

00354.HK 中国软件国际

港股通（沪、深）

买入（维持）

云智能业务向好，回购彰显公司信心

2022年4月18日

市场数据

日期	22-4-18
收盘价（港元）	6.74
总股本（百万股）	3094
流通股本（百万股）	3094
总市值（亿港元）	209
流通市值（亿港元）	209
净资产（百万元）	11604
总资产（百万元）	16902
每股净资产（元）	4.17

数据来源：Wind

相关报告

跟踪-《发行国内存托凭证，加速云业务与资产重估》-20210128

跟踪-《基石业务稳定增长，云智能业务快速爆发》-20200327

跟踪-《国内云化与生态创新驱动，上调公司盈利预测》-20200118

跟踪-《收入稳定增长，云智能业务快速推进》-20190821

海外 TMT 研究

分析师：

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SFC: BPL829

SAC: S0190519080002

联系人：

周路昀

zhouluyun@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营收(百万元)	18398	22814	29201	34195
同比增长	30%	24%	28%	17%
母公司股东利润(百万元)	1137	1298	1421	1477
同比增长	19%	14%	9%	4%
EBIT(百万元)	1352	1581	1725	1808
同比增长	14%	17%	9%	5%
EPS-摊薄(元)	0.38	0.46	0.50	0.52
每股净资产(元)	4.17	4.17	4.67	5.35
市盈率(倍)	13	12	11	10

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **事件：**中软国际（0354.HK）于2022年4月11日斥资2941.2万港元回购500万股，回购价格为每股5.72-6港元，4月12日再次回购500万股，两次回购股数共占已发行股份的0.32%，并且，公司将于5月18日前进行不定期回购，总额上限为10亿港元，这体现了公司对现有基本面的良好信心和对公司价值的认可。
- **营收增速再创新高，加大投入提升优势地位。**得益于核心大客户业务稳健增长以及云智能业务快速发展，2021年公司营收184亿元（YoY+30%）。受加大战略投入和新业务投入影响，公司毛利润49.0亿元（YoY+19%），毛利率26.7%（YoY-2.6pcts）。2021年营销费用率、行政费用率、研发费用率分别为5.1%、9.5%、6.8%，费用结构整体较为稳定。净利润为11.4亿元（YoY+20%），净利率6.2%（YoY-0.5pct）。
- **大客户群体稳步扩张，云智能业务迅猛增长。**公司一方面深化与存量大客户的合作，另一方面继续积极开拓中高端客户群体：2021年，前五大客户共贡献了公司服务性收入的71.3%。同时，公司大力发展云智能业务，加强建设解放号产业互联网平台、为政企客户提供全栈式云服务，加之受近年国内企业上云需求持续旺盛影响，2021年公司云智能业务收入达53.1亿元，同比提升62%，营收占比为28.8%（YoY+5.6pcts）。据IDC数据，中软国际在云管理服务市场中排名跃居第二。
- **投资建议：维持“买入”评级。**我们认为伴随疫情好转与主要客户预算的逐步释放，公司有望借助以华为为代表的多元客户体系提升增长速度。我们调整了盈利预测，预计公司2022E/2023E/2024E营收分别为228/292/342亿元，归母净利润13/14/15亿元。参考可比公司估值，给予公司2022年16.5倍PE估值，目标价9.47港元/股，维持“买入”评级。

风险提示：1) 市场竞争加剧；2) 大客户流失或外包需求降低；3) 新业务发展不及预期。

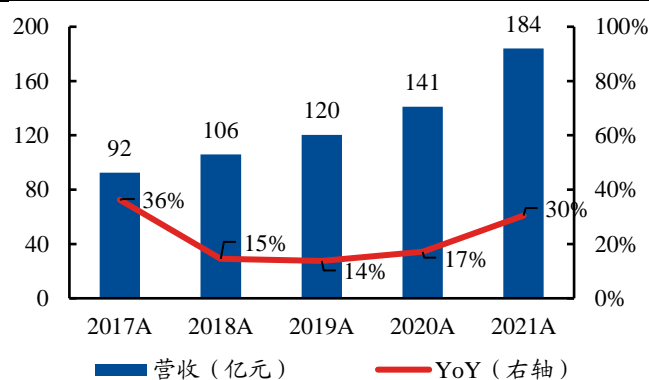
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件：中软国际（0354.HK）于2022年4月11日斥资2941.2万港元回购500万股，回购价格为每股5.72-6港元，4月12日再次回购500万股，两次回购股数共占已发行股份的0.32%，并且，公司将于5月18日前进行不定期回购，总额上限为10亿港元，这体现了公司对现有基本面的良好信心和对公司价值的认可。

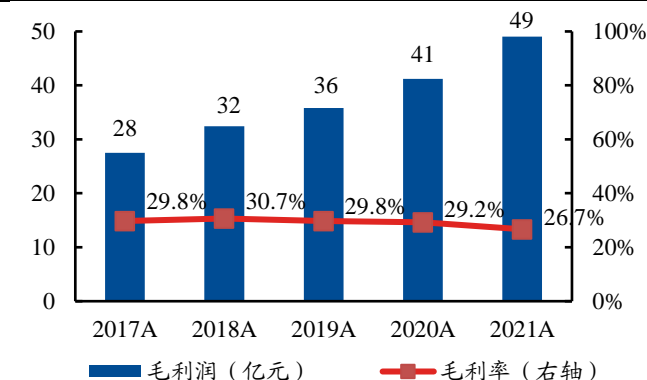
营收增速再创新高，加大投入提升优势地位。得益于核心大客户业务稳健增长以及云智能业务快速发展，2021年公司实现营收184亿元，同比增速达30%（YoY+13.4pcts），其中，软硬件产品销售收入为2.7亿元（YoY+22%），营收占比为1.4%，同比下降1.0pct；服务收入为181.3亿元（YoY+32%），营收占比为98.6%，同比上升1.0pct。由于公司加大战略和新业务投入以抢占市场先发优势及份额，2021年毛利润49.0亿元（YoY+19%），毛利率26.7%（YoY-2.6pcts），降幅明显。营业费用方面，销售费用9.4亿元（YoY+29%），营销费用率5.1%，同比基本持平；行政费用为17.6亿元（YoY+35%），行政费用率9.5%（YoY+0.3pct），系购股权等方面支出增加所致；研发费用为12.5亿元（YoY+34%），研发费用率6.8%（YoY+0.2pct）；费用结构整体上较为稳定。2021年公司归母净利润为11.4亿元（YoY+19%），净利润率6.2%（YoY-0.6pct）。

图 1、公司营收及增速情况



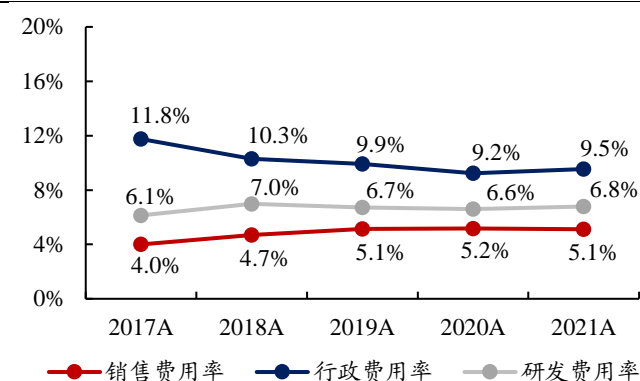
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司毛利润及毛利率情况



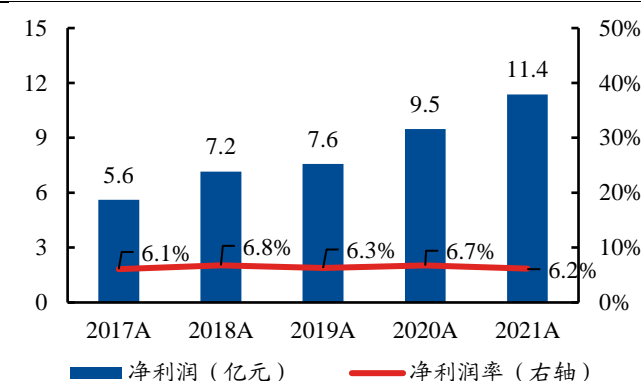
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司三费率情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司净利润及净利率情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

大客户群体稳步扩张，云智能业务迅猛增长。2021 年，公司一方面深化与存量大客户的业务合作，另一方面继续积极开拓新的中高端客户群，带动公司营收稳健增长。其中，在金融业的拓展成效尤为亮眼：公司年内新增内外资银行、民营银行、海外金融机构等 29 家大客户。此外，公司基于服务海外大客户的经验，持续践行大客户 FFW (For、From、With) 战略，落地软件工厂项目，服务金融、车企、政府等客户，未来基石业务打造品牌，持续升级可期。2021 年，服务性收入达 600 万元以上的大客户有 161 个，前五大客户共贡献了公司服务性收入的 71.3%。

同时，公司大力发展云智能业务，加强建设解放号产业互联网平台、为政企客户提供全栈式云服务，并于 2021 年 10 月举办中软国际首届云服务大会，宣布云服务品牌 CloudEasy 全面升级，在线云服务“华夏云网”正式商用，行业品牌力大幅增强；加之受近年国内企业上云需求持续旺盛影响，2021 年公司云智能业务收入达 53.1 亿元，同比提升 62%，营收占比为 28.8% (YoY+5.6pcts)，作为第二增长曲线保持强劲增长。据 IDC 数据，2021 年中软国际在云管理服务市场中排名跃居第二，云迁移、云开发服务均蝉联冠军，正式确立了云服务市场领军地位。此外，期内公司携手深资本、华为哈勃投资成立深开鸿公司，开展操作系统发行版业务，公司提供基于深开鸿发行版的软硬件及模组业务、基于行业的适配服务和解决方案及基于行业的数字化咨询等服务，有望从开源鸿蒙业务中持续受益。

投资建议：维持“买入”评级。我们认为伴随疫情好转与主要客户预算的逐步释放，公司有望借助以华为为代表的多元客户体系提升增长速度。我们调整了盈利预测，预计公司 2022E/2023E/2024E 营收分别为 228/292/342 亿元，归母净利润为 13/14/15 亿元。参考可比公司估值，给予公司 2022 年 16.5 倍 PE 估值，目标价 9.47 港元/股，维持“买入”评级。

风险提示：1) 市场竞争加剧；2) 大客户流失或外包需求降低；3) 新业务发展不及预期。

附表

综合财务状况表		单位：人民币百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	5556	4864	7213	8530	
存货	163	200	256	300	
贸易及其他应收款	5894	5974	6016	6211	
应收客户合约工程款	1741	1939	2089	2186	
其他流动资产	166	168	176	185	
流动资产	13520	13145	15750	17412	
不动产、工厂及设备	1220	1258	1298	1342	
无形资产	193	193	193	193	
商誉	844	844	886	930	
其他非流动资产	498	495	518	541	
非流动资产	3383	3417	3553	3698	
总资产	16902	16562	19303	21109	
贸易及其他应付款	2252	1900	2824	2417	
应付客户合约工程款	411	327	597	462	
短期借款	917	963	1011	1264	
其他流动负债	406	429	454	480	
流动负债	3986	3620	4886	4624	
长期借款	1021	1072	1126	1294	
其他非流动负债	269	262	275	289	
非流动负债	1290	1334	1400	1583	
总负债	5276	4954	6286	6207	
股本	139	146	153	161	
股本溢价	6294	4962	4931	5316	
库存股份	-589	-589	-589	-589	
其他储备	5760	7067	8500	9992	
非控制性股东权益	23	22	22	22	
总权益	11627	11609	13017	14903	
总负债和总权益	16902	16562	19303	21109	

综合现金流量表		单位：人民币百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
税前利润	1252	1430	1565	1626	
折旧	-208	155	172	190	
无形资产及预付租赁款	96	111	122	135	
财务费用	100	151	160	182	
购股权开支	4	4	4	4	
利息收入	0	0	0	0	
应占联营公司损益	10	3	3	3	
其他	112	139	177	208	
营运资本减少	-841	-810	493	-956	
已付所得税	-115	-132	-144	-150	
经营活动产生现金流量	409	1051	2552	1242	
资本支出	-175	-193	-212	-233	
其他	-72	-76	-93	-113	
投资活动产生现金流量	-247	-269	-305	-346	
新增/偿还贷款	149	97	102	422	
其他	-112	0	0	0	
融资活动产生现金流量	37	97	102	422	
现金净增加	199	878	2349	1317	
现金的期初余额	3787	3986	4864	7213	
现金的期末余额	3986	4864	7213	8530	

综合收益表		单位：人民币百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营收	18398	22814	29201	34195	
成本	-13494	-16608	-21259	-24894	
毛利	4904	6205	7943	9301	
销售及分销成本	-943	-1141	-1472	-1723	
行政费用	-1756	-2177	-2809	-3317	
研究及开发成本	-1249	-1563	-2073	-2496	
呆账拨备	-112	-139	-177	-208	
其他支出	-48	-111	-122	-135	
其他收入	419	419	350	300	
经营利润	1367	1595	1739	1822	
EBITDA	1239	1847	2019	2132	
折旧和摊销	-113	266	293	325	
EBIT	1352	1581	1725	1808	
财务费用	-100	-151	-160	-182	
应占联营公司收益	-10	-3	-3	-3	
税前利润	1252	1430	1565	1626	
所得税开支	-115	-132	-144	-150	
税后利润	1137	1298	1421	1476	
非控制性股东应占利润	0	0	0	0	
母公司股东应占利润	1137	1298	1421	1477	
EPS-基本(元)	0.41	0.47	0.51	0.53	
普通股股息	70	77	85	93	

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
成长性					
营收增长率	30.5%	24.0%	28.0%	17.1%	
EBIT增长率	13.9%	16.9%	9.2%	4.8%	
归母净利润增长率	19.1%	14.2%	9.4%	3.9%	
盈利能力					
EBIT Margin	7.3%	6.9%	5.9%	5.3%	
EBITDA Margin	6.7%	8.1%	6.9%	6.2%	
毛利率	26.7%	27.2%	27.2%	27.2%	
归母净利率	6.2%	5.7%	4.9%	4.3%	
ROE	9.8%	11.2%	10.9%	9.9%	
偿债能力					
资产负债率	31.2%	29.9%	32.6%	29.4%	
流动比率	3.4	3.6	3.2	3.8	
速动比率	3.4	3.6	3.2	3.7	
营运能力					
资产周转率	1.2	1.4	1.6	1.7	
应收帐款周转率	2.6	2.9	3.6	4.1	
应付账款周转率	5.7	6.8	7.5	7.9	
存货周转率	126.2	91.6	93.2	89.5	
每股资料(元)					
每股收益	0.4	0.5	0.5	0.5	
每股经营现金流	0.1	0.4	0.9	0.4	
每股净资产	4.2	4.2	4.7	5.4	
估值比率(倍)					
PE	13	12	11	10	
PB	1.3	1.3	1.2	1.0	

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与华立大学集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司、朗诗绿色生活服务有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、大丰港和顺科技股份有限公司、山东钢铁集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、广州金融控股集团有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司(前称:中国科大教育集团有限公司)、云南省交通投资建设集团有限公司、水发集团有限公司、东航海外(香港)有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团、长兴城市建设投资集团有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、华夏幸福基业股份有限公司、旭辉控股集团、国厚资产管理股份有限公司、河南投资集团有限公司、环球新材国际控股有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、济南章丘控股集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、烟台市蓬莱区城市建设投资集团有限公司、诺辉健康、淮南建设发展控股(集团)有限公司、深圳星河智善生活股份有限公司、潍坊滨海投资发展有限公司、福建省投资开发集团有限责任公司、德信服务集团有限公司、珠海华发集团有限公司、山东黄金集团有限公司、农银国际控股有限公司、许昌市投资总公司、广发控股(香港)有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、望博医疗控股有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、无锡惠山高科有限公司、成都高新投资集团有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、华鲁控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、远东宏信有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、河南铁路投资有限责任公司、信银(香港)投资有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、交银国际控股有限公司、中原豫资投资控股集团有限公司、临沂城市建设投资集团有限公司、和誉开曼有限责任公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、环龙控股有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、交运燃气有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、珠海华发实业股份有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、周口市城建投资发展有限公司、丹阳投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、珠海华发集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、中原证券股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、集友银行有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司和南京未来科技城经济发展有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编：200135

邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元

邮编：100020

邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编：518035

邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

传真：（852）35095929

邮箱：ir@xyzq.com.hk