

太极股份(002368)

报告日期: 2023 年 08 月 07 日

# 筑“云”为基，期“数”未来

## ——太极股份深度报告

### 投资要点

#### □ 中国电科信创核心，业务转型延伸成效显著

公司是国内电子政务、智慧城市和关键行业信息化的领先企业，四大主要业务分别为网络安全服务、系统集成服务、智慧应用与服务及云服务，是中国电科集团网信事业的核心产业平台。2018 年公司实现营收 60.16 亿元，2022 年实现营收 106.01 亿元，5 年 CAGR 达 15.2%；归母净利润由 2018 年的 3.16 亿元增长至 2022 年的 3.78 亿元，5 年 CAGR 达 4.6%。公司近年来着力开展“一体两翼”及平台化、产品化转型，高质量业务营收占比逐年上升，营收结构不断改善，多年深耕政务云与数字政府领域，积累大量优质客户，抢占中央政府与中央企业两大战略市场。

#### □ 核心资产赋能信创完整体系，全栈数据服务筑基数字中国

公司 2010 年上市，从事系统基础业务，2011 年战略投资人大金仓，布局国产数据库，2013 年收购慧点科技，进军企业管理协同软件，2015 年战略投资金蝶天燕，涉足国产中间件市场，2021 年收购普华部分股权，涉猎操作系统，至此公司完成了对基础软件层、企业管理层、信息安全层的信创产业链布局。随着信创产业进入全面推广阶段，凭借公司在信创产业链的优质核心资产，未来规模与协同效应有望逐渐显现。

#### □ 创新云数服务应用场景，掘金数据要素市场

公司以“云数融合、按需应变、业务创新”为业务核心价值，依托新型全流程云服务模式，创新“云+数+应用+生态”服务模式，公司未来或将进一步打通部门系统，基于政务云与云上数据，孵化城市市民服务新场景，朝专业化、垂直化方向发展，打造医疗云、教育云等行业应用。

目前，数据要素流通交易变现的痛点主要在于数据资源获取和数据场景应用上，未来数据要素应用或将率先在政务数据平台整合建设与公用数据资源交易展开。公司在数据要素产业链中不仅可以充当数据供给方，同时背靠中电科强有力的研发背景，具备一定的技术实力打通至下游应用场景，向数据使用方收费，实现数据变现。作为数字政务“国家队”主力军，公司积攒的多年数据运营经验与丰富数据要素资源，有望带来新的发展机遇，为公司开拓新的成长曲线。

4 月，易华录发布公告称其实际控制人华录集团拟整合进入中国电科，其在数据要素市场布局已久，具有地方政府数据的运营权和使用权，全国已建设 32 个数据湖，蓝光存储更是能充分赋能政务大数据产业基础设施。我们认为后续易华录并入中国电科后，公司或将充分受益兄弟公司易华录在全国层面数据湖建设布局以及蓝光存储产业链，有望携手在数据要素市场抢占先机，取得增量突破。

#### □ 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 120.25/137.54/156.85 亿元，同比增速分别为 13.4%/14.4%/14.0%；对应归母净利润分别为 5.08/5.88/9.15 亿元，同比增速分别为 34.5%/15.9%/55.6%，对应 EPS 为 0.86/0.99/1.55 元，对应 PE 为 51.79/44.70/28.73 倍。首次覆盖予以“增持”评级。

#### □ 风险提示

信创落地不及预期、数据要素政策推进不及预期、产品化和服务化转型不及预期风险、行业竞争加剧

### 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	¥ 11.99
总市值(百万元)	4,796.12
总股本(百万股)	400.01

### 股票走势图



### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10600.83	12024.72	13754.31	15684.92
(+/-) (%)	15.67%	13.43%	14.38%	14.04%
归母净利润	377.66	507.84	588.34	915.41
(+/-) (%)	4.26%	34.47%	15.85%	55.59%
每股收益(元)	0.64	0.86	0.99	1.55
P/E	69.64	51.79	44.70	28.73

资料来源：浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 关键驱动因素

- 1) **宏观层面**：宏观经济维稳，信创推进如期落地，数据要素政策进一步明确，数据产业化大时代如期到来；
- 2) **微观层面**：公司产品化转型顺利，政务云持续拓展新的省份，行业云有所增长，携手易华录在数据要素市场抢占先机，取得增量突破。

### ● 关键假设

- 1) 公司主营业务继续向好；
- 2) 公司产品化战略成效优异；
- 3) 各控股子公司在相关领域技术继续保持优势地位；
- 4) 数据要素产业化大时代正在开启。

### ● 我们与市场的观点的差异

#### 【市场担忧-与集团业务协同效果或不佳】

市场对于中国电科整合并购华录集团后，公司可充分与其业务协同表示质疑。

#### 【我们认为】

1、【**公司是中电科网信事业核心毋庸置疑**】公司是集团公司网信事业核心产业平台，具有卓越的品牌和市场影响力。华录集团的整合并购计划体现了集团公司中电科对新一轮国企改革的全力推进，但华录集团的业务布局与公司并不相同，中电科以太极为核心的“WE”信创体系战略无须质疑。

2、【**易华录并入中国电科后，公司有望与其在数据要素市场协同发力**】易华录在数据要素市场布局已久，数据湖建设遍布全国，拥有成熟的蓝光存储产业链，公司先发构建的政务云未来或有望充分运用其数据基础建设，取得竞争优势，抢占数据要素市场先机。

**【市场担忧-信创推进力度低】**

市场对当前信创推进力度表示担忧。

**【我们认为】**

1) **【政务云、行业云或是公司在当前信创可能推进乏力之下的有力增长点】**公司未来有望进一步打通部门系统，基于政务云与云上数据，孵化城市市民服务新场景，包括码链一体的数据共享应用等。云业务也会朝专业化、垂直化方向发展，打造医疗云、教育云等行业应用。

2) **【不止信创，数据要素市场极具想象空间】**数据要素有关政策或将持续发力，当下市场框架已进阶，数据要素有望正式开启产业化大时代，公司作为数字政务“国家队”主力军，积攒多年的数据运营能力与数据要素资源，有望助力公司充分享受数字要素产业大时代红利。

**● 股价上涨的催化因素**

政务云服务再创新高，行业云市场有所拓新；

党政信创按预期落地，行业信创有所突破；

数据二十条推动数据要素市场从量变到质变进入产业化时代；

中国电科明确易华录并入后的定位，公司可主导与其协同发力数据要素市场。

**● 风险提示**

信创落地不及预期、数据要素政策推进不及预期、产品化和服务化转型不及预期风险、行业竞争加剧

## 正文目录

<b>1 中国电科信创核心，业务转型延伸成效显著</b>	<b>6</b>
1.1 深耕行业领域三十余年，数字化服务提供商领先龙头	6
1.2 背靠中国电科，拥有“国家队”稀缺资源	6
1.3 坚持一体两翼发展战略，一体化协同发展优势渐显	8
1.4 产品化战略成果卓著，盈利费控表现均佳	9
<b>2 核心资产赋能信创完整体系，全栈数据服务筑基数字中国</b>	<b>11</b>
2.1 内生外延并举，完善信创体系	11
2.2 人大金仓：国内老牌数据库，深耕多年竞争优势显著	11
2.3 慧点科技：央国企 OA 龙头，数字协同系统优异	14
2.4 普华操作系统：背靠央企大平台，信创车载操作系统领军者	16
2.5 金蝶天燕：中间件行业蓬勃发展，国产替代未来可期	17
<b>3 创新云数服务应用场景，掘金数据要素市场</b>	<b>18</b>
3.1 持续深化政务云服务，拓新异构云解决兼容痛点	18
3.2 着力新成长曲线，或有望与易华录协同发力数据要素市场	19
3.3TECO 工业互联网为基，赋能行业数字化转型	21
3.4 生成式 AI 赋能党政企智能展业，多方合作建立竞争优势	23
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>24</b>
4.1 盈利预测	24
4.2 投资建议与估值	26
<b>5 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 太极股份发展历程.....	6
图 2: 太极股份股权图 (截止 2022 年 12 月 31 日) .....	7
图 3: 公司在中国电科集团信创体系中居核心地位.....	8
图 4: 公司一体两翼发展战略.....	8
图 5: 2022 年公司营收结构.....	9
图 6: 2018-2022 年公司分产品营收及复合增速.....	9
图 7: 公司毛利率与净利率.....	10
图 8: 公司三费率 .....	10
图 9: 公司分产品毛利率.....	10
图 10: 公司分行业毛利率.....	10
图 11: 公司营收结构.....	10
图 12: 公司下游客户领域.....	10
图 13: 公司并购历程.....	11
图 14: 2021 年中国数据库管理软件市占率.....	12
图 15: 2021 年中国数据库管理软件 (本地部署) 市占率 .....	12
图 16: 中国数据库产业图谱.....	12
图 17: 2020-2026 年中国数据库市场规模及增速.....	12
图 18: 2018-2022 年人大金仓营收及增速 .....	13
图 19: 2018-2022 年人大金仓净利润及增速.....	13
图 20: 2018-2022 年慧点科技营收及增速 .....	14
图 21: 2018-2022 年慧点科技净利润及增速.....	14
图 22: WE.Office 数字化协同办公平台 .....	15
图 23: WE.Flow 工作流平台技术架构 .....	15
图 24: 开源车用操作系统内核架构.....	16
图 25: 中间件市场规模预测.....	17
图 26: 2021 年中间件市场份额.....	17
图 27: 太极股份打造数字政府“云+数+应用+生态”服务模式.....	18
图 28: 异构云服务管理平台.....	19
图 29: 2021 年工业互联网解决方案提供商 TOP100 .....	21
图 30: 无人变电站智能运检.....	22
图 31: 石油化工泵群设备健康管理.....	22
图 32: 电子制造行业数字化工厂解决方案.....	23
表 1: 主要产品 KingBase 优势.....	13
表 2: 普华操作系统介绍.....	16
表 3: 金蝶天燕主营业务介绍.....	17
表 4: 数据量积累 .....	20
表 5: 公司营收预测拆分 (单位: 亿元) .....	25
表 6: 公司估值对比.....	26
表附录: 三大报表预测值.....	27

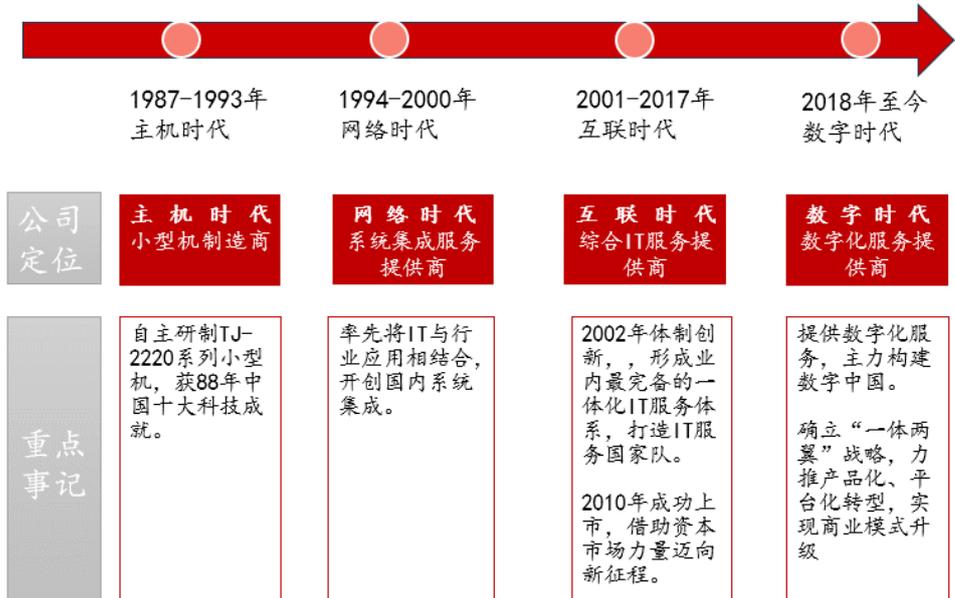
## 1 中国电科信创核心，业务转型延伸成效显著

### 1.1 深耕行业领域三十余年，数字化服务提供商领先龙头

■ **公司背景：**太极计算机股份有限公司（简称“太极股份”）是国内电子政务、智慧城市和关键行业信息化的领先企业，面向政府、公共安全、国防、企业等提供信息系统建设和云计算、大数据等服务，涵盖云服务、网络安全与自主可控、智慧应用与服务、信息基础设施等综合信息技术服务。作为中国电子科技集团有限公司旗下的软件和信息技术服务业龙头企业、自主可控总体单位、智慧城市与数字政府牵头单位，太极股份是集团公司网信事业核心产业平台、数字化转型的关键推动力量。公司形成了卓越的品牌和市场影响力，被列为国家科技部和中关村科技园区创新试点示范单位，连续多年被认定为国家规划布局内重点软件企业和全国软件产业收入前百家企业，是多个行业协会的发起者和重要参与单位。

**砥砺前行三十余载，勇立 IT 时代潮头。**从探索到成熟，中国 IT 发展波澜壮阔；从诞生到龙头，公司精准把握时代机遇。（1）主机时代（1987-1983），基于国家民族计算机产业振兴计划——太极计划，中国电子科技集团公司第十五研究所发起设立了太极计算机公司，其自主研发制造的 TJ-2220 系列小型机获“1988 年中国十大科技成就”；（2）网络时代（1994-2000），公司率先将 IT 技术与行业应用结合起来，开创国内体系集成先河；（3）互联时代（2001-2017），公司构建一体化 IT 服务体系，打造 IT 服务国家队；（4）数字时代（2018-至今），公司以“做中国最优秀的数字化服务提供商”为愿景，引领行业智能应用，助力数字中国建设。

图 1：太极股份发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

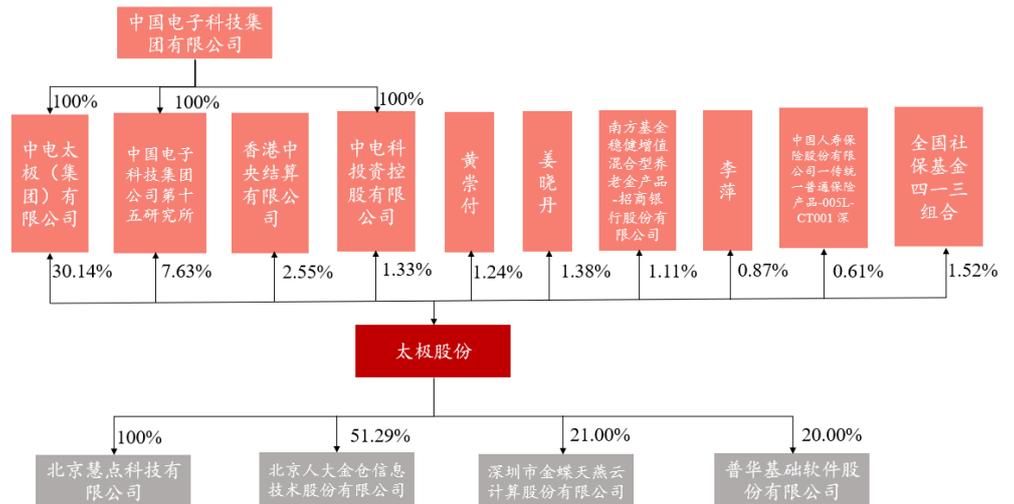
### 1.2 背靠中国电科，拥有“国家队”稀缺资源

太极股份背靠中国电科，获得政策、产业资源等多方面的支持。中国电科实际控制的三家公司（中电太极、中国电科第五研究所、中电科投资控股有限公司）分别直接持股 30.14%、7.63%和 1.33%，中国电科集团合计持股 39.1%，成为公司实际控制人。

中国电子科技集团有限公司是中央直接管理的国有重要骨干企业，是我国军工电子主力军、网信事业国家队、国家战略科技力。中国电科拥有电子信息领域相对完备的科技创新体系，在电子装备、网信体系、产业基础、网络安全等领域占据技术主导地位，肩负着支撑科技自立自强、推进国防现代化、加快数字经济发展、服务社会民生的重要职责。

太极股份完善的自主产品体系优势。公司布局形成了包含普华操作系统、金仓数据库、金蝶天燕中间件、慧点科技办公软件在内的自主产品体系，并牵头组建中国电科信创工程研究中心，自主可控产业生态体系日益完善。在 OA 软件方面，慧点科技作为太极股份的全资子公司，普华作为其参股子公司，助力太极股份在操作系统领域的发展；在数据库方面，人大金仓作为太极股份的控股子公司，公司持股 51.3%，将数据率领域的技术优势转化为产品优势；在中间件方面，金蝶作为其联营企业，提高太极在中间件领域的竞争格局。

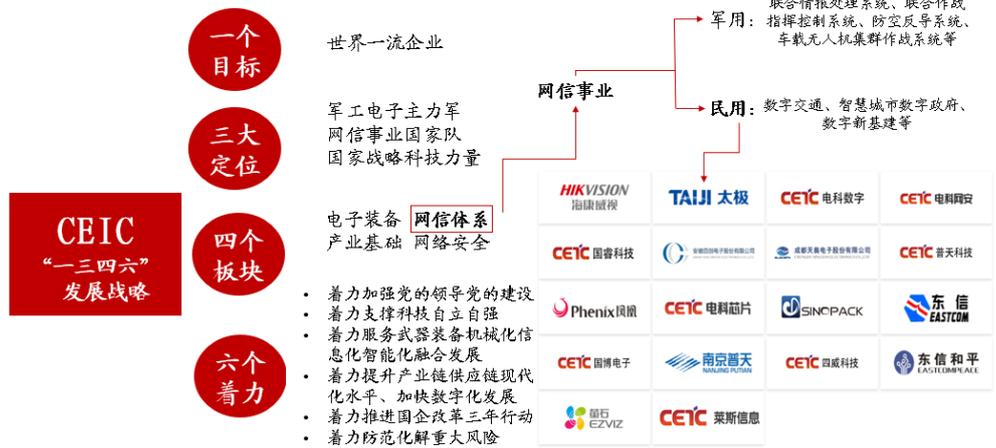
图 2：太极股份股权图（截止 2022 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

- 中国电科秉持“开放·融合”的信创生态建设理念，持续推进“炼沙成芯、从芯到云、从云到行业核心应用”的“WE”信创生态建设。中电科集团聚焦电子装备、网信体系、产业基础、网络安全四大核心产业，打造以太极为核心的“WE”信创体系。中电科聚焦“军工电子主力军、网信事业国家队、国家战略科技力量”三大定位主责，主要聚焦重大装备、通信与电子设备、软件和关键元器件的研制生产，目前，中电科可以提供包括半导体设计、半导体装备、半导体材料、通用或专用芯片、基础软硬件、平台级软件和关键行业应用等完整的信创产品生态体系。集团拥有海康威视、电科网安、太极股份、电科数字等 16 家上市企业。具有大型复杂信息系统的一体化服务能力、“WE”开放生态能力和应用实施能力。其中中电太极作为 CETC 信创业务的牵头单位，将以 WE 信创生态服务平台为依托，聚拢上下游生态伙伴，形成开放包容的信创生态。

图 3: 公司在中国电科集团信创体系中居核心地位

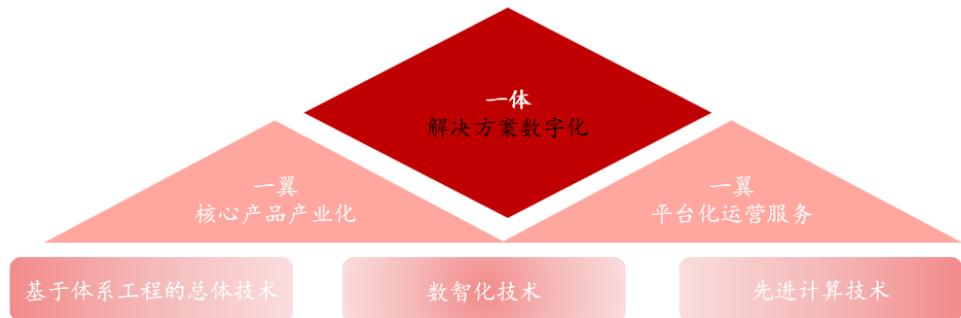


资料来源：中国电科集团官网，浙商证券研究所

### 1.3 坚持一体两翼发展战略，一体化协同发展优势渐显

- **转型步伐加快，业务结构不断优化**：公司所处行业为软件与信息技术服务业，坚持以一体两翼发展战略，主要业务包括：云服务、网络安全与自主可控、智慧应用与服务 and 系统集成服务,是国内电子政务、智慧城市和关键行业信息化的领先企业。近年来公司营收不断增长，由 2018 年 60.16 亿元增长至 2022 年 106.01 亿元，2022 年营收同比增长 0.9%，五年复合增长率达 15.2%；公司归母净利润则由 2018 年 3.16 亿元增长至 2022 年 3.78 亿元，2022 年同比增长 1.2%，五年复合增长率达 4.6%，实现了平稳增长。
- **坚持“一体两翼”发展战略，助力政企数字化升级**。“一体”是指推动行业解决方案转变为数字解决方案，助力政企完成数字化升级；“两翼”包含核心产品产业化与运营平台化，使得公司在面向下游日益差异化的数字升级需求时，能够更高效、更标准化的满足各种需求。

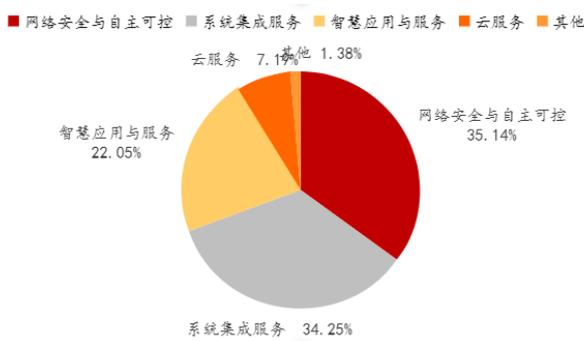
图 4: 公司一体两翼发展战略



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

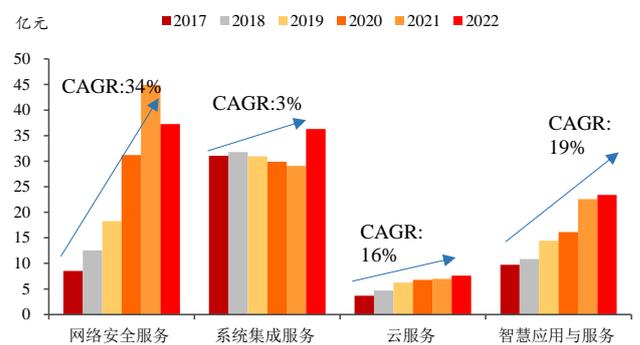
- 1) **网络安全与自主可控:** 主要提供网络安全、内容安全、信息系统安全以及自主可控的基础产品及服务。公司 2017 年至 2022 年网络安全与自主可控服务营业收入分别为 8.52 亿, 12.55 亿, 18.24 亿, 31.22 亿, 44.92 亿, 37.25 亿, 复合增长率为 34.3%。该部分在 2022 年的营收占比为 35.1%, 是该公司 2022 年主要营收来源之一。
- 2) **系统集成服务:** 主要围绕定制化解决方案提供的咨询、系统集成、产品增值服务以及系统运维服务等。公司 2017 年至 2022 年系统集成服务营业收入分别为 31.06 亿, 31.78 亿, 30.98 亿, 29.88 亿, 29.05 亿, 36.31 亿, 复合增长率为 3.2%。该部分在 2022 年的营收占比为 34.3%, 是该公司 2022 年主要营收来源之一。
- 3) **智慧应用与服务:** 要面向“互联网+政务”及“互联网+行业”, 为他们提供智能技术应用为主的技术服务。公司 2017 年至 2022 年智慧应用与服务营业收入分别为 9.75 亿, 10.85 亿, 14.43 亿, 16.14 亿, 22.59 亿, 23.38 亿, 复合增长率为 19.1%。该部分在 2022 年的营收占比为 22.1%。
- 4) **云服务:** 主要面向国家政务、智慧城市和其他重要的行业, 为其提供云计算和数据运营服务, 代表产品有北京市政务云等。公司 2017 年至 2022 年云服务营业收入分别为 3.67 亿, 4.67 亿, 6.25 亿, 6.76 亿, 6.98 亿, 7.62 亿, 复合增长率为 15.7%。这部分收入在 2022 年营收中占比 7.2%。

图 5: 2022 年公司营收结构



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 2018-2022 年公司分产品营收及复合增速

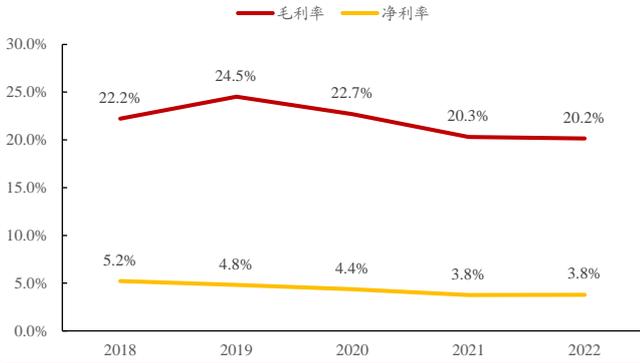


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 1.4 产品化战略成果卓著, 盈利费控表现均佳

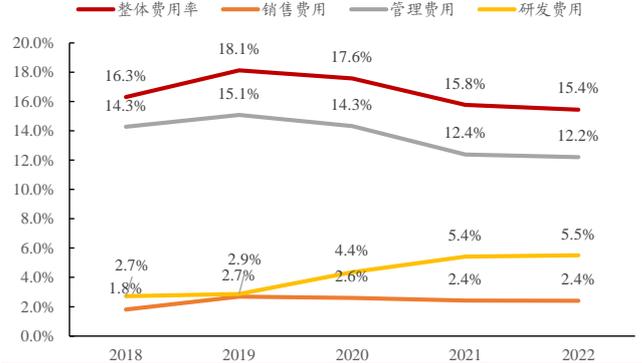
- **盈利短期承压, 毛利率有望持续修复:** 近年来毛利率出现小幅下滑趋势, 2018-2022 年毛利率分别为 22.2%、24.5%、22.7%、20.3%、20.2%, 分产品看, 公司主营的网络安全与系统集成服务中包括大量信创集成类项目, 竞争激烈, 毛利率承压。随着公司大力推动“一体两翼”及产品化转型战略, 毛利率较高的智慧应用与云服务业务占比逐年攀升, 带动公司整体毛利率水平提高。
- **净利率保持稳定, 整体费用率控制良好:** 2018-2022 年净利率分别为 5.2%、4.8%、4.4%、3.8%、3.8%, 略有下降。公司八成以上的营收来源于政府, 由于 ToG 端回款周期长, 公司整体净利率水平不高, 自 2020 年以来维持稳定水平。公司费用控制水平较高, 2019-2022 年整体费用率下降明显, 其中管理费用率下降较快, 销售费用率保持在较低水平。同时, 公司持续加大研发投入, 研发费用率自 2019 年以来逐年提升, 助力平台化、产品化转型。

图 7: 公司毛利率与净利率



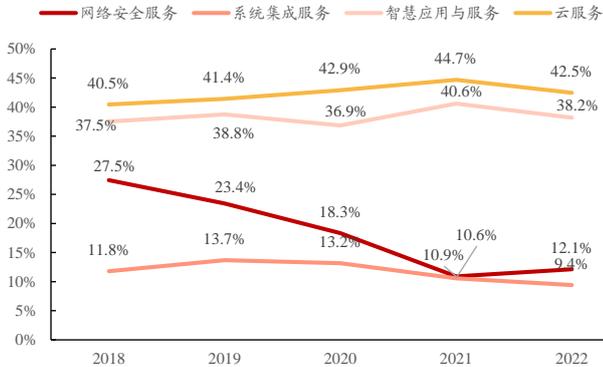
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 8: 公司三费率



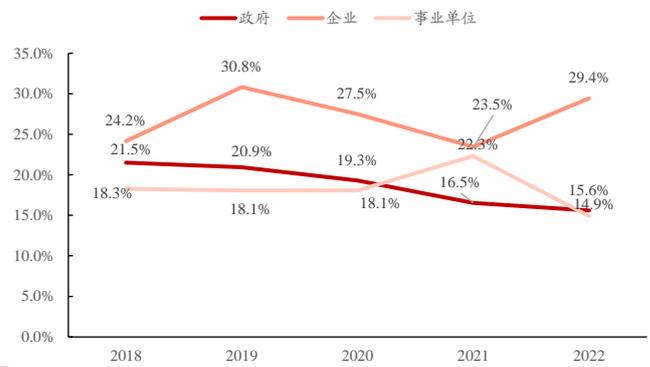
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 9: 公司分产品毛利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

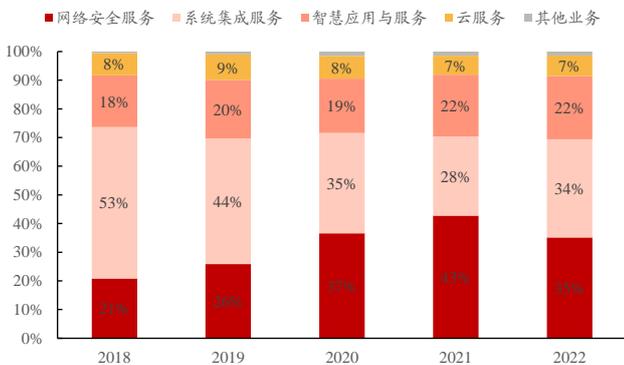
图 10: 公司分行业毛利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

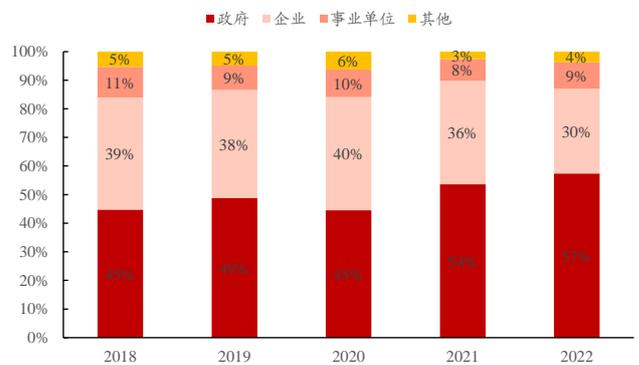
■ **业务结构持续优化, 打造信创“国家队”:** 公司近年来着力开展“一体两翼”及平台化、产品化转型, 网络安全与系统集成服务营收占比自 2020 年以来持续下降, 高质量业务, 包括智慧应用与云服务营收占比逐年上升, 业务营收结构不断改善。公司长期服务于中国的政务信息化建设, 深耕政务云与数字政府领域, 积累大量优质客户, 抢占中央政府与中央企业两大战略市场。

图 11: 公司营收结构



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 12: 公司下游客户领域



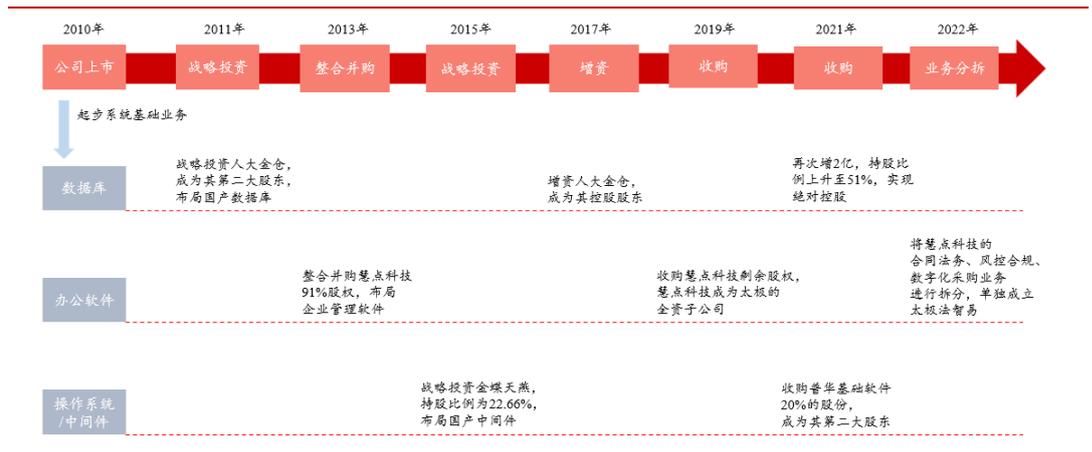
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2 核心资产赋能信创完整体系，全栈数据服务筑基数字中国

### 2.1 内生外延并举，完善信创体系

- 公司外延并购，掌握核心资产：**整个信创产业链可分为基础硬件层（CPU、GPU、整机、服务器、外设），基础软件层（操作系统、中间件、数据库），企业管理层（ERP、办公软件、OA、邮箱），行业应用层（证券 IT、财政 IT、工业软件等），信息安全层（加密设备和综合型厂商）。公司通过 2010 年上市，从事系统基础业务；2011 年战略投资人大金仓，成为其第二大股东，从此开始布局国产数据库；2013 年整合并购慧点科技 91.0% 的股份，开始进军企业管理软件；2015 年扩大战略投资，投资金蝶天燕，持股比例达 22.66%，开启国产中间件市场；2017 年增资人大金仓，成为其第一大股东，数据库布局继续扩大；2019 年收购慧点科技剩余股份，使其成为太极的全资子公司；2021 年收购了普华基础软件 20% 的股份，成为其第二大股东，助力中间件布局，同年再次增资 2 亿，对人大金仓持股比例上升至 51%，实现绝对控股，数据库业务布局进一步扩大。2022 年公司 will 将慧点科技的合同法务、风控合规、数字化采购业务进行拆分，单独成立太极法智易，OA 软件布局进一步完善。

图 13：公司并购历程

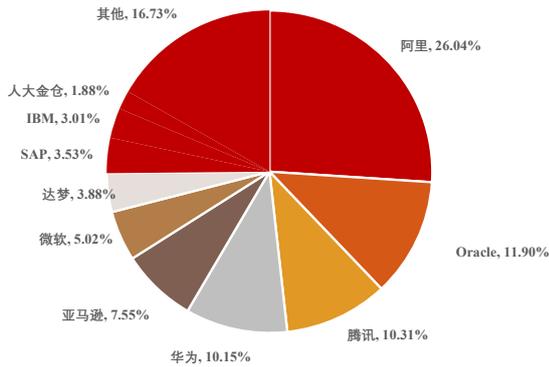


资料来源：公司公告、公司官方公众号，浙商证券研究所

### 2.2 人大金仓：国内老牌数据库，深耕多年竞争优势显著

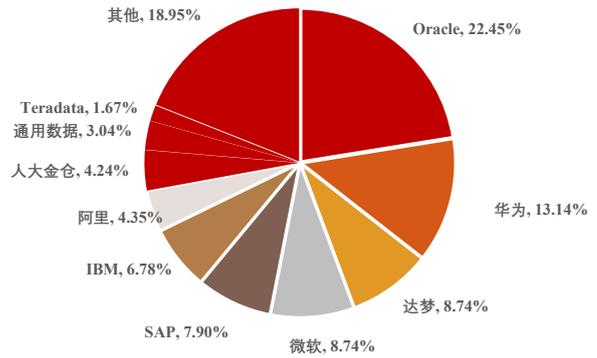
- 信创为国产数据库提供发展空间，未来市场空间可期：**根据艾媒咨询数据，2021 年中国数据库市场总规模达 286.80 亿元，2026 年有望达到 608.6 亿元，复合增长率达 13.4%。根据达梦数据招股书，2021 年国产数据库厂商市占率持续扩大，其中人大金仓在国内数据库管理软件中排名第十，市占率为 1.88%，在国内数据库软件（本地部署）中排名第八，市占率为 4.24%。2023 年中国信创产业发展白皮书显示，2023 年中国信创产业规模将达 20961.90 亿元，2027 年有望达到 37011.30 亿元，中国信创市场释放出前所未有的活力。随着以人大金仓、达梦数据为代表的国产厂商技术实力不断增强，以及国家政策不断深入国产替代进程，国外厂商隐性市场份额有望逐步释放，国产厂商潜在市场空间未来可期。

图 14: 2021 年中国数据库管理软件市占率



资料来源: 达梦数据招股书, 浙商证券研究所

图 15: 2021 年中国数据库管理软件 (本地部署) 市占率



资料来源: 达梦数据招股书, 浙商证券研究所

图 16: 中国数据库产业图谱



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

图 17: 2020-2026 年中国数据库市场规模及增速



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

- 专注数据库二十余载, 关键应用领域销量第一:** 人大金仓自成立以来, 立足自主研发, 专注数据管理领域, 经过 20 余年发展, 致力于打造固若金仓、值得信赖的国产数据库企业, 主要产品包括:通用型数据库 KingbaseES(KES)、分析型数据库 KingbaseAnalyticsDB(KADB)、分布式数据库 KSSOne、数据同步软件 Kingbase FlySync(KFS)等, 以及高可用解决方案、高性能解决方案等 6 类解决方案。公司曾担任“核高基”重大专项数据库方向课题的牵头承担单位。公司广泛服务于电子政务、国防军工、能源、金融、电信等 60 余个重点行业和关键领域, 累计装机部署超百万套。2020 年, 人大金仓实现在国产数据库关键应用领域销售套数占比第一的市场地位。2021 年, 人大金仓持续加强自身在重点行业的拓展, 关键应用领域销售套数第一, 同时在中国石油石化行业市场销售量居国内厂商第一位置。曾先后承担国家“863”、电子发展基金、信息安全专项、国家重点研发计划、“核高基”等重大课题研究, 2018 年人大金仓申报的“数据库管理系统核心技术的创新与金仓数据库产业化”项目荣获国家科学技术进步二等奖。截至 2022 年 10 月底, 人大金仓是国内数据库领域唯一获得国家级奖项的企业。
- 以数据存储计算为核心, 提供稳定卓越的产品体系:** 公司将技术优势转化为产品优势, 自主研发开发的具有自主知识产权的通用关系型数据库管理系统 KingBaseES 为公司核心竞品, 目前已迭代至 KingbaseES V9 版本, 各项性能全面提升。随着行业市场

对数据库要求的不断深入，人大金仓一体机 KingbaseXData 应运而生，开启软硬一体化产品新模式。此外，人大金仓积极联合信创产业上下游企业共建生态，截至 2022 年底已与航天宏图、用友网络、东华医为、交控科技等 1800 多家生态伙伴的超过 6000 款产品实现兼容认证，共同打造安全、好用、开放的联合解决方案，加速推动数字技术创新应用落地。人大金仓数据库管理系统 KingbaseES 是北京人大金仓信息技术股份有限公司自主研发开发的具有自主知识产权的通用关系型数据库管理系统。KingbaseES 通过智能便捷的数据迁移工具可以实现无损快速的数据迁移，同时可以提供符合标准并且兼容主流数据库语法的服务器端接口和客户端应用开发接口。针对企业级关键业务应用的可持续服务的需求，KingbaseES 的容错功能体系可以供金融、电信等多行业的核心业务使用，确保数据库可以实现不间断服务。人大金仓积极推动与产业链上下游伙伴产品的兼容适配，KingbaseES 涵盖芯片、操作系统、云平台、中间件以及上层软件应用。模式上提供线下部署与线上云适配两种形式。

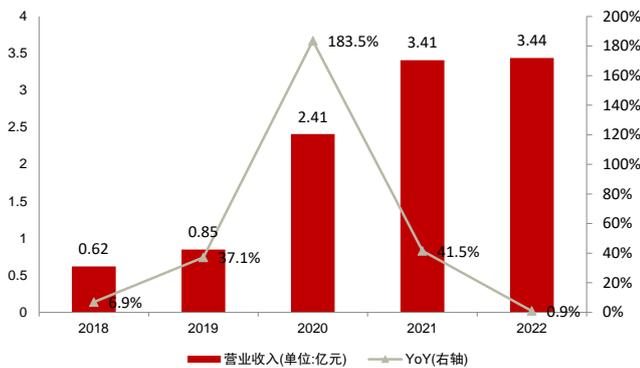
表1: 主要产品 KingBase 优势

迁移开发 简单高效	高度容错 稳定可靠	性能强劲 表现出众	系统自治 简单易用	纵深防御 确保安全	上下兼容 深度适配
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 向导式智能数据迁移工具，无损、快速数据迁移</li> <li>• 兼容97%以上的Oracle语法，迁移平滑、成本更低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 国家电网智能电网调度系统，10余年7x24稳定运行</li> <li>• 秒级RTO及全面容错体系，数据库7x24小时不间断运行</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 读写分离集群，只读性能线性增长，承载“万”级用户并发数</li> <li>• 多CPU并行处理数据</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 性能诊断信息自动收集和分析</li> <li>• 辅助调优工具，1小时即可完成原来1天的调优工作</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 国家信息安全产品认证</li> <li>• 安全四级销售许可证</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 具备来自上下游1300多家公司4000+份兼容认证</li> <li>• 全面适配国家专用项目相关产品</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 库内多模计算能力，多层次支撑应用开发</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 全新架构共享存储集群，最大支持16节点</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 单机单实例，BenchmarkSQL tpmc达175万+</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 自动内存管理调整</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 信息技术产品安全分级评估证书(EAL4+)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 深度适配国内外主要GIS产品，形成联合解决方案</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 精准数据编辑，多版本并发编辑与合并GIS对象</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 多层次高可用技术体系，系统可用性高达99.999%</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 集群故障节点自动恢复</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 商用密码产品认证证书</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 云联合方案覆盖主流云厂商</li> </ul>

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

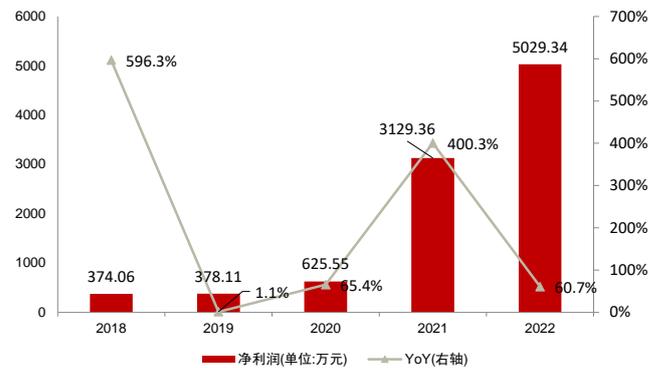
■ 受益于信创的全面推广，未来 3 年将进入利润兑现期。收入端，2021 年，人大金仓实现营收 3.41 亿元，同比增长 41.3%，2022 年营收 3.44 亿，同比增长 0.9%。利润端，2021 年，人大金仓实现归母净利润 0.31 亿元，同比增长 400.3%，2022 年，人大金仓实现归母净利润 0.50 亿元，同比增长 60.7%。受益于 2019 年开始的党政信创三期计划，人大金仓营收实现增长。从盈利能力角度看，2022 年人大金仓净利率为 14.6%，2021 年约 9.2%，较 2020 年(净利率 2.6%)大幅提高。随着信创产业进入全面推广阶段，人大金仓凭借在数据库市场的领先优势规模效应有望逐渐显现，未来 3 年将进入利润兑现期。

图 18: 2018-2022 年人大金仓营收及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 19: 2018-2022 年人大金仓净利润及增速

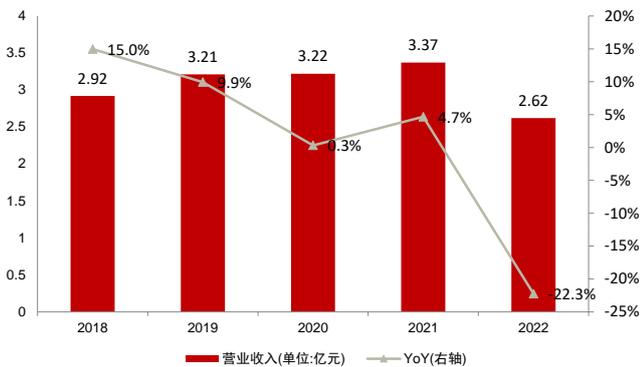


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 2.3 慧点科技：央国企 OA 龙头，数字协同系统优异

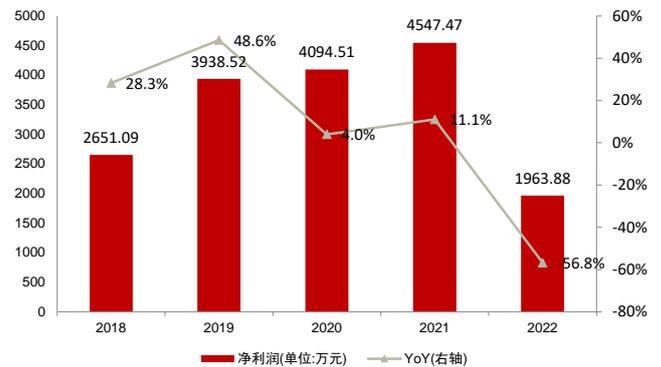
- **受益党政、金融信创，聚焦数字化协同系统：**慧点科技是中国管理软件与服务提供商，作为信创国家队，最早一批进入信创领域的专业管理软件产品与服务提供商，已具备成熟的产品与服务，连续多年被评定为“国家规划布局内重点软件企业”并获取 CMMI-5 级能力认证，掌握大量核心专利技术并拥有强大的自主研发能力。慧点科技将持续科技创新，以 25 年来优质的 WE.Office 协同办公平台等数字管理产品及丰富落地经验助推政企数字化转型。在信创 OA 领域，为适应央国企客户合规管理需要，太极股份分拆慧点科技部分业务成立太极法智易，打造面向风控合规的法智易新品牌。
- 2021 年慧点科技实现营业收入 3.37 亿元，同比增长 10.2%，2022 年发布数字化协同办公平台 WE.Office 8.2、法智易合同管理系统等新产品，签约中银保险、中国国新等大型企，赋能信息技术应用创新。慧点科技承建的某城商行统一办公平台，助力行内公文、督办、会议等多个功能模块实现全面信创，获得行业主管部门高度赞扬。根据 IDC 咨询发布的《2022H1 中国企业团队协同软件市场跟踪报告》，慧点科技以 14.8% 的市场份额位列第三。

图 20：2018-2022 年慧点科技营收及增速



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图 21：2018-2022 年慧点科技净利润及增速



资料来源：Choice，浙商证券研究所

- **全栈信创，赋能大中型组织数字化转型：**WE.Office 协同办公平台 8.0 集团企业版是慧点科技积极响应国家信创建设的号召，按照国家标准规范打造的一体化办公平台。该平台以全新产品化理念，围绕以“办文、办会、办事”业务为核心，同时全面符合国家公文标准和信创标准的高效的数字化办公系统，借助先进的信息技术所构造的 WE (Working Environment) 数字化工作环境，为集团企业构建一个高度开放的、可扩展的、技术先进的协同办公平台，实现大型企业“纵向管控、横向协同”的目标，全面提升多层级的协同管理能力，助力数字化转型升级。

图 22: WE.Office 数字化协同办公平台



资料来源: 慧点科技官网, 浙商证券研究所

- 基于 BPMN2 标准的流程设计规范, 使用成熟、稳定的流程引擎, 实现流程全生命周期管理。WE.Flow workflow 平台具有 (1) 可视化建模工具: 纯 Web 可视化开发界面, 流程组件清晰可见所见即所得地创建或简单或复杂的业务流程与逻辑规则。(2) 丰富的流程流转模式, 满足各种复杂业务流程的建模需求。(3) 强大的流程管理能力: 可以支持流程版本管理、权限管理、异常处理和操作干预以及流程分析和优化, 提供全生命周期流程管理。(4) 流程整合功能: 提供多种协议接口, 实现与第三方业务系统集成, 轻松管理与配置服务, 完成数据交互。(5) 流程效能的监控: 平台提供全方位监控, 综合分析流程成本和效率并以图表形式呈现分析结果, 流程阻碍与瓶颈瞬间现形。

图 23: WE.Flow workflow 平台技术架构



资料来源: 慧点科技官网, 浙商证券研究所

## 2.4 普华操作系统：背靠央企大平台，信创车载操作系统领军者

- **中电科旗下，拥有车用、通用两大操作系统：**普华基础软件成立于 2008 年 10 月，注册资金 3.22 亿，是中国电科发展基础软件的重要平台，核心产品包括通用操作系统与车用操作系统两大产品体系。通用操作系统方面，普华基础软件以开源 Linux 为基础，满足信息化基础设施、办公系统、管理系统、业务系统、生产作业系统等多个领域的应用需求；车用操作系统方面，面向中国整车企业和一级供应商提供车用基础软件平台、开发工具以及本地化增值服务。

表2：普华操作系统介绍

分类	主要产品	解决方案	主要客户
通用操作系统	普华太极服务器操作系统 V6.0、普华桌面操作系统 V5.0、普华太初云管平台、普华太易智能运维平台 V1.0、普华·i-HA高可用集群软件	CentOS迁移替换、多类型终端的系统构建、以应用为牵引的一体化交付、面向IaaS层与PaaS层的基础架构平台支撑、国内主流芯片的全架构适配	国家药品监督管理局、中国气象局、国家减灾中心、中华人民共和国民政部、中国科学院自动化研究所
车用操作系统	普华灵智车用基础软件平台	汽车电子测试、ECU软硬件一体化、AUTOSAR CP+AP一体化	中国一汽、上汽集团、吉利汽车、广汽集团、奇瑞汽车、长安汽车、长城汽车、小鹏汽车

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

- **开源“羴”微内核源代码，打开中国车用操作系统新纪元：**2023 年 5 月 27 日，在中国汽车工业协会主办的 T10 ICV CTO 闭门峰会上，普华基础软件向行业开放“羴”微内核源代码。“羴”是一个微内核操作系统，也是一个基于汽车微内核技术构建的创新平台，目前已通过开放原子开源基金会代码托管平台公开发布包括初始化代码、核心功能源代码、芯驰 G9X 适配代码等共计 122 个文件，14883 行源代码。计划将于 2023 年底启动 POSIX PSE51 OEM 预研项目，实现功能验证，并于 2024 年实现功能安全验证，2025 年实现量产验证。

图 24：开源车用操作系统内核架构



资料来源：中国汽车报、浙商证券研究所

### 2.5 金蝶天燕：中间件行业蓬勃发展，国产替代未来可期

- **技术支撑引领发展，自主创新抢占先机：**金蝶天燕成立于 2000 年，是云计算国家标准制定企业，信息技术应用创新产业核心企业，国家专精特新“小巨人”企业。参与了 17 项云计算、中间件、大数据国家标准的制定，其中 5 项为牵头制定者。金蝶天燕在 20 多年的发展历程中，承接了 3 项国家 863 重点研发计划、3 项国家重点研发计划、3 项国家核高基重大专项。金蝶天燕在基础软件的中间件技术环节解决了“卡脖子”的问题，金蝶天燕的中间件产品被广泛应用于国家重点工程“两网一站四库十二金”以及信创一期、二期、三期，累计服务党政企客户总数超过 10 万家。

表3：金蝶天燕主营业务介绍

主营业务	业务简介	主要产品
中间件	为分布式应用系统提供坚实的支撑平台	应用服务器AAS、分布式消息中间件ADMQ、内存数据缓存AMDC、负载均衡器ALB、服务网关ASG、实时安全防护ARSP、中间件统一管理平台AUMP
大数据	构建数据资产管理、共享开放及价值发现全链条	主数据管理AMDM、数据交换ADXP、企业服务总线AESB、数据分析与可视化ADPR
天燕云平台	帮助企业级用户打造云原生应用的支撑、运行和交付能力	容器云引擎ACCE、DevOps平台ADOP、监控平台AMP

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

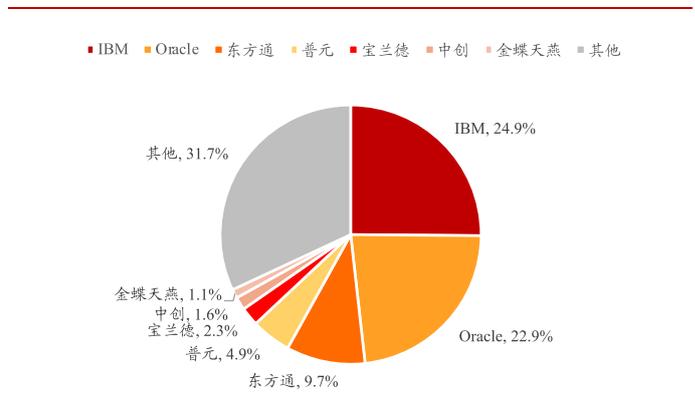
- **中间件市场逐步扩大，国产厂商机遇凸显：**随着信创的不断迭代，近年来中间件市场保持稳定的增长态势，2021 年国内中间件市场总体规模为 88.70 亿元，同比增长 11.7%，根据计世资讯，预计 2026 年中间件市场规模将达到 144.20 亿元。国资委 79 号文件要求 2027 年央企国企 100%完成信创替代，代表国产厂商如东方通、普元信息、宝兰德、中创和金蝶天燕的市场份额我们预计有望持续提升。

图 25：中间件市场规模预测



资料来源：中创股份招股书、CCW research，浙商证券研究所

图 26：2021 年中间件市场份额



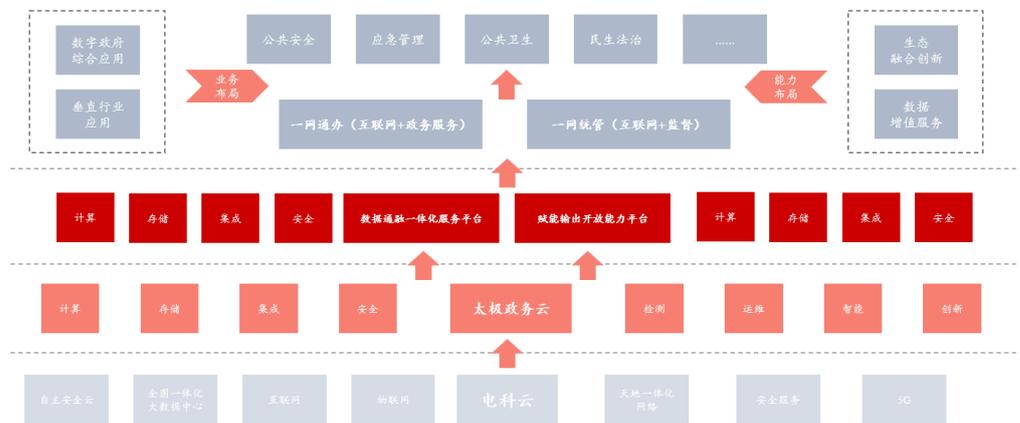
资料来源：CCW research，浙商证券研究所

### 3 创新云数服务应用场景，掘金数据要素市场

#### 3.1 持续深化政务云服务，拓新异构云解决兼容痛点

- **首创“云+数+应用+生态”业务模式，延伸数字政务应用场景。**公司以“云数融合、随需应变、业务创新”为业务核心价值，依托新型全流程云服务模式，创新“云+数+应用+生态”服务模式：1) 云：立足政务云，构建数字化底座；2) 数：以数据要素为桥梁，串联产品、平台及解决方案，实现政务数据的“共治、同治、通治”；3) 应用：以应用为目标，建设一体化政务服务平台体系；4) 生态：与广大生态伙伴共同推动政务信息化发展，持续助力数字经济建设。我们认为公司未来会进一步打通部门系统，基于政务云与云上数据，孵化城市市民服务新场景，包括码链一体的数据共享应用等。云业务也会朝专业化、垂直化方向发展，打造医疗云、教育云等行业应用。

图 27: 太极股份打造数字政府“云+数+应用+生态”服务模式



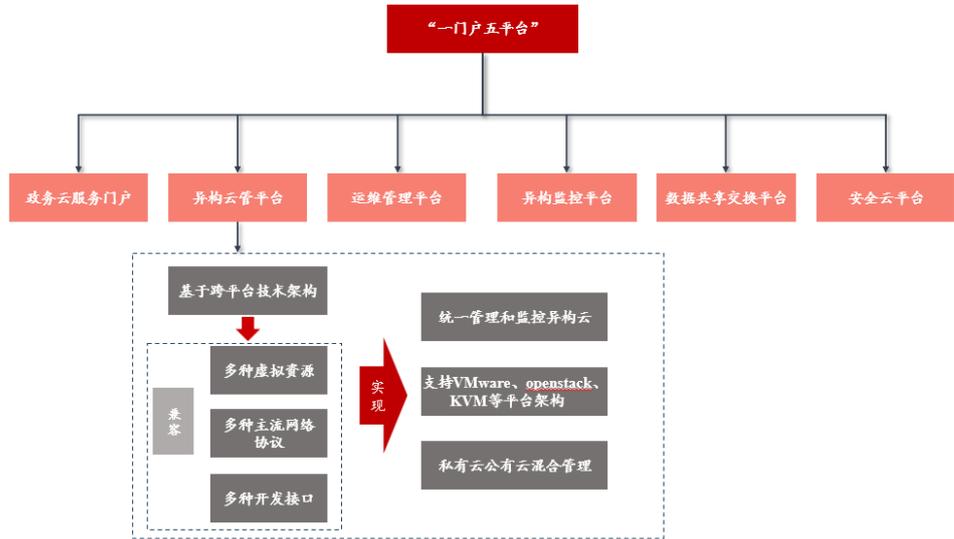
资料来源：公司官网，公司官方公众号，浙商证券研究所

- **服务数字中国建设，政务云遍地开花。**目前，公司在数字政府领域覆盖了 70%以上国家级重大政务信息化工程，十余个国家部委，三十余个省市政务服务平台。其中，“一网通办”为国家和 10 余个省市提供服务；“一网统管”覆盖了 1 个国家级平台、6 个国家部委和 10 个省级平台，市占率居全国第一；公司推动北京、天津、海南、山西等地政务云服务业务持续发展，2020-2022 年云服务业务分别实现收入 6.76/6.98/7.62 亿元，复合增长率为 6.2%。我们认为随着云信创的改造需求不断升温，公司政务云将会拓展到新的省份，有望释放发展新动力。
  - **北京市政务云：**公司承担北京市政务云的运营服务超 10 年，为北京市政务云提供涵盖云规划、云建设、云安全、云迁移、云运营的全流程云服务 200 多项。公司新签约北京市朝阳区政务云平台，将云与城市服务紧密结合，打造“城市智慧大脑”应用场景运营平台，推动云业务从基础设施云化向数据和业务云化升级。
  - **天津市政务云资源统一管理平台：**公司引入多云服务商，借助太极异构云管解决方案，将天津市政务云打造成一个有机整体。解决了多家云服务商因技术特点不一、管理水平不一和服务流程不一带来的服务水平差异化，精简云服务流程，减少各部门与不同云服务商的适应性成本，发挥政务云切实地应用成效。

➤ **海南省电子政务云：**承载全省 80 余个厅局单位共 463 个系统，并建设政法专有云、人社专网云满足客户特殊业务需求，开辟行业云业务的新市场。

■ **“一门户五平台”核心产品，异构云化解多云市场管理困局：**“一门户五平台”具体即政务云服务门户以及异构云管平台、运维管理平台、异构监控平台、数据共享交换平台、安全云平台。作为公司“一门户五平台”的核心产品，同时也是云业务的管理中心，异构云服务管理平台基于跨平台技术架构，兼容多种虚拟化资源、多种主流网络协议、多种开发接口，实现对异构云的统一管理和监控，支持 VMware、openstack、KVM 等平台架构，可以实现私有化和公有云的混合管理。有效降低云基础设施的运行成本和风险，适用于各级政务云、大型企业专有云等 IT 设施复杂的行业与场景。

图 28: 异构云服务管理平台



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 3.2 着力新成长曲线，或有望与易华录协同发力数据要素市场

当前数据要素流通交易变现的痛点主要在于数据资源获取和数据场景应用上，数据确权、核心技术问题基本已能解决。由此，在整个数据要素生产链，处在最上游的数据资源或是整个流程中最具议价权的环节。太极股份在数据要素流程中不仅可以充当数据的供给方，同时背靠中电科的研发背景具备一定的技术实力打通下游应用场景的渠道，向数据使用方收费，实现数据变现。

易华录在数据要素市场布局已久，先发优势明显，具有地方政府数据的运营权和使用权，其实控人华录集团蓝光存储更是充分赋能了政务大数据产业基础设施，使得易华录在取得政务大数据运营中亦具备了极强的竞争优势。

华录集团的数据要素主要在地市级层面，长于存储，公司的数据要素主要在省市一级层面，长于云的建设，二者业务布局、优势不同。市场不必担忧公司作为中国电科网信事业的核心地位。我们认为后续易华录并入中国电科后，公司或将充分受益兄弟公司易华录在全国层面的数据湖布局以及蓝光存储产业链，有望在数据要素市场抢占先机，取得重大突破。

- 政务数据治理为基，数据资源优势领先：**10年深耕，公司深度参与北京、天津、海南、山西等地政务云服务，以数字政务为基拓展纵深，加快推动数据融合与应用创新协同并进，为教育、交通、医疗、工业等行业横向数据赋能,也为后续公司展业积累了相当丰富的案例经验与海量数据资源。数据要素全产业链包括基础设施运营商、数据治理服务商、数据加工商、数据服务商、数据运营商等众多数商，在数据要素价值化需求的推动下，数商数量将显著增长，**建立全国统一、动态管理的政务数据目录以实现数据协同互通构建出新的需求场景，公司作为政企标杆数据基础设施建设及运营商，未来有望直接受益于政府和企业数据基础设施建设的计划和计划的增长。**
- 公用数据资源要素为先，打开新成长曲线：**以公司参与开发建设的北京健康宝大数据支撑平台为例，该平台打通了含卫生健康、社区、民航、铁路、公路等多个部门 1000 多项数据。截至 2021 年 12 月，北京健康宝调用量已达 114 亿人次，累计为 9500 多万民众提供服务。行业型的大数据层面，公司也有自己的积累，以全国高速公路的数据为例，公司负责的交通部业务系统，每天大概可以产生 15 亿条的交易数据和通信数据。**我们认为未来数据要素应用流通场景或将最先在政务数据平台整合建设与公用数据资源交易展开，而公司积累的丰富政务数据治理经验与数据量积累有望给公司带来新的发展机遇，为公司开拓新的成长曲线。**

表4: 数据量积累

案例	数据积累量级
北京健康宝大数据支撑平台	打通了包含卫生健康、社区、民航、铁路、公路等多个部门 1000 多项数据,截至 2021 年 12 月,北京健康宝调用量已达 114 亿人次,累计为 9500 多万民众提供服务
北京市金融公共数据专区	截至 2020 年底,已通过金融公共数据专区有条件开放数据 3158 项,共计 20.3 亿余条记录:为入驻首贷中心的 27 家金融机构业务办理提供有力支撑:支撑首贷中心为 13470 家企业提供登记融资需求,审批通过 10328 笔,涉及金额约 382 亿元,支持金融机构普惠金融业务,为近 1000 户北京地区小微企业推送授信额度 20 亿元
取消全国高速公路省界收费站部级工程	2020 年初,全国取消高速公路省界收费站工程并网切换如期完成,全国 29 个联网省份的 487 个省界收费站正式并入“一张网”运行。公司负责实现亿级数据秒级查询,日均处理数据量约为 15 亿,为赋能车流、物流、资金流、信息流高效作用开辟了新天地

资料来源:公司官网,公司公众号,浙商证券研究所

- 易华录拟整合入中国电科，或有望与其在数据要素市场协同发展：**4月3日易华录发布公告称，公司实际控制人华录集团正在与中国电科筹划重组事项，拟整合进入中国电科。易华录成立于 2001 年，是央企华录集团控股的上市公司，获得地方政府数据的运营权和使用权，其主要业务有三部分：数字经济基础设施、政企数字化和数据运营服务，是数据要素市场的领军企业。易华录从 2017 年开始基于华录集团蓝光存储大规模推广应用，从政务大数据产业基础设施开始，搭建政务大数据底座，6 年时间里在全国建设了 32 个数据湖，在取得政务大数据运营服务业务方面具有极强的竞争优势，截至 2022 年 12 月末，已在全国 20 个省、自治区、直辖市落地的 32 个城市数据湖，覆盖了“东数西算”工程 8 个国家枢纽节点中的京津冀、长三角、成渝、粤港澳、宁夏、贵州 6 个部分，成为新一代数字经济基础设施和城市数据底座标配，是全国一体化大数据中心协同创新体系的重要组成部分。市场普遍担忧，易华录整合进入中国电科，与公司业务或有重合，难显协同发展效果，质疑公司作为中国电科信创体系的核心地位。但我们认为公司与易华录在数据要素市场的布局和优势不同，**公司主在省级层面政务云上，而易华录主在地市级数据湖基础构建上，未来公司或有望充分受益兄弟公司易华录的数据湖建设与蓝光存储优势，与其携手共进，抢占数据要素市场先机，获得增量突破。**

### 3.3TECO 工业互联网为基，赋能行业数字化转型

- **自主可控打造最强核心，多年沉淀进入行业前列：**TECO 工业互联网平台是公司打造的自主、安全可控的工业互联网的核心引擎，平台融云、大、物、移以及人工智能、微服务开发等先进技术为一体，面向工业企业用户提供工业大数据服务体系，提供算法、模型、应用的开发和运行，并提供应用市场功能以支持各类业务的云运营。经过了近五年的稳健发展与沉淀，逐步形成了工业领域知识能力、数据解析与应用能力、平台研发与建设能力、自主可控解决方案能力四大核心能力。

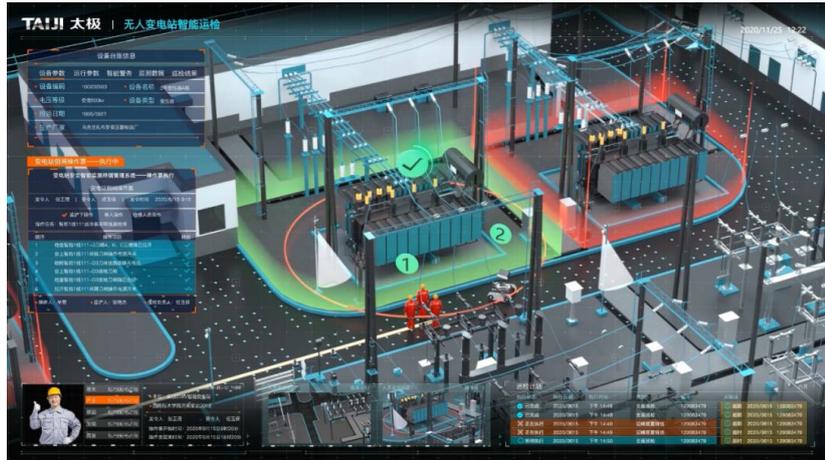
图 29：2021 年工业互联网解决方案提供商 TOP100

RK	名称	备注
1	卡奥斯COSMOPlat	COSMOPlat
2	用友网络	精智
3	徐工信息	汉云
4	阿里云	supET
5	树根互联	根云平台
6	工业富联	Fii云平台
7	航天云网	INDICS
8	太极股份	TECO
9	华为	FusionPlant
10	浪潮云	云洲2.0

资料来源：太极官方微信公众号，浙商证券研究所

- **深耕重点领域核心业务，助力行业数字化转型：**公司深耕工业互联网领域多年，从服务于纵向的单体能源企业转向电力、化工、电子制造等横向行业领域。基于工业互联网“设计+平台”的显著优势，通过技术变革和业务变革，使得赋能、赋智、赋值作用不断显现。未来，公司将引导数字经济和实体经济深度融合，为推动各行业实现数字化转型注入新动力。
  - **电力领域：**TECO 工业互联网在电力领域不断深耕，基于工业互联网体系，携手国网电科院，面向智能化变电站，提供变电设备的实时监测预警、故障诊断分析等设备远程管理手段。可极大减少设备巡检人员投入，并自动提前发现设备安全隐患。基于设备劣化状态，可及时开展预防性检修工作，提高变电站设备运行效能，降低设备运维和使用成本，实现设备健康管理水平质的飞跃，提高电网的智能化、安全运维水平。

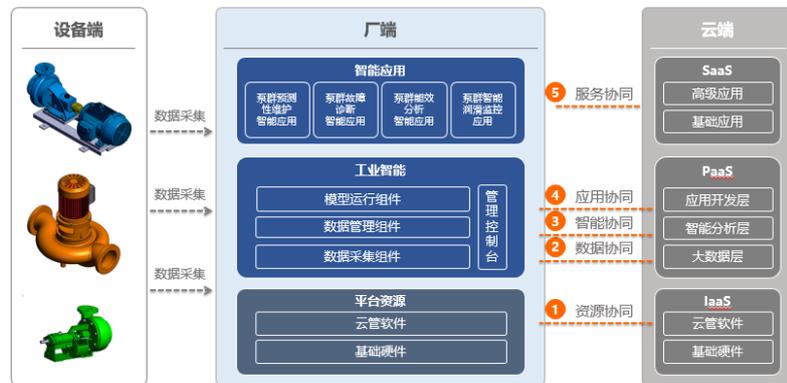
图 30: 无人变电站智能运检



资料来源: 太极官方微信公众号, 浙商证券研究所

- **石化领域:** TECO 工业互联网面向石化领域的泵群设备健康管理场景进行了探索。聚焦泵群设备全生命周期管理, 通过采集设备振动、转速、温度等信号, 并结合设备流量、压力等运行工况参数, 实时在线分析设备运行状况, 在故障早期发现和定位故障源及故障程度, 为设备的安全稳定运行保驾护航, 为状态检修提供有力抓手。

图 31: 石油化工泵群设备健康管理



资料来源: 太极官方微信公众号, 浙商证券研究所

- **电子制造领域:** 公司积极探索基于 TECO 工业互联网的管理模式创新和业务模式创新, 依托电子产业数字化服务基础平台部署的 SMT 协同制造业务系统为基础, TECO 工业互联网平台实现了对 SMT 生产设备的有效抓取, 实现了对生产过程的实时把控, 以及重点资产设备的运行状态监护。

图 32: 电子制造行业数字化工厂解决方案



资料来源: 太极官方微信公众号, 浙商证券研究所

### 3.4 生成式 AI 赋能党政企智能展业，多方合作建立竞争优势

- **海量数据厚积薄发，小可智能无限可能：**2023年6月9日，公司立足于多年服务党政企用户积累的丰富经验和可用数据，正式发布生成式人工智能大模型产品“小可”，提供“通用智能模型大循环+行业智能模型小循环”双循环、“模型训练+测试评估+场景精调+可信增强”四阶段的行业应用新范式，已推出拟文助手、编码助手、智能标绘等系列智能应用，解决了相关领域存在的重复性工作繁多、基于个人经验决策不够科学、工作效率不高等痛点，满足降本增效、流程优化和工作创新等需求。未来将根据行业特色需求，逐步打造“小可智能、无限可能”的党政企等行业大模型生态平台。
- **协同资源深化合作，共拓数字化高边疆：**2023年3月，公司与电科网安建立全面战略合作关系，太极关注数字技术和应用创新，电科网安侧重构筑数字安全屏障，双方联合打造中国可信系统（简称 CTS, China Trusted System），在数据库、密码、区块链、人工智能等领域加强网信体系与网络安全建设，全面赋能经济社会发展。而公司已经与华为合作多年，一直致力于服务政府信息化发展，在技术架构上、合作模式上不断融合，持续演进技术发展路线，通过太极的承建运营、华为技术保障、云生态伙伴合作的模式，共同支撑多个省市的“数字政府”建设，助力国家政府信息化健康持续的发展。太极股份将携手华为，在华为鲲鹏生态体系上，更加深入地推动“全栈、安全、可靠、开放”联合解决方案，构建持续健康的生态发展，为我国数字化建设贡献力量。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

■ **网络安全服务：**网络安全业务主要为属信创集成类的网络安全、内容安全、信息系统安全以及自主可控的基础产品及服务，近年营收占比均保持 35% 以上。公司近年营收波动较大，2020-2022 年分别实现营收 31.22 亿元、44.92 亿元、37.25 亿元，增长率分别为 71.1%、43.9%、-17.07%。该部分业务毛利率近年下降较多，2018 年毛利率可达 27.5%，2022 年仅 12.1%，主要系公司信创类业务尚属布局阶段，大量信创类项目的交付和实施导致毛利率有所下降。随着后续信创项目的集中交付与投入使用，我们预计该部分业务营收将回归增长态势，但出于公司持续优化业务结构，不断降低传统业务占比，我们估计未来该部分业务增速一般，预计 2023-2025 年公司营收增长率分别为 13.0%、12.0% 和 11.0%，对应营收分别为 42.09 亿元、47.14 亿元和 52.33 亿元。

**系统集成服务：**系统集成业务主要为非信创集成类的定制解决方案及咨询业务、系统集成、产品增值服务和系统运维服务等，代表产品有数据中心 EPC 总承包解决方案、智慧城市运营指挥中心、智慧物联项目、智慧建筑与园区等，是公司的起家业务以及主要营收来源之一，近年营收占比在 30% 左右，但该部分业务竞争激烈，毛利较低，除 2022 年外，增速均为负，2020-2022 年营收增速分别为 -2.5%/-3.6%/-2.8%/25.0%。出于未来公司对产品化、运营化等创新业务的发展以及传统业务占比的不断降低，我们预计这部分增速不高，分别给予 2023-2025 年营收 8.0%、7.0%、6.0% 的增速，对应营收分别为 39.21 亿元、41.96 亿元、44.48 亿元。

**智慧应用与服务：**该部分业务主要面向“互联网+政务”及“互联网+行业”，为其提供智能技术应用为主的技术服务，主要代表产品有人大金仓数据库、慧点 OA、普华操作系统、金蝶中间件等。近年得益于公司大力推动“一体两翼”及产品化转型战略，毛利率较高的智慧应用业务迅速发展，2020-2022 年分别实现营收 16.14、22.59、23.38 亿元，增长率分别为 11.9%、39.9%、3.5%。该部分业务也是公司营收的主要来源之一，2022 年营收占比达 22%，毛利率为 38.2%，属公司的高质量业务。随着公司持续加快转型步伐，且受益于公司自有软件产品的不断增加，该业务有望实现高增，故分别给予 2023-2025 年营收 22.9%、21.7% 和 20.0% 的增速，对应营收分别为 28.74 亿元、34.97 亿元和 41.96 亿元。

**云服务：**云服务主要面向国家政务、智慧城市和其他重要的行业，为其提供云计算和数据运营服务，代表产品有北京市政务云、天津市政务云资源统一管理平台等。公司持续深耕政务云市场，2020-2022 年分别实现营收 6.76 亿元，6.98 亿元，7.62 亿元，增长率分别为 8.1%、3.3%、9.2%。据 IDC 研究显示，2021 年中国数字政府整体市场达 1,235 亿元人民币，市场规模巨大，在“十四五”及数字政府相关政策的驱动下，整体市场规模预计到 2026 年将超 2,000 亿元人民币。随着后续信创持续推进，数字政府建设需求下，预计省市政务数据上云需求将逐步释放，据 IDC 数据，2022 年中国政务云整体市场规模为 500.52 亿元，同比增长 17.17%。公司多年深耕政务市场，市占率

领先，据 IDC 报告数据，公司在 2020 年中国一体化政务服务平台解决方案中以 16.8% 的市占率居于第二。有鉴于公司丰富的多省政务云建设运营经验，我们认为公司未来云服务收入有望在政策驱动下实现高增速，分别给予该部分业务 2023-2025 年 30%、33%、35% 的增速，对应营收分别为 9.90、13.17、17.78 亿元。

**其他业务：**其他业务营收占比较小，不足 1%，且近年增速为负，我们预计未来该部分业务增速不高，故给予小幅增速，分别给予 23-25 年 2%、1%、0% 的增速，对应营收分别为 0.30 亿元、0.30 亿元、0.30 亿元。

- **毛利率：**2018-2022 年毛利率分别为 22.2%、24.5%、22.69%、22.7%、20.3%、20.2%，略有下滑，主要系公司主营的网络安全与系统集成服务中包括大量信创集成类项目，竞争激烈，毛利率承压所致。随着公司大力推动“一体两翼”及产品化转型战略，公司将不断降低毛利率较低、质量不高的传统集成业务，毛利率较高的智慧应用与云服务业务占比有望逐年提高，预计将带动公司综合毛利率水平提高，因此我们预估公司 2023-2025 年毛利率分别为 24.5%、25.0%、25.5%。

表5： 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>106.01</b>	<b>120.25</b>	<b>137.54</b>	<b>156.85</b>
YOY	0.91%	13.43%	14.38%	14.04%
<b>网络安全服务</b>	<b>37.25</b>	<b>42.09</b>	<b>47.14</b>	<b>52.33</b>
YOY	-17.07%	13.00%	12.00%	11.00%
营收占比	35.14%	35.00%	34.27%	33.36%
<b>系统集成服务</b>	<b>36.31</b>	<b>39.21</b>	<b>41.96</b>	<b>44.48</b>
YOY	25.00%	8.00%	7.00%	6.00%
营收占比	34.25%	32.61%	30.51%	28.36%
<b>智慧应用与服务</b>	<b>23.38</b>	<b>28.74</b>	<b>34.97</b>	<b>41.96</b>
YOY	3.48%	22.94%	21.68%	20.00%
营收占比	22.05%	23.90%	25.42%	26.75%
<b>云服务</b>	<b>7.62</b>	<b>9.90</b>	<b>13.17</b>	<b>17.78</b>
YOY	9.19%	30.00%	33.00%	35.00%
营收占比	7.19%	8.23%	9.58%	11.34%
<b>其他业务</b>	<b>0.30</b>	<b>0.30</b>	<b>0.30</b>	<b>0.30</b>
YOY	-12.26%	2.00%	1.00%	0.00%
营收占比	0.28%	0.25%	0.22%	0.19%

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

## 4.2 投资建议与估值

- 估值方面，我们使用市盈率对公司进行估值。公司以行业相关性为标准，选取了数字政务、国产办公 OA、网络安全业务以及 G 端信息化业务相关的产业核心标的作为对比对象，可比公司选择：中国软件、电科网安、数字政通、南威软件和致远互联，根据万得一致预期估值得到 2023-2025 年行业平均 PE 分别为 92.83/55.91/38.06 倍。
- 参考可比公司，公司核心信创资产优质，布局完善，未来有望展现规模与协同效应，凭借多年数据运营经验与丰富数据资源掘金数据要素市场，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 120.25、137.54、156.85 亿元，同比增速 13.4%、14.4%、14.0%。我们给予公司 2023 年 51.79 倍 PE。首次覆盖予以“增持”评级。

表6: 公司估值对比

股票代码	公司名称	市值 (亿)	营业收入 (亿)			净利润 (亿)			PE (2023E)	PE (2024E)	PE (2025E)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E			
600536.SH	中国软件	475.95	121.82	150.11	184.64	1.59	3.11	5.25	300.05	153.14	90.62
002268.SZ	电科网安	232.36	42.58	52.59	64.84	4.03	5.22	6.72	57.66	44.52	34.58
300075.SZ	数字政通	126.32	19.14	23.73	28.61	3.40	4.33	5.40	37.15	29.14	23.39
603636.SH	南威软件	81.12	23.41	29.17	35.38	2.31	2.99	3.72	35.12	27.17	21.84
688369.SH	致远互联	61.20	14.02	18.07	22.70	1.79	2.39	3.08	34.17	25.56	19.86
均值									92.83	55.91	38.06
002368.SZ	太极股份	277.03	120.25	137.54	156.85	5.08	5.88	9.15	51.79	44.70	28.73

资料来源：Wind（其余公司预测数据来源于 Wind 一致预期），截至(2023/08/04)，浙商证券研究所

## 5 风险提示

- **信创落地不及预期：**信创建设进入新发展阶段，党政信创将从电子公文向电子政务推进、从省市下沉到街道乡镇；行业信创将从金融等重点行业逐步延伸到八大行业，由于公司业务中有较大比例来自于信创，后续如信创招标进度不如预期，则公司业绩可能受到影响。
- **数据要素政策推进不及预期：**公司近几年受益于中央及各地政府在政务数据平台建设的投入，获得了多个大规模、高质量的项目，极大助推了公司的业绩增长。公司深度绑定中央及各地数据要素发展，如果数据要素的政策推动和落地不及预期，公司的成长空间将面临不确定性。
- **产品化和服务化转型不及预期风险：**公司升级“一体两翼”发展战略，推进产品化、服务化转型，重点发力数据库、OA 等信创软件产品和政务云、工业互联网等数字产品与服务，如果公司产品化和服务化转型不及预期，公司发展可能受到影响。
- **行业竞争加剧：**IT 行业迎来新的发展机遇，同时也伴随着新公司加入行业，公司能否顺应行业趋势，抓住机遇，是公司持续发展的另一个关键。

## 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>	12284	14699	17355	19814
现金	2451	3527	4493	5653
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	4920	5255	6300	7106
其它应收款	691	891	966	1096
预付账款	231	456	456	474
存货	3056	3608	4181	4533
其他	934	961	959	951
<b>非流动资产</b>	3572	3360	3265	3121
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	271	250	268	263
固定资产	1134	1125	1091	1043
无形资产	875	831	779	715
在建工程	290	232	186	149
其他	1002	921	942	951
<b>资产总计</b>	15856	18059	20620	22935
<b>流动负债</b>	10464	11490	12765	13594
短期借款	883	807	845	826
应付款项	6961	7084	8266	9364
预收账款	0	0	0	0
其他	2619	3599	3654	3403
<b>非流动负债</b>	901	1061	1040	1001
长期借款	207	207	207	207
其他	694	854	833	794
<b>负债合计</b>	11364	12551	13805	14594
少数股东权益	277	785	1504	2114
归属母公司股东权益	4215	4723	5311	6227
<b>负债和股东权益</b>	15856	18059	20620	22935

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	162	958	1106	1260
净利润	402	1016	1307	1526
折旧摊销	265	171	178	185
财务费用	88	52	39	22
投资损失	10	2	3	3
营运资金变动	(1273)	273	162	(134)
其它	670	(557)	(584)	(343)
<b>投资活动现金流</b>	(376)	22	(74)	(52)
资本支出	(218)	(6)	4	7
长期投资	9	20	(16)	4
其他	(167)	8	(62)	(63)
<b>筹资活动现金流</b>	(212)	96	(66)	(47)
短期借款	152	(76)	38	(19)
长期借款	87	0	0	0
其他	(452)	173	(104)	(28)
<b>现金净增加额</b>	(426)	1076	966	1160

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	10601	12025	13754	15685
营业成本	8464	9079	10316	11685
营业税金及附加	37	45	49	57
营业费用	256	297	335	382
管理费用	710	947	987	1137
研发费用	583	658	754	860
财务费用	88	52	39	22
资产减值损失	96	(25)	(7)	9
公允价值变动损益	0	(0)	(0)	(0)
投资净收益	(10)	(2)	(3)	(3)
其他经营收益	80	100	104	94
<b>营业利润</b>	437	1069	1383	1624
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>利润总额</b>	436	1069	1382	1623
所得税	33	53	74	97
<b>净利润</b>	402	1016	1307	1526
少数股东损益	25	508	719	610
<b>归属母公司净利润</b>	378	508	588	915
EBITDA	721	1286	1592	1824
EPS (最新摊薄)	0.64	0.86	0.99	1.55

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.67%	13.43%	14.38%	14.04%
营业利润	-40.13%	144.77%	29.31%	17.43%
归属母公司净利润	4.26%	34.47%	15.85%	55.59%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.16%	24.50%	25.00%	25.50%
净利率	3.79%	8.45%	9.51%	9.73%
ROE	8.96%	10.16%	9.55%	12.08%
ROIC	7.88%	18.03%	20.71%	20.89%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	71.67%	69.50%	66.95%	63.63%
净负债比率	9.72%	9.00%	8.09%	7.70%
流动比率	1.17	1.28	1.36	1.46
速动比率	0.88	0.97	1.03	1.12
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.64	0.71	0.71	0.72
应收账款周转率	2.44	2.71	2.78	2.69
应付账款周转率	1.60	1.67	1.74	1.71
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.64	0.86	0.99	1.55
每股经营现金	0.27	1.62	1.87	2.13
每股净资产	7.12	7.98	8.98	10.52
<b>估值比率</b>				
P/E	69.64	51.79	44.70	28.73
P/B	6.24	5.57	4.95	4.22
EV/EBITDA	21.63	19.22	15.36	13.11

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>