

## 英方软件 (688435.SH)

### 立足灾备，受益于信创+云+大数据的国产数据复制软件领导者

#### 投资要点：

➤ **国产数据复制软件领导者，四大产品线覆盖经典场景。**英方软件是专注于数据复制的基础软件企业，目前形成了“容灾、备份、大数据、云灾备”四大产品线、近30款标准化产品。公司是上海市科技小巨人企业、上海市“专精特新”中小企业，在企业业务连续性及数据复制管理领域处于领先地位。2023年1月公司成功登陆上交所科创板。

➤ **灾备为数据复制主场景，信创+云+大数据三大趋势空间广阔。**数据复制技术按数据层级分三层，灾备为主要应用领域。数据显示2022年灾备行业规模约337亿，2021-2026年纯软件市场CAGR或达16.7%。存储硬件、数据库和第三方软件厂商为赛道主要参与者，海外品牌市场认可度更高。国产替代是必然趋势，云+大数据平台创造新增长极。

➤ **自带稀缺属性，技术生态优势明显。**从赛道竞争看，公司是数据复制纯软件市场国产龙头企业和唯一上市企业，相较竞争对手有多处明显比较优势。从商业模式看，公司主营标准化软件产品，随着产品结构不断优化，公司毛利率有进一步提升空间。从技术看，相较海外企业，公司在实现类似功能情况下对国产操作系统和数据库适配性更好；相较存储硬件和数据库厂商，公司产品软硬件解耦，通用性与专业性更强。从生态看，公司与华为云、阿里云、达梦数据、南大通用等厂商建立合作关系，实现产品兼容认证；下游服务海通证券、东吴证券、湖北卫健委、河北财政厅等优质客户，具有较强的客户壁垒。

➤ **盈利预测：**预计公司2022-2024年营业收入复合增速为50.9%，归母净利润复合增速为79.0%。使用相对估值法，2023年可比公司平均PE为143.86倍，给予公司2023年144倍PE，对应EPS为1.16元，目标价为167.40元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**研发投入较大且技术转化不及预期；市场开拓不及预期。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	129	160	206	320	549
增长率(%)	26%	24%	29%	55%	71%
净利润(百万元)	41	34	47	97	195
增长率(%)	123%	-16%	37%	108%	100%
EPS(元/股)	0.49	0.41	0.56	1.16	2.33
市盈率(P/E)	245.8	294.1	214.1	102.8	51.3
市净率(P/B)	30.8	27.9	24.7	20.5	15.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 买入(首次评级)

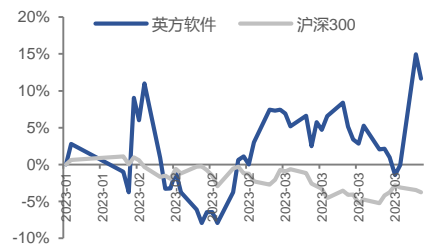
当前价格：119.46元

目标价格：167.40元

#### 基本数据

总股本/流通股(百万股)	84/18
总市值/流通市值(百万元)	9975/2105
每股净资产(元)	13.12
资产负债率(%)	11.42
一年内最高/最低(元)	123/98.5

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 钱劲宇

执业证书编号：S0210522050004

邮箱：QJY3773@hfzq.com.cn

#### 相关报告

## 投资要件

### 关键变量

**收入增速：**假设信创进度如期推进，灾备市场海外产品被不断替代，大数据市场在海外数据库替换为国产数据库过程中，公司积极介入部分复杂迁移项目。则2022-2024年软件产品营收为1.2/2.2/4.1亿元，同比增长22.2%/73.2%/89.1%。假设软件产品毛利率为97%/97%/97%。

**三费控制：**为了进一步拓展市场，预计公司将要在销售渠道上加大投入；同时为了确保产品能更好实现跨平台跨品牌能力，预计公司将要进一步加大研发力度。预计2022-2024年销售费用率为27.4%/24.4%/22.5%；研发费用率为35.6%/31.8%/29.3%。

### 我们区别于市场的观点

市场担心赛道规模有限，公司面临来自存储硬件、数据库和第三方软件厂商竞争。

我们认为：灾备+云+大数据+信创多因素加持，数据复制市场有望迎来爆发，公司存在多方面比较优势稀缺性较强，有望在市场中实现快速增长。

具体来看：规模上，对标欧美国家我国灾备市场空间广阔，且信创创造了国产灾备软件替换增量以及国产数据库替换环节中的迁移增量。相对于中小竞争者，公司具备先发优势；相对于存储硬件和数据库大厂的自带复制软件，公司具备通用性优势；相对于海外第三方软件企业，公司具备国产化适配优势。

### 股价上涨的催化因素

信创进度持续推进；数据安全政策带动灾备渗透率提升；大数据平台渗透率提升；云计算市场渗透率提升。

### 估值和目标价格

预计公司2022-2024年营业收入分别为2.1/3.2/5.5亿元，复合增速为50.9%；归母净利润分别为0.5/1.0/2.0亿元，复合增速为79.0%。我们选取海量数据、中国软件和奇安信作为可比公司，其2022-2024年平均PE为467.22/143.86/79.15倍。综合考虑给予公司2023年144倍PE，对应EPS为1.16元，目标股价167.40元。

### 风险提示

研发投入较大且技术转化不及预期；市场开拓不及预期。

## 正文目录

1 公司概况：国产数据复制软件领导者，四大产品线覆盖经典场景.....	5
1.1 发展历程：专注数据复制管理业务，赋能行业数字化转型.....	5
1.2 管理团队：股权结构稳定，核心团队行业经验丰富.....	6
1.3 经营业务：标准化软件产品贡献大部收入，主要服务金融党政医疗等行业.....	7
1.4 财务分析：毛利率整体抬升，ROE 处较高水平.....	9
2 行业分析：灾备为业务主场景，信创+云+大数据三大趋势空间广阔.....	10
2.1 行业概况：复制技术按数据层级分三层，灾备为主要应用领域.....	10
2.2 行业规模：2022 灾备行业规模约 337 亿，未来纯软件市场 CAGR 或达 16.7%.....	11
2.3 行业格局：数据复制赛道共三路玩家，海外品牌市场认可度更高.....	12
2.4 行业趋势：国产替代是必然趋势，云+大数据平台创造新增长极.....	14
3 公司看点：自带稀缺属性，技术生态优势明显.....	16
3.1 商业优势：比较优势下稀缺性强，标准化产品毛利率高.....	16
3.2 技术优势：公司产品通用性更强，信创受益大.....	17
3.3 生态优势：生态合作伙伴丰富，下游客户群稳定成熟.....	18
4 盈利预测与估值.....	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 费用预测.....	20
4.3 估值.....	20
5 风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司产品矩阵.....	5
图表 3：公司股权结构（截止到 2023 年 1 月 16 日）.....	6
图表 4：核心人员从业经历.....	6
图表 5：2019-2022H1 按产品分类营收（万元）.....	7
图表 6：2019-2022H1 公司按产品分类营收结构.....	7
图表 7：2019-2022H1 按行业分类营收（万元）.....	7
图表 8：2019-2022H1 公司按行业分类营收结构.....	7
图表 9：2019-2022H1 按销售模式营收（万元）.....	8
图表 10：2019-2022H1 公司按销售模式营收结构.....	8
图表 11：2019-2022H1 按地区营收（万元）.....	8
图表 12：2019-2022H1 公司按地区营收结构.....	8
图表 13：2019-2022H1 公司与同业毛利率对比.....	9
图表 14：2019-2021 公司与同业净利率对比.....	9
图表 15：2019-2021 公司与同业期间费用率对比.....	9
图表 16：2019-2021 公司与同业销售费用率对比.....	9
图表 17：2019-2021 公司与同业管理费用率对比.....	9
图表 18：2019-2021 公司与同业研发费用率对比.....	9
图表 19：2019-2021 公司与同业总资产周转率对比.....	10
图表 20：2019-2021 公司与同业净资产收益率对比.....	10
图表 21：数据复制技术对比.....	10
图表 22：灾备应用全景.....	11
图表 23：各行业对灾难恢复能力的要求.....	11
图表 24：2015-2025 中国灾备行业市场规模.....	11

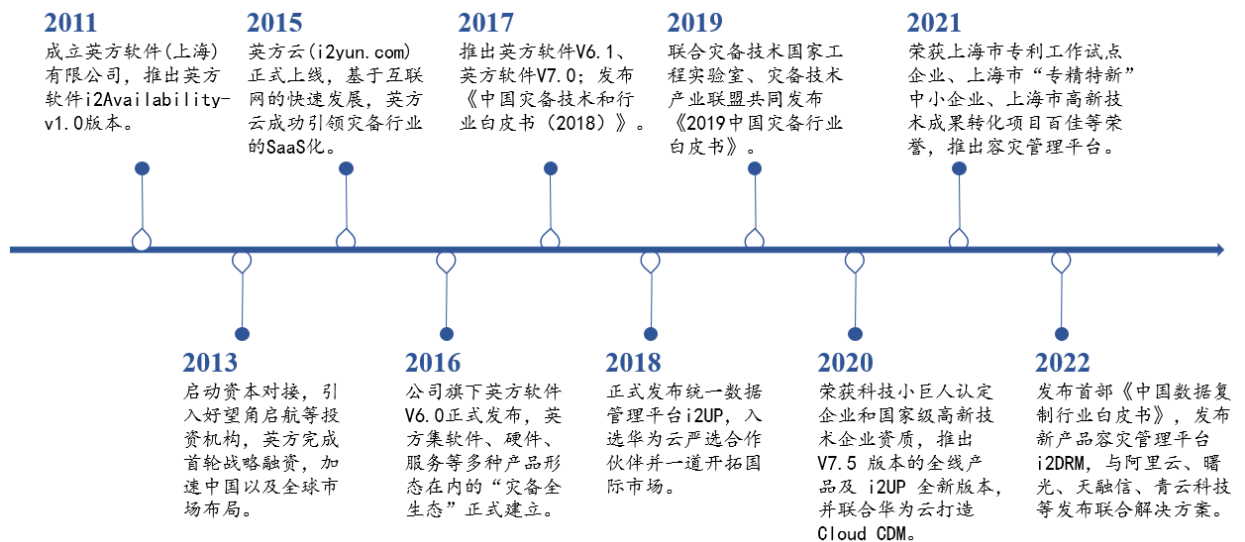
图表 25: 公司产品所涉及灾备市场未来增速.....	11
图表 26: 2020 年各国机构数据灾备投入对比.....	12
图表 27: 2020 年各国大中型企业灾备覆盖率对比.....	12
图表 28: 2020 年国内数据复制市场细分赛道情况.....	12
图表 29: 数据复制行业各细分赛道参与企业情况.....	12
图表 30: 海外主要厂商相较于国内规模更大.....	13
图表 31: 22H1 国内数据复制保护总体市场格局.....	14
图表 32: 2021 国内数据复制纯软件市场格局.....	14
图表 33: 国内部分信创产品国产化率.....	14
图表 34: 中国公有云市场规模及增速.....	15
图表 35: 中国私有云市场规模及增速.....	15
图表 36: 2020-2025 年中国数据库市场规模.....	15
图表 37: 2021 年我国数据库产品分布情况 (个).....	15
图表 38: 典型大数据平台结构图.....	15
图表 39: 大厂考虑投入产出比进入赛道可能性极低.....	16
图表 40: 公司产品结构不断优化.....	16
图表 41: 公司各业务毛利率情况.....	16
图表 42: 公司产品可实现跨体系的数据迁移复制.....	17
图表 43: 公司产品比较优势明显.....	17
图表 44: 公司生态合作伙伴丰富.....	18
图表 45: 公司产品在政府金融医疗行业得到广泛应用.....	18
图表 46: 分业务收入及毛利率预测.....	19
图表 47: 可比公司估值表.....	21
图表 48: 财务预测摘要.....	22

## 1 公司概况：国产数据复制软件领导者，四大产品线覆盖经典场景

### 1.1 发展历程：专注数据复制管理业务，赋能行业数字化转型

**专注数据复制管理业务，数据复制软件第一股。**英方软件是一家专注于数据复制的基础软件企业，总部位于上海，在北京、上海、杭州设立研发中心，致力于动态文件字节级复制、数据库语义级复制、卷层块级复制及其他信息化技术的研发与推广。目前形成了“容灾、备份、大数据、云灾备”四大产品线、近 30 款标准化产品，广泛应用于容灾、备份、数据安全、混合云灾备、数据库同步、数据迁移等经典应用场景，同时也推广到了智能灾备管理、数据副本管理、数据流管理、大数据收集与分发、数据跟随、数据脱敏等更多应用领域。公司是上海市科技小巨人企业、上海市“专精特新”中小企业，在企业业务连续性及数据复制管理领域处于领先地位。2023 年 1 月公司成功登陆上交所科创板，成为国内“数据复制软件第一股”。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 2：公司产品矩阵



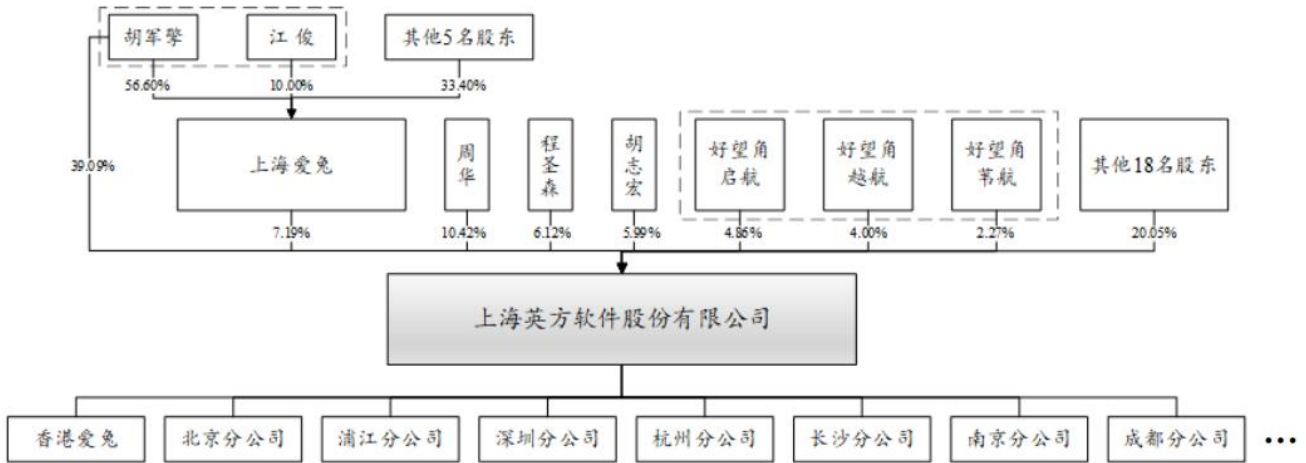
数据来源：公司官网，华福证券研究所



## 1.2 管理团队：股权结构稳定，核心团队行业经验丰富

**股权结构稳定。**截至招股书签署日，公司董事长胡军擎先生直接持有公司 39.1% 股份，为公司控股股东。同时胡军擎持有上海爱免 56.6% 的财产份额并担任上海爱免的执行事务合伙人，其配偶江俊持有上海爱免 10.0% 的财产份额，二人合计控制公司 46.3% 的股份，公司股权结构稳定。

图表 3：公司股权结构（截止到 2023 年 1 月 16 日）



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

**核心团队行业经验丰富。**公司核心团队成员具有丰富的软件研发与销售经验，有利于公司打造良好的商业模式。

图表 4：核心人员从业经历

姓名	职位	个人简介
胡军擎	董事长、总经理	1975 年出生，毕业于西安理工大学，本科学历。历任国防科工委杭州可靠性仪器厂测试工程师；亚信科技（中国）有限公司高级研发工程师；美国太阳微电子计算机公司高级系统工程师；中国惠普上海分公司高级存储销售经理；达贝泰克（美国）软件有限公司区域销售经理；香港达贝泰克软件亚洲有限公司上海代表处区域销售经理；新加坡腾保数据（亚洲）私人有限公司北京代表处首席代表；英方有限董事长、总经理；2015 年至今，任公司董事长、总经理。
江俊	董事、副总经理	1975 年出生，毕业于西安理工大学，本科学历。历任浙江东方通信集团有限公司亿泰子公司销售经理；中国网通（集团）有限公司浙江省分公司销售经理；中国网通（集团）有限公司上海市分公司销售经理；中国联合网络通信集团有限公司上海市分公司销售经理；上海云渊信息科技有限公司销售总监；2015 年至今，任公司董事、副总经理。
周华	董事、副总经理	1975 年出生，毕业于浙江大学计算机学院，硕士学历。历任浙江鸿程邮电计算机系统有限公司软件工程师；中国亚信科技有限公司高级软件工程师；甲骨文软件研究开发中心（北京）有限公司高级软件工程师；甲骨文（中国）软件系统有限公司高级售前顾问；英方有限技术总监；2015 年至今，任公司董事、副总经理。
陈勇铨	董事	1979 年出生，毕业于东北大学，本科学历。历任华为-3COM 公司软件研发工程师；北京大学计算机科学技术研究所软件研发工程师；北京金山软件有限公司软件研发项目主管；北京和勤新泰技术有限公司软件研发经理；英方有限软件研发经理；公司软件研发经理、监事会主席；公司软件研发经理、董事；2019 年至今，任公司董事、研发总监。

