

## 创新业务快速发展, 业绩上升动力强劲

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2020年实现营业收入85.3亿元, 较上年同期增长20.8%; 实现净利润3.7亿元, 较上年同期增长9.9%。
- **业绩持续稳健提升, 创新型业务比重逐渐攀升。** 进入数字化时代, 公司积极开展新时代战略发展, 主动控制传统集成业务, 集中力量发展创新型业务, 重点发展行业智能应用、云服务、数字化信息基础设施以及自主可控, 推动公司业务数字化转型。从公司主营业务收入占比情况来看, 网络安全与自主可控、智慧应用与服务、云服务三大业务收入逐年攀升, 2020年分别实现营收31.2亿元、16.1亿元、6.8亿元, 分别增长71.1%、11.9%、8.1%。网络安全与自主可控方面, 受益于信创市场的爆发式增长, 公司通过重大工程带动自主软件产品、行业解决方案和服务化业务的发展, 2020年该业务占营收比重高达36.6%, 成为全年最大亮点。
- **打造“云+数+应用+生态”新模式, 数字政府业务实现转型升级。** 在“互联网+政务服务”方面, 公司打造“一网通办”和“一网统管”数字政府解决方案, 促进国家治理体系和治理能力现代化, 采用“码+云+链”的方式, 用一站式的数据服务开启城市治理新模式。在政务大数据方面, 围绕云及云上数据融通, 公司通过数据融合不断发掘数据价值, 更好地赋能客户, 2020年公司政务云市场占有率达到4.8%。
- **持续加大研发投入, 技术创新构筑企业护城河。** 公司围绕数字化服务体系不断加强技术和产品优势, 在云计算、大数据、机器学习、区块链等领域的能力日趋完善。2020年, 公司全年研发支出6.0亿元, 较上年同期增长40.9%, 占全年营收7.0%。2020年, 公司新取得软件著作权授权194项, 软件产品登记11项, 完成专利申请24项, 创新成果的不断涌现为公司业务向数字化全面转型夯实了根基。2020年, 公司新发布了太极inf-link物联网平台、Taiji Streaming流数据处理平台、太极云管理平台等三款通用型产品, 太极自主产品体系得到进一步完善。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为1.02元、1.29元、1.58元, 未来三年归母净利润将达到35.3%的复合增长率。考虑到国家持续加大对信创产业的投入, 公司不断改进产品技术, 与下游客户合作关系稳定, 未来自主可控与云服务订单量将会迎来显著增长, 给予公司2021年35倍PE, 目标价35.7元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 信创投入缩紧、大客户拓展不及预期等。

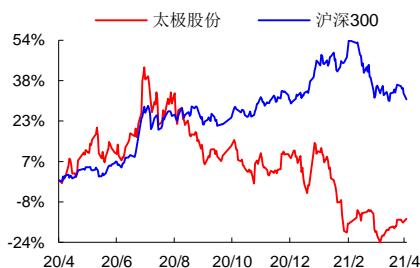
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8532.61	11500.60	15200.64	20232.01
增长率	20.81%	34.78%	32.17%	33.10%
归属母公司净利润(百万元)	368.70	589.00	750.61	913.00
增长率	9.94%	59.75%	27.44%	21.63%
每股收益EPS(元)	0.64	1.02	1.29	1.58
净资产收益率ROE	9.87%	16.31%	15.92%	16.67%
PE	34	21	17	14
PB	3.58	3.74	2.81	2.40

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅  
执业证号: S1250517050002  
电话: 021-58351932  
邮箱: cxya@swsc.com.cn  
联系人: 叶泽佑  
电话: 021-58351932  
邮箱: yezy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.80
流通A股(亿股)	5.75
52周内股价区间(元)	19.7-51.15
总市值(亿元)	125.96
总资产(亿元)	135.16
每股净资产(元)	5.75

### 相关研究

1. 太极股份(002368): 业务逆势恢复迅速, 各业务齐头并进 (2020-08-28)
2. 太极股份(002368): 信创产业链布局完善, 公司成长可期 (2020-04-21)

## 目 录

<b>1 公司为优质的数字化服务提供商 .....</b>	<b>1</b>
1.1 公司业务不断推陈出新，业务结构持续优化 .....	1
1.2 公司实际控制人为中国电科 .....	2
1.3 业绩稳步攀升，高研发奠定公司高速增长基础 .....	3
<b>2 国内软件产业发展迅速，产品需求逐年增加 .....</b>	<b>5</b>
2.1 美国占据产业核心领域，国内发展态势良好 .....	5
2.2 信息化建设需求不断扩张，上中下游链分布逐渐明晰 .....	6
<b>3 盈利预测与估值 .....</b>	<b>7</b>
3.1 盈利预测 .....	7
3.2 相对估值与投资建议 .....	8

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司业务概况.....	2
图 3: 公司 2020 年主营业务收入结构情况.....	2
图 4: 公司业务发展.....	2
图 5: 公司 2017-2020 年营收结构情况.....	2
图 6: 公司股权结构.....	3
图 7: 公司 2016-2020 年营收状况.....	4
图 8: 公司 2016-2020 年归母净利润状况.....	4
图 9: 公司三项费率情况.....	4
图 10: 公司销售毛利率及净利率情况.....	4
图 11: 公司 2017-2020 年研发费用情况.....	5
图 12: 公司研发人员情况.....	5
图 13: 2019 年 6 月全球桌面操作系统市场的份额.....	5
图 14: 2016 年-2020 年我国软件市场营收和增长率.....	6
图 15: 2020 年前三季度我国软件市场分布.....	6
图 16: 中国集成电路产业市场规模及预测.....	6

## 表 目 录

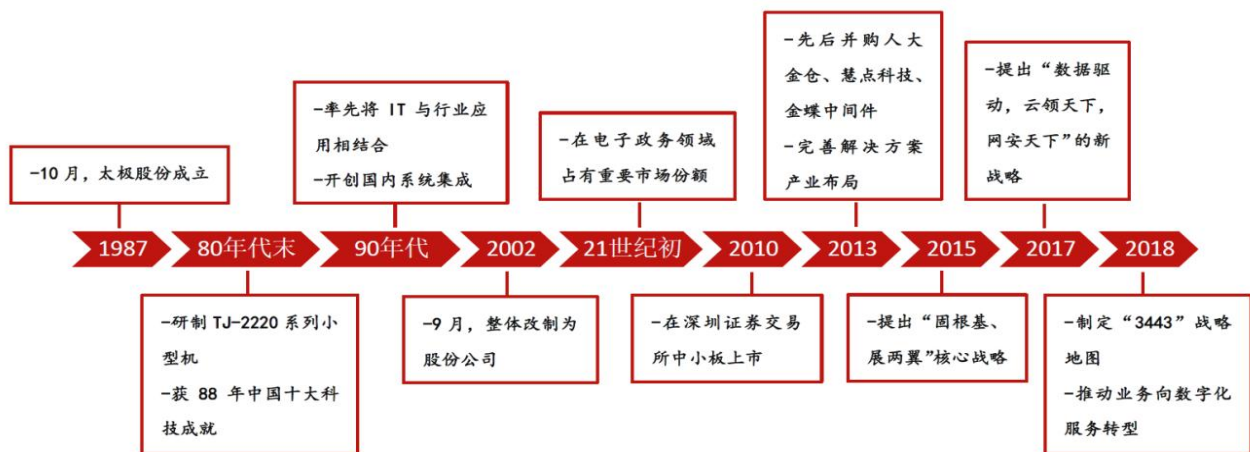
表 1: 公司主要股东和实际控制人.....	3
表 2: DB-Engines 全球数据库管理系统排名.....	5
表 3: 传统芯片与智能芯片区别.....	7
表 4: 分业务收入预测.....	8
表 5: 可比公司估值.....	8
附表: 财务预测与估值.....	10

## 1 公司为优质的数字化服务提供商

太极计算机股份有限公司（简称：太极股份）于 1987 年 10 月成立。上世纪 80 年代，公司自主研发制造 TJ-2220 系列小型机，并获 88 年中国十大科技成就。20 世纪 90 年代，公司率先将 IT 与行业应用相结合，开创国内系统集成，开辟了电信、金融、能源、冶金、政府等行业信息化应用的先河。2002 年 9 月，公司整体改制为股份公司，主营业务为行业解决方案与服务、IT 咨询、IT 产品增值服务。21 世纪初，在电子政务快速发展的初期，公司占有重要市场份额，成为政策、标准制定的积极参与者与倡导者。2010 年，公司在深圳证券交易所中小板上市。2013 年后，先后并购人大金仓、慧点科技、金蝶中间件，完善解决方案产业布局。2015 年，提出“固根基、展两翼”核心战略。2017 年，公司提出“数据驱动，云领天下，网安天下”的新战略，并在自主可控、智慧城市方面落地诸多标杆项目。2018 年，制定“3443”战略地图，推动业务向数字化服务转型。

公司是国内电子政务、智慧城市和关键行业信息化的领先企业，致力于成为“智能应用的引领者、数据运营的国家队、自主可控的主力军、员工价值的成就者”。公司客户为政府、公共安全、国防、企业等行业，向客户提供信息系统建设和云计算、大数据等相关服务，覆盖信息基础设施、数据运营、网络信息安全、业务应用等信息技术服务。

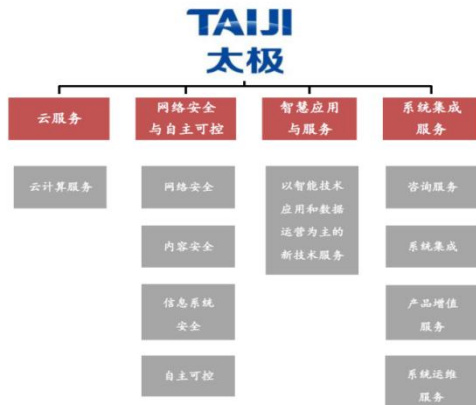
图 1：公司发展历程



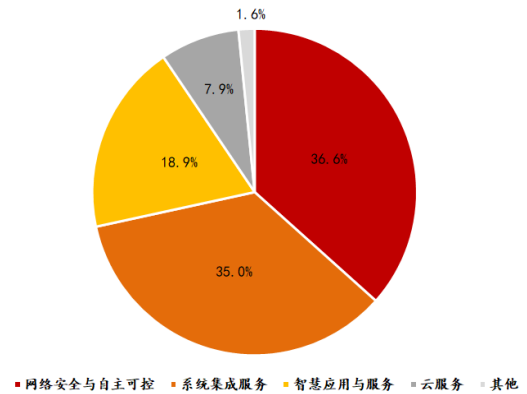
数据来源：公司官网，西南证券整理

### 1.1 公司业务不断推陈出新，业务结构持续优化

公司坚持以“数据驱动、云领未来、网安天下”为核心战略指引，逐步形成了新的业务结构，主要包括云服务、网络安全与自主可控、智慧应用与服务和系统集成服务。“云服务”主要是指面向国家政务、智慧城市和重要行业提供云计算服务。“网络安全与自主可控”主要包含网络安全、内容安全、信息系统安全以及自主可控基础产品。“智慧应用与服务”主要是指面向“互联网+政务”、“互联网+行业”提供以智能技术应用和数据运营为主的新技术服务。“系统集成服务”主要是指围绕定制化解决方案提供开展的咨询、系统集成、产品增值服务以及系统运维服务等。2020 年，公司的主营业务为网络安全与自主可控、系统集成服务、智慧应用与服务、云服务业务，营收占比分别为 36.6%、35.0%、18.9%、7.9%。受益于信创市场的爆发式增长，公司网络安全与自主可控业务同比增长 71.1%，成为全年最大亮点。

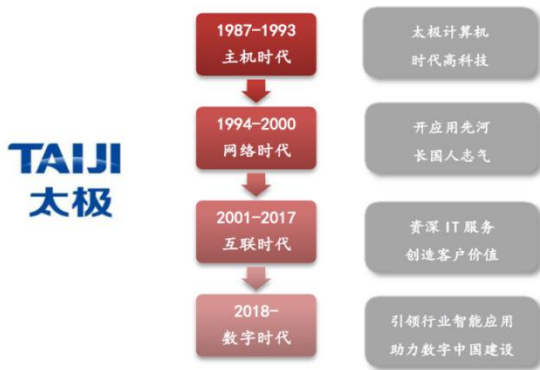
**图 2：公司业务概况**


数据来源：公司年报，西南证券整理

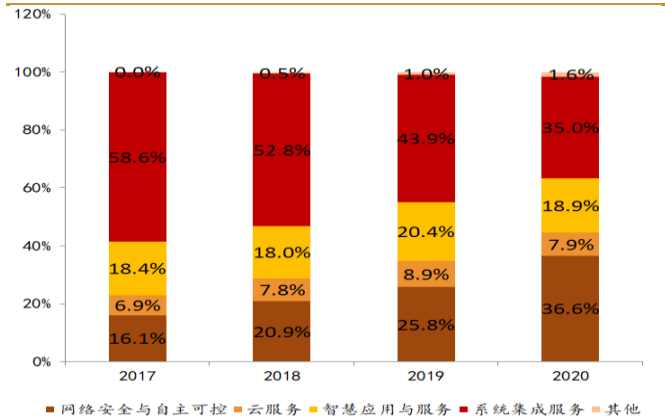
**图 3：公司 2020 年主营业务收入结构情况**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**传统集成业务收入占比持续下降，创新业务占比逐年攀升。**进入数字化时代，公司积极开展新时代战略发展，重点发展行业智能应用、云服务、数字化信息基础设施以及自主可控，推动公司业务数字化转型。公司将云服务、网络安全与信息技术应用创新业务作为公司两大战略业务先锋，积极推动创新业务的发展，同时主动控制传统集成业务，集中力量发展创新型业务，推动业务结构的转变。从公司主营业务收入占比情况来看，近年来公司系统集成服务占比逐年下降，智慧应用与服务、网络安全与自主可控、云服务三大业务的收入占比逐年攀升，2020 年三大业务的收入占主营业务比重已超过 60%。

**图 4：公司业务发展**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 5：公司 2017-2020 年营收结构情况**


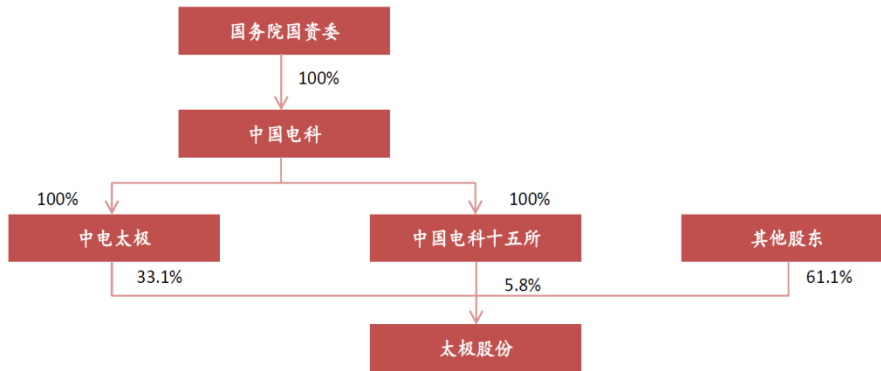
数据来源：公司年报，西南证券整理

## 1.2 公司实际控制人为中国电科

公司控股股东是中电太极，中国电科为公司的实际控制人。截至 2020 年，公司持股 5% 以上的股东为中电太极（集团）有限公司（33.1%）、中国电子科技集团公司第十五研究所（5.8%），中电太极是中国电科的全资子公司，十五所是中国电科的事业单位。2018 年，中国电科以十五所为主体组建中电太极。中电太极以国家网信事业为使命，以基于计算机软硬件平台的信息服务业为主业，积极打造“软硬结合”的自主可控产业体系，形成中国电科在该领域的品牌影响力和国际竞争力，促进国有资产保值增值，太极股份成为中电太极经营发

展资本运作的板块上市平台和推动军民融合发展的产业化平台。中国电科将十五所持有的 33% 的太极股份国有股份划转至中电太极，十五所继续持有太极股份 5.7% 国有股份。

**图 6：公司股权结构**



数据来源：天眼查，西南证券整理

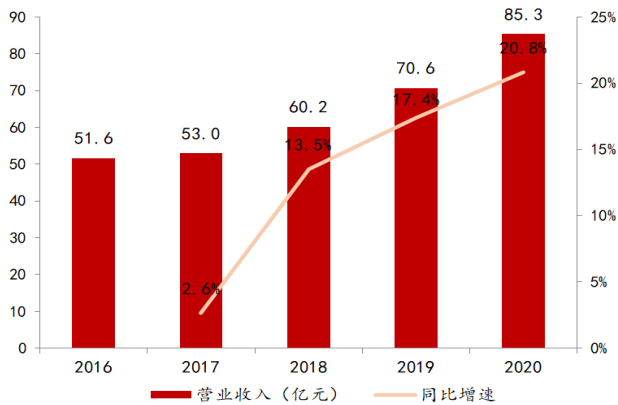
**表 1：公司主要股东和实际控制人**

公司名称	公司名称
中电太极（集团）有限公司	于 2001 年 06 月 13 日成立，是国有大型高科技企业集团，是我国“自主可控计算技术的排头兵、软件与信息服务业的旗手、信息系统总体的主力军”。经营业务包括技术开发、技术推广；计算机系统服务；计算机系统服务；销售电子产品、计算机、软件及相关设备。服务客户遍及国防、政府、公用事业、公共安全、国民经济重点行业，以及东非、中欧为代表的“一带一路”沿线国家。
中国电子科技集团公司 第十五研究所	又称华北计算技术研究所，于 1958 年成立，方向为国防服务，1987 年组建太极计算机公司。47 年来为国防和国民经济信息化建设作出了卓越贡献。目前主要从事军口型号研制、基础研究、国家科技攻关、军事指挥自动化、航天测控等重大军事应用项目的研究和开发，为国防信息化建设提供计算机及系统装备，为国民经济各领域开发和提供计算机应用系统。
中国电子科技集团有限公司	于 2002 年 3 月 1 日成立，是以原信息产业部直属电子研究院所和高科技企业为基础、组建而成的国有大型企业集团，也是国家批准的国有资产授权投资机构之一，由国务院国有资产监督管理委员会直接监管，主要从事国家重要军民大型电子信息系统的工程建设，重大装备、通信与电子设备、软件和关键元器件的研制生产。

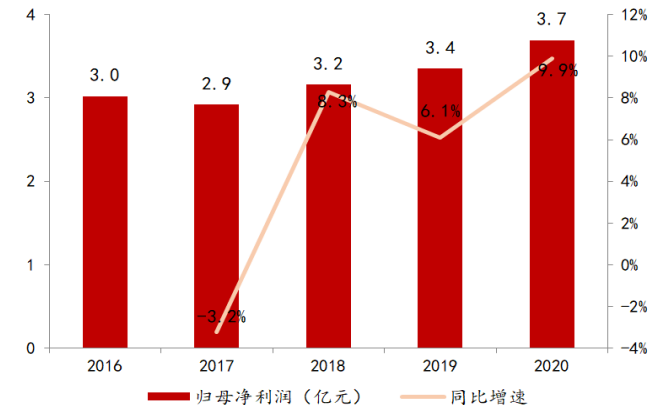
数据来源：招股书，西南证券整理

### 1.3 业绩稳步攀升，高研发奠定公司高速增长基础

**公司营收稳步攀升，利润增势稳健。**公司 2020 年实现营业收入 85.3 亿元，较去年同期增长 20.8%；实现净利润 3.7 亿元，较去年同期增长 9.9%。在全球新冠疫情的冲击下，经济下行压力加大以及外部经营环境不确定性增加，公司持续推进“数据驱动、云领未来、网安天下”发展战略，围绕信息技术应用创新和新型基础设施建设，大力拓展市场，追赶项目进度，最大限度地降低了疫情对公司经营管理带来的不利影响。近年来，公司营收稳步攀升，从 2016 年的 52.2 亿元上升至 2020 年的 85.3 亿元，复合增长率达到 13.4%；公司利润增势稳健，从 2016 年的 3.0 亿元上升至 2020 年的 3.7 亿元，复合增长率达到 5.1%。

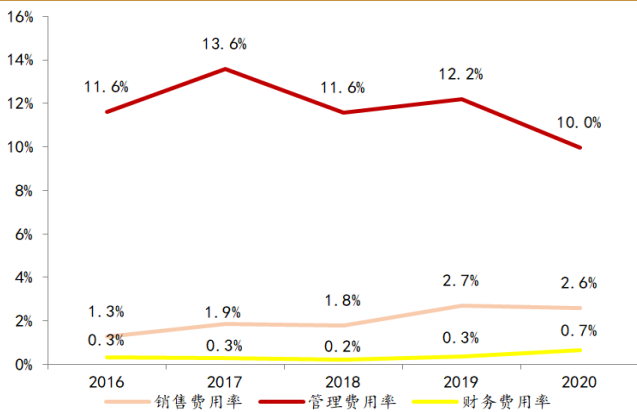
**图 7：公司 2016-2020 年营收状况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

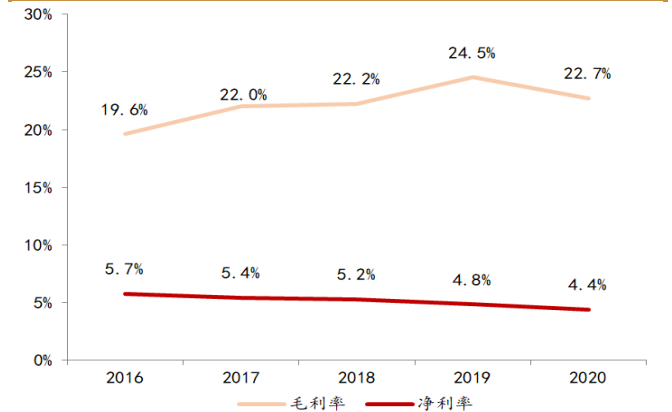
**图 8：公司 2016-2020 年归母净利润状况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**销售费用率增长突出，毛利率逐步提高。**2016-2020 年，公司销售费用分别 0.7 亿元、1.0 亿元、1.1 亿元、1.9 亿元和 2.2 亿元，占营业收入比例分别为 1.3%、1.9%、1.8%、2.7% 和 2.6%。2020 年销售费用的增加主要由市场拓展、销售人员增加所致。近年来，公司管理费用呈下降态势，财务费用基本维持稳定，无明显异常变动。2020 年公司持续推进产品化、服务化策略，同时加强了在全国区域市场的开拓力度，重点布局信息技术应用创新等产业，带动网络安全与自主可控、云服务战略性业务快速发展，业务结构持续优化，战略转型取得初步成果。2016-2020 年，公司毛利率分别为 19.6%、22.0%、22.2%、24.5% 和 22.7%，呈逐步提高态势。

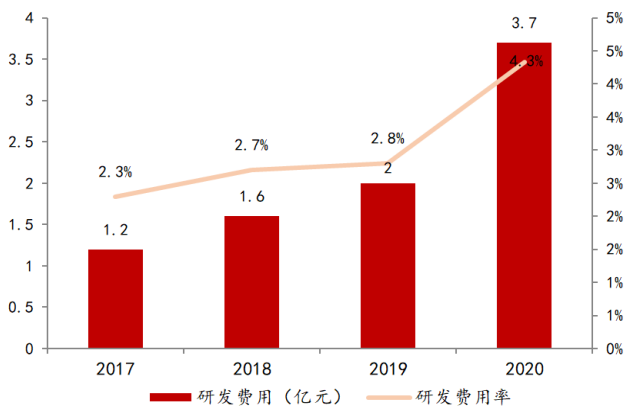
**图 9：公司三项费率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

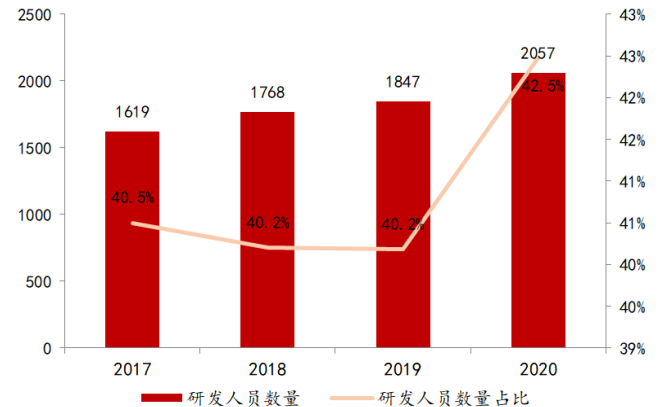
**图 10：公司销售毛利率及净利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**研发投入不断提升，多项核心技术优势构筑企业护城河。**公司围绕数字化服务体系不断加强技术和产品创新，在云计算、大数据、机器学习、区块链等领域的能力日趋完善。报告期内，公司持续加大研发投入，2020 年研发费用高达 3.7 亿元。2017-2019 年研发费用分别达到 1.2 亿元、1.6 亿元、2.0 亿元和 3.7 亿元，2020 年研发费用总额占营业收入的比例达到 4.3%。2020 年，公司共有公司研发人员 2057 人，占员工总数的 42.5%，同时公司主持或参加国家级和地方级科研项目十余项，软著、专利等科技成果申请数量稳步增加。

**图 11：公司 2017-2020 年研发费用情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

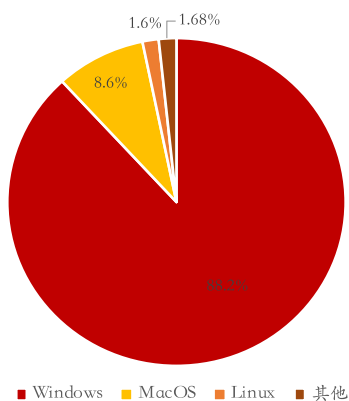
**图 12：公司研发人员情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 国内软件产业发展迅速，产品需求逐年增加

### 2.1 美国占据产业核心领域，国内发展态势良好

形成国际软件产业分工体系，产业领域核心被美国占领。全球软件开发市场形成了以美国、欧洲、印度、日本、中国等国为主的国际软件开发产业分工体系。数据库与操作系统、中间件为软件产业的核心所在，是企业 IT 系统不可或缺的组件，也是企业级信息化建设的核心数据平台。具体来说，2019 年全球桌面操作系统市场份额数据显示，美国的微软和苹果公司的操作系统市场占有率分别达到了 88.2% 和 8.6%，共同占据 96.8% 的市场份额。近些年来国产 Linux 操作系统依旧存在生态环境差的问题，其易用性难以完全替代 XP 系统，中国依旧在操作系统中依旧处于弱势地位。中间件全球市场集中度较低，但 IBM 和 Oracle 依靠其自身优势强势占领全球市场份额前两位。其中 IBM 利用数据、信息技术等行业知识为用户提供集成解决方案和产品，并在方案中完成了对中间件的附带销售；Oracle 依靠 Oracle RDBMS 销售连接数据库中间件产品。另一方面，作为软件行业核心子系统之一的数据库系统来说，甲骨文、IBM、微软和 Teradata 几家美国公司占据了大部分市场份额。2019 年 DB-Engines 权威数据库排名显示，Oracle、MySQL 和 Microsoft SQL Server 市场评级最高。

**图 13：2019 年 6 月全球桌面操作系统市场的份额**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 2：DB-Engines 全球数据库管理系统排名**

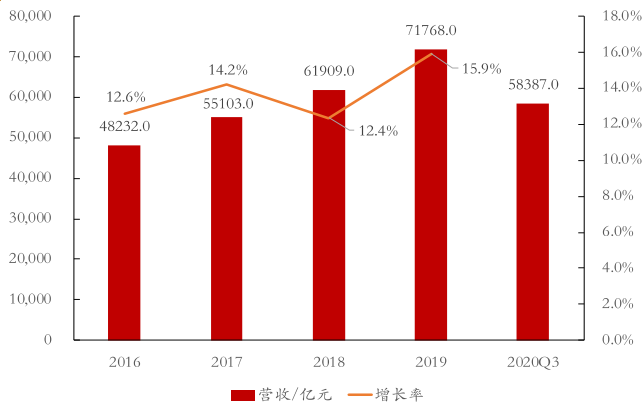
数据库	2019 年 1 月排名	2019 年 1 月得分
Oracle	1	1268.8
MySQL	2	1154.2
Microsoft SQL Server	3	1040.3
PostgreSQL	4	466.1
MongoDB	5	387.2
DB2	6	179.9
Redis	7	149.0
Elasticsearch	8	143.4
Microsoft Access	9	141.3
Cassandra	11	123.0

数据来源：公司公告，西南证券整理



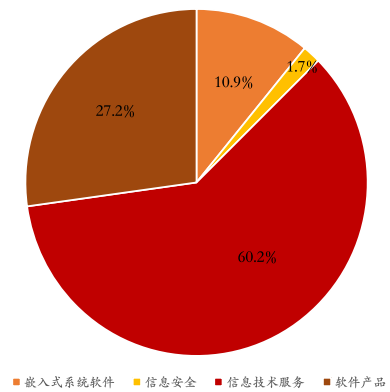
国内软件和信息技术服务业运行态势良好，信息技术服务产品或成软件市场最大占比。随着“互联网+”战略的推进，我国软件行业呈现移动化、共享化、网络化、行业化和社交化趋势。2016年-2020Q3，我国软件与信息服务行业市场规模稳定增加，且增长率均稳定在10%以上。2019年，我国软件市场营收达到了7.2万亿元，2019年比2018年营收增长了15.9%。2020年前三个季度，我国软件市场营收达到5.8万亿元，营收占比最大的信息技术服务产品市场份额达到60.2%，实际收入3.5万亿元。除此之外，软件产品、嵌入式系统软件、信息安全产品同年营收分别为1.6万亿元、0.6万亿元和0.1万亿元，市场份额分别为27.2%、10.9%和1.7%，

图 14：2016 年-2020 年我国软件市场营收和增长率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2020 年前三季度我国软件市场分布

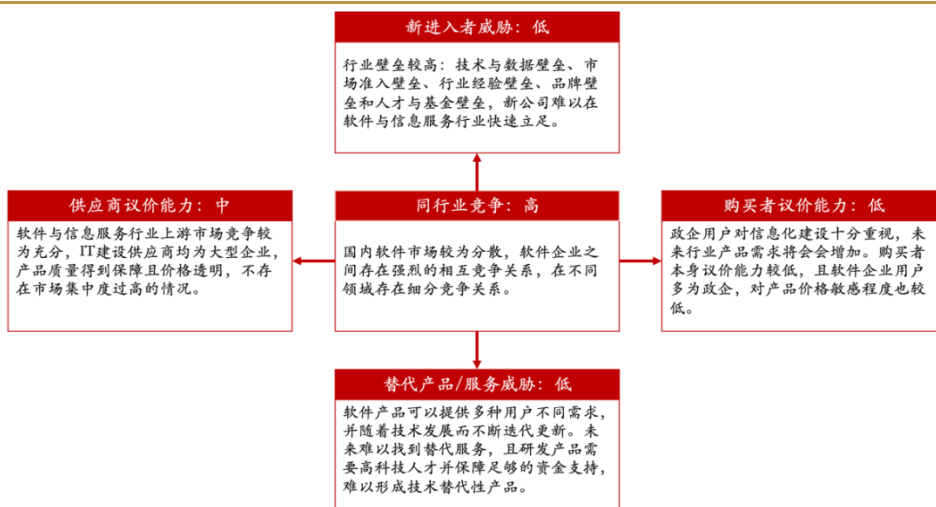


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 信息化建设需求不断扩张，上中下游链分布逐渐明晰

软件市场竞争充分，产品需求量逐年增加。根据软件市场波特五力模型分析，软件与信息服务行业新进入者威胁较低，且不存在有替代产品或服务的威胁；上游 IT 建设供应商议价能力中等，产品价格透明；用户对信息化建设需求日增加，且下游客户群体的特殊性致使其价格敏感度较低。对于软件产业内的企业，目前软件市场较为分散，企业存在相互竞争关系：

图 16：中国集成电路产业市场规模及预测



数据来源：公开资料，西南证券整理

**行业上游处于竞争充分状态，IT 设备制造业较为稳定。**软件与信息服务业的上游是计算机硬件供应商、网络设备供应商等 IT 设备制造业，主要为中游企业提供硬件供应商主要供应软件运行、数据通信、采集和存储所需的硬件设备。主流设备制造供应商为 IBM、DELL、HP、CISCO、华为等知名企业。具体来说，上述企业发展较为稳定且相互竞争充分，所生产设备质量较好且货源充足。随着“大数据”、“云计算”技术的逐渐成熟，IT 设备制造业的竞争也会越来越激烈，上游市场行业价格会趋于透明稳定。

**行业中游为软件行业企业，行业竞争激烈，进入壁垒较高。**除去报告重点关注对象太极股份，还有中国软件、东软股份、东华合创、浙大网新、宝信软件、金证股份等公司，共同形成激烈的行业竞争格局。新企业较难进入，潜在竞争者难以占领市场份额。

**表 3：传统芯片与智能芯片区别**

进入壁垒	新企业面临的相关挑战
技术与数据壁垒	软件与信息服务业属于技术密集型行业，行业进入需要具有较高的技术支撑。新公司短时间难以达到高精尖技术层次，从而难以抢占市场份额。
市场准入壁垒	企业在此行业从事经营需要取得相关资质认证，如软件企业认证、CMM 或 CMMI 认证，不同的资质审查为行业树立了标准化参照指标和市场准入壁垒。
行业经验壁垒	软件行业企业需要所研发的软件需要与客户其他系统和软件相匹配，那么需要对客户业务流程与应用环境一定了解。新公司可能会因为缺乏行业经验而降低用户满意度。
人才与资金壁垒	软件行业内高能力技术与管理人才相对稀缺，研发和市场开拓需要大量资金投入。对于新进入企业来说是双重挑战。
品牌壁垒	客户通常会对软件行业企业拥有品牌认可度，这是由企业长期优秀的技术和运营服务产生的，新企业难以在短时间内建立起客户信赖的品牌。

数据来源：招股书，西南证券整理

**信息化建设逐渐普及，行业下游客户需求增加。**主要分布在政府、公共事业、金融、能源等行业。产品和服务的主要销售市场包括华北、华东、华南、华中和西北地区，且积累了大量的优质客户资源。主要客户群体政府等公共事业机构，对软件产品的价格敏感度较低。随着高新技术引入和系统不断升级和上云化，各行业信息化建设的需求将空前旺盛，也为软件发展提供了广阔市场。

## 3 盈利预测与估值

### 3.1 盈利预测

**关键假设：**

假设 1：公司系统集成业务主要是指围绕定制化解决方案提供开展的咨询、系统集成、产品增值服务以及系统运维服务。公司得益于大股东中国电科、中电太极的支持，获得了大量的资源注入，与下游大客户建立了稳定的合作关系，预计未来公司系统集成业务仍将维持小幅增长，但收入占比会略有下滑。假设 2021-2023 年系统集成业务订单量增速分别为 1.5%、1.5%、1.5%；

假设 2：公司网络安全与自主可控业务主要包含网络安全、内容安全、信息系统安全以及自主可控基础产品及服务。2020 年是我国信创发展的元年，信创产业的爆发式增长带动了公司自主可控业务收入的显著提升。同时公司依托中国电科，牵头组建了工程研究中心，

并通过资本手段，不断完善自主可控产业体系，逐步形成了业务领先的系统建设与服务能力。未来随着信创产业的高速发展，公司网络安全与自主可控业务将会迎来大量的订单。假设 2021-2023 年网络安全与自主可控业务订单量增速为 80%、55%、50%；

假设 3：公司智慧应用服务主要是指面向“互联网+政务”、“互联网+行业”提供以智能技术应用和数据运营为主的技术服务。公司云服务主要是指面向国家政务、智慧城市和重要行业提供云计算服务。公司目前已经在政务、国防等企业积累了深厚的客户资源，并通过其行业领先的技术优势和完备的资质体系，不断将云计算、大数据、人工智能等创新技术融合进产品业务中，以期应对客户多元化的需求。在政务大数据方面，公司围绕云及云上数据融通，通过数据融合不断发掘数据价值，更好地赋能客户。我们预计公司云服务与智慧应用服务未来能够维持稳健增速。假设 2021-2023 年智慧应用业务订单量增速为 20%、15%、15%；云服务订单量增速为 35%、30%、25%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

**表 4：分业务收入预测**

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
系统集成服务	收入	2987.8	3032.6	3078.1	3124.3
	增速	-3.6%	1.5%	1.5%	1.5%
网络安全与自主可控	收入	3121.6	5618.9	8709.3	13063.9
	增速	71.1%	80.0%	55.0%	50.0%
智慧应用业务	收入	1614.2	1937.0	2227.6	2561.7
	增速	11.9%	20.0%	15.0%	15.0%
云服务	收入	675.6	912.1	1185.7	1482.1
	增速	8.1%	35.0%	30.0%	25.0%
合计	收入	8532.6	11500.6	15200.6	20232.0
	增速	20.8%	34.8%	32.2%	33.1%

数据来源：Wind，西南证券

### 3.2 相对估值与投资建议

我们选取信创行业中的三家可比公司，可比公司主营业务与太极股份业务相似，且下游客户大多都是政企。2020 年三家公司平均 PE 为 222 倍，2021 年三家公司平均估值为 61 倍，考虑到国家持续加大对信创产业的投入，公司不断改进产品技术，与下游客户合作关系稳定，未来自主可控与云服务订单量将会迎来显著增长。将中国软件偏高的估值考虑进去，我们认为公司估值将略高于中孚信息和东方通的估值水平。

**表 5：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20A	21E	22E	19A	20A	21E	22E
600536.SH	中国软件	52.38	0.12	0.14	0.42	0.62	573.39	570.89	125.55	84.29
300659.SZ	中孚信息	45.55	0.94	1.07	1.56	2.09	68.03	46.02	29.12	21.73
300379.SZ	东方通	41.65	0.50	0.83	1.42	2.20	92.08	50.04	29.36	18.91
平均值							244.50	222.32	61.34	41.64

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.02 元、1.29 元、1.58 元，未来三年归母净利润将达到 35.3%的复合增长率。考虑到国家持续加大对信创产业的投入，公司不断改进产品技术，与下游客户合作关系稳定，未来自主可控与云服务订单量将会迎来显著增长，给予公司 2021 年 35 倍 PE，目标价 35.7 元，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8532.61	11500.60	15200.64	20232.01	净利润	372.51	592.16	756.25	920.31
营业成本	6596.19	8890.62	11628.49	15477.49	折旧与摊销	185.17	126.14	126.14	126.14
营业税金及附加	37.73	48.54	65.18	86.30	财务费用	57.39	30.96	40.92	54.47
销售费用	220.76	460.02	684.03	1011.60	资产减值损失	-48.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	849.78	1380.07	1900.08	2529.00	经营营运资本变动	590.28	-3606.48	-706.52	-1328.01
财务费用	57.39	30.96	40.92	54.47	其他	-73.19	-0.28	-2.66	-3.26
资产减值损失	-48.18	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1083.98</b>	<b>-2857.50</b>	<b>214.12</b>	<b>-230.36</b>
投资收益	-4.01	2.43	2.56	2.99	资本支出	100.99	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.03	-0.02	-0.02	其他	-310.66	2.40	2.54	2.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-209.67</b>	<b>2.40</b>	<b>2.54</b>	<b>2.97</b>
<b>营业利润</b>	<b>394.41</b>	<b>692.79</b>	<b>884.49</b>	<b>1076.13</b>	短期借款	-735.15	2013.30	-169.42	935.11
其他非经营损益	-0.82	-0.04	0.22	0.51	长期借款	500.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>393.59</b>	<b>692.75</b>	<b>884.71</b>	<b>1076.64</b>	股权融资	32.90	0.00	0.00	0.00
所得税	21.09	100.59	128.46	156.33	支付股利	0.00	-73.74	-117.80	-150.12
净利润	372.51	592.16	756.25	920.31	其他	-111.10	-691.04	440.56	-54.47
少数股东损益	3.81	3.16	5.64	7.31	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-313.35</b>	<b>1248.52</b>	<b>153.34</b>	<b>730.53</b>
归属母公司股东净利润	368.70	589.00	750.61	913.00	<b>现金流量净额</b>	<b>560.96</b>	<b>-1606.58</b>	<b>370.00</b>	<b>503.14</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2756.64	1150.06	1520.06	2023.20	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4360.83	6385.84	8226.06	11027.01	销售收入增长率	20.81%	34.78%	32.17%	33.10%
存货	2465.00	3320.30	4343.57	5782.23	营业利润增长率	4.09%	75.65%	27.67%	21.67%
其他流动资产	968.71	42.19	55.76	74.22	净利润增长率	9.61%	58.97%	27.71%	21.69%
长期股权投资	199.35	199.35	199.35	199.35	EBITDA 增长率	17.03%	33.43%	23.73%	19.51%
投资性房地产	183.75	183.75	183.75	183.75	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1161.16	1109.26	1057.36	1005.46	毛利率	22.69%	22.69%	23.50%	23.50%
无形资产和开发支出	1256.40	1184.15	1111.89	1039.64	三费率	13.22%	16.27%	17.27%	17.77%
其他非流动资产	164.27	162.29	160.31	158.32	净利率	4.37%	5.15%	4.98%	4.55%
<b>资产总计</b>	<b>13516.12</b>	<b>13737.19</b>	<b>16858.12</b>	<b>21493.18</b>	ROE	9.87%	16.31%	15.92%	16.67%
短期借款	360.00	2373.30	2203.88	3138.99	ROA	2.76%	4.31%	4.49%	4.28%
应付和预收款项	4970.89	5772.54	7775.67	10470.25	ROIC	13.35%	12.63%	10.89%	11.25%
长期借款	500.00	500.00	500.00	500.00	EBITDA/销售收入	7.47%	7.39%	6.92%	6.21%
其他负债	3912.81	1460.59	1627.88	1863.06	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>9743.70</b>	<b>10106.43</b>	<b>12107.44</b>	<b>15972.31</b>	总资产周转率	0.71	0.84	0.99	1.06
股本	579.64	579.64	579.64	579.64	固定资产周转率	7.52	10.20	14.13	19.77
资本公积	793.19	793.19	793.19	793.19	应收账款周转率	3.27	3.79	3.64	3.69
留存收益	1964.24	2479.51	3112.31	3875.19	存货周转率	3.27	3.07	3.03	3.06
归属母公司股东权益	3515.68	3370.86	4485.15	5248.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.33%	—	—	—
少数股东权益	256.74	259.90	265.54	272.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3772.42</b>	<b>3630.76</b>	<b>4750.69</b>	<b>5520.87</b>	资产负债率	72.09%	73.57%	71.82%	74.31%
负债和股东权益合计	13516.12	13737.19	16858.12	21493.18	带息债务/总负债	17.13%	36.44%	29.02%	27.85%
					流动比率	1.27	1.25	1.32	1.30
					速动比率	0.97	0.87	0.92	0.90
					股利支付率	0.00%	12.52%	15.69%	16.44%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.64	1.02	1.29	1.58
					每股净资产	6.07	5.82	7.74	9.05
					每股经营现金	1.87	-4.93	0.37	-0.40
					每股股利	0.00	0.13	0.20	0.26
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	636.97	849.89	1051.55	1256.73					
PE	34.16	21.38	16.78	13.80					
PB	3.58	3.74	2.81	2.40					
PS	1.48	1.10	0.83	0.62					
EV/EBITDA	16.98	16.98	13.21	11.40					
股息率	0.00%	0.59%	0.94%	1.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn