

2023年01月06日

“数智+”平台化发展显效，高增长可期

开普云(688228)

登陆科创板以后，开普云着力推动“数智+”发展战略，迎来第二增长曲线：依托优势政府客户资源，数智内容、数智安全、数智政务平稳增长；通过增资收购天易数聚，拥抱能源数字化转型红利，数智能源正在成为公司重要盈利驱动。

核心观点：

► **开普云的核心发展逻辑：**（1）登陆资本市场以后，开普云迅速夯实数据智能平台优势，以此为基础，通过收购增资方式快速切入数智能源领域，形成“数智+”平台化发展的战略并得到坚决执行。（2）公司形成多层次的股权激励机制，能够调动各层级核心团队的积极性，有助于公司战略规划落地，“第二增长曲线”正在确立。

► **预计2022-2024年营收5.66/7.26/9.28亿元，对应同比增长22.83%/28.25%/27.86%。**考虑到过去2年疫情对于公司政务业务影响较大且成长逻辑出现改变，我们下调2022年营收预测6.05亿元至5.66亿元，新增23-24年营收预测7.26/9.28亿元；“数智+”战略驱动下，开普云已形成政务&能源双翼齐飞的发展格局，其中政务板块未来3年营收为3.50/4.31/5.31亿元，年复合增速20.66%；数智能源业务未来3年营收为2.05/2.65/3.36亿元，年复合增速为28.66%。

► **盈利预测及估值：**考虑到过去2年疫情影响以及战略转型导致研发高增等，我们下调22年归母净利润预测1.75亿元至0.77亿元，新增23-24年归母净利润预测0.91/1.12亿元，年复合增速达22.66%；对应22年EPS预测2.60元下调至1.15元，新增23-24年EPS预测1.36/1.67元，对应23年1月6日收盘价34.75元，PE分别为30.1/25.6/20.8。结合业务特点，重新选取广联达、致远互联、宇信科技、安恒信息、朗新科技为可比标的，给予公司41.3倍PE估值，在归母净利润调整的基础上目标价从84.04元下调至47.67元，维持“买入”评级。

风险提示：技术风险、管理风险、竞争加剧风险、商誉减值风险、系统性风险。

盈利预测与估值

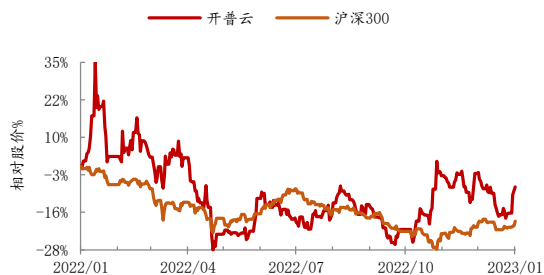
财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	301	461	566	726	928
YoY (%)	1.1%	52.9%	22.8%	28.3%	27.9%
归母净利润(百万元)	69	61	77	91	112
YoY (%)	-12.1%	-11.6%	27.3%	17.7%	23.1%
毛利率 (%)	52.6%	44.7%	44.9%	44.6%	44.4%
每股收益(元)	1.09	0.91	1.15	1.36	1.67
ROE	5.9%	5.0%	6.1%	6.6%	7.5%
市盈率	31.88	38.19	30.11	25.58	20.77

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 买入
目标价格： 47.67
最新收盘价： 34.75

股票代码： 688228
52周最高价/最低价： 52.80/26.71
总市值(亿) 23.33
自由流通市值(亿) 10.28
自由流通股数(百万) 29.57



分析师：王秀钢
 邮箱：wangxg1@hx168.com.cn
 SAC NO：S1120519020001

分析师：宋辉
 邮箱：songhui@hx168.com.cn
 SAC NO：S1120519080003

华西中小盘&通信联合覆盖

相关研究

【华西中小盘&科创】开普云(688228)动态点评：新基建东风奠定发展良机，数据中台研发驱动SAAS转型顺利进展

2020.09.22

【华西中小盘&科创】开普云(688228)：技术为基的政务互联&大数据平台建维领先者

2020.04.29

正文目录

1. “数智+”平台化战略不断深化，营收重拾高增长	4
1.1. “数智+”平台化战略日益夯实，政务&能源双翼齐飞.....	4
1.2. 战略主导、充分激励&核心技术资源共振，“数智+”显效.....	6
1.2.1. 深入的产业洞察和高效运转的战略布局和资源整合能力.....	6
1.2.2. 多层次、高比例的股权激励确保公司上下一心干劲充足.....	8
1.2.3. 数据智能平台技术优势&数据资源优势共振，“数智+”应运而生.....	9
1.3. 成功开启“数智+”增长曲线，2021年营收增速达52.90%.....	11
2. “数智+”驱动，未来3年营收年复合增速超26%.....	14
2.1. 技术厚&激励足，未来3年政务板块营收复合增速达20%.....	15
2.1.1. 数智内容：未来3年营收年复合增速分别为15.99%.....	15
2.1.2. 数智安全：SAAS服务属性显著，未来3年年化营收增长19.50%.....	16
2.1.3. 数智政务：需求提振显著&团队利益捆绑，未来3年增长超25%.....	18
2.1.4. 政务汇总：平台和持续服务需求强劲，未来3年年化增速超过20%.....	20
2.2. 高景气&强激励下，未来3年数智能源营收复合增长28%+.....	21
2.2.1. 收购&增资天易数聚，迅速布局“数智+能源”板块.....	21
2.2.2. 能源数字化市场井喷，数智能源领域行业复合增速有望超25%.....	22
2.2.3. 数智能源：高景气&强激励共振，未来3年营收年化增速超28%.....	24
2.3. “数智+”战略驱动，未来3年整体营收年化增速26.29%.....	25
3. “数智+”驱动价值提升，买入评级，目标股价47.67元.....	26
3.1. 重启持续高增长，未来3年归母净利润年复合增速22.66%.....	26
3.2. 未来股价上涨空间大，买入评级.....	28
4. 风险提示.....	28

图表目录

图 1 开普云的发展历程.....	5
图 2 开普云的业务体系.....	6
图 3 开普云核心高管持股情况.....	9
图 4 开普云数据智能平台技术不断深化.....	11
图 5 开普云“数智+”平台化战略带来业务布局体系持续丰富.....	11
图 6 公司2014-2022 Q3营收及归母净利润情况.....	13
图 7 公司2014-2022 Q3毛利润及毛利率情况.....	13
图 8 公司2020-2021年毛利率情况（分业务）.....	13
图 9 公司2014-2021期间费用率情况.....	13
图 10 公司2019-2022 Q3年现金资产情况.....	14
图 11 公司2018-2022 Q3应收账款情况.....	14
图 12 开普云统一信息资源库.....	16
图 13 开普云集约化治理平台.....	16
图 14 开普云政府网站和政务新媒体一体化监管平台.....	18
图 15 开普云全方位内容安全审查平台.....	18
图 16 开普云数智政务——“一照通行”示意图.....	19
图 17 开普云数智检务——律师互联网阅卷系统.....	19
图 18 中国电子政务市场规模（亿元）.....	20
图 19 开普云政务板块营收及毛利情况.....	20
图 20 开普云数智能源中台系列产品.....	22
图 21 开普云数智能源解决方案概览.....	22
图 22 全国电力完成投资额及增速.....	23
图 23 中国电力数字化市场规模及增速.....	23

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 24 开普云政务元宇宙相关产品应用.....	26
图 25 开普云数智营销产品情况	26
图 26 2019-2024 年公司营收及毛利预测.....	26
图 27 开普云期间费用变动趋势情况.....	27
图 28 开普云每股收益变动趋势图.....	27
表 1 开普云“数智+”战略落地一览表.....	7
表 2 2019-2024 年公司数智内容营收及毛利预测汇总.....	16
表 3 2019-2024 年公司数智安全营收及毛利预测汇总.....	18
表 4 2019-2024 年公司数智政务营收及毛利预测汇总.....	19
表 5 2019-2024 年公司政务板块营收及毛利汇总情况.....	20
表 6 2019-2024 年公司数智能源营收及毛利预测汇总.....	25
表 7 2019-2024 年公司营收及毛利预测汇总.....	26
表 8 开普云归母净利润预测（万元）	27
表 9 可比公司及其估值	28

1. “数智+”平台化战略不断深化，营收重拾高增长

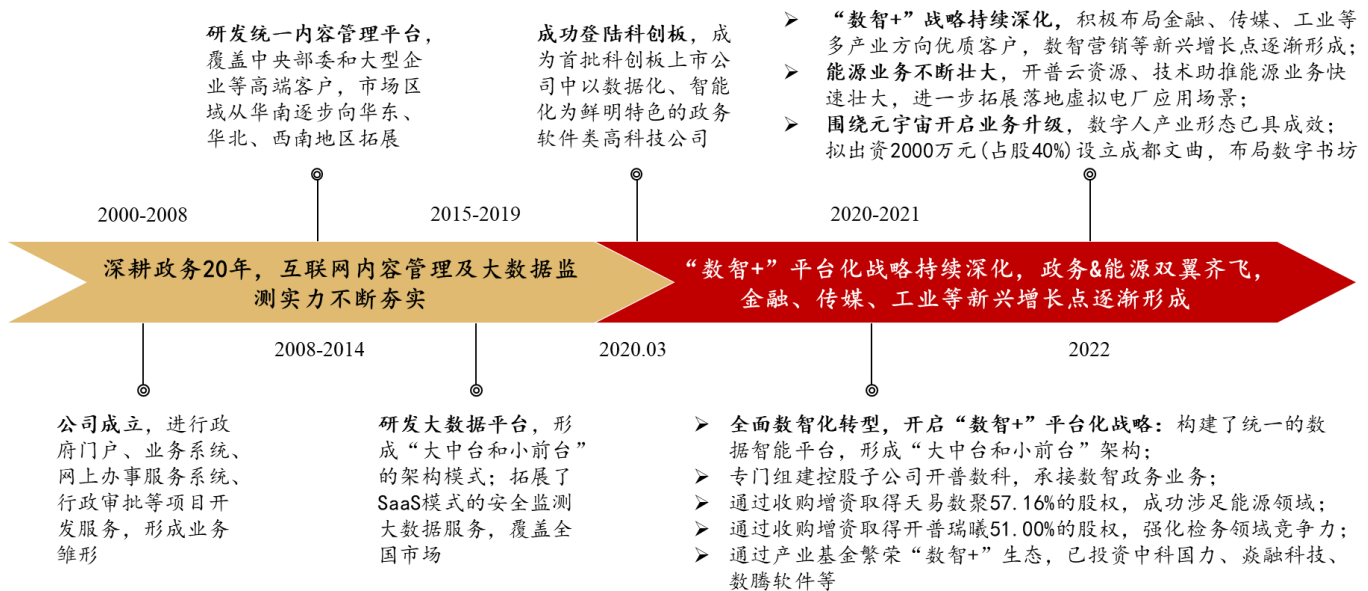
自 2000 年正式成立以来，开普云深耕政务内容管理和大数据监测市场，成功登陆科创板。科创板上市以来，公司不断深化数据智能平台核心竞争力，“数智+”平台化发展战略不断夯实，形成政务、能源双翼齐飞发展格局。与此同时，开普云积极拥抱元宇宙等新技术，以数字人、数智营销等新业态产品，在服务政府客户的同时，成功进军金融、传媒、工业企业客户等新兴市场。

1.1. “数智+”平台化战略日益夯实，政务&能源双翼齐飞

历经 20 余年持续深耕，开普云形成强大的互联网内容管理及大数据监测实力，沉淀超过 2000 家各级政府类用户，成功登陆科创板。成功上市以后，开普云进一步夯实数据智能平台优势，依托并购、产业基金、直接投资等多种形式不断丰富“数智+”战略，形成政务&能源双翼齐飞的发展格局，金融、传媒、工业企业等新兴增长点也逐渐形成。(1) 自 2000 年成立以来，开普云用近 20 年的时间形成坚实的互联网内容管理平台和大数据技术体系，累计为 2000+各级政府及其部门提供互联网内容服务及实时监测等服务，成为首批科创板上市公司中以数据化、智能化为鲜明特色的政务软件类高科技公司。①公司创始人、董事长汪敏等核心团队历经 20 余年沉淀，积累并完善了覆盖数字内容采集、存储、分析和应用全生命周期管理等全流程的核心技术，形成通用属性显著的数据智能平台，为高效率地满足政务、能源、传媒、金融等行业的大数据及人工智能需求储备了坚实的中台底座，进而奠定依托资本市场展翅高飞的技术基础。②依托细分领域的国内领先实力，开普云成功地向超过 2,100 余家党政机关客户提供互联网内容服务平台和互联网内容监测服务，整体市场份额稳居行业第一：80%以上的省级政府、60%以上的国务院组成部门以及 60%以上的地市级地方政府都是公司的优质客户。优质的多层级政府客户群为开普云贡献稳定业务机会的同时，亦为公司依托资本市场优势来放大公司的核心优势奠定坚实的场景探索、首批客户等关键基础。③2020 年 3 月，公司正式登陆科创板，募集资金净额 8.97 亿元，显著提升公司的资金实力和品牌实力，打开数据化、智能化为鲜明特色的“第二增长曲线”。(2) 科创板上市以后，开普云聚焦数据化、智能化，夯实数据智能平台优势，通过产业基金、直接投资等方式丰富产业生态，“数智+”平台化战略不断深化。①2021 年，通过收购和增资方式取得天易数聚 57.159%的股权，成功涉足数智能源领域，放大了公司核心技术、核心客户的价值。2021 年，天易数聚成功开拓北京电力、吉林电力、河北电力、辽宁电力、浙江电力、蒙东电力等多地区的能源客户，实现来自能源行业的净利润规模达 3,351.24 万元（其中天易数聚实现 2,223.55 万元）。2022 年，公司进一步丰富面向能源行业的产品体系，联合国家电网下属企业及华北电力大学，针对新能源领域光储一体化的发展趋势，拓展落地虚拟电厂应用场景，我们预计来自能源行业的营收、净利润贡献有望显著提升。②2021 年，公司专门组建控股子公司开普数科（期初占比 70%），承接数智政务业务，在“一网统管”、“一网通办”、“一网协同”等领域形成国内领先优势，组建当年实现净利润 2,067.74 万元。③2021 年，通过收购和增资方式累计取得开普瑞曦 51%股权，放大了公司核心技术在公检法等部门的影响力，市场拓展取得积极成效，先后中标内蒙古自治区人民检察院、黑龙江省人民检察院、湖南省人民检察院、四川省成都市人民检察院等客户的智慧司法项目，全年净利润规模 535.28 万元。④2022 年下半年，公司及其全资子公司以自有资金、联合专利等方式投资取得北京知呱呱科技服务有限公司的 4%股权，涉足知识产权大数据服务领域。⑤2022 年 12 月，公司发布公告，拟出资 2,000 万元（占股比 40%）与合作方共同发起设立成都文曲星球科技有限公司，布局数字书坊项目，完善元宇宙布局，探索智慧政务、党政、媒体等虚拟现实应用场景，探索数字文创新经济模式和打造现代传播新模式。⑥发起设立新余开普云数字智能投资中心

