

中国 CAD 龙头，国产替代可期

——中望软件深度报告

报告导读

国内 CAD 龙头，公司基于国产替代背景，纵向 3D CAD 产品升级，横向拓展 CAE/CAM 领域，业务有望超预期。

投资要点

□ 国产替代正当时：国内 CAD 供不应求，2D、3D CAD 迭代替代

(1) 供给端“卡脖子”安全问题突出、中外工业软件差距拉大，需求端工业转型升级和工业企业利润回暖，致使低成本、高安全的国产 CAD 产品供不应求；(2) 对标海外龙头公司，得到国产替代路径为：中短期（2D CAD 基本可替代、3D CAD 中低端替代）；长期（3D 高端替代、CAE/CAM、云化产品替代）。

□ 国产替代空间大：多因素加码国产化，2025 规模有望达 220 亿元

制造业高景气、信息化存量需求旺盛和政策打压盗版背景下，市场规模有望持续攀升，2025 年 CAD 市场空间为 220 亿元，四年复合增速为 17.78%，远高于全球增速。

(1) 2D 增速略高于 3D，二者 CAGR 分别为 19.47%和 17.43%；(2) 下游领域中教育行业的 CAGR 为 36%，显著高于其他领域；(3) 远期 2D CAD 和 3D CAD 的市场空间约为 234 亿元和 1014 亿元。

□ 中望市占率攀升：产品升级&拓展&云化，公司份额有望攀升至 15%

中望未来扩大 All-in-One CAx 布局，发力市场开拓。1) 产品突破：3D 产品依赖灯塔客户打磨和募投实现高端应用场景突破；5G、航空等需求催生 CAE（17%募投资金），工业母机催生 CAM（10%募投资金）；推出 CAD 派客云图等。2) 商业突破：永久授权模式抢占市场，后期订阅式转型转换成本低；以校企合作为核心，从源头提升用户粘性。国产替代大背景下，保守估计 2025 年中望国内市占率有望达到 15%。

□ 盈利预测及估值

公司是国内 CAD 领域龙头，工业软件“卡脖子”、智造升级，带来国产工业软件供不应求，公司通过产品升级、拓展和云化三大策略提升市占率，预计公司 CAD 软件量价齐升，业绩超预期。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.95/2.97/4.52 亿元，同比增长 61.58%/52.74%/52.14%，结合可比公司估值，给予公司 2021 年 3.5 倍 PEG 估值，目标市值 377 亿元，对应目标价 609 元/股，给予“买入”评级。

□ 风险提示

国产化、正版化、核心技术突破不及预期；行业竞争加剧。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	456	696	1055	1594
(+/-)	26.31%	52.53%	51.69%	51.07%
净利润	120	195	297	452
(+/-)	35.16%	61.58%	52.74%	52.14%
每股收益(元)	1.94	3.14	4.80	7.30
P/E	279.78	173.15	113.36	74.51

评级

买入

上次评级	首次评级
当前价格	¥464.00

单季度业绩

元/股

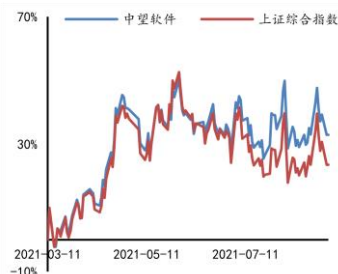
2Q/2021	0.69
1Q/2021	0.09
4Q/2020	0.87
3Q/2020	1.12

分析师：田杰华

执业证书编号：S1230520110001
tianjiehua@stocke.com.cn

分析师：邱世梁

执业证书编号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn



公司简介

公司是国内领先的研发设计类工业软件供应商，主要从事 CAD/CAM/CAE 等研发设计类工业软件的研发、推广与销售业务。

正文目录

1.国内 CAD 赛道龙头，完善 CAD/CAE/CAM 产品线	5
1.1. 公司概况：国内 CAD 龙头，股权激励彰显成长信心	5
1.2. 财务分析：营收踏上快车道，3D 有望成为业绩支点	6
2. 国产化正版化叠加，五年市场高达 220 亿规模	7
2.1. 国内产品供不应求，国产替代短期获验证	7
2.2. 正版化政策加注，海外巨头上云倒逼正版	9
2.3. 多因素加码国产化，规模有望直抵 220 亿	9
2.4. 竞争优势凸显，中望市占率有望达到 15%	13
2.4.1. 性价比高，2D 产品彰显品牌力	13
2.4.2. 自主可控，3D 产品加持技术力	16
2.4.3. 优势亮眼，份额有望攀升至 15%	18
3. CAx 一体化+云化，中望有望复制大厂之路	18
3.1. 对标海外 Autodesk，云化逻辑初步获验证	18
3.2. 展望 CAx 和云化之路，中望有望率先入局	20
4. 产品突破&商业突破，发力海外与教育市场	21
4.1. 产品突破：产品升级+产品线拓展+产品云化	21
4.2. 商业突破：大客户战略+校企合作+订阅转型	24
5. 盈利预测与估值	26
5.1. 盈利预测	26
5.2. 估值分析	28
6. 风险提示	28

图表目录

图 1：中望软件现存产品体系	5
图 2：公司产品基本情况	5
图 3：公司发展历程	5
图 4：中望软件股权结构	6
图 5：2017-2021H1 公司营业收入	6
图 6：2014-2021H1 公司销售毛利率与净利率	6
图 7：2017-2021H1 公司营收占比（亿元，按产品）	7
图 8：2017-2021H1 公司营收占比（亿元，按地区）	7
图 9：我国工业增加值和工业软件市场规模占全球比重	7
图 10：工业软件国产化逻辑	7
图 11：2016.01-2021.06PMI 指数	8
图 12：1996-2021 工业企业主营业务收入（万亿元）	8
图 13：2012-2021 年 CAD 领域新进入企业数量	8

图 14: 同类企业资本市场融资	8
图 15: 2021Q1/H1 工业软件企业合同负债及增速	9
图 16: 2015-2021H1 中国政府 CAD 采购项目	9
图 17: 全球非授权软件的安装率	9
图 18: 全球 2D CAD 市场空间及其增速	10
图 19: 中国 2D CAD 市场空间及其增速	10
图 20: 全球 3D CAD 市场空间及其增速	10
图 21: 中国 3D CAD 市场空间及其增速	10
图 22: 2018-2028 年全球 CAD 市场空间预测 (亿美元)	10
图 23: 2025 年全球 2D&3D CAD 市场占比 (亿美元)	10
图 24: 2021-2025 年 CAD 市场空间结构 (按产品, 亿元)	12
图 25: 2021-2025 年 CAD 市场空间结构 (按下游, 亿元)	12
图 26: 中望 2D CAD 产品矩阵	13
图 27: ZWCAD 对于国外主流 API 支持率	13
图 28: ZWCAD 下游主要应用领域	14
图 29: 中望 3DCAD 产品矩阵	16
图 30: ZWCAD 特点	16
图 31: 达索 CATIA 应用领域客户	17
图 32: 达索 Solidwork 应用领域客户	17
图 33: 2017-2019 年中望中国 2D 产品市占率	18
图 34: 2017-2019 年中望中国 3D 产品市占率	18
图 35: Autodesk 发展历程	19
图 36: 订阅式转型量价逻辑	20
图 37: 2010-2021Autodesk 毛利率 (%)	20
图 38: 可比公司研发费用收入占比	21
图 39: 公司研发人员数量及占比	21
图 40: 中望软件技术突破方向	22
图 41: 当前进行中的研发投入方向 (截至 2020 年 6 月)	22
图 42: ZW 3D 更迭过程	22
图 43: 公司 CAE 产品矩阵	23
图 44: CAE 在产品回路中的价值	23
图 45: 全球仿真分析行业市场规模 (十亿美元)	23
图 46: 全球 CAE 市场集中度高	23
图 47: 中望软件生态网络	24
图 48: 中望 CAx 一体化战略	24
图 49: 中望软件客户占比情况	24
图 50: 海外经销商业模式	25
图 51: 海外经销商集中程度和存续率	25
图 52: 教育领域业务占比	25
图 53: 中望软件教育领域布局	25
图 54: 盈利模式梳理	26
图 55: 2020H1 公司盈利模式构成情况 (亿元)	26

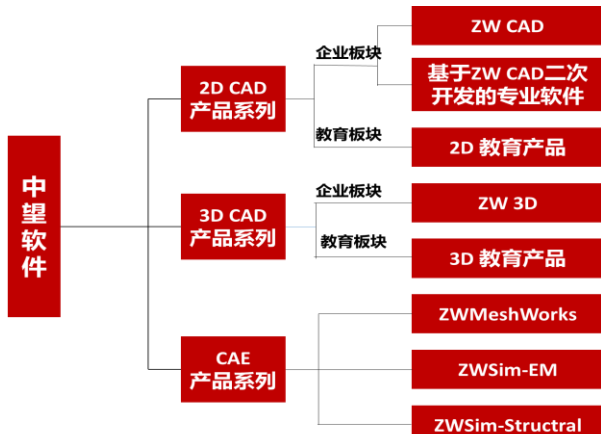
表 1: 正版化相关政策.....	9
表 2: 中国 2021、2025 年 CAD 用户基数和套数测算.....	11
表 3: 中国 2021、2025 年 CAD 市场空间预测.....	12
表 4: ZWCAD 处于第二阵营依据分析.....	13
表 5: ZWCAD 与海外行业标杆产品 AutoCAD 的对比.....	14
表 6: 国内厂商 2DCAD 产品性能对比.....	15
表 7: 中望 CAD 平台软件代码比对.....	15
表 8: ZW3D 处于第三阵营依据分析.....	16
表 9: ZW3D 与海外行业标杆产品对比.....	16
表 10: 几何建模内核公司和典型产品统计.....	17
表 11: 全球 CAD 龙头公司对比.....	20
表 12: 中望软件国内外营销网络.....	24
表 13: 自产产品收入预测拆分.....	26
表 14: 其他业务收入预测拆分(单位: 百万元).....	27
表 15: 毛利率预测.....	27
表 16: 费用率预测.....	28
表 17: 可比公司估值表.....	28
表附录: 三大报表预测值.....	29

1.国内 CAD 赛道龙头，完善 CAD/CAE/CAM 产品线

1.1. 公司概况：国内 CAD 龙头，股权激励彰显成长信心

以 2D CAD 起家，逐步掌握并布局 CAD/CAM/CAE 领域，产品畅销 90+ 国家。公司成立于 1998 年，凭借着 2D CAD 领域 20 余年的深耕和持续研发投入，成为国内唯一同时掌握 CAD/CAM/CAE 核心技术及产品开发能力的工业软件企业，逐步打破了我国 2D CAD 软件领域由欧美垄断的局面，成功进军 3D CAD 市场，在高研发投入 CAE 领域的同时实现了工业设计、工业制造、仿真分析和建筑设计等领域的全覆盖。

图 1：中望软件现存产品体系



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

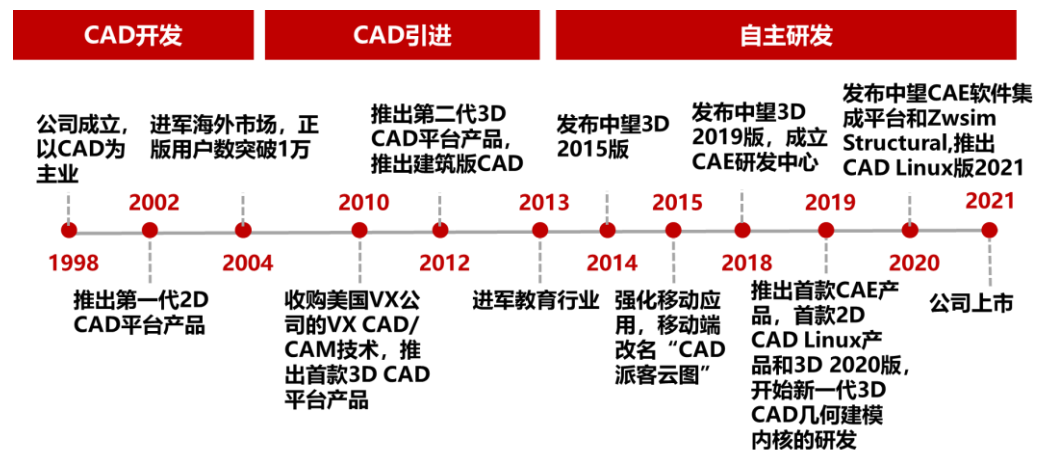
图 2：公司产品基本情况

5 研发中心	90+ 产品畅销国家	260+ 全球合作伙伴
15 产品语言版	900,000+ 用户应用	60,000+ 学校合作

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司自 1998 年成立以来，经历了 CAD 开发-CAD 引进-自主研发阶段，成功构建了 CAD/CAM/CAE 为主的产品矩阵。伴随着公司的并购和高投入自主研发，公司于 2010 年切入 3D CAD 领域，2018 年成立 CAD 研发中心拉开了公司向 CAE 软件领域进军的序幕，并于 2021 年成功上市。未来二十年，公司将致力于打造涵盖设计、制造、仿真的 CAx 一体化软件平台，致力于成为比肩达索的世界一流工业软件供应商。

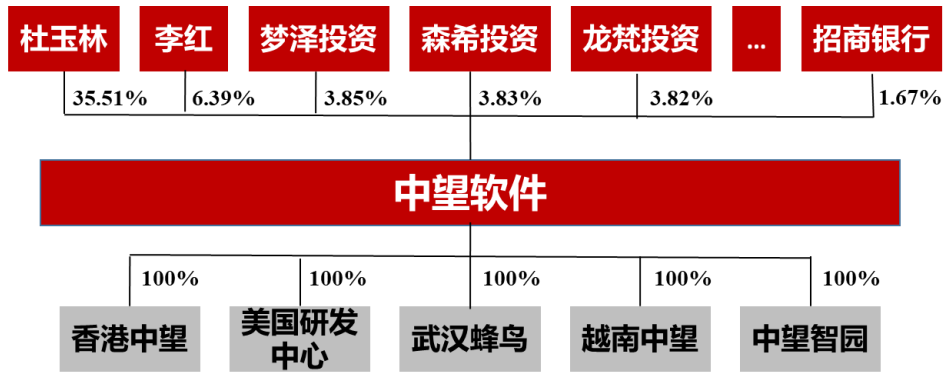
图 3：公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，浙商证券研究所

股权结构较为稳定，实控人科技创业，知名投资机构加持。杜玉林、李红夫妻直接和间接持股比例为 42.87%，股权结构较为稳定，控股人科班出身，注重技术研发，为公司发展路线定下基调，有助于公司长远发展。公司上市前被多家知名投资机构持股，占比 21.94%，资本入局有望实现弯道超车，公司远期发展可期。

图 4：中望软件股权结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

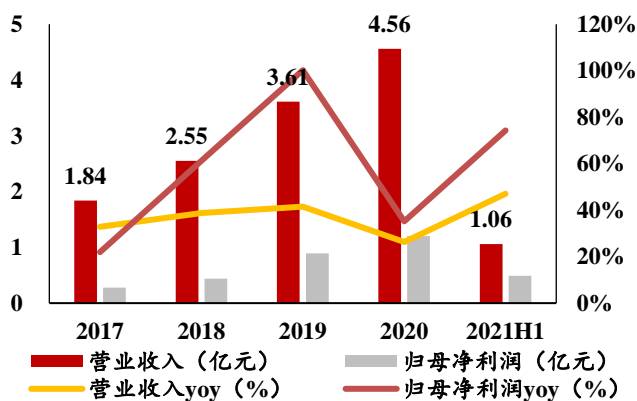
股权激励绑定核心技术人员，高增长目标彰显公司对未来发展的决心。2021年7月，公司发布公告拟向36.17%的公司员工授予限制性股票，授予的股票数量为60.40万股，占公司股本总额的0.98%。骨干员工及核心技术人员的股权激励覆盖，保证了公司在核心技术及关键经营等方面的稳定性，有利于公司长期发展。按业绩考核目标，以2020年营收为基数，2021-2023年营收增长率目标值为35%、82.25%、146.04%，增强业绩确定性。

1.2. 财务分析：营收踏上快车道，3D有望成为业绩支点

营收增速亮眼，踏入增长快车道。随着CAD产品新品发布，产品力增强、品牌认可度提升以及大客户战略的持续有效推进，公司2014-2020年维持26.18%的高复合增速，其中2020年由于收入准则变化，升级业务计入合同负债致使营收增速有所下滑。随着国内疫情得到控制，公司整体业务维持良性增长，公司2021H1营收1.06亿元，yoy+47.06%；归母净利0.49亿元，yoy+74.29%，主要系政府补助和理财收益增加所致。

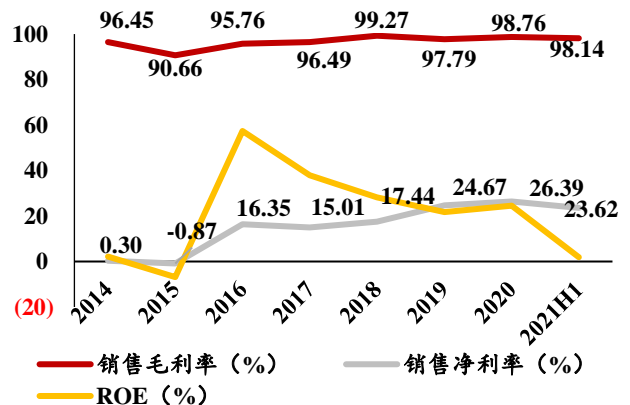
高毛利企稳，彰显公司强大产品竞争力。基于行业高壁垒和产品通用性，公司2021H1毛利率水平仍维持98.14%的高位，同比下降0.9pct，主要系21H1订单涉及外购产品。公司2021H1净利率为23.62%，同比下降2.77pct，主要系公司加大营销团队建设和线上线下宣传所致，后期营销团队的盘活有望提高销售效率，为3D以及CAE业务拓展所用。

图 5：2017-2021H1 公司营业收入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：2014-2021H1 公司销售毛利率与净利率



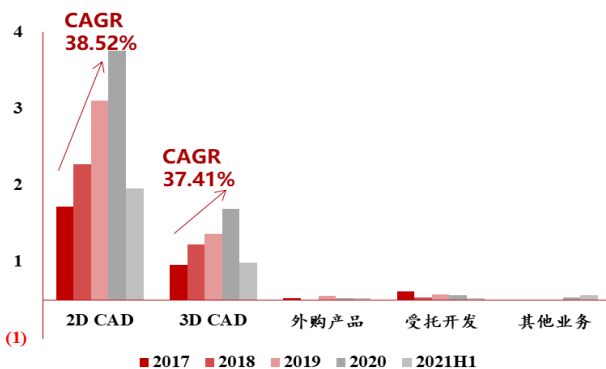
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3D 业务踏入高速成长期，教育领域有望成为业绩增长点。2021H1 公司实现了曲线 G3 高阶连续等功能提升，3D CAD 业务收入实现 48.66% 的增长，2D 和 3D 营收占比分别为 72.8% 和 24.6%，3D 营收占比在稳步扩大。同时，教育市场出现了疫情后的“恢复式

增长”，2021H1 公司 2D 和 3D 教育产品分别实现 231.93%和 103.33%的增长。由此，3D 业务和教育领域市场有望成为未来盈利增长点

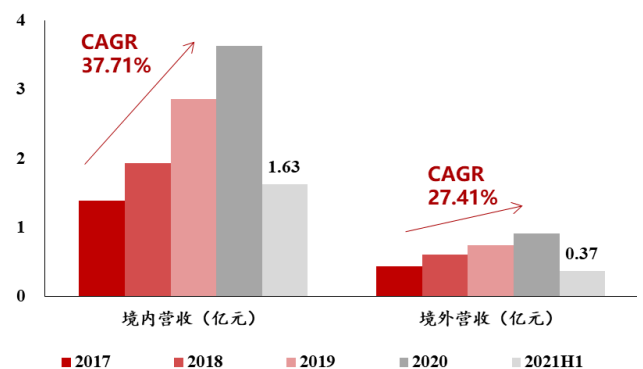
收益国产化境内营收增速亮眼，远期境外营收高增可期。受益于国内智能制造、工业转型、以及软件正版化国产化大势，公司迎来良好发展机遇期，2021H1 境内收入占比高达 81.5%，2017-2020 年四年复合增速高达 37.71%。受挫于海外疫情，公司境外增速放缓，产品质量提升和市场经济恢复后海外业务的持续增长仍可预期。

图 7：2017-2021H1 公司营收占比（亿元，按产品）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：2017-2021H1 公司营收占比（亿元，按地区）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 国产化正版化叠加，五年市场高达 220 亿规模

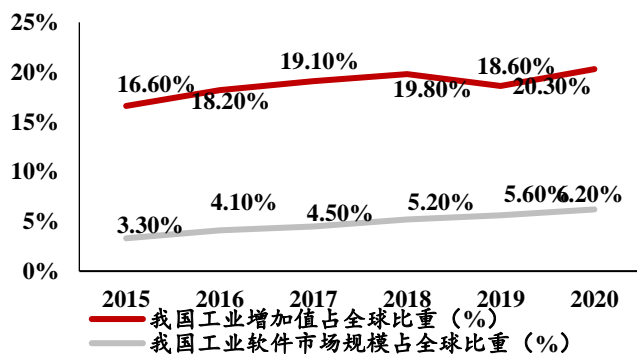
2.1. 国内产品供不应求，国产替代短期获验证

◆ 供给端：国内 CAD 产品供应不足

贸易摩擦不断，为避免“卡脖子”，发展国产工业软件已上升为国家级战略。近年来，贸易摩擦、科技封锁等事件频发。国家对信息技术自主性、安全性极其重视，以自研操作系统和 CPU 为核心的信息技术应用创新已成为新的国家发展战略，最终目标是实现核心技术和产品的安全可控。2020 年 8 月《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》将工业软件纳入重点支持的范畴，国产替代大势所趋。

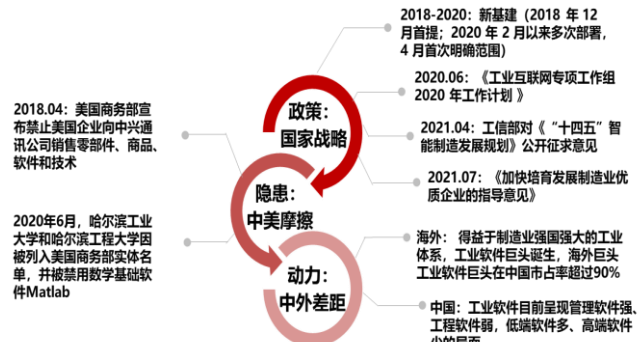
中外发展差距不断拉大是行业发展内在动力。据工信部统计，2020 年我国智能制造就绪率仅 7.9%。同时工业软件是唯一一个与国外同行不断拉大差距的工业技术领域，亟需加强发展。据工信部，2020 年我国工业增加值总量占全球比重超过 20%，同年我国工业软件市场规模同期仅占全球 6%。鉴于我国工业增加值的全球占比，我国工业软件行业高增速有望持续。长期看，未来将达到与我国工业增加值地位相称。

图 9：我国工业增加值和工业软件市场规模占全球比重



资料来源：工信部，招股说明书，浙商证券研究所

图 10：工业软件国产化逻辑



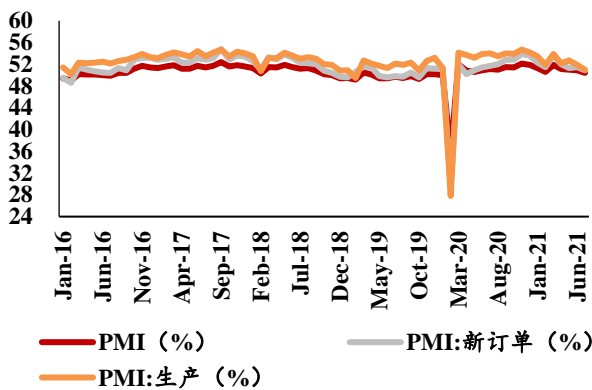
资料来源：浙商证券研究所

◆ 需求端：国内 CAD 产品需求旺盛

有需求：工业发展转型升级，智能制造重要性凸显，利好工业软件。我国人口红利的消失，传统制造业依赖人力发展的道路已经越走越窄，智能化的发展模式将给传统制造业带来了革命性的产业变革。PMI 景气持续，工业软件景气度有望持续。我国 PMI 指数率先回暖，吸引了全球制造订单的回流，刺激工业企业增加 IT 投入。

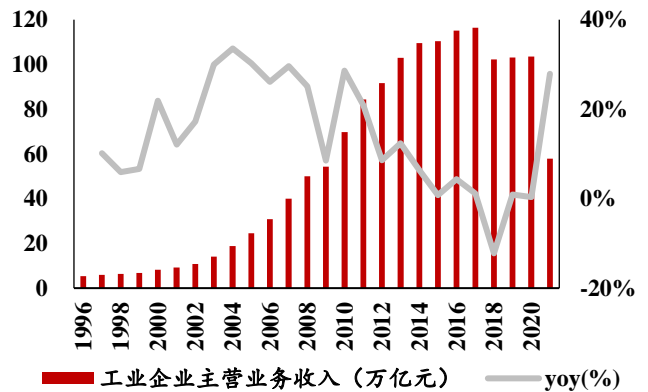
有购买力：工业软件利润回暖，购买力增强。工业企业收入利润回暖带来信息化开支增加，21H 工业企业主营业务收入增速高达 28%，创近十年新高，下游周期性行业上行是工业软件发展内部动力，可见工业软件行业高景气度有望提升。

图 11：2016.01-2021.06 PMI 指数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：1996-2021 工业企业主营业务收入（万亿元）

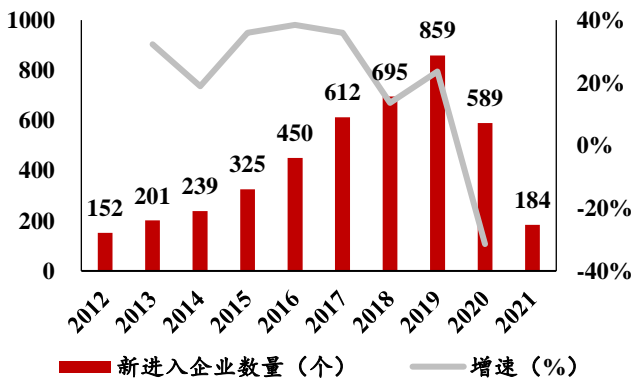


资料来源：Wind，浙商证券研究所

◆ 国内 CAD 供不应求，国产替代短期得到验证

新进入企业增速受疫情影响放缓，中望国内赛道龙头地位日益稳固。受下游需求快速增长拉动，CAD 领域的高景气度和高毛利率吸引大量企业快速涌入，2012-2019 年 CAD 领域新进入企业数量保持 28% 的年平均增速，2020 年之后受疫情影响增速放缓。CAD 公司受资本高关注，近年来融资情景向好。近年来，工业软件企业备受资本市场关注，企业融资助力企业未来成长力。

图 13：2012-2021 年 CAD 领域新进入企业数量



资料来源：企查查，浙商证券研究所

图 14：同类企业资本市场融资

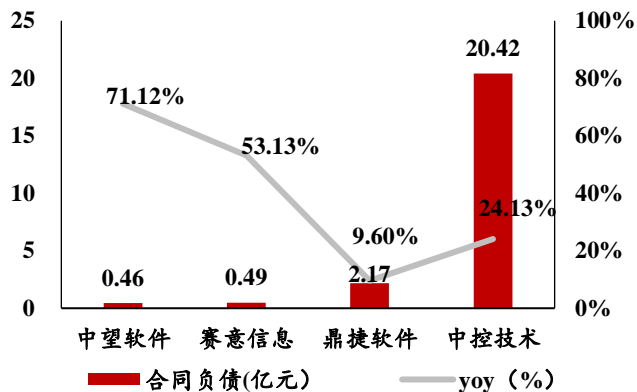
公司名称	融资轮次	融资金额 (万元)	时间
中望软件	Strategy	8000	2018/12/6
	Strategy	14000	2019/10/16
数码大方	Strategy	5385	2018/1/5
	Strategy	4005	2018/3/24
华天软件	A	10000	2021/1/8
	B	18000	2021/7/6

资料来源：Wind，浙商证券研究所

强劲的下半年收入/订单预期指引行业短期看点。据统计，CAx、ERP 和 DCS 领域工业企业的合同负债今年皆有较高的增速，指引下半年公司高增速，其中中望软件 2021H1 合同负债增速高达 71.12%。同时根据半年报披露，仍有 0.26 亿元为上半年签订的合同预

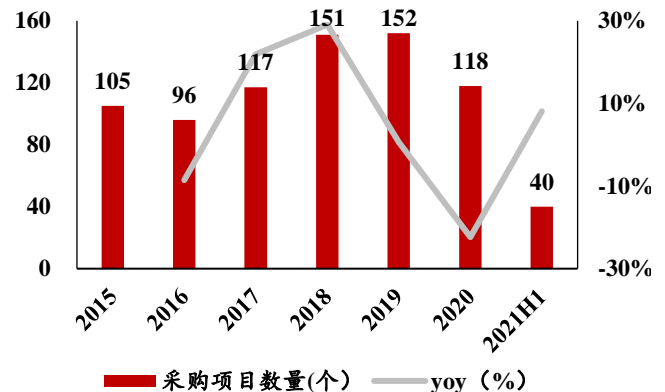
计 2022 年确认收入,短期收入可期。中国政府采购订单 2021H1 数量回升,同比增速 8%,可见教育行业的需求较为明朗,有望成为 CAD 领域需求爆发点。

图 15: 2021Q1/H1 工业软件企业合同负债及增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 2015-2021H1 中国政府 CAD 采购项目



资料来源: 中国政府采购网, 浙商证券研究所

2.2. 正版化政策加注, 海外巨头上云倒逼正版

国内政策打压+国外 SaaS 加速共同推进软件正版化。(1) 正版化政策不断加码, 按照“中央政府-省内大型企业、知名企业-其余大型企业-中小型企业”顺序不断推进正版化进程, 未来软件正版化将持续成为一大趋势。(2) 海外巨头公司 SaaS 加速, 进一步加大其反盗版打击力度, 从根本上杜绝盗版软件使用, 在海外产品正版化过程中, 用户对于产品价格较为敏感, 同时出于安全、可控等原因, 用户可能优先选择国产正版软件。

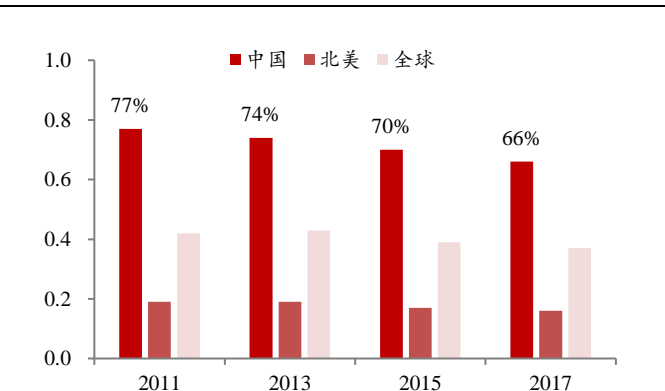
中国 PC 软件盗版率距离美国仍有 50% 的空间, 正版空间可期, CAD 软件盗版率远高于 PC 软件。2017 年中国软件盗版率高达 66%, 相比美国 15% 有 50% 增长空间, 相比全球 37% 仍有 29% 增长空间。工业软件由于其价格高昂、国内产品欠缺等原因盗版率远高于 PC 软件盗版率平均水平, 正版提升空间较大。

表 1: 正版化相关政策

时间	文件	主要内容
2001	《关于使用正版软件、清理盗版软件的通知》	对中央政府机关使用正版软件工作进行全面部署
2006	《关于推进企业使用正版软件工作的实施方案》	推进企业使用正版软件工作, 以大型企业、知名企业为重点
2019	《关于强化知识产权保护的意见》	不断改革完善知识产权保护体系, 争 2022 年侵权得到有效遏制
2020	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》	凡在中国境内销售的计算机所预装软件须为正版软件

资料来源: 政府网站, 浙商证券研究所

图 17: 全球非授权软件的安装率

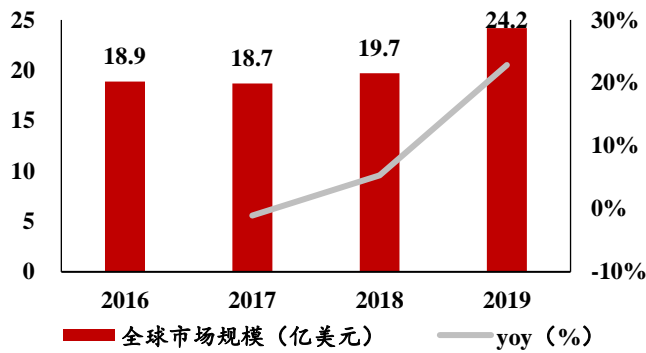


资料来源: BSA 软件联盟, 浙商证券研究所

2.3. 多因素加码国产化, 规模有望直抵 220 亿

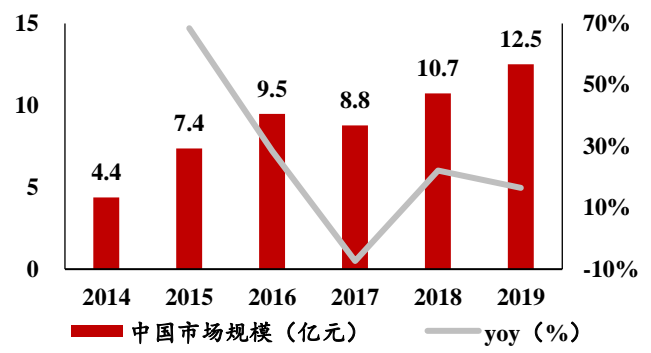
中国 2D 市场复合增速 26.58%, 高于全球增速。根据 P&S Intelligence 和工信部运行监测协调局等测算, 2019 年全球和中国市场空间分别为 24.2 亿美元和 12.5 亿元, 全球市场空间约为中国 13 倍; 全球 2D CAD 市场保持 8.4% 的复合增速, 中国 2D CAD 市场保持 26.58% 复合增速, 可见国内 CAD 市场成长较为迅速, 国内厂商成长空间广阔。

图 18: 全球 2D CAD 市场空间及其增速



资料来源: P&S Intelligence, BIS Research, 浙商证券研究所

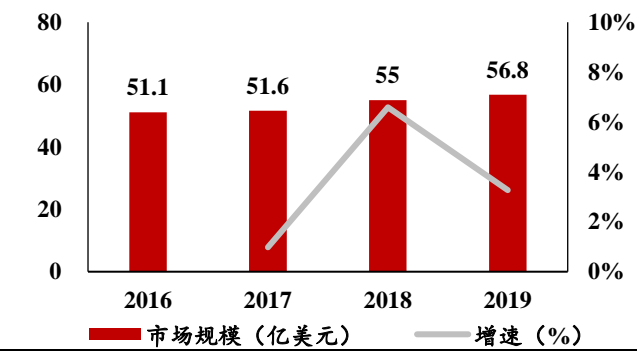
图 19: 中国 2D CAD 市场空间及其增速



资料来源: 工信部运行监测协调局, CCIC, 浙商证券研究所

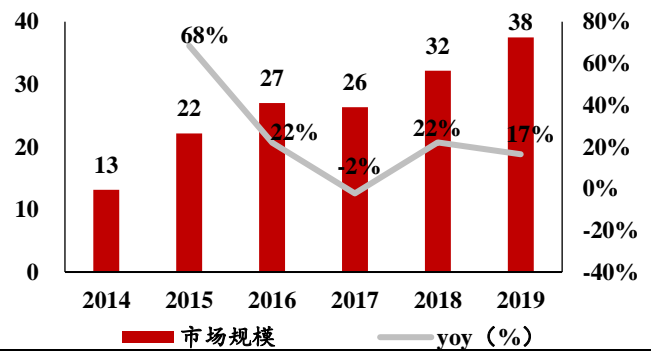
中国 3D 市场复合增速 23.93%，高于全球增速。2019 年全球和中国市场空间分别为 56.8 亿美元和 38 亿元，全球市场空间约为中国 10 倍；全球 3D CAD 市场保持 3.59% 的复合增速，中国 2D CAD 市场保持 23.93% 复合增速，可见国内 CAD 市场成长空间广阔。根据中国工业技术软件化产业联盟，2018 年西门子、达索、Autodesk、PTC 和 Bentley 五家海外大厂在中国市场占比 94%，故国内厂商占比不足 5%

图 20: 全球 3D CAD 市场空间及其增速



资料来源: P&S Intelligence, BIS Research, 浙商证券研究所

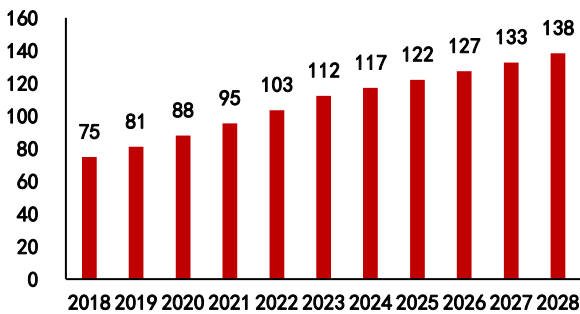
图 21: 中国 3D CAD 市场空间及其增速



资料来源: 国家工信部运行监测协调局, CCIC, 浙商证券研究所

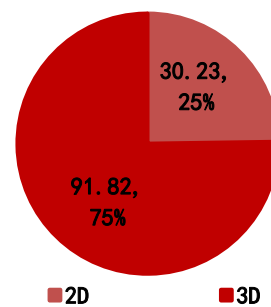
全球 CAD 市场保持稳定增长，预计 2022 年突破百亿美元，将长期保持高景气度。根据 BIS research 预测，2019 年全球 CAD 市场空间为 81 亿美元，全球 CAD 市场 2018-2023 年均增速约 8.5%，2023-2028 年均增速下降至 4.27%。2018 年 2D CAD 占比为 26.4%，未来十年预计将会小幅下降，最终稳定在 24% 左右。

图 22: 2018-2028 年全球 CAD 市场空间预测 (亿美元)



资料来源: BIS Research, 中国工业技术软件化产业联盟, 浙商证券研究所

图 23: 2025 年全球 2D&3D CAD 市场占比 (亿美元)



资料来源: BIS Research, 中国工业技术软件化产业联盟, 浙商证券研究所

对中国 2021、2025 年 CAD 市场空间进行测算，市场主要分为工程制造+建筑类、教育类两大部分，分别针对 2D CAD 市场和 3D CAD 市场进行测算。市场空间计算公式为：国内厂商市场空间=用户基数*单用户套数*价格*渗透率*正版率。

(1) **用户基数**。参考国内三家厂商的下游，发现 CAD 软件主要面向工业制造业、建筑业和教育业，我们从国家统计局寻找相关行业 2015-2019 年企业数量，以复合增速作为未来企业数量增速的重要依据。例如，机械行业过去四年的复合增速为 3.92%，考虑到近两年机械行业国产替代加速，景气复苏深化，故给 2020-2025 年 6%、6%、4%、4%、4%和 4%的增速，得到 2015、2025 年机械行业企业数量。

(2) **单用户套数**。根据招股说明书披露，大客户平均单价为 100 万元，根据中国政府采购网披露，中小客户平均单价为 20 万元，考虑 CAD 产品单价可以估算得大客户约需要 20 和 20 套 2D、3D CAD，中小客户约需要 4 和 5 套 2D、CAD；根据中国政府采购网披露，教育行业 CAD 采购单价均价为 30 万元，我们假设需要 8 和 8 套 2D、3D CAD。

表 2：中国 2021、2025 年 CAD 用户基数和套数测算

	2021 年			2025 年		
	企业个数 (个)	2D 套数 (万套)	3D 套数 (万套)	企业个数 (个)	2D 套数 (万套)	3D 套数 (万套)
工业制造业						
机械	59953	119.91	119.91	67477	134.95	134.95
电气	25775	10.31	12.89	26557	10.62	13.28
汽车	16111	6.44	8.06	17098	6.84	8.55
铁路、船舶、航空航天	4619	9.24	9.24	4437	8.87	8.87
电子	15785	6.31	7.89	18113	7.25	9.06
总计	122242	152	158	133682	169	175
建筑业						
建筑勘察设计机构	21727	43.45	43.45	23982	47.96	47.96
能源	9832	3.93	4.92	11282	4.51	5.64
施工	7886	3.15	3.94	8534	3.41	4.27
总计	39445	51	52	43798	56	58
教育业						
普教	20.49	163.92	163.92	18.29	146.32	146.32
职教	0.95	7.62	7.62	0.83	6.60	6.60
高教	0.28	2.21	2.21	0.29	2.35	2.35
总计	22	174	174	19	155	155

资料来源：国家统计局，招股说明书，中国政府采购网，浙商证券研究所

(3) **价格**。根据披露的国内厂商 2DCAD 价格以及中望 ZWCAD 价格作为重要比较依据，根据中望 ZWCAD 的各类 CAD 产品价格推算国内 CAD 产品价格均价。

(4) **渗透率**。根据《中国两化融合发展数据地图（2018）》，2018 年我国 CAD 软件的渗透率为 51%，故我们假设 2021、2025 年工业制造业和建筑业的渗透率分别为 55%和 60%。我们计算得中望软件在教育业的渗透率为 0.67%，考虑海外大厂和国内厂商在教育行业也有渗透，我们保守估计 2021、2025 年教育业的渗透率分别为 10%和 15%。

(5) **正版化率**。由于 2017 我国软件正版率为 34%，平均每年增长 2pct，中国 PC 软件正版率距离美国仍有 50%的空间。在工业软件领域，国内厂商发展时间较短，发展较为

不成熟，用户受限于国外昂贵的软件选择盗版软件，故工业软件正版率相较于其余普通软件更低，正版化率增速更慢。我们引入正版率参数对市场空间进行评估。随着我国知识产权保护力度和国家政策不断扶持，假设 2021、2025 年正版率分别为 20%、25%。

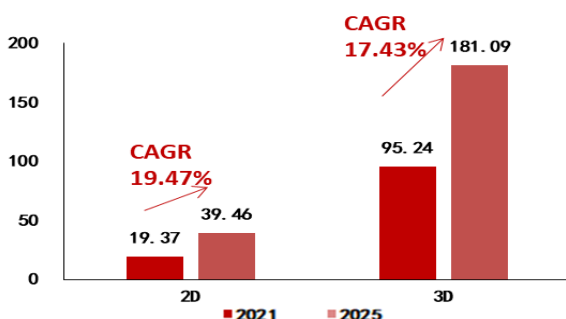
表 3：中国 2021、2025 年 CAD 市场空间预测

工业制造业	2021 年		2025 年	
	2D	3D	2D	3D
企业个数 (万个)	12.22	12.22	13.37	13.37
套数 (万套)	152.21	157.98	168.54	174.71
单价 (万元)	0.8	3.88	1.02	4.65
渗透率	55%	55%	60%	60%
正版化率	20%	20%	25%	25%
市场空间	13.39	67.43	25.79	121.86
建筑业	2021 年		2025 年	
	2D	3D	2D	3D
企业个数 (万个)	3.94	3.94	4.38	4.38
套数 (万套)	50.54	52.31	55.89	57.87
单价 (万元)	0.8	3.88	1.02	4.65
渗透率	55%	55%	60%	60%
正版化率	20%	20%	25%	25%
市场空间	4.45	22.33	8.55	40.36
教育业	2021 年		2025 年	
	2D	3D	2D	3D
学校个数 (万个)	21.72	21.72	19.41	19.41
套数 (万套)	173.74	173.74	155.27	155.27
单价 (万元)	0.44	1.58	0.88	3.24
渗透率	10%	10%	15%	15%
正版化率	20%	20%	25%	25%
市场空间	1.53	5.49	5.12	18.87

资料来源：BIS Research，赛迪顾问，国家统计局，招股说明书，浙商证券研究

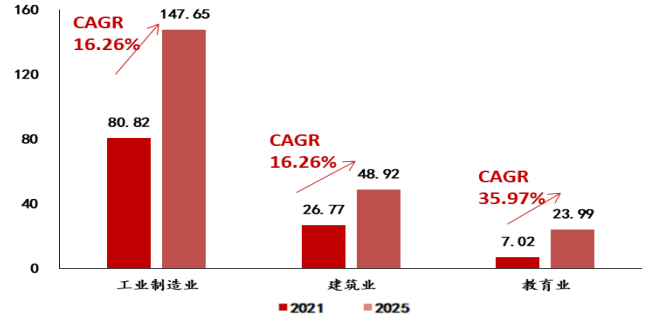
多因素加码国产替代，中国 CAD 市场空间有望超预期。(1) 估算得 2021 年、2025 年 CAD 市场空间分别为 115 亿元和 220 亿元，复合增速为 17.78%，远高于全球增速。(2) 2021 年 2D CAD 和 3D CAD 的市场空间分别为 19 亿元和 95 亿元，未来四年分别保持 19.47%和 17.43%的复合增速。(3) 下游领域中，教育行业的增速为 36%，显著大于其他领域，教育行业需求将成为未来业绩支点，3D 增速与 2D 基本持平，中望成长天花板较高。

图 24：2021-2025 年 CAD 市场空间结构（按产品，亿元）



资料来源：浙商证券研究所测算

图 25：2021-2025 年 CAD 市场空间结构（按下游，亿元）



资料来源：浙商证券研究所测算

远期市场空间有望达到千亿级别。考虑到远期渗透和正版化速度会不断加快，理想状态下正版化率有望像欧美对齐，达到 80%；随着工业转型升级和信息化程度加深，产品渗透率有望达到 80%。远期情况下 2D CAD 和 3D CAD 的市场空间约为 234 亿元和 1014 亿元，中国 CAD 未来成长空间广阔，中望成长天花板高。

国产替代趋势加快，国产 CAD 市场有望超预期。(1) 中短期：结合 CAD 和工业软件国产替代的进程，假设 2021 年、2025 年国产化率分别为 15.95% 和 28.75%，国产 CAD 市场空间分别为 18 亿元和 64 亿元，复合增速 36.43%，高于国内 CAD 市场空间增速。

(2) 中长期：理想状态下正版化率达到 80%，产品渗透率有望达到 80%，国产化率有望达到 71%。国产 2D 和 3D CAD 的市场空间约为 166 亿元和 720 亿元。

2.4. 竞争优势凸显，中望市占率有望达到 15%

2.4.1. 性价比高，2D 产品彰显品牌力

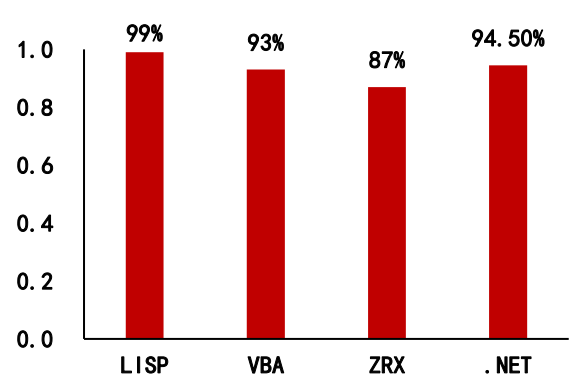
CAD (Computer Aided Design, 计算机辅助设计) 是利用计算机进行工程设计的研发设计类工业软件，解决工业产品的几何外形和结构设计问题。公司 2D CAD 系列产品主要包括：2D CAD 平台以兼容性强和高性价比为竞争力，被使用在工业建筑、机械和教育等下游领域；公司对国外主流产品提供 API 的兼容性均在 85% 以上，形成较为完善的二次开发生态体系；公司依托 ZWCAD 技术基础，推出针对不同专业的 2DCAD 教育产品。

图 26：中望 2D CAD 产品矩阵



资料来源：招股说明书，公司官网，浙商证券研究所

图 27：ZWCAD 对于国外主流 API 支持率



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

(1) 竞争格局：国际上领跑第二阵营，国内处于绝对竞争优势地位

1) 与海外标杆产品对比：ZWCAD 位于第二阵营，实现基本替代 Autodesk

从关键技术指标、技术表征等角度分析，ZWCAD 处于第二阵营领先地位。公司作为第二阵营中的代表性企业，以针对性开发兼价格优势作为竞争策略，逐渐扩大市场份额，产品销售覆盖全球 90 多个国家和地区。但 ZWCAD 与主流相比仍存在支持命令数量较低、超大图纸效率较低、生态系统落后、品牌较知名厂商仍存在一定差距等差距。

表 4：ZWCAD 处于第二阵营依据分析

关键技术特征	第一阵营平均技术指标	第二阵营平均技术指标	第三阵营平均技术指标	ZWCAD 技术指标
支持的命令数量	710	515	279	639
可靠性	连续使用过程中，运行效率无下降，功能稳定性好	连续使用过程中，运行效率有一定程度的下降，功能稳定性可接受	连续使用过程中，运行效率有明显下降，功能稳定性较差	连续使用过程中，运行效率无明显下降，功能稳定性较好
可扩展性	除二维接口扩展外，还支持 Ribbon 扩展、OPM 扩展、三维拓扑分析扩展等	仅支持常用的二维接口扩展	不支持常用的二维接口扩展	除常用的二维接口扩展外，还支持 Ribbon 扩展、OPM 扩展、三维拓扑分析扩展等
打开“测试图纸_B.dwg”速度	18 秒	34 秒	110 秒	22.08 秒

插入大图像“卫星图_1.04G.tif”	7.9 秒	7.6 秒	3 分钟无响应	4.2 秒
CAD 二次开发兼容 (移植成功产品数)	1000 个以上	100 个以上	无兼容性	230 个

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

ZWCAD 实现基本替代 Autodesk:A.从产品核心性能上看，ZWCAD 可基本替代 AutoCAD。公司具备开放的 API 接口、DWG 读取技术和大图像插入技术已位居世界前列。B.从性价比来看，中望极具竞争优势。中望永久授权的价格低于 AutoCAD 订阅年费，产品性价比极高，颇受小型企业青睐。C.从服务来看，中望提供本土化技术服务，售后和培训工作较为完善。D.从品牌来看，中望发展历程较短，品牌知名度不如 Autodesk。

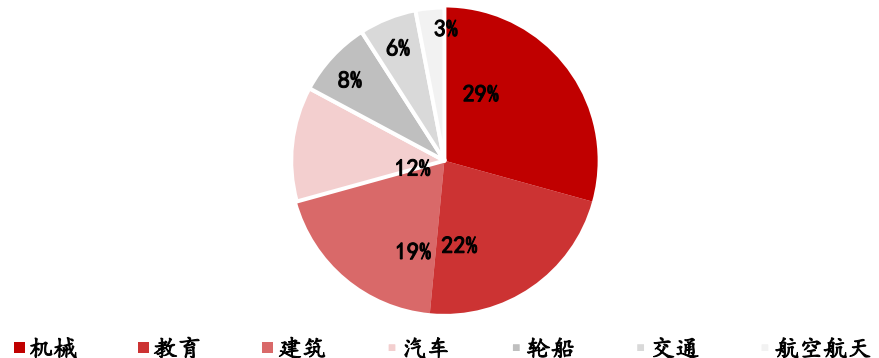
表 5：ZWCAD 与海外行业标杆产品 AutoCAD 的对比

	AutoCAD	ZWCAD
支持 2D、3D 自由转换	✓	✓
CAD 拓展功能(APIs)	✓	✓
PDF 图形导入	✓	✓
支持命令数量 (个)	710	639
多操作系统兼容技术	Windows, MacOS, iOS, Andriod	Windows, iOS, Andriod, Linux, 麒麟, 深度
200MB 的 DWG 文件读取耗时 (秒)	>45	<35
插入 1GB 的光栅图像耗时 (秒)	>5	<2
二次开发数量 (个)	1000+	230
应用领域	建筑、机械、传媒、教育	建筑、机械、教育
覆盖国家 (个)	150+	90+
用户 (户)	400 万+	90 万+
手机端 CAD	✓	✓
云端同步	✓	×
授权方式	订阅	永久授权
产品定价 (元)	年付 8724-17962	4363-10702

资料来源：招股说明书，中望软件官网，Autodesk 公司官网，浙商证券研究所

应用领域逐步拓展中高端布局，有望抢占 Autodesk 市场。在应用领域方面的对比，主流标杆产品 AutoCAD 多用于高端制造，建筑和传媒等领域，ZWCAD 主要面向机械和教育，两者客户占比高达 51%，两者终端用户较为相近，中望有望抢占 Autodesk 市场。

图 28：ZWCAD 下游主要应用领域



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2) 与国内产品对比: ZWCAD 具有明显的竞争优势, 云端同步有待提升

A.从技术上来看, ZWCAD 具有如下相对竞争优势: 2D CAD 性能较为全面, 具备多核处理器、自主内核、拓展功能等优势; 3D 层面支持 CAD/CAM 一体化。但在云端同步仍存在一定的提升空间。**B.从性价比上来看**, 三者价格区间重合, 而中望稳定性突出增强其性价比优势。**C.从服务来看**, 三者皆提供完善的本地化服务, 相对于海外大厂具有本土优势。**D.从品牌来看**, 中望加大百度、Google 的宣传, 举办七届 ZWORLD 生态大会打开品牌的知名度。综上, 中望软件在国内厂商中具有较强竞争优势。

表 6: 国内厂商 2DCAD 产品性能对比

	中望软件	浩辰软件	数码大方
2DCAD+3DCAD	✓	✓	✓
CAE	✓	×	✓
CAM	CAD/CAM 一体化	×	✓
2DCAD 产品定价 (元)	4363-10702	5695-7833	3680-5800
CAD 拓展功能 (API)	✓	×	×
PDF 图形导入	✓	✓	✓
全面兼容主流 3DCAD 文件	✓	✓	✓
覆盖国家	90+	100+	24
用户	90 万+	40 万+	-
应用领域	工业建设、制造业、教育	工程建设、制造业	装备、汽车、电子电器等
手机端 CAD	✓	✓	✓
云端同步	×	✓	×
自主内核	✓	×	×
多核处理器	✓	×	×
授权方式	永久授权	永久授权	租赁/永久授权
成立时间	1998	1992	2003
收入规模	4.56 亿 (2020)	8173 万 (2017)	1.22 亿 (2017)
利润规模	1.2 亿 (2020)	1935 万 (2017)	139 万 (2017)

资料来源: 招股说明书, 中望软件官网, 浩辰软件官网, 数码大方官网, 浙商证券研究所

(2) 未来成长力: 掌握自主内核构建行业高护城河, 高性价比保障未来市占率提升

中望 2D CAD 产品掌握自主内核, 自主可控。据中国赛宝实验室, 目前 ZWCAD 2020 与 IntelliCAD 9.2、IntelliCAD 6.3 的总体代码相似比例仅为 1.84%和 2.72%, 不构成技术的依赖, 基本可控。2021 年 7 月, 中望软件持续深度打磨底层核心技术, 发布中望 CAD 2022, 实现核心技术的自主化的同时大幅度提升了软件的运行效率。

表 7: 中望 CAD 平台软件代码比对

模块层次	ZWCAD 2020 代码量 (行)	与 IntelliCAD 9.2 相似的代码量 (行)	与 IntelliCAD 9.2 相似 百分比	与 IntelliCAD 6.3 相似的代码量 (行)	与 IntelliCAD 6.3 相似百分比
内核	2536952	8673	0.34%	32517	1.28%
总体	5246509	96558	1.84%	142956	2.72%

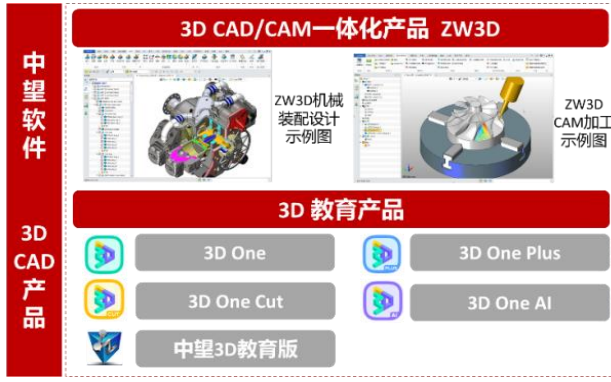
资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

高性价比保障公司未来市占率提升。根据 ZWCAD 与其余产品的技术性能和价格对比, ZWCAD 最具性价比。行业处于高速成长期, 国内厂商市场集中度的提升依赖其性价比优势提高渗透率, 故我们预计中望软件有望靠高性价比优势提高国内市场市占率。

2.4.2. 自主可控，3D 产品加持技术力

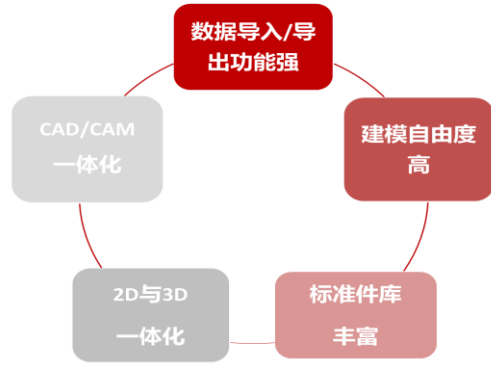
中望 3DCAD 系列产品主要包括 ZW3D 和 3D 教育产品。公司拥有自主几何建模内核的 3DCAD/CAM 一体化软件 ZW3D，ZW3D 集曲面造型、实体建模、模具设计、装配、钣金、工程图、2-5 轴加工等功能模块于一体，覆盖产品设计开发全流程，广泛应用于机械、模具、零部件等制造业领域。3D 教育产品主要针对普教、职教和高教设计不同产品。

图 29：中望 3DCAD 产品矩阵



资料来源：招股说明书，公司官网，浙商证券研究所

图 30：ZWCAD 特点



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

(1) 竞争格局：国际上领跑第三阵营，非高端领域基本可用

ZW3D 领跑第三阵营。国际领先的 CAD 软件企业如西门子、达索，在技术的领先性（三维几何建模能力和自由曲面建模质量）、市场的覆盖度、品牌知名度和发展规模上占据较大优势，国内 CAD 软件企业均无法与之抗衡。但 ZW3D 与国外同类软件相比，设计制造无缝集成，数据交互能力较强，具备破面修补功能等技术，能够领跑第三阵营。

表 8：ZW3D 处于第三阵营依据分析

关键技术特征	第一阵营平均技术指标	第二阵营平均技术指标	第三阵营平均技术指标	ZW3D 技术指标
三维几何建模能力	超复杂场景建模质量高，稳定好	一般复杂场景建模质量可靠	简单通用应用场景建模质量可用	建模质量完全满足简单通用场景，部分满足一般复杂场景
自由曲面建模质量	A 级曲面建模能力	具备自由曲面建模能力	具备自由曲面建模能力	具备自由曲面建模能力
大体量装配设计能力	100 万-1000 万零部件	10-30 万零部件	1-3 万零部件	10 万零部件
行业应用模块	>50	>20	>3	6
典型应用领域	航空、汽车通用机械	电子，模具通用机械	通用机械	基本覆盖通用机械设计，部分满足电子，模具设计需求

资料来源：中望软件官网，浙商证券研究所

公司 ZW3D 产品在非高端领域基本可用，在高端领域需要长时间追赶。A.从产品核心性能上看，中端层面，中望 3D CAD 与达索 Solidworks 性能接近，适用于基础建模；高端层面，中望 3D 建模和渲染能力不足，尚不能应用于高端的航空航天等行业。B.从性价比来看，ZW3D 3.88 万元/套/终身，低于 Creo 和 SolidWorks 等中端产品，远低于 20+万元/套的 CATIA。C.从服务来看，中望提供本土化技术服务，售后和培训工作较为完善。D.从品牌来看，中望 ZW3D 发展历程较短，仍需加强技术突破和品牌推广。

表 9：ZW3D 与海外行业标杆产品对比

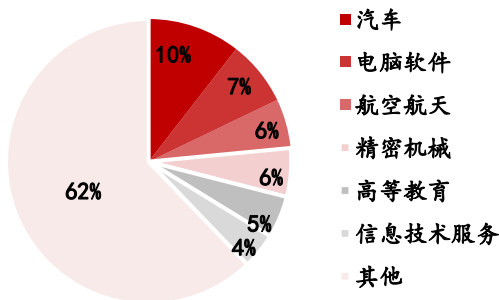
	CATIA	Creo	NX	SolidWorks	ZWCAD3D
定位	高端	中端	中端	中端	中端
所属公司	达索	PTC	西门子	达索	中望

三维参数化设计驱动技术	✓	✓	✓	✓	✓
CAD+CAM 一体化	✓	✓	✓	✓	✓
2D+3D 完美融合	✓	✓	✓	✓	✓
兼容性	主流文件	主流文件	主流文件	主流文件	主流文件+相互兼容
自由曲面建模能力	CGM, 精密工程建模	Granite, 高自由度曲线建模	Parasolid, 高自由度曲线建模	Parasolid, 高自由度曲线建模	Overdrive, 实体曲线混合建模
渲染力度	高	中	中	中	中
云端存储与读取(大文件)	✓	✓	✓	✓	×
行业应用模块	汽车、航天航空零部件设计	机械、电子零部件设计	机械零部件设计	机械零部件设计	机械零部件设计
基础版价格	20+万元/套	3.5-5.5 万元/套/年	20+万元/套/终身	8 万元/套/终身	3.88 万元/套/终身
升级费用	-	每年付租赁费	购买价格的 20%, 强制升级, +升级收费	购买价格的 20%, 强制升级+升级收费	购买价格的 15%, 自由选择是否升级

资料来源：中望软件官网，达索官网，PTC 官网，西门子官网，招股说明书，浙商证券研究所

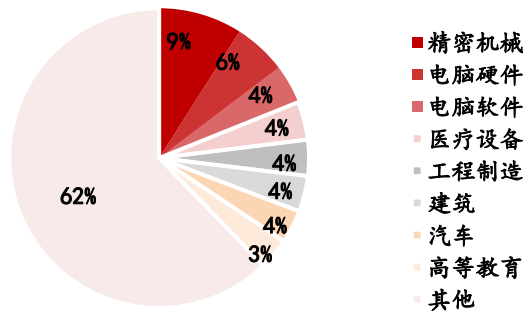
应用领域方面，国外厂商产品能够满足更为复杂、更高精度的使用场景。高端产品（CATIA）应用领域占比前三皆为高精度领域：汽车（10%）、电脑软件（7%）和航空航天（6%）。ZW3D 主要应用在以通用机械等离散制造业为代表的中低端工业设计与制造领域，汽车、航空相关高端领域的收入占 3D CAD 的比例为 0.58%。

图 31：达索 CATIA 应用领域客户



资料来源：enlyft，浙商证券研究所

图 32：达索 Solidwork 应用领域客户



资料来源：enlyft，浙商证券研究所

(2) 未来成长力：掌握自主内核构建行业高护城河，保障未来市占率提升

掌握自主内核保障公司强大竞争力。几何建模内核是核心基础，它决定着软件的能力边界和行业扩展性。当前主要的建模内核都在达索、西门子、PTC 手中，中望 Overdrive 是国内少有的实现商业化应用、在工业设计领域被大规模实践验证过的三维几何建模内核技术，一方面有效避免了卡脖子的情况，还避免公司高昂的专利技术授权费。

表 10：几何建模内核公司和典型产品统计

公司	国家	几何建模内核	典型产品
达索	法国	CGM	CATIA (达索旗下 3DCAD 软件)
		ACIS	Abaqus (达索旗下 CAE 软件)、MSC (美国 CAE 软件)
西门子	德国	Parasolid	NX (西门子旗下 3DCAD 软件)、SolidEdge (西门子旗下 3DCAD 软件)、Topsolid (法国 3DCAD 软件)

PTC	美国	Granite	SolidEdge
中望软件	中国	Overdrive	ZW3D

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

与灯塔客户双向打磨，ZW3D 2022 版实现技术突破，率先开启国产 3DCAD/CAM 软件在高端制造和建造领域的应用研发。公司通过与灯塔客户的精细双向打磨与迭代，ZW3D 2022 版在高阶曲面连续性、高精度建模等方面均取得一定突破，不断夯实三维几何建模内核。同时，公司的 3D CAD/CAM 率先开启在高端制造和建造领域的应用。

2.4.3. 优势亮眼，份额有望攀升至 15%

公司当前具有如下竞争优势，保障其在国产替代大背景下取得较大市场份额。(1) 高性价比，由于行业处于高速成长期，国内厂商市场集中度的提升依赖其性价比优势提高渗透率；(2) 自主可控，公司技术安全保证其成长力；(3) 生态逐渐完善，API 接口稳定，2D 产品的二次开发软件高达 230 余个，产品适用性较强。

国产替代大背景下，中望强劲的竞争优势保证其营收天花板和业绩弹性。国产替代大背景下，保守估计 2025 年中望国内市占率有望达到 15%，中望 2025 年营收空间为 33.13 亿元，仍有 6.3 倍业绩提升空间。

推算方式一：中望市占率=国产化率*中望国产化率。2025 年国产化率为 28.75%，根据国内竞争格局过去推演未来，估计中望 2025 年国产占有率 60%，预测 2025 年中望软件市占率 17%。

推算方式二：根据 2D、3D 历史市占率和竞争格局推演未来市占率。保守假设 2025 年中望软件 2D、3D 市占率分别为 40%和 10%，预测 2025 年中望国内市占率有望达到 15%。

图 33：2017-2019 年中望中国 2D 产品市占率

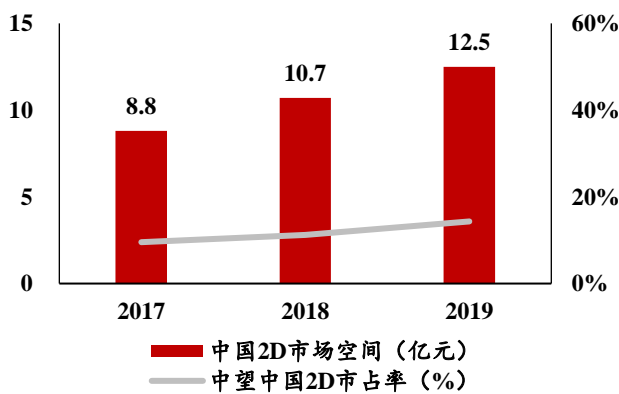
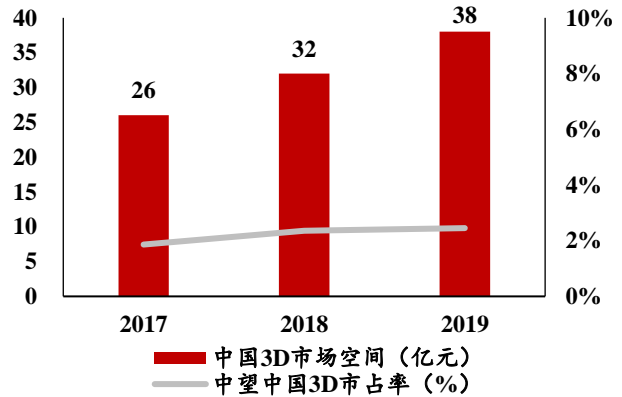


图 34：2017-2019 年中望中国 3D 产品市占率



资料来源：工信部运行监测协调局，CCIC，浙商证券研究所测算

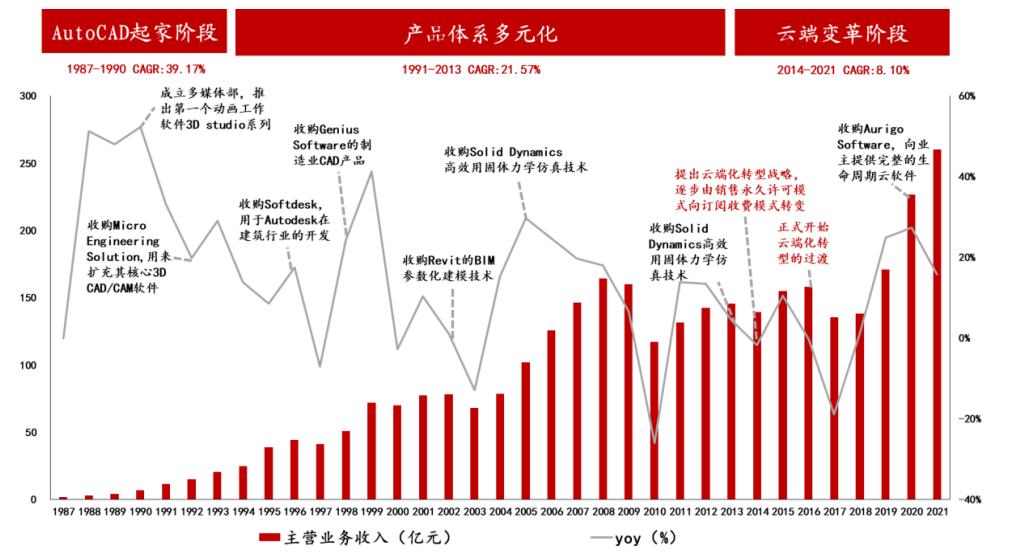
资料来源：工信部运行监测协调局，CCIC，浙商证券研究所测算

3. CAx 一体化+云化，中望有望复制大厂之路

3.1. 对标海外 Autodesk，云化逻辑初步获验证

Autodesk 是首家上市的 PC CAD 公司，以 AutoCAD 起家，经历了 AutoCAD 起家阶段（1987-1990）、产品体系多元化阶段（1991-2013）和云端变革阶段（2014-2021）。公司早期产品以通用性较强的标准化软件产品为主，后不断通过自研和收购横向拓展具有行业性的应用产品和纵向拓展 3D 产品，不断扩大产品矩阵。随着公司的不断扩张和变革，公司的收入增速有所下滑，但收入的增长性和云化布局的正确性可初步验证。

图 35: Autodesk 发展历程



资料来源: 彭博, 浙商证券研究所

1) 第一阶段(AutoCAD 起家): 精准布局, 高性价比优势, Autodesk 突出重围

- **精准战略布局, 凭借高性价比突出重围。**20 世纪 80 年代初, 美国市场 PC 兴起, CAD 得以迅速发展。VersaCAD 功能强大, 售价高达 10000 美元, Autodesk 以亲民的 1000 美元报价打开市场, CAD 应用得以大面积推广。
- **收购切入垂直领域, 布局教育行业。**Autodesk 发展之初以通用性 CAD 软件为主, 通过不断收购于 1985、1989 和 1999 年分别切入建筑、多媒体和制造业领域。同时, 1986 年 AutoCAD 成为美国高校的必修课之一, 公司较早抢占市场。
- **推出明星产品的同时不忘打造业界生态。**公司 1982 年面市的同时, 推出一款自主开发的 DWG 文件格式。DWG 格式已是 CAD 市场上的标准, 打造了业界生态, 是长久保障公司竞争力的重要手段。

2) 第二阶段(公司产品体系多元化): 重多元并购, 高研发投入, 产品矩阵不断丰富

- **Carol Bartz 上任, 产品定位开始拓展中低端市场, 横向拓宽产品线, 走多元化道路。**公司于 2002、2005 年以并购方式拓展 BIM 和 CAE 领域, 逐渐形成了 CAD、CAM、CAE、PLM 完整布局。**纵向拓展产品线, 大力投入 3D 技术。**但 3D 技术发展缓慢, 业绩增速远不如 2D CAD 产品。
- **重研发, 开始瞄准云计算服务。**2010 年, Autodesk 投资大量经费研发云计算服务, 在总市值 50 亿美元以上的软件和互联网公司中, Autodesk 的研发费用占收入比例高居第一, 为未来成长力和突破增长瓶颈奠定良好基础。
- **拓展市场, 开始瞄准海外市场。**面对金融危机冲击和竞争对手冲击, 公司开始加大海外市场拓展力度。2009 年, 公司的软件 Sketchbookmobile 和 AutoCADWS 在移动端成为苹果应用商城的明星产品, 引发全球数百万设计爱好者下载。

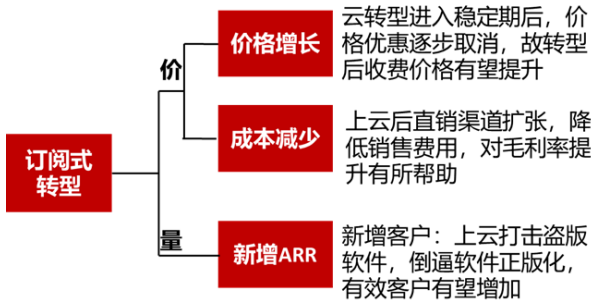
3) 第三阶段(云端变革): 订阅式转型, 凭借强大客户基数云端转型, 打造业界生态

- **订阅式转型。**为迎合企业软件领域向云端转移的需求, 公司 2014 年正式云化转型, 推出云产品和 PaaS 平台; 2021 年 8 月起将不再为存量永久授权客户提供维

护。订阅式转型量价逻辑下，毛利率有望逐步回升。Autodesk 2021 年毛利率高达 91.12%，相比 2014 年增长 3.18pct，初步验证了订阅式转型的正确性。

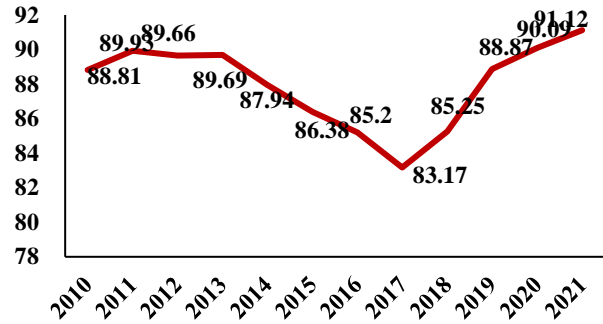
- 强大的客户基数有助于构建护城河。凭借强大的客户基数提升营收。当产品的竞争力足够强且市占率足够高时，客户的选择范围变小，同时对公司产品的忠诚度上升，为后续的云订阅模式收费打下了良好的基础。

图 36：订阅式转型量价逻辑



资料来源：浙商证券研究所

图 37：2010-2021Autodesk 毛利率 (%)



资料来源：彭博，浙商证券研究所

3.2. 展望 CAx 和云化之路，中望有望率先入局

大部分的工业软件巨头都是来自工业强国和工业企业，西门子（汽车、通用机械领域）是综合类工业软件巨头，欧特克（建筑领域）是建筑设计软件巨头，达索（航空领域）是 CAD 领军企业，PTC（船舶、电子领域）是 PLM 领军企业。对海外龙头的发展历程和竞争优劣势进行细化分析，推演未来产业发展趋势和竞争格局变迁。

将全球 CAD 龙头公司进行对比，总结行业发展趋势和成功路径如下：1) 未来 CAx 一体化趋势走强。产品的更迭和进步依赖自研和并购双轮驱动模式，与重要客户的双向打磨和细化有助于增强产品的竞争力和客户粘性；2) 云化逻辑初步验证。PTC 和 Autodesk 自 2014 年提出上云战略后，营收皆有所下滑，当前营收增速的恢复初步验证了上云战略的正确性；3) 强大的客户粘性和垂直应用有助于构建强大护城河。海外巨头公司多来自大工业企业，拥有牢固的客户群体，有助于其垂直应用的布局；4) 教育市场将成为未来增长抢占点。教育市场的布局有助于培养用户习惯，中青年用户转换可期。

表 2：全球 CAD 龙头公司对比

	Autodesk	达索	西门子	PTC
明星产品	AutoCAD(2D CAD)	CATIA、Solidworks(3D CAD)、	NX (3D CAD)	Creo(3D CAD)
市场地位	AutoCAD 市场占有率第一，DWG 格式的领导者	CATIA 处于第一梯队	NX 处于第一梯队	Creo 的特色是参数化设计，在轻工和电子行业具备较高的地位。
重要收购	(1)投资 MES、Softdesk 实现制造业、建筑业早期布局； (2)并购 Revit 等实现建筑业 BIM 领域拓展	(1)收购 Solidworks, 占领腰部市场； (2)投资 BioSerenity 等向 3D 人体仿真领域迈进；	(1)收购意大利三家 MES 工厂，初步布局软件领域； (2)收购计算流体力学仿真领域的领先企业 adapco；	(1)收购全球领先的在线 3D CAD 设计公司 On shape； (2)并购 ThingWorx(物联网平 CD台)、Axeda(云解决方案)等，形成工业物联网应用的整体方案。
战略变化	2D CAD 自研--拓展二次应用 软件--横向拓展 CAM/CAE-- 3D CAD 纵向拓展-上云	3D CAD 设计--3D 数字样机 解决方案--PLM 产品生命周期--3D 体验平台	电气化--自动化--数字化； 硬件--软件--云	CAD 起家--工业物联网应用的整体解决方案

汽车、航空航天、船舶制 汽车、航空航天、船舶制
下游主要 制造业、工程建设行业、基 造、厂房设计（主要是钢构 造、厂房设计（主要是钢 工业设备、航空航天、国防、汽
领域 础设施业以及传媒娱乐业 厂房）、建筑、电力与电 构厂房）、建筑、电力与 车、电子、消费品
 子、消费品和通用机械制造 电子和通用机械制造

未来成长性 (1)云化:先后推出 Fusion360 (1) 平台化: 3D Experience5G: 公司作为 5G 领军者, (1) 云化, 把握 Windows 到云端和 BIM360 等产品; (2) 传媒平台的顶层战略; 看好工业软件在公司行业平台的机遇, 收购 SaaS CAD 厂商和教育行业强成长; (2) 云化: 推出了网页端 3D 地位优势叠加 5G 市场需求 Onshape; (3) 建筑行业数字化转型依建模软件 xDesign-3D; 增长带来的未来盈利能力 (2) 物联网化, 通过物联网技术实现垂直领先优势 (3) 一体化: 仿真软件发力提升; 现弯道超车

成功原因 (1) 并购成为 Autodesk 业务 (1) 重要大客户协助打磨产 (1) 工业自动化领域的龙 (1) 基于特征参数的 3D 软件预
 拓展的主要手段; 品; 头地位铸造起强大护城 期;
 (2) 布局教育市场, 为后期 (2) 3DEXPERIENCE 平台 河; (2) 收购 MES 和 (2) 采用物联网技术收改进设
 的 Autodesk 拓展提供保障 聚焦设计各环节, 多方协 PLM 厂商, 注重信息化、 计;
 同。 数字化发展 (3) 与微软、SAP 等众多合作伙 伴共建生态系统

资料来源: Autodesk 官网, 达索官网, 西门子官网, PTC 官网, 浙商证券研究所

4. 产品突破&商业突破, 发力海外与教育市场

中国工业软件处于向第二阶段的转型阶段。中国工业软件屈指可数, 概括为管理软件强、工程软件弱; 低端软件多, 高端软件少。在制造业转型升级的背景下, 工业企业均开始加快两化融合(工业化与信息化的融合)的步伐, 向第二阶段转型成为大势所趋。

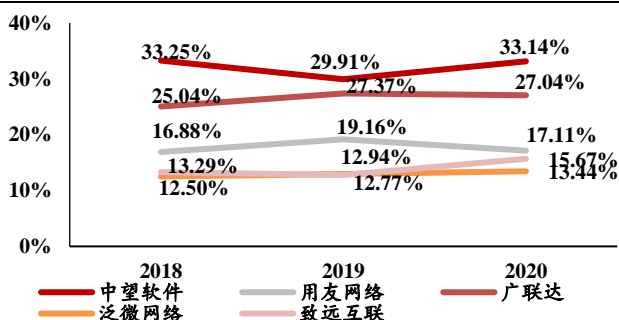
公司战略目标: 定位国内 2D CAD 龙头, 扩大 All-in-One CAx 领域布局, 发力教育和海外市场。公司短期目标为加大对 2D、3D CAD/CAM 核心技术的自主研发和全球营销网络建设, 扩大市场份额。公司中长期目标为提供可信赖的 All-in-One CAx 解决方案, 致力于成为比肩达索的世界一流工业软件供应商。打破我国高端 3D CAD 几何建模内核技术被外国厂商垄断的现状。

4.1. 产品突破: 产品升级+产品线拓展+产品云化

(1) 产品升级: 持续投入研发, 3D 自主内核完善, 高端应用场景突破

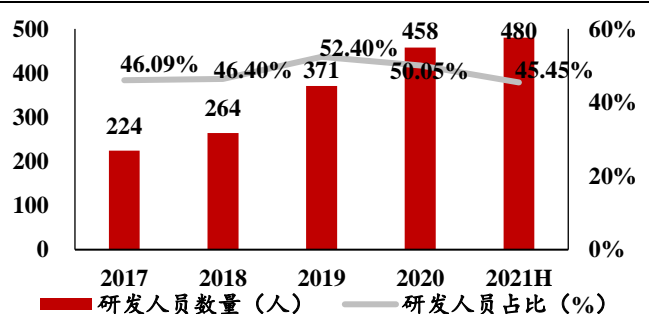
经过 20 余年的深耕, 公司具备扎实的技术, 掌握 CAD 软件领域的核心技术。(1) 2018-2020 年公司研发费用收入占比分别为 33.25%/29.91%/33.14%, 持续高于可比公司。(2) 公司研发人员数量占比维持在 45%-50% 的高位, 本科及以上学历占比 97.71% 以上。(3) 截至 2021 年 6 月, 公司拥有 3 项发明专利、216 项境内计算机软件著作权等。

图 38: 可比公司研发费用收入占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 39: 公司研发人员数量及占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

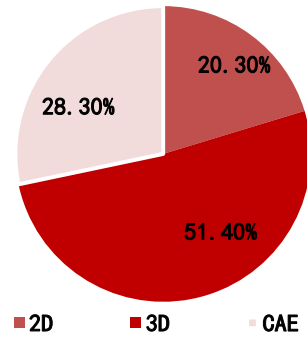
CAD 行业护城河深，技术壁垒高，公司多年的深耕占据技术优势。(1) 寻求技术突破。2020H1，公司 2D CAD、3D CAD 和 CAE 的研发投入占比分别为 51.40%、20.30% 和 28.30%，持续推进多业务研发、CAx 一体化，寻求技术突破。(2) 信创业务突破。将关键技术应用到国产化的硬件和国产操作系统上，填补了国产操作系统上的工业软件空白。

图 40：中望软件技术突破方向

公司CAD产品未来突破方向和主要障碍		
产品	突破方向	主要障碍
2D CAD	□ 功能与可扩展性方面	两个事实上的行业标准 (DWG、ARX) 由行业龙头企业Autodesk制定、更新和维护
	□ 软件架构方面	
	□ 持续优化软件性能	
3D CAD	□ 三维几何建模内核	□ 内核依赖工业应用和算法理论支撑
	□ 支撑大体量装配设计	□ 较大软件结构性调整，项目周期长
	□ 专业行业领域应用	□ 知识结构复杂，专业性要求高

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

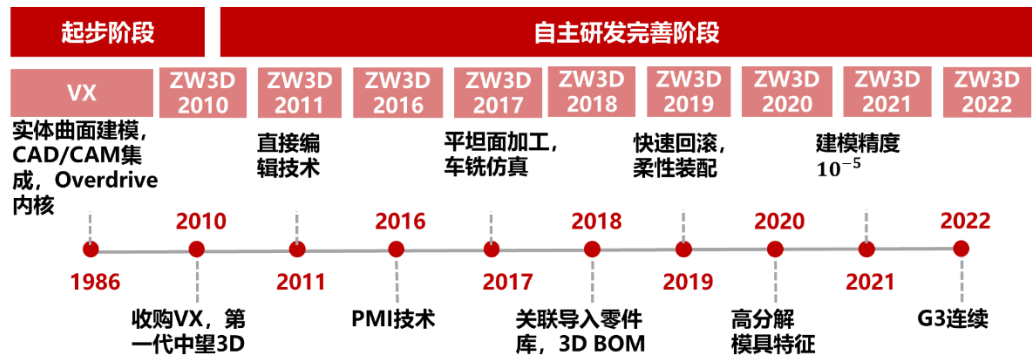
图 41：当前进行中的研发投入方向（截至 2020 年 6 月）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2D 向 3D 升级，3D CAD 产品建模内核升级，向高端制造业寻求突破。(1) 3D 自主建模内核升级。公司投入 100 名研发人员进行面向建造业的 3D CAD 平台的建设工作。借助灯塔客户打磨建模内核，通过与华为、中车等灯塔客户精细双向打磨与迭代，不断夯实三维几何建模内核。(2) 高端制造领域募集资金投入新一代三维 CAD 图形平台定位于服务需要在大尺度上进行三维设计（例如房屋、桥梁）或涉及到大型装配设计的行业。

图 42：ZW 3D 更迭过程



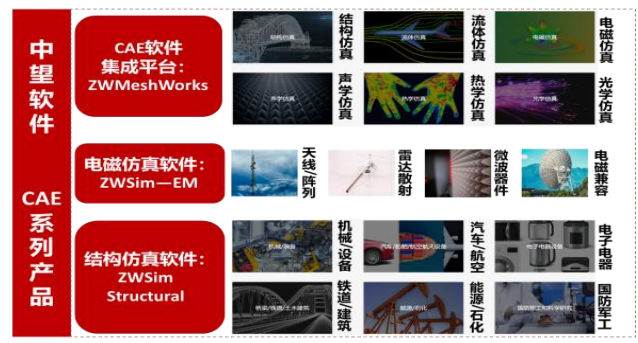
资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

(2) 产品拓展：打造 CAD/CAE/CAM 一体化软件平台，完善二次开发软件

CAE (Computer Aided Engineering, 计算机辅助工程) 等仿真分析软件的作用不断凸显，中望切入仿真分析领域，极大提高设计效率和准确性。随着 5G、航空航天等高端制造业的发展，应用于高端设计场景的 CAE 技术需求增长迅速。为了切入上述新兴领域，公司于 2018 年成立 CAE 研发中心，并于 2019 年推出首款电磁 CAE 产品 ZWSimEM，拟进一步研发逐步形成多物理场景进行仿真分析的 CAE 解决方案。

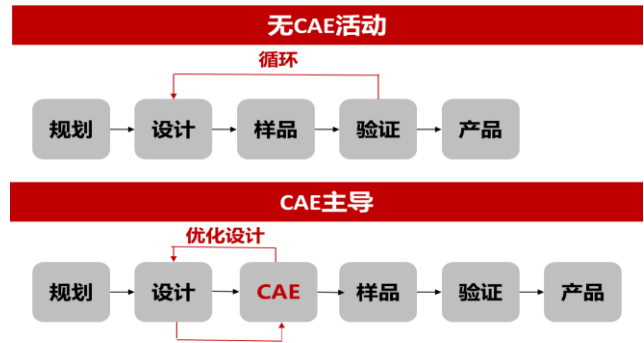
公司 CAE 产品处于研发验证阶段，发展周期短，未形成大规模应用。公司的 CAE 产品主要包括：中望 ZWMeshWorks、中望电磁仿真软件 ZWSim-EM 和中望结构仿真软件 ZWSimStructural。当前公司在电磁核心算法等技术方面已有一定积累且已处于国内同类软件前列，但整体与国际主流仿真软件相比仍有较大差距。

图 43：公司 CAE 产品矩阵



资料来源：中望官网，招股说明书，浙商证券研究所

图 44：CAE 在产品回路中的价值



资料来源：天津汽车研究所，浙商证券研究所

依托 ZWCAD 和 ZW3D 的技术积累和市场客户基础，公司收购 10% 安信怀股份，有望在国外厂商垄断国内 CAE 市场的格局下实现国产 CAE 软件的突围。2021 年 3 月，中望软件为加强在 CAE 仿真及验证领域内的布局，收购安信怀 10% 股份。由于安信怀下游行业涵盖航空航天科技、汽车、电子等高端制造业，故中望在国内率先把握高端制造业发展机会，已有的电磁分析软件有望成为发行人未来业绩的另一增长点。

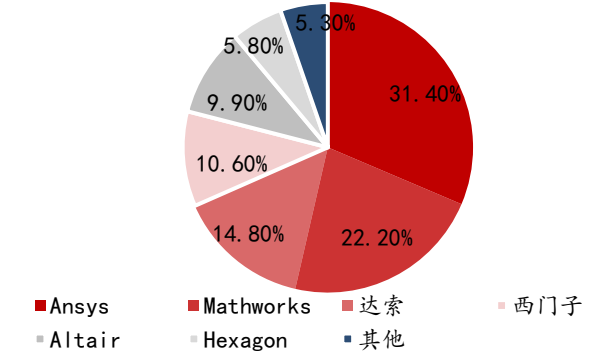
中望有望成为 CAE 领域国内头号玩家。当前全球 CAE 市场规模约为 70 亿美元，国外厂商占主导地位，12 大领导厂商处于垄断地位，占据国际市场的 95%。按照 CAD 市场的类比推测，中国当前 CAE 市场规模约为 50 亿元，而当前国内厂商 CAE 布局较为空白，中望 2018 年战略布局 CAE，公司成功上市后，借助收并购补齐各领域仿真分析能力，有望在国内 CAE 市场获得一席之地，成为国内头号玩家。

图 45：全球仿真分析行业市场规模（十亿美元）



资料来源：BIS Research, Statista, 浙商证券研究所

图 46：全球 CAE 市场集中度高



资料来源：中国工业软件产业白皮书 2020，浙商证券研究所

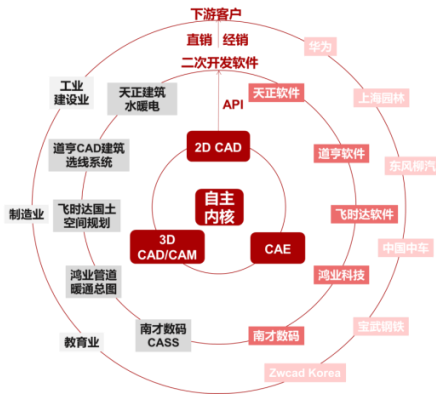
国资委会议强调科技创新，工业母机位于首位，CAM 发展正当时。2021 年 8 月，国资委召开扩大会议，会议强调把科技创新摆在更加突出的位置，针对工业母机、高端芯片、新材料等加强关键核心技术攻关，我国高端数控机床产业链技术独立自主重要性凸显，数控系统国产化是高端数控机床国产化关键，CAM 软件行业即将进入发展爆发期。

公司基于 CAD 发展基础，募投项目布局 CAM 领域。公司募集资金中 10% 的资金（6195 万元）用于未来三年的三维 CAM 应用研发子项目。此外，公司 2021 年 2 月发布的 ZW 3D 2022 版本基于实际加工理念设计，能够提供对应的 CAM 方案，并覆盖从 2 轴到 5 轴的加工需求，公司 CAM 业务发展可期。

All-in-One CAx 战略推进，打造涵盖设计、制造、仿真的 CAx 一体化软件平台，扩大二次开发软件数量。中望软件将打造基于模型定义和数据驱动的一体化协同平台，用同一套数据源，来覆盖产品研发制造不同阶段的信息交互，实现 CAD/CAE/CAM 等研发制

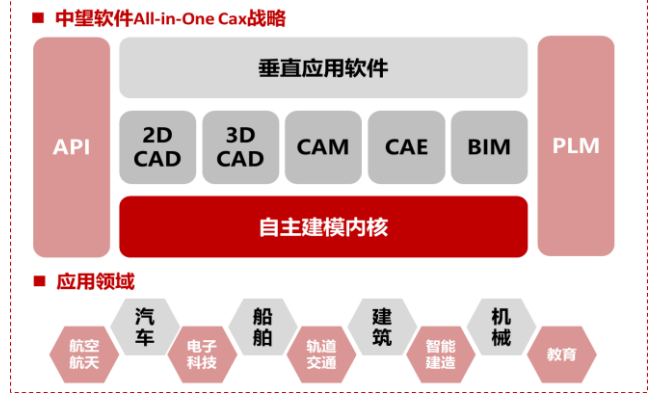
造数据的统一、技术能力和产品功能的模块化调用。中望软件 API 接口稳定性皆大于 85%，2D CAD 产品二次开发软件 230 余个，生态网络逐步完善。

图 47：中望软件生态网络



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 48：中望 CAx 一体化战略



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

(3) 产品云化：细分领域已推出云产品，为后期产品轻量化、云化使用奠定基础

中望软件作为国内 CAD 赛道龙头，产业发展基础扎实，在云化背景下有望率先受益。在云化背景下，公司将会在现有 CAD 产品的基础上，持续投入研发对产品进行技术升级改造。最终形成可以和国外一流产品相媲美的、自主可控的国产化 2D、3D CAD 平台，并将产品几何建模内核移植到 Linux 操作系统上，使之支持麒麟、深度等主流的国产操作系统，并实现产品的轻量化、云化使用，公司增强综合实力有望抢占拐点发展有利位置。

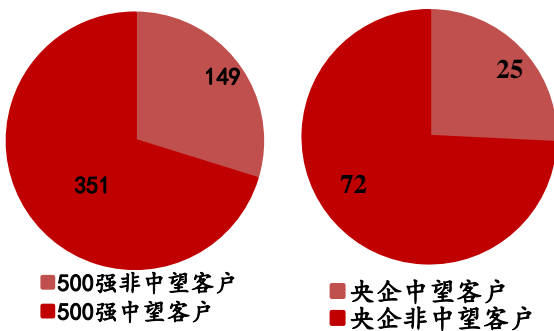
4.2. 商业突破：大客户战略+校企合作+订阅转型

(1) 大客户战略：大客户绑定，本地化服务抢占国内市场，逐步发力海外市场

公司在国内外具有领先的客户流量基础，拥有全球超过 149 家世界 500 强企业 and 国内 74.23% 的央企客户。随着公司产品不断更新迭代，ZWCAD 在海外全部或部分替代原先使用的 AutoCAD，其中包括壳牌、大众、丰田等全球知名品牌下属企业；国外拥有中国中车、中国船舶等大型企业可以协助双向打磨产品，海内外客户有望进一步扩张。

充分发挥本地化服务优势，抢占国内市场。中望软件依靠其完善的客户管理及服务体系形成了国外厂商所不具有的本土化优势。中望利用地理优势，扩展本地化服务，打开国内市场，加大了在百度、360、Google 等平台上的广告投放，21H1 举办 13 场大型专业转会和 50+ 场行业会议，扩大国内市场的营销网络。

图 49：中望软件客户占比情况



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

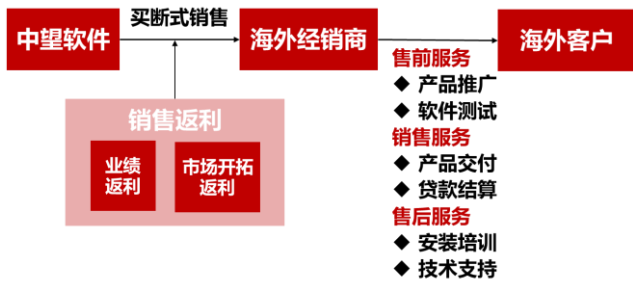
表 32：中望软件国内外营销网络

国内市场营销网络		海外市场营销网络	
销售人员	322	海外子公司	在香港、越南和韩国建立了控股和参股子公司
大型专业展会 (21H)	13	全球代理商	260 个
行业会议 (21H)	50+	海外业务覆盖国家	90+

资料来源：招股说明书，公司官网，浙商证券研究所

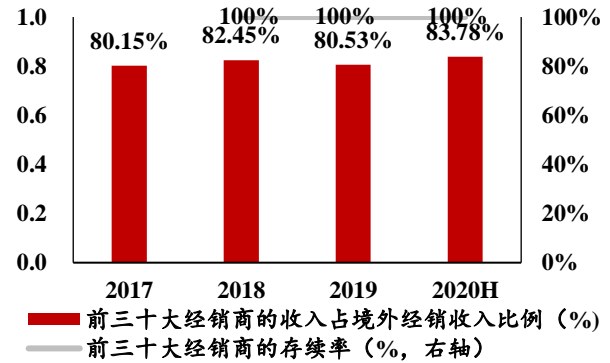
面向海外市场，加强线上宣传与线下经销网络建设，发力海外市场。21H1 举办了第八届中望全球生态大会（ZWorld），线上直播吸引了来自全球各国家和地区的 1800 多名参会者在线观看，有效扩大公司品牌知名度；另一方面强大的海外经销网络为公司进一步扩大海外市场提供有效支持。总体而言，海外渠道基础较好，经销商存续比率保持在 100%，境外销售占比前三十大经销商合作稳定，稳定在 80%-85% 的高位。

图 50：海外经销商业模式



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 51：海外经销商集中程度和存续率

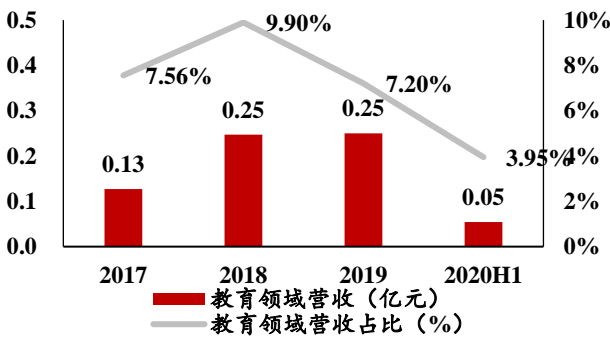


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

(2) 校企合作：培养用户早期操作习惯发力教育市场，进一步拓展海外市场

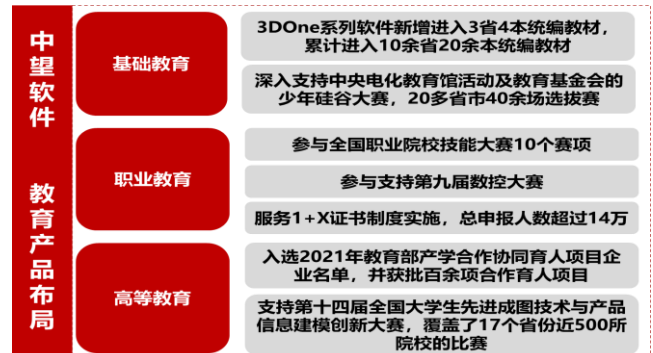
从源头提升粘性和使用习惯，教育板块拓展顺利。《国家教育事业发展规划“十三五”规划》对学生的科学素质提出了更高要求，公司教育板块收入占比稳步提升，21H1 占比高达 28.33%。公司不断拓展在基础教育、职业教育和高等教育的应用，占领 CAx 软件的教育市场有益于长期培养用户的使用习惯，教育板块有望成为公司下一个业绩主要增长点。

图 52：教育领域业务占比



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 53：中望软件教育领域布局



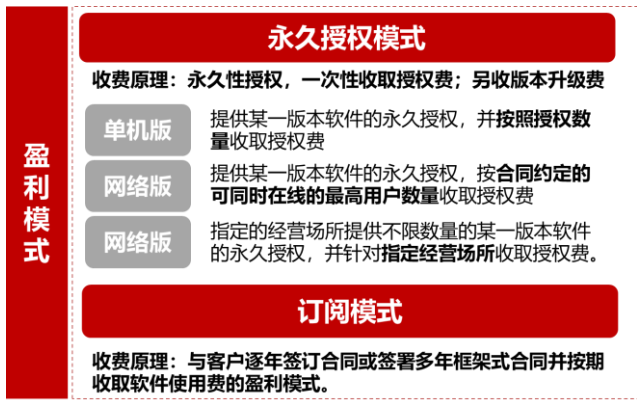
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

(3) 订阅转型：永久授权模式抢占市场，未来订阅式转型转换成本低

永久授权抢占市场。目前，国外领先的工业软件企业在采用订阅模式方面走在行业前列。基于部分企业用户对于所有权和数据安全性较为敏感的行业特点和业务发展阶段，公司当前采用以永久授权模式为主的业务模式，占比高达 91%，其中单机版、网络版和场地版分别占比 53.88%、42.01% 和 4.11%。在行业领先企业纷纷转向订阅模式的情况下，永久授权模式有效满足了客户购买永久授权产品的需求。

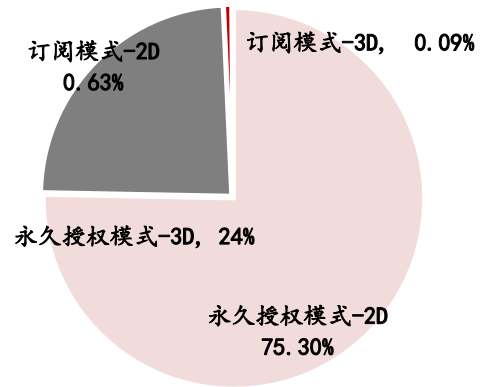
中望开展订阅模式初体验，未来订阅式转型转换成本低。中望当前处于抢占中小型客户和扩张市场份额阶段，未来具有强大客户粘性和较大客户基数之时考虑订阅式转型较为容易，转换成本低。

图 54：盈利模式梳理



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 55：2020H1 公司盈利模式构成情况（亿元）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

收入端核心假设

(1) 自产软件：

从行业增速来看，按照 BIS 的预测，2018 年全球 CAD 市场规模为 74.7 亿美元，五年复合增长率 8.48%。按照预测来看，中国 CAD 市场未来四年保持 17.78% 的复合增速增长，增速持续领跑全球，其中 2D CAD 和 3D CAD 分别保持 19.47% 和 17.43% 复合增速。

从市占率方面来看，中望软件是国内 CAD 龙头企业，2D CAD 领跑第二阵营，3D CAD 领跑第三阵营，增长潜力较大。在国产化、正版化趋势下，中望软件的国内市占率有望进一步扩大，在海外经销渠道不断扩展的情况下，海外市占率仍有较大的提升空间。考虑到测算结果 2025 年中望国内市占率有望达到 15%，中望 2025 年营收空间为 33.13 亿元，仍有 6.3 倍业绩提升空间。

从产品业务角度来看，由于公司以 2D CAD 为主营业务，2D CAD 具有自主内核和高性价比的竞争优势，公司未来三年内将突破 3D 自主内核，由此可得未来两年 2D CAD 将是主要的发展方向，2023 年自主内核得以完善后，3D CAD 的营收增速有望超过 2D CAD。同时，公司未来注重拓展教育领域版图，教育领域的增速有望持续高于 2D、3D CAD 中的通用性产品和二次开发产品。由此，我们给予如下量价的核心假设：

(1) 量：2D CAD 领域中 ZWCAD 2021/2022/2023 年增速分别为 30%/30%/20%，二次开发软件增速分别为 30%/30%/20%，2D 教育产品增速分别为 50%/50%/30%；3D CAD 领域中 ZW3D 增速分别为 20%/25%/30%，3D 教育产品增速分别为 50%/50%/30%。

(2) 价：2D CAD 领域中 ZWCAD 2021/2022/2023 年增速分别为 20%/20%/18%，二次开发软件增速分别为 10%/10%/8%，2D 教育产品增速分别为 5%/10%/10%；3D CAD 领域中 ZW3D 增速分别为 20%/20%/15%，3D 教育产品增速分别为 8%/10%/10%。

表 4：自产产品收入预测拆分

业务类型		财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
单机版和 网络版	2D CAD	ZWCAD 营业收入（亿元）	1.32	1.83	3.07	4.79	7.35
		增长率	44.55%	38.59%	68.00%	56.00%	53.40%
	二次开发软件	营业收入（亿元）	0.65	0.98	1.40	2.02	2.84

	增长率	51.70%	51.84%	43.00%	44.30%	40.40%
2D 教育产品	营业收入(亿元)	0.29	0.35	0.55	0.92	1.51
	增长率	20.36%	18.85%	57.50%	66.50%	65.00%
ZW3D	营业收入(亿元)	0.59	0.70	0.92	1.32	1.98
	增长率	28.41%	17.74%	32.00%	44.00%	49.50%
3D CAD	营业收入(亿元)	0.25	0.37	0.61	1.00	1.65
	增长率	0.86%	50.01%	62.00%	65.00%	65.00%
场地版	营业收入(亿元)	0.37	0.23	0.28	0.33	0.40
	增长率	79.00%	-38.00%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	营业收入(亿元)	3.47	4.46	6.82	10.39	15.73
	增长率	38.96%	28.44%	53.07%	52.17%	51.45%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

(2) 其他业务:

中望软件其他业务的体量较小, 由于公司 21H1 业务均取得了高增速, 故我们保守预计公司 21 年业务增速较高, 22、23 年将维持以往增速。综上所述, 我们预测公司外购产品 2021、2022、2023 年营收增速为 20%/20%/20%; 外购产品 2021、2022、2023 年营收增速为 30%/30%/30%; 其他业务 2021、2022、2023 年营收增速为 20%/20%/20%。

表 5: 其他业务收入预测拆分(单位: 百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
外购产品	5.35	1.86	2.23	2.68	3.21
yoy (%)	39%	-65%	20%	20%	20%
委托开发	7.21	5.47	7.11	9.24	12.02
yoy (%)	98%	-24%	30%	30%	30%
其他业务	1.39	2.61	3.13	3.76	4.51
yoy (%)	34%	90%	20%	20%	20%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

毛利率预测:

(1) **自产产品:** 由于公司产品皆为通用性较高的软件产品, 高技术壁垒保证了其议价能力, 故毛利率较高。我们预计 2021-2023 年公司自产产品毛利率将持续维持 98.8% 的高位。(2) **其他:** 预计公司其他的业务毛利率保持稳定, 公司外购产品毛利率 2021-2023 年维持 28.0%, 委托开发 2021-2023 年维持 65.0%, 其他业务 2021-2023 年维持 65.0%。

表 6: 毛利率预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
自产产品	97.8%	98.8%	98.8%	98.8%	98.8%
外购产品	31.3%	25.5%	28.0%	28.0%	28.0%
委托开发	55.2%	62.7%	65.0%	65.0%	65.0%
其他业务	98.5%	61.1%	65.0%	65.0%	65.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

费用率预测:

(1) **销售费用率:** 由于公司当前已有较为完善的直销与经销网络, 教育市场和海外市场正在稳步扩张中, 我们预计公司销售费用将逐步走低, 2021-2023 年销售费用率分别为 38%/37%/36%。

(2) **管理费用率:** 主要为管理人员薪酬, 公司控费能力较为稳定, 预计未来管理费用率将稳步走低, 2021-2023 年管理费用率分别为 6%/5.5%/5%。

(3) 研发费用率: 由于保持研发重点投入 2D CAD、3D CAD 重点技术突破以及 CAE 产品研发等领域, 我们预计公司为了保持较高的竞争力仍会投入较多研发费用, 预测公司研发费用率维持在 30%。

(4) 财务费用率: 由于公司 IPO 融资, 公司货币资金的流动性进一步增强, 我们预计公司 2021-2023 年财务费用率分别为 2%/1%/1%。

表 7: 费用率预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用率	41.11%	39.79%	38.0%	37.00%	36.00%
管理费用率	8.77%	8.34%	6.00%	5.50%	5.00%
研发费用率	29.91%	33.14%	30.00%	30.00%	30.00%
财务费用率	3.28%	3.42%	2.00%	1.00%	1.00%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5.2. 估值分析

我们选取 A 股对标公司为: 考虑到公司是工业软件细分领域的龙头, 主要涉及 To B 领域, 选择中控技术(国内 DCS 自动化控制系统龙头)和用友网络(国内 ERP 软件龙头)作为可比公司; 考虑到公司主要业务驱动因素主要为国产替代和工业企业信息化, 选择广联达(我国建筑信息化龙头, 上云初见成效)作为可比公司。

考虑行业方面, 工业软件正在高速渗透和高成长的高景气期, 运用 PEG 估值法进行估值, 可比公司 2021 年 PEG 平均值为 3.58; 考虑公司方面, 中望软件的高成长(2021-2023 年中望软件净利润复合增速 55.43%) 和高成长确定性(中国 CAD 市场未来四年保持 17.78% 的复合增速增长, 增速持续领跑全球; 2025 年中望国内市占率有望达到 15%, 中望 2025 年营收空间为 33.13 亿元, 仍有 6.3 倍业绩提升空间), 我们给予中望软件 2021 年 3.5 倍 PEG 估值, 目标市值 377 亿元, 对应目标价 609 元/股, 给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值表

股票代码	股票名称	EPS			PE			毛利率 (2021H1)	未来三年 CAGR	PEG 2021E
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E			
688777.SH	中控技术	1.12	1.44	1.82	92.66	72.50	57.27	40.32%	29%	3.25
002410.SZ	广联达	0.54	0.78	1.03	112.06	77.82	58.63	88.69%	54%	2.08
600588.SH	用友网络	0.31	0.39	0.52	106.3	84.56	63.69	57.15%	20%	5.42
	平均值	/	/	/	103.67	78.29	59.86	62.05%	34.05%	3.58
688083.SH	中望软件	3.14	4.80	7.30	173.15	113.36	74.51	98.14%	55.43%	3.12

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 注: 股价为 2021 年 9 月 10 日收盘价, 除中望软件外盈利预测均来自 Wind 一致预期, 中望软件 EPS、PE、营收增速均为浙商研究所预测

6. 风险提示

- (1) 国产化进展不及预期。本土客户仍偏好国外产品, 国产替代不及预期。
- (2) 正版化进展不及预期。打击盗版政策落地不及预期, 正版化进程受阻。
- (3) 核心技术突破不及预期。核心技术研发突破困难, 公司的产品竞争力下降。
- (4) 行业竞争加剧。国外工业软件企业扩张和国内本土竞争对手产品创新等原因加剧行业竞争, 行业整体盈利水平下降。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	570	898	1283	1826	营业收入	456	696	1055	1594
现金	475	752	1067	1518	营业成本	6	10	14	16
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	7	10	11	16
应收账款	54	88	136	199	营业费用	181	264	390	574
其它应收款	20	38	57	80	管理费用	38	42	58	80
预付账款	7	13	15	19	研发费用	151	209	317	478
存货	1	2	1	2	财务费用	1	(9)	(13)	(19)
其他	13	4	6	7	资产减值损失	(0)	0	0	0
非流动资产	110	68	73	81	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	11	6	8	8
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	59	42	46	49
固定资产	37	44	51	53	营业利润	137	217	333	507
无形资产	9	8	7	6	营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
在建工程	0	0	0	0	利润总额	136	216	332	506
其他	65	16	14	21	所得税	16	22	35	54
资产总计	680	965	1356	1907	净利润	120	195	297	452
流动负债	154	240	322	428	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	120	195	297	452
应付款项	4	8	9	12	EBITDA	136	214	327	496
预收账款	39	46	116	159	EPS (最新摊薄)	1.94	3.14	4.80	7.30
其他	110	185	197	257	主要财务比率				
非流动负债	36	25	35	28		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	36	25	35	28	营业收入	26.31%	52.53%	51.69%	51.07%
负债合计	189	265	358	457	营业利润	34.87%	58.57%	53.65%	52.11%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	35.16%	61.58%	52.74%	52.14%
归属母公司股东权益	491	701	998	1450	获利能力				
负债和股东权益	680	965	1356	1907	毛利率	98.76%	98.50%	98.70%	99.00%
					净利率	26.39%	27.96%	28.15%	28.35%
					ROE	24.52%	32.64%	34.98%	36.93%
					ROIC	21.99%	26.05%	27.96%	29.62%
					偿债能力				
					资产负债率	27.82%	27.40%	26.39%	23.95%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.71	3.74	3.98	4.26
					速动比率	3.70	3.74	3.97	4.26
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	0.85	0.91	0.98
					应收帐款周转率	8.65	10.43	9.90	10.10
					应付帐款周转率	1.53	1.66	1.61	1.55
					每股指标(元)				
					每股收益	1.94	3.14	4.80	7.30
					每股经营现金	2.43	4.22	4.99	7.02
					每股净资产	7.92	11.32	16.11	23.41
					估值比率				
					P/E	279.78	173.15	113.36	74.51
					P/B	51.47	48.05	33.75	23.23
					EV/EBITDA		153.63	99.75	64.81

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>