

## 公司報告

## 中国软件国际 (354 HK)

## 宏观逆风导致22年下半年业绩逊预期

■ 22年下半年收入同比下滑0.8%，调整后净利润同比下滑48%，业绩逊于预期，主要源于宏观逆风带来定价压力

■ 审慎看待23年上半年增长，长期关注华为和其他主要合作伙伴业务增长

■ 维持增持评级：业绩正穿越低谷，下调收入及盈利预测，目标价下调至7.4港元

## 22年下半年业绩低于预期

中软国际22年下半年收入达100亿元人民币，同比下滑0.8%，低于一致预测的19%的同比增长。毛利率达21.2%，同比下滑4.7个百分点，低于预期，主要受到大客户定价压力的影响。销售和管理费用的支出比预期更为谨慎，部分缓解了毛利率压力，集团经营利润率达3.7%，同比下滑3.3个百分点。调整后净利润达3.42亿元人民币，同比下滑48%，低于一致预测60%。22年下半年多重宏观逆风扰动导致大客户的定价压力提升。此外，据媒体报道，很多大客户（例如：汇丰银行和华为）削减IT外包开支，这对中软国际造成负面影响。因此，基于公司员工数量从上半年的91,114降至年末的82,140人（减少约10%）来看，下半年产生较大人员优化费用。

## 云智能业务稳健增长，抵消基石业务疲软表现

基石业务（IT研发外包）的收入和利润端的短期逆风仍存，源于整体宏观疲软以及主要客户的降本增效措施，尤其是互联网客户。我们预计基石业务23财年将录得同比下滑，之后将有一定复苏。云智能业务持续维持稳健增长，收入占比提升，主要得益于鸿蒙、汽车和行业解决方案等方面业务的推动。中软国际维持了其在云管理服务市场中的领先地位。管理层强调未来战略聚焦：1）继续维持咬定华为云10%的签约份额；2）把握操作系统、云、数据库等领域的信创机会；3）结合AIGC技术，提升代码效率，以及软件工厂产品。我们预计云智能业务23-25年同比增速将达30-40%。

## 长期看好观点不变；目标价下调至7.4港元

管理层强调其聚焦于市场份额的战略，继续投资于华为等主要客户。在中长期，我们认为主要客户的降本增效战略，以及AI/ChatGPT可能会对基石业务前景造成一定负面影响，但现在评估影响范围还为时尚早。我们将23/24财年的收入预测分别下调24%和25%，将核心净利润预测分别下调25%和14%。将目标价从10.0港元下调至7.4港元，基于12倍24财年的市盈率（从先前的18倍下调），以反映较高的收入增长不确定性以及利润率风险。目标价对应18倍23财年市盈率。主要风险：1）竞争；2）AI自动化；3）监管；4）华为的业绩表现，以及中软与华为的合作关系。

## 盈利预测及估值

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
营业额	18,398	20,005	21,234	25,198	30,440
同比增长(%)	30	9	6	19	21
归属于股东的经调整净利润	1,319	1,032	1,177	1,625	2,250
同比增长(%)	0	(22)	14	38	38
经调整摊薄每股盈利 (港元)	0.53	0.40	0.45	0.62	0.86
市盈率(x)	9.6	12.7	11.3	8.2	5.9
ROE(%)	13.0	8.7	9.3	11.7	14.2

资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测；股价截至2023年3月30日

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

张嘉仪

+852 3189 6176

kaiazhang@cmschina.com.hk

李怡珊,CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

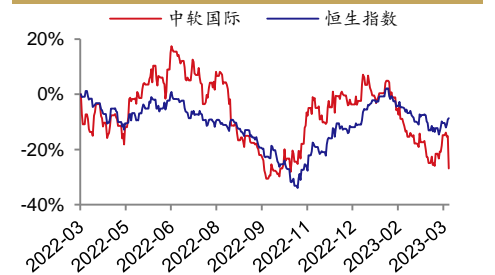
## 最新变动

22财年业绩解读：盈利预测/目标价调整

## 增持

前次评级	增持
股价 (2023年3月30日)	5.1港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	7.4港元 (+45.4%)
前次目标价	10.0港元

## 股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
354 HK	(14.7)	2.8	(21.2)
恒生指数	(1.5)	18.3	(7.7)

## 行业：TMT

恒生指数 (2023年3月30日)	20,309
MSCI中国 (2023年3月30日)	67

## 重要数据

52周股价区间 (港元)	5 - 8
市值 (十亿港元)	15.4
日均成交量 (百万股)	35.52
23年经调整摊薄每股盈利 (港元)	0.45

## 主要股东

陈宇红博士	8.6%
其他股东	0.4%
总股数 (百万股)	3,070
自由流通量	91%

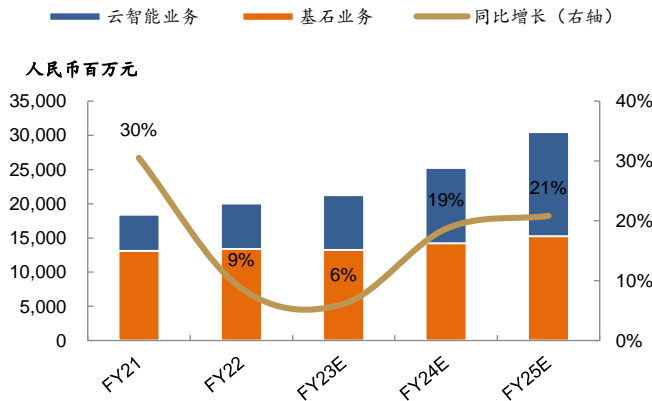
资料来源：彭博、万得、招商证券（香港）研究部

## 相关报告

- 中国软件国际 (354 HK) - 宏观逆风不改韧性增长 (增持) (2022/10/19)
- 中国软件国际(354 HK) - 降本增效助推盈利超预期 (增持) (2022/9/1)
- 中国软件国际(354 HK) - 稳中求进 (增持) (2022/6/14)
- 中国软件国际(354 HK) - 云业务前景向好，估值吸引力强 (增持) (2022/4/1)

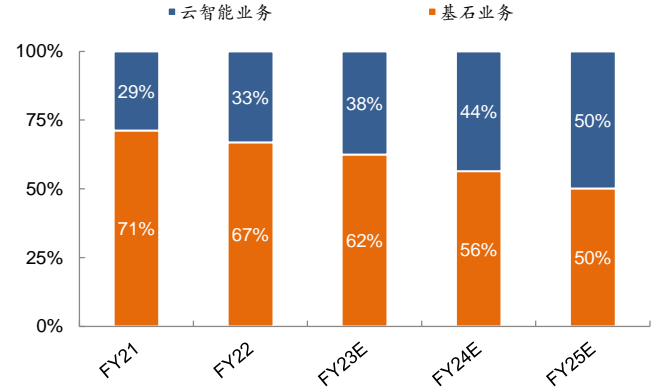
## 重点图表

图1: 总收入分布及增速



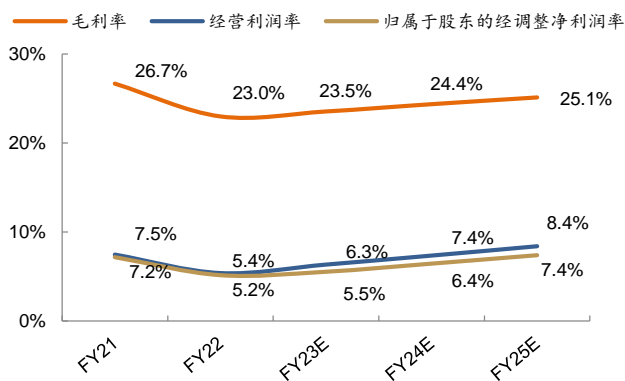
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图2: 收入结构



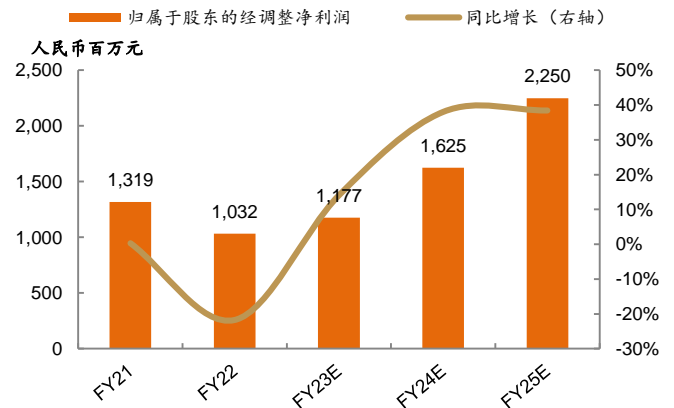
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图3: 利润率表现



资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图4: 调整后归母净利润



资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图5: 中软国际的市盈率估值区间



资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

图6: 中软国际的市销率估值区间



资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

图7: 中软国际22年下半年业绩

百万人民币	实际数据							招商证券预测		彭博一致预测	
	2H21	1H22	2H22	1H22 同比增长	2H22 同比增长	1H22 环比增长	2H22 环比增长	2H22E	差异	2H22E	差异
收入	10,057	10,025	9,980	20%	-1%	0%	0%	11,990	-17%	11,967	-17%
毛利润	2,610	2,482	2,118	8%	-19%	-5%	-15%	2,972	-29%	3,363	-37%
其他经营收入	205	189	159	-12%	-22%	-8%	-16%	240	-34%		
营销费用	(492)	(511)	(438)	13%	-11%	4%	-14%	(612)	-28%		
行政费用	(1,624)	(1,445)	(1,475)	5%	-9%	-11%	2%	(1,834)	-20%		
经营利润（亏损）	700	714	365	6%	-48%	2%	-49%	766	-52%	746	-51%
其他费用	(24)	(27)	(28)	18%	14%	13%	1%	(23)	19%		
减值损失	(97)	(13)	(76)	-14%	-21%	-87%	488%	(32)	137%		
利息费用	(55)	(52)	(61)	15%	12%	-5%	18%	(60)	2%		
投资收益	(1)	(31)	8	246%	n.a.	2192%	n.a.	(31)	n.a.		
净非经营性收益（亏损）	153	19	12	n.a.	-92%	-87%	-37%	0	n.a.		
税前收益	676	610	219	6%	-68%	-10%	-64%	619	-65%		
所得税费用	(56)	(40)	(31)	-33%	-44%	-30%	-20%	(56)	-44%		
少数股东权益	1	(1)	0	-7%	-88%	n.a.	n.a.	1	-94%		
归母净利润	619	572	188	10%	-70%	-8%	-67%	563	-67%	962	-80%
调整后归母净利润	653	691	342	4%	-48%	6%	-51%	634	-46%	863	-60%
经营性现金流	1,489	(799)	1,031								
总现金	5,573	4,575	5,188								
短期负债	917	2,612	766								
长期负债	1,021	0	1,162								
总负债	1,938	2,612	1,929								
净现金（负债）	3,634	1,963	3,260								
总权益	11,627	12,096	12,135								
净现金（负债）/权益	31%	16%	27%								
利润率分析（%）											
毛利率	26.0	24.8	21.2	-2.7ppt	-4.7ppt	-1.2ppt	-3.5ppt	24.8	-3.6ppt	28.1	-6.9ppt
经营利润率	7.0	7.1	3.7	-1.0ppt	-3.3ppt	0.2ppt	-3.5ppt	6.4	-2.7ppt	6.2	-2.6ppt
归母净利率	6.2	5.7	1.9	-0.5ppt	-4.3ppt	-0.5ppt	-3.8ppt	4.7	-2.8ppt	8.0	-6.2ppt
归母调整后净利率	6.5	6.9	3.4	-1.1ppt	-3.1ppt	0.4ppt	-3.5ppt	5.3	-1.9ppt	7.2	-3.8ppt

资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

图8：盈利预测调整

百万人民币	调整后		调整前		变动	
	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
总收入	21,234	25,198	27,869	33,981	-23.8%	-25.8%
基石业务	13,261	14,219	16,305	17,905	-18.7%	-20.6%
新兴业务	7,972	10,979	11,565	16,076	-31.1%	-31.7%
毛利润	5,000	6,139	6,863	8,324	-27.1%	-26.2%
经营利润	1,348	1,855	1,750	2,124	-23.0%	-12.7%
归母净利润	1,029	1,449	1,368	1,695	-24.8%	-14.5%
调整后归母净利润	1,177	1,625	1,575	1,880	-25.2%	-13.5%
毛利率 (%)	23.5	24.4	24.6	24.5	-1.1ppt	-0.1ppt
经营利润率 (%)	6.3	7.4	6.3	6.3	0.1ppt	1.1ppt
归母净利润率 (%)	4.8	5.7	4.9	5.0	-0.1ppt	0.8ppt
调整后归母净利润率 (%)	5.5	6.4	5.7	5.5	-0.1ppt	0.9ppt
同比增长						
总收入	6.1	18.7	22.7	21.9	-16.6ppt	-3.3ppt
基石业务	(0.9)	7.2	11.3	9.8	-12.2ppt	-2.6ppt
新兴业务	20.5	37.7	43.6	39.0	-23.2ppt	-1.3ppt
毛利润	8.7	22.8	22.4	21.3	-13.7ppt	1.5ppt
经营利润	25.0	37.6	19.7	21.4	5.3ppt	16.3ppt
归母净利润	35.5	40.8	22.4	23.9	13.1ppt	16.9ppt
调整后归母净利润	14.1	38.0	16.6	19.3	-2.6ppt	18.7ppt

资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图9：招商证券预测与彭博一致预测对比

人民币百万元	招商证券预测			彭博一致预测			差异		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	21,234	25,198	30,440	27,412	32,519	31,969	-22.5%	-22.5%	-4.8%
毛利率	23.5	24.4	25.1	25.4	25.7	25.3	-1.9ppt	-1.3ppt	-0.2ppt
经营利润	1,496	2,031	2,775	1,520	1,883	1,733	-1.5%	7.9%	60.2%
归母净利润	1,029	1,449	2,036	1,524	1,859	1,828	-32.5%	-22.1%	11.4%
归母调整后净利润	1,177	1,625	2,250	1,557	1,835	1,828	-24.4%	-11.4%	23.1%

资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测；股价截至2023年3月30日

图10：中软国际估值

	悲观情形	基本情形	乐观情形
2024 年预测调整后归母净利润 (百万人民币)	1,625	1,625	1,625
目标市盈率 (倍)	7.0	12.0	17.0
调整后归母净利润 2022-24 年复合增速 (%)	25.5	25.5	25.5
对应 PEG (倍)	0.3	0.5	0.7
估值 (百万人民币)	11,376	19,501	27,627
估值 (百万港元)	12,927	22,161	31,394
23 财年流通股数 (百万)	2,975	2,975	2,975
目标价 (港元)	4.3	7.4	10.6
对应 2023 年预测市盈率 (倍)	9.7	16.6	23.5

资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图11：中软国际近期公布与其他公司的合作

公告时间	合作公司	合作类型	公司所在行业	细分市场	合作目标
2023.1.9	中冶宝钢	战略合作	钢铁	钢铁行业智能化	湛江钢铁实现废钢转运无人化智能场景落地。
2022.12.28	国创中心	战略合作	家电	家电行业智能化	打造智能家电核心操作系统技术创新产品的示范标杆。
2022.12.12	中国铁建重工集团	战略合作	工业	工业领域国产化替代	推进重工设备底层系统国产场景替换升级。
2022.12.1	无锡市人民政府	战略合作	政府机构	信创	加快无锡数字经济发展，推动无锡成为竞争优势领先的信创产业示范区。
2022.11.25	河南省人社厅	战略合作	政府机构	政企数字化转型	构建全新自主可控的社保基金监管系统。
2022.6.30	比亚迪	战略合作	汽车	汽车行业智能化	助力智能网联系统建设 加速汽车行业智能化升级。
2022.6.27	青岛国创智能家电研究院有限公司	战略合作	家电	家电行业智能化	以开源鸿蒙推动家电行业智能化变革。
2022.6.23	天津市政府	战略合作	政府机构	政企数字化转型	建设北方开源鸿蒙之城 持续繁荣开源鸿蒙生态。
2021.9.23	国能信托	持有国能信托 12%股权	能源	能源数字化转型	此次合作有利公司进一步输出数字化转型咨询和解决方案能力，打造能源行业 IP，探索 OpenHarmony 生态应用路径，不断优化商业模式，为股东创造更大价值。
2021.9.22	新大陆支付	战略合作	金融智能终端	AIoT+金融+数字化智能化转型	中软国际与新大陆支付技术基于 OpenHarmony，共同启动面向金融智能终端领域的下一代分布式操作系统的联创。
2021.9.20	金蝶	战略合作	高端企业级软件厂商	政企数字化转型	双方重点布局政府、电信、金融、建筑地产、制造与流通、新零售等行业，场景覆盖人、财、税、供应链等业务和管理数字化领域，在产品和服务领域开展联创，打造差异化行业解决方案标杆项目，形成行业最佳实践。
2021.9.20	用友	战略合作	高端企业级软件厂商	政企数字化转型	双方重点布局地产、建筑、工程、新零售、政府、制造与流通、金融、高科技与互联网等行业，在产品和服务领域开展联合创新，形成面向 IT 服务业的可配置化的企业服务产品，以及高价值的一体化融合解决方案。
2021.9.13	汇川技术	战略合作	工业自动化控制与驱动技术	国产自主可控底座的工业智能化	全球首款 OpenHarmony 工业智能操作系统正式启动。
2021.8.25	长安汽车	战略合作	汽车	汽车行业数字化转型	双方将开展智能网联汽车全场景出行服务的软件创新合作,围绕 5G 技术、车联网大数据、智能云、智能座舱、智慧出行、智慧生活、智慧服务等领域开展联合创新。

资料来源：公司、招商证券（香港）

## 估值对比

公司名称	股票代码	货币	招商证券 评级	股价	招商证券 目标价	市值 (十 亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(x)		PEG*	市销率 (倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2022-2024E 年复合增速		
							FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY23E	FY23	FY23E	FY24E	收入	每股 盈利	EBITDA
平台型																		
腾讯	700 HK	港元	增持	385.0	460.0	469.3	13.6	11.3	22.0	18.6	1.1	5.0	16.1	17.3	17.5	12.5	19.7	21.0
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	99.9	161.0	258.5	6.9	6.2	12.1	11.2	3.0	2.0	11.5	14.2	14.0	12.6	4.0	11.9
美团点评	3690 HK	港元	增持	142.0	214.0	112.9	37.5	26.7	n.a.	41.6	0.4	2.7	36.8	8.9	13.1	24.0	151.1	64.0
百度	BIDU US	美元	未评级	158.0	n.a.	55.2	9.9	8.7	17.1	14.5	1.1	2.8	9.7	7.8	8.4	10.2	15.0	17.4
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	101.4	n.a.	1,301.8	10.7	9.3	18.6	15.8	0.8	4.7	12.8	24.3	25.7	3.8	22.3	19.6
脸书	FB US	美元	未评级	205.4	n.a.	532.4	9.3	8.0	19.0	15.8	0.6	4.4	10.8	19.7	21.4	9.0	33.3	29.7
Naver	035420 KS	韩元	未评级	201,000.0	n.a.	25.4	17.3	15.1	27.7	23.0	0.8	3.4	16.5	4.9	5.6	17.7	34.0	9.5
中国公司均值							15.0	11.8	15.9	19.4	1.8	2.9	17.1	12.5	13.4	14.4	38.7	25.2
海外公司均值							12.4	10.8	21.7	18.2	0.7	4.1	13.4	16.3	17.6	10.1	29.9	19.6
云计算																		
中软国际	354 HK	港元	增持	5.1	7.4	2.0	12.3	8.9	11.3	8.2	0.5	0.6	14.9	9.3	11.7	12.2	24.5	12.5
腾讯	700 HK	港元	增持	385.0	460.0	469.3	13.6	11.3	22.0	18.6	1.1	5.0	16.1	17.3	17.5	12.5	19.7	21.0
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	99.9	161.0	258.5	6.9	6.2	12.1	11.2	3.0	2.0	11.5	14.2	14.0	12.6	4.0	11.9
金山软件	3888 HK	港元	增持	38.7	38.0	6.7	13.1	10.5	n.a.	n.a.	1.9	5.3	19.8	2.8	4.1	17.8	193.9	19.2
金蝶	268 HK	港元	未评级	12.8	n.a.	5.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6.3	40.1	n.a.	1.1	25.2	n.a.	n.a.
明源云	909 HK	港元	未评级	5.1	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.8	n.a.	n.a.	1.0	21.8	n.a.	n.a.
金山云	KC US	美元	未评级	7.4	n.a.	1.9	n.a.	43.3	n.a.	n.a.	n.a.	1.5	n.a.	n.a.	n.a.	8.8	n.a.	n.a.
微软	MSFT US	美元	未评级	280.5	n.a.	2,088.1	20.9	18.0	30.1	26.1	2.6	10.0	24.1	36.4	34.4	11.9	11.5	10.3
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	101.4	n.a.	1,301.8	10.7	9.3	18.6	15.8	0.8	4.7	12.8	24.3	25.7	3.8	22.3	19.6
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	100.3	n.a.	1,027.3	13.3	10.9	37.1	25.3	n.a.	1.8	12.8	11.6	14.4	11.4	n.a.	28.6
Salesforce	CRM US	美元	未评级	196.6	n.a.	196.6	34.8	16.3	n.a.	27.8	n.a.	6.4	28.1	0.4	10.1	n.a.	n.a.	n.a.
甲骨文	ORCL US	美元	未评级	90.6	n.a.	244.7	12.7	11.7	17.6	15.9	1.7	4.9	14.9	n.a.	n.a.	16.2	10.3	42.5
VMware	VMW US	美元	未评级	123.0	n.a.	52.7	17.7	11.4	40.7	16.9	n.a.	4.0	12.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dropbox	DBX US	美元	未评级	21.2	n.a.	7.6	9.5	8.8	12.8	11.6	1.1	3.0	8.9	n.a.	79.2	7.4	11.2	70.8
中国公司均值							11.5	16.1	15.6	13.7	1.6	3.5	20.5	10.9	8.2	15.8	60.5	16.1
海外公司均值							17.1	12.4	26.1	19.9	1.6	5.0	16.3	18.1	32.8	10.1	13.8	34.4
社交及泛娱乐																		
腾讯	700 HK	港元	增持	385.0	460.0	469.3	13.6	11.3	22.0	18.6	1.1	5.0	16.1	17.3	17.5	12.5	19.7	21.0
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	24.7	30.0	10.1	n.a.	47.2	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	16.2	n.a.	n.a.
阅文	772 HK	港元	中性	41.8	68.0	5.4	13.2	11.1	24.4	21.2	0.3	4.4	21.9	7.3	8.1	9.9	70.6	61.0
快手	1024 HK	港元	未评级	59.4	n.a.	32.8	31.8	13.1	n.a.	24.0	n.a.	2.1	43.3	n.a.	13.4	15.8	n.a.	n.a.
腾讯音乐	TME US	美元	未评级	31.9	n.a.	13.9	13.2	11.7	18.2	16.0	n.a.	3.2	22.0	9.7	10.2	7.1	3.5	23.1
微博	WB US	美元	未评级	19.6	n.a.	4.6	6.5	5.7	8.7	7.8	1.3	2.4	10.6	11.1	11.6	8.7	6.8	15.3
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	7.0	n.a.	6.7	10.6	14.9	21.7	14.3	0.4	1.4	14.0	20.1	21.7	9.3	49.7	n.a.
欢聚时代	YY US	美元	未评级	30.4	n.a.	2.2	n.a.	n.a.	14.5	11.2	n.a.	0.9	6.1	2.1	3.0	6.5	n.a.	92.7
陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.8	n.a.	1.7	1.9	1.7	6.0	5.6	0.3	1.0	5.4	15.4	14.9	0.8	19.6	17.7
虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.5	n.a.	0.8	9.3	20.8	n.a.	n.a.	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.
斗鱼	DOYU US	美元	未评级	1.2	n.a.	0.4	30.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
脸书	FB US	美元	未评级	205.4	n.a.	532.4	9.3	8.0	19.0	15.8	0.6	4.4	10.8	19.7	21.4	9.0	33.3	29.7
奈飞	NFLX US	美元	未评级	332.0	n.a.	147.9	21.2	17.2	26.9	21.8	1.1	4.3	37.9	21.9	22.1	11.2	24.8	21.6
Snapchat	SNAP US	美元	未评级	10.8	n.a.	17.0	38.3	22.4	n.a.	n.a.	n.a.	3.6	40.7	n.a.	n.a.	10.0	25.5	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	未评级	129.9	n.a.	25.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.7	n.a.	n.a.	5.8	17.5	n.a.	n.a.
中国公司均值							14.5	18.5	16.5	14.8	0.7	2.2	17.4	11.9	11.2	10.3	28.3	38.5
海外公司均值							22.9	15.9	22.9	18.8	0.8	3.5	29.8	20.8	16.4	11.9	27.9	25.6



公司名称	股票代码	货币	招商证 券评级	股价	招商证券目 标价	市值（十 亿美元）	EV/EBITDA (倍)		市盈率 (倍)		PEG*	市销率 (倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2022-2024E 年复合增速		
							FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY23E	FY23	FY23E	FY24E	收入	每股 盈利	EBITDA
在线游戏																		
网易	NTES US	美元	增持	88.4	104.0	58.0	9.9	9.1	17.0	15.8	0.7	3.7	14.3	20.7	19.1	10.7	24.1	16.9
腾讯	700 HK	港元	增持	385.0	460.0	469.3	13.6	11.3	22.0	18.6	1.1	5.0	16.1	17.3	17.5	12.5	19.8	21.0
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	24.7	30.0	10.1	n.a.	47.2	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	16.2	n.a.	n.a.
金山软件	3888 HK	港元	增持	38.7	38.0	6.7	13.1	10.5	n.a.	42.2	1.9	5.3	19.8	2.8	4.1	17.8	24.9	19.2
创梦天地	1119 HK	港元	增持	4.3	4.4	0.8	10.8	7.3	26.5	11.8	n.a.	1.7	n.a.	4.4	9.0	16.3	n.a.	80.3
心动游戏	2400 HK	港元	未评级	5.9	n.a.	0.5	2.9	n.a.	19.2	8.3	n.a.	2.7	n.a.	24.7	n.a.	98.4	n.a.	n.a.
网龙	777 HK	港元	未评级	14.0	n.a.	1.0	2.4	2.1	4.7	4.1	0.1	0.7	5.9	14.1	15.3	13.1	33.7	10.8
中手游	302 HK	港元	未评级	2.3	n.a.	0.8	7.7	6.1	9.9	7.3	n.a.	1.1	13.7	9.6	10.7	55.0	n.a.	n.a.
IGG	799 HK	港元	未评级	26.8	n.a.	1.6	n.a.	15.0	n.a.	32.6	n.a.	2.5	9.3	1.6	18.4	27.4	n.a.	n.a.
祖龙游戏	9990 HK	港元	未评级	5.6	n.a.	0.6	n.a.	12.4	n.a.	18.6	n.a.	2.9	n.a.	n.a.	4.3	78.1	n.a.	n.a.
SEA	SE US	美元	未评级	85.6	n.a.	48.1	38.1	23.4	n.a.	36.4	n.a.	3.6	n.a.	8.0	14.0	13.0	n.a.	n.a.
任天堂	7974 JP	日元	未评级	5,079.0	n.a.	49.8	11.2	12.9	16.7	18.7	n.a.	4.0	18.4	18.4	14.9	n.a.	n.a.	n.a.
动视暴雪	ATVI US	美元	未评级	84.5	n.a.	66.3	16.9	15.2	21.7	20.0	0.8	7.1	21.9	11.9	13.0	14.3	26.4	37.2
艺电	EA US	美元	未评级	119.2	n.a.	32.7	13.7	12.9	19.4	18.1	0.3	4.5	22.4	20.8	18.9	7.9	57.6	25.1
Take-Two	TTWO US	美元	未评级	116.7	n.a.	19.7	24.9	18.8	34.5	22.2	1.5	3.8	44.2	4.5	6.1	37.8	22.7	25.3
Nexon	3659 JP	日元	未评级	3,125.0	n.a.	20.5	15.5	13.6	25.1	21.8	1.8	6.6	20.2	12.6	13.2	14.0	14.0	20.6
Ncsoft	036570 KS	韩元	未评级	371,500.0	n.a.	6.3	9.8	8.0	17.6	14.2	1.2	3.2	13.6	13.2	15.0	6.4	15.0	10.5
Zynga	ZNGA US	美元	未评级	8.2	n.a.	9.3	14.3	12.3	19.9	14.1	0.7	3.0	13.9	n.a.	n.a.	6.0	29.7	13.3
网石游戏	251270 KS	韩元	未评级	64,300.0	n.a.	4.3	22.3	17.3	116.4	49.7	n.a.	1.9	37.1	0.4	2.2	9.8	n.a.	76.8
中国公司均值							8.8	13.0	16.6	17.5	0.9	2.9	13.3	12.9	13.1	32.4	25.3	27.5
海外公司均值							18.5	14.9	33.9	23.9	1.1	4.2	24.0	11.2	12.2	13.7	27.6	29.8
电商																		
京东	JD US	美元	增持	41.2	61.0	65.1	9.7	7.0	15.0	10.5	0.5	0.4	8.9	12.9	15.9	13.7	28.9	35.6
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	99.9	161.0	258.5	6.9	6.2	12.1	11.2	3.0	2.0	11.5	14.2	14.0	12.6	4.0	11.9
美团点评	3690 HK	港元	增持	142.0	214.0	112.9	37.5	26.7	n.a.	41.6	0.4	2.7	36.8	8.9	13.1	24.0	151.1	64.0
拼多多	PDD US	美元	未评级	72.9	n.a.	92.1	12.9	9.6	15.2	11.8	1.2	3.8	12.9	26.3	25.7	24.0	13.2	n.a.
贝壳	BEKE US	美元	未评级	17.9	n.a.	22.4	14.4	11.7	25.1	20.0	0.5	2.1	23.3	7.3	9.0	18.1	53.9	41.5
唯品会	VIPS US	美元	未评级	15.0	n.a.	8.8	4.8	4.6	8.5	8.1	1.6	0.5	6.9	17.0	15.1	6.3	5.4	12.4
宝尊电商	BZUN US	美元	未评级	5.5	n.a.	0.3	8.6	5.3	13.5	6.3	0.2	0.2	21.5	1.9	5.3	11.8	63.4	6.3
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	100.3	n.a.	1,027.3	13.3	10.9	37.1	25.3	n.a.	1.8	12.8	11.6	14.4	11.4	n.a.	28.6
eBay	EBAY US	美元	未评级	43.6	n.a.	23.4	8.6	8.2	10.8	10.3	1.8	2.4	8.0	43.9	46.5	3.2	6.0	8.1
中国公司均值							13.1	9.8	14.9	15.0	1.0	1.5	16.4	12.7	14.3	15.5	43.6	29.6
海外公司均值							11.0	9.5	23.9	17.8	1.8	2.1	10.4	27.7	30.5	7.3	6.0	18.3
垂直领域																		
携程网	TCOM US	美元	未评级	36.2	n.a.	23.4	25.6	17.5	29.7	19.5	n.a.	4.7	18.8	4.0	6.0	44.4	n.a.	n.a.
汽车之家	ATHM US	美元	未评级	32.8	n.a.	4.1	3.0	2.6	13.1	12.3	n.a.	3.9	13.1	8.1	8.1	5.5	n.a.	21.8
同城艺龙	780 HK	港元	未评级	17.0	n.a.	4.8	14.1	10.7	20.8	15.8	n.a.	3.3	19.6	6.2	8.5	36.4	n.a.	70.1
智游网	EXPE US	美元	未评级	95.0	n.a.	14.6	6.7	5.9	10.1	8.4	0.3	1.1	4.7	50.6	54.6	11.0	31.5	27.0
中国公司均值							12.3	9.2	18.4	14.0	0.3	3.3	14.1	17.2	19.3	24.3	31.5	39.6

注：股价采用 2023 年 3 月 30 日（香港/中国内地/日本/韩国市场）以及 2023 年 3 月 29 日（美国市场）；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

## 财务预测表

## 资产负债表

百万元人民币	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
物业、厂房及设备	1,220	1,119	1,202	1,309	1,453
无形资产	193	281	327	371	412
商誉	844	844	844	844	844
其他非流动资产	1,126	1,121	1,197	1,288	1,403
<b>非流动资产</b>	<b>3,383</b>	<b>3,364</b>	<b>3,569</b>	<b>3,812</b>	<b>4,112</b>
贸易及其它应收账款	5,894	6,157	6,535	7,939	10,008
合约资产	1,741	1,999	2,199	2,418	2,660
银行结存和现金	5,556	5,005	5,585	5,952	6,356
其它流动资产	328	440	448	456	464
<b>流动资产</b>	<b>13,520</b>	<b>13,601</b>	<b>14,766</b>	<b>16,765</b>	<b>19,488</b>
<b>总资产</b>	<b>16,902</b>	<b>16,965</b>	<b>18,335</b>	<b>20,577</b>	<b>23,600</b>
应付票据	2,252	2,043	2,153	2,528	3,024
合同负债	411	339	360	427	516
短期借款	917	766	965	1,194	1,463
其它流动负债	406	405	408	412	416
<b>流动负债</b>	<b>3,986</b>	<b>3,553</b>	<b>3,887</b>	<b>4,562</b>	<b>5,418</b>
长期借款	1,021	1,162	1,162	1,162	1,162
其它非流动负债	269	114	116	118	121
<b>流动负债</b>	<b>1,290</b>	<b>1,277</b>	<b>1,279</b>	<b>1,281</b>	<b>1,283</b>
<b>总负债</b>	<b>5,276</b>	<b>4,830</b>	<b>5,166</b>	<b>5,842</b>	<b>6,701</b>
股东权益总额	11,604	12,110	13,142	14,705	16,868
少数股东权益	23	25	27	29	31
<b>总权益</b>	<b>11,627</b>	<b>12,135</b>	<b>13,169</b>	<b>14,734</b>	<b>16,899</b>

## 现金流量表

百万元人民币	FY21	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>经营活动现金流</b>	<b>962</b>	<b>233</b>	<b>1,232</b>	<b>1,016</b>	<b>1,183</b>
税前利润	1,252	830	1,213	1,707	2,398
折旧与摊销	221	346	270	307	351
股份补偿成本	217	215	149	176	213
运营资金变动	(887)	(1,538)	(455)	(1,190)	(1,735)
其它	159	380	56	16	(45)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(530)</b>	<b>(420)</b>	<b>(611)</b>	<b>(710)</b>	<b>(841)</b>
资本开支	(287)	(214)	(319)	(378)	(457)
其它	(242)	(206)	(292)	(332)	(384)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,377</b>	<b>(364)</b>	<b>(42)</b>	<b>61</b>	<b>63</b>
股息	(70)	(75)	(145)	(62)	(87)
借款净额	173	(10)	199	229	268
其它	1,274	(280)	(96)	(106)	(119)
<b>净现金流</b>	<b>1,810</b>	<b>(551)</b>	<b>579</b>	<b>367</b>	<b>404</b>
汇兑损益	(40)	0	0	0	0
<b>期初现金</b>	<b>3,787</b>	<b>5,556</b>	<b>5,005</b>	<b>5,585</b>	<b>5,952</b>
<b>期末现金</b>	<b>5,556</b>	<b>5,005</b>	<b>5,585</b>	<b>5,952</b>	<b>6,356</b>

注：截止至2023年3月30日的收盘价；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

## 利润表

百万元人民币	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	18,398	20,005	21,234	25,198	30,440
营业成本	(13,494)	(15,405)	(16,234)	(19,059)	(22,795)
<b>毛利润</b>	<b>4,904</b>	<b>4,600</b>	<b>5,000</b>	<b>6,139</b>	<b>7,645</b>
销售和营销费用	(943)	(949)	(956)	(1,083)	(1,218)
一般管理费用	(1,756)	(1,683)	(1,635)	(1,940)	(2,344)
研发费用	(1,249)	(1,238)	(1,380)	(1,638)	(1,979)
利息收入/支出	260	203	285	342	418
<b>营业利润</b>	<b>1,375</b>	<b>1,079</b>	<b>1,348</b>	<b>1,855</b>	<b>2,562</b>
其他收入/损失	146	32	0	0	0
财务收入净额	(100)	(113)	(101)	(112)	(125)
应占联营/合营公司	(10)	(23)	0	0	0
<b>税前收入</b>	<b>1,252</b>	<b>830</b>	<b>1,213</b>	<b>1,707</b>	<b>2,398</b>
所得税	(115)	(71)	(182)	(256)	(360)
少数股东权益	(0)	(1)	2	2	2
<b>归属于股东的净利润</b>	<b>1,137</b>	<b>759</b>	<b>1,029</b>	<b>1,449</b>	<b>2,036</b>
<b>归属于股东的经调整净利润</b>	<b>1,319</b>	<b>1,032</b>	<b>1,177</b>	<b>1,625</b>	<b>2,250</b>

## 财务比率 (%)

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>同比增长 (%)</b>					
营业收入	30	9	6	19	21
毛利润	19	(6)	9	23	25
经营利润	(6)	(22)	25	38	38
归属于股东的净利润	19	(33)	35	41	41
归属于股东的经调整净利润	0	(22)	14	38	38
摊薄每股盈利	12	(34)	37	41	41
<b>主要比率 (%)</b>					
ROE	13.0	8.7	9.3	11.7	14.2
毛利率	26.7	23.0	23.5	24.4	25.1
经营利润率	7.5	5.4	6.3	7.4	8.4
归属于股东的净利率	6.2	3.8	4.8	5.7	6.7
归属于股东的经调整后的净利率	7.2	5.2	5.5	6.4	7.4
股息支付率	5.7	14.1	6.0	6.0	6.0
<b>每股资料 (人民币)</b>					
基本每股盈利	0.41	0.26	0.35	0.50	0.70
经调整摊薄每股盈利	0.45	0.34	0.40	0.55	0.76
经调整摊薄每股盈利 (港元)	0.53	0.40	0.45	0.62	0.86
每股净资产	4.17	4.16	4.53	5.06	5.81
每股股息	0.03	0.05	0.02	0.03	0.04
<b>估值</b>					
市盈率(x)	9.6	12.7	11.3	8.2	5.9
市净率(x)	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	0.63	1.11	0.47	0.67	0.94



## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

## 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所评论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关关系。

## 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

## 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 ChinaMerchantsSecurities(Korea)Co.,Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 ChinaMerchantsSecurities(UK)Co.,Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1)符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2)符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3)可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人士，非相关人士不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人士开放，并且仅与相关人士进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

©招商证券（香港）有限公司版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+85231896888  
传真：+85231010828