

2020年10月27日

## Q3 业绩环比显著改善，股权激励彰显信心

### 光云科技(688365)

评级:	增持	股票代码:	688365
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	73.67/37.19
目标价格:	43.75	总市值(亿)	153
最新收盘价:	38.26	自由流通市值(亿)	13.18
		自由流通股数(百万)	34.24

#### 事件概述

根据公司三季度报告：公司 2020 年前三季度实现营业收入 3.64 亿元，相比去年同比增长 8.26%；归母净利润 5863.85 万元，较去年同比增长-5.75%；扣非后归母净利润为 3872.96 万元，同比增长-26.48%；经营活动产生现金净流入 6496.27 万元，同比增长-7.51%。

#### 分析判断：

► **电商 SAAS 刚需属性强，疫情冲击正在迅速修复，费用刚性及扩大投入引致的营收匹配度下降拖累利润表现，预计四季度营收及净利润有望呈现环比显著改善态势。**（1）**电商 SAAS 赋能中小微商户，系中小微商户通过电子商务实现销售的关键引擎，年初疫情冲击正在迅速修复之中。**我们注意到：公司 2020 年前三季度实现营业收入 3.37 亿元，相比去年同比增长 8.26%。其中 2020Q1 营收 10364.95 万元，同比-2.94%，2020Q2 营收 13100.49 万元，同比增长 12.74%，2020Q3 营收 12980.12 万元，同比增长 14.22%，公司前三季度营收同比改善，但 Q3 相较于 Q2 环比略有下降，约下降 0.92%。前三季度营收同比好转的背后显示疫情短暂冲击之后的复工复产高度依赖电子商务的迅速恢复。考虑国内疫情已经得到全面控制，在线下推广恢复及强需求刺激下，预计第四季度有望呈现显著改善态势。（2）**净利润未能呈现营收同步的增长速度，主要原因系毛利率略微下降、期间费用率呈现不同程度的上升以及捐赠引起的营业外支出大幅上升所致，毛利率的下降主要系疫情冲击下的让利销售及产品结构变动所致，而期间费用率的上涨则体现公司扩大再生产引致的费用上升遭遇疫情冲击进而引致营收匹配度下降所致：**2020 年前三季度归母净利润 5863.85 万元，同比增长-5.75%，归母扣非净利润 3872.96 万元，同比增长-26.48%；2020Q3 归母净利润 2264.87 万元，同比增长-15.31%，环比增长 18.22%。Q3 归母净利同比显著下降的背后，主要原因在于：整体毛利率由 2019 全年的 63.83%下降至 2020 前三季度的 63.73%，销售费用率由 2019 全年的 16.34%上升至 2020 前三季度的 18.47%，管理费用率由 2019 全年的 12.93%上升至 2020 前三季度的 13.69%；研发费用率由 2019 全年的 19.23%上升至 2020 前三季度的 22.07%。另外 2020 前三季度公司因捐赠产生营业外支出 66.04 万元，同比增长 603.71%。（3）本期经营活动现金流量净额较上年略有下降，主要系本期存货金额、预付款金额、支付的员工薪酬较上期有所增加所致。（4）全国绝大部分地区在 7 月份起基本恢复正常的社会秩序，疫情冲击进一步消退。在中小微商户活跃度显著提升的情况下，对电商 SAAS 的需求将得以明显释放，光云科技在成熟型商家及品牌型商家领域的线下推广及运营有望加速执行，费用与营收的匹配度有望得以修复。

#### 投资建议

光云科技系 A 股少有的电商 SAAS 领先企业，四季度有望实现营收及归母净利润的环比显著改善，考虑公司已经找到成熟电商深度服务、创投方式分享互联网品牌价值等高成长赛道，长期前景看好，预计 2020-2022 年营收分别为 5.10/5.80/6.68 亿元，对应归母净利润分别为 0.99/1.23/1.45 亿元。（原预测：2020-2022 年公司营收分别为 5.11/5.88/7.05 亿元，对应归母净利润分别为 1.05/1.27/1.51 亿元。）但伴随公司股价下跌及成立创投布局互联网女装品牌的实质性进展，给予 175 倍 2020 年归母净利润估值，目标价由 52.41 调整为 43.75 元，维持增持评级。

### 风险提示

电商平台依赖风险、经营模式变更的风险、人才流失和储备不足的风险、电商行业竞争格局发生变化的风险、行业政策风险、流动性风险、系统性风险等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	465	465	510	580	668
YoY (%)	29.9%	-0.2%	9.7%	13.7%	15.3%
归母净利润(百万元)	107	96	99	123	145
YoY (%)	8.0%	-10.0%	2.6%	24.3%	18.2%
毛利率 (%)	60.1%	63.8%	64.8%	65.9%	66.9%
每股收益 (元)	0.27	0.24	0.25	0.31	0.36
ROE	17.6%	13.4%	10.6%	11.3%	11.8%
市盈率	144.14	160.20	156.19	125.70	106.38

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 王秀钢

邮箱: wangxg1@hx168.com.cn

联系人: 李化

邮箱: lihua1@hx168.com.cn

联系人: 余凌菲

邮箱: yulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519020001

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	465	510	580	668	净利润	96	91	114	135
YoY (%)	-0.2%	9.7%	13.7%	15.3%	折旧和摊销	12	7	35	37
营业成本	168	179	198	221	营运资金变动	28	-3	5	6
营业税金及附加	2	3	3	3	经营活动现金流	104	71	110	123
销售费用	76	97	116	134	资本开支	-3	-245	-79	5
管理费用	60	61	70	80	投资	-106	0	0	0
财务费用	-2	-9	-10	-12	投资活动现金流	-84	-225	-39	55
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	4	36	0
投资收益	25	20	40	50	债务募资	31	109	-101	-8
营业利润	98	100	125	148	筹资活动现金流	-5	152	-65	-8
营业外收支	4	4	4	5	现金净流量	15	-2	5	170
利润总额	102	104	130	153					
所得税	5	5	7	8	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	96	99	123	145	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	96	99	123	145	营业收入增长率	-0.2%	9.7%	13.7%	15.3%
YoY (%)	-10.0%	2.6%	24.3%	18.2%	净利润增长率	-10.0%	2.6%	24.3%	18.2%
每股收益	0.24	0.25	0.31	0.36	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	63.8%	64.8%	65.9%	66.9%
					净利率	20.7%	19.4%	21.2%	21.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	总资产收益率 ROA	11.6%	8.5%	10.1%	10.6%
货币资金	34	32	38	208	净资产收益率 ROE	13.4%	10.6%	11.3%	11.8%
预付款项	21	16	19	22	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	6	8	9	10	流动比率	<b>7.44</b>	<b>3.56</b>	<b>6.40</b>	<b>7.45</b>
其他流动资产	658	660	665	671	速动比率	7.16	3.45	6.16	7.20
流动资产合计	719	716	730	910	现金比率	0.35	0.16	0.33	1.70
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	12.9%	19.8%	11.0%	10.4%
固定资产	4	246	212	175	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	64	64	147	147	总资产周转率	0.56	0.48	0.51	0.52
非流动资产合计	110	352	400	363	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	829	1,067	1,131	1,274	每股收益	0.24	0.25	0.31	0.36
短期借款	0	109	8	0	每股净资产	1.80	2.13	2.51	2.84
应付账款及票据	5	5	6	6	每股经营现金流	0.26	0.18	0.27	0.31
其他流动负债	92	87	101	116	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	97	201	114	122	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	160.20	156.19	125.70	106.38
其他长期负债	11	11	11	11	PB	0.00	18.04	15.35	13.53
非流动负债合计	11	11	11	11					
负债合计	107	212	125	133					
股本	361	365	401	401					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	722	856	1,006	1,141					
负债和股东权益合计	829	1,067	1,131	1,274					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

王秀钢：中小成长及科创板首席分析师，北京大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研卖方和买方研究经验，擅长成长股的基本面梳理和投资价值判断。

李化：中小成长和科创板助理分析师，厦门大学、Massachusetts General Hospital/Harvard Medical School联合培养理学博士，具有多年核药物、分子影像研究经历。

余凌菲：中小成长及科创板助理分析师，北京大学硕士研究生学历，具有多元化的金融投资领域学习和研究经历。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。