

中信证券研究部



杨泽原
首席计算机分析师
S1010517080002



丁奇
首席云基础设施分析师
S1010519120003

核心观点

中国软件国际 2021 年营收/归母净利润增长迅速，基石业务稳健持续成长，大客户业务拓展持续推进；智能云业务 H2 伴随生态加速发展。考虑到股本增加及拓展新业务毛利率下滑，我们调整公司 2022-2024 年 EPS 预测至 0.44/0.54/0.65 元，我们结合公司利润成长速度，给予 2022 年 20 倍 PE，下调 2022 年目标价至 10.8 港元，维持“买入”评级。

事项：公司发布 2021 年度业绩公告，营业收入/归母净利润分别为 183.98/11.37 亿元，同比增长+30.47%/+19.06%。公司毛利率 28.9%，同比下滑 1.7pcts，反映了下半年在汽车等新领域进行拓展人工成本有所上升。

基石业务：增长稳健，头部客户业务持续开拓。2021 年基石业务营收达到 131 亿元，同比增长 21.3%，来自通信运营商、汇丰银行、腾讯、阿里等大客户的收入实现超出业务平均的增速水平。考虑到华为依然保持了高强度的研发投入，我们估算来自华为的营收将保持稳健增长。在 TOP10 客户中，公司持续深耕互联网行业，一方面加速腾讯、阿里、百度等大客户渗透，另一方面不断拓展字节跳动、美团、京东等知名客户。在中国移动，公司取得规模突破，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%~20%的增速。

云智能：业绩高速增长，不断丰富自身生态能力。云智能业务全年实现营收 53.06 亿元，同比增长 62.2%，占营收比例上升至 29%。云智能业务以华夏云网为依托，目前有 300+ISV 提供服务，吸引了 3000+商业和渠道伙伴，总共有 70000+ 全球客户。公司通过云转售业务汇聚生态，承担云原生生态下通道入口的角色，赋能公司云智能业务生态积累。公司云智能业务在 IDC《中国云专业服务市场洞察》中排名第二，其中中国云迁移服务和云开发服务市场 TOP1。

鸿蒙与汽车新兴业务：伴随华为生态，拓展 B 端合作伙伴。公司上市多款鸿蒙生态自主研发模板、开发板，持续为鸿蒙贡献源代码，聚拢生态合作伙伴。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，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。

大手笔股票回购，彰显管理层信心。公司在 2022 年 4 月 11 日发布公告，董事会授权对公司股票进行回购，数目不超过 2021 年 5 月 18 日已发行股本总数的 10%，总金额不超过 10 亿港元。股票价格正值低位，大举回购体现了管理层对公司后续发展的信心。

风险因素：人力成本上升超出预期，华为受到供应链扰动风险，新业务拓展不及预期。

投资建议：考虑到股本增加，以及拓展新业务毛利率受到影响，我们下调公司 2022-2023 年 EPS 预测至 0.44/0.54 元（前值 0.55/0.72 元），增加 2024 年 EPS 预测为 0.65 元，折合 0.54/0.66/0.80 港元。公司在云管理平台、鸿蒙等新业务上拓展顺利，基石业务多个大客户保持快速成长，我们结合公司业绩成长性，给予公司 2022 年 20 倍 PE，下调公司 2022 年目标价至 10.8 港元（前值 20 港元），维持“买入”评级。

中国软件国际

00354.HK

评级	买入（维持）
当前价	6.74 港元
目标价	10.80 港元
总股本	3,094 百万股
港股流通股本	3,094 百万股
总市值	209 亿港元
近三月日均成交额	122 百万港元
52 周最高/最低价	16.02/5.45 港元
近 1 月绝对涨幅	20.14%
近 6 月绝对涨幅	-43.74%
近 12 月绝对涨幅	-19.88%

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,101	18,398	22,563	27,458	33,343
营业收入(百万港元)	17,338	22,622	27,743	33,761	40,997
营业收入增长率 YoY	17.1%	30.5%	22.6%	21.7%	21.4%
净利润(百万元)	955	1,137	1,372	1,655	2,019

净利润(百万港元)	1,174	1,398	1,687	2,035	2,483
净利润增长率 YoY	26.5%	19.1%	20.7%	20.6%	22.0%
核心净利润(百万元)	-	-	-	-	-
核心净利润(百万港元)	-	-	-	-	-
每股收益 EPS(基本)(元)	0.31	0.37	0.44	0.54	0.65
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.38	0.45	0.55	0.66	0.80
每股净资产 (元)	2.83	3.75	4.17	4.67	5.29
每股净资产 (港元)	3.48	4.61	5.12	5.74	6.50
毛利率	29.2%	26.7%	26.2%	26.2%	26.5%
净利率	6.8%	6.2%	6.1%	6.0%	6.1%
核心净利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净资产收益率 ROE	10.9%	9.8%	10.6%	11.5%	12.3%
PE	17.7	15.0	12.3	10.2	8.4
PB	1.9	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2022 年 4 月 14 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,101	18,398	22,563	27,458	33,343
营业成本	(9,983)	(13,494)	(16,652)	(20,264)	(24,507)
毛利	4,118	4,904	5,912	7,194	8,836
销售费用	(729)	(943)	(1,160)	(1,413)	(1,714)
管理费用	(1,302)	(1,756)	(2,159)	(2,594)	(3,174)
研发费用	(930)	(1,249)	(1,512)	(1,839)	(2,244)
融资收入净额	(151)	(100)	(44)	(40)	(34)
其他收益	298	571	570	630	680
利润总额	1,035	1,252	1,483	1,802	2,201
所得税费用	(87)	(115)	(113)	(152)	(185)
税后利润	948	1,137	1,370	1,650	2,016
少数股东损益	(7)	(0)	(2)	(5)	(3)
归属于母公司股东的净利润	955	1,137	1,372	1,655	2,019
EBITDA	1,516	1,682	1,852	2,068	2,403

资产负债表 (百万元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,787	5,556	6,521	7,603	9,325
存货	51	163	128	166	228
应收及预付款	4,580	5,894	6,912	8,709	10,491
其他流动资产	1,976	1,906	1,958	1,868	1,855
流动资产	10,394	13,520	15,519	18,345	21,899
物业、厂房及设备	858	1,220	1,296	1,321	1,344
联营及合营公司的权益	247	385	385	385	385
无形资产	145	193	193	193	193
其他长期资产	1,443	1,585	1,302	1,151	1,061
非流动资产	2,693	3,383	3,175	3,049	2,982
资产总计	13,087	16,902	18,694	21,394	24,881
短期借款	368	917	1,125	1,369	1,663
应付款及应计费用	1,753	2,252	2,623	3,322	3,997
合同负债	329	411	430	593	700
其他流动负债	268	406	330	370	885
流动负债	2,718	3,986	4,509	5,654	7,245
长期借款	1,421	1,021	1,021	1,021	1,021
其他长期负债	171	269	249	249	249
非流动性负债	1,592	1,290	1,270	1,270	1,270
负债合计	4,311	5,276	5,779	6,924	8,515
归属于母公司所有者权益合计	8,753	11,604	12,895	14,455	16,355
少数股东权益	23	23	20	15	12
股东权益合计	8,776	11,627	12,916	14,470	16,367
负债股东权益总计	13,087	16,902	18,694	21,394	24,881

现金流量表 (百万元)

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后利润	948	1,137	1,370	1,650	2,016
折旧和摊销	329	330	325	226	167
营运资金的变化	-2	9	-719	-873	-1,035
其他经营现金流	-123	-395	44	40	34
经营现金流合计	1,153	1,081	1,020	1,044	1,182
资本支出	-242	-200	-150	-100	-100
其他投资现金流	51	40	32	-	-
投资现金流合计	-192	-160	-118	-100	-100
权益变动	607	1,986	-	-	-
负债变动	51	65	208	244	293
股息支出	-52	-72	-80	-96	-118
其他融资现金流	-245	-97	-65	-11	464
融资现金流合计	362	1,882	63	137	640
现金及现金等价物净增加额	1,261	2,802	965	1,081	1,722
期初现金及现金等价物	2,526	3,787	5,556	6,521	7,603
期末现金及现金等价物	3,787	6,589	6,521	7,603	9,325

主要财务指标

指标名称	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(%)	17.1%	30.5%	22.6%	21.7%	21.4%
营业利润(%)					
核心净利润(%)					
归母净利润(%)	26.5%	19.1%	20.7%	20.6%	22.0%
毛利率(%)	29.2%	26.7%	26.2%	26.2%	26.5%
EBIT Margin(%)	8.4%	7.3%	6.8%	6.7%	6.7%
EBITDA Margin(%)	10.7%	9.1%	8.2%	7.5%	7.2%
净利率(%)	6.8%	6.2%	6.1%	6.0%	6.1%
核心净利润率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净资产收益率(%)	10.9%	9.8%	10.6%	11.5%	12.3%
总资产收益率(%)	7.3%	6.7%	7.3%	7.7%	8.1%
资产负债率(%)	32.9%	31.2%	30.9%	32.4%	34.2%
所得税率(%)	8.4%	9.2%	7.6%	8.4%	8.4%
股利支付率(%)	7.3%	7.0%	7.0%	7.1%	7.1%
销售费用率(%)	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
管理费用率(%)	9.2%	9.5%	9.6%	9.4%	9.5%
研发费用率(%)	6.6%	6.8%	6.7%	6.7%	6.7%
财务费用率(%)	1.1%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。