

# 明源雲 (0909.HK)

地產生態鏈數字化升級 SaaS 產品淨利潤扭虧為盈  
香港 | TMT SaaS 行業 | 首次覆蓋

6 August 2021

## 投資概要

明源雲(0909.HK) 成立於 2003 年，並在 2020 年 9 月在香港聯交所主板上市，專注於為中國房地產開發商及房地產產業鏈的其他產業參與者提供企業級資源規劃(ERP)解決方案及 SaaS 產品(包括雲客、雲鏈、雲採購和雲空間)，以幫助房地產開發商和其他房地產產業參與者實現業務精細化和數字化運營。根據弗若斯特沙利文的數據，按 2019 年收入計算，公司為中國房地產開發商的第一大軟件解決方案供應商，擁有 18.5% 的市場份額；同時公司亦是 ERP 解決方案及 SaaS 產品的最大提供商，分別擁有 16.6% 和 23.3% 的領先市場份額。在 2020 年，公司有 97 家百強地產開發商至少訂閱公司的一種 SaaS 產品。

## ERP 解決方案業務結構改變 附加服務佔比提升

公司 ERP 解決方案的收入主要分為四部分，為軟件許可/實施服務/產品支持服務/增長服務，在 2020 年收入分別為 2.5/ 1.0/ 1.4/ 3.4 億元人民幣，同比增長分別為 7.2%/ 17.5%/ 21.3%/ 7.4%。由於疫情的影響，公司的終端客戶在進行軟件產品新購和升級以及增值服務時的決策週期推遲，而導致 2020 年的產品銷售收入和增值服務收入的增速有所放緩；另一方面，公司在通過線上服務的模式，保證已購買產品的終端客戶的產品實施和日常運營維護服務，因此公司兩項業務在 2020 年的增長較高。從 ERP 解決方案的佔比趨勢來看，公司在軟件許可、實施服務方面的佔比持續下滑，分別從 2017 年的佔比 39%、17%，下跌至 2020 年的 30%、12%；相反，產品支持服務和增長服務的佔比則保持上升，分別從 2017 年的佔比 14%、29%，上升至 2020 年的 17%、41%。

## SaaS 產品業務整體首次實現盈利

公司的 SaaS 產品按產業鏈分別三大類，分別是面向營銷市場的雲客、供應鏈市場的雲鏈和雲採購及存量市場的雲空間。其中，雲客為公司最成熟的 SaaS 產品，雲客持續保持強勁增長趨勢，在 2020 年收入為 6.69 億元人民幣，同比增長 88.3%，2019 年則為 3.55 億元人民幣。另外，公司其他三大產品雲鏈、雲採購和雲空間的增長速度亦保持快速增長，2020 年收入分別為 1.37、0.27、0.38 億元人民幣，同比分別增長 23.5%/ 58.5%/ 44.1%。淨利潤則扭虧為盈，由 2019 年淨虧損 41.8 百萬元增長到 2020 年的人民幣 18.7 百萬元。而客戶方面，公司在 2018/ 2019/ 2020 分別有 92/ 96/ 97 家百強地產開發商至少訂閱公司其中一種 SaaS 產品。

## 加速發展下沉市場 並加強與行業領先企業的深度合作

公司營銷和服務網絡覆蓋的城市由 42 個增加至 70 個，為客戶提供本地化專業服務。公司主要通過直銷團隊及由區域渠道合作夥伴組成的全國性網絡來銷售和交付 SaaS 產品及 ERP 解決方案。而區域渠道合作夥伴對公司未來發展至關重要，亦是提升下沉市場份額的驅動力，截至 2020 年，公司通過區域渠道合作夥伴銷售 SaaS 產品及 ERP 解決方案的收入佔總收入 47%。在 2020 年，一共有 97 家百強地產開發商訂閱公司至少一種 SaaS 產品，百強地產開發商的平均合作金額從 2019 年的人民幣 470 萬元顯著提升至 2020 年的人民幣 600 萬元；而公司 ERP 解決方案在 2020 年服務百強房地產開發商為 89 家。

## 投資建議

截至 8 月 4 日收市價為 HKD 32.30。公司屬於雲計算 SaaS 公司，而 ERP 解決方案提供穩定的收入和增長，因此我們將採用分部估值法對公司兩項業務分別進行估值，給予公司 ERP 解決方案業務 25 倍 2022 年目標市盈率(P/E)，SaaS 產品業務 35 倍 2022 年的市銷率(P/S)，同業中為較高的 P/S 估值，給予目標價為 HKD48.90，對應公司 2021/2022/2023 年的整體市銷率為 41.6x/29.9x/21.2x，首次給予買入評級。

## 買入 (首次)

現價 HKD 32.30

(現價截至 8 月 4 日)

目標價 HKD 48.90 (+51.39%)

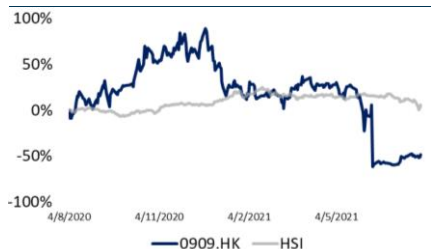
### 公司資料

普通股股東(百萬股):	1,968.59
市值(港幣億元):	63.586
52 周 最高價/最低價(港幣元):	60.717/ 23.20

### 主要股東 %

高宇	20.09%
陳曉暉	15.07%
姜海洋	9.49%

### 股價 & 恒生指數



Source: Wind, PSHK

### 財務資料

CNY mn	FY19	FY20	FY21E	FY22E
Net Sales	1,264	1,705	2,316	3,219
Net Profit	216	(704)	313	542
EPS, CNY	0.16	(0.48)	0.16	0.28
P/S, x	45.1	31.4	23.3	16.8
BVPS, CNY	0.004	0.10	0.11	0.12

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

### 研究員

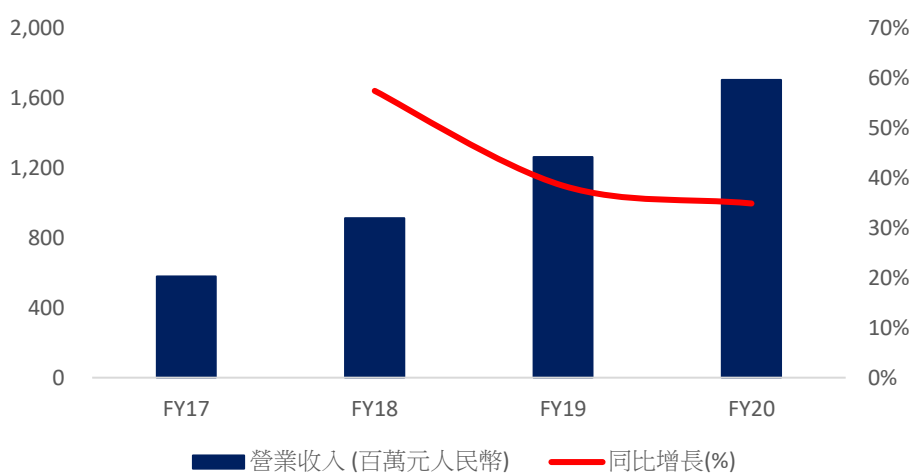
宋承軒 (+852 2277 6527)

samuelsung@phillip.com.hk

## 公司介紹

明源雲(0909.HK) 成立於 2003 年，並在 2020 年 9 月在香港聯交所主板上市，專注於為中國房地產開發商及房地產產業鏈的其他產業參與者提供企業級資源規劃(ERP)解決方案及 SaaS 產品(包括雲客、雲鏈、雲採購和雲空間)，以幫助房地產開發商和其他房地產產業參與者實現業務精細化和數字化運營。根據弗若斯特沙利文的數據，按 2019 年收入計算，公司為中國房地產開發商的第一大軟件解決方案供應商，擁有 18.5%的市場份額；同時公司亦是 ERP 解決方案及 SaaS 產品的最大提供商，分別擁有 16.6%和 23.3%的領先市場份額。在 2020 年，公司有 97 家百強地產開發商至少訂閱公司的一種 SaaS 產品。

圖一：公司過往四年的收入(百萬元人民幣)



來源：公司報告，PSHK

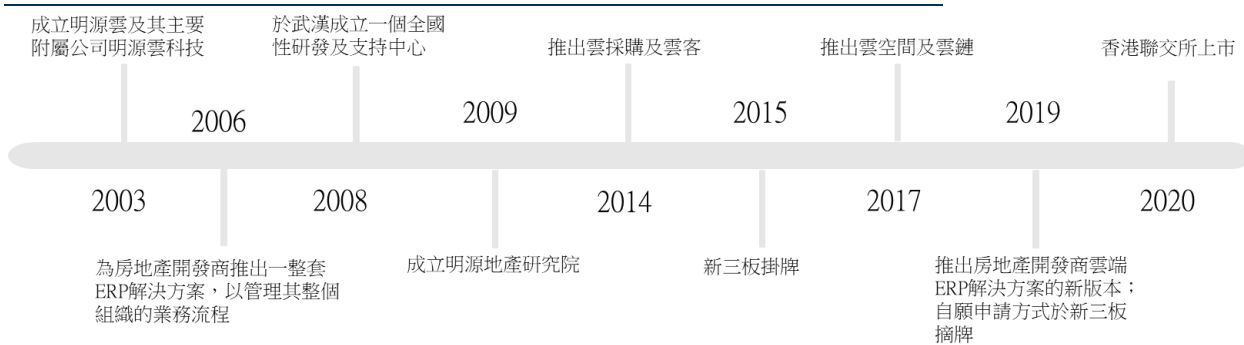
## 公司發展過程

公司於 2003 年成立，而其中一家主要附屬公司明源雲科技也同時成立。在 2006 年，公司為房地產開發商推出一整套 ERP 解決方案，有利於房地產公司管理其業務流程。在 2014 年，公司推出雲客和雲採購；而在 2017 年，公司推出雲鏈和雲空間。在 2019 年，公司推出房地產開發商雲端 ERP 解決方案的新版本，累計服務近 3,000 名房地產開發商，當中包括 99 家百強地產開發商。

另外，公司曾於 2011 年 3 月，附屬公司明源雲科技曾向深圳證券交易所創業板上市但並無成功，當前中國證監會主要認為 1) 其大部分銷售額來自現有客戶而非新客戶，2) 其銷售收入中相當大一部分是由中小型開發商貢獻，3) 而自 2010 年以來，中國房地產開發行業的宏觀政策調整可能會對中小型客戶的產品採購產生不利影響。但公司認為，自 2012 年起，由於本集團的業務模式及客戶基礎的發展及中國宏觀經濟環境的變化，上述問題不再適用及相關。

隨後，公司於 2015 年 6 月在新三板掛牌，為公司獲得一個活躍有效的企業融資平台，並為尋求長期業務發展而加強公司治理。其後，公司參慮到公司業務規模持續增長、新三板的市場狀況、深圳證券交易所中小企業板的交易活動和品牌知名度及打算進入投資者基礎更廣泛的資本市場，公司於 2019 年 1 月，以自願申請方式於新三板摘牌。在完成公司重組後，公司最終在 2020 年 9 月在香港聯交所正式掛牌交易，以尋找公司公允價值的識別，同時探索潛在的海外擴張機會及擴寬接觸全球投資者的渠道。

圖二：公司發展重要里程碑



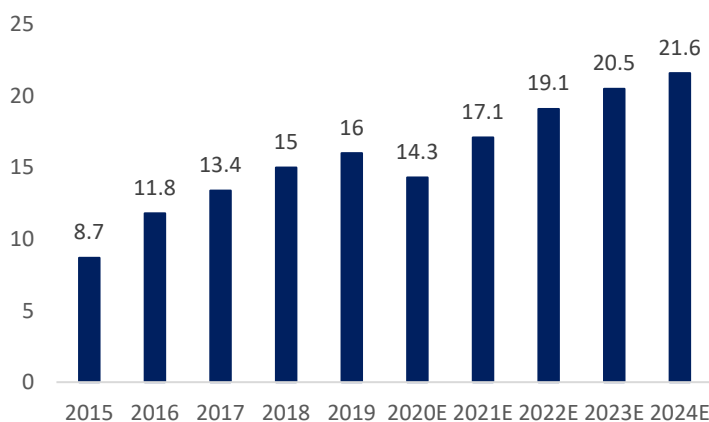
來源：公司報告，PSHK

## 行業分析

### 中國房地產行業市場規模未來增速放緩

過往年份中，主要因中國迅速增長的城鎮化和中產階層持續增加而帶動住房需求有所提升，導致中國房地產市場長期穩定增長。中國的新房成交額從 2015 年約 8.7 萬億元人民幣，增加至 2019 年的人民 16.0 萬億元人民幣。根據弗若斯特沙利文的數據，預期隨中國城鎮化水平提高及政府的帶動下，中國的房地產會在未來仍然保持穩定增長，但增速有所放緩，新房成交額在 2024 年預期可達 21.6 萬億元人民幣，2021-2024 年的複合增長率為 8.1%。

圖三：中國房地產行業按成交額的市場規模：一手新房成交額 (萬億元人民幣)

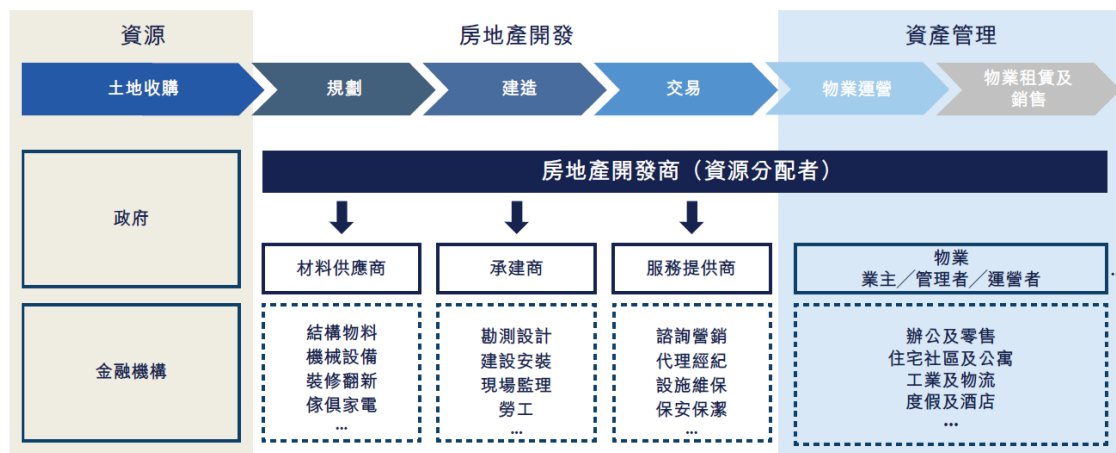


來源：弗若斯特沙利文，公司招股書，PSHK

### 中國的房地產產業鏈驅動力

中國的房地產產業鏈涉及一系列複雜業務場景下房地產開發和資產管理整個週期的各類參與者，包括房地產開發商、房地產銷售代理、供應商、資產管理公司、房地產運營商以及房地產產業鏈上的其他產業參與者。當中，房地產開發商代表了整個房地產行業增長的主要驅動力，全面參與房地產的整個生命週期，並將產業鏈上其他參與者連接起來，對其他產業參與者有著巨大影響力，掌控行業趨勢。

圖四：中國房地產產業鏈



來源：公司招股書，PSHK

### 中國房地產行業的技術轉型需求

在 2019 年，中國房地產開發商超過 3 萬家，國內市場競爭日益激烈，因此為實現持續有利可圖的增長，降低經營成本、提升管理效率及透明度、更好地管理客戶關係變得越來越重要。過往中國的房地產開發商長期依靠人工處理或在多種不同和零散的系統上運行，缺乏能夠簡化和優化其複雜業務功能，且缺乏有助收集和處理海量數據以及信息的企業級技術的系統。隨著技術的進步，例如 AIoT、雲計算、數據分析和虛擬現實等尖端技術，房地產行業對於數字化、精簡化和最優化業務運營的軟件方案的需求上升。除房地產開發商外，通過採用軟件解決方案進行數字化亦可使房地產產業鏈上的其他主要參與者在各種業務場景下獲得支持，包括採購、建造、客戶關係管理及房地產資產管理。根據弗若斯特沙利文的數據，在 2019 年，中國房地產產業鏈軟件解決方案市場約達 170 億元人民幣。

圖五：中國房地產產業鏈上的關鍵軟件應用場景及主要產業參與者的角色

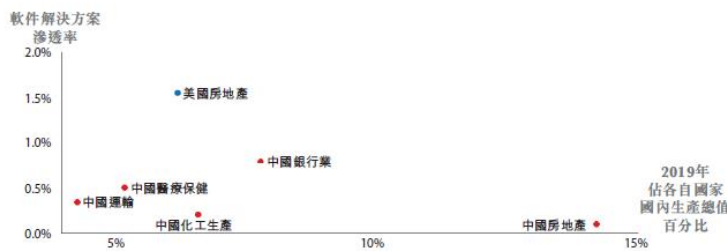


來源：公司招股書，PSHK

### 中國房地產產業鏈軟件解決方案處於高速增長

目前，中國房地產行業軟件解決方案的滲透率在 2019 年為 0.1%，遠低於其美國市場的 1.55%，同時亦低於中國其他行業。主要原因是房地產開發商及其他產業參與者歷來通過專注於競爭激烈及快速增長的住房需求來推動業務的迅速增長，導致其業務增長的步伐已遠超內部管理及技術系統的發展。根據弗若斯特沙利文的數據，中國房地產行業的軟件解決方案滲透率預期由 2019 年的 0.10% 快速增長至 2024 年的 0.30%，為 2019 年的三倍，2019-2024 年複合增長率為 24.6%。

