

东方通 (300379)

证券研究报告

2021年07月07日

深耕行业二十年，借信创迎风起势

国产中间件龙头，中间件 + 网络安全双轮驱动

成立于1997年，东方通创始业务是企业级用户提供基础软件中的中间件产品及相关技术服务，经过20余年的不懈耕耘，公司已经成为行业龙头，多年来保持中间件市场份额国内厂商第一。

2014年创业板上市后，公司通过收购等方式，形成了中间件 + 网络安全双轮驱动的稳健发展局面。中间件产品矩阵完善，在政府、交通、金融、电信、军工等行业树立了众多典型应用案例，提出数字中台战略，紧随云化趋势，加大研发投入和力度。网络安全快速成长，覆盖领域宽广，收入占比不断提升，盈利能力稳健。

借信创东风，加速抢占国内市场

信创即信息技术应用创新，自主、可控、安全的理念是信息化发展战略的大势所趋。信创最初在党政领域进行行业试点，其中又以电子公文领域为主，现已加速向金融、电信等八大重点行业推进，涉及IT领域几乎所有产品和服务，行业对于国产软件的需求也将持续上涨。

目前国内中间件市场仍由IBM、Oracle主导，但在国产替代的趋势下，国外厂商市场份额逐渐缩水，国产头部厂商为东方通、普元信息、宝兰德等，各公司展现出不同的行业和业务侧重，作为国产中间件的龙头企业，东方通已经积累了良好的行业声誉和客户资源，有希望充分享受行业红利。

中移资本持股，技术业务两助力

2021年1月公司与中移资本签署股份认购协议，预计认购完成后中移资本持股比例4.6%，并提名董事参与公司日常决策。中移资本所代表的中国移动既是公司电信领域的重要客户，也是国内龙头电信运营商。

引入中移资本，有利于维系稳定其业务合作关系，在渠道、客户资源等多方面得到助力，另一方面，通过技术合作的方式，也有助于东方通加快技术创新，和中国移动形成多方位的协同协作。目前公司与多地运营商达成战略合作协议或入围政企ICT合作伙伴，并就具体项目开展了实质性的合作，为后续的进一步业务合作奠定了良好基础。

投资建议：

考虑到信创放量和进一步国产替代，东方通在电信、金融、能源、交通等领域拓展客户与业务，且国内信息安全领域目前处于快速发展的阶段，我们预计2021/2022/2023年公司营收分别为9.74/13.02/17.20亿元，净利润2.12/3.16/4.31亿元，目标价32元，首次给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；信创进程和国产化替代进度不及预期；定增项目进展尚存在不确定性，研发进度不及预期等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	499.97	640.34	974.08	1,301.57	1,720.15
增长率(%)	34.38	28.08	52.12	33.62	32.16
EBITDA(百万元)	258.82	355.57	243.72	388.13	525.84
净利润(百万元)	141.29	244.36	211.53	316.23	430.70
增长率(%)	15.65	72.95	(13.44)	49.50	36.20
EPS(元/股)	0.31	0.54	0.47	0.70	0.95
市盈率(P/E)	88.25	51.03	58.95	39.43	28.95
市净率(P/B)	7.53	6.11	5.19	4.66	4.09
市销率(P/S)	24.94	19.47	12.80	9.58	7.25
EV/EBITDA	49.10	35.36	48.29	30.63	22.36

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	25.62元
目标价格	32元

基本数据

A股总股本(百万股)	454.08
流通A股股本(百万股)	426.52
A股总市值(百万元)	11,633.58
流通A股市值(百万元)	10,927.57
每股净资产(元)	7.29
资产负债率(%)	15.34
一年内最高/最低(元)	58.88/24.31

作者

缪欣君	分析师
SAC执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
张若凡	联系人
zhangruofan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 国产中间件龙头，信创带来新机遇.....	4
1.1. 深耕行业二十年，中间件 + 网络安全双轮驱动.....	4
1.2. 信创东风正盛时，龙头尽享行业红利.....	5
1.3. 中移资本持股，技术业务两助力.....	5
2. 中间件市场打开，东方通地位稳固.....	6
2.1. 中间件：共享资源技术，灵活高效开发.....	6
2.2. 竞争格局：进口产品主导，国产奋起直追.....	7
2.3. 新趋势：云化趋势明显，业务延伸至数据中台.....	8
2.4. 东方通中间件产品线齐全，党政信创为主要支撑.....	9
2.5. 收入季节性明显，近期高速增长.....	11
3. 外延并购，拓展网络安全和智能应急等新业务.....	11
3.1. 东方通网信.....	12
3.2. 泰策科技.....	12
4. 财务表现稳健，增长初见端倪.....	13
4.1. 商誉减值压力释放.....	13
4.2. 收入增长，费用稳健，研发投入高.....	13
5. 盈利预测与投资建议.....	14
6. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：东方通国产中间件市场份额第一（2018 年）.....	4
图 2：中间件起始，并购拓展业务.....	4
图 3：股权结构（截至 2021.06.26）.....	5
图 4：电信是公司第二大收入来源行业.....	5
图 5：中间件位于操作系统之上，应用层之下.....	6
图 6：基础中间件产品是构建分布式应用的基础.....	7
图 7：IBM 和 Oracle 占据最大市场份额（2013 年）.....	7
图 8：东方通国产中间件市占率第一（2018 年）.....	7
图 9：东方通是中间件领导者象限唯一国产厂商.....	7
图 10：预计中间件市场高速增长，2022 年突破百亿元（单位：亿元）.....	8
图 11：数字中台市场 CAGR 预计 49.1%（单位：亿元）.....	9
图 12：东方通产品矩阵丰富.....	9
图 13：应用案例众多.....	10
图 14：政府、电信占比高，其他行业快速拓展（单位：百万元）.....	10
图 15：收入季度周期明显（单位：百万元）.....	11
图 16：下半年收入全年占比.....	11

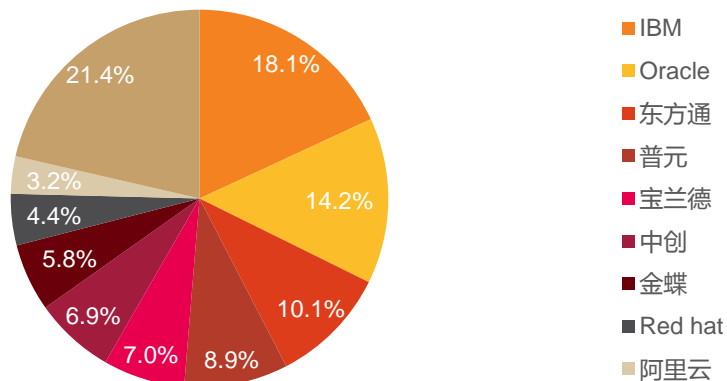
图 17: 东方通收入增速好于竞争对手	11
图 18: 东方通网信收入稳定增长, 占比较高 (单位: 亿元)	12
图 19: 泰策科技盈利能力突出 (单位: 亿元)	12
图 20: 商誉减值压力释放 (单位: 万元)	13
图 21: 收入和毛利率齐增 (单位: 万元)	14
图 22: 费用控制良好, 研发占比提升 (单位: 万元)	14
表 1: 信创涉及 IT 全领域产品	5
表 2: 分产品收入拆分	14
表 3: 基础安全版块可比公司估值	15
表 4: 行业安全版块可比公司估值	15

1. 国产中间件龙头，信创带来新机遇

1.1. 深耕行业二十年，中间件 + 网络安全双轮驱动

行业龙头，多年来保持中间件市场占有率国内厂商第一：成立于 1997 年，东方通创始业务是为企业级用户提供基础软件中的中间件产品及相关技术服务，经过 20 余年的不懈耕耘，公司已经成为行业龙头，多年来保持中间件市场份额国内厂商第一。公司采取最终用户直销与渠道销售模式相结合的经营模式，系列中间件产品在政府、交通、金融、电信、军工等行业树立了众多典型应用案例。

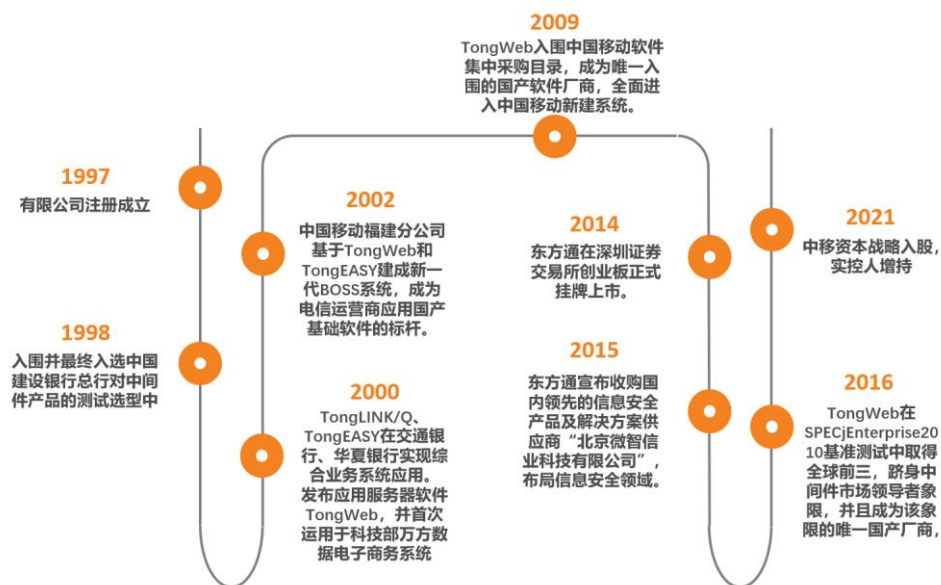
图 1：东方通国产中间件市场份额第一（2018 年）



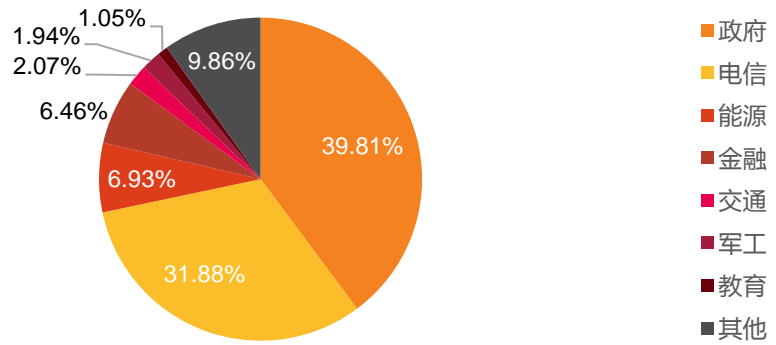
资料来源：CCW Research，天风证券研究所

形成了中间件 + 网络安全双轮驱动的稳健发展局面：另一方面，2014 年创业板上市后，公司通过投资、收购等资本市场手段，拓展新业务，逐步完善在网络与信息安全、大数据、人工智能、5G 通信等新技术、新业态、新模式的布局，形成“安全 +”、“数据 +”两大产品体系。截至目前，公司业务已覆盖信息安全、网络安全、智慧应急、政企数字化转型等领域，行业信息与网络安全成为其第二支撑点，形成了中间件 + 网络安全双轮驱动的稳健发展局面。

图 2：中间件起始，并购拓展业务



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

引入中移资本，有利于维系稳定其业务合作关系，在渠道、客户资源等多方面得到助力，另一方面，通过技术合作的方式，也有助于东方通加快技术创新，和中国移动形成多方面的协同协作。目前公司与多地运营商达成战略合作协议或入围政企 ICT 合作伙伴，并就具体项目开展了实质性的合作，成功签约了中国移动数字化运营系统集中改造工程、智慧家校业务平台等项目，为后续的进一步业务合作奠定了良好基础。

2. 中间件市场打开，东方通地位稳固

2.1. 中间件：共享资源技术，灵活高效开发

中间件在操作系统、网络和数据库之上，应用软件的下层，主要用于解决分布式环境下数据传输、数据访问、应用调度、系统构建、系统集成和流程管理等问题，为处于自己上层的应用软件提供运行与开发的环境，帮助用户灵活、高效地开发和集成复杂的应用软件。中间件是一种独立的系统软件或服务程序，管理计算资源和网络通信，分布式应用软件借助这种软件在不同的技术之间共享资源。

图 5：中间件位于操作系统之上，应用层之下



资料来源：ResearchGate，天风证券研究所

应用服务器软件是最常见的中间件，其将 web 应用，如存取数据、相应客户端访问等功能集成化，从而实现开发者针对网站、邮件、OA 等具体应用开发的简化，除此之外，中间件还包括消息中间件、交易中间件、内存存储中间件、平台中间件等。

图 6：基础中间件产品是构建分布式应用的基础

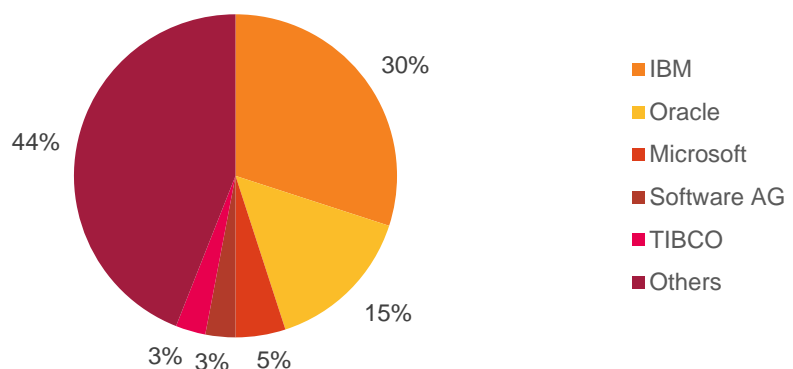
基础中间件	消息中间件	建立网络通信的通道，实现不同计算机系统之间的应用通信，为网络环境下分布式应用系统的开发和运行，提供灵活、易用的支撑平台。
	交易中间件	高效地传递交易（事务）请求，协调事务的各个分支、保证事务的完整性，调度应用程序的运行，保证整个系统运行的高效性。
	应用服务器中间件	主要应用于 Web 系统，位于客户浏览器和数据库之间，其主要作用为把商业逻辑（应用）曝露给客户端，同时为商业逻辑（应用）提供的运行平台和系统服务，并管理对数据库的访问。因此可以说，应用服务器为 Web 系统下的应用开发者提供了开发工具和运行平台。
集成中间件		主要用于异构系统（如不同的数据库系统、业务应用系统等）之间进行资源整合，以实现互连互通、数据共享、业务流程协调统一等功能，并构建灵活可扩展的分布式企业应用。
行业领域应用平台		为了满足特定的行业、企业需要，便于快速、方便地构建应用而在原有基础中间件、集成中间件等的基础上开发的中间件。根据所提供的服务不同，行业领域应用平台包括文件交换管理、数据共享交换、支持云计算和物联网的平台中间件。

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

2.2. 竞争格局：进口产品主导，国产奋起直追

总观基础软件市场，外资厂商 IBM、Oracle 在市场中仍占有较大的份额，处于主导地位。根据 Gartner 数据，2020 年全球 AIM（Application Infrastructure and Middleware）市场规模达到了 410 亿美元，近年来增速在 10% 左右。根据此前的数据，IBM、Oracle、Salesforce、Microsoft、Amazon 依次是收入占比前五的厂商，IBM 与 Oracle 两家厂商保持领导地位，CR5 超过 50%，2013 年市场份额分别为 30% 和 15%，2017 年市场份额分别为 21.5% 和 11.1%。

图 7：IBM 和 Oracle 占据最大市场份额（2013 年）

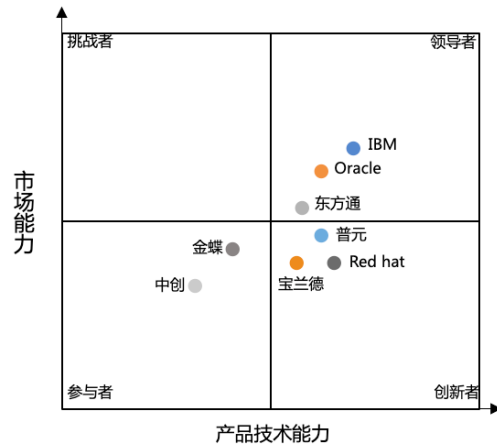
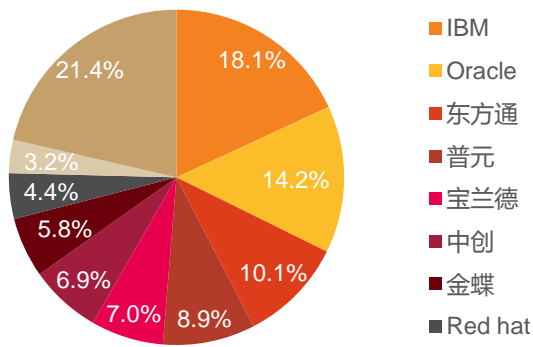


资料来源：Gartner，天风证券研究所

在中国市场上，IBM 与 Oracle 有着更强的垄断力，根据计世资讯数据，2018 年，在国内中间件产品及技术服务市场上，两家厂商分别占有 30.7% 和 20.4% 的市场份额（根据销售金额），以及 18.1% 和 14.2% 的占有率（根据采购单数）。而在国内厂商中，东方通占有率第一，达到了 10.1%，竞争对手主要为普元、宝兰德、中创、金蝶。在计世资讯给出的竞争力象限图中，东方通是领导者象限唯一的国产厂商。

图 8：东方通国产中间件市占率第一（2018 年）

图 9：东方通是中间件领导者象限唯一国产厂商



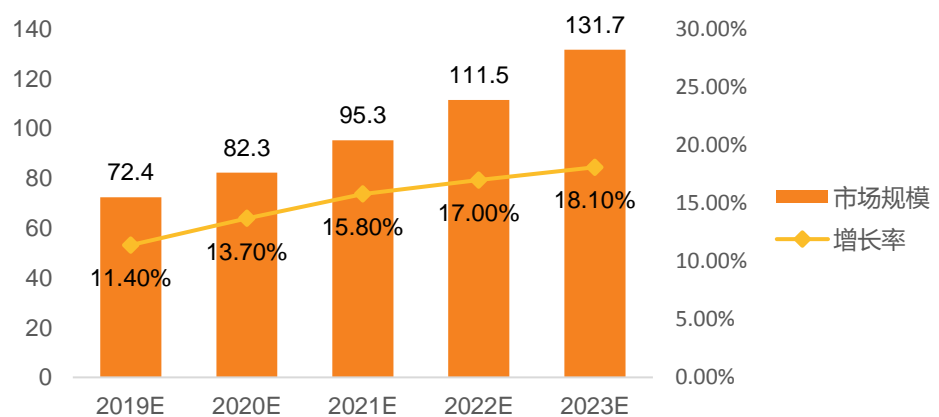
资料来源：CCW Research, 天风证券研究所

资料来源：CCW Research, 天风证券研究所

通过对国内中间件主要厂商的比对，我们发现，东方通的核心客户在政府、电信、金融领域，宝兰德聚焦电信领域，行业收入占比达到 56.98%，中国移动作为其最大客户，2020 年贡献收入比例 54.54%；普元信息专注于中间件上层的平台产品，以行业软件基础平台定制及相关软件开发服务为主，金融为核心客户；金蝶天燕第一大客户为母公司金蝶中国，2020 年对金蝶中国销售金额占比 18.26%，客户集中在政府、电信和制造业，市场份额相对较小。

