

2025年5月20日
浪潮数字企业(596.HK)

受惠信创国产化趋势，云服务夯实业绩增长

事件：2024 年浪潮数字企业的经营质量显著提升，云服务收入保持双位数增长的同时实现板块扭亏为盈，管理软件依旧稳健增长，IoT 解决方案业务同比下滑但对利润整体影响较小。受益于整体收入的增长和云服务业务规模效应带来的利润率提升，我们预估 2025 年公司业绩有望延续 2024 年的盈利强劲趋势，伴随信创国产化替代趋势、国企股东背景背书、估值较同业严重低估，以及潜在的进入港股通机会，估值有望得到进一步提升。

报告摘要

中国领先的 ERP 服务企业。浪潮数字企业作为中国 ERP 领域的领军企业，在行业中占据着重要地位。其控股股东浪潮集团，是中国领先的云计算和大数据服务商，拥有山东国资委背景，这为浪潮数字企业在国产化替代浪潮中赋予了得天独厚的优势。在当下信息技术应用创新（信创）成为国家战略的大环境下，加之企业上云趋势的不断加强，浪潮数字企业正迎来新的发展契机。

业务发展进入快车道。过去几年公司的营业收入经历了显著的增长，从 2020 年的 25.57 亿港元增长至 2024 年的 86.94 亿港元，表现出强劲的市场竞争力。2024 年，公司实现营业总收入 83.91 亿元，同比下降 1.47%，主要原因系公司策略性的降低了物联网解决方案（存在资金账期长，利润率薄特点），核心业务收入保持稳健增长，保持了较高的盈利能力。

云服务业务收入增长迅速实现扭亏。过去五年云服务业务的收入增长尤为突出，2024 年达到 27.6 亿元，同比增长 38.1%，成为收入增长的主要动力。此外，管理软件收入同比增长 3.7%，延续低位数增长趋势。2024 年云服务业务经营利润率超预期改善至 4.8%，同比提升 7.6 个百分点，实现扭亏为盈，成为公司利润增长的重要动力。管理软件业务经营利润率为 16.9%，同比提升 1.5 个百分点，保持了稳定增长的态势，盈利率也有所提高

首次覆盖给予“买入”评级。在港股、A 股和美股的信创同业标的估值对比，浪潮数字企业的在市盈率与市销率层面均大幅低于同业的估值表现，ROE 和利润成长性方面更是表现优于同行。我们预计公司 2025/2026 年的净利润分别为 5.27 亿和 6.80 亿，同比增长分别为 36.9%和 29.2%，考虑到公司的国企资源优势、利润增长的确定性以及潜在进入港股通后资金推动估值提升的预期，我们参考同业估按照 2025/2026 年预测 PE20.0x/15.4x，对应 2025/2026 年预测 PS1.2x/1.1x，给予公司每股 9.85 港元的目标价，对应最新收市股价的涨幅为 20%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；政策推进不及预期；技术发展风险；客户预算波动等。

财务及估值摘要

截止12月31日财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入（千元）	8,294,446	8,200,805	8,787,863	9,384,137	10,023,257
同比（%）	19.1%	-1.1%	7.2%	6.8%	6.8%
毛利率	23.1%	26.9%	28.4%	29.4%	30.9%
净利润（千元）	201,630	384,705	526,711	680,756	878,802
同比（%）	69.9%	90.8%	36.9%	29.2%	29.1%
净利率	2.4%	4.7%	6.0%	7.3%	8.8%
ROE	10.3%	15.7%	18.3%	19.8%	21.4%
ROA	3.3%	4.9%	6.5%	7.4%	9.1%
市销率	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
市盈率	43.4	22.7	16.6	12.8	10.0

数据来源：公司资料，国证国际预测

公司首次覆盖

证券研究报告

互联网与软件

投资评级：买入

首次覆盖 评级

6 个月目标价 9.85 港元

股价 2025-05-20 8.19 港元

总市值(亿港元)	95.9
流通市值(亿港元)	95.9
总股本(百万股)	1,141.9
流通股本(百万股)	1,141.9
12 个月低/高(港元)	2.6/8.5
平均成交(百万港元)	23.0

股东结构

浪潮集团有限公司	54.4%
其他	45.6%

总共 100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	20.7	49.5	84.0
绝对收益	29.8	52.7	103.4

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳资讯科技行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

目录

1.公司的发展背景与股东结构	4
1.1.公司发展历程	4
1.2.股权结构分析	4
2.公司业务结构	5
2.1.公司数字化产品矩阵	5
2.2.数字化浪潮下多因素驱动	8
2.3.制定“AIFirst”战略	8
3.行业竞争格局	9
4.财务分析	10
4.1.收入与业务分部表现	10
4.2.费用率与盈利能力	11
5.投资建议	12
5.1.业绩展望	12
5.2.同业估值对比	12
5.3.投资建议	13
6.风险提示	14

投资亮点

依托央企背景和信创国产化优势，高管与员工股权激励绑定公司成长。公司最初以企业管理软件 ERP 为核心业务，逐步扩展至云服务和物联网解决方案领域。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，有望成为央企信创替代的首选合作伙伴。这不仅为公司带来了政策红利，也为其在技术融合与政策驱动下迎来了历史性的发展机遇。员工激励方面，浪潮数字企业亦 2023 年 1 月公司授出 3,344 万份购股权，覆盖核心高管及其他符合条件的员工，绑定员工与公司利益，鼓励员工为集团可持续发展作出贡献，推动提升公司及股份的长期价值。随着“数字中国”战略的推进，浪潮数字企业将受益于企业数字化和智能化升级，进一步巩固在核心客户群中的地位，成为企业数字化转型领域的领导者。

收入结构优化，经营利润率提升。公司通过云服务、管理软件和物联网解决方案三大业务板块，全面助力企业数字化转型。2024 年，公司已为 79 家央企、190 家中国五百强、超 120 万家企业提供数字化转型服务。云服务业务作为主要增长引擎，预计未来将保持高速增长。浪潮数字企业自 2020 年以来，营业收入经历了显著的增长，从 2020 年的 25.57 亿港元增长至 2024 年的 86.94 亿港元，表现出强劲的市场竞争力。2024 年云服务收入实现 38.1% 的增长，经营利润率从上一年亏损 2.8% 扭亏为盈实现 4.8%；管理软件业务增长稳健，2024 年收入同比增长 3.7% 至 24.7 亿元，经营利润率同比提升 1.6 个百分点至 16.9%；物联网解决方案收入同比下降 24.7% 至 28.8 亿元，主要原因是该业务板块资产较重且利润率较低，从而战略性收缩，未来业务规模维持当前水平，经营利润率同比提升 1.9 个百分点至 3.3%。2025 年我们预计公司整体收入预计将继续增长，净利润率有望提升。

