

# 亞信科技(1675.HK)

## 三新業務依然閃亮，靜待利潤修復

投資評級

### 推薦

目標價： 15.35 港元

基本資料

公司名稱	亞信科技
所屬行業	應用軟體
成立日期	2003-07-15
註冊資本	10,000 HKD
註冊地址	英屬維爾京群島
員工人數	13309
董事長	田溯寧

主要股東(截至 2022--)

股東名稱	持股比例
CITIC Capital Holdings Limited	23.04%
中國移動	19.63%
田溯寧	13%

交易資料

收盤價(港元)	11.3
5日漲跌幅(%)	-2.08
10日漲跌幅(%)	0.53
5日移動平均(元)	11.37
10日移動平均(元)	11.31
10日日均成交量(千股)	333

報告日期：2022-08-30

華盛證券研究部

連絡人：余石麟

joe.yu@valuable.com.hk

請務必閱讀最後特別聲明與免責條款

### 業績回顧

2022H1 亞信科技營收 31.09 億人民幣(下同)同比+14.5%，保持雙位數增長。以支撐系統(BSS)為主的傳統業務收入 21.06 億同比-2.6%，三新業務收入 10.04 億同比上漲 81.4%，其中包括：網路支撐系統(OSS)業務收入 2.48 億元同比+88.7%，數位化運營(DSaaS)業務 4.84 億同比+56.7%，垂直行業及企業上雲業務收入 2.71 億同比+140.3%。毛利率由 36.7%同比下跌至 33.9%，毛利 10.54 億同比+5.6%，毛利率下跌的原因是 BSS 業務受疫情而導致交付延後所影響，相信下半年隨著交付進度的回補後，毛利率將恢復正常水準。三項費用方面因股權激勵費用集中於上半年發生而導致其佔收比上升，預期全年佔收比同比差異不大。公司淨利潤率由 10.3%同比下跌至 6.08%，淨利潤 1.89 億同比-32.4%，若以剔除股權激勵費用之確認影響計算淨利潤為 2.62 億，同比-15.7%。

### 上半年 BSS 業務受壓，預期全年保持增長

受到疫情的影響，人員不能到位到崗，部分訂單交付及驗收延遲，BSS 業務收入出現下滑，上半年收入 21.06 億，同比-2.6%，但市場地位依然穩固。公司持續深度參與三大通信運營商智慧中台及數智化相關方案的規劃和建設，助力數智化轉型，BSS 數智化創新成果也持續落地，RP 產品應用到客戶網管支撐系統自動化，AIOps 產品應用到多個省客戶的智慧運維。新市場拓展方面，中標中國廣電 5G 業務支撐系統項目後的五個月內實現 5G 業務全國開通，期內也為運營商以外為衛星網絡公司提供 CRM 系統及運維服務等項目。傳統 BSS 業務成熟，公司優勢明顯，市場佔有率穩定，隨著疫情的影響減緩及交付效率的提升，我們預期該業務板塊全年將保持輕微增長。

### 三新業務各具優勢，2025 年百億營收目標不改

上半年三新業務收入 10.4 億，佔收入比 32.28%，較 2021H1 年提升 81.4%，保持快速增長。OSS 業務半年收入 2.48 億，同比+88.7%，略超我們預期。公司在 OSS 業務的競爭優勢是行業參與者分佈廣泛及數量眾多，技術投入不足，而亞信科技進入 OSS 領域的時間較晚，在網路研發和智慧化技術應用方面有後發優勢。此外公司在 BSS 領域的積累有利於 BSS 與 OSS 融合的發展趨勢，垂直行業方面也有互補效應。公司積極支撐客戶建立網路運營管理體系，OSS 業務在 5G 網路應用的後期更具優勢，產品具有標準化及可複製的特性，包括網路智慧化產品體系及全棧式端到端 5G 專網產品體系，將是未來保持快速增長的保證。我們預期 2022 全年 OSS 業務同比增速 55%，2025 年該業務佔收入比約 10%，2022 至 2025 年 CGAR19.72%。

### DSaaS 業務半年同比保持高增長，艾瑞數智更上一層樓

公司行業洞察的能力，演算法模型及數字工具在疫情下得到市場的驗證，我們認為豐富的應用場景是數字化運營的增長邏輯，靈活的商業模式及可複製性是亞信科技的優勢，可提高客戶粘性，從留存率和客戶生命週期的角度是一個共贏的局面。按結果及分成付費收入模式持續規模化，多點複製，已從 DSaaS 收入（不含艾瑞諮詢收入）佔比中提升至 26%。

收購艾瑞諮詢後 DSaaS 及智能決策能力得到加強，DSaaS 團隊與艾瑞諮詢的整合重組初步完成，統一品牌“艾瑞數智”。艾瑞數智將兩大業務包括：1) 智慧決策，為企業管理層提供輔助決策（行業研究報告），2) 智慧運營，亞信科技的 DSaaS 能力及艾瑞諮詢的資料運營能力。結合兩者優勢，亞信科技的行業客戶的獲取加快，尤其是零售、互聯網，使得公司的 DSaaS 業務收入結構顯著優化，上半年通信行業以外的收入比重提升至 36%，艾瑞數智投入服務將助力 DSaaS 業務更上一層樓。我們預期 2022 全年 DSaaS 業務增速 50%，2025 年該業務占收入比約 21%，2022 至 2025 年 CGAR28.3%。

垂直行業及企業上雲業務半年收入 2.71 億，同比上升 140.3%。垂直行業持續聚焦於能源、政務、金融、交通和郵政 5 大領域，其中能源行業及政務行業收入實現顯著增長，分別同比上升 462%及 170%。能源行業快速發展的原因：一，公司有團隊在能源行業已有 15 年經驗，深耕於能源行業，能理解行業的業務場景和痛點，提升用戶體驗及解決方案。二，公司在標準產品方面的投入和累積，如在 5G 專網、邊緣 AI 等產品（解決方案在核電、風電、火電等市場實現多點複製，獲得海南核電、秦山核電、福清核電、國華投資風電場等項目）。5G 技術解決方案比 wifi 更優且成本更低。能源行業需要智慧化轉型，對自動化資料處理能力的需求持續，公司將受益於行業賦能的高速發展期。

基於數據化制定有助於政府管理的方案是一個長期趨勢，特別已在公安、綜合治理、稅務統計、旅遊等部門的應用下，政務大資料、數位政府等解決方案成為收入增長的重要引擎，第三方產品集成的能力在提升。上半年獲取重慶市及河南省大資料管理局等重點客戶項目，與天津市南開區達成戰略合作，助推“數字天津”建設。我們預期 2022 年垂直行業及企業上雲業務增速約 100%，2025 年該業務占收入比約 20%，2020 至 2025 年 CGAR38.1%。

### 目標價 15.35 港元，維持“推薦”評級

預測公司 2022/2023/2024 年的收入為 79.32/89.38/99.52 億人民幣，傳統 BSS 業務保持增長，下半年將追回延遲交付的進度，三新業務全年同比增長 66.2%/38.6%/27.3%，毛利率為 38%/38.3%/38.5%，預期隨著 DSaaS 業務進入平穩期後毛利高於 38%，OSS 業務因為產品標準化程度較高，規模化後毛利率水準也會較高，BSS 業務毛利率（目前約 38%）有壓力但基本穩定，垂直行業及企業上雲與之相若，判斷未來三年整體毛利率維持 38% 以上水準。對應歸母淨利潤 8.42/9.62/11.21 億人民幣，EPS 預測為 1.03/1.18/1.38 港元，現價對應 2022/2023 年 EPS 預測值的市盈率分別為 10.93/9.57/8.21 倍。

基於公司的能鞏固傳統業務優勢，及驗證三新業務執行力，我們樂觀推算 2022 至 2025 收入 CAGR 約 11.6%，其中三新業務收入的 CAGR 約 29.7%，三年後新業務佔收入比 51%，維持公司的推薦投資評級不變，給予 23 年倍 13PE，目標價 15.35 港元。

**風險因素：**運營商資本開支及 5G 投入不及預期；公司三新業務開展不及預期

圖表 1：亞信科技損益表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
收入	6,019.9	6,894.7	7,932.2	8,938.3	9,952.2	
yoy	5.2%	14.5%	15.0%	12.7%	11.3%	
軟體業務	6,019.5	6,894.7	7,932.2	8,938.3	9,952.2	
yoy	5.3%	14.5%	15.0%	12.7%	11.3%	
傳統業務	BSS	5,239.8	5,327.1	5,327.1	5,327.1	5,353.8
yoy	-1.9%	1.7%	0.0%	0.0%	0.5%	
新業務		779.7	1,567.5	2,605.0	3,611.2	4,598.5
yoy	106.5%	101.0%	66.2%	38.6%	27.3%	
OSS		247.8	413.1	660.9	859.1	1,031.0
yoy	114.0%	66.7%	60.0%	30.0%	20.0%	
DSaaS		351.6	729.6	1,094.5	1,477.5	1,846.9
yoy	131.7%	107.5%	50.0%	35.0%	25.0%	
垂直行業及企業上雲		180.3	424.8	849.7	1,274.5	1,720.6
yoy	63.7%	135.6%	100.0%	50.0%	35.0%	
其他		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
網路安全業務		0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
營業成本	-3,716.6	-4,249.5	-4,917.9	-5,514.9	-6,120.6	
毛利潤	2,303.2	2,645.2	3,014.2	3,423.4	3,831.6	
毛利率	38.3%	38.4%	38.0%	38.3%	38.5%	
其他收入	143.3	162.2	180.2	217.0	228.5	
銷售及行銷費用	-472.8	-505.3	-618.7	-697.2	-726.5	
行政費用	-321.4	-296.3	-372.8	-429.0	-477.7	
研發費用	-840.2	-1,006.1	-1,213.6	-1,385.4	-1,542.6	
除稅前利潤	764.3	916.5	979.3	1,118.7	1,303.3	
所得稅費用	-102.2	-134.0	-137.1	-156.6	-182.5	
歸母淨利潤	662.1	782.5	842.2	962.1	1,120.8	
歸母淨利潤率	11.0%	11.3%	10.6%	10.8%	11.3%	
EPS HKD	1.01	1.03	1.03	1.18	1.38	
PE			10.99	9.62	8.26	

資料來源：公司財報，華盛證券

**【分析員聲明】**

分析員聲明：本研究報告由華盛證券有限公司分析員撰寫。

本研究報告所表述的任何觀點均準確地反映了分析員個人對目標證券及發行人的觀點；

該分析員所得報酬的任何組成部分無論在過去、現在及未來均不會直接或間接地與研究報告所表述的具體建議或觀點相聯繫；

對於提述之證券，該分析員並無接收到可以影響他們建議的內幕消息/非公開股價敏感消息；

分析員確認並沒有在發表報告之前30日內交易或買賣該等證券；

分析員及其有聯繫者並不是任職該等上市公司之高級職員；

分析員及其有聯繫者並沒有持有本報告覆蓋之證券之任何權益。

**【華盛證券投資評級】**

分析員估測未來6~12個月絕對收益在20%以上的個股為“推薦”、在-10%~20%之間的為“中性”、在-10%以下的為“回避”。

**免責聲明**

本研究報告由華盛資本證券有限公司(以下稱“華盛證券”，持有香港證券及期貨事務監察委員會(「香港證監會」)第1(證券交易)、2(期貨合約交易)、4(就證券提供意見)、9(提供資產管理)類受規管活動牌照)備發。接收並閱讀本研究報告，則意味著收件人同意及接納以下的條款及聲明內容：

一、此報告及資料受到版權、商標權全面保護。本報告中的資料和內容，使用的商標、服務標章均為華盛證券所有，除非獲得華盛證券的授權，任何人不得以任何目的複製，派發或出版此報告。

二、報告中的資訊或所表達的意見，皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，華盛證券及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。

三、此報告所載的見解，分析，預測，推斷和期望都是以華盛證券認為可靠且已經公開的資訊和資料為基礎，華盛證券力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。同時，此報告所載的觀點、意見及推測均基於華盛證券於最初發此報告日期當日的判斷，過去的表現不應作為日後表現的預示和擔保，不同時期，華盛證券及其雇員可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。華盛證券不會對因使用此報告內之材料而引致任何人士的直接或間接或相關之損失負上任何責任。

四、本報告僅供華盛證券的客戶使用，華盛證券不因收件人收到本報告而視其為華盛證券的客戶。此外，若本報告內容在接收人所在國家或地區受法律法規限制，接收人請勿使用。本報告並非針對特定收件人之特定投資目標、財務狀況及投資需求所編制，因此所提述的證券不一定適合所有收件人。投資者不應僅依靠此報告，而應按照自己的判斷作出投資決定。投資者依據此報告的建議而作出任何投資行動前，應諮詢專業意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，華盛證券均不承擔任何法律責任。

五、華盛證券及其集團、董事、高級職員及雇員(撰寫全部或部分本報告的研究員除外)，將可能不時於本報告提述之證券持有長倉、短倉或作為主事人，進行該等證券之買賣。此外，華盛證券及其集團成員公司或可能與本報告所提述或有關之公司不時進行業務往來，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔任或爭取擔任並提供投資銀行、財務顧問、包銷、融資或其他服務，或替其從其他實體尋求同類型之服務。收件人在閱讀本報告時，應留意任何所有上述的情況均可能引致真正的或潛在的利益衝突。

六、華盛證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。華盛證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。華盛證券的資產管理部門、自營部門以及其他投資業務部門可能獨立作出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

©2019 華盛資本證券有限公司版權所有。保留一切權利。

法團：	Valuable Capital Limited 華盛資本證券有限公司
營業地址：	香港幹諾道中168-200號信德中心招商局大廈28樓2808室
電郵地址：	enquiry@valuable.com.hk
網站地址：	www.valuable.com.hk

