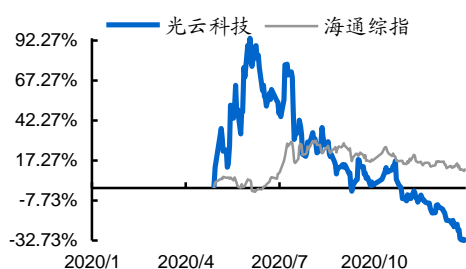


**投资评级 优于大市 维持**
**股票数据**

12月30日收盘价(元)	25.89
52周股价波动(元)	24.81-79.86
总股本/流通A股(百万股)	401/34
总市值/流通市值(百万元)	10382/887

**相关研究**

《中心化电商 SaaS 龙头, 盈利能力彰显独特优势》2020.11.27

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-19.4	-27.7	-33.0
相对涨幅 (%)	-22.4	-36.6	-44.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021)23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 洪琳

Tel: (021)23154137

Email: hl11570@htsec.com

证书: S0850519050002

分析师: 黄竞晶

Tel: (021)23154131

Email: hjj10361@htsec.com

证书: S0850518110001

分析师: 杨林

Tel: (021)23154174

Email: yl11036@htsec.com

证书: S0850517080008

# 战略投资跨境电商 ERP 服务商, 多维赋能拓展业务版图

**投资要点:**

- 公司斥资数千万人民币战略投资跨境电商 ERP 服务商马帮 ERP:** 根据公司官微, 公司近日斥资数千万人民币战略投资跨境电商 ERP 服务商马帮 ERP, 加码布局跨境电商 SaaS 领域。马帮 ERP 成立于 2010 年, 是跨境电商 ERP 里的标杆公司。马帮 ERP 通过利用互联网手段和工具, 实现前端开发选品、销售刊登、运营数据分析、后端订单发货、售后客服、库存管理、国内外仓储管理、采购供应链、财务和员工绩效报表等服务, 帮助商家实现一站式、跨平台、多店铺的管理, 更致力于打造高效的管理方法和解决方案。光云科技的跨境布局始于 2016 年, 切入点为中小电商 SaaS 产品, 主推产品超级店长跨境版为卖家提供涵盖了大数据选品、智能产品上架、多平台订单处理以及全球仓储管理等全链路服务, 覆盖了全球领先的跨境电商平台 Amazon、eBay、Aliexpress、Lazada、Wish、Shopee、Joom 等。我们认为, 此次战略投资将使两家公司形成优势互补, 进一步完善光云科技的 ERP 以及跨境电商产品布局, 扩展其业务版图。
- 7000 万投资实在智能, 以 AI+RPA 赋能 SaaS:** 11 月 16 日, 公司发布公告, 基于对机器人流程自动化 (RPA) 行业的看好, 公司董事会同意公司使用自有资金 7000 万元投资认购杭州实在智能科技有限公司新增注册资本 100.19 万元, 并持有实在智能 11.67% 股权。根据实在智能官网, 公司成立于 2018 年 8 月, 定位人工智能科技公司, 聚焦 AI+RPA 赛道, 通过各类智能软件机器人, 即“章鱼·数字员工”, 为数字政务、运营商、金融、电商、能源、交通等领域大型客户提供服务。根据公司公告, RPA 可以根据预设的操作规则, 模拟人工操作, 在更新信息、生产管理、供应链管理、销售分析、营销管理、网站数据导入、客服系统集成、数据监控等场景大幅提升电商商家的运维效率。根据实在智能官微, 12 月 6 日, 在 36 氪发布的“WISE2020 中国新经济之王年度最具影响力企业”榜单中, 光云科技与实在智能分别在企业服务领域的电商服务和 PRA 荣膺榜首。我们认为, 两者技术实力领先, 且核心团队均曾供职阿里, 在接下来的合作中更易于协同, 以 AI+RPA 赋能公司的电商 SaaS 服务, 将对公司未来业务发展有良好的促进作用。
- 办公场所改购置为自建, 彰显公司长期发展信心:** 11 月 16 日, 公司发布公告, 拟变更首次公开发行人募集资金投资项目“光云系列产品优化升级项目”和“研发中心建设项目”中“场地投入”实施方式, 由购置办公楼变更为在杭州自建 SaaS 研发与生产基地。公告提到, 项目的建设将有利于公司招募更多的研发技术人员, 从而壮大公司的研发队伍, 增强公司的研发实力以及核心竞争力。我们认为, 公司选择自建基地以增加更多研发技术人员, 彰显了公司对长期增长的信心。

**主要财务数据及预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	465	465	538	637	778
(+/-)YoY(%)	29.9%	-0.2%	15.9%	18.3%	22.2%
净利润(百万元)	107	96	106	124	167
(+/-)YoY(%)	8.0%	-10.0%	9.6%	17.3%	34.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.27	0.24	0.26	0.31	0.42
毛利率(%)	60.1%	63.8%	63.7%	65.1%	66.6%
净资产收益率(%)	17.6%	13.4%	12.2%	12.5%	14.4%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2020-2022 年实现收入分别为 5.38 亿元、6.37 亿元和 7.78 亿元,同比增长 15.9%、18.3%及 22.2%; 预计公司 2020-2022 年实现归母净利润分别为 1.06 亿元、1.24 亿元和 1.67 亿元,同比增长 9.6%、17.3%以及 34.5%, 对应 EPS 分别为 0.26/0.31/0.42 元。对比云服务领域可比公司, 基于电商行业的高增长性以及公司的龙头地位, 应给予公司相应溢价, 我们给予光云科技 2021 年 25-28 倍 PS, 2021 年 128-144 倍 PE, 对应 6 个月合理价值区间为 39.56-44.50 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 电商行业发展不及预期, 产品拓展不及预期, 以及市场竞争加剧的风险。

表 1 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价(元)	市值(亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
金山办公	688111.SH	374.15	1,724.8	0.87	1.79	2.64	431	209	141
用友网络	600588.SH	42.15	1,378.5	0.47	0.29	0.38	89	147	112
广联达	002410.SZ	76.69	908.8	0.21	0.37	0.58	368	208	132
<b>平均</b>				<b>0.52</b>	<b>0.82</b>	<b>1.20</b>	<b>296</b>	<b>188</b>	<b>129</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 光云科技采用海通证券盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2020 年 12 月 30 日收盘价。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>465</b>	<b>538</b>	<b>637</b>	<b>778</b>
每股收益	0.24	0.26	0.31	0.42	营业成本	168	195	222	260
每股净资产	1.80	2.16	2.47	2.89	毛利率%	63.8%	63.7%	65.1%	66.6%
每股经营现金流	0.26	0.16	0.21	0.30	营业税金及附加	2	2	3	4
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	76	92	120	150
P/E	107.73	98.28	83.78	62.29	营业费用率%	16.3%	17.1%	18.9%	19.3%
P/B	14.39	11.97	10.47	8.97	管理费用	60	63	74	86
P/S	20.11	19.28	16.30	13.34	管理费用率%	12.9%	11.8%	11.7%	11.1%
EV/EBITDA	-0.42	107.13	91.88	71.09	EBIT	69	87	99	133
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-2	-1	-1	-3
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
毛利率	63.8%	63.7%	65.1%	66.6%	资产减值损失	0	-6	-2	-3
净利润率	20.7%	19.6%	19.5%	21.4%	投资收益	25	25	29	38
净资产收益率	13.4%	12.2%	12.5%	14.4%	<b>营业利润</b>	<b>98</b>	<b>109</b>	<b>130</b>	<b>174</b>
资产回报率	11.6%	10.9%	11.1%	12.7%	营业外收支	4	4	4	4
投资回报率	9.1%	9.3%	9.2%	10.7%	<b>利润总额</b>	<b>102</b>	<b>113</b>	<b>134</b>	<b>178</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	81	96	112	143
营业收入增长率	-0.2%	15.9%	18.3%	22.2%	所得税	5	8	10	11
EBIT 增长率	-31.0%	25.4%	14.3%	33.7%	有效所得税率%	5.1%	6.7%	7.5%	6.5%
净利润增长率	-10.0%	9.6%	17.3%	34.5%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>96</b>	<b>106</b>	<b>124</b>	<b>167</b>
资产负债率	12.9%	10.6%	11.2%	11.6%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
流动比率	7.44	9.13	8.38	8.03	货币资金	34	53	89	183
速动比率	7.16	8.88	8.12	7.78	应收账款及应收票据	31	34	41	50
现金比率	0.35	0.58	0.78	1.30	存货	6	8	10	11
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	648	745	813	886
应收账款周转天数	24.25	22.79	23.47	23.50	流动资产合计	719	840	953	1131
存货周转天数	13.63	15.76	17.22	15.54	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.56	0.56	0.57	0.59	固定资产	4	10	16	21
固定资产周转率	111.16	56.24	40.76	37.28	在建工程	0	0	0	0
					无形资产	64	80	107	118
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	非流动资产合计	110	130	163	179
净利润	96	106	124	167	<b>资产总计</b>	<b>829</b>	<b>970</b>	<b>1116</b>	<b>1310</b>
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
非现金支出	12	16	15	14	应付票据及应付账款	5	5	6	7
非经营收益	-33	-29	-33	-43	预收账款	51	43	54	71
营运资金变动	28	-26	-24	-18	其它流动负债	41	44	54	63
<b>经营活动现金流</b>	<b>104</b>	<b>66</b>	<b>83</b>	<b>119</b>	流动负债合计	97	92	114	141
资产	-3	-33	-44	-26	长期借款	0	0	0	0
投资	-106	-80	-32	-38	其它长期负债	11	11	11	11
其他	26	26	29	38	非流动负债合计	11	11	11	11
<b>投资活动现金流</b>	<b>-84</b>	<b>-87</b>	<b>-47</b>	<b>-25</b>	<b>负债总计</b>	<b>107</b>	<b>103</b>	<b>125</b>	<b>152</b>
债权募资	31	0	0	0	实收资本	361	401	401	401
股权募资	0	40	0	0	归属于母公司所有者权益	722	867	991	1158
其他	-35	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-5</b>	<b>40</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>829</b>	<b>970</b>	<b>1116</b>	<b>1310</b>
<b>现金净流量</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>36</b>	<b>94</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 30 日  
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郑宏达 计算机行业  
洪琳 计算机行业  
黄竞晶 计算机行业  
杨林 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 易华录,四维图新,佳都科技,创业慧康,京北方,广联达,用友网络,金溢科技,锐明技术,中控技术,拉卡拉,捷顺科技,恒华科技,拓尔思,鼎捷软件,中电兴发,航天信息,金山办公,中孚信息,云从科技,海康威视,启明星辰,长亮科技,金蝶国际,久远银海,京东数科,美亚柏科,广电运通,寒武纪-U,奇安信-U

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。