在科技强军、国产化趋势的大背景，和自主、可控、安全理念的统领下，国产信息技术保障国家信息安全，强力推进国产自主化建设应用，是信息化发展战略的大势所趋，也是全面深化改革的潮流所向。按照计世资讯的统计，我国 2018 年中间件市场为 65 亿元，预计 2021 年将达到 95.3 亿元，年复合增长维持在 10%以上。一方面，IBM 和 Oracle 的市场份额预计将持续走低，此前的党政信创主要集中于电子公文领域，后续会将其他更为核心、更为复杂的系统逐渐实现国产替代，为国内厂商带来持续利好，中间件存量市场会继续洗牌；另一方面，高增速保证行业增量市场。

图 10：预计中间件市场高速增长，2022 年突破百亿元（单位：亿元）



资料来源：CCW Research, 天风证券研究所

2.3. 新趋势：云化趋势明显，业务延伸至数据中台

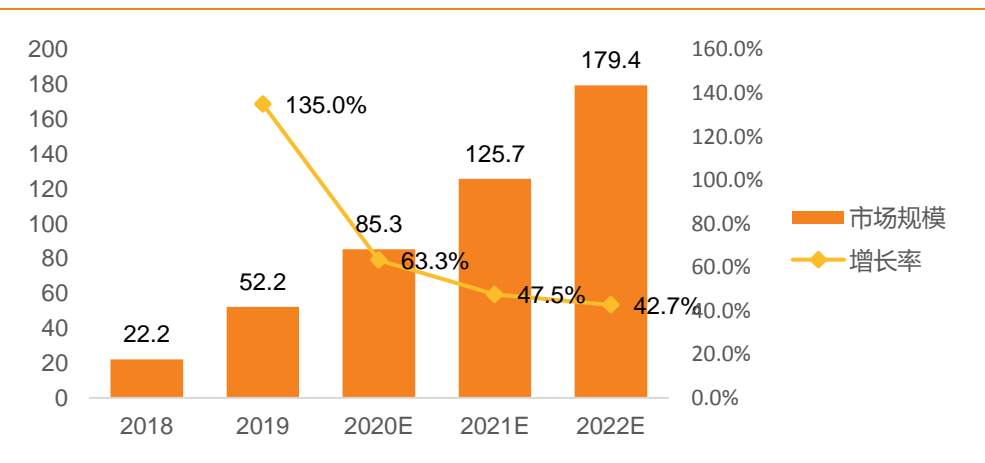
中间件成为云化的基础构建：云计算时代的到来使得企业灵活多变的业务和僵化的 IT 基础设施之间的矛盾得以缓和。弹性的云计算资源提供了可扩展性，平台化的资源托管有效降低了运维成本，云计算重构了企业 IT 基础设施，而在业务系统逐渐迁移到云上的过程中，

中间件起到了至关重要的作用，也演变出新的特点和趋势。云原生中间件下沉到云基础设施，保持功能不变的情况下与应用解耦，在运行时为应用动态赋能，支撑上层应用系统。云原生中间件能提供应用管理、发布部署、运维编排、监控分析、容灾应急等全生命周期管理的 PaaS 能力，支撑云原生应用的开发与管理，满足经典和云原生架构的运维保障需求。

东方通已经发布适用于云计算、微服务等场景的应用服务器版本，满足了 Docker 容器云平台的应用部署，提供整体部署方便、启动迅速、集中配置监控与运维、灵活弹性伸缩的应用运行环境，进一步提升了国内主流公有云及私有云平台的适配和云化整体能力。

中间件向数据中台演进：早期，企业按照垂直的、个性化的业务逻辑部署 IT 系统，独立采购部署信息系统，上层应用和基础设施耦合较深，导致企业 IT 系统内部形成多个数据孤岛，很难做到信息的完全互联互通，在开展新的业务时，也无法有效降低成本，数据中台有利于整合分散在各个孤岛的数据，形成数据服务能力，而中间件处于操作系统、数据库和上层应用之间，在向数据中台扩展的进程中具备天然优势。根据观研天下预测，2021 年我国数字中台市场可以达到 125.7 亿元，增长率 47.5%。

图 11：数字中台市场 CAGR 预计 49.1%（单位：亿元）



资料来源：观研天下，天风证券研究所

东方通早早提出“数据中台”战略，目前已具备数据治理、数据分析、数仓、数据模型、数据计算、数据服务化、数据安全、数据展现等一系列能力的数字中台产品，在政企数字化转型领域进行全新布局，业务领域从政务、金融、电信、交通等传统优势客户拓展至应急管理、自然资源、教育、气象、法检、公（国）安、部队军工等行业领域。

2.4. 东方通中间件产品线齐全，党政信创为主要支撑

公司作为国产中间件龙头，品牌效应、技术能力与综合市场竞争力相比国内同类型厂商具有较大优势，经过 20 余年的不懈耕耘，对 Tong 系列软件不断打磨与创新，形成了丰富的产品矩阵，既涵盖应用服务器、交易中间件、消息中间件等传统中间件，也涵盖数据中台软件等新型软件，在政府、交通、金融、电信、军工等行业树立了众多典型应用案例，在党政信息技术应用创新中间件市场整体占有率遥遥领先，尤其在审计、财政、检察院、交通和人社等垂直领域具有绝对优势地位。

