

➤ **国产中间件厂商领军者。**公司成立于2002年，成立初期即致力于解决分布式环境下计算问题，推出第一款自主研发的应用服务器中间件产品，并逐步衍生系列化产品。公司系列产品拥有核心技术，具有自主知识产权，并全面适配当前大数据、物联网、云计算等前沿技术。核心产品具备规模化替代国外主流中间件厂商 Oracle、IBM 产品的能力，在党政军工等重点行业及领域推广应用，并积累了一批重点行业龙头客户，形成典型场景案例。

➤ **信创东风至，国产基础软件迎来黄金发展时期。**2022年9月底，国家下发79号文，要求到2027年央企国企100%完成信创替代，替换范围涵盖芯片、基础软件、操作系统、中间件等领域。计世资讯显示，预计到2026年，我国中间件总体市场规模将达到144.2亿元，其中基础中间件74.6亿元，广义中间件市场69.6亿元。公司市占率居于国产中间件市场前列，且为军工和党政市场的主要供应商，随着未来中间件总体市场规模增长，公司有望发展再进阶。

➤ **中间件产品矩阵完善，深耕党政、军工市场。**公司深耕中间件领域，形成了基础中间件和广义中间件协同发展的格局，主要产品包括应用服务器中间件、工作流中间件、物联网监管平台软件、PaaS平台软件等十大类中间件产品。从收入构成看，2020-2022年中创来自党政的收入占比每年均高达47%以上，同时，公司近年来在军工市场不断探索实践，2022年营收达2672.61万元。公司来自党政+军工的营收占比不断提高，深度参与信创关键领域。

➤ **合理估值区间：**预计公司2023~2025年的归母净利润分别为0.66、0.81、1.01亿元，同比增速分别为50%、24%、24%。根据《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017)以及《中国上市公司协会上市公司行业统计分类指引》(2023年)，公司属于软件和信息技术服务业(代码I65)，截至2024年2月5日，中证指数有限公司发布的行业最近一个月平均静态市盈率为50.98倍。考虑到公司的产品技术优势和未来增长趋势，信创带来的国产软件需求大幅提升，并结合可比公司数据，综合考量相对估值和绝对估值，我们认为公司IPO发行后的合理市值区间为18.23-19.70亿元，每股估值区间为21.43-23.16元/股。按2022年经审计的扣非归母净利润0.39亿元计算，对应的PE区间为47-51倍；按2022年经审计归母净利润0.44亿计算，对应的PE区间为42-45倍；按2023年预测归母净利润0.66亿计算，对应的PE区间为28-30倍。

➤ **风险提示：**1、关键假设发生变化导致盈利预测和估值分析变动的风险；2、宏观经济下行或下游需求降低的风险；3、二级市场波动的风险；4、公司估值高于可比公司2024年平均水平的风险；5、产品平均销售价格下降风险；6、应收账款(存货)余额较高及发生坏账风险；7、税收优惠政策变动风险；8、与开源中间件厂商的市场竞争风险；9、知识产权导致的法律风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	137	179	222	276
增长率(%)	14.3	30.1	24.3	24.4
归属母公司股东净利润(百万元)	44	66	81	101
增长率(%)	-9.5	49.9	23.7	24.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

未来6个月公允价值区间

18.23-19.70亿元

公司基础数据

发行前总股本(百万股)	63.79
首次发行(百万股)	21.26
发行后总股本(百万股)	85.05
发行后大股东持股比例%	49%
发行占总股本比例%	25%

财务数据

2022-12-31

股东权益(亿元)	3.27
每股净资产(元)	5.12
净资产收益率%	14.38
归母净利润(亿元)	0.44
基本每股收益(元)	0.69

分析师

吕伟

执业证号:

S0100521110003

重要提示: 本报告仅供参考，可能会因使用的假设条件、估值方法不同而与民生证券其他业务部门意见不一致。本报告中所提供的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告仅提供特定收取人通过交易所指定系统获取有关信息，不可复制、泄露或转发给任何其第三方个人、机构。任何机构或个人未经民生证券书面授权擅自发布本报告之部分或全部内容，或通过本报告获取利益，民生证券保留追究法律责任的权利。

目录

1 估值结论：预计合理市值区间为 18.23-19.70 亿元	3
1.1 相对估值：预计合理市值区间为 16.42-19.70 亿元	3
1.2 绝对估值：预计合理市值区间为 18.23-20.36 亿元	10
1.3 合理估值区间：市值区间为 18.23-19.70 亿元，对应每股价格为 21.43-23.16 元/股	14
2 中创股份：国产中间件领军者	16
2.1 老牌中间件厂商，牵头“核高基”	16
2.2 专注基础软件，产品矩阵齐全	18
2.3 持续快速成长，稀缺的“产品型”公司	19
3 迎信创黄金时期，国产中间件扶摇直上	22
3.1 中间件：三大基础软件之一，信创关键环节	22
3.2 国产中间件厂商，迎来历史性机遇	23
4 聚焦中创：军工领域突出，信创驱动快速成长	26
4.1 中间件领军，深度参与军工信创	26
4.2 信创带来重大机遇，行业数字化空间广阔	27
4.3 募投项目：进一步聚焦基础中间件	29
5 盈利预测	31
5.1 盈利预测及业绩拆分	31
5.2 费用率假设	34
5.3 盈利预测结果	35
6 风险提示	37
插图目录	43
表格目录	43

1 估值结论：预计合理市值区间为 18.23-19.70 亿元

1.1 相对估值：预计合理市值区间为 16.42-19.70 亿元

根据证监会《上市公司行业分类指引》(2012 年修订)，公司属于软件和信息技术服务业 (代码 I65)，截至 2024 年 2 月 5 日，中证指数有限公司发布的行业最近一个月平均静态市盈率为 50.98 倍。

可比公司选择依据：公司招股书中提到的可比公司有宝兰德和东方通。**中创股份**专注于三大基础软件之一的中间件研发和销售，公司系列产品遵循国际及国内中间件主流技术标准，拥有体系化的中间件核心技术，具有自主知识产权，并全面适配当前大数据、物联网、云计算等前沿技术。核心产品具备规模化替代国外主流中间件厂商 Oracle、IBM 产品的能力，在政府机构、事业单位、军工单位及国有企业等重点行业及领域推广应用，并积累了一批重点行业龙头客户，形成典型场景案例。**从行业分类来看**，三家公司均属于软件和信息技术服务业 (I65)。**从主营业务看**，宝兰德主营业务为基础设施软件、智能运维软件的研发和销售，并提供专业技术服务，其中 2022 年软件销售占营收 55%，中间件产品包括应用服务器 BES Application Server、交易中间件 BES VBroker、消息中间件 BES MQ 等；**东方通**的主营业务为主要从事基础软件中间件、信息安全、网络安全、应急安全等产品和解决方案的研发。其中 2022 年软件基础设施占主营收入 28%，主要有中间件业务，其中包括应用服务器 TongWeb、消息中间件 TongLINK/Q、交易中间件 TongEasy、应用交付平台 TongADC 等。

综合考虑公司的业务结构、所处行业属性、财务指标等，我们采用 PE 指标作为公司相对估值方法的衡量指标，可比公司选择东方通、宝兰德，具体理由如下：

1) 可比公司的业务结构：中创股份提供中间件软件销售、定制开发和运维服务，在客户属性上以党政、军工、金融、电信等下游为主，目前 A 股中中间件上市公司主要为东方通、宝兰德，两者的中间件业务、客户群体与中创相近，因此从业务结构的角度适合选作可比公司。

表1：中创股份与可比公司业务比较 (收入占比为 2022 年数据)

公司	收入拆分	收入占比	核心产品
中创股份	中间件软件	76%	基础中间件： 应用服务器中间件 InforSuite AS、工作流中间件 InforSuite Flow、消息中间件 InforSuite MQ、企业服务总线 InforSuite ESB、数据存取管理中间件 InforSuite ETL、负载均衡中间件 InforSuite LB 等； 广义中间件： 业务信息和电子文件交换系统、物联网监管平台软件、PaaS 平台软件等。
	中间件定制开发	21%	在中间件产品、中间件技术基础上进行二次开发
	中间件运维服务	3%	互联网支持服务、电话支持服务、现场技术支持服务、健康巡检、故障诊断分析等

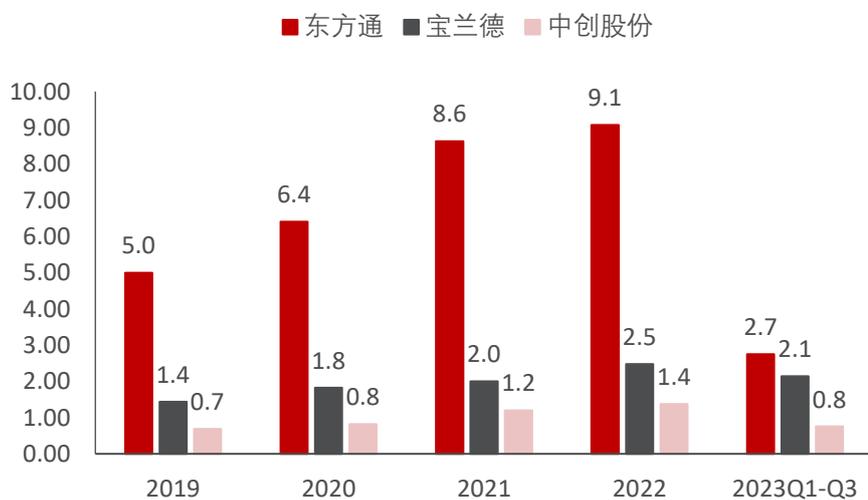
东方通	安全产品	38%	信息安全、网络安全、通信安全、数据安全、工控安全
	软件基础设施	26%	主要为中间件业务，包括：应用服务器 TongWeb、消息中间件 TongLINK/Q、交易中间件 TongEasy、应用交付平台 TongADC、分布式数据库缓存中间件 TongRDS 等
宝兰德	智慧应急解决方案	24%	应急管理信息化系统集成服务、监测预警及风险评估等软件开发类产品、应急指挥救援类硬件产品、预防防护类产品
	数字化转型解决方案	11%	以行业信息化解决方案为主
宝兰德	软件销售	55%	中间件业务：应用服务器 BES Application Server、交易中间件 BES VBroker、消息中间件 BES MQ 等
	基础设施软件服务	31%	开发服务、系统维护服务、升级服务
	智能运维软件服务	13%	公司智能运维软件产品覆盖了 ITOM/ITOA/AIOps 领域的监控类、管理类、自动化类、智能化类产品

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

2) 可比公司财务指标对比：

收入端：中创股份 2019-2023Q1-Q3 年实现营收分别为 0.69、0.82、1.20、1.37、0.76 亿元，2019-2022 年营收 CAGR 为 26%。从收入的绝对值上，中创低于可比公司东方通、宝兰德，主要系中创聚焦中间件业务，而可比公司除中间件外还有其他 IT 产品线；从收入增速的角度，中创 2019-2022 年的 CAGR 高于可比公司，其中东方通收入复合增速为 22%、宝兰德为 20%。

图1：2019-2023Q1-Q3 中创与可比公司营收及同比增速（单位：亿元）



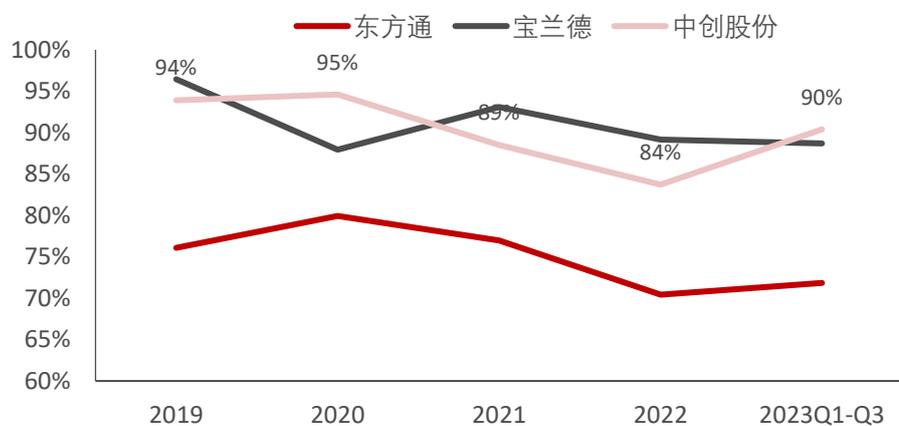
资料来源：wind，民生证券研究院

毛利率：公司 2019-2023Q1-Q3 毛利率分别为 94%、95%、89%、84%、90%，与宝兰德相近，并远高于东方通。（2019-2023Q1-Q3，东方通毛利率分别为 76%、80%、77%、70%、72%；宝兰德毛利率分别为 96%、88%、93%、89%、89%）中创股份拥有较高的毛利率水平，产品化程度高，是典型的“产品型”软件公司。2021 年中创股份主营业务毛利率较 2020 年有所下降的主要原因是：中创股份部分军工客户需求已经从单一的物联网监管平台软件交付，逐步升级为基于物联网监管平台的核心功能模块，集成非核心功能模块后的产品整体交付，因此整个项目中毛利率较低的软件定制开发比例提升，进而影响了整体业务

的毛利率。

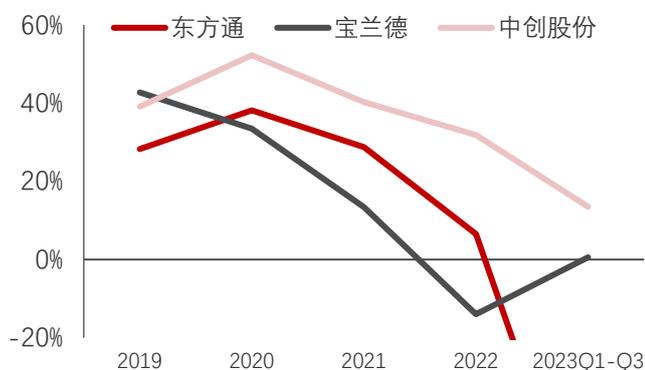
公司 2019-2022 年毛利率与宝兰德相近，并远高于东方通的原因是：**1) 东方通**，东方通业务中有部分解决方案（根据前文表格，东方通解决方案主要为安全产品、数字化转型、应急解决方案，根据东方通 2022 年报数据，三大业务收入合计占比 74%，毛利率分别为 57%、57%、70%），行业定制化程度高，故毛利率偏低；**2) 宝兰德**，宝兰德中间件业务收入占比 86%（包括软件销售业务以及基础设施软件服务），而剩余 14%收入构成为智能运维软件，2022 年毛利率达到 65%，具备较高水平，故公司整体毛利率与中创股份接近。三家公司的研发费率相近，也印证了中创股份所属“产品型”软件公司。

图2：2019-2023Q1-Q3 年中创与可比公司毛利率对比

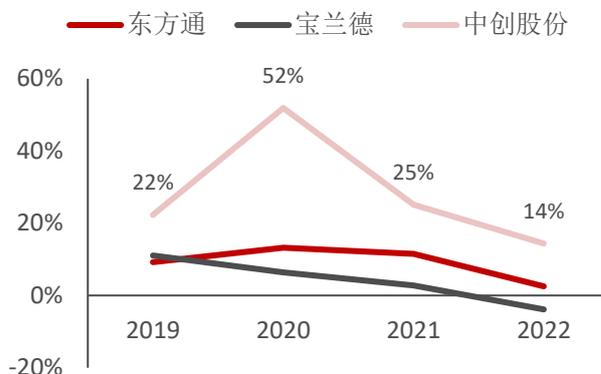


资料来源：wind，民生证券研究院

归母净利润率和 ROE：2019-2023Q1-Q3 年中创股份归母净利润率分别为 39%、52%、40%、32%和 13%（作为对比，2019-2023Q1-Q3 期间东方通归母净利润率分别为 28%、38%、29%、7%、-76%；宝兰德归母净利润率分别为 43%、33%、13%、-14%、1%）；而 2019-2022 年期间中创 ROE（平均）22%、52%、25%和 14%为整体呈现上升趋势，但是存在一定波动性（目前暂无最新年度数据，因此选择 2022 年的数据为参考）。从盈利能力看，中创股份的归母净利润率和 ROE（平均）均高于东方通和宝兰德，体现出中创股份较高的盈利能力，主要是因为：
 1) 2022 年宝兰德因为加大了对期间费用的投入，导致 2022 年净利润率和 ROE 出现负值。
 2) 中创良好的费用管控和客户模式，验证了中创股份高效的经营效率和稳健的财务状况。2022 年中创股份归母净利润率进一步下降，主要原因系中创股份 2022 年度顺应信创产业发展需要和国家政策需要，增加研发人员，加大研发投入，导致研发费用增加所致。

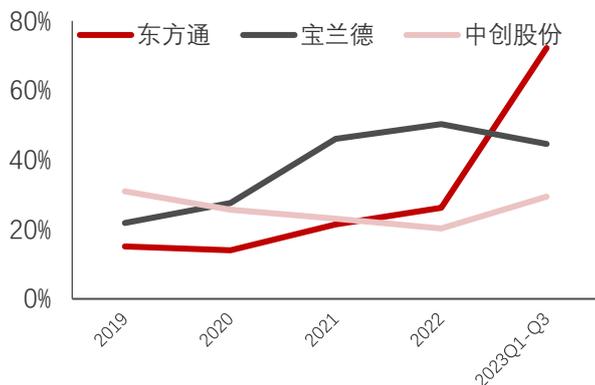
图3：2019-2023Q1-Q3 中创与可比公司归母净利润率对比


资料来源：wind，民生证券研究院

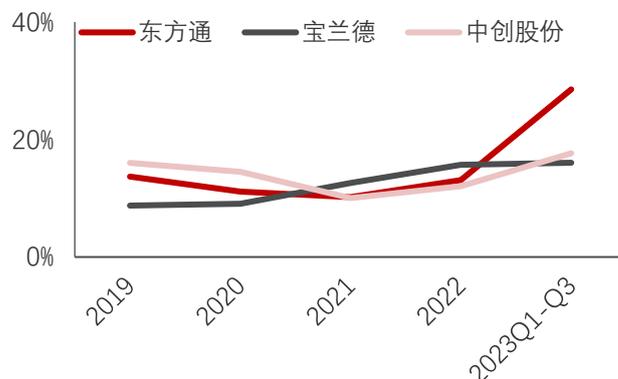
图4：2019-2022 年中创与可比公司 ROE(平均)对比


资料来源：wind，民生证券研究院

费用率：1) 中创股份 2019-2023Q1-Q3 销售费用率分别为 31%、26%、23%、20%、29%，与东方通相近，低于宝兰德（作为对比，2019-2023Q1-Q3 期间东方通销售费率分别为 15%、14%、21%、26%、72%；宝兰德销售费率分别为 22%、28%、46%、50%、45%）。主要原因为：公司主要客户来自党政和军工市场，客户稳定性高，销售投入力度较低，销售费率低于可比公司；宝兰德的拓展策略较为激进，其销售费率高达 50%，销售成本相对较高；2) **中创股份 2019-2023Q1-Q3 管理费用率分别为 16%、15%、10%、12%、18%**，由于三家公司业务模式较为相近，与宝兰德、东方通平均水平基本持平（作为对比，2019-2023Q1-Q3 期间东方通管理费用率分别为 14%、11%、10%、13%、29%；宝兰德销售费率分别为 9%、9%、13%、16%、16%）。2022 年管理费用率有所上升是因为公司管理人员数量增加，职工薪酬和差旅费增加所致。

图5：2019-2023Q1-Q3 中创与可比公司销售费率对比


资料来源：wind，民生证券研究院

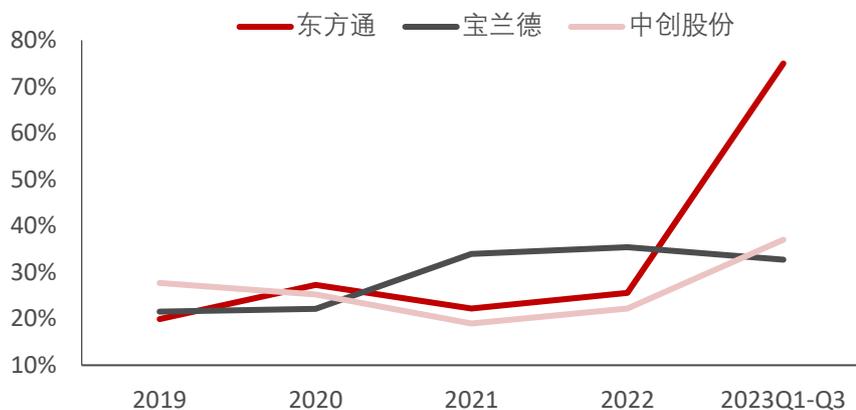
图6：2019-2023Q1-Q3 中创与可比公司管理费用率对比


资料来源：wind，民生证券研究院

研发费率：中创股份 2019-2023Q1-Q3 研发费用率分别为 28%、25%、19%、22%、37%，与东方通的研发费用率相近，低于宝兰德（作为对比，2019-2023Q1-Q3 期间东方通研发费用率分别为 20%、27%、22%、26%、75%；宝兰德销售费率分别为 22%、22%、34%、35%、33%）。主要原因是：宝兰德

于 2020 年开始进一步加大了研发投入和扩大研发人员数量，本期研发费用较上年同期增加 1983.28 万元，增幅高达 29.20%。

图7：2019-2023Q1-Q3 中创与可比公司研发费率对比



资料来源：wind，民生证券研究院

估值方法的选取：选择根据可比公司的 2023 年预测市盈率作为估值指标。

(1) 可比公司市盈率的计算

我们选择可比公司 2022 年经审计的扣非归母净利润、2022 年经审计的归母净利润以及 2023 年度预测的归母净利润计算可比上市公司算术平均市盈率，由于宝兰德在 2022 年亏损，因此我们在计算市盈率算数平均值时将负值剔除。

截至 2024 年 2 月 5 日，可比上市公司 2022 年市盈率(扣非)(收盘价*当日总股本/发行前一年经审计的扣除非经常性损益的归属于母公司股东的净利润)均值为 125 倍。

截至 2024 年 2 月 5 日，可比上市公司 2022 年市盈率(收盘价*当总股本/发行前一年经审计的归属于母公司股东的净利润)均值为 86 倍。

截至 2024 年 2 月 5 日，可比上市公司 2023 年市盈率(收盘价*当日总股本/发行当年预测的归属于母公司股东的净利润)均值为 52 倍。

截至 2024 年 2 月 5 日，可比上市公司 2024 年市盈率(收盘价*当日总股本/发行当年预测的归属于母公司股东的净利润)均值为 21 倍。

表2：相对估值表（股价数据为2024年2月5日收盘价）

股票代码	公司简称	总股本 (亿股)	股价 (元)	市值 (亿元)	2022年		EPS			PE				
					营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	2022 归母 (元)	2022 扣非 (元)	2023E (元)	2022 归母	2022 扣非	2023E	2024E	22Q4- 23Q3 TTM
300379.SZ	东方通	5.67	11.22	63.59	9.08	0.59	0.13	0.09	0.14	86	125	78	26	199
688058.SH	宝兰德	0.56	27.99	15.67	2.48	-0.35	-0.62	-0.75	1.07	-45	-37	26	16	-257
	算数平均值									21	44	52	21	-29
	算数平均值 (剔除负值)									86	125	52	21	199
A22355.SH	中创股份	0.85	/	/	1.37	0.44	0.52	0.46	0.77	/	/	/	/	/

资料来源：wind，民生证券研究院

注：根据目前上市公司公告，东方通、宝兰德均发布了2023年业绩预告，其中：1) 东方通2023年预计实现归母净利润-6.9~-5.8亿元，预计实现扣非净利润-6.9~-5.8亿元，预计实现营业收入5.0-6.5亿元；2) 宝兰德2023年预计实现归母净利润0.14亿元，预计实现扣非净利润0.05亿元，预计实现营业收入3.1亿元。

(2) 估值区间选择

我们给予中创股份2023年25-30倍市盈率估值区间，对应24年20-24倍。

(3) 相对估值区间上下限的选择依据

我们选择2023年25-30倍市盈率作为计算指标，低于可比公司东方通（2023年预测市盈率为78倍），估值上限高于宝兰德（2023年预测市盈率26倍），低于可比公司平均估值（2023年预测市盈率均值为52倍）理由如下：

1) 中创股份与可比公司业务结构存在差异：中创股份业务完全聚焦中间件研发和销售，中间件业务占比为100%，而东方通、宝兰德除中间件外拥有信息安全、智能运维等业务，对应的估值体系与标准化程度较高的中间件业务不同。东方通收入结构中的中间件业务在2020-2022年占比分别为42%、39%和26%；宝兰德收入结构中的中间件业务在2020-2022年占比分别为42%、61%和55%。同时，中创股份拥有较高的毛利率水平，中创2019-2022毛利率分别为94%、95%、89%、84%，与宝兰德相近，并远高于东方通，因此给予中创股份2023年25-30倍，对应2024年20-24倍的市盈率倍数较为合理。从业务结构角度，中间件是高度标准化的软件产品，业务毛利率高达90%以上，规模化复制能力强，因此当信创驱动的行业需求大幅增长时，中间件业务的收入、利润具备较大的弹性，而软件解决方案类业务（前文列举东方通业务结构，其中2022年收入占比74%为解决方案类业务），毛利率相对较低，且业务增长来源于更多的软件工程师的开发和实施，因此成长性以及业务扩张速度相对受限，软件解决方案类业务的估值中枢相对较低。

2) 中创股份相较于可比公司拥有更强的研发技术：中创掌握核心技术，授权专利数量最多。公司通过持续的研发投入与技术创新，实现中间件相关技术系统化突破。中创是我国中间件技术标准的主要推动者和制定者之一，截至招股说明书签署日（2023年4月27日），公司先后主持或参与制定已发布的国家标准

17 项、行业标准 5 项，并拥有国家发明专利 141 项，软件著作权 191 项，系列产品遵循国际主流技术标准与国产中间件标准体系。

表3：中创股份、东方通、宝兰德已授权专利数对比

厂商	已授权专利数 (项)
中创股份	141
东方通	95
宝兰德	28

资料来源：中创股份招股说明书，东方通 2022 年年报，宝兰德 2022 年年报，民生证券研究院

3) 中创股份相较于可比公司在特种领域有突出优势：中创是具备系列军工资质的中间件厂商，主要产品核心源代码 100%自主可控，在军工领域积累了良好的口碑和品牌知名度，公司拥有军工系列资质、涉密信息系统甲级资质、CMMI DEV 5 级资质和 ISO9001 质量体系认证证书，为国际 Jakarta EE 工作组企业级会员单位。公司不仅能够销售成熟的中间件产品，还能够参与军队信息化系统的设计研制、软件开发和运维保障全过程。公司参与建设的信息化系统涉及到情报指挥、协同作战等关键应用，还为军队数字化转型提供了面向云计算、物联网、大数据和人工智能的系列新型平台类中间件产品。

从量化数据看，中创股份军工业务收入在 2020-2022 年营收分别为 473、2705、2673 万元，军工业务收入体量实现大幅跨越，2022 年军工业务占整体营收比例达到 19%；而作为对比，东方通军工业务收入 2020-2022 年分别为 1241、5437、2457 万元，2022 年军工业务收入体量已经低于中创股份，同时收入占比仅为 3%。中创在军工领域的优势近年来正在持续显现。

4) 中创股份相较于可比公司拥有更好的盈利能力：中创是典型的“产品型”软件公司，**(1) 从毛利率的角度**，中创 2019-2022 年毛利率分别为 94%、95%、89%、84%，与宝兰德相近，并远高于东方通（2019-2023Q1-Q3，东方通毛利率分别为 76%、80%、77%、70%、72%；宝兰德毛利率分别为 96%、88%、93%、89%、89%）。中创股份以标准化中间件销售为主要业务，软件定制开发业务增长依托于中间件业务收入规模增长，因此定制开发业务会保持相对稳定的收入占比，对公司整体毛利率影响相对较低。**(2) 从归母净利率看**，2019-2022 年中创股份的归母净利率分别为 39%、52%、40%、32%，对比而言东方通 2019-2022 年归母净利率分别为 28%、38%、29%、7%，宝兰德 2019-2022 年归母净利率分别为 43%、33%、13%、-14%，中创股份归母净利率显著高于可比公司，同时中创股份的 ROE（平均）均高于东方通和宝兰德，2022 年可比公司东方通、宝兰德利润端出现大幅度下滑，我们认为主要有两大原因：1) 东方通、宝兰德除中间件业务外还有其他领域的业务，需要研发、销售推广；2) 东方通、宝兰德采取了不同于中创的销售策略，因此费用投入更大，对利润影响较大。**(3) 从营收、利润规模的角度**，中创股份 2019-2023Q1-Q3 年实现营收分别为 0.69、0.82、1.20、1.37、0.76 亿元（作为对比，2019-2023Q1-Q3 期间东方通营收分别为 5.00、6.40、8.63、9.08、2.75；宝兰德营

收分别为 1.43、1.82、2.00、2.48、2.14)，中创股份 2019-2023Q1-Q3 年实现归母净利润分别为 0.27、0.43、0.48、0.44、0.10 亿元，(作为对比，2019-2023Q1-Q3 期间东方通归母净利润分别为 1.41、2.44、2.48、0.59、-2.08；宝兰德归母净利润分别为 0.61、0.61、0.27、-0.35、0.01)。中创股份专注中间件业务，在营收体量上相较于东方通、宝兰德较小，但公司利润率高于可比公司，且在 2022 年疫情影响的背景下，仍然保持了良好的盈利情况，相较于可比公司具备更强的盈利能力。

5) 相较于可比公司，中创股份主要存在以下几方面劣势：其一，从收入体量的角度，2022 年中创股份收入为 1.37 亿元，低于可比公司东方通与宝兰德（2022 年东方通营收 9.08 亿元，宝兰德营收为 2.48 亿元）；其二，可比公司东方通、宝兰德在各自优势领域深耕多年（例如东方通在党政领域 2022 年营收达到 3.12 亿元，宝兰德在电信领域 2022 年营收达到 1.10 亿元），而中创股份目前在党政领域仍处于竞争者的地位，在军工领域具备一定优势但收入体量仍较低（2022 年，中创股份党政、军工收入分别为 0.65、0.27 亿元）；其三，从行业来看，2021 年中创股份市场占有率为 15%，低于东方通的 28%，在国内中间件厂商中位居第二。

因此，综合考虑公司的产品化程度、下游客户稳定性、潜在市场空间情况，我们认为公司的成长性优于行业可比公司，考虑到公司国产替代能力突出，未来业绩增速有望明显高于行业水平，给予公司 2023 年 25-30 倍的市盈率具有合理性。

估值结论

我们给予**中创股份 2023 年 25-30 倍市盈率**估值区间，对应 2024 年 20-24 倍，对应市值为 16.42-19.70 亿元，股价为 19.30-23.16 元/股。

1.2 绝对估值：预计合理市值区间为 18.23-20.36 亿元

结论：模型测算公司的参考市值区间为 18.23-20.36 亿元，对应股价 21.43-23.93 元/股。

对于绝对估值的关键参数，我们进行如下假设：

1、Beta 值：根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），公司所处行业归属于“信息传输、软件和信息技术服务业（I）”中的“软件和信息技术服务业（I65）”，但细分领域估值方法和估值的绝对指标差异较大，因此直接采用行业整体估值有所不妥。故我们选择与公司业务结构相近的 2 家可比公司近 5 年 β 的算术平均值，以沪深 300 指数近五年为参考标的（2019 年 1 月 19 日至 2024 年 1 月 19 日），可比公司东方通的调整 β 为 0.8575，可比公司宝兰德调整 β 为 0.8390，计算得出中创股份的 Beta 值为 0.8483；

2、无风险利率 Rf: 选取近十年 (2013 年 11 月 25 日至 2023 年 1 月 19 日) 以来 10 年期国债收益率平均值 3.23% 作为无风险利率;

3、权益市场预期收益率 Rm: 选取沪深 300 指数近十年(2014 年 2 月 5 日至 2024 年 2 月 5 日)市盈率中位数 12.79x 取倒数计算得到市场收益率为 7.82% 进而得到风险溢价(Rm-Rf)为 4.59%。

4、权益资本成本 Ke: 公司股权收益率, 根据 CAPM 公式计算值为 7.12%;

5、债务资本成本 Kd: 为公司债务资本成本。中长期利率参考 2023 年 5 月 20 日商业贷款中长期人民币基准利率 4.3%, 公司税前债务成本取值 4.30%;

6、税率 T: 公司符合国家规划布局内重点软件企业的条件, 2020 年度至 2022 年度减按 10% 税率计缴企业所得税, 同时公司享受在开展研发活动中实际发生的研发费用, 未形成无形资产计入当期损益的, 按照实际发生额的 100% 在税前加计扣除。公司 2020-2022 年的所得税率分别为 7.4%、7.8% 和 7.2%, 我们预计公司所得税率在预测期内不会发生太大变化, 维持在 7.40% 左右;

7、权益资本占比 E/(D+E) 和债务资本占比 D/(D+E): 根据公司 2022 经审计后的资产负债表显示, 公司的有息负债账面金额为 1568 万元, 仅占整体资产规模的 1.4%, 且均为租赁资产对应形成的租赁负债, 过去三年公司短期借款和长期借款等有息负债科目均为 0, 没有进行过相关债务融资。同时 2 家可比公司的有息负债也维持极低水平。考虑到公司上市后补充流动性及融资渠道拓宽的影响, 公司股权融资难度降低, 预计未来公司需要债务融资的可能性较小, 因此采用 D/(D+E)=0% 及 E/(D+E)=100% 为公司的目标资本结构。

8、加权平均资本成本 WACC: 按上述假设条件, 测算 WACC 值为 7.12%。

表4: WACC 测算

参数	合理值	备注
Beta β	0.8483	选择 2 家可比公司过去 5 年 β 值的算术平均值
Rf	3.23%	近 10 年来 10 年期国债收益率平均值
Rm	7.82%	沪深 300 近 18 年年化收益率
Ke	7.12%	$R_e^1 = R_f + \beta_e^1 \times RPM$
Kd	4.30%	中国人民银行公布的最新一期中长期贷款利率 (5 年以上)
T	7.40%	企业有效所得税率
E/(D+E)	100%	
D/(D+E)	0%	
WACC	7.12%	$WACC = K_d * D/(D+E) * (1-T) + K_e * E/(D+E)$

资料来源: Wind, 民生证券研究院测算

9、永续增长假设:

假设公司的发展符合企业发展阶段模型, 公司当前处于快速成长期, 2023-2025 年为显性阶段, 收入增长率直接采用未来三年盈利预测指标, 详细测算见后文收入拆分与预测。

公司2026-2028年为半显性阶段，公司产能扩张速度放缓，根据计世资讯发布的《2021-2022年软件基础设施（中间件）市场发展趋势研究报告》显示，2021年中国中间件总体市场规模为88.7亿元，预计2026年中间件总体市场将达到144.2亿元，2021-2026年中国中间件市场规模年复合增长率为10%，中间件是分布式环境下支撑应用开发，运行和集成的平台，主要作用是为应用软件在不同的技术之间共享资源，管理计算资源和网络通信，中间件作为连接系统软件和应用软件中重要的一环，预计2026-2028年中国中间件市场规模将保持较为稳定的增速。2021年，国产基础中间件的市占率为14.1%，中创股份在国内基础中间件的份额占比为15%，随着国产化替代加速，我们预计2026-2028年国产基础中间件市占率将分别达到16%、17%和17%，同时中创股份在国内基础中间件的份额占比将逐步提升至17%、17%和17%，**国产中间件与中创股份的市占率提升理由如下**：1) 根据2022年9月份《国资委79号文》，“全面指导国资信创产业发展和进度。政策要求到2027年央企国企100%完成信创替代，替换范围涵盖芯片、基础软件、操作系统、中间件等领域”，国产中间件有望受益于信创政策推动加速在党政、军工、央企领域的渗透；2) 相较于可比公司，中创股份在党政、军工领域有出色的卡位优势，同时公司在金融、能源领域有广泛的客户基础，央企领域的市场拓展空间广阔。考虑到国产基础软件在政策驱动下需求持续释放，预计公司营收也将稳步增长，预计公司收入在2026-2028年营收增速分别为15%、12%和10%，详细测算见后文收入拆分与预测。2029-2031年公司进入增长过渡期，此阶段公司的营收增速分别为8%、6%、4%。

公司在过渡营收期仍能保持高增速的主要原因：公司的主营业务中间件作为三大基础软件之一，是新一代信息技术的基础平台，是数字经济高质量发展的重要引擎，是解决“卡脖子”问题的关键支撑，其未来的发展直接关系到国家网络信息安全及信息产业链安全。**行业空间方面：中间件属于高增速行业。**1) **整体中间件市场**：据Gartner数据显示，2021年，全球应用基础设施和中间件市场规模达到475亿美元，预计2027年将达到831亿美元，年复合增长率达到9.7%；根据华为发布的《鲲鹏计算产业发展白皮书》预测，2023年全球中间件市场空间434亿美元，2018-2023年CAGR为10.3%；2023年中国中间件市场空间13.6亿美元，2018-2023年CAGR为15.7%，中间件市场规模整体呈上升趋势；2) **基础中间件**：根据计世资讯发布的《2021-2022年软件基础设施（中间件）市场发展趋势研究报告》，2021年国内基础中间件市场规模为48.3亿元，其中国产基础中间件市场容量约为6.8亿元，市场占有率约为14.1%；国内基础中间件由东方通、中创股份、宝兰德占领，市场份额分别占比为28%、15%、12%，随着国产替代进程加速，国内厂商市占率有望进一步提升；3) **广义中间件**：伴随新一代信息技术的发展，企业数字化转型中对各类新技术应用需求快速增加，直接带来广义中间件市场的加速发展。**公司进展方面**：公司主营产品在功能和性能上已具备规模替代IBM公司、Oracle公司等国外主流中间件产品的能力，系列产品已在政府机构、事业单位、军工单位及国有企业等重点行业及领域推广应用，

并在国防领域实现规模化部署、常态化运行。为支撑新一代信息技术应用的快速构建、按需应变及安全可靠、稳定高效运行，公司将持续研发创新提升产品技术含量、丰富产品功能，加快在大数据、物联网、云计算等领域的深度布局，打造新一代基础设施软件。同时公司将融会产品生态，拓宽营销渠道，进一步巩固和提升产品竞争力，在保持国内市场领先地位的基础上，持续提升公司市场占有率。**因此受益行业高增速以及公司自身研发和销售的进展加速，公司未来营收有望保持高增长。**

预计 2032 年及以后公司将进入稳定发展阶段，增速按照 2.00% 计算。假设依据为：1) 国际货币基金组织 (IMF) 发布 2023 年 4 月期《世界经济展望》，对全球和世界经济体发展增速做出预测，从中期看，预计未来 5 年全球经济增速将保持在 3% 左右。彭博社 4 月 17 日援引 IMF 数据指出，未来 5 年，中国将继续是全球经济增长的最大贡献者，贡献率预计超 22%，为美国的两倍；2) 2022 年全国 CPI 指数同比增速 2%，对于长期永续增速的确定，可以参考 CPI 水平；3) 公司中间件产品应用领域广泛，包括党政、军工、金融、能源、交通等国民经济重点行业，下游需求持续并且空间巨大，预计能够保持长期稳定增长。2022 年 9 月底，国家下发 79 号文，全面指导国资信创产业发展和进度，要求到 2027 年央企国企 100% 完成信创替代，替换范围涵盖芯片、基础软件、操作系统、中间件等领域，在信创引领中间件国产替代浪潮后，考虑产品的老旧及损坏换新，比例约为每年 2%-3%。4) 注册估值分析师 (CVA) 协会提出，对于永续增长率的确定，通常有两个经验法则，一是增长率的上限不应该超过经济增长率，因为任何企业都不可能永远以超过经济整体增长率的速度增长；二是增长率也不应该超过无风险利率的取值，在长期内，无风险利率也会收敛于经济的实际增长率。对于国内的企业来说，通常会假设永续增长率为 2-3%，这个假设不论是对于我们目前的经济增长率水平还是无风险利率水平，都满足以上的两个约束条件。因此，综合考虑四方面因素考虑给予公司永续增长率 2.00%。

采用 DCF 估值法对公司进行绝对估值，计算出公司合理市值为 19.21 亿元，由于 WACC 和永续增长率的微小变动会对公司的价值产生较大的影响，故对两者做敏感性分析，得到可能的变化区间，在 WACC 为 6.72-7.52%、永续增长率为 1.20%-2.80% 范围内，公司的参考市值区间为 18.23-20.36 亿元。

表5：公司 DCF 模型 (单位：亿元)

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入	1.37	1.79	2.22	2.76	3.18	3.56	3.92	4.23	4.48	4.66
YOY	14.00%	30.52%	24.26%	24.39%	15.00%	12.00%	10.00%	8.00%	6.00%	4.00%
EBIT	0.56	0.78	0.91	1.17	1.14	1.29	1.42	1.54	1.64	1.71
税率	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
NOPLAT	0.52	0.73	0.85	1.08	1.06	1.19	1.32	1.43	1.52	1.59
折旧摊销	0.08	0.12	0.22	0.26	0.32	0.40	0.47	0.53	0.58	0.64
营运资本	0.56	0.26	0.32	0.42	0.41	0.50	0.53	0.55	0.53	0.49

资本开支	-0.14	-1.38	-2.35	-0.86	-0.44	-0.50	-0.57	-0.65	-0.70	-0.75
FCFF	-0.09	-0.80	-1.61	0.06	0.52	0.58	0.68	0.76	0.87	0.99
折现因子	100%	96.31%	89.35%	82.88%	76.89%	71.32%	66.16%	61.38%	56.94%	52.82%
PV (FCFF)	-0.091	-0.754	-1.410	0.053	0.398	0.416	0.455	0.471	0.507	0.534
Wacc	7.12%									
g	2.0%									
自由现金流现值和	0.73									
永续增长终值现值	10.63									
EV (企业价值)	11.36									
加: 非核心资产负债及盈余现金	2.00									
加: 预计募集资金	6.00									
减: 付息债务	0.16									
减: 少数股东权益	0									
股权价值	19.21									
总股本 (亿股)	0.85									
每股价值 (元)	22.59									

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院测算

表6: 中创股份 WACC、永续增长率估值敏感性分析表 (单位: 亿元)

永续增长率	WACC				
	6.72%	6.92%	7.12%	7.32%	7.52%
1.20%	19.58	18.97	18.40	17.87	17.38
1.60%	20.05	19.40	18.79	18.23	17.71
2.00%	20.56	19.86	19.21	18.61	18.06
2.40%	21.11	20.36	19.66	19.03	18.44
2.80%	21.71	20.90	20.16	19.47	18.85

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院测算

1.3 合理估值区间: 市值区间为 18.23-19.70 亿元, 对应每股价格为 21.43-23.16 元/股

在相对估值法下, 公司的参考市值区间为 16.42-19.70 亿元; 在绝对估值法下, 公司的参考市值区间为 18.23-19.70 亿元。对两种估值方法的参考市值区间取交集, 预计公司合理市值区间为 18.23-19.70 亿元, 每股估值区间为 21.43-23.16 元/股。按 2022 年经审计的扣非归母净利润 0.39 亿元计算, 对应的 PE 区间为 47-51 倍; 按 2022 年经审计归母净利润 0.44 亿计算, 对应的 PE 区间为 42-45 倍; 按 2023 年预测归母净利润 0.66 亿计算, 对应的 PE 区间为 28-30 倍。

截至 2024 年 2 月 5 日, 中证指数公司发布的 I65 行业最近一个月平均静态市盈率为 50.98 倍。按中创股份 2022 年经审计归母净利润 0.44 亿计算, 对应的

PE 区间为 42-45 倍。公司估值略低于行业静态市盈率的主要原因是：

1、中创股份是中间件行业领军，且相较于可比公司有着更优秀的盈利能力。是典型的“产品型”软件公司，中创 2019-2022 年毛利率分别为 94%、95%、89%、84%，与宝兰德相近，并远高于东方通。从盈利能力看，2019-2022 年中创股份的归母净利率分别为 39%、52%、40%、32%；对比而言东方通 2019-2022 年归母净利率分别为 28%、38%、29%、7%，宝兰德 2019-2022 年归母净利率分别为 43%、33%、13%、14%，中创股份显著高于可比公司，同时中创股份的 ROE（平均）均高于东方通和宝兰德，受益于中创良好的费用管控和客户模式，体现出中创股份较高的盈利能力，同时也验证中创股份高效的经营效率和稳健的财务状况。

2、中创股份属于标准化软件公司，产品化程度较高。公司中间件软件业务毛利率接近 100%，软件收入占比也基本保持在 70%以上。中证指数有限公司发布的公司所属行业最近一个月平均静态市盈率为 67.93 倍，中创股份作为“产品型”公司赋予更高的市盈率倍数较为合理。

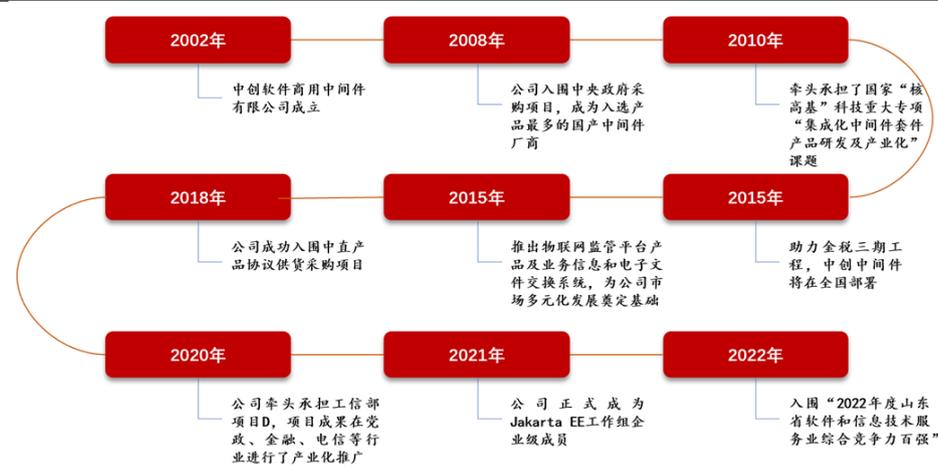
3、中创股份拥有良好的成长能力。从 2019-2022 年营业收入的 CAGR 比较看，中创股份、东方通、宝兰德分别为 26%、22%、20%，中创股份更为领先。而向前展望，从客户结构来考虑，中创拥有更大的潜在市场：一方面，中创在军工领域有着相对较为明显的优势，考虑到军工行业整体的国产替代紧迫性和供应商资质等壁垒，预计中创在军工领域的优势有望逐步扩大；另一方面，中创目前在金融、能源等领域有一定的客户基础，但业务量相对较小，而以金融、电信、能源为首的 8 大行业信创市场空间有望大幅跃升，公司的潜在市场空间广阔。

2 中创股份：国产中间件领军者

2.1 老牌中间件厂商，牵头“核高基”

2002年成立的老牌中间件厂商。中创股份成立于2002年，成立初期即致力于中间件产品的研发与销售，重点解决分布式环境下计算问题，推出第一款自主研发的应用服务器中间件产品，并逐步衍生系列化产品。2010年，公司牵头承担了国家“核高基”科技重大专项“集成化中间件套件产品研发及产业化”课题，并基于该课题形成了具有国内领先地位的 InforSuite 系列中间件产品。2017年至今，伴随信创市场蓬勃发展，公司产品在党政军等领域规模化应用，加速创新基础中间件产品。

图8：中创股份成立以来发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

专注于中间件领域，产品体系齐全。公司是国内领先的基础软件中间件产品与服务提供商，主要向党政、军工、金融、能源、交通等国民经济重点行业领域提供中间件软件销售、中间件定制化开发和中间件运维服务。公司形成了基础中间件和广义中间件协同发展的格局，主要产品包括应用服务器中间件、工作流中间件、消息中间件、企业服务总线、数据存取管理中间件、负载均衡中间件、业务信息和电子文件交换系统、物联网监管平台软件、PaaS 平台软件等九大类中间件产品。

表7：中创股份产品体系

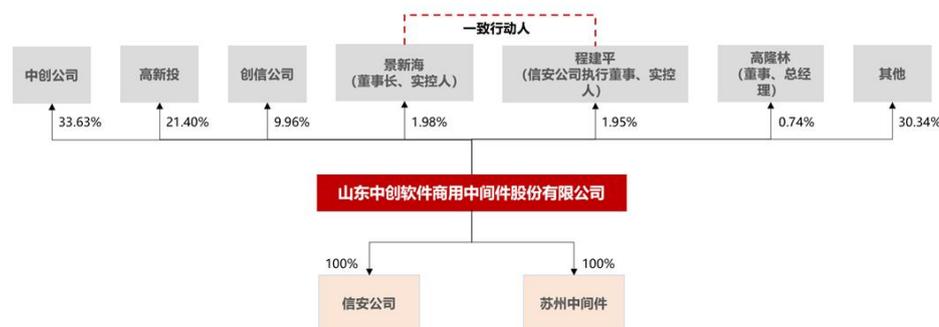
主要产品及服务	类别	具体产品或服务内容
中间件软件销售	基础中间件	应用服务器中间件 InforSuite AS、 工作流中间件 InforSuite Flow、 消息中间件 InforSuite MQ、 企业服务总线 InforSuite ESB、 数据存取管理中间件 InforSuite ETL、 负载均衡中间件 InforSuite LB 等
	广义中间件	业务信息和电子文件交换系统、物联网监管平台软件、PaaS 平台软件等

中间件定制化开发	在中间件产品、中间件技术基础上进行二次开发
中间件运维服务	互联网支持服务、电话支持服务、现场技术支持服务、健康巡检、故障诊断分析等

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院预测

股权结构稳定。中创股份实际控制人为程建平和董事长景新海，二人为一致行动人，1991年共同创建中创公司，景新海现任中创公司董事长，程建平现任中创公司副董事长，二人（上市前）通过直接或间接持股方式合计控制中创股份47.51%的股权，其中景新海直接持有中创股份1.98%的股权，程建平直接持有中创股份1.95%的股权，二人通过控制创信公司控制中创股份9.96%的股权，通过控制中创公司控制中创股份33.63%的股权。

图9：中创股份股权结构图解



资料来源：wind，民生证券研究院

董事长领衔，核心高管具备深厚技术基因。董事长景新海专注科技创新和软件工程实践，是中国软件产业的拓荒者，曾受聘国家科技重大专项课题负责人，具备丰富的研发和管理经验。总经理高隆林、副总经理韩峰、何忠胜参与多年工程研发，均多次获得授权发明专利。核心管理团队其余人员王蒨、赵欣为研发中心的部门经理，均有参与重要研发项目、取得知识产权、参与制定行业技术标准等经验。

表8：中创股份核心管理团队

姓名	职务	个人简历
景新海	董事长,董事	加拿大里贾纳大学荣誉法学博士，第十一、十二届全国人大代表，享受国务院政府特殊津贴专家，曾受聘为国家“核高基”科技重大专项课题负责人、国家科学技术奖评审专家。曾任山东省计算中心助理研究员、山东省计算中心总工程师、主任。
高隆林	总经理	硕士。历任中创公司电子商务事业部总工程师、构件工程部总经理；获得授权发明专利19项；作为课题负责人承担电子发展基金、“核高基”等多项国家级与省部级课题，荣获山东省科技进步一等奖。
韩峰	副总经理	历任山东中创软件商用中间件股份有限公司构件工程部副经理等；获得授权发明专利7项；获得山东省科技进步一等奖，被中国软件行业协会评为“2017年中国软件行业优秀工程师”。
何忠胜	副总经理	历任山东中创软件商用中间件股份有限公司副总工程师等；获得授权发明专利10项；曾获山东省科技进步一等奖、济南市科技进步一等奖，被中国软件行业协会评为“2021年软件行业卓越工程师”。
王蒨	研发中心物联网监控产品部经理	计算机应用技术专业硕士、高级工程师、2020年中国软件行业优秀工程师；获得授权发明专利13项参与多项由公司牵头或承担的国家“核高基”重大课题研制，参与的项目成果曾获山东省科技进步一等奖。
赵欣	研发中心基础软件产品部经理	交通信息工程及控制专业硕士、2019年中国软件行业优秀工程师；获得授权发明专利9项参与多项课题，担任信息技术应用创新工作委员会中间件工作组专家委成员。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2.2 专注基础软件，产品矩阵齐全

基础中间件产品全覆盖，广义中间件案例丰富。中创股份的收入结构可以按照基础中间件、广义中间件、围绕中间件的定制开发来划分，其中公司基础中间件产品体系齐全，包括主力产品应用服务器，以及消息中间件、企业服务总线、负载均衡中间件等产品线；广义中间件涵盖物联网监管、电子文件交换、Paas 平台等产品线。

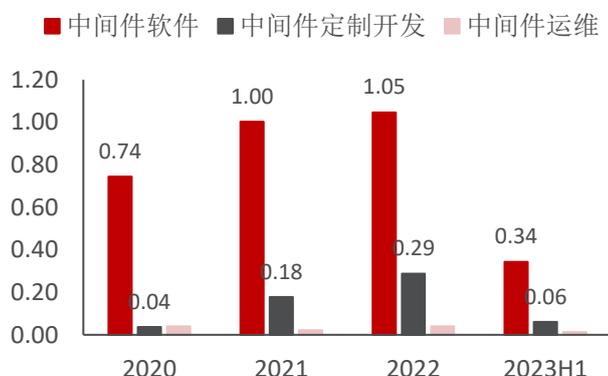
图10：中创中间件产品体系梳理



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

以标准化软件为收入基础，定制开发体量快速增长。从中创收入结构看，主要为软件销售、定制开发、运维服务三大类收入构成，其中软件收入占比基本保持在 70%以上。而中间件作为基础软件，产品化程度极高，中创中间件软件业务毛利率接近 100%。而随着公司中间件覆盖客户逐渐扩大，围绕中间件的软件定制开发业务体量也在快速上升，有利于公司进一步提升客户粘性。

图11：2020-2023H1 中创收入构成 (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2020-2023H1 中创分业务毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

应用服务器是主力产品，产品矩阵齐全。进一步拆分公司中间件业务，可以分为基础中间件以及广义中间件两部分，基础中间件收入占比保持在 60%以上。

基础中间件中，应用服务器是公司的核心产品；而广义中间件中，物联网监管平台、PaaS 近 3 年也保持稳健的增长。

表9：2020-2023H1 中创股份各产品线收入拆分（万元）

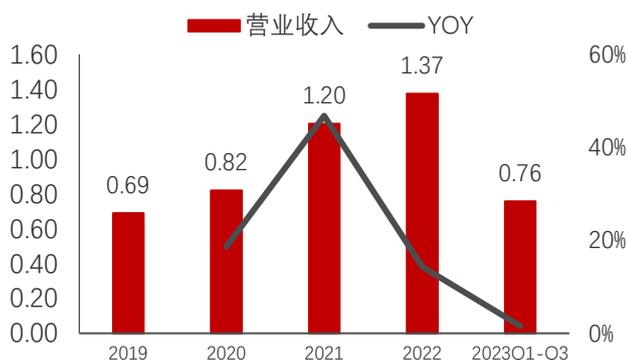
产品类别	具体产品	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 1-6 月
基础中间件	应用服务器中间件	3,252.21	5,333.94	4,423.04	1731.51
	工作流中间件	529.78	674.03	723.45	254.87
	消息中间件	53.71	117.7	94.25	60.28
	企业服务总线	35.4	268.01	179.65	103.54
	数据存取管理中间件	20	70.8	119.91	31.42
	其他基础中间件	481.3	796.58	1,131.90	385.79
	小计	4,372.40	7,261.06	6,672.20	2567.4
广义中间件	物联网监管平台	1,371.00	1,420.82	1,583.95	508.66
	交换传输平台	1,590.56	1,211.05	575.73	-
	PaaS 平台	100	127.17	1,636.28	88.5
	大数据治理与智能分析平台				261.95
	小计	3,061.56	2,759.04	3,795.96	859.1
合计	1	7,433.97	10,020.10	10,468.16	3426.51

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2.3 持续快速成长，稀缺的“产品型”公司

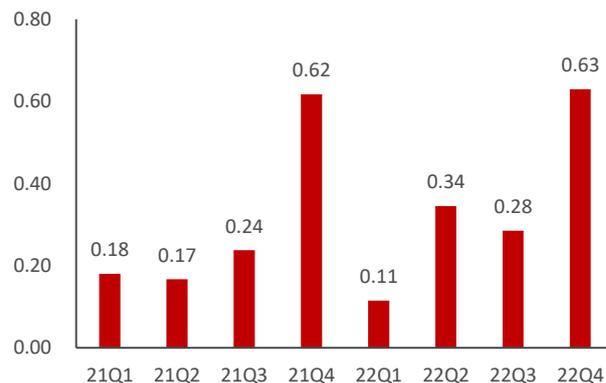
营收保持稳步增长，收入存在显著季节性分布。回顾公司过去的发展，中创股份在 2019-2022 年间收入端复合增长率达到 25.69%，2022 年营业收入达到 1.37 亿元，同比增长 14.35%，主要得益于中间件国产替代政策的逐步落地，国产基础中间件市场需求稳步增加；2023 年前三季度，公司营收 0.76 亿元，同比增长 2%，在当前环境下仍保持了增长趋势。分季度来看，第四季度收入占主营业务收入较大，主要系公司下游客户主要为政府机构、军工单位、事业单位及国有企业，项目交付完成及资金结算大部分集中于下半年。

图13：2019-2023Q1-Q3 中创营收（亿元）及增速



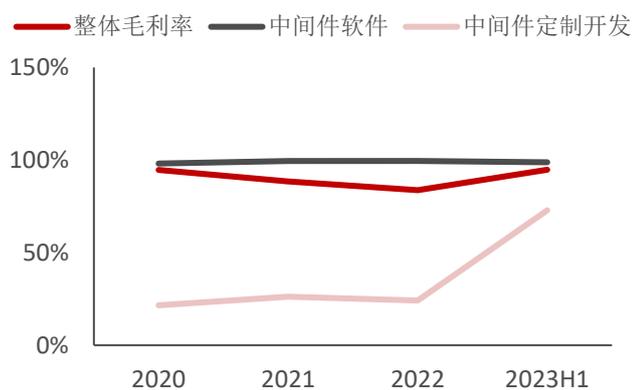
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2021-2022 年公司单季度营收（亿元）

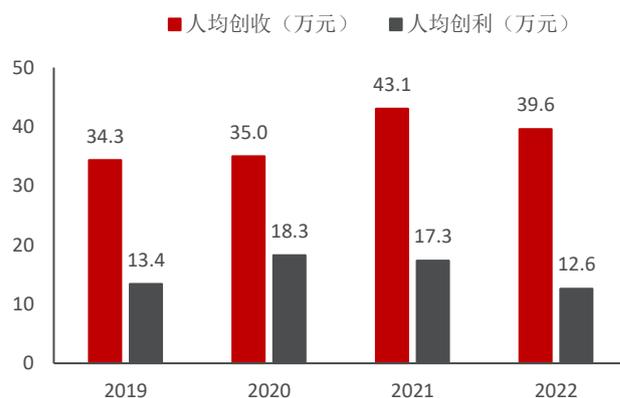


资料来源：wind，民生证券研究院

稀缺的“产品型”公司。2019-2023Q3，公司综合毛利率分别为 94%、95%、89%、84%、95%，保持较高水平的同时，因为业务结构调整定制开发业务占比提升，毛利率有所回落。公司中间件软件销售业务的毛利率一直维持在 98% 以上，中间件运维服务的毛利率呈现稳健上升的趋势，在 2022 年达到 99%，中间件定制化开发的毛利率较低。从人均创收和人均创利两个维度来看，2019-2022 年，实现人均创收超 34 万元和人均创利超 13 万元，体现出公司产品化的能力。

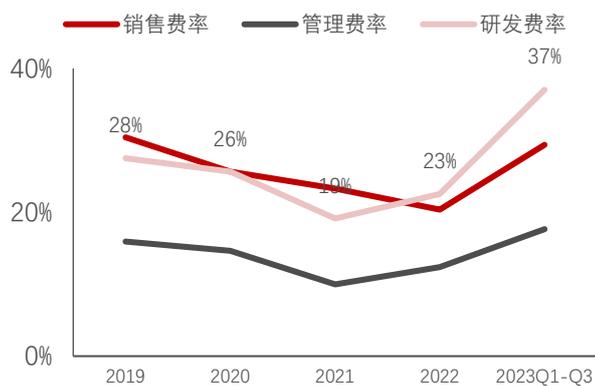
图15：2020-2023H1 年中创毛利率变化情况


资料来源：wind，民生证券研究院

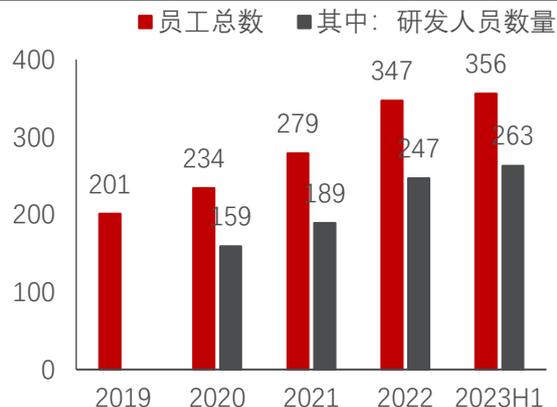
图16：2019-2022 年公司人均创收、人均创利情况


资料来源：wind，民生证券研究院

费用端管控强，研发投入持续加大。从费用端数据来看，公司管理费率呈现稳中有降的态势，2022 年公司管理费用率有所增长，主要系公司管理人员数量增加所致；2019-2022 年，公司销售费率逐年下降，在不断加强销售网络及销售团队建设的同时，实现了严格的费用管控；此外，公司一直高度重视产品研发和技术进步，2022 年研发投入达到 0.31 亿元，同比增长 34%（由于计算机公司收入确认存在季节性，因此 2023 前三季度的费率变化参考意义有限）。从员工数量来看，2019-2022 年公司员工数量逐年增长，2023H1 公司员工总数达到 356 人，相较于 22 年末有所增长。为信创机遇提前布局，规模扩张有望取得进一步突破，利率端也有望触底反弹。

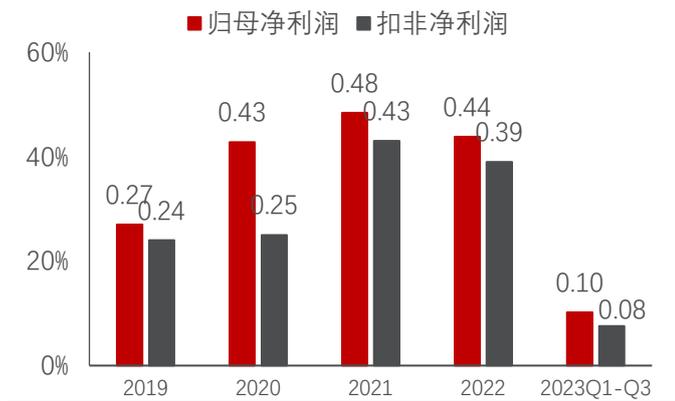
图17：2019-2023Q1-Q3 中创期间三费费率变化


资料来源：wind，民生证券研究院

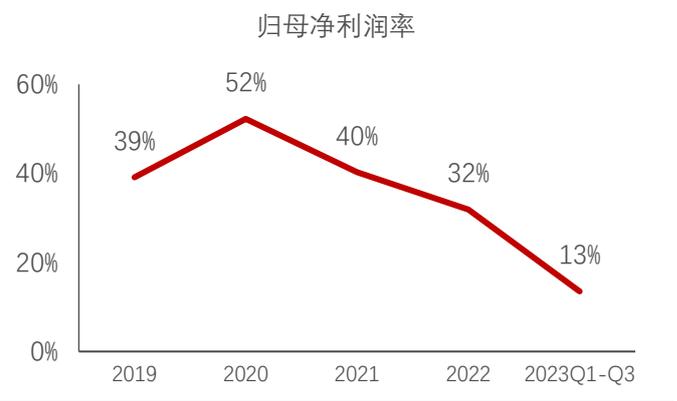
图18：2019-2023H1 员工、研发人员数量 (人)


资料来源：wind，民生证券研究院

净利润整体呈上升趋势，盈利能力强劲。公司 2022 年度净利润及扣非归母净利润较 2021 年度有所下降，净利润较上年减少 458.65 万元，主要原因系公司在 2022 年度顺应信创产业发展需要和国家政策需要，增加研发人员，加大研发投入，导致研发费用增加所致。中创净利润率基本保持在 30%以上的高水平，也足以验证产品型公司良好的商业模式。（中创属于计算机公司，收入确认有显著的季节性，但成本支出相对刚性，故 2023 前三季度的利润与利润率水平参考意义有限。）

图19：2019-2023Q1-Q3 中创股份利润表现（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图20：2019-2023Q1-Q3 公司归母净利润率水平


资料来源：wind，民生证券研究院

3 迎信创黄金时期，国产中间件扶摇直上

3.1 中间件：三大基础软件之一，信创关键环节

中间件是当前基础软硬件生态中的关键环节。中间件与操作系统、数据库并称为三大基础软件，在操作系统与应用软件之间起到“承上启下”的关键作用，解决分布式环境下运行支撑、通讯互联、应用集成、流程协同等问题，属于连接不同应用软件的支撑类软件，其与信息安全底层架构息息相关，被认为是中国基础软件和信息安全保障系统的中坚力量。中间件产品作为独立于特定计算机硬件和操作系统的软件，为应用软件开发、部署、运行和维护提供重要支撑，在快速响应业务变化、降低应用软件开发运维成本方面具有重大价值。

图21：中间件在 IT 产业链中的位置



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

发展中间件领域符合国家战略，相关产业政策暖风频吹。“十一五”至“十三五”期间，国家加快在基础软硬件行业的国产化布局，中间件属于国家鼓励、支持和推动的关键产品。2021 年是“十四五”开局之年，《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》指出，应推动软件产业链升级，加速“补短板、锻长板、优服务”，夯实开发环境、工具等产业链上游基础软件实力，开展高性能、高可靠的中间件关键产品及构件研发。2022 年 9 月底，国家下发 79 号文，全面指导国资信创产业发展和进度，要求到 2027 年央企国企 100%完成信创替代，替换范围涵盖芯片、基础软件、操作系统、中间件等领域。

表10：中间件相关政策梳理

时间	部门	政策	具体内容
2022 年 9 月	国资委	《国资委 79 号文》	全面指导国资信创产业发展和进度。政策要求到 2027 年央企国企 100%完成信创替代，替换范围涵盖芯片、基础软件、操作系统、中间件等领域

2021年12月	中央网络安全和信息化委员会	《“十四五”国家信息化规划》	面向关键基础软件、高端工业软件、大数据、云计算、信息安全、人工智能、车联网等重点领域和重大需求，加强重点软件的开发。加快软件知识产权保护与信息服务体系建设
2021年11月	工信部	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	提出操作系统、数据库、中间件、办公软件等基础软件实现突破，取得一系列标志性成果；加速分布式数据库、混合事务分析处理数据库、共享内存数据库集群等产品研发和应用推广。开展高性能、高可靠的中间件关键产品及构件研发
2020年12月	国家发改委、中央网信办、工信部、国家能源局	《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》	围绕服务器芯片、云操作系统、云数据库、中间件、分布式计算与存储、数据流通模型等环节，加强对关键技术产品的研发支持

资料来源：国资委，工信部等，民生证券研究院

信创为基础软件厂商带来广阔机遇，中间件市场有望高速发展。2022年是全国各级机关完成信创阶段性目标的关键一年，整体信创市场从党政领域逐步延伸至整个电子政务领域，并拓展至金融、能源及交通等国民经济重点行业领域，市场覆盖面及整体规模进一步扩大。上述领域对大数据、物联网、云计算等新一代信息技术的应用较多，为顺应信创市场发展趋势，提升信息安全自主可控水平，对信创环境下的物联网平台、PaaS云平台及支持云原生环境的中间件产品需求不断增大，基于国家信创政策的持续落地和市场需求的不断扩大，未来中间件市场空间巨大。

图22：信创推进的进度以及覆盖行业情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.2 国产中间件厂商，迎来历史性机遇

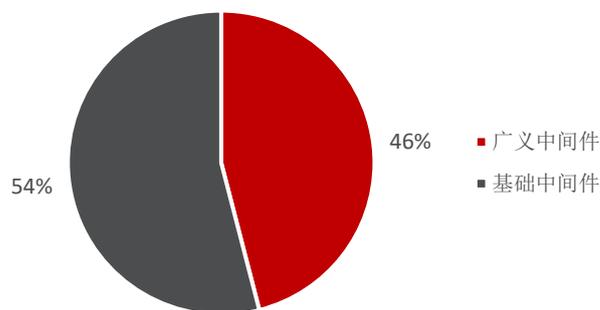
整体中间件市场持续快速增长。根据华为发布的《鲲鹏计算产业发展白皮书》预测，2023年全球中间件市场空间434亿美元，2018-2023年CAGR为10.3%；2023年中国中间件市场空间13.6亿美元，2018-2023年CAGR为15.7%，中间件市场规模整体呈上升趋势。根据计世资讯发布的《2021-2022年软件基础设施（中间件）市场发展趋势研究报告》显示，2021年中国中间件总体市场规模为88.7亿元，其中，基础中间件48.3亿元，广义中间件40.4亿元。预计到2026年，中间件总体市场将达到144.2亿元，其中基础中间件为74.6亿元，广义中间件市场为69.6亿元，市场保持稳定发展态势。

图23：2019-2026年中国中间件市场规模及增速



资料来源：计世资讯，民生证券研究院

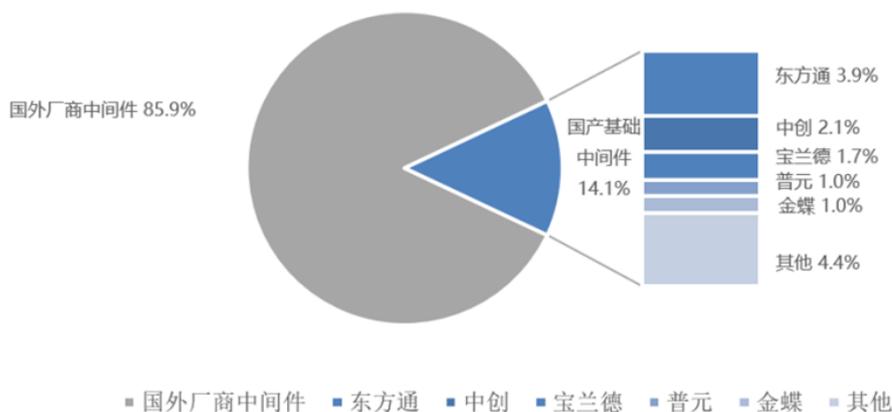
图24：2021年中国中间件市场结构情况



资料来源：计世资讯，民生证券研究院

基础中间件：国外厂商市占率高，呈现国产化替代加速趋势。IBM 公司、Oracle 公司等国外厂商进入中间件市场较早，产品经过大规模应用实践验证，市场接受度高，在基础中间件领域占据较大的市场份额。根据计世资讯发布的《2021-2022年软件基础设施（中间件）市场发展趋势研究报告》，2021年国内基础中间件市场规模为48.3亿元，其中国产基础中间件市场容量约为6.8亿元，市场占有率约为14.1%；国内基础中间件由东方通、中创股份、宝兰德占领，市场份额分别占比为28%、15%、12%，随着国产替代进程加速，中国厂商的市占率将进一步扩大。

图25：2021年中国基础中间件市场格局情况

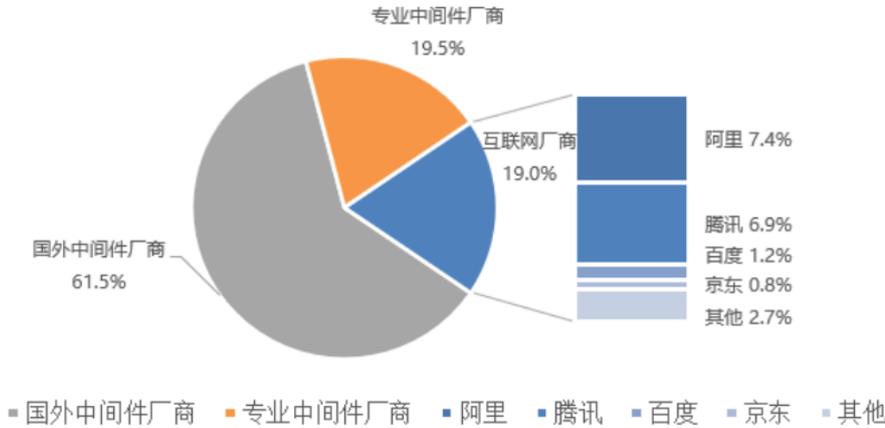


资料来源：中创股份招股说明书，民生证券研究院

广义中间件：处于早起快速发展阶段，前景广阔。伴随新一代信息技术的发展，企业数字化转型中对各类新技术应用需求快速增加，直接带来广义中间件市场的加速发展。2021年国内广义中间件40.4亿元的市场规模中，国外厂商（Oracle、IBM等）市场占有率约为61.5%，主要提供的产品为非云化广义中间件、在私有云上使用的广义中间件；国内专业中间件厂商（中创股份、东方通、宝兰德等）的市场占有率约为19.5%，主要提供的产品为非云化广义中间件、在私有云上使用的广义中间件；互联网厂商（阿里、腾讯、百度等）的市场占有率

约为 19%，主要提供的产品为在公有云上使用的广义中间件。

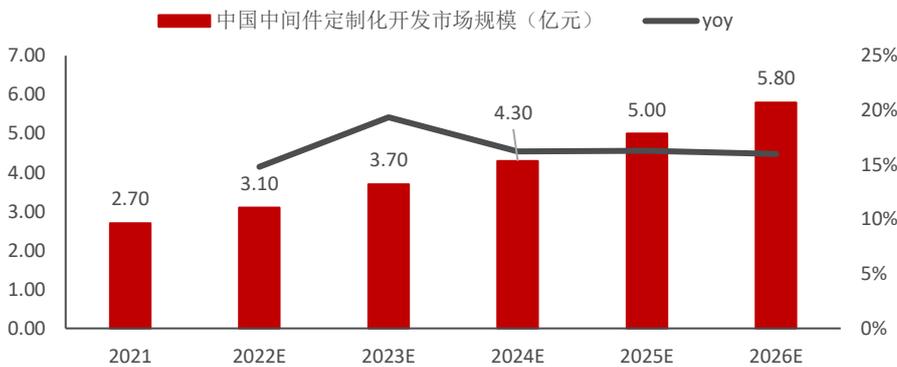
图26：2021 年中国广义中间件市场格局情况



资料来源：中创股份招股说明书，民生证券研究院

定制开发：围绕中间件布局生态。中间件定制化开发服务与标准中间件产品具有深度耦合关系，未来五年，我国中间件定制化开发市场依托于中间件市场将继续保持较快的增速。中间件产品研发能力越强，中间件定制化开发能力越强，因此技术壁垒较高。据赛迪网数据显示，2021 年我国中间件定制化开发的市场空间约 2.7 亿元，预计到 2026 年中国中间件定制化开发的市场总规模达到 5.8 亿元，市场年均复合增长率（CAGR）达到约 16.5%。

图27：2021-2026 年中国中间件定制开发市场规模及增速



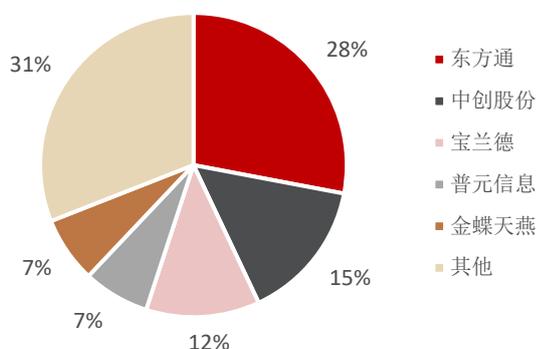
资料来源：中创股份招股说明书，民生证券研究院

4 聚焦中创：军工领域突出，信创驱动快速成长

4.1 中间件领军，深度参与军工信创

中创是国产中间件领军者，技术实力出众。从市场份额看，中创是中间件领域的领军者，2021 年国产中间件市场份额占据 15%，处于行业第二位置。较高的国产中间件市场份额得益于公司拥有产品全部核心源代码的自主知识产权，截至 2023 年 4 月 27 日，公司取得 141 项发明专利及 191 项软件著作权，以及曾获“国防科学技术进步二等奖”、“山东省科学技术进步二等奖”等多个奖项，形成了高可靠、高性能、高可用、高安全的中间件产品体系。

图28：2021 年中国国产中间件市场格局



资料来源：计世资讯，民生证券研究院

图29：中创股份奖项情况



资料来源：中创中间件官网，民生证券研究院

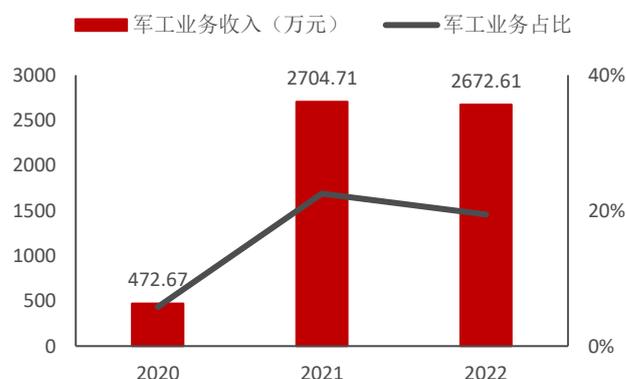
中创党政+军工业务优势突出，深度参与信创关键领域。从收入构成看，2020-2022 年中创来自党政的收入占比每年均高达 47%以上。同时，中创中间件近年来在军工市场不断探索实践，来自军工行业的收入也在迅速提升，从 2020 年占比 5%到 2022 年占比 20%，2022 年营收达 2672.61 万元。中创来自党政+军工的营收占比不断提高，展现了国家机关对中创品牌实力的高度认可。

图30：2020-2022 年中创主要行业收入划分 (万元)

应用领域	2020年度	2021年度	2022年度
党政	6,751.18	6,338.09	6,498.15
军工	472.67	2,704.71	2,672.61
金融	178.17	860.69	786.03
能源	377.31	616.79	1,336.06
其他	407.47	1,497.28	2,448.69
合计	8,186.80	12,017.56	13,741.54

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图31：2020-2022 年中创军工业务收入 (万元)



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

国内中间件市场风起云涌，各家厂商侧重点不同。国内专业中间件厂商中，

从各家厂商的产品及历史上下游客户情况看，侧重点各有差异：东方通的产品应用领域相对较全，以政府、电信、金融为核心客户；宝兰德在电信领域占有优势；普元信息专注于中间件上层的平台产品，以金融为核心客户；中创股份的产品应用领域相对集中，以党政和军工为主，公司通过信创工程，率先在党政、军工领域实现国产中间件替换，具有较强的竞争优势。

表11：我国主要中间件厂商对比

公司名称	主要产品线	中间件主要产品	客户领域
东方通	"安全+"、"数据+	应用服务器 TongWeb、消息中间件 TongLINK/Q、交易中间件 TongEasy、应用交付平台 TongADC、分布式数据缓存中间件 TongRDS 等	电信、金融、政府、能源、交通等
中创股份	中间件	应用服务器中间件、工作流中间件、消息中间件等基础中间件，以及业务信息和电子文件交换系统、PaaS 平台软件等广义中间件	党政、军工、金融、能源、交通等
普元信息	中间件、大数据	应用服务器 PAS、普元大文件传输平台 BFT、普元企业服务总线 ESB、消息中间件 MQ、应用开发平台 EOS 等	金融、电信、政务、能源、先进制造等
宝兰德	中间件、智能运维、大数据、云计算	应用服务器 BES Application Server、交易中间件 BES VBroker、消息中间件 BES MQ 等	电信、金融、政府、能源等
金蝶天燕	云平台、中间件、大数据、智能运维	中间件云平台 ACP、应用服务器 AAS 消息中间件 AMQ、企业服务总线 AESB、实时安全防护 ARSP	政府、金融、能源、先进制造等

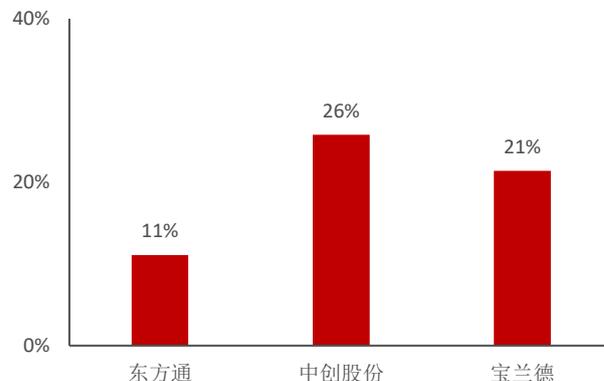
资料来源：各公司官网，壹零智库，民生证券研究院

4.2 信创带来重大机遇，行业数字化空间广阔

信创催化下，国产中间件厂商近两年业绩快速成长。国产中间件厂商近年来业绩保持高速增长，龙头东方通的中间件业务收入规模从 2018 年的 1.5 亿元增长至 2021 年 3.3 亿元，中创、宝兰德也实现快速增长。从几家公司的中间件收入来看，19-22 年间，中创股份、宝兰德、东方通收入 CAGR 分别为 26%、21%、11%，中创股份借助信创浪潮，实现了收入的跃迁式增长。

图32：2018-2022 年中间件厂商中间件收入（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

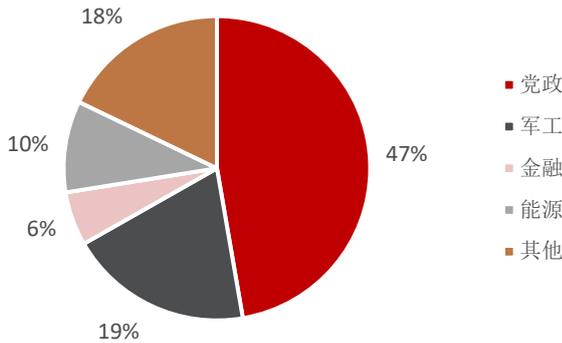
图33：2019-2022 年三家厂商中间件收入 CAGR


资料来源：wind，民生证券研究院

信创之外，中创拥有广泛的创新中间件产品线。中创在传统中间件领域有着

出众的影响力，党政、军工、金融、能源等技术要求高的客户均对公司产品做出了认可。基础中间件之外，中创在物联网监管平台、PaaS 平台等中间件延伸领域同样有着深厚的业务基础，随着数字化转型的大时代到来，公司的广义中间件业务也有望迎来快速发展。

图34：2022 年中创收入构成



资料来源：wind，民生证券研究院

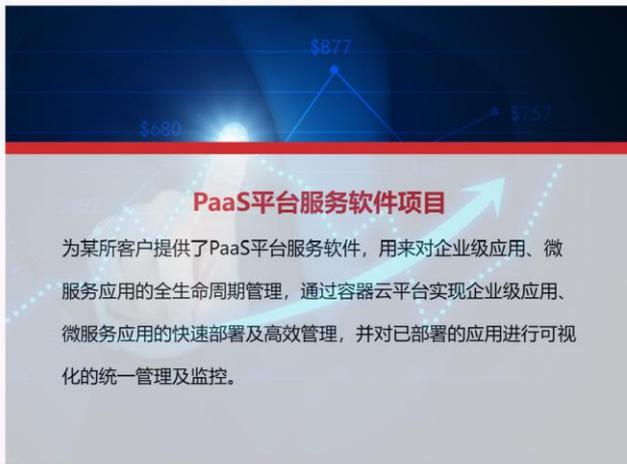
图35：中创股份中间件产品线典型案例



资料来源：公司官网，民生证券研究院

PaaS 平台：企业云平台基础设施，广泛应用于众多领域。中创 PaaS 平台面向企业级应用场景，融合云计算、微服务等最佳实践，为业务应用提供安全可靠、稳定高效的自动化运行和管理平台，广泛应用于金融、政府、能源、交通、军事等领域。如在交通高速领域，公司 PaaS 平台提供云边融合的平台化解决方案，遵循交通运输部《高速公路联网收费系统优化升级工程方案》要求，支撑了云收费架构试点的落地实施。以 PaaS 平台为代表的广义中间件产品，促进了新一代信息技术场景应用的发展，加速了生态体系的创新融合发展，推动了数字经济战略发展的落地。

图36：中创股份 PaaS 平台案例



资料来源：中创中间件官网，民生证券研究院

基于容器技术打造私有云平台，助力金税三期项目。中创业务流程 PaaS 平台体现“平台+服务”的理念，面向多应用、多租户，建立多应用共享的流程平台，将传统的业务流程平台云化，提供多租户、高并发、动态伸缩的能力，提供

统一管理的流程引擎以接口服务形式提供对外服务的能力，使得流程引擎 API 服务化、流程运行环境部署容器化、流程管理平台化。该产品是金税三期工程基础软件平台建设的重要组成部分，支撑全国 36 个省市税务局 5 大项目的 17 个流程类应用，满足近 80 万税务机关内部用户的日常办公需要。

图37：中创业务流程 PaaS 平台典型案例



资料来源：中创中间件官网，民生证券研究院

4.3 募投项目：进一步聚焦基础中间件

募集资金 6.0 亿元，聚焦中间件业务及自身发展。公司本次拟公开发行不超过 2126.28 万股 A 股普通股股票，不低于发行后总股本的 25%，所募集资金扣除发行费用后将全部投资于以下 4 个项目：1) 应用基础设施及中间件研发项目：主要聚焦于现有基础中间件系列产品升级和数据智能管控平台两个方向，满足党政军、金融等重点行业用户快速变化的市场需求；2) 研发技术中心升级项目：引进先进的研发、测试等软硬件基础设施，提升研发效率；3) 营销网络及服务体系建设项目：强化公司的客户服务和业务拓展能力；4) 补充流动资金项目：有利于优化公司财务结构，为公司扩大业务规模提供资金支持。

加大中间件研发和平台建设，巩固中间件领先优势。公司围绕未来物联网平台、PaaS 云平台、大数据及人工智能平台、下一代基础中间件产品发展的需要，重点突破系列关键核心技术，其中应用基础设施及中间件研发项目主要聚焦于现有基础中间件系列产品升级和数据智能管控平台两个方向，预计 6 亿元的投资中研发投入将达到 2.3 亿元。以及公司将增加大量的研发和营销投入，故总计 6 亿元的投资额中研发技术中心升级项目投入达 1.3 亿元，营销网络及服务体系建设项目达 0.6 亿元。

表12：中创股份募投项目情况

项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
应用基础设施及中间件研发项目	23000	23000
研发技术中心升级项目	13000	13000

营销网络及服务体系建设项目	6000	6000
补充流动资金	18000	18000
合计	60000	60000

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院预测

5 盈利预测

5.1 盈利预测及业绩拆分

预计中创股份 2023-2025 年营收分别为 1.79、2.22、2.76 亿元，同比增速分别为 30%、24%、24%。作为三大基础软件之一中间件的领军者，受益于信创带来的软件国产化浪潮，公司的中间件业务有望迎来高速发展时期。2019-2022 年，基础软件的信创需求主要集中在政府领域，而进入 2023 年后，信创将从政府向以金融、电信、能源为首的八大行业渗透，中间件需求有望迎来大幅跃升，进而带动公司需求实现快速增长。

根据中国中间件市场规模、国产中间件市场占有率以及中创股份的市场占有率进行拆分和预测：

表13：公司主营业务拆分及预测（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
中国中间件市场规模	88.7	98.4	108.7	119.7	131.6	144.2	155.7	168.2
yoy	12%	11%	10%	10%	10%	10%	8%	8%
基础中间件市场规模	48.3	53.6	58.2	64.0	70.4	74.6	80.6	87.0
基础中间件占比	54%	54%	54%	54%	54%	52%	52%	52%
广义中间件市场规模	40.4	44.8	50.5	55.7	61.2	69.6	75.2	81.2
广义中间件占比	46%	46%	47%	47%	47%	48%	48%	48%
国产基础中间件份额	14%	14%	14%	15%	16%	16%	17%	17%
国产广义中间件份额	5%	6%	7%	8%	9%	10%	10%	10%
国产基础中间件市场规模	6.5	7.6	8.1	9.6	11.3	11.9	13.7	14.8
国产广义中间件市场规模	2.0	2.7	3.5	4.5	5.5	7.0	7.5	8.1
中创在国产基础中间件市占率	15%	15%	15%	16%	17%	17%	17%	17%
中创基础中间件收入	0.93	0.99	1.22	1.54	1.86	2.03	2.33	2.51
yoy		6%	23%	26%	21%	9%	15%	8%
中创在国产广义中间件市占率	14%	14%	14%	14%	15%	16%	16%	16%
中创广义中间件收入	0.28	0.38	0.50	0.62	0.83	1.11	1.20	1.30
yoy		36%	30%	26%	33%	35%	8%	8%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

根据计世资讯发布的《2021-2022 年软件基础设施（中间件）市场发展趋势研究报告》显示，2021 年中国中间件总体市场规模为 88.7 亿元，其中基础中间件 48.3 亿元，广义中间件 40.4 亿元，基础中间件占比为 54%，预计到 2026 年，中间件总体市场将达到 144.2 亿元，其中基础中间件为 74.6 亿元，广义中间件市场为 69.6 亿元，基础中间件占比 52%，广义中间件占比上升 2.72pct。2021 年中国基础中间件市场容量约为 48.3 亿元，国产基础中间件市场占有率约为 14.1%，国内基础中间件由东方通、中创股份、宝兰德占领，市场份额分别占比为 28%、15%、12%，随着国产替代进程加速，中国厂商的市占率将进一步扩大。

关于国产中间件市占率趋势：根据计世资讯发布的《2015-2019 年软件基础

设施(中间件)市场发展趋势研究报告》，2016年中国软件基础设施(中间件)市场总体规模为 55.3 亿元，IBM、Oracle 中间件销售金额在中国市场中的份额分别为 42.8%和 36.2%；根据计世资讯发布的《2018~2019 年软件基础设施（中间件）市场发展趋势研究报告》，2018年 IBM、Oracle 中间件销售金额在中国市场中的份额分别为 30.7%和 20.4%，由此可见国产替代空间巨大，且 IBM 和 Oracle 的市场份额呈现下降趋势。随着国产化替代进程的进一步推进，我们预计 2023-2028 年国产基础中间件份额占比分别为 14%、15%、16%、16%、17%、17%，国产广义中间件份额占比分别为 7%、8%、9%、10%、10%、10%。

关于中创在国产中间件领域的市占率：因为中创股份相较可比公司拥有更高的盈利能力和更强的研发技术，中创是最早一批涉足信创领域的中间件厂商，为基础软件国产化替代做出显著贡献，在中间件行业处于国内领先地位，2021 年公司在国产基础中间件领域市场占有率为 15%，对比看东方通、宝兰德市占率分别为 28%、12%，在国内中间件厂商中位居第二。从客户结构来考虑，中创拥有更大的潜在市场，国产领域市占率有望持续提升：

1) 中创在军工领域有着相对较为明显的优势，考虑到军工行业整体的国产替代紧迫性和供应商资质等壁垒，预计中创在军工领域的优势有望逐步扩大，从量化数据看，中创股份军工业务收入在 2020-2022 年营收分别为 473、2705、2673 万元，军工业务收入体量实现大幅跨越，2022 年军工业务占整体营收比例达到 19%；而作为对比，东方通军工业务收入 2020-2022 年分别为 1241、5437、2457 万元，2022 年军工业务收入体量已经低于中创股份，同时收入占比仅为 3%，中创在军工领域的优势近年来正在持续显现；

2) 中创潜在空间更加广阔，目前在金融、能源等领域有一定的客户基础，但业务量相对较小，而以金融、电信、能源为首的 8 大行业信创市场空间有望大幅跃升，从量化数据看，中创股份 2020-2023 年能源、金融、教育行业收入合计分别为 555、1477、2122、6010 万元，收入复合增速达到 121%，收入占比从 7%提升至 33%；

3) 中创相较于可比公司有更好的研发水平，截至招股说明书签署日（2023 年 4 月 27 日），公司先后主持或参与制定已发布的国家标准 17 项、行业标准 5 项，并拥有国家发明专利 141 项，软件著作权 191 项，系列产品遵循国际主流技术标准与国产中间件标准体系。

因此，预计 2023-2028 年中创股份在国产基础中间件的市占率分别为 15%、16%、17%、17%、17%、17%，在国产广义中间件的市占率分别为 14%、14%、15%、16%、16%、16%。我们通过对比国产中间件市场占有率以及中创股份的市场占有率进行预测，得出中创股份 2023-2025 年基础中间件营收分别为 1.22、1.54、1.86 亿元，同比增速 23%、26%、21%，广义中间件营收分别为 0.50、0.62、0.83 亿元，同比增速 30%、26%、33%。

根据中创招股说明书披露的业务口径，我们对中创 2023-2025 年业绩进行拆

分和预测：

表14：公司主营业务拆分及预测

营业收入 (单位: 万元)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
中间件软件销售	7,433.97	10,020.10	10,468.16	13952.69	17505.03	21981.99
其中：应用服务器中间件	3,252.21	5,333.94	4,423.04	5749.95	7187.44	8984.30
物联网监管平台软件	1,371.00	1,420.82	1,583.95	1900.74	2280.89	2737.07
公文交换平台软件	1,590.56	1,211.05	575.73	690.88	829.05	994.86
工作流中间件	529.78	674.03	723.45	868.14	1041.77	1250.12
其他	690.41	1,380.26	3,161.99	4742.99	6165.88	8015.64
中间件定制化开发	359.17	1,779.91	2,872.61	3447.13	4136.56	4963.87
中间件运维服务	393.66	217.55	400.77	480.92	577.11	692.53
合计	8,186.80	12,017.56	13,741.54	17880.75	22218.69	27638.39
营收增速	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
中间件软件销售		35%	4%	33%	25%	26%
其中：应用服务器中间件		64%	-17%	30%	25%	25%
物联网监管平台软件		4%	11%	20%	20%	20%
公文交换平台软件		-24%	-52%	20%	20%	20%
工作流中间件		27%	7%	20%	20%	20%
其他		100%	129%	50%	30%	30%
中间件定制化开发		396%	61%	20%	20%	20%
中间件运维服务		-45%	84%	20%	20%	20%
合计		47%	14%	30.1%	24.3%	24.4%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

各项业务收入拆分：根据中创股份的业务情况，可以分为中间件软件销售、中间件定制化开发和中间件运维服务三大业务：

1、中间件软件销售：核心产品主要包含应用服务器中间件、物联网监管平台软件、公文交换平台软件及工作流中间件。根据国资委 79 号文，要求到 2027 年央企国企 100%完成信创替代，替换范围涵盖芯片、基础软件、操作系统、中间件等领域，公司的中间件产品有望充分受益。进一步拆分来看，中创的中间件业务可以分为应用服务器和工作流中间件为代表的基础中间件以及广义中间件，其中：**1) 以应用服务器和工作流中间件为代表的基础中间件**，是信创中间件的核心环节，预计随着信创的覆盖范围从党政向行业扩散，公司的基础中间件有望迎来需求侧的快速增长，根据国产化替代进程的速度以及公司募投项目中应用基础设施及中间件研发项目的投产节奏，我们预计中创应用服务器中间件 23-25 年收入增速为 30%、25%、25%，工作流中间件 23-25 年收入增速为 20%、20%、20%（对于基础中间件的业务增速预测，我们选择上一轮信创周期中，中间件龙头东方通的业务表现做参考，2018-2022 年间，东方通中间件业务收入 CAGR 为 30%）；**2) 物联网监管平台&公文交换平台软件：**两者为公司广义中间件业务，随着公司下游客户持续加速数字化转型，公司的广义中间件业务有望继续保持高速增长态势，根据下游需求增速情况，我们预计物联网监管平台业务在 23-25 年的收入增速约为 20%、20%、20%，公文交换平台软件业务在 23-25 年的收入

增速约为 20%、20%、20%（根据计世资讯的数据，预计到 2026 年，中间件总体市场将达到 144.2 亿元，对应 10%的复合增速，以及国产中间件持续提升的市占率水平，因此我们给予公司 20%的复合增速预期）；**3) 其他中间件**：其他中间件软件销售业务产品主要包括 PaaS 平台软件、防篡改软件、企业服务总线及消息中间件，随国家数字经济的深入推进及新一代信息技术的加速落地，公司 PaaS 平台等广义中间件产品日益得到市场的认可，广义中间件收入得到进一步提升，其他中间件业务收入保持良好增长，预计 23-25 年其他中间件软件销售业务增速分别为 50%、30%和 30%。

2、中间件定制化开发业务：中间件定制化开发服务与标准中间件产品具有深度耦合关系，随着公司标准中间件产品性能不断升级和市场份额不断扩大，定制化开发业务将同步增长。同时，随着公司在定制化开发领域的项目经验的积累以及客户定制化需求的增加，预计 23-25 年中间件定制化开发服务增速分别为 20%、20%和 20%。

3、中间件运维业务：中间件运维主要依托公司的中间件业务，向客户提供售后、维保等工作，我们认为随着公司中间件业务快速成长，中间件运维的相关业务体量也会保持快速的增长态势，因此预计公司中间件运维收入 23-25 年增速分别为 20%、20%、20%。

表15：公司主营业务毛利率预测

毛利率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
中间件软件销售	98.11%	99.39%	99.50%	99.42%	99.43%	99.44%
其中：应用服务器中间件	99.25%	99.42%	98.92%	99.00%	99%	99%
物联网监管平台软件	99.01%	98.64%	99.94%	99.00%	99.00%	99.00%
公文交换平台软件	98.74%	99.49%	99.53%	99.50%	99.50%	99.50%
工作流中间件	99.87%	99.91%	99.99%	99.99%	99.99%	99.99%
其他	88.09%	99.66%	99.98%	99.99%	99.99%	99.99%
中间件定制化开发	21.56%	26.17%	24.12%	25%	25%	25%
中间件运维服务	95.39%	98.15%	98.69%	98%	98%	98%
合计	94.62%	88.52%	83.72%	82.80%	83.55%	84.35%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

毛利率分析：中创股份业务大体可以划分成两大类，包括标准化软件产品中中间件以及围绕中间件的定制开发以及运维服务。其中**1)中间件软件销售**，以标准化软件产品的收入，具备较高的毛利率水平，因此维持基础软件 99%的毛利率水平；**2) 中间件定制开发业务**，主要商业模式为软件的定制开发，毛利率相对稳定，因此预计 2023-2025 年该业务毛利率保持在 25%；**3) 中间件运维服务**，运维业务毛利率基本稳定，因此预计 2023-2025 年该业务毛利率保持在 98%。

5.2 费用率假设

期间费用率预测：

1、销售费用：预计 2023、2024、2025 年公司销售费率分别为 19%、19%、19%。公司销售费用主要系职工薪酬、服务费及差旅费等，公司一直重视自身销售团队建设，销售人员数量逐年增加，销售人员薪酬主要包括固定薪酬及浮动奖金，浮动奖金主要与公司业绩增长和市场开拓挂钩。我们预计公司 23-25 年销售费率将保持稳定，销售费用随营业收入增长而保持相同的趋势增长：一方面，中创的销售费用主要为人员薪酬，人员规模的变化相对可控，故销售费用率不会出现较大的变动；另一方面，随着公司持续开拓金融、能源等客户，需要不断拓展销售网络，公司的销售费用绝对值，将保持与营收同步的增长趋势。

2、管理费用：预计 2023、2024、2025 年公司管理费率分别为 10%、10%、10%。公司管理费用主要包括职工薪酬、中介服务费、租赁及物业费等，随着公司业务规模不断扩大，预计公司承担内部协调与行政管理职责的管理人员数量将保持稳定增加，相应管理费用也将同步增长。我们预计公司 23-25 年管理费率将保持稳定，管理费用随营业收入增长而保持相同的趋势增长：一方面，中创的管理费用主要为人员薪酬，人员规模的变化相对可控，且管理费用可以根据经营情况灵活调整（如高管薪酬、激励调整等），故管理费率整体预计将保持稳定。

3、研发费用：预计 2023、2024、2025 年公司研发费用分别为 0.39、0.49、0.61 亿元，研发费率分别为 22%、22%、22%。考虑到公司为顺应信创产业发展需要和国家政策需要，将持续加大研发投入，同时在新一代信息技术支撑方面，紧紧围绕大数据、物联网、云计算平台等，公司将采用典型应用场景驱动模式，通过持续研发创新提升产品技术含量、丰富产品功能，抢占平台制高点。公司 2020-2022 年期间，研发费率均值保持在 22.17%，故预计公司 23-25 年研发投入将保持同等强度。

4、财务费用：预计 2023、2024、2025 年公司财务费用分别为-1.97、-8.05、-6.14 百万元，考虑到公司 2022 年有息负债账面金额占整体资产规模比重很小，且均为租赁资产对应形成的租赁负债，2020-2022 年公司短期借款和长期借款等有息负债科目均为 0，且公司上市后补充流动性及融资渠道拓宽，预计利息支出将持续维持在较低水平，公司利息收入随货币资金账面金额波动。

表16：公司期间费用预测（百万元）

期间费用	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用	28	34	42	53
管理费用	17	18	22	28
研发费用	31	39	49	61
财务费用	0	-2	-8	-6

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.3 盈利预测结果

预计中创股份 2023-2025 年营收分别为 1.79、2.22、2.76 亿元，同比增速

分别为 30%、24%、24%；归母净利润分别为 0.66、0.81、1.01 亿元，同比增速分别为 50%、24%、24%。

表17：盈利预测结果

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	137	179	222	276
营业成本	22	31	37	43
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	28	34	42	53
管理费用	17	18	22	28
研发费用	31	39	49	61
EBIT	47	69	80	103
财务费用	0	-2	-8	-6
资产减值损失	0	-0	-0	-0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	47	71	88	109
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	47	71	88	109
所得税	3	5	6	8
净利润	44	66	81	101
归属于母公司净利润	44	66	81	101
EBITDA	55	81	102	129

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

6 风险提示

1、关键假设发生变化导致盈利预测和估值分析变动的风险。为进行盈利预测与估值分析，我们分别作出了相应的核心假设。若关键假设条件发生变化，会导致盈利预测和估值分析发生变动，可能与后续年份对应的企业实际经营绩效表现情况有所出入，出现数据误差风险。公司主营业务以中间件软件销售和中间件定制开发为主，由此，我们进行了如下假设：

假设 1：若公司 23-25 年中间件软件销售和中间件定制开发业务营收表现与我们进行预测时所作出的关键假设一致；

假设 2：若公司 23-25 年中间件软件销售和中间件定制开发业务营收表现为我们进行预测时所作出的关键假设的 90%；

假设 3：若公司 23-25 年中间件软件销售和中间件定制开发业务营收表现为我们进行预测时所作出的关键假设的 80%；

假设 4：若公司 23-25 年中间件软件销售和中间件定制开发业务营收表现为我们进行预测时所作出的关键假设的 70%。

由此，我们可预测得出相应的公司业绩表现情况，并按照 2023 年 28-30 倍的预测市盈率进行估值，测算相应的市值区间变化。1) 若假设 1 成立，23-25 年公司归母净利分别为 0.66、0.81、1.01 亿元，同比增速为 50%、24%、24%，则合理市值区间为 18.23-19.70 亿元；2) 若假设 2 成立，23-25 年公司归母净利分别为 0.59、0.74、0.91 亿元，同比增速为 36%、25%、23%，则合理市值区间为 16.51-17.84 亿元；3) 若假设 3 成立，23-25 年公司归母净利分别为 0.53、0.67、0.82 亿元，同比增速为 22%、26%、23%，则合理市值区间为 14.78-15.97 亿元；4) 若假设 4 成立，23-25 年公司归母净利分别为 0.47、0.60、0.73 亿元，同比增速达 7%、27%、22%，则合理市值区间为 13.06-14.11 亿元。

表18：公司归母净利与增速状况敏感性预测

若公司 23-25 年中间件软件销售和中间件定制开发业务营收表现与我们进行预测时所作出的关键假设一致				
年份	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东净利润 (百万元)	44	66	81	101
增长率	-9.48%	49.92%	23.71%	23.97%
对应的合理估值区间 (亿元)	18.23-19.70			
若公司 23-25 年中间件软件销售和中间件定制开发业务营收表现是我们进行预测时所作出的关键假设的 90%				
年份	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东净利润 (百万元)	44	59	74	91
增长率	-9.48%	35.73%	24.68%	23.39%
对应的合理估值区间 (亿元)	16.51-17.84			
若公司 23-25 年中间件软件销售和中间件定制开发业务营收表现是我们进行预测时所作出的关键假设的 80%				
年份	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东净利润 (百万元)	44	53	67	82

增长率	-9.48%	21.55%	25.87%	22.70%
对应的合理估值区间 (亿元)	14.78-15.97			
若公司 23-25 年中间件软件销售和中间件定制开发业务营收表现是我们进行预测时所作出的关键假设的 70%				
年份	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东净利润 (百万元)	44	47	60	73
增长率	-9.48%	7.37%	27.39%	21.84%
对应的合理估值区间 (亿元)	13.06-14.11			

资料来源: Wind, 民生证券研究院测算

2、宏观经济下行或下游需求降低的风险。2020-2022 年公司营业收入分别为 8186.80 万元、12017.56 万元和 13741.54 万元，年复合增长率 29.56%。近年来，信创领域市场快速发展，随着信创领域发展进程不断推进，未来参与市场竞争的厂商数量可能不断增加，市场竞争程度不断增强，如果公司无法通过持续的产品迭代、研发投入、客户导入等措施以持续增强产品竞争力、不断获取新增订单，则公司未来可能面临销售收入无法保持高速增长的风险。

3、二级市场波动的风险。截至 2024 年 2 月 5 日，中证指数公司发布的 I65 行业最近一个月平均静态市盈率为 50.98 倍，按 2022 年经审计归母净利润 0.44 亿计算，公司对应的 PE 区间为 42-45 倍，略低于行业平均水平，但考虑到中创股份所属计算机行业估值波动较大（2024 年 1 月 1 日至 2024 年 2 月 6 日跌幅为 27.88%），公司股票价格在上市后存在短期内波动幅度较大的风险。

4、公司估值高于可比公司 2024 年平均水平的风险。由于中创股份与可比公司业务结构存在差异，中创股份业务完全聚焦中间件，有较高的毛利率、净利率水平，且中创股份相较于可比公司拥有更强的研发技术，具备系列军工资质的中间件厂商，因此我们给予公司高于可比公司 2024 年平均水平的估值倍数。若后续相关假设发生变化，例如特殊行业 IT 预算支出紧张、公司盈利能力承压或市场空间拓展不及预期，那么公司的业绩高速增长趋势可能会放缓。公司估值高于可比公司 2024 年平均水平，存在估值回归的风险，公司整体市盈率有下滑的风险。

5、产品平均销售价格下降风险。2020-2022 年公司应用服务器中间件销售收入占营业收入的比例分别为 39.73%、44.38%和 32.19%，物联网监管平台软件销售收入占营业收入的比例分别为 16.75%、11.82%和 11.53%。公司应用服务器中间件及物联网监管平台软件平均销售价格存在一定波动。随着信创领域市场竞争加剧，同时政府部门也可能继续下调某政府名录中间件产品指导价。未来公司应用服务器中间件及物联网监管平台软件等产品的平均销售价格可能存在进一步下降的风险。

6、应收账款（存货）余额较高及发生坏账风险。2020-2022 年发行人应收账款账面价值分别为 3249.19 万元、5930.21 万元及 1222.12 万元，占资产总额的比例分别为 23.88%、17.48%及 33.43%。公司客户或其下游客户主要为政府机构、军工单位、事业单位及国有企业，付款流程相对较长，使得公司期末应收账款金额较大。如果发生客户延迟付款或者客户拒绝支付相关款项，将会对公司

经营业绩和资金周转造成一定不利的影响。

7、税收优惠政策变动风险。2020-2022 年公司享受的税收优惠总额为 1132.41 万元、1350.30 万元及 1478.31 万元，占利润总额的比例分别为 24.52%、25.71%及 31.31%。如国家对软件企业的税收优惠政策发生变化，或者公司以后年度不能符合国家规划布局内重点软件企业的条件，则可能会对公司未来经营业绩产生一定负面影响

8、政府补助风险。2020-2022 年公司计入当期损益的政府补助分别为 2317.40 万元、1222.44 万元及 1308.94 万元，研发费用来源于政府课题项目相关政府补助资金的占比分别为 3.78%、1.46%及 0.35%。如未来政府部门对相关产业和技术研发方向的政策支持力度有所减弱，或政府补助政策发生不利变化，公司取得的政府补助将有所减少，将对公司研发活动开展甚至产品竞争力产生不利影响，并对公司经营业绩存在一定影响。

9、募投项目效益不及预期风险。本公司本次发行的募集资金将用于应用基础设施及中间件研发项目、研发技术中心升级项目、营销网络及服务体系建设项目和补充流动资金。该等募投项目的分析是基于当前市场环境、行业政策、产业发展趋势等因素作出的，在本次募投项目实施过程中，面临着市场需求变化、相关政策变化等不确定因素，本次募投项目实施可能存在项目延期或无法实施，或者项目研发目标未达预期的风险。

10、募投项目实施后费用大幅增加的风险。募投项目逐步实施后，公司将新增大量的研发和营销投入。由于募集资金投资项目从开始投入至实施完毕需一段时期，如果短期内公司不能提高毛利水平或增加营业收入，新增募投项目费用支出将可能影响公司经营业绩，进而使公司面临因研发费用、销售费用等大幅增长而导致未来经营业绩下滑的风险。

11、募投项目新增折旧摊销对财务状况造成不利影响的风险。本次募投项目建设期内，预计每年新增折旧、摊销金额 846.37 万元、1987.38 万元及 2845.48 万元，短期内会对公司财务状况造成一定压力。如果募投项目无法实现预期收益，则募投项目折旧摊销的增加可能导致公司经营业绩出现一定程度的下滑，加大发行人的经营风险。

12、行业竞争风险。国外知名中间件厂商 IBM 公司、Oracle 公司等处于行业领先地位，其产品占据较大的市场份额；国内专业中间件厂商东方通、宝兰德在电信领域占有优势，公司在党政、军工领域具有较强的竞争优势。但在除党政、军工以外领域，市场占有率较低。公司在技术积累和市场份额等方面与国外竞争对手相比存在一定差距，同时面临着国内潜在进入者的竞争风险。

13、人力成本上升风险。2020-2022 年公司职工薪酬总额分别为 3202.40 万元、4292.98 万元及 5050.87 万元，占各期营业收入的比例分别为 39.12%、35.72%及 36.76%。随着未来市场引进优秀人才竞争的加剧及公司引进优秀人才

数量不断增加，公司人力成本存在持续上升的风险。若无法有效利用人才价值及管控人力成本，公司的经营业绩可能会受到不利影响。

14、技术人员缺失的风险。公司所处的行业属于技术密集型行业，对技术人员的需求较大。如果公司不能有效的吸引新的技术人才，或公司现有技术人员大量流失，将可能造成公司部分软件开发及迭代进度推迟甚至停止，对公司未来的持续经营造成不利影响。

15、技术升级及产品迭代的风险软件。行业具有技术进步、产品升级迭代较快等特点。中间件行业需要持续的研发投入以适配最新的国际标准，随着未来物联网平台、PaaS云平台、大数据及人工智能平台的中间件产品需求持续增加。如果公司研发成果与研发进度未达预期，或市场上出现在功能、性能、应用等方面更具优势的中间件产品，则会对公司未来生产经营产生不利影响。

16、与开源中间件厂商的市场竞争风险。公司在拓展低复杂度场景的相关市场时会与开源中间件竞争。开源中间件可以通过网络途径免费获取，因开源社区资料丰富、获取简单，成本低等特点，在安全性要求较低、场景复杂度较低、预算成本受限的使用场景得以广泛应用，在上述场景中客户往往不会付费购买公司商用中间件产品。因此，开源中间件对自研中间件的在上述场景的市场拓展造成不利影响。

17、市场空间风险。2021年国内国产基础中间件市场整体规模约为6.8亿元，市场空间相对较小，公司在该领域的市场份额为15%，未来市场发展以信创新一代信息技术中间件为主。若公司不能抓住信创国产化替代机遇，可能会导致公司未来客户流失、市场地位和经营业绩下滑，从而对公司持续经营能力产生不利影响。

18、公司产品适配性、种类、技术不及国外产品的风险。国外主流中间件产品厂商拥有自行研发的硬件服务器、中间件、数据库等产品，公司产品虽与自主创新的基础软硬件厂商产品进行了适配，但适配的持续度和深度需进一步提升。目前公司广义中间件产品在种类、功能及技术方面与国外产品存在一定差距，仍有进一步提升的空间。

19、与互联网厂商的市场竞争风险。公司拓展中间件私有云服务市场时会与互联网厂商竞争。互联网厂商在中间件私有云服务市场中，往往以私有云平台整体销售的形式打包卖给客户，整体成本大幅提高，因此客户群集中于超大型企业。而该部分客户也是公司的目标客户。若互联网厂商未来将市场拓展的重点转向该云市场，且公司未能保持自身在技术积累、服务模式、产品持续创新等方面的优势，激烈的市场竞争将会对公司在私有云中间件业务拓展带来消极的影响。

20、实际控制人不当控制的风险。截至招股说明书签署日（2023年4月27日），公司实际控制人为景新海、程建平，二人通过直接或间接持股方式合计控制公司47.51%的股权，如公司实际控制人滥用其控制权地位，刻意损害公司或

中小股东利益，且无法从公司制度层面予以约束，公司将面临因实际控制人不当控制导致的利益输送或侵占等风险。

21、知识产权导致的法律风险。公司主要依赖于知识产权相关法律规定以及与员工签署保密协议等方式维护公司的知识产权。如果未来出现公司知识产权被第三方侵犯、公司知识产权涉及侵权诉讼或纠纷等情形，即使公司借助法律程序寻求保护和支持，仍需为此付出人力、物力及时间成本，可能导致公司商业利益受到损害、影响公司正常经营和产品的研发等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	137	179	222	276
营业成本	22	31	37	43
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	28	34	42	53
管理费用	17	18	22	28
研发费用	31	39	49	61
EBIT	47	69	80	103
财务费用	0	-2	-8	-6
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	47	71	88	109
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	47	71	88	109
所得税	3	5	6	8
净利润	44	66	81	101
归属于母公司净利润	44	66	81	101
EBITDA	55	81	102	129

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	200	713	548	547
应收账款及票据	123	156	194	241
预付款项	2	2	3	3
存货	1	1	1	1
其他流动资产	8	9	9	10
流动资产合计	333	881	755	803
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	11	61	136	162
无形资产	6	45	109	124
非流动资产合计	35	162	376	438
资产合计	369	1,042	1,131	1,240
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	8	13	15	18
其他流动负债	21	26	31	37
流动负债合计	29	39	46	55
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	13	11	11	11
非流动负债合计	13	11	11	11
负债合计	42	50	57	66
股本	64	85	85	85
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	327	992	1,074	1,174
负债和股东权益合计	369	1,042	1,131	1,240

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.35	30.12	24.26	24.39
EBIT 增长率	-11.20	45.84	15.42	28.90
净利润增长率	-9.48	49.92	23.71	23.97
盈利能力 (%)				
毛利率	83.72	82.80	83.55	84.35
净利润率	31.88	36.73	36.56	36.44
总资产收益率 ROA	11.88	6.30	7.18	8.12
净资产收益率 ROE	13.40	6.62	7.57	8.58
偿债能力				
流动比率	11.47	22.70	16.39	14.65
速动比率	11.14	22.42	16.14	14.43
现金比率	6.89	18.37	11.90	9.99
资产负债率 (%)	11.34	4.80	5.06	5.31
经营效率				
应收账款周转天数	327.30	320.00	320.00	320.00
存货周转天数	10.00	10.00	10.00	10.00
总资产周转率	0.39	0.25	0.20	0.23
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.77	0.96	1.18
每股净资产	3.84	11.67	12.62	13.81
每股经营现金流	-0.03	0.62	0.85	1.03
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	44	66	81	101
折旧和摊销	8	12	22	26
营运资金变动	-60	-30	-37	-47
经营活动现金流	-3	53	72	87
资本开支	-14	-138	-235	-86
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-14	-138	-235	-86
股权募资	0	600	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-14	598	-2	-2
现金净流量	-30	513	-165	-0

插图目录

图 1: 2019-2023Q1-Q3 中创与可比公司营收及同比增速 (单位: 亿元)	4
图 2: 2019-2023Q1-Q3 年中创与可比公司毛利率对比	5
图 3: 2019-2023Q1-Q3 中创与可比公司归母净利率对比	6
图 4: 2019-2022 年中创与可比公司 ROE(平均)对比	6
图 5: 2019-2023Q1-Q3 中创与可比公司销售费率对比	6
图 6: 2019-2023Q1-Q3 中创与可比公司管理费率对比	6
图 7: 2019-2023Q1-Q3 中创与可比公司研发费率对比	7
图 8: 中创股份成立以来发展历程	16
图 9: 中创股份股权结构图解	17
图 10: 中创中间件产品体系梳理	18
图 11: 2020-2023H1 中创收入构成 (亿元)	18
图 12: 2020-2023H1 中创分业务毛利率	18
图 13: 2019-2023Q1-Q3 中创营收 (亿元) 及增速	19
图 14: 2021-2022 年公司单季度营收 (亿元)	19
图 15: 2020-2023H1 年中创毛利率变化情况	20
图 16: 2019-2022 年公司人均创收、人均创利情况	20
图 17: 2019-2023Q1-Q3 中创期间三费率变化	20
图 18: 2019-2023H1 员工、研发人员数量 (人)	20
图 19: 2019-2023Q1-Q3 中创股份利润表现 (亿元)	21
图 20: 2019-2023Q1-Q3 公司归母净利润率水平	21
图 21: 中间件在 IT 产业链中的位置	22
图 22: 信创推进的进度以及覆盖行业情况	23
图 23: 2019-2026 年中国中间件市场规模及增速	24
图 24: 2021 年中国中间件市场结构情况	24
图 25: 2021 年中国基础中间件市场格局情况	24
图 26: 2021 年中国广义中间件市场格局情况	25
图 27: 2021-2026 年中国中间件定制开发市场规模及增速	25
图 28: 2021 年中国国产中间件市场格局	26
图 29: 中创股份奖项情况	26
图 30: 2020-2022 年中创主要行业收入划分 (万元)	26
图 31: 2020-2022 年中创军工业务收入 (万元)	26
图 32: 2018-2022 年中间件厂商中间件收入 (亿元)	27
图 33: 2019-2022 年三家厂商中间件收入 CAGR	27
图 34: 2022 年中创收入构成	28
图 35: 中创股份中间件产品线典型案例	28
图 36: 中创股份 PAAS 平台案例	28
图 37: 中创业务流程 PaaS 平台典型案例	29

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 中创股份与可比公司业务比较 (收入占比为 2022 年数据)	3
表 2: 相对估值表 (股价数据为 2024 年 2 月 5 日收盘价)	8
表 3: 中创股份、东方通、宝兰德已授权专利数对比	9
表 4: WACC 测算	11
表 5: 公司 DCF 模型 (单位: 亿元)	13
表 6: 中创股份 WACC、永续增长率估值敏感性分析表 (单位: 亿元)	14
表 7: 中创股份产品体系	16
表 8: 中创股份核心管理团队	17
表 9: 2020-2023H1 中创股份各产品线收入拆分 (万元)	19
表 10: 中间件相关政策梳理	22

表 11: 我国主要中间件厂商对比	27
表 12: 中创股份募投项目情况.....	29
表 13: 公司主营业务拆分及预测 (亿元)	31
表 14: 公司主营业务拆分及预测	33
表 15: 公司主营业务毛利率预测	34
表 16: 公司期间费用预测 (百万元)	35
表 17: 盈利预测结果	36
表 18: 公司归母净利润与增速状况敏感性预测.....	37
公司财务报表数据预测汇总.....	42

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。

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