

数字经济黑马：数据复制行业龙头

2023 年 01 月 19 日

► **数据复制行业独角兽，募集资金增强行业竞争力。**英方软件专注于数据复制，是国内市场少数同时掌握动态文件字节级、数据库语义级和卷层级数据复制技术的高新技术企业之一。公司构造了“容灾+备份+云灾备+大数据”四大数据复制产品系列。根据 IDC 统计，2021 年国内数据复制与保护的纯软件市场中，前五大供应商分别为 Veritas、DELL、英方软件、Commvault 和华为，市场占有率分别为 16.0%、13.1%、10.2%、8.5% 和 8.3%。公司 2018-2021 年、2022Q1-Q3 分别实现营业收入约 0.64、1.02、1.29、1.60 以及 1.14 亿元，2018-2021 年复合增速约为 25.74%；归母净利润方面，公司 2018-2021 年、2022Q1-Q3 分别实现归母净利润约 -0.09、0.18、0.41、0.34 以及 0.06 亿元，2018-2021 年复合增速约为 47.84%。

► **灾备行业景气度逐步提升，软件产品业务迎来机遇。**国内数字经济蓬勃发展，各行业数字化转型升级进度加快，数据安全和业务连续性作为数字经济发展的基础，也得到了越来越多的重视。根据《中国灾备行业白皮书（2021）》的数据，2012 年我国灾备行业市场规模为 60.3 亿元，2022 年将达到 329.1 亿元，复合增速约为 18.50%。公司在灾备领域拥有数据实时复制软件、块设备复制与恢复管理软件、持续数据保护与恢复软件、高可用灾备管理软件以及海量数据灾备管理软件多系列产品满足客户需求。

► **大数据产业规模不断扩张，大数据产品有望成第二增长点。**IDC 预测中国大数据市场总量有望在 2024 年超过 200 亿美元。根据《2021 中国大数据产业发展白皮书》数据，2020 年中国大数据产业规模达 6388 亿元，同比增长 18.6%，到 2023 年产业规模将超过 10000 亿元。公司的大数据产品系列可满足用户读写分离、异构数据库传输、脱敏、分发等需求，为用户的大数据分析传输实时、安全、可靠的数据。

► **募项目分析：把握行业机遇。**受益于数据量的增长和数据价值的显著提升，数据复制软件市场迎来了前所未有的发展机遇。公司募集资金投资项目为行业数据安全和业务连续性及大数据复制软件升级项目、云数据管理解决方案建设项目、研发中心升级项目、营销网络升级项目。

► **盈利预测与估值：**未来，伴随着我国对于数字经济的重视，也随着行业集中度的提升与公司优质客户基础的稳固，有望持续深化与金融、政府等行业的绑定，实现长期增长。我们预测公司 2022-2024 年营业收入为 2.24、3.22、4.72 亿元，归母净利润为 0.61、0.85、1.21 亿元，EPS 为 0.73、1.02、1.45 元/股，根据公司 2023 年 1 月 18 日发布的上市公告采用发行价格 38.66 元进行测算，所对应 PE 为 53、38、27 倍。

► **风险提示：**研发人员流失与核心技术泄密风险；研发决策风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	160	224	322	472
增长率（%）	24.3	40.3	43.8	46.2
归属母公司股东净利润（百万元）	34	61	85	121
增长率（%）	-16.4	79.0	40.2	42.4
每股收益（元）	0.41	0.73	1.02	1.45
PE	95	53	38	27
PB	9.0	2.8	2.6	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：EPS 以总股本 0.835 亿股测算，PE/PB 以发行价测算）



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

研究助理 赵奕豪

执业证书：S0100121050047

电话：18531168500

邮箱：zhaoyihao@mszq.com

目录

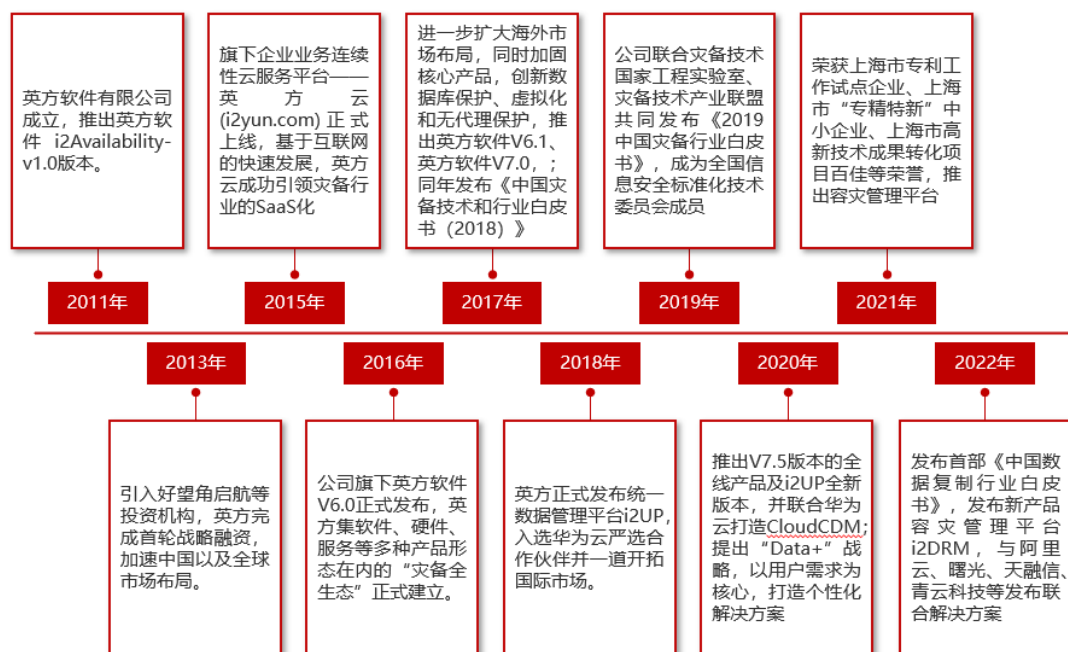
1 数据复制行业领头羊，募投项目促进企业发展	3
1.1 构造四大产品体系，全方面提升奠定行业竞争力	3
1.2 业务结构不断优化，逆流而上实现业绩突破	4
1.3 公司股权清晰，子公司遍布全国各地	6
1.4 围绕主营业务募集资金，彰显长期发展决心	7
2 数字经济催生数据需求，软件产品为业绩护航	9
2.1 软件产品丰富多元，业务毛利率稳固增长	9
2.2 软硬件一体机业务收入稳定，助力客户需求快速落地	13
2.3 软件产品催生服务需求，优化用户体验	15
3 投资建议	16
3.1 盈利预测假设与业务拆分	16
3.2 估值分析	17
4 风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

1 数据复制行业领头羊，募投项目促进企业发展

1.1 构造四大产品体系，全方面提升奠定行业竞争力

英方软件专注于数据复制，是国内市场少数同时掌握动态文件字节级、数据库语义级和卷层块级数据复制技术的高新技术企业之一，是上海市科技小巨人企业、上海市“专精特新”中小企业，在企业业务连续性及数据复制管理领域处于领先地位。公司构造了“容灾+备份+云灾备+大数据”四大数据复制产品系列。相关产品覆盖了容灾、备份、云灾备、数据库同步、数据迁移等经典应用场景，同时也推广到了智能灾备管理、数据副本管理、数据流管理、大数据收集分发、数据跟随等更多应用领域。在助力各行业的数据安全和业务连续性的同时，帮助各类用户打破数据孤岛，实现数据互联互通，将数据价值最大化，为数字经济的发展保驾护航。根据 IDC 统计，2021 年国内数据复制与保护的纯软件市场中，前五大供应商分别为 Veritas、DELL、英方软件、Commvault 和华为，市场占有率分别为 16.0%、13.1%、10.2%、8.5%和 8.3%。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

技术和产品初期研发阶段 (2011 年-2014 年)：公司凭借核心技术人员多年软件研发设计经验，结合对市场需求的深入理解，制定了技术及产品研发方向并成功研发了字节级复制技术，推出了公司首款产品——高可用灾备管理软件 i2Availability1.0 版本，进一步推出了数据实时复制软件 i2COOPY、系统迁移软件 i2Move、持续数据保护与恢复软件 i2CDP、云灾备运营软件 i2Cloud 和同构数据库双活复制软件 i2Active，初步形成了“容灾+备份+云灾备+大数据”的产品体系。

市场开拓阶段 (2015 年-2017 年)：公司向金融、政务、医疗、制造、教育、

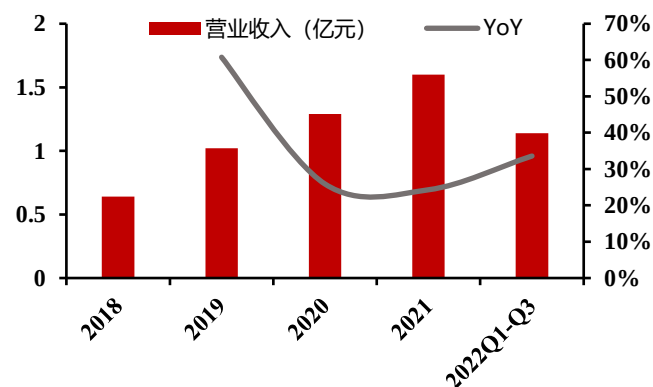
交通、电信、互联网等领域全面拓展，进一步丰富了产品系列，陆续推出备份管理软件 i2Backup、数据分发系统软件 i2Distributor、全服务器备份管理软件 i2FFO 及海量数据灾备管理软件 i2NAS，为客户提供多种场景的容灾、备份软件产品、软硬件一体机产品及软件相关服务。

全面发展阶段（2018 年至今）：研发体系方面，公司在北京、杭州分别成立了研发中心；销售体系方面，公司梳理了行业销售渠道和区域销售渠道，覆盖全国市场；行业上下游生态体系建设方面，公司通过兼容性认证、国产化适配、产业联盟、行业协会、入驻云市场等形式，建立了丰富的对外合作体系；产品市场方面，公司推出了数据副本管理软件 i2CDM、数据流复制管理软件 i2Stream 和统一数据管理平台 i2UP 套件，进一步增强了公司在统一数据管理方面的竞争力。

1.2 业务结构不断优化，逆流而上实现业绩突破

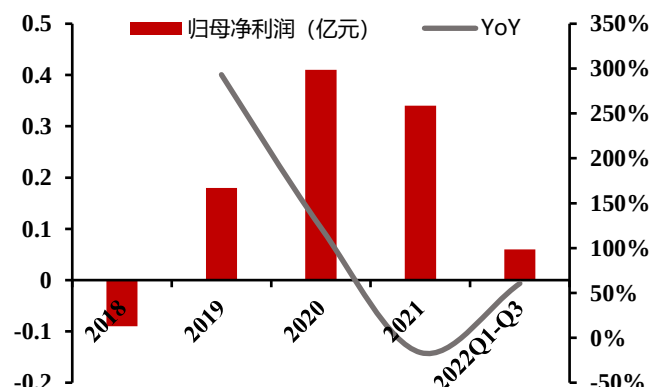
营业收入方面，公司 2018-2021 年、2022Q1-Q3 分别实现营业收入约 0.64、1.02、1.29、1.60 以及 1.14 亿元，2018-2021 年复合增速约为 25.74%；归母净利润方面，公司 2018-2021 年、2022Q1-Q3 分别实现归母净利润约-0.09、0.18、0.41、0.34 以及 0.06 亿元，2018-2021 年复合增速约为 47.84%。2022 年上半年受上海地区疫情影响，公司业务的拓展及实施都受到较大的影响，在上海地区解封之后，存在对之前疫情期间延宕业务的补偿性拓展和实施，受此影响营业收入与归母净利润在 2022 年 7-9 月有较大幅度反弹。

图2：2018-2022Q1-Q3 收入（亿元）及增速



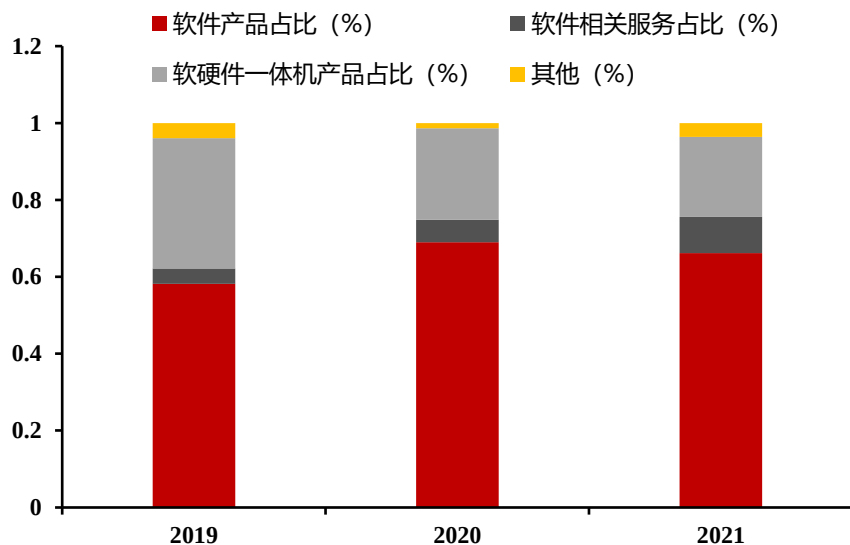
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2018-2022Q1-Q3 归母净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

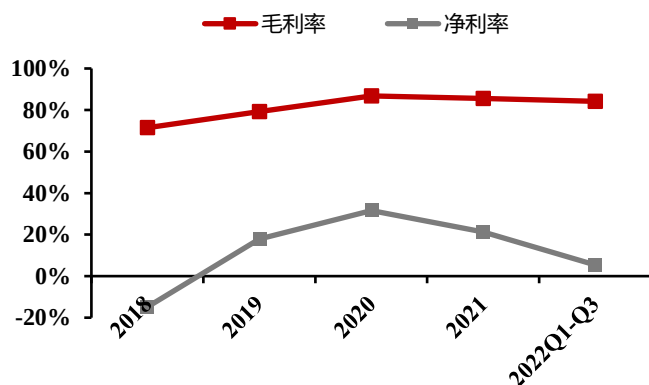
公司主营业务产品主要包括软件产品、软硬件一体机产品及软件相关服务。其中软件产品是公司的主要收入来源，从产品结构来看，软件产品收入占比最高，软硬件一体机产品收入占比有所下降。软件产品 2019-2021 年收入占比分别为 58.19%、68.99%、66.14%，软硬件一体机 2019-2021 年收入占比分别为 33.96%、23.85%、20.81%；软件相关服务 2019-2021 年收入占比分别为 3.95%、5.82%、9.47%。公司为标准化软件的研发企业，主推产品为公司的软件产品，软硬件一体机产品为公司产品系列的补充，主要解决 IT 系统数据量相对不大、数据复杂程度不高的客户的灾备需求。随着公司产品在存量市场的逐渐增多，维保需求持续增加，软件相关服务呈现快速增长态势。

图4：2019-2021 年公司各业务收入占比


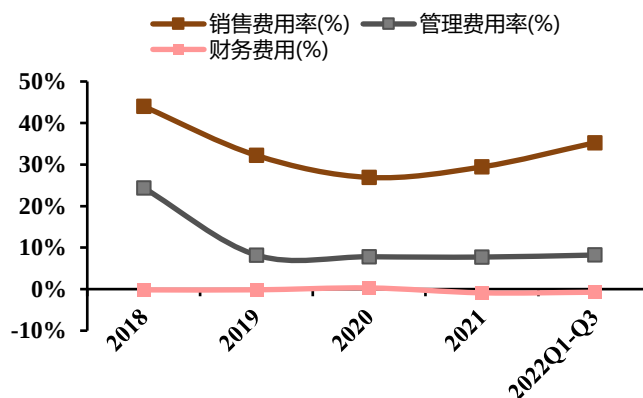
资料来源：wind，民生证券研究院

公司 2018-2022 年前三季度的毛利率分别为 71.48%、79.29%、86.79%、85.63%、84.21%；2018-2022 年前三季度的净利率分别为-14.85%、17.84%、31.57%、5.42%，2022 年前三季度净利率有所下滑主要系 2022 年公司的研发人员和销售人员数量和人均薪酬均高于上年同期，销售费用和研发费用中职工薪酬增高所致。

公司 2018-2022 年前三季度销售费用分别为 0.28、0.33、0.35、0.47、0.40 亿元，管理费用分别为 0.15、0.08、0.10、0.12、0.09 亿元，财务费用分别为-11.54、-17.11、37.63、-142.24、-84.86 万元。2018 年-2021 年，公司销售费用率由 43.99%下降至 29.43%，管理费用率由 24.38%下降至 7.72%，财务费用率由-0.18%下降至-0.89%。

图5：2018-2022Q1-Q3 公司毛利率与净利率


资料来源：wind，民生证券研究院

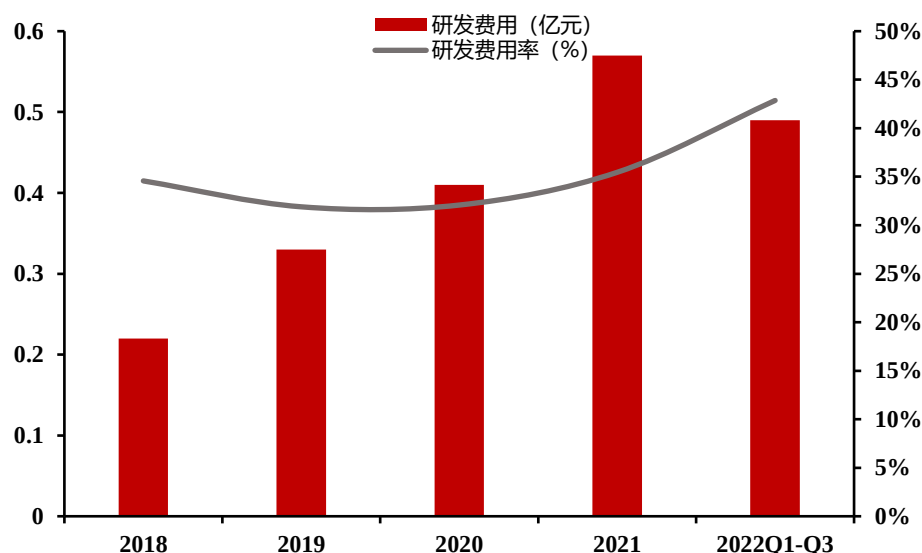
图6：2018-2022Q1-Q3 销售、管理与财务费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

公司 2018-2022 年前三季度研发费用分别为 0.22、0.33、0.41、0.57、0.49 亿元，研发费用率分别为 34.57%、31.90%、32.08%、35.45%、42.86%。公司研发费用率在同行业上市公司处于较高水平，主要系近年来在软硬件国产化大

背景下，我国 IT 底层架构、标准与产品正在迅速发生变化，党政机关、运营商、金融等领域现有系统环境亦正在随之发生变化，公司的产品特性要求与各类操作系统、数据库实现兼容。**截至 2022 年 9 月 30 日，公司拥有软件著作权 113 项，发明专利 27 项**，形成了动态文件字节级复制技术、数据库语义级复制技术、卷层块级复制技术等多种数据复制核心技术。

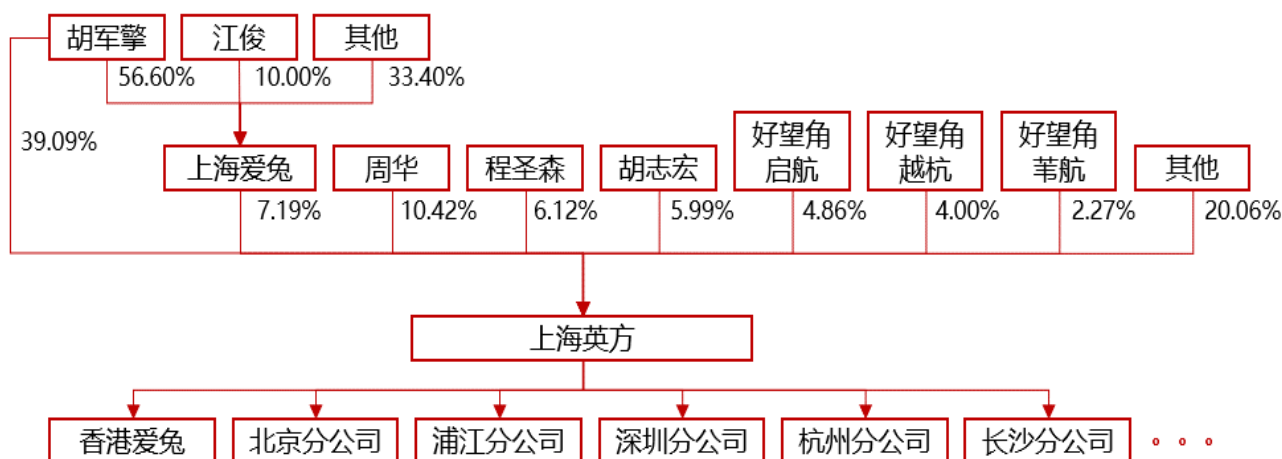
图7：2018-2022Q1-Q3 研发费用与研发费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 公司股权清晰，子公司遍布全国各地

公司实控人胡军擎先生，毕业于西安理工大学。2014 年至 2015 年担任英方有限董事长、总经理，2015 年至今，任公司董事长、总经理。胡军擎先生直接持有公司 2445.50 万股股份，占公司股份总数的 39.09%，为公司控股股东。**截至 2022 年 9 月 30 日，公司共拥有 1 家全资子公司，21 家分公司**，无参股公司，香港子公司主要用于开展境外销售工作，北京及杭州分公司主要用于从事公司相关产品的研发和销售工作，浦江、深圳、长沙、南京和成都分公司主要用于公司相关产品的销售工作。

图8：公司股权结构（截至招股书发布日）


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.4 围绕主营业务募集资金，彰显长期发展决心

受益于数据量的增长和数据价值的显著提升，数据灾备、数据安全、数据集成等市场也将呈现持续增长的态势，给数据复制软件市场带来了前所未有的发展机遇。公司募集资金投资项目为行业数据安全和业务连续性及大数据复制软件升级项目、云数据管理解决方案建设项目、研发中心升级项目、营销网络升级项目。如果本次公开发行业 A 股股票实际募集资金不足，公司将通过自筹资金解决上述项目资金缺口。

表1：公司募投项目与资金

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)	实施主体	建设周期 (年)
1	行业数据安全和业务连续性及大数据复制软件项目升级	24609.65	24609.65	英方软件	3
2	云数据管理解决方案建设项目	14007.56	14007.56	英方软件	3
3	研发中心升级项目	11913.87	11913.87	英方软件	3
4	营销网络升级项目	6913.46	6913.46	英方软件	2
	合计	57444.54	57444.54	英方软件	/

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1) 行业数据安全和业务连续性及大数据复制软件项目升级：通过租赁新办公场所、购置先进的研发设备和研发软件，引进一批高端研发人才，**对公司现有的 i2UP、i2Active、i2Stream、i2COOPY、i2CDP 等行业数据安全及业务连续性和大数据软件产品进行全面升级**。数据管理平台开发与技术升级、卷层块级复制技术、数据库复制功能升级、i2Stream 大数据平台统一管理体系升级。

2) 云数据管理解决方案建设项目：通过租赁办公场地，购置相关服务器等硬

件设备和研发测试软件, 搭建私有云平台等网络设施, 租赁云主机和云存储等公有云资源, 引进相关研发人才, 对公司云数据管理解决方案相关产品进行研发拓展, 提高公司云灾备产品在下游客户中的渗透能力。实施内容主要包括云灾备技术升级、云平台数据保护技术升级、数据安全管理工作研发三部分。

3) 研发中心升级项目: 通过对现有研发中心进行升级改造和建设新的研发中心, 引进行业专业人才, 购置先进的研发相关软硬件设施, 进一步优化公司的研发环节, 夯实公司的研发能力。国产化支持、超融合架构容灾平台、容灾智能化编排系统等。

4) 营销网络升级项目: **公司现有的 30 个营销网点进行全面升级建设**, 并在国内的珠海、香港, 以及国外的日本和新加坡增设营销网点, 扩大公司营销与服务网络覆盖范围, 增加营销服务网点人员配置, 完善营销与服务体系。

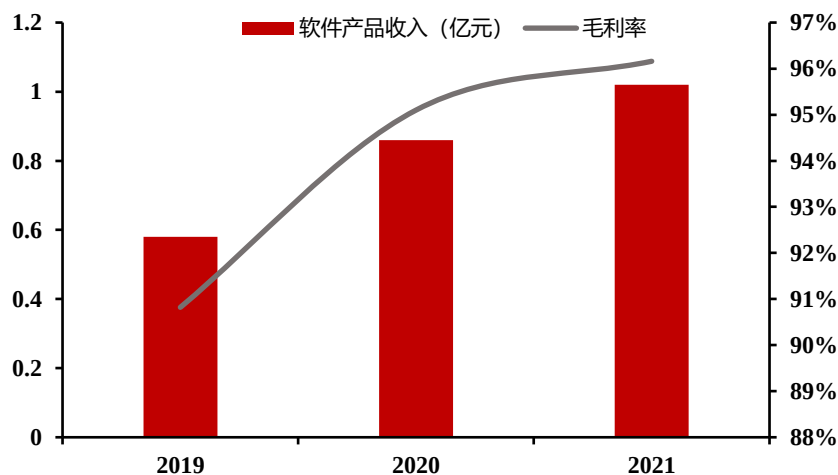
2 数字经济催生数据需求，软件产品为业绩护航

公司是专注数据复制的软件企业，产品最早应用于灾备领域，在金融、政府等客户群体中取得了较为领先的市场地位。同时，随着信息技术的快速发展和海量数据的日益增多，公司的数据复制产品的应用领域也逐渐向大数据方向延伸，作为大数据采集基础设施，支撑大数据在各行各业的融合与应用。

2.1 软件产品丰富多元，业务毛利率稳固增长

公司产品系列逐渐丰富，产品不断迭代，软件产品收入迅速上升，主要是由于随着数据应用迅猛发展，随着大数据、云计算等新技术、新应用的出现，IT 系统架构愈发复杂，对于数据保护与数据流通的需求快速增加，而公司产品持续迭代，紧跟以证券行业为代表的海量数据、数据应用创新快、保护要求高的行业最新动态，树立了多个标杆项目，在灾备及大数据领域均获得了良好的市场口碑，市场受众持续扩大，因此销量持续增加，扩大了公司的收入规模。**2019-2021 年，公司软件产品收入分别为 0.58、0.86、1.02 亿元，毛利率分别为 90.82%、95.10%、96.16%，**公司销售的是标准化软件产品，主要面向企业端用户进行销售，软件产品毛利率较高。

图9：2019-2021 年公司软件产品收入及毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

公司软件产品以数据复制功能为基础，结合各应用场景的不同需求，**构造了容灾、备份、云灾备、大数据四大产品系列，主要面向灾备和大数据两大应用场景。**其中灾备场景包含容灾、备份、云灾备三大产品系列。不同产品可通过统一数据管理平台 i2UP 进行统一管理和调用。

图10：公司软件产品主要应用场景划分

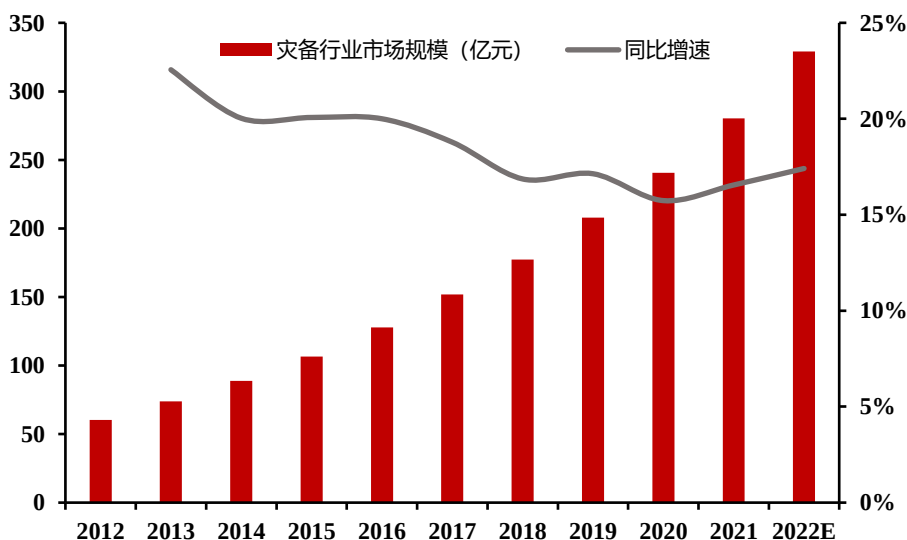


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2.1.1 灾备行业预期差大、景气高，公司核心产品覆盖面广阔

近年来，国内数字经济蓬勃发展，各行业数字化转型升级进度加快，数据安全和业务连续性作为数字经济发展的基础，也得到了越来越多的重视。国家先后颁布了《中华人民共和国网络安全法》、《中华人民共和国数据安全法》、《关键信息基础设施安全保护条例》等重要法律法规，为数字经济的发展保驾护航，有望推动数据复制软件在灾备领域的市场空间进一步增长。根据《中国灾备行业白皮书（2021）》的数据，2012 年我国灾备行业市场规模为 60.3 亿元，2022 年将达到 329.1 亿元，复合增速约为 18.50%。

图11：2012-2022 年我国灾备行业市场规模



资料来源：《中国灾备行业白皮书（2021）》，民生证券研究院

1) 数据实时复制软件：软件基于公司三大核心技术之一的“动态文件字节级复制技术”，对生产端文件系统的 I/O 操作进行捕获，形成实时的序列化 I/O 操作日志，经 IP 网络传输到任意距离以外的目标端，实现数据高速复制。

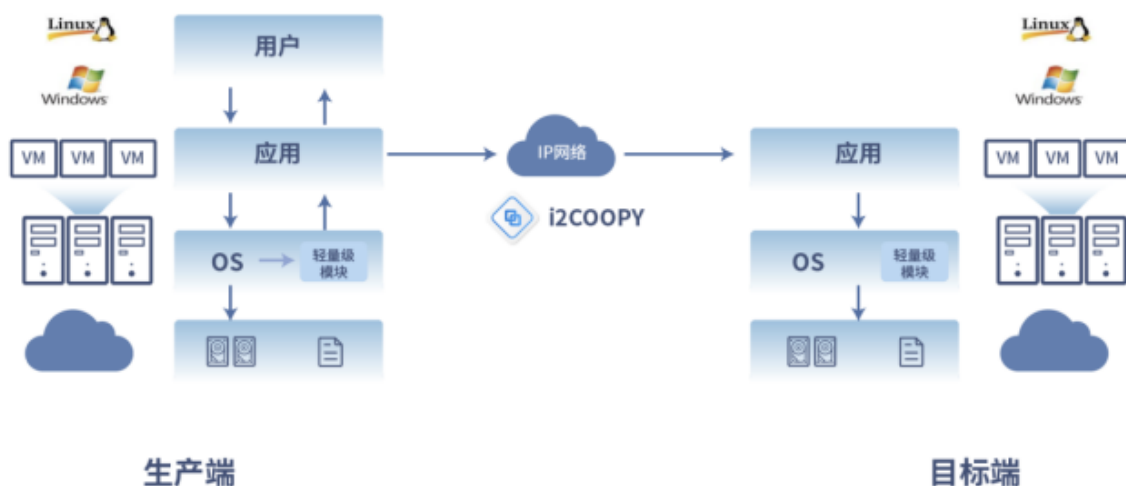
2) 块设备复制与恢复管理软件：该软件基于公司三大核心技术之一的“卷层块级复制技术”，通过捕获卷层的 I/O 操作获取数据的变化，同时将生产端的磁盘卷分为若干数据块，实时确认每个数据块是否发生变化并做相应记录，并根据备份策略，实时或定时地将变化的数据块传输到目标端。

3) 持续数据保护与恢复软件：软件是在数据复制的同时，将数据的变化以日志的方式记录并保存。当生产端的数据被误操作或感染病毒时，用户可将数据从目标端恢复到生产端，恢复到故障前的指定时刻，确保业务能够尽快继续正常运行。

4) 高可用灾备管理软件：该软件可在数据复制的同时对生产中心相关服务进行实时监控，在侦测到各类异常（如业务系统异常停止、网络异常、硬件故障等）导致业务不可访问时，自动或手动将应用切换到灾备中心服务器上，确保企业的业务连续性。

5) 海量数据灾备管理软件：该软件主要为用户提供由 NAS 存储至目标端的数据复制服务，实现数据和 NAS 设备的解耦，进行跨异构 NAS 设备之间的数据复制。

图12：数据实时复制软件

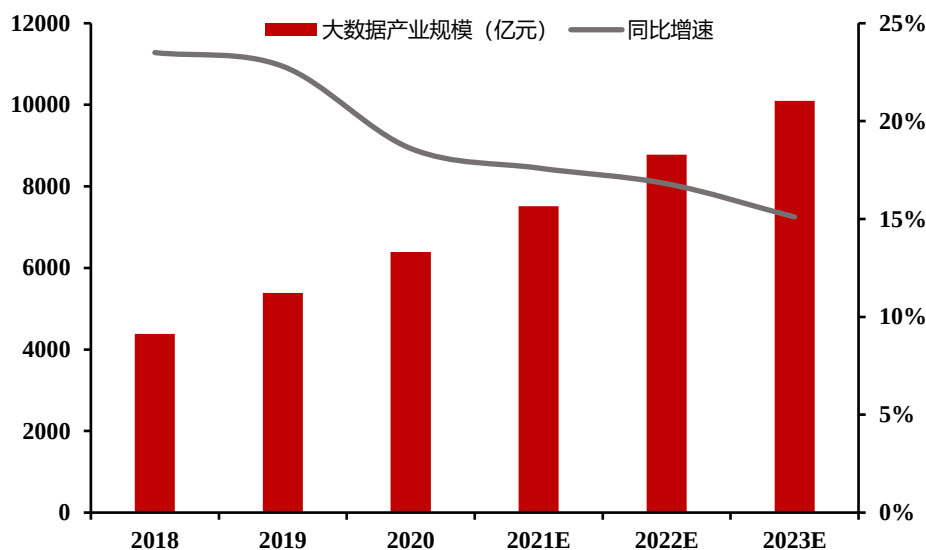


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2.1.2 大数据市场规模连年递增，公司相应产品具国际竞争力

从大数据整体市场看，IDC 预测中国大数据市场总量有望在 2024 年超过 200 亿美元。根据《2021 中国大数据产业发展白皮书》数据，2020 年中国大数据产业规模达 6388 亿元，同比增长 18.6%，预计未来三年增速保持 15%以上，到 2023 年产业规模将超过 10000 亿元。

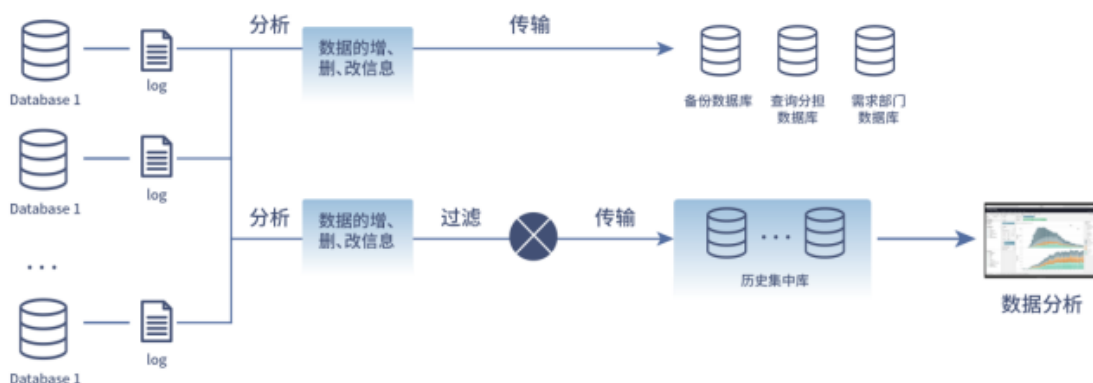
图13：2018-2023 年我国大数据产业规模



资料来源：《2021 中国大数据产业发展白皮书》，民生证券研究院

公司的大数据产品系列主要面向结构化大数据的收集、清洗、转换、分发等环节，是公司数据复制技术在大数据领域的拓展和延伸。公司的大数据产品系列在数据快速抓取、实时传输、并发加载、异构支持、统一监控等方面进行了全面的创新和突破，可满足用户读写分离、异构数据库传输、数据脱敏、数据分发等需求，为用户的大数据分析传输实时、安全、可靠的数据。

图14：同构数据库双活复制软件



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1) 同构数据库双活复制软件：主要功能为同构数据库间的数据双活复制，通过一对一、一对多、多对一等灵活架构，为数据使用者实时地分离出多份数据，用于数据的分析、测试、灾备、仿真等场景。该软件能够实现数据毫秒级的快速捕获，数据传输及时且安全可靠，可适应各类规模的生产系统，部署灵活，在结构化数据库的数据传输中具有较大优势，**在各行业，尤其是金融行业，已逐步替换 Oracle GoldenGate (OGG)、IBM CDC 等国外同类软件。**

2) 数据流复制管理软件：i2Stream 是面向异构数据库、大数据平台的数据流复制管理软件，可在基本不影响生产系统性能的前提下，将各类源端数据实时传输

至多种类型的目标端，如大数据平台、数据库、消息队列、文件等。

3) 数据分发系统软件：软件基于动态文件字节级复制技术，主要功能是将一台主机上的指定内容迅速复制分发到各个节点，可用于普通文件和流数据的分发。

4) 数据脱敏软件：软件可按照脱敏算法对生产端数据库的敏感数据进行变形转换，以降低数据的敏感程度，扩大数据的共享和使用范围。

2.1.3 围绕云计算布局，满足用户个性化需求

云灾备产品系列是公司针对公有云、私有云、混合云下的数据交互而开发整合的产品系列。**公司的云灾备产品可以突破云服务部署场地（公有云/私有云/混合云）或云服务供应商（同构云/异构云）的限制**，满足用户按需付费、高性价比、高可靠、个性化的云灾备需求。

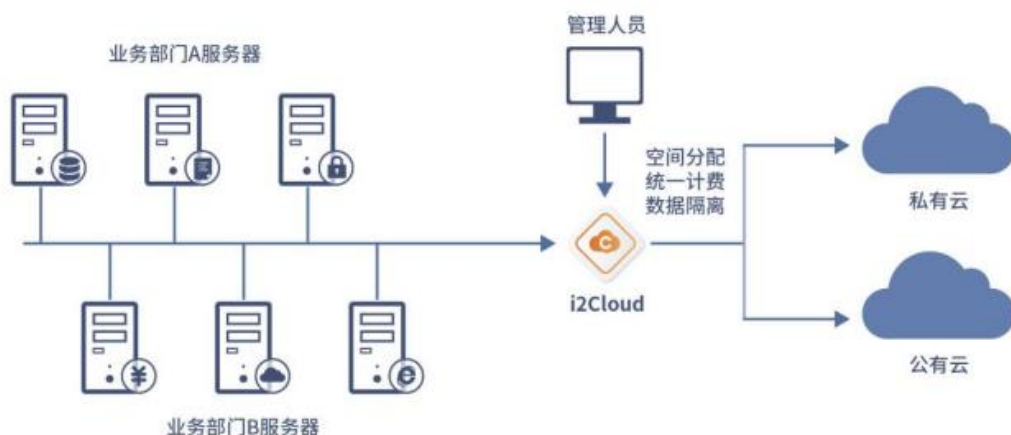
1) 云灾备运营软件：软件能够为企业用户提供便捷、灵活的多云灾备管理平台，方便企业用户进行内部管理，不同部门的灾备数据可彼此隔离，实现对数据和应用的最大化可用性保证。

2) 系统迁移软件：主要为用户提供由生产服务器向本地或云端目标服务器的整机热迁移服务，可以在业务不停机的情况下，实现系统和数据实时复制，复制完成后可快速切换系统，由新主机接管业务。

3) 文件共享和管理软件：主要用于企业各类文档的本地或云端集中存储与管理，支持办公电脑和移动终端间的文件同步，实现企业数据内外部共享、文档统一管理以及移动办公和数据安全管控。

4) 虚拟化备份管理软件：软件提供大规模虚拟化平台的虚拟机复制、备份、恢复和迁移，**支持 VMware、Hyper-v 及 KVM 等各类虚拟化平台，且兼容新华三 CAS、华为 HCS、浪潮等国产虚拟化平台。**

图15：云灾备运营软件



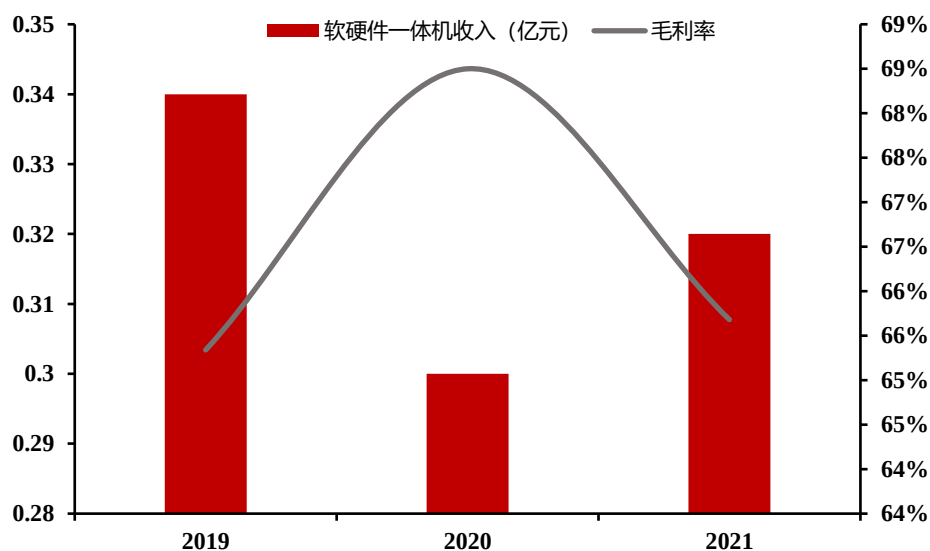
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2.2 软硬件一体机业务收入稳定，助力客户需求快速落地

软硬件一体机产品是公司针对客户软硬件一体化的需求，将软件嵌入到存储

服务器硬件后形成的产品。软硬件一体机的存储服务器带有一定的存储空间,可直接作为目标端存储数据,开箱即用,方便用户快速构建灾备系统。目前,公司拥有云灾备一体机、容灾一体机以及备份一体机。**2019-2021 年,公司软硬件一体机收入分别为 0.34、0.30、0.32 亿元,毛利率分别为 65.34%、68.50%、65.68%**

图16：2019-2021 年公司软硬件一体机收入及毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

云灾备一体机：i2CloudBox 云一体机通过软硬一体的交付方式，突破传统备份一体机主要用于本地数据备份的应用局限，实现“本地—灾备机—云端”的混合云灾备和云端数据管理模式，将灾备一体机的业务范畴，从本地灾备拓展到了大数据应用、云端数据管理领域。

容灾一体机：i2Box 容灾一体机拥有集成一体化的数据恢复和容灾能力，起到全方位保护效果，满足不同 RPO/RTO 需求。除数据层面需求之外，还能够通过应用高可用方案实现对现有业务服务器做应急接管，保持业务连续性。

备份一体机：i2Box 备份一体机，融合物理环境、虚拟化和云平台等异构环境下所需的数据保护能力于一体，帮助用户实现简单、高效的数据复制和备份保护。通过字节级增量捕获和复制技术实时保护核心资产（如数据库），全方位保护用户数据安全。

图17：公司软硬件一体机产品及应用场景示例



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2.3 软件产品催生服务需求，优化用户体验

1)：迁移服务：迁移服务指基于公司的 i2Move 等软件产品，为用户提供服务器数据整体迁移的服务。2)：软件维保服务：在质保期外，公司提供有偿软件维保服务，主要包括电话或网络远程支持、软件升级、定期巡检、容灾演练等。3)：其它技术服务：对部分实施环境较为复杂的项目，公司提供有偿技术服务，主要包括咨询、规划、定制开发、产品培训、安装实施等。

图18：公司软件订阅服务全景图



资料来源：公司官网，民生证券研究院

3 投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

软件产品：软件产品为公司未来发展主要方向，2022 年上半年受到疫情影响公司业绩受挫，而在疫情消退后，公司下游需求快速反弹，可见行业景气度持续高涨。考虑到公司正在全面发展阶段，随着各系列产品不断推出，公司进一步奠定行业内的领先优势，业绩仍将快速增速。我们预计该业务 2022-2024 年增速分别为 55.27%、52.26%、53.19%。

软硬件一体机。随着公司规模的扩张，软硬件一体机势必有着发展前景，而考虑到公司未来逐渐将发展重心置于软件上，软硬件一体机收入增速将保持平稳。我们预计该业务 2022-2024 年增速分别为 10.26%、11.97%、15.37%。

软件相关服务。软件相关服务主要包括定制化软件开发、现场技术服务等。软件产品为公司主线，随着软件产品的快速增长，软件相关服务同样受到刺激。考虑到软件相关服务之前业务体量较小，该业务短期呈现高速增长，中期来看增速逐渐放缓，但依旧保持高速增长。我们预计该业务 2022-2024 年增速分别为 61.59%、42.39%、39.64%。

其他业务。其他业务主要为配套采购的、以满足客户灾备或复制等需求的其他第三方软硬件产品。随着下游需求不断提高，该部分业务同样受到促进。我们预计该业务 2022-2024 年增速分别为 15%、15%、15%。

毛利率：1) 软件产品：软件产品在过去几年保持高毛利率，随着公司产品标准化程度不断提高，毛利率可以得到进一步强化，预计 2022-2024 年毛利率分别为 95.26%、95.12%、94.15%。2) 软硬件一体机：公司的一体机产品大多为固定配置产品，毛利率较为稳定，预计 2022-2024 年毛利率分别为 66.75%、67.15%、67.52%。3) 软件相关服务：公司软件相关服务毛利率较为稳定，预计 2022-2024 年毛利率分别为 89.51%、89.11%、88.96%。4) 其他业务：毛利水平受不同客户需求影响而有所波动，较公司自有产品和服务的毛利率差距较大，综合 2019-2021 年毛利率，预计 2022-2024 年毛利率分别为 20%、20%、20%。

表2：公司各项业务收入预测及毛利率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
软件产品 (亿元)	0.86	1.02	1.58	2.41	3.69
增速	48.28%	18.60%	55.27%	52.26%	53.19%
毛利率	95.10%	96.16%	95.26%	95.12%	94.15%
软硬件一体机 (亿元)	0.30	0.32	0.35	0.40	0.46
增速	-11.77%	6.67%	10.26%	11.97%	15.37%
毛利率	68.50%	65.68%	66.75%	67.15%	67.52%
软件相关服务 (亿元)	0.07	0.15	0.24	0.35	0.48
增速	75.00%	114.29%	61.59%	42.39%	39.64%
毛利率	88.59%	89.68%	89.51%	89.11%	88.96%
其他业务 (亿元)	0.02	0.06	0.06	0.07	0.08

增速	-57.00%	229.36%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	39.00%	9.26%	20.00%	20.00%	20.00%
总收入 (亿元)	1.26	1.60	2.24	3.22	4.72
增速	25.87%	24.30%	40.16%	43.80%	46.24%
毛利率	86.79%	85.63%	90.00%	90.96%	90.99%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

主要费用率: 1) 销售费用率: 公司处于业务的拓展期, 多客户、多行业拓展需要加大投入, 因此预计销售总投入仍将持续。预计 2022-2024 年销售费用率分别为 30.27%、30.65%、29.87%。2) 管理费用率: 公司内部管理体系较成熟, 现有团队能够支撑未来正常发展, 管理费用率将保持平稳, 2022-2024 年管理费用率分别为 7.12%、6.55%、6.59%。3) 研发费用率: 考虑到公司需要持续投入研发以保证产品竞争力, 多行业、多客户拓展需要不断开发新的产品, 预计公司研发投入绝对额将保持一定强度, 研发费用率保持平稳, 预计 2022-2024 年研发费用率分别为 35.37%、40.26%、42.56%。

表3: 公司主要费用率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	26.90%	29.43%	30.27%	30.65%	29.87%
管理费用率	7.80%	7.72%	7.12%	6.55%	6.59%
研发费用率	32.08%	35.45%	35.37%	40.26%	42.56%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

自成立的十年以来, 公司便深耕于数据复制与保护软件行业, 将自身数据复制产品的覆盖范围与产品矩阵不断提升, 如今已蜕变为灾备纯软件领域排名第一的国内三方数据复制企业。未来, 伴随着我国对于数字经济的重视, 也随着行业集中度的提升与公司优质客户基础的稳固, 有望持续深化与金融、政府等行业的绑定, 实现长期增长。我们预测公司 2022-2024 年营业收入为 **2.24、3.22、4.72 亿元**, 归母净利润为 **0.61、0.85、1.21 亿元**, EPS 为 **0.73、1.02、1.45 元/股**, 根据公司 2023 年 1 月 18 日发布的上市公告采用发行价格 38.66 元进行测算, 所对应 PE 为 **53、38、27 倍**。

3.2 估值分析

安恒信息主要客户覆盖金融机构、党政机关等领域, 与公司较为类似, 而中望软件、金山办公均为软件提供商, 业务以标准化软件为主, 在业务模式上与公司相近。因此, 选取安恒信息、金山办公与中望软件作为公司的可比公司。以 2023 年 1 月 18 日的收盘价计算, 同行业 3 家公司的 2022/2023/2024 年的 PE 均值为 **163/78/53 倍**。我们预计公司 2022/2023/2024 年的 EPS 分别为 **0.73/1.02/1.45 元/股**, 以发行价测算, 公司 2022/2023/2024 年的 PE 为 **53/38/27 倍**, 公司处于低估值位置。

表4: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688023.SH	安恒信息	184.66	0.65	2.03	3.50	284	91	53
688111.SH	金山办公	282.75	2.63	3.64	4.90	108	78	58
688083.SH	中望软件	184.47	1.89	2.83	3.85	98	65	48
	均值					163	78	53
688435.SH	英方软件	38.66	0.73	1.02	1.45	53	38	27

资料来源: wind, 民生证券研究院测算; (注: 以总股本 0.835 亿股测算 EPS, 以发行价测算 PE)

注 1: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 1 月 18 日

4 风险提示

1. **研发人员流失与核心技术泄密风险:** 数据复制相关产品和技术与底层存储、操作系统、数据库等密切相关, 要求研发人员精通操作系统内核开发, 熟悉数据库的底层运行逻辑, 并对产品不断进行调优和试错, 对关键研发人员要求较高。经过多年研发投入, 公司拥有以动态文件字节级、卷层块级、数据库语义级等三大复制技术为基础的核心技术体系, 是保证公司软件产品稳定、可用的关键。
2. **研发决策风险:** 信息技术国产化进程不断推进, 国产操作系统、存储、数据库涌现, 对数据复制软件的兼容适配性提出了更高的要求。公司新产品的开发主要是对未来市场需求方向以及行业技术发展方向进行预判所作的前瞻性开发, 具有高风险、高收益的特点。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	160	224	322	472
营业成本	23	22	29	42
营业税金及附加	2	3	4	5
销售费用	47	68	99	141
管理费用	12	16	21	31
研发费用	57	79	130	201
EBIT	28	57	72	105
财务费用	-1	-3	-13	-13
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	5	6	9	14
营业利润	34	60	84	120
营业外收支	-1	-0	0	0
利润总额	33	60	84	120
所得税	-0	-1	-1	-1
净利润	34	61	85	121
归属于母公司净利润	34	61	85	121
EBITDA	34	64	78	112

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	259	1,051	1,097	1,189
应收账款及票据	93	96	150	199
预付款项	2	2	2	4
存货	2	2	3	4
其他流动资产	1	1	2	2
流动资产合计	357	1,152	1,255	1,398
长期股权投资	0	6	14	28
固定资产	8	10	11	13
无形资产	0	0	1	1
非流动资产合计	50	57	70	85
资产合计	407	1,209	1,324	1,483
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	8	8	11	16
其他流动负债	40	50	75	108
流动负债合计	48	59	86	125
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	3	3
非流动负债合计	1	1	3	3
负债合计	49	59	89	127
股本	63	84	84	84
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	357	1,150	1,235	1,356
负债和股东权益合计	407	1,209	1,324	1,483

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.30	40.35	43.80	46.24
EBIT 增长率	-22.14	105.30	25.75	45.24
净利润增长率	-16.41	78.98	40.15	42.35
盈利能力 (%)				
毛利率	85.63	90.00	90.96	90.99
净利润率	21.23	27.07	26.39	25.69
总资产收益率 ROA	8.34	5.02	6.43	8.17
净资产收益率 ROE	9.49	5.28	6.89	8.93
偿债能力				
流动比率	7.45	19.68	14.57	11.21
速动比率	7.35	19.61	14.50	11.15
现金比率	5.40	17.95	12.74	9.54
资产负债率 (%)	12.09	4.91	6.75	8.59
经营效率				
应收账款周转天数	211.81	161.25	175.21	158.35
存货周转天数	34.20	37.21	39.74	38.37
总资产周转率	0.42	0.28	0.25	0.34
每股指标 (元)				
每股收益	0.41	0.73	1.02	1.45
每股净资产	4.28	13.77	14.79	16.24
每股经营现金流	0.18	0.83	0.66	1.22
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	95	53	38	27
PB	9.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	86.98	33.86	27.33	18.18
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	34	61	85	121
折旧和摊销	6	7	6	8
营运资金变动	-23	5	-31	-19
经营活动现金流	15	69	55	102
资本开支	-2	-6	-6	-8
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	16	-6	-6	-8
股权募资	0	732	0	0
债务募资	0	-0	-2	0
筹资活动现金流	-3	728	-3	-1
现金净流量	28	792	46	92

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测（注：EPS 以总股本 0.835 亿股测算，PE/PB 以发行价测算）

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 2018-2022Q1-Q3 收入 (亿元) 及增速	4
图 3: 2018-2022Q1-Q3 归母净利润 (亿元) 及增速	4
图 4: 2019-2021 年公司各业务收入占比	5
图 5: 2018-2022Q1-Q3 公司毛利率与净利率	5
图 6: 2018-2022Q1-Q3 销售、管理与财务费用率	5
图 7: 2018-2022Q1-Q3 研发费用与研发费用率	6
图 8: 公司股权结构 (截至招股书发布日)	7
图 9: 2019-2021 年公司软件产品收入及毛利率	9
图 10: 公司软件产品主要应用场景划分	10
图 11: 2012-2022 年我国灾备行业市场规模	10
图 12: 数据实时复制软件	11
图 13: 2018-2023 年我国大数据产业规模	12
图 14: 同构数据库双活复制软件	12
图 15: 云灾备运营软件	13
图 16: 2019-2021 年公司软硬件一体机收入及毛利率	14
图 17: 公司软硬件一体机产品及应用场景示例	15
图 18: 公司软件订阅服务全景图	15

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司募投项目与资金	7
表 2: 公司各项业务收入预测及毛利率预测	16
表 3: 公司主要费用率预测	17
表 4: 可比公司 PE 数据对比	17
公司财务报表数据预测汇总	20

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026