

2024年07月29日
中国软件(600536.SH)

SDIC

公司动态分析

证券研究报告

行业应用软件

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

39.06元

股价(2024-07-26)

30.65元

交易数据

总市值(百万元)

26,057.72

流通市值(百万元)

25,836.57

总股本(百万股)

850.17

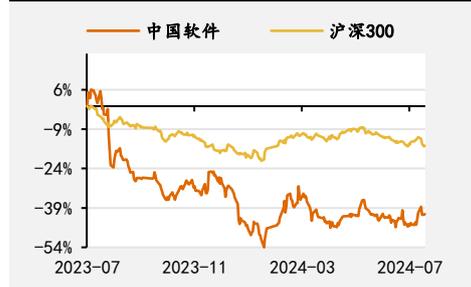
流通股本(百万股)

842.95

12个月价格区间

24.07/55.33元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.8	9.9	-26.9
绝对收益	4.7	5.0	-39.7

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

杨楠 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522060001

yangnan2@essence.com.cn

相关报告

基础软件龙头，乘风信创与税改大势

事件概述

7月23日，国家电网南瑞集团有限公司发布《2024年应用软件、国产操作系统及数据库框架成交公告》，中国软件控股子公司麒麟软件作为第一顺位成交人中标包1国产操作系统，采购规模为33560套。

中国软件是央企核心资产，自主可控基础软件龙头

公司深耕“基础软件和党政高新核心应用解决方案”两大方向，聚焦自主软件产品、行业解决方案、服务化业务三大主营业务。作为央企中国电子计算产业核心资产，其超前布局并研发国产操作系统麒麟Kylin（对标windows系统），是中国电子“PK”计算体系核心组成。今年年初，公司面向中国电子集团定增20亿元，加强操作系统研发投入，彰显了对基础软件的发展决心。

信创势在必行，麒麟承载国产化操作系统发展使命

近年来，以信创为代表的科技自立自强上升为国家战略。安全事件频发印证了信创的重要性和迫切性，也坚定了推进自主可控的决心。公司控股的麒麟软件是国产操作系统龙头，达到国内最高安全等级，在多个方面具备领先优势，并为党政、关基行业及国家重大工程建设提供安全可信的操作系统支撑。根据赛迪顾问统计，麒麟操作系统产品连续12年位列中国Linux市场占有率第一名。

近年来，麒麟软件注重核心技术创新和生态体系建设。截至2024年6月30日，已与24800多家厂商建立合作，软硬件适配总量超过467万项，生态适配官网累计注册用户数超7.1万人。2023年以来持续中标大单彰显了其市场竞争力。

税改谋定待发，携金税工程积淀全面布局数字财税

三中全会对财税体制改革提出明确要求，新一轮税改或将带动数字财税需求。中国软件是“金税工程”的全程参与者和重要推动者，核心承担了国家税务总局金税三期工程系统推广上线运行工作，在“金税四期”项目中也取得战略性新进展，未来有望持续扩大数字财税优势。

投资建议：

中国软件是国产基础软件和税务领域信息化龙头，旗下两个资产麒麟软件和达梦数据库在各自领域具备稀缺性。我们认为，基础软件行业在国产替代大背景具备确定性的渗透率提升趋势，叠加三中全会后财税体制改革催生的数字财税需求，中国软件未来几年或将迎来新一轮发展机遇，预计公司2024-2026年实现营业收入74.25/85.44/97.87亿元，实现归母净利润1.16/2.19/3.49亿元。首次覆盖，给予买入-A的投资评级，6个月目标价39.06元。

目 风险提示：

产品研发不及预期；信创政策落地不及预期；生态建设不及预期等，盈利预测不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	9,640.2	6,723.3	7,425.5	8,543.8	9,787.4
净利润	45.3	-232.7	116.5	218.7	348.9
每股收益(元)	0.07	-0.27	0.14	0.25	0.41
每股净资产(元)	5.39	3.99	4.55	5.25	6.22

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	849.23	-133.94	228.08	121.49	76.14
市净率(倍)	15.45	13.68	10.77	10.03	9.06
净利润率	0.5%	-3.5%	1.6%	2.6%	3.6%
净资产收益率	1.8%	-9.8%	4.9%	8.5%	12.5%
股息收益率	0.1%	0.1%	-0.3%	0.1%	0.3%
ROIC	3.6%	-0.3%	9.2%	12.2%	14.9%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 录

1. 中国软件是央企核心资产，自主可控基础软件龙头	4
2. 信创势在必行，麒麟承载国产化操作系统发展使命	6
3. 税改谋定待发，携金税工程积淀全面布局数字财税	9
4. 投资建议	12
4.1. 基本假设与营收预测	12
4.2. 估值分析	13
4.3. 投资建议	14
风险提示	14

目 录

图 1. 中国软件产品体系愿景图	4
图 2. 中国电子“十四五”规划产业发展布局	4
图 3. 受影响的 Windows 设备在启动时会卡在蓝屏中无法继续	6
图 4. 麒麟软件发展历程	7
图 5. 麒麟软件品牌授权	8
图 6. 2023 年麒麟软件部分中标大单	8
图 7. 国家电网南瑞集团 2024 年基础软件招标及成交信息	8
图 8. 2023 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告	9
图 9. 金税一期到金税四期梳理	10
图 10. 中国软件数字化政务服务平台	11
图 11. 业财税一体类用户规模分布	11
图 12. 业财税一体类市场容量与成长空间倍数（亿元）	11
表 1: 中国软件 2024 年度定向增发募投项目	5
表 2: 2022-2026E 中国软件营收拆分预测	12
表 3: 可比公司估值表（2024-07-29）	13
表 4: 中国软件重要财务数据和盈利预测	14

1. 中国软件是央企核心资产，自主可控基础软件龙头

中国软件系信息产业集团有限公司（简称“中国电子”）实际控制的大型高科技上市企业，其发展历史可追溯至 1980 年，是国内软件行业的先行者之一。公司深耕“基础软件和党政高新核心应用解决方案”两大方向，聚焦自主软件产品、行业解决方案、服务化业务三大主营业务。其中，自主软件产品包括以麒麟操作系统为代表的基础软件产品、以铁路专用通信产品为核心的软硬一体产品、以中软防水坝数据防泄漏系统为代表的数据安全产品；行业解决方案主要涵盖网信业务和政企数字化业务；服务化业务围绕税务、金融监管等行业领域开展信息系统服务。

图1. 中国软件产品体系愿景图



资料来源：中国软件官网，国投证券研究中心

中国电子作为我国民族电子工业的摇篮，是以网信事业为核心主业的中央企业。近年来，中国电子加快打造国家网信事业核心战略科技力量，聚焦重构计算产业体系，统筹发展计算产业、集成电路、网络安全、数据应用、高新电子等重点业务。计算产业的核心即操作系统（基础软件）和中央处理器 CPU（基础硬件），这一点从 Windows+Intel (Wintel) 体系在全球范围内近乎垄断的地位可见一斑。中国软件作为中国电子计算产业的核心资产，其超前布局并研发了具有完全自主知识产权的麒麟 Kylin 操作系统（对标 windows 系统），是中国电子打造的“PK”（“P”代表飞腾 CPU，“K”代表麒麟操作系统）计算体系核心组成。

图2. 中国电子“十四五”规划产业发展布局



资料来源：中国电子社会价值报告，国投证券研究中心

2023年以来，中国软件持续对基础软件、税务等核心业务进行投入。在基础软件领域，公司的核心技术架构已基本形成，麒麟桌面操作系统和服务器操作系统等产品不断优化升级并在党政机关、金融、央国企等多个领域广泛深入应用，国产化自主安全能力不断增强。除了国产操作系统龙头麒麟软件，公司参股的达梦数据（持股比例18.91%）已于2024年6月12日登录科创板，是国内领先的数据库产品开发服务商。根据赛迪顾问数据显示，达梦数据库多年蝉联国产数据库市场占有率第一。在税务领域，公司积极把握税务行业转型的重大历史机遇，努力打造国内领先的行业竞争力，为税务业务建设提供平台化技术支撑。

定加强操作系统研发投入，彰显中国软件和中国电子对基础软件的发展决心和重视程度。2024年2月25日，中国软件发布《2024年度向特定对象发行A股股票预案》，拟向特定对象（实际控制人中国电子及其全资子公司中电金投）发行A股股票，拟募集资金总额（含发行费用）不超过20亿元。扣除发行费用后的募集资金净额拟全部投入操作系统相关的产品研发。根据上市公司的投资者问答信息，本次向特定对象发行事项已经中国电子批准，并经公司股东大会审议通过，公司目前正在准备向上交所报送方案。

表1：中国软件2024年度定向增发募投项目

序号	项目名称	实施主体	项目投资总额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
1	移固融合终端操作系统产品研发	麒麟软件	150000	100000
2	面向云化的服务器操作系统产品研发	麒麟软件	120000	80000
3	嵌入式操作系统能力平台建设	麒麟软件	30000	20000
合计			300000	200000

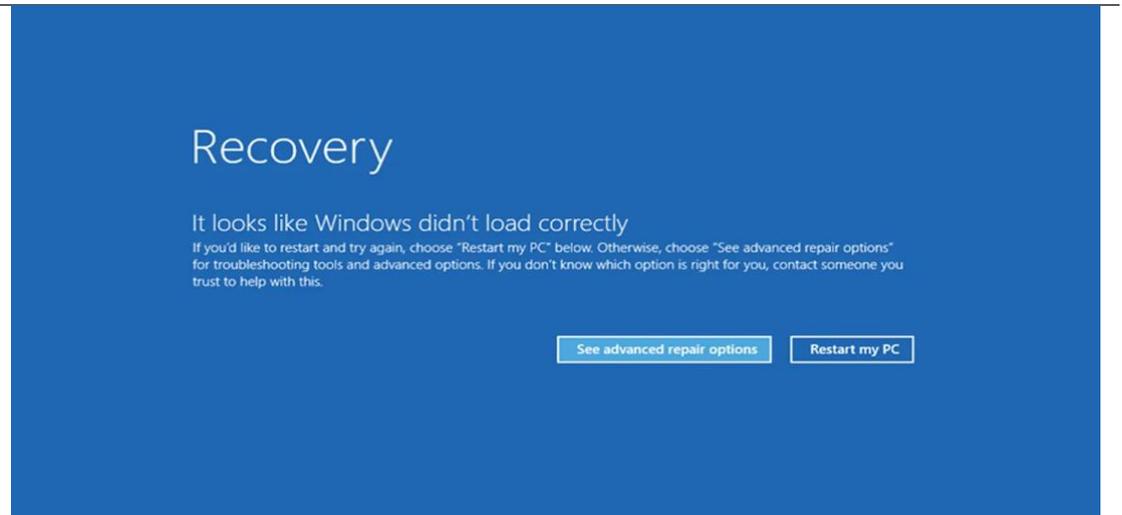
资料来源：公司定增公告，国投证券研究中心

2. 信创势在必行，麒麟承载国产化操作系统发展使命

近年来，伴随着经济高质量发展和内外部环境的变化，以信创为代表的科技自立自强上升为国家战略。2021年初，“十四五规划”首次强调科技自立自强在国家发展中的战略支撑作用，这是在国际形势不确定不稳定因素增大背景下的重大战略抉择。2022年，党的二十大报告首次把国家安全作为报告的独立一部分作了前所未有的系统阐述，强调国家安全是民族复兴的根基，经济安全是持续发展的基础，要“确保重要产业链供应链安全”。今年7月21日，党的二十届中央委员会第三次全体会议发布了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》(以下简称《决定》)，提出“抓紧打造自主可控的产业链供应链，健全强化……仪器仪表、基础软件、工业软件……等重点产业链发展体制机制”、“发挥我国超大规模市场引领作用，加强创新资源统筹和力量组织，推动科技创新和产业创新融合发展”。我们认为，以信创产业为代表的自主可控正成为应对复杂国际环境的重要安全基石。

安全事件频发印证了信创产业的重要性和迫切性。2008年微软“黑屏”事件、2013年美国“棱镜门”事件、2018年中兴华为被制裁、2023年美国针对我国信息产业的《芯片法案》和《出口管制新规》进一步加码，以上外部事件的相继发生，是对我国国家安全和产业安全的重大挑战。今年7月下旬，一场突如其来的微软“蓝屏风波”席卷全球，大量Windows设备遭遇离线，据微软初步估计，大约有850万台Windows设备在启动过程中遭遇蓝屏死机(BSoD)问题，影响到全球众多银行、航空公司、广电企业、超市乃至各类组织机构。微软系统故障引发“全球大宕机”的同时，我国各行业基本未收到影响，原因正是我们近年来一直大力发展本土信息技术和基础软硬件产业，国内越来越多的政企客户用国产基础软硬件替代进口产品，避免依赖外国系统以加强国家安全。我们认为，安全事件频发印证了科技自立自强的重要性和迫切性，更坚定了推进自主可控的决心，信创产业后续有望迎来新发展机遇期。

图3. 受影响的 Windows 设备在启动时会卡在蓝屏中无法继续



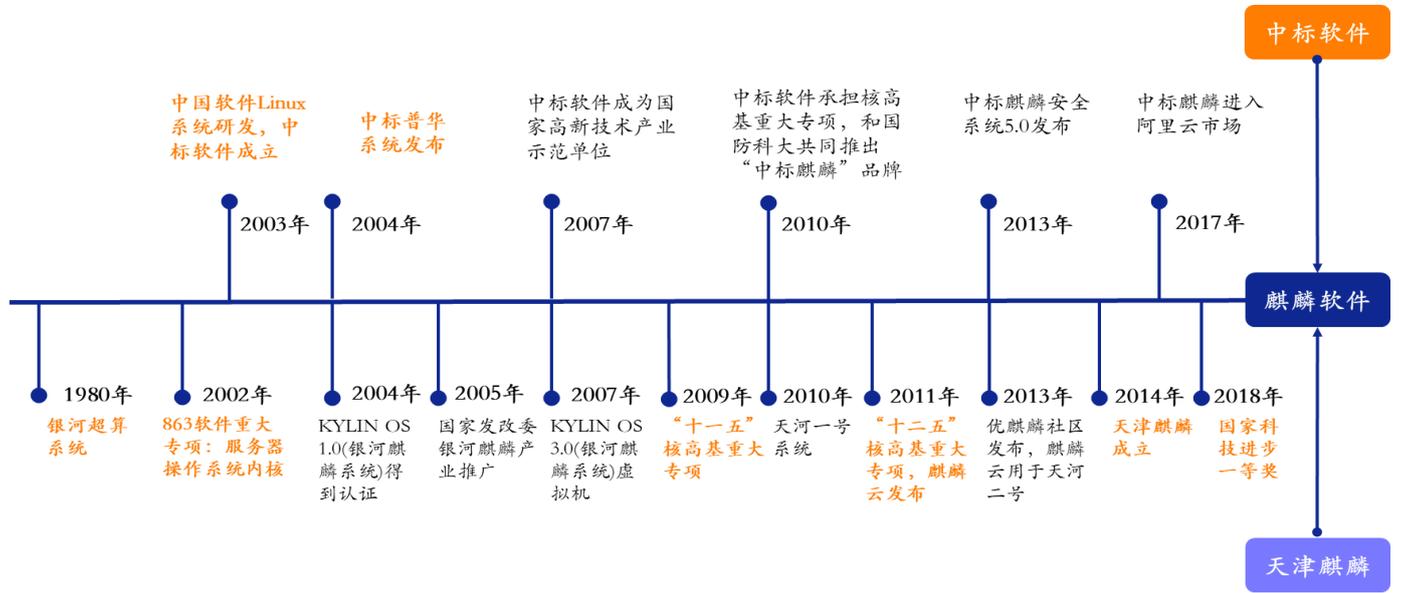
资料来源：微软官网，国投证券研究中心

信创产业发展的核心在于通过应用拉动构建国产化信息技术软硬件底层架构体系和全周期生态体系、解决核心技术关键环节受制于人的问题，为中国未来数字化发展奠定坚实基础。从近几年信创产业发展来看，通过应用牵引与产业培育，国产软硬件产品综合能力不断提升，操作系统、数据库等基础软件在部分应用场景中实现了“可用”，正在向“好用”迈进。我们认为，信创作为一个涉及面广、产业链长、推进难度大、战略意义深远的大赛道，必须在多个维度同时发生系列催化，才有望形成多种影响因子的共振，进而从量变走向质变，推动产业发展出现显著边际改善和进程加速，并最终影响资本市场的投资预期。

麒麟软件是中国软件控股、中国电子旗下科技企业，2019年12月由天津麒麟和中标软件强强整合而成。以安全可信操作系统技术为核心，面向通用和专用领域打造安全创新操作系统产品，现已形成桌面操作系统、服务器操作系统、万物智联操作系统、工业操作系统、智算

操作系统产品等为代表的产品线，达到国内最高的安全等级，全面支持飞腾、鲲鹏、龙芯等国产主流 CPU，在系统安全、稳定可靠、好用易用和整体性能等方面具有领先优势，并为党政、行业信息化及国家重大工程建设提供安全可信的操作系统支撑。根据赛迪顾问统计，麒麟软件旗下操作系统产品连续 12 年位列中国 Linux 市场占有率第一名。

图4. 麒麟软件发展历程



资料来源：国投证券研究中心整理

2002 年，国防科技大学牵头，中国软件、浪潮、联想、中科院软件所等国内领先的机构和企业权威专家、研究人员齐聚长沙，共同承接国家 863 研究计划，启动建国以来最大的软件项目——国产服务器操作系统内核的研发。经过 4 年的努力，研发完成的国产服务器操作系统最终被定名为“银河麒麟”。2009 年，“核高基”重大专项启动，旨在加强“核心电子器件、高端通用芯片以及基础软件产品”的研发攻坚。银河麒麟系统项目作为“核高基”的重要组成部分，再次获得国家大力支持，实现继续迭代。

2010 年 12 月 16 日，民用的“中标 Linux”操作系统和国防科大研制的“银河麒麟”操作系统在上海正式宣布合并，双方将共同以“中标麒麟”的新品牌统一出现在市场上，并携手开发军民两用的操作系统。政务、军队管理以及大型国企等众多部门，也逐步替换为银河麒麟系统。对于党政军和大企业专网系统而言，麒麟系统也已具备了更可靠的替换条件。伴随着在更多商用领域攻城略地，银河麒麟系统首次获得国家级的重大肯定：2018 年获得国家科技进步一等奖。

图5. 麒麟软件品牌授权



资料来源：麒麟软件官网，国投证券研究中心

麒麟软件注重核心技术创新和生态体系建设。公司 2023 年发布的“开放麒麟 1.0”被国资委评为“2023 年度央企十大国之重器”，近年来通过 CMMI 5 级评估，现有博士后工作站、省部级企业技术中心、省部级基础软件工程中心等，先后申请专利 964 项，其中授权专利 504 项，登记软件著作权 648 项，主持和参与起草国家、行业、联盟技术标准 70 余项。截至 2024 年 6 月 30 日，麒麟软件已与 24800 多家厂商建立合作，硬件适配数超 72 万项，软件适配数超 395 万项，总量超过 467 万项，生态适配官网累计注册用户数超 7.1 万人。此外，麒麟软件正式成为开放原子开源基金会白金捐赠人；作为 openEuler 开源社区发起者，以 Maintainer 身份承担 80 个项目，除华为公司外贡献第一。

积极推进产品应用落地，持续中标大单彰显实力。2023 年，麒麟操作系统持续赋能行业客户和各级党政机关的数智化转型升级，在全国范围内的党政机关、央企和关基行业多次中标桌面和服务操作系统项目。在政府侧，麒麟软件 2023 年中标四川泸州、山东日照、湖南常德、湖北孝感应城区县等多个党政机关项目；在央企，麒麟软件的中标客户包括中交集团、邮政集团、中储粮、中国一汽、中国电信、内蒙古电力等，遍布金融、交通、能源、制造、消费品等多个关基领域。7 月 23 日，国家电网南瑞集团有限公司发布《2024 年应用软件、国产操作系统及数据库框架成交公告》，麒麟软件作为第一顺位成交人中标包 1 国产操作系统，采购规模为 33560 套。

图6. 2023 年麒麟软件部分中标大单

「超万套独家中标项目（部分）」

中标项目名称	中标数量
中国邮政集团服务器操作系统集采项目	超6万套
中交集团国产桌面操作系统框架采购项目	6万套
泸州市某深化安全可靠应用替换集采项目	超3.5万套
山东日照操作系统场地授权项目	超2万套
中国电信集团有限公司河南分公司天翼云操作系统地市集采项目	1万套
.....	

资料来源：麒麟软件微信公众号，国投证券研究中心

图7. 国家电网南瑞集团 2024 年基础软件招标及成交信息

1、采购内容

标段号	标段名称	分包号	分包名称	数量
标 1	国产操作系统	包 1	国产操作系统	33560
标 2	国产数据库	包 1	国产数据库	1944

2、成交公告

分标编号	包号	项目单位	成交人
标 1	包 1	南瑞集团有限公司	麒麟软件有限公司
标 1	包 1	南瑞集团有限公司	北京凝思软件股份有限公司
标 1	包 1	南瑞集团有限公司	湖南麒麟信安科技股份有限公司
标 2	包 1	南瑞集团有限公司	天津南大通用数据技术股份有限公司
标 2	包 1	南瑞集团有限公司	北京海量数据技术股份有限公司
标 2	包 1	南瑞集团有限公司	北京人大金仓信息技术股份有限公司

资料来源：招标网，国投证券研究中心

3. 税改谋定待发，携金税工程积淀全面布局数字财税

新一轮财税体制改革迫在眉睫。新一轮财税改革一大背景是经济下行压力加大，2013年之后，GDP名义增速和财税收入增速持续下行，财税政策持续发力。近十年减税降费退税超10万亿元，对推动经济起到重要作用，同时对财税收入造成较大挑战。2015年之后，财税收入增长率低于GDP名义增长率，财税可持续性面临挑战，财税政策空间缩小。另一方面，为了稳经济，弥补减税降费等政策性减收和扩大政府投资，近些年地方政府举债规模快速攀升，地方政府负债率和债务率快速攀升。增强财税可持续性、激发地方政府积极性、防范化解地方政府债务风险等问题，都亟需财税体制改革去解决。

《2023年审计工作报告》建议谋划新一轮财税体制改革。2024年6月25日，审计署受国务院委托，向十四届全国人大常委会第十次会议作了《国务院关于2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》，其中披露2023年中央一般公共预算收入总量107416.7亿元、支出总量149016.7亿元，赤字41600亿元，与调整后的预算持平。《报告》指出，谋划新一轮财税体制改革，完善中央与地方财政事权和支出责任划分，加大均衡性转移支付力度，健全转移支付定期评估和动态调整、退出机制，对地方税费优惠政策进行评估和清理。

图8. 2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告



资料来源：审计署，国投证券研究中心

三中全会对财税体制改革提出明确要求，新一轮税改或将带动数字财税需求。财政是国家治理的基础和重要支柱，党的二十届三中全会围绕深化财税体制改革，从健全预算制度（大力推进财政科学管理，提升系统化、精细化、标准化、法治化水平），健全税收制度（优化税制结构，促进高质量发展、社会公平、市场统一），完善中央和地方财政关系（增加地方自主财力，更好调动两个积极性）三个方面作出了重要部署。数字财税是财税体制改革的重要技术手段，不仅能够推动财税管理的科学化、规范化，强化预算约束，严格预算执行和财税监督；还能实现精细化管理，催生新的财税管理模式，赋能财税管理变革。

“金税工程”建设从标准化到精细化，是数字财税的重要抓手。1994年，我国工商税收制度进行了重大改革，核心内容是建立以增值税为主体的流转税制度。与此同时，国务院指示要尽快建设实施以加强增值税管理为主要目标的“金税工程”，引入现代化技术手段以加强对增值税的监控管理。2008年启动的“金税三期”作为国家电子政务是国家电子政务十二金工程之一，投资金额70余亿，工程规模居十二金之首，实现了“一个平台、两级处理、三个覆盖、四个系统”的工作目标。2021年启动建设实施的“金税四期”核心是从“以票控税”迈向“以数治税”，通过“推行全电发票”和“建设智慧税务”来实现税收的收取、协查、管理、稽核环节全数据、全业务、全流程打通，让税务系统的每个环节形成一张在线的网。

图9. 金税一期到金税四期梳理

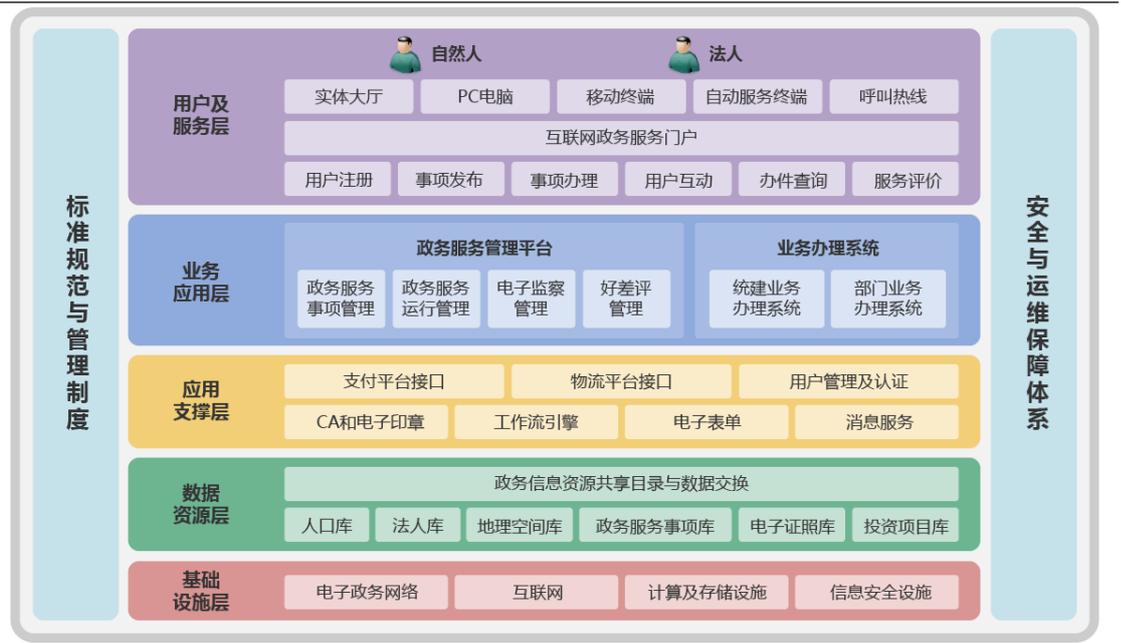

资料来源：标普云，国投证券研究中心

“金税四期” 强调利用大数据和人工智能技术进行税收管理。智慧税务系统通过大数据应用，聚合各方数据资源，搭建“税警关银”四部门联合作战指挥平台，以信息化指挥平台为依托，推动相关政府部门基于税收法定义务提供涉税方信息，实现数字政府和税收共治。此外，利用大数据比对和监控技术，建立以“数据监测、数据研判”为核心的稽查机制，能够发现企业未按时确认收入的情况，从而触发增值税风险预警，实现精确执法和精准监管。

中国软件是“金税工程”的全程参与者和重要推动者。自2010年起，中国软件积极履行央企责任，承担了国家税务总局金税三期工程系统推广上线运行工作，并将该项目列为中国软件的“一号工程”，最大限度地投入人力、物力、财力及技术支持等各方面资源，努力实现国家税务总局提出的“金三”工程要达到“国际先进、中国特色、十五年不落后”的建设目标。根据国资委官网披露的信息，经过中国软件5年的努力，金税三期工程已建成覆盖率达100%，覆盖国地税所有税种、所有税务征收管理工作环节和各级国、地税机关的全国税收管理信息系统。该系统每年为80万税务干部、3500万纳税人、5亿自然人提供7X24小时税费服务，为国家税收管理提供强有力的技术保障，对实现税收管理更加统一规范、纳税服务更加优质便捷、国地税合作具有重要意义。

凭借长期服务税务领域信息化的沉淀，中国软件在“金税四期”项目中也取得战略性新进展，数字化全电票服务平台、新电子税务局、税务智慧办公平台等系统的上线和应用，进一步奠定了公司在税务行业全面发展的基础。2023年，公司成功保障了核心征管、数据资源平台、电子税务局、社保征收、出口退税等业务系统的平稳运行，完成了重点工作业务指标任务；顺应税务行业网信化发展，组织专业技术队伍完成系统设计及功能开发，保证工程系统试点及全面推广上线运行，积极推动税务企业端服务化业务的拓展。

图10. 中国软件数字化政务服务平台

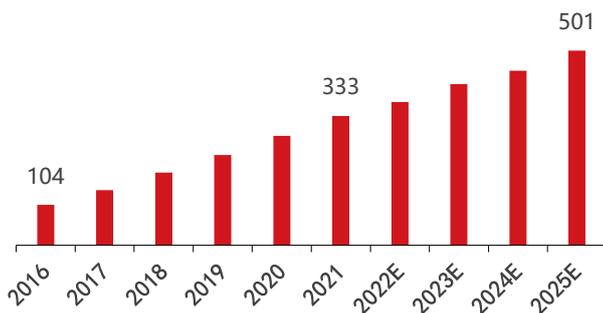


资料来源：中国软件官网，国投证券研究中心

财税服务的需求围绕针对G端客户的税局涉税服务市场和针对B端客户的企业财税服务市场这两类，未来市场潜力有望呈量级释放。从业财税一体化用户规模分布来看，2021年用户规模已达到333万家，未来五年将保持快速增长，预计到2025年可达到501万家。从业财税一体化市场规模和市场容量来看，2021年市场规模达142亿元，但市场容量可以达到322亿元，至少仍有2倍以上的提升空间。根据甲子光年的预测数据，到2025年业财税一体化市场规模将达到448亿元，市场容量可达533亿元。中国软件作为多年服务金税工程的综合型厂商，或将受益于财税服务市场需求的增长。

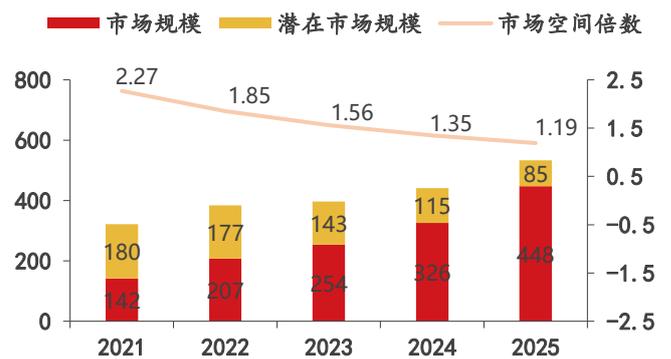
图11. 业财税一体类用户规模分布

业财税一体类用户规模分布(单位:万家)



资料来源：甲子光年，国投证券研究中心

图12. 业财税一体类市场容量与成长空间倍数 (亿元)



资料来源：甲子光年，国投证券研究中心

4. 投资建议

4.1. 基本假设与营收预测

行业解决方案：在科技自立自强的背景下，未来今年我国信创产业将呈现出稳步增长的态势，中国软件作为信创解决方案龙头，或将维持过去的平均增速。我们预计该业务 2024-2026 年收入分别为 36.15/37.96/39.86 亿元，同比增速分别为 4.75%/5.00%/5.00%。

服务化业务：三中全会之后，新一轮财税体制改革有望在明年开始带动数字财税的需求加速提升，今年数字财税产业增速相对稳健。考虑到公司的服务化业务中税务领域收入占大头，我们预计该业务 2024-2026 年收入分别为 16.45/17.27/18.14 亿元，同比增速分别为 2.82%/5.00%/5.00%。

自主软件产品：从今年到 2027 年是信创产业发展的关键期，党政客户信创下沉到区县和关基行业客户加速国产替代的需求，很大程度上将会带动基础软件产业加速发展。考虑到麒麟软件的收入在自主软件产品线的收入占比接近 80%，且麒麟软件作为国产操作系统龙头，产品稳定成熟的情况下市占率低，我们预计该业务未来三年有望迎来加速增长，2024-2026 年收入分别为 21.29/29.83/39.49 亿元，同比增速分别为 30.05%/40.12%/32.39%。

表2：2022-2026E 中国软件营收拆分预测

营收拆分 (亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	96.40	67.23	74.25	85.44	97.87
YOY (%)	-6.88%	-30.26%	10.44%	15.06%	14.56%
综合毛利率	31.42%	36.89%	39.45%	43.43%	47.03%
行业解决方案	57.91	34.51	36.15	37.96	39.86
YOY (%)	-10.01%	-40.41%	4.75%	5.00%	5.00%
服务化业务	22.24	16.00	16.45	17.27	18.14
YOY (%)	-3.68%	-28.06%	2.82%	5.00%	5.00%
自主软件产品	15.96	16.37	21.29	29.83	39.49
YOY (%)	1.40%	2.57%	30.05%	40.12%	32.39%

资料来源：Wind，国投证券研究中心预测

2024 年 7 月 11 日，中国软件发布 2024 年中报业绩预告，预计 2024 年半年度实现归属于母公司所有者的净利润-30000 万元到-25000 万元，2024 年半年度亏损是由于公司业务主要集中在下半年结算验收，并受到市场竞争加剧等因素影响。公司预计 2024 年半年度实现归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比，将减亏 21534 万元到 26534 万元，大幅减亏主要是由于本报告期内，公司聚焦主责主业，新签合同毛利率提升，产品竞争力加强，同时持续推进降本增效，严控成本费用支出。

4.2. 估值分析

考虑到中国软件的主营业务中，既包含了盈利能力不稳定，毛利率不高的集成类和解决方案供给类业务（行业解决方案和服务化业务）；又包含了增速较快，市场空间较大，毛利率较高，市占率较低且处于成长期的产品型业务（自主软件产品），我们认为宜采用分部估值法进行估值。

针对行业解决方案和服务化业务，鉴于过去几年其盈利能力不稳定，亦非处于成长期，未来盈利能力也存在不确定性，因此采用 PB 估值法。2023 年，归属上市公司中国软件股东的净资产为 22.79 亿元，麒麟软件的净资产为 14.65 亿元，上市公司中国软件对麒麟软件的持股比例为 40.25%，因此上市公司剔除麒麟软件后的净资产为 16.89 亿元。结合 2024 年中报业绩预告，公司利润呈现出大幅减亏的趋势，我们参考 2023 年的净资产对中国软件行业解决方案和服务化业务的未来净资产作保守估计，预计 2024-2026 年公司剔除麒麟软件的净资产与 2023 年一致，为 16.89 亿元，相当于 1 倍的动态市净率，对应市值为 17 亿元。

针对麒麟软件为代表的自主软件业务（麒麟软件在其中的营收占比接近 80%），考虑到信创产业发展的确定性趋势，公司相关业务仍然处于研发高强度投入期和业绩快速成长期，且国产基础软件未来空间广阔，因此采用 PS 估值。我们选取同处于基础软硬件领域的两家公司：达梦数据（基础软件数据库典型标的）和海光信息（基础硬件 CPU 典型标的）作为可比公司。2024 年可比公司平均 PS 为 19，假设与麒麟软件估值相同，相当于 2024 年 19 倍的动态市销率，对应市值为 315 亿。

表3：可比公司估值表（2024-07-29）

可比公司	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				市销率 P/S (x)			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
达梦数据	159	7.94	9.32	11.13	13.32	20	17	14	12
海光信息	1717	60.12	84.35	114.09	150.03	29	20	15	12
					平均值	24	19	15	12
麒麟软件	/	12.73	16.56	23.20	30.91	/	19	15	12

资料来源：Wind，国投证券研究中心（注：两家可比公司均采用 Wind 一致预期）

将两部分估值合并后，我们预计 2024 年中国软件的目标总市值为 17+315=332 亿元。

4.3. 投资建议

中国软件是国产基础软件和税务领域信息化龙头，旗下两个资产麒麟软件和达梦数据库在各自领域具备稀缺性。我们认为，基础软件行业在国产替代大背景具备确定性的渗透率提升趋势，叠加三中全会后财税体制改革催生的数字财税需求，中国软件未来几年或将迎来新一轮发展机遇，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 74.25/85.44/97.87 亿元，实现归母净利润 1.16/2.19/3.49 亿元。首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价 39.06 元。

表4：中国软件重要财务数据和盈利预测

摘要（百万元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,640.2	6,723.3	7,425.5	8,543.8	9,787.4
净利润	45.3	-232.7	116.5	218.7	348.9
每股收益（元）	0.07	-0.27	0.14	0.25	0.41
每股净资产（元）	5.39	3.99	4.55	5.25	6.22
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率（倍）	849.23	-133.94	228.08	121.49	76.14
市净率（倍）	15.45	13.68	10.77	10.03	9.06
净利润率	0.5%	-3.5%	1.6%	2.6%	3.6%
净资产收益率	1.8%	-9.8%	4.9%	8.5%	12.5%
股息收益率	0.1%	0.1%	-0.3%	0.1%	0.3%
ROIC	3.6%	-0.3%	9.2%	12.2%	14.9%

资料来源：Wind，国投证券研究中心预测

风险提示

产品研发不及预期；信创政策落地不及预期；生态建设不及预期；盈利预测不及预期等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,640.2	6,723.3	7,425.5	8,543.8	9,787.4	成长性					
减:营业成本	6,611.6	4,243.0	4,495.9	4,833.4	5,184.8	营业收入增长率	-6.9%	-30.3%	10.4%	15.1%	14.6%
营业税费	54.6	41.4	45.8	52.7	60.3	营业利润增长率	12.3%	-104.6%	-5223.8%	53.5%	42.3%
销售费用	530.8	522.7	371.3	427.2	489.4	净利润增长率	-40.0%	-613.4%	150.0%	87.7%	59.6%
管理费用	2,652.7	2,362.7	2,004.9	2,392.3	2,740.5	EBITDA增长率	27.9%	-55.0%	215.8%	44.5%	37.7%
财务费用	37.7	36.3	20.0	58.1	63.6	EBIT增长率	12.6%	-92.9%	3004.1%	49.6%	40.3%
资产减值损失	-84.4	137.5	193.0	180.1	239.9	NOPLAT增长率	-24.3%	-108.5%	3347.8%	49.6%	40.3%
加:公允价值变动收益	102.4	39.8	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	10.0%	0.7%	5.1%	19.3%	12.6%
投资和汇兑收益	59.5	271.5	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	7.5%	-3.7%	14.2%	15.3%	18.6%
营业利润	248.5	-11.5	590.4	906.3	1,289.7	利润率					
加:营业外净收支	12.5	0.4	0.0	0.0	0.0	毛利率	31.4%	36.9%	39.5%	43.4%	47.0%
利润总额	261.0	-11.2	590.4	906.3	1,289.7	营业利润率	2.6%	-0.2%	8.0%	10.6%	13.2%
减:所得税	16.9	-3.3	176.3	270.7	385.2	净利润率	0.5%	-3.5%	1.6%	2.6%	3.6%
净利润	45.3	-232.7	116.5	218.7	348.9	EBITDA/营业收入	5.2%	3.4%	9.7%	12.1%	14.6%
						EBIT/营业收入	3.0%	0.3%	8.7%	11.3%	13.8%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	21	27	17	7	1
货币资金	2,364.6	1,945.5	2,148.7	2,472.3	2,832.2	流动营业资本周转天数	190	237	294	243	279
交易性金融资产	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	流动资产周转天数	280	343	400	349	384
应收账款	3,106.1	2,897.5	3,733.1	3,896.1	4,843.6	应收账款周转天数	103	163	163	163	163
应收票据	86.1	84.2	93.0	107.1	122.6	存货周转天数	114	109	109	109	109
预付账款	244.1	331.5	366.1	421.3	482.6	总资产周转天数	401	530	497	471	455
存货	976.6	1,704.5	1,177.8	1,914.0	0.0	投资资本周转天数	180	260	248	257	252
其他流动资产	617.6	-652.5	610.0	-640.4	2,023.8	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	1.8%	-9.8%	4.9%	8.5%	12.5%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	0.4%	-2.5%	1.1%	2.0%	2.6%
长期股权投资	1,032.0	1,092.7	1,092.7	1,092.7	1,092.7	ROIC	3.6%	-0.3%	9.2%	12.2%	14.9%
投资性房地产						费用率					
固定资产	570.3	435.8	253.9	94.4	-45.4	销售费用率	5.5%	7.8%	5.0%	5.0%	5.0%
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	27.5%	35.1%	27.0%	28.0%	28.0%
无形资产	160.3	267.1	434.4	648.0	920.6	财务费用率	0.4%	0.5%	0.3%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	1,115.4	1,147.3	1,067.7	1,067.7	1,067.7	三费/营业收入	33.4%	43.5%	32.3%	33.7%	33.7%
资产总额	10,275.4	9,256.1	10,979.9	11,075.6	13,342.9	偿债能力					
短期债务	574.3	693.6	531.2	902.7	821.0	资产负债率	65.4%	63.0%	65.1%	60.0%	60.5%
应付账款	4,230.9	3,135.3	4,546.9	3,579.5	4,995.5	负债权益比	188.6%	169.9%	182.5%	147.1%	150.8%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.26	1.27	1.29	1.41	1.43
其他流动负债	1,054.6	1,153.6	1,222.4	1,314.1	1,409.7	速动比率	1.00	1.07	1.02	1.21	1.16
长期借款	630.0	676.0	676.0	676.0	676.0	利息保障倍数	4.86	0.39	10.01	13.85	17.60
其他非流动负债	225.5	168.6	168.6	168.6	168.6	分红指标					
负债总额	6,715.2	5,827.0	7,145.0	6,640.9	8,070.7	DPS(元)	0.04	0.02	-0.08	0.04	0.08
少数股东权益	1,068.0	1,150.3	1,447.8	1,864.8	2,420.3	分红比率	33.6%	30.7%	30.7%	30.7%	30.7%
股本	660.0	859.8	859.8	859.8	859.8	股息收益率	0.1%	0.1%	-0.3%	0.1%	0.3%
留存收益	1,832.2	1,419.0	1,606.8	1,789.8	2,071.7						
股东权益	3,560.1	3,429.0	3,914.4	4,514.3	5,351.8						
						现金流量表					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	244.1	-7.8	414.0	635.6	904.5	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	125.4	26.7	72.9	72.3	74.0	EPS(元)	0.07	-0.27	0.14	0.25	0.41
资产减值准备	-84.4	137.5	193.0	180.1	239.9	BVPS(元)	5.39	3.99	4.55	5.25	6.22
公允价值变动损失	-102.4	-39.8	0.0	0.0	0.0	PE(X)	849.23	-133.94	228.08	121.49	76.14
财务费用	37.7	36.3	20.0	58.1	63.6	PB(X)	15.45	13.68	10.77	10.03	9.06
投资损失	-59.5	-271.5	0.0	0.0	0.0	P/FCF	170.34	5355.20	201.50	73.94	62.23
少数股东损益	198.7	224.9	297.6	416.9	555.5	P/S	3.99	4.64	3.58	3.11	2.71
营运资金的变动	-838.9	-601.1	-625.0	-1,190.7	-1,058.4	EV/EBITDA	78.70	143.24	38.71	27.15	19.66
经营活动产生现金流量	-479.4	-494.7	372.5	172.3	779.1	CAGR(%)	-18.5%	-	60.3%	-	73.1%
投资活动产生现金流量	-720.4	125.9	-58.3	-126.4	-206.9	PEG	-21.22	0.22	1.52	1.38	1.28
融资活动产生现金流量	276.9	-6.8	-111.1	277.7	-212.4	ROIC/WACC	0.40	-0.03	1.01	1.34	1.63
						REP	21.01	-212.33	5.46	3.49	2.54

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034