

山大地纬 (688579.SH) 数据要素领军，乘政策东风起航

2023年03月22日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

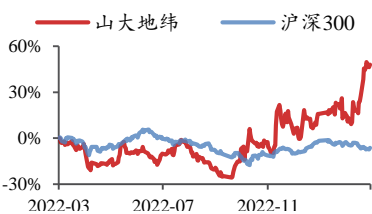
陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

日期	2023/3/21
当前股价(元)	14.39
一年最高最低(元)	14.81/7.10
总市值(亿元)	57.56
流通市值(亿元)	40.53
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	2.82
近3个月换手率(%)	168.43

股价走势图



数据来源：聚源

● 数据要素领军，给予“买入”评级

公司是国内“AI+区块链”服务商领军，智慧政务、智慧医保医疗、智能用电三大传统业务伴随疫情影响因素缓解有望迎来业绩拐点，同时公司乘数据要素建设东风成长为数据要素交付服务领军公司。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为0.62、1.40、1.82亿元，EPS分别为0.16、0.35、0.45元/股，对应当前股价PE分别为92.7、41.2、31.6倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 国家及地方政策不断出台，数据要素市场迎来发展良机

2022年12月，我国首份专门针对数据要素的基础性文件《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》发布。2023年3月7日，根据国务院关于提请审议国务院机构改革方案的议案，国家数据局组建，负责协调推进数据基础制度建设，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等。我们认为顶层设计落地和国家最高数据管理机构成立，有望助力数据要素市场发展提速。

● 区块链为破解数据确权流通难题的关键技术之一

区块链具有去中心化、防篡改、防抵赖、隐私保护、可追溯等优点，能够有效解决数据共享开放中的隐私保护难题，有望成为数字经济重要基础设施。公司区块链平台用信任传递机制代替数据集中机制，通过用户授权实现数据传输和流程驱动，从而保障用户数据在所有者允许范围内使用，并且全程留痕可追溯，能够兼顾数据的安全存储与流通，解决了数据确权、流通的难题。

● 公司为区块链产业先行者，有望成长为数据要素交付服务商龙头

公司是国内少有的能够提供涵盖基础设施、技术服务及应用运营的区块链整体解决方案服务商，区块链研究与应用水平居于国内领先水平。根据2022年中报，公司已建成山东省内8个城市链和山东省人社链、医保链、公积金链等，未来有望逐步形成覆盖全国的数据要素交易交付网络。公司积极推动基于区块链的数据运营和场景建设，普惠金融、普惠保险等应用场景加速落地，未来成长前景光明。

● 风险提示：政策落地不及预期；市场竞争加剧；公司研发和市场拓展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	495	638	467	630	823
YOY(%)	1.4	28.7	-26.7	34.8	30.7
归母净利润(百万元)	91	103	62	140	182
YOY(%)	16.7	13.0	-39.8	124.9	30.3
毛利率(%)	55.4	48.0	44.8	51.2	51.6
净利率(%)	18.4	16.2	13.3	22.2	22.1
ROE(%)	7.6	8.1	4.8	10.0	11.8
EPS(摊薄/元)	0.23	0.26	0.16	0.35	0.45
P/E(倍)	63.1	55.8	92.7	41.2	31.6
P/B(倍)	4.8	4.5	4.4	4.1	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 “AI+区块链”服务商领军	3
2、 乘数据要素东风，成长前景光明	7
2.1、 国家及地方政策不断出台，数据要素市场迎来发展良机.....	7
2.2、 区块链为破解数据确权流通难题的关键技术之一.....	9
2.3、 公司为区块链产业先行者，有望成长为数据要素交付服务商龙头	10
3、 传统业务基本盘稳固，业绩拐点可期	14
4、 盈利预测与投资建议	16
4.1、 核心假设	16
4.2、 盈利预测与估值分析	16
5、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

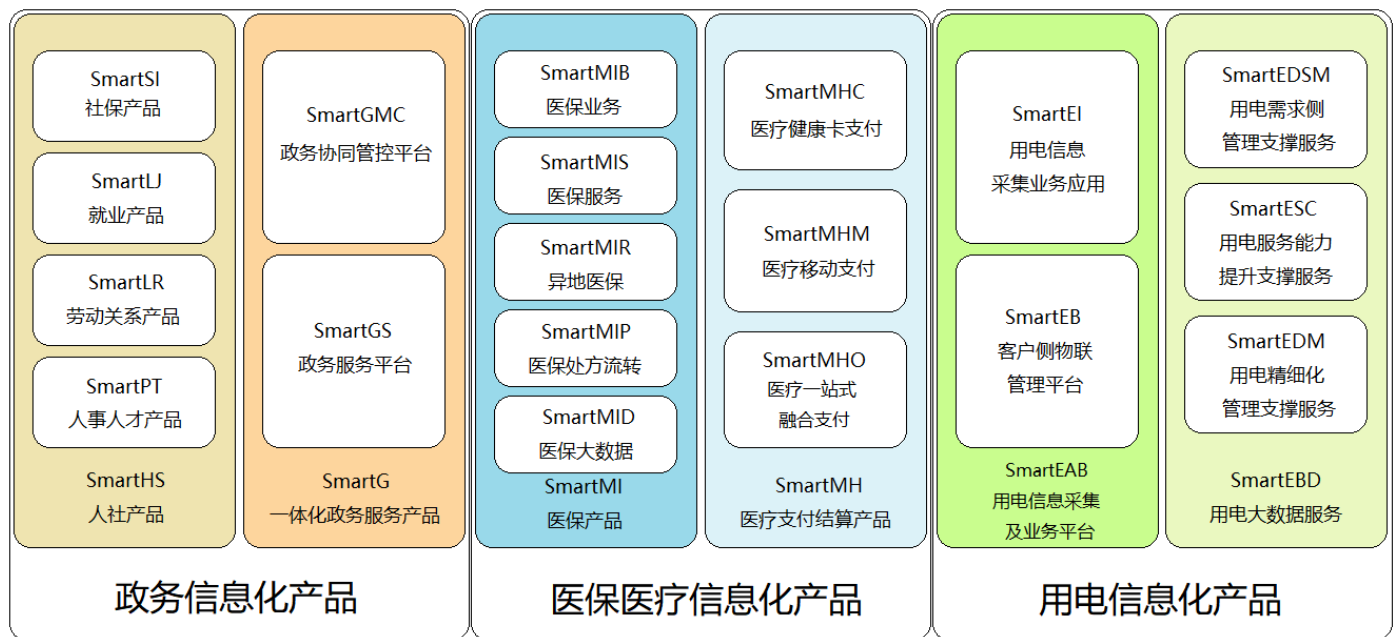
图 1： 公司政务、医保医疗、用电业务领域逐渐形成六大整体解决方案	3
图 2： 公司具备成熟完善的“1+6”区块链产品体系	4
图 3： 2018-2021 年公司收入实现平稳增长	6
图 4： 2022 年公司归母净利润短期承压	6
图 5： 2017-2021 年公司医保医疗业务快速增长（亿元）	6
图 6： 2017-2021 年公司山东省外业务不断突破（亿元）	6
图 7： 据信通院测算，2021 年中国数字经济增加值规模为 45.5 万亿元	7
图 8： 数据要素影响宏观经济增长主要通过两个途径	7
图 9： 2019 年以来数据要素对 GDP 贡献率和贡献度提升	7
图 10： 公司基于区块链技术提供全方位安全保护体系	9
图 11： 公司区块链平台能够兼顾数据的安全存储与流通	10
图 12： 2022 年 7 月公司通过可信区块链存证应用、政务应用的双项评测	11
图 13： 公司承担着电子商务交易技术国家工程实验室区块链创新应用研究中心建设和相关研究任务	11
图 14： 公司积极探索实践区块链在政务服务领域应用	12
图 15： 公司基于“泉城链”助力解决中小微企业融资难问题	13
图 16： 公司上线医保惠民保“一站式结算”服务项目	13
图 17： 公司在人社领域市场占有率稳居全国前三	14
图 18： 公司基于区块链技术首创“数字保险箱+政务服务”模式	14
图 19： 公司是国内领先的医保信息化厂商	15
图 20： 公司形成了以结算为核心的医疗信息化产品体系	15
图 21： 公司为用电信息化领域领军	16
表 1： 山东大学为公司实控人	4
表 2： 公司核心技术人员具备丰富专业背景和产业经验	5
表 3： 国家层面政策不断出台，推动数据要素基础制度逐渐完善	8
表 4： 2022 年各地加快数据立法，纷纷出台大数据相关条例	9
表 5： 公司估值低于行业可比公司均值	17

1、“AI+区块链”服务商领军

公司为国内领先的“AI+区块链”科技服务商。公司以“AI+区块链”为核心驱动力，赋能智慧政务、智慧医保医疗、智能用电三大领域，面向政府部门、医疗机构、国家电网及下属企业等客户提供行业新兴应用软件开发、技术服务及系统集成等 Smart 系列解决方案，伴随疫情影响因素缓解，公司传统业务交付验收有望提速。同时公司基于独立自主的“大纬链”技术，已在多地建设城市链及行业链，并积极探索普惠金融等领域的落地应用，积极构建数据要素交付服务业务体系，有望迎数据要素市场东风腾飞。

公司政务、医保医疗、用电业务领域逐渐形成六大整体解决方案。从产品结构来看，随着公司在政务、医保医疗、用电业务领域拓展，逐渐形成了在人力资源和社会保障、政务服务、医疗保障、医疗健康支付与结算信息服务、用电信息采集和大数据服务等六个细分领域的业务布局，并形成了包括人社、一体化政务服务平台、医保、医疗支付结算、用电信息采集及业务平台和用电大数据服务在内的六大整体解决方案。

图1：公司政务、医保医疗、用电业务领域逐渐形成六大整体解决方案



资料来源：公司招股书

公司为国内区块链技术的先行者，拥有从底层技术到上层应用生态的完全自主可控的成套产品体系。“大纬链”立足于数字经济发展中价值可信传递需求，将联盟链技术与隐私计算、云计算等技术结合，致力于构建数字社会的新型基础设施，提供城市链、区域链、行业链建设服务，支持资产的可信存储、可信交易、便捷授权，确保数据要素合法、合规、有序、安全的共享使用。

目前“大纬链”已大规模应用于政务服务、普惠金融、普惠保险、司法公证、民生服务、社会治理等多个领域，作为数字基础设施构建了全国人社区块链基础平台、9城市的山东省省会经济圈一体化区块链、8省份的黄河流域住房公积金链等国家级、省级行业链、区域链，未来有望持续落地区块链新场景。

图2：公司具备成熟完善的“1+6”区块链产品体系



资料来源：公司公众号

山东大学为公司实控人。山大资本为公司控股股东，截至2023年2月20日，直接持有公司29.58%的股份；山东大学为公司实际控制人。自然人股东中洪晓光、郑永清、张世栋、王新军、李庆忠、孙明为公司高管和核心技术人员，此外智信铭博为员工持股平台，持有公司1.69%股份，核心团队与公司深度绑定利好公司长期发展。

表1：山东大学为公司实控人

排名	股东名称	持股比例 (%)
1	山东山大资本运营有限公司	29.58%
2	国寿成达(上海)健康产业股权投资中心(有限合伙)	11.82%
3	洪晓光	3.52%
4	郑永清	3.51%
5	张世栋	3.50%
6	王新军	3.49%
7	李庆忠	3.40%
8	陈辉	2.48%
9	济南智信铭博信息咨询中心(有限合伙)	1.69%
10	孙明	1.65%
合计		64.64%

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：截至20230220

公司核心技术人员具备丰富专业背景和产业经验。公司核心技术人员均具有相关专业博士学位或高级职称，专业背景过硬，对行业前沿技术有深刻理解和掌握；且牵头或参与过重要专利、软件著作权、行业标准的起草，技术研发的实践经验丰富；并在公司创新研究、软件开发工具研究、产品和解决方案研究、技术服务等岗位担任重要职务，在公司技术研发工作中发挥着重要作用。得益于领先的人才优势，公司在区块链、人工智能等领域构筑起深厚技术壁垒。

表2：公司核心技术人员具备丰富专业背景和产业经验

姓名	职务	简介
郑永清	董事长、执行委员会主任	应用研究员，山东大学计算机科学与技术学院工学博士； 1999年3月进入公司，历任公司副总经理、总经理、副董事长、总裁等职务
李庆忠	董事、名誉董事长、首席科学家	教授，中国科学院计算技术研究所工学博士； 1992年11月进入公司，历任公司总经理，董事，副董事长、董事长等职务
史玉良	董事、总裁、执行委员会委员	教授，泰山产业领军人才，泉城特聘专家，复旦大学信息科学与工程学院理学博士； 2006年7月进入公司，历任公司智能用电所所长、电力技术中心总经理、副总裁等职务
洪晓光	董事、高级副总裁、执行委员会委员	教授，山东大学数学院理学博士； 1992年11月进入公司，历任公司副总经理，监事等职务
王新军	监事会主席	教授，山东大学计算机科学与技术学院工学博士； 1992年11月进入公司，历任公司副总经理，副董事长等职务
张世栋	监事	教授，山东大学数学院理学博士； 1993年7月进入公司，历任公司监事、总经理、技术委员会主任、董事、高级副总裁、执行委员会委员等职务
孙明	职工监事	副教授，山东大学计算机科学与技术学院工学硕士； 1995年7月进入公司，历任公司开发一部部长，劳动与社保总监，副总经理，高级副总裁等职务
肖宗水	创新研究院院长	研究员，泰山产业领军人才，泉城特聘专家，山东大学计算机科学与技术学院工学博士； 2004年5月进入公司，历任公司系统集成部部长、副总经理、高级副总裁等职务
郭斌	副总裁	高级工程师，山东大学计算机科学与技术（软件工程）专业工学学士； 2006年7月进入公司，历任公司软件研发工程师、人社软件二部部门经理、人社研发中心总经理、总裁助理等

资料来源：Wind、开源证券研究所

公司收入 2018-2021 年稳中有升，2022 年短期承压。2018-2021 年公司营业收入以超 15% 的复合增速实现平稳增长，一方面得益于公司在山东省市场的既有优势不断巩固，人社、用电等领域优势产品收入持续增长；另一方面公司加大一体化政务服务、医保医疗、用电大数据服务等产品创新和市场推广力度；同时公司业务逐步扩展至全国，传统优势产品在全国市场竞争优势不断提升。

根据公司 2022 年度业绩快报公告，公司 2022 年实现营业收入 4.67 亿元，同比下降 26.70%；实现归母净利润 6206.62 万元，同比下降 39.80%，主要系新冠疫情多次反复，对公司整体业务开展、项目执行、收入确认等带来较大的影响。伴随疫情影响因素缓解，我们认为公司商务拓展、交付验收节奏有望加快，2023 年有望迎来业绩拐点。

图3：2018-2021 年公司收入实现平稳增长

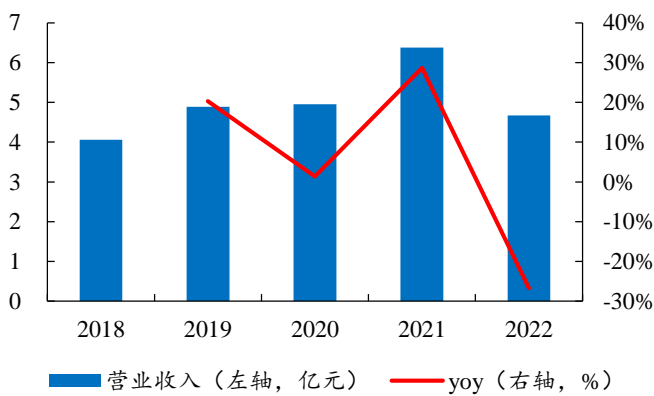
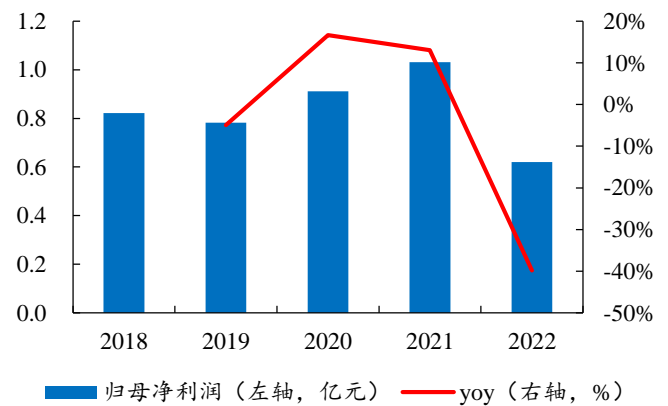


图4：2022 年公司归母净利润短期承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

山东省外业务不断突破，向全国性软件开发龙头迈进。2017 年以来，公司先后中标安徽省人社“省集中”系统总集成及职工社保系统建设项目、江苏省人力资源和社会保障一体化信息平台项目、吉林省全省医疗保险异地就医相关系统建设和升级项目、甘肃省城乡居民基本养老保险管理信息系统升级和运维项目，用电信息才行系统适用性升级改造项目实施在安徽、江苏、吉林、宁夏、甘肃等省级业务的突破。公司传统优势业务已初步实现在全国部分省份面的覆盖，2017-2021 年省外业务收入实现超 30% 快速增长。我们认为公司先发优势显著，未来全国布局更值得期待。

图5：2017-2021 年公司医保医疗业务快速增长（亿元）

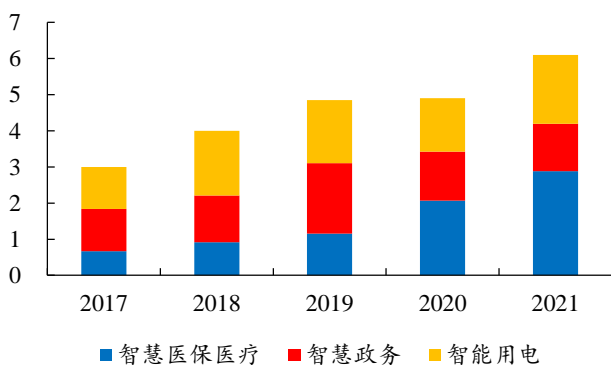
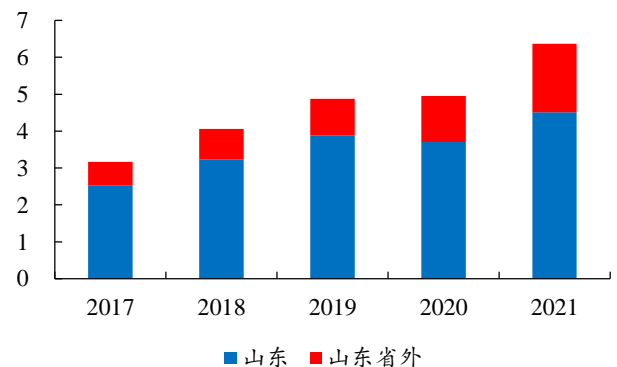


