

境内外市场不断突破，助力推进教育变革

投资要点

- **业绩总结：**公司2021全年实现营业收入6.2亿元，同比增长35.7%；实现归母净利润1.8亿元，同比增长50.9%。
- **公司2021全年营收及归母净利润增幅较大，毛利率水平表现优异。**1) 从营收端来看，2021年公司营收同比增长35.7%，主要系公司积极开发境内与境外商业市场行业大客户，以及国内市场大型企业国产化正版化的持续推进。2) 从利润端看，2021年公司归母净利润同比上升50.9%，主要系营收、政府补助及理财收益较去年同期增加。公司毛利率为98.1%，较去年同期下降0.9%。3) 从费用端来看，2021年公司销售、管理、研发费用率分别为43.2%、9.1%和32.8%，其中销售费用同比增长47.1%，主要系公司加强营销体系建设，强化直销队伍向大客户模式转变。
- **境内商业市场对工业软件需求持续增长。**我国工业软件市场长期被国外厂商产品占据，中美贸易摩擦的加剧使得核心技术国产化的重要性更加突出，国产研发设计类工业软件进入国内大型企业的步伐加快。公司积极拥抱国产化趋势，通过稳步扩大直销团队，积极招募渠道经销商伙伴，加速二线城市市场下沉，为更多中小企事业单位提供服务，与中国工业软件合作伙伴共享产业发展红利。
- **助力教育变革，境外市场覆盖率不断提高。**公司产品在教育行业内不断普及，提供的人工智能教育解决方案支持27省市AI教育落地。公司不断完善丰富产品矩阵，21年共发布10款新产品/产品新版本，其中中望教育云平台产品试用人次同比增长516.7%。此外，公司国外经销渠道网络建设取得了明显突破，新增合作渠道商数量为往年的两倍以上，已成功在美国、越南、日本等战略市场建立本地业务和支持团队。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为3.75元、5.12元、6.63元，未来三年归母净利润将达到31.29%的复合增长率。考虑到公司是国内工业软件领域的领先企业，高度重视核心技术研发，持续加强品牌影响力和营销体系建设，加强人才队伍建设，预计订单量在2022年将迎来显著增长，给予2022年65倍估值，对应目标价243.75元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**研发项目不及预期、客户拓展不及预期等风险。

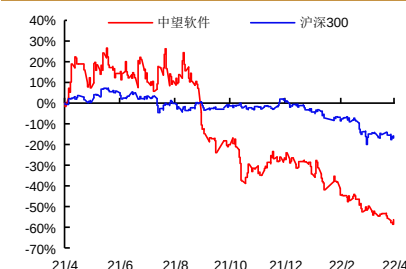
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	618.68	837.32	1128.45	1494.29
增长率	35.65%	35.34%	34.77%	32.42%
归属母公司净利润(百万元)	181.65	232.06	317.06	410.44
增长率	50.89%	27.75%	36.63%	29.45%
每股收益EPS(元)	2.93	3.75	5.12	6.63
净资产收益率ROE	6.46%	7.72%	9.68%	11.35%
PE	68	53	39	30
PB	4.41	4.12	3.78	3.42

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王湘杰
 执业证号：S1250521120002
 邮箱：wxj@swsc.com.cn
 联系人：叶泽佑
 电话：13524424436
 邮箱：yezey@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

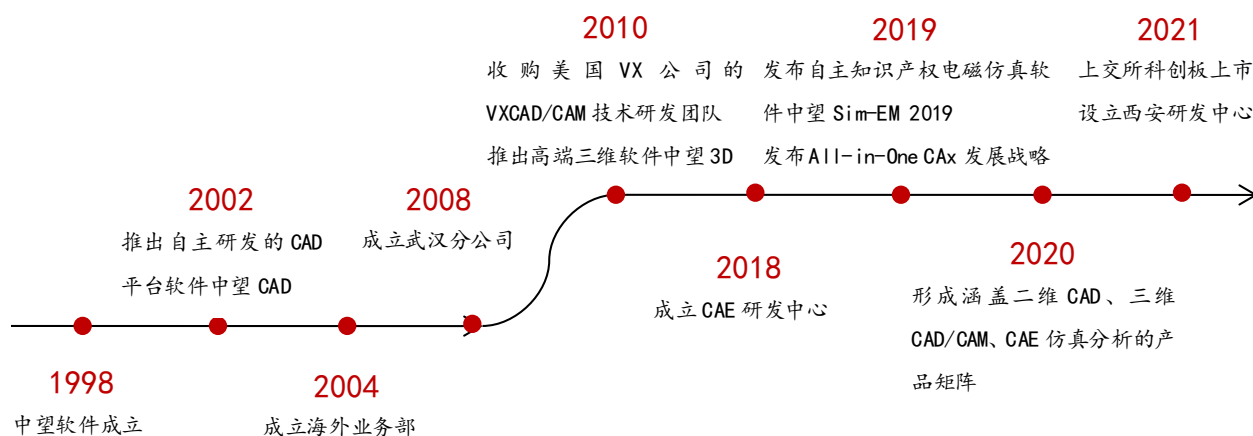
总股本(亿股)	0.62
流通A股(亿股)	0.31
52周内股价区间(元)	180.36-665.96
总市值(亿元)	123.89
总资产(亿元)	31.17
每股净资产(元)	45.40

相关研究

1 国内研发设计类工业软件供应商龙头，研发创新持续发力

中望软件成立于 1998 年，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。公司成立之初专注于 2D CAD 软件的研发与销售工作，打造易操作、兼容性强、功能完善的工业设计绘图软件，为客户提供优质的软件产品及服务。凭借着在 2D CAD 软件领域 20 年的深耕细作及持续研发投入，公司在业内知名度和认可度逐步提高，品牌优势逐渐形成，逐步打破了我国 2D CAD 软件领域由欧美垄断的局面，为实现 2D CAD 软件产品国产化、自主化作出较大贡献，公司自成立以来一直注重产品的研发，取得了一系列科研成果及荣誉，被认定为“国家高新技术企业”。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，西南证券整理

公司高度重视研发创新，在广州、武汉、北京、上海、西安以及美国佛罗里达州六大区域成立研发中心，同时积极扩充研发团队，2021 年研发人员净增加 187 人，增长 41%。公司在现有 CAD 产品的基础上，持续投入研发力量对产品进行技术升级改造，2021 年发布机械、建筑 Linux 专业版 CAD 和国内首款 Linux 版三维 CAD 软件中望 3D Linux 等 10 款新产品/产品新版本。未来公司将持续加大研发投入，满足持续创新和业务可持续发展的需要。

公司聚焦研发设计类工业软件领域，持续深化“All-in-One CAX 一体化”战略，产品层面，公司构建了 2D CAD、3D CAD 以及 CAE 为主的产品系列。

公司产品具体情况如下：

表 1：公司主要产品

产品系列	应用板块	主要产品
2D CAD 产品系列	企业板块	ZW CAD
	教育板块	基于 ZW CAD 二次开发的专业软件
3D CAD 产品系列	企业板块	2D 教育产品
	教育板块	ZW 3D
		3D 教育产品

产品系列	应用板块	主要产品
CAE 产品系列		ZWMeshWorks
		ZWSim-EM
		ZWSim Structural

资料来源：公司公告，西南证券整理

公司系列软件产品广泛应用于教育、机械、电子、汽车、建筑、交通、能源等行业领域，得到国内和海外客户认可。公司积极拓展国内和海外市场，客户遍及全球 90 多个国家和地区，正版用户突破 90 万，客户包括中船集团、中交集团、中国移动、中车株洲所、京东方、格力、海尔、国家电网等。公司自 2008 年起开拓教育市场，推出创新教育软件、创意设计社区等服务，已经为 3000 多所本科、职业院校的建筑、机械、园林、测量、信息技术、3D 打印等专业提供人才培养解决方案，并服务 K12 学校/机构超 70000 所。未来，公司将继续加强区域、行业覆盖，加快电子高科技龙头及供应链推广、服务央企、服务军工。

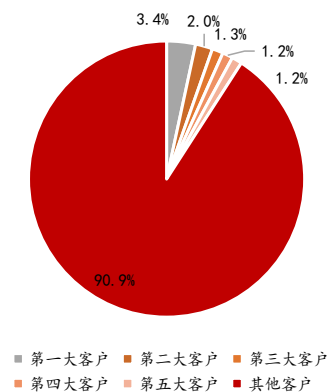
公司客户较为分散，2021 年前五名客户销售额 0.6 亿元，占年度销售总额 9.1%，不存在严重依赖于少数客户的情况。

图 2：公司部分客户



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司前五大客户收入占比

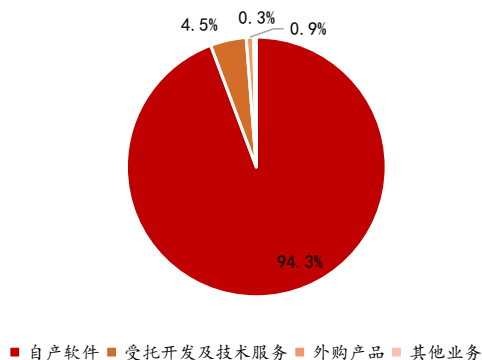


数据来源：Wind，西南证券整理

从营收结构来看，公司营业收入大部分来源于自产软件。公司自产软件收入持续增长，2021 年占主营业务收入的比例达到 94.3%，主要系公司产品质量不断提升，产品功能进一步满足客户的需要，2D CAD、3D CAD 和 CAE 产品销售收入持续增长。公司受托开发及技术服务、外购产品和其他业务规模较小，2021 年占主营业务收入的比例分别为 4.5%、0.3%、0.9%。

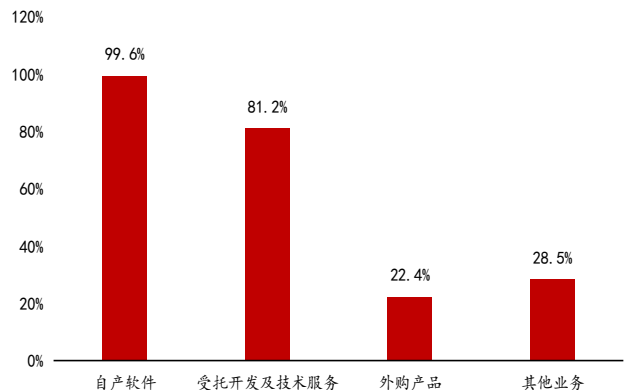
毛利结构中，公司自产软件和受托开发和技术服务业务毛利率较高，2021 年分别为 99.6%、81.2%，外购产品和其他业务占营收比重较小，毛利率相对较低，2021 年分别为 22.4%、28.5%。

图 4：公司主营业务分产品收入



数据来源：Wind，西南证券整理

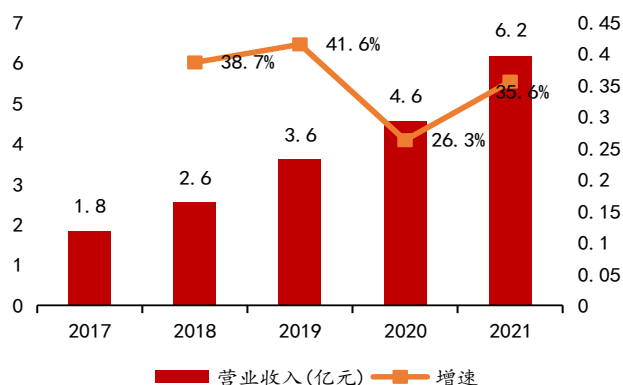
图 5：公司各业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

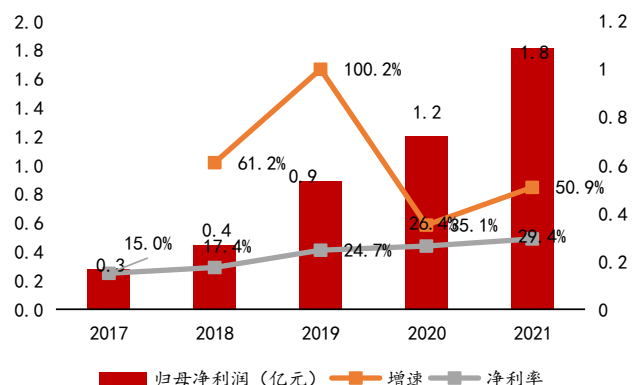
营收持续增长，归母净利润大幅增长。2017-2021 年公司主营业务收入复合增长率 36.2%，主要系公司积极进行市场开拓。2017-2021 年，公司归母净利润复合增长率 56.2%，2021 年归母净利润 1.8 亿元，同比增长 50.89%，主要系营业收入、计入当期损益的政府补助及理财收益较上年同期增加。2021 年扣非归母净利润同比增长 4.16%，低于营收增速，主要系公司积极引进优秀人才，持续加强研发投入，多方位开展营销活动，并实施股权激励计划，公司销售费用、管理费用、研发费用较上年同期均有增加。

图 6：公司营收情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司归母净利润与净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司深耕研发设计类工业软件领域，持续深化“**All-in-One CAx 一体化**”战略，产品系列包括 2D CAD、3D CAD 以及 CAE，主要应用于商业板块和教育板块。随着工业信息化高速发展，研发设计类工业软件的需求增加，公司在产品研发创新和客户拓展方面持续投入，全力打造 2D 产品线、3D 产品线、CAE 产品线三条业务增长曲线，不断加快产品进

步、加强区域行业覆盖、与大客户结盟，预计公司自产软件订单量将大幅增长。我们预计公司 2022 年-2024 年自产软件的订单量增速为 35%、35%、33%；

假设 2：公司受托开发、外购产品和其他业务规模较小，预计订单量将保持稳定增长。我们预计公司 2022 年-2024 年受托开发业务的订单量增速为 35%、30%、25%，外购产品订单量增速为 105%、55%、35%；其他业务订单量增速为 10%、10%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入及毛利率如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
自产软件	收入	583.4	786.2	1059.5	1406.6
	增速	31%	35%	35%	33%
受托开发	收入	27.6	37.3	48.5	60.6
	增速	405%	35%	30%	25%
外购产品	收入	5.7	11.6	18.0	24.4
	增速	205%	105%	55%	35%
其他	收入	2.0	2.2	2.4	2.7
	增速	-24%	10%	10%	10%
合计	收入	618.7	837.3	1128.5	1494.3
	增速	35.6%	35.3%	34.8%	32.4%
	毛利率	97.87%	97.87%	97.87%	96.87%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取金山办公、中控技术、用友网络 3 家上市公司作为可比公司进行估值比较，2022 年 3 家可比公司平均估值为 59 倍。公司是国内研发设计类工业软件龙头企业，积极把握行业发展机遇，在产品研发和客户拓展方面持续发力，预计估值将略高于行业平均水平。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688111.SH	金山办公	171.00	2.26	3.04	4.11	5.29	117.32	59.25	43.75	34.11
688777.SH	中控技术	62.13	1.17	1.52	1.98	2.60	64.45	43.83	33.94	25.47
600588.SH	用友网络	19.50	0.22	0.27	0.36	0.45	165.81	74.28	57.01	45.62
平均值							115.86	59.12	44.90	35.07

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2022-2024 年 EPS 分别为 3.75 元、5.12 元、6.63 元，未来三年归母净利润将达到 31.2% 的复合增长率。考虑到公司是国内工业软件领域的领先企业，高度重视核心技术研发，持续加强人才队伍建设，加强品牌影响力和营销体系建设，预计 2022 年将迎来显著增长，给予 2022 年 65 倍估值，对应目标价 243.75 元，首次覆盖，“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	618.68	837.32	1128.45	1494.29	净利润	181.65	232.06	317.06	410.44
营业成本	13.15	17.80	23.98	46.70	折旧与摊销	13.10	33.14	33.14	33.14
营业税金及附加	8.43	12.22	16.38	21.51	财务费用	-1.01	0.50	2.19	2.01
销售费用	266.94	353.89	475.61	627.53	资产减值损失	-0.32	0.00	2.00	-1.00
管理费用	56.18	80.22	104.73	153.46	经营营运资本变动	-60.36	-30.05	-11.91	112.87
财务费用	-1.01	0.50	2.19	2.01	其他	54.30	-16.87	-22.24	-21.09
资产减值损失	-0.32	0.00	2.00	-1.00	经营活动现金流净额	187.37	218.78	320.25	536.37
投资收益	17.47	0.00	2.56	0.00	资本支出	208.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	33.74	16.87	19.68	21.09	其他	-2470.88	16.87	22.24	21.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2262.43	16.87	22.24	21.09
营业利润	202.00	262.56	358.16	463.99	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.41	-3.50	-4.91	-6.41	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	201.59	259.06	353.25	457.58	股权融资	2188.30	0.00	0.00	0.00
所得税	19.94	27.00	36.19	47.15	支付股利	-43.36	-39.62	-48.85	-66.99
净利润	181.65	232.06	317.06	410.44	其他	-28.79	-18.10	-2.19	-2.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	2116.15	-57.72	-51.04	-69.00
归属母公司股东净利润	181.65	232.06	317.06	410.44	现金流量净额	38.87	177.93	291.45	488.46
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	514.06	691.99	983.43	1471.89	成长能力				
应收和预付款项	139.20	180.72	246.73	337.81	销售收入增长率	35.65%	35.34%	34.77%	32.42%
存货	2.35	3.18	2.29	7.35	营业利润增长率	47.71%	29.98%	36.41%	29.55%
其他流动资产	2019.25	2037.14	2064.14	2098.08	净利润增长率	50.89%	27.75%	36.63%	29.45%
长期股权投资	27.74	27.74	27.74	27.74	EBITDA 增长率	46.99%	38.35%	32.85%	26.85%
投资性房地产	6.46	6.46	6.46	6.46	获利能力				
固定资产和在建工程	76.06	72.56	69.06	65.56	毛利率	97.87%	97.87%	97.87%	96.87%
无形资产和开发支出	277.28	248.65	220.02	191.40	三费率	52.07%	51.91%	51.62%	52.40%
其他非流动资产	54.91	53.90	52.89	51.88	净利率	29.36%	27.72%	28.10%	27.47%
资产总计	3117.32	3322.35	3672.77	4258.18	ROE	6.46%	7.72%	9.68%	11.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.83%	6.98%	8.63%	9.64%
应付和预收款项	140.85	225.42	305.17	538.09	ROIC	105.11%	67.28%	88.96%	133.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.61%	35.37%	34.87%	33.40%
其他负债	164.11	91.10	93.55	102.58	营运能力				
负债合计	304.96	316.51	398.72	640.68	总资产周转率	0.33	0.26	0.32	0.38
股本	61.94	61.94	61.94	61.94	固定资产周转率	12.37	13.65	19.51	27.50
资本公积	2397.09	2397.09	2397.09	2397.09	应收账款周转率	8.19	7.48	7.69	7.56
留存收益	354.36	546.80	815.02	1158.47	存货周转率	6.93	6.43	6.42	7.39
归属母公司股东权益	2812.36	3005.83	3274.05	3617.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.65%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2812.36	3005.83	3274.05	3617.50	资产负债率	9.78%	9.53%	10.86%	15.05%
负债和股东权益合计	3117.32	3322.35	3672.77	4258.18	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	12.11	12.53	10.48	7.03
					速动比率	12.10	12.52	10.47	7.02
					股利支付率	23.87%	17.07%	15.41%	16.32%
					每股指标				
					每股收益	2.93	3.75	5.12	6.63
					每股净资产	45.40	48.53	52.86	58.40
					每股经营现金	3.02	3.53	5.17	8.66
					每股股利	0.70	0.64	0.79	1.08
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	214.10	296.19	393.49	499.14					
PE	68.20	53.38	39.07	30.18					
PB	4.41	4.12	3.78	3.42					
PS	20.02	14.80	10.98	8.29					
EV/EBITDA	46.10	32.66	23.84	17.82					
股息率	0.35%	0.32%	0.39%	0.54%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn