

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

中国软件国际 (354 HK)

云业务为公司带来第二增长曲线

- 20年下半年收入低于市场预期2%，而经调整净利润超出市场预期15%
- 借助与华为的深度合作，公司正从传统IT服务提供商转型成为云服务提供商
- 维持买入评级，目标价从8.9港元调升至10.0港元

新兴业务将继续成为公司的主要增长驱动力

中国软件国际于20年下半年取得了稳健的业绩，收入低于市场预期2%，但经调整净利润超出市场预期15%，主要因为成本管控优于预期。总收入同比加速增长24%（20年上半年：+9%）至80.42亿元人民币，主要得益于各个业务线的加速增长。新兴业务收入同比加速增长81%（20年上半年：+34%），达到20.41亿元人民币，主要归功于：1）公司自研的一站式云经纪平台“华夏云网”持续迭代升级，并为用户提供更全面的云解决方案以及云购买与管理服务。截至2020年，公司已经连续两年在IDC中国云管理服务市场中排名前三，而且市场份额也持续增长；以及2）解放号平台围绕垂直场景进行迭代升级，并积累了47.4万注册程序员，6.3万注册供应商，76.8亿元人民币的需求总金额，以及2,700个注册政府用户，说明平台在IT服务供给端和需求端所形成的闭环更加牢固。展望未来，我们相信新兴业务将于2021年保持46%的强劲增长，得益于：1）公司和华为在鸿蒙生态建设上的深度合作；2）国内传统产业持续数字化转型和上云的趋势；以及3）解放号平台日益完善的生态。

基石业务有望借助“软件工厂”获得更快的增长

基石业务收入同比加速增长12%至60.01亿元人民币（20年上半年：+4%），主要源于：1）华为IT外包业务收入的稳定增长；2）随着平安、阿里和腾讯的业务生态变得更为完善，其贡献的IT外包收入都取得亮眼的增长；以及3）疫情后的复工复产。展望未来，我们预计2021年基石业务将录得23%的同比加速增长，受惠于：1）公司借助积累的服务和管理能力，打造咨询诊断、流程管理、IT工具和交付服务为一体的“软件工厂”，全面升级传统IT服务；2）KA客户如平安、阿里和腾讯IT外包业务收入持续的强劲增长。我们预计2021年平安和腾讯将成为公司新的1亿美元收入客户；以及3）字节跳动、京东和网易等新增长互联网客户带来的增量收入贡献。

维持买入评级，目标价从8.9港元调升至10.0港元

20年下半年，得益于疫情后的复工复产，毛利率环比提升3.5个百分点至30.7%。经营利润率同比提升0.8个百分点至8.8%，主要归功于研发成本管控发挥效果。经调整净利润率在20年下半年达到7.5%，而经调整净利润同比增长38%达到6.0亿元人民币。展望未来，我们将公司21/22财年的预测收入和经调整净利润分别调整2%/5%和9%/14%，以反映：1）对基石业务发展更为乐观的预期；以及2）对新兴业务发展更为保守的预期。我们维持买入评级，将目标价从之前的8.9港元上调至10.0港元，主要基于更好的盈利增长前景。我们目标价是基于21财年1.0倍的预测PEG，相当于19.3倍的21财年预测市盈率。

盈利预测及估值

| 人民币百万元 | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 | 12,042 | 14,101 | 18,050 | 22,191 | 26,345 |
| 同比增长 (%) | 14 | 17 | 28 | 23 | 19 |
| 归属于股东的经调整净利润 | 805 | 1,002 | 1,276 | 1,629 | 2,007 |
| 同比增长 (%) | 4 | 24 | 27 | 28 | 23 |
| 经调整摊薄每股盈利 (港元) | 0.34 | 0.41 | 0.51 | 0.64 | 0.76 |
| 市盈率 (x) | 24.3 | 20.2 | 16.3 | 13.1 | 11.0 |
| ROE (%) | 12.1 | 12.5 | 13.4 | 15.0 | 15.9 |

注：收盘价截至2021年3月31日；资料来源：公司、招商證券(香港)预测

马牧野
+852 3189 6394
mattma@cmschina.com.hk
黄耀林
+852 3189 6176
calvinngyl@cmschina.com.hk

刘楠, CFA
+852 3189 6117
leoliu@cmschina.com.hk

最新变动

20财年业绩；调整目标价及盈利预测

买入

| | |
|----------------------|------------------|
| 前次评级 | 买入 |
| 股价 | 8.36港元 |
| 12个月目标价 (上涨/下跌空间) | 10.0港元 (+20%) |
| 前次目标价 | 8.9港元 |

股价表现



资料来源：彭博

| % | 1m | 6m | 12m |
|--------|-------|------|-------|
| 354 HK | 1.6 | 49.3 | 107.4 |
| 恒生指数 | (2.1) | 21.0 | 20.2 |

行业：TMT

| | |
|---------------------|--------|
| 恒生指数 (2021年3月31日) | 28,378 |
| MSCI中国 (2021年3月30日) | 108 |

重要数据

| | |
|-------------------|----------|
| 52周股价区间 (港元) | 3.7-11.3 |
| 市值 (十亿港元) | 24.3 |
| 日均成交量 (百万股) | 18.0 |
| 21年经调整每股盈利预测 (港元) | 0.51 |

主要股东

| | |
|-----------|-------|
| 陈宇红博士 | 16.5% |
| 瑞银资产管理 | 9.6% |
| 总股数 (百万股) | 2,725 |
| 自由流通量 | 73.9% |

资料来源：彭博、万得、招商證券(香港)研究部

相关报告

1. 中国软件国际 (354 HK) - 协助鸿蒙在万物互联的世界开天辟地 (买入) (2020/12/4)
2. 中国软件国际 (354 HK) - 伸手摘云 (买入) (2020/9/22)

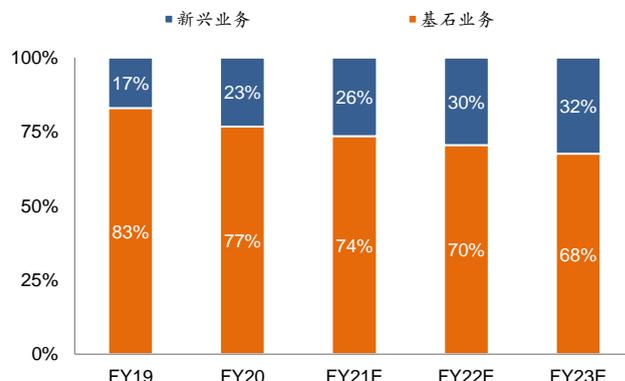
重点图表

图1: 营业收入



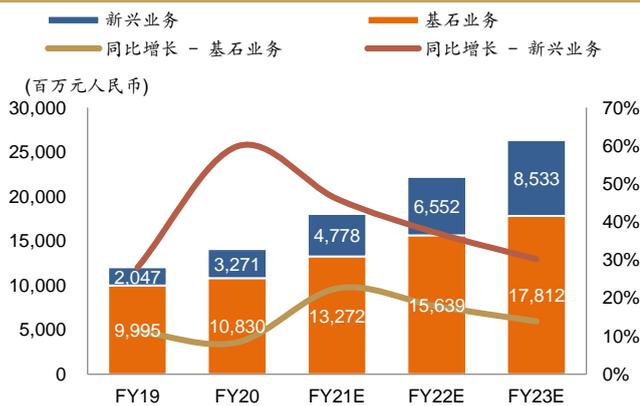
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图2: 收入构成



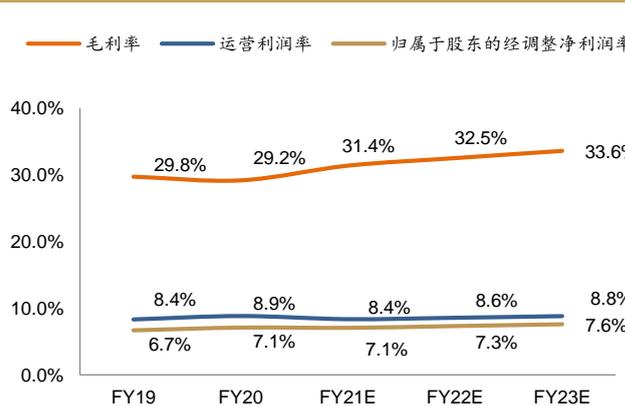
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图3: 各业务线的收入增速



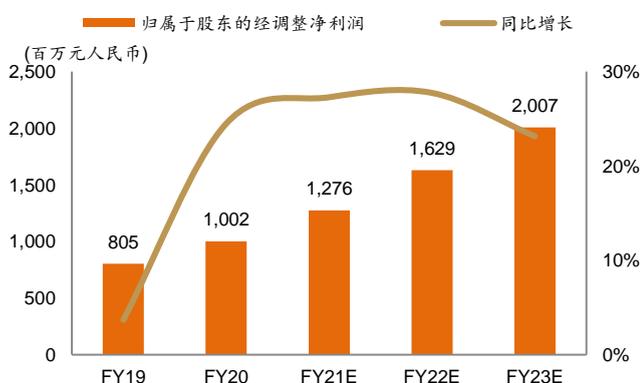
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图4: 利润率趋势



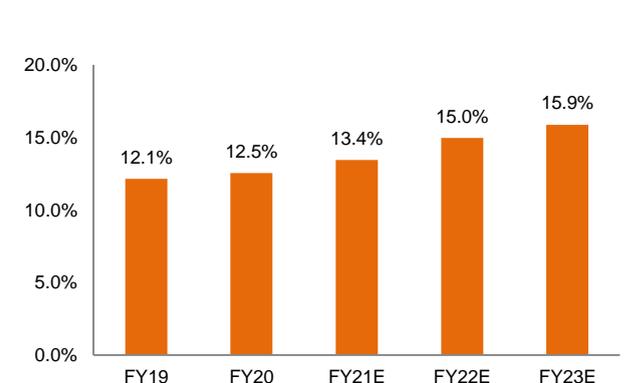
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图5: 归属于股东的经调整净利润



资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图6: ROE



资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图 7: 中软估值表

| | 悲观情况 (10%折让) | 基本情况 (0%折让或溢价) | 乐观情况 (10%溢价) |
|-----------------------------|-----------------|-------------------|-----------------|
| 2021年预测归属于股东的经调整净利润(百万元人民币) | 1,276 | 1,276 | 1,276 |
| 2019-2022E年盈利复合年增长率(%) | 19 | 19 | 19 |
| PEG比率(x) | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 估值(百万元人民币) | 22,204 | 24,672 | 27,139 |
| 估值(百万港元) | 26,434 | 29,371 | 32,308 |
| 流通股数(百万股) | 2,943 | 2,943 | 2,943 |
| 目标价(港元) | 9.0 | 10.0 | 11.0 |
| 对应2021年预测市盈率(x) | 17.4 | 19.3 | 21.3 |

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图 8: 中软前次的估值表

| | 悲观情况 (10%折让) | 基本情况 (0%折让或溢价) | 乐观情况 (10%溢价) |
|-----------------------------|-----------------|-------------------|-----------------|
| 2021年预测归属于股东的经调整净利润(百万元人民币) | 1,166 | 1,166 | 1,166 |
| 2019-2022E年盈利复合年增长率(%) | 18 | 18 | 18 |
| PEG比率(x) | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 估值(百万元人民币) | 18,677 | 20,752 | 22,827 |
| 估值(百万港元) | 22,234 | 24,705 | 27,175 |
| 流通股数(百万股) | 2,762 | 2,762 | 2,762 |
| 目标价(港元) | 8.0 | 8.9 | 9.8 |
| 对应2021年预测市盈率(x) | 16.0 | 17.8 | 19.6 |

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

财务预测表

利润表

| 百万元人民币 | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 12,042 | 14,101 | 18,050 | 22,191 | 26,345 |
| 营业成本 | (8,459) | (9,983) | (12,383) | (14,974) | (17,493) |
| 毛利润 | 3,583 | 4,118 | 5,667 | 7,217 | 8,852 |
| 销售和营销费用 | (618) | (729) | (1,185) | (1,534) | (1,873) |
| 一般管理和研发费用 | (2,005) | (2,232) | (3,105) | (3,950) | (4,927) |
| 利息收入/支出 | 45 | 93 | 137 | 174 | 277 |
| 营业利润 | 1,006 | 1,250 | 1,514 | 1,908 | 2,330 |
| 其他收入/损失 | (40) | (39) | 0 | 0 | 0 |
| 财务收入净额 | (166) | (151) | (130) | (140) | (151) |
| 应占联营/合营公司 | (0) | (24) | 0 | 0 | 0 |
| 税前收入 | 799 | 1,035 | 1,384 | 1,768 | 2,178 |
| 所得税 | (42) | (87) | (125) | (159) | (196) |
| 少数股东权益 | 2 | (7) | 2 | 2 | 2 |
| 归属于股东的净利润 | 755 | 955 | 1,258 | 1,607 | 1,980 |
| 归属于股东的经调整净利润 | 805 | 1,002 | 1,276 | 1,629 | 2,007 |

主要财务比率

| | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 年成长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 14 | 17 | 28 | 23 | 19 |
| 毛利润 | 10 | 15 | 38 | 27 | 23 |
| 经营利润 | 15 | 24 | 21 | 26 | 22 |
| 归属于股东的净利润 | 5 | 26 | 32 | 28 | 23 |
| 归属于股东的经调整净利润 | 4 | 24 | 27 | 28 | 23 |
| 摊薄每股盈利 | 10 | 21 | 25 | 25 | 21 |
| 主要比率 (%) | | | | | |
| ROE | 12.1 | 12.5 | 13.4 | 15.0 | 15.9 |
| 毛利率 | 29.8 | 29.2 | 31.4 | 32.5 | 33.6 |
| 经营利润率 | 8.4 | 8.9 | 8.4 | 8.6 | 8.8 |
| 归属于股东的净利率 | 6.3 | 6.8 | 7.0 | 7.2 | 7.5 |
| 归属于股东的经调整后的净利率 | 6.7 | 7.1 | 7.1 | 7.3 | 7.6 |
| 股息支付率 | 6.6 | 6.6 | 6.0 | 6.0 | 6.0 |
| 每股资料 (人民币) | | | | | |
| 基本每股盈利 | 0.31 | 0.38 | 0.48 | 0.60 | 0.73 |
| 经调整摊薄每股盈利 | 0.30 | 0.36 | 0.43 | 0.54 | 0.66 |
| 经调整摊薄每股盈利 (港元) | 0.34 | 0.41 | 0.51 | 0.64 | 0.76 |
| 每股净资产 | 2.54 | 3.41 | 3.84 | 4.39 | 5.07 |
| 每股股息 | 0.02 | 0.02 | 0.03 | 0.04 | 0.04 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(x) | 24.3 | 20.2 | 16.3 | 13.1 | 11.0 |
| 市净率(x) | 2.9 | 2.1 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| 股息率(%) | 0.26 | 0.35 | 0.41 | 0.51 | 0.62 |

资产负债表

| 百万元人民币 | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 物业、厂房及设备 | 802 | 858 | 873 | 908 | 962 |
| 无形资产 | 127 | 145 | 157 | 164 | 165 |
| 贸易及其它应收账款 | 3,297 | 4,580 | 5,863 | 7,208 | 8,557 |
| 合约资产 | 2,228 | 1,904 | 2,095 | 2,304 | 2,534 |
| 银行结存和现金 | 2,526 | 3,787 | 3,828 | 4,262 | 5,015 |
| 商誉 | 974 | 941 | 941 | 941 | 941 |
| 其它 | 790 | 872 | 958 | 1,062 | 1,180 |
| 总资产 | 10,745 | 13,087 | 14,715 | 16,849 | 19,354 |
| 应付票据 | 1,229 | 1,753 | 2,036 | 2,461 | 2,876 |
| 借款 | 2,475 | 1,790 | 1,920 | 2,072 | 2,250 |
| 其它 | 508 | 768 | 768 | 768 | 768 |
| 总负债 | 4,212 | 4,311 | 4,723 | 5,302 | 5,894 |
| 股东权益总额 | 6,468 | 8,753 | 9,966 | 11,520 | 13,430 |
| 少数股东权益 | 66 | 23 | 25 | 27 | 29 |
| 总权益 | 6,534 | 8,776 | 9,991 | 11,547 | 13,460 |

现金流量表

| 百万元人民币 | FY19 | FY20E | FY21E | FY22E | FY23E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 754 | 1,215 | 545 | 1,020 | 1,430 |
| 税前利润 | 799 | 1,035 | 1,384 | 1,768 | 2,178 |
| 折旧与摊销 | 197 | 193 | 234 | 259 | 289 |
| 股份补偿成本 | 10 | 8 | 18 | 22 | 26 |
| 运营资金变动 | (516) | (196) | (1,190) | (1,129) | (1,165) |
| 其它 | 264 | 175 | 99 | 99 | 101 |
| 投资活动现金流 | (224) | (343) | (441) | (524) | (607) |
| 资本开支 | (142) | (141) | (180) | (222) | (263) |
| 其它 | (82) | (202) | (260) | (302) | (343) |
| 融资活动现金流 | (650) | (834) | (62) | (63) | (70) |
| 股息 | (48) | (50) | (63) | (75) | (96) |
| 借款净额 | 52 | (685) | 130 | 152 | 178 |
| 其它 | (653) | (99) | (130) | (140) | (151) |
| 净现金流 | (119) | 39 | 42 | 433 | 753 |

注：截止至2021年3月31日的收盘价

资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

投资评级定义

| 行业投资评级 | 定义 |
|--------|------------------------|
| 推荐 | 预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场 |
| 中性 | 预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致 |
| 回避 | 预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场 |

| 公司投资评级 | 定义 |
|--------|----------------------------|
| 买入 | 预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上 |
| 中性 | 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内 |
| 卖出 | 预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上 |

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828