

计算机/信息技术

首次覆盖

东方通(300379)

信创兑现，国产中间件领军快速成长

李沐华(分析师)

010-83939797

limuhua@gtjas.com

证书编号 S0880519080009

本报告导读：

党政信创向电子政务系统扩容，金融、电信等重要行业信创启动，公司作为信创中间件龙头厂商业绩率先兑现，且将继续引领信创中间件发展。

投资要点：

- **首次覆盖，给予增持评级，目标价 44.46 元。**受益于信创产业的快速推进，公司营收、净利润将持续高增，预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.44/2.05/2.95 元，同比增速+68%/+42%/+44%，给予增持评级，目标价 44.46 元，对应 2021 年 30.88 倍 PE、13.46 倍 PS。
- **信创政策驱动下，我国国产中间件市场规模有望快速成长。**我国中间件下游需求的 60%由政府、金融、电信行业贡献，2020 年五大国产中间件厂商党政信创收入约 3.1 亿元，未来潜在的额外替换市场空间约为 16.4-23.2 亿元，行业信创替换空间更是 2-3 倍于党政信创，我国国产中间件厂商有望实现快速发展。
- **公司党政信创优势地位显著。**公司长期深耕党政客户，受益于党政信创的率先开展，公司中间件收入实现快速增长，成为首家中间件产品收入达到 2 亿元以上的公司，与其他竞争对手的差距逐渐拉开，资金加持下公司有望在产品研发、渠道建设等方面持续领先其他对手。
- **金融信创抓住先机，中移资本入股补强公司在电信行业竞争力。**公司抓住金融信创先机，在一期试点中市占率遥遥领先，快速成为行业标杆及首选，未来有望持续受益于金融信创的推进。公司拟引入战略投资者中移资本，与中移信息合作承接国家课题，共同开发可应用于中国移动核心业务系统的一流中间件产品，在电信行业的产品竞争力显著提升，未来有望不断超预期增长。
- **风险提示。**信创推进不及预期的风险，价格下滑的风险。

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	500	640	937	1,298	1,771
(+/-)%	34%	28%	46%	38%	37%
经营利润(EBIT)	131	168	320	515	782
(+/-)%	54%	28%	90%	61%	52%
净利润(归母)	141	244	410	581	836
(+/-)%	16%	73%	68%	42%	44%
每股净收益(元)	0.50	0.86	1.44	2.05	2.95
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营利润率(%)	26.3%	26.2%	34.1%	39.7%	44.1%
净资产收益率(%)	8.5%	12.0%	16.7%	19.2%	21.6%
投入资本回报率(%)	6.9%	7.8%	12.3%	15.8%	18.8%
EV/EBITDA	91.00	69.43	28.98	17.54	11.03
市盈率	72.71	42.04	25.07	17.67	12.28
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：

增持

目标价格：

44.46

当前价格：

36.20

2021.05.14

交易数据

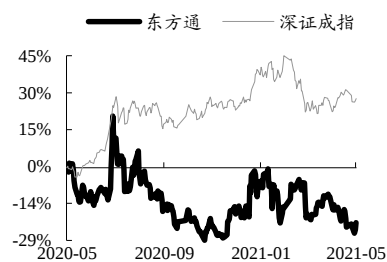
52 周内股价区间(元)	33.37-56.88
总市值(百万元)	10,274
总股本/流通 A 股(百万股)	284/267
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	94%
日均成交量(百万股)	6.04
日均成交值(百万元)	243.04

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	2,070
每股净资产	7.29
市净率	5.0
净负债率	-15.09%

EPS(元)	2020A	2021E
Q1	-0.14	0.09
Q2	-0.01	0.12
Q3	0.19	0.30
Q4	0.82	0.93
全年	0.86	1.44

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8%	-8%	-23%
相对指数	-12%	4%	-50%

模型更新时间: 2021.05.14

股票研究

信息科技

计算机

东方通(300379)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 44.46

当前价格: 36.20

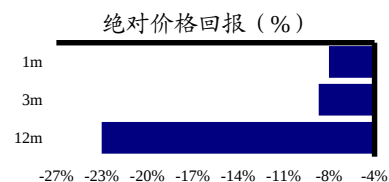
2021.05.14

公司网址

www.tongtech.com

公司简介

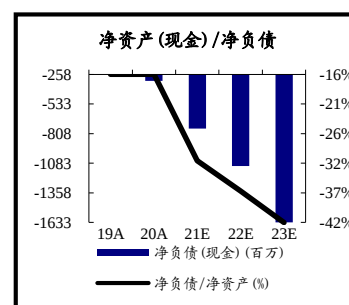
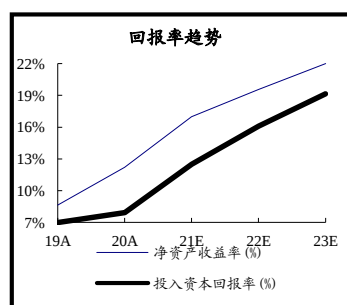
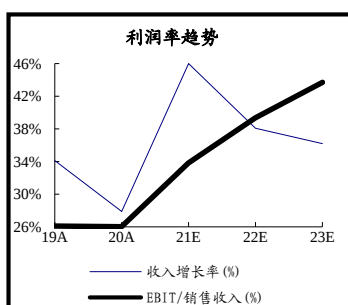
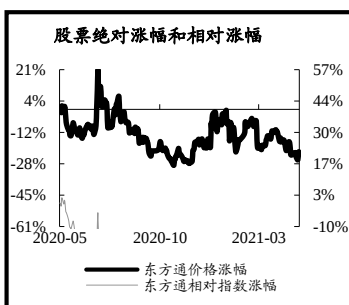
公司是领先的基础软件和信息安全解决方案提供商。通过先进的软件产品和技术, 东方通为客户提供安全可靠的中间件、信息安全、创新应用产品与解决方案, 帮助用户实现业务创新、安全管控和数据的共享与价值挖掘。



52 周内价格范围 33.37-56.88
市值 (百万) 10,274

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	500	640	937	1,298	1,771
营业成本	120	128	163	200	243
税金及附加	6	8	11	15	21
销售费用	75	90	115	146	188
管理费用	68	71	87	105	126
EBIT	131	168	320	515	782
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	-1	1	-4	-5
财务费用	6	-3	0	0	0
营业利润	153	264	438	633	909
所得税	12	14	26	44	63
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	141	244	410	581	836
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	356	318	763	1,111	1,632
其他流动资产	0	1	1	1	1
长期投资	89	88	88	88	88
固定资产合计	85	101	110	109	108
无形及其他资产	20	38	39	39	39
资产合计	2,156	2,433	3,045	3,729	4,686
流动负债	431	355	556	659	780
非流动负债	70	36	36	36	36
股东权益	1,655	2,042	2,452	3,033	3,870
投入资本(IC)	1,753	2,042	2,452	3,033	3,870
现金流量表					
NOPLAT	121	159	301	479	727
折旧与摊销	9	14	8	7	1
流动资金增量	151	275	-19	235	317
资本支出	-18	-54	6	-14	-10
自由现金流	263	394	296	707	1,035
经营现金流	88	123	438	365	536
投资现金流	-133	-182	7	-18	-15
融资现金流	26	25	0	0	0
现金流净增加额	-20	-34	445	347	521
财务指标					
成长性					
收入增长率	34.4%	28.1%	46.4%	38.4%	36.5%
EBIT 增长率	54.4%	27.9%	90.5%	61.0%	51.8%
净利润增长率	15.7%	73.0%	67.7%	41.8%	43.9%
利润率					
毛利率	76.1%	79.9%	82.6%	84.6%	86.3%
EBIT 率	26.3%	26.2%	34.1%	39.7%	44.1%
净利润率	28.3%	38.2%	43.7%	44.8%	47.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.5%	12.0%	16.7%	19.2%	21.6%
总资产收益率(ROA)	6.6%	10.0%	13.5%	15.6%	17.8%
投入资本回报率(ROIC)	6.9%	7.8%	12.3%	15.8%	18.8%
运营能力					
存货周转天数	81.3	236.8	80.0	79.0	80.0
应收账款周转天数	328.1	327.2	325.0	323.0	320.0
总资产周转天数	1,574.1	1,386.8	1,185.5	1,048.9	965.6
净利润现金含量	0.6	0.5	1.1	0.6	0.6
资本支出/收入	3.6%	8.4%	-0.7%	1.1%	0.6%
偿债能力					
资产负债率	23.2%	16.1%	19.5%	18.7%	17.4%
净负债率	-15.6%	-15.6%	-31.1%	-36.6%	-42.2%
估值比率					
PE	72.71	42.04	25.07	17.67	12.28
PB	7.93	6.35	4.19	3.39	2.65
EV/EBITDA	91.00	69.43	28.98	17.54	11.03
P/S	20.37	16.03	10.95	7.91	5.79
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



目录

1. 国产中间件龙头快速成长.....	4
2. 信创政策红利驱动国产中间件市场规模增长提速	7
3. 公司党政、金融信创优势地位显著，中移资本入股加强电信行业竞争力.....	10
4. 盈利预测与估值.....	12
4.1. 核心假设	12
4.2. 收入和盈利预测	12
4.3. 估值	13
5. 风险提示	14

1. 国产中间件龙头快速成长

东方通是国产基础中间件龙头厂商，通过外延并购完善安全能力建设。母公司东方通自 1992 年成立以来始终专注于基础中间件的业务，是国产中间件行业的龙头厂商，拥有完善的各类标准中间件及平台类中间件产品线，根据计世资讯报告，公司连续 15 年保持国产基础中间件市场份额第一。2014 年公司作为基础软件第一股在创业板上市后，为进一步提升长期成长空间，开始进行业务多元化扩张，先后并购微智信业（现已更名东方通网信科技）、泰策科技等重要全资子公司，补足安全能力建设。目前公司形成了“数据+”和“安全+”两大产品体系，母公司东方通的中间件产品及解决方案服务于政府、金融、电信、能源、交通等行业领域 5000 多家企业级客户，子公司微智信业、泰策科技面向企业和社会的数字化转型与升级，提供信息安全、网络安全、数据安全、通信安全、工业互联网安全、智慧应急等产品和解决方案，由其在电信运营商领域具备较强的行业影响力。

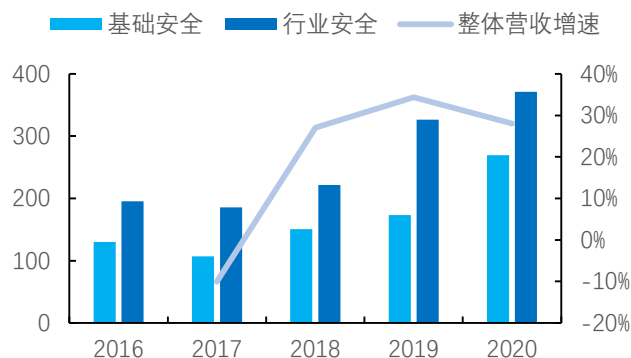
图 1：东方通形成“数据+”及“安全+”两大产品体系



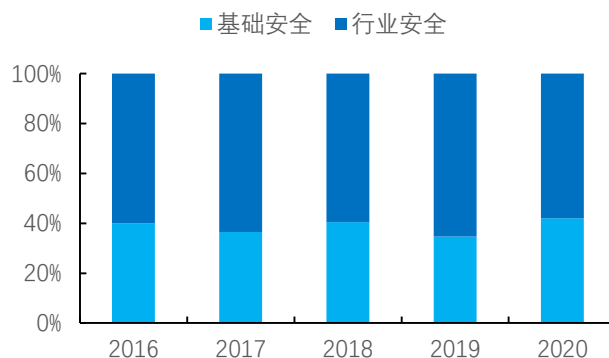
数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

整体收入稳健增长，信创规模化推进助力基础安全业务实现快速发展。通过 15 年及 18 年先后并购微智信业和泰策科技，公司行业安全业务营收实现了较为稳健的增长，2020 年尽管受到疫情的严重干扰，公司行业安全营收仍同比增长 13.65%至 3.71 亿元。受益于 2018 年党政信创二期试点的开展以及 2020 年党政信创电子公文系统大规模招投标的落地，公司基础安全业务发展明显回暖，2020 年营收规模首次突破 2 亿元达到 2.69 亿元，同比增速达到 55.23%，营收占比提高到 42.06%，同比提高 7.36 个百分点。

图 2：基础安全+行业安全双轮驱动公司营收(百万元)稳健增长 图 3：信创助力基础安全快速发展，2020 年营收占比+7.36pct



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

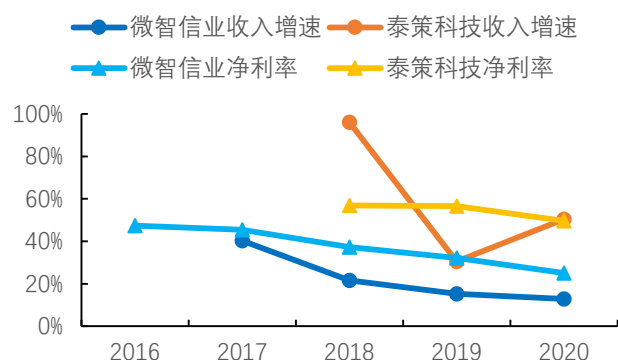


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

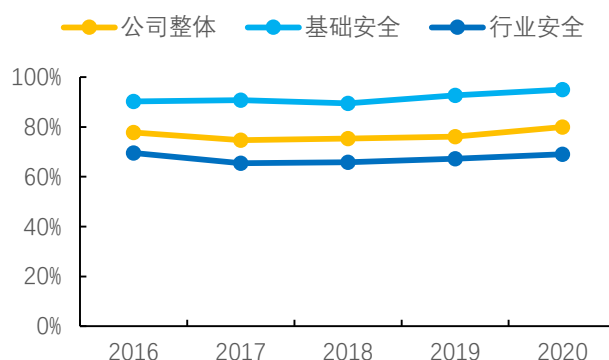
标准化产品收入占比提升，推动公司毛利率稳步提升。公司基础安全产品主要包括标准中间件及平台类中间件，以应用服务器中间件 TongWeb 为代表的中间件产品标准化程度很高，单品毛利率可达 99.9%，营业成为仅为极少的包装成本；而平台类中间件如数据交换平台 TongDXP、通用文件传输平台 TongGTP 等，通常需要三四天到一两个月不等的现场实施，因而毛利率稍低一些。公司党政信创主要售卖标准化程度很高的应用服务器中间件，因而随着党政信创业务的不断落地，公司基础安全业务毛利率从 2016 年的 90.21% 提升至 2020 年的 95%。行业安全板块中，子公司泰策科技的产品同样以纯软形式为主，产品化程度很高（子公司净利率常年维持 50% 以上），由于泰策科技营收增速高于微智信业，自其 2018 年实现并表以来行业安全业务整体毛利率从 65.82% 提升至 69.01%。随着标准化软件产品收入占比的不断提升，公司整体毛利率实现了稳步提升。

图 4: 产品化程度很高的泰测科技收入快速增长

图 5: 公司整体毛利率稳步提升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

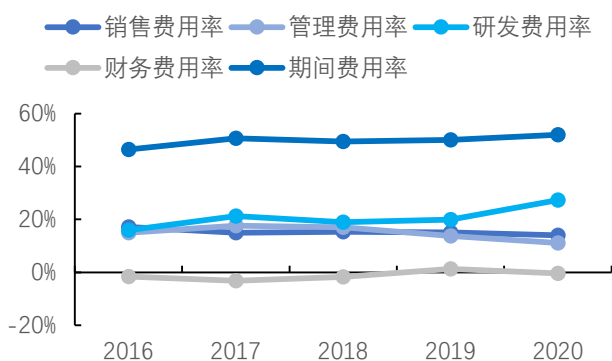


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

期间费用率控制得当，加码研发投入，积极承担国家课题，净利率实现修复。公司加强费用管控，优化费用结构，2016 至 2020 年间，销售费用率、管理费用率整体呈现下降趋势，研发费用率有所提升，整体期间费用率较为稳定。作为高技术壁垒的龙头基础软件及网信安全厂商，公司注重加强研发投入，2020 年在疫情冲击下，公司研发人员数量增长 73.84% 至 824 人，研发费用增长 75.49% 至 1.75 亿元，研发费用率提高 7.38 个百分点至 27.32%。公司发挥骨干企业作用，积极承担国家课题，2020 年 8 月联合中科院软件所、中国电子技术标准化研究院、国家信息

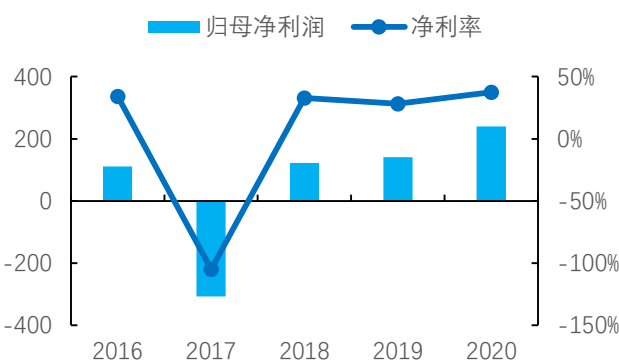
中心、中移动信息技术有限公司、中国工商银行等单位组成“产学研用”联合体，中标国家 2020 年基础支撑软件项目-中间件，该课题将对标国际一流中间件技术和产品，在底层支撑平台、产品高端能力、自主发展路线、关键领域应用等多个维度实现突破，研发成果将形成系列中间件产品，打造新一代信创核心产品，广泛应用于政府、金融、电信等重要行业。公司因承担国家课题需加大研发投入，同时也获得相应的政府课题补贴收益，从而帮助整体净利率有所修复，短期来看课题期间政府补贴收入具有持续性，长期来看课题验收后受益于规模效应，公司研发费用率有下降空间，整体净利率将持续提升。2017 年公司对并购的全资子公司惠捷朗、数字天堂、同德一心等合计计提商誉减值 3.85 亿元，造成净利率出现较大波动，考虑到目前公司主要子公司业务景气向上，未来商誉减值风险已充分释放。

图 6：公司费用结构优化，期间费用率控制得当



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 7：公司净利润(百万元)增长提速，净利率修复

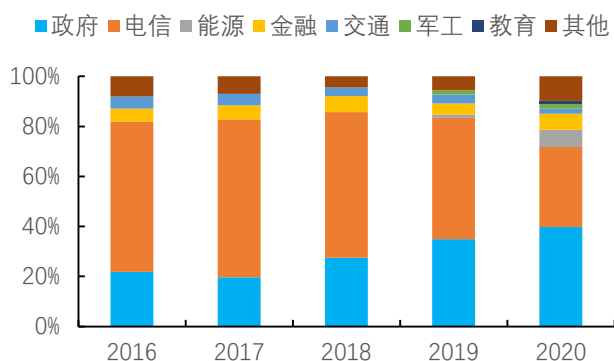


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

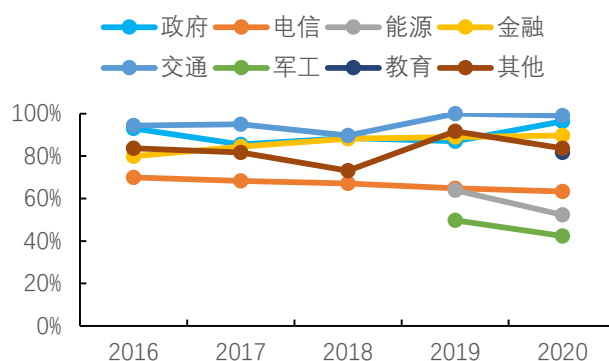
客户结构不断优化，金融、交通等重要行业的中间件业务客户快速拓展。随着党政信创的规模化落地，公司来自政府客户的收入占比实现了较快的增长，从 2016 年的 21.82% 提升至 39.81%，公司在政府客户领域的市场地位依旧稳固；随着金融、交通、军工、能源等重要行业信创的陆续开展，公司客户结构也不断优化，2020 年公司来自政府、电信以外的其他重要行业客户收入占比合计达到 28.30%，相较 2019 年提升 11.75 个百分点。参考前述分析，毛利率是衡量公司产品化程度的重要指标，我们拆分公司主要下游客户毛利率情况，公司来自交通、政府、金融客户的毛利率都接近或超过 90% 以上，由此可知这些行业客户的收入主要来自标准化程度较高的中间件业务；除中间件业务以外，公司政府客户还有部分收入来自同样高毛利的应急业务；公司电信客户收入在中间件收入以外还包括较多的网信安全业务收入，因而整体毛利率较低。

图 8：公司客户结构优化，金融等重要行业客户收入占比提升

图 9：公司政府、金融、交通等行业客户营收主要来自中间件



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

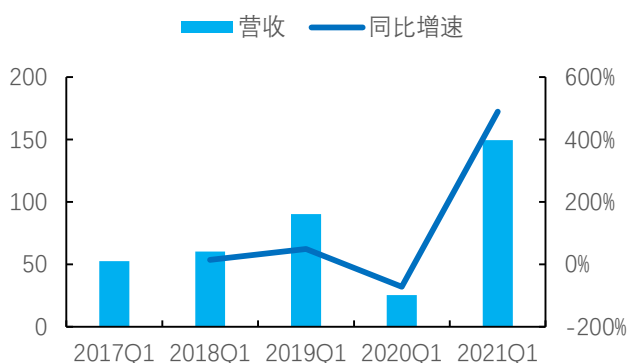


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

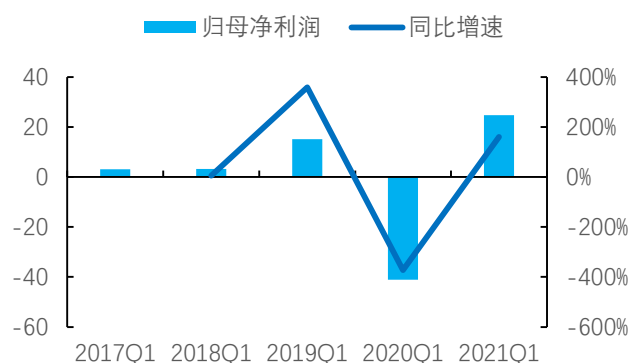
受信创订单递延的影响, 21Q1 收入、利润均创历史新高。2020 年受疫情影响, 党政信创招投标启动较晚, 部分四季度新落订单被迫推迟至 2021 年确认, 带动 2021 年一季度公司营收达到 1.49 亿元, 创历史新高, 我们测算其中约一半收入来自 20 年递延的信创中间件订单。由于一季度收入与费用的错配, 公司一季度归母净利润达到 2477.4 万元, 同样创历史新高。一季度信创业务的确认为全年业绩增长打下良好基础, 全年看随着信创招投标的启动, 业绩有望持续释放。

图 10: 公司 21Q1 收入(百万元)创历史新高

图 11: 公司 21Q1 净利润(百万元)创历史新高



数据来源: Wind、国泰君安证券研究



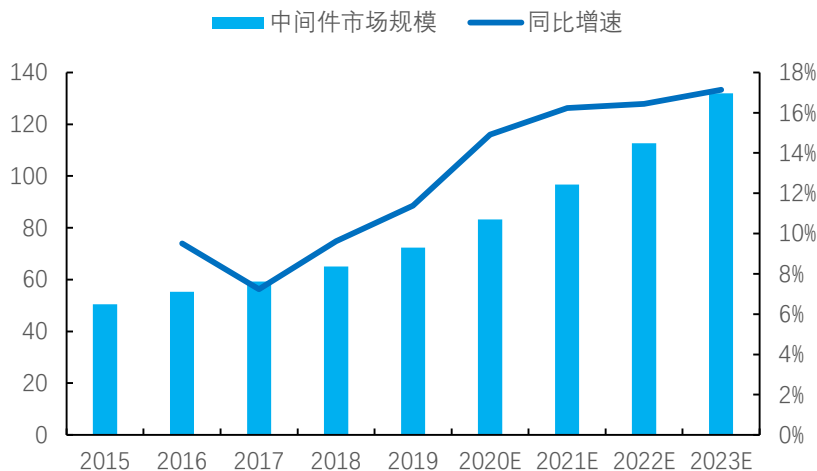
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2. 信创政策红利驱动国产中间件市场规模增长提速

随着关键行业信息化程度的加速提升, 我国基础中间件市场规模增长提速。中间件与操作系统、数据库并成为三大基础软件, 其位于操作系统、网络和数据库之上, 应用软件之下, 为应用软件提供运行支撑平台并负责连接其他底层设施, 帮助用户灵活、高效的开发和集成复杂业务应用。由中间件所发挥的作用可以看出, 中间件的需求数量与承载业务系统的服务器数量、业务系统的复杂程度以及业务系统的数量密切相关, 随着我国政府部门及金融、电信等重要行业信息化程度的不断提升、业务系统的不断扩容、业务种类的不断丰富, 我国基础中间件市场规模也在加速增长。根据计世资讯数据, 2019 年我国中间件市场规模约为 72.4 亿元, 同比增长 11.4%, 2015 至 2019 年间年复合增速为 9.4%; 预计 2023 年我国中间件市场规模将达到 131.9 亿元, 2019 至 2023 年间年复合增

速提高至 16.2%。

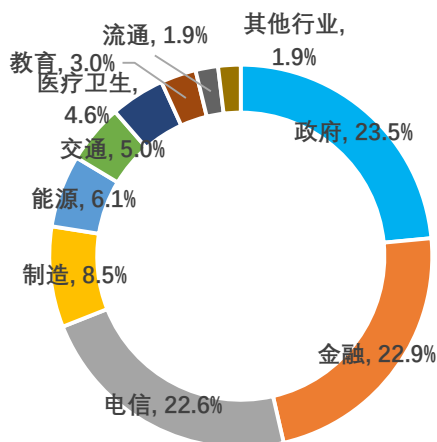
图 12: 2019 至 2023 年间我国中间件市场规模(亿元)CAGR 提高到 16.2%



数据来源：计世资讯、国泰君安证券研究

我国基础中间件下游需求以政府、金融、电信客户为主。相比其他行业，政府的业务系统种类非常繁杂，以 2021 年成都市政务云服务采购项目公开招标文件披露信息为例，截止 2020 年底仅成都市政务云平台上运行的业务系统就接近 1200 个，因而政府部门一直是我国中间件市场第一大需求方。金融、电信等关键行业则一直对 IT 系统建设有高度依赖，且质量要求高、金额投入大，因而也是我国中间件的主要需求方。根据计世资讯数据，按照下游客户划分，2019 年我国中间件市场中政府部门以 23.5% 的市场份额位居第一，金融和电信行业则分别以 22.9% 和 22.6% 的市场份额位列二三，三者市场份额合计达到 69%；随着其他行业信息化建设的加速，制造、能源、交通、医疗卫生、教育等行业的中间件需求也在逐步释放，收入占比呈现上升趋势。

图 13: 2019 年我国中间件需求仍以政府、金融、电信客户为主



数据来源：计世资讯、国泰君安证券研究

信创政策驱动下，我国党政部门中间件国产替代快速推进，潜在的额外

替换市场空间约为 16.4-23.2 亿元。近年来，随着外部国际形势的变化以及信息安全事件的频发，加强自主创新能力建设，实现关键核心技术的自主可控成为全社会的核心诉求之一。《十四五规划和二零三五远景目标纲要》中明确提出要“加强关键数字技术创新应用...聚焦高端芯片、操作系统、人工智能关键算法、传感器等关键领域...加强通用处理器、云计算系统和软件核心技术一体化研发”，信创产业发展迎来提速。党政部门作为信创产业的先行培育者，在我国基础软硬件的国产化替代中发挥了关键示范作用，未来有望持续加大国产化投入力度，为相关厂商提供较大的国产替代空间。我们参考计世资讯的预测数据，2020 年我国中间件市场规模约 83 亿元，假设下游需求结构与 2019 年一致，则政府部门中间件市场规模约 19.5 亿元，我们结合东方通、宝兰德、金蝶天燕、中创股份、普元信息五家公司财报及产业调研情况测算，2020 年五家国产中间件厂商来自政府客户的中间件收入合计约为 3.1 亿元，国产化率仅为 15.9%，政府部门潜在替换空间达到 16.4 亿元；考虑到其他行业中间件需求的放量，假设 2023 年我国政府部门中间件市场份额占比下降至 20%，对应政府部门中间件市场规模约为 26.4 亿元，潜在替换空间提升到 23.2 亿元。当然考虑到政府业务系统改造费时费力，且涉及到与存量系统的协调问题，党政部门实际替换节奏会是逐步渐进的过程，需要理性看待国产化进程。当前党政信创以电子公文系统替换为主，这只是党政业务系统中较为轻量的一个，横向对比来看一些业务线繁杂的部委其业务系统可达三四十个，即使较小的部委业务系统数量也能达到七八个，因而随着党政信创重点逐步从电子公文系统向其他电子政务系统拓展，信创服务器及中间件的需求量将不断提升。根据我们的党政信创预测模型，假设中间件需求数量与服务器数量之比为 1:3，我们预计 2021-2023 年党政信创中间件市场规模分别为 5/7.2/10 亿元，至 2023 年国产化率有望提高至 37.8%。

表 1：预计党政信创中间件市场规模在 2023 年可达 10 亿元

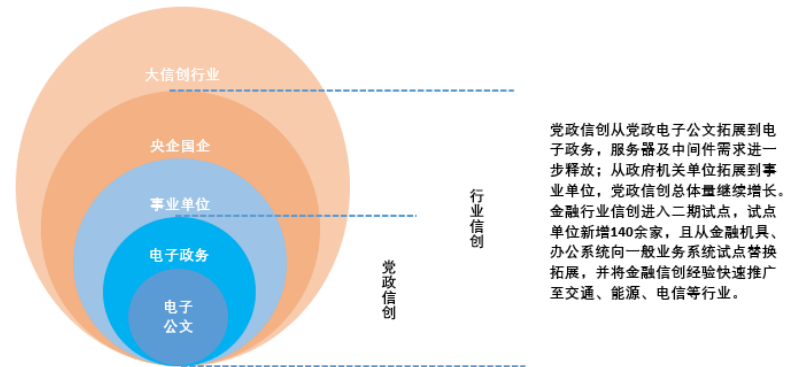
	2020	2021E	2022E	2023E
信创服务器出货量(万台)	7.5	12.5	18	25
信创中间件出货量(万套)	2.5	4.17	6	8.33
信创中间件价格(万元)	1.25	1.2	1.2	1.2
信创中间件市场规模(亿元)	3.125	5	7.2	10

数据来源：产业调研、国泰君安证券研究

行业信创逐步加速，有望打开更广阔的市场空间。2020 年 7 月 10 日，国务院办公厅印发《国务院 2020 年立法工作计划》，其中《关键信息基础设施安全保护条例》被纳入立法计划之中；同年 9 月 10 日，公安部发布《关于贯彻落实网络安全等级保护制度和关键信息基础设施安全保护制度的指导意见》，明确要求公共通信和信息服务、能源、金融、交通、水利、卫生医疗、教育、环保、公用事业、电子政务、国防科工等重要行业的单位、部门及企业建立领导小组，加强经费保障和考核评价，加强技术攻关，落实关基保护。受相关政策驱动，行业信创也正式拉开帷幕，其中金融行业走在了行业信创的前沿，并摸索出一条“分级、分层、分阶段”的行业信创之路，按照不同子行业、不同业务系统的特征分批次、分阶段的推进金融信创。参考当前中间件市场结构，未来随着行业信创的持续推进，在考虑一定渗透率折扣的情况下也有望打开 2 至

3 倍于党政信创的中间件市场规模。

图 14：行业信创的推进将进一步打开国产中间件市场空间



数据来源：产业调研、国泰君安证券研究

信创价格压力趋缓，数年维度内开源中间件及公有云对第三方国产中间件厂商的市场需求影响有限。党政中间件市场整体呈现较为扁平化的特点，除部分业务系统具有从中央部委到地方政府的纵深以外，不少业务系统仍有较大的分散性、地区性，招投标数量多、单体价值量偏低，因而造成中间件厂商价格竞争较为激烈。考虑到 2020 年党政信创格局已初步奠定，客户、集成商也需要给与中间件厂商适当的价格空间以换取后续更高质量的运维服务，向后看党政信创中间件价格已基本触底，行业信创由于客户对中间件产品质量和服务的要求更高，价格也有望高于党政信创价格，因而我们认为未来信创价格竞争压力已经趋缓。从其他竞品的冲击来看，由于开源中间件在稳定性以及服务质量上具有一定的劣势，对于信息化能力较弱的政府客户以及对产品质量要求较高的重要行业客户都不具备充分的吸引力；同时政府及重要行业客户在未来一段时间内上公有云的概率偏低，会更倾向于使用私有云服务，从而继续保留对私有云中间件的需求，所以至少从未来数年的维度来看，开源中间件及公有云对第三方国产中间件厂商的市场需求影响有限。

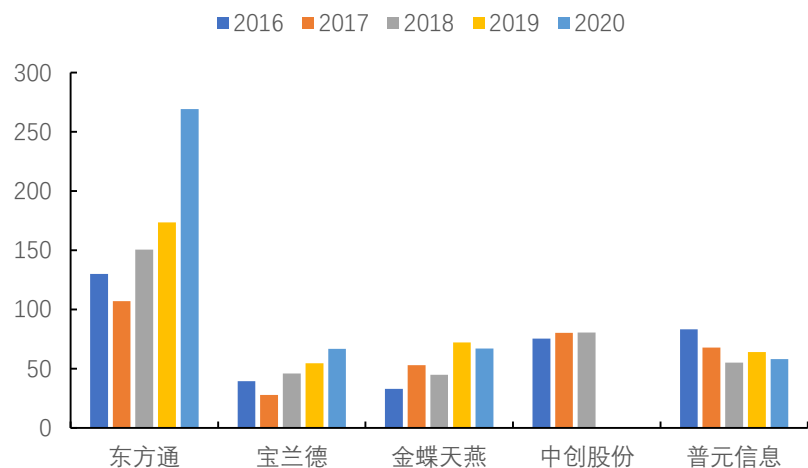
3. 公司党政、金融信创优势地位显著，中移资本入股

加强电信行业竞争力

公司紧抓党政信创机遇，使其国产中间件龙头的地位显著强化。目前除了 Oracle、IBM 两家海外厂商以外，主流的国产中间件厂商主要是东方通、宝兰德、金蝶天燕、中创股份、普元信息五家厂商，东方通以标准化中间件产品销售为主，在政府、金融、电信、交通、教育等行业具备较强的竞争力；宝兰德以标准中间件的销售及运维服务为主，过去在电信行业具备较强竞争力，目前开始拓展政府客户；金蝶天燕以标准化及平台化中间件销售为主，主要依托母公司金蝶集团及浪潮、太极等集成商开拓市场；中创股份以标准中间件的销售为主，主要围绕政府客户；普元信息以平台化软件为主，主要围绕金融客户。我们只统计这五家厂商的中间件产品销售收入情况，2016 年东方通中间件收入为 1.3 亿元，比行业第二名的普元信息及第五的金蝶天燕销售收入分别高出 4672 万

元及 9709 万元；2020 年东方通中间件收入达到 2.69 亿元，相较行业第二名的金蝶天燕以及行业第四名的普元信息（中创股份 2019 年退市后数据无法再获得，普元信息 2020 年中间件产品收入系测算）分别高出 2.02 亿元及 2.11 亿元，东方通与其他国产中间件厂商的收入差距明显拉开，龙头地位显著强化。其背后原因在于最为国内发展历史最悠久的国产中间件厂商，东方通一直以来都坚持深耕党政领域，积极承担国家课题，参与行业标准建设，担任信创工委 WG11 中间件工作组组长单位，在党政客户群体具备业内很强的品牌认可度，在党政信创率先进入大规模推进阶段之后，公司取得了遥遥领先的党政信创市占率，尤其是在审计、财政、检察院、交通和人社等垂直领域具有绝对优势地位，使其与其他竞争对手拉开差距。结合财报数据及产业调研情况测算，2020 年公司党政信创中间件收入约为 2 亿元，其他主要竞争对手合计约为 1.1 亿元收入，竞争差距显著。

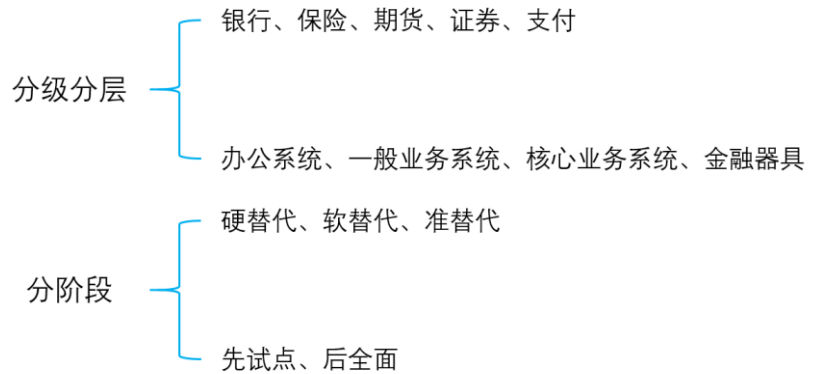
图 15：公司中间件产品销售收入(百万元)增长迅速，龙头地位不断强化



数据来源：国泰君安证券研究

抓住金融行业信创先机，快速成长为行业标杆。公司是金融行业国产中间件的先行者，已经有多款中间件产品覆盖了中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、国有六大银行、中国银联、部分股份制银行等 300 多家商业银行及近百家财务公司。过去保险公司、证券公司等金融客户基本选用海外中间件竞品，随着 2020 年金融信创一期试点的开展，公司凭借在金融行业丰富的应用案例以及良好的口碑，顺利拓展出多个保险、证券、交易所客户，在金融行业信创试点中市占率同样显著领先其他竞争对手，成为金融行业信创的标杆和首选产品，未来有望持续受益于金融信创的扩点、扩容。

图 16：金融信创先行，探索出“分级分层分阶段”的发展模式



数据来源：产业调研、国泰君安证券研究

拟引入中移动全资子公司中移资本战略投资，加强电信行业优势。2021年1月27日公司公告拟通过定增形式引入战略投资者中移资本，中移资本认购金额不超过5亿元，发行完成后持股比例约为4.59%，成为东方通第二大股东。公司借此与中国移动达成战略合作关系，将依托中国移动在电信业务领域的优势，在技术研发以及基础软件、行业安全等多业务领域展开深入合作。在此之前，公司便曾联合中国移动信息技术有限公司等多个组织中标国家2020基础支撑软件项目-中间件，双方将展开中间件关键技术研发，共同进行标准规范研制，并在中国移动核心业务系统中进行东方通中间件应用示范，目标是最终实现国产中间件产品在电信领域的规模化推广应用。此次达成战略合作关系后，东方通将联合中移资本进一步促进基于运营业务场景的定制化基础软件产品、基础信息平台产品以及网络管理和网络信息安全产品研发，打造电信行业领先的中间件产品。目前多项关键技术已实现突破并取得阶段性成果，全面增强了东方通中间件产品在电信行业的竞争力，未来公司来自电信行业的中间件收入有望快速增长。

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设

基础安全业务：受益于党政信创、行业信创的扩容，我们预计公司基础安全业务营收将保持高速增长，预计该业务2021-2023年收入增速分别为68.96%、57.03%、49.30%；

行业安全业务：受益于5G流量持续增长、应急行业投入稳定提高，我们预计公司行业安全业务营收将保持相对稳定的增长，预计该业务2021-2023年收入增速分别为30.02%、20.85%、20.85%；

毛利率与期间费用率：由于高毛利的基础安全业务收入占比持续提升以及收入规模的快速扩张，我们预计公司毛利率将不断提高，期间费用率则延续下滑趋势。

4.2. 收入和盈利预测

预计 2021-2023 年东方通营业收入分别为 9.37、12.98、17.71 亿元，归母净利润分别为 4.10、5.81、8.36 亿元，对应 EPS 分别为 1.44、2.05、2.95 元。

表 2: 未来三年收入及盈利预测 (百万元)

	2021E	2022E	2023E
基础安全	455.00	714.50	1066.75
行业安全	482.44	583.01	704.54
主营业务收入合计	937.44	1297.51	1771.29
归母净利润	410	581	836

数据来源: 国泰君安证券研究

4.3. 估值

我们采用 PE 和 PS 估值法，对公司进行估值。

PE 估值法: 公司是国内领先的基础软件厂商，受益于信创产业快速推进，未来收入、净利润将持续高增，具备稀缺性。我们选取其他基础中间件厂商宝兰德、基础办公软件厂商福昕软件作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PE 为 46.58 倍。我们给予公司行业平均估值水平，按照 46.58 倍 PE 计算，对应 2021 年每股合理估值为 67.08 元。

表 3: 可比公司 PE 估值表

公司代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)				PE		
		2021/5/13	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
688058.SH	宝兰德*	82.72	2.95	4.44	6.68	28.04	18.64	12.39	
688095.SH	福昕软件*	217.16	3.33	4.51	5.55	65.12	48.15	39.15	
	平均值					46.58	33.39	25.77	
300379.SZ	东方通	36.20	1.44	2.05	2.95	25.14	17.66	12.27	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 注: 加*表示盈利预测取自 Wind 一致预期, 东方通系国泰君安预测

PS 估值法: 公司是国内领先的基础软件厂商，受益于信创产业快速推进，未来收入、净利润将持续高增，具备稀缺性。我们选取其他基础中间件厂商宝兰德、基础办公软件厂商福昕软件作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PS 为 13.46 倍。我们给予公司行业平均估值水平，按照 13.46 倍 PS 计算，对应 2021 年每股合理估值为 44.46 元。

综合以上估值方法，按照审慎取低原则，我们认为公司 2021 年合理市值为 126.18 亿元，对应目标价 44.46 元。

表 4: 可比公司 PS 估值表

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS		
		2021/5/13	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
688058.SH	宝兰德*	33.09	3.12	4.91	7.62	10.61	6.75	4.34	
688095.SH	福昕软件*	104.54	6.41	8.61	10.52	16.31	12.14	9.94	

平均值								
300379.SZ	东方通	102.74	9.37	12.98	17.71	10.96	7.91	5.80

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 注: 加*表示盈利预测取自 Wind 一致预期, 东方通系国泰君安预测

5. 风险提示

信创推进不及预期的风险。信创产业推进受政策影响较大, 若后续政策力度下滑, 信创业务一进可能不及预期。

价格下滑的风险。若或许产业竞争加剧, 公司主要产品价格依旧存在下滑风险, 造成收入增长不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		