(认缴出资不超过 40%)，通过产业基金形式繁荣“数智+”生态，取得积极成效。目前已经投资的项目公司包括：中科国力（中科院背景的自然语言处理领先企业）、焱融科技（自主研发分布式文件存储产品 YRCloudFile，软件定义存储领域的高科技企业）、数腾软件（国内首家通过可信云·云容灾解决方案认证的厂商，云灾备领先企业）。

图 1 开普云的发展历程

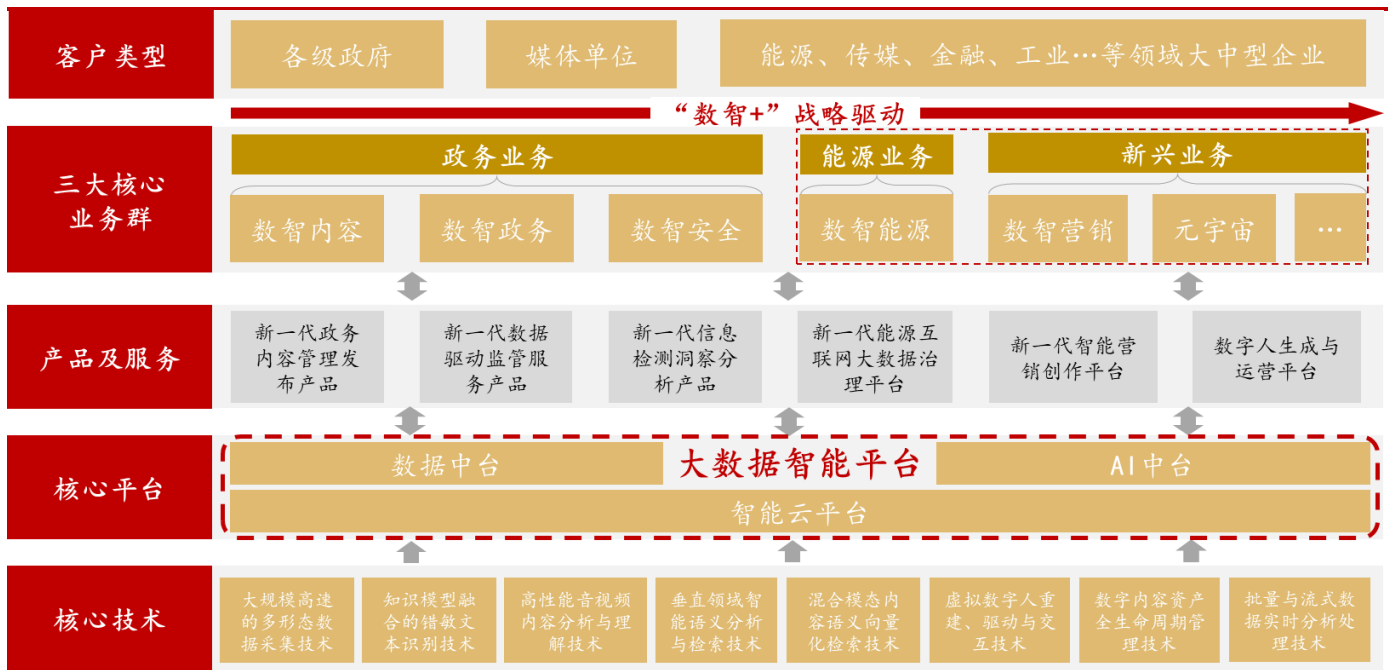


资料来源：公司公告，华西证券研究所

(3) 以数据智能平台核心技术为基础，政务、能源双翼并进的发展格局已然形成，充实填充元宇宙和数字人等新一代技术助力把握金融、传媒、工业企业等新兴增长点，新一轮高增长可期。①依托大规模高速度多形态数据采集技术、知识模型融合的错敏文本识别技术、高性能音视频内容分析与理解技术、垂直领域智能语义分析与检索技术、混合模态内容语义向量化检索技术、虚拟数字人重建&驱动与交互技术、数字内容资产全生命周期管理技术、和批量与流式数据实时分析处理技术等共性技术，开普云成功形成并不断完善国内领先的数据智能平台，形成较高的产业壁垒，奠定多翼齐飞基础。②登陆资本市场以后，开普云传统业务进一步深化，形成包括数智内容（主要包括网站智慧门户和融媒体平台的建设服务和运维保障服务）、数智安全（提供政府网站内容监测、政务新媒体监测、云搜索、用户行为分析等一系列 SaaS 服务）、数智政务（为客户提供政务服务云平台、政务元宇宙服务平台的建设和运营服务，推动新型智慧城市的数字化转型）共同组成的政务业务群。值得一提的是，为凝聚政务板块的向心力，压实经营业绩责任，开普云组建控股子公司开普数科以后，开普数科通过向管理团队持股平台定向增发股权（占增资后开普数科 14.28%的股权）的形式实施股权激励计划，与核心团队形成实质捆绑，有助政务板块经营的可持续性和公司基本盘的稳定。③通过收购及增资方式控股天易数聚，整合公司原有的能源类企业业务，构筑起开普云强大的数智能源板块，联合国家电网下属企业及华北电力大学，针对新能源领域光储一体化的发展趋势，拓展落地虚拟电厂应用场景，业务场景不断拓宽。特别值得投资者注意的是，开普云对天易数聚的收购过程中，尽管产生了高达 1.65 亿元的商誉，但考虑到核心团队依然持有高达 18%左右的控股子公司股权，在双碳红利的大背景下，在对赌期结束以后，依然有强大的干劲进一步放大自身收益。④立足核心技术优势，积极布局多产业方向优质客户，助力客户营销、客服效率提升的同时，有望进一步丰富“数智+”战略内涵。A) 2022 年，开普云为国金证券提供

基于客户行为分析、用户标签、营销管理自动化等 IT 服务，并以 AI、大数据技术为核心的“数字化营销+精细化运营”系列产品和服务，助力国金证券实现营销体系数字化及互联网化转型，促进公司业务增长。与此同时，还与字节跳动旗下北京火山引擎科技有限公司共同协助国金证券实现互联网领域的数字化增长、全域的触达营销，全面提升国金证券的客户活跃度，有效促活沉默客户，提升客户体验。B) 充实数字人和元宇宙核心技术，通过数字人产业形态向四川、江西等省政府以及苏州、东莞等市政府提供数字人政策解读服务；通过新华社授权独家运营的“热爱 REAI”向雅迪等企业客户提供推广服务。C) 携手上海证券交易所，拓展金融版图。2021年12月，开普云为上交所提供具有自主知识产权的网站内容管理系统（CMS）和相关建设服务，有效支撑上交所官网、子网站、移动 APP 及其他内容发布渠道信息的披露需求，并进一步提升上交所互联网平台信息披露的发布效率和业务运行稳定性。

图 2 开普云的业务体系



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 战略主导、充分激励&核心技术资源共振，“数智+”显效

1.2.1. 深入的产业洞察和高效运转的战略布局和资源整和能力

汪敏董事长 20 余年来始终驾驭开普云发展全局，依托北京大学计算机专业的优质教育背景和深入的产业洞察，成功引领公司实现“数智+”平台化发展的战略升级，显示高超的战略规划及资源整合能力，这是开普云最为关键的核心竞争力所在。(1) 实际控制人汪敏董事长 20 余年来始终从整体上驾驭开普云发展全局，为公司可持续发展奠定根本性体制保证。① 董事长汪敏具有北京大学计算机软件专业硕士研究生学历，持续 20 余年深耕中国政务信息化市场，主导开普云聚焦政务数字内容和大数据监测领域。在过去的 20 余年里，汪敏董事长历任北大方正软件工程师、项目经理、产品总监、事业部总经理以及开普云的技术总监、董事长和总经理。科创板上市以后，汪敏董事长逐渐将工作重心更多投入到公司战略规划、资本运作、前沿技术的探索及创新业务的拓展，成功主导“数智+”战略落地。② 汪敏董事长始终以唯一实际控制人的股东地位主导公司发展全局，从股权治理结构上保证开普云的“数智+”

战略得以高效率推动：自上市以来，汪敏董事长直接持有 1855.28 万股，占比 27.64%；通过东莞政通和北京卿含两个平台间接持股有 968.28 万股，占比达 14.42%；合计持有开普云的股份数量达 2823.56 万股；占比达到 42.06%。③2022 年年初，汪敏董事长不再兼任总经理职务，将投入更多精力于公司战略规划、资本运作、前沿技术的探索及创新业务的拓展。新任总经理严妍具有加拿大女王大学金融学硕士研究生学历，自 2006 年以来始终在开普云工作，先后负责公司市场、研发、产品营销等工作，严妍女士担任总经理后，将全面负责公司日常运营管理工作。这种治理结构调整在提升战略管理水平的同时，亦保证了核心团队的基本稳定。(2) 以汪敏董事长为核心的核心团队深谙中国信息技术产业的发展趋势，成功主导开普云实现由政务数字内容服务和大数据监测服务升级到“数智+”平台化战略，开启发展新篇。①在 IPO 以前，开普云的核心技术主要体现在数字内容的采集、存储、分析和应用的全生命周期管理，以互联网内容服务和大数据监测为主要产品形式，成长为国内领先的政务大数据领先厂商。该阶段形成的核心技术包括大规模多形态高性能采集技术、基于平衡语料库的文本智能分析技术、大规模互联网敏感信息实时监测技术、政务领域智能搜索技术、集约化环境下数字内容全生命周期管理技术、一体化在线政务服务平台的异构数据交换关键技术等。这些核心技术具有广泛的行业通用性和性能指标上的领先性，在支撑公司政务板块稳健增长的同时，也为公司战略升级提供坚实的基础。②在 IPO 以后，开普云进一步凝练大数据技术体系，形成领先的数据智能平台，进而通过直接投资、产业基金、并购等多种形式高效率实现政务板块的战略升级以及能源板块的高速拓展，打开“数智+”为核心特色的第二增长曲线，充分证实汪敏董事长为核心的团队具有强大的战略布局和资源整合能力。③上市后新聘任 CTO 杨春宇博士，持续增强核心团队技术能力。杨春宇，清华大学控制科学与工程专业博士学位，教授级高级工程师。2009 年至今，历任海鑫科金高级研究员、研发总监、总工程师、副总经理、董事、安德医智算法总监等职务，2021 年 6 月至今任开普云首席技术官。目前兼任浙江工业大学荣誉教授、智能感知与系统教育部工程技术委员会委员、中国安全防范产品行业协会专家委员会委员、国家科技专家库专家。④汪敏董事长率领的核心团队密切跟踪元宇宙、数字人等产业最新技术趋势，依托高价值政府客户资源，不断打磨新产品形态，将客户范围拓展到证券、传媒、实体制造业等领域，未来发展的潜力有望不断释放。

表 1 开普云“数智+”战略落地一览表

时间	事件概览
2020 年	形成领先的数据智能平台，初步构成“大中台和小前台”架构，开启“数智+”平台化发展
2020 年 5 月至今	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 参设产投基金(新余开普云数字智能投资中心，以自有资金认缴出资不超过 40%，出资额不超过人民币 8 千万元；已出资 2,400 万元占基金首期实缴金额 40%)，繁荣“数智+”生态 ▶ 已投公司：中科国力(中科院背景的 NLP 领先企业)、焱融科技(软件定义存储领域的高科技企业)、数腾软件(国内首家通过可信云·云容灾解决方案认证厂商，云灾备领先)
2021 上半年	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 组建控股子公司开普数科，承接数智政务在“一网统管”、“一网通办”、“一网协同”等领域形成领先优势
2021 年 8 月	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 通过收购和增资取得天易数聚 57.16% 股权，涉足能源领域：使用现金 18,435 万元收购天易数聚 51.21% 股权，并以 5,000 万元对其进行增资，目前公司持有天易数聚 57.159% 股权 ▶ 2021 年，天易数聚成功开拓北京电力、吉林电力、河北电力、辽宁电力、浙江电力、蒙东电力等多地区的能源客户；2022 年，联合国家电网下属企业及华北电力大学，针对新能源领域光储一体化的发展趋势，拓展落地虚拟电厂应用场景。
2021 年 8 月	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 通过收购和增资取得天易瑞曦 51.00% 股权，强化检务领域：使用现金 1,100 万元收购检一网络持有的开普瑞曦 42.80% 股权，并以 430 万元对其进行增资 ▶ 2021 年，开普瑞曦承接了内蒙古自治区、黑龙江省、湖南省、四川省人民检察院法治政府建设项目，助力开普云深耕检务行业

时间	事件概览
2021年12月	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 联袂上交所，开拓金融领域：为上交所提供具有自主知识产权的网站内容管理系统(CMS)和相关服务，有效支撑上交所官网、子网站、移动APP及其他内容发布渠道信息披露需求 ➢ 为中国人民银行、中国证监会、中国银保监会、中投公司等金融机构提供了技术支持
2022上半年	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 依托数据智能平台技术，涉足数智营销领域：以“技术+数据”双驱动，推出用户行为分析、增长营销、用户画像、个性化推荐等智能化营销工具，助力企业高效获客，已服务国金证券，并与字节跳动形成合作
2022上半年	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 数字人和元宇宙业务形态逐步形成：数字人和元宇宙核心技术不断充实，通过数字人产业形态向四川、江西等省以及苏州、东莞等市政府提供数字人政策解读服务 ➢ 通过新华社授权独家运营的“热爱 REAI”向雅迪等企业客户提供推广服务
2022年8月	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 开普云及其全资子公司北京开普云投资知呱呱，获得4%股权：开普云以750万元认缴知呱呱注册资本2.1511万元，占增资后标的公司注册资本0.96%；开普云及北京开普云以共有专利占其增资后注册资本3.04% ➢ 知呱呱为全国领先的知识产权大数据与整体解决方案提供商
2022年12月	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 成立成都文曲星球科技有限公司(拟)，丰富元宇宙布局：与成都文交所等共同设立合资公司成都文曲星球科技有限公司(拟)，公司及其子公司拟用自有资金2千万元占注册资本总额40% ➢ 合资公司主要从事数字书坊项目，通过虚拟现实等技术创建数字书坊和文旅场景

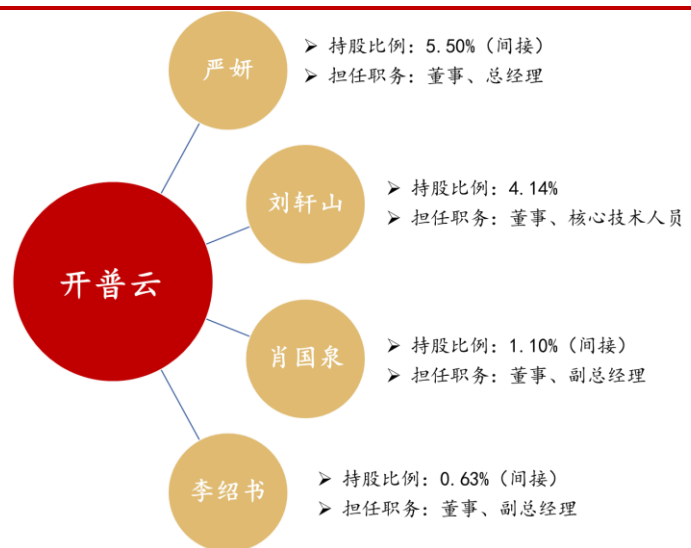
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2.2. 多层次、高比例的股权激励确保公司上下一心干劲充足

自公司成立至今，开普云始终将高额股权激励和严格的业绩考核相结合，内化为高激励&严管理的基因，确保了公司上下一心，共同经历重重考验，成功迎来发展第二曲线。(1)在IPO以前，公司核心高管严妍、刘轩山、肖国泉、李绍书合计持股达369.57、277.92、73.88、42.20万股，占目前总股本的比例达11.37%，高比例的核心高管团队持股凸显了充分激励与严格管控相容的发展基因。①开普云董事&总经理严妍具有加拿大女王大学金融学硕士学历，2006年至今历任开普云市场部专员、市场部经理、市场部总监、政企事业部总经理、融媒体部总经理、副总经理、董事、总经理等职务。IPO前通过东莞政通和北京卿晗间接持有公司369.57万股，占目前总股本比例5.51%。②公司董事、核心技术人员刘轩山，2001年至今历任开普云产品开发部技术总监、本地业务研发部总监、研发部副总经理、产品研发中心副总经理、董事、数智安全研发与实施部总经理等职务，IPO前直接持有公司277.92万股，占目前总股本比例4.14%。③公司董事、副总经理肖国泉，2003年至今先后任广东数字证书认证中心行业总监、广东金科科技资源开发中心有限公司董事&总经理、东莞市政易通网络科技有限公司执行总经理、开普云董事、副总经理等职务。IPO前间接持有公司73.88万股，占目前总股本比例1.10%。④公司董事、副总经理李绍书，2006年至今先后任锐捷网络渠道部总经理、迈普通信营销副总裁、太极股份政府事业部总经理、北京中求细节管理咨询总经理、开普云董事、副总经理等职务。IPO前间接持有公司42.20万股，占目前总股本比例0.63%。(2)IPO上市过程中，公司核心管理团队以及部门高层通过资管计划持有公司92.35万IPO新发股份，在遭遇破发的挑战下，最新报告显示目前该资管计划持有87.43万股，保持基本稳定，显示核心团队与公司同呼吸、共命运的捆绑机制深入人心。①公司高级管理人员与核心员工通过“中金公司丰众20号员工参与科创板战略配售集合资产管理计划”持有公司92.35万股，涵盖公司高管、核心技术人员以及人力、质控、产品、市场、运营等部门高层合计19人。2021年3月该资管计划解除限售，至2022年Q3末，该资管计划仍持有87.43万股(2021年减少4.92万股，2022年无减少)，保持基本稳定。②公司高管团队中，董事&总经理严妍等7人通过该资管计划合计持股61.28万股，占公司总

股本比 0.91%。③中层管理序列中，各职能部门主要负责人共 12 人累计持有 31.07 万股，占公司总股本比 0.46%。(3) 无论是以控股形式组建开普数科，还是以并购增资形式成为天易数聚的控股股东，核心团队均成功的做到了**充分激励与长期管控的高效相容**。①开普数科组建之初，就留存近 30%的核心团队持股，2022 年 8 月进一步推出高达注册资本总量 14%以上的增资型股权激励，高效动员了数智政务业务单元的积极性，3-5 年之内的稳健增长机制已经确立并高效运转；②收购增资天易数聚进军数智能源板块的过程中，整体收购股权比例仅在 50%上下，核心管理团队继续持有 18%左右股权，收购对价的相当比例用于购买开普云股票并进行锁定，进一步实现长期利益捆绑。(4)“数智+”平台化战略清晰以后，开普云于 2022 年 8 月进一步推出面向核心团队的多层次股权激励，再次体现高激励、严管理相容的管理特色。① 2022 年 8 月 26 日，公司发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟向激励对象（董事、高级管理人员、核心技术人员共 7 人，其他 38 人）授予 125.0 万股限制性股票（首次授予 100 万股，预留部分 25 万股），约占公告时公司股本总额的 1.862%，首次授予价格为每股 15.81 元（公告前一交易日均价的 50%）。②激励方案中，核心高管及核心技术人员合计获得 42 万股，另有 38 名其他核心团队成员合计获得 58 万股，进一步验证公司高度重视股权激励的治理基因。③未来三年营业收入年复合增速为 21.6%或净利润年复合增速为 19.8%的高解锁条件叠加个人层面绩效考核要求，彰显高激励、严管理相容的管理特色。

图 3 开普云核心高管持股情况



资料来源：招股说明书，华西证券研究所（注：未将 2022 年股权激励统计在内）

1.2.3.数据智能平台技术优势&数据资源优势共振，“数智+”应运而生

基于长达 20 余年的深耕和沉淀，开普云不断夯实数据智能平台技术优势和数据资源优势，形成较高技术壁垒。以此为基础，开普云顺利实现政务业务的价值填充和业态升级，成功涉足能源、营销、元宇宙等新兴领域，“数智+”平台化战略取得显著成效。(1) 数据智能平台技术是行业共通的大数据和人工智能技术体系，抽象为数据中台、业务中台和技术中台，高效支撑政务板块的同时，亦成为能源及其他新兴板块的底层技术基础，奠定公司基于技术同源为底盘的“数智+”平台化发展基础。①数据智能平台由技术中台、数据中台和业务中台组成，初步形成了“大中台

和小前台”的架构模式。技术中台、数据中台和业务中台相辅相成、互相支撑，为前台的应用服务提供强大支撑能力，有效提升系统灵活性和智能化水平，实现对用户需求的快速响应。

②数据智能平台不断吸收新技术，巩固固有优势，并形成实质性壁垒。具体体现在：第一，加大对文本、图片、音频、视频等内容分析的深度学习算法进行研发，进一步提升对大规模多媒体内容的高效采集和实时监测的效率和能力，监测范围扩展至互联网主流媒体、新媒体。第二，超前布局元宇宙产业，自主开发数字人生产与运营平台，高效生成可操作、可落地、可感知的数字人，实现元宇宙在政务、商业市场的场景落地。第三，截至2022年6月底，开普云累计拥有发明专利共22件，计算机软件著作权360个；2022年8月，子公司北京开普云正式通过国家专精特新“小巨人”企业认定。

(2) 强大的数据资源优势进一步提升数据智能平台的底层能力，助力开普云不断推出新型SAAS服务，拓展新客户群。

①截止2022年上半年年底，公司已经积累了有效网页链接超过200亿条，收录有效文章索引30亿篇，存储数据规模接近500TB，形成了全面、准确和及时的政府网站内容数据。公司政府网站内容数据的全面性、准确性和及时性得到权威机构的认可：连续多年被CNNIC发起的中国互联网络发展状况统计报告以及清华大学发起的2018年中国政府网站绩效评估报告所引用。

②高质量的数据信息已经成为公司的战略资源：一方面，基于这些数据资源，可为政府、企业、科研单位提供完整、深入、专业的政策文件主题大数据服务。另一方面，基于公司平衡语料库自动构建技术，公司后续将对已积累的政府网站内容数据进行全面学习训练，大幅完善现有的平衡语料库，扩大NGram语言模型和句法依存关系库的规模，有效提升内容安全监测、政务智能搜索的智能化水平以及文章智能关联、智能推荐精准度，为未来政务领域的智能问答、智能服务奠定数据和技术基础，布局政务元宇宙新兴市场机会。

(3) 基于核心底层技术，通过资本手段不断赋予“数智+”平台化战略新内涵，全面迎来新一轮发展良机。

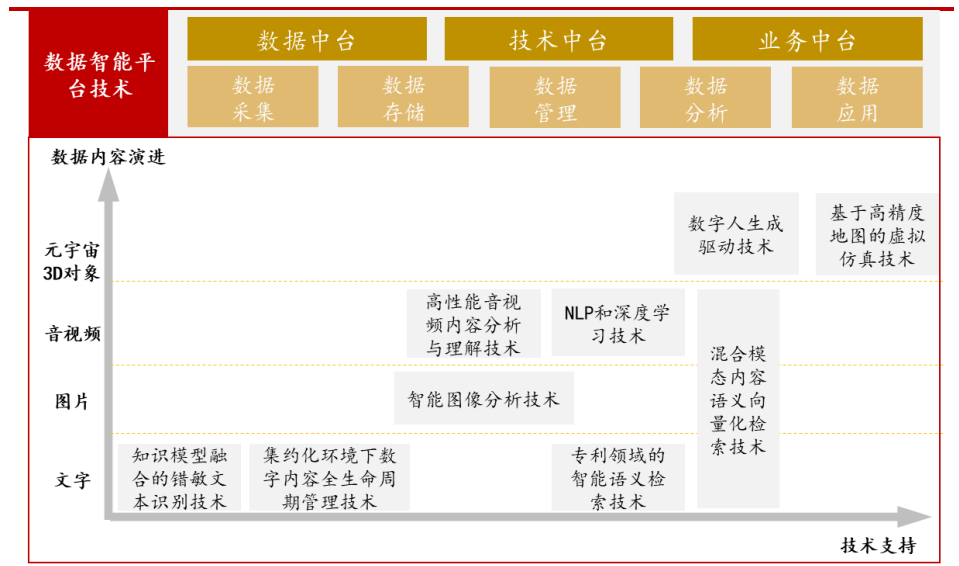
①政务领域：基于数据智能平台优势，公司业务进一步深化为数智内容（助力客户打造信息集中管理、服务便捷高效、资源优化融合、管理统筹规范、平台整合安全、数据互认共享的政府数字化治理新生态）、数智安全（通过异地多点多线路对数据智能平台数据进行高效采集和智能分析，为客户提供云监测、内容安全和云搜索等SaaS运营服务）、数智政务（为政府构建一体化政务服务平台，通过后台的跨部门信息共享，为公民和企业提供基于互联网的全流程电子化服务，政务服务跨省通办、覆盖数字政府、政务服务、12345热线和政务大数据等产品和解决方案，并提供相应的运行保障支撑服务）、数智司法（以收购增资的控股子公司开普瑞曦为载体，主要产品形态为互联网检务服务、互联网律师阅卷、互联网视频应用、检务集约化服务、检务呼叫中心等）等。

②能源领域：以收购增资的天易数聚为主要载体，基于大数据、人工智能等核心技术，围绕大数据治理、分析和可视化需求、能源互联网平台，进行产品和平台研发，赋能能源行业的数字化转型，为能源、健康、公共安全等行业提供数据化、智能化解决方案。

③数智营销领域：基于数据和智能策略，围绕企业客户群体行为模式，灵活管理运营活动，帮助企业挖掘用户行为价值，发现产品的关键增长点，优化用户留存转化，协助客户进行商业分析指导决策，为企业的业务增长赋能。目前，已经在国金证券、上海证券交易所等取得首批客户试点落地。

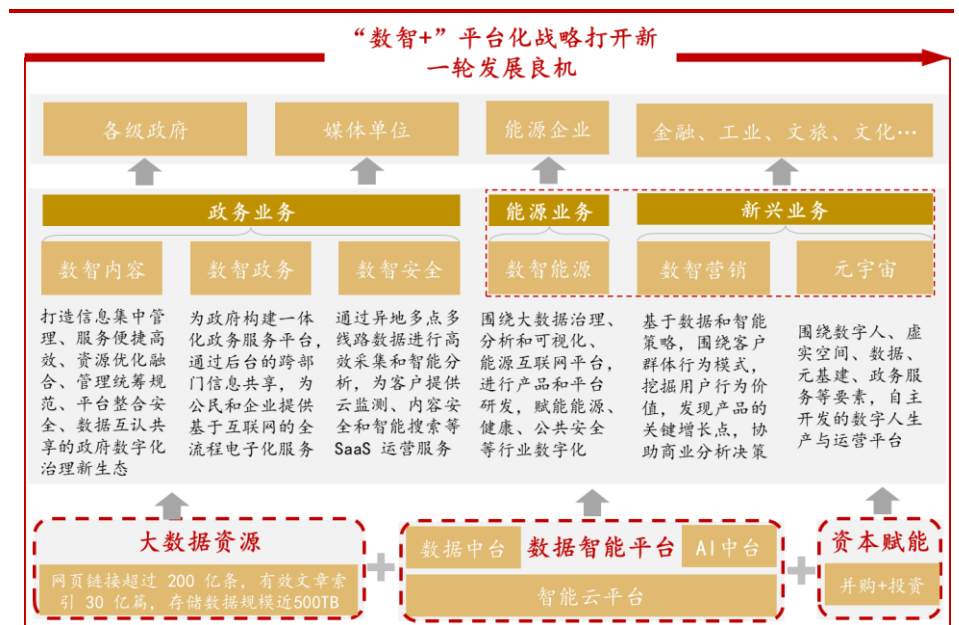
④提前布局元宇宙产业，围绕数字人、虚实空间、数据、元基建、政务服务等要素，自主开发了数字人生产与运营平台，并以此为基础，辐射文旅、金融、文化、艺术、医疗、能源、城市等领域，成为元宇宙时代的重要的推动力量。

图 4 开普云数据智能平台技术不断深化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 开普云“数智+”平台化战略带来业务布局体系持续丰富



资料来源：公司公告，华西证券研究所

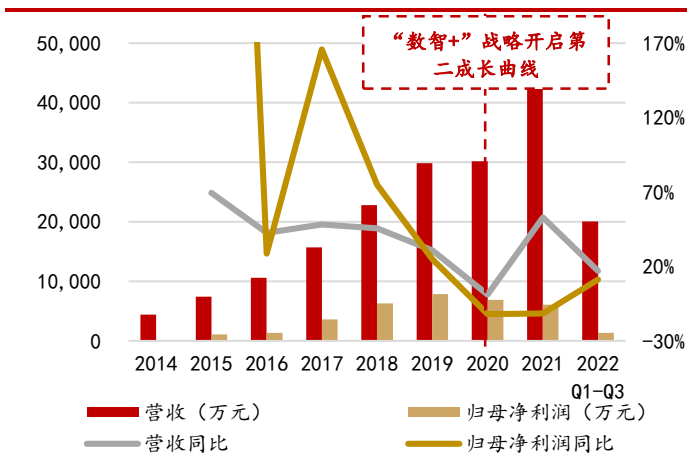
1.3.成功开启“数智+”增长曲线，2021年营收增速达52.90%

成功登陆资本市场以后，凭借充沛的在手资金和非常行之有效的内部管控，开普云成功将宝贵的超募资金用于增资和并购等投资行为，叠加高强度研发扎实推动“数智+”战略的落地，顺利开启公司的“第二增长曲线”，2021年营收和归母净利润分别增长52.90%和-11.60%，按照股权激励行权条件推测2022年仍将实现20%以上的核心指标同比增长。(1) IPO以前，开普云成功拥抱政务数字内容和大数据监测发展红利，对应实现2014-2019年间的营收和归母净利润年化复合增速分别达到46.72%和134.11%。公司成功科创板后，尽管遭遇疫情冲击，但仍然高效率完成

“数智+”平台化发展战略的升级，在 2020 年全年稳住经营基本盘的情况下，通过并购赋能的带动作用，迅速布局数智能源领域，2021 全年和 2022 年前三季度都实现较快的增长。①登陆科创板以前（对应 2019 年报以前），依托政务数字内容和大数据监测的高景气驱动，开普云整体营收由 2014 年的 4,383.58 万元增长至 2019 年的 30,123.22 万元，对应年化复合增速达 46.72%；归母净利润由 2014 年的 111.31 万元快速增长至 2019 年的 7,828.43 万元，对应年化复合增速达 134.11%。持续的高增长为开普云成功登陆科创板奠定坚实的财务基础，牢固树立其在政务数字内容和大数据监测领域的产业翘楚地位。②公司登陆科创板后（对应 2020 年至今），在新冠疫情冲击和公司“数智+”平台化战略升级引致的高研发投入等因素的共同影响下，开普云的传统政务业务仍稳住了上市公司基本盘，并通过并购+赋能的方式，成功培育出数智能源业务板块，政务板块则抓住一网通办等新一轮高增长需求，在 2020 年仅仅实现经营稳定的基础上，迅速迎来新一轮高增长——2020 年营收和归母净利润分别为 30,123.22、6,884.48 万元，对应同比增速分别为 1.06%、-12.06%；2021 年全年营收和归母净利润分别为 46,059.48、6,085.55 万元，对应同比增速分别为 52.90%、-11.60%；2022 年继续延续较高增长态势，前 3 季度营收和归母净利润分别为 20,035.53、1,354.31 万元，对应复合增速分别为 16.89%、11.05%。进一步考虑公司最新股权激励的行权条件要求，我们预计 2022 全年实现 20% 以上的同比增长是大概率事件。（2）IPO 以前，公司发展相对单一，毛利率长期稳定在 60% 左右，显示公司在政务数字内容和大数据监测领域的护城河优势不断确立并得以持续维系。IPO 以后，传统政务业务的毛利率基本保持稳定，但受制于行业差异影响，数智能源业务的毛利率相对较低进而拖累公司整体毛利率有所下滑。①2014-2019 年间的整体毛利率依次为 58.19%/64.55%/63.03%/62.87%/60.36%/ 59.06%，显著高于同期计算机行业 A 股整体上市公司的毛利率水平，显示公司围绕数字内容和大数据监测的 SAAS 服务业态相对先进，业务粘性更强。②IPO 后，公司政务板块的毛利率水平基本保持稳定——以 2020 年为例，伴随上市以后的战略升级，公司将原互联网内容服务平台为基础的政务业务板块升级为数智内容，新布局的以一网通办等为特色的业务按照数智政务板块进行披露。整体而言，这些业务的毛利率依然高于计算机行业整体水平，达到 45% 左右。原大数据服务平台和运维服务等业务按照数智安全板块进行披露，毛利率基本稳定，继续高达 70% 左右。再以 2021 年为例，受地方财政压力和竞争压制，数智内容和数智政务板块的毛利率稳中略降，继续保持在 40-45% 的较高区间，继续领先计算机行业；数智安全依然强劲，毛利率高达 69.91%，SAAS 类模式的优势进一步凸显。③上市以后，公司战略成功升级至“数智+”平台化发展路径，并购和赋能驱动下的数智能源成为公司业绩的新增长点。尽管毛利率只有 33.67%，但近 1/3 的营收贡献依然有望带来较高的利润贡献。（3）期间费用始终保持合理区间，显示公司高超、合规的管理控制能力，上市以后着重强化的研发强度尽管在一定程度上对短期业绩有所压制，但成功带动公司“数智+”战略的落地，有效支撑了公司的新一轮增长曲线。①销售费用呈现不断下降趋势，2014 年对应的销售费用率为 16.27%，2019 年上市以前的销售费用率为 10.08%，2020 年的反常上升主要系疫情之下的固定投入相对刚性与商业机会相对有限所致，2021 年销售费用率进一步下降至 8.75%，这种变动趋势显示公司在 2000 余政府客户的基本面保证下，业务拓展的投入强度不断下降。②自 2018 年以来，管理费用率基本稳定在 8-10% 的合理区间，依次为 9.98%/8.55%/8.82%/9.26%，显示公司维护正常运行所需要进行的管理资源投入强大始终保持稳定，内部管理控制水平始终合理运转。③上市以后，公司显著加强研发强度，2020-2021 年的研发费用分别为 5,449.02 万元、6,738.40 万元，对应同比增长分别为 63.05%、23.66%，显著快于同期营收增长。在高强度的研发带动下，中台技术不断成熟，数据智能平台核心竞争力显著增强，成为公司“数智+”平台化发展的关键底层支撑。（4）上市带来的充沛现金资源有效支撑了公司战略升级，同时亦显著提升了公司经营的抗风险能力，在审慎经营指导思想下，有助于公司行稳致

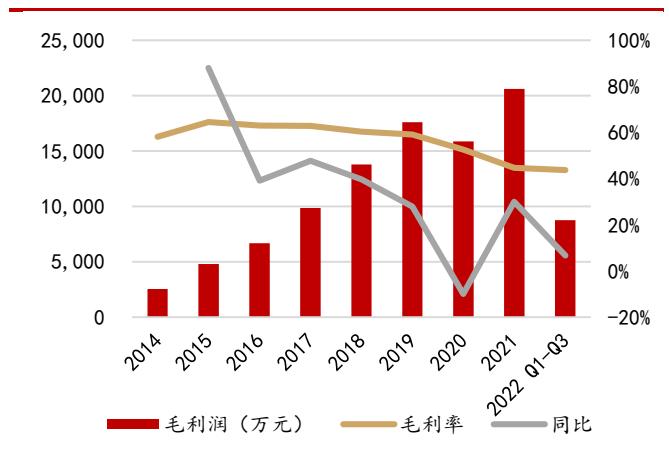
远。①公司募集资金净额共 89,730.37 万元，直接带动 2020 年底、2021 年底、2022 年 Q3 结束时的现金类资产规模分别为 93,322.58、73,639.18、76,643.51 万元（计算方式：货币资金+交易性金融资产+其他流动资产），始终保持非常充沛的水平。②大额现金投入主要流向为对天易数聚、开普瑞曦、开普数科以及产业基金和其他直接投资项目的投入，这些布局显著丰富了“数智+”战略的内涵，不断为公司开辟新的增长蓝海。(5) 收购子公司导致应收账款大幅增加，但应收账款坏账主要受客户付款周期影响，坏账概率较小。2019-2022 Q3 末的应收账款及票据余额为 0.89/0.54/2.37/2.17 亿元，应收账款及票据大幅增长主要系报告期并购子公司所致，但公司应收账款主要集中在 1 年以内，且下游客户主要为国电南瑞、数字广东等信用等级高的大客户，坏账概率较小。同时公司均与收购的子公司开普瑞曦和天易数聚签订了《盈利补偿协议》，前者要求 2025 年 3 月 31 日前收回 95%，后者要求 2024 年年底收回 90%（利润保障期最后一个年度（2023 年）的年末应收账款余额），否则以现金收购差额。(6) 商誉项目在 IPO 成功以后显著变大，最新财报显示的商誉规模达 1.75 亿元，主要系 2021 年对天易数聚和开普瑞曦的收购所引发。考虑到交易结构设计非常注重投后的持续激励，在可预见的将来发生业绩变脸的概率较小，开创了行之有效的“并购+赋能”相结合的发展路径。

图 6 公司 2014-2022 Q3 营收及归母净利润情况



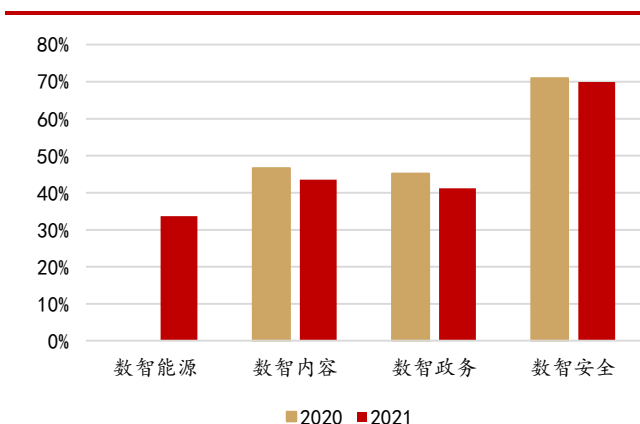
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 7 公司 2014-2022 Q3 毛利润及毛利率情况



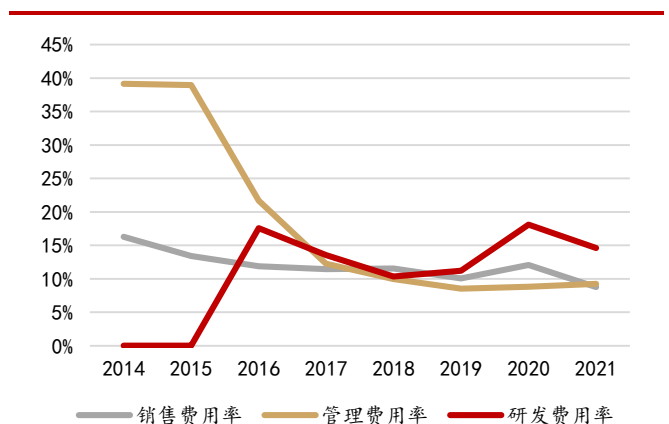
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 8 公司 2020-2021 年毛利率情况 (分业务)



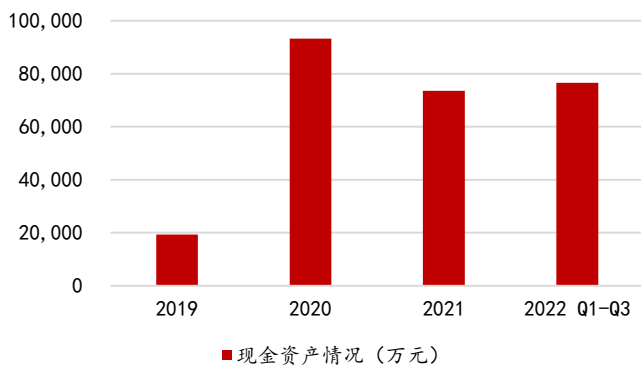
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 9 公司 2014-2021 期间费用率情况



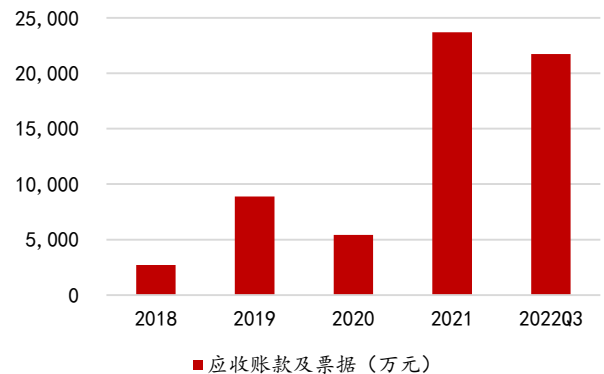
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 10 公司 2019-2022 Q3 年现金资产情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 11 公司 2018-2022 Q3 应收账款情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. “数智+”驱动，未来 3 年营收年复合增速超 26%

登陆科创板后，开普云成功走出一条“数智+”平台化发展的可行之路，经营拐点已经确立。从客户的性质看，目前可以产生较大营收及利润贡献的客户包括政府类、能源类和其他类。(1) 政府客户方面，基于其核心的数据智能平台底层技术，形成三种业态：①数智内容与 IPO 阶段的互联网内容服务平台业务相对应，侧重满足各类政府部门的网站信息的更新与维护；②数智安全业务与 IPO 阶段的大数据服务平台与运维服务等业务基本对应，主要系以 SAAS 方式向各级各类政府部门提供的大数据监测类服务；③数智政务业务则主要是在原有政务业务的基础上，由 2021 年整个内部资源组建的开普数科及并购增资的开普瑞曦等主体来承担，主要包括的业务是为政府构建一体化政务服务平台，通过后台的跨部门信息共享，为公民和企业提供基于互联网的全流程电子化服务，政务服务跨省通办、覆盖数字政府、政务服务、12345 热线和政务大数据等产品和解决方案；为顺应司法类政府业务单元的专业需求，开普云收购增资的开普瑞曦专注于数智司法业务，为便于业务分析和后续预测，我们亦整合纳入这一类别。(2) 能源类客户方面，公司通过外延扩张战略快速切入数智能源领域，并购天易数聚系从公司数智能源战略发展出发，完成数智能源布局。数智能源业务是基于大数据、人工智能等核心技术，围绕大数据治理、分析和可视化需求、能源互联网平台，进行产品和平台研发，赋能能源行业的数字化转型，为能源、健康、公共安全等行业提供数据化、智能化解决方案。(3) 其他类：为深化“数智+”战略的内涵，开普云仍在继续涉足其他领域，如基于数据智能平台的营销业务和基于元宇宙技术的业务深化等。①数智营销业务是基于数据和智能策略，围绕企业客户群体行为模式，灵活管理运营活动，帮助企业挖掘用户行为价值，发现产品的关键增长点，优化用户留存转化，提升用户价值，协助客户进行商业分析指导决策，为企业的业务增长赋能。目前，最为可喜的突破来自金融行业，开普云已经为国金证券提供基于数据智能平台的客户服务类解决方案。②开普云还积极超前布局元宇宙产业，围绕数字人、虚实空间、数据、元基建、政务服务等要素，自主开发的数字人生产与运营平台，并以此为基础，辐射文旅、金融、文化、艺术、医疗、能源、城市等领域，成为元宇宙时代的重要的推动力量。目前，公司已经与新华社、地方政府、传媒企业在基于数字人的自动语音服务等领域进行超前业务探索。

