

计算机

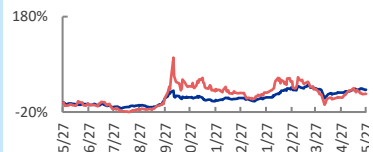
2025 年 05 月 28 日

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2025 年 05 月 27 日
收盘价（港币）	5.09
恒生中国企业指数	8469.97
52 周最高/最低（港币）	9.32/3.38
H 股市值（亿港元）	139.06
流通 H 股（百万股）	2,732.08
汇率（人民币/港币）	1.0902

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

黄忠煌 A0230519110001
huangzh@swsresearch.com
曹峥 A0230525040002
caozheng@swsresearch.com

联系人

曹峥
(8621)23297818x
caozheng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

中国软件国际 (00354)

——华为新阶段，鸿蒙+AI 双驱动——华为系列深度之十九

- **华为链核心卡位，鸿蒙与 AI 双轮驱动业绩恢复。**中软国际作为华为核心合作伙伴（2024 年华为收入占比 41%），锚定鸿蒙生态全链条建设与 AI 算力运营核心赛道。依托“1+3”业务矩阵（云智能/鸿蒙/MetaERP/ 算力），公司在信创自主化与 AI 产业化浪潮中构建稀缺生态卡位，2025 年起随鸿蒙 PC 商用、开源鸿蒙设备放量及昇腾算力网络成熟，业务增长动能全面激活。
- **鸿蒙生态全面革新，PC 与行业应用打开增长空间。**鸿蒙系统迎来全自主化关键突破，2024 年 10 月原生鸿蒙（HarmonyOS NEXT）发布，彻底剥离开源安卓代码。开源鸿蒙同步迭代到 openHarmony5.0，生态设备发货量突破 10 亿台，原生应用超 1.6 万个。2025 年 5 月华为鸿蒙 PC 正式上市，同时布局 2B 信创市场推出擎云 PC。
- **开源鸿蒙业务：代码贡献到全场景落地的生态深耕。**公司累计为开源鸿蒙贡献代码超 485 万行（社区第二），完成 6000 + 原生应用/元服务开发，覆盖酒店、金融等 6 大行业。与深开鸿（持股 14.7%）协同推出 KaihongOS 行业解决方案，深耕鸿蒙生态。PC 方面，2025 年 5 月首款鸿蒙 PC（Matebook Pro）推出，已适配 150 + 专属应用、2000 + 融合生态应用，支持 1100 + 外设连接。中软国际依托云桌面技术积累，为早期应用兼容提供虚拟机支持，并推出自有开源鸿蒙 PC。目标切入政务、金融等信创核心领域。
- **AI 布局深入，算力运营与 Agent 落地构建第二增长曲线。**AI 领域，中软国际以“算力运营商 + Agent 实施商”为定位，运营多个城市的昇腾智算中心，通过算力调度与模型优化提升利用率，北京昌平智算中心成为行业标杆。
- **AI Agent “Task (m×n)” 战略，从标杆渗透全行业。**公司依托灵析平台实现大模型快速定制，已在政务、金融等领域落地，联合华为发布 DeepSeek 一体机，融合昇腾算力与大模型能力。公司 AI 业务覆盖“云 - 端 - 边”全栈，2025 年 AI 相关增值服务收入有望成为盈利增长新引擎。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**公司作为华为核心合作伙伴，将受益于华为生态的繁荣。预计 2025-2027 年公司营收分别为 178、194.6、221.4 亿元，归属普通股股东净利润分别为 6.1、7.3、8.9 亿元。采用相对估值法，选取同为华为链、商业模式以项目制开发、IT 外包、硬件代工为主的中科创达、赛意信息、智微智能为可比公司，可比公司平均 PE 2025E 为 50x，考虑中软国际是港股公司，应给予折价，参考 AH 两地上市的 TMT 公司如中兴通讯、中芯国际等，平均 HA 折价率在 56%，因此我们给予 56% 折价，目标市值为 170 亿元人民币，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**鸿蒙生态的崛起不及预期；企业 IT 投入意愿不足；行业竞争加剧。

财务数据及盈利预测

人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17117	16951	17798	19464	22143
同比增长率（%）	-14%	-1%	5%	9%	14%
净利润（百万元）	713	513	608	729	885
同比增长率（%）	-6%	-28%	19%	20%	21%
每股收益（元）	0.26	0.20	0.22	0.27	0.32
净资产收益率（%）	6%	4%	5%	6%	7%
市盈率（倍）	.	.	.	.	.
市净率（倍）	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0

注：“每股收益”为基本每股收益，归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

预计 2025-2027 年公司营收分别为 178、194.6、221.4 亿元，归属普通股股东净利润分别为 6.1、7.3、8.9 亿元。采用相对估值法，选取同为华为链、商业模式以项目制开发、IT 外包、硬件代工为主的中科创达、赛意信息、智微智能为可比公司，可比公司平均 PE 2025E 为 50x，考虑中软国际是港股公司，应给予折价，参考 AH 两地上市的 TMT 公司如中兴通讯、中芯国际等，平均 HA 折价率在 56%，因此我们给予 56% 折价，目标市值为 170 亿元人民币，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

2023-2024 年，由于大客户华为及宏观压力，公司收入存在压力。2025 年起，受益于鸿蒙生态、AI 产业趋势，公司将与华为合作的“1+3”业务作为重点发展方向，预计未来公司技术专业服务集团 TPG、互联网信息科技服务集团 IIG 业务收入均将有所复苏。假设 TPG 25-27 年收入增速为 5%、10%、15%，IIG 25-27 年收入增速为 5%、5%、5%，整体毛利率逐渐回升，25-27 年分别为 22.3%、22.6%、22.8%。

有别于大众的认识

市场认为，移动端 OS 安卓+苹果双雄格局较为稳固，鸿蒙 OS 受制于应用数量、用户习惯等，用户可能不愿切换，导致无法快速建立自身生态。我们认为，鸿蒙作为首个国产移动端 OS，手机端 OS 发布后半年，PC OS 上线，“1+8+N”生态版图完整，鸿蒙生态建立节奏超预期。且鸿蒙的万物互联、AI 原生等特性，较传统 OS 产品体验有较大革新，有望快速渗透。

市场认为，中软国际商业模式主要为 IT 服务，边际成本递减效应弱，盈利水平天花板有限。我们认为，中软国际过往 IT 服务建立了高客户粘性，有望在稳定下游客户推广自研的鸿蒙 PC、开源鸿蒙 OS、算力运营、AI 应用落地业务，实现快速增长。同时，通过自研产品收入占比提升，带动整体业务盈利水平的提升。

股价表现的催化剂

鸿蒙及开源鸿蒙 OS 通过安全可靠测评；企业加速部署 AI 应用。

核心假设风险

鸿蒙生态的崛起不及预期；企业 IT 投入意愿不足；行业竞争加剧。

目录

1. 华为链核心卡位，业务多元拓展	6
1.1 华为深度绑定，生态卡位优势凸显	6
1.2 业务板块清晰，TPG 主导收入结构	8
1.3 业绩触底回升，长期动能蓄力	8
2. 信创：华为先锋，鸿蒙生态全面革新	10
2.1 原生鸿蒙出鞘，生态版图速成	10
2.2 深开鸿协同，鸿蒙产品服务双线发力	14
2.3 鸿蒙 PC 剑指 2B，信创市场率先破局	16
2.4 MetaERP 实施落地，核心客户深度绑定	17
3. AI：算力运营与 Agent 实施双轮驱动	17
3.1 AI Agent 全栈赋能，打通大模型落地最后一公里	18
3.2 算力运营破局，激活国产智算价值	19
4. 盈利预测与估值	20
4.1 收入及毛利率预测	20
4.2 费用预测	20
4.3 利润预测及估值	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：中软国际收入的增速和华为的收入增速呈现出相关性	6
图 2：中软国际算力运营业务可提供全链路工具和服务	7
图 3：中软国际分业务收入占比情况	8
图 4：中软国际收入 2024 年企稳	9
图 5：中软国际利润短期承压	9
图 6：中软国际净利率、毛利率水平	9
图 7：公司人效略有下滑	9
图 8：中软国际员工人数变动情况（人）	9
图 9：鸿蒙 OS 发展历程	10
图 10：中国手机市场各操作系统市占率情况	11
图 11：适配原生鸿蒙 APP+元服务数量已达 16000 个	11
图 12：开源鸿蒙 OS/模组 24 年起快速增长	11
图 13：鸿蒙生态设备发货量迅速提升	11
图 14：华为 Matebook Fold 鸿蒙折叠 PC	12
图 15：华为 Matebook Pro 鸿蒙 PC	12
图 16：华为品牌 PC 分形态销量情况	13
图 17：中国笔记本电脑市占率，华为第二仅次于联想	13
图 18：深开鸿的开鸿 BotBook（开发者版）助力开源鸿蒙开发者	16
图 19：中软国际的 AI 业务架构	17
图 20：中软国际 AI Agent Task(m x n) 战略	18
图 21：中软国际西安昇腾智算中心成果进一步转化，在遥感领域落地	19
表 1：华为是公司的第一大客户，2024 年收入占比为 41%	6
表 2：鸿蒙电脑发展历程	12
表 3：深开鸿三大股东为深资本、中软国际、华为	15
表 4：开源鸿蒙社区贡献排名	15
表 5：收入增速假设	20
表 6：毛利率假设	20
表：费用率假设	

表 8：盈利预测结果（单位：百万元人民币）	20
表 9：可比公司估值表	21
表 10：选取同时在 A 股和港股上市的 TMT 公司，港股的平均折价为 56%	21

1. 华为链核心卡位，业务多元拓展

2021 年，我们发布深度报告《中国软件国际：国内领先的企业数字化转型解决方案供应商》，至此已近 4 年，4 年时间，中软国际伴随大客户华为，持续成长，自身能力边界也不断扩大。当前，公司在 IT 服务、自有产品开发、AI、算力运营层面布局完善，为长期成长奠定了坚实基础。

变：环境和行业剧变。华为产业链 2021-2023 年处于调整期，受到外部因素的影响，发展面临诸多挑战。但 2023 年之后，随着华为手机麒麟、鸿蒙、问界等产品的推出，华为产业链全面向好。尤其是在 AI 领域的昇腾、盘古等技术的发展，以及自主化的软件如鸿蒙、欧拉、高斯的不断完善，为行业带来了新的机遇。除华为外，AI、具身智能等新产业趋势方兴未艾。

不变：核心卡位与战略布局优势，坚持信创 AI 两手抓。中软国际在华为产业链中的核心卡位和战略布局优势始终保持不变。多年来，中软国际与华为建立了深厚的合作关系，在华为的业务体系中占据重要地位。同时，针对 AI、具身智能、算力等新需求，公司已经占据了优势的生态卡位。

1.1 华为深度绑定，生态卡位优势凸显

华为是公司的第一大客户，在公司收入中的占比接近 50%。根据公司年报，2024 年，公司现实收入 170 亿元人民币，其中来自华为 69 亿元，占比为 41%，华为是公司的第一大客户。

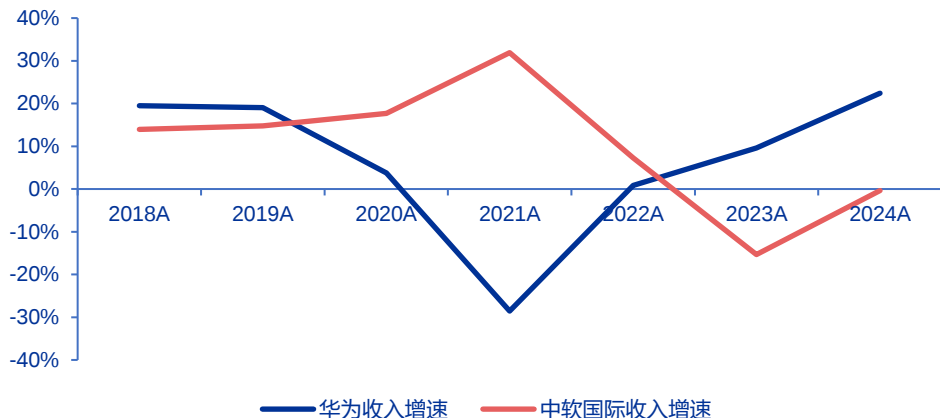
表 1：华为是公司的第一大客户，2024 年收入占比为 41%

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
中软国际收入（亿元）	51	68	92	106	120	141	184	200	171	170
华为贡献的收入（亿元）	20	36	49	56	66	81	99	98	77	69
华为在公司收入中的占比	38%	54%	53%	53%	55%	57%	54%	49%	45%	41%

资料来源：公司年报，申万宏源研究

中软国际与华为收入相关性在下降，但产品和竞争力上仍有强关联。在服务华为的过程中，公司实现了自身能力强化、自有产品也在不断丰富。历史数据看，过往华为业务扩张期，中软国际显著受益。2022 年后，华为收入增速和中软国际收入增速出现背离，华为占比也在持续下降，一是公司开始积极拓展其他客户，降低华为波动对自身的影响，二是公司定位从服务商变为生态合作商，当前，公司与华为已经全方位合作。

图 1：中软国际收入的增速和华为的收入增速呈现出相关性



资料来源：中软国际年报，华为年报，申万宏源研究

与华为合作，公司积极布局“1+3”业务：

- 1) 云智能业务。**2017 年，公司与华为签订“同舟共济”战略合作，成为首个“华为云同舟共济合作伙伴”。此后，双方在云服务领域的合作不断拓展和深化。到 2024 年，中软国际基于华为云的技术架构，为企业提供了云咨询、云迁移、云开发等一站式服务。同时，中软国际积极参与华为云生态建设，打造了多个行业解决方案。
- 2) 鸿蒙智能物联网与数字孪生。**这块业务模式为与深开鸿合作，**深开鸿提供核心的 OS、物联网模组/设备，由中软国际承担项目获取、实施和落地。**
- 3) 企业数字化转型与 ERP 咨询实施。**提供国产 ERP，如华为 MetaERP、用友、金蝶的落地实施服务。
- 4) 算力运营：**2023 年，中软国际携手华为、地方政府共建国产算力“新三角”模式，切入昇腾算力运营业务。

具体合作模式为：采用华为芯片的智算中心，中软国际作为辅助运营总集成商，面向全行业对接算力供需，并提供模型孵化服务。

- 1) 对于智算中心所有方，中软国际收取算力调度平台建设费，算力租赁费抽成；
- 2) 对于算力需求方，中软国际提供算力（源自智算中心）、模型训推调优等增值服务。

图 2：中软国际算力运营业务可提供全链路工具和服务



资料来源：中软国际宣传材料，申万宏源研究

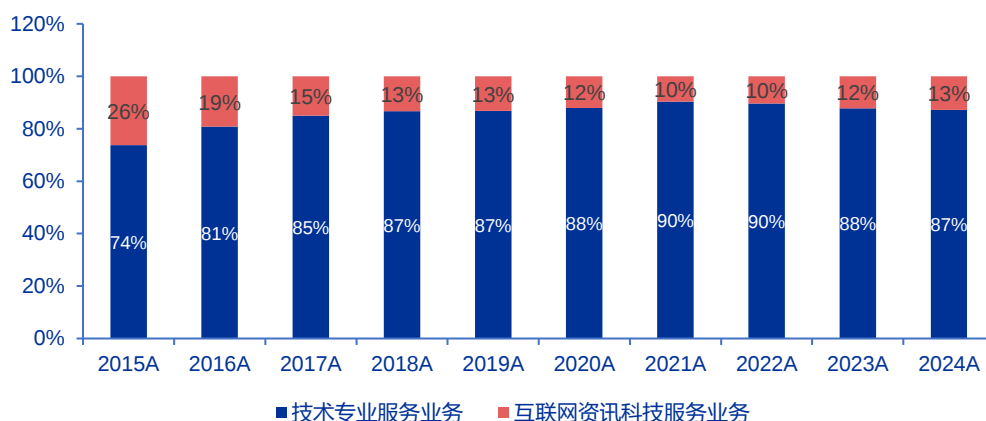
1.2 业务板块清晰，TPG 主导收入结构

产品维度，公司业务可划分为：IT 服务业务、鸿蒙业务、算力运营业务、AI Agent 业务。目前公司已经形成了以 IT 服务业务为基座，华为合作“1+3”业务快速发展，AI Agent 业务起步的态势。

从客户维度，可以划分为技术专业服务集团 TPG 和互联网信息科技服务集团 IIG，目前 TPG 占收入大头，2024 年收入占比 87%。

- 1) **技术专业服务集团 TPG**：面向大型企业提供高端解决方案与服务的关键业务板块，主要服务于银行及其他金融机构、电信运营商及其他大型跨国公司，业务范围涵盖开发及提供解决方案、新兴服务及信息科技外包服务，还包括产品销售。
- 2) **互联网信息科技服务集团 IIG**：聚焦于政府、烟草行业及其他小型公司，致力于为这些客户提供定制化的信息技术服务，推动其数字化转型进程。

图 3：中软国际分业务收入占比情况

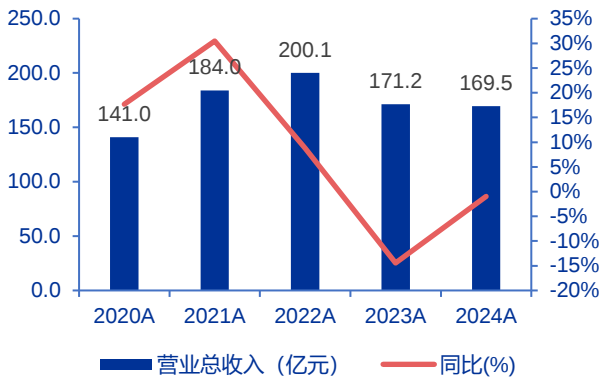


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 业绩触底回升，长期动能蓄力

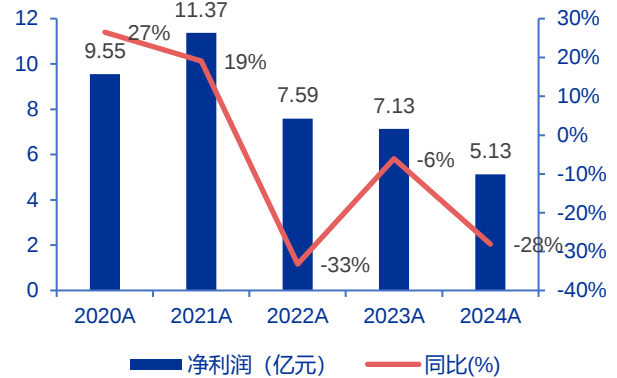
收入：2023 年低谷已过，2024 年起稳步复苏。2024 年全年收入为 169.5 亿元，yoy-1%，较 2023 年的-14%大幅收窄。2024 第一大客户华为从业务结构调整中恢复，公司稳定了金融、电信等重点行业收入，并通过提升服务质量和效率，成功拓展了部分新客户。此外，公司积极拓展海外市场，虽然目前海外收入占比相对较小，但增长速度较快，为公司整体收入增长提供了新的动力来源。

图 4：中软国际收入 2024 年企稳



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：中软国际利润短期承压



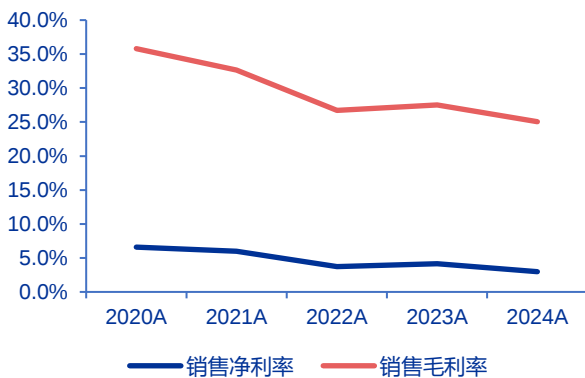
资料来源：Wind，申万宏源研究

盈利情况短期承压,投入 AIGC 长期趋势向好。2024 年,公司实现净利润 5.13 亿元, yoy-28%, 主要系价格压力带来的毛利率下降, 以及投入 AIGC 销售、研发费用的影响。

毛利率方面, 伴随宏观经济复苏, 客户降价情况陆续好转, 且公司正在大力拓展高盈利水平业务, 例如 MetaERP、算力运营等, 毛利率长期有望回升。费用方面, 公司正在通过 AI 降本增效, 自研 AI 招聘系统和运营 Agent 在内部实现规模化应用, 未来费用率有望维持在低位水平。

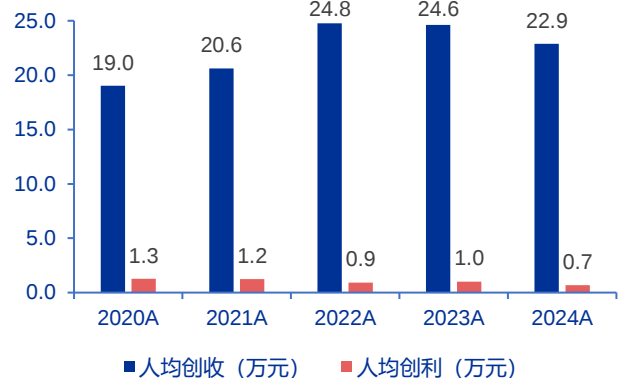
人均产出维持相对稳定。2024 年, 公司人均创收 22.9 万元, 人均创利 0.7 万元。较 2023 年均有所下降, 我们认为这主要系 2024 年客户预算以及行业竞争加剧导致的短期结果, 在公司大力使用 AI 优化效率后, 人效有望提升。

图 6：中软国际净利率、毛利率水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

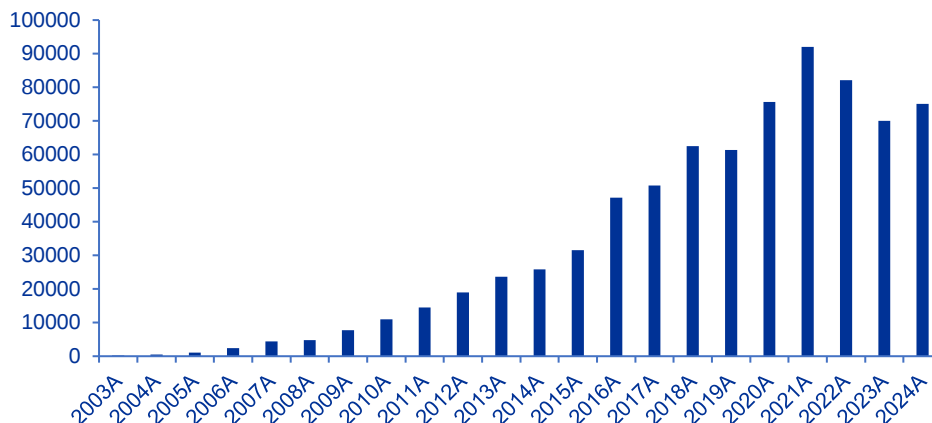
图 7：公司人效略有下滑



资料来源：Wind，申万宏源研究

人员情况: 规模与结构优化并行。从历史看, 公司的人员数量是收入的先行指标, 2021 年公司人数达到高点, 而 2022 年收入才达到近年高点。2024 年, 公司总人数恢复增长, 或预示 2025 年的新环境下, 公司更重视关键岗位人才的招聘。例如, 在鸿蒙和 AIGC 业务领域, 招聘了大量具有相关技术背景和经验的专业人才。

图 8：中软国际员工人数变动情况（人）



资料来源：中软国际年报，申万宏源研究

2. 信创：华为先锋，鸿蒙生态全面革新

2.1 原生鸿蒙出鞘，生态版图速成

华为基因下，全自主是鸿蒙的必达目标，2024 年实现。早在 2016 年华为内部便开始了移动端 OS 的研发，2019 年鸿蒙华为在开发者大会上正式推出鸿蒙 1.0，率先应用于荣耀智慧屏产品。此后鸿蒙系统持续迭代，2.0 搭载华为手机，3.0 增强多终端能力，4.0 强化 AI 功能。但其中始终含有 AOSP（开源安卓），2023 年 9 月，华为宣布即将推出全自主化的移动端，经过一年的系统完善、APP 适配，2024 年 10 月原生鸿蒙操作系统（HarmonyOS NEXT）发布，开启了鸿蒙生态的新篇章。

图 9：鸿蒙 OS 发展历程

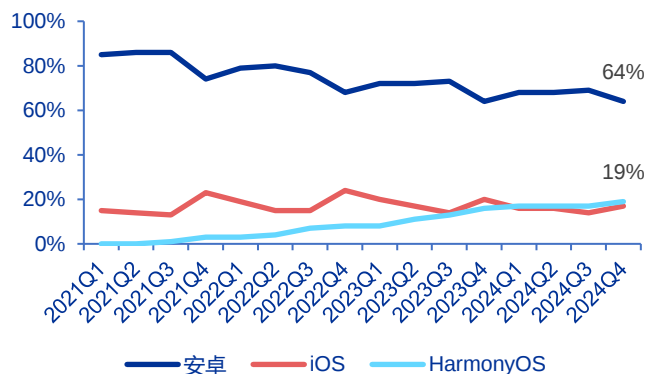


资料来源：申万宏源研究

鸿蒙推出之时便瞄准“1+8+N”万物互联生态。因此，在分布式软总线技术的支撑下，最显著的技术特点包括“一次开发，多端部署”、“可分可合、自由流转”，应用可在不同设备之间流转、接续使用，搭载鸿蒙 OS 的智能设备体验实现了进一步升级。同时，由于智能设备种类繁多、数量庞大，华为采取了“1+8 由华为自建，N 由生态伙伴基于 openharmony 开发”的策略。

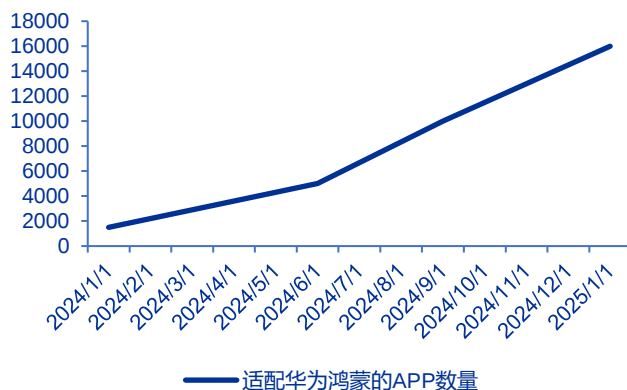
闭源+开源同步发力，鸿蒙 2023 年起跨越式发展。根据 Counterpoint 数据，中国手机市场 HarmonyOS 市占率自 2023Q2 起持续上升，2024Q4，市占率达到 19%，已经超越 iOS。截至 2024 年 10 月，鸿蒙生态设备发货量累计 10 亿台。应用数量方面，截至 2025 年 1 月，已有超过 16000 多个鸿蒙原生应用和元服务上架，满足用户日常使用时长的 99%。截至 2024 年 10 月，鸿蒙操作系统已拥有超过 1.1 亿+的代码行和 675 万注册开发者。

图 10：中国手机市场各操作系统市占率情况



资料来源：Counterpoint（科技资讯媒体），申万宏源研究

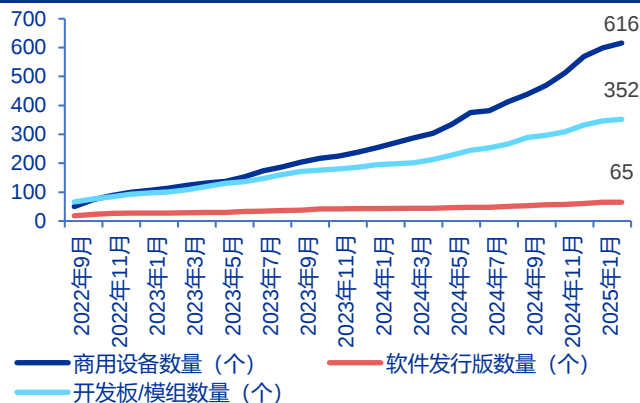
图 11：适配原生鸿蒙 APP+元服务数量已达 16000 个



资料来源：华为，申万宏源研究

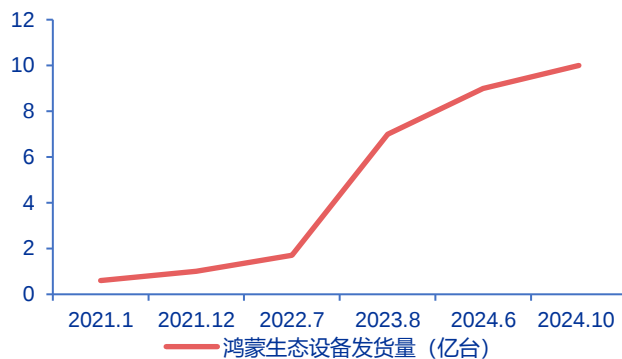
开源方面，2023 年 H2 起，基于 openharmony 开发的商用设备、软件发行版 OS、开发板/模组种类越发丰富，且斜率陡峭，截至 2025 年 2 月，已有 616 款商用设备、352 类开发板/模组，65 个发行版 OS 可用。截至 2024 年 10 月，鸿蒙生态设备发货量累计达到 10 亿台，增速迅猛，为鸿蒙 PC、开源鸿蒙 IoT 设备奠定了良好的基础。

图 12：开源鸿蒙 OS/模组 24 年起快速增长



资料来源：openharmony 开源鸿蒙社区，申万宏源研究

图 13：鸿蒙生态设备发货量迅速提升



资料来源：CNMO 科技（科技资讯媒体），腾讯新闻，网易，搜狐，申万宏源研究

鸿蒙电脑于 5.19 日 14: 30 正式与公众见面。根据余承东公开发言，2025 年预计会有 10 余款鸿蒙 PC 陆续发布。

“1+8+N”生态最后一块版图补齐。早在 2019 年，华为推出 HarmonyOS 之时，便确定了 1（手机）+8（PC、平板、穿戴式设备等）+N（物联网设备）的生态战略，至 2023 年间，通过 openharmony+生态伙伴，华为实现了物联网设备原生鸿蒙 OS。2024 年 10 月，手机纯血鸿蒙 OS 正式推出，1+8+N 生态中，唯一仍在攻坚的便是 PC OS。2025 年 5 月 19 日，两款鸿蒙 PC 面世。

表 2：鸿蒙电脑发展历程

阶段	时间	事件
早期探索	2012 年	华为开始操作系统研发工作，为物联网设备设计，为后续向 PC 拓展铺垫技术
技术积累	2019 年 8 月	华为发布鸿蒙操作系统，首先应用于智能手机，积累经验和用户基础
PC 规划筹备	2023 年	HarmonyOS 开发者官网出现“鸿蒙 PC 版”页面布局，展示初步设计和应用场景，华为进行技术研发和测试
临近推出	2024 年 9 月	余承东表示华为 PC 将是最后一批搭载 Windows 系统的笔记本电脑，后续会推出鸿蒙 PC 产品
临近推出	2024 年 12 月	华为智慧办公生态峰会，多家办公类软件开发鸿蒙 PC 版应用，WPS、万兴科技、中望软件 CAD 等
临近推出	2025 年 3 月 20 日	余承东宣布鸿蒙电脑将于 2025 年 5 月亮相
即将发布	2025 年 5 月 19 日	华为计划正式发布首款搭载鸿蒙操作系统的 PC 产品

资料来源：华为开发者联盟，申万宏源研究

首款鸿蒙 PC 型号为 Matebook Pro，定价在 7999 到 10999 元不等。根据快科技，该款 PC 外观类似此前发布的 Matebook X Pro，内置原生鸿蒙 Harmony OS 5，UI 设计简洁流畅，并设置了专门的 AI 小艺键，可一键调用接入 Deepseek/盘古大模型的小艺助手。鸿蒙电脑历经 5 年布局，集结上万名工程师、联合 20 多家研究所共同研发，积累超过 2700 项核心专利，从内核开始重构操作系统。根据鸿蒙电脑发布会，目前，已有 150+专属电脑生态应用加速适配，1000+融合生态应用已完成适配，2000+融合生态应用加速适配。鸿蒙电脑已经支持 1100+款外部设备连接，其中标准外设如键盘、鼠标、显示器等 800+，非标准外设如打印机、手写板 300+。

此外，华为还发布了一款创新折叠 PC Matebook fold，表明鸿蒙 PC 发布就定位高端创新、差异化体验。

图 14：华为 Matebook Fold 鸿蒙折叠 PC



资料来源：华为消费者官网，申万宏源研究

图 15：华为 Matebook Pro 鸿蒙 PC



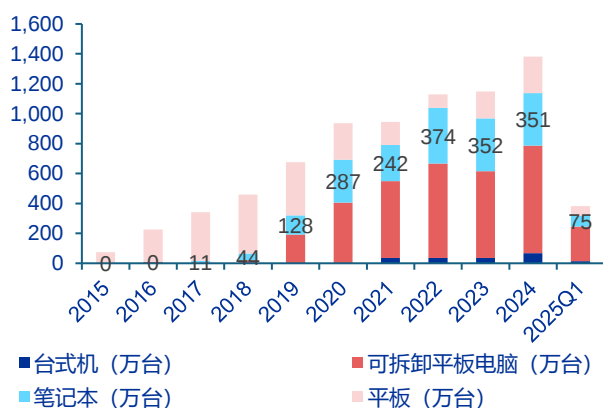
资料来源：华为消费者官网，申万宏源研究

同时，华为在发布会上还公布了一款面向政企市场的擎云 HM940 鸿蒙 PC，显示了鸿蒙进入 2B 市场的决心。

从销量市占率看，华为已经成为中国第二大笔记本电脑（Notebook）品牌。且在持续增长。根据 IDC，2024 年中国笔记本电脑出货量 2268 万台，华为出货 351 万台，占比 15%，为全国第二，仅次于联想。

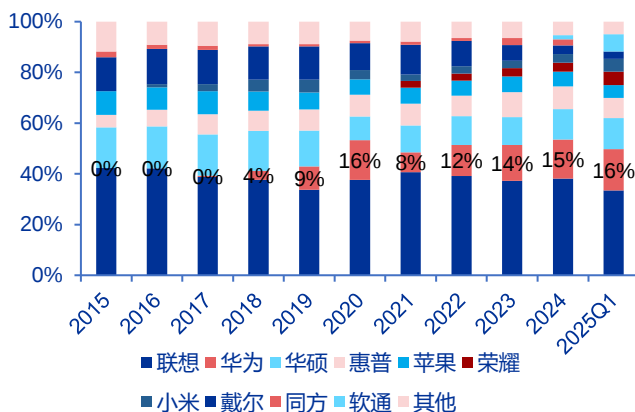
静态看，假设使用 HarmonyOS 5 原生鸿蒙 OS 的 PC 占华为整体 PC 出货量的 50%，则华为品牌鸿蒙 PC 出货量有望达到 690 万台。根据 IDC 数据，华为 PC 2024 年总销量为 1381 万台。其中，台式机出货量为 67 万台，主要为面向商用市场的华为擎云产品；笔记本和可拆卸平板电脑（PC 平板二合一）、平板主要面向 2C 消费者市场，2024 年销量为 1314 万台。

图 16：华为品牌 PC 分形态销量情况



资料来源：IDC（国际数据公司），申万宏源研究

图 17：中国笔记本电脑市占率，华为第二仅次于联想



资料来源：IDC（国际数据公司），申万宏源研究

2C 端：以华为品牌为主导，AI、跨设备互联、安全，是鸿蒙电脑三大突出特性。

在沟通会上，华为着重强调了鸿蒙电脑系统级的 AI 能力，实现了 AI 能力与底层硬件、操作系统、软件应用的深度融合。

华为小艺在鸿蒙电脑上成为无处不在的系统级智能助理。例如

- 1) 小艺文档助理：一句话实现 PPT 的创作；
- 2) 小艺知识空间：从本机全盘文档中摘取用户所需的信息，并直接给出答案和总结；
- 3) 小艺慧记：提供会议纪要转写和摘要总结，支持会议托管提醒等；
- 4) 小艺设备专家：用户一句话完成相关电脑设置，比如调节屏幕亮度、截屏、录屏等。

跨设备互联产品体验再升级。依托鸿蒙操作系统分布式软总线技术，华为已经实现了手机、平板、PC、物联网设备等的全互联，支持应用流转接续等功能。此次鸿蒙电脑通过手眼同行、应用接续、华为分享，用户可告别多设备办公时的烦琐操作，完成手机、平板到电脑之间无缝衔接。比如，键鼠共享时，鼠标可以直接从电脑上拖动到平板电脑上，几

乎是无缝衔接；应用接续，比如用飞书在手机上开会，电脑端立刻会跳出提示，点开就可以在电脑上继续开会，无需再次登录。

安全性能上，鸿蒙也更具优势。鸿蒙电脑保障本地数据应用访问和分享数据等整个数据生命周期的安全性，并从开发、上架、运行全流程保障应用来源纯净可靠，保证用机安全。

2B 端，两款华为 PC CPU 屡屡通过安全可靠测评，为鸿蒙 PC 在信创领域突破奠定基础。2025 年 3 月，中国信息安全测评中心发布《安全可靠测评结果公告（2025 年第 1 号）》，华为麒麟 X90 成功入选安全可靠等级 II 级，此前麒麟 9000C 已通过安可测评。麒麟芯片采用高度集成的 SoC 架构，实现了 CPU+NPU 多样性计算创新，为鸿蒙 PC 提供了坚实的硬件基础，有助于提升鸿蒙 PC 在信创市场的竞争力，推动其在政务、金融等对安全性和稳定性要求极高的行业中的应用与推广。

2.2 深开鸿协同，鸿蒙产品服务双线发力

鸿蒙业务布局完善，生态位占优。公司的鸿蒙业务，根据商业模式分成 4 种类型：外包、IoT 模组、中间件开发、智能家居联合创新。而 IoT 模组、中间件开发都是产业模式，效率高于原来的服务模式。具体来看：

- 1) **外包：**协助华为开发 HarmonyOS NEXT 纯血鸿蒙功能组件；
- 2) **APP 迁移适配、元服务开发：**23 年 9 月起，APP 迁移开发工作，逐渐成为公司鸿蒙业务的重点核心。
- 3) **中间件+IoT 模组开发：**与深开鸿合作，使用深开鸿基于 openharmony 开发的 kaihongOS 各大版本，鸿蒙生态中会接入各种各样的智能设备，需要厂商为其提供软硬模组。
- 4) **IoT 产品/应用开发：**例如在智能家居市场，家居厂商承担硬件制造，中软国际则承担智能化应用的开发。通过鸿蒙系统的软总线技术，实现智能设备间的无缝连接与协同控制。

中软国际已经成为“硬件接入 + 软件适配 + 场景开发”全栈能力的服务商。截至 2024 年底，中软国际累计贡献开源鸿蒙代码超 485 万行（社区除华为外第一）。截至 2024 年 10 月，中软国际已在酒店、文旅、交通、金融、传媒等行业与多个客户达成合作协议，参与完成 6000+ 的鸿蒙原生应用和元服务开发。

鸿蒙业务策略上，**中软国际将以现有自研智联产品和生态联创产品为起点，北向做宽行业应用场景，南向做厚硬件产品生态。而鸿蒙 OS 相关产品，主要由旗下参股公司深开鸿提供。**

2021 年深开鸿成立，鸿蒙之父王成录带队。2021-2022 年，中软国际与华为签署鸿蒙生态合作协议，与华为、深资本成立“深开鸿”，中软国际也先后设立 AIG 智能物联网军团、ABG 智能物联网集团，加速鸿蒙产品研发。

当前中软国际通过建鸿中软持股深开鸿 14.7%，为第二大股东。第一大股东是深资本（深圳市资本运营集团有限公司），持股比例 16.6%，第三大股东为华为哈勃投资。深开鸿现任董事长陈宇红先生，也是中软国际董事局主席兼 CEO，确保了两家公司紧密合作与协同。

表 3：深开鸿三大股东为深资本、中软国际、华为

股东	持股比例	实际
深圳市远致创业投资有限公司	16.56%	深圳市国资委
深圳建鸿中软投资合伙企业	14.70%	中软国际
深圳哈勃投资投资合伙企业	13.88%	华为
深圳鸿昇德钜企业管理合伙企业	13.64%	创始团队持股平台
深圳鸿图德钜企业管理合伙企业	12.82%	王成录
深圳鸿泽德钜企业管理合伙企业	5.06%	王成录及其他创始人

资料来源：天眼查，申万宏源研究

KaihongOS+ 超级设备平台是深开鸿的核心产品。kaihongOS 是深开鸿基于 openharmony 开发的移动端 OS，分为轻量版和标准版工业、能源、智能家居、军工、金融、智慧城市等领域全面布局，部分行业已经打下良好基础。

表 4：开源鸿蒙社区贡献排名

	1	2	3	4	5
成员单位	华为	深开鸿	开鸿智谷	软通动力	润开鸿
修改代码总量（万行）	8031.2	486.1	195.9	111.4	109.4
修改量占比	88.24%	5.34%	2.15%	1.22%	1.20%

资料来源：openharmony 官网（开源鸿蒙官网），申万宏源研究

注：数据截至 2025.5.24

深开鸿 kaihongOS 已实现与闭源纯血鸿蒙的互联。分布式软总线实现了鸿蒙和开源鸿蒙操作系统之间的发现、连接、组网，通过分布式屏幕实现跨设备内容共享等功能。根据 IT 之家，在华为 HDC 2024 大会现场，深开鸿展示了 HarmonyOS Next 手机与搭载 KaihongOS 的开鸿会议中控台互联互通，用户只需在 HarmonyOS Next 手机上打开无线投屏功能，即可发现搭载 KaihongOS 的开鸿会议中控台设备，点击即可组网，实现内容数据共享和操作协同。

进军机器人领域，联合伙伴共建鸿蒙机器人生态。根据深开鸿官方公众号，2025 年 4 月，深开鸿正式发布**全国首个基于开源鸿蒙的分布式异构多机协同机器人操作系统——M-Robots OS (Multi-Robots OS) 1.0**，目前，该系统已在工业机械臂、协作机器人等场景完成验证，预计 2025 年联合广东省合作伙伴实现工业产线商用测试。深开鸿将联合乐聚机器人等企业，依托广东省开源鸿蒙智能物联网创新中心，以“开源社区”模式分阶段推进系统迭代：2025 年底发布 2.0 版本，3 年内构建完善的开发生态工具链（仿真、数据管

理、交互等)。未来三年,深开鸿计划在智能制造、康养、教育等领域落地 10 个标杆应用,并逐步向物流、医疗、能源等行业扩展。

2.3 鸿蒙 PC 剑指 2B, 信创市场率先破局

鸿蒙 PC 不同阶段, 存在不同的商业机会:

- 1) **早期, 主要从应用迁移开发及适配中获取商业机会。**由于过往基于 Windows 开发的应用无法直接兼容鸿蒙 PC OS, 且 Wintel 生态下, 应用对于 x86 架构硬件兼容性更强, 对华为 ARM 架构芯片适配可能也存在问题, 早期鸿蒙 PC 可能需要虚拟机软件实现应用兼容(参考 2020 年苹果从 x86 架构芯片切换至自研的 ARM 架构芯片时, 采用的 Rosetta2 软件实现应用兼容);
- 2) **第二阶段, 在 2B 尤其信创市场推广销售鸿蒙 PC, 鸿蒙 PC 是从硬到软全自主的 PC 产品, 且产品使用体验流畅, 在信创市场有望率先涌现出大量需求。**中软国际也已经规划了基于开源鸿蒙的相关产品, 早在 2023 年 12 月, 中软国际便与智微智能签订合作协议, 合作以物联网终端(包括 OPS、云终端、边缘终端等)及计算机产品(包括工业计算机、商用计算机等)为主, 中软国际主要提供开源鸿蒙物联网终端及计算机产品的系统以及应用软件研发能力; 智微智能主要提供物联网终端及计算机产品硬件研发&生产能力, 双方基于各自优势能力, 联创国产自主可控的开源鸿蒙物联网终端及计算机产品。
- 3) **第三阶段, 鸿蒙 PC 产品力达到可完全商用水平, 开始面向 2C 端销售。**

中软国际云桌面软件已有沉淀, 赋能信创鸿蒙 PC。2021 年, 公司便推出了云桌面产品, 可供政企客户便捷安全使用企业内部应用, 也正是云桌面等虚拟化技术的积累, 让公司具备了虚拟机软件能力, 有望为早期鸿蒙 PC 的应用兼容提供支持。

此外, 中软国际+深开鸿+智微智能强强联合, 中软国际自有的鸿蒙 PC 产品有望在信创、工业计算机等市场快速渗透。

图 18: 深开鸿的开鸿 BotBook (开发者版) 助力开源鸿蒙开发者

产品型号	配置	新品预售	自研产品	价格
开鸿BotBook (开发者版)	32 GB RAM + 128GB eMMC + 1T...	是	是	¥7999 / ¥8499
开鸿BotMini (开发者版)	16GB B RAM + 128GB eMMC + 512G...	是	是	¥6999 / ¥7499
开鸿BotBook (开发者版)	16 GB RAM + 128GB eMMC + 51...	是	是	¥6999 / ¥7499

资料来源: 深开鸿官网, 申万宏源研究

2.4 MetaERP 实施落地，核心客户深度绑定

华为宣布成功实现 MetaERP 研发和替换，重新定义企业核心商业系统。据华为官方公众号，华为实现了自主可控的 MetaERP 研发，并完成对旧 ERP 系统的替换，于 2023 年 4 月 20 日举办 MetaERP 表彰会，此时 MetaERP 正式开始商用。

全栈式自主可控，展现华为基础核心能力。MetaERP 基于华为欧拉操作系统、GaussDB 等根技术，联合众多伙伴，采用了云原生架构、元数据多租架构、实时智能技术等先进技术，能够有效提高业务效率，提升运营质量。

产品能力获验证，满足复杂业务需求。截至 2023 年 4 月，MetaERP 已经覆盖了华为公司 100% 的业务场景和 80% 的业务量，经历了月结、季结和年结的考验，实现了零故障、零延时、零调账。MetaERP 已经在华为数千亿产值业务，以及 170 多个国家业务中实现高效运营，产品能力获得验证，有望赋能更多企业。

MetaERP 引入核心伙伴，共同繁荣。孟晚舟女士提到“MetaERP 的建设，需要合作伙伴的共同投入。只有开放才能创新，只有合作才能繁荣”。核心伙伴深度参与 MetaERP 建设和替换，与华为一道攻坚克难完成华为有史以来复杂性最高的项目，未来华为将在 ERP、PLM 等领域，和伙伴一起打造自主可控、更加高效安全的企业核心商业系统，核心合作伙伴有望长期深度受益。

从合作深度与广度看，中软国际与华为在 MetaERP 方面的合作不断深化。现有咨询队伍 900 人，且引入了对标国际咨询公司水平的团队，已经构建端到端完整解决方案能力。同时，依托中软国际存量客户的优势，已经深入展开 ERP 实施合作，成功获得了多个具有战略意义的 ERP 项目。重点客户包括中广核、中国银行等。

3. AI：算力运营与 Agent 实施双轮驱动

公司在 AI 时代，定位是全栈智能化服务提供商，产品和服务包含从底层硬件如算力、一体机、PC 等到上层应用软件到落地实施服务，体系完备，有望深度协同。

图 19：中软国际的 AI 业务架构



资料来源：中软国际宣传材料，申万宏源研究

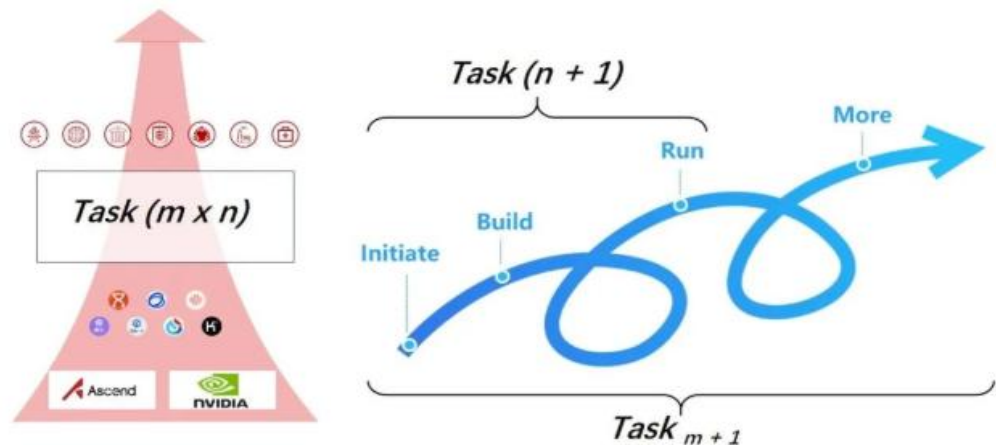
3.1 AI Agent 全栈赋能，打通大模型落地最后一公里

云：在算力运营的基础上，中软国际打造模型训练场，赋能大模型落地。中软国际为行业客户、伙伴提供算力环境、模型适配/迁移，数据工程、模型微调/训练、Agent 开发等服务，支持大模型在千行百业的落地应用的“最后一公里”。

端：中软国际和华为发布 DeepSeek 应用一体机。中软国际携手华为，以 DeepSeek 大模型为驱动，深度融合昇腾算力，面向政务、企业、医疗领域推出系列 AI 一体机，深度适配华为昇腾 AI 基础硬件平台，构建智能体集群应用。

中软国际在 AI Agent 领域的战略是 Task(m x n) 战略，即在一个 Task 中追求“N+1”战略，通过提升大模型泛化能力，在第“N+1”个客户中实现低成本高效率交付。同时，在完成每一个 Task 的同时，在同一客户身上实现不同的“M+1” Task，从而挖掘更多需求、实现 Upsell 和续费。“N+1”代表业务的泛化能力，“M+1”则代表业务的扩展能力。

图 20：中软国际 AI Agent Task(m x n) 战略



资料来源：中软国际官网，申万宏源研究

Agent 应用编排、结构化数据使用、非结构化知识使用—Agent 构建阶段三大核心能力，公司存在独特优势。

- 1) 通过 JointPilot（灵析）AI 应用平台，实现各类复杂定制任务的快速灵活定制；
- 2) 通过灵析问数产品大幅提升 NL2SQL 准确率和场景端到端准确率，在生产级场景任务能力上已达 SOTA 水平；
- 3) 通过灵析问知有效解决非结构化知识文档处理、知识准确召回及持续更新等方面难题。

目前上述技术和产品已在政府、制造、金融、电力、医疗等多个行业的领先企业落地。

Agent 的初始化（Initiate）阶段，中软国际通过行业知识库可以为客户注入丰富的行业知识，大大减少启动成本；在运营阶段，通过多种用户数据反馈的机制建设，持续优化 Agent 效果并积累更新知识；在拓展阶段，则通过“All in One”方式形成持续集成的统一入口，实现管理和调度 Agent 群，打造面向大型客户的数字员工级智能体应用体系。

3.2 算力运营破局，激活国产智算价值

AI 驱动智算需求，新产业驱使下，供需均快速扩张。根据 IDC，中国智能算力规模 2026 年将达 1271 EFLOPS（CAGR 47.58%），远超通用算力增速（18.47%）。2024 年，智算中心建设热持续升温。截至 24 年 6 月，政府参与建设并已投产的智算中心数量已接近百个。

运营能力成为核心，中软国际瞄准市场快速切入，已有标杆。当前部分智算中心面临利用率低，算力闲置的难题。原因除接触不到需求方外，也包括国产算力使用门槛较高的问题。针对这一问题，中软国际作为第三方，1) 对智算算力进行合理调度、调优，2) 开发适配层，弥补、屏蔽国产芯片在软件栈上的差异，3) 对齐算子精度；开发高性能算子，4) 针对主流框架进行优化加速等工作。

目前公司已经运营西安、北京等多个城市的智算中心。在 2024 年落成的北京昌平未来科学城智算中心，中软国际集成昇腾芯片与模型开发工具，提供“算力租赁 + 模型迁移 + 行业培训”全栈服务，已经成为国产算力基建标杆。

轻资产运营模式+增值服务，确保高盈利水平。中软国际通过“政府投资 + 企业运营”模式构建国产算力网络节点，形成高效算力调度与商业化能力。公司并不自持智算中心，而是类似承包商/中介的职责，将算力供给对接给需求方，且使用算力调度优化技术提升机房整体使用效率，从中收取增值服务费用。

以西安计算中心为例，西安未来人工智能计算中心联合西电、西工大开发雷达遥感大模型，在国土资源、气象观察等场景商业化落地，实现了从单纯算力租赁到全流程赋能。

图 21：中软国际西安昇腾智算中心成果进一步转化，在遥感领域落地



资料来源：中软国际宣传材料，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 收入及毛利率预测

我们认为，2023-2024 年，由于大客户华为及宏观压力，公司收入存在压力。2025 年起，受益于鸿蒙生态、AI 产业趋势，公司将与华为合作的“1+3”业务作为重点发展方向，预计未来公司技术专业服务集团 TPG、互联网信息科技服务集团 IIG 业务收入均将有所复苏。

TPG、IIG 收入与毛利率假设如下：

表 5：收入增速假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
技术专业服务集团 TPG	-16.2%	-1.7%	5.0%	10.0%	15.0%
互联网信息科技服务集团 IIG	1.0%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司年报，申万宏源研究

中软国际正在内部大力推动 AI 降本增效，增加如 AI 编程、AI 交付等占比，此外，大 B 客户如华为等对供应商压价压力放缓，预计 25-27 年毛利率提升。

表 6：毛利率假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
整体毛利率	23.4%	22.1%	22.3%	22.6%	22.8%

资料来源：公司年报，申万宏源研究

4.2 费用预测

公司践行控费，管理费用率预计将保持较低水平。公司即将推出鸿蒙 PC、AI Agent 等业务拓展大 B 客户中，预计未来三年销售费用率略有上行，研发方面，在内部推动 AI 使用，预计未来三年公司研发费用率维持较低水平。

表 7：费用率假设

费用率假设	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
管理费用率	7.9%	7.2%	7.1%	7.2%	7.2%
销售费用率	5.1%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%
研发费用率	6.3%	5.3%	5.2%	5.1%	5.1%

资料来源：Wind，申万宏源研究

4.3 利润预测及估值

综合来看，预计 2025-2027 年公司营收分别为 178、194.6、221.4 亿元，归属普通股股东净利润分别为 6.1、7.3、8.9 亿元。

表 8：盈利预测结果（单位：百万元人民币）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	17116.9	16950.7	17798.3	19463.6	22142.8
yoy	-%	-%	%	%	%

归属普通股股东的净利润	713.4	512.9	608.1	728.7	885.4
yoY	-6%	-28%	19%	20%	21%
毛利率	23.4%	22.1%	22.3%	22.6%	22.8%

资料来源：Wind，申万宏源研究

我们采用相对估值法，选取同为华为链、商业模式以项目制开发、IT 外包、硬件代工为主的中科创达、赛意信息、智微智能为可比公司，可比公司平均 PE 2025E 为 50x，考虑中软国际是港股公司，应给予折价，参考 AH 两地上市的 TMT 公司如中兴通讯、中芯国际等，平均 HA 折价率在 56%，因此我们给予 56% 折价，目标市值为 170 亿元人民币。

表 9：可比公司估值表

股票代码	股票简称	2025/5/27	归母净利润（亿元）					PE				
		总市值（亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
001339.SZ	智微智能	117	0.3	1.2	2.5	3.6	4.3	357	94	47	33	28
300687.SZ	赛意信息	112	2.5	1.4	2.1	2.7	3.3	44	80	52	41	34
300496.SZ	中科创达	253	4.7	4.1	5.1	6.3	8.0	54	62	50	40	32
平均										50	38	31
折价										56%		
0354.HK	中软国际	128	7.1	5.1	6.1	7.3	8.9	18	25	21	18	14

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：所有币种均为人民币，可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

表 10：选取同时在 A 股和港股上市的 TMT 公司，港股的平均折价为 56%

公司名称	AH 溢价	HA 折价
中兴通讯	52%	66%
长飞光纤	126%	44%
中芯国际	116%	46%
新华文轩	52%	66%
中国电信	46%	69%
中国通号	71%	58%
平均	77%	56%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：AH 溢价来自 Wind，计算方式为 A 股股价*港币汇率/港股股价-1；HA 折价通过 AH 溢价计算得出；日期为 2025 年 5 月 27 日

5. 风险提示

鸿蒙生态的崛起不及预期。使得鸿蒙生态繁荣的必要条件是生态中需要拥有：1) 足够多的 C 端用户；2) 足够多的设备厂商；3) 足够多的应用。华为认为鸿蒙系统繁荣的分水岭是 16% 的市场占有率，任何一个要素的不及预期都会影响鸿蒙生态的繁荣。

企业 IT 投入意愿不足。中软国际作为以 IT 服务和解决方案为核心的企业，其业务高度依赖下游企业的数字化转型需求与 IT 支出意愿。若宏观经济下行或行业景气度降低，

企业可能大幅缩减 IT 预算，直接导致公司两大核心业务板块承压。此外，公司正大力拓展的鸿蒙生态适配、AI Agent 开发等新业务尚处于投入期，对客户付费意愿依赖度高。若企业更倾向于短期成本控制而非长期技术投入，可能导致新业务推广不及预期。

行业竞争加剧。当前华为为加速鸿蒙、昇腾等体系生态搭建，将基础能力开放，并引入众多合作伙伴，如软通动力、润和软件等，随着华为生态体系的扩大，合作伙伴之间的竞争或许会加剧，但在前期，合作伙伴实际都在“把蛋糕做大”，竞争压力并非核心关注因素。

合并损益表

单位：人民币百万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	18398.1	20005.2	17116.9	16950.7	17798.3	19463.6	22142.8
营业成本	(13493.8)	(15405.0)	(13113.8)	(13209.2)	(13829.3)	(15064.8)	(17094.2)
销售费用	(943.5)	(948.9)	(868.3)	(875.1)	(943.3)	(1031.6)	(1173.6)
管理费用	(1755.7)	(1682.6)	(1354.7)	(1220.1)	(1263.7)	(1401.4)	(1594.3)
研发费用	(1249.3)	(1238.0)	(1078.3)	(906.3)	(925.5)	(992.6)	(1129.3)
财务费用	(99.6)	(113.2)	(202.8)	(175.9)	(132.9)	(136.5)	(150.2)
其他支出-经营	(47.6)	(55.2)	(105.7)	(95.1)	(47.9)	(68.5)	(87.0)
商誉减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预期信用损失模式下的减值亏损，扣除拨回	(111.7)	(89.5)	(117.3)	(273.9)	(249.2)	(253.0)	(265.7)
其他收益或亏损净值	565.4	379.7	488.1	445.0	284.8	311.4	354.3
营业利润	1361.8	965.6	966.8	816.1	824.2	963.1	1153.0
EBITDA	1596.3	1134.2	1260.7	1117.1	1096.7	1275.7	1548.8
使用权益法入账之应占投资业绩	(10.2)	(22.5)	(30.0)	(72.1)	(17.8)	(19.5)	(22.1)
除税前利润	1252.1	829.9	733.9	568.1	673.5	807.1	980.6
所得税开支	(115.4)	(71.1)	(21.3)	(57.0)	(67.5)	(80.9)	(98.3)
净利润	1136.7	758.8	712.7	511.1	606.0	726.2	882.3
非控股权益	0.2	0.6	0.7	1.8	2.1	2.5	3.1
本公司拥有人	1136.9	759.4	713.4	512.9	608.1	728.7	885.4

资料来源：Wind，申万宏源研究

合并资产负债表

单位：人民币百万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
银行结余及现金	5,556	5,005	3,788	3,131	2,746	2,584	2,445
贸易及其他应收账款	5,894	6,157	6,092	6,459	6,585	7,202	7,971
合同资产	1,741	1,999	2,092	2,292	2,314	2,433	2,657
存货	163	99	96	61	64	70	79
其他流动资产	166	341	877	847	889	973	1,106
使用权资产	628	439	320	723	723	723	723
物业、厂房及设备	,	,	,	,	,	,	,
商誉	844	844	844	844	844	844	844

无形资产	193	281	336	377	503	617	721
其他非流动资产	498	681	1,471	2,356	2,474	2,706	3,078
总资产	16,902	16,965	17,068	18,432	18,508	19,533	21,016
短期借贷+可换股贷款票据	917	766	735	3,641	3,812	4,152	4,712
贸易及其他应付账款	2,252	2,043	1,663	1,976	1,885	2,034	2,291
应付税项	181	154	163	165	1	1	1
应付股息	0	0	0	0	35	80	138
其他流动负债	635	590	402	322	337	367	417
长期借贷	1,021	1,162	2,282	775	500	500	500
可换股贷款票据	0	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	269	114	57	115	115	115	115
总负债	5,276	4,830	5,301	6,994	6,686	7,250	8,174
非控股权益	23	25	24	23	25	27	30
权益							
股本	139	137	133	123	123	123	123
储备	11,465	11,973	11,609	11,293	11,675	12,132	12,689
总权益	11,604	12,110	11,742	11,416	11,798	12,256	12,812
负债+权益总计	16,902	16,965	17,068	18,432	18,508	19,533	21,016

资料来源：Wind，申万宏源研究

合并现金流量表

单位：人民币百万元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1136.9	759.4	713.4	512.9	608.1	728.7	885.4
非控股权益	0.2	0.6	0.7	1.8	2.1	2.5	3.1
折旧	173.7	214.2	186.9	113.4	188.2	205.9	224.6
摊销	47.6	55.2	75.4	89.8	47.9	68.5	87.0
营运资本变动	(665.8)	(692.1)	(397.4)	(217.2)	(405.3)	(592.7)	(746.4)
其他经营性现金流	269.6	427.3	141.0	102.4	(27.2)	(53.1)	(84.4)
经营性现金流净额	962.1	764.8	719.9	603.1	413.8	359.9	369.2
投资变动	(14.2)	(13.5)	52.8	(16.3)	0.0	0.0	0.0
CAPEX	(348.3)	(333.0)	(400.8)	(340.6)	(385.5)	(404.8)	(425.1)
其他投资活动现金流	(167.0)	(303.2)	(1096.9)	(927.4)	(117.8)	(231.5)	(372.4)
投资活动现金流净额	(529.5)	(649.7)	(1444.8)	(1284.3)	(503.4)	(636.3)	(797.5)
股份回购/增发所得款项	1570.4	(282.8)	(1054.9)	(844.1)	0.0	0.0	0.0
借贷净增加额	172.7	(322.4)	1021.1	1352.9	(104.5)	340.6	559.3
股利	(70.1)	(79.6)	(138.3)	(190.7)	(190.7)	(226.1)	(270.9)
其他融资性现金	(296.1)	(96.0)	(341.9)	(267.6)	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流净额	1376.9	(780.7)	(514.0)	50.5	(295.1)	114.5	288.4
净现金流	1769.6	(551.2)	(1217.1)	(657.1)	(384.7)	(161.9)	(139.8)

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入（Buy）：相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持（Outperform）：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
- 中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。