

## 达梦数据（688692）

证券研究报告  
2024年07月26日

## 国产数据库龙头，信创助力“达梦”

## 深耕数据库四十余年，受益于国产化东风

达梦数据成立于2000年，创始人为国产数据库之父冯裕才，公司产品迭代8代，已建立起以数据库管理系统为核心的产品生态体系。其中，DMDS率先实现了共享存储集群等核心技术的国产化突破，打破了国外数据库厂商的技术垄断。得益于国产化替代加速，公司盈利能力快速提升，2019~2023年公司营收复合增速27.34%，归母净利润35.04%。

## 国产化替代或以集中式为主，信创数据库百亿空间可期

达梦数据属于“传统数据库”企业，信创与企业的数字化转型下，传统数据库的市场规模有望超百亿。根据IDC预测，预计到2028年，中国关系型数据库市场规模将达到705.6亿元（按照美元兑人民币汇率=7.2），5年CAGR达20.9%。其中，本地部署的传统数据库市场规模有望超140亿。同时，综合考虑兼容性、应用改造和运维成本，我们认为国产化替换预计或仍将以集中式为主，我们认为，四朵金花与云厂商竞争有限，市场份额或逐渐向头部企业集中，马太效应凸显。

## 国产数据库龙头，四大竞争优势显著

国产化大趋势下，达梦拥有性能、生态、渠道服务和标杆项目优势，市场份额有望持续提升。（1）**性能优势**：达梦率先突破集中式共享集群，填补了高端数据库的空白，并基于通用内核实现了需求场景的全覆盖；（2）**生态优势**：达梦支持国内外主流软硬件平台，且能够实现与Oracle的全面兼容，降低切换成本；（3）**渠道与服务优势**：达梦2010年左右启动全国化布局，道商数量由168家上升到551家，建立起原厂技术人员600+、合作伙伴1000+、认证4000+、工程师1000+的服务体系，**服务半径持续拓展**；（4）**标杆项目优势**：国产化替代逐步向核心系统替换迈进，基于大客户的标杆性应用有利于数据库性能打磨和客户信任度提升，公司已经成功突破中信建投、中国人寿、国家电网等头部客户的核心系统案例。

**盈利预测与估值**：达梦数据为国产数据库龙头企业，产品标准化程度较高。我们预计公司2024-2026年归母净利从3.30亿元增长至5.32亿元，我们选择金山办公、中望软件作为可比公司，给予2024年60XPE，对应目标价260.55元，目标市值为198亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示**：市场竞争加剧、信创推进不及预期、技术进步不及预期、存货跌价风险、渠道销售收入集中风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	688.04	794.29	924.73	1,078.68	1,256.65
增长率(%)	(7.40)	15.44	16.42	16.65	16.50
EBITDA(百万元)	366.45	403.63	339.22	439.87	528.42
归属母公司净利润(百万元)	269.00	296.08	330.03	428.66	531.61
增长率(%)	(39.35)	10.07	11.47	29.88	24.02
EPS(元/股)	3.54	3.90	4.34	5.64	6.99
市盈率(P/E)	58.33	53.00	47.55	36.61	29.52
市净率(P/B)	14.07	11.12	8.91	7.17	5.77
市销率(P/S)	22.81	19.76	16.97	14.55	12.49
EV/EBITDA	0.00	0.00	41.69	31.39	25.21

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	计算机/软件开发
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	206.47元
目标价格	260.55元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	76.00
流通A股股本(百万股)	14.29
A股总市值(百万元)	15,691.72
流通A股市值(百万元)	2,949.43
每股净资产(元)	25.74
资产负债率(%)	18.69
一年内最高/最低(元)	313.33/190.03

## 作者

缪欣君 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

## 内容目录

1. 深耕数据库四十余年，受益于国产化东风.....	4
1.1. 公司介绍：深耕四十余年，从“追梦”到“达梦” .....	4
1.2. 公司治理：国产数据库之父坐镇，中国软件战略入股.....	5
1.3. 公司财务：信创驱动业绩上行，研发&销售人员持续扩张.....	7
2. 国产化替代或以集中式为主，信创数据库百亿空间可期.....	9
2.1. 数据库：三大基础软件之一，上承应用、下接算力.....	9
2.2. 市场空间：技术迭代+应用侧驱动，信创数据库扩容.....	10
2.3. 竞争格局：国产化替换预计或仍将以集中式为主，马太效应强者恒强 .....	12
3. 达梦数据：国产数据库龙头，四大竞争优势显著.....	16
3.1. 性能优势：产品国内领先，共享集群填补高端数据库空白.....	16
3.2. 生态优势：高度兼容 Oracle，信创生态完备.....	17
3.3. 渠道与服务优势：走出武汉，打造全国化销售服务网络.....	18
3.4. 标杆项目丰富：全行业覆盖，有望受益规模化复制.....	19
4. 盈利预测与估值.....	20
4.1. 盈利预测.....	20
4.2. 估值.....	21
5. 风险提示.....	22

## 图表目录

图 1：公司数据库产品生态链.....	4
图 2：公司发展历程.....	5
图 3：股权结构图（截至 2024 年 6 月 12 日）.....	6
图 4：公司 2019 年-2024Q1 营业收入（亿元）.....	7
图 5：公司 2019 年-2024Q1 归母净利润（亿元）.....	7
图 6：公司分业务营收（亿元）及办公软件产品授权收入增速.....	8
图 7：公司办公软件产品使用授权业务分类营收占比.....	8
图 8：公司 2019 年-2024Q1 整体毛利率.....	8
图 9：2019 年-2023 年公司分业务毛利率.....	8
图 10：2019 年-2024 年 Q1 公司期间费用率.....	9
图 11：2021-2023 年公司研发人员数量及 YOY.....	9
图 12：2023 年公司员工学历水平分布.....	9
图 13：数据库的重要性与所处位置.....	10
图 14：数据库的分类.....	10
图 15：2022H2 中国数据管理库理软件子市场占比.....	11
图 16：2020H2~2023H2 中国关系型数据库市场规模.....	11
图 17：2019 年中国关系型数据库厂商份额（本地部署）.....	11

图 18: 2023 年中国关系型数据库厂商份额 (本地部署) .....	11
图 19: 中国关系型数据库软件市场规模及预测 (单位: 百万美元) .....	11
图 20: 信创带来存量市场的高速增长 .....	12
图 21: 数据库国产化替代的主要途径 .....	13
图 22: 集中式 or 分布式选择的考量因素 .....	14
图 23: 数据库选型的核心指标 .....	15
图 24: 单机数据库、RAC 集群架构与分布式数据库 .....	17
图 25: 达梦数据产品迭代时间轴 .....	17
图 26: 达梦数据产品迭代时间轴 .....	17
图 27: 达梦支持国内外主流软硬件平台 .....	18
图 28: 2019~2023 年达梦渠道销售额与占比 .....	19
图 29: 2019~2022 年达梦渠道商数量 .....	19
表 1: 达梦数据主要产品及类别 .....	4
表 2: 公司高管简介 .....	6
表 3: 数据库安全可靠测评结果公告 (2023 年第 1 号) .....	13
表 4: 集中式数据库和分布式数据库的比较 .....	14
表 5: 公司产品与部分可比产品对比情况 .....	16
表 6: 达梦数据各行业核心系统标杆项目情况 .....	19
表 7: 盈利预测 .....	20
表 8: 公司费用率预测 .....	21
表 9: 可比公司估值 .....	22

## 1. 深耕数据库四十余年，受益于国产化东风

### 1.1. 公司介绍：深耕四十余年，从“追梦”到“达梦”

国内数据库领军企业，产品市占率行业领先。达梦数据成立于 2000 年，专注于数据管理和分析领域的核心前沿技术，拥有全部核心源代码的自主知识产权，其产品广泛应用于金融、能源、航空、通信等多个领域，拥有建设银行、中国人保、国家电网等知名客户。根据赛迪顾问及 IDC 发布报告显示，2019 年至 2023 年公司产品市占率位居中国数据库管理系统市场国内数据库厂商前列。

以数据库管理系统为核心，打造全栈数据解决方案。公司通过基础数据库软件、数据库集群软件、云计算和大数据系列软件等产品，构建了以数据库管理系统为核心的产品生态体系。该体系涵盖数据交换、数据存储、数据治理和数据分析等全产业链环节，能够为客户提供企业级的全栈数据解决方案和技术服务。

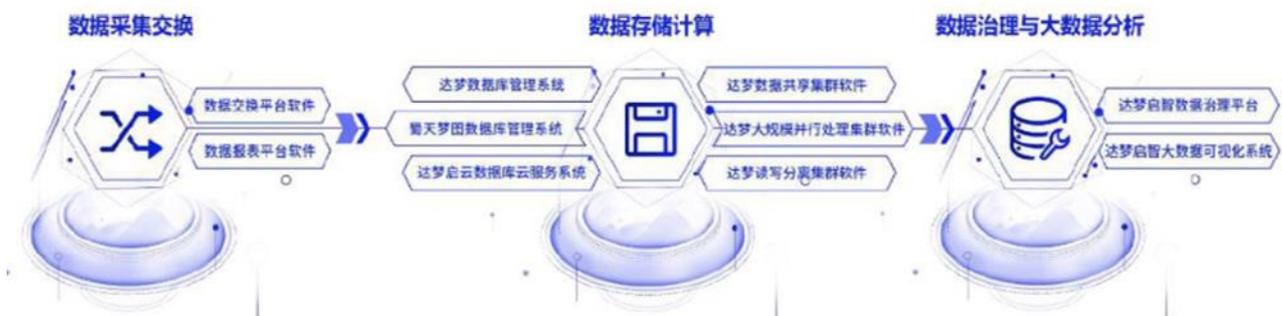
- ✓ **达梦数据库管理系统：**核心代码为 100%自主研发，具有自主知识产权的大型通用关系型数据库。
- ✓ **数据库集群软件：**利用至少两台或者多台数据库服务器来共同构成一个逻辑上的数据库。
- ✓ **云计算与大数据产品：**针对云计算和大数据时代的特点，提供云化大数据解决方案。

表 1：达梦数据主要产品及类别

序号	主要产品及服务	类别
1	软件产品使用授权	达梦数据库管理系统
		数据库集群软件
		云计算与大数据产品
2	数据及行业解决方案	
3	运维服务	
4	数据库一体机	

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 1：公司数据库产品生态链



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

深耕数据库行业四十余年，信创推动公司商业化加速。回顾达梦数据发展历史，整体可分为四大阶段：

1) **原型研究阶段（1980~1990年）：**20世纪80年代初，达梦创始人冯裕才开启数据库研究，期间编著《数据库系统基础》成为我国数据库管理系统研制的重要教材；1988年，冯

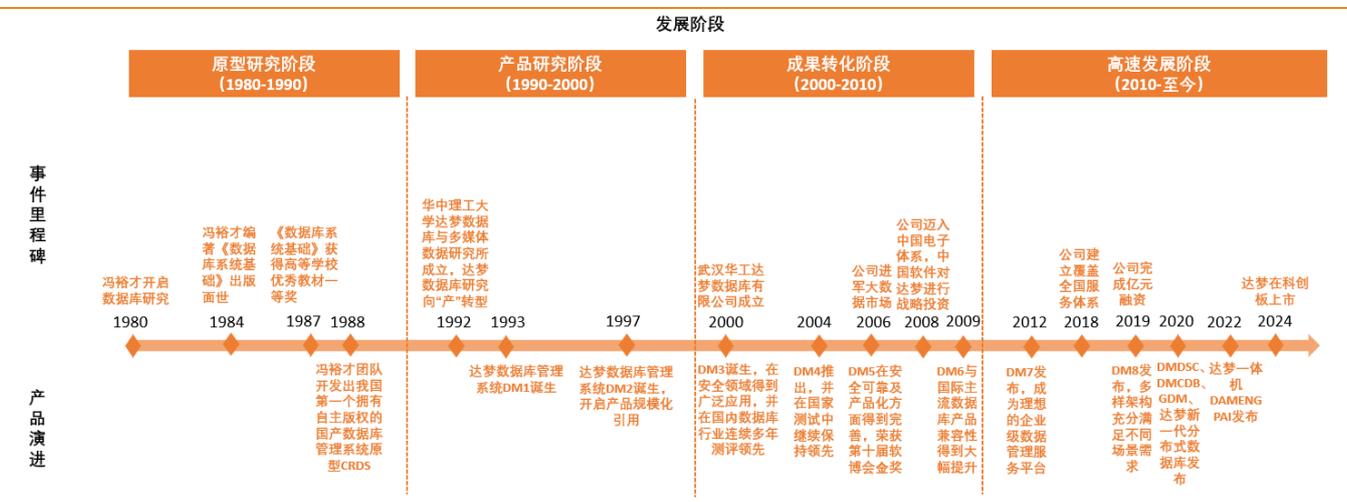
裕才团队开发出我国首个拥有自主知识产权的国产数据库管理系统原型 CRDS，达梦数据库研究开始萌芽。

**2) 产品研究阶段 (1990~2000 年):** 1992 年，华中理工大学达梦数据库与多媒体技术研究所成立，达梦数据库研究开始向产品化转型，期间研发出达梦数据库管理系统 DM1、DM2，产品进入规模化应用。

**3) 成果转化阶段 (2000~2010 年):** 2000 年，达梦公司成立，进入公司化运作、产学研融合发展阶段，DM3、DM4 相继问世；2006 年进军大数据市场；2008 年公司进入中国电子体系，开始应用于国家电网等关键行业业务系统。

**4) 高速发展阶段 (2010 年至今):** 达梦产品全面推广应用，并进入金融等关键行业核心业务系统，期间公司产品不断迭代升级，推出 DM7、DM8，突破共享存储集群核心技术等。2018 年建立覆盖全国的服务体系；2019 年信创启动，国产化替代加速，公司营收规模快速提升。2020 年逐步发展成为全栈数据产品与解决方案提供商。

图 2：公司发展历程



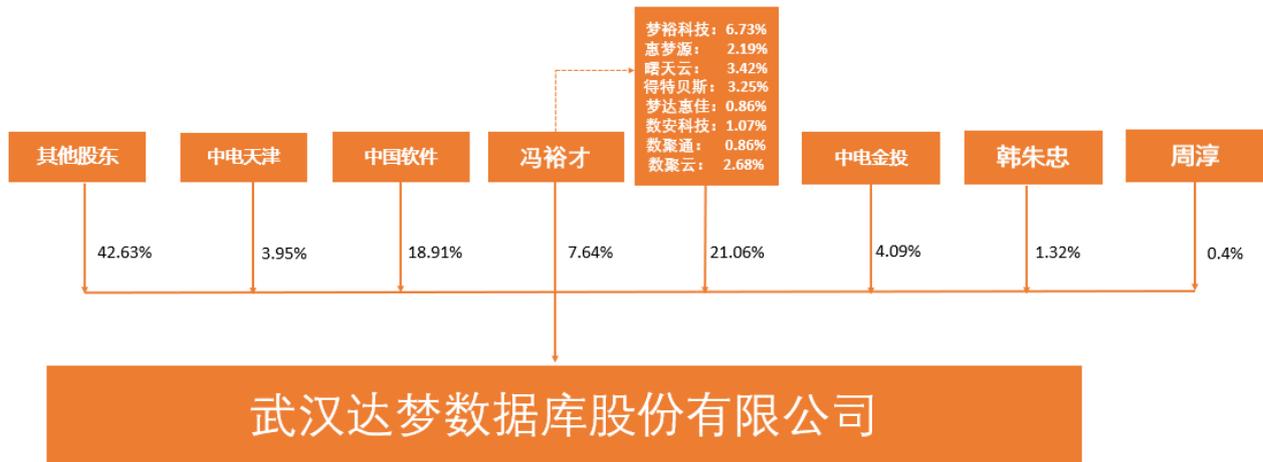
资料来源：公司官网、达梦数据公众号、网信湖北公众号等，天风证券研究所

## 1.2. 公司治理：国产数据库之父坐镇，中国软件战略入股

**实控人为国产数据库之父冯裕才。**根据招股说明书，IPO 后，公司创始人冯裕才教授直接持股 7.64%，通过支配 8 个持股平台及与管理团队的一致行动关系，合计控制公司 30.42% 表决权，为公司实控人。冯裕才被誉为中国数据库之父，享受国务院津贴专家，有助于从战略层面把控公司发展的方向。

**中国软件战略入股，有望发挥业务协同效应。**2008 年，中国软件（中国电子及其关联方中国电子信息产业集团持股 35.77%）通过增资，成为达梦数据第一大股东，持股比例 18.91%。本次 IPO，中国电子旗下的中电金投战略认购约 311 万股，持股比例 4.09%。据亿欧智库研究，中国电子拥有从芯片、操作系统、中间件、数据库、安全产品到应用系统的可控软件产业链，打造以“PSK 体系”为核心的信创生态，达梦数据为中国电子 PKS 产业布局的唯一数据库厂商，有望受益于集团业务协同。

图 3：股权结构图（截至 2024 年 6 月 12 日）



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

“三个一”企业文化，保障核心团队稳定。达梦形成了以“三个一”为内涵的企业文化——一支队伍、一所学校、一个家庭，核心研发、销售团队稳定。公司高管多为工龄 10 年以上的老员工，人才团队是达梦数据最宝贵的资源。

表 2：公司高管简介

姓名	职务	简历
冯裕才	董事长、实际控制人	1990 年起在华中科技大学担任教授；1993 年 2 月至 2019 年 3 月，担任达梦研究所（已于 2019 年 3 月注销）法定代表人；1993 年 2 月至 2011 年 2 月，在华中科技大学数据库与多媒体技术研究所担任所长；1993 年 3 月至 2011 年 2 月，在华中科技大学担任博士生导师；2011 年 3 月从华中科技大学退休；2002 年起担任中国计算机学会数据库专业委员会副主任。另外：1992 年 10 月起享受国务院特殊津贴，1996 年 2 月被评为国家有突出贡献的中青年专家。2000 年 11 月，创办成立达梦有限（现达梦数据）并担任董事长至今。
皮宇	董事、总经理	2005 年 9 月至 2008 年 4 月，在武汉天喻信息产业股份有限公司历任软件开发工程师、项目经理；2008 年 5 月至 2010 年 2 月，在武汉华大博菲特科技有限公司担任副总经理；2010 年 3 月至 2020 年 11 月，在达梦有限历任销售经理、市场部副经理、市场部经理、区域市场部总监、副总经理、总经理；2020 年 11 月至今，在达梦数据担任董事、总经理。
韩朱忠	副董事长、高级副总经理	1992 年 6 月本科毕业于华中理工大学（现华中科技大学）计算机软件专业，获学士学位；1995 年 1 月研究生毕业于上海交通大学计算机软件专业，获硕士学位。1995 年 2 月至 1997 年 2 月，在上海软件中心 NCR 国际合作部担任软件工程师；1997 年 3 月至 1999 年 11 月，在系统软件联合（中国）有限公司上海办事处担任技术顾问；1999 年 12 月至 2000 年 12 月，在志杰科技集团上海办事处担任高级技术顾问兼产品技术经理；2001 年 1 月至 2002 年 2 月，在志杰科技集团上海办事处担任客户服务经理；2002 年 3 月至今，在上海达梦数据库担任总经理；2009 年至 2020 年 11 月，在达梦有限担任副董事长、高级副总经理；2020 年 11 月至今，在达梦数据担任副董事长、高级副总经理。
陈文	董事、高级副总经理	2001 年 3 月至 2001 年 12 月，在武汉龙人企业集团有限公司担任企划主管；2002 年 1 月至 2020 年 11 月，在达梦有限历任销售经理、华东区域市场总监、副总经理、高级

副总经理；2020年11月至今，在达梦数据担任董事、高级副总经理；2021年3月至今，在北京达梦担任总经理。

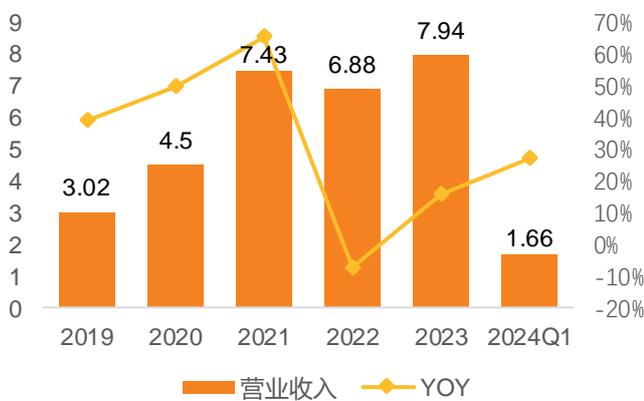
周淳	董事会秘书、高级副总经理	1999年9月至2000年10月，在华中科技大学数据库与多媒体技术研究所工作，于2021年5月在华中科技大学办理离岗创业；2000年11月至2020年11月，在达梦有限历任工程师、测试部经理、总经理助理、产品技术总监、副总经理（分管财务）兼董事会秘书、高级副总经理（分管财务）兼董事会秘书；2020年11月至今，在达梦数据担任高级副总经理（分管财务）兼董事会秘书。
付铨	高级副总经理、核心技术人员	2002年5月研究生毕业于华中科技大学计算机软件与理论专业，获硕士学位。2002年6月至今，在华中科技大学计算机学院担任助教，于2021年1月在华中科技大学办理离岗创业；2000年12月进入达梦有限实习，2002年6月正式入职达梦有限，历任研发工程师、预研部经理、开发部经理、产品研发总监、产品技术中心总经理、副总经理、高级副总经理；2020年11月至今，在达梦数据担任高级副总经理。

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

### 1.3. 公司财务：信创驱动业绩上行，研发&销售人员持续扩张

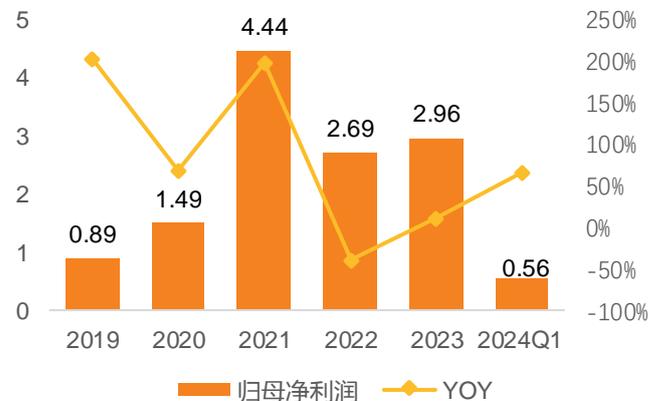
**营收利润呈持续增长，国产化驱动快速发展。**2019~2023年，公司营收由3.02亿元增长至7.94亿元，CAGR高达27.34%；归母净利润由0.89亿元增长至2.96亿元，CAGR高达35.04%。2024Q1，公司营收1.66亿元，同比增长26.79%，归母净利润为0.56亿元，同比增长65.86%。我们认为，数字化建设不断深化和基础软件国产化不断提速的双重背景下，国产数据库市场前景广阔。

图 4：公司 2019 年-2024Q1 营业收入 (亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司 2019 年-2024Q1 归母净利润 (亿元)

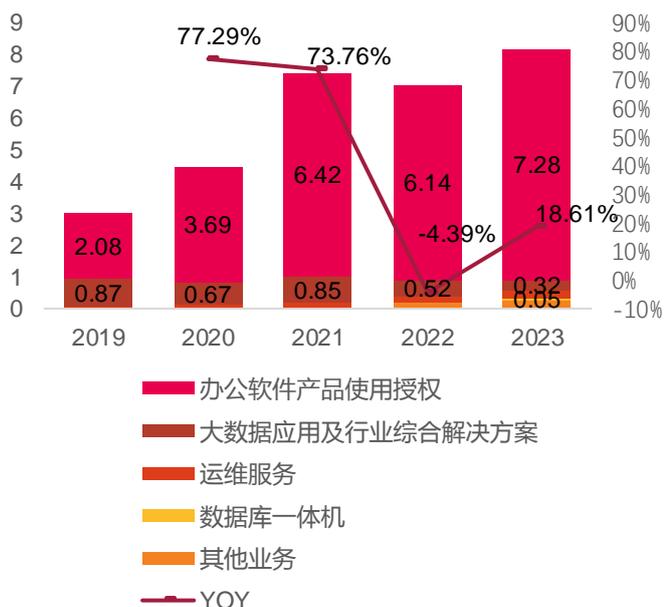


资料来源：Wind，天风证券研究所

**软件授权占比在 90%左右，下游客户逐步拓展。**2023 年软件产品使用授权收入为 7.28 亿元，同比增长 18.61%，营收占比 91.65%。从下游客户结构看，公司软件产品授权的用户主要集中于党政、能源和金融等领域，并呈现党政收入占比下降、行业客户收入占比上升的趋势，主要系 2022 年国内党政等领域的信息化建设项目进程出现短期放缓，2023 年开始信创产业进入区县下沉+行业拓展的 2.0 阶段。

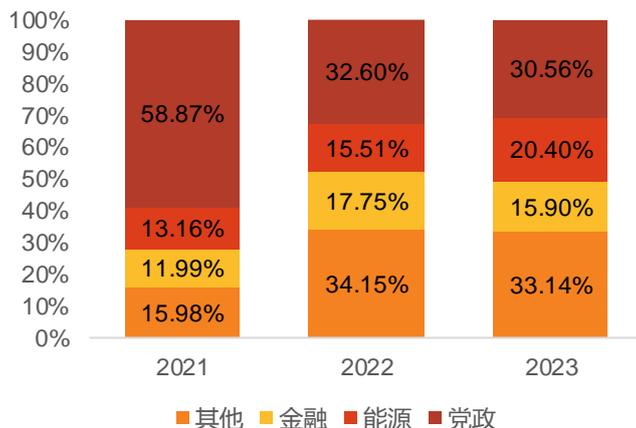
**从毛利率水平看，**2020 年后，公司毛利率维持在 90%以上，且逐年上行。主要系数据库软件产品成熟度及标准化程度较高，因此软件产品使用授权业务毛利率较高（均在 99%以上），对公司盈利能力形成支撑。

图 6：公司分业务营收（亿元）及办公软件产品授权收入增速



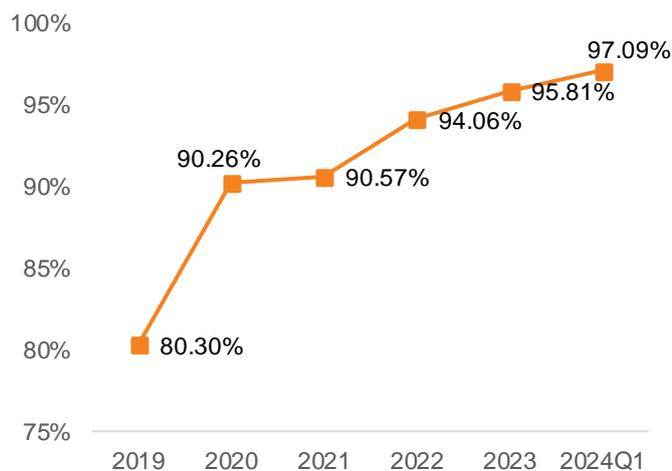
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司办公软件产品使用授权业务分类营收占比



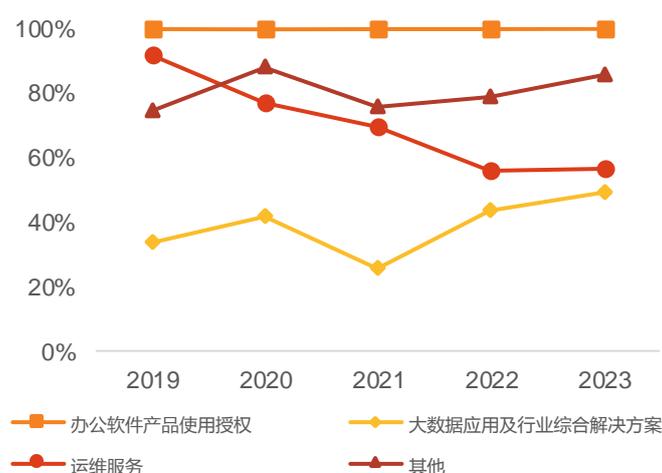
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司 2019 年-2024Q1 整体毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2019 年-2023 年公司分业务毛利率

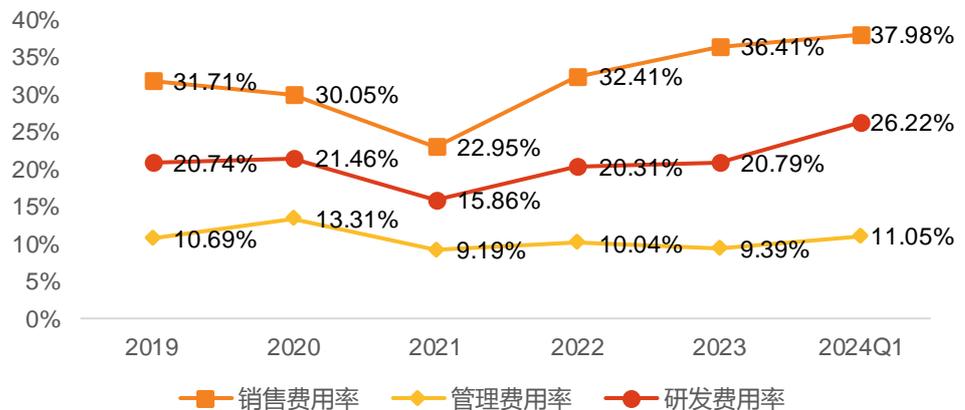


资料来源：Wind，天风证券研究所

**销售、研发体系逐步完善，支撑公司业务拓展。**2019~2023 年，公司销售费用率由 31.71% 增长至 36.41%，主要系公司业务规模扩大，产品向金融、军工、能源等重要行业布局及区域市场的开拓，导致市场销售人员和技术服务人员数量增加。截至 2024 年 Q1，公司研发费用率从 2019 年 20.74% 提升至 26.22%，主要系公司研发人员数量的增加以及人均薪酬水平提高。

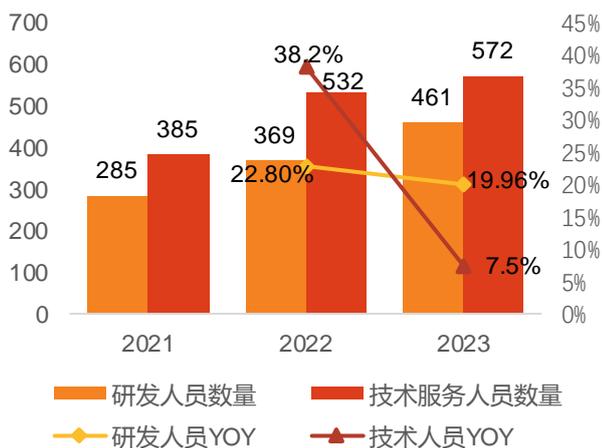
**从人员结构看，研发与技术服务人员占比超过 70%。**23 年研发人员为 461 人，同比增长 19.96%；技术服务人员数量为 572 人，同比增长 7.5%。2023 年公司员工本科学历占比为 68.72%，研究生以上占比为 11.4%。公司开展人才“万人培养计划”，后续将保持高学历水平的人员结构。

图 10：2019 年-2024 年 Q1 公司期间费用率



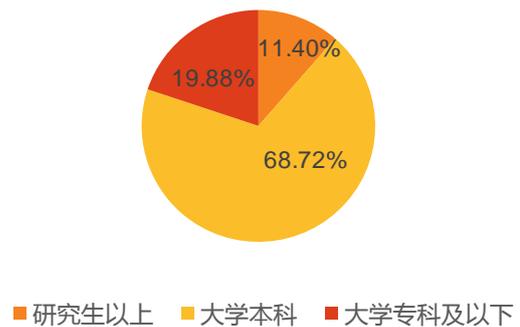
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2021-2023 年公司研发人员数量及 YOY



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 12：2023 年公司员工学历水平分布



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

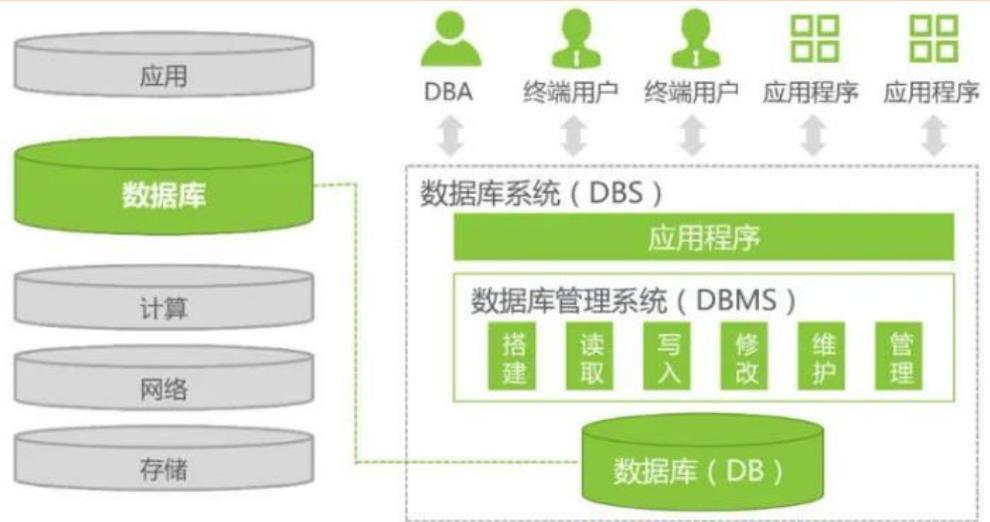
## 2. 国产化替代或以集中式为主，信创数据库百亿空间可期

达梦数据属于“传统数据库”企业，即本地部署、集中式、关系型数据库。我们认为，信创与企业的数字化转型下，“本地部署-关系型”数据库的市场规模有望超百亿。同时，国产化替换预计或仍将以集中式为主，我们认为，四朵金花与云厂商竞争有限，头部厂商有望享受马太效应。

### 2.1. 数据库：三大基础软件之一，上承应用、下接算力

数据库系统向下发挥硬件算力、向上使能上层应用。数据库是由特定软件，即数据库管理系统（DBMS）搭建、处理、维护的数据及数据间逻辑关系的集合体，是存储和管理数据的基础软件，与芯片、操作系统共同组成 IT 系统的核心，是三大基础软件之一。

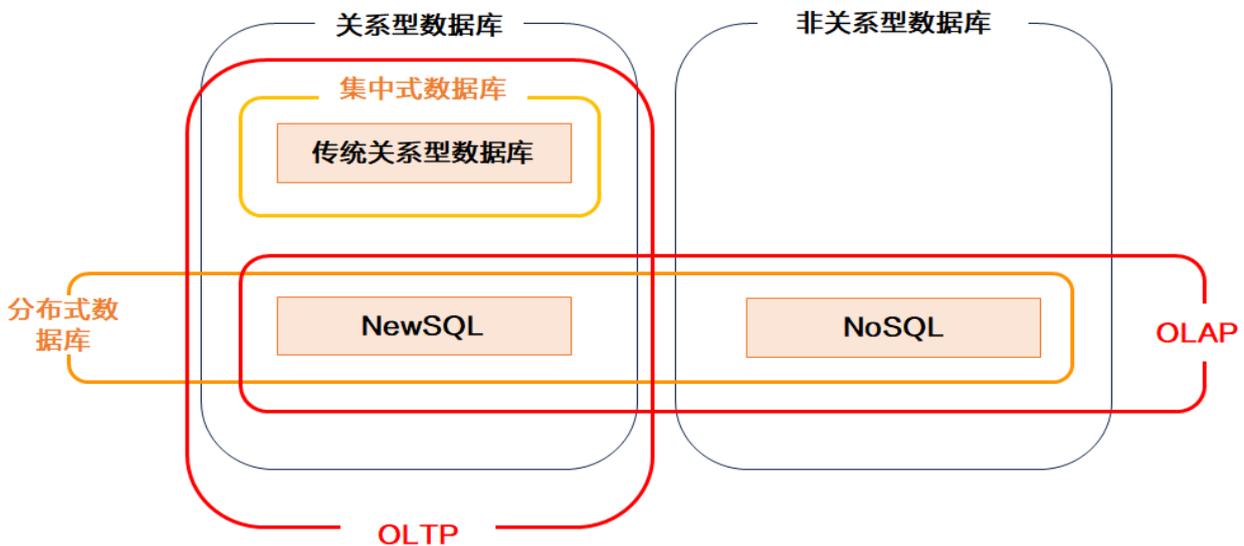
图 13：数据库的重要性与所处位置



资料来源：无忧智库公众号，天风证券研究所

数据库根据其数据模型，可分为关系型数据库（RDBMS）和非关系型数据库（NoSQL）。其中，关系型数据库根据其技术特性，分为传统关系型数据库和 NewSQL 数据库；根据业务负载特征，可分为 OLTP 数据库和 OLAP 数据库。根据部署架构，可分为集中式数据库和分布式数据库。其中 NoSQL 数据库与 NewSQL 数据库均为分布式数据库。

图 14：数据库的分类



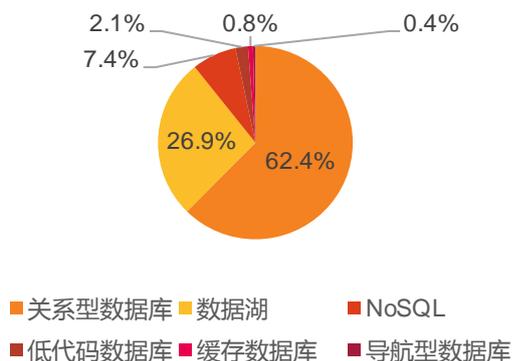
资料来源：《浅析分布式数据库的技术框架及其在金融行业中的应用规划》范永清，天风证券研究所

## 2.2. 市场空间：技术迭代+应用侧驱动，信创数据库扩容

“关系型-集中式”数据库市场占比约 50%。根据 IDC 数据，关系型数据库是现阶段使用最广泛的一种数据库，2023 年国内关系型数据库总市场 275.72 亿，其中集中式数据库的市场份额接近 80%，而分布式部署不足 20%（数据来源：艾瑞咨询，2021 年）。同时，尽管目前公有云部署数据库市场增速较快，但在金融、政府、运营商等信创行业，本地部署（含私有云）的优势较为明显。IDC 数据显示，2023 年中国关系型数据库市场规模约

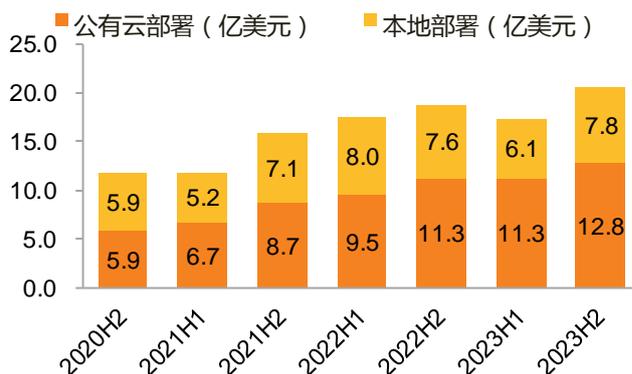
38 亿美元，2019~2023 年 CAGR 达到 29.8%。

图 15：2022H2 中国数据管理理软件子市场占比



资料来源：IDC，天风证券研究所

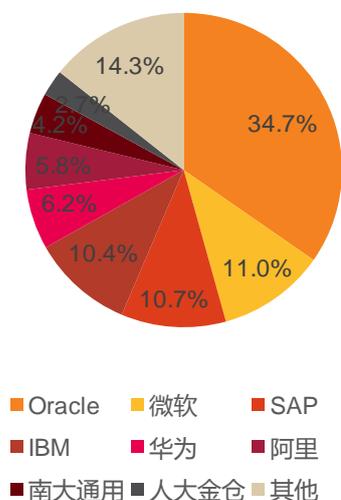
图 16：2020H2~2023H2 中国关系型数据库市场规模



资料来源：IDC，天风证券研究所

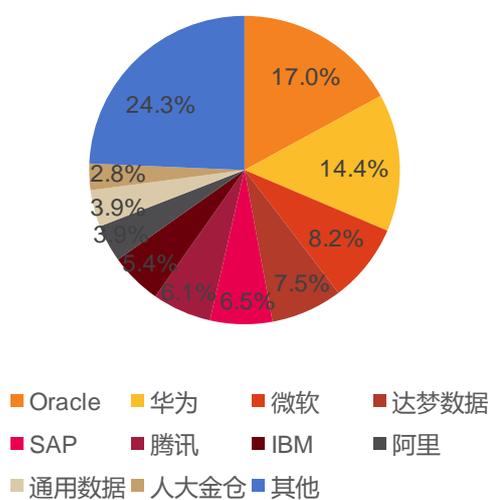
本地数据库市场中，国外厂商市场份额超 35%，国产数据库仍有提升空间。根据 IDC 数据，2023 年国外厂商在“本地部署-关系型”数据库中的市场份额仍超 37%（其中 Oracle 份额 17%），较 2019 年下降 30pct（Oracle 份额下降 18pct）。

图 17：2019 年中国关系型数据库厂商份额（本地部署）



资料来源：IDC，天风证券研究所

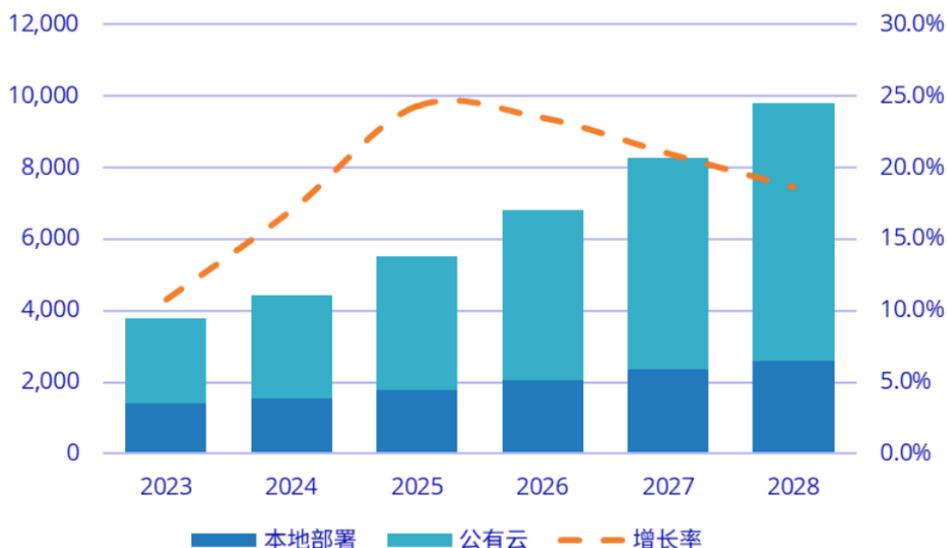
图 18：2023 年中国关系型数据库厂商份额（本地部署）



资料来源：IDC，天风证券研究所

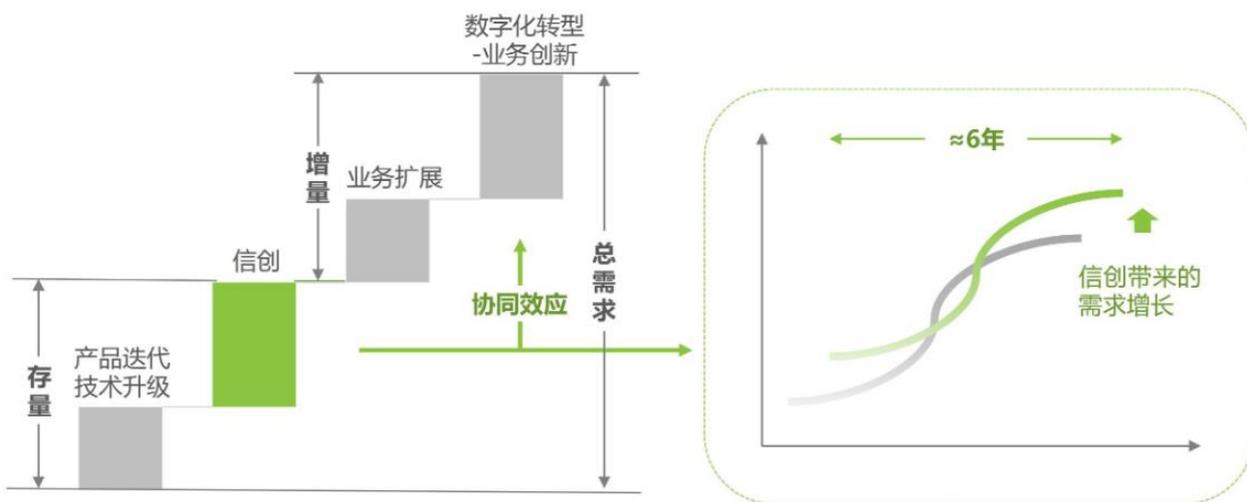
技术迭代+应用侧驱动，信创数据库市场快速扩容。数据库市场高速增长的背后，是数据存储和使用需求的增长。一方面，国产数据库厂商借助政策东风，将产品放到实际场景中打磨，实现产品迭代与技术升级；另一方面，传统行业企业、政府等加速数字化转型和业务的创新发展，从应用侧驱动市场扩容。根据 IDC 预测，预计到 2028 年，中国关系型数据库软件市场规模将达到 98 亿美元，2023-2028 的 5 年市场年复合增长率（CAGR）为 20.9%。

图 19：中国关系型数据库软件市场规模及预测（单位：百万美元）



资料来源：IDC，天风证券研究所

图 20：信创带来存量市场的高速增长



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

### 2.3. 竞争格局：国产化替换预计或仍将以集中式为主，马太效应强者恒强

信创名录暂未增加，传统“集中式-关系型”数据库格局相对稳定。从安全可靠测评结果看，2023年第1号结果公布了共11款一级安全数据库，2024年的第二次测评结果并未新增数据库。

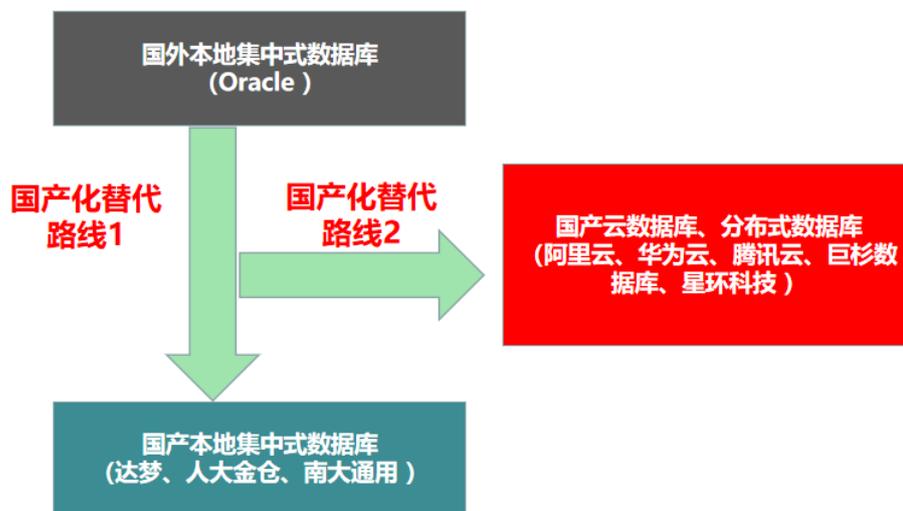
表 3：数据库安全可靠测评结果公告（2023 年第 1 号）

序号	产品名称	送测单位	安全可靠等级
1	达梦数据库管理系统 V8.4	武汉达梦数据库股份有限公司	I 级
2	PolarDB V2.0	阿里云计算有限公司	I 级
3	TDSQL 关系型数据库管理系统软件 V8.0	腾讯云计算（北京）有限责任公司	I 级
4	瀚高安全版数据库系统 V4.5	瀚高基础软件股份有限公司	I 级
5	虚谷数据库管理系统 V11.0	成都虚谷伟业科技有限公司	I 级
6	南大通用安全数据库管理系统 GBase 8s V8.8	天津南大通用数据技术股份有限公司	I 级
7	海盒通用数据库管理系统（SeaboxSQL）V11.5	北京东方金信科技股份有限公司	I 级
8	金仓数据库管理系统 KingbaseES V8	北京人大金仓信息技术股份有限公司	I 级
9	海量数据库 G100 管理系统 V2.2	北京海量数据技术股份有限公司	I 级
10	万里安全数据库软件 V1.0	北京万里开源软件有限公司	I 级
11	优炫数据库管理系统 V2.1	北京优炫软件股份有限公司	I 级

资料来源：中国信息安全测评中心、天风证券研究所

数据库的国产化替代主要有两条不同的路线。（1）采用国产的本地集中式数据库，来替代以 Oracle 为代表的国外本地集中式数据库，适用于对数据一致性和事务性要求高的场景，如电信计费。如达梦、人大金仓、南大通用等；（2）采用国产云数据库、分布式数据库，来替代国外的本地集中式数据库。如阿里云、腾讯云、华为云等，适用于大规模数据处理和高并发访问的场景，如电商、搜索引擎、社交网络等。

图 21：数据库国产化替代的主要途径



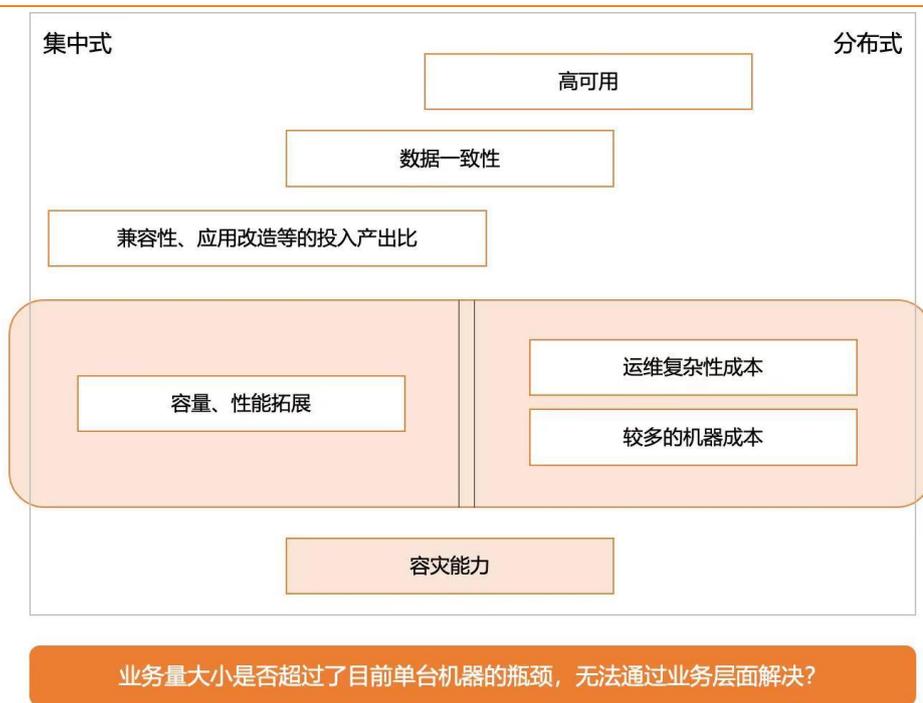
资料来源：数据猿公众号，天风证券研究所

国产化替换预计或仍将以集中式为主，我们认为，四朵金花与云厂商竞争有限。我们认为，综合考虑拓展、性能需求与切换、运维成本，国产化替换预计或仍将以集中式为主。主要原因如下：（1）兼容性、应用改造的投入产出比。数据库的分布化，带来的不仅是数据库系统重构，还有应用系统的重构；（2）运维复杂性成本。集中式系统在可维护性、一致性方面有优势，而分布式系统遵循 CAP 定理，想要达到同等或更高的可维护性与高一致性，需要通过先进的分布式中间件与大规模运维平台来支持。

综上，数据库市场整体以“集中式为主、分布式为补充”的格局在未来几年不会发生重大改变。根据《金融业数据库供应链安全发展报告（2022）》，在分布式数据库应用前景较好

的金融领域，集中式数据库的应用比例仍达到 89%。其中，银行的数据量较大，对分布式需求强于券商、保险，但集中式数据库的应用比例仍有 80%。

图 22：集中式 or 分布式选择的考量因素



资料来源：达梦数据官网，天风证券研究所

表 4：集中式数据库和分布式数据库的比较

	集中式数据库	分布式数据库
定义	仅在一个位置上储存、定位和维护的数据库	分布于计算机网络且逻辑上统一的数据库
可扩展性	横向扩展受限，支持纵向扩展	支持横向扩展
扩容弹性	大变更需停机	快速迭代、小时级投产、分钟级在线扩容
成本	扩展需要高配置硬件，集中式存储系统成本较高	利用廉价 PCServer 组建集群，成本相对较低，但 Server 数量需求较多
兼容性	无法进行非结构化大数据处理，硬件兼容能力弱	支持非结构化大数据处理，硬件兼容能力强
高并发能力	可以支持单表千万级数据量的存储，但是难以支撑密集的并发读写，存在容量与性能瓶颈	关联多个节点，减少单个节点数据量；实现并行计算，支持 PB 级数据量访问，以及百万级高并发
事务性	<b>遵循 ACID</b>	遵循 CAP、BASE，少数提供 ACID 能力
自治性	集中式控制、厂商标准、封闭	局部 DBMS 自治性、产业标准、开放
可用性	系统监控与发布部署有架构优势	容灾机制和故障恢复有架构优势

资料来源：数智星球公众号，天风证券研究所

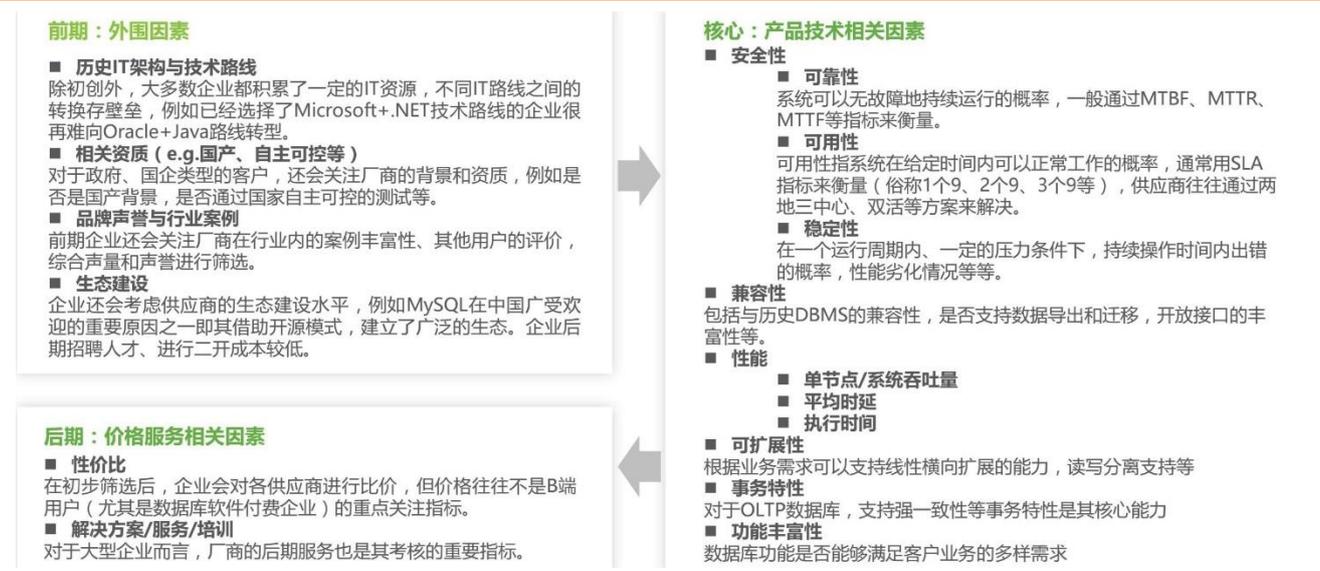
参考企业采购与数据库选型流程，我们认为，数据库企业或从以下几方面实现马太效应，市场份额逐渐向头部企业集中。

- ✓ **行业 Know-How 带来的产品性能提升。**底层代码积累与产品迭代需要与具体业务场景深度融合，不断打磨产品、提升复杂业务支撑度。如 Oracle 在功能的丰富性和产品稳定性、可靠性上仍具有较大优势。以代码量为例，Oracle 12.2 数据库的代码量高达 2500 万行，远超国产数据库的百万级别。
- ✓ **生态与服务的正向循环。**一方面，操作系统与数据库越普及，应用软件、服务厂商越

多，形成“生态完善-产品普及”的正循环。另一方面，整体服务能力是客户选购数据库产品的重要考虑因素，具有生态优势的企业能够提高渠道赋能的力度，将有限的人员和资金投入的核心技术和核心产品。

- ✓ **行业案例的示范效应。**数据库决策成本较高且调整难度大，企业会关注厂商在行业内的案例丰富性、其他用户的评价、综合声量和声誉进行筛选。
- ✓ **迁移成本带来的高用户粘性。**大多数企业都积累了一定的IT资源，不同IT路线之间的转换存壁垒。

图 23：数据库选型的核心指标



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

### 3. 达梦数据：国产数据库龙头，四大竞争优势显著

#### 3.1. 性能优势：产品国内领先，共享集群填补高端数据库空白

从单点到集群，达梦数据库已迭代至第八代。DM4 主要为单机架构，随着 DM7、DM8 陆续面市，达梦实现了共享存储集群等关键核心技术国产化零的突破，打破了国外数据库厂商的技术垄断。2020 年，达梦发布新一代分布式数据库，实现了集中式与分布式的全覆盖。从数据库各项指标来看，公司产品在性能、安全性、并发业务处理性能等方面均处于国内数据库领先水平。

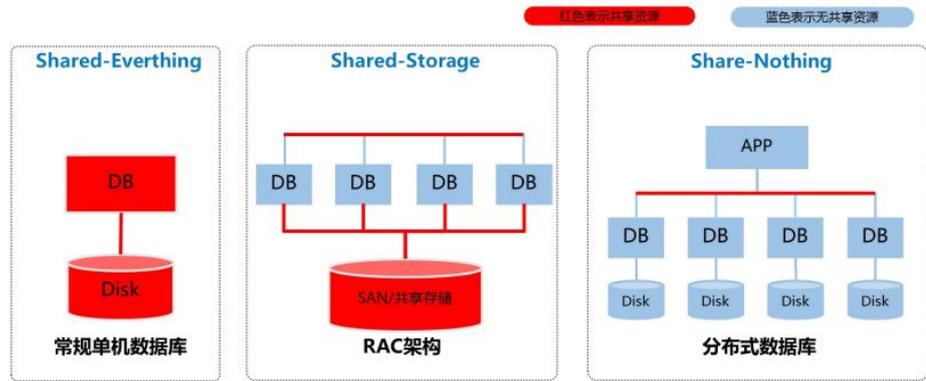
表 5：公司产品与部分可比产品对比情况

指标	达梦数据 DM 数据库	Oracle Oracle 数据库	人大金仓 KingbaseES	神舟通用 神通数据库	华为 OpenGauss
标准 SQL	支持	支持	支持	支持	支持
多字符集	支持	支持	支持	支持	支持
图形化管理	支持	支持	支持	支持	未见公开信息
支持读写分离	支持	未见公开信息	支持	支持	支持
支持多 CPU 并行处理	支持	支持	支持	支持	支持
TPCC(单机)	228 万 tpmc	855 万 tpmc	175 万 tpmc	未见公开信息	150 万 tpmc
支持 7*24/MTTF (平均无故障时间)	支持	支持	支持	支持/大于 3 年	支持
RTO(数据恢复点目标)/MTTR(平均修复时间)	秒级	秒级	秒级	小于 10 分钟	小于 10 秒
集群故障节点自动恢复/加入	支持	支持	支持	支持	支持
安全防护等级	EAL4+ 安全四级	EAL2+(19C) EAL4+(11g)	EAL4+ 安全四级	安全四级	未见公开信息
机器学习	支持	支持	未见公开信息	支持	支持

资料来源：公司公告，天风证券研究所

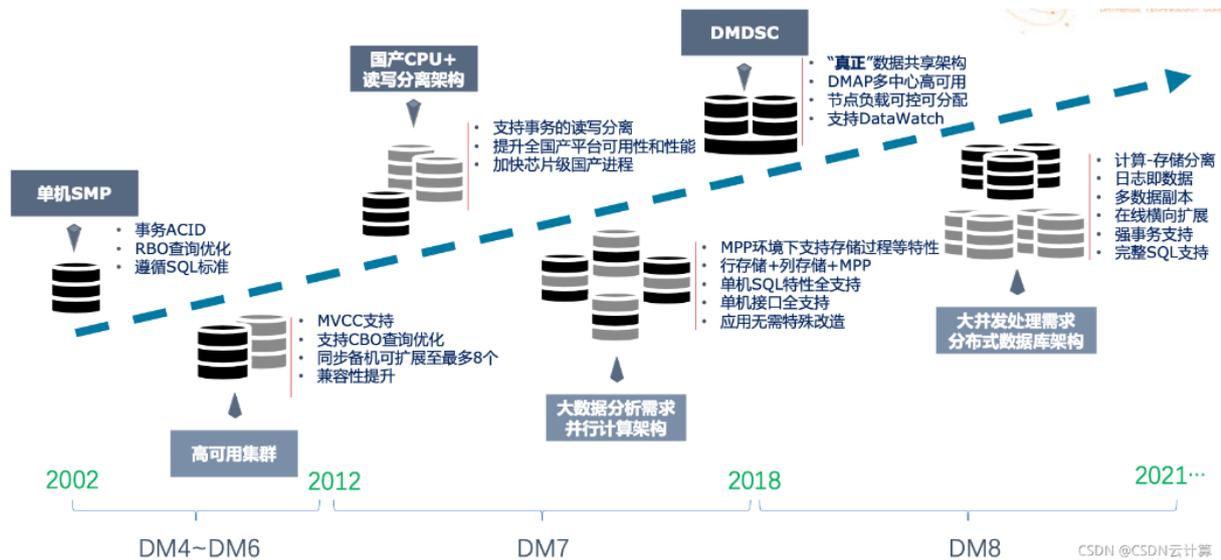
**基于通用内核，完善集中式共享集群，发展分布式新品，满足差异化场景需求。**公司主要数据库产品代码内核均为统一的达梦数据库内核，具备通用性，可以使用同一套承载介质和可执行程序采用不同的系统配置和不同的集群软件搭配方案，可适用于关系型与非关系型、分布式与集中式、本地部署与公有云部署、支持分析型与事务型以及混合型等不同数据库类型。其中，2020 年，达梦首推支持 8 节点的共享存储集群解决方案，对标国外 RAC，**是全球第二个提供该项技术的数据库厂商，填补了国内高端数据库技术的空白。**DMDSC 最少的切换时间低于 10 秒，并发性能 TPC-C 突破了 300 万，可为低成本硬件平台提供支持。

图 24：单机数据库、RAC 集群架构与分布式数据库



资料来源：《腾讯云分布式数据库解决方案》，天风证券研究所

图 25：达梦数据产品迭代时间轴



资料来源：武汉网络安全公众号，天风证券研究所

### 3.2. 生态优势：高度兼容 Oracle，信创生态完备

从体系架构、并发机制、语法、接口、运维等方面与 Oracle 全面兼容，基于 Oracle 的系统可轻松移植到达梦。同时，达梦采用实时数据同步工具保持与国外主流数据库的数据实时一致，可互为备份、交替运行，可实现柔性切换，提供科学有序的替换方案。

**数据库接口方面**，达梦数据库提供了多种数据库接口，包括 JDBC、ODBC 等，与 Oracle 的接口高度兼容。**数据库迁移方面**，达梦采用了与 Oracle 类似的 SQL 语言(ANSI SQL-92)，且能够通过自动化迁移工具实现批量迁移。**数据库功能方面**，达梦数据库具有与 Oracle 相似的数据类型、函数、存储过程和触发器等，因此在应用程序开发、数据操作和管理等方面与 Oracle 兼容性较好。

图 26：达梦数据产品迭代时间轴



资料来源：IT168 官网，天风证券研究所

**达梦支持国内外主流软硬件平台。**达梦兼容飞腾、龙芯、浪潮、东方通等多家软硬件厂商，共同打造国产基础软硬件产业生态。截止 24 年 6 月，公司已与产业链上下游多家厂商完成 9000 余款产品兼容适配，全面兼容网信生态，并与重点行业千余家 TOP 级 ISV 及渠道伙伴达成深度合作，产品已成功应用于党政机关、金融、能源、通信、交通、教育、医疗等数十个领域。

图 27：达梦支持国内外主流软硬件平台



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.3. 渠道与服务优势：走出武汉，打造全国化销售服务网络

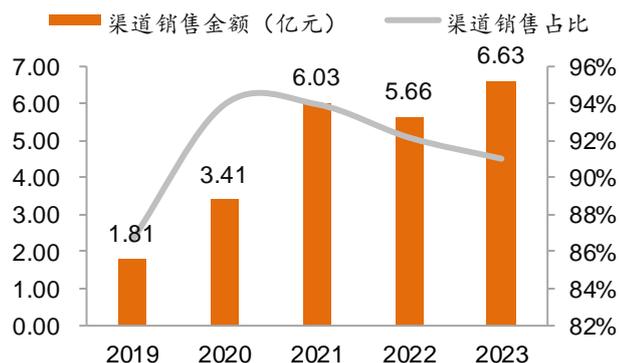
“生态+行业”的发展思路，逐步建立辐射全国的渠道合作体系。2009~2011 年间，达梦数据分别在广州和上海成立分/子公司，后续建立起覆盖全国 31 个省市的销售服务网络。

- ✓ **渠道方面**，公司从 2018 年开始进行商业模式转型，加大了渠道合作的机制。2019~2022 年，公司渠道商数量由 168 家上升到 551 家，渠道销售占比超过 85%，渠道销售收入

由 2020 年的 3.4 亿元快速上升 2023 年的 6.6 亿元。

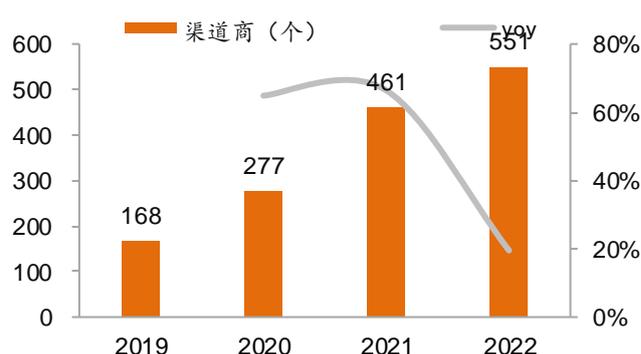
- ✓ **技术服务方面**，达梦公司构建了三种服务体系：原厂技术服务、认证技术服务和授权服务中心。达梦数据已经成为全栈数据产品与解决方案提供商，打造了国内数据库行业规模最大、覆盖全国的原厂服务网络。截至 2020 年，原厂技术人员已有 600 余人、认证的服务合作伙伴有 1000 余家、4000 多人通过了认证服务、培养了 1000 多名具有服务能力的工程师。同时，达梦公司还构建了 400 电话服务和达梦服务管控平台，对以上三类服务人员进行统一服务跟踪，统一服务调度以及统一服务监管。

图 28：2019~2023 年达梦渠道销售额与占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：2019~2022 年达梦渠道商数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.4. 标杆项目丰富：全行业覆盖，有望受益规模化复制

从基础办公、经营管理、向一般业务系统和核心业务系统的国产化演进。以金融行业为例，2023 年头部金融机构（银行、保险、证券）基本已完成了 OA 系统的国产升级，逐步向非核心业务系统(ERP、CRM 等)的国产化演进，预计 2024~2025 年难度较高的核心系统及关键业务系统步入升级期。但值得注意的是，不同于党政，八大行业更加注重国产数据库的稳定性，以防止核心业务出现风险。一旦数据库导致业务稳定性出现问题，可能就会带来后续的追责。我们认为，考虑国产化替代逐步向核心系统替换迈进，基于大客户的标杆性应用，对于数据库性能打磨、客户信任度提升和后续的规模化推广有重大意义。

表 6：达梦数据各行业核心系统标杆项目情况

行业	企业	核心系统案例	合作企业
银行	中部地区某银行	微粒贷系统	
	梅州客商银行	核心业务系统	建设银行、交通银行、招商银行、浦发银行、广发银行、光大银行、兴业银行、国家开发银行等近百个银行
	贵州农信	实时交易类系统中的核心系统	
券商	中信建投	OTC 交易系统	中信证券、中信建投、国泰君安、银河证券、平安证券等近 40 家
	东吴证券	核心对外账户系统	证券机构
保险	中国人寿	CMDS 客户管理系统	中国人寿、泰康保险、太平洋保险等超 50 家保险机构
	建信人寿	核心系统	
基金	南方基金	核心系统	/
监管机构	中央国债	核心系统	上海保交所、中证登、中央国债、中国银保信、人行征信中心等近 20 家监管机构
能源	国家电网	电网调度支持系统	达梦数据库在国家电网调度领域市场占有率超 80%，在南方电网
	南方电网	全网集中的 ERP 系统	调度领域市场占有率达 90%

通信	中国移动	移动云管理平台	中国移动总部、福建移动、北京移动、浙江移动、广东移动
航空	中航信	客票交易系统	西藏航空、首都航空、国航、东航等 24 家航空公司

资料来源：达梦数据公众号，创新光谷公众号，中华网，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

**软件使用授权：**该业务增速与信创采购节奏显著相关，考虑国资委 79 号文，预计 2027 年央企完成 100%信创替代。我们认为，目前距离 2027 年不到三年时间，信创有望迈入新一轮加速期。我们预计公司 2024-2026 年相关收入增速为 15.7%/15.4%/14.8%。同时，考虑软件授权为标准化产品，毛利率较为稳定，我们预计 2024-2026 年毛利率为 99.7%/99.7%/99.7%。

**大数据应用及行业综合解决方案：**近两年收入有所下滑，主要系公司逐渐提高解决方案项目选择标准，更加偏向于承接预计利润率水平较高或具备较强战略意义的项目。同时，考虑相关业务整体营收低基数，我们预计公司 2024-2026 年相关收入增速为 -3%/0%/+2%，毛利率为 49.5%/50.1%/50.6%。

**运维服务：**运维服务主要内容包括保障服务、升级及补丁服务和系统维护等，我们认为，随着数据库国产化替换的加速，相关运维服务的需求有望随之增长。预计公司 2024-2026 年相关收入增速为 44.9%/45.4%/47.2%，毛利率维持稳定。

**大数据一体机：**考虑 2023 年一体机业务营收仅 470 万，但各方面反馈良好，相关收入有望在未来实现逐步提升。预计公司 2024-2026 年相关收入增速为 100%/65%/40%，毛利率维持稳定。

表 7：盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收合计（百万元）	688.0	794.3	924.7	1078.7	1256.6
yoy	-7.4%	15.4%	16.4%	16.6%	16.5%
毛利率	94.1%	95.8%	95.6%	95.2%	94.7%
<b>办公软件产品使用授权</b>					
收入（百万元）	613.8	728.0	842.3	972.0	1115.8
yoy	-4.4%	18.6%	15.7%	15.4%	14.8%
毛利率	99.7%	99.7%	99.7%	99.7%	99.7%
<b>大数据应用及行业综合解决方案</b>					
收入（百万元）	52.5	32.2	31.2	31.2	31.9
yoy	-38.1%	-38.6%	-3.0%	0.0%	2.0%
毛利率	43.2%	49.1%	49.5%	50.1%	50.6%
<b>运维服务</b>					
收入（百万元）	19.5	27.3	39.5	57.5	84.6
yoy	31.7%	39.9%	44.9%	45.4%	47.2%
毛利率	55.8%	56.1%	56.2%	56.0%	56.1%
<b>数据库一体机</b>					
收入（百万元）		4.7	9.3	15.4	21.6
yoy			100%	65%	40%
毛利率		50%	50%	51%	53%

资料来源：Wind，天风证券研究所

费用率方面：我们认为，随着信创推进，公司收入规模扩张，销售、研发费用率维持稳定，但管理费用率有望随扩张而下降。主要基于以下假设：

1) 销售费用率：考虑部分行业 OA 系统替换基本完成，逐步向非核心业务与核心业务系统演化，因此存在销售与技术服务人员的复用。我们假设 2024~2026 年公司销售+技术服务人员数量同比增长 2%/5%/6%。同时，考虑公司持续增效降本，部分非薪酬成本或呈现下降趋势，假设 2024~2026 年人均销售费用分别同比增长 2%/3%/5%。

2) 管理费用率：考虑公司人员较为稳定且持续推进增效降本，我们假设 2024~2026 年管理人员数量同比增长 1%/2%/3%，人均管理费用同比-2%/2%/2%。

3) 研发费用率：考虑公司在数据库研发的持续投入，我们假设 2024~2026 年研发人员数量同比增长 4%/5%/6%，人均管理费用同比 4%/6%/7%。

表 8：公司费用率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用	223	289	298	319	354
销售费用率	32%	36%	32%	30%	28%
yoy	31%	30%	3%	7%	11%
拆分					
销售+技术服务人员	805	843	856	894	943
yoy	33%	5%	2%	5%	6%
人均销售费用	28	34	35	36	37
yoy	-1%	24%	2%	3%	5%
管理费用	69	75	73	76	79
管理费用率	10%	9%	8%	7%	6%
yoy	1%	8%	-2%	3%	4%
拆分					
管理人员	162	165	166	168	173
yoy	38%	2%	1%	2%	3%
人均管理费用	43	45	44	45	46
yoy	-27%	6%	-2%	2%	2%
研发费用	140	165	178	196	221
研发费用率	20%	21%	19%	18%	18%
yoy	19%	18%	8%	10%	13%
拆分					
研发人员	430	461	477	499	529
yoy	30%	7%	4%	5%	6%
人均研发费用	32	36	37	39	42
yoy	-8%	10%	4%	6%	7%

资料来源：Wind,天风证券研究所

综上，公司 2024-2026 年收入预计为 9.25/ 10.79/12.57 亿元，归母净利润为 3.30/4.29/5.32 亿元。

## 4.2. 估值

达梦数据为国产数据库龙头企业，其数据库软件产品标准化程度较高。我们认为，可选择中望软件、金山办公作为可比公司，一方面其商业模式均为授权或订阅模式，另一方面

产品标准化程度较高，对公司盈利能力形成支撑。

公司 2023-2026 年归母净利润预计从 3.30 亿元增长至 5.32 亿元，复合增速为 21.54%。根据 Wind 一致预期，可比公司 2024 年平均 PE 为 66.29X，给予公司 2024 PE 为 60 倍，对应目标价 260.55 元，目标市值为 198 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 9：可比公司估值

股票代码	股票名称	收盘价	EPS (元/股)			PE			归母净利润 CAGR
		7月25日	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2023-2026E
688111.SH	金山办公	195.78	3.60	4.74	6.16	54.38	41.30	31.78	29.31%
688083.SH	中望软件	62.35	0.80	1.23	1.42	78.20	50.86	44.03	40.90%
<b>均值</b>						<b>66.29</b>	<b>46.08</b>	<b>37.91</b>	
688692.SH	达梦数据	206.47	4.34	5.64	6.99	47.55	36.61	29.52	21.54%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：金山办公、中望软件采用 Wind 一致预期，达梦数据采用天风证券估值

## 5. 风险提示

- 1) 市场竞争加剧：**数据库国产化替代市场广阔，后续竞争对手持续进入，导致行业竞争加剧，公司盈利能力下降。
- 2) 信创推进不及预期：**由于信创替代受到政策、供需双方、宏观环境等多方因素影响，替代进度存在不确定性，若下游行业缩减信创 IT 开支，则国产数据库整体增速可能不及预期，达梦成长性将受到影响。
- 3) 技术进步不及预期：**若研发投入不足、市场端与研发端联系不紧密、核心人才缺乏等，可能导致产品迭代缓慢，科技创新能力不足，产品竞争力削弱。
- 4) 存货跌价风险：**由于项目执行周期长，库龄较长，若特定数据及行业解决方案项目出现可收回金额大幅减少或成本投入大幅增加，可能导致存货进一步跌价。
- 5) 渠道销售收入集中风险：**公司软件产品授权业务依赖渠道销售，前五大渠道商销售收入占比高，若未能有效管理主要渠道商或失去重要合作商，可能影响公司销售收入和业绩。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	858.64	1,113.24	1,482.42	1,803.49	2,268.02	营业收入	688.04	794.29	924.73	1,078.68	1,256.65
应收票据及应收账款	359.78	363.50	406.63	425.79	488.12	营业成本	40.85	33.29	40.84	51.85	67.02
预付账款	5.23	8.25	6.74	11.42	10.94	营业税金及附加	8.95	9.37	9.25	9.92	10.56
存货	72.42	73.11	75.66	75.38	64.01	销售费用	223.02	289.24	297.98	319.17	353.56
其他	36.98	50.45	61.63	68.25	80.78	管理费用	69.05	74.62	73.49	75.71	78.77
<b>流动资产合计</b>	<b>1,333.05</b>	<b>1,608.55</b>	<b>2,033.10</b>	<b>2,384.33</b>	<b>2,911.88</b>	研发费用	139.74	165.13	177.75	195.96	221.22
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(16.66)	(18.99)	(20.77)	(26.29)	(32.57)
固定资产	36.03	27.44	15.27	2.73	0.63	资产/信用减值损失	(5.73)	(7.97)	(5.74)	(7.85)	(6.82)
在建工程	20.43	100.81	127.81	162.81	205.81	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	14.39	17.52	16.80	16.09	15.37	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	62.87	68.15	75.64	84.47	94.91	其他	(54.90)	(61.08)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>133.72</b>	<b>213.92</b>	<b>235.53</b>	<b>266.09</b>	<b>316.72</b>	<b>营业利润</b>	<b>283.72</b>	<b>310.68</b>	<b>340.45</b>	<b>444.50</b>	<b>551.27</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,470.09</b>	<b>1,824.98</b>	<b>2,268.62</b>	<b>2,650.43</b>	<b>3,228.60</b>	营业外收入	2.12	0.18	1.69	1.33	1.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	4.68	0.15	0.71	0.43	0.43
应付票据及应付账款	53.25	61.32	54.17	60.60	31.91	<b>利润总额</b>	<b>281.15</b>	<b>310.70</b>	<b>341.43</b>	<b>445.40</b>	<b>551.90</b>
其他	147.17	193.99	378.40	325.56	413.30	所得税	15.86	17.78	17.41	22.54	27.76
<b>流动负债合计</b>	<b>200.42</b>	<b>255.31</b>	<b>432.57</b>	<b>386.16</b>	<b>445.21</b>	<b>净利润</b>	<b>265.30</b>	<b>292.92</b>	<b>324.02</b>	<b>422.86</b>	<b>524.14</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(3.70)	(3.16)	(6.02)	(5.80)	(7.47)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>269.00</b>	<b>296.08</b>	<b>330.03</b>	<b>428.66</b>	<b>531.61</b>
其他	65.86	79.15	83.46	88.82	83.81	每股收益(元)	3.54	3.90	4.34	5.64	6.99
<b>非流动负债合计</b>	<b>65.86</b>	<b>79.15</b>	<b>83.46</b>	<b>88.82</b>	<b>83.81</b>						
<b>负债合计</b>	<b>353.44</b>	<b>415.41</b>	<b>516.03</b>	<b>474.98</b>	<b>529.02</b>						
少数股东权益	1.46	(1.70)	(7.72)	(13.52)	(20.99)	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
股本	57.00	57.00	76.00	76.00	76.00	<b>成长能力</b>					
资本公积	292.90	292.90	292.90	292.90	292.90	营业收入	-7.40%	15.44%	16.42%	16.65%	16.50%
留存收益	765.28	1,061.37	1,391.40	1,820.06	2,351.67	营业利润	-41.60%	9.50%	9.58%	30.56%	24.02%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	-39.35%	10.07%	11.47%	29.88%	24.02%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,116.65</b>	<b>1,409.57</b>	<b>1,752.59</b>	<b>2,175.45</b>	<b>2,699.59</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,470.09</b>	<b>1,824.98</b>	<b>2,268.62</b>	<b>2,650.43</b>	<b>3,228.60</b>	毛利率	94.06%	95.81%	95.58%	95.19%	94.67%
						净利率	39.10%	37.28%	35.69%	39.74%	42.30%
						ROE	24.12%	20.98%	18.75%	19.58%	19.54%
						ROIC	272.29%	133.44%	125.40%	189.94%	162.61%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	24.04%	22.76%	22.75%	17.92%	16.39%
						净负债率	-75.91%	-78.00%	-83.76%	-82.19%	-83.47%
						流动比率	4.65	4.79	4.70	6.17	6.54
						速动比率	4.40	4.57	4.53	5.98	6.40
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.00	2.20	2.40	2.59	2.75
						存货周转率	11.56	10.92	12.43	14.28	18.03
						总资产周转率	0.50	0.48	0.45	0.44	0.43
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	3.54	3.90	4.34	5.64	6.99
						每股经营现金流	2.75	4.55	4.69	4.33	6.26
						每股净资产	14.67	18.57	23.16	28.80	35.80
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	58.33	53.00	47.55	36.61	29.52
						市净率	14.07	11.12	8.91	7.17	5.77
						EV/EBITDA	0.00	0.00	41.69	31.39	25.21
						EV/EBIT	0.00	0.00	43.42	32.38	25.34

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	265.30	292.92	330.03	428.66	531.61
折旧摊销	21.23	16.76	13.54	13.56	2.61
财务费用	0.60	0.57	(20.77)	(26.29)	(32.57)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(115.21)	60.34	39.53	(80.98)	(18.55)
其它	37.05	(24.84)	(6.02)	(5.80)	(7.47)
<b>经营活动现金流</b>	<b>208.97</b>	<b>345.75</b>	<b>356.32</b>	<b>329.15</b>	<b>475.63</b>
资本支出	43.13	77.08	23.35	29.94	47.81
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(84.95)	(155.91)	(51.01)	(65.24)	(90.61)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(41.82)</b>	<b>(78.83)</b>	<b>(27.66)</b>	<b>(35.30)</b>	<b>(42.80)</b>
债权融资	16.85	21.81	21.51	27.22	31.70
股权融资	0.00	0.00	19.00	0.00	0.00
其他	(98.82)	(35.86)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(81.97)</b>	<b>(14.05)</b>	<b>40.51</b>	<b>27.22</b>	<b>31.70</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>85.18</b>	<b>252.88</b>	<b>369.18</b>	<b>321.07</b>	<b>464.53</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com