

中国软件国际

基石业务扎根不辍，云智能业务固本开新



赵丽萍
SAC 执证编号: S0080516060004
SFC CE Ref: BEH709
liping.zhao@cicc.com.cn



钱凯
SAC 执证编号: S0080513050004
SFC CE Ref: AZA933
kai.qian@cicc.com.cn

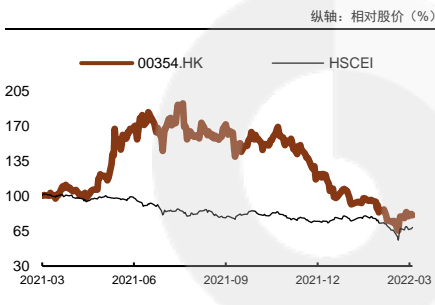


张潇丹
SAC 执证编号: S0080521090001
xiaodan3.zhang@cicc.com.cn

● 维持中性

股票代码 | 股票评级 | 目标价
00354.HK | → 中性 | 港币 8.50

股票代码	00354.HK
最新收盘价	港币 6.73
52 周最高价/最低价	港币 16.28-5.28
总市值(亿)	港币 208



(人民币 百万)	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	14,101	18,398	22,108	26,422
增速	17.1%	30.5%	20.2%	19.5%
归属母公司净利润	955	1,137	1,337	1,591
增速	26.4%	19.1%	17.6%	19.0%
扣非后净利润	1,121	1,358	1,558	1,591
增速	46.5%	21.1%	14.8%	2.1%
每股净利润	0.34	0.38	0.43	0.51
每股净资产	3.13	3.92	4.16	4.64
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.41	0.22	0.13	0.26
市盈率	16.6	14.3	13.4	11.2
市净率	1.8	1.4	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.2	8.5	8.3	6.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	8.0%	7.6%	7.6%	8.3%
平均净资产收益率	12.5%	11.2%	10.9%	11.7%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

● 业绩回顾

2021 年收入和归母净利润基本符合我们预期

中国软件国际公布 2021 全年业绩: 收入同比增长 30.5%至 184 亿元, 符合我们预期, 超出市场一致预期 2.0%, 主要得益于云智能业务增速超预期; 归母净利润同比增长 19.1%至 11.4 亿元, 基本符合我们预期, 低于市场一致预期 6.9%, 主要由于成本高于预期。

发展趋势

云智能业务增长强劲, 夯实基本盘。2021 年收入同比增长 30.5%至 184 亿元; 其中, 云智能业务收入同比增长 62%, 占比达 29%。基石业务方面, 公司积极构筑优质 IT 服务能力, 1 亿美元级客户平均收入增速约 30%, 于金融、互联网、通讯等行业实现份额提升, 来自腾讯、阿里等头部互联网厂商的收入同比增长逾 40%。云智能业务方面, 公司形成了覆盖咨询、服务、技术、渠道的生态体系布局。云经纪平台华夏云网实现与华为云和天翼云等的多云对接, 链接 3,000+商业渠道伙伴。解放号不断完善政府主航道服务矩阵, 2021 年 GTV 达 45 亿元。鸿蒙业务方面, 公司致力打造 KaihongOS 产品业务、生态使能业务和基石业务的全栈技术能力, 为客户提供全场景多维解决方案。管理层维持 2023 年收入突破 300 亿元和 2026 年收入突破 100 亿美元的目标。

毛利率短期承压。2021 年公司毛利率 26.7%, 同比下滑 2.5ppt, 主要由于: 1) 加速抢占优质战略客户份额; 2) 社保公积金减免退坡; 3) 新兴业务中高端人才储备增加。2021 年公司归母净利润率 6.2%, 同比下滑 0.6ppt。管理层表示, 未来将通过推进软件工厂的标准化建设、加强主要软件友商的合作、提升全栈云智能服务占比等举措改善利润表现。此外, 公司运营效率持续提升, 人均创收由 2020 年的 20.5 万元提升至 21.9 万元。我们预计, 随着公司由传统业务形态升级为基于平台、工具、代码复用模式, 经营杠杆有望释放; 同时, 公司或通过深开鸿卡位开源鸿蒙生态业务、深化产业生态伙伴合作, 提升高利润率业务收入占比, 盈利水平有望在中长期实现稳步回归。考虑到新业务投入惯性, 我们预计 2022 年归母净利润增速仍将略低于收入增速, 同比增长 17.6%至 13.4 亿元。

盈利预测与估值

考虑到疫情反复和行业监管影响, 下调 2022/2023 年收入 4%/6%至 221 亿元/264 亿元; 考虑到新兴业务投入增加, 下调 2022/2023 年归母净利润 5%/13%至 13 亿元/16 亿元。维持中性评级, 考虑行业估值中枢下行, 下调目标价 35%至 8.5 港元, 对应 17 倍 2022 年市盈率。公司当前分别交易于 13 倍/11 倍的 2022/2023 年市盈率, 较当前股价有 26%的上行空间。

风险

华为业务存在不确定性。

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E
利润表					成长能力				
营业收入	14,101	18,398	22,108	26,422	营业收入	17.1%	30.5%	20.2%	19.5%
营业成本	-9,983	-13,494	-16,215	-19,352	营业利润	25.4%	12.5%	12.8%	17.2%
营业费用	-729	-943	-1,105	-1,321	EBITDA	16.2%	10.3%	13.4%	19.7%
管理费用	-1,302	-1,756	-2,078	-2,484	净利润	26.4%	19.1%	17.6%	19.0%
其他	54	406	292	266	扣非后净利润	46.5%	21.1%	14.8%	2.1%
营业利润	1,211	1,362	1,536	1,800	盈利能力				
财务费用	-151	-100	-76	-63	毛利率	29.2%	26.7%	26.7%	26.8%
其他利润	0	0	0	0	营业利润率	8.6%	7.4%	6.9%	6.8%
利润总额	1,035	1,252	1,460	1,737	EBITDA 利润率	9.6%	8.2%	7.7%	7.7%
所得税	-87	-115	-120	-143	净利润率	6.8%	6.2%	6.0%	6.0%
少数股东损益	7	0	-3	-3	扣非后净利润率	8.0%	7.4%	7.0%	6.0%
归属母公司净利润	955	1,137	1,337	1,591	偿债能力				
EBITDA	1,360	1,501	1,702	2,039	流动比率	3.82	3.39	3.37	3.28
扣非后净利润	1,121	1,358	1,558	1,591	速动比率	3.80	3.35	3.32	3.23
资产负债表					现金比率	1.39	1.39	1.22	1.09
货币资金	3,787	5,556	5,350	5,505	资产负债率	32.9%	31.2%	29.5%	28.6%
应收账款及票据	4,580	5,894	6,973	8,201	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
存货	51	163	195	233	回报率分析				
其他流动资产	1,976	1,906	2,257	2,665	总资产收益率	8.0%	7.6%	7.6%	8.3%
流动资产合计	10,394	13,520	14,775	16,604	净资产收益率	12.5%	11.2%	10.9%	11.7%
固定资产及在建工程	858	1,220	1,225	1,226	每股指标				
无形资产及其他长期资产	1,835	2,163	2,255	2,294	每股净利润 (元)	0.34	0.38	0.43	0.51
非流动资产合计	2,693	3,383	3,481	3,521	每股净资产 (元)	3.13	3.92	4.16	4.64
资产合计	13,087	16,902	18,256	20,125	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	368	917	917	917	每股经营现金流 (元)	0.41	0.22	0.13	0.26
应付账款	1,753	2,252	2,771	3,384	估值分析				
其他流动负债	597	817	699	765	市盈率	16.6	14.3	13.4	11.2
流动负债合计	2,718	3,986	4,387	5,067	市净率	1.8	1.4	1.4	1.2
长期借款	1,421	1,021	721	421	EV/EBITDA	10.2	8.5	8.3	6.7
其他非流动负债	171	269	269	269	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非流动负债合计	1,592	1,290	990	690					
负债合计	4,311	5,276	5,378	5,757					
股本	132	139	139	139					
未分配利润	8,621	11,465	12,720	14,212					
归属所有者权益	8,753	11,604	12,858	14,351					
少数股东权益	23	23	20	17					
负债及股东权益合计	13,087	16,902	18,256	20,125					
现金流量表									
税前利润	1,035	1,252	1,460	1,737					
折旧和摊销	329	147	144	214					
营运资本变动	-432	-666	-1,122	-1,060					
其他	221	-87	-76	-100					
经营活动现金流	1,153	646	406	792					
资本开支	-220	-231	-242	-254					
其他	28	-181	0	0					
投资活动现金流	-192	-412	-242	-254					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	217	149	-300	-300					
其他	145	1,387	-70	-82					
筹资活动现金流	362	1,536	-370	-382					
汇率变动对现金的影响	-62	0	0	0					
现金净增加额	1,261	1,770	-207	155					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

中软国际是中国大型综合性软件与信息服务企业，提供从咨询、解决方案、外包服务到 IT 人才培养的“端到端”软件及信息服务，覆盖政府、制造流通、金融银行、保险证券、移动应用、电信、高科技、公用事业、能源等多个行业。公司服务遍布全球，业务覆盖包括中国大陆地区、中国香港地区、美国普林斯顿、西雅图、奥斯汀、休斯顿和达拉斯、英国伦敦、爱尔兰都柏林和日本东京在内的数十个地区和城市，服务于 100 余家跨国企业客户。目前公司提供的服务主要包括：专业服务包括咨询服务、解决方案和集成与服务三大类。

图表 1：盈利预测调整

(人民币百万元)	调整前		调整后		+/-	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
收入	22,967	28,058	22,108	26,422	-3.7%	-5.8%
毛利	6,683	8,193	5,893	7,069	-11.8%	-13.7%
运营利润	1,642	2,084	1,536	1,800	-6.5%	-13.6%
归母净利润	1,412	1,828	1,337	1,591	-5.3%	-13.0%
稀释每股利润 (港元)	0.54	0.70	0.51	0.60	-6.1%	-13.7%
毛利率	29.1%	29.2%	26.7%	26.8%	-2.4 ppt	-2.4 ppt
运营利润率	7.2%	7.4%	6.9%	6.8%	-0.2 ppt	-0.6 ppt
净利率	6.1%	6.5%	6.0%	6.0%	-0.1 ppt	-0.5 ppt

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：财务数据摘要

(人民币百万元)	2019A	2020A	2021A	同比变化
收入	12,042	14,101	18,398	30.5%
毛利	3,583	4,118	4,904	19.1%
营业利润	965	1,211	1,362	12.5%
归母净利润	755	955	1,137	19.1%
全面摊薄每股收益 (元)	0.30	0.34	0.38	12.5%
调整全面摊薄每股收益 (元)	0.30	0.42	0.46	-7.1%
毛利率	29.8%	29.2%	26.7%	-2.5ppt
营业利润率	8.0%	8.6%	7.4%	-1.2ppt
净利率	6.3%	6.8%	6.2%	-0.6ppt

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：可比公司估值表

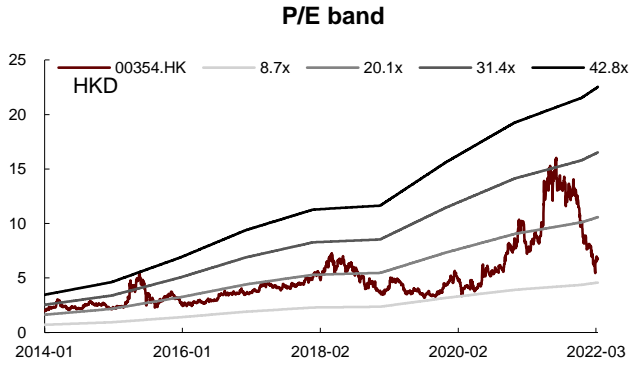
股票代码	公司名称	收盘价	目标价	交易货币	市值 (百 万美元)	财报货币	评级	市盈率			市销率		
								2021A/E	2022E	2023E	2021A/E	2022E	2023E
00268.HK	金蝶国际*	17.14	27.50	HKD	7,591	CNY	跑赢行业	N.M.	N.M.	N.M.	11.6	10.1	8.2
00354.HK	中国软件国际*	6.73	8.50	HKD	2,659	CNY	中性	14.3	13.4	11.2	0.9	0.8	0.7
02013.HK	微盟集团*	5.45	8.00	HKD	1,774	CNY	跑赢行业	N.M.	N.M.	N.M.	4.2	4.8	3.7
03888.HK	金山软件*	25.40	40.00	HKD	4,444	CNY	跑赢行业	N.M.	39.0	27.4	4.5	3.8	3.1
600588.SH	用友网络*	23.32	35.00	CNY	12,589	CNY	跑赢行业	113.2	90.5	74.3	9.0	7.4	6.0
600570.SH	恒生电子*	46.65	76.00	CNY	10,711	CNY	跑赢行业	46.4	37.7	31.2	12.5	10.1	8.3
002153.SZ	石基信息*	20.59	34.00	CNY	4,851	CNY	跑赢行业	N.M.	103.8	54.2	8.9	7.6	6.5
002410.SZ	广联达*	49.35	70.00	CNY	9,229	CNY	跑赢行业	88.9	59.2	42.7	10.6	8.7	7.3
300271.SZ	华宇软件	9.63	n.a.	CNY	1,253	CNY	n.a.	16.1	17.3	N.M.	1.5	1.7	N.M.
688111.SH	金山办公*	186.00	314.00	CNY	13,471	CNY	跑赢行业	82.3	63.1	44.2	26.1	20.0	14.7

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

300271.SZ 收盘于北京时间 2022-03-29；600588.SH, 600570.SH, 002153.SZ, 002410.SZ, 688111.SH 收盘于北京时间 2022-03-30；港股收盘于北京时间 2022-03-29；美股收盘于北京时间 2022-03-29

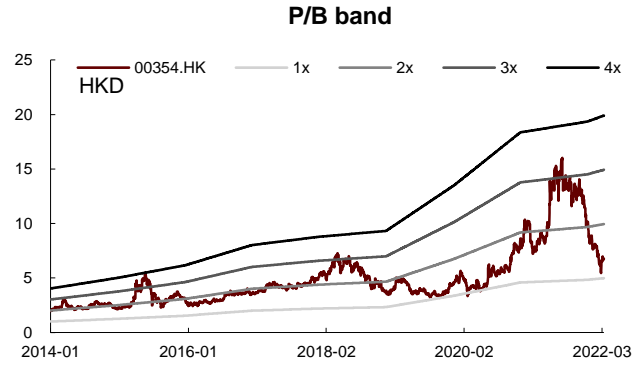
资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 4：历史 P/E



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 5：历史 P/B



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。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。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3号
丸の内二重橋ビル21階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560