

中国软件国际 (00354.HK) 投资价值分析报告

大客户驱动云化服务转型，规模成长助力业绩成长

2018年7月18日

投资要点

- ❖ **IT服务龙头企业，连续14年实现收入规模成长。**中软国际是一家专注于提供综合性软件与信息服务的IT服务公司，为全球36个国家的客户提供信息技术服务，在金融、电信、政府、互联网等多个领域拥有丰富的成功案例和客户基础，其中中华为近60%的信息外包服务由公司执行。2017年营收达92.44亿元，同比增长36.3%；归母净利润达5.66亿元，同比增长27.9%。
- ❖ **云计算市场进一步扩大，中大型企业数字化转型提速，成长空间明确。**云计算市场高速增长趋势确定，2017年国内市场规模达640亿元，同比增速达28%。在产业政策与云商巨头的支持下，国内云化市场整体中期有望保持30-40%的增速区间。而随着云化服务向B端加速渗透，国内中大型企业的数字化转型进程将全面提速，参考IDC的预测，到2020年，中国1000强企业数字化转型市场CAGR达17%，公司作为国内规模最大的综合信息技术服务企业，业务长期成长空间明确。
- ❖ **信息化服务竞争格局利好大型企业，关注长期公司研发护城河。**2017年，国内软件服务收入超60亿规模的第三方企业共有7家，行业平均研发费用占收入比介于7%-15%左右。我们判断，中期看行业领先公司将保持研发投入比例费用在10%-15%水平。因此，规模化经营是大型企业的存量竞争壁垒，而从公司2015-2017年的研发费用增速看，公司在过去两年的投入年化增速达150%，公司整体研发水平在快速接近行业领先水平。
- ❖ **伴随大客户持续成长，服务全面云化升级。**2017年，前五大客户的服务性收入占到总服务性收入的67.7%。2018年，公司与腾讯、汇丰、百度、华为等大客户的合作进一步深化，业务态势向多元化、丰富化发展。我们判断，公司将与核心客户复制与华为的战略合作模式，未来将助力核心客户的云化解决方案开发与推广。考虑到其核心客户的云化服务普遍集中在金融、工业、政务等信息化开支高占比行业，公司的服务性收入有望中期保持20%以上增速，且产品化程度持续提升，盈利能力逐步提升。
- ❖ **打造IT开发自主生态，解放号全面进入2.0时代。**2017年，公司的IT开发社区——“解放号”全面升级至2.0阶段，通过整合需求和匹配超过30万名工程师，2017年实现发包额超过13亿元，成交额突破3亿元。而从商业模式看，公司实现撮合平台向服务社区转型，收入模式由传统5%的分佣模式，升级为会员制，对于入驻平台的企业服务商收取年费，交易中不收取服务费；而对于个人接包方，平台收取交易额的10%作为接包方使用平台的接包服务费。中期看，社区生态的收入确定性持续提升，且多方共同获利。
- ❖ **风险因素。**公司在云服务市场面临巨头竞争较为激烈。新业务依然处于起步阶段，解放号商业模式升级，未来空间有待观察。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**公司2018年将迈入百亿收入大关，在收入结构端看，伴随前5大核心客户的IT服务方式向云化升级，公司的信息技术服务商业模式有望逐步开启云化收入模式，盈利增速有望逐步跑赢收入增速。我们给予公司2018-2020年的盈利预测7.36/9.59/11.39亿元，对应EPS预测为0.30/0.39/0.47元，对应PE18/13/11X。对于公司估值，考虑到公司产品化服务转型方向确定，中期盈利增速有望保持在20%-30%区间，给予公司25X目标估值，对应目标价8.82港元，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,783	9,244	11,596	13,749	15,708
增长率 YoY %	32.3	36.3	25.4	18.6	14.2
净利润(百万元)	442	566	736	959	1,139
增长率 YoY%	57.9	27.9	30.1	30.4	18.8
每股收益(元)	0.18	0.23	0.30	0.39	0.47
毛利率%	29.7	29.8	29.8	29.8	29.8
净资产收益率%	10.3	11.4	12.9	14.7	15.2
每股经营性现金流(元)	1.20	1.37	-0.89	0.89	1.02
P/E	29	23	18	13	11
P/B	3.5	2.9	2.6	2.2	1.9

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为2018年7月17日收盘价



买入 (首次)

当前价：6.22 港元

目标价：8.82 港元

中信证券研究部

张若海

电话：021-20262114

邮件：zhangruohai@citics.com

执业证书编号：S1010516090001

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	28181.680 点
总股本/港股流通股本	2,429.77/2,429.77 百万股
近12月最高/最低价	7.4 港元/4.07 港元
近1月绝对涨幅	-5.6%
近6月绝对涨幅	15.42%
今年以来绝对涨幅	23.64%
12个月日均成交额	96.57 百万港元

目录

公司概况：IT 服务龙头企业，经营规模持续增长	1
行业预判：软件与信息服务业持续专业化提升，云计算市场进一步扩大	3
软件信息服务行业持续增长	3
行业数字化转型势不可挡，集中度提升，需求专业化提速	3
云计算市场进一步扩大，企业 SaaS 服务需求提升确定	6
行业竞争格局：规模经营支撑研发护城河，携手云商巨头加速服务云化转型	8
规模经营支撑研发护城河建立	8
云商巨头战略合作信息软件服务龙头，共筑发展生态	9
公司发展预判：伴随大客户成长，助力小微共享平台成果	11
深化大客户合作，业务态势多元化	11
华为合作升级，加快云业务布局	12
解放号全面进入 2.0 时代，整合优质 IT 资源	15
风险因素	17
盈利预测及估值评级	17
关键假设	17
盈利预测	18
估值及评级	18

插图目录

图 1: 各行业主要客户	1
图 2: 中软国际 2014-2017 营收状况	2
图 3: 中软国际 2014-2017 归母净利润状况	2
图 4: 中软国际业务收入结构	2
图 5: 中软国际业务分部收入	2
图 6: 我国软件产业收入及增长情况	3
图 7: 2016 年我国软件产业收入结构情况	3
图 8: 国家政策助推数字化转型	4
图 9: 中国及全球数字化转型相关支出	4
图 10: 细分行业 2018 年云商合作案例+龙头企业发展整理	5
图 11: 细分行业市场集中度与行业信息化发展驱动因素	5
图 12: 中国公有云细分市场规.....	6
图 13: 2013-2020 年中国 SaaS 行业市场规模及预测	6
图 14: 主要企业在云计算领域资本投入	7
图 15: 全球公有云/企业 IT 支出占比预测	7
图 16: 阿里云客单价	7
图 17: 阿里云付费用户规模	7
图 18: 2017 年工信部软件百强企业第三方软件公司收入统计	8
图 19: 第三方软件公司研发/收入比与研发开支增速统计	8
图 20: 2017 年第三方软件服务商毛利&人均营业收入统计	9
图 21: 国内公有云市场规模	9
图 22: 国内 IaaS 市场份额结构（2017H1）	9
图 23: 全球、国内企业 IT 支出/GDP 占比	10
图 24: 全球公有云/企业 IT 支出渗透率数据	10
图 25: 2017-2018 年国内领先云商在全行业合作不完全统计	10
图 26: 公司前五大客户收入及占比情况（2017 年）	11
图 27: 百度 AI 平台功能概览	11
图 28: 公司来自华为的业务收入及占比	12
图 29: 华为业务收入分类示意图	13
图 30: 华为业务转型方向与资本投入	13
图 31: 华为分行业与产品类型云化服务产品摘要	14
图 32: 华为行业解决方案云化与智能化应用案例	14
图 33: 2018-2020 年中国重要行业云化 IT 资本开支预测	15
图 34: 解放号服务概览	15
图 35: 解放号收费模式	16
图 36: 各省云上软件园开通情况	17

表格目录

表 1：中软国际业务概览	1
表 2：2017 年公司参与研发的项目进展	12
表 3：与华为公司合作历程	12
表 4：解放号平台服务商年费资费标准	16
表 5：公司未来三年收入预测	18

公司概况：IT 服务龙头企业，经营规模持续增长

中软国际于 2000 年由中软总公司及其全资附属子公司共同成立，是一家专注于提供综合性软件与信息服务的 IT 服务公司，主要业务包括咨询服务、技术服务、外包服务和培训服务。公司为全球 36 个国家的客户以及华为、腾讯、汇丰、平安、GE 等一批五百强企业提供信息技术服务，在中国大陆、香港、美国、欧洲、日本等地区的 48 个城市都拥有子公司。主要客户集中于金融、电信、政府、互联网与高科技等行业，遍布中国、美国、欧洲、亚太等地区。

图 1：各行业主要客户



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

2015 年，公司整合原有业务，形成双模式业务结构——技术及专业服务和互联网 IT 服务两大类。技术及专业服务主要面向大客户和大行业，而互联网 IT 服务以解放号平台为主要载体，面向长尾市场。双轮驱动架构针对不同种类客户满足其不同需求，服务模式覆盖线上线下，在公司原有业务优势基础上突出重点，获得更广阔的发展空间。2017 年，公司云计算、解放号等新业务收入超过 10 亿人民币。

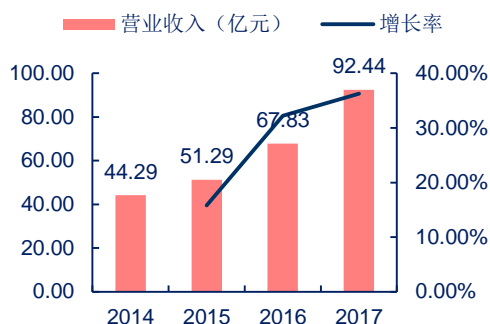
表 1：中软国际业务概览

业务	面向对象	服务模式	内容
技术及专业服务	大项目、大客户	线下	软件平台服务 战略和业务咨询及信息化咨询 行业及通用应用软件和解决方案研发 系统集成与服务 产品工程 Project Engineering 应用开发及管理服务 企业应用服务 业务流程外包、工程流程外包和知识流程外包 移动互联网产品及服务 大数据产品及服务
互联网 IT 服务	中小企业、长尾客户	线上	JointForce 平台 云迁移和运维服务 云咨询和 SaaS 定制化服务 云中间件（PaaS）产品和服务 培训业务

资料来源：公司公告，中信证券研究部

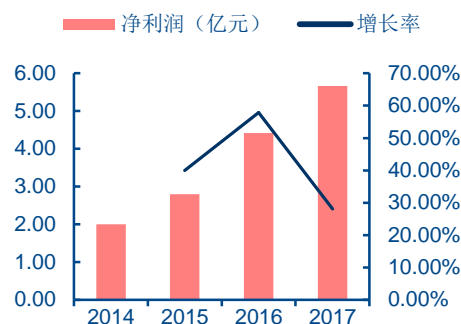
作为中国软件服务行业的领先企业，至 2017 年，中软国际业务收入已实现上市以来连续 14 年增长，公司规模达 100 亿人民币。2014-2017 年营业收入年平均增长率 27.79%，归母净利润年平均增长率 41.40%。

图 2：中软国际 2014-2017 营收状况



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

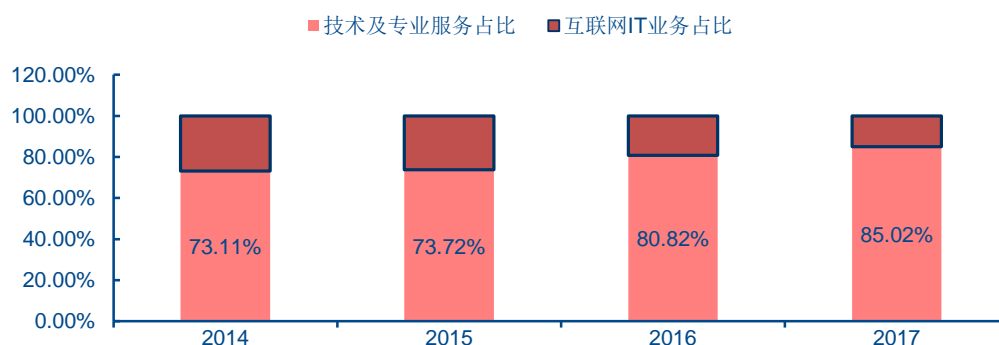
图 3：中软国际 2014-2017 归母净利润状况



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

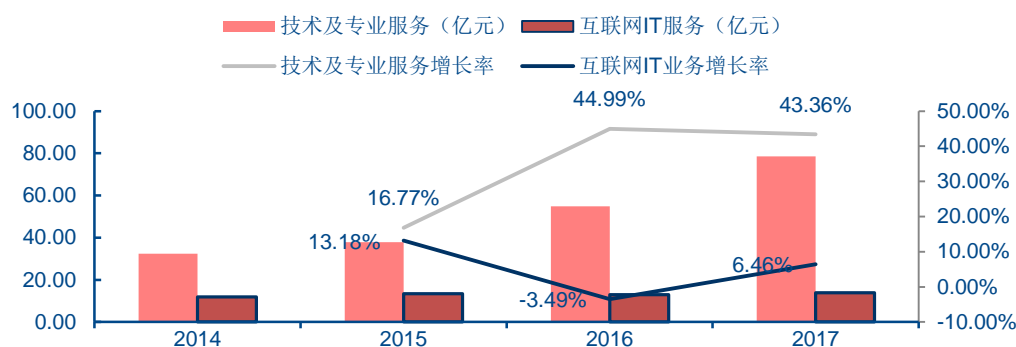
从业务结构来看，技术及专业服务收入是公司营业收入的主要来源，2017 年实现收入 78.59 亿人民币。从 2014 年该业务收入占比不断增大，从 2014 年的 73.11% 上升到 2017 年的 85.02%。得益于华为、腾讯、汇丰、平安等核心客户业务收入的大幅增长，技术及专业服务 2017 年收入同比增长 40.7%。

图 4：中软国际业务收入结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 5：中软国际业务分部收入



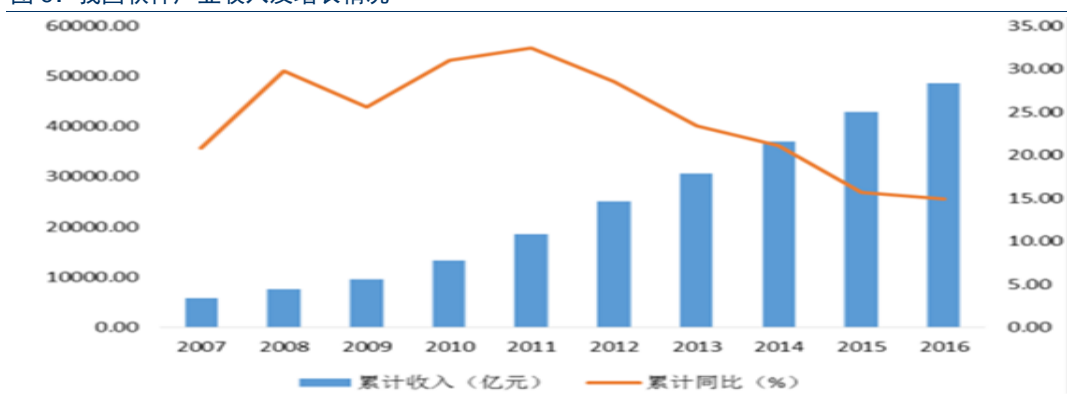
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

行业预判：软件与信息服务业持续专业化提升，云计算市场进一步扩大

软件信息服务行业持续增长

2006 年至 2010 年，我国软件和信息服务业年均复合增长率达 28.3%，产业发展迅速，规模不断扩大。进入“十二五”期间，得益于产业扶持和优惠政策的推动，我国软件和信息服务业保持总体保持平稳较快发展，2009 年至 2016 年，我国软件和信息技术服务行业业务收入的复合增长率达到 25.36%，显著高于同期我国 GDP 的增速。2016 年，我国软件和信息技术服务行业共实现业务收入 4.85 万亿元，同比增长 14.90%。

图 6：我国软件产业收入及增长情况

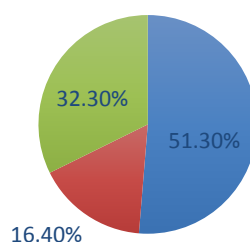


资料来源：智研咨询

从结构上看，2016 年信息技术服务收入为 25,114 亿元，占软件和信息服务业收入总额的 51.30%，同比增长 16%。在软件及信息技术行业收入结构中占据了一半以上的份额。

图 7：2016 年我国软件产业收入结构情况

■ 信息技术服务 ■ 嵌入式系统软件 ■ 软件产品

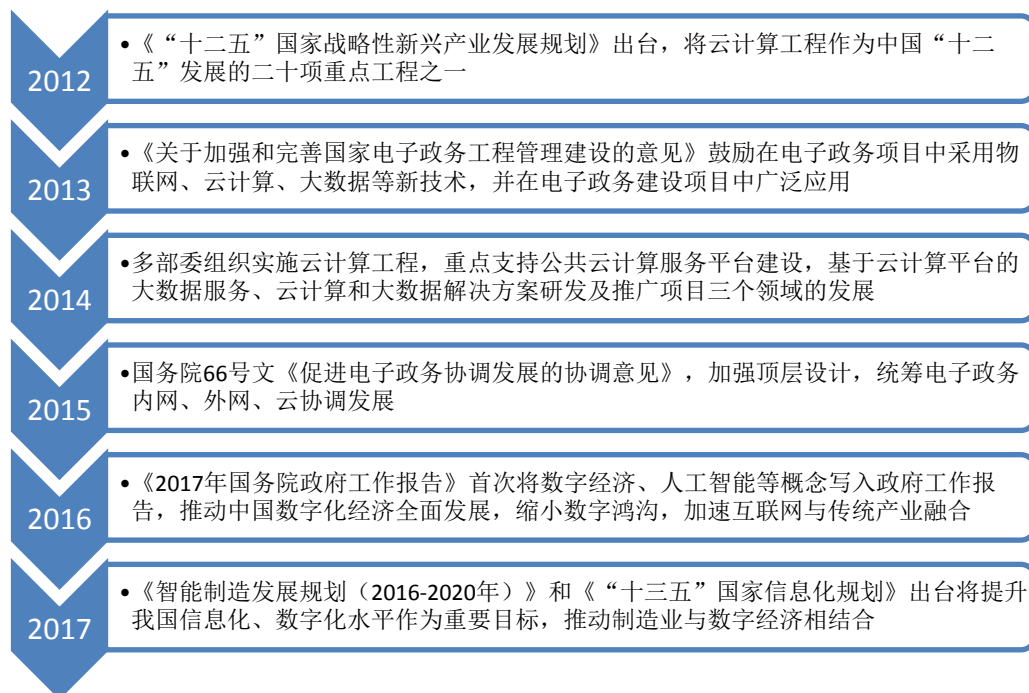


资料来源：智研咨询，中信证券研究部整理

行业数字化转型势不可挡，集中度提升，需求专业化提速

近年来，包括“十三五”规划、互联网+、《中国制造 2025》等一系列政策文件的发布彰显了国家层面对于数字化转型的重视。传统行业信息化趋势成为主流。

图 8：国家政策助推数字化转型



资料来源：政府官网，中信证券研究部整理

根据 IDC 的调查结果，到 2018 年，全球 1000 强企业中的 67%、中国 1000 强企业中的 50% 都将把数字化转型作为企业的战略核心。2016 年数字化转型支持的总体行业增加值占到中国 GDP 的 13%，达到 1.5 万亿美元。IDC 预计到 2020 年，这一数字将达到 2.8 万亿美元，占中国 GDP 总量的近 20%。预计 2021 年全球数字经济占整体 GDP 50%，中国占到 55%。

IDC 预计 2019 年中国数字化转型相关 ICT 支出将达到 3100 亿美元，企业对于信息化数字化的需求未来会进一步释放。

图 9：中国及全球数字化转型相关支出



资料来源：IDC

随着 IT 信息行业的持续发展，2018 年，在 IaaS 层巨头的推动下，工业信息化、医疗信息化、金融信息化等行业的市场集中度有望持续提升。从标准合作方式看，遵循 IaaS 层

云商巨头+行业龙头企业打造生态，IaaS层降低接入成本，而龙头企业加速SaaS层产品服务推广。

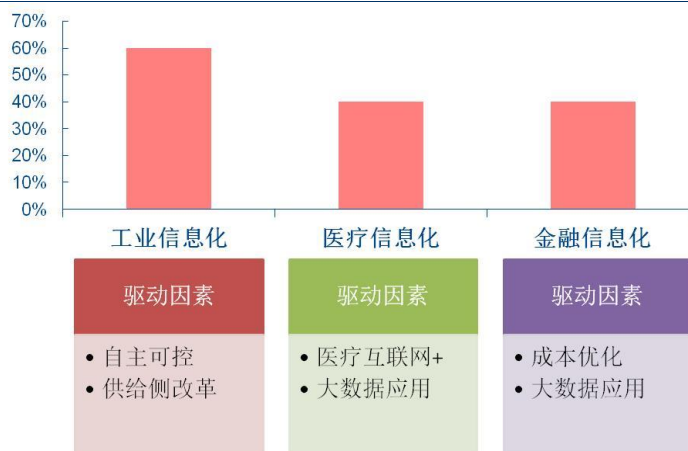
图 10：细分行业 2018 年云商合作案例+龙头企业发展整理



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

具体看以上重点行业的市场集中度和大企业发展驱动因素，工业信息化的市场集中度较高，CR5 接近 60%，且政策+需求侧的产能升级有望进一步助推国内龙头公司获益。而对于医疗和金融信息化行业，考虑到 IT 需求侧的大数据应用和内部管理驱动，头部公司有望在增量市场中获得更加确定的成长。

图 11：细分行业市场集中度与行业信息化发展驱动因素



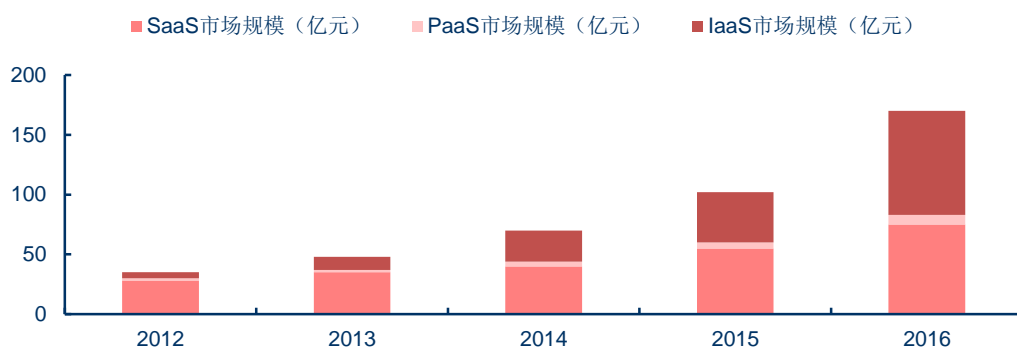
资料来源：中国产业信息网，中信证券研究部

而随着细分行业市场集中度的持续提升，我们判断细分行业的专业化服务将是确定的发展模式。以工业为例，专业化平台发展是产业发展方向，且专业化 IT 服务的发展会进一步提升供给侧的 IT 企业的进入门槛。

云计算市场进一步扩大，企业 SaaS 服务需求提升确定

2016 年，我国公有云市场整体规模达到 170.1 亿元，比 2015 年增长 66.0%。预计 2017-2020 年中国公有云市场仍将保持高速增长态势，到 2020 年市场规模将达到 603.6 亿元，复合增长率为 37.29%。从公有云内部细分市场结构看，SaaS 市场稳定增长，2016 年市场规模达到 75.1 亿元，相比 2015 年增长 35.8%。

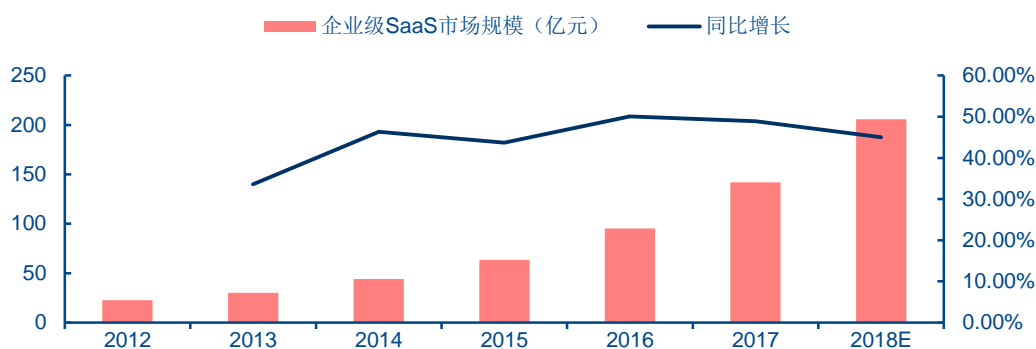
图 12：中国公有云细分市场规模



资料来源：智研咨询，中信证券研究部整理

根据艾瑞咨询的数据，2017 年 SaaS 行业市场规模已达 142 亿元，增速 32.3%，预计未来将保持 30%到 40%的年增长率。在数字化转型浪潮下，SaaS 具有快速部署、按需付费等优势，能够帮助企业节约成本，提高效率，实现上下游的整合。作为企业数字化转型的主要助推器，SaaS 市场需求提升可期。

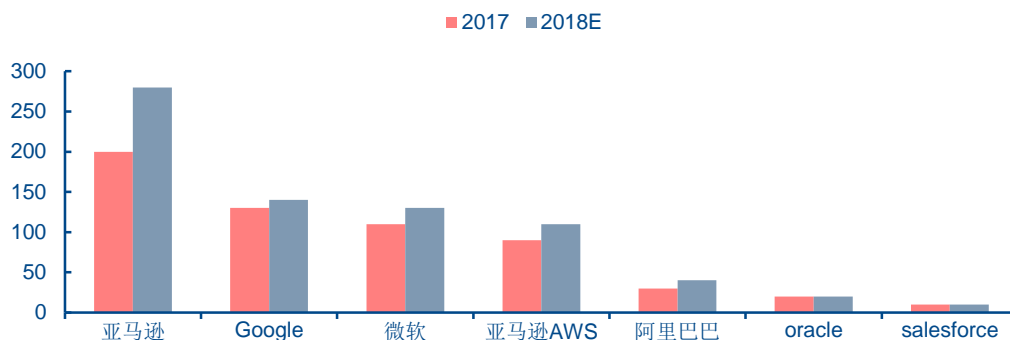
图 13：2013-2020 年中国 SaaS 行业市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部整理

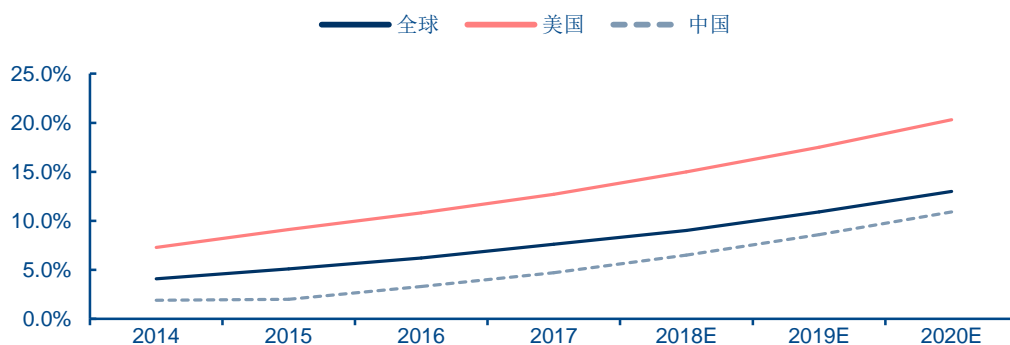
国内市场：从代表性厂商阿里云的客单价和付费客户规模等指标来看，目前国内公有云市场主力客户仍主要以中小企业为主，按照当前国内云计算产业发展速度，国内大型企业向云端的迁移预计将在 4~5 年后启动。未来数年，信通院预计国内公有云市场依然能持续维持 30%以上的收入增速。我们认为，未来 5~10 年依然是国内云计算市场保持高速增长的黄金时期，产业高景气度持续时间将显著长于欧美发达市场。同时我们预计到 2020 年，国内公有云市场渗透率将接近 11%，对应规模将超过 110 亿美元，较目前增长近 2 倍。

图 14：主要企业在云计算领域资本投入（亿美元）



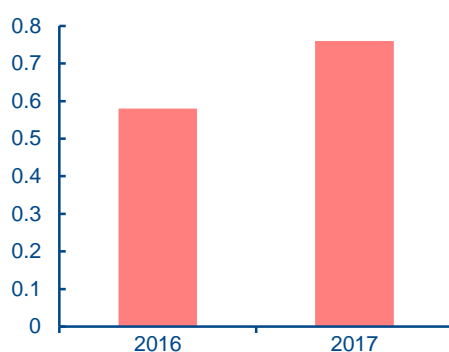
资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

图 15：全球公有云/企业 IT 支出占比预测



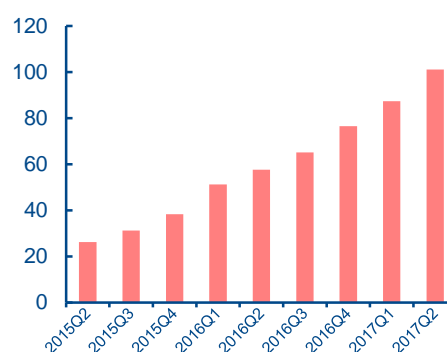
资料来源：IDC，中信证券研究部预测、整理

图 16：阿里云客单价（万元）



资料来源：wind，中信证券研究部整理

图 17：阿里云付费用户规模（万）



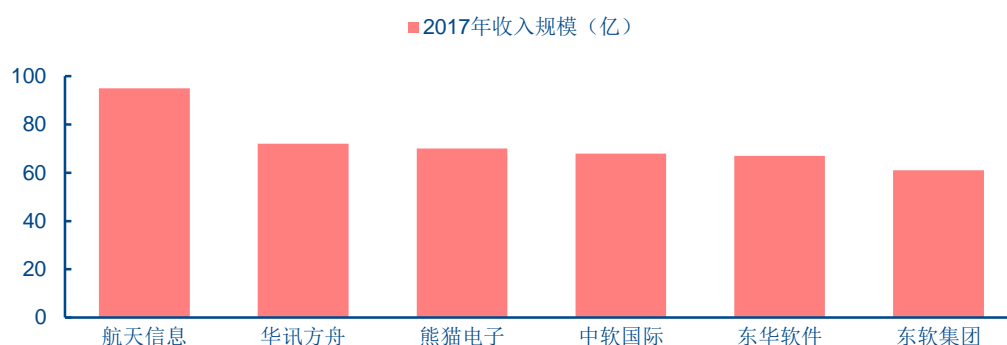
资料来源：wind，中信证券研究部

行业竞争格局：规模经营支撑研发护城河，携手云商巨头加速服务云化转型

规模经营支撑研发护城河建立

根据工信部 2017 年的软件百强排名来看，年化软件服务收入超过 60 亿元的有 22 家公司，其中剔除掉硬件等特大集团性公司，纯产业链中间环节的软件服务商共有 7 家左右。而从收入规模排名看，目前这部分独立第三方的公司收入规模基本集中在 70-60 亿左右。

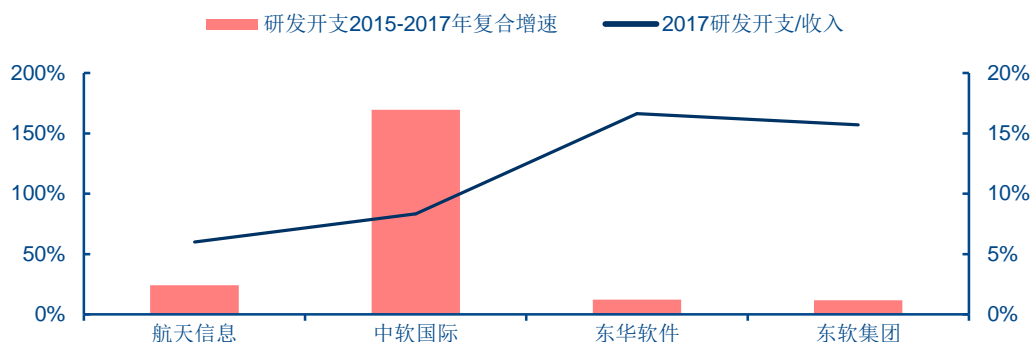
图 18：2017 年工信部软件百强企业第三方软件公司收入统计



资料来源：工信部，中信证券研究部整理

而结合部分上市公司的公开财务数据看，软件服务行业的高收入规模有望支撑研发开支提升。参考航天信息、中软国际、东华软件与东软集团 2017 年的年报来看，其研发费用占工信部统计其软件收入口径的百分比介于 7%-17%之间，我们判断，研发费用未来占收入开支有望保持在 10%-15%水平。而从 2015-2017 年的研发费用增速看，中软国际在过去两年的投入增速巨大，年化均保持 150%的研发投入增长，而同期可比公司的研发增速基本和收入增速保持稳定。

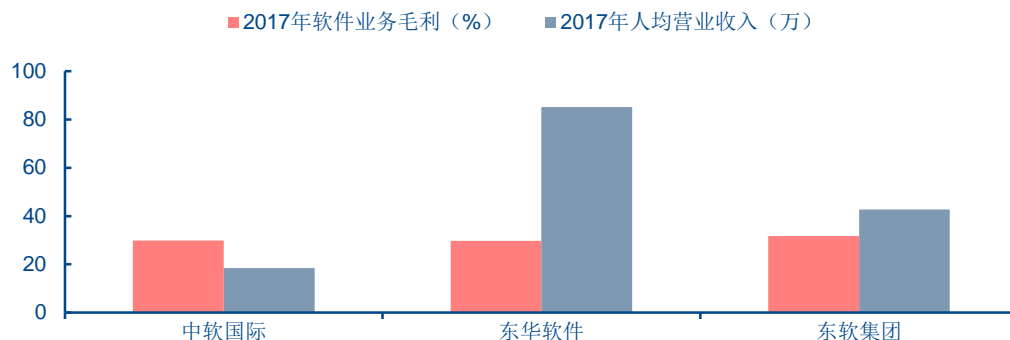
图 19：第三方软件公司研发/收入比与研发开支增速统计



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

对于软件服务行业，考虑到 2B 端的应用的持续迭代和更新维护需求，规模性经营的软件服务公司具备更大的研发投入空间，支持公司的长线业务发展，扩大技术与服务能力护城河。而进一步比较可比公司的产品毛利水平和人均产出可以看到，基本上毛利水平综合软件服务公司均保持在 30%左右，而东华软件的人均收入达 80 万元，东软集团能实现近 43 万元，而同期中软国际的数据较低，2017 年人均产出是 18.38 万元。

图 20：2017 年第三方软件服务商毛利&人均营业收入统计

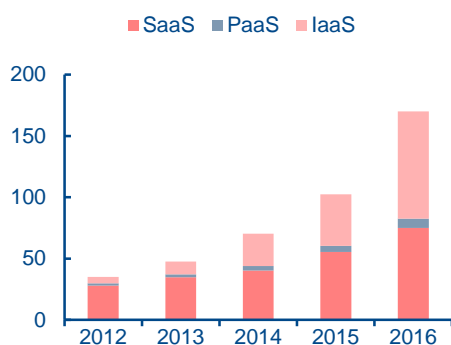


资料来源：Wind，中信证券研究部整理

云商巨头战略合作信息服务龙头，共筑发展生态

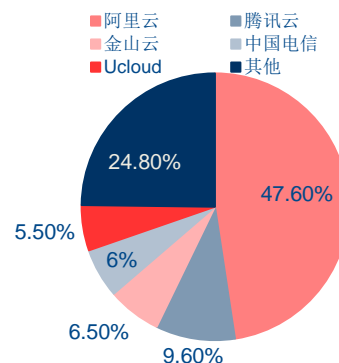
国内市场：公有云规模接近 250 亿元，发展显著滞后于欧美市场。根据信通院统计数据，估计 2017 年国内公有云市场规模接近 250 亿元，同比增长 45%，从市场绝对体量来看，国内公有云市场仍处于早期阶段，整体发展速度显著滞后于欧美前沿市场。市场份额结构方面，目前在国内 IaaS 市场，阿里云一家独大，份额占比接近 50%，而 SaaS 市场的发展则更为滞后，市场格局亦较为分散。

图 21：国内公有云市场规模（亿元）



资料来源：信通院，中信证券研究部整理

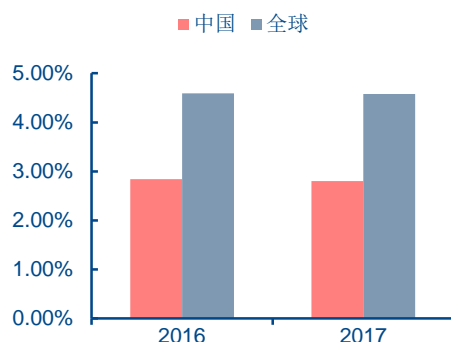
图 22：国内 IaaS 市场份额结构（2017H1）



资料来源：IDC，中信证券研究部

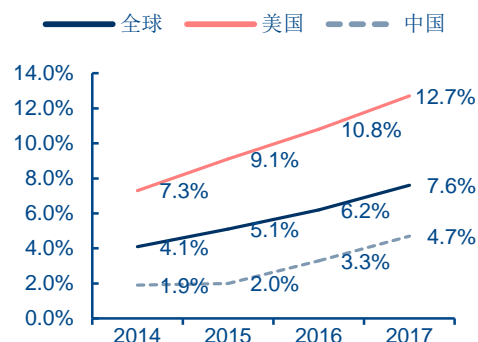
市场发展阶段：全球公有云市场渗透率仍处于较低水平。如果以各地区公有云支出/企业 IT 支出占比来定义市场公有云透率水平，2017 年美国市场、全球市场、国内市场公有云渗透率分别为 12.7%、7.6%、4.7%，数据端的表现反映出：发展最前沿的美国市场公有云渗透率仍处于较低水平；国内市场显著落后于美国市场，在发展阶段上约滞后 4~5 年左右。

图 23：全球、国内企业 IT 支出/GDP 占比



资料来源：IDC，中信证券研究部整理

图 24：全球公有云/企业 IT 支出渗透率数据

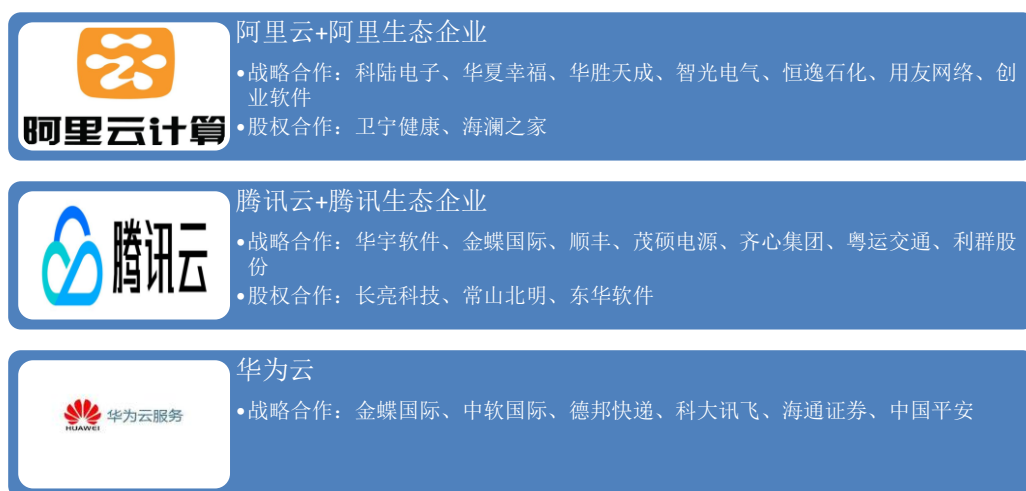


资料来源：IDC，中信证券研究部测算整理

2017 年-2018 年，在公有云快速发展的同时，IaaS 层主要云服务商供应者更加注重生态业务长期发展战略，在软件服务端积极寻求战略合作或直接股权合作。

从战略合作角度看，民营公有云在金融、制造与通用软件服务均在行业层面快速联手国内领先行业公司，在大数据共享方面实现全面互联互通。而对于股权合作，阿里+腾讯生态企业在 2018 年均直接投资细分行业龙头信息化解决方案服务商，以便提升自身云化服务 SaaS 层的技术实力。我们判断，随着 SaaS 层对于用户服务渗透率的不断提升，IaaS 层巨头会不断加大对于 SaaS 龙头服务企业的支持力度，在增量用户推介与数据共享层面，对于自有生态企业加大支持力度。

图 25：2017-2018 年国内领先云商在全行业合作不完全统计



资料来源：公司公告，中信证券研究部

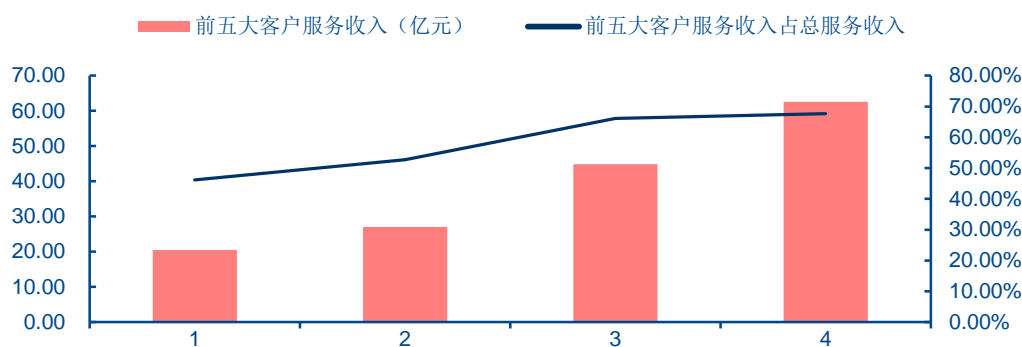
中场期看，我们判断软件信息服务行业规模性龙头公司的技术护城河将稳步提升，在云商巨头的持续支持下，保持稳定成长，在细分领域不断实现产品与服务的专业化提升。

公司发展预判：伴随大客户成长，助力小微共享平台成果

深化大客户合作，业务态势多元化

公司的收入主要来源于技术及专业服务，该服务主要面向大客户和大项目，从客户结构来看，大客户贡献了公司主要的营业收入。2017年，前五大客户的服务性收入占到总服务性收入的比例为67.7%，来自前十大客户的服务性收入占总服务性收入的73.0%。

图 26：公司前五大客户收入及占比情况（2017 年）



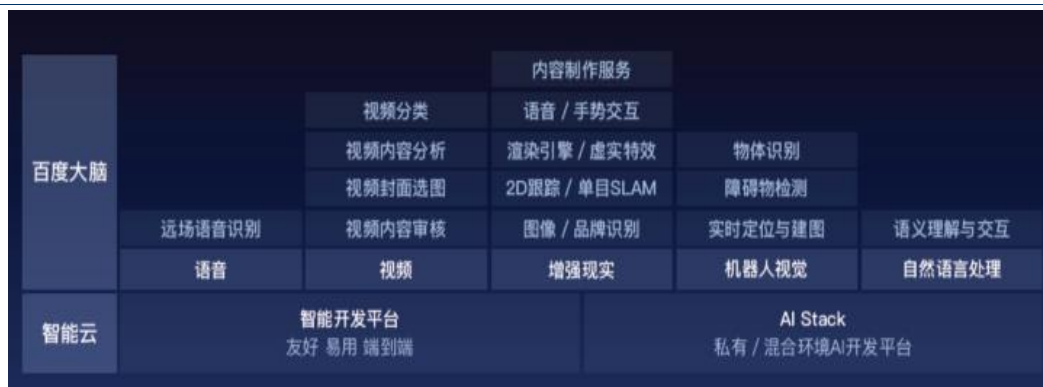
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

2017年，公司大客户业务进一步实现突破和深化，业务态势更加多元化、丰富化。

与腾讯合作进一步深化。2017年7月，中软国际与腾讯签约战略合作协议，正式成为腾讯云最高级别的渠道合作伙伴，在腾讯地图、微信小程序、腾讯企点等领域加大探索，为企业及政府客户提供行业特性的云服务、云数据、云运营等一站式服务方案。

与百度在人工智能领域展开战略合作。2017年12月，公司与百度签署战略协议，在人工智能技术赋能、行业拓展、技术创新、生态共享等方面展开全面合作。中软国际作为综合软件与信息技术服务商，在企业级IT服务业已积累了十余年的经验优势，结合百度领先的搜索、人工智能、大数据、云计算等技术，推动人工智能技术与软件服务技术融合发展。

图 27：百度 AI 平台功能概览



资料来源：百度官网，中信证券研究部整理

汇丰业务进一步取得突破。2016年，公司成为汇丰在中国区唯一指定供应商，帮助汇丰在全国多个国家地区完成产品和系统的交付，如汇丰中国VTM、汇丰中国微信银行、汇丰银行电子税务系统、商业银行等在欧洲、中东、北美等地区的数据仓库建设，以及汇丰银

行 Apple Pay、汇丰中国信用卡系统、汇丰深港通等。2017 年，公司的汇丰业务取得进一步突破，参与研发的多个项目都取得了实质性进展。

表 2：2017 年公司参与研发的项目进展

业务	简介
汇丰中国手机银行和微信银行正式上线	中国区 50 万汇丰用户可以通过 Mobile&汇丰 Banking 完成汇丰账户、转账、投资、股票等服务
汇丰网银渠道系统正式上线 “聪明可爱的小 I 机器人”	将信用卡申请流程从 6 天缩短至 10 秒，提高业务效率 汇丰全球手机银行解决方案，将人工智能与人脸识别与微信支付相结合
CMB 中小企业数字化转型业务在 14 个国家发布	支持 7 种语言，拥有 2500 个活跃中小企业客户，在端业务覆盖 30 多个国家和地区
汇丰第三代全球商业银行平台取得突破	首次采用云技术，首次在大型银行系统中广泛采用微服务技术，未来将覆盖汇丰在全球的业务

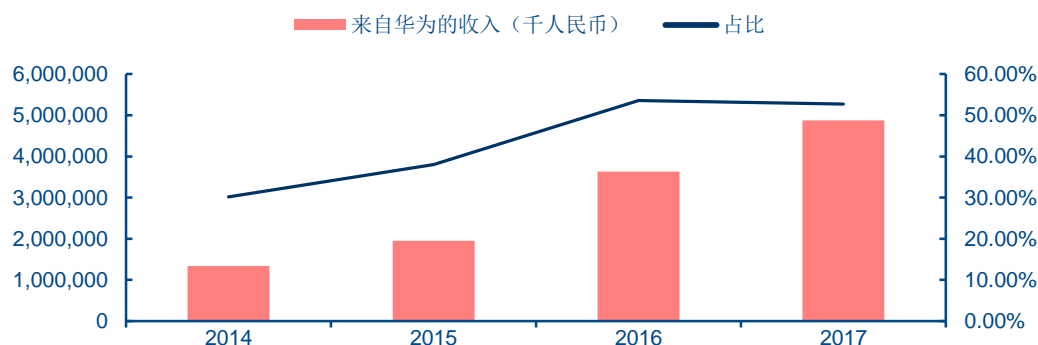
资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司在大客户业务上不断取得突破和进展，进一步提升了用户粘性和忠诚度。得益于大客户收入的增加，2017 年公司的技术及专业服务业务收入取得了较大增长，同比增幅 44.3%。随着各项业务进展落地，预计未来大客户将为公司收入贡献更多增长空间。

华为合作升级，加快云业务布局

华为是中软国际第一大客户，与公司有着长期的合作关系。公司是华为软件外包领域的最大供应商之一，近年来，来自华为的营业收入占总营收比例达 30% 以上。2017 年，华为业务实现 48.73 亿元，在公司总营收占比过半，达 52.71%。

图 28：公司来自华为的业务收入及占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

表 3：与华为公司合作历程

年份	事件
2009	华为成为公司 IT 外包业务客户
2012	中软国际与华为双方合资组建的中软国际科技服务有限公司在西安高新区正式挂牌成立
2014	与华为签订战略合作协议，成为华为企业业务金牌代理
2015	与华为签订股份认购和收购协议，华为成为中软国际战略股东
2017	与华为正式签署首家云合作同舟共济伙伴协议，在软件开发云、云解决方案、云服务等领域展开全方位合作

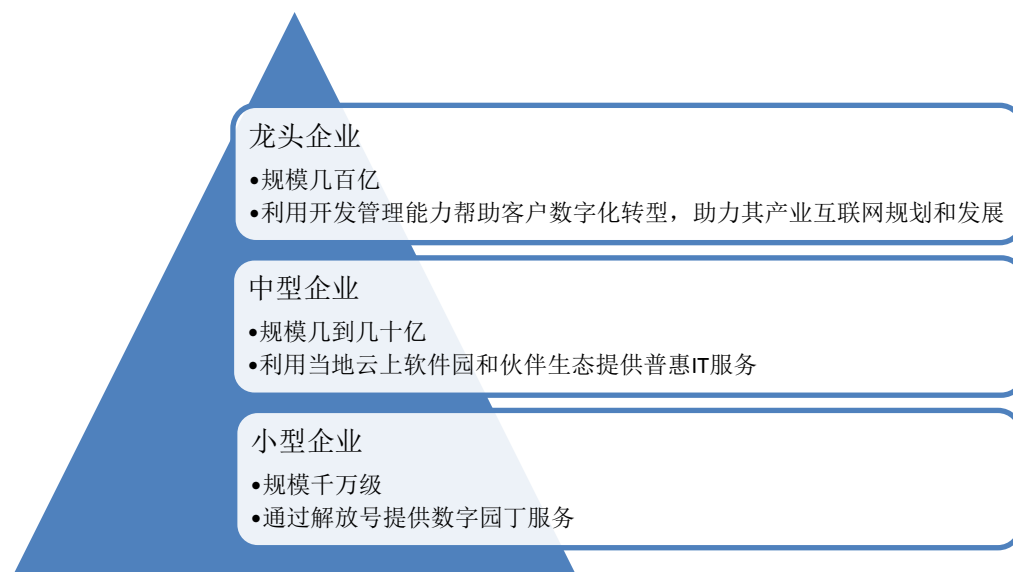
资料来源：公司公告，中信证券研究部

2017 年 7 月 17 日，公司与华为签署公有云战略合作协议，正式宣布在软件开发云、云解决方案以及云服务等领域展开全方位战略合作，成为华为云首家“同舟共济”型合作伙伴。在云解决方案领域，与华为联合推出“智造云”解决方案，该解决方案覆盖全制造生产过程，能够支撑传统流程驱动的生产转变为数据驱动的生产进一步到智慧制造的升级，具有四大解决优势：

- ❖ 使企业全面具备价值变现能力；
- ❖ 覆盖制造企业全供应链的过程；
- ❖ 提供支持全生产组织模式形态的服务；
- ❖ 以工业诊断云为入口，更好识别和针对性解决不同企业、产业存在的问题。

面对不同规模的制造业企业，公司根据其信息化水平的不同提供相应的服务，从龙头到小型企业，华为提供了覆盖全部客户类型的服务产品。

图 29：华为业务收入分类示意图

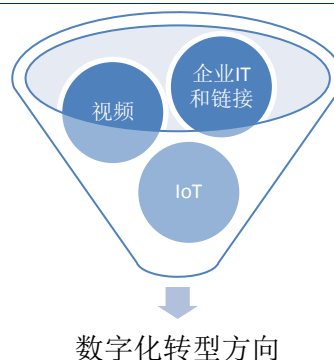


资料来源：华为官网，中信证券研究部整理

目前，智造云基于流程管理的应用已经有 1683 项，基于改进、TOC 的有 143 项，基本覆盖了 33 个制造门类。目前智造云在广东和江苏两省以战略合作模式正在为第一批 2000 家制造企业提供诊断服务。未来智造云将进一步推动国内制造业转型升级进程，市场前景广阔。

2017 年 9 月，华为在其主办的运营转型峰会（OTF2017）上明确提出，未来三年，华为将在数字化转型解决方案领域投资 10 亿美金，并构建面向解决方案的商业与技术能力、解决方案开发流程和数字商业使能平台，实现战略到执行的落地与闭环。华为并明确指出，其数字化转型实践的业务领域主要聚焦以下 3 个方面：企业 IT 和联接、视频以及 IoT。

图 30：华为业务转型方向与资本投入



资料来源：华为官网，中信证券研究部整理

而从解决方案分类和服务行业分类看，华为的服务形态在未来会包括大量的软件应用服务形态，在云化发展的同时更加注重客户的需求（如桌面云、融合通信等服务类型）；而同时，从行业分类看，公司的服务能力覆盖了交通、电力、金融、制造、教育、医疗等国家支柱产业或者民生行业。

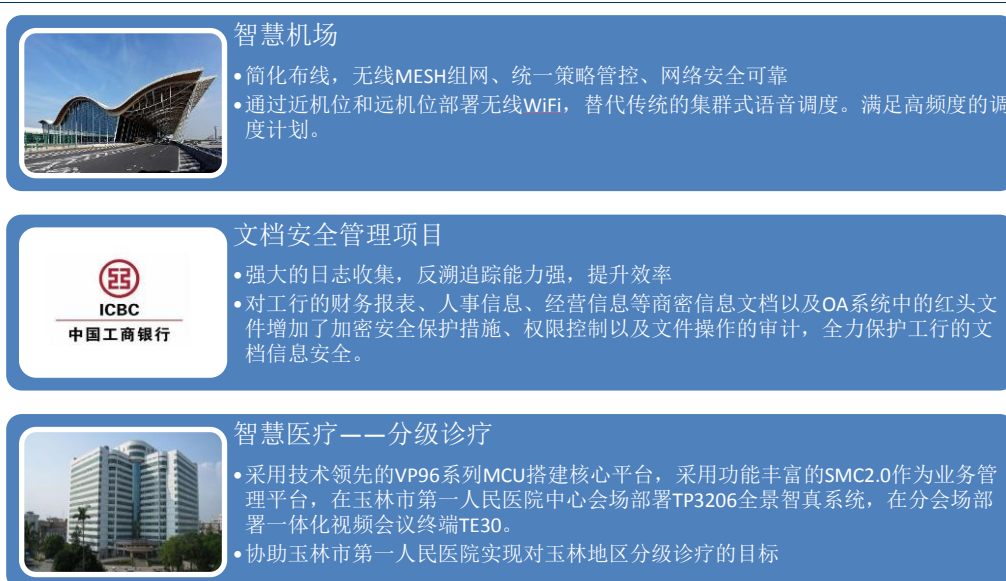
图 31：华为分行业与产品类型云化服务产品摘要



资料来源：华为官网，中信证券研究部整理

具体到公司成功的案例与产品看，我们从交通、金融、等重要行业入手，可以看到，在交通和金融端，公司在 2016-2017 年间，完成了行业头部用户的标杆性解决方案建设工作，并全面进入的运营阶段。未来，我们看好华为在已有标杆案例行业的全方面云化服务渗透。

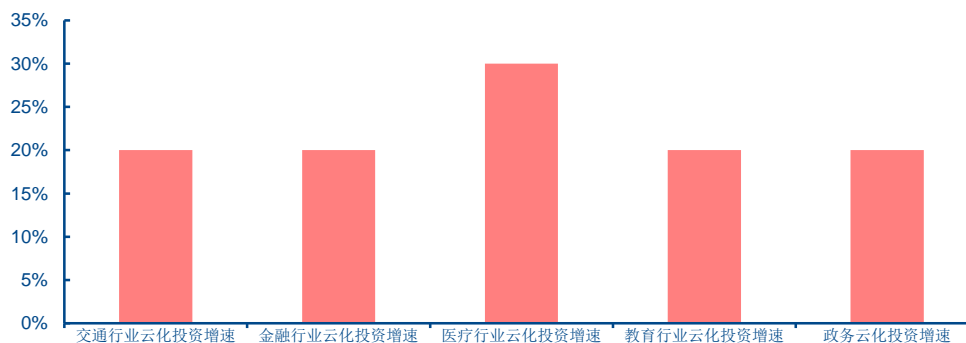
图 32：华为行业解决方案云化与智能化应用案例



资料来源：华为官网，中信证券研究部整理

长期看，结合 IDC 的数据预判看，未来中国在交通、金融、医疗、教育与政务方向的云化与智能化 IT 开支投资增速普遍处于 20-30% 的增速区间。考虑到华为在以上行业成熟的云化服务产品优势，中长期看，公司有望在华为侧获得更加持续增长的服务订单。

图 33：2018-2020 年中国重要行业云化 IT 资本开支预测

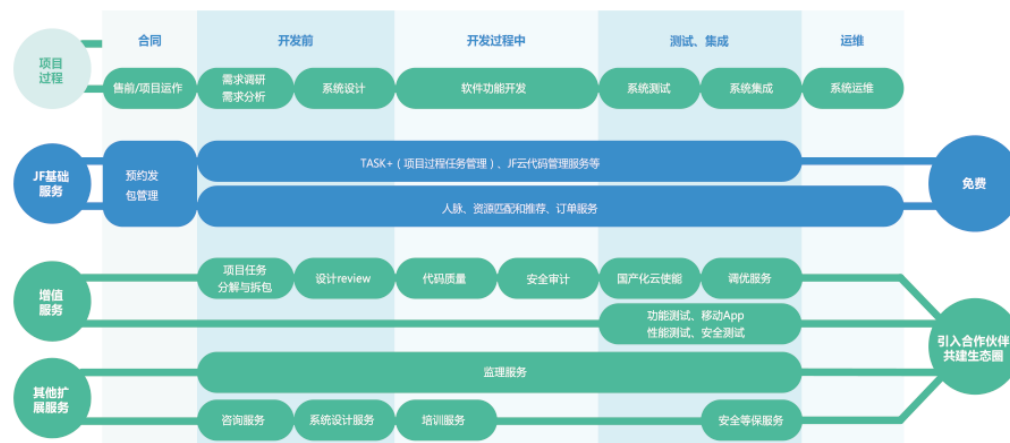


资料来源：IDC 预测，中信证券研究部整理

解放号全面进入 2.0 时代，整合优质 IT 资源

“解放号”是中软国际推出的 IT 服务众包平台，是公司线上业务的主要载体。该平台基于社会化协作、共享的原理，将共享经济和众包的概念引入 IT 服务行业，为有中短期 IT 服务需求的客户、有提供服务意愿的个人、团队和企业提供交易、交流的平台；在整个 IT 服务过程中提供开发协作云和有效、全面的辅助和指导，确保交易双方能够快速、安全、有效地完成软件定制开发和交付。

图 34：解放号服务概览



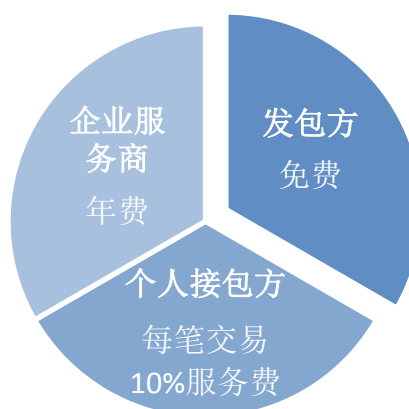
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

作为一款互联网服务众包平台，解放号对于各行业、地域、技术品类优质 IT 资源具有强大的整合能力。目前解放号平台已实现 PC 端和手机端的服务覆盖，服务内容涵盖软件定制开发、行业解决方案、工业智能设计制造、技术服务、品牌创意与营销等多个领域。从平台规模上看，解放号上已聚集了 2 万家企业、4000 多家服务商和超过 30 万名工程师，发包额超过 13 亿元，成交额突破 3 亿元。

在解放号运营初期，平台盈利模式主要为向发包方和接包方双方各抽取每包交易额的 5% 作为服务费用。2017 年，平台对其商业模式进行升级，由交易佣金制转为会员制，对于

入驻平台的企业服务商收取年费，交易中不收取服务费；对于个人发包方，平台收取交易额的 10% 作为接包方使用平台的接包服务费。

图 35：解放号收费模式



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

表 4：解放号平台服务商年费资费标准

服务	资费					
软件服务	专卖店	旗舰店	品牌专营店	品牌合作店	创业店	云创店
	39800	69800	129800	249800	9800	29800
短期驻场服务	专卖店	旗舰店	品牌专营店	品牌合作店		
	9800	19800	39800	69800		
IT 人事服务	专卖店	旗舰店	品牌专营店	品牌合作店		
	3800	9800	19800	39800		
影视动漫动画	专卖店	旗舰店	品牌专营店	品牌合作店		
	19800	39800	69800	129800		
品牌创意设计	专卖店	旗舰店	品牌专营店	品牌合作店	云创店	
	19800	39800	69800	129800	29800	
工业设计智能制造	专卖店	旗舰店	品牌专营店	品牌合作店	云创店	
	19800	39800	69800	129800	29800	
广告营销	专卖店	旗舰店	品牌专营店	品牌合作店	云创店	
	19800	39800	69800	129800	29800	

资料来源：公司官网，中信证券研究部

目前，入驻解放号的服务商以云创店为主，以此估测来自入驻企业的年化收入约 2 亿元。另一方面，平台收入来自个人发包方的交易服务费。根据网站交易数据，服务商交易在总交易额中占有较大比例，故我们推测，在目前平台的初期发展阶段，平台年化收入主要来源于服务商缴纳的年费。

2017 年 10 月，“解放号”与华为软件云联合，共同推出云化解决方案“云上软件园”，以解放号为载体，将线上商机推送给园区企业，并有效帮助企业进行市场推广，为园区企业提供软件服务市场和云上开发工具、软件工程能力服务，已在青岛、南京、西安、武汉、合肥、重庆等 18 个城市上线，成为连接政府、实体软件园区、IT 服务商的大型众包平台。

目前广东、广西、浙江、四川的云上软件园在进一步建设中，随着云上软件园在更多城市落地，未来预计将会有更多企业入驻平台，流量上升会为平台带来更加多样化的收入。

图 36：各省云上软件园开通情况



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

风险因素

- 1) 新业务依然处于起步阶段，解放号商业模式升级，未来空间有待观察。
- 2) 公司在云服务市场面临巨头竞争较为激烈。

盈利预测及估值评级

关键假设

1. 传统行业的数字化转型进一步推进加大了各行业对 IT 服务的需求。公司大客户收入端增速保持稳定。
2. 公司大客户合作关系稳定，业务专业化逐步提升，在人员基本稳定假设下，毛利保持稳定。
3. 解放号商业模式升级，云上软件园落地，研发投入增速逐步平稳。

盈利预测

综上所述，根据目前宏观经济及行业竞争格局，结合公司经营状况，我们的收入预测假设如下表所示：

表 5：公司未来三年收入预测（单位：百万元）

产品收入拆分	2018E	2019E	2020E
技术专业服务			
收入	10216.24	12259.49	14098.41
毛利率	0.3	0.3	0.3
互联网资讯科技服务			
收入	1379.533	1489.895	1609.087
毛利率	0.28	0.28	0.28

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

在上述假设下，我们预测公司 2018/2019/2020 年归属母公司股东净利润分别为 7.36 亿元、9.59 亿元与 11.39 亿元，对应全面摊薄 EPS 分别为 0.30/0.39/0.47 元。

估值及评级

公司 2018 年将迈入百亿收入大关，在收入结构端看，伴随前 5 大核心客户的 IT 服务方式向云化升级，公司的信息技术服务商业模式有望逐步开启云化收入模式，盈利增速有望逐步跑赢收入增速。我们给予公司 2018-2020 年的盈利预测分别为 7.36 亿元、9.59 亿元与 11.39 亿元，对应全面摊薄 EPS 分别为 0.30/0.39/0.47 元，对应 PE 18/13/11X。对于公司估值，考虑到公司下游客户云化服务转型的确定性，公司产品化服务转型方向确定，中期盈利增速有望保持在 20%-30% 区间，给予公司 25X 目标估值，对应目标价 8.82 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

利润表 (百万元)

指标名称	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6783	9244	11596	13749	15708
营业成本	4768	6493	8145	9654	11027
毛利率	29.7%	29.8%	29.8%	29.8%	29.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	219	370	522	619	707
销售费用率	3.2%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	807	1086	1507	1856	2152
管理费用率	11.9%	11.8%	13.0%	13.5%	13.7%
财务费用	96	103	54	50	50
财务费用率	1.4%	1.1%	0.5%	0.4%	0.3%
投资收益	17	20	23	26	30
营业利润	912	1211	1391	1596	1801
营业利润率	13.4%	13.1%	12.0%	11.6%	11.5%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	387	578	550	500	500
利润总额	525	633	841	1096	1301
所得税	115	71	105	137	163
所得税率	21.9%	11.3%	12.5%	12.5%	12.5%
少数股东损益	(32)	(4)	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	442	566	736	959	1139
净利率	6.5%	6.1%	6.3%	7.0%	7.2%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	525	633	841	1096	1301
所得税支出	-115	-71	-105	-137	-163
折旧和摊销	144	177	188	143	117
营运资金变动	0	0	-1195	-938	-1048
其他	-263	-406	55	52	39
经营现金流	292	332	-217	216	247
资本支出	304	160	-37	-38	-38
投资收益	17	20	23	26	30
资产变卖	0	0	-50	0	0
其他	-572	-415	0	0	0
投资现金流	-251	-234	-64	-12	-8
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	6628	4411	-254	109	64
股息支出	0	-25	-37	-48	-57
其他	-6643	-3953	-54	-50	-50
融资现金流	-15	432	-345	11	-43
现金及现金等价物净增加额	27	530	-626	215	196

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1299	1785	1160	1375	1571
存货	21	26	35	44	46
应收账款	1746	1480	2421	2857	3298
其他流动资产	1862	3158	3571	4234	5013
流动资产	4927	6449	7187	8510	9928
固定资产	820	853	725	633	564
长期股权投资	104	133	133	133	133
无形资产	231	179	156	142	132
其他长期资产	1147	1137	1188	1188	1188
非流动资产	2302	2303	2202	2096	2018
资产总计	7229	8752	9389	10606	11945
短期借款	922	686	431	541	604
应付账款	552	773	956	1134	1301
其他流动负债	964	1094	1102	1122	1149
流动负债	2439	2552	2490	2797	3054
长期负债	195	954	954	954	954
其他长期负债	38	32	32	32	32
非流动性负债	232	985	985	985	985
负债合计	2671	3537	3476	3782	4040
股本	243	243	243	243	243
资本公积	4136	5056	5056	5056	5056
股东权益合计	4448	5363	6062	6972	8054
少数股东权益	68	64	64	64	64
负债股东权益总计	7229	8752	9389	10606	11945

主要财务指标

指标名称	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	32.3%	36.3%	25.4%	18.6%	14.2%
营业利润	-1.8%	32.8%	14.8%	14.8%	12.9%
净利润	57.9%	27.9%	30.1%	30.4%	18.8%
利润率 (%)					
毛利率	29.7%	29.8%	29.8%	29.8%	29.8%
EBIT Margin	9.6%	8.0%	7.7%	8.3%	8.6%
EBITDA Margin	11.7%	9.9%	9.3%	9.4%	9.3%
净利率	6.5%	6.1%	6.3%	7.0%	7.2%
回报率 (%)					
净资产收益率	10.3%	11.4%	12.9%	14.7%	15.2%
总资产收益率	7.0%	7.0%	8.1%	9.6%	10.1%
其他 (%)					
资产负债率	37.0%	40.4%	37.0%	35.7%	33.8%
所得税率	21.9%	11.3%	12.5%	12.5%	12.5%
股利支付率	0.0%	4.4%	5.0%	5.0%	5.0%

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

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。

	评级	说明
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. 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；在欧盟由 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 SdnBhd 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、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

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：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且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的内容。

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 2018 版权所有。保留一切权利。