

2020年08月26日

疫情冲击有限，关注成熟商家运营&创投进展

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:	73.67/38.03
目标价格:	52.41	总市值(亿)	174.07
最新收盘价:	43.41	自由流通市值(亿)	14.02
		自由流通股数(百万)	32.29

事件概述

(1) 根据公司半年度报告:公司2020年上半年实现营业收入2.35亿元,相比去年同比增长5.23%;归母净利润0.36亿元,较去年同比增长1.83%;扣非后归母净利润为0.21亿元,同比下降30.13%;经营活动产生现金净流入3763.25万元,同比增长-0.51%。(2) 2020年8月11日发布关于参与设立产业投资基金的公告——投资标的名称为杭州云曦一号股权投资合伙企业(有限合伙),投资金额达2800万元。杭州云曦一号将主要投资于信息技术行业领域的非上市企业。

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,预计三季度营收及净利润将进一步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:2020Q1 营收10364.95万元,同比-2.94%,2020Q2 营收13100.49万元,同比增长12.74%,Q2 相较于Q1 环比增长达26.39%。二季度营收迅速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,预计三季度仍将延续环比显著改善态势。

(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及期间费用率呈现不同程度的上升所致,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在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H1 归母净利润3597.97万元,同比增长1.83%,归母扣非净利润2094.08万元,同比增长-30.13%;2020Q2 归母净利润达1915.88万元,同比增长1.93%,环比增长13.83%;2020Q2 归母扣非净利润889.12万元,环比增长-26.21%。Q2 环比显著下降的背后,主要原因在于:整体毛利率由2019全年的63.83%下降至2020H1的62.78%,销售费用率由2019全年的16.34%上升至2020H1的17.23%,管理费用率由2019全年的12.93%上升至2020年H1的14.26%;研发费用率由2019全年的19.23%上升至2020年H1的22.38%。(3) 除新疆、大连等少数区域以外,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。

► **公司核心 SAAS 产品的多平台多品类优势进一步加强,完成 30 个电商平台的战略布局。未来增长动力包括多品类多平台电商对 SAAS 的需求、成熟型商家 SAAS 服务的深度挖掘运营、企业 SAAS 服务市场的开拓。**(1) 顺应拼多多为代表的社交电商平台、以抖音、快手为代表的短视频平台、以

AliExpress、Lazada、Wish 等跨境电商平台快速发展的趋势,光云科技适时推出多平台多品类电商 SAAS 产品,收效显著——公司已完成近 30 个电商平台的战略布局,2020 年 H1 来自拼多多平台的快递助手营收增速高达 50%。(2) 成熟型商家 SAAS 服务有望成为公司未来增长的关键动力——快麦 ERP 在 2020H1 的营收增速高达 355.98%,快麦设计在 2020H1 的营收增速高达 230.02%。我们估算:国内至少有约 20 万家成熟型电商商家的日均订单量超过 30 单,年 SAAS 付费能力达 10 万元,整体市场潜力系百亿量级大市场,对电商理解深入的光云科技有望在此领域实现掘金。(3) 企业 SAAS 服务业务保持高增长——在阿里钉钉越来越被中小企业接受的情况,光云科技基于钉钉开发的“有成”云服务产品实现高增长——2020 年 H1 增速达 193.39%。

► **立基电商 SAAS，瞄准增速最高的细分产业里增速最高的互联网品牌，通过产业基金方式进行创投项目培育或是光云科技未来最大看点。**从长期看，电商 SAAS 公司具有天然的接触中国增速最高创业企业的机会，基于这种禀赋，光云科技或将强化产业基金布局，进而分享中国细分产业高增长红利。(1) 以 2020 年 8 月 11 日上市后首次参投的产业基金为例，考虑到产业基金参与者杭州星柚服饰有限公司主要经营女装，我们判断光云科技通过产业基金投资后，有望加快该公司的证券化进程。该公司旗下品牌包括：①MOHO&MO 沫哈依美：诞生于 2010 年 2 月，包括传统成熟温婉型、休闲潮流时尚型、气质优雅女人型三大系列；②XWI：诞生于 2015 年 5 月，致力于研发适合 28-48 岁追求时尚，自信而从容的都市白领女性群体的日常服装产品，主营休闲时光、精致优雅、简约 OL 三大系列服装产品；③IHIMI：中文名海溢，诞生于 2018 年 5 月，致力于研发适合 26-40 岁追求简约生活方式的女性群体的日常服装产品，主营基础简约、时尚休闲、雅尚女人、轻奢丽人四个系列产品。④SR 时然：温和又浪漫的设计，既呈现女性独有的美又不过分张扬。以摩登不失优雅的精致时装来满足女性对日常着装的多样需求。致敬女性的柔美特质与优雅风情，婉约中体现女性自然，自信之美。⑤IOYO：中文名称花园派对，IOYO 始终如一的坚持“自信，时尚，休闲，舒适”的设计风格，简约舒适的衣着理念摒弃多余繁琐的设计，以最合理可信的价格提供给顾客所希望的价格。⑥cat in black 和狂野甜心两个美妆品牌与女装产品线协同度高。(2) 除了女装品牌以外，光云科技未来有望在需求个性化差异显著，毛利率高的婴幼儿、保健食品、健康产业链、教育细分产业链等多个赛道寻找中国最优质企业并积极培育进而通过证券化来实现价值增值。

投资建议

光云科技系 A 股少有的电商 SAAS 领先企业，下半年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 5.11/5.88/7.05 亿元，对应归母净利润分别为 1.05/1.27/1.51 亿元。(原预测：2020-2022 年公司营收分别为 5.10/5.80/6.68 亿元，对应归母净利润分别为 1.26/1.56/1.92 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 200 倍 2020 年归母净利润估值，目标价由 62.60 调整为 52.41 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)	465.49	464.65	511.11	587.78	705.33
YoY (%)	29.89%	-0.18%	10.00%	15.00%	20.00%
归母净利润(百万元)	107.11	96.37	105.09	127.26	150.68
YoY (%)	7.99%	-10.03%	9.05%	21.10%	18.40%
毛利率 (%)	60.11%	63.83%	65.83%	65.00%	65.50%
每股收益 (元)	0.27	0.27	0.26	0.32	0.38
ROE	17.58%	13.35%	8.17%	8.92%	9.55%
市盈率	229.72	229.79	234.14	193.35	163.30

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：王秀钢

邮箱：wangxg1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519020001

联系人：李化

邮箱：lihua1@hx168.com.cn

联系人：余凌菲

邮箱：yulf@hx168.com.cn

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	511	588	705	净利润	96	105	127	151
YoY (%)	-0.2%	10.0%	15.0%	20.0%	折旧和摊销	12	7	35	37
营业成本	168	175	206	243	营运资金变动	28	-3	6	8
营业税金及附加	2	3	3	4	经营活动现金流	104	73	119	134
销售费用	76	87	101	123	资本开支	-3	-245	-78	7
管理费用	60	72	82	106	投资	-106	0	0	0
财务费用	-2	-3	-5	-6	投资活动现金流	-84	-215	-38	57
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	40	0	0
投资收益	25	30	40	50	债务募资	31	0	0	0
营业利润	98	104	125	149	筹资活动现金流	-5	433	0	0
营业外收支	4	4	6	7	现金净流量	15	291	81	191
利润总额	102	108	131	155					
所得税	5	3	4	5	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	96	105	127	151	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	96	105	127	151	营业收入增长率	-0.2%	10.0%	15.0%	20.0%
YoY (%)	-10.0%	9.0%	21.1%	18.4%	净利润增长率	-10.0%	9.0%	21.1%	18.4%
每股收益	0.27	0.26	0.32	0.38	盈利能力 (%)				
					毛利率	63.8%	65.8%	65.0%	65.5%
					净利率	20.7%	20.1%	21.0%	20.7%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	11.6%	7.6%	8.2%	8.7%
货币资金	34	325	406	596	净资产收益率 ROE	13.4%	8.2%	8.9%	9.6%
预付款项	21	16	20	24	偿债能力 (%)				
存货	6	8	9	11	流动比率	7.44	11.07	10.09	9.95
其他流动资产	658	660	666	674	速动比率	7.16	10.82	9.83	9.69
流动资产合计	719	1,008	1,100	1,305	现金比率	0.35	3.57	3.72	4.55
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	12.9%	7.5%	8.0%	8.5%
固定资产	4	246	212	175	经营效率 (%)				
无形资产	64	64	147	147	总资产周转率	0.56	0.38	0.39	0.42
非流动资产合计	110	352	400	363	每股指标 (元)				
资产合计	829	1,359	1,500	1,668	每股收益	0.27	0.26	0.32	0.38
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	1.80	3.14	3.44	3.81
应付账款及票据	5	5	6	7	每股经营现金流	0.26	0.18	0.30	0.33
其他流动负债	92	86	103	124	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	97	91	109	131	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	229.79	234.14	193.35	163.30
其他长期负债	11	11	11	11	PB	19.57	19.57	17.82	16.12
非流动负债合计	11	11	11	11					
负债合计	107	102	120	142					
股本	361	401	401	401					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	722	1,258	1,381	1,527					
负债和股东权益合计	829	1,359	1,500	1,668					

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。