中国软件（600536）

国产操作系统旗舰强强联合打造最强信创生态

买入（维持）

2020 年 12 月 21 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,820	8,243	12,455	16,610
同比（%）	26.2%	41.6%	51.1%	33.4%
归母净利润（百万元）	62	187	431	832
同比（%）	-44.2%	201.6%	130.9%	93.1%
每股收益（元/股）	0.13	0.38	0.87	1.68
P/E（倍）	575	191	83	43

事件：麒麟软件拟与天津飞腾、金山办公、奇安信等出资成立先进操作系统创新中心(天津)有限公司，麒麟软件出资 2275 万元，占注册资本 45.5%。

投资要点

- **强强联合，打造信创产业最强生态：**麒麟软件本次联合投资的目的是强强联合，聚焦各方产业及资源优势，致力于以操作系统为核心的国产基础软硬件产业生态构建，涉及国产关键软硬件协同攻关技术研发、国产软硬件适配测试与兼容认证、面向行业的国产计算平台解决方案、国产基础软件人才培养、相关标准研制和推广等。类比 20 世纪 80 年代以来微软与因特尔形成的 Wintel 联盟获得巨大成功，此次国产基础软硬件和应用软件各环节的龙头公司通力合作，有望打造中国信创产业最强生态，在产品技术、行业标准、适配兼容、市场推广等方面获得更多优势。

- **两项全球第一，凸显麒麟实力：**近期华为的鲲鹏 920 芯片和“鹏城生态”开发者云分别在 SPEC 标准性能测试中获得非 x86 架构芯片性能全球第一和云计算性能全球第一的好成绩，在测试中华为采用了麒麟操作系统 V10 和云 V5 版本。华为作为国内重要的科技巨头，本次国际测试评比凸显了华为在关键场合对麒麟产品的认可与信任，全球第一的成绩也凸显了麒麟操作系统产品的技术领先。

- **国产操作系统中远期空间可达 242 亿：**到 2025 年前后，我们测算政府行业、重要行业和消费市场每年的 PC 和服务器操作系统市场合计可达 242 亿元，未来三方面因素还将推动操作系统市场空间进一步提升：1、如果 PC 端变成应用商店模式，可通过分发或者增值业务收取服务费，市场空间有望进一步上行；2、目前 PC 操作系统商业定价甚至远低于很多轻量级软件，如果行业竞争格局未来逐渐演变为单龙头或者双龙头但一家主导格局，则市场定价权有望向操作系统供应方倾斜，单用户 ARPU 值有望显著提升；3、随着边缘计算、物联网的兴起，行业市场空间将进一步上行。麒麟在今年操作系统招标中份额达到 66%左右，今年操作系统收入有望达 7 亿，操作系统格局逐渐清晰，我们预计公司未来在包括党政、金融、电信等重要行业在内的信创市场中有望拿到 70%以上份额，成为国产操作系统的旗舰和国内基础软件的主要代表厂商。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到今年疫情、会计准则变化等影响信创业务确认节奏，同时公司加大前期投入，重要子公司麒麟软件人员大幅增长，下调公司 2020-2022 年收入为 82.43/124.55/166.10 亿元，归母净利润分别为 1.87/4.31/8.32 亿元，EPS 分别为 0.38/0.87/1.68 元，现价对应 191/83/43 倍 PE。今年以来操作系统竞争格局逐步清晰，公司前期投入将拉开和竞争对手差距并形成良性正反馈循环，龙头地位逐渐稳固，未来行业信创放量将带来公司业绩高弹性，目前阶段收入和份额比利润指标更加重要。考虑到操作系统的稀缺性以及公司的龙头地位，维持“买入”评级。

- **风险提示：**国家基础 IT 生态建设进度缓慢，行业竞争加剧。

证券分析师 郝彪
执业证号：S0600516030001
021-60199781
haob@dwzq.com.cn
研究助理 王紫敬
021-60199781
wangzj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	71.91
一年最低/最高价	58.54/129.67
市净率(倍)	21.26
流通 A 股市值(百万元)	35563.81

基础数据

每股净资产(元)	3.38
资产负债率(%)	67.13
总股本(百万股)	494.56
流通 A 股(百万股)	494.56

相关研究

1、《中国软件（600536）：秣兵厉马积极备战，先行财务指标预示信创放量在即》2020-11-01
2、《中国软件（600536）：麒麟软件远超预期，V10 版本开启快速成长之路》2020-08-27
3、《中国软件（600536）：国际权威测评彰显技术实力，份额第一可期》2020-07-07

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中国软件三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5,473**	**7,188**	**9,995**	**12,731**
现金	2,559	1,856	3,123	3,615
应收账款	1,343	2,642	3,379	4,651
存货	1,126	2,017	2,631	3,381
其他流动资产	445	672	862	1,084
非流动资产	**1,270**	**1,502**	**1,870**	**2,152**
长期股权投资	437	468	498	526
固定资产	484	709	1,084	1,392
在建工程	0	25	43	53
无形资产	198	157	101	37
其他非流动资产	152	143	144	144
资产总计	**6,744**	**8,690**	**11,865**	**14,883**
流动负债	**3,492**	**5,057**	**7,257**	**8,427**
短期借款	250	250	250	250
应付账款	2,061	3,383	4,668	5,745
其他流动负债	1,181	1,424	2,339	2,432
非流动负债	**489**	**463**	**478**	**445**
长期借款	390	364	379	345
其他非流动负债	99	99	99	99
负债合计	**3,982**	**5,521**	**7,735**	**8,872**
少数股东权益	489	730	1,287	2,361
归属母公司股东权益	2,273	2,440	2,843	3,649
负债和股东权益	**6,744**	**8,690**	**11,865**	**14,883**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	989	-373	1,796	1,035
投资活动现金流	-91	-332	-496	-453
筹资活动现金流	128	1	-33	-90
现金净增加额	1,026	-703	1,267	492
折旧和摊销	103	105	133	179
资本开支	71	200	338	254
营运资本变动	665	-924	634	-1,094

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5,820**	**8,243**	**12,455**	**16,610**
减:营业成本	3,815	5,614	8,302	10,737
营业税金及附加	34	55	80	105
营业费用	217	577	747	830
管理费用	482	1,649	2,366	2,990
研发费用	8	24	47	52
财务费用	-10	0	0	0
资产减值损失	-9	4	5	7
加:投资净收益	2	1	1	1
其他收益	126	434	1,037	2,028
资产处置收益	26	26	26	26
营业利润	**153**	**461**	**1,064**	**2,055**
加:营业外净收支	11	33	77	148
利润总额	**80**	**241**	**557**	**1,075**
减:所得税费用	62	187	431	832
少数股东损益	117	422	1,017	1,981
归属母公司净利润	**220**	**527**	**1,150**	**2,160**
EBIT	117	422	1,017	1,981
EBITDA	220	527	1,150	2,160

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.13	0.38	0.87	1.68
每股净资产(元)	4.60	4.93	5.75	7.38
发行在外股份(百万股)	495	495	495	495
ROIC(%)	3.6%	12.1%	25.6%	41.0%
ROE(%)	5.1%	13.5%	23.9%	31.7%
毛利率(%)	34.4%	31.9%	33.3%	35.4%
销售净利率(%)	1.1%	2.3%	3.5%	5.0%
资产负债率(%)	59.0%	63.5%	65.2%	59.6%
收入增长率(%)	26.2%	41.6%	51.1%	33.4%
净利润增长率(%)	-44.2%	201.6%	130.9%	93.1%
P/E	575	191	83	43
P/B	15.65	14.58	12.51	9.75
EV/EBITDA	155.61	66.89	30.05	16.27

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn