

中国软件及 IT 服务

新基建下企业的数字化转型

我们首次覆盖中国软件和 IT 服务行业。我们认为，基于云的新基建计划以及使用 AI 升级传统行业应该会推动该行业的长期增长。我们认为 1) IDC 运营商, 2) 企业 SaaS, 3) 托管云服务提供商和 4) AI 公司可以从这一趋势中受益。按照先后顺序, 我们首次覆盖并给予万国数据>中软国际>广联达>海康威视买入评级, 给予明源云>大华股份持有评级。

- **中国软件行业一直保持 15-20% 的同比增长。**根据我们来自 155 家 A/H 软件公司的数据, 2012-19 年度中国软件市场的复合年增长率为 19%。即使疫情影响, 该行业也实现了稳定的增长(根据工信部的统计, 2020 年 11 个月收入同比增长 12.5%)。劳动密集型 IT 服务是最大的组成部分(占总市场的 59%), 但是我们预计结构性变化将随着软件产品贡献增加而出现, 由于企业加快 IT 支出(相对于以前的政府项目驱动)。我们的 VAT 分析表明, 拥有专有软件产品的行业领导者将, 自主开发的软件占整体收入 30% 以上。
- **新基建计划和数字化将推动 IDC 和 SaaS 市场。**为响应政府对新基础设施投资的号召, 阿里巴巴/腾讯宣布了未来 3-5 年的 2000/5000 亿元人民币投资计划。我们预计中国公共云市场规模在 2019-22 年将以 37% 的复合年增长率增长至 1,770 亿元人民币。我们相信, 由于具有更高的灵活性和较低的初始 IT 成本, 疫情之后将有更多的企业迁移到 SaaS。我们认为 1) IDC 运营商 2) 企业 SaaS 和 3) 托管云服务提供商将从中受益。
- **人工智能推动传统产业升级。**预计中国 AI 市场规模在 2019-22 年将以 38% 的复合年增长率增长, 到 2022 年将达到 280 亿美元, 我们认为这主要是由于 AI 应用已经扩展到非公共安全领域(例如在疫情期间使用 AI 摄像机跟踪案例)。自 2019 年以来, 美国已对中国顶尖的 AI 公司实施制裁, 但我们预计, 在去美国化期间, 联咏科技和星宸科技(联发科技的子公司)将有能力成为华为海思在安防芯片领域的替代品, 从而将供应风险降至最低。
- **在 2021 财年, 软件行业将继续跑赢大盘。**我们认为, 鉴于稳健的增长和利润率的增长, 中国软件领导者将继续估值修复。我们的选股偏好基于增长的可见性: 云支出>SaaS>AI。市场流动性下降和美国加大制裁力度是该行业最大的下行风险。

估值表

公司	股票代码	评级	市值 (美元百万)	现价 (LC)	目标价 (LC)	上/下行 空间 (%)	EV/sales FY21E	P/E FY21E	ROE FY21E
万国数据-ADS	GDS US	买入	19,323	103.39	131.15	27%	17.8	n.a.	n.a.
万国数据	9698 HK	买入	19,025	98.65	127.00	29%	17.6	n.a.	n.a.
中软国际	354 HK	买入	3,462	9.24	11.35	23%	1.3	22.0	14%
广联达	002410 CH	买入	14,785	80.65	107.26	33%	17.8	144.1	11%
海康威视	002415 CH	买入	92,374	63.95	74.28	16%	7.7	37.5	30%
明源云	909 HK	持有	11,683	47.00	48.75	4%	29.8	157.7	32%
大华股份	002236 CH	持有	11,087	23.94	26.72	12%	2.1	17.7	23%

资料来源: 公司及招银国际证券预测

优于大市 (首次覆盖)

中国软件及 IT 服务行业

颜宇翔

(852) 3916 3719

marleyngan@cmbi.com.hk

投资亮点

中国软件产业持续增长

中国软件市场主要由劳动密集型 IT 服务贡献（2019 年占总收入的 59%），但我们预计，结构性变化将随着软件产品贡献增加而出现，由于企业加快 IT 支出（相对于以前的政府项目驱动）。我们的 VAT 分析表明，拥有专有软件产品的行业领导者，其自主开发的软件占总收入 30% 以上。

云是新基建计划的核心

我们预计 1) 第三方数据中心 (IDC) 运营商**万国数据**和 2) 托管云服务提供商**中软国际**将受益于中国的云化趋势。阿里巴巴/腾讯宣布了 2000/5000 亿元人民币的新基础设施计划。云服务提供商正在偏远地区建立自己的超大规模数据中心，但他们仍将依靠 IDC 在一线城市的云资源来处理 and 存储对延迟敏感的数据。

企业迁移到 SaaS

在 SaaS 行业，我们偏好中国的垂直 SaaS，特别是服务于建筑和房地产开发行业的**广联达**和**明源云**。中国 SaaS 市场仅占全球 SaaS 市场的 2%，但预计在 2019 年至 2022 年之间的复合年增长率将达到 49%，达到 78 亿美元。鉴于敏捷性、灵活性和较低的初始 IT 成本的优势，我们预计更多的企业在疫情之后采用 SaaS 模型。

在非公共安全领域扩展 AI 用例

在越来越多的 AI 应用中，我们偏好监控摄像头领导者**海康威视**和**大华股份**。到 2022 年，中国 AI 市场规模预计将达到 280 亿美元，我们认为这主要是由于 AI 用例扩展到了非公共安全领域。自 2019 年以来，美国已对中国顶尖的 AI 公司实施制裁。我们认为供应链正在经历去美国化，但随着诸如**联咏科技**，**星宸科技**（**联发科技**的子公司）等海思替代品的出现，我们认为风险较小。

估值修复将在 2021 财年继续；排序顺序：云计算>SaaS>AI

我们相信中国软件行业将在 2021 财年继续跑赢大盘，由于该行业具有强劲的增长前景，因此近期的市场调整提供了良好的购买机会。市场流动性下降和美国制裁趋紧是该行业最大的下行风险，但我们认为刺激政策将在疫情以后继续使经济复苏，美国新一届的政府也需要一段时间来制定中国战略。

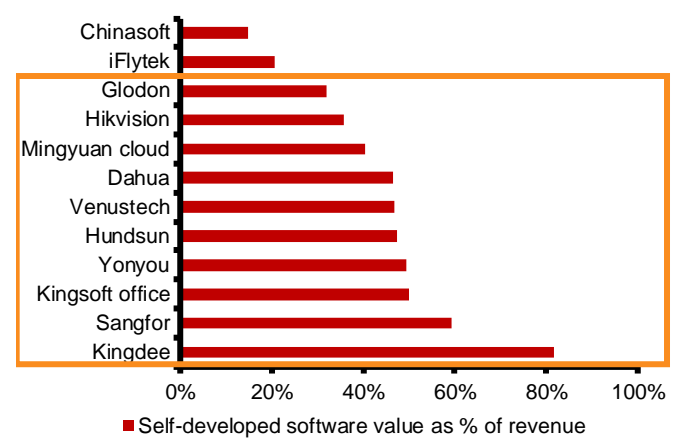
重要图表

图 1: 中国软件市场稳定增长 (155 家 A/H 软件公司总收入每年增长 15-20% YoY)



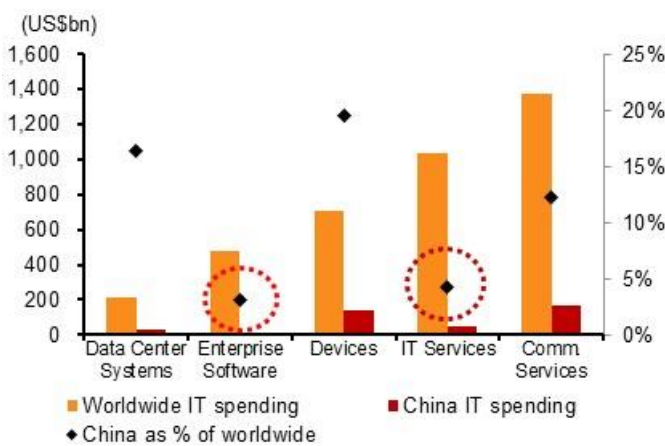
资料来源: 彭博

图 2: 质量比较好的软件企业, 自主开发软件产品占收入超过 30%



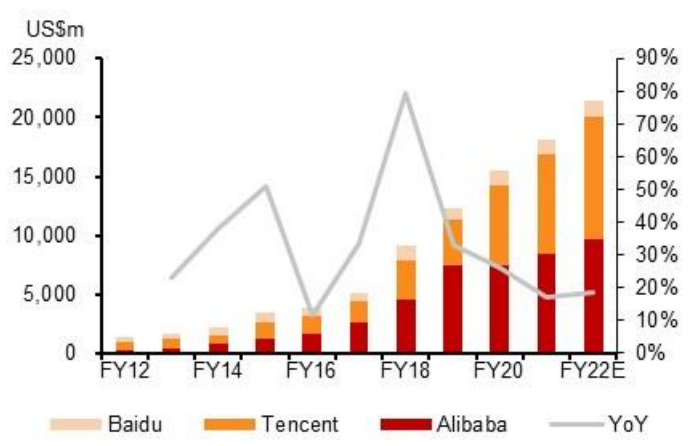
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 3: 在 IT 支出细分领域, 中国在企业软件和 IT 服务比较少



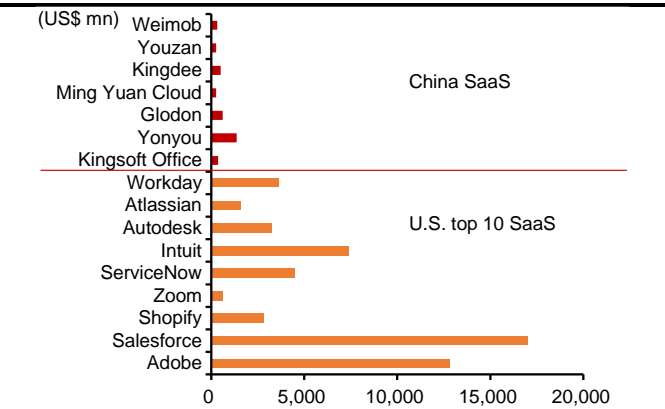
资料来源: Gartner

图 4: 云资本开支将维持强劲增长 (阿里, 腾讯, 百度在 2019-22E 的资本开支 cagr 为 21%)



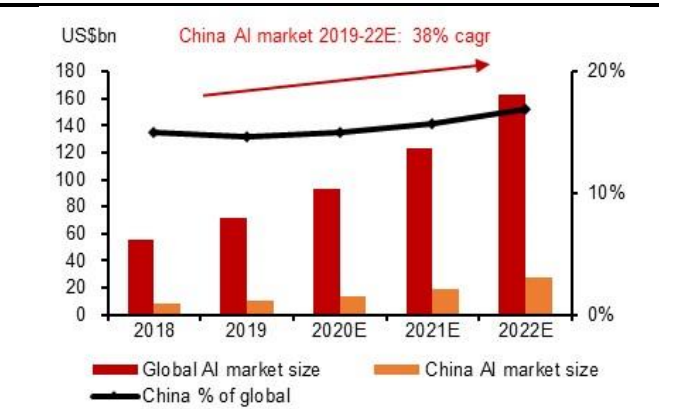
资料来源: 彭博

图 5: 相对美国, 中国的 SaaS 市场还在发展的初始阶段 (以收入比较)



资料来源: 彭博 *没有包括微软 (超过 60% 非云收入)

图 6: 中国 AI 市场在 2019-22E 将以 38% CAGR 快速成长



资料来源: 中国电子学会

行业首选

万国数据 (GDS US, 买入, 目标价 131.15 美元) / (9698 HK, 买入, 目标价 127 港元)

我们认为, 在 2021-22 财年的新基础设施计划中, 中国的数据中心支出增长将加速。鉴于万国数据的市场领先地位及阿里巴巴/腾讯为其最大客户, 预计公司能从多年的投资周期中受益。我们预计 2019-22 财年收入/EBITDA 复合年增长率为 36%/42%, 到 2022 财年 EBITDA 利润率将达到 50.3%。我们的目标价格为每 ADS 131.15 美元 (上行空间 27%) / 每股 127.0 港元 (上行空间 29%), 相当于 32 倍 2022 财年 EV/EBITDA。

中软国际 (354 HK, 买入, 目标价 11.35 港元)

当华为加强建设其软件生态时, 中软将继续为其提供支持。同时, 云服务和向收入分散到其他大型互联网客户将成为公司新的增长动力。我们认为公司在 2021 年, IT 服务板块的需求仍然强劲, 可以在其员工人数 2020 年同比增长 17% 反映。我们预计中软在 2019-22 财年将实现 19%/22% 的收入/净利润复合增长率。首次覆盖并给予买入评级和 11.35 港币的目标价 (上行空间 23%)。

广联达 (002410 CH, 买入, 目标价 107.26 人民币)

建筑业是中国数字化最低的产业 (数字化率仅 0.05%)。广联达是建筑软件的龙头, 也是进行 SaaS 转型的中国企业软件公司中最成功的公司之一。我们预计广联达将在 2019-22 财年实现 20%/60% 的收入/净利润复合增长率。首次覆盖并给予买入评级, 目标价为 107.26 元 (上行空间 33%)。

海康威视 (002415 CH, 买入, 目标价 74.28 人民币)

海康威视是监控摄像机技术的全球领导者。我们认为, 海康威视值得估值修复, 因为: 1) 经过两年的产品重新设计后, 供应链风险已得到缓解; 2) 通过 SaaS 进入非公共安全领域, 以及 3) 持续提高利润率。我们预计 2019-22 财年收入/净利润的复合年增长率为 15%/16%。我们维持买入评级, 目标价为人民币 74.28 元 (上行空间 16%)。

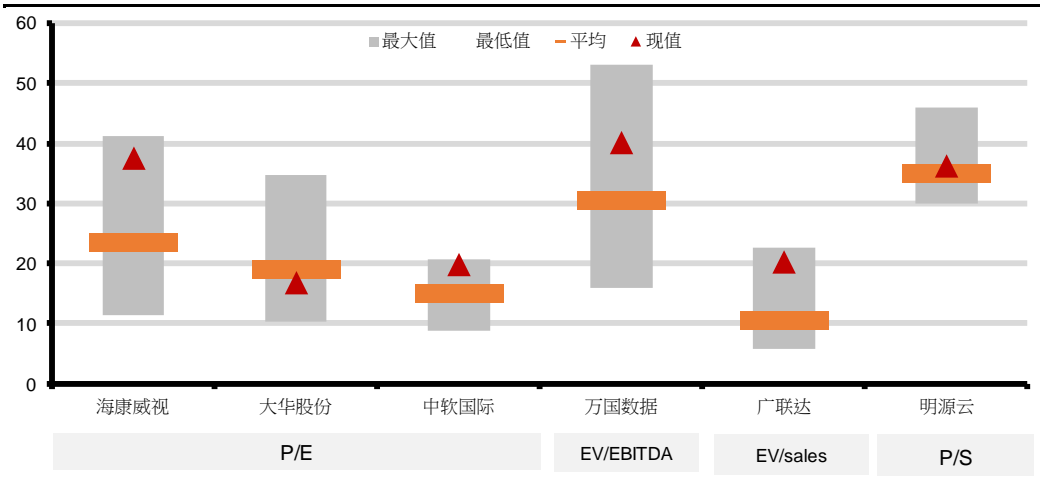
明源云 (909 HK, 持有, 目标价 48.75 港元)

我们认为, 明源云将受益于房地产产业链中 SaaS 普及率的提高。我们预计 SaaS 收入在 2019-22 财年将以 50% 的复合年增长率增长 (收入贡献: 40% 提升至 55%)。规模收益将推动自由现金流利润率从 2019 财年的 28% 进一步提高至 2022 财年的 31%。我们首次覆盖明源云, 给予持有评级和 48.75 港币的目标价。我们的目标价格基于 2022 财年 25 倍的预测市销率, 比中国 SaaS 同行高 30%, 这是因为其增长速度更快 (2019-22 财年收入复合年均增长率: 35%, 而同业为 26%) 和自由现金流利润率 (2019 财年明源云: 28%, 同行: 22%)。

大华股份 (002236 CH, 持有, 目标价 26.72 人民币)

大华股份是继海康威视之后监控摄像头市场的亚军。尽管公司改善了自由现金流和净资产收益率, 但我们担心其研发能力较弱, 这可能会在供应链过渡期间给利润率带来压力。我们认为与海康威视的估值差距将会扩大。我们预计 2019-22 财年收入/净利润的复合年增长率为 12%/15%。首次覆盖给予持有评级, 目标价为 26.72 元人民币 (上行空间 12%)。

图 7: 行业首选 5 年估值区间



资料来源: 彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。