

买入

大客户王者归来，新业务打造第二增长曲线

中国软件国际 (0354.HK)

2023-9-8 星期五

投资要点

目标价: **7.1 港元**
 现价: 5.84 港元
 预计升幅: 21.6%

➤ 2023H1 盈利同比下降 2.78%，但盈利能力半年度环比开始改善

2023 年 H1 公司收入约 84.5 亿元人民币，同比减少 15.7%；公司拥有入应占溢利约 3.51 亿元，同比减少 38.6%。公司收入下降要是报告期内核心大客户业务需求收缩所导致，同时也与公司战略转型、注重开拓高价项目等因素有关。

重要数据

日期	2023-09-08
收盘价(港元)	5.84
总股本(百万股)	2,974.6
总市值(百万港元)	17,372
净资产(百万港元)	12,460
总资产(百万港元)	19,461
52 周高低(港元)	7.68/4.19
每股净资产(港元)	4.18

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

盈利能力方面，公司 2023H1 毛利率已经回升到 23.7%，比 2022 年 H2 的 21.2% 提升 2.5 个百分点；公司净利率为 4.2%，比 2022 年 H2 的 1.9% 环比提升 2.3 个百分点。

➤ 华为手机归来有望助力基石业务企稳回升

今年 9 月华为手机 Mate 60 系列开始发售，华为在消费电子领域有望恢复增长，有助于其“1+8+N”战略向纵深推进。公司有望从核心大客户的业务复苏中持续、全面地受益。

➤ 云智能、鸿蒙生态、ERP 和 AIGC 等新业务构建第二增长曲线

公司以云智能业务作为公司的能力底座，构建第二收入增长曲线。公司绑定以华为云能力的 10%；AIGC 领域与华为盘古大模型和百度文心一言合作；鸿蒙生态发展应用软件迁移等业务。公司同时快速发展互联网头部客户、金融、央国企业务，实现基石业务多元化发展。

主要股东

陈宇红 (10.24%)
 UBS Group AG (9.06%)

➤ 维持买入评级，目标价 7.1 港元/股

我们预测公司 2023~2025 年主营业务收入分别为 199.65(-0.2%)、223.61(+12%) 和 257.2(+15%) 亿元人民币，对应净利润 9.04(+19.1%)、10.6(+17.3%) 和 12.7(+19.3%) 亿元人民币，3 年平均利润增速为 18.5%。我们认为按 2024 年利润的 18.5 倍给予估值是合理的，对应目标股价为 7.1 港元/股，距离现价有 21.6% 的上升空间，维持“买入”评级。

相关报告

更新报告: 盈利略有承压，云智能业务发展势头延续-20220909

更新报告: 鸿蒙 2.0 发布，公司是鸿蒙生态最全面的建设参与者-20210608

更新报告: 深度参与并受益于华为生态建设-20201116

深度报告: 携手“鲲鹏”，展翅入“云”-20200214

研究部

姓名: 杨森
 SFC: BJO644
 电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	18,398.1	20,005.2	19,965.2	22,361.0	25,715.2
同比增长		8.7%	-0.2%	12.0%	15.0%
归母净利润	1,136.9	759.4	904.1	1,060.3	1,264.6
同比增长		-33.2%	19.1%	17.3%	19.3%
毛利率	26.7%	23.0%	24.0%	24.2%	24.4%
每股收益(元)	0.38	0.26	0.30	0.36	0.43
PE@5.84HKD	14.2	21.3	17.9	15.2	12.8

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

2023H1 盈利同比下降 2.78%，但盈利能力半年度环比开始改善

2023 年 H1 公司收入约 84.5 亿元人民币，同比减少 15.7%；公司拥有人应占溢利约 3.51 亿元，同比减少 38.6%。

公司收入下降要是报告期内核心大客户业务需求收缩所导致，同时也与公司战略转型、注重开拓高价值项目等因素有关。

盈利能力方面，公司 2023H1 毛利率已经回升到 23.7%，比 2022 年 H2 的 21.2% 提升 2.5 个百分点；公司净利率为 4.2%，比 2022 年 H2 的 1.9% 环比提升 2.3 个百分点。

