

东方通 (300379.SZ)

金融信创元年，下半年市场有望加速

华西计算机团队

2021年7月10日

首席分析师：刘泽晶

SAC NO: S1120520020002

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

分析师：刘忠腾

邮箱：liuzt@hx168.com

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com



目录

- 01 党政信创：区县级下沉市场仍是增量
- 02 金融信创：21年下半年有望加速放量
- 03 云时代：中间件是数字中台重要支撑
- 04 盈利预测及估值
- 05 风险提示



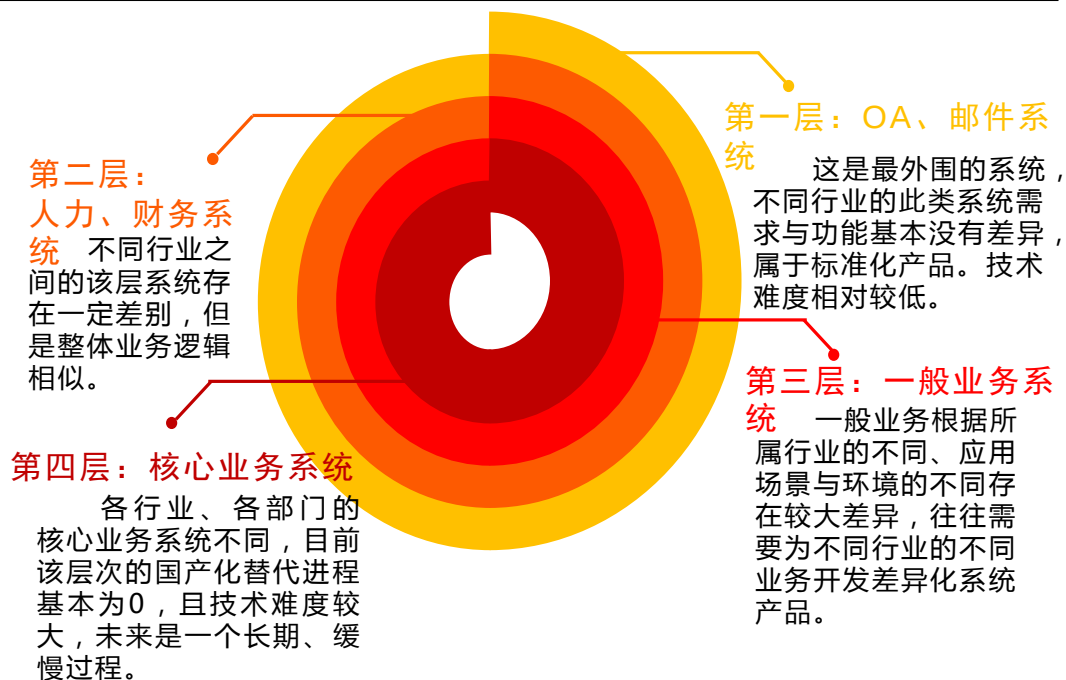
01 党政信创：区县级下沉市场仍是增量

1.1 党政信创市场四层演进模型，20-21年是电子公文替代阶段

◆ 党政信创市场四层业务演进模型

- ✓ 信创系统的国产化替代业务进程可以分为4层，即：以OA、邮件系统为最外层，人力、财务系统为第二层，一般性业务系统为第三层，核心业务系统为第四层。
- ✓ **当前业务现状：**从2020年开始的党政电子公文系统的国产化替代业务仅仅处于最外层。

图表2：党政信创：IT系统国产化四层逻辑



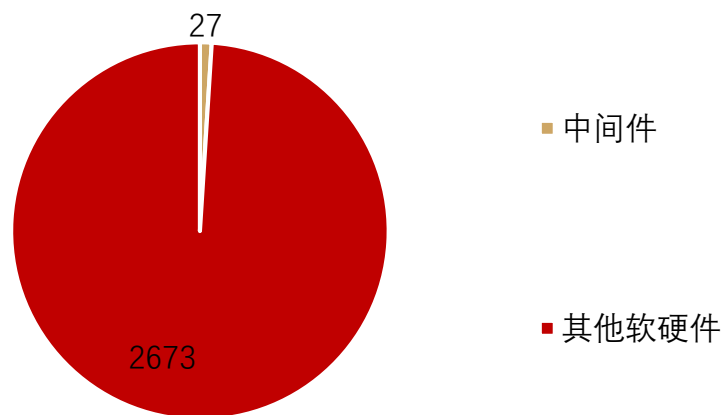
图表1：党政国产化市场主要IT软硬件产品



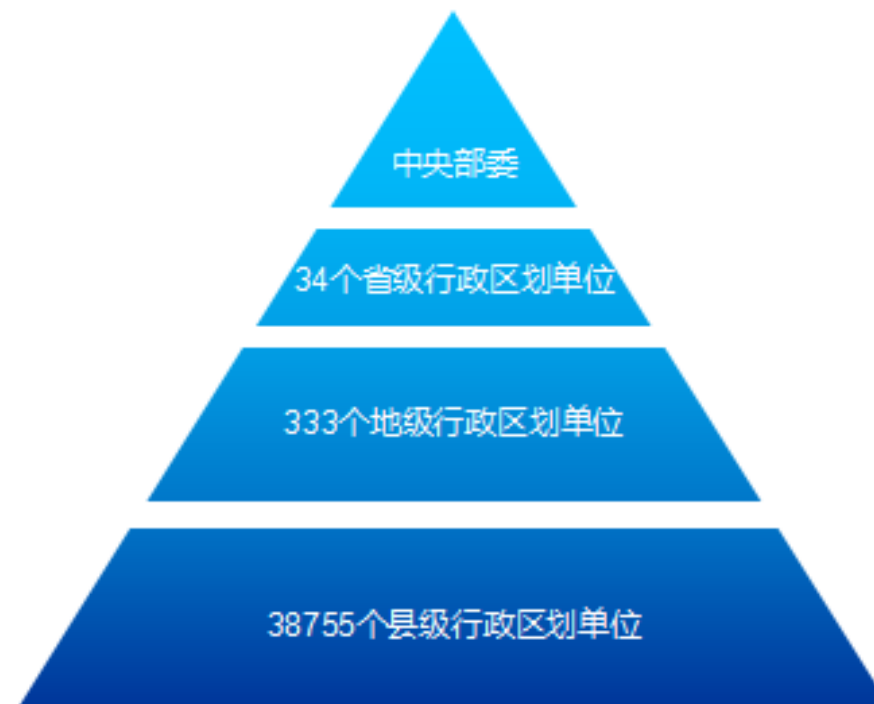
1.2 党政信创推广自上而下，区县级下沉市场仍是增量

- ◆ **党政信创自上而下推进，中间件政府市场规模27亿元，下沉市场空间非常大。**
- ✓ **四级行政区域划分，党政信创自上而下：**中国行政区域四级划分，从中央部委-省级-地市级-区县级。党政系统的国产化替代是一个由中央部委向县级行政区划单位逐渐推广的过程。
- ✓ **中间件政府市场规模27亿元，占政府IT支出1%：**根据Gartner数据显示，2021年政府整体IT支出预计达到2700亿元，其中约有1%的花费为中间件软件采购，即约有27亿元的中间件市场份额。

图表4：2020年中国政府中间件采购占IT总采购金额的1%



图表3：我国行政区区域划分示意图（截至2019年底）



注：

- ✓ 除省级行政区划外，地级、县级不含香港特别行政区、澳门特别行政区与台湾省。
- ✓ 省级包含直辖市、省（含台湾省）、自治区、特别行政区；
- ✓ 地级包含地级市、地区、自治州、盟；
- ✓ 县级包含市辖区、县级市、县、自治县、旗、自治旗、林区、特区。

1.3 央/国企与军队市场空间广泛，竞争对手仍是“老三家”

- ◆ **央企/国企系统业务概况**：根据相关文件要求，央企、国企以及部队要在2022年6月30日前全部完成保密网的替代工作。其中，涉密程度越高的单位，如军工企业、部队单位等，保密网覆盖范围会越大，东方通在今年的相应营收也会更高。
- ◆ **竞争格局仍以“老三家”为主**：在上述单位中，预计十大军工企业会在今年就完成大部分的保密网覆盖，能源类企业预计会随之跟进。在部队系统的建设市场，将会维持原有竞争格局，以东方通、金蝶、中创老三家为主，招标建设进度暂不及预期。

图表6：8大重点领域国企代表

- ✓ **金融**：中央汇金公司、中国工商银行、中信证券、中国人寿等。
- ✓ **电力**：国家电网、南方电网、华能集团、大唐集团、华电集团等。
- ✓ **电信**：中国电信、中国联通、中国移动等。
- ✓ **石油**：中石油、中石化、中海油等。
- ✓ **交通**：上海交运、上港集团、西部创业、中国铁物等。
- ✓ **教育**：凯文教育、中国高科等。
- ✓ **医疗**：上海医药、中国医药、广州医药、哈药集团、太极实业等。
- ✓ **航空航天**：中国航空集团、中天火箭、东方航空、中国民航等。

图表5：央企名录前20位（截至2021年6月24日）

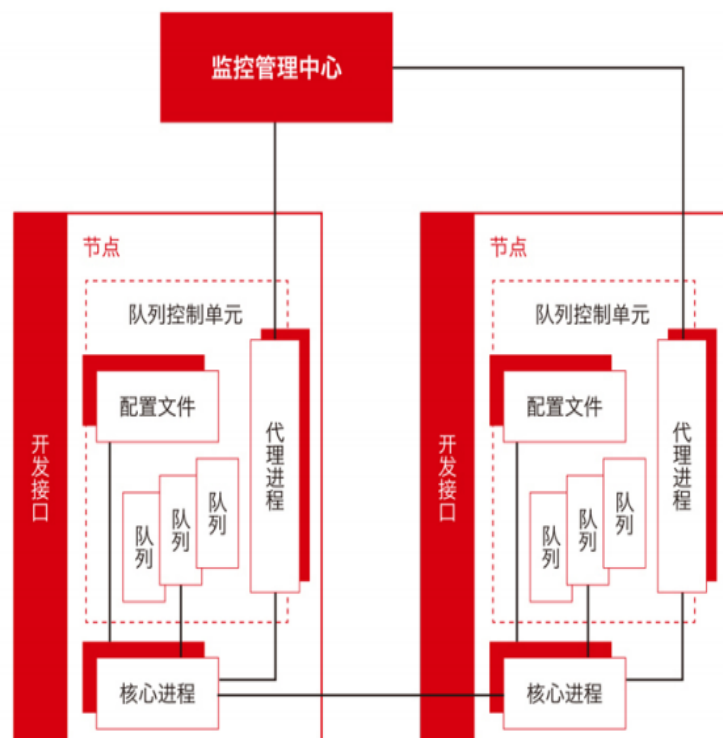
序号	企业（集团）名称
1	中国核工业集团有限公司
2	中国航天科技集团有限公司
3	中国航天科工集团有限公司
4	中国航空工业集团有限公司
5	中国船舶集团有限公司
6	中国兵器工业集团有限公司
7	中国兵器装备集团有限公司
8	中国电子科技集团有限公司
9	中国航空发动机集团有限公司
10	中国融通资产管理集团有限公司
11	中国石油天然气集团有限公司
12	中国石油化工集团有限公司
13	中国海洋石油集团有限公司
14	国家石油天然气管网集团有限公司
15	国家电网有限公司
16	中国南方电网有限责任公司
17	中国华能集团有限公司
18	中国大唐集团有限公司
19	中国华电集团有限公司
20	国家电力投资集团有限公司

1.4 未来党政信创市场，消息中间件有望成为新增长点

◆ 主打产品：消息中间件TongLINK/Q

- ✓ **产品功能：**解决多方应用系统之间的信息互通、信息孤岛、应用数据丢失、网络环境差所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。应用系统可以通过使用消息中间件实现交换和处理消息的需求，可以忽略消息传递的具体细节，从而大大降低开发难度、缩短开发周期、节约开发成本。

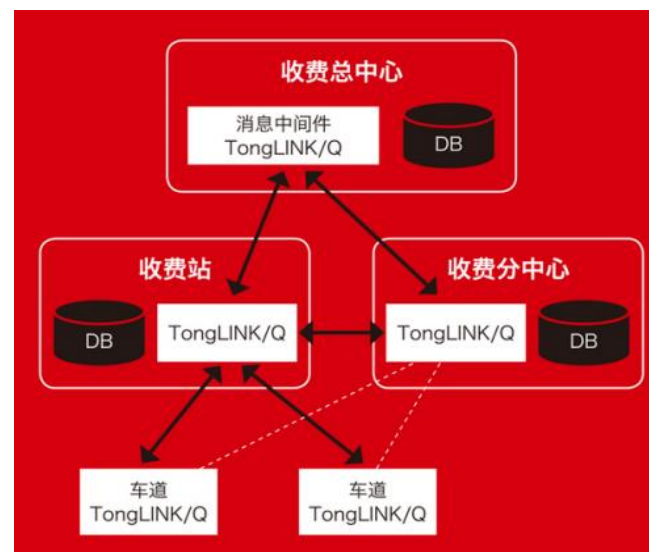
图表7：消息中间件TongLINK/Q应用架构



图表8：高速公路联网收费系统案例

- ◆ **系统特点：**数据传输可靠、系统处理效率过关、高可用性、动态扩展能力、数据自动压缩、跨平台使用、网络适应率高

◆ 部署示意图：



◆ 产品核心价值：

- ✓ 全方位、无死角的可靠信息传输；
- ✓ 横向扩展而性能无损；
- ✓ 应用层资源隔离；
- ✓ 数据处理应用程序智能调度；
- ✓ 业务级流量保护；
- ✓ 全方位安全保障；
- ✓ 独有的windows平台单机主动防御技术；
- ✓ 完全自主研发、独有知识产权；
- ✓ 功能更完备、运行更稳定；
- ✓ 拥有国内消息中间件领域的研发团队。

◆ 产品其他特点：

- ✓ 实时监控及管理；
- ✓ 日志机制；
- ✓ 动态配置；
- ✓ 远程管理；
- ✓ 多层次的安全管理；
- ✓ 支持JMS1.1；
- ✓ 支持多种开发接口和工具。

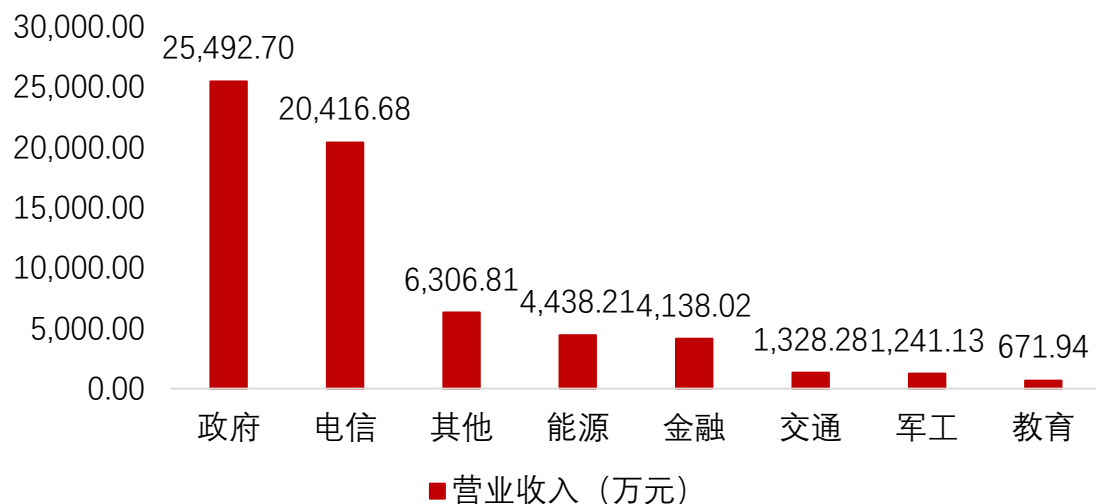


02 金融信创：21年下半年有望加速放量

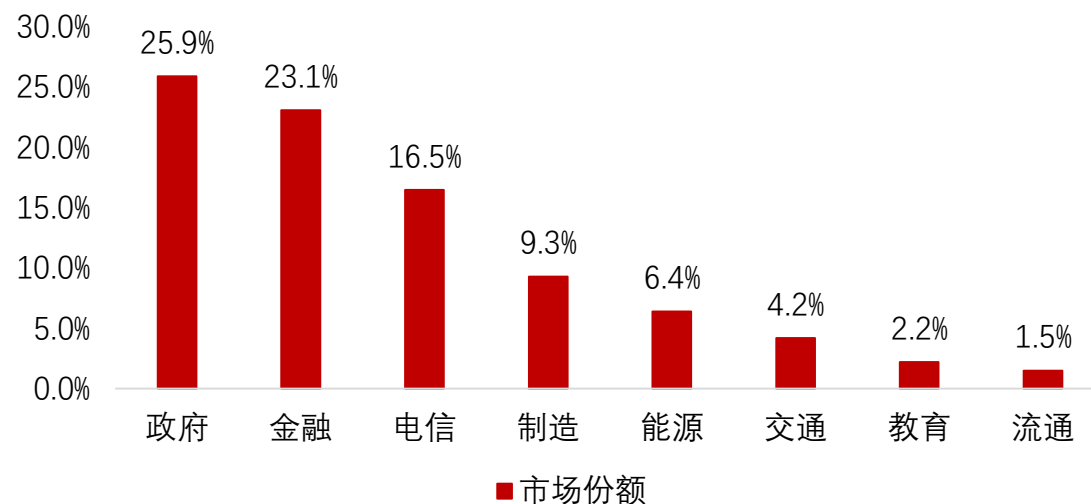
2.1 21年是行业信创“元年”，下半年金融信创有望放量

- ◆ **金融行业信创一期试点初具成效，金融领域未来营业收入提升潜力可观**
 - ✓ 2020年，东方通金融领域营业收入达4000万元级，排在政府、电信、能源之后，在行业中排名第四。
 - ✓ 最受关注的是中国工商银行，去年选择了集成商试点，安装了东方通OA、声誉风控系统等，有很强的信息化建设需求和建设能力。作为行业标杆，中国工商银行为全国金融行业信创改革提供示范和重点参考。
- ◆ **金融引领中国中间件市场格局，东方通具有很强的基础和先发优势、市场空间广阔**
 - ✓ 2016年，我国基础设施（中间件）市场中，金融占据23.1%的市场份额，仅次于政府25.9%的市占率，在全行业市场占比非常大。
 - ✓ 根据2020年东方通的行业营收数据分布，东方通金融营收全行业占比仅为6.93%，远低于国内行业平均水平。国内金融行业从办公系统到核心业务系统，大多使用国外产品或开源软件。随着信创试点的扩大和系统替代的深入，东方通金融领域市场贡献率将大幅提升。

图表9：2020年东方通营业收入分布



图表10：2016年中国基础设施（中间件）市场结构



2.2 金融领域实现重点单位覆盖，东方通成为国产中间件首选

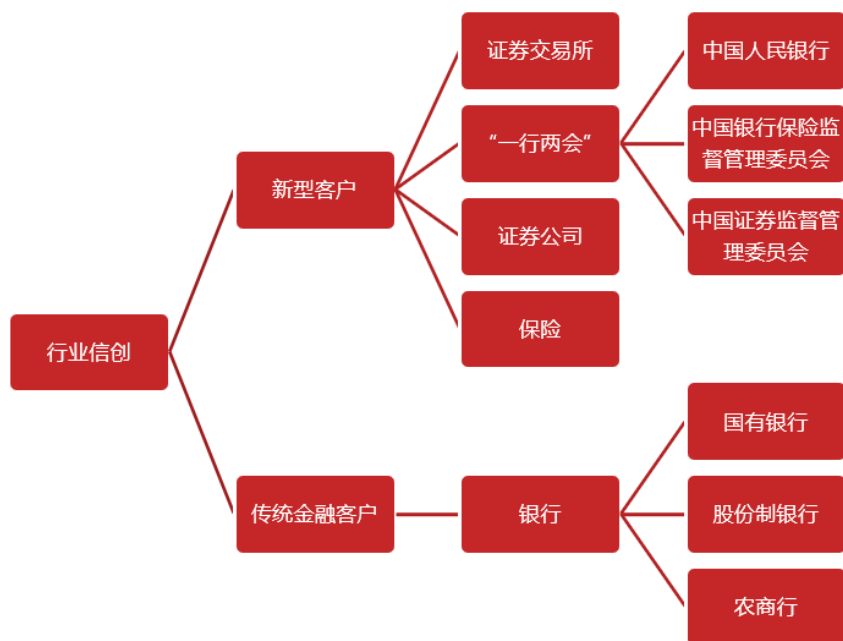
◆ 作为国产中间件标杆，东方通金融市场份额实现行业领先

- ✓ 耕耘十载，东方通已拥有专门的地推团队，拥有300家的银行和100家财务公司。
- ✓ 在金融领域，东方通中间件产品已覆盖包括工商银行在内的国有六大行、中国人民银行、银保监会、证监会、部分股份制银行等300多家商业银行。作为国产中间件龙头企业，东方通金融市占率行业领先。

图表11：东方通银行客户：国有银行、股份制银行和城市农商银行



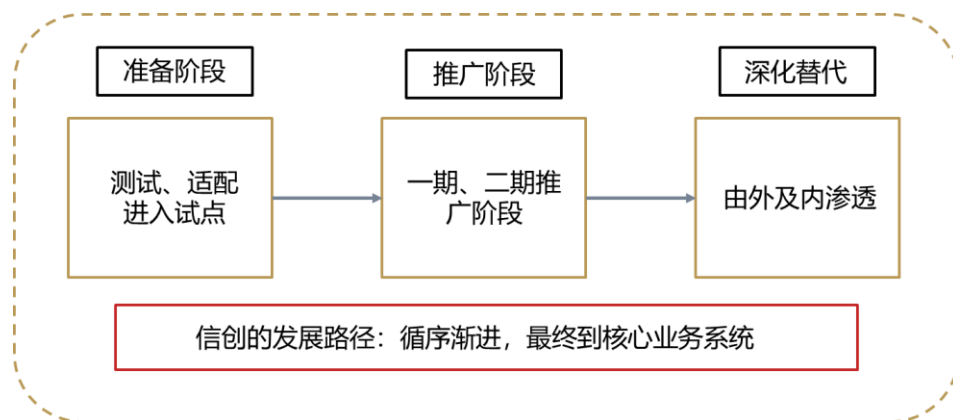
图表12：金融行业信创客户示意图



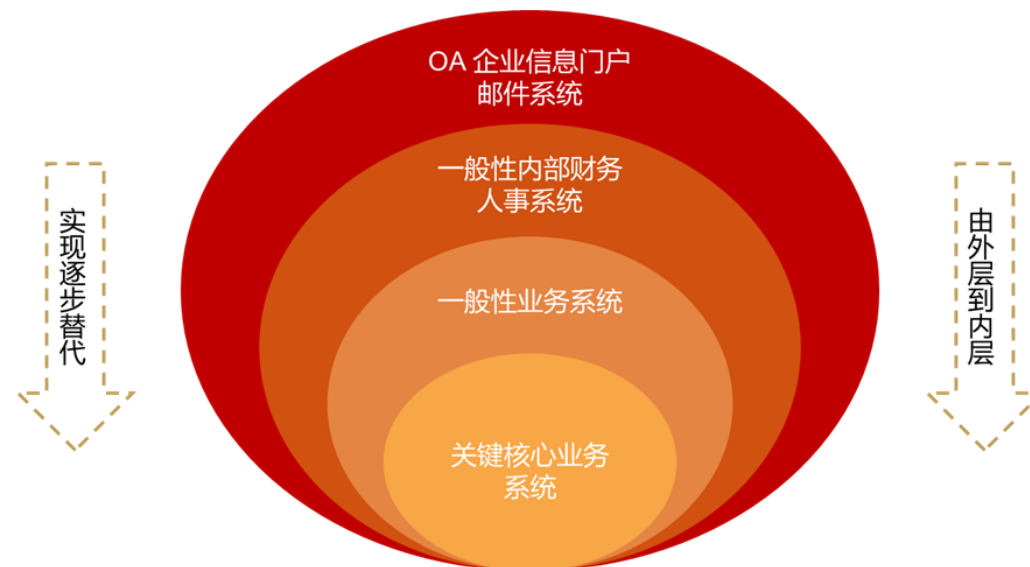
2.3 金融信创市场空间广阔，银行中间件市场体量预计达20亿元

- ◆ **目前金融企业大量使用开源产品，未来替代空间大**
- ✓ **金融机构中间件以开源产品为主：**大金融领域以银行业为例，只有少量的银行国产中间件采购，央企和金融企业大量使用开源产品，未来都为东方通的替换提供空间。
- ✓ **银行市场20亿元替代空间：**以全国4000多家银行计算估计，假如每家替换总金额为50万元（包括OA系统、人力财务系统、业务系统等），那么银行业的市场总空间至少可达到20亿元。
- ✓ **金融信创全面替代仍需5年：**金融行业完成从外层到内层的系统替代，直至最终实现核心业务系统的替代，预计至少需要5年。目前信创扩容需要保留海外系统，加速信创升级，缩短差距。

图表14：金融行业信创发展实现路径



图表13：由外层到内层，东方通逐步实现金融领域国产替代



- ◆ **2021年银行将迎来更大市场机遇，实现OA系统全面替代**
- ✓ 去年5月，工商银行上线第一个声誉风控系统；9-10月，上线总行的东方通OA办公系统，已经达到稳定运行。
- ✓ 应金融信创工作委员会要求，明年大概率实现银行全行业替代。目前信创纳入试点的商业银行试点198家，涵盖所有头部银行。一旦全面替代，体量可期。

2.4 高研发增强技术沉淀，扩大东方通金融信创优势

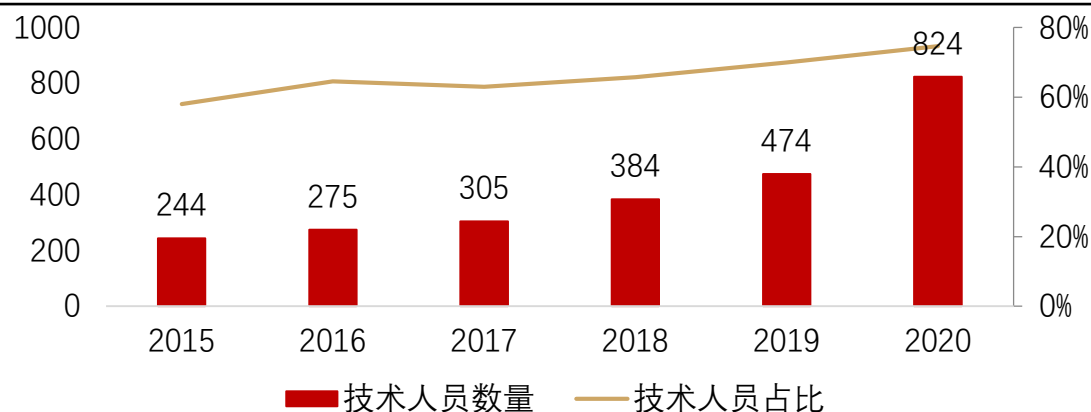
◆ 总结IBM，Oracle通行做法，增强底座技术积累

- ✓ 在金融电信领域，按照国际惯例，超过1-3年的维保期，就要按一定比例支付维保服务费，毛利率可达90%以上。
- ✓ 当销售收入的基数增大，金融类未来的维保服务费也是相当可观的。这需要强大的业务积累和研发技术支撑。

◆ 高度重视自主研发，研发费用增长率达75%

- ✓ 2020年东方通企业扩招，技术人员占比相较2015年增长17个百分点。疫情期间逆势扩张，遥感、工业互联网多层面布局。
- ✓ 研发费用同样实现大幅增长，仅2021年一季度研发费用，就远超2018、2019年之和。加大前瞻性投入，为实现规模优势和深度国产替代奠定底座基础。

图表16：2015-2020年技术人员数量及占比

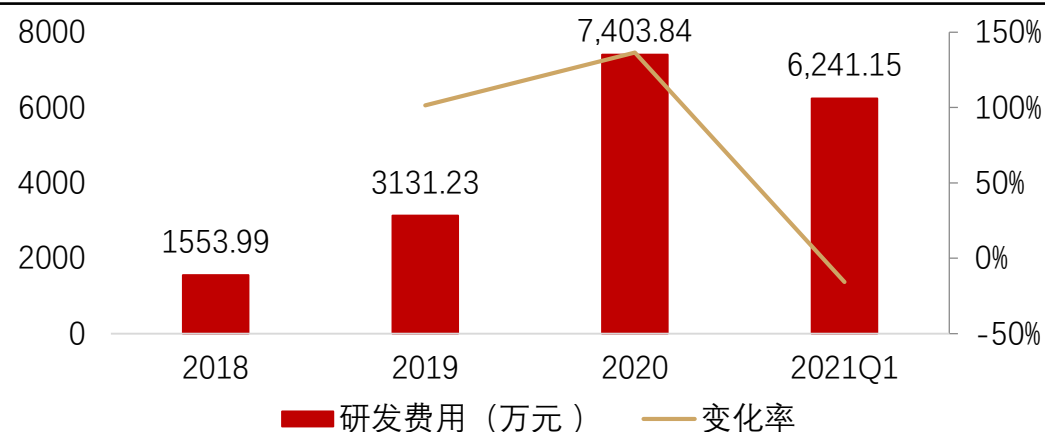


资料来源：Wind、公司年报、华西证券研究所

图表15：全球主流中间件厂商示意图



图表17：2018-2021Q1东方通研发费用变化



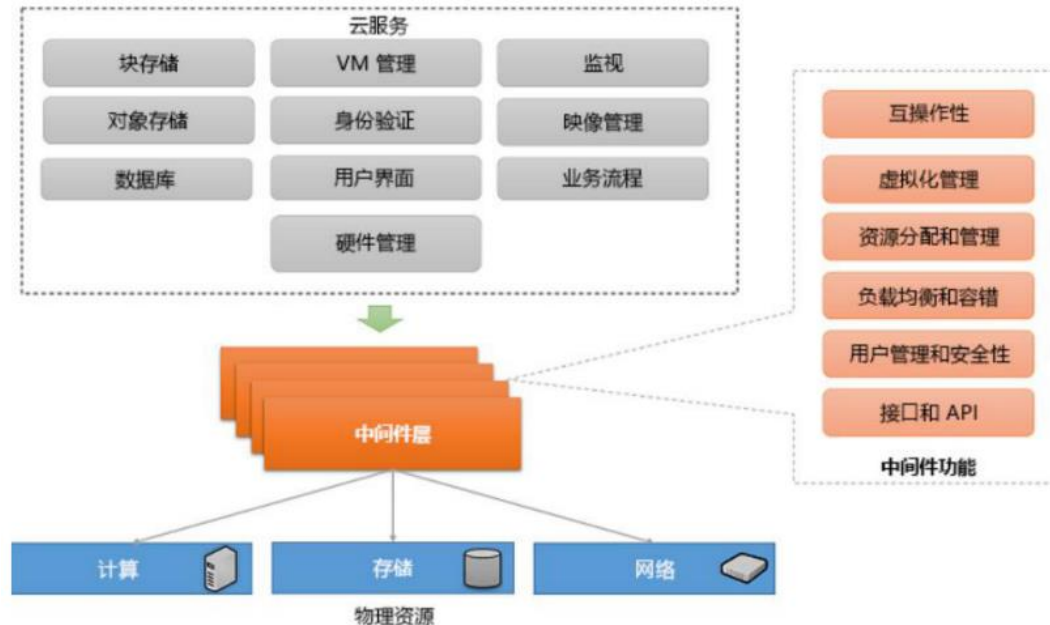


03 云时代：中间件是数字中台重要支撑

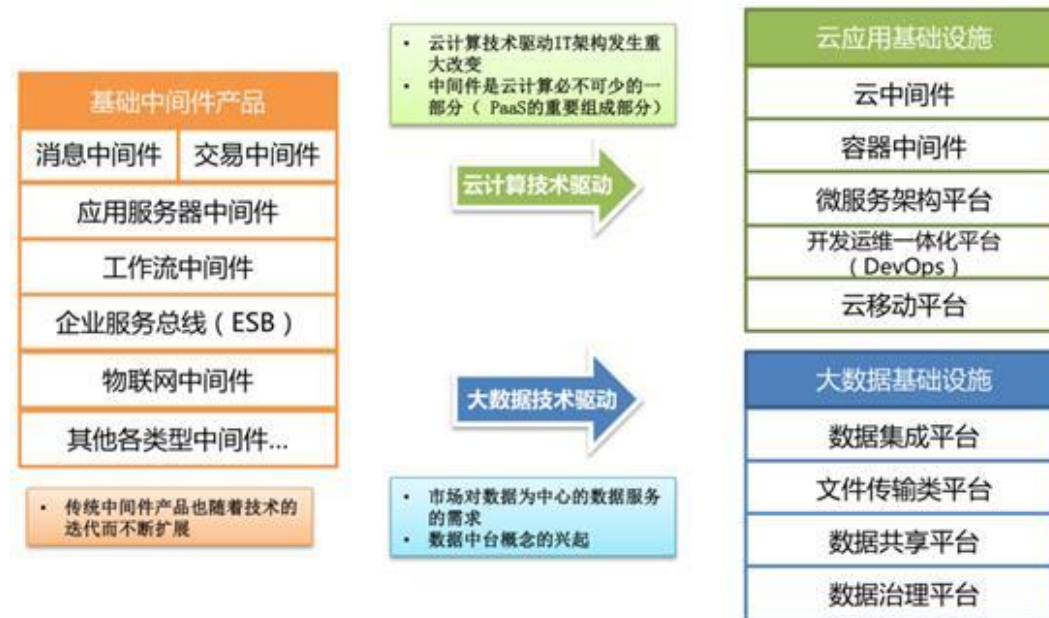
3.1 云时代背景下，中间件产品向云应用基础设施演进

- ◆ 随着云计算、大数据等新一代信息技术的兴起，软件基础平台从解决互联网、业务组合复用到实现数据共享与渠道融合，支持企业业务从规划方式向客户场景（消费端）驱动的创新业务发展，中间件产品向云应用基础设施和大数据基础设施延伸。
- ✓ 云计算使得应用逐渐由本地向云端迁移，传统的中间件已无法满足日趋多样的基础软件产品类型，软件基础设施概念出现。
- ✓ 中间件作为连接操作系统、数据库等系统软件和应用软件间的桥梁，逐步向包括云中间件、容器中间件、微服务架构平台等在内的云应用基础设施以及大数据基础设施延伸。

图表18: 云中间件的功能



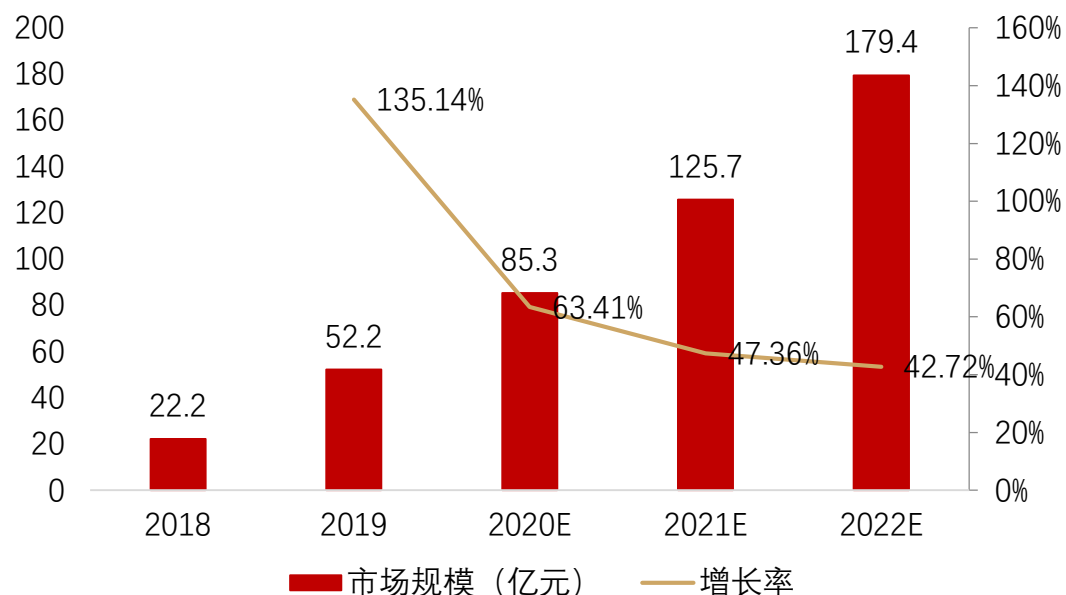
图表19: 软件基础设施（中间件）向云和大数据的演进



3.2 云原生助力数字中台，中间件是数字中台的重要支撑

- ◆ 在云时代，中间件作为技术中台的重要组成部分，是业务中台和数字中台运行的重要支撑。数字中台是将企业的共性需求进行抽象，并打造成平台化、组件化的系统能力，以接口、组件等形式共享给各业务单元使用。包括业务中台、数据中台和技术中台。
- ✓ 技术中台：利用云原生技术将容器及编排、微服务平台、中间件产品等组件进行整合并封装，提供规范统一的接口，完成资源调度、服务治理、消息传递等方面的工作，降低了应用开发、应用管理和系统运维的复杂度。
- ✓ 市场规模：随着企业数字化转型的深入，数字中台化是大势所趋，其有望突破互联网行业逐步向制造、能源、交通、教育等其他传统行业延伸，预计2022年我国数字中台市场将达到179.4亿元。

图表20:2018-2022年数字中台市场规模与预测



图表21：数字中台架构图



3.3 云计算时代，云巨头分别推出各自的中间件系统

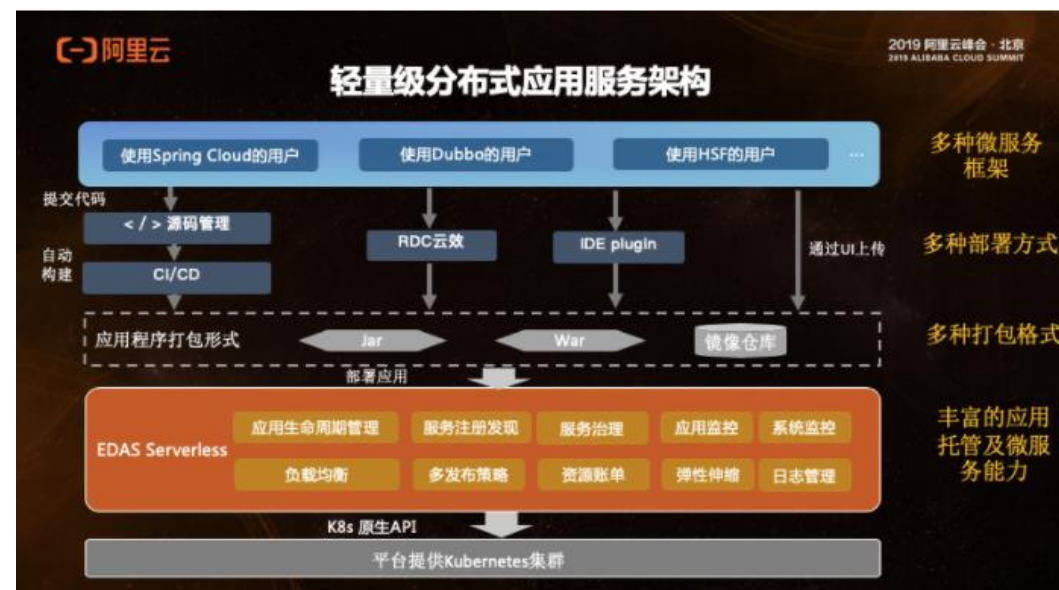
◆ 巨头代表阿里云华为云均推出各自的应用中间件系统，布局云中间件业务

- ✓ 华为云中间件产品：包括应用中间件系列产品和分布式数据库中间件（DDM）、应用中间件系列产品主要包括应用管理与运维平台 ServiceStage、微服务引擎CSE、分布式缓存服务 Redis 和Memcached、API 网关 APIG 和云性能测试服务 CPTS 等。
- ✓ 阿里云中间件产品：轻量级分布式应用服务 EDAS Serverless 是业内首款面向应用和微服务的 Serverless 平台，提供一站式丰富的应用托管及微服务能力，具有接入成本低、运维简单、资源利用率更高等特点，省去了微服务解决方案的构建成本，降低了购买的 IaaS 费用，用户只需按实际消耗资源付费，快速搭建云上微服务应用。

图表22: 华为云应用中间件产品系统



图表23: 阿里云应用中间件系统



3.4 东方通积极布局云中间件，推进产品的升级和云化

◆ 东方通积极布局云中间件业务，推进中间件产品的升级和云化

- ✓ 2014年公司收购同德一心100%的股权，赋能服务器虚拟化软件和云管理平台系列软件研发。截至2019年6月30日，公司已经在云中间件领域取得17件拥有全部权利的相关软件著作权。
- ✓ 2018年，公司启动了新一代云基础产品的定义和研发工作，以新一代云架构为基础，基于细分市场需求推出多个产品的新版本。
- ✓ 新产品包括：应用服务器TongWeb、消息中间件TongLINK/Q、交易中间件TongEASY、负载均衡软件TongLB、TongDXP产品、TongETL产品、TongETL和TongESB。

图表24: 东方通在云中间件领域的主要软件专利证书和著作权

证书号	软件名称	著作权人	取得方式	时间
软著登字第 0819267 号	东方通云管理平台 [TongApplaud] V2.0	东方通	原始取得	2014/6/30
软著登字第 0875310 号	东方通云管理平台 [TongApplaud] V2.5	东方通	原始取得	2014/11/28
软著登字第 1041569 号	东方通云管理平台 [TongoCloud Platform] V5.0	东方通	原始取得	未发表
软著登字第 1157391 号	东方通云数据总线软件 [TongCDB] V2.0	东方通	原始取得	2015/11/15
软著登字第 4043622 号	东方通容器云管理平台 [TongCMP] V2.0	东方通	原始取得	2019/5/31
软著登字第 4043606 号	东方通容器云服务平台 [TongCSP] V2.0	东方通	原始取得	2019/5/31
软著登字第 0298652 号	东方通云应用服务器软件 [TongAPPLaud AppServer] V1.0	东方通泰	原始取得	2011/3/10
软著登字第 0318390 号	东方通应用集成中间件适配器软件 [TongIntergrator Adapter] V4.0.1	东方通泰	原始取得	2011/4/29
软著登字第 1176110 号	东方通云管理平台 [TongApplaud] V2.5.1	东方通泰	继承	2015/3/2
软著登字第 1195673 号	东方通云管理平台 [TongoCloud Platform] V5.0.1	东方通泰	原始取得	未发表
软著登字第 0266237 号	数字天堂无线网关云平台系统 V1.0 [CLOUDWIRELESSGATEWAY]	数字天堂	原始取得	2010/5/14
软著登字第 0256363 号	数字天堂无线中间件云平台系统 V1.0 [MCLLOUD]	数字天堂	原始取得	2010/5/19
软著登字第 0266533 号	数字天堂手机邮箱云平台系统 V1.0 [CLOUDPE]	数字天堂	原始取得	2010/5/20
软著登字第 0266109 号	数字天堂无线中间件云平台系统 V1.0 [管理平台]	数字天堂	原始取得	2010/7/22
软著登字第 0363930 号	数字天堂云平台升级系统 V1.0 [SUSC]	数字天堂	原始取得	2011/11/5
软著登字第 0565548 号	基于 SAAS 模式的无线云平台 V1.0 [XCloud]	数字天堂	原始取得	2013/2/20
软著登字第 0819267 号	东方通云管理平台 [TongApplaud] V2.0	东方通	原始取得	2014/6/30

3.5 积极加入华为鲲鹏云生态，进驻华为云商城拓展云市场

◆ 东方通携手华为云开拓云计算市场，成为华为云鲲鹏凌云计划伙伴首批成员，应用服务器产品Tongweb进驻华为云商城

- ✓ 2019年公司参与华为鲲鹏凌云计划，发力提供综合解决方案，先后在经济运行检测平台、政务大数据、智慧城市及金融等领域与华为长期战略合作，并联合华为云启动适配鲲鹏处理器中间件的市场推广工作。
- ✓ 公司应用服务器产品Tongweb进驻华为云商城，售价8.18万元。

图表25: 东方通应用服务器中间件入驻华为云商城



图表26: 首批加入华为鲲鹏凌云计划的企业名单

首批加入华为云鲲鹏凌云计划的企业名单		
北京并行科技股份有限公司	达孜帆软软件有限公司	深圳市智物网络有限公司
北京博海迪息科技有限公司	广东盈世计算机科技有限公司	西安盈谷网络科技有限公司
北京超图软件股份有限公司	杭州登虹科技有限公司	用友网络科技股份有限公司
北京东方通科技股份有限公司	杭州中威电子股份有限公司	云和恩墨(北京)信息技术有限公司
拓维信息系统股份有限公司	江苏国泰新点软件有限公司	中科软科技股份有限公司
北京金山办公软件股份有限公司	软通智慧科技有限公司	中软国际科技服务有限公司
北京迁徙科技股份有限公司	厦门卡伦特科技有限公司	
北京三体云联科技有限公司	上海思普信息技术有限公司	
北京致远互联软件股份有限公司	上海英方软件股份有限公司	
北明软件有限公司	深圳市奥思网络科技有限公司	

3.6 对标成熟市场，开源与商业中间件将形成并存格局

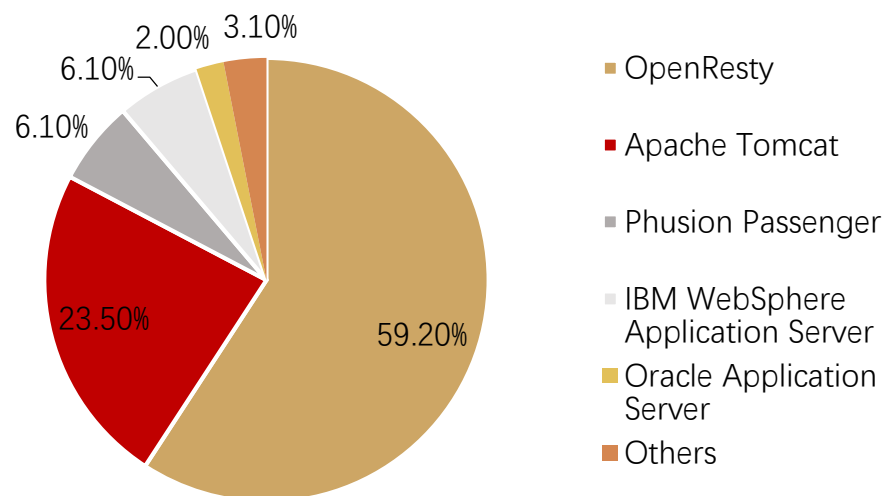
◆ 成熟中间件市场中开源与商业版本将继续并存，商业中间件份额10%

- ✓ 根据Enlyft数据，应用服务器中间件市场份额前三的公司都是开源中间件，商业版本的中间件产品市场份额仅10%左右。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。
- ✓ 虽然国外开源是主流趋势，但一些对安全性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。

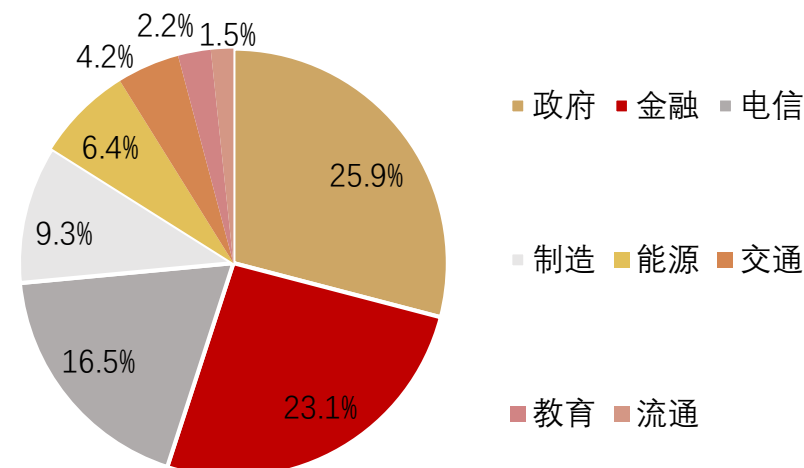
◆ 当前中国中间件市场，商业版占据主流，未来仍将持续10年

- ✓ 根据计世咨询的数据，2016年中国中间件市场中，政府、金融和电信行业占据前三，共计65.5%的市场份额。中国中间件市场中，预计未来10年仍将以商业版本中间件为主流，商业版本中间件在中国市场中有巨大的发展空间。

图表27：美国应用服务器产品市场份额



图表28：2016年中国基础设施（中间件）市场结构





04 盈利预测及估值

4.2 盈利预测：未来三年营收复合增速在40%-43%区间

◆ 基于公司基本面情况，对公司未来经营作如下假设：

- ✓ 1) 软件基础设施业务：公司的传统业务，以中间件软件的研发、销售为主，在政府、金融、电信等市场有明显产品和品牌优势。
- ✓ 信创的推进和国产替代需求加速中间件市场发展，我们预计2021-2023年该业务收入同比增长分别为88%/45%/40%。由于中间件标准化程度高，叠加软件零边际成本效应，毛利率持续提升，预计2021-2023年分别为93.7%、94.7%、95.7%。
- ✓ 2) 创新应用业务：该业务由多个产品构成，包括信息安全、智慧应急、工业互联网、政企数字化转型等。
- ✓ 我们预计2021-2023年该业务收入同比增长分别为35%/30%/28%。毛利率相对稳定，预计2021-2023年为67.3%左右。

◆ 核心子公司主营业务

- ✓ 东方通网信：主要业务为网络安全、信息安全和通信业务安全等。
- ✓ 泰策科技：主要业务为DNS系统、应急管理信息化等。
- ✓ 惠捷朗：主要业务为无线网络测试与优化等。
- ✓ 数字天堂：主要业务为移动中间件等。

图表29：东方通营收预测（百万元）

业务	项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入（合计）	营业收入	500.0	640.3	1007.1	1385.2	1861.1	2429.2
	yoy	34.4%	28.1%	57.3%	37.5%	34.4%	30.5%
	营业成本	119.5	141.1	195.9	252.2	317.2	387.1
	毛利率	76.1%	78.0%	80.5%	81.8%	83.0%	84.1%
软件基础设施	收入	173.5	269.3	506.2	734.0	1027.7	1387.3
	yoy	15.1%	55.2%	88.0%	45.0%	40.0%	35.0%
	成本	12.7	19.8	32.1	39.2	44.6	46.3
	毛利率	92.7%	92.7%	93.7%	94.7%	95.7%	96.7%
创新应用	收入	326.5	371.0	500.9	651.1	833.5	1041.8
	yoy	47.5%	13.6%	35.0%	30.0%	28.0%	25.0%
	成本	106.8	121.4	163.8	213.0	272.6	340.8
	毛利率	67.3%	67.3%	67.3%	67.3%	67.3%	67.3%

4.3 估值：给予50倍PE，目标市值203亿，股价空间38%

- ◆ **投资建议：**公司是国产中间件软件龙头企业，短期我们看好党政信创+金融信创带来的增量，中长期我们看好信创全面推广的历史机遇。（8大行业+13领域）。
- ◆ 由于去年信创不及预期导致的基数较低，我们调整了未来3年盈利预测：我们预计2021-2022年公司实现营收收入分别由14.08/20.73亿调整为10.07/13.85亿元，归母净利润分别由4.29/6.55亿调整4.50/6.05亿元。同时新增2023年预测数据，预计营收收入和净利润分别为18.61亿和8.12亿元。
- ◆ 考虑到我国中间件产品市场需求旺盛和国产化趋势确定，参考宝兰德、普元信息、中国软件等可比公司估值，2021年予以公司45倍PE，除权后，目标价由37.49元上调至44.55元，股价空间38%，持续推荐，维持“买入”评级。

图表30：东方通盈利预测表

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	500	640	1,007	1,385	1,861
YoY (%)	34.4%	28.1%	57.3%	37.5%	34.4%
归母净利润(百万元)	141	244	450	605	812
YoY (%)	15.7%	73.0%	84.3%	34.3%	34.2%
毛利率 (%)	76.1%	79.9%	80.5%	81.8%	83.0%
每股收益 (元)	0.53	0.88	0.99	1.33	1.79
ROE	8.5%	12.0%	16.9%	18.5%	19.9%
市盈率	56.21	33.85	30.04	22.36	16.66

图表31：可比公司估值表

公司代码	公司简称	股价	EPS			PE		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
688058.SH	宝兰德	87.89	2.95	4.44	6.68	30	20	13
600536.SH	中国软件	57.29	0.42	0.62	0.88	137	92	65
688118.SH	普元信息	24.20	0.56	0.84	1.18	43	29	21
688258.SH	卓易信息	47.25	1.14	1.71	2.39	41	28	20
均值						63	42	30
300379.SZ	东方通	30.36	0.99	1.33	1.79	31	23	17



05 风险因素

5 风险提示

- ◆ 宏观经济或下滑的风险：疫情影响宏观经济，下半年宏观经济或存在下滑风险。
- ◆ 业务规模扩大导致的管理风险：公司业务、人员、资产进一步扩张，对公司的管理提出更高的挑战。
- ◆ 信创项目推进进度不及预期：资金等原因导致信创项目落地进展推迟。
- ◆ 中间件市场竞争加剧：市场竞争加剧导致的价格战，影响公司盈利水平。

附录-三张表及主要财务比例

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	640	1,007	1,385	1,861	净利润	244	450	605	812
YoY (%)	28.1%	57.3%	37.5%	34.4%	折旧和摊销	14	9	10	10
营业成本	128	196	252	317	营运资金变动	-155	32	-288	-317
营业税金及附加	8	13	17	23	经营活动现金流	123	534	480	779
销售费用	90	141	180	242	资本开支	-54	-12	-16	-20
管理费用	71	131	180	242	投资	-129	0	0	0
财务费用	-3	15	79	155	投资活动现金流	-182	-12	-15	-20
研发费用	175	181	235	316	股权募资	4	171	0	0
资产减值损失	0	-5	-10	-12	债务募资	-98	2,389	2,649	2,845
投资收益	-1	0	1	0	筹资活动现金流	25	2,508	2,487	2,564
营业利润	264	462	628	842	现金净流量	-34	3,029	2,952	3,322
营业外收支	-5	15	18	20	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
利润总额	259	477	646	862	成长能力 (%)				
所得税	14	26	41	50	营业收入增长率	28.1%	57.3%	37.5%	34.4%
净利润	244	450	605	812	净利润增长率	73.0%	84.3%	34.3%	34.2%
归属于母公司净利润	244	450	605	812	盈利能力 (%)				
YoY (%)	73.0%	84.3%	34.3%	34.2%	毛利率	79.9%	80.5%	81.8%	83.0%
每股收益	0.88	0.99	1.33	1.79	净利率	38.2%	44.7%	43.7%	43.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率ROA	10.0%	7.7%	6.6%	6.2%
货币资金	318	3,348	6,300	9,622	净资产收益率ROE	12.0%	16.9%	18.5%	19.9%
预付款项	9	14	20	23	偿债能力 (%)				
存货	83	84	109	160	流动比率	2.98	1.42	1.32	1.30
其他流动资产	647	984	1,357	1,835	速动比率	2.70	1.39	1.30	1.28
流动资产合计	1,058	4,430	7,785	11,640	现金比率	0.90	1.07	1.07	1.08
长期股权投资	88	88	88	88	资产负债率	16.1%	54.2%	64.4%	68.8%
固定资产	101	114	132	154	经营效率 (%)				
无形资产	31	36	42	50	总资产周转率	0.26	0.17	0.15	0.14
非流动资产合计	1,375	1,388	1,402	1,420	每股指标 (元)				
资产合计	2,433	5,818	9,187	13,060	每股收益	0.88	0.99	1.33	1.79
短期借款	0	2,389	5,038	7,883	每股净资产	4.50	5.86	7.20	8.98
应付账款及票据	88	112	141	192	每股经营现金流	0.27	1.17	1.06	1.71
其他流动负债	266	618	704	869	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	355	3,119	5,883	8,944	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	33.85	30.04	22.36	16.66
其他长期负债	36	36	36	36	PB	10.16	5.08	4.14	3.32
非流动负债合计	36	36	36	36					
负债合计	391	3,155	5,919	8,980					
股本	284	454	454	454					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,042	2,663	3,268	4,080					
负债和股东权益合计	2,433	5,818	9,187	13,060					

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）： 2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名， 10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）： 计算机+金融复合背景，4年IT产业+4年证券研究经验，深耕云计算、信创和工业软件。

孔文彬（分析师）： 金融学硕士， 3年证券研究经验，主要覆盖金融科技、区块链研究方向。

分析师承诺

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，保证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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS