

**买入**

2023 年 04 月 11 日

### 云智能业务高速增长，基石业务增长稳健

➤ **2022 年收入增长：**2022 年公司实现收入 200.5 亿元，同比增长 8.7%；收入增长的驱动主要来自核心大客户业务稳健增长和云智能业务的高速增长。其中云智能业务收入 66.18 亿，同比增长 24.7%；归母净利润 7.59 亿元，同比下降 33.2%。毛利率同比下降 3.7 个百分点至 23%，主要由宏观因素导致大客户定价业务所致。

➤ **基石业务增长稳健，AI 技术提高效率：**公司业务增长稳健，持续开拓头部客户业务。22 年基石业务实现营收 133.87 亿元，同比增长 2.3%，来自腾讯、阿里、通信运营商、汇丰银行等活跃客户数量稳定提升。在汽车厂商方面也在积极寻求突破，汽车业务高速发展。值得一提的是，在 AI 技术的加持下，公司软件工厂大幅提高 15%-20% 的效率，可见公司长期优化运营能力。整体看，互联网客户业务将会在未来逐步回暖，我们预计公司基石业务在未来几年内仍将保持 10% 左右的增速。

➤ **云智能业务高速发展：**22 年云智能业务营收 66.18 亿元，同比增长 24.7%，主要由鸿蒙、汽车和解决方案等业务带来业绩增长。目前，公司会继续携手深开鸿打磨万物智联 OS+终端管理平台；同时，公司深度参与华为造车各项业务，并己为比亚迪、吉利、沃尔沃等多家龙头车企进行软件架构和智能座舱的技术服务。我们认为公司在鸿蒙矩阵不断垂直优化，公司智能物联网业务的产品与解决方案能够帮助公司更好的稳定矩阵，同时未来在数字化转型带来的云数据、开源鸿蒙需求，新增 ERP 实施和华为军团带来进一步增量空间。

➤ **调整目标价至 8.1 港元，维持买入评级：**综合分析，中软国际流水稳健，且公司研发能力继续加固，我们看好公司在云智能业务的影响和布局。在华为多项业务合作线以及大客户的加持下，基石业务预计依旧稳定发力；云智能业务和汽车业务员高速发展的确定性。考虑到毛利率承压的影响，我们调整估值中枢为 18 倍 PE，根据 2023 年预测盈利得出目标价为 8.1 港元，较上一收盘价有 55.75% 的上升空间，维持买入评级。

**李京霖**
**852-2532-1957**
**Jinglin.li@firstshanghai.com.hk**

### 主要数据

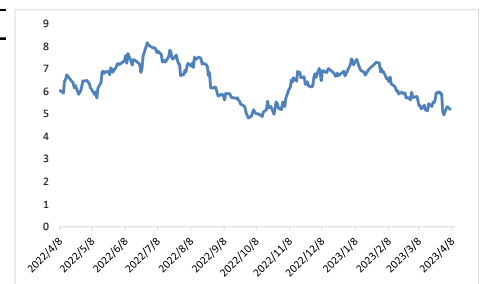
行业	TMT								
股价	5.21 港元								
目标价	8.1 港元 (55.75%)								
股票代码	354								
已发行股本	30.27 亿股								
市值	157.71 亿港元								
52 周高/低	8.44/4.72 港元								
每股净资产	4.48 港元								
主要股东	<table> <tr> <td>瑞士银行</td><td>8.89%</td></tr> <tr> <td>ChenYuhong</td><td>9.40%</td></tr> <tr> <td>CSI</td><td>3.83%</td></tr> <tr> <td>摩根大通</td><td>2.42%</td></tr> </table>	瑞士银行	8.89%	ChenYuhong	9.40%	CSI	3.83%	摩根大通	2.42%
瑞士银行	8.89%								
ChenYuhong	9.40%								
CSI	3.83%								
摩根大通	2.42%								

### 盈利摘要

截至12月31日止财政年度	21年实际	22年实际	23年预测	24年预测	25年预测
总营业收入 (人民币千元)	18,398,076	20,005,171	23,556,178	28,105,917	32,653,353
变动	30.47%	8.74%	17.75%	19.31%	16.18%
净利润 (人民币千元)	1,136,911	759,441	1,189,757	1,437,288	1,642,724
变动	19.06%	-33.20%	56.66%	20.81%	14.29%
每股盈利 (人民币元)	0.384	0.252	0.395	0.477	0.545
变动	-32.51%	-34.42%	56.66%	20.81%	14.29%
市盈率5.21港元 (估)	11.9	18.1	11.6	9.6	8.4
每股派息 (港元)	0.02	0.01	0.02	0.02	0.03
股息现价比	0.36%	0.24%	0.37%	0.45%	0.51%

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



来源：彭博

附录一：主要财务报表

损益表						财务分析					
<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>											
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
收入	18,398,076	20,005,171	23,556,178	28,105,917	32,653,353	盈利能力					
毛利	4,904,241	4,600,170	5,983,269	7,138,903	8,293,952	毛利率 (%)	26.66%	22.99%	25.40%	25.40%	25.40%
其他业务净额	523,287	327,190	385,268	459,680	534,054	EBITDA 利率 (%)	9.85%	6.31%	7.62%	7.51%	7.42%
销售及管理费用	-943,469	-948,868	-1,117,296	-1,333,096	-1,548,786	净利率(%)	6.18%	3.79%	5.05%	5.11%	5.03%
经营利润	1,367,345	934,359	1,501,133	1,816,692	2,131,319	营运表现					
财务开支	-99,557	-113,212	-153,214	-153,214	-153,214	销售及管理费用/收入(%)	5.13%	4.74%	4.74%	4.74%	4.74%
联营公司等	-10,196	-22,534	-45,068	-90,136	-180,272	实际税率 (%)	9.22%	8.56%	8.56%	8.56%	8.56%
税前盈利	1,252,077	829,882	1,300,111	1,570,602	1,795,093	库存周转	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
所得税	-115,387	-71,053	-111,313	-134,472	-153,693	应付账款天数	54.6	50.9	52.0	60.1	63.6
净利润	1,136,690	758,829	1,188,798	1,436,130	1,641,401	应收账款天数	103.9	109.9	104.9	105.5	109.0
少数股东应占利润	-221	-612	-959	-1,158	-1,324	财务状况					
本公司股东应占溢利	1,136,911	759,441	1,189,757	1,437,288	1,642,724	总负债/总资产	0.31	0.28	0.32	0.34	0.33
折旧及摊销	-444,237	-294,637	-293,352	-292,935	-293,059	收入/净资产	1.59	1.65	1.87	2.10	2.28
EBITDA	1,811,602	1,263,005	1,794,484	2,109,626	2,424,378	经营性现金流/收入	0.05	0.04	0.03	0.03	0.03
						税前盈利对利息倍数	12.58	7.33	8.49	10.25	11.72
增长											
总收入 (%)	30.5%	8.7%	17.8%	19.3%	16.2%						
EBITDA (%)	17.5%	-30.3%	42.1%	17.6%	14.9%						

资产负债表						现金流量表					
<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>						<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
现金	5,556,380	5,565,110	5,721,096	5,896,572	6,118,355	EBITDA	1,811,602	1,263,005	1,794,484	2,109,626	2,424,378
应收账款	5,894,431	6,156,543	7,387,852	8,865,422	10,638,506	净融资成本	99,557	113,212	153,214	153,214	153,214
存货	162,631	99,358	93,222	136,554	130,399	营运资金变化	-886,791	-467,042	-876,478	-1,090,473	-1,238,419
其他流动资产	123,117	148,101	148,101	148,101	148,101	所得税	-86,364	-71,053	-111,313	-134,472	-153,693
总流动资产	13,519,627	13,600,522	15,403,565	17,099,943	19,088,655	其他	24,139	-100,909	-163,445	-208,513	-298,647
有形资产	1,847,726	1,558,559	1,154,375	1,166,879	1,177,559	营运现金流	962,143	737,213	796,463	829,382	886,833
无形资产	1,036,509	1,124,427	910,511	905,074	901,336	资本开支	-348,292	-188,639	-188,639	-188,639	-188,639
长期投资	384,641	485,163	485,163	485,163	485,163	其他投资活动	-181,229	-194,167	-194,167	-194,167	-194,167
其他	3,013	921	40,830	80,739	120,648	投资活动现金流	-529,521	-382,806	-382,806	-382,806	-382,806
总资产	16,902,293	16,964,785	18,179,637	19,922,990	21,958,554	负债变化	-2,072,630	-151,353	0	0	0
应付账款	2,251,641	2,048,709	2,958,035	3,949,096	4,537,584	股息	-70,117	-41,202	-64,548	-77,978	-89,123
短期银行贷款	917,421	766,068	766,068	766,068	766,068	其他融资活动	3,519,637	-113,212	-153,214	-153,214	-153,214
其他短期负债	191,813	198,346	198,346	198,346	198,346	融资活动现金流	1,376,890	-305,767	-217,762	-231,191	-242,337
总短期负债	3,985,601	3,553,286	4,462,612	5,453,673	6,042,161	现金变化	1,809,512	48,639	195,895	215,385	261,691
长期银行贷款	0	0	0	0	0	期初持有现金	3,786,777	5,556,380	5,565,110	5,721,096	5,896,572
其他负债	33,304	11,715	11,715	11,715	11,715	汇兑变化	-39,909	-39,909	-39,909	-39,909	-39,908
总负债	5,275,734	4,829,994	5,739,320	6,730,381	7,318,869	期末持有现金	5,556,380	5,565,110	5,721,096	5,896,572	6,118,355
少数股东权益	22,638	25,026	24,067	22,909	21,585						
股东权益	11,603,921	12,109,765	12,629,113	13,382,564	14,330,305						
每股账面值(摊薄)	3.92	4.02	4.19	4.44	4.75						
营运资金	9,534,026	10,047,236	10,940,953	11,646,270	13,046,493						

数据来源：公司资料、第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。