

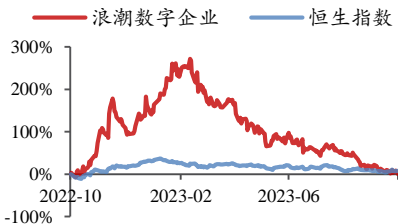
浪潮数字企业 (00596.HK)

2023年10月19日

投资评级：买入（首次）

日期	2023/10/18
当前股价(港元)	1.670
一年最高最低(港元)	6.390/1.500
总市值(亿港元)	19.07
流通市值(亿港元)	19.07
总股本(亿股)	11.42
流通港股(亿股)	11.42
近3个月换手率(%)	14.82

股价走势图



数据来源：聚源

国资背景 ERP 龙头，全面推进云化转型

——港股公司首次覆盖报告

吴柳燕（分析师）

wuliuyan@kysec.cn

证书编号：S0790521110001

● 受益于云转型和国产化趋势，云业务亏损有望收窄，给予“买入”评级

考虑到公司同时受益于云转型和国产替代，云服务收入仍有望取得高速增长，我们预计公司 2023-2025 年总营收分别为 98.5/96.6/101.1 亿元，对应同比增速分别为 41.4%/-2.0%/4.6%。考虑到公司云业务规模效应的释放、订阅占比有望继续提高，云业务亏损率有望收窄，管理软件和物联网业务利润率预计将维持稳定，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.07/4.21/7.76 亿元，对应同比增速分别为 74.5%/103.4%/84.3%。公司最新股价 1.67 港元对应 2023-2025 年 PE 分别为 7.8/3.8/2.1 倍，考虑到公司依托山东省国资委股东背景及浪潮集团资源优势有望持续受益于国产替代机会，未来云转型顺利推进有望释放利润，首次覆盖给予“买入”评级。

● 加速云化转型，云服务成为公司收入增长核心驱动力

ERP 行业经过长期的渗透发展，市场规模整体稳定增长，我国 2016-2021 年行业市场规模 CAGR 达 13.0%，高于全球市场平均增速，行业集中度近年来不断提升，公司 2021 年市占率达到 20%，市场份额提升明显。当前云 ERP 兼具效率和成本优势，叠加政策推动，预计后续将成为企业的主流需求，2017 年公司云战略正式发布后，公司针对大、中、微型企业分别发布不同的云架构产品，客户向云产品迁移进一步加速，2019-2022 年云服务收入 CAGR 达 53.5%，2022 年云服务收入占软件收入比重升至 35.7%，成为公司收入增长的核心驱动力。

● 客户基础稳固，自身产品的竞争力强，有望率先受益于国产化渗透率提升

公司作为国资 ERP 厂商，其控股股东浪潮集团实际控制人为山东国资委，旗下拥有浪潮信息、浪潮软件、浪潮国际、华光光电四家公司，综合实力强大，公司有望持续受益于国产替代。公司针对集团型、成长型和小微型企业均开发了相应 SaaS 产品，矩阵丰富全面。公司通过不断投入研发，进而在产品力上具备后来居上的优势，根据计世资讯发布的《2019-2020 年中国 PaaS 市场研究报告》，浪潮 iGIX 在 2019、2020 年蝉联 aPaaS 市场综合竞争力第一名。

● 风险提示：企业上云进度不及预期；市场竞争加剧；大客户拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,250	6,967	9,854	9,657	10,106
YOY(%)	48.8	114.3	41.4	-2.0	4.6
净利润(百万元)	54	119	207	421	776
YOY(%)	0	120.8	74.5	103.4	84.3
毛利率(%)	31.7	20.7	22.2	23.7	25.3
净利率(%)	1.7	1.7	1.8	3.9	4.2
ROE(%)	3.1	6.5	7.8	11.2	15.9
EPS(摊薄/元)	0.0	0.1	0.2	0.4	0.7
P/E(倍)	29.9	13.6	7.8	3.8	2.1
P/B(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所（备注：2023年10月17日汇率 港币:人民币=0.9185）

内容目录

1、 公司概况：向云化全面转型的本土 ERP 龙头	4
1.1、 公司简介：国资 ERP 龙头，云化加速推进	4
1.2、 股权结构：浪潮集团为最终控股股东	4
1.3、 管理层：IT 行业技术和管理经验丰富	5
2、 主营业务：云服务是公司主要发展与转型方向	6
2.1、 核心软件业务：云服务占比持续扩大	7
2.2、 物联网解决方案：多行业探索驱动营收快速增长	8
2.3、 行业竞争格局：国内 ERP 市场占有率浪潮仅次于用友位居第二	10
3、 驱动力：国产化需求加速，公司在国企资源和技术上具备一定优势	10
3.1、 中国 ERP 行业增长稳健，云 ERP 持续高成长	11
3.2、 浪潮受益于股东国资背景，于国产替代趋势享受份额提升	11
3.3、 持续完善产品矩阵，聚焦中大型国企客户	12
4、 盈利预测及投资建议	14
4.1、 盈利预测	14
4.2、 估值分析	14
5、 风险提示	15
附：财务预测摘要(单位:百万人民币).....	16

图表目录

图 1： 公司 2017 年开始全面推进企业云转型，2023 年更名为“浪潮数字企业”	4
图 2： 截至 2023 年 6 月 30 日，浪潮集团持有公司 54.44% 股权	5
图 3： 2018-2022 年公司收入 CAGR 为 34.3%	6
图 4： 2019-2022 年公司云服务 CAGR 约为 53.5%	6
图 5： 收入结构变化导致公司整体毛利率走低	7
图 6： 疫情期间公司销售费用率优化明显	7
图 7： 2019-2022 年公司管理软件收入 CAGR 为 8.6%	7
图 8： 2019-2022 年公司云服务收入 CAGR 为 53.5%	7
图 9： 云业务收入占云+管理软件收入比重持续提升	8
图 10： 2022 年公司物联网解决方案收入同比增长 441%	9
图 11： 2022 年物联网解决方案业务利润率为 1.4%	9
图 12：“智粮·慧储”解决方案中智能仓储部分大量涉及 IOT	9
图 13：“智粮·慧储”解决方案中智能安防部分大量涉及 IOT	10
图 14： 2016-2021 年我国 ERP 市场规模 CAGR 为 13%	10
图 15： 2021 年公司在我国 ERP 市场位居第二	10
图 16： 信息安全问题关注度逐渐提升	12
图 17： 2021 年浪潮云在国内政务云市占率为 20.4%	12
图 18： 2021 年公司在我国政府大数据市场中位于第一	12
图 19： 公司旗下针对大中型央企客户的核心产品为 iGIX 平台及 GS Cloud	13
表 1： 公司核心管理层均拥有丰富的行业和管理经验	5
表 2： 云 ERP 相对传统 ERP 在部署方式等方面优势明显	11

