

国产中间件领导者，政策驱动空间广阔

买入|首次推荐

——东方通(300379.SZ)首次覆盖报告

报告要点：

- 领先的大安全及行业信息化解决方案提供商，业务领域持续拓展**
 公司是国产中间件的开拓者和领导者，以“安全+”、“数据+”和“智慧+”三大产品体系为基础，持续在信息技术应用创新、网络信息安全、人工智能、智慧应急、大数据、5G应用、工业互联网等多领域布局。目前，公司服务电信、政府、金融、能源、交通等行业领域8000多家企业级用户，与3000多家合作伙伴携手打造合作共赢的产业生态。2018-2021年，公司营业收入CAGR达32.38%。2022年，公司实现营业收入9.08亿元，同比增长5.18%。
- 数字中国全面推进，信创产业空间巨大，国产中间件迎来广阔空间**
 “十四五”时期，信息化进入加快数字化发展、建设数字中国的新阶段。信息技术应用创新产业已经成为国家战略，根据艾媒咨询的数据，2022年，中国信创市场规模达到16689.4亿元，2027年有望达到37011.3亿元，信创市场潜力巨大。目前，信创体系覆盖2+8+N个领域，即党、政与金融、电力、电信、石油、交通、教育、医疗、航空航天8个关于国计民生的重要行业，以及N个消费市场。根据艾媒咨询的数据，2022年中国中间件市场规模为108.8亿元，同比增长19.4%，2025年将达到167.8亿元。
- 中间件市场领导地位稳固，新兴业务加速拓展**
 作为行业领导者，公司大力推动国产中间件的技术创新及市场拓展。根据计世资讯的数据，2021年公司以9.7%的市占率在中国中间件产品中呈现领先态势，在2021年国产基础中间件产品市场规模排名中，以28.5%的份额名列首位。子公司东方通网信专注于网络安全、信息安全和通信业务安全领域的研究和应用，在内容安全、人工智能安全、数据安全等新兴领域进行拓展。子公司泰策科技聚焦智慧应急及城市安全领域，具备系列化产品与服务能力。另外，公司有望在数字化转型市场取得优势竞争地位。
- 盈利预测与投资建议**
 公司是中国自主中间件的开拓者和领导者，近年来在新兴领域持续拓展，未来成长空间广阔。预测公司2023-2025年营业收入为12.15、15.95、20.47亿元，归母净利润为2.99、4.11、5.42亿元，EPS为0.53、0.73、0.96元/股，对应PE为37.27、27.10、20.57倍。参考行业的估值水平，给予2023年50倍目标PE，对应目标价为26.50元。首次推荐，给予“买入”评级。
- 风险提示**
 宏观经济波动的风险；行业竞争加剧的风险；核心技术人员流失风险；技术研发风险；商誉减值风险；公司控制权稳定性风险等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	863.16	907.84	1215.06	1595.38	2047.32
收入同比(%)	34.80	5.18	33.84	31.30	28.33
归母净利润(百万元)	248.10	59.21	298.97	411.13	541.58
归母净利润同比(%)	1.53	-76.13	404.90	37.51	31.73
ROE(%)	10.95	2.44	6.23	7.98	9.65
每股收益(元)	0.44	0.10	0.53	0.73	0.96
市盈率(P/E)	44.91	188.16	37.27	27.10	20.57

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：19.66元/26.50元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：30.20/17.52

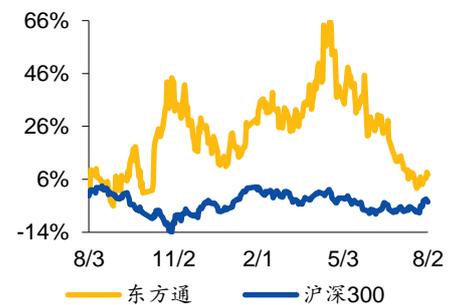
A股流通股(百万股)：432.86

A股总股本(百万股)：566.72

流通市值(百万元)：8510.00

总市值(百万元)：11141.77

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 王朗

邮箱 wanglang2@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司介绍：中国中间件领导者，业务领域不断扩展	4
1.1 发展历程：国产中间件开拓者，下游行业持续拓展	4
1.2 业绩回顾：营业收入快速增长，加大研发投入力度	4
1.3 股权结构：股权结构较为分散，定增助力长期成长	8
1.4 股权激励：有效激励核心员工，护航公司持续发展	9
2. 行业分析：信创产业方兴未艾，下游需求加速释放	10
2.1 中间件概念不断延伸，下游应用渐趋多样	10
2.2 中间件市场稳健成长，国产品牌奋起追赶	11
2.3 信创产业规模化落地，中间件发展迎契机	14
2.4 云计算成长空间广阔，云中间件需求旺盛	15
3. 竞争力分析：创新驱动快速成长，新兴业务快速扩张	17
3.1 产品创新驱动发展，产品体系日益完善	17
3.1.1 核心产品地位稳固，新兴产品未来可期	18
3.1.2 安全领域持续加码，政策驱动空间广阔	19
3.1.3 智慧应急快速成长，行业地位不断提升	21
3.2 国产中间件领导者，研发驱动持续成长	22
3.3 定向增发成功落地，助力公司长期成长	23
4. 盈利预测与投资建议	25
5. 风险提示	28

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：营业收入与毛利率情况	5
图 3：扣非归母净利润与净利率情况	5
图 4：基础软件中间件业务收入情况	5
图 5：电信行业营业收入情况	6
图 6：政府行业营业收入情况	6
图 7：公司期间费用率情况	7
图 8：研发人员情况	7
图 9：研发投入情况	7
图 10：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比	8
图 11：公司股权结构（截至 2023 年 6 月 7 日）	8
图 12：中间件在分布式系统中的用途示意图	10
图 13：2019-2025 中国中间件市场规模及预测	12
图 14：2021 年中国中间件总体市场份额	13
图 15：2021-2022 年中国中间件市场厂商竞争力象限分析	13
图 16：2020-2027 年中国信创市场规模及预测	14
图 17：信创产业落地进度	15

图 18: 公司产品体系概况.....	17
图 19: 应用服务器 TongWeb 产品架构.....	18
图 20: 消息中间件 TongLINK/Q 产品架构	19
图 21: 内容风控系统产品架构	20
表 1: 各年度业绩考核目标和公司层面可行权比例.....	9
表 2: 中间件分类.....	11
表 3: 基础中间件分类	11
表 4: 2023 年 1-5 月信息安全领域公司参与制/修订的部分国家标准	22
表 5: 公司及控股子公司拥有的部分专利情况.....	23
表 6: 募投项目概况.....	23
表 7: 公司业务拆分 (单位: 百万元)	26
表 8: 可比公司估值情况.....	26

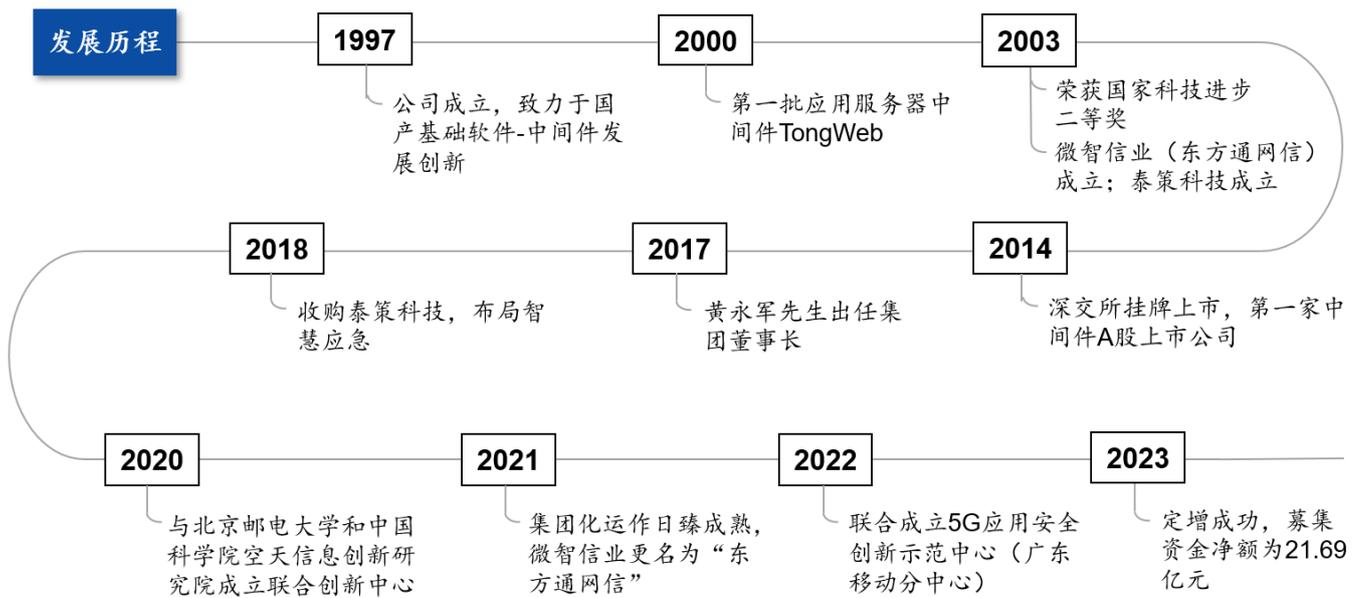
1. 公司介绍：中国中间件领导者，业务领域不断扩展

1.1 发展历程：国产中间件开拓者，下游行业持续拓展

北京东方通科技股份有限公司成立于1997年，是中国中间件的开拓者和领导者、国内领先的大安全及行业信息化解决方案提供商。公司以“安全+”、“数据+”和“智慧+”三大产品体系为基础，为客户提供领先的中间件、网络信息安全、智慧应急及行业数字化产品、解决方案及服务支撑。

公司现拥有东方通网信、泰策科技等全资子公司，面向企业和社会的数字化转型与升级，坚持自主创新，在信息技术应用创新、网络信息安全、人工智能、智慧应急、大数据、5G应用、工业互联网等多领域持续深耕，布局“做精产品、做厚平台、做深应用”的企业发展思路，致力于构建安全科学的数字世界，帮助用户实现业务创新、安全管控及数据的共享与价值挖掘等。公司的产品及解决方案广泛应用于国内数千个行业业务，服务电信、政府、金融、能源、交通等行业领域8000多家企业级用户，与3000多家合作伙伴携手打造合作共赢的产业生态。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

1.2 业绩回顾：营业收入快速增长，加大研发投入力度

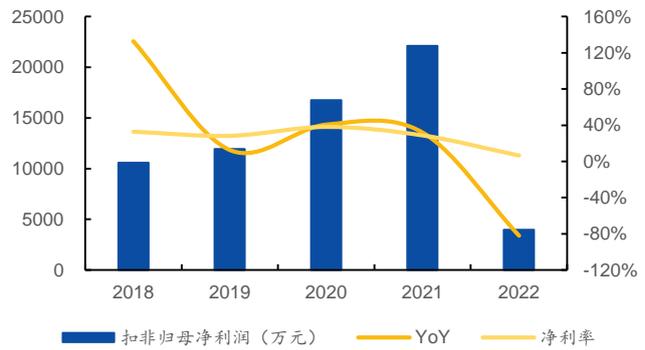
2018-2021年，公司营业收入保持快速增长态势，CAGR达到32.38%，扣非归母净利润也实现了较快增长，CAGR达到27.84%，公司整体毛利率保持稳定，始终维持在70%以上。2022年，公司实现营业收入9.08亿元，同比增长5.18%，实现扣非归母净利润0.40亿元，同比下降82.07%，整体毛利率为70.42%。2018-2021年，公司的净利率维持在25%以上，2022年，受多种因素的影响，净利率下滑明显，为6.52%。

图 2：营业收入与毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 3：扣非归母净利润与净利率情况

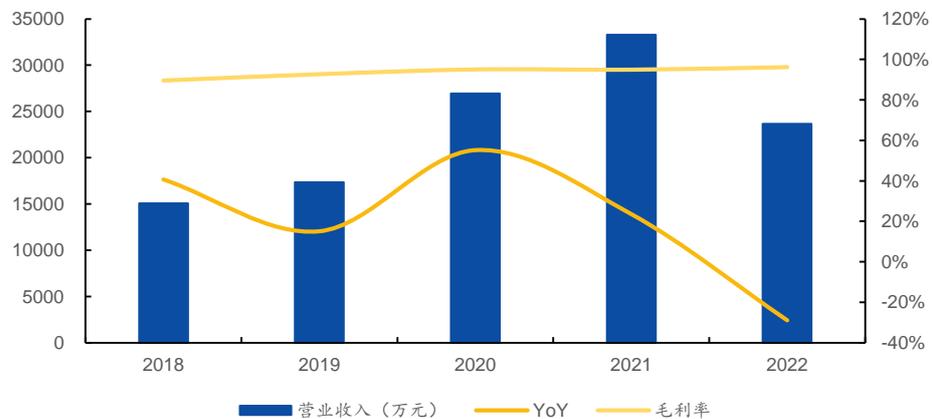


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

目前，公司的核心业务包括：基础软件中间件、网信安全、智慧应急、数字化转型等。2022 年，基础软件中间件业务收入占比为 26.08%，网信安全业务收入占比为 38.12%，智慧应急业务收入占比为 24.43%，数字化转型业务收入占比为 11.37%。

基础软件中间件业务是公司的核心业务之一，主要产品包括：应用服务器 TongWeb、消息中间件 TongLINK/Q，交易中间件 TongEASY、分布式数据缓存中间件 TongRDS、企业服务总线 TongESB、高速传输平台 TongHTP 等。2022 年，基础软件业务营业收入达 2.37 亿元，同比下降 28.88%。2018-2022 年，该业务毛利率稳中有升，2022 年达到 96.15%。

图 4：基础软件中间件业务收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

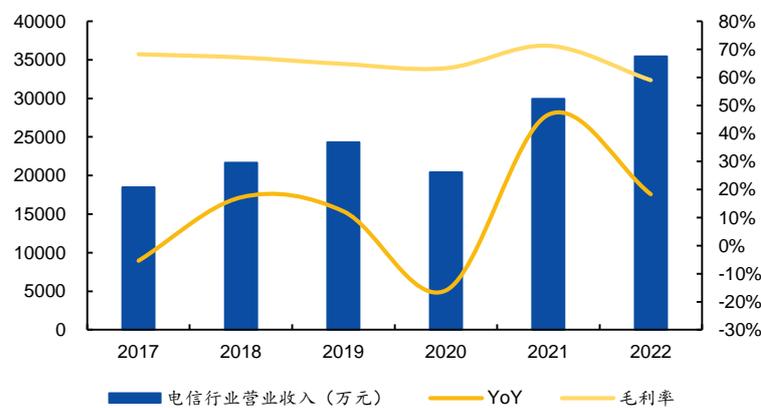
网信安全业务是公司的另一核心业务。全资子公司东方通网信专注于网络安全、信息安全和通信业务安全领域的研究和应用，同时在内容安全、人工智能安全、数据安全等新兴领域内进行拓展。东方通网信充分发挥自身技术特长，以业内领先的网络数据采集分析能力为基础，在信息安全领域基于自主创新的 AI 内容监测软硬件产品及生成式 AI(AIGC)技术研究，已形成了立体化的内容安全监测体系；在网络安全领域，深入研究网络空间中各种安全事件的特征、演变及传播形态，遵循国家有关法律法规

要求，在安全事件研判、分析、预警、处置等方面积累了丰富的技术手段，形成了多样化、多场景的解决方案，产品广泛应用于电信运营商及政府机关等领域。2021-2022年，该业务营业收入为 2.43、3.46 亿元，2022 年同比增长为 42.25%。2021-2022 年毛利率分别为 68.38%、57.07%。

智慧应急业务也是公司的核心业务。全资子公司泰策科技聚焦智慧应急及城市安全领域，具备系列化产品与服务能力，主要包括应急管理信息化系统集成服务、监测预警及风险评估等软件开发类产品、应急指挥救援类硬件产品、预防防护类产品等四大类别。2021-2022 年，该业务营业收入为 1.63、2.22 亿元，2022 年同比增长为 35.92%。2021-2022 年毛利率分别为 67.58%、70.12%。

分行业来看，电信和政府是公司最重要的两个行业，2022 年收入占比都超过 30%。2017-2022 年，电信行业营业收入整体呈现稳健增长态势，2022 年实现收入 3.54 亿元，同比增长 18.32%。自 2017 年以来，电信行业毛利率较高，均超过 59%。

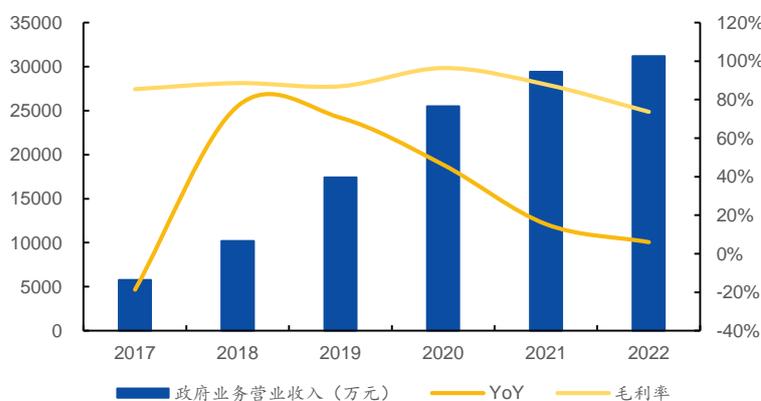
图 5：电信行业营业收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2017-2022 年，政府行业营业收入呈上升趋势，2022 年实现收入 3.12 亿元，同比增长 6.05%。自 2017 年以来，政府业务营业收入毛利率较高，均超过 70%。

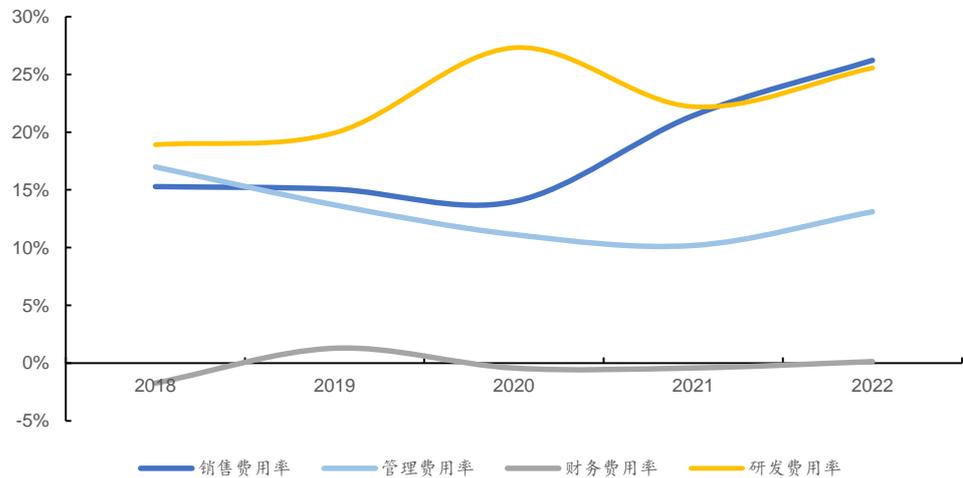
图 6：政府行业营业收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2018-2022年，公司销售费用率分别为15.28%、15.06%、13.98%、21.43%、26.23%；管理费用率分别为16.99%、13.70%、11.14%、10.19%、13.11%；研发费用率分别为18.91%、19.94%、27.32%、22.21%、25.57%；财务费用率分别为-1.72%、1.30%、-0.42%、-0.41%、0.14%。

图7：公司期间费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

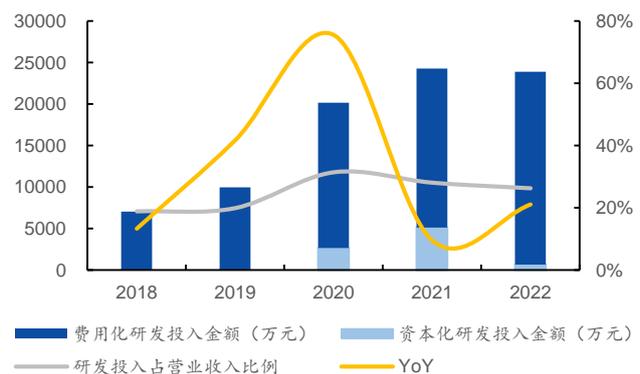
公司始终高度重视产品研发和技术进步，并致力于通过不断的技术创新提升公司的竞争力。2022年，公司研发投入达到2.39亿元，占营业收入的比例为26.31%，同比下降1.81个百分点。公司拥有一支优秀的核心技术与软件开发团队，除北京总部外，在成都、武汉、郑州、广州、哈尔滨等地分别建有研发基地。2018-2022年，公司研发团队不断扩张，截至2022年底，公司共拥有1668名研发人员，研发人员数量占比达77.73%。

图8：研发人员情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图9：研发投入情况

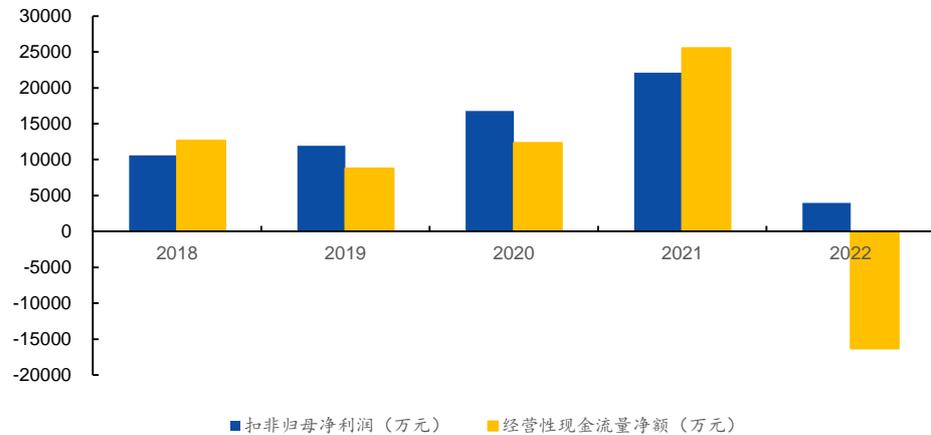


资料来源：公司公告，国元证券研究所

2018-2022年，公司经营性现金流量净额分别为1.27、0.88、1.23、2.55、-1.63亿元；扣非归母净利润分别为1.06、1.19、1.68、2.21、0.40亿元。除2022年外公司

净现比表现较为稳定。2022 年公司经营性现金流量净额为-1.63 亿元，主要原因是回款较上年同期下降，以及支付采购货款、职工薪酬增加。

图 10: 扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比



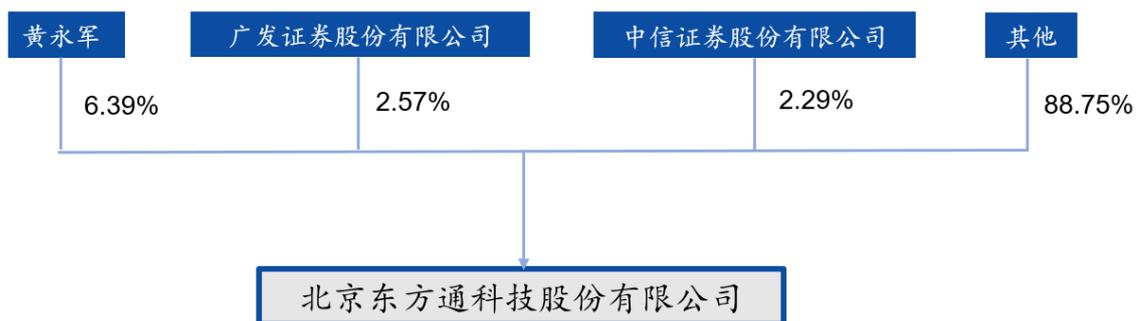
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

1.3 股权结构：股权结构较为分散，定增助力长期成长

目前，公司实际控制人为黄永军先生。截至 2023 年 6 月 7 日，黄永军先生的持股比例为 6.39%。黄永军先生毕业于北京邮电大学图像传输与处理专业，学士学位，于 2017 年成为公司董事长。公司创始人为张齐春女士，毕业于成都电讯工程学院（现电子科技大学），于 1997 年 8 月-2010 年 10 月任北京东方通科技发展有限责任公司董事长。

2023 年 6 月 7 日，公司向特定对象发行股票，募集资金总额为 22 亿元，发行价格为 20.75 元/股。向特定对象发行的新股登记完成后，公司增加 106024096 股有限售条件流通股。本次发行完成后，公司的股权结构将相应发生变化，发行后原有股东持股比例会有所变动，但不会导致公司控股股东及实际控制人发生变化，亦不会导致公司股权分布不符合上市条件。

图 11: 公司股权结构（截至 2023 年 6 月 7 日）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.4 股权激励：有效激励核心员工，护航公司持续发展

2022年4月27日，公司召开第四届董事会第二十六次会议，审议通过《关于〈2022年股票期权激励计划（草案）〉及摘要的议案》。本激励计划授予的股票期权数量为1687.50万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的3.68%。其中，首次授予1350.00万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的2.94%，占本次拟授予权益总额的80.00%；预留授予337.50万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.74%，占本次拟授予权益总额的20.00%。

本激励计划授予的股票期权（含预留）行权对应的考核年度为2022-2023年两个会计年度，每个会计年度考核一次。考核指标为净利润(A)。

表 1：各年度业绩考核目标和公司层面可行权比例

行权安排	目标值(A _m)	触发值(A _n)
第一个行权期	2022年净利润不低于3.75亿元	2022年净利润不低于3.00亿元
第二个行权期	2023年净利润不低于5.00亿元	2023年净利润不低于4.00亿元
考核完成情况		公司层面可行权比例
A ≥ A _m		100%
A _n ≤ A < A _m		80%
A < A _n		0%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 行业分析：信创产业方兴未艾，下游需求加速释放

2.1 中间件概念不断延伸，下游应用渐趋多样

中间件是一种应用于分布式系统的基础软件，在整个软件技术体系中起到关键支撑作用，搭建了操作系统、数据库等系统软件和应用软件之间的连接桥梁，主要用于解决分布式环境下数据传输、数据访问、应用调度、系统构建和系统集成、流程管理等问题，是分布式环境下支撑应用开发、运行和集成的平台。

图 12：中间件在分布式系统中的用途示意图



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

中间件的功能特点及自身定位，决定了中间件产品的多样性。早期的中间件主要有消息中间件、交易中间件，后发展出应用服务器、规则引擎以及专门用于各类物联网和移动应用的中间件产品。随着云计算、物联网和大数据领域相关技术日渐成熟，中间件开始不断扩大边界以融合新兴技术趋势，中间件产品形态愈发多样，既可以在计算机硬件和操作系统之上，支持应用软件开发和运行的基础中间件软件形态，也可以是在云环境中组成 PaaS 平台的云化中间件形态，以及在大数据领域中以数据中台的形态出现。但不论应用场景如何变化，屏蔽底层技术差异，为分布式应用提供标准

平台的需求始终存在并持续增长，中间件产品的概念不断延伸，将并随着数字化技术的发展而不断壮大。

从类别上看，中间件可以分为基础中间件、集成中间件和行业领域应用平台。其中，基础中间件是构建分布式应用的基础，也是集成中间件和行业领域应用平台的基础。

表 2：中间件分类

中间件类别	功能简介
基础中间件	包括消息中间件、交易中间件，应用服务器等，主要用于节点之间、应用与服务之间的互联互通、交易请求的高效处理，Web 应用的构建等。这一类中间件产品是构建分布式应用的基础。
集成中间件	主要用于异构系统（如不同的数据库系统、业务应用系统等）之间进行资源整合，以实现互连互通、数据共享、业务流程协调统一等功能，并构建灵活可扩展的分布式企业应用。
行业领域应用平台	为了满足特定的行业、企业需要，便于快速、方便地构建应用而在原有基础中间件、集成中间件等的基础上开发的中间件。根据所提供的服务不同，行业领域应用平台包括文件交换管理、数据共享交换、支持云计算和物联网的平台中间件等。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

而其中，基础中间件又分为消息中间件、交易中间件、应用服务器中间件以及门户中间件。

表 3：基础中间件分类

基础中间件类别	功能简介
消息中间件	建立网络通信的通道，实现不同计算机系统之间的应用通信，为网络环境下分布式应用系统的开发和运行，提供灵活、易用的支撑平台。
交易中间件	高效地传递交易（事务）请求，协调事务的各个分支、保证事务的完整性，调度应用程序的运行，保证整个系统运行的高效性。
应用服务器中间件	主要应用于 Web 系统，位于客户浏览器和数据库之间，其主要作用为把商业逻辑（应用）曝露给客户端，同时为商业逻辑（应用）提供的运行平台和系统服务，并管理对数据库的访问。因此可以说，应用服务器为 Web 系统下的应用开发者提供了开发工具和运行平台。
门户中间件	帮助实现多应用系统的界面集成。界面集成要解决如何从新界面方便、安全地登陆访问多个系统，新界面的设计，以及与后端多个系统的连接和交互等技术问题。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

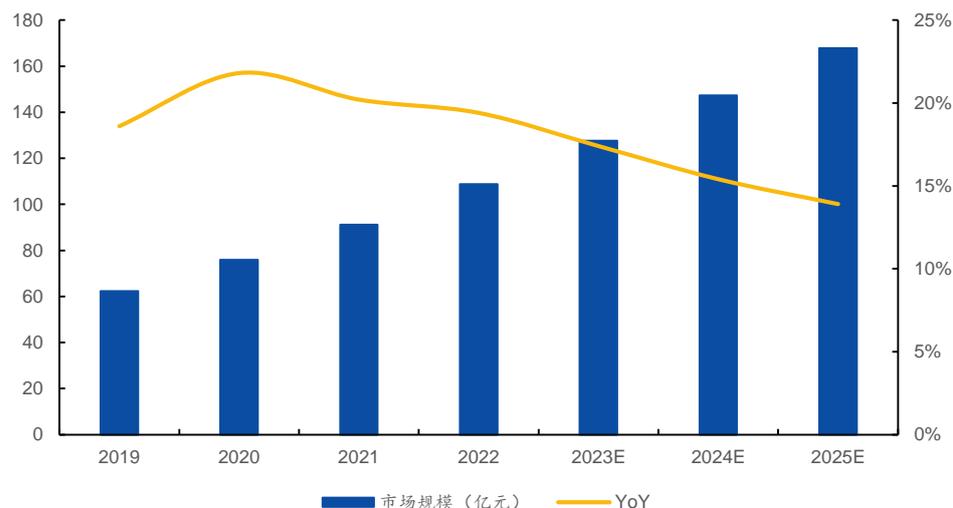
在中间件行业的产业链中，由于中间件行业企业一般均自行研发中间件产品，除了部分中间件企业存在售后服务或非中间件技术开发服务外包的情形外，一般不存在规模采购的软件产品或服务，因此中间件行业无明显的上游行业。而中间件的下游客户具有明显的行业特征，以金融、电信、政府等为代表的系统用户构成了中间件的主要用户群体。根据计世资讯的数据，2021 年软件基础设施（中间件）市场总体结构保持稳定，行业用户需求主要集中在政府、金融、电信等行业领域。若只以软件和服务金额计算，金融、能源、制造、教育是中间件市场中最大的几个行业，2021 年合计占据了整体市场的 71.5%，未来新兴市场的占比将快速提升。

2.2 中间件市场稳健成长，国产品牌奋起追赶

根据华为联合 IDC 等单位共同发布的《鲲鹏计算产业发展白皮书》预测，2023 年全球中间件市场空间 434 亿美元，5 年复合增长率为 10.3%。

根据艾媒咨询的数据,2022年,国内中间件市场规模为108.8亿元,同比增长19.4%,整体市场规模保持稳定增长。随着人工智能、云计算等新兴技术与平台软件不断融合发展,对中间件厂商提出了新的要求,中间件产品更新变快,市场有望保持稳健增长态势。根据艾媒咨询预测,2023年中间件市场规模约为127.7亿元,到2025年有望达到167.8亿元。得益于政府、金融等行业数字化转型步伐的提速,随着用户对云计算和大数据需求的快速增加,云应用基础设施和大数据基础设施产品的新兴中间件市场增长趋势明显。

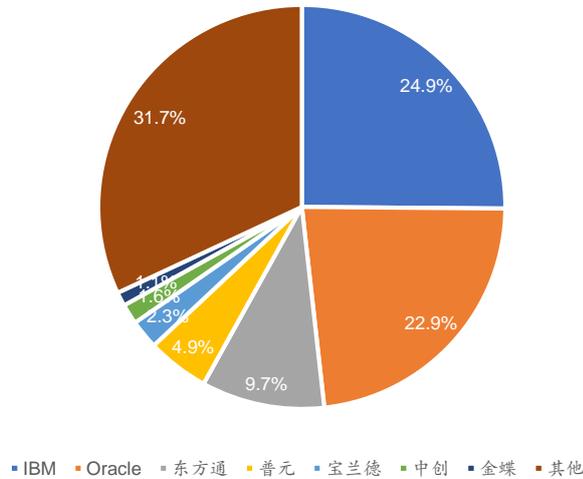
图 13: 2019-2025 中国中间件市场规模及预测



资料来源:艾媒咨询,国元证券研究所

目前,国内中间件市场仍然由外国企业占据主导地位,根据计世资讯的数据,2021年,IBM、Oracle 分别占据中国中间件市场 24.9%、22.9%的份额。IBM 和 Oracle 凭借先发优势、整体解决方案优势和技术优势,通过长期的技术服务和市场推广已经形成规模化、稳定成熟的客户群体。尽管目前国外厂商 IBM、Oracle 仍占有较大的市场份额,但经过多年的发展,国产中间件类产品已经获得了用户的广泛认可,在部分领域已经完全具备自主可控能力。在信息技术应用创新产业发展的持续推动下,中间件产品的国产化进程将持续加快,国产中间件厂商将迎来难得的发展机遇,并有望成为信息技术应用创新产业发展的标杆。目前,国产中间件企业中的佼佼者包括了东方通、金蝶天燕、普元信息以及宝兰德等。根据计世资讯的数据,2021年公司占据中国中间件市场 9.7%的份额,为国产品牌第一。

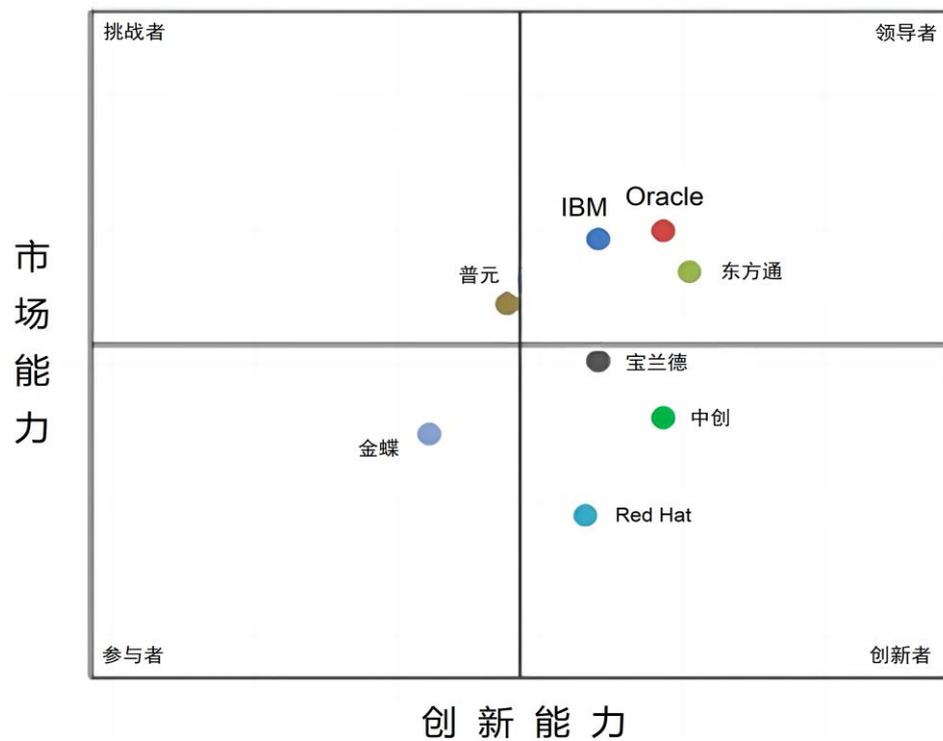
图 14：2021 年中国中间件总体市场份额



资料来源：计世资讯，国元证券研究所

公司作为国产中间件的开拓者和领导者，不断引领中国中间件的发展与创新，承担了许多国家重大科技专项的研制任务。公司中间件产品在政府、金融、电信、交通、军工等行业树立了众多典型应用案例，始终保持在国产中间件市场的领先地位。从市场地位和发展能力两个维度分析，根据计世资讯的综合评估，公司是唯一一家处于领导者象限的国产中间件厂商。

图 15：2021-2022 年中国中间件市场厂商竞争力象限分析



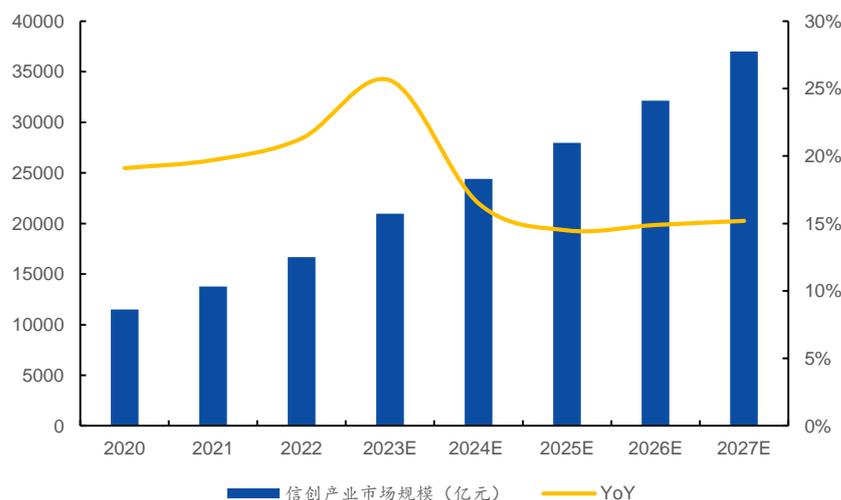
资料来源：公司公告，计世资讯，国元证券研究所

2.3 信创产业规模化落地，中间件发展迎契机

党的“二十大”报告提出，要“实现高水平科技自立自强，以国家战略需求为导向，集聚力量进行原创性引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战。”《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》提出，“十四五”时期是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一个五年。为解决核心技术“卡脖子”、“受制于人”等问题，推动我国自主研发的基础软硬件逐步替代国外引进产品，信息技术应用创新产业（信创）已成为重要的国家战略。信创战略自 2014 年初步提出以来，经过多年试点，2020 年开始进入大规模推广阶段。随着信创产业持续深化，党政信创产品与服务的采购量显著提升，推动了中间件、数据库、操作系统等信创产品需求量的持续上升。信创相关政策相继出台，各大领域相继推进 IT 国产化和迭代更新。

得益于国家政策的大力支持和推动，国内信创市场快速成长。根据艾媒咨询的数据，2022 年中国信创市场规模达 16689.4 亿元，2023 年将达 20961.9 亿元，2027 年有望达到 37011.3 亿元，中国信创市场将释放出前所未有的活力。

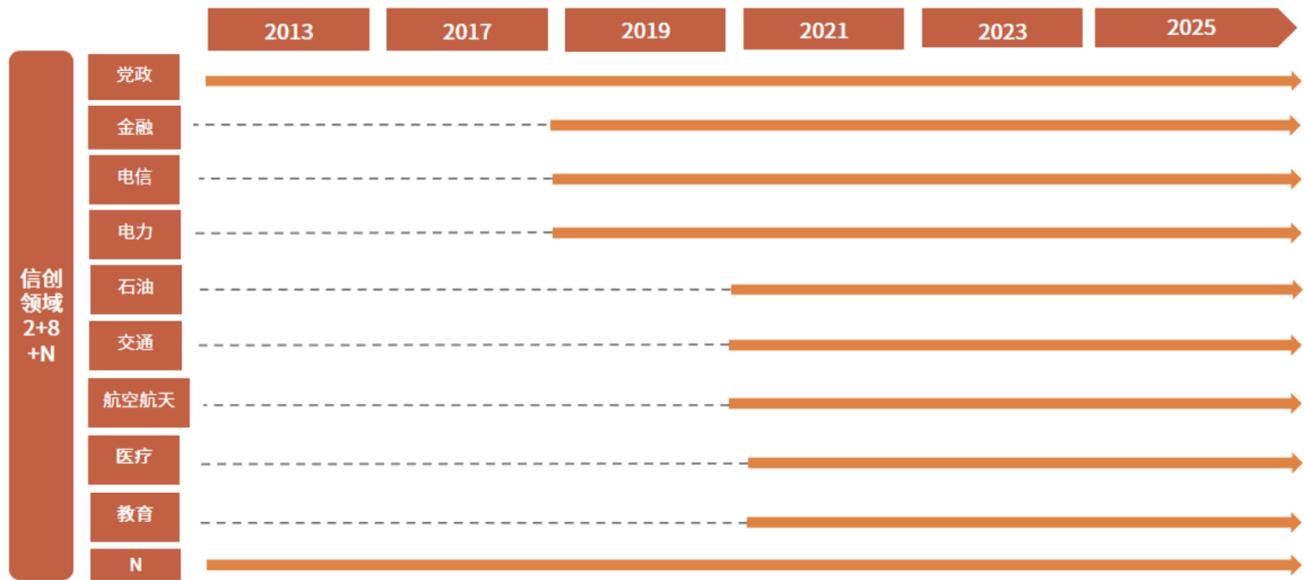
图 16：2020-2027 年中国信创市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

信创产业落地领域不断扩张，进一步渗透各大行业。信创体系覆盖“2+8+N”个领域，即党、政与金融、电力、电信、石油、交通、教育、医疗、航空航天 8 个关于国计民生的重要行业，以及 N 个消费市场。信创最初在党政领域试点应用，八大重点行业加速推进，N 个行业中的办公 OA、编辑类的国产软件已普遍被应用，如 WPS 等已积累了大量的用户群体。

图 17：信创产业落地进度



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

信创产业的加速落地以及用户对于基于云的分布式应用服务、消息队列等中间件工具的需求不断增长，将会促进中间件市场的快速发展。

2.4 云计算成长空间广阔，云中间件需求旺盛

云计算时代到来，多元算力需求给云服务厂商带来新的市场机会。随着云计算、大数据等技术兴起，企业解决方案与商业模式优化需求逐渐扩大，企业应用逐步从本地向云端进行迁移。根据华为联合 IDC 等单位共同发布的《鲲鹏计算产业发展白皮书》，到 2023 年，全球公有云服务市场空间 1409.9 亿美元，5 年复合增长率 31.4%，中国公有云 IaaS 市场空间 295.7 亿美元，5 年复合增长率 44.8%。

云服务是新计算产业最重要的市场和变现方式，大数据和 AI 等新型服务兴起是云服务市场最重要的发展动力和创新机遇，成本和体验是云服务发展的核心竞争力。新计算产业天然具备满足移动类、数据类业务发展的优势，加速云服务厂商从单一计算架构向多元化计算架构转变。5G 和物联网技术结合所产生的乘数效应，端-边-云的有效协同和生态构建，也会推动整个云计算产业的迭代升级。全球云计算市场上升空间大，将会长期呈现稳健增长趋势。

中间件作为系统软件与应用软件之间的桥梁，在业务构建过程中起着至关重要的作用，在云原生化的大趋势下，中间件自身需要顺应云原生环境的特点对产品进行迭代优化。传统中间件无法满足云化架构的需求，需要进行自身产品形态与架构逻辑的更迭，逐步向云中间件、容器中间件、微服务架构平台等云基础设施进行转变。

近年来，公司积极开展云中间件业务与合作，推进中间件产品升级与云化。2019 年 7 月，公司作为华为云鲲鹏计算产业生态重要伙伴，推出了全国第一款兼容鲲鹏生态的应用中间件，旗下其他多款核心中间件都陆续兼容适配华为生态，将持续与华为云一道持续深耕国产云计算产业生态圈上下游，通过已经验证了的最优组合，免除客户

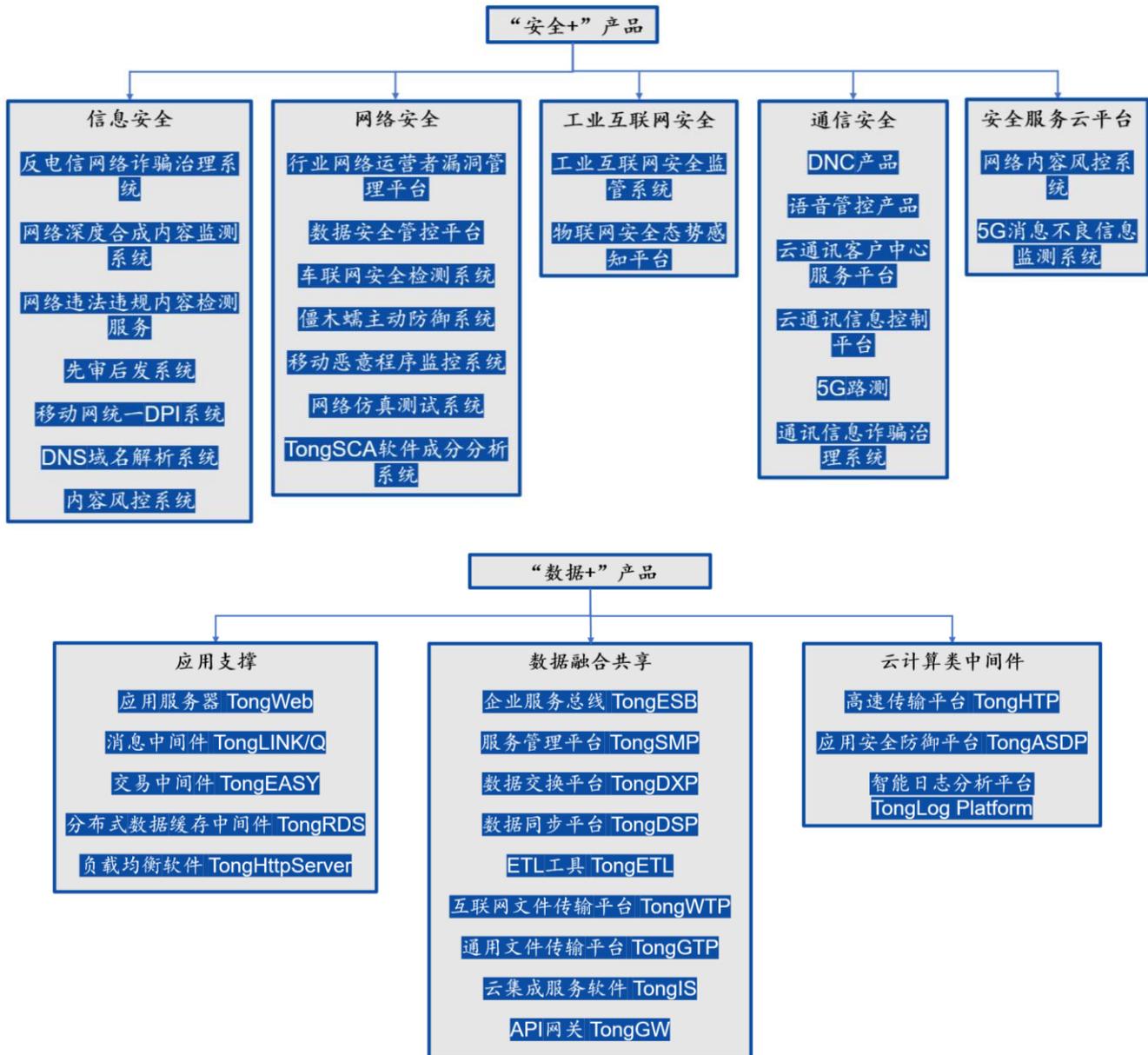
在稳定、性能及安全等角度的担心，为行业数字化转型降本提效，积极推进国产适配以及云生态产业创新，共创美好数字未来。2023年1月，公司的应用服务器 TongWeb V7.0 首批通过“云原生中间件成熟度”评估，验证了公司中间件较强的云原生服务能力，能够帮助用户更加高效、敏捷的进行云转型；同时，公司还联合华为云打造国产中间件，助力信创事业发展。华为云联合公司打造的国产化中间件—东方通应用服务器软件，其高效可靠的性能、众多的行业应用积累及广泛的生态兼容，尤其针对鲲鹏、欧拉、华为云原生服务中心(OSC)及华为硬件方面进行专门优化和兼容适配，不仅丰富了华为生态体系，而且已经成为了华为产品及解决方案的重要组成部分，给政企应用提供稳定的开发和运行环境。

3. 竞争力分析：创新驱动快速成长，新兴业务快速扩张

3.1 产品创新驱动发展，产品体系日益完善

公司坚持“自主可控，安全创新”的核心发展理念，依托基础软件的技术积累，拓展政务、金融等特定行业解决方案，为用户提供基础安全产品及解决方案，同时继续为电信运营商等传统用户提供领先的信息安全、网络安全、数据安全等产品及解决方案，依托“安全+，数据+”两大产品体系，提出“智慧+”战略，开始在政企数字化转型领域进行产品布局。业务领域从政务、金融、电信、交通等传统优势客户拓展至应急管理、自然资源、教育、法检、公安、国防军工、能源电力等行业领域。

图 18：公司产品体系概况



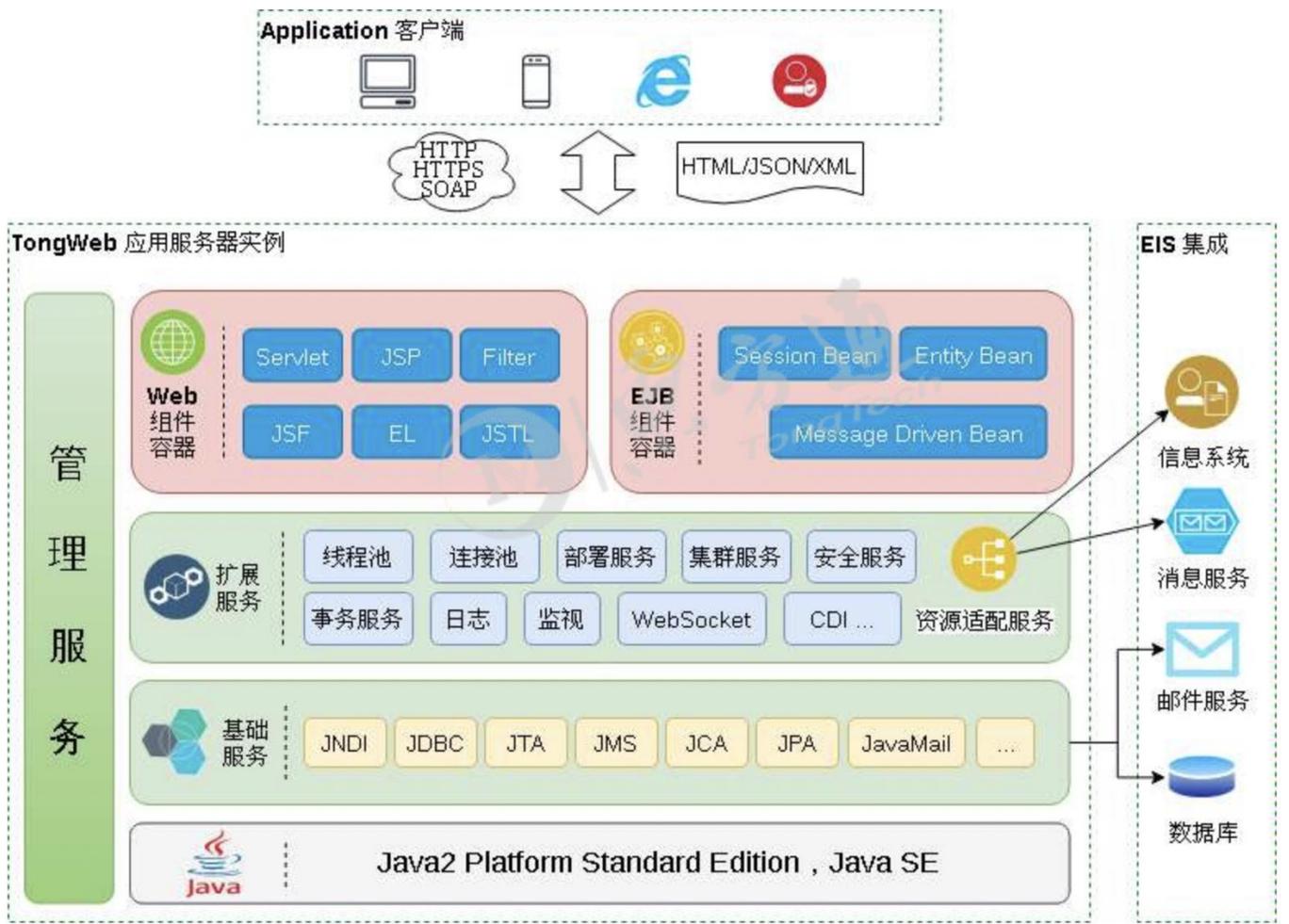
资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

注：因产品众多，仅列举部分产品

3.1.1 核心产品地位稳固，新兴产品未来可期

应用服务器 TongWeb 是公司中间件业务的产品。TongWeb 是公司自研的一款全面符合 Java EE、Jakarta EE 最新标准规范、轻量易于使用、性能强大、具有高可靠性和高安全性的应用服务器产品，目前已广泛地应用于电信、金融、政府、交通、能源等领域的企业应用中。TongWeb 研发起步早，在分布式事务处理、高性能异步消息传输技术等核心技术研发上具备较好的技术积累，在主要功能指标和系统稳定性方面，成熟度较高。经过 20 多年的研发与应用，已获得无数评测与应用验证成果。根据公司官网，在山东某政务云平台项目等对产品性能要求高的环境中能够稳定运行，具有标杆效应。

图 19：应用服务器 TongWeb 产品架构

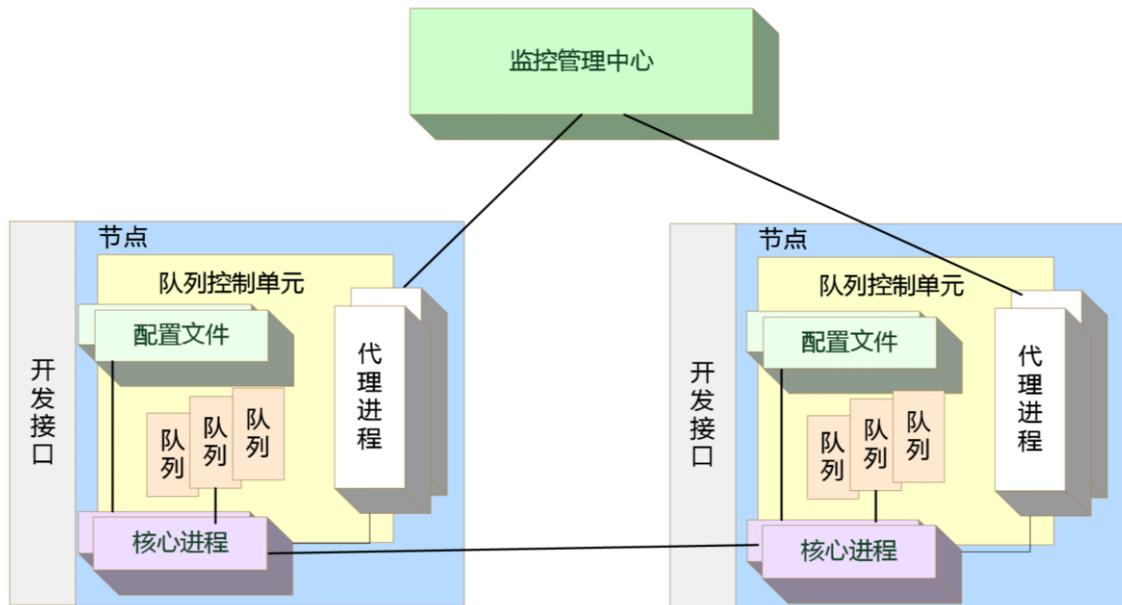


资料来源：公司官网，国元证券研究所

根据公司官网，在山东省某政务云平台项目中，采用容器云模式部署 TongWeb，为应用系统提供底层 Java EE 运行平台。通过利用 TongWeb 的弹性扩展、智能集群、微服务等特性，为应用系统提供高并发访问、大数据采集、高效数据分析与展现，有效达成了客户降低成本、减少工作量、提升运维管理能力、提升安全管控能力的建设目标。

消息中间件 TongLINK/Q 是致力于解决多方应用系统之间信息互通、信息孤岛、应用数据丢失、网络环境差导致的数据传输不稳定、应用资源隔离、应用系统可扩展性等一系列问题的专业数据可靠通信产品。应用系统可以借助于 TongLINK/Q，能够轻松地交换和处理消息，而无需考虑消息传递的具体细节，能够大大降低开发难度，缩短开发周期，节约开发成本。该消息中间件支撑了众多行业关键业务应用的长期稳定运行，积累了多场景多技术解决方案，广泛应用于政府部门以及电信、银行的信息系统，根据公司官网，典型合作项目包括人民币跨境支付系统等。

图 20：消息中间件 TongLINK/Q 产品架构



资料来源：公司官网，国元证券研究所

根据公司官网，人民币跨境支付系统(CIPS)作为人民币跨境支付清算业务的批发类支付系统，致力于提供安全、高效、便捷和低成本的资金清算结算服务，是我国重要的金融市场基础设施。TongLINK/Q 作为 CIPS 的重要组成部分，不仅为诸多直接和间接参与者提供可靠、高效、安全的数据传输能力，还为 CIPS 提供了网内数据传输的全生命周期监控管理，实现了结算清算数据通、存、用、管的多维度支撑。

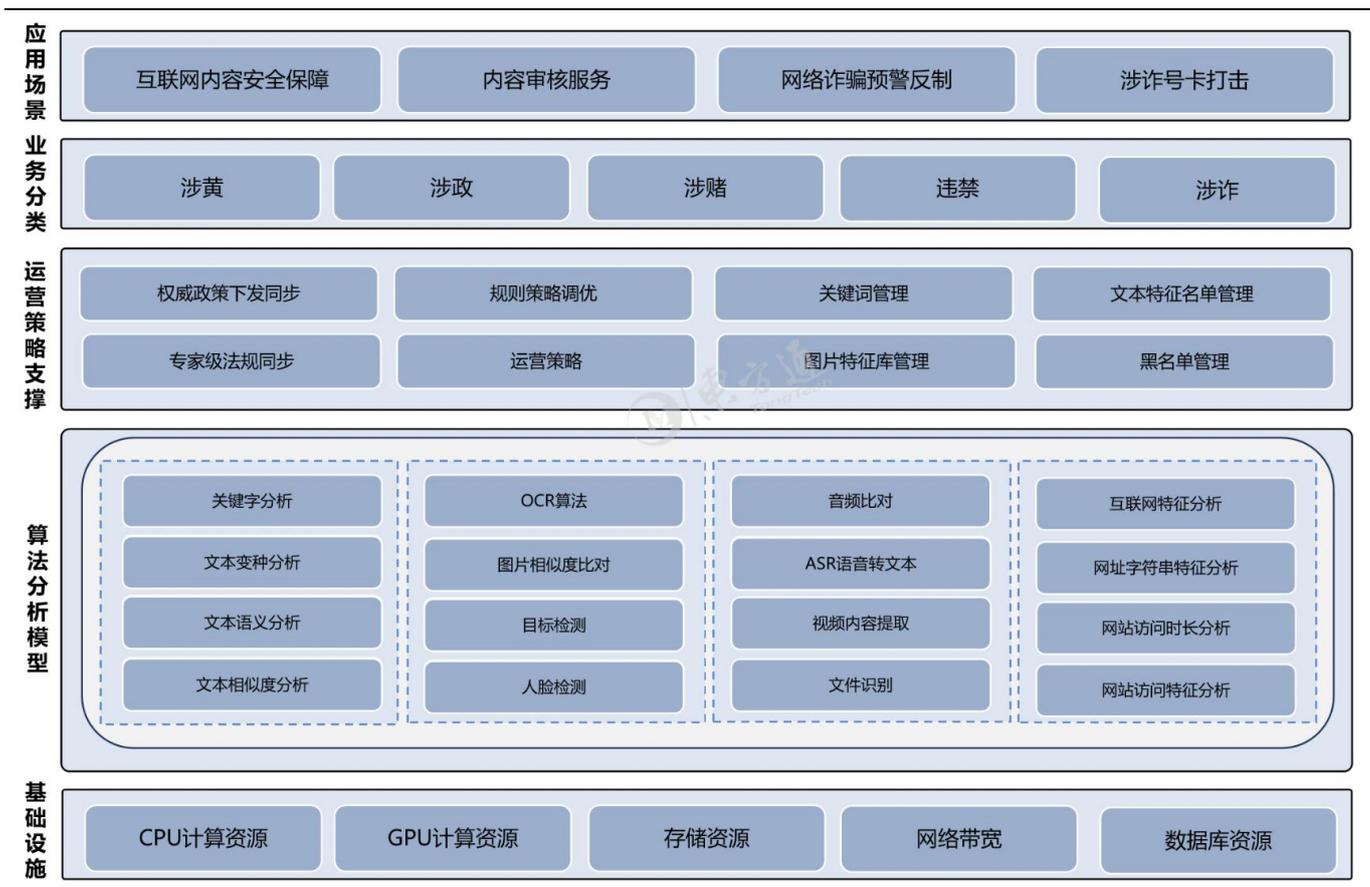
3.1.2 安全领域持续加码，政策驱动空间广阔

《国家安全法》第二十五条明确规定“国家建设网络与信息安全保障体系，提升网络与信息安全保护能力，加强网络和信息技术的创新研究和开发应用，实现网络和信息核心技术、关键基础设施和重要领域信息系统及数据的安全可控；加强网络管理，防范、制止和依法惩治网络攻击、网络入侵、网络窃密、散布违法有害信息等网络违法犯罪行为，维护国家网络空间主权、安全和发展利益”。网络与信息安全已成为数字经济时代最紧迫和最基础的安全问题，加强网信安全已成为维护国家安全和国家竞争力的战略需要。近几年来，《网络安全法》、《数据安全法》、《关键信息基础设施安全保护条例》等安全保护相关法律框架的落地或颁布，为数据安全保障提供了制度和法律支撑的同时也为行业发展注入了强大发展动力。全资子公司东方通网信专注于

网络安全、信息安全和通信业务安全领域的研究和应用，同时在内容安全、人工智能安全、数据安全等新兴领域内进行拓展。

- **人工智能安全：**今年以来，以 ChatGPT 为代表的 AI 技术快速发展，让技术的双刃剑特性愈演愈烈。在革新生产力的同时，AI 安全尤其是内容安全引发担忧。对比目前传统的单一智能内容安全监测技术或产品服务，公司推出“产品+技术”组合型智能化内容安全监测体系，基于自主创新的 AI 内容监测软硬件产品+AI 生成式技术深度研究，形成立体化的内容安全监测与管理能力，助力构建清朗网络空间。公司智能内容安全监测体系主要包括以下 5 大部分：针对生成式人工智能应用的流量监测专用设备；瑶光智能内容边缘监测设备；瑶光内容安全监测系统；TongGPT 智能语音交互系统；生成式人工智能算法安全性检测工具。
- **信息安全：**公司网络内容风控系统可通过策略运营中心统筹指挥调度平台运营，结合六种爬虫引擎全量覆盖各种内容实体的内容采集，调用六种识别引擎对音频、视频、图像、文字、视频流、文档文件等内容进行识别分析检测，对检测结果以八大类识别类型进行个性化分类标注，辅以三种审核服务灵活组合对检测结果进行高效多级审核，实现覆盖网站、APP、公众号、视频号、小程序、微博等实体对象中的内容安全治理的全流程管理。该产品已经在监管部门、通信、广电、电力、政府、金融、医疗等行业进行推广、试用。

图 21：内容风控系统产品架构



资料来源：公司官网，国元证券研究所

- **网络安全**：目前公司产品覆盖电信运营商 IDC 机房、城域网、骨干网的网络攻击检测和防护、2/3/4/5G 手机恶意软件的检测和治理、互联网僵尸蠕病毒的检测和阻断，并应用人工智能、大数据分析技术实现网络安全事件的发现和处置。同时提供针对内网安全内审内控类定制化产品解决方案，包括 4A 及 IAM、安全评估与检测、数据安全管控、漏洞全生命周期管理、零信任、安全运营管理、IDC/ISP 网安及数安升级改造等。产品同时支持运营商以外行业用户，如政府、企事业单位、金融等。
- **通信业务安全**：公司反电信网络诈骗治理系统类业务以“数据驱动、技管结合、以技防诈、打防结合、信息共享、综合治理”的理念，指导不同业务场景下输出符合其特点的体系化、实战化的新型通信网络诈骗打击治理体系架构，通过业务编排提供涉诈号码检测、涉诈网址检测、涉诈 APP 检测、涉诈短信检测、潜在受害用户提醒、综合分析“六大领域”的服务能力，为基础电信企业、通信管理局、公安等行业提供全方位的产品研发、系统规划及交付服务。
- **数据安全**：公司针对日益受到重视的数据安全保护需求，基于核心流量监测分析技术，提供各种数据安全监测和控制产品和方案，基于 Docker 容器化技术、AI 识别技术、OCR 识别、NLP 检测技术、SVM 检测技术实现敏感数据检测与识别，个人信息识别准确率 $\geq 90\%$ ；VPN 类协议解析识别 $\geq 60\%$ ；工控类协议解析识别 $\geq 90\%$ ；文本类、办公软件/文件类、压缩文件类、图片类还原识别率 $\geq 95\%$ ；同时提供数据安全管控平台，实现数据安全的集约化管理，可有效支撑电信运营商、工业企业等的数据安全管控能力，降低数据泄露风险。
- **工业互联网安全**：公司根据已有技术储备，结合工业互联网安全需求，进行了有关工业敏感数据检测方面的开发，产品已经实现现场验证和部署，为工业互联网数据安全提供有效保障。

3.1.3 智慧应急快速成长，行业地位不断提升

智慧应急作为新兴产业正处于快速成长阶段，全资子公司泰策科技依托于母公司的技术能力，逐步打造出应急产业的多场景产品及解决方案，通过积极参加各类数字化、信息化的技术交流活动，在业界的知名度和影响力不断提升。

在研发投入方面，泰策科技打造了自主研发的应急大数据平台、应急知识库和智能视频分析平台技术底座，依托优化开发(DEV)、测试(QA)、运维(OPS)的 DevOps 开发运维一体化流程，降低了产品研发成本，有利于公司在紧跟市场发展和技术创新，赢得先发性竞争优势。

在重点拓展的城市安全赛道中，泰策科技参与了国务院安委办、应急管理部划定的 18 个城市安全综合风险监测预警建设试点城市之一的监测预警平台项目建设，目前平台已上线运行，并多次在国家级、省部级领导专家的视察调研中获得肯定与好评。该系统集合了城市生命线尤其是燃气、交通、建筑等十几个行业的安全风险监测预警产品，自然灾害综合监测、安全生产综合监测等相关产品，紧密跟进平台建设各个阶段，在产品落地系统平台上充分结合各省份各级部门的特性，在平台运行机制上实现了创新，协助应急管理部门与其他委办局部门实现了信息化的预警联动，案例平台稳定运行 1 年以上，做到了每天几十亿级别数据量的实时处理，查询响应性能达到

秒级，产品质量安全可靠，为客户带来了良好收益。安全生产综合监测预警系统重点实现了民爆企业、危化品企业的安全生产风险监测预警分析需求，在产品落地实施中，充分考虑企业侧安全生产责任落实制以及政府侧安全生产监管责任制，通过平台产品功能落地建设拉通了企业风险隐患数据，构建各类风险识别预警模型，为企业及政府提供了风险提前防范的支撑手段，案例平台在长达2年的运行期内做到了零故障、零投诉。

3.2 国产中间件领导者，研发驱动持续成长

公司作为中国中间件的先行者和信息安全领先企业，凭借多年在基础软件与信息安全领域的技术积累、产业实践以及前瞻理念，曾参与百余项国际、国家和行业等标准的制定，引领行业的创新与发展。

公司一直高度重视产品研发和技术进步，并致力于不断技术创新提升公司的竞争力。公司拥有自主研发的多项软件著作权及产品证书，并取得多件国家专利授权证书，近年来多次承担国家重大科技研究课题任务，主持或参与国家技术标准制定，获得国家、北京市的成果转化、创新基金等方面的资金支持。

2022年，公司继续担任信息技术应用创新工作委员会中间件组组长单位，并积极配合行业主管部门，引领及助力国内中间件行业发展。目前，公司已主导或参与完成50余项国家标准、团体标准、行业标准的制定及发布。2022年，公司参与制定的1项国家标准、1项行业标准和3项团体标准已发布，并配合标准主管单位进行已发布多年的国家标准的修订、团标升级成行标的工作，同时主导7项信创团体标准制订，配合金融、证券、电信等行业权威机构参与主导制定20余项行业中间件验证规范。

表 4：2023 年 1-5 月信息安全领域公司参与制/修订的部分国家标准

标准号	标准名称	标准主要内容	实施日期
GB/T 20986-2023	信息安全技术 网络安全事件 分类分级指南	文件描述了网络安全分类和分级的方法，并给出了网络安全事件类别和级别以及分类代码。 本文件适用于网络运营者以及相关部门开展网络安全事件研判、信息通报、监测预警和应急处置等活动。	2023-12-01
GB/T 42447-2023	信息安全技术 电信领域大数 据安全防护实 现指南	本文件给出了开展电信领域数据处理活动的安全原则、通用安全措施，及在实施数据收集、存储、使用加工、传输、提供、公开、销毁等过程中宜采取的相应安全措施。 本文件适用于指导电信数据处理者开展数据安全保护工作，也适用于指导第三方机构开展电信数据安全评估工作。	2023-10-01
GB/T 42571-2023	信息安全技术 区块链信息服 务安全规范	本文件规定了区块链信息服务提供者的安全技术要求和安全管理要求，描述了相应测试评估方法和检查评估方法。本文件适用于对区块链信息服务开展安全建设、安全运行、安全管理和安全评估等服务。 本文件适用于对区块链信息服务开展安全建设、安全运行、安全管理和安全评估等服务。	2023-12-01
YD/T 4214-2023	工业互联网安 全态势感知系 统技术要求	本文件规定了工业互联网安全态势感知系统的技术要求，包括数据准备、态势评估与展示、态势告警与响应、系统安全要求。 本文件适用于工业互联网安全态势感知系统的设计、开发、建设、检测、部署和维护。	2023-08-01

资料来源：公司微信公众号，国元证券研究所

截至 2022 年 12 月 31 日，公司及全资子公司共取得发明专利 95 项，有效注册商标 61 项，软件著作权 667 项。

表 5：公司及控股子公司拥有的部分专利情况

权利人	专利号	专利名称	专利类型	申请日	保护期限	权利状态
泰策科技/东方通	ZL202111645060.5	一种多元行为数据挖掘方法	发明专利	2021.12.29	20 年	维持
泰策科技/东方通	ZL202111270752.6	一种分布式高并发的消息匹配方法	发明专利	2021.10.29	20 年	维持
东方通/东方通泰/东方通网信/东方通软件/泰策科技/数字天堂	ZL202111135562.3	一种多层服务融合决策方法及系统	发明专利	2021.09.27	20 年	维持
东方通/东方通泰/东方通网信/东方通软件/泰策科技/数字天堂	ZL202111132178.8	一种应用于跨域安全的检测方法及系统	发明专利	2021.09.27	20 年	维持
东方通网信/数字天堂/东方通/东方通软件/泰策科技/东方通泰	ZL202111109765.5	一种高性能内核态网络数据包加速方法	发明专利	2021.09.23	20 年	维持
东方通/东方通网信/东方通软件/泰策科技	ZL202110908176.7	一种海量矢量数据快速查询方法及系统	发明专利	2021.08.09	20 年	维持
东方通网信/东方通/东方通软件/泰策科技	ZL202110843972.7	一种基于状态机的流式多层安全检测方法及系统	发明专利	2021.07.26	20 年	维持

资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.3 定向增发成功落地，助力公司长期成长

2023 年 6 月 7 日，公司发布《北京东方通科技股份有限公司向特定对象发行股票发行情况报告书》。本次向特定对象发行股票的募集资金总额为 2199999992.00 元，扣除发行费用（不含税）30779267.93 元，实际募集资金净额为 2169220724.07 元。

表 6：募投项目概况

序号	项目名称	投资总金额(万元)	使用募集资金金额(万元)
1	Tong 系列中间件产品卓越能力提升项目	127351.05	105775.05
2	基于人工智能的下一代可持续运营安全产品开发项目	84643.35	64224.95
3	补充流动资金	50000.00	50000.00
合计		261994.40	220000.00

资料来源：公司公告，国元证券研究所

本次向特定对象发行股票募集资金将投资于公司主要产品 Tong 系列中间件产品卓越能力提升项目、基于人工智能的下一代可持续运营安全产品开发项目及补充流动资金。募投项目与公司的主营业务密切相关，并在主营业务的基础上进一步延伸。

Tong 系列中间件产品卓越能力提升项目：对公司 Tong 系列中间件产品进行研发升级，提升产品在功能、性能、安全性等方面的能力和品质，实现全线产品向云原生中间件的升级，丰富产品品类，构建更为合理完善的中间件产品体系，进一步增强产品

对于信息技术应用创新领域及各行业关键核心业务系统的服务能力，并通过购置办公场地，整合公司中间件业务布局，提升中间件业务运营能效。

基于人工智能的下一代可持续运营安全产品开发项目：将以人工智能技术为核心，与大数据、云计算、专用软硬件复用技术相结合，构建面向网络安全、数据安全、终端安全、安全管理、5G 安全、工业互联网安全、公共安全等应用领域的下一代可持续运营安全平台。下一代可持续运营安全平台面向电信、能源电力、公共安全等重点行业，公司基于以人工智能为核心的各类检测分析能力，为大中企业客户提供涵盖数据安全监测管理、网络流量安全监测处置、终端接入安全与智能化审计、内容信息安全管控、安全管理等功能的可持续运营平台，从而满足政府部门、企事业单位客户对安全合规、内外网防护、数据安全管控、信息内容安全管控、公共安全的多场景需求。

补充流动资金项目：公司将本次向特定对象发行募集资金中的 50000.00 万元用于补充流动资金，改善公司资本结构，满足公司规模不断扩张对营运资金的需求，提高公司资源配置效率，为公司的健康持续发展提供保障。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是中国中间件的开拓者和领导者，国内领先的大安全及行业信息化解决方案提供商。伴随着定增的成功落地，公司未来的持续成长有望加速。目前，公司的主要产品包括：基础软件、安全产品、智慧应急、数字化转型，我们按照这四个维度预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 基础软件：致力于提供具有自主知识产权、持续创新的中间件技术、产品和方案。**通过 20 余载不断创新与积累，公司拥有一批基础软件核心技术成果，TONG 系列中间件产品，服务和支撑了 2000 多家金融、通信、政府、能源、交通等行业企业级核心业务。公司积极开展云中间件业务，打开中长期的成长空间。2021-2022 年，该产品收入增速分别为 23.62%、-28.88%，考虑到信创产业的快速发展，未来三年有望保持较快增长态势，预测收入增速分别为 25.64%、22.37%、20.48%。2021-2022 年，该产品毛利率分别为 94.88%、96.15%，未来三年有望保持在 2022 年水平，维持在 96-97% 的区间。
- 2. 安全产品：聚力打造网络与信息安全保障体系及产品体系。**全资子公司东方网信专注于网络安全、信息安全和通信业务安全领域的研究和应用，同时在内容安全、人工智能安全、数据安全等新兴领域内进行拓展。未来，公司将主打“安全+”市场升级战略，将公司网络安全、信息安全、数据安全的成功经验向政府、电力、金融、医疗、教育等更多行业领域渗透发展。2021-2022 年，该产品收入增速分别为 30.02%、42.25%，未来三年有望保持快速增长态势，预测收入增速分别为 38.47%、35.63%、32.16%。2021-2022 年，该产品毛利率分别为 68.38%、57.07%，未来三年有望保持在 2022 年水平，维持在 57-58% 的区间。
- 3. 智慧应急：致力于帮助政企客户大幅度提升应急管理能力和水平。**全资子公司泰策科技聚焦智慧应急及城市安全领域，具备系列化产品与服务能力，主要包括应急管理信息化系统集成服务、监测预警及风险评估等软件开发类产品、应急指挥救援类硬件产品、预防防护类产品等四大类别。2021-2022 年，该产品收入增速分别为 67.94%、35.92%，未来三年有望保持快速增长态势，预测收入增速分别为 33.38%、31.26%、27.35%。2021-2022 年，该产品毛利率分别为 67.58%、70.12%，未来三年有望保持在 2022 年水平，维持在 70-71% 的区间。
- 4. 数字化转型：公司是行业数字化转型的可信赖合作伙伴。**凭借丰富的全行业经验和敏锐的行业洞察，公司携多年技术积累与各大科研院所、大学等强大的上下游生态合作伙伴深入广泛合作，已具备领先于业界的政企数字化转型前沿技术支持应用能力。公司帮助各企事业单位在资产数字化、运营数字化、决策数字化、业务数字化创新等方面提供从咨询到实践的服务，是公司新的业务增长点。2021-2022 年，该产品收入增速分别为 42.68%、-16.63%，未来三年有望保持快速增长态势，预测收入增速分别为 38.12%、35.47%、32.19%。2021-2022 年，该产品毛利率分别为 58.01%、56.83%，未来三年有望保持在 2022 年水平，维持在 56-57% 的区间。

表 7：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
基础软件					
收入	332.90	236.77	297.47	364.02	438.57
增长率	23.62%	-28.88%	25.64%	22.37%	20.48%
毛利率	94.88%	96.15%	96.16%	96.16%	96.17%
安全产品					
收入	243.26	346.05	479.18	649.91	858.92
增长率	30.02%	42.25%	38.47%	35.63%	32.16%
毛利率	68.38%	57.07%	57.73%	57.78%	57.82%
智慧应急					
收入	163.18	221.80	295.83	388.31	494.51
增长率	67.94%	35.92%	33.38%	31.26%	27.35%
毛利率	67.58%	70.12%	70.38%	70.41%	70.45%
数字化转型					
收入	123.82	103.23	142.58	193.15	255.32
增长率	42.68%	-16.63%	38.12%	35.47%	32.19%
毛利率	58.01%	56.83%	56.86%	56.91%	56.96%
合计					
收入	863.16	907.84	1215.06	1595.38	2047.32
增长率	34.80%	5.18%	33.84%	31.30%	28.33%
毛利率	76.96%	70.42%	70.11%	69.51%	68.98%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内 A 股市场中，普元信息、宝兰德等公司也从事中间件的相关业务，故选择这两家公司作为可比公司。从 PE 估值水平的角度来看，2023-2024 年，公司的估值水平低于可比公司的平均水平。伴随着公司业务的持续拓展，未来成长空间广阔，估值水平有望不断提升。我们认为公司目前的 PE 估值水平处于合理位置，具备较好的长期投资价值。

表 8：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
688118.SH	普元信息	26.47	25.25	0.01	0.51	0.73	-	2339.09	52.28	36.59	-
688058.SH	宝兰德	49.35	27.64	-0.62	1.07	1.71	2.66	-	46.06	28.79	18.42
平均		-	-	-	-	-	-	-	49.17	32.69	-
300379.SZ	东方通	19.66	111.42	0.10	0.53	0.73	0.96	188.16	37.27	27.10	20.57

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2023 年 8 月 2 日

投资建议：

公司面向数字新基建与数字化转型浪潮，坚持自主创新，以“安全+”、“数据+”、

“智慧+”三大产品体系为基础，持续在信息技术应用创新、网络信息安全、人工智能、智慧应急、大数据、5G应用、工业互联网等多领域完善布局，未来成长空间较为广阔。

综上，预测公司 2023-2025 年营业收入为 12.15、15.95、20.47 亿元，归母净利润为 2.99、4.11、5.42 亿元，EPS 为 0.53、0.73、0.96 元/股，对应 PE 为 37.27、27.10、20.57 倍。参考目前计算机（申万）指数和可比公司的 PE 估值水平，给予公司 2023 年 50 倍目标 PE，对应的目标价为 26.50 元。首次推荐，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 宏观经济波动的风险：**公司产品被广泛运用于政务、金融、电信、交通等众多行业，因此公司所处行业的发展与国民经济的发展具有较高的正相关关系。未来若中国经济状况发生重大不利变化，如经济增长放缓或复苏不及预期，下游行业的消费能力将会受到一定影响，进而会影响整个行业及公司的经营与发展；
- 行业竞争加剧的风险：**公司在市场竞争中面临着行业内优秀企业的市场竞争压力，行业竞争面临着加剧的可能。在国内基础软件中间件领域，IBM、Oracle 等国外软件企业仍然所占市场份额最高。与国际知名软件厂商相比，公司在技术研发实力、市场培育、产品销售渠道建设等方面仍存在较大差距。随着软件国产化及企业信息化的不断推进，软件基础平台市场成长迅速，行业景气度的提升使得行业内原有竞争对手的规模和竞争力不断提高，同时市场新进入的竞争者会逐步增加；
- 核心技术人员流失风险：**软件和信息技术服务业属于智力密集型行业，面临人员流动大、知识结构更新快等人力资源管理方面的问题。公司作为软件和信息技术服务企业，产品研发和技术创新依赖于优秀的研发人员，如果出现核心人员流失、人才结构失衡的情况，将对公司的持续创新能力和市场竞争力产生不利影响；
- 技术研发风险：**基于软件技术的研发生产规律，新技术、新产品的研发在创新成果和开发周期上存在较大的不确定性。如果公司在技术开发方向决策上出现失误，未能在前沿领域加大技术研发投入，未能及时跟上行业技术更新换代的速度，未能正确把握市场动向并顺应市场需求变化，或未能及时将最新技术运用于新产品的升级和开发等，可能导致公司丧失技术和市场的现有地位。此外，近年来，公司研发费用支出占营业收入的比重持续保持高比例，而研发活动本身存在一定的不确定性，因此还存在研发投入不能获得预期效果从而影响公司盈利能力的创新风险；
- 业务规模迅速扩大导致的管理风险：**随着公司逐步加快发展步伐，公司经营规模持续扩大，资产规模、业务规模、人员规模随之增长，对公司的管理能力、经营能力、盈利能力带来了更大的挑战；
- 业务转型升级导致的经营风险：**国内数字经济领域目前处于快速发展的阶段中，公司用安全为社会数字化转型保驾护航，用数据为政企数字化转型提供最佳路径，用 AI 为政企数字化转型提供智慧赋能。公司全面布局数字化转型新兴业务，并在国防军工、公共安全、能源电力、司法、教育等领域的探索已初见成效，但业务转型是个渐进的过程，若公司未能把握住发展机会，可能导致一定的经营风险；
- 商誉减值风险：**目前公司商誉净值主要是因收购东方通信和泰策科技两家全资子公司形成的商誉。如果未来被收购资产所处行业不景气、自身业务下降或者其他因素导致未来经营状况和盈利能力未达预期，则上市公司存在商誉减值的风险，从而对上市公司当期损益造成不利影响，若一旦集中计提大额的商誉减值，将对上市公司盈利水平产生较大的不利影响；

8. **公司控制权稳定性风险:** 根据公司最新公告, 目前, 公司实际控制人黄永军先生直接持股比例为 6.39%, 占比相对较低, 因此不排除存在上市公司控制权稳定性风险。

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1092.60	1270.32	3555.52	3936.82	4431.31	
现金	323.78	176.09	2378.61	2543.11	2793.96	
应收账款	627.75	898.37	935.24	1096.27	1275.79	
其他应收款	26.59	27.31	36.21	47.22	59.99	
预付账款	12.69	11.30	15.94	21.26	27.69	
存货	85.47	108.77	143.84	182.21	226.19	
其他流动资产	16.32	48.48	45.67	46.74	47.70	
非流动资产	1588.07	1679.07	1700.57	1730.17	1760.68	
长期投资	109.77	155.99	165.46	178.69	190.21	
固定资产	129.89	123.05	125.69	129.17	133.66	
无形资产	57.51	116.13	121.21	127.85	137.31	
其他非流动资产	1290.90	1283.90	1288.21	1294.46	1299.50	
资产总计	2680.68	2949.39	5256.09	5666.99	6191.99	
流动负债	361.89	465.04	393.62	450.02	512.69	
短期借款	0.00	110.90	0.00	0.00	0.00	
应付账款	104.28	130.31	169.69	215.80	267.88	
其他流动负债	257.61	223.84	223.94	234.21	244.81	
非流动负债	53.34	58.15	62.81	65.73	68.30	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	53.34	58.15	62.81	65.73	68.30	
负债合计	415.23	523.20	456.43	515.75	580.99	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	456.66	460.70	566.72	566.72	566.72	
资本公积	1151.36	1184.84	3248.04	3248.04	3248.04	
留存收益	671.72	689.54	974.69	1326.02	1785.37	
归属母公司股东权益	2265.45	2426.19	4799.65	5151.24	5611.00	
负债和股东权益	2680.68	2949.39	5256.09	5666.99	6191.99	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	255.40	-162.88	275.78	244.55	352.30	
净利润	248.10	59.21	298.97	411.13	541.58	
折旧摊销	27.89	49.72	44.52	48.47	50.75	
财务费用	-3.55	1.25	-25.20	-53.45	-58.02	
投资损失	-2.17	1.15	-0.12	-0.19	-0.27	
营运资金变动	-35.78	-323.65	-53.11	-188.62	-212.24	
其他经营现金流	20.90	49.42	10.71	27.21	30.50	
投资活动现金流	-259.02	-84.06	-62.73	-74.69	-78.46	
资本支出	121.32	24.79	9.12	10.46	12.04	
长期投资	80.00	0.00	11.44	16.61	15.03	
其他投资现金流	-57.69	-59.27	-42.17	-47.62	-51.39	
筹资活动现金流	0.31	104.83	1989.47	-5.35	-23.00	
短期借款	0.00	110.90	-110.90	0.00	0.00	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	173.10	4.04	106.02	0.00	0.00	
资本公积增加	-152.97	33.48	2063.20	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-19.82	-43.59	-68.86	-5.35	-23.00	
现金净增加额	-3.30	-142.09	2202.52	164.50	250.85	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	863.16	907.84	1215.06	1595.38	2047.32	
营业成本	198.85	268.51	363.12	486.48	635.08	
营业税金及附加	9.68	9.43	13.12	17.07	21.70	
营业费用	185.01	238.11	257.84	327.69	376.09	
管理费用	87.97	119.05	140.70	179.80	224.18	
研发费用	191.71	232.11	249.87	286.79	336.57	
财务费用	-3.55	1.25	-25.20	-53.45	-58.02	
资产减值损失	-0.56	-0.85	-0.89	-0.93	-0.98	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	2.17	-1.15	0.12	0.19	0.27	
营业利润	262.91	57.79	316.62	434.65	571.92	
营业外收入	0.07	0.09	0.12	0.17	0.24	
营业外支出	1.11	1.51	1.67	1.78	1.96	
利润总额	261.87	56.37	315.07	433.04	570.20	
所得税	13.77	-2.85	16.10	21.91	28.62	
净利润	248.10	59.21	298.97	411.13	541.58	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润	248.10	59.21	298.97	411.13	541.58	
EBITDA	287.25	108.76	335.95	429.67	564.65	
EPS (元)	0.54	0.13	0.53	0.73	0.96	

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
成长能力						
营业收入(%)	34.80	5.18	33.84	31.30	28.33	
营业利润(%)	-0.31	-78.02	447.91	37.28	31.58	
归属母公司净利润(%)	1.53	-76.13	404.90	37.51	31.73	
获利能力						
毛利率(%)	76.96	70.42	70.11	69.51	68.98	
净利率(%)	28.74	6.52	24.61	25.77	26.45	
ROE(%)	10.95	2.44	6.23	7.98	9.65	
ROIC(%)	13.54	2.98	12.95	15.71	19.54	
偿债能力						
资产负债率(%)	15.49	17.74	8.68	9.10	9.38	
净负债比率(%)	2.80	23.83	3.19	3.00	2.82	
流动比率	3.02	2.73	9.03	8.75	8.64	
速动比率	2.78	2.50	8.67	8.34	8.20	
营运能力						
总资产周转率	0.34	0.32	0.30	0.29	0.35	
应收账款周转率	1.20	1.00	1.12	1.33	1.47	
应付账款周转率	2.07	2.29	2.42	2.52	2.63	
每股指标 (元)						
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.10	0.53	0.73	0.96	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	-0.29	0.49	0.43	0.62	
每股净资产(最新摊薄)	4.00	4.28	8.47	9.09	9.90	
估值比率						
P/E	44.91	188.16	37.27	27.10	20.57	
P/B	4.92	4.59	2.32	2.16	1.99	
EV/EBITDA	37.61	99.33	32.16	25.14	19.13	

资料来源: Wind, 国元证券研究所

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188