

深桑达 A (000032)

云可信，创未来 买入（首次）

2022 年 11 月 10 日

证券分析师 王紫敬

执业证书：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	42,704	49,750	60,047	72,680
同比	33%	16%	21%	21%
归属母公司净利润（百万元）	362	86	352	579
同比	69%	-76%	311%	64%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.32	0.08	0.31	0.51
P/E（现价&最新股本摊薄）	63.14	266.76	64.95	39.49

#第二曲线#新需求、新政策

投资要点

- **中国电子旗下重要上市平台。**深桑达主要面向党政和关键行业客户提供数字与信息服务和产业服务。其中产业服务主要包括洁净室与供热服务等，2021 年营收占比约 90%，信息业务以“中国电子云”云计算及存储的产品技术为核心，2021 年营收 43.58 亿元，占总营收 10%。“中国电子云”构建了涵盖安全防护、IaaS、PaaS、SaaS 在内的体系化云数产品、全栈技术及全方位运营服务，同时提供具备信创能力的公有云服务和专属云产品，将成为公司未来成长的主要驱动力。
- **国资委鼓励国企转向国资云，市场空间超千亿。**数据是重要资产，数据价值的挖掘要依赖于上云，央国企是数字化转型先锋，有望率先构建起基于云的数据底座。我们预计未来政府和央国企数据将全面搭建在云平台上，2025 年国资央企云的使用比例不低于 50%。我国私有云市场 2025 年将超 2100 亿，下游约 84%为党政和重点行业，国资云市场空间超 1800 亿。
- **全栈信创，生态完善。**中国电子基于 PKS 体系能够实现全栈信创，助力电子云实现从 IaaS/PaaS/SaaS 层全栈自研、自主可控。公司上层应用完善，蓝信整合企业微信、腾讯会议、百度网盘等多种功能，并已经在超过 8000 家党政央企实践 9 年，解决上云后上层应用生态问题。
- **央国企和地方政府渠道优势显著。**中国电子有限公司已与中国船舶、中移资本、中国人寿等重要央国企签署投资意向协议，涉及战投超百亿元，重要央国企陆续成为中电有限股东，为公司未来拓展国资云业务渠道奠定基础。此外，公司此前参与多个地方政府数字化咨询项目，涉及政府、金融、能源等诸多领域，前期渠道优势显著，有望成为国资云建设主力军。
- **洁净室壁垒高，公司优势显著。**洁净室主要用于控制产品（如硅芯片等）所接触大气的洁净度及温湿度，使产品能在一个良好环境空间中生产、制造。下游主要适用于 IC 半导体、光伏、生物医药等对制造环节具有高要求的行业。根据观研天下，2021 年洁净室市场规模达 2146 亿元，2021-2025 年复合增长率达到 11%。由于洁净室对于厂商的资质要求高，相关资质获取难度高，头部厂商优势明显，中电四公司和中电二公司是为数不多可为建设高端洁净室的厂商，行业强者恒强。公司的收入利润增速保持稳定快速增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.86/3.52/5.79 亿元，同比增速-76%/+311%/+64%。分部估值下公司 2023 年对应市值 391 亿元。我们看好公司基于中国电子全栈信创能力、在政企领域的渠道建设能力，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期；行业竞争加剧；疫情影响生产经营。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.10
一年最低/最高价	11.98/27.10
市净率(倍)	4.29
流通 A 股市值(百万元)	12,959.75
总市值(百万元)	22,872.98

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.69
资产负债率(% LF)	80.57
总股本(百万股)	1,137.96
流通 A 股(百万股)	644.76

相关研究

内容目录

1. 中国电子旗下重要上市平台	4
1.1. 中国领先的数字城市与智慧产业运营服务商	4
1.2. 产业服务为主，信息服务大有可为	5
2. 电子云：国资云建设主力军	8
2.1. 国资云部署加速，千亿市场空间广阔	8
2.2. CEC 全栈信创体系支持国央企转云	10
2.3. 上层应用完善，助力全栈迁移	10
2.4. 混改促进业务拓展	11
2.5. 咨询建设全方案，服务客户广泛	12
3. 洁净室对技术水平要求高，中国电子优势显著	13
3.1. 洁净室标准要求高，电子行业占据半数需求	13
3.2. 高端制造对洁净室要求高，一线厂商资源雄厚	14
3.3. 中电子实力强劲，优势显著	15
4. 盈利预测与投资评级	16
5. 风险提示	19

图表目录

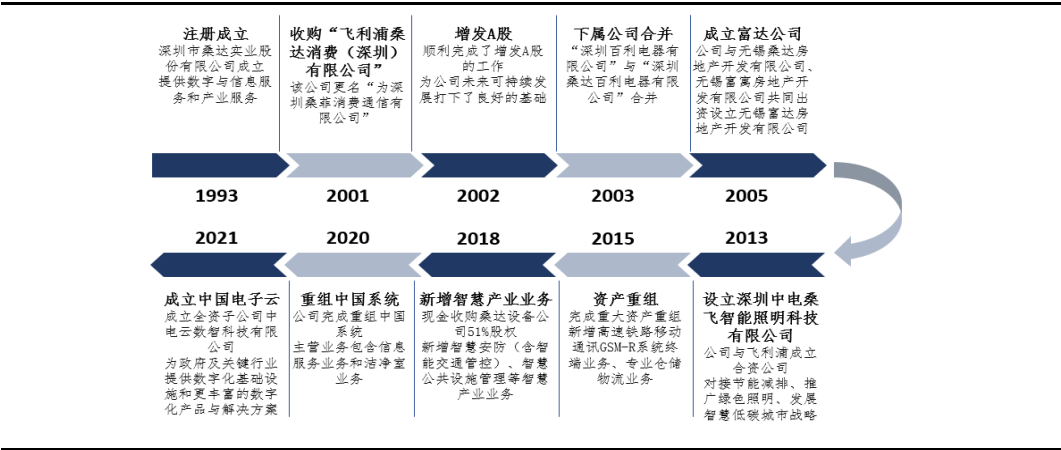
图 1: 深桑达发展历程	4
图 2: 深桑达股权结构图 (截至 2022 年 11 月 9 日)	4
图 3: 深桑达业务结构	5
图 4: 深桑达各业务营收占比 (2021 年)	5
图 5: 深桑达信息服务业	6
图 6: 深桑达产业服务业务分类	7
图 7: 中国系统近五年收入情况 (单位: 亿元, %)	7
图 8: 深桑达原有业务收入 (单位: 亿元, %)	7
图 9: 云和智能为核心的数字平台	8
图 10: 2017-2021 年中国私有云市场规模及增速	9
图 11: 2020 年中国私有云市场应用结构占比情况	9
图 12: 中国电子全栈自研体系	10
图 13: 蓝信应用场景	11
图 14: 公司数字化咨询主要案例	12
图 15: “粤省事”相关数据	12
图 16: 洁净室定义	13
图 17: 洁净室分类	13
图 18: 洁净室市场规模和增速	14
图 19: 洁净室下游行业占比 (2021 年)	14
图 20: 洁净室工程空气洁净度国际标准	14
图 21: 典型企业甲级/一级资质数量 (个)	16
表 1: 参与中国电子有限公司成立大会参与机构	11
表 2: 洁净室行业格局特点	15
表 3: 公司布局行业更广	15
表 4: 洁净室行业内典型企业主要客户	16
表 5: 公司盈利预测 (单位: 百万元)	17
表 6: 中国电子云可比公司盈利预测及估值 (截至 2022 年 11 月 9 日)	18
表 7: 其他数字与信息服务盈利预测及估值 (单位: 亿元, 截至 2022 年 11 月 9 日)	18
表 8: 产业工程业务公司盈利预测及估值 (单位: 亿元, 截至 2022 年 11 月 9 日)	18

1. 中国电子旗下重要上市平台

1.1. 中国领先的数字城市与智慧产业运营服务商

中国电子旗下重要上市平台，拥有电子云、中国系统等核心资产。深圳市桑达实业股份有限公司成立于 1993 年，是中国电子旗下的重要上市平台，是中国领先的现代数字城市运营服务商及智慧产业技术与产品提供商。2021 年公司完成对中国系统的重组，注入中国系统“云与存储+数据创新+数字政府与行业数字化服务+高科技产业工程”核心主业，并在 2021 年成立全资子公司中电云数智科技有限公司（中国电子云）。

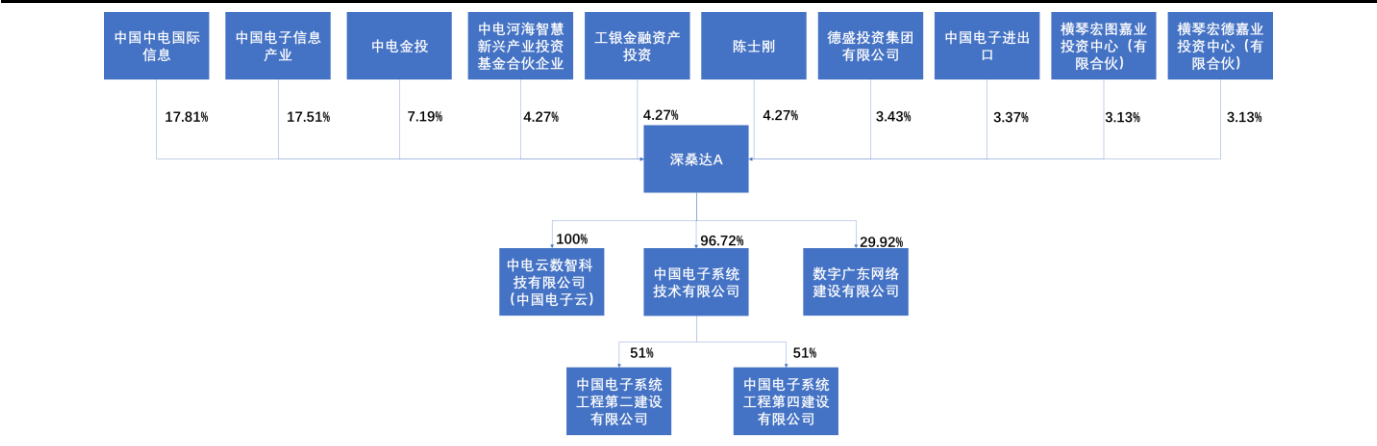
图1：深桑达发展历程



数据来源：公司官网，Wind，东吴证券研究所整理

中国电子为公司实际控制人。截至 2022 年 10 月 29 日，中国电子直接持股深桑达 17.5%，是公司实际控制人。公司第一大股东为中国电子的全资子公司中国中电国际信息服务有限公司，占比 17.8%。同时，公司持股中国系统 96.72%以及数字广东公司 29.9%的股份。此外，公司总经理陈士刚直接持股 4.27%，陈士刚现任中国电子系统技术有限公司总经理，且是电子系统高级工程师，行业积淀深厚。

图2：深桑达股权结构图（截至 2022 年 11 月 9 日）

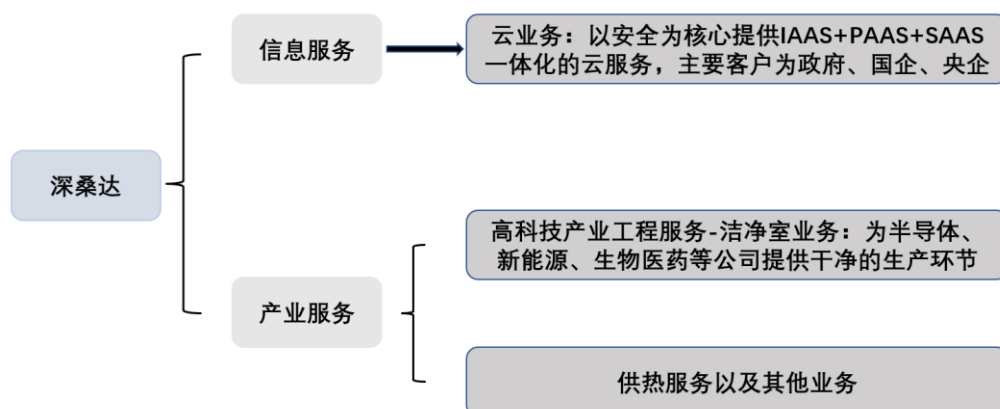


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 产业服务为主，信息服务大有可为

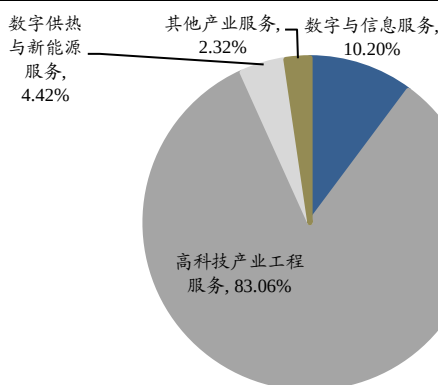
公司面向 B/G 端，业务主要分为信息服务和产业服务两大板块。信息业务以中国电子 PKS 自主计算体系为依托，以“中国电子云”云计算及存储的产品技术为核心，打造高安全数字基础设施，2021 年营收 43.58 亿元，占总营收 10%。产业服务主要包括洁净室与供热服务等，2021 年营收 383.46 亿元，占总营收 90%。

图3：深桑达业务结构



数据来源：东吴证券研究所绘制

图4：深桑达各业务营收占比（2021 年）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

信息服务业务：包括云计算及存储、数据创新、数字政府与行业数字化。

云计算及存储：以“中国电子云”为数字底座，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。

1. “中国电子云”：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。“中国电子云”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，同时提供具备信创能力的公有云服务和专属云产品。“中国电子云”已在天津市西青区、

江西省南昌市新建区、四川省遂宁市和德阳市等地方政府落地政务云，承建了中国人保等金融机构及管网集团、中国电子等央企集团的云平台，以及为国家互联网应急中心等部委提供云服务。

2.在存储方面，针对新阶段的数据存储要求，“中国电子云”基于安全、先进、绿色的设计理念，推出了新一代分布式存储产品——CeaStor 仓海，可满足传统应用、数据库、大数据、人工智能等各种业务场景的海量文件、大容量、高性能、高扩展等需求的分布式存储。安全方面，具备 PKS 原生安全、云原生安全和合规安全，完全自主知识产权的存储软件同时支持 ARM 和 X86 架构芯片，具有安全为先、一池多芯等特点，能够实现“故障无感知”和“超大比例纠删码数据保护”。

数据创新业务：公司将业务拆分为数据安全，数据要素，数据产业三个工程。

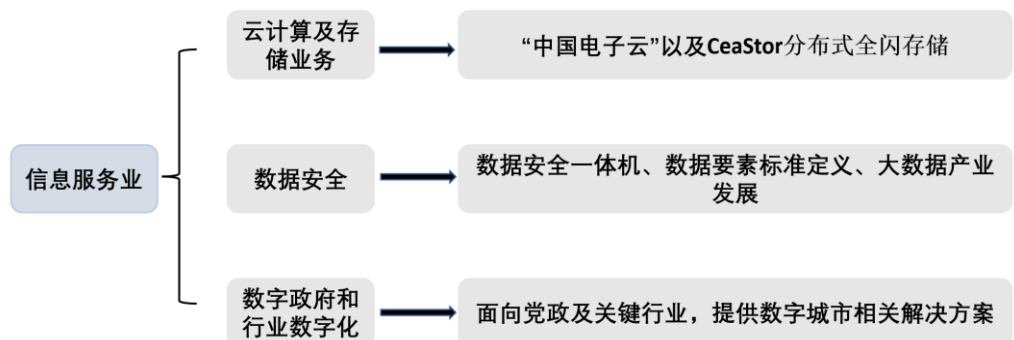
（1）数据安全工程领域，定义并研发数据金库、数据金柜一体机产品，构建了以“数据元件”为核心要件的“一库两网”的安全治理架构。

（2）在数据要素工程领域，定义数据元件并制定发布《数据元件的结构要求》《数据元件安全审核要求》两项团体标准，研发数据要素加工中心一体机，构建数据要素流通、数据元件规模化生产工程系统。

（3）在数据产业工程领域，公司以中国电子数据创新中心作为数据安全与要素化工程的合作载体，助力地方政府培育壮大数据产业，丰富和拓展数字政府和产业数字化转型场景。

数字政府与行业数字化：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，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。

图5：深桑达信息服务业

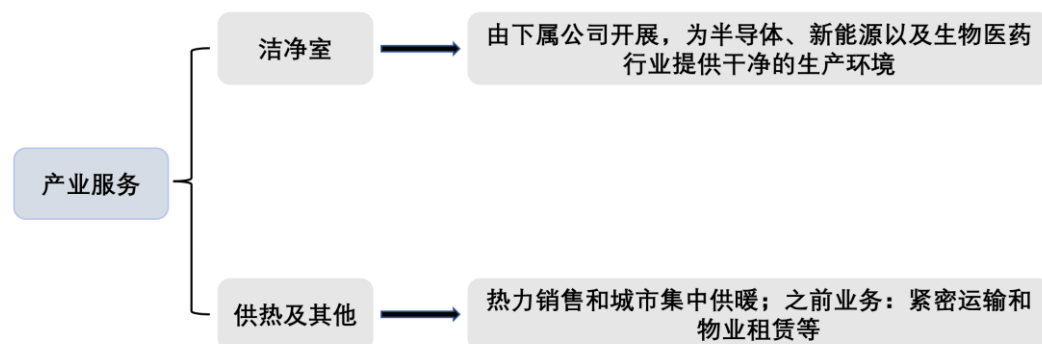


数据来源：Wind，东吴证券研究所绘制

产业服务主要分为洁净室、供热服务和其他业务。

公司提供以洁净室咨询、设计、施工、运维为核心的高科技产业工程服务，自成立以来专注服务电子信息（平板显示、集成电路等）、生物医药、新基建（云计算、物联网、大数据等）、新能源领域（锂电、光伏、风能等）等高科技产业客户。公司该业务主要由下属中电二公司及中电四公司开展。

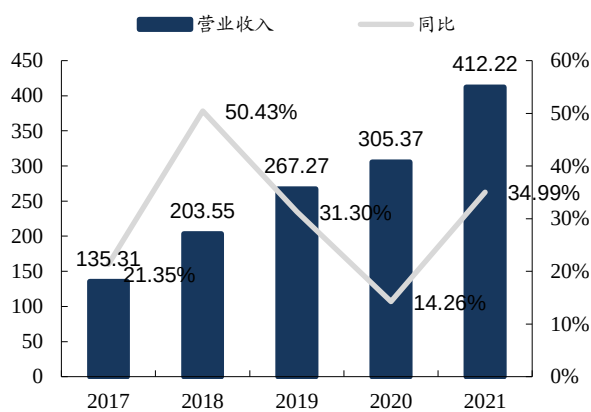
图6：深桑达产业服务业务分类



数据来源：东吴证券研究所绘制

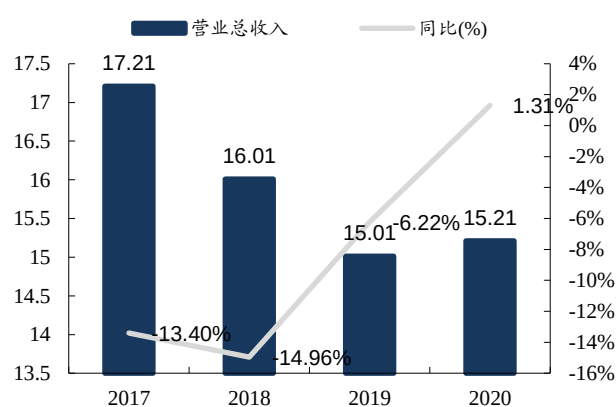
收购中国系统，产业服务成为公司收入支柱。2021 年深桑达完成对中国系统重组后，产业服务成为公司收入支柱。2021 年洁净室业务受益于下游光伏、半导体等行业扩产，中国系统营业收入进入上行周期，2021 年营收为 412.22 亿元，同比+35%。深桑达原有电子通信相关业务受下游需求、资产重组业务调整影响，营收 2017-2020 年略有下滑。

图7：中国系统近五年收入情况（单位：亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：深桑达原有业务收入（单位：亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

混改体现公司发展信心，实现有效激励。2022 年 10 月，公司发布《关于子公司中电云数智科技有限公司实施混改暨关联交易公告》，深桑达全资子公司中国电子云公司拟引入由核心团队和骨干人才组成的员工持股平台、中电信创及外部战略投资人，实施混合所有制改革。本次混改拟引入资金不超过 20 亿元，其中员工持股平台及中电信创分别增资不超过 8 亿元、外部战略投资人增资不超过 4 亿元。本次混合所有制改革

实施后，员工持股平台、中电信创持股比例分别不超过增资后中国电子云公司总股本的 16%，外部战略投资者持股比例分别不超过增资后中国电子云公司总股本的 8%。

按此计算，中国电子云此次混改投前对应估值 30 亿元，我们预计中国电子云 2022 年营收将达 10 亿元，则仅对应 3 倍 PS。此次引入员工持股平台给予公司估值相对较低，体现公司绑定核心人才利益，长期做大做强中国电子云的决心。

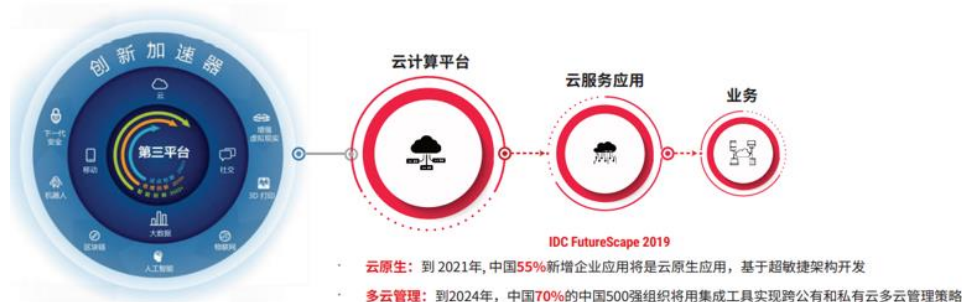
2. 电子云：国资云建设主力军

2.1. 国资云部署加速，千亿市场空间广阔

国家高度重视国有企业数字化转型，加快数据治理体系建设。2020 年 6 月，国务院国资委发布《关于开展对标世界一流管理提升行动的通知》，指出要以企业数字化智能化升级转型为主线，进一步强化顶层设计和统筹规划，充分发挥信息化驱动引领作用。2020 年 9 月国务院国资委办公厅正式印发《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，要求夯实四个数字化转型基础：技术基础、管理基础、数据基础、安全基础。这四个转型具体包含探索构建适应企业业务特点和发展需求的“数据中台”“业务中台”等新型 IT 架构模式，加快建立数字化转型闭环管理机制，加快集团数据治理体系建设，使用可靠的设备设施、工具软件、信息系统和服务平台。

上云是数字化转型的基础。在全球数字经济背景下，云计算成为企业数字化转型的必然选择。新一代数字化转型平台首先应基于云环境构建，拥有云在承载环境、扩展能力和融合服务方面所具备的诸多天然优势。基于云环境开发的应用系统天然具备云架构所带来的按需扩展、分布式架构、高可用性等一系列特性优势。“十四五”以来，国有企业数字化转型的相关国家政策密集发布，云计算成为数字化转型的重要保障，国有企业加速上云已成必然。国企数据属于国有资产，其数据受到国家高度重视。国资云建设助力国企数字化转型顺利推进，切实保障国企数字化转型过程中的数据安全。

图9：云和智能为核心的数字平台



数据来源：IDC，东吴证券研究所

国央企是数字化转型先锋。企业的数字化转型需要付出较高成本，国央企是数字化转型的领军企业，其自身的资产规模、市场规模都比较大，产业链的整合能力比较强，一般具有比较稳定的高素质管理团队和对市场、客户的深刻理解，在数字化转型

的过程中对于行业痛点的分析、数字化转型方案的系统性设计以及财务风险的把控能力等方面均具有明显优势。

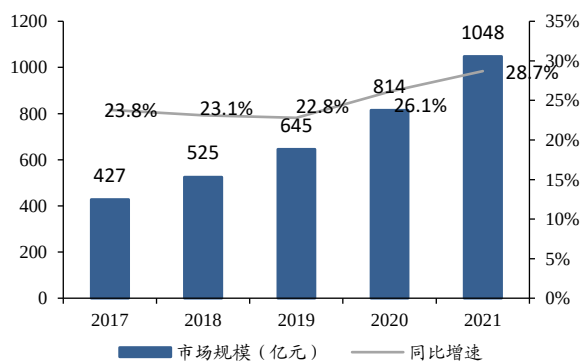
国资云是面向地方的重要数据安全底座。国资云是指由各地国资委牵头投资、设立、运营，通过建设高安全防护水平的数据安全基础设施底座，并搭建以汇聚国有企业数据为核心的数据治理体系及云平台。**本质是从第三方托管的公有云转向国资专属行业云**，根据《国资委关于加快推进中央企业上云的指导意见》，国资云整体建设架构有望以“1+N+M”云计算架构快速推进：构建一片中央企业基础公有云、N朵行业领域公有云和M朵企业特色私有云共生的混合云。

国资云的建设参与者主要是带有国资背景的云厂商，如中国电子云、天翼云等。2021年多地国资委发布文件，要求已经在第三方公有云平台上部署建立信息系统的国资企业，逐步向“国资云”平台迁移。其主要建设与运营方通常是地方国资企业，技术与产品的支撑方一般为电子云、天翼云等具有国资背景的云服务商。

政策加速部署。2022年10月28日，国务院办公厅印发《全国一体化政务大数据体系建设指南》，目标2023年底前，全国一体化政务大数据体系初步形成，到2025年，政务数据资源全部纳入目录管理，纳入数据包括人口、法人、自然资源、经济、电子证照和医疗健康、社会保障、生态环保、应急管理、信用体系等。**我们预计国资云建设有望同步，未来央国企将全面搭建在云平台上，2025年国资央企云的使用比例不低于50%。**

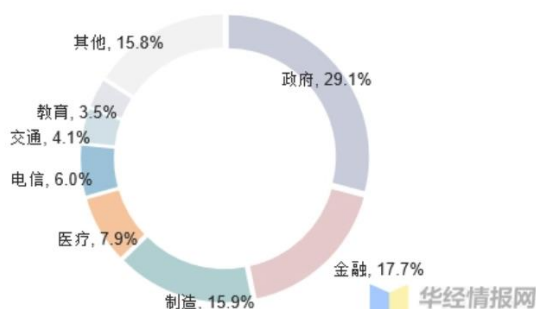
千亿市场空间广阔。由于国资云对自主可控具有较高要求，我们预计其未来市场主要集中在私有云和混合云领域。我们仅计算私有云市场，根据信通院，2021年中国私有云市场已突破千亿元。根据QYResearch，2022-2028年全球私有云市场CAGR为18.8%，中国市场变化较快，我们以2021-2025年CAGR约20%估算，到2025年私有云市场空间将达2173亿元。根据华经情报网，私有云下游以政府和金融、制造、医疗等重点行业为主，2020年占比达84%左右，则国资云2025年市场空间可达1825亿元。

图10：2017-2021年中国私有云市场规模及增速



数据来源：信通院，东吴证券研究所

图11：2020年中国私有云市场应用结构占比情况



数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

2.2. CEC 全栈信创体系支持国央企转云

中国电子：“PKS”体系助力电子云全栈自研。中国电子是信息服务业骨干企业之一，聚焦网络安全和信息化，自主创新“PK 体系+S”，研发了具有完全自主知识产权的飞腾“Phytium 处理器”和麒麟“Kylin 操作系统”，再加入“S-Security”立体防护的安全链，基于自主技术打造计算、网络、安全、信息服务产业链，共同实现底层构架的本质安全。中国电子云依托中国电子集团的优势资源，以先进，安全，绿色为核心，**为政府、公共服务、央企国企打造专属公有云/行业云**，同时还具备全栈式安全框架，提供 IaaS、PaaS、SaaS 全栈式解决方案，并能够提供全栈安全能力。

图12：中国电子全栈自研体系



数据来源：中国电子云官网，东吴证券研究所

深桑达借助中国电子输出“电子云”底座，是支撑国家信息安全的保障。深桑达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。“中国电子云”构建了涵盖安全防护、IaaS（计算、网络、存储）、PaaS（开发者服务、中间件、数据库、大数据、人工智能、区块链）、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，同时提供具备信创能力的公有云服务和专属云产品，具有全栈安全、一云多芯、多云融合、多域专有等优势。

2.3. 上层应用完善，助力全栈迁移

当前国资云迁移的主要痛点之一是缺乏上层应用生态。目前国产芯片、操作系统、数据库、服务器已经从“可用”向“好用”发展，而影响用户体验和使用频率的主要原因之一是缺乏完善的上层应用生态。

蓝信：企业微信+腾讯会议+百度网盘+飞书+... ..深桑达通过中国电子云公司间接持有蓝信 35.5%的股权（截至 2022 年 11 月 9 日）。蓝信深刻理解政府监管机构、国家

部委、国有企业和大型民营企业因组织人员多、层级深、地域跨度广等特点造成的特有管理痛点，对于当前场景以及未来业务的扩展需求可迅速响应，不但自带海量应用，更可快速开发快速部署众多主流应用功能，充分满足大型政企不同场景下的业务需求。

已实现广泛应用，有望持续助力国资云全栈迁移。蓝信于 2013 年 8 月正式推出，经过 9 年来的砥砺前行，正在帮助超过 8000 家党政军央企等大型组织实现安全高效的数智化转型，用户规模超过 1000 万，覆盖政府、部委、军队、公安政法、交通、水利、金融、应急、能源、制造、教育、医疗卫生等多个行业及全国 34 个省市自治区。

图13: 蓝信应用场景



数据来源：蓝信官网，东吴证券研究所

2.4. 混改促进业务拓展

重要央企成为中电有限股东。2020 年 12 月，中国电子在深圳举办中国电子有限公司成立大会暨系列战略合作协议签约活动。活动期间，中国电子与中国船舶、华润集团、中国广核、万科集团签署战略合作协议，与中国船舶、中移资本、东航产投、中国诚通、国开金融、深圳市重大产业投资集团签署投资意向协议，涉及战略投资超百亿元。

2022 年 10 月，中国人寿 19.9 亿元增资中国电子旗下核心主业平台中电有限。重要央企成为中国电子云股东，将成为未来开展国资云业务的重要助力。

表1: 参与中国电子有限公司成立大会参与机构

中国电子集团	
深化战略合作协议	深圳市政府
战略合作协议	中国船舶、华润集团、中国广核、万科集团
投资意向协议	中国船舶、中移资本、东航产投、中国诚通、国开金融、深圳市重大产业投资集团

数据来源：新华网，东吴证券研究所

2.5. 咨询建设全方案，服务客户广泛

公司参与多个地方政府数字化咨询项目。公司能够提供从数字化咨询到政务服务中心、城市大脑建设的全套解决方案，并已在多个地方政府落地项目。咨询服务对金融、央企、地方国资企业战略、业务、数据的深度参与将很大程度影响国家金融安全和支柱产业的信息化安全，为之后公司参与央国企国资云建设提供重要渠道。

图14：公司数字化咨询主要案例



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

服务客户涉及政府、金融、能源、交通等诸多领域。其中数字政府方面包括武汉市数字政务服务项目、“我的南京”政务版统一工作平台项目等，行业数字化涉及广发银行邮件系统优化升级项目、中国人民保险集团 PaaS 云管理平台项目。同时，旗下子公司数字广东所涉及的相关项目，例如“粤省事”移动政务服务平台、“粤商通”涉企移动政务服务平台等均已成为数字政府的全国标杆项目。

图15：“粤省事”相关数据



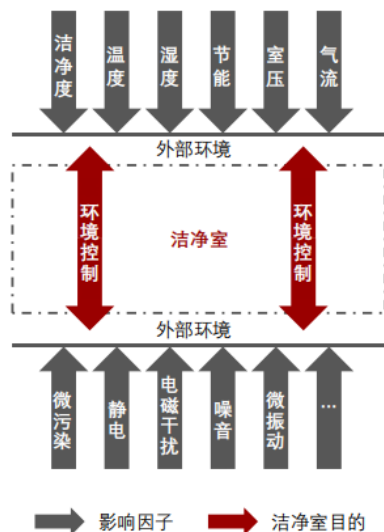
数据来源：数字广东官网，东吴证券研究所

3. 洁净室对技术水平要求高，中国电子优势显著

3.1. 洁净室标准要求高，电子行业占据半数需求

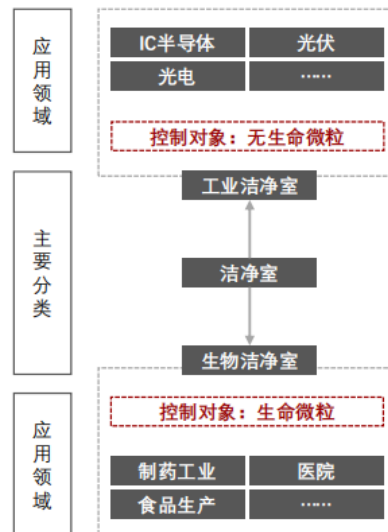
洁净室对于空间标准要求高，主要用于高端制造业和医疗行业等。洁净室是指对空气洁净度、温度、湿度、压力、噪声等参数根据需要都进行控制的密闭性较好的空间，其最主要的作用在于控制产品（如硅芯片等）所接触的大气的洁净度及温湿度，使产品能在一个良好环境空间中生产、制造。洁净室主要可分为工程洁净室以及生物洁净室。其中工业洁净室主要适用于 IC 半导体、光伏、光电、宇航、原子能等行业，生物洁净室适用于制药工业、医院（手术室无菌病房）、食品饮料生产、动物实验室、理化检验室、血站等。

图16：洁净室定义



数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

图17：洁净室分类



数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

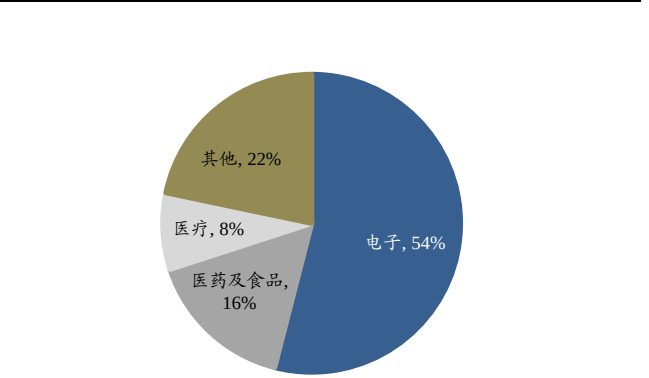
行业规模不断增长，电子行业需求占据半壁江山。从下游行业来看，2021 年电子信息占据了洁净室工程行业大部分的市场份额，占比达 54%，其次是医药及食品行业，占比为 16%。近年来半导体、光伏等产业稳步增长，国产替代以及双碳等政策的驱动下，行业规模不断扩展，产能逐步扩张，从而刺激洁净室行业市场规模持续增长。根据观研天下统计，2021 年我国洁净室行业市场规模为 2146 亿元，预计 2025 年将增长到 3275 亿元，年复合增长率达到 11%。

图18：洁净室市场规模和增速



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

图19：洁净室下游行业占比（2021 年）



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

3.2. 高端制造对洁净室要求高，一线厂商资源雄厚

高端制造对于洁净室要求最高。下游主要应用领域中 IC 半导体对于洁净度的要求较高,在国际标准下处于 ISO3-4 之间。光电行业在 ISO3-8、微机电、磁头等产品洁净度处于 ISO4-6。医疗医药及食品饮料相比于高端制造及精密加工等电子电器行业洁净度等级相对较低，主要位于 ISO5-8 之间。

图20：洁净室工程空气洁净度国际标准

主要下游领域 洁净度需求	空气洁净 度等级(N)	大于或等于所标粒径的粒子最大浓度限值（空气粒子数个/立方米）					
		0.1um	0.2um	0.3um	0.5um	1.0um	5.0um
食品饮料 医疗医药 光电 半导体	ISO Class1	10	2				
	ISO Class2	100	24	10	4		
	ISO Class3	1,000	237	102	35	8	
	ISO Class4	10,000	2,370	1,020	352	83	
	ISO Class5	100,000	23,700	10,200	3,520	832	29
	ISO Class6	1,000,000	237,000	102,000	35,200	8,320	293
	ISO Class7	ISO7-9等级仅对>0.5um（微米）的 粒子浓度进行限制，故洁净室内的 空气洁净度相对较低			352,000	83,200	2,930
	ISO Class8				3,520,000	832,000	29,300
	ISO Class9				35,200,000	8,320,000	293,000

数据来源：亚翔科技招股说明书，东吴证券研究所

洁净室的高端厂商护城河深。洁净室的头部企业多拥有国企背景，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，中小型企业所在低端洁净室工程市场面临重整概率较大；从宏观角度来看，市场呈现头部企业少，尾部企业多的不均衡竞争格局。其中头部企业具备较高进入壁垒故整体格局发生改变概率较

小。而尾部企业主要为普通电子元器件、印刷、石化等行业从事低端业务，因此不存在较高壁垒。

表2: 洁净室行业格局特点

分类	部分典型企业	特点
一线	中国电子工程	数量少、资质全、中高端领域、业务布局(>ISO7)、价值竞争
	设计院	
	十一科技	
	中电四公司	
二线企业	亚翔科技	数量有限、中高端领域、业务布局
	新纶科技	
	华康世纪	
中小企业	—	数量多、技术薄弱、价格竞争、低端领域布局(<ISO7)

数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

3.3. 中电子实力强劲，优势显著

中国电子旗下厂商水平更高，业务覆盖度更广。从技术水平来看，只有中电二公司、中电四公司、中国电子工程设计院等少数大企业具备实现 ISO7 及更高要求的洁净室的技术水平。其资质更全，能够满足 IC 半导体、光电行业及大部分医疗医药行业对于高标准洁净室的要求。同时从业务布局来看，行业内的大型企业通过多元化的经营，在更多应用行业布局从而提高竞争壁垒，中小型企业则多是单一赛道。

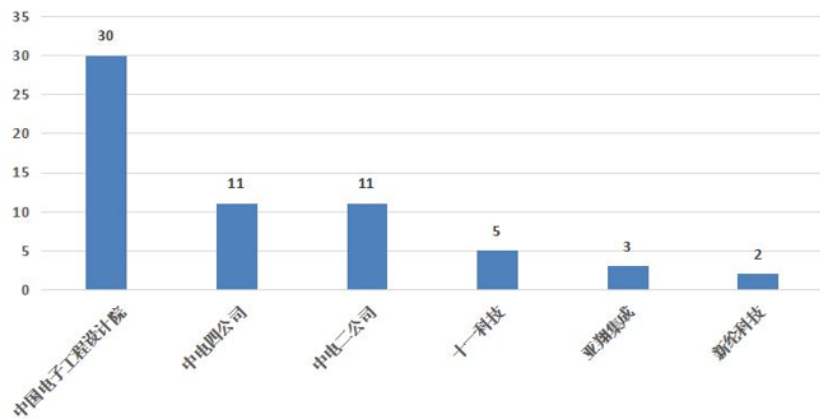
表3: 公司布局行业更广

企业/布局业务	半导体	平板显示	医药	医疗	食品饮料	新能源	电子配件
中电二公司	☑	☑	☑			☑	☑
中国电子工程设计院	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑
中电四公司	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑
亚翔集成	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑
新纶科技	☑	☑	☑		☑		☑
朗脉洁净			☑				

数据来源：各公司官网，头豹研究所，东吴证券研究所

相关资质获取难度高，中国电子资质更多。洁净室对于相关资质具有获取难度高，且一般情况下，工程甲级/一级资质不会大规模开放，拥有较多高级资质的公司将具有较高的竞争壁垒。而中国电子工程设计院，中国电子二公司，中国电子四公司在高级别资质上具有较大优势。

图21: 典型企业甲级/一级资质数量 (个)



数据来源: 各公司官网, 头豹研究所, 东吴证券研究所

标杆客户确立, 品牌效应显著。中电二公司、中电四公司本身为中国电子旗下子公司, 其标杆客户不仅包括中芯国际、华虹集成等国内知名半导体厂商, 更包括英特尔、AMD 等国际厂商, 其技术与实力已得到充分验证, 品牌效应强。

表4: 洁净室行业内典型企业主要客户

中国电子工程设计院	中电四公司	中电二公司	亚翔集成
三星	英特尔	中芯国际	中芯国际
华星光电	AMD	华虹集成	台积电
京东方	格芯	华星光电	联芯
和辉光电	中芯国际	信利	长江存储

数据来源: 各公司官网, Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

核心假设: 我们对公司主要的四块业务: 数字与信息服务、产业工程、供热系统、其他业务分别进行盈利预测。

数字与信息服务: 我们预计随着国资云需求持续放量, 电子云 2022-2025 年营收为 10/20/35/50 亿元, 整体来看, 由于公司收入结构优化, 集成业务大幅减少, 毛利率将实现大幅提升。我们预计公司数字与信息服务整体 2022-2024 年营收增速分别为-4%/39%/39%。

产业工程: 下游光伏、半导体行业仍处于扩产周期, 景气度向上, 中电二公司与中电四公司为行业龙头, 因此我们认为公司业务增长略高于行业增速。我们预计该业务 2022-2024 年增速为 20%/20%/20%。

供热系统: 城镇化进程是影响供热行业需求的关键, 近两年城镇化进程放缓, 行业需求趋近与饱和, 我们预计该业务 2022-2024 年增速为 5%/5%/5%。

其他: 数字城市业务受益于政府规划建设, 我们认为公司有望保持稳定增长, 预

计 2022-2024 年增速为 5%/5%/5%。

表5：公司盈利预测（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	42703.64	49749.89	60046.57	72679.91
yoy	33.2%	16.50%	20.70%	21.04%
毛利率	11.92%	11.97%	12.30%	12.69%
数字与信息服务	4357.62	4166.40	5799.68	8059.62
yoy	133.8%	-4.40%	39.20%	38.97%
毛利率	22.7%	29%	30%	32%
电子云	400.00	1,000.00	2,000.00	3,500.00
yoy		150%	100%	75%
毛利率		40%	40%	40%
其他数字与信息服务	3958.00	3166.40	3799.68	4559.62
yoy		-20%	20%	20%
毛利率		25%	25%	25%
产业工程	35467.87	42561.45	51073.74	61288.48
yoy	30.2%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
供热	1886.15	1980.46	2079.48	2183.46
yoy	2.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	991.99	1041.59	1093.67	1148.35
yoy	-11.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2021 年电子云和其他信息服务营收为我们预测数据。

盈利预测：基于以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 497.50/600.47/726.80 亿元，同比增速 16%/21%/21%；其中，电子云业务收入分别为 10、20、35 亿元。2022-2024 年归母净利润分别为 0.86/3.52/5.79 亿元，同比增速 -76%/+311%/+64%。

分部估值：由于公司各部分业务差异较大，且供热、其他业务营收和净利润占比相对较小，保守考虑，我们仅对公司未来成长有重要影响的三块业务：中国电子云、其他数字与信息服务、产业工程进行分部估值。

中国电子云：基于业务相似性，我们选取美股 IaaS 厂商 EQUINIX 作为可比公司，其对应 2023 年 PS 为 7 倍，我们预计 2022-2025 年中国电子云营收 CAGR 将达 71%，增速相对 EQUINIX 较快，国资云广阔空间下公司份额有望快速提升，我们给予公司电子云业务部分 2023 年 10 倍 PS，对应 200 亿元市值。

表6: 中国电子云可比公司盈利预测及估值 (截至 2022 年 11 月 9 日)

代码	公司名称	市值	营业收入			PS		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
EQIX.O	EQUINIX	552	72.60	78.93	—	8	7	—
	电子云 (深桑达)		10	20	35			

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 表中 EQUINIX 市值和营收单位均为亿美元, 营收预测为彭博一致预期数据。电子云市值和营收单位为亿元, 营收预测为东吴证券研究所预测。

其他数字与信息服务: 基于业务相似性, 我们选取主业为向政府和央国企提供数字化解决方案的太极股份、南威软件、数字政通作为可比公司, 可比公司 2023 年 PE 均值为 32 倍, 我们预计公司 2023 年其他数字与信息服务归母净利润为 1.90 亿元, 该部分业务将持续充分受益于下游政企数字化建设需求, 给予公司 2023 年 32 倍 PE, 对应 61 亿元市值。

表7: 其他数字与信息服务盈利预测及估值 (单位: 亿元, 截至 2022 年 11 月 9 日)

代码	公司名称	市值	归母净利润			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002368.SZ	太极股份	161	4.06	4.49	5.00	40	36	32
603636.SH	南威软件	87	2.23	2.70	3.47	39	32	25
300075.SZ	数字政通	101	2.72	3.48	4.36	37	29	23
	均值					39	32	27
	其他数字与信息服务 (深桑达)		1.58	1.90	2.28			

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 表中太极股份、深桑达为我们预测, 其余公司盈利预测为 Wind 一致预期。

产业工程: 基于业务相似性, 产业工程业务选取正帆科技为可比公司, 考虑公司该部分业绩较为稳定, 综合 PEG 考虑, 给予公司 2023 年 20 倍 PE, 对应市值 130 亿元。

表8: 产业工程业务公司盈利预测及估值 (单位: 亿元, 截至 2022 年 11 月 9 日)

代码	公司名称	市值	归母净利润			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688596.SH	正帆科技	113	2.21	4.00	5.73	51	28	20
	产业工程 (深桑达)		5.43	6.51	7.81			

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 表中正帆科技、深桑达盈利预测及估值为东吴证券研究所预测。

综上，根据分部估值，我们预计公司 2023 年目标市值 391 亿元，对应目标价 34 元。我们预计中国电子云 2025 年营收可达 50 亿元，长期高增长有望持续，10 倍 PS 估值下仅中国电子云 2025 年市值可达 500 亿元。远期来看，中国电子云在国资云领域有望取得 30% 以上市场份额，相对于私有云超 2000 亿的市场规模，想象空间很大。

我们看好公司基于中国电子全栈信创能力、在政企领域的渠道建设能力，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) **政策推进不及预期。**政策推进受到国内外经济、社会形势的影响，发展情况可能不及预期。
- 2) **行业竞争加剧。**国资云市场空间广阔，国产化替代趋势不可阻挡，可能吸引更多公司参与行业竞争。
- 3) **疫情影响生产经营。**新冠疫情仍然呈现多点散发状态，对公司正常生产经营可能带来一定影响。

深桑达 A 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	34,390	38,428	45,678	54,082	营业总收入	42,704	49,750	60,047	72,680
货币资金及交易性金融资产	7,885	7,767	8,554	9,359	营业成本(含金融类)	37,612	43,797	52,659	63,454
经营性应收款项	12,113	14,364	17,716	21,135	税金及附加	91	139	132	153
存货	990	3,813	3,025	3,942	销售费用	856	1,045	1,201	1,454
合同资产	12,355	11,089	14,832	17,881	管理费用	1,255	1,990	2,102	2,398
其他流动资产	1,047	1,394	1,552	1,764	研发费用	1,011	2,089	2,102	2,398
非流动资产	9,740	10,235	10,784	11,223	财务费用	290	300	306	303
长期股权投资	1,397	1,920	2,472	2,982	加:其他收益	175	75	90	109
固定资产及使用权资产	4,397	3,886	3,370	2,847	投资净收益	60	0	0	0
在建工程	831	989	1,107	1,138	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	1,065	1,479	1,964	2,485	减值损失	-262	-92	-108	-116
商誉	91	122	152	177	资产处置收益	12	0	0	0
长期待摊费用	112	112	112	112	营业利润	1,573	372	1,528	2,513
其他非流动资产	1,847	1,728	1,607	1,482	营业外净收支	-1	0	0	0
资产总计	44,130	48,663	56,462	65,305	利润总额	1,572	372	1,528	2,513
流动负债	29,300	33,570	40,293	47,363	减:所得税	464	110	451	742
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,183	3,283	3,383	3,483	净利润	1,108	262	1,077	1,772
经营性应付款项	18,161	20,433	25,351	30,251	减:少数股东损益	746	177	725	1,192
合同负债	5,431	5,677	7,459	8,763	归属母公司净利润	362	86	352	579
其他流动负债	2,524	4,176	4,098	4,865	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.32	0.08	0.31	0.51
非流动负债	5,345	5,345	5,345	5,345	EBIT	1,852	690	1,852	2,823
长期借款	3,578	3,578	3,578	3,578	EBITDA	2,336	1,507	2,701	3,691
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.92	11.97	12.30	12.69
租赁负债	135	135	135	135	归母净利率(%)	0.85	0.17	0.59	0.80
其他非流动负债	1,632	1,632	1,632	1,632	收入增长率(%)	33.21	16.50	20.70	21.04
负债合计	34,645	38,915	45,637	52,708	归母净利润增长率(%)	69.48	-76.33	310.69	64.48
归属母公司股东权益	6,034	6,120	6,472	7,051					
少数股东权益	3,452	3,628	4,353	5,546					
所有者权益合计	9,486	9,748	10,825	12,597					
负债和股东权益	44,130	48,663	56,462	65,305					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	94	1,563	2,575	2,515	每股净资产(元)	5.30	5.37	5.68	6.19
投资活动现金流	-425	-1,404	-1,506	-1,423	最新发行在外股份(百万股)	1,138	1,138	1,138	1,138
筹资活动现金流	1,604	-276	-281	-286	ROIC(%)	8.84	2.93	7.53	10.55
现金净增加额	1,271	-118	787	805	ROE-摊薄(%)	6.00	1.40	5.44	8.21
折旧和摊销	483	817	850	868	资产负债率(%)	78.51	79.97	80.83	80.71
资本开支	-480	-880	-953	-916	P/E (现价&最新股本摊薄)	63.14	266.76	64.95	39.49
营运资本变动	-1,990	-1,290	394	-1,182	P/B (现价)	3.79	3.74	3.54	3.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>