

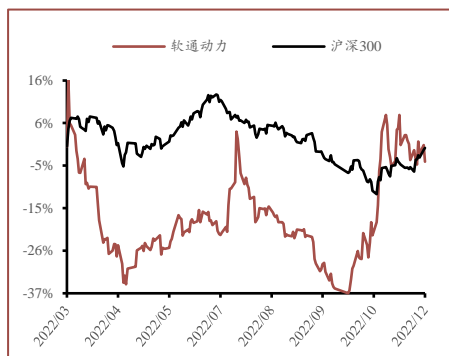
## 发布 OpenEuler 发行版，信创产业布局持续完善

■ 证券研究报告

## ★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2022-12-06
收盘价(元)	38.35
流通股本(亿股)	0.82
每股净资产(元)	15.40
总股本(亿股)	6.35

## 最近 12 月市场表现



分析师 杨烨

SAC 证书编号: S0160522050001  
yangye01@ctsec.com

分析师 罗云扬

SAC 证书编号: S0160522050002  
luoyy@ctsec.com

## 相关报告

## 核心观点

- ❖ **事件:** 公司 2022 年 12 月 5 日发布公告, 正式对外发布开源欧拉服务器操作系统发行版, 全称为 ISoftStone Enterprise Linux, 简称 ISSEL。
- ❖ **欧拉生态发展快速, 引领国产操作系统产业发展:** 2019 年 9 月, 华为将自研的欧拉操作系统 (EulerOS) 开源, 2021 年 11 月将开源欧拉 (OpenEuler) 捐赠给开放原子开源基金会。根据 OpenEuler, 截止 2022 年 11 月 OpenEuler 发行版装机量达到 245 万套, 相比 2021 年底增加 143 万套, 2022 年新增市场份额高达 22%, 全球伙伴数超过 400 家, 开发者超过 1.1 万人, 全球下载量超过 75 万次。我们认为, OpenEuler 发展迅速, 国内操作系统产业生态引领者, 有望充分受益于基础软硬件国产化浪潮。
- ❖ **公司是华为长期金牌合作伙伴:** 公司与华为合作紧密, 2019-2021 年 H1, 公司对华为销售收入分别为 55.45%、55.53%和 49.7%, 主要是帮助华为将其标准化产品在最终客户实现落地, 曾获得华为中国区年度优秀供应商、中国区最佳协同奖、华为开发者大赛行业使能赛道一等奖等多个奖项。
- ❖ **发布 OpenEuler 发行版, 大幅提升信创市场竞争力:** 2022 年 12 月 2 日, 公司推出的开源欧拉服务器操作系统发行版 (ISSEL) 通过 openEuler 开源社区技术测评相互兼容性测试, 并获 openEuler 技术测评证书。公司持续深耕信创领域, 已在信创可信咨询、基础软硬件、云平台、信息安全等方面进行布局。我们认为, ISSEL 成功发布一方面是公司技术能力的体现, 同时亦能与原有信创业务形成良好协同效应, 为客户提供一体化信创解决方案, 前景广阔。
- ❖ **投资建议:** 公司携手华为, 共享高景气的数字化与国产化赛道, ISSEL 发布提升市场竞争力, 发展前景广阔。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 200/252/309 亿元, 归母净利润 11.2/14.7/17.6 亿元。对应 PE 分别为 23/17/14 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 技术研发不及预期、产品推广不及预期、宏观经济波动导致下游支出不足。

## 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	12999	16623	20021	25205	30852
收入增长率 (%)	22.58	27.88	20.44	25.89	22.40
归母净利润(百万元)	1259	945	1123	1466	1755
净利润增长率 (%)	76.77	-24.94	18.88	30.53	19.70
EPS (元/股)	3.50	2.62	1.77	2.31	2.76
PE	0.00	0.00	22.63	17.33	14.48
ROE (%)	30.57	18.60	10.98	12.54	13.05
PB	0.00	0.00	2.48	2.17	1.89

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>12999.29</b>	<b>16623.21</b>	<b>20021.49</b>	<b>25205.36</b>	<b>30852.40</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	9460.25	12522.41	15079.97	18957.50	23179.37	营业收入增长率	22.6%	27.9%	20.4%	25.9%	22.4%
营业税费	93.93	112.80	140.27	173.81	214.45	营业利润增长率	78.9%	-25.8%	20.3%	30.1%	19.9%
销售费用	372.80	577.50	700.75	878.92	1077.83	净利润增长率	76.8%	-24.9%	18.9%	30.5%	19.7%
管理费用	1020.77	1414.45	1641.76	2066.84	2529.90	EBITDA 增长率	57.3%	-14.2%	-4.0%	19.7%	18.1%
研发费用	834.71	1001.05	1201.29	1638.35	2097.96	EBIT 增长率	70.2%	-27.0%	26.3%	19.7%	18.1%
财务费用	142.41	129.68	213.68	129.83	128.45	NOPLAT 增长率	69.9%	-26.3%	25.8%	20.0%	17.9%
资产减值损失	-62.93	9.42	-5.00	-5.00	-5.00	投资资本增长率	11.6%	19.1%	62.9%	11.3%	12.1%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	24.3%	23.3%	102.3%	14.3%	15.0%
投资和汇兑收益	5.87	-0.11	4.45	2.72	5.10	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>1364.71</b>	<b>1013.01</b>	<b>1218.83</b>	<b>1585.44</b>	<b>1901.04</b>	毛利率	27.2%	24.7%	24.7%	24.8%	24.9%
加:营业外净收支	10.58	5.28	0.00	0.00	0.00	营业利润率	10.5%	6.1%	6.1%	6.3%	6.2%
<b>利润总额</b>	<b>1375.29</b>	<b>1018.29</b>	<b>1218.83</b>	<b>1585.44</b>	<b>1901.04</b>	净利率	9.7%	5.6%	5.6%	5.8%	5.7%
减:所得税	120.32	80.66	101.59	128.87	156.49	EBITDA/营业收入	13.5%	9.0%	7.2%	6.9%	6.6%
<b>净利润</b>	<b>1258.63</b>	<b>944.78</b>	<b>1123.13</b>	<b>1465.96</b>	<b>1754.78</b>	EBIT/营业收入	12.0%	6.9%	7.2%	6.9%	6.6%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	2868.95	2994.82	7417.62	7803.90	8382.42	固定资产周转天数	18	16	13	11	9
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>77</b>	<b>67</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>73</b>
应收帐款	3307.24	4646.28	5069.03	7069.36	7845.03	流动资产周转天数	214	191	266	240	227
应收票据	36.84	14.61	49.97	29.69	68.82	应收帐款周转天数	89	86	87	87	87
预付帐款	41.43	50.90	63.67	78.55	96.95	存货周转天数	24	19	21	20	21
存货	634.31	693.06	1101.37	1024.43	1654.24	总资产周转天数	237	212	242	248	230
其他流动资产	110.74	41.22	41.22	41.22	41.22	投资资本周转天数	194	181	244	216	198
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	30.6%	18.6%	11.0%	12.5%	13.0%
长期股权投资	201.13	201.02	201.02	201.02	201.02	ROA	13.9%	9.0%	6.9%	8.0%	8.3%
投资性房地产	61.98	11.38	11.38	11.38	11.38	ROIC	20.7%	12.8%	9.9%	10.6%	11.2%
固定资产	642.41	730.30	730.30	730.30	730.30	费用率					
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用率	2.9%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
无形资产	273.26	286.79	286.79	286.79	286.79	管理费用率	7.9%	8.5%	8.2%	8.2%	8.2%
其他非流动资产	3.20	1.96	1.96	1.96	1.96	财务费用率	1.1%	0.8%	1.1%	0.5%	0.4%
<b>资产总额</b>	<b>9041.26</b>	<b>10523.12</b>	<b>16384.48</b>	<b>18410.81</b>	<b>21043.96</b>	三费/营业收入	11.8%	12.8%	12.8%	12.2%	12.1%
短期债务	2193.28	2343.36	2354.81	2435.57	2481.68	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	74.25	99.98	141.96	141.99	217.54	资产负债率	54.9%	52.2%	37.9%	36.9%	36.5%
应付票据	0.42	19.52	-7.17	30.03	-6.57	负债权益比	121.9%	109.4%	61.1%	58.4%	57.4%
其他流动负债	126.98	182.23	182.23	182.23	182.23	流动比率	1.80	1.74	2.56	2.64	2.69
长期借款	584.08	3.32	3.32	3.32	3.32	速动比率	1.62	1.59	2.35	2.46	2.44
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	9.47	7.80	5.27	6.21	7.16
<b>负债总额</b>	<b>4966.24</b>	<b>5497.32</b>	<b>6216.78</b>	<b>6786.53</b>	<b>7675.13</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-42.72	-52.61	-58.50	-67.89	-78.11	DPS(元)	0.00	0.00	0.50	0.00	0.00
股本	360.00	360.00	635.29	635.29	635.29	分红比率					
留存收益	1130.34	2091.64	2897.12	4363.09	6117.86	股息收益率			1.3%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>4075.02</b>	<b>5025.80</b>	<b>10167.71</b>	<b>11624.28</b>	<b>13368.83</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	3.50	2.62	1.77	2.31	2.76
净利润	1258.63	944.78	1123.13	1465.96	1754.78	BVPS(元)	11.44	14.11	16.10	18.40	21.17
加:折旧和摊销	187.18	361.15	0.00	0.00	0.00	PE(X)	0.0	0.0	22.6	17.3	14.5
资产减值准备	-74.47	9.06	10.00	10.00	10.00	PB(X)	0.0	0.0	2.5	2.2	1.9
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	165.11	146.49	273.58	278.19	284.53	P/S	0.0	0.0	1.3	1.0	0.8
投资收益	-5.87	0.11	-4.45	-2.72	-5.10	EV/EBITDA	0.0	0.1	14.7	12.1	10.0
少数股东损益	-3.66	-7.15	-5.89	-9.39	-10.22	CAGR(%)					
营运资金的变动	-136.52	-801.28	-760.55	-1141.06	-1242.14	PEG	0.0	—	1.2	0.6	0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1422.75</b>	<b>647.21</b>	<b>635.40</b>	<b>600.14</b>	<b>791.03</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-228.57</b>	<b>-220.27</b>	<b>4.87</b>	<b>3.55</b>	<b>5.92</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-431.45</b>	<b>-292.00</b>	<b>3782.54</b>	<b>-217.42</b>	<b>-218.42</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。

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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。