

# 数据要素市场化先行者

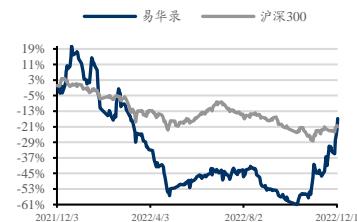
## 买入 (首次)

2023年01月12日

 证券分析师  
 陈睿彬

 (852) 3982 3212  
 chenrobin@dwzq.com.hk

### 股价走势



| 盈利预测与估值           | 2021A | 2022E  | 2023E | 2024E |
|-------------------|-------|--------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元)       | 2,020 | 2,057  | 2,628 | 3,925 |
| 同比                | -22%  | 2%     | 28%   | 49%   |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | -167  | 130    | 232   | 550   |
| 同比                | -130% | 178%   | 79%   | 137%  |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | -0.25 | 0.19   | 0.35  | 0.83  |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | —     | 132.60 | 73.95 | 31.23 |

**关键词:** #第二曲线 #新需求、新政策

### 投资要点

- 数据要素市场领军企业:** 易华录为央企华录集团旗下唯一控股的上市公司。公司主要基于数据湖提供数据要素资源化及资本化服务, 当前主要业务包括三块, 数字经济基础设施、政企数字化、数据运营服务, 2021年营收占比分别为 50%、38%、12%。公司 2017 年开始实施数据湖战略, 近几年公司业务重心由数据湖建设转向已建数据湖的有效运营中, 持续加大在新的数据运营、数据银行等轻资产业务的研发投入和渠道拓展, 业务逐步集中到数据要素价值化市场。
- 数据要素市场政策部署节奏加快:** 中国已将数据视为重要的战略资源和关键要素。《全国一体化政务大数据体系建设指南》明确提出要将政务数据资源全部纳入目录管理; 并支持具备条件、信誉良好的第三方企事业单位开展运营服务。数据要素相关政策加速落地带动数据要素市场持续高增。据国家工信安全中心测算, 2021 年我国数据要素市场规模达到 815 亿元, “十四五”期间, 这一数值将突破 1749 亿元, 2021-2025 年 CAGR 超 20%。当前数据要素市场主要由政府和央国企牵头, 国资背景厂商优势显著。
- 公司率先开创政务数据授权运营新模式, 前期项目储备充足:** 公司率先开创数据要素资产化新模式“数据银行”, 进行政务数据授权运营, 提供标准化的 API 产品以及数据平台开发运营服务等。数据银行全国首个标杆项目 2022 年已在抚州落地, 公司先发优势显著。公司前期数据湖项目储备充足, 随着相关政策持续推进, 公司在河南、江苏等地建设有望提速, 地级市政务大数据节点叠加数据银行将带来收入体量和质量提升。根据我们测算, 公司 2025 年地级市政务大数据节点建设以及数据银行运营等相关营收整体规模将达到接近 60 亿元, 其中数据银行纯运营收入 2025 年将达 15 亿元, 未来空间广阔。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 20.57/26.28/39.25 亿元, 同比增速 2%/+28%/+49%; 2022-2024 年归母净利润分别为 1.30/2.32/5.50 亿元, 同比增速+178%/+79%/+137%。分部估值下通过远期折现, 我们预计 2023 年目标市值为 327 亿元, 对应目标价 49 元。我们看好公司在数据要素资产化市场先发优势显著, 运营型收入高速增长带来盈利水平提升, 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; 项目落地节奏不及预期。

### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 25.80       |
| 一年最低/最高价      | 11.91/38.33 |
| 市净率(倍)        | 4.41        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 16,108.61   |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 5.85   |
| 资产负债率(% ,LF) | 68.20  |
| 总股本(百万股)     | 665.81 |
| 流通 A 股(百万股)  | 624.36 |

### 相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和支持, 尤其感谢王紫敬的指导。

## 1. 数据要素市场领军企业

易华录成立于2001年4月，是国务院国资委直接监管的中央企业中国华录集团（简称“华录集团”）旗下控股的上市公司。公司主要业务包括三块，数字经济基础设施、政企数字化、数据运营服务，2021年营收占比分别为50%、38%、12%。

图1：易华录发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

图2：易华录热门产品与解决方案



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

**走向数据要素价值化市场。**2022年11月，易华录发布公告，拟转让控股子公司国富瑞数据系统有限公司35%的股权。国富瑞专注IDC运营相关业务，公司此次拟挂牌转让，体现公司战略逐步集中到数据要素价值化市场。

## 2. 数据要素千亿市场建设加速

**政策密集发布，数据产权制度走向具体实践：**中国已将数据视为重要的战略资源和关键要素。由于此前相关政策尚未明晰，数据要素市场培育缓慢。政策部署节奏加快，数据流通要求加强数据交易场所统筹建设。

**数据要素市场进入高速发展阶段：**“十四五”期间数据要素市场规模将突破千亿。据国家工信安全中心测算数据，2021年我国数据要素市场规模同比增长近50%，达到815亿元，“十四五”期间，这一数值将突破1749亿元，2021-2025年CAGR超20%。

**下游行业以政府和重点行业为主：**根据前瞻产业研究院统计，2021年我国大数据分析市场下游行业中，金融、政府、电信和互联网位居应用领域前四名，市场占比分别为19.1%、16.5%、15.2%和13.9%，合计超过60%。

**数据要素市场主要由政府和央国企牵头，国资背景厂商优势显著。**

## 3. 数据运营模式探索先行者

**开创数据运营新模式，先发优势突出：**公司独创数据要素资产化的主要模式“数据银行”来开展数据运营以及数据治理。公司负责承建运营的全国首个基于“数据银行”的政务数据授权运营落地项目，抚州“数据银行”已经完成平台建设及上线。河南、江苏等多地标杆项目快速推进。

华录集团旗下唯一上市平台，数据湖+运营空间广阔：以自研蓝光存储为基础构建数据湖底座。数据湖是公司独创的商业模式，可以简单理解为数据中心。数据湖项目业务模式以合资公司为主，截至 2022 年 11 月已在全国落地 33 个项目。

根据我们测算，公司在国内 293 个地级市中已经实现超过 10%的市场份额，我们预计十四五期间公司地级市政务大数据节点市占率将进一步提升。我们预计 2025 年政务大数据节点建设以及政企数字化运营等相关营收规模将达接近 60 亿元，空间广阔。

#### 4. 盈利预测与投资评级

表1：公司分业务收入预测（单位：亿元）

|       |             | 2021        | 2022E       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 运营型收入 | 政企数字化-运营收入  | 0.5         | 1.0         | 2.0         | 3.6         | 5.4         |
|       | yoy         |             | 100%        | 100%        | 80%         | 50%         |
|       | 数据要素业务-数据银行 | 0           | 0.5         | 2.5         | 7.5         | 15          |
|       | yoy         |             | -           | 400%        | 200%        | 100%        |
|       | IDC 运营及服务   | 2.0         | 2.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
|       | yoy         |             | 0%          | -           | -           | -           |
| 合计    |             | <b>2.5</b>  | <b>3.5</b>  | <b>4.5</b>  | <b>11.1</b> | <b>20.4</b> |
| 毛利率   |             | 43%         | 50%         | 61%         | 64%         | 65%         |
| 项目型收入 | 政企数字化业务     | 7.7         | 10.0        | 14.0        | 19.6        | 27.4        |
|       | yoy         |             | 30%         | 40%         | 40%         | 40%         |
|       | 数字经济基础设施    | 10.1        | 7.1         | 7.8         | 8.6         | 9.4         |
|       | yoy         |             | -30%        | 10%         | 10%         | 10%         |
|       | 合计          | <b>17.8</b> | <b>17.1</b> | <b>21.8</b> | <b>28.2</b> | <b>36.9</b> |
|       | 毛利率         | -           | 38%         | 37%         | 36%         | 35%         |
| 总营收   |             | <b>20.2</b> | <b>20.6</b> | <b>26.3</b> | <b>39.3</b> | <b>57.3</b> |
| yoy   |             |             | 2%          | 28%         | 49%         | 46%         |
| 毛利率   |             | 39%         | 40%         | 41%         | 44%         | 46%         |

数据来源：Wind，东吴证券（香港）

注：表中 2021-2025 年业务划分均为我们按照公司未来战略规划方向重新预测数据。

综上，我们预计公司 2025 年目标市值为 396 亿元，按 10%必要回报率折现，对应 2023 年目标市值 327 亿元，对应目标价 49 元。我们看好公司在数据要素资产化市场先发优势显著，运营型收入高速增长带来盈利水平提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 5. 风险提示

政策推进不及预期；行业竞争加剧；项目落地节奏不及预期。

## 易华录三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         | 利润表 (百万元)       | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>8,877</b>  | <b>7,750</b>  | <b>10,892</b> | <b>11,230</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>2,020</b> | <b>2,057</b> | <b>2,628</b> | <b>3,925</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 307           | 72            | 219           | 1,160         | 营业成本(含金融类)      | 1,242        | 1,233        | 1,547        | 2,202        |
| 经营性应收款项          | 2,483         | 2,155         | 4,492         | 2,158         | 税金及附加           | 14           | 14           | 18           | 27           |
| 存货               | 428           | 325           | 577           | 646           | 销售费用            | 175          | 226          | 289          | 432          |
| 合同资产             | 5,374         | 5,143         | 5,255         | 7,066         | 管理费用            | 303          | 319          | 407          | 608          |
| 其他流动资产           | 285           | 56            | 348           | 200           | 研发费用            | 91           | 103          | 131          | 196          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>5,513</b>  | <b>6,459</b>  | <b>7,397</b>  | <b>8,243</b>  | <b>财务费用</b>     | <b>282</b>   | <b>225</b>   | <b>249</b>   | <b>281</b>   |
| 长期股权投资           | 2,753         | 3,573         | 4,439         | 5,247         | 加:其他收益          | 78           | 72           | 92           | 137          |
| 固定资产及使用权资产       | 403           | 485           | 549           | 616           | 投资净收益           | 89           | 154          | 210          | 353          |
| 在建工程             | 822           | 848           | 889           | 930           | 公允价值变动          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 733           | 750           | 718           | 648           | 减值损失            | -228         | -7           | -7           | -6           |
| 商誉               | 292           | 292           | 292           | 292           | 资产处置收益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期待摊费用           | 15            | 15            | 15            | 15            | <b>营业利润</b>     | <b>-148</b>  | <b>156</b>   | <b>281</b>   | <b>664</b>   |
| 其他非流动资产          | 495           | 495           | 495           | 495           | 营业外净收支          | -3           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>14,391</b> | <b>14,209</b> | <b>18,289</b> | <b>19,473</b> | <b>利润总额</b>     | <b>-151</b>  | <b>156</b>   | <b>281</b>   | <b>664</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>7,717</b>  | <b>7,359</b>  | <b>11,187</b> | <b>11,773</b> | <b>减:所得税</b>    | <b>-8</b>    | <b>16</b>    | <b>28</b>    | <b>66</b>    |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 3,745         | 4,245         | 4,670         | 5,169         | <b>净利润</b>      | <b>-143</b>  | <b>141</b>   | <b>253</b>   | <b>598</b>   |
| 经营性应付款项          | 3,096         | 2,137         | 5,452         | 5,427         | 减:少数股东损益        | 24           | 11           | 20           | 48           |
| 合同负债             | 98            | 70            | 117           | 155           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>-167</b>  | <b>130</b>   | <b>232</b>   | <b>550</b>   |
| 其他流动负债           | 777           | 907           | 948           | 1,022         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | -0.25        | 0.19         | 0.35         | 0.83         |
| 非流动负债            | 2,132         | 2,132         | 2,132         | 2,132         | EBIT            | 99           | 234          | 327          | 598          |
| 长期借款             | 1,254         | 1,254         | 1,254         | 1,254         | EBITDA          | 255          | 393          | 506          | 799          |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 38.50        | 40.04        | 41.11        | 43.92        |
| 租赁负债             | 25            | 25            | 25            | 25            | 归母净利率(%)        | -8.25        | 6.30         | 8.84         | 14.01        |
| 其他非流动负债          | 854           | 854           | 854           | 854           | 收入增长率(%)        | -21.91       | 1.83         | 27.74        | 49.39        |
| <b>负债合计</b>      | <b>9,849</b>  | <b>9,491</b>  | <b>13,319</b> | <b>13,905</b> | 归母净利润增长率(%)     | -129.70      | 177.72       | 79.32        | 136.78       |
| 归属母公司股东权益        | 3,907         | 4,072         | 4,304         | 4,854         |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 635           | 646           | 666           | 714           |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>4,542</b>  | <b>4,718</b>  | <b>4,970</b>  | <b>5,568</b>  |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>14,391</b> | <b>14,209</b> | <b>18,289</b> | <b>19,473</b> |                 |              |              |              |              |

| 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     | -100   | 401   | 888   | 1,429 | 每股净资产(元)        | 5.87  | 6.12   | 6.46  | 7.29  |
| 投资活动现金流     | -1,112 | -956  | -915  | -699  | 最新发行在外股份 (百万股)  | 666   | 666    | 666   | 666   |
| 筹资活动现金流     | 441    | 286   | 174   | 211   | ROIC(%)         | 0.98  | 2.12   | 2.78  | 4.70  |
| 现金净增加额      | -771   | -270  | 147   | 941   | ROE-摊薄(%)       | -4.27 | 3.18   | 5.40  | 11.33 |
| 折旧和摊销       | 156    | 159   | 179   | 200   | 资产负债率(%)        | 68.44 | 66.80  | 72.83 | 71.41 |
| 资本开支        | -485   | -291  | -259  | -244  | P/E (现价&最新股本摊薄) | —     | 132.60 | 73.95 | 31.23 |
| 营运资本变动      | -477   | 35    | 408   | 690   | P/B (现价)        | 4.40  | 4.22   | 3.99  | 3.54  |

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。

## 免责及评级说明部分

### **分析师声明：**

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

### **利益披露事项：**

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

### **免责声明**

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

## 免责及评级说明部分

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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

### **特别声明**

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### **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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>