圖六：中國行業和美國房地產的滲透率和 GDP 佔比

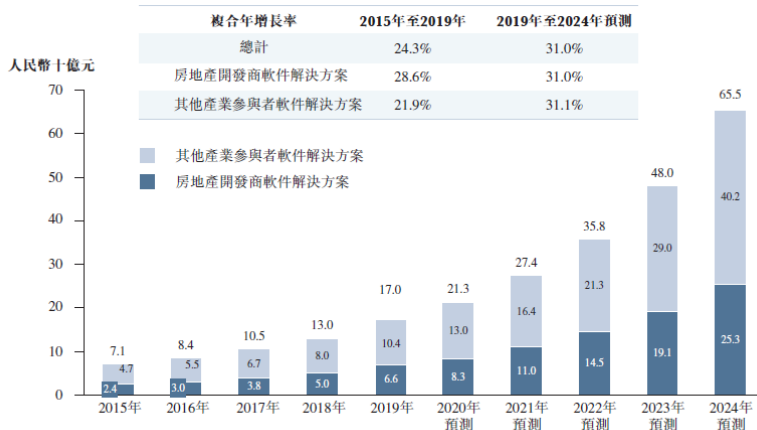


附註：滲透率 = 垂直行業軟件解決方案費用 / 垂直行業收入。

來源：弗若斯特沙利文，公司招股書，PSHK

而中國房地產產業鏈軟件解決方案市場近年來大幅增長，由 2015 年約 71 億元人民幣增至 2019 年的 170 億元人民幣。隨著房地產開發商及其他產業參與者對數字化轉型加深認識、技術進步及市場日漸接納服務各種應用場景的 SaaS 產品，未來預期將持續快速增長，根據弗若斯特沙利文的數據，預期 2024 年市場規模可達人民幣 655 億元人民幣，2019-2024 年整體複合增長率為 31.0%。而中國房地產產業鏈軟件解決方案主要由 1) 房地產開發商軟件解決方案，2) 向其他產業參與者（如承建商及房地產資產管理公司）提供的軟件解決方案兩部分組成。其中，房地產開發商以外的產業參與者的軟件解決方案市場在 2019 年的滲透率僅為 1.0%。截至 2019 年末，市場約有 90,000 家承建商及 120,000 家房地產資產管理公司，在高度分散和競爭激烈的市場下，預期行業未來增長驅動來源於 1) 業務規模持續擴張，2) 在線交互逐漸普及，3) 數據驅動的房地產資產管理日漸重要。

圖七：2015-2025 年預測的中國房地產產業鏈軟件解決方案市場規模（按收入計）

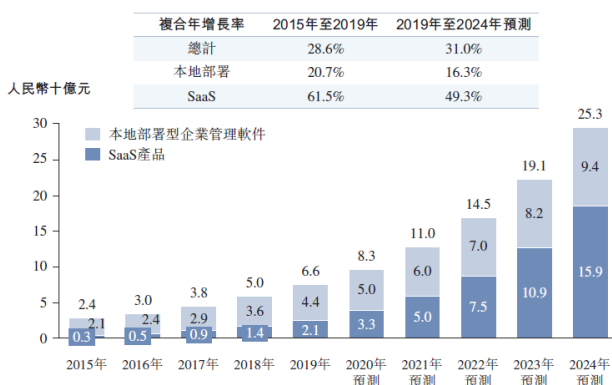


來源：弗若斯特沙利文，公司招股書，PSHK

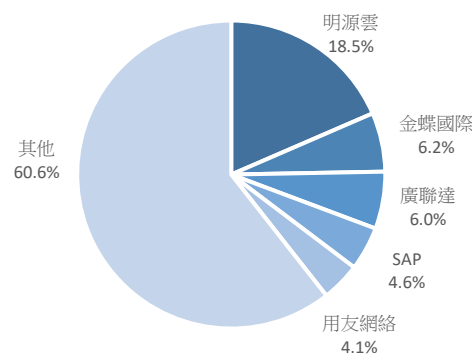
### 中國房地產開發商軟件解決方案

房地產開發商軟件解決方案能夠助力房地產開發商最優化與房地產相關的核心業務環節，包括銷售及營銷、採購、成本管理、項目管理、預算以及房地產資產管理等，從而顯著提升業績及效率。根據弗若斯特沙利文的數據，中國房地產開發商軟件解決方案市場由 2015 年約人民幣 24 億元人民幣大幅增長至 2019 年的 66 億元人民幣，2015-2019 複合增長率為 28.6%，並預期在 2024 年其軟件解決方案的市場規模預計增長至 253 億元人民幣，2019-2024 年複合增長率為 31.0%。而市場相對集中，主要競爭者為明源雲、金蝶國際和廣聯達等，CR5 佔約 39.3%的市場份額，其中明源雲為絕對龍頭，擁有 18.5%的市場份額。

圖八：2015 年至 2024 年預測中國房地產開發商軟件解決方案市場規模（按收入計）



圖九：2019 年中國房地產開發商軟件解決方案的競爭格局



來源：弗若斯特沙利文，公司招股書，PSHK

來源：弗若斯特沙利文，公司招股書，PSHK

當中，房地產開發商軟件解決方案主要包括 1)本地部署型企業管理軟件，2)SaaS 產品。本地部署型企業管理軟件包括多種專注於簡化及優化房地產開發商內部管理的軟件解決方案，例如將多項核心業務運營集成到統一系統及數據庫的 ERP 解決方案，以及為供應鏈管理及人力資本管理等獨立業務職能而特別定製的各類其他軟件解決方案；而 SaaS 產品是基於業務場景定製的產品，用於協助房地產開發商與客戶、供應商及其他供應商協同，旨在提升業務效益並推動長期增長。

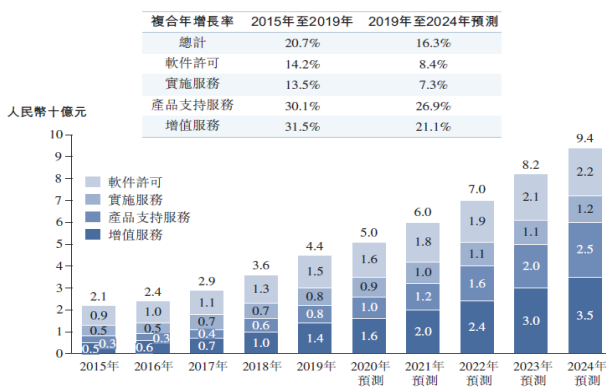
圖十：本地部署型企業管理軟及 SaaS 產品的特性

	本地部署型企業管理軟件	SaaS 產品
定位	專注於簡化及優化房地產開發商內部管理的軟件解決方案	基於業務場景定製的產品，用於協助房地產開發商與客戶、供應商及其他供應商協同
收費模式	固定的初始許可及實施費用以及持續的產品支持及增值服務費用	各種收費模式，包括訂閱費、實施費用等，一般於合約期內收取
實施方法	通過本地部署或私有雲基礎架構	通過雲基礎架構
定製程度	一般專門為迎合特定客戶需求而定製	具備一定定製化水平的相對標準產品
產品支持要求	持續產品支持要求	相對較少的持續產品支持要求
市場規模及增長率	2015 年的人民幣 21 億元至 2019 年的人民幣 44 億元，預計 2024 年將達人民幣 94 億元，2019 年至 2024 年的複合年增長率為 16.3%	2015 年的人民幣 3 億元至 2019 年的人民幣 21 億元，預計 2024 年將達人民幣 159 億元，2019 年至 2024 年的複合年增長率為 49.3%

來源：弗若斯特沙利文，公司招股書，PSHK

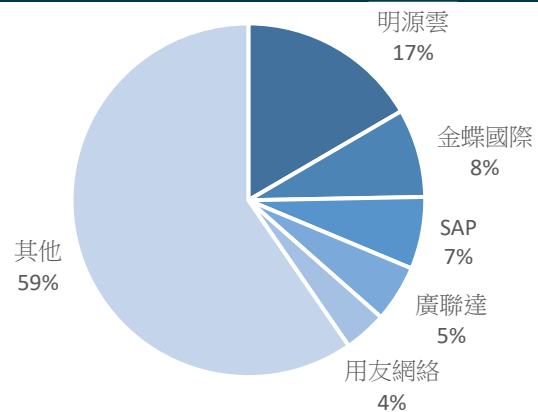
本地部署型企業管理軟件包括軟件許可、實施服務、產品支持服務和增值服務。持續的產品支持對確保本地部署型企業管理軟件的有效運營發揮著關鍵作用，而針對客戶特定需求定製各類增值服務的需求上升。因此，產品支持及增值服務一直以來且預計將繼續推動該市場的整體成長。根據弗若斯特沙利文的數據，產品支持及增值服務的市場規模在 2019 年分別為 8 億和 14 億元人民幣，預計至 2024 年，分別可達 25 億和 35 億元人民幣，2019-2024 年的複合增長率為 26.9% 和 21.1%。本地部署型企業管理軟件供應商 CR5 為 40.4%，明源雲則排名第一，擁約 17% 的市場份額。