图 12：东方通产品矩阵丰富



资料来源：公司官网，天风证券研究所

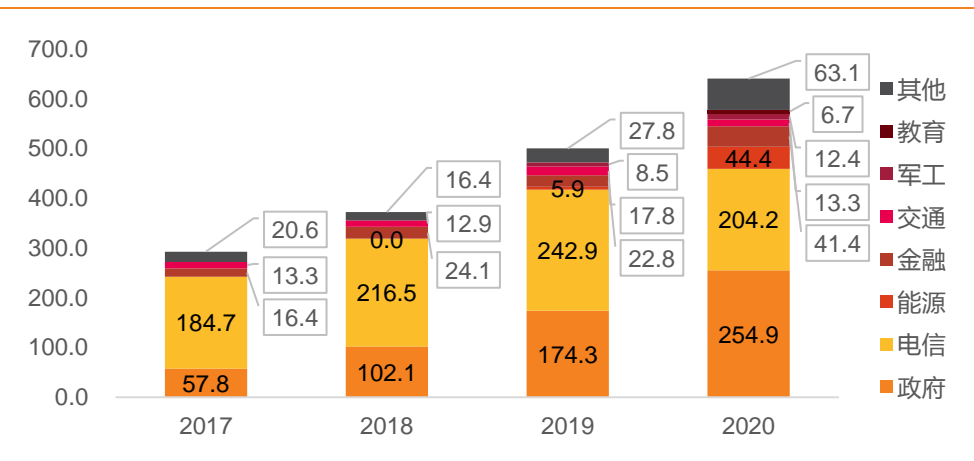
图 13：应用案例众多



资料来源：公司官网，天风证券研究所

根据公司财务报告，其最主要客户集中在政府和电信领域，合计贡献公司 70%以上的收入，而在能源和金融等领域，公司不断进行市场开拓，这些领域收入占比提升较快。

图 14：政府、电信占比高，其他行业快速拓展（单位：百万元）

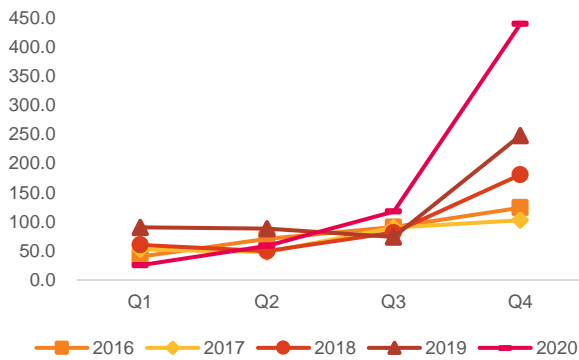


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 收入季节性明显，近期高速增长

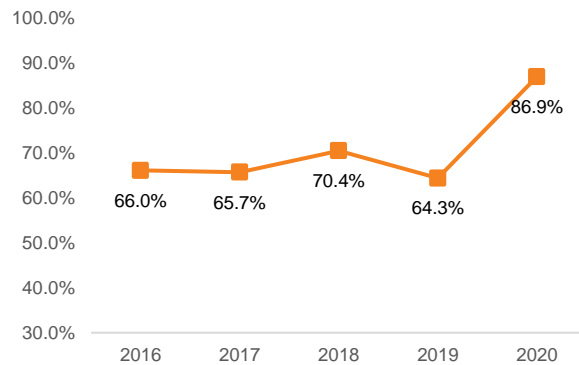
中间件软件行业的主要最终用户集中在各级政府部门和大中型企事业单位，受到中国农历春节假期和整体工作进度安排习惯的影响，该类客户通常会在第一季度制定本年度全年的信息技术采购计划和指标；在第二季度及第三季度上半段进行相关产品现场调研、邀请相关厂商进行产品测试以及对入围厂商进行招标、投标、评标和定标；第三季度下半段及第四季度才正式确定所需采购产品并与中标厂商签订采购合同。因此，公司大部分营业收入和净利润都在下半年尤其是第四季度实现。近年来公司收入的季节周期性有所减弱，但是整体状况会长期维持。

图 15：收入季度周期明显（单位：百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

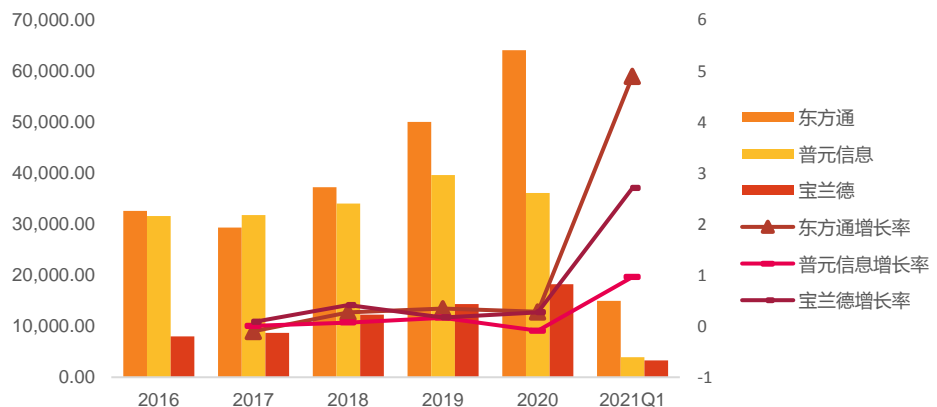
图 16：下半年收入全年占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 年受疫情影响，公司收入有所下降，但是因为订单多集中在 3、4 季度，影响相对较小，也因为 2020 年采购进度被延迟，2021 年 Q1 公司迎来了单季度最高收入，1.49 亿元，同比增长 489.14%，归母净利润 0.25 亿元，同比增长 160.21%。我们将公司收入和竞争对手进行比对，可以看出，得益于市场地位和客户资源，东方通的收入增长明显更快，未来随着党政信创的业务进一步释放，行业信创的不断拓展，预计公司将保持优势。

图 17：东方通收入增速好于竞争对手



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

3. 外延并购，拓展网络安全和智能应急等新业务

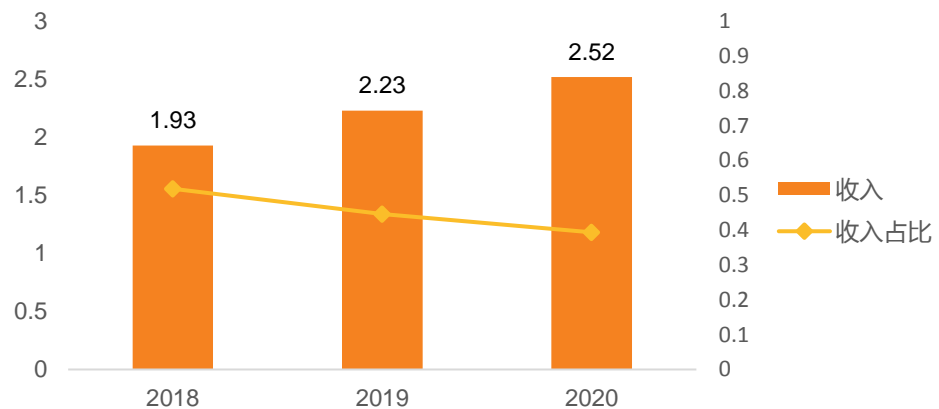
2014 年创业板上市后，公司通过投资、收购等资本市场手段，拓展新业务，逐步完善在网络与信息安全、大数据、人工智能、5G 通信等新技术、新业态、新模式的布局，形成“安

全+”、“数据+”，公司目前拥有微智信业、东方通软件、泰策科技、数字天堂、东方通宇、东方通泰等多家全资子公司两大产品体系，东方通网信（原微智信业）和泰策科技是公司最重要的两个子公司。

3.1. 东方通网信

公司于 2015 年收购微智信业，后改名为东方通网信，东方通网信专注于信息安全、网络安全和通信业务安全领域的研究和应用，同时在数据安全、工业互联网、核心网网管等新兴领域内进行拓展。公司主要面向三大电信运营商及行业客户，在近 30 个省先后完成 200 多个项目的系统研发、工程安装及售后服务；安全服务团队多次为十九大、两会等重保活动提供网络安全保障。2020 年公司收入达到 2.52 亿元，贡献了总收入 39.4%。

图 18：东方通网信收入稳定增长，占比较高（单位：亿元）



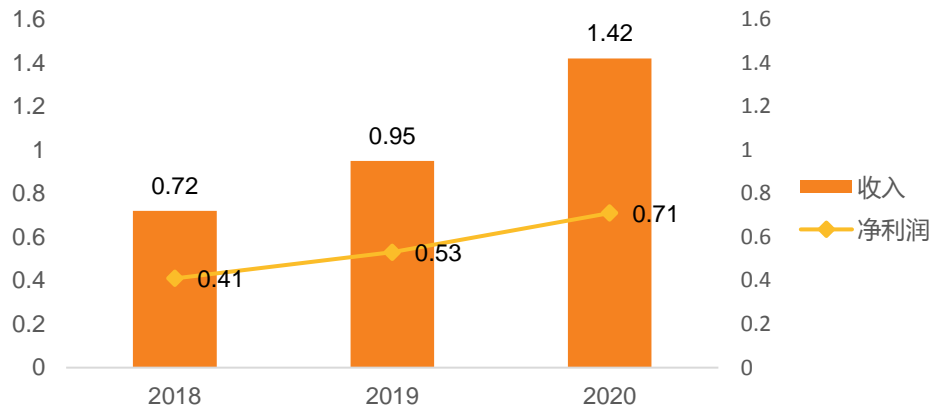
资料来源：公司公告，天风证券研究所

信息安全方面，目前公司聚焦互联网和电信业务内容风控，基于人工智能的文本、图像、视频、音频、恶意程序分析识别技术处于行业领先水平；**网络安全方面**，公司以安全中台为核心，聚焦在基础安全、数据安全、业务安全、信息安全、公共安全等多个领域，拥有完整配套的行业一体化解决方案。

3.2. 泰策科技

泰策科技是业内领先的 DNS、智慧应急、工业互联网产品和解决方案提供商，聚焦于工信部、运营商、应急管理部、自然资源部和国企等客户。泰策科技布局多个产品方向，其中，DNS 产品集是泰策科技成熟的业务领域，具有多层级架构，递归、缓存分离等产品特点，为客户提供高性能的基础解析、智能解析、安全防护、配置校验等多种能力支持。此外还有自然灾害综合风险普查产品集、监测预警产品集、应急通信产品集等，泰策科技为客户提炼符合多个应用场景的产品体系。2020 年，泰策科技收入为 1.42 亿元，贡献比例 22.2%，净利润达到了 0.71 亿元。

图 19：泰策科技盈利能力突出（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

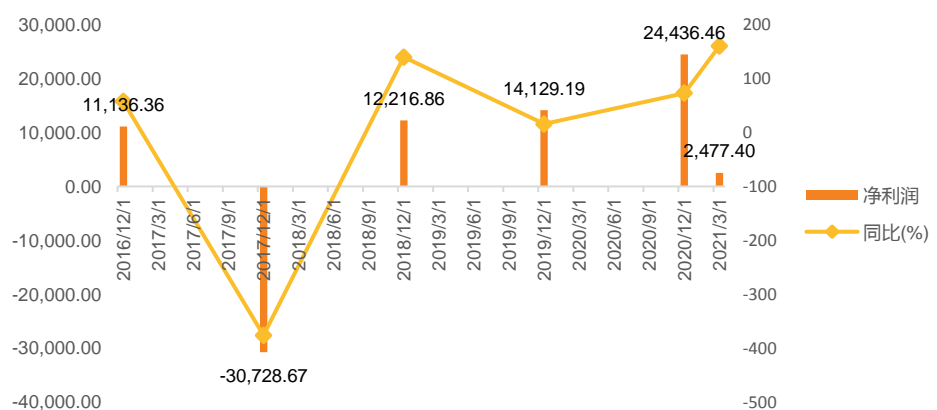
政企数字化转型板块，公司携多年技术积累与各大科研院所、大学深入广泛合作，已具备领先于业界的政企数字化转型前沿技术支撑应用能力。从运营商 5G 作为切入点，覆盖从原来数据、安全、网络基础层面发展到提供核心业务平台和各级政企数字化应用整体解决方案与实施落地能力，借助公司的数据+、安全+、智慧+三架马车赋能数字化办公、作业、安全、交易与运营各场景的业务创新，沉淀行业能力，为加速政企数字化转型智能升级服务，培育公司新的业务增长点。

4. 财务表现稳健，增长初见端倪

4.1. 商誉减值压力释放

2017 年，核心子公司惠捷朗科技核心创始人离职，业绩出现大幅波动，公司计提惠捷朗、同德一心及数字天堂三家子公司商誉减值共 3.85 亿元，导致当年归母净利润为 -3.07 亿元，2018 年实现扭亏为盈。

图 20：商誉减值压力释放（单位：万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 收入增长，费用稳健，研发投入高

公司自 2017 年来收入逐年提升，同时毛利率也逐年上涨。根据公司公告，由于中间件软件具有标准化、产品化的特点，而中间件软件的研发支出具有固定化的特点，因此中间件产品销量越多，中间件厂商的利润率水平越高，产品的销量是影响各中间件厂商利润率水

