

浪潮数字企业 (596 HK)

乘国产替代之东风 追信创改革之星光

产品结构覆盖全客户群体，云服务为增长驱动力

浪潮数字企业的主打产品，海岳 PaaS 平台、海岳 GS Cloud、智能 ERP inSuite 等可服务全类别大中小企业，为客户夯实数字技术底座，为企业打造智能制造整体解决方案，并对外提供数字供应链、智能工厂、工业智能场景等专业化服务。公司自 2017 年期加速向云服务业务转型，云服务收入快速提升，成为公司核心驱动力。云服务收入 2019 至 2023 年间的复合增长率为 50.7%；2023 年云服务收入占比为 24.1%，预计将保持增长态势。云业务的运营利润亏损率近年不断改善，2023 年为-2.8%，预计 2024 年云服务开始扭亏为赢，并逐步带动公司整体利润提升。

受益于 ERP 国产化进程加速

国家政策引领企业数字化转型升级和创新，多项政策推动 ERP 行业改革。2015 年国务院的《中国制造 2025》就强调要研发自主可控的应用软件。2022 年的国资委 79 号文件全面加速了国产信创产品替代进口产品的过程。文件要求到 2027 年央企国企 100%完成国产信创替代。企业管理系统涉及众多企业核心数据，对提升企业经营能力至关重要，要实现真正的自主可控，办公室基础软件的国产化既是首要也是必然。浪潮数字凭借自身产品的优势，与浪潮集团旗下其他子公司形成协同效益，助力集团型企业客户数字化转型及提升数字化能力和建构云计算平台。

盈利预测及评级

公司的实际控制人为山东省国资委，母公司为浪潮集团。我们相信在国产企业软件市场占有率稳步提升的趋势中，浪潮数字有望夯实护城河，并实现利润稳步增长。预测公司 FY24E/FY25E 收入同比增长 20.7%/20.1%；在毛利率扩张和云服务实现盈利贡献下，FY24E/FY25E 净利润同比增长 77.0%/45.0% 至 3.6 亿/5.2 亿元。给与 FY24E 1.0 倍市销率（不包括物联网解决方案业务）或 FY25E 0.8 倍市销率，对应 FY25E 11 倍市盈率估值，目标价为 5.50 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1) 经济环境疲弱，制造企业面临利润挑战，影响 IT 类项目支出，项目预算下降； 2) 大型国企的应收账款期限较长。

香港股市 | 软件行业

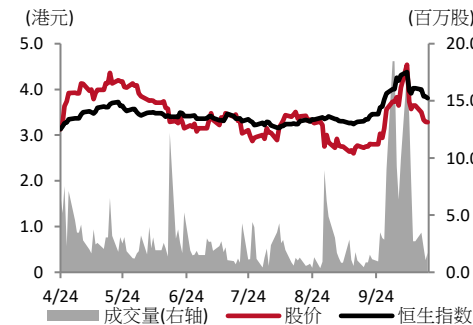
首次覆盖：买入

目标价：5.50 港元

股票资料

现价	3.28	港元
总市值	3,745	百万港元
流通股比例	40.8	%
已发行总股本	1,142	百万
52 周价格区间	1.60 - 4.63	港元
3 个月日均成交额	10.8	百万港元
主要股东	浪潮集团	54.6%
来源:	彭博、中泰国际研究部	

股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

图表 1: 主要财务数据 (人民币百万元)

年结:12月31日	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测
收入	6,967	8,294	10,009	12,020	14,301
增长率 (%)	77.9	19.1	20.7	20.1	19.0
净利润	118.7	201.6	356.9	517.5	702.2
增长率 (%)	83.3	69.9	77.0	45.0	35.7
摊薄后每股盈利 (人民币)	0.114	0.194	0.344	0.498	0.676
净资产回报率 (%)	6.0	10.4	16.3	19.9	22.4
市盈率 (倍)	30.6	18.0	10.2	7.0	5.2
市净率 (倍)	2.0	1.8	1.5	1.3	1.1
股息率 (%)	0.6	0.9	1.5	2.2	3.0
每股股息 (港币)	0.020	0.030	0.053	0.077	0.104

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+852 2359 2941

vivien.chan@ztsc.com.hk

目录

投资亮点	3
云服务收入显著提升	3
国产替代势不可挡	3
ERP 国产化进程加速	4
行业：国产 ERP 市占率近 70%，高端市场仍被国外厂商占据	6
盈利预测与估值	7
公司背景	9
背靠浪潮集团，国产 ERP 领军企业	9
云服务、管理软件协助企业数字化转型 产品结构覆盖全客户群体	9
投资风险	11
历史建议和目标价	13

图表目录

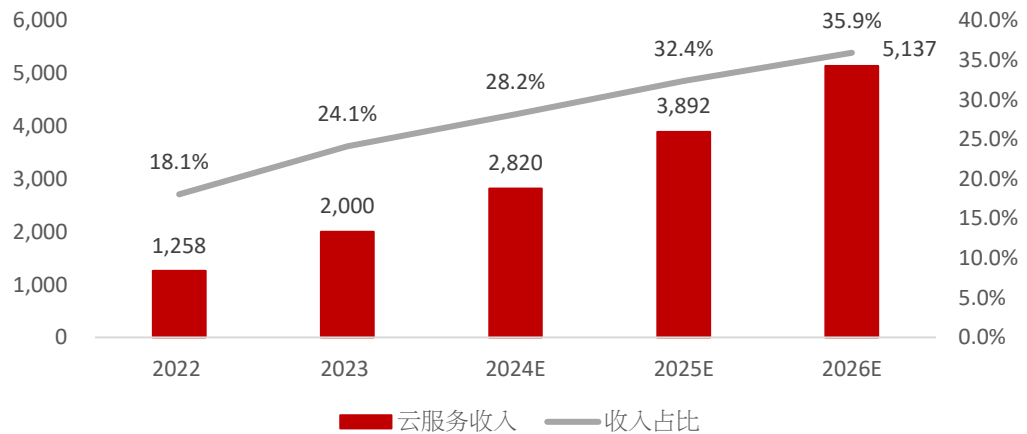
图表 1：主要财务数据（人民币百万元）	1
图表 2：云服务收入显著提升（人民币 百万）	3
图表 3：一系列政策推动企业数字改革	4
图表 4：深化产业带布局	5
图表 5：2021 年中国 ERP 行业市场竞争格局	6
图表 6：2021 年中国高端 ERP 行业市场竞争格局	6
图表 7：2018-2026E 全球 ERP 软件市场规模	6
图表 8：2016-2021 中国 ERP 软件市场增长	6
图表 9：盈利预测	7
图表 10：软件行业同业比较	8
图表 11：公司核心管理层拥有丰富行业经验	9
图表 12：浪潮海岳 PaaS 平台 iGIX	10
图表 13：浪潮海岳 GS CLOUD	10
图表 14：浪潮易云在线	11
图表 15：财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）	12

投资亮点

云服务收入显著提升

从公司收入结构上来看，云服务由于起步较晚，占收入比重较小，但此业务的增长速度最快。云服务主要帮助企业上云并为企业提供相关的云管理软件。云服务收入从 2019 年的 3.9 亿快速增长至 2023 年的 20.0 亿，期间年复合增长率为 50.7%。同时，云服务占收入比从 2019 年 13.4% 增长至 2023 年的 24.1%，预计这部分收入比还将持续提升。从公司实施云转型到现在，期间虽然受到疫情影响，云服务的经营利润处于亏损，但 2023 年期经营利润亏损已经大幅收窄至 5,620 万元，经营利润率为 -2.8%。我们认为 2024 年云服务业务有望实现正经营利润。管理软件业务收入规模从 2019 年的 19.7 亿增长值 2023 年的 24.7 亿元，复合增长率为 5.8%。由于云服务的占比不断提升，管理软件的收入占比下降至 29.7%。2023 年物联网解决方案的收入为 38.3 亿，占收入 46.2%。虽然物联网解决方案的收入规模较大，并且 2019-2023 年间的复合增产率为 63.1%，但此部分业务的经营利润率较低，仅 1.4%。预计未来物联网解决方案将维持稳定增长及保持低利润率区间。公司的收入增长和利润提升均来自于云服务。

图表 2: 云服务收入显著提升 (人民币 百万)



来源: 公司资料, 中泰国际研究

国产替代势不可挡

ERP (Enterprise Resource Planning) 软件, 即企业资源计划软件, 是一种集成化的企业管理软件系统, 它包含了企业的各种业务功能, 如财务管理、人力资源管理、采购管理、销售管理、库存管理、生产管理等等。ERP 软件通过集成和优化企业内部的业务流程, 帮助企业实现资源的合理配置和有效利用, 从而提高企业的运营效率和管理水平。它包含客户/服务架构, 使用图形用户接口, 应用开放系统制作。除了已有的标准功能, 它还包括其它特性, 如品质、过程运作管理、以及调整报告等。

ERP 软件在中国企业的广泛应用已经超过三十年。自从 1989 年 Oracle 进入中国市场以来, 外资知名 ERP 厂商, 例如, SAP、Oracle、Infor 等曾经占据主导地位。自 21 世纪起, 随着国内云计算、大数据、人工智能及互联网技术等新一代信息技术的迅猛发展, 云化、数字化、平台化、组件化、服务化的 ERP 系统成为了市场的焦点。在此背景下, 国产 ERP 产品正在弯道超车, 并取得客观的市场份额。

国家政策引领企业数字化转型升级和创新, 多项政策推动 ERP 行业变革。早在 2015 年国务院发布的《中国制造 2025》中就强调要开发自主可控的应用软件, 2021 年工信部发布《“十四五”软件和信息技术服务发展规划的通知》提出, 到 2025 年, 规模以上企业软件业务收入突破 14 万亿元, 年均增长 12% 以上。近年, 伴随着中美关系更加复杂化, 潜在信息安全问题越发受到关注。2020 年以来, 中国国资委、国务院、工信部等多个部门先后出台 ERP 行业相关国家政策, 推动 ERP 行业变革, 并明确表示“集成电路产业和软件是信息产业的核心”; “鼓励软件企业执行软件质量、信息安全、开发管理等国家标准”等。