**高志会 董事** 1980 年出生，毕业于北京邮电大学，硕士学历。历任北京大学计算机科学技术研究所研发工程师；联想网御科技（北京）有限公司研发工程师；北京和勤新泰技术有限公司研发工程师；英方有限研发工程师；公司软件研发经理；2019 年至今，任公司董事、北京研发一组研发总监。

**章金伟 董事** 1982 年出生，毕业于上海交通大学，硕士学历。历任神达科技有限公司工业工程师；上海盛万投资有限公司高级投资经理；2011 年至今，任职于海通开元投资有限公司；2019 年至今，任公司董事。

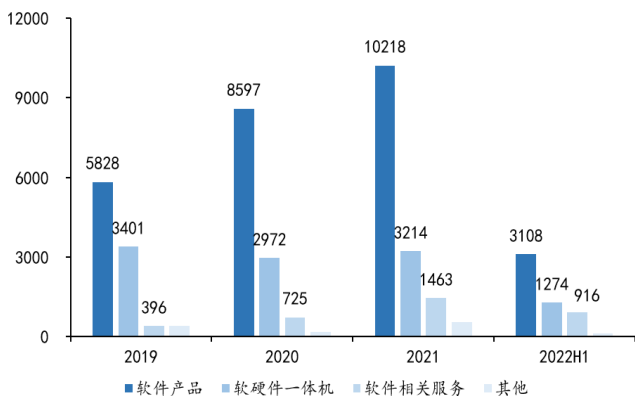
数据来源：公司招股书，华福证券研究所

### 1.3 经营业务：标准化软件产品贡献大部收入，主要服务金融党政医疗等行业

2019-2021 年公司营收分别为 1.02/1.29/1.60 亿元，CAGR 达 36.0%；归母净利润分别为 0.2 /0.4 /0.3 亿元，CAGR 达 37.4%。

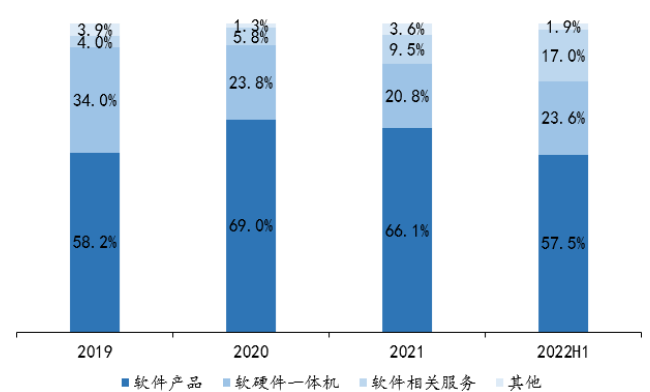
分产品看，软件产品及服务为主，一体机产品占比不断下降。公司主要产品包括软件产品、软硬件一体机和软件相关服务。**1) 软件产品**：以数据复制功能为基础，构造了容灾、备份、云灾备、大数据四大产品系列，主要面向灾备和大数据两大应用场景。2022H1 两大场景分别占比 71.6%/28.4%。软件产品 2019-2022H1 营收占比 58.2%/69.0%/66.1%/57.5%。**2) 软硬件一体机**：针对客户需求，将软件嵌入到存储服务器硬件后形成的产品。2019-2022H1 营收占比 34.0%/23.8%/20.8%/23.6%，占比整体下降。**3) 软件相关服务**：包括①迁移服务：指在客户需要时为其提供现场迁移协助工作。②软件维保服务：在质保期外，公司提供有偿软件维保服务，主要包括电话或网络远程支持、软件升级、定期巡检、容灾演练等。③其它技术服务：对部分实施环境较为复杂的项目，公司提供有偿技术服务。软件相关服务 2019-2022H1 营收占比 4.0%/5.8%/9.5%/17.0%，随着市场上公司软件产品存量不断增多，软件服务占比不断增加。**4) 其他**：其他主营业务主要是为了满足客户灾备或复制需求，配套采购服务器、储存阵列及其他配件等其他第三方软硬件产品，整体较少。

图表 5：2019-2022H1 按产品分类营收（万元）



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

图表 6：2019-2022H1 公司按产品分类营收结构

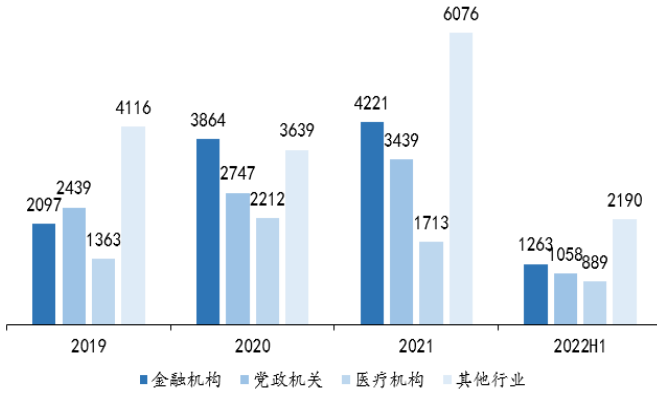


数据来源：公司招股书，华福证券研究所

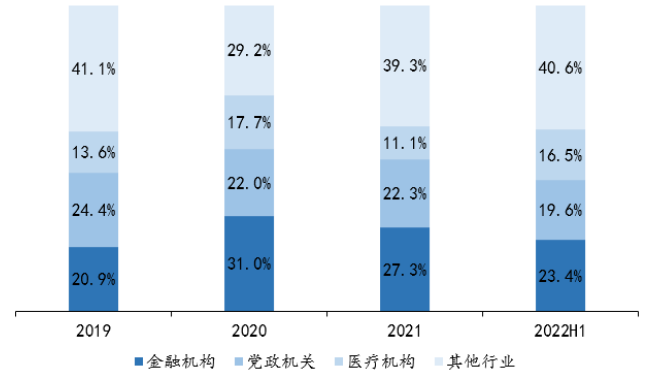
分行业看，金融、党政、医疗等行业为主。公司在金融领域建立了较强的竞争优势，已为众多境内证券公司及银行、保险公司、基金公司、资产管理公司提供数据复制相关软件产品或服务。此外，公司亦服务于各地党政机关及事业单位和医疗机构。

图表 7：2019-2022H1 按行业分类营收（万元）

图表 8：2019-2022H1 公司按行业分类营收结构



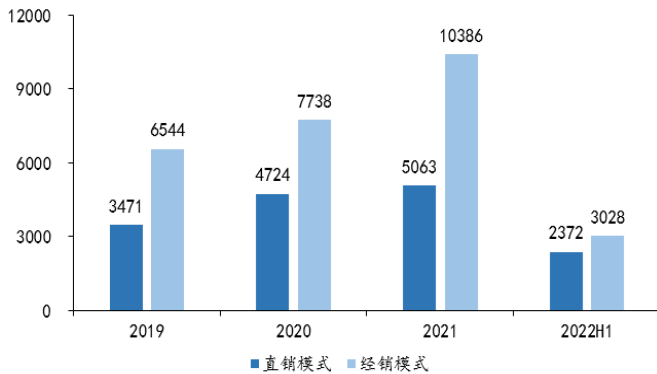
数据来源：公司招股书，华福证券研究所



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

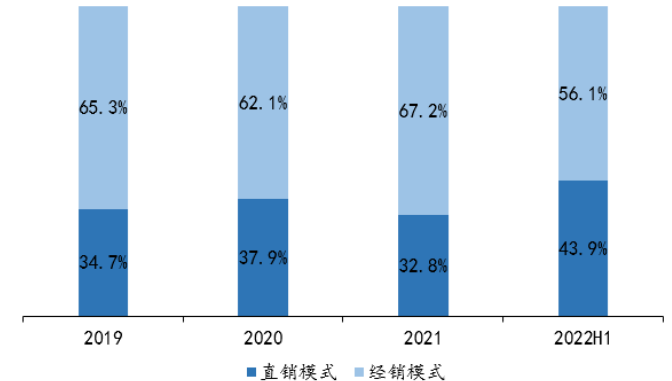
**分渠道看，公司经销模式为主。**公司销售方式分为直销模式和经销模式，直销对象包括直销客户和战略合作客户。公司的直销客户主要为金融、党政机关等行业客户；战略合作客户为华为、曙光、浪潮等知名系统集成商。报告期公司经销渠道贡献大部收入。

