

深桑达 A (000032.SZ)

2023 年 07 月 29 日

数字经济国家队，引领“国资云+数据要素”产业新趋势

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈宝健（分析师）

刘逍遥（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

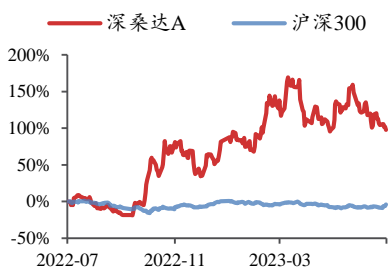
liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790520090001

日期	2023/7/28
当前股价(元)	29.40
一年最高最低(元)	41.55/11.98
总市值(亿元)	334.56
流通市值(亿元)	189.56
总股本(亿股)	11.38
流通股本(亿股)	6.45
近 3 个月换手率(%)	231.02

股价走势图



数据来源：聚源

● 数字信息服务领域国家队，首次覆盖给予“买入”评级

公司系网信产业国家队，肩负中国电子“云数”战略使命，聚焦云计算及存储、数据创新、数字政府与行业数字化服务、高科技产业工程服务四项主业，构筑了数字与信息服务、产业服务两大业务板块。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 2.61、4.94、7.15 亿元，EPS 分别为 0.23、0.43、0.63 元/股，当前股价对应 PE 分别 131.0、69.1、47.7 倍。公司估值高于行业可比公司平均水平，考虑公司在国资云及数据要素领域的领先地位，首次覆盖给予“买入”评级。

● 政务云市场规模持续增长，数据要素市场进入加速发展期

(1) 云计算方面，以党政、关键行业央企国企等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，专属云服务迎来快速发展期。(2) 随着“数据二十条”等顶层政策的发布及国家数据局组建，数据要素市场发展环境逐渐完善，有望迎来加速发展。

● 背靠中国电子，打造全栈信创国资云

中国电子云作为中国电子旗下唯一云平台，产品体系已经覆盖算力基础平台、数据管理平台及分布式云全栈全域解决方案三个层次，致力于为政府、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。目前中国电子云平台、大数据平台已在中央某部委项目上成功落地运用，保障了关键信息基础设施的安全运行。

● 数据创新领域“排头兵”，有望充分受益于数据要素市场发展

公司作为中国电子在数据创新业务的“排头兵”，率先在数据工具、数据安全与数据要素化领域进行产品和技术研发，并在理论研究、关键技术以及试点实践方面取得成效。数据安全和数据要素化工程已在德阳等多个城市及重点行业开展试点，完成体系性验证。

● 风险提示：政府财政支出缩减；政策落地不及预期；市场竞争加剧风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,134	51,052	63,905	81,127	98,587
YOY(%)	37.7	15.7	25.2	27.0	21.5
归母净利润(百万元)	387	-162	261	494	715
YOY(%)	81.1	-141.9	260.6	89.5	44.8
毛利率(%)	12.0	11.4	11.5	11.9	12.4
净利率(%)	0.9	-0.3	0.4	0.6	0.7
ROE(%)	11.8	7.0	7.3	9.5	11.2
EPS(摊薄/元)	0.34	-0.14	0.23	0.43	0.63
P/E(倍)	88.2	-210.3	131.0	69.1	47.7
P/B(倍)	5.5	6.1	5.9	5.5	5.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司简介：并购中国系统，“云数”发展驶入快车道	4
1.1、 营收规模持续增长，高投入影响净利润表现	5
1.2、 中国电子二级子公司，肩负“云数”战略使命	6
1.3、 依托中国电子体系，自研中国电子云	7
2、 政务云规模持续增长，数据要素打开新空间	8
2.1、 政企数字化转型加速，政务云市场规模快速增长	8
2.2、 数据要素体系建设逐步落地，成长空间广阔	10
3、 云数领域国家队，乘信创东风有望后发先至	12
3.1、 背靠中国电子，打造全栈信创国资云	13
3.2、 不断扩大技术领先性，积极拥抱数智变革	14
3.3、 数据创新领域“排头兵”，有望充分受益于数据要素市场发展	16
4、 盈利预测与投资建议	17
4.1、 核心假设	18
4.2、 盈利预测与投资建议	18
5、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

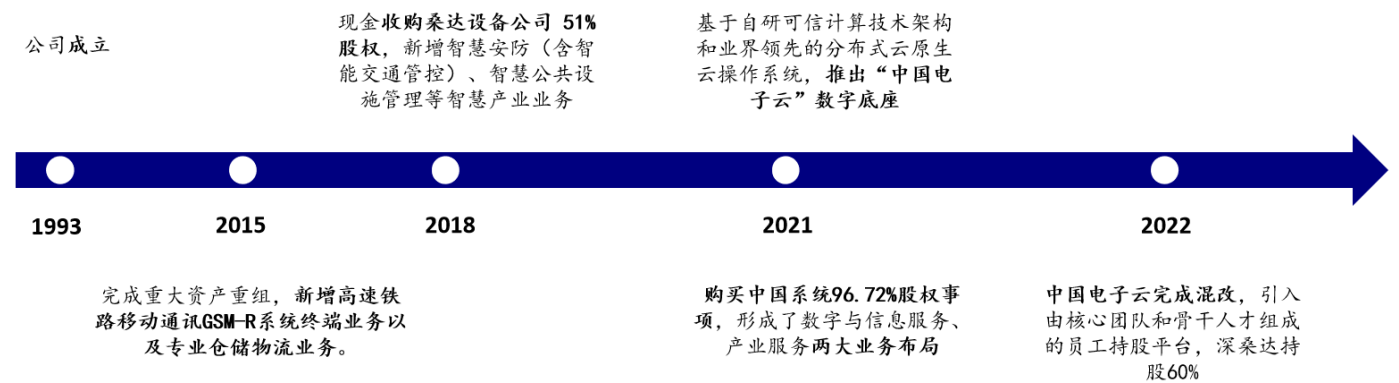
图 1： 公司于 2021 年收购中国系统，构筑了数字与信息服务、产业服务两大业务板块	4
图 2： 公司业务布局涵盖数字信息服务及产业服务两大板块	5
图 3： 2020-2022 年公司营收复合增长率达 16.8%	5
图 4： 公司主要收入来源于高科技产业服务	5
图 5： 2020-2022 年公司研发费率持续增加	6
图 6： 2022 年公司归母净利润暂时承压	6
图 7： 公司为中国电子旗下子公司	6
图 8： 中国电子以“坚底强链”为战略引领打造国家网信产业核心力量	7
图 9： 中国电子云聚焦“云数”领域国产自主化转型	7
图 10： 中国电子云产品体系包括算力基础、数据管理中台及全栈解决方案等	8
图 11： 根据 IDC 预测，到 2026 年数字政府市场规模将达到 2173 亿元人民币	9
图 12： 数字政府市场包括基础架构层、平台层、应用解决方案层及安全	9
图 13： 政务云市场 2021-2025 年均复合增速达 18.8%	10
图 14： 2020 年政务云基础设施市场份额 CR6 达 90.1%	10
图 15： IDC 预测，2027 年中国数据量规模将达 76.6ZB	10
图 16： 预计 2025 年数据要素市场规模将突破 1700 亿元	12
图 17： 政务数据开放共享大势所趋	12
图 18： 中国电子云拥有从底层硬件到应用系统的全国产自主先进产业链	13
图 19： 中国电子云 2020 年政务云服务市场份额达 5%	14
图 20： 中国电子云已成功服务政府、央企等领域客户	14
图 21： 2022 年公司员工超 24,000 名，技术人员占比 68%	14
图 22： 2020-2022 年公司研发人员持续增长	14
图 23： 中国电子云发布“1+N+M”可信智算战略，推出政务领域垂直大模型	16
图 24： 2022 年中国电子云位居政务数据治理市场份额第二	16

图 25: 2022 年中国电子云位居政务大数据市场份额第五.....	16
图 26: 公司打造“一库双链、三级市场”数据要素体系	17
图 27: 中国电子云与德阳市数据要素试点成果获初步验证.....	17
表 1: 政策持续加码, 推动政府及央国企数字化转型.....	8
表 2: 专属云部署模式可分为自建及专用两种.....	9
表 3: 国家层面关于数据要素政策逐步细化.....	11
表 4: 数据要素顶层规划出台后, 地方性政策密集落地.....	11
表 5: 公司致力于打造全栈信创产业链	15
表 6: 公司估值高于行业可比公司平均水平 (截止 2023.7.26 收盘)	18

1、公司简介：并购中国系统，“云数”发展驶入快车道

网信领域核心企业，并购中国系统打开成长新空间。公司成立于1993年，是中国电子（CEC）网信产业核心企业。2021年，公司完成发行股份购买中国系统96.72%股权事项，形成了云计算及存储、数据创新、数字政府与行业数字化服务、高科技产业工程服务四大主业方向。此外，公司依托PKS，自研推出了“中国电子云”数字底座，并新设中电云计算技术有限公司作为中国电子云运营载体。2022年中电云计算完成混改，引入由核心团队和骨干人才组成的员工持股平台及外部战略投资人，混改后公司持股比例为60%。

图1：公司于2021年收购中国系统，构筑了数字与信息服务、产业服务两大业务板块



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司积极践行中国电子战略使命，构筑起数字与信息服务、产业服务两大业务板块。其中，数字与信息服务包括云计算及存储、数据创新、数字政府与行业数字化服务；产业服务包括高科技产业服务、数字供热与新能源服务及其他产业服务。

- ✓ **在云计算及存储领域**，公司打造“中国电子云”这一中国电子旗下唯一云平台，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。
- ✓ **在数据创新领域**，面向中央部委、地方党政机关、大型集团企业客户，公司提供数据基础设施、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。
- ✓ **在数字政府与行业数字化服务领域**，公司以数字基础设施和数据创新的核心能力为支撑，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的产品和服务。
- ✓ **在高科技产业服务领域**，公司是从事工业建筑及洁净室工程系统整体解决方案专业提供商和龙头企业，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。

图2：公司业务布局涵盖数字信息服务及产业服务两大板块

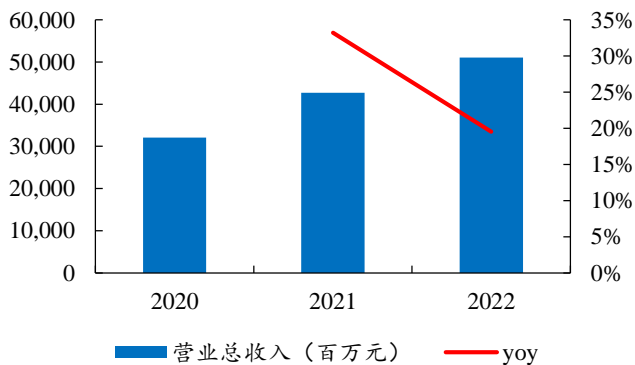


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、营收规模持续增长，高投入影响净利润表现

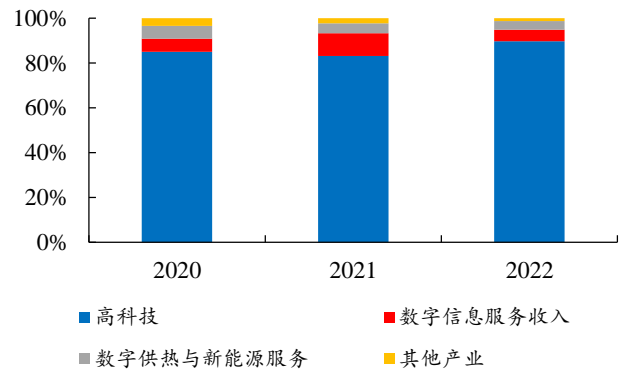
营收规模持续增长，高科技产业服务为主要收入来源。公司 2020-2022 年营收持续增长，年均复合增长率达 16.8%。2022 年公司实现营收 510.52 亿元，同比增长 15.7%。分业务来看，公司 2022 年高科技产业服务营收为 457.62 亿元，同比增长 24%，实现快速增长；数字信息服务收入为 26.44 亿元，同比下滑的原因为：一是疫情影响项目落地与收入确认，二是公司战略调整，信创集成类业务收入下降。

图3：2020-2022 年公司营收复合增长率达 16.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

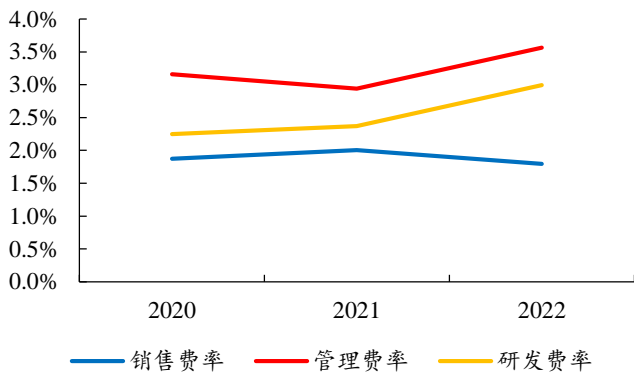
图4：公司主要收入来源于高科技产业服务



数据来源：Wind、开源证券研究所

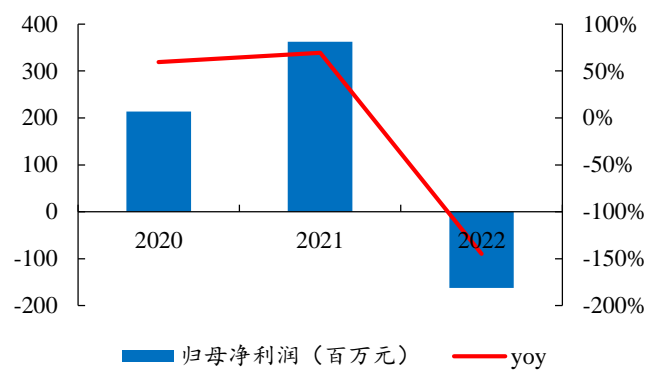
受投入增加影响，净利润暂时承压。2020 年以来公司研发费用率、管理费用率持续上升，主要由于公司重点打造中国电子自主安全计算产业链中“云数融合”核心能力，在云计算及存储、数据服务、数字政府与行业数字化等关键技术领域的投入大幅增加。受投入增加影响，叠加疫情因素导致业务交付、资金回款等受到限制，公司 2022 年度实现归母净利润-1.62 亿元，同比下降 141.93%。

图5：2020-2022 年公司研发费率持续增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022 年公司归母净利润暂时承压

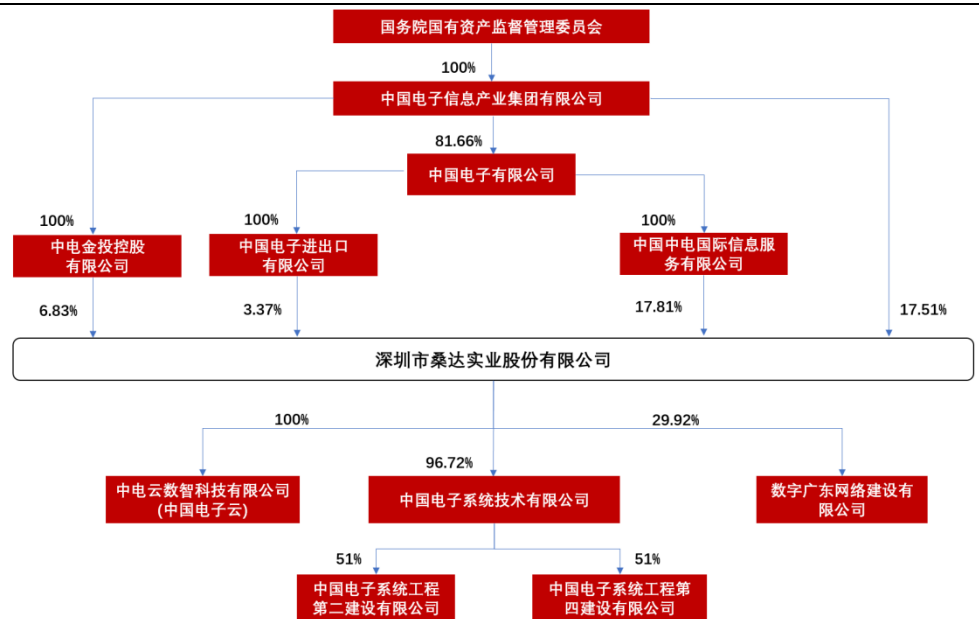


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、中国电子二级子公司，肩负“云数”战略使命

公司系中国电子重要子公司。截至 2023 年 Q1，公司第一大股东为中电国际信息，持股 17.8%；中国电子信息产业集团通过直接持股及间接持股方式合计持有公司股权 41.64%，为公司实际控制人。

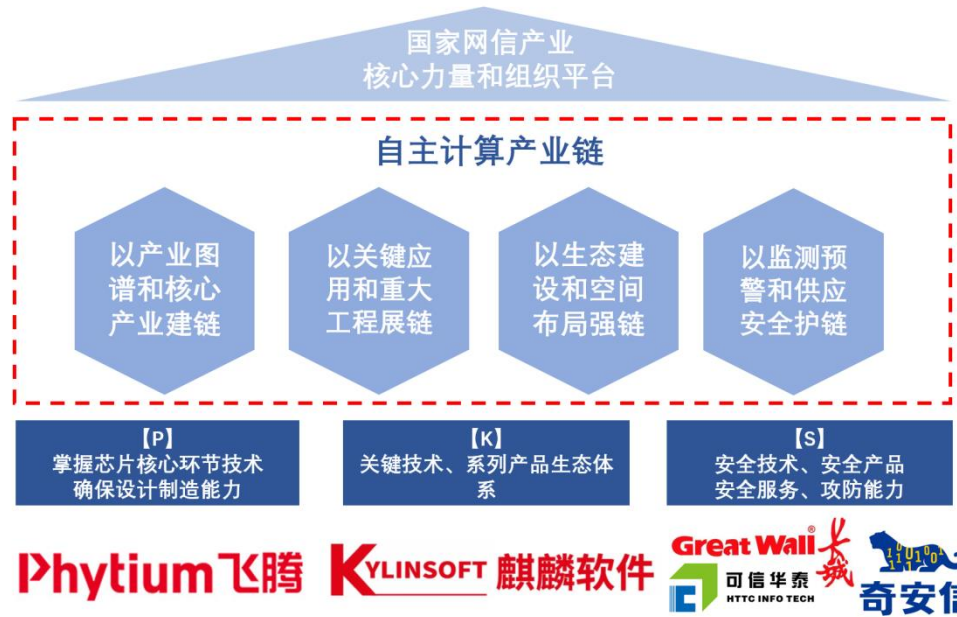
图7：公司为中国电子旗下子公司



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

中国电子是以网络安全和信息化为主业，兼具关键核心技术储备的央企。“十四五”时期，中国电子提出“坚底强链”发展战略，致力于打造更广阔更可靠支撑国家安全发展的“PKS”自主安全计算底座、网信产业链供应链。中国电子聚焦两大任务：(1) 打造“PKS”自主计算底座—做强安全先进绿色自主计算体系，夯实自主计算之底和自主制造之底。(2) 构建自主计算产业链——组织构建覆盖芯、端、网、云、数、智等领域的自主计算产业链，全面支撑网络强国、数字中国建设。

图8：中国电子以“坚底强链”为战略引领打造国家网信产业核心力量

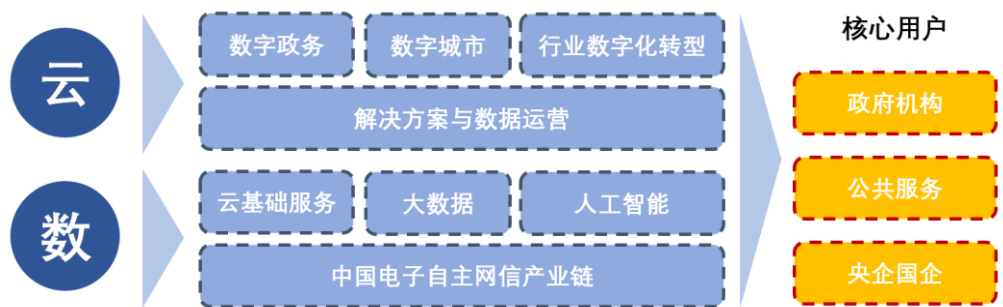


资料来源：中国电子公众号、开源证券研究所

1.3、依托中国电子体系，自研中国电子云

公司肩负“云数”领域中国化、时代化的战略使命。2021年，公司围绕“坚底强链”的战略任务，聚焦中国电子自主安全计算产业链中“云”、“数”两大主业，以PKS为依托，自研推出了中国电子云数字底座，为政府、公共服务、重点行业企业提供更安全的数字基础设施。

图9：中国电子云聚焦“云数”领域国产自主化转型



资料来源：中国电子云公众号、开源证券研究所

目前中国电子云已演进为可支撑国家重大项目、支撑关键行业数字化的分布式全栈云产品架构体系。中国电子云现有产品体系包含三层，一是提供算力基础平台的产品，包括专属云 CECSTACK、超融合 CeaCube、云原生分布式存储 CeaStor、云原生安全 CeaSEC 等；二是提供数据管理平台的产品，包括飞瞰数据中台、飞思 AI 智能中台、云数据库平台 CeaSQL、大数据平台 CeaInsight 等；三是在业务层可提供各种商业模式和业务架构的分布式云全栈全域解决方案，包括运营云、专属云、分支云、边缘云等。

图10：中国电子云产品体系包括算力基础、数据管理中台及全栈解决方案等



资料来源：中国电子云

2、政务云规模持续增长，数据要素打开新空间

2.1、政企数字化转型加速，政务云市场规模快速增长

政策持续加码，推动政府及央企数字化转型。2022年11月，《国务院关于数字经济发展情况的报告》中提出，将加快深化产业数字化转型、持续提升数字公共服务水平、不断完善数字经济治理体系等作为我国数字经济下一步重点工作。政府层面，2022年6月，国务院发布了《关于加强数字政府建设的指导意见》，提出要强化政务云平台支撑能力，构建全国一体化政务云平台体系，实现政务云资源统筹建设、互联互通、集约共享。政府及国有企业数字化转型有望加快。

表1：政策持续加码，推动政府及央企数字化转型

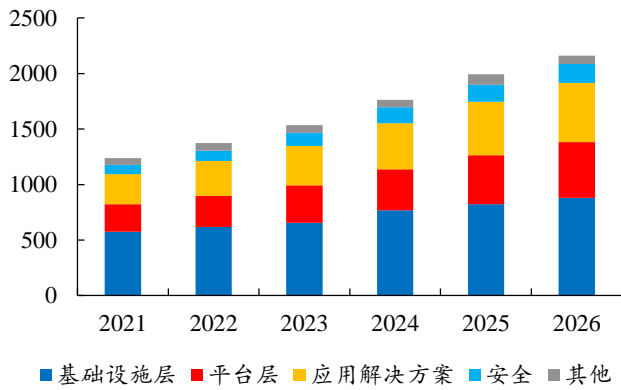
时间	发布单位	相关文件	相关内容
2023.02	国务院	《数字中国建设整体布局规划》	夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础”。
2022.11	国务院	《关于数字经济发展情况的报告》	加快深化产业数字化转型，持续提升数字公共服务水平。
2022.06	国务院	《关于加强数字政府建设的指导意见》	强化政务云平台支撑能力，构建全国一体化政务云平台体系。
2021.12	中央网络安全和信息化委员会	《“十四五”国家信息化规划》	打造协同高效的数字政府服务体系。
2020.09	国务院	《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》	促进国有企业数字化、网络化、智能化发展。
2023.06	广东省	《广东省关于进一步深化数字政府改革建设的实施意见》	到2023年，“数字政府2.0”建设取得积极成效；到2025年，“智领粤政、善治为民”的“数字政府2.0”全面建成。
2023.05	青岛市	《数字青岛发展规划(2023—2025年)》	推进“5+12+N”的“数字青岛2.0工程”建设。
2022.07	浙江省	《浙江省人民政府关于深化数字政府建设的实施意见》	到2025年底，实现政府履职核心业务数字化全覆盖。
2022.04	上海市	《上海城市数字化转型标准化建设实施方案》	构建全覆盖的城市数字化转型标准体系；构建政府与市场并重的标准供给机制；构建适应新发展阶段的标准化工作格局。

资料来源：公司公告、各地政府官网、开源证券研究所

数字政府市场空间广阔，政务云为核心基础设施。根据 IDC 数据，2022 年我国数字政府整体市场规模达 1372 亿元人民币，预计到 2026 年达到 2173 亿元人民

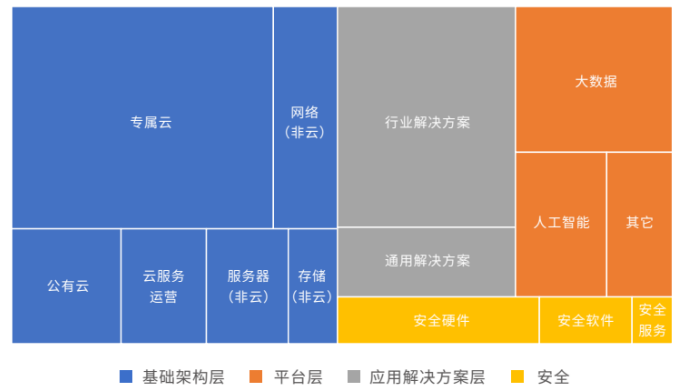
币，复合增长率达 12%。从细分领域来看，政务云、行业解决方案、政务大数据平台、政务数据治理等是数字政府市场的主要组成，政务云作为数字政府建设的基础，必须满足可控、可靠、安全等要求。

图11: 根据 IDC 预测, 到 2026 年数字政府市场规模将达到 2173 亿元人民币



数据来源: IDC、开源证券研究所

图12: 数字政府市场包括基础架构层、平台层、应用解决方案层及安全



资料来源: IDC、开源证券研究所

专属云可满足政企客户安全、可控、易用等核心需求。政务、金融、央国企行业群体与互联网用户则具备较大需求差异，该部分客户主要有三方面刚需：（1）较高的易用性；（2）较高的数据安全性；（3）较高的可控性，即对现有计算资源的完全管理，方便虚拟化及池化，同时还要有较好的弹性拓展能力。专属云既拥有公有云迁移的便利性和弹性伸缩能力，又能通过平台化和自动化的安全配置管理，有效降低企业在安全治理方面的门槛及成本投入，有效保护客户的数据不被泄露、损坏、盗用、丢失，可满足各类政企客户上云需求。

专属云按照部署方式可分为自建模式和专用模式。自建模式通过完全私有化部署方式，部署在客户数据中心，由服务提供商协助用户完成专属云平台的运营运维管理。专用模式基于公有云实现，通过对公有云资源的物理隔离或整合一体机柜的形势输出，延伸公有云到用户身边，实现公有云的专有化部署。

表2: 专属云部署模式可分为自建及专用两种

	自建模式	专用模式
资产归属	私有化部署，用户买断形式，物理资源损耗由用户承担。	本地部署，租用的方式提供，基础资源损耗由服务提供商负责。
云管理服务	服务提供商部署本地的云管平台。	服务提供商通过中心云或数据中心提供统一的远程云管平台。
运维主体	用户指定运维团队以驻场方式提供本地运维，责任主体在用户侧。	服务提供商通过中心云的云管理服务提供远程运维，责任主体在提供商。
高阶能力	服务提供商一次性交付完成，按用户要求提供周期性升级服务。	可按用户需要自主实时部署更多扩展服务。
容灾	项目规划阶段，需要用户明确容灾能力要求，由服务提供商规划部署相应服务。	容灾能力由服务提供商统一考虑，用户选择对应服务即可。
安全	服务提供商一次性交付完成部署包括安全基线、平台安全和用户选用的安全服	借助服务提供商原有的平台安全和安全基线能力，并按照用户需要自主实时

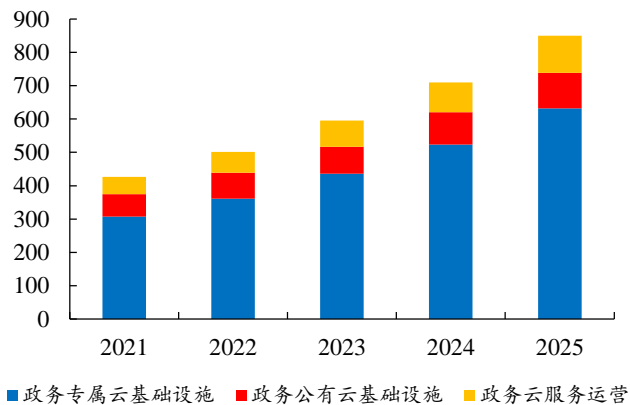
务，并按照需求定期升级。

部署更多安全服务。

资料来源：中国信通院、开源证券研究所

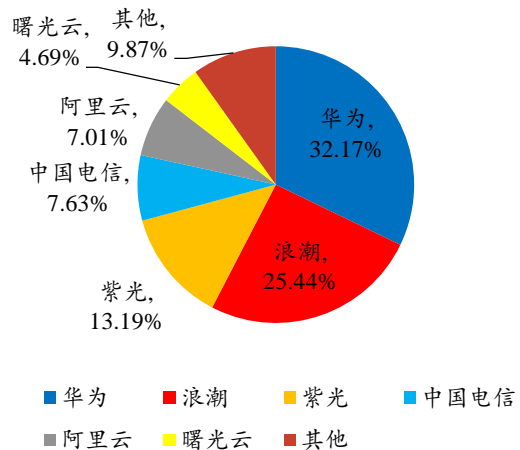
政务云市场规模快速增长。根据 IDC 数据,2021 年政务云整体市场规模为 427.2 亿元人民币,同比增长 21.47%其中,政务专属云基础设施(包括自建及专用两种模式)市场达 308.4 亿元,同比增长 20.85%。预计 2021-2025 年政务云市场规模 CAGR 达 18.8%。越来越多的政府将倾向于通过购买服务,以租代建的方式实现业务上云,专用服务比重有望持续上升。从市场份额来看,华为、浪潮、紫光等占据政务云基础设施第一梯队,行业 CR6 达 90.13%。

图13: 政务云市场 2021-2025 年均复合增速达 18.8%



数据来源: IDC、开源证券研究所

图14: 2020 年政务云基础设施市场份额 CR6 达 90.1%

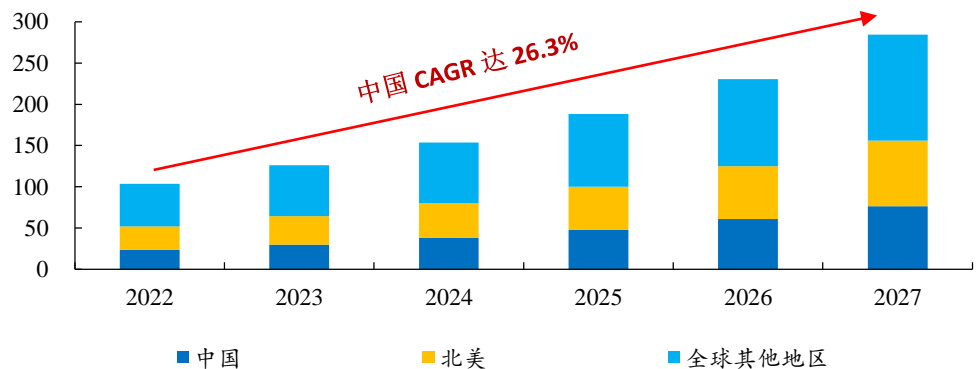


数据来源: IDC、开源证券研究所

2.2、数据要素体系建设逐步落地, 成长空间广阔

中国数据量快速增长, 数据要素流通仍是掣肘。数据作为生产要素之一, 以及数字经济下重要的战略性基础资源, 全社会对数据技术、数据产品、数据服务的需求将进一步增长。据 IDC 数据显示, 中国数据量规模将从 2022 的 23.9ZB 增长至 2027 年的 76.6ZB, 年均增长速度 CAGR 达到 26.3%, 为全球第一。政府、媒体、专业服务、零售、医疗、金融为主要分布领域。但同时仍存在流转无序、区域性限制大、定价机制不完善、监管机制不完备等问题, 导致数据流通受限。

图15: IDC 预测, 2027 年中国数据量规模将达 76.6ZB



数据来源: IDC、开源证券研究所

国家政策逐步细化，推动数据要素市场发展。自 2019 年十九届四中全会首次将数据增列为生产要素以来，国家政策密集出台，围绕数据要素发展进行谋篇布局，并将关注点聚焦于数据要素市场建设。2022 年 12 月，《中共中央国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（“数据二十条”）出台，其中明确提出着力建立数据产权制度、数据流通和交易制度、数据收益分配制度以及数据要素治理制度，系统性布局了数据基础制度体系的“四梁八柱”，标志着国家层面数据基础制度有望快速落地。此外，财政部同期印发《企业数据资源相关会计处理暂行规定（征求意见稿）》，对数据资源的会计处理方法、计量评估等做出相关规定。2023 年 3 月，国务院印发了《党和国家机构改革方案》，明确提出要组建国家数据局，负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用等。

表3：国家层面关于数据要素政策逐步细化

时间	发布单位	相关文件	相关内容
2023.03	国务院	《党和国家机构改革方案》	组建国家数据局。
2022.12	国务院	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	布局了数据基础制度体系的“四梁八柱”，其中提出探索数据资产入表新模式。
2022.04	国务院	《关于加快建设统一大市场的意见》	提出加快培育统一的技术和数据市场。
2021.12	国务院	《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	细化建立数据要素市场规则的具体要点。
2021.12	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	“十四五”期间要充分发挥数据要素作用。
2020.05	国务院	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	首次提出培育数据要素市场。

资料来源：中国信通院、国务院、开源证券研究所

数据要素顶层规划出台后，地方性政策密集落地。例如，2023 年 7 月，北京市发布《关于更好发挥数据要素作用进一步加快发展数字经济的实施意见》，提出形成一批先行先试的数据制度、政策和标准；推动建立供需高效匹配的多层次数据交易市场；形成一批数据赋能的创新应用场景，培育一批数据要素型领军企业。力争到 2030 年，北京市数据要素市场规模达到 2000 亿元。

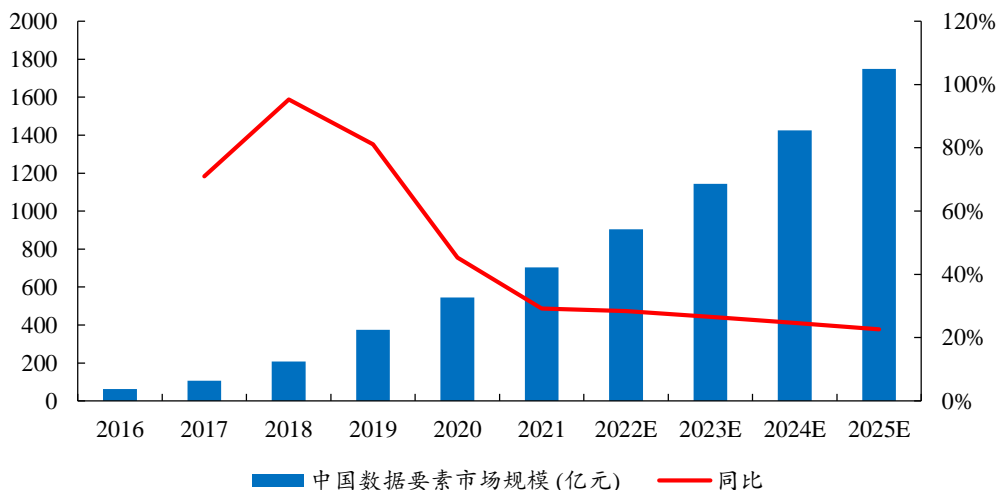
表4：数据要素顶层规划出台后，地方性政策密集落地

时间	发布单位	相关文件	相关内容
2023.07	北京市	《北京市关于更好发挥数据要素作用进一步加快发展数字经济的实施意见》	形成一批数据赋能的创新应用场景，培育一批数据要素型领军企业。力争到 2030 年数据要素市场规模达到 2000 亿元。
2023.02	深圳市	《深圳市数据产权登记管理暂行办法》	针对数据资源和数据产品在深圳行政区域内的首次登记、许可登记、转移登记、变更登记、注销登记和异议登记作出规定。
2023.04	广州市	《广州市公共数据开放管理办法》	鼓励通过开放公共数据开发各类数据产品，挖掘公共数据开发利用场景，培育数字经济新产业、新业态和新模式。
2023.04	武汉市	《武汉市数据要素市场化配置改革三年行动计划（2023—2025 年）》	2023 年，完善数据要素市场化配置改革工作制度体系框架，组建武汉数据集团；2025 年，数据要素市场化配置体制机制基本建立。
2023.04	无锡市	《2023 年度无锡市公共数据开放工作要点》	2023 年，全市开放数据集、API 服务接口数量增长不低于 5%，累计不少于 2240 个，应开放公共数据开放率达 95%；数据应用增长 20%，累计不少于 120 个，全市公共数据开放水平保持全国前列。
2023.03	甘肃省	《甘肃省关于促进数据要素市场发展的实施意见》	建立健全数据流通交易机制；组建甘肃数据要素流通交易机构等。
2023.02	杭州市	《杭州市公共数据授权运营实施方案》	以市场化授权运营方式推动公共数据的开放，2025 年底前形成 20

资料来源：各地政府官网、开源证券研究所

数据要素市场空间广阔、发展迅速。2021年4月，国家工业信息安全发展研究中心发布的《中国数据要素市场发展报告》指出，2020年我国数据要素市场规模达到545亿元，‘十三五’期间市场规模复合增速超过30%；“十四五”期间，这一数值将突破1749亿元，年均复合增长率达26.3%。

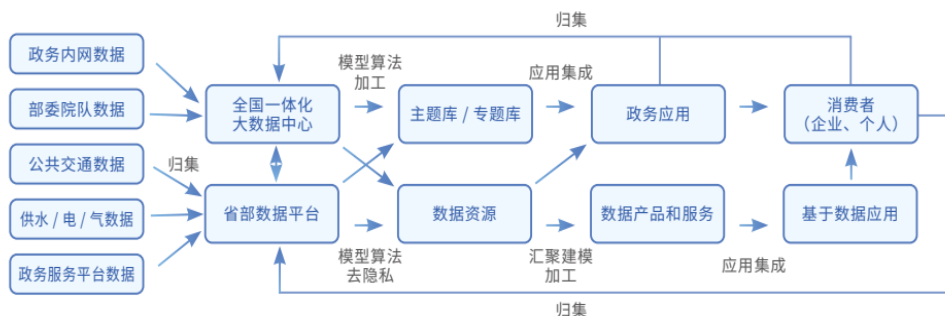
图16：预计2025年数据要素市场规模将突破1700亿元



数据来源：国家工业信息安全发展研究所、开源证券研究所

政务数据开放规模持续增长，提质增量是发展方向。据复旦大学数据，截至2022年10月，我国已有208个省级和城市的地方政府上线了政府数据开放平台，平台总数自2017年起持续增长，当前各级政务正在打造面向政务服务的“一网通办”和面向城市治理的“一网统管”，将驱动政务数据开放规模进一步增长。从数据价值来看，政务领域累积了最多的高价值数据，但各级政务部门开放的公共数据普遍存在数据质量不高、数据价值低、机读性差、数据更新不及时等问题。根据IDC的分析，2022年中国数字政府仅在大数据平台（软件）及数据治理方面的投入已达106.6亿元人民币，预计未来随数据量质双升而进一步增长。

图17：政务数据开放共享大势所趋



资料来源：IDC

3、云数领域国家队，乘信创东风有望后发先至

3.1、背靠中国电子，打造全栈信创国资云

贯穿底座与服务全栈安全机制。政府机构、公共服务、央企国企等用户群体具备行业的特殊性，上云安全问题为核心关注点。需部署统一标准、自主可控、软硬一体、安全可靠的数据基础设施，中国电子云依托中国电子丰富的网信产业资源和全栈技术能力。拥有从底层硬件、操作系统、中间件、数据库、安全整机到应用系统的国内最完整的自主先进产业链。

图18：中国电子云拥有从底层硬件到应用系统的全国产自主先进产业链

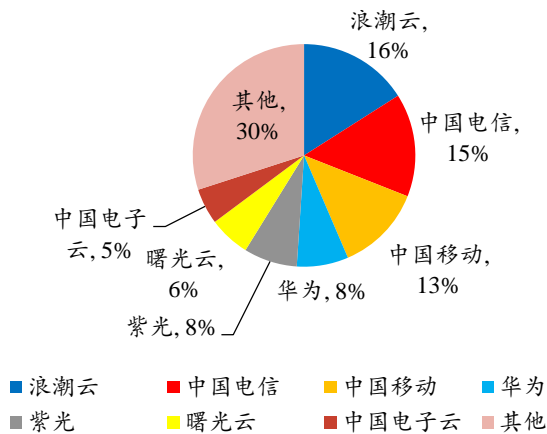


资料来源：中国电子云

同时支持 X86 与 PKS 架构，打造高安全基础设施根基。中国电子云除了可兼容 X86 架构之外，支持中国架构，即“PK”体系，核心支撑为飞腾 CPU+麒麟操作系统，并嵌入了 S-Security 立体防护的安全可信链，筑牢自主核心安全技术的基础和底座，值得政企信赖。中国电子云亦成为业界首个可同时提供具备信创能力的公有云服务和专属云产品的云计算厂商，以及国内首个以增强级安全能力通过中央网信办云计算服务安全评估的全国产化硬件技术和支持 PKS 架构的云计算平台。

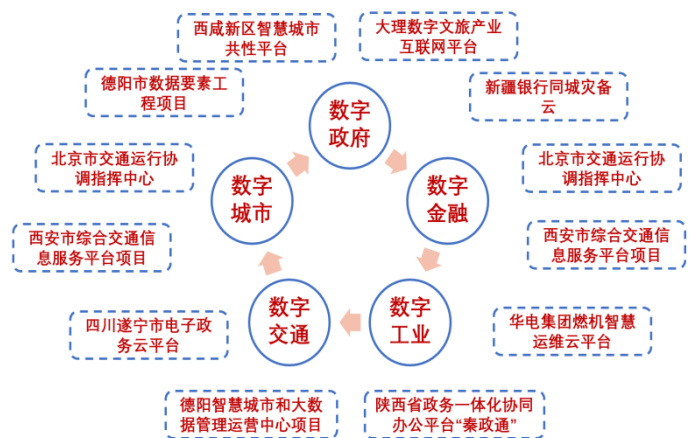
客户层面，截至 2022 年 10 月，中国电子云服务政府及行业客户已超 400 家。公司在天津市西青区、云南省大理州、江西省南昌市新建区、四川省遂宁市和德阳市、山东省德州市等地方政府落地政务云，承建了中国人保等金融机构及国家管网集团、星网集团、中国华电、中国电子等央企集团的云平台，以及为关键部委提供云服务。其中中国电子云为国家某部委建设当前国内最大规模信创云，整体设计规模超过 1 万台，可满足海量数据的核心算力与超高分析能力。市场份额方面，中国电子云 2020 年入选 IDC 中国政务云服务市场前七名，市场份额达 5%，成立之初即获市场验证。

图19：中国电子云 2020 年政务云服务市场份额达 5%



数据来源：IDC、开源证券研究所

图20：中国电子云已成功服务政府、央企等领域客户

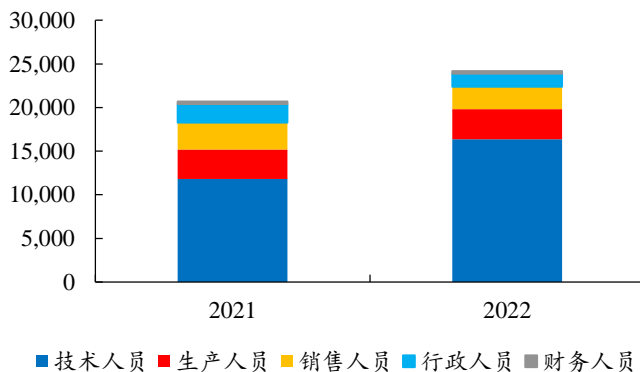


资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2、不断扩大技术领先性，积极拥抱数智变革

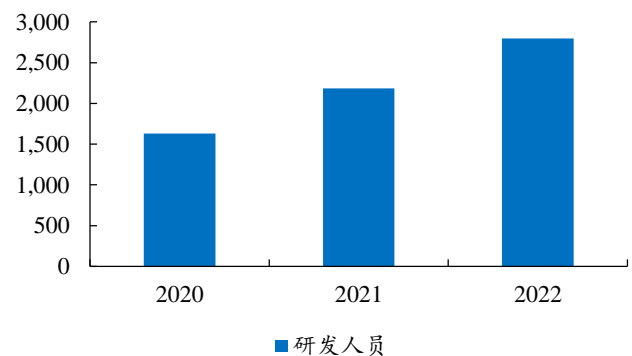
人才规模持续扩张，中国电子云创始团队兼具技术业务背景。创始团队方面，中国电子云创始人团队来自于阿里云、亚马逊 AWS、IBM、华为等云与数字化企业。中国电子云副总裁马劲，曾是阿里云专有云事业部总经理；中国电子云副总裁朱国平，历任新华三云与智能产品线副总裁、集团副总裁。中国电子云副总裁曹心驰，此前任深信服云业务 CTO，更早就职于华为、VMware 等公司。此外，公司人员规模处于扩张期，其中技术人员与研发人员规模扩张趋势较快，2022 年公司研发人员接近 2800 人。

图21：2022 年公司员工超 24,000 名，技术人员占比 68%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2020-2022 年公司研发人员持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

坚持基础自研，多款产品获验证。在存储层，适配云存储的架构模式即分布式软件定义存储成为主流，中国电子云依靠自研的（仓海）分布式存储和（仓山）超融合存储这两套云原生的存储体系，具有极致的性能、灵活性和高度的可靠性和可扩展性，其中，分布式全闪存储已在全球存储性能委员会 SPC-1 的测试认证中取得了性能和性价比方面的优异成绩。在计算层，中国电子云自主创新的雨燕计算架构，通过软硬件一体的设计，实现网络卸载、存储卸载、加密卸载并实现了虚拟化的零损耗，让单计算节点的网络 IO 性能提升了 5 倍，存储的性能提升百分之百。在操作系统层面，中国电子云自研了分布式的云操作系统 CCOS，支持公有云、专属云、

私有云、边缘云统一的对接和管理，并具有低成本和大规模管理集群的特点。

表5：公司致力于打造全栈信创产业链

	自研进度	拟（已）达到的目标
CECSTACK 专属云	已发布 CECStack 专属云平台产品 3.0 版本，产品以中国电子 PKS 体系为基础，具备完全自主知识产权，实现专属云、公有云一致的云原生技术架构和管理体验，为客户提供业界领先的 SECaaS、IaaS、PaaS、SaaS 全栈信创云服务能力。	迭代发布 CECStack 专属云平台，奠定公司在云计算行业全栈信创专属云生态的领先地位。
CeaStor 分布式存储	分布式全闪存存储产品块存储和对象存储已具备交付阶段（在全球存储性能委员会 SPC-1 的测试认证中取得了性能和性价比方面的优异成绩）；对象存储部分功能继续完善中；块存储性能指标领先国内其他产品；文件存储稳定持续推进研发中。	开辟国产自主可控存储产品商业赛道。分布式存储全闪存产品技术规格达到业界领先，混闪产品技术规格进入业界第一阵营。
CeaCube 超融合产品	支持 x86 和信创环境并将防病毒等安全能力内嵌在底层，在性能上基于自研分布式存储可达业内领先水平。	基于自研分布式存储构建，3 节点性能高达 170w IOPS，高于业界 50% 以上。奠定公司在云计算行业全栈信创超融合生态的领先地位。
CCOS 云原生操作系统	完成自研，支持公有云、专属云、私有云、边缘云统一的对接和管理，并具有低成本和大规模管理集群的特点。	-
CDP 大数据平台	已经在 X10 项目中大规模交付，并已支持数城和行业项目中输出，部分功能在不断研发完善中，性能在持续优化中。	拥有水平扩展架构，对海量数据提供大规模集群的分布式存储，提供离线、实时、交互、检索多种计算引擎。聚焦政府、交通、医疗、能源、制造，成为行业 ISV 国产化大数据平台首选。
云原生安全	完成 6 款自研产品上线，形成满足 2 大合规标准（等保 3/4、密评）的全系列 12 款安全产品云安全标准解决方案。	共包括云网络安全、云应用安全、云主机安全、云数据安全和云安全管理等 5 大类 25 款安全产品，覆盖云上业务全生命周期。突破关键行业安全市场，政务云安全市场前五，数字政府数据安全市场前五。
CeaKE 容器云	持续推进研发中	容器软件市场保持超过 40% 的年复合增长率；CeaKE 作为云原生应用平台的安全数字化底座，满足金融等重点领域云原生应用开发的安全底座诉求，在国内市场替代 Openshift。
CeaSphere 超融合软件	持续推进研发中	中国电子云计算虚拟化产品 CeaSphere，完成信创适配，在重点市场领域作为 VMware 产品国产化替代。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

积极拥抱数智时代，发布城市级行业智能平台及星智政务垂直领域大模型。公司于 2023 年 7 月正式发布“1+N+M”中国电子云可信智算战略，并推出城市级大模型行业智能平台——星智 2.0，致力构建以星智 2.0 为核心的智算中心，形成城市数字化转型标配新基建。此外公司发布星智政务垂直领域大模型，可实现面向政务专业领域的命名实体识别、命名实体去歧等功能，通过挂载外部结构化数据仓库亦可具备政务相关数据事项查询、推理、分析、问答等能力。公司基于星智政务垂直领域大模型推出“小鲸”数字人，主要面向“问政”与“看数”两个场景，目前可实现政务大屏解读和基层民众与网格员的政务执行咨询等落地应用。

图23：中国电子云发布“1+N+M”可信智算战略，推出政务领域垂直大模型

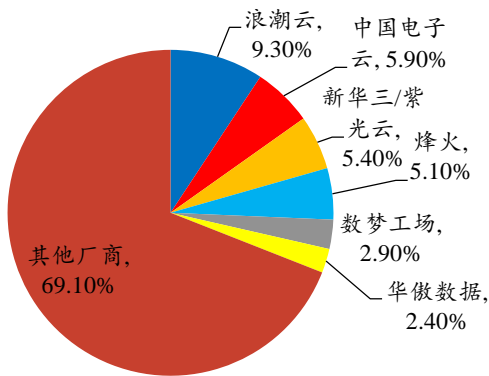


资料来源：中国电子云公众号、开源证券研究所

3.3、数据创新领域“排头兵”，有望充分受益于数据要素市场发展

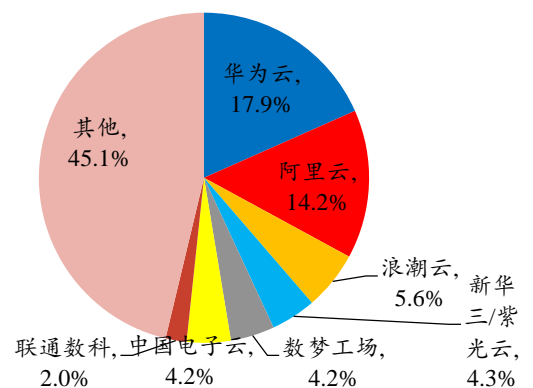
公司为数据创新领域排头兵。数据治理方面，根据 IDC 数据，中国电子云凭借 PKS 自主安全技术优势、全栈数据创新产品体系以及丰富的政企客户实践，位居政务数据治理市场份额第二。政务大数据平台方面，中国电子云凭借体系化“数智”创新产品和丰富的客户实践，位居中国数字政府大数据管理平台市场份额第五。截至 2021 年底，公司数据创新产品及服务客户覆盖全国 22 个省、50 多个地市、40 余家部委央企及行业客户。

图24：2022 年中国电子云位居政务数据治理市场份额第二



数据来源：中国系统公众号、开源证券研究所

图25：2022 年中国电子云位居政务大数据市场份额第五



数据来源：IDC、开源证券研究所

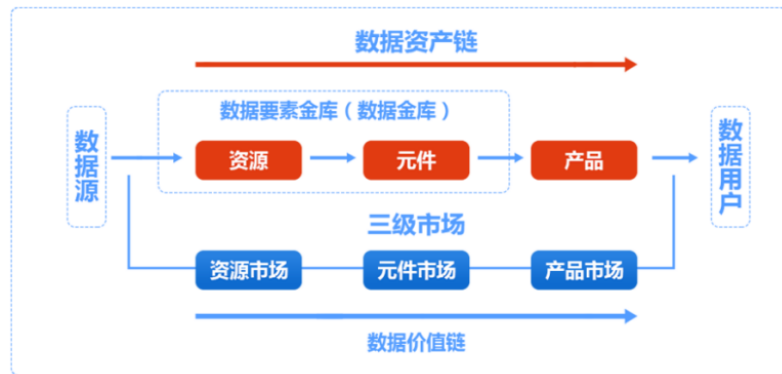
数据安全及要素化工程先行者，公司立足“制度+技术+市场”三位一体的总体实施架构，以“一库双链、三级市场”为核心理念，研发数据安全性与数据要素化工程系统，率先定义数据金库和数据元件，破解当前数据安全和数据要素市场化痛点和难点。具体来看，在理论研究、产品、实践等方面均取得突破。

✓ 在理论研究方面，公司及中国电子联合清华大学，以工程化路径破解数据

确权、定价、计量和安全难题，形成了数据安全与数据要素化工程总体方案。

- ✓ **在技术产品方面**，公司构建了原始数据与数据应用解耦技术、数据要素（元件）加工与交易技术、数据安全技术三大关键工程技术体系。此外，公司已形成数据金库（数据金柜、数据金库管理系统）、数据要素加工交易平台（数据要素操作系统、数据要素业务平台、数据要素支撑系统）、安全可信数据空间等数据安全与数据要素化工程系列产品。

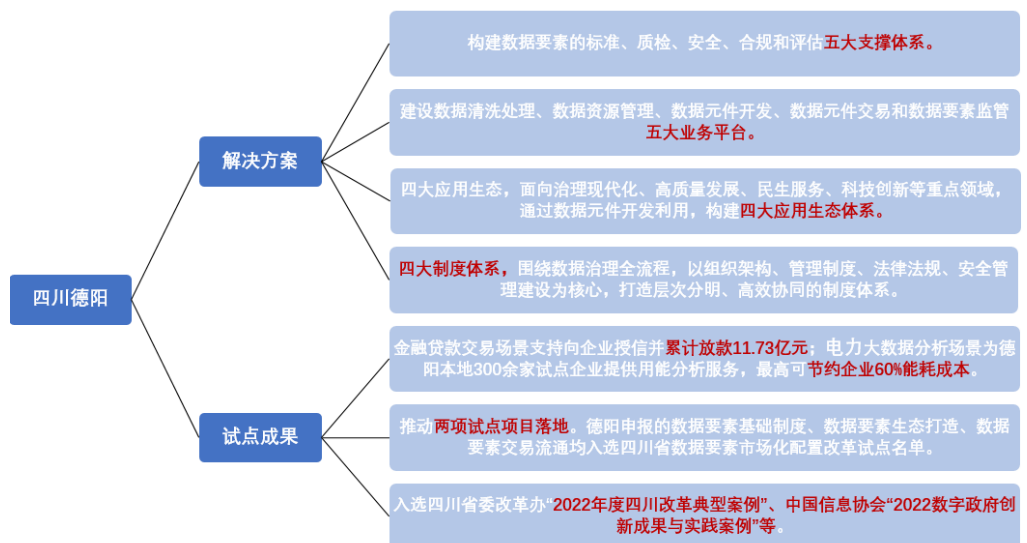
图26：公司打造“一库双链、三级市场”数据要素体系



资料来源：中国系统官网

- ✓ **在试点实践方面**，公司已在武汉、德阳、大理、江阴等多个城市及重点行业开展试点，完成体系性验证。其中，德阳成为四川首个城市级数据要素改革试点，初步构建起德阳数据资源、数据要素（元件）、数据产品三级市场。改革成果入选中国信息协会“2022 数字政府创新成果与实践案例”、省委改革办“2022 年度四川改革典型案例”。

图27：中国电子云与德阳市数据要素试点成果获初步验证



资料来源：中国电子云官网、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

(1) 收入端：一方面，公司产业服务为主要收入来源，其中洁净室工程系统方面为行业龙头，洁净室工程领域技术全国领先，客户资源积累较为丰厚。另一方面，公司积极布局“云数”自主化，具备全栈技术能力与安全机制，可满足政府及央企客户需求，有望拓展新型增长空间。因此，我们预计 2023-2025 年收入增速分别为 25.2%、27.0%、21.5%；

(2) 毛利率：未来几年公司毛利率有望保持较高水平，我们预计公司 2023-2025 年销售毛利率 11.5%、12.0%、12.4%。

(3) 期间费用率：我们预计公司 2023-2025 年销售费用率为 1.9%/2.0%/2.1%；管理费用率为 3.6%/3.6%/3.6%；研发费用率为 3.1%/3.2%/3.3%。

4.2、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 2.61、4.94、7.15 亿元，EPS 分别为 0.23、0.43、0.63 元/股，当前股价对应 PE 分别 131.0、69.1、47.7 倍。公司估值高于行业可比公司平均水平，考虑公司在国资云及数据要素领域的领先地位，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：公司估值高于行业可比公司平均水平（截止 2023.7.28 收盘）

证券代码	公司简称	当前市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600602.SH	云赛智联	195.17	2.21	2.69	3.32	88.3	72.6	58.8
300212.SZ	易华录	206.67	2.30	4.32	6.68	89.9	47.8	30.9
002368.SZ	太极股份	249.42	4.77	6.10	7.63	52.3	40.9	32.7
	行业平均					76.8	53.8	40.8
000032.SZ	深桑达	341.27	2.61	4.94	7.15	131.0	69.1	47.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（太极股份盈利预测来自开源证券研究所，易华录、云赛智联盈利预测来自 Wind）

5、风险提示

- (1) 政府财政支出缩减；
- (2) 政策变动不及预期；
- (3) 市场竞争加剧风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	36032	42309	42393	66340	62546
现金	8103	9141	11834	14836	18042
应收票据及应收账款	10967	10615	13964	15537	17325
其他应收款	756	637	1231	1151	1703
预付账款	1413	1747	1810	2905	2799
存货	1061	1124	1436	1914	2108
其他流动资产	13732	19045	12120	29997	20570
非流动资产	9901	10531	12567	14696	16686
长期投资	1397	1778	2258	2687	3127
固定资产	4255	4385	5636	7144	8569
无形资产	1065	1083	1269	1247	1264
其他非流动资产	3184	3285	3403	3618	3726
资产总计	45933	52840	54959	81036	79232
流动负债	30742	35140	36880	62387	59892
短期借款	1486	1851	4831	6889	8640
应付票据及应付账款	19215	23590	22597	45434	40958
其他流动负债	10040	9698	9452	10064	10294
非流动负债	5474	7574	7255	6785	6077
长期借款	3578	5716	5427	4939	4235
其他非流动负债	1896	1859	1828	1846	1842
负债合计	36216	42714	44135	69173	65969
少数股东权益	3520	4556	5085	5714	6489
股本	1139	1138	1138	1138	1138
资本公积	3317	2928	2928	2928	2928
留存收益	1728	1458	2169	3179	4520
归属母公司股东权益	6198	5570	5739	6150	6774
负债和股东权益	45933	52840	54959	81036	79232

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	286	-247	3138	4389	5189
净利润	1146	714	790	1123	1490
折旧摊销	418	424	486	616	765
财务费用	289	315	319	419	459
投资损失	-60	-16	-27	-29	-26
营运资金变动	-1891	-2041	1227	1907	2060
其他经营现金流	385	357	343	353	442
投资活动现金流	-197	-1455	-2396	-2691	-2694
资本支出	583	641	2118	2264	2328
长期投资	-477	-356	-479	-429	-440
其他投资现金流	863	-459	201	2	75
筹资活动现金流	1628	2075	-1221	-718	-1026
短期借款	54	366	2980	2058	1751
长期借款	-866	2138	-289	-488	-704
普通股增加	726	-1	0	0	0
资本公积增加	2157	-389	0	0	0
其他筹资现金流	-442	-38	-3912	-2288	-2073
现金净增加额	1714	387	-479	979	1470

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	44134	51052	63905	81127	98587
营业成本	38856	45228	56580	71433	86393
营业税金及附加	95	94	126	159	192
营业费用	859	916	1214	1623	2070
管理费用	1311	1820	2301	2921	3549
研发费用	1056	1527	1981	2596	3253
财务费用	289	315	319	419	459
资产减值损失	-57	-85	84	116	141
其他收益	175	238	191	204	206
公允价值变动收益	-1	65	32	38	40
投资净收益	60	16	27	29	26
资产处置收益	12	-6	1	0	-0
营业利润	1615	1184	1204	1735	2318
营业外收入	9	20	16	16	17
营业外支出	10	19	17	16	17
利润总额	1614	1185	1203	1735	2318
所得税	468	471	414	612	828
净利润	1146	714	790	1123	1490
少数股东损益	759	876	529	629	775
归属母公司净利润	387	-162	261	494	715
EBITDA	2115	1824	1821	2534	3270
EPS(元)	0.34	-0.14	0.23	0.43	0.63

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	37.7	15.7	25.2	27.0	21.5
营业利润(%)	25.7	-26.7	1.7	44.1	33.6
归属于母公司净利润(%)	81.1	-141.9	260.6	89.5	44.8
获利能力					
毛利率(%)	12.0	11.4	11.5	11.9	12.4
净利率(%)	0.9	-0.3	0.4	0.6	0.7
ROE(%)	11.8	7.0	7.3	9.5	11.2
ROIC(%)	8.3	5.2	4.7	5.9	7.0
偿债能力					
资产负债率(%)	78.8	80.8	80.3	85.4	83.3
净负债比率(%)	1.3	15.6	11.4	0.3	-14.4
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
速动比率	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	4.5	4.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.9	2.7	6.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	-0.14	0.23	0.43	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	-0.22	2.76	3.86	4.56
每股净资产(最新摊薄)	5.45	4.89	5.04	5.40	5.95
估值比率					
P/E	88.2	-210.3	131.0	69.1	47.7
P/B	5.5	6.1	5.9	5.5	5.0
EV/EBITDA	17.7	21.8	22.0	15.6	11.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn