



ERP 领域头部企业，云化战略逐步深化带来估值提升机遇

报告摘要

中国 SaaS 产业有望迎来跨越式发展。从需求侧来看，国内迅速增加的小微企业数量与其急需提高的信息化程度保证了企业级 SaaS 的巨大市场容量。企业的转型需求、管理层的代际转移以及移动端办公的发展同样是需求侧的重要驱动力。从供给侧来看，企业去 IOE 以及 IaaS 的发展保证了 SaaS 得到底层基础设施的支持。从世界范围来看，美国的企业级 SaaS 市场已经逐渐进入成熟期，而中国的 IT 发展完全与其经济增速不匹配。我们相信未来中国有望接力美国成为 SaaS 市场的新龙头。

国内 ERP 领军企业，云化战略拉动业绩高速增长及结构优化。浪潮国际背靠浪潮集团，为国内企业管理软件领域头部公司，主要客户为大中型企业，产品已覆盖 26% 的中国 500 强企业。随着国家政府积极推动“企业上云”，公司未来将加大在云服务领域投入，目前已发布全面的产品组合，涵盖大、中、小微企业市场，包括推出人力云、差旅云、电子采购云、税管云、云+、配合 GS7.0 为大型企业提供服务。另一方面，公司与比利时软件公司 Odoo 建立了合资企业，Odoo 专注于开源领域，为中小型企业提供云计算解决方案。管理层目标公司云服务收入占比将从 1H18 的 7% 提升至 2023E 约 50%。

预计公司云服务收入 2018E-20E CAGR 将达 103.1%。我们相信随着公司 SaaS 云战略逐步深化，公司云业务增速将远超行业，预计公司云服务收入 2018E-20E CAGR 将达 103.1%，至 2020E 将达 4.25 亿港元，占整体收入比将从 2016 年的 1.6% 提升至 2020E 约 11.9%。预期公司管理软件/云服务业务毛利率将分别达 30%/80%；销管费用率保持约 35% 水平。我们预计公司 2018E-20E 核心净利润 CAGR 将达 45% 核心净利润率从 2016 年 5.1% 提升至 2020E 约 11.7%。

首予“买入”评级，目标价 5.32 港元。我们认为 i) 传统管理软件业务客户数持续提升；ii) 云服务收入增长加速；及 iii) 外延并购逐步落地将为股价向上催化剂。我们以 SoTP 分部估值法定价（传统业务 2019E PER 12 倍；云业务 2019E P/S 8 倍），给予目标价 5.32 港元，首予“买入”评级。

风险提示：传统软件业务增长逊于预期；云业务增长慢于预期；宏观经济下行风险。

(31/12 年结；百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,163	1,318	1,939	2,904	3,577
增长率(%)	19.7%	13.3%	47.1%	49.7%	23.2%
核心净利润	60	113	198	330	417
增长率(%)	NA	88.8%	75.4%	66.5%	26.4%
毛利率(%)	29.4%	32.8%	38.9%	41.1%	41.3%
核心净利润率(%)	5.1%	8.6%	10.2%	11.4%	11.7%
每股收益(港元)	0.07	0.12	0.17	0.29	0.37
每股净资产(港元)	1.92	2.18	2.12	2.45	2.86
市盈率	66.2	37.1	25.3	15.2	12.0
市净率	2.3	2.0	2.1	1.8	1.5
净资产收益率(%)	3.5%	5.9%	8.8%	12.7%	13.8%
股息收益率	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%

数据来源：彭博，安信国际预测

投资评级： 买入
目标价格： 5.32 元
现价 (2019-02-22)： 4.40 港元

总市值(百万港元)	5,011
流通市值(百万港元)	5,011
总股本(百万股)	1,139
流通股本(百万股)	1,139
12 个月低/高(港元)	2.29/4.43
平均成交(百万港元)	6

股东结构	
浪潮集团	54.6%
王予昆	5.7%
其他	26.3%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.52	8.82	96.60
绝对收益	22.22	19.57	89.66

数据来源：彭博、港交所、公司

蔡伟鸿 CFA TMT 行业分析师

+852-2213 1409
patrickchoi@eif.com.hk

李想 TMT 行业分析师

+86-21-3508 2569
lixiang7@essence.com.cn

1. 中国 SaaS 产业有望迎来跨越式发展

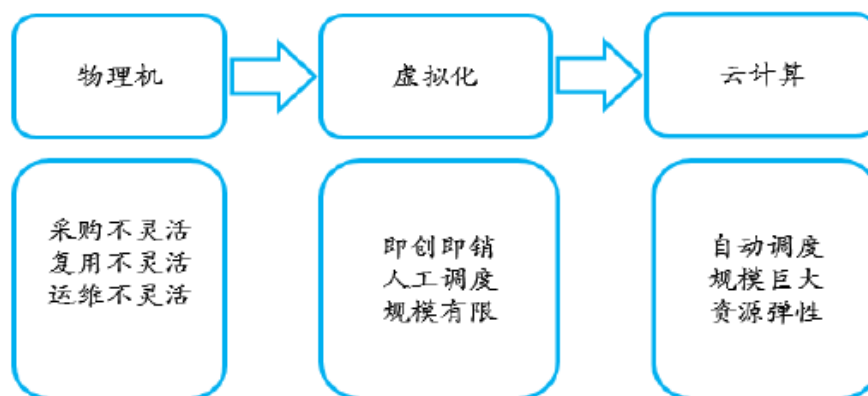
从需求侧来看，国内迅速增加的小微企业数量与其急需提高的信息化程度保证了企业级 SaaS 的巨大市场容量。企业的转型需求、管理层的代际转移以及移动端办公的发展同样是需求侧的重要驱动力。从供给侧来看，企业去 IOE 以及 IaaS 的发展保证了 SaaS 得到底层基础设施的支持。从世界范围来看，美国的企业级 SaaS 市场已经逐渐进入成熟期，而中国的 IT 发展完全与其经济增速不匹配。我们相信未来中国有望接力美国成为 SaaS 市场的新龙头。

1.1. 云计算浪潮势不可挡

➤ 云计算掀起 IT 产业新一轮高潮

云计算的出现，有望实现从资源到架构的全面弹性。云计算出现的最初目的是实现对计算资源、存储资源与网络资源这三种资源的管理。管理的目标主要是达到两个灵活性：空间灵活性和时间灵活性。为了实现对资源的管理，从历史上看有三个阶段：第一个阶段是物理机时代，即服务商在接到请求后直接采购服务器到机房，此阶段无法解决任何灵活性问题；第二阶段是虚拟化阶段，即由虚拟化软件虚拟出大小灵活的资源并由人工来为客户分配，此阶段在一定程度上解决了灵活性问题，但是很难快速扩大规模；第三阶段是自动调度阶段，即由调度软件来执行虚拟化操作，这个阶段解决了两个灵活性问题，可以真正被认为是云计算的开端。

图 1：云计算的三个阶段



资料来源：安信国际

云计算本质是 IT 行业的共享经济。共享经济是社会资源高效使用的一种方式，共享经济的要素包含规模效应、边际成本递减和标准化产品等。从商业模式上看，云计算的硬件与软件是由服务商统一提供，存在规模效应；从盈利模式上看，云服务厂商主要有授权费和服务费两种收入，盈利不再是一次性的；从竞争态势上看，云服务需要保证客户黏性，平台化能增加云服务厂商的竞争力从而形成竞争壁垒。综上所述，在这三点上云服务与共享经济是类似的。我们认为，云计算就是共享经济在 IT 产业的范例。

云服务实现从底层到上层全覆盖，IaaS、PaaS、SaaS 是三驾马车。IaaS 即提供基础设施类的服务（如服务器、存储器等底层基础设施），其作用是提供计算资源等资源作为服务给客户。IaaS 是实现云服务的基础，也是一种“重资产”的服务模式，需要较大的基础设施投入和长期经验的积累。PaaS 可以看作是互联网的操作系统，PaaS 将开发平台提供给客户，用户基于此平台可以快速开发出自身所需要的应用，节省时间并且提高效率。与 IaaS 相比，PaaS 的重点更在于构建出紧密的产业生态，而不是直接经济效益。SaaS 是基于云计算的应用级服务，直接面向最终用户，用户无需考虑底层的基础设施以及实现问题，可以直接通过网络访问所需的服务。不同于 IaaS 与 PaaS，SaaS 服务种类繁多，应用场景与商业模式更加灵活。SaaS 主要客户包括个人消费者与企业级客户。

表 1：云服务 3 种类别

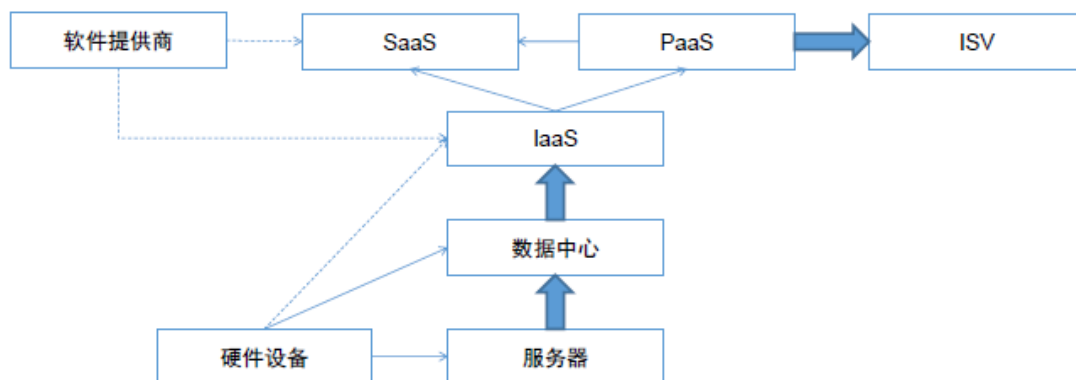
云服务类别	IaaS	PaaS	SaaS
全称	Infrastructure as a Service	Platform as a Service	Software as a Service
公司提供什么	公司提供服务器、存储器等基础设施服务	公司提供应用开发环境或者部份标准化应用	公司直接提供完整的可供直接使用的应用
客户如何做	平台搭建、环境配备、应用开发需要自己完成	应用软件的开发需要用户自己完成	用户一般可以直接通过 Web 浏览器来打开软件

资料来源：安信国际

➤ 企业级 SaaS 为 IT 服务发展趋势

云计算产业发展将以 IaaS 和 SaaS 为核心。IaaS 居于最核心的位置，起到承上启下的作用。一方面，其巨大的需求推动数据中心和服务器市场的增长；另一方面，IaaS 的发展是 PaaS 和 SaaS 完善的基础。而 SaaS 作为云服务的最上层，直接面向用户，不同于 IaaS 的重资产模式，SaaS 允许中小企业直接参与行业竞争，有利于为客户提供多样化服务，适应不同场景需求。

图 2：云计算产业链



资料来源：安信国际

本质上看，SaaS 是对传统软件交付形式的变革。传统的交付方式，最简单的就是采用单机软件的形式，即在每个用户的计算机上安装一套应用程序，程序的运行、数据存储、更新等都在本地进行。这些彼此独立的应用程序使得集中管理难以实现。而在 SaaS 模式中，应用程序运行在 SaaS 厂商自己的服务器中，大多情况下用户可以直接通过浏览器使用，无需本地安装与部署，且可以同时向多租户提供服务。

SaaS 技术优势明显： i) SaaS 具有快速部署和可拓展性。用户可用 Web 浏览器浏览一些常见的许可软件，因此可以避免冗长的安装和集成。此外，基于云的应用程序开发商会进行 SaaS 解决方案的相关维护和升级，不涉及硬件安装；ii) SaaS 安全可靠。安全服务是 SaaS 服务的一部份。SaaS 服务商提供了包括防火墙、入侵检测、数据加密等一系列安全服务。多租户应用架构保证了不同用户数据的隔离以及数据的完整性；iii) 易于整合且低成本。由于 SaaS 软件可以通过任何智能终端访问，所以更有助于提高效率。在此基础上，SaaS 按需收费同样可以降低企业在 IT 运营上所承担的成本。

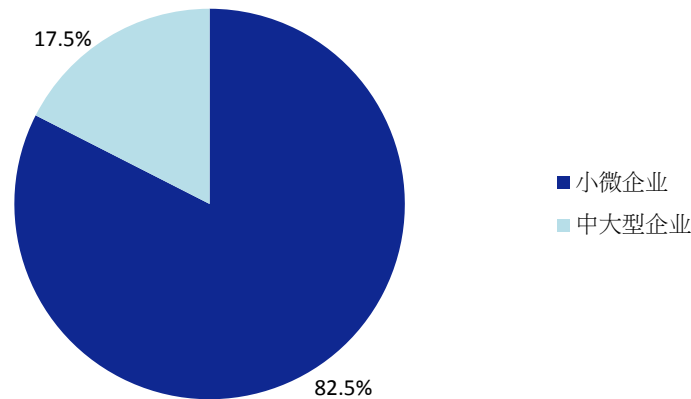
SaaS 的核心在于向用户提供简单灵活多样的服务。 SaaS 作为云服务的重要组成部份，几乎向客户隐去了所有 IT 相关的部署与管理流程，直接输出最终服务。这会给客户带来四大好处：i) 简化管理，客户可以无需关注 IT 流程，集中精力做好核心业务；ii) 付费灵活，按需付费，客户现金流压力减少；iii) 升级快速统一，云端的统一更新不需要用户进行任何操作；iv) 服务持续且多样化，SaaS 厂商会为了提高客户粘性提供持续的适合多样化需求的服务。

1.2. 需求供给双管齐下，助力中国 SaaS 市场爆发

➤ 需求侧：数量增加迅猛的小微企业叠加企业转型是重要驱动力

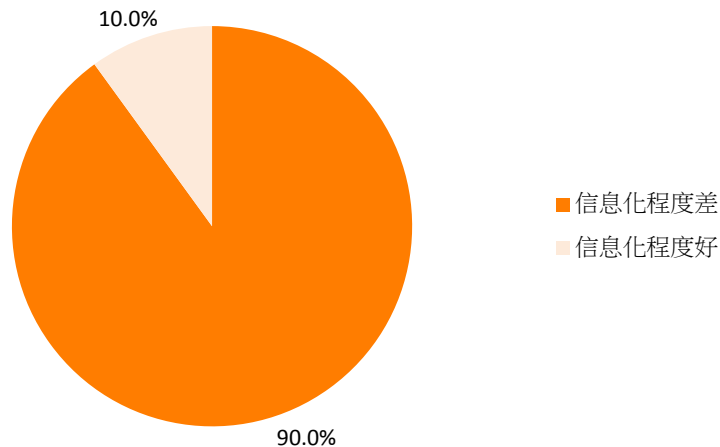
小微企业数量迅猛增加，信息化程度极待提升。在国家的双创政策引领下，中国的创业热潮迭起，中小企业飞速发展。根据工商总局的数据，2017 年全国日均新登记企业达 1.66 万户。在这其中，中小企业又是市场中的绝对主体。截止 2017 年 7 月底，中小学微企业数量约 2,328 万户，占据企业总数的 82.5%。数量庞大的小微企业群体，是国内 SaaS 市场爆发的先决条件。在小微企业迅速增加的同时，企业的信息化系统建设情况却不尽如人意。根据 36 氪数据，中小企业信息化程度仅有 10%左右，发展空间广阔。

图 3：2017 年 7 月底中国企业类型比例



资料来源：工商局、安信国际

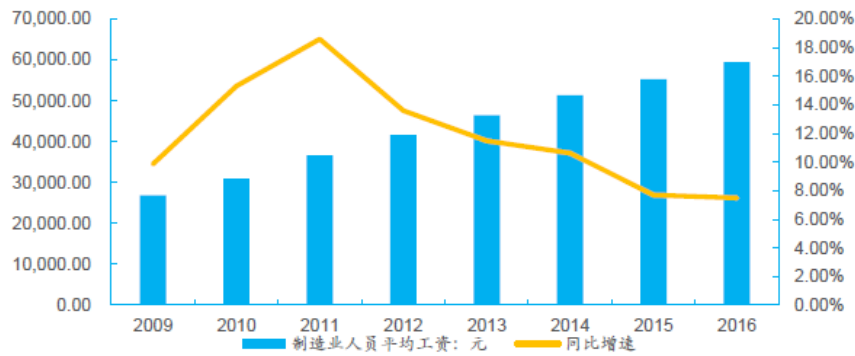
图 4：中小企业信息化程度



资料来源：36 氪、安信国际

SaaS 模式大幅降低企业运营成本，显著提高企业效率。随着中国经济发展进入新常态，企业亟需提高管理效率、控制管理成本的解决方案。中国的劳动力成本逐年攀升，SaaS 模式的普及，有助于企业降低员工规模，减少工资开支。相比传统软件，SaaS 服务依托于互联网，采取按需收费的模式，无需企业用户准备机房等硬件设施，IT 方面工作人员需求大量减少，故而能够大幅度降低企业运营成本。此外，由于 SaaS 服务仅需通过浏览器即可使用，企业运营的效率也得到提高。

图 5：中国制造业平均工资

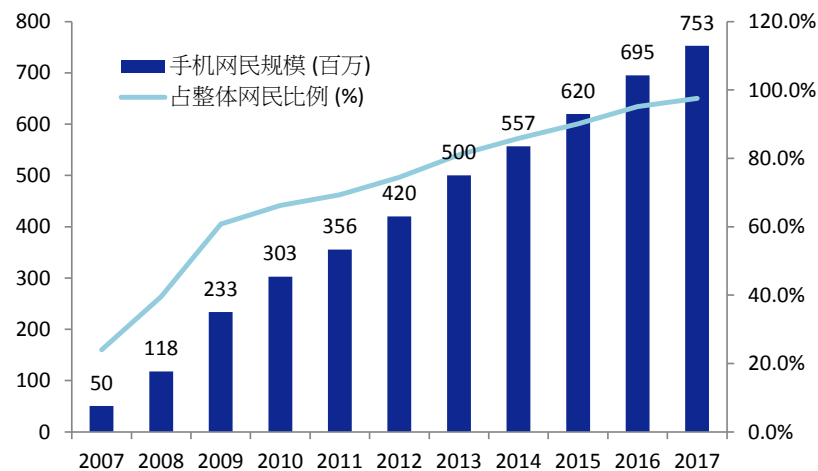


资料来源：Wind、安信国际

管理层及员工的代际转移是 SaaS 扩散开来的催化剂。当前很多 70、80 后已步入公司的管理层，他们是随着互联网一起成长的一代，相比 50、60 后，这批人对企业 IT 在低成本和提高效率方面有着更深刻的理解，他们更容易理解和接受 SaaS 服务。与此同时，80、90 后也开始成为公司主力，他们生活在移动互联网时代，平时生活中就会用到大量的消费级 SaaS 应用如印象笔记等，使用习惯已经养成，对企业级 SaaS 也很容易接受并上手使用。

移动端办公的发展同样助力 SaaS 发展。从 2008 年到 2017 年的十年时间，移动互联网用户数从 1.18 亿增长到 7.53 亿，占网络用户数的比例从 39.5% 上升到 97.5%，中国已经完成了移动互联网的全面渗透。基于国内庞大的移动互联网用户数，SaaS 在移动端可以快速的普及，这意味着 SaaS 的终端设备可以直接由 PC 端转移到移动端，不必再部署大量的硬件设备，相对于海外有跨越式发展的基础。

图 6：中国移动互联网用户情况

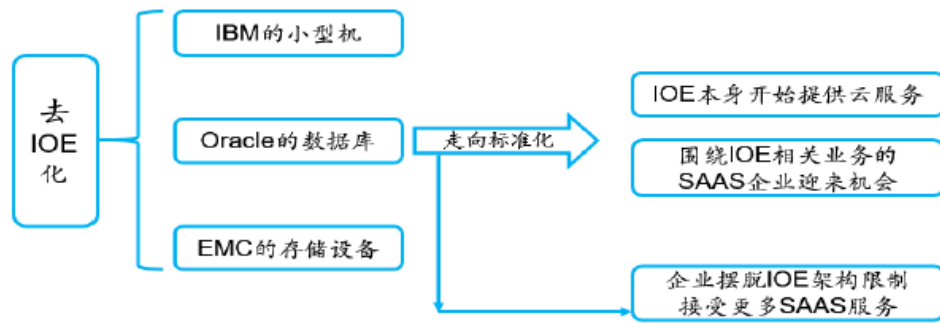


资料来源：CNNIC、安信国际

➤ **供给侧：底层云服务完善，为 SaaS 进一步发展奠基**

去 IOE 化是 SaaS 近年来发展的重要原因。考虑到国家安全、降低企业成本等因素，阿里巴巴最早提出了去 IOE，即去掉 IBM 的小型机、Oracle 数据库、EMC 存储设备，代之以自己在开源软件基础上开发的系统。去 IOE 的实质是用“分布式架构+开源软件”替代传统的“集中架构+商用软件”，去 IOE 浪潮的到来必将给 IT 服务市场带来前所未有的巨大空间，企业思维方式的变化将促使一批互联网厂商颠覆传统的软件模式，用售卖服务来取代替销售硬件产品，帮助企业解决实际问题。而随着 IT 产品的消费化，企业办公环境与员工私人生活之间的界限日益模糊，部份厂商也将在 To C 市场积累的经验推广至 To B 市场，进一步推动了 SaaS 在终端用户层面的普及与发展。

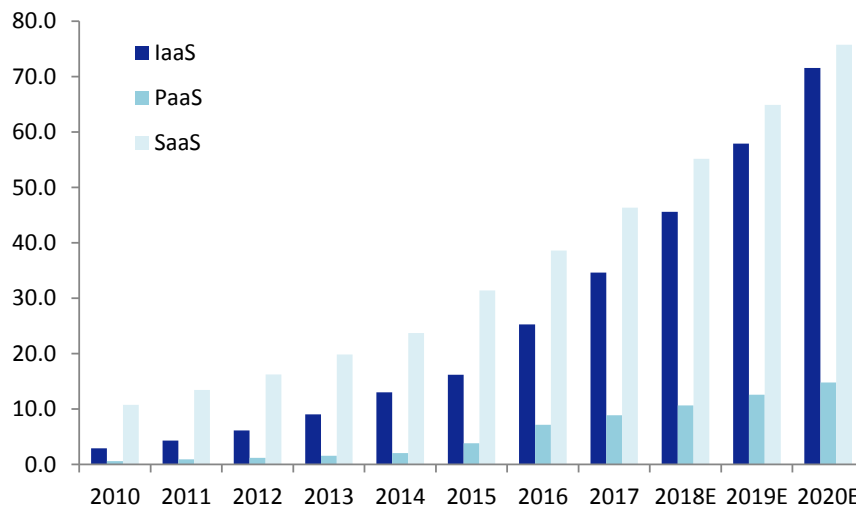
图 7：企业去 IOE 化为 SaaS 的发展提供便利



资料来源：艾瑞咨询、安信国际

从产业链角度看，IaaS、PaaS 的发展是未来 SaaS 爆发的基础条件。由之前的产业链图解可以看到，IaaS 和 PaaS 相对于 SaaS 在更加底层的位置，是 SaaS 继续发展的基础。观察亚马逊 AWS 就可以发现，一些 SaaS 型企业如 Slack 也是 AWS 的客户，这说明 IaaS 的发展，可以帮助更多 SaaS 企业成长。Gartner 认为，IaaS 仍是未来最具潜力的增长领域，未来 5 年的增长率为 28%。因此，一方面网络带宽、硬件终端、云计算等基础设施水平较以往不断提升，使企业级 SaaS 服务的门坎降低，为 SaaS 的发展奠定了基础；另一方面，IaaS 增长迅猛，推动整个云计算服务的生态图逐步完善，产业链不断发展壮大，这些将推动 SaaS 迅速发展。

图 8：全球公有云服务市场规模 (10 亿美元)



资料来源：Gartner、IDC、安信国际

1.3. 弯道超车，中国 SaaS 产业有望迎来跨越式发展

➤ 美国 SaaS 发展成熟但空间日益饱和

美国的 SaaS 行业已进入成熟期。美国的 SaaS 在经历了启动期、快速成长期之后，目前已经进入稳定发展期。根据统计，目前全美 SaaS 行业市值总计约 1,370 亿美元。市场对 SaaS 服务的接受度不断提高，各细分领域的玩家不断增加，移动化、数据资产化等新趋势为 SaaS 行业带来新机会，促进服务模式的进一步升级。

美国 SaaS 企业深入垂直领域，各个细分行业龙头已现。在美国 SaaS 企业中，大部份关注解决客户在某一业务中遇到的问题并提供服务。以 Salesforce 为例，该公司专注于 CRM 领域，于 1999 年成立，2000 年初上市，目前市值达 1,200 亿美元，其提供包括销售云 (Sales Automation)、服务云 (Service) 和市场云 (Marketing Automation) 等功能。除此之外，公司还有 Commerce Cloud (统一云端商务软件)、Analytics Cloud (分析工具) 等新产品线。总体而言，美国的 SaaS 企业深入耕耘各场景已久，未来竞争的重点在于保持客户黏性，争夺存量客户。

表 2：美国标杆 SaaS 企业

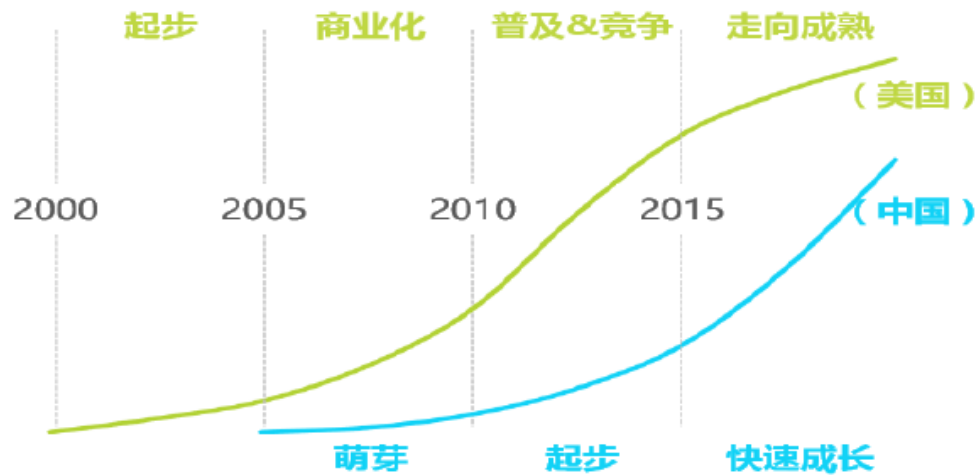
公司	所属领域	上市时间
Salesforce	客户管理	23/6/2004
ServiceNow	客户管理 人力资源	29/6/2012
Workday	人力资源	12/10/2012
Veeva Systems	生物制药	16/10/2013
Ultimate Software Group	人力资源招聘	2/6/1998
LogMeIn	中小型公司远程连接	1/7/2009
Tableau Software	数据分析	17/5/2013
athenahealth	医院健康数据管理	20/9/2007
Paycom Software	人力资源	15/4/2014
proofpoint	网络安全	20/4/2012
RingCentral	云协作、通讯	27/9/2013
realpage	房地产出租	12/8/2010
Zendesk	客户管理	15/5/2014
HubSpot	营销	9/10/2014
New Relic	数据分析	12/12/2014
Box	云协作	23/1/2015
fireeye	网络安全	20/9/2013
Paylocity Holding Corporation	人力资源	19/3/2014
Cloudera	数据分析	28/4/2017
Cornerstone OnDemand	人力资源	17/3/2011
BlackLine	财务	28/10/2016
Coupa Software	财务	6/10/2016
Mimecast	企业邮件安全	19/11/2015
Q2 holding	金融	20/3/2014
Alteryx	数据分析	24/3/2017
MINDBODY	美容、健身行业 (ERP、CRM)	19/6/2015
Hortonworks	数据分析	12/12/2014
Five9	联络中心云软件	4/4/2014
8x8	云协作通信	2/7/1997
Talend	数据分析	29/7/2016

资料来源：各公司、安信国际

► 中国 SaaS 行业可实现弯道超车

国内 SaaS 行业整体发展落后美国 10 年左右。从中美 SaaS 产业的发展阶段来看，国内整体发展进程落后美国 10 年左右。当 2010 年 SaaS 在国内开始萌芽时，美国的 SaaS 市场已经随着传统 IT 巨头和云计算公司的入场迅速开始了商业化争夺。而随着市场逐渐走向成熟，美国 SaaS 市场垂直细分领域均已被布局，整体发展空间相对有限，中国则成为近年来全球 SaaS 发展最受瞩目的地区。

图 9：中国 SaaS 产业发展阶段对比



资料来源：艾瑞咨询、安信国际

中国 IT 发展与经济增长不匹配，未来潜力巨大。与全球平均相比，中国 IT 支出占 GDP 比重较低，并且企业软件支出增速与 GDP 增速不匹配。2016、2017 两年中国全部 IT 支出占 GDP 的 2.8% 左右，而全球的数据则为 4.58% 左右。此外，观察企业软件支出增速可以发现，中国企业软件支出增速为 GDP 增速的 1.4 倍左右，明显小于世界平均水平的 2.5 倍。我们相信未来中国的 SaaS 市场增长潜力巨大。

表 3：中国 IT 支出与全球 IT 支出比较 (10 亿美元)

	中国			全球		
	2016	2017E	同比 (%)	2016	2017E	同比 (%)
数据中心系统	21.4	22.8	6.5%	170	173	1.7%
企业软件	9.2	10.1	9.7%	326	354	8.5%
设备	113.2	115.5	2.0%	630	664	5.3%
IT 服务	17.3	18.5	6.6%	894	931	4.0%
通信服务	185.9	198.5	6.8%	1,374	1,387	0.9%
整体 IT	347.1	365.3	5.3%	3,395	3,508	3.3%
GDP	12,217	13,060	6.9%	74,000	76,516	3.4%
整体 IT/GDP	2.84%	2.80%		4.59%	4.58%	

资料来源：Gartner、IMF、安信国际

从营收和市值角度看，国内云计算行业公司相对于海外对标差距依然巨大。仅看 IaaS 层，截止最新一年财报，阿里云截止 2018 年 12 月 31 日 12 个月收入为 32.1 亿美元，而同期亚马逊 AWS 的销售收入为 256.6 亿美元，是阿里云的 8 倍。如果对比软件层面的公司，那么差距就更加显著，销售收入差距几乎达两个数量级。

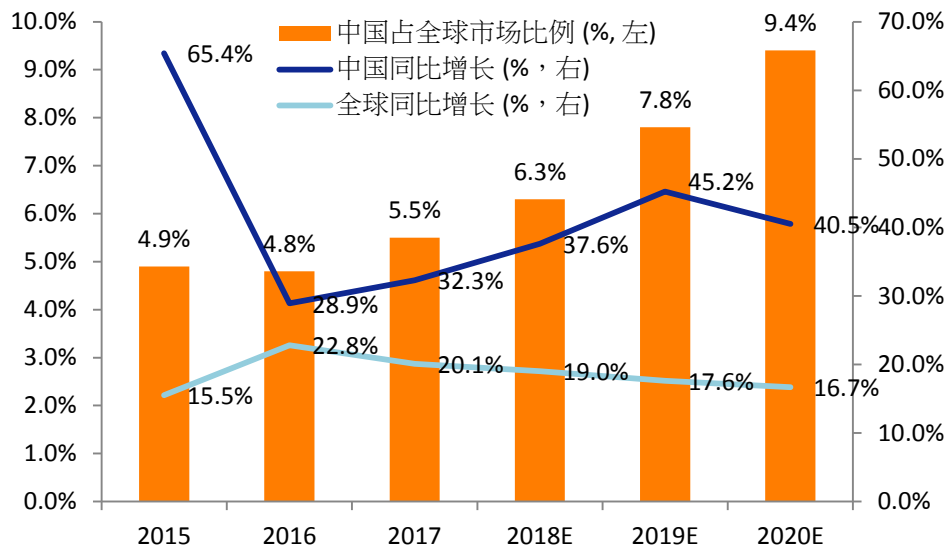
表 4：中国云计算公司与海外对标情况 (亿美元)

	中国				海外			
	公司	销售收入	增速	市值	公司	销售收入	增速	市值
SaaS	用友	9.3	24.0%	77.3	Oracle	398.3	5.6%	1,856.2
	金碟	3.4	23.7%	34.6	SAP	291.8	5.3%	1,305.9
	销售易	未公布	未公布	未上市	Salesforce	104.8	24.9%	1,216.7
	北森	0.3	28.0%	1.5	Workday	21.4	36.1%	415.9
IaaS、PaaS	阿里云	32.1	93.6%	4,306.9	亚马逊 AWS	256.6	46.9%	7,898.3

资料来源：各公司、安信国际

中国 SaaS 相较美国差距明显，也意味着未来空间广阔。由于美国企业的信息化产品使用率高，SaaS 市场的发展空间其实来自于传统软件向 SaaS 的转化，因此 SaaS 厂商在美国需要面对的首要问题是如何劝说传统企业上云。而中国的 SaaS 市场受到创业企业数量不断增加和企业信息化产品使用率提升的“戴维斯双击”，发展速度更快，增长后劲更足。另外，中国的互联网发展虽然整体晚于美国许多，但在移动互联网上的突出表现，使得国内 SaaS 产品也更加重视移动端的开发与体验。不仅如此，中国的消费级互联网服务种类繁多，各企业积累了大量行业经验与数据，C 端巨头有望向 B 端进军。在基础设施层面上，通信条件的改善以及 IaaS 市场的迅速发展，也为 SaaS 的更进一步奠定坚实基础。预计到 2020E，中国 SaaS 市场规模将占据全球的 9.4% 左右，成为全球 SaaS 市场最重要的力量之一。

图 10：中国与全球 SaaS 服务市场增长率对比及中国在全球市场的占比变化



资料来源：艾瑞咨询、Gartner、安信国际

2. 国内 ERP 领军企业，云化战略拉动业绩高速增长及结构优化

浪潮国际背靠浪潮集团，为国内企业管理软件领域头部公司，主要客户为大中型企业，产品已覆盖 26% 的中国 500 强企业。随着国家政府积极推动“企业上云”，公司未来将加在云服务领域投入，目前已发布全面的产品组合，涵盖大、中、小微企业市场，包括推出人力云、差旅云、电子采购云、税管云、云+、配合 GS7.0 为大型企业提供企业云服务。另一方面，公司与比利时软件公司 Odoo 建立了合资企业，Odoo 专注于开源领域，为中小型企业提供云计算解决方案。管理层目标公司云服务收入占比将从 1H18 的 7% 提升至 2023E 约 50%。

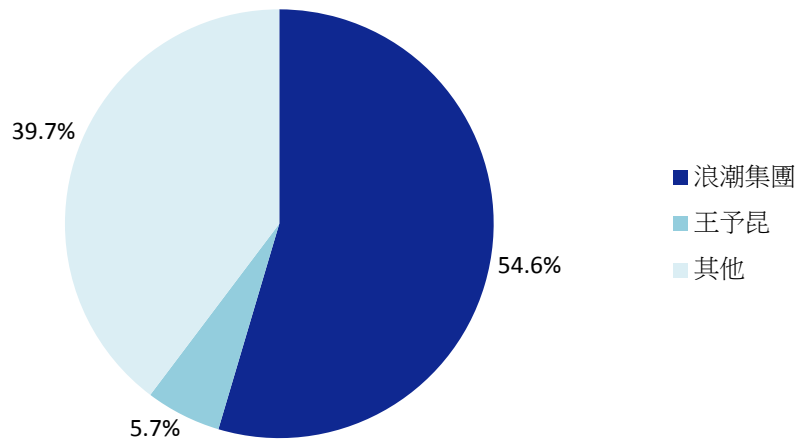
2.1. 背靠浪潮集团优质资源

浪潮国际 2004 年在港交所创业板上市，2008 年转至香港主板。目前公司已全面实现主营业务由贸易向管理软件开发的转型，并且开始布局企业云领域。在未来几年的时间里，公司将加大对企业 SaaS 及云服务的投资力度，进一步提升公司在这些领域的地位。

➤ 充份受益浪潮集团强大资源

浪潮集团是中国领先的云计算、大数据服务商，旗下拥有 i) 浪潮信息、ii) 浪潮软件、iii) 浪潮国际 (0596.HK)、及 iv) 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、智能城市、智能企业四大产业群组，形成了涵盖 IaaS、PaaS、SaaS 三个层面的整体解决方案服务能力。综合实力位列 2015 年中国电子信息产业百强第 11 位、中国 IT 企业前两位、中国自主品牌软件厂商第一位。浪潮国际作为浪潮集团旗下的一上市子公司之一，主要业务包括管理软件及相关服务和软件外包业务，其中管理软件及相关服务又包括云服务和软件及数据服务。

图 11：浪潮国际股权结构



资料来源：公司、港交所、安信国际

表 5：浪潮集团旗下四家上市公司业务布局边界明确

公司	主营业务
浪潮国际	企业管理软件、软件外包及 SaaS 云服务
浪潮信息	服务器及微型计算机
浪潮软件	电子政务、烟草信息化
华光光电	半导体激光器研发及生产

资料来源：各公司、安信国际

表 6：浪潮国际公司发展历程

时间	主要历程
1985 年	开始面向各行业提供 MIS 系统开发服务
1998 年	中国最大的集团财务管理软件供应商
2000 年	中国领先的分行业 ERP 解决方案供应商
2010 年	发布云战略，向云计算方案与服务商转型
2015 年	发布“中国制造 2025@浪潮”战略，提出“互联网+推动企业创新与变革”
2017 年	浪潮企业云全面支持企业上云，打造转型升级新功能

资料来源：公司、安信国际

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 12：浪潮服务器跃居全球前三



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、安信国际

图 13：浪潮政务云国内市占率第一



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、安信国际

图 14：浪潮集團对浪潮国际的业务帮助



资料来源：公司、安信国际

目前，浪潮集團已经入选了 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。凭借浪潮集團强大的资质、丰富的产品线、优质的客户资源，及浪潮集團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 15：浪潮入选 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提供商
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、安信国际

图 16：浪潮入选 13 个地市级企业上云及工业互联网服务商

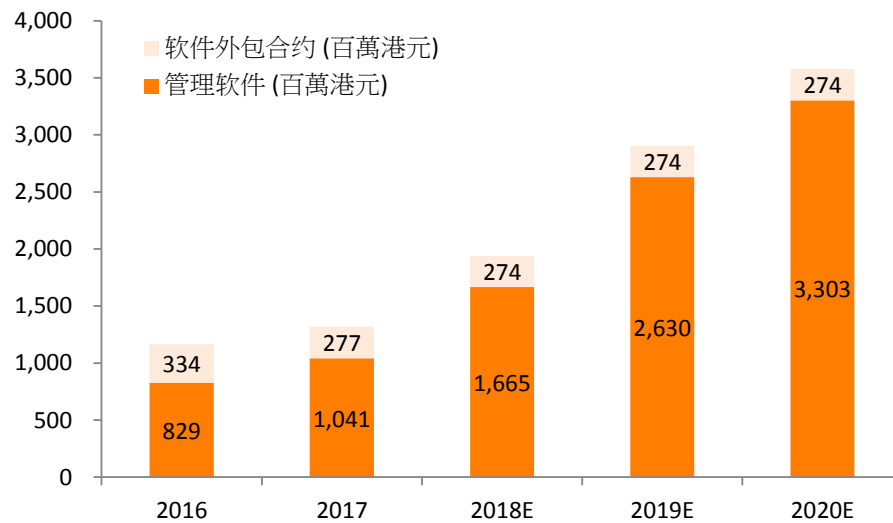
入选时间	地市	入选内容
2017.07.29	济南	首批企业上云服务提供商推荐名单
2017.09.05	台州	市云应用服务商
2017.09.21	延边	综合云平台服务商及云应用服务商
2017.09.28	四平	综合云平台服务商及云应用服务商
2017.09.29	常德	综合云平台服务商及云应用服务商
2017.10.26	长春	综合云平台服务商及云应用服务商
2017.11.01	惠州	企业上云服务提供商
2017.12.01	天水	企业上云服务提供商
2018.04.25	惠州	工业互联网平台服务商
2018.06.27	郑州	综合云平台服务商
2018.07.21	齐齐哈尔	企业综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

2.2. 传统管理软件业务保持高景气

浪潮国际主营业务主要可分为两个板块：i) **软件销售及相关服务，包括销售企业 ERP 产品及云服务** - 传统产业面临改造升级，新技术、新产业、新业态、新模式不断出现；以云计算为代表的 IT 技术成为实现新旧功能转换的重要驱动力；2017 年公司紧抓企业上云机遇，目前推出 GS7 平台及财务云、人力云、采购云、大数据分析云等浪潮 ERP 系列产品；以互联、共享、智慧理念为引领，加速企业数字化转型；ii) **软件开发外包业务，承担全球 500 强及优秀 IT 企业的系统应用研发、嵌入式系统开发等业务** - 2018H1 因主要客户业务的市场策略调整，导致公司外包业务收入同比略为下降，外包业务面临业务转型和拓展新客户双重困难；公司未来将继续业务转型，增加服务形式、创新服务内容、拓展服务范围，扩大新型外包业务比例，推动软件外包业务向产品、平台、云与大数据全面转型；力求完成外包服务从传统模式，向基于云计算的 IT 服务模式转变。

图 17：2016-20E 浪潮国际收入结构



资料来源：公司、安信国际

表 7：公司软件销售及相关服务

主要业务	
通信行业	面向电信网络和运营管理的各种 IT 支撑系统，为电信客户企业提供咨询、产品研发、系统集成、IT 服务等一系列、全方位的解决方案；包括电信网络运营支撑系统 (OSS)、电信管理支撑系统 (MSS) 和电信运营外包服务等。
企业 ERP	与用友软件、金碟国际 (0268.HK) 并列为国内三大 ERP 软件服务商，在多个领域市场占有率第一。未来几年中，在继续保持高端市场占有率领先地位的基础上，向中、小企业客户扩张，今后几年的增长将远超同行业平均增长速度。

资料来源：公司、安信国际

➤ 国企改革驱动传统软件业务保持高成长

国企改革驱动管理软件业务增速回暖，2018 上半年同比增长 34%。浪潮国际主要客户为国企，产品目前已覆盖 26% 的中国 500 强企业，管理软件 2018H1 同比增长 34%，其中新客户收入占比达到 54%，其中一半以上来源于替换竞争对手产品。我们认为增速回暖的主要动力在于，国企高盈利下加大 IT 投入，同时国企改革及重组产生新客户获取机遇。以央企为例，受中国经济增长及供给侧结构性改革等多方面因素影响，2018 年央企的经营效益大幅提升。根据国资委统计数据，2018 年央企实现营业收入 29.1 万亿元人民币，同比增长 10.1%；实现利润总额 1.7 万亿元人民币，创历史最好水平，同比增长 16.7%。

2.3. 紧抓企业上云机遇，云业务进入高速成长期

浪潮国际的云 ERP 产品能够为任意规模的企业，利用多年来耕耘云 ERP 市场的经验，顺应企业数字化转型需求强劲的增长趋势，全面贯彻落实“以数据为核心”的战略，利用云计算、大数据、物联网、人工智能等新技术，以浪潮企业云作为企业转型升级的新动能，旨在助力客户打造智能型企业，向云服务、数据服务转型，力求成为中国企业管理软件与云服务的领导厂商。我们预计公司云服务收入 2018E-20E CAGR 将达 103.1%，至 2020E 约 4.25 亿港元，占整体收入比将从 2016 年的 1.6% 提升至 2020E 约 11.9%。

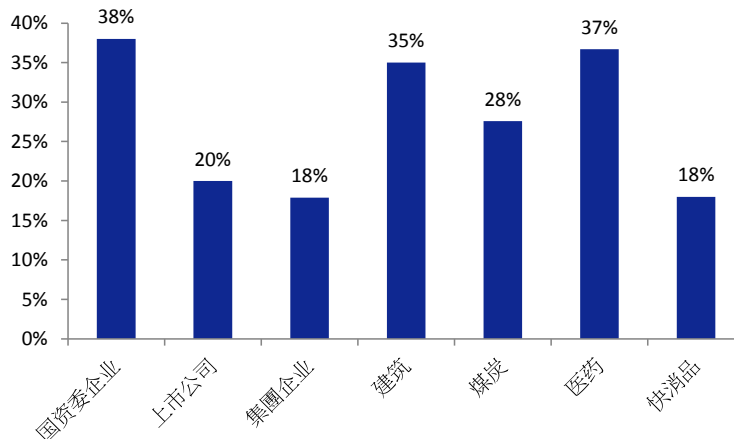
表 8：公司云业务主要平台及产品

平台及产品	主要服务
浪潮 GS7 平台	管理会计与新一代信息技术深度融合，涵盖财务云、人力云、采购云、供应链云、营销云、分析云、协同云，助力大型集团企业创新管理模式，加速企业数字化转型。
财务共享云	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 等财务管理内容，结合财务共享五级成熟度模型，为不同集团企业量身打造适合企业自身的财务共享云。
浪潮人力云 HCM Cloud	对内连接 HR 专员、高管、部门经理、员工、候选人，对外连接招聘网站、移动设备、地图等，提供自助服务云、招聘云、考勤云、绩效云、共享服务云等服务，打造以外包体验为导向、移动互联为基础、共享服务为支撑的人力云。
浪潮采购云 iGO Cloud	电子寻源云、专业市场云、电子超市云、增值服务云，能够提供交易撮合、供应链协作、供应商关系管理、供应链金融等 9 类共享服务。
浪潮云+	企业云生态的统一入口，可以集成线上线下、不同供应商的企业移动应用，提供协同、审批、报销、人力、分析等移动功能，帮助企业在云服务时代，打破时空壁垒，提升协同效率。
PS365	租用服务替代传统软件销售，为中小企业提供财务、供应链、生产制造等信息化的云应用软件；按需部署、按需服务，降低信息化应用门槛，开启中小企业云 ERP 之路。
云会计、 云进销存	颠覆了传统软件的模式，推动小微企业与互联网连接；真正实现了免安装、免维护、免升级，随时随地有网就能办公的功能；专业便捷，高效智能，提升小微企业业务管理水平。
PS Cloud	是一款为中小企业搭建的应用平台，具有开放、共享、敏捷等特性，涵盖协同研发、产业链协同、智能制造、财务共享、人力资源管理、数字营销等多种应用场景，为中小企业提供一站式解决方案。

资料来源：公司、安信国际

公司智能粮食解决方案市场占有率第一，建筑、制药、装备制造等行业应用市场覆盖率先。企业服务客户广泛，包括国资委企业、上市公司、集团企业、建筑、煤炭、医药、快消品等公司，其中服务过国资委 38% 企业，占比较高。

图 18：企业服务客户行业分布广泛



资料来源：公司、安信国际

图 19：公司产品目前已覆盖 26% 的中国 500 强企业

		中国500强26%			

资料来源：公司、安信国际

➤ 全面构建覆盖大、中、小微企业的云产品

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、多层之、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 etc 全面的财务管理模块，打造适合企业的浪潮财务云。

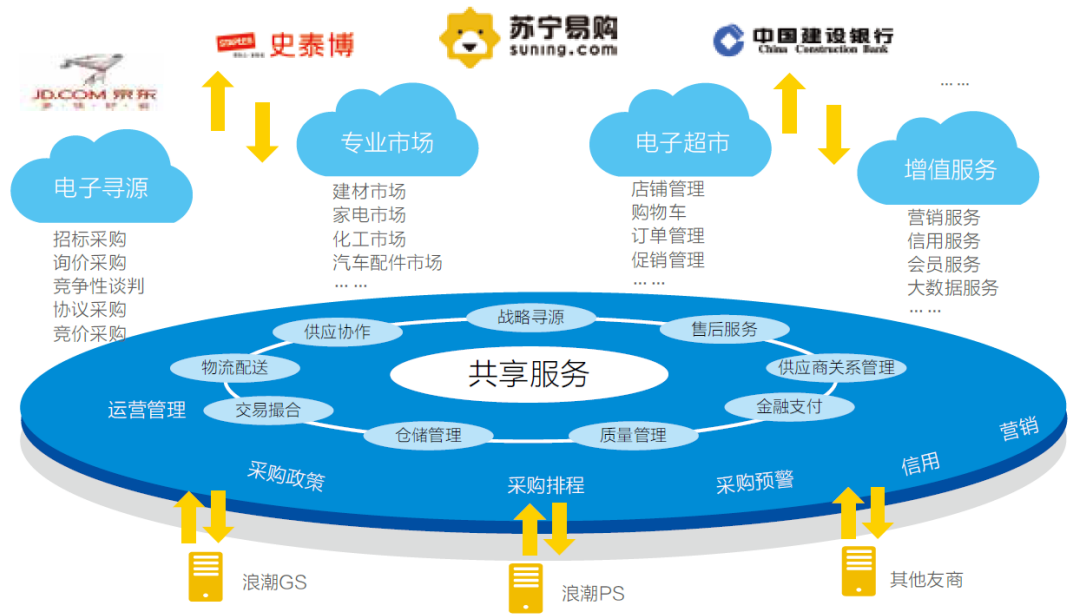
图 20：浪潮财务云



资料来源：公司、安信国际

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。

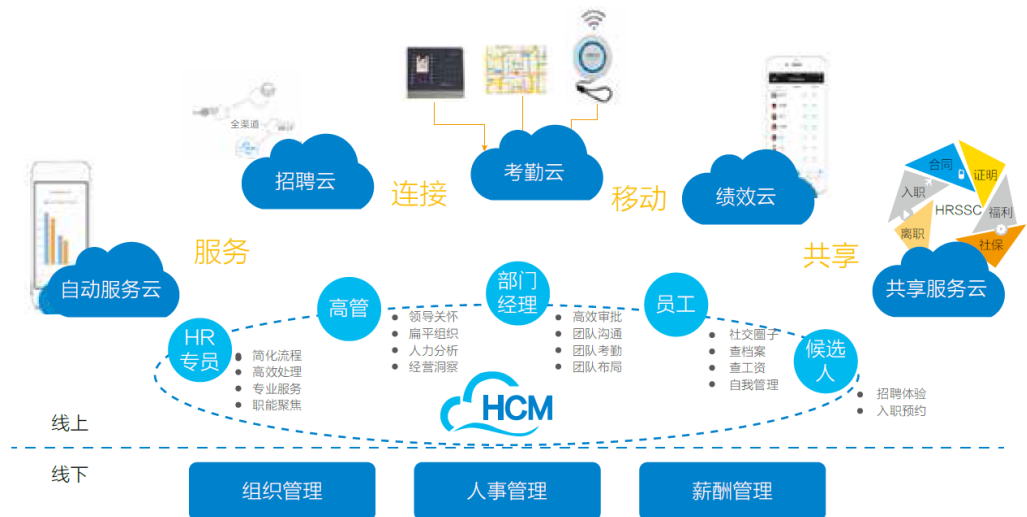
图 21：浪潮采购云 (iGO Cloud)



资料来源：公司、安信国际

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。

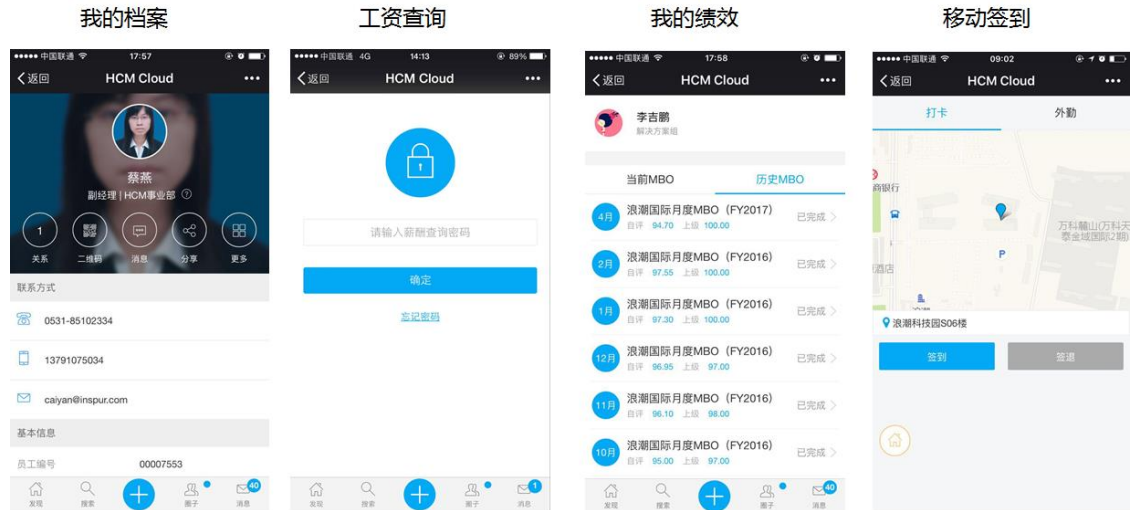
图 22：浪潮人力云 (HCM Cloud)



资料来源：公司、安信国际

我们预计人力云未来会有较大的发展空间。例如，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 23：浪潮人力云 (HCM Cloud) 移动端



资料来源：公司、安信国际

典型案例是公司客户中国铝业，是中国有色金属行业的龙头，千亿级一级国资企业，年收入规模超过 700 亿元人民币，旗下 18 家全资子公司、21 家控股子公司，拥有 16 万企业员工。中国铝业使用浪潮国际的 HCM Cloud 后，成功实现了上云三部曲，从而为管理层做出准确决策打下了基础：i) 数据上云 - 通过 HCM Cloud 实现 16 万人、4,200 万条人员数据上云，全生命周期的数据管理，支持准确有效的决策分析；ii) 流程上云 - 通过 HCM Cloud 事务平台实现 65 条核心流程上云，实时驱动数据全自动更新；iii) 服务上云 - 通过云平台实现全员服务上云，实现 90% 以上高管随时随地掌握人力动态、绩效考评 100% 上云、16 万员工通过云平台获取服务。

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、实时通讯等功能，助力企业经营效率的提升。

图 24：浪潮云+



资料来源：公司、安信国际

➤ 整合天元通信助力企业 SaaS 业务横向拓展

公司于 2018 年 7 月完成收购浪潮天元通信 76% 股权，该公司主要为电信运营商提供网络运维、运营管理等支撑系统的大数据分析及增值服务。该大数据服务不但可以帮助客户分析它们当前业务，还可以帮助它们分析自己业务是否能拓展到新的市场。未来公司可以运用浪潮天元现有的专利和软件著作权，整合技术研发人员，将公司的原有管理软件产品和浪潮天元的大数据技术结合，进一步增强公司现有产品的技术实力，丰富产品线，并产生巨大的协同效应。管理层计划未来公司的管理软件及 SaaS 服务业务将通过浪潮天元向通信行业、交通行业、能源行业推广应用，同时将浪潮天元成熟的大数据服务方案向原有的建筑行业、智慧粮食等拓展。

➤ 与 Odoo 共同开拓中小企业 SaaS 市场

2018 年 4 月公司与 Odoo 共同披露战略合作，双方在中国成立合资公司，重点发展中小企业 SaaS 服务业务。根据合作协议，合资公司面向中小企业提供 SaaS 服务。合资公司将依托双方在技术和市场方面的多重优势，推出基于微服务架构的开源 ERP 产品 – PS Cloud。PS Cloud 将提供涵盖协同研发、产业链协同、智能制造、财务共享、人力资源管理、数字营销等多个应用，为中小企业提供一站式解决方案，全力打造中小企业 SaaS 服务新引擎。

图 25：PS Cloud 构建的云生态



资料来源：公司、安信国际

这次合资公司的成立，是浪潮国际推动云计算战略 3.0 落地，打造平台生态型企业的重要举措，将进一步促进浪潮发展 SaaS 服务，加快国际化步伐。在中国大力推动数字经济、共享经济的环境下，企业上云的需求进一步被激发，浪潮将在面向大中小微企业提供整体云 ERP 解决方案的基础之上，通过搭建云平台，发展云伙伴，构建生态体系，不断开拓企业市场，全面助力企业上云，构建智能企业大脑，加速数字化转型。

Odoo 是欧洲中小企业软件市场知名厂商，拥有成熟的云 ERP 产品和 SaaS 理念，是欧洲应用最广泛、市场占有率最高的 ERP 软件；拥有 950 个合作商，以销售与 CRM，为世界超过 370 万的软件用户提供完整企业管理解决方案。Odoo 官方发布的标准功能模块有 100 多个，由开源社区 Open Object Community 提供的功能模块近 2,000 个。该款软件与 SAP 功能相似度达 70%，但整体代码比 SAP 少 40%。Odoo 的优势是企业能像搭乐高积木一样建构自己期望的系统，仅利用 Odoo 自身的底层框架，也能构建出适合各种用途的系统，纯 B/S 架构。而让社区提供的功能都是免费的，并且不受限于源代码，也不受于用户数的限制。Odoo 的主要模块包括销售、采购、库存、财务、生产、项目管理、CRM、POS、人力资源、车辆管理、午餐管理等等。APP 市场中已经包含 5,000 余个模块，可随意搭配符合自己企业的定制化开源软件，并可与已有系统集成，可以为企业提供一个一体化的解决方案系统。

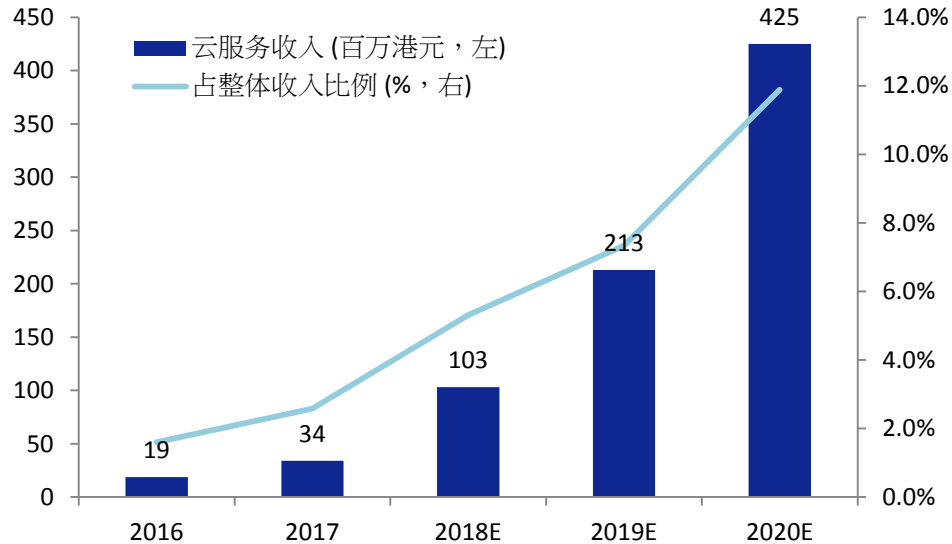
➤ 收购华粮科技进一步提升细分领域服务能力

浪潮国际于 2018 年 12 月订立股权转让协议，以总代价 6,000 万元人民币收购郑州华粮科技股份有限公司 60% 股权，华粮科技主要从事智慧粮食解决方案业务、农业及农副产品电子商务、信息服务及软件开发业务。浪潮国际客户结构中粮食产业类客户是重要组成部份，因此公司此次收购事项既可以巩固公司智能粮食行业的市场地位，同时还能提升公司现有业务的服务能力，为公司未来发展智慧粮食产业及农业信息化大数据提供良好平台。华粮科技 2016 年/2017 年净利润分别盈利 943 万元/亏损 2,163 万元人民币，我们预计华粮科技在 2019E 能够经营正常化，同时带来超过 500 万元人民币的净利润贡献。

3. 预计公司云服务收入 2018E-20E CAGR 将达 103.1%

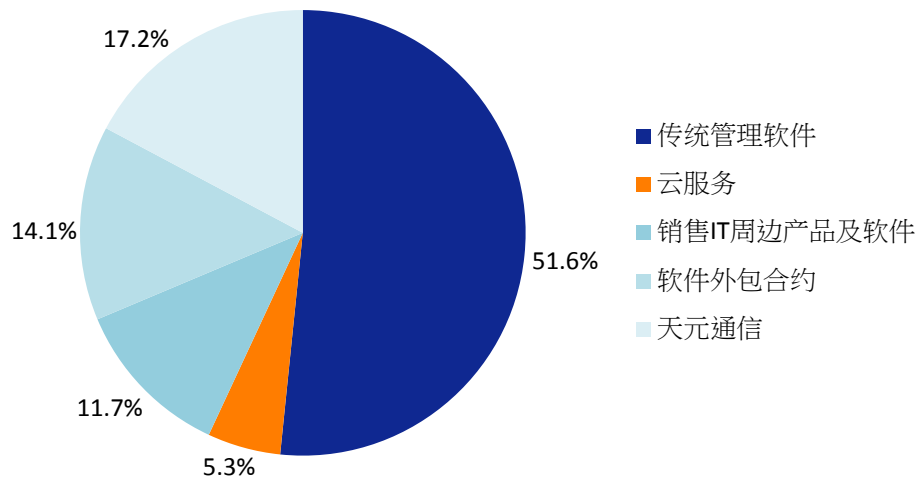
我们相信随着公司 SaaS 云战略逐步深化，公司云业务增速将远超行业，预计公司云服务收入 2018E-20E CAGR 将达 103.1%，至 2020E 将达 4.25 亿港元，占整体收入比将从 2016 年的 1.6% 提升至 2020E 约 11.9%。预期公司管理软件/云服务业务毛利率将分别达 30%/80%；销管费用率保持约 35% 水平。我们预计公司 2018E-20E 核心净利润 CAGR 将达 45%，核心净利润率从 2016 年 5.1% 提升至 2020E 约 11.7%。

图 26：2016-20E 公司云服务收入及占整体收入比例



资料来源：公司、安信国际

图 27：2018E 公司整体收入按业务分布



资料来源：公司、安信国际

4. 首予“买入”评级，目标价 5.32 港元

我们认为 i) 传统管理软件业务客户数持续提升；ii) 云服务收入增长加速；及 iii) 外延并购逐步落地将为股价向上催化剂。我们以 SoTP 分部估值法定价 (传统业务 2019E PER 12 倍；云业务 2019E P/S 8 倍)，给予目标价 5.32 港元，首予“买入”评级。

表 9：SoTP 分部估值法

	2019E 收入/净利润 (百万港元)	估值方法	估值 (百万港元)
传统业务	363	2019E PER 12 倍	4,357
云服务业务	213	2019E P/S 8 倍	1,704
总计 (百万港元)			6,061
总股数 (百万)			1,139
目标价 (港元)			5.32

资料来源：公司、安信国际

表 10：同业估值比较

股份名称	代码	货币	市值 百万元	股价 元	最近报表 年结	----- 市销率 (倍) -----				----- 市盈率 (倍) -----				--- 每股盈利增长 (%) ---		股息率 (%)		市净率 (倍)		净负债 比率 %*		
						历史	今年	下年	下两年	历史	今年	下年	下两年	历史	今年	下年	下两年	12个月	今年		历史	今天
浪潮国际	596 HK	美元	5,011	4.40	12/2017	3.8	2.1	1.8	1.4	35.8	15.7	14.2	12.1	85.2	127.6	10.7	17.1	0.68	0.91	1.91	1.98	-65.0
金蝶国际	268 HK	港元	29,753	9.01	12/2017	11.1	9.0	7.4	5.9	69.9	67.1	53.6	39.6	50.6	4.2	25.2	35.4	0.18	0.16	5.61	5.26	-30.1
用友网络	600588 Ct	港元	54,648	28.50	12/2017	8.7	6.8	5.5	4.4	137.2	84.6	62.6	48.0	92.9	62.3	35.0	30.5	0.40	0.61	9.27	8.41	-21.2
Salesforce	CRM US	港元	122,117	159.63	01/2018	14.6	9.2	7.6	6.5	614.0	61.2	58.0	46.3	-30.8	903.8	5.4	25.3	n/a	n/a	15.06	8.77	-2.7
Workday	WDAY US	港元	41,304	189.47	01/2018	26.2	14.7	11.6	9.5	-ve E	150.9	116.7	85.4	20.1	n/a	29.3	36.6	n/a	n/a	30.13	23.23	-114.5
Adobe	ADBE US	港元	125,716	257.76	11/2018	13.9	11.3	9.6	8.5	48.8	33.1	26.7	22.6	53.9	47.3	24.1	18.1	n/a	n/a	13.43	9.93	9.6
Autodesk	ADSK US	港元	35,004	159.83	01/2018	17.2	13.8	10.9	8.9	-ve E	163.9	51.2	32.0	1.1	n/a	220.3	59.9	n/a	n/a	48.00	-ve B	-97.5
Zendesk	ZEN US	港元	8,350	77.06	12/2018	13.9	10.4	8.0	6.3	-ve E	265.7	115.9	65.6	-21.6	n/a	129.3	76.7	n/a	n/a	19.96	19.76	-86.9
Shopify	SHOP US	港元	19,706	178.47	12/2018	18.4	13.3	10.0	7.8	n/a	424.9	210.0	119.1	-45.2	n/a	102.4	76.4	n/a	n/a	n/a	9.40	-94.2
Veeva	VEEV US	港元	16,978	116.85	01/2018	31.2	19.8	16.6	14.1	229.1	74.2	65.5	56.0	98.0	208.8	13.2	17.1	n/a	n/a	24.69	14.50	-79.5
ServiceNow	NOW US	港元	41,241	230.01	12/2018	15.8	12.0	9.4	7.5	-ve E	74.1	53.8	42.0	82.8	n/a	37.6	28.2	n/a	n/a	n/a	23.31	n/a
平均						17.1	12.0	9.7	7.9	219.8	140.0	81.4	55.6	30.2	245.3	62.2	40.4	0.29	0.38	20.77	13.62	-57.4

注：*净负债比率为负数代表净现金；上表里浪潮国际预测数字来自彭博
数据来源：彭博

5. 风险提示

- i) 传统软件业务增长逊于预期；
- ii) 云业务增长慢于预期；
- iii) 宏观经济下行风险。

附表：财务报表预测

(31/12 年结；百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
损益表					
销售收入	1,163	1,318	1,939	2,904	3,577
销售成本	(821)	(886)	(1,185)	(1,710)	(2,100)
毛利	342	432	754	1,193	1,477
其他收入/(开支)	176	154	264	192	210
销售及管理费用	(460)	(500)	(681)	(1,002)	(1,202)
经营溢利	59	87	338	383	485
分占联营公司业绩	29	41	45	49	54
财务费用	0	0	0	0	0
税前盈利	88	127	383	432	539
所得税	(27)	(18)	(57)	(65)	(81)
非控股权益	(1)	3	(25)	(38)	(41)
净利润	60	113	300	330	417
核心净利润	60	113	198	330	417
EBITDA	88	112	364	409	511
EBIT	59	87	338	383	485
同比增长 (%)					
销售收入	19.7	13.3	47.1	49.7	23.2
毛利	17.1	26.2	74.7	58.2	23.8
净利润	NA	88.8	165.6	9.9	26.4
核心净利润	NA	88.8	75.4	66.5	26.4
EBITDA	NA	27.3	224.1	12.4	24.9
EBIT	NA	47.7	290.8	13.4	26.6
资产负债表					
非流动资产	1,106	1,243	1,320	1,404	1,497
物业、厂房及设备	313	323	356	391	430
商誉	0	0	0	0	0
其他	793	919	964	1,013	1,067
流动资产	1,552	1,814	2,156	2,559	3,042
存货	8	13	17	24	30
应收帐	161	159	234	351	432
现金	853	1,351	1,613	1,892	2,288
其他	530	292	292	292	292
总资产	2,658	3,057	3,475	3,963	4,539
流动负债	869	917	979	1,052	1,115
借贷	0	0	0	0	0
应付账	96	115	153	221	271
其他	773	803	826	831	843
非流动负债	55	58	58	58	58
借贷	0	0	0	0	0
其他	55	58	58	58	58
总负债	924	975	1,037	1,110	1,173
股本	9	10	11	11	11
储备	1,725	2,068	2,398	2,774	3,247
股东权益	1,734	2,077	2,409	2,786	3,258
非控股权益	0	4	29	67	108
股本总额	1,735	2,081	2,438	2,852	3,366
净负债/(现金)	(853)	(1,351)	(1,613)	(1,892)	(2,288)
净负债率 (%)	(49.2)	(64.9)	(66.2)	(66.3)	(68.0)

(转下页...)

财务报表预测 (续)

(31/12 年结; 百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金流量表					
税前盈利	61	110	300	330	417
折旧	30	26	26	26	26
营运资金变动	114	(93)	(41)	(56)	(37)
其他	(71)	(37)	(1)	2	13
经营活动现金流量	133	5	284	301	419
资本开支	(18)	(1)	(19)	(20)	(21)
其他	(265)	366	(346)	24	24
投资活动现金流量	(283)	365	(365)	4	4
贷款变动	0	0	0	0	0
其他	(33)	47	343	(27)	(27)
融资活动现金流量	(33)	47	343	(27)	(27)
净资金流入/(出)	(183)	416	262	279	396
自由现金流	115	4	265	281	399
财务及估值比率					
P/E (x)	66.2	37.1	25.3	15.2	12.0
P/B (x)	2.3	2.0	2.1	1.8	1.5
Dividend yield (%)	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8
EV/EBITDA (x)	47.2	32.7	9.4	7.8	5.5
EV/EBIT (x)	71.0	42.4	10.1	8.3	5.8
Gross margin (%)	29.4	32.8	38.9	41.1	41.3
EBITDA margin (%)	7.6	8.5	18.8	14.1	14.3
Pre-tax profit margin (%)	7.5	9.6	19.7	14.9	15.1
Net margin (%)	5.1	8.6	15.5	11.4	11.7
SG&A/sales (%)	39.5	37.9	35.1	34.5	33.6
Effective tax rate (%)	31.0	13.8	15.0	15.0	15.0
ROE (%)	3.5	5.9	13.4	12.7	13.8
ROA (%)	2.3	4.0	9.2	8.9	9.8
Current ratio (x)	1.8	2.0	2.2	2.4	2.7
Stock turnover days (s)	3.7	5.2	5.2	5.2	5.2
A/R turnover days (s)	50.5	44.1	44.1	44.1	44.1
A/P turnover days (s)	42.8	47.2	47.2	47.2	47.2
Interest coverage (x)	NA	NA	NA	NA	NA
Net debt/ (cash) to equity (%)	(49.2)	(64.9)	(66.2)	(66.3)	(68.0)
Total asset to equity ratio (x)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
Dividend payout ratio (%)	45.2	25.3	15.1	10.0	10.0

数据来源: 公司; 安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；

增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；

中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；

减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；

卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010