强房企营收约在 500-5000 亿区间内，大型房企通常采用定制化的增值服务，信息化预算高，前十强房企每年信息化投入至少在上亿元。中国前 30 强房企中部分采用 SAP 或自研产品替代明源云，目前 SAP 已渗透前十强中的八家，考虑到较高替换成本以及明源云相比同业的性价比及专业度优势，我们认为在头部房企之后明源云继续向下被替换空间不大。

2019 年中国 30-100 强房企营收约在 150-500 亿区间内，每年信息化投入在千万级，产品需求介于高度定制化和标准化之间，上线完整 ERP 模块。百强开发商为公司主要收入来源，2019 年百强开发商共占公司收入的 42%；部分百强开发商仅使用少数明源云 ERP 模块，未来明源云通过提高模块覆盖率的方式，有望驱动来自百强开发商的收入继续增长。

2019 年 100-200 强房企营收约在 40-150 亿区间内，受限于销售金额、企业规模和现金流，100-200 强房企信息化预算低，每年信息化投入在百万级，同时业务复杂程度更低、二次开发需求低，只需一个完整的标准化 ERP 产品覆盖产业链和生产链即能满足其需求。

200 强后开发商客户为公司未来的重点拓展市场。2019 年 200 强后开发商普遍营收规模小于 40 亿元人民币，但房地产行业属性决定了开发商收入体量仍在上亿级。目前来看中小型房地产开发商信息化程度及预算低，需求集中在销售系统、财务系统、OA 系统等部分核心 ERP 模块。200 强后开发商适合高标准化的产品，售价更低且可满足开发商有关营销等核心需求。公司亦可通过阉割产品性能降低售价的方式打入下沉市场。据公司招股说明书估算，中国现存约 30000 家房地产开发商，按照覆盖客户数量算，公司渗透率约为 10%，中小型开发商市场还存在很大挖掘空间。

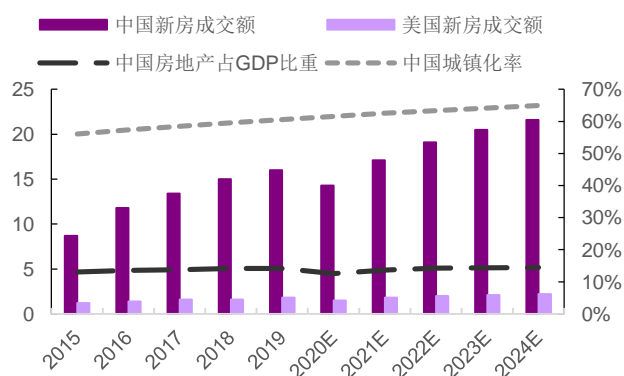
2、中国房地产软件市场快速增长，SaaS 模式占上风增速更佳

2.1、中国房地产行业信息化水平滞后，信息化渗透带动广阔市场空间

中国房地产行业体量巨大，城镇化进程推动带来稳定新房需求。据公司招股说明书，2019 年中国新房交易额达到 16 万亿元人民币，占中国 19 年 GDP 比重 14.2%；并且新房成交额稳定增长，预期 2024 年达到 21.6 万亿元人民币，19-24E CAGR 为 6.2%。横向对比美国房地产，根据公司招股说明书，19 年美国新房成交额为 1.8 万亿元人民币，仅为中国新房成交额的 11.3%，并且增速更低，19-24E CAGR 为 4.1%。中美房地产行业规模和增速差异的原因在于城镇化进程差异，根据 Statista，19 年中国和美国城镇化率分别为 61%/83%，美国已进入城镇化后期，住宅交易以存量房为主；而中国房地产仍享受城镇化红利，带来稳定新房需求。据发达国家城镇化经验，当城镇化率突破 70% 时城镇化速度会减缓，进入缓滞发展期；根据国家统计局，2011-2018 年期间中国常住人口城镇化率年均提升 1.19 个百分点，假设未来每年城镇化率年均提升 1.0 个百分点，中国离步入缓滞发展期还有 9 年的时间。

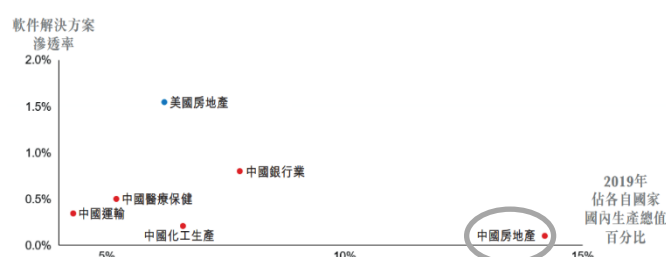
房地产作为中国最有价值的资产类别之一，信息化程度相对落后。2019 年中国房地产软件解决方案渗透率为 0.1%，低于银行、医疗保健、运输、化工生产等行业，其原因主要是房地产开发商及其他产业参与者历来通过专注于竞争激烈且快速增长的住房需求来推动业务的迅猛增长，导致其业务增长的步伐已远超内部管理及技术系统的发展。但随着政府宏观调控的调整，房地产开发商盈利水平下降，多元化及全国化发展需要等内外因素，房地产开发商对进行数字化、精简化及最优化运营的需求日益增长。据公司招股说明书，19 年美国房地产信息化率为 1.55%，基于 19 年中国房地产信息化 170 亿元人民币的市场规模，若中国房地产软件解决方案渗透率能达到 1%，对应中国房地产信息化市场空间超 1500 亿元人民币。

图 8：中国房地产市场规模（按成交额计算，单位：万亿元人民币）



资料来源：公司招股说明书

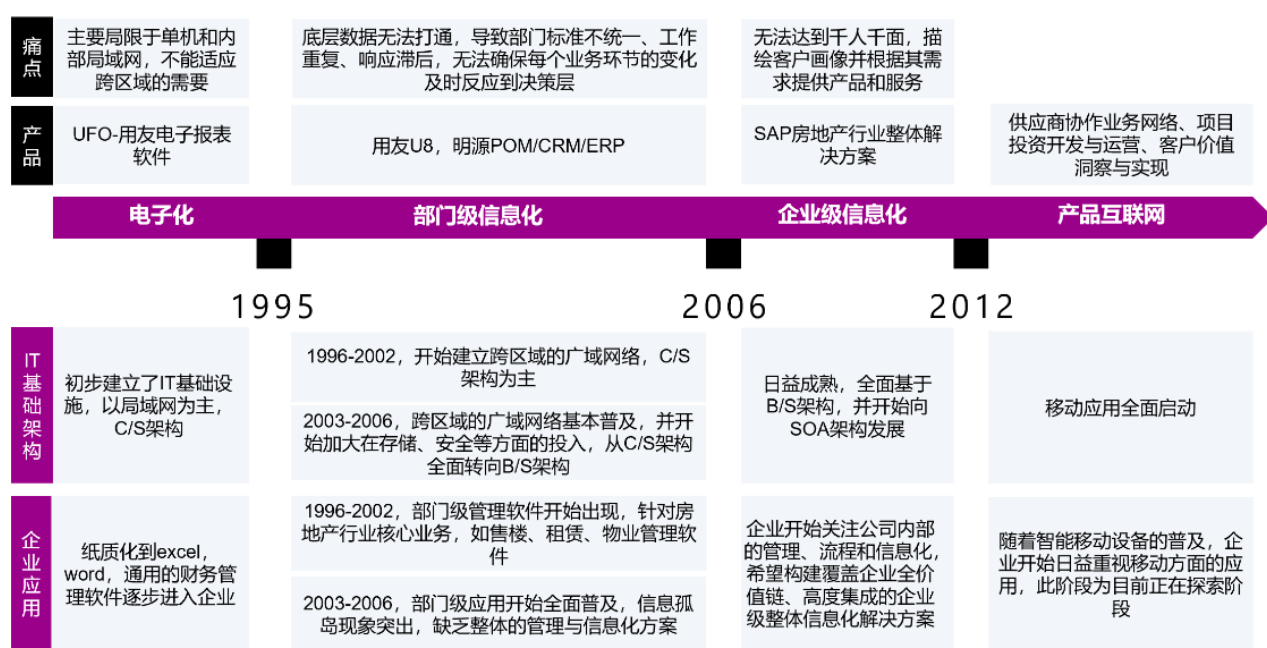
图 9：2019 年中国软件解决方案渗透率



资料来源：公司招股说明书

企业级信息化和产品互联网为中国房地产信息化未来发展方向，中国房地产开发商企业级信息化程度落后于产业链整体。虽然中国房地产行业在1995年进入部门级信息化阶段，且分别于2006/2012年出现企业级信息化和产品互联网产品，但中国房地产开发商整体还停留在部门级信息化阶段，只有部分头部房企开始探索企业级信息化阶段。在部门级信息化阶段，公司底层数据无法打通，导致部门标准不统一、工作重复、响应滞后，无法确保每个业务环节的变化及时反应到决策层。企业级信息化可以帮助房企实现公司业务的集中管控和跨部门的协同，但是无法对客户形成“千人千面”，即描绘每个单一客户画像并根据其需求提供针对性产品和服务。随着开发商对信息化意识的进一步提高及5G带来的技术变革，中国房地产信息化还存在很大探索空间。

图 10：中国房地产信息化发展阶段

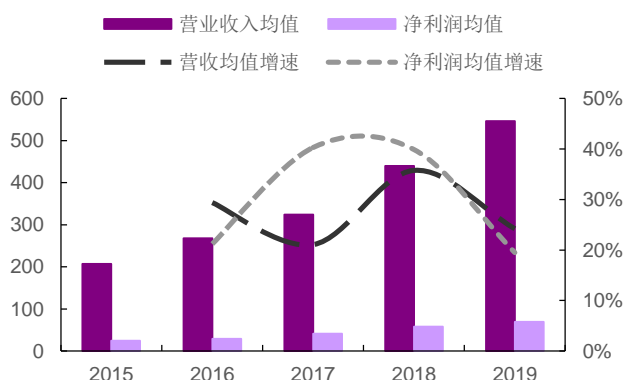


资料来源：明源软件招股说明书，光大证券研究所

2.2、开发商向精细化管理模式转型，加快信息化渗透进程

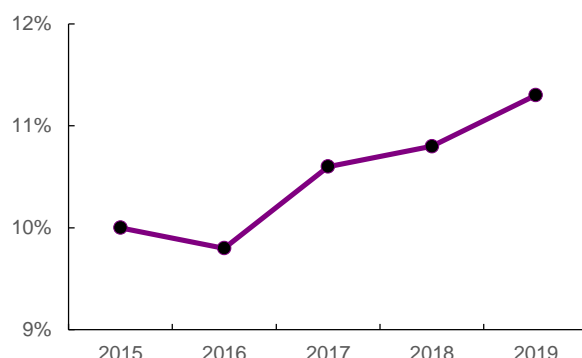
五限政策压制房企利润空间，倒逼开发商从粗放型增长模式向精细化管理转变。2017年，在中央一再强调“房住不炒”的背景下，中国多个城市升级调控措施，加入限购大军，其中“房地产五限”（限购、限贷、限售、限价、限商）的出台终结了房地产暴利时代。由于土地成本、管理成本、融资成本持续上行，以及各地限价政策导致销售溢价率下降，房企出现了“增收不增利”的现象。据中指研究院，2019年中国百强开发商营收均值增速同比下滑11.6%，净利润均值增速同比下滑20.4%；三项费用率连续三年逐年攀升，从16年的9.8%提升至19年的11.3%。利润空间的收窄使得房地产开发商意识到中国房地产不能仅依靠过去不断融资拿地的粗放型增长模式，必须全面加强自身运营和管理能力，通过成本控制、效率管控打造差异化盈利能力。

图 11: 中国百强开发商 2015-2019 年营业收入与净利润均值变化情况 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 中指研究院

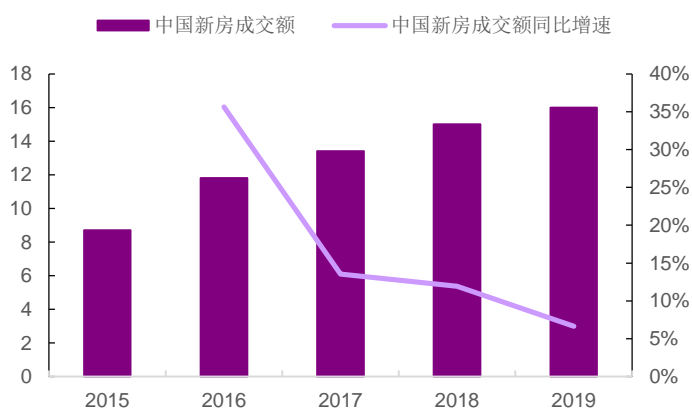
图 12: 中国百强开发商 2015-2019 年三项费用率均值情况



资料来源: 中指研究院

多元化产品诉求, 要求开发商加强精细化管理。在经历 16 年房地产热潮之后, 近几年房地产政策开始收紧, 消费者也逐渐回归理性, 曾经“万人摇号”的场面也大大减少。中国新房交易额增速由 16 年的 36% 减至 19 年的 7%, 中国房地产由曾经的卖方市场渐渐向买方市场转变。房地产开发商为减轻销售压力, 开始尝试多元化布局增强商品房吸引力, 如从毛坯房走向精装修, 布局自动化系统和智慧房产。多元化产品提升了对开发商管理能力的要求。如果缺乏精细化管理产品, 开发商运营效率将大大降低。同时精细化管理可以描绘出更精准的用户画像, 通过记录客户的交易行为、付款行为、后续服务行为, 掌握客户的需求并根据其销售相应产品及服务。

图 13: 中国新房成交额 (单位: 万亿元人民币)



资料来源: 中指研究院

表 6: 部分房企智慧科技布局

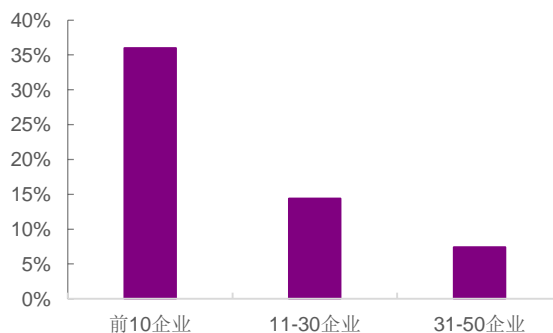
房企	进入领域	合作方	代表产品
碧桂园	建筑 SSGF、物业 AI+服务	博智林机器人、沃特玛汽车产业创新联盟、腾讯等	SSGF 建造体系、智慧餐厅、AI+服务
万科	万科智造、AI 智能、移动互联、新能源	阿里智能、商汤科技、海康威视、科大讯飞、有方科技等	停车系统、安防系统、社区光伏发电等
蓝光	健康建筑、智慧系统	阿里巴巴、格瑞莱、TalkingData、GRIDLINK、特斯联科技等	智慧魔镜、智慧停车
绿地	绿色科技建筑	上海交大、深兰科技、中科院等	智慧能源监测、绿色喷灌系统等
美的	家装、物联网、机器人	德国库卡等	智慧家体验板房、美云智数软件公司
龙湖	地产科技领域	PLUG AND PLAY 等	/
保利	社区智慧系统	柔宇科技等	芯智慧社区云平台
新城	无人零售、智能楼宇改造、商业大数据决策	PLUG AND PLAY	吾悦广场、新城创新加速器
香港置地	智能建造、智能家居、商场赋能、建筑管理	PLUG AND PLAY	/

资料来源: CRIC

全国化集团化运营, 要求开发商优化管理模式。全国化、集团化是房企做大做强必须途径。中国房地产开发商通常采用起初深耕特定区域, 掌握当地资源后在当地做大做强, 渐渐形成规模优势后再逐步向其它区域渗透。克而瑞研究发现, 500 亿元人民币营收规模为头部房企的分水岭, 当房企规模向 500 亿元逼近后, 将面临业务增长瓶颈; 而 500 亿以上房企阵营已经通过全国化部署突破 500 亿瓶颈, 并且拿地竞争力显著强于 500 亿以下阵营。全国化可以提升房企品牌效应和规模效应, 使得开发商在土地储备和融资成本上占据优势, 同时项目间的数据可以打通和共享, 不再面临信息孤岛问题。

全国化、集团化运营需要更精准的管理模式。2019 年前 10/11-30/31-50 强房企城市覆盖率分别为 36%/14.4%/7.4%, 百强后开发商通常还停留在区域化、项目型运营, 项目个数少且对项目之间协同的需求低, 管理模式相对简单。而 30-100 强开发商已经将业务向其它城市群渗透, 普遍覆盖全国数十个城市, 管理半径大大增加。头部前 30 强开发商正式迈向全国化, 尤其前 10 强开发商业务遍布全国主要城市群, 进入此阶段后必须通过标准化的管理模式保证管理不失控, 开发商需要建立内部标准化建设和信息化建设。如以项目为单位进行管理, 总部与异地项目公司沟通成本高, 时效性差, 造成管理效率低下。

图 14: 2019 年中国百强开发商地级以上城市覆盖率



资料来源: 中指研究院

表 7: 房地产开发商城市覆盖情况 (排名根据中国房地产业协会、上海易居房地产研究院及中国房地产测评中心联合发布的“2020 中国房企 500 强”榜单)

	排名	2012	2015	2019	大本营	发展重心
恒大	1	20	162	237	广东	一线城市、直辖市、省会城市及有潜力的地级市
新湖	8	23	23+	105	长三角	聚焦环渤海、大湾区、长江中部、成渝等城市群
绿城	24	-	90	100+	江浙地区	一二线城市及优质三四线城市
时代中国	35	-	6+	28	大湾区	逐步布局长三角、成渝、长江中游城市群
越秀	61	9	12	19	大湾区	向华东地区、华中地区、北方和西部地区发展

