

甲骨文(ORACLE) (ORCL.N)

全球智能化转型赋能成长，软件及云业务增长迅速

优于大市

核心观点

收入利润稳步增长，软件及云业务为核心驱动。2025 财年甲骨文实现营业收入 573.99 亿美元，同比增长 8%；净利润 124.5 亿美元，同比增长 10.2%，核心由软件及云业务高增长拉动。该业务全年营收 492.3 亿美元，同比增长 10.72%。其中 SaaS 应用收入增长 20%，叠加金融、零售等行业客户云迁移需求释放，带动量价齐升。分季度看，FY2025Q4 公司营收 152.6 亿美元、净利润 35.2 亿美元，同比分别增长 11%、9%，增速较前三季度进一步加快，源于云业务订单密集落地与高毛利硬件产品的利润贡献。

软件及云为最大收入板块，服务、硬件呈分化态势。2025 财年，软件及云业务以 492.3 亿美元营收稳居第一大收入板块，其中 OCI 云基础设施凭借公有云 + 私有云 + 混合云多模式服务，在 AI 算力部署、企业级数据管理等场景需求爆发，收入规模与增速领跑行业；服务业务全年收入 52.33 亿美元，同比下滑 3.65%，FY2025Q4 收入 21 亿美元、同比增长 8%，云迁移咨询、AI 应用配套服务需求显著回暖；硬件系统业务收入 29.36 亿美元，受企业上云趋势影响传统服务器销量下滑 6.8%，但 Exadata 专用硬件收入逆势增长 2.1%，且维持 65%以上高毛利率，凸显差异化竞争优势。

收入指引乐观，云业务成长确定性持续强化。公司对云业务增长预期积极，管理层将 2026 财年收入指引提高到 670 亿美元以上，其中 OCI 云基础设施增速有望突破 70%。同时，未来履约订单 (RPO) 已突破 1300 亿美元，其中 80%以上为云合同，为未来 12-24 个月收入增长提供坚实保障。在 AI 与多云协同的行业趋势下，公司凭借云基础设施 + SaaS 应用 + 专用硬件的整合能力，有望持续收获微软、Meta 等云厂商及各行业企业的订单，成长确定性进一步强化。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、AI 落地不及预期的风险等。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。1) 云与授权业务：公司核心数据库及中间件产品在全球市占率居于领先地位，随着企业数字化与 AI 应用的快速发展，客户对云数据库与 SaaS 解决方案的需求持续提升；2) 服务与硬件业务：传统支持与咨询服务保持稳定，硬件系统虽受制于云化替代但仍具备特定价值。考虑到公司在数据库、ERP 及云服务市场的领先地位，预计 2026/2027/2028 财年公司实现收入 668.91/798.97/1019.73 亿美元，增速分别为 22.5%/18.1%/30.6%，净利润分别为 187.63/238.08/323.61 亿美元，对应当前 PE 为 33.9/26.7/19.6 倍，给予公司 2026 财年略高于行业均值的 35-36 倍 PE，对应估值区间为 6567.05-6754.68 亿美元市值。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	52,961	57,399	66,891	79,897	101,973
(+/-%)	6.0%	8.4%	16.5%	19.4%	27.6%
净利润(百万元)	10467	12443	18763	23808	32361
(+/-%)	23.1%	18.9%	50.8%	26.9%	35.9%
每股收益(元)	3.73	4.43	6.68	8.48	11.52
EBIT Margin	29.8%	33.8%	29.6%	31.4%	33.6%
净资产收益率 (ROE)	120.3%	60.8%	47.8%	37.8%	33.9%
市盈率 (PE)	60.7	51.0	33.9	26.7	19.6
EV/EBITDA	35.0	30.6	29.0	23.8	18.3
市净率 (PB)	72.97	31.06	16.20	10.08	6.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

计算机 · IT 服务 II

证券分析师：熊莉

联系人：侯睿

021-61761067

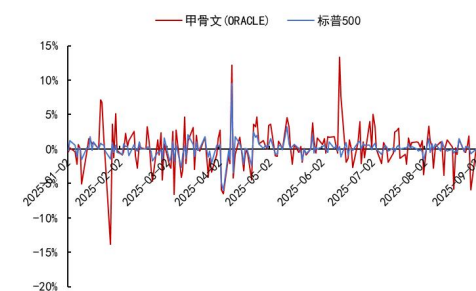
xiongli1@guosen.com.cn hourui3@guosen.com.cn

S0980519030002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	225.30 美元
总市值/流通市值	6328/6328 亿美元
52 周最高价/最低价	260.87/118.86 美元
近 3 个月日均成交额	30.64 亿美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

◆ 公司概况：以数据库技术为核心，提供全栈云服务与企业应用软件

Oracle 是全球领先的企业软件与云计算服务提供商，也是唯一能同时提供完整集成云应用套件与云基础设施平台的技术供应商。公司以全球领先的企业数据库技术为核心根基，构建起涵盖企业资源规划、客户关系管理、人力资本管理、供应链管理在内的全方位企业应用软件矩阵，助力企业实现全流程业务数字化管理。依托 Oracle Cloud Infrastructure，其分布式云服务能在公有云、私有云和混合云等多种环境中提供超过 150 项涵盖人工智能、区块链、物联网等领域的技术服务，支持从传统工作负载到云原生应用的全场景部署需求。通过硬件、软件与服务的一体化架构，公司帮助全球企业、政府及行业机构优化数据管理、提升运营效率，并在合规框架下推动数字化转型与创新发展。

◆ 公司治理：公司创始人持股，核心技术人员经验丰富

公司股权结构清晰且集中度较高，创始人劳伦斯·埃里森为核心持股主体。截至 2025 年 6 月，公司持股比例超 5% 的股东共两家，其中创始人劳伦斯·埃里森持有 46.86% 股权，贝莱德集团持有 5.40% 股权；公司董事会及高管团队合计 14 人持有公司股票，持股总数达 1166394077 股，占公司总股本的 42.44%，该部分持股主要由创始人兼首席技术官劳伦斯·埃里森贡献。公司管理团队具备深厚的行业积淀与丰富经验，团队成员均曾任职于相关领域知名企业并担任高管职务，对行业运营与管理有着深刻理解。其中，核心人员劳伦斯·埃里森自公司创立以来始终担任首席执行官职务，主导公司技术战略与经营方向，其持有的股权比例亦超过三分之一，夯实了公司股权结构的稳定性。

表1：公司股权架构（截至 2025 年 4 月，*代表持有股份小于 1%）

股东名称	实际持有股份数	占已发行股份比例
持有 5% 以上股东		
劳伦斯·埃里森	1153232353	41.86%
The Vanguard Group	149688484	5.40%
董事持股		
劳伦斯·埃里森	1153232353	41.86%
Jeffrey O. Henley	3723632	*
萨弗拉·卡兹	8618592	*
Michael J. Boskin	91776	*
Jeffrey S. Berg	215712	*
Naomi O. Seligman	58498	*
George H. Conrades	43639	*
Bruce R. Chizen	79125	*
Leon E. Panetta	80590	*
Charles W. Moorman IV	83043	*
William G. Parrett	35589	*
Rona A. Fairhead	29997	*
Awo Ablo	8579	*
高管持股		
Stuart Levey	92952	*
Maria Smith	—	*
Brian S. Higgins	—	*
Maria Smith	—	*
Brian S. Higgins	—	*
Clayton Magouyrk	—	*
Michael Sicilia	—	*
所有董事及高管合计（14）	1166394077	42.44%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: 公司高层管理人员

姓名	职务	性别	年龄	简介
萨弗拉·卡兹	首席执行官	女	63	自 2004 年 1 月起担任总裁, 2011 年 4 月起担任首席财务官, 2001 年 10 月起担任董事; 于 2014 年 9 月 17 日被任命为甲骨文首席执行官 (CEO)。
Stuart Levey	执行副总裁、首席法务官	男	62	2020 年 8 月至 2022 年 6 月担任 Diem 协会的首席执行官, 2012 年 1 月至 2020 年 8 月担任汇丰控股有限公司的首席法务官;
Maria Smith	执行副总裁、首席会计官	女	59	自 2022 年 10 月起担任本公司执行副总裁、首席法务官。
Brian S. Higgins	高级副总裁、公司秘书	男	—	于 2017 年 9 月至 2020 年 12 月担任甲骨文公司高级副总裁、全球助理企业财务总监, 并于 2012 年 11 月至 2017 年 9 月担任甲骨文公司副总裁;
劳伦斯·埃里森	首席技术官	男	81	自 2020 年 12 月起担任甲骨文公司高级副总裁兼企业财务总监, 现任首席会计管。现任高级副总裁、助理总法律顾问兼公司秘书, 此前曾担任副总裁。
Clayton Magouyrk	云基础设施部门总裁	男	38	自 1977 年 6 月创立甲骨文以来, 一直担任公司首席执行官及董事; 现任董事会主席兼首席技术官。
Michael Sicilia	行业部门总裁	男	54	2008 年至 2014 年在亚马逊及亚马逊云服务 (AWS) 担任高级工程师; 2019 年 12 月至 2025 年 6 月, 曾担任多个执行副总裁职务, 包括云基础设施执行副总裁和 Oracle 云基础设施工程执行副总裁, 现任 Oracle 云基础设施部门总裁。
				曾任 Primavera Systems 的首席技术官; 2019 年 10 月至 2025 年 6 月, 曾担任多个执行副总裁职务, 包括行业执行副总裁和全球业务部门执行副总裁。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

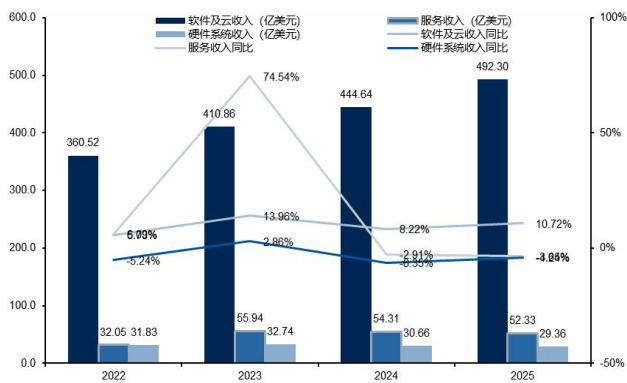
◆ 主营业务: 软件及云业务撑营收主力, 服务回暖、硬件小幅下滑

软件及云收入为最大收入来源, 并且高速增长。公司收入主要来自以下三个部分业务:

- 1) 软件及云业务: 软件业务包括 Oracle Database 数据库软件、中间件软件等基础软件, 以及 ERP、CRM、HCM 等传统本地部署应用软件; 云服务业务以 Oracle Cloud Infrastructure 为核心, 提供公有云、私有云、混合云等多模式云平台服务, 同时包含云原生 ERP、云 CRM 等 SaaS 应用, 以及 AI 驱动的数据分析、区块链等增值云功能;
- 2) 服务业务: 主要提供客户及合作伙伴的技术支持与咨询, 以提升其对 Oracle 应用和基础设施技术的投资回报;
- 3) 硬件系统业务: 主要销售 Oracle Engineered Systems、服务器、存储及行业专用硬件。硬件及相关软件作为整合性能义务处理, 收入通常在交付时确认。硬件支持合同包含软件更新、维护及技术支持, 通常按年度平均确认收入。

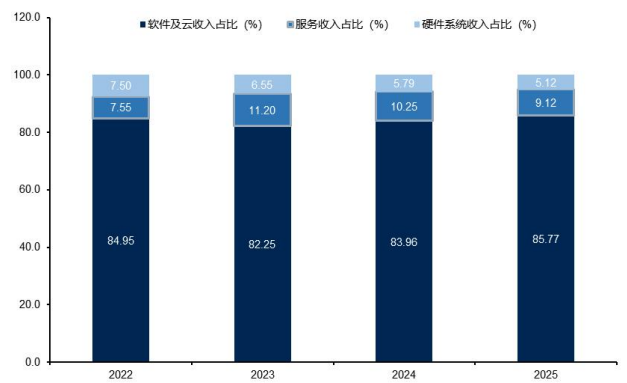
FY2025, 公司软件及云业务收入 492.3 亿美元, 同比增长 10.72%, 占公司总收入比重为 85.77%, 核心增长来自 OCI 云基础设施和 SaaS 应用; 服务收入 52.33 亿美元, 同比下滑 3.65%, 占公司总收入比重为 9.12%, 全年呈现前低后高趋势, FY2025Q4 服务收入同比增长 8%至 21 亿美元, 主要受益于云迁移咨询需求激增, 但前三季度受客户自主运维能力提升影响同比下滑; 硬件系统收入 29.36 亿美元, 同比下滑 4.24%, 占公司总收入比重为 5.12%, 企业上云趋势导致传统服务器销量下滑 6.8%, 但 Exadata 专用硬件收入逆势增长 2.1%, 维持 65%以上的毛利率。

图1: 公司分业务收入情况 (日期均为财年)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司分业务收入占比 (日期均为财年)

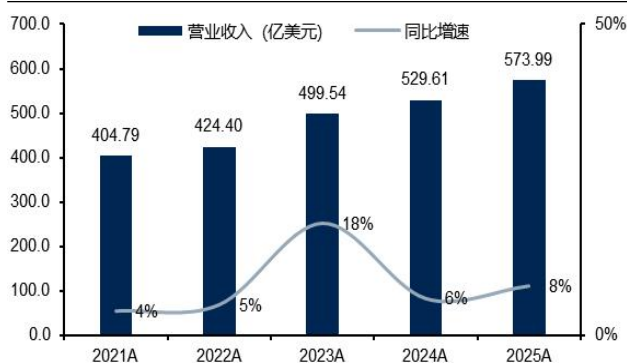


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 财务分析: 收入、利润高速增长, 期间费用有所抬升

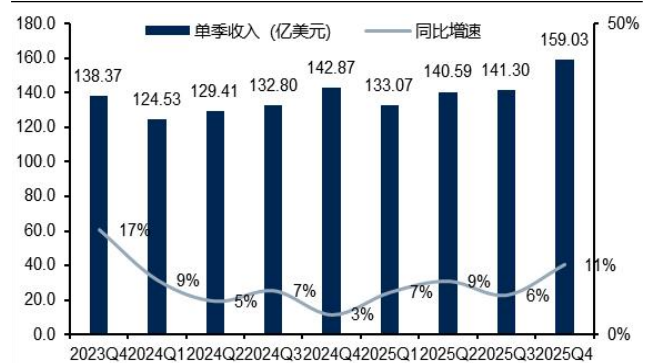
收入利润稳健增长, 云业务成核心引擎。 FY2025 公司实现营业收入 573.99 亿美元, 同比增长 8%, 实现净利润 124.5 亿美元, 同比增长 19%, 主要由软件及云业务高增拉动。其中应用类云服务和基础设施类云服务分别贡献 26% 和 74% 的增长, 主要来源于客户采购和续订应用程序及基础设施技术合同。第四季度营收同比增长 11% 至 159 亿美元, 实现净利润 34.27 亿美元, 同比增长 9%, 其中, 硬件收入同比微增 3% 至 12 亿美元, 主要受益于 AI 服务器和液冷 GPU 集群的销售; 服务收入增长 8% 至 21 亿美元, 主营得益于云迁移和 AI 咨询需求旺盛。

图3: Oracle 营业收入及增速



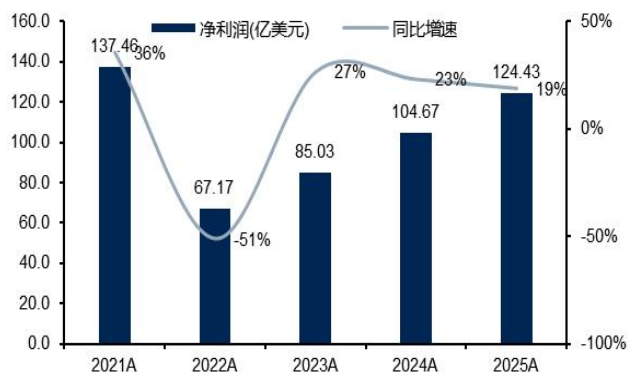
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: Oracle 单季度营业收入及增速



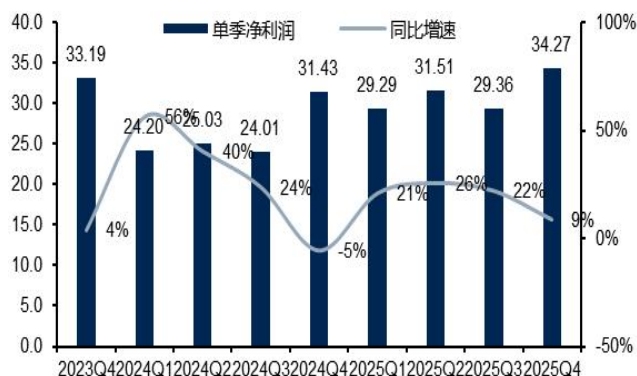
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: Oracle 净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

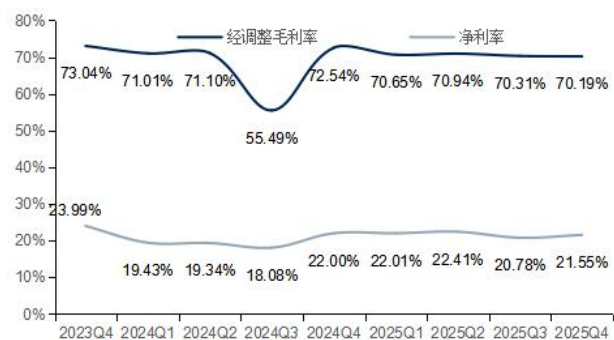
图6: Oracle 单季度净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

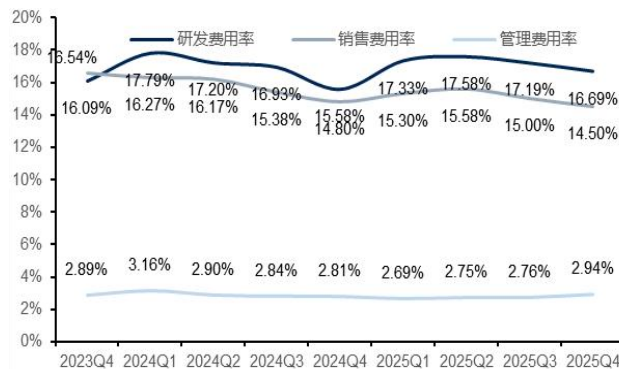
云业务高占比驱动盈利优化，期间费用率整体可控。FY2023Q4-FY2025Q4，公司毛利率整体维持较高水平且呈波动上升态势，从 31.24%逐步攀升至 34.15%，FY2025Q4 达 32.65%，高毛利的软件及云业务收入占比提升为核心动力；净利率同步改善，从 19.43%稳步增长至 22.41%，FY2025Q4 达 21.55%，体现收入结构优化与规模效应对盈利水平的提升作用。期间费用率方面，研发费用率保持相对稳定；销售费用率整体平稳在 14%-16%区间，管理费用率从 2.89%缓慢上升至 2.94%，期间费用整体控制良好，为毛利率向净利率的转化提供了支撑。

图7: Oracle 毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8: Oracle 期间费用率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设：

软件及云：包括 IaaS 与 PaaS 云服务以及传统数据库与中间件授权业务，2022-2024 年分别占公司总收入比重为 82.2%/84.0%/85.8%。在 AI 需求爆发、企业数字化转型加速以及数据库核心产品持续迭代的推动下，客户对云服务和数据库订阅的需求稳步增长，叠加公司在 SaaS 生态的渗透率提升，推动云和授权业务实现稳定扩张。预计 2026/2027/2028 财年收入增速分别为 19.4%/22.2%/30.9%，占公司总收

入比重为 87.8%/89.9%/92.1%。

服务：包括技术支持、咨询与培训等服务，2022-2024 年公司总收入比重分别为 11.2%/10.3%/9.1%。受制于传统服务需求趋缓以及更多客户转向云化部署，服务业务整体保持平稳但占比持续下降。预计 2026/2027/2028 财年公司服务业务收入增速分别为 0.5%/0.4%/-1.5%，占公司总收入比重为 7.9%/6.6%/5.1%。

硬件系统：包括高端服务器、存储设备及相关系统集成方案，2022-2024 年公司总收入比重分别为 6.6%/5.8%/5.1%。随着客户逐步向云化和订阅模式转移，传统硬件系统需求持续萎缩，硬件业务收入呈现下行趋势。预计 2026/2027/2028 财年硬件系统收入增速分别为 -0.2%/-2.5%/-2.0%，占公司总收入比重为 4.3%/3.5%/2.7%。

毛利率：随着云和授权业务在整体收入中的占比持续提升，带动公司整体盈利能力保持韧性。但受制于硬件系统业务下滑，公司毛利率仍面临一定压力。预计 2026/2027/2028 财年毛利率分别为 69.0%/69.4%/68.6%。

表3: 公司营业收入预测（单位：百万美元）

财年	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	49,954	52,961	57,399	66,891	79,897	101,973
yoy	17.7%	6.0%	8.4%	16.5%	19.4%	27.6%
毛利率	72.9%	71.4%	70.5%	69.0%	69.4%	68.6%
云和授权	41,086	44,464	49,230	58,756	71,812	94,023
yoy	14.0%	8.2%	10.7%	19.4%	22.2%	30.9%
收入占比	82.2%	84.0%	85.8%	87.8%	89.9%	92.2%
服务	5,594	5,431	5,233	5,257	5,278	5,197
yoy	74.5%	-2.9%	-3.7%	0.5%	0.4%	-1.5%
收入占比	11.2%	10.3%	9.1%	7.9%	6.6%	5.1%
硬件系统	3,274	3,066	2,936	2,878	2,807	2,752
yoy	2.9%	-6.4%	-4.2%	-2.0%	-2.5%	-2.0%
收入占比	6.6%	5.8%	5.1%	4.3%	3.5%	2.7%

资料来源：公司财报，彭博，国信证券经济研究所整理和预测

期间费用率：公司主营云服务与数据库授权业务，收入规模持续扩大，带动费用摊薄效应逐步释放。随着云和授权业务高毛利占比提升，公司在研发方面将保持稳定投入以巩固技术优势，管理费用率预计维持平稳，而销售费用率有望随着客户结构优化和规模效应逐步下降。受益于利率环境改善与负债结构优化，财务费用率亦将逐年回落。

销售费用率：受益于云和授权业务规模扩张，销售费用摊薄效应逐步显现。随着公司持续加大云服务推广与生态合作投入，叠加品牌建设及客户拓展活动，销售费用率仍将保持稳中有降的态势。预计 2026/2027/2028 财年销售费用率将分别为 14.6%/13.8%/12.4%。

管理费用率：主要包括信息技术、财务、法律及人力资源等支持职能相关的人员支出，随着公司持续推进精细化管理及数字化运营平台建设，管理费用率将得到有效控制，预计 2026/2027/2028 财年管理费用率分别为 3.1%/2.8%/2.5%。

研发费用率：主要由人员相关支出构成，2025 年财年由于员工相关支出的增加，包括更高的基于股份支付费用影响，研发费用有所提升。随着公司在云计算、数据库及 AI 驱动的应用场景中持续加大投入，以确保核心产品技术领先并巩固市场

竞争力，公司将持续进行研发支出，预计 2026/2027/2028 财年公司研发费用率将分别为 17.0%/16.7%/15.1%。

表4: 公司期间费用预测（单位：百万美元）

财年	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用	8,833	8,274	8,651	9,736	11,020	12,610
yoy	9.8%	-6.3%	4.6%	12.5%	13.2%	14.4%
销售及分销费用/营收	17.7%	15.6%	15.1%	14.6%	13.8%	12.4%
管理费用	1,579	1,548	1,602	1,807	2,034	2,316
yoy	19.9%	-2.0%	3.5%	12.8%	12.6%	13.9%
销售及分销费用/营收	3.8%	3.5%	3.3%	3.1%	2.8%	2.5%
研发费用	8,623	8,915	9,860	11,343	13,314	15,422
yoy	19.5%	3.4%	10.6%	15.0%	17.4%	15.8%
研发费用/营收	17.3%	16.8%	17.2%	17.0%	16.7%	15.1%

资料来源：公司财报，彭博，国信证券经济研究所整理和预测

◆ 估值与投资建议

相对估值：我们采用 P/E 相对估值方法，主要基于以下考量：1) 公司已从传统软件授权模式逐步转型至云服务驱动，进入持续盈利和现金流释放阶段。随着云和授权业务占比不断提升，叠加服务与硬件业务的结构性调整，公司利润规模有望稳步扩大，净利润能够更好地反映其持续盈利能力；2) 公司作为全球领先的企业级软件与云服务提供商，具有较强的订阅模式特征。在前期大规模研发与市场投入逐步转化为客户留存和收入增长后，净利润与股东回报的相关性更强，P/E 相较其他估值方法更直观地体现其每股真实盈利能力。公司在数据库、中间件及云基础设施领域具有全球领先的市场地位，客户群体稳定。考虑到其业务结构与盈利模式的特征，我们选取博通、SAP、ServiceNow 作为可比公司。

SAP：全球领先的企业管理软件与云服务提供商，主要通过 ERP、数据库及 SaaS 应用来构建完整生态体系。商业模式以软件许可、订阅及云服务收入为核心，客户覆盖制造、零售、金融、公共事业等多个行业。随着企业数字化转型与云计算需求的持续增长，公司在企业级软件和数字化转型市场中与甲骨文存在可比性。