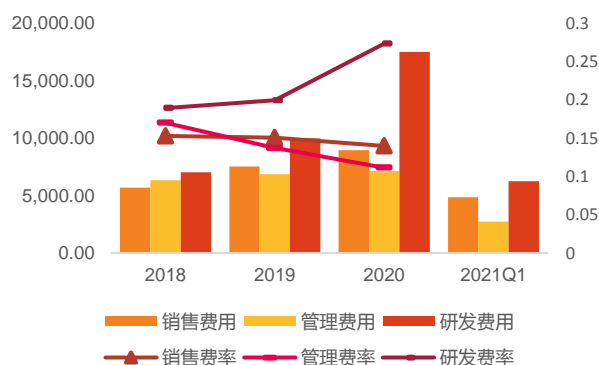
平的重要因素之一。基础安全业务线产品毛利率始终维持在 90%以上，而行业安全产品毛利率接近 70%，是基础软件领域中的佼佼者。费用方面，销售费用和管理费用维持在 20% 以下，控制良好，研发费用和费率均有所上升，显示出公司对于研发的重视，2020 年，研发人员占比达到 74.71%，较上年增加 350 人，同比增长 73.84%；研发投入较上年增加 1.02 亿元，同比增长 102.02%。

图 21：收入和毛利率齐增（单位：万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：费用控制良好，研发占比提升（单位：万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

基础安全板块：我们认为，公司中间件增长动力将主要来自于信创放量和进一步国产替代，以及在电信、金融、能源、交通等领域的客户与业务拓展。根据前文，国内中间件市场 2021、2022、2023 年增速预计分别为 15.8%、17.0%、18.1%，此外，随着国产替代逐渐进行到更为复杂的系统和功能，预计替代增速下降，2021、2022、2023 年 IBM 和 Oracle 占比预计分别减少 10%、5%、5%，替代市场中，东方通预计占据 20% 市场份额。由此，我们预计公司基础软件业务 2021-2023 年营收将分别达到 5.10 亿元、7.22 亿元和 9.95 亿元，增速分别为 89.5%、41.5%、37.9%，毛利率分别为 94%、94%、和 93.5%。

行业安全板块：收入贡献主要来自两大子公司东方通网信和泰策科技，考虑到国内信息安全领域目前处于快速发展的阶段中，重要领域已明确提出了对数据安全、网络安全、个人隐私保护及数据中心安全设备升级改造的要求，预计公司 2021-2023 年行业安全业务营收分别为 4.64 亿元、5.80 亿元、和 7.25 亿元，增速分别为 25%、25%、25%，毛利率分别为 71%、72%和 74%。

表 2：分产品收入拆分

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
基础安全（主要为中间件产品）					
收入（百万元）	173.48	269.30	510.27	721.80	995.44
同比增速	15.13%	55.23%	89.48%	41.45%	37.91%
毛利率	92.66%	95.00%	94.00%	94.00%	93.50%
行业安全（主要为两大子公司产品）					
收入（百万元）	326.49	371.04	463.81	579.77	724.71
同比增速	47.49%	13.65%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	67.29%	69.01%	71.00%	72.00%	74.00%
合计					
总收入（百万元）	499.97	640.34	974.08	1301.57	1720.15
同比增速	34.38%	28.08%	52.12%	33.62%	32.16%
毛利率	76.10%	79.94%	83.05%	84.20%	85.28%

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

考虑到中间件与网络安全产品的区别，我们采取分部估值法估值，2021 年公司目标市值 145 亿元，目标价 32 元，首次给予“买入”评级。

基础安全板块：我们选取了在相同领域具有同类产品或者相似市场地位的上市公司，将中国软件、金山办公、福昕软件作为可比公司，给予公司 2021 年终端产品销售业务 120X PE。在我们盈利预测中 2021 年公司整体净利率 21.7%，参考历史数据，行业安全产品盈利能力更强，假设 2021 年行业安全板块净利率为 26.0%，基础安全产品净利率相对更低，假设 2021 年基础安全板块净利率为 17.8%，即 2021 年基础安全板块净利润约为 0.91 亿元，对应 2021 年公司该业务板块市值约为 109 亿元。

表 3：基础安全版块可比公司估值

代码	公司名称	PE		
		2021E	2022E	2023E
600536.SH	中国软件	144.03	96.70	68.37
688111.SH	金山办公	141.71	104.17	78.18
688095.SH	福昕软件	73.66	54.15	43.56
均值		119.80	85.01	63.37

资料来源：Wind，天风证券研究所

行业安全板块：我们采用相似的思路，选取了启明星辰、绿盟软件、天融信作为可比公司，给予公司 2021 年终端产品销售业务 30X PE。我们假设 2021 年行业安全板块净利率为 26.0%，即 2021 年基础安全板块净利润约为 1.21 亿元，对应 2021 年公司该业务板块市值约为 36 亿元。

表 4：行业安全版块可比公司估值

代码	公司名称	PE		
		2021E	2022E	2023E
002439.SZ	启明星辰	25.90	20.53	16.39
300369.SZ	绿盟信息	30.69	22.88	17.72
002212.SZ	天融信	32.00	22.95	17.12
均值		29.53	22.12	17.08

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议：考虑到信创放量和进一步国产替代，东方通在电信、金融、能源、交通等领域拓展客户与业务，且国内信息安全领域目前处于快速发展的阶段，我们预计 2021/2022/2023 年公司营收分别为 9.74/13.02/17.20 亿元，净利润 2.12/3.16/4.31 亿元，目标价 32 元，给予“买入”评级。

6. 风险提示

1) 行业竞争加剧；

公司所属的行业为软件和信息技术服务业，公司主营的基础软件和信息安全业务面临着激烈的市场竞争。随着软件国产化及企业信息化的不断推进，软件基础平台市场成长迅速，行业景气度的提升使得行业内原有竞争对手的规模和竞争力不断提高，同时市场新进入的竞争者会逐步增加。在信息安全领域，行业进入爆发式增长；国家对于网络安全和信息安全的重视程度极大提升，安全领域成为局部热点，行业也更加细分，在细分的专业也出现了一批新型的安全产品和服务提供厂家，竞争将更加激烈。

2) 信创进程和国产化替代进度不及预期

信创受宏观调控影响较大,虽然目前已完成一、二期试点工作,进入到规模化推进的阶段,但是后续依然存在政策落地不及预期,或者配套政策不完善等风险。此外,在国内基础软件中间件领域,IBM、Oracle 国外软件企业仍然所占市场份额最高,其市场占有率高的主要原因在于品牌影响力、技术积累及其在数据库、服务器领域良好的配套支持。与国际知名软件厂商相比,公司在技术研发实力、市场培育、产品销售渠道建设等方面仍存在较大差距,一些领域存在国产替代不及预期的风险。

3) 定增项目进展尚存在不确定性

目前中移资本对公司股份的认购尚未完成,仍处于审核问询阶段,存在定增进展不及预期的风险。公司 2020 年度权益分派方案已经实施完毕,且 2020 年年度权益分派事项早于本次向特定对象发行股票实施完成日期,对本次向特定对象发行股票的发行价格和发行数量都作出了相应调整

4) 研发进度不及预期

基于软件技术的研发规律,新技术、新产品的研发在创新成果和开发周期上存在较大的不确定性。新技术、新产品的技术研发难度较大,研发周期较长,开发环节中的个别难题有可能影响最终产品的研发进度,使新产品的推出时间出现滞后。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	355.93	318.10	651.60	535.28	663.15
应收票据及应收账款	455.96	594.14	1,034.68	1,030.43	1,698.83
预付账款	10.72	9.32	12.72	15.98	20.23
存货	26.62	83.37	36.97	109.06	74.54
其他	12.63	52.62	12.91	73.69	53.55
流动资产合计	861.85	1,057.54	1,748.89	1,764.45	2,510.31
长期股权投资	88.85	88.11	88.11	88.11	88.11
固定资产	84.60	101.22	119.79	158.44	196.14
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	18.48	57.60	44.85	32.09	19.34
其他	1,102.44	1,128.43	1,131.24	1,120.04	1,122.80
非流动资产合计	1,294.37	1,375.36	1,419.99	1,468.28	1,498.14
资产总计	2,156.22	2,432.91	3,168.88	3,232.73	4,008.45
短期借款	10.17	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	49.94	88.15	97.20	113.91	158.21
其他	371.14	266.42	651.40	426.50	780.51
流动负债合计	431.25	354.58	748.60	540.42	938.72
长期借款	64.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.67	36.18	15.88	19.24	23.76
非流动负债合计	69.67	36.18	15.88	19.24	23.76
负债合计	500.92	390.75	764.47	559.66	962.49
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	281.30	283.55	454.08	454.08	454.08
资本公积	1,271.52	1,304.33	1,304.33	1,304.33	1,304.33
留存收益	1,524.01	1,762.66	1,950.33	2,218.99	2,591.89
其他	(1,421.52)	(1,308.39)	(1,304.33)	(1,304.33)	(1,304.33)
股东权益合计	1,655.30	2,042.16	2,404.41	2,673.07	3,045.97
负债和股东权益总计	2,156.22	2,432.91	3,168.88	3,232.73	4,008.45

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	141.29	244.36	211.53	316.23	430.70
折旧摊销	8.88	14.13	18.18	20.50	22.90
财务费用	9.95	0.98	(5.50)	(6.74)	(6.80)
投资损失	(1.25)	0.75	(0.07)	(0.07)	(0.07)
营运资金变动	9.47	(90.71)	(10.94)	(317.49)	(215.25)
其它	(80.76)	(46.09)	(0.00)	0.00	(0.00)
经营活动现金流	87.59	123.41	213.21	12.45	231.47
资本支出	94.42	37.68	80.30	76.64	45.48
长期投资	21.25	(0.75)	0.00	0.00	0.00
其他	(248.91)	(219.39)	(140.23)	(156.57)	(95.41)
投资活动现金流	(133.24)	(182.45)	(59.93)	(79.93)	(49.93)
债权融资	98.17	0.00	24.00	16.00	13.33
股权融资	85.20	183.72	180.09	6.74	6.80
其他	(157.33)	(158.32)	(23.86)	(71.57)	(73.80)
筹资活动现金流	26.04	25.41	180.23	(48.83)	(53.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(19.61)	(33.63)	333.50	(116.32)	127.87

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	499.97	640.34	974.08	1,301.57	1,720.15
营业成本	119.51	128.47	165.11	205.65	253.21
营业税金及附加	5.73	8.14	12.30	15.97	21.56
营业费用	75.27	89.51	148.87	198.92	292.43
管理费用	68.50	71.32	133.45	130.16	137.61
研发费用	99.70	174.96	292.22	390.47	516.05
财务费用	6.49	(2.70)	(5.50)	(6.74)	(6.80)
资产减值损失	(17.88)	(0.24)	(3.34)	(7.15)	(3.58)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.25	(0.75)	0.07	0.07	0.07
其他	(11.89)	(92.11)	(0.13)	(0.13)	(0.13)
营业利润	153.28	263.73	231.04	374.36	509.75
营业外收入	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
营业外支出	0.15	5.04	1.79	2.33	3.05
利润总额	153.13	258.69	229.26	372.04	506.70
所得税	11.84	14.33	17.73	55.81	76.01
净利润	141.29	244.36	211.53	316.23	430.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	141.29	244.36	211.53	316.23	430.70
每股收益(元)	0.31	0.54	0.47	0.70	0.95

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	34.38%	28.08%	52.12%	33.62%	32.16%
营业利润	21.04%	72.06%	-12.39%	62.03%	36.17%
归属于母公司净利润	15.65%	72.95%	-13.44%	49.50%	36.20%
获利能力					
毛利率	76.10%	79.94%	83.05%	84.20%	85.28%
净利率	28.26%	38.16%	21.72%	24.30%	25.04%
ROE	8.54%	11.97%	8.80%	11.83%	14.14%
ROIC	13.19%	18.20%	12.57%	18.33%	20.42%
偿债能力					
资产负债率	23.23%	16.06%	24.12%	17.31%	24.01%
净负债率	-15.57%	-15.58%	-26.10%	-19.43%	-21.33%
流动比率	2.00	2.98	2.34	3.26	2.67
速动比率	1.94	2.75	2.29	3.06	2.59
营运能力					
应收账款周转率	1.24	1.22	1.20	1.26	1.26
存货周转率	15.34	11.64	16.19	17.82	18.74
总资产周转率	0.24	0.28	0.35	0.41	0.48
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.54	0.47	0.70	0.95
每股经营现金流	0.19	0.27	0.47	0.03	0.51
每股净资产	3.65	4.50	5.30	5.89	6.71
估值比率					
市盈率	88.25	51.03	58.95	39.43	28.95
市净率	7.53	6.11	5.19	4.66	4.09
EV/EBITDA	49.10	35.36	48.29	30.63	22.36
EV/EBIT	50.82	36.72	52.19	32.34	23.37

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com