

2020年07月06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

## 国际权威测评彰显技术实力，份额第一可期 买入（维持）

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（%）	-44.2%	610.9%	60.9%	37.0%
每股收益（元/股）	0.13	0.89	1.43	1.96
P/E（倍）	733	103	64	47

事件：6月30日，国际权威的标准性能评测组织 SPEC 在其官网发布了由鹏城实验室作为 SPEC 会员提交的全球首个基于麒麟 Kylin V10 版操作系统和华为鲲鹏 920 的 SPEC CPU2017 测试报告。628 分的结果在 2020Q2 所有 434 个结果中排名 11，与其他厂商的同档次 X86 服务器相比毫不逊色。

### 投资要点

- **打造庞大完整生态，铺就全国销售渠道：**麒麟软件三十年来坚持开放合作打造产业生态，完成软硬件认证产品近万款，已全面应用于上万家党政机关和企事业单位，麒麟操作系统已发展为国内生态最丰富的操作系统。上半年麒麟软件发布“遼天”计划，未来将实现百亿级资金投入，用 5 年时间，培育一支规模逾万人的自主操作系统精英团队，从人力资源上支撑公司快速发展。公司正在打造覆盖全国的科研、销售和运维服务体系，服务网点遍布全国 31 个省座城市。根据赛迪顾问统计，麒麟软件旗下操作系统产品已连续 8 年位列中国 Linux 市场占有率第一名。
- **技术领先性被市场低估，服务器操作系统有望获得行业信创份额第一：**麒麟软件主持和参与起草国家、行业、联盟技术标准 30 余项，先后申请专利 329 项，比行业第二三四名的总和都要多近一个量级。2018 年麒麟操作系统荣获国内历史上操作系统领域唯一的国家科技进步一等奖，SPEC CPU 是全球各大服务器厂商比拼性能和市场推广的重要平台，本次 SPEC CPU 2017 测试结果也凸显了麒麟操作系统的技术领先性，以及华为对麒麟的看重。在开源和代码质量方面，麒麟软件目前已向 Linux 开源社区贡献代码百万行；在 OpenStack 社区代码贡献度排名中国第一、全球第四。优麒麟操作系统开源社区全球版本活跃度前十；麒麟软件是 openEuler 社区中除华为之外贡献最多的企业。银河麒麟桌面操作系统同时兼容支持 2000 余款安卓应用，补全了 Linux 生态应用短缺的短板。银河麒麟服务器 OS 是当前市面上最具竞争力的操作系统产品，有望在党政和行业口均占据第一市场份额。
- **麒麟整合完毕激发活力，党政领域份额可期：**大股东中国电子整合中软旗下两大操作系统成为麒麟软件，新公司采用统一品牌，有望在集团管理层面面对操作系统执行更统一的战略。同时，麒麟软件入选国企改革示范行动企业名单，未来有望增强在人才吸引、产业号召力、获取资质等方面的优势。麒麟软件和中国软件各种资质齐全，在政务内网份额有望超过 90%，同时由于内外网的一致性，在外网中也有望获得大多数份额。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.89/1.43/1.96 元，现价对应 103/64/47 倍 PE。考虑操作系统的稀缺性和公司的确定性，参考可比公司采用市值折现法，给予公司 2024 年市值 1200 亿，按照每年 10%折现率，对应今年 830 亿，目标价 167.65 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**基础 IT 生态创新建设进度缓慢；市场份额不达预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	91.70
一年最低/最高价	45.48/103.45
市净率(倍)	21.97
流通 A 股市值(百万元)	45351.41

### 基础数据

每股净资产(元)	4.17
资产负债率(%)	57.39
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）：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
- 2、《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
- 3、《中国软件（600536）：国产生态建设不断加速，业绩高速增长可期》2019-10-31

## 1. 央企操作系统龙头，新基建的主力军

**两个麒麟整合完成，提升公司整体实力。**为配合国内操作系统统一化进程，大股东中国电子整合了中国软件旗下的两大操作系统公司（中标麒麟和银河麒麟）。2020年2月子公司天津麒麟正式完成对中标软件的收购，并按照约定改名为麒麟软件。交易完成后，公司持有麒麟软件46%股权，中标软件成为麒麟软件全资子公司。新公司采用统一的品牌，有望在集团管理层面面对操作系统执行更统一的战略，同时中标软件和天津麒麟两个团队的利益在合资公司层面也有望达成一致。

**入选央企科改示范企业，激发经营活力。**4月27日，国务院国有企业改革领导小组办公室正式公布完成改革方案备案的204家“科改示范企业”名单，麒麟软件是唯一一家操作系统上榜企业。此次“科改示范行动”旨在打造一批国有科技型企业改革样板和自主创新尖兵，并在此基础上复制推广成功经验，起到以点带面、引领示范的效果。麒麟软件入选国企科改示范行动企业名单，有望在基础IT生态国产化过程中进一步获得人才吸引、加强合作方信任、社会融资、获取资质、市场化运营等方面的优势。

**众多大型国家专用领域项目案例奠定业内口碑。**麒麟操作系统多次在地面及海上科学测控任务中应用部署，让“天河”系列超算系统成功搭载运行，并为嫦娥、长征、北斗等民用航天任务提供系统运行和维护，实现了“零失误”系统服务，确保了国家航天探索等重大任务的圆满成功，建立了党和国家对麒麟软件的信任，同时坚定了产业对国产软件的信心。

## 2. 发力打造庞大完整的生态

**麒麟软件具备基础IT生态国产化的先发优势。**时间积累是解决生态问题的必由之路。麒麟软件三十年来坚持开放合作打造产业生态，完成软硬件认证产品近万款，已经全面应用于上万家党政机关和企事业单位中，麒麟操作系统已经发展为国内生态环境最丰富的操作系统。操作系统一般需通过长期的市场推广和技术服务才能形成规模化的、稳定、成熟的客户群体。经过长期的技术开发与实施，麒麟软件形成了对客户业务需求的深入理解，利用项目经验持续的改进和丰富旗下产品，从而加强了用户的粘性。

**百亿资金投入打造万人团队。**2020年3月20日，麒麟软件发布“遨天”计划，未来将实现百亿级资金投入，用于研发平台、生态体系建设、服务体系建设和投资并购等多个方面。用5年时间，培育一支规模逾万人的自主操作系统精英团队，打造桌面与服务器操作系统、云操作系统、嵌入式操作系统三大系列产品，在充分满足当下“升级、重构”需求的基础上，为万物互联、新基建等前沿方向提供支撑。

**新一代桌面系统兼容安卓。**银河麒麟桌面操作系统是新一代面向桌面应用的图形化

桌面操作系统，同时面向国产软硬件平台开展了大量优化的简单易用、稳定高效、安全创新的操作系统产品。在生态方面精选数百款常用软件，集成麒麟系列自研应用和搜狗输入法、金山 WPS 等合作办公软件，同时兼容支持 2000 余款安卓应用，补齐了 Linux 生态应用短缺的短板。

**集聚自主创新力量，打造完善产业生态。**近期，麒麟软件在江西省、深圳市、湖北省、福建省、云南省等地打造市场营销中心、技术服务支持中心和生态发展中心，有利于获得地方政府政策及资源支持，打造覆盖全国的科研、销售和运维服务体系。此外，麒麟软件在天津、北京、上海、长沙、广州、太原、郑州、成都、西安、沈阳等地设有分支机构，服务网点遍布全国 31 个省会城市。旗下的操作系统系列产品，在党政、国防、金融、电信、能源、交通、教育、医疗等行业已获得广泛应用。根据赛迪顾问统计，麒麟软件旗下操作系统产品，连续 8 年位列中国 Linux 市场占有率第一名。

### 3. 技术领先性被市场低估，有望获得第一份额

**注重核心技术创新，主导行业标准制定。**在企业科研创新方面，麒麟软件注重核心技术创新，先后申请专利 329 项，比行业第二三四名的总和多出近一个数量级，其中授权专利 147 项，登记软件著作权 394 项，都是与操作系统、文件系统、信息加密、安全和网络通讯相关的发明专利。此外麒麟软件主持和参与起草国家、行业、联盟技术标准 30 余项。2018 年，麒麟操作系统荣获新中国历史上操作系统领域唯一的国家科技进步一等奖。

表 1: 2020 年 7 月 rainpat 网站查询各家专利数量

	麒麟	深度	统信	普华
专利数量	315	17	4	16

数据来源：rainpat，东吴证券研究所

**积极建设开源社区，代码质量受到巨头认可。**开源社区代表了操作系统未来的发展趋势、技术验证路线和开发者招募，也是社区与开发者、社区与用户双向交流的重要土壤。在开源和代码质量方面，麒麟软件作为 Linux 基金会成员，目前已向开源社区贡献代码百万行；在全球 600 余个厂商参与的 OpenStack 社区，代码贡献度中国第一、全球第四。而麒麟软件团队主导建立和运维的优麒麟操作系统开源社区，目前已拥有全球范围十余万人的开源爱好者和贡献者，发行版本下载超过 2300 万份拷贝，全球版本活跃度前十。麒麟软件与华为 openEuler 开源社区一起成长，已为 openEuler 社区提交 patch、issue 等贡献 200 余个，成为 openEuler 社区中除华为之外贡献最多的企业。这在一定程度上代表了麒麟软件在开源社区的贡献和地位，也证实了麒麟软件的核心技术创新能力。

**资质齐备安全能力突出，有望获得党政最大份额。**目前麒麟软件作为连续多年的国家规划布局重点企业，拥有高技术企业、国家高技术产业化发展示范工程在内的多个国家级证书和认证。在开发方面，麒麟软件是国内唯一通过 CMMI 5 级评估和复评的国产



操作系统软件企业，这是目前国内操作系统在软件成熟度能力模型上获得的国际最高质量等级认证。麒麟操作系统先后通过公安部结构化保护级（第四级）测评，以及解放军保密委的军 B+级安全测评认证，是党政军领域高安全等级的国产操作系统。由于麒麟软件和中国软件具有齐备的资质和突出的安全能力，麒麟操作系统在政务内网有望获得 90%以上份额，同时，由于政务内外网的一致性，在外网中也有望获得最大份额。

**在国际权威的标准性能评测中成绩优异，行业口碑创有望份额第一。**银河麒麟高级服务器操作系统实现了对国产芯片平台的良好兼容及优化支持，并在内生安全性、虚拟化及云原生支持、高可用性、性能、可靠性等方面进行了有针对性的增强。从 SPEC 组织已公布的 SPEC CPU2017 结果来看，搭载麒麟 Kulin V10 操作系统的四路 256 核华为 TaiShan 200 2480 服务器获得 628 的跑分，在 2020Q2 所有 434 个结果中排名第 11，与其他厂商的同档次 X86 服务器相比毫不逊色。依托于既有技术积累和广泛用户生态，银河麒麟高级服务器操作系统是当前市面上的最具竞争力的操作系统产品，在行业口碑创中有望获得最大份额。

#### 4. 盈利预测与投资评级

**中国软件百亿营收目标凸显发展信心：**公司在年报中计划 2020 年经营目标实现营收 100 亿元，成本费用占收入的比例控制在合理范围内，超出市场预期。公司历年提出的目标均基本实现，此次计划凸显公司发展信心。

##### 关键假设：

- 1) 预计到 2024 年，党政和重要行业基础 IT 生态国产化达成一定目标，市场空间约为 4300 亿元；
- 2) 假设系统集成服务、麒麟软件、达梦数据库在党政领域市占率分别达到 15%、70%、30%，在重要行业市占率达到 5%、50%、20%，分别给予 20 倍、40 倍、60 倍估值（操作系统因为后续还有消费级市场增量，所以可以给更高估值）；

##### 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 103/64/47 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，由于市场风险偏好提升，考虑到操作系统的稀缺性以及公司未来份额的确定性，同当前计算板块一线品种如金山办公、用友网络等类似，采用市值折现法估值，预计 2024 年公司市值可给予 1200 亿元，按照每年 10%折价，对应今年目标市值 830 亿元，给予目标价 167.65 元，维持“买入”评级。

#### 5. 风险提示

1. 因技术条件受限、财政压力较大等因素，国家基础 IT 生态建设进度缓慢；

2. 行业竞争加剧，中国软件在集成、操作系统和数据库产品及服务的市场份额不达预期。

## 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
<b>流动资产</b>	<b>5,473</b>	<b>8,950</b>	<b>11,842</b>	<b>14,976</b>	<b>营业收入</b>	<b>5,820</b>	<b>10,232</b>	<b>15,456</b>	<b>18,912</b>
现金	2,559	1,910	4,027	4,738	减:营业成本	3,815	6,596	9,915	12,032
应收账款	1,343	3,603	3,869	5,274	营业税金及附加	34	68	102	123
存货	1,126	2,567	2,984	3,753	营业费用	217	379	541	605
其他流动资产	445	869	962	1,211	管理费用	482	2,200	3,246	3,877
<b>非流动资产</b>	<b>1,270</b>	<b>1,736</b>	<b>2,193</b>	<b>2,371</b>	财务费用	8	39	58	40
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	930	1,392	1,599	加:投资净收益	-9	4	5	7
在建工程	0	38	59	65	其他收益	2	1	1	1
无形资产	198	157	101	37	<b>营业利润</b>	<b>126</b>	<b>1,059</b>	<b>1,721</b>	<b>2,367</b>
其他非流动资产	152	143	144	144	加:营业外净收支	26	26	26	26
<b>资产总计</b>	<b>6,744</b>	<b>10,686</b>	<b>14,035</b>	<b>17,347</b>	<b>利润总额</b>	<b>153</b>	<b>1,086</b>	<b>1,747</b>	<b>2,393</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,492</b>	<b>6,412</b>	<b>8,140</b>	<b>9,347</b>	减:所得税费用	11	78	126	172
短期借款	250	250	250	250	少数股东损益	80	568	914	1,252
应付账款	2,061	4,336	5,280	6,389	<b>归属母公司净利润</b>	<b>62</b>	<b>440</b>	<b>707</b>	<b>969</b>
其他流动负债	1,181	1,827	2,610	2,708	EBIT	117	1,047	1,688	2,291
<b>非流动负债</b>	<b>489</b>	<b>524</b>	<b>552</b>	<b>462</b>	EBITDA	220	1,163	1,849	2,500
长期借款	390	425	452	362					
其他非流动负债	99	99	99	99	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,982</b>	<b>6,936</b>	<b>8,692</b>	<b>9,808</b>	每股收益(元)	0.13	0.89	1.43	1.96
少数股东权益	489	1,057	1,971	3,223	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
归属母公司股东权益	2,273	2,693	3,373	4,316	ROIC(%)	3.6%	27.2%	36.3%	41.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,744</b>	<b>10,686</b>	<b>14,035</b>	<b>17,347</b>	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(%)	-44.2%	610.9%	60.9%	37.0%
					P/E	733	103	64	47
					P/B	19.95	16.84	13.45	10.51
					EV/EBITDA	200.08	39.00	23.92	17.88

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>