

【广发海外】中国软件国际(00354.HK)

国内 IT 服务龙头，低估值，业绩预期回升

核心观点:

- 公司是国内最大的 IT 技术服务商和解决方案提供商，主要为华为、汇丰、BAT 等大客户提供外包服务及其他技术服务解决方案，对标海外的埃森哲、Infosys。
- 公司收入主要来自基石业务和云智能业务，云智能业务是重要增长驱动。基石业务具备成熟的项目管理和人力资源能力，在行业处于领先地位，贡献近 80% 的收入。云智能业务是成长型业务，主要包括云服务、云产品、大数据，主要协同华为云、阿里云等云厂商，为企业提供云迁移、实施、开发、运维等服务，以及针对长尾 IT 服务市场构建平台。
- 基石业务稳步增长，华为收入有所恢复，平安、BAT 等非华为客户规模快速提升，逐渐贡献较大增量。公司是华为最大的人力外包服务商，其收入贡献超 50%，公司参与到华为所有的业务线中，服务团队超 3 万人。汇丰是第二大客户，团队规模超 3,000 人。平安、腾讯、阿里等收入贡献快速增长，有望成为 1 亿美金客户。
- 云智能业务 19H1 收入增速超 30%，华为云相关业务、鲲鹏、大数据等业务驱动增长。云服务随着华为、微软、阿里、腾讯等公司云业务渗透而快速增长，公司是华为云的首个“同舟共济”合作伙伴，首批华为云鲲鹏凌云战略级伙伴。云服务中华为云相关的收入占比超一半，占比有所下降，其次收入主要来自阿里、微软。解放号升级基石业务模式，Z 计划面向中长尾 IT 服务市场，增长超预期。公司云智能业务能力不断提升，有望复制更多成功经验。
- 首次给予“买入”评级。预测 19~21 年归母净利润分别为 7.49 亿元、9.08 亿元、11.16 亿元，最新股价对应 20~21 年 PE 分别为 11 倍和 9 倍。公司是华为战略合作伙伴，华为收入回升，非华为客户快速增长，云智能业务受华为云快速渗透、鲲鹏云、大数据业务增长驱动，具有高成长前景。参考可比公司估值并结合港股市场对软件公司估值，考虑中软国际业绩增速触底回升，给予 20 年 15 倍 PE 估值，得到合理价值 5.95 港元/股。
- 风险提示：贸易战仍有不确定性，可能对华为业务产生影响；华为业务毛利率难提升，新客户增长不及预期；云智能业务增长不及预期。

盈利预测:

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,244	10,585	11,873	14,445	17,545
增长率(%)	36.3%	14.5%	12.2%	21.7%	21.5%
EBITDA(百万元)	809	1,006	949	1,170	1,461
归母净利润(百万元)	566	716	749	908	1,116
增长率(%)	27.9%	26.6%	4.7%	21.1%	22.9%
EPS(元/股)	0.22	0.28	0.29	0.36	0.44
市盈率(P/E)	18.12	14.32	13.68	11.29	9.19
市净率(P/B)	2.0	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	37.9	30.5	32.3	26.2	21.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：EPS 按最新股本摊薄。

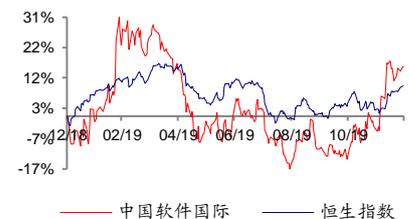
公司评级

	买入
当前价格	4.48 港元
合理价值	5.95 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-12-31

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2544.31/2544.31
总市值/流通市值(百万港元)	11398.5/11398.5
一年内最高/最低(港元)	5.11/3.22
30 日日均成交量/成交额(百万)	29.01/124.35
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	29.48/9.80

相对市场表现



分析师:

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004



SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究:

备注：报告中使用的汇率：1 人民币=1.1106 港元；报告中无特别说明，货币单位均为人民币

目录索引

一、数字经济潜力巨大，云业务为战略重点.....	4
1. 云业务及安可带来商机.....	4
2. 国内软件和信息技术服务商代表公司对比	4
3. 海外对标公司—埃森哲、INFOSYS.....	5
二、公司概况.....	10
1. 公司基本情况.....	10
2. 公司股权结构.....	13
3. 高管情况.....	13
三、业务：外包服务为核心，新业务仍在培育.....	15
1. 基石业务：华为稳步增长，非华为客户规模快速提升.....	15
2. 云智能：快速增长，商业模式日益清晰.....	17
3. 公司经营分析.....	20
四、盈利预测与估值.....	23
1. 盈利预测.....	23
2. 估值.....	24
五、风险提示.....	26

图表索引

图 1: 埃森哲收入构成	7
图 2: Infosys 营业收入构成.....	7
图 3: 埃森哲营业收入及增速	6
图 4: Infosys 营业收入及增速.....	6
图 5: 埃森哲涉足的行业领域	7
图 6: Infosys 商业模式.....	9
图 7: Infosys 业务体系	9
图 8: 中软国际收入及增速	11
图 9: 中软国际归母净利润及增速.....	11
图 10: 中软国际毛利率和归母净利率	11
图 11: 中软国际费用率.....	11
图 12: 来自华为的收入占比超过一半	12
图 13: 前 5 大客户收入占比提升至 72%.....	12
图 14: 华为研发费用及增速	12
图 15: 华为收入及增速	12
图 16: 中软国际员工人数.....	12
图 17: 中软国际活跃客户数.....	12
图 18: 服务性收入增长放缓	错误!未定义书签。
图 19: 公司客户华为(客户甲)营业收入增长放缓.....	错误!未定义书签。
图 20: 中软国际全栈式云智能服务	18
图 21: 技术专业服务业务收入增速放缓.....	21
图 22: 技术专业服务业绩下降	21
图 23: 互联网资讯科技服务业务收入增速放缓.....	22
图 24: 互联网资讯科技服务业绩下滑	22
表 1: 软件和信息技术服务公司梳理.....	5
表 2: 埃森哲业务部门介绍	8
表 3: Infosys 客户结构.....	8
表 4: 公司股权结构(截至 2019 年 6 月)	13
表 5: 公司高管简介	14
表 6: 中软国际业务结构.....	15
表 7: 中软国际重要行业客户	16
表 8: 解放号平台发展数据	20
表 9: 中软国际利润表简表	24
表 10: A 股可比信息技术服务公司估值	25
表 11: 美股可比信息技术服务公司估值	25

一、数字经济潜力巨大，云业务为战略重点

1. 云业务及安可带来商机

中国企业IT支出增速高于全球，处于快速增长中。根据工信部《2018年软件和信息技术服务业统计公报》，2018年全国软件和信息技术服务业累计完成软件业务收入人民币6.31万亿元，同比增长14.2%，根据Gartner 2019年7月数据，2018年全球IT支出3.72万亿美元，同比增长5.1%。

软件产品收入实现较快增长，信息技术服务加快云化发展。根据工信部《2018年软件和信息技术服务业统计公报》，2018年实现软件产品收入1.94万亿元，同比增长12.1%，占全行业比重为30.7%，实现信息技术服务收入3.48万亿元，同比增长17.6%，占全行业收入比重为55.1%。其中，云计算相关的运营服务（包括在线软件运营服务、平台运营服务、基础设施运营服务等在内的信息技术服务）收入1.04万亿元，同比增长21.4%，占信息技术服务收入比重达30.0%。

云计算处于高速发展中，逐渐成为新型信息基础设施，政府和企业日益重视。信通院数据显示，2018年以IaaS、PaaS和SaaS为代表的全球公有云市场规模达到1,363亿美元，同比增长23.0%，中国云计算市场规模达962.8亿元，同比增长39.2%，其中公有云市场规模437亿元，同比增长65.2%，仍将处于快速增长阶段。政策利好推动企业上云，工业和信息化部于2018年8月发布《推动企业上云实施指南（2018-2020年）》，旨在推进企业运用云计算加快数字化、网络化、智能化转型升级，目标到2020年全国新增上云企业100万家。

企业上云成为趋势，国内云管服务市场尚处于发展阶段。根据IDC统计，2018年我国云管服务市场规模达19.95亿元，未来几年市场复合增长70%左右，到2023年市场规模将接近300亿元。随着新兴厂商、传统分销商、软件开发商、系统集成商、数据中心服务商等进入，将驱动云管服务市场爆发增长。

2. 国内IT服务商代表公司对比

在软件和信息技术服务行业中，汉得信息、华胜天成、东华软件、神州数码分别在深圳、上海上市，业务模式各不相同。汉得信息为老牌高端ERP实施商；华胜天成为IT集成与云计算服务商；东华软件提供系统集成设备，专注于医疗、金融、智慧城市等行业；神州数码为IT整合服务商，在IT分销领域保持着龙头地位。

表 1: 软件和信息技术服务公司梳理

公司	中软国际	汉得信息	华胜天成	东华软件	神州数码
总市值	102亿元	86亿元	113亿元	317亿元	132亿元
业务模式对比					
业务模式	提供从咨询、解决方案、外包等服务	企业信息化ERP应用产品研发、咨询实施与技术服务	IT集成商，为中信、金融、邮政等大型机构服务	提供系统集成设备+技术服务+自制及定制软件	IT整合服务商，主营分销业务
业务特点	为华为同舟共济合作伙伴，在金融、保险证券、电信等领域有优势	高端 ERP 系统实施商，在 SAP、Oracle 两大领域均处于龙头地位	依托自主可控和国产替代，吸收IBM技术打造服务器、存储、中间件、数据库等自主产品	与腾讯战略合作，主要服务医疗、金融、智慧城市等行业领域	实行“大华为”战略，与华为互为生态合作伙伴，在云计算、海外市场、鲲鹏等方面均有合作
2018年收入构成	基石业务占82.5%，云智能业务占17.5%	服务业务收入约占93%（其中67%为软件实施服务，17%为客户支持服务，7%为软件外包）	企业IT系统解决方案占76%，云计算产品及服务占23%	系统集成设备占比最高，约为68%，其次为技术服务，约占22%，软件产品约占9%	消费电子分销业务占比约67%，企业IT产品分销约占32%，云服务占比不足1%
财务及经营数据对比					
2018年收入	105.85亿元	28.65亿元	52.24亿元	84.71亿元	818.58亿元
2018年归母净利润	7.16亿元（+26.6%，净利率6.8%）	3.87亿元（+19.5%，净利率13.5%）	亏损2.26亿元（净利率-4.3%）	8.06亿元（+21.5%，净利率9.5%）	5.12亿元（-29.1%，净利率0.6%）
主营经营数据	截至19H1业务覆盖全球32个城市，拥有1,762个活跃客户，6万名员工	业务提供全方位的企业信息化解决方案，为Oracle、微软与西门子等巨头的合作伙伴	在行业云领域有竞争优势	技术服务和软件毛利率分别在44%和85%以上，研发投入超10%	在国内1,000座城市、各大垂直行业，有全国最大ToB销售渠道网络

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 备注：市值截至2019年12月30日收盘。

3. 对标全球 IT 服务商巨头—埃森哲、Infosys

我们对比研究Infosys、埃森哲的业务特点、客户及发展态势。埃森哲处于行业领先地位，丰富行业经验带来的咨询业务收入占比高，且云转型较为成功；Infosys早期专注于金融及通信行业，之后业务逐渐多样化，近几年积极向云、SaaS等新业务方向转型。即使中软国际与两家海外公司规模、业务等方面均有一定区别，海外同行成长方式及业务发展方向仍可以给我们带来启发。海外对标公司的共性存在于以下几点：

1) 专注于帮助客户应用新的技术，且与大客户保持良好的关系。新业务开发方面，埃森哲的新业务（数据、云和安全服务）在2019财年已贡献65%的收入；Infosys在数据分析、云、SaaS、物联网、网络安全、人工智能及机器学习方面，2019财年内增速也达到30%，在第四季度业务贡献占比34%。

2) **优质客户带来持续稳定的收入。**埃森哲与最大的100个客户中的95个客户合作超过10年，其“钻石客户”（收入贡献超过1亿美元）2019财年超过200个，五年内增加60个，其中包括SAP、微软、甲骨文、Salesforce和Workday等科技巨头。Infosys 2019财年超过97.3%的收入来自回头客的业务，超1亿美元客户的数量由2015年的14个增加到25个。

3) **注重垂直行业的拓展及行业经验、技术的积累沉淀。**Infosys早年以金融业务为主，辅以制造业、电信行业及零售业务，逐渐发展出 Finance这样的通用银行解决方案套件，帮助传统银行也快速适应数字世界的新型业务应用，建立Edgeverve，为客户提供基于云计算、人工智能的企业解决方案，在开发软件产品后以现场或是云的方式应用到客户场景中。埃森哲积累大量垂直行业知识和技术实力，从中沉淀出的产品及平台在2018年贡献26%的收入，其中借助自身丰富的行业资源及数据分析方法和工具研发的myWizard智能自动化平台，涵盖系统集成以及应用软件开发与管理，帮助客户提升业绩、降低成本并加快产品服务的上市速度。这些解决方案及产品的开发都源自于公司对研发及员工培训的持续投入。

4) **注重取得技术先机。**Infosys有全世界最大的企业大学，可以容纳1.4万名员工同时接受技术培训，可实现对员工技能的再培训，以此适应日新月异的信息技术进步。

5) **通过并购补足短板。**Infosys在2019年财年投资12亿美元用于并购，以在战略性、高增长的市场中夺得优势地位。

图 1: 埃森哲营业收入及增速



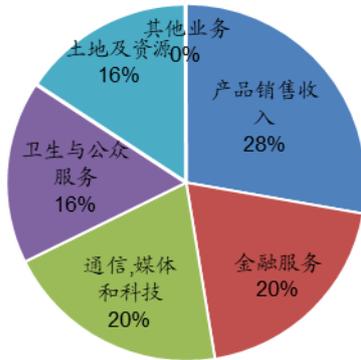
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2: Infosys营业收入及增速



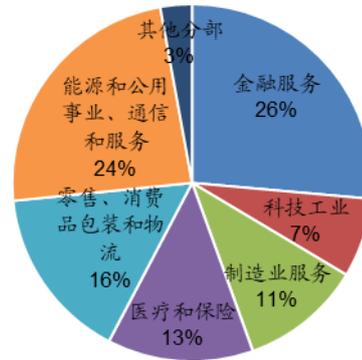
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3: 埃森哲收入构成



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: Infosys营业收入构成



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

埃森哲 (Accenture) 是全球最大的管理咨询公司和技术服务供应商, 为各行业的客户提供战略咨询、技术、外包服务。在2019财年获得432亿美元的收入, 有49.2万名雇员, 在全球51个国家的200多个城市均有业务, 客户包括91名财富100强企业榜单成员、三分之四的财富500强企业成员。

埃森哲收入主要来源于咨询及外包, 2019财年年报披露其咨询业务收入为242亿美元, 占收入的56%, 主要由数字化、云及安全相关业务驱动; 外包业务收入达190亿美元, 占44%, 主要由能源、TMT和金融行业驱动。2019财年, 在分部收入方面, 产品销售收入占比最大, 达27.78%, 主要由消费品、零售及旅游服务和生命科学驱动, 在2016~2019财年增长率分别为10.52%、13.17%、14.25%和10.60%。金融服务、TMT、卫生与公共服务3个板块收入占比均在20%左右, 2019财年的同比增长率分别为3.11%、9.04%和7.07%, 由成长型市场的银行及资本行业需求驱动, 以北美为首的全球软件和平台的需求驱动TMT的增长, 健康及公共服务部分则主要由北美及欧洲的公共服务需求驱动。埃森哲毛利率在30%左右。

图 5: 埃森哲涉足的行业领域



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

表 2: 埃森哲业务部门介绍

埃森哲业务部门	业务介绍	案例
	借助在商业、技术与运营中的行业经验、见解和分析，提供战略咨询服务，帮助企业管理层理解基数影响，并制定清晰且可执行的计划，以增强竞争力	帮助雷诺开发App把车载数据转化为保养、车况跟踪、个人定制内容等服务，发掘增长点
	依托行业知识和洞见，设计并执行企业业务转型方案，改变业务架构及管理方式，并提供转型c所需的技术支持	帮助施耐德电气建立数字化工厂，实现预测性维护、资产监控和能源使用最大会，提升生产效率
	基于行业专长、数字战略、业务架构能力，提供战略、业务流程、组织和技术支持，帮助公司、组织和政府应用数字技术更新产品及业务模式	帮助丽笙酒店集团通过定制营销活动以吸引有效流量，并构筑数据平台，进行品牌重塑
	运用技术服务能力及本土交付团队，依托SAP、Oracle、微软等平台帮助企业进行软件实施，运用如AI、云等前沿技术实现企业数字化转型	数字平台MyConcerto，整合埃森哲的行业、创新和技术领域的全球洞察，深挖SAP应用价值
	基于人才、技术、数字化流程和数据，在市场营销、财务、采购、人力资源等方面建立智能运营服务模式。	帮助IT企业实现客户订单、应收账款、公司间交易的自动化和标准化，提升效率

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

Infosys于1981年成立，是全球领先的IT服务公司，提供咨询、技术、工程和外包服务，2018年在全球46个国家和地区有业务活动，许多客户位列财富500企业榜单，雇佣超过23.6万名员工，2019年收入124亿美元。

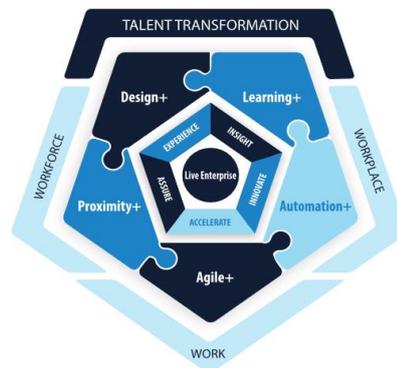
Infosys的收入分为核心业务（软件开发、基础设施管理等）和数字业务（咨询、创新等）两部分，核心业务收入占比68.8%，2019财年增长率为8.3%，数字业务在2019财年贡献超过三分之一的收入（33.8%），增长率达43.4%。按行业分，金融服务、能源和公共事业/通信和服务收入占比分别为26.43%和23.76%，零售、消费品和物流占15.74%、医疗和保险占13.15%、制造业服务占10.92%、科技工业占7.17%。医疗和保险、能源和公共事业是增长最迅速的板块，2019财年同比增速分别为14.31%和13%。Infosys软件产品及平台收入较少，占营业收入的5.2%，大部分收入来自于软件及专业服务。

表 3: Infosys客户结构

客户	2015	2019
1亿美元	14	25
5,000万美元	52	60
1,000万美元	177	222
100万美元	558	662

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6: Infosys商业模式



Digital Navigation Framework

Our Digital Navigation Framework has at its core strong digital capabilities, surrounded by a robust operating model and an empowering people context, to help nurture the Live Enterprise – the organization that never stops navigating its next.

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 7: Infosys业务体系

 <p>提供驻场或基于云平台的创新软件产品, 应用于银行, 分销、信贷、客服和企业采购等场景, 客户覆盖金融服务、保险、零售、政府、生命科学、制造业和电信领域</p>	 <p>为世界各地客户提供端到端外包服务, 结合IT和管理经验, 运用新颖的商业框架和前沿技术, 重塑业务流程并提高产能, 分公司分别专注于供应链优化及人寿保险和退休服务</p>	 <p>通过技术团队帮助企业运用新科技, 服务范围包括AI和数字化、IT架构、供应链和运营、基于Oracle和SAP的应用方案, 人员培训、ERP和AI转型支持</p>	 <p>专注于北美的公共事业市场, 为政府部门、医院等机构, 提供商业资讯、技术支持数字化、信息安全、采购现代化、数据分析、ERP等服务</p>	 <p>定制化、模块化的零售商应用平台, 提供产品目录、定价、销售、推广、订单管理等一系列的微应用并集成数据库, 以及客户体验管理(如网站定制)工具</p>
---	---	--	---	--

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

二、公司概况

1. 公司基本情况

公司是行业领先的全球化软件与信息技术服务企业之一，主要为华为、汇丰、BAT等大客户提供外包服务及其他技术服务解决方案，对标海外的埃森哲、Infosys。公司成立于2000年，服务电信、政府、制造、金融、公共服务、能源等行业。2003年在香港联交所上市，截至19H1在全球32个国家拥有1,762个活跃客户，全球员工超过6万人。根据Gartner，公司是IT服务市场份额排名全球前百，中国纯软企业第1。

公司收入主要来自**基石业务和云智能业务**，云智能业务是重要增长驱动。基石业务主要面向大客户和大行业提供技术服务和解决方案，具备成熟的项目管理和人力资源能力，在行业处于领先地位，基石业务贡献近80%的收入。云智能业务是成长型业务，主要包括云服务、云产品、大数据，主要协同华为云、阿里云等云厂商，为企业提供云迁移、实施、开发、运维等服务，以及针对长尾IT服务市场构建平台。

基石业务稳步增长，华为收入有所恢复，BAT等非华为客户规模快速提升，逐渐贡献较大增量。公司是华为最大的人力外包服务商，其收入贡献超50%，公司参与到华为所有的业务线中，服务团队超3万人。汇丰是第二大客户，团队规模超3,000人，其他金融大客户还包括平安等。腾讯、阿里服务团队在2千人左右，其他科技大客户还包括百度、微软等。根据中期业绩会高管披露，平安、BAT等大客户业务增速均为约50%。

云智能业务收入占比近20%，收入增速超30%，华为云、鲲鹏、大数据等业务驱动增长。云智能业务包括以云管理服务、大数据服务为主的云服务，以云管平台、场景云应用为主的云产品，以及拓展基石业务商业模式的解放号。云服务与华为、微软、阿里、腾讯等公司合作，构建包含咨询、开发、运维、迁移、实施等服务的端到端服务体系，已完成多家行业龙头客户的迁移项目。云服务主要是项目收入，来自华为的收入占比超过一半，占比有所下降，其次收入主要来自阿里、微软。截至2019H1解放号聚集超43万名工程师，入驻2.5万家服务商，发包企业数量超5.7万，累计发包额近50亿元，已经形成一定规模。

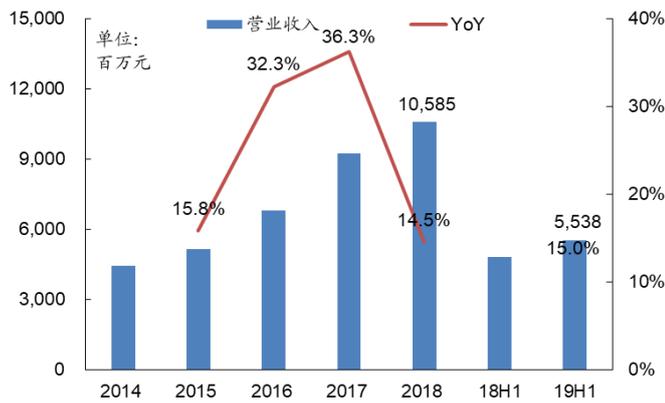
公司近2年收入受贸易战影响有所波动，随着华为业务趋稳及收入增速回升，以及中软国际加大非华为客户拓展及云业务发展，收入增长预期触底回升。公司规模持续扩张，收入由2003年的1.66亿元上升到2018年的106.43亿元，年复合增长32%，18年及19H1收入增速回落至15%左右。受贸易战影响，华为17、18年收入增速回落至20%以下，19年上半年回到20%以上增长。

毛利率基本稳定，净利率呈提升态势，非华为基石业务和云业务毛利率相对较高。公司毛利率基本在30%左右，华为毛利率略低一点，非华为基石业务及云智能业务毛利率略高。整体利润率呈提升趋势，新业务研发投入加大影响短期费用。

公司核心在于软件工程能力，其基石业务较为稳定，以解放号为代表的新业务模式逐渐清晰。未来增长点在于培育核心大客户，复制在汇丰等“标杆客户”沉淀的成功经

验至平安和其他新拓展客户中，优化客户结构，从而提升毛利率，现阶段华为、汇丰以外客户收入还较小，在新培育的客户中，BAT及平安业务增长都在非常迅猛，未来有望成为1亿美金以上的客户，另一方面，公司未来可以通过业务加资本的模式实现战略合作，参与到客户更多的业务线中，加强绑定。

图 8: 中软国际收入及增速



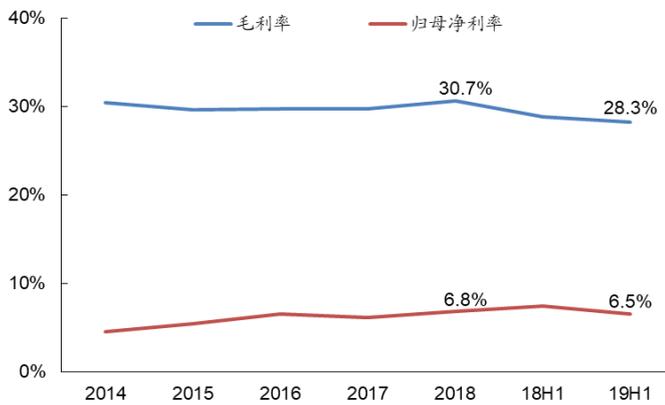
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 9: 中软国际归母净利润及增速



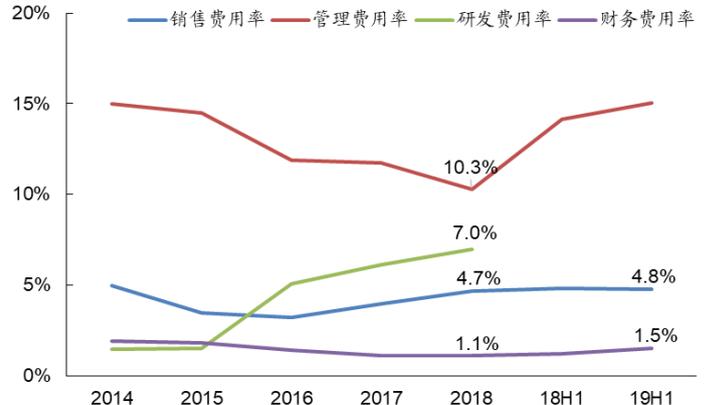
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10: 中软国际毛利率和归母净利润率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

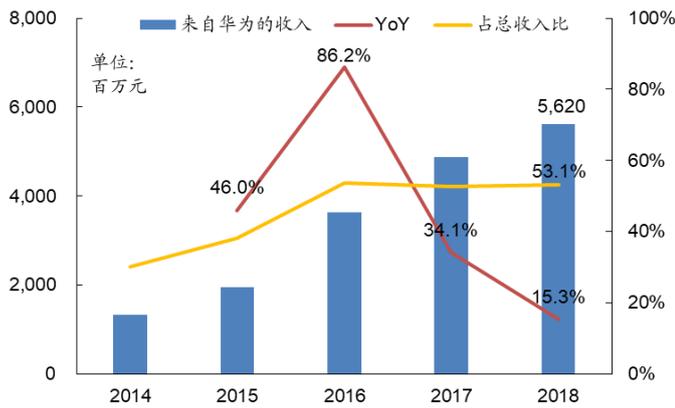
图 11: 中软国际费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

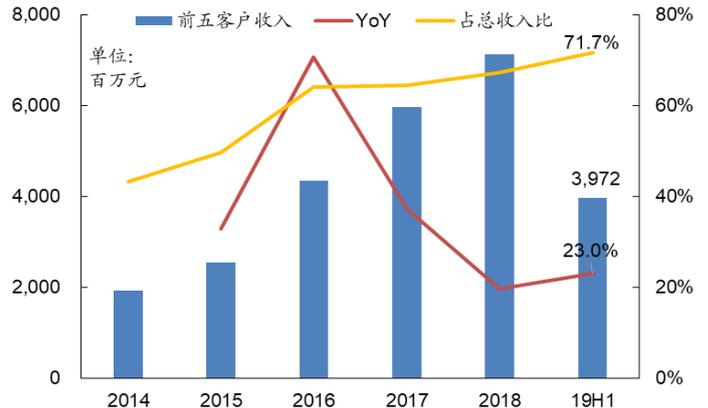
备注：中期管理费用包含研发费用。

图 12: 来自华为的收入占比超过一半



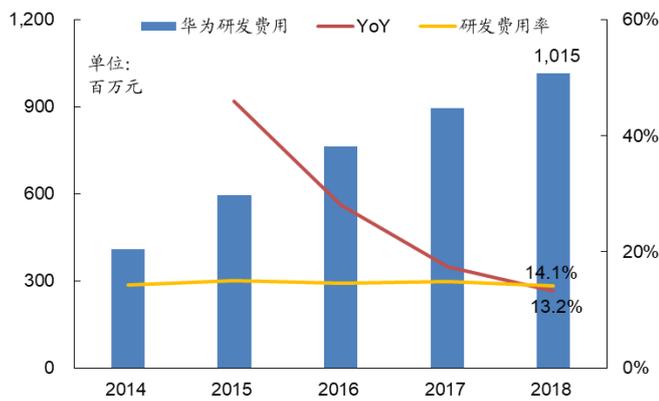
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 13: 前5大客户收入占比提升至72%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 14: 华为研发费用及增速



数据来源: 华为财报, 广发证券发展研究中心

图 15: 华为收入及增速



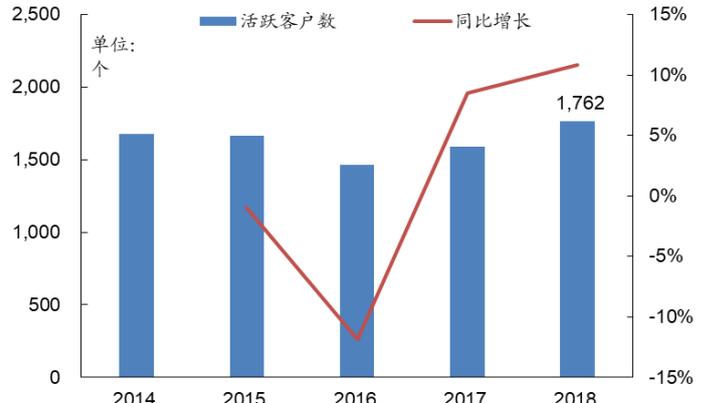
数据来源: 华为财报, 广发证券发展研究中心

图 16: 中软国际员工人数



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 17: 中软国际活跃客户数



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2. 公司股权结构

公司股权较分散。截止2019年6月，董事会主席/总裁陈宇红直接及间接持股合计17.54%（其中丹合资本持有1.8亿股可转债）；战略股东微软持股3.8%，华为持股3.3%。

微软、华为是公司战略股东，公司是华为入股的唯一一家香港上市公司。2005年微软和IFC投资公司2千万美元认购优先股，帮助公司增强软件开发等核心业务能力，至2019年中微软持股占比3.8%；2015年公司引华为入股，持股占比3.3%，是华为入股的唯一一家香港上市公司，深化公司与华为的深度合作。

丹合资本持有的可转债于2020年解锁，转股价5港元/股。公司于2017年7月向丹合资本（腾讯五名创始人之一的陈一丹作为主要股东并发起的基金）定向发行1.8亿股五年期可转换债券，转股价为5港元，锁定期为3年，融资共9亿港元，将用于并购和组建并购基金以及解放号的平台升级。公司董事会主席陈宇红与丹合有一致行动承诺契。

公司在2018年12月采纳股份激励计划，有效期为10年，用于奖励雇员的贡献和吸引合适的人员，以支持集团的持续运营和发展。截至2019年11月21日受托人已于公开市场购入共1.45亿股公司股份，约占普通股的5.71%。

表 4: 公司股权结构（截至2019年11月）

股东名称	持股数量(百万股)	占已发行普通股比例	备注
陈宇红	226	10.46%	公司董事局主席及首席执行官
丹合资本（陈宇红一致行动人）	180	7.07%	腾讯五名创始人之一的陈一丹作为主要股东并发起的基金
股份激励计划	145	5.71%	
微软	97	3.82%	
华为	85	3.35%	
其他	1,771	69.59%	
合计	2,544	100%	

数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

3. 高管情况

公司执行董事包括陈宇红、唐振明，非执行董事包括张亚勤、Gavriella Schuster，独立非执行董事为曾之杰、赖观荣、巫丽兰。

表 5: 公司高管简介

姓名	职务	年龄	简介
陈宇红	董事局主席及首席执行官	56	于2004年4月加入中软国际有限公司，负责公司整体管理运营，在软件信息化行业有20余年从业经验。陈博士于1991年获得中国北京理工大学之工学博士学位。
唐振明	执行董事，高级副总裁	56	于2004年4月加入中软国际有限公司，负责中软国际有限公司之卓越培训中心。
张亚勤	非执行董事	53	于2008年12月获委任成为非执行董事，现任微软公司全球资深副总裁、微软亚太研发集团主席，负责微软在中国和亚太地区的科研及产品开发的整体布局。同时作为微软大中华区战略决策委员会成员，领导微软在大中华区统一战略的制定。曾担任多家公司的独立非执行董事。
Gabriella Schuster	非执行董事	53	于2018年9月获委任非执行董事，在过去20年为微软公司(‘微软’)管理和部署多项计划和产品以及许可、定价和产品上市计划。
曾之杰	独立非执行董事	51	于2003年4月获委任独立非执行董事，现任元和厚望成长基金创始合伙人及深圳鸿泰基金董事长。有20年风险投资经验，曾任两家上市公司独立董事和董事职务。
赖观荣	独立非执行董事	56	于2015年6月获委任独立非执行董事，现任农银人寿保险股份有限公司副董事长、信源企业集团有限公司独立董事、深圳远致富海投资管理有限公司首席经济学家。
巫丽兰	独立非执行董事	60	于2018年8月获委任独立非执行董事，香港城市大学会计学教授，现任中国香港持续发展研究中心(CSHK)副总监。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、业务：外包服务为核心，新业务仍在培育

公司业务主要包括基石业务和云智能业务。基石业务主要面向大客户和大行业，提供技术服务和解决方案，收入占比超80%；云智能业务包括云服务、云产品和解放号，收入增速快，占比趋于提升。

表 6：中软国际业务结构

业务分类	业务简介	19H1收入占比	业务范围及合作方
基石业务	面向大客户和大行业，提供技术服务和解决方案	82.5%	电信、银行、金融、保险、证券、互联网、高科技，合作企业主要包括华为、汇丰、平安、BAT、微软等
	云服务 咨询、开发、运维、迁移、实施等服务		华为云、阿里云等公有云厂商
云智能业务	云产品 提供产品化云解决方案	17.5%	海外子公司Catapult主要服务企业及微软；另有园区云、云管平台等服务；办公场景的产品，比如嵌入华为Welink的解放云盘等
	解放号 在线交易及开发管理的软件生态云平台		中小企业、政府

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

1. 基石业务：华为稳步增长，非华为客户规模快速提升

基石业务主要面向大客户和大行业提供技术服务和解决方案，具备成熟的项目管理和人力资源能力，公司在行业处于领先地位。基石业务以咨询为驱动，以自研的软件平台产品为基础，业务覆盖软件平台服务、战略和业务咨询及信息化咨询、大数据产品及服务、行业及通用应用软件和解决方案研发、产品工程化、应用开发及管理服务、企业应用服务、系统集成与服务、业务流程外包、工程流程外包和知识流程外包。基石业务以华为为最大客户，同时覆盖银行和金融业务、高科技业务、互联网和移动终端等领域客户。

依托同华为的深入合作与在金融业沉淀的技术实力，逐步拓展客户网络，将成功经验复制到更多行业客户中。华为：公司参与到华为所有的业务线中，来自华为的收入2016~2018年占比在53%左右，现有3万多人服务于华为。金融客户：至19年中，公司客户涵盖所有的中国国有银行和10家全国股份制商业银行，金融业有超过5,000人的技术团队。2018年公司已参与到汇丰与恒生的几乎全部业务中，为全球100多个国家和地区的汇丰银行提供金融软件服务，汇丰团队规模也超过3,000人，同时也是恒生银行最大的外包服务商。

在新培育的客户中，BAT及平安业务增长迅速，未来有望成为收入超1亿美金的客户。**2018年腾讯业务团队接近2,000人**，是腾讯最大的外包服务商，2019年上半年中标腾讯游戏、微信好玩、优酷粤语等多个项目，互动客服团队获得腾讯互动娱乐事业群（IEG）年度第一名优质供应商称号；成为酷狗音乐四大供应商之一。**2019年上半年在阿里系的业务整体服务人员超过2,100人**，业务涵盖电商、消费者服务、批发、

数字和娱乐、创新业务、菜鸟、蚂蚁和阿里云等。至19年中，加深与百度的合作，团队规模近百人参与EBG业务，参与多个核心部门。电信移动终端与中国移动加深合作，2019年上半年团队规模近千人，中标中移互联、中移雄安产研院等重要项目。

表 7: 中软国际重要行业客户

跨行业客户	金融与银行业	保险证券业	电信互联网及移动终端	高科技业务
 HUAWEI	 汇丰  恒生银行 HANG SENG BANK  中国银行 BANK OF CHINA  中国建设银行 China Construction Bank  ICBC 中国工商银行	 阳光保险集团 Sunshine Insurance Group  中再集团 CHINA RE  太平洋保险 CPIC  泰康 Taikang  PICC 中国人民保险	 Tencent 腾讯  Alibaba Group 阿里巴巴集团  Bai 百度  中国电信 CHINA TELECOM  中国移动 China Mobile	 Microsoft  中国平安 PING AN 金融·科技  HITACHI  (SF)  GE

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

近几年华为受贸易战影响业务有所波动，公司来自华为的收入增速随之波动。华为2015~2018年及19H1收入分别为3,950亿元、5,216亿元（YoY + 32.04%）、6,036亿元（YoY + 15.73%）、7,212亿元（YoY + 19.48%）和4,013亿元（YoY + 23.2%），2018年公司来自华为的收入增速由2017年的34%降至15%，2015~2018年来自华为的收入分别为19.52亿元（+46.0%）、36.35亿元（+86.2%）、48.73亿元（+34.1%）、56.20亿元（+15.3%）。

公司是华为云首个同舟共济合作伙伴和最大的合作伙伴，华为以鲲鹏处理器为核心，打造安全可控的计算机产业生态，预计公司能参与更多国产替代项目的落地，形成增量空间，持续受益。公司面向行业客户、集成商和独立软件开发商（ISV）构建聚算力模型，同时联系互联网资讯科技服务业务板块，提升服务价值。公司2019年上半年成为首批华为云鲲鹏凌云伙伴，智能客服、蜂巢诊断、数据治理、智慧信贷等行业解决方案入选华为严选商城，拓展华为云软件里的中长尾客户，获客近千个。

公司在其他地区业务的拓展也紧跟华为的步伐，在马来西亚、缅甸、印度、香港等地与华为的“Co-sell”模式战略合作，布局东亚、南亚业务。

公司在金融、银行、保险等领域的业务保持优势。金融业务范围涵盖数据应用、风险管理、银行卡业务、授信融资、信用卡业务、营销管理、监管报送、基础平台和支付清算业务，完成了多个灯塔项目。为国有大型银行及全国股份制银行提供数字化转型解决方案及专业化服务，与欧美、日韩、东南亚、澳洲等数十家外资银行客户保持长期合作；同时持续投入大数据、云服务等市场热点研发，在供应链金融综合解决方案领域保持领先。保险领域有保险证券的跨行业协同优势，与太保寿险、太平洋保险、太保安联健康险等公司合作，19年上半年中标阳光财险、中国再保险、

太平洋保险、友邦保险等几十个重大项目，扩大与AIA保险亚太、AIA保险中国等客户的ODC外包业务合作，并参与银保监会组织制定的第二批《保险业务要素数据规范》行业标准建设。

中软国际ICT业务的解决方案以移动互联网为主，电信互联网及移动业务终端稳步拓展。公司通过与华为的长期战略合作，结合大数据和云计算技术帮助运营商挖掘内部资源潜力，服务范围包括电信计费、电信大数据、电信互联网和电信云计算。互联网业务方面，公司提供物联网、电子商务、在线教育、在线直播相关的解决方案，另有微电商平台从开发到运营一站式解决方案。

高科技业务方面，与微软、Oracle、IBM、腾讯、阿里巴巴、百度等客户的合作保持良好态势。2019年上半年在美国，与微软的AI语音核心技术及Bing、SharePoint等核心产品保持深度合作，为微软提供软件测试及外包服务，在中国为微软Azure云和Dynamic CRM的战略合作伙伴；与GE合作的IoT项目阶段递交，医疗设备支持维护业务涵盖中国二十多个省市；深耕平安系金融科技以及生态圈的业务布局和数字化转型，复制汇丰业务合作范畴；开发日本BPO新客户13家，开拓通信、教育及公共基础设施等业务。

制造流通业方面稳步提升。内容包括生产执行系统、供应链批次管理系统、工业数据采集系统、精益设备管理系统、物流管理、物联网追溯管理、移动应用管理、应用集成管理等。2019年上半年公司研发的智慧制造执行系统（T-S.MES）平台在烟草工业领域保持75%市场占有率的优势，先后建设13家卷烟厂和3家中烟级公司的项目；新零售业务在多地试点，并与华为合作为快销流通企业提供AI技术领域解决方案。

公共事业和政府业务方面，公司在公共交通、轨道交通、机场管理等泛交通领域保持着市场领先地位，业务覆盖电子政务、民生安全、交通运输、文化传媒、审计与监督等领域，公司曾参与六个“十二金”工程的信息化建设，服务超过20个政府部委级机构，在2019年上半年保持审计信息化业务的市场领先地位，并在企业内审业取得突破，深耕农业信息化领域。

能源行业，公司提供电力营销管理系统、电力生产管理系统、配电自动化系统和智能园区管理系统等解决方案。完成北京大兴机场智能数据中心，中标首都机场“信息数据平台”规划设计咨询等项目，未来可将业务模式拓展至国内其他机场；在交通卡、政务大数据业务上云方面均有进展。

公司的培训(ETC)业务是为在校生和往届毕业生提供基于岗位的项目实战训练。已与712所高校简历人才培训和实训合作，与305所院校签署“校企深度合作协议”。

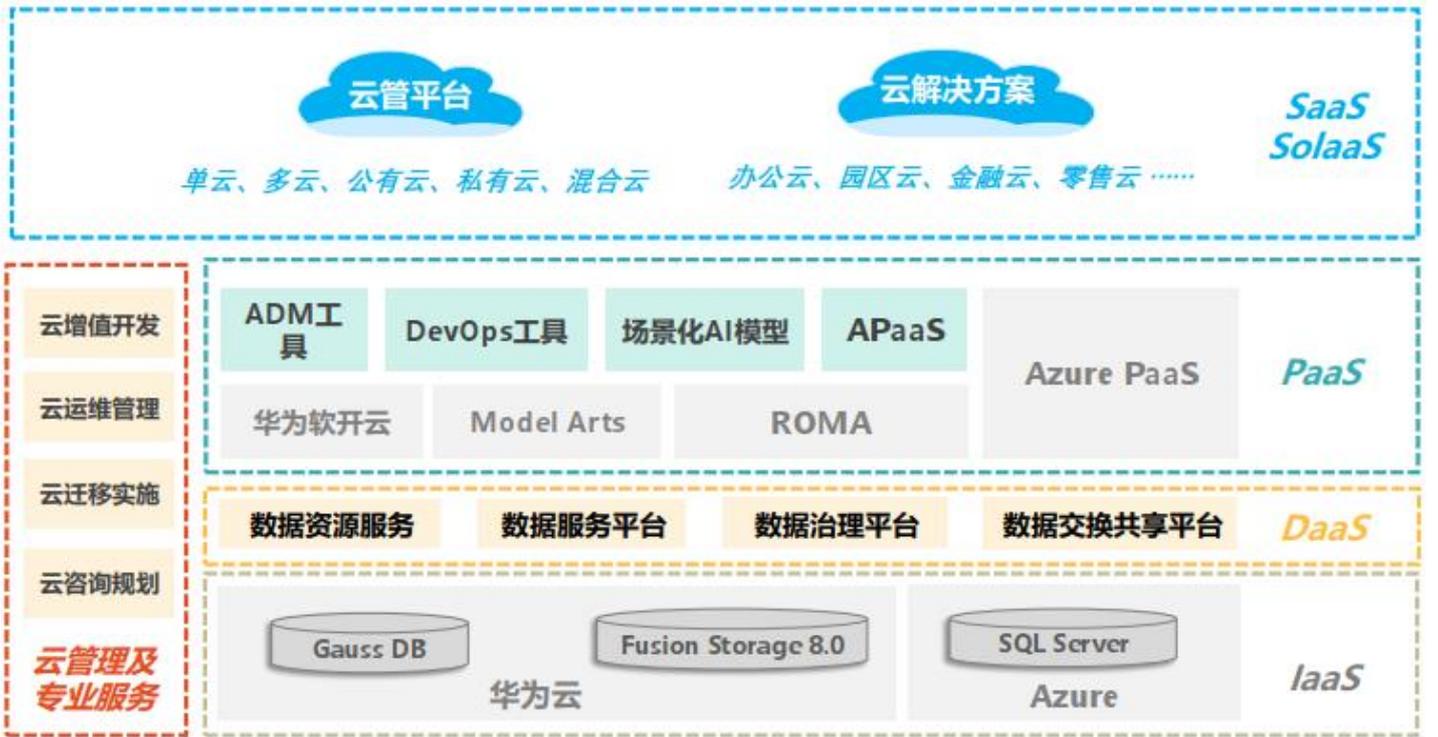
2. 云智能：快速增长，商业模式日益清晰

2019年上半年公司正式成立云智能业务集团，处于快速增长中。公司着重发展解放号，用解放号的思想升级基石业务（“Z计划”），并构建云管平台、场景云应用为主的云产品，升级以云管理服务、大数据服务为主的云服务。2019年上半年云智能业

务实现收入9.69亿元，同比增长30.7%，其中收入和利润大头来自云服务。

在国内，公司已切入云管理服务的快车道，为客户提供咨询、迁移、运维等“一站式”上云服务，成为最早贴近客户的数字化转型推手；作为华为云的首个“同舟共济”合作伙伴，公司的智能客服、数据治理、智能信贷等多个行业解决方案已入驻华为严选市场，获得近千个消费客户；智能园区、智慧零售等解决方案也已推向市场，为规模化复制奠定了良好基础。19年上半年公司成为首批华为云鲲鹏凌云战略级伙伴。

图 18: 中软国际全栈式云智能服务



数据来源：公司 19H1 推介材料，广发证券发展研究中心

云服务：云管服务体系构建完成，大数据广泛开拓布局

云服务构建从云咨询、云迁移、云实施、云开发到云管理，端到端的全生命周期的云管理服务体系，位于行业领先地位。云服务随着华为、微软、阿里、腾讯等公司云业务渗透，构建包含咨询、开发、运维、迁移、实施等服务的端到端服务体系，已完成多家行业龙头客户的迁移项目。云迁移及运维服务包括轻云迁移、独立主机迁移、系统配置、软件配置数据备份等，涵盖数据迁移及系统配置相关的云管理服务，客户群体覆盖个人使用者、专业使用者及部分企业使用者，同时提供使用者的代维服务等长尾服务项，可以形成长期盈利能力。云服务主要是项目收入，与华为云有关的收入占比超过一半，占比有所下降，其次收入主要来自阿里云、微软。

大数据业务逐步扩大行业布局。大数据业务继续发挥在金融、机场、一卡通、政务等行业的优势，持续深耕高科技和汽车行业，并在烟草、房地产、食品等行业开拓新客户新业务。19H1北京大兴国际机场智能数据中心项目如期完成并成功验收，成

为机场数字化和数据中心建设的标杆性项目。公司签约首钢地产数据治理项目，为客户提供项目数据标准化咨询，部署并实施自主知识产权的数据治理软件。

云产品：打磨标杆客户，变革商业模式

公司凭借多年为客户上云的经验，沉淀多款云产品，涵盖云管平台及多项场景云（办公云、园区云、零售云等），打磨标杆客户，为公司带来稳定的持续性收入。

云管平台方面，公司的“昌平政务数据云”项目依托华为云，逐步整合、清理、规范全区政务信息系统，分批分次实现“系统上云”、“数据上云”、“应用上云”等，成功建立北京市昌平区政府大数据云平台，一期二期项目均已完成验收。

办公云方面，产品成熟，可为大中小型客户提供基于微软云的员工生命周期自动管理产品Launch、企业内网协同办公平台Fuse、IT安全与合规流程产品Spyglass以及基于华为云的企业级存储产品解放云盘。

园区云与零售云方面，公司完成园区云规划设计，实现TCL园区交付的重大突破。公司与华为在新零售领域共同开拓酒、服装、食品、电子等行业市场，设计面向泛流通领域的新零售解决方案和新零售业务中台，并在人脸识别、图像识别、模型训练等AI技术领域进行深度合作，报告期内完成广东、陕西等新零售项目交付，获客户高度认可。

公司智能客服、蜂巢诊断、数据治理、智能信贷等行业解决方案入驻华为严选市场，拓展华为云软件类中长尾客户，获得近千个消费客户，华为云消耗量实现翻番；完成园区解决方案规划设计，实现TCL园区交付的重大突破；成功构建智慧门店解决方案，已与多家客户洽谈落地事宜；公司基于腾讯云自主研发的音视频解决方案产品云视通和软教云获得自主知识产权，正积极拓展行业客户。

解放号：云集进入快速推广期，Z计划升级传统外包模式

解放号将共享经济/众包概念引入IT服务行业，提供在线交易及开发管理的软件生态云平台，连接软件开发企业、软件开发工程师和专家，为其提供线上服务的市场和工作环境。2016年解放号聚集1.3多万名工程师、近2万家发包企业、超6亿发包额增长，截至2019H1聚集超43万名工程师，入驻2.5万家服务商，发包企业数量超5.7万，累计发包额近50亿元，已经形成一定规模。

Z计划于19H1推出，是面向中长尾客户的人力外包专区。“Z计划”以SaaS服务的形式输出公司的招聘全流程管控、人力资源管理等外包业务管理能力，降低人力成本并缩小管理半径，提升服务中长尾客户的体验。同时，帮助中小企业实现灵活用工和闲置资源盘活，受到市场高度认可。“Z计划”专区上线数月，已入驻供货商400余家，服务客户近百家，月收入近千万元。

云集针对政务信息化和大数据局，推出互联网+软件交易、全生命周期的应用开发管理(ADM)、软件供货商大数据服务、数字监理等平台化服务。19H1“云集”的存量运营成效超出预期，增量业绩更加亮眼：在南京和西安，“云集”平台已注册政府单位2,000余家，服务项目数300余个，项目金额过亿；在广州白云和重庆渝北，“云集”

平台已经顺利通过验证，启动运营；“云集”与武汉、成都、无锡、长沙等地方政府和“云上贵州”等均达成新的战略合作意向。

云集目标是通过政府的大客单牵引业务发展，挖掘各省市大数据局背后的IT服务市场，未来加大线上付费的比例，向SaaS靠近，可产生持续性收入。解放号通过建设“云上软件园”聚集广大的软件供应商，支撑“云集”，至2019年中期已基本完成布局，预计会有持续平稳的收入。

表 8: 解放号平台发展数据

	2016	2017	2018	2019H1
工程师	13万多名	超过30万名	42万	43万
入驻服务商	近3000家	近1万家	超2万家	2.5万家
发包企业数	近2万家	3万多家	5.5万家	超5.7万
累计发包额	超6亿元	超13亿元	超28亿元	近50亿元

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

海外云转型加速

海外全资子公司Catapult的云转型加速，收入主要来自微软合作。Digital Solution as a Service 订阅式收入已占其全公司收入的50%；订阅式云管理服务Azure Management Service受到市场普遍认可，业绩快速增长；Fuse解决方案新增面向Yammer的团队协作功能，收入再创新高。

与华为云鲲鹏合作带来增量

公司作为中国领先的软件服务企业，积极投身安全可控和国产化替代的建设浪潮，与多家行业伙伴达成合作，在政务中台、系统迁移和应用开发中发挥优势，能力互补，持续创新，构筑核心竞争力，为公司业务带来新增长点。19年上半年公司成为首批华为云鲲鹏凌云战略级伙伴，公司与华为继续深入合作，推进鲲鹏产业生态扩大。

公司于12月12日公告与与华为、重庆市经济和信息化委员会、重庆两江新区管理委员会签署四方战略合作协议，合作四方将整合各自优势资源和能力，构建华为（重庆）人工智能创新中心。创新中心以人工智能平台为核心，整合国内现有芯片、软件、终端等产业资源，充分发挥行业领军企业示范作用，拓展更多人工智能应用场景，建设数字经济产业高地。此次合作，为两江新区内企业进行AI赋能，激活鲲鹏产业生态，也为公司与华为鲲鹏产业的进一步有机融合奠定基础。公司将深耕IT应用服务，发展人工智能及鲲鹏生态，加快云智能转型。

3. 公司经营分析

公司收入持续增长，近2年受贸易战影响收入增长有所放缓。2016~2018年和2019H1收入分别为67.83亿元、92.44亿元(YoY + 36.27%)、105.85亿元(YoY + 14.51%)、55.38亿元(YoY + 15.05%)，收入绝大部分来自于国内，收入占比稳定在约94%。

公司财报根据客户类别将业务分为技术专业服务（TPG）和互联网资讯科技服务（IIG）。技术专业服务为银行及其他金融机构、电信运营商及其他大型跨国公司开发及提供解决方案及信息科技外包服务，包括销售产品；互联网信息科技服务为政府、烟草行业及其他小型公司开发及培训业务提供解决方案及信息科技外包服务，包括销售产品。

技术专业服务（TPG）2016~2018年和2019H1收入分别为54.82亿元、78.59亿元（YoY + 43.36%）、91.75亿元（YoY + 16.75%）、47.48亿元（YoY + 17.85%），2016~2018年和2019H1业绩数据分别为5.34亿元、7.16亿元（YoY + 34.12%）、7.95亿元（YoY + 11.13%）、4.08亿元（YoY - 3.86%）。

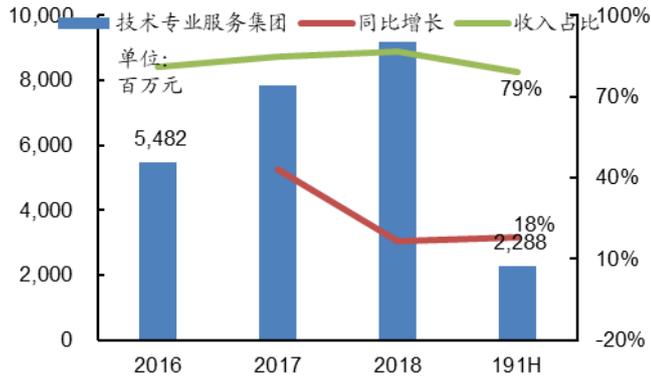
互联网资讯科技服务（IIG）2016~2018年和2019H1收入分别为13.01亿元、13.85亿元（YoY + 6.42%）、14.10亿元（YoY + 1.81%）、7.62亿元（YoY + 0.37%），占比也由2016年的19.19%下降至2019年中期的13.75%，2018和2019年业绩基本持平。

毛利率稳定在约30%左右。2016~2018年及19H1毛利率分别为29.72%、29.76%、30.65%和28.29%。技术专业服务业务板块毛利率较低且易受客户人员流动影响，但是互联网资讯科技服务业务板块毛利较高，使毛利率总体保持稳定。

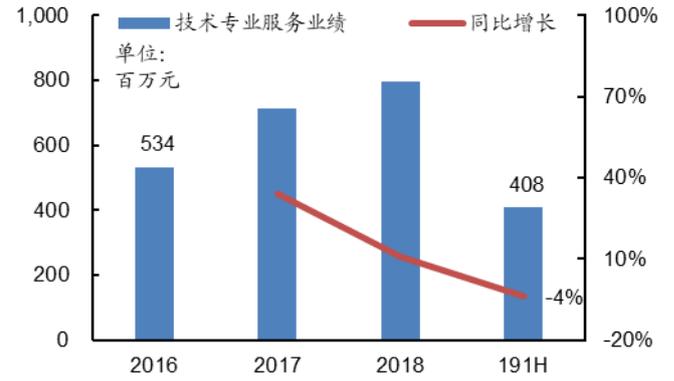
销售费用率有所增长，管理费用率趋于下降，研发费用率趋于提升。由于近些年在国内主要城市进行布局、拓展政企市场及在海外拓展，销售费用率2016年的3.23%上升至2019H1的4.80%；另一方面，公司的解放号、云业务、大数据、智能制造等方面都需要持续研发投入，公司研发成本逐年上升，研发费用率从2016年的5.09%升至2018年的6.99%，随着公司业务转型的深入，未来研发投入预计会继续增加。管理费用率从2016年的11.89%下降至2018年的10.31%。

图 19: 技术专业服务业务收入增速放缓

图 20: 技术专业服务业绩下降



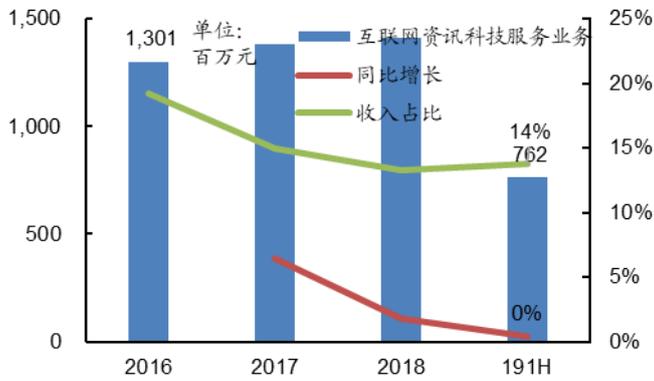
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 21: 互联网资讯科技服务业务收入增速放缓

图 22: 互联网资讯科技服务业绩下滑



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、盈利预测与估值

我们对公司的两块业务进行拆分，分别预测业务收入，然后整体预测其收入、费用等情况。预测、主要假设及依据如下：

1. 盈利预测

基石业务整体趋于稳定。华为业务调整产生的人力资源调整增加成本，但没有降低人均产出，因此，对华为业务可以维持之前的预期，预计来自华为的基石业务收入在19~21年同比增长10%~15%。平安、腾讯、阿里、微软等大客户保持较高增长，2018年引入微软副总裁可以帮助公司进一步拓展，腾讯相关业务范围近些年持续扩大，未来几年这些潜在的“1亿美元”客户，将成为基石业务增长驱动。我们预测2019~2021年基石业务收入增速逐渐回升至15%。

云智能业务是公司未来重要增长驱动，现阶段关注于建立生态，通过政府采购、华为云、华为鲲鹏牵引业务发展，商业模式逐渐成型，未来将带来持续收入。解放号Z计划专区发展快速，带来部分增量。云服务中安可、政务大数据都会形成一定的增量空间，带来持续收入，公司19H1业绩会披露，云智能业务收入19~21年收入规划为20亿、30亿、50亿，其中可重复性收入3.8亿、8.3亿、19.5亿。

综上，预测19年收入增速为12.1%，20~21年增速回升至20%以上。

预计毛利率维持在30%左右。19年上半年受华为业务波动导致闲置成本，毛利率下降，预计19年下半年还会受波动影响，其他业务线（非华为客户、云智能业务）毛利率略高，一定程度拉升整体毛利率。

费用率：政企市场拓展及云集服务、云业务的研发，两者均需要持续投入，预测19~21年销售费用率在4%~5%之间，管理费用率在10%~11%，略下降，研发费用率逐渐提升至7.1%；财务费用率方面，公司为应对风险增加了银行贷款，导致上半年财务费用率上升，预计财务费用率维持在19年水平，财务费用略增长。

综上，我们预测公司2019~2021年收入分别为118.73亿元（+12.2%）、144.45亿元（+21.66%）和175.45亿元（+21.47%），毛利率分别为29.64%、29.88%和30.37%。预测2019~2021年归母净利润分别为7.49亿元（+4.7%）、9.08亿元（+21.1%）、11.16亿元（+22.9%）。

表 9: 中软国际利润表简表

(百万元人民币)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,783	9,244	10,585	11,873	14,445	17,545
营业成本	4,768	6,493	7,340	8,354	10,129	12,217
销售费用	219	370	496	540	664	842
管理费用	807	1,086	1,091	1,247	1,502	1,807
研发费用	345	567	739	807	997	1,246
财务费用	96	99	118	160	195	246
除税前溢利	525	633	760	793	969	1,198
归母净利润	442	566	716	749	908	1,116
EPS(元/股)	0.17	0.22	0.28	0.29	0.36	0.44
主要比率	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	29.7%	29.8%	30.7%	29.6%	29.9%	30.4%
销售费用率	3.2%	4.0%	4.7%	4.6%	4.6%	4.8%
管理费用率	11.9%	11.8%	10.3%	10.5%	10.4%	10.3%
研发费用率	5.1%	6.1%	7.0%	6.8%	6.9%	7.1%
财务费用率	1.4%	1.1%	1.1%	1.4%	1.4%	1.4%
税前利润率	7.7%	6.8%	7.2%	6.7%	6.7%	6.8%
所得税率	21.9%	11.3%	5.8%	5.8%	6.5%	7.0%
归母净利率	6.5%	6.1%	6.8%	6.3%	6.3%	6.4%
YoY	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入		36.3%	14.5%	12.2%	21.7%	21.5%
归母净利润		27.9%	26.6%	4.7%	21.1%	22.9%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2. 估值

软件和信息技术服务业公司盈利模式成熟, 我们以PE进行估值。我们选取业务可比的汉得信息(A股, IT咨询服务公司)、华胜天成(A股, IT综合服务公司)、东软集团(A股, 自主软件+服务公司)、神州数码(A股, 行业解决方案公司)、神州数码(A股, 整合IT服务商)、埃森哲(美股, 管理咨询和技术服务公司)、Infosys(美股, 咨询及IT服务公司)。汉得信息是以ERP实施为主的信息技术服务公司, 近几年收入稳定增长; 华胜天成是以企业信息技术系统解决方案为主的IT服务公司, 近年来转型云计算; 东软集团是以自主软件、产品、服务为主的行业信息技术解决方案公司, 今年向产品化转型; 神州数码为中国领先的整合IT服务提供商, 今年致力于云业务转型; 东华软件是行业应用软件、计算机信息系统集成和信息技术服务的提供商, 今年积极布局云计算、大数据、AI等领域; 埃森哲是全球最大的管理咨询公司和技术服务提供商, Infosys是技术咨询与信息技术服务提供商。

上述A股公司和美股公司2020年平均PE分别为30.0倍和21.3倍, 考虑中软国际在香港上市, 发展战略及业务对标埃森哲和Infosys, 我们结合港股市场对软件公司估值

水平，同时考虑中软国际业绩增速预期触底回升，保守给予2020年15倍PE估值，得到合理价值5.95港元/股。中软国际是华为战略合作伙伴，华为收入回升，非华为客户快速增长，云智能业务受华为云快速渗透、鲲鹏云、大数据业务增长驱动，具有高成长前景，首次给予“买入”评级。

表 10: A股可比信息技术服务公司估值

公司	币种	总市值(亿元)	EPS(RMB 元)			PE (X)			EPS YoY	
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2020E
汉得信息	CNY	86	0.44	0.45	0.55	22.2	21.4	17.6	3.6%	21.4%
华胜天成	CNY	113	-0.21	0.21	0.25	-50.1	49.9	40.5		23.2%
东软集团	CNY	139	0.09	0.11	0.22	126.1	106.1	50.0	18.9%	112.4%
神州数码	CNY	132	0.78	1.05	1.29	25.7	19.2	15.7	33.6%	22.8%
东华软件	CNY	317	0.26	0.33	0.39	39.3	31.2	26.3	25.9%	18.9%
平均值						32.6	45.6	30.0		

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 市值为截至2019年12月30日收盘市值

表 11: 美股可比信息技术服务公司估值

公司	币种	总市值(亿美元)	EPS(美元)			PE (X)			EPS YoY	
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2020E
埃森哲	USD	1,349	6.39	7.52	8.27	33.0	28.0	25.5	17.7%	10.0%
Infosys	USD	445	0.51	0.53	0.60	20.0	19.1	17.0	4.9%	12.1%
平均值						26.5	23.6	21.3		

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 备注: 市值为截至2019年12月30日收盘市值

五、风险提示

1. 基石业务模式成熟，利润率提升空间有限；老客户业务较为稳定，毛利难有提升空间，且主要客户收入随贸易战波动较大，业务增长不及预期；新客户的培育有不确定性，短期难以替代老客户收入贡献地位。
2. 新业务近期无法形成确定的商业模式，业务发展及收入增长不如预期；业务拓展初期难以提升毛利；短期内对业绩贡献有限。
3. 贸易战仍有不确定性，贸易战对华为收入增速可能产生影响。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,449	8,225	8,548	9,382	10,288
货币资金	1,785	2,646	2,911	3,202	3,522
应收及预付	2,057	5,495	5,550	6,080	6,650
存货	26	64	72	86	103
其他流动资产	2,581	19	15	14	12
非流动资产	2,303	2,264	2,340	2,374	2,392
长期股权投资	133	196	221	250	283
固定资产	853	838	826	813	779
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	179	148	167	188	209
其他长期资产	1,137	1,082	1,126	1,123	1,122
资产总计	8,752	10,488	10,888	11,756	12,680
流动负债	2,552	3,726	3,174	2,916	2,488
短期借款	686	1,676	1,286	1,102	483
应付及预收	45	0	0	0	0
其他流动负债	1,822	2,050	1,887	1,814	2,004
非流动负债	970	731	796	863	931
长期借款	0	0	100	200	300
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	970	731	696	663	631
负债合计	3,522	4,457	3,969	3,778	3,419
股本	110	113	113	113	113
资本公积	2,809	2,906	3,046	3,199	3,368
留存收益	2,246	2,948	3,698	4,605	5,721
归属母公司股东权益	5,166	5,967	6,856	7,917	9,202
少数股东权益	64	65	63	61	59
负债和股东权益	8,752	10,488	10,888	11,756	12,680

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,244	10,585	11,873	14,445	17,545
营业成本	6,493	7,340	8,354	10,129	12,217
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	370	496	540	664	842
管理费用	1,086	1,091	1,247	1,502	1,807
研发费用	567	739	807	997	1,246
财务费用	99	118	160	195	246
资产减值损失	111	111	99	114	116
公允价值变动收益	(4)	(6)	6	3	3
投资净收益	20	12	12	12	12
营业利润	532	696	683	859	1,088
营业外收支	100	64	110	110	110
利润总额	633	760	793	969	1,198
所得税	71	44	46	63	84
净利润	561	716	747	906	1,114
少数股东损益	(4)	0	(2)	(2)	(2)
归属母公司净利润	566	716	749	908	1,116
EBITDA	809	1,006	949	1,170	1,461
EPS (元)	0.22	0.28	0.29	0.36	0.44

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	332	161	773	585	1,077
净利润	566	716	749	908	1,116
折旧摊销	178	192	105	116	128
营运资金变动	(487)	(853)	(221)	(616)	(395)
其它	76	107	140	178	228
投资活动现金流	(234)	(167)	(181)	(149)	(144)
资本支出	(160)	(151)	(113)	(124)	(115)
投资变动	(74)	(16)	(68)	(25)	(29)
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	432	853	(328)	(145)	(613)
银行借款	(354)	1,099	(289)	(85)	(518)
股权融资	161	99	140	154	169
其他	626	(345)	(178)	(214)	(263)
现金净增加额	530	847	265	291	320
期初现金余额	2,646	1,785	2,646	2,911	3,202
期末现金余额	1,785	2,646	2,911	3,202	3,522

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	36%	15%	12%	22%	21%
营业利润增长	10%	31%	-2%	26%	27%
归母净利润增长	28%	27%	5%	21%	23%
获利能力					
毛利率	30%	31%	30%	30%	30%
净利率	6%	7%	6%	6%	6%
ROE	11%	12%	11%	11%	12%
ROIC	9%	10%	10%	11%	12%
偿债能力					
资产负债率	40.2%	42.5%	36.5%	32.1%	27.0%
净负债比率	7.8%	16.0%	12.7%	11.1%	6.2%
流动比率	2.53	2.21	2.69	3.22	4.14
速动比率	2.52	2.19	2.67	3.19	4.09
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.01	1.09	1.23	1.38
应收账款周转率	4.41	2.82	2.16	2.50	2.77
存货周转率	276.80	163.62	123.33	128.28	129.27
每股指标 (元)					
每股收益	0.22	0.28	0.29	0.36	0.44
每股经营现金流	0.13	0.06	0.30	0.23	0.42
每股净资产	2.03	2.35	2.69	3.11	3.62
估值比率					
P/E	18.1	14.3	13.7	11.3	9.2
P/B	1.98	1.72	1.49	1.29	1.11
EV/EBITDA	37.91	30.48	32.31	26.21	20.98

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。