表 3: 公司 2023 年收入预期增速为 41.4%	14
表 4: 浪潮数字企业同业基本面及估值对比.....	15

1、公司概况：向云化全面转型的本土 ERP 龙头

1.1、公司简介：国资 ERP 龙头，云化加速推进

公司成立于 2003 年，初期以向计算机生产厂商提供零配件为主营业务；2005 年公司以微软投资为契机开始发展 IT 服务和软件外包业务，此后通过收购浪潮集团旗下浪潮通软以及浪潮电子政务股权方式逐步转型成为 ERP 软件公司。2017 年公司发布浪潮云战略，推动传统 ERP 软件云端转型，致力于成为 SaaS 提供商；2017-2020 年公司陆续发布多款 SaaS 产品、PaaS 平台 iGIX 以及云原生新一代架构 GS Cloud，服务范围涵盖大、中、小企业；2021 年公司开始向企业云服务商转型，以平台化为核心助力打造智慧企业，并于 2023 年初将公司名称由原本的“浪潮国际”更改为“浪潮数字企业”。至 2023 年，公司核心 PaaS 平台已经迭代到 iGIX 5.0 版本，而核心 SaaS 产品 GS Cloud 也已迭代至 5.0 版本，公司云转型战略持续推进。

图1：公司 2017 年开始全面推进企业云转型，2023 年更名为“浪潮数字企业”



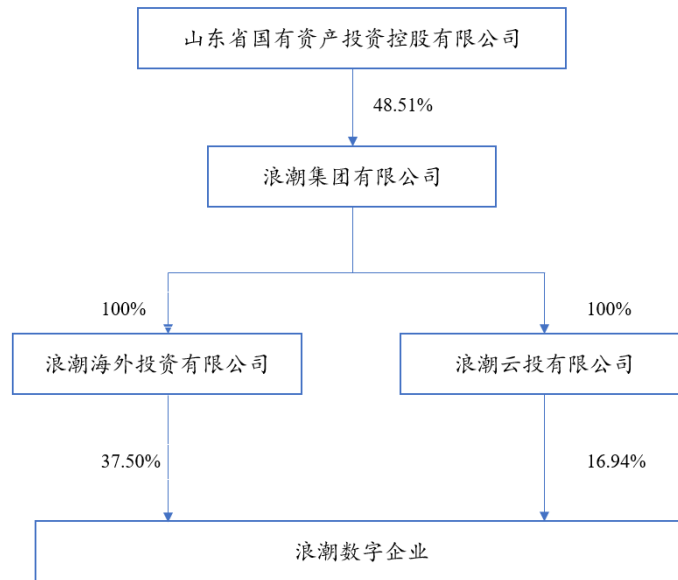
资料来源：公司公告、Wind、存储在线、开源证券研究所

1.2、股权结构：浪潮集团为最终控股股东

公司为浪潮集团旗下港股上市公司，截至 2023 年 6 月底，浪潮集团通过浪潮海外投资有限公司和浪潮云投资有限公司间接持股 54.44%。公司实际控制人为山东国资委，此外浪潮集团还拥有浪潮软件和浪潮信息两家 A 股上市公司，公司兼具国资

背景和集团资源优势，在国产替代及信创背景下更具获客优势。

图2：截至 2023 年 6 月 30 日，浪潮集团持有公司 54.44% 股权



资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所（注：浪潮集团与山东省国资委的股权关系为截至 2021 年 11 月 2 日情况）

1.3、管理层：IT 行业技术和管理经验丰富

公司管理层具有丰富的 IT 从业经验和相关的企业管理经验。董事会主席王兴山先生拥有超过 30 年的软件与 IT 服务行业经验，并且作为负责人主持过多项国家重点研发计划，CEO 李文光先生和 CFO 王玉森先生在 IT 行业和集团内部也拥有多年从业经验。

表1：公司核心管理层均拥有丰富的行业和管理经验

姓名	职位	主要经历
王兴山	董事会主席，执行董事	国务院特殊津贴专家、泰山产业领军人才、科技部先进制造技术领域专家、财政部管理会计咨询专家、中国注册会计师协会副会长。拥有超过 30 年的软件与 IT 服务行业经验，作为项目负责人，主持了国家重点研发计划“变革性技术关键科学问题”专项、“面向智能制造的软件自动构造”项目及核高基重大专项、863 计划等多个国家级项目：“制造业商务智能技术及产品研发”、“集团企业集约化经营管理平台研发与应用”等。
王玉森	执行董事，CFO	高级会计师，曾任职为浪潮集团有限公司财金中心核算部经理、资金管理部副总经理、浪潮集团财务有限公司董事、副总经理兼风险总监、浪潮通用软件有限公司副总经理兼财务总监。于 2021 年 5 月 24 日起委任为公司执行董事。
崔洪志	执行董事	曾担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、浪潮软件集团有限公司副总经理、人力资源总监及企业管理中心总经理。于 2022 年 4 月 28 日起委任为公司执行董事。
李春香	非执行董事	曾担任浪潮软件股份有限公司软件开发部副经理、浪潮(北京)电子信息产业有限公司信息管理部项目经理、浪潮集团有限公司信息管理中心运营及供应链信息化处经理及浪潮集团有限公司信息管理中心副总经理。于 2022 年 4 月 28 日起委任为公司非执行

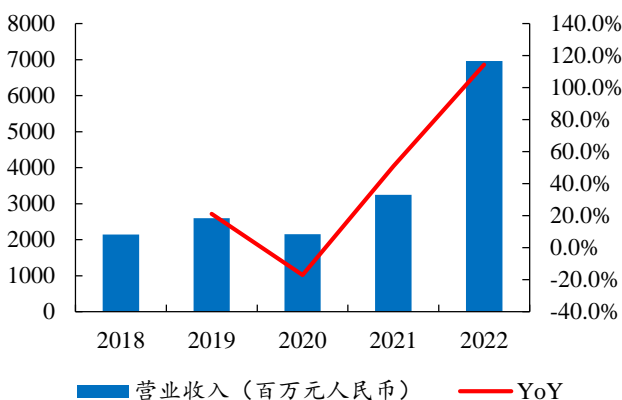
姓名	职位	主要经历
李文光	CEO	董事。 拥有逾 26 年的 IT 行业业务管理经验。曾于欧洲、中国、澳洲、菲律宾及马来西亚的 AT&T Network Systems International 及朗讯科技担任技术、营销与业务发展及业务管理职位约 9 年。后于甲骨文公司担任亚太区企业客户部客户总监，于 2004 年加入浪潮，身兼投资者、共同创办人及营运总监，翌年晋升为集团外包业务初创企业的总裁兼行政总裁。于 2017 年 8 月 1 日起获委任为浪潮国际执行董事，浪潮国际总裁兼首席运营官，以及浪潮通用软件有限公司总裁兼首席运营官。于 2020 年 12 月 8 日辞任浪潮国际执行董事。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2、主营业务：云服务是公司主要发展与转型方向

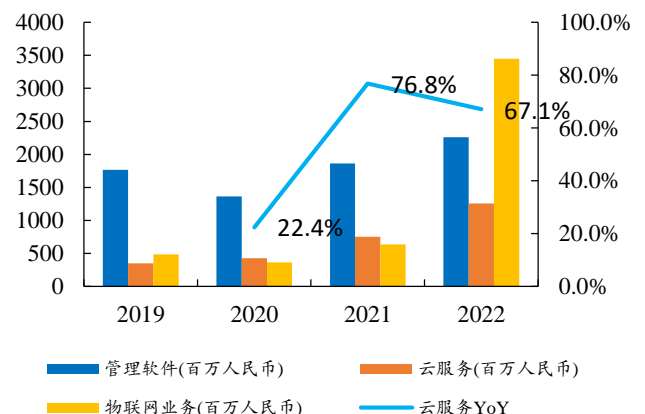
产品结构优化，云服务是公司软件业务主要发展与转型方向，主业逐步向云端迁移。公司主营业务包括管理软件、云服务和物联网解决方案：（1）管理软件业务包括软件外包、企业资源计划 ERP 和运营商操作支持系统 OSS 业务，主要为国企服务；（2）云服务业务主要帮助企业上云并为企业提供相关的云管理软件；（3）物联网解决方案业务主要为粮食和通信两大行业客户提供整体解决方案服务以及为客户提供物联网相关的通信网关和模块等产品。2022 年公司实现总收入 69.7 亿元，同比增长 114.4%，其中管理软件/云服务/物联网解决方案收入占比分别为 32%/18%/49%，管理软件收入占比自 2018 年的 79% 持续降低，云服务成为驱动软件收入增长的核心动力。2019-2022 年，公司来自云服务收入自 3.48 亿元增长至 12.58 亿元，云业务在全部收入中占比已由 13.4% 增至 18.1%，而在云业务+传统管理软件业务收入中占比由 16.5% 增至 35.7%，云转型速度相对较快。

图3：2018-2022 年公司收入 CAGR 为 34.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2019-2022 年公司云服务 CAGR 约为 53.5%

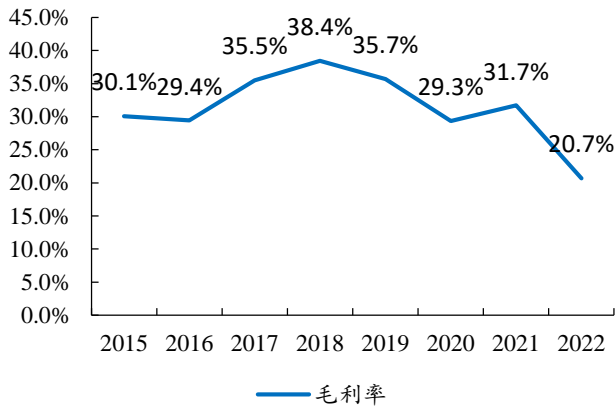


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司近年来的云转型及收入结构变化导致毛利率呈下降趋势，疫情期间销售费用率优化明显、研发费用投入相对稳定。从毛利率角度看，2015 年公司完成边缘业务剥离后，整体毛利率呈现上升趋势，毛利率由 2015 年的 30.1% 升至 2018 年的 38.4%，2018 年后低毛利率的物联网解决方案业务收入占比快速增加，导致整体毛利率下降，2022 年公司物联网业务收入占比显著增加至 49%，毛利率也同比下降至

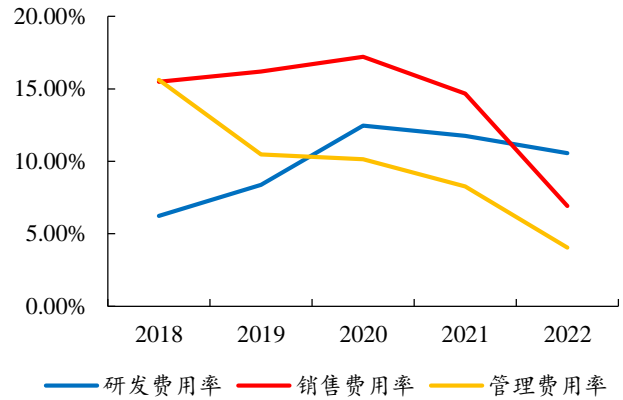
20.7%。从费用端看，公司在 2017 年转云后研发费用率提升较快，由 2018 年的 6.2% 提升至 2020 年的 12.5%；疫情期间各项费用率均开始优化，2020-2022 年销售/管理/研发费用率分别优化 10.3/6.11/1.91pct。

图5：收入结构变化导致公司整体毛利率走低



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：疫情期间公司销售费用率优化明显

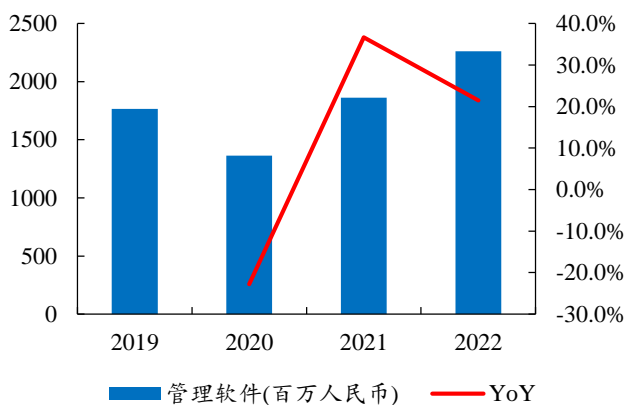


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1、核心软件业务：云服务占比持续扩大

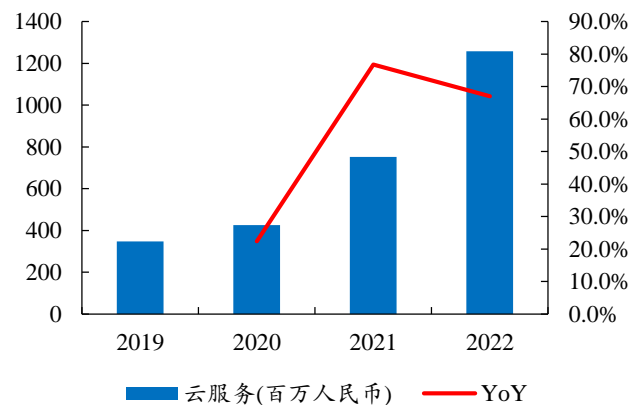
公司管理软件业务包含软件外包、企业资源计划 ERP 及运营商操作支持系统 OSS 业务，凭借自身在财务共享、智能制造、企业大数据、网络运营支持系统等领域的产品优势和在区块链以及人工智能等方面的技术优势，近年来整体营收规模维持健康增长，2020 年受疫情影响业务收入出现负增长，2022 年收入增速恢复至 21.5%。

图7：2019-2022 年公司管理软件收入 CAGR 为 8.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2019-2022 年公司云服务收入 CAGR 为 53.5%

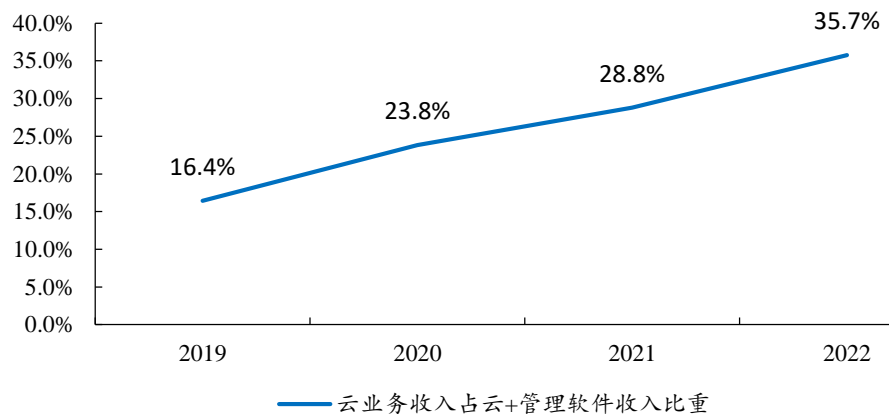


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2017 年公司云战略正式发布后，公司针对大、中、微型企业分别发布不同的云架构产品，客户向云产品迁移进一步加速，2019-2022 年云服务收入 CAGR 达 53.5%，2022 年云服务收入占软件收入比重升至 35.7%，成为公司收入增长的核心驱动力。其中面向大型企业客户的产品是 GS Cloud，目前已经迭代到 5.0 版本，已

经实现超大规模集团应用，在国产环境安全运行，也有相对完备的工业软件体系。GS Cloud 5.0 目前有 33 个关键应用，214 个模块，可以为大型企业提供一站式的数字化平台。而针对中小型企业产品主要是 InSuite，目前已顺利迭代到 3.0 版本，可以提供从采购到支付、从需求到制造、从订单到收款的全流程一体化应用，提供应用云、开发云、实施云、接口云、服务云、方案云六大类云服务，在包括项目型制造、粮食品、快消等行业已打造了样板客户。公司面向小微企业云服务主要由控股子公司浪潮易云负责打造，其产品为易云在线，目前已推出面向细分场景七朵云，是标准化的 SaaS 产品，为专小微企业提供。除此之外，公司亦打造了 PaaS 平台 iGIX，主要包括数据中台、物联网平台，以及低代码平台三个部分，其特点是低代码物联网数据中台为核心且技术上比较领先，公司计划将其打造为可以单独销售的产品，不同于一般 PaaS 产品需要与 SaaS 一起出售。截至 2023 年 8 月，iGIX 已顺利迭代至 6.0 版本，并与 GS Cloud 共同积累了大批包括中国建材，中国电建、国家电投等央国企标杆客户。

图9：云业务收入占云+管理软件收入比重持续提升

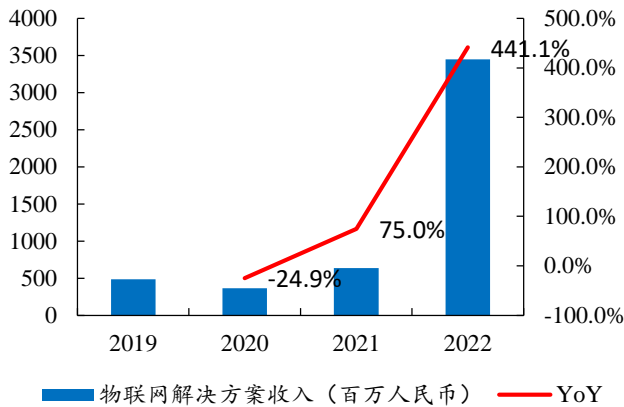


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、物联网解决方案：多行业探索驱动营收快速增长

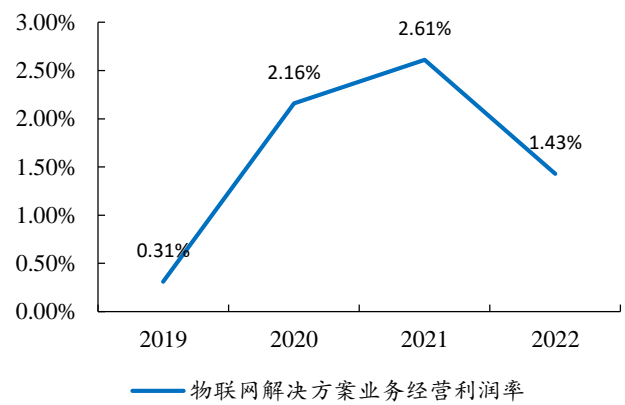
公司物联网解决方案业务主要为行业客户提供系统集成解决方案，目前主要客户集中在粮食仓储物流和通信行业，公司在智能粮食细分行业龙头地位稳固，形成自目标客户总公司向其各省分公司渗透的成长驱动力。受益 5G 时代运营商 IT 投资需求释放，公司运营商相关的系统集成业务有望与其 OSS 软件业务实现同步快速增长。除此之外，公司近年来同时也在智慧水务、智慧矿山和智慧园区等行业积极探索，并顺利打造了包括广州自来水、山东能源等公司在内的行业标杆。2022 年公司物联网解决方案实现收入 34.5 亿元，同比增长 441%，但经营利润仅为 0.5 亿元，经营利润率 1.4%。

图10: 2022年公司物联网解决方案收入同比增长441%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 2022年物联网解决方案业务利润率为1.4%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

以粮食仓储业务为例，公司打造“智粮·慧储”产品，超20余年深耕这一领域，旨在通过物联网、互联网、自动化控制、信息采集、实景模拟、大数据挖掘与商务智能技术，打造区域性或集团化的、开放的、一体化综合的智慧服务中心。这一业务的服务对象涵盖粮食行政管理部门、粮食仓储/加工/物流企业以及相关监管机构等。这一解决方案主要包括智能出入库、智能仓储、智能安防、三维可视化等功能与模块，其中智能仓储与智能安防大量涉及各类专业硬件的联网与数据采集，是公司物联网解决方案的重要竞争力。

图12: “智粮·慧储”解决方案中智能仓储部分大量涉及 IOT



数据来源: 公司官网

图13: “智粮·慧储”解决方案中智能安防部分大量涉及 IOT

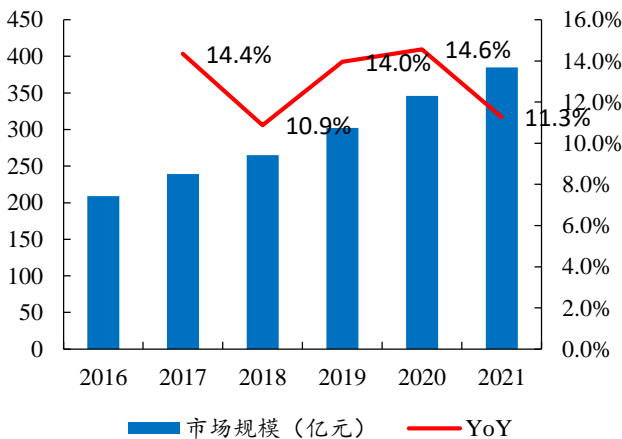


数据来源: 公司官网

2.3、行业竞争格局: 国内 ERP 市场占有率浪潮仅次于用友位居第二

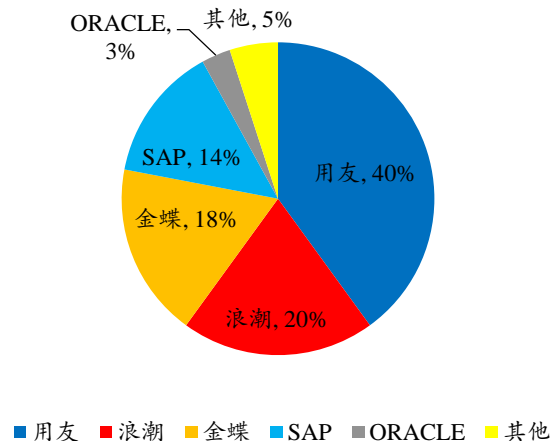
从行业竞争格局看, 国内 ERP 行业集中度近年来不断提升, 根据华经产业研究院数据, 用友网络 2021 年市占率已经高达 40%; 浪潮、金蝶、SAP 位列其后, 市场份额分别为 20%、18%、14%。公司受益于自身国资股东背景以及自身产品竞争力较强, 更善于把握住国企改革信息化趋势, 市场份额仍有进一步提升空间。根据华经产业研究院数据, 2016 年-2021 年, 我国 ERP 市场规模从 209 亿元增长至 385 亿元, 复合增长率约为 13%。

图14: 2016-2021 年我国 ERP 市场规模 CAGR 为 13%



数据来源: IDC、华经产业研究院、开源证券研究所

图15: 2021 年公司在我国 ERP 市场位居第二



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

3、驱动力: 国产化需求加速, 公司在国企资源和技术上具备

一定优势

3.1、中国 ERP 行业增长稳健，云 ERP 持续高成长

国内 ERP 整体增速稳定。ERP 行业经过长期的渗透发展，市场规模整体呈现稳定的增长态势，我国由于企业数字化发展晚于海外主要发达国家，行业渗透率依然存在提升空间，根据 IDC 数据，2021 年我国 ERP 市场达 385 亿，2016-2021 年 CAGR 达 13.0%，高于全球市场平均增速。

云 ERP 兼具效率优化和成本优化，后续仍将成为企业主流需求。传统 ERP 的定制功能一般只与初始版本匹配，在系统升级过程中可能导致大量定制化功能失效，二次开发成本相对较高，抑制了部分下游客户更新换代的需求。随着云计算、大数据、AI 等新技术的成熟，SaaS ERP 实现了在云端完成开发与升级迭代的功能，解决了升级过程导致停机、服务中断和功能丢失等问题，也节省了线下操作的相关成本，更多企业开始选择云 ERP。2018 年工信部发布《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》，明确到 2020 年全国新增上云企业 100 万家，形成典型标杆应用案例 100 个以上，推动企业上云率进一步提升。

表2：云 ERP 相对传统 ERP 在部署方式等方面优势明显

	传统 ERP	云 ERP
部署方式	统 ERP 通常在企业内部的服务器上部署，需要大量的 IT 资源和高额的初始投资	云 ERP 则将软件部署在云端的服务器上，用户通过互联网进行访问和使用，无需购买、安装或维护硬件和软件
运维更新	通常由企业的 IT 团队负责，这可能需要大量的时间和资源，尤其是在更新到新版本时	云 ERP 提供自动化的软件更新和维护，由云服务提供商负责。用户无需手动安装更新，始终可以使用最新版本的软件，从而降低了企业的运维负担
扩展定制	较为复杂，需要深入了解系统架构和编程技能	云 ERP 通常提供可扩展性和定制化选项，但使用更简单的接口和工具，使企业能够更轻松地进行扩展和定制
系统访问	本地访问	随时随地访问，可用性高
系统安全	普通安全级	安全性更高

资料来源：SAP 公众号、开源证券研究所

3.2、浪潮受益于股东国资背景，于国产替代趋势享受份额提升

国产替代加速成为公司拓展大客户的催化剂。国外企业目前在国内的高端 ERP 市场仍然占据较高的市场份额，但随着中美关系更加复杂多变，潜在的信息安全问题越发受到关注。2020 年国务院发布的《关于新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》中明确“集成电路产业和软件产业是信息产业的核心，是引领新一轮科技革命和产业变革的关键力量”。

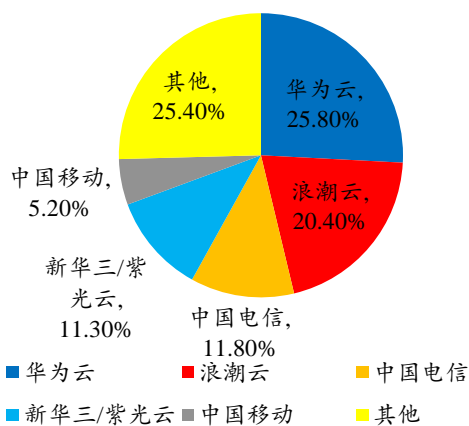
图16: 信息安全问题关注度逐渐提升



资料来源: 艾瑞咨询

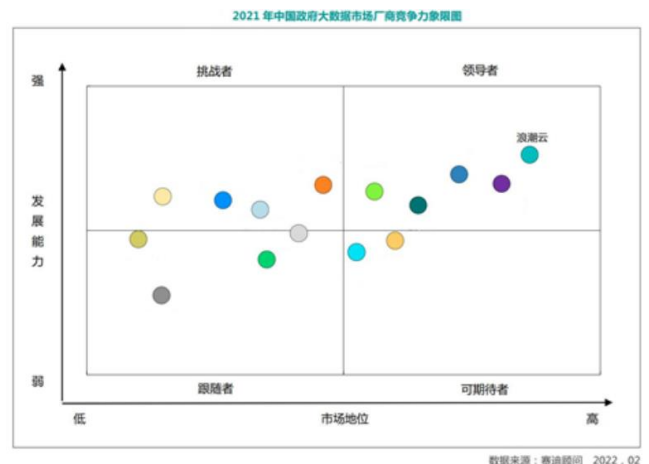
公司作为国资 ERP 厂商, 有望率先享受到大势所趋的国产化渗透率提升。公司股东浪潮集团作为中国领先的云计算、大数据服务商, 旗下拥有浪潮信息、浪潮软件、浪潮国际、华光光电等公司, 综合实力强大, 位列“2019 中国战略性新兴产业领军企业 100 强”第 11 位, 与新一代信息技术领域企业第 8 位。IDC 数据显示, 2021 年浪潮云以 20.4% 的市占率继续领跑中国政务云市场, 仅次于华为云。同时根据赛迪顾问统计, 2020 年在中国政府大数据市场中, 浪潮集团位居市场地位也是第一。浪潮集团能够为浪潮数字企业的发展提供强大的资源支持, 带来包括品牌、政策、税收、产业、市场等优势, 更让浪潮数字企业在 ERP 国产化选型中更易获得央企的信任 and 青睐。

图17: 2021 年浪潮云在国内政务云市占率为 20.4%



数据来源: IDC、开源证券研究所

图18: 2021 年公司在 中国 政府 大数据 市场中 位于 第一



资料来源: 公司官网、赛迪顾问

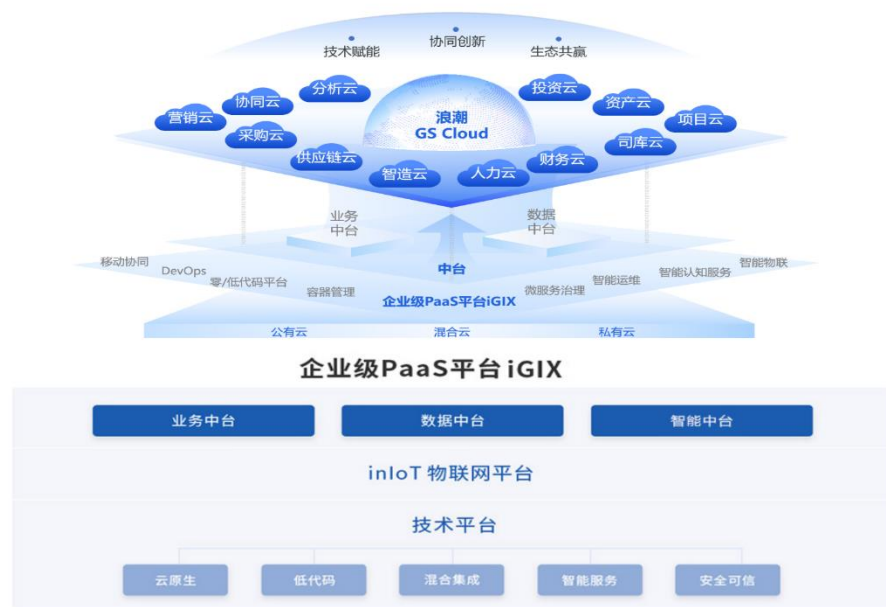
3.3、持续完善产品矩阵, 聚焦中大型国企客户

针对集团型企业客户，公司推出大型企业数字化能力平台 GS Cloud 与 iGIX，提供 SaaS 应用服务以及 PaaS 平台服务。一方面，公司为企业提供财务共享、智能制造、大数据分析等核心应用及财资云、人力云(HCM Cloud)、采购云 (iGo Cloud)、协同云 (云+) 等 SaaS 服务,打造混合云方案，助力大中型企业数字化转型。另一方面,2019 年公司基于浪潮 GIX 数字化能力平台深化企业中台战略落地，激发企业持续的数字化创新。平台具备全面云原生、低代码开发和开源开放等优势，更好地支撑与企业、ISV、合作伙伴的生态构建。浪潮 iGIX 的中台能力来源于包括财务、采购、人力等后台业务的沉淀和共享，并基于 GS Cloud 在集团型央国企市场中的丰富实战经验，为企业提供产业互联网中的标准化连接服务，支撑上层业务场景的快速组合变化。根据计世资讯发布的《2019-2020 年中国 PaaS 市场研究报告》，浪潮 iGIX 在 2019、2020 年蝉联 aPaaS 市场综合竞争力第一名。

面向中小企业，公司推出的 inSuite 不仅为企业提供财务、供应链、智能制造、成本、协同等关键领域的标准 SaaS 订阅应用服务，而且提供低代码设计器和高可用云开发平台，支持企业快速搭建新应用。同时，浪潮借助 inSuite 系列产品构建“平台+生态”合作伙伴体系，不断聚合销售、咨询、交付、集成、开发、服务等合作伙伴为成长型提供产品和服务。

公司面向小微企业提供专业的在线财务 SaaS 应用易云在线，并由公司子公司浪潮易云负责打造。易云在线以浪潮服务器为支撑，通过大数据、人工智能等技术赋能，全面打通小微企业财务、业务、税务、金融等环节，包括浪潮云会计、云进销存、云代账、云订货等“细分场景七朵云”，为客户提供一站式 ERP 解决方案。

图19：公司旗下针对大中型央国企客户的核心产品为 iGIX 平台及 GS Cloud



资料来源：公司官网

4、盈利预测及投资建议

4.1、盈利预测

收入端：我们预计公司 2023-2025 年总营收分别为 98.5/96.6/101.1 亿元，对应同比增速分别为 41.4%/-2.0%/4.6%，其中：（1）考虑到老客户上云，部分产品暂停研发投入甚至停售，预计管理软件 2023-2025 年收入同比增速分别为 8.4%/6.2%/10.5%；（2）考虑到公司目前同时受益于云化和国产化，云服务收入仍有望取得高速增长，预计 2023-2025 年云服务收入同比增速分别为 50%/40%/40%；（3）考虑到物联网业务核心客户结构稳定，但由于高基数下收入端可能承压，2024 年后可能面临负增长，预计该业务 2023-2025 年收入增速分别为 60%/-20%/-20%。

利润端：考虑到公司云业务随着规模效应的释放以及订阅占比有望继续提高，业务亏损率预计将进一步收窄，管理软件和物联网业务利润率预计将维持稳定，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.07/4.21/7.76 亿元，对应同比增速分别为 74.5%/103.4%/84.3%。

表3：公司 2023 年收入预期增速为 41.4%

	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)	6967	9854	9657	10106
YoY(%)	114.3%	41.4%	-2.0%	4.6%
管理软件	2261	2451	2603	2877
YoY(%)	21.5%	8.4%	6.2%	10.5%
云服务	1258	1887	2642	3699
YoY(%)	67.2%	50.0%	40.0%	40.0%
物联网解决方案	3447	5516	4413	3530
YoY(%)	441.0%	60.0%	-20.0%	-20.0%
毛利率	20.7%	19.5%	21.2%	25.4%
研发费用率(%)	10.6%	9.3%	8.6%	9.5%
行政费用率(%)	4.0%	4.5%	4.4%	4.0%
销售费用率(%)	6.9%	5.2%	5.2%	5.0%
净利润(人民币百万元)	119	207	421	776
YoY(%)	120.8%	74.5%	103.4%	84.3%
净利润率(%)	1.7%	2.1%	4.4%	7.7%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、估值分析

我们使用分部估值法验证公司当前股价水平合理性：（1）云服务业务：考虑到公司的商业路径为从领先的 ERP 软件公司向云服务公司转型，我们选取 ERP 同行业用友网络、金蝶国际、明源云、微盟集团作为可比公司，考虑到该业务尚处于亏损状态，我们采用 PS 估值法，给予 2023 年该业务 3-5 倍 PS，对应合理估值 56.61-94.35 亿元；（2）管理软件：我们选取云化程度较低的中国软件国际及亚信科技作为可比公司，给予 2023 年传统软件业务 8-10 倍 PE，对应合理估值 17.68-22.1 亿元；

(3) 物联网解决方案：考虑到该业务对公司利润贡献有限，不给予估值。由此计算 2023 年公司合理估值为 74.29-116.45 亿元，以 10 月 17 日港元兑人民币汇率 0.9185 计算，合计对应公司 2023 年合理估值 80.88-126.78 亿港元。

公司最新股价 1.67 港元（截至 2023 年 10 月 18 日）对应 2023-2025 年 PE 分别为 7.8/3.8/2.1 倍。考虑到公司依托山东省国资委股东背景及浪潮集团资源有望持续受益于国产替代机会，未来云转型顺利推进有望释放利润，首次覆盖给予“买入”评级。

表4：浪潮数字企业同业基本面及估值对比

证券代码	证券名称	市值(亿元)	收入/经调整净利润 (亿元)					PE/PS		
			2022A	2023E	2024E	2025E	CAGR	2023E	2024E	2025E
按业务划分：云服务 (PS)										
600588.SH	用友网络	574	92.62	101.61	115.69	132.22	13%	5.6	5.0	4.3
00268.HK	金蝶国际	326	48.66	58.41	70.85	85.76	21%	5.6	4.6	3.8
00909.HK	明源云	56	18.16	16.39	18.68	21.80	6%	3.4	3.0	2.6
02013.HK	微盟集团	85	18.39	24.93	29.72	34.75	24%	3.4	2.9	2.4
	平均值	260	44.46	50.34	58.74	68.63		4.5	3.9	3.3
按业务划分：软件管理 (PE)										
00354.HK	中国软件国际	161	7.61	8.69	11.48	14.81	25%	18.5	14.0	10.9
01675.HK	亚信科技	73	8.24	9.42	10.89	12.50	15%	7.7	6.7	5.8
	平均值	59	7.93	9.06	11.19	13.66		13.1	10.4	8.4

数据来源：Bloomberg、Wind、开源证券研究所（注：市值按照 2023 年 10 月 17 日收盘价计算，金蝶国际、微盟集团、中国软件国际、亚信科技盈利预测及估值数据取自彭博一致预期，用友网络、明源云盈利预测及估值数据取自开源证券研究所最新预测，对应汇率为 1 港元=0.9185 人民币）

5、风险提示

企业上云进度不及预期：受国际政治、政府预算及相关政策影响，公司客户向云 ERP 转型可能慢于预期。

市场竞争加剧：云计算赛道竞争激烈，大型项目订单可能不及预期。

大型客户拓展不及预期：公司绝大部分云收入来源于大型客户，若大型企业国产替代进展放缓，则公司云业务增长可能不及预期。

附：财务预测摘要(单位:百万人民币)

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,318	3,241	3,939	4,822	5,992
现金	1,035	1,193	1,670	2,178	2,903
应收账款	751	1,310	1,620	1,960	2,346
存货	2	0	1	1	1
其他流动资产	530	738	648	683	742
非流动资产	1,586	1,577	1,594	1,610	1,627
固定资产及在建工程	368	374	391	406	419
无形资产及其他长期资产	1,218	1,203	1,203	1,204	1,208
资产总计	3,904	4,818	5,533	6,432	7,619
流动负债	1,847	2,628	3,136	3,731	4,426
短期借款	895	1,077	1,332	1,609	1,930
应付账款	761	1,244	1,539	1,859	2,231
其他流动负债	191	307	265	263	265
非流动负债	297	312	312	312	312
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	297	312	312	312	312
负债合计	2,144	2,940	3,448	4,043	4,738
股本	0	0	0	0	0
储备	0	0	0	0	0
归母所有者权益	1,723	1,838	2,044	2,341	2,816
少数股东权益	38	40	45	49	64
负债和股东权益总计	3,904	4,818	5,533	6,432	7,619

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	94	192	538	552	775
税前利润	50	149	236	479	883
折旧和摊销	70	71	87	89	91
营运资本变动	-263	0	291	215	248
其他	237	-28	-76	-231	-447
投资活动现金流	88	3	-108	-96	-91
资本开支	-37	0	-75	-75	-75
其他	125	3	-33	-21	-16
融资活动现金流	-12	-33	54	44	39
股权融资	5	0	0	0	0
银行借款	-74	0	0	0	0
其他	57	-33	54	44	39
汇率变动对现金的影响	-3	-2	0	0	0
现金净增加额	198	160	484	501	724
期末现金总额	1,068	1,195	1,677	2,178	2,901

数据来源：公司公告、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,250	6,967	9,854	9,657	10,106
营业成本	-2,220	-5,525	-7,930	-7,606	-7,539
营业费用	-477	-482	-512	-502	-505
管理费用	-650	-1,017	-1,360	-1,255	-1,364
其他收入/费用	664	1,157	1,540	1,578	1,836
营业利润	14	140	180	323	471
净财务收入/费用	0	-3	-3	-3	-3
其他利润	36	12	59	160	415
除税前利润	50	149	236	479	883
所得税	-3	24	24	48	88
少数股东损益	-1	6	5	10	19
归母净利润	54	119	207	421	776
EBITDA	76	157	169	258	370
扣非后净利润	54	119	207	421	776
EPS(元)	0.05	0.10	0.18	0.37	0.68

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业利润(%)	48.8	114.3	41.4	-2.0	4.6
营业收入(%)	0	911.1	28.9	79.2	46.1
归属于母公司净利润(%)	0	120.8	74.5	103.4	84.3
获利能力					
毛利率(%)	31.7	20.7	22.2	23.7	25.3
净利率(%)	1.7	1.7	1.8	3.9	4.2
ROE(%)	3.1	6.5	7.8	11.2	15.9
ROIC(%)	3.1	0.4	5.7	12.6	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	54.9	61.0	62.3	62.9	62.2
净负债比率(%)	-8.0	-6.2	-16.2	-23.8	-33.8
流动比率	125.5	123.3	125.6	129.2	135.4
速动比率	96.7	95.2	104.9	110.9	118.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.4	1.8	1.5	1.3
应收账款周转率	4.3	5.3	6.1	4.9	4.3
应付账款周转率	2.9	4.4	5.2	4.1	3.4
存货周转率	1917.6	15905.5	7699.6	9369.9	7290.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.0	0.1	0.2	0.4	0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	0.1	0.3	0.3	0.5	0.8
每股净资产(最新摊薄)	1.5	1.6	1.8	2.0	2.3
估值比率					
P/E	29.9	13.6	7.8	3.8	2.1
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼2-3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn