

买入
国资背景助力信创推进，AI 赋能增强技术实力
浪潮数字企业 (596.HK)

2025-04-03 星期四

目标价:	8.96 港元
现价:	6.91 港元
预计升幅:	30.6%

重要数据

日期	2025.04.02
收盘价 (港元)	6.91
总股本 (亿股)	11.42
总市值 (亿港元)	78.91
净资产 (亿港元)	27.91
总资产 (亿港元)	87.52
52 周高低 (港元)	7.24/2.58
每股净资产 (港元)	2.38

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

浪潮集团	37.51%
浪潮齐鲁海外投资	16.94%

相关报告
研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点
➤ 大模型应用突破行业瓶颈，行业竞争力进一步提升：

公司目前已经是一家领先的 AI+ERP 服务提供商，在提供 AI 应用场景的拓展和 ERP 服务方面有先发优势。凭借公司多年的软件领域技术积累，公司已建立较为稳固的护城河，能够在数据、场景、技术、生态方面有明显优势，领域形成较好的用户体验及口碑。浪潮数字企业通过接入 DeepSeek-R1 大模型实现技术跃迁，为金融、制造、公用、医疗等重数据场景提供商业化落地基础，浪潮通过差异化技术路径在 ERP 智能化改造领域形成独特竞争力。

➤ 首次提出全球化战略，加快业务优化调整：

公司首次提出全球化战略，加快加大海外业务扩展，主要出海形式将是围绕服务中小企业、国内珠三角企业以及海外跨国企业品牌展开。业务调整方面，管理软件数字化持续做好大型客户市场，围绕中国从制造大国到制造强国的转型战略，推出更多数字化转型、智能化发展的整体产品方案。同时逐步优化 IoT 业务，降低低毛利率业务收入占比，提升云业务盈利，优化管理软件费用率，未来盈利能力将会持续提升。

➤ 信创替代催生技术融合机遇，国资背景优势显著：

浪潮数字企业依托股东浪潮集团在云计算、大数据领域的领先地位，公司在 ERP 国产化进程中占据显著优势。凭借技术实力、政策响应能力及央企资源支持，公司有望成为央国企信创替代的首选合作伙伴。因此公司将充分享受国产信创战略推进带来的时代红利，而且市场需求呈增长趋势，未来业绩增长预期将持续兑现。在技术融合与政策驱动双重赋能下，公司将迎来历史性机遇。

➤ 首次覆盖给予买入评级：

目前我们采用分部估值法，分别给予公司管理软件业务 6 倍 PE、云服务业务 2 倍 PS 目标估值，对应 102 亿港币市值目标，对应目标价 8.96 港元，相较于现价预计有 30.6% 的升幅，给予“买入”评级。

截至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收 (百万元)	8,294	8,201	8,680	9,293	10,075
变动	19.1%	-1.1%	5.8%	7.1%	8.4%
净利润 (百万元)	210	394	545	786	1,046
变动	68.60%	87.07%	38.46%	44.26%	33.02%
净利润率	2.54%	4.80%	6.28%	8.46%	10.38%
每股盈利 (元)	0.18	0.34	0.48	0.69	0.92
基于股价的市盈率 (倍)	34.9	18.7	13.5	9.3	7.0
股息率	0.44%	1.17%	1.48%	2.14%	2.85%

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目录

1. 公司基本概况	4
1.1 公司简介	4
1.2 股权结构和管理团队	5
1.3 经营业绩回顾	5
2. 行业分析	7
2.1 国产 ERP 市场发展迎来新起点	7
2.2 高端 ERP 市场国产替代持续进行	7
3. 公司亮点及核心竞争力	8
3.1 大模型应用突破行业瓶颈，行业竞争力进一步提升	8
3.2 首次提出全球化战略，加快业务优化调整	10
3.3 信创替代催生技术融合机遇，国资背景优势显著	10
4. 盈利预测与投资建议	12
4.1 盈利预测	12
4.2 行业估值及目标价	13
财务报表摘要	14
投资评级定义与免责条款	15

图目录

图 1: 公司业务通过 AI 创新实现高成长, 铸就浪潮海岳软件品牌.....	4
图 2: 公司 2024 年收入结构.....	6
图 3: 公司毛利率水平逐年提升.....	6
图 4: 公司 2024 年收入及利润 (百万元)	6
图 5: 公司 2024 年业务分部收入 (百万元)	6
图 6: 2023 年中国高端 ERP 行业市场竞争格局.....	8
图 7: 2024-2029 年中国 ERP 软件市场规模预测 (单位: 亿元)	8
图 8: 海岳大模型提供全栈大模型平台、工具和服务, 一站式接入企业场景.....	9

表目录

表 1: 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月)	5
表 2: 公司管理团队简介.....	5
表 3: 中国 ERP 软件行业发展历程.....	7
表 4: 政策支撑国产信创替代持续进行.....	11
表 5: 公司未来业绩预测.....	13
表 6: 云服务行业估值表.....	13

1. 公司基本概况

1.1 公司简介

浪潮数字企业（596 HK）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；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。公司旗下核心产品—大型企业智能 ERP 系统海岳 HCM Cloud，获得 19 家央企全级次应用，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。公司实际控制人为山东国资委，公司具有国资背景和集团资源互补优势，充分国产替代背景的时代红利。

图 1：公司业务通过 AI 创新实现高成长，铸就浪潮海岳软件品牌



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

1.2 股权结构和管理团队

根据 WIND 数据显示，截止 2024 年 6 月浪潮集团持股 37.51%，为第一大股东。公司第二大股东浪潮齐鲁海外投资发展有限公司持股比例达 16.94%。

表 1：公司股权结构（截至 2024 年 6 月）

股东名称	占已发行普通股比例 (%)
浪潮集团有限公司	37.51%
浪潮齐鲁海外投资发展有限公司	16.94%

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

浪潮数字企业目前拥有稳定的领导团队，核心管理层成员在人力资源管理、AI 研发、工业互联网应用方面经验丰富，为公司业务未来持续成长奠定了坚实基础。

表 2：公司管理团队简介

姓名	职位	行业经历
赵震	董事会主席	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优秀企业奖”。
崔洪志	执行董事	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	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。
魏代森	总经理	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。

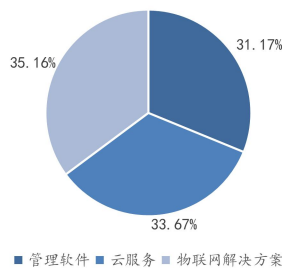
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

1.3 经营业绩回顾

根据公司披露的业绩数据显示，2024 财年公司实现收入 82.0 亿元，同比减少 1.13%；年内溢利为 3.8 亿元，同比增长 90.80%，拟派末期息每股 0.08 港元。公司利润较去年大幅度增长主要原因是由于公司旗下云服务业务收入占比持续提升，同时该分部业务经营利润率较去年同期大幅度增长。另外公司通过精细化管理控制成本费用，毛利率提升至 26.9%，而销售费用率下降至 60%。分业务来看，来自云服务收入为人民币 27.6 亿元，较去年同期增长 38.1%，云服务业务收入占集团软件及云服务业务营业额的比重为 51.9%，占公司总收入比重为 33.6%，成为收入新的增长动力。年内管理软件的收入为人民币 25.6 亿元，较去年同期增长 3.7%。来自物联网解决方案收入为人民币 28.8 亿元，较去年同期减少 24.7%。公司目前旗下智能 ERP PaaS 平台产业软件，从经营管理、生产运营、数字化两个层面为客户提供全栈服务，

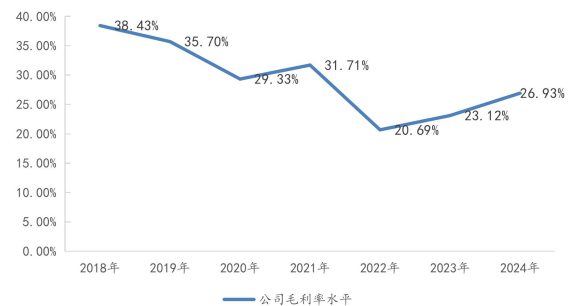
拥有以低代码平台、物联网平台、数据中台和大数据平台为核心的开发平台，产品包括面向大型企业的 GS 产品、面向中型的 InSuite 产品和面向小微企业的数据产品。随着国产 AI GPT 出现后，目前企业市场和客户群体对 AI 重视度越来越高，客户对 AI 产品落地积极性较高。公司预计今年 4 月将发布新产品，会融合原有软件生态，覆盖场景持续增多，新增如财务筹划识别、采购智能化评标等新功能，新产品在原有软件基础上结合新驱动架构实现智能化，商业化方面将采用买断许可和订阅两种方式结合，目前在国企合规监管方面已有中标项目，我们认为新产品推出将进一步打开未来增长空间。

图 2：公司 2024 年收入结构



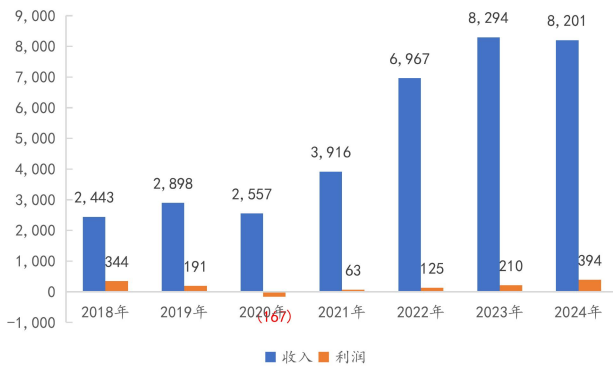
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司毛利率水平逐年提升



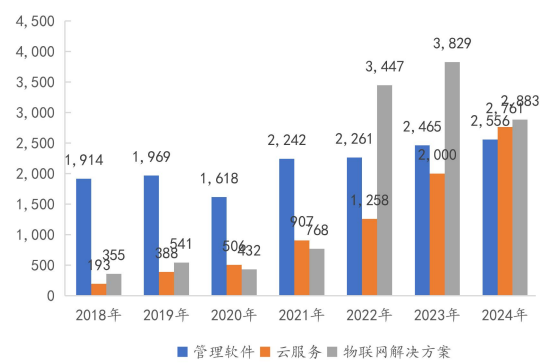
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 4：公司历年收入及利润（百万元）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 5：公司历年业务分部收入（百万元）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

2. 行业分析

2.1 国产 ERP 市场发展迎来新起点

回顾我国 ERP 软件行业发展历程，可大致将我国 ERP 软件行业分为起步阶段、发展阶段、成熟阶段以及转折和新起点四个部分，每个阶段有其各自特点。2010 年以来，随着企业管理过程的精细化，生产、成本、运输等模块的需求也日益凸显，需要涉及企业、供应商、客户和合作伙伴等领域，产品转型为 ERP 套件形式。

表 3: 中国 ERP 软件行业发展历程

发展阶段	显著特征	阶段描述
起步阶段(20世纪80年代-90年代末)	立足于MRPⅠ的引进、实施以及部分应用；应用范围局限在传统的机械制造业内，应用的效果有限；ERP只被少数用户所接受，观望者甚多；市场上ERP产品非常少，投资巨大，只有大型国有企业和中外合资企业才有财力上ERP系统。	在起步阶段，为了改善产品交货周期长、库存储备资金占用大、设备利用率低等生产管理方面存在的重大问题，我国一些机械制造企业，如沈阳鼓风机厂、沈阳第一机床厂、北京第一机床厂、第一汽车制造厂、广州标致汽车公司等先后从国外引进了MRPⅠ软件。由于当时MRPⅠ系统本身存在的技术问题和售后服务问题，企业存在的缺少MRPⅠ/ERP应用与实施的经验问题、思想认识上的障碍问题等，作为MRPⅠ在中国应用的先驱者，它们曾经走过了一段坎坷而曲折的道路。
发展阶段(2001-2005年)	ERP在中国的应用与推广取得了较好的成绩，从实践上否定了以往的观念，企业在管理变革和信息化的运用方面逐步由“被动”转向“主动”、由“侥幸的等待观望”发展到“制胜的必备”。	在这一阶段，管理软件虽然主要还定位在ERP软件的推广与应用上，然而涉及的领域已突破了机械行业，扩展到航空航天、电子家电、制药、化工等行业，大多数用户应用ERP系统之后都获得了或多或少的收益。我国的财务制度和市场机制也逐渐向国际化靠拢，一些国内的公司对国外软件经过二次开发和改装后形成了国内版本的软件并将其推向市场，使得中国的企业有了更多的选择范围。
成熟阶段(2006-2010年)	用户开始接受ERP理念并付诸实施，ERP系统从通用化走向行业化，应用范围从制造业扩展到第二、第三产业，软件产品趋于成熟。	行业化ERP系统是指ERP供应商在对企业管理共性进行系统化地识别、归纳和整理的基础上，通过系统化软件复用，在业务平台的支持下，针对某一个(或几个)目标行业(如：汽车、制药、纺织等)的管理需求及管理特点而设计开发的版本化的、可定制的商品化ERP系统。在这一阶段，供应商经过一个阶段的残酷厮杀，产品定位更加准确，产品的特征被市场认可，不仅自然形成多层次的局面，而且还真正形成差异化的竞争格局，客户能够很快根据自己的需求圈定选择范围。
转折与新起点(2010年-至今)	随着企业管理过程的精细化，生产、成本、运输等模块的需求也日益凸显，需要涉及企业、供应商、客户和合作伙伴等领域，产品转型为ERP套件形式	随着管理软件的发展，近年来主流厂商开始提供以ERP为核心的套装软件，完整的ERP套件已超出了企业范畴，涉及企业、供应商、客户和合作伙伴等领域，MES、CRM、SCM、OA、PLM、BI等管理软件产品逐渐与ERP形成子集或交集关系，ERP套件成为市场的主流。随着ERP理论的进一步发展，用户开始对决策支持、数据库库等系统提出了普遍的需求，而ERP产品将面临新的转型。另外，随着计算机/现代集成制造系统CIMS和流程工业计算机集成过程系统CIPS的进一步发展和应用推广，ERP将逐渐成为其三层体系结构的顶层。

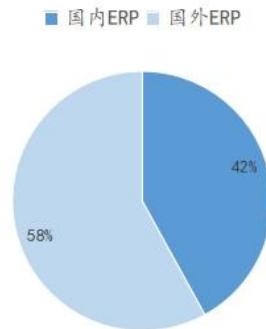
资料来源：前瞻产业研究院、国元证券经纪（香港）整理

2.2 高端 ERP 市场国产替代持续进行

在高端 ERP 软件市场，仍然是国外的厂商占据主要市场，主要是由于国内 ERP 厂商起步较晚，我国高端 ERP 软件的技术水平，产品能力和产业规模均与我国制造业大国的地位不匹配。根据中国信通院披露的数据，2023 年，深度应用 ERP 的大企业中，58%的企业仍选择国外 ERP。我国有着众多的中小型企业，较低的 ERP 渗透率预示着较大的增长空间。一方面，中国经济仍将强劲增长，使得企业有能力进行 ERP 投资，ERP 行业整体增速至少将是 GDP 增速的 2 倍；另一方面，“十四五”期间，数字经济发展速度之快、辐射范围之广、影响程度之深前所未有，正推动生产方式、生活方式和治理方式深刻变革，成为重组全球要素资源、重塑全球经济结构、改变全球竞争格局的关键力量，在这方面，ERP 在企业数字化转型中扮演着关键角色。同

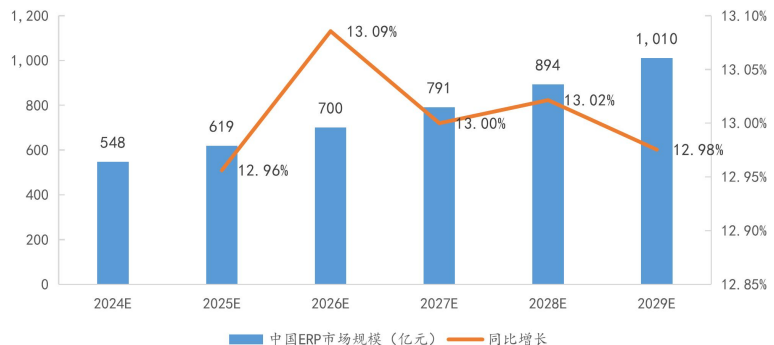
时国内 ERP 市场仍处于高度分散的状态：区域上，东部沿海地区 ERP 渗透率较高；行业上，制造业一直是 ERP 投资最大的垂直领域。这就意味着中西部地区或者制造业以外的其他行业 ERP 市场都有很好的成长机会。根据前瞻预测，未来 ERP 软件市场规模将持续增长，预计 2029 年中国 ERP 软件市场规模将达到 1010 亿元左右。

图 6:2023 年中国高端 ERP 行业市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院、国元证券经纪（香港）整理

图 7：2024-2029 年中国 ERP 软件市场规模预测（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、国元证券经纪（香港）整理

3.公司亮点及核心竞争力

3.1 大模型应用突破行业瓶颈，行业竞争力进一步提升

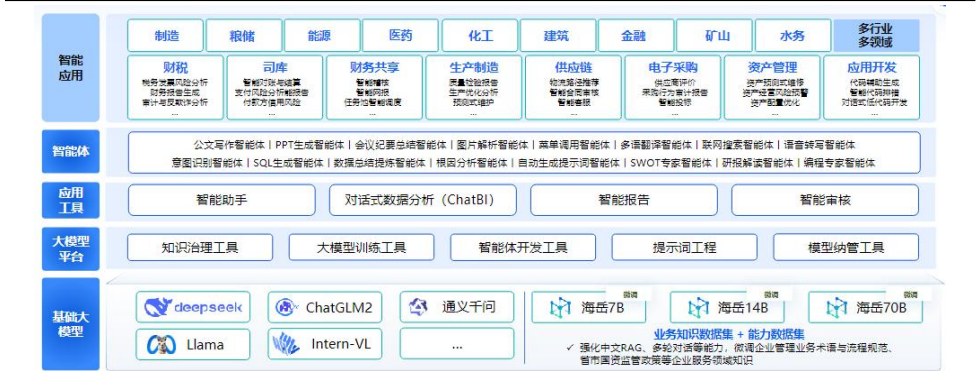
公司目前已经是一家领先的 AI+ERP 服务提供商，在提供 AI 应用场景的拓展和 ERP 服务方面有先发优势。凭借公司多年的软件领域技术积累，公司已建立较为稳固的护城河，能够在数据、场景、技术、生态方面有明显优势，领域形成较好的用户体验及口碑。

2024 年 4 月公司发布了海岳智能体应用框架 AAF 和智能体平台，致力于通过“垂域大模型+智能应用”加速大模型在企业业务场景中的落地。在某建

筑央企的施工方案智能编制平台项目中，浪潮海岳大模型依托 AAF 框架，动态构建了 1500 余个智能体，形成了超 1TB 的桥梁施工领域知识库，实现了专项施工方案、安全技术交底等文档的自动生成。与传统人工方式相比，方案编制时间从数周缩短至 45 分钟，人力投入减少 50% 以上，人工错误减少 90% 以上，施工风险识别率提升至 90% 以上。

同时依托海岳智能体框架，浪潮海岳大模型已实现 DeepSeek 全量模型适配，支持用户在公有云、私有云模式下使用相关智能服务。不仅能将浪潮海岳大模型 ChatBI、智能文档撰写、智能填单、合同审核、智能评标等智能应用场景模型一键切换至 DeepSeek 模型，还支持 DeepSeek 模型微调 and 开发基于 DeepSeek 的 AI 应用。通过接入 DeepSeek-R1 大模型，实现了在自然语言理解、SQL 生成、图表生成及图表解读各个环节的深度思考，基于更为复杂的思维链步骤进行多级逻辑推导，极大提高了模型的准确性和生成结果的可解释性，内容生成精度相较其他主流开源模型提升 20%，结果可用性达 95%，显著提升智能数据分析精度，为用户提供了更加直观和可靠的决策支持。未来，浪潮海岳大模型将以高可用企业服务垂域大模型+智能应用为路径，为企业提供更具价值的智能化服务，在人工智能领域有更为广阔的应用前景，同时为公司为业绩增长提供巨大助力。浪潮数字企业通过接入 DeepSeek-R1 大模型实现技术跃迁，在自然语言理解与 SQL 生成等核心环节，内容生成精度提升 20% 达到 95% 可用性阈值。这种深度适配模式使 AI 推理成本下降 30%，为金融、制造、公用、医疗等重数据场景提供商业化落地基础，浪潮通过差异化技术路径在 ERP 智能化改造领域形成独特竞争力。

图 8：海岳大模型提供全栈大模型平台、工具和服务，一站式接入企业场景



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

3.2 首次提出全球化战略，加快业务优化调整

公司在 2025 年首次提出全球化战略，管理层在业绩会上表示已有一些业务在统筹，后续会继续强化，加快加大海外业务扩展，主要出海形式将是围绕服务中小企业、国内珠三角企业以及海外跨国企业品牌展开。业务调整方面，首先在金融管理软件数字化（含 ERP）上，会持续做好大型客户市场，而面向中小企业则围绕解决客户 IT 需求的痛点问题，增强产品竞争力，与生态和合作伙伴加快整体解决方案。整体围绕中国从制造大国到制造强国的转型战略，在生产制造和政府制造方面推出更多数字化转型、智能化发展的整体产品方案。随着公司云业务及 AI 业务发展，公司将逐步优化 IoT 业务，调整整体收入结构，降低低毛利率业务收入占比，提升云业务盈利，优化管理软件费用率，未来盈利能力将会持续提升。

3.3 信创替代催生技术融合机遇，国资背景优势显著

自 1989 年 Oracle 进入中国市场以来，外资 ERP 厂商（如 SAP、Oracle、Infor 等）长期主导中国企业信息化建设。历经三十余年发展，随着云计算、大数据、人工智能等新一代信息技术的崛起，ERP 系统逐渐向云化、数字化、平台化方向转型。在此背景下，国产 ERP 产品凭借技术突破与政策支持实现弯道超车，市场份额持续扩大，而目前国家战略层面高度重视信息技术方面的自主可控。早在 2015 年就在《中国制造 2025》文件中明确提出发展自主可控软件；同时 2021 年工信部“十四五”规划进一步要求，到 2025 年规模以上企业软件业务收入突破 14 万亿元，年均增速超 12%。在中美博弈加剧的背景下，信息安全问题成为焦点，因此 2020 年起，国资委、国务院等部门密集出台政策，要求央国企在 2027 年前完成信创替代，覆盖芯片、操作系统、中间件等核心领域。按照国务院国资委指导文件，到 2027 年要实现经营管理数字化、生产数字化和微办公三位一体，ERP 属于管理数字化，要求能企尽企。从 2024 年开始，大量企业不断交流考察，国产化替代进度明显加速，企业认识逐步改变。2023 - 2024 年公司做了一部分国产化试点，2025 年国产化是公司产品策略的重要战略。从前景看，所处赛道的市场需求量越来越高。

浪潮数字企业依托股东浪潮集团在云计算、大数据领域的领先地位，公司在 ERP 国产化进程中占据显著优势。据赛迪顾问报告，浪潮云州连续五年蝉联中国工业互联网平台竞争力榜首；在政务云市场，其份额达 17.2%，稳居行

业第一。此外，IDC 数据显示，浪潮云连续三年领跑数字政府数据治理市场。凭借技术实力、政策响应能力及央企资源支持，公司有望成为央国企信创替代的首选合作伙伴。

公司自主开发的海岳智能体框架已完成国产芯片全栈适配，在建筑、制药等行业形成 200+解决方案库，在智慧水利、税务大数据等垂直领域展现技术穿透力，这种行业经验的沉淀，正在重构公司在大模型时代的竞争壁垒。而根据国务院国资委指导文件要求到 2027 年实现经营管理数字化等三位一体，其中 ERP 作为管理数字化重要部分，国产化替代进度加速。同时公司的 AI 战略定位垂直行业和智能应用，相比通用基础大模型厂商，在场景、数据、安全、权限控制等方面有明显优势，因此公司将充分享受该战略推进带来的时代红利，而且市场需求呈增长趋势，未来业绩增长预期将持续兑现。在技术融合与政策驱动双重赋能下，公司将迎来历史性机遇。

表 4：政策支持国产信创替代持续进行

发布时间	发布部	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	《关于组织并展工业领域数据安全试点工作的通知》	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
2024年12月	财政部	《关于政府采购领域本国产品标准及实施政策有关事项的通知（征求意见稿）》	征求意见稿提出，拟在政府采购活动中，给予本国产品相对于非本国产品 20% 的价格评审优惠。政府采购活动中既有本国产品又有非本国产品参与竞争的，对本国产品的报价给予 20% 的价格扣除，用扣除后的价格参与评审。

资料来源：政府文件、国元证券经纪（香港）整理

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

随着国产大模型 DeepSeek 的发布，叠加国家政策支持，AI 赋能中国经济数字化转型将进入繁荣周期，对于相关软件服务企业的创新发展和价值提升有极大促进作用，产业红利期将覆盖未来 2 到 3 年时间。浪潮数字企业在核心垂直行业 and 智能应用研发方面有较大竞争优势。同时在技术层面，公司的核心算法已经通过中央网信办模型算法备案，能解决国企、政企、大型企业数据权限控制、数据安全等问题，还能通过 AI 智能体架构提升业务场景的执行效率。未来云服务业务增长是公司收入和盈利增长的主要驱动力。公司本身背靠浪潮集团，在国产替代及 AI 赋能的大时代下，业务推进值得期待。

目前我们预计 2025-2027 财年营业收入分别实现 86.8/92.9/100.7 亿元，同比增长 5.8%/7.1%/8.4%；预计 2025-2027 财年归母净利润分别达到 5.4/7.9/10.4 亿元。

- 管理软件业务：公司管理软件持续做好大型客户，以产品电子产品为主，面向中小企业解决客户问题，增强产品竞争力，与生态和合作伙伴加快整体解决方案，因此能够贡献稳定的现金流收入，同时利润率保持稳定。我们预计 2025 年-2027 年业务收入年复合增长率为 3.0%。
- 云服务业务：目前是公司重点发展业务，从行业需求来看，该业务发展空间较大，公司已为即将到来的行业红利做了充分准备。因此我们预计该业务将持续高增长，收入占比持续提升，随着规模效应的持续，业务分部利润率有望突破 8% 以上，未来三年年复合增长率约 23.4%。
- 物联网解决方案：该业务利润率太低，且市场竞争较为激烈，因此未来公司资源将逐步引导到其他核心业务中，收入将呈现逐年同比缓慢下降的态势，收入占比同样会持续下降。

4.2 估值及目标价

目前我们采用分部估值法，分别给予公司管理软件业务 6 倍 PE、云服务业务 2 倍 PS 目标估值，对应 102 亿港币市值目标，对应目标价 8.96 港元，相较于现价预计有 30.6% 的升幅，给予“买入”评级。

表 5：公司未来业绩预测

截至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收（百万元）	8,294	8,201	8,680	9,293	10,075
变动	19.1%	-1.1%	5.8%	7.1%	8.4%
净利润（百万元）	210	394	545	786	1,046
变动	68.60%	87.07%	38.46%	44.26%	33.02%
净利润率	2.54%	4.80%	6.28%	8.46%	10.38%
每股盈利（元）	0.18	0.34	0.48	0.69	0.92
基于股价的市盈率（倍）	34.9	18.7	13.5	9.3	7.0

资料来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

表 6：云服务行业估值表

代码	证券简称	总市值(亿元)	TTM	市盈率PE		市净率PB(MRQ)
				25E	26E	
2013.HK	微盟集团	59.1		-58.59	-48.80	3.43
0268.HK	金蝶国际	433.3		320.45	126.91	5.40
6682.HK	第四范式	211.1		-309.18	112.94	4.18
2556.HK	迈富时	119.2		259.05	85.12	18.16
3738.HK	阜博集团	83.7	63.49	58.84	34.43	4.32
SAP.N	思爱普	22,628.4	96.87	44.16	35.95	6.66
CRM.N	赛富时	18,734.4	42.11		37.73	4.27

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

风险提示

ERP 业务受宏观经济影响、云服务市场竞争加剧、芯片硬件供给不足导致业务开展放缓。

财务报表摘要
财务报表摘要
损益表

<百万港元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	8,294	8,201	8,680	9,293	10,075
成本	(6,376.6)	(5,992.4)	(6,366.7)	(6,599.6)	(6,931.7)
毛利	1,918	2,208	2,313	2,693	3,143
销售费用	(538)	(497)	(521)	(530)	(564)
行政费用	(368)	(375)	(391)	(418)	(453)
物业公允价值变动	(29)	(42)	0	0	0
其他收益	219	189	200	213	229
联营公司损益	9	12	0	0	0
除税前溢利	279	480	681	983	1,307
所得税	(68)	(87)	(136)	(197)	(261)
净利润	210	394	545	786	1,046
增长					
总收入 (%)	19.1%	-1.1%	5.8%	7.1%	8.4%
净利润 (%)	68.6%	87.1%	38.5%	44.3%	33.0%

资产负债表

<百万港元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	297	258	313	363	409
投资物业	790	782	782	782	782
其他固定资产	616	668	668	668	668
投资子公司预付款	4,566	6,349	7,068	7,892	9,017
固定资产合计	6,269	8,057	8,831	9,705	10,875
存货	1	3	3	3	3
应收账款及应收票据	1,605	3,141	3,325	3,560	3,859
债务权益公允价值	15	10	10	10	10
预付款项及其它应收款	431	489	517	554	600
应收合同资产	824	1,059	1,121	1,200	1,301
其他流动资产	1,688	1,647	2,092	2,565	3,242
流动资产合计	4,566	6,349	7,068	7,892	9,017
应付账款及应付票据	1,199	2,607	2,769	2,871	3,015
按金及其他应付款	821	927	985	1,021	1,073
租赁负债	14	11	11	11	11
应付合同负债	1,428	1,144	1,216	1,260	1,323
其他流动负债	454	595	616	629	647
流动负债合计	3,915	5,283	5,596	5,791	6,069
递延收入政府补助	84	35	35	35	35
递延税项负债	222	170	170	170	170
应付联营公司款项	0	27	27	27	27
股东权益合计	2,098	2,585	3,045	3,725	4,617

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	23.1%	26.9%	26.6%	29.0%	31.2%
EBITDA 率 (%)	3.4%	5.9%	7.8%	10.6%	13.0%
净利率 (%)	2.5%	4.8%	6.3%	8.5%	10.4%
ROE	10.0%	15.2%	17.9%	21.1%	22.7%
营运表现					
费用/收入 (%)	10.9%	10.6%	10.5%	10.2%	10.1%
实际税率 (%)	-24.5%	-18.1%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
应收账款天数	71	106	136	135	134
应付账款天数	176	226	256	259	257
财务状况					
负债/权益	2.18	2.46	2.32	2.12	1.95
收入/总资产	0.77	0.57	0.55	0.53	0.51

现金流量表

<百万港元>, 财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	278.7	480.4	681.3	982.8	1,307.3
非现金调整	392.7	487.9	696.8	1,003.2	1,332.2
资本变动	(152.6)	(821.1)	(98.1)	(354.0)	(432.7)
经营活动现金流	518.7	147.2	1,279.9	1,632.0	2,206.9
物业及设备变动	(26.8)	(79.0)	(78.2)	(78.2)	(78.2)
其他固定资产变动	(237.1)	7.5	7.5	7.5	7.5
无形资产变动	(14.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(278.7)	(71.5)	(70.7)	(70.7)	(70.7)
同系公司资金来往	14.9	0.0	0.0	0.0	0.0
支付股息	(20.5)	0.0	(84.3)	(106.5)	(153.7)
其他筹资活动	116.5	48.6	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	110.9	48.6	(84.3)	(106.5)	(153.7)
现金变化	219.4	75.7	1,125.0	1,454.8	1,982.5
期初持有现金	1,193.2	1,264.5	908.4	1,352.1	1,824.1
汇兑变化	(0.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	1,411.8	1,340.2	2,033.4	2,806.9	3,806.6

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>