

002368.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 41.49

板块评级：强于大市

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	34.1	5.1	14.8	121.9
相对深圳成指	41.3	9.7	21.7	138.4

发行股数 (百万)	623.23
流通股 (百万)	619.91
总市值 (人民币 百万)	25,857.87
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	563.09
主要股东	
中电太极(集团)有限公司	29.38

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以 2023 年 8 月 21 日收市价为标准

## 相关研究报告

《太极股份》20230406  
《太极股份》20220422  
《太极股份》20210430

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

计算机：IT 服务II

证券分析师：杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

联系人：王屿熙

(8610)66229321

xiaolian.wang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080038

## 太极股份

## 信创基本，数据驱动，数字经济领航国家队

数字中国建设与数据要素产业化是我国数字经济的两个发展阶段，公司在两个阶段均为具备突出卡位优势的国企龙头。同时，公司作为中电科旗下信创核心企业，有望在信创全面建设进程中保持高速增长。维持买入评级。

## 支撑评级的要点

- 中电科旗下信创核心，全链布局迎接信创东风。公司作为中电科旗下核心 IT 龙头企业，布局基础软件自主可控，形成了普华操作系统（国产主流操作系统之一）、人大金仓数据库（党政信创领域市占率超 50%）、金蝶天燕中间件（国产厂商中排名前五）、慧点科技 OA 系统（2022 年在国资委直属企业中市占率超 65%）在内的全产业链产品体系。2023 年以后，党政信创进入深水区，金融、电信、医疗等行业信创将全面开启，国产替代需求加速释放。据我们测算，预计 2023 年基础软件产业链市场规模合计近 1,500 亿元。公司作为中电科信创牵头单位，服务国家信创战略，有望保持信创业务高速增长。
- 领航建设数字中国，打造数字经济底座。数字中国是我国数字经济前期的数字底座和数字化平台建设阶段，公司作为数字中国建设国家队，深度参与全国一体化政务云、政务大数据、国资云、政府云、行业大数据等多个平台体系建设，打造了成熟的“云+数+应用+生态”服务模式，已然成为数字中国建设主力军。在《数字中国建设整体布局规划》等国家政策指引下，我国的数字中国建设进入深化提速期。公司将以“数据驱动”“云领未来”“网安天下”为战略，打造数字经济龙头企业，为数字中国建设贡献“太极力量”。
- 卡位数据要素，领先数字经济新产业格局。数据要素为我国数字经济的新驱动力，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》打开了我国数据要素新篇章，国家工信安全中心认为 2025 年数据要素产业市场规模有望突破 1,700 亿元。公司业务贯通数据要素基础（太极云、人大金仓数据库等）、数据服务（数据资源管理平台、金蝶数据资源目录等）、数据安全（联合电科网安打造中国可信系统等）、数据交易（参与建设北京数据交易平台）、数据应用（多年经验积累深厚行业 Know-how）等多个环节。公司深耕政务数据市场多年，具备打通数据供给、治理和应用的突出优势，有望在我国数据要素产业化中实现领先。

## 估值

- 预计 2023~2025 年营收 134.27、167.28 和 202.39 亿元，归母净利润为 5.43、7.37、8.84 亿元，对应 EPS 为 0.87 元、1.18 元和 1.42 元（23-24 年下调 16~25%，主要系 2022 年受宏观环境影响，信创订单不及预期）。对应 PE 分别为 48X、35X、29X。公司作为中电科旗下核心 IT 企业，以信创、云和数据两大主线保持高速增长，加速推进服务化转型，作为国家队在信创与数字经济产业中持续领航。维持买入评级。

## 评级面临的主要风险

- 信创推进不及预期；服务化转型不及预期；市场竞争加剧。

## 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	10,505	10,601	13,427	16,728	20,239
增长率(%)	23.1	0.9	26.7	24.6	21.0
EBITDA(人民币 百万)	628	743	837	1,093	1,279
归母净利润(人民币 百万)	373	378	543	737	884
增长率(%)	1.2	1.2	43.8	35.6	19.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.60	0.61	0.87	1.18	1.42
原先预测摊薄每股收益 (人民币)			1.04	1.58	
调整幅度 (%)			(16.18)	(25.14)	
市盈率(倍)	28.4	28.1	47.6	35.1	29.3
市净率(倍)	2.9	2.5	5.6	5.0	4.5
EV/EBITDA(倍)	24.8	21.9	27.3	21.7	16.8
每股股息 (人民币)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
股息率(%)	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 目录

自主可控主力军+数字经济国家队 .....	5
中电科旗下信创和数字经济主要实体 .....	5
四大主营业务，信创全产业链布局 .....	6
营收高速增长，业务结构不断优化 .....	7
信创行业提速，项目型和产品型业务并举 .....	9
信创进入新阶段，国产化进程加速 .....	9
普华软件：桌面与服务器端均有布局，领军车载操作系统 .....	11
人大金仓：国产数据库先行者高速增长 .....	14
慧点科技：信创 OA 领军企业，大型党政企共同选择 .....	18
金蝶天燕：提供基于云平台的信创中间件解决方案 .....	20
数字经济领航国家队，迎数据要素新格局 .....	23
数字中国提速，国家队有望持续领航 .....	23
成熟“云+数+应用+生态”模式，发力数字政务 .....	24
卡位优势凸显，迎接数据要素产业化新格局 .....	26
业务贯通数据要素基础，确立三大优势 .....	29
盈利预测与投资建议 .....	32
基本假设与盈利预测 .....	32
估值分析与投资建议 .....	33
风险提示 .....	34

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构.....	6
图表 3: 公司主要业务产品.....	6
图表 4: 公司信创全产业链布局.....	7
图表 5: 近五年营收 CAGR 15.22%.....	7
图表 6: 近五年归母净利 CAGR 4.58%.....	7
图表 7: 毛利率稳定在 20% 以上.....	8
图表 8: 管理费用大幅下降, 研发费用率稳步上升.....	8
图表 9: 集成类业务占比明显收窄.....	8
图表 10: 网络安全与自主可控业务毛利率回升.....	8
图表 11: 我国信创产业发展历程梳理.....	9
图表 12: 信创产业体系.....	9
图表 13: 信创整体市场规模在万亿级.....	10
图表 14: 关基行业 PC 及服务器市场容量.....	11
图表 15: 信创产业巨头企业布局情况.....	11
图表 16: 中国国产主流操作系统梳理和比较.....	12
图表 17: 普华太极服务器操作系统 V6.0 系统架构.....	12
图表 18: 2024 年国产操作系统通用新增市场规模约为 34.1 亿元.....	13
图表 19: 2022 年中国操作系统市场中麒麟和统信份额合计 9.8%.....	13
图表 20: 普华 ORIENTAIS AUTOSAR 汽车电子基础软件平台架构.....	14
图表 21: 政策持续催化信创产业发展.....	14
图表 22: 2020-2025E 中国数据库市场规模.....	15
图表 23: 2021H1 中国本地部署数据库软件市场厂商份额.....	15
图表 24: 人大金仓产品体系.....	16
图表 25: 人大金仓技术解决方案.....	16
图表 26: 人大金仓典型客户.....	17
图表 27: 2017-2022 人大金仓营收 CAGR42.69%.....	18
图表 28: 2017-2022 人大金仓净利润 CAGR147.90%.....	18
图表 29: 2017-2023E 中国协同办公市场规模.....	18
图表 30: 2022H1 中国协同软件软件市场厂商份额 (传统部署模式).....	18
图表 31: 慧点科技主要客户.....	19
图表 32: WEP 数字化应用云平台技术架构.....	19
图表 33: CUBE 人工智能平台总体架构.....	19
图表 34: WE.Flow 智能工作流引擎核心功能.....	20

图表 35: 2017-2022 慧点科技营收 CAGR7.85%.....	20
图表 36: 2017-2021 慧点科技净利润 CAGR21.80%.....	20
图表 37: 我国中间件市场规模超百亿.....	21
图表 38: 金蝶天燕中间件产品.....	21
图表 39: 金蝶天燕信创中间件云平台解决方案.....	21
图表 40: 2021 年中间件整体市场竞争格局.....	22
图表 41: 2021 年国产基础中间件市场竞争格局.....	22
图表 42: 我国数字经济规模及 GDP 占比均实现快速增长.....	23
图表 43: 公司“一网通办”典型解决方案.....	24
图表 44: 公司“一网统管”典型解决方案.....	24
图表 45: 2026 年中国政务云市场规模近 3,000 亿元.....	24
图表 46: 2020 年公司位居中国一体化政务服务平台解决方案市场第二.....	24
图表 47: 电子政务行业产业链.....	25
图表 48: 全国一体化政务大数据体系总体架构.....	25
图表 49: 2017-2022 年云服务与智慧应用营收 CAGR18.23%.....	25
图表 50: 云服务与智慧应用业务毛利率维持较高水平.....	25
图表 51: 数字政务典型案例.....	26
图表 52: “数据”为贯穿数字经济产业的核心要素.....	26
图表 53: 数字经济、数据要素相关政策.....	27
图表 54: “数据二十条”具体内容.....	27
图表 55: 国内主要的数据交易所（中心）.....	28
图表 56: 2025 年我国数据要素产业规模突破 1,700 亿元.....	29
图表 57: 2022 年数据存储、分析、加工市场规模较高.....	29
图表 58: 公司业务贯通数据要素基础环节，全面支撑数据流通交易.....	29
图表 59: 政务数据要素或最早落地，公司具备三大领先优势.....	30
图表 60: 公司承建北京数据交易平台，构筑数据要素市场生态.....	31
图表 61: 公司为北京国际大数据交易所首批联盟成员.....	31
图表 62: 盈利预测.....	32
图表 63: 费用率假设.....	33
图表 64: 可比公司估值对比.....	33
利润表(人民币 百万).....	35
现金流量表(人民币 百万).....	35
财务指标.....	35
资产负债表(人民币 百万).....	35

## 自主可控主力军+数字经济国家队

### 中电科旗下信创和数字经济主要实体

专注中国数字化建设三十年，伴生我国信息化建设，成长为国内电子政务、智慧城市和关键行业信息化的领军国家队企业。公司于 1987 年由中国电子科技集团公司第十五研究所发起设立，是我国最早成立的大型计算机企业。（1）**主机时代**，太极公司成功研制并批量生产 TJ-2000 系列超小型机系统，打破了国外产品垄断；（2）**网络时代**，太极公司先将计算机技术与行业应用相结合，成功开辟了电信、金融、能源、冶金、政府等行业信息化应用的先河；（3）**互联时代**，于 2010 年在深圳证券交易所中小企业板上市，构建完善的 IT 服务业务体系，是国家重大信息化工程设计和建设的重要承担单位；（4）**数字时代**，开创了“云+数+应用+生态”的一体化服务模式，紧抓信创发展机遇，助力构建数字中国。

图表 1：公司发展历程

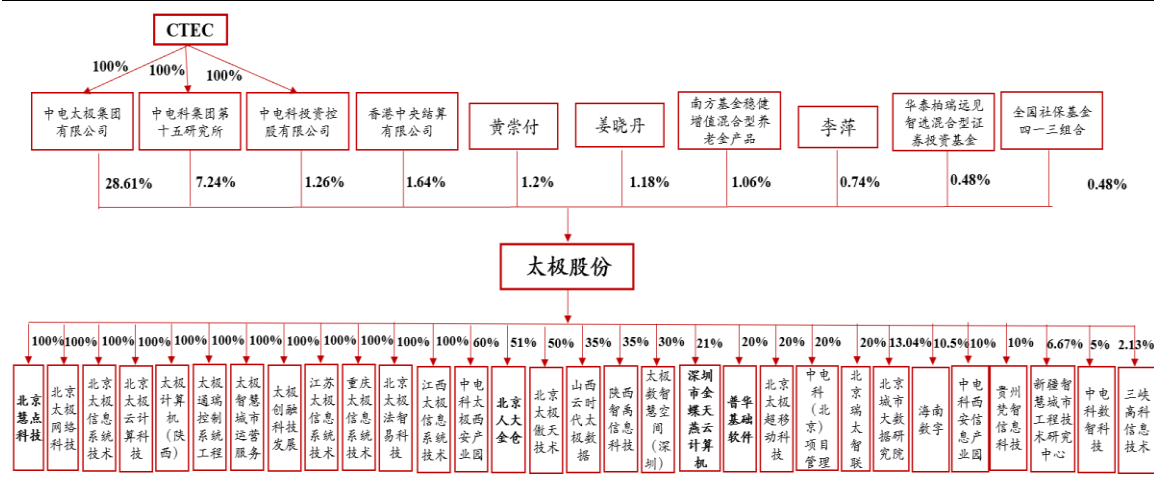


资料来源：公司官网，中银证券

**中国电科控股，股权较为集中。**实控人为中国电子科技集团有限公司，是我国军工电子主力军、网信事业国家队、国家战略科技力量。中国电科通过其控股公司中电太极、中电科技第十五研究所、中电科投资控股有限公司间接持有公司 37.11% 股份，是公司的实控人。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，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，拥有包括 47 家国家级研究院所、17 家上市公司在内的 700 余家企事业单位；拥有员工 20 余万名，其中 55% 为研发人员；拥有 41 个国家级重点实验室、研究中心和创新中心。

**中国电科将公司定位为集团公司网信事业核心产业平台**，推动中电太极与太极股份的资源整合和协同发展。公司作为中国电科的基础软件和信息服务业龙头企业，获得了中国电科和中电太极在政策、资金、产业资源、市场等多方面的大力支持，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”。

图表 2：公司股权结构



资料来源：万得，中银证券

注：截至 20230817

## 四大主营业务，信创全产业链布局

**四大主营业务奠定信息化行业地位。**太极四大主营业务包括：云服务、网络安全与自主可控、智慧应用与服务、系统集成服务。其中，云服务面向国家政务、智慧城市和重要行业提供云计算服务；网络安全与自主可控包含网络安全、内容安全、信息系统安全以及自主可控基础产品及服务；智慧应用与服务面向“互联网+政务”“互联网+行业”提供以智能技术应用和数据运营为主的技术服务；系统集成服务围绕定制化解决方案提供咨询、系统集成、产品增值服务以及系统运维服务。

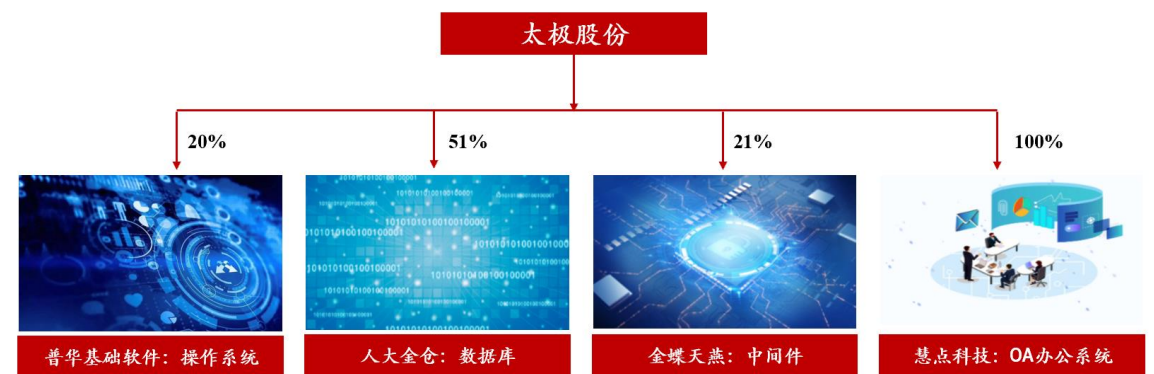
图表 3：公司主要业务产品



资料来源：公司年报，中银证券

**信创全产业链布局。**信创产业涵盖基础软硬件、应用软件、信息安全等领域，旨在实现信息技术领域的自主可控。其中以芯片为代表的基础硬件和以操作系统为代表的基础软件是底层基础，居于产业链的核心地位。公司作为数字化服务国家队，布局形成了包含普华操作系统、金仓数据库、金蝶中间件、慧点办公软件在内的自主产品体系，在政务信息化领域占据龙头地位，是国内少有的基础软件全链布局厂商。

图表 4：公司信创全产业链布局



资料来源：公司公告，中银证券

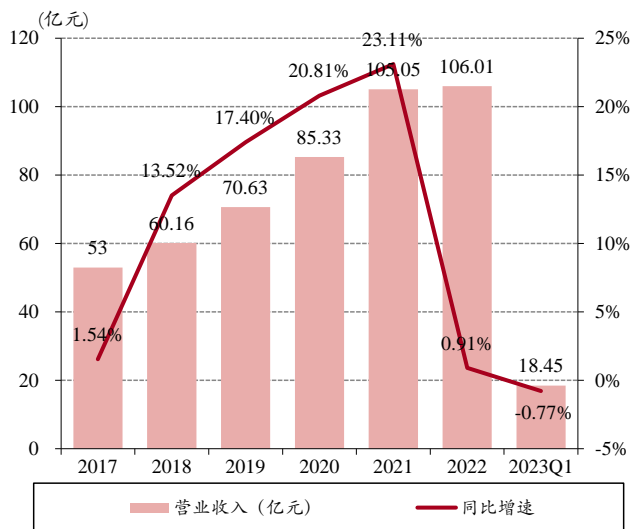
注：截至 2023 年一季度

## 营收高速增长，业务结构不断优化

公司 2018-2021 年呈现提速增长态势，2021 年营收突破百亿。2022 年营收 106.01 亿元 (+0.91%)、归母净利 3.78 亿元 (+1.23%)、扣非净利 3.33 亿元 (+18.59%)，公司克服了外部环境的不利影响，主营业务保持平稳增长。2018-2022 年营收 CAGR15.22%、归母净利 CAGR4.58%。

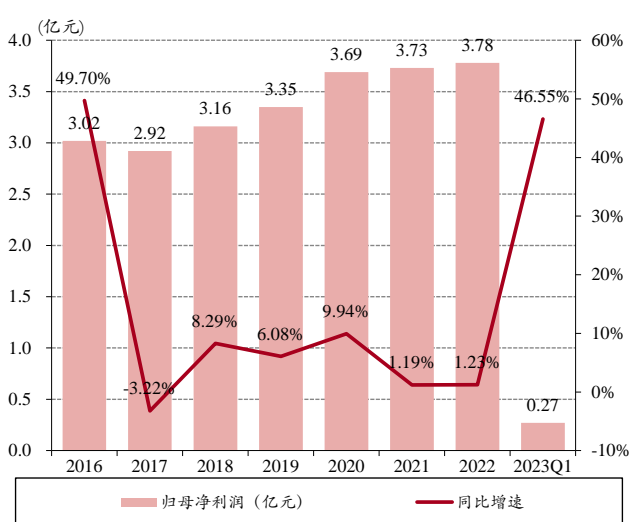
2023Q1 营收 18.45 亿元 (-0.77%)，收入同比略有下降，主要系一季度信创行业复苏不明显，需求复苏滞后于其他行业，此外公司收入具有明显季节性特征。归母净利 0.27 亿元 (+46.55%)、扣非净利 0.26 亿元 (+62.12%)。公司在加速推进产品化、平台化转型，盈利能力有望进一步增强。

图表 5：近五年营收 CAGR 15.22%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6：近五年归母净利 CAGR 4.58%

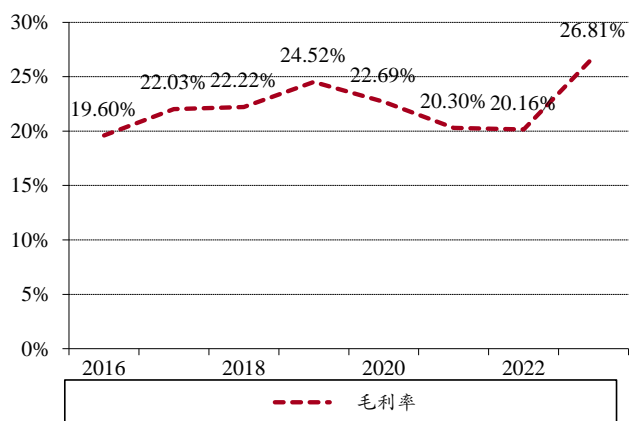


资料来源：公司公告，中银证券

**毛利率略有下滑，后续有望逐步回升。**公司 2022 年毛利率为 20.16% (-0.14pct)，主要系网络安全与自主可控业务涉及较多信创集成项目，竞争激烈。2023 年一季度毛利率为 26.81%，创过去五年以来新高。预计伴随营收结构改善，同时以信创项目为主的网络安全服务业务模式进一步成熟，公司毛利率有望逐步回升。

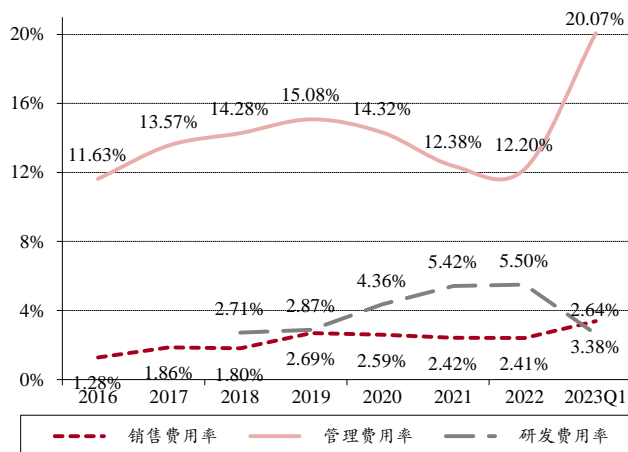
**研发费用率提升明显，控费成效显著。**2019 年信创概念提出后，公司研发费用率提升明显，管理费用率大幅下降，销售费用率较为稳定。2019-2022 年研发费用率快速攀升，2022 年增至 5.5% 达近 7 年最高水平，要系公司加快业务发展、加大市场投入所致。2019 年至 2022 年公司管理费用率持续下降，2022 年管理费用率为 12.20%，较 2019 年下降 2.88 个 pct，控费成效显著，公司销售费用率长期稳定在 2% 左右。

图表 7：毛利率稳定在 20% 以上



资料来源：公司公告，中银证券

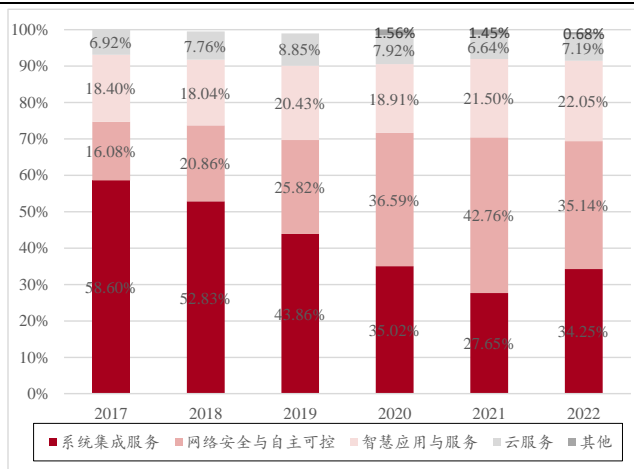
图表 8：管理费用大幅下降，研发费用率稳步上升



资料来源：公司公告，中银证券

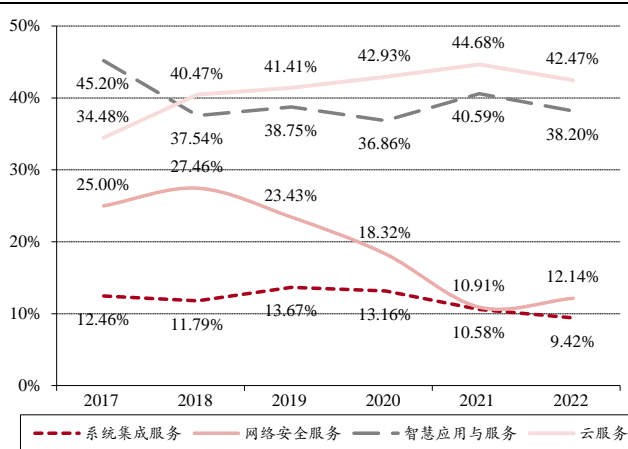
**新兴业务高速增长，传统业务占比持续收窄。**伴随公司“一体两翼”（解决方案数字化、产品产业化、运营平台化）发展战略的推进，产品化、平台化、服务化转型稳步开展，传统集成类业务收入占比持续收窄。2022 年系统集成服务、网络安全服务、智慧应用与服务、云服务四项业务的营收分别为 36.31 亿元、37.25 亿元、23.38 亿元、7.62 亿元，2018-2022 营收 CAGR 分别为 3.39%、31.26%、21.16%、13.02%，受益于信创推进，公司新兴业务高速增长，2020 年起网络安全与自主可控业务成为公司第一大业务。

图表 9：集成类业务占比明显收窄



资料来源：公司公告，中银证券

图表 10：网络安全与自主可控业务毛利率回升



资料来源：公司公告，中银证券

## 信创行业提速，项目型和产品型业务并举

### 信创进入新阶段，国产化进程加速

信创进入“2+8+N”新阶段，国产化进程全面加速。信创核心即实现我国信息技术领域的自主可控，广义来看我国信创起步可以追溯到 2006 年的“核高基”项目，标志我国信创起步；2009 年，阿里巴巴宣布“去 IOE”，不再使用 IBM 的小型机、Oracle 数据库、EMC 的存储；2014 年，“南风一号计划”一期工程启动；2018 年，信创被纳入国家战略，“2+8”发展体系被提出；2020 年信创政策密集出台，2022 年发布 79 号文，我国信创产业进入发展新阶段，国产化进程全面加速。

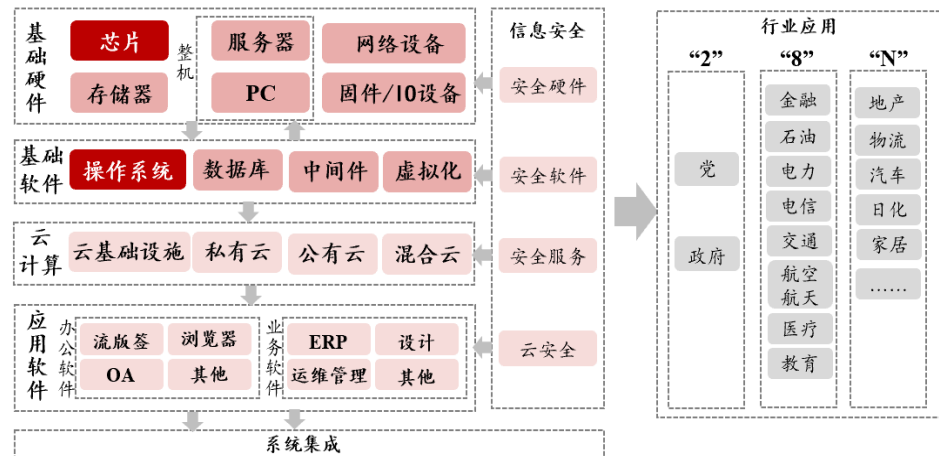
图表 11：我国信创产业发展历程梳理

预研起步 (1993-2006)	加速发展 (2008-2016)	试点实践 (2017-2019)	全面开展 (2019-至今)
<p>1993 年，中软推出第一代国产操作系统“COSIX1.0”。</p> <p>1993 年，浪潮研发 SMP2000 系列服务器，中国服务器产业实现零的突破。</p> <p>2000 年，红旗 Linux 发布。</p> <p>2001 年，方舟 1 号 CPU 问世。</p> <p>2006 年，国务院发布《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）》将“核高基”（核心电子器件、高端通用芯片及基础软件产品）列为 16 个重大科技专项之一，标志着信创的起步。</p>	<p>2009 年，阿里巴巴提出“去 IOE”，进行自主可控研发。</p> <p>2010 年，国务院对关键信息基础设施的运营资质评估提出要求。同年，民用“中标 Linux”和军研“银河麒麟”合并。</p> <p>2013 年，银监会明确提出国产化安全要求，同年浪潮天梭 K1 系统上市，中国掌握新一代主机技术。</p> <p>2014 年，中央办公厅牵头，启动“南风一号计划”一期工程，成立自主可控联盟。</p> <p>2016 年，信创工委成立。全称为：中国电子工业标准化技术协会信息技术应用创新工作委员会。</p>	<p>2017 年，召开核高基重大专项第二批工程启动会。</p> <p>2018 年，信创被纳入国家战略，“2+8”发展体系被提出。同年开始推进“南风一号”二期工程，63 家政府单位参与其中。</p> <p>2019 年，完成多个重点专项试点工程。</p> <p>2019 年，中国建设银行与中软合作开发的国产化办公自动化系统，在境内外分支机构全面部署上线。</p>	<p>2020 年，中国电信、中国移动招标指定国产化标包。</p> <p>2020 年，各省份信创项目已逐步启动，进行招标。</p> <p>2020 年，国家发改委提出《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》，政务云替代试点已基本完成，2020 年成为信创落地元年。</p> <p>2022 年 9 月底国资委下发 79 号文，要求所有央企国企在 2022 年 11 月份基于计划上报替换的系统，2023 年每季度向国资委汇报。到 2027 年央企国企 100% 完成信创替代，替换范围涵盖芯片、基础软件、操作系统、中间件等领域。</p>

资料来源：华经产业情报网，中银证券

信创产业涵盖基础软硬件、应用软件、云计算等领域，分为“2+8+N”行业。从产业链角度来看，信创生态体系主要由基础硬件、基础软件、应用软件、信息安全及云计算平台几部分组成，其中芯片、整机、操作系统、数据库、中间件是最重要的产业链环节。从行业应用角度看，信创涉及党政两大领域及金融、石油、电力、电信等八大行业应用，以及更外延的 N+ 行业。

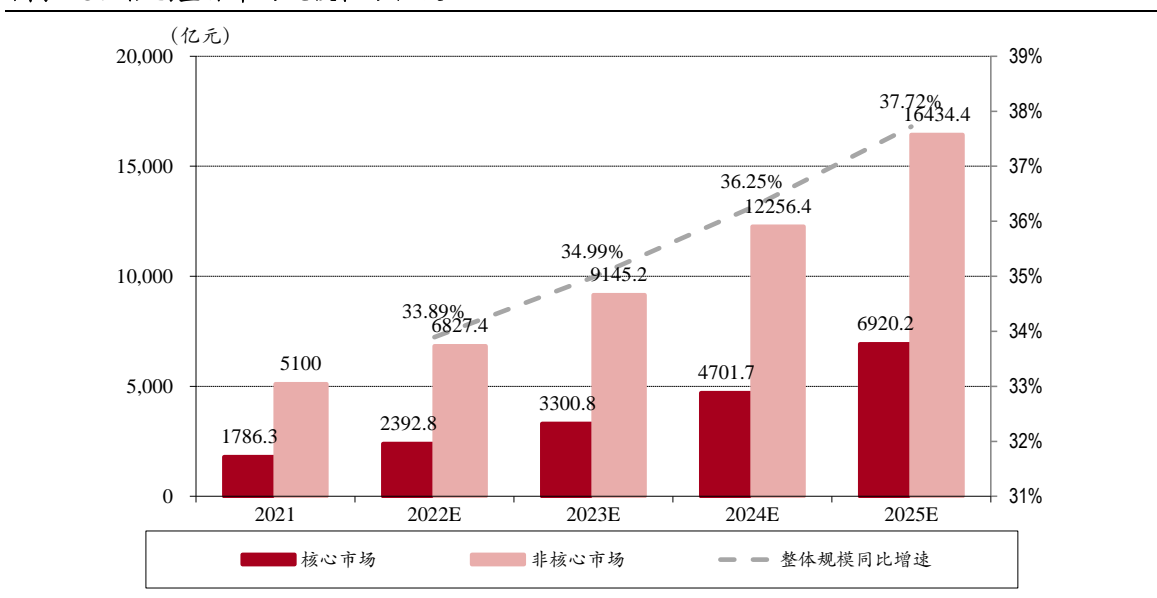
图表 12：信创产业体系



资料来源：亿欧智库，中银证券

**信创整体市场规模在万亿级，保持高速增长。**信创产业可以划分为两部分，由 IT 基础设施和基础软件核心产品构成的核心市场，以及由平台软件、应用软件和 IT 安全非核心产品构成的非核心市场。据海比研究院联合中国软件行业协会、中国软件网发布的《2022 中国信创生态市场研究及选型评估报告》，2022 年核心市场规模为 2392.8 亿元（占比 26.0%），非核心市场规模为 6827.4 亿元（占比 74.0%），整体市场规模为 9,220.2 亿元。预计 2025 年整体市场规模将超过 2 万亿元。

**图表 13：信创整体市场规模在万亿级**



资料来源：海比研究院，中银证券

**针对信创行业，国家明确“数字中国”建设战略，提出“2+8+N”安全可控体系。**其中“2”指党、政府两大体系；“8”指关于国计民生的八大行业，包括金融、石油、电力、电信、交通、航空航天、医疗和教育；“N”则指信创产品全面应用到消费市场，包括物流、汽车、家居等。

**党政信创率先启动并持续深化，**我国信创产业率先在党政领域启动，国家制定多项政策推动党政信创持续发展。2022 年 1 月 6 日，发改委公开印发《“十四五”推进国家政务信息化规划》，明确提到 2025 年国家电子政务网要基本实现政务信息化的安全可靠应用，建立安全可靠应用推进长效机制，确保政务信息化建设和应用的全流程安全可靠。2022 年 1 月 12 日，国务院发布的《“十四五”数字经济发展规划》中，“十四五”数字经济发展主要指标明确指出到 2025 年在线政务要翻一倍，行政办公及电子政务要全部完成国产化替代。

**关基行业信创开启，万亿级市场加速释放。**《信息安全技术关键信息基础设施网络安全保护基本要求》首次正式给出了关键信息基础设施行业（以下简称“关基行业”）的定义：即公共通信和信息服务、能源、交通、水利、金融、公共服务、电子政务、国防科技等重要行业和领域，以及其他一旦遭到破坏、丧失功能或者数据泄露，可能严重危害国家安全、国计民生、公共利益的信息设施。因此，在几大关基领域推进行业信创或将成为下一阶段产业发展的重点方向。

据赛迪研究院，根据各行业从业人员及 PC 整机和服务器需求情况进行市场空间测算，关基行业 PC 整机和服务器市场容量约 10,126 亿元，随着关基行业信创开启，万亿级市场加速释放。

图表 14：关基行业 PC 及服务器市场容量

行业	PC 及服务器市场空间（亿元）
金融	2,542
电信	3,917
电力	338
石油	237
交通	149
教育	2,352
医疗	549
航空航天	42
合计	10,126

资料来源：赛迪研究院，中银证券

国内信创产业形成了以中国电子、中国电科、华为、浪潮为巨头的市场格局。华为主要立足于鲲鹏处理器，聚集外部上下游企业形成鲲鹏信创生态体系；中国电子 CEC、中国电科 CETC、浪潮则侧重于自建生态与战略投资/合作相结合的方式，搭建稳固的自有生态，如中国电子 CEC 战略投资易捷行云，浪潮在信息/网络安全领域选择与中孚信息进行战略合作。目前，四大集团都已形成了涵盖基础设施、基础软件、应用软件、信息/网络安全、云服务、系统集成的完整产业链条，成为国内信创产业的重要组成部分。其中太极股份拥有中国电科信创核心资产，涵盖操作系统、数据库、中间件、办公软件等基础软件，为信创领域的国家代表和领军企业。

图表 15：信创产业巨头企业布局情况

产业环节	中国电子 CEC	中国电科 CETC	华为产业链	浪潮产业链
基础设施	中国长城、飞腾	中电科技、电科网安	华为、神州数码、拓维信息	浪潮信息
基础软件	麒麟、达梦	普华软件、人大金仓、金麒麟、统信东方通、普蝶天燕	元信息、宝兰德	浪潮软件
应用软件	中标软件	慧点科技	金山办公	浪潮软件
信息/网络安全	奇安信（战略投资）	电科网安、绿盟科技、海康威视	绿盟科技	中孚信息（战略合作）
云服务	易捷行云（产略投资）、中国电子云	太极股份、中国电科云	华为云、金山云	浪潮云
系统集成	中国软件、中国系统	太极股份、电科网安	神州信息、东华软件	浪潮集团


资料来源：亿欧智库，中银证券

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。

## 普华软件：桌面与服务器端均有布局，领军车载操作系统

普华操作系统包括桌面端和服务器端，是国产主流操作系统之一。普华基础软件是国内率先可提供从实时嵌入式操作系统、通用桌面操作系统、服务器操作系统到云操作系统全线产品、服务与解决方案的基础软件企业。普华桌面 OS 最新版为普华桌面操作系统 V4.0X86 和 V5.0 龙芯平台产品，针对党政军、涉密行业、企业用户、个人用户、OEM 等各领域需求，结合了 Linux 发展趋势和国家各项技术规范。服务器 OS 主要产品包括基于 openEuler 的第一款商业版服务器 OS 普华服务器操作系统 V5.1（鲲鹏版），以及最新版普华太极服务器操作系统 V6.0。

图表 16：中国国产主流操作系统梳理和比较

企业名称	股东	硬件适配	产品类型	代表产品
 普华基础软件	<ul style="list-style-type: none"> <li>中电科</li> <li>太极股份</li> </ul>	龙芯、申威等	<ul style="list-style-type: none"> <li>桌面</li> <li>服务器</li> </ul>	普华桌面操作系统V4.0 X86 普华桌面操作系统V5.0 龙芯 普华服务器操作系统V5.1（鲲鹏版） 普华太极服务器操作系统V6.0
 麒麟软件	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国电子</li> <li>中国软件</li> </ul>	飞腾、鲲鹏、龙芯、申威、海光、兆芯等	<ul style="list-style-type: none"> <li>桌面</li> <li>服务器</li> </ul>	银河麒麟桌面/高级服务器操作系统V10/V4、中标麒麟桌面/高级服务器操作系统V7.0
 统信软件	<ul style="list-style-type: none"> <li>诚迈科技</li> </ul>	飞腾、鲲鹏、龙芯、申威、海光、兆芯等	<ul style="list-style-type: none"> <li>桌面</li> <li>服务器</li> </ul>	统信桌面/服务器操作系统V20
 中科方德	<ul style="list-style-type: none"> <li>中科院</li> <li>中科曙光</li> </ul>	兆芯等	<ul style="list-style-type: none"> <li>桌面</li> <li>服务器</li> </ul>	方得高可信服务器操作系统V3.1
 Newstart	<ul style="list-style-type: none"> <li>中兴通讯</li> </ul>	兆芯、飞腾、龙芯、鲲鹏、海光等	<ul style="list-style-type: none"> <li>桌面</li> <li>服务器</li> </ul>	NewstartOS_V4、CGSLV5
 华为云	<ul style="list-style-type: none"> <li>华为</li> </ul>	兆芯、鲲鹏、海光、龙芯、飞腾、申威等	<ul style="list-style-type: none"> <li>桌面</li> <li>服务器</li> </ul>	openEuler22.03LTSServer、openEuler22.03LTSCloud、openEuler22.03LTSEmbedded

资料来源：乐晴智库，中银证券

基于 openEuler 的普华服务器操作系统是基础软件国产自主化的重要实践。CentOS 是 RedHat 旗下重要的 Linux 发行版，也是众多国内企业的标配。2020 年 12 月，CentOS 项目突然宣布，于 2021 年底结束对 CentOS8 的支持，对国内企业产生重大影响，也更加凸显了基础软件自主化的重要性。2020 年，普华软件基于 openEuler 发布了全球第一款商业版服务器操作系统——普华服务器操作系统 V5.1（鲲鹏版），提前布局软件自主化，为“2+8+N”信创行业体系提供了重要支持。2021 年 9 月，又发布了基于开源 Linux 内核的普华太极服务器操作系统 V6.0，融合了国内外开源 Linux 成熟特性，是同源构建的国产企业级自主可控操作系统，并支持申威、鲲鹏、兆芯等国内主流 CPU 平台。可满足各行业关键应用的系统需求，能作为强大的数据中心或者分布的网络应用服务器集群，为用户创造连续高效的业务。

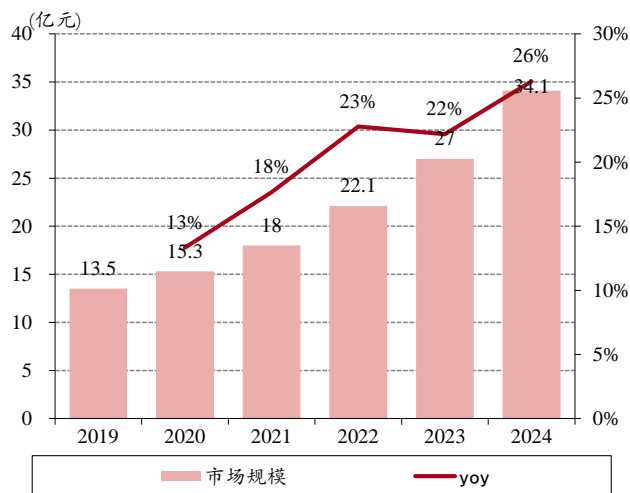
图表 17：普华太极服务器操作系统 V6.0 系统架构



资料来源：IT 之家，中银证券

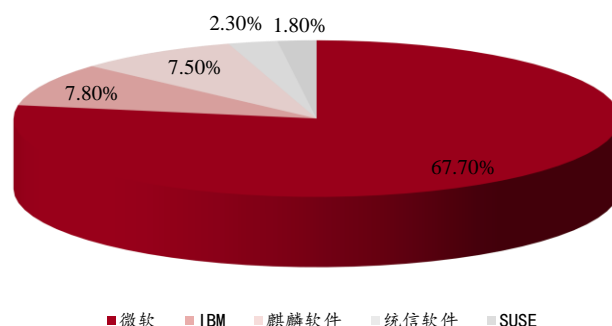
**2024 年国产操作系统新增市场规模预计达 34.1 亿元，国产替代空间广阔。**据亿欧智库预测，国产操作系统新增的市场规模会从 2021 年的 18.0 亿元增长到 2024 年的 34.1 亿元，预测 2020-2024 年国产新增市场规模 CAGR 为 22.18%，保持快速增长。据赛迪顾问，2022 年国产操作系统市场规模达 155.1 亿元，2020 至 2022 年 CAGR 为 6.7%。据赛迪顾问，2022 年中国操作系统市场中，麒麟软件和统信软件的份额合计 9.8%，相比此前有大幅提升，其中 Linux 系统由国产厂商麒麟软件占据主要市场份额。我们认为，随着“2+8+N”信创产业的不断发展和加速渗透，国产操作系统厂商将进一步扩大市场份额。

**图表 18：2024 年国产操作系统通用新增市场规模约为 34.1 亿元**



资料来源：亿欧智库，中银证券

**图表 19：2022 年中国操作系统市场中麒麟和统信份额合计 9.8%**

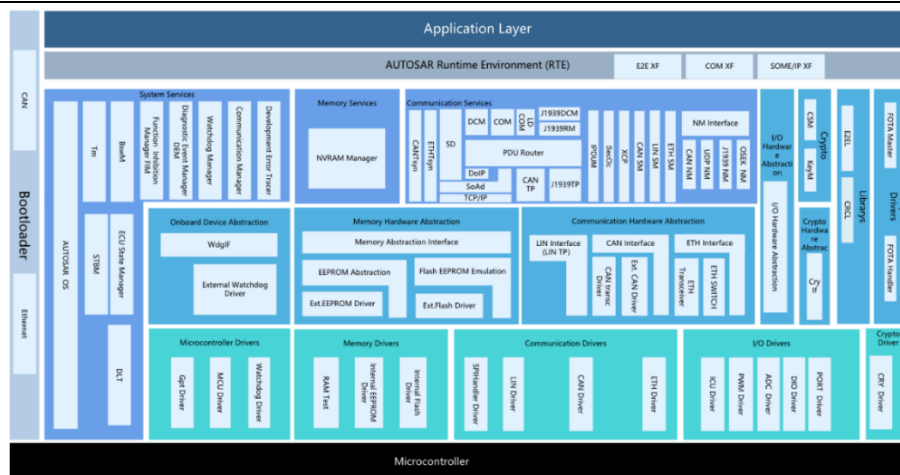


资料来源：赛迪顾问，中银证券

**深耕行业 15 年，领军车载操作系统，多方合作加快布局，形成完整技术底座。**车用操作系统方面，公司深耕车用基础软件领域研发与产业化 15 年，已形成从操作系统、工具链到中间件的完整产品与技术方案，提供车用基础软件设计、开发、配置、集成、测试全生命周期的工具链、本地化一站式增值服务及车用芯片的生态支持，拥有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、AUTOSARCP+AP 一体化解决方案，由专门的汽车电子事业部负责。

**多方合作加速产品与方案布局。**一方面，公司与意法半导体合作密切，意法半导体的 MCAL 即 MCU 抽象层也由普华基础软件销售，同时在 2017 年加大与英飞凌的合作，于 2018 年 4 月推出了基于 AUTOSAR4.2.2 的英飞凌 AURIX 平台。另一方面，公司近年加快合作研发步伐，2023 年 4 月与国创中心达成合作，携手实现操作系统与芯片“双自主”的科技攻关和产业化落地，2023 年 8 月与旗芯微联合推出基于 AUTOSAR 标准的纯国产智能网联汽车软硬件一体化数字底座解决方案，加快推出新产品与解决方案，强化车载操作系统领域的龙头地位。

图表 20：普华 ORIENTAIS AUTOSAR 汽车电子基础软件平台架构



资料来源：中汽智联，中银证券

## 人大金仓：国产数据库先行者高速增长

信创产业旨在实现信息技术领域的自主可控，保障国家信息安全。其核心是建立自主可控的信息技术底层架构和标准，在芯片、传感器、基础软件、应用软件等领域实现国产替代。信创产业是数字经济、信息安全发展的基础，也是“新基建”的重要内容，将成为拉动中国经济增长的重要抓手之一。

信创产业为国产数据库发展带来新机遇。信创产业涉及到一条庞大的产业链，包括操作系统、芯片、数据库、应用软件等为核心的国产自主安全平台。国产数据库作为 IT 基础设施，是新基建和信创生态中非常重要的一环，与芯片、操作系统并称为“IT 皇冠上的明珠”。当前海外巨头的影响力仍在，国产化替代持续推进，国产化数据库仍有较大提升空间。

图表 21：政策持续催化信创产业发展

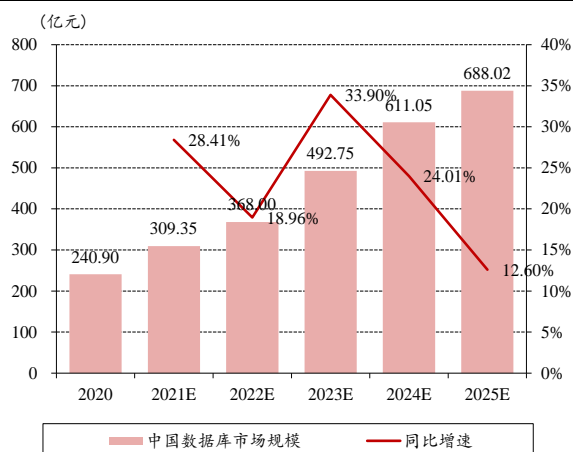
时间	发布单位	政策名称	重点内容	政策性质
2022.6	国务院	《关于加强数字政府建设的指导意见》	提高自主可控水平。加强自主创新，加快数字政府建设领域关键核心技术攻关，强化安全可靠技术和产品应用，切实提高自主可控水平。	支持类
2022.5	工信部	《关于开展“携手行动”促进大中小企业融通创新（2022-2025 年）》	发挥大企业数字化牵引作用。提升中小企业数字化水平。增强工业互联网支撑作用。以金融为纽带，优化大中小企业资金链；以平台载体为支撑，拓展大中小企业服务链等。	支持类
2022.1	发改委	《“十四五”推进国家政务信息化规划》	到 2025 年，政务信息化建设总体迈入以数据赋能、协同治理、智慧决策、优质服务为主要特征的融慧治理新阶段，跨部门、跨地区、跨层级的技术融合、数据融合、业务融合成为政务信息化创新的主要路径。	支持类
2022.1	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	规划指出，要加快推动数字产业化，增强关键技术创新能力，提升核心产业竞争力。提升核心产业竞争力方面，要着力提升基础软硬件、核心电子元器件、关键基础材料和生产装备的供给水平，强化关键产品自给保障能力。	支持类
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》	规划指出，以开源生态构建为重点，打造高水平产业生态；以软件价值提升为抓手，推动数字产业能级跃升；以科技创新为核心，推动网信企业发展壮大。	支持类

资料来源：国务院，发改委，工信部，中央网络安全和信息化委员会，中银证券

据华经产业研究院统计，国产数据库 2025 年近 700 亿市场空间，国产替代空间广阔，预期 2020-2025 年国内数据库市场规模快速增长，CAGR23.35%。随着我国信息技术应用创新产业的深入发展，包括人大金仓在内的基础软件产业都将迎来快速发展期。人大金仓作为一家产品型公司，商业模式清晰，产品通用度高，随着出货量的不断增加，边际成本将不断降低，这些都为金仓未来的发展奠定良好的基础。

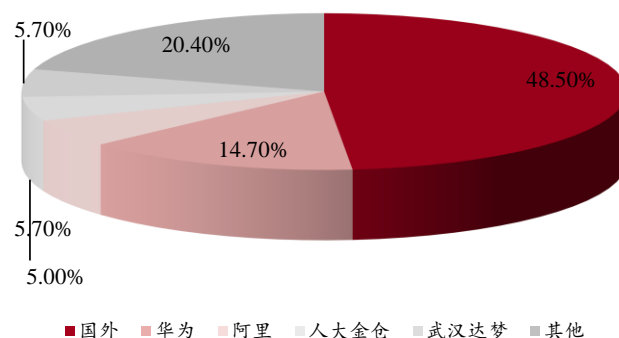
据 IDC 发布的《2021 年中国关系型数据库软件市场跟踪报告》显示，2021 年在传统部署模式市场中，金仓数据库占比达到 5%。从国内市场竞争格局来看，据 IDC 统计，2021 年 H1 甲骨文、微软、IBM、SAP 四家国外大厂在中国本地部署 RDBMS 市场中合计占 48.5% 的市场份额，国产供应商主要包括华为、阿里、达梦、人大金仓，合计占据约 30% 份额。

图表 22：2020-2025E 中国数据库市场规模



资料来源：华经产业研究院，中银证券

图表 23：2021H1 中国本地部署数据库软件市场厂商份额

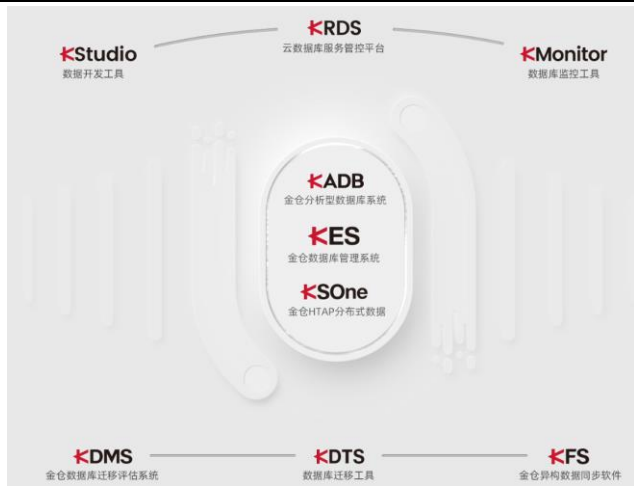


资料来源：IDC，中银证券

人大金仓提供国内先进的数据库产品与服务，以数据存储计算为核心，提供稳定卓越的产品体系与多样化技术解决方案。公司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 KSOOne、同步数据软件 KingbaseFlySync (KFS) 等。技术解决方案包括高可用解决方案、高性能解决方案、智能迁移解决方案等。产品具备来自上下游 1800 多家公司 6000+ 份兼容认证，兼容主流 linux 操作系统、主流服务器架构，包括国产操作系统、国产服务器架构等。金仓数据库产品融合了人大金仓在数据库领域几十年的产品研发和企业级应用经验，广泛服务于电子政务、国防军工、能源、运营商、金融等 60 余个关键行业，典型客户有国家电网公司、中国石油、中国邮政等重点企事业单位。

2022H2 人大金仓推出核心产品 KingbaseESV9 版本，在性能方面全面提升，重点增强了 KES 共享存储应用集群 (RAC) 的能力，为国产数据库走向更多关键领域带来新契机；新发布金仓数据库一体机 KingbaseXData，该产品具备一站式部署、自动化运维、全局管理深度监控等特点，补齐了人大金仓在软硬件一体产品上的空白。

图表 24：人大金仓产品体系



资料来源：人大金仓官网，中银证券

图表 25：人大金仓技术解决方案



资料来源：人大金仓官网，中银证券

人大金仓具备出色的数据库产品研发及服务能力，是目前唯一国有控股的数据库企业。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，人大金仓是数据库领域唯一获得国家级奖项的企业。

**核心产品金仓数据库管理系统 KingbaseES** 是具备先进水平的大型通用数据库，是一款面向大规模并发交易处理的企业级关系型数据库。该产品支持严格的 ACID 特性、结合多核架构的极致性能、行业最高的安全标准，以及完备的高可用方案，并提供可覆盖迁移、开发及运维管理全使用周期的智能便捷工具。广泛应用于电子政务、国防军工、电力、电信、金融等超过 60 个重点行业和关键领域，装机部署超过 100 万套，遍布全国 3000 个县市。据公司 2021 年半年报披露，截至 2021 年上半年，人大金仓在党政信创数据库领域的总体市场占有率在 50% 以上，排名第一。

图表 26：人大金仓典型客户

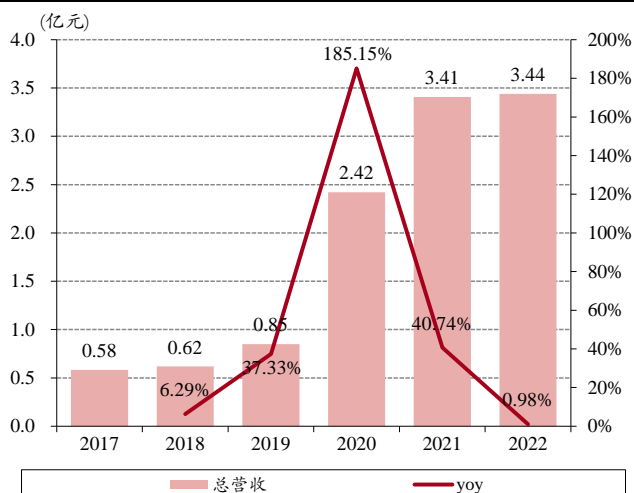
央企	 中国国家铁路集团有限公司 CHINA RAILWAY	 中国邮政 CHINA POST	 国机集团 SINOMACH	 中储粮 SINOGRAIN
	 国投 SDIC	 中国电建 POWERCHINA	 中国建材 CCTEG	 中国建研 CHINA STATE CONSTRUCTION
军工	 CETC	 中国航空工业集团有限公司 CHINA AVIATION INDUSTRIES GROUP	 中国兵器工业集团有限公司 CHINA WEAPON INDUSTRIES GROUP	 中国兵器装备集团有限公司 CHINA ORDNANCE EQUIPMENT GROUP
	 中国航天科技集团有限公司 CHINA SPACE SCIENCE AND TECHNOLOGY CORPORATION	 中国航天科技集团有限公司 CHINA SPACE SCIENCE AND TECHNOLOGY CORPORATION	 中核集团 CNNC	 中国航空工业集团有限公司 CHINA AVIATION INDUSTRIES GROUP
能源	 国家电网公司 STATE GRID	 中国南方电网 CHINA SOUTHERN POWER GRID	 内蒙古电力集团有限责任公司 INNER MONGOLIA ELECTRIC POWER GROUP	 中国石油
	 中国石化 SINOPEC	 中国海油 CNOOC	 国家管网 PipeChina	 中国华能集团公司 CHINA HUAREN GROUP
银行	 中国人民银行 THE PEOPLE'S BANK OF CHINA	 中国农业银行 AGRICULTURAL BANK OF CHINA	 中国银行 BANK OF CHINA	 中国农业发展银行 CHINA DEVELOPMENT BANK
	 国家开发银行 CHINA DEVELOPMENT BANK	 中信银行 CHINA CITIC BANK	 中国光大银行 CHINA EGBANK	 华夏银行 HUAXIA BANK
教育	 清华大学 Tsinghua University	 中国教育科学研究院 NIES	 重庆市教育委员会 CHONGQING SHI JIAOYU WEIYUANHUI	 北京教育考试院 Beijing Education Examination Authority
	 上海教育 上海市教育委员会主办	 河北师范大学	 上海市教育委员会	 北京市教育委员会 Beijing Municipal Education Commission
保险	 太平人寿 TAIPING LIFE	 民生人寿 MINSHENG LIFE	 阳光保险集团 Sunshine Insurance Group	 中银保险 BOC INSURANCE
	 NCI 新华保险	 中国人寿   财产保险	 中国太平 CHINA TAIPING	 中国信保
证券	 深圳证券交易所 SHENZHEN STOCK EXCHANGE	 东吴证券 SOOCHOW	 中证金融研究院 CHINA SECURITIES RESEARCH INSTITUTE	 中信证券 CITIC SECURITIES
	 中国金融期货交易所 China Financial Futures Exchange	 郑州商品交易所 Zhengzhou Commodity Exchange	 全国中小企业股份转让系统 NATIONAL FUTURES EXCHANGE AND QUOTATION	 中国期货业协会 China Futures Association
运营商	 中国移动通信 CHINA MOBILE	 中国联通	 中国电信 CHINA TELECOM	

资料来源：人大金仓官网，中银证券

2022 年人大金仓营收 3.44 亿元（+0.98%）、净利润 0.50 亿元（+60.71%），2017-2022 年营收 CAGR42.69%、净利润 CAGR125.46%。受益于国内信创产业的蓬勃发展，人大金仓营收与净利润飞速增长。

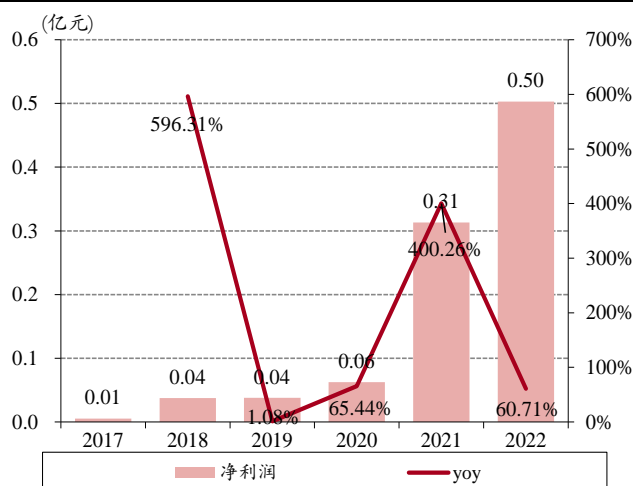
据公司 2021 年年报披露，人大金仓在党政信创领域市场占有率继续保持领先，在通信行业支持首个实时在线业务系统成功上线，在金融领域完成单例客户上百套业务系统迁移，在“三桶油”国产化升级项目中市占率分别达到中国石油 100%、中国海油 75%、中国石化 50%，独占鳌头。据 IDC 发布的《2021 年上半年中国关系型数据库软件市场跟踪报告》显示，2021 年在传统部署模式市场中，金仓数据库占比达到 5%。

图表 27：2017-2022 人大金仓营收 CAGR42.69%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 28：2017-2022 人大金仓净利润 CAGR147.90%



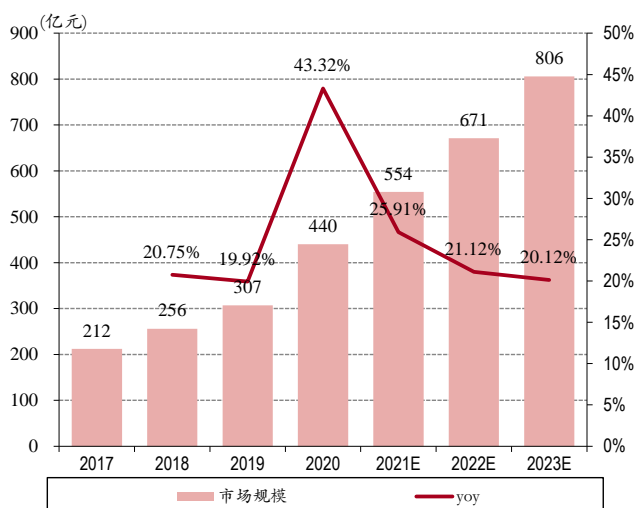
资料来源：公司公告，中银证券

## 慧点科技：信创 OA 领军企业，大型党政企共同选择

疫情过后企业远程办公需求减弱，预计市场增速将有所回落。2020 年由于疫情影响，远程办公需求大幅增长，国内协同办公市场同比增长了 43.32%，疫过后市场规模仍稳定增加，但增速放缓，预期 2022 年达 671 亿元。国产化替代是国内协同办公软件厂商发展的重要机遇。对于具有较高网络安全水平、能够实现自主可控的国内厂商，将有机会享受大型政企客户这一增量市场的红利。

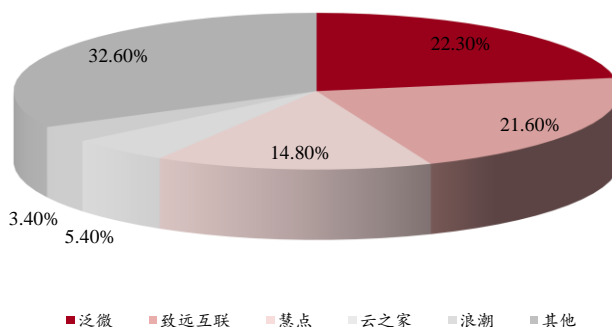
据 IDC 发布的《2022H1 中国企业团队协同软件市场跟踪报告》，2022H1 在传统部署模式市场中，泛微以 22.3% 的市场份额排名第一，不断完善针对大、中、小型客户市场的多层次营销服务体系；致远互联以 21.6% 的市场份额排名第二，专注协同管理数字化云平台的建设，坚持“平台化和生态化”的发展战略，深耕企业及政务两大市场客户；慧点科技主要服务于党政及大中型集团企业客户，以 14.8% 的市场份额排在第三位。

图表 29：2017-2023E 中国协同办公市场规模



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 30：2022H1 中国协同软件市场厂商份额（传统部署模式）



资料来源：IDC，中银证券

慧点科技致力于为大中型集团企业客户提供数字化产品和解决方案，聚焦数字化协同（OA）、数字化监督等软件产品，提供平台化、定制化应用开发、管理咨询在内的专业服务，积累了以中国移动、中国石化、中国海油、国家能源集团等众多央企客户。据公司 2022 年半年报披露，截至 2022 年 H1 公司在国资委直属企业中市场占有率超过 65%，在中国企业 100 强、500 强的市场占有率也一直处于行业领先地位。

慧点科技金融行业信创办公解决方案已经在中国银行、兴业银行、中信银行、江苏银行、南京银行等金融机构得到了应用，助力金融机构提高新技术应用和自主可控能力，助推金融机构数字化转型。

图表 31：慧点科技主要客户



资料来源：慧点科技官网，中银证券

依托中国电科 WE 数字化工作环境，慧点科技打造了 WEP 数字化应用云平台、WE.Flow 智能工作流引擎、CUBE 人工智能平台三大基础平台，具有微服务、集团化、PC 移动一体化等特性，全栈适配国产化环境，在央行信创生态实验室测评中取得了非常优异的信创性能测评数据。

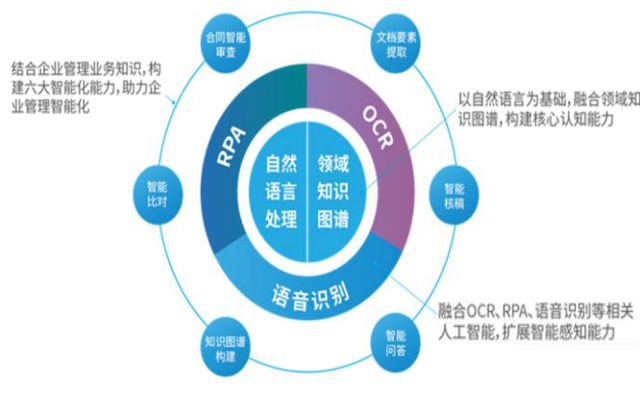
新 OA 项目交付成本显著降低，继续保持央企市场领先地位。2022H1 子公司慧点科技发布新一代协同办公平台 WE.Office8.2、CUBE 智能应用支撑平台、WE.Builder 快速应用构建平台和大监督产品，成立基于合同全生命周期管理业务的子公司北京太极法智易科技有限公司，助力企业解决合同管理领域的痛点。

图表 32：WEP 数字化应用云平台技术架构



资料来源：慧点科技官网，中银证券

图表 33：CUBE 人工智能平台总体架构



资料来源：慧点科技官网，中银证券

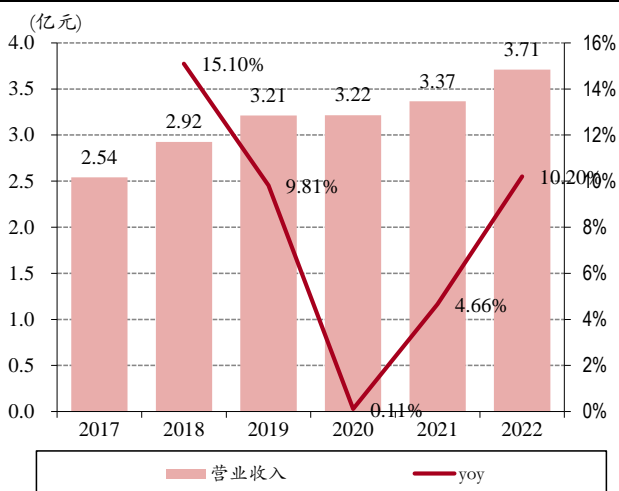
图表 34：WE.Flow 智能工作流引擎核心功能



资料来源：金蝶天燕官网，中银证券

慧点科技是公司全资子公司，营收稳定增长。2022 年公司分拆慧点科技部分业务成立太极法智易，为保持可比口径仍看合并收入。2022 年慧点科技及太极法智易实现营收 3.71 亿元（+10.20%），2017-2022 年营收 CAGR 为 7.85%，保持快速稳定增长。2021 年慧点科技实现净利润 0.45 亿元（+11.06%），2017-2021 年净利润 CAGR 为 21.80%，利润端快速增长。随着信创产业发展的不断深入，慧点科技营收有望进一步增长。

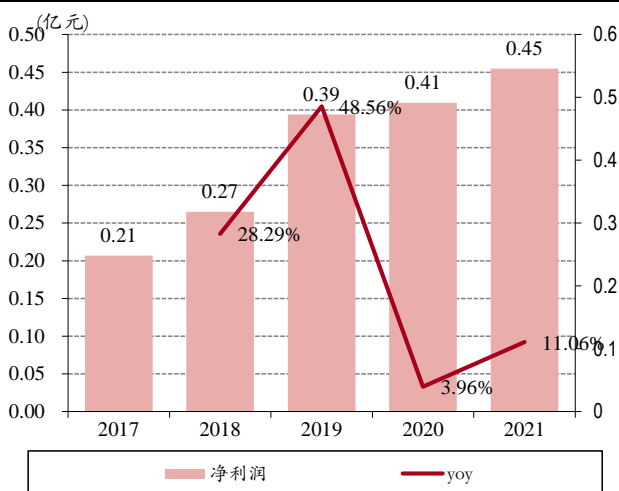
图表 35：2017-2022 慧点科技营收 CAGR7.85%



资料来源：公司公告，中银证券

注：为保持可比口径，2022 年为慧点科技及太极法智易合计收入

图表 36：2017-2021 慧点科技净利润 CAGR21.80%



资料来源：公司公告，中银证券

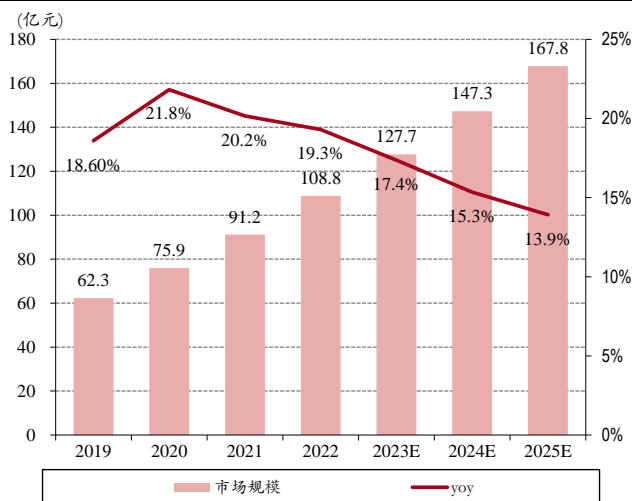
## 金蝶天燕：提供基于云平台的信创中间件解决方案

中间件是金蝶天燕重要的产品之一。金蝶天燕云计算股份有限公司是金蝶集团旗下企业，定位为“新一代软件基础云平台服务商”，主要产品包括中间件、大数据和天燕云平台，为政府以及军工、金融、能源、通信等关键行业提供软件基础云平台服务与行业数字化解决方案。据艾媒咨询数据，受益于国家政策和信创环境，我国国产中间件市场规模在“十三五”期间逐步扩大，2022 年市场规模突破百亿，预计 2025 年达到 167.8 亿元。

**金蝶天燕中间件产品包括：**

- 1) 应用服务器 AAS：**全面的应用中间件软件，采用微内核框架，具备良好的可扩展性和兼容性，为企业级应用系统的开发、部署、运行、管理及集成提供关键支撑能力；
- 2) Apusic 分布式消息中间件：**金融级分布式消息中间件，支持原生 Java、C++、Python、GO 多种 API，具有多租户、跨集群数据复制、强一致性、高可靠、高并发等特性，可以有效提高数据处理效率；
- 3) Apusic 内存数据缓存：**自主研发的高性能、高稳定性分布式缓存数据库，支持多数据类型存储，适用于高频、低时延的数据存取等业务场景；
- 4) Apusic 负载均衡器：**一款具备高性能、高可用性和高可扩展性的负载均衡器软件。能够应对大规模集群/云平台对客户端访问请求的调度和流量管理的需求，有效达到动态负载均衡。

图表 37：我国中间件市场规模超百亿



资料来源：艾媒咨询，中银证券

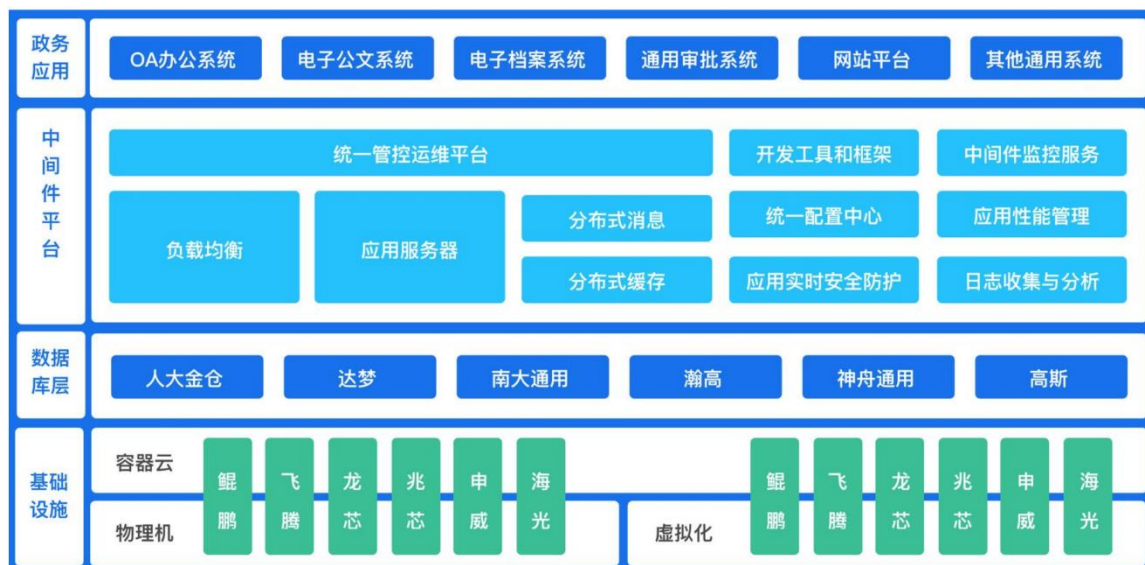
图表 38：金蝶天燕中间件产品



资料来源：金蝶天燕官网，中银证券

**金蝶天燕提供信创中间件云平台解决方案。**金蝶天燕在信创领域提供信创中间件云平台解决方案。平台是完全基于自主原生代码的 Paas 平台，全面融合信创云环境，支持飞腾、鲲鹏、龙芯、兆芯四种典型的 CPU 计算架构，集中间件控制台、负载均衡器、应用服务器、分布式消息、分布式缓存、统一配置中心、应用实时安全防护、中间件基础监控等功能于一体，适用单机、集群以及云化环境下的应用管理，实现了业务上开发、部署、运维、监控、运营的“五个统一”，以及技术上系统环境标准化、基础资源管理自动化、应用发布自动化、应用运维自动化、流程标准化等“五化”。

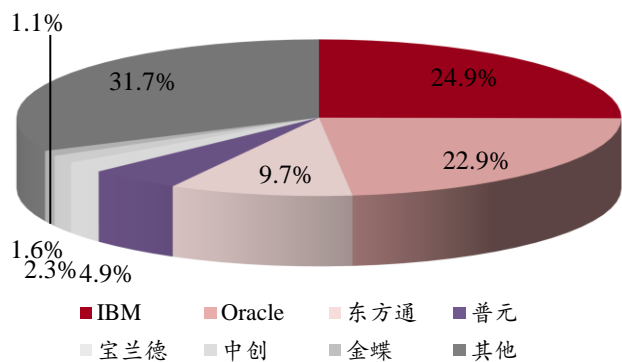
图表 39：金蝶天燕信创中间件云平台解决方案



资料来源：金蝶天燕官网，中银证券

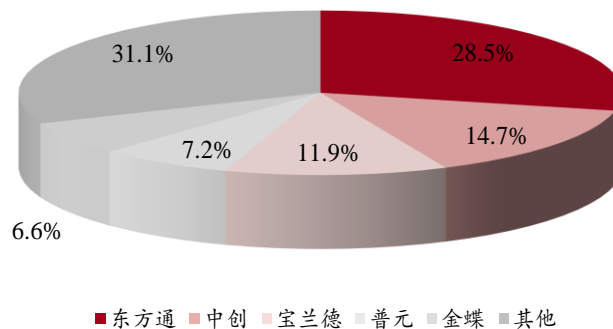
2021 年，金蝶中间件在国内的市场份额排名前五。据计世资讯数据，2021 年，国内中间件总体份额仍以国外巨头 IBM 和 Oracle 为主，分别为 24.9% 和 22.9%。国产中间件份额前五分别为东方通、普元、宝兰、中创和金蝶。预计未来随着信创的渗透，国内厂商机遇扩大，市场竞争力或将逐渐显现，并且由于各自优势行业的差异，各家或呈现错位领先的态势。

图表 40：2021 年中间件整体市场竞争格局



资料来源：计世资讯，中银证券

图表 41：2021 年国产基础中间件市场竞争格局



资料来源：计世资讯，中银证券

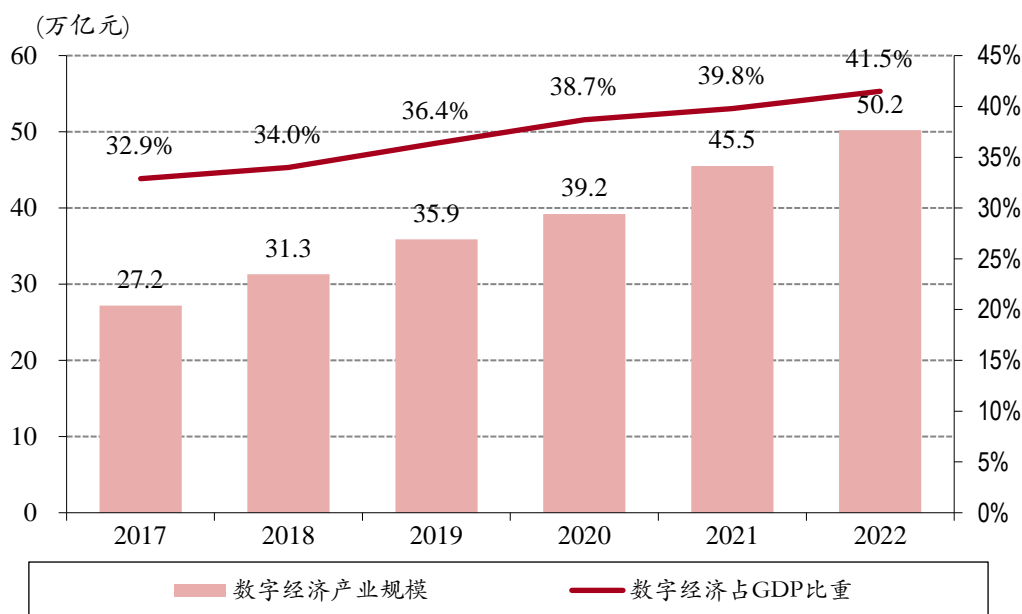
## 数字经济领航国家队，迎数据要素新格局

### 数字中国提速，国家队有望持续领航

**数字中国建设全面提速。**2000 年 10 月，数字中国从“数字福建”的地方探索起步，开展了数字化转型的实践预演；2017 年 10 月，党的十九大报告正式提出“数字中国”战略构想，2021 年“十四五”规划专篇部署，要“加快数字化发展，建设数字中国”，标志着数字中国建设进入全面加速期。

**数字经济产业规模快速增长，产业数字化主导地位持续巩固。**根据中国信息通信研究院，我国数字经济产业规模近年来实现快速增长，从 2017 年的 27.2 万亿增长至 2022 年的 50.2 万亿，2017-2022 年复合增长率为 13.04%，数字经济占 GDP 比重从 2017 年的 32.9% 提升至 2022 年的 41.5%，数字经济作为宏观经济的“加速器”作用日益凸显。

图表 42：我国数字经济规模及 GDP 占比均实现快速增长



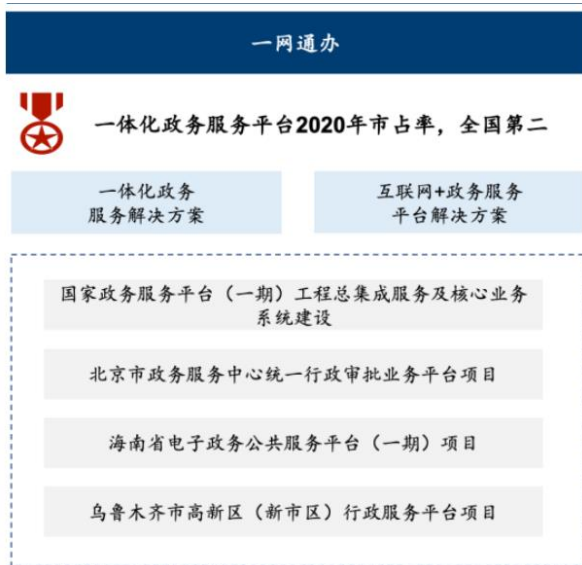
资料来源：中国信息通信研究院，中银证券

**伴生数字政府三十年，领航建设“一网通办、一网统管”。**公司深度参与我国数字政府建设，业务渗透数字政府发展全过程：办公自动化系统、“一站两网四库十二金”信息化工程、政府核心业务系统、“互联网+政务服务”系统。其中在“互联网+政务服务”阶段，公司作为数字政府建设的深耕者与排头兵，陆续承担了“国家互联网+政务服务平台”、“国家互联网+监管平台”两大标杆项目，领航建设“一网通办、一网统管”，形成了满足国家级要求的一体化政务服务解决方案。

**1) 一网通办：**即通过打造一体化在线政务服务平台，推进政务服务平台规范化、标准化、集约化建设和互联互通，最终形成全国政务服务“一张网”。公司承建的全国一体化在线政务服务平台由国家级、部门级和各地区政务服务平台集成，实现了全国 32 个地方和 46 个部门之间的政务服务信息共享与业务协同；据公司公告，截至 2022 年 7 月，公司“一网通办”业务已覆盖 1 个国家级平台和北京、广东等 10 余个省市级平台。

**2) 一网统管：**即通过形成统一规范、互联互通的国家和地方“互联网+监管”系统，实现监管规范化、精准化、联合化，推动监管全覆盖，提高政府的治理能力；公司承建的国家“互联网+监管”平台通过接入会投诉举报数据、互联网数据及第三方平台数据、重点行业重点企业数据、政务服务数据等，构建形成统一规范、信息共享、协同联动的全国“互联网+监管”体系，实现了监管事项全覆盖、监管过程全记录、监管数据可共享；据公司公告，截至 2022 年 7 月，公司“一网统管”业务已覆盖 1 个国家级平台、6 个国家级部委和天津、北京等 10 个省市级平台，市占率居全国第一。

图表 43：公司“一网通办”典型解决方案



资料来源：公司公告，中银证券

图表 44：公司“一网统管”典型解决方案

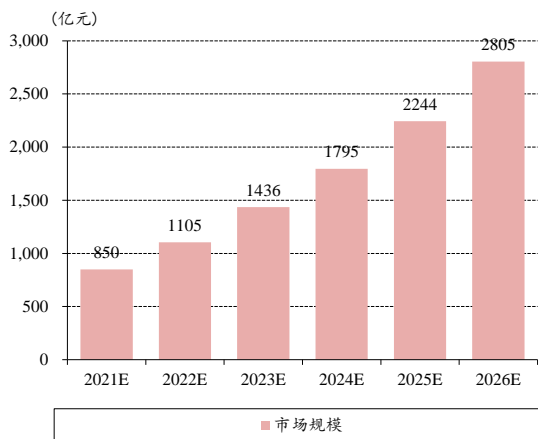


资料来源：公司公告，中银证券

中国政府云市场保持快速增长，2026 年市场规模有望超过 2,800 亿元。据前瞻产业研究院数据，我国 2022 年政务云市场规模将突破 1,000 亿元，至 2026 年将达到 2,805 亿元，保持快速增长。

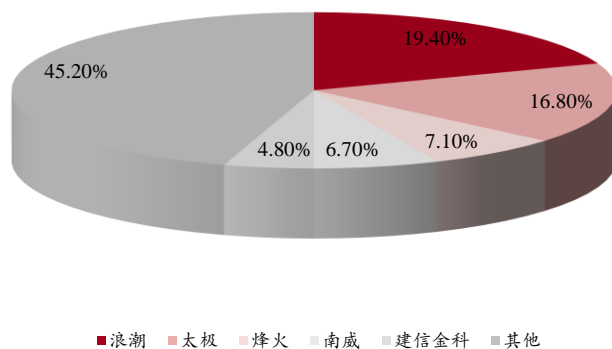
根据 IDC 发布的《中国一体化政务服务平台解决方案市场厂商份额》报告，2020 年公司一体化政务服务平台解决方案的市占率为 16.8%，居全国第二。

图表 45：2026 年中国政务云市场规模近 3,000 亿元



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

图表 46：2020 年公司位居中国一体化政务服务平台解决方案市场第二



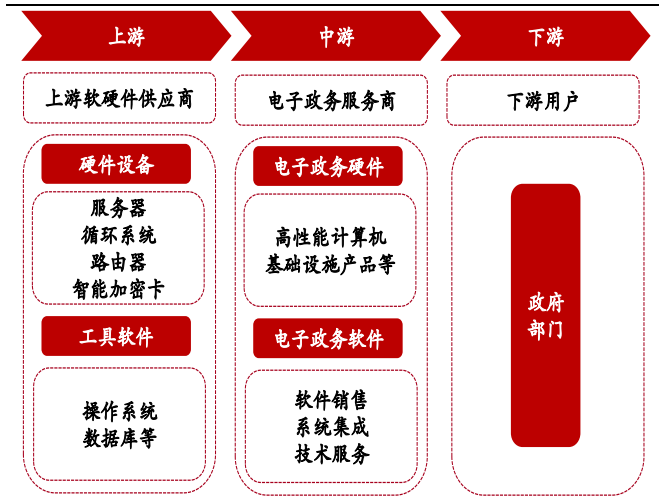
资料来源：IDC，中银证券

## 成熟“云+数+应用+生态”模式，发力数字政务

数字政务由上游硬件供应商、中游电子政务服务商、下游政府部门组成。民政一体化政务服务平台实现民政政务服务事项统一申请、统一受理、集中办理、统一反馈和全流程监督等功能，由统一政务服务门户、政务服务管理平台、业务办理系统和政务服务数据共享平台四部分构成。

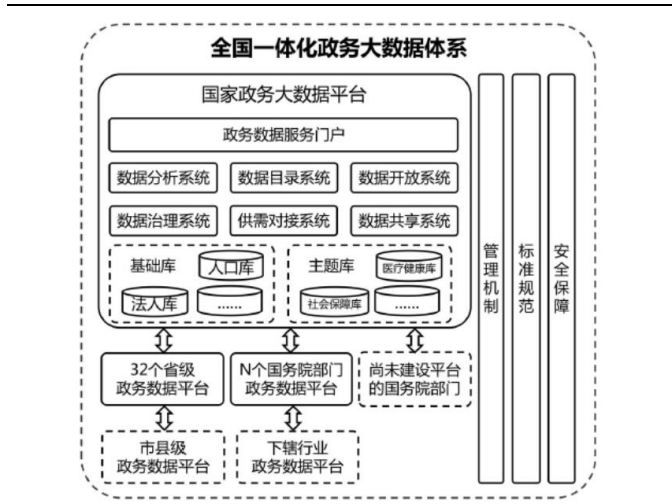
公司具有成熟的“云+数”服务模式，属于电子政务服务商。面对产业发展趋势，公司开创了“云+数+应用+生态”的一体化服务模式，融数智化产品、平台和解决方案于一体，建设一体化政务服务平台体系，推动政务服务标准化受理和规范化办理，并实现服务全过程监察、办件全过程跟踪、业务智能审批和多渠道多端服务。

图表 47：电子政务行业产业链



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

图表 48：全国一体化政务大数据体系总体架构

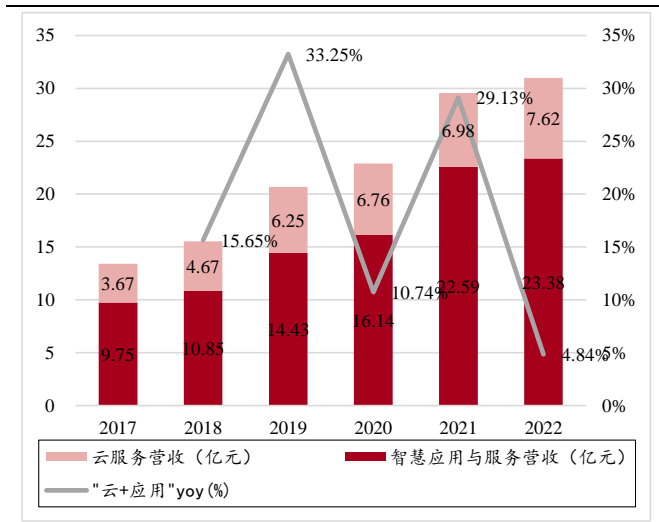


资料来源：国务院，中银证券

**“云+应用”业务不断拓展，营收高速增长。**2022 年公司的云服务与智慧应用业务营收共计 31 亿元（+4.84%），2017-2022 年营收 CAGR18.23%。智慧应用与服务业务营收增长得益于公司自有软件产品的不断增加，云服务业务营收增长得益于业务持续深化，运营规模不断提升。面对产业发展趋势，公司开创了“云+数+应用+生态”的一体化服务模式，不断将云计算、大数据、人工智能和区块链等新技术应用到新业务场景中，为客户提供基于“太极云”的智能应用和数据服务。

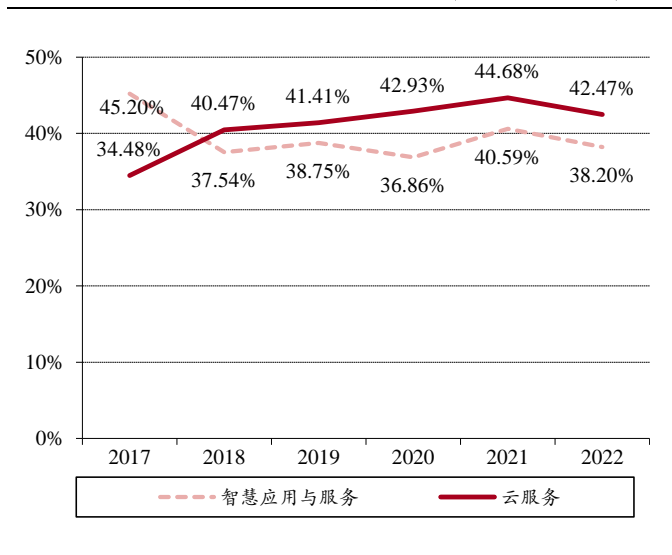
**云服务业务与智慧应用与服务业务毛利率维持较高水平。**云服务业务毛利率维持在 35-40%，智慧应用与服务业务毛利率已经维持在 35% 以上。

图表 49：2017-2022 年云服务与智慧应用营收 CAGR18.23%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 50：云服务与智慧应用业务毛利率维持较高水平



资料来源：公司公告，中银证券

**数字政务经验丰富，发力平台化服务。**公司通过多年在政务、公共安全、企业等行业领域的服务，积累了丰富的应用场景和行业经验。公司能够将技术与行业深度融合，推动数据技术产品、应用范式、商业模式和体制机制协同创新，驱动行业数字化转型。“云+数+应用+生态”的太极数字政府模式，已在多地成功实践。

**在云服务领域，**公司持续推动北京、天津、海南、山西等地政务云服务业务发展。**在产业互联网领域，**公司积极响应国家“乡村振兴”号召，以“互联网+现代农业”为抓手，不断探索数字乡村智慧农业和农业产业互联网建设发展新路径，以数字化升级引领农业农村现代化发展。

图表 51：数字政务典型案例

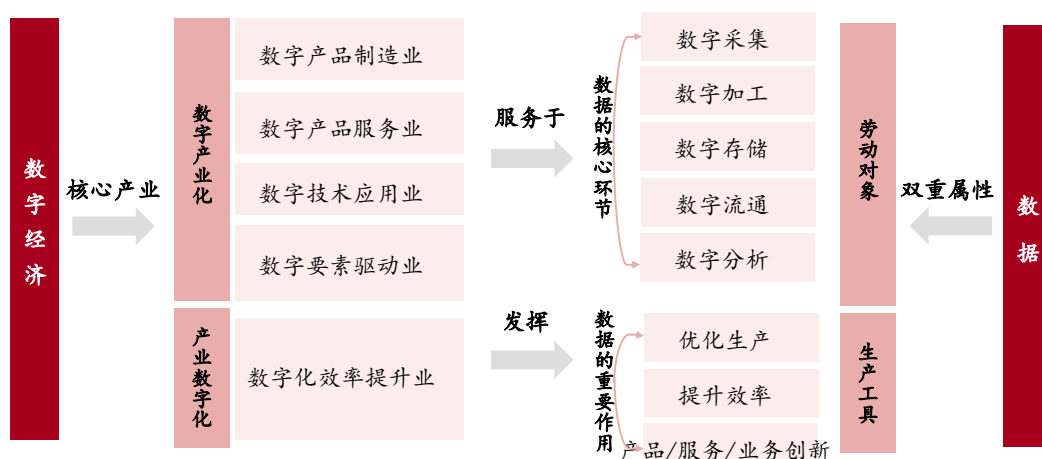
典型案例	项目内容
北京市政云	太极股份自 2012 年起，即承担北京市政务云的运营服务北京市级政务云持续服务近年，服务评价连续第一，截至 2022H1 已分配云主机 13,120 台，存储 14.86PB，市场占有率超过 50%，承载北京市健康宝、小客车摇号、北京交通等重大民生业务，并先后圆满完成两会、冬奥会、冬残奥会等重保任务。
海南政务云	截至 2022H1，海南政务云承载全省 80 余个厅局单位共 463 个系统，并建设政法专有云、人社专网云满足客户特殊业务需求，开辟了行业云业务的新市场。
天津政务云资源统一管理平台	依托太极一门户五平台产品体系，实现了天津市政务云整体情况的汇聚，形成“全云资源一本台账、数据化精准管理”的创新管理模式，为云服务的广泛应用落地、合理化运维奠定基础。截至 2022H1 天津入云业务系统 41 个，虚拟机共计 1635 台，存储共计 885T。
北京市朝阳区政务云底座平台项目	统筹建设全区信息化基础设施资源，为朝阳区“城市智慧大脑”等新型智慧城市应用场景建设提供强大的云底座支撑。本项目将成为公司在云服务领域的又一标志性工程，为后续承担政务云的持续运营服务奠定基础。
北京健康宝大数据支撑平台	在北京市大数据管理局、北京市大数据中心指导下，公司依托多年的政务服务和数字化能力，参与开发建设了北京健康宝大数据支撑平台。该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，为首都疫情防控和复工复产做出了重要贡献。
河北省交通综合运行协调与应急指挥中心张家口分中心	作为冬奥会张家口赛区城市政府的交通指挥中心，整合了张家口市交通全行业数据，打通了公安、气象、民航等跨部门数据，能够支持政府部门实时掌握全市交通的运行态势，可实现对人、车、路、场、站的自动监测和预警，并对赛时的交通运输安全进行透明化监督管理和扁平化调度指挥，整体提升了张家口市交通运输行业的预见性、主动性、及时性和协同性能力，保障冬奥期间交通顺畅平稳。

资料来源：公司公告，中银证券

## 卡位优势凸显，迎接数据要素产业化新格局

**数据成为数字经济产业的核心要素。**一方面，有价值的数字资源是催生和推动数字经济新产业、新业态、新模式发展的基础。在数据挖掘、脱敏、分析的基础之上对数据资源实现高效利用，将极大地推动创新、加速产业升级。另一方面，数据对其他生产要素也具有乘数作用，可以利用数据实现供给与需求的精准对接、创新价值链流转方式，放大劳动力、资本等要素在社会各行业中的价值。善用数据生产要素，促进数据要素市场化，有助于推动数字经济与实体经济深度融合，为经济转型发展提供新动力，实现高质量发展。因此，利用好数据要素是驱动数字经济创新发展的重要抓手。

图表 52：“数据”为贯穿数字经济产业的核心要素



资料来源：中国人大《数字经济的发展与治理》，中银证券

**政策加速出台，数据要素重要性持续提升。**国数局催化数据要素产业建设，各地细则加速落地。2023 年 3 月国家数据局成立，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，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等，我国数据要素价值建设进入快速通道。

图表 53：数字经济、数据要素相关政策

时间	部门	政策名称	重要内容
2023.02	国务院	《数字中国建设整体布局规划》	要全面赋能经济社会发展。一是做强做优做大数字经济。二是发展高效协同的数字政务。三是打造自信繁荣的数字文化。四是构建普惠便捷的数字社会。五是建设绿色智慧的数字生态文明。
2023.01	工信部等十六部门	《关于促进数据安全产业发展的指导意见》	推动数据安全产业高质量发展，提高各行业各领域数据安全保障能力，加速数据要素市场培育和价值释放，夯实数字中国建设和数字经济发展基础。
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》	构建适应数据特征、符合数字经济发展规律、保障国家数据安全、彰显创新引领的数据基础制度，充分实现数据要素价值、促进全体人民共享数字经济发展红利。
2022.07	国务院	《关于同意建立数字经济发展部际联席会议制度的函》	建立由国家发改委牵头的数字经济发展部际联席会议制度，主要职责包括推进实施数字经济发展战略，统筹数字经济发展，研究协调数字经济领域重大问题，指导落实数字经济发展重大任务等。
2022.01	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	提出到 2025 年，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到 10%，数字化创新引领发展能力大幅提升，数字技术与实体经济融合取得显著成效，我国数字经济竞争力和影响力稳步提升。
2021.08	国务院	《“十四五”就业促进规划》	深入实施“上云用数赋智”行动，推进传统线下业态数字化转型赋能，创造更多数字经济领域就业机会。
2020.04	国务院	《关于构建更完善的要素市场化配置体制机制的意见》	大力培育数字经济新业态，深入推进企业数字化转型，打造数据供应链，以数据流引领物资流、人才流、技术流、资金流，形成产业链上下游和跨行业融合的数字化生态体系。

资料来源：国务院，工信部等十六部门，中银证券

“数据二十条”发布，明确了数据要素全链条的建设指引。2022 年 12 月，中共中央、国务院发布了《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（以下简称“数据二十条”），明确提出中国特色的数据要素市场基础性制度的重大举措，内容涵盖了四项制度建设工作重点，从总体要求、数据产权、流通交易、收益分配、安全治理及保障措施等六个方面提出了二十条具体意见，以指导数据要素市场的发展。

图表 54：“数据二十条”具体内容



资料来源：中共中央，国务院，中银证券

**大数据交易中心加速落地，数据要素市场逐步开启。**据数据交易网统计，截至 2022 年 8 月，全国已经成立或拟成立的数据交易所（中心）共计 46 家，数据交易的建设进入 2.0 阶段。多个数据交易所已有可观的交易规模：（1）据深圳市国资委披露，截至 2023 年 3 月底，深圳数据交易所已完成登记备案的数据交易 625 笔，交易金额 18.2 亿元。（2）据广东省政务服务数据管理局披露，广州数据交易所 2022 年累计交易额超过 17 亿元。（3）据中国证券网，2022 年上海数交所数据产品累计挂牌数超过 800 个，数据产品交易额超过 1 亿元。（4）据贵阳市大数据发展管理局发布数据，截至 2022 年底贵阳大数据交易所年度交易额已达 3.59 亿元。（5）据重庆市经济和信息化委员会披露，西部数据交易中心首批数据资产拟交易规模超过 1 亿元。

图表 55：国内主要的数据交易所（中心）

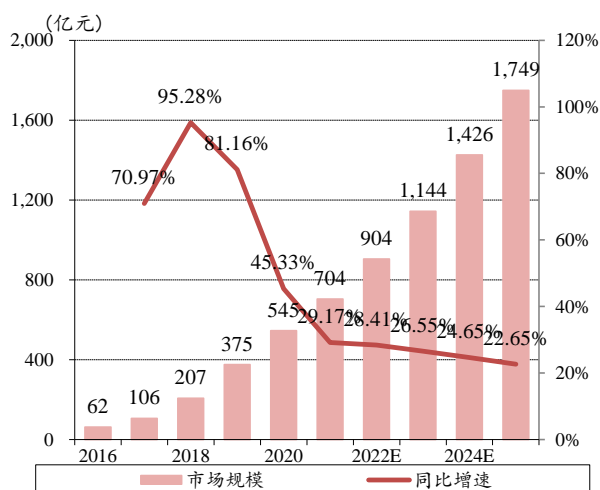
成立时间	机构	成立时间	机构
2014	中关村数海大数据交易服务平台	2019	山东数据交易平台
	北京大数据交易服务平台		安徽大数据交易中心
	香港大数据交易所	2020	北部湾大数据交易中心
	贵阳大数据交易所		山西数据交易平台
2015	华东江苏大数据交易中心		中关村医药健康大数据交易平台
	武汉长江大数据交易中心		北京国际大数据交易所
	华中大数据交易所		贵州省数据流通交易服务中心
	重庆大数据交易平台		北方大数据交易中心
	西咸新区大数据交易所	2021	上海数据交易所
	交通大数据交易平台		华南国际数据交易公司
2016	河北大数据交易中心		西部数据交易中心
	杭州钱塘大数据交易中心		合肥数据要素流通平台
	上海大数据交易中心		德阳数据交易中心
	浙江大数据交易中心		长三角数据要素流通服务平台
	哈尔滨数据交易中心		海南数据产品超市
	丝路辉煌大数据交易中心	2022	湖南大数据交易所
2017	广州数据交易服务平台		无锡大数据交易平台
	亚欧大数据交易中心		福建大数据交易所
	南方大数据交易中心		广东数据交易所
	青岛大数据交易中心		青岛海洋数据交易平台
2018	河南平原大数据交易中心		郑州数据交易中心
	河南中原大数据交易中心		苏州大数据交易所
	东北亚大数据交易服务中心		辽宁工业大数据交易中心

资料来源：数据交易网，中银证券

**2025 年数据要素产业规模有望突破 1,700 亿元。**据国家工信安全发展研究中心在 2021 年 4 月发布的《中国数据要素市场发展报告》，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”期间将突破 1,749 亿元。

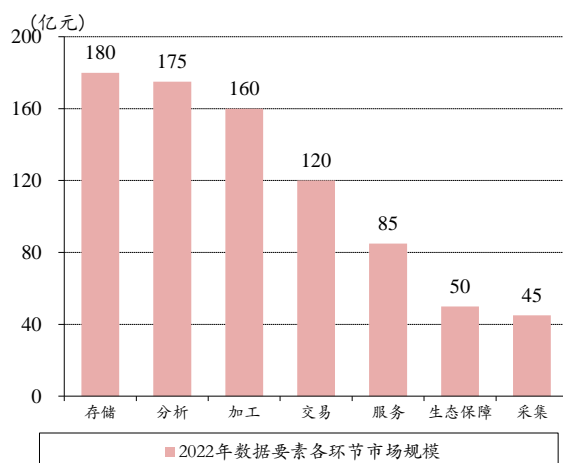
**数据存储、分析和加工环节价值量占比更高。**据国家工信安全发展研究中心在 2022 年 11 月发布《中国数据要素市场发展报告（2021~2022）》，2021 年我国数据要素市场规模已达到 815 亿元，预计“十四五”期间市场规模符合增速将超过 25%。2022 年我国数据存储、分析、加工等环节价值量占比较高，市场规模分别为 180、175、160 亿元。

图表 56：2025 年我国数据要素产业规模突破 1,700 亿元



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，中银证券

图表 57：2022 年数据存储、分析、加工市场规模较高



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，中银证券

## 业务贯通数据要素基础，确立三大优势

公司业务布局贯通数据要素基础，搭建数据要素运营底层框架。1) **基础设施**：公司搭建了技术完备、功能丰富的太极云，提供政务云、行业云等多项服务，并与电科云实现有机协同；在数据存储、分析、处理方面，子公司人大金仓深化了数据库领域的产品布局，涵盖数据储存计算、数据采集交换等多个环节。2) **数据服务**：公司提供 KBI 商业智能平台、KDRP 数据资源管理平台、金蝶 Apusic 数据资源目录等产品，其中 KBI 平台通过数据自主分析、OLAP 多维分析、移动 BI 应用、数据采集及挖掘等功能，为客户提供完整的数据分析解决方案；KDRP 平台给予成熟的 BS 技术架构，为用户快速搭建完整的数据资源编目与服务解决方案。3) **安全保障**：公司提供金蝶 Apusic 实时安全防护软件，实现重点核心业务系统的安全边界防护，保护数据要素的信息安全；同时公司拥有苍穹云平台态势感知系统、主机监控与审计系统、龙翔上网行为审计系统等多项安全产品。4) **融合应用**：公司具备丰富的行业经验，业务深度覆盖政务、能源、医疗、金融、工业、旅游、教育、媒体、公共安全、应急管理、农业等数十个细分行业，形成了众多具备领先优势的标案例。

图表 58：公司业务贯通数据要素基础环节，全面支撑数据流通交易



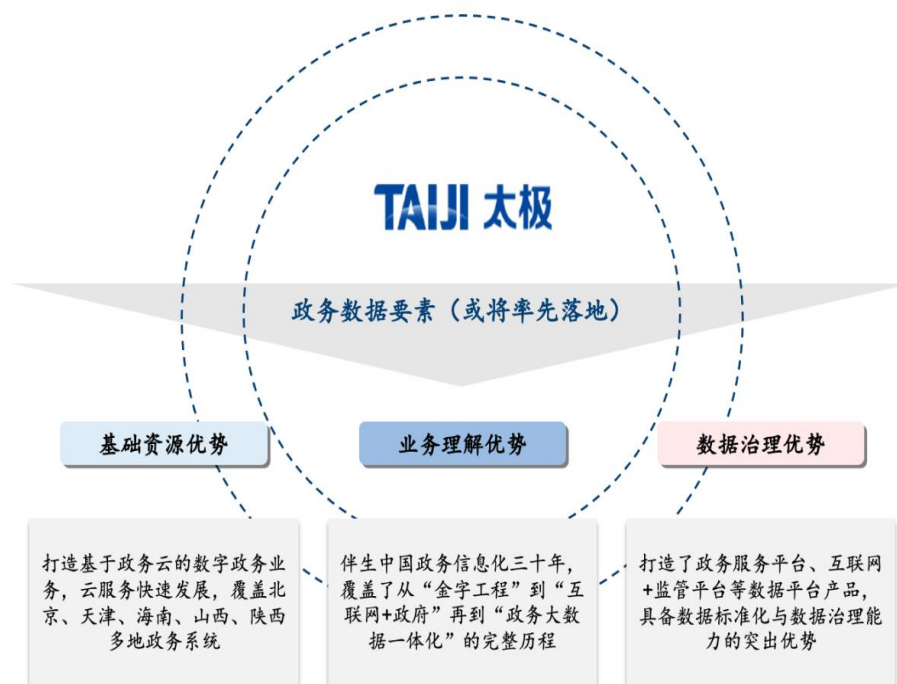
资料来源：中国信息通信研究院《大数据白皮书（2022）》，大数据产业生态联盟（2022），公司官网，中银证券

**政务数据要素市场基础完善，或最早落地，公司深耕政务数据，数据供给优势有望确立。**1) 基础资源优势：公司基于太极政务云的业务模式，实现了云端政务大数据的量积累，具备政务数据要素应用的深厚基础；公司政务云服务覆盖北京等多地政务系统，业务渗透情况良好；据公司公告，公司自 2012 年起承担北京市市级政务云项目，市场占有率超 50%，连续服务近十年，服务评价持续第一，2022 年 11 月北京人民代表大会常务委员会正式发通过《北京市数字经济促进条例》，政务数据要素运营或将在北京率先开启，公司在北京地区的基础优势有望得到充分发挥；

2) 业务理解优势：公司伴生中国政务信息化三十年，覆盖了从“金字工程”到“互联网+政府”再到“政务大数据一体化”的完整历程，因此公司在政务数据的理解上具备突出的业务优势；近年来，公司承建了众多国家级的政务数据平台（全国一体化在线政务服务平台、国家“互联网+监管”平台），在政务数据的一体化整合方面具备独到的业务理解；基于对政务数据的充分理解，公司可实现场景应用的快速上线。

3) 数据治理优势：公司基于数字政府业务打造了以政务服务平台、互联网+监管平台为代表的的平台产品，数据标准化与数据治理能力是公司平台产品的突出优势；公司在政务数据聚合方面创新性提出“三清单”模式，通过数据责任清单、数据共享清单、数据负面清单的方式汇总各部门数据，奠定良好的数据要素基础；我们认为，数据治理能力有望成为公司后续参与政务数据要素运营的重要技术支撑。

**图表 59：政务数据要素或最早落地，公司具备三大领先优势**

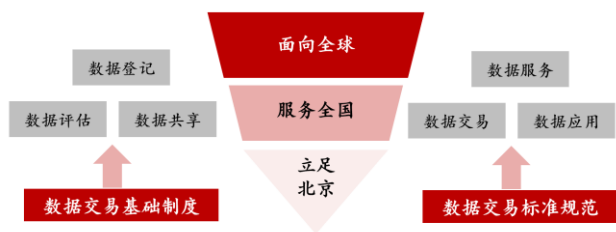


资料来源：公司官网，中银证券

**根植北京业务优势，参与北京国际大数据交易所数据交易平台建设。**公司多年来深度参与北京市重大信息化建设项目，并先后圆满完成两会、冬奥会、冬残奥会等重保任务；基于在数据要素供给端的业务积累，公司积极布局并探索数据流通服务的价值，承担北京数据交易平台的技术开发及支撑服务。北京数据交易平台针对公共数据及社会数据，探索登记、评估、开放、交易、应用、服务于一体的数据流通机制，促进政务数据和社会数据深度融合，推动数据要素网络化共享、集约化整合、协同化开发、高效化利用。

**作为首批交易联盟成员，参与《北京国际数据交易服务指（总则）》制定及发布。**2021 年 3 月 31 日，北京国际大数据交易所正式成立，北京数据交易系统正式上线，同时北京金控集团联合太极股份等 48 家单位共同发起的北京国际数据交易联盟正式成立。公司作为北京国际大数据交易所交易联盟的首批成员，参与并发布《北京国际数据交易服务指（总则）》，囊括架构、方式、机制、安全等数据交易服务细则。公司在北京国际大数据交易所和北京数据交易平台的深度参与，为公司积累了深厚的数据流通经验。

图表 60：公司承建北京数据交易平台，构筑数据要素市场生态



资料来源：北京国际大数据交易所官网，中银证券

图表 61：公司为北京国际大数据交易所首批联盟成员



资料来源：北京国际大数据交易所官网，中银证券

## 盈利预测与投资建议

### 基本假设与盈利预测

信创及数字经济两大驱动力，公司业绩稳步增长

**1) 网络安全业务：**我们预计 2023 年将开启信创提速窗口，此外 2023 年还将体现 2022 年不及预期的部分订单，预计 2023 年到 2025 年信创业务保持高速增长。网络安全业务主要体现信创订单，因此预计 23-25 年保持 30-42% 增速。伴随规模效应，预计业务毛利率略有提升。

**2) 系统集成业务：**公司积极推动业务产品化、服务化转型，系统集成业务占比将有提升。同时我们预计后期信创集成项目有望持续增长，该业务收入将保持稳步增长，毛利率伴随集成方案的成熟而提升。

**3) 智慧应用与服务：**预计未来数字化解决方案的产品度进一步提升，该部分业务主要为公司数字中国建设相关业务，赛道景气度保持，同时公司卡位优势突出。预计未来服务业务能够维持 20%-30% 增速。该项业务较为成熟，毛利率保持稳定。

**4) 云服务：**主要面向国家政务、智慧城市等提供云计算服务，考虑公司的突出卡位优势，预计后续将在国家云和政务云建设中收获更高份额，该业务收入将提速增长，同时毛利率将稳步提升。

### 费用率假设

随着公司规模效应逐步打开，销售费用和管理费用率稳定下滑。同时公司保持研发投入力度，新产品与方案持续推出，研发费用率略有提升。

图表 62：盈利预测

(单位：百万，%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>业务1-网络安全</b>					
收入	4,491.81	3,724.87	5,214.82	7,196.45	9,355.38
YoY	43.89%	-17.07%	40.00%	38.00%	30.00%
毛利率	10.91%	12.14%	12.50%	13.50%	14.50%
<b>业务2-系统集成</b>					
收入	2,904.82	3,630.95	4,175.59	4,593.15	5,052.47
YoY	-2.78%	25.00%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	10.58%	9.42%	10.00%	11.00%	11.00%
<b>业务3-智慧应用与服务</b>					
收入	2258.93	2337.53	3,038.79	3,798.49	4,558.18
YoY	39.94%	3.48%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	40.59%	38.20%	39.20%	40.00%	40.00%
<b>业务4-云服务</b>					
收入	697.57	761.70	837.87	963.55	1,079.18
YoY	3.26%	9.19%	10.00%	15.00%	12.00%
毛利率	44.68%	42.47%	43.00%	44.00%	45.00%
<b>业务5-其他业务</b>					
收入	151.74	145.78	160.36	176.39	194.03
YoY	13.77%	-3.93%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	70.09%	86.78%	70.00%	75.00%	75.00%
<b>合计</b>					
收入	10,504.87	10,600.83	13,427.43	16,728.03	20,239.24
YoY	23.11%	0.91%	26.66%	24.58%	20.99%
毛利率	20.30%	20.16%	20.35%	21.24%	21.58%

资料来源：万得，中银证券

图表 63：费用率假设

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	2.42%	2.41%	2.39%	2.37%	2.36%
管理费用率	6.96%	6.70%	6.60%	6.50%	6.40%
研发费用率	5.42%	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%

资料来源：万得，中银证券

## 业绩预测

预计 2023~2025 年营收 134.27、167.28 和 202.39 亿元，归母净利润为 5.43、7.37、8.84 亿元，对应 EPS 为 0.87 元、1.18 元和 1.42 元。对应 PE 分别为 48X、35X、29X。

## 估值分析与投资建议

公司估值尚有 60%以上拔升空间，卡位信创与数字要素的核心央企背景标的

根据公司数据库、OA、政务云、网络安全和信创等领域的业务，同时考虑公司作为国内 IT 建设国家队的特性，可比公司选取致远互联（OA）、中国软件（中电子旗下核心信息化企业）、南威软件（政务云、央企背景）、电科网安（中电科旗下网安公司）。可比公司 2023 年的平均估值预测为 127 倍，公司相比可比公司平均水平尚有 60%以上的提升空间。

图表 64：可比公司估值对比

公司名称	股票代码	股价	市值	EPS			PE		
		(元)	(亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
致远互联	688369	46.87	54	1.54	2.08	2.69	30	23	17
中国软件	600536	50.37	433	0.13	0.24	0.42	394	209	120
南威软件	603636	12.74	75	0.39	0.51	0.63	33	25	20
电科网安	002268	24.80	210	0.48	0.62	0.79	52	40	31
平均				0.63	0.86	1.13	127	74	47
太极股份	002368	41.49	259	0.87	1.18	1.42	48	35	29

资料来源：万得一致性预测，中银证券

注：股价截至 2023/8/21。

**投资建议：**太极股份作为中国电科软件与信息技术服务龙头企业、以信创、云和数据为两大主线，信创机遇明朗，公司实现基础软件全链布局，有望延续高速增长。数字经济提速，公司作为国家队有望持续领航。同时，公司在数据要素领域卡位良好，有望开启新一轮加速成长。

## 风险提示

### （1）信创推进不及预期

若信创产业在党政和行业推进节奏放缓，将导致公司营收增速放缓。

### （2）服务化转型不及预期

公司产品化、平台化、服务化转型效果可能不及预期。

### （3）市场竞争加剧

目前国内操作系统市场仍然主要由海外公司占据，或出现国内厂商竞争力难以突破的情况。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,505	10,601	13,427	16,728	20,239
营业收入	10,505	10,601	13,427	16,728	20,239
营业成本	8,373	8,464	10,694	13,176	15,873
营业税金及附加	35	37	48	58	71
销售费用	254	256	321	397	478
管理费用	731	710	886	1,087	1,295
研发费用	569	583	806	1,088	1,417
财务费用	103	88	15	26	35
其他收益	131	78	99	88	83
资产减值损失	(11)	(12)	(24)	(25)	(25)
信用减值损失	(144)	(85)	(114)	(119)	(116)
资产处置收益	0	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	(1)	0	0
投资收益	3	(10)	(4)	(1)	(5)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	419	437	614	841	1,009
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	420	436	613	841	1,008
所得税	26	33	47	64	76
净利润	394	402	567	777	931
少数股东损益	21	25	23	40	48
归母净利润	373	378	543	737	884
EBITDA	628	743	837	1,093	1,279
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.60	0.61	0.87	1.18	1.42

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>13,838</b>	<b>12,284</b>	<b>18,380</b>	<b>20,422</b>	<b>26,072</b>
货币资金	2,899	2,451	3,131	3,868	4,680
应收账款	4,271	4,435	5,339	7,618	7,586
应收票据	646	486	1,145	764	1,619
存货	3,831	3,056	5,316	5,201	7,346
预付账款	461	231	789	378	1,082
合同资产	938	905	1,457	1,433	2,061
其他流动资产	793	721	1,204	1,160	1,697
<b>非流动资产</b>	<b>3,268</b>	<b>3,572</b>	<b>3,547</b>	<b>3,552</b>	<b>3,518</b>
长期投资	296	286	311	365	386
固定资产	1,157	1,134	1,059	995	934
无形资产	985	1,088	961	834	706
其他长期资产	830	1,064	1,216	1,358	1,492
<b>资产合计</b>	<b>17,106</b>	<b>15,856</b>	<b>21,928</b>	<b>23,974</b>	<b>29,590</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,096</b>	<b>10,464</b>	<b>16,147</b>	<b>17,259</b>	<b>22,621</b>
短期借款	731	883	300	1,322	654
应付账款	5,161	5,402	6,894	8,902	9,738
其他流动负债	6,205	4,178	8,953	7,034	12,229
<b>非流动负债</b>	<b>1,072</b>	<b>901</b>	<b>823</b>	<b>1,202</b>	<b>790</b>
长期借款	120	207	0	444	0
其他长期负债	952	694	823	758	790
<b>负债合计</b>	<b>13,168</b>	<b>11,364</b>	<b>16,970</b>	<b>18,460</b>	<b>23,411</b>
股本	580	592	623	623	623
少数股东权益	240	277	300	341	388
归属母公司股东权益	3,698	4,215	4,658	5,173	5,791
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>17,106</b>	<b>15,856</b>	<b>21,928</b>	<b>23,974</b>	<b>29,590</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	394	402	567	777	931
折旧摊销	240	289	303	315	315
营运资金变动	37	(476)	748	(1,164)	1,167
其他	69	(53)	(17)	43	30
<b>经营活动现金流</b>	<b>739</b>	<b>162</b>	<b>1,601</b>	<b>(29)</b>	<b>2,443</b>
资本支出	(326)	(250)	(207)	(290)	(248)
投资变动	(78)	9	(21)	(49)	(16)
其他	75	(134)	(8)	(4)	(9)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(329)</b>	<b>(376)</b>	<b>(235)</b>	<b>(343)</b>	<b>(274)</b>
银行借款	(9)	239	(790)	1,466	(1,112)
股权融资	(206)	75	(100)	(222)	(266)
其他	202	(527)	204	(135)	20
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(13)</b>	<b>(212)</b>	<b>(686)</b>	<b>1,109</b>	<b>(1,357)</b>
<b>净现金流</b>	<b>397</b>	<b>(426)</b>	<b>679</b>	<b>738</b>	<b>812</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	23.1	0.9	26.7	24.6	21.0
营业利润增长率(%)	6.3	4.2	40.5	37.0	19.9
归属于母公司净利润增长率(%)	1.2	1.2	43.8	35.6	19.9
息税前利润增长率(%)	5.2	17.2	17.5	45.6	23.9
息税折旧前利润增长率(%)	12.5	18.4	12.7	30.6	17.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	1.2	1.2	43.8	35.6	19.9
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	3.7	4.3	4.0	4.7	4.8
营业利润率(%)	4.0	4.1	4.6	5.0	5.0
毛利率(%)	20.3	20.2	20.4	21.2	21.6
归母净利润率(%)	3.6	3.6	4.0	4.4	4.4
ROE(%)	10.1	9.0	11.7	14.2	15.3
ROIC(%)	10.2	10.3	15.1	15.2	28.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.2)	(0.5)
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.2	2.4	2.7	2.6	2.7
应付账款周转率	2.4	2.0	2.2	2.1	2.2
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
管理费用率(%)	7.0	6.7	6.6	6.5	6.4
研发费用率(%)	5.4	5.5	6.0	6.5	7.0
财务费用率(%)	1.0	0.8	0.1	0.2	0.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.6	0.9	1.2	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	1.2	0.3	2.6	0.0	3.9
每股净资产(最新摊薄)	5.9	6.8	7.5	8.3	9.3
每股股息	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	28.4	28.1	47.6	35.1	29.3
P/B(最新摊薄)	2.9	2.5	5.6	5.0	4.5
EV/EBITDA	24.8	21.9	27.3	21.7	16.8
价格/现金流(倍)	14.3	65.3	16.2	(906.3)	10.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371