博通：全球多元化的半导体与基础设施解决方案供应商，业务涵盖定制芯片（ASIC）、网络交换芯片、存储控制器、无线射频及软件基础设施。公司收入来源主要包括半导体解决方案（网络芯片与 AI 加速相关 ASIC）、基础设施软件（企业级软件、虚拟化及云基础设施服务）。博通通过并购 VMware 显著扩大了在企业级软件和云基础设施市场的布局，与甲骨文在软硬结合的业务布局上可比。

ServiceNow：全球领先的企业级 SaaS 服务提供商，核心产品涵盖 IT 服务管理（ITSM）、人力资源、客户服务及安全运营等模块。公司主要收入来自订阅费和平台扩展服务，客户群体覆盖金融、医疗、制造、政府等多个行业。随着企业加速数字化转型与自动化需求提升，ServiceNow 在云订阅模式、SaaS 服务领域与甲骨文可比。

根据彭博一致预期，2026 自然年可比公司平均 PE 为 34 倍，公司业务与 ServiceNow 相似度较高，因此我们给予公司 2026 财年略高于行业均值的 35-36 倍 PE，对应估值区间为 6567.05-6754.68 亿美元市值。

表5: 可比公司估值比较 (截至 2025 年 9 月 2 日)

公司 代码	公司 名称	收盘价 (美元)	总市值 (亿美元)	EPS			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
AVGO US	博通	298.24	14027.63	2.73	6.653	8.295	63.95	44.7	35.852
NOW US	ServiceNow	911.42	1895.75	7.11	16.96	19.922	150.85	54.096	46.053
SAP SE	SAP	266.2	3107.26	5.24	6.137	7.255	88.17	24.198	20.469
均值				5.03	9.92	11.82	100.99	41.00	34.12
ORCL US	甲骨文	225.3	6328.30	4.43	6.68	8.48	37.4	33.73	26.57

资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所预测 (可比公司博通、ServiceNow、SAP 预测均来自彭博一致预期)

投资建议: 全球领先的企业级软件与云服务提供商, AI 驱动加速云转型, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。1) 云与授权业务: 公司核心数据库及中间件产品在全球市占率居于领先地位, 随着企业数字化与 AI 应用的快速发展, 客户对云数据库与 SaaS 解决方案的需求持续提升。公司通过加大研发投入、强化 AI 原生能力与生态建设, 有望提升客户黏性与云业务渗透率, 从而驱动增长; 2) 服务与硬件业务: 传统支持与咨询服务保持稳定, 硬件系统虽受制于云化替代但仍具备特定价值。公司通过持续优化产品组合与成本结构, 推动整体盈利能力稳健提升。考虑到公司在数据库、ERP 及云服务市场的领先地位, 预计 2026/2027/2028 财年公司实现收入 668.91/798.97/1019.73 亿美元, 增速分别为 22.5%/18.1%/30.6%, 净利润分别为 187.63/238.08/323.61 亿美元, 对应当前 PE 为 33.9/26.7/19.6 倍, 给予公司 2026 财年略高于行业均值的 35-36 倍 PE, 对应估值区间为 6567.05-6754.68 亿美元市值。

◆ 风险提示

估值的风险: 我们选取了与公司业务相近企业的相对估值指标进行比较, 选取了可比公司 2026 自然年平均 PE 做为相对估值的参考, 同时考虑公司与 ServiceNow 业务相似度较高, 最终给予 2026 财年略高于行业均值的 35-36 倍 PE, 对应估值区间为 6567.05-6754.68 亿美元市值。

盈利预测的风险: 1) 我们假设公司未来 3 年收入增长 22.5%/18.1%/30.6%, 可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。2) 我们预计公司未来 3 年实现归母净利润分别为 187.63/238.08/323.61 亿美元, 可能存在对公司费用估计偏低、利润高估, 从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

AI 落地不及预期的风险: 公司 AI 产品已经实现商业化, 随着 AI 产业快速发展, AI 产品需要迅速迭代以满足市场需求, 若公司新一代 AI 产品研发不及预期, 将影响公司未来产品的市场份额; 同时, 目前市场已有同类产品上市或在研竞品, 未来商业化预计会面临激烈竞争, 出现商业价值低或不及预期的风险, 如果不能如期获得市场认可, 将会对公司经营发展产生不利影响。