图6：2017-2021 年公司山东省外业务不断突破（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

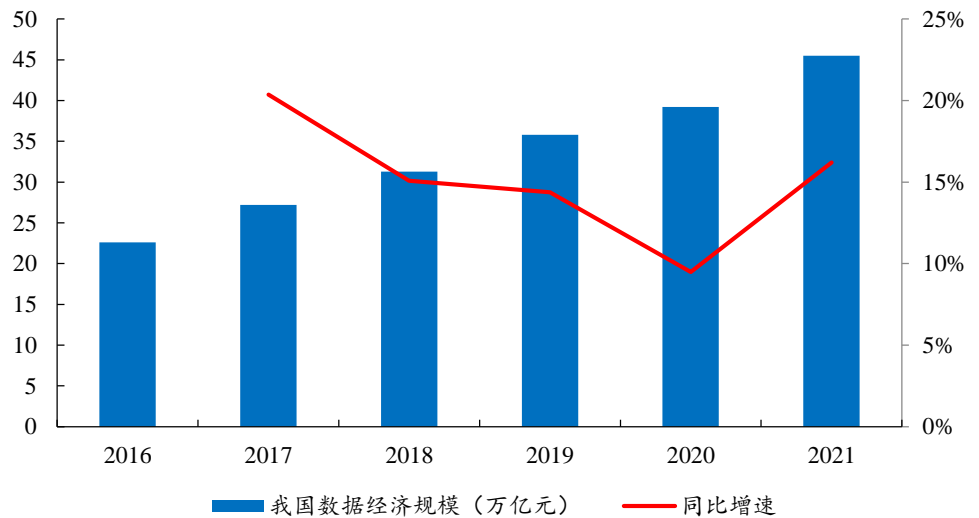
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、乘数据要素东风，成长前景光明

2.1、国家及地方政策不断出台，数据要素市场迎来发展良机

数字经济也成为驱动我国经济发展的关键力量。根据信通院发布的《中国数字经济发展白皮书（2022）》，2021年，我国数字经济规模达到45.5万亿元，较“十三五”初期扩张了1倍多，同比名义增长16.2%，高于GDP名义增速3.4个百分点，占GDP比重达到39.8%，较“十三五”初期提升了9.6个百分点。

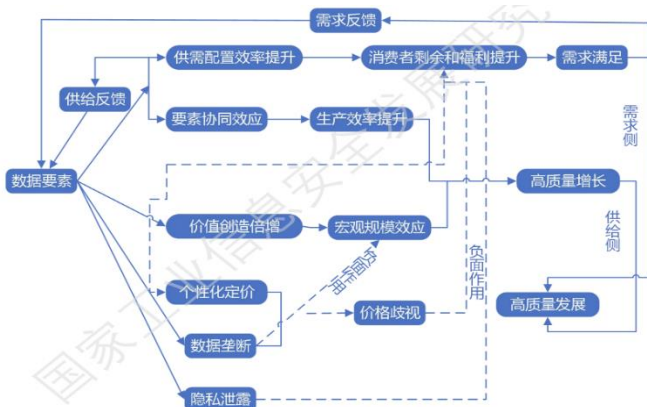
图7：据信通院测算，2021年中国数字经济增加值规模为45.5万亿元



数据来源：中国信息通信研究院、开源证券研究所

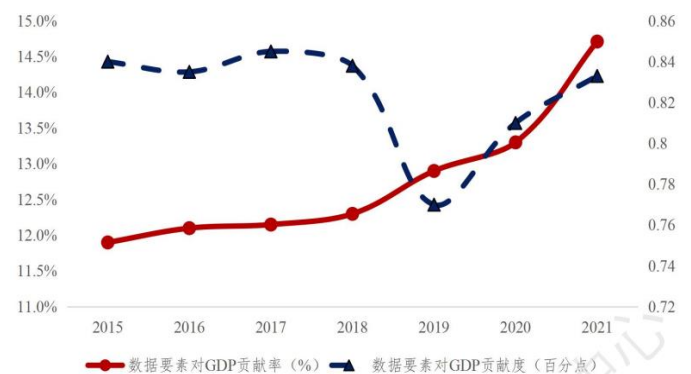
数据要素是数字经济发展的核心引擎。数据对提高生产效率的乘数作用不断凸显，成为最具时代特征的生产要素。数据的高速增长、海量集聚蕴藏了很高的价值，为智能化发展带来了新的机遇。协同推进技术、模式、业态和制度创新，切实用好数据要素，将为经济社会数字化发展带来强劲动力。

图8：数据要素影响宏观经济增长主要通过两个途径



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心

图9：2019年以来数据要素对GDP贡献率和贡献度提升



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心

国家层面政策不断出台，推动数据要素基础制度逐渐完善。2019年党的十九届四中全会首次将数据列为新的生产要素。2022年12月，我国首份专门针对数据要素的基础性文件《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》发布，为我国数据要素市场建设起到“指南针”的作用。

表3：国家层面政策不断出台，推动数据要素基础制度逐渐完善

时间	机构/会议	文件	内容
2019.11	党的十九届四中全会	《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度推进国家治理体系和治理能力现代化若干问题的决定》	首次将“数据”列为生产要素，提出了“健全劳动、资本、土地、知识、技术、管理、数据等生产要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制”
2020.5	中共中央 国务院	《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制机制的意见》	进一步加快培育发展数据要素市场，建立数据资源清单管理机制，完善数据权属界定、开放共享、交易流通等标准和措施，发挥社会数据资源价值，推进数字政府建设，加强数据有序共享，依法保护个人信息
2022.1	国务院办公厅	《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	要求探索建立数据要素流通规则。完善公共数据开放共享机制。建立健全高效的公共数据共享协调机制。支持打造公共数据基础支撑平台，推进公共数据归集整合、有序流通和共享。建立健全数据流通交易规则。探索“原始数据不出域、数据可用不可见”的交易范式，在保护个人隐私和确保数据安全的前提下，分级分类、分步有序推动部分领域数据流通应用
2022.1	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	要充分发挥数据要素左右，强化高质量数据要素供给，加快数据要素市场化流通，创新数据要素开发利用机制；加快构建数据要素市场规划，培育市场主体、完善治理体制，到2025年初步建立数据要素市场体系
2022.4	国务院	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	加快培育统一的技术和数据市场，建立健全全国性技术交易市场，完善知识产权评估与交易机制，推动各地技术交易市场互联互通。将加快培育数据要素市场，建立健全数据安全、权利保护、跨境传输管理、交易流通、开放共享，安全认证等基础制度和标准规范。深入开展数据资源调查，推动数据资源开发利用
2022.6	中央全面深化改革委员会第二十六次会议	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	要建立数据产权制度，推进公共数据、企业数据、个人数据分类分级确权授权使用，建立数据资源持有权、数据加工使用权、数据产品经营权等分置的产权运行机制，健全数据要素权益保护机制。要建立合规高校的数据要素流通和交易制度，完善数据全流程合规和监管规划体系，建设规范的数据交易市场。要完善数据要素市场化配置机制，更好发挥政府在数据要素收益分配中的引导调节作用，建立体现效率、促进公平的数据要素收益分配制度
2022.12	财政部	《企业数据资源相关会计处理暂行规定（征求意见稿）》	企业内部使用的的数据资源，符合无形资产准则规定的定义和确认条件的，应当确认为无形资产；企业日常活动中持有、最终目的用于出售的数据资源，符合存货准则规定的定义和确认条件的，应当确认为存货
2022.12	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》	提出构建四个制度：建立保障权益、合规使用的数据产权制度，建立合规高效、场内外结合的数据要素流通和交易制度，建立体现效率、促进公平的数据要素收益分配制度，建立安全可控、弹性包容的数据要素治理制度

资料来源：国务院、财政部等、开源证券研究所

2022 年以来各地加快数据立法步伐，浙江、上海、江苏、山东等多地纷纷出台数据相关条例（包括大数据条例、数据条例、数字经济条例），对数据赋能产业、数据安全保护、数据共享等内容进行规制，以促进当地数字经济高质量发展。

表4：2022 年各地加快数据立法，纷纷出台大数据相关条例

文件	实施日期	文件	实施日期
四川省数据条例	2023 年 1 月 1 日	福建省大数据发展条例	2022 年 2 月 1 日
浙江省公共数据条例	2022 年 3 月 1 日	重庆市数据条例	2022 年 7 月 1 日
深圳经济特区数据条例	2022 年 1 月 1 日	黑龙江省促进大数据发展应用条例	2022 年 7 月 1 日
上海市数据条例	2022 年 1 月 1 日	辽宁省大数据发展条例	2022 年 8 月 1 日
江苏省数字经济促进条例	2022 年 8 月 1 日	吉林省促进大数据发展应用条例	2021 年 1 月 1 日
北京市数字经济促进条例	2023 年 1 月 1 日	贵州省大数据发展应用促进条例	
广东省数字经济促进条例	2021 年 9 月 1 日	天津市促进大数据发展应用条例	
河北省数字经济促进条例	2022 年 7 月 1 日	海南省大数据开发应用条例	2019 年 11 月 1 日
江西省数据应用条例(草案)	-	山西省大数据发展应用促进条例	2020 年 7 月 1 日
山东省大数据发展促进条例	2022 年 1 月 1 日	陕西省大数据条例	2023 年 1 月 1 日
安徽省大数据发展条例	2021 年 5 月 1 日	广西壮族自治区大数据发展条例	2023 年 1 月 1 日

资料来源：各地方政府网站、开源证券研究所

2.2、区块链为破解数据确权流通难题的关键技术之一

区块链为破解数据确权流通难题的关键技术之一。区块链具有去中心化、防篡改、防抵赖、隐私保护、可追溯等优点，能够有效解决数据共享开放中的隐私保护难题，已逐渐成为我国建设数字社会的重要基础设施。公司基于区块链技术的防篡改、可追溯等特性，对数据安全、合约安全、公私钥进行全方位的安全保护，能够在多中心环境下，实现数据授权访问、数据加密传输、隐私保护和权限管理，形成“进不来，进来拿不出去，拿出去看不懂”的三层安全防护体系。

图10：公司基于区块链技术提供全方位安全保护体系



资料来源：公司公众号

公司区块链平台能够兼顾数据的安全存储与流通。围绕数据的所有权、隐私和共享，公司用信任传递机制代替数据集中机制，通过用户授权实现数据传输和流程驱动，而非过去的数据集中共享，从而保障用户数据在所有者允许范围内使用，并且全程留痕可追溯，解决了数据确权、流通的难题。

不同于目前以存储为主要功能的区块链平台，公司区块链平台能够兼顾数据的安全存储与流通，可以提供授权机制、数据加解密传输等服务，实现强隐私保护，数字资产可信流通、交易历史完整可追溯，是构建符合数字经济运转需求的基础支撑平台。

图11：公司区块链平台能够兼顾数据的安全存储与流通



资料来源：公司公众号

2.3、公司为区块链产业先行者，有望成长为数据要素交付服务商龙头

公司为中国区块链产业的先行者。公司自2015年就开展区块链技术与应用研究，是国内为数不多的能够提供涵盖基础设施、技术服务以及应用运营三大服务内容的区块链整体解决方案服务商，区块链研究与应用水平居于国内领先水平。

