

全年业绩实现逆势增长, 未来3年云智能 CAGR60%

投资要点

- **事件:** 公司发布2019年业绩报告, 实现营业收入120.4亿元, 同比增长13.8%; 实现归母净利润7.5亿元, 同比增长5.5%, 全年业绩实现逆势增长超预期。
- **云智能业务贡献收入增长, 人工成本上升净利润增长5.5%。** 1) 从收入端来看, 2019年公司基石业务实现营业收入100亿元, 同比增长13.2%。云智能业务实现营业收入20亿元, 同比增长25%; 云智能业务贡献主要的收入增长。2) 从费用端看, 公司通过费用管控降本增效, 整体费用率下降1.17pp至21.92%, 其中管理费用下降0.4pp至10.3%。3) 从利润端看, 2019年公司毛利为35.8亿元, 毛利率下降0.9pp至29.8%, 下降的主要原因是华为业务人员波动, 导致人工成本上升, 归母净利润为7.5亿元, 同比增长5.5%。
- **IT服务业务CAGR15%, 拓展1亿美金级别客户, 优化收入结构。** 1) 公司2019年跻身Gartner IT服务市场份额全球top 100, 是华为第一家同舟共济合作伙伴、首批华为云鲲鹏凌云伙伴。2019年占华为国内外外包市场份额50-60%, 预计未来2年来自华为收入CAGR为15%左右。2) 公司2019年在汇丰、BAT、平安等客户均实现了业务份额前三的业绩, 预计20年增长均超过40%, 其中百度达100%, 正着力开拓中国移动、渣打、微软等新一批1亿美金级的国际客户群, 基石业务结构逐步优化。
- **解放号+云集+Z计划, 推进云智能转型加速。** 1) **解放号:** 全面升级为面向软件定制领域的产业互联网。截止至2019年底, 平台入驻了超过44万得注册工程师, 为1.5万+的企业精准画像, 发包方和接包方累计超过5.9万和2.7万, 已实现累计超过55亿元的发包金额。2) **Z计划**着眼人力外包, 弥补中长尾市场空白。截止至2019年底, 专区上线至今累计积累30万+平台简历、700+供应商、30亿+发包额。3) **云集专区覆盖政府IT采购全流程管理。** 云集专区专注于打造数字政府“互联网+软件交易服务”平台, 从运营成效来看, 云集专区业务模式使政府采购周期缩短了60%、预算节约了4.77%。
- **盈利预测与评级:** 预计公司2020-2022年EPS分别为0.34元、0.42元、0.52元, 对应PE 12X、10X、8X, 结合对标公司的估值同时考虑港股流动性差异, 给予公司2020年20倍PE, 对应目标价7.4港元。我们坚定看好公司基石业务行业领先地位及云智能业务的发展前景, 持续覆盖, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 华为发展不及预期、大客户推展不及预期、宏观经济持续疲软。

指标/年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元人民币)	10585.01	12041.90	14550.62	18288.63	22788.03
增长率	14.51%	13.76%	20.83%	25.69%	24.60%
归属母公司净利润(百万元人民币)	715.80	754.89	885.56	1107.73	1367.89
增长率	26.56%	5.46%	17.31%	25.09%	23.49%
每股收益EPS	0.27	0.29	0.34	0.42	0.52
净资产收益率	12.00%	11.67%	12.04%	13.09%	13.92%
PE	15.03	14.26	12.15	9.71	7.87

数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 刘忠腾
执业证号: S1250519080008
电话: 0755-23616646
邮箱: lzht@swsc.com.cn

分析师: 朱松
执业证号: S1250519080007
电话: 021-58352031
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	3.22-5.7
3个月平均成交量(百万)	26.29
流通股数(亿)	26.25
市值(亿)	107.61

相关研究

1. 中国软件国际 (0354.HK): 基石稳健云放量, IT服务龙头快速转型升级 (2020-03-09)

关键假设：

假设 1：基石业务包括公司传统 IT 服务及解决方案等相关业务，预计技术人员数量 2020-2022 年 CAGR 在 15% 左右，解放号平台业务稳健，整体毛利率维持相对稳定

假设 2：云智能业务随着行业需求释放和客户增长快速放量，预计 2020-2022 年收入增长分别为 50%、67%、50%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：收入成本预测

单位：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	120	145	182	227
	yoy	13%	21%	26%	25%
	成本	83	100	124	154
	毛利率	30.7%	31.1%	31.7%	32.3%
基石业务	收入	100	115	132	152
	yoy	11%	15%	15%	15%
	成本	71	82	94	108
	毛利率	29%	29%	29%	29%
云智能业务	收入	20	30	50	75
	yoy	25%	50%	67%	50%
	成本	12	18	31	46
	毛利率	39%	39%	39%	39%

数据来源：西南证券

盈利预测与评级：预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.34 元、0.42 元、0.52 元，对应 PE 12X、10X、8X，结合对标公司的估值同时考虑港股流动性差异，给予公司 2020 年 20 倍 PE，对应目标价 7.4 港元。我们坚定看好公司基石业务行业领先地位及云智能业务的发展前景，持续覆盖，维持“买入”评级。

表 2：可比上市公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
002649.SZ	博彦科技	10	52	-	0.71	0.90	-	14	11
002605.SZ	东华软件	25	102	-	0.41	0.50	-	35	28
000555.SZ	神州信息	16	154	0.58	0.38	0.47	44	35	28
002368.SZ	太极股份	41	168	-	1.31	1.79	-	31	23
平均							-	29	23

数据来源：Wind，西南证券整理

附：财务报表
财务报表预测及比率分析

资产负债表							利润表						
会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1785.96	2665.80	2538.60	1455.06	1828.86	2278.80	营业额	9243.68	10585.01	12041.90	14550.62	18288.63	22788.03
应收账款	1491.84	2161.97	2983.22	2975.00	3739.26	4659.20	销售成本	6493.22	7340.36	8458.80	10029.90	12483.18	15426.88
预付款项、按金及其他	3145.02	514.12	393.59	2044.31	2569.49	3201.64	其他费用	81.74	68.40	58.93	97.97	123.14	153.43
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	369.73	495.52	617.55	873.04	1152.18	1435.65
存货	26.02	63.70	54.42	63.92	79.56	98.32	管理费用	1653.64	1830.58	2004.82	2691.87	3474.84	4443.67
其他流动资产	0.00	2819.12	2228.49	2189.35	2751.78	3428.78	财务费用	102.92	125.13	166.05	36.68	12.28	25.64
流动资产总计	6448.85	8224.70	8198.33	8727.64	10968.96	13666.75	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	133.22	144.28	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	852.52	837.63	802.42	676.71	551.00	425.28	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	542.44	725.02	735.74	821.18	1043.01	1302.76
无形资产	217.31	185.18	406.03	338.36	270.69	203.01	其他非经营损益	90.33	35.43	63.22	62.99	62.99	62.99
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	632.77	760.45	798.96	884.17	1106.00	1365.75
其他非流动资产	1099.64	1096.46	1338.62	1338.62	1338.62	1338.62	所得税	71.46	44.28	42.27	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2302.69	2263.54	2547.07	2353.69	2160.30	1966.92	税后利润	561.31	716.17	756.69	884.17	1106.00	1365.75
资产总计	8751.53	10488.24	10745.40	11081.33	13129.26	15633.66	归属于非控制股东	-4.26	0.37	1.80	-1.39	-1.73	-2.14
短期借款	685.75	1675.65	1523.19	38.45	249.49	511.30	归属于母公司股东	565.57	715.80	754.89	885.56	1107.73	1367.89
应付账款	793.12	684.96	445.81	896.55	1115.84	1378.98	EBITDA	913.21	1077.25	965.00	1114.23	1311.66	1584.78
其他流动负债	1073.15	1365.11	1180.77	1666.52	2092.94	2605.44	NOPLAT	573.90	805.87	859.52	857.86	1055.29	1328.40
流动负债合计	2552.02	3725.72	3149.76	2601.52	3458.27	4495.71	EPS(元)	0.22	0.27	0.29	0.34	0.42	0.52
长期借款	0.00	0.00	200.00	200.00	285.18	386.40	主要财务比率						
其他非流动负债	969.55	731.00	861.69	861.69	861.69	861.69	会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
非流动负债合计	969.55	731.00	1061.69	1061.69	1146.87	1248.09	成长能力						
负债合计	3521.57	4456.72	4211.46	3663.22	4605.15	5743.80	营收增长率	0.36	0.15	0.14	0.21	0.26	0.25
股本	110.28	112.99	116.33	116.33	116.33	116.33	EBIT增长率	0.19	0.20	0.09	-0.05	0.21	0.24
储备	5055.52	5854.00	6351.29	6351.29	6351.29	6351.29	EBITDA增长率	0.19	0.18	-0.10	0.15	0.18	0.21
留存收益	0.00	0.00	0.00	885.56	1993.29	3361.18	税后利润增长率	0.37	0.28	0.06	0.17	0.25	0.23
归属于母公司股东权益	5165.80	5966.99	6467.61	7353.17	8460.90	9828.79	盈利能力						
归属于非控制股东权益	64.17	64.53	66.33	64.94	63.21	61.07	毛利率	0.30	0.31	0.30	0.31	0.32	0.32
权益合计	5229.97	6031.52	6533.94	7418.11	8524.11	9889.86	净利率	0.06	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06
负债和权益合计	8751.53	10488.24	10745.40	11081.33	13129.26	15633.66	ROE	0.11	0.12	0.12	0.12	0.13	0.14
现金流量表							ROA	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09
会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	ROIC	0.12	0.16	0.14	0.12	0.14	0.15
税后经营利润	481.18	682.80	696.81	821.18	1043.01	1302.76	估值倍数						
折旧与摊销	177.52	191.67	0.00	193.38	193.38	193.38	P/E	19.03	15.03	14.26	12.15	9.71	7.87
财务费用	102.92	125.13	166.05	36.68	12.28	25.64	P/S	1.16	1.02	0.89	0.74	0.59	0.47
其他经营资金	-429.55	-838.36	-862.86	-676.36	-1221.80	-1472.22	P/B	2.08	1.80	1.66	1.46	1.27	1.09
经营性现金净流量	332.06	161.24	0.00	374.88	26.87	49.57	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性现金净流量	-234.43	-166.81	0.00	62.99	62.99	62.99	EV/EBIT	0.37	0.67	0.97	0.85	0.96	1.03
筹资性现金净流量	432.42	852.98	0.00	-1521.42	283.94	337.38	EV/EBITDA	0.30	0.55	0.97	0.70	0.82	0.91
现金流量净额	530.06	847.40	0.00	-1083.54	373.80	449.94	EV/NOPLAT	0.48	0.74	1.08	0.91	1.02	1.08

数据来源：同花顺iFinD

数据来源：同花顺iFinD, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn