

买入

2024 年 12 月 16 日

公司持续回购研发，云智能业务稳定增长

➤ **2024 年持续回购：**2024H1 年公司实现收入 79.26 亿元，同比下降 6.2%；主要来自核心大客户业务需求减少所致。其中云智能业务收入 33.68 亿，同比增长 2%；归母净利润 2.86 亿元，同比下降 18.6%。毛利率同比下降至 23.1%，主要由宏观因素导致大客户定价业务所致。自 2023 到 2024 年期间，公司持续进行了多次股份回购，累计回购并注销了近 2.6 亿股股票，展示了公司对自身长期发展的坚定信念与信心。

➤ **AIGC 驱动布局全栈场景服务：**公司锚定成为全方位 AI 软件与服务供应商的目标，全力加速前行，深度嵌入金融、电力、能源、钢铁及医药等多元行业头部客户的业务核心，缔结紧密且深远的合作关系。模型工厂领域，公司精准锁定 AI 咨询规划为突破口，高屋建瓴地切入顶层设计架构，深度挖掘自然语言处理（NLP）、计算机视觉（CV）及预测应用的无限潜能，通过创新实践持续注入澎湃动能，塑造行业领先的模型解决方案，为客户业务的智能化转型筑牢根基。

➤ **云智能业务稳定增长：**24H1 云智能业务营收 33.68 亿元，同比增长 2%，主要由鸿蒙、汽车和解决方案等业务带来业绩增长。目前，公司会继续以 CTSP 为核心驱动力，驱动云智能服务持续进阶。凭借持续深度合作，公司荣获华为云生态合作伙伴之首，在能源、钢铁、医药等核心行业精准发力，成功落地超 40 个 CTSP 项目，构筑起行业数字化转型典范。与此同时，公司广泛汇聚超 6000 家生态伙伴，合力为超 20000 客户精心打造适配性极强的数字化方案与卓越服务，成功塑造云服务领域的优质生态集群，有力推动行业数字化革新浪潮奔涌向前。

➤ **调整目标价至 6.4 港元，维持买入评级：**综合分析，中软国际流水稳健，且公司研发能力继续加固，我们看好公司在云智能业务的影响和布局。在华为多项业务合作线以及深度绑定华为下，云智能业务和汽车业务员稳定发展。考虑到毛利率承压的影响，我们调整估值中枢为 20 倍 PE，根据 2024 年预测盈利得出目标价为 6.4 港元，较上一收盘价有 17.89% 的上升空间，维持买入评级。

李京霖

852-2532-1957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

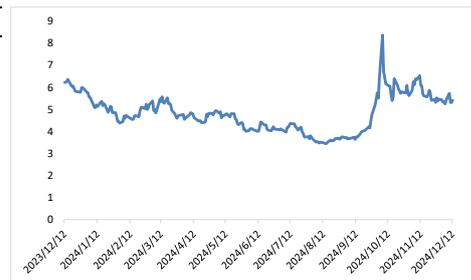
主要数据

行业	TMT
股价	5.42 港元
目标价	6.4 港元 (17.89%)
股票代码	354
已发行股本	27.32 亿股
市值	146.99 亿港元
52 周高/低	9.32/3.38 港元
每股净资产	4.58 港元
主要股东	瑞士银行 8.89% ChenYuhong 9.40% CSI 3.83% 摩根大通 2.42%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入 (人民币千元)	20,005,171	17,116,894	17,305,218	18,933,981	20,992,822
变动	8.74%	-14.44%	1.10%	9.41%	10.87%
净利润 (人民币千元)	759,441	713,394	738,771	829,271	928,180
变动	-33.20%	-6.06%	3.56%	12.25%	11.93%
每股盈利 (人民币元)	0.252	0.251	0.260	0.291	0.326
变动	-34.42%	-0.49%	3.56%	12.25%	11.93%
市盈率5.42港元 (估)	20.1	20.2	19.5	17.4	15.5
每股派息 (港元)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
股息现价比	0.23%	0.24%	0.25%	0.18%	0.18%

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

附录一：主要财务报表

损益表						财务分析					
<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
收入	20,005,171	17,116,894	17,305,218	18,933,981	20,992,822	盈利能力					
毛利	4,600,170	4,003,076	4,047,119	4,440,019	4,943,810	毛利率 (%)	22.99%	23.39%	23.39%	23.45%	
其他业务净额	327,190	428,905	433,624	474,436	526,026	EBITDA 利率 (%)	7.34%	8.13%	7.44%	7.45%	
销售及管理费用	-948,868	-868,347	-877,901	-960,529	-1,064,974	净利率 (%)	3.79%	4.16%	4.26%	4.38%	
经营利润	934,359	938,729	995,248	1,118,383	1,280,198	营运表现					
财务开支	-113,212	-202,833	-202,833	-202,833	-202,833	销售及管理费用/收入 (%)	4.74%	5.07%	5.07%	5.07%	
联营公司等	-22,534	-30,028	-30,028	-60,056	-120,112	实际税率 (%)	8.56%	2.90%	2.90%	2.90%	
税前盈利	829,882	733,947	760,055	853,162	954,921	库存周转	2.0	2.0	2.0	2.0	
所得税	-71,053	-21,280	-22,037	-24,737	-27,687	应付账款天数	50.9	51.7	43.6	39.7	
净利润	758,829	712,667	738,018	828,426	927,234	应收账款天数	109.9	130.6	134.9	135.6	
少数股东应占利润	-612	-727	-753	-845	-946	财务状况					
本公司股东应占溢利	759,441	713,394	738,771	829,271	928,180	总负债/总资产	0.28	0.31	0.35	0.35	
折旧及摊销	-499,713	-422,654	-292,935	-293,059	-293,508	收入/净资产	1.65	1.46	1.46	1.58	
EBITDA	1,468,081	1,391,794	1,288,182	1,411,443	1,573,706	经营性现金流/收入	0.04	0.04	0.04	0.05	
						税息前盈利对利息倍数	7.33	3.62	3.75	4.21	
增长											
总收入 (%)	8.7%	-14.4%	1.1%	9.4%	10.9%						
EBITDA (%)	-19.0%	-5.2%	-7.4%	9.6%	11.5%						
资产负债表						现金流量表					
<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>						<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
现金	5,005,226	3,788,110	4,111,215	4,667,240	5,369,293	EBITDA	1,468,081	1,391,794	1,288,182	1,411,443	
应收账款	6,156,543	6,091,897	6,701,087	7,371,195	8,108,315	净融资成本	113,212	202,833	202,833	202,833	
存货	99,358	96,182	49,112	109,726	66,154	营运资金变化	-683,364	-655,725	-750,350	-603,054	
其他流动资产	148,101	146,051	146,051	146,051	146,051	所得税	-139,706	-44,071	-22,037	-24,737	
总流动资产	13,600,522	12,945,329	13,173,913	14,460,660	15,856,261	其他	6,553	-174,890	-82,933	-112,961	
有形资产	1,558,559	1,471,131	1,166,879	1,177,559	0	营运现金流	764,776	719,941	635,695	873,524	
无形资产	1,124,427	1,179,790	905,074	901,336	843,654	资本开支	-333,049	-400,804	-258,213	-258,213	
长期投资	485,163	428,906	428,906	428,906	428,906	其他投资活动	-316,634	-1,044,028	166,733	166,733	
其他	921	31,296	31,296	31,296	31,296	投资活动现金流	-649,683	-1,444,832	-91,480	-91,480	
总资产	16,964,785	17,067,670	16,863,455	17,973,244	19,115,697	负债变化	-4,661,283	-4,705,000	-4,705,000	-4,705,000	
应付账款	2,048,709	1,665,989	1,499,727	1,649,363	1,813,963	股息	-79,555	-138,336	-40,081	-44,991	
短期银行贷款	766,068	734,773	734,773	734,773	734,773	其他融资活动	3,960,101	4,329,307	4,502,167	4,502,167	
其他短期负债	198,346	192,364	192,364	192,364	192,364	融资活动现金流	-780,737	-514,029	-242,914	-247,824	
总短期负债	3,553,286	2,962,210	2,795,948	2,945,584	3,110,184	现金变化	-665,644	-1,238,920	301,301	534,220	
长期银行贷款	0	0	0	0	0	期初持有现金	5,556,380	5,005,226	3,788,110	4,111,215	
其他负债	11,715	15,635	15,635	15,635	15,635	汇兑变化	114,490	21,804	21,804	21,804	
总负债	4,829,994	5,300,910	5,819,261	6,245,746	6,736,678	期末持有现金	5,005,226	3,788,110	4,111,215	4,667,240	
少数股东权益	25,026	24,299	23,546	22,701	21,755						
股东权益	12,109,765	11,742,461	11,835,291	12,013,711	12,285,674						
每股账面值(摊薄)	4.02	4.13	4.16	4.22	4.32						
营运资金	10,047,236	9,983,119	10,377,966	11,515,076	12,746,077						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。