2.1. 技术厚&激励足，未来 3 年政务板块营收复合增速达 20%

2.1.1. 数智内容：未来 3 年营收年复合增速分别为 15.99%

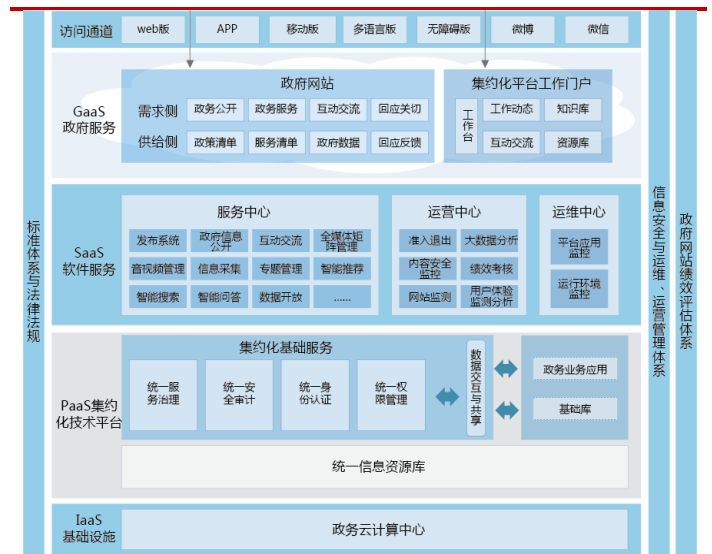
数智内容板块可以向有关政府部门等客户主体提供门户网站、数字展厅的建设服务，2019 年以前处于高增长阶段。受制于疫情冲击，2020 年和 2021 年两个财年出现一定的下滑。考虑到疫情管控政策的退出及数字经济等政策红利驱动，预计此类需求有望不断复苏。预计 2022-2024 年有望分别实现营收 12,898.82/14,883.64/17,058.68 万元，对应年化复合增速 15.99%，分别实现毛利 5,546.49/6,230.13/6,994.06 万元，对应年化复合增速 13.68%。（1）数智内容业务主要包括数字政府智慧门户、融媒体平台和数字展厅的建设服务、运营服务以及运维保障服务。该类业务基于数据智能管理平台，依托云计算、大数据、人工智能、移动互联网、AR/VR 等核心技术，助力客户打造信息集中管理、服务便捷高效、资源优化融合、管理统筹规范、平台整合安全、数据互认共享的政府数字化治理新生态。（2）政府门户网站建设市场逐渐趋于饱和，数字政府集约化建设的重心有望向内容治理倾斜。根据赛迪顾问统计，自 2017 年国务院发布政府网站建设指引和政府网站集约化试点工作方案之后，31 个省(市、区)相继开展了集约化建设工作，截至 2022 年，87%的省、市、自治区已经完成或即将完成集约化平台的建设工作。2022 年 6 月，国务院发布《关于加强数字政府建设的指导意见》，《意见》提出“加强系统集成，全面提升数字政府集约化建设水平，统筹推进技术融合、业务融合、数据融合”，我们认为信息集中管理、资源优化融合等数据融合手段作为释放集约发展潜能的重要抓手有望提速发展。（3）科创板上市后，数智内容业务单独披露。在 2019 年以前，以互联网内容服务之下的智慧门户及网上服务平台、融媒体平台两个细分项目分别披露。上市以后归为数智内容的披露口径更能反映此类业务的业态变化——公司科创板 IPO 以前的阶段，各地政府的互联网门户网站建设为核心驱动；登陆科创板以后，此类业务的核心驱动变为数据化驱动的便民、便企服务，业务发展具有更强的粘性和可持续性。（4）2019 年以前，数智内容业务始终保持高增长态势，营收由 2014 年的 2566.17 万元增长至 2019 年的 17,846.61 万元，年化复合增速为 47.39%。受疫情影响以及政府互联网门户建设市场的饱和，2020-2021 年分别实现营收 15771.46 万元和 10931.20 万元，对比同比增速分别为-11.63%和-30.69%。进入 2022 年以后，随着各地政务信息资源整合以及开发类需求的不断深化，集约化统一信息平台资源库为载体的数据内容治理需求以及媒体融合发展趋势下的内容生产及治理需求不断释放，数智内容重拾缓慢增长态势，2022 年 H1 实现营收 4,036.74 万元，同比增长 7.18%。随着疫情管控政策的退出以及可能的数字经济刺激政策，我们判断数智内容类业务将进一步向数据治理、数据场景决策等领域深入发展。考虑到开普云在该领域的领先地位，预计此类业务将延续复苏态势，假设 2022-2024 年的营收同比增长率分别为 18%、15%和 15%，对应营收依次为 12,898.82/14,833.64/17,058.68 万元，对应未来 3 年的年化复合增速为 15.99%。（4）从毛利率的角度看，2020-2021 年间，数智内容业务对应的毛利率分别为 46.67%和 43.55%，连续处于下降趋势，但考虑到后疫情时代市场环境好转，我们预计经营环境将逐渐稳定，出于审慎考虑，假设 2022-2024 年间对应的毛利率分别为 43%、42%和 41%。进一步预测得知 2022-2024 年间来自于数智政务业务的毛利分别为 5,546.49/6,230.13/6,994.06 万元，对应未来 3 年的年化复合增速为 13.68%。

图 12 开普云统一信息资源库



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 13 开普云集约化治理平台



资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 2 2019-2024 年公司数智内容营收及毛利预测汇总

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (万元)	17,846.61	15,771.05	10,931.20	12,898.82	14,833.64	17,058.68
同比增速		-11.63%	-30.69%	18.0%	15.0%	15.0%
毛利 (万元)	9,282.12	7,360.72	4,760.21	5,546.49	6,230.13	6,994.06
同比增速		-20.70%	-35.33%	16.52%	12.33%	12.26%
毛利率	52.01%	46.67%	43.55%	43.0%	42.0%	41.0%

资料来源：Wind、华西证券研究所

2.1.2. 数智安全：SAAS 服务属性显著，未来 3 年年化营收增长 19.50%

数智安全板块以 SAAS 服务方式向政府类客户提供云监测、内容安全和智能搜索服务。考虑到客户需求的持续性和不断丰富以及公司在知识产权管理等垂直行业的深耕，预计这一板块未来有望延续稳健增长态势，2022-2024 年营收年化复合增速 19.50%，毛利贡献年化复合增速达 19.55%。(1) 数智安全业务通过异地多点多线路对数据智能平台数据进行高效采集和智能分析，为客户提供云监测、内容安全和智能搜索等 SaaS 运营服务。具体业务表现形式包括：政府网站内容监测、政务新媒体监测、云搜索、用户行为分析等。开普云在政府网站监测服务市场占有率排名第一，显示非常强大的市场地位，主要体现在：第一，公司提供的政务大数据连续多年被中央网信办、国家信息中心、清华大学、北京大学的多份全国性行业统计报告引用，为产业研究、行业发展和政策制定提供有力的数据支撑。第二，数智安全业务具有较强的客户黏性，为数智安全业务的增长提供了有利保障。近年以来，公司持续为近 2,000 家政府客户提供网站和新媒体的网络信息内容生态治理保障服务，营造清朗的网络空间，建立良好的网络生态，弘扬正能量，维护国家安全和公共利益。(2) 上市以前，开普云用大数据服务平台业务板块来反映其完成的各级各类政府部门的舆情监测和政务数据安全问题，这类业务在 2020 年的年报以后通过数智安全业务板块来详细列示。(3) 数智安全业务未来仍有望保持可持续稳健增长态势，主要原因在于：第一，客户需求的持续性强，在政务数据安全要求趋升且公司服务质量满足其需要的

条件下更换供应商的概率较小：目前，开普云持续为近 2,000 家政府客户提供网站和新媒体的网络信息内容生态治理保障服务，营造清朗的网络空间，建立良好的网络生态，弘扬正能量，维护国家安全和公共利益；2022 年 10 月，国务院印发《全国一体化政务大数据体系建设指南》，《指南》指出“政务数据安全保障能力亟需强化”，在“安全保障一体化”中提出“提升平台技术防护能力”“强化数据安全运行管理”的工作要求，内容安全作为“安全保障一体化”中不可或缺的组成部分，需求有望强化。第二，高研发支撑数智安全产品不断升级，监测范围持续拓宽：通过统计 2021 年和 2022 上半年的在研项目及其投入情况，我们发现 2021-2022 年上半年公司在数智安全领域投入为 4,013.74 亿元，占总投入比为 36.5%（仅考虑在研项目情况）。具体来看，公司一方面对云监测、内容安全、云搜索等服务进行了全面升级，大幅度提升了监测、搜索的覆盖度、准确率和及时性，并将监测范围扩展至互联网主流媒体、新媒体。另一方面，公司积极研发深度学习算法，提升大规模文本的智能分析水平，并将分析扩展至图片等内容领域。第三，基于核心技术优势，开普云在专利检索及知识产权保护方面的布局不断加深，未来有望在专利保护和知识产权管理等垂直行业领域实现更多的数智安全业务：公司牵头申报的项目《基于大数据智能的多层次知识检索关键技术研究及应用》成功获得 2020—2021 年度广东省重点领域研发计划“新一代人工智能”重大专项立项和政府研发经费支持。该项目以大数据智能为研究方向，针对知识产权领域的多层次知识检索进行关键技术研发并实施推广。通过本课题，开普云有望在专利分类、专利检索以及专利知识库构建方面实现核心技术突破，在专利文献分类准确率、实用新型专利检索查全率以及发明专利国外检索准确率方面有显著提升，在专利技术标准、项目落地、专利申请、文献发表等方面取得显著成果。第四，基于上市公司平台，以无形资产和现金方式增资北京知呱呱科技服务有限公司，进一步强化公司在知识产权管理领域的生态布局，为数智安全业务的拓展进一步夯实基础。

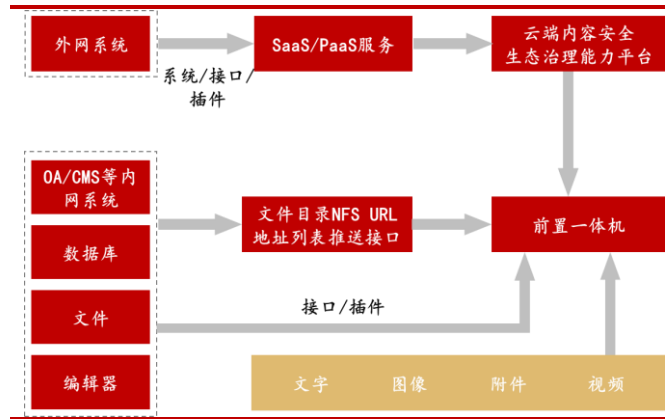
(4) 2020 年数智安全业务实现营收 7784.51 万元，同比增长 23.13%，2021 年实现营收 8897.25 万元，同比增长 14.29%，2022 年 H1 实现营收 4658.37 万元，同比增长 14.24%，显示出非常强大的逆周期增长能力，凸显 SAAS 类业务的持续性优势。我们认为，伴随公司核心技术不断深耕，各级各类政府继续稳定采购其数据安全类业务的积极性将得到维系，年服务单价有望随着需求的不断深化而有所提高，此外，知识产权管理等垂直行业的需求释放有望带来新的业务增量。综合考虑上述因素以及疫情管控放开以后的潜在政策拉动效应，我们假设 2022-2024 年的同比增速分别为 20.0%、19.5%和 19.0%，对应 2022-2024 年的营收预期分别为 10,676.70/12,758.66/15,182.80 万元，未来 3 年复合增速达 19.50%。(5) SAAS 类服务的最大优势在于较高的可持续毛利率水平——2020 年尽管毛利率出现一定下滑，但依然高达 70.91%，显著高于计算机行业平均水平；2021 年继续录得 69.91%的高毛利率水平，显示开普云在数智安全领域的高溢价能力。我们预计这种毛利率有望得到维持，假设 2022-2024 年的毛利率维持在 70%水平，对应 2022-2024 年的整体毛利贡献依次为 7,473.69/ 8,931.06/10,627.96 万元，未来 3 年复合增速达 19.55%。

图 14 开普云政府网站和政务新媒体一体化监管平台



资料来源：开普云公众号，华西证券研究所

图 15 开普云全方位内容安全审查平台



资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 3 2019-2024 年公司数智安全营收及毛利预测汇总

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (万元)	6,322.19	7,784.51	8,897.25	10,676.70	12,758.66	15,182.80
同比增速		23.13%	14.29%	20.0%	19.5%	19.0%
毛利 (万元)	4,924.58	5,520.25	6,219.90	7,473.69	8,931.06	10,627.96
同比增速		12.10%	12.67%	20.16%	19.50%	19.00%
毛利率	77.89%	70.91%	69.91%	70.0%	70.0%	70.0%

资料来源：Wind、华西证券研究所

2.1.3. 数智政务：需求提振显著&团队利益捆绑，未来 3 年增长超 25%

数智政务板块主要向各级政府部门提供政务服务平台、政务元宇宙平台的建设和运营，并在市场监管和公检法等垂直领域培育“平台+持续服务”的商业形态。开普云通过组建控股子公司开普数科并收购增资开普瑞曦完成数智政务业务主体的构建，推出大比例股权激励实现实质性团队利益捆绑。在疫情管控政策退出后的需求提振刺激下，预计 2022-2024 年有望实现 25% 以上的营收及毛利贡献的年化增长率。

(1) 数智政务业务主要基于人工智能、大数据、云计算、元宇宙等技术的应用，为客户提供政务服务平台、政务元宇宙服务平台的建设和运营服务，推动新型智慧城市的数字化转型。近年来，开普云立足经济发达区域市场，不断探索数智政务的业态，取得较好成效，案例包括：①2020 年，与数字广东网络建设有限公司合作开发“粤商通”等涉企政务服务平台，共同打造优质的数字政府解决方案，深化了公司在市场监管领域的布局，为公司探索由政府到企业端的综合场景服务运营开辟新空间。②大刀阔斧组建数智政府主要业务单元，以开普数科为主要载体来承载相关的业务——2021 年间，开普数科和数字广东一起完成中山市“一照通行”服务平台项目的建设。开普数科在“一网统管”、“一网通办”、“一网协同”等业务方面建立了稳定的智慧政务生态圈。③通过增资并购方式强化了数智司法力量——控股子公司开普瑞曦运用互联网、大数据、人工智能等技术手段，以数智科技赋能法治政府建设工作，全力推进中央政法委以及“公检法司安”等各级机关的“智慧司法”建设，主要产品覆盖互联网检务服务、互联网律师阅卷、互联网视频应用、检务集约化服务等，助力司法机关实现政府治理信息化与法治化深度融合，健全法治政府建设科技保障体系，为全面建设数字法治政府、提升法治政府建设数字化水平、实现法治中国的目标贡献科技力量。2021 年间，公司中标最高人民检察院的上线律师互联网阅卷系统，还在内

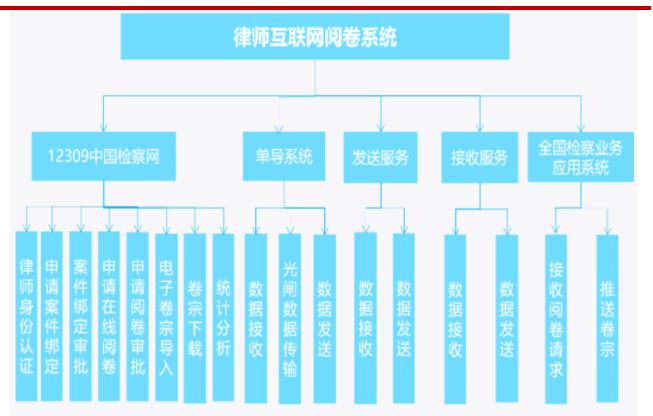
内蒙古自治区人民检察院、黑龙江省人民检察院、湖南省人民检察院、成都市人民检察院等法治政府建设项目，助力开普云深耕检务行业。(2) 登陆科创板后，开普云不断通过增资收购、组建控股子公司等方式完善了数智政务板块，业务发展取得显著成效：2020 年实现来自数智政务的营收为 6,567.65 万元，同比增长 16.51%；2021 年实现营收 10,419.13 万元，同比增长达 58.64%；2022 年 H1 实现营收达 1,131.53 万元，同比增长 23.73%。数智政务业务能够如此快速的增长，主要原因在于：①立足广东等发达省市，组建控股子公司开普数科，并与当地数字政府的建设运营部门开展深度的合作开发，实现了与甲方的深度捆绑，显著增加了客户粘性。②对控股子公司开普数科、开普瑞曦的管理机制设计科学合理，能够最大限度调动子公司核心团队的积极性，从内在机制上解决了发展动力问题。③2022 年，《国务院关于加强数字政府建设的指导意见》、《全国一体化政务大数据体系建设指南》等政策相继发布，通过信息化、数据化、人工智能等新一代技术来优化政府服务、提升政府服务效率是新一轮数字政府建设的主要驱动力，细分产业增长较快。(3) 按照公司出台的对开普数科进行股权激励的安排，考虑到数智政府良好的产业发展态势，考虑到司法、市场监管等垂直行业的旺盛需求，以及 2022 年疫情冲击的现实约束下，我们预计来自数智政务业务的营收有望小幅增长；随着疫情政策优化，各地政务信息化支持力度不断加大，2023 和 2024 年有望重拾高增长。假设 2022-2024 年来自数智政务业务的营收同比增长率分别为 10%/35%/35%，预测 2022-2024 年来自于数智政务业务的营收分别为 11,461.04/15,472.41/20,887.75 万元，对应未来 3 年的年复合增速为 26.09%。(4) 数智政务业务的毛利率保持在 40-45%的合理区间：2020 年对应的毛利率为 45.20%，2021 年对应的毛利率为 41.24%，预计这一毛利率水平有望得到延续。假设 2022-2022 年数智政务业务的毛利率分别为 44%、44.50%和 45%，微幅增长的毛利率预示公司在这一领域的竞争优势不断巩固。预计 2022-2024 年间来自于数智政务业务的毛利贡献分别为 5,042.82/6,885.22/9,339.49 万元，对应年复合增速达 29.82%。

图 16 开普云数智政务——“一照通行”示意图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 17 开普云数智检务——律师互联网阅卷系统



资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 4 2019-2024 年公司数智政务营收及毛利预测汇总

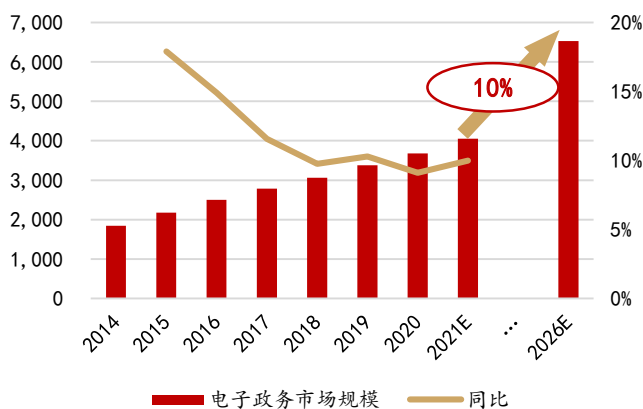
项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (万元)	5,636.98	6,567.65	10,419.13	11,461.04	15,472.41	20,887.75
同比增速		16.51%	58.64%	10.00%	35.00%	35.00%
毛利 (万元)	3,397.64	2,968.58	4,296.41	5,042.86	6,885.22	9,399.49
同比增速		-12.63%	44.73%	17.37%	36.53%	36.52%
毛利率	60.27%	45.20%	41.24%	44.0%	44.5%	45.0%

资料来源：Wind、华西证券研究所

2.1.4. 政务汇总：平台和持续服务需求强劲，未来3年年化增速超过20%

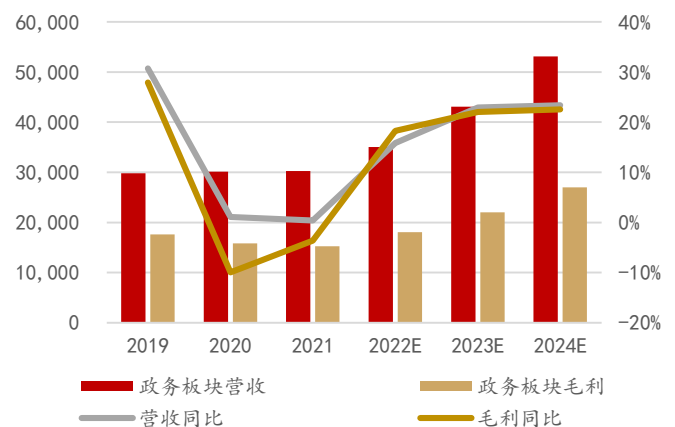
以数据平台、SAAS 服务为主要形式的业务业态需求强劲，叠加资本赋能和多层次股权激励，政务板块 2022-2024 年有望实现 20% 以上的营收及毛利贡献的年化增长率。(1) 展望未来，开普云有望在数智内容、数智安全、数智政务三类政务业务的基础上，通过元宇宙、人工智能等新技术开拓新的政务应用场景，如：公司为四川、江苏、广东等多地的各级政策实施了数字人政策解读服务，尽管目前营收增长规模有限，但一旦需求端出现爆发，开普云将积极抓住市场机会。此外，政务板块业务的深化，有望成为开普云进一步深化“数智+”平台化发展战略的入口，为公司在金融、实体制造业领域开展客户服务、获客以及平台建设提供技术和客户基础。但为审慎起见，我们未将这些增量业务纳入预测范畴。(2) 汇总数智内容、数智安全、数智政务三类业务的预测数据，预计 2022-2024 年来自于政务板块的整体营收分别为 35,036.56/43,064.70/53,129.24 万元，对应 3 年年化复合增速为 20.66%；2022-2024 年来自于政务板块的整体毛利贡献分别为 18,063.04/22,046.41/27,021.51 万元，对应 3 年年化复合增速为 20.94%。(3) 开普云之所以能够取得政务信息化整体市场两倍左右的增速，主要原因在于：①开普云的政务业态以数据平台、SAAS 服务为主要形式，能够满足政务业务数据化以及场景化的需要，因而可以取得更快的发展速度；②登陆科创板以后，开普云的资本实力显著增强，品牌影响力显著提升，与省级数字政府建设运营单元的合作深度不断强化，这夯实了公司的内在发展动力，使得公司产品和技术优势能够被激发。③开普云尤其注重多层次的股权激励，最大限度激发了政务业务单元的的积极性，使得商机能够转化为公司的营收和业绩贡献。

图 18 中国电子政务市场规模 (亿元)



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 19 开普云政务板块营收及毛利情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 5 2019-2024 年公司政务板块营收及毛利汇总情况

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (万元)	29,805.78	30,123.21	30,247.58	35,036.56	43,064.70	53,129.24
同比增速	30.71%	1.06%	0.41%	15.83%	22.91%	23.37%
毛利 (万元)	17,604.34	15,849.55	15,276.52	18,063.04	22,046.41	27,021.51
同比增速	27.89%	-9.97%	-3.62%	18.24%	22.05%	22.57%
毛利率	59.06%	52.62%	50.50%	51.55%	51.19%	50.86%

资料来源：Wind、华西证券研究所

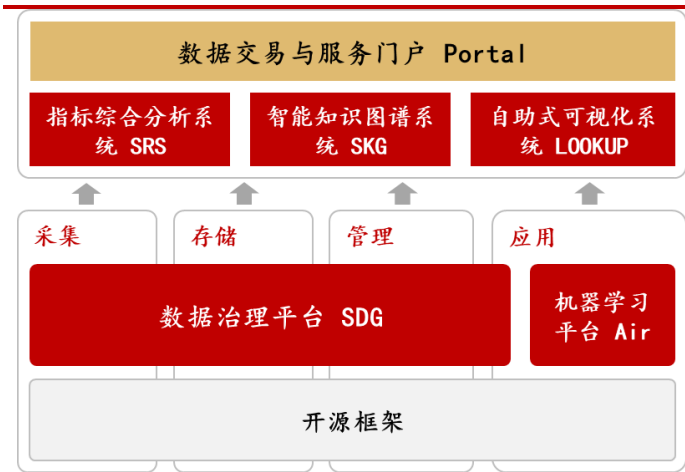
2.2. 高景气&强激励下，未来3年数智能源营收复合增长28%+

2.2.1. 收购&增资天易数聚，迅速布局“数智+能源”板块

能源行业的信息化、数据化及人工智能化是双碳目标得以实现的重要技术保障。为拥抱双碳背景下的能源信息化高景气机会，贯彻落实公司的“数智+”平台化战略，开普云充分借助资本平台迅速实现了在能源信息化领域的核心技术整合、国家级客户的突围以及有竞争力的产品解决方案。(1) 数智能源业务契合了国家双碳发展的任务要求，能够基于大数据、人工智能等技术，通过数据智能平台，快速实现多数据源整合，进而实现数据资产管理、海量数据分析、数据可视化，助力能源电力全产业链客户在软件开发、数字孪生、数据处理及存储及信息安全等多个方面的IT需求的实现及满足。为贯彻公司的“数智+”平台化发展战略，开普云于2021年完成对天易数聚的收购增资，累计获得天易数聚57.159%的股权，天易数聚成为开普云的控股子公司。(2) 公司在收购增资天易数聚以后，积极促进核心技术的底层迁移，目前已经形成在数智能源领域的核心中台，有效支撑了能源板块的发展壮大。具体而言，该核心中台集成了数据治理平台SDG、自助式可视化系统LOOKUP、指标综合分析SRS、智能知识图谱系统SKG、机器学习平台AIR，可快速实现多数据源整合，实现数据资产管控、海量数据分析、数据可视化等。具体而言：① 数据治理平台SDG：基于多源异构的大数据采集工具，借助流程化的大数据清洗工具，构建数据资产目录，形成数据血缘关系，实现大数据汇集管理的资产化；应用场景包括：数据治理（数据管理、元数据管理、数据质量分析、数据血缘分析）、数据资产维护与管理。② 机器学习平台AIR：提供向导式训练平台，内置丰富模型算法；分布式可伸缩架构，支持GPU、CPU异构加速；模型采用容器化弹性发布，可降低微服务的测试、部署、运维成本；应用场景包括：原有模型发布和新模型构建。③ 指标综合分析SRS：包括指标数据准备、指标模型管理、指标分析、指标场景建设等功能，实现业务关键环节、主要过程指标化，构建运营监测体系，企业运营监测的抓手；应用场景：企业运营指标监测。④ 智能知识图谱系统SKG：深度挖掘大数据关联关系，通过数据融合、自然语言分析、智能检索、多维展示和交互分析，建设行业专属的知识图谱，结合机器学习技术和业务专家经验打造行业知识大脑，有力支撑情报研判分析、人事动态追踪等行业应用；应用场景：电力知识图谱。⑤ 自助式可视化系统LOOKUP：集大数据分析和可视化为一体，为用户提供面向业务问题的大数据分析服务和可视化解决方案；应用领域：数据可视化场景设计。(3) 数智能源已经形成分布式新能源智能运营解决方案、基于数字孪生的电力设备预测运检、无人机线路巡检解决方案三大解决方案，涵盖分布式新能源场站资产管理、电力设备运检、输电线路巡检等。① 分布式新能源智能运营解决方案主要面向分布式新能源场站（光伏、风力发电、储能电站），通过广泛接入新能源场站的各类边缘端、EMS/SCADA/AGC/AVC数据及动环视频监控数据，通过大数据技术，对数据进行存储、分析和资产化管理；围绕收益优化、健康评估和调度控制进行分析建模；面向新能源场站日常工作，建设监控预警、运维检修和运营调度三大管理平台，优化新能源场站日常业务流程。② 基于数字孪生的电力设备预测运检可实现电力设备的状态预测和智能运检，可提供孪生场景开发工具、可视化工具、服务门户和应用接口，打造数字孪生服务中心；构建电力设备预测运检应用，实现变电站/换流站数字化全景监控、智能决策、设备状态管理、设备检测评价以及培训演练等。③ 无人机线路巡检解决方案，整合各类孪生数据和设备监测数据，利用激光建模、三维建模等技术，实现数字孪生数据中心的数据融合、数据建模；提供孪生场景开发工具、可视化工具、服务门户和应用接口。依托数字孪生平台三中心，构建电力设备预测运检应用，实现变电站/换流站数字化全景监控、智能决策、设备状态管理、设备检测评价以及实施作业培训演练等业务开展。(4) 开普云与控股子公司天易数聚有机协同，在数智能源领域形成较高壁垒，为拥抱“双碳”需求释放带

来的能源信息化市场机会奠定坚实的基础。具体包括：第一，天易数聚成功入围国家电网信通产业集团、南瑞集团服务框架，核心国家级客户的获得，为开普云实现能源板块的腾飞提供基本的前提保障；第二，天易数聚先后各类认证，在招标资质上较为过硬——天易数聚先后通过了 ISO9001、ISO20000、ISO27001 等体系认证；此外，天易数聚还于 2019 年通过了 AAA 企业资信等级认证、CMMI3 级评估并成功申请多项电力大数据领域软著及专利；天易数聚在 2020 年荣获工信部及赛迪网颁发的“能源互联网大数据最具影响力企业”奖项；第三，基于天易数聚自研产品，围绕能源领域，参与了国家电网数字化智慧审计、基于边缘计算的设备缺陷识别、以及国能集团生产运营协同调度系统等多个代表性项目。

图 20 开普云数智能源中台系列产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 21 开普云数智能源解决方案概览

分布式新能源智能运营解决方案	基于数字孪生的电力设备预测运维	无人机线路巡检解决方案
<ul style="list-style-type: none"> 面向分布式新能源场站（光伏、风电、储能电站）一体化运营解决方案 广泛接入新能源场站各类边缘端、EMS/SCADA/AGC/AVC 数据及监控数据，对数据进行存储、分析和资产化管理 围绕收益优化、健康评估和调度控制进行分析建模 建设监控预警、运维检修和运营调度三大管理平台 	<ul style="list-style-type: none"> 依托数字孪生和人工智能技术，实现电力设备的状态预测和智能运维 提供孪生场景开发工具、可视化工具、服务门户和应用接口，打造数字孪生服务中心 构建电力设备预测运维应用，实现变电站/换流站数字化全景监控、智能决策、设备状态管理、设备检测评价以及培训演练等 	<ul style="list-style-type: none"> 基于数字孪生与实时目标检测的无人机线路实时巡检解决方案 依托无人机平台，基于边缘计算的离线推理或基于图传实时推理，让无人机巡检可以实时发现故障 构建巡检线路孪生体，在孪生环境中进行多次任务模拟，找出最优巡检方案

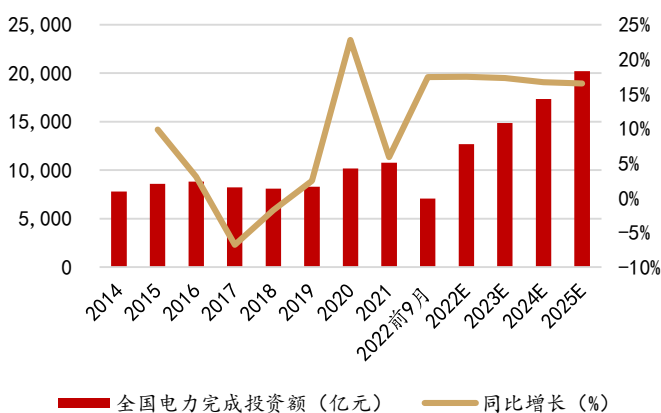
资料来源：公司官网，华西证券研究所

2.2.2. 能源数字化市场井喷，数智能源领域行业复合增速有望超 25%

后疫情时代的新基建刺激与双碳目标共振，电力投资额显著加速，我们预计 2022-2025 年我国电力投资额年化复合增速有望达到 17% 左右。在这种背景下，以数字化、智能化为核心驱动的能源互联网市场加速井喷，我们判断行业增速有望达到 25% 左右。在虚拟电厂、智能巡检、电力互联网平台、中台、资产管理等数智能源领域布局的企业将显著获益。（1）双碳、城市化以及疫情后时代的经济刺激政策都将显著提升我国电力能源的整体消耗量，带动电网投资规模不断扩大，预计未来 3 年仍有望保持 17% 左右增速。①根据亿欧智库，2014-2019 年间，我国电力投资额由 7805 亿元上升到 8295 亿元，年化增速仅为 1.23%，电力投资严重滞后这一时期的 GDP 增速，电力基础设施投资的加大将对经济发展提供更大的支撑。②双碳目标提出后，我国显著加快电力投资规模，在遭遇疫情冲击的情况下，根据中电联数据，2020 年完成电力投资额 10,189 亿元，同比增长 22.80%；2021 年继续同比增长 5.90%，电力投资规模达到 10,786。2022 年前 9 个月，发电企业完成投资额 3926 亿元，同比增长 25.1%；电网工程完成投资 3154 亿元，同比增长 9.1%；折合前 9 月累计完成电力投资额 7080 亿元，同比增长 17.43%。③我们认为，在疫情防控放松的大背景下，新基建的着力点有望聚焦对长期经济发展至关重要的能源电力领域，2022-2025 年有望延续年化 17% 左右的增长态势，电力投资额的稳步增加，为开普云布局数智能源市场提供较为宽松的外部环境。（2）能源互联网投资增速有望显著快于电力投资额增速，预计这一市场在 2025 年以前保持 25% 以上增速的概率较大。①能源互联网是促进能源电力行业降低碳排放、提升效率的重要技术手段。能源互联网是以智能电网为基础、特高压电网为骨干网架、清洁能源为根本的新型能源体系，

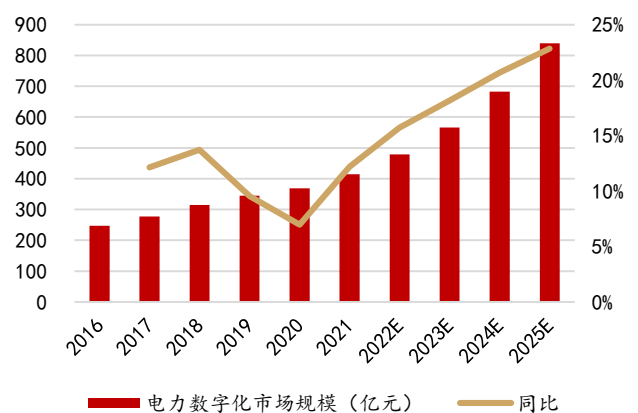
依托先进的电力电子技术、新一代信息通信技术和管理技术，推动能源转型发展，提升绿色能源应用占比并提高资源利用效率。能源互联网核心围绕智能发电、智能储能、智能电网、智能管理和服务、智能电力市场、智能用电六大板块展开；通过电力基础设施、电力通信网络、前后端平台系统软件以及智能终端应用四大体系，构造能源互联网整体系统架构。②依托能源互联网体系来促进能源电力产业链的数字化转型升级已经成为行业共识。第一，南方电网方面，在其 2019 年发布的《公司数字化转型和数字南网建设行动方案(2019 年版)》中明确提出：将聚焦电网数字化、运营数字化和能源生态数字化三个重点，将电网生产、管理、运营等能力进行有效集成并实现数字化、智慧化。第二，国家电网方面，在其 2019 年发布的《泛在电力物联网白皮书 2019》中明确提出：未来将围绕电力系统各环节，充分应用移动互联、人工智能等现代信息技术、先进通信技术，实现电力系统各个环节万物互联、人机交互，具有状态全面感知、信息高效处理、应用便捷灵活特征的智慧服务系统，打造能源互联网生态圈，适应社会形态，打造行业生态，培育新兴业态，国家电网预期在 2024 年建成泛在电力物联网。③据艾瑞咨询测算，2021 年中国电力数字化核心软件及服务市场规模为 414 亿元，2021-2025 年复合增长率为 19.3%，预计 2025 年市场规模达 839 亿元。我们判断：在电力投资额显著受益于后疫情时代新基建拉动效应带动下，未来 3 年超出艾瑞咨询预测的概率较大，我们认为这一领域在 2025 年以前的年化复合增速有望达到 25%。(3) 能源互联网增速可观，预计数字化与智能化相关的细分市场将获得更高表现。具体包括：①电力工业互联网平台：搭建能源电力工业互联网平台需围绕四大层次，分别是物理设施层次体系、通信网络层次体系、能源平台层次体系以及安全防御层次体系，依托平台接入源、网、荷实时数据，利用大数据分析建模，开展体系性的调度、管控等服务，一方面提高新能源并网率与整体用电效率，另一方面以“数字驱动”方式贯通全产业链构建能源生态圈。②能源电力中台：作为企业数字化管理转型中的重要手段，数字化中台可以有效将技术、管理和业务相融合，对企业前后台的业务和决策提供全方位支撑，促进能源电力多元化业务协同，对业务和管理全面赋能，推动企业数字化转型升级；企业中台的搭建必须在权衡价值基础上进行，从实际应用角度出发，以发挥最大能效价值为使命，赋能企业战略决策并提供长久生命动力。③能源资产管理：能源电力领域资产规模庞大、分布范围广、种类多，且在新能源与去中心化趋势发展下，设备数量仍将快速增长，而在泛在物联网和信息技术推动下，资产设备更新快、变动大，使电力资产全生命周期管理的难度和复杂度不断增长。④智能巡检：以巡检机器人、巡检无人机为载体的智能化设备快速应用，通过结合 5G、AI、卫星导航等技术，对输配电设备及线路实行智能化巡检，依托 AI 技术的精准识别和智能分析，大幅提升巡检作业的效率 and 水平。

图 22 全国电力完成投资额及增速



资料来源：亿欧智库，中国电力企业联合会，华西证券研究所

图 23 中国电力数字化市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

2.2.3. 数智能源：高景气&强激励共振，未来3年营收年化增速超28%

在能源数字化转型加速的大背景下，数智能源板块有望持续维持高景气度。开普云通过并购增资方式布局后，迅速整合形成竞争力强劲的数智能源板块，2021年当年实现15,798.12万元营收，在行业高景气延续、新基建政策刺激以及股权激励的多重作用下，预计开普云有望在数智能源领域实现持续高增长，未来3年年化的营收增长率和整体毛利增长率都有望超过28%。

(1) 开普云及控股子公司天易数聚在数智能源领域形成扎实的专业沉淀，核心能力契合能源互联网大发展背景下的数字化转型要求。具体核心技术包括：①综合能源分布式负荷预测技术——基础负荷数据包括电、热、气负荷历史数据、电价、气价以及气象条件（温度、湿度）数据，构建基于数据驱动的综合能源系统离线计算-在线预测框架，通过离线计算挖掘负荷特性，实现对电、热、气负荷的精细化建模；通过离线计算与在线预测相结合，实现综合能源系统负荷预测的精确性和时效性的统一；通过构建综合能源系统负荷预测误差模型对负荷预测结果进行修正，提高综合能源系统负荷预测精度，有利于综合能源系统安全可靠运行。②输电线路巡检技术——基于机器学习、数字孪生技术，构建整个输电线路的数字孪生模型，实现输电线路的实景三维与实体三维的无缝衔接。巡检前，在数字孪生环境中，映射设备的温度、外观、在线监测数据等信息，形成时空结构化大数据，在孪生环境中进行多次任务模拟，找出最优巡检方案，并在真实世界中，结合5G网络下达巡检任务并执行；巡检中，基于边缘计算的离线推理或基于5G网络实时在线推理，让无人机巡检可以实时发现故障，实时报警和研判；巡检后，通过通用检测模型在数字孪生环境中继续进行任务模拟，完成模型准确迭代，优化完善巡检方案。实现电网巡检与边缘计算、5G、三方设备互联作业，降低电网运维成本，提升运维效益。③大数据数据质量管控技术——固化数据管理流程及管理成果，完成数据资产的全过程线上运营管控，支持多源数据接入并可灵活扩展，一站式监控各类数据资源，及时发现异动并实时告警，解决各专业不能集约治理的瓶颈；能够准确定位问题数据，做到动态可溯源，并自动调度，执行问题消缺处理。④海量大数据处理技术——采用分布式架构，做到线性且实时横向扩展，使得数据量和计算性能不再是系统瓶颈，能够最大限度地汇总和利用数据。⑤探索式实现数据分析技术——预置多种多维数据模型和机器学习算法，如广义线性建模（线性回归，逻辑回归等），朴素贝叶斯，主成分分析，k均值聚类和word2vec。同时还提供分布式随机森林，梯度提升和深度学习等高级算法。另外，通过堆栈集成方法，可实现使用堆栈过程找到预测算法集合的最佳组合。全面支持Echarts、D3等图形化框架，快速适应复杂业务环境。

(2) 通过收购天易数聚，迅速实现数智能源板块的布局，2021年实现来自数智能源业务的营收为15,798.12万元，预计2022-2024年有望实现较快增长，对应未来3年的年化复合增速达28.66%。主要基于：①能源数字化处于快速爆发阶段，公司核心能力与产业发展匹配度较高；②公司形成优势客户群——至2021年底，天易数聚已服务国家电网、国能集团、国电南瑞、国网信通等全国核心客户，承接了北京电力、吉林电力、河北电力、辽宁电力、浙江电力、蒙东电力等多地区的能源、健康和公共安全大数据业务。③收购增资方式的选择较为科学合理，核心团队依然持有高达18%左右的控股子公司股权，在双碳红利的大背景下，不仅能够调动核心团队持续贡献业绩，抢抓市场机会，在对赌期结束以后，依然有强大的干劲进一步放大自身收益。基于上述理由，我们预计数智能源在2022-2024年的同比增速分别为30%、29%和27%，对应2022-2024年来自数智能源板块的营收分别为20,537.56/26,493.45/33,646.68万元，对应未来3年的年化复合增速为28.66%。

(3) 预计数智能源板块的毛利率有望保持基本稳定，考虑到2021年的毛利率为33.67%，出于审慎考虑，假设2022-2024年对应的毛利率依次为33.40%、33.30%和33.20%，预计2022-2024年来自于数智能源板块的整体毛利贡献分别为6,859.54/8,822.32/11,170.70万元，对应未来3年的年复合增速为28.06%。

表 6 2019-2024 年公司数智能源营收及毛利预测汇总

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (万元)	-	-	15,798.12	20,537.56	26,493.45	33,646.68
同比增速	-	-		30.0%	29.0%	27.0%
毛利 (万元)	-	-	5,319.47	6,859.54	8,822.32	11,170.70
同比增速	-	-		28.95%	28.61%	26.62%
毛利率	-	-	33.67%	33.40%	33.30%	33.20%

资料来源: Wind、华西证券研究所

2.3. “数智+” 战略驱动，未来 3 年整体营收年化增速 26.29%

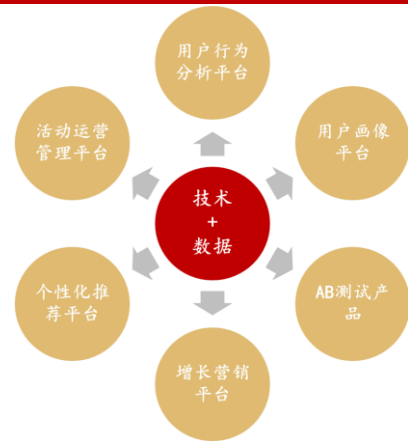
依托“数智+”平台化发展，目前已形成政务&能源双翼齐飞，数智营销、元宇宙等新兴增长点逐步形成的良好发展局面，预计 2022-2024 年整体营收及毛利年复合增速分别为 26.29%/25.98%，经营拐点已经确立。(1) 进入 2022 年，围绕“数智+”平台化发展战略，开普云进一步开拓数智营销、元宇宙等新领域，我们判断这部分业务的规模有望不断提升，由于业务量有限，考虑到公司尚未把这些业务纳入独立信息披露范畴，将此类业务纳入其他业务项目。我们预计 2022-2024 年产生的该项营收分别为 1,000/3,000/6,000 万元。①元宇宙：人类运用数字技术构建的，由现实世界映射或超越现实世界，可与现实世界交互的虚拟世界，具备新型社会体系的数字生活空间。元宇宙和数字孪生技术可以用于在数据世界里建立数字人原型，替代传统意义上需要人工亲自完成的一些常规性事务。基于强大的数据智能化平台能力，开普云在政务领域的数字人应用领域取得积极进展——在政府网站、APP 上置入数字人后，可以为受众自动进行政策的检索和如临其境的语音式解读，在广东、江苏等多地实现正式签约。我们判断：元宇宙在政务领域的应用一旦实现商业化，开普云有望通过 2000 余家优势客户资源打磨出独立的业务单元，进一步提升政务客户的价值。②数智营销：开普云以“技术+数据”双驱动，通过用户行为分析平台、增长营销平台、用户画像平台、个性化推荐平台等智能化营销工具相结合，助力企业高效获客，从流量到销量，从公域到私域，实现千人千面精准个性化营销，全面提升用户价值，实现业务增长。数智营销是开普云核心的底层能力在客户服务和营销领域的应用，目前已经在国金证券客户服务系统等领域实现商业化。③我们预计，来自于元宇宙、数智营销的业务发展有望由市场导入迅速进行高速增长期。在公司尚未将此类业务独立信息披露的情况下，我们能够获得的信息相对有限，在其他业务类型中进行预测。假设 2022 年-2024 年来自于其他业务的营收规模分别为 1,000/3,000/6,000 万元，对应的毛利率均假设为 50%，由此可以预计产生的毛利贡献分别为 500 万元、1500 万元和 3000 万元。(2) 考虑到过去 2 年疫情等因素对公司政务业务影响较大且公司成长逻辑发生改变，相比往期报告预测，我们下调 2022 年营收预测 60,546 万元至 56,574.12 万元，同时新增了 2023-2024 年营收预测 72,558.15/92,775.91 万元，对应未来 3 年的年化复合增速为 26.29%。将上述数智内容、数智安全、数智政务、数智能源和其他业务的预测汇总，可以得到开普云未来的整体营收预测——2022-2024 年整体营收预计分别为 56,574.12/72,558.15/92,775.91 万元，对应未来 3 年的年化复合增速为 26.29%；2022-2024 年整体毛利预估分别为 25,422.58/32,368.73/41,192.21 万元，对应未来 3 年的年化复合增速为 25.98%。我们注意到，上述预测可以保证公司最新一期的股权激励行权条件对营收的要求，具有一定的先进性和可行性。我们认为，在内部激励充分到位、管控约束严格到位的前提下，公司上下一心，达到我们盈利预测的概率较大。

图 24 开普云政务元宇宙相关产品应用



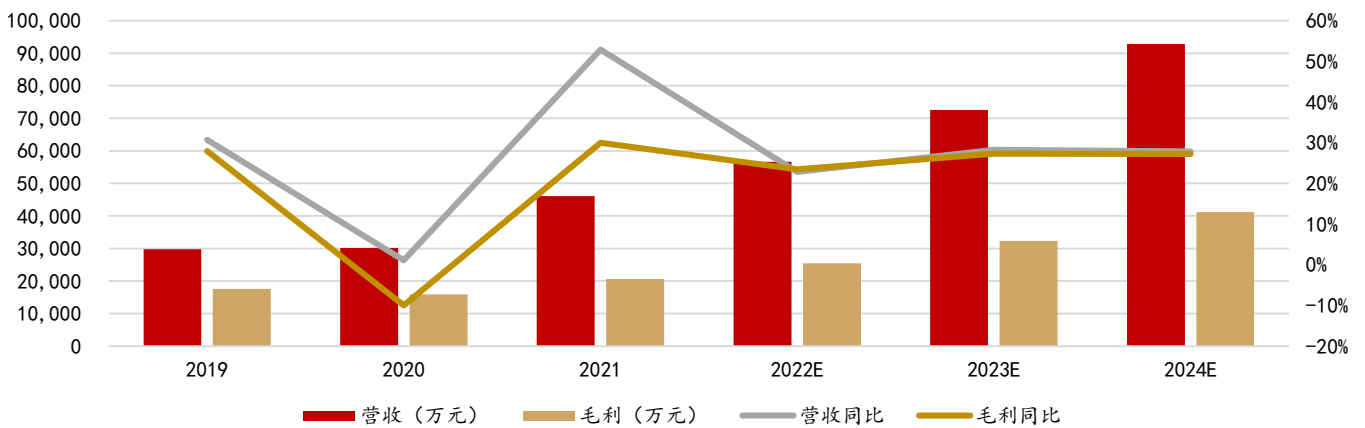
资料来源：开普云公众号，华西证券研究所

图 25 开普云数智营销产品情况



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 26 2019-2024 年公司营收及毛利预测



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 7 2019-2024 年公司营收及毛利预测汇总

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (万元)	29,806.77	30,123.22	46,059.48	56,574.12	72,558.15	92,775.91
同比增速	30.71%	1.06%	52.90%	22.83%	28.25%	27.86%
毛利 (万元)	17,605.03	15,849.55	20,600.02	25,422.58	32,368.73	41,192.21
同比增速	27.90%	-9.97%	29.97%	23.41%	27.32%	27.26%
毛利率	59.06%	52.62%	44.72%	44.94%	44.61%	44.40%

资料来源：Wind，华西证券研究所

3. “数智+”驱动价值提升，买入评级，目标股价 47.67 元

3.1. 重启持续高增长，未来 3 年归母净利润年复合增速 22.66%

“数智+”平台化发展战略正在进入持续收获期，在多层次股权激励的带动下，预计公司 2022-2024 年归母净利润和每股收益的年化增速分别为 22.66%和 22.51%。

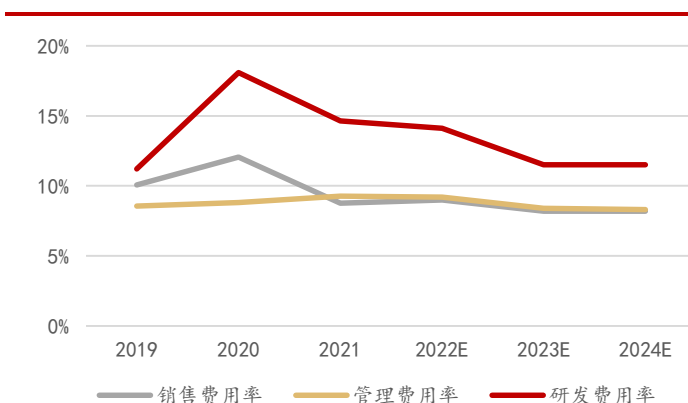
(1) 为完成归母净利润预测, 结合公司过往数据, 假设 2022 年的销售费用率为 9%, 略高于 2021 年水平, 这种假设主要基于前三季度这一数据为 18.46%, 在新冠疫情严重冲击市场开拓的情况下, 预计承压较大; 进一步假设 2023-2024 年的销售费用率保持在 8.20% 水平, 略低于 2021 年水平, 显示公司销售资源投入正在收获宝贵的规模效应, 这在疫情管控政策退出以后符合常理。(2) 考虑到管理费用的性质, 我们认为在疫情冲击的情况下, 这项费用的总量与营收实现配比并略有规模效应, 未来管理费用率加速下降或在路上, 假设 2022-2024 年的管理费用率分别为 9.2%/8.4%/8.2%。(3) 结合公司前三季度情况, 我们判断今年加大了研发投入, 即使考虑到营收增长因素, 今年的研发费用率有可能达到 14.10%, 略低于 2021 年水平; 考虑到营收规模的扩大及研发团队的高峰已经过去, 假设 2023-2024 的研发费用率维持在 11.50% 不变。(4) 我们判断财务费用仍将持续录得负值, 显示公司充沛的现金资源和审慎的资金使用, 结合后续现金流情况, 假设 2022-2024 年的财务费用呈小幅下降趋势, 分别为 -1,300.41/-1,509.80/-1,541.00 万元。(5) 在上述假设下, 我们预测 2022-2024 年归母净利润分别为 7,748.49/9,120.96/11,231.29 万元, 未来 3 年复合增速为 22.66%; 对应每股收益分别为 1.15/1.36/1.67 元, 未来 3 年每股收益的复合增长率为 22.51%。(考虑到过去 2 年疫情影响以及战略转型导致研发高增等, 我们相比往期报告的预测, 下调 2022 年归母净利润预测 1.75 亿元至 0.77 亿元, 新增 23-24 年归母净利润预测 0.91/1.12 亿元, 未来 3 年年复合增速达 22.66%; 对应下调 2022 年 EPS 预测 2.60 元至 1.15 元, 新增 23-24 年 EPS 预测 1.36/1.67 元)

表 8 开普云归母净利润预测 (万元)

	2019	2020	2021	2022Q3	2022E	2023E	2024E
营业收入	29,806.77	30,123.22	46,059.48	20,035.53	56,574.12	72,558.15	92,775.91
营业成本	12,201.74	14,273.67	25,459.46	22,783.39	31,151.53	40,189.42	51,583.71
销售费用	3,003.23	3,632.99	4,030.82	3,698.40	5,091.67	5,949.77	7,607.62
管理费用	2,547.69	2,656.25	4,266.64	3,547.51	5,204.82	6,094.88	7,700.40
研发费用	3,341.92	5,449.02	6,738.40	5,184.89	7,976.95	8,344.19	10,669.23
财务费用	-99.49	-336.23	-1,388.35	-990.45	-1,300.41	-1,509.80	-1,541.00
归母净利润	7,828.43	6,884.48	6,085.55	1,354.31	7,748.49	9,120.96	11,231.29

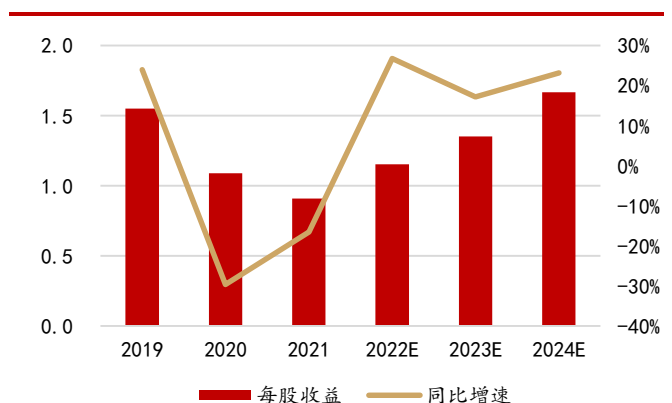
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 27 开普云期间费用变动趋势情况



资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

图 28 开普云每股收益变动趋势图



资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

3.2.未来股价上涨空间大，“买入”评级

开普云正在进入“数智+”平台化发展收获的红利阶段，内生增长动力强劲，元宇宙主题、科创板流动性增强等亦有助股价的上升，预计合理市值 32 亿元人民币，对应市盈率倍数为 41.3 倍，维持买入评级。(1)“数智+”战略升级带动开普云盈利能力显著提升，考虑其业态较为先进，相当比例的业绩贡献来自于 SAAS 类业务，可持续较强，元宇宙的布局亦早于同业，在科创板流动性显著改善的大背景下，公司市合理估值水平有一定上升空间。(2)考虑到公司控股股东持有的股权即将进入解禁阶段，在业绩高增长、战略转型取得显著成效的大背景下，我们判断未来公司有较强的股价动力。(3)综合以上因素，选取广联达、致远互联、宇信科技、安恒信息、朗新科技为可比公司，2022-2024 年平均市盈率倍数为 114.83/51.28/34.61 倍。(4)考虑到过去两年疫情等因素对于公司政务业务影响较大且成长逻辑出现改变，我们下调 2022 年营收预测 6.05 亿元至 5.66 亿元，新增 23-24 年营收预测 7.26/9.28 亿元；同时公司实施战略转型产生了大量研发费用对归母净利润亦产生一定影响，我们下调 2022 年归母净利润预测 1.75 亿元至 0.77 亿元，新增 23-24 年归母净利润预测 0.91/1.12 亿元；对应 2022 年 EPS 预测 2.60 元下调至 1.15 元，新增 2023-2024 年 EPS 预测 1.36/1.67 元，对应 2023 年 1 月 6 日收盘价 34.75 元，PE 分别为 30.1/25.6/20.8 倍。(5)在公司“数智+”平台化战略取得成效的背景下，我们重新对开普云进行估值，目标市值 32 亿元，对应 2022 年归母净利润 0.77 亿元，市盈率倍数为 41.3 倍，与可比公司相比基本相当，在上述归母净利润调整的基础上对应目标价从 84.04 下调至 47.67 元，维持公司“买入”评级。

表 9 可比公司及其估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (X)			
				2021	2022E	2023E	2024E
002410.SZ	广联达	752.54	63.17	113.85	76.88	57.13	44.50
688369.SH	致远互联	56.41	73.01	43.80	36.21	26.78	20.05
300674.SZ	宇信科技	103.11	14.50	26.05			
688023.SH	安恒信息	165.61	210.10	1199.54	323.03	103.28	60.03
300682.SZ	朗新科技	246.77	23.26	29.14	23.19	17.93	13.85
	平均			282.48	114.83	51.28	34.61
688228.SH	开普云	23.33	34.75	38.33	30.11	25.69	20.85

资料来源：Wind，华西证券研究所，以 2023 年 1 月 6 日收盘价为基准

4. 风险提示

(1) 技术风险：主要体现在，第一，若公司不能准确研判行业和技术发展趋势，持续投入研发并布局新技术和新产品，则会给公司未来经营造成不利影响；第二，技术泄密风险：尽管公司制定了严格的保密制度，与员工签订保密协议及竞业禁止协议，并采取了申请专利及软件著作权等相关措施，以保护本公司的知识产权和技术秘密，但仍不能杜绝公司的核心技术被侵犯和泄密的风险。一旦核心技术失密，将对公司保持竞争优势造成不利影响。

(2) 公司规模扩大引致的管理风险：随着公司的业务逐步扩大，业务所属行业不断增加，公司的分子公司数量也逐步增多。对于子公司的经营管理、财务监管、内部控制及人力资源配置等方面提出了更高的要求。若管理质量下降，有可能导致各项费用项目的使用效率下降，进而拖累公司业绩表现。

(3) 市场竞争加剧的风险：尽管公司在数智政务、数智内容、数智安全以及数智能源领域都形成较强的技术实力和良好的客户口碑，但是，竞争加剧可能引致毛利率下降，侵吞公司市场份额，对公司经营业绩构成较大的压力。

(4) 商誉减值风险：公司在落实“数智+”平台化战略的过程中，充分借助了收购和增资等资本手段，尽管公司采取了非常科学有效的持续管控手段，且目前收购标的的发展态势良好，但是，一旦相关标的因各种原因引致净利润增长低于预期进而触发商誉减值，将严重侵蚀公司整体盈利。

(5) 系统性风险：宏观经济环境变动等各种外部因素亦对公司经营预期产生影响，构成公司面临的系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	461	566	726	928	净利润	85	108	127	156
YoY (%)	52.9%	22.8%	28.3%	27.9%	折旧和摊销	13	12	15	14
营业成本	255	312	402	516	营运资金变动	-103	111	-88	93
营业税金及附加	2	3	3	4	经营活动现金流	-11	216	63	273
销售费用	40	51	59	76	资本开支	-5	3	-24	-23
管理费用	43	52	61	77	投资	-9	-82	-28	-27
财务费用	-14	-13	-15	-15	投资活动现金流	5	-73	-45	-43
研发费用	67	80	83	107	股权募资	5	0	0	0
资产减值损失	-3	-3	-4	-4	债务募资	30	136	0	0
投资收益	19	6	7	7	筹资活动现金流	7	113	-8	-8
营业利润	79	103	135	166	现金净流量	2	256	10	223
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	79	103	135	166	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	-6	-5	8	10	成长能力 (%)				
净利润	85	108	127	156	营业收入增长率	52.9%	22.8%	28.3%	27.9%
归属于母公司净利润	61	77	91	112	净利润增长率	-11.6%	27.3%	17.7%	23.1%
YoY (%)	-11.6%	27.3%	17.7%	23.1%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.91	1.15	1.36	1.67	毛利率	44.7%	44.9%	44.6%	44.4%
					净利润率	13.2%	13.7%	12.6%	12.1%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	3.9%	4.2%	4.3%	4.8%
货币资金	504	760	770	993	净资产收益率 ROE	5.0%	6.1%	6.6%	7.5%
预付款项	7	8	10	13	偿债能力 (%)				
存货	76	72	134	115	流动比率	4.38	4.44	3.50	3.54
其他流动资产	529	519	690	649	速动比率	3.06	3.32	2.58	2.68
流动资产合计	1,115	1,359	1,604	1,771	现金比率	1.98	2.49	1.68	1.98
长期股权投资	25	38	45	55	资产负债率	16.6%	24.3%	28.2%	27.6%
固定资产	112	115	118	120	经营效率 (%)				
无形资产	17	21	24	28	总资产周转率	0.32	0.33	0.37	0.42
非流动资产合计	445	481	519	555	每股指标 (元)				
资产合计	1,560	1,840	2,123	2,326	每股收益	0.91	1.15	1.36	1.67
短期借款	38	38	38	38	每股净资产	18.13	19.05	20.47	22.20
应付账款及票据	98	58	132	97	每股经营现金流	-0.17	3.22	0.94	4.07
其他流动负债	119	211	288	366	每股股利	0.27	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	254	306	458	501	估值分析				
长期借款	0	136	136	136	PE	38.19	30.11	25.58	20.77
其他长期负债	5	5	5	5	PB	2.02	1.82	1.70	1.57
非流动负债合计	5	141	141	141					
负债合计	260	447	599	642					
股本	67	67	67	67					
少数股东权益	84	114	150	193					
股东权益合计	1,301	1,393	1,524	1,684					
负债和股东权益合计	1,560	1,840	2,123	2,326					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

王秀钢：中小成长及科创板首席分析师，北京大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研卖方和买方研究经验，擅长成长股的基本面梳理和投资价值判断。

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，5年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。