

2022年11月01日

中国软件 (600536.SH)

Q3 业绩亏损缩窄，操作系统数据库多点开花

■事件概述

10月31日，中国软件发布了《2022年第三季度报告》。2022年前三季度，公司实现营业收入55.82亿元，同比增长27.18%；归母净利润亏损3.91亿元；扣非归母净利润亏损4.11亿元。

■业绩亏损有所收窄，费控能力良好经营效率提升

根据三季报披露，2022年前三季度，公司实现营业收入55.82亿元，同比增长27.18%；归母净利润亏损3.91亿元，相比去年同期亏损了4.57亿元，亏损有所收窄。Q3单季度，公司营业收入为19.71亿元，同比增长12.07%；归母净利润亏损1.07亿元，扣非归母净利润亏损1.17亿元。费用率方面，前三季度，公司的销售/管理/研发费用率分别为6.31%/10.88%/25.58%，分别同比-1.94/+0.02/-7.02个百分点，费控能力良好，经营效率不断提升。

■操作系统龙头麒麟软件受益于关基行业信创提速

子公司麒麟软件为国产操作系统龙头，根据赛迪顾问统计，麒麟软件旗下操作系统产品已连续11年位列中国Linux市场占有率第一名。今年6月，公司发布了银河麒麟桌面操作系统V10 SP1 2203版本，持续优化云平台、容器云、云桌面等麒麟云计算产品性能，联合众多合作伙伴共同成立中国首个桌面操作系统根社区openKylin，积极推进软硬件生态适配认证工作。根据公司公告披露，截至2022年8月30日，麒麟软件生态适配数量已超过70万款。麒麟软件今年前三季度实现营业收入6.22亿元，净利润为5,053.99万元。2021年麒麟软件全年总收入11.34亿元，增速高达85%。我们认为，随着党政信创深入推进、关基行业信创加速发展，麒麟软件将迎来新的发展机遇期，叠加国产操作系统渗透率仍较低背景下，麒麟的成长空间广阔。

■全产业链布局，国产数据库龙头拟上市如虎添翼

公司拥有包括操作系统等基础软件、中间件、安全产品、应用系统在内的较为完善的自主安全软件产业链。除了上述国产操作系统龙头麒麟软件，公司的联营企业达梦数据（持股比例25.21%）是国内领先的数据库产品开发服务商。根据赛迪顾问数据显示，达梦数据库多年蝉联国产数据库市场占有率第一。达梦数据已提交上市材料，我们认为待其在科创板上市后营收将进一步放量，公司或将从中受益。

公司旗下的麒麟操作系统与达梦数据库为“PKS”体系的关键环节，基于“PKS”技术体系，公司建设了具有自主知识产权的“1+7”网信产品，采用“1个支撑平台+7个标准应用+轻代码定制”模式，助推项目型交付到产品型交付转变。在政府、税务、金融、电力、应急、信访、能源、交通、水利、知识产权、工商、公安等国民经济重要领域服务上万家客户群体。公司聚焦网信业务发展，全面推进公司业务网信化发展，充分发挥先

公司快报

证券研究报告

基础软件及套装软件

投资评级 **买入-A**

首次评级

6个月目标价：**96.97元**
 股价（2022-10-31）**72.59元**

交易数据

总市值(百万元)	44,404.40
流通市值(百万元)	43,256.44
总股本(百万股)	659.99
流通股本(百万股)	642.93
12个月价格区间	30.32/72.59元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	59.83	93.14	88.81
绝对收益	56.25	82.78	71.01

赵阳 分析师
 SAC 执业证书编号：S1450522040001
 zhaoyang1@essence.com

杨楠 分析师
 SAC 执业证书编号：S1450522060001
 yangnan2@essence.com.cn

夏瀛韬 分析师
 SAC 执业证书编号：S1450521120006
 xiayat@essence.com.cn

相关报告

科技自立自强，信创筑基
 护航赵阳 2022-10-26

发优势，促进增量业务发展，培育新的业务增长点。依托大工程、大项目的实施经验，协同有关单位技术攻关，加快构建基于 PK 体系的网络安全核心能力；集中优势资源，面向重点行业横向拓展、纵向做深，提升行业应用解决方案的产品化能力，**深化传统集成商向技术产品提供商、总包服务商的转型。**

■投资建议

考虑到中国软件旗下两个资产：麒麟软件和达梦数据库在各自领域的稀缺性，以及操作系统和数据库这两个基础软件行业国产厂商巨大的市场空间和确定性的渗透率提升趋势，我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 127.51/160.65/201.35 亿元，实现归母净利润 1.83/3.67/5.56 亿元。首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价 96.97 元，相当于 2023 年 4 倍 PS。

■风险提示

产品研发不及预期；信创政策落地不及预期；生态建设不及预期等。

摘要(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	7,408.2	10,351.6	12,750.9	16,064.8	20,135.0
净利润	68.2	75.6	182.5	367.3	555.9
每股收益(元)	0.14	0.15	0.28	0.56	0.84
每股净资产(元)	5.83	6.70	5.73	7.13	9.22

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	570.89	326.71	262.51	130.44	86.18
市净率(倍)	16.86	10.19	18.55	16.55	14.35
净利润率	0.9%	0.7%	1.4%	2.3%	2.8%
净资产收益率	3.0%	3.2%	7.3%	13.4%	17.8%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
ROIC	4.6%	5.6%	10.9%	17.4%	20.8%

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,408.2	10,351.6	12,750.9	16,064.8	20,135.0	成长性					
减:营业成本	5,116.6	7,271.4	8,810.5	10,910.4	13,485.2	营业收入增长率	27.3%	39.7%	23.2%	26.0%	25.3%
营业税费	42.8	59.6	73.5	92.5	116.0	营业利润增长率	38.6%	26.4%	151.0%	101.3%	51.3%
销售费用	291.1	549.3	637.5	642.6	604.0	净利润增长率	10.3%	10.8%	141.5%	101.3%	51.3%
管理费用	1,832.8	2,695.2	3,060.2	3,694.9	4,631.0	EBITDA增长率	15.6%	31.3%	73.3%	86.3%	46.7%
财务费用	6.1	35.5	20.0	69.2	80.1	EBIT增长率	18.2%	40.1%	133.9%	95.5%	49.3%
资产减值损失	-133.0	-21.4	-27.7	-33.4	-42.7	NOPLAT增长率	33.6%	36.5%	146.3%	95.5%	49.3%
加:公允价值变动收益	-2.2	2.4	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	0.4%	26.2%	26.5%	19.3%	29.4%
投资和汇兑收益	26.1	115.6	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	4.5%	14.8%	14.1%	24.6%	29.3%
营业利润	175.0	221.3	555.4	1,117.7	1,691.7	利润率					
加:营业外净收支	9.1	8.7	0.0	0.0	0.0	毛利率	30.9%	29.8%	30.9%	32.1%	33.0%
利润总额	184.1	230.0	555.4	1,117.7	1,691.7	营业利润率	2.4%	2.1%	4.4%	7.0%	8.4%
减:所得税	19.1	27.3	66.0	132.9	201.1	净利率	0.9%	0.7%	1.4%	2.3%	2.8%
净利润	68.2	75.6	182.5	367.3	555.9	EBITDA/营业收入	4.1%	3.8%	5.4%	7.9%	9.3%
						EBIT/营业收入	2.5%	2.5%	4.8%	7.4%	8.8%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	24	18	18	17	15
货币资金	2,513.6	3,276.6	4,036.1	5,085.1	6,373.4	流动营业资本周转天数	238	192	203	195	199
交易性金融资产	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	流动资产周转天数	362	308	319	311	314
应收帐款	2,657.4	2,344.3	3,816.7	3,945.6	5,783.4	应收帐款周转天数	100	88	88	88	88
应收票据	135.7	106.6	131.3	165.5	207.4	存货周转天数	101	108	108	108	108
预付帐款	291.7	384.7	473.8	597.0	748.2	总资产周转天数	380	346	347	333	324
存货	2,576.4	2,617.1	3,814.3	4,134.9	0.0	投资资本周转天数	169	153	157	148	153
其他流动资产	-822.5	5.6	-1,140.2	-248.8	4,224.8	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	3.0%	3.2%	7.3%	13.4%	17.8%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	0.8%	0.7%	1.4%	2.3%	2.8%
长期股权投资	488.7	821.2	821.2	821.2	821.2	ROIC	4.6%	5.6%	10.9%	17.4%	20.8%
投资性房地产						费用率					
固定资产	483.8	558.1	680.9	781.6	895.8	销售费用率	3.9%	5.3%	5.0%	4.0%	3.0%
在建工程	0.0	37.7	0.0	0.0	0.0	管理费用率	24.7%	26.0%	24.0%	23.0%	23.0%
无形资产	182.5	163.9	166.7	169.6	172.6	财务费用率	0.1%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	185.0	600.9	524.4	524.4	524.4	三费/营业收入	28.8%	31.7%	29.2%	27.4%	26.4%
资产总额	8,694.8	10,919.1	13,327.7	15,978.3	19,753.7	偿债能力					
短期债务	338.1	344.0	1,102.0	1,228.8	1,769.8	资产负债率	66.8%	69.7%	72.2%	71.0%	69.6%
应付帐款	4,523.4	5,255.1	6,351.7	7,722.6	9,303.7	负债权益比	201.3%	229.6%	254.7%	241.0%	225.8%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.36	1.37	1.33	1.35	1.39
其他流动负债	562.3	774.9	938.9	1,162.6	1,437.0	速动比率	1.04	0.97	1.01	0.98	1.06
长期借款	210.0	675.0	675.0	675.0	675.0	利息保障倍数	7.15	4.23	8.68	12.90	16.30
其他非流动负债	175.4	557.8	557.8	557.8	557.8	分红指标					
负债总额	5,809.3	7,606.7	9,625.4	11,346.8	13,743.4	DPS(元)	0.04	0.04	0.03	0.08	0.17
少数股东权益	574.6	888.6	1,195.4	1,813.0	2,747.7	分红比率	32.0%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%
股本	494.6	494.6	660.0	660.0	660.0	股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
留存收益	1,816.3	1,929.3	1,923.3	2,235.1	2,679.2						
股东权益	2,885.5	3,312.4	3,778.8	4,708.1	6,086.8						
						现金流量表					
						(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						净利润	165.0	202.7	489.4	984.9	1,490.6
						加:折旧和摊销	104.6	57.7	76.4	86.3	96.5
						资产减值准备	-133.0	-21.4	-27.7	-33.4	-42.7
						公允价值变动损失	2.2	-2.4	0.0	0.0	0.0
						财务费用	6.1	35.5	20.0	69.2	80.1
						投资损失	-26.1	-115.6	0.0	0.0	0.0
						少数股东损益	96.8	127.1	306.9	617.6	934.7
						营运资金的变动	-34.8	506.4	-656.1	-487.6	-1,406.2
						经营活动产生现金流量	180.8	789.9	208.8	1,236.9	1,152.9
						投资活动产生现金流量	-88.6	-586.8	-164.4	-189.9	-213.7
						融资活动产生现金流量	-132.6	537.9	715.0	2.0	349.2
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.14	0.15	0.28	0.56	0.84
						BVPS(元)	5.83	6.70	5.73	7.13	9.22
						PE(X)	570.89	326.71	262.51	130.44	86.18
						PB(X)	16.86	10.19	18.55	16.55	14.35
						P/FCF	5114.75	36.98	61.23	43.38	34.22
						P/S	5.26	2.39	3.76	2.98	2.38
						EV/EBITDA	131.51	65.20	72.70	39.12	26.95
						CAGR(%)	-21.5%	10.6%	63.5%	120.4%	74.5%
						PEG	55.19	30.32	1.86	1.29	1.68
						ROIC/WACC	0.53	0.64	1.24	1.98	2.37
						REP	21.76	9.32	7.30	3.84	2.51

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034