

Q3 单季或是阶段性低点，聚焦产业逻辑

中望软件(688083)

评级:	买入	股票代码:	688083
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	665.96/375.7
目标价格:		总市值(亿)	233
最新收盘价:	375.7	自由流通市值(亿)	53
		自由流通股数(百万)	13.49

事件概述

10月22日，公司发布2021三季报报告，前三季度实现营业收入3.6亿元，同比增长34.3%，实现归母净利润9841.9万元，同比增长44.7%，实现扣非后归母净利润4377.9万元，同比下滑19.0%。

► 2021Q3 业绩出现短期扰动，增速或是阶段性低点

公司2021年前三季度营收同比增长34.3%、归母净利润同比增长44.7%，判断尽管营收增速基本达到股权激励指引的增长目标(35%)，但仍低于预期。拆分单三季度来看，Q3单季公司实现营收1.5亿元，同比增长20.1%；实现归母净利润4976.4万元，同比增长24.2%；实现扣非后净利润2742.6万元，同比下降22.4%，低于此前市场预期。此外，前三季度政府补助及理财收益也有较大幅度增长。

值得注意的是，2021Q3单三季度收入增速(20.1%)为2020Q2疫情逐步恢复后的增速最低点，除了相对较高的基数以外(2020年教育口放量)，判断两大核心问题在于：销售/研发强投入带来的期限错配问题，以及下游客户的预算、采购扰动。我们认为，单三季度收入可能为阶段性增速低点，后续边际改善可期。

► 销售 & 研发人员扩充影响当期利润，3D 产品增长依旧可期

1、**扩充销售和研发团队，费用率上升影响当期利润。**2021Q1-Q3来看，公司销售费用投入1.6亿元，同比增长59.9%，销售费用率为43.6%，较去年同期提升8.4个百分点，预计原因主要是：1)进一步扩充销售团队的人数，大幅提升对市场营销的投入；2)年内上市活动等相关费用支出，导致销售费用等科目大幅度上升(H1已有体现)。我们认为，渠道端加码是公司产品端放量的关键基础，整合2D/3D销售团队或带来短期阵痛，但对于3D及CAE业务的未来拓展至关重要，判断销售效率有望显著提升。此外报告期内公司研发费用1.22亿元，同比增长29.8%，研发费用率为34.3%，保持相对稳定。整体而言，考虑行业特殊性，销售、研发投入转化为收入贡献的周期较长，导致短期内营业收入增速承压，公司利润端表现暂时低于预期。

2、**多因素拖累收入端，但判断3D CAD、CAE产业突破真实发生。**除费用投入错配问题以外，下半年以来下游客户疫情影响、预算支出、采购节奏等问题也呈现向上游传导趋势，进一步拖累公司收入增长。但从长周期看，高端智造已成为我国产业升级的核心方向，高端工业软件正是产业之魂，公司具备自研3D图像引擎技术、居于产业链核心位置，判断随着3D产品显现放量趋势、CAE产品实现从0到1，公司增长持续性可期。

► 聚焦产业逻辑：3D 产品加速迭代，参股安怀信强化 CAE 布局

1、**3D CAD 产品：公司3D产品加速迭代和优化，覆盖范围和应用场景范围持续扩大。**2021年前三季度，公司通过与灯塔客户的精细双向打磨与迭代，不断强化并夯实三维几何建模内核，3D CAD/CAM不断扩大在大场景、高精度、高复杂度领域应用范围，并率先开启国产3D CAD/CAM软件在高端制造和建造领域的应用研发。7月22日中公司发布的ZW3D 2022版本，实现曲线G3高阶连续，持续强化参数化设计能力、提升大场景装配设计支撑能力等，提升了复杂设计场景适用度，提高主流PLM适配性和复杂产品设计和加工能力，率先开启国产3D CAD/CAM软件在高端制造和建造领域的应用研发。

2、**CAE电磁核心算法等技术已处于国内同类软件前列，参股安怀信加强CAE仿真和验证领域布局。**公司通过对CAE领域的持续研发投入，先后开发了CAE软件集成平台ZW MeshWorks、电磁仿真ZWSim-EM、结构仿真ZWSim Structural三款产品，分别面向具有前后处理开发需求的开发者、三维高频电磁仿真工程师和结构分析工程师。目前在电磁核心算法EIT及Yee网格、FEM网格等技术方面已处于国内同类软件前列。3月22日，公

司以自有资金 3000 万元取得安怀信增资后全部股权的 10%。我们认为，参股安怀信，有望加强公司在 CAE 仿真及验证领域内的布局，在未来加速实现 All-in-One CAx 整体解决方案。

投资建议

公司是国产 CAD 软件龙头，我们看好 2021-2023 年 2DCAD 业务对整体收入的贡献；中长周期来看，公司 3D CAD 产品和 CAE 产品将成为公司主要增长驱动力。考虑以上因素，我们维持 2021-2023 年公司营业收入预测分别为 6.59/9.53/13.91 亿元，同比增长 44.5%/44.5%/46%；归母净利润分别为 1.69/2.45/3.56 亿元，同比增长 40.1%/45.4%/45.1%；EPS 分别为 2.7/4.0/5.7 元。对应 2021 年 10 月 22 日 375.7 元/股收盘价，PE 分别为 137.9/95.1/65.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示

疫情使制造企业 IT 预算下降；国产 CAD 软件替代不及预期；公司 3D 新产品研发进展不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	361	456	659	953	1,391
YoY (%)	41.6%	26.3%	44.5%	44.5%	46.0%
归母净利润(百万元)	89	120	169	245	356
YoY (%)	100.2%	35.1%	40.1%	45.4%	45.1%
毛利率 (%)	97.8%	98.8%	98.9%	99.0%	99.1%
每股收益 (元)	1.44	1.94	2.72	3.96	5.74
ROE	21.7%	24.5%	25.6%	27.1%	28.2%
市盈率	261.79	194.16	137.86	95.10	65.45

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	456	659	953	1,391	净利润	120	169	245	356
YoY (%)	26.3%	44.5%	44.5%	46.0%	折旧和摊销	8	15	20	20
营业成本	6	7	10	13	营运资金变动	30	2	-18	41
营业税金及附加	7	10	15	22	经营活动现金流	151	202	310	483
销售费用	181	264	372	542	资本开支	-13	3	1	0
管理费用	38	66	86	125	投资	0	0	0	0
财务费用	1	35	54	51	投资活动现金流	-54	13	19	27
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	1	4	4
投资收益	11	11	18	27	债务募资	7	2,389	260	196
营业利润	137	162	245	372	筹资活动现金流	-24	2,337	149	77
营业外收支	-1	25	29	26	现金净流量	72	2,553	478	587
利润总额	136	187	274	398	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	16	19	29	42	成长能力				
净利润	120	169	245	356	营业收入增长率	26.3%	44.5%	44.5%	46.0%
归属于母公司净利润	120	169	245	356	净利润增长率	35.1%	40.1%	45.4%	45.1%
YoY (%)	35.1%	40.1%	45.4%	45.1%	盈利能力				
每股收益	1.94	2.72	3.96	5.74	毛利率	98.8%	98.9%	99.0%	99.1%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	26.4%	25.6%	25.7%	25.6%
货币资金	475	3,028	3,506	4,093	总资产收益率 ROA	17.7%	5.1%	6.4%	7.9%
预付款项	7	9	10	15	净资产收益率 ROE	24.5%	25.6%	27.1%	28.2%
存货	1	2	2	3	偿债能力				
其他流动资产	86	130	187	260	流动比率	3.71	1.22	1.28	1.36
流动资产合计	570	3,169	3,705	4,371	速动比率	3.63	1.22	1.28	1.36
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	3.09	1.17	1.21	1.28
固定资产	37	41	45	48	资产负债率	27.8%	79.9%	76.4%	72.0%
无形资产	9	11	15	18	经营效率				
非流动资产合计	110	117	125	130	总资产周转率	0.67	0.20	0.25	0.31
资产合计	680	3,285	3,830	4,501	每股指标 (元)				
短期借款	0	2,389	2,649	2,845	每股收益	1.94	2.72	3.96	5.74
应付账款及票据	4	6	6	9	每股净资产	7.92	10.65	14.59	20.33
其他流动负债	149	196	235	352	每股经营现金流	2.43	3.27	5.00	7.80
流动负债合计	154	2,590	2,891	3,206	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	36	36	36	36	PE	268.09	191.40	131.65	90.73
非流动负债合计	36	36	36	36	PB	0.00	48.94	35.72	25.63
负债合计	189	2,626	2,926	3,242					
股本	46	47	51	55					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	491	659	904	1,259					
负债和股东权益合计	680	3,285	3,830	4,501					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，4年证券研究经验，主要覆盖金融科技、网络安全、人工智能、云计算等研究方向。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。