

品高股份 (688227)

证券研究报告
2023年03月04日

深度合作云计算“国家队”，公司有望进入高成长通道

品高股份：专注私有云，第三方 IaaS 产品化公司。公司创立于 2003 年，是国内专业的云计算及行业信息化服务提供商。其面向轨交、政府、电信、公安、汽车、金融、教育、军工等行业客户提供从 IaaS 基础设施层、PaaS 平台层、DaaS 数据层到 SaaS 软件层的全栈企业级云平台和信息化服务。

核心优势：私有云底层代码自研。与业内云计算公司相比，公司是少有的私有云底层代码采用原始创新的研发方式，**自主可控性更高**，决定了公司的云代码安全可靠；同时，公司的云产品技术路线优先考虑硬件中立性和选型多样性，具备高兼容性，**可支持几乎全部国产芯片和操作系统**，有益于客户上云不受硬件限制，且能够较好利用原有基础设施资源。此外，在 2021 年私有云 IaaS 服务能力等级评价中，公司是小市值公司中**唯一私有云服务能力一级厂商**。

公司已建设多个广东政务云项目，未来业务有望向全国推广。从智慧城市的基础设施层，提供云平台 and 大数据平台服务，在民生服务层提供包括警民通、政务一体化办理门户等多样智慧服务，在精细管理层提供包含交通、质检、食药监等垂直线条的互联网+政务服务。**截至 2021 年底，品高云已建设多个广东政务云项目。此外，22 年公司已在积极开拓外省新市场，我们认为，未来公司政务云建设业务有望从广东向全国推广。**

政企私有云市场有望进一步打开，公司已与电信联合运营广州市电子政务云平台多年，未来可期。公司自 2014 年开始与中国电信联合运营广州市电子政务云平台，截至 22 年 5 月，已服务市区各级各委办局单位 300 多家，运行的业务系统超过 1200 套，交付主机达 7000 台以上，存储达 10 PB 以上。**我们认为，未来公司有望和中国电信合作参与“国家云”生态体系建设。**

军工领域市场空间较大，未来可期。公司布局军工领域，且核心云产品已获得《军用信息安全产品认证》等多项军工认证及荣誉，彰显代码自研、自主可控对军工应用的重要性。21 年，公司核心基础架构云平台、数据湖平台已形成多军兵种进口替代的应用，预计未来在国防装备应用领域存在较大增长空间。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 5.02、6.58、9.12 亿元，同比增长 6.63%、31.06%、38.52%；毛利率分别为 44.94%、49.97%、52.92%。我们测算公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.45、0.90、1.40 亿元，对应当前股价 P/E 分别为 79.17、39.72、25.55 倍。**基于可比公司平均估值，考虑公司政务云、军工、公安等行业带来的增速，给予 23/24 年 62.2/40 倍 PE，对应市值 56 亿元。目标价 49.56 元，首次覆盖给予“买入”评级。**

风险提示：市场竞争加剧风险、技术升级迭代风险、行业季节性风险、成长性风险、核心竞争力风险、预测具有一定主观性、22 年财务数据为业绩快报数据，是初步测算结果，具体以公司披露的年报为准。

投资评级

行业	计算机/IT 服务 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	31.65 元
目标价格	49.56 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	113.06
流通 A 股股本(百万股)	60.83
A 股总市值(百万元)	3,578.20
流通 A 股市值(百万元)	1,925.30
每股净资产(元)	12.18
资产负债率(%)	19.24
一年内最高/最低(元)	31.80/16.91

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	461.65	471.00	502.25	658.25	911.79
增长率(%)	14.88	2.03	6.63	31.06	38.52
EBITDA(百万元)	133.82	151.66	78.74	137.48	197.96
归属母公司净利润(百万元)	48.04	55.62	45.20	90.08	140.06
增长率(%)	34.29	15.78	(18.74)	99.31	55.48
EPS(元/股)	0.42	0.49	0.40	0.80	1.24
市盈率(P/E)	74.48	64.33	79.17	39.72	25.55
市净率(P/B)	8.23	2.54	2.49	2.38	2.24
市销率(P/S)	7.75	7.60	7.12	5.44	3.92
EV/EBITDA	0.00	16.79	32.32	19.32	13.20

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 政务云领军者，产业价值凸显	4
1.1. 品高股份：专注私有云，第三方 IaaS 产品化公司	4
1.2. 云产品销售、云解决方案、云租赁服务全方位布局	5
1.3. 行业信息化系统及应用模块为基础，提供信息系统和应用开发等服务	6
1.4. 根据公司业绩快报，疫情影响下 22 年实现收入稳定增长；人均利润持续提升	7
2. 云计算行业景气度高，国产替代成为趋势	9
2.1. 21 年中国云计算市场规模达 3229 亿元，疫情下继续保持高速增长	9
2.2. 公司独立第三方身份，信创下私有云底层代码自研优势明显	12
3. 深耕行业+云，政企私有云市场进一步打开	14
3.1. 多文件推动政务云加速建设，22-25 年复合增速有望超 29%	14
3.2. 公司深度布局政务云，积极开拓外省新市场	15
3.3. 公司有望与电信合作共建“国家云”生态体系	17
3.4. 军工领域：多项技术认证优势，国防装备应用领域	18
4. 盈利预测与估值分析	18
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：品高股份发展历程	4
图 2：公司旗下产品	4
图 3：公司主要客户	5
图 4：云计算生态及公司业务在生态中的位置	6
图 5：公司近年营收（百万元）	7
图 6：公司近年归母净利润（百万元）	7
图 7：公司近年人均创利持续提升	7
图 8：公司云计算产品及服务营收（百万元）	8
图 9：公司企业信息化服务（行业）营收（百万元）	8
图 10：公司综合毛利率	8
图 11：公司三费情况	9
图 12：公司经营性现金流情况	9
图 13：公司应收账款情况（百万元）	9
图 14：中国云计算软件细分种类包括 IaaS 层、PaaS 层及 SaaS 层	10
图 15：2017-2021 年全球云计算市场规模（亿美元）	10
图 16：中国公有云市场规模及增速（亿元）	11
图 17：中国私有云市场规模及增速（亿元）	11
图 18：品高“一云多芯”异构融合技术实例——某公司信创云系统架构	13

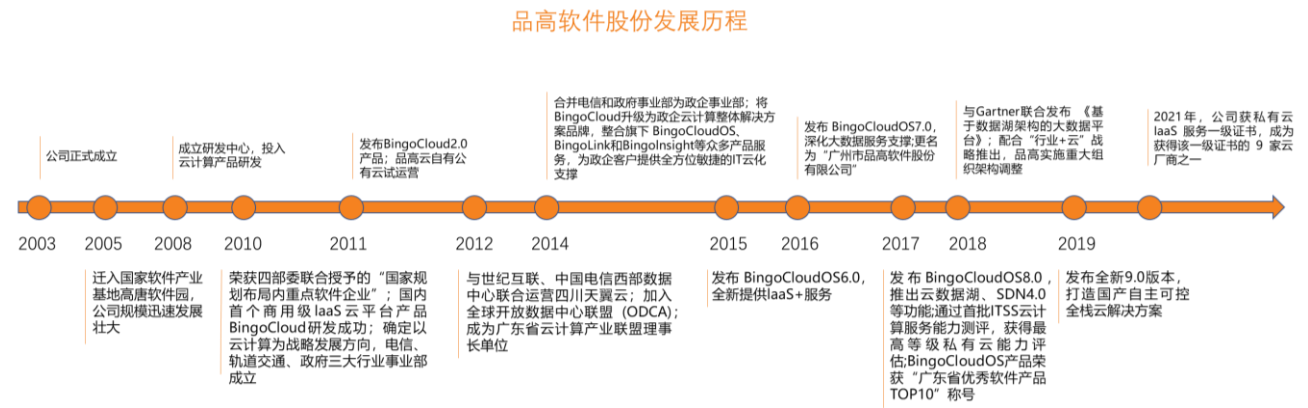
图 19: 2018-2025 年中国政务云行业市场规模及增速 (亿元)	15
图 20: 公司 2021 各行业营收占比	15
图 21: 品高政务云建设总体架构图	16
图 22: 国资监管云上线仪式	17
图 23: 天翼云 4.0 打开数字中国之门	17
图 24: 公司与电信合作, 深度参与广州政务云	17
表 1: 公司各云计算业务详情及区别	5
表 2: 行业信息化业务实质	6
表 3: 行业信息化业务主要涉及轨道交通、电信及汽车行业	6
表 4: 公司在云计算的主要竞争对手情况 (2021 年)	12
表 5: 2021 年私有云 IaaS 服务能力评测等级获一级	13
表 6: 公司与同行业公司的发明专利和软件著作权数量对比	13
表 7: 近年来中国政务云行业相关政策梳理	14
表 8: 公司盈利预测 (百万元)	18
表 9: 公司收入拆分 (百万元)	19
表 10: 可比公司估值	19

1. 政务云领军者，产业价值凸显

1.1. 品高股份：专注私有云，第三方 IaaS 产品化公司

公司创立于 2003 年，是国内专业的云计算及行业信息化服务提供商。其面向轨交、政府、电信、公安、汽车、金融、教育、军工等行业客户提供从 IaaS 基础设施层、PaaS 平台层、DaaS 数据层到 SaaS 软件层的全栈企业级云平台和信息化服务。经过多年的研发，公司目前拥有以云计算为核心的基础产品 BingoCloudOS、BingoFuse、BingoInsight 和 BingoLink 等。

图 1：品高股份发展历程



资料来源：品高云官网、公司公告、天风证券研究所

公司业务包括云计算业务和行业信息化业务两大类：

云计算：公司长期专注于企业级私有云平台，公司先后研发出 BingoLink、BingoInsight 和 BingoFuse 等产品，形成了涵盖从 IaaS 基础设施层、PaaS 平台层、DaaS 数据层到 SaaS 软件层的企业级云平台，面向私有云的应用场景，使云计算的深入到客户的应用中；

行业信息化：主要是以公司开发的行业信息化系统及应用模块为基础，通常基于客户现有 IT 架构，为客户提供信息系统和应用开发，解决客户业务应用层面的需求，具体业务类型为解决方案。

图 2：公司旗下产品



资料来源：品高云官网、天风证券研究所

公司主要客户为政府事业单位和大型企业客户，采用直销为主的销售模式，主要通过招投标的方式获取订单，少量产品销售业务通过分销商实现销售。公司云计算业务主要是为政府事业单位和行业客户提供私有云和混合云服务（2021 年公司政务事业单位营收占比 42.12%），根据客户需求及对其业务的了解，为其提供涵盖云计算、大数据和行业信息化的整体解决方案，我们认为公司客户的粘性和业务的稳定性高，并在下游行业领域形成了一定的品牌影响力。

图 3：公司主要客户



资料来源：品高云官网、天风证券研究所

1.2. 云产品销售、云解决方案、云租赁服务全方位布局

专注私有云业务，IaaS、PaaS、DaaS、SaaS 全覆盖。公司云计算业务的具体业务类型包括云产品销售、云解决方案（定制开发、系统集成、咨询或运维服务）和云租赁服务。公司专注私有云业务，先后推出 BingoCloudOS、BingoInsight、BingoFuse 和 BingoLink 等核心产品，云计算从 IaaS 基础设施层、PaaS 平台层、DaaS 数据层到 SaaS 软件层企业级云平台做到全覆盖。

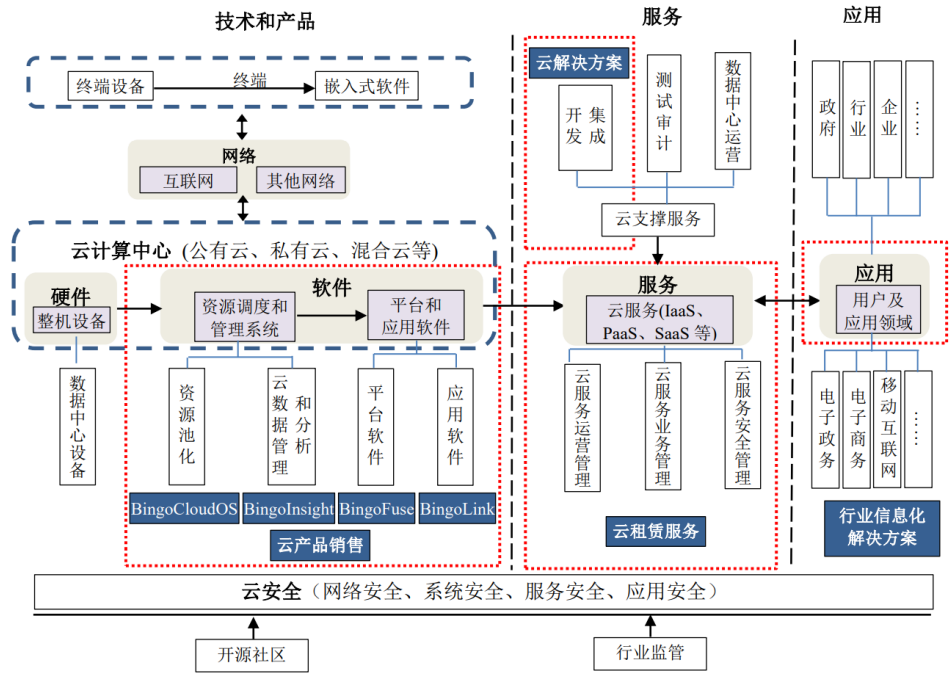
表 1：公司各云计算业务详情及区别

业务类型	业务实质	区别及划分标准
云产品销售	产品化软件销售	向客户交付标准化、产品化云计算软件，公司无需提供服务或仅需提供少量安装调试或开发服务
云解决方案	定制开发	基于公司云产品进行较多定制开发，向客户交付的主要是定制化软件
	系统集成	除基于公司云产品进行定制开发外，还提供外购软硬件和应用集成服务，向客户交付包含第三方软硬件的系统
	咨询服务	公司提供基于云计算架构的信息系统规划等咨询服务，向客户交付咨询报告
	运维服务	公司提供运维服务，保障客户云平台正常运行，应客户需求也进行少量系统优化工作
云租赁服务	资源租赁	将公司云产品与外购软硬件结合，搭建标准化云计算架构资源，出租给客户，按资源使用量收费

资料来源：公司公告、天风证券研究所

云计算生态主要涉及硬件、软件、服务、网络和安全五个方面，公司的云计算业务主要是软件和服务。公司在行业信息化业务中为客户开发的应用软件也可能上云。

图 4：云计算生态及公司业务在生态中的位置



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注 1：上图参照工信部《云计算综合标准化体系建设指南》附图绘制。

注 2：红线方框为公司业务所涉及云计算生态的领域，蓝底方框为公司具体产品及服务。

1.3. 行业信息化系统及应用模块为基础，提供信息系统和应用开发等服务

行业信息化业务是指公司以自行开发的行业信息化系统及应用模块为基础，为客户提供信息系统和应用开发等服务，解决客户业务应用层面的需求。具体工作内容包括 IT 架构和信息系统的咨询、业务架构和技术架构的设计、详细设计、开发、测试及部署等，并为有需要的客户提供系统运维等技术服务。

表 2：行业信息化业务实质

业务实质	区别及划分标准
定制开发	基于公司行业信息化系统及应用模块进行定制开发，向客户交付的主要是定制化软件
系统集成	除基于行业信息化系统及应用模块进行定制开发外，还提供外购软硬件或模块的集成服务，向客户交付包含第三方软硬件的系统
咨询服务	公司提供信息系统设计等咨询服务，向客户交付咨询报告
运维服务	公司提供运维服务，保障客户信息系统正常运行，应客户需求也进行少量系统优化工作

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

表 3：行业信息化业务主要涉及轨道交通、电信及汽车行业

涉及行业	业务内容
轨道交通行业	提供贯穿其建设、运营以及资产管理的一体化管理平台，实现从规划设计、建设交付到运营管理的全周期信息化解决方案。
电信行业	业务范围包括企业管理信息化解决方案、业务运营管理信息化解决方案等

