



中航证券研究所
分析师：张超
证券执业证书号：S0640519070001
分析师：宋子豪
证券执业证书号：S0640520080002
分析师：刘琛
证券执业证书号：S0640520050001
邮箱：songzh@avicsec.com

中国软件（600536）2020 年年报点评： 银河麒麟操作系统 V10 取得突破，行业地位 持续巩固

行业分类：国防军工

2021 年 3 月 30 日

投资评级

买入

当前价格（元/股） 53.04
目标价格（元/股） 69.70

基本数据（截至 2021/3/29）

总市值（亿元）	262.32
流通市值（亿元）	262.32
总股本（百万股）	494.56
流通股本（百万股）	494.56
12 个月价格区间（元）	51.76/117.8

近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

◆ **事件：**公司发布 2020 年年报，公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入（74.08 亿元，+27.30%），归母净利润（0.68 亿元，+10.34%），扣非后归母净利润（0.40 亿元，-16.46%），综合毛利率（30.93%，-3.51pcts）。

◆ 投资要点：

因疫情原因未达到先前营收目标，今年再战 100 亿元目标。公司是中国电子信息集团旗下上市公司，拥有完整的从操作系统、中间件、安全产品到应用系统的业务链条，覆盖税务、电子政务、交通、知识产权、金融、能源等国民经济重要领域，客户群涵盖中央部委、地方政府、大型央企等机构部门。2020 年公司实现营业收入（74.08 亿元，+27.30%），归母净利润（0.68 亿元，+10.34%），扣非后归母净利润（0.40 亿元，-16.46%），综合毛利率（30.93%，-3.51pcts）。从行业角度出发，软件和信息技术服务业受经济周期和金融危机的影响比传统的制造业要小，具有较强的抗周期性，但由于部分政府项目从立项到签订合同的周期明显加长，一些信息化水平较低的行业需求不成熟，部分用户需求变更频繁等因素，导致交付周期延长。此外，2020 年受新冠疫情影响，项目招投标工作较原计划滞后开展，给相关业务进展造成一定影响，未达到此前提出的年营业收入 100 亿元的目标。2021 年作为“十四五”的开端年，公司将紧紧围绕国家和中国电子的战略部署，计划实现营业收入 100 亿元，且成本费用占收入的比例控制在合理范围内。

公司三大板块营收均有增长，行业地位稳固。2021 年公司计划围绕“引领全球数字化变革”为发展愿景，加快推进产品化转型发展的进程。

① **自主软件产品业务**实现营业收入（8.83 亿元，+31.98%），毛利率（74.55%，+4.48pcts），主要包括以操作系统为代表的基础软件产品，以“1+7”为代表的网信产品，以数字调度系统、通信动力及环境监测系统、铁路隧道应急系统为代表的铁路专用产品，以中软防水坝为代表的数据安全产品等。目前，公司基于“PKS”技术体系，建设了具有自主知识产权的“1+7”网信产品，采用“1 个支撑平台+7 个标准应用+轻代码定制”模式，助推项目型交付到产品型交付转变。

② **行业解决方案业务**实现营业收入（46.19 亿元，+38.76%），毛利率（10.02%，-1.26pcts），主要包括电子政务、知识产权、轨道交通等国民经济重要行业的信息系统集成、国产软硬件产品改造升级等

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航
资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传 真：010-59562637

业务。在国家积极推动知识产权领域改革的新形势下，公司以地铁 AFC 建设带动交通数字化业务开展，通过 5G、大数据和人工智能技术，提升地铁乘客服务和运营智能化水平，包括互联网购票业务、人脸支付业务、虚拟货币支付、数字全景、数字运维、客流分析、能耗分析等业务。目前公司正以新型基础设施建设为契机，积极参与城市数据基础设施建设，提供数据运维服务。

③**服务化业务**实现营业收入（18.72 亿元，+4.65%），毛利率（61.02%，-2.28pcts），主要围绕税务行业的信息系统运维、金融监管等业务。公司的税务系统在局端业务和纳税服务方面均有布局，完成出口退税管理系统开发、试点推广工作和个税系统扩容集成项目交付工作并针对中小微企业打造了“企税银”综合协同平台。另外，公司在金融监管业务方面与各地监管分支机构开展深度合作，在金融机构端持续发力，研发新一代统一监管报送平台，构建智慧监管体系，有望成为未来监管业务新的增长点。

