

买入

2022年4月29日

云智能业务高速增长，基石业务稳扎稳打

➤ **2021年业绩增长稳健，业绩表现符合预期：**2021年公司收入为人民币183.98亿元，同比增长30.47%，主要得益于云智能业务增速超预期；归母净利润11.37亿元，同比增长19.06%；公司毛利率实现28.9%，同比下滑1.7%，原因主要是下半年在汽车等新领域的人工成本有所上升。

➤ **基石业务增长稳健，近期毛利率承压：**公司业务增长稳健，持续开拓头部客户业务。2021年基石业务营业收入达到131亿元，同比增长21.3%，来自腾讯、阿里、通信运营商、汇丰银行等大客户的收入增速水平大幅提升。另一方面，华为继续维持研发支出，使得中软稳健保持大于50%的IT研发外包份额。在中国移动，公司新增订单2.4亿元，同比增长47.1%。我们预计公司基石业务在未来几年内仍将保持15%左右的增速。

➤ **云智能业务高速发展，鸿蒙业务蓄势待发：**云智能业务全年实现营业收入53.06亿元，同比增长62.2%，占营收比例上升至29%，整体业绩显现高速增长趋势。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。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。公司致力为华为1+8+N鸿蒙生态拓展助力物联网场景，开拓TO B市场空间。汽车业务中可以看到，公司组建千人级别研发团队，围绕鸿蒙座舱、车企软件工厂、智能架构、V2X开展相关工作。解放号2021年GTV录得45亿元，公司在继续巩固政府服务矩阵。

➤ **调整目标价至11.7港元，维持买入评级：**综合分析，中软国际流水依然保持强健，且公司研发能力依旧强劲，我们看好公司在云智能业务的升级及其影响。在华为多项业务合作线以及大客户的加持下，基石业务预计依旧稳定发力；云智能业务的高速发展使得未来可期。考虑到毛利率承压的影响，我们调整估值中枢为24倍PE，根据2022年预测盈利得出目标价为11.7港元，较上一收盘价有89.02%的上升空间，维持买入评级。

李京霖

852-2532-1957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

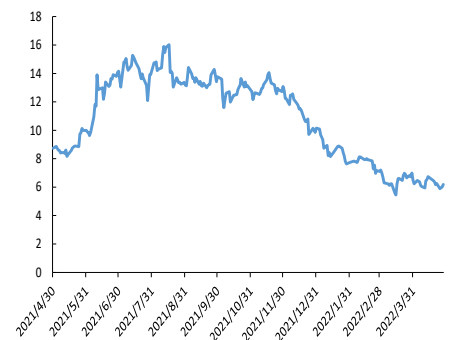
主要数据

行业	TMT
股价	6.19 港元
目标价	11.7 港元 (89.02%)
股票代码	354
已发行股本	30.84 亿股
市值	190.89 亿港元
52周高/低	16.280/5.241 港元
每股净资产	4.57 港元
主要股东	瑞士银行 9.95% ChenYuhong 8.58% CSI 3.76% 摩根大通 2.38%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	20年历史	21年历史	22年预测	23年预测	24年预测
总营业收入 (人民币千元)	14,101,239	18,398,076	22,433,397	27,950,648	34,636,484
变动	17.10%	30.47%	21.93%	24.59%	23.92%
净利润 (人民币千元)	954,928	1,136,911	1,214,159	1,576,827	2,000,003
变动	26.50%	19.06%	6.79%	29.87%	26.84%
每股盈利 (人民币元)	0.569	0.384	0.410	0.533	0.676
变动	89.35%	-32.51%	6.79%	29.87%	26.84%
市盈率6.19港元 (估)	9.2	13.6	12.7	9.8	7.7
每股派息 (港元)	0.03	0.02	0.02	0.03	0.03
股息现价比	0.47%	0.30%	0.32%	0.42%	0.53%

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

附录一：主要财务报表

损益表						财务分析				
<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>										
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
收入	14,101,239	18,398,076	22,433,397	27,950,648	34,636,484					
毛利	4,118,484	4,904,241	6,281,351	7,826,181	9,698,215	盈利能力				
其他业务净额	232,276	523,287	369,524	460,404	570,533	毛利率 (%)	29.21%	26.66%	28.00%	28.00%
销售及管理费用	-729,409	-943,469	-1,160,403	-1,445,792	-1,791,627	EBITDA 利率 (%)	10.93%	9.85%	8.21%	8.08%
经营利润	1,211,939	1,367,345	1,546,541	1,966,339	2,473,165	净利率 (%)	6.72%	6.18%	5.41%	5.64%
财务开支	-151,458	-99,557	-183,484	-183,484	-183,484	营运表现				
联营公司等	-24,435	-10,196	-20,392	-40,784	-81,568	销售及管理费用/收入 (%)	5.17%	5.13%	5.17%	5.17%
税前盈利	1,034,845	1,252,077	1,337,150	1,736,556	2,202,598	实际税率 (%)	8.38%	9.22%	9.22%	9.22%
所得税	-86,732	-115,387	-123,227	-160,035	-202,984	库存周转	2.0	2.0	2.0	1.0
净利润	948,113	1,136,690	1,213,923	1,576,521	1,999,614	应付账款天数	55.5	54.6	56.0	63.2
少数股东应占利润	-6,815	-221	-236	-307	-389	应收账款天数	102.0	103.9	105.5	101.6
本公司股东应占溢利	954,928	1,136,911	1,214,159	1,576,827	2,000,003	财务状况				
折旧及摊销	-329,199	-444,257	-294,637	-293,352	-292,935	总负债/总资产	0.33	0.31	0.32	0.34
EBITDA	1,541,138	1,811,602	1,841,178	2,259,691	2,766,100	收入/净资产	1.61	1.59	1.85	2.14
增长						经营性现金流/收入	0.08	0.05	0.05	0.04
总收入 (%)	17.1%	30.5%	21.9%	24.6%	23.9%	税前盈利对利息倍数	6.83	12.58	7.29	9.46
EBITDA (%)	21.1%	17.5%	1.6%	22.7%	22.4%					

资产负债表						现金流量表				
<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>						<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>				
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
现金	3,786,777	5,556,380	5,973,636	6,357,047	7,101,973	EBITDA	1,541,138	1,811,602	1,841,178	2,259,691
应收账款	4,580,163	5,894,431	7,073,317	8,487,981	10,185,577	净融资成本	151,458	99,557	183,484	183,484
存货	51,192	162,631	14,378	95,893	40,755	营运资金变化	-533,086	-886,791	-640,293	-1,015,776
其他流动资产	55,910	123,117	123,117	123,117	123,117	所得税	-130,263	-86,364	-123,227	-160,035
总流动资产	10,394,078	13,519,627	14,967,516	16,847,106	19,234,490	其他	123,293	24,139	-171,814	-192,206
有形资产	1,191,772	1,847,726	1,139,816	1,154,375	1,166,879	营运现金流	1,152,540	962,143	1,089,328	1,075,158
无形资产	1,086,128	1,036,509	918,422	910,511	905,074	资本开支	-219,553	-348,292	-188,639	-188,639
长期投资	247,154	384,641	384,641	384,641	384,641	其他投资活动	27,859	-181,229	-194,167	-194,167
其他	5,753	3,013	373,628	413,537	453,446	投资活动现金流	-191,694	-529,521	-382,806	-382,806
总资产	13,086,957	16,902,293	17,894,801	19,820,948	22,255,307	负债变化	-3,589,024	-2,072,630	0	0
应付账款	1,786,411	2,251,641	2,701,958	3,742,992	4,892,104	股息	-51,808	-70,117	-65,872	-85,548
短期银行贷款	368,130	917,421	917,421	917,421	917,421	其他融资活动	4,002,653	3,519,637	-183,484	-183,484
其他短期负债	92,224	191,813	191,813	191,813	191,813	融资活动现金流	361,821	1,376,890	-249,356	-269,032
总短期负债	2,718,323	3,985,601	4,435,918	5,476,952	6,626,064	现金变化	1,322,667	1,809,512	457,165	423,320
长期银行贷款	0	0	0	0	0	期初持有现金	2,525,741	3,786,777	5,556,380	5,973,636
其他负债	10,896	33,304	33,304	33,304	33,304	汇兑变化	-61,631	-39,909	-39,909	-39,909
总负债	4,310,546	5,275,734	5,726,051	6,767,085	7,916,197	期末持有现金	3,786,777	5,556,380	5,973,636	6,357,047
少数股东权益	23,323	22,638	22,402	22,095	21,707					
股东权益	8,753,088	11,603,921	12,146,348	13,031,767	14,317,403					
每股账面值(摊薄)	3.13	3.92	4.10	4.40	4.84					
营运资金	7,675,755	9,534,026	10,531,598	11,370,154	12,608,426					

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。