图表 3：一系列政策推动企业数字改革

发布时间	发布部门	文件名称	主要内容
2020 年 9 月	国资委	《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》	实施国有企业数字化转型专项行动计划，突破关键核心技术，培育数字应用场景，打造行业转型样板
2020 年 12 月	工信部	《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》	明确把推动数字化管理作为未来三年工业企业数字化转型的重要举措
2021 年 11 月	工信部	《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》	要求从“数字化管理、平台化设计、智能化制造、网络化协同、个性化定制、服务化延伸”等方面，面向原材料、装备制造、消费品、电子信息、绿色制造和安全生产六大重点行业，多维度“培育企业经营管理的新模式新业态”
2021 年 12 月	工信部	《关于组织开展工业领域数据安全管理体系试点工作的通知》	为探索构建工业领域数据安全管理体系，有效保障数据安全，推动数字经济高质量发展，遴选一批示范企业、优秀产品和典型解决方案，形成可复制可推广的管理模式，促进提升行业数据安全保护水平
2022 年 1 月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	指出“推进产业数字化转型，首先要加快企业数字化转型升级，全民系统推动企业研发设计、生产加工、经营管理、销售服务等数字化转型。
2023 年 2 月	中共中央国务院	《数字中国建设整体布局规划》	明确数字中国建设的战略路径、目标和重点；促进数字经济和实体经济深度融合，优化数字化发展环境
2023 年 3 月	国资委	《国有企业对标世界一流企业价值创造行动》	通过提升效益效率、创新驱动、国家战略落实、治理效能，可持续发展和社会责任等关键领域，到 2025 年建立完善的价值创造体系，使部分国有企业的价值创造能力达到世界一流水平
2023 年 6 月	国务院	《关于开展中小企业数字化转型城市试点工作的通知》	积极探索中小企业数字化转型的方法路径、市场机制和典型模式，助力中小企业数字化转型

来源：互联网，中泰国际研究部

ERP 国产化进程加速

2022 年 9 月底，国资委下发了重要的 79 号文件，全面部署了国央企信创替代（在信息技术领域，通过自主研发和技术创新，以国产化产品替代进口产品的过程。旨在实现信息技术领域的自主可控，保障国家信息安全。）的具体要求和推进时间表。政策要求到 2027 年国央企 100%完成信创替代，替换范围涵盖芯片、基础软件、操作软件、中间件等领域。

实施步骤为：

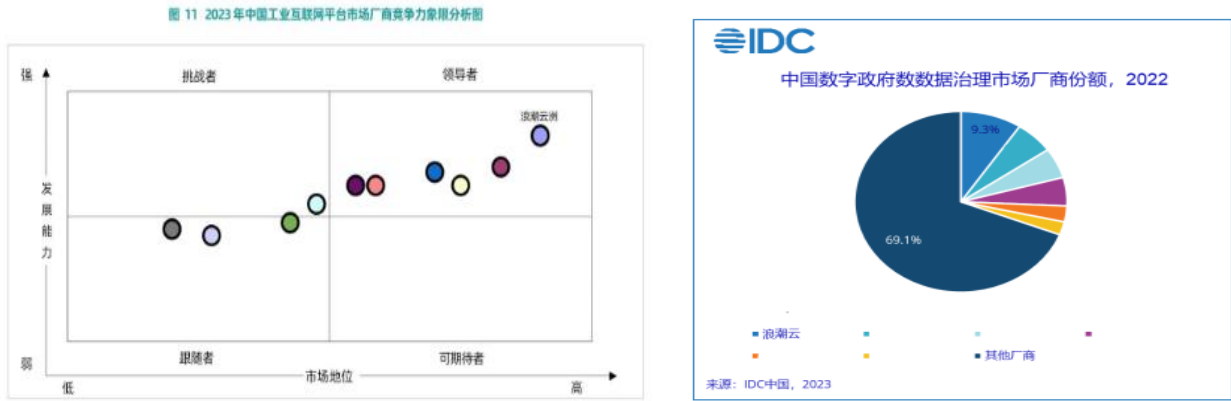
- 1) 到 2022 年 11 月底，完成信创改造方案规划并报送国资委；
- 2) 2023 年 1 月起，每季度报送信息化系统改造的最新进度；
- 3) 2027 年底，全部国央企必需完成信息化系统的信创改造工作。

文件加速了国产化替代进程。ERP 作为企业的核心系统，涉及众多企业核心数据，对提升企业经营能力至关重要。因此，要解决本质安全的问题，市场真正的自主可控，办公室操作系统、ERP 等基础软件的国产化是首要和必然的。

公司股东浪潮集团是中国领先的云计算、大数据服务商，综合实力强大。根据调研机构赛迪顾问（CCID）发布的《2023-2024 年中国工业互联网市场研究年度报告》显示，浪潮云州位居中国工业互联网平台市场厂商竞争力象限第一位，浪潮云州已经连续五年位居中国工业互联网平台市场地位、发展能力“双第一”。同时，在赛迪顾问 2023 年发布的《中国政务云运营与服务市场 2022 年厂商份额》报告中，浪潮云以 17.2%的份额占比位居市场第一位。另外，在 IDC 的《中国数字政府数据治理市场份额，2022：竞争加剧》的报告里显示，浪潮云以 9.3%的市场份额连续三年蝉联中国数字政府数据治理市场份额第一位。

我们认为公司能够背靠浪潮集团强大的资源支持，带来品牌、政策、市场等各方面优势，能让公司在 ERP 国产化中更易获得央国企的信赖和支持。

图表 4：深化产业带布局

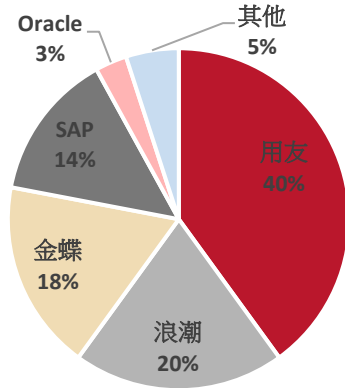


*公司官网未显示其余同业的名称和市场份额，我们估计同业包括华为、紫光、中国电信、中国联通和中国移动等
来源：公司资料，中泰国际研究部

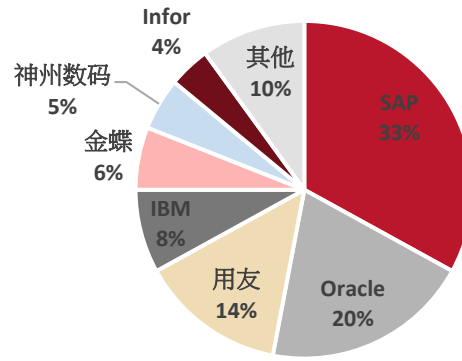
行业：国产 ERP 市占率近 70%，高端市场仍被国外厂商占据

根据阿里云创新中心、鲸准研究员等联合发布的《2021 年中国工业软件发展白皮书》公布的数据，2021 年国产 ERP 软件是市占率接近 70%，三大主要国内厂商用友、浪潮和金蝶占据前三位。高端 ERP 市场仍被国外厂商占据，除 SAP、Oracle 这些传统的 ERP 巨头之外，Infor 等国外中等规模的 ERP 厂商在中高端市场占有一席之地。

图表 5：2021 年中国 ERP 行业市场竞争格局



图表 6：2021 年中国高端 ERP 行业市场竞争格局

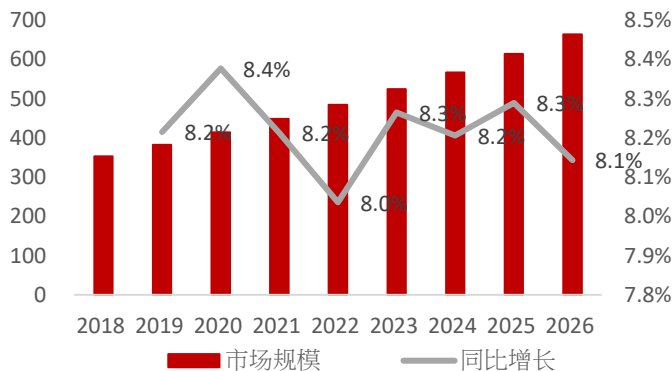


来源：《2021 年中国工业软件发展白皮书》，中泰国际研究部

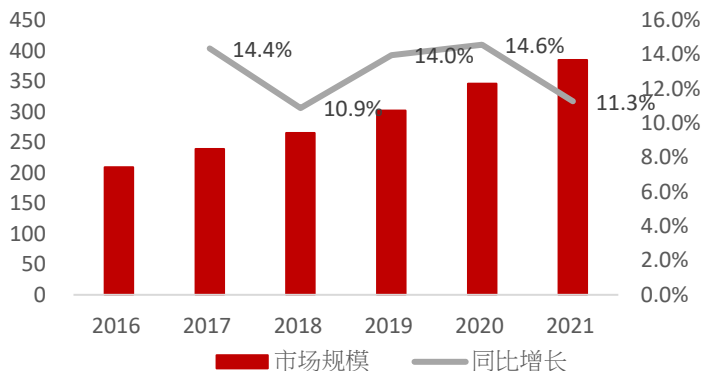
来源：《2021 年中国工业软件发展白皮书》，中泰国际研究部

根据华经产业研究院数据，全球 ERP 市场规模 2026 年预期到 664 亿美元，年增长约 8% 左右。从国内市场来看，ERP 市场规模的增速同样较为稳定。根据 IDC 数据，2021 年中国 ERP 市场达 385 亿，2016-2021 年复合增长率为 13.0%，高于全球市场增速。据前瞻产业研究预测，未来 ERP 软件市场规模将持续增长，预计 2027 年中国 ERP 软件市场规模将达到 682 亿元左右，平均增速保持在 11% 左右水平。

图表 7：2018-2026E 全球 ERP 软件市场规模



图表 8：2016-2021 中国 ERP 软件市场增长



来源：公司资料，中泰国际研究部

来源：公司资料，中泰国际研究部

国内高端 ERP 的技术水平和产品能力与海外巨头仍有较大差距，但国产 ERP 厂商在软件价格、实施费用，以及结合国情和企业实际使用情况方面优势明显。长期来看，国产厂商通过技术和经验持续积累，有望加速渗透。

盈利预测与估值

收入端：我们预期公司 2024-2026 年总收入分别为 100.0 亿 / 120.2 亿 / 143.0 亿元，对应同比增长分别为 20.7% / 20.1% / 19.0%。其中云服务收入为主要增长驱动力，收益于信创要求，预期 2024-2026 年间云服务收入从 28.2 亿上升至 51.4 亿元，分别同比增长 41.0% / 38.0% / 32.0%，占收入比提升至 35.9%（2023 年为 24.1%）。相较云服务，传统软件增长较稳定，预测 2024 - 2026 年间此业务收入同比增长为 13.0% / 10.0% / 9.0%。物联网解决方案的收入维持稳定，预计每年将保持双位数增长。

毛利率：公司 2023 年毛利率 23.1%。预计在云服务业务的规模效应扩大作用下，整体毛利率将分别扩大至 2024 / 2025 / 2026 年的 24.1% / 25.3% / 26.4%。

利润端：公司云服务业务自 2018 年开展以来，收入快速增长，随着规模效应扩大，经营利润亏损逐年收窄。2023 云服务经营亏损率为 2.8%，相信 2024 年将可实现盈利贡献，我们预计 2024 - 2026 年云业务经营利润率约 4.0%、7.0%、10.0%。2024-2026 年公司整体净利润率预计约 3.6 亿、5.2 亿、7.0 亿元，年复合增长 40.3%，净利润率从 3.6% 提升至 4.9%。由于物联网解决方案的经营利润率仅为 1.4%，相信此部分业务对净利润贡献有限。剔除物联网解决方案的统计口径，2024-2026 公司云服务和管理软件的经营利润率为 8.5%、9.6% 和 10.4%。

图表 9：盈利预测

(人民币 百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	6,967	8,294	10,009	12,020	14,301
云服务	1,258	2,000	2,820	3,892	5,137
管理软件	2,261	2,465	2,786	3,064	3,340
物联网解决方案	3,447	3,829	4,403	5,064	5,824
毛利率	20.7%	23.1%	24.1%	25.3%	26.4%
销售费用率	6.9%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%
行政费用率	4.0%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用率	10.6%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%
经营利润率	2.0%	4.5%	5.4%	6.2%	6.7%
云服务	-10.6%	-2.8%	4.0%	7.0%	10.0%
管理软件	9.9%	15.3%	13.0%	13.0%	11.0%
物联网解决方案	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
净利润	119	202	357	517	702
净利润率	1.7%	2.4%	3.6%	4.3%	4.9%

来源：公司资料，中泰国际研究部

考虑到公司净利润几乎全部来自于云服务和管理软件业务，我们选取同业用友网络（600588 CH）、金蝶国际（268 HK）、中软国际（354 HK）和普联软件（300996 CH）作为可比公司。其中用友网络和金蝶国际近年处于亏损状态，我们用市销率作为其估值参考，中软国际和普联软件则用市盈率估值做对比。由于物联网解决方案为浪潮数字的非核心业务以及利润率偏低，我们的估值方法不包括此业务。考虑到港股的流通性较低，以及公司市值较小，在同业估值的基础上给与相应折扣。我们给与公司 1.0 倍 FY24E 市销率，或 0.8 倍 FY25E 市销率，对应 11 倍 FY25E 市盈率，目标价为 5.50 港币，首次覆盖给与“买入”评级。

图表 10: 软件行业同业比较

公司	代码	股价(当地货币)	市值(百万美元)	3 个月平均成交量(百万美元)	市盈率 FY0 (x)	市盈率 FY1 (x)	市盈率 FY2 (x)	每股盈利增长 Y1(%)	每股盈利增长 Y2(%)	历史股息率 (%)	市销率 FY1 (x)	市帐率 FY1 (x)	EV/EBITDA FY0	ROE FY0 (%)	ROE FY1 (%)
浪潮数字企业	596 HK	3.28	482	1.4	16.9	9.5	6.6	77.0	45.0	0.9	0.4	1.7	7.4	10.4	16.3
用友网络	600588 CH	10.82	5,188	37.4	N/A	901.7	97.5	N/A	1,287.5	N/A	3.6	3.6	2,921.3	(9.3)	0.5
金蝶国际	268 HK	8.64	3,985	26.8	N/A	N/A	129.8	N/A	N/A	N/A	4.6	3.1	284.0	(1.9)	(0.8)
中软国际	354 HK	5.60	1,968	25.0	19.8	18.9	15.5	4.3	21.1	1.7	0.7	0.9	10.4	5.7	6.0
普联软件	300996 CH	20.11	572	19.4	56.0	25.8	10.7	151.5	24.7	0.6	4.6	2.5	37.6	9.4	11.4

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司背景

背靠浪潮集团，国产 ERP 领军企业

浪潮数字企业 (596 HK) (公司) 成立于 2003 年，2004 年在香港联交所创业板上市，2008 再转至主板。公司最初为计算机厂商提供零部件为主，后来通过收购浪潮集团旗下子公司逐步转型成为 ERP 软件供应商。自 2017 年开始，随着数字化程度提升，企业的需求由管理信息化转向业务全面数字化，因此公司发布了多款 SaaS 产品、PaaS 平台以及采用云原生、容器等计算架构的企业智能 ERP 云产品等，服务对象涵盖大、中、小企业。

公司的主营业务分为云服务、管理软件和物联网解决方案三大类。云服务主要帮助企业上云，并为企业提供全面的云管理软件，提升客户在数字经济时代的竞争力；企业管理软件包括为企业提供财务共享、国资改革、企业大数据、企业资源计划传统 ERP 系统和网络运营支撑系统 (OSS)；物联网解决方案业务主要为通信和粮食两大行业客户提供整体解决方案服务以及为客户提供物联网相关的通行网关和模块等产品。根据 2023 年业绩，公司云服务、管理软件和物联网解决方案的收入占比分别为 24.1%、29.7% 和 46.2%。公司的大型企业智能 ERP 系统海岳 HCM Cloud，获得 19 家央企金级次应用，市场占有率高达 20%。

公司是浪潮集团旗下三家上市公司之一，另外两家为浪潮信息 (000977 CH) 和浪潮软件 (600756 CH)。截止 2023 年底，浪潮集团通过浪潮齐鲁海外投资发展有限公司直接和间接持有公司 54.45% 股权。公司实际控制人为山东国资委，公司兼具国资背景和集团资源优势，在国产替代背景下更具获客优势。

图表 11: 公司核心管理层拥有丰富行业经验

姓名	职位	行业经历
赵震	董事会主席	拥有山东大学经济学学士及天津大学工商管理硕士学位。在浪潮集团工作超过 26 年，累计丰富的人力资源管理经验，曾任浪潮集团高级副总裁。曾获中国人力资源研究会授予“企业人力资源开发与管理的优秀企业家”。
崔洪志	董事长兼总经理	曾任浪潮通信信息系统有限公司总经理助理兼企业管理部部长以及副总经理兼企业管理部部长。亦曾任浪潮软件集团副总经理、人力资源总监及企业管理中心总经理。
王玉森	执行董事兼首席财务官	取得山东大学管理学学士学位，曾任浪潮集团财金中心核算部经理、资金管理部副总经理。亦曾任浪潮集团财务有限公司董事、副总经理兼风险总监。
李春香	非执行董事	取得山东大学计算机及应用学士学位。曾担任浪潮软件股份有限公司软件发展部副经理；以及浪潮 (北京) 电子信息产业有限公司信息管理部项目经理、浪潮集团信息管理中心运营及供应链信息化处经理及浪潮集团信息管理中心副总经理。
魏代森	总经理	拥有山东大学软件工程硕士学位。是山东省有突出贡献的中青年专家，财政部会计信息化标准技术委员会专家，中国会计学会会计信息化专业委员会委员，首届智能财务领航者。曾担任浪潮通用软件有限公司的财务产品部副总经理、财务 ERP 事业部总经理、GS 产品部总经理、副总经理兼区域事业本部总经理。

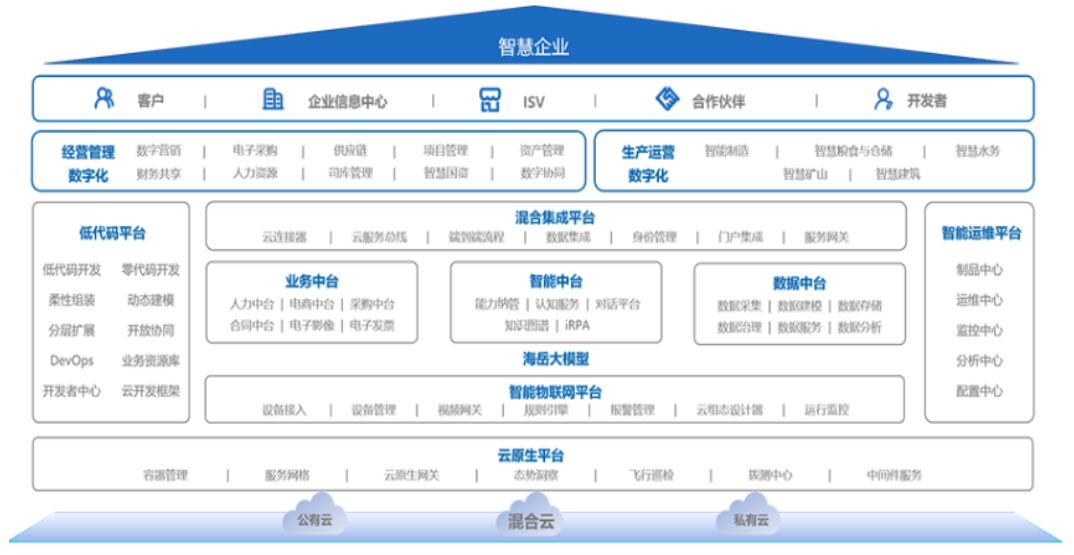
来源：公司资料，中泰国际研究部

云服务、管理软件协助企业数字化转型 产品结构覆盖全客户群体

管理软件和企业云服务是公司目前的主营业务，其中云服务是公司的发展重心。2017 年公司定下向云转型的发展战略，随后公司发布一系列分别针对大、中、小型企业不同的云架构产品，客户向云架构迁移。2023 年公司提出“221”业务战略：以浪潮海岳企业级 PaaS 平台、浪潮海岳智能 ERP 两大产品体系为支撑，从经营管理数字化和生产运营数字化两个层面加速推进企业数字化转型，目标是成为世界一流的企业软件与云服务提供商。

公司为大型企业开发的海岳 PaaS 平台 iGIX 已经迭代到 6.0 版本，形成了包含低代码平台、物联网平台、数据中台、海岳大模型、混合集成平台、云原生平台、智能运维平台七大子平台，全面增强智能自动化、全名连接、柔性可组装、开放生态等四大能力，为企业提供更智能、更全名、更敏捷、更开放的一站式可解耦的数字化创新底座。浪潮海岳低代码平台 inBuilder 是目前唯一通过中国电子技术标准化研究院全部 9 项低代码标准的产品。

图表 12: 浪潮海岳 PaaS 平台 iGIX



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

服务于大型企业的智能 ERP 应用软件浪潮海岳 GS Cloud, 目前迭代至 6.0 版本, 产品体系更加完备, 在一体化、智能化等方面实现显著提升。在运营八大类端到端流程基础上, 进一步打通流程断点, 并实现八类横向流程业务、成本、预算、税务、资金、核算、档案、报表等数据的纵向贯通及共享, 做到了业财数据同源, 构建起全新的“八横八纵”业财一体高速通道, 打造端到端纵贯贯通的全流程数字化平台。于 2023 年底, 浪潮海岳 GS Cloud 已应用于 76 家央企、186 家中国 500 强企业的数字化转型中。

图表 13: 浪潮海岳 GS Cloud



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

为中小企业开发的智能 ERP inSuite，现在已经迭代到 3.0 版本。提供财务云、供应链云、制造云、分销云、开发云、生态云等六大核心应用，具有一体化、精益化、智能化、生态化、场景化五大产品特性，涵盖从采购到支付、从需求到制造、从订单到收款、从库存到履约的全业务流程数字化应用，从经营管理数字化和生产运营数字化两个层面加速企业数字化转型，助力提升企业产品创新交付、营收增长、成本管控、智慧运营四大核心能力。浪潮海岳 inSuite 3.0 以“小快轻准”的产品和解决方案、降低中小企业数字化转型成本，赋能千行百业亿万场景。

浪潮的易云在线是面向小微企业的 SaaS 软件服务平台，产品涵盖云会计、云进销存标准化应用，以及三资云、住建云、培教云、宗教云等细分行业应用，全面打通企业业务、财务、税务等环节，助其全业务上云和数字化转型。主要客户是连锁门店、食品生鲜、批发零售、数码家电等行业。

图表 14：浪潮易云在线



来源：公司资料，中泰国际研究部

公司的管理软件业务板块包括软件外包、企业资源计划 ERP 及运营商操作支持系统 OSS 业务，凭借公司在财务共享、智能制造、数据中台等领域的产品优势及区块链等方面的技术优势，持续推动大型企业客户在数字化转型和管理上创新。公司全力打造基于统一平台的、涵盖集团全级次、全业务领域的一体化经营管理平台，助力集团企业深化落实数字化转型，进一步巩固管理软件业务高端市场优势。旗下主要产品为海岳工业软件 MOM 6.0，全面提升智能制造整体解决方案能力。公司的海岳数据中台 inDataX6.0，实现数据管理能力由 TB 级到 PB 级跃升，形成覆盖国资、港口、水务、粮食、矿山、能源等六大行业全领域的解决方案。此部分业务主要为央企服务，截止 2023 年底，公司已经累计承建 25 家央企库系统建设，央企库市场占有率第一。

物联网 (IoT) 解决方案主要覆盖智慧粮食、智慧矿山、智慧水务等领域，可满足大型企业集团层面的设备集中管控与下属单位边缘侧的设备全生命周期管理需求。公司产品已经广泛应用于特变电工、广州自来水、中储粮、山东能源等大型企业客户。

投资风险

1) 经济环境疲弱，制造企业面临利润挑战，影响 IT 类项目支出，项目预算下降；2) 大型国企的应收账款期限较长。

图 15: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

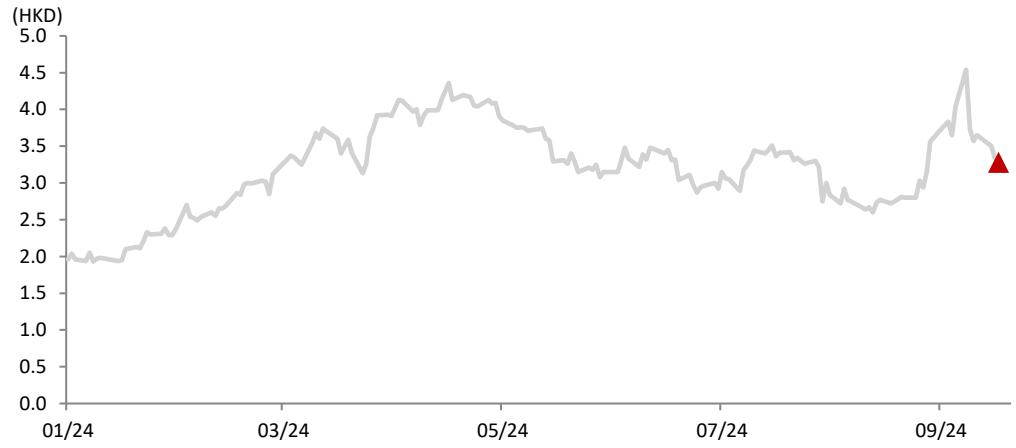
利润表	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测	资产负债表	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测
营业收入	6,967	8,294	10,009	12,020	14,301	固定资产	1,122	1,087	1,088	1,098	1,116
同比%	78	19	21	20	19	无形资产及商誉	34	34	35	36	38
成本	(5,525)	(6,377)	(7,597)	(8,979)	(10,525)	联营公司及合营公	354	583	593	604	617
毛利润	1,441	1,918	2,412	3,041	3,775	长期投资	66	56	56	56	56
毛利率	20.7%	23.1%	24.1%	25.3%	26.4%	其他非流动资产	0	0	0	0	0
其他收益	201	190	223	227	233	非流动资产	1,577	1,759	1,771	1,794	1,827
销售及分销成本	(482)	(538)	(651)	(763)	(908)	库存	0	1	2	2	3
行政成本	(281)	(368)	(437)	(523)	(622)	应收帐款	1,053	1,605	2,057	2,470	2,939
研发成本	(736)	(859)	(1,051)	(1,262)	(1,502)	预付款项及存款	257	431	521	625	744
其他运营开支	0	0	0	0	0	其他流动资产	710	1,231	1,231	1,231	1,231
总运营开支	(1,499)	(1,765)	(2,139)	(2,548)	(3,032)	现金	1,222	1,296	1,650	2,104	2,710
营运利润 (EBIT)	143	343	496	720	977	流动资产	3,241	4,566	5,461	6,433	7,627
营运利润率	2.1%	4.1%	5.0%	6.0%	6.8%	应付帐款	598	1,199	1,428	1,688	1,979
拨备	(42)	(66)	0	0	0	税项	16	56	123	179	244
财务成本	(3)	(6)	(11)	(12)	(12)	预提费用/其他应付款	646	821	990	1,189	1,415
融资后利润	98	270	485	708	964	银行贷款和租赁	12	14	114	114	114
联营及合营公司	51	9	10	11	13	可转债和其他债务	1,301	1,794	1,794	1,794	1,794
税前利润	149	279	495	719	977	其他流动负债	54	32	32	32	32
所得税	(24)	(68)	(123)	(179)	(244)	流动负债	2,628	3,915	4,481	4,996	5,577
少数股东权益	(6)	(9)	(16)	(23)	(31)	银行贷款和租赁	8	6	6	6	6
净利润	119	202	357	517	702	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
同比%	83	70	77	45	36	递延所得税及其他	304	305	305	305	305
净利润率	1.7%	2.4%	3.6%	4.3%	4.9%	少数股东权益	40	50	66	89	120
EBITDA	178	383	529	747	999	非流动负债	352	362	378	401	432
EBITDA 利润率	2.6%	4.6%	5.3%	6.2%	7.0%	总净资产	1,838	2,048	2,374	2,830	3,445
每股盈利 (人民币)	0.104	0.177	0.312	0.453	0.615	股东权益	1,838	2,048	2,374	2,830	3,445
增长率%	83	70	77	45	36	股本	11	11	11	11	11
每股股息 (港币)	0.020	0.030	0.053	0.077	0.104	储备	1,827	2,037	2,363	2,820	3,434

现金流量表	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测	主要财务比率	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测
EBITDA	178	383	529	747	999	毛利率 (%)	20.7	23.1	24.1	25.3	26.4
营运资金变动	65	(144)	(142)	(59)	(71)	营业利润率 (%)	2.1	4.1	5.0	6.0	6.8
其他	(38)	9	0	0	0	净利率 (%)	1.7	2.4	3.6	4.3	4.9
经营活动现金流	205	248	387	688	927	销售/分销成本占收入百分比	6.9	6.5	6.5	6.4	6.4
已付利息	0	0	(11)	(12)	(12)	行政成本占收入百	4.0	4.4	4.4	4.4	4.4
所得税	(18)	(8)	(56)	(123)	(179)	派息率	17.5	15.4	15.4	15.4	15.4
经营活动净现金	188	240	321	553	736	有效税率 (%)	24.4	25.3	25.3	25.3	25.3
资本支出	(32)	(27)	(30)	(36)	(43)	总负债比率 (%)	13.3	18.9	20.5	17.2	14.1
投资	(5)	(235)	(15)	(15)	(15)	净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
资产出售	1	15	0	0	0	速动比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
已收利息	16	8	10	12	16	库存周转率 (天)	0	0	0	0	0
其他	23	(40)	0	0	0	应收账款周转率	55	71	75	75	75
投资活动现金流	3	(279)	(35)	(39)	(42)	应付账款周转率	40	69	69	69	69
自由现金流	190	(39)	285	514	694	现金周转率 (天)	16	2	6	6	6
发行股份	0	0	0	0	0	资产周转率 (x)	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	2.4	2.9	3.0	3.0	2.8
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率 (%)	2.1	4.1	5.0	6.0	6.8
已付股息	0	(21)	(31)	(61)	(88)	利息开支 (x)	1.0	0.8	1.0	1.0	1.0
银行贷款变动净	0	0	100	0	0	税务开支 (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
其他	(28)	131	0	0	0	股本回报率 (%)	6.0	10.4	16.3	19.9	22.4
筹资活动现金流	(28)	111	69	(61)	(88)	ROIC (%)	12.9	26.1	24.0	41.8	55.2
现金变动净额	162	72	354	454	606						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

浪潮数字企业 (596 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	18-10-2024	HK\$3.28	买入	HK\$5.50

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189 号李宝椿大厦 6 楼

电话：(852) 3979 2886

传真：(852) 3979 2805