

数据复制领军者 大数据时代卖铲人

—英方软件（688435.SH）首次覆盖报告 计算机/计算机应用

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

公司作为数据复制行业的龙头企业，深耕数据复制市场 10 余年。手握三大层次数据复制核心技术，打造“容灾+备份+云灾备+大数据”四大产品线。随着信创市场的发展，数据复制、迁移逐渐成为行业刚需。作为专注第三方数据复制行业的公司，所处的行业和公司本身均有明显的发展方向和驱动因素出现。

行业：信创+数据要素市场驱动 数据复制产品刚需增长

- 在需求端，信创与数据要素市场发展，公司产品潜力突显。随着信创产业规模的不断扩大以及多行业国产替代进程的推动，市场对于国产数据复制、迁移的产品需求区域增长，且几乎为刚需。预期 2023 年，随着国企信创替代进一步展开，信创产业的增长率有望达到 25%，数据复制产品的需求有望随之增长。与此同时当前数据复制，特别是灾备市场上外国产品仍为主流，因此从信息、数据保障方面看，是灾备产品需求也有望提升。且由于数据安全在数据要素市场的发展中起着支撑保障作用，而随着数据要素市场的建立，数据复制市场发展具有潜力。
- 在供给端，第三方数据复制优势独特，云灾备与大数据方向发展迅速。一方面，在信创需求驱动的情况之下，第三方数据复制产品更具独特优势。相比于数据库厂商和存储硬件厂商的数据复制产品，第三方数据复制产品的兼容性更高，能对接主流的国内外产品进行数据复制，能够满足信创市场的需求。另一方面，当前云计算和大数据市场不断发展，而云计算和大数据产品均需要搭配相应的数据复制产品以保障数据安全与产品正常使用，数据复制技术逐渐向云灾备和大数据方向发展，以此与大数据和云存储厂商合作。

公司：打造技术与生态优势 深耕灾备利基市场

- 研发与销售并重，着力开拓市场。公司近三年的研发费用和销售费用均居于高位，2020-2022 年两类费用合计的费用率超 60%，达到 59%/65%/65%。公司上市募集的资金也主要用于三大核心技术的升级与营销网络的建设，由此推动公司在数据复制市场上保持现有市场份额，在一种外国企业中占有一定地位，有力支持灾备产品的国产化替代。
- 标准化软件产品性价比高，定价方式顺应主流趋势。公司主营的标准化产品，且永久授权定价模式销售为主，期限销售为辅，销售收入 98% 以上来自永久授权模式。公司产品的永久授权下只包含一年的维保服务，但由于其并不包含后续产品更新或维保服务，且公司产品更新迭代周期较短，因此对于公司来说，这一模式也具有一定的可持续性。
- 打造国产合作生态，突出产品兼容优势。而在过去 10 年，公司重点打造了包括了华为、浪潮、新华三、曙光、联想、戴尔易安信等知名厂商的业内可持续的生态合作体，并支持华为鲲鹏云、中标麒麟、统信 OS、龙芯、飞腾、易鲸捷、人大金仓等国产化产品，在信创替代的进程中，公司可以最大程度上满足市场的数据复制迁移需求，对接外国产品与国产产品，进行高效的数据复制。

投资建议

我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 2.97/4.73/7.97 亿元，归母净利润为 0.53/0.79/1.28 亿元。考虑到公司当前与多家公司形成国产生态，在拥有稳定客户的同时不断拓展市场客户，我们给予公司 2023 年 150 倍 PE，则对应目标市值为 79.5 亿，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

云灾备和大数据市场发展不及预期、客户生态发展协同效应不及预期、应收账款回款不及预期。

评级

买入（首次）

2023 年 10 月 18 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

时炯

研究助理

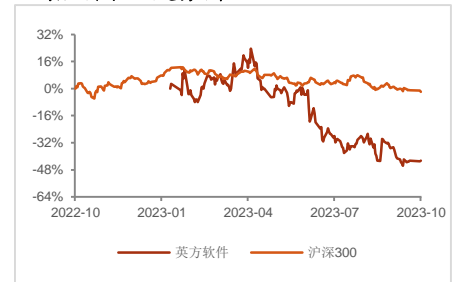
SAC 执业证书编号：S1660121120030

交易数据

时间 2023.10.17

总市值/流通市值（亿元）	64.64/14.25
总股本（万股）	8,350.0
资产负债率（%）	4.34
每股净资产（元）	13.48
收盘价（元）	77.41
一年内最高价/最低价（元）	133.0/58.02

公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	159.78	196.87	296.95	473.30	796.76
增长率 (%)	24.30%	23.21%	50.84%	59.38%	68.34%
归母净利润 (百万元)	33.92	37.00	53.17	79.29	128.28
增长率 (%)	-16.41%	9.08%	43.68%	49.14%	61.79%
净资产收益率 (%)	9.49%	9.38%	4.51%	6.30%	9.25%
每股收益(元)	0.54	0.59	0.64	0.95	1.54
PE	143.35	131.20	121.58	81.52	50.39
PB	13.55	12.28	5.48	5.14	4.66

资料来源: 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

内容目录

1. 手握三大数据复制技术 引领数据复制软件市场	5
1.1 发展历程：定位第三方数据复制软件市场 横纵双向拓宽产品矩阵	5
1.2 主营业务：三大技术+四大产品线 全方位覆盖经典应用场景	6
1.3 经营模式：直销+经销 针对性提升服务质量	8
1.4 财务状况：企业成长性特点突出 软件产品渐受市场认可	8
1.4.1 营收：灾备软件营收占比近 50% 大数据产品发展迅速	8
1.4.2 费用：2022 年研发费用率超 35% 期间费率处合理区间	11
1.4.3 毛利率及净利率：主营毛利率稳步提升 企业成长性特点显著	12
1.5 股权结构：管理层专业水平较高 公司股权结构稳定	14
2. 行业：信创+数据要素市场驱动 数据复制产品刚需增长	14
2.1 需求端：信创与数据要素市场发展 公司产品潜力突显	14
2.1.1 信创市场有力驱动 数据复制产品需求增长	14
2.1.2 数据爆炸时代到来 数据要素市场发展推动灾备产品需求增长	17
2.2 供给端：第三方数据复制优势独特 云灾备与大数据方向发展迅速	19
2.2.1 数据复制竞争格局清晰 第三方数据复制软件契合信创需求	19
2.2.2 云计算与大数据发展迅速 推动数据复制技术应用领域拓展	21
3. 核心竞争力：打造技术与生态优势 深耕灾备利基市场	23
3.1 注重自研核心技术 逐步替代海外产品	23
3.2 标准化软件产品性价比高 定价方式顺应主流趋势	25
3.3 打造国产合作生态 突出产品兼容优势	26
4. 盈利预测与估值分析	27
4.1 盈利预测：灾备产品迎来发展新机遇 推动公司利润持续提升	27
4.1.1 营收：两大营收增长点助力 2023 年营收有望突破 2 亿元	27
4.1.2 费用：研发与销售费用占比稳定 公司成长性特点凸显	28
4.1.3 利润：软件产品毛利率不断攀升 公司利润迎来新里程碑	28
4.2 估值分析和投资建议	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1：英方软件发展历程	5
图 2：英方软件业务分布图	6
图 3：英方软件产品矩阵	6
图 4：2022 年不同营销模式营业收入（百万元）和占比（%）	8
图 5：2022 年不同营销模式营业成本（百万元）和占比（%）	8
图 6：英方软件营业收入（百万元）和增长率（%）	9
图 7：英方软件各产品营收（百万元）与占营业收入比例（%）	9
图 8：英方软件软件产品营收（百万元）与占比（%）	10
图 9：英方软件软件产品数量（个）和单价（万元）变动情况	10
图 10：英方软件不同销售模式营收（百万元）和增长率（%）	10
图 11：英方软件各行业营收占比（%）	11
图 12：英方软件期间费用（百万元）、费用率（%）及增速（%）	11
图 13：英方软件期间费用（百万元）和费用率（%）	12
图 14：英方软件期间费用增长率（%）	12
图 15：英方软件毛利（百万元）和毛利率（%）	12
图 16：英方软件各产品毛利（百万元）和毛利率（%）	12
图 17：英方软件利润（百万元）与增长率（%）	13
图 18：英方软件各季度主营业务收入（百万元）	13
图 19：英方软件人均创收（万元）	13
图 20：英方软件人均创利（万元）	13
图 21：英方软件股权结构（截至 2023 年 1 月 16 日）	14
图 22：信创产业链	15
图 23：数据复制三个层级	15
图 24：中国信创产业规模（亿元）与增长率（%）	16
图 25：信创产业落地领域	16
图 26：截至 2021 年 12 月底各领域信创应用落地进程（%）	16
图 27：中国数据量增长趋势（ZB）	18
图 28：中国数据产量（ZB）和占全球数据产量比重（%）	18
图 29：数据流通图示	18
图 30：中国数据安全与保护市场规模（亿美元）及变动（%）	18
图 31：全球数据安全实际情况	18

图 32: 2021 年中国数据复制与保护市场纯软件市场占有率 (%)	20
图 33: 2019 至 2023 中国大数据分析市场规模 (亿元)、增速 (%) 及预测	21
图 34: 各行业大数据分析市场规模 (亿元) 及预测	22
图 35: 各行业大数据分析市场占比 (%)	22
图 36: 2015 至 2025 中国云计算市场规模 (亿元)	22
图 37: 2015 至 2025 中国公有云和私有云市场规模增速 (%)	22
图 38: 英方软件研发费用 (百万元) 和增长率 (%)	24
图 39: 不同定价方式的收入 (百万元) 和占比 (%)	25
图 40: 公司产品更新情况	25
图 41: 英方软件国产化合作生态	26
表 1: 英方软件容灾主要产品	7
表 2: 英方软件备份主要产品	7
表 3: 英方软件大数据主要产品	7
表 4: 英方软件云灾备主要产品	8
表 5: 英方软件在各行业主要客户	10
表 6: 信创政策总结 (不完全统计)	17
表 7: 不同类型竞争产品对比	19
表 8: 数据复制行业主要企业对比 (市值数据来自 wind, 截止至 2022.4.30)	20
表 9: 数据复制技术发展特点	22
表 10: 英方软件三大核心技术与业内现状对比	23
表 11: 灾备产品核心指标对比	23
表 12: 大数据产品核心指标对比	24
表 13: 英方软件募集资金具体用途	24
表 14: 同行业公司定价方法	25
表 15: 英方软件主要行业客户	26
表 16: 2023-2025 年营收预测 (百万元)	27
表 17: 2023-2025 年期间费用 (百万元) 和费用率 (%) 预测	28
表 18: 2023-2025 年毛利率预测 (%)	29
表 19: 可比公司估值 (2023 年 10 月 17 日)	29
表 20: 公司盈利预测表	31

1. 手握三大数据复制技术 引领数据复制软件市场

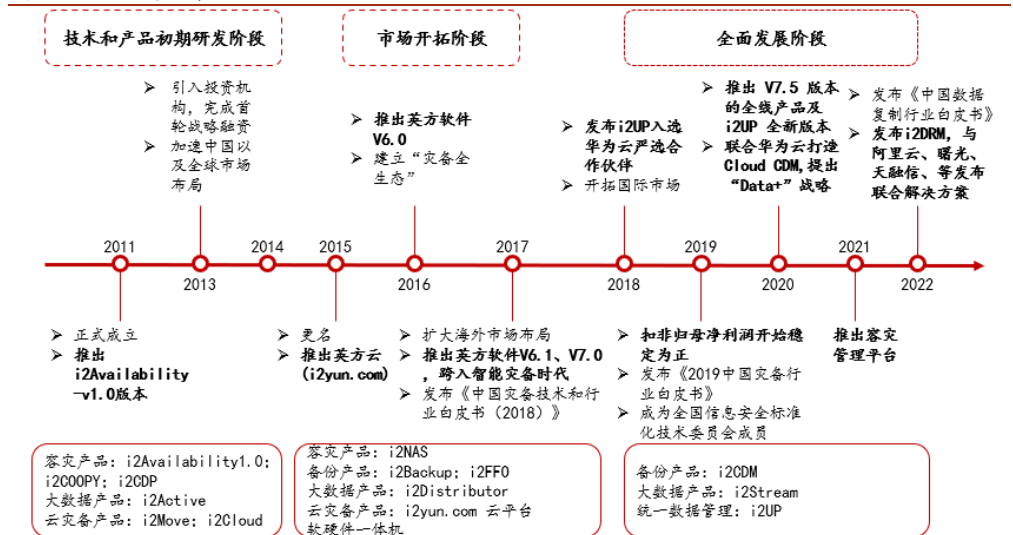
1.1 发展历程：定位第三方数据复制软件市场 横纵双向拓宽产品矩阵

公司作为我国数据复制软件行业的第一家上市公司，已引领行业发展十余年。在“数据”这一生产要素逐渐受到关注，数据安全被越来越多企业重视的背景下，公司凭借自身的特有的数据复制技术，为客户提供优质的数据复制产品与方案，为客户的数字化发展提供坚实的数据安全保障。

根据产品与技术的发展情况，公司发展一共分为三个阶段。

- ◆ **技术和产品初期研发阶段（2011年至2014年）：**专注数据复制核心技术研发，数据复制产品率先进入证券行业。依靠字节级复制核心技术，公司推出首款灾备管理软件 i2Availability1.0 版本，并初步形成了“容灾+备份+云灾备+大数据”的产品体系，主要服务于证券行业。
- ◆ **市场开拓阶段（2015年至2017年）：**横向拓宽产品系列，纵向提供多场景的产品服务。公司推出 i2Backup、i2FFO 横向拓展备份产品系列，在容灾、大数据、云灾备产品系列纵向推陈出新，并加大了市场开拓力度，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，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）：**研发与销售全面完善，寻求产品发展新动力。2018年起，公司进入全面发展阶段，在北京、上海、杭州设立研发中心；同时截至目前已经在 30 多个省市设立了本地服务团队；在产品方面，公司主要在备份产品和大数据产品领域进行纵向的产品服务完善，进一步增强了公司在统一数据管理方面的竞争力。

图1：英方软件发展历程



资料来源：英方软件官网，英方软件招股书，同花顺 iFinD，申港证券研究所

国内营销网络覆盖超 85%，销售与研发并重。公司产品为纯软件形式，且更新迭代周期较短。而在当前的纯软件产品市场上，产品的服务与产品功能本身同样重要。在当前全面发展时期，在延续前期主攻研发特点的基础上，随着业务覆盖范围的扩大，公司的本地化服务愈发受到重视。截至目前，在全国 34 个省级行政区

中公司设立的营销网络覆盖范围已达到 30 个，以保证公司产品能够流畅使用，并开拓新市场。

图2：英方软件业务分布图

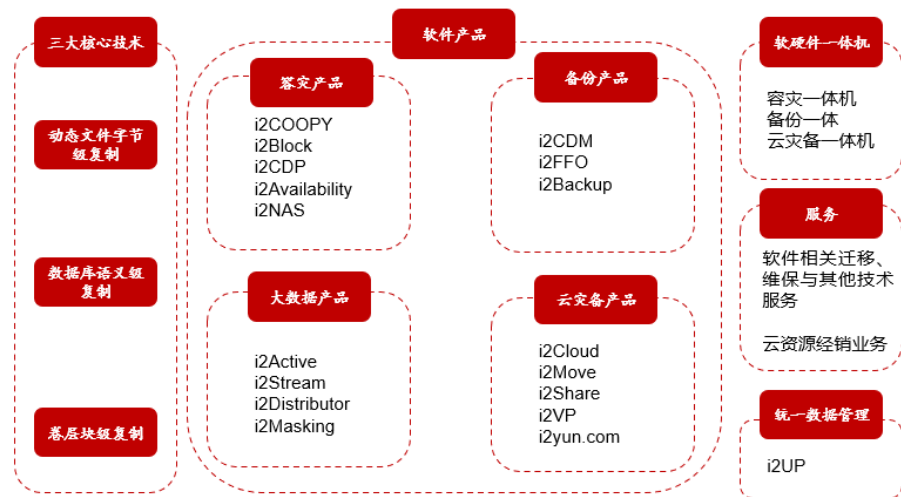


资料来源：英方软件官网，申港证券研究所

1.2 主营业务：三大技术+四大产品线 全方位覆盖经典应用场景

公司基于动态文件字节级复制、数据库语义级复制、卷层块级复制为主的核心技术，形成了以容灾、备份、云灾备与大数据方向的软件服务为主，软硬一体机产品服务为辅，加之衍生的软件相关服务与云资源经销业务。

图3：英方软件产品矩阵



资料来源：英方软件招股说明书，英方软件官网，申港证券研究所

- ◆ **容灾产品：核心技术不断进步，产品性价比高。**一方面，公司容灾产品利用的技术主要为三大核心技术之一的字节级数据复制技术。随着市场对数据复制精度提升和对 RTO、RPO 要求的提高，公司在字节级数据复制技术上注入了大量的研发力量。在另一方面，公司容灾产品支持高性能高压业务生产环境的支持且具有高效的同步性能，低延时，理想情况下可达到**毫秒级的同步延迟**，相

比同类产品性价比较高，能够在为客户提供高精度的实时数据复制服务的同时，又可以在侦测到异常情况时自动或手动地实现服务器切换，保证客户业务的连续性。

表1：英方软件容灾主要产品

类别	产品	产品介绍
容灾	i2COOPY	字节级复制技术，为用户提供 数据实时复制服务 ，适用于金融行业。
	i2Block	卷层块级复制技术，提供 首次全量复制 ，其余时间 增量复制的块级的数据复制服务 ，适用于含有海量小文件的场景。
	i2CDP	捕捉文件字节级的变化，为用户提供 持续数据保护与恢复服务 。
	i2Availability	公司推出的 首款数据复制软件 ，主要基于字节级复制技术为客户提供应用级容灾服务。
	i2NAS	为用户提供由 NAS 存储至目标端的数据复制服务 。

资料来源：英方软件招股说明书，英方软件公司官网，申港证券研究所

- ◆ **备份产品：公司基础产品，适应市场需求。**备份产品系列主要针对**定时备份场景**，与容灾产品等灾备产品比对于数据复制的实时性要求并不高，是公司的基础产品。但在传统定时备份软件的基础上，公司备份产品**根据市场需求增加了跨平台恢复、快速拉起、容灾演练自动化等新功能**。

表2：英方软件备份主要产品

类别	产品	产品介绍
备份	i2CDM	将生产服务器上的数据等进行 实时或定时备份 ，并自动进行容灾演练、开发测试，但不占用存储空间。
	i2FFO	将服务器 整机备份保存为原文件格式或虚拟机格式文件 ，并在故障时由虚拟化平台快速接管，重建业务系统，减少业务中断时间。
	i2Backup	主要通过 调用系统或应用的相关接口进行数据备份和恢复 ，软件支持各类操作系统文件系统、数据库数据备份恢复。

资料来源：英方软件招股说明书，申港证券研究所

- ◆ **大数据产品：市场需求迅速增长 金融、医疗等日常场景应用较广。**随着大数据领域的兴起与发展，**结构化数据逐渐成为企业的核心数据**，在企业的运营中有着无法取代的重要作用，如银行核心交易系统、医院 HIS 系统、公安警务综合系统等均使用结构化数据库储存核心数据。因此公司将核心数据复制技术应用拓展到大数据领域，为**金融机构、银行、医院等用户提供同构数据库双活复制、数据分发、数据流复制管理和数据脱敏等服务**。

表3：英方软件大数据主要产品

类别	产品	产品介绍
大数据	i2Active	提供 同构数据库之间的双活复制 ，可以为数据使用者提供实时数据分离，以用于数据分析。
	i2Stream	主要面向 异构数据库、大数据平台的数据流复制管理 ，实时分离传输用户所需数据，适用于大数据平台的数据快速供给，适用于金融行业等。
	i2Distributor	基于动态文件字节级复制技术，主要用于 将一台主机上的指定内容文件和流数据的复制分发至各个节点 ，适用于金融行业。
	i2Masking	主要用于 对生产端数据库的敏感数据进行变形转换 ，扩大数据的共享和使用范围。

资料来源：英方软件招股说明书，申港证券研究所

- ◆ **云灾备产品：与多方达成云战略合作，形成数据复制新生态。**公司的云灾备产品可以突破云服务部署场地或云服务供应商限制，为用户提供数据复制迁移、云迁移、虚拟机相关灾备服务、文件管理与共享以及保证企业业务连续性的云

服务，让用户数据和业务在私有云、公有云或者混合云上实现自由的流动、保护、应用和分享，且已和阿里云、腾讯云、华通云、华为云以及中国电信天翼云等达成了云战略合作伙伴协议，形成云灾备的新生态。

表4：英方软件云灾备主要产品

类别	产品	产品介绍
云灾备	i2Cloud	为企业提供云端数据实时复制和云资源的灾备管理服务。
	i2Move	为用户提供由生产服务器向本地或云端目标服务器的实时数据复制，整机热迁移服务。
	i2Share	为企业提供各类文档的本地或云端集中储存和管理服务。
	i2VP	提供大规模虚拟机的复制、备份、恢复和迁移服务。
	i2yun.com	公司提供灾备即服务（DRaaS）的云平台。

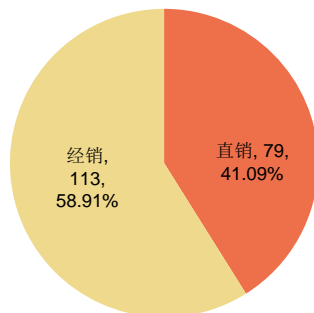
资料来源：英方软件招股说明书，申港证券研究所

1.3 经营模式：直销+经销 针对性提升服务质量

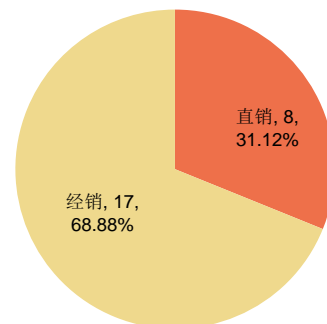
根据行业特点，公司采用直销和营销相结合的销售方式。直销+经销方式可以帮助公司有效合理配置人力资源，最大程度上为客户提供有针对性的合适的服务。

对于有定制化需求和在业内有一定影响力客户，公司采用直销模式进行针对性服务，积攒口碑。公司直销模式下的客户主要有两类：一类为金融机构及其它大型企事业单位等，另一类为战略合作客户，比如华为、曙光、浪潮、新华三等具有一定业界影响力、较强行业背景的系统集成商。对于其他客户，公司采用经销的方式，由经销商进行买断式销售。

2022年公司营业收入中，近60%的营业收入来自经销模式，其余约40%来自大客户下的经销模式。但是对比营业成本来看，经销模式的成本占比近70%，直销模式的营业成本占比仅31%左右。直销模式相对于经销来说，没有中间环节影响且客户购买力和粘性较高，性价比比较高。

图4：2022年不同营销模式营业收入（百万元）和占比（%）


资料来源：英方软件2022年年报，申港证券研究所

图5：2022年不同营销模式营业成本（百万元）和占比（%）


资料来源：英方软件2022年年报，申港证券研究所

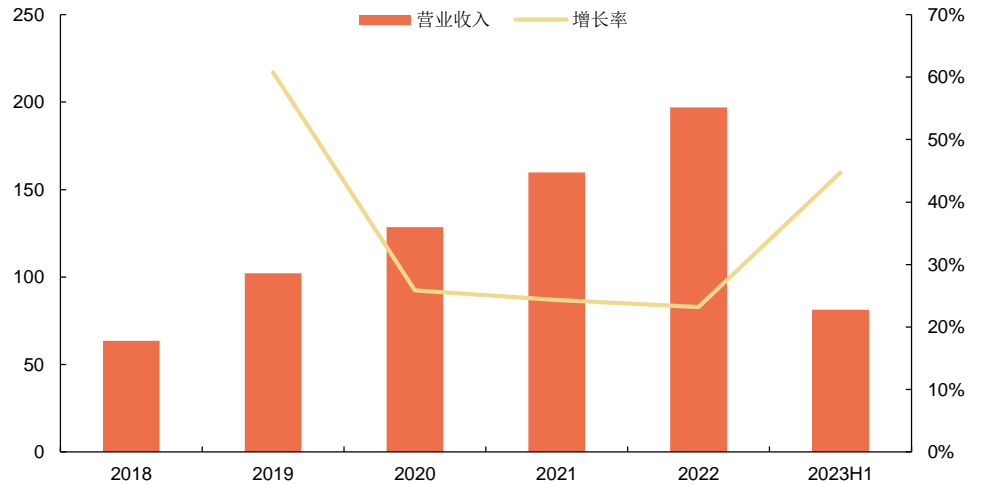
1.4 财务状况：企业成长性特点突出 软件产品渐受市场认可

1.4.1 营收：灾备软件营收占比近50% 大数据产品发展迅速

营业收入结构稳定，主营业务表现突出。公司近三年的营业收入稳步增长，公司软件产品目标市场的需求较大，由此带来公司产品销量不断增长，2019年在公司

主营业务收入大幅增长，首次突破1亿元，增长率达到61%，随后的2020至2022年，营业收入稳步增长，增长率稳定在20%以上，分别为26%、24%和23%。2023年上半年营业收入同比增长率达到了44.71%，主要是因为公司持续完善渠道建设、增加市场投入所致。

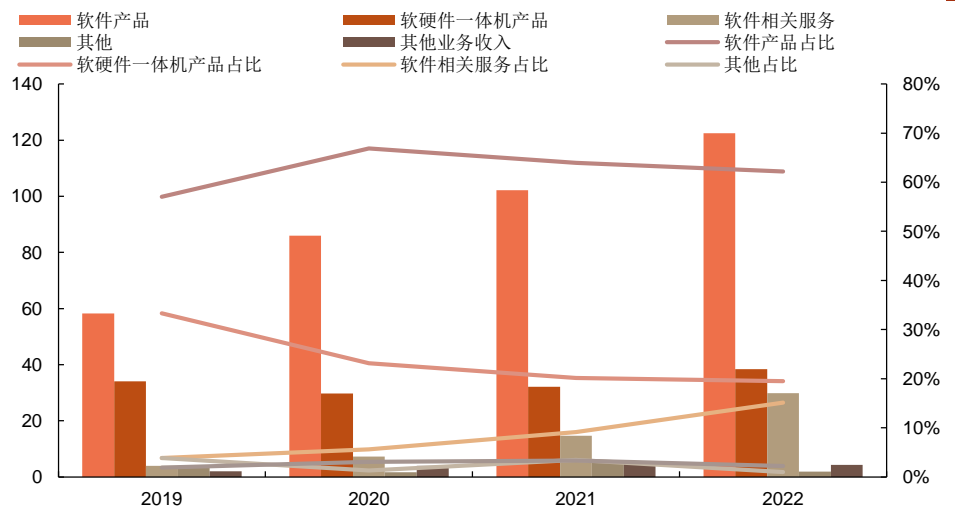
图6：英方软件营业收入（百万元）和增长率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

软件收入有力拉动主营业务收入增长，公司市场定位明确。从产品角度看，作为锚定第三方数据复制市场的企业，软件产品收入是公司收入的主力。2019年以来其占收入的比例均保持在近60%。

图7：英方软件各产品营收（百万元）与占营业收入比例（%）



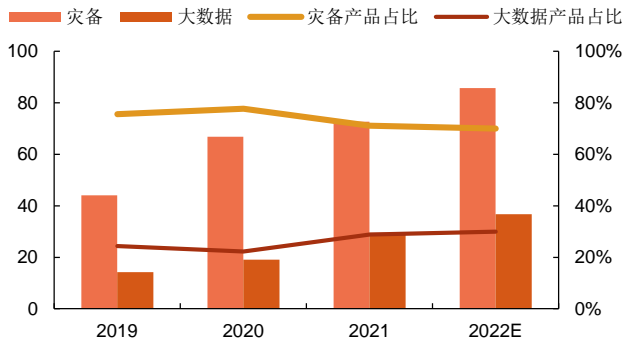
资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

大数据产品与灾备产品共同发力，软件产品销售数量增长迅速。受公司新发布的V5.7版本全线产品，以及与华为等大客户形成战略合作关系的推动，公司灾备软件销量持续增长，拉动了企业收入的提升。且随着公司提出Data+战略提出，大数据、云灾备产品逐渐为公司吸引更多客户，特别是大数据产品，近年来销量也迅速升高，有望成为公司第二个收入增长点。

我们认为，随着数字经济相关的政策落实与发展，到2023年企业营业收入有望突破两亿元，灾备软件的收入增速逐步提升并达到50%，而随着大数据产品需求的

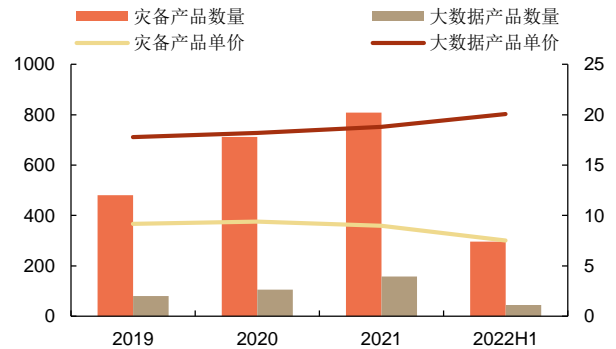
提升，企业**大数据产品**的收入增长率将逐渐超过 50%，其对企业收入的拉动能力将逐渐超过灾备软件产品。

图8：英方软件软件产品营收（百万元）与占比（%）



资料来源：英方软件招股说明书，申港证券研究所

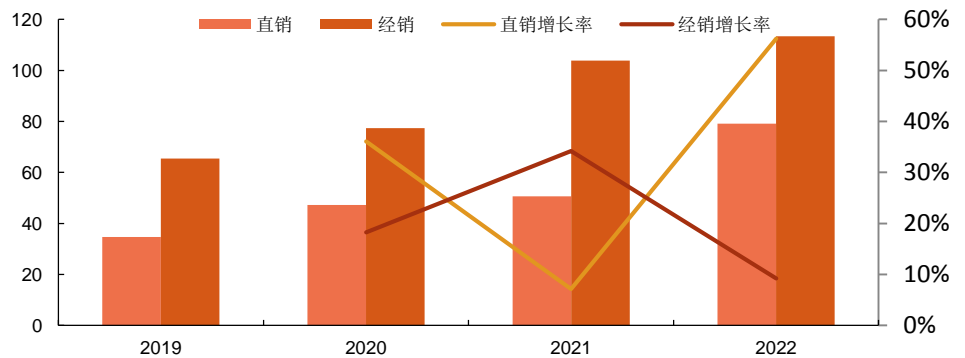
图9：英方软件软件产品数量（个）和单价（万元）变动情况



资料来源：英方软件招股说明书，申港证券研究所

从销售渠道角度看，在2022年公司经销模式带来收入113.44百万元，占比59%，直销模式收入79.11百万元，占比41%。总体来看，经销模式为主要销售方式，对于企业目前的能力来说，仅依靠直销模式很难在一众的国外竞争对手中脱颖而出，占据有力的市场份额。因此我们认为接下来企业也将更加依靠经销这一销售方式，积累经验，了解市场需求，进行技术的创新与产品的研发。

图10：英方软件不同销售模式营收（百万元）和增长率（%）



资料来源：英方软件2022年年报，英方软件招股说明书，申港证券研究所

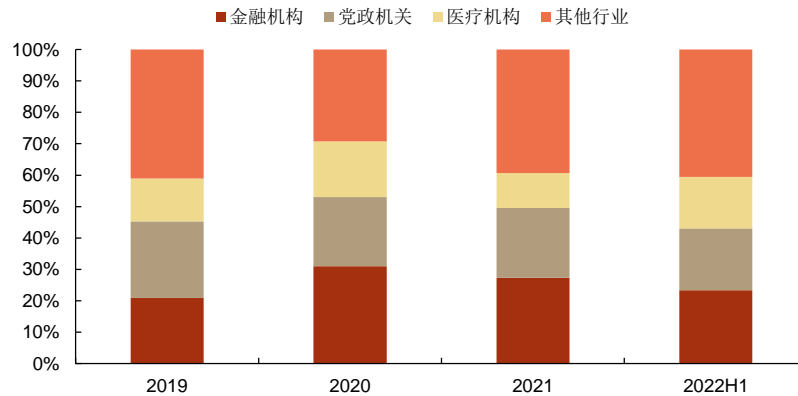
从行业的角度看，金融行业和党政机关是企业收入的主要来源，二者共占企业收入的40%以上，2022年上半年，金融行业收入和党政机关收入占比分别为23%和20%。近三年，企业其他行业的收入占比逐年增高，在29%至41%之间，这也体现了公司产品的通用性。

表5：英方软件在各行业主要客户

行业	主要客户
金融行业	工商银行、上海清算所、海通证券、国泰君安、太平保险、广发基金、永安期货、东证资管、长安信托
党政机关	环境保护部环境工程评估中心、江苏省大数据管理中心、江西省公安厅、浙江省检察院
电信运营商	国家电网有限公司、中移（苏州）软件技术有限公司、中国移动通信集团、中国电信集团公司
通信	华为技术有限公司、海能达通信股份有限公司
医疗	四川大学华西医院、重庆市人民医院、四川省妇幼保健院、辽宁省人民医院
教育	中国地质大学、湖南科技大学、浙江大学、宁波教育局

资料来源：英方软件招股说明书，英方软件官网，申港证券研究所

图11：英方软件各行业营收占比（%）

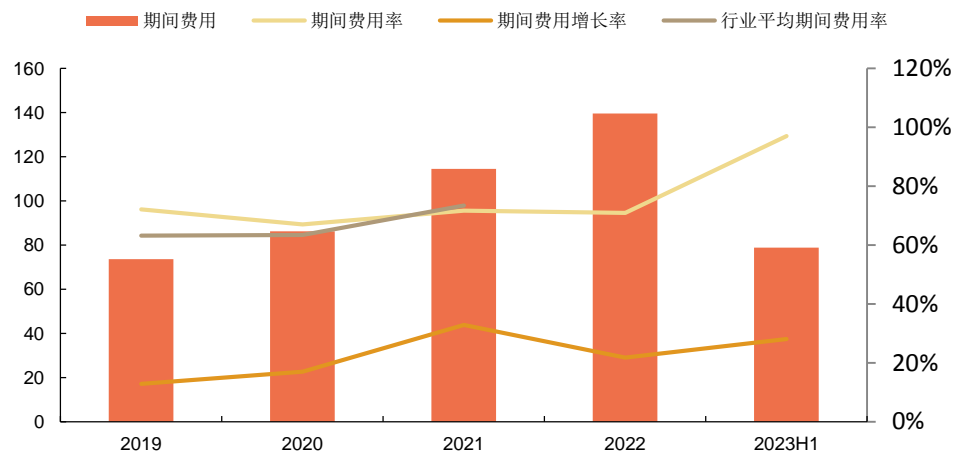


资料来源：英方软件招股说明书，申港证券研究所

1.4.2 费用：2022 年研发费用率超 35% 期间费率处合理区间

期间费用逐年增长，期间费用率处于行业平均水平。近年来公司期间费用呈现逐年增长的趋势，2021 年期间费用增长率为 33%。期间费用的增长主要是由销售费用与研发费用的增长引起的，2022 年公司期间费用增长趋缓，增长率为 22%，整体上由于公司正处于成长期，2019-2023H1 年公司期间费用率总体上呈上升趋势，与行业平均水平相比略高。主要因为公司扩大销售费用及研发费用投入。

图12：英方软件期间费用（百万元）、费用率（%）及增速（%）



资料来源：同花顺 iFinD，英方软件招股说明书，同行业可比公司年度报告，同行业可比公司招股说明书，申港证券研究所

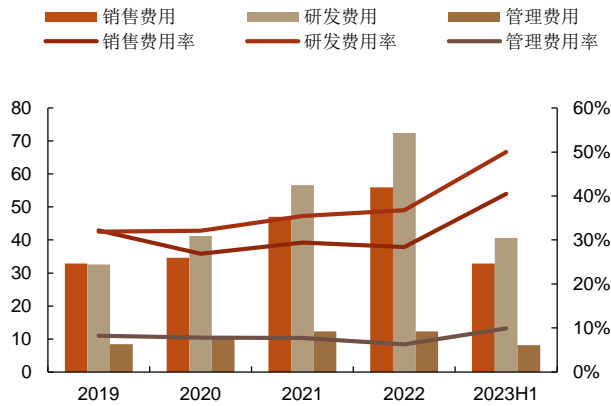
近三年研发与销售费用率达 60%左右，研发与销售费用是推动公司发展的主力。

对于销售费用，由于近年来公司聘用销售人员用以扩展营销网络并建设营销网点，2019 至 2022 年之间，公司销售费用率维持在 27%至 32%之间，因此我们预计公司近年仍将持续投入资金建设销售网络，以此推动公司拓展市场，其销售费用率将保持在 30%至 40%之间并呈现增长趋势。

对于研发费用，由于当前公司研发支出均做费用化处理，公司研发费用率高于行业平均水平。当前公司对大数据产品相关技术、数据库兼容、核心数据复制技术

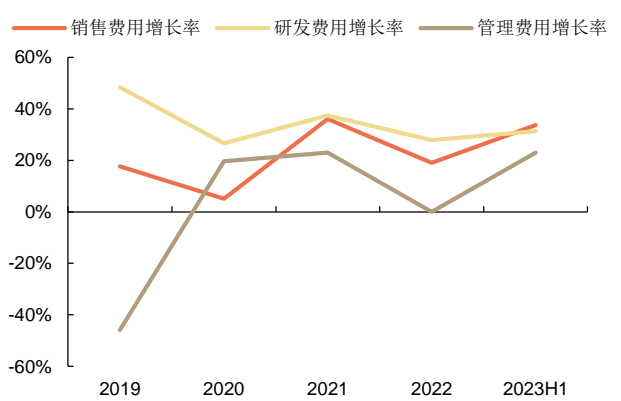
的研发投入较大，对相关研发人员的需求也不断增加，2022 年公司研发费用率达到 37%。而我们认为，随着上市募集资金后对相关项目的投入，以及当前市场相关技术应用尚不成熟，公司将持续加大研发投入，通过提前布局，更新和研发更适用于当前市场需求的核心技术，预计研发费用率将保持在 40%左右的较高水平。

图13：英方软件期间费用（百万元）和费用率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

图14：英方软件期间费用增长率（%）

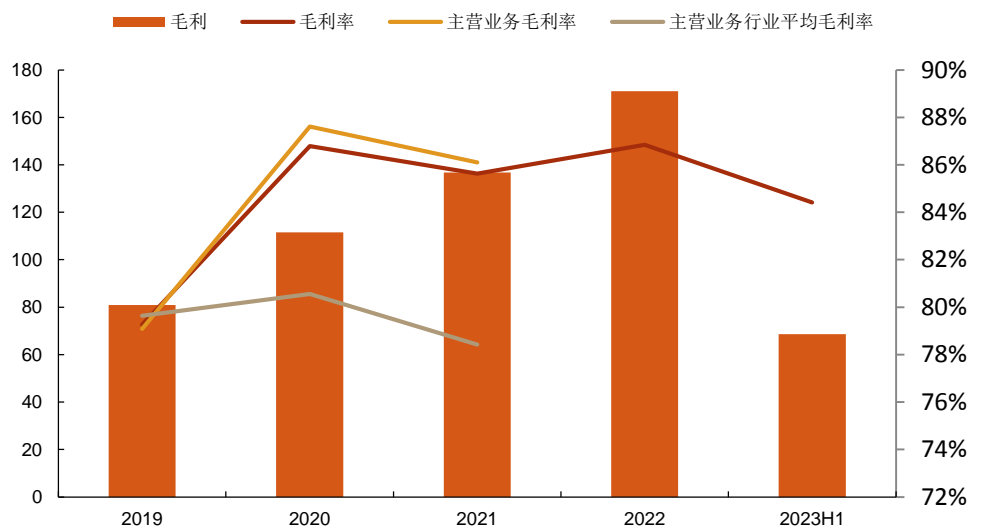


资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

1.4.3 毛利率及净利率：主营毛利率稳步提升 企业成长性特点显著

企业毛利稳定增长，2020 年、2021 年高于行业平均水平。总体上公司毛利率增长稳定，从 2019 年的 79.26% 增至 2022 年的 86.85%，2019-2021 年略高于同行业平均水平，这是由于公司主要产品为标准化软件，主营的软件产品营收增长，且在企业营收中占比较大，推动企业毛利率稳定提升。但 2021 年公司毛利率略有下降，主要受到了公司软件产品营收占比下降，而毛利率相对较低的软硬一体机业务增长影响。

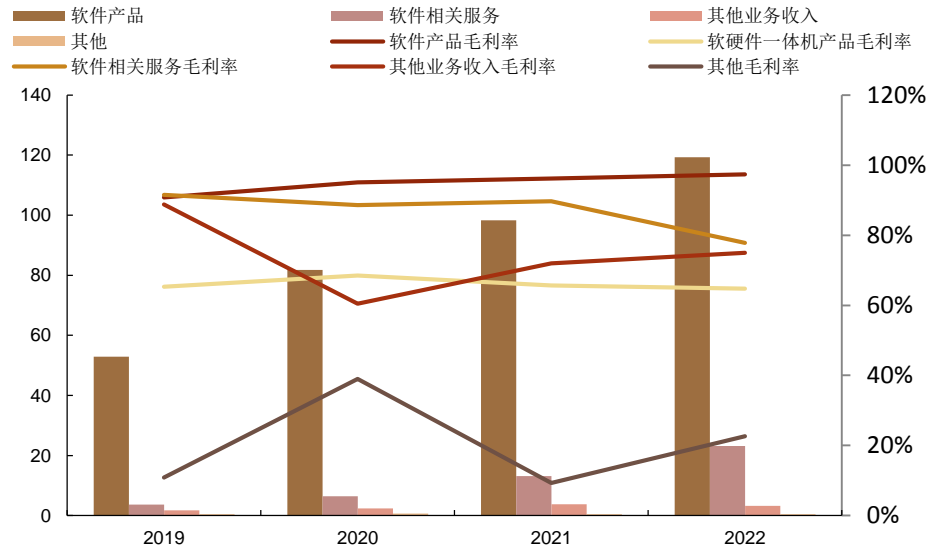
图15：英方软件毛利（百万元）和毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，英方软件招股说明书，同行业可比各上市公司公告和拟上市招股说明书，申港证券研究所

利润扭亏为盈，企业成长性特点体现。随着公司新版本全线产品发布，大数据产品推出以及与华为等知名客户的合作逐渐紧密，企业知名度提升。

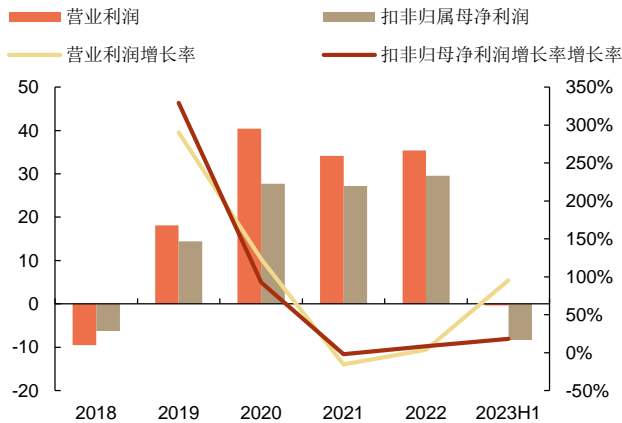
图16：英方软件各产品毛利（百万元）和毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

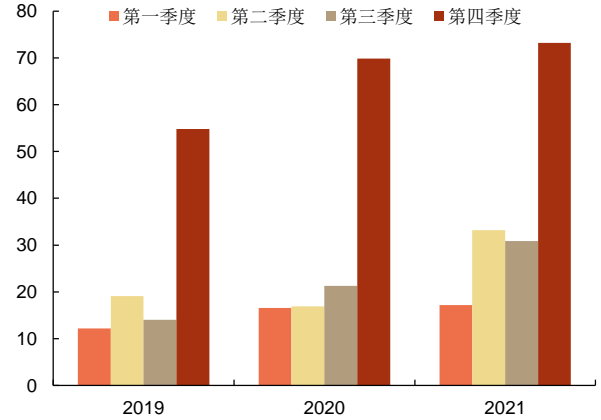
2023H1 扣非归母净利率增长 18%，2023 全年有望持续向好。 2022 H1，受业务营收与利润的周期性波动以及研发、销售费用的加大投入，扣非归母净利润约为-1019 万，2022H2 随着项目的交付以及年度确认收入，2022 年扣非归母净利润达到了 2954 万元，同比增长率回正至 8.56%。随着 2023H2 项目陆续交付，我们预计 2023 年企业营业利润会随之恢复并持续向好。

图17: 英方软件利润 (百万元) 与增长率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

图18: 英方软件各季度主营业务收入 (百万元)



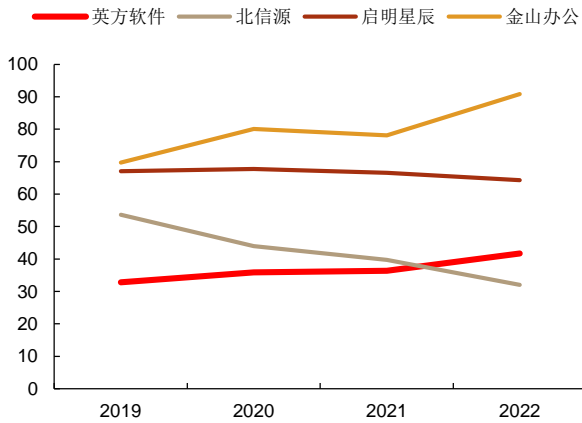
资料来源：英方软件招股说明书，申港证券研究所

人均创利迅速增长，盈利能力逐渐凸显。作为正处于由起步向扩张阶段过渡的企业，虽然与同行业其他企业相比，公司人均创收水平不高，但 2019 年公司人均创收成功突破了 30 万元，并随着产品的创新与销量的增长，2022 年超过北信源。

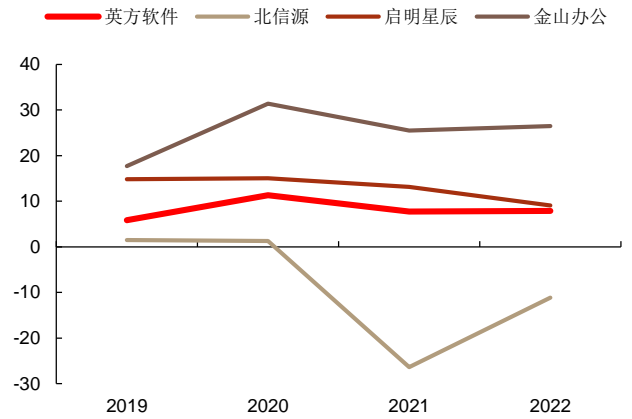
人均创收达持续向好，企业来到良性规模扩张的成长阶段。而对于人均创利，由于企业主营标准化软件产品的自身特点，毛利率较高，在企业近年来频繁招聘研发、销售人员的情况下，人均创利仍呈迅速增长趋势，达到行业平均水平，人均创利维持在 8 万元左右并呈现增长趋势，也说明了企业正处于良性规模扩张和成长阶段，公司发展势头迅猛。

图19: 英方软件人均创收 (万元)

图20: 英方软件人均创利 (万元)



资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所



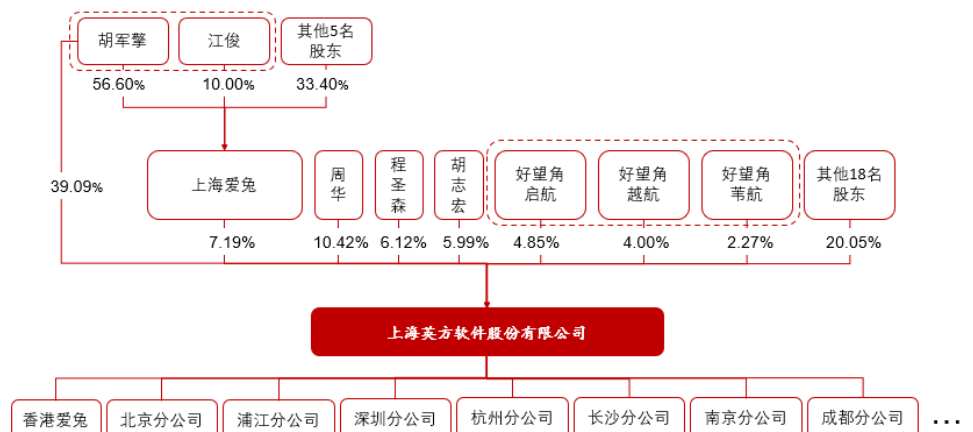
资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

1.5 股权结构：管理层专业水平较高 公司股权结构稳定

管理层经验丰富，专业水平较高。公司创始人胡军擎先生在创立公司前曾任国防科工委杭州可靠性仪器厂测试工程师，并在多家科技公司担任工程师或销售经理，不仅精通行业内技术发展情况，更了解国内市场趋势。公司股东、副总经理、创始人妻子江俊女士曾在中国网通（集团）、中国联通担任销售经理职务，对市场，特别是公司产品的受众有着深入的了解。公司股东、副总经理周华先生曾任公司技术总监，是公司核心技术人员。

公司股权结构稳定，创始人为公司第一大股东。公司创始人胡军擎先生直接持有，并通过上海爱兔间接持股超 40%，公司创始人胡军擎先生与公司核心技术人员周华先生为公司的前两大股东，创始人对公司发展可控。

图21：英方软件股权结构（截至 2023 年 1 月 16 日）



资料来源：英方软件招股说明书，申港证券研究所

2. 行业：信创+数据要素市场驱动 数据复制产品刚需增长

2.1 需求端：信创与数据要素市场发展 公司产品潜力突显

2.1.1 信创市场有力驱动 数据复制产品需求增长

信创替代四大板块明确，多环节体现数据复制产品需求。受外部环境倒逼与我国信息产业的迅速发展，“信创”一词被频繁提及，其旨在用国产操作系统、基础软

件、数据库等替代原本的外国产品。自 2020 年信创进入推广期以来，信创产业分硬件、软件、实际应用和信息安全四大信创产业板块结构逐渐明确。

图22：信创产业链

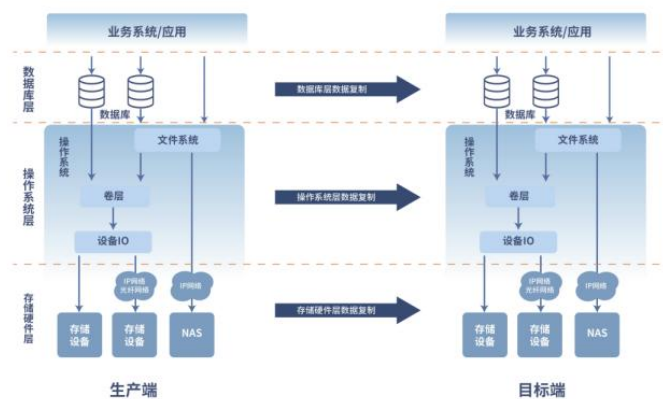


资料来源：艾媒网，艾媒咨询《2023 年中国信创产业发展白皮书》，前瞻经济学人，前瞻产业研究院预见 2022：《2022 年中国信创产业全景图谱》，申港证券研究所

想要实现国产替代，一方面需要将数据从原本的外国数据库、操作系统中复制迁移到对应的国产产品中，另一方面在数据迁移后，仍需要利用国产的灾备产品进行数据信息安全的保障，两方面的需求均离不开数据复制技术和产品的支持。

信创市场潜力持续释放，数据迁移刚需凸显。由于在信创提出之前，我国的 IT 产业生态基本是建立在海外科技企业的软硬件之上，包括 CPU（英特尔等）、操作系统（微软、苹果等）、数据库（Oracle、微软等）、中间件（IBM、Oracle 等）、应用软件（Office365、Adobe 等）、安全软件（Kaspersky、ESET、MAC）等。想要实现国产替代，便需要将数据从原来的外国数据库、操作系统中复制迁移到国产产品中，这类需求离不开对应的数据复制技术和产品的支持。

图23：数据复制三个层级



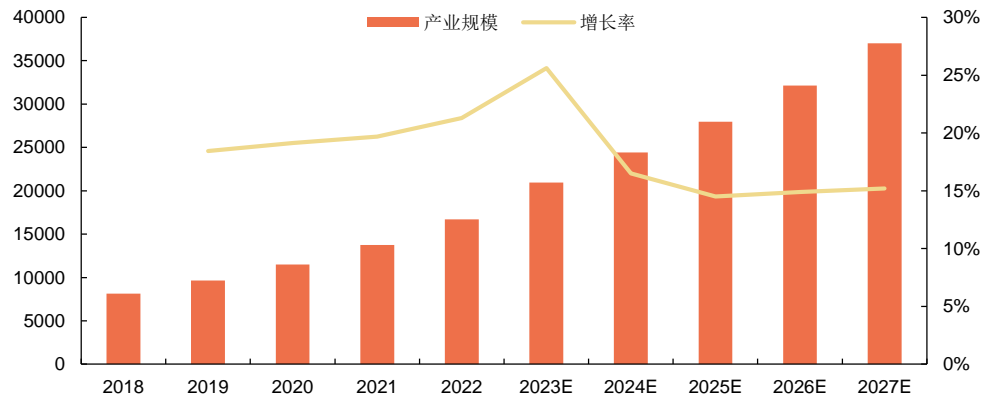
资料来源：英方软件招股说明书，申港证券研究所

根据艾媒网相关数据，2022 年我国信创产业市场规模达到约 16689 亿元。另外，按照相关要求，自 2023 年起所有中央企业每季度末向国资委报送信创系统替换进度，说明 2023 年开始信创产业将从“关键环节、部分市场”走向“全产业链、全行业”的信息技术升级，全面构建国产自主的 IT 标准与服务生态。

随着信创产业的发展，政策要求的国产替代逐步落地，信创市场对于数据复制和

迁移产品成为刚需。在 2023 年的明确政策要求驱动下，信创市场增速预计可达 25%，并随之保持约 15% 的稳定增速，由此驱动数据迁移整体需求保持增长潜力。

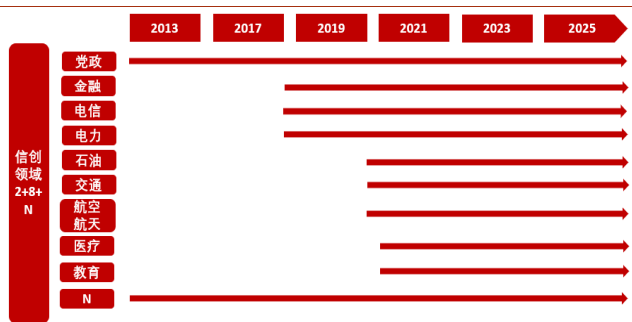
图24：中国信创产业规模（亿元）与增长率（%）



资料来源：艾媒网，艾媒咨询《2023年中国信创产业发展白皮书》，申港证券研究所

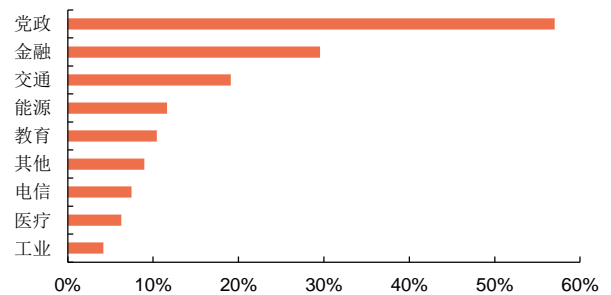
“2+8+N”架构形成，党政与金融为首的多领域均存在数据复制需求。当前信创产业落地进度为“2+8+N”模式，即党政行业首先进行落地，其次为金融，电信、电力等 8 个行业，再次是除以上 10 个行业外的其他 N 个行业。截至 2021 年底，信创在党政领域的不同程度落地实践率已经达到 57%，党政信创处于发展完善的“收官”状态，相比之下，处于第二阶段的 8 大行业中部分行业，比如医疗、能源行业的信创尚处于起步阶段，应用落地率尚未超过 30%，信创发展潜力较大，由此对于数据复制产品的刚需也较大。

图25：信创产业落地领域



资料来源：工信部，艾媒网，艾媒咨询《2023年中国信创产业发展白皮书》，申港证券研究所

图26：截至 2021 年 12 月底各领域信创应用落地进程（%）



资料来源：工信部及下属机构，地方经信委，数字化讲习所《金融信创开始全面推广，信创生态初现轮廓》，零壹智库，申港证券研究所

当前市场外国软件主导，信息安全保障市场对数据复制国产软件需求增长。近年来国家频繁出台有关信创的相关政策，其中自主可控、安全、国产化替代关键词频频出现。随着近年来国际局势的复杂变化，关键技术和产品国产变成了信息安全的重要一环。

而在涉及数据安全这一领域时，关注数据复制市场却可以看到由于我国数据复制技术研发起步较晚，当前的市场主流软件仍以外国软件为主。因此对于数据复制软件企业来说，在国产化替代，特别是政务市场国产化替代的浪潮下，在数据安全保障领域，我国数据复制企业迎来发展的机遇，企业提前布局数据复制技术研发与创新，承国产化趋势与机遇，便能在未来占据有利的市场地位，获得稳定的合作客户。

表6: 信创政策总结 (不完全统计)

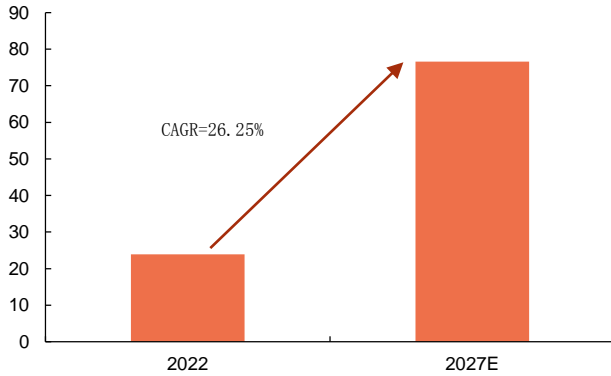
时间	发布部门	政策内容	相关内容
2022-06	国务院	《关于加强数字政府建设的指导意见》	加强自主创新, 加快数字政府建设领域关键核心技术攻关, 强化安全可靠技术和产品应用, 切实提高自主可控水平。
2022-01	发改委	《“十四五”推进国家政务信息化规划》	到 2025 年, 政务信息化建设总体迈入以数据赋能、协同治理、智慧决策、优质服务为主要特征的融慧治理新阶段, 跨部门、跨地区、跨层级的技术融合、数据融合、业务融合成为政务信息化创新的主要路径。
2021-12	工信部	《“十四五”大数据产业发展规划》	到 2025 年底大数据产业测算规模突破 3 万亿元的增长目标, 以及数据要素价值体系、现代化大数据产业体系建设等方面新目标。
2021-11	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	加快推动数字产业化, 增强关键技术创新能力, 提升核心产业竞争力。提升核心产业竞争力方面, 要着力提升基础软硬件、核心电子元器件、关键基础材料和生产装备的供给水平, 强化关键产品自给保障能力。
2020-08	国务院	《关于新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策的通知》	为进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境, 深化产业国际合作, 提升产业创新能力和发展质量, 加速国内科技产业建设, 推动国产替代进程。
2020-01	国务院	《国家政务信息化项目建设管理办法》	“安全可靠”、“网络安全”成为重点, 政务信息化项目在报批阶段, 要对产品的安全可靠情况进行说明。
2019-09	工信部	《关于促进网络安全产业“发展的指导意见(征求意见稿)》	提出突破网络安全关键技术, 积极创新网络安全服务模式, 打造网络安全产业生态、全技术应用。
2017-05	国家保密局、中央网信办	《关于实施涉密领域国产化替代工程的通知》	至 2020 年涉密网络中应用系统完成向自主可控涉密专用计算平台的适应性改造和迁移, 涉密网络终端和涉密单机完成涉密专用计算机替代, 服务器和存储系统基本完成替代, 网络和办公自动化设备逐步实现替代。
2016-12	国务院	《“十三五”国家信息化规划》	到 2020 年, “数字中国”建设取得显著成效, 信息化发展水平大幅跃升, 信息化能力跻身国际前列, 具有国际竞争力、安全可控的信息产业生态体系基本建立。同时, 信息技术和经济社会发展深度融合, 数字鸿沟明显缩小, 数字红利充分释放。
2016-12	工信部	《软件和信息技术服务业发展规划(2016-2020年)》	着力突破核心技术, 到 2020 年基本形成具有竞争力业生态体系。
2016-07	中共中央、国务院	《国家信息化发展战略纲要》	到 2025 年, 根本改变核心关键技术受制于人的局面, 形成安全可控的信息技术产业体系, 电子政务应用和信息惠民水平大幅提高。

资料来源: 前瞻经济学人, 前瞻产业研究院《重磅! 中国信创行业政策汇总及解读“自主可控”将全面推进》, 华经情报网, 华经产业研究院《2022年中国数据复制软件市场规模、应用场景及市场发展前景预测》, 中国政府网, 申港证券研究所

2.1.2 数据爆炸时代到来 数据要素市场发展推动灾备产品需求增长

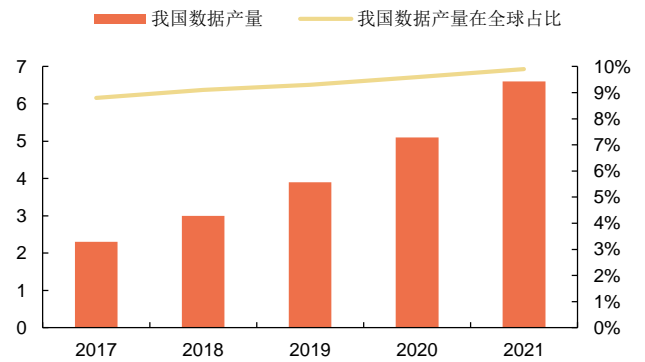
我国数据规模迅速增长, 数据要素市场化进程加速。近年来我国数据规模迅速增长, 根据 IDC 数据, 2022 年中国产生的数据规模达 23.88ZB, 并预计在 2027 年达到 76.6ZB, 成为全球第一。在此背景之下, 数据的价值逐渐被发现。2019 年, 十九届四中全会首次将数据列为新型生产要素, 与土地、劳动力、资本、技术等生产要素并列。

图27: 中国数据量增长趋势 (ZB)



资料来源: IDC《数据智能走向快车道——<IDC Innovators: 中国数据智能市场, 2023>报告发布》, Global DataSphere 2023, 申港证券研究所

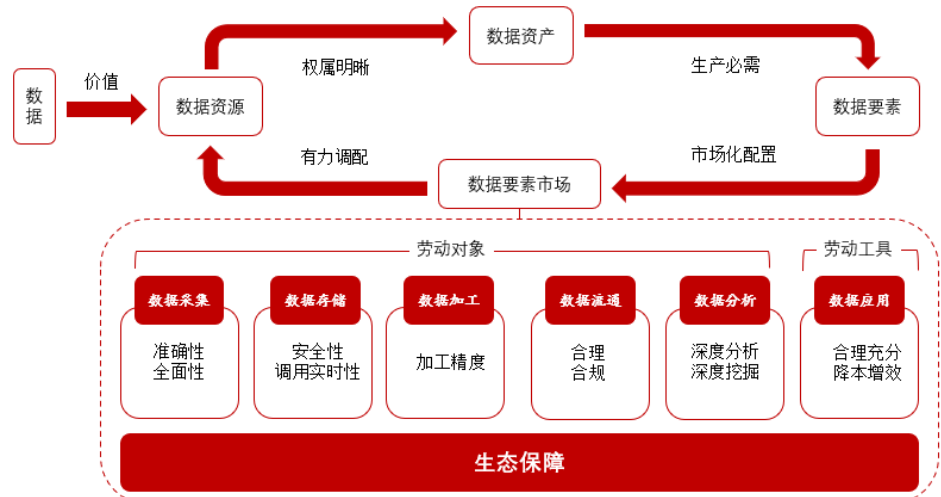
图28: 中国数据产量 (ZB) 和占全球数据产量比重 (%)



资料来源: 国家网信办《数字中国发展报告 (2021年)》, 中国信息通信研究院, 中国网络空间研究院, 申港证券研究所

数据要素市场发展促进各行业对数据安全的**需求增加**, 进而对数据复制软件特别是灾备软件的需求增长。数据安全作为市场有序发展的保证, 是数据要素市场发展完善过程中不可或缺的一大重要模块, 为数据要素市场的形成和发展提供支撑和生态保障的作用。随着数据要素的市场化, 市场对于数据安全的**需求也**逐渐增加。

图29: 数据流通图示

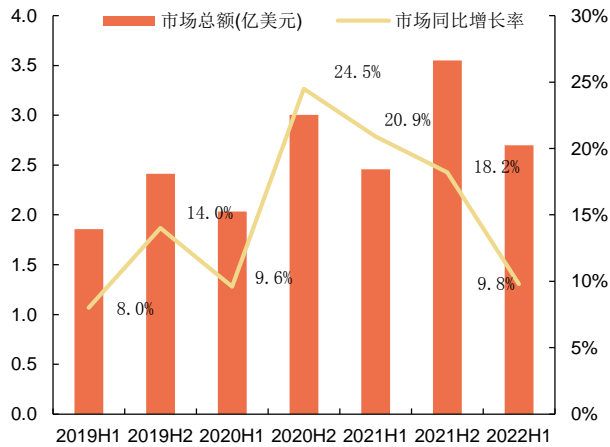


资料来源: 智慧城市行业分析, 数据要素政策库, 国家工业信息安全发展研究中心《中国数据要素市场发展研究报告 (2020-2021)》, 申港证券研究所

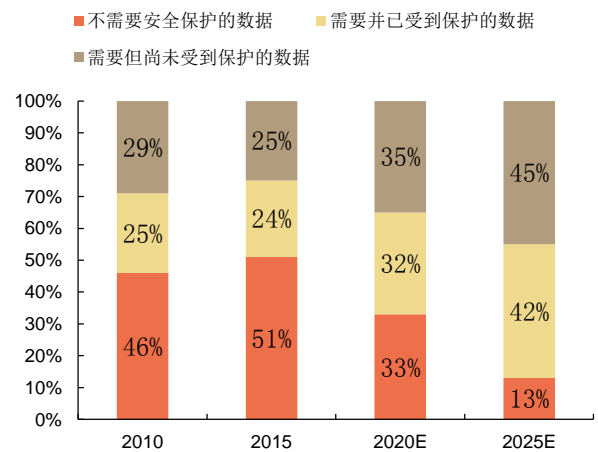
数据安全市场规模增长, 数据安全保护**仍需加强**。在技术方面分布式架构落地, 与市场方面异构环境下金融、电信、制造业和教育行业在业务永续方面的要求逐步提升的推动, 数据复制与保护市场规模波动增长。但数据安全保护现状并不乐观, 全球需要但尚未收到保护数据比例正迅速提高, 因此随着数据要素价值的提升, “数据二十条”正式发布, 数据安全保护市场规模仍将保持增长趋势, 而其中对于数据复制这一基础产品的需求也有望持续增长。

图30: 中国数据安全与保护市场规模 (亿美元) 及变动 (%)

图31: 全球数据安全实际情况



资料来源：新浪财经《IDC：上半年数据复制与保护市场规模达2.7亿美元同比增长9.8%》，IDC《IDC：内外“压力”共同推动中国DR&P市场将保持健康增长》，IDC《中国数据复制与保护系统市场季度跟踪报告，2022上半年》，申港证券研究所



资料来源：三个皮匠报告，IDC&希捷《数据时代2025》，申港证券研究所

2.2 供给端：第三方数据复制优势独特 云灾备与大数据方向发展迅速

2.2.1 数据复制竞争格局清晰 第三方数据复制软件契合信创需求

从同行业竞争者角度看，根据企业主营业务的不同，当前数据复制市场的竞争者主要分为三类：存储硬件企业、数据库企业以及第三方数据复制软件企业。面对信创市场国产替代对于数据复制和迁移产品的需求，国内第三方数据复制软件产品不论是与存储硬件、数据库企业相比，还是与外国的第三方数据复制软件企业相比都具有明显的优势。

由于存储硬件企业和数据库企业主要专注于自身产品，对于数据复制技术并没有专门的开发，即使产品有数据复制的功能，也仅是自身产品间的数据复制，或者是同构数据库之间的数据复制，兼容性有限。但是当前市场，特别是信创替代市场更需要异构数据库的复制迁移，或者是不同操作系统、存储硬件间的复制迁移，对数据复制技术的要求更高，产品兼容性更强，因此专注数据复制的第三方数据复制产品更有优势。

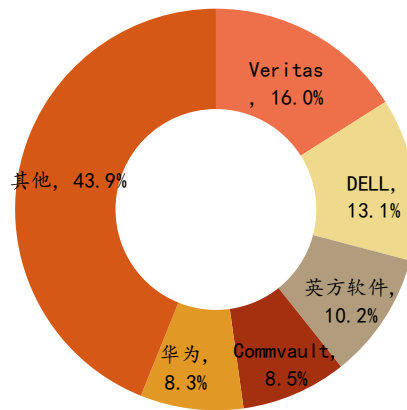
表7：不同类型竞争产品对比

企业类型	主营业务	特点	缺点
存储硬件企业	存储硬件销售	数据复制软件是其主营业务延伸，用以完善主营产品，促进主营产品销售。	基于存储硬件层，对于本公司存储硬件的适配性较高，稳定性较强，只支持本公司、同型号存储硬件间的数据复制。
数据库企业	数据库销售	数据复制软件是其主营业务延伸，用以丰富主营业务。	数据复制软件用于提升本公司数据库产品功能性能，只支持本公司数据库间、或由其它数据库向本公司数据库的数据复制。
第三方数据复制软件企业	专注于数据复制软件开发	支持多种品牌和型号的存储硬件或数据库，具有较强的灵活性。同时，企业也依托其数据复制核心技术，不断拓宽业务边界，将数据复制软件的应用从经典的灾备领域，向数据集成、数据治理等领域延伸。	

资料来源：英方软件招股说明书，申港证券研究所

第三方数据复制行业呈现以国外竞争者为主，国内竞争者市场尚待开发的特点。在国产替代的趋势下，国内第三方数据复制软件市场方兴未艾，仅有英方软件与迪思杰两家本土公司，英方软件为该领域内唯一一家上市的企业，短期内国内很难有企业能发展到与之相似的规模。

图32：2021年中国数据复制与保护市场纯软件市场占有率（%）



资料来源：华经产业研究院，英方软件招股说明书、IDC，华经情报网《2022年中国数据复制软件行业现状与竞争格局分析，基础软件国产化发展前景广阔「图」》，申港证券研究所

表8：数据复制行业主要企业对比（市值数据来自 wind，截止至 2022.4.30）

类型	企业名称	市场地位与经营能力	企业服务简介
存储硬件企业	DELL EMC	全球存储服务器龙头公司，Dell Technologies 市值超 350 亿美元。	可在云中部署备份，或通过备份、复制、长期保留和灾难恢复扩展至云；可将数据保护到 AWS、Azure 或 Vmware Cloud on AWS ；支持磁带库和虚拟带库作为备份介质。
	IBM	全球知名的信息技术和业务解决方案公司。市值超 1100 亿美元。	捕获引擎重量轻、占用空间小，并对运行数据库更改的源服务器影响低。通过只发送已更改的数据来帮助减少处理开销和网络流量。复制可以连续进行，也可以定期进行。
	华为	全球领先的 ICT（信息与通信）基础设施和智能终端提供商。	以华为存储硬件和华为虚拟化平台为载体，搭配软件管理平台，提供主备容灾、两地三中心、和双活数据中心等业务连续性灾备解决方案。主要特点为生产和容灾中心均双活，应用零中断，数据零丢失；管理可视化。
数据库企业	Oracle	国际知名的软件公司，在关系型数据库市场始终保持领先。市值超 1900 亿美元。	拥有高可用性解决方案，可实现实时数据集成、事务性更改数据捕获、数据复制、转换以及交易和分析系统之间的验证，具备异构复制、实时数据流和分析、以及于大数据技术集成等能力。
第三方数据复制软件企业	Commvault	全球备份领域领导者，2021 财年收入 7.2 亿美元。市值 27.2 亿美元。	提供针对各类数据源的统一数据保护和恢复管理；支持数据在 Azure 云和 AWS 云之间流动 ；支持自动演练编排和一键式的恢复；支持连续的数据复制、分钟级的 RPOs 以及接近于零的 RTOs ；通过 CDM 可实现灵活数据副本管理，满足测试和开发的需要。
	Veritas	全球企业级数据管理领域的领导者，年收入超 20 亿美元。	专为庞大的复杂异构环境提供企业级多云数据管理解决方案。存储虚拟化解决方案以工作负载为中心，可抽象化来自基础架构的应用程序，运用企业级功能实现业务连续性、性能优化和基础架构敏捷性。
	Veeam	全球云数据管理备份解决方案的领导者，2020 年合同收入超 10 亿元。	支持将任何工作负载备份、恢复或迁移到 AWS 或 Microsoft Azure ，或者从中进行备份、恢复或迁移。支持使用任何存储提供商的硬件从快照快速创建备份和复制副本。可实现自动编排备份数据的验证、恢复、安全合规性检查和虚拟化沙盒试验。
	Rubrik	全球云灾备和数据管理解决方案领导者，2019 财	通过跨物理机、虚拟机和云环境检测各种数据源，自动发现保护对象。备份服务通过的 API 自动发现所有连接器的

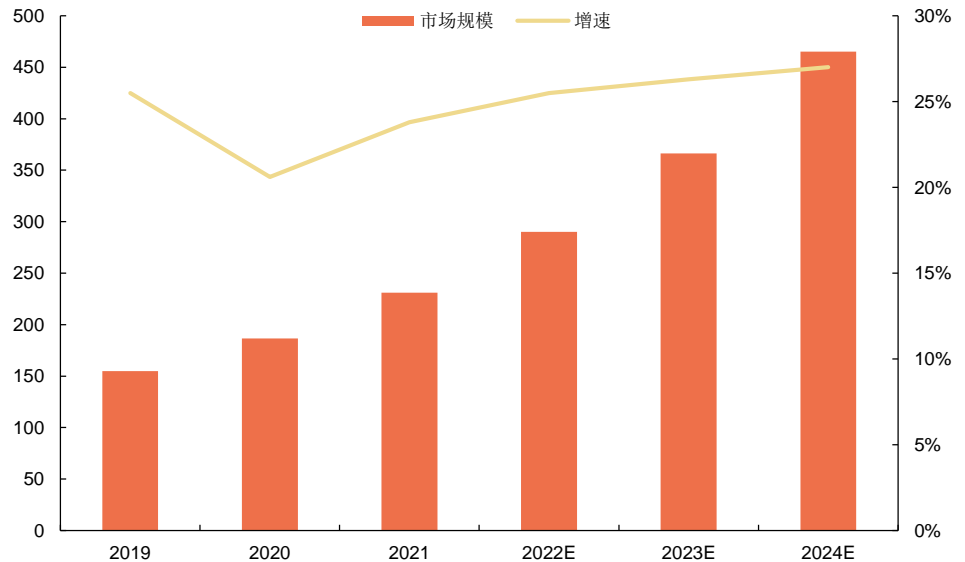
类型	企业名称	市场地位与经营能力	企业服务简介
		年收入 6 亿美元。	新部署和更新。对于 AWS 等云环境 ，用户只需提供登录信息即可实现备份。在混合和多云 IT 环境中完成自动化数据保护。
	Cohesity	全球超融合数据管理领域独角兽企业，2021 年估值 37 亿美元。	采用单一、超大规模架构；广泛支持各类数据源；能够大规模即时还原文件、对象、数据库和虚拟机等；备份不可修改，可一次写入多次读取，用于勒索软件防护； RPO 和 RTO 接近于 0。
	英方软件	数据复制行业第一股，2021 年度收入 1.60 亿元。	深耕于数据复制领域，形成了以 动态文件字节级复制、数据库语义级复制和卷层块级复制 为代表的一系列核心技术体系，构建了“容灾+备份+云灾备+大数据”的完整产品体系。
	迪思杰	国内领先的数据库复制软件企业。	DSG 数据库实时采集技术 ，支持实时采集技术、定时采集技术，支持实时转换或者批处理， 支持跨平台数据交换和共享。

资料来源：英方软件招股说明书，wind，申港证券研究所

2.2.2 云计算与大数据发展迅速 推动数据复制技术应用领域拓展

当前大数据与云计算市场发展，潜力不断释放。大数据市场增速平稳，大数据软件产品市场前景广阔。对于具体的大数据市场情况，当前大数据市场规模呈现稳定增长的总体趋势，根据赛迪 CCIDnet 预计，2023 和 2024 年的增长率分别为 26.3%和 27%，这为大数据软件企业提供了较为广阔发展空间。

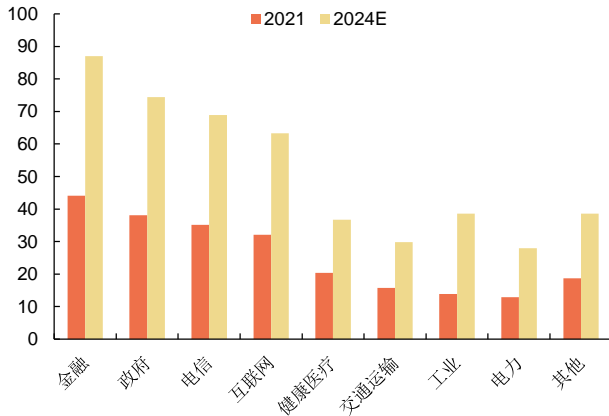
图33：2019 至 2023 中国大数据分析市场规模（亿元）、增速（%）及预测



资料来源：艾瑞网《我国大数据分析市场发展分析》，赛迪 CCIDnet，申港证券研究所

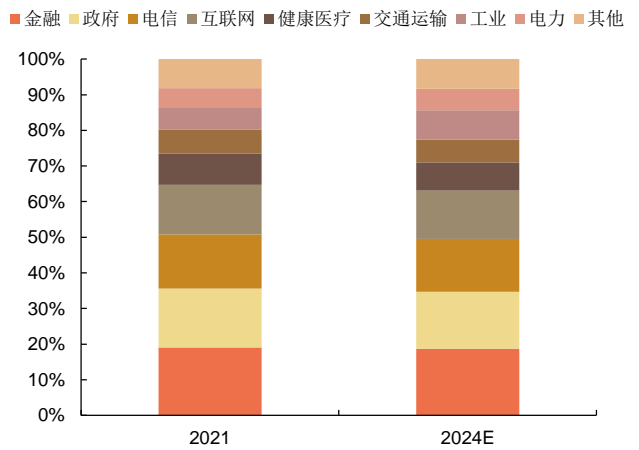
金融、政务行业大数据发展领先，工业行业潜力较大。虽然当前金融、政务、通信、医疗领域毫无疑问是大数据应用和发展较为迅速和火热的行业，也是当前大多数大数据软件企业主要利润的来源行业。预计到 2024 年，与 2021 年的行业规模来看，上述行业的复合增长率均保持在 20%至 26%之间，而工业行业大数据市场复合增长率可以达到 40%，有望后来居上，相比之下工业行业的大数据市场具有一定的发展潜力。

图34: 各行业大数据分析市场规模 (亿元) 及预测



资料来源: 艾瑞网《我国大数据分析市场发展分析》, 赛迪 CCIDnet, 申港证券研究所

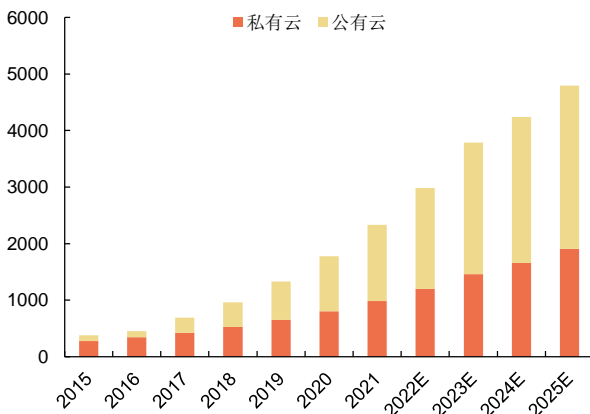
图35: 各行业大数据分析市场占比 (%)



资料来源: 艾瑞网《我国大数据分析市场发展分析》, 赛迪 CCIDnet, 申港证券研究所

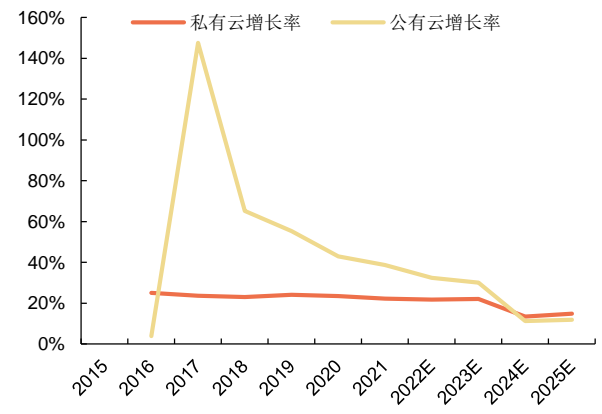
云计算市场规模扩展, 公有云为市场发展趋势。根据艾媒网统计, 2021 年中国云计算市场规模达到 2330.6 亿元, 预计 2022 年达到 2983.4 亿元。而随着企业数字化转型的需求增加, 企业对云计算的服务需求持续增长, 中国云计算市场的发展, 其中公有云增速将为未来趋势, 增速远高于私有云市场规模增速。

图36: 2015 至 2025 中国云计算市场规模 (亿元)



资料来源: 艾媒网, 艾媒咨询《2021-2022 年中国云计算行业发展报告》, 艾媒数据中心, 申港证券研究所

图37: 2015 至 2025 中国公有云和私有云市场规模增速 (%)



资料来源: 艾媒网, 艾媒咨询《2021-2022 年中国云计算行业发展报告》, 艾媒数据中心, 申港证券研究所

随着大数据和云计算市场发展, 对应的数据复制需求将逐渐增长。第三方数据复制软件企业, 可以为国内的存储, 特别是云存储和数据库企业提供数据保护和数据传输的基础工具, 共同提升产品竞争力。因此, 随着大数据与云计算市场的发展, 云灾备和数据库复制技术的需求不断增长, 相应数据复制技术也向着市场发展方向进行提升。

表9: 数据复制技术发展特点

阶段	技术特点
数据的定时复制	➢ 依托存储硬件进行数据的定时复制, 少数以存储双活复制进行。
	➢ 数据复制主要基于存储硬件而存在, 是存储的重要附加功能, 产品缺陷明显。
	➢ 市场对产品的需求为成本低、容量大、平台同构, 应用场景为存储磁带库的数据拷贝、搬迁。
数据的实时复制	➢ 随行业对持续数据保护、容灾、备份中心双活需求不断提升而出现。
	➢ 容灾要求通过数据的实时复制保证两套或多套 IT 系统的数据异质性, 在故障情况下进行切换, 备份中心双活要求对数据复制实时性要求提升。

阶段	技术特点
云和大数据时代的数据复制	<ul style="list-style-type: none"> 云计算、大数据等新一代信息技术的发展，数据复制软件需要适配更多应用场景，数据复制走向融合创新发展的新阶段。 当前市场需要将数据复制产品向标准化 SaaS 服务拓展，应用场景从本地拓展至云平台，软件功能与界面智能化，技术上要求数据复制技术与其他技术相融合创新。

资料来源：英方云《2022 中国数据复制行业白皮书》，申港证券研究所

3. 核心竞争力：打造技术与生态优势 深耕灾备利基市场

3.1 注重自研核心技术 逐步替代海外产品

自研核心技术覆盖三个层次，形成独特技术优势。截至 2022 年 9 月 30 日，公司拥有 27 项发明专利、113 项软件著作权，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三个层次数据复制技术的高新技术企业之一，且在每个层次公司的技术都具有一定的先进性。

表 10：英方软件三大核心技术与业内现状对比

技术名称	技术简介	业内现状	公司技术先进性
动态文件字节级复制	实时捕获生产服务器 I/O 操作生成字节级操作日志发送至目标服务器并写入数据。	业内仍以块级 CDP 为主，该技术应用少。	毫秒级同步性能应用性强，适应 300MB 以上高压环境等多种操作平台。
数据库语义级复制	从关系型数据库联机日志数据库中解析 SQL 语句并发送至目标数据库，重做 SQL 语句。	实时复制的厂商较少，数据库系统接口或 SDK 无法满足高性能需求。	每秒处理 100MB 在线日志，支持实时同步状态下数据对比修复，适用多类主流数据库。
卷层块级复制	实时捕捉生产服务器磁盘的 I/O 操作并转化成位图中位图信息发送至目标服务器，根据生产服务器对应块进行数据复制。	固定长度块复制应用性不强，现有技术对于多种系统类型不支持；部署块设备驱动时要重启。	无需考虑文件系统类型且支持最新版 Linux，适应不同业务场景，部署中不需调整生产系统存储结构或中断业务系统。

资料来源：英方软件招股说明书，申港证券研究所

主要产品性能优越，可满足国产替代需求。公司主营的灾备和大数据软件产品所采用的核心技术均达到了行业主流水平，与行业内的竞争者特别是国外竞争企业的产品相比，性能持平甚至更高，达到逐步进行国产替代的标准和水平。

在灾备产品上，公司的灾备产品结合了动态文件字节级复制技术和卷层块级复制技术，在**增量数据复制**上可达到毫秒级的数据复制延迟，微秒级的复制颗粒度以及较小的 CPU、内存和磁盘资源占用，**优于行业主流水平**；在**全量备份**上也具有较高的复制速度，与可比公司同类产品相当，**达到行业主流水平**。

表 11：灾备产品核心指标对比

产品类别	关键性能指标	公司技术水平	Veritas InfoScale	DELL	Veritas NetBackup	华为	火星高科	上海爱数
灾备产品	增量数据复制延迟	动态文件字节级	块级	块级	-	块级	块级	-
	增量数据复制颗粒度	动态文件字节级	-	块级	-	-	块级	-
	资源占用	字节级	块级	块级	块级	块级	块级	块级
	全量备份速度	卷层块级	-	-	块级	-	-	块级

资料来源：英方软件招股说明书，申港证券研究所

在大数据产品上，公司大数据产品主要应用于大数据汇聚和迁移场景，该场景下产品的关键性能指标为增量数据抽取性能、装载性能和表数据对比性能。公司的大数据产品在**增量数据的抽取和装载**上可以达到每秒十万级的事务处理能力，**表数据对比性能**为万级以上，优于行业主流水平。

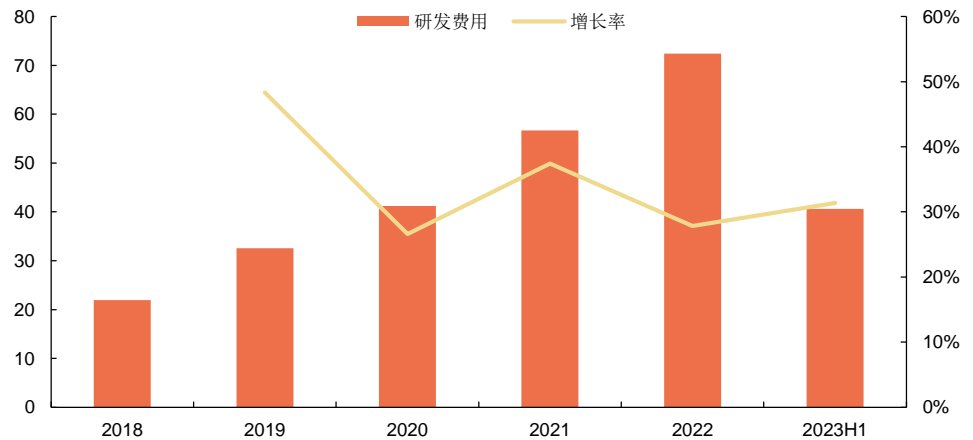
表12：大数据产品核心指标对比

产品类别	关键性能指标	公司技术水平	Oracle OGG	迪思杰 SuperSync/DataXone
大数据产品	增量数据抽取	使用日志解析方式	使用日志解析方式	使用日志解析方式
	增量数据装载	支持事务顺序装载和批量装载	支持事务顺序装载和批量装载	支持事务顺序装载和批量装载
	表数据比对	有动态表对功能，有两种技术方案进行动态数据校验	有动态表对功能，有两种技术方案进行动态数据校验	有动态表对功能，有两种技术方案进行动态数据校验

资料来源：英方软件招股说明书，申港证券研究所

注重研发投入，保持技术优势。公司近年来研发投入逐年攀升，2022 年达到 0.72 亿元，近四年公司研发费用增速较快，保持在 30%左右。且从公司募集资金的项目投入来看，公司本次募集的资金仍主要投入于核心技术的提升，特别是字节级复制技术和卷层级复制技术，以及研发中心的建设，进而保持公司在灾备领域，特别是云灾备和大数据软件产品领域的技术优势。

图38：英方软件研发费用（百万元）和增长率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

表13：英方软件募集资金具体用途

项目名称	具体内容	投资总额 (百万元)	拟投入募集资金金额 (百万元)	占比 (%)
行业数据安全和业务连续性及大数据复制软件升级	数据管理平台开发与技术升级；卷层级与数据库复制功能升级等	246.10	246.10	43%
云数据管理解决方案建设	云灾备技术基础研究（字节级复制技术）；云平台数据保护技术升级等	140.08	140.08	24%
研发中心升级	国产化支持；超融合架构容灾平台；容灾智能化编排系统等	119.14	119.14	21%

项目名称	具体内容	投资总额 (百万元)	拟投入募集资金金额 (百万元)	占比 (%)
营销网络升级	-	69.13	69.13	12%
合计	-	574.45	574.45	100%

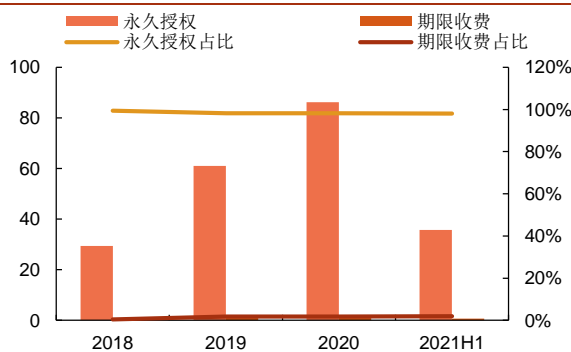
资料来源: 英方软件招股说明书, 申港证券研究所

3.2 标准化软件产品性价比高 定价方式顺应主流趋势

永久授权模式为主, 标准化软件产品性价比高。公司软件产品为面向企业端的标准化产品, 能够适配主流的硬件及信息系统, 基本无需定制化开发, 且通常由客户自行安装, 只有小部分客户需要进行定制化开发或者安装。对应的产品定价方式有永久授权和期限收费两种, 且永久授权是公司的主要销售收入来源, 占比在98%左右。

产品不断升级, 永久授权模式体现业务收入可持续性。永久授权的标准化产品并不意味着公司销售软件产品后便结束服务, 在永久授权模式下, 公司一次性收取软件产品终生使用权的费用, 并附带一年免费维保。后续客户若有新增产品需求, 需购买新的授权, 若免费维保结束后需要公司产品迭代后的新功能升级, 需单独购买维保服务。由于数据复制产品本身不断更新升级, 功能不断拓展, 因此永久授权模式下公司业务收入也具有可持续的特点。

图39: 不同定价方式的收入 (百万元) 和占比 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 《英方软件: 8-2 会计师事务所关于审核问询函的回复》, 申港证券研究所

图40: 公司产品更新情况



资料来源: 英方软件招股说明书, 申港证券研究所

表14: 同行业公司定价方法

公司名称	定价方法
Commvault	提供订阅软件或服务 (subscription), 以及永久许可证 (perpetual software licenses)
Veritas	Veritas 销售产品最常见的许可证类型包括永久授权 (Perpetual) 以及订阅 (On Premise Subscription)
Veeam	Veeam 平台®提供两种封装: Veeam Availability Suite™ 和 Veeam Backup & Replication™。它提供 Veeam 通用许可(VUL), 该许可是一种易于使用的按工作负载许可, 通过订阅和永久选项提供, 可跨内部和多云环境保护数据
Rubrik	目前提供两种购买模式, Rubrik Go Subscription 为包括软件、硬件、服务及续期更换硬件的固定 3 年订阅模式, Rubrik Complete Subscription 为包括软件、硬件、基本服务的最低 3 年的订阅模式
Cohesity	采用订阅模式实现销售。Cohesity 是一家数据存储服务提供商, 主要为用户提供“二次存储”服务, 同时还提供销售平台服务, 帮助用户保护数据和向平台上传备份数据
中望软件	中望软件盈利模式分为永久授权模式和订阅模式, 主要通过永久授权模式向客户销售软件产

公司名称	定价方法
	品并收取授权费
福昕软件	福昕软件软件产品收入来源以永久授权模式为主，订阅模式为辅
金山办公	办公软件产品使用授权销售模式、办公服务订阅销售模式

资料来源：同花顺 iFinD，《英方软件：8-2 会计师事务所关于审核问询函的回复》，上述公司官网及招股说明书等公开资料，申港证券研究所

3.3 打造国产合作生态 突出产品兼容优势

国产兼容优势凸显，满足信创国产替代需求。随着信创国产替代进程的推进，市场对数据复制产品的需求也随之凸显。相比于数据库厂商和存储硬件厂商产品兼容性有限，只能适用于本产品，第三方数据复制软件产品兼容性较强。而公司作为国内第三方数据复制软件产品的龙头企业，产品不仅可以兼容主流国外数据库、操作系统等，也可以兼容使用，能够充分满足信创市场将数据从外国产品复制到国产产品的需求。

在过去 10 年公司头部企业打造了业内可持续的生态合作体系。目前，英方生态伙伴包括了华为、浪潮、新华三、曙光、联想、戴尔易安信等知名厂商，以及支持华为鲲鹏云、中标麒麟、统信 OS、龙芯、飞腾、易鲸捷、人大金仓等国产化产品。较强的国产化兼容性能帮助公司在市场迅速拓展获取客户资源。

图41：英方软件国产化合作生态



资料来源：英方数据复制公众号《2020 英方软件产品发布会：Data+ 为用户提供个性化服务》，申港证券研究所

表 15：英方软件主要行业客户

行业	客户	产品
金融	海通证券	i2DTO; i2NAS
	东吴证券	i2Availability; i2BOX; i2CDP; i2COOPY
	财通证券	i2Availability; i2COOPY
	国金证券	i2CDP; i2COOPY
政府	漠河县人民法院	i2BOX; i2CDP; i2COOPY
	丽水政务云	i2CDP; i2COOPY
	河北公安消防总队	i2Availability; i2CDP
	北京市环保局	i2COOPY
医疗	辽宁省人民医院	i2Active; i2Availability
	山西医科大学第二医院	i2Availability; i2COOPY
	重庆市人民医院	i2Move
	上海新华医院	i2Availability; i2COOPY

教育	中国地质大学	i2Cloud
	华东师范大学	i2Move
	浙江大学	i2Cloud
	上海科技大学	i2Availability; i2COOPY

资料来源：英方软件官网，申港证券研究所

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测：灾备产品迎来发展新机遇 推动公司利润持续提升

4.1.1 营收：两大营收增长点助力 2023 年营收有望突破 2 亿元

我们分析了公司四大主要产品线：

- ◆ **灾备软件产品**：灾备软件产品是公司的主营业务中最主要的产品，参考 2021 年 8.7% 的增速，2023 年客观影响因素的减弱以及云灾备产品市场的扩大，我们预计该产品 2023-2025 年营收增速分别为 50%/55%/60%，营收额分别为 1.29/1.99/3.19 亿元。
- ◆ **大数据软件产品**：大数据软件产品是公司营收增长的第二大动力，近年来公司大数据产品的营收增速稳定增长且明显超过灾备软件产品增速，2020-2021 年公司大数据产品的营收增速为 34.51%/54.36%，根据当前市场发展状况以及大数据市场的情况我们预计该产品 2023-2025 年营收增速分别为 53%/58%/63%，营收额分别为 0.56/0.89/1.45 亿元。
- ◆ **软硬件一体机产品**：2022 年软硬件一体机产品在公司主营业务收入中的占比在 19% 左右，并在近年来呈现下降趋势。因此预计 2023 年该部分收入在营收中占比在 14% 左右，并继续呈下降趋势。且随着纯软件市场的挤占与竞争力加强，公司的软硬件一体机产品市场有所缩小，公司相关业务逐渐减少。我们预计该产品 2023-2025 年营收增速分别为 13%/13%/15%，营收额分别为 0.43/0.49/0.56 亿元。
- ◆ **软件相关服务**：该部分服务主要依赖于软件产品的销售，主要包括软件产品的迁移、维保及其他相关服务。由于公司本身的软件产品业务营收持续增长，且 2020-2022 年软件相关服务营收增长率为 83.17%/101.79%/103.91%，因此我们认为公司软件相关的服务也会受此影响，保持增长趋势。我们预计该产品 2023-2025 年营收增速分别为 105%/107%/109%，营收额分别为 0.61/1.27/2.65 亿元。

通过以上分析，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 2.97 亿元、4.73 亿元和 7.97 亿元，同比增长 50.84%/59.38%/68.34%。

表 16：2023-2025 年营收预测（百万元）

科目	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	196.87	296.95	473.30	796.76
YOY	23.21%	50.84%	59.38%	68.34%
1、软件产品	122.46	184.79	288.11	463.64
YOY	19.84%	50.90%	55.91%	60.92%
1.1、灾备	-	128.58	199.30	318.88
YOY	-	50.00%	55.00%	60.00%
1.2、大数据	-	56.21	88.81	144.76

科目	2022A	2023E	2024E	2025E
YOY	-	53.00%	58.00%	63.00%
2、软硬件一体机产品	38.35	43.33	48.97	56.31
YOY	19.30%	13.00%	13.00%	15.00%
3、软件相关服务	29.84	61.17	126.63	264.66
YOY	103.91%	105.00%	107.00%	109.00%
4、其他业务收入	4.32	5.19	6.38	7.97
YOY	-18.31%	20.00%	23.00%	25.00%
5、其他	1.90	2.47	3.21	4.17
YOY	-65.64%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

4.1.2 费用：研发与销售费用占比稳定 公司成长性特点凸显

销售费用率：近年公司十分注重对销售网络的拓展，销售费用率增长迅速，2020-2022 年销售费用率保持在 25%-30%，为 26.9%/29.43%/28.43%，且从公司公布的招股说明书中可以看到，公司募集资金的 12%将用于营销网络的升级，因此我们预计公司的营销费用率保持在当前水平上，并随着公司营销网络的不断完善和市场拓展的稳定发展，长期看有望稳中有降。我们预计 2023-2025 年公司销售费用率依次为 27%/27%/26%。

管理费用率：公司管理费用率近年来保持稳定，长期看有望继续保持。我们预计 2023-2025 年公司管理费用率依次为 6%/5%/5%。

研发费用率：公司近年来不断加大研发投入，并对核心的软件产品以及核心三大技术进行升级，且公司处于成长期，研发费用率将保持在高位并持续增长。我们预计 2023-2025 年公司研发费用率依次为 37%/38%/39%。

表 17：2023-2025 年期间费用（百万元）和费用率（%）预测

科目	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用	55.97	80.18	127.79	207.16
销售费用率	28.43%	27.00%	27.00%	26.00%
管理和研发费用率	43.05%	43.00%	43.00%	44.00%
管理和研发费用	84.75	127.69	203.52	350.57
研发费用	72.41	109.87	179.85	310.74
研发费用率	36.78%	37.00%	38.00%	39.00%
管理费率	6.27%	6.00%	5.00%	5.00%
管理费用	12.34	17.82	23.66	39.84
财务费用	(1.12)	(1.48)	(2.37)	(3.98)
财务费用率	-0.57%	-0.50%	-0.50%	-0.50%

资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

4.1.3 利润：软件产品毛利率不断攀升 公司利润迎来新里程碑

软件产品：由于公司的软件产品均为标准化纯软件产品，软件产品的毛利率是公司最高的，2022 年上半年高于同行业平均水平。随着公司在软件核心技术上的提升，未来毛利率有望稳中有升。参考 2020-2022 年毛利与毛利率，我们预计 2023-2025 年毛利率为 97.5%/97.8%/98%。

软硬件一体机产品：软硬件一体机产品的毛利率普遍低于纯软件产品，2020-2022

年毛利率为 68.5%/65.68%/64.75%，但是由于当前市场软硬件一体机产品占比较大，且相关是客观因素因素对公司产品的影响减弱，因此毛利率有望保持稳定但仍呈现下降趋势。我们预计 2023-2025 年毛利率为 63%/62%/61%。

软件相关的服务：2020 和 2021 年公司软件相关服务的毛利率稳定在 89%左右，但是 2022 年毛利率下降至 77.77%，这主要是因为公司软件相关服务成本包括少量人工成本、技术服务费等，随着公司客户群体扩大，软件相关服务需求量有一定上升，成本随之提高。2021 年度，公司软件相关服务成本中人工成本上升幅度较大，主要系当年为定制化需求投入的人员较多，增加了人工成本。但我们认为该项投入为特定项目的投入，而随着公司成本控制的加强，我们预计 2023-2025 年毛利率为 80%/81%/82%。

综上，我们预计 2023-2025 年公司毛利率为 86.51%/87.76%/88.68%。

表 18：2023-2025 年毛利率预测 (%)

科目	2022A	2023E	2024E	2025E
综合毛利率	86.85%	86.51%	87.76%	88.68%
软件产品	97.40%	97.50%	97.80%	98.00%
软硬件一体机产品	64.75%	63.00%	62.00%	61.00%
软件相关服务	77.77%	80.00%	81.00%	82.00%
其他业务收入	74.97%	70.00%	72.00%	74.00%
其他	22.64%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

4.2 估值分析和投资建议

估值分析：作为数据复制行业的龙头企业，特别是国内少有的专注于数据复制纯软件领域的企业，在数据复制、灾备和大数据领域逐渐受到重视的背景下，公司有望充分受益，在疫情等不利因素影响减弱的情况下，营收有望显著提升。我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 2.97/4.73/7.97 亿元，同比增长 50.84%/59.38%/68.34%；归母净利润为 0.53/0.79/1.28 亿元，同比增长 44%/49%/62%。考虑到公司当前与多家公司形成国产生态，在拥有稳定客户的同时不断拓展市场客户，与此同时我们给予公司 2023 年 150 倍 PE，则对应目标市值为 79.5 亿。

表 19：可比公司估值 (2023 年 10 月 17 日)

公司名称	股票代码	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
金山办公	688111.SH	1673.74	14.40	19.65	26.63	116.24	85.17	62.85
用友网络	600588.SH	573.67	3.81	7.82	12.07	150.75	73.35	47.53
中望软件	688083.SH	143.50	1.05	1.92	2.90	136.63	74.56	49.46
深信服	300454.SZ	367.94	3.81	6.49	9.47	96.55	56.72	38.86
均值	-	-	-	-	-	125.04	72.45	49.68
英方软件	688435.SH	64.64	0.53	0.79	1.28	121.58	81.52	50.39

资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所 (除英方软件外，其余公司为同花顺 iFinD 中的机构一致预期)

投资建议：我们给与公司 150 倍 PE，则对应目标市值 79.5 亿元。首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

云灾备和大数据市场发展不及预期。公司主营业务灾备软件和大数据软件产品，面向用户包括政府、医疗、教育、金融等行业。近年来由于大数据和云计算技术的发展，在数据复制领域，相关产品市场不断拓展，企业也大力投入研发布局云灾备和大数据领域产品，但如果云计算和大数据领域市场发展不及预期，需求下滑，则会对公司业绩造成不利影响。

客户生态发展协同效应不及预期。公司与多家公司达成合作，并形成客户生态，且具有较强的国产化兼容性。但若客户特别是大客户更换合作公司，客户生态发展不及预期，会对公司业绩造成不利影响。

应收账款回款不及预期。由于公司客户大多为政府、医院等，公司营收具有较强的季节性波动，应收账款占比较高，若应收账款收回不及预期，会对公司业绩造成不利影响。

盈利预测中假设偏离真实情况的风险。我们主要通过营收增速、毛利率来预测公司业绩，若假设的条件不及预期，则盈利预测与实际经营结果可能出现一定偏差。

对于 2023 年业绩：

- ◆ 若营收增速下滑 1 个 pct，则 2023 年归母净利润下降 0.32 百万元（-0.86%）
- ◆ 若毛利率下降 1 个 pct，则 2023 年归母净利润下降 3.06 百万元（-8.26%）

表20: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	160	197	297	473	797	流动资产合计	357	407	1225	1336	1494
营业成本	23	26	40	58	90	货币资金	259	247	1034	1011	928
营业税金及附加	2	3	4	6	10	应收账款	93	153	181	310	542
营业费用	47	56	80	128	207	其他应收款	1	1	1	2	3
管理费用	12	12	18	24	40	预付款项	2	3	4	6	9
研发费用	57	72	110	180	311	存货	2	3	5	7	12
财务费用	-1	-1	-1	-2	-4	其他流动资产	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	50	51	75	89	142
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	5	4	4	4	4	固定资产	8	45	58	66	113
营业利润	34	35	52	76	123	无形资产	0	0	0	0	0
营业外收入	0	0	1	1	1	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1	其他非流动资产	0	0	0	0	0
利润总额	33	35	52	77	123	资产总计	407	458	1300	1426	1636
所得税	0	-2	-2	-3	-5	流动负债合计	48	63	116	162	244
净利润	34	37	53	79	128	短期借款	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	8	11	16	23	35
归属母公司净利润	34	37	53	79	128	预收款项	14	22	25	30	35
EBITDA	36	38	55	86	136	一年内到期的非流动负债	2	3	2	2	2
EPS (元)	0.54	0.59	0.64	0.95	1.54	非流动负债合计	1	0	2	2	2
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	49	63	118	165	247
营业收入增长	24.30%	23.21%	50.84%	59.38%	68.34%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业利润增长	-15.53%	3.67%	45.63%	48.32%	61.04%	实收资本(或股本)	63	63	84	84	84
归属于母公司净利润增长	-16.41%	9.08%	43.68%	49.14%	61.79%	资本公积	230	230	941	941	941
获利能力						未分配利润	56	89	137	209	324
毛利率(%)	85.63%	86.85%	88.05%	89.50%	90.00%	归属母公司股东权益合计	357	394	1179	1259	1387
净利率(%)	21.23%	18.80%	17.90%	16.75%	16.10%	负债和所有者权益	407	458	1297	1423	1634
总资产净利润(%)	8.34%	8.08%	4.09%	5.56%	7.84%	现金流量表	单位:百万元				
ROE(%)	9.49%	9.38%	4.51%	6.30%	9.25%	经营活动现金流	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
偿债能力						经营活动现金流	15	-8	76	-5	-25
资产负债率(%)	12%	14%	9%	12%	15%	净利润	34	37	53	79	128
流动比率	7.45	6.41	10.59	8.23	6.11	折旧摊销	3	3	4	12	17
速动比率	7.41	6.36	10.55	8.19	6.06	财务费用	-1	-1	-1	-2	-4
营运能力						应付帐款减少	0	-60	-28	-130	-232
总资产周转率	0.42	0.46	0.34	0.35	0.52	预收帐款增加	4	8	3	5	5
应收账款周转率	218	271	3	2	2	投资活动现金流	16	0	-21	-21	-62
应付账款周转率	22.49	20.40	22.05	24.60	27.39	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.59	0.64	0.95	1.54	投资收益	5	4	4	4	4
每股净现金流(最新摊薄)	0.45	-0.14	9.43	-0.28	-1.00	筹资活动现金流	-3	0	733	3	4
每股净资产(最新摊薄)	5.71	6.30	14.12	15.07	16.61	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	143.35	131.20	121.58	81.52	50.39	普通股增加	0	0	21	0	0
P/B	13.55	12.28	5.48	5.14	4.66	资本公积增加	0	0	711	0	0
EV/EBITDA	127.45	122.15	99.66	63.08	40.67	现金净增加额	28	-9	788	-23	-83

资料来源: 同花顺 iFinD, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**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**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

投资评级说明

申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）