四季度扭亏为盈，费用变化体现行业景气度回暖。2020 年后半年公司存货快速上升，并在年末达到（17.10 亿元，+51.87%）。由于应收票据及应收账款（21.57 亿元，+53.20%）余额较大，导致经营性现金流净额（1.81 亿元，-81.70%）同比出现较大降幅。费用方面，公司销售费用（2.91 亿元，+33.95%）和管理费用（5.25 亿元，+8.84%）的增长主要由于业务量的提升，且主要集中于四季度。2020 年第四季度，公司实现营业收入（51.70 亿元，+93.38%），归母净利润（6.18 亿元，+101.13%）。四季度单季度营业成本（36.80 亿元，+114.45%）同比大幅上升，且单季销售费用（1.14 亿元，+70.15%）的增加幅度较大，主要由于销售人员投入增多。我们认为公司业绩四季度的好转基于信创市场景气度回暖，有望持续带动今年业绩的提升。

银河麒麟操作系统 V10 取得重大突破，行业地位持续巩固。公司子公司麒麟软件不断完善以操作系统为核心的产品生态体系，并提供安全可信、技术先进、生态丰富的操作系统产品和服务，着力打造通用操作系统、云端操作系统、前端操作系统三类产品线。子公司麒麟软件 2020 年实现归母净利润（1.65 亿元，+145.80%），业绩显著增长。公司业务线条加速了与 CPU、BIOS、整机、外设等的适配工作，适配的软硬件产品数量超过五万款。报告期内银河麒麟操作系统 V10 取得重大突破，行业地位持续巩固，市场位势保持领先，是国家信息化网信建设的实力服务商，应用前景十分广阔。另外，2020 年，麒麟软件在 18 地新设立全资子公司，有利于优化产业布局，对于支撑公司网信产业的发展具有积极的意义。

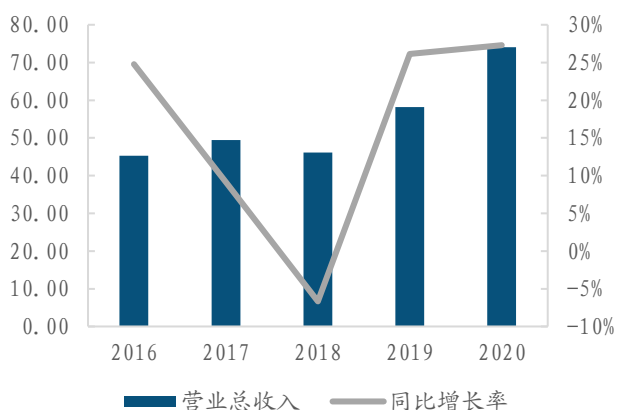
◆ 投资建议

信息产业作为国民经济的战略性、基础性和先导性支柱产业，在当今我国经济转型期已成为重要支撑力量和发展新动力，将迎来战略机遇期。公司将发展战略与国家战略紧密结合，在互联网+、大数据和新一代人工智能技术应用等方面结合自身业务布局前行。公司作为行业领先企业，稀缺性较强，未来业绩有望随着信创产业的放量而提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.84 亿元、1.00 亿元和 1.11 亿元，EPS 分别为 0.17 元、0.20 元和 0.22 元，对应 PE 分别为 310.6、263.6、263.1 倍，给予“买入”评级，目标价 69.70 元/股。

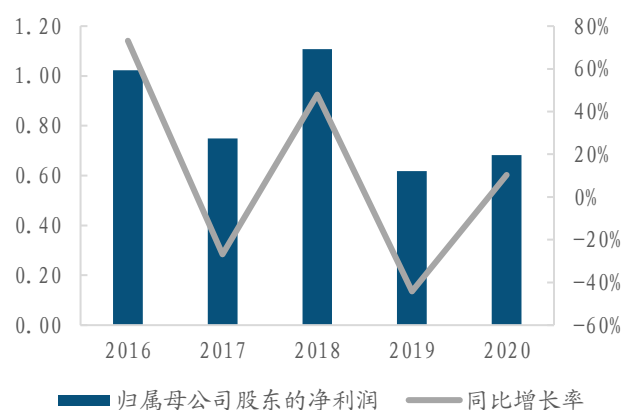
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	74.08	92.60	104.01	112.22
增长率	27.30%	25.00%	12.32%	7.89%
归属母公司净利润（亿元）	0.68	0.84	1.00	1.11
增长率	10.34%	23.79%	17.84%	11.61%
每股收益 EPS（元）	0.14	0.17	0.20	0.22
净资产收益率 ROE	5.72%	5.97%	6.09%	6.13%
PE	384.5	310.6	263.6	236.1
PB	9.1	8.4	7.9	7.4

资料来源：Wind，中航证券研究所

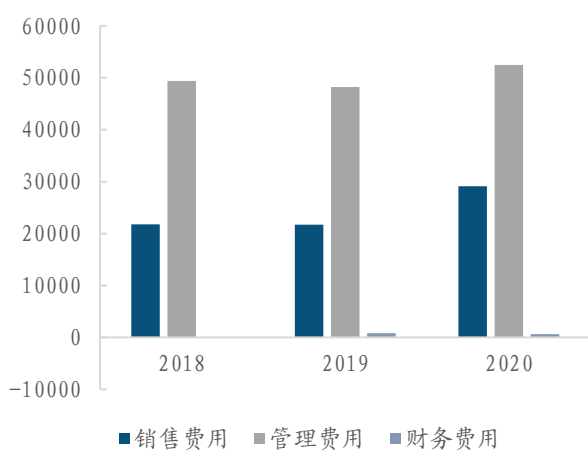
◆ **风险提示：**行业竞争加剧，产品推行速度慢于预期。

图 1: 2016-2020 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %)


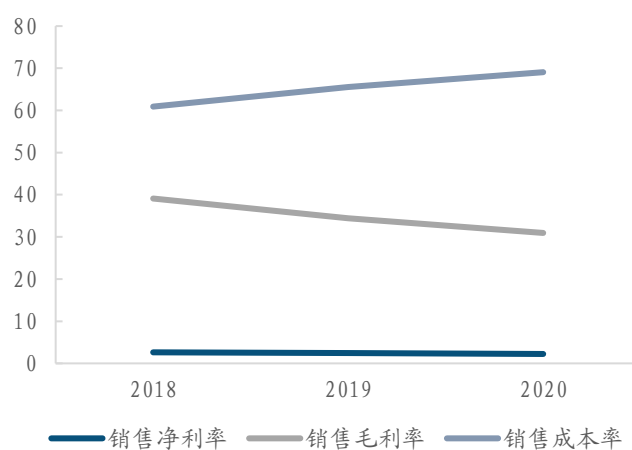
数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 2: 2016-2020 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)


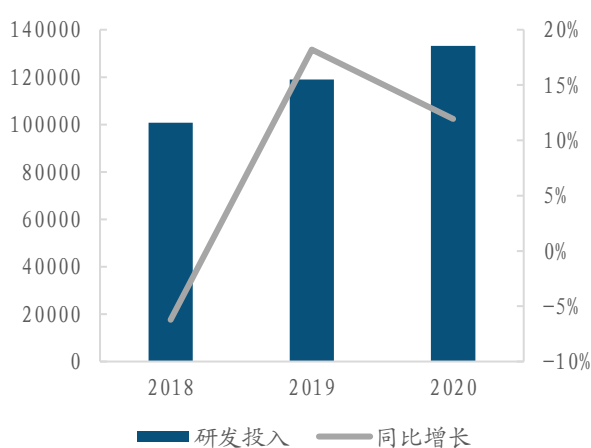
数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 3: 2018-2020 三费情况 (单位: 万元)


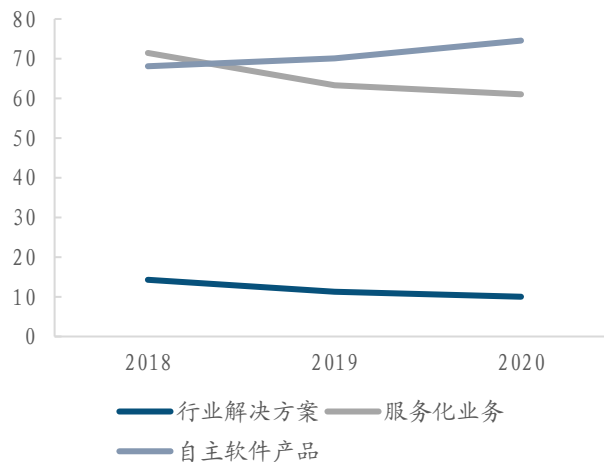
数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 4: 2018-2020 销售毛利率、净利率、成本率 (%)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 5: 2018-2020 研发投入 (单位: 万元)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 6: 2018-2020 各细分板块毛利率 (%)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

图表 7: 财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表					现金流量表				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	74.08	92.60	104.01	112.22	净利润	1.65	1.85	2.02	2.16
营业成本	51.17	66.32	73.51	79.05	折旧与摊销	1.15	1.16	1.35	1.54
营业税金及附加	0.43	0.50	0.70	0.57	财务费用	0.06	0.62	0.67	0.71
销售费用	2.91	3.71	4.21	4.75	资产减值损失	-0.33	0.01	0.01	0.01
管理费用	18.33	19.45	22.74	24.80	经营营运资本变动	-0.22	-3.92	-0.54	-0.28
财务费用	0.06	0.62	0.67	0.71	其他	-0.50	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.33	0.01	0.01	0.01	经营性现金流净额	1.81	-0.28	3.51	4.14
投资收益	0.26	0.01	0.01	0.01	资本支出	2.73	-1.10	-1.90	-1.95
公允价值变动损益	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	其他	-3.62	-0.24	-0.24	-0.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-0.89	-1.34	-2.14	-2.19
营业利润	1.75	1.98	2.16	2.32	短期借款	0.58	-3.08	0.00	0.00
其他非经营损益	0.09	0.09	0.09	0.09	长期借款	-1.80	1.00	2.00	1.00
利润总额	1.84	2.07	2.25	2.41	股权融资	0.18	0.00	0.00	0.00
所得税	0.19	0.21	0.23	0.25	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1.65	1.85	2.02	2.16	其他	-0.29	-0.58	-0.67	-0.71
少数股东损益	0.97	1.01	1.02	1.05	筹资性现金流净额	-1.33	-2.66	1.33	0.29
归属母公司股东净	0.68	0.84	1.00	1.11	现金流量净额	-0.42	-4.27	2.70	2.25

资产负债表					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	25.14	20.87	23.57	25.81	成长能力				
应收和预付款项	25.84	32.44	36.38	39.23	销售收入增长率	27.30%	25.00%	12.32%	7.89%
存货	17.10	22.16	24.57	26.42	营业利润增长率	38.61%	13.04%	9.06%	7.53%
其他流动资产	5.47	0.06	0.06	0.06	净利润增长率	16.42%	12.39%	8.66%	7.22%
长期股权投资	4.89	4.89	4.89	4.89	EBITDA 增长率	24.66%	26.79%	11.16%	9.52%
投资性房地产	0.50	0.50	0.50	0.50	获利能力				
固定资产和在建工	4.84	4.07	3.31	2.54	毛利率	30.93%	28.38%	29.32%	29.56%
无形资产和开发支	1.84	2.65	4.07	5.34	三费率	11.09%	25.68%	26.55%	26.96%
其他非流动资产	1.33	1.46	1.58	1.70	净利率	2.23%	2.00%	1.94%	1.93%
资产总计	86.95	89.09	98.92	106.50	ROE	5.72%	5.97%	6.09%	6.13%
短期借款	3.08	0.00	0.00	0.00	ROA	1.90%	2.08%	2.04%	2.03%
应付和预收款项	38.13	49.34	54.73	58.85	ROIC	12.74%	13.51%	11.49%	11.08%
长期借款	2.10	3.10	5.10	6.10	EBITDA/销售收入	4.00%	4.06%	4.01%	4.08%
其他负债	14.78	5.60	6.02	6.32	营运能力				
负债合计	58.09	58.04	65.85	71.27	总资产周转率	0.96	1.05	1.11	1.09
股本	4.95	4.95	4.95	4.95	固定资产周转率	15.31	20.79	28.20	38.39
资本公积	10.26	10.26	10.26	10.26	应收账款周转率	4.31	3.93	3.74	3.67
留存收益	8.24	9.09	10.08	11.20	存货周转率	3.54	3.38	3.15	3.10
归属母公司股东权	23.11	24.30	25.29	26.40	销售商品提供劳务收到现金/营业	97.85%	—	—	—
少数股东权益	5.75	6.76	7.78	8.83	资本结构				
股东权益合计	28.86	31.05	33.07	35.23	资产负债率	66.81%	65.14%	66.57%	66.92%
负债和股东权益合	86.95	89.09	98.92	106.50	带息债务/总负债	8.92%	5.34%	7.75%	8.56%

业绩和估值指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	2.96	3.76	4.18	4.57
PE	384.46	310.57	263.56	236.14
PB	9.09	8.45	7.93	7.45
PS	3.54	2.83	2.52	2.34
EV/EBITDA	81.034	64.355	57.673	52.340
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000

数据来源: Wind, 中航证券研究所

注: 管理费用包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

宋子豪, SAC 执业证书号: S0640520080002, 美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修, 福特汉姆大学金融学硕士, 从事电子行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。