

买入
携手“鲲鹏”，展翅入“云”
中国软件国际 (0354.HK)

2020-02-14 星期五

投资要点

目标价: **6.5 港元**
 现价: 5.4 港元
 预计升幅: 20%

➤ 基石业务长期 10% 以上稳健增长

公司是华为最大的 IT 服务外包供应商，占华为国内发包份额约 60%。公司已成为首批华为云鲲鹏凌云伙伴，与华为联合打造鲲鹏生态全栈服务能力，预计未来占华为研发支出比例可继续维持高位，华为业务收入可保持 10% 以上增长；公司重点开拓平安、BAT 和微软等新客户，业务收入有望保持 30% 以上增长。

重要数据

| 日期 | 2020/02/14 |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元) | 5.39 |
| 总股本 (亿股) | 26.25 |
| 总市值 (亿港元) | 144.38 |
| 净资产 (百万元) | 6032 |
| 总资产 (百万元) | 10,488 |
| 52 周高低 (港元) | 5.80/3.19 |
| 每股净资产 (元) | 2.45 |

数据来源: Wind、国元证券整理

➤ 云智能业务模式逐渐清晰，业绩有望实现 50% 增长

公司目前具备全栈式云服务能力，可提供覆盖 IaaS、DaaS、PaaS 和 SaaS 层的服务和产品。IDC 预测 2018-2023 年我国云管理整体市场复合增长率将达到 70.8%。公司 2018 年占据国内第三的市场份额，未来有望从行业高增长和集中度提升两方面受益。

解放号平台打造 IT 服务生态，其中人力外包的“Z 计划”能够满足政企长尾需求，有望实现收入 200% 以上增长；“云集”业务有望成为我国多个地方政府线上招标平台，进而取得长期稳定收益。

主要股东

陈宇红 (10.46%)

➤ 首次覆盖给予“买入”评级，目标价 6.5 港元

我们预测 19/20/21 年公司实现营业收入分别为 116.0/138.0/165.0 亿元，同比增长 9.6%/19.0%/19.6%；净利润分别为 7.4/9.0/10.9 亿元，同比增长 3.3%/21.8%/21.0%。我们认为公司是我国 IT 服务龙头企业，综合竞争实力强。公司基石业务稳健增长，云智能业务高速增长，总体成长空间广阔，增长确定性强，未来处于收入和利润率水平同时增长的相对高速发展阶段，理应享有 15~20 倍的较高估值。我们保守按 2020 年 16 倍估值计算，公司合理股价为 6.5 港元/股，离现价有 20% 涨幅空间。

相关报告

国元国际研究部

姓名: 杨森

SFC: BJO644

电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

| 人民币百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 | 9,244 | 10,585 | 11,600 | 13,800 | 16,500 |
| 同比增长 (%) | 36.3% | 14.5% | 9.6% | 19.0% | 19.6% |
| 净利润 | 561 | 716 | 740 | 902 | 1,091 |
| 同比增长 (%) | 37.0% | 27.6% | 3.3% | 21.8% | 21.0% |
| 净利润率 (%) | 6.1% | 6.8% | 6.4% | 6.5% | 6.6% |
| 每股盈利 (元) | 0.24 | 0.29 | 0.28 | 0.37 | 0.44 |
| PE@5.4HKD | 20.6 | 16.7 | 17.2 | 13.3 | 11.0 |

数据来源: wind、公司年报、国元证券预测

目录

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 目录..... | 2 |
| 1.中国 IT 服务龙头..... | 5 |
| 1.1 公司简介..... | 5 |
| 1.2 发展历程+股权结构..... | 6 |
| 1.3 营业概况..... | 6 |
| 2.基石业务深耕 IT 服务，中长期稳健增长..... | 7 |
| 2.1 与华为深度合作，长期稳健增长..... | 7 |
| 2.2 其他亿美元级别大客户快速增长..... | 9 |
| 3.云智能业务推动转型，业绩持续高增长..... | 10 |
| 3.1 云智能业务模式逐渐清晰..... | 10 |
| 3.2 “解放号”：打造 IT 服务生态体系..... | 10 |
| 3.3 云智能业务毛利率高，可提升公司整体盈利能力..... | 13 |
| 4.盈利预测与投资建议..... | 13 |
| 4.1 盈利预测..... | 13 |
| 4.2 估值建议..... | 14 |
| 风险提示..... | 14 |

图目录

| | |
|---|----|
| 目录..... | 2 |
| 图 1: 公司主营业务..... | 5 |
| 图 2: 公司 IT 服务市场份额 GARTNER 排名全球百强..... | 5 |
| 图 3: 公司拥有广泛的世界 500 强蓝筹客户基础..... | 5 |
| 图 4: 公司股权结构 (截至 2019 年 12 月 31 日) | 6 |
| 图 5: 营收稳健增长..... | 7 |
| 图 6: 历年公司归母净利润情况..... | 7 |
| 图 7: 收入占比 (截至 1H2019) | 7 |
| 图 8: 来自前五大客户收入占比逐年提升..... | 7 |
| 图 9: 公司携手华为共建鲲鹏产业生态..... | 8 |
| 图 10: 基石业务收入稳健增长..... | 8 |
| 图 11: 公司自华为处收入占比..... | 8 |
| 图 12: 华为历年研发开支及增速..... | 9 |
| 图 13: 公司自华为处收入占华为研发开支比例..... | 9 |
| 图 14: 公司稳固基石业务策略..... | 9 |
| 图 15: 公司助力平安数字化转型..... | 9 |
| 图 16: 公司与 BAT 合作迅速拓展..... | 10 |
| 图 17: 公司培育 1 亿美元级别的国际客户群..... | 10 |
| 图 18: 云智能业务收入占比逐步提升..... | 10 |
| 图 19: 云智能业务收入高速增长..... | 10 |
| 图 20: 解放号 IT 服务生态体系..... | 11 |
| 图 21: “解放号”市场空间..... | 11 |
| 图 22: “解放号”收入利润率预测..... | 11 |
| 图 23: 全栈式云智能服务..... | 12 |
| 图 24: 我国云管理服务市场规模及增长预测..... | 13 |
| 图 25: 公司在我国云管理服务市场排名第三 5.2%..... | 13 |

表目录

| | |
|----------------------|----|
| 目录..... | 2 |
| 表 1：公司发展历程..... | 6 |
| 表 2：“云集”服务模式..... | 11 |
| 表 3：解放号平台发展累计数据..... | 12 |
| 表 4：关键假设收入预测..... | 13 |
| 财务报表摘要..... | 15 |

1. 中国 IT 服务龙头

1.1 公司简介

中软国际有限公司（以下简称“公司”）成立于 2000 年，是国内最大的 IT 服务企业，亦是 Gartner IT 服务市场份额排名全球前百的头部企业。公司旨在提供咨询、技术、外包和培训服务，主营业务包括基石业务和云智能业务。其中基石业务为公司传统 IT 外包业务和解决方案业务，是目前公司主要收入来源，主要面向华为、平安、腾讯、阿里、HSBC、微软等一批蓝筹大客户提供信息技术服务，客户多集中于金融、电信、互联网、高科技等大行业；云智能业务为公司战略转型新业务，其具有高成长性特点，主要涵盖云产品、云服务以及解放号三部分业务，即包括凭公司多年为客户上云经验，积淀下来的构建云管平台和场景云应用为主的云产品；与华为、阿里、腾讯、微软等公司合作，以端到端的云管理服务体系和大数据服务为主的云服务；在线软件交易及开发管理的生态云平台“解放号”。

图 1：公司主营业务

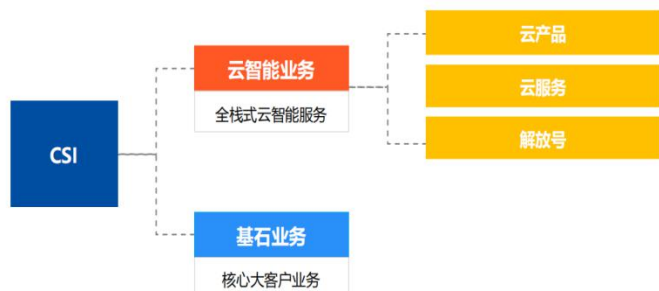


图 2：公司 IT 服务市场份额 Gartner 排名全球百强

| 排名 | 服务厂商 | 收入 (百万美元) | | 市场份额 | | 增长率 | 中国企业排名 (2018) | 排名变化 |
|-----|---------------------------------|-----------|--------|------|------|-------|---------------|------|
| | | 2017 | 2018 | 2017 | 2018 | | | |
| 1 | IBM | 46,129 | 47,048 | 5.0% | 4.7% | 2.0% | - | 0 |
| 2 | Accenture | 36,834 | 40,718 | 4.0% | 4.1% | 10.5% | - | 0 |
| 3 | Deloitte | 25,396 | 28,497 | 2.7% | 2.9% | 12.2% | - | 0 |
| 52 | China Telecom | 3,522 | 4,205 | 0.4% | 0.4% | 19.4% | 1 | 6 |
| 65 | Huawei | 2,435 | 2,517 | 0.3% | 0.3% | 3.4% | 2 | 0 |
| 108 | Alibaba | 1,298 | 2,499 | 0.1% | 0.3% | 92.6% | 3 | 41 |
| 92 | Mitsubishi Electric Information | 1,510 | 1,567 | 0.2% | 0.2% | 3.8% | - | -3 |
| 107 | Chinasoft International | 1,304 | 1,564 | 0.1% | 0.2% | 19.9% | 4 | 11 |
| 95 | TTEC | 1,477 | 1,509 | 0.2% | 0.2% | 2.2% | - | -2 |
| 99 | Fiducia & GAD IT | 1,377 | 1,485 | 0.1% | 0.1% | 7.8% | - | 1 |
| 93 | NetApp | 1,501 | 1,481 | 0.2% | 0.1% | -1.3% | - | -6 |
| 102 | BDO Global | 1,332 | 1,467 | 0.1% | 0.1% | 10.2% | - | 2 |

资料来源：公司官网、国元证券整理

资料来源：Gartner、公司官网、国元证券整理

图 3：公司拥有广泛的世界 500 强蓝筹客户基础

资料来源：公司官网、国元证券整理

1.2 发展历程+股权结构

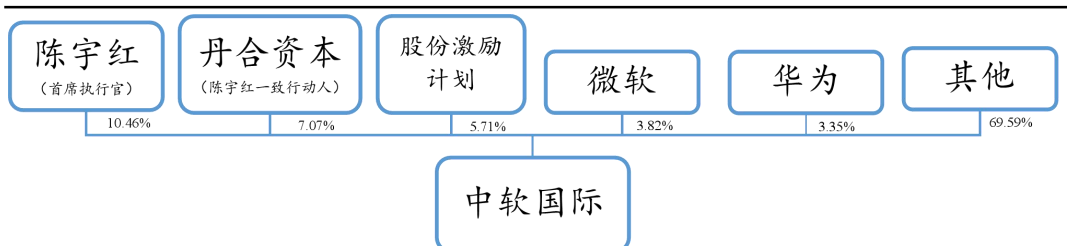
公司于2003年在香港联合交易所创业板上市，并于2008年转往主板上市（代码：0354.HK）。公司在中国北京、西安、南京、深圳、上海、香港等28个城市及美国、日本、印度、马来西亚、新加坡等国的18个城市拥有分支机构，全球员工超过6万人。

表 1：公司发展历程

| 年份 | 事件 |
|-----------|---|
| 2000 | 中软国际有限公司成立 |
| 2003 | 在香港联合交易所创业板上市 |
| 2005-2006 | 获微软、IFC、摩根大通的资源投资 进军欧美和日本 IT 外包服务市场 |
| 2008 | 成为 IBM SOA 顶级合作伙伴 转往香港联合交易所主板上市 |
| 2009 | 成为全球第七家，中国第一家微软首席供应商 |
| 2011 | 微软成为公司战略股东 |
| 2012 | 与华为成立合资公司 |
| 2015 | 与华为签订股份认购及收购协议，华为成为其战略股东 |
| 2016 | 与腾讯达成战略协议，成为腾讯云最高级别的渠道合作伙伴 成为京东云渠道合作伙伴 |
| 2018 | 公司 CSICR 获国家版权局计算机软件著作权登记证书 |

资料来源：公司官网、国元证券整理

图 4：公司股权结构（截至 2019 年 12 月 31 日）



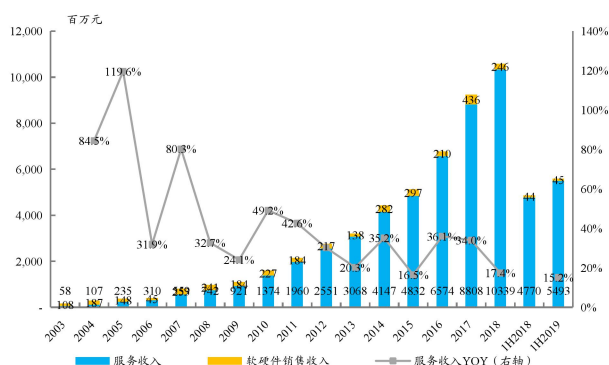
资料来源：公司官网、国元证券整理

1.3 营业概况

公司营业收入持续高速增长，归母净利润 1H2019 增长有所放缓。收入方面，公司收入高速增长，2003-2018 年总收入 CAGR 为 31.9%，其中服务收入 CAGR 为 41.3%；1H2019 服务收入同比增长 15.2%。主要得益于核心大客户业务稳健增长，云产品以及云服务云智能业务实现高速发展。利润方面，2014-2018 年归母净利润 CAGR 为 37.5%，保持高速增长，1H2019 有所波动，主要是由于 1) 期内业务人员流动导致人工成本上升，毛利率下降 0.6pcts；2) 公司调整资金管理策略，增加银行贷款导致利

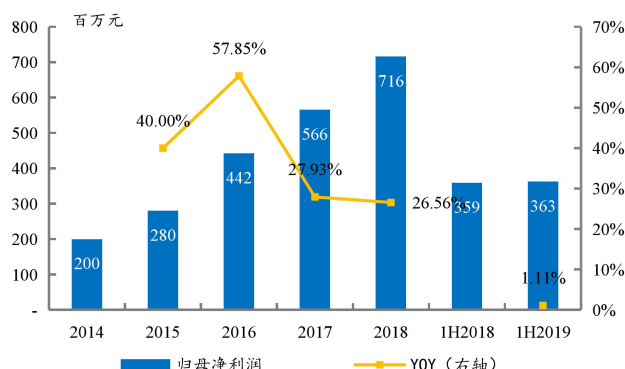
息费用上升，期间财务费用同比增长 56.5%。

图 5：营收稳健增长



资料来源：公司官网、国元证券整理

图 6：历年公司归母净利润情况

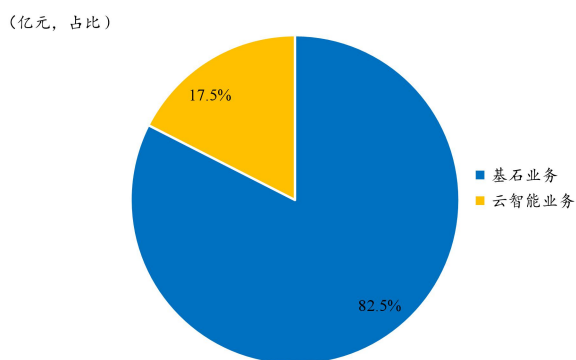


资料来源：公司官网、国元证券整理

基石业务为主要收入来源，1H2019 收入为 45.7 亿元，yoy+12.20%，占比 82.5%。云智能业务收入保持高速增长，1H2019 收入为 9.69 亿，yoy+30.64%；占比为 17.5%，较 1H2017 上升 8.32pts。

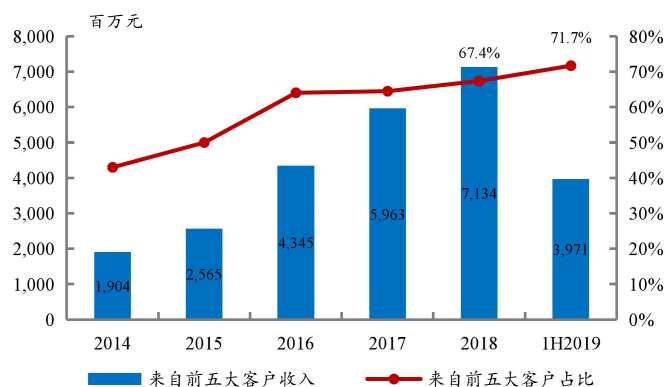
来自前五大客户收入占比逐年提升，华为占比过半。公司来自前五大客户收入占比比较 2017 年提升 7.21pts 至 1H2019 为 71.7%，其中来自第一大客户华为收入占比为 53.1%，比例近三年来企稳。

图 7：收入占比（截至 1H2019）



资料来源：公司官网、国元证券整理

图 8：来自前五大客户收入占比逐年提升



资料来源：公司官网、国元证券整理

2. 基石业务深耕 IT 服务，中长期稳健增长

2.1 与华为深度合作，长期稳健增长

公司是华为最大的 IT 服务外包供应商，目前占华为国内发包份额的 50%~60%左右。华为业务占公司总业务的比例过去几年也一直保持在 50%以上。公司与华为的合作关系随时间增长而愈发深入，我们认为未来公司在华为 IT 外包供应商中份额大概率

不会降低。

近几年由于受中美大环境影响，华为收入增速虽有所波动，但其研发费用率始终保持在14%左右水平，其中1H2019研发开支为565.97亿元，同比增长30%。

华为表示其2019年全年研发开支预算为1200亿元，较2018年同比增长18%，并且未来5年研发开支总额将不少于1000亿美元，这意味着华为研发开支将保持高位。为了应对中美大环境的不确定性，也为了更好地发展自身业务，华为公司已经全力启动鲲鹏生态体系建设。

公司成为首批华为云鲲鹏凌云伙伴，与华为联合打造鲲鹏生态全栈服务能力，通过生态运营、专业服务、培训认证以及POC支持服务全面支撑鲲鹏技术生态、产业生态、行业生态的建设和发展。

公司来自华为的收入占华为研发开支比例逐年增高，近三年上升2.2pcts至2018年为5.5%水平，我们认为未来这一比例受益于鲲鹏生态建设有望保持并有进一步上升空间。

综上，我们认为未来公司来华为的收入有望保持10%以上的稳健增长。

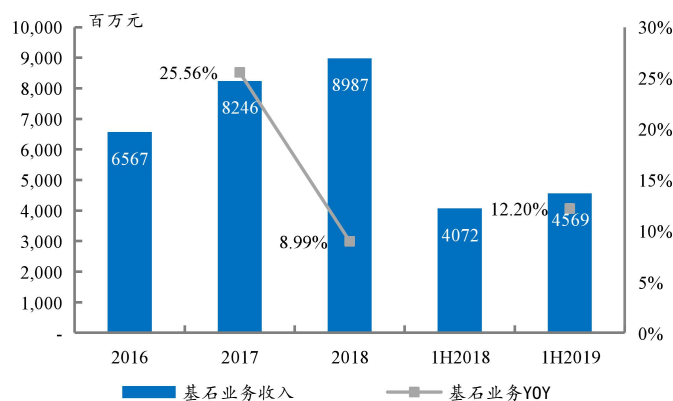
图9：公司携手华为共建鲲鹏产业生态

中软国际与华为联合打造鲲鹏生态全栈服务能力，通过生态运营、专业服务、培训认证以及POC支持服务全面支撑鲲鹏技术生态、产业生态、行业生态的建设和发展。



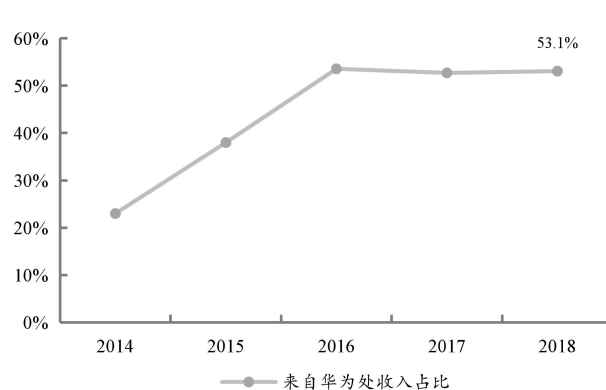
资料来源：公司官网、国元证券整理

图10：基石业务收入稳健增长



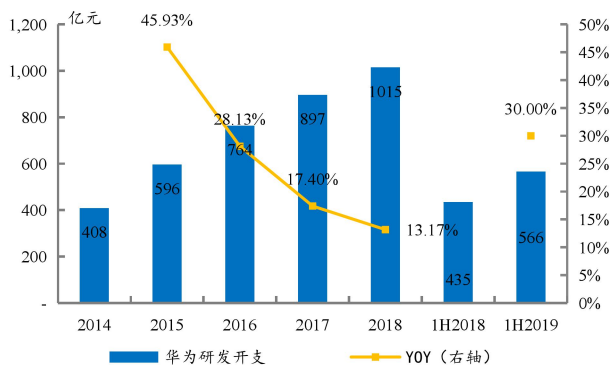
资料来源：公司官网、国元证券整理

图11：公司自华为处收入占比



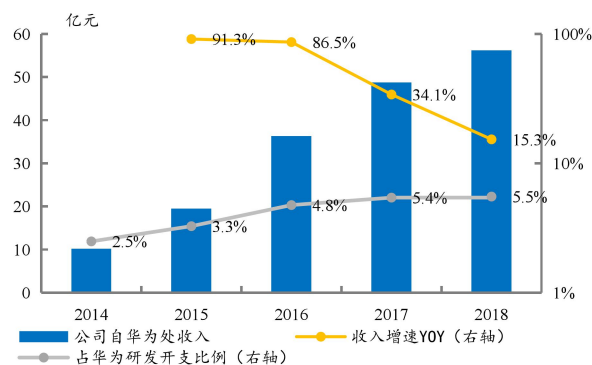
资料来源：公司官网、国元证券整理

图 12: 华为历年研发开支及增速



资料来源: 华为财报、国元证券整理

图 13: 公司自华为处收入占华为研发开支比例



资料来源: 公司官网、国元证券整理

2.2 其他亿美元级别大客户快速增长

公司近年开始大力拓展华为之外的大客户。目前以平安、BAT、AIA、渣打等为首的其他大客户需求旺盛，与公司的合作拓展迅速，成为基石业务重要的增长点。

公司凭借多年 IT 服务的技术沉淀叠加基石业务稳固策略，逐步拓展客户网络，已发展汇丰成为公司第二大客户，公司也成为汇丰第一大外包供应商。随着公司汇丰业务模式持续转型，独立交付项目不断增加，公司自汇丰处业务收入确定性高。

公司目前也是平安集团最大的外包供应商，占比为 12%，未来公司平安业务的增长动力包括：1) 平安实行供应商集中管理，公司作为头部供应商未来份额有望受益；2) 得益于数字化转型，平安自身业务增长动力充足；3) 公司与平安的合作在 AI、云升级、医保等领域的新机会点显现。

公司大力培育 BAT 等大客户，在客户研发投入增长以及外包比例增长的背景下，叠加公司外包份额持续提升，预计公司 BAT 业务也将获稳健增长。

综上，国内大客户外包服务日益向头部供应商倾斜，公司在大客户内部评价排名不断提升，有利于公司获得更多业务。我们预计公司其他大客户的业务有望保持约 30% 以上的增速。

图 14: 公司稳固基石业务策略



资料来源: 公司官网、国元证券整理

图 15: 公司助力平安数字化转型



资料来源: 公司官网、国元证券整理

图 16: 公司与 BAT 合作迅速拓展



资料来源: 公司官网、国元证券整理

图 17: 公司培育 1 亿美元级别的国际客户群



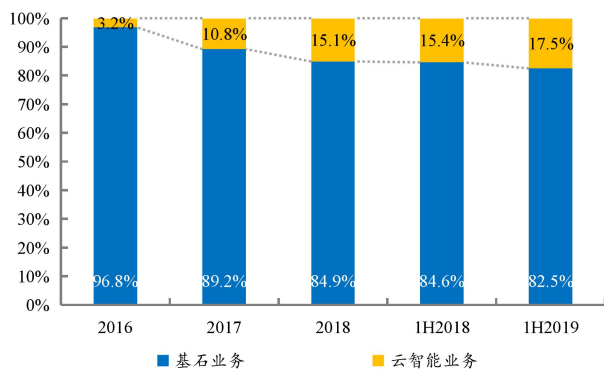
资料来源: 公司官网、国元证券整理

3.云智能业务推动转型，业绩持续高增长

3.1 云智能业务模式逐渐清晰

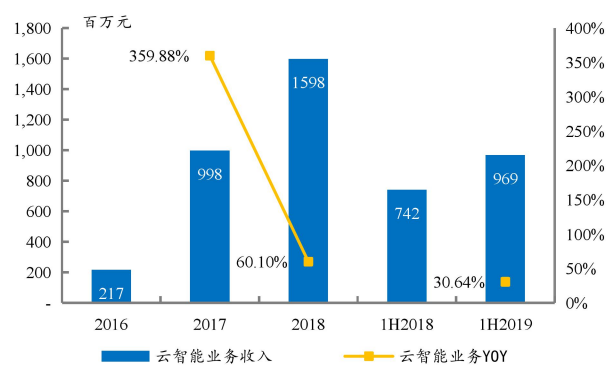
公司于1H2019正式成立云智能业务集团，同期该部分业务收入9.7亿元，同比增长30.64%，业务占比较2016年上升14.3pcts，转型初显成效。公司表示将持续在云产品和工具、云上解决方案、云原生专业服务等方面加大研发投入，沉淀IP，融合生态，加速构筑全栈式云智能服务能力，全面发力加速发展数字业务、IP和生态驱动非线性增长。

图 18: 云智能业务收入占比逐步提升



资料来源: 公司官网、国元证券整理

图 19: 云智能业务收入高速增长



资料来源: 公司官网、国元证券整理

3.2 “解放号”：打造 IT 服务生态体系

“解放号”平台是公司业务向云转型的重要载体。

“解放号”是公司打造的专注于软件定制领域的专业在线交易及开发管理的软件生态云平台，旨在成为中国智慧社会的推进器、数字经济的加速器。

目前整个生态系统由“云上软件园”、“人力外包专区”和“云集专区”组成。

图 20：解放号 IT 服务生态体系

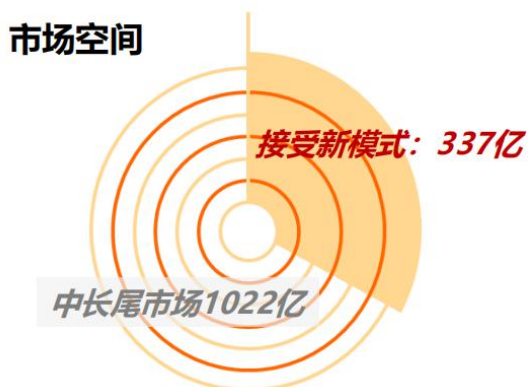


资料来源：公司官网、国元证券整理

其中，在人力外包专区公司推出了“Z计划”，着力于满足政企中长尾需求买方在传统模式下无法满足的四类需求（毛利率低于30%的需求、一年以下驻场需求、两周内的紧急需求、人数少于10人的需求），所涉及的整个市场规模可达千亿。

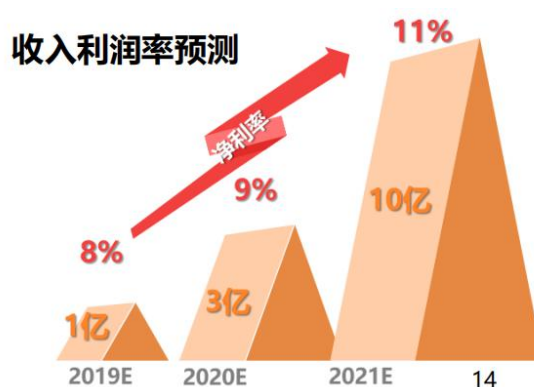
“Z计划”推出数月，已入驻供应商400余家，服务客户近百家，月收入近千万元。预计未来几年可保持高速增长。

图 21：“解放号”市场空间



资料来源：公司官网、国元证券整理

图 22：“解放号”收入利润率预测



资料来源：公司官网、国元证券整理

“云集”业务领域，截至1H2019平台已注册政府单位3000余家，服务项目数590余个，项目金额2.77亿。“云集”平台于广州白云和重庆渝北已启动运营，同时与武汉、成都、无锡、长沙等地方政府和“云上贵州”等均达成了新的战略合作意向。

表 2：“云集”服务模式

| 目标客户 | 服务内容 | 取费 |
|--------|-----------|--|
| 预算单位 | 采购、数字监理 | <ul style="list-style-type: none"> 限额以下，提供采购服务 1.2% 限额以上项目的数字监理费 3%~5% |
| 行业管理部门 | 软件项目管控 | 产品+联合运营 (SaaS 产品销售费+运营服务费 2%~5%) |
| IT 供应商 | 增值服务、金融服务 | <ul style="list-style-type: none"> 供应商会员费 政采贷，不做担保、互金，收费贷款总额 1%~2% |

资料来源：公司官网、国元证券整理

“云集”项目可帮助政府采购周期缩短 30%，预算节约 4.77%，未来有望在更多的政府机构进行推广。

表 3：解放号平台发展累计数据

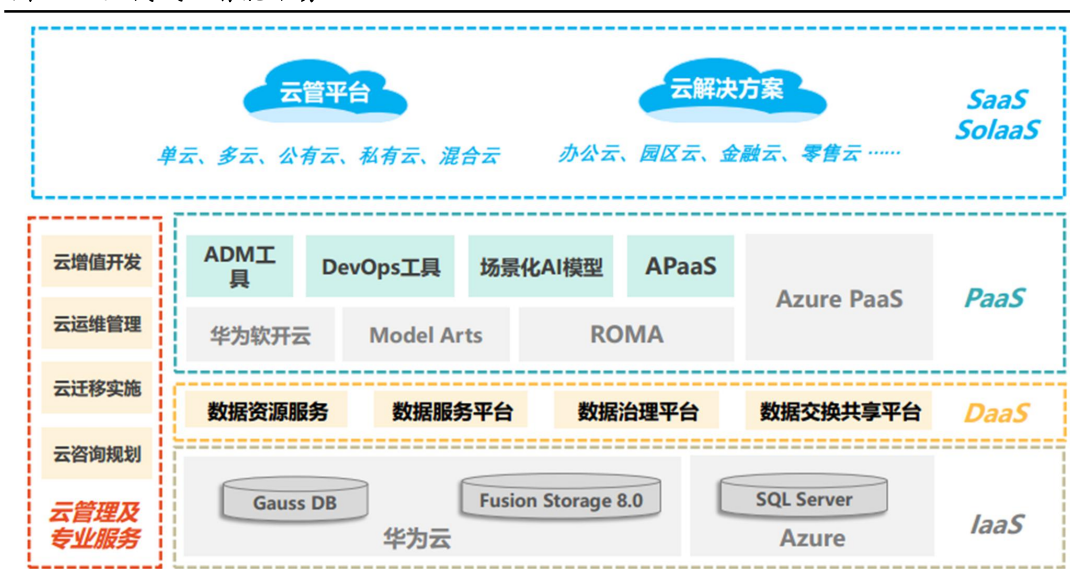
| | 2016 | 2017 | 2018 | 1H2019 |
|-----------|------|------|------|--------|
| 工程师数量（万名） | 13 | 30 | 42 | 43 |
| 入驻服务商（万家） | 0.3 | 1.0 | 2.0 | 2.5 |
| 发包企业数（万家） | 2 | 3 | 5.5 | 5.7 |
| 发包额（亿元） | 6 | 13 | 28 | 50 |

资料来源：公司官网、国元证券整理

3.3 全栈式云服务能力

公司目前已经具备全栈式云服务能力，可提供覆盖 IaaS、DaaS、PaaS 和 SaaS 层的服务和产品。

图 23：全栈式云智能服务

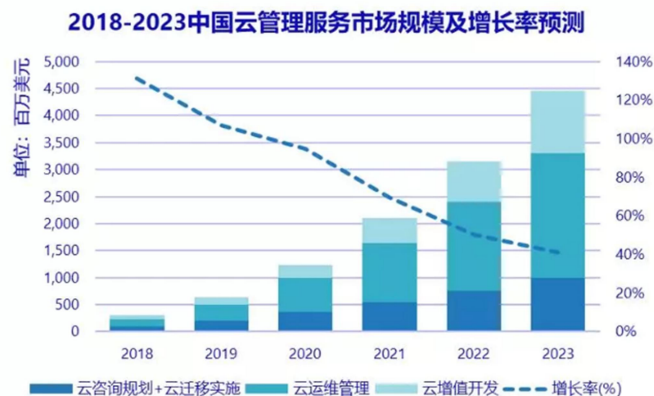


资料来源：公司官网、国元证券整理

据 IDC 数据，2018 年我国云管理服务市场规模为 3.1 亿美元，同比增长 131.4%。IDC 预测 2020 年市场规模将达到 12 亿美元，同比增长 95%，到 2023 年市场规模将跃升至 44.6 亿美元，2018-2023 年整体市场复合增长率将达到 70.8%。

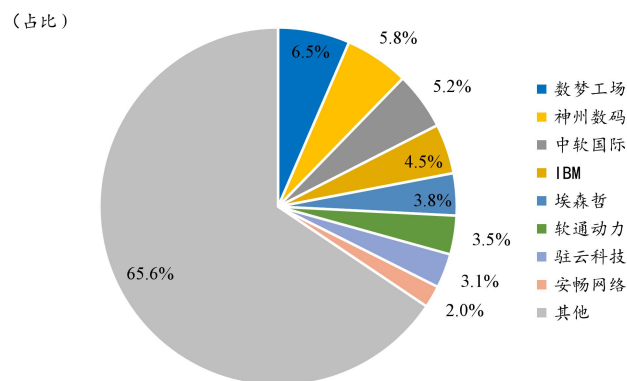
从市场份额来看，2018 年 CR8 占比 34.4%，其中公司排名第三，拥有 5.2% 的份额。一方面，我国云管理服务市场为增量市场，规模存在很大增长空间；另一方面，总体市场份额较分散，公司为行业龙头之一，有望从行业高增长和集中度提升两方面受益。

图 24: 我国云管理服务市场规模及增长预测



资料来源: IDC、国元证券整理

图 25: 公司在我国云管理服务市场排名第三 5.2%



资料来源: IDC、国元证券整理 (截至 2018 年)

3.3 云智能业务毛利率高，可提升公司整体盈利能力

根据测算，1H2019 公司整体毛利率为 28.3%，其中传统基石业务毛利率为 26%~30%，云智能业务的毛利率约为 35%~40%。随着公司云智能业务占比逐渐提升，公司整体毛利率有望受益，从而提升公司整体盈利水平。

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预测：

- 1) 公司基石业务有望保持 10% 以上的增速，毛利率比较稳定；
- 2) 公司的云智能业务有望保持 50% 以上的增速，形成重要的业务增长点；

我们预测 19/20/21 年公司实现营业收入分别为 116.0/138.0/165.0 亿元，同比增长 9.6%/19.0%/19.6%；净利润分别为 7.4/9.0/10.9 亿元，同比增长 3.3%/21.8%/21.0%。

表 4: 关键假设收入预测

| 单位: 百万元 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 9,244 | 10,585 | 11,600 | 13,800 | 16,500 |
| 基石业务 | 8,246 | 8,987 | 9,700 | 11,000 | 12,300 |
| 云智能业务 | 998 | 1,598 | 1,900 | 2,800 | 4,200 |
| 营业收入 YOY | | 14.51% | 9.59% | 18.97% | 19.57% |
| 基石业务 | 25.56% | 8.99% | 7.94% | 13.40% | 11.82% |
| 云智能业务 | 359.88% | 60.10% | 18.87% | 47.37% | 50.00% |
| 收入占比 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 基石业务 | 89.20% | 84.90% | 83.62% | 79.71% | 74.55% |
| 云智能业务 | 10.80% | 15.10% | 16.38% | 20.29% | 25.45% |
| 毛利 | 2,750 | 3,245 | 3,473 | 4,147 | 5,031 |
| 毛利率 | 29.75% | 30.65% | 29.94% | 30.05% | 30.49% |
| 净利润 | 561 | 716 | 740 | 902 | 1,091 |
| 净利润增速 | | 27.59% | 3.33% | 21.84% | 20.98% |

资料来源: 公司官网、国元证券预测

4.2 估值建议

我们认为公司是我国 IT 服务龙头企业，综合竞争实力强。公司基石业务稳健增长，云智能业务高速增长，总体成长空间广阔，增长确定性强，未来处于收入和利润率水平同时增长的相对高速发展阶段，理应享有 15~20 倍的较高估值。我们按 2020 年 16 倍估值计算，公司合理股价为 6.5 港元/股，离现价有 20% 涨幅空间。

风险提示

华为研发支出不及预期

华为生态发展不及预期

云智能行业竞争激烈

财务报表摘要

| 利润表 | | | | | | 主要财务比率 | | | | | |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 单位:百万元 | | | | | | | | | | |
| | FY2017A | FY2018A | FY2019E | FY2020E | FY2021E | | FY2017A | FY2018A | FY2019E | FY2020E | FY2021E |
| 营业收入 | 9,244 | 10,585 | 11,600 | 13,800 | 16,500 | 盈利能力(%) | | | | | |
| 营业成本 | -6,493 | -7,340 | -8,127 | -9,653 | -11,469 | 毛利率 | 29.8% | 30.7% | 29.9% | 30.1% | 30.5% |
| 毛利 | 2,750 | 3,245 | 3,473 | 4,147 | 5,031 | 净利率 | 6.1% | 6.8% | 6.4% | 6.5% | 6.6% |
| 销售费用 | -370 | -496 | -534 | -632 | -767 | ROE | 10.7% | 11.9% | 10.3% | 11.3% | 11.5% |
| 管理费用 | -1,086 | -1,091 | -1,186 | -1,410 | -1,686 | 偿债能力(%) | | | | | |
| 研发费用 | -567 | -739 | -810 | -964 | -1,205 | 流动比率 | 2.53 | 2.21 | 2.70 | 2.72 | 2.85 |
| 财务费用 | -99 | -55 | -39 | -47 | -55 | 速动比率 | 0.71 | 0.73 | 0.92 | 1.00 | 1.10 |
| 其他收入 | 100 | 64 | 82 | 82 | 82 | 资产负债率 | 40.2% | 42.5% | 37.0% | 35.7% | 34.3% |
| 减值亏损, 扣除拨回 | -25.86 | -35.20 | -35.90 | -36.62 | -37.35 | 营运能力(次) | | | | | |
| 其他收益或亏损 | -4 | -6 | -5 | -5 | -5 | 资产周转率 | 1.06 | 1.01 | 1.01 | 1.11 | 1.15 |
| 除税前溢利 | 633 | 760 | 786 | 957 | 1,158 | 现金流量表 | | | | | |
| 所得税 | -71 | -44 | -46 | -56 | -67 | | | | | | |
| 净利润(含少数股东权益) | 561 | 716 | 740 | 902 | 1,091 | | | | | | |
| EPS (元) | 0.24 | 0.29 | 0.28 | 0.37 | 0.44 | | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | | | | | | |
| | 单位:百万元 | | | | | | | | | | |
| | FY2017A | FY2018A | FY2019E | FY2020E | FY2021E | | FY2017A | FY2018A | FY2019E | FY2020E | FY2021E |
| 流动资产合计 | 6,449 | 8,225 | 9,125 | 9,932 | 11,712 | 除税前(亏损)/溢利 | 633 | 760 | 786 | 957 | 1,158 |
| 存货 | 26 | 64 | 52 | 72 | 79 | 物业, 厂房及设备折旧 | 95 | 122 | 135 | 148 | 163 |
| 应收账款及其他应收款项 | 1,960 | 2,585 | 2,647 | 3,259 | 3,831 | 无形资产及租赁预付款项摊销 | 83 | 69 | 76 | 73 | 74 |
| 预付租金 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 财务费用 | 103 | 118 | 129 | 154 | 185 |
| 应收票据 | 12 | 22 | 20 | 26 | 30 | 营运资本变动前之现金流量 | 1,068 | 1,137 | 1,126 | 1,332 | 1,580 |
| 应收关联方款项 | 84 | 68 | 76 | 72 | 74 | (增加)/减少存货 | -5 | -38 | 12 | -21 | -7 |
| 货币资金 | 792 | 768 | 1,128 | 878 | 1,287 | (增加)/减少应收账款及其他应 | 103 | -690 | -61 | -613 | -571 |
| 非流动资产合计 | 2,303 | 2,264 | 2,322 | 2,517 | 2,676 | 经营活动产生的现金流量净 | 332 | 161 | 1,067 | 698 | 995 |
| 固定资产-物业, 厂房及设备 | 853 | 838 | 963 | 1,108 | 1,274 | 投资活动产生的现金流量净 | -234 | -167 | -126 | -144 | -166 |
| 无形资产 | 179 | 148 | 156 | 163 | 172 | 筹资活动产生的现金流量净 | 432 | 853 | -530 | -38 | 46 |
| 商誉 | 997 | 1,006 | 1,002 | 1,004 | 1,003 | 现金及现金等价物净增加额 | 530 | 847 | 411 | 515 | 875 |
| 于联营公司之权益 | 0 | 144 | 72 | 108 | 90 | 期初现金及现金等价物余额 | 1,299 | 1,785 | 2,646 | 3,057 | 3,572 |
| 其他应收款 | 30 | 30 | 31 | 33 | 35 | 期末现金及现金等价物余额 | 1,785 | 2,646 | 3,057 | 3,572 | 4,448 |
| 按公允价值计入其他全面收益之金融资产 | - | 52 | 52 | 52 | 52 | 每股资料(元) | | | | | |
| 预付租金 | 38 | 37 | 39 | 41 | 43 | 每股收益 | 0.24 | 0.29 | 0.28 | 0.37 | 0.44 |
| 总资产 | 8,752 | 10,488 | 11,447 | 12,449 | 14,387 | 每股经营现金 | 0.14 | 0.07 | 0.41 | 0.27 | 0.38 |
| 流动负债合计 | 2,552 | 3,726 | 3,383 | 3,658 | 4,116 | 每股净资产 | 2.18 | 2.45 | 2.75 | 3.05 | 3.60 |
| 应付账款及其它应付款项 | 1,584 | 1,497 | 1,820 | 2,065 | 2,511 | 估值比率(倍) | | | | | |
| 应付票据 | 20 | 45 | 33 | 39 | 36 | PE | 20.94 | 17.01 | 17.52 | 13.51 | 11.17 |
| 应交税费 | 158 | 125 | 141 | 133 | 137 | PB | 2.26 | 2.02 | 1.80 | 1.62 | 1.37 |
| 短期借款 | 686 | 1,676 | 1,145 | 1,107 | 1,153 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 970 | 731 | 850 | 791 | 820 | | | | | | |
| 递延税项负债 | 16 | 11 | 13 | 12 | 13 | | | | | | |
| 应付可转换票据 | 954 | 720 | 837 | 778 | 808 | | | | | | |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | | | | | | |
| 总负债 | 3,522 | 4,457 | 4,233 | 4,449 | 4,937 | | | | | | |
| 股本 | 110 | 113 | 115 | 118 | 120 | | | | | | |
| 储备 | 2,246 | 2,948 | 3,650 | 4,505 | 5,539 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 64 | 65 | 377 | 215 | 533 | | | | | | |
| 股东权益合计(含少数股东权益) | 5,230 | 6,032 | 7,214 | 8,001 | 9,451 | | | | | | |
| 负债及权益合计 | 8,752 | 10,488 | 11,447 | 12,449 | 14,387 | | | | | | |

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”）制作，国元证券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，国元证券及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指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及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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>