

买入

全面升级为全栈 AI 产品和服务商，探索数字货币和 RWA

中国软件国际 (354.HK)

2025-6-9 星期一

【投资要点】

目标价：**6.1 港元**现价：**5.06 港元**预计升幅：**20.6%**

重要数据

日期	2025-6-6
收盘价 (港元)	5.06
总股本 (亿股)	27.32
总市值 (亿港元)	138
净资产 (亿元)	114.4
总资产 (亿元)	184.3
52 周高低 (港元)	3.35/9.22
每股净资产 (港元)	4.56

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

陈宇红	11.23%
UBS Group AG	7.49%

相关报告

中国软件国际 (0354.HK) 更新报告：全面拥抱 AIGC，深度参与国内信创生态圈建设
-YS-20240923

研究部

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

➤ 2024 年收入和利润相对稳定，AIGC 新业务成增长亮点

2024 全年公司实现收入 169.5 亿元人民币 (-1.0%)，归母净利润 5.1 亿元人民币 (-28.1%)。H2 财务环比回升，显示新业务拉动初现。全年经营活动现金流净额 6.03 亿元，同比下降 16.3%。

➤ 全栈 AIGC 能力体系加速成型，战略转型进入规模化落地阶段

公司加快 AIGC 战略落地，构建以“模型工场 2.0”和“Agent 工厂”为核心的一体化能力体系，推动 AI 产品在多个行业场景中规模化复制，标志公司由技术投入迈向商业化阶段。2024 年“全栈 AI 产品及服务”收入达人民币 9.57 亿元，占集团总收入的 5.6%。其中，下半年该板块收入环比大幅上升 135.44%，成为推动集团业绩触底反弹的关键动力之一。

➤ 持续深化与华为生态合作，推动信创产品化落地

公司深化与华为合作，拓展 KaihongOS 在智能终端与开发工具链应用，并完成超 200 个华为云 CTSP 项目，强化云集成与国产替代布局。

➤ 参与多家银行数字货币系统建设，探索稳定币与 RWA 新机遇

公司积极参与数字人民币系统建设，已为多家运营机构提供包括钱包、对账清算、智能合约、mBridge 跨境支付接口及监管报送等模块的咨询与实施服务。依托在大数据、人工智能、区块链及云计算等方面的综合技术能力，公司在数字货币系统的稳定性与适配性方面具备明显优势。

公司同步推进对稳定币与现实世界资产 (RWA) 通证化方向的研究，探索数字资产与法币体系融合的新机遇。

➤ 维持“买入”评级，目标价 6.1 港元/股

我们预测公司 2025~2027 年收入分别为 182.18 (+6.1%)、200.14 (+9.86%) 和 223.25 (+11.5%) 亿元人民币，归母净利润 6.13 (19.49%)、7.48 (+22.00%) 和 9.34 (+24.89%) 亿元人民币。按照 2025 年 25 倍 PE 是公司的合理估值，对应目标价 6.1 港元/股，距离现价有 20.6% 的上升空间，给予“买入”评级。

(百万元人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,229.6	17,170.3	18,217.7	20,014.4	22,324.6
同比增长	-1.3%	-0.3%	6.1%	9.9%	11.5%
归母净利润	713.4	512.9	612.9	747.7	933.8
同比增长	2.39%	-28.1%	19.5%	22.0%	24.9%
毛利率	23.39%	22.1%	22.3%	22.4%	22.5%
每股收益(元)	0.26	0.19	0.22	0.27	0.34
PE@5.06HKD	17.8	24.8	20.7	17.0	13.6

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

【报告正文】

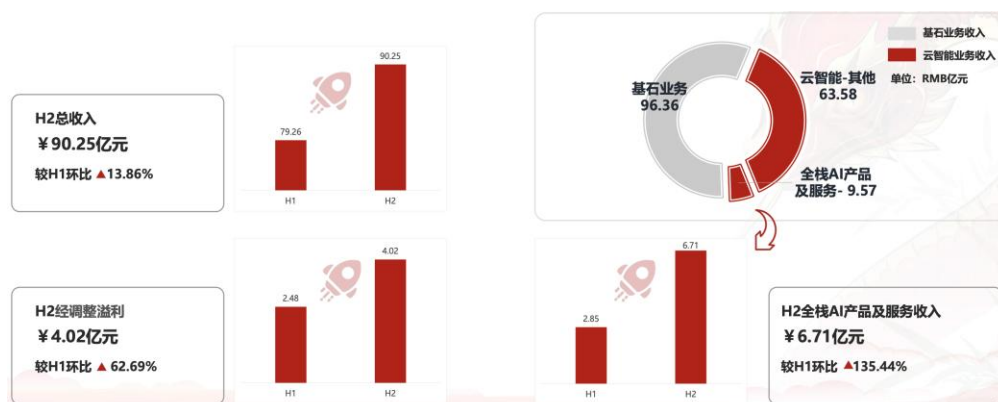
➤ 2024 年收入和利润相对稳定，AIGC 新业务成增长亮点

2024 全年公司实现收入 169.5 亿元，同比下降 1.0%；归母净利润 5.13 亿元，同比下降 28.1%，但扣非后归母净利润达到 5.16 亿元，同比增长 8.33%。

2024H1 公司收入为 79.26 亿元，同比下降 6.2%，主要受技术专业服务收入下滑 7.3%所致，归因于核心大客户 IT 外包需求持续收缩。互联网信息科技服务则在算力相关业务驱动下实现 3.7%的收入增长。2024H1 归母净利润为 2.86 亿元，同比下降 18.6%，其中技术专业服务利润同比下降 22.0%，互联网信息科技服务下降 9.8%，主要系公司加大对 AIAgent、问系列模型及相关算力平台的投入，短期内拉低利润水平。

2024H2 公司业绩触底反弹，其中主营业务收入环比上升 13.86%，云智能业务中全栈 AI 产品及服务收入”环比上升 135.44%，经调整溢利环比上升 62.69%。

图 1：2024 年下半年公司收入及利润环比显著回升



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

➤ 全栈 AI 业务收入 2024H2 环比升 135%，成为未来增长关键支点

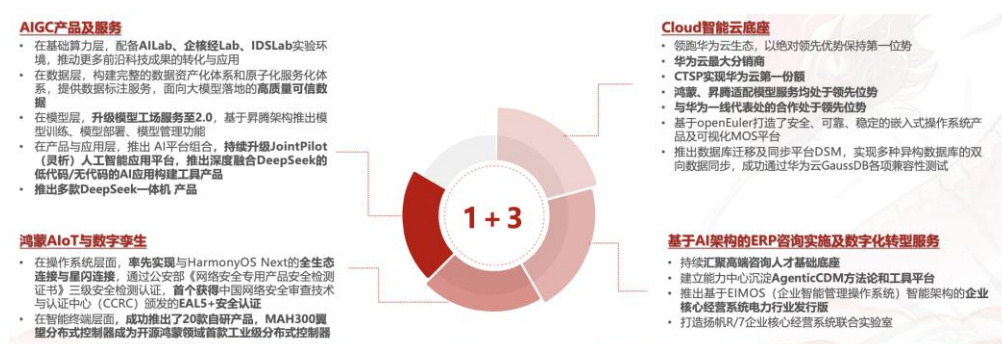
2024 年是公司全面拥抱 AIGC 变革的发力之年，是中软国际咨询、行业模型训练场和模型工场创立的元年。公司在 2024H2 持续加大投入 AIGC 业务，推动“全栈智能”能力在产品体系和商业化落地方面的全面深化。年内，公司将“模型工场”升级至 2.0 版本，推出“Agent 工厂”，围绕数据治理、模型训练、推理部署等关键环节，提供一体化解决方案，已在能源、钢铁、制药等行业实现多个 AI 试点项目的成功落地。

在产品端，公司发布了“Lumi”与“LumiONE”平台，并与华为云联合打造

“JointPilot 灵析平台”，为政务、金融、制造等行业提供场景化 AIAgent 服务。相关产品已广泛应用于电力、医疗、人社等行业，覆盖全国多个省市，进一步验证了 AIGC 方案的行业适配性与商业可复制性。AIGC 正逐步成为公司推动业绩增长的核心引擎。

2024 年“全栈 AI 产品及服务”收入达人民币 9.57 亿元，占集团总收入的 5.6%。其中，下半年该板块收入环比大幅上升 135.44%，成为推动集团业绩触底反弹的关键动力之一。上述数据充分印证了公司“AI+”战略的阶段性和成效，也表明 AIGC 板块已从早期投入转向价值兑现阶段，成为驱动集团中长期增长的核心力量。

图 2：构建“1+3”全栈 AI 体系，推动多业务协同发展



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

➤ 持续深化与华为生态合作，推动信创产品化落地

在持续推进 AI 战略转型的同时，公司与华为的深度合作仍是信创业务的重要基础。2025 年 4 月及 5 月，公司分别联合深开鸿推出全国首个分布式异构多机协同机器人操作系统“M-RobotsOS”及开发者学习平台“开鸿 Bot”系列产品，进一步丰富了 KaihongOS 在端侧及智能终端领域的生态版图。前者面向智能制造与人机协作场景，后者则着眼于桌面级鸿蒙应用开发工具链，均体现公司在操作系统产品化及行业解决方案落地方面的加速推进。KaihongOS 率先实现与 HarmonyOSNext 的全生态兼容，巩固了公司在信创“根技术”层的领先地位。此外，公司作为华为云首批“同舟共济”核心伙伴，全年完成超过 200 个 CTSP 项目，持续在云集成、算力调优和国产替代等领域保持高能级合作。

➤ 海外项目落地强化国际化布局

公司海外市场布局以香港为桥头堡，辐射亚太、中东等多个国家和地区，建设研发与交付中心，成功打造数字政务、智慧城市、智慧场馆等多个成功案例。

香港市场的智慧城市/园区、中资大企业主要赛道已见成效，公司参与“超越体育场馆范畴”的新一代智能综合设施香港启德体育园项目落地，实现了体育园区全场景可视、可控、可管。报告期内中标4.1亿港币的香港警署中央数码影像平台项目，树立了政府自主可控IT标杆。

公司将沙特作为中东市场的战略中心，成立合资公司，并与华为云成功签约。同时与华为签署中东中亚深化合作备忘录，并加入“中东中亚中资联盟”和华为云“数智融合生态联盟”，共同推动区域数智化发展。面向金融客户基于数据平台解决方案、云原生应用现代化能力以及AIGC金融场景方案，助力客户数智化转型，中标多家香港和东南亚重要客户项目。

➤ 参与多家银行数币系统建设，探索稳定币与RWA新机遇

公司持续深化在金融科技领域的战略布局，积极参与数字人民币系统建设，已为多家运营机构提供包括钱包、对账清算、智能合约、mBridge跨境支付接口及监管报送等模块的咨询与实施服务。

依托在大数据、人工智能、区块链及云计算等方面的综合技术能力，公司在数字货币系统的稳定性与适配性方面具备明显优势。

此外，公司同步推进对稳定币与现实世界资产（RWA）通证化方向的研究，探索数字资产与法币体系融合的新机遇。

图3：构建“1+3”全栈AI体系，推动多业务协同发展



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

➤ 盈利预测与估值建议

我们预测公司 2025~2027 年收入分别为 182.18 (+6.1%)、200.14 (+9.86%) 和 223.25 (+11.5%) 亿元人民币，归母净利润 6.13 (19.49%)、7.48 (+22.00%) 和 9.34 (+24.89%) 亿元人民币。

我们认为公司正处于传统服务业务调整与新兴业务爬坡的过渡阶段。随着全栈 AI、信创和数字货币等新业务板块逐步落地，叠加国家政策支持，公司有望进入新一轮中长期成长周期。综上我们认为按照 2025 年 25 倍 PE 是公司的合理估值，对应目标价 6.1 港元/股，距离现价有 20.6% 的上升空间，给予“买入”评级。

【风险提示】

1. 业务拓展不及预期；
2. 市场竞争导致全行业盈利能力不及预期。

表 1：AI 软件行业估值 (20250608)

代码	证券简称	总市值(万元)	流通市值(万元)	市盈率PE			市净率PB(MRQ)
				TTM	25E	26E	
9999.HK	网易-S	57,264,135.20	57,264,135.20	17.82	16.79	15.66	4.01
9888.HK	百度集团-SW	20,686,085.57	16,742,125.78	8.19	9.60	8.94	0.77
2518.HK	汽车之家-S	2,244,757.92	2,244,757.92	14.31	4.74	11.78	0.94
9698.HK	万国数据-SW	3,391,048.01	3,295,999.95	7.62	-48.50	-83.42	1.47
9898.HK	微博-SW	1,648,616.59	1,057,236.30	6.46	6.11	5.92	0.67
688777.SH	中控技术	3,488,879.21	3,488,879.21	31.96	26.46	22.34	3.35
688692.SH	达梦数据	2,384,607.92	2,384,607.92	58.97	50.55	40.54	7.15
300383.SZ	光环新网	2,315,299.59	2,315,299.59	80.78	55.00	45.67	1.81
002065.SZ	东华软件	2,926,605.41	2,926,605.41	60.44			2.43
ACN.N	埃森哲(ACCENTURE)	153,340,391.94	153,271,860.15	27.78			7.30
IT.N	加特纳(GARTNER)	23,770,916.22	23,770,916.22	26.38	36.80	32.79	22.09
CTSH.O	高知特科技(COGNIZANT)	28,429,140.94	28,429,140.94	16.79			2.66
0354.HK	中国软件国际	1,244,015.43	1,244,015.43	24.51	16.68	13.42	1.10

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

【财务报表摘要】

资产负债表 (百万元人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	损益表 (百万元人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:						营业总收入	17,229.6	17,170.3	18,217.7	20,014.4	22,324.6
现金及现金等价物	3,788.1	3,131.0	3,155.9	3,884.7	4,950.7	主营业务收入	17,116.9	16,950.7	17,984.7	19,747.2	22,018.2
应收款项合计	6,279.2	6,683.0	7,373.7	7,898.9	9,247.6	其他营业收入	112.7	219.6	233.0	267.2	306.5
存货	96.2	61.3	100.7	110.6	123.3	营业总支出	16,586.8	16,435.1	17,367.6	18,961.3	20,985.4
其他流动资产	2,781.8	2,915.0	3,083.0	2,399.5	831.0	营业成本	13,113.8	13,209.2	13,966.6	15,321.7	17,066.1
流动资产合计	12,945.3	12,790.3	13,713.4	14,293.7	15,152.6	营业开支	3,472.9	3,225.9	3,401.0	3,639.6	3,919.3
非流动资产:						营业利润	642.8	735.2	850.0	1,053.2	1,339.3
固定资产净值	1,150.9	1,341.8	1,475.9	1,623.5	1,785.9	净利息和其他非经常性收益	91.1	-167.1	-170.5	-213.1	-277.0
权益性资产和其他长期投资	1,444.6	2,332.9	1,888.7	2,110.8	1,999.8	除税前利润	733.9	568.1	679.6	840.1	1,062.3
商誉及无形资产	1,330.1	1,385.4	1,454.6	1,469.2	1,483.9	减: 所得税	21.3	57.0	68.0	92.4	127.5
其他非流动资产	196.8	582.1	698.5	712.5	726.7	少数股东损益	-0.7	-1.8	-1.3	0.0	1.0
非流动资产合计	4,122.3	5,642.1	5,517.8	5,916.0	5,996.2	持续经营净利润	713.4	512.9	612.9	747.7	933.8
总资产	17,067.7	18,432.3	19,231.2	20,209.7	21,148.9	净利润	713.4	512.9	612.9	747.7	933.8
流动负债:						归属普通股股东净利润	713.4	512.9	612.9	747.7	933.8
应付账款及票据	644.7	982.4	488.8	536.3	597.3						
应交税金	245.1	307.2	276.1	303.4	338.4						
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
短期借贷及长期借贷当期到期部分	734.8	3,640.8	3,862.8	4,243.8	4,497.0						
其他流动负债	1,337.7	1,172.8	820.9	738.9	665.0						
流动负债合计	2,962.2	6,103.2	5,448.8	5,822.3	6,097.7						
非流动负债:											
长期借贷	2,282.0	775.4	740.4	732.1	734.9						
其他非流动负债	56.7	115.3	168.7	281.1	292.1						
非流动负债合计	2,338.7	890.7	909.1	1,013.2	1,027.0						
总负债	5,300.9	6,993.8	6,357.8	6,835.5	7,124.7						
股东权益:											
普通股股本	133,029	123,43	123.4	123.4	123.4						
储备	12,747.9	12,316.2	12,755.7	13,258.7	13,907.7						
其他综合性收益	-24.1	-32.6	-28.4	-30.5	-29.4						
归属母公司股东权益	11,742.5	11,416.0	12,850.8	13,351.7	14,001.6						
少数股东权益	24.3	22.5	22.5	22.5	22.5						
股东权益合计	11,766.8	11,438.5	12,873.3	13,374.2	14,024.2						
总负债及总权益	17,067.7	18,432.3	19,231.2	20,209.6	21,148.8						

(百万元人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金流量表					
经营活动产生的现金流量净额	719.9	603.1	881.1	1,320.5	1,472.9
投资活动产生的现金流量净额	-1,444.8	-1,284.3	-899.0	-629.3	-440.5
筹资活动产生的现金流量净额	-514.0	50.5	42.9	37.7	33.6
汇率变动的影响	21.8	-26.4	-	-	-
现金净流量:					
现金及现金等价物净增加额	-1,217.1	-657.1	24.9	728.8	1,066.0
现金及现金等价物期初余额	5,005.2	3,788.1	3,131.0	3,155.9	3,884.7
现金及现金等价物期末余额	3,788.1	3,131.0	3,155.9	3,884.7	4,950.7

(百万元人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,229.6	17,170.3	18,217.7	20,014.4	22,324.6
同比增长	-1.30%	-0.34%	6.10%	9.86%	11.54%
归母净利润	713.4	512.9	612.9	747.7	933.8
同比增长	2.39%	-28.10%	19.49%	22.00%	24.89%
毛利率	23.39%	22.07%	22.34%	22.41%	22.49%
每股收益(元)	0.26	0.19	0.22	0.27	0.34
PE@5.06HKD	17.8	24.8	20.7	17.0	13.6

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

投资评级定义及免责条款

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。本报告清晰准确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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>