图表 9：2019-2022H1 按销售模式营收（万元）



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

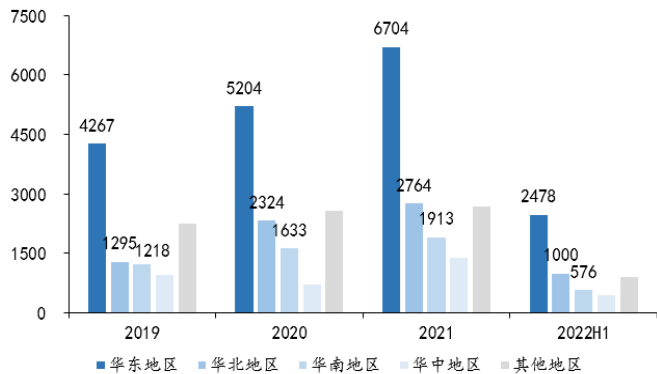
图表 10：2019-2022H1 公司按销售模式营收结构



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

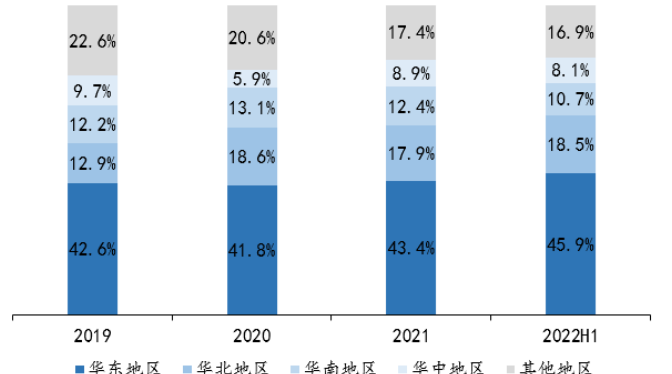
**分地区看，公司营收主要来源于华东地区。**公司产品主要应用于拥有海量数据及对数据安全性有较高要求的行业，该类企业多集中于经济较为发达的地区。

图表 11：2019-2022H1 按地区营收（万元）



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

图表 12：2019-2022H1 公司按地区营收结构



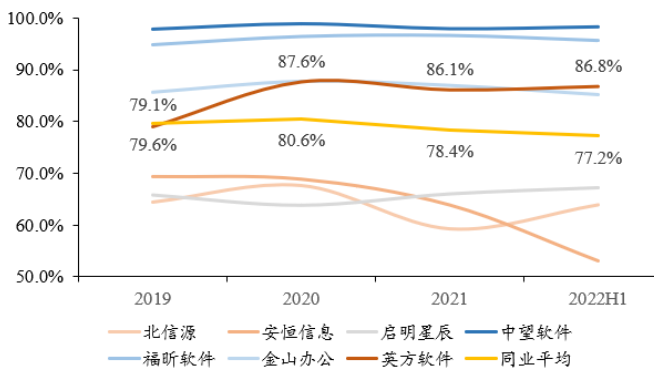
数据来源：公司招股书，华福证券研究所



### 1.4 财务分析：毛利率整体抬升，ROE 处较高水平

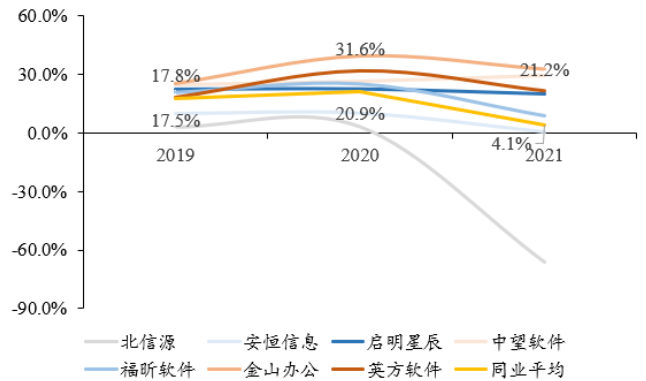
公司毛利率/净利率高于同业平均水平。2019-2022H1 公司主营业务毛利率分别为 79.1%/ 87.6%/ 86.1%/ 86.8%，2019-2021 公司主营业务净利率分别为 17.8%/ 31.6%/ 21.2%。总体来看，公司主营业务毛利率和净利率均略高于同行业上市公司平均水平。

图表 13：2019-2022H1 公司与同业毛利率对比



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

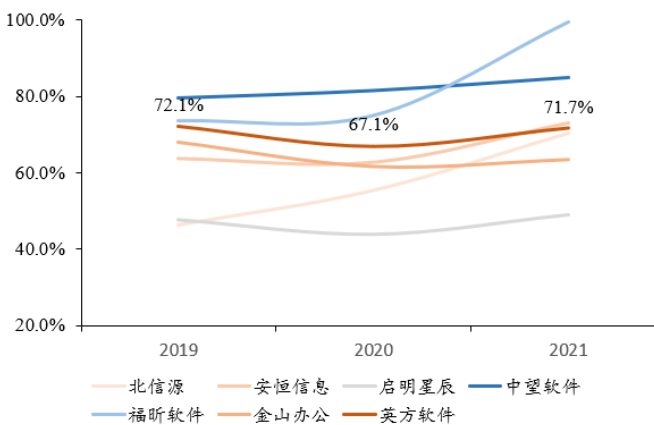
图表 14：2019-2021 公司与同业净利率对比



数据来源：Wind，华福证券研究所

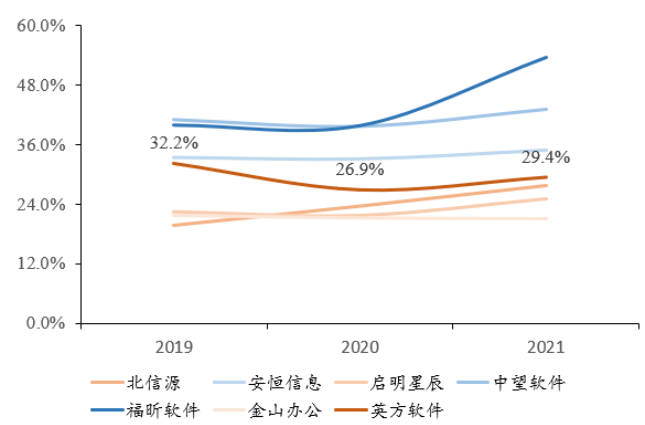
期间费用率总体合理，研发费用率处较高水平。2019-2021 年，公司期间费用率与同行业可比公司平均水平相比较基本一致且处于合理区间。公司研发费用率在同行业上市公司处于较高水平，主要系近年来在软硬件国产化大背景下，我国 IT 底层架构、标准与产品正在迅速发生变化，公司的产品特性要求与各类操作系统、数据库实现兼容。

图表 15：2019-2021 公司与同业期间费用率对比



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

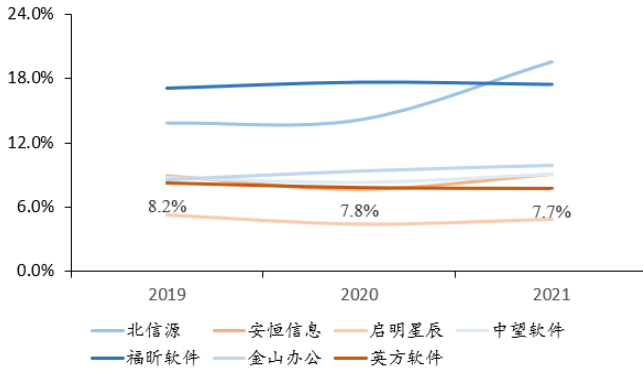
图表 16：2019-2021 公司与同业销售费用率对比



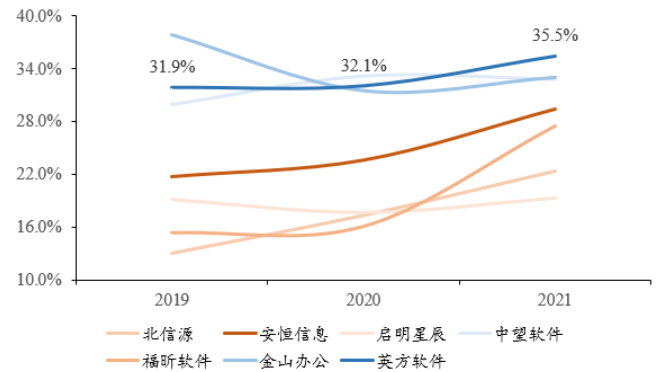
数据来源：公司招股书，华福证券研究所

图表 17：2019-2021 公司与同业管理费用率对比

图表 18：2019-2021 公司与同业研发费用率对比



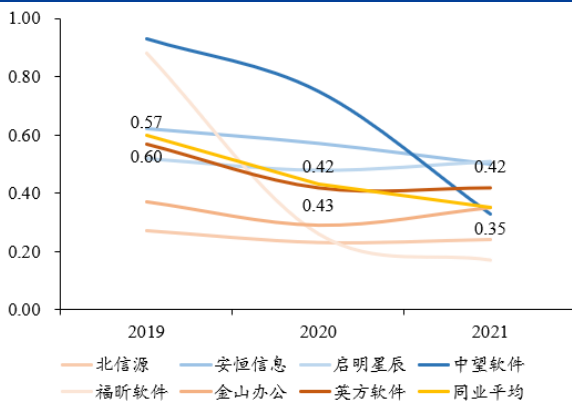
数据来源：公司招股书，华福证券研究所



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

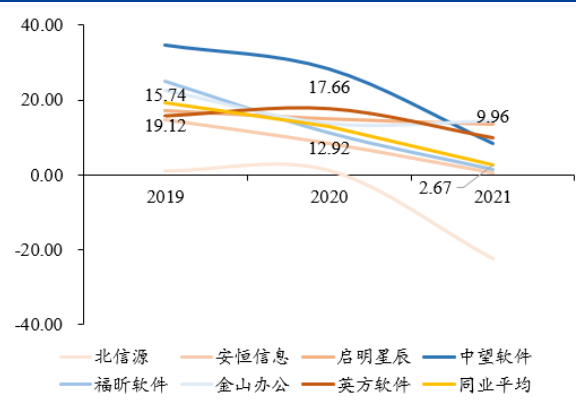
**运营效率良好，ROE 处较高水平。**公司总资产周转率与同行业均值水平基本持平，公司整体营运效率良好。公司净资产收益率在同业处于较高水平，总体经营状况良好。

图表 19：2019-2021 公司与同业总资产周转率对比



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

图表 20：2019-2021 公司与同业净资产收益率对比



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

## 2 行业分析：灾备为业务主场景，信创+云+大数据三大趋势空间广阔

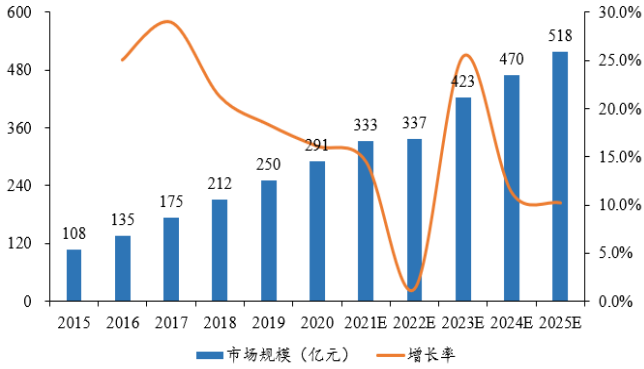
### 2.1 行业概况：复制技术按数据层级分三层，灾备为主要应用领域

根据获取数据的层级不同，数据复制软件可分三层。1) 存储硬件层数据复制软件：从存储设备中直接获取数据，并将其复制至新的存储设备；2) 操作系统层数据复制软件：从操作系统中捕获数据，并将其复制至新的操作系统；3) 数据库层数据复制软件：从数据库捕获数据，并将其复制至新的数据库。

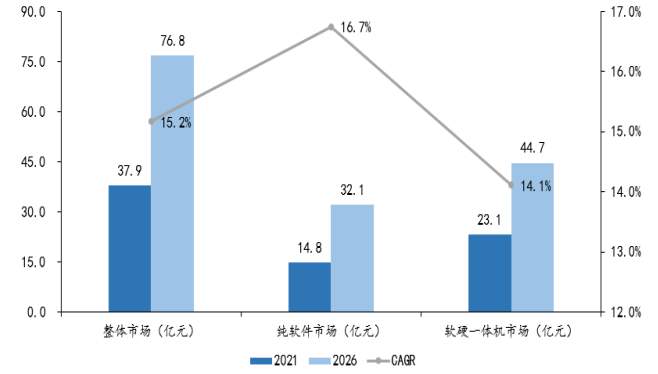
图表 21：数据复制技术对比

复制技术	优点	缺点	应用场景	
存储硬件层	直接镜像	独立于服务器、节省服务器性能开销。	存储硬件同构，成本高。	适合同构且集中的存储系统。
操作系统层	字节级复制技术	计算机资源占用小、复制颗粒度细、实时性高，可兼容各类业务软件。	与操作系统和文件系统密切相关，需要适配各种操作系统和文件系统。	几乎适用于任何基于文件系统的数据库复制和应用保护，在容灾、持续数据保护等场景下有较强优势。
	块级复制技术	不依赖于文件系统，可直接读取数据并进行复制。	复制粒度粗，对数据库的支持需要适配各类数据库。	具有海量文件的文件系统或者非标准化文件系统的场景，在定时备份领域有较强优势。





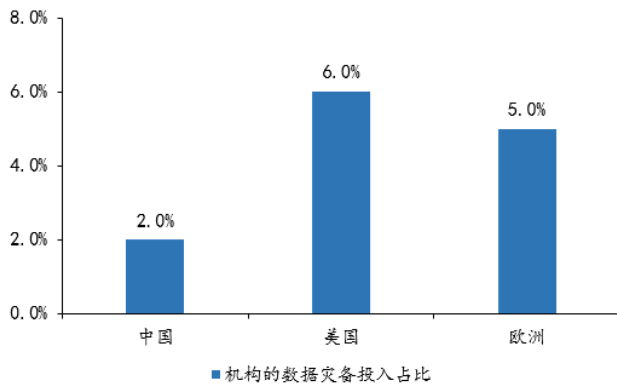
数据来源：2022 中国数据复制行业白皮书，华福证券研究所



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

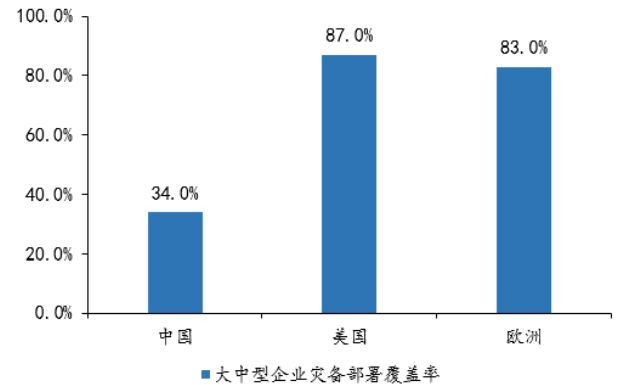
**对标海外我国灾备市场潜力巨大。**相比较欧美发达国家，我国灾备行业发展状况呈现“两低一高”3个特点：**1) 机构的数据灾备投入较低。**2020年我国信息基础设施投资中灾备占比仅为2%，而美国和欧洲分别是6%和5%；**2) 灾备部署的覆盖率低。**我国大中型企业综合灾备覆盖率仅为34%，美国达到87%，欧洲为83%；**3) 业务停机带来的损失高于欧美。**抽样调查表明，2021年我国大中型企业因为停机造成损失平均达到78万美元，美国为42万美元。考虑到监管层面对于数据安全有明确要求，以及公司自身存在业务安全与连续性的需求，灾备市场增长逻辑强硬。

图表 26：2020 年各国机构数据灾备投入对比



数据来源：2022 中国数据复制行业白皮书，华福证券研究所

图表 27：2020 年各国大中型企业灾备覆盖率对比



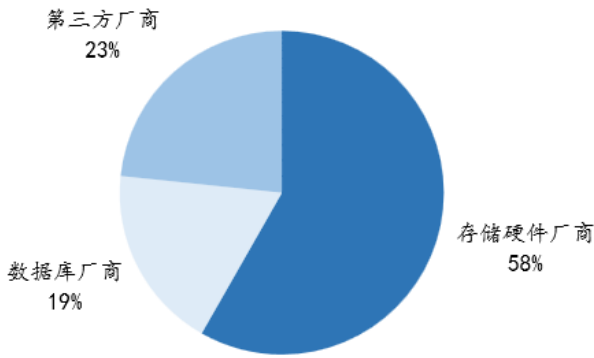
数据来源：2022 中国数据复制行业白皮书，华福证券研究所

### 2.3 行业格局：数据复制赛道共三路玩家，海外品牌市场认可度更高

从市场参与者看，存储硬件厂商、数据库厂商和第三方软件厂商三足鼎立。数据复制软件最早源于存储硬件企业，作为企业存储硬件外围工具软件而存在。部分数据库企业也可提供配套自家产品的数据复制软件。第三方复制软件由于具备高度的灵活性，也成为数据复制市场的重要补充。从具体企业来看，(1) 存储硬件企业：华为、戴尔科技、IBM等；(2) 数据库企业：Oracle；(3) 第三方软件企业：Veritas、Commvault、Veeam、英方软件等。

图表 28：2020 年国内数据复制市场细分赛道情况

图表 29：数据复制行业各细分赛道参与企业情况



数据来源：公司招股书，华福证券研究所



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

从产品品牌看，海外品牌依然占据较大份额。根据 IDC 统计，2021 年国内数据复制与保护的纯软件市场中，前五大供应商分别为 Veritas、DELL、英方软件、Commvault 和 华为，市场占有率分别为 16.0%、13.1%、10.2%、8.5% 和 8.3%，TOP5 企业中海外品牌占比接近 40%。而 IDC 数据显示 2022H1 国内数据复制保护总体市场中除华为凭借硬件销售占据第一外，戴尔科技和 Veritas 依然分列二、三位。总体而言，国产品牌在软件市场呈追赶之势。

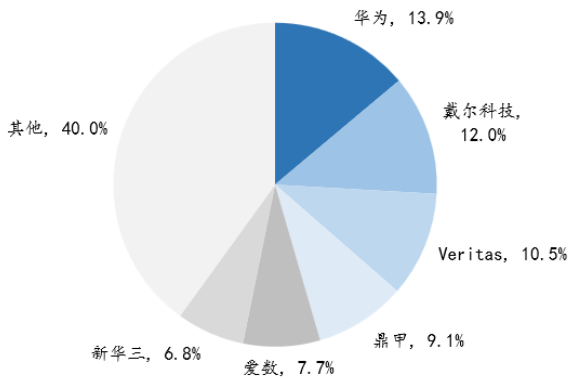
图表 30：海外主要厂商相较于国内规模更大

公司	总部	成立时间	员工数量	主营业务	营业收入
Commvault	美国	1996 年	2022 年 2848 人	涵盖数据保护、备份与恢复、灾难恢复等多个领域，并提供多种数据保护与治理相关的解决方案。	2022 年 7.69 亿美元
Veeam	美国	2006 年	2021 年 4000 余人	专注于备份虚拟化环境，同时可帮助客户实施自动化数据管理和确保数据可用性。	2021 年 10 多亿美元
Veritas	美国	1983 年	2020 年 7000 人	涵盖可用性、数据备份及保护、数据分析等领域，并提供云计算相关数字化业务、虚拟化、数据可视化、数据和工作负载可移动性、存储优化、业务连续性、数字化合规等多个解决方案。	2021 年 17 亿美元
rubrik	美国	2014 年	2022 年 2500 人	致力于混合 IT 环境中的数据保护和管理。	2020 年 6 亿美元
爱数信息	上海	2006 年	2021 年 1700 余人	领先的全域数据能力服务商，以开放的平台+生态模式，提供创新的大数据基础设施，通过全域数据的整合、治理、洞察与保护，实现数据的资产化和知识化。	2021 年 3.7 亿人民币 (中国市场)
鼎甲科技	广州	2009 年	2022 年 270 余人	面向传统数据中心、云计算、大数据三大场景，提供包括数据保护、数据副本管理、多云数据管理、数据存储等产品和服务。	2021 年 3.6 亿人民币 (中国市场)
迪思杰	北京	2006 年	2020 年 350 余人	涵盖异种数据库实时统一数据复制、交换共享、数据备份以及大数据治理和数据中台领域软件产品及方案。	2020 年 1.3 亿人民币
英方软件	上海	2011 年	2022 年 441 人	为用户提供数据安全、混合云灾备、数据库同步、数据迁移、数据副本管理、大数据收集与分发等产品方案。	2021 年 1.6 亿人民币

数据来源：招股说明书，公开信息搜集，华福证券研究所

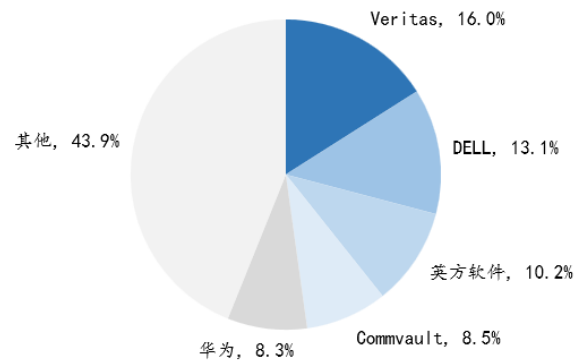


图表 31: 22H1 国内数据复制保护总体市场格局



数据来源: IDC, 华福证券研究所

图表 32: 2021 国内数据复制纯软件市场格局



数据来源: 公司招股书, 华福证券研究所

## 2.4 行业趋势: 国产替代是必然趋势, 云+大数据平台创造新增长极

**信创大潮下国产数据复制软件具备天然优势。**我国灾备行业整体起步较晚, 在过去较长时间内, 我国灾备行业主要以国外厂商为主。而当前除了服务器、存储和 ERP 领域国产率较高超过 70%, 其他如 CPU、操作系统和数据库等产品国产化率不足 10%, 仍以国外产品为主。自 2020 年以来我国各级政府部门密集发布信创指导文件, 预计随着信创政策力度不断加大, 我国信息技术领域基础设施国产化率不断提高, 相对应的国产数据复制软件的兼容性适配性具备天然优势, 国产数据复制软件存在较大需求。

图表 33: 国内部分信创产品国产化率

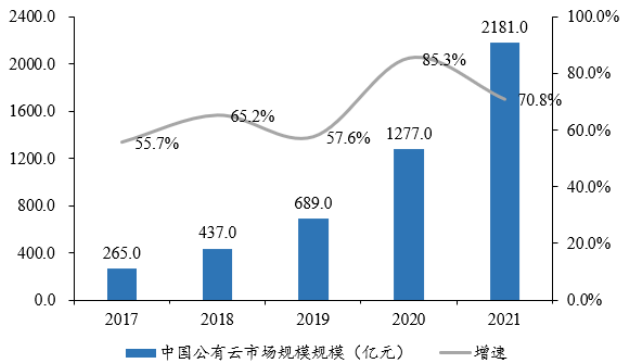
领域	市场规模 (亿元)	国产化率 (主要厂商)	替代空间 (亿元)
CPU 芯片 (2021 年)	1875	2%	1835
服务器 (2021 年)	251	74%	65
操作系统 (2021 年)	354	5%	335
存储 (2020 年)	317	73%	105
办公软件 (2020 年)	118	28%	85
数据库 (2021 年)	309	4%	299
中间件 (2020 年)	150	8%	137
ERP (2020 年)	346	71%	99

数据来源: 赛迪网《2023 年中国信创生态及信创 PC 市场发展研究报告》, 华福证券研究所

**云服务器灾备将成为灾备新需求。**近年来我国云计算市场持续高增长, 2017-2021 年公有云市场 CAGR 达 69.4%, 私有云市场 CAGR 达 25.2%。虽然大型云平台已具有较高的安全性, 但仍不可避免会发生物理故障, 导致云服务中断, 因此对于重要的云服务器, 仍需要进行异地保护, 以保证业务连续性和数据安全。灾备即服务(DRaaS)的新模式是指灾备软件供应商以云服务的方式向企业提供数据容灾备份服务平台。根据 Marketsand Markets 发布的市场研究报告显示, 全球 DRaaS 市场规模预计将从 2020 年的 51 亿美元增长到 2025 年的 146 亿美元, 年复合增长

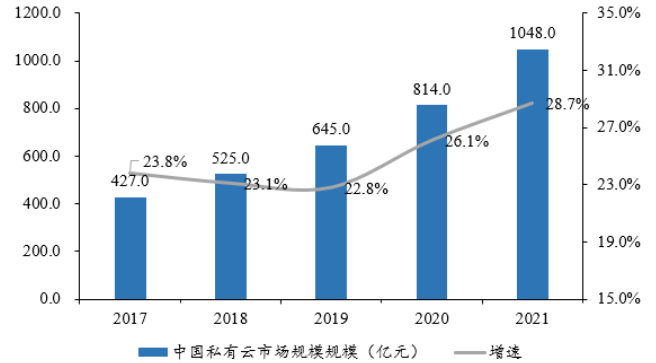
率达 23.41%。

图表 34：中国公有云市场规模及增速



数据来源：中国信通院，华福证券研究所

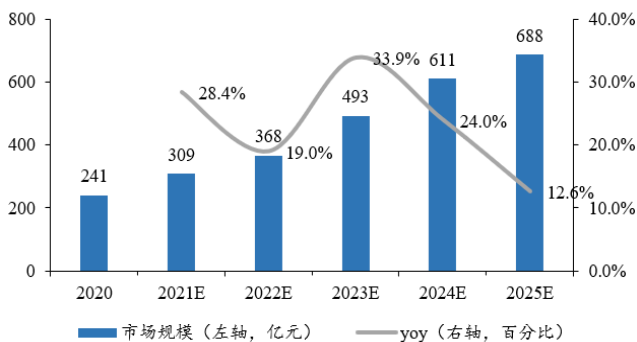
图表 35：中国私有云市场规模及增速



数据来源：中国信通院，华福证券研究所

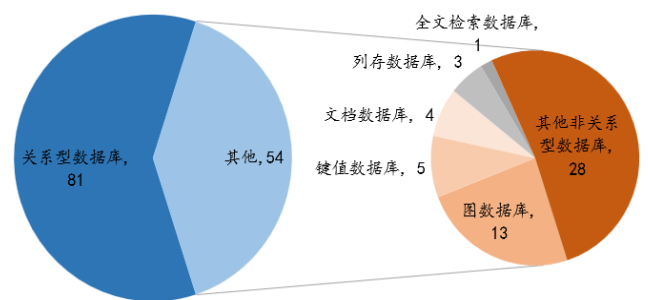
**能兼容多源数据库、跨大数据平台复制的数据复制软件需求大。**1) 在数据库端，根据信通院发布的《数据库发展研究报告（2021 年）》，2020 年中国数据库市场规模为 240.9 亿元，预计到 2025 年中国数据库市场总规模将达到 688 亿元，CAGR 为 23.4%，不断增长的数据库自身灾备需求大。此外，截至 2021 年 6 月我国数据库产品共有 135 款，数据库技术尚未收敛，品牌类型众多，不同数据库间数据复制需求大。2) 在大数据平台端，大数据平台拥有特殊的文件系统及数据处理模块，传统的数据库数据复制技术无法实现大数据平台间的数据实时复制，因此平台间实时复制技术是今后重要发展方向。除此之外，大数据平台本身也存在大量灾备需求。

图表 36：2020-2025 年中国数据库市场规模



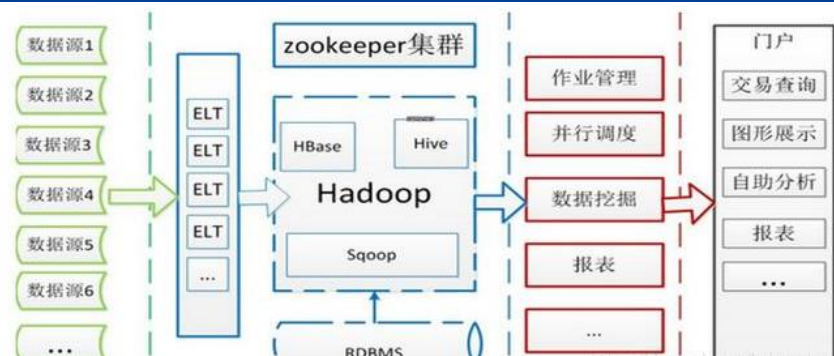
数据来源：中国信通院，华福证券研究所

图表 37：2021 年我国数据库产品分布情况 (个)



数据来源：中国信通院，华福证券研究所

图表 38：典型大数据平台结构图



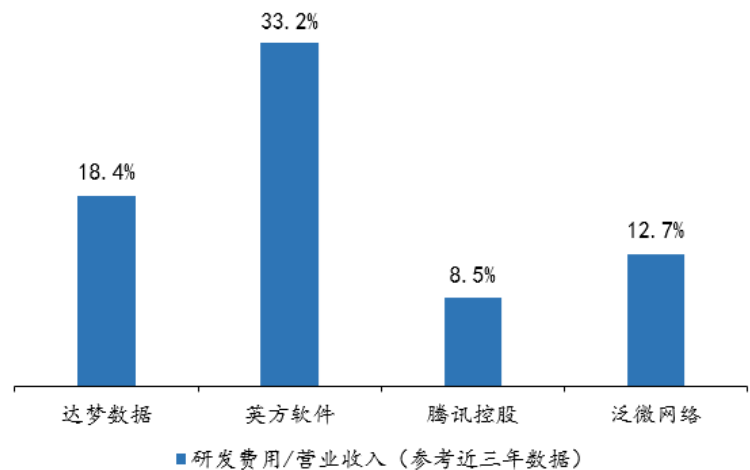
数据来源：FineDataLink，华福证券研究所

### 3 公司看点：自带稀缺属性，技术生态优势明显

#### 3.1 商业优势：比较优势下稀缺性强，标准化产品毛利率高

公司在数据复制软件赛道具备明显比较优势。市场担心公司面临来自存储硬件、数据库和第三方软件厂商的激烈竞争，实际上公司在面临不同赛道的竞争时具有明显的比较优势。一方面对于存储硬件和数据库大型厂商来说，考虑到效益问题其独立开展数据复制业务的可能性较低。参考腾讯控股和泛微网络的关系，腾讯控股介入 OA 业务是通过参股泛微网络实现的，之所以并未自主研发销售，主要原因在于泛微网络从事的 OA 业务研发投入/产出更高，极有可能拉低公司盈利水平。因此推测达梦数据等老牌数据库厂商更可能与第三方软件厂商开展战略合作；另一方面，公司在赛道中较早进入市场，对于中小厂商介入竞争存在先发优势；最后，海外企业在信创的趋势下，原有份额会被国产厂商不断替换，公司作为国产龙头企业直接受益。所以赛道整体并不拥挤，公司作为目前数据复制软件市场唯一上市企业，具有较强稀缺性。

图表 39：大厂考虑投入产出比进入赛道可能性极低

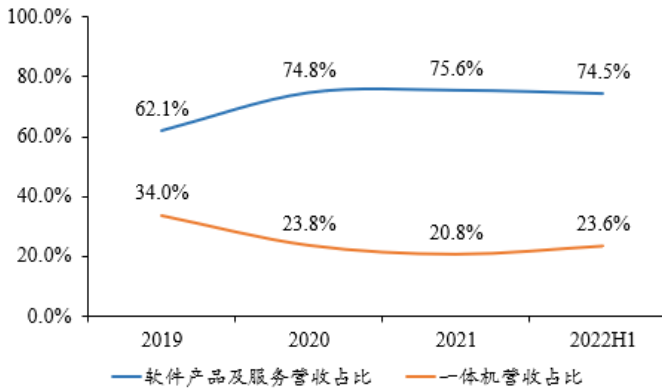


数据来源：Wind，央广网，华福证券研究所

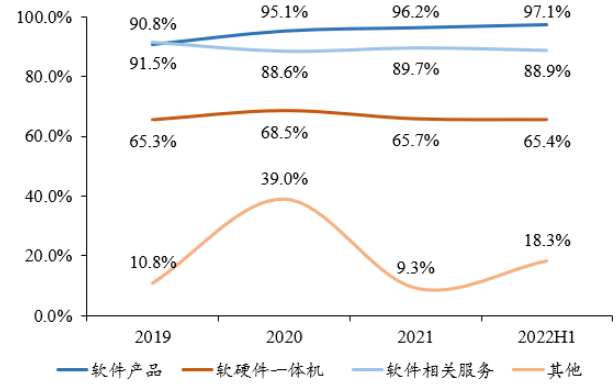
**标准化产品毛利率高，商业模式优秀。**公司的主营产品中，软件产品近年毛利率超过 95%，软件服务毛利率接近 90%，标准化软件及服务投入成本低盈利能力强。报告期公司软件产品及服务营收占比分别为 62.1%/74.8%/75.6%/74.5%，整体呈上升趋势，因此助力公司毛利率不断提升。公司软硬件一体机平均毛利率仅约 65%，但此部分业务仅作为满足部分大客户需要而开展的附带业务，未来占比将进一步降低。随着公司产品结构不断优化，预计公司毛利率仍有提升潜力。

图表 40：公司产品结构不断优化

图表 41：公司各业务毛利率情况



数据来源：公司招股书，华福证券研究所



数据来源：公司招股书，华福证券研究所

### 3.2 技术优势：公司产品通用性更强，信创受益大

公司产品均实现软硬件解耦，适用性更强。公司是国内市场少数同时掌握动态文件字节级、数据库语义级和卷层块级复制技术的企业，覆盖了信息系统的操作系统文件层、数据库层和操作系统卷层，形成了较高的技术壁垒。由于所有产品均为软硬件解耦，因此可实现纯软件交付，均可实现跨体系运作。

图表 42：公司产品可实现跨体系的数据迁移复制



数据来源：中国数据复制行业白皮书，华福证券研究所

公司专注数据复制技术，产品专业性更强。相较海外企业，公司在实现类似功能情况下对国产操作系统和数据库适配性更好；相较存储硬件和数据库厂商，由于这类企业的数据复制软件主要定位在促进主营产品销售，复制软件本身并非其研发营销重心，因此产品功能单一、跨平台跨场景能力弱是其主要问题，公司产品专业性更强。在信创+云+大数据趋势下，大量国外品牌到国产品牌、本地到云、云到云、数据库到大数据平台、大数据平台到大数据平台等的的数据复制需求不断涌现，公司有望凭借多方面比较优势进一步打开市场。

图表 43：公司产品比较优势明显



使用场景	公司产品	对标企业	对标产品	公司特殊优势
灾备	i2Availability	Veritas 华为	InfoScale OceanStor BCManager	Veritas 不支持国产操作系统；华为对非自家品牌兼容性不足
灾备	i2CDP	DELL EMC 火星高科	RecoverPoint 火星舱 CDP	DELL EMC 不支持国产操作系统，不支持文件级保护；火星高科不支持文件级保护
大数据	i2Active + i2Stream	Oracle 迪思杰	OGG SuperSync/DataXone	Oracle 不支持国产化；数据比对功能较弱

数据来源：招股说明书，华福证券研究所

### 3.3 生态优势：生态合作伙伴丰富，下游客户群稳定成熟

良好的生态环境赋能公司更好拓展客户。公司与华为、浪潮、新华三、腾讯云、阿里云、百度云、天翼云、中国联通、中国移动、中国电信、AWS、Dell EMC、微软等多家领先的技术厂商建立了紧密的合作伙伴关系。公司是部分云厂商对外提供全套解决方案的重要组成部分，由于云厂商具有较强的渠道能力，公司可在做好标杆案例之后借助云厂商渠道更高效拓展客户。在国产化兼容性方面，公司分别与多家主流的国产化操作系统、芯片、数据库、云平台、存储等厂商，共同进行了国产化产品的兼容性互认证测试。不断的生态投入将为公司进一步打开市场创造便利的环境。

图表 44：公司生态合作伙伴丰富



数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司已构建较强客户壁垒。由于数据复制软件通常用于用户重要业务系统的数据保护与数据传输，对产品的稳定性要求较高，使用前通常需要经过严格的测试，因此上线后客户不会轻易替换品牌。公司自成立以来，已在数据复制软件行业深耕十余年，形成了稳定成熟的客户群，建立了客户壁垒。

图表 45：公司产品在政府金融医疗行业得到广泛应用

行业	客户	使用产品	效果
政府	河北财政厅及各市局	i2Active	主备分离，提升效率；跨平台灵活兼容，降低成本。
	河北省生态环境厅	i2Box、i2Availability、i2CDP	实现核心业务系统高可用保护，其他重要业务数据实时持续数据保护。
	内蒙古自治区/锡林郭勒盟住房公积金管理中心	i2CDP	强化了管理中心生产数据抵御风险能力，为关键业务系统和数据库提供了高可用保护，整体满足等级保护三级的要求。
	陕西省人民检察院	i2Availability、i2Active	项目总体从数据层、业务层、访问层均采用了国产化技术实



			现，达到业务系统异地应用级容灾要求。
金融	珠峰保险	i2COOPY	实现数据异地容灾、容灾资源弹性扩容、保障数据安全、按需付费，即买即用。
	中国人民银行上海分行	i2Move, i2Avalibility, i2CDP	实现同城容灾目标。
	东吴证券	i2Availability, i2BOX, i2CDP, i2COOPY	实现海量数据实时持续备份，帮助 IT 运维人员减轻运维压力。
	海通证券	i2Active, i2Availability, i2CDP	实现数据的实时复制，历史数据恢复。
医疗	湖北省卫健委	i2VP, i2CDP, i2Backup, i2COOPY	实现对本地生产中心数据实时保护，本地集中备份服务器与异地云灾备服务器之间实时复制。
	广州医科大一附院	i2Active, i2COOPY, i2CDP	保障数据库系统全天 24 小时运作，实现业务连续可用。
	辽宁省人民医院	i2Active, i2VP, i2Availability, i2COOPY	实现了核心业务系统的数据库和海量数据的灾备需求。
	山西医科大学第二医院	i2COOPY, i2Availability	实现数据快速恢复与数据灾备保护功能。

数据来源：公司官网，华福证券研究所

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

**软件产品：**2021 年业务占比达 64%，2018-2021 年 CAGR 达 51.2%。1) 收入端：假设信创进度如期推进，灾备市场海外产品被不断替代，大数据市场在海外数据库替换为国产数据库过程中，公司积极介入部分复杂迁移项目，给予公司此部分业务 2022-2024 年收入增长率分别为 22.2%/73.2%/89.1%。2) 成本端：考虑到软件产品逐渐成熟，2022-2024 年毛利率分别为 97.0%/97.0%/97.0%。

**软硬件一体机：**2018-2021 年 CAGR 达 10.1%。1) 收入端：考虑到公司专注标准化软件产品，给予公司此部分业务 2022-2024 年收入增长率分别为 10.0%/20.0%/20.0%。2) 成本端：假设成本相对稳定，2022-2024 年毛利率分别为 66.5%/66.5%/66.5%。

**软件相关服务：**2020-2021 年增速分别达到 83.1%/101.8%。参照软件服务市场收费规律分别计算出 2022-2024 年营收为 0.3/0.4/0.6 亿元，对应收入增长率分别为 108.8%/31.2%/46.6%；假设成本相对稳定，2022-2024 年毛利率分别为 90.0%/90.0%/90.0%。

**其他主营业务：**给予公司此部分业务 2022-2024 年收入增长率分别为 50.0%/50.0%/50.0%；假设成本相对稳定，2022-2024 年毛利率分别为 20.0%/20.0%/20.0%。

**其他业务：**给予公司此部分业务 2022-2024 年收入增长率分别为 30.0%/30.0%/30.0%；2022-2024 年毛利率分别为 75.0%/75.0%/75.0%。

图表 46：分业务收入及毛利率预测

单位百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
软件产品	收入	102.2	124.9	216.3	409.1
	YoY	18.8%	22.2%	73.2%	89.1%

	毛利率	96.2%	97.0%	97.0%	97.0%
软硬件一体机	收入	32.1	35.4	42.4	50.9
	YoY	8.1%	10.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	65.7%	66.5%	66.5%	66.5%
软件相关服务	收入	14.6	30.6	40.1	58.8
	YoY	101.8%	108.8%	31.2%	46.6%
	毛利率	89.7%	90.0%	90.0%	90.0%
其他主营业务	收入	5.5	8.3	12.4	18.7
	YoY	229.2%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	9.2%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	收入	5.3	6.9	8.9	11.6
	YoY	34.9%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	72.0%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	收入	159.8	206.0	320.2	549.1
	YoY	24.3%	28.9%	55.5%	71.5%
	毛利率	85.6%	86.9%	88.5%	90.3%

数据来源：公司招股书，华福证券研究所整理

## 4.2 费用预测

我们认为公司未来 3 年期间费用支出增速将有较快增加，但随着市场份额进一步打开，规模效应凸显，费用率水平将保持下降趋势。

**(1) 销售费用率：**为了进一步拓展市场，预计公司将在销售渠道上加大投入，职工薪酬等主要费用项将参照营收增幅快速增长。我们预测 2022-2024 年销售费用率分别为 27.4%/24.4%/22.5%。

**(2) 管理费用率：**预计管理费用增长节奏与销售费用保持一致，我们预测 2022-2024 年管理费用率分别为 7.0%/6.0%/5.2%。

**(3) 研发费用率：**为了确保公司产品能更好的实现跨平台跨品牌能力，预计公司将进一步加大研发力度，研发费用保持较快的增长速度。我们预测 2022-2024 年研发费用率分别为 35.6%/31.8%/29.3%。

## 4.3 估值

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 2.1/3.2/5.5 亿元，复合增速为 50.9%；归母净利润分别为 0.5/1.0/2.0 亿元，复合增速为 79.0%。

公司主营数据复制业务，目前国内上市企业中无严格可比公司，根据公司商业模式及特点：数据复制技术和数据库场景强相关，选取数据库相关企业海量数据和中國软件；灾备需求和网络安全需求类似，既有监管层面的强制要求所以企业存在采购下限，也有企业根据自身条件决定采购的规格、规模，选取付费逻辑相似的网络安全企业奇安信，2022-2024 年平均 PE 为 467.22/143.86/79.15 倍。综合考虑给予公司 2023 年 144 倍 PE，对应 EPS 为 1.16 元，目标股价 167.40 元。

图表 47：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	市值（亿元）	EPS（元）				PE（倍）			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603138	海量数据	25.68	73	0.04	0.07	0.15	0.26	399.29	344.60	175.63	100.2
600536	中国软件	69.62	461	0.15	0.28	0.59	0.98	326.71	244.47	118.87	70.79
688561	奇安信	72.48	497	-0.81	-	0.53	1.09	-108.10	812.59	137.09	66.41
			平均值						467.22	143.86	79.15

数据来源：wind，华福证券研究所

注：股价为 2023/03/28 日股价，可比公司使用 Wind 一致预期

## 5 风险提示

**研发投入较大且技术化不及预期的风险：**为了巩固技术方面的先进性和创新发展，持续性的研发投入资金需求较大，存在技术转化不及预期导致业绩下滑的风险。

**市场开拓不利的风险：**海外品牌产品市场认可度优势仍在，公司产品在市场推广方面仍需一定时间，若产品在下游推行速度不及预期，可能对公司业绩产生不利影响。



## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn