

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

宝兰德（688058）

增持

软件与服务

重大事件快评

2020年01月16日

国产中间件领先者，跨行业拓展开启新篇章

证券分析师：熊莉

xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519030002

证券分析师：于威业

0755-81982908

yuweiye@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519050001

事项：

近日，据宝兰德官网披露，经过华为公司和宝兰德公司双方工程师们的大量测试验证工作，宝兰德应用服务器中间件 BES Application Server 通过了华为鲲鹏生态系列兼容认证。

国信计算机观点：

1) 宝兰德应用服务器通过兼容认证助力鲲鹏生态，携手共进。宝兰德应用服务器 BES Application Server 已经完成与华为鲲鹏系列“一云两翼”相关产品的兼容适配认证工作，标志着公司与华为在基于战略合作、基于生态建设、基于共赢加强合作上迈出了里程碑式的一步，对于进一步夯实与上下游软硬件厂商的合作基础有重要意义。另一方面应用服务器 BES Application Server 所具备的功能完备、运行稳定、性能高效、安全可靠等特点，亦有助于进一步完善产业生态。

2) 国产品牌逐步崛起，高端应用场景下规模化落地厂商有望充分受益。宝兰德中间件产品已进入中国移动 11 个省，业务规模持续扩大，是在高端应用场景规模化落地的国产厂商。此外，应用服务器 BES Application Server、消息中间件 BES MQ、数据集成平台 DataLink DI 和企业服务总线 BES ESB 凭借技术水平、产品质量和服务能力的综合优势再次成功入围央采。经过十余年发展，公司产品在金融、保险、政府、能源等其他行业得到应用，技术实力领先，逐步推动中间件产品国产化。

3) 2019 年开始补强渠道短板，除电信业务外，金融、政府业务也有望加速成长。公司注重渠道能力拓展，2019 年针对性进行渠道补强，深度布局电信、银行、政府等市场渠道，为业务拓展打下基础。

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 0.66/1.10/1.56 亿元，利润年增速分别为 19.38%/59.29%/41.38%，摊薄 EPS=1.66/2.76/3.91 元，对应 PE 分别为 72.4/43.5/30.7 倍，首次给予“增持”评级。

评论：

■ 华为鲲鹏生态首批合作伙伴，国产中间件龙头之一

公司是华为鲲鹏生态的首批合作伙伴，本次认证，分别包括了华为 Taishan 100 服务器兼容认证、GaussDB 数据库兼容认证、华为云兼容认证、以及华为 Cloud Stack 产品的兼容认证。至此，宝兰德应用服务器 BES Application Server 已经完成与华为鲲鹏系列“一云两翼”相关产品的兼容适配认证工作。

图 1：华为鲲鹏系列“一云两翼”战略



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

华为“一云两翼双引擎”战略布局拥抱计算架构创新。华为作为业界唯一同时拥有计算架构中“CPU、NPU、存储控制、网络互连、智能管理”5大关键芯片的厂商，华为战略投入‘鲲鹏+昇腾’双引擎，开源操作系统、数据库和AI计算框架，开放主板，通过软硬件协同释放算力潜能，让算力触手可及、实现普惠AI。

一云是指华为云。华为云通过全栈创新提供安全可靠的混合云，成为生态伙伴的黑土地，为世界提供普惠算力。本次华为发布了基于“鲲鹏+昇腾”112款华为云云服务，涵盖了IaaS、PaaS、EI、数据库、安全、IoT等领域，帮助客户加速业务创新，实现普惠AI。两翼分别指智能计算业务、智能数据与存储业务。在智能计算领域，华为面向端、边、云，提供“鲲鹏+昇腾+x86+GPU”的多样性算力。此次华为还发布了全球训练最快的AI训练集群Atlas900、算力强劲的AI推理和训练卡Atlas300和AI训练服务器Atlas800。在智能数据与存储领域，融合了存储、大数据、数据库、AI，围绕数据的全生命周期，让数据的每比特成本最优、让数据的每比特价值最大。

宝兰德应用服务器与鲲鹏生态一同成长。宝兰德此次完成的与华为鲲鹏生态系列产品的兼容认证工作，于公司而言标志着与华为在基于战略合作、基于生态建设、基于共赢加强合作上迈出了重要的一步，是在完成与国内主要的CPU处理器、操作系统、数据库等上下游软硬件厂商的兼容适配工作后的又一个里程碑，对于进一步夯实与上下游软硬件厂商的合作基础有重要意义。鲲鹏生态也将充分受益公司应用服务器BES Application Server所具备的功能完备、运行稳定、性能高效、安全可靠等特点，有助于进一步完善产业生态，携手产业伙伴“以行业聚合应用、以区域整合产业、以联盟孵化标准、以社区发展开发者”构建繁荣生态圈。

■ 央采伙伴，高端应用场景规模化落地厂商

多项产品入围央采。8月21日，中央国家机关2019年软件协议供货采购项目发布中标公告，宝兰德公司的应用服务器BES Application Server、消息中间件BES MQ、数据集成平台DataLink DI和企业服务总线BES ESB再次成功入围。中央国家机关协议供货项目是中国政府采购领域级别最高、覆盖面最广的采购项目，中央国家机关政府采购中心组织发起了对此次采购协议供货产品的多轮严格测试和评比，最终确定中标结果。

基础软件与智能运维领域的出色实力诠释入围央采绝非偶然。再次成功入围央采，体现了政府采购部门对宝兰德公司技术水平、产品质量和服务能力的充分肯定。宝兰德作为国内基础软件及智能运维领域的知名厂商，自成立以来，专注于中间件等基础软件的研发和推广，不断提升自身技术实力和产品质量，公司拳头产品web应用服务器BES Application Server已在中国移动北京、上海、湖南、南方基地等11个省的核心业务系统以及中国移动集团总部的集中大数据平台、集中ERP项目和WLAN认证计费平台项目等核心业务系统中，替代国外IBM和Oracle公司同类产品，实现产品规模应用。

力排万难实力打造民族中间件品牌。宝兰德经过十年发展，完成了产品的整体化布局，为其提升核心竞争力和长期发展奠定了坚实的基础。除了立足于电信行业，宝兰德产品在金融、保险、政府、能源等其他行业逐渐得到应用。宝兰德在中间件领域重点投入，积极推动中间件的国产化，在国内多项核心技术遭国外限制的背景下，借助其在中间件领域的深厚技术积累，推动自主中间件产品广泛应用于中国移动、中国电信、中国联通等三大电信运营商，逐步替代了原来为这些公司提供服务的外资软件巨头，成为民族中间件品牌的佼佼者。

■ 多年深耕中间件，宝兰德业务迎发展跨行业机遇

宝兰德成立于 2008 年，是一家专注于基础软件研发及推广的高新技术软件企业。宝兰德产品线已经覆盖到了**基础软件领域的中间件、容器 PaaS 平台、智能运维和大数据**等多个方向，包括应用服务器 BES Application Server、交易中间件 BES VBroker、消息中间件 BES MQ、应用性能管理平台 WebGate、智能运维管理平台 CloudLink OPS、容器云 PaaS 平台 CloudLink CMP、数据交换 DataLink DXP、数据集成 DataLink DI 和数据可视化 DataCool 等在内的多款软件产品。公司目前的第一大股东是易存道先生（持有公司 35.97%的股权），现任公司董事长兼总经理，是公司的实际控制人。张东晖、北京易东兴股权投资中心（有限合伙）和赵艳兴分别持股 9.90%、8.18%和 7.20%。

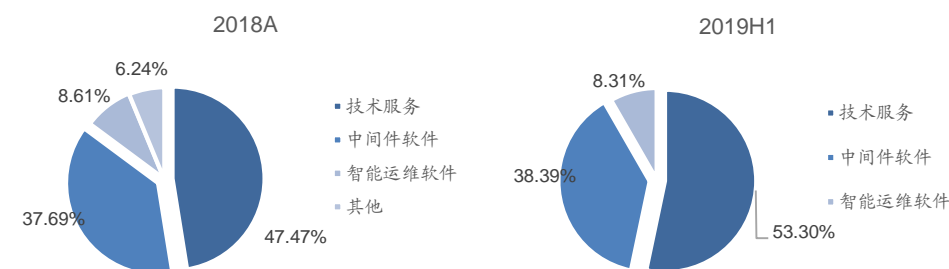
图 2：宝兰德股权结构



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

基础软件产品辅以专业技术服务的业务结构产期巩固电信核心客户。以高技术门槛的电信行业为起步，公司长期深耕电信核心客户，提升自身研发技术水平和市场服务能力，并将业务逐步拓展到地方金融、政企等行业客户领域。

图 3：宝兰德主营业务收入构成



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

中间件——构建企业 IT 系统的基础核心部件。中间件是连接业务应用和数据库、操作系统以及网络底层设施的唯一通道，故中间件软件的处理效率、性能、稳定性、安全性等至关重要，对企业 IT 系统的整体表现影响巨大。

表 1：公司主要的中间件产品

产品名称	介绍
应用服务器 BES Application Server	一个基于 JavaEE 架构开发的应用服务器中间件，主要用于开发、集成、部署和管理大型分布式 Web 应用、网络应用和数据库应用。BES Application Server 主要包括 Web 容器、EJB 容器和 JMS 服务：Web 容器提供运行 Web 应用的配置环境；EJB 容器用于分布式环境下的 Java 应用的配置环境；JMS 服务则提供异步消息分发。产品通过提供统一的编程模型，使得应用开发过程得到极大简化；促使各大厂商将其中间件产品构建在统一内核之上，易于交互和移植；提供了统一的管理工具与管理手段，极大降低了维护和管理成本，提升了系统的运行效率。BES Application Server 具备高可用、高性能和高效率等特性，已广泛应用于电信、金融等行业的核心关键业务系统。在中国移动各省千万级业务支撑核心 CRM（客户关系管理）系统、BOSS（业务运营支撑系统）系统中广泛大规模部署使用，在众多业务系统中已成功替换国际主流厂商的产品。
消息中间件 BES MQ	主要用来完成异步消息传递，适合用在各种需要数据交换和数据同步的场合，客户通过 BES MQ 可以进行快速、高效、可靠的消息传递，并基于其数据通信来进行分布式系统集成，从而实现异步调用及系统解耦，为企业级应用和服务提供坚实的底层构架支持，加强了客户业务系统的可拓展能力。
交易中间件 BES VBroker	支持多种主流操作系统，提供 C/C++和 Java 两种开发语言的支持，产品可在高并发、高负载的环境下高效运行。也可以作用于特定的事务型业务，例如客户的缴费等交易型业务，BES VBroker 能很好地保证事务在各系统中的一致性，从而保证对缴费、扣费等关键业务的信息保存和流程控制。

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

智能运维——搭配中间件业务满足系统性需求。随着各类机器学习算法的日渐成熟以及 AI 概念的兴起，运维逐步向智能运维（Artificial Intelligent Operations, AIOps）方向发展，主要表现在 IT 运维分析中大量使用机器学习算法，通过丰富的历史数据进行模型训练，由计算机自主预测并重点监测可能出现性能下降的计算机、网络或应用环境，对问题目标进行自动隔离或报警，对系统进行自动优化等。

我国 IT 智能运维领域的大型企业客户与中间件行业的企业类用户契合度较高，主要集中在电信、银行、政府、军工等拥有庞大 IT 系统、且对国民经济有重要影响的行业。公司在中间件软件产品的技术服务中，客户对于管理和监控中间件及其所在的业务系统的需求，顺势进入了智能运维经验的领域，研发云管理平台软件 BES CloudLink 系列及应用性能管理软件 BES WebGate 系列软件。

表 2：公司主要的智能运维产品

产品名称	介绍
云管理平台 BES CloudLink	是云计算时代为大型企业用户提供的云管理平台软件，帮助企业用户对 IT 系统进行统一综合管理，实现硬件资源的弹性共享。云管理平台软件就是为解决海量机器环境下出现的部署、管理、监控、共享等现实问题而研发的面向应用软件管理，目的在于协助用户实现智能化运维，全面及时掌握应用系统的状态，从而节省硬件资源、降低能耗。
容器管理平台 BES CloudLink CMP	是在原有的云管理平台系列中研发的新的产品容器管理平台，即一站式容器云管理平台，为企业将业务负载接入容器云提供基础架构支撑。在企业应用上云和微服务化转型进程中，BES CloudLink CMP 可以加快推进效率，有效保障业务可靠连续的运行与维护。BES CloudLink CMP 与 BES CloudLink Ops、BES WebGate 等产品相辅相成，为构建、维护新一代数据中心 PaaS 平台提供完整的一体化解决方案。
应用性能管理软件 BES WebGate	是公司依托多年的中间件开发与技术支持经验，经过多方面的客户需求采集而形成的一个用以系统化和规范化地实现应用性能管理的软件。其能够实现低开销、面向业务的实时监控，适合在生产环境部署，在电信、金融、政府等各业务系统中有广泛的部署和使用。它帮助业务 IT 运维人员实现实时在线的业务状态监控管理，事先的系统性能和故障预警，事后的问题分析、诊断以及报告，以达到提升系统运维效率，保障业务不间断运行的目的。

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

配套的专业化技术服务全面提升客户体验。公司中间件和智能运维产品对客户核心系统起着关键性作用，公司客户主要来自于电信、金融、政府等拥有庞大 IT 系统并对民生有重要影响的行业，他们对于整体业务系统稳定性和业务升级能力要求极高，对系统缺陷和低性能等情况容忍度较差。因此客户在采购公司的软件产品之后，需要公司提供高效及时（乃至 7*24 小时无缝隙对接）的售后技术服务响应和适应新技术发展的配套升级服务，以应对业务系统中各类应用软件在生产环境中碰到的各类问题。

表 3：公司提供的专业化技术服务

服务名称	介绍
日常维护支持服务	产品功能咨询；产品使用解答；产品故障解决；产品版本维护及升级。
现场专业咨询服务	产品安装升级服务；产品配置优化服务；故障处理服务；运行保障服务；产品巡检服务；产品培训服务。
培训认证服务	专业的技术讲师结合丰富的实际使用经验向客户就宝兰德全系列产品、相关技术、解决方案等进行专业的讲解和引导，帮助客户快速了解和掌握宝兰德相关产品。之后客户可以参加宝兰德公司相应级别的产品认证考试，通过认证考试将获得宝兰德颁发的对应级别的产品认证证书：宝兰德认证助理工程师（BCA）；宝兰德认证工程师（BCE）；宝兰德认证产品专家（BCM）。
产品应用技巧	基于 CloudLink 打造云弹性伸缩方案： CloudLink 通过资源池化划分，能使各业务系统在有限的计算资源之间进行高质量的弹性伸缩，最大化资源利用率； 解锁 CloudLink 正确打开姿势： CloudLink 对应用程序进行智能运维，提供如快速上线、升级、配置更新、批量启停等功能保证应用程序的顺畅运行； CloudLink 快速接管业务系统： 既有现网业务系统是指由用户在 CloudLink 之外部署的，正在运行，提供业务支撑服务的一些系统，如 BOSS、CRM 等业务系统。传统的运维方式主要依赖运维人员编写脚本维护，部署架构。

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

国内中间件产业健康发展，横向与纵向需求增量助推市场规模扩张。近年来中间件的市场需求随着多行业信息化发展进程的推进逐渐增大，且保持持续增长。根据计世资讯的统计，2018 年中国中间件市场总体规模达到 65.0 亿元，同比增长 9.6%。随着云计算、大数据、物联网等数字化技术普及以及政务大数据、智慧城市、企业上云等行业数字化热点项目的推进，催生出大量新的市场需求，促进了市场规模持续增长。预计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，预计 2019 年中间件市场规模将达到 72.4 亿元（+11.4%）。

图 4：2015-2019 年中间件市场规模

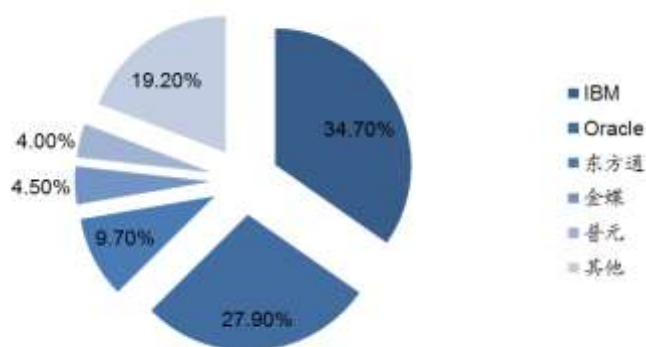


资料来源：计世资讯、公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

中间件在基础软件中意义非凡。中间件是三大基础软件之一，属于可复用软件的范畴。顾名思义，中间件处于操作系统软件与用户的应用软件的中间。中间件在操作系统、网络和数据库之上，应用软件的下层，总的作用是为处于自己上层的应用软件提供运行与开发的环境，帮助用户灵活、高效地开发和集成复杂的应用软件。中间件是一种独立的系统软件或服务程序，分布式应用软件借助这种软件在不同的技术之间共享资源，中间件位于客户机服务器的操作系统之上，管理计算资源和网络通信。

国外中间件产品在国内市占率高。在中间件领域，以 2016 年为例，我国中间件市场的主要参与方包括：IBM 公司，市占率排名第一，为 34.7%；甲骨文公司（Oracle），市占率为 27.9%，排名第二，和 IBM 不相上下；可以看出，中间件市场两大巨头 IBM 和 Oracle 总共占据了将近 63% 的市场份额。国内企业里面份额相对接近的就是**东方通、金蝶、普元**等。第三名是本土企业东方通，市占率为 9.7%。第四名是金蝶，第五名是普元。其他企业共同划分剩下的 19.2% 的市场份额，包括**汇金科技、中创、协调时光、锐易特**等国内企业，也包括 Red Hat、Microsoft 等国外企业。据智研咨询数据，2017 年国内中间件市场规模大约为 28 亿元。

图 5：2016 年国内中间件市场占比



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

国内外中间件产品差距较为显著。一是，我国以自主开发为主，缺乏统一标准，国内的中间件厂商的中间件产品基本都是脱身于行业应用中，经过了一定的技术沉淀和积累，所依赖的标准主要是行业标准或者一些行业默认“规则”，带有明显的行业或者应用特征，国内的中间件产品在跨行业和跨应用领域表现就不尽如人意；二是，主要采用仿制开发方式，产品缺乏特色，核心技术竞争优势薄弱，以本土优势、价格夺得市场份额；三是，国内企业对中间件产品认知度也制约了中间件产品的发展，国内品牌厂商没有良好的应用环境进行验证与创新。

中间件行业壁垒森严。这些壁垒主要体现在技术门槛、市场壁垒门槛和人才门槛上。

表 4: 公司竞争壁垒

门槛类型	介绍
技术门槛	<p>中间件软件属于基础类平台产品，技术要求远高于面向行业的解决方案。因为中间件软件具有跨平台性，所以其对基础底层的技术要求很高，应当满足高性能、稳定性、可扩展性、跨平台、跨语言的要求，这需要开发商具备优秀的软件架构能力和底层技术研发能力。</p> <p>面向云计算的智能运维管理平台技术复杂度高，需要支持云计算的特性，即大规模、按需使用、灵活快速部署等。大规模要求平台具备高效并行计算能力及数据传输能力，这对软件基础架构要求非常苛刻。按需使用要求云管理平台必须能够实现按照策略完成物理资源、中间件实例、应用实例三个层次的自动化调度；大部分 IT 系统对时间、事务有较高的要求，因此，云管理平台在实现实时调度方面必须保证性能和稳定性。智能运维包括资源管理、智能监控、运维大数据存储和分析、智能决策、智能告警、可视化、智能控制等。整个面向云计算的智能运维平台工作量巨大，技术要求高，技术面广，开发周期长，具有较高的技术门槛。</p>
市场壁垒门槛	<p>公司所在行业的最终客户中相当大比例是大型企业事业单位，这些客户不仅对产品质量要求很高，而且对厂商提供的售后服务要求也很高。基础软件产品的供应商只有通过长期的技术服务和市场推广才能形成规模化、稳定成熟的客户群体。客户的计算资源、数据资源、业务及企业规范都依托于底层和支撑的软件基础架构，相关系统的有效运营依赖于供应商对客户信息系统的深入理解，因此，客户在软件基础架构的投资规模很大，同等条件下，其替代及更换成本较高。使用周期越长，其对产品及服务的提供商的粘性就越强，这个特点对市场新进入者形成了较强的市场壁垒。</p>
人才门槛	<p>中间件和云环境下的智能管理平台软件是平台基础软件，连接应用和操作系统、数据库。不同于一般行业解决方案开发商的研发人员，中间件和云管理平台要求开发人员熟悉基础底层核心的知识，不仅仅精通中间件自身的技术，还要精通数据库以及操作系统的技能，更需要有对技术演变具有很好的前瞻性，云管理平台还要求对当前刚开始兴起的虚拟机技术、容器技术和分布式文件系统等有很好的掌握。一般而言，培养一个好的中间件产品和云管理平台技术人员需要 3-5 年时间，这导致了中间件产品以及云平台软件的高端技术人员很稀少。</p>

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司经多年深耕已确立了领先的市场地位，并拥有多方面竞争优势。面对以上行业门槛，深耕多年的公司已打出一片天地。具体而言公司产品性能优越，是行业内实现自主可控的领先企业；同时企中间件和智能运维行业的产品线完整，是中间件领域的知名品牌。

表 5: 公司产品及服务的市场地位

地位体现	详细阐述
公司产品性能优越，是行业内实现自主可控的领先企业	<p>电信、金融等行业是中间件使用最广泛的行业，而因其系统复杂、技术难度大、对产品稳定性和运行性能要求高等特点，一直被 IBM、Oracle 两家国外公司垄断。不过经过公司多年的潜心发展，在电信行业特别是中国移动，公司的产品目前公司已在中国移动北京、上海、广东（南方基地）、湖南等 11 个省的核心业务系统以及中国移动集团总部的集中大数据平台、集中 ERP 项目和 WLAN 认证计费平台项目等核心业务系统中，替代国外主流产品，实现产品规模应用。</p> <p>在保持电信行业中间件产品市场份额稳步扩大的基础上，公司开始向金融和政府行业拓展。经过长期的测试验证，公司产品已成功实现在光大银行、宁波银行系统的运用，为实现公司业务在金融领域的开拓，打下了坚实的基础。在政府领域，则实现了北京住房公积金管理中心、公安部第一研究所、贵阳市公安局等项目的突破。公司产品行业应用的多元化对营业收入增长产生持续推动作用。</p>
公司中间件和智能运维行业的产品线完整，是中间件领域的知名品牌	<p>目前公司推出了应用服务器 BES Application Server、交易中间件 BES VBroker、消息中间件 BES MQ、云管理平台 BES CloudLink、应用性能管理软件 BES WebGate、容器管理平台 BES CloudLink CMP 在内的多款软件产品，具有较高的市场知名度。同时自成立以来，公司对中间件软件及其延伸领域核心技术的发展持续跟踪并进行深入研究开发，通过不断加大技术研究、产品开发投入力度，对产品技术不断进行改进和创新，公司产品功能、技术水平得到了提高和完善。公司产品先后取得相关软件著作权 65 项。</p>

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司有望在电信运营商、银行和政府领域持续拓展业务范围。近年中国移动集采入围主要是四家：IBM、Oracle、东方通和宝兰德，获得资质需要通过相关测试，公司中间件产品已进入 11 个省，是国内高端应用场景下规模化落地的中间件厂商。

公司注重渠道能力拓展，2019 年针对性进行渠道补强，深度布局电信、银行、政府等市场渠道，为业务拓展打下基础。

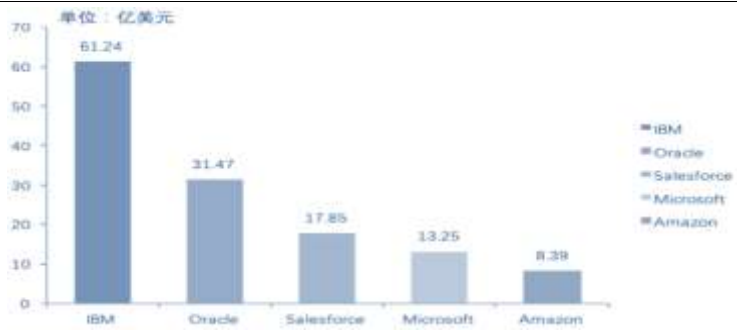
■ 国产厂商在国内市场份额逐步扩大，国际厂商份额下降

IBM 和 Oracle 是国际中间件龙头。国际中间件市场经历了长期的市场化竞争和发展，以 IBM 和 Oracle 为代表的软件行业巨头企业通过自身在软件行业的技术优势，并通过收购兼并进行产业布局，逐渐占据了国际中间件市场份额的前两位：其中 IBM 利用数据、信息技术、行业和业务流程的深厚专业知识，为客户提供集成解决方案和产品，在此过程中完成了对其中间件产品的销售；Oracle 以其功能强大的关系型数据库管理软件（Oracle RDBMS）为基础，销售连接该数据库的中间件产品。

近年 Salesforce、Microsoft、Amazon 等中间件厂商逐鹿国际市场。近年来，随着中间件新技术新规范的引入，例如 JavaEE 8 规范的引入以及底层云结构下轻量级容器的应用，全球范围内中间件行业正迎来新一轮的布局和洗牌，其他中间件厂商通过产品升级和开拓客户正逐年扩大中间件市场份额的占比，对中间件市场传统霸主 IBM、

Oracle 形成有力的挑战和竞争，国际市场上其他中间件厂商包括 Salesforce、Microsoft、Amazon 等。

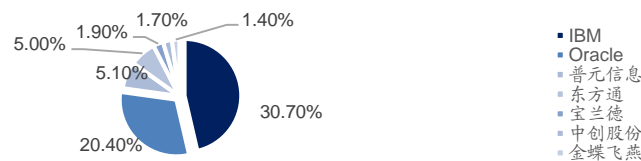
图 6: 2017 年全球中间件厂商市场份额情况



资料来源: Gartner Group、公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

国内中间件厂商逐步扩大国内市场份额。国内中间件软件行业早期由国际知名厂商 IBM 和 Oracle 以领先的产品技术占领了市场，而随着国产中间件厂商技术的升级，以东方通、宝兰德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。公司所面对的国内竞争对手主要为东方通，此外还包括从事中间件产品研发、销售的公司还包括中创股份、金蝶天燕和普元信息。

图 7: 软件基础设施 (中间件) 市场各参与主体 2018 年按当年销售金额的市场占有率情况



资料来源: 公司招股说明书、计世资讯、国信证券经济研究所整理

表 6: 公司与同业可比企业的对比

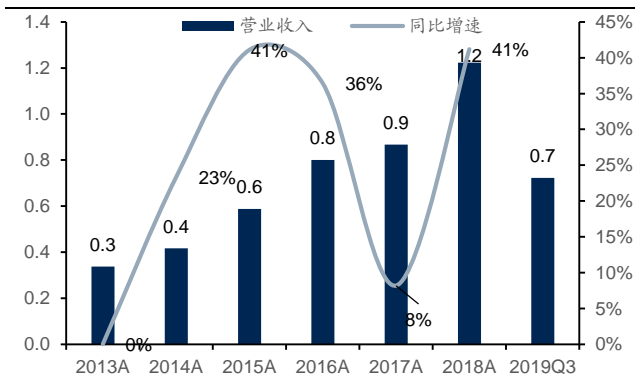
公司名称	中间件主要产品线	技术优势	客户领域
IBM	中间件产品主要包括应用服务器 Websphere 系列软件、交易中间件 CICS 系列、消息中间件 MQ Series 等。	全球知名的行业一体化解决方案提供商，中间件领域技术全面，在中间件相关的各类产品上均有较强的竞争力，在我国各个行业均保持了一定的产品竞争力。	政府、金融、电信、大型企事业单位
Oracle	中间件产品主要包括应用服务器 Weblogic 系列、交易中间件 Tuxedo 系列、消息中间件 Tuxedo Q 系列等。	全球主要关系型数据库管理软件的供应商，在中间件领域涉足较早，同时通过兼并收购积累了雄厚的技术优势。	政府、金融、电信、大型企事业单位
东方通	中间件产品主要包括应用服务器 TongWeb 系列、交易中间件 Tong Easy 系列和消息中间件 TongLINK/Q 系列等。	东方通自 2014 年上市以来，主营业务从基础中间件软件的研发和销售转变为涉及基础安全产品、信息安全、应急安全、军工信息化的产品研发销售和营销。东方通在主营业务全面拓展的同时，继续深入对中间件技术的研发。	主攻政府、金融、电信等行业客户
中创股份	中间件产品主要包括应用服务器中间件 InforSuite AS 系列、交易中间件 InforBus 系列和消息中间件 InforSuite MQ 系列。	中创股份主营业务为中间件产品的研发、销售和相关技术服务。中间件产品基于 Java EE 技术体系，对操作系统适配工作量较小，在不同操作系统之间可平滑迁移。	主要集中在政府、电信、军工和能源领域
金蝶天燕	中间件产品主要包括金蝶 Apusic 应用服务器 AAS 系列、金蝶 Apusic 消息中间件 AMQ 系列。	金蝶天燕主营业务为基础软件产品的研发、销售并提供相关技术开发和服务。其主要中间件产品用模块化可插拔设计的机制运行于微内核之上，可拓展性较好。	依托其母公司金蝶软件(中国)有限公司向各类客户销售财务系统的有利条件向最终客户销售中间件软件
普元信息	SOA 产品: 应用开发平台、业务流程平台、JavaEE 应用服务器、企业门户平台、企业移动平台、自动化测试平台、企业服务总线。	普元信息目前拥有 SOA、大数据、云计算三大领域多品种软件基础平台产品，在业务发展中积累了针对多个行业应用的解决方案。	主要集中在政府、电信、能源领域
宝兰德	中间件产品主要包括应用服务器 BES Application Server 系列、交易中间件 BES Vbroker 系列、消息中间件 BES MQ 系列。	宝兰德是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，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。	主要为中国移动及其下属业，同时积极拓展了政府行业和金融行业的相关客户

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

■ 收入和利润端表现出色，销售回款情况转好

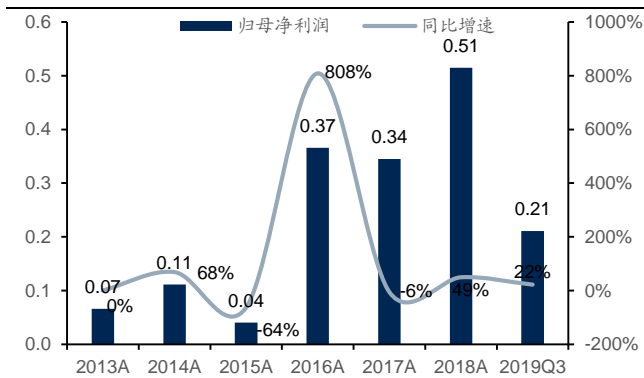
收入和利润端增长亮眼，多因素助推宝兰德一路高歌。2018 全年公司实现营收 1.22 亿元 (+41.19%)，归母净利润 0.51 亿元 (+49.13%)，扣非归母净利润 0.51 亿元 (+48.89%)。近年公司主营业务收入实现了快速增长，主要得益于公司对新客户的拓展、既有客户对新产品及技术服务需求的持续增长、客户结构的优化及公司产品线的不断丰富。

图 8：宝兰德营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司招股说明书、Wind、国信证券经济研究所整理

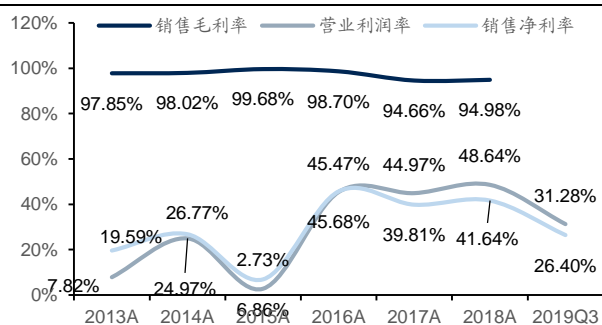
图 9：宝兰德归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司招股说明书、Wind、国信证券经济研究所整理

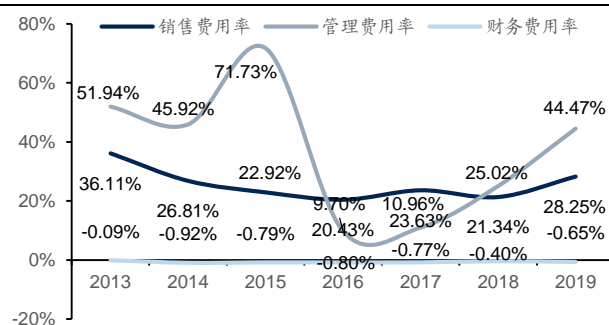
利润率与净利率相比去年全年有所回调，费用率上升。2019 年前三季度营业利润率和销售净利率分别为 31.28% (-17.36pp) 和 26.40% (-15.24pp)，销售费用率 28.25% (-0.91pp)，管理费用率 44.47% (+8.75pp)，财务费用率 -0.65% (-0.21pp)。三项费用率合计 72.07%，同比上升 7.57pp。管理费用的同比增长部分是由于 2019 上半年西安宝兰德和长沙宝兰德房租增加。

图 10：宝兰德毛利率、净利率、利润率变化情况



资料来源：公司招股说明书、Wind、国信证券经济研究所整理

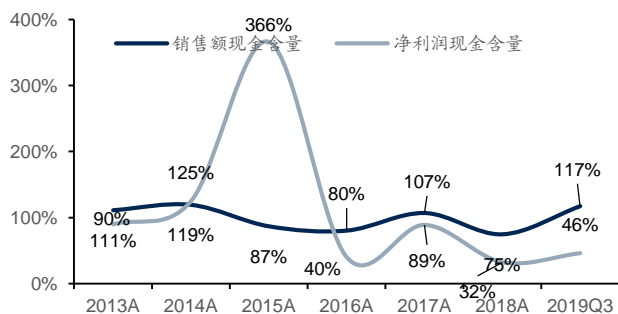
图 11：宝兰德三项费用率变化情况



资料来源：公司招股说明书、Wind、国信证券经济研究所整理

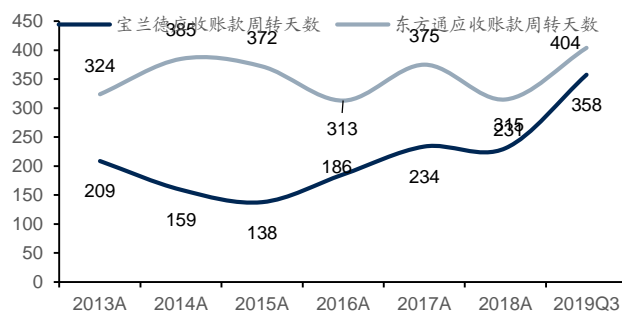
销售回款情况良好，应收账款情况较为稳定。2019 年前三季度销售收到的现金 3265.18 万元，相对销售额的销售现金含量 117.13% (+42.54pp)；经营性现金流量净额 967 万元（同比-682 万元）。2016、2017、2018 年度，公司存货周转率分别为 11.22、35.23 和 1.24，波动较大的主要原因系公司参与榆林市智慧政务平台与综合电子监察平台建设项目尚在实施过程中，已发生成本计入存货，导致当年存货余额较大。2016、2017、2018 年度，公司应收账款周转天数分别为 108、70 和 80 天，较为稳定，且优于同行业可比公司东方通。2019 年上半年应收账款周转率为 0.46。

图 12: 宝兰德经营性现金情况



资料来源: 公司招股说明书、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 宝兰德和东方通主要流动资产周转情况



资料来源: 公司招股说明书、Wind、国信证券经济研究所整理

■ 盈利预测

1、假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

(1) 中间件软件业务: 公司深耕电信行业, 目前国外厂商仍占据主要份额, 替代空间较大; 公司拓展金融、政府中间件业务较为顺利, 预期 2020 年开始实现较快增长。假设 2019-2021 年收入增速分别为 20.00%、110.35%、54.34%。

(2) 技术服务业务、智能运维软件业务: 假设公司在业务量增加的同时, 技术服务业务实现稳定增长; 智能运维软件已签约光大银行, 实现跨行业业务拓展, 未来还有望 AI、大数据技术, 发展值得期待。假设 2019-2021 年收入增速分别为 20.00%、30.00%、30.00%。

(3) 其他主营业务假设保持 10% 的复合增速。

(4) 公司注重产品标准化, 预期毛利率水平保持稳定; 费用率保持稳定。

表 7: 公司业务分拆预测

		2019E	2020E	2021E
技术服务	收入 (万元)	6,970.75	9,061.98	11,780.57
	收入增速	20.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	93.54%	93.54%	93.54%
中间件软件	收入 (万元)	5,533.84	11,640.60	17,965.70
	收入增速	20.00%	110.35%	54.34%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%
智能运维软件	收入 (万元)	1,263.83	1,642.98	2,135.87
	收入增速	20.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%
其他主营业务	收入 (万元)	839.65	923.62	1,015.98
	收入增速	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	68.72%	68.72%	68.72%
合计	收入 (万元)	14,608.07	23,269.17	32,898.12
	收入增速	0.00%	59.29%	41.38%
	毛利率	95.12%	96.24%	96.72%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

2、未来3年盈利预测

表 8：未来3年盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	122	146	233	329
营业成本	6	7	9	11
销售费用	26	31	49	69
管理费用	9	37	58	82
财务费用	(0)	(6)	(12)	(15)
营业利润	60	75	125	178
利润总额	60	75	125	178
所得税费用	9	10	16	23
归属于母公司净利润	51	66	110	156
EPS	1.71	1.66	2.76	3.91
ROE	31%	7%	11%	14%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，我们得到公司 2019-2021 年收入分别为 1.46 亿元、2.33 亿元、3.29 亿元，归母净利润 0.66/1.10/1.56 亿元，利润年增速分别为 19.38%/59.29%/41.38%，摊薄 EPS=1.66/2.76/3.91 元。

3、盈利预测的敏感性分析

我们以上述结果为中性预测结果，进行盈利预测情景分析，乐观预测上调收入 5%，悲观预测下调收入 3%，得到预测结果与收入变动之间较为敏感，具体情况如下：

表 9：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
乐观预测					
营业收入(百万元)	86.67	122.37	152.20	250.05	366.02
(+/-%)	8.18%	41.19%	24.38%	64.29%	46.38%
净利润(百万元)	34.50	51.45	68.73	117.57	172.12
(+/-%)	-5.72%	49.13%	33.60%	71.05%	46.40%
每股收益(元)	0.43	1.71	1.72	2.94	4.30
中性预测					
营业收入(百万元)	86.67	122.37	146.08	232.69	328.98
(+/-%)	8.18%	41.19%	19.38%	59.29%	41.38%
净利润(百万元)	34.50	51.45	66.20	110.22	156.24
(+/-%)	-5.72%	49.13%	28.68%	66.50%	41.75%
每股收益(元)	0.43	1.71	1.66	2.76	3.91
悲观预测					
营业收入(百万元)	86.67	122.37	142.41	222.57	308.00
(+/-%)	8.18%	41.19%	16.38%	56.29%	38.38%
净利润(百万元)	34.50	51.45	64.68	105.94	147.24
(+/-%)	-5.72%	49.13%	25.72%	63.78%	38.98%
每股收益(元)	0.43	1.71	1.62	2.65	3.68
总股本(百万股)	86.67	122.37	142.41	222.57	308.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

■ 风险提示

电信、金融、政府等行业对基础软件的投入不及预期的可能；

客户集中度较高的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	63	1279	1093	1038
应收款项	101	120	192	271
存货净额	10	11	14	18
其他流动资产	1	1	2	2
流动资产合计	174	1411	1301	1329
固定资产	1	4	7	9
无形资产及其他	0	1	2	3
投资性房地产	15	15	15	15
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	191	1432	1325	1357
短期借款及交易性金融负债	0	500	300	200
应付款项	2	2	2	3
其他流动负债	22	9	14	20
流动负债合计	23	511	316	223
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	23	511	316	223
少数股东权益	(0)	(1)	(1)	(3)
股东权益	168	922	1011	1137
负债和股东权益总计	191	1432	1325	1357

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.71	1.66	2.76	3.91
每股红利	0.33	0.32	0.53	0.75
每股净资产	5.60	23.04	25.26	28.42
ROIC	46%	32%	41%	45%
ROE	31%	7%	11%	14%
毛利率	95%	95%	96%	97%
EBIT Margin	65%	48%	49%	49%
EBITDA Margin	66%	48%	49%	50%
收入增长	41%	19%	59%	41%
净利润增长率	49%	29%	66%	42%
资产负债率	12%	36%	24%	16%
息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%
P/E	69.9	72.4	43.5	30.7
P/B	21.4	5.2	4.7	4.2
EV/EBITDA	45.1	75.2	44.5	30.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	122	146	233	329
营业成本	6	7	9	11
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	26	31	49	69
管理费用	9	37	58	82
财务费用	(0)	(6)	(12)	(15)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(3)	0	0	0
其他收入	(18)	0	0	0
营业利润	60	75	125	178
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	60	75	125	178
所得税费用	9	10	16	23
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	51	66	110	156

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	51	66	110	156
资产减值准备	3	4	4	4
折旧摊销	0	1	1	2
公允价值变动损失	3	0	0	0
财务费用	(0)	(6)	(12)	(15)
营运资本变动	(31)	(29)	(66)	(73)
其它	(3)	(5)	(5)	(5)
经营活动现金流	23	37	45	83
资本开支	(1)	(9)	(9)	(9)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(1)	(9)	(9)	(9)
权益性融资	0	700	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(10)	(13)	(21)	(30)
其它融资现金流	3	500	(200)	(100)
融资活动现金流	(16)	1187	(221)	(130)
现金净变动	6	1216	(185)	(56)
货币资金的期初余额	56	63	1279	1093
货币资金的期末余额	63	1279	1093	1038
企业自由现金流	37	24	26	61
权益自由现金流	40	528	(164)	(26)

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032