

买入

鸿蒙 2.0 发布，公司是鸿蒙生态最全面的建设参与者

中国软件国际(0354.HK)

2021-06-08 星期二

目标价:	14.6 港元
现价:	10.9 港元
预计升幅:	33.9%

重要数据

日期	2021-06-07
收盘价 (港元)	10.90
总股本 (亿股)	29.1
总市值 (亿港元)	317.9
净资产 (百万元)	8,776
总资产 (百万元)	13,086
52 周高低 (港元)	11.28 / 3.99
每股净资产 (元)	3.01

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

陈宇红 (9.73%)
 UBS Group AG (9.46%)

相关报告

中国软件国际 (0354.HK) 深度报告: 携手“鲲鹏”, 展翅入“云”-20200214
 中国软件国际 (0354.HK) 更新报告: 深度参与并受益于华为生态建设-20201116

研究部

姓名: 杨森
 SFC: BJO644
 电话: 0755-21519178
 Email: yangsen@gyzq.com.hk

➤ 华为鸿蒙 2.0 发布，软件生态发展突破制约

2021 年 6 月 2 日，华为发布 2.0 版本的鸿蒙分布式操作系统，标志着华为全力加速转型发展软件。鸿蒙 2.0 采用分布式技术，打通设备之间的“孤岛状态”，实现各类终端的整合，使得用户可以通过手机对其他终端进行联动。目前华为已将鸿蒙系统已经全面开源，鸿蒙系统的基础能力全部捐献给国家工信部旗下的开放原子开源基金会，意味着鸿蒙真正成为国产应用系统，其开发、开源等都在工信部等监管下完成，利用国家的力量和资源有助于鸿蒙更好的布置生态系统，各厂家可平等的获取代码完成自家的产品。

➤ 公司为鸿蒙最核心标的，致力于成为鸿蒙生态全栈式使能服务领跑者

公司是鸿蒙元老级参与者，全程参与鸿蒙 OS 从 0 到 1 的搭建，是开放原子开源基金会 (OpenAtom Foundation) 白金理事单位，对鸿蒙具备“代码级”理解。公司亦是鸿蒙 Connect (HiLink) 生态最早的使能服务商，已经为 70+ 设备商提供服务，接入 SKU 超过 100+。从底层芯片适配到软硬件、全场景解决方案，从联合客户生态产品创新落地，到自研鸿蒙开发套件上架销售，公司已具备由轻鸿蒙到富鸿蒙的软硬件能力，未来将持续助力鸿蒙打造万物互联的世界，成为鸿蒙生态全栈式使能服务领跑者。

➤ 给予“买入”评级，目标价 14.64 港元：

公司与华为全面合作多年，具备较强的相互赋能深化的关系。公司作为 OpenAtom OpenHarmony 项目群工作委员会初始成员，已深度参与鸿蒙系统基础搭建，未来将持续参与整个开源社区的管理和投入，公司有望从中持续获益。

我们预测公司 2021/2022/2023 年收入为 183.32/238.31/309.80 亿，分别同比增长 25.0%/23.0%/20.0%；归母净利润 12.23/15.45/20.05 亿，分别同比增长 28.1%/26.3%/29.8%。我们认为公司合理估值应为 2021 年 25 倍 PE，对应股价为 14.64 港元/股，较现价有 33.86% 的上升空间。维持“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	12,042	14,101	18,332	23,831	30,980
同比增长(%)	13.8%	17.1%	25.0%	23.0%	20.0%
归母净利润	755	955	1,223	1,545	2,005
同比增长(%)	5.5%	26.5%	28.1%	26.3%	29.8%
净利润率(%)	6.3%	6.8%	6.7%	6.5%	6.5%
每股盈利(元)	0.31	0.38	0.49	0.62	0.81
PE@10.9HKD	29.34	23.80	18.30	14.49	11.16

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

报告正文

华为鸿蒙 2.0 发布，软件生态发展突破制约

2021 年 6 月 2 日，打着“万物互联时代，没有人会是一座孤岛”的名号，华为正式拥抱万物互联时代，发布 2.0 版本的鸿蒙分布式操作系统。目前操作系统在全球仅有极少数的玩家，如 PC 端的 Windows，手机端的 iOS 和 Android。鸿蒙 2.0 的发布标志着华为全力加速转型发展软件，推动华为 IoT 如苹果和谷歌一样向软件服务收费转型，获取持续收入。

图 1：鸿蒙 2.0 发布图



资料来源：华为 2021 年 6 月 2 日发布会、国元证券经纪(香港)整理

图 2：苹果服务收入占比

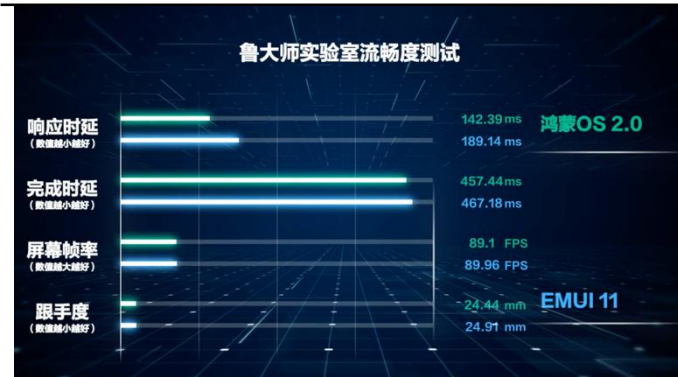


资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

自华为取得 5G 技术的突破以来，美国先后对华为进行了两次强力制裁。2019 年 5 月 5 日，美国将华为纳入实体清单，不久后谷歌移动服务（GMS）宣布断供华为，意味着华为设备无法再通过安卓系统访问谷歌应用服务，将有大批优质的安卓应用无法在华为设备上使用。

2020 年 5 月 15 日，美国商务部禁止使用任何美国技术的芯片代工厂为华为代工生产芯片。鸿蒙 OS 的发布，以及华为的 HMS，是突破软件层面枷锁的重要战略产品，2020 年 1 月发布的 HMS 使得华为不再受限于 GMS 的断供，HMS 全面兼容安卓的内核，甚至部分应用在鸿蒙系统上使用体验甚至优于安卓系统，HMS 在 2020 年末成为全球第三大移动应用生态，2021 年中拓展应用数量超过 15 万个，积累了 270 多万开发者，有效补充了鸿蒙生态。

图 3：鸿蒙 2.0 测试结果优于 EMUI 11（安卓）



资料来源：鲁大师官方、国元证券经纪(香港)整理

图 4：鸿蒙系统流畅度



资料来源：华为官网、国元证券经纪(香港)整理

对消费者而言，鸿蒙 2.0 最大的亮点还包括采用分布式技术打通设备之间的“孤岛状态”，实现各类终端的整合，使得用户可以通过手机对其他终端进行联动，用一套代码就能满足各式各样硬件的需求，对此华为提出了“1+8+N”战略，可有效将用户留在华为产品生态中。对产品开发来说，分布式技术能让搭载鸿蒙系统的 IoT 智能设备不需要单独的 APP 控制设备，开发者能够更专注开发应用，更少的考虑不同平台之间的差异化。

目前华为已将鸿蒙系统已经全面开源，鸿蒙系统的基础能力全部捐献给国家工信部旗下的开放原子开源基金会，意味着鸿蒙真正成为国产应用系统，其开发、开源等都在工信部等监管下完成，利用国家的力量和资源有助于鸿蒙更好的布置生态系统，各厂家可平等的获取代码完成自家的产品。

图 5：鸿蒙 2.0 “超级终端”功能



资料来源：华为官网、国元证券经纪(香港)整理

图 6：华为“1+8+N”战略



资料来源：华为 2020 年 2 月 24 日发布会、国元证券经纪(香港)整理

表 1：第一批支持鸿蒙 2.0 设备

系列	设备
Mate 系列	HUAWEI Mate 40 Pro HUAWEI Mate 40 Pro + HUAWEI Mate 40 RS 保时捷设计 HUAWEI Mate 40 HUAWEI Mate 40E

	HUAWEI Mate 30 HUAWEI Mate 30 Pro HUAWEI Mate 30 Pro 5G HUAWEI Mate 30E Pro 5G HUAWEI Mate 30 RS 保时捷设计 HUAWEI Mate 30 5G HUAWEI Mate X2
P 系列	HUAWEI P40 HUAWEI P40 4G HUAWEI P40 Pro HUAWEI P40 Pro +
平板	HUAWEI MatePad Pro HUAWEI MatePad Pro 5G
智慧屏	华为智慧屏 V 55 2021 款 华为智慧屏 V 65 2021 款 华为智慧屏 V 75 2021 款 华为智慧屏 V 85 2021 款 华为智慧屏 SE 55 华为智慧屏 SE 65 华为智慧屏 S Pro 55 华为智慧屏 S Pro 65 华为智慧屏 S Pro 75 华为智慧屏 S 55 华为智慧屏 S 65 华为智慧屏 S 75 华为智慧屏 X 65 华为智慧屏 V 65 2019 版 华为智慧屏 V 75 2019 版 华为智慧屏 V 65 尊爵版 华为智慧屏 V55i 华为智慧屏 V65i

资料来源：华为官网、国元证券经纪(香港)整理

公司为鸿蒙最核心标的，致力于成为鸿蒙生态全栈式使能服务领跑者

公司是鸿蒙元老级参与者，全程参与鸿蒙 OS 从 0 到 1 的搭建，是开放原子开源基金会（OpenAtom Foundation）白金理事单位，对鸿蒙具备“代码级”理解。公司亦是鸿蒙 Connect（HiLink）生态最早的使能服务商，已经为 70+ 设备商提供服务，接入 SKU 超过 100+。从底层芯片适配到软硬件、全场景解决方案，从联合客户生态产品创新落地，到自研鸿蒙开发套件上架销售，公司已具备由轻鸿蒙到富鸿蒙的软硬件能力，未来将持续助力鸿蒙打造万物互联的世界，成为鸿蒙生态全栈式使能

服务领跑者。

图 7：公司为 OpenAtom OpenHarmony 项目群工作委员会初始成员



资料来源：开放原子开源基金会、国元证券经纪(香港)整理

投资建议

公司与华为全面合作多年，具备较强的相互赋能深化的关系。公司作为 OpenAtom OpenHarmony 项目群工作委员会初始成员，已深度参与鸿蒙系统基础搭建，未来将持续参与整个开源社区的管理和投入，公司有望从中持续获益。

我们预测公司 2021/2022/2023 年收入为 183.32/238.31/309.80 亿，分别同比增长 25.0%/23.0%/20.0%；归母净利润 12.23/ 15.45/20.05 亿，分别同比增长 28.1%/26.3%/29.8%。我们认为公司合理估值应为 2021 年 25 倍 PE，对应股价为 14.64 港元/股，较现价有 33.86% 的上升空间。维持“买入”评级。

表 2：盈利预测

单位：百万元	2017	2018	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,244	10,585	12,042	14,101	18,332	23,831	30,980
基石业务	8,246	8,987	9,995	11,281	13,749	16,682	20,137
云智能业务	998	1,598	2,047	2,820	4,583	7,149	10,843
营业收入 YOY		14.51%	13.76%	17.10%	30.00%	30.00%	30.00%
基石业务	25.56%	8.99%	11.22%	12.87%	21.88%	21.33%	20.71%
云智能业务	359.88%	60.10%	28.08%	37.77%	62.50%	56.00%	51.67%
收入占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
基石业务	89.20%	84.90%	83.00%	80.00%	75.00%	70.00%	65.00%
云智能业务	10.80%	15.10%	17.00%	20.00%	25.00%	30.00%	35.00%
毛利	2,750	3,245	3,583	4,174	5,463	7,149	9,310
毛利率	29.75%	30.65%	29.76%	29.60%	29.80%	30.00%	30.05%
归母净利润	566	716	755	955	1,223	1,545	2,005
净利润增速		26.56%	5.46%	26.50%	28.06%	26.30%	29.81%

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

风险提示

鸿蒙生态渗透不及预期；全球国际冲突加剧。

财务报表摘要

利润表						主要财务比率					
	单位:百万元										
	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E		FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	12,042	14,101	18,332	23,831	30,980	盈利能力(%)					
营业成本	-8,459	-9,983	-12,869	-16,682	-21,671	毛利率	29.8%	29.6%	29.8%	30.0%	30.1%
毛利	3,583	4,118	5,463	7,149	9,310	净利率	6.3%	6.7%	6.6%	6.4%	6.4%
销售费用	-618	-729	-944	-1,251	-1,627	ROE	11.6%	10.8%	16.8%	14.7%	16.3%
管理费用	-1,196	-1,302	-1,757	-2,307	-3,000	偿债能力(%)					
研发费用	-809	-930	-1,220	-1,610	-2,093	流动比率	2.60	3.82	2.62	2.70	2.72
其他支出	-59	-44	-57	-63	-69	速动比率	0.82	1.41	1.10	1.40	1.39
财务费用	-166	-151	-225	-316	-411	资产负债率	39.2%	32.9%	43.9%	40.2%	39.9%
减值亏损, 扣除拨回	-59	-44	-57	-63	-69	营运能力(次)					
其他收益或亏损	-35	-37	-37	-38	-39	资产周转率	1.12	1.08	1.42	1.37	1.52
除税前溢利	799	1,035	1,325	1,674	2,173						
所得税	-42	-87	-111	-140	-182						
净利润(含少数股东权益)	757	948	1,214	1,534	1,991						
EPS (元)	0.31	0.38	0.49	0.62	0.81						
资产负债表						现金流量表					
	单位:百万元						单位:百万元				
	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E		FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
流动资产合计	8,198	10,394	10,109	14,590	17,413	除税前(亏损)/溢利	799	1,035	1,325	1,674	2,173
存货	54	51	89	120	153	物业, 厂房及设备折旧	138	127	139	153	169
应收账款及其他应收款项	3,297	4,580	3,850	5,005	6,506	无形资产及租赁预付款项摊销	59	44	57	51	54
预付租金	0	0	0	0	0	财务费用	166	151	151	225	316
应收票据	4	16	33	44	56	营运资本变动前之现金流量	1,354	1,769	1,673	2,102	2,711
应收关联方款项	75	40	57	49	53	(增加)/减少存货	9	-2	3	-38	-31
货币资金	2,526	3,787	4,162	7,453	8,725	(增加)/减少应收账款及其他应	-803	-1,440	-1,283	731	-1,155
非流动资产合计	2,547	2,693	2,768	2,851	2,945	经营活动产生的现金流量净额	754	1,153	394	2,772	1,517
固定资产-物业, 厂房及设备	802	858	927	1,001	1,081	投资活动产生的现金流量净额	-224	-192	-56	-69	-74
无形资产	127	145	152	160	168	筹资活动产生的现金流量净额	-650	362	37	588	-171
商誉	974	941	958	949	953	现金及现金等价物净增加额	-119	1,323	375	3,292	1,272
于联营公司之权益	228	247	237	242	240	期初现金及现金等价物余额	2,646	2,526	3,787	4,162	7,453
其他应收款	66	87	92	96	101	期末现金及现金等价物余额	2,526	3,787	4,162	7,453	8,725
按公允价值计入其他全面收益之金融资产	63	62	62	62	62						
预付租金	-	-	-	-	-	每股资料(元)					
总资产	10,745	13,087	12,877	17,441	20,358	每股收益	0.31	0.38	0.49	0.62	0.81
流动负债合计	3,150	2,718	3,857	5,406	6,410	每股经营现金	0.29	0.44	0.15	1.06	0.58
应付账款及其它应付款项	1,229	1,753	3,089	4,004	5,201	每股净资产	2.49	3.34	2.75	3.97	4.66
应付票据	22	33	28	31	29	估值比率(倍)					
应交税费	84	83	84	83	84	PE	29.34	23.80	18.30	14.49	11.16
短期借款	1,523	368	405	993	822	PB	3.62	2.69	3.27	2.27	1.93
非流动负债合计	1,062	1,592	1,796	1,614	1,705						
递延税项负债	10	11	11	11	11						
应付可转换票据	728	0	364	182	273						
长期借款	200	1,421	1,421	1,421	1,421						
总负债	4,211	4,311	5,653	7,020	8,114						
股本	116	132	135	137	140						
储备	3,677	4,492	0	0	0						
少数股东权益	66	23	2,487	4,926	5,881						
股东权益合计(含少数股东权益)	6,534	8,776	7,225	10,421	12,244						
负债及权益合计	10,745	13,087	12,877	17,441	20,358						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。