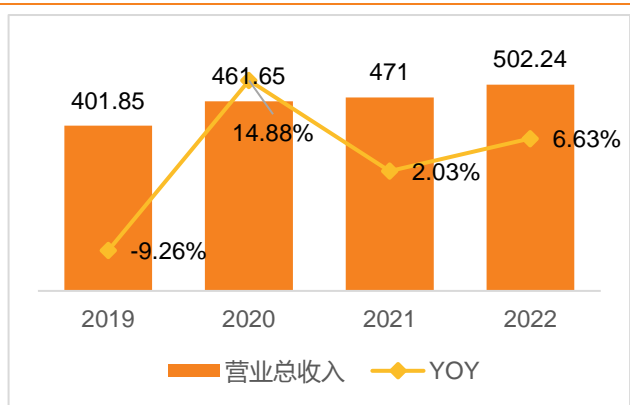
汽车行业	为汽车研发验证提供从零件研发规划、研发图纸设计、产品国产化、样车试制、整车及零部件试验、技术更改全过程的信息化支撑，并根据法规要求提供质量数据管理和支撑服务。
其他行业	IT 及互联网公司、金融企业、教育机构、大型集团企业、医药行业等

资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.4. 根据公司业绩快报，疫情影响下 22 年实现收入稳定增长；人均利润持续提升

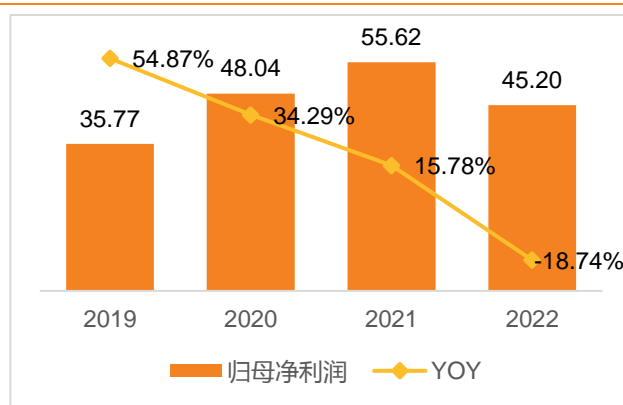
疫情影响下 22 年公司实现营收 5.02 亿元，同比增长 6.63%。22 年归母净利润 0.45 亿元，同比减少 18.74%。新冠疫情的反复对公司业务的开展造成了一定的影响，由于疫情的反复增加了项目实施的周期，也延后了项目验收的进度，使得公司利润下降。此外，公司近年人均创利持续提升，21 年人均创利 6.66 万元，同比增长 18.29%。

图 5：公司近年营收（百万元）



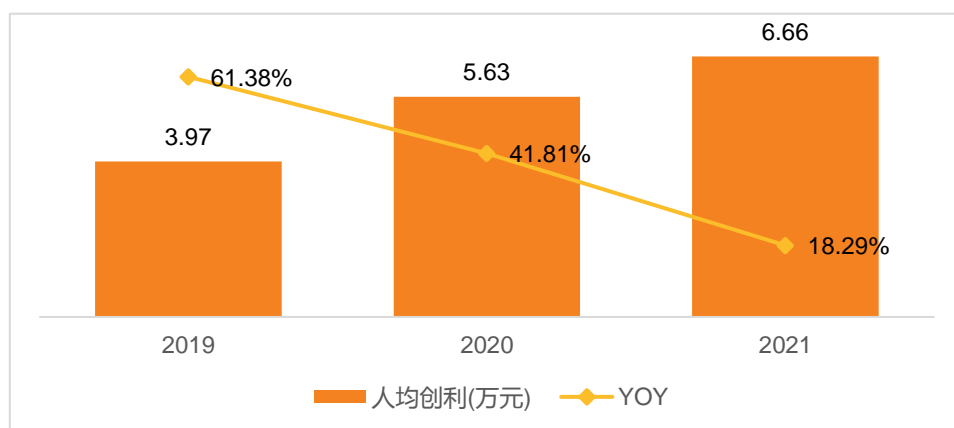
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 6：公司近年归母净利润（百万元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

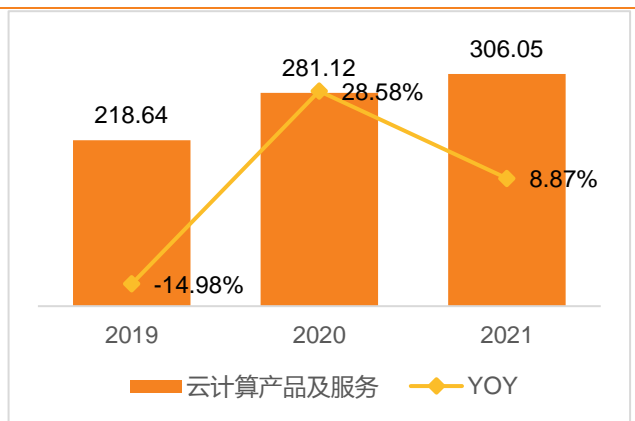
图 7：公司近年人均创利持续提升



资料来源：WIND、天风证券研究所

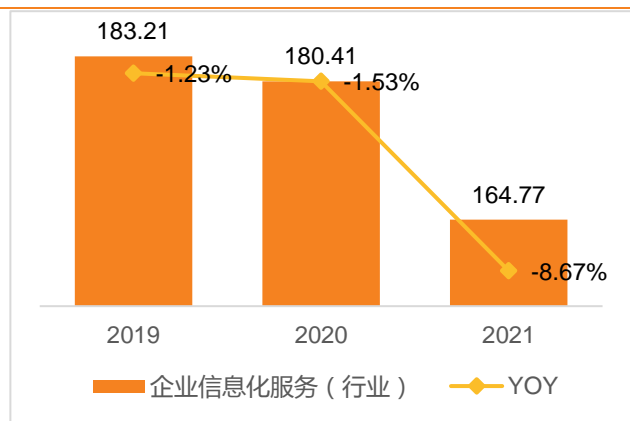
2021 年，公司云计算收入 3.06 亿元，同比增长 8.87%，在主营业务收入中的占比增长至 65%，其中政务云 2021 年租赁业务营收过亿，主要原因为公司“行业+云”的发展战略，加速在已布局的政务、公安、军工、金融、轨交等行业的深度融合。企业信息化服务(行业):2019-2021 年，公司企业信息化服务(行业)营收分别为 1.83、1.80、1.65 亿元，同比增长 -1.23%、-1.53%、-8.67%。

图 8：公司云计算产品及服务营收（百万元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

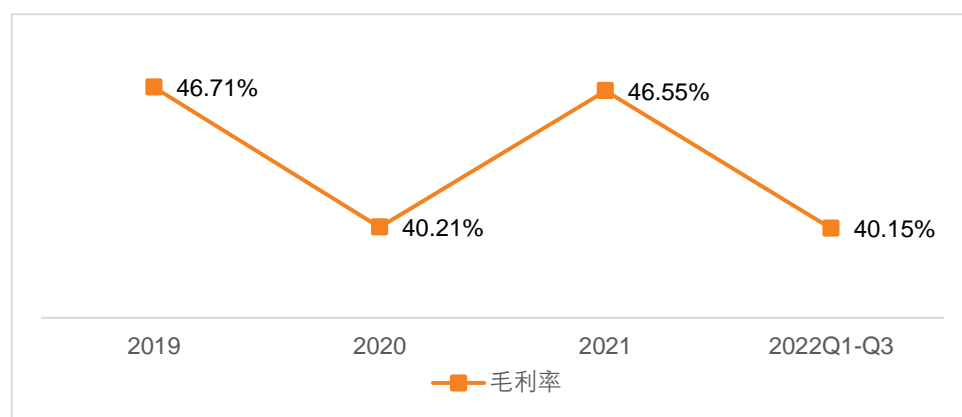
图 9：公司企业信息化服务（行业）营收（百万元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

21 年综合毛利率恢复平均水平达 46.55%，同比增长 6.43pct。其中主营业务云计算产品及服务、企业信息化服务(行业)毛利率分别为 54.95%、31%。公司 21 年毛利率增加，主要因为公司在政府、电信等行业毛利率提升所致。

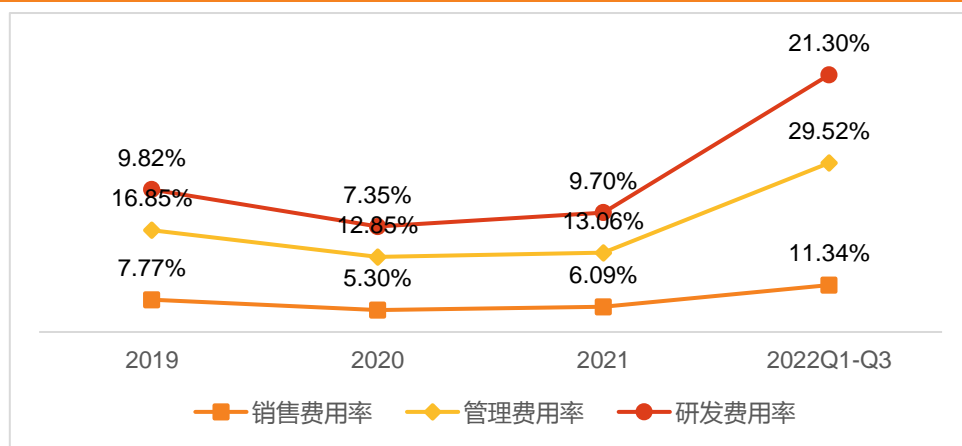
图 10：公司综合毛利率



资料来源：WIND、天风证券研究所

21 年公司期间费用率 30.67%，其中销售费用率 6.09%，管理费用率 13.06%，研发费用率 9.70%。21 年公司研发费用为 0.46 亿元，较上年同期增加 0.12 亿元，增幅 34.57%，主要系公司继续加大研发投入,提升产品功能和质量。销售费用较 20 年增幅 17.32%，主要系招投标费用、交通差旅费、市场费用和售后费用增加。

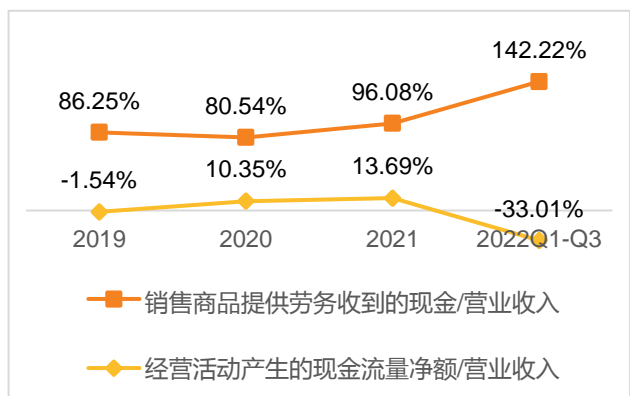
图 11: 公司三费率情况



资料来源: WIND、天风证券研究所

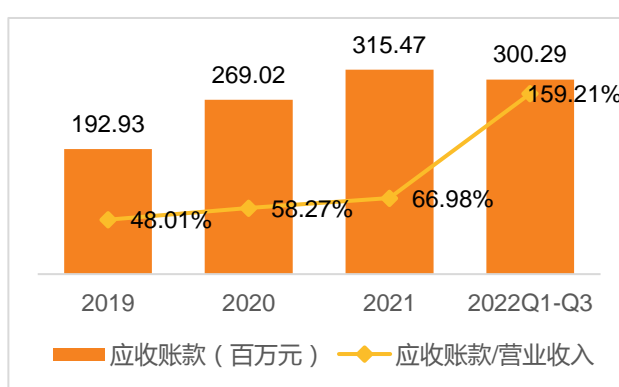
现金流方面,2021 年公司销售商品、提供劳务收到的现金约 4.53 亿元,占营收比例约 96.08%,经营性现金流净额约 0.65 亿元,占净利润比例约 1.21%。应收账款方面,2021 年公司应收账款 3.15 亿元,占营业收入比例约 66.98%。

图 12: 公司经营现金流情况



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 13: 公司应收账款情况 (百万元)



资料来源: WIND、天风证券研究所

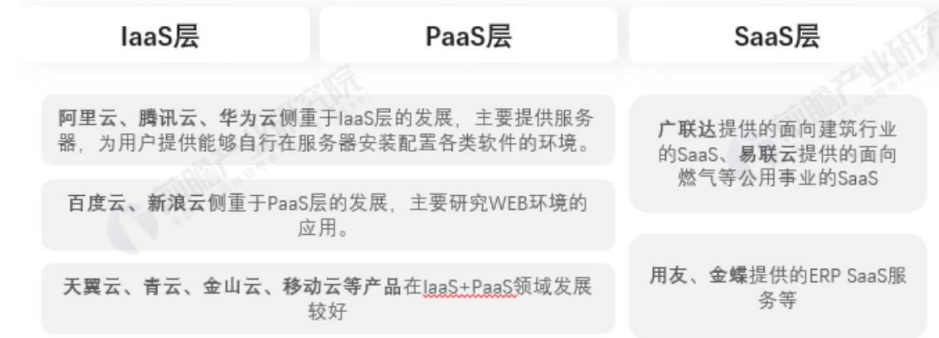
2. 云计算行业景气度高, 国产替代成为趋势

2.1. 21 年中国云计算市场规模达 3229 亿元, 疫情下继续保持高速增长

自云计算发展以来,一直得到我国政府的大力支持,而云计算软件又是云计算与软件行业相结合,在我国各个行业的应用渗透明显,也得到了大力支持。在我国“十四五”规划中,云计算是数字中国建设的重点产业,其中提到要加快云操作系统迭代升级,推动超大规模分布式存储、弹性计算等技术创新,提高云安全水平。

云计算软件细分种类包括 IaaS 层、PaaS 层及 SaaS 层。IaaS 层是内部系统和公共云之间的软件和硬件层,其融合了许多不同的工具和解决方案,是成功实现云计算部署的重要系统。平台即服务(PaaS)是一种云计算产品,包括开发工具,编程语言,数据库,数据库管理系统等资源,以及来自提供商的其他工具。

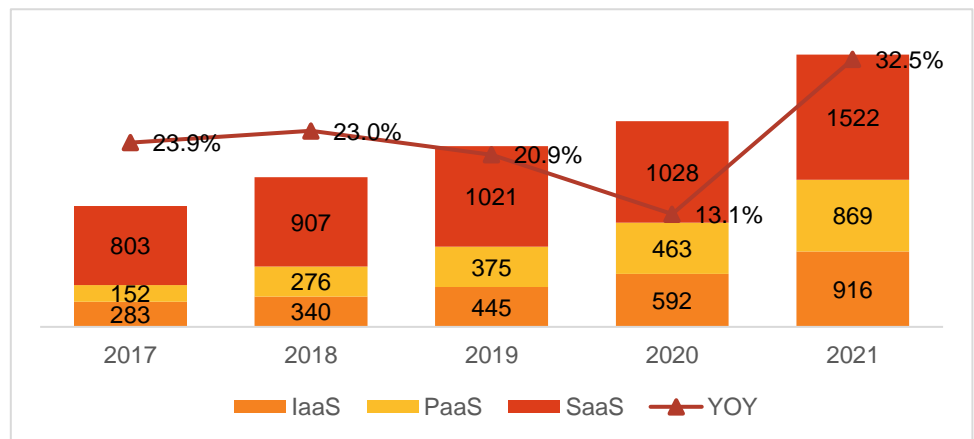
图 14：中国云计算软件细分种类包括 IaaS 层、PaaS 层及 SaaS 层



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

全球云计算市场回暖，21 年增速达 32.5%。2021 年，全球云计算市场规模达 3307 亿美元，增速达到 32.5%。随着经济回暖，全球云计算市场所受到影响正在逐步减弱，2021 年已基本恢复疫情前增长水平。

