

中望软件 (688083.SH)

长期逻辑不变，但中短期业绩承压

核心观点:

- **公司披露 2021 年三季报。** 21 年前三季度业绩：营业收入 3.56 亿元，同比+34.3%；归母净利润为 9842 万元，同比+44.7%；扣非净利润为 4378 万元，同比-19.0%。
- **收入方面：** 1.考虑到公司 3D 产品的研发及推广进度，判断前三季度公司自有软件产品收入中 3D CAD 与 2D CAD 的占比较 H1 基本保持一致。从 Q3 单季度收入增速来看，并考虑到境内及自产软件收入占比，企业市场 CAD 产品收入增速较 H1 或有较大回落。2.国内教育市场 Q3 低基数效应减弱，Q3 单季度来自教育市场的收入增速较 21H1 或有明显下降。3.从 H1 境外收入看，疫情对公司海外营销活动仍产生了较大影响，判断 Q3 应有一定程度恢复。4. 我们一直强调，在国内 CAX 等研发工具类工业软件行业，国内厂商需要实现国产化替代(包括对国外厂商盗版软件的替代)，这对国内厂商来说是类似从零到一的过程，因此存在更大的挑战及难度。尽管短期业绩有一定波动，但考虑到行业趋势，我们仍然看好其长期发展逻辑及空间。
- **费用方面：** 1.21Q3 单季度研发费用为 4953 万元，同比+45.6%；销售费用为 5848 万元，同比+31.6%。2.当前，在产品功能/性能以及品牌知名度等方面，公司产品较达索、西门子等国际巨头仍有较大差距，其研发费用率及销售费用率或仍将维持在高位，将压制短期利润的释放。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 21~23 年，公司营业收入分别为 6.23 亿元、8.71 亿元、12.03 亿元。当前，公司股价较上半年已有较大程度回落，后续需持续跟踪公司研发情况以及产品推广情况，若一切进展较顺利，参考可比公司估值，我们给予中望软件 2021 年 5.0X PEG 估值，则每股合理价值为 453.03 元/股，维持“买入”评级。同时，不可轻视短期成长波动对合理价值实现时间的影响。
- **风险提示。** 竞争加剧的风险；产业政策支持力度下降风险。

盈利预测:

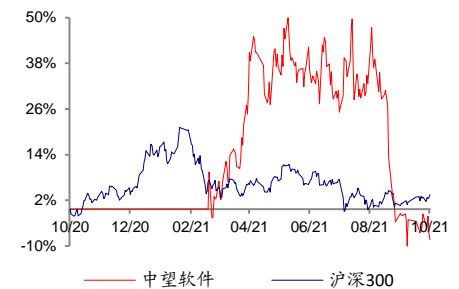
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	361	456	623	871	1,203
增长率(%)	41.6	26.3	36.7	39.7	38.2
EBITDA(百万元)	102	139	178	230	321
归母净利润(百万元)	89	120	162	218	294
增长率(%)	100.2	35.1	34.4	34.8	35.0
EPS(元/股)	1.92	2.59	2.61	3.52	4.75
市盈率(P/E)	-	-	143.89	106.75	79.10
ROE(%)	21.7	24.5	5.4	6.8	8.4
EV/EBITDA	-	-	115.74	88.90	62.98

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	375.70 元
合理价值	453.03 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-24

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gflinuxefeng@gf.com.cn

相关研究:

- 中望软件(688083.SH):投 2021-08-05
入加大，利润表现略滞后
- 中望软件(688083.SH):从 2021-05-23
海内外同行格局看 CAX 一体化发展战略
- 中望软件(688083.SH):国 2021-02-22
内 CAD 行业头部厂商，充分受益行业发展

联系人:

雷棠棣 021-38003673

leitangdi@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

一、公司披露 2021 年三季度报

公司披露2021年三季度报:

21年前三季度业绩: 营业收入3.56亿元, 同比增加34.3%; 归母净利润为9842万元, 同比增长44.7%; 扣非净利润为4378万元, 同比减少19.0%;

21Q3业绩: 营业收入为1.50亿元, 同比增长20.1%; 归母净利润为4976万元, 同比增长24.15%; 扣非净利润为2743万元, 同比减少22.4%。

简评:

1. 收入方面:

- (1) 考虑到公司3D产品的研发及推广进度, 我们判断前三季度公司自有软件产品收入中3D CAD与2D CAD的占比较上半年基本保持一致。从Q3单季度收入增速来看, 并考虑到境内及自产软件收入占比, 企业市场CAD产品收入增速较H1或有较大回落。
- (2) 此外, 考虑到21年第三季度国内教育市场低基数的影响减弱, 单季度来自教育市场的收入同比增速较21年上半年(+193%)或有明显下降。
- (3) 境外收入方面: 21年上半年受海外疫情影响, 公司海外营销活动受到较大影响, 同比减少8.4%, 考虑到疫情影响的逐步消退, 判断21Q3应有一定程度的恢复, 预计21Q4或有更大程度的恢复。
- (4) 正如我们一直强调, 在国内CAX等研发工具类工业软件行业, 国内厂商需实现国产化替代(包括对国外厂商盗版软件的替代), 这对国内厂商来说是类似从零到一的过程, 因此存在更大的挑战及难度。尽管短期业绩有一定波动, 但考虑到行业趋势, 我们仍然看好其长期发展逻辑及空间。

2. 费用方面:

- (1) 研发费用: 21年Q3单季度研发费用为4953万元, 同比增加45.6%, 环比Q2增加27.4%。前三季度研发费用率为34.3%, 继续维持在高位(21H1为35.4%)。CAD等产品领域的关键技术突破仍需要公司长期坚定的研发投入。
- (2) 销售费用: 21年Q3单季度销售费用为5848万元, 同比增加31.6%, 环比Q2增加11.5%。前三季度销售费用率为43.6%, 21H1为47.0%。
- (3) 当前, 在产品功能/性能以及品牌知名度等方面, 公司产品较达索、西门子等国际巨头仍有较大差距, 其研发费用率及销售费用率或仍将维持在高位, 将压制短期利润的释放。

3. 利润方面, 前三季度, 计入当期损益的政府补助及理财收益较上年同期增加, 公司归母净利润实现44.7%的同比增速, 但研发及销售投入增大, 使扣非利润承压, 同比出现一定程度的下滑。

4. 应收账款7315万元, 较21H1增长41.3%, 较年初增长48.4%。合同负债4261万元, 较21H1减少7.7%, 较年初增长9.2%。

5. 前三季度经营活动现金流净额为4164万元，同比增长25.5%。

表 1: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)

财报数据 (百万元)	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
营业收入	84.06	125.29	190.73	85.21	120.78	150.47
营业成本	1.08	-	-	2.25	1.57	3.06
销售费用	28.59	-	-	44.34	52.46	58.48
管理费用	7.26	-	-	10.67	13.14	13.68
研发费用	34.35	-	-	34.00	38.88	49.53
财务费用	0.04	-	-	0.35	-1.35	-1.35
投资净收益	4.78	-	-	0.41	8.60	5.71
营业利润	27.01	-	-	3.98	48.90	57.48
归母公司净利润	24.13	40.08	52.38	5.79	42.87	49.76
扣非净利润	16.94	35.35	41.37	-2.82	19.17	27.43
主要比率						
毛利率	98.72%	-	-	97.36%	98.70%	97.97%
销售费用率	34.02%	-	-	52.04%	43.43%	38.87%
管理费用率	8.63%	-	-	12.52%	10.88%	9.09%
研发费用率	40.87%	-	-	39.90%	32.19%	32.92%
营业利润率	32.14%	-	-	4.67%	40.48%	38.20%
归母净利率	28.71%	31.99%	27.47%	6.79%	35.49%	33.07%
YoY						
营业收入	-	-	37.12%	52.12%	43.69%	20.10%
归母净利润	-	-	69.85%	52.83%	77.66%	24.15%
扣非净利润	-	-	83.37%	93.46%	13.19%	-41.74%
QoQ						
营业收入	50.07%	49.41%	51.87%	-55.33%	41.75%	24.58%
归母净利润	537.49%	66.10%	30.69%	-88.96%	641.05%	16.08%
扣非净利润	139.25%	108.68%	17.03%	-106.82%	779.79%	43.04%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

二、盈利预测与投资建议

预计21~23年，公司营业收入分别为6.23亿元、8.71亿元、12.03亿元，同比增速分别为36.7%、39.7%、38.2%，归母净利润分别为1.62亿元、2.18亿元、2.94亿元，同比增速分别为34.4%、34.8%、35.0%。

考虑中望软件在CAD行业的地位、未来发展空间，以及国内CAD行业发展机会较好，其作为头部厂商，将更大程度受益。尽管短期业绩有所波动，但我们仍看好公司中长期投资价值。

当前，公司股价较上半年已有较大程度回落，后续需持续跟踪公司研发情况以及产品推广情况，若一切进展较顺利，参考可比公司估值，我们给予中望软件2021年5.0X PEG估值（G为自20年至23年归母净利润的年复合增速，约34.7%），则每股合理价值为453.03元/股，维持“买入”评级。同时，不可轻视短期成长波动对合理价值实现时间的影响。

表2: 可比公司PEG估值情况（市值统计截止2021.10.22收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	PEG估值水平	归母净利润（百万元）			PE估值水平		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
金山办公	688111.SH	应用软件	1219	2.9	1187	1616	2195	103	75	56
用友网络	600588.SH	应用软件	1068	5.6	1012	1258	1661	106	85	64

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

三、风险提示

(一) 竞争加剧的风险

(二) 产业政策支持力度下降风险

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	485	570	2,811	3,004	3,307	
货币资金	403	475	2,680	2,827	3,068	
应收及预付	57	61	88	122	166	
存货	1	1	2	2	3	
其他流动资产	24	32	40	53	70	
非流动资产	50	110	415	521	607	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	37	37	64	102	146	
在建工程	0	0	10	35	50	
无形资产	8	9	273	312	334	
其他长期资产	6	65	69	73	77	
资产总计	535	680	3,226	3,526	3,914	
流动负债	101	154	207	289	383	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	21	4	6	8	11	
其他流动负债	80	149	201	281	372	
非流动负债	25	36	36	36	36	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	25	36	36	36	36	
负债合计	125	189	243	324	418	
股本	46	46	62	62	62	
资本公积	224	224	2,539	2,539	2,539	
留存收益	141	221	383	601	895	
归属母公司股东权益	410	491	2,983	3,201	3,495	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
负债和股东权益	535	680	3,226	3,526	3,914	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	361	456	623	871	1,203	
营业成本	8	6	8	11	14	
营业税金及附加	5	7	10	14	19	
销售费用	148	181	271	357	475	
管理费用	32	38	51	70	90	
研发费用	108	151	206	287	391	
财务费用	0	1	-24	-41	-44	
资产减值损失	0	0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	6	11	20	17	18	
营业利润	101	137	184	248	334	
营业外收支	-2	-1	-1	-1	-1	
利润总额	99	136	183	246	332	
所得税	10	16	21	28	38	
净利润	89	120	162	218	294	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	89	120	162	218	294	
EBITDA	102	139	178	230	321	
EPS (元)	1.92	2.59	2.61	3.52	4.75	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	99	151	1,180	862	542	
净利润	89	120	162	218	294	
折旧摊销	5	8	19	25	33	
营运资金变动	9	30	1,018	635	232	
其它	-4	-7	-19	-16	-17	
投资活动现金流	-29	-54	-1,305	-715	-302	
资本支出	-35	-13	-321	-128	-115	
投资变动	0	0	0	0	0	
其他	6	-42	-984	-587	-186	
筹资活动现金流	163	-24	2,331	0	0	
银行借款	0	7	0	0	0	
股权融资	176	0	2,331	0	0	
其他	-13	-31	0	0	0	
现金净增加额	233	72	2,205	147	241	
期初现金余额	171	403	475	2,680	2,827	
期末现金余额	403	475	2,680	2,827	3,068	

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	41.6%	26.3%	36.7%	39.7%	38.2%
营业利润增长	112.9%	34.9%	34.4%	34.7%	34.7%
归母净利润增长	100.2%	35.1%	34.4%	34.8%	35.0%
获利能力					
毛利率	97.8%	98.8%	98.8%	98.8%	98.9%
净利率	24.7%	26.4%	25.9%	25.0%	24.5%
ROE	21.7%	24.5%	5.4%	6.8%	8.4%
ROIC	21.4%	23.7%	4.7%	5.7%	7.3%
偿债能力					
资产负债率	23.4%	27.8%	7.5%	9.2%	10.7%
净负债比率	30.6%	38.5%	8.1%	10.1%	12.0%
流动比率	4.81	3.71	13.57	10.40	8.64
速动比率	4.75	3.63	13.49	10.32	8.56
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.67	0.19	0.25	0.31
应收账款周转率	7.25	9.25	8.69	8.90	9.13
存货周转率	635.99	316.05	377.66	377.86	397.53
每股指标 (元)					
每股收益	1.92	2.59	2.61	3.52	4.75
每股经营现金流	2	3	19	14	9
每股净资产	8.83	10.57	48.16	51.68	56.43
估值比率					
P/E	-	-	143.89	106.75	79.10
P/B	-	-	7.80	7.27	6.66
EV/EBITDA	-	-	115.74	88.90	62.98

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。
- 雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年2月加入广发证券发展研究中心。3年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。