技术被赶超或替代的风险: 公司所处行业属于技术与应用快速迭代的企业级软件和云服务领域, 涵盖数据库核心架构升级、云计算平台优化、AI 原生能力嵌入以及与大型企业客户的深度协同。在未来的市场竞争中, 如果公司未能及时把握数据库与云计算的发展趋势, 在产品功能、性能或架构演进上出现判断失误; 或新一代云数据库、SaaS 应用和 AI 驱动解决方案的研发与上线进度不及预期, 未能满足客户对智能化与高性能的需求, 从而在用户体验、生态支持度或性价比上被

主要竞争对手超越，公司将难以维持领先优势，可能对其市场份额、经营表现及盈利能力产生重大不利影响。

宏观经济及行业波动风险：公司的业务收入主要来自全球大型企业客户，宏观经济环境的波动可能对客户 IT 与数字化支出计划产生显著影响。当全球经济增速放缓、通胀水平上升或利率环境收紧时，企业客户可能削减在数据库、云服务及相关软件上的投入，导致公司收入增长低于预期。同时，若出现地缘政治紧张、国际贸易摩擦或区域经济衰退，也可能对公司全球化布局和跨国业务开展造成不利影响。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	10454	10786	10733	22636	43187	营业收入	52961	57399	66891	79897	101973
应收款项	11893	13376	15031	18171	23290	营业成本	15143	16927	20736	24488	31989
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	8833	8274	9736	11020	12610
流动资产合计	22554	24579	26113	41131	66840	管理费用	13212	12770	16623	19283	23142
固定资产	21536	43522	53431	64096	76351	财务费用	3063	3000	3127	2745	2095
无形资产及其他	69120	66794	62341	57888	53435	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	27766	33466	33466	33466	33466	资产减值及公允价值变动	38	12	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(103)	(1906)	6802	7235	7838
资产总计	140976	168361	175351	196581	230093	营业利润	12645	14534	23472	29596	39974
短期借款及交易性金融负债	10605	7271	0	0	0	营业外净收支	(718)	(374)	(591)	(561)	(509)
应付款项	2357	5113	7052	8623	11363	利润总额	11927	14160	22881	29035	39465
其他流动负债	18582	20259	16117	14267	14976	所得税费用	1274	1717	4119	5226	7104
流动负债合计	31544	32643	23169	22890	26339	少数股东损益	186	0	0	0	0
长期借款及应付债券	76264	85297	85297	85297	85297	归属于母公司净利润	10467	12443	18763	23808	32361
其他长期负债	23929	29452	27153	24854	22555						
长期负债合计	100193	114749	112450	110151	107852	现金流量表(百万元)	2023	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	131737	147392	135619	133041	134191	净利润	10467	12443	18763	23808	32361
少数股东权益	535	518	518	518	518	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8704	20451	39214	63022	95383	折旧摊销	6139	6174	6802	7235	7838
负债和股东权益总计	140976	168361	175351	196581	230093	公允价值变动损失	(38)	(12)	0	0	0
						财务费用	3063	3000	3127	2745	2095
关键财务与估值指标	2023	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(2108)	2773	(6157)	(5718)	(3968)
每股收益	3.73	4.43	6.68	8.48	11.52	其它	186	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	14646	21378	19408	25325	36231
每股净资产	3.10	7.28	13.96	22.44	33.96	资本开支	(649)	(852)	(12259)	(13447)	(15640)
ROIC	18%	18%	17%	19%	22%	其它投资现金流	215	(210)	68	24	(39)
ROE	120%	61%	48%	38%	34%	投资活动现金流	(434)	(1062)	(12190)	(13422)	(15679)
毛利率	71%	71%	69%	69%	69%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	30%	34%	30%	31%	34%	负债净变化	(10156)	9033	0	0	0
EBITDA Margin	41%	45%	40%	40%	41%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	6%	8%	17%	19%	28%	其它融资现金流	6789	(38050)	(7271)	0	0
净利润增长率	23%	19%	51%	27%	36%	融资活动现金流	(13523)	(19984)	(7271)	0	0
资产负债率	94%	88%	78%	68%	59%	现金净变动	689	332	(53)	11903	20551
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	9765	10454	10786	10733	22636
P/E	60.7	51.0	33.9	26.7	19.6	货币资金的期末余额	10454	10786	10733	22636	43187
P/B	73.0	31.1	16.2	10.1	6.7	企业自由现金流	16316	25167	4620	8656	16299
EV/EBITDA	35	31	29	24	18	权益自由现金流	10437	(6486)	(5215)	6406	14581

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032