华为王者归来，有助于公司基石业务收入恢复增长

公司基石业务 23 年 H1 实现收入 51.5 亿元，同比下降 24.4%，主要是华为业务阶段性收缩导致。

华为业务：今年 9 月，华为手机 Mate 60 系列开始发售，华为在消费电子领域有望恢复增长，有助于其“1+8+N”战略向纵深推进。目前公司对华为已达到全产品线覆盖，包括消费者（智能汽车、HMS、终端云服务）、云、技术服务、流程 IT、网络、芯片、无线等，是华为云同舟共济合作伙伴，以及首批华为云鲲鹏凌云伙伴。公司有望从核心大客户的业务复苏中持续、全面地受益。

互联网业务：公司与腾讯、阿里、百度、美团、字节跳动等互联网头部企业合作范围以及合作份额不断突破，深入探索客户业务场景。

央国企业务：公司紧抓央国企时代机遇，致力于成为央国企数字化转型战略级 IT 服务供应商。目前已拓展约 50 家客户，已成为央国企咨询和软件中国力量的重要伙伴。

金融业务：公司金融业务稳步提升，新增内外资银行、民营银行、非银行金融机构、海外金融机构等 29 家客户，目前位列金融 IT 服务厂商 Top4，支付与清算系统、银行卡系统等解决方案在 IDC 银行市场连续多年排名领先。

云智能、鸿蒙生态、ERP 和 AIGC 等新业务构建第二增长曲线

云智能业务：公司以云智能业务作为公司的能力底座，构建稳固和持续的第二收入增长曲线。公司绑定以华为为代表的战略级大平台能力的 10%，努力成为其能力最强、发展最快、盈利最好的能力型同舟共济伙伴。

公司主动拥抱华为布局能力型生态伙伴的变革契机，面向 GoCloud 关键角色发起最强冲锋，共同抵达行业 NA、腰部中长尾客户高阶服务市场，持续提升集成解决方案能力，致力于成为领先的服务伙伴、软件伙伴和 SI 伙伴，实现云服务商业闭环。面向 GrowCloud 全面对齐华为云赛道，以生态能力为基础，裂变腰部作战，加速价值客户拓展。立足 CTSP（云转型服务提供商）定位，面向客户云转型旅程，通过 CodeArts 等软件开发平台/生产线提升自身业务开发效率和客户上云效率，将行业经验沉淀到 aPaaS 平台做深行业。基于微服务、容器、DevOps 等云原生技术帮助客户快速开展现代化改造及新型云原生应用构建，帮助企业优化原有的 IT 架构、梳理企业 IT 治理的流程架构，持续治理运营，通过应用现代化获得数字化转型的成功。

AIGC: 公司是华为盘古 NLP 大语言模型生态的能力型合作伙伴，是百度“文心一言”首批生态合作伙伴，与网易数帆 Codewave 围绕 AIGC 及低代码应用建立了战略合作伙伴关系，并联合竹间智能科技公司发布面向行业客户的模型工厂实验室。

鸿蒙生态: 华为发布 HarmonyOS 4.0 及 HarmonyOS Next 版本，将带动应用软件生态迁移服务市场百亿新增空间。公司是目前 HDC 鸿蒙生态合作中唯一的 IT 软件服务公司。

公司为鸿蒙生态伙伴提供南向应用迁移服务，同时依托中软国际 JointPilot（灵析）人工智能应用平台对接盘古大模型和鸿蒙应用生态场景，结合 AI 与场景硬件的分布式连接技术，以服务找人即服务内容精准适配撬动更为丰富的应用创新涌现，触达更多统一生态原生智能服务，给北向应用生态带来新价值。

ERP 业务: 公司与华为一起围绕“极简架构、极高质量、极低成本、极优体验”的目标，共同打造自主可控、更加高效安全的企业核心商业系统，在产品市场化&市场项目 0-1 的过程中提供“ERP 伴侣服务”，做好 ERP 咨询和实施服务。同时，稳步建设咨询顾问人才培养体系、评价和调度体系以及顾问资源池，整合成熟咨询业务团队，建立端到端的咨询规划实施服务能力；设计咨询业务平台运营模型，搭建平台生产主流程和分子流程体系。

公司已与昆仑数智、中化信息等行业头部客户联合打造创新共享平台、SAP 大集中等标杆项目；与浪潮达成战略合作，整合双方优势打造 ERP 领域联合解决方案；在数字化转型咨询业务领域成功落地数个 DataArts 项目；中标某大型央企数千万级的基于 ERP 的审计平台项目，为后续服务央企基于 ERP 的审计业务奠定基础。

维持买入评级，目标价 7.1 港元/股

我们认为公司核心大客户华为的基石业务有望企稳回升，云智能等新业务助力公司形成第二增长曲线，公司的收入和利润有望在 2023 年企稳和重新进入增长轨道。

我们预测公司 2023~2025 年主营业务收入分别为 199.65 (-0.2%)、223.61 (+12%) 和 257.2 (+15%) 亿元人民币，对应净利润 9.04 (+19.1%)、10.6 (+17.3%) 和 12.7 (+19.3%) 亿元人民币，3 年平均利润增速为 18.5%。

我们认为按 2024 年利润的 18.5 倍给予估值是合理的，对应目标股价为 7.1 港元/股，距离现价有 21.6% 的上升空间，维持“买入”评级。

风险提示：

华为业务发展不及预期；

国内外经济增长不及预期。

表1：行业估值

证券代码	证券简称	最新股价 港元/股	总市值 (亿港元)	主营业务收入 (亿元人民币)			归母净利润 (亿元人民币)			PE		PS	PEG	PB
				2021	2022	增速	2021	2022	增速	2022	2023E	2022	2022	2022
0696.hk	中国民航信息	14.16	380.3	54.8	52.1	-4.9%	0.7	2.6	270.1%	59.1	18.8	7.1	0.08	1.9
9698.hk	万国数据-SW	11.50	160.9	78.2	93.3	19.3%	5.7	5.5	-3.1%	-12.3	-11.1	1.7	0.78	0.7
3969.hk	中国通号	2.63	522.5	383.6	402.0	4.8%	35.1	40.5	15.5%	6.8	6.5	0.6	0.81	0.6
0856.hk	伟仕佳杰	4.17	55.5	640.5	690.7	7.8%	16.0	13.2	-17.6%	7.3	6.6	0.1	0.58	0.8
3896.hk	金山云	2.75	96.1	90.6	81.8	-9.7%	-18.1	-22.5	24.2%	-3.5	-5.1	1.1	-0.18	1.1
平均						3.5%			57.8%	11.5	3.1	2.1	0.4	1.0
0354.hk	中国软件国际	5.84	159.5	184.0	200.1	8.7%	14.5	9.6	-33.7%	20.4	16.6	0.8	0.63	1.3

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

资产负债表 (百万元)						损益表 (百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产:						营业总收入	18,965.1	20,350.0	20,313.4	22,716.2	26,081.0
现金及现金等价物	5,556.4	5,005.2	5,202.7	5,590.8	6,129.8	主营业务收入	18,398.1	20,005.2	19,965.2	22,361.0	25,715.2
应收款项合计	6,043.7	6,314.0	6,301.4	7,057.5	8,116.2	其他营业收入	567.0	344.8	348.2	355.2	365.9
存货	162.6	99.4	137.8	132.7	165.1	营业总支出	17,511.8	19,386.0	19,147.4	21,387.7	24,498.3
其他流动资产	1,756.9	2,182.0	2,635.4	3,162.4	3,794.9	营业成本	13,493.8	15,405.0	15,173.5	16,960.8	19,440.7
流动资产合计	13,519.6	13,600.6	14,277.3	15,943.5	18,206.0	营业开支	4,018.0	3,981.0	3,973.8	4,426.9	5,057.7
非流动资产:						营业利润	1,453.3	964.0	1,166.1	1,328.5	1,582.7
固定资产净值	1,220.1	1,119.1	1,231.0	1,354.1	1,489.5	减: 利息支出	99.6	113.2	113.0	126.5	145.5
其他长期投资	78.5	169.6	169.6	169.6	169.6	加: 权益性投资损益	-10.2	-22.5	-16.4	-19.4	-17.9
商誉及无形资产	1,664.2	1,388.1	1,526.9	1,542.2	1,557.6	其他非经营性损益	-97.6	-7.9	-52.8	-30.3	-41.5
土地使用权	-	175.8	167.0	158.7	150.7	非经常项目前利润	1,245.9	820.4	984.0	1,152.3	1,377.8
其他非流动资产	419.9	511.8	465.9	488.8	477.3	加: 非经常项目损益	6.2	9.5	7.9	8.7	8.3
非流动资产合计	3,382.7	3,364.4	3,560.4	3,713.4	3,844.8	除税前利润	1,252.1	829.9	991.8	1,160.9	1,386.0
总资产	16,902.3	16,964.8	17,837.7	19,656.9	22,050.8	减: 所得税	115.4	71.1	88.2	101.3	122.1
流动负债:						少数股东损益	-0.2	-0.6	-0.4	-0.7	-0.7
应付账款及票据	768.4	670.6	669.3	749.6	862.0	归属普通股股东净利润	1,136.9	759.4	904.1	1,060.3	1,264.6
应交税金	294.8	304.5	303.9	340.4	391.4						
交易性金融负债	-	-	-	-	-						
短期借贷及长期借贷当期到期部	917.4	766.1	764.6	856.3	984.8	现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
其他流动负债	2,005.0	1,812.1	1,808.5	2,025.5	2,329.3	经营活动产生的现金流量净额	962.1	764.8	763.3	854.9	983.1
流动负债合计	3,985.6	3,553.3	3,546.2	3,971.7	4,567.5	投资活动产生的现金流量净额	-529.5	-649.7	-563.4	-606.0	-639.0
非流动负债:						筹资活动产生的现金流量净额	1,376.9	-780.7	-2.3	139.2	194.9
长期借贷	1,020.9	1,162.5	1,160.2	1,299.4	1,494.3	汇率变动的影响	-39.9	114.5	-	-	-
其他非流动负债	269.3	114.2	114.0	127.6	146.8	现金净流量:					
非流动负债合计	1,290.2	1,276.7	1,274.1	1,427.0	1,641.1	现金及现金等价物净增加额	1,769.6	-551.2	197.5	388.1	539.0
总负债	5,275.8	4,830.0	4,820.3	5,398.8	6,208.6	现金及现金等价物期初余额	3,786.8	5,556.4	5,005.2	5,202.7	5,590.8
股东权益:						现金及现金等价物期末余额	5,556.4	5,005.2	5,202.7	5,590.8	6,129.8
普通股股本	138.7	136.8	134.8	134.8	134.8	(百万元人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
储备	12,070.0	12,529.4	14,056.8	15,298.1	16,881.9	主营收入	18,398.1	20,005.2	19,965.2	22,361.0	25,715.2
库存股	588.7	538.6	1,157.3	1,157.3	1,157.3	同比增长		8.7%	-0.2%	12.0%	15.0%
其他综合性收益	-16.0	-18.0	-17.0	-17.5	-17.3	归母净利润	1,136.9	759.4	904.1	1,060.3	1,264.6
普通股权益总额	11,604.0	12,109.6	13,017.3	14,258.1	15,842.2	同比增长		-33.2%	19.1%	17.3%	19.3%
归属母公司股东权益	11,603.9	12,109.8	13,017.3	14,258.1	15,842.2	毛利率	26.7%	23.0%	24.0%	24.2%	24.4%
股东权益合计	11,626.5	12,134.8	13,017.3	14,258.1	15,842.2	每股收益(元)	0.38	0.26	0.30	0.36	0.43
总负债及总权益	16,902.3	16,964.8	17,837.7	19,656.9	22,050.8	PE@5.84HKD	14.2	21.3	17.9	15.2	12.8

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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，应同时考虑各自的投资目的、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，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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国元证券经纪（香港）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。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）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，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。