

# 中望软件 (688083.SH)

买入 (首次评级)

## 公司深度研究

证券研究报告

## 剑指 CAX 国产替代，为研发设计注入中国魂

### 投资逻辑

- 千亿市场星辰大海，研发设计系工业软件基座。“卡脖子”事件频发，国产替代势在必行。研发设计类软件系工业企业业务的起点，最能代表工业软件将底层业务经验逐步抽象为数学物理模型，并经由测试验证最终完成软件化的本质。据亿欧智库，2025 年国内工业软件市场或达 4,000 亿元，研发设计类占 10%。据艾瑞咨询，国内 CAD 市场突破 40 亿元，近五年 CAGR 达 27%。据 IDC，海外大厂仍主导我国 CAD 市场，公司市占率 11.4%居本土厂商首位。通过梳理复盘海内外 CAD 厂商的发展史不难发现，海外头部 CAD 厂商的成立时间、初代产品发布、产品出海、兼并购起点均早于本土厂商 10 年左右，我国尚处于工业软件第一阶段。
- 如何理解中望之“众望所归”？从历史发展看，公司的产品化发展经历辅助二开、产品自研、收购内核等多个发展阶段，近五年收入利润增长稳定。从中期展望看，公司主力产品各项技术指标国内领先，发力教育产品提升用户粘性。从长期确定性看，公司研发投入比率高于海内外头部厂商，募投项目筑牢技术底座。22 年公司收入端主要受到疫情影响阻滞销售触达、宏观经济因素导致主力中小客群降低软件采购预算；利润端主要受到销售、研发投入力度加大叠加收入端收缩进一步承压。23 年上述利空因素出尽，下游需求充分释放或演绎困境反转逻辑。
- 公司如何撬动海外 CAD 大厂的奶酪？撬动点一：立足 CAD 产品拓展 CAX 体系，自主内核筑牢企业护城河；撬动点二：产品高性价比推动国产替代，坚定拥抱信创或主导中国标准；撬动点三：海外业务增速逐渐追平本土，公司坚定出海步伐。

### 盈利预测、估值和评级

- 预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 6.0/7.8/10.1 亿元，归母净利润分别为 0.07/2.04/2.73 亿元。采用市销率法对公司进行估值，选取 3 家可比公司，给予公司 2023 年 30 倍 PS 估值，目标价 271.5 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 市场竞争加剧导致盈利能力受到阶段性挤压的风险；限售股解禁风险；财务投资人潜在减持风险。

### 计算机组

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

联系人：陈奕骄 (执业 S1130523020001)

chenyijiao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：193.5 元

目标价 (人民币)：271.5 元



### 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 12/20  | 12/21  | 12/22E  | 12/23E   | 12/24E |
|----------------|--------|--------|---------|----------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 456    | 619    | 601     | 785      | 1,008  |
| 营业收入增长率        | 26.31% | 35.65% | -2.83%  | 30.50%   | 28.50% |
| 归母净利润(百万元)     | 120    | 182    | 7       | 204      | 273    |
| 归母净利润增长率       | 35.15% | 50.89% | -95.89% | 2626.30% | 33.84% |
| 摊薄每股收益(元)      | 3.010  | 2.932  | 0.086   | 2.349    | 3.144  |
| 每股经营性现金流净额     | 3.67   | 2.99   | -0.23   | 2.31     | 3.06   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 24.52% | 6.46%  | 0.27%   | 6.78%    | 8.37%  |
| P/S            | /      | 35.03  | 28.85   | 22.14    | 17.23  |
| P/B            | /      | /      | 5.97    | 5.59     | 5.15   |

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 1. 千亿蓝海摸索他山之石，智能制造大浪推动需求升维.....              | 5  |
| 1.1 工业软件：千亿市场星辰大海，研发设计及生产控制类软件系工业软件基座.....   | 5  |
| 1.2 他山之石：从海外巨头成长史映射本土厂商发展轨迹.....             | 9  |
| 1.3 工业互联网发展催化行业升维，我国尚处工业软件第一阶段.....          | 14 |
| 2. 如何理解中望之众望所归？.....                         | 15 |
| 2.1 历史发展：CAX 产品化发展筚路蓝缕，近五年营收 CAGR 达 27%..... | 15 |
| 2.2 中期展望：主力产品各项技术指标领先，教育产品提升用户粘性.....        | 17 |
| 2.3 长期确定性：研发费率高于竞争对手，募投项目筑牢技术底座.....         | 19 |
| 3. 中望如何撬动海外 CAD 大厂的奶酪？.....                  | 20 |
| 3.1 撬动点一：立足 CAD 产品拓展 CAX 体系，自主内核筑牢企业护城河..... | 20 |
| 3.2 撬动点二：产品高性价比推动国产替代，坚定拥抱信创或主导中国标准.....     | 23 |
| 3.3 撬动点三：海外业务增速逐渐追平本土，公司加速出海步伐.....          | 26 |
| 4. 盈利预测与投资建议.....                            | 26 |
| 4.1 核心假设.....                                | 26 |
| 4.2 盈利预测.....                                | 26 |
| 4.3 投资建议及估值.....                             | 27 |
| 5. 风险提示.....                                 | 27 |

## 图表目录

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 工业互联网全景图谱—工业软件是关键组成部分 .....                          | 5  |
| 图表 2: 我国工业产值与工业软件全球占比形成逐步扩大的剪刀差 .....                      | 6  |
| 图表 3: 亿欧预测 2025 年中国工业软件市场规模将达到 4,072 亿元 .....              | 6  |
| 图表 4: 前瞻预测 2025 年中国工业软件市场规模将达到 3,907 亿元 .....              | 6  |
| 图表 5: 2018 年我国研发设计类工业软件市场规模占比 8.5% .....                   | 7  |
| 图表 6: 2025 年我国研发设计类工业软件市场规模或达 400 亿元 .....                 | 7  |
| 图表 7: 全球 CAD 市场规模已突破 100 亿美元 .....                         | 7  |
| 图表 8: 我国 CAD 市场规模已突破 40 亿元 .....                           | 7  |
| 图表 9: 我国 CAD 市场本土厂商市占近 20% .....                           | 7  |
| 图表 10: 我国 3D CAD 市场本土厂商市占不足 10% .....                      | 7  |
| 图表 11: 中望营收体量数倍于浩辰, 增长韧性更强 .....                           | 8  |
| 图表 12: 2017 年后中望毛利率高于浩辰 5% 左右 .....                        | 8  |
| 图表 13: 海内外 CAD 厂商的“十年左右差距猜想” .....                         | 8  |
| 图表 14: Autodesk 发展沿革: 从 PC 端 CAD 开创者到三维设计-工程-娱乐软件领导者 ..... | 9  |
| 图表 15: Autodesk 产品组合多元化再升级, 订阅模式云转型带来量价齐升 .....            | 10 |
| 图表 16: 强工业场景磨砺产品力, 3D Experience 驱动公司平台化转型 .....           | 11 |
| 图表 17: 西门子通过多次并购推动数字化进程 .....                              | 12 |
| 图表 18: 2021 年数字工业部门为西门子贡献超 1/4 营收 .....                    | 12 |
| 图表 19: 西门子研发设计类工业软件产品谱系层次丰富 .....                          | 13 |
| 图表 20: MindSphere+Mendix 工业互联网布局 .....                     | 13 |
| 图表 21: 中国约占全球工业互联网增加值 1/6, 2020 年近 5,665 亿美元 .....         | 14 |
| 图表 22: 研发设计类工业软件系工业设备 PLM 起点 .....                         | 14 |
| 图表 23: 工业软件系工业互联网平台的重要基础 .....                             | 14 |
| 图表 24: 工业软件发展路径三段论 .....                                   | 15 |
| 图表 25: CAX 发展筚路蓝缕, 近五年营收保持 27% 高位增长 (亿元, %) .....          | 15 |
| 图表 26: 2D CAD 贡献主要营收, 综合毛利高达 98% .....                     | 16 |
| 图表 27: 企业版块占比约 3/4, 教育版块占比超 1/5 .....                      | 16 |
| 图表 28: 管理控费效果良好, 销售投放力度加大 .....                            | 16 |
| 图表 29: 归母净利润率及人效同步提升 .....                                 | 16 |
| 图表 30: 公司股权结构相对分散 .....                                    | 17 |
| 图表 31: 公司 2D CAD 技术指标接近第一阵营水平 .....                        | 17 |
| 图表 32: 公司 3D CAD 技术指标达到或接近第二阵营平均水平 .....                   | 18 |
| 图表 33: “悟空计划”加速中望平台化&高端化进展, 可对标达索 .....                    | 18 |

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| 图表 34: 教育业务战略规划覆盖普高、职普融通教育, 推动公司生态建设 (单位: 亿元) .....   | 19 |
| 图表 35: 公司研发投入比率明显高于海内外头部玩家 .....                      | 19 |
| 图表 36: 公司募投项目 (单位: 亿元) .....                          | 20 |
| 图表 37: 公司以 CAD 为基点, 逐步向“All-in-One CAX 一体化”战略奋进 ..... | 20 |
| 图表 38: 公司三大增长曲线 .....                                 | 21 |
| 图表 39: CAD 产品核心在于底层内核, 公司掌握自主内核不断正向循环自我赋能 .....       | 22 |
| 图表 40: 研发设计类工业软件技术图谱 .....                            | 23 |
| 图表 41: 公司产品价格介于本土厂商与海外大厂之间, 性价比优势明显 .....             | 23 |
| 图表 42: 公司产品为下游客户提供核心价值, 兼顾国产化需求与工作效率提升 .....          | 24 |
| 图表 43: 公司 CAD 产品在海内外知名企业中使用广泛 .....                   | 25 |
| 图表 44: 公司全面拥抱信创, 今后或主导国产 CAD 数据格式 .....               | 25 |
| 图表 45: 公司海外业务发展迅猛, 受疫情影响海外营收增长短期承压 (单位: 亿元) .....     | 26 |
| 图表 46: 盈利预测核心假设 .....                                 | 27 |
| 图表 47: 可比公司估值比较 (市销率法) .....                          | 27 |

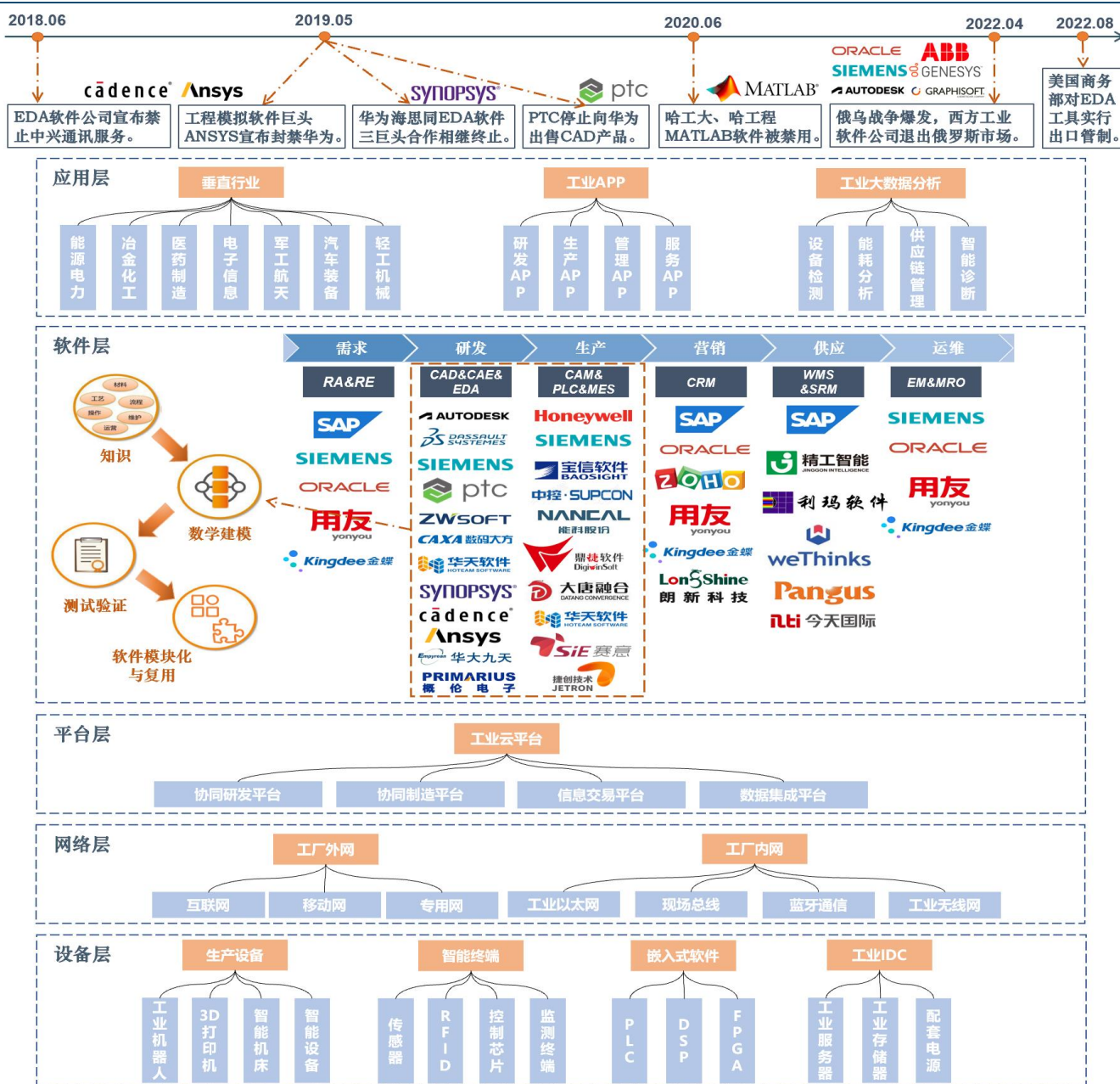
## 1. 千亿蓝海摸索他山之石，智能制造大浪推动需求升维

### 1.1 工业软件：千亿市场星辰大海，研发设计及生产控制类软件系工业软件底座

工业软件的本质是对工业领域研发设计、生产制造、管理运维 Know-how 的固化与模块化。由于工业企业内部流程的复杂性，多个环节层层相扣所形成的经验积淀同时对应着千门百类的工业软件品类，共同构筑起根基坚实、层次丰富的工业软件大厦。从业务执行维度看，工业软件打通企业“需求-研发-生产-营销-供应-运维”端到端。

研发、生产类软件系工业企业业务的起点，最能代表工业软件将底层业务经验逐步抽象为数学物理模型，并经由测试验证最终完成软件化的本质。工业软件凝聚着一国工业发展的精华所在，而研发生产类软件系工业软件大厦根基，我国相关领域发展较晚，国内市场长期被海外大厂盘踞，近年来国际形势持续趋紧，2018 年中美国际贸易冲突以来，海外工业软件巨头被相继叫停在华业务；2022 年俄乌冲突期间，大量西方巨头退出俄罗斯市场；22 年 8 月美国商务部启动对我国 EDA 工具的出口管制，“卡脖子”问题亟待解决。

图表 1：工业互联网全景图谱——工业软件是关键组成部分

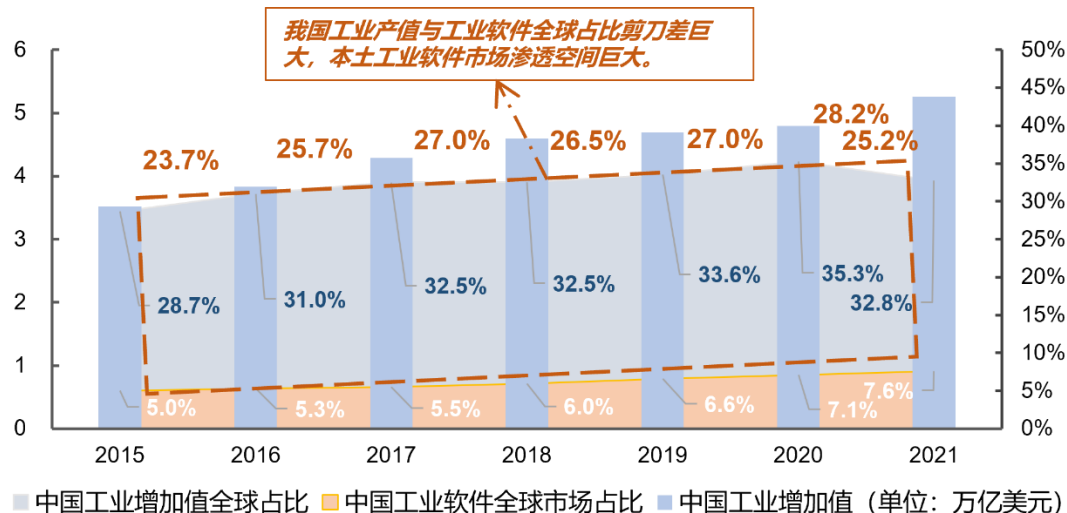


来源：中国工业技术软件化产业联盟《中国工业软件产业白皮书(2020)》，甲子光年《中国工业软件市场研究报告》，赛迪顾问《中国工业软件发展白皮书(2019)》，国金证券研究所

■ 市场规模：2025 年国内工业软件市场或达 4,000 亿元，研发设计类占 10%

我国工业增加值与工业软件增加值比重的剪刀差巨大。2015~2021 年，我国工业增加值全球占比与工业软件全球占比差距分别为 23.7%、25.7%、27.0%、26.5%、27.0%、28.2% 及 25.2%，整体呈现为扩大的剪刀差，本土工业软件市场渗透空间巨大。

图表 2：我国工业产值与工业软件全球占比形成逐步扩大的剪刀差

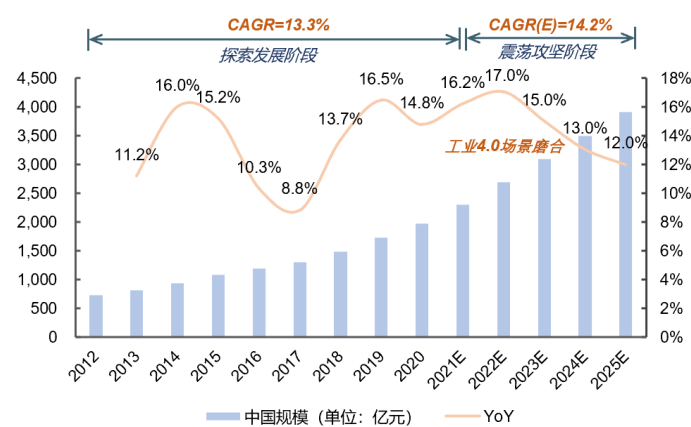
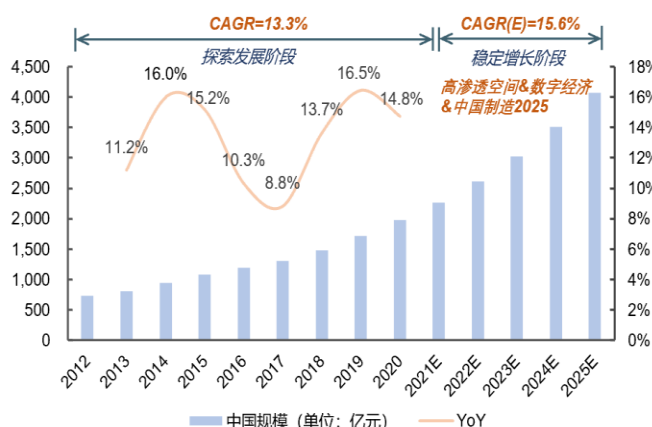


来源：工信部，世界银行，中国工业技术软件化产业联盟《中国工业软件产业白皮书》；折算汇率：2021 年 12 月 31 日中美货币即期汇率（1USD = 6.3757CNY），国金证券研究所

我国工业软件市场 2025 年或达 4,000 亿元。2021 年，我国工业软件市场规模接近 2,300 亿元，约占全球市场的 6.9%，2012 年以来复合增速达 13.3%，根据两家第三方机构出具的市场规模预测数据，我们认为 2025 年我国工业软件市场或将达到 4,000 亿元左右，21~25 年 CAGR 在 14.2%~15.6%之间，增长势能强劲。

图表 3：亿欧预测 2025 年中国工业软件市场规模将达到 4,072 亿元

图表 4：前瞻预测 2025 年中国工业软件市场规模将达到 3,907 亿元

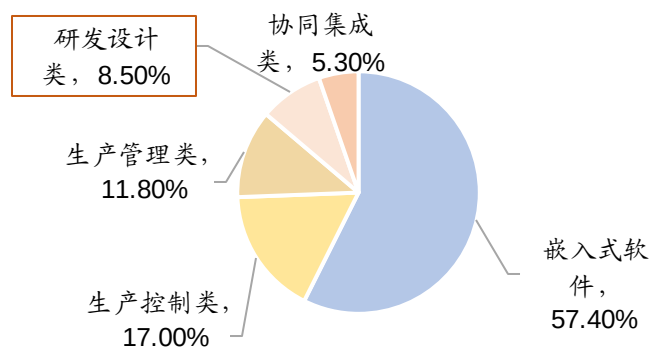


来源：亿欧智库《2021 中国工业软件行业研究报告》，国金证券研究所

来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

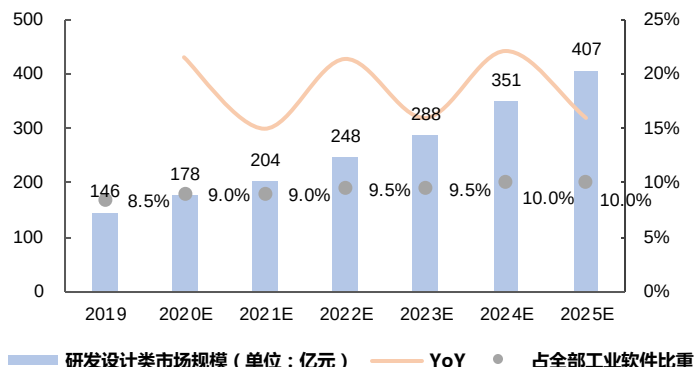
2025 年我国研发设计类工业软件市场规模或达 400 亿元。2018 年，我国研发设计类工业软件市场规模占到全部工业软件的 8.5%，我们认为，随着我国智能制造放量叠加国产研发设计类软件不断成熟，研发设计类工业软件占比将逐步提高，2025 年或达 10%，对应规模将达到 400 亿元。

图表 5：2018 年我国研发设计类工业软件市场规模占比 8.5%



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

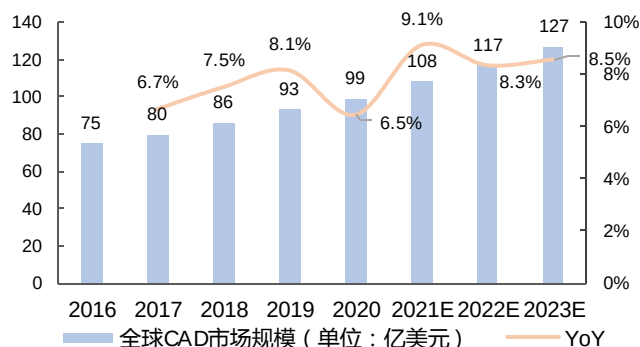
图表 6：2025 年我国研发设计类工业软件市场规模或达 400 亿元



来源：中国工业技术软件化产业联盟《中国工业软件产业白皮书》，亿欧智库《先进制造业-2021 中国工业软件行业研究报告》，国金证券研究所

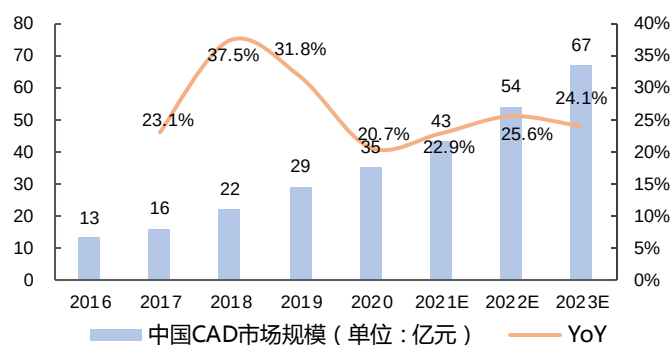
全球 CAD 市场 100 亿美元，我国市场突破 40 亿元。CAD 市场系研发设计类工业软件的重要组成部分，2021 年全球 CAD 市场规模达 108 亿美元，其中中国市场 43 亿元，约占全球市场的 6%。以历史增速推演未来两年增长情况，我国本土 CAD 增速远高于全球增速，市场前景广阔。

图表 7：全球 CAD 市场规模已突破 100 亿美元



来源：艾瑞咨询《全球移动 CAD 行业研究报告》，国金证券研究所

图表 8：我国 CAD 市场规模已突破 40 亿元

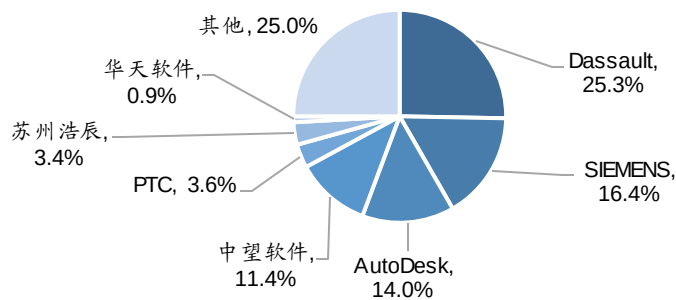


来源：艾瑞咨询《全球移动 CAD 行业研究报告》，国金证券研究所

### ■ 竞争格局：海外大厂主导我国 CAD 市场，海内外或存在“十年左右差距”。

据 IDC，2021 年我国 CAD 市场本土厂商占比近 20%，其中公司超越 PTC 跻身国内市场 CR4，占比 11.4%；苏州浩辰作为国内第二大 CAD 厂商市占率达 3.4%。3D 市场方面，海外厂商仍占到我国 90%以上的份额，本土厂商替代空间巨大。

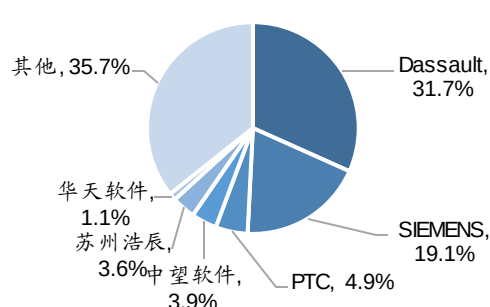
图表 9：我国 CAD 市场本土厂商市占近 20%



来源：IDC《中国制造业数字孪生——CAD 市场份额报告》，国金证券研究所

备注：IDC 数据口径与亿欧智库存在差异，致使厂商份额计算结果略有不同。

图表 10：我国 3D CAD 市场本土厂商市占不足 10%

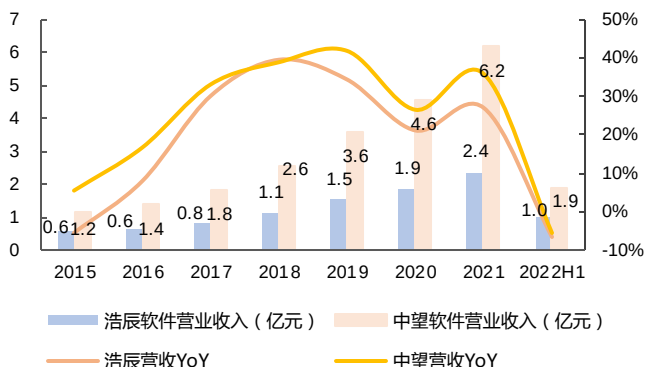


来源：IDC《中国制造业数字孪生——CAD 市场份额报告》，国金证券研究所

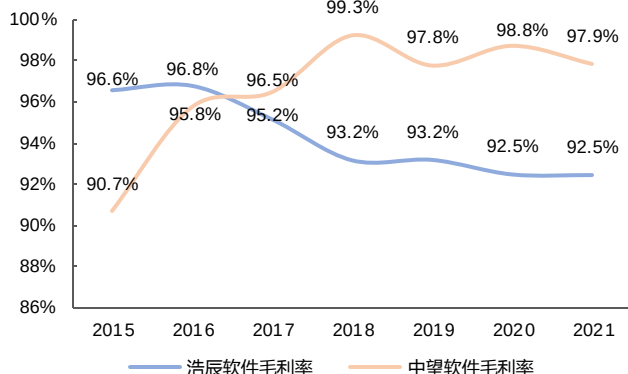
中望与浩辰作为本土 CAD 厂商双子星，合计约占国内 CAD 市场约 15% 市场份额。营收方面，公司营业收入体量约为浩辰软件的 2~3 倍，二者营收同比增速曲线较为一致，公

司增长韧性更为突出；毛利率方面，2017年后公司毛利率均高于浩辰软件5pcts左右，产品结构及成本控制较强。

图表 11：中望营收体量数倍于浩辰，增长韧性更强



图表 12：2017年后中望毛利率高于浩辰5%左右



来源：Wind，国金证券研究所

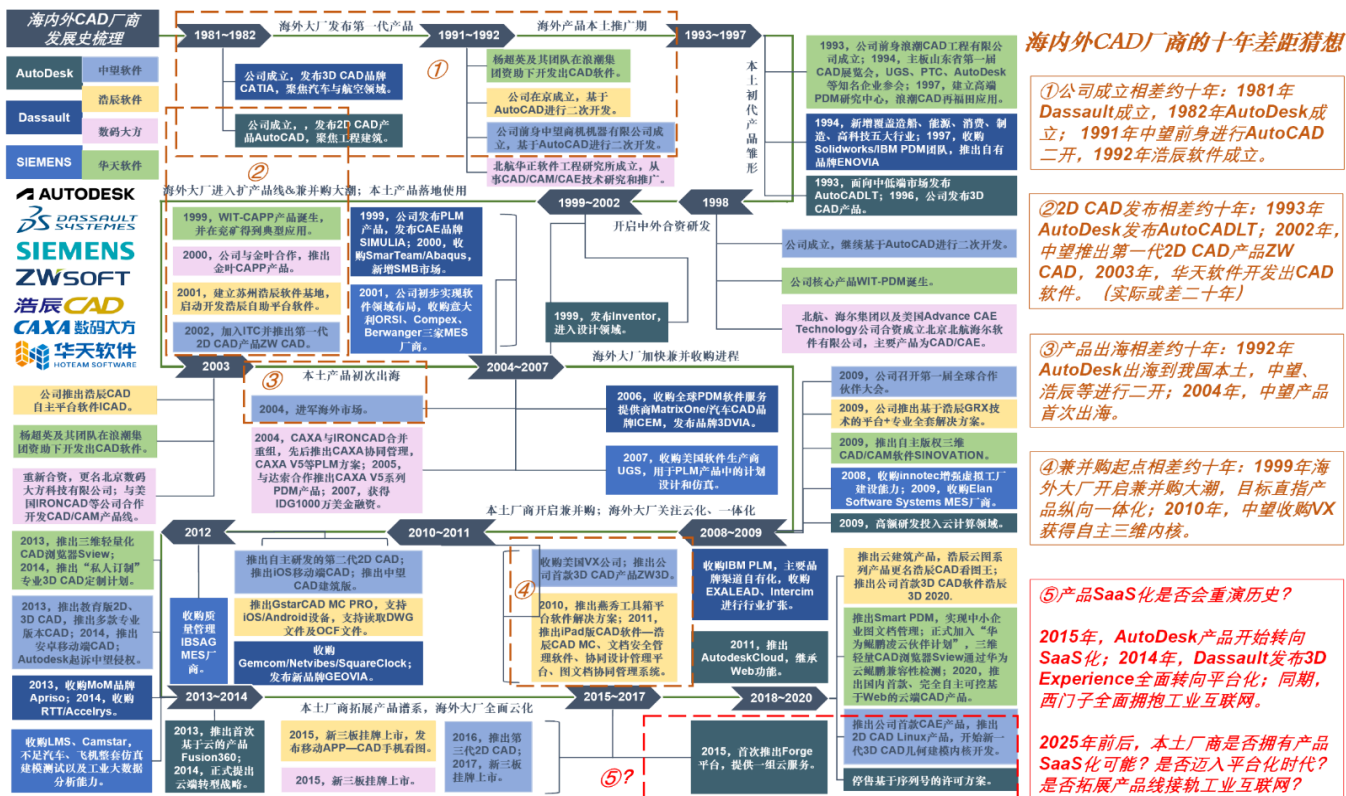
来源：Wind，国金证券研究所

通过梳理复盘海内外 CAD 厂商的发展史不难发现，如 Autodesk、Dassault、SIEMENS 等海外头部 CAD 厂商的成立时间、初代产品发布、产品出海、兼并收购起点均早于如公司、浩辰软件、数码大方、华天软件等本土厂商 10 年左右。

我们认为，海内外头部 CAD 厂商一定程度上可能存在“十年左右差距”现象。2015 年，Autodesk 产品开始转向 SaaS 化；2014 年 Dassault 发布 3D Experience 平台，由产品型公司转平台型转变；同期，SIEMENS 全面拥抱工业互联网。

如果依照“十年左右差距”的推演逻辑，2025 年前后以中望为代表的领先本土厂商或率先实现产品的云化、企业的平台化，逐步拓展产品线与工业互联网接轨，实现产品逻辑与商业模式的跃迁。

图表 13：海内外 CAD 厂商的“十年左右差距猜想”



来源：Autodesk、Dassault、SIEMENS、中望软件、浩辰软件、数码大方、华天软件公司官网、招股说明书、官网、钛媒体、交大机电工程应用研究所，世界先进制造技术论坛，艾瑞咨询《全球移动 CAD 行业研究报告》，国金证券研究所

## 1.2 他山之石：从海外巨头成长史映射本土厂商发展轨迹

本节我们复盘了全球 2D CAD 领军 Autodesk、3D CAD 龙头 Dassault 以及工业数字化巨擘 SIEMENS 与研发设计类软件相关的成长史，旨在以他山之石攻本土之玉，同时降低颗粒度进一步推演上一节所提出的“十年差距猜想”。

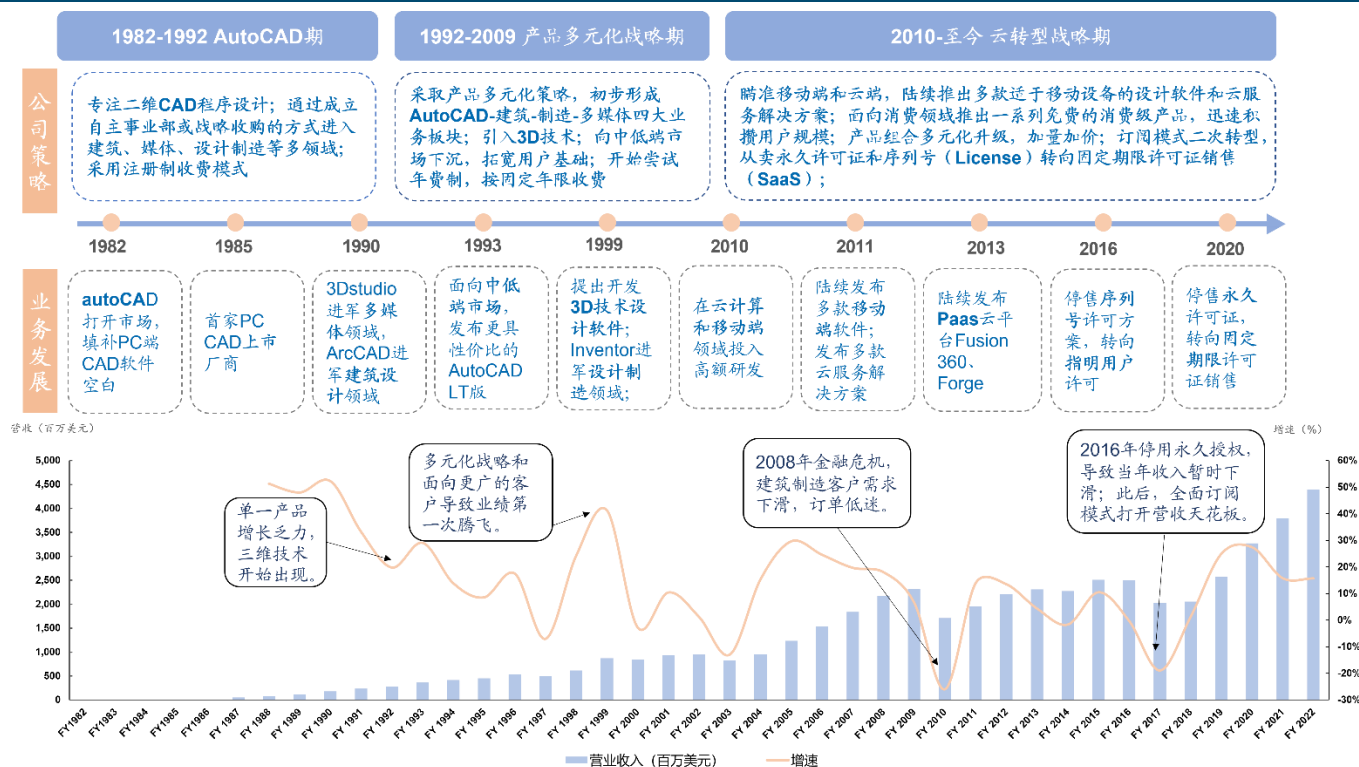
### ■ 欧特克 (Autodesk): PC 端 CAD 开创者的上云之路。

(1) 成立初期: 1982 年, Autodesk 成立, 从事 PC 端 CAD 软件包销售, 在此之前, CAD 系统通常以软硬件集成的形式出售。1985 年成为首家 PC CAD 上市厂商; 1990 年, 通过成立自主事业部或战略收购的方式陆续进入建筑、媒体、制造等多领域。

(2) 产品多元化战略期: 第一个十年, Autodesk 营收高度依赖于 AutoCAD 单个产品, 营收增长乏力; 1992 年, 公司采取产品多元化策略, 并向中低端市场下沉, 不断拓展产品体系, 迅速拓宽用户基础; 1993 年, 发布高性价比的 Windows 版 AutoCAD LT; 此后 6 年, 公司的产品扩大到建筑设计软件、地理信息系统软件、制造业软件、数字媒体以及无线数据服务等; 1996 年, 为应对互联网浪潮的激荡和竞争对手的挑战, 公司开始开发 3D 技术设计软件, 并开始尝试注册使用的年费制, 按固定年限收费; 多元化战略和面向更广的用户使公司迎来第一次业绩腾飞。

(3) 云转型战略期: 公司很早便开始布局云化转型, 2008 年受全球金融危机影响, 下游的建筑制造媒体等客户需求低迷, 此后五个季度, 公司营收下滑, 在此背景下, 公司走上探索云化和移动端、开拓海外和新兴市场、拥抱消费领域这三条路径; 2009 年, 陆续推出多款适于移动设备的设计软件; 2010 年, Autodesk 开始大量投资研发于云计算和移动的领域; 2011 年, 欧特克陆续推出 Autodesk PLM 360、Autodesk BIM 360 云服务解决方案, 并采取更为便宜的月付制; 2016 年, 公司停售永久授权, 当年收入暂时下滑; 2017-2021 年, 产品多元化升级和订阅模式的全面转型再次打开公司营收天花板。

图表 14: Autodesk 发展沿革: 从 PC 端 CAD 开创者到三维设计-工程-娱乐软件领导者



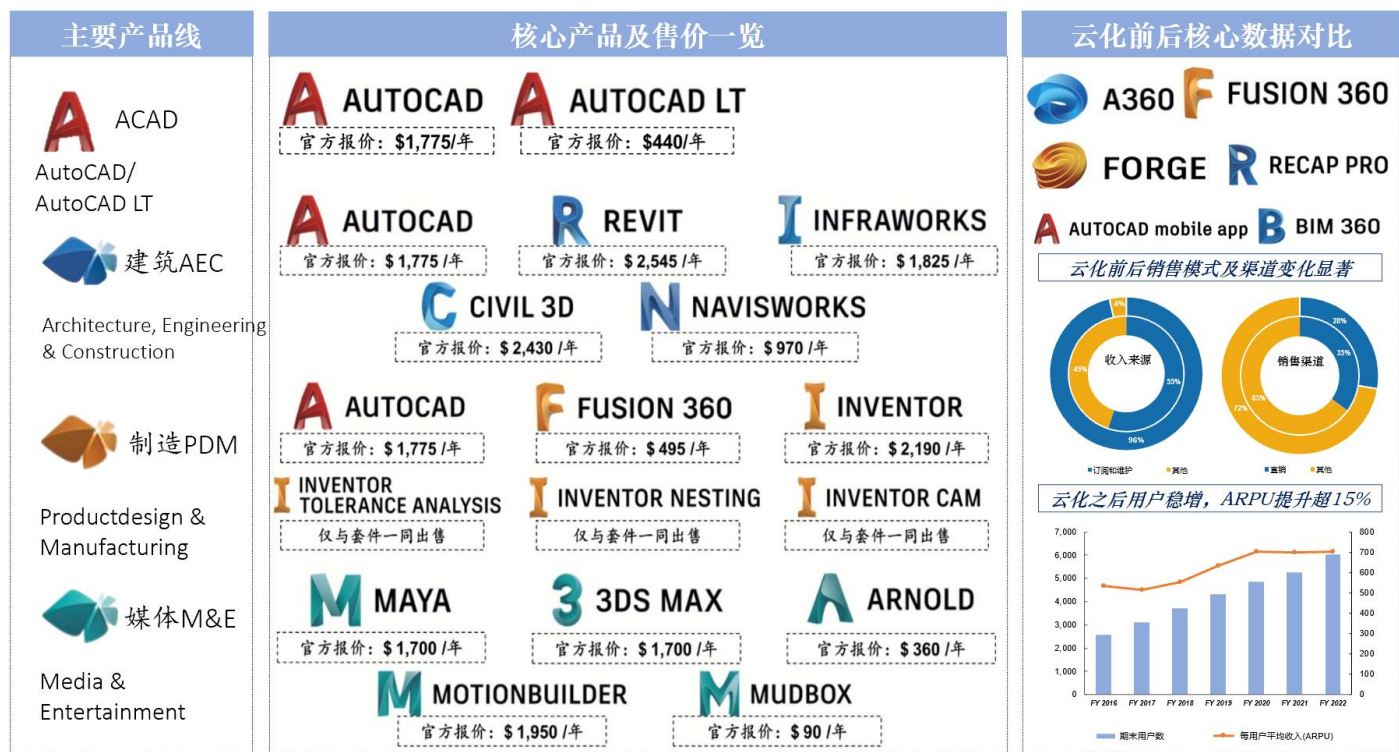
来源: Autodesk 公司官网, Bloomberg, 钛媒体, 国金证券研究所

经过多年的积淀, 欧特克形成了多元化的产品线, 通过成立自主事业部和战略收购的方式进入众多领域, 拥有广泛的专业级和消费级用户群体; 凭借 AutoCAD 明星产品, 打造业界生态, 让自主开发的 DWG 格式成为市场标准, 坐稳龙头地位; 通过全面云转型, 带来商业模式的彻底变革:

订阅制销售模式拉升 ARPU 超 15%。基于永久许可证销售的模式, 一次性买断式收费单价更高, 但销售增长需要新的增量需求推动, 来源于维护的经常性收入占比较小; 在订阅模式下, 由于用户必须通过持续订阅才能访问产品, 带来更稳定的收入流, 实现可持续增

长。随着云进程的推进，公司的订阅和维持收入占比从 2015 年的 55% 跃升至 2021 年的 96%；云转型也带来了销售模式的变革，公司通过互联网进行销售和维护服务，直销渠道收入占比有所提升，从 2016 年占比 28% 跃升至 2021 年的 35%。订阅用户人数和客均收入（ARPU）也年年攀升。面对不同的客户需求，Autodesk 提供标准版、高级版和企业版等多种版本方案；基于不同的版本方案，提供指明用户/灵活访问、单一产品/工具组合、按一年/多年订阅等灵活多样的订阅模式；Autodesk 还采用年年提价的方式，促进订阅用户转化。

图表 15：Autodesk 产品组合多元化再升级，订阅模式云转型带来量价齐升



来源：Autodesk 公司官网，Bloomberg，国金证券研究所

我们认为，在 Autodesk 云转型的成功经验中，无论是采用 SaaS 或 PaaS，最重要的是符合用户的需求——面对更多行业领域和应用场景的移动办公需求，用户对更加便捷、高效的工业设计软件的需求不断增加。云化是一项前期投资巨大而后期边际成本接近为零的生意，不仅需要公司有较为强大的资金和技术实力，同时还需要有一定数量的用户基础。例如 Autodesk 在转云时已拥有较为全面的产品线，在 2D CAD 领域市占率常年第一，拥有各行业广泛的使用群体。

对标本土厂商，从产品力来看，国产 2D CAD 软件（如 ZWCAD）在功能和运行速度等核心指标上已基本接近欧特克、达索等国际巨头，在价格上更具性价比优势；从覆盖场景来看，中望 2D CAD 软件主要应用于建筑、制造、教育等行业领域。因此，中望能否在 2025 年前后兑现“十年差距猜想”成功 SaaS 化，还要取决于其市占率提升情况及多行业应用场景拓展进展。

#### ■ 达索（Dassault）：脱胎强工业场景，3D CAD 巨头的平台化转型。

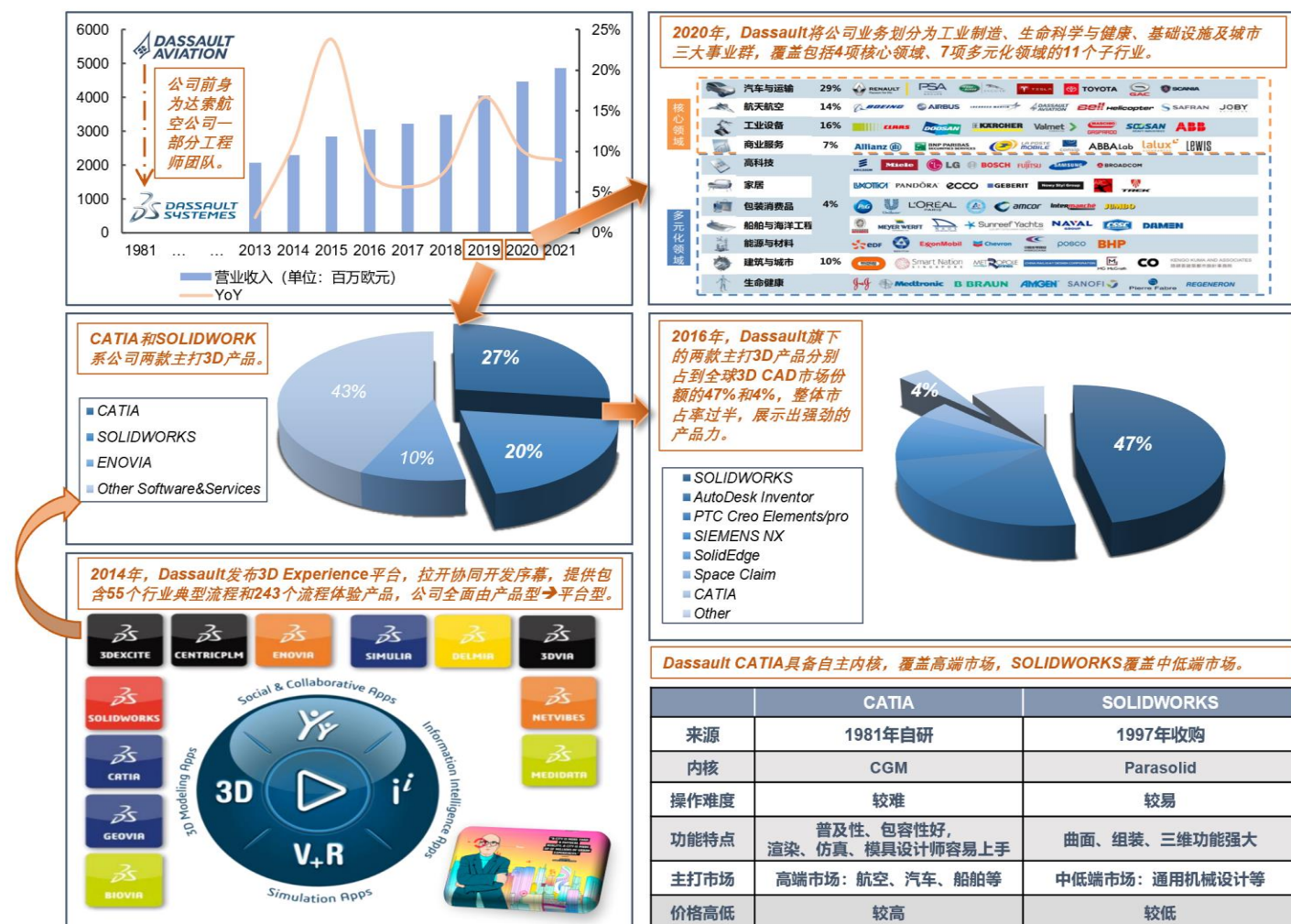
1981 年，达索系统脱胎于法国著名航空公司达索航空中的一部分工程师团队，该团队从事开发 3D 表面建模软件来设计风洞模型，缩短风洞测试的周期。同年，达索与 IBM 签订了全球营销、销售和支持协议，开始了长期合作伙伴关系，此时达索的主打品牌为 CATIA，早期客户集中在汽车与航空航天等强工业场景。

1997 年，达索收购 SOLIDWORKS 公司，以期获得 2D 产品及中低端客户市场。彼时达索的 CAD 业务主要面向大型工业企业，主打品牌 CATIA 面向专业人士定位高端市场，而 SOLIDWORKS 的客户群主要由小公司组成，这一收购扩大了达索的客户范围，有利于达索拓展中低端 CAD 市场。

目前，CATIA 与 SOLIDWORKS 已成为达索最为核心的两款产品，2016 年两款产品的市占率合计在全球市场过半，展现出强劲的产品力。此外，达索依托多行业领域的 know-how

积累，于 2014 年发布 3D Experience 平台，公司全面由产品型向平台型转变，平台通过连接研发、工程、生产、营销和终端用户，允许从研发到客户的每个环节协同工作，允许同时访问所有必要数据。

图表 16：强工业场景磨砺产品力，3D Experience 驱动公司平台化转型



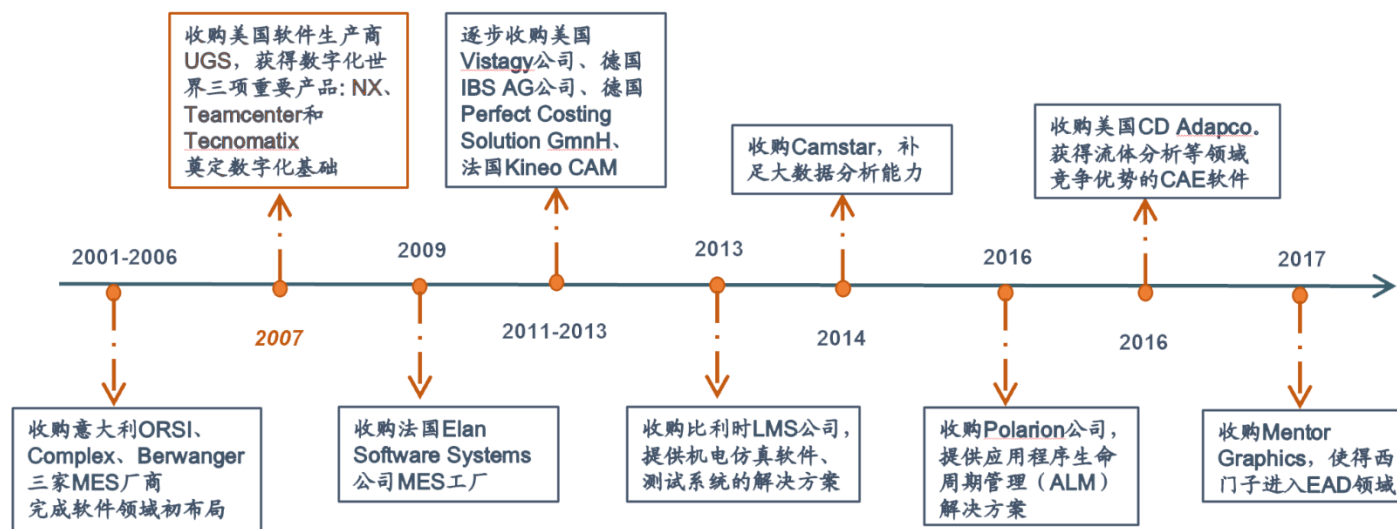
来源: Dassault IR、达索公司公告、官网, RationalIDMIS 测量技术, 国金证券研究所

我们认为, 在达索平台化转型的成功经验中, 不难发现强工业场景+多领域 know-how 沉淀为企业积累了大量的典型流程与模块化开发工具。对标国产厂商, 中望能否在 2025 年前后兑现“十年差距猜想”迈出平台化转型的重要一步, 还要取决于其强工业场景的攻坚沉淀及多领域业务拓展情况。

#### ■ 西门子 (SIEMENS): 工业自动化巨头通过兼并收购走上数字化转型之路。

剥离电气业务, 专注电气化、自动化和数字化战略。2014 年 5 月西门子对外发布名为“2020 公司愿景”新战略, 宣布彻底退出原核心家电领域, 转向工业、能源、医疗等核心业务, 将自身核心竞争力放在电气化、自动化和数字化三大领域。为布局数字化, 西门子从 2001 年开始着手并购, 2007 年收购 NX、Teamcenter、Tecnomatix, 为 PLM Software 部门前身, 成功使西门子在集成化软件和硬件解决方案中取得先发优势。

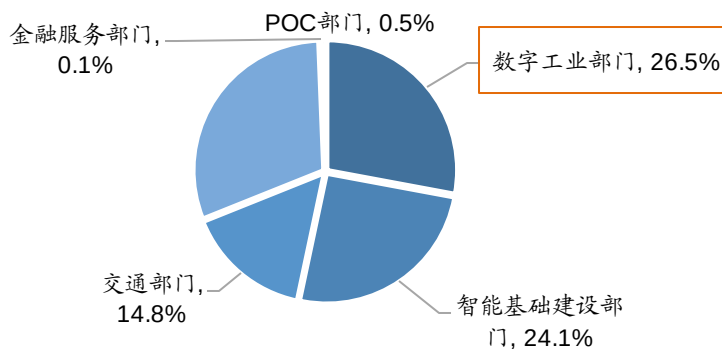
图表 17：西门子通过多次并购推动数字化进程



来源：SIEMENS 公司公告、官网，国际工业自动化，国金证券研究所

数字工业部门系西门子重要盈利来源之一。目前西门子主要包括数字工业、智能基础设施建设、交通、医疗、金融服务和 POC 部门六大业务。2021 财年数字工业占总营收的 26.5%，实现营收 165.14 亿欧元，同比增长 10.1%，EBITA 利润率 20.4%，系公司核心部门及主要盈利来源之一。

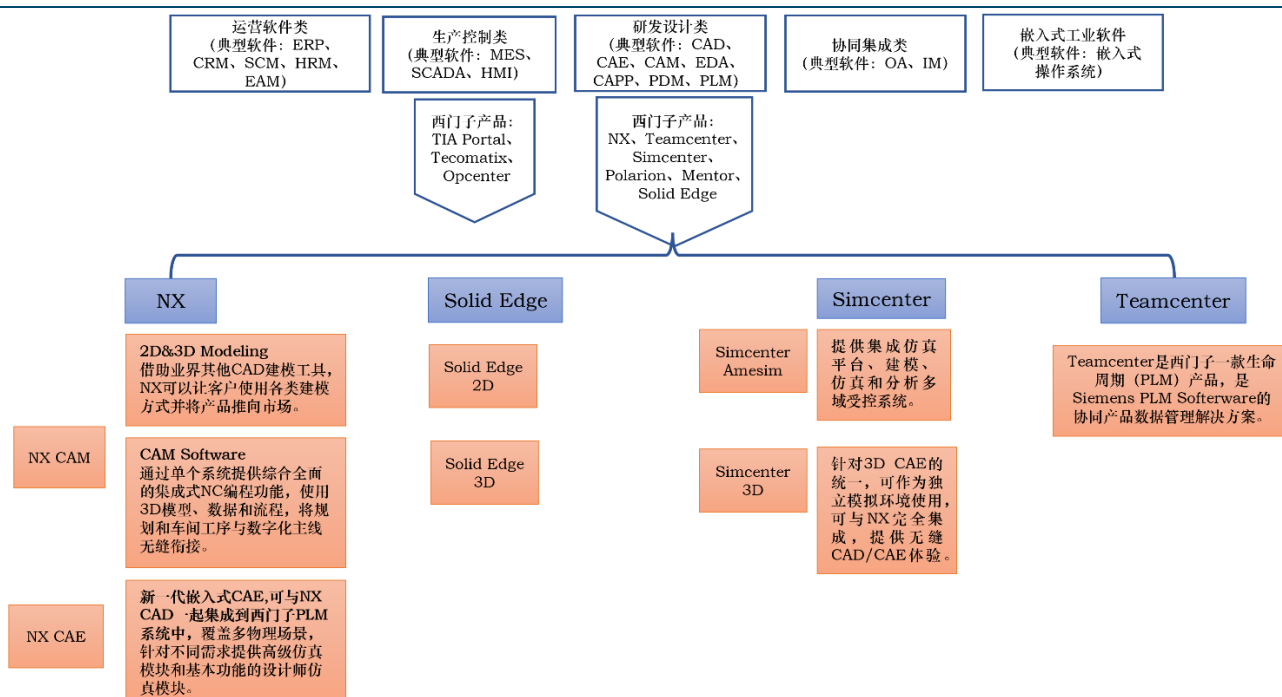
图表 18：2021 年数字工业部门为西门子贡献超 1/4 营收



来源：SIEMENS 公司公告、官网，国金证券研究所

西门子工业软件通过兼并收购实现了生产控制类、研发设计类以及嵌入式软件的覆盖，包含 MES、CAD、CAE、EDA、PLM 等多个细分品类。

图表 19：西门子研发设计类工业软件产品谱系层次丰富



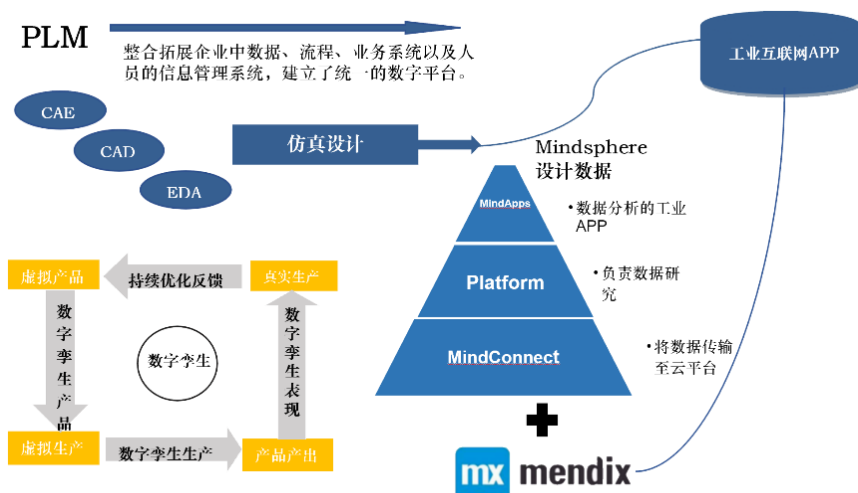
来源: SIEMENS 公司官网, 国金证券研究所

以工业云平台 MindSphere 为基础的战略布局:

1) Mindspere+Mendix 发展工业互联网: 2015 年西门子推出工业云平台 Mindsphere, 包括 MindConnect、Platform 和 MindApps 三部分; Mendix 是一款低代码软件开发工具, 由可视化的软件功能组件装配, 通过模型化自动生成运行代码。西门子 2019 年收购 Mendix, 将旗下所有工业软件基于 Mindsphere 云化, 借助 Mendix 开发成工业应用软件, Mendix 与 Mindsphere 一同支撑西门子的工业互联网平台;

2) 数字孪生 Digital Twins: 数字孪生通过仿真产品的制造流程, 把实体产品有可能出现的问题提早反应至虚拟产品, 并在虚拟产品中分析和调试。Digital Twins 降低成本和风险, Mindsphere 下沉为工业云基础, Mendix 为现实世界和数字世界的关键交互平台, 三者协同承担起将连接设备产生的数据转化为真实业务的重任, 将更广泛的用户对象纳入到 IT/OT 融合的进程中。

图表 20: MindSphere+Mendix 工业互联网布局



来源: SIEMENS 公司官网, 国金证券研究所

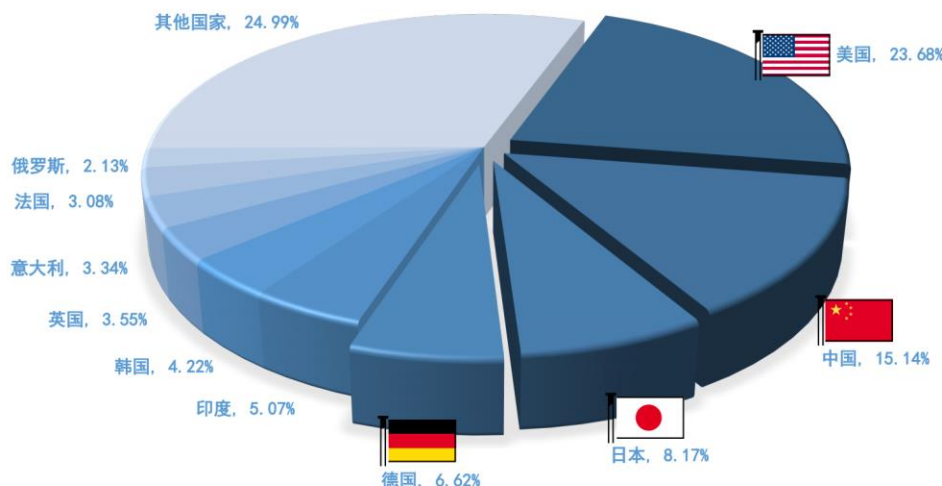
我们认为, 全球工业数字化巨头西门子的发展脉络彰显出工业互联网一体化建设的强大动能。结合本文提出的“十年差距猜想”, PLM 与工业云双轮驱动的业务布局或将成为本土厂商未来 5~10 年的战略指引: 产品线做深做广, 从商业模式到物理架构全面拥抱云化。

### 1.3 工业互联网发展催化行业升维，我国尚处工业软件第一阶段

#### ■ 工业互联网战略意义重大，研发设计类工业软件为重要组成部分

工业互联网系我国“双循环”战略重要驱动力，2020 年我国工业互联网增加值为 5,664.56 亿元，占全球 15.14%，位居第二。

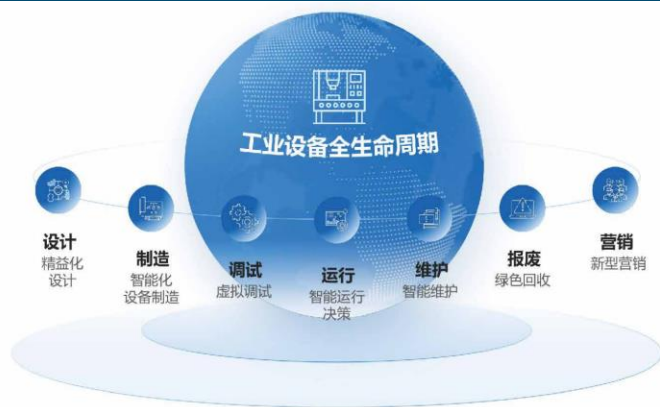
图表 21：中国约占全球工业互联网增加值 1/6，2020 年近 5,665 亿美元



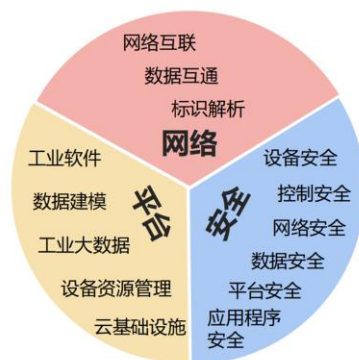
来源：中国工业互联网研究院《中国工业互联网产业经济发展白皮书(2021)》，国金证券研究所

工业互联网平台是将工业企业生产经营流程全面数字化、智能化的聚合性生态平台，其最终发展成熟有赖于贯穿工业产品、设备全生命流程的数字孪生技术，而研发设计类工业软件是工业数字孪生实现整体仿真、工艺优化、可视化呈现的重要功能基础。

图表 22：研发设计类工业软件系工业设备 PLM 起点



图表 23：工业软件系工业互联网平台的重要基础



来源：国家工业信息安全发展研究中心《工业设备数字孪生白皮书》，国金证券研究所

来源：国家工业信息安全发展研究中心《工业设备数字孪生白皮书》，国金证券研究所

#### ■ 工业软件行业发展分为三个阶段，我国尚处于第一阶段。

工业软件行业发展可以分为三个阶段，第一阶段是软件自身发展阶段；第二阶段是软件的协同应用，业务流程实现串通和优化阶段；第三阶段是“工业云”。

目前，国外工业软件行业发展已经处于第三阶段，而中国的工业软件行业发展仍处于第一阶段，设计、制造等核心工业软件市场由国外品牌所主导，中国企业屈指可数，总体可以概括为“管理软件强、工程软件弱；低端软件多，高端软件少”。在中国制造业转型升级的大背景下，工业企业均开始加快两化融合（工业化与信息化的融合）的步伐，逐步转变发展模式。中国工业软件迅速实现第一阶段发展要求，向第二阶段转型成为大势所趋。

图表 24：工业软件发展路径三段论

| 发展阶段 | 名称       | 主要特点                              |
|------|----------|-----------------------------------|
| 第一阶段 | 软件单品阶段   | 以优势单品占领市场，迅速从“0 到 1”转向“1-N”阶段     |
| 第二阶段 | 软件协同平台阶段 | 软件产品系统化+行业 Know-how 系统化，软件流程协同度提升 |
| 第三阶段 | 工业云阶段    | 工业互联网生态体系形成，工业云产品发展成熟，与平台业务相辅相成   |

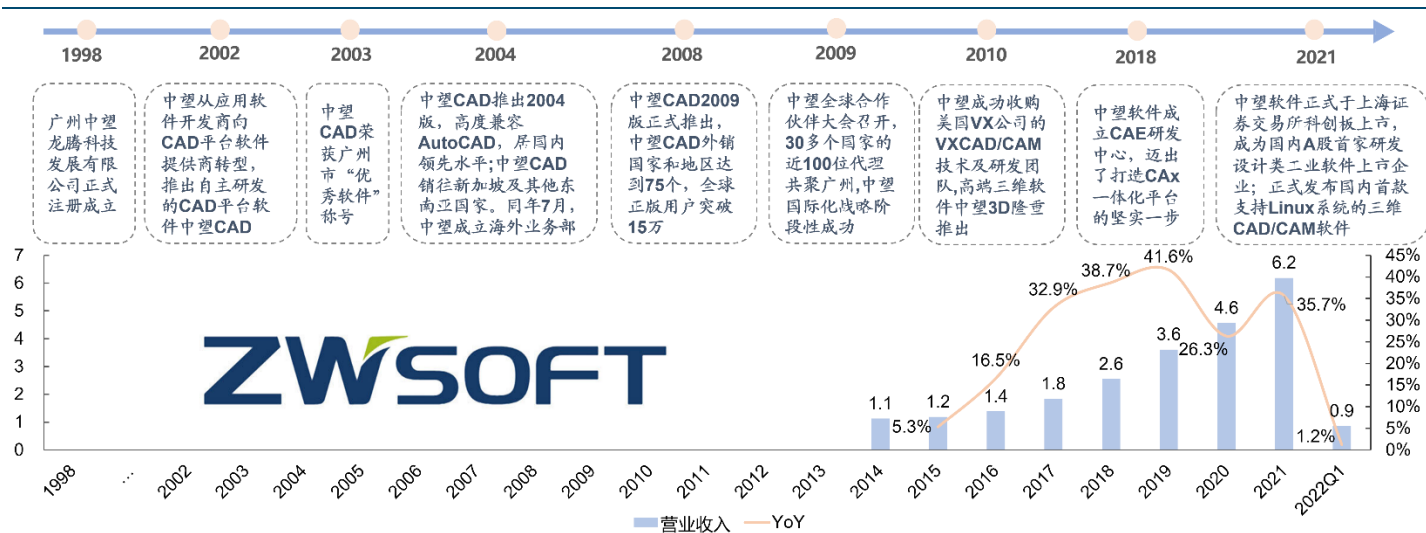
来源：新浪财经，国金证券研究所

## 2. 如何理解中望之众望所归？

### 2.1 历史发展：CAX 产品化发展筚路蓝缕，近五年营收 CAGR 达 27%

公司的产品化发展筚路蓝缕，经历辅助二开、产品自研、收购内核等多个发展阶段。2017~2021 年公司营收增速均保持在 26% 以上。据公司业绩预告，2022 年受到疫情影响（产品推广受到人员流动限制叠加中小客群经营困难采购订单减少）全年营收或呈现小幅负增长，我们预计 22 年全年营收在 6.0 亿元左右，2017~2022 年营收 CAGR 达 27%。（数据来源：中望软件公司公告）

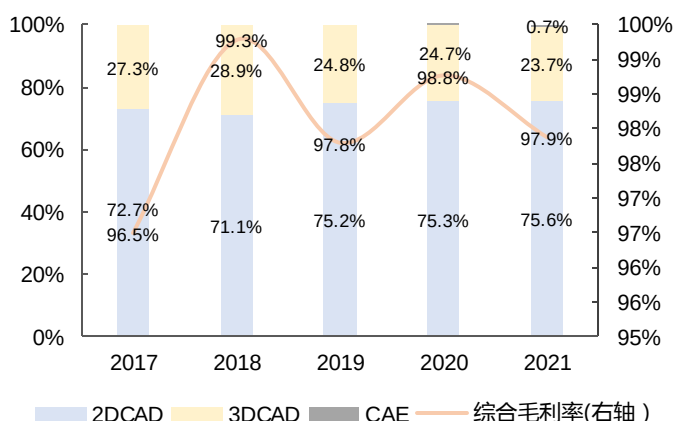
图表 25：CAX 发展筚路蓝缕，近五年营收保持 27% 高位增长（亿元，%）



来源：Wind，公司公告、官网，国金证券研究所

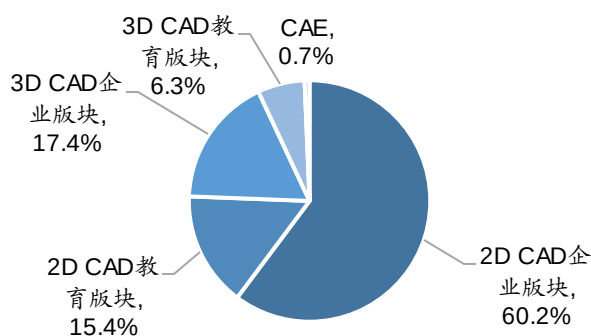
2D CAD、企业板块贡献主要营收，综合毛利率高达 98%。分产品看，2017~2021 年，2DCAD 产品占到公司营收的 70% 以上，系公司营收组成主体；3D CAD 产品约占营收结构的 1/4 左右，CAE 产品尚处于业务验证阶段，收入体量较小。分客户看，2021 年，企业板块收入约占营收 3/4，教育板块收入约占营收 1/4。由于公司 CAD 产品均为标准化软件，单位成本比重较低，因此近五年公司综合毛利率均处于 96.5% 以上，2021 年综合毛利率高达 97.9%。

图表 26：2D CAD 贡献主要营收，综合毛利高达 98%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：企业版块占比约 3/4，教育版块占比超 1/5

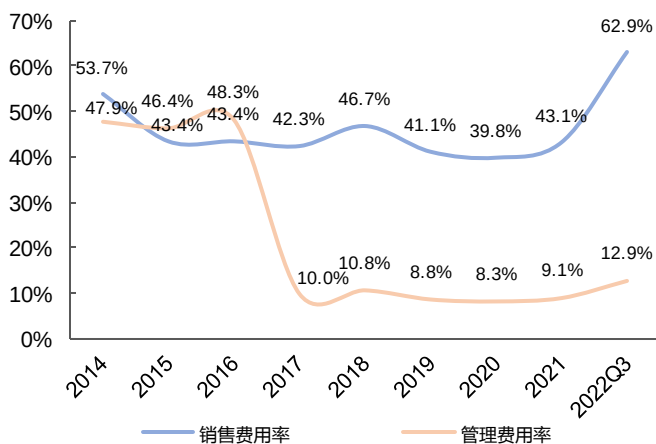


来源：公司年报，国金证券研究所

管理控费效果良好，销售投放力度加大。管理费用方面，2016 年以来公司管理费率先下降至 10% 左右且逐年优化趋势显著，2022 年前三季度收入端承压，由于费用端支出刚性叠加计算机公司收入与费用季度表现不同频等特征，管理费略有回升。销售费用方面，2022 年以前公司销售费率长期保持在 43% 上下，2022 年前三季度受到收入端小幅收缩叠加公司出于完善营销体系需要扩张销售投入，销售费率大幅冲高至 62.9%。

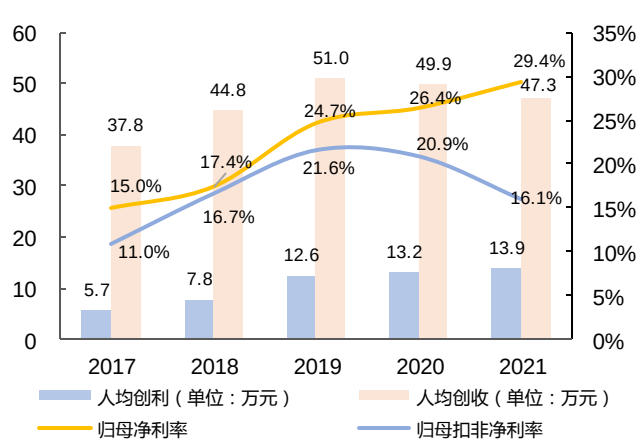
归母净利润及人效同步提升，2022 全年利润端显著承压。2017~2021 年，公司归母净利润率由 15.0% 一路攀升至 29.4%，扣非净利率由 11.0% 升至 16.1%。同期，公司人效指标同步提升，2021 年人均创收 47.3 万元、人均创利 13.9 万元。据公司业绩预告，2022 年受到疫情影响全年收入端呈现小幅负增长，受到支出刚性及研发、销售投入力度加大影响利润端进一步被压缩。公司预计 22 年全年归母净利润为 300~700 万元，我们预计 22 年全年归母净利润在 700 万元，同比显著下滑。（数据来源：中望软件公司公告）

图表 28：管理控费效果良好，销售投放力度加大



来源：Wind，国金证券研究所

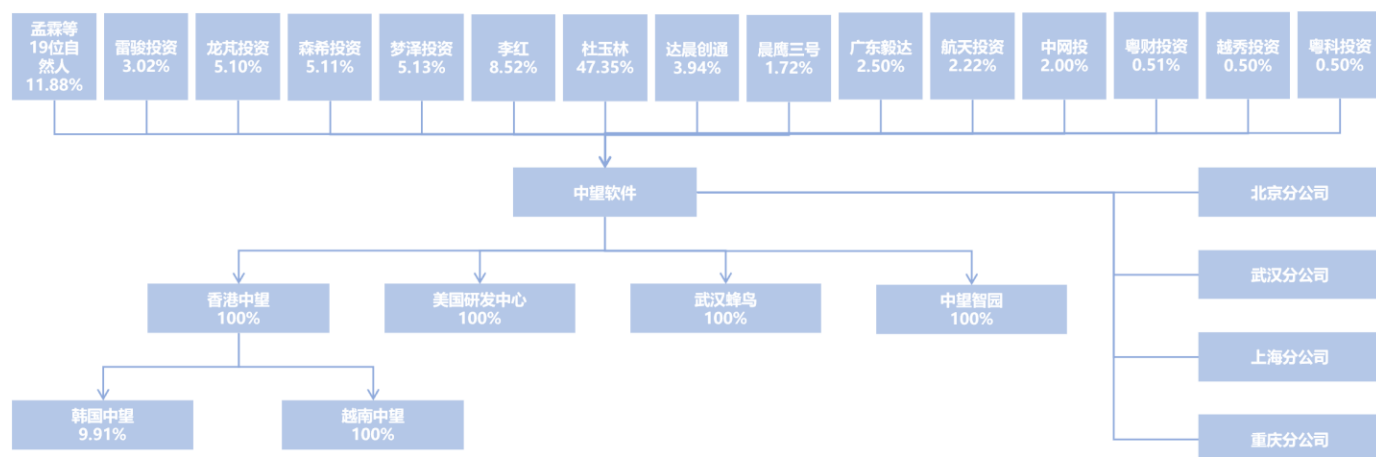
图表 29：归母净利润率及人效同步提升



来源：Wind，国金证券研究所

公司股权结构相对分散，控股股东、实际控制人为杜玉林、李红。公司股权结构相对分散，财务投资者众多。公司董事长杜玉林系程序员出身，同时从事过业务拓展相关工作，对于技术与市场均有深刻理解，坚持中望“兼顾研发与销售两条腿走路”的发展节奏。

图表 30：公司股权结构相对分散



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 2.2 中期展望：主力产品各项技术指标领先，教育产品提升用户粘性

公司 2D 产品 ZWCAD 在八大关键技术特征上均接近或达到第一阵营产品平均水平，具备扎实的技术基础。

图表 31：公司 2D CAD 技术指标接近第一阵营水平

| 关键技术特征                | 第一阵营平均技术指标                            | 第二阵营平均技术指标                                     | 第三阵营平均技术指标                               | ZWCAD 技术指标                               |
|-----------------------|---------------------------------------|------------------------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------|
| 支持的命令数量               | 710                                   | 515                                            | 279                                      | 639                                      |
| 可靠性                   | 连续使用过程中，运行效率无下降，功能稳定性好                | 连续使用过程中，运行效率有一定的下降，稳定性可接受                      | 连续使用过程中，运行效率有明显下降，稳定性较差                  | 连续使用过程中，运行效率无明显下降，稳定性较好                  |
| 可扩展性                  | 除二维接口扩展外，还支持 Ribbon、OPM、三维拓扑分析、图像处理扩展 | 仅支持常用二维接口扩展                                    | 不支持常用的二维接口扩展                             | 除常用的二维接口扩展外，还支持 Ribbon、OPM、三位拓扑分析、图像处理扩展 |
| 打开“测试图纸 _dwg”速度(179M) | 18 秒                                  | 34 秒                                           | 110 秒                                    | 22.08 秒                                  |
| 插入大图像“卫星图 _1.04G.tif” | 7.9 秒                                 | 7.6 秒                                          | 3 分钟无响应                                  | 4.2 秒                                    |
| CAD 二次开发兼容 (移植成功产品数)  | 1000 个以上                              | 100 个以上                                        | 无兼容性                                     | 230 个                                    |
| 多个桌面操作系统支持            | 至少支持两种及以上桌面操作系统                       | 支持两种桌面操作系统                                     | 仅支持 Windows 平台                           | 商业产品支持 Windows，免费产品支持 Linux              |
| 基于系统的设计协同能力           | 将协同理念内置于 CAD 产品设计中，实现基于对象级的设计协同能力     | 具备与 PLM 集成的标准化能力，并与国内外典型 PLM 系统完成集成，实现文件级的设计协同 | 具备与 PLM 系统集成能力，与部分 PLM 系统实现集成，实现文件级的设计协同 | 具备与 PLM 系统集成能力，实现在文件级进行协同设计              |

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

注：第一阵营主要是以达索、欧特克、西门子等公司为代表的国际知名企业；第二、三阵营为国内研发设计类工业软件开发商。

公司 3D 产品 ZW 3DCAD 在六大关键技术特征上达到或接近第二阵营平均水平，仍存在较大追赶空间。

图表 32：公司 3D CAD 技术指标达到或接近第二阵营平均水平

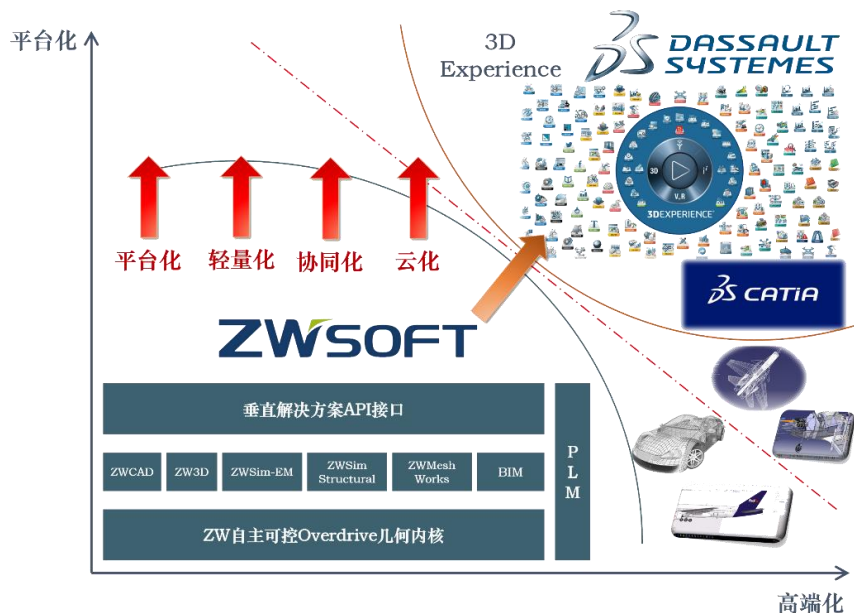
| 关键技术特征      | 第一阵营平均技术指标                        | 第二阵营平均技术指标                                     | 第三阵营平均技术指标                                | ZW 3DCAD 技术指标                |
|-------------|-----------------------------------|------------------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------|
| 三维几何建模能力    | 超复杂场景建模质量高，稳定好                    | 一般复杂场景建模质量可靠                                   | 简单通用应用场景建模质量可用                            | 建模质量完全满足简单通用场景，部分满足一般复杂场景    |
| 自由曲面建模质量    | 完全具备 A 级曲面建模能力，实现全平台的二阶连续         | 连续使用过程中，运行效率有一定的下降，稳定性可接受                      | 连续使用过程中，运行效率有明显的下降，稳定性较差                  | 连续使用过程中，运行效率无明显下降，稳定性较好      |
| 大体量装配设计能力   | 100 万-1000 万零部件                   | 10-30 万零部件                                     | 1-3 万零部件                                  | 10 万零部件                      |
| 行业应用模块      | >50                               | >20                                            | >3                                        | 6                            |
| 典型应用领域      | 航空、汽车通用机械                         | 电子，模具通用机械                                      | 通用机械                                      | 基本覆盖通用机械设计，部分满足电子，模具设计需求     |
| 基于系统的设计协同能力 | 将协同理念内置于 CAD 产品设计中，实现基于对象级的设计协同能力 | 具备与 PLM 集成的标准化能力，并与国内外典型 PLM 系统完成集成，实现文件级的设计协同 | 具备与 PLM 系统集成的能力，与部分 PLM 系统实现集成，实现文件级的设计协同 | 具备与 PLM 系统集成的能力，实现在文件级进行设计协同 |

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

注：第一阵营主要是以达索、欧特克、西门子等公司为代表的国际知名企业；第二、三阵营为国内研发设计类工业软件开发商。

2019 年，公司正式提出面向大型项目的三维设计平台计划——“悟空计划”。“悟空计划”是公司为了更好地满足大型工程项目，如大型建筑、大型飞机、大型船舶、汽车等的特定需求而开发的高端 3D 设计平台，悟空将“All-in-one CAX”的研发进程进一步平台化、轻量化、协同化、云化，战略上向平台化转型可对标达索 3D Experience，产品上独立高端化条线可对标达索 CATIA。

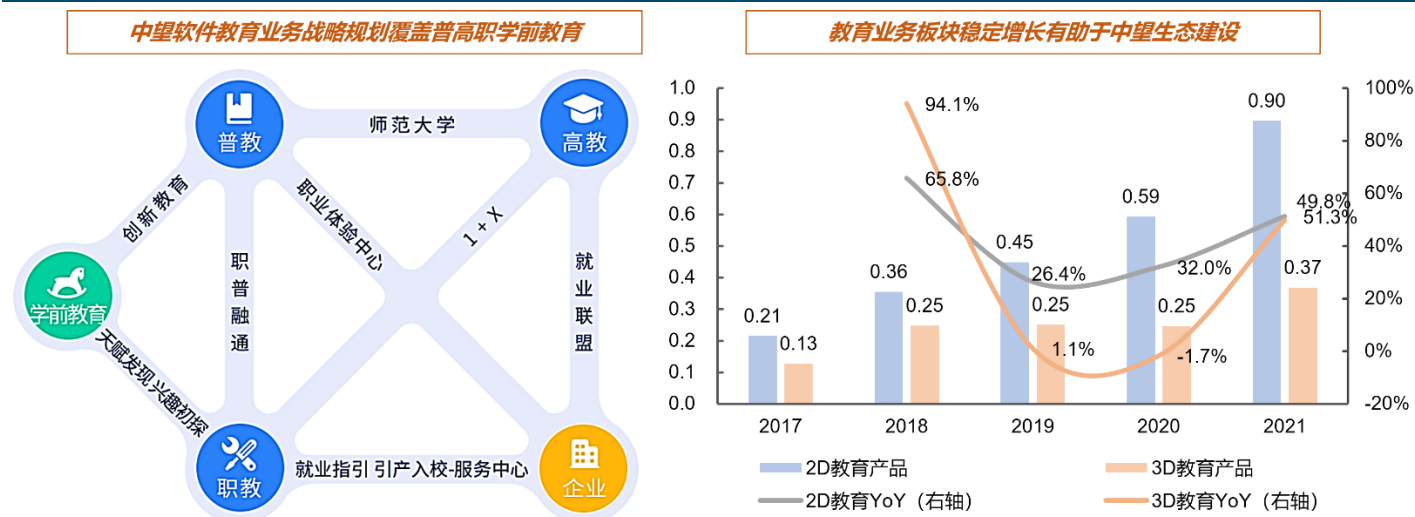
图表 33：“悟空计划”加速中望平台化&高端化进展，可对标达索



来源：中望软件、Dassault 公司公告，公司官网，国金证券研究所

教育产品切入早期用户培养，提升产品粘性。学生是 CAD 的潜在高价值用户，在学生成长早期介入培养国产 CAD 使用习惯有助于提前建立转化率极高的生态壁垒。在学校阶段，学生的需求较为标准化，且地缘优势突出，更便于以中望为代表的领先本土厂商进行渗透，打破先前由欧特克旗下的 AutoCAD、达索旗下的 SOLIDWORKS 垄断的国内校园市场。近五年来，剔除受到疫情影响严重的年份（校园疫情管控程度远高于社会面）公司教育业务板块均保持高增。

图表 34：教育业务战略规划覆盖普高职学前教育，推动公司生态建设（单位：亿元）



来源：公司公告、招股说明书，国金证券研究所

## 2.3 长期确定性：研发费率高于竞争对手，募投项目筑牢技术底座

通过对比公司与海外 CAD 头部厂商 Autodesk、本土优势厂商浩辰软件的研发费率及研发人员比例可知，中望近五年研发投入长期保持高位，两倍于浩辰且明显超过 Autodesk，研发人员比例与浩辰基本相当，研发实力强劲。

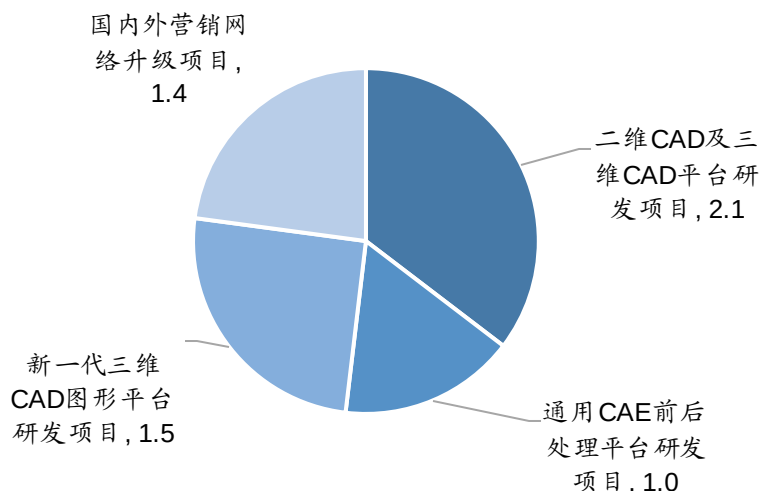
图表 35：公司研发投入比率明显高于海内外头部玩家

|      | 中望软件  | 浩辰软件  | AutoDesk | 中望软件   | 浩辰软件  |
|------|-------|-------|----------|--------|-------|
|      | 研发费用率 |       |          | 研发人员占比 |       |
| 2017 | 40.0% | 14.6% | 37.7%    | 46.1%  | 32.6% |
| 2018 | 33.3% | 14.7% | 36.7%    | 46.4%  | 46.1% |
| 2019 | 29.9% | 16.1% | 28.2%    | 52.4%  | 46.4% |
| 2020 | 33.1% | 16.4% | 26.0%    | 50.1%  | 52.4% |
| 2021 | 32.8% | 17.6% | 24.6%    | 49.3%  | 51.7% |

来源：中望软件、浩辰软件、Autodesk 公司公告、公司官网，国金证券研究所（注：浩辰软件相关数据截止到 2021H1）

公司 IPO 募集的 6 亿余元资金将被用于二维 CAD 及三维 CAD 平台研发、通用 CAE 前后处理平台研发、新一代三维 CAD 图形平台研发、国内外营销网络升级四大项目，展示出公司夯实根据地 2D 业务，持续发展 3D 产品、CAE 产品与扩展国内外销售渠道的决心。截至 2022 年 7 月，二维 CAD 及三维 CAD 平台研发项目旗下“三维 CAD 平台研发子项目”已达到项目预定要求，“二维 CAD 平台研发子项目”增加投资 1,779 万元。（数据来源：公司公告）

图表 36：公司募投项目（单位：亿元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

### 3.中望如何撬动海外 CAD 大厂的奶酪？

#### 3.1 撬动点一：立足 CAD 产品拓展 CAx 体系，自主内核筑牢企业护城河

##### ■ 产品聚焦 CAx 纵向发展，三条增长曲线清晰明确。

通过梳理公司上市两年来的重要公告，能够清晰看到其坚定立足 2D CAD、3D CAD 产品打造 All-in-One CAx 的发展脉络。2020 年报中首次将 CAE 业务线纳入产品结构；2021 年报中首次提出“All-in-One CAx 一体化”战略，并在表述中首次将 CAE 业务列入“主要产品”，公司 2021 年 CAE 产品取得 383 万营收，业务逻辑得到初步验证。

图表 37：公司以 CAD 为基点，逐步向“All-in-One CAx 一体化”战略奋进

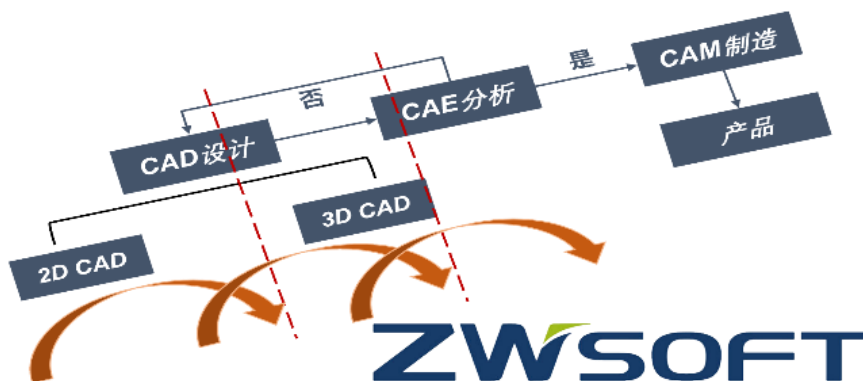
| 公告类型    | 主要产品表述方式                                                                                                     | 主要变化                                                              | 产品结构图 |
|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|-------|
| 招股说明书   |                                                                                                              | /                                                                 |       |
| 2020 年报 | 公司构建了以 2D CAD 及 3D CAD 为主的产品系列，公司产品结构图列示如下：                                                                  | 新增了 CAE 产品系列，包括 ZWMeshWorks、ZWSim-EM 及 ZWSim Structural           |       |
| 2021 年报 | 公司聚焦研发设计类工业软件领域，持续深化“All-in-One CAx 一体化”战略，产品层面，公司构建了 2D CAD、CAx 一体化”战略，CAE 3D CAD 以及 CAE 为主的产品系列，产品结构图列示如下： | 首次提出“All-in-One CAx 一体化”战略，CAE 3D CAD 以及 CAE 为主的产品系列，产品被列入“主要产品”。 |       |

来源：公司招股说明书、公司公告，国金证券研究所

我们认为，2D CAD 产品为公司第一增长曲线，目前技术成熟，增速稳定；3D CAD 产品为公司第二增长曲线，目前仍有较大成长空间；CAE 业务为公司第三增长曲线，未来将

逐步成为公司 CAx 闭环生态中的重要一环。

图表 38：公司三大增长曲线



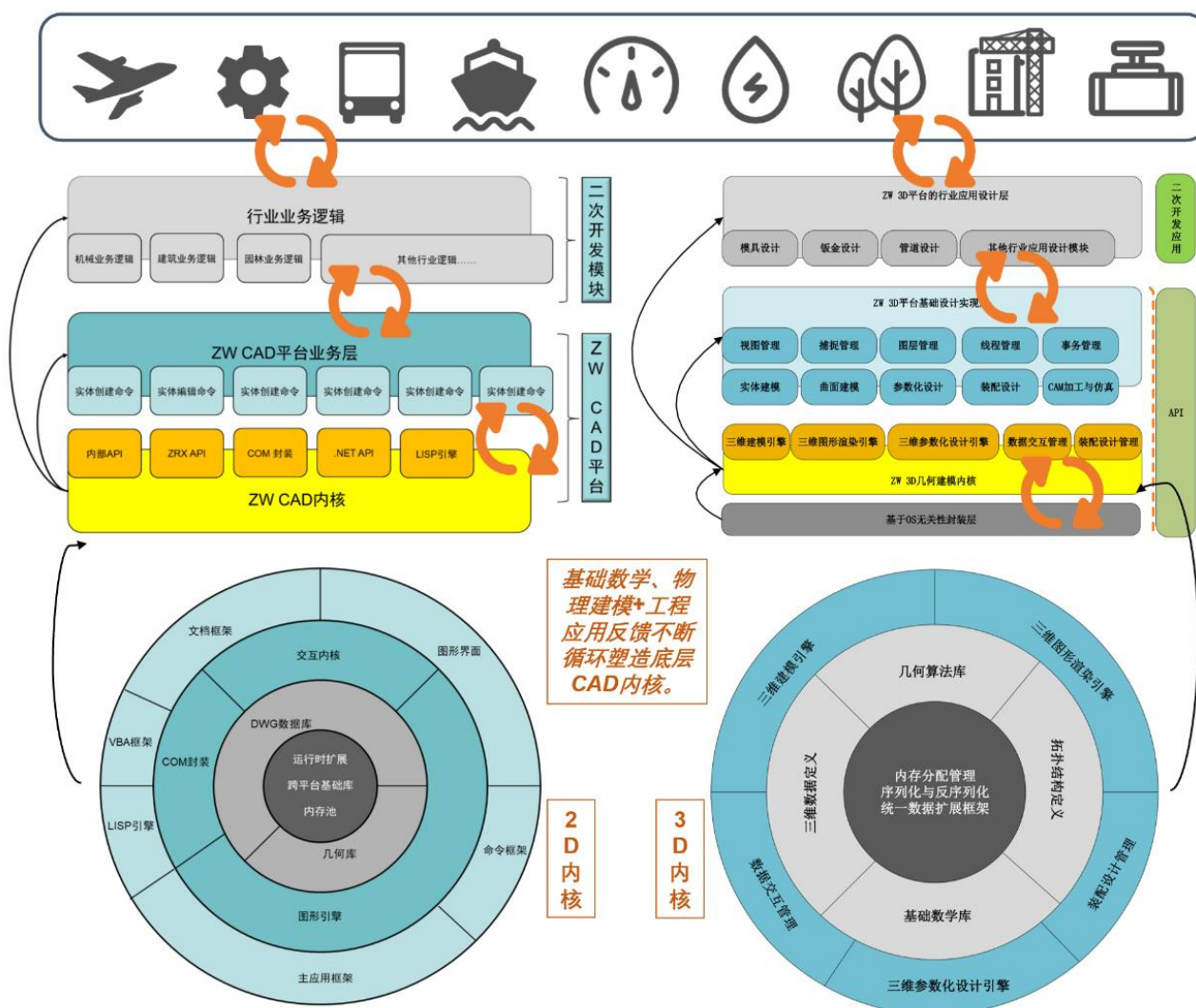
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

■ 几何核心系 CAD 业务核心壁垒，中望具备较深行业护城河。

CAD 业务的三层封装逻辑包括底层的几何引擎（数学物理建模耦合工程场景兼顾通用性与功能性）+平台业务层的基础功能（模块化组合基础性功能：点线面的编辑等）+行业设计应用层（进一步具象落地到不同行业，封装出特定用途的功能黑箱）。因此，拥有自主内核意味着以上三层架构之间的信息反馈将形成正向循环，来自行业应用层的需求与工程经验将在产品使用过程中不断向下反馈，驱动平台业务层与底层几何引擎作出调整，从而在确保通用性的基础上不断优化产品的功能性，达到产品快速迭代与企业降本增效的目的。

目前主要的 CAD 几何内核几乎均由海外 CAD 大厂控制，在此前的“海内外 CAD 厂商发展史”梳理中，2010 年中望收购美国 VX 公司，获得自主 CAD 内核，同年公司推出 3D 产品，成为中望发展节点中的里程碑事件。

图表 39：CAD 产品核心在于底层内核，公司掌握自主内核不断正向循环自我赋能



| 几何建模内核       | 拥有者              | 国家 | 典型产品                                             |
|--------------|------------------|----|--------------------------------------------------|
| CGM          | Dassault         | 法国 | CATIA (3D CAD)                                   |
| ACIS         | Dassault         | 法国 | Abaqus (CAE)、MSC (CAE)                           |
| Parasolid    | SIEMENS          | 德国 | NX (3D CAD)、SolidEdge (3D CAD)、Topsolid (3D CAD) |
| Granite      | PTC              | 美国 | Pro/E (3D CAD)                                   |
| OPEN CASCADE | Matra Datavision | 法国 | 开源技术                                             |
| Overdrive    | 中望软件             | 中国 | ZWCAD、ZW 3D等                                     |

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

工业软件姓“工”不姓“软”，行业 knowhow 铸就深厚护城河。SolidWorks, Solid Edge, Inventor 等主流的 CAD 软件，代码量在 3,000 万行到 4,500 万行左右，大约需要 3,000~4,500 人一年以上的开发工作量。CATIA, NX, Creo 等高端 CAD 软件是上述主流 CAD 软件开发工作量的 4 倍以上，高端 CAD 软件的开发已经持续了数十年之久，并在与数十万、百万级最终客户的持续迭代过程中改进与实现。中望作为唯一掌握自主内核的国产 CAD 龙头，拥有较为深厚的行业积累，我们认为短期内新兴厂商难以通过密集投入资本与人力的方式快速补齐。

图表 40：研发设计类工业软件技术图谱



来源：Redian，国金证券研究所

### 3.2 撬动点二：产品高性价比推动国产替代，坚定拥抱信创或主导中国标准

#### ■ 产品卡位性价比竞争策略，阶段性永久授权销售模式快速渗透市场。

公司 2D CAD 产品价格高于本土厂商，但相较于海外厂商 Autodesk 具备显著的价格优势，主要因为公司目前以永久销售软件 license 为主，暂未大范围涉足订阅制模式，因此单品销售价格相比 Autodesk 纯 SaaS 化产品具有较强的价格竞争优势。公司 3D CAD 产品价格低于 Dassault 及本土厂商，更为适合该业务技术积累与业务发展期的阶段特征。

图表 41：公司产品价格介于本土厂商与海外大厂之间，性价比优势明显

| 公告名称     | 产品版本                                          | 产品类型   | 定价及销售模式                                             | 折算人民币                    |
|----------|-----------------------------------------------|--------|-----------------------------------------------------|--------------------------|
| Dassault | SolidWorks<br>(Standard/Professional/Premium) | 3D CAD | 9.2~14.8 万元                                         | 9.2~14.8 万元              |
|          | CATIA                                         | 3D CAD | 按照模块分拆售卖，<br>价格在数千到数十万不等                            | 按照模块分拆售卖，<br>价格在数千到数十万不等 |
| Autodesk | AutoCAD                                       | 2D CAD | 1 年订阅 9,028 元；<br>3 年订阅 25,729 元                    | 年付 8,576 元~9,028 元       |
| SIMENS   | NX                                            | 3D CAD | 25~40 万元                                            | 25~40 万元                 |
|          | Solid Edge                                    | 3D CAD | 8 万元左右                                              | 8 万元左右                   |
| 公司       | ZWCAD 2023                                    | 2D CAD | 永久授权 9,998 元                                        | 9,998 元                  |
|          |                                               | 2D CAD | 1 年授权 3,999 元；<br>3 年授权 9598 元                      | 年付 3,199 元~3,999 元       |
|          | ZW3D 2023<br>(标准版/专业版/白金版)                    | 3D CAD | 永久授权 38,800 元~96,800 元                              | 38,800 元~96,800 元        |
|          |                                               | 3D CAD | 1 年授权 15,520 元~38,720 元；<br>3 年授权 37,248 元~92,928 元 | 年付 12,416 元~38,720 元     |
| 数码大方     | CAXA CAD 电子图板 2022                            | 2D CAD | 1 年订阅 2,244 元                                       | 年付 2,244 元               |
|          | CAXA 3D 实体设计 2022                             | 3D CAD | 1 年订阅 13,134 元                                      | 年付 13,134 元              |
| 苏州浩辰     | GStartCAD                                     | 2D CAD | 799 美元~1,099 美元                                     | 5,695 元~7,833 元          |

来源：Autodesk、数码大方、中望软件公司官网、招股说明书，软服之家，中国供应商，达索系统代理商-CATIA，国金证券研究所（注：橙色为价格高于中望同类产品，绿色为低于中望同类产品。）

目前，我国本土 CAD 市场有 90%左右的市场份额由 Autodesk、Dassault 等海外巨头占据。我们认为，公司在当前阶段以主打永久授权销售模式换取的性价比优势有助于更快渗透国内市场，逐步驱动国产替代大潮。

通过梳理公司官网披露的 6 项典型行业客户案例我们发现，国产化、性价比、轻量化、兼容性、稳定性等是公司 CAD 系列产品为下游厂商提供的核心价值。

图表 42：公司产品为下游客户提供核心价值，兼顾国产化需求与工作效率提升

| 案例时间       | 行业领域 | 客户名称  | 提供价值                                          | 选择理由                                                                                                         |
|------------|------|-------|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2021/7/7   | 建筑   | 山水比德  | 提供景观设计能力，较好的性价比及定制化二次开发插件                     | ①性价比比较高；<br>②提供二次开发的定制插件，提升工作效率，如：批量打印、图纸目录等。                                                                |
| 2020/11/13 | 电器   | 朗进科技  | 解决了公司供应链国产化、历史数据兼容性的需求                        | ①兼容其他 3D 软件数据，便于历史数据迁移；<br>②相较于其他 3D 软件，ZW 3D 占用内存较少；                                                        |
| 2019/12/17 | 机械   | 杭汽轮   | 解决了公司的正版化、国产化需求，定制化功能提升工作效率                   | ①中望 CAD 能够替代国外软件满足集团研究院的既有设计规范；<br>②表清单能在机械版上自动生成和输出，机械的图框能被其 PLM 调用，生成客户所需的电子签名。                            |
| 2018/11/22 | 通信   | 吉大通信  | 提供精准的定制化功能服务，避免冗余功能消化大量资源（轻量化），同时提高系统稳定性      | ①国外 CAD 软件大而全，冗余功能占用大量计算机资源，中望 CAD 定制化功能更精准；<br>②中望 CAD 的设计数据能与企业整套标准化系统对接，有望实现 CAD 数据与企业自身的自动化、标准化管理需求深度融合。 |
| 2015/10/14 | 地产   | 广电地产  | 解决了地产项目开发设计在建筑、水暖电模块对 CAD 软件的轻量化、兼容性、协同性的使用需求 | ①软件更加轻量化，占用内存资源少，运行快速；<br>②完全兼容，有利于原有图纸资料重复利用交互；<br>③形成完整的工程建设行业整体解决方案，协同设计能力更强。                             |
| 2014/10/10 | 船舶   | 江南造船厂 | 满足了公司国产化、拓展性的需求                               | ①江南造船厂不少工程师选择 Ribbon 界面进行绘图工作，节省了查找菜单、工具栏的时间；<br>②软件有良好的拓展性能，满足船舶行业特定外挂程序和系统的移植或集成需求。                        |

来源：公司官网，国金证券研究所

■ KA 客户树立行业标杆，建立信创“朋友圈”或主导国产 CAD 标准。

目前，公司已向包括京东方、中国中车、中国船舶、国家电网、南方电网、中国建筑、华能集团、鞍钢集团以及壳牌、大众、丰田、三星、通用、本田在内的百余家海内外知名企业销售产品、受托开发项目或达成合作关系。

图表 43：公司 CAD 产品在海内外知名企业中使用广泛



来源：公司官网、招股说明书，国金证券研究所

2021 年报中，公司首次提出拥抱信创，公告全文涉及“信创”40 处，成功发布中望建筑 Linux 版、中望机械 Linux 版，促进 ZWCADLinux 平台 API 的快速完善，与 8 种信创操作系统和 5 种信创 CPU 架构环境深度融合，同时也为各个专业应用向信创软硬件环境移植积累了丰富的经验。（数据来源：公司公告）

我们认为，与传统市场相比，公司坚定拥抱信创市场将有助于国产 CAD 平台软件逐步摆脱由于海外大厂数据格式标准垄断所带来的依附关系。随着本土自主可控基础软硬件的发展成熟，中望将进一步降低对于第三方技术的依赖，此次全面信创或为此后主导国产 CAD 格式标准埋下伏笔。

图表 44：公司全面拥抱信创，今后或主导国产 CAD 数据格式

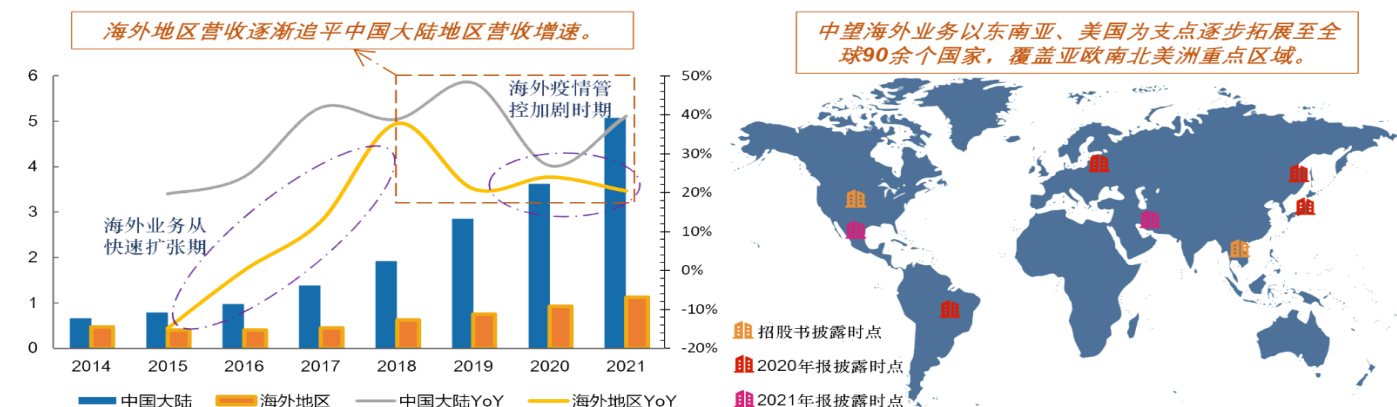


来源：公司公告，上证路演，国金证券研究所

### 3.3 撬动点三：海外业务增速逐渐追平本土，公司加速出海步伐

公司以越南、美国为海外业务支点，15~18 年海外业务营收增速快速攀升，一度追平本土业务增速。20、21 年中望持续扩张全球销售网络，主要以经销模式渗透海外市场，目前 CAD 业务已覆盖四大洲、90 余个国家。2022 年，公司将加速海外子公司布局，率先在日本建立子公司精耕细作海外市场，尝试打破经销体系塑造自主品牌。（数据来源：公司公告）

图表 45：公司海外业务发展迅猛，受疫情影响海外营收增长短期承压（单位：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 核心假设

#### 1) 分业务收入方面：

①自产软件业务系公司营收主体部分，包括 CAD 2D 产品、CAD 3D 产品以及 CAE 产品。2022 年受到疫情影响人员流动受阻，企业市场业务开展承压，以高校为主的教育市场甚之，海外市场受到类似原因影响销售触达。此外，宏观因素影响公司主力中小客群一定程度收缩成本，降低了本年度软件采购预算。随着 2022 年底国内防控政策转向，国内宏观经济环境回暖趋势明显，叠加下游客户需求压制已久，我们预计 2022~2024 年营收增速分别为 -2.8%/30.3%/28.4%，23 年后基本恢复历史增长水平。公司产品系标准化软件产品，单位成本比重较低，且尚未大幅调整价格体系，我们预计 2022~2024 年毛利率分别为 99.7%/99.7%/99.7%，与历史水平持平。

②外购产品业务主要与公司大额订单水平相关度较高，随着 2023 年国内宏观经济环境回暖，下游积压大额订单或逐步释放，预计 2022~2024 年营收增速分别为 -3.0%/30.0%/30.0%，毛利率分别为 28.0%/24.4%/26.3%，在历史水平上下小幅波动。

③受托开发及技术服务业务系在向客户销售软件产品的基础上，或根据客户其他服务需求，提供开发服务或技术支持所形成的收入，与公司当年订单数量及项目特点关系密切。伴随 2023 年利空因素尽数出清，预计 2022~2024 年营收增速为 -10.0%/30.0%/30.0%；毛利率分别为 67.9%/69.3%/67.2%，小幅低于历史水平。

#### 2) 销售/管理/研发费用方面：

公司销售/管理/研发费用的重点组成部分是员工薪酬，因而相关费用与员工数量增速具有相关性。公司 2022 年业绩预告披露，人员投入同比 2021 提升 30%，导致销售费用与研发费用相应提升，管理费率受到当年收入端收缩影响小幅提升。我们预计 2022~2024 年销售费用率分别为 57.7%/42.0%/40.0%，管理费用率分别为 12.5%/12.5%/12.0%，研发费用率分别为 43.4%/30.0%/30.0%。伴随 2022 年公司销售、研发密集投放阶段结束，收入端回归正常增速区间的同时销售及研发费率回落至历史水平。

### 4.2 盈利预测

我们预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 6.0/7.8/10.1 亿元，归母净利润分别为 0.07/2.04/2.73 亿元。

图表 46：盈利预测核心假设

| 单位：亿元       | 2021A  | 2022E  | 2023E   | 2024E  |
|-------------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入        | 6.2    | 6.0    | 7.8     | 10.1   |
| YOY         | 35.6%  | -2.8%  | 30.3%   | 28.5%  |
| ——自产软件      | 5.8    | 5.7    | 7.5     | 9.6    |
| YOY         | 30.8%  | -2.0%  | 30.3%   | 28.4%  |
| 毛利率         | 99.6%  | 99.7%  | 99.7%   | 99.7%  |
| ——外购产品      | 0.1    | 0.1    | 0.1     | 0.1    |
| YOY         | 205.4% | -3.0%  | 30.0%   | 30.0%  |
| 毛利率         | 22.4%  | 28.0%  | 24.4%   | 26.3%  |
| ——受托开发及技术服务 | 0.3    | 0.2    | 0.3     | 0.4    |
| YOY         | 405.1% | -10.0% | 30.0%   | 30.0%  |
| 毛利率         | 81.2%  | 67.9%  | 69.3%   | 67.2%  |
| ——其他业务      | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0    |
| 综合毛利率       | 98.10% | 97.74% | 97.77%  | 97.67% |
| 销售费用率       | 43.15% | 57.70% | 42.00%  | 40.00% |
| 管理费用率       | 9.08%  | 12.50% | 12.50%  | 12.00% |
| 研发费用率       | 32.79% | 43.40% | 30.00%  | 30.00% |
| 财务费用率       | -0.16% | -0.02% | -0.02%  | -0.02% |
| 归母净利润       | 1.82   | 0.07   | 2.04    | 2.73   |
| YOY         | 50.9%  | -95.9% | 2637.5% | 33.8%  |
| 归母净利润率      | 29.36% | 1.24%  | 25.96%  | 27.03% |
| 现价对应 PS     | 35.0   | 27.9   | 21.4    | 16.6   |

来源：Wind，公司年报，国金证券研究所

说明：以 2023 年 3 月 10 日收盘价计算公司现价对应 PS。

### 4.3 投资建议及估值

我们采用市销率法对公司进行估值，选取深耕工业软件多年的用友网络、金山办公、柏楚电子作为可比公司。考虑到公司作为国内唯一一家掌握自主内核的 CAX 厂商，且仍处于高速成长期，标的稀缺性较为突出。给予公司 2023 年 30 倍 PS 估值，目标价 271.5 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 47：可比公司估值比较（市销率法）

| 代码        | 名称   | 股价（元）  | 每股销售收入（元） |       |       |       |       | PS    |       |       |       |       |
|-----------|------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |        | 2020A     | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 600588.SH | 用友网络 | 25.08  | 2.61      | 2.73  | 3.02  | 3.68  | 4.52  | 16.8  | 13.1  | 8.3   | 6.8   | 5.5   |
| 688111.SH | 金山办公 | 302.88 | 4.90      | 7.12  | 8.65  | 11.45 | 15.07 | 83.8  | 37.2  | 35.0  | 26.5  | 20.1  |
| 688188.SH | 柏楚电子 | 193.10 | 5.71      | 9.10  | 6.45  | 9.00  | 12.43 | 46.2  | 42.3  | 29.9  | 21.5  | 15.5  |
| 中位数       |      |        |           |       |       |       |       | /     | 37.2  | 29.9  | 21.5  | 15.5  |
| 688083.SH | 中望软件 | 193.53 | 11.40     | 9.99  | 6.95  | 9.05  | 11.63 | /     | 35.0  | 27.9  | 21.4  | 16.6  |

来源：Wind，国金证券研究所

说明：1) 以 2023 年 3 月 10 日收盘价计算公司现价对应 PS；2) 用友网络、金山办公、柏楚电子的盈利预测按照 Wind 一致预期。

## 5. 风险提示

### ■ 市场竞争加剧导致盈利能力受到阶段性挤压的风险。

在政策加码支持国产工业软件发展的背景下，众多玩家参与到市场竞争之中，若市场竞争进一步加剧，某些中低端品类的毛利率或受到一定程度影响。

■ **限售股解禁风险。**

公司有 65.04 万股首发战略配售股份将于 2023 年 03 月 13 日上市流通, 占解禁后流通股的 1.32%, 占总股本的 0.75%, 该解禁事项可能对公司股价表现产生一定影响。

■ **财务投资人潜在减持风险。**

公司股权结构相对分散, 财务投资人众多, 存在潜在减持影响公司股价表现的风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2019        | 2020        | 2021        | 2022E       | 2023E       | 2024E        |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>361</b>  | <b>456</b>  | <b>619</b>  | <b>601</b>  | <b>785</b>  | <b>1,008</b> |
| 增长率                 |             | 26.3%       | 35.6%       | -2.8%       | 30.5%       | 28.5%        |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-8</b>   | <b>-6</b>   | <b>-13</b>  | <b>-14</b>  | <b>-18</b>  | <b>-24</b>   |
| %销售收入               | 2.2%        | 1.2%        | 2.1%        | 2.3%        | 2.3%        | 2.4%         |
| <b>毛利</b>           | <b>353</b>  | <b>450</b>  | <b>606</b>  | <b>587</b>  | <b>767</b>  | <b>984</b>   |
| %销售收入               | 97.8%       | 98.8%       | 97.9%       | 97.7%       | 97.7%       | 97.6%        |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-5</b>   | <b>-7</b>   | <b>-8</b>   | <b>-8</b>   | <b>-11</b>  | <b>-14</b>   |
| %销售收入               | 1.5%        | 1.6%        | 1.4%        | 1.4%        | 1.4%        | 1.4%         |
| <b>营业费用</b>         | <b>-148</b> | <b>-181</b> | <b>-267</b> | <b>-347</b> | <b>-329</b> | <b>-403</b>  |
| %销售收入               | 41.1%       | 39.8%       | 43.1%       | 57.7%       | 42.0%       | 40.0%        |
| <b>管理费用</b>         | <b>-32</b>  | <b>-38</b>  | <b>-56</b>  | <b>-75</b>  | <b>-98</b>  | <b>-121</b>  |
| %销售收入               | 8.8%        | 8.3%        | 9.1%        | 12.5%       | 12.5%       | 12.0%        |
| <b>研发费用</b>         | <b>-108</b> | <b>-151</b> | <b>-203</b> | <b>-261</b> | <b>-235</b> | <b>-302</b>  |
| %销售收入               | 29.9%       | 33.1%       | 32.8%       | 43.4%       | 30.0%       | 30.0%        |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>60</b>   | <b>72</b>   | <b>71</b>   | <b>-104</b> | <b>93</b>   | <b>144</b>   |
| %销售收入               | 16.5%       | 15.9%       | 11.5%       | n.a         | 11.8%       | 14.2%        |
| <b>财务费用</b>         | <b>0</b>    | <b>-1</b>   | <b>1</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>     |
| %销售收入               | -0.1%       | 0.3%        | -0.2%       | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-2</b>   | <b>-4</b>   | <b>-2</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>     |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>34</b>   | <b>34</b>   | <b>34</b>   | <b>34</b>    |
| <b>投资收益</b>         | <b>6</b>    | <b>11</b>   | <b>17</b>   | <b>10</b>   | <b>10</b>   | <b>10</b>    |
| %税前利润               | 6.0%        | 8.0%        | 8.7%        | 120.5%      | 4.4%        | 3.3%         |
| <b>营业利润</b>         | <b>101</b>  | <b>137</b>  | <b>202</b>  | <b>9</b>    | <b>227</b>  | <b>304</b>   |
| 营业利润率               | 28.1%       | 30.0%       | 32.6%       | 1.5%        | 29.0%       | 30.1%        |
| <b>营业外收支</b>        | <b>-2</b>   | <b>-1</b>   | <b>0</b>    | <b>-1</b>   | <b>-1</b>   | <b>-1</b>    |
| <b>税前利润</b>         | <b>99</b>   | <b>136</b>  | <b>202</b>  | <b>8</b>    | <b>226</b>  | <b>303</b>   |
| 利润率                 | 27.4%       | 29.8%       | 32.6%       | 1.4%        | 28.8%       | 30.0%        |
| <b>所得税</b>          | <b>-10</b>  | <b>-16</b>  | <b>-20</b>  | <b>-1</b>   | <b>-23</b>  | <b>-30</b>   |
| 所得税率                | 10.0%       | 11.5%       | 9.9%        | 10.0%       | 10.0%       | 10.0%        |
| <b>净利润</b>          | <b>89</b>   | <b>120</b>  | <b>182</b>  | <b>7</b>    | <b>204</b>  | <b>273</b>   |
| 少数股东损益              | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>     |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>89</b>   | <b>120</b>  | <b>182</b>  | <b>7</b>    | <b>204</b>  | <b>273</b>   |
| 净利率                 | 24.7%       | 26.4%       | 29.4%       | 1.2%        | 26.0%       | 27.0%        |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2019       | 2020       | 2021          | 2022E       | 2023E      | 2024E      |
|-----------------|------------|------------|---------------|-------------|------------|------------|
| <b>净利润</b>      | <b>89</b>  | <b>120</b> | <b>182</b>    | <b>7</b>    | <b>204</b> | <b>273</b> |
| 少数股东损益          | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>      | <b>0</b>    | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| <b>非现金支出</b>    | <b>5</b>   | <b>8</b>   | <b>27</b>     | <b>22</b>   | <b>23</b>  | <b>24</b>  |
| 非经营收益           | <b>-6</b>  | <b>-11</b> | <b>-47</b>    | <b>-42</b>  | <b>-43</b> | <b>-43</b> |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>9</b>   | <b>30</b>  | <b>24</b>     | <b>-6</b>   | <b>17</b>  | <b>12</b>  |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>96</b>  | <b>147</b> | <b>185</b>    | <b>-20</b>  | <b>200</b> | <b>265</b> |
| <b>资本开支</b>     | <b>-35</b> | <b>-13</b> | <b>-274</b>   | <b>-33</b>  | <b>-29</b> | <b>-27</b> |
| 投资              | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>-2,030</b> | <b>-65</b>  | <b>-66</b> | <b>-67</b> |
| 其他              | <b>6</b>   | <b>-42</b> | <b>42</b>     | <b>10</b>   | <b>10</b>  | <b>10</b>  |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-29</b> | <b>-54</b> | <b>-2,262</b> | <b>-89</b>  | <b>-85</b> | <b>-84</b> |
| <b>股权募资</b>     | <b>176</b> | <b>0</b>   | <b>2,192</b>  | <b>0</b>    | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| <b>债权募资</b>     | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>      | <b>-80</b>  | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| 其他              | <b>-13</b> | <b>-24</b> | <b>-76</b>    | <b>-9</b>   | <b>-13</b> | <b>-17</b> |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>163</b> | <b>-24</b> | <b>2,116</b>  | <b>-88</b>  | <b>-13</b> | <b>-17</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>231</b> | <b>68</b>  | <b>37</b>     | <b>-196</b> | <b>102</b> | <b>164</b> |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2019       | 2020       | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|-----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>403</b> | <b>475</b> | <b>514</b>   | <b>312</b>   | <b>409</b>   | <b>570</b>   |
| <b>应收款项</b>     | <b>75</b>  | <b>74</b>  | <b>129</b>   | <b>100</b>   | <b>117</b>   | <b>148</b>   |
| <b>存货</b>       | <b>1</b>   | <b>1</b>   | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>3</b>     |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>6</b>   | <b>20</b>  | <b>2,030</b> | <b>2,129</b> | <b>2,232</b> | <b>2,337</b> |
| <b>流动资产</b>     | <b>485</b> | <b>570</b> | <b>2,675</b> | <b>2,542</b> | <b>2,762</b> | <b>3,059</b> |
| %总资产            | 90.6%      | 83.8%      | 85.8%        | 84.9%        | 85.8%        | 86.9%        |
| <b>长期投资</b>     | <b>1</b>   | <b>1</b>   | <b>39</b>    | <b>38</b>    | <b>38</b>    | <b>39</b>    |
| <b>固定资产</b>     | <b>37</b>  | <b>37</b>  | <b>76</b>    | <b>84</b>    | <b>91</b>    | <b>98</b>    |
| %总资产            | 6.8%       | 5.4%       | 2.4%         | 2.8%         | 2.8%         | 2.8%         |
| <b>无形资产</b>     | <b>12</b>  | <b>16</b>  | <b>287</b>   | <b>289</b>   | <b>289</b>   | <b>287</b>   |
| <b>非流动资产</b>    | <b>50</b>  | <b>110</b> | <b>442</b>   | <b>453</b>   | <b>458</b>   | <b>461</b>   |
| %总资产            | 9.4%       | 16.2%      | 14.2%        | 15.1%        | 14.2%        | 13.1%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>535</b> | <b>680</b> | <b>3,117</b> | <b>2,995</b> | <b>3,220</b> | <b>3,520</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>19</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>应付款项</b>     | <b>7</b>   | <b>10</b>  | <b>19</b>    | <b>17</b>    | <b>19</b>    | <b>25</b>    |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>94</b>  | <b>143</b> | <b>183</b>   | <b>149</b>   | <b>185</b>   | <b>227</b>   |
| <b>流动负债</b>     | <b>101</b> | <b>154</b> | <b>221</b>   | <b>166</b>   | <b>204</b>   | <b>252</b>   |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>25</b>  | <b>36</b>  | <b>84</b>    | <b>18</b>    | <b>14</b>    | <b>10</b>    |
| <b>负债</b>       | <b>125</b> | <b>189</b> | <b>305</b>   | <b>184</b>   | <b>217</b>   | <b>263</b>   |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>410</b> | <b>491</b> | <b>2,812</b> | <b>2,812</b> | <b>3,002</b> | <b>3,257</b> |
| 其中：股本           | <b>46</b>  | <b>46</b>  | <b>62</b>    | <b>87</b>    | <b>87</b>    | <b>87</b>    |
| 未分配利润           | <b>120</b> | <b>198</b> | <b>323</b>   | <b>322</b>   | <b>513</b>   | <b>768</b>   |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>535</b> | <b>680</b> | <b>3,117</b> | <b>2,995</b> | <b>3,220</b> | <b>3,520</b> |

**比率分析**

|               | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E    | 2023E    | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |          |          |         |
| 每股收益          | 2.227   | 3.010   | 2.932   | 0.086    | 2.349    | 3.144   |
| 每股净资产         | 10.252  | 12.272  | 45.402  | 32.438   | 34.637   | 37.581  |
| 每股经营现金净流      | 2.410   | 3.670   | 2.993   | -0.226   | 2.309    | 3.058   |
| 每股股利          | 0.530   | 0.100   | 0.100   | 0.100    | 0.150    | 0.200   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |          |          |         |
| 净资产收益率        | 21.72%  | 24.52%  | 6.46%   | 0.27%    | 6.78%    | 8.37%   |
| 总资产收益率        | 16.64%  | 17.70%  | 5.83%   | 0.25%    | 6.32%    | 7.74%   |
| 投入资本收益率       | 13.11%  | 13.06%  | 2.26%   | -3.33%   | 2.78%    | 3.96%   |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |          |          |         |
| 主营业务收入增长率     | 41.58%  | 26.31%  | 35.65%  | -2.83%   | 30.50%   | 28.50%  |
| EBIT 增长率      | 240.51% | 21.30%  | -1.86%  | -246.39% | -189.26% | 54.61%  |
| 净利润增长率        | 100.22% | 35.15%  | 50.89%  | -95.89%  | 2626.30% | 33.84%  |
| 总资产增长率        | 124.38% | 27.03%  | 358.38% | -3.92%   | 7.49%    | 9.33%   |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |          |          |         |
| 应收账款周转天数      | 40.2    | 39.6    | 44.6    | 45.0     | 40.0     | 40.0    |
| 存货周转天数        | 34.2    | 64.9    | 52.7    | 55.0     | 50.0     | 50.0    |
| 应付账款周转天数      | 120.8   | 238.6   | 266.1   | 270.0    | 250.0    | 250.0   |
| 固定资产周转天数      | 37.0    | 29.6    | 37.2    | 40.2     | 31.9     | 25.2    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |          |          |         |
| 净负债/股东权益      | -98.37% | -96.77% | -87.29% | -84.34%  | -85.57%  | -86.87% |
| EBIT 利息保障倍数   | -219.3  | 52.9    | -70.7   | 865.4    | -591.9   | -712.2  |
| 资产负债率         | 23.40%  | 27.82%  | 9.78%   | 6.13%    | 6.75%    | 7.46%   |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
|    |     |     |     |     |     |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分,为“增持”得2分,为“中性”得3分,为“减持”得4分,之后平均计算得出最终评分,作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明:**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

**减持：**预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

## 特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                         | 北京                         | 深圳                         |
|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| 电话: 021-60753903           | 电话: 010-85950438           | 电话: 0755-83831378          |
| 传真: 021-61038200           | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 传真: 0755-83830558          |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮编: 100005                 | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204                 | 地址: 北京市东城区建内大街 26 号        | 邮编: 518000                 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号       | 新闻大厦 8 层南侧                 | 地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号     |
| 紫竹国际大厦 7 楼                 |                            | 嘉里建设广场 T3-2402             |