

深桑达 A (000032)

报告日期: 2023 年 06 月 08 日

# 产业服务龙头企业，依托数据要素&专属云业务顺势而起

## ——深桑达 A 深度报告

### 投资要点

#### □ 背靠央企，掌握数字化转型浪潮核心技术

深桑达是数字政府 IT 市场领导者，2021 年顺利完成与中国系统重组融合，目前成为中国电子信息服务板块的主力军。公司实际控制人中国电子是以网络安全和信息化为主业的中央企业。2022 年营收总额达到 510.52 亿元，同比增长 15.67%。公司以产业服务为依托，深植数字与信息服务，不断开拓新市场，在行业内已经享有较高的声誉和市场影响力。

#### □ 数据要素市场加速发展，专属云市场发展空前活跃

数据要素资产化的进程和数据市场体系的建立都明确说明中央大力扶持数据行业发展的态度，相比美国市场已进入能基于数据提供相应增值服务的阶段，我国数据要素市场仍处于萌芽期，预计 2025 年行业拥有超 1700 亿市场空间。我们认为，数据要素产业化大时代即将拉开序幕。

同时，《数字中国建设整体布局规划》指出要“打通数字基础设施大动脉”，加快建设网络基础设施，系统优化算力基础设施，整体提升应用基础设施水平。据 IDC、中国信通院等研究机构数据显示，中国作为全球云计算市场中增长最快的区域，2021 年市场规模达到 3229 亿元，预计 2021-2025 年复合增长率为 26%，同时，我国云存储市场规模有望到 2026 年突破 1800 亿元。

深桑达是中国电子下属重要二级企业，是新型数字基础设施的建设者和供应商，亦是高水平科技自立自强的践行者，为数字中国建设贡献力量。公司已形成数据金库、数据要素加工交易中心、安全可信数据空间等数据要素化工程系列产品。公司围绕着建设数据资源体系，不断研发、升级已有数据产品和技术，助力构建以“数据”为核心的运营体系建设。深桑达在政府和央企渠道优势显著，有望扮演国资云的重要承建者，助推公司数字与信息服务业务顺势而起。同时公司拥有强大的自研能力和优质的合作群体加持，能够不断扩大产品与服务的核心竞争力，面对未来的专属云市场可以抢占先机，营收空间浩瀚无垠。

#### □ 深桑达全方位拥抱数字中国进程，洁净室产业稳定发展

政府和行业数字化转型全面深化，市场空间持续扩大。公司注重研发和创新，在云计算及存储、数据创新、数字政府与行业数字化服务领域均处于国内领先地位，拥有原创技术和先发优势。公司目前已形成成熟的产业链，有望在接下来的几年中实现数字与信息服务领域的飞速发展。

随着战略新兴行业的发展，洁净室产业有望快速增长，根据中国电子学会数据显示，2026 年洁净室市场规模有望达到 3586.5 亿元。深桑达作为洁净室行业的第一梯队企业，在行业内享有较高的声誉和市场影响力。

#### □ 盈利预测与估值

我们预测公司 2023-2025 年实现营收 570.95/645.57/734.37 亿元，同比增速分别为 11.84%/13.07%/13.75%，对应归母净利润分别为 3.06/4.75/6.57 亿元，同比增速分别为 188.77%/55.18%/38.29%，对应 EPS 为 0.27/0.42/0.58 元，对应 PE 为 123.76/79.75/57.67 倍。首次覆盖予以“增持”评级。

#### □ 风险提示

宏观环境风险、政策推进不及预期风险、研发投入影响公司整体经营业绩

### 投资评级：增持(首次)

分析师: 刘雯蜀  
 执业证书号: s1230523020002  
 liuwenshu03@stocke.com.cn

研究助理: 郑毅  
 zhengyi@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 33.31
总市值(百万元)	37,905.42
总股本(百万股)	1,137.96

### 股票走势图



### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	51051.92	57095.20	64557.48	73437.27
(+/-) (%)	15.67%	11.84%	13.07%	13.75%
归母净利润	-162.25	306.29	475.31	657.30
(+/-) (%)	-	188.77%	55.18%	38.29%
每股收益(元)	-0.14	0.27	0.42	0.58
P/E	-233.62	123.76	79.75	57.67

资料来源：浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 关键假设

- 1) 数字中国下，数据要素市场发展空前活跃。
- 2) 电子云市场空间持续扩大。

### ● 我们与市场的观点的差异

#### 【市场担忧—传统产业服务增量有限】

深桑达传统产业服务业务来自于重组前的中国系统，未来并不看好该板块的发展，市场空间有限。

**我们认为随着战略新兴行业的发展，洁净室产业有望新的发展：**随着国家产业升级、制造强国的进一步推进，国家战略新兴产业快速发展，极大程度上带动了洁净室需求的增长和我国洁净室行业的快速发展。深桑达是全国领先的工业建筑及洁净室工程系统整体解决方案专业提供商，为多家国内知名企业的洁净室提供系统集成工程服务，品质均得到了业主和主管建筑部门的一致认可，在行业内享有较高的声誉和市场影响力。未来有望进一步发展。

#### 【市场担忧—公司数据要素板块发展动力不足，电子云服务增长乏力】

**我们认为公司能提供软硬件支撑，在数据要素市场占据一席之地：**公司注重研发和创新，在云计算及存储、数据创新、数字政府与行业数字化服务领域均处于国内领先地位，拥有原创技术和先发优势。虽然数据要素板块是近几年才开始发展，目前仅仅是基于过去的软硬件服务上发展数据要素板块，但公司已形成成熟的产业链，有望在接下来的几年中实现数字与信息服务领域的飞速发展。

**我们认为公司在电子云板块同样拥有较强的竞争力：**与互联网厂商相比，深桑达在政府和央企渠道优势显著，有望扮演国资云的重要承建者，助推公司电子云业务顺势而起。同时公司拥有强大的自研能力和优质的合作群体加持，能够不断扩大产品与服务的核心竞争力，拥有更加安全的国产化软硬件，同时也更加符合信创的需求，营收空间浩瀚无垠

### ● 股价上涨的催化因素

- 数据二十条开启数据要素产业化大时代；
- 公司依托数字中国进程加快；

洁净室产业乘战略新兴行业的发展而起。

● **风险提示**

宏观环境风险、政策推进不及预期风险、研发投入影响公司整体经营业绩。

## 正文目录

<b>1 背靠央企，掌握数字化转型浪潮核心技术</b> .....	<b>6</b>
1.1 数字政府 IT 市场领导者，股权结构稳定 .....	6
1.2 产业服务稳步提升，数字与信息服务业务飞速发展 .....	7
1.3 营收高速增长，研发费用持续投入 .....	8
<b>2 数字中国下，数据要素&amp;专属云市场发展空前活跃</b> .....	<b>10</b>
2.1 我国成为全球第二数字经济大国，海量数据的价值亟待发掘 .....	10
2.2 以算力、存储为代表的数字基础设施需求持续扩张，专属云增长迅速 .....	12
<b>3 深桑达全方位拥抱数字中国进程，洁净室产业稳定发展</b> .....	<b>13</b>
3.1 定义数据元件、构建数据要素化体系 .....	13
3.2 智慧城市产业链成熟，引领政府数字化转型 .....	14
3.3 世界一流的高科技产业工程服务商，洁净产业持续发力 .....	15
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>17</b>
4.1 盈利预测 .....	17
4.2 投资建议与估值 .....	19
<b>5 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

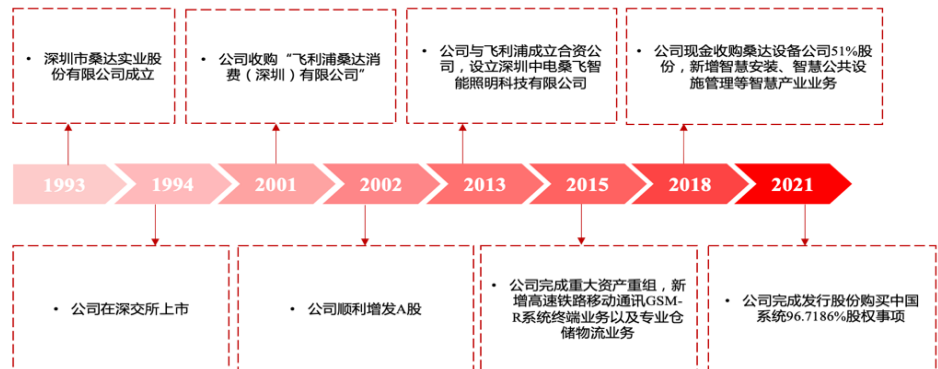
图 1: 公司历史沿革.....	6
图 2: 股权结构.....	7
图 3: 公司 2021-2022 年各业务营收占比.....	7
图 4: 中国系统近四年来营收.....	7
图 5: 公司营收及增速.....	8
图 6: 公司归母净利润及增速.....	8
图 7: 公司各项业务重组以后发展 (产品服务 2020 年为原中国系统产业).....	9
图 8: 公司近年销售、管理及研发费用率.....	9
图 9: 中国数字经济发展四个阶段.....	10
图 10: 中国数字经济发展四个阶段.....	11
图 11: 2021 年数字经济规模占比 (万亿美元、%).....	11
图 12: 2025 年数据要素市场规模有望突破 1700 亿 (亿、%).....	12
图 13: 2022 年数据要素市场规模构成 (亿).....	12
图 14: 中国电子云相关产品图谱.....	13
图 15: 深桑达数据创新领域布局.....	14
图 16: 公司数字与信息服务重大成果.....	15
图 17: 2020-2022 研发投入 (亿元).....	15
图 18: 2020-2022 研发人员.....	15
图 19: 2014-2026 年我国洁净室市场规模 (亿元).....	16
图 20: 深桑达产业工程服务成果.....	17
图 21: 公司营收预测拆分 (单位: 亿元).....	19
图 22: 公司估值对比.....	19
表附录: 三大报表预测值.....	21

## 1 背靠央企，掌握数字化转型浪潮核心技术

### 1.1 数字政府 IT 市场领导者，股权结构稳定

- 深桑达 1993 年在深圳市福田区成立，1994 年在深圳证券交易所上市交易，是中国电子（CEC）网信产业核心企业。原主营业务是火车间通信设备，公司在 2021 年顺利完成与中国系统重组融合。重组完毕后，云计算与存储、数据创新和数字政务与行业数字化开始飞速发展。目前成为中国电子信息服务板块的主力军。
- 公司坚持科技自立自强，积极践行中国电子“打造国家网信事业核心战略科技力量”的战略使命，数字化管理水平、公司运营效率不断提升。在数字与信息服务领域，公司助力数字政府建设及行业数字化转型，在数字政府以及金融、能源等关键行业打造一批“灯塔项目”；在产业服务领域，公司积极探索以云数产品为基础，为制造业客户提供数字化转型服务。
- 公司作为中国电子旗下数字业务的重要主体，以“云数”核心产品技术创新为驱动，构建面向党政和关键行业的安全、绿色、先进数字底座，以数据赋能数字政府和行业数字化转型升级，为客户在数字时代实现“蝶变”发展提供强有力的产品技术和服务支撑。

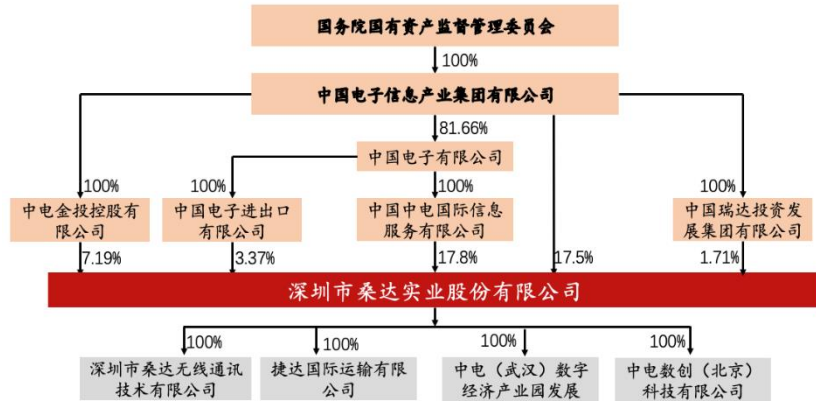
图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网、公司年报、浙商证券研究所

- **股权结构稳定，国有法人持股比例大。**截至 2022 年 12 月 31 日，公司两大股东中国中电国际信息服务有限公司与中国电子信息产业集团有限公司分别占股 17.81% 与 17.51%。公司实际控制人中国电子是以网络安全和信息化为主业的中央企业，是兼具计算机 CPU 和操作系统关键核心技术的中国企业。深桑达是中国电子旗下的重要二级企业。公司与控股股东及实际控制人在业务、人员、资产、机构、财务等方面完全分开，具有独立完整的自主经营能力。

图2: 股权结构

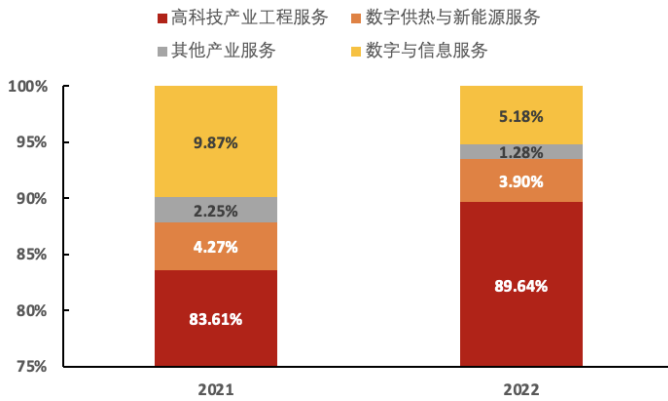


资料来源: 公司年报、wind (截至 2022 年 12 月 31 日)、浙商证券研究所

## 1.2 产业服务稳步提升，数字与信息服务业务飞速发展

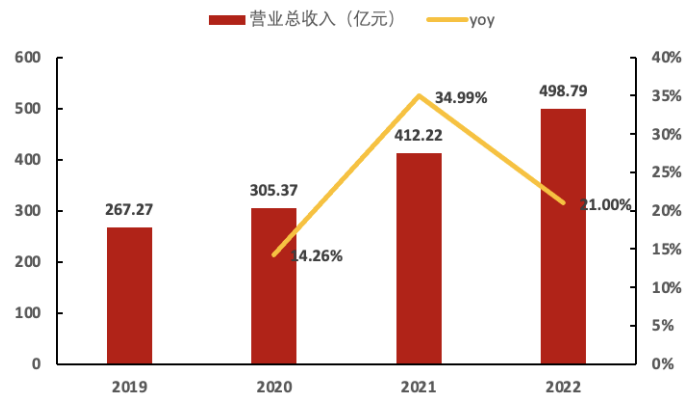
■ **产业服务为本，持续稳定发展。**深桑达收购中国系统后，全部接手其产业服务，目前产业服务已经成为深桑达的收入支柱，中国系统 2022 年营收总额达到 498.79 亿，由于有行业技术壁垒，未来仍然稳定提升。产业服务业务包括高科技产业工程服务、数字供热与新能源服务及其他业务。深桑达 2022 年整个产业服务营收占总收入的 94.82%，其中以洁净室咨询、设计、施工、运维为核心的高科技产业工程服务占到 89.64%。

图3: 公司 2021-2022 年各业务营收占比



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

图4: 中国系统近四年来营收



资料来源: wind、浙商证券研究所

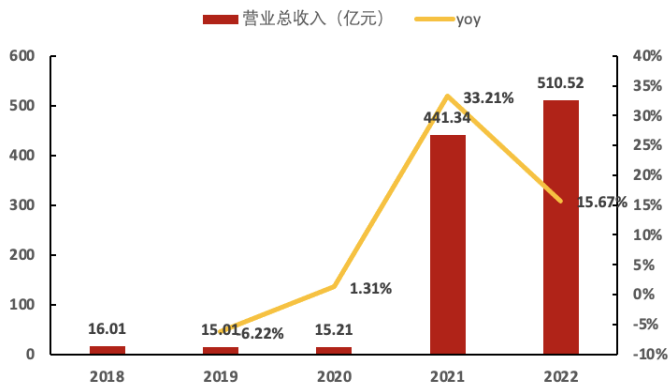
- 1) **高科技产业工程服务:** 公司提供以洁净室咨询、设计、施工、运营为核心的高科技产业工程服务，自成立以来专注服务电子信息、生物医药、新基建、新能源领域的高科技产业客户。在电子信息领域，公司是国内平板显示、集成电路工厂的主要建设者之一；在生物医药领域，公司服务过众多国内 100 强医药企业和海外企业；在新基建领域，公司在云计算、物联网、大数据等各类信息化产业领域积累了丰富的案例；在新能源领域，公司服务涵盖锂电、光伏、风能等细分产业核心生产车间建设。

- 2) **数字供热与新能源服务:** 公司的数字供热业务目前已完成构建数字供热管控一体化平台, 具备了端到端的自动化、智能化控制能力, 为客户提供优质稳定的供热服务, 引领民生服务的数字化转型。公司的新能源服务已经在石家庄建设运营了两个生物质热电联产示范项目, 受到国家政策的大力支持。
  - 3) **其他业务:** 公司的精密物流业务主要集中在液晶、半导体、新能源、医疗器械、航空航天等领域, 可为客户定制一体化物流解决方案, 已逐渐发展成为中国精密物流领域的一支生力军。另外, 公司在深圳市华强北及科技园片区的物业租赁业务也能为公司带来较为稳定的收益。
- **大力发展数字与信息服务业务。** 公司是中国电子旗下的重要二级企业, 落实集团公司构建自主安全计算原创技术“策源地”和自主计算产业链“链长”的战略任务, 公司承担云计算及存储、数据创新、数字政府与行业数字化服务三项数字与信息服务业务。2022 年营收达到 26 亿元。
- 1) **云计算与存储:** 公司基于自研可信计算技术架构和业界领先的分布式云原生云操作系统, 推出了“中国电子云”这一数字底座, 其为政府、金融机构、公共服务机构、大型集团企业客户提供高安全数字基础设施, 支撑客户实现信息化、数字化、信创化的快速转型。存储板块, 无论是针对新阶段的数据存储要求, 安全方面还是先进方面, 产品均领先业内同类产品。
  - 2) **数据创新:** 公司面向中央部委、地方党政机关、大型集团企业客户, 建立提供从数据基础设施、数据安全与合规、认知智能等数据产品能力体系; 建立**数据治理咨询、方案设计、数据资产管理等数据创新解决方案体系。**
  - 3) **数字政府与行业数字化服务:** 公司作为中国电子现代数字城市业务牵头单位, 提供数字政府与行业数字化服务, 以数字基础设施和数据创新的核心能力为支撑, 通过自研标杆产品和协同生态伙伴, 面向党政和关键行业企业, 提供数字化咨询、数字化解决方案、关键行业数字化转型等服务。

### 1.3 营收高速增长, 研发费用持续投入

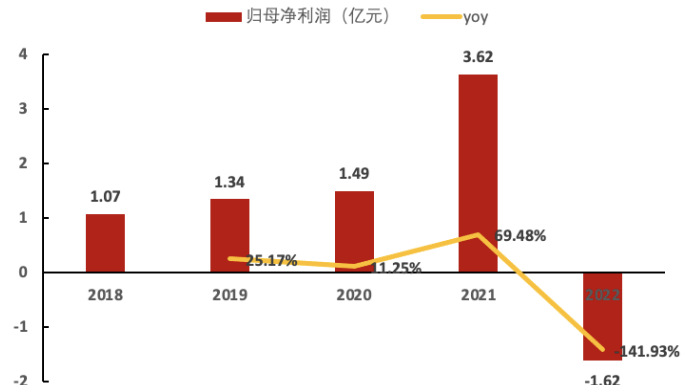
- **营收重组后爆发式增长, 归母净利润持续提高:** 深桑达在 2021 年重组完成后, 营业总收入有了爆发式的增长, 由 2018 年 16.01 亿元增长至 2022 年 510.52 亿元, 2022 年同比增长 15.67%; 公司归母净利润持续提高, 由 2018 年 1.07 亿增长至 2021 年的 3.62 亿元, 2022 年归母净利润-1.62 亿元, 主要受疫情影响较大。

图5: 公司营收及增速



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图6: 公司归母净利润及增速

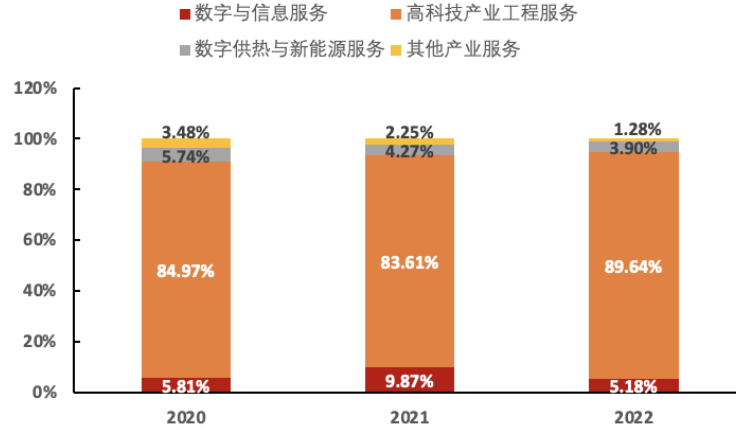


资料来源: Wind、浙商证券研究所



- **数字与信息服务创新发展，产品服务稳定增长：**2022 年数字与信息服务营收 26.44 亿，毛利率 27.20%，同比下降 39.32%。产品服务中占比最高的高科技产业工程服务毛利率 10.21%，营收同比增长 24.02%。

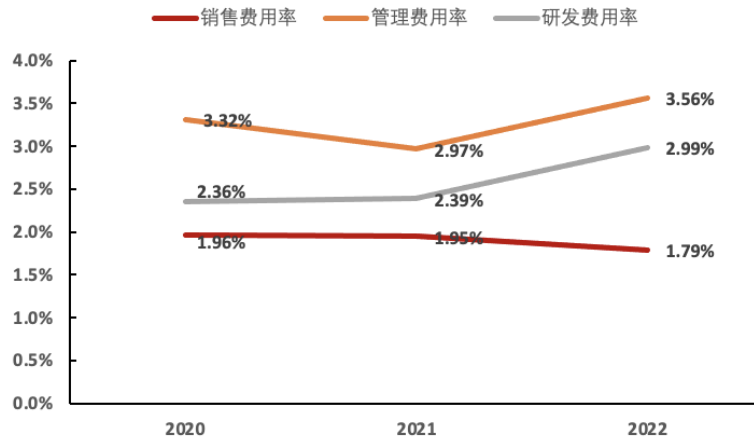
图7： 公司各项业务重组以后发展（产品服务 2020 年为原中国系统产业）



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

- **深植数字与信息服务业务，不断开拓市场，研发费用快速上升：**公司在重组以后，大力发展数字与信息服务业务，持续对其进行创新拓展，研发费用投入从 2020 年的 7.21 亿元增长至 2022 年的 15.27 亿元，2022 年研发费用率 2.99%。公司持续加大开拓市场的力度，销售费用从 2020 年的 6 亿元增长至 2022 年的 9.16 亿元。

图8： 公司近年销售、管理及研发费用率



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

## 2 数字中国下，数据要素&专属云市场发展空前活跃

数据要素资产化的进程和数据市场体系的建立都明确说明中央大力扶持数据行业发展的态度，相比美国市场已进入能基于数据提供相应增值服务的阶段，我国数据要素市场仍处于萌芽期，我们认为，数据要素产业化大时代才正要开启，据国家工信安全发展研究中心测算，2025 年，我国数据要素行业拥有超一千七百亿的市场空间。

深桑达在政府和央企渠道优势显著，有望扮演国资云的重要承建者，助推公司数字与信息服务业务顺势而起。同时公司拥有强大的自研能力和优质的合作群体加持，能够不断扩大产品与服务的核心竞争力，面对未来的专属云市场可以抢占先机，营收空间浩瀚无垠。

### 2.1 我国成为全球第二数字经济大国，海量数据的价值亟待发掘

- **我国数字经济已迈入快速发展阶段：**数字经济是以数字化的知识和信息作为关键生产要素，以数字技术为核心驱动力量，以现代信息网络为重要载体，通过数字技术与实体经济深度融合，不断提高经济社会的数字化、网络化、智能化水平，加速重构经济发展与治理模式的新型经济形态，自 1994 年接入国际互联网算起，历经 28 年，我国数字经济发展总体经历了四个阶段：

图9：中国数字经济发展四个阶段



资料来源：数字中国发展报告 2021、浙商证券研究所

- **我国的数字经济可分为数据价值化（生产要素）、数字产业化和产业数字化（生产力）、数字化治理（生产关系）以及数字化基础设施四大类：**

**数据价值化，**包括但不限于数据采集、数据标准、数据确权、数据标注、数据定价、数据交易、数据流转、数据保护等；

**数字产业化：**即信息通信产业，具体包括电子信息制造业、电信业、软件和信息技术服务业、互联网行业等；

**产业数字化：**即传统产业应用数字技术所带来的产出增加和效率提升部分，包括但不限于工业互联网、智能制造、车联网、平台经济等融合型新产业新模式新业态；

**数字化治理：**包括但不限于多元治理，以“数字技术+治理”为典型特征的技管结合，以及数字化公共服务等；

**数字化基础设施：**即涵盖 5G 互联网、数据中心、人工智能、工业互联网等领域的新一代信息基础设施，包括网络、算力、技术等方面；

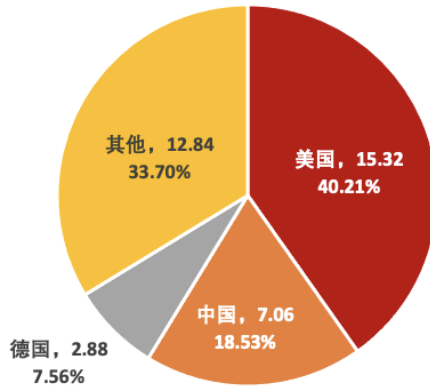
图10: 中国数字经济发展四个阶段



资料来源: 赛迪顾问、浙商证券研究所

■ **我国成为全球数字经济第二大**国: 根据信通院, 2017 年到 2021 年, 我国数字经济规模从 27.2 万亿增至 45.5 万亿元 (约合 7.06 万亿美元), 年均复合增长率达 13.7%, 占国内生产总值比重从 32.9% 提升至 39.8%, 我国已成为仅次于美国的数字经济第二大

图11: 2021 年数字经济规模占比 (万亿美元、%)



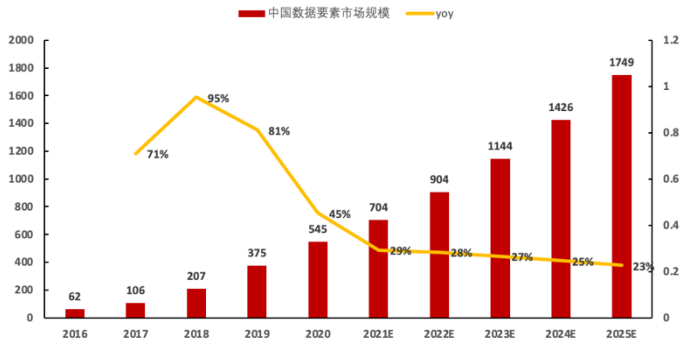
资料来源: 信通院、浙商证券研究所

■ **在政策制度逐步完善的大背景下, 十四五期间我国数据要素市场有望进入快速发展阶段, 市场规模有望超一千七百亿, 价值有望从上游生产向下游交易应用转移:**

从总量上看, 据国家工信安全发展研究中心测算数据, 2020 年我国数据要素市场规模达到 545 亿元, 预计“十四五”期间市场规模复合增速将超过 25%, 整体将进入群体性突破的快速发展阶段, 2025 年我国数据要素市场规模有望突破 1700 亿元;

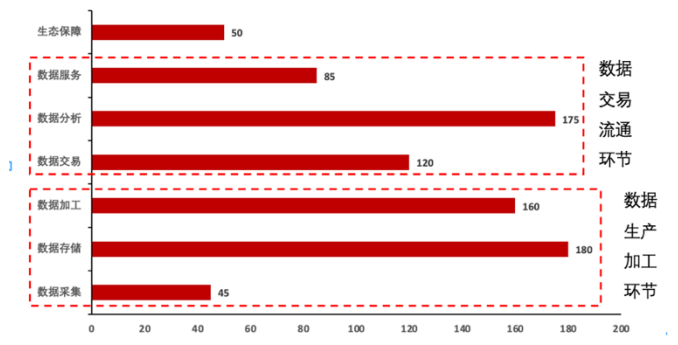
从构成上看, 2022 年数据生产加工环节 (含采集、预处理、存储、加工) 合计规模 385 亿元, 占 47.24%, 数据流通交易环节 (含分析、服务、交易) 合计规模 380 亿元, 占 46.63%, 生态保障规模 50 亿元, 占 6.13%, 我们预计随着上游数据生产环节的逐步成熟, 未来数据流通交易环节的占比有望持续提升;

图12: 2025年数据要素市场规模有望突破1700亿(亿、%)



资料来源: 国家工业信息安全发展研究中心、长江云通、浙商证券研究所

图13: 2022年数据要素市场规模构成(亿)



资料来源: 国家工业信息安全发展研究中心、长江云通、浙商证券研究所

## 2.2 以算力、存储为代表的数字基础设施需求持续扩张，专属云增长迅速

- 《数字中国建设整体布局规划》指出要“打通数字基础设施大动脉”，加快建设网络基础设施，系统优化算力基础设施，整体提升应用基础设施水平。其中，算力基础设施重点提出统筹布局云计算设施，加快全国一体化算力网络国家枢纽节点建设，应用基础设施重点关注全国一体化政务云平台体系、工业互联网、人工智能、数据安全产品云化改造，以及健康医疗、农业农村等领域基础设施改造升级。据 IDC、中国信通院等研究机构数据显示，中国作为全球云计算市场中增长最快的区域，2021年市场规模达到 3229 亿元，较 2020 年增长 54.4%，预计 2021-2025 年复合增长率为 26%，同时，我国云存储市场规模有望到 2026 年突破 1800 亿元。
- 《2022 年国务院政府工作报告》《国务院关于加强数字政府建设的指导意见》等多项文件均指出强化安全可靠技术和产品应用，强化关键信息基础设施保护，明确提出基础设施自主可控建设要求。以党政、关键行业央企国企、公共服务为代表的用户群体对自主安全计算、自主安全存储的需求进一步提升，专属云、混合云逐步成为主流部署模式，基于国产 CPU、操作系统的自主安全云平台受到高度重视，为我国云计算及存储市场提供广阔市场空间。与此同时，购买服务、轻资产上云的方式亦快速增长，专属云服务同样迎来快速发展期。
- 2021 年的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》和《“十四五”数字经济发展规划》提出，实施上云用云行动，促进数字技术与实体经济深度融合，赋能传统产业转型升级。我国云计算市场持续高速增长，根据信通院发布的《云计算白皮书（2022 年）》显示，2021 年中国云计算市场规模 3229 亿元，其中公有云市场持续高歌猛进，规模增长 70.8% 至 2181 亿元，有望成为未来几年中国云计算市场增长的主要动力；与此同时，私有云市场突破千亿元大关，同比增长 28.7% 至 1048 亿元。

### 3 深桑达全方位拥抱数字中国进程，洁净室产业稳定发展

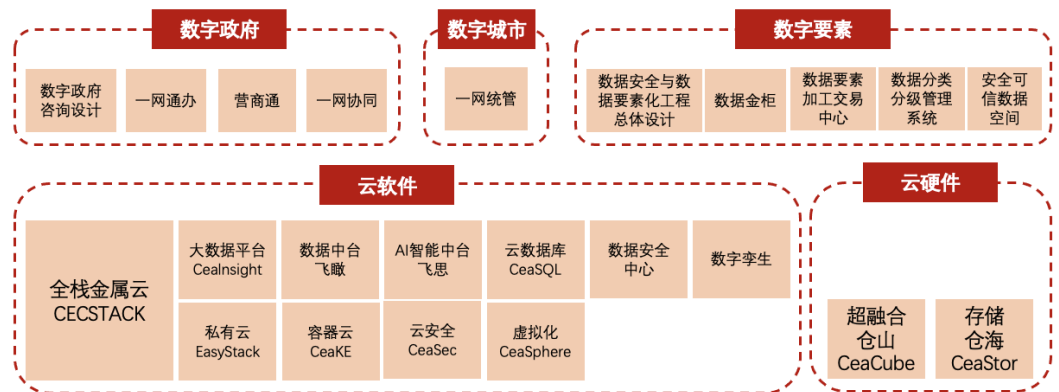
政府和行业数字化转型全面深化，市场空间持续扩大。公司注重研发和创新，在云计算及存储、数据创新、数字政府与行业数字化服务领域均处于国内领先地位，拥有原创技术和先发优势。公司目前已形成成熟的产业链，有望在接下来的几年中实现数字与信息服务领域的飞速发展。

随着战略新兴行业的发展，洁净室产业有望快速增长，根据中国电子学会数据显示，2026年洁净室市场规模有望达到3586.5亿元。深桑达作为洁净室行业的第一梯队企业，在行业内享有较高的声誉和市场影响力。

#### 3.1 定义数据元件、构建数据要素化体系

- **国资云重要一极，领衔数字要素化工程试点：**深桑达 A 是中国电子旗下的重要二级企业，面向党政和关键行业客户，承担云计算及存储、数据创新、数字政府与行业数字化服务。公司推出“中国电子云”数字底座，背靠中国电子 PKS 体系，构建了涵盖安全防护、IaaS、PaaS、政府应用、企业应用在内的体系化云数产品、全栈技术及全方位运营服务，服务行业客户超过400家。在政府和央企渠道优势显著，有望扮演国资云的重要承建者。

图 14：中国电子云相关产品图谱



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

- **数据创新领域，打造国内领先数字基础设施及数据创新服务商：**公司是中国电子数据创新业务的核心参与企业，在中国电子统筹布局下，按照产品技术能力与解决方案能力并重的思路，面向中央部委、地方党政机关、大型集团企业客户，提供数据基础设施、数据安全与合规、认知智能等数据产品能力，并建立数据治理咨询、方案设计、数据资产管理等数据创新解决方案体系。
- **在“数据要素化”方面，**公司与中国电子及清华大学共同组建了数据治理工程研究院，以制度、技术、市场三位一体工程化理念，形成了《数据安全与数据要素化工程总体方案》并通过有关专家评审，并在有关地区试点应用。在技术及产品领域，围绕“数据要素化”，公司构建了原始数据与数据应用解耦技术体系、数据金库技术体系、数据要素（元件）加工与交易技术体系三大共性技术，并在试点项目中得到系统性验证。目前，公司已形成数据金库、数据要素加工交易中心、安全可信数据空间等数据要素

化工程系列产品，并已在德阳、郑州、大理、江门、武汉、徐州等多个地市开展工程试点。

- **在数据治理与创新管理方面**，公司前期已自研完成了云原生的各类数据工具的研发、投产、以及项目落地，涵盖数据存算、数据集成、数据治理、数据分析、数据可视、数据流通全过程产品，包括湖仓一体大数据平台、数据集成平台、数据中台、可视大屏、BI 分析、AI 平台、共享交换、数据沙箱等，服务了政府、部委、央企等多个客户，并获得了信通院、IDC、赛迪等权威机构在大数据业务领域认可。同时，随着国家陆续发布数字政府建设、一体化政务大数据体系等具体政策，公司围绕着建设数据资源体系，不断研发、升级已有数据产品和技术，并于 2023 年 4 月在数字中国峰会发布了“Cealnsight 智能数据云”，作为跨云一站式数据工具供给、云上数据共建共治、云上一体化数据服务的运营性平台，可为省市二级政府建设长效的数据工具与数据资源供给的运营服务体系，助力构建以“数据”为核心的运营体系建设。

图 15：深桑达数据创新领域布局



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

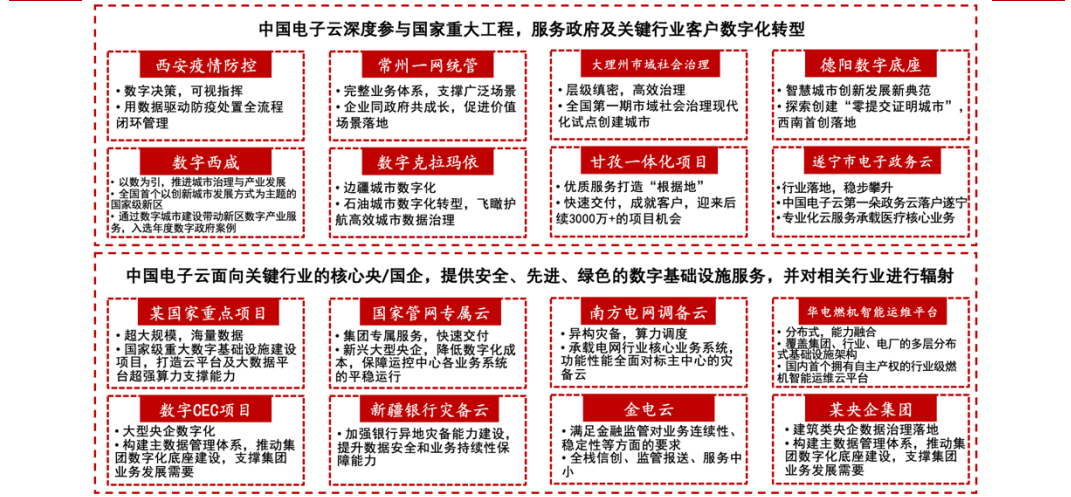
### 3.2 智慧城市产业链成熟，引领政府数字化转型

- **自研标杆产品、协同生态伙伴，引领数字化转型**：公司作为中国电子现代数字城市业务牵头单位，提供数字政府与行业数字化服务。**标杆产品方面**，公司重点打造“数字政府 2.0”时代的“通系列”产品，聚焦政府数字化转型的基础和关键应用，努力打造行业示范标杆。**生态合作方面**，公司依托繁星城市数字平台和信创数字大脑，共同推进场景应用创新，已覆盖 17 个场景域、200 余个细分场景、1000 余个方案，推动政府治理体系和治理能力现代化。

**自研推出基于云原生技术的“中国电子云”，助力城市高质量发展**。公司积极探索“企业主建、政府主用、社会共享”的建设运营模式，与武汉、德州、滨州、德阳、大理等地市组建数字城市运营平台公司，全面提升本地化运营服务能力。

**建立大模型国产算力云平台开放实验室，探索国产 CPU 的大模型适配部署**。中国电子云以信创为基础，联合智源研究院共建大模型国产算力云平台，助力开展大模型行业应用探索、促进人工智能与经济社会发展深度融合。大模型的大数据+大算力+强算法显著提升政务处理效率，助力大数据语言模型在数字政府领域的创新应用。

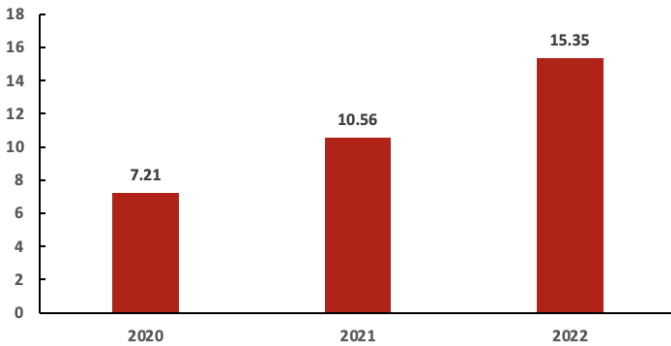
图16: 公司数字与信息服务重大成果



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

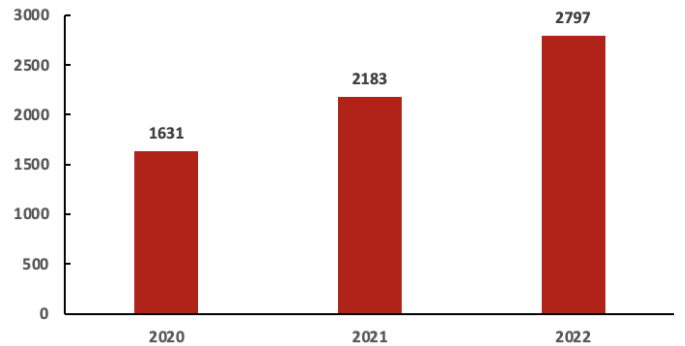
- **技术源于研发投入，自研能力不断突显：**深桑达立足中国电子打造自主计算产业链的战略任务，聚焦主责主业，**加强自有产品研发投入以提高公司产品和技术的竞争力。**公司 2022 的研发投入从 2020 年的 7.21 亿元增长至 15.35 亿元，两年复合增长率 45.91%；研发人员 2022 为 2797 名，相比 2021 年的 2183 名同比增长 28.13%。

图17: 2020-2022 研发投入 (亿元)



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图18: 2020-2022 研发人员



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

- 自 2020 年始，深桑达作为中国电子数据治理工程指挥部的承载主体，在集团带领下与清华大学七个学院联合，组织超过百名专家进行跨学科研究，成立“清华大学-中国电子数据治理工程联合研究院”。
- 2021 年 4 月-2022 年 1 月期间，中国电子先后组织六位院士及权威专家，围绕城市治理工程、德阳试点工程方案、数据要素市场化配置改革试点方案，召开三次高级别专家评审会，获得高度认可。**在数据安全与数据要素化领域方面抢占国内先发优势。**

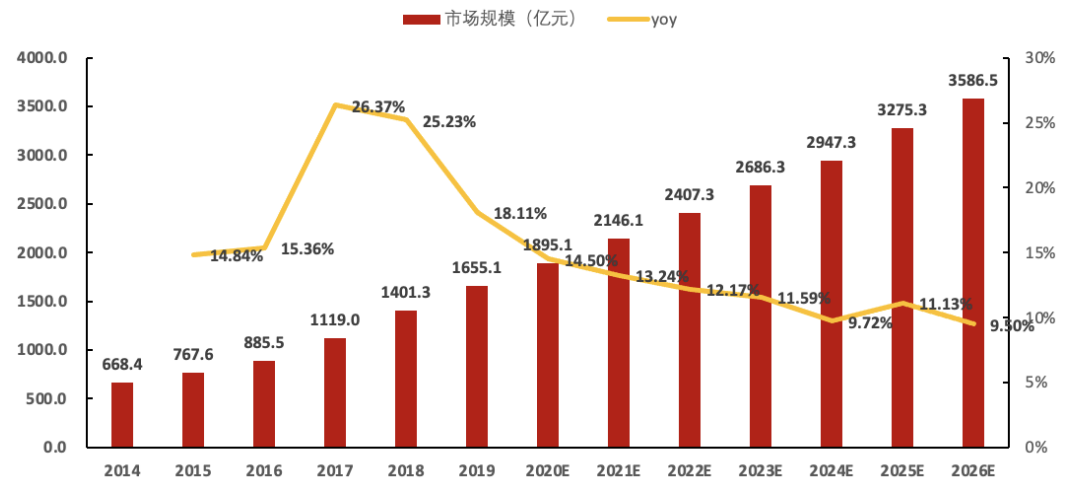
### 3.3 世界一流的高科技产业工程服务商，洁净产业持续发力

- **新兴行业快速发展，带动洁净室需求快速增长：**随着国家产业升级、制造强国的进一步推进，半导体及泛半导体、新型显示、生物医药等国家战略新兴产业快速发展，极大程度上快速推动相关产业投资，带动了洁净室需求的增长和我国洁净室行业的快速

发展。根据中国电子学会数据显示，2017年，我国洁净室市场规模首次突破1000亿元；2019年我国洁净室市场规模达到1655.1亿元。

- 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》明确聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源等战略性新兴产业。未来，以上高科技产业的快速发展将进一步带动洁净室市场规模的高速增长。根据中国电子学会数据显示，我国洁净室市场规模到2026年有望达到3586.5亿元，2016年到2026年的复合增长率能达到15.01%。

图19：2014-2026年我国洁净室市场规模（亿元）



资料来源：中国电子学会、浙商证券研究所

- 深桑达是全国领先的工业建筑及洁净室工程系统整体解决方案专业提供商，致力于为高科技产业领域企业提供洁净室工程一站式服务，已先后完成了众多领域的洁净室工程，洁净室净化工程级别最高已达到国际领先水平，在电子信息、生物医药、新能源、新基建等高科技行业的洁净室工程领域技术国内领先，并多次获得全国洁净工程行业“鲁班奖”（同行业内首位获得者）、优秀施工企业、全国安装行业先进企业、中国电子百强三甲等多项荣誉，是中国工程咨询协会会员单位及电子行业标准、规范的主要编写单位之一，先后参与几十项国家标准编制工作。公司先后参与数百个高科技领域内中国本土及国际巨头重大项目建设，为多家国内知名企业的洁净室提供系统集成工程服务，品质均得到了业主和主管建筑部门的一致认可，在行业内享有较高的声誉和市场影响力。

**电子信息领域：**公司是国内平板显示、集成电路工厂的主要建设者之一，服务客户涵盖材料设备、芯片制造、面板制造、封装测试、产品组装、电子终端部件等领域国内外企业，包括京东方科技集团股份有限公司、中芯国际集成电路制造有限公司等。

**生物医药领域：**公司服务过众多国内100强医药企业和海外企业，涵盖医疗卫生、生命科学、生物制药、科研实验室等领域，为中国疾病预防控制中心、中国生物技术股份有限公司等生物医药行业知名企业和机构提供服务。

**新基建领域：**公司在云计算、物联网、大数据等各类信息化产业领域积累了丰富的案例，主要客户包括苹果技术服务（贵州）有限公司、联想云领（北京）信息技术有限公司、阿里巴巴集团控股有限公司等。



**新能源领域：**公司服务涵盖锂电、光伏、风能等细分产业核心生产车间建设，主要客户有宁德时代新能源科技股份有限公司、通威太阳能（成都）有限公司等。

图20：深桑达产业工程服务成果



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

- **高行业壁垒维持当前竞争格局：**由于洁净室系统结构复杂，专业程度高，系统性强，只有较少企业具备专业技术、资金实力、项目经验与业界口碑及综合管理能力，能够提供大规模、中高等级洁净室系统集成服务。洁净室的头部企业多拥有国资背景，企业实力及资源储备雄厚，短期内竞争壁垒较高，难以遭遇较大竞争者威胁。公司已成我国洁净室行业第一梯队企业。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

- **营业收入：**深桑达作为中国电子数字业务总部的承载主体，以“运数”核心产品技术创新为驱动，构建面向党政和关键行业的安全、绿色、先进数字底座，以数据赋能数字政府和行业数字化转型升级，为客户在数字时代实现“蝶变”发展提供强有力的产品技术和服务支撑。公司在2022年实现营收510.52亿元，增长率15.67%。公司拥有国资背景，与同行竞争时具有先天优势。公司数字与信息服务以及产业服务两大板块均处于行业领先，且都已经打造出成熟的产业链，未来有望在数据要素市场产业化大时代持续保有竞争力。我们预测2023-2025年营收增长率分别为11.84%/13.07%/13.75%，对应营收分别为570.95/645.57/734.37亿元。

**数字与信息服务：**深桑达在云计算及存储、数据创新两大业务领域，肩负“云数”领域中国化时代化的战略使命。公司按照“1+1+N”布局推进数字与信息服务业务，即“以安全数字底座和数据创新，助力千行百业数字化转型”。2022年营收达到26.44亿元，同比下降39.32%。公司目前已构建安全、先进、绿色的云计算及存储产品体系，拥有原创技术优势；已建立破解数据安全与数据要素化难题的工程方案和产品体系，形成国内先发优势；已建立国内高水平行业数字化咨询队伍，为客户提供端到端的高水平咨询服务；打造数字政府2.0时代的差异化产品和应用体系，适应新一轮政府数字化转型要求。我们预测2023-2025年公司数字与信息服务业务板块营收增长率分别

为 60.00%/55.00%/45.00%，对应营收分别为 42.31/65.58/95.09 亿元。

**高科技产业工程服务：**公司是全国领先的工业建筑及洁净室工程系统整体解决方案专业提供商，致力于为高科技产业领域企业提供洁净室工程一站式服务，已先后完成了众多领域的洁净室工程，洁净室净化工程级别最高已达到国际领先水平，在电子信息、生物医药、新能源、新基建等高科技行业的洁净室工程领域技术国内领先。**2022 年营收达到了 457.62 亿元，增长率 24.02%**。高科技产业工程服务国内领先，具有关键技术和大型复杂工程规划设计及实施优势。该行业有较高的行业壁垒，公司在竞争者威胁方面具有优势。我们预测 2023-2025 年公司高科技产业工程服务板块营收增长率分别为 9.50%/10.00%/10.50%，对应营收分别为 501.10/551.21/609.08 亿元。

**数字供热与新能源服务：**公司的数字供热业务以低碳、舒适、高效为目标，目前已具备了端到端的自动化、智能化控制能力，全面实现了数字化转型，在位用户提供优质服务的同时，节能减排也取得明显成效，能耗水平在行业内处于领先地位。新能源服务在石家庄和衡水市两个生物质热电联产项目已进入国家可再生能源电价补贴清单。**2022 年营收达到 19.92 亿元，增长率 5.61%**。公司目前按照集团战略，进一步加强了与产业链优势企业的合作，加大高科技硬件设备及软件技术产品的研发与投入，为打造国内一流数字供热行业标杆奠定了坚实的基础，未来将稳定发展。我们预测 2023-2025 年数字供热与新能源服务板块营收增长率分别为 4.50%/5.00%/5.50%，对应营收分别为 20.82/21.86/23.06 亿元。

- **毛利率：**2020-2022 年公司的毛利率分别为 24.60%/11.92%/11.41%。公司业务近年虽受疫情影响，毛利率也有所波动。随着未来公司研发能力的不断增强和持续积累，疫情不确定性减少，主营业务愈发成熟。同时伴随公司不断布局云业务和数据要素业务，商业模式的转变使得公司毛利逐步提升，基于此，我们预估公司 2023-2025 年毛利率分别为 11.30%/11.33%/11.35%。
- **费用率：**销售费用率方面，2020-2022 年分别为 1.96%、1.95%、1.79%，考虑到公司业务渠道已经较为成熟，预计 2023-2025 年的销售费用率分别为 2.06%、1.95%、1.94%；管理费用率方面，2020-2022 年的管理费用率分别为 3.32%、2.97%、3.56%，由于整体费率方面均保持相对稳定的增长路径，所以我们预测 2023-2025 年的管理费用率分别为 4.19%、3.56%、3.77%；研发费用率方面，2020-2022 年的研发费用率分别为 2.36%、2.39%、2.99%，由于公司研发投入一直比较稳定，预计 2023-2025 年研发费用率分别为 2.78%、2.85%、2.83%。

图21: 公司营收预测拆分 (单位: 亿元)

业务领域		2022	2023E	2024E	2025E
<b>总营业收入</b>		<b>510.52</b>	<b>570.95</b>	<b>645.57</b>	<b>734.37</b>
	YOY	15.67%	11.84%	13.07%	13.75%
<b>高科技产业工程服务</b>		<b>457.62</b>	<b>501.10</b>	<b>551.21</b>	<b>609.08</b>
	YOY	24.02%	9.50%	10.00%	10.50%
	营收占比	89.64%	87.77%	85.38%	82.94%
<b>数字信息服务收入</b>		<b>26.44</b>	<b>42.31</b>	<b>65.58</b>	<b>95.09</b>
	YOY	-39.32%	60.00%	55.00%	45.00%
	营收占比	5.18%	7.41%	10.16%	12.95%
<b>数字供热与新能源服务</b>		<b>19.92</b>	<b>20.82</b>	<b>21.86</b>	<b>23.06</b>
	YOY	5.61%	4.50%	5.00%	5.50%
	营收占比	3.90%	3.65%	3.39%	3.14%
<b>其他产业</b>		<b>6.53</b>	<b>6.73</b>	<b>6.93</b>	<b>7.14</b>
	YOY	-34.15%	3.00%	3.00%	3.00%
	营收占比	1.28%	1.18%	1.07%	0.97%

资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

## 4.2 投资建议与估值

- 估值方面, 使用市盈率 PE 对公司进行估值。可比公司遵循行业及业务相关性标准, 最终选取了易华录、云赛智联、中国软件以及太极股份四家上市公司。可比公司均是数据要素的核心参与商。结合可比公司的财务数据, 最终得到 2023/2024/2025 年可比公司的平均 PE 为 103.33/62.16/44.04 倍。
- 参考可比公司的估值数据, 公司 2023/2024/2025 年的预测 PE 为 123.76/79.75/57.67 倍。考量我国数据要素市场有望迎来高速发展期, 公司拥有成熟产业链, 在数字与信息服务和产业服务皆处于行业领先地位。同时, 在公司背景的加持下, 深桑达不仅能够数据要素赛道获益, 同时亦可全面助力各地完成国产替代、数据上云等业务, 叠加目前公司在专属云以及数据要素赛道布局初步完成, 在政策持续催化之下, 公司营收未来有望放量。首次覆盖予以“增持”评级。

图22: 公司估值对比

股票代码	公司名称	市值 (亿)	营业收入 (亿)			归母净利润 (亿)			PE (2023E)	PE (2024E)	PE (2025E)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E			
300212.SZ	易华录	243.55	24.86	37.99	58.15	2.30	4.32	6.68	105.72	56.39	36.46
600602.SH	云赛智联	143.61	52.24	60.58	69.75	2.21	2.67	3.28	64.94	53.85	43.86
600536.SH	中国软件	407.57	133.34	164.90	196.72	2.09	4.02	6.13	194.66	101.28	66.49
002368.SZ	太极股份	244.81	130.17	156.71	190.26	5.10	6.59	8.34	47.99	37.12	29.36
	均值								103.33	62.16	44.04
000032.SZ	深桑达 A	379.05	570.95	645.57	734.37	3.06	4.75	6.57	123.76	79.75	57.67

资料来源: 可比公司盈利预测来自 wind 一致预期, 截至 (2023/06/08)、浙商证券研究所

## 5 风险提示

- **宏观环境风险:** 信息技术服务业的发展趋势和宏观经济环境密切相关。如果全球政治经济形势发生重大变化, 宏观经济环境稳定性受到破坏, 导致智慧城市下游产业链需求放缓, 可能对行业内企业的发展环境和市场需求造成不利影响。

- **政策推进不及预期风险：**政策的落实也会影响宏观环境。尽管政策推进在过去并未出现过背离预期的情况，但是仍然有可能出现数据要素相关产业政策推进不及预期，最终市场规模并未达到预测水平。整体政策推进不及预期将会压缩公司市场空间。
  
- **“云”“数”研发投入影响公司整体经营业绩的风险：**虽然公司所从事的“云”“数”业务具有重要战略意义，符合行业发展趋势，是数字经济时代的新型基础设施和重要构件，但考虑到行业竞争压力高、网信行业技术更新迭代快、高端人才相对稀缺的特点，公司还需持续加大研发投入，以确保公司在行业中的竞争地位，持续满足客户需求，可能会影响公司整体经营业绩。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	42309	39687	45204	49365
现金	9141	10014	10992	12448
交易性金融资产	476	393	435	414
应收账款	10615	12483	14394	15739
其它应收款	637	1135	1022	1179
预付账款	1747	3000	2561	3095
存货	1124	2038	1744	2074
其他	18569	10623	14056	14416
<b>非流动资产</b>	10531	10787	13076	13853
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1778	1059	1411	1416
固定资产	4385	5683	7312	8067
无形资产	1074	1318	1559	1747
在建工程	951	760	608	487
其他	2343	1966	2185	2135
<b>资产总计</b>	52840	50474	58280	63218
<b>流动负债</b>	35140	32802	39155	43048
短期借款	1851	1669	1760	1714
应付款项	23590	22114	27498	31219
预收账款	0	0	0	0
其他	9698	9019	9897	10115
<b>非流动负债</b>	7574	6933	7330	7279
长期借款	5716	5716	5716	5716
其他	1859	1218	1614	1564
<b>负债合计</b>	42714	39735	46485	50327
少数股东权益	4556	4862	5443	5882
归属母公司股东权益	5570	5876	6351	7009
<b>负债和股东权益</b>	52840	50474	58280	63218

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(247)	2404	3910	3255
净利润	714	613	1056	1095
折旧摊销	424	386	509	614
财务费用	315	417	408	387
投资损失	(16)	(19)	(24)	(30)
营运资金变动	(678)	1975	1535	1399
其它	(1006)	(967)	427	(210)
<b>投资活动现金流</b>	(1455)	(872)	(2625)	(1386)
资本支出	(275)	(1433)	(1912)	(1167)
长期投资	(379)	728	(359)	(3)
其他	(802)	(168)	(353)	(216)
<b>筹资活动现金流</b>	2075	(658)	(308)	(413)
短期借款	366	(183)	91	(46)
长期借款	2138	0	0	0
其他	(428)	(475)	(399)	(367)
<b>现金净增加额</b>	373	873	978	1457

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	51052	57095	64557	73437
营业成本	45228	50643	57243	65102
营业税金及附加	94	165	148	172
营业费用	916	1178	1261	1422
管理费用	1820	2393	2301	2771
研发费用	1527	1589	1842	2078
财务费用	315	417	408	387
资产减值损失	280	56	84	139
公允价值变动损益	65	16	19	25
投资净收益	16	19	24	30
其他经营收益	232	144	183	188
<b>营业利润</b>	1184	834	1497	1609
营业外收支	1	0	1	0
<b>利润总额</b>	1185	834	1498	1610
所得税	471	221	442	514
<b>净利润</b>	714	613	1056	1095
少数股东损益	876	306	581	438
<b>归属母公司净利润</b>	(162)	306	475	657
EBITDA	1907	1606	2377	2576
EPS (最新摊薄)	(0.14)	0.27	0.42	0.58

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.67%	11.84%	13.07%	13.75%
营业利润	-43.54%	-29.55%	79.55%	7.48%
归属母公司净利润	-	188.77%	55.18%	38.29%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.41%	11.30%	11.33%	11.35%
净利率	1.40%	1.07%	1.64%	1.49%
ROE	-1.65%	2.94%	4.22%	5.33%
ROIC	5.47%	5.62%	7.83%	7.68%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	80.84%	78.72%	79.76%	79.61%
净负债比率	21.58%	22.80%	19.66%	18.08%
流动比率	1.20	1.21	1.15	1.15
速动比率	1.17	1.15	1.11	1.10
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.05	1.11	1.19	1.21
应收账款周转率	5.05	5.27	5.13	5.12
应付账款周转率	2.78	2.83	2.90	2.82
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	-0.14	0.27	0.42	0.58
每股经营现金	-0.22	2.11	3.44	2.86
每股净资产	4.89	5.16	5.58	6.16
<b>估值比率</b>				
P/E	-233.62	123.76	79.75	57.67
P/B	6.81	6.45	5.97	5.41
EV/EBITDA	15.01	26.41	17.84	16.04

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>