2020 年 08 月 12 日
证券研究报告•2020 年半年报点评

东 方 通（300379）计算机

买入（首次）
当前价：46.10 元
目标价：55.44 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，国产化趋势下公司将充分受益

投资要点

- **业绩总结：**2020H1，公司实现营业收入 0.84 亿元，同比下降 53%；归母净利润为-0.4 亿元，同比下降 199%。报告期内公司费用支出大幅增长，其中销售费用同比增长 24%，研发费用同比增长 62%。
- **受疫情和费用端的影响，公司上半年业绩亏损，下半年有望迎来高增长。**2020 Q1 公司营收同比下降 72%，净利润同比下降 372%，是 2020 上半年整体业绩下降的主因。Q1 期间受疫情影响，政企客户延迟复工复产导致公司在手合同的实施、交付及验收推迟，招投标及采购合同流程停滞或放缓导致新签合同订单量同比下降，故营收同比大幅下滑。同时，公司销售和研发人员扩张导致薪酬增加，费用端增长也带动了盈利下降。随着国内疫情得到控制，防控进入常态化，公司有效实现疫情防控和生产经营两手抓，客户招投标恢复活跃。Q2 公司营收环比大幅增长，经营业绩基本持平。预计下半年公司业务将迎来高增长，Q4 尤为明显。**考虑到公司往年 H1 的营收和净利润占全年比重较小，预计中报业绩对全年影响有限，公司最终有望实现扭亏为盈、年度业绩大幅度增长。**
- **国产软硬件行业迎来窗口期，公司作为中间件行业领导者将充分受益。**在政策推动下，软硬件及行业应用软件逐渐实现国产化成大势所趋，国产化有望从政府行业向多行业蔓延。中间件作为信息化基础设施，是国家信息安全建设的重头兵，市场空间广阔。公司是国产中间件领域的领导者，目前与华为鲲鹏产业生态展开深度合作，未来有望在金融、电信和交通等领域实现重大突破。公司金融业务加速放量，收入占比大幅增长：2020H1，公司在金融领域实现收入 0.16 亿元，逆势同比增长 49%，收入占比达 18.8%，较上年年末增长 14.2pp。
- **拟向实际控制人定增 3.5 亿元，进一步增强公司的资金实力。**2020 年 7 月 9 日，公司公告拟以 5.20 元/股的价格向实际控制人黄永军先生定向发行不超过 994 万股，募集资金不超过 3.5 亿元。此次定增有望进一步增强公司的资金实力，强化实际控制人对公司控制力则反映出其对公司未来发展的信心。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.77 元、1.19 元、1.64 元，未来三年归母净利润维持高速增长。我们给予公司 2020 年 72 倍 PE 估值，对应目标价 55.44 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不达预期导致中间件国产化落地进程放缓；中间件行业竞争加剧带来价格战；市场推广不达预期。

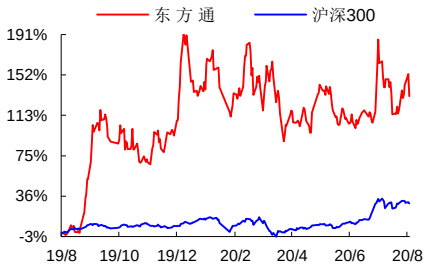
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	499.97	835.67	1245.98	1683.06
增长率	34.38%	67.14%	49.10%	35.08%
归属母公司净利润（百万元）	141.29	217.17	334.38	461.87
增长率	15.65%	53.70%	53.98%	38.13%
每股收益 EPS（元）	0.50	0.77	1.19	1.64
净资产收益率 ROE	8.54%	11.60%	15.15%	17.31%
PE	92	60	39	28
PB	7.83	6.93	5.88	4.86

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

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.81
流通 A 股(亿股)	2.33
52 周内股价区间(元)	19.67-57.97
总市值(亿元)	129.68
总资产(亿元)	19.94
每股净资产(元)	6.16

相关研究

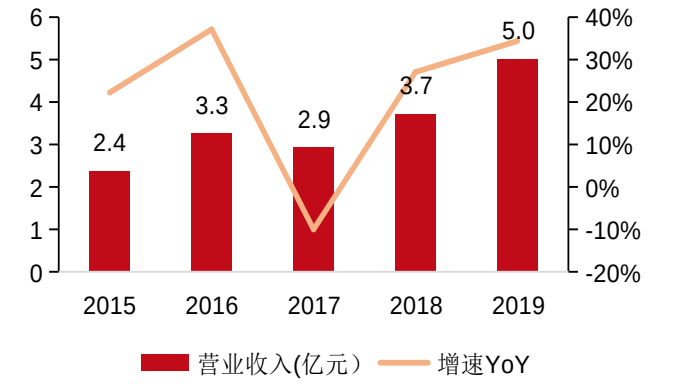
1 稳坐中间件领域龙头宝座，引领国内智能安全行业

东方通创立于 1992 年，是国内领先的基础软件和信息安全解决方案提供商。目前，公司一方面继续深耕传统中间件产品领域，不断提高产品性能，巩固在中间件领域的领导者地位；另一方面，通过收购、投资等方式拓展业务范围，积极布局大数据、人工智能、5G 通信、网络信息安全等领域（公司目前拥有微智信业、惠捷朗、泰策科技、数字天堂、东方通宇等多家全资子公司）。公司致力于发展基础安全和行业安全两大产品体系，持续引领国内智能安全行业。公司广泛服务于国内数千个行业业务，截至目前拥有电信、金融、政府、能源、交通等行业领域 2000 多家企业级用户和 500 多家合作伙伴。公司连续多年被认定为“国家规划布局内重点软件企业”，被商务部、国资委认证为“企业信用评价 AAA 级信用企业。

营业收入和净利润整体保持稳定增长，高复合增长率说明业绩增长具有高质量属性。2015-2019 年，公司营业收入由 2.4 亿元增长至 5 亿元，近两年增长加速，五年内复合增长率约 16%；其中，2019 年同比增长 34.4%，主要受益于自主创新、信息安全领域市场需求的推动。2015-2019 年，公司归母净利润由 0.7 亿元增长至 1.4 亿元，五年内复合增长率约为 15%；其中，2017 年净利润亏损主要是因为对多家子公司计提 3.85 亿的商誉减值。目前，公司商誉风险已得到充分释放。

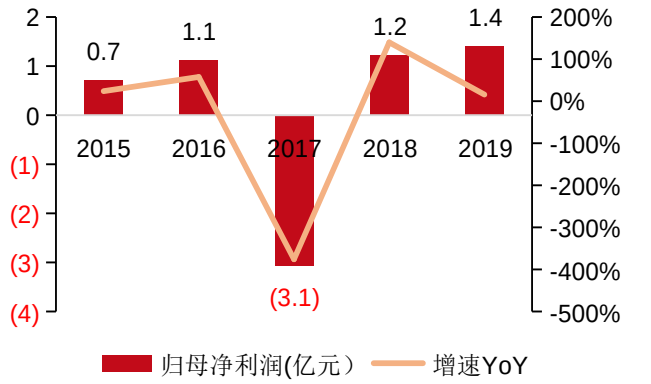
2020 年上半年，在疫情影响下，公司营收和净利润短期内均出现明显下滑。随着国内疫情得到控制，防控进入常态化，公司生产经营恢复正常、客户招投标恢复活跃，预计下半年公司业务将迎来高增长。考虑到公司往年 H1 的营收和净利润占全年比重较小，我们认为上半年业绩对全年业绩影响有限，公司最终有望实现扭亏为盈、年度业绩同比有较大幅度增长。

图 1：公司近五年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

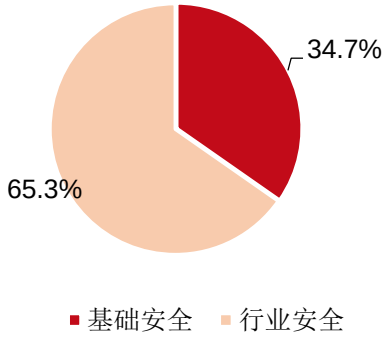
图 2：公司近五年净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

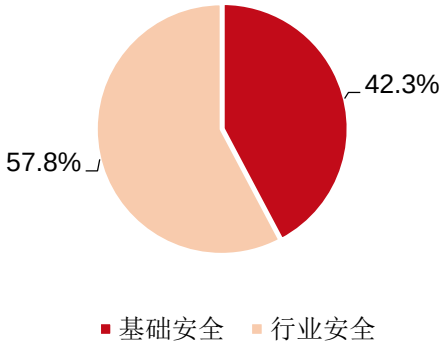
从营收结构来看，公司主营业务主要包括基础安全和行业安全。2019 年，公司基础安全业务收入达 1.7 亿元，同比增长 15.1%，收入占比 34.7%；行业安全业务收入达 3.3 亿元，同比增长 47.5%，收入占比 65.3%，为公司营收的主要来源。2015-2019 年，公司基础安全业务毛利率始终保持在 90%左右的高水平；2019 年毛利率为 92.7%，贡献了公司 42.3%的毛利。同期公司行业安全业务毛利率始终高于 65%，2019 年为 67.3%，毛利贡献占比 57.8%。2020H1，公司基础安全业务占比 54.8%，占比同比增长超过 15pp，暂时成为公司收入的主要来源。

图 3：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

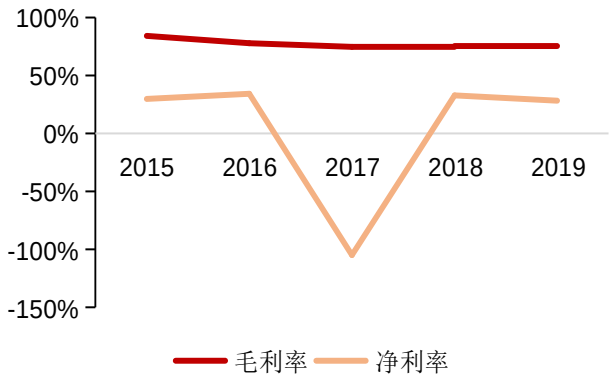
图 4：公司 2019 年主营业务毛利占比



数据来源：Wind，西南证券整理

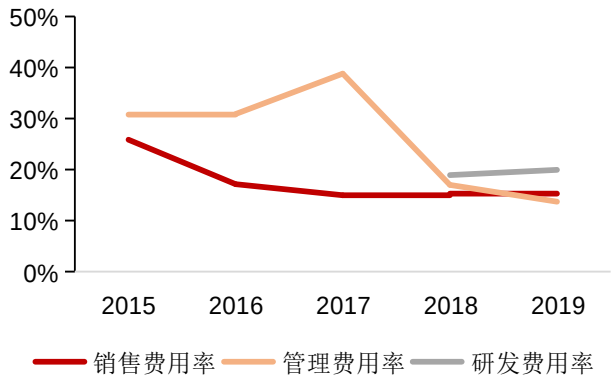
公司整体盈利能力相对稳定，销售费用控制效果明显。1）利润率方面：2019 年，公司毛利率为 76.1%，较去年同期增加 0.7pp；净利率为 28.3%，同比下降 4.6pp。整体来看，近三年公司综合毛利率维持在 75%左右，盈利水平较为稳定。**2）费用率方面：**2019 年，公司销售费用率为 15.6%，较去年同期下降 0.22pp，近几年整体保持下降态势；管理费用率为 13.7%，较去年同期下降 3.29pp；研发费用率为 19.9%，较去年同期增长 1.03pp。2020H1，公司销售费用率同比增长 26pp，研发费用率同比增长 52pp，主要因为公司销售和研发人员扩张导致薪酬费用增加、疫情影响造成营收下滑。

图 5：公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司下半年将扭亏为盈，2020 年全年业绩呈良好增长态势。考虑到：1）2020Q2 公司营收环比大幅增长，业绩已达到拐点、盈亏基本持平；2）公司近年来 H1 收入和净利润占全年比重较小，公司订单招投标和收入主要在下半年确认；3）目前国内中间件市场由外资主导（市占率超 50%），国产替代落地加速，公司身为市占率第一的内资中间件厂商，有望迎来广阔的市场增量；4）2020 年信创市场有望迎来放量，政策驱动下行业市场需求将进一步上行，公司作为中间件领域龙头企业将充分享受行业景气红利。基于此，我们预计 2020 年全年公司业绩受疫情影响有限，下半年将扭亏为盈，全年业绩实现大幅增长的业绩目标。

假设 2：子公司实现业绩承诺，行业安全业务保持高增长。过去几年，子公司泰策科技的业绩完成率约 103%，微智信业则接近 102%，参照往常子公司业绩承诺兑现情况，我们预计泰策科技和微智信业的安全业务将保持持续发展势头，顺利实现业绩承诺。基于此，预计公司行业安全业务未来三年将维持 30%-55%的增速。

假设 3：公司基础安全业务加速放量。2020 年，国产软硬件迎来窗口期，国产 IT 建设带来的增量市场成为公司基础安全业务增长的主要驱动力。我们预计，未来三年公司的基础安全业务将充分享受行业增量的红利，每年实现 40%以上的高增长。

假设 4：公司整体毛利率保持稳定。对于基础安全业务，考虑到中间件产品规模效有望进一步升级，我们预计其毛利率将保持高位增长态势；对于行业安全业务，参考 2020 年 H1 的毛利率情况，我们预计今年会有小幅下滑，未来有所回升。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
行业安全	收入	326.5	506.1	718.6	934.2
	增速	47.5%	55.0%	42.0%	30.0%
	毛利率	67.3%	66.0%	66.3%	67.0%
基础安全	收入	173.5	329.6	527.4	748.9
	增速	15.1%	90.0%	60.0%	42.0%
	毛利率	92.7%	93.3%	93.5%	93.7%
合计	收入	500.0	835.7	1246.0	1683.1
	增速	34.4%	67.1%	49.1%	35.1%
	毛利率	76.1%	76.8%	77.8%	78.9%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们从公司所属细分领域选取四家主流可比公司。2019 年，四家公司平均 PE 为 94 倍，2020 年预计平均 PE 为 63 倍。2020 年信创市场有望迎来放量，公司作为中间件领域龙头企业将充分享受行业景气红利，预计 2020-2022 年，公司 EPS 分别为 0.77 元、1.19 元、1.64 元，未来三年归母净利润维持高速增长。考虑到公司的龙头地位和竞争壁垒，我们在行业平均值得基础上给予一定溢价，故给予公司 2020 年 72 倍 PE 估值，对应目标价 55.44 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
688058	宝兰德	132.85	1.53	3.55	5.68	8.56	64.76	37.42	23.41	15.52
300523	辰安科技	52.15	0.79	1.18	1.58	0.79	84.48	66.10	44.34	32.95
688258	卓易信息	99.40	0.47	0.95	1.54	2.24	182.40	104.64	64.50	44.27
002912	中新赛克	87.5	2.77	2.06	2.80	3.92	45.57	42.52	31.28	22.33
平均值							94.30	62.67	40.88	28.77

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.08.11 收盘）

3 风险提示

政策推进不达预期导致中间件国产化落地进程放缓；中间件行业竞争加剧带来价格战；市场推广不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	499.97	835.67	1245.98	1683.06
营业成本	119.51	194.14	276.45	355.46
营业税金及附加	5.73	9.58	14.28	19.29
销售费用	75.27	126.32	188.44	254.31
管理费用	658.91	287.42	425.41	576.04
财务费用	6.49	0.46	0.70	0.94
资产减值损失	-17.88	-9.22	-12.11	-11.14
投资收益	1.25	0.73	0.90	0.85
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	153.28	227.70	353.71	489.00
其他非经营损益	-0.15	-0.17	-0.17	-0.16
利润总额	153.13	227.53	353.55	488.84
所得税	11.84	10.37	19.16	26.97
净利润	141.29	217.17	334.38	461.87
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	141.29	217.17	334.38	461.87

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	141.29	217.17	334.38	461.87
折旧与摊销	8.88	5.50	5.50	5.50
财务费用	6.49	0.46	0.70	0.94
资产减值损失	-17.88	-9.22	-12.11	-11.14
经营营运资本变动	-151.16	-115.67	-121.96	-137.14
其他	99.95	8.41	11.22	10.30
经营活动现金流净额	87.59	106.65	217.73	330.32
资本支出	-71.90	0.00	0.00	0.00
其他	-61.33	1.80	6.72	13.51
投资活动现金流净额	-133.24	1.80	6.72	13.51
短期借款	10.17	-10.17	0.00	0.00
长期借款	-48.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	91.69	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-27.82	-23.99	-0.31	-0.61
筹资活动现金流净额	26.04	-34.16	-0.31	-0.61
现金流量净额	-19.61	74.29	224.14	343.22

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	355.93	430.23	654.37	997.59
应收和预付款项	479.24	792.05	1181.04	1596.01
存货	26.62	43.46	61.93	79.69
其他流动资产	0.07	0.11	0.16	0.22
长期股权投资	88.85	88.85	88.85	88.85
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	84.60	83.07	81.55	80.02
无形资产和开发支出	1077.97	1073.99	1070.02	1066.05
其他非流动资产	42.95	41.88	36.06	23.40
资产总计	2156.22	2553.65	3173.99	3931.83
短期借款	10.17	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	129.35	228.63	322.61	424.76
长期借款	64.00	64.00	64.00	64.00
其他负债	297.40	388.55	580.53	774.35
负债合计	500.92	681.18	967.14	1263.11
股本	281.30	281.30	281.30	281.30
资本公积	1271.52	1271.52	1271.52	1271.52
留存收益	252.50	469.66	804.04	1265.91
归属母公司股东权益	1655.30	1872.47	2206.85	2668.72
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1655.30	1872.47	2206.85	2668.72
负债和股东权益合计	2156.22	2553.65	3173.99	3931.83

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	34.38%	67.14%	49.10%	35.08%
营业利润增长率	21.04%	48.56%	55.34%	38.25%
净利润增长率	15.65%	53.70%	53.98%	38.13%
EBITDA 增长率	29.33%	38.54%	54.03%	37.66%
获利能力				
毛利率	76.10%	76.77%	77.81%	78.88%
三费率	148.14%	49.56%	49.32%	49.39%
净利率	28.26%	25.99%	26.84%	27.44%
ROE	8.54%	11.60%	15.15%	17.31%
ROA	6.55%	8.50%	10.54%	11.75%
ROIC	11.44%	14.32%	19.20%	23.19%
EBITDA/销售收入	33.73%	27.96%	28.89%	29.44%
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.35	0.44	0.47
固定资产周转率	11.28	9.97	15.14	20.83
应收账款周转率	1.25	1.39	1.33	1.28
存货周转率	3.65	5.51	5.23	5.01
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.60%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	23.23%	26.67%	30.47%	32.13%
带息债务/总负债	14.81%	9.40%	6.62%	5.07%
流动比率	2.00	2.07	2.12	2.24
速动比率	1.94	2.00	2.05	2.18
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	0.50	0.77	1.19	1.64
每股净资产	5.88	6.66	7.85	9.49
每股经营现金	0.31	0.38	0.77	1.17
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	168.65	233.66	359.91	495.44
PE	91.78	59.71	38.78	28.08
PB	7.83	6.93	5.88	4.86
PS	25.94	15.52	10.41	7.70
EV/EBITDA	75.11	53.75	34.29	24.24
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@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
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	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
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn