

公司研究

人力显著扩张+云智能业务转型，驱动未来业绩持续快速增长

——中软国际（0354.HK）2020年度业绩点评

要点

事件：公司公布2020年度业绩，2020全年实现收入141亿元人民币，同比增长17%，在基石业务稳健增长的基础上云智能业务高速增长驱动公司整体收入快速增长；全年毛利率为29.2%同比轻微下降0.6个百分点，主要源自疫情影响上半年开工进度导致，2H20毛利率为30.7%同比轻微下降0.3个百分点；受益于收入规模效应、内部平台信息系统优化行政费用管理的作用，公司净利率同比提升0.4个百分点至6.7%，实现净利润9.5亿元，同比上升26.5%。

基石业务表现稳定，云智能业务高速发展驱动未来整体业绩快速增长：20年基石业务实现收入108亿元，同比增长8%，在整体收入占比77%；来自核心大客户华为的业务维持健康增长，汇丰业务实现逆势增长，阿里、百度、微软、中移动、中电信等客户业务维持稳定增长。20年云智能业务实现收入33亿元，同比上升62%，在整体收入占比扩大至23.2%，高于公司此前指引目标30亿元。公司深度参与华为鲲鹏生态构建，积极参与1+8+N、鸿蒙、HMS、汽车等其他高增长的业务线，探索IoT模组销售、应用组件开发等新业务模式，有望提振云智能业务成长确定性。

20H2大量招工奠定未来增长基础，云智能业务转型驱动人均产出提升趋势：公司商业模式以人力驱动型为主，公司在20年下半年进行大量招工，20年底员工总数高达7.60万人，同比增长24%，为公司21年收入继续快速增长奠定基础。20年全年平均员工总数为6.87万人，同比增长10.9%，对应人均产出为20.5万元/人/年，继续同比上升6%，印证更高价值量的云智能业务转型将驱动人均产出持续提升趋势。

盈利预测、估值与评级：受益于华为多业务线以及其他大客户业务拓展，我们预计基石业务有望延续稳定增长，云智能业务高速发展将驱动未来整体业绩快速增长，我们维持21-22年净利润预测分别为11.8/14.8亿元人民币，对应同比增长分别为23/26%。公司未来业绩高成长性及华为生态相关新业务发展具备较强吸引力，参考A股中信计算机指数21/22年PE 44/34倍，我们预计公司发行CDR在A股上市后有望享受更高估值水平、未来在港股与A股两地的估值折价差距有望收窄，维持目标价15.2港币（对应21/22年31/25倍PE），维持‘买入’评级。

风险提示：IT服务行业竞争加剧；云业务及JF平台发展放缓；华为经营风险。

公司盈利预测与估值简表

指标（人民币）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,585	12,042	14,101	16,893	20,140
同比变化（%）	14.5	13.8	17.1	19.8	19.2
净利润	716	755	955	1,176	1,478
同比变化（%）	26.6	5.5	26.5	23.2	25.7
每股收益	0.30	0.31	0.33	0.40	0.50
同比变化（%）	25.2	3.9	7.1	21.9	24.4
市盈率	23	22	20	17	13

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-3-30；按照1HKD=0.8349CNY换算

买入（维持）

当前价/目标价：7.9/15.2 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebcn.com

分析师：吴柳燕

执业证书编号：S0930519070004

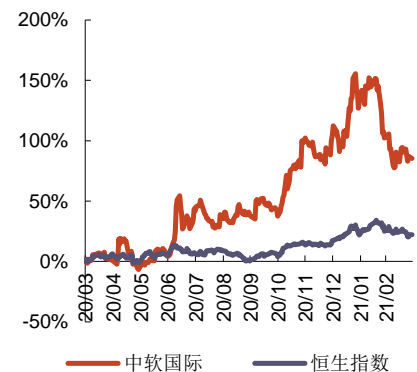
021-52523690

wuliuyan@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	29.05
总市值(亿港元):	219.01
一年最低/最高(港元):	3.73-11.28
近3月换手率:	84.2%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.2	-11.8	65.5
绝对	-8.4	-6.5	86.2

资料来源：Wind

相关研报

IT服务龙头持续高成长，回A上市进一步提振估值……2021-01-26

表 1: 损益表

(单位: 百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	10,585	12,042	14,101	16,893	20,140
营业成本	(7,340)	(8,459)	(9,983)	(11,841)	(14,086)
毛利	3,245	3,583	4,118	5,052	6,054
其它收入	(12)	124	86	6	122
营业开支	(2,361)	(2,733)	(3,022)	(3,623)	(4,418)
营业利润	871	975	1,183	1,435	1,758
财务成本净额	(118)	(166)	(148)	(150)	(148)
应占利润及亏损	12	(0)	0	25	0
税前利润	766	808	1,035	1,310	1,610
所得税开支	(44)	(42)	(87)	(131)	(129)
税后经营利润	721	766	948	1,179	1,482
少数股东权益	(0)	(2)	7	(3)	(4)
净利润	721	764	955	1,176	1,478
息税折旧前利润	1,065	1,273	1,520	1,814	2,128
息税前利润	873	970	1,183	1,460	1,758
每股收益 (元)	0.30	0.31	0.33	0.40	0.50
每股股息 (元)	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；2020 年基于公司披露的年度业绩公告预测，2021-2022 年来自光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	10,488	10,745	12,157	13,962	16,065
流动资产	8,225	8,198	9,764	11,694	13,941
现金及短期投资	2,666	2,539	2,820	3,379	4,028
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	2,208	3,054	3,850	4,612	5,498
存货	64	54	50	59	70
其它流动资产	3,288	2,551	3,044	3,644	4,344
非流动资产	2,264	2,547	2,393	2,268	2,125
长期投资	144	228	228	240	240
固定资产净额	829	794	599	390	168
其他非流动资产	1,290	1,525	1,567	1,637	1,716
总负债	4,457	4,211	4,252	4,912	5,615
流动负债	3,726	3,150	2,815	3,138	3,483
应付账款	658	427	499	592	704
短期借贷	1,874	1,547	764	619	499
其它流动负债	1,194	1,176	1,552	1,927	2,280
长期负债	731	1,062	1,437	1,774	2,131
长期债务	720	928	1,128	1,228	1,309
其它	11	134	309	547	823
股东权益合计	6,032	6,534	7,905	9,049	10,451
股东权益	5,967	6,468	7,845	8,987	10,385
少数股东权益	65	66	60	62	66
负债及股东权益总额	10,488	10,745	12,157	13,962	16,065
净现金/(负债)	61	(70)	619	985	1,397
营运资本	1,613	2,681	3,400	4,079	4,864
长期可运用资本	6,763	7,596	9,342	10,824	12,582
股东及少数股东权益	6,032	6,534	7,905	9,049	10,451

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测; 2020 年基于公司披露的年度业绩公告预测, 2021-2022 年来自光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(单位: 百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	161	754	548	708	786
净利润	716	755	955	1,176	1,478
折旧与摊销	192	303	338	353	370
营运资本变动	(426)	(434)	(719)	(679)	(785)
其它	(321)	130	(26)	(143)	(276)
投资活动现金流	(167)	(0)	(133)	(158)	(146)
资本性支出净额	(145)	(103)	(146)	(146)	(146)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(11)	(83)	0	(13)	0
其它资产变化	(10)	186	13	0	0
自由现金流	(265)	439	10	106	36
融资活动现金流	853	(650)	(133)	8	9
股本变动	109	0	474	30	0
净债务变化	954	(119)	(583)	(44)	(39)
派发红利	37	48	(51)	(64)	(80)
其它长期负债变化	(247)	(579)	27	87	128
净现金流	847	105	282	558	649

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；2020 年基于公司披露的年度业绩公告预测，2021-2022 年来自光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------