

2019 年 10 月 17 日

科创板询价报告之宝兰德
计算机
建议询价区间：[27.96, 39.94]元/股
主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	122	138	160	186
(+/-)	41.2%	13.0%	16.0%	16.0%
营业利润	60	63	71	78
(+/-)	52.7%	6.6%	12.1%	10.0%
归属母公	51	55	61	67
司净利润				
(+/-)	49.1%	6.3%	12.0%	9.9%
EPS (元)	1.71	1.37	1.53	1.68

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● 宝兰德是一家专注于企业级基础软件及智能运维产品研发、推广并提供专业化运维技术服务的高新技术企业。公司为客户核心信息系统提供包括应用运行支持、分布式计算、网络通信、数据传输及交换、应用调度、监控和运维管理等一系列基础软件平台及技术解决方案。随着新一代信息技术的进一步发展以及传统行业在数字经济的催生下的升级转型，中间件市场规模将保持稳定增长。（注：公司详细内容请参见我们于2019年4月19日发布的报告《科创板软件专题系列之：宝兰德》）。

● 公司主要财务指标及盈利预测。2018 年公司实现营业收入 1.22 亿元，归母净利润 0.51 亿元，扣非净利润 0.51 亿元。毛利率维持在 94.98%较高水平，资产负债率为 12.1%，总体经营状况良好。2019H1 公司实现营收 0.49 亿元，归母净利润 0.17 亿元。我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 1.38 亿元、1.60 亿元和 1.86 亿元；实现归母净利润分别为 0.55 亿元、0.61 亿元和 0.67 亿元。

● 公司估值及询价建议。综合分析来看，我们采用历史估值参考法预测公司估值为 7.13 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 19.25 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 15.56 亿元。考虑到公司收入和利润都已形成一定的规模，我们分别给予历史估值参考法 30%权重、PE 估值法 30%权重、DCF 估值法 40%权重，最终得出公司当前估值约为 14.14 亿元。我们假设公司本次发行新股数量为 1000 万股，公司发行后总股本为 4000 万股；根据公司预测市值 14.14 亿元，得出公司对应股价为 35.35 元/股，建议询价区间为[27.96, 39.94]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

● 风险提示：行业政策风险；同类产品市场竞争风险；客户集中度风险、技术更新换代风险、经济增长不及预期风险等。

分析师：于芳
 执业证书编号：S1050515070001
 电话：021-54967582
 邮箱：yufang@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
 邮编：200030
 电话：(8621) 64339000
 网址：http://www.cfsc.com.cn

目录

1、历史估值参考法分析.....	3
2、相对估值 PE 法分析	3
3、绝对估值 DCF 法分析	4
4、估值及询价分析	5
5、风险提示.....	5

图表目录

图表 1：公司近年融资历程.....	错误！未定义书签。
图表 2：公司历史估值溢价分析.....	3
图表 3：可比公司估值水平.....	4
图表 5：PE 估值分析.....	4
图表 6：DCF 估值参数	5
图表 7：公司估值测算与询价分析.....	5

1. 历史估值参考法分析

2018年2月27日,张东晖将其持有的宝兰德132.00万股(占公司总股本的4.40%)股份转让给宁夏时间。双方在同日签订了《股份转让协议书》,就上述股权转让事宜作出了约定。本次转让价格为13.20元/股。根据上述计算,投后估值为3.96亿元。

公司2017、2018年营收分别为0.87亿元、1.22亿元,归母净利润分别为0.34亿元、0.51亿元,我们预计2019年营收将达到1.38亿元,归母净利润0.55亿元,考虑到二级市场相对一级市场的估值溢价,以及公司业绩的成长性,综合分析,我们在公司投后估值3.96亿元的基础上,给予80%的溢价率,则公司对应的当前估值约为7.13亿元。

图表 1: 公司历史估值溢价分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
溢价率	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%
市值(亿元)	5.54	5.94	6.34	6.73	7.13	7.52	7.92	8.32	8.71

资料来源:华鑫证券研发部

2、相对估值 PE 法分析

我国中间件软件行业早期由国际知名厂商 IBM 和 Oracle 以领先的产品技术迅速占领了市场,随着国产中间件厂商技术的升级,以东方通、宝兰德等为代表的国产厂商赶超者,在电信、金融、政府、军工等行业客户中不断打破原有的 IBM 和 Oracle 的垄断,逐步实现了中间件软件产品的国产化自主可控。近年来,中间件市场总体保持稳定增长,以企业级用户的需求为主,企业级客户主要集中在政府、金融、电信等行业领域,市场需求规模较大。我们选取 A 股和美股同行业公司(东方通、ORACLE、IBM)作为相对估值参考。截止 2019 年 10 月 16 日,公司同行业上市公司的平均 PE(TTM)为 60.3 倍,可比公司 2019 年市场一致预期的 PE 为 35.6 倍。

图表 2：可比公司估值水平

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB亿元)	TTM	EPS		PE		
						2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300379.SZ	东方通	中国	35.96	100	0.60	0.61	1.29	60.3	58.6	27.9
IBM.N	IBM	美国	143.00	8,957.30	-	11.27	11.89	-	12.7	12.0
ORCL.N	甲骨文(ORACLE)	美国	56.35	13,102.01	-	3.07	3.28	-	-	-
平均值								60.3	35.6	

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 10 月 16 日）

关于宝兰德未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：1）公司的在中间件及智能运维软件领域维持较为稳定的销售份额；2）公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限；3）未来 3 年行业发展情况良好。4）期间费用控制良好。基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 1.38 亿元、1.60 亿元和 1.86 亿元；实现归母净利润分别为 0.55 亿元、0.61 亿元和 0.67 亿元。

综合考虑公司的收入利润规模，业绩成长性、发展潜力以及不同市场的估值差异等因素，我们按 2019 年 35 倍 PE 估值进行测算，得出公司对应的当前估值约为 19.25 亿元。

图表 3：PE 估值分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
PE	15	20	25	30	35	40	45	50	55
市值(亿元)	8.25	11	13.75	16.5	19.25	22	24.75	27.5	30.25

资料来源：华鑫证券研发部

3、绝对估值 DCF 法分析

公司属于快速成长期的中间件软件公司，收入和利润都已形成一定的规模，我们对公司的市场空间和未来收入利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.12，无风险利率为 3.10%，WACC 值为 9%，永续增长率为 3%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 15.56 亿元。

图表 4：DCF 估值参数

假设	数值
无风险利率	3.10%
Beta（考虑杠杆）	1.12
WACC	9%
股权比例	100%
永续增长率	3%
每股价值	38.89

资料来源：华鑫证券研发部

4、估值及询价分析

综合分析来看，我们采用历史估值参考法预测公司估值为 7.13 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 19.25 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 15.56 亿元。考虑到公司收入和利润都已形成一定的规模，我们分别给予历史估值参考法 30%权重、PE 估值法 30%权重、DCF 估值法 40%权重，最终得出公司当前估值约为 14.14 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 1000 万股，公司发行后总股本为 4000 万股；根据公司预测市值 14.14 亿元，得出公司对应股价为 35.35 元/股，建议询价区间为 [27.96, 39.94] 元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 5：公司估值测算与询价分析

历史估值法估值（亿元）	7.13	30%
PE估值法估值（亿元）	19.25	30%
DCF估值法估值（亿元）	15.56	40%
市值（亿元）	14.14	
发行后总股本（万股）	4000	
每股股价（元/股）	35.35	
询价区间（元/股）	27.96	39.94

资料来源：华鑫证券研发部

5、风险提示

风险主要包括：行业政策风险；同类产品市场竞争风险；客户集中度风险、技术更新换代风险、经济增长不及预期风险等。



公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	122	138	160	186
货币资金	63	360	371	385	营业成本	6	10	16	22
应收款	101	114	133	154	营业税金及附加	2	2	2	2
存货	10	9	16	22	销售费用	26	30	35	41
其他流动资产	74	74	74	74	管理费用	9	11	13	15
流动资产合计	174	4,192	4,226	4,268	财务费用	0	-2	-4	-4
非流动资产:					费用合计	34	39	44	52
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	3	4	4	5
固定资产+在建工程	1	19	35	49	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	16	80	128	164	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	15	15	15	15	营业利润	60	63	71	78
非流动资产合计	17	35	51	66	加: 营业外收入	0	1	1	1
资产总计	191	4,226	4,278	4,334	减: 营业外支出	0	0	0	0
流动负债:					利润总额	60	64	71	79
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	9	10	11	12
应付账款、票据	2	2	4	6	净利润	51	54	61	67
其他流动负债	22	22	22	22	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	23	24	26	27	归母净利润	51	55	61	67
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	0	0	0	0	成长性				
非流动负债合计	0	0	0	0	营业收入增长率	41.2%	13.0%	16.0%	16.0%
负债合计	23	24	26	27	营业利润增长率	52.7%	6.6%	12.1%	10.0%
所有者权益					归母净利润增长率	49.1%	6.3%	12.0%	9.9%
股本	30	40	40	40	总资产增长率	36.8%	2113.2%	1.2%	1.3%
资本公积金	15	290	290	290	盈利能力				
未分配利润	109	147	191	239	毛利率	95.0%	93.0%	90.0%	88.0%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润率	48.6%	45.9%	44.4%	42.1%
所有者权益合计	168	496	546	600	三项费用/营收	28.0%	28.5%	27.7%	27.8%
负债和所有者权益	191	520	571	628	EBIT/销售收入	-51.8%	46.1%	44.5%	42.2%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	41.6%	39.2%	37.9%	35.9%
净利润	51	54	61	67	ROE	30.3%	10.9%	11.1%	11.1%
折旧与摊销	0	2	4	6	营运能力				
财务费用	0	-2	-4	-4	总资产周转率	64.1%	3.3%	3.7%	4.3%
存货的减少	-9	0	-6	-6	资产结构				
营运资本变化	-29	-12	-17	-20	资产负债率	12.1%	0.6%	0.6%	0.6%
其他非现金部分	3	0	0	0	现金流质量				
经营活动现金净流量	16	43	39	44	经营净现金流/净	0.32	0.78	0.64	0.66
投资活动现金净流量	10	-21	-21	-21	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-10	276	-7	-8	每股收益	1.71	1.37	1.53	1.68
现金流量净额	17	298	11	14	每股净资产	5.60	12.40	13.65	15.01

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

于 芳：上海财经大学硕士，2015 年加入华鑫证券。重点跟踪领域：TMT 行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

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。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>