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 年 08 月 27 日

买入（维持）

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

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,820	10,232	15,456	18,912
同比（%）	26.2%	75.8%	51.1%	22.4%
归母净利润（百万元）	62	440	707	969
同比（%）	-47.5%	610.9%	60.9%	37.0%
每股收益（元/股）	0.13	0.89	1.43	1.96
P/E（倍）	803	113	70	51

事件：公司发布中报，上半年实现营业收入 13.94 亿元，同比减少 32.52%；实现利润总额-4.90 亿元，同比增亏 2.48 亿元；实现归属于母公司净利润-4.10 亿元，同比增亏 2.01 亿元。

投资要点

- **疫情影响上半年业绩，下半年经营有望快速回升不改全年预期：**上半年营业收入、归母净利润同比减少较多，主要是受疫情影响部分项目进度延缓，导致收入确认延后，且公司重大工程项目本期投入持续加大所致。纵观近几年财报，下半年营收占全年营收比例接近 70%，上半年营收占比对全年数据影响有限。同时今年下半年党政信创放量，中软作为产业链核心企业，下半年营收有望实现大幅增长快速回升。公司在 2019 年报提出 2020 年经营目标为实现营收 100 亿元、成本费用占收入的比例控制在合理范围内，目前看该目标仍有望顺利实现。

- **麒麟软件、达梦数据库实际增长远超预期：**麒麟软件上半年收入 8997 万元，去年同期中标软件和天津麒麟营收合计 1.17 亿，表观收入虽然同比下滑-23.09%，但我们预计去年上半年党政信创季节性影响贡献超过 8000 万元，剔除掉这部分后，相当于今年同口径部分增长接近 3 倍，而且收入主要来自更市场化的行业、政务系统用户，体现出麒麟操作系统强大的综合实力。与竞争对手相比，麒麟软件上半年在纯 OS 方面的收入多出近一个数量级，龙头地位凸显。此外，达梦数据库上半年实现营收 5995 万元，同比增长 354.07%，进一步印证信创行业的快速发展。

- **麒麟操作系统 V10 版本发布，开启信创龙头发展新篇章：**在服务器方面，麒麟对云形成原生支持，同时对包括 KVM、DOCKer、LXC 等在内的虚拟化机制都完美支持，打开云业务想象空间；麒麟操作系统独创的 kydroid 技术，可以原生支持海量安卓应用，将 300 万余款安卓适配软硬件直接无缝迁移到 V10 版本上，从而快速突破国产化生态瓶颈；此外，V10 版本自带的软件商店有望成为桌面操作系统的新盈利模式，长期看操作系统在 C 端变现能力和单用户 ARPU 值会超过其它基础软件。V10 版本有望巩固公司的龙头地位，推动市场份额进一步提升。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 4.40/7.07/9.69 亿元，EPS 分别为 0.89/1.43/1.96 元，现价对应 113/70/51 倍 PE。基础 IT 生态国产化开始大规模放量带来公司业绩高弹性，考虑到操作系统的稀缺性以及公司和竞争对手逐渐拉开差距，未来份额具有确定性，我们维持今年目标市值 830 亿元，对应目标价 167.65 元，维持维持“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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	100.46
一年最低/最高价	57.67/129.67
市净率(倍)	27.36
流通 A 股市值(百万元)	49683.78

基础数据

每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	60.22
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）：国际权威测评彰显技术实力，份额第一可期》2020-07-07

2、《中国软件（600536）：百亿营收目标凸显发展信心，操作系统子公司业绩亮眼》2020-04-21

3、《中国软件（600536）：操作系统子公司合并，操作系统行业整合持续升温》2019-12-03

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**	**8,950**	**11,842**	**14,976**
现金	2,559	1,910	4,027	4,738
应收账款	1,343	3,603	3,869	5,274
存货	1,126	2,567	2,984	3,753
其他流动资产	445	869	962	1,211
非流动资产	**1,270**	**1,736**	**2,193**	**2,371**
长期股权投资	437	468	498	526
固定资产	484	930	1,392	1,599
在建工程	0	38	59	65
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**	**10,686**	**14,035**	**17,347**
流动负债	**3,492**	**6,412**	**8,140**	**9,347**
短期借款	250	250	250	250
应付账款	2,061	4,336	5,280	6,389
其他流动负债	1,181	1,827	2,610	2,708
非流动负债	**489**	**524**	**552**	**462**
长期借款	390	425	452	362
其他非流动负债	99	99	99	99
负债合计	**3,982**	**6,936**	**8,692**	**9,808**
少数股东权益	489	1,057	1,971	3,223
归属母公司股东权益	2,273	2,693	3,373	4,316
负债和股东权益	**6,744**	**10,686**	**14,035**	**17,347**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	989	-134	2,754	1,234
投资活动现金流	-91	-577	-613	-379
筹资活动现金流	128	62	-24	-144
现金净增加额	1,026	-649	2,117	711
折旧和摊销	103	116	162	209
资本开支	71	434	428	149
营运资本变动	665	-1,293	919	-1,228

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5,820**	**10,232**	**15,456**	**18,912**
减:营业成本	3,815	6,596	9,915	12,032
营业税金及附加	34	68	102	123
营业费用	217	379	541	605
管理费用	482	2,200	3,246	3,877
财务费用	8	39	58	40
资产减值损失	-10	0	0	0
加:投资净收益	-9	4	5	7
其他收益	2	1	1	1
营业利润	**126**	**1,059**	**1,721**	**2,367**
加:营业外净收支	26	26	26	26
利润总额	**153**	**1,086**	**1,747**	**2,393**
减:所得税费用	11	78	126	172
少数股东损益	80	568	914	1,252
归属母公司净利润	**62**	**440**	**707**	**969**
EBIT	117	1,047	1,688	2,291
EBITDA	220	1,163	1,849	2,500

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.13	0.89	1.43	1.96
每股净资产(元)	4.60	5.44	6.82	8.73
发行在外股份(百万股)	495	495	495	495
ROIC(%)	3.6%	27.2%	36.3%	41.1%
ROE(%)	5.1%	26.9%	30.3%	29.5%
毛利率(%)	34.4%	35.5%	35.9%	36.4%
销售净利率(%)	1.1%	4.3%	4.6%	5.1%
资产负债率(%)	59.0%	64.9%	61.9%	56.5%
收入增长率(%)	26.2%	75.8%	51.1%	22.4%
净利润增长率(%)	-47.5%	610.9%	60.9%	37.0%
P/E	803	113	70	51
P/B	21.86	18.45	14.73	11.51
EV/EBITDA	219.77	42.73	26.26	19.61

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