

业绩持续修复，3D 产品快速成长

核心观点

事件：公司发布 2024 年半年报，2024 年上半年公司实现营业收入 3.08 亿元，同比增长 11.79%，实现归母净利润 598 万元，同比增长 563.93%，扣非归母净利润-8397 万元，较去年同期增亏。

- **Q2 环比改善明显，在手订单亮眼。**公司 24H1 实现扭亏为盈，其中单 Q2 实现营收 1.88 亿元，环比增长 56.73%，实现归母净利润 3159 万元，同比增长 92.82%，环比增长 223.33%，环比迎来明显改善。截至 24H1，公司在手订单金额超 1.28 亿元，同比增长超 30%；其中来自 3D CAD 的在手订单金额超 0.29 亿元，同比增长超 40%。在手订单的亮眼表现也为业绩的持续修复奠定基础。
- **3D CAD 产品成长快速，稳步拓展海外市场。**分产品看，24H1 公司标准通用软件产品收入 2.88 亿元（+15.9%），其中 2D CAD 收入 1.92 亿元（+8.3%），3D CAD 收入 0.89 亿元（+30.2%），CAE 收入 310 万元（+21.0%），博超系列产品收入 428 万元（+630%）。24 年上半年，公司坚定投入核心技术升级，进一步提升了 ZW3D 在复杂应用场景下的设计能力和效率，3D CAD 产品迎来了快速成长，获得了市场认可。分地区和下游看，24H1 来自国内收入 2.20 亿元（+6.1%），其中来自商业市场的收入为 1.87 亿元（+19.5%），来自教育市场的收入为 3262 万元（-35.46%）；来自海外的收入达 8830 万元（+29.9%）。国内商业市场收入稳步提升，教育市场受下游影响承压。海外市场方面，公司积极投入海外品牌建设和业务拓展，实现了海外收入的快速增长。
- **渠道建设日益完善，KA 用户持续进行场景深挖。**24 年公司大力推动渠道经销网络建设，24H1 来自经销的收入 1.41 亿元（+14.9%），占比达到 45.7%。24 年公司将原有的各产品研发部门与行业 KA 事业部合并重组为 AEC 和 MFG 事业群，缩短研发团队与客户间的距离，赋能公司旗下 CAx 产品在重点行业典型应用场景下的打样工作，为行业解决方案的快速打磨以及广泛推广提供有力支持。依托组织架构的调整，加深了公司研发团队对于客户实际使用场景的理解，24H1 来自 KA 客户的业务增长速度高于公司的平均水平。

盈利预测与投资建议

根据公司 24 年中报，我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 0.78/1.15/1.56 亿元（原 24-25 年预测为 1.93/2.90 亿元，下调自产软件收入和毛利率预测，上调费用率预测）。采用 DCF 估值，对应目标价 73.87 元，维持买入评级。

风险提示

市场竞争加剧，部分赛道业务拓展不及预期，估值水平波动风险

公司主要财务信息

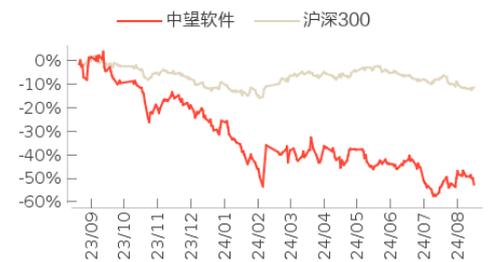
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	601	828	989	1,199	1,448
同比增长(%)	-2.9%	37.7%	19.4%	21.3%	20.7%
营业利润(百万元)	(0)	57	80	121	170
同比增长(%)	-100.2%	18746.9%	39.9%	51.6%	40.7%
归属母公司净利润(百万元)	6	61	78	115	156
同比增长(%)	-96.7%	922.8%	27.3%	47.6%	35.6%
每股收益(元)	0.05	0.51	0.64	0.95	1.29
毛利率(%)	98.4%	93.7%	94.3%	94.6%	94.9%
净利率(%)	1.0%	7.4%	7.9%	9.6%	10.8%
净资产收益率(%)	0.2%	2.3%	2.9%	4.2%	5.6%
市盈率	1,274.6	124.6	97.9	66.3	48.9
市净率	2.8	2.9	2.8	2.8	2.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月16日）	63.08元
目标价格	73.87元
52周最高价/最低价	139.97/54.78元
总股本/流通A股（万股）	12,130/12,130
A股市值（百万元）	7,652
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2024年08月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-6.69	2.72	-12.08	-52.31
相对表现%	-7.11	7.08	-3.98	-39.93
沪深300%	0.42	-4.36	-8.1	-12.38



证券分析师

浦俊懿	021-63325888*6106 pujunyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050004
陈超	021-63325888*3144 chenchao3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050002
覃俊宁	qinjunning@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080002

联系人

宋鑫宇	songxinyu@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

投资建议

DCF 估值：根据公司 24 年中报，我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 0.78/1.15/1.56 亿元（原 24-25 年预测为 1.93/2.90 亿元，下调自产软件收入和毛利率预测，上调费用率预测），对应每股收益为 0.64/0.95/1.29 元。采用 DCF 估值，对应目标价 73.87 元，维持买入评级。

表 1：DCF 估值模型假设

估值假设	假设值
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	2.22%
无杠杆影响的 β 系数	0.99
考虑杠杆因素的 β 系数	1.03
市场收益率 Rm	9.25%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	9.47%
债务比率 D/(D+E)	5.00%
债务利率 rd	3.85%
WACC	9.14%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：相关 DCF 计算数据

对应数据类型	值
FCFF 折现 (百万元)	2,452.75
终值折现 (百万元)	4,671.40
企业价值 (百万元)	7,124.15
权益价值 (百万元)	8,960.50
每股价值 (元)	73.87

数据来源：东方证券研究所

表 3：永续增长率和 WACC 的敏感性分析

	73.87	永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC (%)	7.14%	82.03	91.22	104.84	127.15	170.33
	7.64%	76.44	83.90	94.58	111.14	140.24
	8.14%	71.64	77.79	86.33	98.99	119.73
	8.64%	67.48	72.60	79.54	89.47	104.86
	9.14%	63.84	68.15	73.87	81.81	93.59
	9.64%	60.63	64.29	69.05	75.51	84.75
	10.14%	57.77	60.90	64.92	70.24	77.63
	10.64%	55.22	57.92	61.33	65.76	71.77
	11.14%	52.92	55.26	58.18	61.92	66.87

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	487	589	692	720	729	营业收入	601	828	989	1,199	1,448
应收票据、账款及款项融资	79	120	143	174	210	营业成本	10	52	57	65	74
预付账款	10	17	20	24	30	销售费用	344	435	480	531	587
存货	3	26	23	26	30	管理费用	63	95	111	133	157
其他	2,045	1,647	1,654	1,663	1,674	研发费用	289	390	470	570	695
流动资产合计	2,624	2,398	2,532	2,607	2,673	财务费用	(6)	(5)	(3)	(1)	(3)
长期股权投资	36	35	35	35	35	资产、信用减值损失	23	5	8	10	12
固定资产	69	121	270	330	360	公允价值变动收益	49	45	45	45	45
在建工程	36	114	18	9	6	投资净收益	12	20	15	15	15
无形资产	276	351	365	369	369	其他	60	136	154	168	184
其他	97	262	258	256	261	营业利润	(0)	57	80	121	170
非流动资产合计	515	884	947	999	1,031	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	3,139	3,282	3,479	3,606	3,703	营业外支出	3	4	4	4	4
短期借款	0	15	125	119	15	利润总额	(3)	53	76	117	166
应付票据及应付账款	7	37	41	46	53	所得税	(7)	(7)	8	12	17
其他	290	392	461	547	649	净利润	4	60	68	105	149
流动负债合计	297	444	626	712	717	少数股东损益	(2)	(2)	(10)	(10)	(7)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	6	61	78	115	156
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.05	0.51	0.64	0.95	1.29
其他	109	112	112	112	112	主要财务比率					
非流动负债合计	109	112	112	112	112		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	406	556	739	824	830	成长能力					
少数股东权益	22	43	33	22	15	营业收入	-2.9%	37.7%	19.4%	21.3%	20.7%
实收资本 (或股本)	87	121	121	121	121	营业利润	-100.2%	18746.9%	39.9%	51.6%	40.7%
资本公积	2,326	2,245	2,245	2,245	2,245	归属于母公司净利润	-96.7%	922.8%	27.3%	47.6%	35.6%
留存收益	299	317	341	393	492	获利能力					
其他	(1)	(1)	0	0	0	毛利率	98.4%	93.7%	94.3%	94.6%	94.9%
股东权益合计	2,733	2,726	2,740	2,782	2,874	净利率	1.0%	7.4%	7.9%	9.6%	10.8%
负债和股东权益总计	3,139	3,282	3,479	3,606	3,703	ROE	0.2%	2.3%	2.9%	4.2%	5.6%
现金流量表						ROIC	0.3%	2.1%	2.5%	3.7%	5.1%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	4	60	68	105	149	资产负债率	12.9%	17.0%	21.2%	22.9%	22.4%
折旧摊销	20	34	36	46	48	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(6)	(5)	(3)	(1)	(3)	流动比率	8.84	5.40	4.04	3.66	3.73
投资损失	(12)	(20)	(15)	(15)	(15)	速动比率	8.83	5.34	4.00	3.62	3.68
营运资金变动	107	41	34	34	41	营运能力					
其它	(26)	(25)	(36)	(34)	(33)	应收账款周转率	6.2	6.9	6.1	6.2	6.2
经营活动现金流	87	85	84	134	186	存货周转率	3.6	3.4	2.2	2.5	2.5
资本支出	(39)	(220)	(95)	(95)	(75)	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
长期投资	(2)	1	0	0	0	每股指标 (元)					
其他	25	266	56	56	56	每股收益	0.05	0.51	0.64	0.95	1.29
投资活动现金流	(16)	47	(39)	(39)	(19)	每股经营现金流	1.00	0.70	0.69	1.11	1.54
债权融资	7	0	0	0	0	每股净资产	22.35	22.12	22.32	22.75	23.57
股权融资	(46)	(46)	0	0	0	估值比率					
其他	(62)	(89)	58	(68)	(158)	市盈率	1,274.6	124.6	97.9	66.3	48.9
筹资活动现金流	(101)	(135)	58	(68)	(158)	市净率	2.8	2.9	2.8	2.8	2.7
汇率变动影响	3	3	-0	-0	-0	EV/EBITDA	420.7	67.9	51.5	35.0	27.1
现金净增加额	(27)	(0)	103	28	9	EV/EBIT	-899.9	112.3	75.3	48.6	34.9

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有中望软件(688083，买入)达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。