

中國軟體及 IT 服務

新基建下企業的數位化轉型

我們首次覆蓋中國軟體和 IT 服務行業。我們認為，基於雲的新基建計畫以及使用 AI 升級傳統行業應該會推動該行業的長期增長。我們認為 1) IDC 運營商，2) 企業 SaaS，3) 託管雲服務提供者和 4) AI 公司可以從這一趨勢中受益。按照先後順序，我們首次覆蓋並給予萬國資料>中軟國際>廣聯達>海康威視買入評級，給予明源雲>大華股份持有評級。

- **中國軟體行業一直保持 15-20% 的同比增長。**根據我們來自 155 家 A/H 軟體公司的資料，2012-19 年度中國軟體市場的複合年增長率為 19%。即使疫情影響，該行業也實現了穩定的增長（根據工信部的統計，2020 年 11 個月收入同比增長 12.5%）。勞動密集型 IT 服務是最大的組成部分（佔總市場的 59%），但是我們預計結構性變化將隨著軟體產品貢獻增加而出現，由於企業加快 IT 支出（相對於以前的政府專案驅動）。我們的 VAT 分析表明，擁有專有軟體產品的行業領導者將，自主開發的軟體佔整體收入 30% 以上。
- **新基建計畫和數位化將推動 IDC 和 SaaS 市場。**為響應政府對新基礎設施投資的號召，阿裡巴巴/騰訊宣佈了未來 3-5 年的 2000/5000 億元人民幣投資計畫。我們預計中國公共雲市場規模在 2019-22 年將以 37% 的複合年增長率增長至 1,770 億元人民幣。我們相信，由於具有更高的靈活性和較低的初始 IT 成本，疫情之後將有更多的企業遷移到 SaaS。我們認為 1) IDC 運營商 2) 企業 SaaS 和 3) 託管雲服務提供者將從中受益。
- **人工智慧推動傳統產業升級。**預計中國 AI 市場規模在 2019-22 年將以 38% 的複合年增長率增長，到 2022 年將達到 280 億美元，我們認為這主要是由於 AI 應用已經擴展到非公共安全領域（例如在疫情期間使用 AI 攝像機跟蹤案例）。自 2019 年以來，美國已對中國頂尖的 AI 公司實施制裁，但我們預計，在去美國化期間，聯詠科技和星宸科技（聯發科技的子公司）將有能力成為華為海思在安防晶片領域的替代品，從而將供應風險降至最低。
- **在 2021 財年，軟體行業將繼續跑贏大盤。**我們認為，鑒於穩健的增長和利潤率的增長，中國軟體領導者將繼續估值修復。我們的選股偏好基於增長的可見性：雲支出>SaaS>AI。市場流動性下降和美國加大制裁力度是該行業最大的下行風險。

估值表

公司	股票代號	評級	市值 (美元百萬)	現價 (LC)	目標價 (LC)	上/下行 空間 (%)	EV/sales FY21E	P/E FY21E	ROE FY21E
萬國數據-ADS	GDS US	買入	19,323	103.39	131.15	27%	17.8	n.a.	n.a.
萬國數據	9698 HK	買入	19,025	98.65	127.00	29%	17.6	n.a.	n.a.
中軟國際	354 HK	買入	3,462	9.24	11.35	23%	1.3	22.0	14%
廣聯達	002410 CH	買入	14,785	80.65	107.26	33%	17.8	144.1	11%
海康威視	002415 CH	買入	92,374	63.95	74.28	16%	7.7	37.5	30%
明源雲	909 HK	持有	11,683	47.00	48.75	4%	29.8	157.7	32%
大華股份	002236 CH	持有	11,087	23.94	26.72	12%	2.1	17.7	23%

資料來源：公司及招銀國際證券預測

優於大市（首次覆蓋）

中國軟體及 IT 服務行業

顏宇翹

(852) 3916 3719

marleyngan@cmbi.com.hk

投資亮點

中國軟體產業持續增長

中國軟體市場主要由勞動密集型 IT 服務貢獻（2019 年佔總收入的 59%），但我們預計，結構性變化將隨著軟體產品貢獻增加而出現，由於企業加快 IT 支出（相對於以前的政府專案驅動）。我們的 VAT 分析表明，擁有專有軟體產品的行業領導者，其自主開發的軟體佔總收入 30% 以上。

雲是新基建計畫的核心

我們預計 1) 協力廠商資料中心 (IDC) 運營商**萬國資料**和 2) 託管雲服務提供者**中軟國際**將受益於中國的雲化趨勢。阿裡巴巴/騰訊宣佈了 2000/5000 億元人民幣的新基礎設施計畫。雲服務提供者正在偏遠地區建立自己的超大規模資料中心，但他們仍將依靠 IDC 在一線城市的雲資源來處理和存儲對延遲敏感的資料。

企業遷移到 SaaS

在 SaaS 行業，我們偏好中國的垂直 SaaS，特別是服務於建築和房地產開發行業的**廣聯達**和**明源雲**。中國 SaaS 市場僅佔全球 SaaS 市場的 2%，但預計在 2019 年至 2022 年之間的複合年增長率將達到 49%，達到 78 億美元。鑒於敏捷性、靈活性和較低的初始 IT 成本的優勢，我們預計更多的企業在疫情之後採用 SaaS 模型。

在非公共安全領域擴展 AI 用例

在越來越多的 AI 應用中，我們偏好監控攝像頭領導者**海康威視**和**大華股份**。到 2022 年，中國 AI 市場規模預計將達到 280 億美元，我們認為這主要是由於 AI 用例擴展到了非公共安全領域。自 2019 年以來，美國已對中國頂尖的 AI 公司實施制裁。我們認為供應鏈正在經歷去美國化，但隨著諸如聯詠科技，星宸科技（聯發科技的子公司）等海思替代品的出現，我們認為風險較小。

估值修復將在 2021 財年繼續；排序順序：雲計算>SaaS>AI

我們相信中國軟體行業將在 2021 財年繼續跑贏大盤，由於該行業具有強勁的增長前景，因此近期的市場調整提供了良好的購買機會。市場流動性下降和美國制裁趨緊是該行業最大的下行風險，但我們認為刺激政策將在疫情以後繼續使經濟復蘇，美國新一屆的政府也需要一段時間來制定中國戰略。

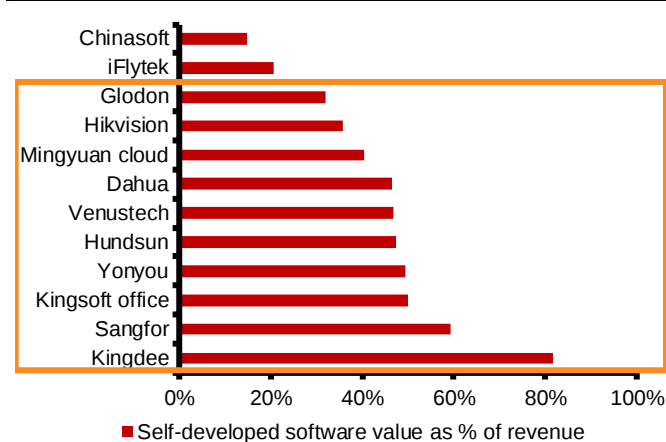
重要圖表

圖 1: 中國軟體市場穩定增長 (155 家 A/H 軟體公司總收入每年增長 15-20% YoY)



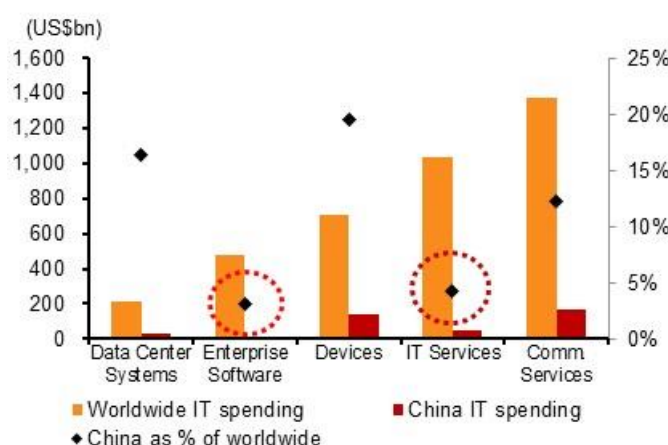
資料來源: 彭博

圖 2: 品質比較好的軟體企業, 自主開發軟體產品佔收入超過 30%



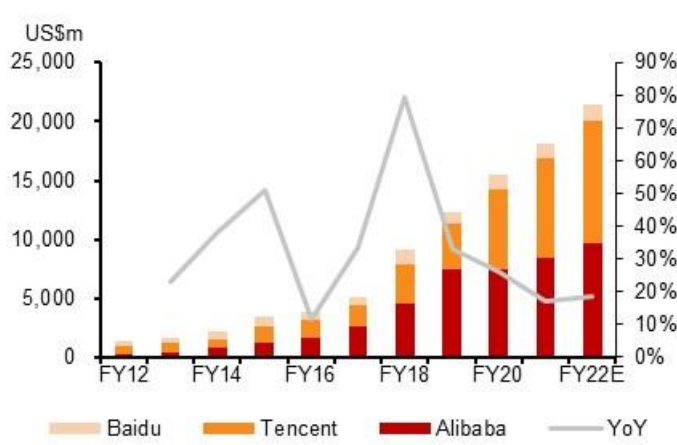
資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 3: 在 IT 支出細分領域, 中國在企業軟體和 IT 服務比較少



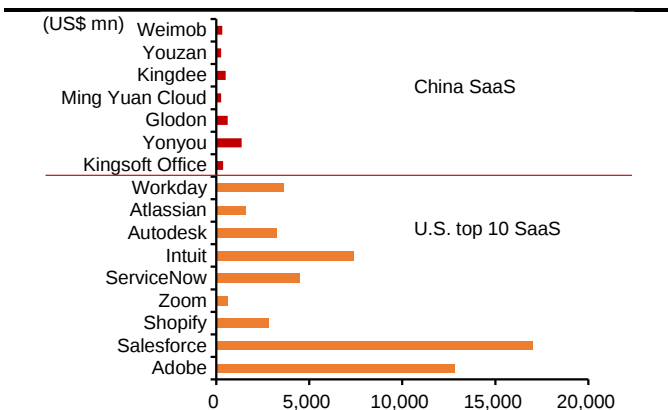
資料來源: Gartner

圖 4: 雲資本開支將維持強勁增長 (阿裡, 騰訊, 百度在 2019-22E 的資本開支 cagr 為 21%)



資料來源: 彭博

圖 5: 相對美國, 中國的 SaaS 市場還在發展的初始階段 (以收入比較)



資料來源: 彭博 *沒有包括微軟 (超過 60% 非雲收入)

圖 6: 中國 AI 市場在 2019-22E 將以 38% CAGR 快速成長



資料來源: 中國電子學會

行業首選

萬國資料 (GDS US, 買入, 目標價 131.15 美元) / (9698 HK, 買入, 目標價 127 港元)

我們認為，在 2021-22 財年的新基礎設施計畫中，中國的資料中心支出增長將加速。鑒於萬國資料的市場領先地位及阿里巴巴/騰訊為其最大客戶，預計公司能從多年的投資週期中受益。我們預計 2019-22 財年收入/EBITDA 複合年增長率為 36%/42%，到 2022 財年 EBITDA 利潤率將達到 50.3%。我們的目標價格為每 ADS131.15 美元（上行空間 27%）/ 每股 127.0 港元（上行空間 29%），相當於 32 倍 2022 財年 EV/EBITDA。

中軟國際 (354 HK, 買入, 目標價 11.35 港元)

當華為加強建設其軟體生態時，中軟將繼續為其提供支持。同時，雲服務和向收入分散到其他大型互聯網客戶將成為公司新的增長動力。我們認為公司在 2021 年，IT 服務板塊的需求仍然強勁，可以在其員工人數 2020 年同比增長 17% 反映。我們預計中軟在 2019-22 財年將實現 19%/22% 的收入/淨利潤複合增長率。首次覆蓋並給予買入評級和 11.35 港幣的目標價（上行空間 23%）。

廣聯達 (002410 CH, 買入, 目標價 107.26 人民幣)

建築業是中國數位化最低的產業（數位化率僅 0.05%）。廣聯達是建築軟體的龍頭，也是進行 SaaS 轉型的中國企業軟體公司中最成功的公司之一。我們預計廣聯達將在 2019-22 財年實現 20%/60% 的收入/淨利潤複合增長率。首次覆蓋並給予買入評級，目標價為 107.26 元（上行空間 33%）。

海康威視 (002415 CH, 買入, 目標價 74.28 人民幣)

海康威視是監控攝像機技術的全球領導者。我們認為，海康威視值得估值修復，因為：1) 經過兩年的產品重新設計後，供應鏈風險已得到緩解；2) 通過 SaaS 進入非公共安全領域，以及 3) 持續提高利潤率。我們預計 2019-22 財年收入/淨利潤的複合年增長率為 15%/16%。我們維持買入評級，目標價為人民幣 74.28 元（上行空間 16%）。

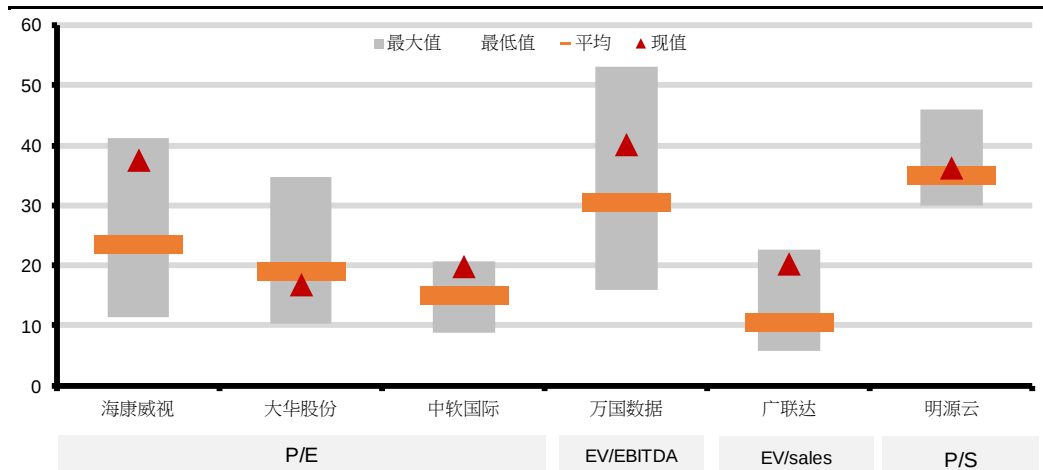
明源雲 (909 HK, 持有, 目標價 48.75 港元)

我們認為，明源雲將受益於房地產產業鏈中 SaaS 普及率的提高。我們預計 SaaS 收入在 2019-22 財年將以 50% 的複合年增長率增長（收入貢獻：40% 提升至 55%）。規模收益將推動自由現金流利潤率從 2019 財年的 28% 進一步提高至 2022 財年的 31%。我們首次覆蓋明源雲，給予持有評級和 48.75 港幣的目標價。我們的目標價格基於 2022 財年 25 倍的預測市銷率，比中國 SaaS 同行高 30%，這是因為其增長速度更快（2019-22 財年收入複合年均增長率：35%，而同業為 26%）和自由現金流利潤率（2019 財年明源雲：28%，同行：22%）。

大華股份 (002236 CH, 持有, 目標價 26.72 人民幣)

大華股份是繼海康威視之後監控攝像頭市場的亞軍。儘管公司改善了自由現金流和淨資產收益率，但我們擔心其研發能力較弱，這可能會在供應鏈過渡期間給利潤率帶來壓力。我們認為與海康威視的估值差距將會擴大。我們預計 2019-22 財年收入/淨利潤的複合年增長率為 12%/15%。首次覆蓋給予持有評級，目標價為 26.72 元人民幣（上行空間 12%）。

圖 7: 行業首選 5 年估值區間



資料來源: 彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為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，本公司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。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。