

英方软件(688435)

报告日期: 2023年03月22日

# 数据复制软件龙头，大数据时代卖水人

## ——英方软件深度报告

### 投资要点

#### □ 数据时代卖水人，软件产品收入带动营收高速增长

英方软件是中国数据复制灾备领域第一股，根据 IDC 中国灾备软件产品市场调查，公司在中国本土专注于灾备及数据管理的技术厂商中居于首位。公司在多项技术上已经实现完全自主可控，在产品上也得到了国家公安部、金融办、保密局、工信部等相关国家部门的安全认可，进入上海市优秀信创解决方案名单和创新产品推荐目录。公司股权结构稳定，以数据复制为本，构造了“容灾+备份+云灾备+大数据”大数据复制产品系列，目前也持续扩增产品的应用领域。

据公司业绩快报，2022 年实现营收 1.97 亿元，同比增长 23.2%，2018-2022 年 CAGR 达 32.7%；归母净利润在 2018 年后扭亏为盈，2022 年公司归母净利润为 0.37 亿元。近年来，公司软件产品收入比重持续上升，2021 年占公司总营收比重达 63.95%，带动毛利率的提升，其中，容灾备份产品占软件产品收入 71.12%，大数据产品占比为 28.88%。

#### □ 信创政策和行业趋势合力抬抬数据复制软件市场需求

79 号文件推动八大重点行业信创，政策点名的 2+8+N 行业 2021 年整体国产渗透率仅在 10%左右，距离 2027 年前 100%全替代的目标仍有一段距离；其次，国务院发布《关于数字经济发展情况的报告》，将以“数据二十条”为纲领构建“1+N”数据基础制度体系，进一步完善数据产权界定、数据市场体系建设等制度。

数据复制软件经典的应用场景为灾备，包括备份和容灾。备份数据的可用性依赖于数据复制的完整性和一致性，而数据复制软件是实现应用级容灾的重要工具。2021 年我国数据灾备市场已达到 332.9 亿，预计 2025 年国内市场规模将超过 500 亿，21-25 年 CAGR 为 11.7%。

数据复制软件是大数据行业运行的基础，是大数据采集的基础工具，2020 年中国大数据行业市场规模为 6388 亿元，同比增长 18.6%，预计 2023 年市场规模将突破 10000 亿大关。

数据复制软件作为数据灾备领域和大数据领域的核心实现工具，将在政策及行业趋势共同驱动下迎来前所未有的发展机会。

#### □ 全方位 + 标准化产品构建公司强大国产替代实力

数据复制软件作为数据安全的守门员，行业专业性强、客户粘性高。得益于信创政策推动整个大数据行业朝国产化发展，我们认为公司作为国产数据复制领域龙头，有能力在维持现有客户基础的同时，持续攻占国产替代的市场份额。

公司当前不仅已经具备媲美美国外的数据复制全产业链解决方案，标准化的产品特性更是使得产品能完美融入更多行业应用场景，迅速打开新市场；随着公司人员配置逐步到位，庞大的客户基础和标杆案例塑造了公司实现国产替代的先发优势，而前期投入的成本则将成为后续国产化替代进程中源源不断的蓄力燃料，营收成长空间星辰大海。

### 投资评级：买入(首次)

分析师: 陈杭  
 执业证书号: S1230522110004  
 chenhang@stocke.com.cn

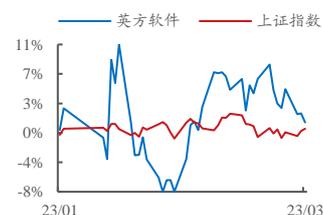
分析师: 刘雯蜀  
 执业证书号: s1230523020002  
 liuwenshu03@stocke.com.cn

研究助理: 安子超  
 anzichao@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 108.05
总市值(百万元)	9,022.17
总股本(百万股)	83.50

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《从自研大数据基础软件平台到分布式数据库，全方位迎接国产替代百亿空间——星环科技深度报告》 2022.11.12
- 2 解读《关于数字经济发展情况的报告》 2022. 11. 17
- 3 《语义智能领军者，大数据+AI 双轮驱动打开公司广阔成长空间——拓尔思深度报告》 2022.11.29
- 4 《从大国崛起看软件替代——行业深度报告》 2022.12.05
- 5 《国产替代下，智能运维接力信创的最后一公里——新炬网络深度报告》 2022.12.21
- 6 解读《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》 2023.01.03

#### □ 盈利预测与估值

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 1.97/3.58/6.09 亿元，同比增速分别为 23.23%/81.91%/70.07%；对应归母净利润分别为 0.37/0.90/1.77 亿元，同比增速分别为 8.10%/145.90%/96.24%，对应 EPS 为 0.44 /1.08/2.12 元，对应 PE 为 184.32/100.06/50.99 倍。首次覆盖予以“买入”评级。

#### □ 风险提示

第三方软件企业市场开拓不及预期风险、人力成本持续上升超预期风险、政策推进不及预期风险、疫情风险

## 财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	159.78	196.89	358.17	609.12
(+/-) (%)	24.30%	23.23%	81.91%	70.07%
归母净利润	33.92	36.67	90.17	176.95
(+/-) (%)	-62.81%	8.10%	145.90%	96.24%
每股收益(元)	0.41	0.44	1.08	2.12
P/E	199.25	184.32	100.06	50.99

资料来源：浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 关键驱动因素

- 1) 宏观层面：随国产信创政策的不断出台和数据要素资产化的逐步确立，数据复制软件作为数据灾备领域和大数据领域的核心实现工具，公司将在政策及行业趋势共同驱动下迎来前所未有的发展机会；
- 2) 微观层面：公司是中国数据复制灾备领域第一股，国内灾备领域龙头，已经形成庞大的客户基础。公司四大数据复制产品体系已成熟，标准化产品模式有助于持续扩增行业应用场景，跑马圈地。

### ● 关键假设

- 1) 政策加速推动相关大数据系统的建设
- 2) 大数据时代，各行业对于数据安全保护的需求与日俱增
- 3) 公司数据复制软件技术继续维持优势地位，并持续扩增应用场景
- 4) 标准化产品模式结合覆盖全国的销售渠道，使公司能快速实现跑马圈地

### ● 我们与市场的观点的差异

市场普遍认为，公司作为第三方软件企业，由于较少销售存储硬件和数据库产品，在客户获取上存在一定劣势，市场开拓难度较大，我们认为公司有能力打破市场的担忧。

**行业层面**，整个市场仍处于信创替代初期，国产厂商在部分产品的稳定性上仍存在不足之处，无论是从数据保护的安全性、业务系统运行的连续性或信创替代过程中数据搬迁的完整性角度来看，数据灾备产品作为数据安全的守门员，是保障用户业务系统顺利运行的最终防线，其重要性和必要性皆与日俱增。

**公司层面**，公司当前不仅已经具备媲美美国外的数据复制全产业链解决方案，标准化的产品特性更是使得产品能低成本的融入更多行业应用场景，迅速的打开新市场；随着公司人员配置的逐步到位，庞大的客户基础和标杆案例塑造了公司实现国产替代的先发优势，而前期投入的成本则将成为后续国产化替代进程中源源不断的蓄力燃料，营收成长空间星辰大海。

### ● 股价上涨的催化因素

信创、数据要素产业发展节奏超预期；  
数据灾备要求被纳入数据安全相关法律法规或管理条例强制执行。

### ● 风险提示

第三方软件企业市场开拓不及预期风险；  
人力成本持续上升超预期风险；  
政策推进不及预期风险；  
疫情风险。

## 正文目录

<b>1 数据时代卖水人，软件产品收入带动营收高速增长</b>	<b>6</b>
1.1 中国数据复制灾备领域龙头，股权结构稳定	6
1.2 软件产品应用领域持续扩大，占收入比重上升	7
1.3 营收高速增长，软件开发占比提升带动毛利率上涨	9
<b>2 信创政策和行业趋势合力拉抬数据复制软件市场需求</b>	<b>11</b>
2.1 信创国产替代政策频出，软件替代势在必行	11
2.2 灾备行业的高速发展打造数据复制软件的旺盛需求	13
2.3 大数据行业应用形成数据复制软件新一轮增长驱动力	16
<b>3 全方位 + 标准化产品构建公司强大国产替代实力</b>	<b>17</b>
3.1 深耕研发，具备数据复制全产业链国产替代实力	17
3.2 标准化产品模式能迅速响应市场需求	20
3.3 深厚客户基础形成先发优势，人员配置逐步到位	21
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>23</b>
4.1 盈利预测	23
4.2 投资建议与估值	24
<b>5 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	6
图 2: 公司股权结构图.....	7
图 3: 公司产品应用领域.....	8
图 4: 公司营业收入结构 (按产品分) .....	9
图 5: 公司营收及增速.....	9
图 6: 公司归母净利润及增速.....	9
图 7: 公司各项业务毛利率.....	10
图 8: 公司近年销售、管理及研发费用率.....	10
图 9: 2021 年我国各行业信创落地实践率 .....	11
图 10: 2021-2025E 我国信创产业规模预测 .....	11
图 11: 信创相关政策.....	12
图 12: 数据要素产业相关政策.....	13
图 13: 2021-2025E 数据要素市场规模.....	13
图 14: 公司数据灾备产品预防勒索病毒解决方案 .....	14
图 15: 中国灾备市场规模 (亿元) .....	15
图 16: 2021 年中国数据复制与保护的纯软件市场竞争格局 .....	16
图 17: 2021 年数据要素细分领域市场规模.....	17
图 18: 2018-2021 年公司研发费用投入情况.....	18
图 19: 公司产品图谱.....	19
图 20: 公司产品在关键性能指标与可比公司同类产品比较情况 .....	20
图 21: 2019-2021 年公司营收按销售模式比重 .....	21
图 22: 公司基金证券行业客户 .....	21
图 23: 2019-2024E 年公司员工总数 (人) .....	22
图 24: 2021 年公司人员结构.....	22
图 25: 2019-2024E 公司与软件行业人均创收比较 .....	23
图 26: 公司营收预测拆分 (单位: 亿元) .....	24
图 27: 公司估值对比.....	25
表附录: 三大报表预测值.....	26

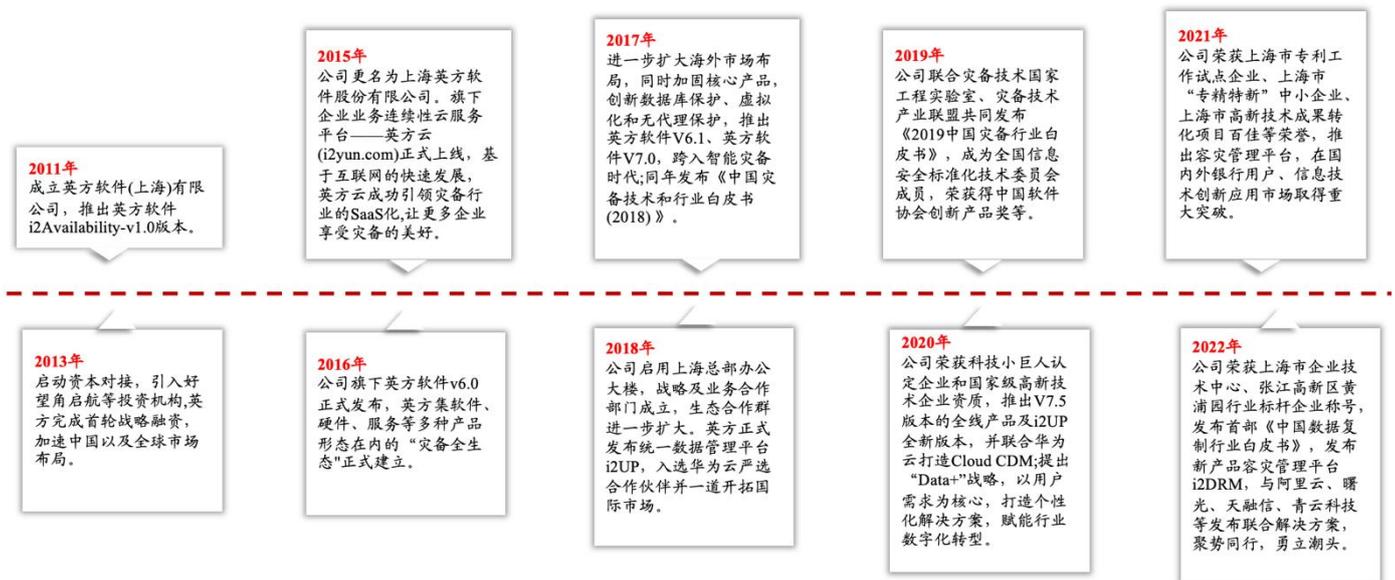
## 1 数据时代卖水人，软件产品收入带动营收高速增长

### 1.1 中国数据复制灾备领域龙头，股权结构稳定

■ **中国数据复制灾备领域第一股，数据时代卖水人：**英方软件 2011 年在上海市黄浦区成立，是专注于数据复制的基础软件企业，主要提供标准化的数据复制软件产品，软硬件一体机及相关的服务。公司是国内市场少数同时掌握动态文件字节级、数据库语义级和卷层块级数据复制技术的高新技术企业之一。根据 IDC 中国灾备软件产品市场调查，公司在中国本土专注于灾备及数据管理的技术厂商中居于首位，并且是完全自主可控的厂商。

2023 年公司成功登陆上交所科创板，成为国内数据复制灾备领域内的第一家上市公司。现阶段，公司产品已广泛应用到金融、政府等一系列领域，同时也在信创政策大力加持之下，得到了国家公安部、金融办、保密局、工信部等相关国家部门的安全认可。公司数据备份与恢复系统解决方案入选 2021 年上海市优秀信创解决方案名单之中；数据流复制管理软件进入 2022 年度第二批上海市创新产品推荐目录；公司技术中心入围 2022 年上半年第 28 批上海市认定企业技术中心。

图1： 公司历史沿革

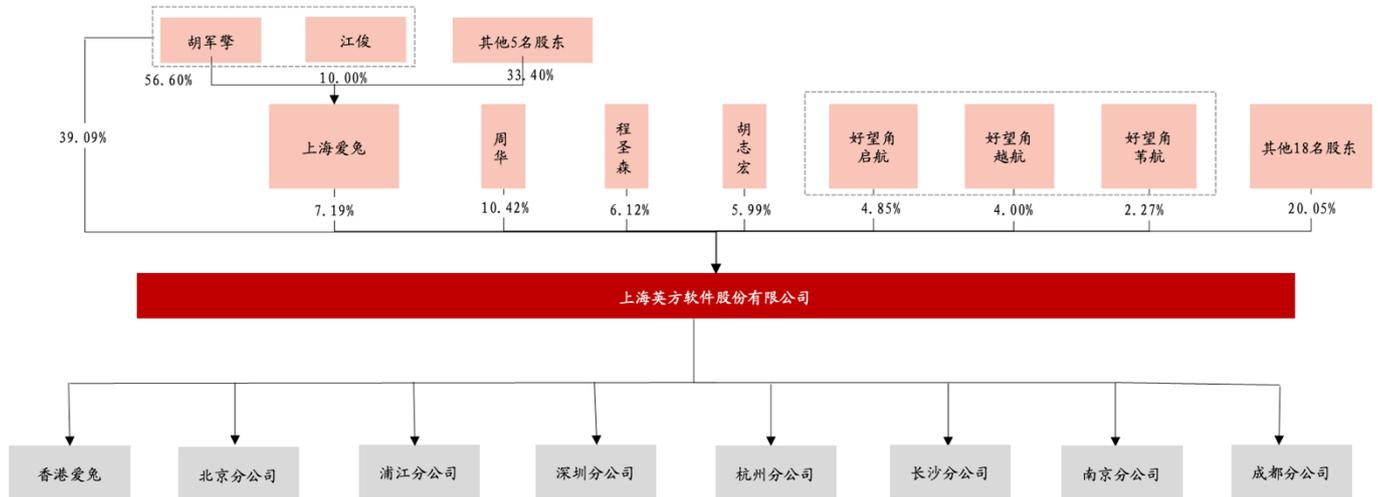


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

■ **股权结构稳定，子公司各司其职：**公司实际控制人胡军擎先生直接持有公司 39.09%股份，整体股权结构稳定，有一个持股平台（上海爱兔），四个战略投资基金，分别是亿达、海通开元、紫光云坤、好望角。公司经过 15 年股改，16、17 年进入新三板，整体在决策方面基本上按照上市公司标准，决策体系健全，在财务管理、销售管理、技术管理方面走在国内软件相关领域企业的前端。截至 2022 年 9 月 30 日，公司共拥有 1

家全资子公司，21 家分公司，无参股公司，公司香港子公司主要用于开展境外销售工作，北京及杭州分公司主要用于从事相关产品的研发和销售工作，而浦江、深圳、长沙、南京和成都分公司主要用于相关产品的销售工作。

图2: 公司股权结构图



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

## 1.2 软件产品应用领域持续扩大, 占收入比重上升

- **以数据复制为本, 持续扩增产品应用领域:** 公司产品主要为数据复制相关软件、软硬件一体机及软件相关服务。依托自主研发的三大核心底层复制技术及其他信息化技术, 构造了“容灾+备份+云灾备+大数据”四大数据复制产品系列。

**容灾:** 在本地或异地, 建立两套或多套功能相同的业务系统, 互相之间可以进行健康状态监视和功能切换, 当主生产系统非计划性停止工作时, 整个应用系统可以切换到备用业务系统继续正常工作。公司的容灾产品能够在保证数据一致性的同时做到业务快速接管, 数据复制实时性高、恢复时间短。

**备份:** 对源数据形成一份同样的拷贝, 存放至其它设备中, 备份数据的可用性依赖于数据复制的完整性和一致性。公司的备份产品在传统定时备份软件的基础上, 增加了跨平台恢复、快速拉起、容灾演练自动化等新功能, 提升了产品的附加值。

**云灾备:** 针对公有云、私有云、混合云下的数据交互而开发整合的产品系列。公司的云灾备产品可以突破云服务部署场地(公有云/私有云/混合云)或云服务供应商(同构云/异构云)的限制, 满足用户按需付费、高性价比、高可靠、个性化的云灾备需求。

**大数据:** 结构化数据是企业的核心数据, 公司的大数据产品系列主要面向结构化大数据的收集、清洗、转换、分发等环节, 为数据仿真、分析、决策、风控等场景提供实时、安全、可靠的数据。

公司相关产品也推广到了智能灾备管理、数据流管理等更多应用领域，帮助各类用户打破数据孤岛，实现数据互联互通，将数据价值最大化，为数字经济的发展保驾护航。

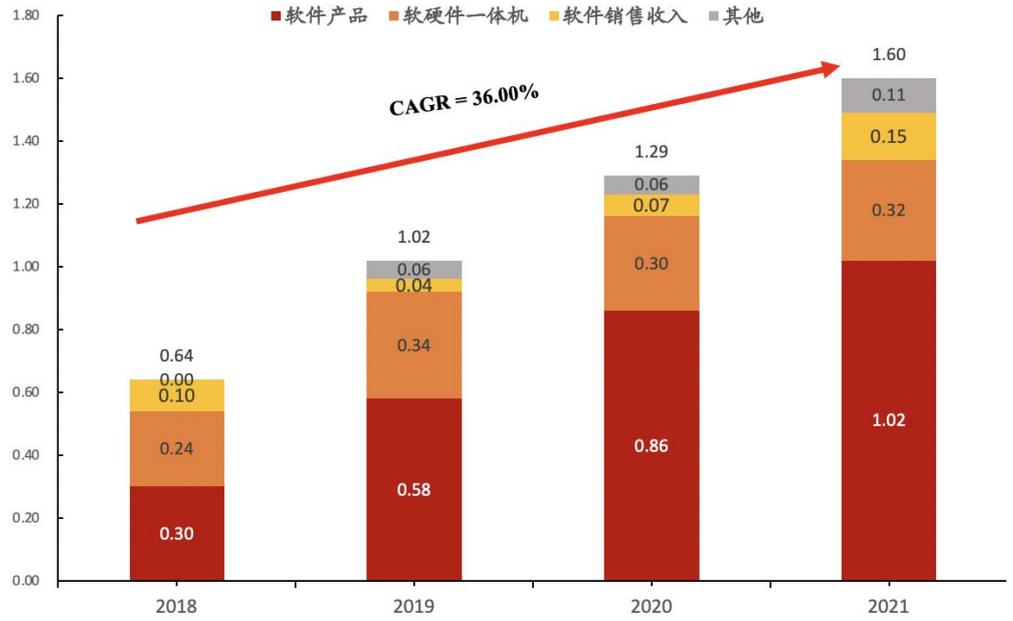
图3：公司产品应用领域



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

- 1) 软件产品：**公司软件产品主要面向灾备和大数据两大应用场景。其中灾备场景包含容灾、备份、云灾备三大产品系列。不同产品可通过统一数据管理平台 i2UP 进行统一管理和调用，该平台通常会随软件产品一并交付给客户，不单独售卖。公司 2018 年至 2021 年软件产品收入分别为 0.30 亿、0.58 亿、0.86 亿、1.02 亿，四年复合增速达 51.23%，2021 年软件产品收入占公司总营收比重达 63.95%，其中，容灾备份产品占软件产品收入 71.12%，而大数据产品的占比则为 28.88%。
- 2) 软硬件一体机产品：**软硬件一体机产品是公司针对客户软硬件一体化的需求，将软件嵌入到存储服务器硬件后形成的产品，可直接作为目标端存储数据，方便用户快速构建灾备系统。公司负责一体机产品的整体设计和选型，根据市场调查提前确定硬件的标准配置，预先对包括操作系统在内的各类内嵌软件做出调整、优化及设置，再交由硬件供应商进行生产，最终形成具有公司 Logo 的机架式服务器。公司 2018 年至 2021 年软硬件一体机产品收入分别为 0.24 亿、0.34 亿、0.30 亿、0.32 亿，四年复合增速为 10.13%，2021 年占公司营收比重为 20.12%。
- 3) 软件相关服务：**公司软件相关服务包括迁移服务、软件维保服务和其他技术服务。迁移服务指基于公司的 i2Move 等软件产品，为用户提供服务器数据整体迁移的服务；软件维保服务指在质保期外，公司提供有偿软件维保服务，主要包括电话或网络远程支持、软件升级、定期巡检、容灾演练等；其他技术服务指对部分实施环境较为复杂的项目，公司提供有偿技术服务，主要包括咨询、规划、定制开发、产品培训、安装实施等。公司 2018 年至 2021 年软件相关服务收入分别为 0.10 亿、0.04 亿、0.07 亿、0.15 亿，四年 CAGR 为 14.56%，2021 年占公司营收比重为 9.16%。

图4: 公司营业收入结构 (按产品分)

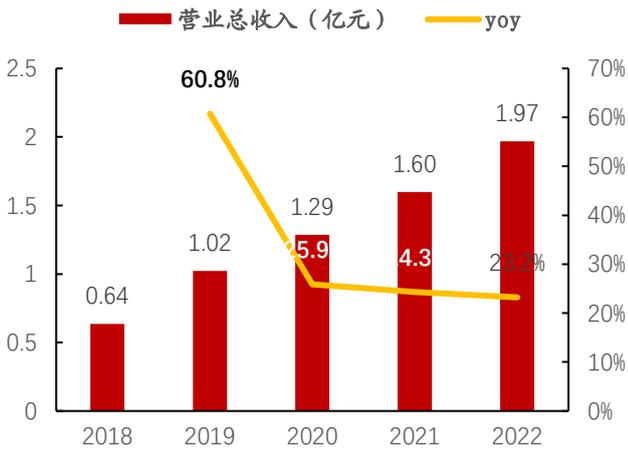


资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

### 1.3 营收高速增长, 软件开发占比提升带动毛利率上涨

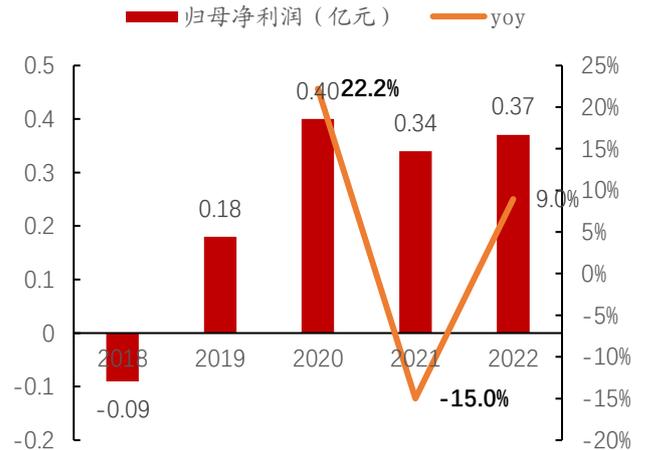
- 营收稳步增长, 归母净利润持续攀升:** 据公司 2022 年业绩快报计算, 近年来公司营收稳定增长, 由 2018 年 0.64 亿元增长至 2022 年 1.97 亿元, 2022 年营收同比增长 23.2%, 复合增长率达 32.7%; 公司归母净利润扭亏为盈, 由 2018 年的 -0.09 亿元增长至 2022 年的 0.37 亿元。

图5: 公司营收及增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图6: 公司归母净利润及增速

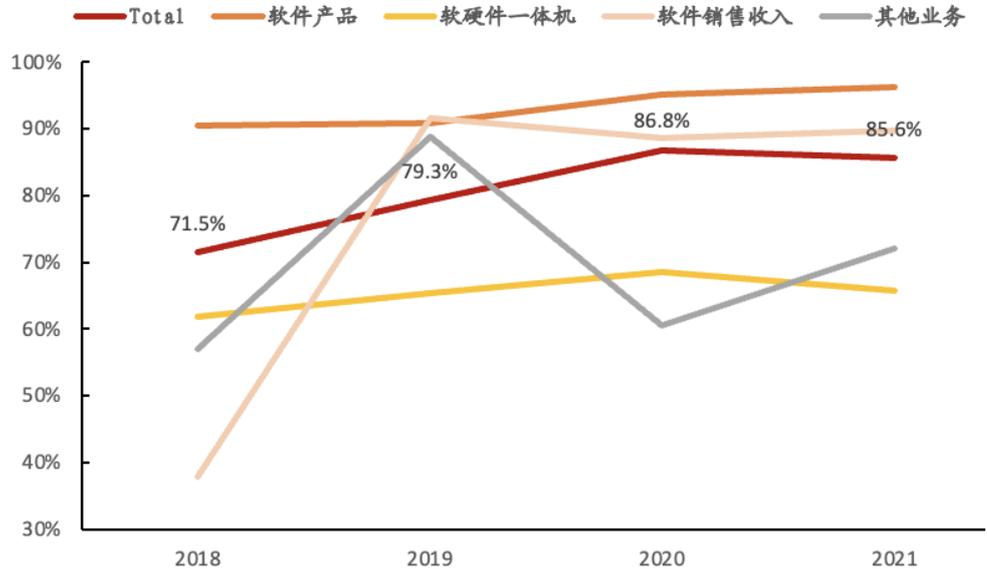


资料来源: wind, 浙商证券研究所

- 毛利率稳定提高, 软件业务毛利率最高:** 2018-2021 年公司主营业务毛利率始终稳定维持在 70% 以上, 近年毛利率随软件业务的比重增加, 毛利率亦稳定上升态势, 2021 年公司毛利率为 85.6%。从公司各项业务看, 软件产品拥有最高的毛利率, 近年来维持在 95% 以上, 同时软件销售收入毛利率大幅提升, 从 2018 年; 37.7% 提升到 2021 年

89.7%。软硬件一体机业务毛利率稳定，2021 年毛利率为 65.7%，预期公司能继续保持;其他业务毛利率则略有波动，但均保持在 50%以上，2021 年达到 72%，相比于 2020 年共增长了 11.5 个百分点。

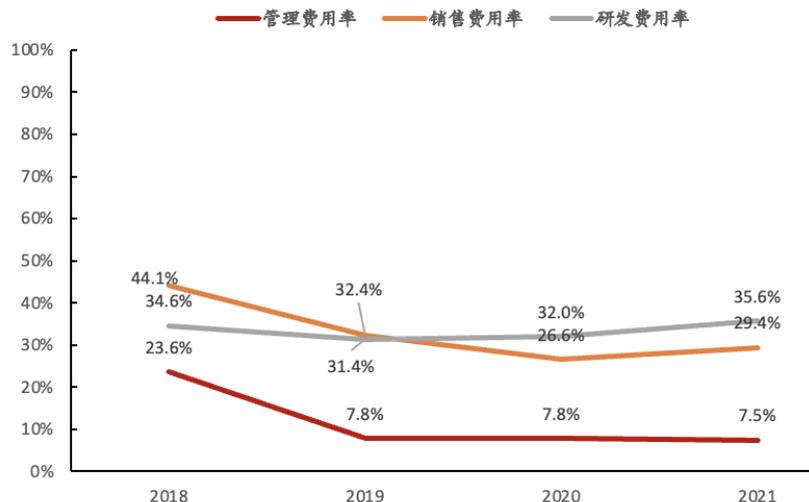
图7: 公司各项业务毛利率



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

■ **深植软件业务创新，不断开拓市场，研发费用与销售费用稳步上升：**近年来，公司在稳步优化其公司内部的运营效率的同时，持续对软件业务进行创新拓展，研发费用占公司所有费用结构中最大的比重，研发费用率整体呈现一个稳定上涨的态势，2021 年研发费用率为 35%，较 2020 年增加 3 个百分点，2021 年公司实际投入研发的金额突破 0.5 亿元，整体呈现上升趋势。公司持续加大开拓市场的力道，销售费用率整体呈现一个稳定上涨的态势，2021 年销售费用达到 0.47 亿元，相较于 2020 年增加近 0.15 亿元。

图8: 公司近年销售、管理及研发费用率



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

## 2 信创政策和行业趋势合力拉抬数据复制软件市场需求

我们认为，信创政策的不断出台和数据要素资产化的逐步确立都会加速信创行业国产替代的步伐，数据复制软件作为数据灾备领域和大数据领域的核心实现工具，将在政策及行业趋势共同驱动下迎来前所未有的发展机会。

**数据灾备领域：**无论是从数据保护的安全性、业务系统运行的连续性或信创替代过程中数据搬迁的完整性角度来看，数据灾备产品作为数据安全的守门员，其重要性和必要性皆与日俱增。数据灾备市场未来的发展空间将由增量市场与存量市场共同驱动，预计整个行业规模将在 2025 年突破 500 亿。

**大数据领域：**大数据采集与预处理是释放大数据价值的前提，而数据复制软件又是实现大数据采集的基础工具。我们认为，随着大数据的行业应用不断深入，在满足业务连续性和时效性的条件下，大数据采集的技术效率将进一步被重视，连带造成数据复制软件的需求爆发。

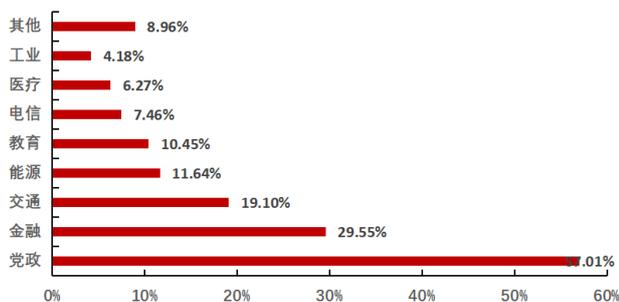
### 2.1 信创国产替代政策频出，软件替代势在必行

■ **79 号文件推动八大重点行业信创，市场规模可达两万亿：**2022 年 9 月 28 日国资委 79 号文件指出政府明文规定 2027 年前完成 2+8+N 的党政与八大重点行业 100% 国产替代，替换范围包括芯片、基础软件以及应用软件，2022 年 11 月底前报送方案并从 2023 年度开始由企业党组书记直接汇报进度，国产化经费全面纳入企业预算范畴。

根据零壹智库数据显示，2021 年政策点名的 2+8+N 整体信创国产渗透率仍处在较低水平，党政与金融行业分别以 57.01% 和 29.55% 的信创落地实践率领跑，而交通、能源、教育和电信等行业渗透率则还在 10% 上下。我们认为，当前我国信创相关行业建设距离 2027 年前实现 100% 全替代的目标仍有一段距离，长线看来国产替代市场空间广阔。

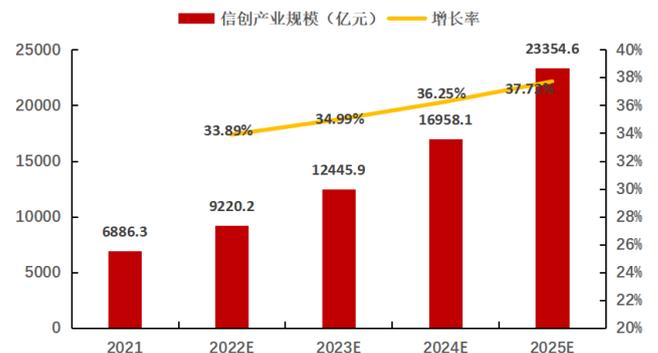
根据海比研究院数据显示，截至 2021 年末，我国信创产业规模达 6886.3 亿元，并预测至 2025 年整体信创市场规模可达 2 万亿以上，奠定行业长线逻辑。

图9：2021 年我国各行业信创落地实践率



资料来源：零壹智库、浙商证券研究所

图10：2021-2025E 我国信创产业规模预测



资料来源：海比研究院、浙商证券研究所

图11: 信创相关政策

实施时间	颁布主体	政策文件	相关内容
2022年10月	全国人民代表大会	《关于数字经济发展情况的报告》	加大重点领域核心技术创新力度,着力提升基础软硬件、核心电子元器件、关键基础材料和智能制造装备的供给水平;统筹布局绿色智能的数据与算力基础设施,推进“东数西算”工程,建设完善全国一体化大数据中心体系,加快国家绿色数据中心建设;不断培育壮大云计算、大数据、区块链、工业软件等数字产业,探索建设中国特色的开源生态;加快深化产业数字化转型,持续提高“互联网+政务服务”效能,形成以城带乡、共建共享的数字城乡融合发展格局;推进公共数据、企业数据、个人数据分类分级确权授权使用,构建数据产权、流通交易、收益分配、安全治理制度规则。
2022年10月	国务院	《全国一体化政务大数据体系建设指南》	2023年底前,全国一体化政务大数据体系初步形成,基本具备数据目录管理、数据归集、数据治理、大数据分析、安全防护等能力,数据共享和开放能力显著增强,政务数据管理服务水平明显提升。到2025年,全国一体化政务大数据体系更加完备,政务数据管理更加高效,政务数据资源全部纳入目录管理。
2022年9月	国资委	国资发79号文件	2027年底前实现央企落实信创全面替代,2022年11月底前基于计划上报替代总体方案,2023年开始由党组书记每季度汇报国资委相关进程,全面替换包括OA、门户、邮箱、纪检、党建、档案管理;应替就替包括战略决策、ERP、风控管理、CRM 经营管理系统;能替就替包括生产制造、研发系统,其中数据库、操作系统、中间件、芯片、整机是最重要的产业环节。
2022年3月	十三届全国人大五次会议	《2022 年国务院政府工作报告》	加强数字中国建设整体布局,建设数字信息基础设施,逐步构建全国一体化大数据中心体系,推进 5G 规模化应用,促进产业数字化转型,发展智慧城市、数字乡村。完善数字经济治理,培育数据要素市场,释放数据要素潜力,提高应用能力更好赋能经济发展、丰富人民生活。
2022年1月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	指出到 2025 年,我国数字经济迈向全面扩展期,数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到 10%,而 2020 年这一数字为 7.8%。以数字技术更好地驱动产业转型为发展重点,从骨干企业、重点行业、产业园区和产业集群等方面进行系统部署,促进创新要素整合共享,不断激发经济发展新动能。
2021年11月	工信部	《“十四五”大数据产业发展规划》	立足推动大数据产业从培育期进入高质量发展期,在“十三五”规划提出的产业规模 1 万亿元目标基础上,提出“到 2025 年底大数据产业测算规模突破 3 万亿元”的增长目标,以及数据要素价值体系、现代化大数据产业体系建设等方面的新目标。
2021年11月	工信部	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	推动软件产业链升级,激发数字化发展新需求。围绕软件产业链,加速“补短板、锻长板、优服务”,夯实开发环境、工具等基础软件实力,提升工业软件、行业软件、平台软件、嵌入式软件等应用软件水平,增加信息技术服务供给,提升软件产业链现代化水平。
2021年10月	国务院	《国家标准化发展纲要》	开展数据库等方面标准化攻关,提升标准设计水平,制定安全可靠,国际先进的通用技术标准。
2021年3月	全国人民代表大会	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加快数字化发展,建设数字中国。充分发挥海量数据和丰富应用场景优势,促进数字技术与实体经济深度融合,赋能传统产业转型升级,催生新产业新业态新模式,壮大经济发展新引擎。
2021年3月	全国人民代表大会	《十三届全国人大四次会议政府工作报告》	加快数字化发展,打造数字经济新优势,协同推进数字产业化和产业数字化转型,加快数字社会建设步伐,提高数字政府建设水平,营造良好数字生态,建设数字中国。

资料来源: 公司招股书, 国办函 102 号文件, 珙智信息、浙商证券研究所

- 从数据积累到数据资产化, 政策助推数据要素产业蓬勃发展:** 2022 年 10 月 28 日《全国一体化政务大数据体系建设指南》发布, 明确指出“2023 年底前, 全国一体化政务大数据体系初步形成”, **1+32+N** (国家政务大数据平台+32 个省级政务数据平台+N 个国务院部门政务数据平台的) **数据体系保障了数据要素市场的量化需求, 促使智慧政务率先发展, 同时也为数据要素市场的后续发展打下坚实基础。**

2022 年 4 月 9 日中共中央、国务院印发《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》, 首次将数据作为与土地、劳动力、资本、技术并列的生产要素; 2022 年 12 月 2 日, 国务院发布《关于数字经济发展情况的报告》, 以“数据二十条”为纲领构建“1+N”数据基础制度体系, 进一步完善**数据产权界定、数据市场体系建设等制度和政策**, 更好地构建完善我国数据基础制度体系, 也使得数据要素市场框架初现。

据前瞻产业研究院测算, 2021 年我国数据要素市场规模达到 704 亿元, 预计 2025 年我国数据要素市场规模为 1749 亿元, 2021—2025 年复合增长速度超过 25%, 市场增长空间广阔。

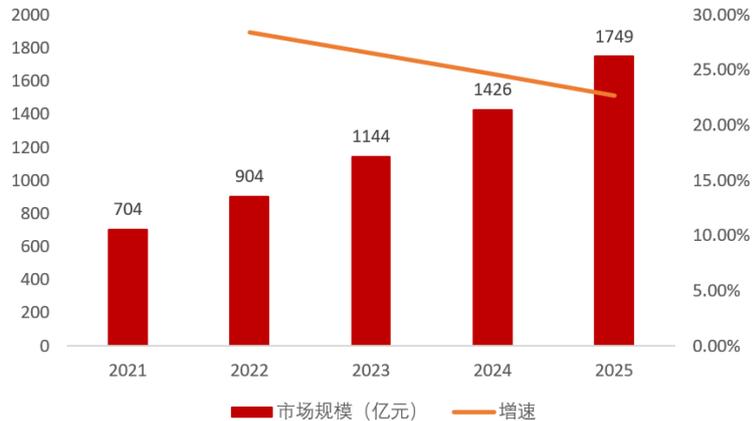
我们认为, 数据资源被确认为资产和数据市场体系的建立, 本质上反映出政策对于数据产业的大力扶持态度, 借此契机数据要素有望正式开启产业化大时代, 深度赋能数字经济下的国民产出。随数据要素市场逐步走向成熟期, 容灾备份、大数据等领域迎来发展契机。

图12: 数据要素产业相关政策

实施时间	颁布主体	政策文件	相关内容
2022年12月2日	国务院	《关于数字经济发展情况的报告》	深刻认识构建数据基础制度体系的重大意义,准确把握构建数据基础制度体系的总体要求,深入推进数据基础制度体系构建的重点任务,以“数据二十条”为纲领构建“1+N”制度体系,进一步完善数据产权界定、数据市场体系建设等制度和政策,更好构建完善我国数据基础制度体系
2022年12月1日	财政部办公厅	《关于征求〈企业数据资源相关会计处理暂行规定(征求意见稿)〉意见的函》	据新规,制定数据资源相关会计处理暂行规定,以切实解决在数据交易双方如何进行会计处理、数据资源是否可以作为资产入账等问题,将有助于夯实数据要素相关业务的会计基础,切实服务数字经济发展和数字中国建设。
2022年10月28日	国务院办公厅	《全国一体化政务大数据体系建设》	明确指出“2023年底前,全国一体化政务大数据体系初步形成”时间节点,国家政务大数据平台+32个省级政务数据平台+N个国务院部门政务数据平台的1+32+N数据体系需求得到进一步确认
2022年4月9日	中共中央、国务院	《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	分类提出了土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域改革的方向,确认数据为生产要素
2022年3月	山东省	《关于做好中国(山东)自由贸易试验区制度创新成果推广工作的通知》	把“基于区块链的普惠金融服务新模式”作为“对应用场景具体、具有借鉴意义”的26项创新成果之一在全省范围内推广
2018年7月27日	工业和信息化部、国家发展和改革委员会	《扩大和升级信息消费三年行动计划(2018-2020年)》	旨在推动信息消费向纵深发展

资料来源:求是、国家政务服务平台、浙商证券研究所

图13: 2021-2025E 数据要素市场规模



资料来源: 前瞻产业研究院、浙商证券研究所

## 2.2 灾备行业的高速发展打造数据复制软件的旺盛需求

- 数据复制软件决定数据灾备产品运行的效率:** 数据复制软件经典的应用场景为灾备,包括备份和容灾,用于保障用户的数据安全和业务连续性。备份数据的可用性依赖于数据复制的完整性和一致性;而应用级容灾的重点在于应用系统的不间断服务,让终端用户感受不到灾难的发生,数据复制软件是实现应用级容灾的重要工具。
- 数据灾备的重要性和必要性与日俱增:** 在信息化时代,政府部门及企业的数据安全面临着大型灾害、网络安全攻击、信息安全和系统故障四大挑战。对于数据保护要求和业务连续性要求较高的金融及政府部门而言,业务系统的极短时间暂停运作都有可能造成极大损失的结果发生。因此,无论从业务连续性、数据可用性还是法规遵从性角度来看,企业加强数据安全保护与应用都迫在眉睫;

从行业信创替代层面来说,我国企业正逐步展开从国外数据库向国产数据库、从本地数据库向云数据库的数据迁移,而在进行大量数据搬迁的过程中,数据保护的重要性不言而喻;其次,当前我国数据库行业仍处于替代初期,国产数据库在性能上相比国

外仍偶尔存在不稳定的现象，随着企业对数据处理依赖程度提升，**数据灾备产品是现实业务系统在意外突发时，仍保障业务不停，数据不丢的解决方案**，上述种种因素都一再凸显数据灾备产品作为数据安全守门员的重要性。

■ **数据灾备产品预防勒索病毒攻击：**勒索病毒是一种极具破坏性、传播性的恶意软件，主要利用多种加密算法加密用户数据、恐吓、胁迫、勒索用户高额赎金。勒索攻击在 2015 年后进入高发期，2017 年 WannaCry 勒索攻击在全球范围内大规模爆发，至少 150 个国家、30 万名用户受害，共计造成超过 80 亿美元的损失，至此勒索攻击正式走入大众视野并引发全球关注。

英方软件数据灾备产品利用保存数据时间点的方式，将初始数据实时的复制进入灾备机，并在业务系统遭受攻击后，通过合并所需时间点数据的方式进行系统恢复，以此预防勒索病毒的攻击。产品在教育部留学服务中心的应用中，实现了本地灾备中心到北京亦庄和苏州云端的持续数据保护，当本地生产中心发生逻辑错误、勒索病毒攻击等潜在威胁事件时，两云端数据可按照设定的优先级，实现任意时间点的回滚，颗粒度可达百万分之一。

图14： 公司数据灾备产品预防勒索病毒解决方案



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

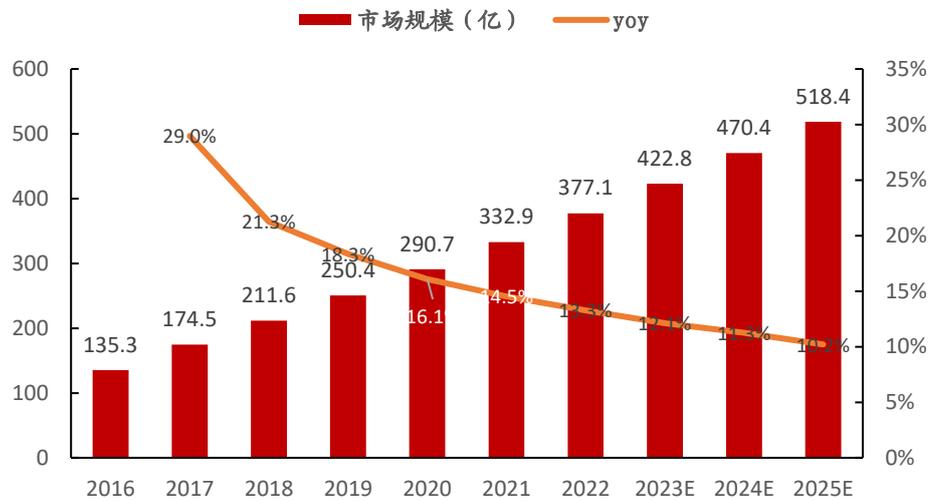
■ **数据灾备市场空间广大：**近年来，我国数字化转型和数据经济正逐步走向上升阶段。数据安全和业务连续性作为数字经济发展的基础，也得到了越来越多的重视。国家先后颁布的一系列重要法律法规和众多大项目，如新基建、东数西算、数据交易等的进行，皆提供数字经济稳定向上发展的基础，有望推动数据复制软件在灾备领域的市场空间进一步增长。

**从增量市场来看，**据 IDC 预测，全球数据圈将从 2018 年的 33ZB 增长到 2025 年的 175ZB，中国数据圈将以 30% 的年平均增长速度领先全球，比全球高 3%。预计到 2025 年，中国数据圈将增长至 48.6ZB，占全球数据圈的 27.8%，成为全球最大的数据圈；而从数据保护的需求来看，据 IDC 预测，2018 年至 2025 年，全球数据圈中需要安全保护的数据将从 56% 增加至 66%。然而，需要并已经受到保护的数据的百分比仅仅从 45% 上升至 50%。按照这个速度，从现在到 2025 年，中国需要保护但未受到保护的数据将比其数据圈增长得更快，到 2025 年将达到 16.2ZB，占据数据圈的三分之一。

其次，2020 年我国统计出灾备在信息基础设施中占比仅为 2%，而欧洲、美国已经达到 5%、6%。2020 年我国大中型企业综合灾备覆盖率仅达到 34%，而国外已经超过 80%，增量市场存在巨大空间。

从存量市场来看，2021 年我国数据灾备市场已达到 332.9 亿，2016 年至 2021 年复合增长率为 19.7%。根据《中国数据复制行业白皮书》引用智研咨询数据，**预计 2025 年中国灾备行业市场规模将超过 500 亿**。由于我国灾备行业整体起步较晚，在过去较长的一段时间内，我国灾备行业呈现以国外厂商为主的竞争格局。随 79 号文明确提出 2027 年前要实现 100% 国产替代，预计未来增速将提升，存量市场具有很大的替代空间。

图15：中国灾备市场规模（亿元）



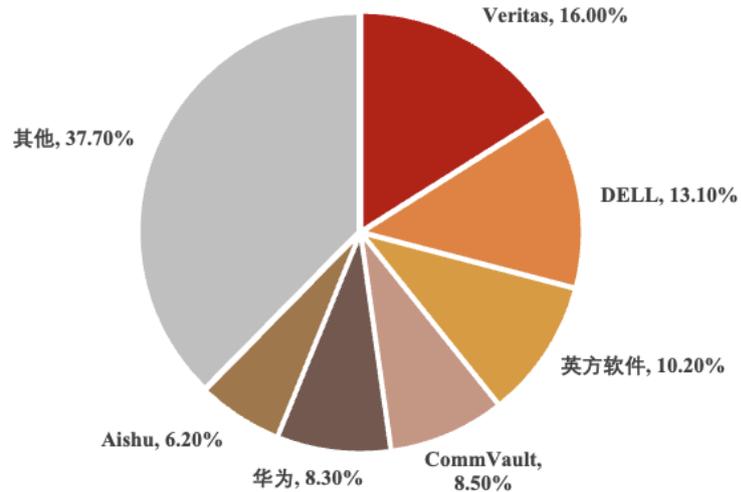
资料来源：IDC，中商情报网，浙商证券研究所

- 数据灾备市场竞争格局：**灾备场景的应用包含了容灾、备份、云灾备。总体上看，英方软件在灾备方向的竞争对手主要有 DELL、华为等存储硬件厂商和 Veritas、Commvault 等第三方软件企业。根据 IDC 统计，2021 年我国数据复制与保护的纯软件市场中，前五大供应商分别为 Veritas、DELL、**英方软件**、Commvault 和华为，**市场占有率**分别为 16.0%、13.1%、**10.2%**、8.5%和 8.3%。

从具体应用场景看：

- (1) 容灾领域：公司主要竞争对手为 DELL、Veritas、Commvault 等；
- (2) 备份领域：公司主要竞争对手除上述国外公司外，还包括爱数、鼎甲等国内企业；
- (3) 云灾备领域：是云计算趋势下灾备的新方式，国内参与者主要包括各大公有云厂商，以及爱数、鼎甲等数据复制软件厂商。

图16: 2021年中国数据复制与保护的纯软件市场竞争格局



资料来源: IDC, 中商情报网, 浙商证券研究所

- 我们认为, 无论是从数据保护的安全性、业务系统运行的连续性或信创替代过程中数据搬迁的完整性角度来看, 数据灾备产品作为数据安全的守门员, 其重要性和必要性皆与日俱增。数据灾备市场未来的发展空间将由增量市场与存量市场共同驱动, 当前国产厂商的技术已逐渐赶上国外水平, 预计整个行业规模将在 2025 年突破 500 亿。

### 2.3 大数据行业应用形成数据复制软件新一轮增长驱动力

- **数据复制软件是大数据行业运行的基础:** 随着信息技术的不断发展, 大数据逐渐开始落地应用, 而海量数据从生产到发挥价值, 需要经过采集、处理、分析等环节, 其中大数据采集与预处理作为大数据生命周期的第一环节, 是释放数字价值的前提。数据复制软件是大数据采集的基础工具, 可以将海量数据实时传输至大数据平台或分发至各数据需求部门, 为数据仿真、分析、决策、风控等场景提供实时、安全、可靠的数据。
- **显著提升金融行业行情数据分发效率:** 随着高频交易和量化交易等新模式的广泛应用, 金融机构愈发重视市场行情数据的时延性问题, 唯有通过降低行情数据的数据分发延迟, 才能以更贴近真实行情价格的数据进行交易算法预测, 达到提升投资报酬率的效果。

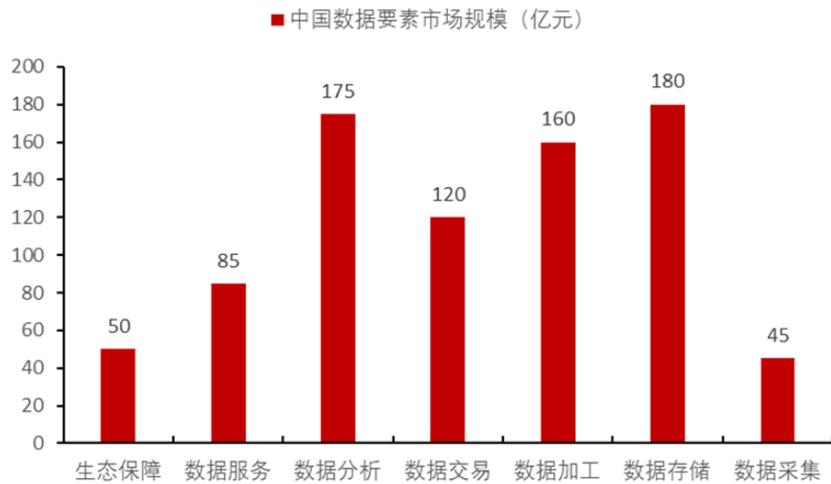
英方软件数据分发系统产品 i2Distributor 能够实现各类数据到多节点的迅速分发, 可应用于线下或云平台的环境, 传输时带宽占用低、时延小, 支持多级分发, 运行时和各类业务系统完全解耦, 已用于证券公司、期货公司极速行情流数据分发及普通文件多节点分发的场景。公司产品在海通证券系统的实践中, 实现了普通行业从本地到公有云, 再由公有云到全国各地的行情分发, 并在确保高可用的前提下, 极大地降低了行情分发的时延。

- **数据采集市场规模不可小觑:** 根据《中国数据要素发展报告(2021-2022)》, 2021 年数据采集市场规模达 45 亿。随着大数据的行业应用不断深入, 数据采集的需求也将被

逐步激发，带动数据采集软件及服务的市场规模日益增长。与此同时，随着业务连续性和时效性的增强，大数据采集更加注重时效性，数据复制需求也将迎来爆发期。

大数据场景是公司市场开拓的另一重要领域，也是数据复制软件的新兴应用领域。公司产品在大数据领域的竞争对手主要有 Oracle 等数据库企业，以及迪思杰等第三方软件企业。

图17：2021年数据要素细分领域市场规模



资料来源：《中国数据要素发展报告（2021-2022）》，浙商证券研究所

综合上述来看，大数据采集与预处理是释放大数据价值的前提，而数据复制软件又是实现大数据采集的基础工具。我们认为，随着大数据的行业应用不断深入，在满足业务连续性和时效性的条件下，大数据采集的技术效率将进一步被重视，连带造成数据复制软件的需求爆发。

### 3 全方位 + 标准化产品构建公司强大国产替代实力

数据复制软件作为数据安全的守门员，行业专业性强、客户粘性高。得益于信创政策推动整个大数据行业朝国产化发展，我们认为公司作为国产数据复制领域龙头，公司有能力在维持现有客户基础的同时，持续攻占国产替代的市场份额。

公司当前不仅已经具备媲美国外主流的数据复制全产业链解决方案，标准化的产品特性更是使得产品能完美的融入更多行业应用场景，迅速的打开新市场；随着公司人员配置的逐步到位，庞大的客户基础和标杆案例塑造了公司实现国产替代的先发优势，而前期投入的成本则将成为后续国产化替代进程中源源不断的蓄力燃料，营收成长空间星辰大海。

#### 3.1 深耕研发，具备数据复制全产业链国产替代实力

- **自研实力打造竞争优势：**公司专注于数据复制领域，核心技术经过多年的自主研发拥有很强的技术壁垒，底层内核级技术依赖程度高。语义级复制基于数据库底层，字节

级复制基于操作系统底层，卷层级复制基于块复制底层，场景应用非常全面，与各种系统数据库皆可以兼容。截至 2022 年 9 月 30 日，公司已获得 27 项发明专利、113 项软件著作权。

公司近年来研发费用率一直维持高水平，2021 年研发费用占公司总营收比重达 35.45%。公司于 2016 年 11 月通过高新技术企业认证，取得《高新技术企业证书》，并于 2019 年 10 月通过高新技术企业认证复审。2020 年 8 月，公司通过了上海市科技小巨人工程项目验收，项目综合绩效评价良好。2021 年 2 月，公司被评为上海市“专精特新”中小企业。

图18： 2018-2021 年公司研发费用投入情况



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

- **全方位产品线对标国外主流产品：**公司已经形成了包括容灾、备份、云灾备、大数据在内的完整产品系列，并推出了统一数据管理平台软件，可以满足客户关于业务连续性、数据安全、数据管理、数据治理等一系列的要求。在产品对标方面，公司备份产品主要对标 CommVault、Veritas，云灾备产品主要对标 Rubrik，大数据类、数据库复制产品主要对标 Oracle OGG 和 IBM CDC，私有云、云备份产品对标 Veeam，英方 i2VP、i2FF0、i2UP 等产品对标 DELL EMC。公司产品是行业内体系最全，覆盖面最广，是国产数据复制集大成者，在形成单点产品继续深入突破的同时，体现组合拳优势。

图19: 公司产品图谱



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

- **产品在关键性能上优于行业水平, 已逐步实现国产替代:** 公司的灾备产品结合了动态文件字节级复制技术和卷层块级复制技术, 在增量数据复制上可达到毫秒级的数据复制延迟, 微秒级的复制颗粒度以及较小的 CPU、内存和磁盘资源占用, 在上述指标上优于可比公司同类产品, 优于行业主流水平; 公司在全量备份上也具有较高的复制速度, 与可比公司同类产品相当, 达到行业主流水平; 此外, 公司的大数据产品在增量数据的抽取和装载上可以达到每秒十万级的事务处理能力, 表数据对比性能为万级以上, 与可比公司的同类产品性能接近, 优于行业主流水平。

综合上述来看, 公司的主要产品在部分功能和性能指标上皆达到同等水平, 并在兼容性、国产化等方面具有突出优势, 已逐步开始在重要信息系统中替代国外知名企业的同类产品。英方作为行业龙头, 空间星辰大海。

图20: 公司产品在关键性能指标与可比公司同类产品比较情况

产品	关键性能指标	指标含义	公司技术水平	行业主流水平	可比公司同类产品
	增量数据复制延迟	指延迟增量数据从生产端写入至目标端写入时间差	基于动态文件字节级复制技术,通常可以将延迟缩小到毫秒级别	行业内以块级复制技术为主,采用字节级复制技术较少	块级复制技术 (Veritas InfoScale、华为OceanStor BCManager、DELL EMC RecoverPoint、火星高科 火星舱 CDP)
	增量数据复制颗粒度	指前后两次增量数据复制时间差	基于动态文件字节级复制技术,可以将复制颗粒度缩小至微秒甚至更细	行业内以块级复制技术为主,颗粒度在秒级甚至更大	块级复制技术 (DELL EMC RecoverPoint、火星高科 火星舱 CDP)
<b>灾备产品</b>					
	资源占用	复制时对CPU、内存、磁盘等系统资源影响程度	对用户生产业务系统影响小。对CPU的影响通常控制在总CPU使用率的5%以下;内存、磁盘可按需控制使用	需要从生产端磁盘获取数据,对生产端业务系统的CPU和磁盘影响较大	块级复制技术 (Veritas InfoScale、华为OceanStor BCManager、DELL EMC RecoverPoint、火星高科 火星舱 CDP、Veritas NetBackup、上海爱数 AnyBackup)
	全量备份速度	指对整个系统所有数据备份的速度	基于卷级块级复制技术,达到测试用SSD盘所能达到的访问速度上限。	行业内块级复制技术主流水平基本均可达到高性能硬件的访问速度上限	块级复制技术 (Veritas NetBackup、上海爱数 AnyBackup)
	增量数据抽取性能	指从生产端提取数据的速度	基于日志解析的方式,支持解析DML和DDL语句。对于一般事务能达到每秒万至十万级	行业内其他方式大多存在无法实时捕获、会降低系统性能、耗费大量存储空间的缺点	使用日志解析方式 (Oracle OGG、迪思杰SuperSync/DataXone)
<b>大数据产品</b>					
	增量数据装载性能	指将数据装载至目标端的速度	支持事务顺序和批量装载,对于一般事务最高能达到每秒十万级	行业内只有少数厂商同时支持事务的顺序和批量装载	支持事务的顺序装载和批量装载 (Oracle OGG、迪思杰 SuperSync/DataXone)
	表数据比对性能	指对生产端和目标端表数据比对速度	对于Oracle与其他数据库,拥有两种技术方案进行动态数据校对	行业内通常无法准确处理不断变化数据	有动态表对功能 (Oracle OGG、迪思杰SuperSync/DataXone)

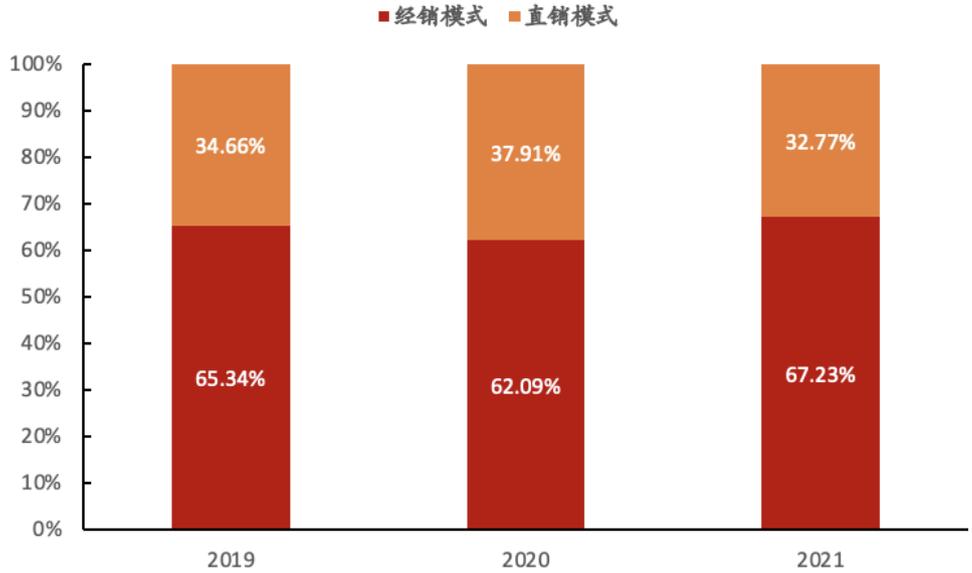
资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

### 3.2 标准化产品模式能迅速响应市场需求

- 标准化产品模式提升新市场开拓效率:** 公司是标准化产品平台型公司, 产品面向底层的数据高速公路和数据交互, 与应用无关, 因此同样的系统可以用在工行、电力、烟草等不同行业, 不会和客户的应用强制绑定, 有利于公司进行市场的开拓, 同时也促进公司毛利率维持较高水平。
- 与成熟经销团队合作, 探索市场全部机会:** 由于公司产品已经具备足够的标准化, 为了使得数据复制软件类相关产品可以更好的覆盖全部市场机会, 公司通过培养稳定经销商共同开发行业新市场。2019至2021年公司经销模式收入占总收入比重分别为65.34%、62.09%和67.23%, 基本呈现一个稳定态势。按客户行业类别来看, 由于金融行业客户对于数据的安全性要求更高, 公司主要向金融行业客户直接销售, 打磨与迭代自身产品, 以保持技术优势; 而对于其他行业客户的销售, 公司则多通过与经销商合作的模式运行。

我们认为, 公司当前不仅已经具备数据复制全产业链的国产替代实力, 其标准化的产品特性更是使得公司产品能快速的融入不同行业应用场景。在政策及行业趋势共同驱动大数据相关系统的建设之下, 看好公司有能力快速响应市场需求, 持续在更多领域塑造成功案例。

图21: 2019-2021 年公司营收按销售模式比重



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

### 3.3 深厚客户基础形成先发优势, 人员配置逐步到位

- **客户粘性高, 在金融领域积累众多标杆客户:** 公司的数据复制软件通常应用于客户的核心业务系统, 此类系统对问题和故障的容忍度低, 要求配套产品具备高可靠性和高安全性, 且上线前需要经过严格测试, 一旦使用不会轻易替换, 因此客户对于数据复制产品供应商具有一定的依赖。

公司作为国内领先的数据复制软件企业, 经过十余年发展, 已拥有超过 500 家企业的客户基础。国产适配方面, 已经与行业内超百余项产品型号完成适配。公司客户分布金融、政务、医卫等各行各业。其中, 公司在金融领域客户优势显著, 营收占比 35%-40%, 已为众多境内证券公司及银行、保险公司、基金公司、资产管理公司提供数据复制相关软件产品或服务, 标杆客户有工行、建行、各大券商、基金等。

图22: 公司基金证券行业客户



资料来源: 公司基金行业解决方案, 浙商证券研究所

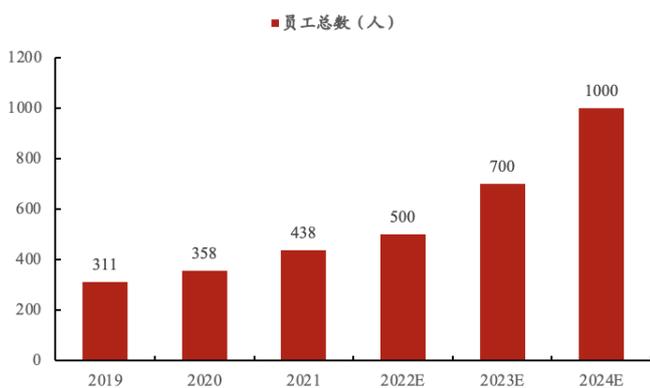
- **完整售后服务体系，巩固现有客户基础：**随整个行业的向前发展以及各家厂商的技术水平逐步到位，对于客户而言，公司是否有提供完整的售后服务将会成为影响其选择软件供应商的关键因素，使用开源软件虽能解决规模较小的业务请求，然而随着业务量的扩大，开源软件未提供完善的售后服务和与客户不一致的发展路径等问题皆会逐一体现。因此，对于业务体量较大的公司而言，拥有完善服务能力的软件公司将成为更好的选择。

公司已经形成完整的售后服务体系，不仅向一般客户提供全时段的售后热线服务以及追踪业务流程的工单系统服务，也提供重要客户专人驻场支持服务。公司当前已在北京、上海和杭州三地均设立研发中心，并在全国 34 个省级行政区及海外设立办事处。我们认为公司区域专业服务能力强，能即时满足用户的各种需求，有利于巩固公司现有的客户基础。

- **人员配置逐步到位，人均创收稳定成长：**近年来，公司持续通过加大人员的投入，借此去提升整体服务能力。2019 年至 2021 公司员工总数分别为 311 人、358 人和 439 人，人均创收分别为 32.84 万元、35.91 万元和 36.40 万元，其中 2021 年，销售人员占比 39.0%，研发技术人员占比 55.3%。结合业务发展情况，我们预测公司员工总数 2022 至 2024 年将会提升至 500 人、700 人和 1000 人，对应的人均创收将升至 39.38 万元、51.17 万元和 60.91 万元，逐步赶上我国软件行业人均创收水平。公司人均创收持续增长，规模效应逐步显现。

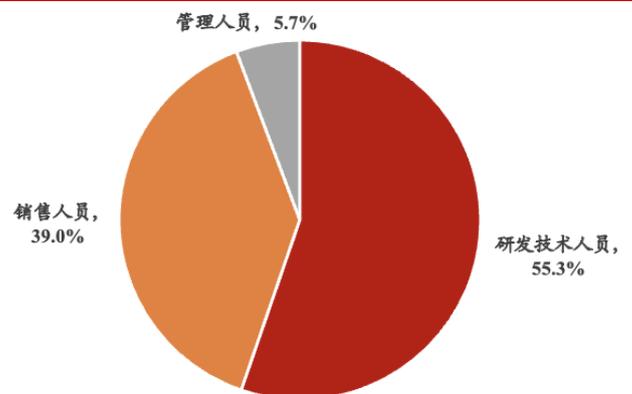
站在当前节点，公司庞大的客户群体以及持续性的业务合作已经充分证实公司产品及服务的品质，鉴于基础软件行业客户高粘性的特征，公司在国产替代进程中具有先发优势；与此同时，我们认为随着公司人员配置到位，前期招聘人员所带来的竞争优势将爆发价值潜能，成为后续国产化替代进程中源源不断的蓄力燃料，看好公司的人均创收将逐步赶上软件行业的平均水平。

图23： 2019-2024E 年公司员工总数（人）



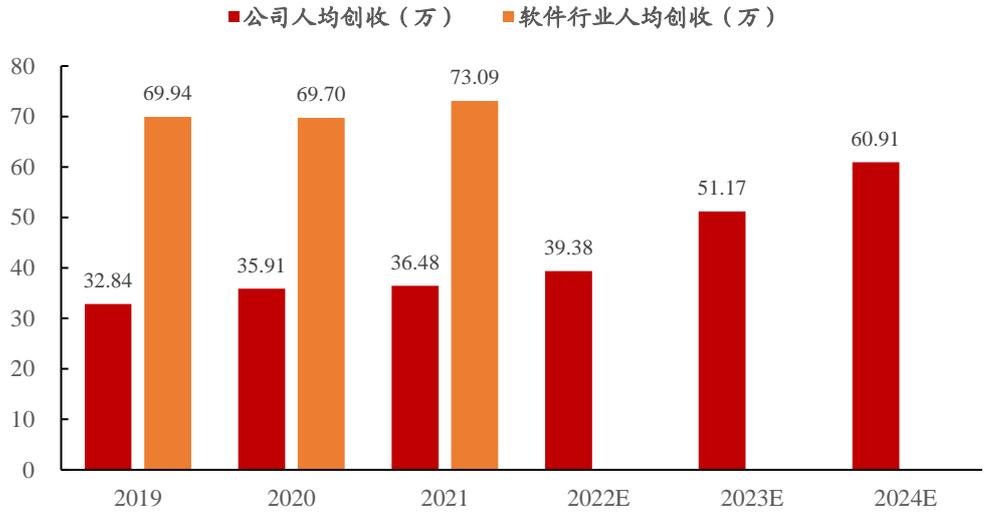
资料来源：公司招股书、Wind、浙商证券研究所测算

图24： 2021 年公司人员结构



资料来源：公司招股书、Wind、浙商证券研究所

图25： 2019-2024E 公司与软件行业人均创收比较



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所测算

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

- 营业收入：**英方软件作为中国数据复制灾备领域第一股，是数据时代的卖水人，公司主要提供标准化的数据复制软件产品，软硬件一体机及相关的服务。当前产品已广泛应用到金融、政府等领域，同时也在信创政策大力加持之下，得到了国家部门的安全认可，进入了相关的信创目录。公司目前业务仍处于发展初期，随公司数据复制产品系列不断丰富完善，以及应用场景快速拓展，受益于核心技术产品优势、良好的市场口碑以及信息技术国产化带来的市场机遇，我们预测 2022-2024 年营收增长率分别为 23.23%/81.91%/70.07%，对应营收分别为 1.97/3.58/6.09 亿元。

**软件产品：**公司软件产品主要面向灾备和大数据两大应用场景。随着大数据、云计算等新应用的出现及 IT 系统架构愈发复杂，市场对于数据保护与数据流通的需求快速增加，公司软件产品持续迭代，紧跟行业最新动态，树立多个标杆项目，在灾备及大数据领域均获得了良好的市场口碑，公司 2021 年软件产品收入为 1.02 亿，占公司总营收比重达 63.95%。市场对于数据保护与数据流通的需求快速增加，以及云存储等新技术、新领域应用，在信创政策推动下，我们预测 2022-2024 年公司软件产品收入将高速增长，增长率分别为 20%、90%和 70%，对应营收分别为 1.23 亿元、2.33 亿元和 3.96 亿元。

**软硬件一体机产品：**软硬件一体机产品是公司针对客户软硬件一体化的需求，将软件嵌入到存储服务器硬件后形成的产品，其自带的硬件存储服务器容量有限，且通常以固定配置的产品形式进行销售。近年来，随着公司软件产品的市场知名度提高，面对高复杂度业务模块的灾备需求，下游客户更愿意采购公司的软件产品，并部署至其自有服务器中，满足更多差异化需求，因此该业务占公司营收比重逐年下降。公司 2021 年软硬件一体机产品收入为 0.32 亿，占公司总营收比重为 20.12%。但由于部分中小

客户仍会选择使用便捷易部署的软硬件一体机模式，我们预测 2022-2024 年公司软硬件一体机收入将缓步增长，增长率分别为 15%、30%和 25%，对应营收分别为 0.37 亿元、0.48 亿元和 0.60 亿元。

**软件相关服务：**公司软件相关服务包括迁移服务、软件维保服务和其他技术服务。随着公司软件产品在存量市场的逐渐增多，且逐步进入收费维保阶段，可以预期维保服务收入逐年增加；此外，愈来愈多客户出于数据迁移过程中的安全性、谨慎性及工作量的考量，希望由原厂直接提供系统迁移服务，亦形成公司软件相关服务产品收入上的增长动能。公司 2021 年软件相关服务收入为 0.15 亿，占公司营收比重为 9.16%。

我们预测 2022-2024 年公司软件相关服务收入将持续增长，增长率分别为 50%、150%和 120%，对应营收分别为 0.22 亿元、0.55 亿元和 1.21 亿元。

- **毛利率：**2018-2021 年公司的毛利率分别为 71.5%、79.3%、86.8% 和 85.6%。随着高毛利率的软件产品占公司营收比重的增加以及长期积累的研发产品逐渐进入变现阶段，我们预估公司 2022-2024 年毛利率分别为 86.02%、88.00%、88.87%。

图26：公司营收预测拆分（单位：亿元）

业务领域	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
软件产品	0.58	0.86	1.02	1.23	2.33	3.96
Yoy	97.29%	47.51%	18.86%	20.00%	90.00%	70.00%
软硬件一体机	0.34	0.30	0.32	0.37	0.48	0.60
Yoy	41.35%	-12.16%	8.14%	15.00%	30.00%	25.00%
软件相关服务	0.04	0.07	0.15	0.22	0.55	1.21
Yoy	-59.30%	83.08%	101.79%	50.00%	150.00%	120.00%
其他	0.06	0.06	0.11	0.15	0.22	0.32
Yoy	-	-4.60%	93.21%	42.03%	45.00%	45.00%
公司收入总计	1.02	1.29	1.60	1.97	3.58	6.09
Yoy	60.77%	25.87%	24.30%	23.23%	81.91%	70.07%

资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

## 4.2 投资建议与估值

- 估值方面，使用市盈率对公司进行估值。可比公司以行业相关性为标准，选取了**安恒信息、金山办公和中望软件**，三家可比公司产品虽然应用领域与公司有所不同，但皆是以软件销售做为主要收入来源，且都是此信轮创政策的首要受益对象，结合三间可比公司的财务数据，最终得到 2022/2023/2024 年可比公司的平均 PE 为 134.43/99.96/66.26 倍。
- 参考可比公司的估值数据，公司 2022/2023/2024 年的预测 PE 为 184.32/100.06/50.99 倍。考量政策以及行业趋势的共同推进的效果，以及公司在数据复制领域的领先地位，我们认为当前公司股价仍存在被低估的现象。首次覆盖予以“**买入**”评级。

图27: 公司估值对比

股票代码	公司名称	市值 (亿)	营业收入 (亿)			PE (2022E)	PE (2023E)	PE (2024E)
			2022E	2023E	2024E			
688023.SH	安恒信息	155.86	19.82	30.73	40.98	-	102.18	56.68
688111.SH	金山办公	1,503.35	38.85	52.34	69.03	134.43	91.01	67.23
688083.SH	中望软件	193.45	6.01	8.96	11.79	-	106.68	74.87
	均值					134.43	99.96	66.26
688435.SH	英方软件	90.22	1.97	3.58	6.09	184.32	100.06	50.99

资料来源: Wind、截至 (2023/03/21)、浙商证券研究所

## 5 风险提示

- 第三方软件企业市场开拓不及预期风险:** 公司所处的数据复制软件行业, 产品通常以纯软件和软硬件一体机两种形态交付客户。相较国外, 我国的数据复制软件行业整体起步较晚, 行业呈现以软硬件一体机形态交付为主的特征, 主要原因是国内目前仍存在大量尚未完善灾备和存储系统建设的下游客户, 软硬件一体机安装部署方便、开箱即用, 更受市场青睐。

公司作为第三方软件企业, 由于较少销售存储硬件和数据库产品, 在客户获取上存在一定劣势, 市场开拓难度较大。同时, 公司目前的产品形态以软件交付为主, 在竞争中处于不利地位, 软件产品单价相比结合存储硬件的软硬件一体机较低, 因此公司收入规模偏小且难以快速扩张到与软硬件一体机厂商相近水平。若未来公司不能抓住云计算、大数据等技术发展、信息技术国产化的机遇, 或未能及时根据市场需求情况及时调整经营策略, 持续满足客户需求, 将加大公司业务拓展的难度, 对公司未来发展产生不利影响。

- 人力成本持续上升超预期风险:** 公司主要提供软件产品及相关服务, 整体人工成本较高, 其中, 销售及研发人员数量合计占员工总数超 90%。一方面, 公司技术研发和软件产品开发需前期投入大量的软件信息人才, 需要扩充研发团队人员规模; 另一方面, 为增强营销及服务能力, 及时响应客户需求, 销售人员数量亦逐年增长。未来, 随着募投项目的实施, 公司销售与研发人员数量将进一步增加, 在收入增速不达预期的情况下, 公司可能存在因人力成本快速上升而导致利润下滑的风险。
- 政策推进不及预期风险:** 尽管政策推进在过去并未出现过背离预期的情况, 但是仍可能出现数据产业政策推进不及预期, 最终市场规模并未达到工信部预测水平, 各地政府政策落实水平层次不齐的情况, 而整体政策推进不及预期意味着数据交付产业的萎缩, 将压缩公司市场空间。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	357	399	1234	1438
现金	259	240	1017	1084
交易性金融资产	0	58	24	27
应收账款	93	92	181	311
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	2	2	4	6
存货	2	2	4	6
其他	1	5	5	4
<b>非流动资产</b>	50	52	54	56
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	8	9	11	12
无形资产	0	0	0	1
在建工程	0	0	0	0
其他	41	42	43	44
<b>资产总计</b>	407	451	1288	1495
<b>流动负债</b>	48	56	71	101
短期借款	0	0	0	0
应付款项	8	18	19	33
预收账款	0	4	2	5
其他	40	34	49	63
<b>非流动负债</b>	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	49	57	72	102
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	357	394	1216	1393
<b>负债和股东权益</b>	407	451	1288	1495

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	15	38	(1)	53
净利润	34	37	90	177
折旧摊销	3	1	1	1
财务费用	(1)	(4)	(9)	(16)
投资损失	(5)	(4)	(5)	(5)
营运资金变动	(20)	8	(76)	(105)
其它	4	1	(3)	(0)
<b>投资活动现金流</b>	16	(59)	37	(1)
资本支出	(4)	(2)	(2)	(2)
长期投资	5	(4)	1	1
其他	15	(54)	38	1
<b>筹资活动现金流</b>	(3)	2	741	16
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(3)	2	741	16
<b>现金净增加额</b>	28	(19)	777	67

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	160	197	358	609
营业成本	23	28	43	68
营业税金及附加	2	2	4	7
营业费用	47	63	93	134
管理费用	12	21	28	47
研发费用	57	69	127	207
财务费用	(1)	(4)	(9)	(16)
资产减值损失	3	(0)	0	3
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	5	4	5	5
其他经营收益	12	12	12	12
<b>营业利润</b>	34	35	89	175
营业外收支	(1)	1	(0)	(0)
<b>利润总额</b>	33	36	89	175
所得税	(0)	(1)	(1)	(2)
<b>净利润</b>	34	37	90	177
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	34	37	90	177
EBITDA	32.93	33.31	80.83	160.24
EPS (最新摊薄)	0.41	0.44	1.08	2.12

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	24.30%	23.23%	81.91%	70.07%
营业利润	-64.96%	2.57%	155.19%	95.97%
归属母公司净利润	-62.81%	8.10%	145.90%	96.24%
<b>获利能力</b>				
毛利率	85.63%	86.02%	88.00%	88.87%
净利率	21.23%	18.62%	25.18%	29.05%
ROE	9.96%	9.76%	11.20%	13.57%
ROIC	8.32%	8.35%	6.63%	11.55%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	12.09%	12.62%	5.58%	6.82%
净负债比率	3.91%	1.13%	1.19%	1.12%
流动比率	7.45	7.17	17.40	14.27
速动比率	7.41	7.12	17.34	14.21
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.42	0.46	0.41	0.44
应收账款周转率	2.09	2.14	2.64	2.46
应付账款周转率	3.23	2.14	2.32	2.60
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.41	0.44	1.08	2.12
每股经营现金	0.24	0.61	-0.01	0.63
每股净资产	5.71	6.30	14.56	16.68
<b>估值比率</b>				
P/E	199.25	184.32	100.06	50.99
P/B	18.91	17.15	7.42	6.48
EV/EBITDA	-7.76	193.97	98.76	49.38

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>