

浪潮国际 (00596.HK) 深度研究

开启ERP云化的新征程

2018年09月26日

【投资要点】

- ◆ 公司聚焦于企业信息化建设。公司是国内管理软件行业的知名公司，在浪潮集团体系内承担智慧企业的相关业务。浪潮集团坐拥优质的客户资源及丰富的产品线，目前已将企业上云及工业互联网的资质授权并共享给浪潮国际。
- ◆ 长期来看，管理软件行业受益于渗透率的持续提升。中国企业的信息化程度与发达国家仍有较大差距，而目前政府持续推动企业信息化建设促使中国的ERP行业保持较快发展。
- ◆ PMI持续站在50%荣枯线上方提升ERP行业景气度。ERP公司的营收与PMI指数呈现高度相关关系。目前中国的PMI指数仍站在50%的荣枯线之上，呈现持续扩张势头。我们预计今年ERP相关公司的营收有望持续保持稳定增长。
- ◆ 公司云服务收入占比提升至6.7%。浪潮国际2017H1云服务业务收入为1366万元，占营业收入的2.5%，占收入的2.5%。到2018H1，云服务业务收入增长至5175万元，同比增长278.8%，收入占比提升至6.7%，显示出公司云服务业务的强劲增长势头。

【投资建议】

- ◆ 我们分别对公司各大业务板块的收入进行测算累加，我们预计公司2018-2020收入分别为24亿/29亿/33亿港元，YoY分别为+83%/+19%/+14%，归母净利润分别为2.94亿/3.16亿/3.80亿港元，YoY分别为+160%/+8%/+20%，EPS分别为0.26/0.28/0.33港元，对应PE分别为14.3X/13.3X/11.1X。
- ◆ 考虑到天元通信并表的影响，我们预计公司云服务收入占比较2018H1有所下降，我们暂不考虑对公司业务进行分部估值。参考A股和港股相关管理软件公司的估值水平，考虑到公司股票尚未进入沪股通/深股通，且考虑到公司目前在港股市场中的流动性，我们给与公司2019年20X PE，对应未来六个月目标价为5.55港元。首次覆盖，给予“买入”的投资评级。



挖掘价值 投资成长

买入 (首次)

目标价：5.55 港元

东方财富证券研究所

证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：李博伦

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万港元)	4214.01
流通市值 (百万港元)	4214.01
52周最高/最低(港元)	3.71/1.93
52周最高/最低 (PE)	47.09/13.66
52周最高/最低 (PB)	1.97/1.07
52周涨幅 (%)	79.66
52周换手率 (%)	32.33

相关研究

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万港元)	1317.95	2411.17	2871.09	3287.00
增长率 (%)	13.31	82.95	19.07	14.49
EBITDA (百万港元)	153.70	334.90	383.40	464.02
归母净利润 (百万港元)	113.05	294.02	316.09	380.10
增长率 (%)	88.75	160.08	7.51	20.25
EPS (港元/股)	0.12	0.26	0.28	0.33
市盈率 (P/E)	30.33	14.33	13.33	11.09
市净率 (P/B)	2.03	1.50	1.37	1.24
EV/EBITDA	7.93	6.63	5.38	5.14

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 管理软件收入、业绩不及预期的风险
- ◆ 天元通信收入、业绩不及预期的风险;
- ◆ 云业务收入增长缓慢的风险;
- ◆ 云业务业绩亏损加剧的风险。

正文目录

1. 背靠浪潮集团，坐享集团优质资源	5
1.1. 浪潮国际在浪潮集团业务中的定位	5
1.1.1. 浪潮集团-中国信息技术行业的国家队	5
1.1.2. 浪潮集团对浪潮国际定位	5
1.2. 公司在浪潮集团体系的重要性日益增强	5
1.2.1. 浪潮集团对公司大幅增持彰显对公司的信心	5
1.2.2. 股权激励绑定管理层与股东的利益	6
1.3. 背靠集团，坐享公司优质资源	6
1.3.1. 公司是企业管理软件的头部公司	6
1.3.2. 公司充分受益浪潮集团强大的资源	7
1.4. 管理软件维持较好的景气度	9
1.4.1. 浪潮国际收入（持续经营业务）呈现稳步增长	9
1.4.2. 长期受益于企业信息化渗透率提升	10
1.4.3. 企业景气度提升促使 ERP 行业维持增长势头	11
2. 乘上云计算的东风，云服务业务高速增长	12
2.1. 云服务已成公司新的业务重心	12
2.1.1. 传统软件向云端迁移已成为业内共识，未来增速可期	12
2.1.2. 企业级 SaaS 应用需求正在提升	12
2.1.3. 国内的 ERP 厂商积极拓展云服务业务	13
2.1.4. 公司云服务收入大幅增长	14
2.1.5. 浪潮国际的云 ERP 产品，构建起云时代的新生态	15
2.2. 全面构建覆盖大、中、小微企业的云产品	15
2.2.1. 面向大型企业的 GS Cloud	15
2.2.4. 借力 Odoo，全方位完善 PS Cloud，快速渗透成长型企业	18
3. 财务分析（持续经营）	20
3.1. 收入	20
3.1.1. 年度分析	20
3.1.2. 半年度分析	20
3.2. 收入成本及毛利率	21
3.2.1. 年度分析	21
3.2.2. 半年度分析	21
3.3. 销售费用	22
3.3.1. 年度分析	22
3.3.2. 半年度分析	23
3.4. 管理费用	23
3.4.1. 年度分析	23
3.4.2. 半年度分析	24
3.5. 归母净利润	24
3.5.1. 年度分析	24
3.5.2. 半年度分析	25
3.5. 天元通信并表影响	25
4. 盈利预测及估值	26
4.1. 盈利预测	26
4.2. 绝对估值	27

4. 3. 可比公司与相对估值	27
4. 3. 1. 可比公司	27
5. 风险提示	27

图表目录

图表 1: 浪潮国际重要子公司一览	5
图表 2: 浪潮集团对公司的实际控股比例	6
图表 3: 2017H1 中国企业级应用软件厂商销售收入占比	7
图表 4: 浪潮服务器	7
图表 5: 浪潮政务云市场占有率	7
图表 6: 浪潮集团对浪潮国际的业务帮助	8
图表 7: 浪潮集团入选 14 个省级企业上云及工业互联网服务商	8
图表 8: 浪潮集团入选 13 个地市级企业上云及工业互联网服务商	9
图表 9: 浪潮国际收入 (百万, 港元) 及增速	10
图表 10: 2017 年浪潮国际各项业务收入占比	10
图表 11: 三项业务收入增速变化	10
图表 12: 公司毛利率变化情况	10
图表 13: 中国企业信息化渗透率	11
图表 14: ERP 公司应收增速与 PIM 比较	11
图表 15: 中国公有云 SaaS 市场预测 (百万美元)	12
图表 16: 中国 ERM 市场 (OP VS. SaaS) 占比	12
图表 17: 公有云上企业内部应用和数据比例	13
图表 18: 企业公有云产品应用比例	13
图表 19: 金蝶国际的云服务收入规模 (百万, 人民币)、收入占比、增速 ..	13
图表 20: 用友网络的云服务收入规模 (百万, 人民币)、收入占比、增速 ..	14
图表 21: 浪潮国际云服务收入 (百万, 港元) 及增速	14
图表 22: 金蝶、用友、浪潮国际 2018H1 云服务收入对比	15
图表 23: 浪潮财务云	16
图表 24: 浪潮采购云 (iGO Cloud)	16
图表 25: 浪潮人力云 (HCM Cloud)	17
图表 26: HCM Cloud 移动端	17
图表 27: 浪潮云+	18
图表 28: 浪潮人力云 (HCM Cloud)	19
图表 29: PS Cloud 构建的云生态	19
图表 30: 年度营业收入 (百万, 港元)	20
图表 31: 半年度营业收入 (百万, 港元)	21
图表 32: 年度收入成本 (百万, 港元) 及毛利率	21
图表 33: 半年度收入成本 (百万, 港元) 及毛利率	22
图表 34: 年度销售费用 (百万, 港元)	22
图表 35: 半年度销售费用 (百万, 港元)	23
图表 36: 年度管理费用 (百万, 港元)	23
图表 37: 半年度管理费用 (百万, 港元)	24
图表 38: 年度归母净利润 (百万, 港元)	25
图表 39: 半年度归母净利润 (百万, 港元)	25
图表 40: 盈利预测	26
图表 41: DDM 模型预测	27
图表 42 管理软件公司估值比较	27
图表 43: 利润表 (百万港元)	28

1. 背靠浪潮集团，坐享集团优质资源

1.1. 浪潮国际在浪潮集团业务中的定位

1.1.1. 浪潮集团-中国信息技术行业的国家队

浪潮集团是山东国资委的重要持股公司，持股比例达 38.88%。浪潮集团是中国领先的云计算、大数据服务商，拥有浪潮信息、浪潮软件、浪潮国际、华光光电四家上市公司，业务涵盖云数据中心、云服务大数据、智慧城市、智慧企业四大产业群组。浪潮是全国八家国家安全可靠计算机信息系统集成的重点企业之一，拥有计算机信息系统集成特一级资质。

在云计算领域，公司的浪潮云服务于政府市场和企业市场，遍布全国近 40 个云数据中心，为 120 多个省、自治区、直辖市提供云计算服务。自 2017 年 8 月份开始，浪潮云宣布进军公有云市场。据 IDC 数据显示，截止到 2018Q1，浪潮云同比增速高达 1781%，而 2018Q1 中国公有云市场整体增速为 87%，显示出浪潮云在布局 IaaS 市场后，展现出强劲的增长势头。

1.1.2. 浪潮集团对浪潮国际定位

根据目前集团的规划，在上市公司平台中，浪潮信息主要聚焦于服务器领域、浪潮软件聚焦于为政府提供信息化产品和服务，而浪潮国际则聚焦于企业信息化产品及服务。

浪潮国际的业务主要包括企业管理软件、云服务、系统集成和外包服务，这些业务分别隶属于不同的子公司。

图表 1: 浪潮国际重要子公司一览

子公司名称	持股比例	主要业务
浪潮山东电子	100%	投资控股，从事先进技术的研究跟踪
浪潮世科（山东）信息技术有限公司	100%	主要从事软件开发及外包服务业务
浪潮通用软件有限公司	100%	是上市公司主要子公司，从事企业信息化软件的开发
济南浪潮铭达信息科技有限公司	100%	持有投资物业
浪潮天元通信信息系统有限公司	76%	通信行业软件开发、运维、大数据服务

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

1.2. 公司在浪潮集团体系的重要性日益增强

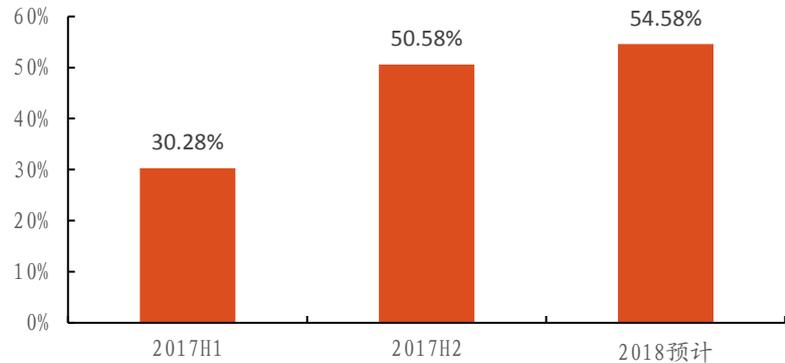
1.2.1. 浪潮集团对公司大幅增持彰显对公司的信心

截止到 2018 年 6 月底，公司的主要股东分别为浪潮海外投资有限公司及浪潮云投有限公司，持股比例分别为 30.28%及 20.30%。

去年9月份，浪潮集团通过旗下全资附属公司浪潮云投有限公司，以每股2.1港元要约收购浪潮国际20.3%的股份，实际控制人浪潮集团对公司的实际控股比例由30.28%提升至50.58%。

此外，如果考虑到公司对浪潮集团集团旗下的浪潮天元通信的股权收购的影响，收购完成后浪潮集团实际控股比例将进一步提升到54.58%。

图表 2: 浪潮集团对公司的实际控股比例



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.2.2. 股权激励绑定管理层与股东的利益

2017年12月1日，公司授予高管和员工共计3000万的期权，绑定管理层与股东的利益。

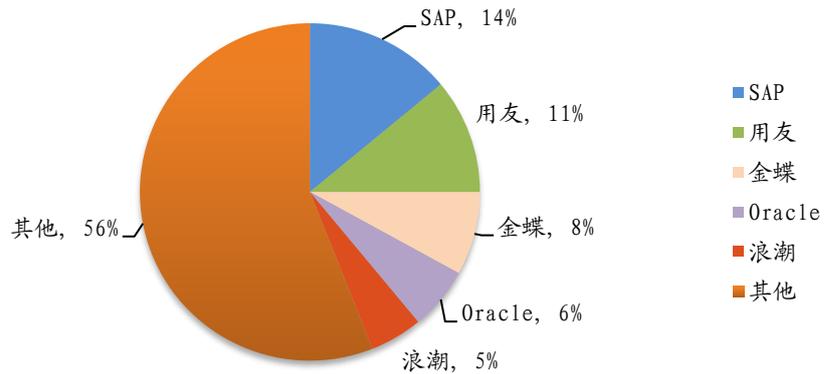
1.3. 背靠集团，坐享公司优质资源

1.3.1. 公司是企业管理软件的头部公司

公司聚焦于企业信息化建设。2006年2月，公司收购了ERP业务，开始为企业提供IT服务，到2007年12月，公司增持ERP业务，控股浪潮通软公司。2008年10月，再度增持ERP业务，全资控股浪潮通软公司。公司对浪潮通软公司的收购，使得公司成为了国内管理软件行业的知名公司。

从IDC的数据统计看，公司在中国2017H1企业级应用软件厂商的销售收入占比排名为5%。在中国企业管理软件市场上，与金蝶、用友形成国产企业管理软件的三足鼎立之势。

图表 3: 2017H1 中国企业级应用软件厂商销售收入占比

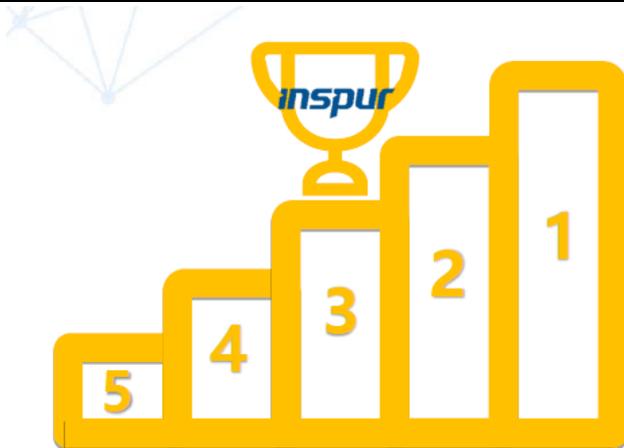


资料来源: IDC 中国, 东方财富证券研究所

1.3.2. 公司充分受益浪潮集团强大的资源

浪潮集团坐拥优质的客户资源及丰富的产品线, 目前已将企业上云及工业互联网的资质授权并共享给浪潮国际。浪潮国际可提供企业 PaaS、SaaS、管理软件应用等, 而浪潮集团则提供相应的 IaaS、服务器、存储等。

图表 4: 浪潮服务器



浪潮服务器实现了历史性突破, 跃居全球前三、蝉联中国第一, 增速位列全球首位, 进入了世界第一阵营

资料来源: 公司资料, 东方财富证券研究所

图表 5: 浪潮政务云市场占有率



浪潮政务云累计签约138个省市, 市场占有率第一。浪潮云位居中国公有云IaaS市场增速第一位 (IDC)

资料来源: 公司资料, 东方财富证券研究所

图表 6: 浪潮集团对浪潮国际的业务帮助



资料来源: 公司资料, 东方财富证券研究所

目前, 浪潮集团已经入选了 14 个省级企业上云及工业互联网服务商; 13 个地市级企业上云及工业互联网服务商。凭借浪潮集团强大的资质、丰富的产品线、优质的客户资源, 及浪潮集团对浪潮国际的资质授权, 为浪潮国际在企业信息化领域提供了良好的客户资源和业务拓展能力。

图表 7: 浪潮集团入选 14 个省级企业上云及工业互联网服务商

入选时间	省份	入选内容
2018.02.27	山东	省综合云平台服务商及云应用服务商
2018.03.06	湖南	省综合云平台服务商及云应用服务商
2018.03.29	云南	云南省小微企业上云服务提供商
2018.04.02	广东	工业互联网平台服务商
2018.04.12	内蒙古	自治区综合云平台服务商及云应用服务商
2018.05.14	河南	省综合云平台服务商及云应用服务商
2018.05.17	辽宁	省综合云平台服务商
2018.06.19	福建	工业互联网平台服务商
2018.07.02	江苏	工业互联网平台服务商
2018.07.10	上海	工业互联网平台服务商
2018.08.04	广西	自治区企业上云服务商
2018.08.10	江西	工业互联网平台服务商
2018.08.12	天津	工业互联网平台服务商
2018.08.17	四川	省企业云平台服务商

资料来源: 公司资料, 东方财富证券研究所

图表 8: 浪潮集团入选 13 个地市级企业上云及工业互联网服务商

入选时间	省份	入选内容
2017.07.29	济南	首批企业上云服务商推荐名单
2017.09.05	台州	市云应用服务商
2017.09.21	延边	综合云平台服务商及云应用服务商
2017.09.28	四平	综合云平台服务商及云应用服务商
2017.09.29	常德	综合云平台服务商及云应用服务商
2017.10.26	长春	综合云平台服务商及云应用服务商
2017.11.01	惠州	企业上云服务提供商
2017.12.01	天水	企业上云服务提供商
2018.04.25	惠州	工业互联网平台服务商
2018.06.27	郑州	综合云平台服务商
2018.07.21	齐齐哈尔	企业综合云平台服务商
2018.07.30	苏州	工业互联网平台服务商
2018.08.01	佛山	工业互联网平台服务商

资料来源: 公司资料, 东方财富证券研究所

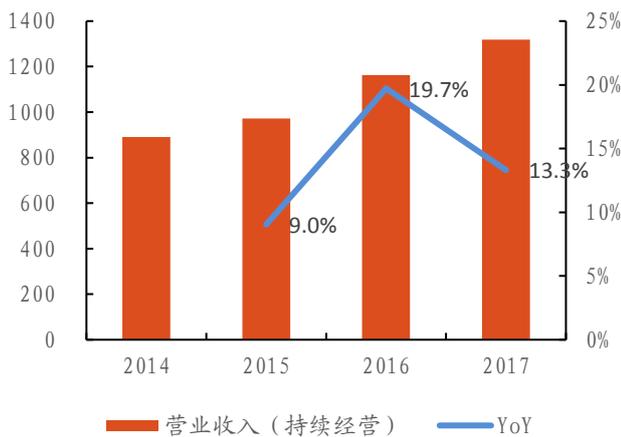
1.4. 管理软件维持较好的景气度

1.4.1. 浪潮国际收入 (持续经营业务) 呈现稳步增长

浪潮国际营业收入呈现稳步增长势头。公司收入由 2014 年的 8.9 亿港元增长至 2017 年的 13.2 亿港元, 增长幅度近 50%。其中, 公司软件开发 (主要是企业管理软件, 含云服务业务) 增速较快, 近两年有保持 30% 以上的增长。而毛利偏低两块业务, 1) 软件外包则在 2017 年出现负增长, 2) 销售 IT 周边产品及软件 (主要是给中储粮做的系统集成业务, 软件部分为第三方外采) 增速平缓。

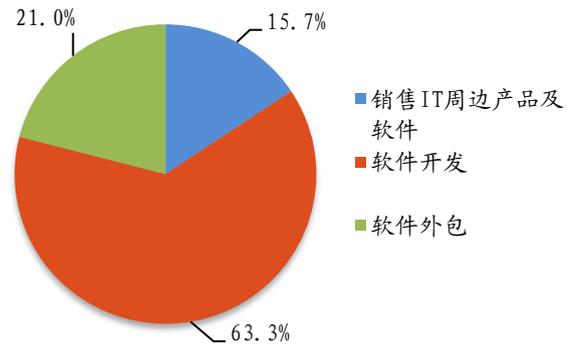
随着管理软件的快速增长, 特别是公司自去年开始向云 ERP 领域拓展, 公司的毛利率在 2017 年出现显著提升, 由 2016 年的 29.4% 提升至 2017 年的 32.8%, 提升 3.4 pct。

图表 9: 浪潮国际收入 (百万, 港元) 及增速



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

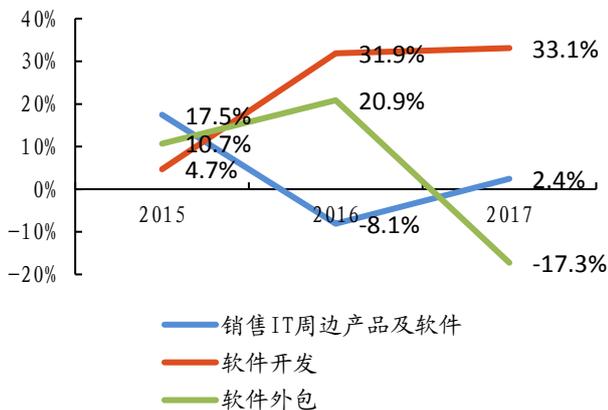
图表 10: 2017 年浪潮国际各项业务收入占比



备注: 2017 年软件开发包含云服务收入

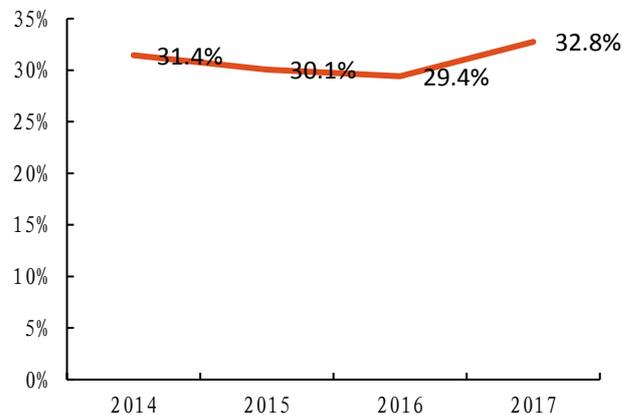
资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 11: 三项业务收入增速变化



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 12: 公司毛利率变化情况

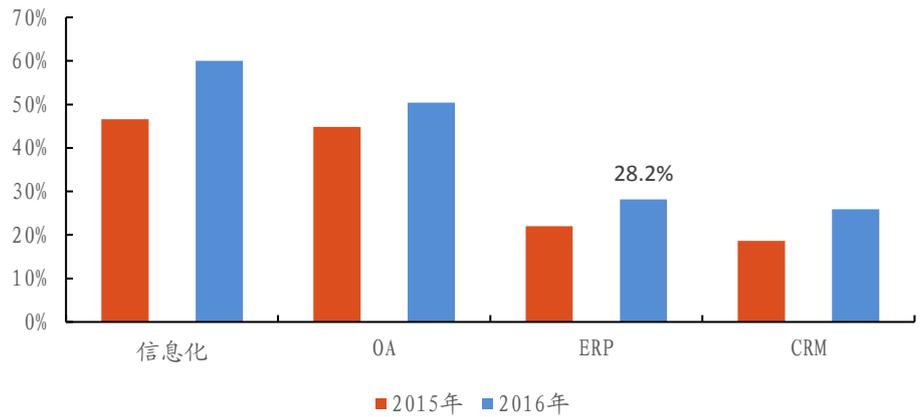


资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

1.4.2. 长期受益于企业信息化渗透率提升

我们根据国家工商总局企业数量及 CNNIC 对各信息化系统渗透率的统计, 我们测算中国 2016 年 ERP 行业的渗透率为 28.2%。一方面, 中国企业的信息化程度与发达国家仍有较大差距, 而目前政府持续推动企业信息化建设促使中国的 ERP 行业保持较快发展。

图表 13: 中国企业信息化渗透率



资料来源: 中国国家工商总局, CNNIC, 东方财富证券研究所

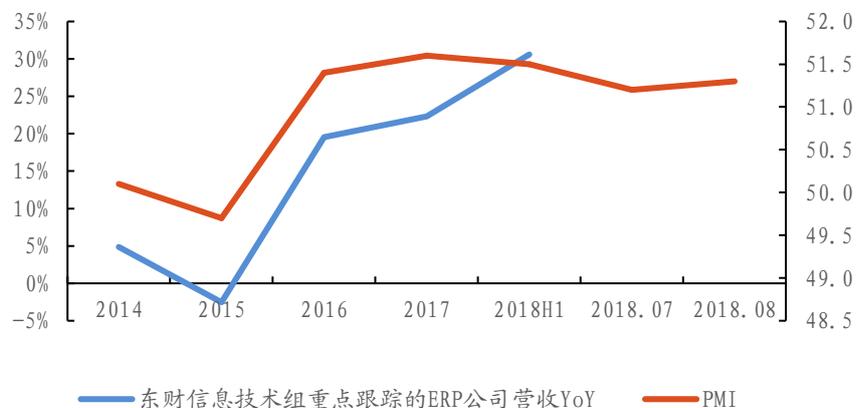
2017年1月24日, 工信部发布了《工业和信息化部关于进一步推进中小企业信息化的指导意见》。在《指导意见》中, 工信部做出了重点任务的部署, 包括: 1) 以信息技术提升研发设计水平; 2) 以信息技术改造生产制造方式; 3) 以信息技术提升经营管理能力; 4) 以信息技术优化市场营销; 5) 探索互联网金融缓解中小企业融资难; 6) 引导大型信息化服务商服务中小企业; 7) 完善中小企业信息化服务体系; 8) 加强案例研究和应用宣传。

《指导意见》同时给出了相关四点保障措施, 包括建立协同机制、加大财税金融扶持、加强人才队伍建设及加强信息化评测

1.4.3. 企业景气度提升促使 ERP 行业维持增长势头

ERP 公司的营收与 PMI 指数呈现高度相关关系。目前中国的 PMI 指数仍站在 50% 的荣枯线之上, 呈现扩张。我们预计今年 ERP 相关公司的营收有望持续保持稳定增长。

图表 14: ERP 公司应收增速与 PIM 比较



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2. 乘上云计算的东风，云服务业务高速增长

2.1. 云服务已成公司新的业务重心

2.1.1. 传统软件向云端迁移已成为业内共识，未来增速可期

我们认为企业采用 SaaS 模式有三大优势：1) **节省成本**。企业不需要过多的 IT 投入，如对服务器、数据库、运维等方面的投入，直接采用订阅的方式就可以享受到软件服务；2) **避免一次性庞大开支**。购买软件授权，对于很多中小企业来说无疑是一笔庞大的开支，采用 SaaS 订阅的模式，按照每年付订费的方式，避免了一次性的庞大开支对于企业财务上的压力；3) **聚焦主业**。企业在选择 SaaS 后，将企业更多的资源聚焦于主营业务中，不用过多考虑企业自身 IT 所需资源的问题。

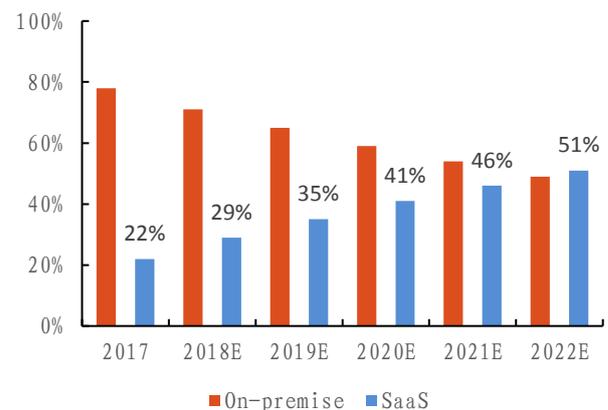
根据 IDC 的预测，预计 2018-2022 年，中国公有云 SaaS 市场有望达到 58.17 亿美元，符合增速达 33.6%。此外，在 ERM (Enterprise Resource Management) 领域，到 2022 年，SaaS 占比有望超过 50%。