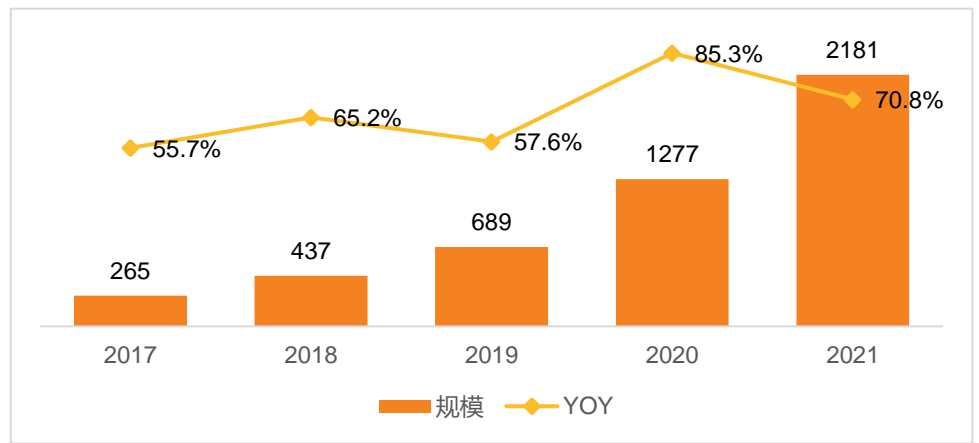
图 15：2017-2021 年全球云计算市场规模（亿美元）



资料来源：中国信息通信研究院《云计算白皮书（2022 年）》、天风证券研究所

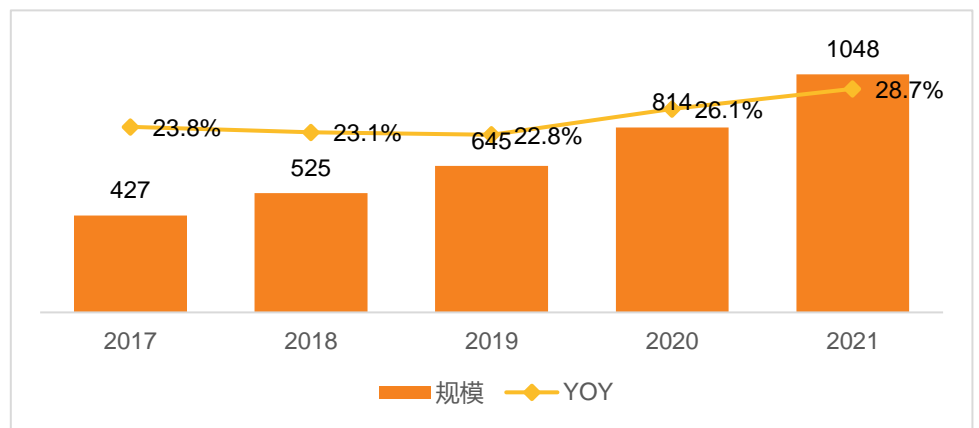
疫情下中国云计算市场规模继续保持高速增长。2021 年中国云计算总体处于快速发展阶段，市场规模达 3229 亿元，同比增长 54.4%。其中公有云市场规模高速增长，达 70.8%，市场规模达 2181 亿元，有望成为未来几年中国云计算市场增长的主要动力。此外，私有云市场也同样保持稳定增长的状态，2021 年中国私有云市场突破了千亿元大关达到 1048 亿元，同比增长 28.7%。

图 16：中国公有云市场规模及增速（亿元）



资料来源：中国信息通信研究院《云计算白皮书（2022年）》、天风证券研究所

图 17：中国私有云市场规模及增速（亿元）



资料来源：中国信息通信研究院《云计算白皮书（2022年）》、天风证券研究所

我国云计算产业近年来快速发展，已成为推动经济增长、加速产业转型的重要力量，云计算服务正日益演变成新型的信息基础设施，我国云计算呈现出以下发展趋势和特点：

- 1) 向行业垂直化、属地化发展，私有云混合云成为新的增长点
- 2) 国产软硬件生态初步形成竞争态势，进口替代成为趋势
- 3) 云计算政策从推动“云优先”向关注“云效能”转变
- 4) 云端开发及运维一体化趋势
- 5) 云原生技术快速发展
- 6) 混合云及多云部署趋势
- 7) 云网融合服务能力体系逐渐形成，并向行业应用延伸

2.2. 公司独立第三方身份，信创下私有云底层代码自研优势明显

云计算行业竞争格局清晰。云计算产业经过十多年的发展，技术、产品和业务模式逐渐成熟，形成了较为清晰的竞争格局：

在公有云领域，各云服务提供商提供固定规格的产品服务，而无需根据客户需求进行定制开发，因此行业集中度较高。截至 2021 年 12 月，我国公有云市场主要由阿里、腾讯、中国电信、AWS、华为等云服务提供商占据，其合计市场占有率超过了 75%。

在私有云和混合云领域，由于不同行业不同客户上云的需求各不相同，且需要在客户的基础设施上进行部署，可能还需要提供上云解决方案，或者根据企业需求进行定制开发，因此私有云和混合云需要一定的实施和开发人员。基于上述特点，目前私有云和混合云的行业集中度较低，云服务提供商呈现一定的行业和区域属性，但尚无占据市场垄断地位的云服务提供商。

表 4：公司在云计算的主要竞争对手情况（2021 年）

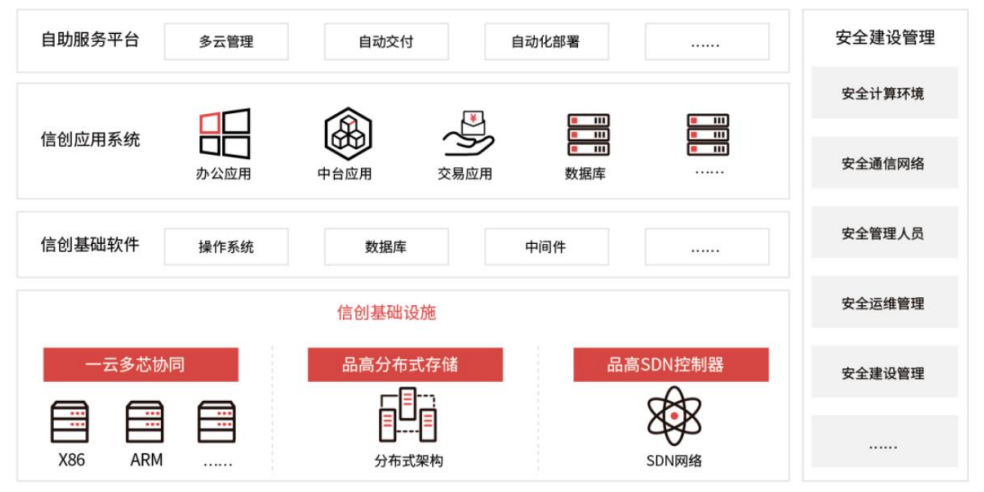
竞争对手	与公司竞争领域
华为云	主要竞争领域为政府、城轨、军工和公安；主要竞争产品及服务为其私有云产品方案“华为云 Stack”和大数据产品方案“数据湖探索（Data Lake Insight）”。
阿里云	主要竞争领域为政府、军工、大型企业云；主要竞争产品及服务为私有云解决方案 Apsara Stack、“云效企业级一站式 DevOps 平台”和大数据产品解决方案“数据湖分析（Data Lake Analytics）”。
新华三	主要竞争领域为政府、教育和公安、大型企业云；主要竞争产品及服务为其私有云产品方案“H3C CloudOS 云操作系统”、“H3C Cloud CMP”
深信服	主要竞争领域为教育、大型企业；主要竞争产品及服务为其私有云产品“企业级云 aCloud”和大数据产品解决方案“大数据智能平台”。
青云	主要竞争领域为金融；主要竞争产品及服务为其私有云产品方案“QingCloud 企业级云平台”。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司核心优势：私有云底层代码自研。与业内云计算公司相比，公司是少有的私有云底层代码采用原始创新的研发方式，自主可控性更高，决定了公司的云代码安全可靠；同时，公司的云产品技术路线优先考虑硬件中立性和选型多样性，具备高兼容性，可支持几乎全部国产芯片和操作系统，有益于客户上云不受硬件限制，且能够较好利用原有基础设施资源；

与新华三、华为等利用 OpenStack 开源技术进行改造相比，公司采用自主研发的技术架构，能够快速适配各类国产芯片，在国产芯片及整机的支持方面优于其他竞争对手，有利于进口替代推广与应用，目前已经支持包括 X86、ARM、MIPS、ALPHA、OpenPower 的国产芯片以及 NVidia GPU、寒武纪 NPU、华为 Atlas、FPGA、至强 PHI 等加速部件。

图 18：品高“一云多芯”异构融合技术实例——某公司信创云系统架构



资料来源：懂企业的品高云公众号、天风证券研究所

2021年3月私有云 IaaS 服务能力等级评价中，小市值公司中唯一私有云服务能力一级厂商。2016年，公司作为首批试点单位通过了 ITSS 组织的云服务能力评估，成为全国 8 家获得增强级符合性证书的私有云厂商之一。2019年，公司再次通过测评，测评能力调整为一级至四级。2021年2月，公司获得私有云 IaaS 服务一级证书，成为获得该一级证书的 9 家云厂商之一。公司通过了软件能力成熟度最高级别的国际 CMMI5 认证。

表 5：2021 年私有云 IaaS 服务能力评测等级获一级

私有云 IaaS 服务能力等级	私有云厂商
一级	品高云、华为云、阿里云、腾讯云、浪潮云、京东云、曙光云、新华三、金山云
二级	青云、深信服、北京百度网讯科技有限公司等
三级	网宿科技 (300017.SZ)、优刻得 (688158.SH) 等

资料来源：公司公告、天风证券研究所，注：截至 2021 年 3 月 15 日在 ITSS 分会网站查询结果

研发成果方面，截止 2021 年 10 月，公司累计获得发明专利 29 个，软件著作权 247 个。发明专利和软件著作权数量远高于青云科技，软件著作权与阿里云和深信服相近（新华三、深信服和华为云的专利数量较多，主要是其包含了网络通讯与基础硬件等相关专利）。

表 6：公司与同行业公司的发明专利和软件著作权数量对比

项目	品高	阿里云	华为云	新华三	深信服	青云科技
发明专利	29	59	40,000+	5,000+	456	7
软件著作权	247	263	500+	375	255	91

资料来源：公司公告、天风证券研究所，注：同行业公司数据为截至 2021 年 10 月查询数据

私有云场景数据湖技术的行业应用具备优势。竞争对手阿里云、华为云主要面向公有云数据湖场景，新华三、深信服、青云等尚没有独立的数据湖产品，公司 BingoInsight 数据湖管理平台面向私有化部署。

3. 深耕行业+云，政企私有云市场进一步打开

3.1. 多文件推动政务云加速建设，22-25 年复合增速有望超 29%

多文件发布推动政务云建设。大力推进信息化发展，已成为我国经济社会发展新阶段重要而紧迫的战略任务，以“放管服”深化改革为导向的“互联网+政务服务”已进入全方位多层次推进的新阶段。《“互联网+政务服务”技术体系建设指南》、《进一步深化“互联网+政务服务”推进政务服务“一网、一门、一次”改革实施方案》、《加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》等文件的发布，把推进“互联网+政务服务”作为“放管服”改革推向纵深的关键环节，**要建成一体化网上政务服务平台，实现互联网与政务服务深度融合，建成覆盖全国的整体联动、部门协同、一网办理的“互联网+政务服务”体系，大幅提升政务服务智慧化水平。**

表 7：近年来中国政务云行业相关政策梳理

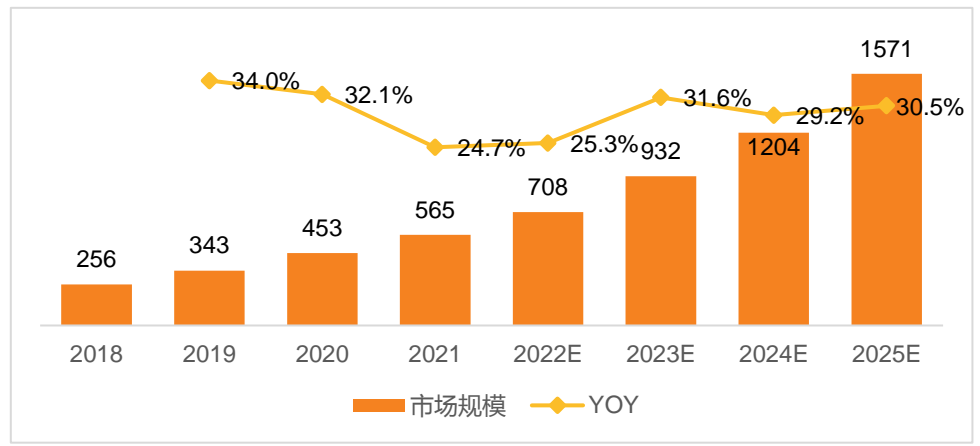
时间	政策文件	主要内容
2017 年	《“互联网+政务服务”技术体系建设指南》	分别从业务支撑、一体化平台、信息共享、关键技术、监督考核等角度提出具体技术方案和保障措施
2018 年	政府工作报告	深入推进“互联网+政务服务”，使更多事项在网上办理。加快政府信息系统互联互通，打通信息孤岛
2018 年	《进一步深化“互联网+政务服务”推进政务服务“一网、一门、一次”改革实施方案的通知》	到 2019 年底，重点领域和高频事项基本实现“一网、一门、一次”。在“一网通办”方面，省级政务服务事项网上可办率不低于 90%
2018 年	《加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》	加快建设全国一体化在线政务服务平台，推进各地区各部门政务服务平台规范化、标准化、集约化建设和互联互通，形成全国政务服务“一张网”。政务服务流程不断优化，全过程留痕、全流程监管，政务服务数据资源有效汇聚、充分共享，大数据服务能力显著增强
2021 年	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	1) 加大政务信息化建设统筹力度,健全政务信息化项目清单,持续深化政务信息系统整合,布局建设执政能力、依法治国、经济治理、市场监管、公共安全、生态环境等重大信息系统,提升跨部门协同治理能力。完善国家电子政务网络,集约建设政务云平台和数据中心体系,推进政务信息系统云迁移。加强政务信息化建设快速迭代,增强政务信息系统快速部署能力和弹性扩展能力。 2) 全面推进政府运行方式、业务流程和服务模式数字化智能化。深化“互联网+政务服务”,提升全流程一体化在线服务平台功能。加快构建数字技术辅助政府决策机制,提高基于高频大数据精准动态监测预测预警水平。强化数字技术在公共卫生、自然灾害、事故灾难、社会安全等突发公共事件应对中的运用,全面提升预警和应急处置能力。
	《“十四五”推进国家政务信息化规划》	全面提升建设效能,创新政务信息化建设应用模式,加强资源集约统筹利用,实现政务信息化建设由投资驱动向效能驱动转变。要优化政务服务水平,优化政务服务质量,提升政务服务便利化水平。
2022 年	《国务院关于加强数字政府建设的指导意见》	1) 全面推进政府履职和政务运行数字化转型,统筹推进各行业各领域政务应用系统集约建设、互联互通、协同联动,创新行政管理和政务服务方式,全面提升政府履职效能。 2) 充分发挥全国一体化政务服务平台“一网通办”枢纽作用,推动政务服务线上线下标准统一、全面融合、服务同质,构建全时在线、渠道多元、全国通办的一体化政务服务体系。 3) 加快推进数字机关建设,提升政务运行效能。 4) 加快推进全国一体化政务大数据体系建设,加强数据治理,依法依

		规促进数据高效共享和有序开发利用，充分释放数据要素价值，确保各类数据和个人信息安全。
	《国务院办公厅关于印发全国一体化政务大数据体系建设指南的通知》	2023 年底前，全国一体化政务大数据体系初步形成，基本具备数据目录管理、数据归集、数据治理、大数据分析、安全防护等能力，数据共享和开放能力显著增强，政务数据管理服务水平明显提升。 到 2025 年，全国一体化政务大数据体系更加完备，政务数据管理更加高效，政务数据资源全部纳入目录管理。

资料来源：华经产业研究院公众号、中国政府网、天风证券研究所

据华经产业研究院统计，2021 年中国政务云市场规模 565 亿元，增长速度为 24.7%。随着政务云的快速渗透，市场增长率开始放缓，华经产业研究院预计到 2025 年达到 1571 亿元，22-25 年复合增长率 29.1%。主要增长动力来自于已建政务云的改造扩充及运营管理。

图 19：2018-2025 年中国政务云行业市场规模及增速（亿元）

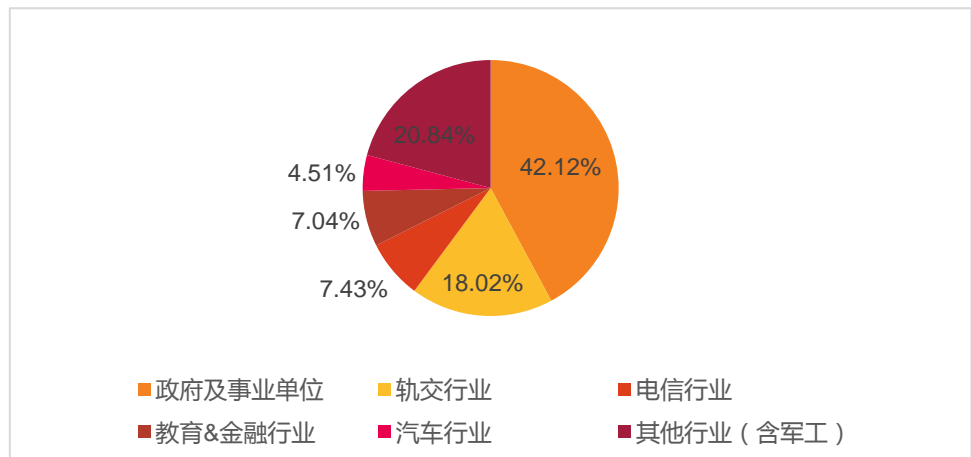


资料来源：华经产业研究院公众号、天风证券研究所

3.2. 公司深度布局政务云，积极开拓外省新市场

按行业看，2021 年政府及事业单位行业营收 1.98 亿元，营收占比 42.12%，在收入中占比最高；其他行业营收 0.98 亿元，同比 2020 年增长 79.04%，占总营收 20.84%；轨交行业实现营收 0.85 亿元，占比 18.02%；电信行业营收 0.35 亿元，占比 7.43%；教育&金融行业营收 0.33 亿元，占比 7.04%。

图 20：公司 2021 各行业营收占比



资料来源：WIND、天风证券研究所

在政务云领域，公司依靠政务领域实践经验，辅以国内领先的基础架构云、大数据平台、移动应用平台产品，实现从底层平台到上层应用和数据分析展现的一体化支撑，打造一体化互联网+政务云解决方案。

图 21：品高政务云建设总体架构图



资料来源：懂企业的品高云公众号、天风证券研究所

公司已建设多个广东政务云项目，未来业务有望向全国推广。从智慧城市的基础设施层，提供云平台 and 大数据平台服务，在民生服务层提供包括警民通、政务一体化办理门户等多样性的智慧服务，在精细管理层提供包含交通、质检、食药监等垂直线条的互联网+政务服务。截至 2021 年底，品高云已建设包含广州市政务云平台、东莞政务云、惠州政务云、中山政务云以及芜湖政务云等在内的大批政务云项目。此外，22 年公司已在积极开拓外省新市场，我们认为，未来政务云业务有望从广东向全国推广。

3.3. 公司有望与电信合作共建“国家云”生态体系

三大运营商在云计算领域发力，高投入高增长。天翼云加速实现产数业务、生态能力与云能力的全面融合且持续强化云底座产品技术创新和丰富度；中国移动结合行业属性深度磨合云和上层软件服务，构建不同场景不同云服务；中国联通以专属定制、经济实用、多云协同的云服务为目标，持续打造产业数字赋能解决方案。

“国家云”横空出世，电信牵头建设，多家央企参与。在2022年7月12日国资委召开的中央企业深化专业化整合工作推进会中，中国电信将引入多家中央企业战略投资者打造国家云公司。22年7月底，国内首个国资监管云服务正式上线。作为云计算国家队，国资监管云背后主要由中国电信牵头，中国电子、中国电科等多家央企共同组建。

图 22：国资监管云上线仪式



图 23：天翼云 4.0 打开数字中国之门



资料来源：国资 e 厅微信公众号、天风证券研究所

资料来源：天翼云官网、天风证券研究所

政企私有云市场有望进一步打开，公司已与电信联合运营广州市电子政务云平台多年，未来可期。公司自 2014 年开始与中国电信联合运营广州市电子政务云平台，截至 22 年 5 月，已服务市区各级各级委办局单位 300 多家，运行的业务系统超过 1200 套，交付主机达 7000 台以上，存储达 10 PB 以上。我们认为，未来公司有望和中国电信合作参与“国家云”生态体系建设。

图 24：公司与电信合作，深度参与广州政务云



资料来源：品高云计算公众号、天风证券研究所

3.4. 军工领域：多项技术认证优势，国防装备应用领域

公司依托云计算核心技术，不断增强对龙芯、飞腾、申威、鲲鹏等国产自主可控芯片以及各类国产应用软件的支持，在军工科研、人才实训、智慧军营等业务领域提供包括基础架构云、数据湖和共性支撑平台在内的国产自主可控的全栈云解决方案，协助军工领域客户打造一条可演进的自主可控云计算应用的发展路线，并且提升利用云计算、大数据等技术研制国防装备的科技水平。

公司核心云产品已获得《军用信息安全产品认证》，公司还获得《装备承制单位资格证》、《武器装备质量管理体系认证证书》、《武器装备科研生产单位二级保密资格证书》。

21 年，公司核心基础架构云平台、数据湖平台已形成多军兵种进口替代的应用，预计未来在国防装备应用领域存在较大增长空间。

4. 盈利预测与估值分析

前提假设：

- 1) 考虑各地政务云及数字政府加速落地，且公司私有云底层代码自研，优势突出，我们预计公司政府及事业单位营收或将保持高速增长，23、24 年毛利率提升；
- 2) 公司的云产品在一些关键技术层面，以及多样国产芯片异构融合技术层面拥有的领先优势，为公司进一步在公安、政府等关键行业带来更大的发展空间，我们预计公安行业营收或将高速增长，毛利率稳定提升；政务基本保持稳定的增速，毛利率基本稳定；
- 3) 考虑公司积极布局军工，且预计未来在国防装备应用领域存在较大增长空间，我们认为营收或将保持高速增长，毛利率提升；
- 4) 22 年轨交行业受疫情影响，预计收入有所下滑，毛利率有所下降。考虑新冠疫情影响减弱，以及未来随着轨交订单的验收，我们认为 24 年收入将迎来增长，23、24 年毛利率提升；
- 5) 公司深化“行业+云”战略，增强行业客户粘性，提高市场覆盖的广度和深度，预计公司电信、教育&金融和汽车行业营收基本保持稳定增长，毛利率基本稳定。
- 6) 综合来看，公司 22 年疫情对公司业务的开展造成了一定的影响，由于疫情的反复增加了项目实施的周期，也延后了项目验收的进度，毛利率预计有所下滑，但随着 23、24 年疫情对公司影响的减弱及公安、军工的毛利率提升，综合毛利率有望提升。

表 8：公司盈利预测（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	471.00	502.25	658.25	911.79
YOY	2.01%	6.63%	31.06%	38.52%
归母净利润	55.62	45.20	90.08	140.06
YOY	15.78%	-18.74%	99.31%	55.48%
毛利率	46.55%	44.94%	49.97%	52.92%

资料来源：WIND、天风证券研究所

表 9：公司收入拆分（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
1、政府及事业单位	198.36	247.45	365.83	561.65
YOY	6%	25%	48%	54%
毛利率	53%	48%	55%	58%
1) 公安	60.36	90.54	149.40	239.04
YOY		50%	65%	60%
毛利率		40%	44%	45%
2) 军工	40.00	54.00	105.30	194.81
YOY		35%	95%	85%
毛利率		80%	85%	87%
3) 政务	98.00	102.90	111.13	127.80
YOY		5%	8%	15%
毛利率		39%	41%	40%
2、轨交	84.85	42.43	31.82	33.41
YOY	-48%	-50%	-25%	5%
毛利率	29%	25%	28%	29%
3、电信	35.00	39.20	42.34	45.72
YOY	42%	12%	8%	8%
毛利率	39%	39%	38%	37%
4、教育&金融	33.16	39.80	55.71	72.43
YOY	53%	20%	40%	30%
毛利率	35%	32%	32%	32%
5、汽车	21.26	27.86	30.64	33.71
YOY	138%	31%	10%	10%
毛利率	34%	34%	33%	32%
6、其他	98.17	105.52	131.90	164.88
YOY	79%	7%	25%	25%
毛利率	59%	55%	57%	57%

资料来源：WIND、天风证券研究所

估值分析：

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 5.02、6.58、9.12 亿元，同比增长 6.63%、31.06%、38.52%；毛利率分别为 44.94%、49.97%、52.92%。我们测算公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.45、0.90、1.40 亿元，对应当前股价 P/E 分别为 79.17、39.72、25.55 倍。

基于可比公司平均估值，考虑公司政务云、军工、公安等行业带来的增速，给予 23/24 年 62.2/40 倍 PE，对应市值 56 亿元。目标价 49.56 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

公司	股票代码	2022E P/E	2023E P/E	2024E P/E
卓易信息	688258.SH	63.03	49.61	32.43
深信服	300454.SZ	221.47	102.81	61.32
南威软件	603636.SH	54.23	37.64	27.00
平均		112.91	63.35	40.25

资料来源：WIND、天风证券研究所，数据来源于 WIND 一致预期（截至 2023 年 3 月 3 日）

5. 风险提示

- 1) **市场竞争加剧风险：**随着公有云市场竞争日趋激烈，越来越多的云计算厂商投入到私有云和混合云的竞争中。随着市场竞争加剧，如果公司未来在技术创新、产品及服务升级、销售服务体系建设等方面不能及时满足市场动态变化，或持续保持并增强自身竞争力，公司可能面临竞争力下降的风险。
- 2) **技术升级迭代风险：**随着云计算、大数据、人工智能和区块链等新兴技术的深入发展，软件基础平台相关技术升级迭代加快。若公司未能及时把握或跟随技术发展趋势，将可能面临核心技术落后、产品升级迭代滞后和创新能力不足的风险，进而对公司市场竞争和业务发展带来不利影响。
- 3) **行业季节性风险：**公司客户主要为政府事业单位和大型国有企业，通常该类客户在上一年年底或次年年初进行信息化建设的预算和采购，年底前完成资金使用计划，因此项目验收主要集中在年底，可能会造成公司季节性亏损。
- 4) **成长性风险：**软件与信息技术服务行业处于快速发展阶段，是国家鼓励发展的新兴产业，公司未来能否保持持续成长，受到宏观经济、产业政策、行业竞争态势、技术研发、市场推广等多个方面的影响，同时，公司也必须持续保持较强的市场竞争力，培育新的业务增长点。如果上述影响公司持续成长的因素发生不利变化，且公司未能及时采取措施积极应对，将导致公司存在成长性下降或者不能达到预期的风险。
- 5) **核心竞争力风险：**随着市场竞争加剧，如果公司未来在技术创新、产品及服务升级、销售服务体系建设等方面不能及时满足市场动态变化，或持续保持并增强自身竞争力，公司可能面临竞争力下降的风险。
- 6) **预测假设具有一定主观性：**云计算市场随着参与者增加，未来市场变化难以完全预知，文中测算具有一定主观性，仅供参考。
- 7) **22年财务数据为业绩快报数据，是初步测算结果，具体以公司披露的年报为准。**

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	121.05	1,165.36	1,053.04	925.83	994.00	营业收入	461.65	471.00	502.25	658.25	911.79
应收票据及应收账款	272.32	326.35	315.41	426.95	560.83	营业成本	276.02	251.76	276.55	329.32	429.24
预付账款	0.85	1.53	0.69	2.33	1.41	营业税金及附加	1.09	2.53	1.57	3.42	4.38
存货	167.72	189.58	183.87	274.29	317.87	销售费用	24.46	28.70	32.80	43.18	68.66
其他	15.72	10.98	15.02	23.42	21.98	管理费用	59.33	61.52	66.05	85.37	117.89
流动资产合计	577.66	1,693.80	1,568.02	1,652.82	1,896.09	研发费用	33.93	45.66	58.12	75.96	112.61
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	10.11	8.58	5.84	3.34	2.96
固定资产	74.16	40.27	28.70	24.32	21.95	资产/信用减值损失	(14.57)	(27.30)	(9.61)	(14.98)	(16.61)
在建工程	0.49	20.10	50.10	75.10	95.10	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	137.80	136.18	131.22	125.98	120.84	投资净收益	0.00	(0.01)	0.00	0.00	0.00
其他	24.32	53.94	57.49	69.24	51.08	其他	13.30	42.11	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	236.77	250.48	267.50	294.65	288.97	营业利润	57.98	57.45	51.70	102.67	159.44
资产总计	814.43	1,944.29	1,835.52	1,947.46	2,185.05	营业外收入	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
短期借款	62.46	92.02	45.00	40.00	40.00	营业外支出	0.30	0.24	0.30	0.28	0.28
应付票据及应付账款	59.47	84.88	99.98	129.30	145.94	利润总额	57.71	57.24	51.42	102.41	159.18
其他	96.78	224.04	193.33	223.65	344.56	所得税	8.07	3.90	5.04	9.52	15.04
流动负债合计	218.72	400.93	338.31	392.95	530.51	净利润	49.64	53.34	46.38	92.89	144.14
长期借款	31.95	10.60	10.00	6.00	6.00	少数股东损益	1.60	(2.28)	1.18	2.81	4.08
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	48.04	55.62	45.20	90.08	140.06
其他	53.96	41.93	54.89	51.26	50.51	每股收益(元)	0.42	0.49	0.40	0.80	1.24
非流动负债合计	85.91	52.53	64.89	57.26	56.51						
负债合计	384.47	544.40	403.21	450.20	587.02	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	(5.06)	(7.91)	(7.08)	(5.12)	(2.27)	成长能力					
股本	84.79	113.06	113.06	113.06	113.06	营业收入	14.88%	2.03%	6.63%	31.06%	38.52%
资本公积	239.07	1,127.96	1,127.96	1,127.96	1,127.96	营业利润	44.67%	-0.91%	-10.01%	98.58%	55.30%
留存收益	111.16	166.78	198.38	261.36	359.29	归属于母公司净利润	34.29%	15.78%	-18.74%	99.31%	55.48%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	429.96	1,399.89	1,432.32	1,497.26	1,598.04	毛利率	40.21%	46.55%	44.94%	49.97%	52.92%
负债和股东权益总计	814.43	1,944.29	1,835.52	1,947.46	2,185.05	净利率	10.41%	11.81%	9.00%	13.68%	15.36%
						ROE	11.04%	3.95%	3.14%	6.00%	8.75%
						ROIC	26.95%	14.78%	15.89%	23.66%	25.36%
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	49.64	53.34	45.20	90.08	140.06	资产负债率	47.21%	28.00%	21.97%	23.12%	26.87%
折旧摊销	32.31	17.12	12.13	14.21	16.21	净负债率	2.50%	-72.82%	-67.61%	-56.65%	-57.10%
财务费用	10.75	9.30	5.84	3.34	2.96	流动比率	1.93	3.44	4.63	4.21	3.57
投资损失	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.37	3.06	4.09	3.51	2.97
营运资金变动	63.33	(85.08)	(69.87)	(169.78)	(23.99)	营运能力					
其它	(108.24)	69.82	1.18	2.81	4.08	应收账款周转率	1.98	1.57	1.57	1.77	1.85
经营活动现金流	47.79	64.50	(5.52)	(59.34)	139.32	存货周转率	2.49	2.64	2.69	2.87	3.08
资本支出	155.27	13.02	12.63	33.24	29.45	总资产周转率	0.59	0.34	0.27	0.35	0.44
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	(197.01)	(42.54)	(38.23)	(62.84)	(58.15)	每股收益	0.42	0.49	0.40	0.80	1.24
投资活动现金流	(41.74)	(29.52)	(25.60)	(29.60)	(28.70)	每股经营现金流	0.42	0.57	-0.05	-0.52	1.23
债权融资	52.30	5.65	(67.25)	(10.33)	0.92	每股净资产	3.85	12.45	12.73	13.29	14.16
股权融资	(2.51)	900.42	(13.95)	(27.94)	(43.36)	估值比率					
其他	(20.93)	101.57	0.00	0.00	0.00	市盈率	74.48	64.33	79.17	39.72	25.55
筹资活动现金流	28.85	1,007.65	(81.20)	(38.27)	(42.45)	市净率	8.23	2.54	2.49	2.38	2.24
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	0.00	16.79	32.32	19.32	13.20
现金净增加额	34.90	1,042.63	(112.32)	(127.21)	68.17	EV/EBIT	0.00	18.89	38.21	21.54	14.37

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com