

2020年07月08日

证券分析师 郝彪

执业证号: S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

基础 IT 新生态建设带来高弹性，本土中间件龙头崛起

买入 (首次)

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	500	1,004	1,489	2,002
同比 (%)	34.4%	100.8%	48.3%	34.5%
归母净利润 (百万元)	141	296	464	655
同比 (%)	15.7%	109.2%	57.0%	41.2%
每股收益 (元/股)	0.50	1.05	1.65	2.33
P/E (倍)	94.37	45.12	28.75	20.36

投资要点

- 从基础软件向行业安全拓展，打造大安全协同：**东方通创始业务是为企业级用户提供基础软件中的中间件产品及相关技术服务，同时通过投资、收购等方式，打造基础安全和行业安全两大业务体系，致力成为国内智能安全行业的领军企业。东方通的产品及解决方案广泛服务于国内数千个行业，拥有电信、金融、政府、能源、交通等行业领域 2000 多家企业级用户和 500 多家合作伙伴。公司承担多项国家重大科技专项的研制任务，曾荣获“国家科技进步二等奖”、北京市科学技术进步奖二等奖等多项荣誉。受益于自主创新、信息安全领域市场需求的推动，公司历史经营业绩保持稳健增长趋势。
- 国产中间件龙头崛起可期，国产化大潮迎来业绩爆发：**中间件是与操作系统、数据库并列三大基础软件，在云计算、物联网等新技术推动下日益生成产品线众多的基础软件设施。根据计世资讯的统计，2019 年国内中间件市场规模达到 72.4 亿元，受益于技术升级和应用推动，华为预计未来 5 年中间件行业复合增长率将达到 15.7%。根据我们的测算，2018 年国产中间件厂商在政府领域收入占比不到 10%，政府领域每年中间件的稳定需求超过 22 亿元，而金融和电信领域预计市场规模超过 28.67 亿元，且国产化比例更低，未来替换空间更大。东方通在目前国产厂商中软件销售收入超过第二名 50% 以上，且产品性能已达到国际领先水平，是中间件行业唯一首批加入华为鲲鹏凌云计划的企业。在政务领域，东方通已建立体系化的集成商代销渠道，凭借性价比优势和产品性能优势，市场份额绝对领先，弹性最大。同时公司产品也广泛应用在多地电信运营商、金融机构。随着未来重要行业的基础 IT 生态国产化铺开，东方通将继续巩固龙头地位，打开更广阔的成长空间。
- 行业安全景气度高，业绩确定性强：**公司通过一系列并购投资进入行业安全领域。微智信业是国内领先的内容安全产品及解决方案供应商，其内容审计产品应用场景广阔，行业用户拓展迅速，保守估计微智信业未来收入保持稳定；泰策科技是域名解析和工业互联网标识解析的领军企业，在应急通信市场领域处于市场前列。近年来我国应急产业处在高景气阶段，预计泰策科技未来两年可以正常完成业绩承诺。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 10.04 亿元、14.89 亿元、20.02 亿元，净利润分别为 2.96 亿元、4.64 亿元、6.55 亿元，现价分别对应 45、29、20 倍市盈率。我们看好东方通作为中间件行业龙头的发展前景，今年信息技术创新应用市场将迎来放量，利润有望加速释放，采用分部估值，目标市值为 201 亿元，对应目标价 71.53 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**国产化替代进程不及预期；公司产品价格下降。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.40
一年最低/最高价	18.44/60.65
市净率(倍)	8.26
流通 A 股市值(百万元)	11029.41

基础数据

每股净资产(元)	5.74
资产负债率(%)	22.09
总股本(百万股)	281.30
流通 A 股(百万股)	232.69

相关研究

内容目录

1. 从基础软件向行业安全拓展	5
2. 技术升级与国产浪潮双轮驱动，中间件本土龙头崛起可期	7
2.1. 中间件日益衍生为软件基础设施，技术升级推动产品迭代.....	7
2.2. 市场稳定增长，技术服务付费仍有较大提升空间.....	10
2.3. 国际厂商占据主导地位，国产中间件份额不断提升.....	12
2.4. 本土龙头崛起，国产大潮迎来业绩爆发.....	14
2.4.1. 本土龙头崛起，规模效应逐渐显现.....	14
2.4.2. 政府信息技术创新应用推动业绩爆发，行业信息技术创新应用带来更广阔天地.....	17
3. 外延布局行业安全，构建大安全协同	19
3.1. 微智信业，引领内容安全创新.....	19
3.2. 泰策科技帮助东方通快速进入数据安全和应急安全领域.....	22
4. 盈利预测与估值	25
5. 风险提示	27

图表目录

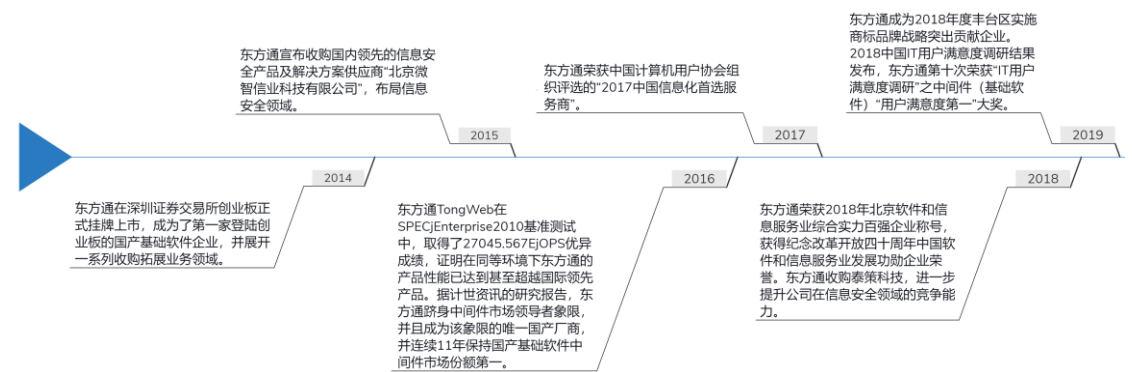
图 1: 东方通大事记	5
图 2: 公司近年来营收增长情况	5
图 3: 公司近年来净利润增长情况	5
图 4: 公司近年来收入结构稳定	6
图 5: 公司近年来主营业务毛利率稳定	6
图 6: 中间件与分布式系统的纵向层次	8
图 7: 软件基础设施（中间件）向云和大数据的演进	9
图 8: 美国应用服务器产品的市场份额	10
图 9: 国内中间件市场规模保持较快增长	10
图 10: 2016 年中国软件基础设施（中间件）市场行业结构分布图	11
图 11: 2009-2013 年东方通中间件技术服务收入占比	11
图 12: 电信行业的技术服务收入占比相对较高	11
图 13: 2018 年软件基础设施市场品牌结构分布图	12
图 14: 软件基础设施国产化趋势明显	13
图 15: 政府采购中心正版软件采购网采购记录	13
图 16: 2019 年国产中间件龙头公司产品销售规模	14
图 17: 2016 年软件基础设施市场厂商竞争力分析	15
图 18: 成为华为云合作伙伴的优势	15
图 19: 东方通母公司收入和毛利率正相关	17
图 20: 东方通集成商销售模式实现的收入占比越来越高	17
图 21: 2016 年软件基础设施政务市场厂商竞争力分析	19
图 22: 微智信业互联网不良信息监控系统	20
图 23: 微智信业网络安全态势感知平台	20
图 24: 微智信业数据安全评估服务	21
图 25: 微智信业营收稳步增长	22
图 26: 微智信业归母净利润保持平稳	22
图 27: 泰策科技主要客户一览	23
图 28: 泰策科技应急通信系统	23
图 29: 国内应急产业市场规模	24
图 30: 泰策科技近年来营收变化及预期	25
图 31: 泰策科技净利润保持增长	25
表 1: 东方通近年来并购事件	6
表 2: 中间件的功能	7
表 3: 基础中间件的常用分类	8
表 4: SPECjEnterprise2010 基准测试结果	14
表 5: 头部国产中间件厂商研发支出对比	16
表 6: 2011-2019 年政府采购中心正版软件采购网采购中间件产品记录	18
表 7: 东方通基础安全营收预测	25
表 8: 东方通行业安全营收预测	25
表 9: 主要控股参股公司分析	26

表 10: 东方通各业务毛利率预测	26
表 11: A 股小类基础软件公司估值	27
表 12: A 股安全和应急行业公司估值	27

1. 从基础软件向行业安全拓展

从基础软件安全到行业安全，打造智能安全专家。东方通创立于 1992 年，创始业务是为企业级用户提供基础软件中的中间件产品及相关技术服务，上市以来，一方面继续在传统中间件产品领域深挖市场需求，改善产品性能，提升用户体验，巩固国产中间件行业领先地位；另一方面，通过新设投资、收购等方式，拓展新业务，完善在网络信息安全、大数据、人工智能、5G 通信等新技术、新业态、新模式的布局，坚持“自主可控，安全创新”的核心发展理念，打造基础安全和行业安全两大产品体系，致力成为国内智能安全行业的领军企业。

图 1: 东方通大事记

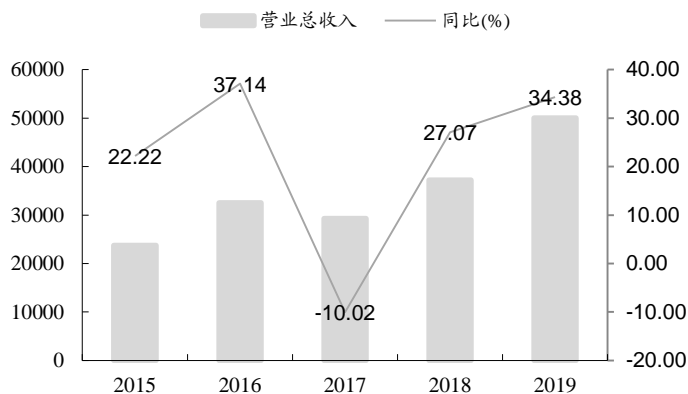


数据来源：东方通官网，东吴证券研究所

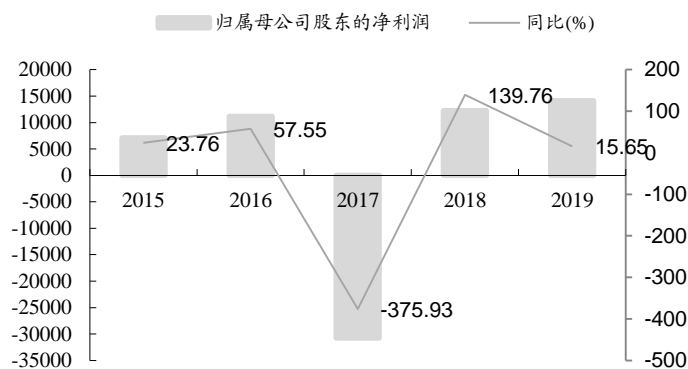
经营稳健，业绩长期持续向好。东方通的产品及解决方案广泛服务于国内数千个行业，拥有电信、金融、政府、能源、交通等行业领域 2000 多家企业级用户和 500 多家合作伙伴。公司承担多项国家重大科技专项的研制任务，曾荣获“国家科技进步二等奖”、北京市科学技术进步奖二等奖等多项荣誉。受益于自主创新、信息安全领域市场需求的推动，公司整体经营业绩保持增长趋势。其中 2017 年子公司惠捷朗因规模化的 4G 网络建设基本结束，网优测试业务营业收入和净利润规模均出现大幅下滑，公司计提商誉减值准备导致发生亏损。

图 2: 公司近年来营收增长情况

图 3: 公司近年来净利润增长情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

通过外延并购布局行业安全领域。公司通过一系列并购投资进入行业安全领域, 现拥有微智信业、惠捷朗、泰策科技、数字天堂、东方通宇等全资子公司, 面向企业和社会的数字化转型与升级, 提供基础软件、信息安全、网络安全、数据安全、通信安全、5G 创新应用、工业互联网安全及社会治理等产品和解决方案, 帮助用户实现业务创新、安全管控和数据的共享与价值挖掘等。

表 1: 东方通近年来并购事件

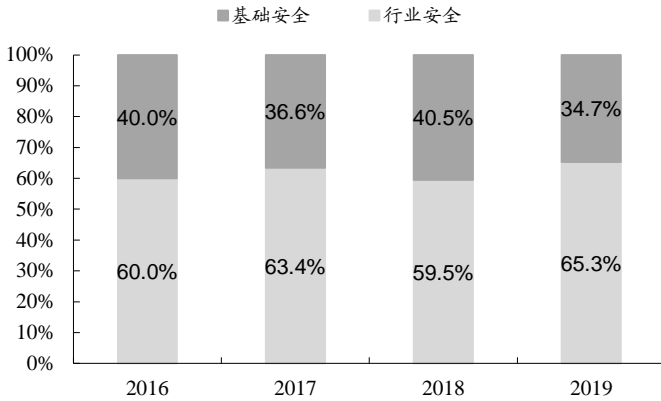
首次披露日	交易标的	所在行业	交易总价值 (万元)	公司简介
2018/11/13	泰策科技 100%股权	信息科技咨询与其它服务	60,000	DNS 系统、应急管理信息化及工业互联网标识解析的产品及服务提供商
2015/4/25	数字天堂 100%股权	互联网软件与服务	4,137	移动中间件
2015/4/9	微智信业 100%股权	信息科技咨询与其它服务	58,100	网络安全、信息安全和通信业务安全
2014/8/15	惠捷朗 100%股权	应用软件	42,000	无线网络测试与优化并提供移动通信网络优化综合解决方案
2014/8/6	同德一心 100%股权	应用软件	3,000	服务器虚拟化产品

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

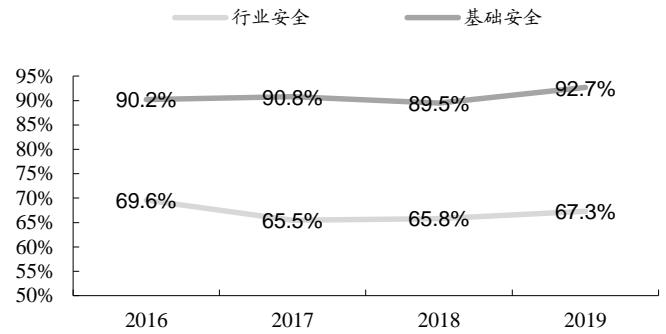
基础安全和行业安全收入结构稳定。公司主营业务分为基础安全和行业安全两部分, 其中基础安全即为企业级用户提供基础软件中的中间件产品及相关技术服务, 收入占比约 40%, 近年来毛利率稳定在 90%左右; 公司通过外延并购形成了行业安全业务板块, 主要是为电信运营商等行业用户提供信息安全、网络安全、业务安全、应急安全等产品及解决方案, 收入占比约 60%, 毛利率稳定在 65%附近。

图 4: 公司近年来收入结构稳定

图 5: 公司近年来主营业务毛利率稳定



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 技术升级与国产浪潮双轮驱动，中间件本土龙头崛起可期

2.1. 中间件日益衍生为软件基础设施，技术升级推动产品迭代

中间件是三大基础软件之一。中间件是一种应用于分布式系统的基础软件，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。中间件从根本上解决了异构网络环境下软件互联和互操作等共性问题，而且提供标准接口、协议，具有较高的移植性，为应用软件在不同的技术之间共享资源提供了可复用的“标准件”，具有基础性支撑作用，因此与操作系统和数据库并称为三大基础软件。简单来说，中间件就是处在各类应用和操作系统、数据库中间的软件，它解决了不同系统之间的互联互通问题。

表 2：中间件的功能

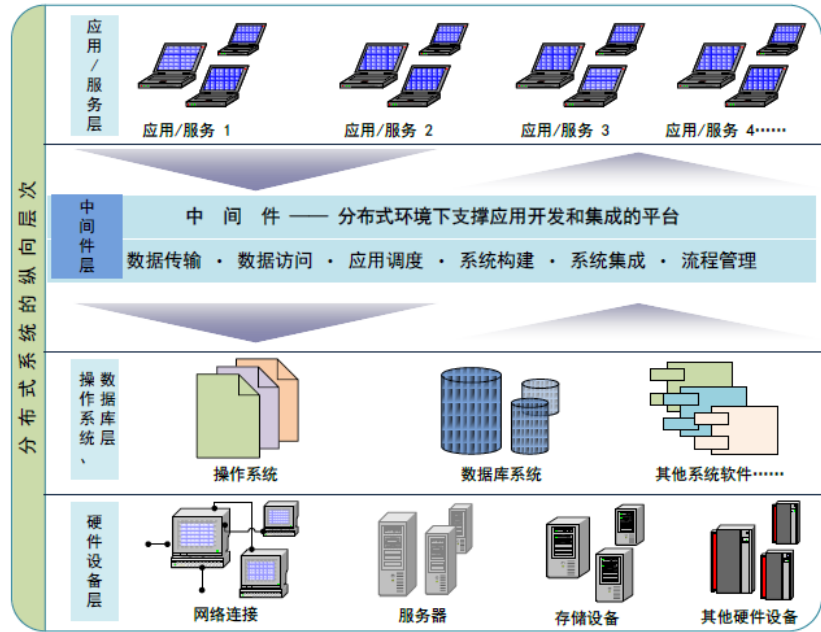
功能	特点
通信支持	中间件为其所支持的应用软件提供平台化的运行环境，该环境屏蔽底层通信之间的接口差异，实现互操作，所以通信支持是中间件一个最基本的功能。
应用支持	中间件的目的是服务上层应用，提供应用层不同服务之间的互操作机制。它为上层应用开发提供统一的平台和运行环境，并封装不同操作系统提供 API 接口，向应用提供统一的标准接口，使应用的开发和运行与操作系统无关，实现其独立性。
公共服务	公共服务是对应用软件中共性功能或约束的提取。将这些共性的功能或者约束分类实现，并支持复用，作为公共服务，提供给应用程序使用。通过提供标准、统一的公共服务，可减少上层应用的开发工作量，缩短应用的开发时间，并有助于提供应用软件的质量。

数据来源：《软件中间件技术现状及发展》、东吴证券研究所

中间件日益衍生为软件基础设施。软件基础设施是传统中间件经过不断扩展之后一系列产品的统称。软件基础设施是一系列独立的系统软件或服务程序，分布式应用借助

这种软件实现在不同的技术之间共享资源。广义来讲，处在“中间”位置的软件都可以叫软件基础设施，所谓中间既可以指代应用程序和操作系统、数据库的上下中间，也可以指代应用服务器和数据库服务器的左右中间，甚至云计算中连接 IAAS 和 SAAS 的 PAAS 也可以理解为软件基础设施的一种。

图 6: 中间件与分布式系统的纵向层次



数据来源：东方通招股说明书，东吴证券研究所

软件基础设施形成众多产品种类。主流的软件基础设施厂商对产品的定义分类也不同，依据产品在系统中所起的作用和采用的技术不同，软件基础设施大致分为基础中间件、集成中间件、行业领域应用平台等。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，主要包括消息中间件、应用服务器中间件、交易中间件等种类。软件基础设施类产品在涵盖传统中间件产品的同时也增加了能够对数据交换、云计算、物联网、大数据等新一代 IT 热点技术和业务应用热点起到支撑作用的基础软件平台类产品。

表 3: 基础中间件的常用分类

功能	特点
应用服务器	Web 应用服务器是 Web 服务器和应用服务器相结合的产物。应用服务器中间件可以说是软件的基础设施，利用构件化技术将应用软件整合到一个确定的协同工作环境中，并提供多种通信机制，事务处理能力，及应用的开发管理功能。由于直接支持三层或多层应用系统的开发，应用服务器受到了广大用户的欢迎，是目前中间件市场上竞争的热点，J2EE 架构是目前应用服务器方面的主流标准。
消息中间件	消息中间件是一类以消息为载体进行通信的中间件，利用高效可靠的消息机制来实现

不同应用间大量的数据交换。按其通信模型的不同，消息中间件的通信模型有两类：消息队列和消息传递。通过这两种消息模型，不同应用之间的通信和网络的复杂性脱离，摆脱对不同通信协议的依赖，可以在复杂的网络环境中高可靠、高效率的实现安全的异步通信。消息中间件的非直接连接，支持多种通信规程，达到多个系统之间的数据的共享和同步。消息中间件是一类常用的中间件。

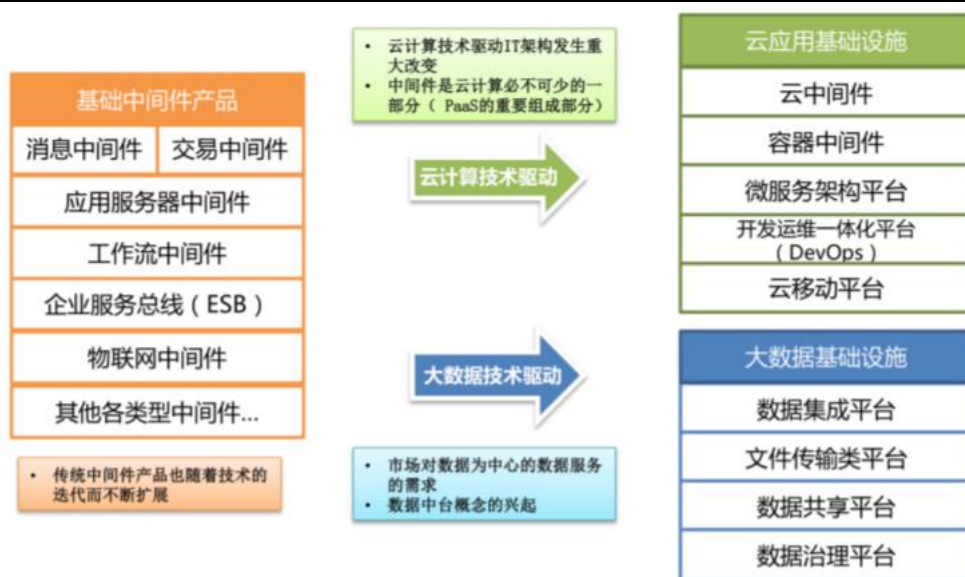
交易中间件

交易中间件是当前用的最广泛的中间件之一，其主要功能是提供联机事务处理所需要的通信、并发访问控制、事务控制、资源管理、安全管理、负载平衡、故障恢复和其他必要的服务。交易中间件支持大量客户进程的并发访问，具有极强的扩展性。由于事务式中间件具有可靠性高、极强的扩展性等特点，主要应用于电信、金融、飞机订票系统、证券等拥有大量客户的领域。

数据来源：《软件中间件技术现状及发展》，东吴证券研究所

新技术的出现推动中间件产品升级迭代。随着以云计算、物联网、移动互联为代表的新一代互联网技术的兴起，传统的软件基础设施已经不能满足“互联网+”时代企业的需求。网络的无边界拓展，催生了大量新应用模式，对虚拟化、快速构建服务化、大数据整合与处理、事件处理引擎等中间件相关技术提出了新要求，未来中间件将朝着超高并发量、海量数据通信、超长运行时间的稳定性保持等方面升级迭代。

图 7: 软件基础设施（中间件）向云和大数据的演进



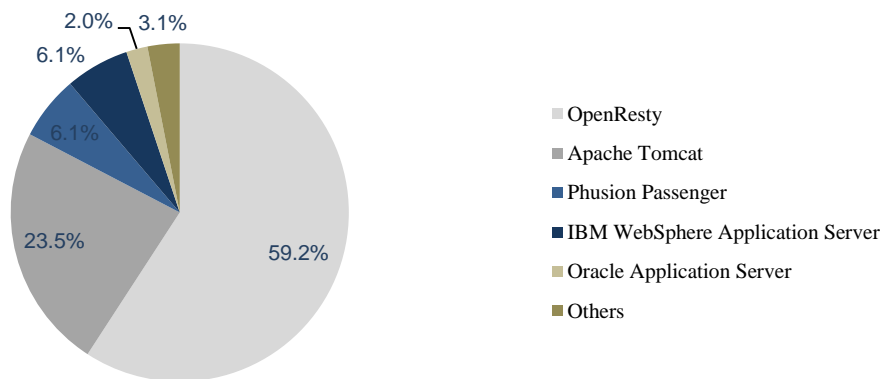
软件基础设施（中间件）向云和大数据的演进

数据来源：普元信息招股说明书，东吴证券研究所

成熟中间件市场开源与商业版本将继续并存。根据 Enlyft 跟踪 310,591 家使用应用服务器的公司的数据，应用服务器中间件市场份额前三的公司分别为 OpenResty、Apache Tomcat 和 Phusion Passenger，都是开源中间件。互联网公司、有一定开发能力的公司和 对 IT 支出敏感的公司更倾向于选择开源中间件。像 IBM WebSphere、Oracle Weblogic 等

商业版本的中间件产品市场份额仅 10% 左右。虽然开源是主流趋势，但知识产权、支持服务和安全防护是开源产品绕不过去的问题。尤其是一些对安全和稳定性有较高要求的行业仍然会用商业版本，比如政府、金融和电信等等。

图 8: 美国应用服务器产品的市场份额

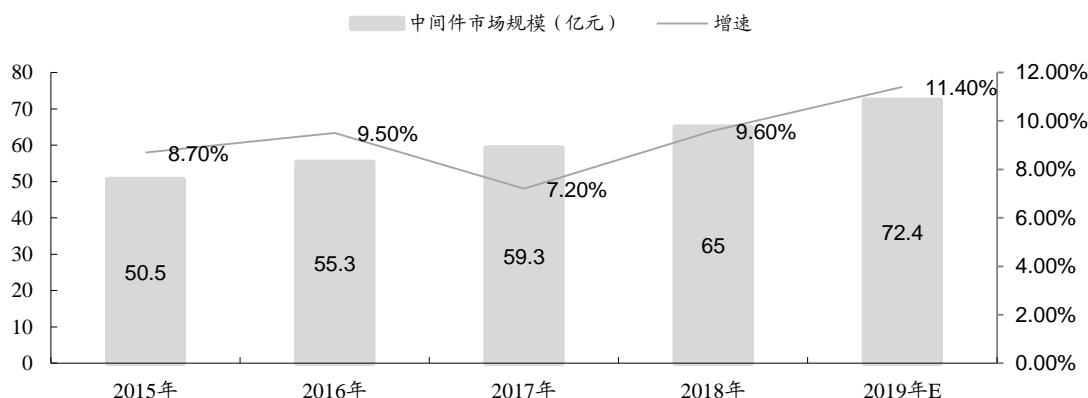


数据来源: enlyft, 东吴证券研究所

2.2. 市场稳定增长，技术服务付费仍有较大提升空间

中间件市场规模保持较快增长。根据 Grand view research 数据，2018 年全球应用服务器市场规模为 131.3 亿美元，预计从 2019 年到 2025 年复合年增长率为 12.1%。根据计世资讯的统计，2018 年国内软件基础设施（中间件）市场总体规模为 65.0 亿元，同比增长 9.6%。得益于政府、金融、电信等行业信息化建设的提速，以及软件基础设施产品采购方式向服务化转变，软件基础设施（中间件）市场保持稳定的增长态势。预计 2019 年中间件市场规模将达到 72.4 亿元，同比增长为 11.4%。考虑到中间件有和数据库、操作系统等捆绑销售的情况，实际市场会更大。根据华为发布的《鲲鹏计算产业白皮书》，中国中间件市场到 2023 年 5 年复合增长率 15.7%。

图 9: 国内中间件市场规模保持较快增长

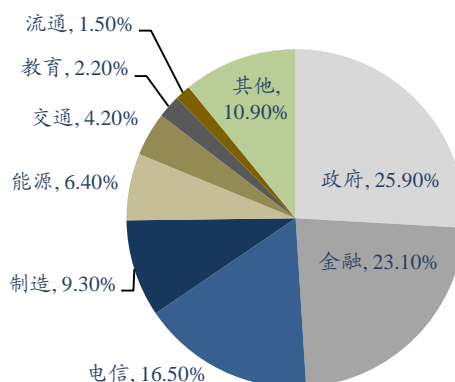


数据来源: 计世资讯, 东吴证券研究所

政府、金融和电信行业是中间件的主要用户群体。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。根据计世资讯研究报告，2016年中间件行业下游用户中，金融行业、电信行业、政府领域合计所占市场容量为65.5%；制造、能源、交通、医疗卫生、教育等其他行业所占市场容量为34.5%。电信、金融等行业是中间件使用最广泛的行业，同时，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，它们也是对中间件技术要求门槛最高的行业，能否打入电信行业、金融行业是中间件厂商综合实力的体现。

图 10：2016 年中国软件基础设施（中间件）市场行业结构分布图



数据来源：计世资讯，东吴证券研究所

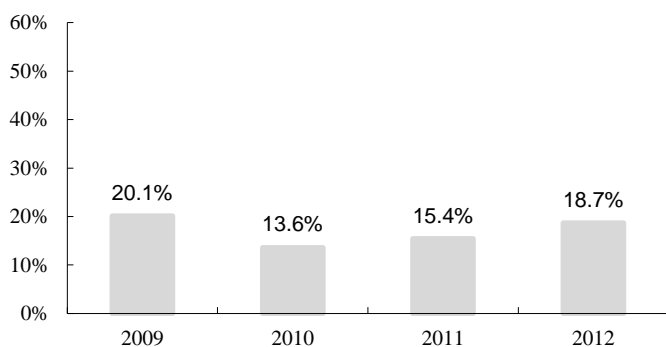
政务信息化建设拉动政府行业中间件市场快速增长。一方面政府部门将推进政府 IT 信息化建设，实现政务信息资源共享与管理当作提高政府工作效率，转变政府工作作风，推动政府职能转变的重要手段。另一方面各级政府将政务信息化建设，特别是与云和大数据相结合的政务信息化项目作为引领当地 IT 产业发展、树立政府工作业绩的重要抓手。由此可见各级政府对于政务信息化建设始终放在十分重要的位置。与以前的政务信息化建设不同，目前政府信息化的主要方向在政务云、政务大数据、数据资源共享交换平台、智慧城市等方面。政府信息化项目建设情况的改变，催生出大量对于软件基础设施类产品需求。

技术服务收入仍有较大提升空间。软件基础设施市场的技术服务收入是指公司提供售前咨询、（实施服务）系统集成、售后支持服务以及培训等服务产生的收入。计世资讯的调研数据显示，2017年中国软件基础设施市场中的服务收入不到整体收入的1/4，在国内市场中厂商依然以卖产品为主。目前在电信、金融、电力、大型制造企业等一些 IT 应用成熟的行业企业中，对于软件基础设施的服务费用支出相对较高。例如宝兰德的收入大部分来源于中国移动，因此其技术服务收入占比相对较高。政府行业正在逐步认可购买技术服务，厂商应该抓住这个机遇，为用户提供完整的解决方案。东方通深耕政府行业，技术服务收入占比较小，预计此类收入占比会持续提高，深化服务将会是中间件厂商新的市场增长点。

图 11：2009-2013 年东方通中间件技术服务收入占比

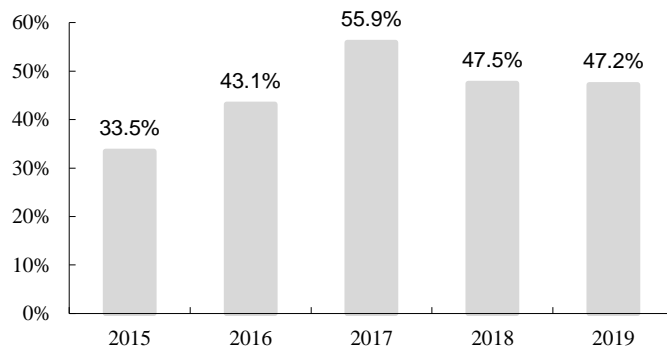
图 12：电信行业的技术服务收入占比相对较高

■ 东方通技术服务占中间件收入比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ 宝兰德技术服务收入占比

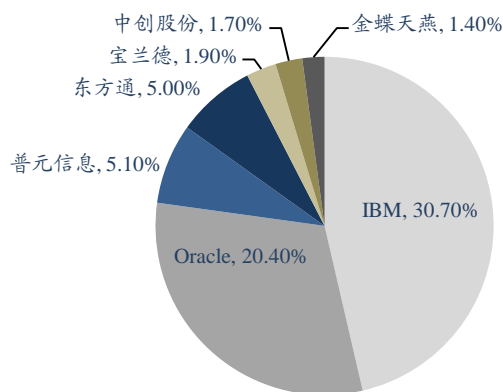


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 国际厂商占据主导地位，国产中间件份额不断提升

IBM 和 Oracle 仍然占据国内中间件市场过半份额。由于中间件在国内的发展时间相对较短，国内市场仍主要由国际知名 IT 厂商 IBM 和 Oracle 占据主导地位。国内厂商与 IBM 和 Oracle 相比，在品牌影响力、资金实力、技术研发实力、市场占有率等方面均存在一定差距。在产品方面，国内产品在某些方面依然存在差距。对于电信、金融等行业用户来讲，更看重产品的性能和稳定性。在产品性能有差距的情况下，不会轻易替换已经成熟的系统和产品。因此在这些行业中实现国产产品替代是循序渐进的过程。

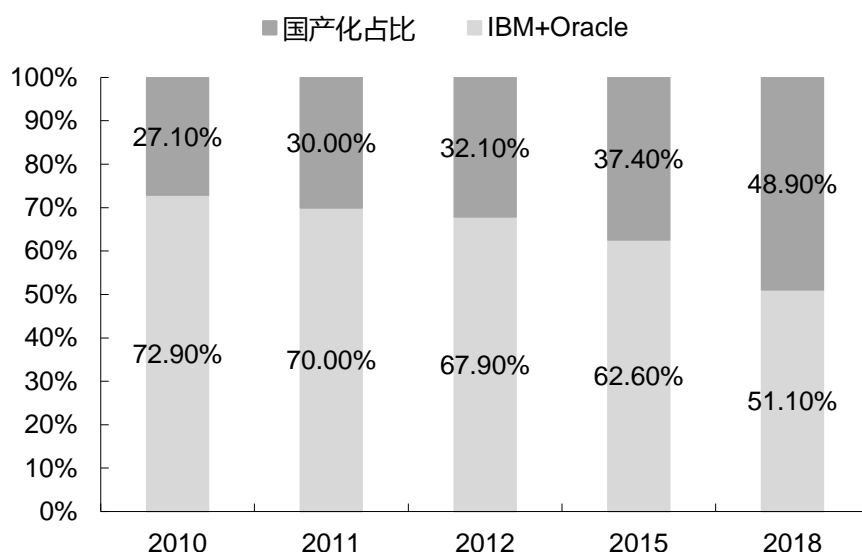
图 13：2018 年软件基础设施市场品牌结构分布图



数据来源：计世资讯，东吴证券研究所

中间件国产化趋势明显。近年国产软件基础设施类产品由弱到强，不但逐渐站稳了市场，而且产品的性能已经逐渐追上 IBM、Oracle 等国外产品，甚至在有些领域还强于国外产品。目前国产产品已经得到了用户广泛的认可，在部分领域中已经完全具备替代国外产品的能力。相比国外厂商，国内厂商有着本地化研发及服务优势。本土的软件厂商更容易与客户建立起畅通的沟通渠道，保证了国产软件能及时跟踪、定位客户真正的需求，可以加快开发周期，降低开发成本，从而在激烈的产品竞争中通过高性价比来赢得客户。

图 14: 软件基础设施国产化趋势明显



数据来源: 计世资讯, 东吴证券研究所

国产 IT 基础生态建设催生国产中间件巨大市场。假设政府领域在整个中间件市场所占比例为 30%，以 2019 年中间件行业 72.4 亿的市场规模测算，则政府领域每年中间件的稳定需求超过 21.72 亿元。2018 年国产中间件厂商龙头在政府领域收入仅 2.13 亿元，即便在 2019 年增长后替换空间依然十分巨大。而金融和电信领域，预计市场规模超过 28.67 亿元，且国产化比例更低，未来替换空间更大。假设党政行业中间件单价 5 万元，预计今年仅党政行业国产化带来的中间件替换空间为 25 亿元。国产 IT 基础生态建设有望为中间件行业带来较大业绩弹性。

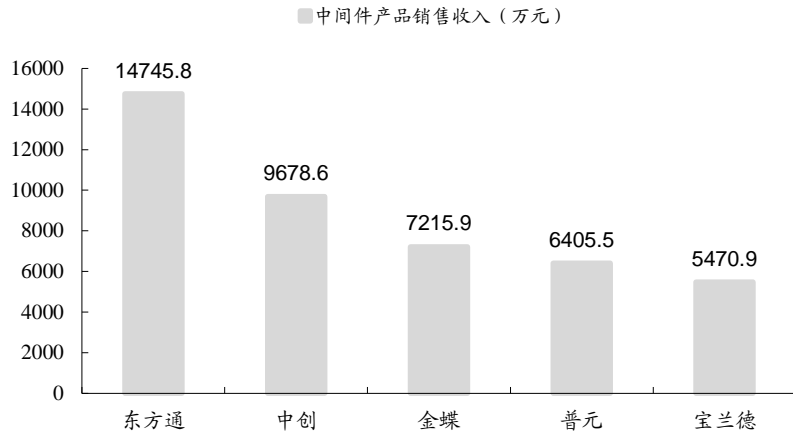
图 15: 政府采购中心正版软件采购网采购记录

编号	采购单位	购买商品	购买数量	购买单价 (元)	供货单位	成交日期	购买总额 (元)
1	北京市经济和信息化委员会人才交流中心	东方通 东方通应用服务器软件[简称:Tongweb] V6.1企业版	1	81,800.00	优士创新商业集团有限公司	2020-05-12 10:03:00	81,800.00
2	中华人民共和国退役军人事务部本级	东方通 东方通应用服务器软件[简称:Tongweb] V6.1企业版	2	81,800.00	北京东方通科技股份有限公司	2019-12-18 13:04:07	163,600.00
3	全国政协办公厅信息中心	东方通 东方通应用服务器软件[简称:Tongweb] V6.1企业版	3	50,000.00	北京融信交泰科技有限公司	2019-12-17 11:49:13	150,000.00
4	国家药品监督管理局信息中心	东方通 东方通应用服务器软件[简称:Tongweb] V6.1企业版	6	71,500.00	北京利天网通科贸有限责任公司	2019-12-09 15:54:14	429,000.00
5	民政部信息中心	东方通 东方通应用服务器软件[简称:Tongweb] V6.1企业版	2	81,800.00	北京东方通科技股份有限公司	2019-11-28 14:05:37	163,600.00
6	北京市公安局本级行政	东方通 东方通应用服务器软件[简称:Tongweb] V6.1企业版	4	75,000.00	北京北宇电通通信技术有限公司	2019-11-27 15:43:27	300,000.00

数据来源: 中央国家机关政府采购中心正版软件采购网, 东吴证券研究所

东方通在国产中间件厂商中软件销售收入绝对领先。在国产中间件市场份额的统计上，第三方咨询机构普遍采用的统计口径中包括了各家中间件的软件销售、软件服务、软件实施、自产与外购等业务，有些甚至涵盖了非中间件业务，因此不够准确。根据 2018 年报，假设中创股份中间件产品销售收入 2019 年增长 20%；同时按照历史情况，假设东方通软件销售收入占比 85%；则这几家国产中间件头部公司中，软件销售收入规模排序为东方通、中创股份、金蝶天燕、普元信息和宝兰德。

图 16: 2019 年国产中间件龙头公司产品销售规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.4. 本土龙头崛起，国产大潮迎来业绩爆发

2.4.1. 本土龙头崛起，规模效应逐渐显现

性能指标比肩国际同类优秀产品。公司主导或参与制定了中间件、SOA、云计算与智慧城市相关国家和行业标准 40 余项，积极承担多项国家重大科技专项课题任务，并参与国家政务信息资源交换体系标准的编制。在基础中间件、数据共享和服务平台、容器云产品，以及行业领域平台等方面累计发布 50 余款产品，并持续迭代升级，保持了产品的竞争优势和领先优势。以应用服务器中间件举例，评价其性能时有两个指标：吞吐和延迟，也即每秒查询率和响应时间。要做到高压力下实现高吞吐低延迟，需要很强的技术支撑。东方通 TongWeb 在 SPECjEnterprise2010 基准测试中，取得了 27045.567EjOPS 优异成绩，证明在同等环境下东方通的产品性能已达到甚至超越国际领先产品。

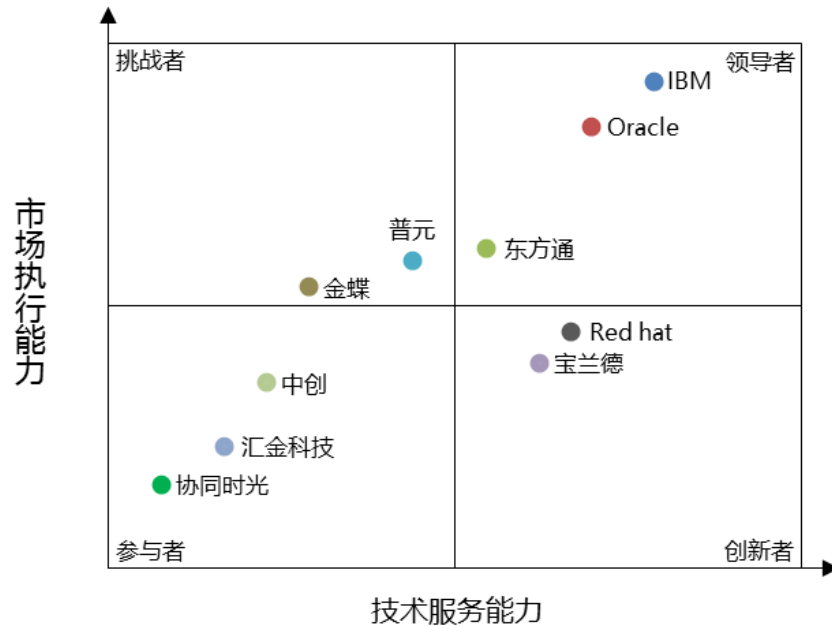
表 4: SPECjEnterprise2010 基准测试结果

应用服务器	硬件环境	测试结果
TongWeb	浪潮 TS860	27045.57
Oracle WebLogic	Sun Server X2-8	27150.05
WebSphere V7	IBM Power 780	16646.34

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

唯一一家处于领导者象限的国产厂商。在软件基础设施国产化的过程中一些国内厂商逐渐脱颖而出，如东方通在政府行业、中创在金融行业、宝兰德在电信行业中都有比较突出的亮点表现。单就技术服务能力来说，宝兰德的中间件产品主要应用于电信行业，技术水平接受了高要求和长时间的检验，是技术水平较高的国产中间件产品。从市场执行能力、技术服务能力两个维度分析，根据计世资讯的综合评估，东方通是唯一一家处于领导者象限的国产厂商。

图 17: 2016 年软件基础设施市场厂商竞争力分析



数据来源：计世资讯，东吴证券研究所

参与华为鲲鹏凌云计划，发力提供综合解决方案。IT 应用发展到现阶段，从企业系统建设的现实情况和应用的发展来看，由厂商提供与其产品相结合的规划咨询服务和解决方案最能满足用户的切实需要。软件基础设施厂商若想要扩大市场份额、增加销售额，就应该根据自身产品的特点，积极推出产品解决方案。东方通正在积极拓展在特定行业解决方案的能力，向软件集成方向做有益的尝试，以提高技术服务收入比重。2019 年 7 月 23 日，华为云发布鲲鹏凌云伙伴计划，东方通成为中间件行业唯一一家首批加入鲲鹏凌云伙伴计划的企业。东方通自成为华为的战略合作伙伴以来，先后在在经济运行监测平台、政务大数据、智慧城市及金融等领域与华为为长期战略合作，并已联合华为云，启动了适配鲲鹏处理器中间件的市场推广工作，加快推动鲲鹏体系产品在信息技术应用创新领域的应用与发展。

图 18: 成为华为云合作伙伴的优势

**市场营销**

联合开展市场营销活动、技术沙龙分享会、研讨会、行业展会等。

**培训赋能**

提供伙伴专属的技术培训、技术认证，快速提升伙伴的云产品应用和技术服务能力。

**专业技术**

华为云专业架构师团队支撑合作伙伴构建解决方案，在行业内获得领先优势。

**全球生态**

在全球构建开放，合作，共赢的华为云生态，助力合作伙伴快速融入当地生态圈。

数据来源：华为云官网，东吴证券研究所

数据中台开启公司“数据+”战略。基于公司数据共享交换的技术积累，在现有系列中间件平台产品的基础上，加速在算力融合、流批融合、TA 融合、模块融合、云融合方面的布局，发展出具备数据治理、数据分析、数仓、数据模型、数据计算、数据服务化、数据安全、数据展现等一系列能力的**数据中台**产品。数据中台是东方通数据产品发展体系的一次升华，是公司数据产品发展的新阶段即“数据+”战略。

母公司研发投入显著增加，云中间件取得顺利进展。公司一直高度重视产品研发和技术进步，并致力于不断的技术创新提升公司的竞争力。东方通在中间件产品上的研发投入显著增加，母公司研发经费较上年增加 2449.11 万元，同比增长 83.73%。研发投入占当期营业收入的 33.49%，高于上年度占比 27.47%。2019 年公司完成了新一代云基础产品的定义、规划、预研和局部试点工作，完成了公司中间件产品的云化方案和标准中间件的移植适配测试，同时，在部分产品研发过程中进行了 DevOps 的试点运行和相关验证工作，为后续 DevOps 方案的落地和全面推行收集经验、奠定基础。

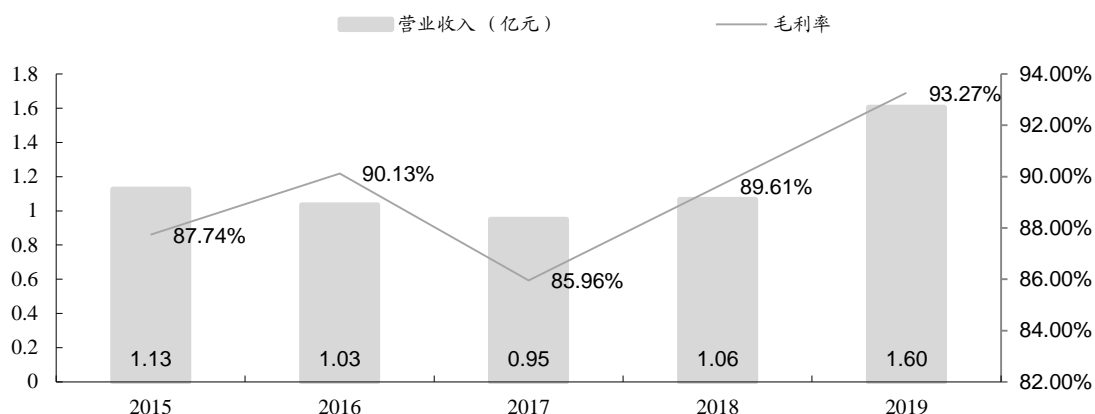
表 5：头部国产中间件厂商研发支出对比

	2018 年研发支出 (万元)	2018 年研发支出 /营业收入	2019 年研发费用 (万元)	2019 年研发支出 /营业收入
东方通（母公司）	2925	27.5%	5374	33.5%
金蝶	1700	25.0%	2903	32.8%
宝兰德	2200	18.0%	3088	21.6%
中创	2158	16.7%	-	-
普元信息	4635	14.0%	5511	13.9%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

规模效应带来中间件产品盈利能力的提升。中间件是标准化的产品，因为软件的特性，因此规模效应明显，边际成本较低。随着产品销售规模的增加，毛利率和净利率水平显著提升，产品毛利率和营业收入形成正相关关系。在国产 IT 基础生态建设的浪潮下，东方通作为国内中间件的龙头企业，依托在包括政府、金融和电信等重要行业的优势地位，有望迎来产品收入和毛利率的双重提高。

图 19: 东方通母公司收入和毛利率正相关



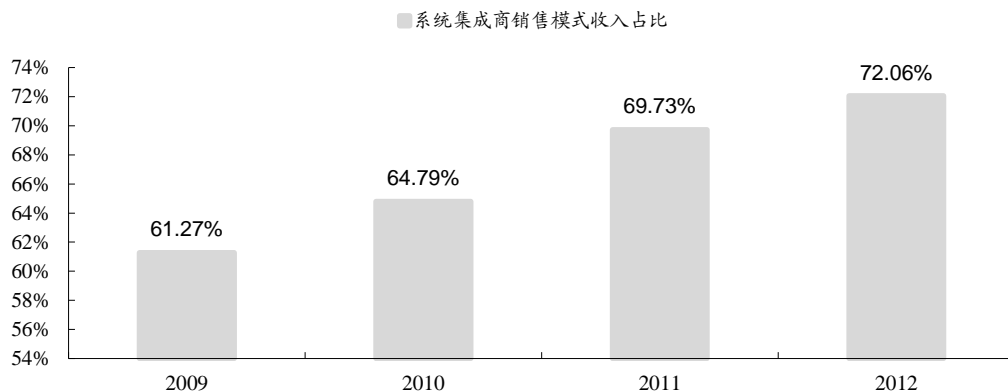
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.4.2. 政府领域推动业绩爆发, 行业领域带来更广阔天地

党政领域中间件市场以系统集成商代销模式为主。根据东方通招股说明书, 像中国移动、中国联通、中国人民银行、中国建设银行、中国农业银行等金融、电信行业大客户, 一般采用直接招标方式采购中间件产品, 公司直接参与投标, 中标后与最终用户签订销售合同。审计署、海事局、卫生部等中央政府机关, 一般按信息化项目进行招标采购, 对中间件软件明确要求采用国产化软件, 中间件厂商一般通过与规模较大系统集成商合作, 进行产品绑定, 共同参与最终用户的招投标, 中标后与系统集成商签订销售合同, 通过系统集成商销售给最终用户。地方政府机关、交通、电信、金融行业的地方企业, 一般按信息化项目进行招标采购, 由系统集成商选择中间件产品。

东方通建立体系化的集成商代销渠道。中间件厂商除向最终用户直接销售中间件产品外, 还会通过系统集成商向最终用户销售中间件产品。在中间件产品的销售过程中, 最终用户一般除部分拥有自身的系统开发人员且要自行开发系统并自行决定购买某中间件厂商的产品外, 还会通过系统集成商采购中间件产品, 因此应用系统集成商拥有一定的中间件产品选择权限, 应用系统集成商是中间件厂商重要的代销方。东方通通过加强渠道建设, 与各行业领域系统集成商建立了合作伙伴关系, 提升了公司中间件产品的中标率。同时公司拥有独立完整的销售体系, 具备直接面向市场的独立经营能力, 与系统集成商代销形成良好协同互补。

图 20: 东方通集成商销售模式实现的收入占比越来越高



数据来源：东方通招股说明书，东吴证券研究所

政府行业份额显著领先，业绩爆发在即。根据中央国家机关政府采购中心的数据，2011年至2019年，东方通中间件产品相比较于其他国产中间件厂商，无论订单数量、订单金额还是采购套数上均处于绝对领先地位，市场份额显著强于国内主要竞争对手。中间件供应商一般需通过长期的市场推广和技术服务才能形成规模化的、稳定、成熟的客户群体。经过长期的技术开发与实施，中间件厂商推出的中间件产品可帮助客户建立体系复杂的IT系统，系统的有效运营部分依赖于中间件厂商对客户业务架构、系统架构的深入理解，因此中间件的更换成本将较高。客户在中间件方面的投资规模越大，服务周期越长，对中间件厂商的依赖度就越高。东方通凭借性价比优势和产品稳定性在政务领域保持较强的竞争优势。

表 6：2011-2019 年政府采购中心正版软件采购网采购中间件产品记录

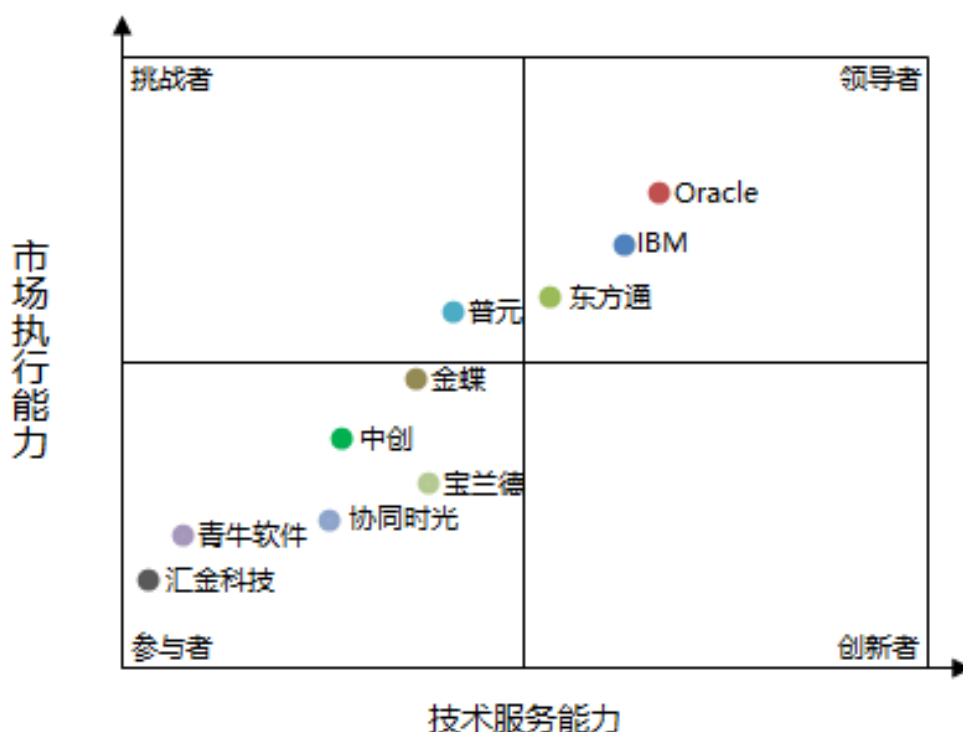
	订单数量	订单金额	采购套数
东方通	176	45,105,023	690
金蝶天燕	35	6,281,998	108
普元信息	10	2,494,800	10
中创股份	6	2,436,204	27
宝兰德	2	854,000	14
华宇软件	1	150,000	3
合计	230	57,322,025	852

数据来源：中央国家机关政府采购中心正版软件采购网，东吴证券研究所

子公司进军国防领域深度布局国产 IT 基础生态建设。全资子公司东方通宇贯彻国家“军民融合”战略，顺应国防科技工业体制改革，已形成完备的信息技术创新应用中中间件技术体系，先后在指挥决策、政工管理、装备管理、后勤保障、装备智能制造等领域取得突破性进展，在国产化生态圈占据引领地位，为推动国产基础软件在军用领域的应用做出应有的贡献。2017年营业收入主要来自标准产品 TongWeb、TongLINK/Q，以及平台产品 TongETL、TongESB 等中间件产品销售及相关服务，经营业绩同比增长 50% 以上，标志着东方通业务拓展能力和技术服务能力的进一步增强。

产品并不局限政府领域，重要行业的信息技术创新应用将带来更大成长空间。政府行业是东方通软件基础设施的优势领域，客户大多为大中型企事业单位和政府部门，具备品牌和先发优势。依托在政府行业的经验优势，东方通与多地运营商达成战略合作协议或入围 ICT 合作伙伴，并就具体项目开展了实质性的合作，成功签约了中国移动 ERP 财务集中化、中移动信息综合应用平台集中化三期等项目，在移动信息集中化战略转型中具有很强的示范效果，为后续的业务开拓奠定了良好基础。经过多年在金融行业的积累，东方通中间件产品已经覆盖人行、六大行、300 多家各地银行、近百家财务公司，产品、服务经受住了金融行业高标准挑战，成为国产中间件的首选品牌。随着未来重要行业的基础 IT 生态国产化铺开，市场空间将是政府领域 4 倍左右，东方通将迎来更大发展机遇，有望打开更广阔的增长空间。

图 21：2016 年软件基础设施政务市场厂商竞争力分析



数据来源：计世资讯，东吴证券研究所

3. 外延布局行业安全，构建大安全协同

3.1. 微智信业，引领内容安全创新

微智信业是国内领先的内容安全产品及解决方案供应商。微智信业成立于 2003 年，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，同时在数据安全、工业互联网等新兴领域内进行拓展。公司在纳入东方通后，利用大数据信息安全领域已取得的经验和竞争优势，抓住国产化带来的市场机遇和衍生需求，通过业务整合，拓展大数据业务，同时为东方通大数据基础产品提供安全保障，寻求共同发展。

内容审计产品应用场景广阔。网络内容审计产品能够针对互联网流量中的文本、图片、视频等内容，及时发现包括淫秽、暴恐、欺诈、钓鱼等非法网络信息的监测和管控，已广泛应用在国内电信运营商的 IDC、城域网、2/3/4/5G 移动互联网等场景，也可应用于政府、电力、金融及互联网等企业的网络安全管理部门。微智信业具备业界领先的网络内容审计产品，已获得权威机构的检测认证，在通信安全方面，公司提供领先的电信运营商专线语音管控、骚扰电话综合治理、诈骗电话防治以及传统通信业务安全应用解决方案等，主要应用于电信运营商和相关政府监管部门。

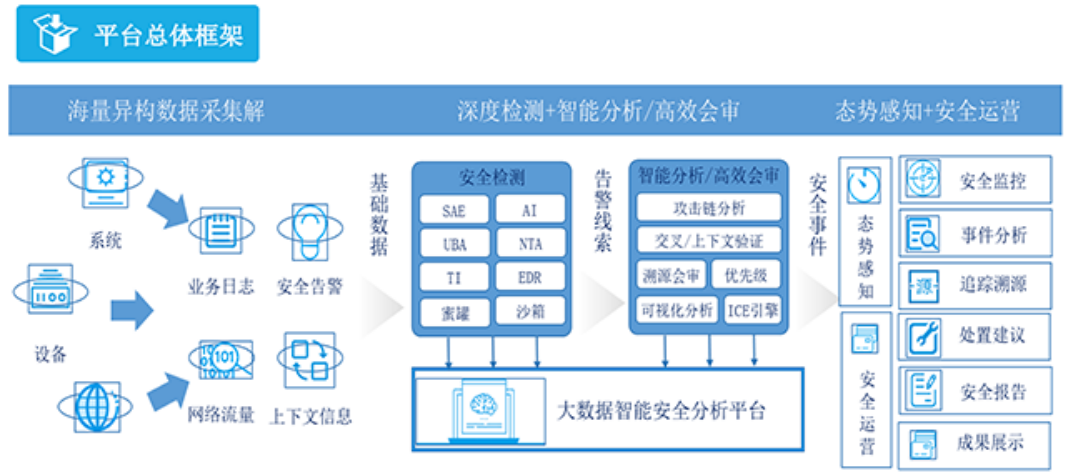
图 22: 微智信业互联网不良信息监控系统



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

行业用户从电信拓展到政府金融、工业互联网领域。网络安全方面，目前公司产品已经可以覆盖电信运营商的 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、互联网僵尸木马病毒的检测和阻断，并应用人工智能、大数据分析技术实现网络异常的发现和处置。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。工业互联网安全方面，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。

图 23: 微智信业网络安全态势感知平台



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

大数据安全产品有望成为新增长点。大数据安全产品是微智信业经过在信息安全领域的多年积累，未来重点推广的主营业务之一，主要包括用户行为分析系统、统一 DPI 系统、IDC/ISP 信息安全管理系统等。大数据作为未来互联网发展的重要方向，其安全性一直是行业关注的重点问题。公司凭借在信息安全领域的技术优势，以及在大数据方向的成功案例，率先实现针对电信运营商的用户行为分析研究，积累了数以亿计的数据信息，为后续大数据安全产品的发展奠定了基础。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，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。

图 24：微智信业数据安全评估服务

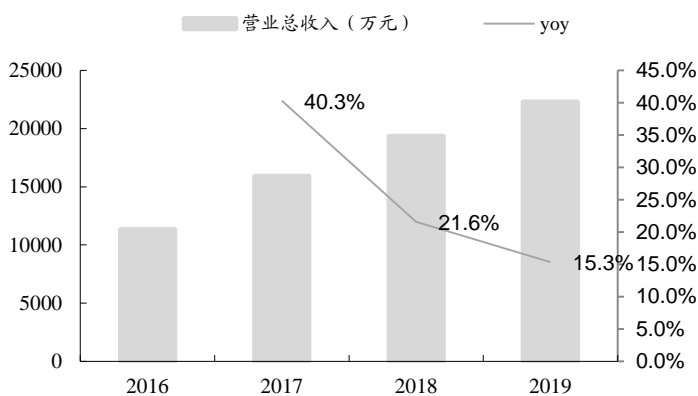


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

技术领先和市场广泛是公司的主要优势。公司凭借信息安全领域的技术优势，在图像及病毒识别、大数据安全、高性能数据采集及网络防护等技术上率先布局，在产品的延展范围和技术储备上行业领先。产品在最具代表性的高端市场得到广泛应用，包括三大电信运营商、广电、政府等客户，在全国近 30 个省已完成 200 多个项目实施，拥有较高的市场占有率。目前产品已顺利进入海外市场，成功部署于中东、非洲、东南亚等多个国家，与竞争对手相比，微智信业的市场服务范围更大，发展空间更大。

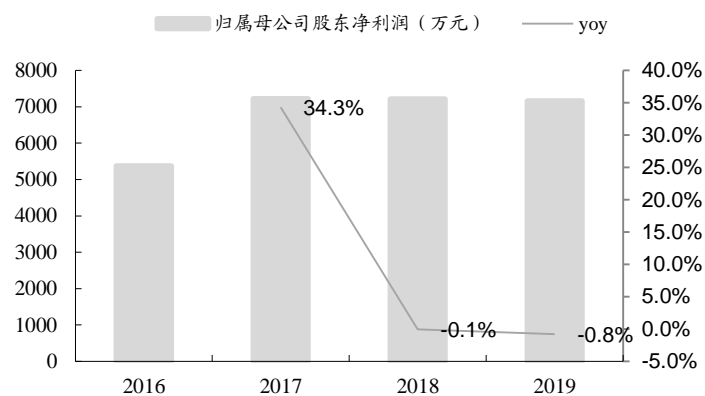
营收稳步增长，业绩平稳释放。微智信业承诺 2015-2018 年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润将分别不低于 4150 万元、5400 万元、7000 万元和 7000 万元，2015-2018 年，公司分别实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 4157 万元、5405 万元、7115 万元和 7132 万元，业绩承诺实现率分别为 100.17%、100.10%、101.65%和 101.89%。2019 年公司的归母净利润同比变化较小，预计未来业绩保持稳定。

图 25: 微智信业营收稳步增长



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 26: 微智信业归母净利润保持平稳



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2. 泰策科技帮助东方通快速进入数据安全和应急安全领域

收购泰策科技完成 DNS 和应急产业解决方案布局。泰策科技成立于 2003 年，是世界领先的 DNS(域名解析)系统和数据安全、应急安全产品及服务提供商，拥有工信部、电信运营商等优质客户，且具备较强的盈利能力。作为直接推动了中国 DNS 解决方案商业化进程的厂商，泰策科技在 DNS 领域有着较高的行业影响力，并将产品方向从消费互联网的域名解析逐步延展到工业互联网的标识解析，从而形成了完整的全互联网标识解析解决方案。此外，泰策科技提前布局应急行业，在应急管理信息化领域，推出了应急通信、应急管理一张图等解决方案。出于在信息技术创新应用和安全领域的全面布局，东方通 2018 年完成了对泰策科技的并购工作，有助于东方通快速进入数据安全和通信应急安全领域，对现有信息安全业务形成良好补充和延伸，进一步加快公司的发展。

泰策科技是域名解析和工业互联网标识解析的领军企业。泰策科技在消费互联网标识（域名）解析（DNS）领域的客户主要是电信运营商，为客户提供稳定的域名解析产品和系统管理、大数据分析等配套系统，同时逐步开始进入政企市场，目前已经有包括交通部、北京市政府、央视、中煤集团等标杆客户。在工业互联网标识解析领域，泰策科技积极进行技术研究和示范试点，东方通作为联合体成员之一，中标工信部 2019 年工业互联网创新发展工程中的工业 APP 标识管理服务系统项目，泰策科技是该项目的研发和实施主体；泰策科技参与了部分工业互联网二级节点的建设；同时，泰策科技还积极参与该领域的国家、行业标准等制定工作。

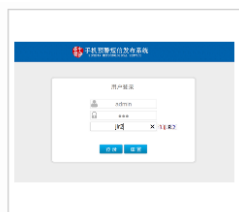
图 27: 泰策科技主要客户一览



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

泰策科技在应急通信市场领域处于前列。公司的应急通信指挥系统序列产品已推广到多个省通信管理局，并得到了客户的认可。在应急管理信息化领域，一方面，泰策结合行业特点和自身技术积累，提出“应急管理综合应用系统、基础支撑系统和应急指挥场所”三个板块的应急安全管理解决方案，助力政府和行业用户应急管理工作创新；另一方面，泰策科技确立应急管理数据融合与应用业务服务为主要方案，重点开发应急管理业务一张图产品，以应急管理数据资源目录治理为核心服务内容。

图 28: 泰策科技应急通信系统



手机预警短信发布系统

为提升在公共事件应急处理时相关信息发布能力，做到提前预警、及时发布，在整个应急通信保障过程中需要应急系统中具备有完善的信息预警短信发布功能，本产品即为应急通信手机预警短信发布系统（简称为SMIPP系统），可实现在应急处理公共事件中实现手机预警短信的发布和管理。

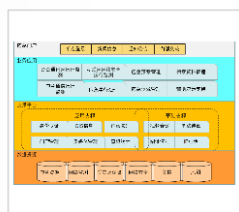
[了解详情>>](#)



小区广播系统

小区广播系统以移动通信网的蜂窝结构为基础，通过小区广播短消息业务，由小区广播中心按照一定方式收集信息，对指定区域（一个或多个小区CELL）的所有移动电话用户（包括漫游用户）按照要求的频率和次数发送短消息，该区域内所有激活了小区广播短消息接收功能的移动用户都将收到并显示小区广播短消息。

[了解详情>>](#)



指挥平台

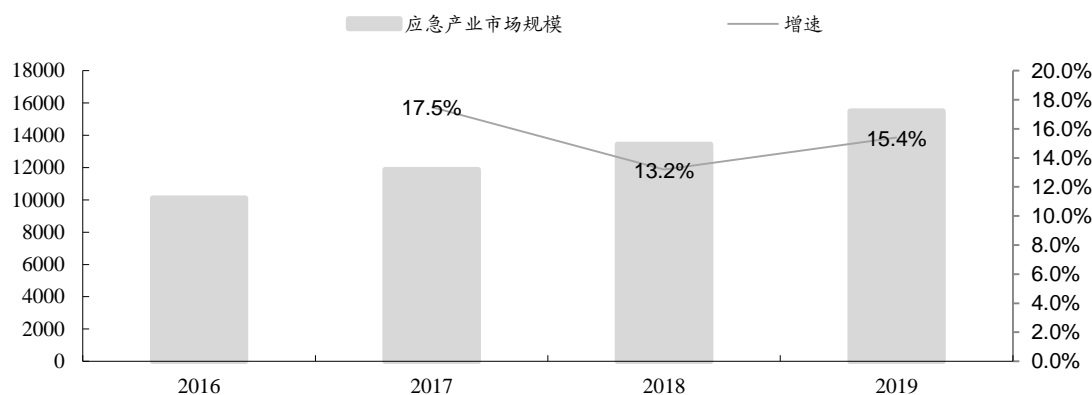
应急通信指挥平台软件是一套专门用于应急分析、应急指挥、应急调度的核心软件。从国家应急通信指挥调度的流程和功能需求入手，依托应急平台的视频会议系统、图像接入系统、IP电话调度系统、多路传真等先进硬件设施的功能，借鉴成熟的软件系统，充分发挥数据整合再现能力，辅助领导决策、提高应急指挥人员、现场执行人...

[了解详情>>](#)

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

应急产业景气度较高，泰策科技树立标杆应用。2018年3月国家成立了应急管理部，反映了政府对公共安全和应急管理的高度重视，并在全国范围整合应急资源，对应急平台行业的投入有望持续加大。根据中研普华数据，2019年中国应急产业市场规模超过1.5万亿元，近三年来我国应急产业产值规模年均增长速度在15%左右。泰策科技紧随国家应急产业政策和发展规划，面向国家公共安全重大需求，围绕应急平台体系架构进行产品研发，积极推动应急领域体系化建设，以政府应急平台作为应急体系的节点，形成国家、省、地市、区县到基层单位上下贯通，行业部门左右协同的应急平台体系，比如公司为工信部和工信管理局体系下建设应急通讯指挥平台提供了核心的应用软件，树立行业标杆。

图 29：国内应急产业市场规模

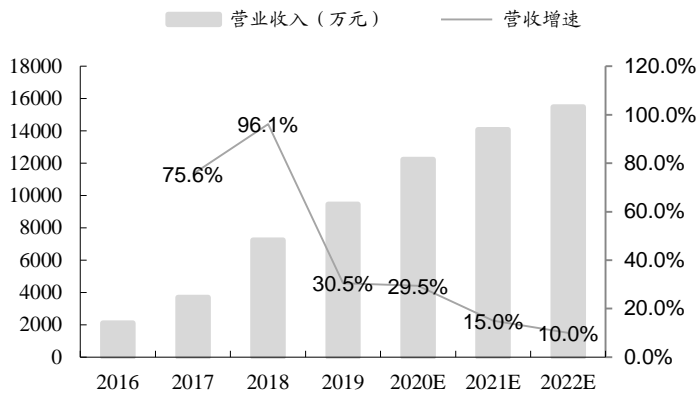


数据来源：中研普华，东吴证券研究所

泰策科技有望成为公司新的增长点。根据东方通于2018年11月16日发布的《北

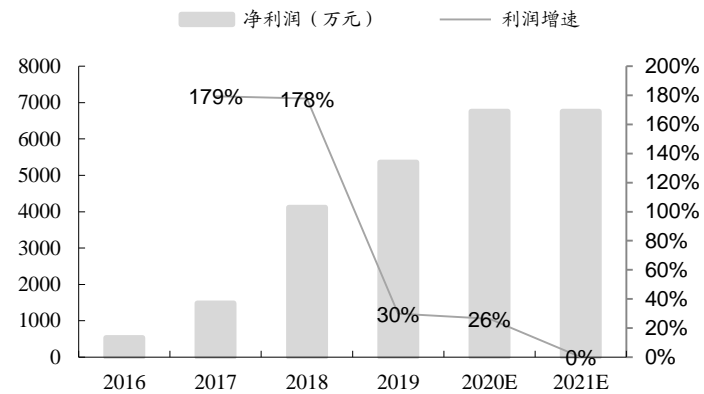
京东方通科技股份有限公司关于深圳证券交易所问询函的回复》，预测 2019 年-2022 年泰策科技将实现收入增长 30%、30%、15%、10%，分别对应收入 1.22 亿元、1.58 亿元、1.82 亿元和 2.00 亿元。泰策科技承诺 2018-2021 年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润将分别不低于 4,000 万元、5,200 万元、6,760 万元、6,760 万元，目前看来泰策科技兑现业绩承诺的概率比较高，有望成为公司新的增长点。

图 30: 泰策科技近年来营收变化及预期



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 31: 泰策科技净利润保持增长



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

核心假设:

国产 IT 生态建设带动基础安全板块大幅增长。今年国产化放量，预计东方通在中间件领域占据最大份额，业绩大幅提升。我们预计 2020-2022 年，基础安全板块增速分别为 140%、60%、40%；

表 7: 东方通基础安全营收预测

营业收入 (单位: 百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
基础安全	173.48	416.35	666.16	932.63
增长率	15.13%	140.00%	60.00%	40.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

行业安全板块保持快速增长。近年来我国应急产业处在高景气阶段，公司过往并购的子公司均已兑现业绩承诺，因此我们预计泰策科技未来两年可以正常完成业绩承诺；微智信业务开拓成效显著，在传统优势领域继续领先，数据安全等新产品有望放量，我们预计微智信业未来收入实现较快增长。参照子公司的业绩承诺兑现情况，我们预计 2020-2022 年，行业安全板块增速分别为 80%、40%、30%。

表 8: 东方通行业安全营收预测

营业收入 (单位: 百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
行业安全	326.49	587.68	822.75	1069.58

增长率 47.49% 80.00% 40.00% 30.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 9: 主要控股参股公司分析

单位: 万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
微智信业收入	5163	11423	11325	15890	19300	22286	44000	64000
YOY		121%	-1%	40%	21%	15%	97%	45%
净利润	1256	4157	5405	7220	7215	7159	11000	16000
盈利承诺		4150	5400	7000	7000			
完成率		100.17%	100.10%	101.65%	101.89%			
净利率	24%	36%	48%	45%	37%	32%	25%	25%
泰策科技收入			2104	3694	7242	9454	14768	18275
YOY				76%	96%	31%	56%	24%
净利润				1500	4116	5353	6962.8	6962.8
盈利承诺					4000	5200	6760	6760
完成率					102.90%	102.94%	103.00%	103.00%
净利率				41%	57%	57%	46%	37%
收入合计			13428.9	19583.54	26542.26	27804	58768	82275
利润合计				8720	11331	12512	17963	22963
净利率				45%	43%	45%	31%	28%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

毛利率保持稳定。基础安全方面,随着中间件产品销售规模的高速增长,毛利率保持高位;行业安全业务的毛利率取近三年均值。

表 10: 东方通各业务毛利率预测

毛利率	2019	2020E	2021E	2022E
基础安全	92.66%	94.00%	94.00%	94.00%
行业安全	67.29%	66.19%	66.19%	66.19%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与估值:基于以上假设,我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 10.04 亿元、14.89 亿元、20.02 亿元,净利润分别为 2.96 亿元、4.64 亿元、6.55 亿元,现价对应 45、29、20 倍市盈率。

采用分部估值,目标市值为 201 亿元。我们预计 2020 年公司基础安全板块净利润约 1.16 亿元,因为东方通的行业龙头地位,已经形成的竞争壁垒以及预期的业绩增长,

在行业平均基础上给予一定溢价给予 100 倍市盈率，对应估值为 116 亿元；行业安全板块净利润约 1.80 亿元，增速加快，给予板块平均 47 倍市盈率，估值 85 亿元。

表 11: A 股小类基础软件公司估值

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	2020PE	2021PE	2022PE
688058	宝兰德	69	54.4	35.0	20.0
688258	卓易信息	98	119.0	73.3	50.3
	平均值		86.7	54.1	35.2
	中位数		86.7	54.1	35.2

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (比较公司数值均取自 Wind2020 年 7 月 7 日一致预期)

表 12: A 股安全和应急行业公司估值

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	2020PE	2021PE	2022PE
300523	辰安科技	115	62.7	42.1	31.3
300188	美亚柏科	178	41.6	30.9	23.9
002912	中新赛克	184	48.8	35.9	26.1
600498	烽火通信	379	35.7	28.5	24.3
	平均值		47.2	34.4	26.4
	中位数		45.2	33.4	25.2

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (比较公司数值均取自 Wind2020 年 7 月 7 日一致预期)

目标价 71.53 元，首次覆盖给予“买入”评级：东方通凭借性价比优势和产品稳定性在政务领域保持较强的竞争优势，同时东方通与多地运营商、金融机构开展合作，产品、服务经受住重要行业高标准考验。我们看好东方通作为中间件行业龙头的发展前景，今年信息技术创新应用市场将迎来放量，利润有望加速释放，给予目标价 71.53 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1. 下游需求不达预期。**因技术条件受限、财政压力较大等因素，国家基础 IT 生态建设进度可能会受到影响，导致中间件产品的下游需求不达预期；
- 2. 行业竞争加剧，竞争对手发动价格战。**近年来中间件市场发展迅速，市场竞争日趋激烈。各大中间件厂商都在努力扩大市场份额，有可能导致公司中间件产品价格下降，公司中间件市占率不达预期。

东方通三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	862	1,147	1,827	2,520	营业收入	500	1,004	1,489	2,002
现金	356	406	542	772	减:营业成本	120	217	309	406
应收账款	449	607	1,144	1,525	营业税金及附加	6	12	17	23
存货	27	92	77	145	营业费用	75	151	224	301
其他流动资产	30	41	64	78	管理费用	68	321	462	601
非流动资产	1,294	1,308	1,320	1,340	财务费用	6	-9	-12	-18
长期股权投资	89	109	130	151	资产减值损失	-18	0	0	0
固定资产	85	84	84	83	加:投资净收益	1	-1	-1	-0
在建工程	0	2	2	3	其他收益	0	0	0	0
无形资产	18	10	2	0	营业利润	153	311	488	689
其他非流动资产	1,102	1,102	1,102	1,103	加:营业外净收支	-0	0	0	0
资产总计	2,156	2,454	3,147	3,859	利润总额	153	311	488	689
流动负债	431	475	717	787	减:所得税费用	12	16	24	34
短期借款	10	10	10	10	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	50	142	131	227	归属母公司净利润	141	296	464	655
其他流动负债	371	323	576	550	EBIT	147	302	476	671
非流动负债	70	57	44	31	EBITDA	156	316	490	677
长期借款	64	51	38	25					
其他非流动负债	6	6	6	6	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	501	532	760	818	每股收益(元)	0.50	1.05	1.65	2.33
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	5.88	6.84	8.48	10.81
					发行在外股份(百万 股)	281	281	281	281
归属母公司股东权益	1,655	1,923	2,387	3,041	ROIC(%)	7.7%	14.3%	18.4%	20.6%
负债和股东权益	2,156	2,454	3,147	3,859	ROE(%)	8.5%	15.4%	19.4%	21.5%
					毛利率(%)	76.1%	78.4%	79.2%	79.7%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	28.3%	29.4%	31.2%	32.7%
经营活动现金流	88	121	163	251	资产负债率(%)	23.2%	21.7%	24.2%	21.2%
投资活动现金流	-133	-28	-26	-26	收入增长率(%)	34.4%	100.8%	48.3%	34.5%
筹资活动现金流	26	-43	-1	5	净利润增长率(%)	15.7%	109.2%	57.0%	41.2%
现金净增加额	-20	50	136	230	P/E	94.37	45.12	28.75	20.36
折旧和摊销	9	14	14	6	P/B	8.05	6.93	5.59	4.38
资本开支	18	-7	-8	-1	EV/EBITDA	83.76	41.19	26.26	18.64
营运资本变动	-72	-180	-303	-392					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>