

中信证券研究部

杨泽原
 首席计算机分析师
 S1010517080002

丁奇
 计算机分析师
 S1010519120003

张帅
 计算机分析师
 S1010520090004

核心观点

2020Q3 公司亏损环比有所收窄，疫情影响下业绩短期压力，覆盖全国的体系布局加速推进，未来公司有望以麒麟操作系统为核心进一步深入构建信创体系，增强市场竞争力。维持“增持”评级。

■ **事项：**公司公布 2020 年三季度报，2020Q3 实现营业收入 8.44 亿元，同比-21.90%；归母净利润-1.40 亿元，同比增亏 1.04 亿元；扣非归母净利润 1.45，同比增亏 1.08 亿元。Q1-Q3 营业收入 22.38 亿元，同比-28.87%；归母净利润-5.50 万元，同比增亏 3.05 亿元；扣非归母净利润-5.58 亿元，同比增亏 3.05 亿元。

■ **亏损环比有所收窄，面向未来持续保持高研发投入。**由于公司重大工程项目投入增加，同时受疫情影响部分项目进度延缓，收入确认有所延后，导致业绩短期承压。公司 Q2 收入 7.91 亿元，归母净利润-2.48 亿元，Q3 收入 8.44 亿元，归母净利润-1.40 亿元，表明公司业务正逐步恢复，亏损环比有所收窄。费用端，2020Q1-Q3 销售费用/管理费用/研发费用分别为 1.77/3.08/9.42 亿元，同比+18.33%/-5.48%/+9.66%，费用率分别为 7.93%/13.75%/42.09%，同比+3.16/+3.40/+14.79pcts，研发费用持续保持高位，我们判断是公司持续构建自主软件产品生态，面向未来布局，也表明公司对未来发展充满信心。随着 Q4 起信创建设大规模开展、项目实施加速、集中确认收入，我们判断公司收入规模有望持续打开，但由于针对重点技术和项目的高研发投入，短期利润仍较难释放。

■ **推进区域子公司建设，优化产业布局提升可持续发展能力。**根据公司发展战略和经营需要，截至 2020 年 10 月，公司以自有资金在南昌市、深圳市、武汉市、福州市、郑州市、太原市、合肥市、绍兴市等八地分别设立全资子公司。江西中软、深圳中软、湖北中软、福建中软注册资本均为 3000 万元，河南中软、合肥中软、山西中软、绍兴子公司注册资本分别为 1000 万元、1000 万元、2000 万元、1000 万元。截至 2020Q3，绍兴子公司相关手续正在办理中，其余七家均已办理完成相关工商登记手续。公司在多地设立全资子公司，有助于公司不断优化产业布局，完善信息安全业务支撑体系，同时有利于承接本地化项目并提供优质的本地化服务，提升公司整体竞争优势和可持续发展能力。

■ **围绕麒麟软件布局信创体系，提升自研能力构筑核心竞争优势。**我们认为，公司将子公司麒麟软件的操作系统为核心深入构建信创体系，自主软件的研发是公司未来成长主旋律。麒麟软件以自有资金已在长沙、成都、广州、武汉、南京 5 地完成完成子公司注册，同时在北京、南宁、沈阳、西安、杭州、济南、南昌、厦门、深圳、海口、合肥、太原、郑州等十三地增设全资子公司。截至目前，新增山东麒麟、江西麒麟、广西麒麟三家已经完成工商登记手续，其他各全资子公司的相关手续正在办理中。麒麟软件设立子公司有助于构建覆盖全国的销售和服务体系，有利于更好地承接本地化项目并提供优质的本地化服务，适应业务差异化发展模式的需要，进一步提高竞争力。另外，在 2020 年 8 月 13 日，麒麟软件发布银河麒麟 V10 操作系统，V10 独创 kyroid 技术，可支持 300 万余款安卓应用。我们认为，该产品的发布将会巩固公司操作系统优势地位，为公司在信创行业背景下进一步打开上升空间。

■ **风险因素：**政府推进信创进程不及预期；中国基础软件厂商技术发展和产品研发不及预期；子公司员工激励不及预期。

■ **投资建议：**2020Q3 公司亏损环比有所收窄，业绩短期压力，覆盖全国的体系布局加速推进，未来公司有望以麒麟操作系统为核心进一步深入构建信创体系，增强市场竞争力。考虑到信创进展略低于预期，Q4 交付存在一定压力，下调 2020/2021/2022 年 EPS 预测至 0.48/0.90/1.58 元（原预测为 0.66/1.10/1.62 元），现价对应 PE 为 147x/78x/44x。维持“增持”评级。

中国软件	600536
评级	增持（维持）
当前价	70.11 元
总股本	495 百万股
流通股本	495 百万股
52 周最高/最低价	94.8/63.3 元
近 1 月绝对涨幅	-1.86%
近 6 月绝对涨幅	-5.07%
近 12 月绝对涨幅	13.85%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,613.16	5,819.59	8,526.60	13,617.39	18,163.91
营业收入增长率	-7%	26%	47%	60%	33%
净利润(百万元)	110.81	61.83	235.92	446.43	782.86
净利润增长率	48%	-44%	282%	89%	75%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.22	0.13	0.48	0.90	1.58
毛利率%	39%	34%	32%	29%	29%
净资产收益率 ROE%	5.05%	2.72%	9.48%	15.58%	22.31%
每股净资产（元）	4.44	4.60	5.03	5.79	7.09
PE	319	539	147	78	44
PB	16	15	14	12	10

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 30 日收盘价

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,613	5,820	8,527	13,617	18,164	货币资金	1,537	2,559	3,240	5,447	7,385
营业成本	2,810	3,815	5,789	9,692	12,889	存货	1,010	1,126	1,778	3,128	3,984
毛利率	39.10%	34.44%	32.10%	28.83%	29.04%	应收账款	1,470	1,343	2,207	3,669	4,596
营业税金及附加	32	34	51	85	110	其他流动资产	442	445	761	1,222	1,529
销售费用	218	217	286	365	458	流动资产	4,460	5,473	7,986	13,466	17,494
营业费用率	4.72%	3.73%	3.36%	2.68%	2.52%	固定资产	498	484	483	431	380
管理费用	494	482	564	635	691	长期股权投资	392	437	437	437	437
管理费用率	10.71%	8.28%	6.61%	4.66%	3.80%	无形资产	224	198	218	238	258
财务费用	(1)	8	(3)	39	64	其他长期资产	116	152	157	162	167
财务费用率	-0.02%	0.14%	-0.03%	0.29%	0.35%	非流动资产	1,231	1,270	1,294	1,268	1,242
投资收益	29	(9)	30	35	25	资产总计	5,690	6,744	9,280	14,733	18,736
营业利润	97	126	325	637	1,139	短期借款	244	250	1,526	3,450	4,596
营业利润率	2.09%	2.17%	3.82%	4.68%	6.27%	应付账款	1,639	2,061	2,971	5,288	6,870
营业外收入	28	29	40	32	34	其他流动负债	826	1,181	1,215	1,878	2,204
营业外支出	3	2	2	2	2	流动负债	2,709	3,492	5,712	10,616	13,670
利润总额	122	153	363	667	1,171	长期借款	260	390	390	390	390
所得税	1	11	26	47	84	其他长期负债	135	99	99	99	99
所得税率	0.74%	7.21%	7.20%	7.00%	7.14%	非流动性负债	395	489	489	489	489
少数股东损益	10	80	101	174	304	负债合计	3,104	3,982	6,201	11,105	14,159
归属于母公司股东的净利润	111	62	236	446	783	股本	495	495	495	495	495
净利率	2.40%	1.06%	2.77%	3.28%	4.31%	资本公积	976	1,008	1,008	1,008	1,008
						归属于母公司所有者权益合计	2,196	2,273	2,489	2,865	3,509
						少数股东权益	391	489	590	764	1,068
						股东权益合计	2,587	2,762	3,079	3,628	4,577
						负债股东权益总计	5,690	6,744	9,280	14,733	18,736

现金流量表					
(百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	122	153	363	667	1,171
所得税支出	-1	-11	-26	-47	-84
折旧和摊销	111	103	55	55	55
营运资金的变化	-163	665	-907	-349	-218
其他经营现金流	63	79	-15	59	73
经营现金流合计	132	989	-530	386	998
资本支出	-72	-71	-79	-29	-29
投资收益	29	-9	30	35	25
其他投资现金流	-142	-11	1	1	1
投资现金流合计	-185	-91	-48	7	-3
发行股票	0	23	0	0	0
负债变化	457	1,011	1,276	1,924	1,146
股息支出	-23	-35	-20	-71	-139
其他融资现金流	-526	-871	3	-39	-64
融资现金流合计	-92	128	1,259	1,814	943
现金及现金等价物净增加额	-145	1,026	681	2,207	1,938

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-6.67%	26.15%	46.52%	59.70%	33.39%
营业利润增长率	219.5%	30.70%	157.6%	95.76%	78.91%
净利润增长率	47.95%	-44.2%	281.5%	89.23%	75.36%
毛利率	39.10%	34.44%	32.10%	28.83%	29.04%
EBITDA Margin	4.95%	4.47%	3.69%	4.31%	5.43%
净利率	2.40%	1.06%	2.77%	3.28%	4.31%
净资产收益率	5.05%	2.72%	9.48%	15.58%	22.31%
总资产收益率	1.95%	0.92%	2.54%	3.03%	4.18%
资产负债率	54.54%	59.05%	66.82%	75.37%	75.57%
所得税率	0.74%	7.21%	7.20%	7.00%	7.14%
股利支付率	31.24%	31.99%	30.00%	31.08%	31.02%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。