圖十一：中國本地部署型企業管理軟件市場規模(按收入計)



來源：弗若斯特沙利文，公司招股書，PSHK

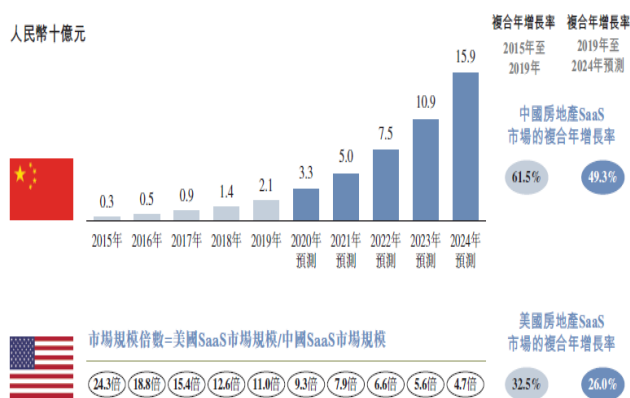
圖十二：2019 年中國房地產本地部署型企業管理軟件供應商市場份額(按收入計)



來源：弗若斯特沙利文，公司招股書，PSHK

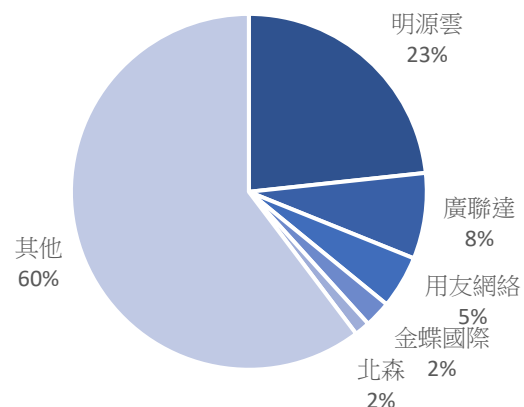
中國房地產 SaaS 產品市場在過往快速增長，但由於對數字轉型稍遲，與美國房地產 SaaS 產品市場相比仍不夠發達。根據弗若斯特沙利文的數據，按收入計，美國房地產 SaaS 產品市場規模是中國房地產 SaaS 產品市場的 11.0 倍，因此其中國市場具有巨大的加速增長潛力。中國房地產 SaaS 產品市場（按收入計）從 2015 年的約人民幣 3 億元大幅增長至 2019 年的人民幣 21 億元，2015-2019 複合年增長率為 61.5%，預期 2024 年的市場規模可達 159 億元人民幣，2019-2024 複合年增長率為 49.3%。中國房地產 SaaS 產品供應商 CR5 為 39.7%，明源雲亦穩局排名第一，擁 23% 的市場份額。

圖十三：中國房地產 SaaS 產品市場規模(按收入計)



來源：弗若斯特沙利文，公司招股書，PSHK

圖十四：中國房地產 SaaS 產品供應商市場份額(按收入計)



來源：弗若斯特沙利文，公司招股書，PSHK

### 房地產行業政策頻頻出台 大型房企、中小型房企各有影響

在 2020 年 8 月，中國人民銀行和住房城鄉建設部聯合召開重點房地產企業座談會，提出一系列對於地產企業資金監控和融資管理的規則，設立了「三條紅線」，包括 1) 剔除預收款後的資產負債率不得大於 70%，2) 淨負債率不得大於 100%，3) 現金短債比不少於 1 倍。並根據監管指標的「踩線」數量，對應「紅、橙、黃、綠」四檔，如果全部指標符合監管要求，會歸類為「綠檔」，有息負債規模增速可達 15%；而有一、二、三項指標「踩線」則對應「黃、橙、綠」，有息負債規模增速則不得超過 10%/ 5%/ 0%。另外，「集中供地」政策要求重點城市合理安排招拍掛出住宅用地的時序，訂立兩集中：1) 集中發佈出讓公告，原則上全年不得超過 3 次，其間隔和供地數量要相對均衡；2) 集中組織出讓活動。

政府推出的一連串政策，目的主要是平抑地價、房價和建立完善房地產市場的長效機制，對各類型房地產開發商的影響不一，例如處於紅檔，一直依賴高槓桿模式營運的高負債房地產開發商，透過融資獲取土地及業務的規模將受到限制，同時使其大型房地產企業獲利空間壓縮，對資金調配及營運能力提出更大的挑戰；另一方面，中小型房地產開發商更難以通過加槓桿實現彎道超車，銷售會有所減速，在資金調配不佳的情況下，中小企所曝露的信用風險更大。因此，對於房地產開發商整個行業來看，他們需要面臨的首要任務為銷售快、周轉高、現金流增加，以改善相對應的政策和指標。房地產開發商對於精細化、數字化的營運需求亦越趨急切。

### 公司概況及競爭優勢

明源雲專注為中國房地產開發商及房地產產業參與者提供 1) 企業級 ERP 解決方案：用於房地產開發商的內部管理，包括銷售及營銷、採購、成本管理、項目管理、預算以及房地產資產管理；2) SaaS 產品：包括雲客、雲鏈、雲採購和雲空間四大系統，以幫助房地產開發商及其他房地產產業參與者優化其採購、建造、營銷及銷售、房地產資產管理及其他房地產相關運營的方式。受益公司的雲基礎架構及技術，公司的 SaaS 產品可以有效地整合至公司 ERP 解決方案。

圖十五：公司的產品服務



來源：公司招股書，PSHK

### 企業級資源規劃(ERP)解決方案 協助房地產開發商優化經營

公司 ERP 解決方案協助房地產開發商優化經營效率，涵蓋六大核心業務，包括企業經營管理、銷售管理、成本控制、項目計劃、採購管理及費用管理。由此可使房地產開發商能夠實時訪問和分析關鍵的經營和財務數據，提供日常經營的洞察，提供整體且可行的建議，並連接業務職能與相關員工。公司在 2017 年推出了雲端 ERP 解決方案，並透過客戶的雲基礎架構託管及交付。

圖十六：ERP 解決方案六大核心業務

經營管理解決方案	提供一個全面的管理儀表盤，通過在中央控制台內有效數字化及集成所有核心業務功能，智能地顯示管理人員的主要績效指標，追蹤業務目標進度，以提高運營效率及風險控制，從而促進決策過程及推動業務運營的整體表現。
銷售管理解決方案	通過跟蹤物業銷售數據、客戶資料、銷售目標更新、制定定價策略及實現合同簽立，令房地產開發商具備有效管理整個物業銷售數據和營銷過程的數據驅動能力。
成本控制解決方案	提供集中的動態成本控制系統，以有效管理房地產開發項目的預算及成本，進行動態的成本效益分析並提高整體盈利能力。
項目計劃解決方案	提供一套數據工具，以管理項目價值、階段計劃、項目實施和協調、執行項目計劃的評估及進行智能數據分析。
採購管理解決方案	通過整合採購管理解決方案和雲採購的採購資料，協助客戶按其複雜的業務需求、差異的地域市場特性及多變的市場環境及時調整採購計劃。
費用管理解決方案	提供一項有效工具以在線處理、結算及審計業務相關支出，從而協助房地產開發商編製準備確預算，管理費用報銷，並控制預算實施，以盡量提高成本效益。

來源：公司招股書，PSHK

### 實施、產品支持及增值服務

除軟件許可外，公司還提供實施服務、產品支持服務和增值服務，以確保 ERP 解決方案的成功實施和有效運行，一般公司的客戶在選擇訂立軟件許可協議時會同時訂閱公司的實施服務和一年的產品支持服務。

圖十七：實施服務、產品支持服務和增值服務的特性

實施服務	由五個階段組成，包括項目啟動、服務藍圖設計、試運行階段部署、在線測試及全面部署，以協助客戶簡化及加快實施過程，並藉以提高公司 ERP 解決方案的價值主張。
產品支持服務	主要包括四大服務：按需技術及經營諮詢、系統檢查、故障排除以及例行調整及升級，以協助客戶主動監控 ERP 解決方案在首次實施後的持續運行。
增值服務	主要包括三大服務：定制的系統檢查及故障排除、特定應用程序的定製配置及開發、提供定製的專業技術意見，通過提供個性化的客戶體驗，提高客戶忠誠度和黏性。

來源：公司招股書，PSHK

### SaaS 產品 向多元化的房地產地產產業參與者提供智能解決方案

公司的 SaaS 產品包括四大雲服務產品，分別為雲客、雲鏈、雲採購及雲空間，以滿足房地產開發商、建築材料供應商及房地產資產管理公司的不同需求。

圖十八：4 大 SaaS 產品的介紹

SaaS 產品	主要付費客戶	主要特性	收費模式
雲客	- 房地產開發商	- 於客戶的售樓處產生銷售線索、識別潛在購房者、簡化合同簽立及按金支付以及管理整個物業銷售流程的創新數字營銷及案場管理工具 - 幫助房地產開發商增強獲客能力，提高客戶轉化、變現訪客流量及加快物業銷售	- 合同期內的訂閱費 - 實施費用 - 銷售相關智能設備
雲鏈	- 房地產開發商 - 承建商	- 幫助房地產開發商在線監督複雜的物業建造及交付過程（包括施工現場管理、物業質檢、建造合同簽立及結算以及物業交接）的綜合解決方案 - 幫助房地產開發商簡化整個物業建造及交付流程並提升管理效率	- 合同期內的訂閱費 - 實施費用
雲採購	- 房地產開發商 - 建築材料供應商 - 其他服務提供商	- 提供各種數字工具以便房地產開發商管理材料採購流程的在線平台 - 幫助房地產開發商及建築材料供應商及其他服務提供商降低交易成本、提高採購流程的效率及透明度	- 合同期內的訂閱費 - 其他增值服務的固定費用（如線下行業活動入場費）
雲空間	- 房地產開發商 - 房地產資產管理公司	- 專注於促進商業及住宅租賃物業的管理及運營、幫助客戶數字化及精簡主要物業運營功能（如支付租金及水電費）以及幫助客戶根據其物業的集中式數據庫追蹤、管理物業價值變動及其他主要財務及經營資料的綜合解決方案 - 通過數字化物業資產信息，實現高效及符合成本效益的物業營運、優化資產組合管理及投資	- 基於合同期內物業面積的訂閱費 - 實施費用

來源：公司招股書，PSHK

## 明源雲客

雲客通過向房地產開發商提供多種數字工具，協助其有效產生銷售線索及識別潛在購房者，使房地產開發商的置業顧問能夠與第三方銷售代理及經紀在售楼處高效互動，以改善其獲客能力及銷售業績、優化售楼處的案場管理、降低交易成本。雲客主要包括三大功能：1) 多渠道數字營銷工具。房地產開發商無需自行編寫代碼，僅使用拖曳工具即可快速輕鬆地在微信小程序上建立自有的在線人工智能雲店和 5G 移動售楼處，並創建自定義的營銷介面，如營銷和掛牌信息、項目描述、圖片、視頻或動畫導覽、樓層和樓盤平面圖，以適應自身的銷售策略；2) 智慧售楼處及案場管理。利用大數據分析及人工智能技術，以提高銷售效率和業績，如使用人臉辨識技術的智能攝像頭識別人客戶並配對置業顧問，避免銷售渠道衝突；3) 物業銷售流程的端對端協助。以數字化方式有效鏈接了物業購買交易中的所有主要參與者，包括房地產開發商的置業顧問，第三方銷售代理和經紀，以及購房者。在 2018、2019、2020 年，分別有約 1,700 名、2,400 名、4,200 名付費終端集團客戶訂閱雲客；國內配備雲客的售楼處數量分別為約 5,900 家、8,700 家及 15,000 家；年度客戶賬戶留存率分別為 93%、96% 及 90%。

圖十九：雲客的主要特性和模塊



來源：公司招股書，PSHK

## 明源雲鏈

雲鏈為房地產開發商提供一套全面的數字化解決方案，以管理整個物業建造及交付流程，使彼等能夠增強運營效率及質量控制，同時降低成本及相關風險。主要包括三大特性：1) 工程建造。該特性使得房地產開發商、總承建商及工地監理共同監督施工狀況並有效控制建造成本及質量。利用雲基礎架構，雲鏈的工程建造功能可與 ERP 系統的成本控制解決方案及項目計劃解決方案有效集成，為客戶展示工程建造流程中關鍵節點的整體全貌。2) 物業質檢及交付。通過移動應用程序及微信小程序，房地產開發商、承建商以及業主可實時訪問物業質檢及修繕的最新狀況以及物業交接過程，方便業主隨時隨地提交客戶投訴和維修請求。3) 成本管理。通過線上合同簽立、付款及結算服務進一步提高了房地產建造和交付過程的運營效率，使得房地產開發商可實時監控並管理成本。在 2018、2019、2020 年，分別有約 300 家、400 家及 800 家付費終端集團客戶訂閱雲鏈；國內配備雲鏈的建築工地數目分別為約 1,100 個、2,100 個、4,100 個；雲鏈的質檢和客服產品合計年度客戶賬戶留存率在 2020 年為 85%。

圖二十：雲鏈的主要特性和模塊



來源：公司招股書，PSHK

### 明源雲採購

雲採購是一個連接房地產開發商、建築材料供應商及其他服務提供商的採購及供應鏈管理平台，使雙方可以降低交易成本並提高與房地產開發相關的材料採購流程的效率和透明度。主要功能分為兩項：1) 房地產開發商在線採購平台。在收到房地產開發商的採購請求後，雲採購可以協助其設計並創建專屬門戶網站，以便有效管理其本身的需求並收集供應商投標，並提高透明度、採購效率和降低採購成本。2) 供應商在線營銷平台。通過在線業務認證、產品展示、投標登記、銷售商機管理等工具，供應商能夠有效地與房地產開發商建立連接、降低營銷成本、提高客戶轉化率並提升銷售額。

圖二十一：雲採購的主要特性和模塊

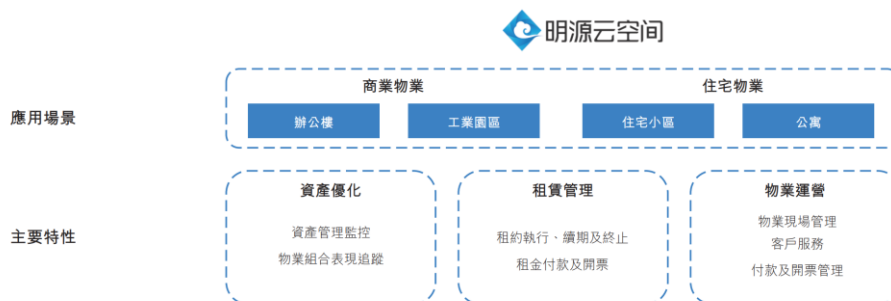


來源：公司招股書，PSHK

### 明源雲空間

雲空間為房地產開發商、房地產資產管理公司及物業管理公司提供各種工具，通過數字化管理不同地理位置的各種物業資產，簡化及優化房地產管理流程，提高運營效率並降低成本。雲空間主要包括三個大特性：1) 資產優化。通過協助客戶數字化資產信息，為在管物業建立一個集中式資料庫，從而有效管理資產價值；2) 租賃管理。為客戶提供方便移動端使用的數字工具，以管理租約簽立、續約及終止，以及租金支付和計費，從而使彼等能夠優化其租賃及定價策略並最大化投資回報；3) 物業營運。此解決方案專注於三個核心業務場景，分別為物業現場管理、客戶服務及支付與賬單管理，透過實時監控物業質量及安全，在線提供客戶支持服務，並通過集中賬單及發票系統處理租金支付、水電費支付及其他費用，提高物業管理公司經營效率，進而提升租戶及住戶的滿意度。

圖二十二：雲空間的主要特性和模塊



來源：公司招股書，PSHK

### PaaS 平台 – 天際開放平台

在 2020 年 11 月，公司推出了企業級 PaaS 平台 – 天際開放平台。天際開放平台聚焦「敏捷開發、全域集成、流程驅動、數據洞察、科技創新」五大自主能力，提供 11 個核心能力域，包括建模平台、移動平台、BPM 流程平台、數據分析平台、大數據管理平台、集成開放平台、AIoT 平台等，支持應用程式快速開發、簡易部署、實施及管理。

與傳統應用程式平台比較，天際開放平台為 PaaS 平台，通過「零代碼、低代碼」的方式，支持使用者全面開發「使用者介面、業務邏輯、流程服務及數據服務」，並通過使用者跨平台的可移植提高了生產力。一方面，公司能夠在短時間內開發優質 SaaS 產品並進行產品更新，迎合不斷變化的客戶需求及技術創新；而另一方面公司亦可以向客戶 IT 團隊、第三方房地產開發商及業務合作夥伴開放天際開放平台的功能，以鼓勵客戶提供創新的應用程序，豐富公司的產品功能和技術生態系統。

圖二十三：PaaS 天際開放平台的 13 大能力域



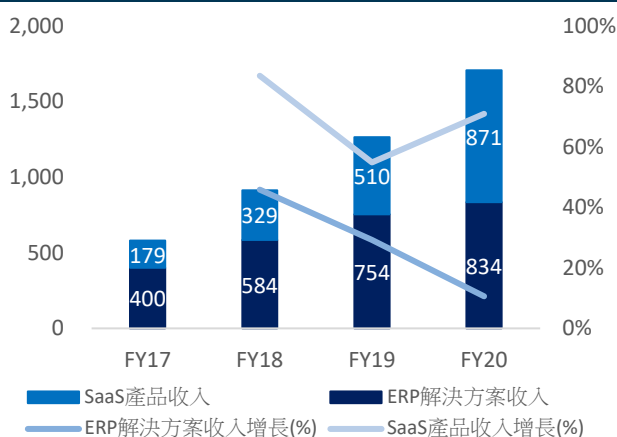
來源：公司官網，PSHK

### 經營情況

在 2020 年，公司透過在線化/ 移動化/ 智能化等創新技術幫助公司業務實現在線化運營，以應對疫情對地產生態鏈上下游產業所帶來的衝擊。在 2020 年，公司收入為 17 億元人民幣，同比增長 34.9%；公司 2020 年錄得淨虧損為 6.68 億元人民幣，而 2019 年公司淨利潤為 2.16 億元人民幣；公司 2020 年經調整淨利潤為 3.83 億元人民幣，同比增長 62.2%，當中包括以公允價值計算且變動計入當期損益的金融負債轉撥至權益後的虧損淨額為 9.89 億元人民幣。

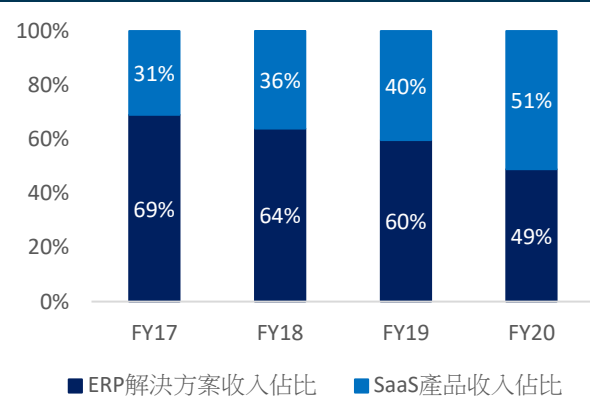
公司目前產品主要分為 ERP 解決方案和 SaaS 產品，在 2020 年收入佔比分別為 49%和 51%，在 2020 年 SaaS 產品的總收入佔比首次高於 ERP 解決方案，而 2018/2019 年則分別佔 64%和 36%/ 60%和 40%。在 2020 年公司在 ERP 解決方案的收入為 8.34 億元人民幣，同比增長 10.6%；而 2018/2019 年分別佔 7.54/ 5.84 億元人民幣。另外，在 2020 年公司在 SaaS 產品的收入為 8.71 億元人民幣，同比增長 70.9%，首次 SaaS 產品收入超過 ERP 解決方案的收入，SaaS 產品增長趨勢明顯。同時，SaaS 產品業務首次扭虧為盈，淨利潤達 18.7 百萬元人民幣，而 2019 年則虧損 60.5 百萬元人民幣，增長率為 144.7%。

圖二十四：公司收入(百萬人民幣)和收入增長(%)



來源：公司報告，PSHK

圖二十五：公司收入佔比(%)



來源：公司報告，PSHK

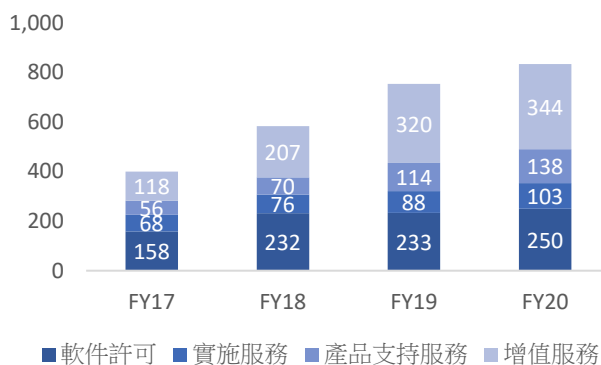
### ERP 解決方案業務結構改變 附加服務佔比提升

公司 ERP 解決方案的收入主要分為四部分，為軟件許可/實施服務/產品支持服務/增值服務，在 2020 年收入分別為 2.5/ 1.0/ 1.4/ 3.4 億元人民幣，同比增長分別為 7.2%/ 17.5%/ 21.3%/ 7.4%。由於疫情的影響，公司的終端客戶在進行軟件產品新購和升級以及增值服務時的決策週期推遲，而導致 2020 年的產品銷售收入和增值服務收入的增速有所放緩；另一方面，公司在通過線上服務的模式，保證已購買產品的終端客戶的產品實施和日常運營維護服務，因此公司兩項業務在 2020 年的增長較高。

從 ERP 解決方案的佔比趨勢來看，公司在軟件許可、實施服務方面的佔比持續下滑，分別從 2017 年的佔比 39%、17%，下跌至 2020 年的 30%、12%；相反，產品支持服務和增值服務的佔比則保持上升，分別從 2017 年的佔比 14%、29%，上升至 2020 年的 17%、41%。

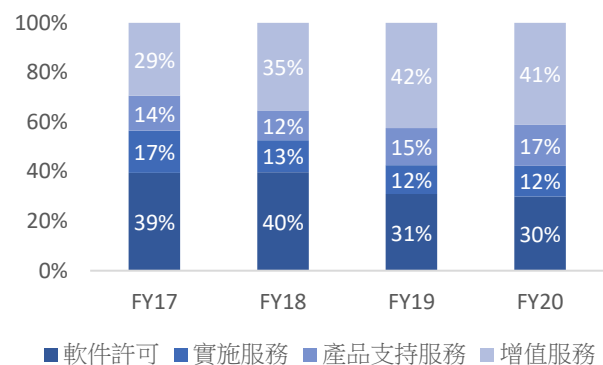
毛利方面，2020 年 ERP 解決方案的毛利為 5.81 億元人民幣，同比增長 10%；而毛利率方面，公司毛利率長期保持在 70% 左右，而 2020 年為 69.7%，同比下降 0.5 個百分點，且毛利率有輕微下跌的趨勢，主要增加的成本為外包費用和已售存貨成本。

圖二十六：公司 ERP 解決方案(百萬人民幣)



來源：公司報告，PSHK

圖二十七：公司 ERP 解決方案產品佔比(%)



來源：公司報告，PSHK

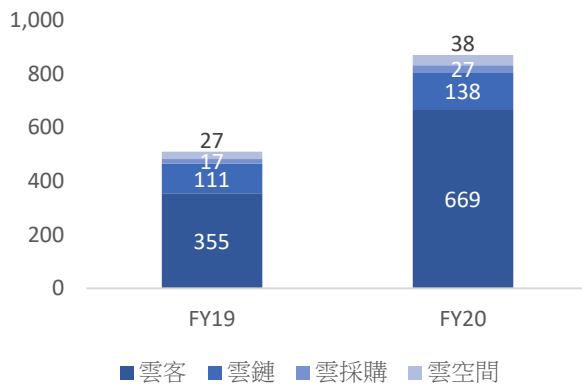
### SaaS 產品業務整體首次實現盈利

公司的 SaaS 產品按產業鏈分別三大類，分別是面向營銷市場的雲客、供應鏈市場的雲鏈和雲採購及存量市場的雲空間。其中，雲客為公司最成熟的 SaaS 產品，雲客持續保持強勁增長趨勢，在 2020 年收入為 6.69 億元人民幣，同比增長 88.3%，2019 年則為 3.55 億元人民幣。另外，公司其他三大產品雲鏈、雲採購和雲空間的增長速度亦保持快速增長，2020 年收入分別為 1.37、0.27、0.38 億元人民幣，同比分別增長 23.5%/ 58.5%/ 44.1%。淨利潤則扭虧為盈，由 2019 年淨虧損 41.8 百萬元增長到 2020 年的人民幣 18.7 百萬元。而客戶方面，公司在 2018/ 2019/ 2020 分別有 92/ 96/ 97 家百強地產開發商至少訂閱公司其中一種 SaaS 產品。

從 SaaS 產品的佔比來看，雲客是公司一大收入來源，佔公司 SaaS 產品的總收入 77%，同比增加 7 個百分點。雲客持續提升市場滲透率和客單價，在疫情期間推出新版掌上售樓處，集合線上傳播、數字展廳、VR 帶看、線上開盤等多種應用場景，促進購房者、置業顧問、第三方銷售代理及經紀的高效互動，同時提升地產開發商獲客能力和成交轉化效率，以降低地產開發商的營銷交易成本。在 2020 年，公司一共有 4,200 名付費終端集團客戶訂閱雲客。；而雲鏈、雲採購和雲空間則分別佔公司 SaaS 產品總收入的 16%、3%、4%。

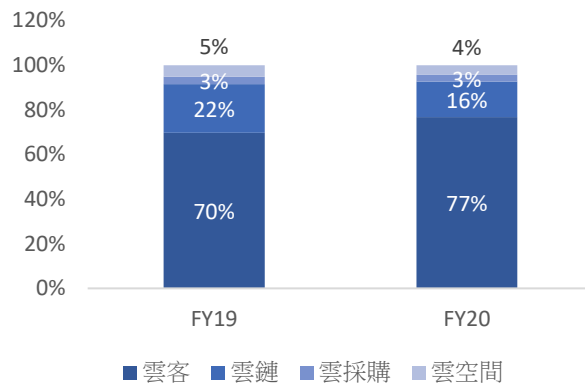
毛利方面，2020 年的毛利為 7.58 億元人民幣，同比增長 63%，但毛利率卻有所下滑，從 2019 年的 91.2% 下跌至 2020 年的 87.1%，同比下跌了 4.1 個百分點，其主要原因為公司的雲客產品基於銷售案場的需求，在智能硬件的使用上越來越廣泛和加大投入的情況下，因智能硬件銷售的毛利率相對較低而有所拖累。

圖二十八：公司 SaaS 產品收入(百萬人民幣)



來源：公司報告，PSHK

圖二十九：公司 SaaS 產品佔比(%)

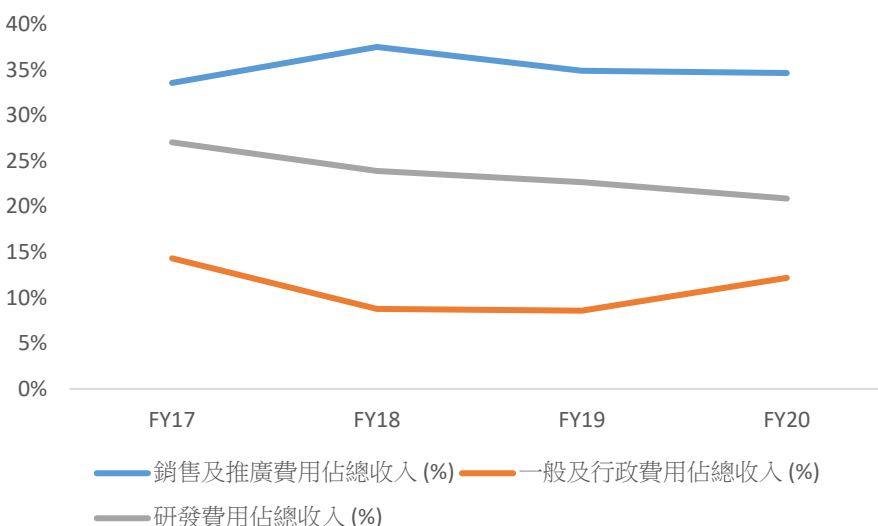


來源：公司報告，PSHK

### 銷售及推廣費用

公司的營運成本主要包括銷售及推廣費用、一般及行政費用、研發費用。其中，銷售及推廣費用在 2020 年達 5.9 億元人民幣，同比增長 33.8%，費用率保持在佔總收入約 35%，同時銷售及推廣費用的上升主要為經銷商佣金費用增加和銷售團隊的員工福利費用的增長所致。而一般及行政費用、研發費用則分別佔總收入的 12% 和 21%，在 2020 年費用分別為 2.08 億和 3.56 億元人民幣，同比分別增長 12% 和 24%。

圖三十：公司營運成本(%)



來源：公司報告，PSHK

### 加速發展下沉市場 並加強與行業領先企業的深度合作

公司營銷和服務網絡覆蓋的城市由 42 個增加至 70 個，為客戶提供本地化專業服務。公司主要通過直銷團隊及由區域渠道合作夥伴組成的全國性網絡來銷售和交付 SaaS 產品及 ERP 解決方案。而區域渠道合作夥伴對公司未來發展至關重要，亦是提升下沉市場份額的驅動力，截至 2020 年，公司通過區域渠道合作夥伴銷售 SaaS 產品及 ERP 解決方案的收入佔總收入 47%。在 2020 年，一共有 97 家百強地產開發商訂閱公司至少一種 SaaS 產品，百強地產開發商的平均合作金額從 2019 年的人民幣 470 萬元顯著提升至 2020 年的人民幣 600 萬元；而公司 ERP 解決方案在 2020 年服務百強房地產開發商為 89 家。

### 盈利預測

公司房地產 ERP 解決方案包括 1) 軟件許可，2) 實施服務，3) 產品支持服務，4) 增值服務。在 2020 年，公司服務百強房地產開發商 89 家，在頭部房地產企業的 ERP 產品的滲透率已相對較高，預期未來將持續開拓下沉市場；而產品支持服務在伴隨滲透率的增加下，預期增速會更快。我們預期公司在 ERP 解決方案中在 2021/ 2022/ 2023 年的整體同比增速分別為 18%/ 15%/ 13%。

公司 SaaS 產品包括 1) 雲客，2) 雲鏈，3) 雲採購，4) 雲空間。雲客一直以來都是公司 SaaS 產品的主要收入來源，預計公司在持續提高滲透率下，配備雲客的售樓處會持續上升，公司 2021 雲客收入將同比增長約 52.5%；雲鏈的成長邏輯和雲客接近，預期國內配備雲鏈的建築工地數目的增速保持強勁，公司 2021 雲鏈收入將同比增長約 53%；雲採購目前收入基數最低，預期在疫情的持續下，雲採購為房地產開發商提供了線上化工具協助其完成線上的供應商尋源、線上對接洽談、招標採購等業務，預期公司 2021 雲採購收入將同比增長約 65%；雲空間聚集存量市場的資產管理領域，在 2021 年 3 月公司併購了沃亨科技，為一家互聯網+商業地產數字化解決方案提供商，預期公司將加快在商業地產的轉型，並同時保持在子產品線的雲資管和雲物業管理領域上的發展，預期公司 2021 雲空間收入將同比增長約 50%。整體來看，預期 SaaS 產品增長快速，SaaS 產品佔總收入的佔比將持續提升，在 2021/ 2022/ 2023，SaaS 產品的佔比為 58%/ 65%/ 72%。

預計在 2021/ 2022/ 2023 年，公司的總收入為 23.16/ 32.19/ 45.42 億元人民幣，而 ERP 解決方案對應的收入為 9.84/ 11.32/ 12.79 億元人民幣；SaaS 產品對應的收入為 13.32/ 20.87/ 32.63 億元人民幣；預計公司應佔利潤為 3.13/ 5.19/ 8.94 億元人民幣，EPS 分別為 0.16/ 0.28/ 0.48 元人民幣。

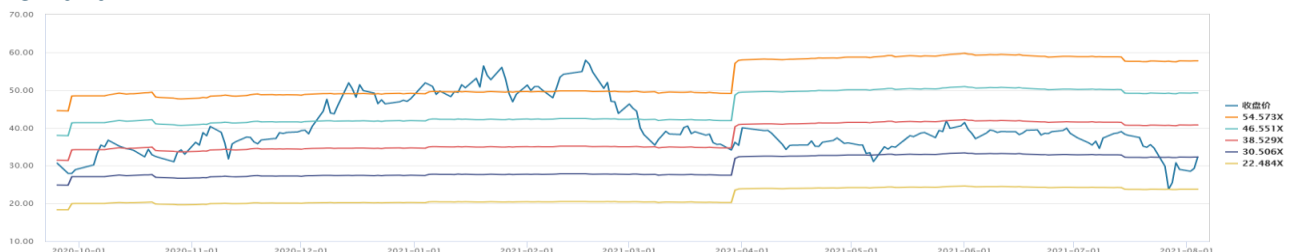
收入(百萬元人民幣)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>ERP解決方案</b>	400	584	754	834	984	1,132	1,279
<b>SaaS產品</b>	179	329	510	871	1,332	2,087	3,263
總計	580	913	1,264	1,705	2,316	3,219	4,542
<b>雲客</b>	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入(百萬元人民幣)	122	226	355	669	1020	1591	2451
yoy(%)		86%	57%	88%	53%	56%	54%
全國售樓處數量	30000						
配備雲客的售樓處	3300	5900	8700	15000	18750	22500	24750
yoy(%)		79%	47%	72%	25%	20%	10%
滲透率(%)	11%	20%	29%	50%	63%	75%	83%
ARPU(百萬元人民幣)	0.0369	0.0384	0.0408	0.0446	0.0544	0.0707	0.0990
yoy(%)		4%	6%	9%	22%	30%	40%
<b>雲鏈</b>	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入(百萬元人民幣)	42.4	73.7	111.4	137.5	210.4	339.8	570.9
yoy(%)		74%	51%	24%	53%	62%	68%
全國工地數量	80000						
配備雲鏈的工地	400	1100	2100	4100	7380	12546	20074
yoy(%)		175%	91%	95%	80%	70%	60%
滲透率(%)	0.50%	1.38%	2.63%	5.13%	9.23%	15.68%	25.09%
ARPU(百萬元人民幣)	0.1061	0.0670	0.0530	0.0335	0.0285	0.0271	0.0284
yoy(%)		-37%	-21%	-37%	-15%	-5%	5%
<b>雲採購</b>	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入(百萬元人民幣)	7.3	11.1	16.7	26.5	43.8	70.0	112.0
yoy(%)		52%	51%	59%	65%	60%	60%
<b>雲空間</b>	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入(百萬元人民幣)	8.1	18.1	26.5	38.2	57.4	86.0	129.1
yoy(%)		123%	47%	44%	50%	50%	50%

## 公司估值

截至 8 月 4 日收市價為 HKD 32.30。公司屬於雲計算 SaaS 公司，而 ERP 解決方案提供穩定的收入和增長，因此我們將採用分部估值法對公司兩項業務分別進行估值，給予公司 ERP 解決方案業務 25 倍 2022 年目標市盈率(P/E)，SaaS 產品業務 35 倍 2022 年的市銷率(P/S)，同業中為較高的 P/S 估值，給予目標價為 HKD48.90，對應公司 2021/2022/2023 年的整體市銷率為 41.6x/29.9x/21.2x，首次給予買入評級。

SOTP估值法	2022E(港元mn)		估值方法	估值倍數(x)	價值(港元mn)	每股價值(港元)	價值佔比(%)
	收入	淨利潤					
ERP解決方案		415	PE	25	10,366	5.3	10.8%
SaaS產品	2,456		PS	35	85,944	43.7	89.2%
						48.9	

## PS-Band



Source: Wind, PSHK

## 同業比較

公司	股份編號	收盤價	市值	市銷率			
				TTM	2021	2022	2023
(原幣)(百萬港幣)							
金蝶國際	0268.HK	25.6	88,841	17.6x	17.8x	14.1x	11.2x
廣聯達	002410.SZ	79.8	94,704	18.1x	15.7x	12.9x	10.7x
用友網絡	600588.SH	49.8	162,865	17.2x	13.3x	10.2x	7.9x
			平均值	17.8x	15.6x	12.4x	9.9x
			中位數	17.8x	15.7x	12.9x	10.7x

現價截至: 8月4日

來源: Bloomberg, PSHK

## 風險因素

- 1) SaaS 產品競爭激烈
- 2) 市場給予雲計算行業整體估值溢價下調

## 財務數據

### Consolidated Statement of Profit or Loss

Dec Y/E, RMB mn	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>Revenue</b>	1,264	1,705	2,316	3,219	4,542
COGS	(269)	(366)	(440)	(590)	(757)
<b>Gross Profit</b>	995	1,340	1,875	2,629	3,785
S&D expense	(441)	(590)	(787)	(1,062)	(1,408)
Admin. expense	(108)	(208)	(240)	(305)	(410)
R&D expense	(286)	(356)	(504)	(686)	(978)
Other gains and losses	85	141	-	-	-
<b>Operating Profit</b>	244	326	344	575	989
Finance costs	(2)	12	5	7	10
Net losses upon financial	-	(989)	-	-	-
<b>Profit before tax</b>	242	(650)	349	582	999
Income tax	(11)	(18)	(17)	(29)	(50)
<b>Profit for the year</b>	232	(668)	331	553	949
Non-controlling interests	(15)	(36)	(18)	(12)	(10)
<b>Net profit</b>	216	(704)	313	542	939

### Key Financial Data

Dec Y/E	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>Valuation Ratio</b>					
P/S ratio, x	45.1	31.4	23.3	16.8	11.9
<b>Per share data (RMB)</b>					
EPS	0.16	-0.48	0.16	0.28	0.48
BVPS	0.004	0.103	0.109	0.117	0.132

### Growth & Margin

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>Growth</b>					
Revenue Growth	38%	35%	36%	39%	41%
Gross Profit Growth	35%	35%	40%	40%	44%
Operating Profit Growth	35%	34%	5%	67%	72%
Net Profit Growth	37.7%	-	-	72.8%	73.3%
<b>Margin</b>					
Gross Profit Margin	79%	79%	81%	82%	83%
Operating Profit Margin	19%	19%	15%	18%	22%
Net Profit Margin	17%	-	14%	17%	21%

### Key Ratios

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
ROE	76.1%	-20.6%	4.7%	7.5%	11.8%
ROA	21.4%	-16.2%	4.1%	6.4%	9.8%

### Consolidated Statement of Financial Position

Dec Y/E, RMB mn	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>Non Current Asset</b>					
PPE	118	150	173	207	243
Right-of-use assets	51	63	71	88	104
Intangible assets	2	3	3	3	3
Others	75	46	46	46	46
<b>Total Non Current Assets</b>	246	262	294	344	396
<b>Current Asset</b>					
Inventory	0.3	0.4	1	1	1
Trade and other receivables	21	30	39	57	78
Bank balance and cash	732	4,759	5,249	6,094	7,369
Others	235	2,420	2,420	2,420	2,420
<b>Total Current Assets</b>	988	7,210	7,709	8,572	9,868
<b>Total Assets</b>	1,235	7,472	8,003	8,916	10,264
<b>Non Current Liabilities</b>					
Contract liabilities	18	25	25	25	25
Lease liabilities	29	34	34	34	34
Deferred income tax liabilities	2	0	0	0	0
<b>Total Non-current Liabilities</b>	49	59	59	59	59
<b>Current Liabilities</b>					
Trade payables	24	43	23	75	44
Contract liabilities	378	549	769	1,076	1,506
Others	513	252	252	252	252
<b>Total Current Liabilities</b>	915	843	1,043	1,403	1,802
<b>Equity</b>					
Reserves	266	6,539	6,852	7,394	8,333
Non-controlling interests	4	31	49	60	70
<b>Total equity</b>	271	6,570	6,901	7,454	8,403
<b>Total Liabilities and Equity</b>	1,235	7,472	8,003	8,916	10,264

### Consolidated Statement of Cash Flow

Dec Y/E, RMB mn	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>CFO</b>	339	406	550	925	1,363
Interest received	0.2	10	(5)	(7)	(10)
Income taxes paid	(12)	(33)	(17)	(29)	(50)
Cash generated from operat	350	429	573	961	1,423
<b>CFI</b>	(83)	(2,051)	(65)	(87)	(98)
Capital expense	(18)	(46)	(65)	(87)	(98)
Others	(65)	(2,006)	-	-	-
<b>CFF</b>	30	5889	5	7	10
Interest paid	(2)	(2)	5	7	10
Dividends paid	-	(5)	-	-	-
Total bond issuance	-	-	-	-	-
Others	31	5,896	-	-	-
<b>Net Change in Cash</b>	286	4243	490	845	1275
Foreign exchange	(1.4)	(216.3)	-	-	-
<b>Cash and CE at Y/E</b>	732	4,759	5,249	6,094	7,369

(現價截至 8 月 4 日)

來源: PSHK

**PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS**

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm$ 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

**GENERAL DISCLAIMER**

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

**Disclosure of Interest**

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

**Availability**

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2021 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

**Contact Information (Regional Member Companies)**
**SINGAPORE**
**Phillip Securities Pte Ltd**

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,  
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

[www.phillip.com.sg](http://www.phillip.com.sg)

**INDONESIA**
**PT Phillip Securities Indonesia**

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,  
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

[www.phillip.co.id](http://www.phillip.co.id)

**THAILAND**
**Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.**

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,  
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

[www.phillip.co.th](http://www.phillip.co.th)

**UNITED STATES**
**Phillip Futures Inc.**

141 W Jackson Blvd Ste 3050  
The Chicago Board of Trade Building  
Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

**MALAYSIA**
**Phillip Capital Management Sdn Bhd**

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,  
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

[www.poems.com.my](http://www.poems.com.my)

**CHINA**
**Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.**

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604  
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

[www.phillip.com.cn](http://www.phillip.com.cn)

**FRANCE**
**King & Shaxson Capital Ltd.**

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance  
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

[www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**AUSTRALIA**
**PhillipCapital Australia**

L Level 10, 330 Collins Street  
Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

[www.phillipcapital.com.au](http://www.phillipcapital.com.au)

**HONG KONG**
**Phillip Securities (HK) Ltd**

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

[www.phillip.com.hk](http://www.phillip.com.hk)

**JAPAN**
**Phillip Securities Japan, Ltd**

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku  
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

[www.phillip.co.jp](http://www.phillip.co.jp)

**INDIA**
**PhillipCapital (India) Private Limited**

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,  
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

[www.phillipcapital.in](http://www.phillipcapital.in)

**UNITED KINGDOM**
**King & Shaxson Ltd.**

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street  
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

[www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**SRI LANKA**
**Asha Phillip Securities Limited**

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,  
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

[www.ashaphillip.net/home.htm](http://www.ashaphillip.net/home.htm)