浪潮数字企业（596）

更新报告

买入

2025 年 9 月 9 日

云服务业务增长显著，利润将随规模效应逐渐释放

- **利润大幅增长：**公司 2025 上半年实现收入 43.4 亿元，同比增长 4.9%。毛利率 23.4%，同比上升 1.4 个百分点。归母净利润为 1.83 亿元，同比增长 73.3%，主要是由于云服务业务由亏转盈，以及软件业务分部经营利润较去年同期增长 6.22%
- **云服务业务增长显著，传统业务规模保持稳定：**2025 年上半年，云服务业务增长势头显著，实现收入 12.7 亿元，同比增幅 30%。云业务在营业收入中的占比已连续 4 年提升，今年中期首次突破 50%，达到 52%，且其增速始终稳定在 30%以上。展望未来 3-5 年，该业务预计将保持 20%以上的增长态势。盈利表现方面，今年中期首次盈利，分部利润近 2 亿元，分部利润率为 1.6%（去年同期：-7%）。随着规模效应的持续释放，预计其利润率将逐年稳步提升。管理软件和物联网解决方案业务规模保持稳定，上半年管理软件收入近 12.0 亿元，同比基本持平，分部利润率 15.4%，同比增长 0.9 个百分点；低利润的物联网解决方案收入 18.7 亿元，同比减少 4.5%，分部利润率 1%，同比持平。
- **巩固原有客户基础上，进一步发力中小企业与海外市场：**公司业务以央国企等大型客户为核心服务对象，此类客户贡献了超过 80%的收入，而中小企业客户占比仅约 5%，是业务结构中的薄弱环节。对此，公司已与海外工业软件厂商联合开发端到端一体化解决方案，针对性解决制造类中小企业在“研发设计、经营管理、资产控制”等环节存在的软件数据不通的痛点。下半年，公司将积极推进该领域的市场开拓，我们对这一市场的发展机遇充满信心。与此同时，公司也在积极布局海外市场，今年上半年海外收入达 3.8 亿元。未来将重点开拓东南亚市场，一方面跟随央国企出海步伐协同拓展，另一方面计划于年底或明年初推出面向东南亚中小企业的本地化产品，进一步完善海外业务布局。
- **目标价 14.8 港元，给予买入评级：**结合公司国资背景的天然优势、云服务借国内信创推进利润释放的潜力，以及未来有望纳入港股通带来的估值提升预期。我们预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.2/6.8/8.7 亿元，按 2026 年 25xPE 计算,给予公司目标价 14.8 港元，目标市值相当于传统业务 10xPE，云服务业务 3xPS，较现价有 51.6%的上升空间，给予买入评级。

陈晓霞

+852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要数据

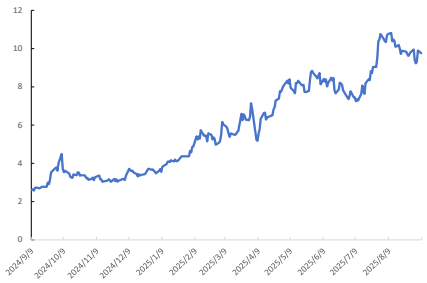
行业	SaaS
股价	9.76 港元
目标价	14.8 港元（+51.6%）
股票代码	596
已发行股本	11.53 亿股
市值	113 亿港元
52 周高/低	11.12/2.58 港元
每股净资产	2.5 港元
主要股东	浪潮集团 54.45%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入（人民币千元）	8,294,446	8,200,805	8,963,781	9,795,137	10,822,465
变动	19.1%	-1.1%	9.3%	9.3%	10.5%
股东净利（人民币千元）	201,630	384,705	522,368	677,551	869,682
每股盈利（人民币）	0.18	0.34	0.46	0.59	0.76
变动	69.9%	90.8%	35.2%	29.7%	28.4%
基于9.76港元的市盈率（估）	55.3	29.0	21.4	16.5	12.9
基于9.76港元的市销率（估）	1.3	1.4	1.2	1.1	1.0
每股派息（港元）	0.03	0.08	0.11	0.14	0.19
股息现价比	0.3%	0.8%	1.1%	1.5%	2.0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
收入	8,294,446	8,200,805	8,963,781	9,795,137	10,822,465
毛利	1,917,802	2,208,419	2,493,735	2,820,781	3,239,802
其他业务净额	219,074	189,293	121,124	121,303	121,790
销售及管理费用	-905,837	-871,784	-959,125	-1,048,080	-1,136,359
研发费用	-859,197	-864,719	-959,125	-1,048,080	-1,147,181
营运收入	371,842	661,209	696,609	845,924	1,078,052
财务开支	-6,367	-9,257	-9,389	-9,542	-9,593
其他	-86,811	-171,561	-123,613	-81,503	-99,520
税前盈利	278,664	480,391	563,607	754,880	968,939
所得税	-68,239	-86,750	-28,180	-60,390	-77,515
净利润	210,425	393,641	535,427	694,489	891,424
少数股东权益	8,795	8,936	13,059	16,939	21,742
归母净利润	201,630	384,705	522,368	677,551	869,682
折旧及摊销	-48,633	-41,840	-35,218	-31,608	-28,637
EBITDA	333,664	531,488	608,214	796,029	1,007,169
增长					
总收入 (%)	19.1%	-1.1%	9.3%	9.3%	10.5%
EBITDA (%)	64.4%	59.3%	14.4%	30.9%	26.5%
归母净利润（%）	69.9%	90.8%	35.8%	29.7%	28.4%

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	1,264,504	908,405	1,154,377	1,867,890	2,553,726
应收账款	1,605,229	3,141,322	2,240,945	2,040,653	2,104,368
合同资产	824,391	1,059,191	1,271,029	1,525,235	1,830,282
其他流动资产	871,477	1,240,263	1,240,263	1,240,263	1,240,263
总流动资产	**4,565,601**	**6,349,181**	**5,906,614**	**6,674,042**	**7,728,639**
固定资产	296,840	257,659	249,046	241,123	233,833
无形资产	33,628	73,026	58,421	46,737	37,389
长期投资	845,761	829,662	829,662	829,662	829,662
其他固定资产	582,589	595,268	595,268	595,268	595,268
总资产	**6,324,419**	**8,104,796**	**7,639,011**	**8,386,831**	**9,424,791**
应付账款	1,198,861	2,606,646	1,617,512	1,646,723	1,790,351
合同负债	1,427,669	1,144,112	1,201,318	1,261,383	1,324,453
其他短期负债	1,288,548	1,532,441	1,540,741	1,614,743	1,703,882
总短期负债	**3,915,078**	**5,283,199**	**4,359,570**	**4,522,849**	**4,818,686**
租赁负债	6,286	5,295	5,030	4,779	4,540
其他负债	305,384	231,555	231,555	231,555	231,555
总负债	4,226,748	5,520,049	4,596,155	4,759,183	5,054,781
少数股东权益	50,107	72,516	85,575	102,514	124,256
股东权益	**2,047,564**	**2,512,231**	**2,957,281**	**3,525,134**	**4,245,755**
每股账面值(摊薄)	1.79	2.20	2.58	3.07	3.70
营运资产	650,523	1,065,982	1,547,044	2,151,193	2,909,953

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
盈利能力					
毛利率 (%)	23.1%	26.9%	27.8%	28.8%	29.9%
EBITDA 利率 (%)	4.0%	6.5%	6.8%	8.1%	9.3%
净利率(%)	2.5%	4.8%	6.0%	7.1%	8.2%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	-10.9%	-10.6%	-10.7%	-10.7%	-10.5%
实际税率 (%)	-24.5%	-18.1%	-5.0%	-8.0%	-8.0%
分红率 (%)	41.4%	20.1%	21.0%	22.0%	23.0%
应收账款天数	58	104	90	75	70
应付账款天数	51	114	90	85	85
财务状况					
总负债/总资产	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
收入/净资产	4.1	3.3	3.0	2.8	2.5
经营性现金流/收入					
税前盈利对利息倍数					

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
EBITDA	333,664	531,488	608,214	796,029	1,007,169
净融资成本	-1,781	1,741	39	-5,131	-10,194
营运资金变化	-144,305	-878,020	-236,142	108,208	-74,198
所得税	-8,300	-16,009	-28,180	-60,390	-77,515
其他	60,778	129,316	-20,831	-20,984	-21,035
营运现金流	240,056	-231,484	323,099	817,733	824,226
资本开支	-41,656	-69,804	-12,000	-12,000	-12,000
其他投资活动	-237,085	-33,644	20,793	26,114	31,230
投资活动现金流	-278,741	-103,448	8,793	14,114	19,230
负债变化	-31,919	-19,724	787	905	1,034
股本变化	0	0	0	0	0
股息	-20,548	-31,250	-77,318	-109,697	-149,061
其他融资活动	163,317	24,698	-9,389	-9,542	-9,593
融资活动现金流	110,850	-26,276	-85,920	-118,333	-157,621
现金变化	72,165	-361,208	245,972	713,514	685,835
期初持有现金	1,193,170	1,264,504	908,405	1,154,377	1,867,890
汇兑变化	-831	5,109	0	0	0
期末持有现金	1,264,504	908,405	1,154,377	1,867,890	2,553,726

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。 第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。 信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。