资料来源: 各公司财报

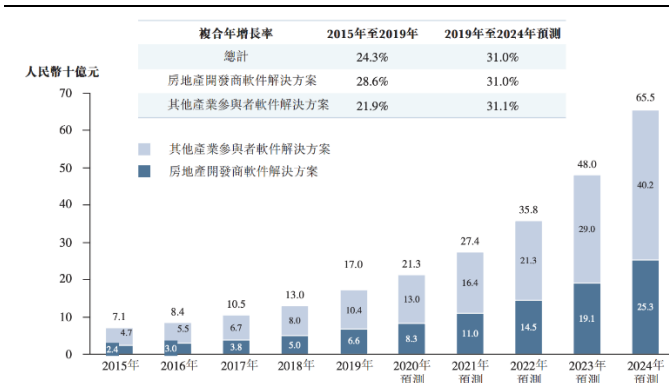
2.3、房地产开发商软件服务市场将与全产业链 IT 需求实现同步快速增长

中国房地产全产业链软件解决方案市场规模将维持快速增长。面对中国房地产开发商的软件解决方案市场将与中国房地产全产业链软件市场同步增长, 据弗若斯特沙利文预测 19-24E CAGR 为 31%。按收入计算, 2019 年中国房地产开发商软件解决方案市场规模为 66 亿元人民币, 占中国房地产全产业链软件解决方案市场规模的 39%。据弗若斯特沙利文预测, 2024 年房地产开发商软件解决方案市场规模将达到 253 亿元人民币, 19-24E CAGR 31%。

2.4、房地产 SaaS 市场增速显著快于本地部署, 22 年 SaaS 渗透率或超 50%

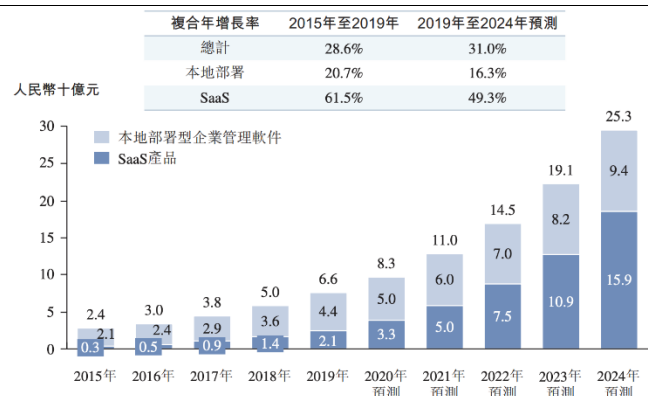
面对中国房地产开发商的软件解决方案可分为本地部署及 SaaS 两类, 未来 SaaS 产品市场增速将显著快于本地部署市场, 据弗若斯特沙利文预测 SaaS 及本地部署市场规模 19-24E CAGR 分别为 49%/16%。2019 年 SaaS 产品/ERP 解决方案的市场规模分别为 21/44 亿元人民币, 分别占据中国房地产开发商软件解决方案市场规模的 32%/68%; 据弗若斯特沙利文预测, 2024 年 SaaS 产品/ERP 解决方案市场规模分别增长至 159/94 亿元人民币, SaaS 产品市场规模占房地产开发商软件解决方案市场规模的比例将扩大至 63%。

图 15: 中国房地产产业链软件解决方案市场规模 (按收入计)



资料来源: 公司招股说明书

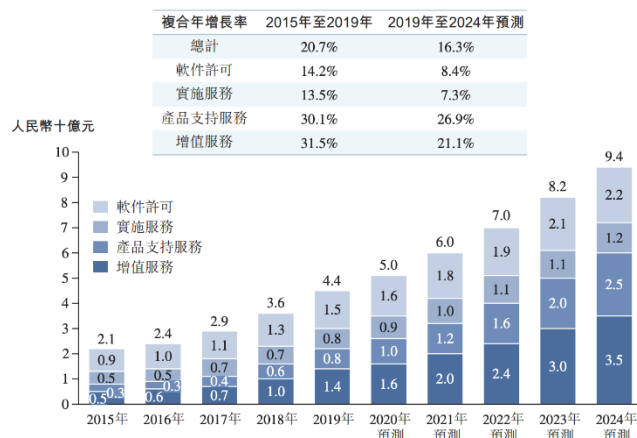
图 16: 中国房地产开发商软件解决方案市场规模 (按收入计)



资料来源: 公司招股说明书

中国房地产本地部署型 ERP 市场包括软件许可、实施服务、产品支持服务、增值服务四类，其中产品支持服务和增值服务为未来主要增长点。根据弗若斯特沙利文预测，ERP 市场规模将由 19 年的 44 亿元人民币增长至 24 年的 94 亿元人民币，对应 19-24E CAGR 为 16%；其中 2024 年产品支持服务和增值服务市场规模将分别达到 25/35 亿元人民币，占 ERP 解决方案市场规模比分别从 19 年的 18%/32% 提升至 24 年的 27%/37%，对应产品支持服务和增值服务市场规模 19-24E 年 CAGR 分别达到 27%/21%。

图 17：中国本地部署型 ERP 市场规模（按收入计）



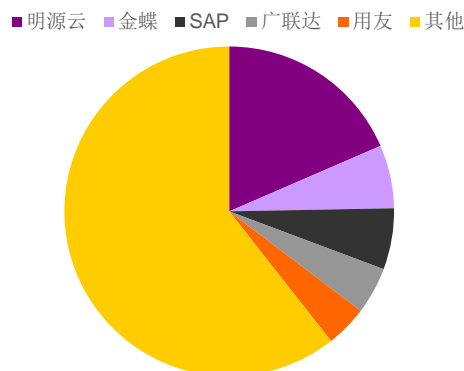
资料来源：公司招股说明书

3、明源云龙头地位稳固，份额稳中有升驱动其更快增长

房地产开发商软件解决方案市场行业参与者超过 100 家，2019 年前五大龙头市场份额合计占 39.3%。行业内主要有三类市场参与者：1) 以明源云、金蝶、广联达、用友为代表的本土厂商，可分为通用型 ERP 及垂直型 ERP 厂商；2) 以 SAP、Oracle 为代表的海外通用型 ERP 厂商；3) 以 BAT 为代表的互联网公司。以 2019 年收入计，明源云/金蝶/SAP/广联达/用友分别占中国房地产开发商软件解决方案 18.5%/6.2%/6.0%/4.6%/4.1% 市场份额。

明源云龙头效应明显，龙头效应在房地产开发商软件解决方案市场尤其重要，后排房地产开发商对头部房企有追随效应，以头部房企为标杆选用管理软件；且管理软件存在使用惯性和学习成本，存在较高的客户粘性。

图 18：2019 年中国房地产开发商软件解决方案供应商排名（按收入计）



资料来源：公司招股说明书

3.1、明源云具备垂直行业专业化优势，超高客户留存率+稳定销售渠道驱动 SaaS 业务高增长

包括明源云在内的垂直行业型应用软件厂商相比通用性 ERP 厂商，在房地产行业专业性占有优势。专业性上，中国房地产产业链长而复杂，中国的房地产开发商需要全面参与房地产的整个生命周期，涵盖规划、建造、交易、物业运营、物业租赁及销售的各个环节，垂直厂商往往在房地产行业积累了更丰富的经验和专业知识，能够深入产业链提供更专业化的解决方案。百强房地产开发商还具有较大个性化需求，垂直厂商利用积累的行业经验可以提供定制的二次开发，与开发商的实际情况更好的结合，并且百强开发商购买能力强，更注重服务的质量而非寻求低价。

成本端上，垂直型 SaaS 的目标客户更加具有同质性，形成一定规模后获客成本更低；并且通用厂商需要在多个行业投入研发等费用，导致整体费用较高，且难以实现规模优势，而垂直厂商聚焦某一领域，研发费用更加聚集且有效。

从全球 SaaS 发展历史来看，通用厂商先进入市场，2015 年后垂直型 SaaS 服务市场份额持续增加，出现了 Veeva（医疗领域 SaaS）、CoStar（商业房地产数据服务商）等一系列垂直型厂商，不同厂商领导各个细分市场。

图 19：2000 年以来全球 SaaS 服务的发展历程



资料来源：艾瑞咨询

明源云 SaaS 业务保持高速增长，主要源自两点：

1) 公司实现超高收入留存率，且通过交叉销售提升客单价。2018/2019 年，就订阅 ERP 解决方案的产品支持服务及增值服务的百强地产开发商而言，公司实现 143%/159% 的收入留存率；就订阅 SaaS 产品的百强地产开发商而言，公司 SaaS 产品实现 201%/138% 的收入留存率。基于 ERP 解决方案累积的客户基础，公司可通过交叉销售的方式促进 SaaS 产品的销售，据公司统计，19 年超过 90% 的 ERP 解决方案客户使用了云客。

3) 稳定高效的区域渠道合作伙伴销售模式

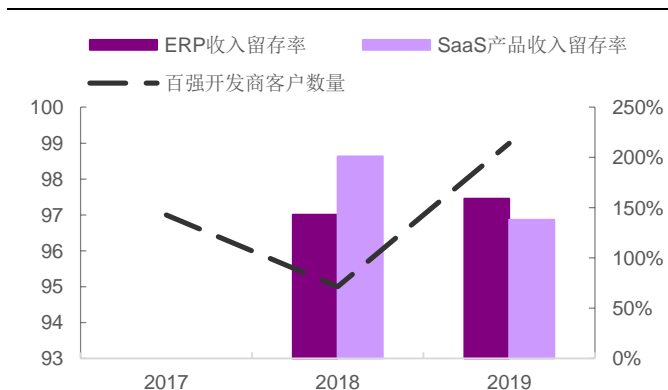
区域渠道合作伙伴促进公司业务向二三线城市中小型房地产开发商渗透及 SaaS 产品的推广。公司直销团队设立在一线城市并与大型或头部房地产开发商建立联系，区域渠道合作伙伴则设立在一线城市之外，主要针对于中小型房地产开发商。截至 2020Q1，公司直销团队聘用超过 200 名雇员，并与中国 27 个省份的 69 个区域渠道合作伙伴进行合作，17/18/19 年通过区域渠道合作伙伴取得的收入占比分别为 32%/41%/44%，代表着来自中小型开发商的收入增量可观。同时区域渠道合作伙伴通过多年营销 ERP 解决方案，已经与本地中小型房地产开发商建立了紧密联系，而 SaaS 产品通常服务于开发商的特定业务功能，需要大量的本地资源才能有效地销售 SaaS 产品并更好地服务本地客户，区域渠道合作伙伴可以帮助快速扩大公司 SaaS 产品份额，19 年 SaaS 产品 58% 的收入来自区域渠道合作伙伴。

公司和区域渠道合作伙伴具备长期稳定、有激励的业务合作关系，17/18/19/20Q1 区域渠道合作伙伴的替换率分别为 13.9%/7.5%/0%/1.5%。1) 就 ERP 解决方案而言，为激励传统 ERP 解决方案销售，17/18/19/20Q1 公司授予区域渠道合作伙伴的加权平均折扣率分别为 63.1%/63.3%/62.9%/62.6%。2) 就 SaaS 产品而言，公司给 SaaS 产品销售（包括续订）提供销售回扣（最新回扣比例为 50%）、一次性绩效奖励及定额产品交付佣金，17/18/19/20Q1 公司 SaaS 佣金费用分别占区域渠道合

作伙伴 SaaS 收入的 77.9%/74.9%/68.0%/64.4%，逐年下降主要由于销售回扣比例有所下降以及复购客户贡献收入占比扩大，未来 SaaS 佣金费用率预期将持续下降，有望驱动 SaaS 业务盈利能力改善。

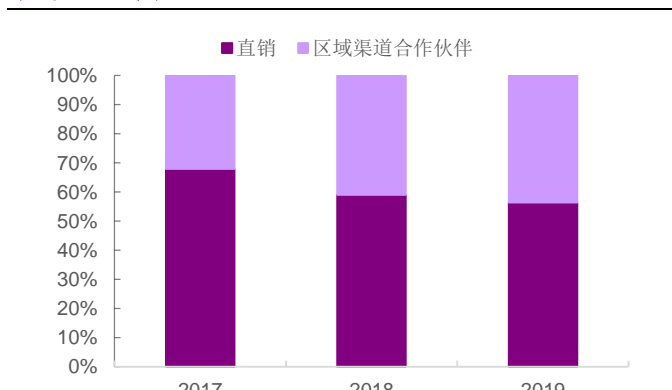
截至 2020Q1，公司 69 名区域渠道合作伙伴的平均合作年限为 5 年，且其中有 16 名由公司前雇员持股，此外有 13 人（为 41 名区域渠道合作伙伴的股东）合共持有公司少于 2% 的权益，公司给予其股权激励，以进一步激励销售工作；17/18/19/20Q1 公司通过这 41 名区域渠道合作伙伴获得的收入占同期收入比为 27%/33%/35%/42%。

图 20：百强开发商收入留存率



资料来源：公司招股说明书

图 21：公司全部收入中来自直销及区域渠道合作伙伴渠道的各自占比



资料来源：公司招股说明书

3.2、本土通用型 ERP 厂商低价竞争，但产品服务专业度不足

本土厂商缺乏地产领域专业度，公司重研发打造竞争壁垒。房地产开发商普遍对价格敏感程度较低，更注重产品和服务的质量；本土通用厂商在房地产行业主要采取低价竞争策略，但由于在地产行业投入的研发和人数均有限，导致产品竞争力不如明源云。明源云专业性体现在地产研究院和研发投入上，公司于 2009 年成立房地产行业知识分享平台——明源地产研究院，已被广泛认可为行业专业知识和见解的主要来源；研发上截至 2020Q1，公司研发团队有 994 名员工，占员工总数的 39%，17/18/19 年公司研发费用率分别为 27%/24%/23%，在本土厂商中处于前排位置。凭借持续的高研发投入和多年地产行业的经验积累，明源云产品已经能够满足开发商绝大部分需求，提供以客户为导向的解决方案。

表 8：本土 ERP 厂商优劣势对比

	优势	劣势
明源云	1) 专业性：建立地产研究院，围绕地产提供后续专业的服务； 2) 高交叉销售机会； 3) 研发投入：更加聚集，有利于研发的效率的提升和交付产品的质量； 4) 企业文化：以客户为中心，懂客户并围绕痛点开发新的产品	1) 价格较高：比国内其他家贵 2-3 倍，是除了 SAP 和 Oracle 外最贵的厂商； 2) 生态封闭：系统和生态不开放，开发周期比较慢； 3) 在方案指导性方面比较强势
本土通用 ERP 厂商	1) 技术平台优势； 2) 价格更低	1) 对地产领域专业度不够，单独到房地产的投入不够多； 2) 对出售 ERP 后续的服务较差

资料来源：明源云，光大证券研究所

表 9 所列的国内主流云厂商中，明源云收入体量最小但增速最快。公司 2019 年营收 12.64 亿元人民币，收入增速达到 38%，高增长的原因为增速更快的 SaaS 业务营收占比最高。

表 9：本土主要 ERP 厂商收入对比（市值和收入规模单位：亿元人民币）

	市值	收入规模		收入增速	云业务增速	云业务占比		云转型时间	服务行业	市场份额	云业务客户数量
		2018	2019	2019	2019	2018	2019			(ERP)	2019
明源云	604	9.1	12.6	38%	54%	36%	40%	2014	房地产开发商	-	4000
广联达	952	28.6	34.6	21%	151%	13%	27%	2017	建筑业	-	部分地区造价云转型>80%
金蝶国际	721	28.1	33.3	18%	58%	30%	40%	2012	覆盖制造/服务/零售/建筑与房地产四大类别下的 17 个行业	12%	累计超 11 万家
用友网络	1391	77	85.1	11%	131%	11%	23%	2017	覆盖政务/医疗/工业等 18 个行业	31%	累计 51 万家
浪潮国际	19	24.4	29	19%	197%	8%	20%	2017	覆盖金融/快消/电信等 13 个行业	11%	-

资料来源：Wind，各公司财报，光大证券研究所，市值截取时间为 2020 年 10 月 16 日

注：明源云、金蝶、浪潮市值按照汇率 1HKD=0.8811 CNY 计算

表 10：本土主要 ERP 厂商利润指标对比

	毛利率 (%)		经营利润率 (%)		净利率 (%)		费用率 (%，2019)			OPEX(%)	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	销售费用	研发费用	管理费用	2018	2019
明源云	81	79	20	19	17	17	35	23	9	70	66
广联达	93	89	17	9	15	7	31	27	23	79	82
金蝶国际	82	80	16	13	15	11	49	20	13	85	82
用友网络	70	65	12	17	7	14	19	19	16	57	55
浪潮国际	38	36	8	4	13	7	16	8	11	37	35

资料来源：Wind，明源云公司招股说明书

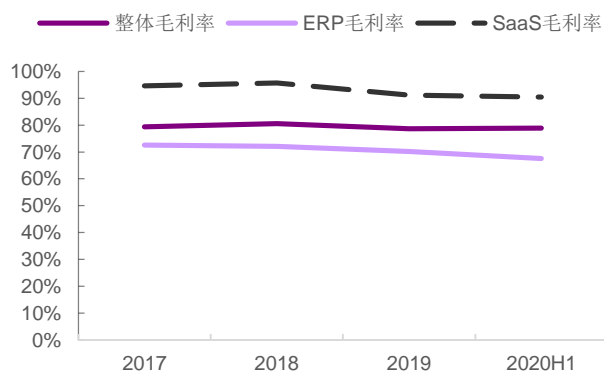
云业务占比扩大拉升整体毛利率水平，明源云经营利润率和归母净利率高于同业。2019 年公司实现净利润 2.32 亿元人民币，同比增长 42%；经营利润率和归母利润率为 19%/17%，较 17 年分别提升了 4/4.5 个百分点，主要原因是 SaaS 产品亏损逐步收窄，SaaS 业务净亏损率 17/18/19 年分别为 -28%/-14%/-8%。相比于毛利率更高的厂商（广联达、金蝶），公司费用管控能力更强，2019 年广联达/金蝶/明源云 opex 费用率分别为 82%/82%/66%，

管理费用率 9% 显著低于其它厂商；而用友和浪潮高毛利的云业务占比较低，部分导致了毛利率水平远低于明源云。

2020H1 公司整体毛利率、ERP 以及 SaaS 业务毛利率分别为 78.9%/67.6%/90.4%，整体毛利率和 ERP 业务毛利率分别同比增长 1.7/2.4 个百分点；SaaS 业务毛利率同比下降 3.8 个百分点，主要由于硬件成本和数据云服务成本的增加。

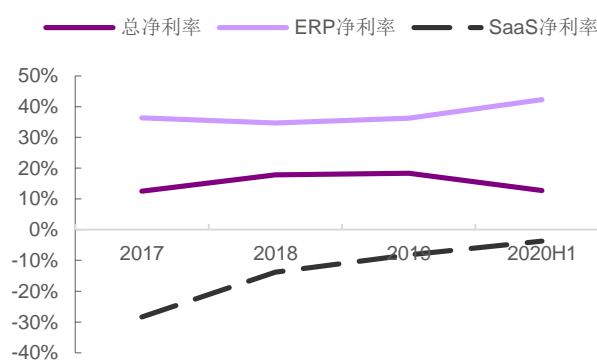
2020H1 公司 ERP 和 SaaS 业务净利率分别为 42.3%/-3.7%，分别同比上升 7.6/10.1 个百分点，净利润率提升原因主要由于公司整体 opex 率大幅降低（2020H1 opex 率为 67%，同比下降 4.5 个百分点）。2020H1 公司总净利率为 12.7%，同比仅小幅上升 0.3 个百分点，主要受可换股可赎回优先股的公允价值变动、以股份为基础的报酬以及上市费用影响，调整后公司 2020H1 净利率为 21.7%。

图 22：公司毛利率变化



资料来源：公司招股说明书

图 23：公司净利率变化



资料来源：公司招股说明书

3.3、BAT 在营销端拥有流量优势，但专业度不足、有效客户转化率待提升

BAT 核心优势在于庞大用户基础。阿里凭借阿里云和钉钉，腾讯凭借腾讯云和企业微信分别进入房地产线上营销和数字化交易领域，并于 2020 年分别增持易居、贝壳，将在包括线上线下房产交易、数字营销和交易后相关服务等领域展开深度合作，以推动房产服务行业走向全面数字化、智能化。钉钉和企业微信最大优势在于流量，截至 2020Q1，钉钉拥有 1500 万个企业用户和 3 亿个人用户，企业微信个人用户 2.5 亿个。阿里和腾讯依靠钉钉和企业微信的庞大用户基础和流量可以直接触达底层客户，并且支付宝和微信支付为未来房产交易的资金监管、首付、贷款的线上支付通道提供基础。

明源云客相比 BAT 具备更加深厚的专业领域经验积累。BAT 缺乏对房地产专业领域的业务理解，钉钉和企业微信虽然用户量庞大，但是活跃程度低且缺乏粘性，BAT 无法根据用户画像分析其需求，并针对性地推荐产品和服务。BAT 联手易居和贝壳后可以获取房地产交易服务领域的能力和线下的资源，但是打入地产营销领域仍需要一定时间积累。并且除营销外，公司凭借更深的业务理解打造的云客场景覆盖更为齐全，包含为售楼处提供来访登记、客流量和续客统计等服务，2019 年已渗透全国 8700 个售楼处。

表 11: BAT 营销产品对比

	市场进入方式	切入市场	用户数			行业覆盖(2018)	优势	劣势
钉钉	阿里云+钉钉(端点科技)	线上营销+数字化交易平台	700 万企业 1 亿个人用户 (18/03)	1000 万企业 2 亿个人用户 (19/08)	1500 万企业 3 亿个人用户 (1Q20)	全部一级行业 及 96 个二级行业	1) 庞大用户基础和流量, 可以直接接触底层客户 2) 价格更低	1) 用户量很大, 但是活跃程度低, 没有粘性; 2) 缺乏地产领域专业度
企业微信	腾讯云+企业微信	线上营销+数字化交易平台	150 万企业 3000 万个人用户 (17/12)	250 万企业 6000 万个人用户 (19/06)	2.5 亿个人用户 (20/05)	50+		

资料来源: 各公司官网

表 12: 2019 年易居和贝壳对比

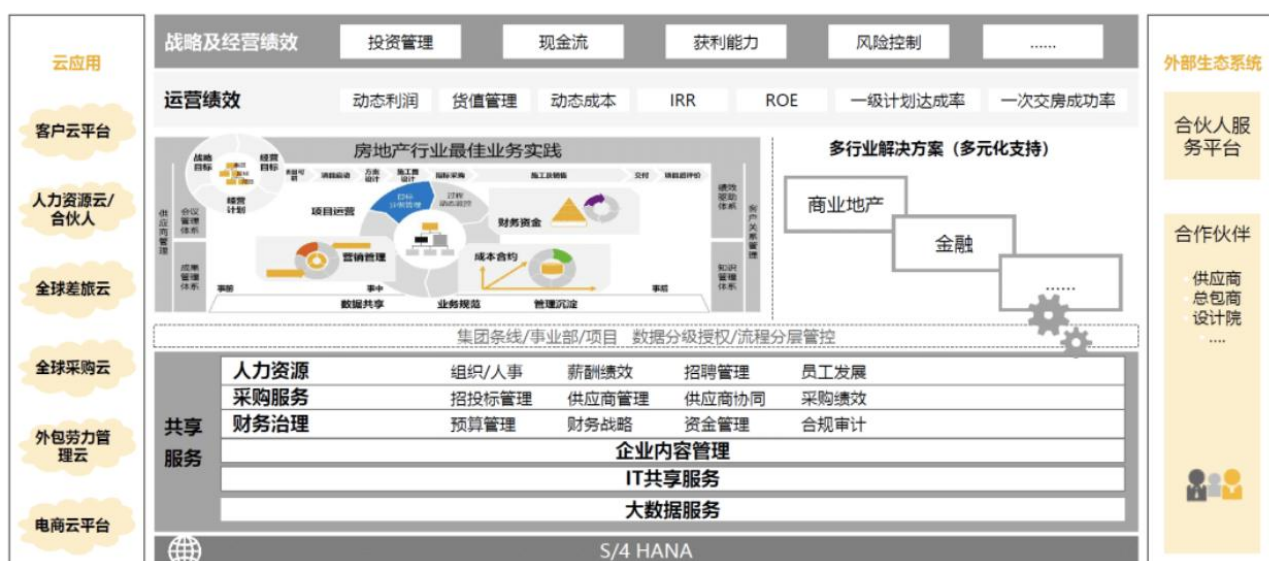
	市场进入方式	新房交易收入	新房 GTV	切入市场	市场份额	门店	经纪人数量
易居	阿里+易居(天猫好房)	45.7 亿元	5324 亿元	线上营销+数字化交易平台	5%	20000+	22753 (员工)
贝壳	腾讯+贝壳	202.7 亿元	7000 亿元	线上营销+数字化交易平台	10%	37514	35 万

资料来源: 易居财报, 贝壳招股说明书

3.4、海外通用 ERP 价格高、适用性差, 对明源竞争威胁有限

SAP 价格昂贵, 继续向下渗透空间不大。SAP 房地产行业解决方案帮助企业建立全新的数字化核心, 覆盖企业经营以及地产项目全生命周期的管理, 实现管理标准化、业务规范化、数据统一化、财务业务一体化的先进企业管理模式。不同于明源, SAP 为纯定制化产品, 凭借雄厚的资金实力和多年在其它领域累积的技术平台优势, 可以围绕企业级信息化提供一体化的整体解决方案。截至 2020 年, SAP 已经在国内前十大房地产企业中渗透进入八家企业, 为其打造部分模块, 恒大、万科在 SAP 花费皆超过两亿。相比于 SAP, 明源云在价格和国内房地产行业的专业度上占据优势, 考虑到高额替换成本且明源云产品能满足大部分开发商需求, 我们认为 SAP 继续向下渗透空间不大。

图 24: 2020 年 SAP 房地产行业解决方案整体架构



资料来源: 公司公告

表 13: 海外通用 ERP 厂商优劣势分析

优势	劣势
1) 品牌知名度大 海外通用厂商 2) 资金实力雄厚 3) 技术平台优势 4) 能够建立一体化的企业级信息化管理软件	1) 水土不服: 国外管理流程套用不符合 2) 价格高: 明源云总价格为 SAP 40% 左右, SAP ERP 产品支持费用为 license 费的 17-22%vs 明源 15% 3) 在地产专业度上不如明源云

资料来源: 明源云, 光大证券研究所

3.5、美国垂直行业 SaaS 企业相比通用 SaaS 享受更高估值溢价

从美国发展历史来看, 垂直厂商估值高于通用厂商。CoStar 是美国最大的商业房地产数据服务商和研究公司, 成立于 1987 年, 经过 30 多年的发展建立了全美最大的商业房地产信息数据库; Veeva 于 2007 年由 Salesforce 前高管成立, 专注于生命科学领域, 起初为医疗行业提供 CRM, 随后完成云转型, 几乎涵盖全球 top20 药企。

对比通用厂商 SAP/Oracle, 可以发现垂直厂商 Veeva 和 CoStar 收入增长更快, 19 年 Veeva/CoStar/SAP/Oracle 营收分别同比增长 28%/17%/10%/0.3%。

对比垂直 CRM 厂商 Veeva 和通用 CRM 厂商 Salesforce 可以发现美国市场对垂直行业 SaaS 公司相比通用 SaaS 给予更高估值。自 13 年上市后至今, Veeva 始终保持高于 Salesforce 的 P/S 倍数; 19 年末 Veeva/Salesforce 分别获得 20/9 倍 P/S。分析主要由于房地产等垂直行业信息化程度低, 未来信息化提升空间更大, 同时垂直 SaaS 应用具备更高客户壁垒, 导致垂直行业 CRM 厂商相较通用 CRM 厂商获得更高估值。

表 14: 公司与海外厂商营收对比

	收入规模 (亿元人民币)		收入增速	云业务增速	云业务占比 (%)		云转型时间	服务行业
	2018	2019	2019	2019	2018	2019		
明源云	9.1	12.6	38%	54%	36	40	2014	房地产开发商
Oracle	2572.5	2683.1	0.3%	-	28	-	2012	所有行业
SAP	1929.7	2131.0	10%	39%	20	25	2008	覆盖能源/金融/消费品等 31 个行业
Veeva	57.4	76.4	28%	28%	100	100	2011	互联网医疗
CoStar	78.9	96.7	17%	17%	100	100	2000	房地产

资料来源: Bloomberg, 各公司财报, 光大证券研究所

注: Oracle, SAP, Veeva, CoStar 收入按照 1USD=7.0703 CNY 换算; Oracle 会计年度为 6 月 1 日至 5 月 31 日, Veeva 为 2 月 1 日至 1 月 31 日

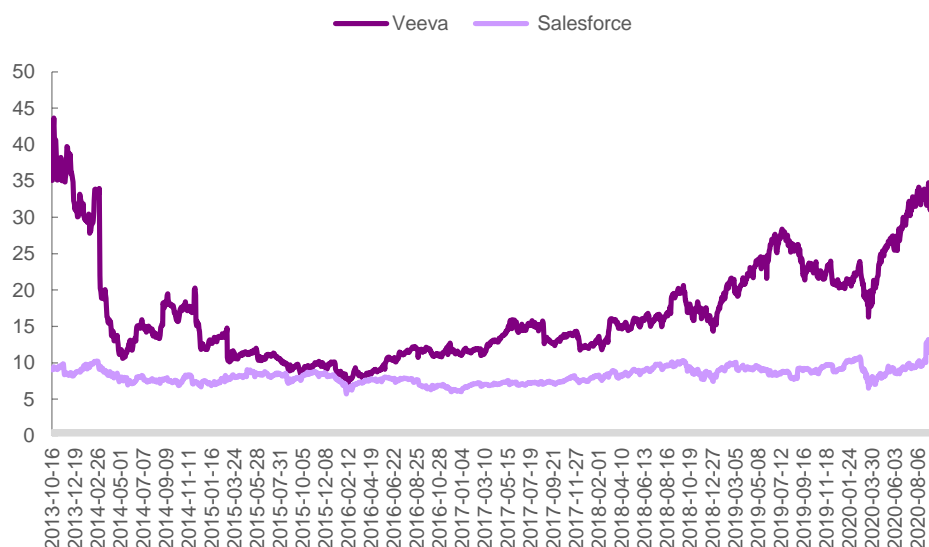
表 15: 公司与海外厂商盈利对比

	市值	P/S		毛利率 (%)		经营利润率 (%)		净利率 (%)		费用率 (% (2019))			OPEX (%)	
	十亿元人民币	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	销售	研发	管理	2018	2019
明源云	60	50	36	81	79	20	19	17	17	35	23	9	70	66
Oracle	1251	4	4	80	80	36	36	28	29	22	15	3	40	40
SAP	1318	4	6	70	70	23	20	17	12	28	16	6	47	49
Veeva	282	16	20	69	72	23	26	22	27	17	18	10	47	46
CoStar	235	11	16	77	79	25	26	21	23	42	9	13	52	51

资料来源: Bloomberg, 公司财报, 光大证券研究所, 市值截取时间为 2020 年 10 月 16 日

注: Oracle, SAP, Veeva, CoStar 市值按照 1USD=7.0703 CNY 换算; 明源云市值按照汇率 1HKD=0.8811 CNY 计算

图 25: Veeva 与 Salesforce P/S 倍数对比 (截至 2020 年 9 月 25 日)

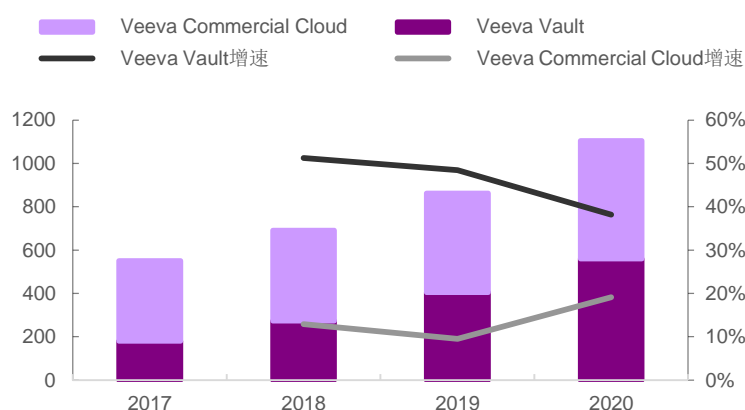


资料来源: Wind, 光大证券研究所

Veeva 的发展路径为从 CRM 延展到生命科学领域全数据 SaaS, 为其提供从新药研发、临床试验、药品销售、内部管理解决方案, 形成全流程管理和产品闭环。2017 年, Veeva 将主要产品整合为 Veeva Commercial Cloud 和 Veeva Vault 两大产品。Veeva Commercial Cloud 基于 CRM 帮助企业更有效地营销和销售产品, 允许制药和生物技术公司在多渠道向医生、其他医疗专业人员和医疗组织定向和支持销售和营销。Veeva Vault 于 2011 年推出, 逐渐形成基于云计算的企业内容管理平台, 为客户提供跨商业功能的统一应用程序套件, 包括医疗、销售和营销、研发功能。Veeva Vault 自推出后营收占比不断增加, 到 2020 年, Veeva Vault 超过 Veeva Commercial Cloud 成为最主要的收入来源, 营收占比达到 51%。

通过统一和规范行业数据, Veeva 构筑了竞争壁垒。在中国市场, Veeva 覆盖了全国医药行业 90% 以上的数据, 包含医院、医生、药店、经销商等, 协助企业新药上市、开发新市场、挖掘市场潜力并拓宽客户资源。并且数据主要来自政府及相关机构的官网公开数据, 经过数据管家进行网络和电话验证后使用, 确保所有数据遵守法规制度。通过对医药中下游行业数据的统一与规范, Veeva 解决了客户医药研发过程中复杂的数据记录和合规要求的痛点。

图 26: Veeva 营业收入及结构 (单位: 百万美元)

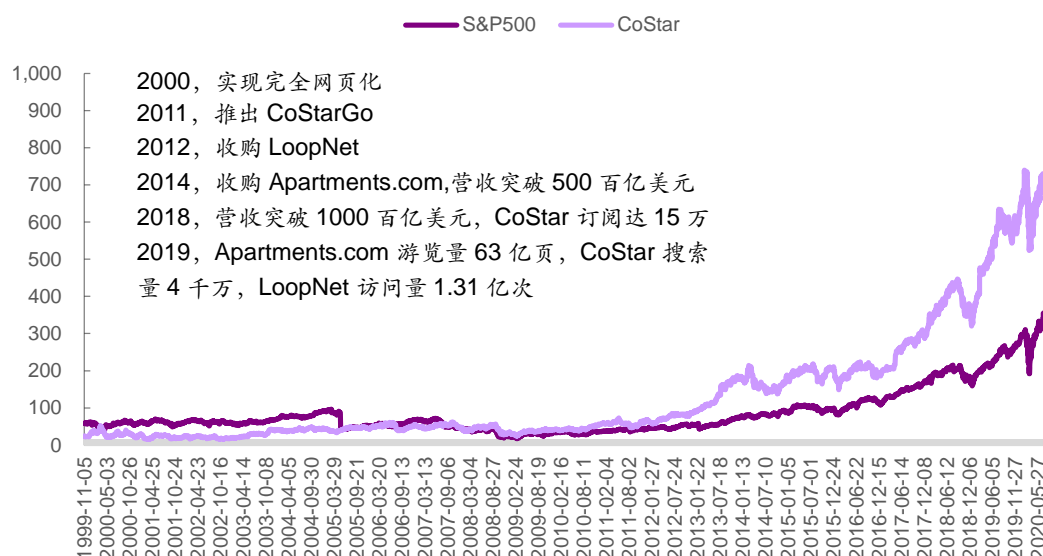


资料来源: 公司财报

CoStar 股价十年增长 18 倍。随着互联网的发展, CoStar 不断在专业垂直领域强化网络平台。过去十年间 (2010 年 9 月 19 日-2020 年 9 月 18 日), CoStar 股价上涨了超 18 倍, 而同期 S&P500 指数增长了 11 倍, CoStar 股价表现远好于美股大盘。目前公司旗下有五大品牌: CoStar (包括 CoStar Property Professional, CoStar COMPS Professional, CoStar Tenant 等), LoopNet, Apartments.com, BizBuySell 和 LandsOfAmerica, 均为专业领域领先的互联网平台, 提供关于商业房地产和公寓的最全面、及时和标准化的信息, 为行业专业人士及消费者提供探索和完成交易的关键知识。

突出的数据能力和领先的网络平台为 CoStar 核心优势。CoStar 通过不断外延并购的方式获取当地资源进入新的市场, 并整合数据和在线平台, 建立了难以复制的业务模式和数据壁垒。据不完全统计, 自 1996 年至 2020H1, CoStar 已完成至少 33 笔收购, 收购对象主要为商业房地产信息提供商, 在线商业房地产租赁平台以及房地产数字化营销平台。CoStar 花费 30 多年时间来建立和获取商业房地产信息数据库, 包括租赁、销售、租户、需求统计数据以及数字图像等的有关信息, 记录了每一个房间从建设、出租、出售到拆除的每一次状态变化。

图 27: CoStar 历史股价走势 (单位: 美元)



资料来源: Wind, 公司财报, 光大证券研究所

表 16: CoStar 五大品牌 (CoStar Property Professional, CoStar COMPS Professional, CoStar Tenant 属于 CoStar 旗下)

平台	定位
CoStar Property Professional	为订阅者提供办公, 工业, 零售和多户住宅以及市场土地的全面清单, 包括租赁和出售清单, 历史数据, 建筑图片, 地图和平面图
CoStar COMPS Professional	提供全面的可比较的商业房地产销售信息
CoStar Tenant	在线的企业勘探和分析工具, 可提供拥有最全面的商业房地产相关租户信息的房地产专业人员
LoopNet	供房东和房地产经纪人列出要出售或出租的房地产有关信息的在线市场
Apartments.com	为租房者提供可搜索的公寓清单数据库, 并为专业的物业管理公司和房东提供广告投放场所
BizBuySell	为企业提供在线交易平台
LandsOfAmerica	提供用于出售农村土地的在线市场

资料来源: 公司财报

表 17: CoStar 收购历史

时间	被收购方	介绍
1996	Chicago ReSource	进入芝加哥市场
1997	New Market Systems	进入旧金山市场
1998	C Data Services	进入休斯敦市场
1999	LeaseTrend	进入中西部和佛罗里达市场
1999	Jamison Research	进入亚特兰大和达拉斯/沃斯堡市场
2000	COMPS.COM	位于圣地亚哥的商业房地产信息提供商
2000	First Image Technologies	位于加利福尼亚的商业房地产软件提供商
2002	Napier Realty Advisors 部分资产	进入波兰市场
2003	FOCUS Information	在英国设立基地
2004	Peer Market Research	进入田纳西州市场
2004	Scottish Property Network	拓宽英国市场
2004	RealComp	巩固科罗拉多州, 丹佛市场
2005	National Research Bureau	位于康涅狄格州的美国购物中心信息提供商
2006	Grecam S.A.S.	位于巴黎的商业地产信息, 市场调查、研究和咨询服务的提供商

2007	Property Investment Exchange	位于伦敦的商业财产信息和促进投资财产交换的电子平台的提供商
2008	First CLS	位于亚特兰大的本地商业房地产信息提供商
2009	PPR	一家为商业房地产行业提供房地产分析, 市场预测和信用风险分析的提供商
2009	Resolve Technology	一家商业情报和投资组合管理软件的提供商, 为机构房地产投资行业提供服务
2011	Virtual Premise	位于亚特兰大的房地产和租赁管理 SaaS 解决方案提供商
2012	LoopNet	使房东和商业房地产经纪人可以出售或出租房产, 并提交有关财务详细信息的在线平台
2014	Apartments.com	一个为房客, 物业经理和业主提供服务的全国在线公寓租赁平台
2015	Network Communications	提供潜在客户生成, 广告和互联网营销并为物业经理和业主提供解决方案
2015	Belbex Corporate	位于西班牙的一家小型商业房地产信息提供商
2016	Thomas Daily GmbH	位于德国的一家商业房地产新闻和信息提供者
2017	Koa Lei	专门从事南加州房地产租赁的在线市场平台
2017	The Screening Pros	在线公寓租赁平台, 服务包括房客甄选服务, 租赁申请和付款处理和租赁续约
2018	ForRent	数字广告平台
2018	Realla	位于英国的商业地产清单和数据管理平台
2018	Cozy	美国领先的在线租赁解决方案提供商, 可提供广泛的服务
2019	Off Campus Partners	美国大学的学生住房市场内容和技术提供商
2019	STR	为酒店行业提供基准测试的全球提供商
2020	RentPath	为租赁提供数字化营销的平台
2020	Ten-X	在线商业房地产拍卖的创新者

资料来源: 公司各年财报

4、盈利预测

收入方面，我们分别按 ERP 解决方案和 SaaS 产品进行拆分预测。

➤ ERP 业务

2019 年公司 ERP 解决方案营收为 7.54 亿元人民币，同比增长 29%，综合 ERP 解决方案向下沉市场渗透，且房企多元化、全国化提升管理需求，我们预计 20-22E 年 ERP 解决方案营收增速分别为 29%/30%/30%。

➤ SaaS 产品

2019 年 SaaS 产品营收为 5.10 亿元人民币，同比增长 55%，综合 SaaS 产品围绕开发商在各场景上满足其需求，未来发展空间广阔，我们预计 20-22E 年 SaaS 产品将持续高速增长，营收增速分别为 49%/45%/40%。

基于以上假设，我们预计明源云 20-22E 年总营收分别为 17.38/23.69/31.87 亿元人民币，分别同比增长 37%/36%/35%，19-22E 年 CAGR 为 36%。其中 ERP 业务营收 19-22E 年 CAGR 为 30%，营收占比逐渐收窄，20-22E 分别为 56%/54%/52%；SaaS 产品 19-22E 年营收 CAGR 为 44.5%，预期 20-22E 年营收占比分别提升至 44%/46%/48%。

毛利率方面，综合 ERP 业务毛利维持稳定，云服务业务虽有上下浮动但仍维持高水平，云服务业务占比扩大驱动公司整体毛利率提升，18-22E 分别为 78.2%/79.2%/79.9%。其中 ERP 业务因为属于公司较成熟业务，成本结构趋于稳定，我们预计 ERP 业务 20-22E 年毛利率分别为 70%/70%/70%，SaaS 产品毛利率在 2020 年疫情特殊影响经历较大下滑后有望小幅提升，20-22E 分别为 88.7%/89.9%/90.6%。

结合 ERP 业务盈利较为稳定，但由于公司 SaaS 产品业务仍处于亏损状态，虽然云业务净亏损率逐步收窄，但伴随着云业务占比的扩大，我们预计公司整体净利率面临下滑压力，预计公司 20-22E 净利润分别为 3.11/3.83/5.09 亿元人民币，分别对应净利率 17.9%/16.2%/16.0%。

表 18：公司主营业务拆分预测（单位：百万元人民币）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	913	1264	1738	2369	3187
ERP 业务	584	754	976	1267	1648
云服务业务	329	510	762	1101	1539
营业收入增速	57%	38%	37%	36%	35%
ERP 业务	46%	29%	29%	30%	30%
云服务业务	83%	55%	49%	45%	40%
营业收入构成	100%	100%	100%	100%	100%
ERP 业务	64%	60%	56%	54%	52%
云服务业务	36%	40%	44%	46%	48%
毛利率	80.6%	78.7%	78.2%	79.2%	79.9%
ERP 业务	72.1%	70.2%	70.0%	70.0%	70.0%
云服务业务	95.7%	91.2%	88.7%	89.9%	90.6%
净利润	157	216	311	383	509
同比增速	115%	38%	44%	23%	33%
净利率	17.2%	17.1%	17.9%	16.2%	16.0%

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

5、估值水平

5.1、相对估值

传统软件公司向 SaaS 云端转型的过程中，当 SaaS 业务收入占比足够高时，市场对其估值定价方法将逐步由分部估值法切换至整体 PS 估值倍数法。1H20 明源云 SaaS 产品收入占比达 50%，市场对其主流估值方法采用整体 PS 估值法。

在 A 股市场，我们选取广联达 (002410.SZ)、用友网络 (600588.SH) 作为可比公司。广联达是立足建筑产业，围绕工程项目的全生命周期，提供以建筑工程领域专业应用为核心基础的平台服务商，其数字造价业务中的主要产品线正在逐步推进云转型，商业模式正由销售软件产品逐步转向提供服务的 SaaS 模式；数字施工业务为施工企业提供平台化解决方案，为未来主要增长业务，根据 Bloomberg 一致预测，广联达 19-22E 营收/净利润 CAGR 分别为 21%/57%，当前股价对应 21 年 18 倍 P/S。用友为国内 ERP 龙头，在多行业提供营销、采购、制造、供应链、金融、财务、人力等领域数字化企业云服务产品与解决方案，根据 Bloomberg 一致预测，用友网络 19-22E 营收/净利润 CAGR 分别为 20%/15%，当前股价对应 21 年 12 倍 P/S。

在港股市场，我们选取金蝶国际 (0268.HK) 作为可比公司。金蝶国际为企业 ERP 管理软件及云服务商，为大中小型企业提供金蝶云苍穹、金蝶云星空、金蝶精斗云等数字化平台，根据 Bloomberg 一致预测，金蝶国际 19-22E 营收/净利润 CAGR 分别为 19%/10%，当前股价对应 21 年 17 倍 P/S。

在美股市场，我们选取 Veeva (VEEV.N)、CoStar (CSGP.O) 作为可比公司。Veeva 聚焦医疗领域的 CRM 领域、同时向 SaaS 云端转型，根据 Bloomberg 一致预测，Veeva 19-22E 营收/净利润 CAGR 分别为 23%/23%，当前股价对应 21 年 27 倍 P/S。CoStar 为美国最大的商业房地产数据垂直服务商，通过积累行业数据和打造领先的网络平台形成核心竞争优势，根据 Bloomberg 一致预测，CoStar 19-22E 营收及净利润 CAGR 分别为 16%/16%，当前股价对应 21 年 18 倍 P/S。

表 19：明源云同业相对估值表（股价及 EPS 单位：元人民币）

证券代码	公司名称	股价	EPS (元)				P/S(x)				ROE		营收 CAGR	净利润 CAGR
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	20E	21E	19-22E	19-22E
港股														
0909.HK	明源云	30.0	0.16	0.17	0.20	0.27	41	42	31	23	53%	39%	36%	33%
0268.HK	金蝶国际	21.1	0.11	0.08	0.11	0.15	7	20	17	13	4%	6%	19%	10%
A 股														
002410.SZ	广联达	80.3	0.21	0.36	0.56	0.76	11	23	18	15	11%	16%	21%	57%
600588.SH	用友网络	38.8	0.47	0.33	0.42	0.55	8	15	12	10	13%	15%	20%	15%
美股														
CSGP.O	CoStar	6182.1	60.71	66.19	82.22	104.30	16	21	18	16	7%	8%	16%	16%
VEEV.N	Veeva	2079.5	10.40	13.43	18.86	21.68	20	33	27	23	21%	19%	23%	23%

资料来源：Wind，Bloomberg，光大证券研究所预测，股价截取时间为 2020 年 10 月 16 日；除明源云外其余来自 Bloomberg 一致预测

注：明源云、金蝶按照汇率 1HKD=0.8811 CNY 计算；CoStar、Veeva 按照 1USD=7.0703 CNY 计算

综合港股、A 股和美股三地，同比可比公司 19-22E 营收 CAGR 区间在 16%-23%，21 年 P/S 估值区间在 12-27x；市场对聚焦垂直行业的 SaaS 公司倾向于给予更高估值溢价，其中垂直行业型 SaaS 同业营收 CAGR 区间在 16%-23%，21 年 P/S 估值区间在 18-27x。参考垂直行业型 SaaS 同业 21 年 PS 估值区间在 18-27x，由于中国房地产行业信息化持续渗透驱动房地产信息化市场广阔空间有望逐步兑现，明源云在房地产开发商软件解决方案市场龙头地位稳固，同时向产业链上下游提供协同性产品持续推进平台化转型有助于估值抬升，市场份额稳中有升驱动其未来业绩成长性继续高于同业，我们预计公司 19-22E 营收/净利润 CAGR 分别为 36%/33%，公司当前股价对应 21 年 27 倍 P/S，考虑到公司业绩成长性高于同业、同时公司向房地产产业链上下游协同拓展效应更强、平台化转型进度快于同业，首次覆盖给予“增持”评级。

5.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

1. 长期增长率：由于公司云业务增长迅速，发展前景广阔，故假设长期增长率为 3%；
2. β 值选取：采用 wind 二级行业分类-软件服务的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
3. 税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 5.55%。

基于 FCFF 估值法，我们得到公司合理目标价为 27.6 元港币；通过对长期增长率和 WACC 的敏感性测试，得到公司合理的绝对估值范围为 22.1-36.2 元港币。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 R_f	3.30%
$\beta(\beta_{levered})$	0.53
$R_m - R_f$	8.00%
$K_e(\text{levered})$	7.51%
税率	5.55%
K_d	1.89%
V_e	52397.49
V_d	47.571
目标资本结构	0.09%
WACC	7.50%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	(26.94)	-0.06%
第二阶段	7867.81	17.37%
第三阶段 (终值)	37455.32	82.69%
企业价值 AEV	45296.19	100.00%
加: 非经营性净资产价值	196.12	0.43%
减: 少数股东权益 (市值)	8.93	-0.02%
减: 债务价值	47.57	-0.11%
总股本价值	45435.80	100.31%
股本 (百万股)	1871.02	
每股价值 (港元)	27.56	
PE (隐含)	146.16	

资料来源: 光大证券研究所

敏感性分析

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
6.50%	30.66	33.96	38.20	43.86	51.78
7.00%	26.56	29.06	32.19	36.21	41.56
7.50%	23.25	25.19	27.56	30.52	34.33
8.00%	20.53	22.06	23.90	26.14	28.95
8.50%	18.26	19.49	20.94	22.68	24.80

资料来源: 光大证券研究所

6、投资评级

由于中国房地产行业信息化持续渗透驱动房地产信息化市场广阔空间有望逐步兑现, 明源云在房地产开发商软件解决方案市场龙头地位稳固, 同时向产业链上下游提供协同性产品持续推进平台化转型有助于估值抬升, 市场份额稳中有升驱动其未来业绩成长性继续高于同业, 我们预计公司 19-22E 营收/净利润 CAGR 分别为 36%/33%, 公司当前股价对应 21 年 27 倍 P/S。参考垂直行业型 SaaS 同业 21 年 PS 估值区间在 18-27x, 考虑到房地产行业信息化渗透叠加自身平台化拓展, 明源云面对广阔发展空间, 未来业绩成长性有望高于同业、同时公司向房地产产业链上下游协同效应更强、平台化转型进度快于同业有助享受高估值溢价, 首次覆盖给予“增持”评级。

7、风险提示

- 1) 云业务增速不及预期: 云业务作为近几年公司收入最大增长点, 云业务增速短期不及预期将导致公司股价波动。
- 2) 云业务盈利不及预期: 目前云业务仍处于亏损状态, 如云业务无法扭亏为盈或盈利能力不及预期, 将拖累公司整体盈利能力。
- 3) 中小型客户拓展不及预期: 公司业务拓展很大程度上依靠向中小型开发商渗透, 如果中小型开发商信息化程度不及预期, 将影响公司收入增长。
- 4) 次新股估值偏高风险: 公司于 2020 年 9 月 25 日上市, 存在次新股估值偏高的风险

8、附录

表 20：明源云损益表（单位：百万元人民币）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	913	1,264	1,738	2,369	3,187
ERP 业务	584	754	976	1,267	1,648
云服务业务	329	510	762	1,101	1,539
营业成本	(177)	(269)	(379)	(492)	(639)
毛利	736	995	1,359	1,877	2,548
其它收入	85	85	86	85	85
营业开支	(640)	(836)	(1,121)	(1,528)	(2,056)
营业利润	180	244	324	434	577
财务成本净额	(2)	(2)	(2)	(1)	(1)
应占利润及亏损	0	0	0	0	0
税前利润	178	242	322	433	576
所得税开支	(15)	(11)	(18)	(23)	(30)
税后经营利润	163	232	304	410	546
少数股东权益	(6)	(15)	7	(28)	(37)
净利润	157	216	311	383	509
Non-GAAP 净利润	154	272	375	442	568
息税折旧前利润	174	245	313	427	573
息税前利润	158	224	304	414	557
每股收益（元）	0.12	0.16	0.17	0.20	0.27
每股股息（元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所预测

表 21：明源云资产负债表（单位：百万元人民币）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	787	1,235	1,626	2,130	2,798
流动资产	550	988	1,337	1,790	2,390
现金及短期投资	449	733	1,109	1,480	1,974
有价证券及短期投资	0	90	0	0	0
应收账款	16	21	29	39	53
存货	0	0	0	0	1
其它流动资产	85	144	199	270	363
非流动资产	237	246	290	340	407
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产净额	42	45	105	166	240
其他非流动资产	195	201	185	174	167
总负债	489	964	1,051	1,145	1,266
流动负债	440	915	1,002	1,095	1,217
应付账款	7	24	34	44	58
短期借贷	0	0	0	0	0
其它流动负债	433	891	968	1,051	1,159
长期负债	49	49	50	50	50
长期债务	0	48	48	48	48
其它	49	2	2	2	2
股东权益合计	298	271	575	986	1,531
股东权益	303	266	577	960	1,470
少数股东权益	(5)	4	(2)	25	62
负债及股东权益总额	787	1,235	1,626	2,130	2,798
净现金/(负债)	400	684	1,060	1,431	1,924
营运资本	9	(3)	(5)	(5)	(4)
长期可运用资本	347	320	625	1,035	1,581
股东及少数股东权益	298	271	575	986	1,531

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所预测

表 22：明源云现金流量表（单位：百万元人民币）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	203	285	319	412	554
净利润	157	216	311	383	509
折旧与摊销	16	21	9	12	16
营运资本变动	(8)	5	2	0	0
其它	37	42	(3)	18	30
投资活动现金流	(138)	334	59	(40)	(60)
资本性支出净额	(146)	317	(50)	(60)	(80)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其它资产变化	8	17	109	20	20
自由现金流	(101)	705	(52)	(53)	(32)
融资活动现金流	(36)	(221)	(2)	(1)	(1)
股本变动	0	0	0	0	0
净债务变化	0	48	0	0	0
派发红利	206	0	0	0	0
其它长期负债变化	(242)	(269)	(2)	(1)	(1)
净现金流	29	398	376	371	494

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