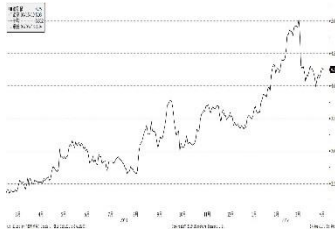




**GREAT ROC**  
CAPITAL SECURITIES LIMITED  
鴻騰資本證券有限公司  
A Wholly-owned subsidiary of UNF (Holdings) Limited (HKE stock code 1468)  
英國(控股)有限公司之全資附屬公司 (香港交易所上市編號1468)

浪潮國際 INSPUR INT'L  
(00596.HK)

18 APR 2019



來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	4.25
總市值 (億港元)	48.4
52週高位	5.19
52週低位	2.49

\*截至4月17日

FY18 財務資料摘要

港元(億元)	
收入	24.4
變動(%)	24.3
毛利	9.4
變動(%)	34.7
淨利潤	3.2
變動(%)	132.8

主要股東資料

	持股
浪潮集團	54.6%
王子昆	5.7%

來源: 披露易

業務模式

- ▶ 浪潮國際(00596)主要業務為開發管理軟件及提供企業雲端服務(SaaS)。業務主要分為兩大板塊，包括(1)物聯網解決方案和(2)管理軟件和雲服務。
- ▶ 管理軟件和雲服務為主要收入來源，2018年度，貢獻86.3%收入來源，管理軟件和雲服務分別佔78.4%及7.9%。目前公司已向中小微企業提供不同類型的雲服務，布局趨向完善。另一方面，公司在2018年成功收購浪潮天元通信和整合外包業務，進一步鞏固在中國管理軟件行業的龍頭位置。浪潮天元通信主要從事電訊行業的軟件發展與服務，業務已覆蓋中移動、聯通、中電信及中國鐵塔及各電訊營運商的子公司。
- ▶ 浪潮國際的客戶基礎非常廣泛，而且管理軟件和雲服務有接近四成客戶是屬於國有企業。

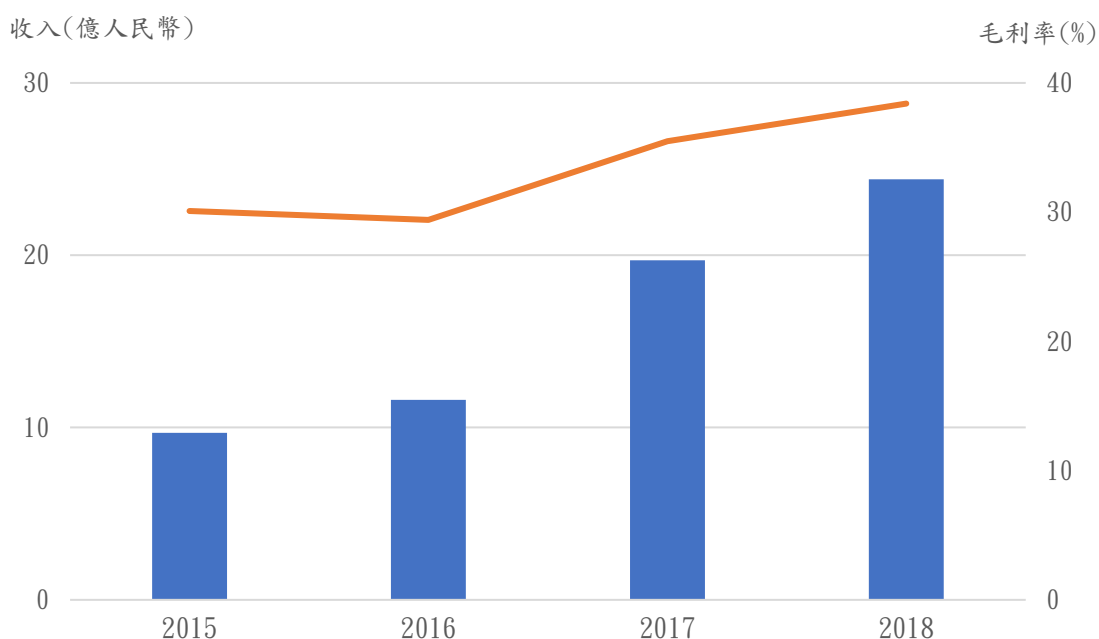
浪潮國際部分客戶



圖片來源: 浪潮資料

## 經營業績

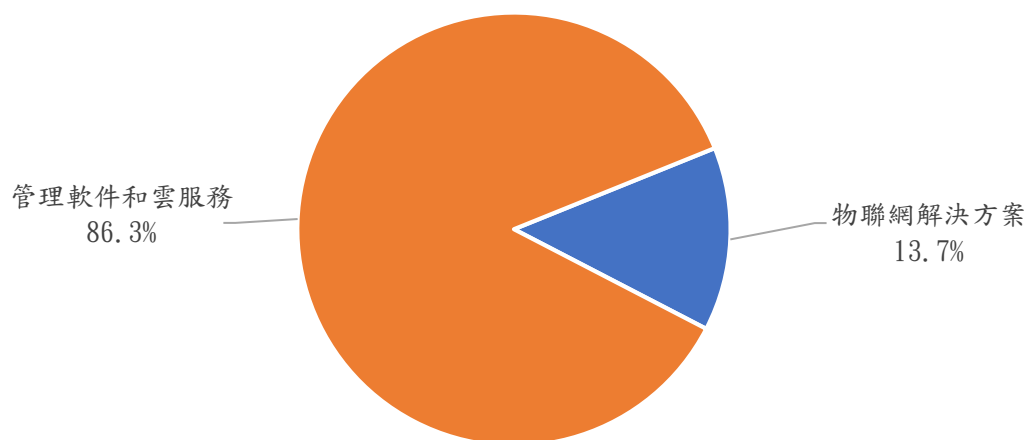
- 2018 年度，浪潮國際的收入按年上升 24.3% 至 24.4 億港元；歸屬於母公司擁有人淨利潤則為 3.2 億港元，同比大幅增加 132.8%。盈利大幅增長，歸因於管理軟件及雲服務業務收入穩定增長和毛利率提高，疊加浪潮天元通信併表的正面影響以及聯營投資收益顯著增長 4.1 倍至 1.9 億港元。整體毛利率按年上升 2.9 個百分點至 38.4%，受惠於管理軟件業務產品標準化程度提升，而且毛利率較高的雲業務快速增長，令收入佔比加大。



來源：公司年報，經鴻騰資本證券整理

- 核心管理軟件和雲服務的收入按年增長 22.3% 至 21.1 億港元，其中雲服務收入呈爆發性增長，同比上升 4.7 倍。承如前文提及，公司的雲服務相當多元化，涵蓋大中小微企業領域，疊加中央政策推動和自身龐大客戶基礎等因素，為雲業務的收入增長提供動力。至於發展相當成熟的管理軟件業務收入亦錄得 13.6% 增幅，除來自新客戶訂單外，公司為舊有客戶探索新需求，推動產品升級，疊加收購浪潮天元通信的交易完成後，進一步將管理軟件業務拓展至電訊行業，上述因素帶動整體需求增長。惟管理層在業績發布會上指出，現階段雲業務仍在投資期，預料未來兩、三年仍會錄得虧損，所以未來的增長動力依賴管理軟件業務。
- 公司財政狀況非常穩健，截至 2018 年底止，公司手持的現金為 8.7 億港元，並無任何銀行貸款。

## 收入分布



港元(千元)	2015*	2016*	2017	2018
物聯網解決方案	-	-	241,705	335,094
管理軟件和雲服務	-	-	1,723,445	2,107,522
軟件開發和解決方案	695,036	828,839	-	-
軟件外包	276,623	334,331	-	-
總數	971,659	1,163,170	1,965,150	2,442,616

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

\*為更好地表述所提供業務，公司自 2017 年度將業務重新分類

## 成本結構

港元(千元)	2015	2016	2017	2018
銷售及分銷開支	160,983	182,653	265,367	381,565
行政開支	279,308	277,353	473,008	530,340
財務費用	-	-	5,275	13,743

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整

## 前景

- 展望未來，浪潮國際持續進行轉型和布局雲服務業務，預料未來將會成為核心業務。管理層於業績會上重申，目標到 2023 年，雲服務的收入佔比會達到五成。隨著該業務佔比逐步提高，預料有助拉動毛利率向上。目前雲產品已覆蓋大中小微企業，包括針對大型企業的雲服務平台 GS Cloud，與 Odoo 合作推出的 PS Cloud，目標客戶群為成長形企業。值得留意是，浪潮國際本身在管理軟件業務屬國內龍頭，其客戶基礎非常廣泛，以大型、國

有企業為主(21%屬中國 500 強企業或 38%屬國有企業)，相信管理軟件和雲服務可以帶來更多協同效應，例如進行交叉銷售。

- 在政策上，中央政府於 2018 年 8 月發布《推動企業上雲實施指南(2018-2020 年)，要求到 2020 年，企業在生產、經營及管理範疇中，廣泛應用雲計算，全國新增上雲企業 100 萬家。預期企業未來會受惠更多優惠措施及政府補助，配合 5G 網絡發展，提高企業利用雲服務的誘因。IDC 預測，中國雲計算市場到 2022 年的市場規模會達到 223 億美元，複合年增長率為 41%，其中 SaaS 部分的複合年增長率為 35.7%。
- 此外，公司積極進行併購策略，目前公司財政狀況穩健，有足夠現金去物色新收購目標。管理層提到併購會考量能否加強市場資源、跨越技術產品、往前發展領域方面為前題。憧憬公司未來落實更多併購，有助提升財務表現和加強整體競爭力，並為股價提供催化劑。

## 風險因素

- 雲業務增長遜預期
- 政策風險

## 估值

	2019E	2020E
市盈率	14.0	11.8
股息率	1.0	1.2

來源: 彭博

## 投資建議

- 浪潮國際在轉型過程中，雲業務收入會保持較快增長勢頭，但投資會相應加大，短期仍靠發展成熟的管理軟件業務作為盈利增長引擎。憑藉雲計算行業的高速增長和公司自身客戶基礎相對紮實，料中長線雲業務取而代之成為盈利增長點，前景頗為樂觀。投資策略上，現時 2019 年預測市盈率為 14 倍，料股價於 100 天線有較大支持，可考慮現價收集，先上望今年高位 5.2 港元。

## 盈利預測

港元(百萬元)	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	2442.6	3019.0	3690.0	4244.0
稅前盈利	363.1	401.0	481.3	570.0
淨利潤	324.0	348.7	418.0	484.0

來源: 公司年報、彭博

## 同業比較

公司	編號	市值 (億港元)	股價年初至 今變化(%)	預測市盈率 (X)	預測股息率 (%)
浪潮國際	596.HK	48.4	25.4	14.0	1.0
金蝶國際	268.HK	328.9	43.8	58.9	47.7
中國軟件	354.HK	120.1	21.3	12.6	10.8
擎天軟件	1297.HK	34.3	37.8	8.7	7.0
暢捷通	1588.HK	22.2	29.6	37.8	27.2

來源: 彭博

## 免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk