

# 亞信科技(1675.HK)

## 宏觀環境衝擊行業，三新業務砥礪前行

投資評級

### 推薦

目標價： 13.85 港元

#### 基本資料

公司名稱	亞信科技
所屬行業	應用軟件
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	13235
董事長	田溯寧

#### 主要股東(截至 2023-06-30)

股東名稱	持股比例
CITIC Capital Holdings Limited	22.87%
中國移動	19.49%
田溯寧	12.91%

#### 交易資料

收盤價(港元)	7.88
5日漲跌幅(%)	-0.63
10日漲跌幅(%)	-3.31
5日移動平均(元)	7.94
10日移動平均(元)	7.93
10日日均成交量(千股)	2,113

報告日期：2024-02-27

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

#### 行業跟蹤

宏觀經濟增長持續放緩下，政企支出趨於謹慎，電訊運營商在 5G 方面的資本開支接近尾聲，ICT 軟件及資訊服務業受到影響，首先是 IT 設施建設和升級步調延遲，另一方面配套軟件服務的拓展和升級也同步後延，消費增長減速及流量紅利消退也導致電信增值服務低於預期。行業內可比公司前三季度的收入平均同比增速為 1.15%，浮現了受 2023 年宏觀經濟的影響 IT 資訊化行業處於低增長期(表一)。近期的業績預告中，東方國信預計 2023 年 1-12 月歸母淨利潤為-3.50 億至-2.60 億，受宏觀經濟形勢下行的不利影響，在金融及工業領域競爭不斷加劇，部分專案成本增加，毛利率下降。用友網絡公告預計 2023 年營業收入 97.25 億元到 98.2 億元，同比增長 5%至 6%，歸母公淨利潤為-8.8 億至-9.8 億。

#### 業績預告

縱觀行業整體業績處於低增長期，亞信科技於 2024 年 2 月 8 日發出盈利預警公告，預期截至 2023 年 12 月 31 日止年度營業收入將較上年增長約 0.5%至 2.5% (2022 年：約人民幣 77.38 億元，下同)，利潤將較上年減少約 37%至 43%。利潤下降均為受非經營性事項影響，為非現金事項，包括：投資項目形成的商譽和無形資產等資產減值約人民幣 2.8 至 3.2 億元，及 2023 年 12 月 4 日宣派的特別股息涉及股息稅約人民幣 0.5 億元。

我們預期亞信科技全年收入增速低於上半年(約 1.5%左右)，約 78.52 億，傳統業務 BSS 業務全年同比增長約-3%，三新業務保持正增長且優於上與半年，OSS 業務業務上半年同比+14.9%，預期全年同比+15%；數智化運營(DSaaS)業務上半年同比-6%，預期全年情況好於上半年，垂直行業及企業上雲業務上半年同比+29.4%，預期全年同比+30%。

DSaaS 業務受累於 1) 艾瑞數智 IPO 項目減少及互聯網、消費等行業研究報告的需求減少導致收入下降。2) 艾瑞數智進推動業務和組織的深度變革，重組所需的時間磨合抵消了業務效率。此外，DSaaS 業務的收入來自電訊運營商及其他行業，佔收入比較重的電訊運營商業務一直保持雙位數增長，其他行業(咖啡/運動用品/白酒/汽車/政務)受限於宏觀經濟環境，增長明顯倒退而導致整體業務出現負增長。

費用方面的預期，由於業務的持續推廣及新項目的發展產生的固定支出，導致銷售及行銷費用之佔收入比將小幅抬升至 7.9% (2022 年為 7.7%)，行政費用及研發費用之佔收入比基本維持穩定。預期毛利率維持 38%左右，在不考慮為非現金事項的情況下，預期經調整歸母淨利潤率保持雙位數。

#### 股東架構的變化

16/01/2024 公司公告主要股東 Skipper Investment Limited (中信資本) 持股 22.87%，以對價每股銷售股份 9.45 港元向亞信安全轉讓 19.236%或 20.316%的股權。交易將通過現金收購+表決權委託的方式進行，交易確定的交易價格較公司 16 號收盤價溢價約 17.5%，合計交易對價為 1,700,203,261.05 港元或 1,795,660,423.20 港元。交易完成後，亞信安全佔亞信科技於已發行股本

的約 28.808%至 29.921%。

田溯寧先生作為亞信安全的大股東（47.87%），亞信科技的聯合創始人及董事長（交易前持股 12.91%），股權以溢價轉讓兼成為控股股東，反映其對亞信科技業務的認可，特別是買方成為戰略股東後，亞信科技領先的數智化全棧能力，及亞信安全在中國網絡安全軟件領域的領導地位，有利推動雙方的業務共振，發揮各自優勢，交叉銷售形成合力，助力打造“安全+數位化”的一體兩翼的戰略發展。

#### 下調目標價，維持“推薦”評級

下調公司 2023/2024/2025 年的收入為 78.52/84.24/94.1 億，毛利率為 38%/38.3%/38.3%，對應經調整歸母淨利潤 8.42/9.28/10.44 億，現價對應 2023/2024/2025 年預測值的市盈率分別為 7.64/6.94/6.17 倍。預期 2023/2024 年三新業務占收入比將提升至 36%/41%/46%。我們維持公司 2025 年整體收入規模接近百億是大概率事件，儘管預期 2023 年營收及利潤低於之前預期，但相較行業部分可比公司的淨虧損及整體的平均市盈率 PE48.2（表一），亞信科技具有估值優勢（PE 7.97），以行業可比公司平均市盈率折價至 14 倍作估值，預期公司 2024 年經調整 EPS 港元 0.989，給予 14 倍市盈率，下調目標價 13.85 港元，維持推薦評級。

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

圖表 1: 可比公司前三季度收入增速及估值比較

公司	前三季度收入增速
東軟集團	12.56%
中興通訊	-3.42%
東方國信	2.01%
東方通訊	-9.14%
直真科技	-5.49%
東方通	-7.35%
Amdocs	6.79%
天源科迪	14.41%
用友網絡	2.4%
收入增速均值	1.15%

公司	證券代碼	業務	市值	2023年預估利潤 (億人民幣)	2023PE
東軟集團	600718.SH	通信	103.26	0.72至0.86	35.92
中興通訊	000063.SZ	通信設備軟件	1254.58		13.92
東方國信	300166.SZ	通信, IT軟件	101.99	-2.6至3.5	50.75
東方通訊	600776.SH	信息技術及設備	109.23		60.84
直真科技	003007.SZ	信息技術及設備	37.25	0.77至0.83	61.26
東方通	300379.SZ	軟件與服務	84.16	-5.8至6.9	
Amdocs	DOX.O	電信	106.3	5.59	18.32
天源科迪	300047.SZ	公安系統	50		
用友網絡	600588.SH	ERP軟件	438		
平均					48.20
亞信科技	1675.HK		73.7		7.97

資料來源: WIND, Bloomberg, 華盛證券 (Amdocs 為美元市值及預估利潤, 亞信科技市值為港幣) 2024年2月27

圖表 1: 亞信科技損益表

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
收入	6,019.9	6,894.7	7,737.8	7,852.4	8,424.3	9,409.1	
yoy	5.2%	14.5%	12.2%	1.5%	7.3%	11.7%	
軟件業務	6,019.5	6,894.7	7,737.8	7,852.4	8,424.3	9,409.1	
yoy	5.3%	14.5%	12.2%	1.5%	7.3%	11.7%	
傳統業務	BSS	5,239.8	5,327.1	5,164.6	5,009.6	5,109.8	
yoy		-1.9%	1.7%	-3.1%	-3.0%	0.0%	2.0%
新業務		779.7	1,567.5	2,573.2	2,842.8	3,414.7	4,299.3
yoy		106.5%	101.0%	64.2%	10.5%	20.1%	25.9%
	OSS	247.8	413.1	666.2	766.1	904.1	1,084.9
yoy		114.0%	66.7%	61.3%	15.0%	18.0%	20.0%
	DSaaS	351.6	729.6	1,150.0	1,092.5	1,201.7	1,382.0
yoy		131.7%	107.5%	57.6%	-5.0%	10.0%	15.0%
	垂直行業及企業上雲	180.3	424.8	757.0	984.1	1,308.9	1,832.4
yoy		63.7%	135.6%	78.2%	30.0%	33.0%	40.0%
營業成本	-3,716.6	-4,249.5	-4,798.3	-4,868.5	-5,197.8	-5,805.4	
毛利潤	2,303.2	2,645.2	2,939.5	2,983.9	3,226.5	3,603.7	
毛利率	38.3%	38.4%	38.0%	38.0%	38.3%	38.3%	
其他收入	143.3	162.2	156.1	106.1	116.7	128.4	
銷售及行銷費用	-472.8	-505.3	-597.0	-623.5	-665.5	-733.9	
行政費用	-321.4	-296.3	-344.6	-349.4	-379.1	-423.4	
研發費用	-840.2	-1,006.1	-1,107.7	-1,138.6	-1,221.5	-1,364.3	
除稅前利潤	764.3	916.5	943.5	968.5	1,067.1	1,200.4	
所得稅費用	-102.2	-134.0	-119.1	-125.9	-138.7	-156.1	
歸母淨利潤	662.1	785.7	831.8	842.6	928.3	1,044.4	
歸母淨利潤率	11.0%	11.4%	10.8%	10.7%	11.0%	11.1%	
EPS HKD	1.01	0.98	1.04	0.99	1.09	1.23	
PE				7.97	7.23	6.43	

資料來源: 公司財報, 華盛證券, 2024年2月27

### 【分析員聲明】

分析員聲明：本研究報告由華盛資本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確認於發表報告時未持有該等證券

分析員確認不會於發表報告後3個營業日內交易或買賣該等證券

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(「香港证监会」)第1(證券交易)、2(期貨合約交易)、4(就證券提供意見)、5(就期貨合約提供意見)、9(提供資產管理)類受規管活動牌照)。接收並閱讀本研究報告，則意味着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、服務標志均為華盛證券所有，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、報告中的信息或所表達的意見，皆不可作為或被视为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信息和數據為基礎，華盛證券力求但不擔保這些信息的準確性、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，過去的表现不應作為日後表现的預示和擔保，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头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：	香港干諾道中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