估值显著低于同行，业绩成长兑现和入港股通成为估值提升催化剂。我们预估 2025 年公司业绩有望延续 2024 年的业务表现趋势，2025E/2026E 的收入预计为 87.9 亿元/93.8 亿元，同比增长分别为 7.2%/6.8%，主要受益云服务业务的增长、管理软件业务稳健和 IoT 业务轻微下滑的驱动；利润层面我们预估公司 2025E/2026E 归母净利润分别为 5.27 亿和 6.80 亿，同比增长分别为 36.9% 和 29.2%，主要受益于整体收入的增长和云服务业务规模效应带来的利润率提升。在港股、A 股和美股的信创同业标的估值对比，浪潮数字企业的在市盈率与市销率层面均大幅低于同业的估值表现，ROE 和利润成长性方面更是表现优于同行。我们认为公司的云服务业务有望延续高速增长态势，云服务业务在 2024 年已经实现扭亏为盈，未来规模优势将驱动云服务业务带动公司净利润的进一步增长。与此同时公司当下的成交量与市值已基本满足进入港股通条件，倘若在下半年港股通检讨后进入港股通，A 股同业的大幅估值溢价将提升浪潮数字企业的资金关注度，进而带动公司估值。

1. 公司的发展背景与股东结构

1.1. 公司发展历程

逐步确立行业领先地位。公司于2003年在开曼群岛成立，并于2004年在港交所创业板上市，后在2008年转为主板上市，股票代码596.HK。2012年公司发布浪潮云ERP整合企业资源管理和供应链模块，2022年，公司更名为浪潮数字企业，继续在企业数字化转型领域深耕，2025年4月发布的海岳inSuite5.0和易云云业财6.0标志着公司在AI时代下的数字化转型取得重要进展。

图表 1：浪潮数字企业发展里程碑

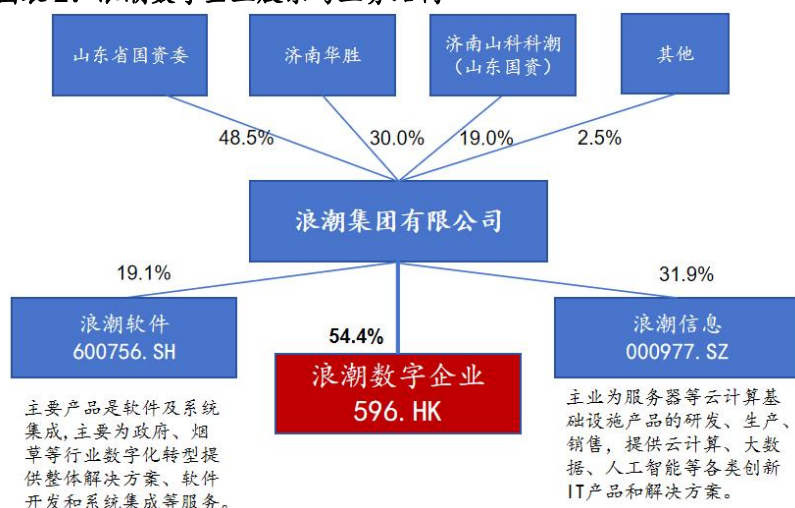
时间	事件
2003年	浪潮国际于开曼群岛注册成立。
2004年	香港联交所创业板上市，定位为集团海外上市平台，主营ERP、软件及服务。
2005年	转为联交所主板上市（代码596.HK）。
2012年	发布“浪潮云ERP”，整合企业资源管理、供应链等模块，服务中小企业数字化转型。
2020年	疫情期间推出“云+”协同办公解决方案，覆盖超10万家企业；入选IDC中国工业云市场TOP5。
2022年	正式更名为“浪潮数字企业”，全面聚焦企业级SaaS服务。
2023年	发布“海岳企业大脑”，整合ERP+AI大模型能力；入选Gartner亚太区供应链技术代表厂商。
2024年	与华为云、腾讯云达成生态合作，推动AI智能体在制造、建筑等行业的规模化落地。

资料来源：互联网，国证国际证券研究

1.2. 股权结构分析

浪潮数字企业股权结构稳定，主要股东浪潮集团持股比例显著。公司的股权结构较为稳定，浪潮集团为公司最终控股股东，持股比例维持在54.4%。浪潮集团通过浪潮海外持有4.28亿股（37.5%），通过浪潮云投持有1.93亿股（16.9%）。2023年通过股份转让后，浪潮海外将其持有的4.28亿股转让给浪潮集团，浪潮云投将其持有的1.93亿股转让给浪潮齐鲁，进一步简化了集团股权架构。浪潮集团作为山东省新一代信息技术产业龙头企业，拥有浪潮信息、浪潮软件、浪潮国际3家上市公司，主要业务涵盖云计算、工业互联网、大数据等。浪潮数字企业依托股东浪潮集团的技术实力和政策响应能力，在国产信创战略中获得显著的市场优势。

图表 2：浪潮数字企业股东与业务结构



资料来源：互联网，国证国际证券研究

股东背景雄厚，浪潮数字企业未来发展前景广阔。浪潮集团的股东背景雄厚，主要股东均为山东省国资委或其关联企业，显示出公司在政策支持和资源获取上的优势。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，有望成为央企信创替代的首选合作伙伴。这不仅为公司带来了政策红利，也为其在技术融合与政策驱动下迎来了历史性的发展机遇。

股权激励确保员工利益一致。2023 年 1 月 11 日公司公告授出 3,344 万份购股权，行权价为每股 1.00 港元，覆盖核心高管 5 人（200 万股）及其他符合条件的员工（3,144 万股），购股权分三期归属，每期需达成董事会设定的表现目标。通过绑定员工与公司利益，鼓励员工为集团可持续发展作出贡献，推动提升公司及股份的长期价值。

2. 公司业务结构

2.1. 公司数字化产品矩阵

提供企业管理数字化产品矩阵。公司的主要业务涵盖企业管理软件、企业云服务和物联网解决方案，推出了浪潮海岳企业数字化平台，该平台包括企业级 PaaS 平台、大型企业智能 ERP（GS Cloud）和中小企业智能 ERP（inSuite），提供电子采购、财务共享、人力资源、司库管理等服务。此外，公司还提供智能制造、智慧粮食与仓储、智慧水务、智慧矿山等行业数字化解决方案。海岳软件平台涵盖智能 ERP、PaaS 平台，从经营管理和生产运营数字化两个层面为企业提供全栈解决方案。

图表 3：浪潮海岳软件应用矩阵



资料来源：公司资料，国证国际证券研究

大型企业智能 ERP：浪潮 GS Cloud。公司基于大型企业客户推出 GS Cloud 大型企业智能 ERP，产品基于微服务、DevOps、容器化等云原生技术研发，支持私有云、公有云、混合云部署，全面适配国内外环境，提供完整国际化组件和全新用户体验。具备敏捷业务响应和高配置中台能力，支撑企业持续规模化创新和商业模式变革。为大型集团企业提供主干统一，末端灵活的数字化平台，满足多业态、多组织、多层级的集团管控需求。

图表 4：GS Cloud 大型企业智能 ERP



资料来源：公司资料，国证国际证券研究

成长型企业的智能 ERP 产品：浪潮海岳 inSuite。公司基于成长性型企业客户推出浪潮海岳 inSuite 智能 ERP，产品基于开源云原生技术底座和浪潮数十年实践沉淀的 Fabric “业务经纬” 一体化架构，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。以财务云、供应链云、制造云、开发云等标准化应用为核心，面向机械加工、食品加工、项目型制造、化纤及新能源类化工等行业提供行业化应用，以及云分销、云报价等场景化应用，采用 SaaS 模式支持企业上云，以全连接、可配置、智能化的数字化能力，助力中小企业“专精特新”发展。

图表 5：海岳 inSuite 成长型企业智能 ERP



资料来源：公司资料，国证国际证券研究

小微企业财税金融服务平台：浪潮易云。针对小微企业的财税金融服务需求，公司推出浪潮易云平台，发挥 AI、云计算、大数据等核心技术优势，依托云会计、云进销存、云业财等核心产品，通过“智能化、生态化、轻量化”的一站式 SaaS 服务平台为小微企业提供数字化转型全栈解决方案；践行“平台+生态”战略，深度整合全业务场景生态资源，构建浪潮易云生态平台，与合作伙伴共筑行业数字化转型新生态。

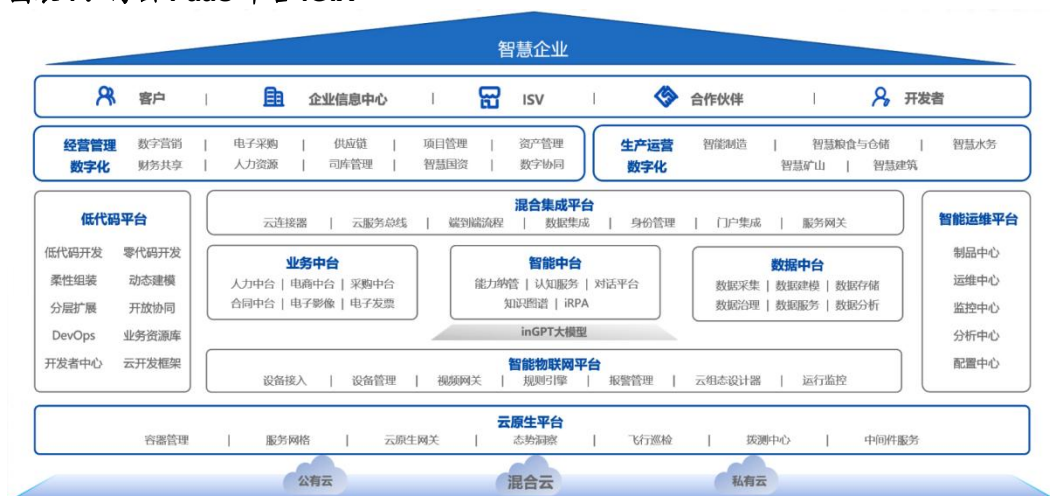
图表 6：浪潮易云小微企业 SaaS 服务



资料来源：公司资料，国证国际证券研究

浪潮海岳 PaaS 平台 iGIX。IGIX 围绕柔性可装配、超级自动化两大技术群组，汇聚云原生、微服务、低代码等多重技术，打造企业数字化转型技术底座，助力企业构建应用敏捷创新、端到端流程驱动、全方位数据管理、数实融合、全景运维等数字化核心能力，打造快速、可靠、响应、直觉、智能的全新数字化交互体验，支撑构建敏捷应变、实时智能的未来智慧企业。例如公司针对客户中国东方电器集团，推出基于浪潮 iGIX 企业级 PaaS 平台构建东方电气自主可控的软件开发公共平台，落地了财务共享服务平台、打造了统一的办公门户、开发了会议室管理系统、员工自主平台、科研管理平台、移动协同办公平台等应用，全面推进集团的数字化转型工作。

图表 7：海岳 PaaS 平台 iGIX



资料来源：公司资料，国证国际证券研究

品牌优势与客户基础优势。浪潮集团在云计算、大数据领域处于领先地位，能够为浪潮数字企业的发展提供强大的资源支持，带来包括品牌、政策、税收、产业、市场等优势，有助于浪潮数字企业在服务央国企时获得更多信任和支持。浪潮数字企业深耕央国企客户多年，拥有丰富的行业经验和大量的成功案例，截至 2024 年末，已为 79 家央企、190 家中国五百强、超 120 万家企业提供数字化转型服务，积累了良好的客户信誉度，为其进一步拓展央国企市场奠定了坚实基础。

图表 8：浪潮数字产品与客户代表



资料来源：公司资料，国证国际证券研究

2.2. 数字化浪潮下多因素驱动

中央政府高位推动企业数字化转型 2023 年 2 月，中共中央、国务院印发《数字中国建设整体布局规划》，指出“要做强做优做大数字经济，必须推动数字技术和实体经济深度融合”。党的二十大高度重视信息化数字化发展，就“加快建设网络强国、数字中国”提出一系列新要求，做出系列重大部署。2022 年，《“十四五”数字经济发展规划》出台，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，全面系统推动企业研发设计、生产加工、经营管理、销售服务等业务数字化转型”。2020 年，国务院国资委发布《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；工业和信息化部出台《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。

地缘政治风险推动国内数字化系统稳定需求 当前各国出于经济、安全等方面的考量，也在不断推进国内或本地产品替换，全球产业链的分工模式也正从从“廉价众选”供应关系向“精选稳定”的供应关系方向转型，形成“区域化、短链化、集群化”的特点。据埃森哲全球企业高管调研显示，2022 年约 38% 的企业受到“断链”风险等外部因素挤压。这促使企业进一步催生出“稳定供应”的需求，并正逐步转向更加稳定的内部 ERP 软件供应商。在外部宏观环境变化不测的背景下，对内部数字化 ERP 系统的选择成为企业寻求稳定供应的最优解。

抓住国产替代行业“东风”，国企背景自带优势。 2022 年国资委发布的 79 号文件要求，所有中央企业及地方国有企业须在 2027 年底前全面完成信息化系统信创改造。其中，ERP 系统属于“应替就替”的经营管理软件，被纳入优先替换范畴。此外，2024 年 9 月 20 日，工信部发布的《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》也明确了至 2027 年工业软件的国产化替换目标。文件要求，在石油、化工、航空、船舶等多个关键行业中推动基础软件、工业软件以及工业操作系统的更新换代，其中包括 ERP 系统在内的多种工业软件将面临全面的升级和国产化，计划到 2027 年完成工业软件的更新换代任务。浪潮数字企业作为拥有国资背景的综合类规模化 ERP 厂商，由于央国企对信息和数据安全的重视，以及对国资背景品牌更为信任，使得公司在 ERP 国产化选型中更容易获得央国企的青睐。

2.3. 制定“AIFirst”战略

制定“AIFirst”战略。 2025 年公司提出将“AIFirst”置于公司发展战略的核心，把 AI 技术全面融入业务体系，意味着在资源配置、人才发展、产品研发等方面，AI 都被摆在首要位置。为确保战略落地，公司持续加大对浪潮海岳大模型的研发投入，全力塑造浓厚的 AI 文化，吸引并培育 AI 专业人才，推动企业整体向以 AI 为驱动的数智化转型迈进。

推进研发体系变革。 浪潮数字企业采用多模型、多模态、大小模型协同的复合式 AI 技术路线，致力于打造垂域大模型与智能原生应用。为此，公司在产品技术研发上多点开花，打造智能原生的海岳软件，基于场景、数据、生态优势，打造海岳大模型。

图表 9：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

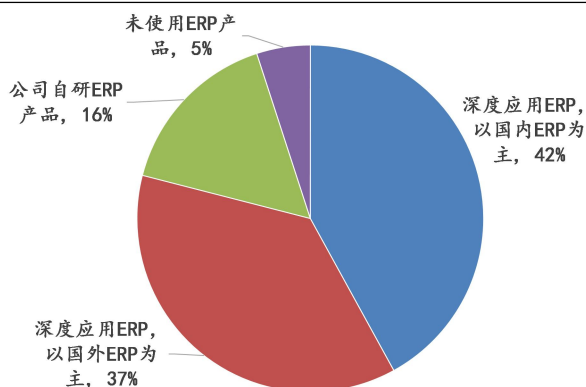


资料来源：公司资料，国证国际证券

3. 行业竞争格局

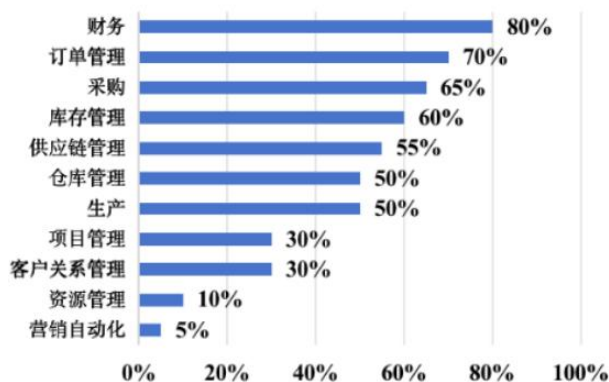
央企ERP产品使用现状。根据中国软件行业协会信息主管（CIO）分会的报告显示，目前央企ERP市场呈现“国产为主、国外为辅”的格局特征，国外厂商聚焦补充性需求，SAP、Oracle等在跨境结算、多语言合规等场景仍具不可替代性，但市场份额收缩至30%以下。根据央企CIO问卷调研，95%的央企已部署ERP系统，其中42%以国内ERP产品为主，37%采用国外ERP解决方案，16%使用自研系统，剩余5%尚未应用ERP。央企应用模块以财务、订单管理和供应链管理构成核心需求。

图表 10：收入变化及增长率



资料来源：中软协《2025 央企 CIO 选型指南》，国证国际证券

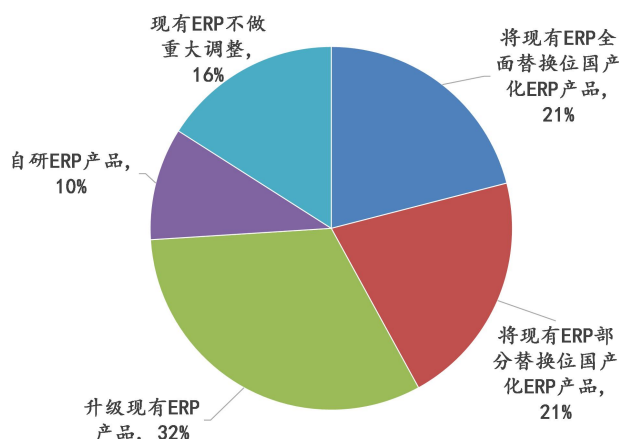
图表 11：央企重点应用的 ERP 模块



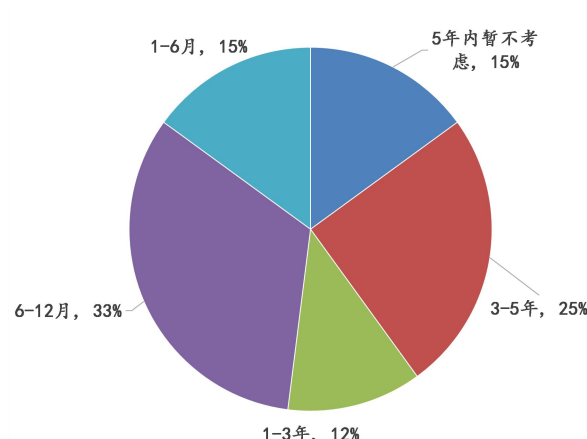
资料来源：中软协《2025 央企 CIO 选型指南》

国产ERP的优势。根据中软协的央企CIO问卷调查，本土适配度高是国产ERP最大优势，其次响应迅速、数据安全、成本优势、定制灵活、集成便捷和政策协同都是满足了央企信息化国产替代的管理需求。在全面信创的背景下，央企结合自身数字化转型目标，逐步开始国产化替代，依据中软协的央企CIO问卷调查，当下央企ERP产品呈现“政策驱动替代、技术驱动升级”的格局，未来五年规划中42%的央企会进行国产替代，32%的央企会进行产品升级；替换计划以1-3年内替换为主。

图表 12：央国企未来五年的 ERP 产品规划



图表 13：央国企计划完成 ERP 产品替换周期



资料来源：中软协《2025 央国企 CIO 选型指南》，国证国际证券

资料来源：中软协《2025 央国企 CIO 选型指南》，国证国际证券

当前国内 ERP 市场呈现四大核心类型，分别有综合性厂商（如 SAP、Oracle、金蝶、用友、浪潮）：拓展 PaaS 平台，集成功能、组件和版本，通过低代码/无代码技术吸引合作伙伴；垂直性厂商（如远光、鼎捷）：聚焦特定行业构建行业 know-how 壁垒；云原生厂商（如 Salesforce、Workday 等）；开源厂商（Odoo、Nextcloud）：提供灵活定制选项满足特定场景需求。

图表 14：中软协关于国内 ERP 厂商综合等级评估

ERP 厂商综合等级		
等级	厂商	总数
A (卓越)	SAP、Oracle、用友网络科技股份有限公司、金蝶软件(中国)有限公司 浪潮通用软件有限公司、华为技术有限公司、远光软件股份有限公司	7
B (优秀)	上海博科资讯股份有限公司、鼎捷软件股份有限公司 航天信息股份有限公司、北京智邦国际软件技术有限公司 启明信息技术股份有限公司、厦门正航软件科技有限公司 江苏润和软件股份有限公司、软通动力信息技术(集团)股份有限公司 杭州湖畔网络技术有限公司、广州赛意信息科技股份有限公司 金航数码科技有限责任公司	11
C (良好)	普联软件有限公司、深圳市傲鹏伟业软件科技有限公司、金思维信息技术有限公司 广东顺景软件科技有限公司、广州市天剑计算机系统工程技术有限公司 杭州光云科技股份有限公司、神州数码信息服务股份有限公司 上海百胜软件股份有限公司、广东方天软件科技股份有限公司 苏州青豆软件有限公司、上海聚水潭网络科技有限公司 杭州吉客云网络技术有限公司(电商 ERP)、北京机械工业自动化研究所有限公司 广州丽晶软件科技股份有限公司、北京中长石基信息技术股份有限公司 佛山市中软软件有限公司、深圳市明源云科技有限公司 北京致远互联软件股份有限公司、北京冠群信息技术股份有限公司 赛美特科技有限公司、深圳市积加跨境网络科技有限公司、中软国际有限公司 成都四平软件有限公司、焦点科技股份有限公司、速达软件技术(广州)有限公司 昆山天思管理软件有限公司、上海汉得信息技术股份有限公司 畅捷通信息技术股份有限公司	28
备注:A 级(卓越):总评分 $\geq 85\%$;B 级(优秀): $75\% \leq$ 总评分 $<85\%$;C 级(良好): $60\% \leq$ 总评分 $<75\%$;D 级(一般): $50\% \leq$ 总评分 $<60\%$ 。本表根据网上公开信息,通过收集部分 ERP 厂商(92 家)产品信息、厂商信息、服务信息制作而成,以上企业排列不分先后。		

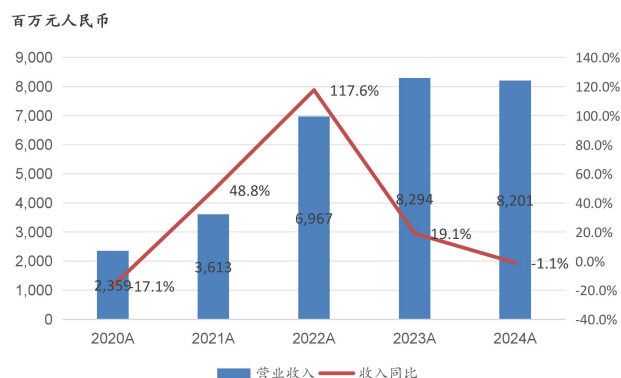
资料来源：中软协《2025 央国企 CIO 选型指南》

4. 财务分析

4.1. 收入与业务分部表现

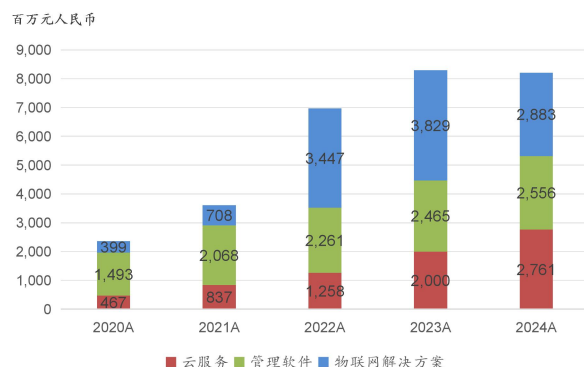
浪潮数字企业自 2020 年以来，营业收入经历了显著的增长，从 2020 年的 25.57 亿港元增长至 2024 年的 86.94 亿港元，表现出强劲的市场竞争力。2024 年，公司实现营业总收入 83.91 亿元，同比下降 1.47%，主要原因系公司策略性的降低了物联网解决方案（存在资金账期长，利润率薄特点），核心业务收入保持稳健增长，保持了较高的盈利能力。

图表 15: 收入变化及增长率



资料来源: 公司公告, 国证国际证券研究

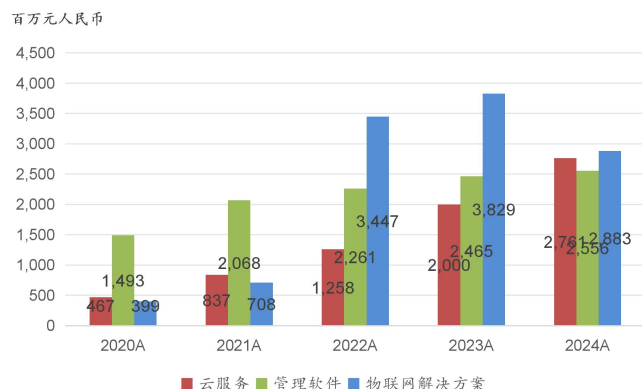
图表 16: 分部收入表现



资料来源: 公司公告, 国证国际证券研究

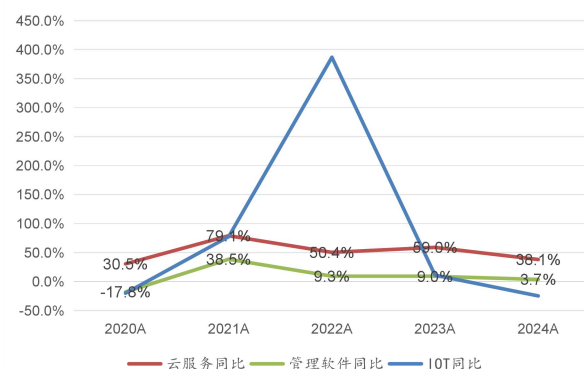
过去五年云服务业务的收入增长尤为突出, 2024 年达到 27.6 亿元, 同比增长 38.1%, 成为收入增长的主要动力。此外, 管理软件收入同比增长 3.7%, 延续低位数增长趋势。物联网解决方案收入同比下降 24.7%, 主要原因系该板块整体利润率较低且占用资金, 未来板块收入规模预计整体保持稳定。

图表 17: 三大业务分部收入变化



资料来源: 公司公告, 国证国际证券研究

图表 18: 三大业务分部收入增长率

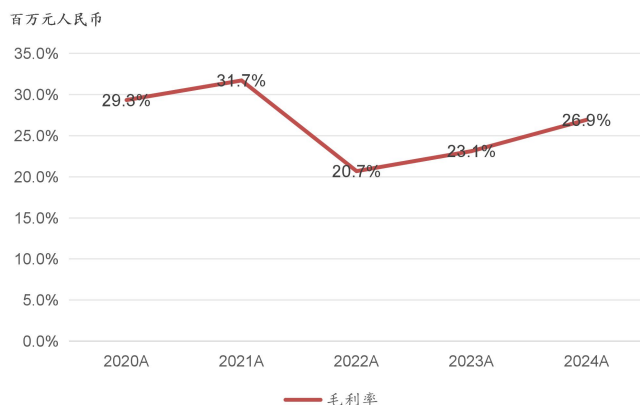


资料来源: 公司公告, 国证国际证券研究

4.2. 费用率与盈利能力

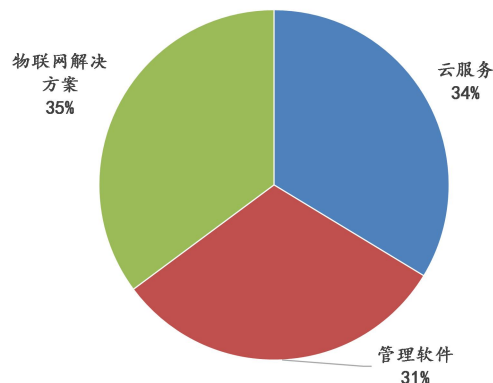
公司在 2024 年的毛利率为 26.9%, 较去年同期上升 3.8 个百分点, 主要得益于收入结构的优化: 期间毛利率较高的云服务业务收入同比增长 38.1%, 占软件及云服务业务营业额的比重达到 51.9%; 毛利率相对较高的管理软件业务收入同比增长 3.7%, 低毛利率的物联网解决方案收入大幅下降 24.7%, 使得整体的业务毛利率有较高的优化。

图表 19：分部毛利率变化



资料来源：公司公告, 国证国际证券研究

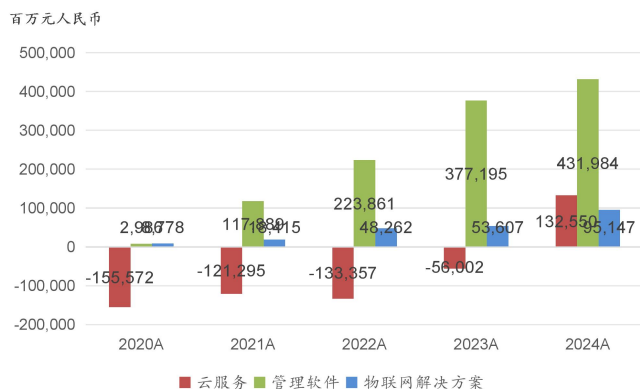
图表 20：2024 年各个业务收入占比



资料来源：公司公告, 国证国际证券研究

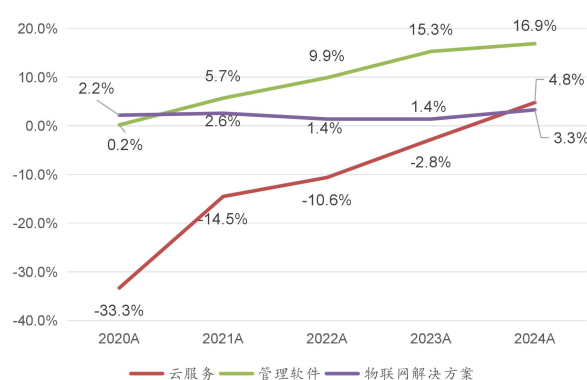
过去几年公司的云服务和管理软件业务在盈利率方面均有不同程度的提升，2024 年云服务业务经营利润率超预期改善至 4.8%，同比提升 7.6 个百分点，实现扭亏为盈，成为公司利润增长的重要动力。管理软件业务经营利润率为 16.9%，同比提升 1.5 个百分点，保持了稳定增长的态势，盈利率也有所提高；物联网解决方案业务经营利润率持续保持在较薄水平，2024 年经营利润率同比增长 1.9 个百分点。

图表 21：三大业务分部经营盈利变化



资料来源：公司公告, 国证国际证券研究

图表 22：三大业务分部经营盈利率



资料来源：公司公告, 国证国际证券研究

5. 投资建议

5.1. 业绩展望

2024 年公司的经营质量显著提升，云服务收入保持双位数增长的同时实现板块扭亏为盈，管理软件依旧稳健增长，IoT 解决方案业务同比下滑但对利润整体影响较小。我们预估 2025 年公司业绩有望延续 2024 年的业务表现趋势，2025E/2026E 的收入预计为 87.9 亿元/93.8 亿元，同比增长分别为 7.2%/6.8%，主要受益云服务业务的增长、管理软件业务稳健和 IoT 业务轻微下滑的驱动；利润层面我们预估公司 2025E/2026E 归母净利润分别为 5.27 亿和 6.80 亿，同比增长分别为 36.9%和 29.2%，主要受益于整体收入的增长和云服务业务规模效应带来的利润率提升。

5.2. 同业估值对比

从市场格局来看，ERP 市场竞争激烈且格局复杂。国内市场，用友、浪潮与金蝶三家企业市场集中度较高，分别占据一定市场份额。然而，在高端 ERP 市场，SAP 与 Oracle 等外企

仍占据较大比重，国产替代空间广阔。浪潮数字企业凭借国资背景优势，在大型央企客户群体中拥有深厚的积累和广泛的客户案例。央企对信息和数据安全的高度重视，以及对国资背景品牌的信任，使得浪潮数字企业在 ERP 国产化选型中更易获得青睐。

浪潮数字企业作为中国 ERP 领域的领军企业，在行业中占据着重要地位。其控股股东浪潮集团，是中国领先的云计算和大数据服务商，拥有山东国资委背景，这为浪潮数字企业在国产化替代浪潮中赋予了得天独厚的优势。在当下信息技术应用创新（信创）成为国家战略的大环境下，加之企业上云趋势的不断加强，浪潮数字企业正迎来新的发展契机。

在港股、A 股和美股的信创同业标的估值对比，浪潮数字企业的在市盈率与市销率层面均大幅低于同业的估值表现，ROE 和利润成长性方面更是表现优于同行。

图表 23：同业上市公司估值对比

	市值 (mn HKD)	最新价 (HKD)	收入同 比增长	净利润 同比增长	ROE	12个月 股息率	P/E	P/E 2025	P/E 2026	P/S	股息率	1M价格 变动 (%)	3M价格 变动 (%)	6M价格 变动 (%)
港股														
浪潮数字企业*	9,329	8.17	-1.1%	81.2%	19.67	0.37	24.25	17.53	13.80	1.14	0.4%	26.3%	49.6%	160.2%
金蝶国际	47,065	13.26	10.2%	-79.5%	-2.00	N/A	N/A	313.68	117.63	6.93		12.4%	-8.2%	59.4%
迈富时	10,405	40.60	26.5%	55.0%	N/A	N/A	N/A	N/A	374.57	5.10		7.0%	-38.8%	-59.8%
多点数智	9,032	10.04	17.3%	-240.4%	N/A	N/A	N/A	0.62	0.25	2.75		-8.1%	50.8%	
汇量科技	9,020	5.73	43.0%	111.7%	12.93	N/A	70.63	N/A	N/A	0.73		2.9%	-52.6%	-5.9%
汇通达网络	8,450	15.02	-27.1%	-19.7%	2.10	N/A	28.28	17.52	13.01	0.13		31.5%	-1.4%	-22.7%
百望股份	8,110	35.90	-7.5%	-6.6%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	9.21		1.1%	0.6%	-2.6%
阜博集团	7,982	3.49	20.0%		6.36	N/A	78.06	42.56	30.88	3.29		5.1%	-12.3%	-2.0%
微盟	6,545	1.81	-39.9%	-76.6%	-57.15	N/A	N/A	N/A	N/A	3.69		11.7%	-42.0%	9.0%
明源云	5,273	2.73	-12.5%	65.9%	-4.07	3.60	N/A	N/A	2518.66	3.23	3.6%	-2.8%	-29.5%	1.9%
百融云	3,569	7.65	9.3%	-16.6%	7.20	N/A	12.17	11.27	8.96	1.11		9.6%	-30.1%	-17.2%
有赞	3,000	0.09	-0.4%		-16.93	N/A	N/A	28.29	12.13	1.92		2.2%	-33.3%	-14.8%
联易融科技	2,719	1.19	18.8%	-147.0%	-11.42	8.40	N/A	N/A	N/A	2.17	8.4%	13.3%	-44.7%	-30.8%
A股														
用友网络	49,259	14.42	-6.6%	-89.7%	-25.77	N/A	N/A	N/A	187.32	5.18		-1.8%	-22.9%	8.3%
润和软件	46,598	58.51	9.4%	5.9%	3.36	N/A	252.52	187.43	141.31	12.16		10.8%	-6.7%	-15.2%
航天信息	17,453	9.42	-33.9%	-90.9%	-2.01	0.38	927.13	57.93	39.50	1.94	0.4%	3.3%	-11.1%	-12.4%
赛意信息	12,711	30.99	6.3%	-39.0%	5.00	0.38	81.65	54.35	41.26	5.04	0.4%	5.8%	20.9%	49.3%
远光软件	11,977	6.29	0.4%	-12.8%	8.25	0.45	37.70	33.14	27.62	4.69	0.4%	1.0%	-16.4%	-5.1%
鼎捷软件	10,260	37.81	4.6%	8.2%	7.60	0.33	58.93	46.02	36.91	3.98	0.3%	5.1%	-16.2%	30.4%
启明信息	7,763	19.00	-29.3%	-86.8%	0.52	0.06	998.63	N/A	N/A	8.18	0.1%	8.5%	-14.7%	-19.1%
普联软件	4,549	16.09	11.6%	87.8%	9.38	0.72	34.38	17.12	14.03	5.10	0.7%	-3.9%	-23.1%	7.4%
致远互联	3,371	29.25			-9.81	0.48	N/A	N/A	N/A	3.19	0.5%	-9.1%	-12.5%	20.3%
美股														
甲骨文	3,518,953	1254.87	6.0%	19.5%	111.68	1.06	36.70	26.81	23.99	7.99	1.1%	24.8%	-11.6%	-15.0%
思爱普	2,847,218	2317.63	9.5%	30.3%	14.95	0.86	58.80	42.50	36.02	9.60	0.9%	15.2%	2.8%	27.1%
赛富时	2,184,243	2276.50	8.7%	36.6%	10.95	0.56	42.88	26.11	23.32	7.39	0.6%	17.8%	-10.3%	-10.0%
Workday	571,069	2134.98	16.4%	-56.2%	7.25	N/A	118.14	32.07	27.25	8.58		23.5%	4.6%	5.1%

资料来源：Bloomberg，*为彭博一致性预期，国证国际研究整理

5.3. 投资建议

与同行业公司相比，浪潮数字企业在资本市场的估值显著低估。一方面，由于其商业模式与部分同行存在差异，如与以公有云订阅制收入为主的 ERP 服务同业企业相比，浪潮数字企业私有云业务占比较高，市场对私有云或本地化业务收入成长性顾虑一定程度影响其估值。另一方面，行业竞争的加剧、政策进展的不确定性以及下游客户 IT 预算的变化等，都为浪潮数字企业的估值带来了诸多变量。

我们认为受益于信创产业的国产替代，以及公司的央企背景优势，公司的整体业绩有望延续快速增长态势，云服务业务在 2024 年已经实现扭亏为盈，未来规模优势将驱动云服务业务带动公司净利润的进一步增长。同时公司目前的二级市场表现已边际满足进入港股通条件，倘若在下半年港股通检讨后进入港股通，A 股同业的大幅估值溢价将提升浪潮数字企业的资金关注度，进而带动公司估值。

我们预计公司 2025/2026 年的净利润分别为 5.27 亿和 6.80 亿，同比增长分别为 36.9%和 29.2%，考虑到公司的国企资源优势、利润增长的确性以及潜在进入港股通以后的资金推

动估值提升的预期，我们参考同业估按照 2025/2026 年预测 PE20.0x/15.4x，对应 2025/2026 年预测 PS1.2x/1.1x，给予公司每股 9.85 港元的目标价，对应最新收市股价的涨幅为 20%，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

行业竞争加剧：ERP 与云服务市场竞争激烈，若公司不能持续创新、提升产品与服务竞争力，可能导致市场份额下滑。

政策推进不及预期：信创政策落地实施进度存在不确定性，可能影响公司在央国企市场的业务拓展与国产替代进程。

技术发展风险：云计算、人工智能等技术迭代迅速，公司若不能及时跟上技术变革步伐，产品可能面临技术落后风险。

客户预算波动：下游客户受宏观经济影响，IT 预算可能出现波动，进而影响公司订单获取与收入确认。

附表：财务报表预测

财务报表摘要

损益表

<百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	8,294	8,201	8,788	9,384	10,023
营收成本	-6,377	-5,992	-6,295	-6,621	-6,925
毛利	1,918	2,208	2,493	2,763	3,098
其他收入	222	190	176	188	200
管理费用	-368	-375	-404	-432	-461
研发费用	-859	-865	-923	-985	-1,052
行政与营销	-538	-497	-545	-582	-621
其他支出	-3	-1	0	0	0
经营利润	372	661	797	952	1,164
财务费用	-6	-9	-9	-9	-10
投资物业之公允价值变动	-29	-42	-18	-19	-20
应占联营公司损益	8	11	4	5	5
应占共同控制实体损益	1	0	9	9	10
税前利润	279	480	649	830	1,063
所得税费用	-68	-87	-108	-128	-157
税后净利润	210	394	542	702	906
归属于母公司股东净利润	202	385	527	681	879
归属于非控制股东净利润	9	9	15	21	27
总收入同比(%)	19.1%	-1.1%	7.2%	6.8%	6.8%
归母净利润同比(%)	69.9%	90.8%	36.9%	29.2%	29.1%

资产负债表

<百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
货币资金	1,265	908	2,552	2,032	4,014
存货	1	3	3	3	3
应收账款及应收票据	1,605	3,141	1,741	3,368	1,922
合约资产	824	1,059	1,059	1,059	1,059
按金,预付款项及其它应收款项	431	489	489	489	489
其他流动资产	439	749	749	749	749
流动资产合计	4,566	6,349	6,593	7,700	8,235
固定资产-物业,厂房及设备	297	258	256	254	252
投资性房地产	790	782	782	782	782
有使用权资产	56	48	49	49	50
于联营公司之权益	445	457	457	457	457
于合营公司之权益	137	138	138	138	138
其他非流动资产	34	74	75	75	76
非流动资产合计	1,759	1,756	1,755	1,755	1,754
租赁-非流动负债	6	5	5	5	5
递延政府补贴收入	84	35	35	35	35
递延税项负债	222	170	170	170	170
其他非流动负债	0	27	27	27	27
非流动负债合计	312	237	237	237	237
应付账款及应付票据	1,199	2,607	2,387	2,894	2,697
应付费用,按金及其他应付款	821	927	927	927	927
合同负债	1,428	1,144	1,144	1,144	1,144
应付同级附属公司款项	219	333	333	333	333
其他流动负债	249	272	272	272	272
流动负债合计	3,915	5,283	5,064	5,570	5,374
归属股东权益	2,048	2,512	2,960	3,539	4,242
少数股东权益	50	73	88	109	136
总权益	2,098	2,585	3,048	3,647	4,378

财务分析

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率(%)	23.1%	26.9%	28.4%	29.4%	30.9%
销售费用率	-6.5%	-6.1%	-6.2%	-6.2%	-6.2%
管理费用率	-4.4%	-4.6%	-4.6%	-4.6%	-4.6%
研发费用率	-10.4%	-10.5%	-10.5%	-10.5%	-10.5%
经营利润率	4.5%	8.1%	9.1%	10.1%	11.6%
有效税率	24.5%	18.1%	16.6%	15.5%	14.8%
净利率(%)	2.5%	4.8%	6.2%	7.5%	9.0%
ROE	10.3%	15.7%	18.3%	19.8%	21.4%
ROA	3.3%	4.9%	6.5%	7.4%	9.1%
营运表现					
应收账款周转天数	58.5	105.6	100.0	98.0	95.0
应付账款周转天数	93.4	169.1	150.0	151.0	152.0
财务状况					
流动比率	14.65	26.81	27.83	32.51	34.77
速动比率	14.65	26.81	27.83	32.51	34.77
总负债/总资产	0.08	0.07	0.07	0.06	0.06
经营性现金流/收入	0.03	-0.03	0.21	-0.03	0.23

现金流量表

<百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
除税前(亏损)/溢利	279	480	649	830	1,063
财务费用	6	9	9	9	10
投资物业之公平值变化	29	42	18	19	20
折旧	33	24	41	41	41
无形资产折旧	29	22	29	30	30
其他非经营性现金流变化	16	85	0	0	0
营运资本变动前之现金流量	393	663	746	929	1,164
应收账款及应收票据变化	-589	-1,611	1,400	-1,627	1,447
应付账款及应付票据变化	601	1,408	-220	507	-196
已付所得税	-8	-16	-108	-128	-157
其他经营活动现金流	-156	-675	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	240	-231	1,819	-320	2,257
购买物业,厂房及设备	-27	-12	-40	-40	-40
购买其他无形资产	-15	-57	-30	-30	-30
处置物业,厂房及设备所得款	15	1	-18	-19	-20
其他投资活动现金流	-252	-34	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-279	-103	-88	-89	-90
净借款	0	0	0	0	0
已付股息	-176	-214	-255	-288	0
已付其他利息	-10	-11	-12	-12	0
其他融资活动	297	198	179	189	-186
融资活动产生的现金流量净额	111	-26	-88	-111	-186
现金及现金等价物净增加额	72	-361	1,644	-520	1,981
汇率变动对现金的影响	-1	5	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	1,265	908	2,552	2,032	4,014

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解读),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010