图表 15: 中国公有云 SaaS 市场预测 (百万美元)



资料来源: IDC, 金蝶国际, 东方财富证券研究所

图表 16: 中国 ERM 市场 (On-premise VS. SaaS) 占比



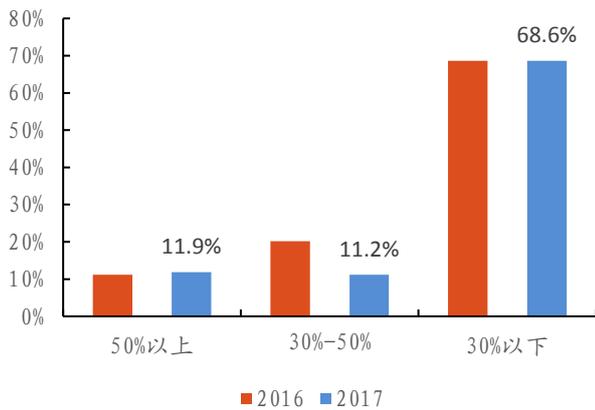
备注: 2017年软件开发包含云服务收入

资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

2.1.2. 企业级 SaaS 应用需求正在提升

根据中国信通院的统计，我们从近两年企业公有云产品的应用比例来看，SaaS (包括 OA、CRM、财务等在线应用) 的应用比例由 2016 年的 27.4% 提升至 2017 年的 30.6%，反映出越来越多的企业开始采用 SaaS。但同时我们看到，中国公有云上企业内部应用和数据的比例在 30% 以下的企业占比近 70%，企业内部应用和数据上云的程度仍有继续提升的潜力。

图表 17: 公有云上企业内部应用和数据比例



资料来源: 中国信通院, 东方财富证券研究所

图表 18: 企业公有云产品应用比例



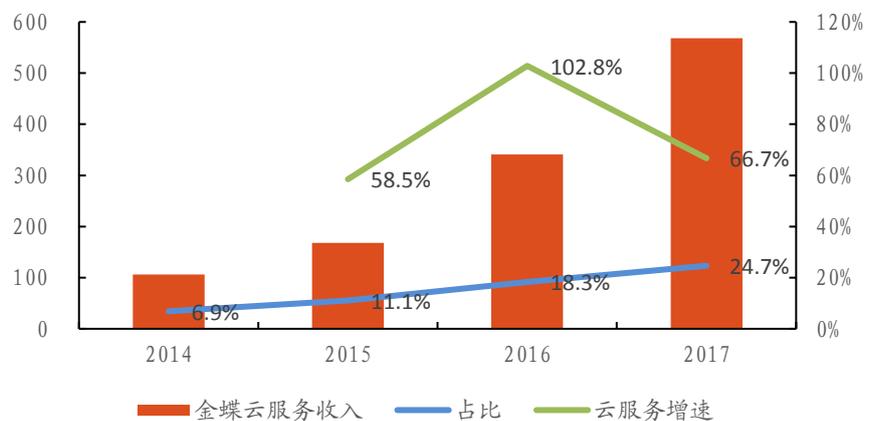
资料来源: 中国信通院, 东方财富证券研究所

2.1.3. 国内的 ERP 厂商积极拓展云服务业务

我们看到国内 ERP 厂商云服务收入的增长迅速, 收入占比不断提升。

金蝶国际云化的进度最快。金蝶的云服务收入从 2014 年的 1.06 亿增长至 2017 年的 5.68 亿元人民币, 收入占比由 2014 年的 6.9% 提升至 2017 年的 24.7%, 4 年增长高达 436%。

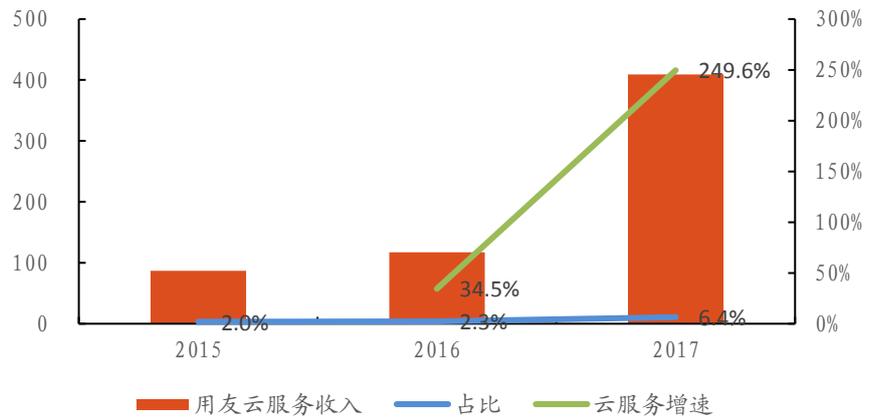
图表 19: 金蝶国际的云服务收入规模 (百万, 人民币)、收入占比、增速



资料来源: 金蝶国际年报, 东方财富证券研究所

与此同时, 用友网络也开始在 ERP 云服务领域奋起直追。拥有 2015 年云服务收入仅 8700 万, 到 2017 年已达 4.09 亿, 三年增长 370%。收入占比由 2015 年的 2%, 提升至 2017 年的 6.4%。

图表 20: 用友网络的云服务收入规模 (百万, 人民币)、收入占比、增速

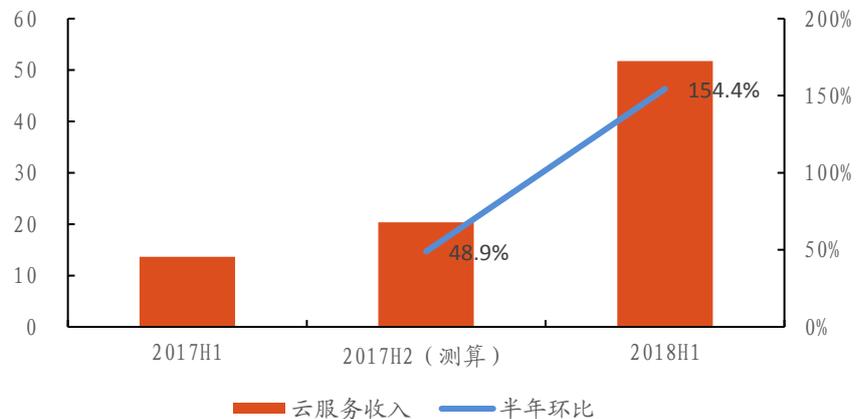


资料来源: 用友网络年报, 东方财富证券研究所

2.1.4. 公司云服务收入大幅增长

根据公司资料, 浪潮国际 2017H1 云服务业务收入为 1366 万元, 占营业收入的 2.5%, 占收入的 2.5%。到 2018H1, 云服务业务收入增长至 5175 万元, 同比增长 278.8%, 收入占比提升至 6.7%, 显示出公司云服务业务的强劲增长势头。

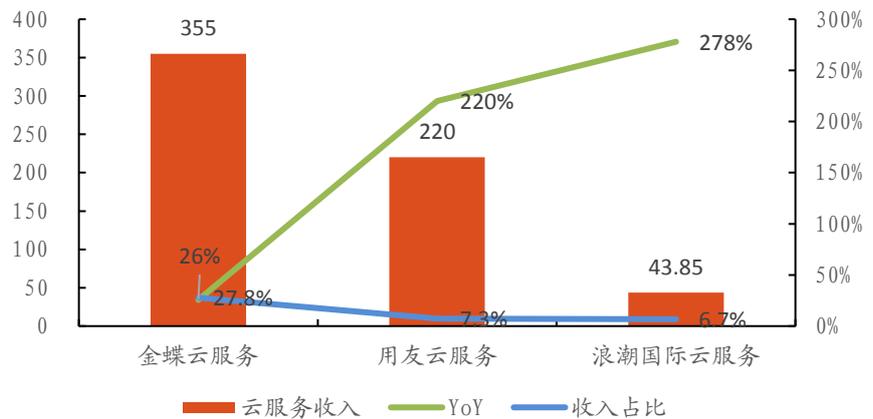
图表 21: 浪潮国际云服务收入 (百万, 港元) 及增速



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

同时, 我们横向对比用友和金蝶的 2018H1 云服务收入的同比增速情况, 公司的增速显著快于竞争对手。尽管公司云服务收入规模相对较小, 但增速是最快的。

图表 22: 金蝶、用友、浪潮国际 2018H1 云服务收入对比 (百万元, 人民币)



注: 用友网络的云服务业务不含金融业务, 人民币/港币以 2018.06.30 的汇率为准

资料来源: 金蝶国际半年报、用友网络半年报、浪潮国际中期业绩资料, 东方财富证券研究所

2.1.5. 浪潮国际的云 ERP 产品, 构建起云时代的新生态

浪潮云 ERP 是基于浪潮 34 年服务中国企业信息化的积累沉淀, 为适应 SaaS 的快速发展, 推出的企业云平台。公司推出了针对不同用户的云平台及云服务, 包括面向大型企业的 GS cloud, 面向中型企业的 PS cloud, 及面向小微企业的云产品。

公司在云转型上慢于用友和金蝶, 主要原因是和公司的客户结构有关。中国 ERP 厂商最早上云的是金蝶, 主要因为金蝶的客户以中小客户为主, 系统的标准化程度相对较高, 易于云转型。

2.2. 全面构建覆盖大、中、小微企业的云产品

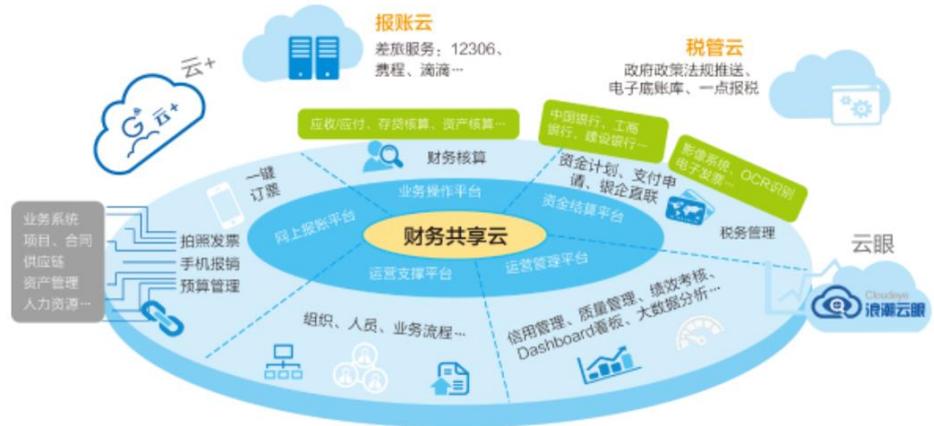
2.2.1. 面向大型企业的 GS Cloud

对大型企业来说, ERP 核心的模块如财务系统、供应链、制造、资金等模块, 需要很强的稳定性, 不会经常做改动。因此, 大型企业的云转型, 主要是将易于标准化的应用提炼出来, 形成云产品。如将差旅、税务、采购、营销、人力等模块提炼出来, 做成云产品。

在此基础上, 浪潮国际基于全新云架构的 GS cloud, 推出财务云、人力云、采购云、供应链云、营销云、分析云、协同云等多组织、多层次、多要素管控需求的全线企业云应用平台。

浪潮财务云, 包括财务共享云、税管云、报账云等。财务共享云重视业务与财务的融合, 支持网上报账、预算管理、集成商旅管理、电子发票、税务管理、电子影像、资金管理等全面的财务管理模块, 打造适合企业的浪潮财务云。

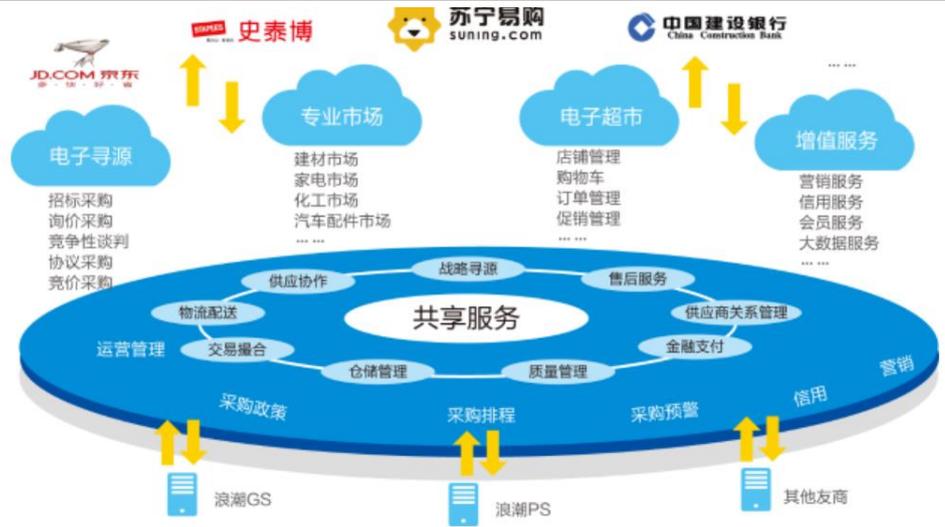
图表 23: 浪潮财务云



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

浪潮采购云 (iGO Cloud), 通过打造电子寻源云、专业市场云、电子超市云和增值服务云, 提供交易撮合、仓储管理、力量管理、金融支付、供应商管理等相关的共享服务。

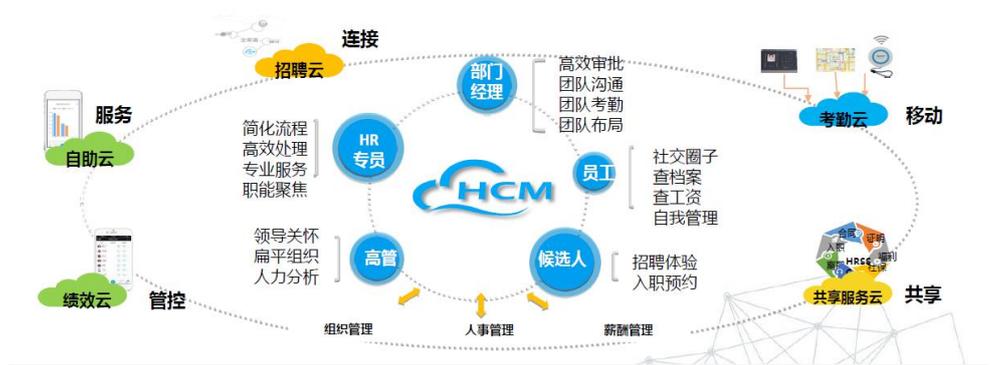
图表 24: 浪潮采购云 (iGO Cloud)



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

浪潮人力云, 通过打造考勤云、共享云、绩效云、招聘云、自助云, 为高管、部门经理、人力资源部门、员工、招聘候选人提供相关模块及共享服务。浪潮人力云实现数据上云、流程上云、服务上云, 使公司高管随时随地的掌握人力动态、制定绩效考评, 并使员工通过云平台获取云服务。

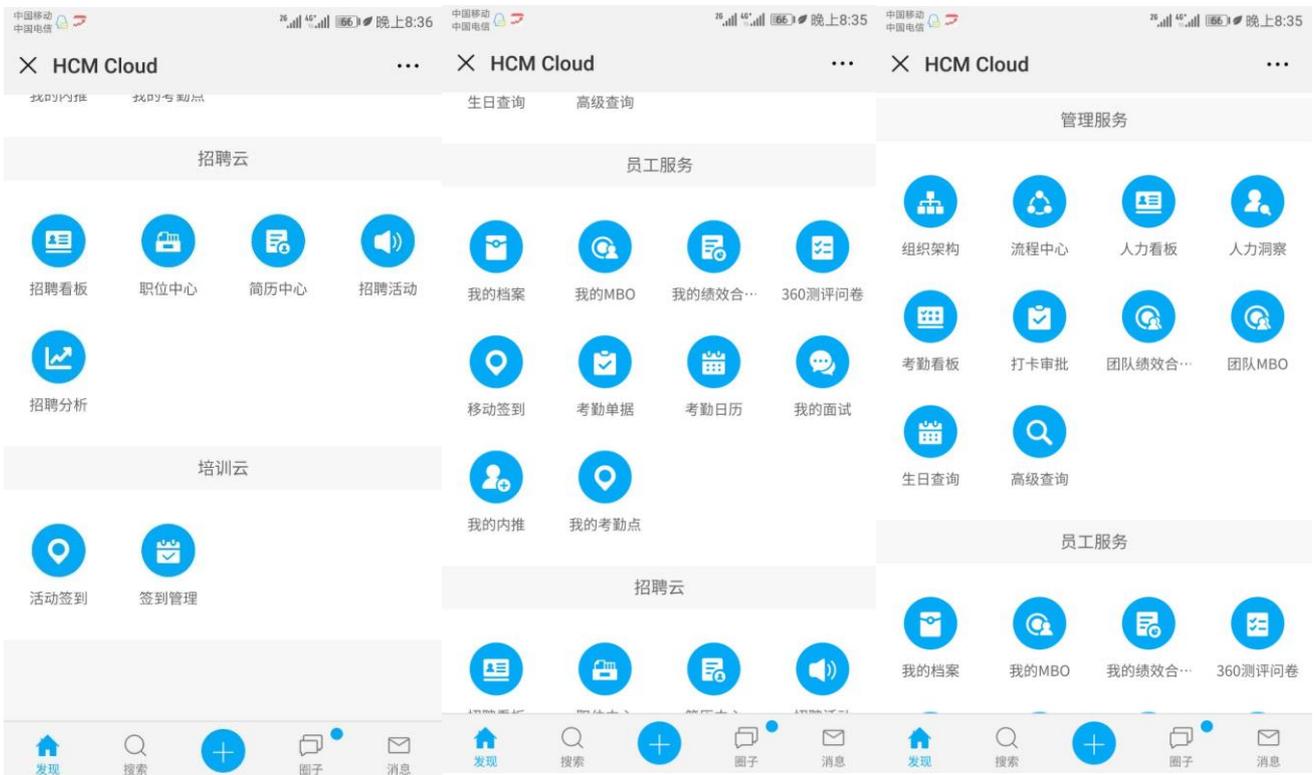
图表 25: 浪潮人力云 (HCM Cloud)



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

预计人力云会有较大的发展空间。比如, 传统管理软件在人力模块上, 建立了一套按照计算、薪酬、考勤、排班等复杂的逻辑。云时代到来后, 可以把标准化程度较高的一些模块抽出来上云。另外, 传统管理软件的人力模块是给企业人力资源部门使用的, 但云端产品可以打通企业主、人力资源部门、用工部门、招聘人员, 并对接如智联招聘等第三方应用, 形成各方都会使用的生态体系。

图表 26: HCM Cloud 移动端



资料来源: HCM Cloud, 东方财富证券研究所

中国铝业使用了公司的 HCM Cloud 后, 实现 16 万人、4200 万条人员数据上云, 从而为管理层做出准确决策打下了基础。此外, 该平台还实现了 65 条核心流程上云。

浪潮云+，是一款面向移动端的办公 APP。云+作为一款生态入口，集成了线上线下载及不同供应商的企业移动应用，内部涵盖了考勤、报账、分析、审批、支付、差旅等多种类企业功能模块。管理层和员工可随时随地利用碎片化的时间，完成业务处理和业务审批，并且实现企业社交、即时通讯等功能，助力企业经营效率的提升。

图表 27: 浪潮云+



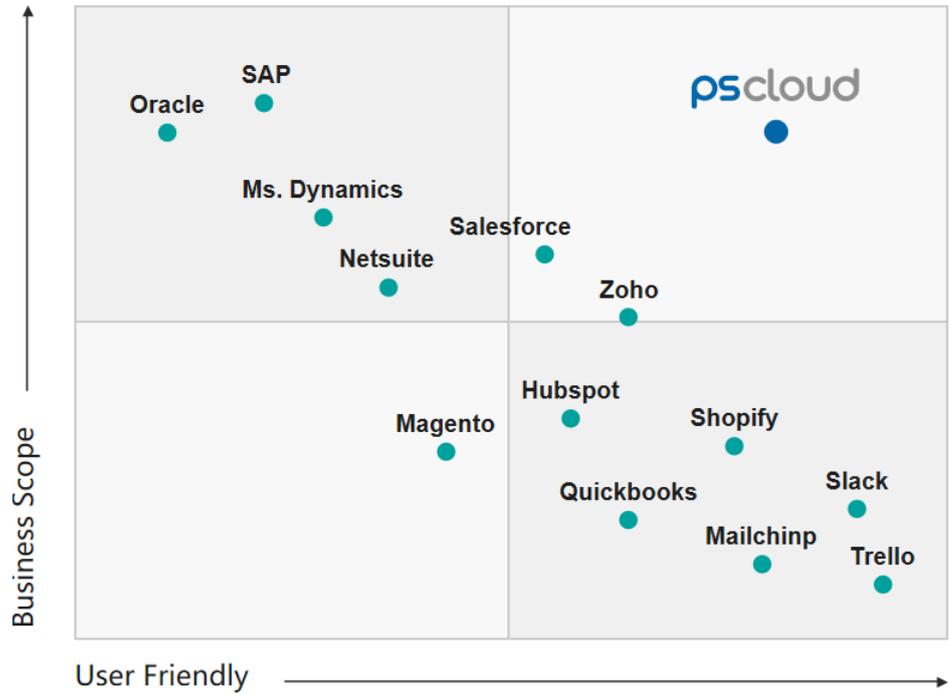
资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2.2.4. 借力 Odoo，全方位完善 PS Cloud，快速渗透成长型企业

PS Cloud 的前身是 PS Cloud 365，通过“云+端”的技术模式，以租用的方式为成长型企业提供财务管理、供应链管理、生产制造管理及移动应用等服务。主要覆盖客户群体为成长性强的中型用户。

在传统管理软件时代，管理软件面向 B 端企业，更强调系统的稳定性，并不需要过分强调操作界面的友好性。但在云时代，由于云产品的适用人群较广，因此不仅需要延续系统的稳定性，而且也更加重视操作界面的友好性。而 PS Cloud 综合考虑了企业的业务流程和用户的使用习惯，力求在企业内部管理流程和对用户操作界面的友好性两个方面，做出自己的特色。

图表 28: 浪潮人力云 (HCM Cloud)



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

目前, 公司的 PS Cloud 已经覆盖了 47 个业务应用, 400 个业务组件及行业模块, 有超过 1 万个第三方插件。

图表 29: PS Cloud 构建的云生态



资料来源: 公司资料, 东方财富证券研究所

公司与 Odoo 合作的目的在于快速打开中型客户市场。与金蝶不同, 公司一直聚焦于央企、国企客户的管理软件开发, 对中型客户市场接触较少。而 Odoo

正好是面向中型客户的开源 ERP 产品, 在国外市场广受好评, 但在中国市场上苦于没有强大的合作伙伴, 开拓进展并不顺利。因此, 浪潮基于强大的实施团队及影响渠道, 与 Odoo 强大的开源 ERP 产品的结合, 将有助于推动公司 PS Cloud 的快速发展。

3. 财务分析 (持续经营)

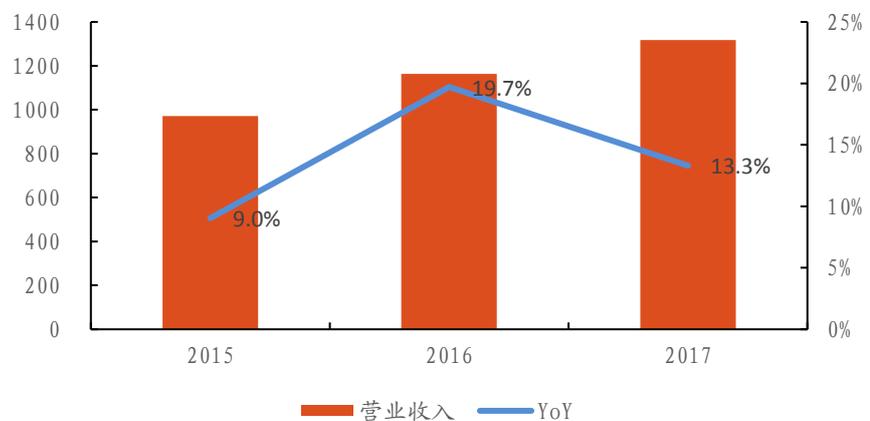
3.1. 收入

3.1.1. 年度分析

2017 年公司的营业收入达 13.2 亿港元, 同比增长 13.31%。尽管软件外包业务下降了 17.26%, 但公司的管理软件收入增长达到 25.64%, 使总体收入仍然呈现稳定增长。

2016 年公司营业收入增长近 20%, 主要受益于管理软件收入和软件外包收入双增长驱动。其中管理软件收入同比增长 19.25%, 软件外包收入同比增长 20.86%。

图表 30: 年度营业收入 (百万, 港元)



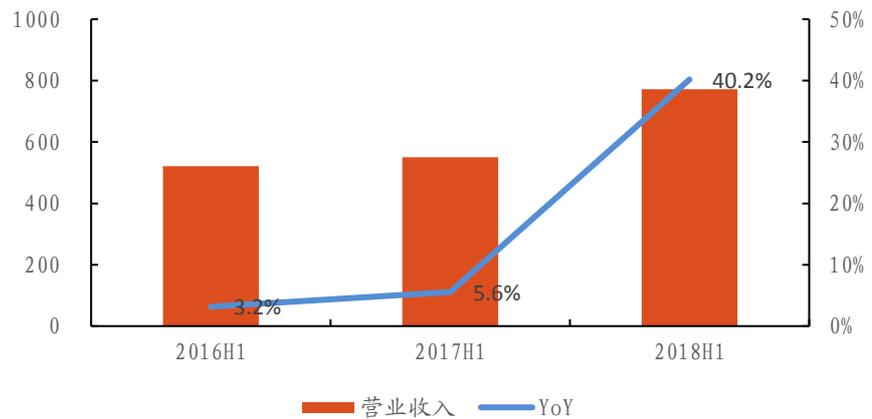
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.1.2. 半年度分析

2018H1 收入为 7.7 亿港元, 同比出现超过 40% 的增长, 主要原因是管理软件收入较去年同期大幅增长 54.1% 所致。

2017H1 收入为 5.5 亿港元, 同比增长 5.6%, 尽管受到外包业务同比下降 14.29% 的影响, 但受益于公司管理软件收入和系统集成业务的快速增长, 公司整体收入仍呈现小幅增长。

图表 31: 半年度营业收入 (百万, 港元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

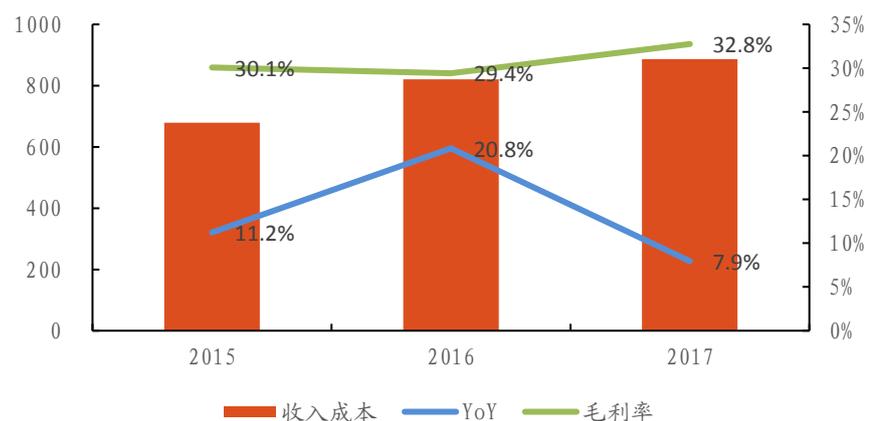
3.2. 收入成本及毛利率

3.2.1. 年度分析

2017 年收入成本增速降至 7.9%，毛利率提升至 32.8%，主要受益于产品标准化程度提高带来的管理软件业务毛利率的提升。

2016 年收入成本增速超过 20%，主要是受到了管理软件行业的激烈竞争，导致毛利率小幅下降。

图表 32: 年度收入成本 (百万, 港元) 及毛利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

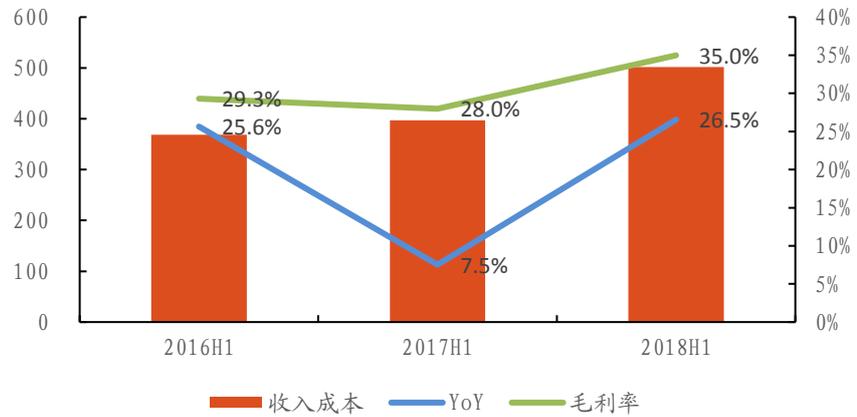
3.2.2. 半年度分析

2018H1 收入成本同比大幅增长 26.5%，主要是管理软件行业竞争较大及外

包业务增长乏力所致。但同时毛利率出现较大幅度的提升，由 2017H1 的 28% 提升至 2018H1 的 35%，主要是因为提升产品导向及产品标准化程度的提高，致使毛利率出现大幅提升。

2017H1 收入成本同比增长 7.5%，快于收入增速的 5.6%，导致毛利率下降 1.3 pct，主要原因是软件外包业务下降拖累了毛利率。

图表 33: 半年度收入成本 (百万, 港元) 及毛利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

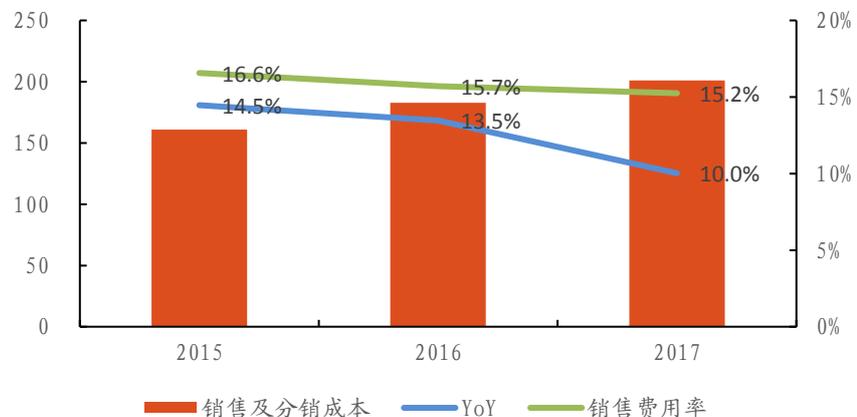
3.3. 销售费用

3.3.1. 年度分析

2017 年公司的销售费用增速降至 10%，同时销售费用率下降至 15.2%，反映出尽管销售人员增加，但公司对销售费用控制较好。

2016 年公司销售费用增速下降 1 pct，销售费用率下降 0.9 pct，虽然销售费用在增加，但公司加强了对销售费用的控制力度。

图表 34: 年度销售费用 (百万, 港元)



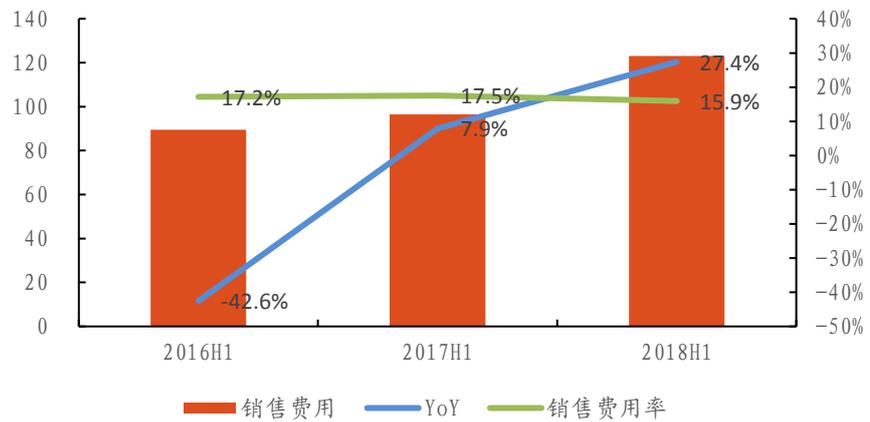
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.3.2. 半年度分析

2018H1 销售费用同比增长 27.4%，主要是销售人员增加所致。但从销售费用率上看，下降了 1.6 pct，反映出公司在销售费用上加强控制。

2017H1 销售费用同比增长 7.9%，销售费用率呈现平稳。主要是公司略微加大了在市场推广方面的开支。

图表 35: 半年度销售费用 (百万, 港元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

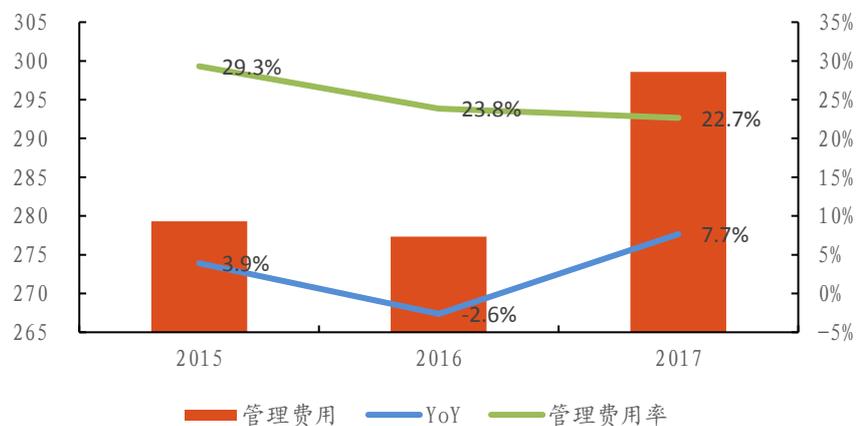
3.4. 管理费用

3.4.1. 年度分析

2017 年管理费用同比增长 7.7%，主要原因是管理人员的相应增加，同时管理费用率下降 1.1 pct，表明公司在管理费用上控制较为稳定。

2016 年管理费用增速呈现负增长，主要是因为财报货币与公司经营业务货币不一致导致的汇兑影响。

图表 36: 年度管理费用 (百万, 港元)



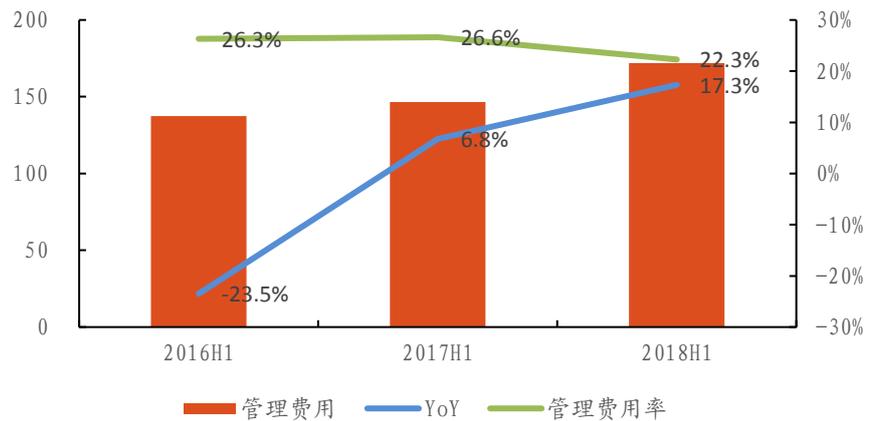
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.4.2. 半年度分析

2018H1 的管理费用同比呈现 17.3% 的增长，主要原因在于公司加大研发投入力度，研发人员致使管理费用增长。同时，管理费用率下降 4.3 pct，反映出公司对管理费用的控制比较合理。

2017H1 的管理费用同比增长 6.8%，管理费用率微幅增长，主要是公司开支对云服务进行战略布局，导致加大在云端管理软件的研发力度。

图表 37: 半年度管理费用 (百万, 港元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

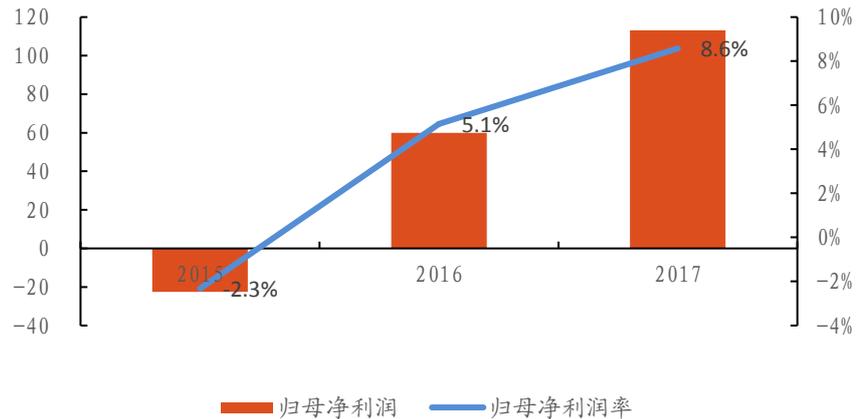
3.5. 归母净利润

3.5.1. 年度分析

2017 年公司的归母净利润达 1.13 亿港元，同比增长 88.8%，归母净利润率由 2016 年的 5.1% 提升至 8.6%，主要因为管理软件的快速增长导致毛利率的提升，而同时对费用的管控较好，从而使公司的归母净利润出现快速增长。

2016 年公司的归母净利润实现扭亏原因有二：1) 主营业务保持良好的增长，增长幅度高于成本及费用的增长；2) 公司的投资物业租金收入同比出现大幅增加，由 2015 年的 382 万港元增加至 3249 万港元。这两个因素导致公司在 2016 年的归母净利润实现扭亏为盈。

图表 38: 年度归母净利润 (百万, 港元)



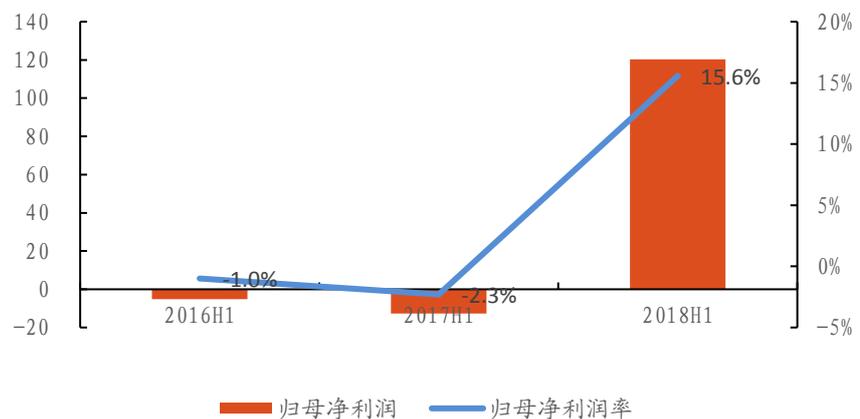
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.5.2. 半年度分析

2018H1 归母净利润实现扭亏, 归母净利润达 1.2 亿港元, 归母净利润率达 15.6%。出现业绩反转的原因来自于: 1) 管理软件收入大幅增长及费用控制相对合理; 2) 云服务业务开始成为公司的战略布局方向; 3) 联营公司贡献的利润增加所致。

2017H1 归母净利润呈现亏损, 却亏损幅度较 2016H1 略有扩大, 主要原因是 1) 管理软件及云相关的研发费用增长; 2) 外包业务表现不佳拖累了公司归母净利润的表现。

图表 39: 半年度归母净利润 (百万, 港元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.5. 天元通信并表影响

天元通信主要从事软件解决方案及通信、交通及能源服务。目前, 天元通信提供相关产品及服务包括台式电脑、移动平台应用程序、数据管理及分析服

务、工作流程提升方案及营运和维护系统等业务。

截止到 2017 年，天元通信实现收入 5.61 亿人民币，年内溢利 4452 万人民币。浪潮国际收购前，浪潮集团持有 51% 的股份，公司收购天元通信完成后，持股比例为 76%。

由于收购双方属于同一控制企业，我们预计浪潮国际 2018 年将合并天元通信整年的报表。

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

我们分别对公司各大业务板块的收入进行测算累加，我们预计公司 2018-2020 收入分别为 24 亿/29 亿/33 亿港元，YoY 分别为+83%/+19%/+14%，归母净利润分别为 2.94 亿/3.16 亿/3.80 亿港元，YoY 分别为+160%/+8%/+20%，EPS 分别为 0.26/0.28/0.33 港元，对应 PE 分别为 14.3X/13.3 X/11.1X。

图表 40: 盈利预测

(千港元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,317,951	2,411,172	2,871,095	3,287,000
YoY	13.3%	82.9%	19.1%	14.5%
传统管理软件	800,716	960,859	1,104,988	1,215,487
YoY	27.7%	20.0%	15.0%	10.0%
占收入比重	60.8%	39.9%	38.5%	37.0%
云服务收入	34,000	131,950	271,951	436,840
YoY		288.1%	106.1%	60.6%
占收入比重	2.6%	5.5%	9.5%	13.3%
销售 IT 周边产品及软件	206,600	254,118	282,071	287,712
YoY	2.4%	23.0%	11.0%	2.0%
占收入比重	15.7%	10.5%	9.8%	8.8%
软件外包业务	276,635	260,037	247,035	237,154
YoY	-17.3%	-6.0%	-5.0%	-4.0%
占收入比重	21.0%	10.8%	8.6%	7.2%
天元通信		804,208	965,049	1,109,807
YoY		25.4%	20.0%	15.0%
占收入比重		33.4%	33.6%	33.8%
归母净利润	113,051	294,024	316,091	380,095
YoY		160.1%	7.5%	20.2%
净利润率	8.6%	12.2%	11.0%	11.6%

资料来源：东方财富证券研究所

4.2. 绝对估值

根据 DDM 模型，预计公司每股的价格在 5.46 港元。

图表 41: DDM 模型预测

市场收益率	7.90%
无风险利率	2.85%
风险溢价	5.05%
股票 beta	0.96
永续增长	5.00%
折现率	8.41%
每股价值 (港元)	5.46

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

备注: DDM 模型为东方财富证券研报海外个股报告完整性的一部分, 预计价格仅供参考。

4.3. 可比公司与相对估值

4.3.1. 可比公司

考虑到天元通信并表的影响, 我们预计公司云服务收入占比较 2018H1 有所下降, 我们暂不考虑对公司业务进行分部估值。参考 A 股和港股相关管理软件公司的估值水平, 考虑到公司股票尚未进入沪股通/深股通, 且考虑到公司目前在港股市场中的流动性, 我们给与公司 2019 年 20X PE, 对应未来六个月目标价为 5.55 港元。首次覆盖, 给予“买入”的投资评级。

图表 42 管理软件公司估值比较

报表货币	交易市场货币	代码	公司	2018 收入 (百万)	2018 归母净利润 (百万)	总市值 (百万)	股价	2018PE
HKD	HKD	00596.HK	浪潮国际	2411	294	4214	3.70	14
RMB	HKD	00268.HK	金蝶国际	2944	345	27687	8.41	62
RMB	RMB	600588.SH	用友网络	8391	607	49839	26.10	82
		300378.SZ	鼎捷软件	1451	92	2917	11.05	32
		300170.SZ	汉得信息	3070	406	9507	10.72	23
							平均	43

备注: 浪潮国际、金蝶国际、用友网络、汉得信息相关预测来自东方财富证券, 鼎捷软件预测来自 Choice 一致预测

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

5. 风险提示

管理软件收入、业绩不及预期的风险
 天元通信收入、业绩不及预期的风险;
 云业务收入增长缓慢的风险;
 云业务业绩亏损加剧的风险。

图表 43: 利润表 (百万港元)

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1317.95	2411.17	2871.09	3287.00
营业成本	886.28	1379.19	1636.52	1807.85
毛利	431.67	1031.98	1234.57	1479.15
其他收入	136.37	177.40	211.10	273.24
销售及分销成本	200.96	479.94	575.93	673.83
行政开支	298.59	523.35	622.78	756.01
其他开支合计	0.00	0.00	0.00	0.00
资产重估盈余或减值	18.02	12.99	10.00	10.00
应占联营或合营公司溢利	40.62	115.82	126.44	131.48
财务成本	0.00	0.00	0.00	0.00
影响税前利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	127.13	334.90	383.40	464.02
所得税	17.56	21.80	46.01	60.32
影响净利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	109.57	313.10	337.39	403.70
本公司拥有人应占净利润	113.05	294.02	316.09	380.10
非控股权益应占净利润	-3.48	19.08	21.30	23.60

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 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, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资建议的评级标准:

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现, 也即: 以报告发布日后的3到12个月内的公司股价 (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。其中: A股市场以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上;
增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间;
中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间;
减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间;
卖出: 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上;
中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间;
弱于大市: 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明:

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国 (香港和澳门特别行政区、台湾省除外) 发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时, 本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 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。本公司会适时更新我们的研究, 但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外, 绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现, 未来的回报也无法保证, 投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易, 因其包括重大的市场风险, 因此并不适合所有投资者。

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, 投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发, 所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权, 任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容, 不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据, 不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告, 需注明出处为东方财富证券研究所, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。