

秣兵厉马积极备战，先行财务指标预示信创放量在即

2020年10月31日

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

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,820	9,997	14,960	19,846
同比（%）	26.2%	71.8%	49.6%	32.7%
归母净利润（百万元）	62	318	505	730
同比（%）	-44.2%	413.6%	58.9%	44.6%
每股收益（元/股）	0.13	0.64	1.02	1.48
P/E（倍）	561	109	69	48

事件：公司发布三季报，前三季度实现收入 22.38 亿元，同比下降-28.87%，实现归母净利润-5.50 亿元，同比下降-124.01%。

投资要点

- 疫情和会计准则调整导致收入确认延后，单季操作系统收入达到 2 亿左右：**受疫情影响以及会计准则调整导致收入确认延后，三季度单季公司实现收入 8.44 亿元，同比下降 21.90%，但下滑幅度环比持续收窄。毛利率方面，各子公司毛利率达到 51.08%，由于子公司主要是系统集成公司和操作系统子公司，粗略估算单季度操作系统收入达到 2 亿左右，在母公司毛利率下降 1.61pct 情况下带动综合毛利率同比提升 2.52pct，但由于操作系统子公司人员扩张投入加大，净利润单季亏损加大。
- 信创产业发展进入爆发期，先行指标合同负债和存货达到历史最高：**存货三季度单季增加 4.51 亿元，环比增加 34.56%，同比增加 36.45%，达到历史最高值。同时合同负债第三季度单季增加 5.03 亿元，比中报数值提高 104.57%，我们预计主要是受益于党政信创招标，公司已收到客户的部分对价、定金。两个先行财务指标预示着信创产业开始进入兑现阶段，为公司后续业务发展带来强有力支撑。同为大集成商的太极股份三季报披露累计中标待签合同金额 55.26 亿元，我们预计历史份额比较接近的中国软件也具备相同量级的中标待签合同金额。此外，公司在三季度单季的销售费用为 0.70 亿元，同比提升 48.94%，侧面印证信创业务的景气度。
- 飞腾异军突起带动麒麟份额提升，应用商店模式带动远期空间：**由于鲲鹏芯片受到美国限制，同为 ARM 架构的飞腾芯片获得更多发展机会，截止 10 月飞腾芯片已签约 196 万片，出货 127 万片，同比增长 10 倍以上，创国产 CPU 出货新纪录，进而影响芯片与操作系统竞争格局，带动同为 PK 体系的麒麟获得更大市场份额。未来两年鲲鹏的需求缺口更大，飞腾和麒麟的份额将进一步提升。9 月麒麟软件 v10 版已完成官方认证，性能测评分数领先，从而有望继续提升各地市场份额巩固龙头地位，同时推出的应用商店后续可实现授权外新的商业模式，用户 ARPU 值和市场空间提升可期。未来在物联应用方面，操作系统可以继续打造物联网应用支撑平台，进一步打开行业增长新空间。
- 盈利预测与投资评级：**考虑麒麟投入加大，下调 2020-2022 年归母净利润分别为 3.18/5.05/7.30 亿元，EPS 分别为 0.64/1.02/1.48 元，现价对应 109/69/48 倍 PE。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，龙头地位逐渐稳固，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)	70.11
一年最低/最高价	58.54/129.67
市净率(倍)	20.72
流通 A 股市值(百万元)	34673.80

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）：麒麟软件远超预期，V10 版本开启快速成长之路》2020-08-27
- 2、《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
- 3、《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

中国软件三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,473	9,413	11,259	15,918	营业收入	5,820	9,997	14,960	19,846
现金	2,559	2,213	3,545	4,047	减:营业成本	3,815	7,127	10,537	13,798
应收账款	1,343	3,490	3,743	5,852	营业税金及附加	34	66	97	125
存货	1,126	2,864	3,035	4,690	营业费用	217	373	559	741
其他流动资产	445	846	936	1,330	管理费用	482	1,749	2,618	3,473
非流动资产	1,270	1,709	2,140	2,470	财务费用	8	33	56	65
长期股权投资	437	468	498	526	资产减值损失	-10	0	0	0
固定资产	484	904	1,341	1,696	加:投资净收益	-9	4	5	7
在建工程	0	37	56	67	其他收益	2	1	1	1
无形资产	198	157	101	37	营业利润	126	758	1,220	1,776
其他非流动资产	152	143	144	144	加:营业外净收支	26	26	26	26
资产总计	6,744	11,121	13,398	18,389	利润总额	153	785	1,247	1,803
流动负债	3,492	7,134	8,261	11,640	减:所得税费用	11	57	90	130
短期借款	250	250	250	250	少数股东损益	80	410	652	943
应付账款	2,061	4,850	5,368	8,013	归属母公司净利润	62	318	505	730
其他流动负债	1,181	2,034	2,642	3,377	EBIT	117	741	1,189	1,718
非流动负债	489	517	538	502	EBITDA	220	856	1,347	1,929
长期借款	390	418	439	403					
其他非流动负债	99	99	99	99	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3,982	7,651	8,799	12,143	每股收益(元)	0.13	0.64	1.02	1.48
少数股东权益	489	899	1,551	2,494	每股净资产(元)	4.60	5.20	6.16	7.59
					发行在外股份(百万股)	495	495	495	495
归属母公司股东权益	2,273	2,571	3,048	3,752	ROIC(%)	3.6%	20.0%	27.8%	34.2%
负债和股东权益	6,744	11,121	13,398	18,389	ROE(%)	5.1%	21.0%	25.1%	26.8%
					毛利率(%)	34.4%	28.7%	29.6%	30.5%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	1.1%	3.2%	3.4%	3.7%
经营活动现金流	989	142	1,946	1,138	资产负债率(%)	59.0%	68.8%	65.7%	66.0%
投资活动现金流	-91	-548	-583	-534	收入增长率(%)	26.2%	71.8%	49.6%	32.7%
筹资活动现金流	128	60	-31	-102	净利润增长率(%)	-44.2%	413.6%	58.9%	44.6%
现金净增加额	1,026	-347	1,332	502	P/E	561	109	69	48
折旧和摊销	103	115	158	211	P/B	15.26	13.49	11.38	9.24
资本开支	71	406	402	302	EV/EBITDA	151.57	39.98	24.94	17.64
营运资本变动	665	-729	581	-803					

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>