技术方面，公司具备全国领先的区块链技术能力。公司在区块链核心技术和底层平台方面完全自主研发，不依赖于国外开源软件，真正实现了源头创新、自主可控，在基础技术层、运营平台层、应用服务层均拥有核心技术和完整的解决方案，可为区块链产业发展提供全面支撑。公司创新“还数于民、数随人走、精准授权、跨域通办”模式，在完整可追溯、数据资产可控执行、数据资产“泛双花”防范、性能扩展、大容量资产内容上链、隐私保护等方面实现了重点技术突破。

目前公司已通过中国信通院“可信区块链系列评测”中包括基础功能、性能、BaaS、密码、安全技术专项及存证、政务应用专项在内的7项评测，累计通过评测数量业内前三。中国信息通信研究院组织的“可信区块链系列评测”，是国家最权威的区块链评测体系之一，也是国内外首个全面覆盖区块链技术应用一体化的评测体系，成为区块链产业发展的风向标。2022年7月，公司通过可信区块链存证应用、政务应用的双项评测，且全量通过存证专项评测项目，充分彰显公司在区块链领域具有领先的技术实力。

图12：2022年7月公司通过可信区块链存证应用、政务应用的双项评测



资料来源：公司公众号

资质方面，公司已获得区块链运营服务、技术功能与信息安全等必备资质。公司承建了电子商务交易技术国家工程实验室区块链创新应用研究中心、省级服务业创新中心“基于区块链技术的数字证照公共服务平台”，承担着电子商务交易技术国家工程实验室区块链创新应用研究中心建设和相关研究任务，在区块链领域具有多年技术积淀。

大纬链在2019年已先后通过国家首批境内区块链信息服务备案，入选全国101个网络安全技术应用试点，成为山东首个通过国家区块链系统功能测试的企业，标志着大纬链在运营服务、技术功能与信息安全三大关键领域均已获得国家级的认定，为下一步的全面推广奠定了基础。

图13：公司承担着电子商务交易技术国家工程实验室区块链创新应用研究中心建设和相关研究任务



资料来源：公司公众号

应用方面，公司“区块链+”业务模式已在多个细分领域打开市场。公司积极构建数商生态，全面服务数据要素交易市场。截至 2022 年中报，在城市链及区域链层面，公司已建成山东省内 8 个城市链，正在建设山西省、长春市、重庆市万州区、广州市番禺区等地城市链，山东省会经济圈（黄河流域）9 城市及沿黄流域多省份打通的数字黄河链。在行业链层面，已建成山东省人社链、医保链、公积金链，推进人社部人社链建设，服务山东、四川、天津、宁夏等试点省份建设及西藏等非试点省份。未来均可有序打通，逐步形成覆盖全国的“链网”。

同时公司积极推动基于区块链的数据运营和场景建设，在政务服务、普惠金融、司法公证、普惠保险等领域探索运营模式。除“城市链”、“行业链”的运维和运营服务可每年收取政府购买服务费外，公司积极拓展数据运营业务，探索面向商业银行、商业保险公司等 B 端客户收取技术开发与服务费用模式，未来有望打开公司成长天花板。

公司探索实践区块链在政务服务领域应用，基于区块链技术的可信体系，打造了“区块链+政务服务”平台，创造性提出“还数于民（企）”新理念，创新“政务数据上链+个人链上授权+链上可信流转+全程追溯监管”政务数据共享和业务协同新模式，实现了政务数据跨部门、跨系统、跨业务的可信共享和各部门业务协同办理，提升了业务办理的自动化、智能化水平。

根据公司 2022 中报，在政务服务领域，公司开通区块链“我的数据”，打造企业和个人的全生命周期数据档案。在威海市，“我的数据”已实现人社、公安、医保等部门 113 项个人数据、102 项企业数据归档，支撑个人、企业对自身链上数据的自主使用，助力“无证明城市”建设。

图14：公司积极探索实践区块链在政务服务领域应用



资料来源：公司公众号（推送日期 2022 年 3 月）

根据公司 2022 中报，在普惠金融领域，中国人民银行济南分行和济南市大数据局共同推动“泉城链”作为可信数据流转通道，推动公共数据依法有序向金融机构开放，助力解决中小微企业融资难问题。自开通以来，已有 20 家商业银行 31 款信贷

产品实现上线运行，累计查询 36.8 万人次、发放贷款 14.6 万笔，实现授信 159.7 亿元。

图15：公司基于“泉城链”助力解决中小微企业融资难问题

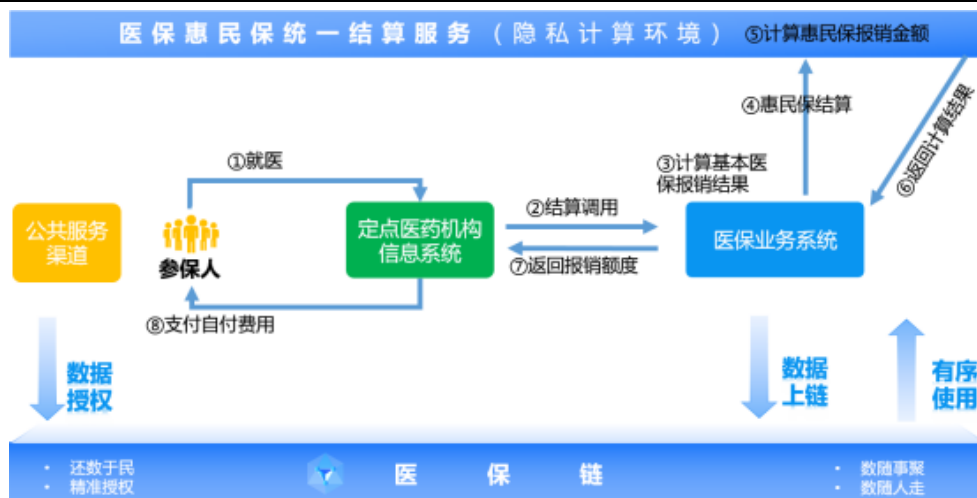


资料来源：公司公众号（推送日期 2022 年 6 月）

在普惠保险领域，山东省医保链支撑山东各地市的“惠民保”。公司深度参与了多个地市的惠民保项目，通过平台搭桥、数据跑路，衔接医疗、医保、商保三方，利用自主研发的医保联盟链所特有的隐私计算、加密传输、点对点通信等区块链技术特点，在保证数据安全和隐私保护的前提下，让参保人在定点医药机构就医结算时，完成基本医疗保险、惠民保的一站式联网结算，为投保人提供安全可信的授权查询业务，实现“数随事聚、数随人走、还数于民、精准授权”新模式。

将医保数据依法合规提供给商业保险公司用于核保理赔，实现“理赔”自动化一站式结算，根据公司 2022 年中报，业务量最多达到 5 万+笔/市/天，累计业务 796 万笔，投保金额超过 9.89 亿元，数据交易量达 1451 万次。

图16：公司上线医保惠民保“一站式结算”服务项目



资料来源：公司公众号

3、传统业务基本盘稳固，业绩拐点可期

公司为国内智慧人社领域核心服务商之一，拥有覆盖人社全域业务的产品体系和解决方案，承建项目覆盖人社部及全国 20 余省份，100 余座城市，市场占有率位居全国前三。

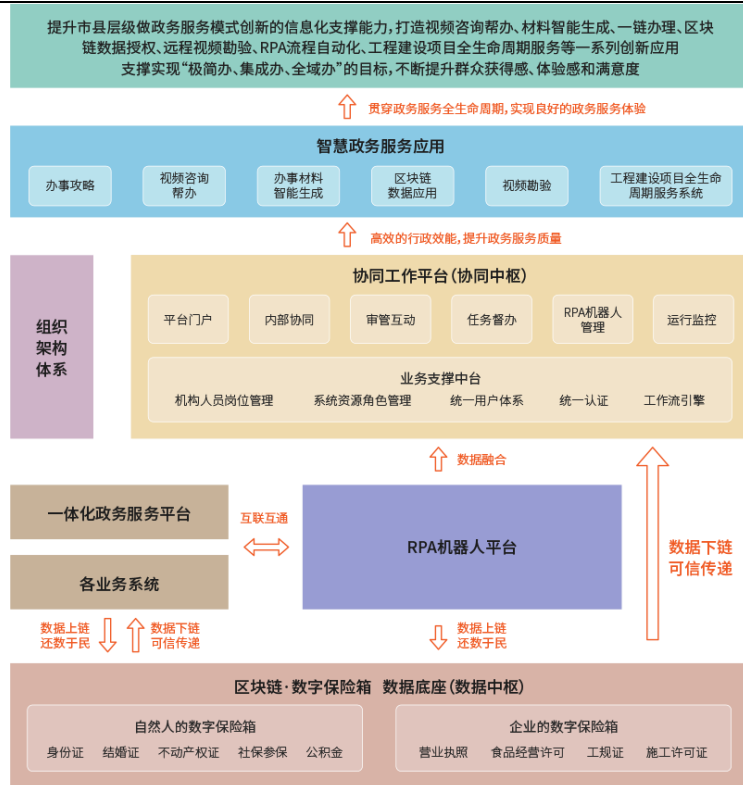
图17：公司在人社领域市场占有率稳居全国前三



资料来源：公司官网

公司以“区块链+”积极构建数字政府统一底座，推进政务服务数字化转型。以济南高新区“企业开办一次办成”为例，据 2022 中报，公司服务企业 4 万余家，企业开办，平均办理时间 63 分钟，最短仅 27 分钟，均同时发放区块链电子营业执照。

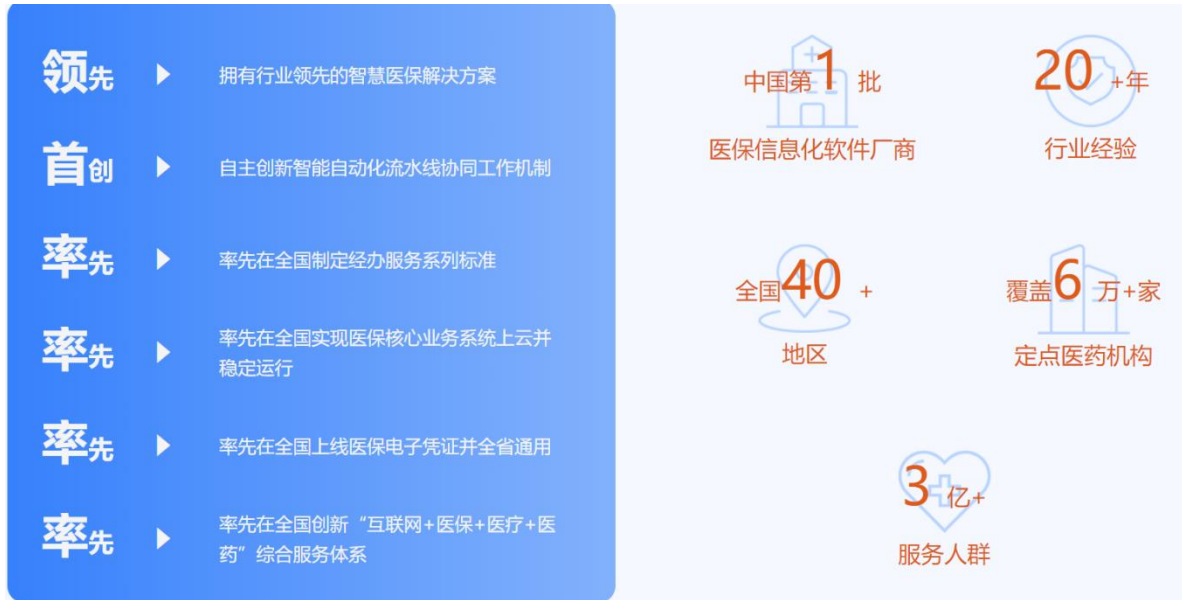
图18：公司基于区块链技术首创“数字保险箱+政务服务”模式



资料来源：公司官网

公司国内领先的医保信息化厂商，公司服务建设山东、浙江、深圳等多省、市医保信息化项目，覆盖山东、浙江两省省本级及全部 27 个地市全国统一的医保信息平台核心系统建设工作，并保障山东和浙江两省顺利通过国家医保局的现场验收查验工作。

图19：公司是国内领先的医保信息化厂商



资料来源：公司官网

医疗领域，公司依托深耕多年的医疗信息化从业经验，公司服务覆盖全国近 10 万家医疗机构及 1500 家二级以上医院，形成了以结算为核心的产品体系。

图20：公司形成了以结算为核心的医疗信息化产品体系



资料来源：公司官网

公司为用电信息化领域领军。根据公司招股书，公司自 1992 年开始先后承担了多个电力公司的多项用电信息化系统的建设项目，2013 年成功建成国内规模最大的用电信息采集系统——山东省级集中的电力用户用电信息采集系统，目前公司用电信息化相关产品应用在山东、重庆、陕西、江西等省份的各级电力企业，覆盖网省约占国家电网有限公司全部网省的 1/6，2018 年公司产品所采集、处理、分析全社会用电量达分析全社会用电量达 8700 亿千瓦时，超过全国 6.84 万亿千瓦的 1/8。

图21：公司为用电信息化领域领军



资料来源：公司官网

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1: 伴随疫情影响因素缓解，公司项目交付执行和验收确认加快，传统业务收入有望迎来拐点；同时数据要素业务有望贡献可观增量。综上我们预计 2023-2024 年公司收入复合增速有望超 30%。

核心假设 2: 高毛利率的数据要素业务快速增长有望带动公司综合毛利率稳中有升。

核心假设 3: 收入高增长有望摊薄销售费用、管理费用；公司持续高研发投入，研发费用率预计保持稳定，保证核心竞争力。

4.2、盈利预测与估值分析

公司是国内“AI+区块链”服务商领军，智慧政务、智慧医保医疗、智能用电三大传统业务伴随疫情影响因素缓解有望迎来业绩拐点，同时公司乘数据要素建设东风成长为数据要素交付服务领军公司。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.62、1.40、1.82 亿元，EPS 分别为 0.16、0.35、0.45 元/股。

我们选取深桑达 A、易华录、云赛智联等国内头部数据要素厂商作为可比公司。公司对应当前股价 PE 分别为 92.7、41.2、31.6 倍，低于行业可比公司均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：公司估值低于行业可比公司均值

证券代码	公司简称	市值（亿元）		归母净利润（亿元）			PE		
		2023/3/21	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
000032.SZ	深桑达 A	391.5	-0.2	3.9	5.5	-	100.5	71.1	
300212.SZ	易华录	199.4	1.3	2.3	5.5	153.4	86.0	36.3	
600602.SH	云赛智联	163.4	3.2	4.0	4.9	50.4	40.8	33.4	
	平均值	181.4	2.3	3.2	5.2	101.9	63.4	34.8	
688579.SH	山大地纬	57.6	0.6	1.4	1.8	92.7	41.2	31.6	

数据来源：Wind、开源证券研究所（可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预测）

5、风险提示

政策落地不及预期；市场竞争加剧；公司研发和市场拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	915	846	764	745	777
现金	101	494	717	491	638
应收票据及应收账款	185	171	0	0	0
其他应收款	9	10	4	14	10
预付账款	7	8	3	12	8
存货	24	17	15	23	26
其他流动资产	589	145	25	204	95
非流动资产	736	876	725	844	997
长期投资	0	0	-0	-0	-1
固定资产	77	604	511	551	623
无形资产	54	71	82	95	104
其他非流动资产	605	201	133	198	271
资产总计	1652	1721	1490	1590	1775
流动负债	395	384	130	130	174
短期借款	0	0	0	0	43
应付票据及应付账款	249	253	0	0	0
其他流动负债	146	130	130	130	131
非流动负债	49	64	64	64	64
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	49	64	64	64	64
负债合计	444	448	194	195	238
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	400	400	400	400	400
资本公积	495	497	497	497	497
留存收益	313	376	413	497	606
归属母公司股东权益	1208	1273	1295	1395	1537
负债和股东权益	1652	1721	1490	1590	1775

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	128	95	133	-42	329
净利润	91	103	62	140	182
折旧摊销	9	14	34	36	41
财务费用	-5	-7	-12	-9	-8
投资损失	-2	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	23	-28	54	-202	121
其他经营现金流	11	15	-3	-5	-6
投资活动现金流	-699	329	118	-153	-193
资本支出	179	134	-116	155	195
长期投资	-23	-40	0	0	0
其他投资现金流	-498	503	2	2	2
筹资活动现金流	285	-40	-28	-31	-32
短期借款	0	0	0	0	43
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	240	2	0	0	0
其他筹资现金流	4	-42	-28	-31	-75
现金净增加额	-287	384	223	-226	104

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	495	638	467	630	823
营业成本	221	331	258	307	398
营业税金及附加	2	5	3	5	6
营业费用	37	43	32	41	53
管理费用	51	68	50	60	77
研发费用	101	102	84	91	114
财务费用	-5	-7	-12	-9	-8
资产减值损失	-9	-5	-5	-7	-9
其他收益	16	16	16	16	16
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	97	102	62	142	187
营业外收入	0	6	4	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	96	108	65	146	191
所得税	5	5	3	7	9
净利润	91	103	62	140	182
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	91	103	62	140	182
EBITDA	102	107	81	164	216
EPS(元)	0.23	0.26	0.16	0.35	0.45

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	1.4	28.7	-26.7	34.8	30.7
营业利润(%)	17.1	5.0	-39.6	130.0	31.4
归属于母公司净利润(%)	16.7	13.0	-39.8	124.9	30.3
获利能力					
毛利率(%)	55.4	48.0	44.8	51.2	51.6
净利率(%)	18.4	16.2	13.3	22.2	22.1
ROE(%)	7.6	8.1	4.8	10.0	11.8
ROIC(%)	7.0	6.6	3.3	8.4	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	26.9	26.0	13.0	12.3	13.4
净负债比率(%)	-4.4	-33.8	-50.4	-30.6	-34.5
流动比率	2.3	2.2	5.9	5.7	4.5
速动比率	2.2	2.1	5.7	5.4	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	3.2	3.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.2	1.3	2.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.26	0.16	0.35	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.24	0.33	-0.10	0.82
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.18	3.24	3.49	3.84
估值比率					
P/E	63.1	55.8	92.7	41.2	31.6
P/B	4.8	4.5	4.4	4.1	3.7
EV/EBITDA	50.9	49.8	63.1	32.4	24.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn