

新炬网络(605398)

报告日期: 2022 年 12 月 21 日

国产替代下, 智能运维接力信创的最后一公里

——新炬网络深度报告

投资要点

□ 信创背景下的软硬件国产替代, 拉动 IT 运维服务需求

信创国产替代相关政策频出, 信创全产业链的国产替代势在必行。中国信创产业预计到 2025 年规模将达到 27961.6 亿元, 预计年复合增长率为 19.4%。国产替代庞大规模及更换初期的诸多问题都会提振国内 IT 运维行业服务需求。作为信创产业的关键一环, IT 运维对网络、软硬件环境具有“超级控制权”, 为了避免数据泄露等问题, IT 运维的本土化、国产化也会提高国内 IT 运维厂商市场份额。

从传统运维走向智能运维, 将是大势所趋。智能运维解决了传统运维无法满足国产替代及大数据背景下的 IT 架构复杂、海量数据处理分析、运维效率较低等行业痛点, 智能运维将是运维行业发展的必然选择。在大数据、人工智能相关政策的支持下, 国内运维商通过智能运维实现了运维技术上的弯道超车, 目前有能够实现运维国产替代的技术需求。

国产替代背景下, 第三方运维有望持续强化竞争优势。信创的国产替代是全产业链的替代, 这对运维商的综合运维能力要求更高。相较于提供特定服务的原厂运维商, 第三方运维将更有优势。同时, 第三方运维还占据价格优势以及本地化服务的优势。第三方运维的市场份额逐年上升也说明第三方运维的竞争优势有望持续强化。

□ 新炬全栈式运维技术生态, 满足国产替代的运维需要

全栈式运维凸显技术实力攻克智能运维难关。新炬目前拥有自主研发的兼容信创生态的智能运维全系列产品, 可以提供一站式智能运维解决方案, 满足国产替代的运维需要。

数据库运维长板兼而有之, 新炬在第三方头部竞争中脱颖而出。数据治理被视作智能运维中的最大难点, 新炬作为国内最大的数据库运维商拥有强大的数据治理相关技术及人才积累, 可以更好解决该问题。将新炬与头部的第三方运维商进行对比, 得到新炬在智能运维与数据库运维长板上兼而有之, 拥有数据库生态中的数据治理平台, 这也是新炬在技术上的最大竞争优势。

本地部署私有云大势所趋, 多云全栈智能运维满足技术需求。根据 2018 年 Gartner 调查显示, 64% 的受访者更愿意选择私有云, 其中以大型企业对于私有云和本地化部署的需求为主。私有云对运维能力提出了较高的要求。新炬能够为企业提供定制化的专业且安全的应用上云迁移全套方案与服务, 可以实现公有云、私有云和混合云间整体迁移。

□ 依靠“滚雪球”效应, 行业及客户有望进一步多元化

以标杆案例为起点, 促进客户多元化“雪球”越滚越大。运维市场格外重视过往案例, 成功的标杆案例极具说服力。同时, 电信行业的运维难度相较于其他行业来说更大, 更具可迁移性。随着各企业数字化转型程度的提高以及政策的进一步推进, 我们认为新炬具备十足增长潜力, 公司凭借丰富的技术积累叠加深耕于电信行业形成的口碑效应, 有能力吸引各行业的客户同时打消市场顾虑, 积累更多的标杆案例奠定自身的行业地位, 同时后续业务范围的扩大, 公司的核心竞争力优势将会进一步爆发价值潜能。

技术壁垒使行业竞争格局逐步向头部靠拢。新炬目前已经发展成为国内头部第三方运维商之一, 考虑到头部第三方运维商有能力率先完成数字化转型, 从而可以抢占未完成数字化转型的运维商的客户, 抢占后的客户又具有高粘性, 从而形成头部聚集效应。同时, 由于头部企业能积累更多的技术与案例, 有助于收敛二次开发、定制化开发的成本, 这也会助推头部聚集效应。

智能运维需要前期大量的研发投入, 技术壁垒较高, 新炬坚持加大研发投入, 成为率先完成数字化转型的第三方头部运维商之一, 在未来将会享受到头部聚集效应的红利。此外, 公司 2017-2020 年期间, 客户留存率都稳定达到 75% 以上, 老客户收入年均增长率达

投资评级: 买入(首次)

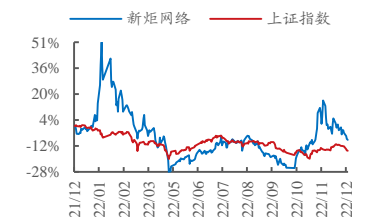
分析师: 程兵
执业证书号: S1230522020002
chengbing01@stocke.com.cn

研究助理: 郑毅
zhengyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 25.57
总市值(百万元)	2,129.92
总股本(百万股)	83.30

股票走势图



相关报告

- 1 《乘政策东风, 应市场需求, 自营招采平台迎风而起——新点软件深度报告》2022.09.18
- 2 《招投标全程电子化加速部署, SaaS 化第三方招采平台迎百亿市场——新点软件点评报告》2022.10.21
- 3 《从自研大数据基础软件平台到分布式数据库, 全方位迎接国产替代百亿空间——星环科技深度报告》2022.11.12
- 4 解读《关于数字经济发展情况的报告》2022.11.17

到 20.88%，老客户收入占比均达到 90%以上，高粘性的客户特点能够帮助公司守好营业收入的压舱石。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 6.48/8.21/10.16 亿元，同比增长分别为 9.49%/26.85%/23.69%；对应归母净利润分别为 0.74/1.18/1.68 亿元，同比增速分别为 6.55%/60.40%/41.91%，对应 EPS 为 0.89/1.42/2.02 元，给予 2023 年 25 倍 PE。首次覆盖予以“买入”评级。

□ 风险提示

行业政策波动风险、客户集中度较高和大客户依赖的风险、市场开发风险

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	591.44	647.57	821.44	1016.00
(+/-) (%)	5.43%	9.49%	26.85%	23.69%
归母净利润	69.25	73.79	118.35	167.95
(+/-) (%)	-39.95%	6.55%	60.40%	41.91%
每股收益(元)	0.83	0.89	1.42	2.02
P/E	30.76	28.87	18.00	12.68

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 我们与市场的观点的差异

市场普遍对于公司能否在众多第三方运维厂商参与者中脱颖而出以及公司客户主要集中在电信行业的情况保持怀疑态度，我们认为公司有能力和打破市场的担忧。

宏观层面，截至 2022 年 10 月底，中央及全国各地政府共发布信创相关政策 166 部，在一系列信创国产替代政策出台的背景下，国产替代必将提振运维行业的需求，运维市场未来将走向智能运维与第三方运维；

微观层面，公司能够提供一站式智能运维解决方案，具备强大技术实力，相较于其他运维厂商，公司智能运维与数据库长板兼而有之；其次，作为头部第三方运维厂商，公司率先完成数字化转型，从而可以抢占未完成数字化转型的运维商的客户，抢占后的客户又具有高粘性，从而形成头部聚集效应，使得公司未来能在众多第三方运维参与者中脱颖而出；公司目前已经打造一批非电信行业成功案例，并以标杆案例为抓手拓展非电信行业客户，客户集中度改善已初见成效，未来竞争力将愈发强劲。

● 股价上涨的催化因素

政策方面，一系列信创国产替代政策出台的背景下，国产替代必将提振运维行业的需求；公司技术方面，可提供一站式智能运维解决方案，拥有数据库长板及多云运维服务，满足国产替代后 IT 复杂架构的技术需求；市场拓展方面，公司作为头部第三方运维厂商，可享受到率先完成数字化转型的头部聚集效应红利以及通过打造的一批非电信行业成功案例，有望将客户多元化雪球越滚越大。

● 风险提示

行业政策波动风险：未来国家对 IT 服务行业的扶持政策发生削减扶持力度等变化，将对公司的经营产生不利影响。客户集中度较高和大客户依赖的风险：公司主要面向大中型企事业单位提供第三方运维服务及运维产品，行业特点决定了公司的客户集中度较高。如果未来主要客户的市场份额下降或竞争地位发生重大变动，可能对发行人的经营业绩造成不利影响。市场开发风险：随着市场需求的变化，如果公司在理解和挖掘客户需求、市场定位等方面出现较大偏差，或在销售网络的构建、营销策略的设计等方面不能适应市场竞争态势的变化，都将对公司的市场开发造成不利影响。

正文目录

1 信创背景下的软硬件国产替代，拉动 IT 运维服务需求	6
1.1 国产替代政策频出，运维需求受多重提振	6
1.2 从传统运维走向智能运维，将是大势所趋	9
1.3 国产替代背景下，第三方运维有望持续强化竞争优势	12
2 新炬全栈式运维技术生态，满足国产替代的运维需要	13
2.1 全栈式运维凸显技术实力攻克智能运维难关	13
2.2 数据库运维长板兼而有之，新炬在第三方头部竞争中脱颖而出	13
2.3 本地部署私有云大势所趋，多云全栈智能运维满足技术需求	15
3 依靠“滚雪球”效应，行业及客户有望进一步多元化	15
3.1 以标杆案例为起点，促进客户多元化“雪球”越滚越大	16
3.2 技术壁垒使行业竞争格局逐步向头部靠拢	17
4 盈利预测与估值	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议与估值	21
5 风险提示	22

图表目录

图 1: 信创行业产业链.....	7
图 2: 信创国产化替代相关政策.....	8
图 3: 2018-2025 中国信创行业市场规模及预测.....	8
图 4: 2014-2023 中国 IT 基础架构运维服务市场规模及预测.....	8
图 5: 传统运维(手工运维、自动化运维)与智能运维的对比.....	9
图 6: 2021 年全球企业: 智能运维效果评估指标选取调研.....	10
图 7: 2020 与 2025 年国内智能运维在各行业渗透率及预测.....	11
图 8: IT 智能化相关政策.....	11
图 9: 2014-2023 中国 IT 第三方运维市场占比及预测.....	12
图 10: 2019-2021 软件行业人均薪酬(万元).....	12
图 11: 2020 年智能运维建设难点调研.....	14
图 12: 新炬网络 2020 年-2022 年客户分行业占比.....	17
图 13: 2017-2021 新炬与其他公司主营业务收入(亿元).....	17
图 14: 新炬与其他公司销售毛利率、销售净利率对比.....	17
图 15: 2018-2021 年新炬及其他厂商研发费用占比.....	19
图 16: 2017-2020 客户留存及老客户收入增长情况.....	19
图 17: 公司部分主要客户.....	20
图 18: 公司营收预测拆分(单位: 百万元).....	21
图 19: 公司估值对比.....	21
表附录: 三大报表预测值.....	23

1 信创背景下的软硬件国产替代，拉动 IT 运维服务需求

为解决核心技术关键环节“卡脖子”问题，信创软硬件国产替代的政策频出，从政策面来看，此次替换范围涵盖芯片、基础软件、操作系统、中间件等领域，是一次大规模、全产业链的国产替代。

IT 运维行业作为信创的重要一环，国产替代会给国内运维行业带来多重刺激：庞大国产替代规模势必带来巨大的运维压力；此外，更换初期兼容性、适配性、稳定性问题更加明显，操作人员对新产品不熟悉，国产软硬件的生态不完善等问题都会增大运维的需求量与难度；同时，运维行业本身就关系着数据安全，运维行业本身就应实现国产替代。

运维行业势必将走向智能运维：“智能化”相关政策以及提高运维效率、降低运维成本的市场需求双轮驱动着国内智能运维的落地。相较于传统运维，智能运维可以解决海量数据的分析、运维效率更高、运维成本更低等行业痛点，在未来发展空间巨大。

第三方运维更有竞争优势：相较于原厂运维，第三方运维有更低的整体运维价格优势以及能够提供全栈式综合运维方案，这也是国产全替代背景下用户所需要的。

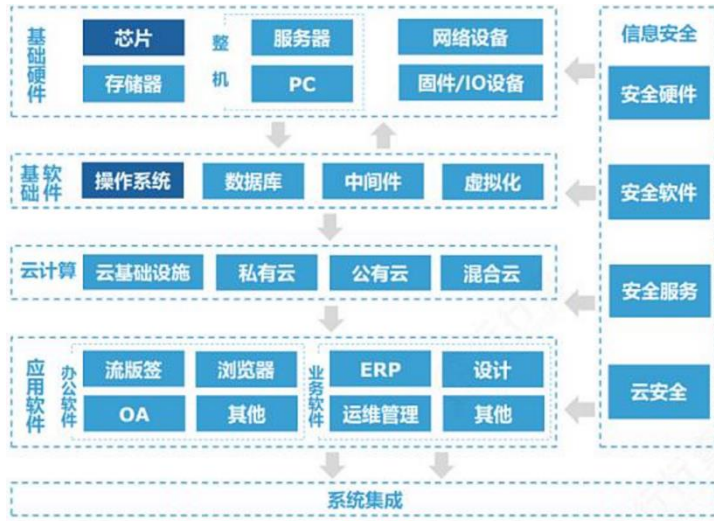
因此，我们认为：在一系列信创国产替代政策出台的背景下，国产替代必将提振运维行业的需求，运维市场未来将走向智能运维与第三方运维。

1.1 国产替代政策频出，运维需求受多重提振

- **政策推动软硬件国产替代，覆盖信创行业全产业链：**据零壹智库、数字化讲习所不完全统计，截至 2022 年 10 月底，中央及全国各地政府共发布信创相关政策 166 部，其中，中央层面政策 35 条，地方层面政策 131 条。可以发现，“自主可控”、“国产替代”、“数字中国”等相关推动软硬件国产替代相关的关键词在这些文件中频频出现，无疑反映了大力推进建设高安全、高可控的信创产业新局面的国家战略。

信创产业核心在于通过行业应用构建国产化信息技术软硬件底层架构体系和全周期生态体系，解决核心技术关键环节“卡脖子”问题。信创的国产替代主要包含四大部：IT 基础硬件、基础软件、应用软件以及信息安全。9 月底，国资委“79 号文件”要求到 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。《十四五大数据产业发展规划》及《“十四五”民政信息化发展规划》也都强调要推进软硬件系统国产化替代进程。从政策面来看，此次的信创国产替代是围绕 IT 行业全产业链的整体布局。

图1: 信创行业产业链



资料来源: 亿欧智库, 浙商证券研究所

国产软硬件更换初期的诸多问题也会提振运维行业需求: 对于更换国产软硬件产品的用户来说, 初期的多设备多厂商之间的适配性、兼容性、稳定性更容易出现问题等, 需要通过运维厂商提供综合的运维服务; 其次, 内部人员对新的工具不熟悉, 在使用时遇到的问题也更多, 运维需求量加大; 同时, 国产软硬件的生态暂时不如国外厂商的生态完善, 许多运维问题无法在开源社区得到解决, 运维的问题从难度上加大, 也促使更多用户需要专业的运维服务支撑。因此, 运维行业的需求也会受到国产替代初期的系列问题的带动。

此外, 运维行业作为信创产业的重要一环, 在政策的推动下, 其自身也要实现国产替代。IT 运维对网络、软硬件环境具有“超级控制权”, 为了避免数据泄露等问题, IT 运维的本土化、国产化也急需跟进。目前, 以 IBM、HP、BMC 等为代表的国外传统运维厂商专注运维整体解决方案, 长期占据金融、电信等运维成熟度高的行业; 以 SolarWinds、Datadog、Splunk 等为代表的国外新兴运维厂商则专注于智能运维 (AIOps)、日志处理等新兴的运维细分领域, 虽然我国信创产业起步较晚, 但随着大数据、机器学习、人工智能等技术在运维行业的应用, 我国运维行业实现跳跃式发展, 根据 Gartner 在 2021 发布的中国 I&O 自动化成熟度曲线中, 国内智能运维技术成熟度相较于全球处于靠前位置, 因此目前有相应的技术与能力实现运维行业的国产替代。因此, 我们认为: 国内运维商对海外运维商产生的挤出效应, 也会提振国内运维行业需求。

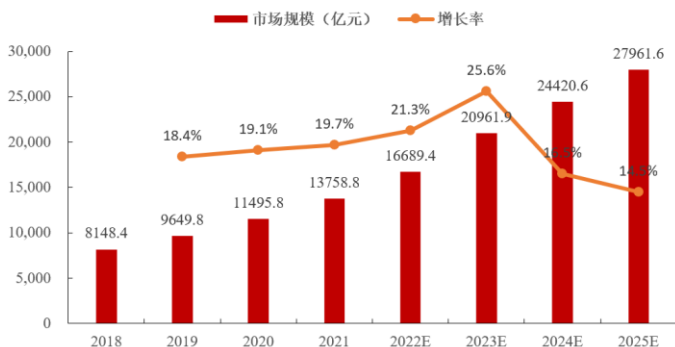
图2: 信创国产化替代相关政策

实施时间	颁布主体	政策文件	相关内容
2022年10月	国务院	《国务院关于加强数字政府建设的指导意见》	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。强化关键信息基础设施保护, 落实运营者主体责任。开展对新技术新应用的安全评估, 建立健全对算法的审核、运用、监督等管理制度和技术措施
2022年9月	国资委	国资发79号文件	2027年底前实现央企落实信创全面替代, 2022年11月底前基于计划上报替代总体方案, 2023年开始由党组书记每季度汇报国资委相关进程, 全面替换包括OA、门户、邮箱、纪检、党建、档案管理; 应替就替包括战略决策、ERP、风控管理、CRM 经营管理系统; 能替就替包括生产制造、研发系统, 其中数据库、操作系统、中间件、芯片、整机是最重要的产业环节
2022年3月	十三届全国人大五次会议	《2022年国务院政府工作报告》	加强数字中国建设整体布局。建设数字信息基础设施, 逐步构建全国一体化大数据中心体系, 推进5G规模化应用, 促进产业数字化转型, 发展智慧城市、数字乡村。完善数字经济治理, 培育数据要素市场, 释放数据要素潜力, 提高应用能力更好赋能经济发展、丰富人民生活。
2022年1月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	指出到2025年, 数字技术自主创新能力显著提升, 数字产业化水平显著提升, 数字化产品和服务供给质量大幅提高, 产业核心竞争力明显增强, 在部分领域形成全球领先优势。新产业新业态新模式持续涌现、广泛普及, 对实体经济提质增效的带动作用显著增强。我国数字经济迈向全面扩展期, 数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到10%, 而2020年这一数字为7.8%
2022年1月	中央网络安全和信息化委员会	《“十四五”国家信息化规划》	到2025年, 数字中国建设取得决定性进展, 信息化发展水平大幅跃升。数字基础设施体系更加完备, 数字技术创新体系基本形成, 数字经济发展质量效益达到世界领先水平, 数字社会建设稳步推进, 数字政府建设水平全面提升, 数字民生保障能力显著增强, 数字化发展环境日臻完善。
2021年11月	工信部	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	围绕软件产业链, 加速“补短板、锻长板、优服务”, 夯实开发环境、工具等基础软件实力, 提升工业软件、行业软件、平台软件、嵌入式软件等应用软件水平, 充分释放“软件定义”创新活力, 加速模式创新、机制创新, 构建协同联动、自主可控的产业创新体系。
2021年12月	国务院办公厅	《全国一体化政务大数据体系建设指南的通知》	坚持整体协同、安全可控。坚持总体国家安全观, 树立网络安全底线思维, 围绕数据全生命周期安全管理, 落实安全主体责任, 促进安全协同共治, 运用安全可靠技术和产品, 推进政务数据安全体系规范化建设, 推动安全与利用协调发展。
2021年12月	工信部	《“十四五”大数据产业发展规划》	重点强化自主基础软硬件的底层支撑能力, 推动自主开源框架、组件和工具的研发, 到2025年, 大数据产业测算规模突破3万亿元, 年均复合增长率保持在25%左右, 创新力强、附加值高、自主可控的现代化大数据产业体系基本形成。
2021年12月	民政部	《“十四五”民政信息化发展规划》	稳步推进关键软硬件系统国产化替代进程, 适配改造现有民政政务信息系统, 基于安全可靠技术产品和国产技术平台开展新一代民政信息系统建设, 增强系统集成能力, 提升稳定可靠运行水平。构建系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的民政信息基础设施和算力、算法、数据、应用资源协同的民政一体化大数据中心, 充分集成优化网络、计算、存储等资源, 加快高可靠、高性能、高安全、智能化升级。
2021年3月	全国人民代表大会	《十三届全国人大四次会议政府工作报告》	加快数字化发展, 打造数字经济新优势, 协同推进数字产业化和产业数字化转型, 加快数字社会建设步伐, 提高数字政府建设水平, 营造良好数字生态, 建设数字中国
2021年3月	中国银保监会办公厅	《中国银保监会办公厅关于银行业保险业数字化转型的指导意见》	坚持关键技术自主可控原则, 对业务经营发展有重大影响的关键平台、关键组件以及关键信息基础设施要形成自主研发能力, 降低外部依赖、避免单一依赖。加强自主研发技术知识产权保护。

资料来源: 琪智信息, 国务院政策文件库, 浙商证券研究所

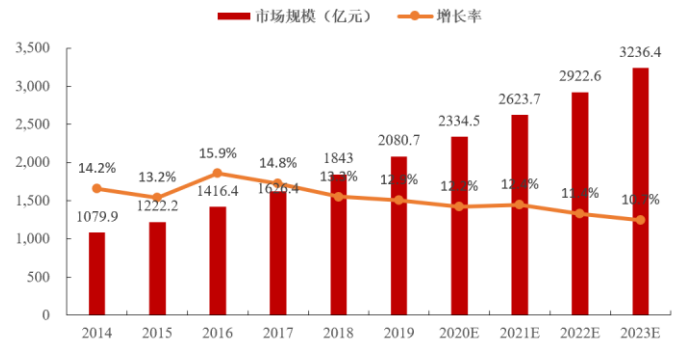
- **国产替代背景下, 运维行业需求受到多重提振:** 增长迅猛的信创全产业链国产替代庞大规模带来巨大的运维压力: 根据艾媒数据中心数据, 2021年中国信创产业规模达13758.8亿元, 预计到2025年规模将达到27961.6亿元, 预计年复合增长率为19.4%。IT运维服务作为整个信创产业的支撑, 对IT软硬件资源及设施进行监测、维护和优化, 既是各行业在新基建浪潮下的必然选择, 也是国产化替代方向的必修课, 其发展势必会随着信创产业的规模增长而加快。根据艾瑞咨询的数据, 2019年中国IT基础架构运维服务市场规模达到2080.7亿元, 预计到2023年规模将达到3236.4亿元, 年复合增长率为11.7%。可见, **运维行业的需求受到信创国产替代规模的带动。**

图3: 2018-2025 中国信创行业市场规模及预测



资料来源: 艾媒数据中心, 浙商证券研究所

图4: 2014-2023 中国 IT 基础架构运维服务市场规模及预测



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

1.2 从传统运维走向智能运维，将是大势所趋

- **大数据与人工智能时代来临，从传统运维走向智能运维：**IT 运维行业历经三个阶段：1.0 手工运维、2.0 DevOps 自动化运维、以及 3.0 AIOps 智能运维，其中前两个阶段属于传统运维方式。1.0 手工运维只有在故障出现时才能去查找根因并且可用性较低；2.0 DevOps 自动化运维是当前运维所处的阶段，其引入监控系统，化被动运维为主动运维，效率得到提升，自动化运维随之而来的是大量的告警及海量的监控数据。3.0 AIOps 智能运维能解决自动化运维无法持续地面向大规模、高复杂性的系统提供高质量的运维服务的问题，因此智能运维成为传统运维的热门替代方案。

运维工具也从手工运维、ITOM、ITOA 发展到 AIOps，体现了运维自动化、数据化到智能化的主要发展趋势。IT 运维管理软件（ITOM）是传统的运维工具，其包含监控、服务和自动化三大模块，但传统的 ITOM 工具往往缺乏分析能力，虽然也能采集到运维数据，但无法对这些数据进行洞察；IT 运维分析（ITOA）能够将 ITOM 采集的数据与大数据结合，通过收集、处理和分析运维数据，识别 IT 系统中潜在的风险和问题，协助企业进行业务决策，但 ITOA 工具提供的分析功能大多是静态的，侧重于监测数据收集，以分析过去发生的事件和问题；智能运维平台 AIOps 是 ITOM、ITOA 的延续，其利用大数据、机器学习、人工智能等技术，可以对海量告警及监控数据进行分析，预测出传统运维忽略的潜在的系统安全与运维问题。

图5：传统运维（手工运维、自动化运维）与智能运维的对比

	传统运维		智能运维
	手工运维	自动化运维	
运维效率	较低	较高	高
系统可用性	较低	较高	高
系统可靠性	较低	较高	高可靠
学习成本	学习难度高、成本高	学习难度较高、成本较高	学习难度与成本低
建设与使用成本	建设成本低、使用成本高	建设成本较高、使用成本较低	建设成本较高、使用成本低
反映系统实时运行状态	不具备	不具备	具备
告警分析	人工判别	以人工为主，借助自动化工具	利用大数据、人工智能等技术自动实现
支持海量数据	不支持	不支持	支持
支持复杂IT结构	不支持	不支持	支持
应用范围	运维基础手段，应用广泛，不适用于分布式、大规模系统运维	适用于集群系统、服务器数量一般的分布式系统运维	适用于大规模分布式系统运维

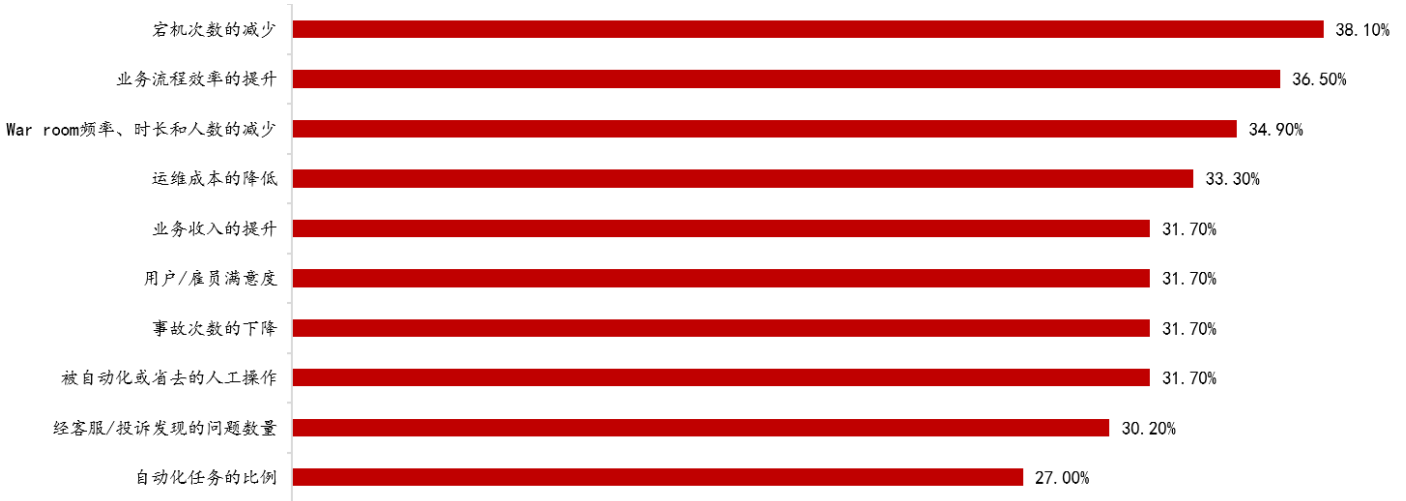
资料来源：中国数据智能管理峰会，头豹研究院，浙商证券研究所

随着数据量爆发式的增长，叠加信创国产化的不断深入，IT 运维的复杂性显著提高，**自动化运维的告警机制简单、对低级故障关注度低、告警根因难以确定、告警规则不够完善**等缺陷无法满足精细化与智能化运维的需要，智能运维可以在时间序列异常检测、根因分析、容量预测、邮件告警收敛等多个应用场景中获取想要的信息，从而进行故障的自动发现、自动诊断和自动解决。从发现异常到定位故障再到基线预测最后到支撑运营，智能运维提供了一套完整高效的解决方案。

根据行业平均水平，AIOps 能把一年内原本 32 人完成的工作缩减为只需 2 人全职完

成，极大地提高了运维效率。根据艾瑞咨询整理数据，大多数公司都以宕机次数等与稳定性、可用性相关的指标，业务流程效率提升等与运维效率相关的指标，运维成本的降低等与运维成本相关的指标作为评估智能运维效率的评价指标，从而也可以看出智能运维在提升运维稳定性、可用性，提升运维效率以及降低运维成本方面的作用。

图6： 2021 年全球企业：智能运维效果评估指标选取调研



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

- 政策扶持与市场需求双轮驱动智能运维：**从政策端来看，大数据、人工智能相关政策频出，国家在战略层面上予以高度关注，尤其是在 IT 行业，与大数据、人工智能结合最为紧密。《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》更是提出要围绕智能运维、数字化管理咨询、一体化集成等技术，培育一批提供数字化转型支撑平台建设应用的重点企业；《“十四五”智能制造发展规划》也明确提出要培育推广智能化设计、网络协同制造、大规模个性化定制、共享制造、智能运维服务等新模式。可以看到，智能运维在政策端受到大力的支持，成为智能运维在国内运维行业推广落地的强大推动力。

从市场角度看，在数字化转型中用户一方面既要控制 IT 成本，另一方面又要具备支持复杂度更高的运维管理能力。相对于传统运维需要投入大量的运维人员造成极大的运维成本，智能运维则可以提高运维效率、降低运维成本；此外，智能运维可以解决传统运维工具很难高速处理海量数据、无法提供横向业务追踪和根因定位所需的多系统数据等问题。因此，从成本与技术支持能力来看，智能运维都更符合市场需求。

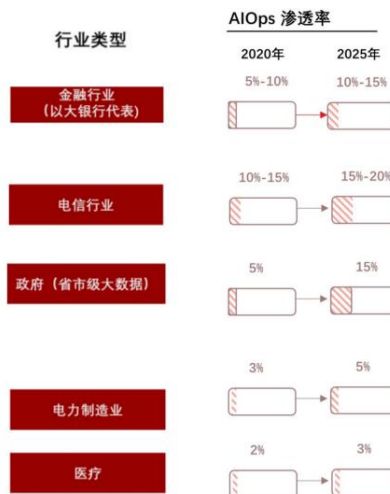
以电信行业为例：电信行业目前普遍存在的被动式运维、故障解决困难、运维系统割裂以及自动化程度低等特点。而面对诸多行业痛点：2G/3G/4G/5G 多制式网元共存，运营商的运维效率及成本面临新挑战，此外，5G 网络包含多种差异化的业务保障需求，新架构、新技术的引入也对运维工具、运维流程、运维能力提出新要求，传统运维已经很难解决这些问题，智能运维可以很好地解决成本及运维复杂度提高的问题，将会是电信行业运维的发展趋势。

以金融行业为例：金融行业是 IT 建设和运维水平最发达的行业之一，也是对运维要求

最严格的行业之一。两地三中心的部署方式，超过数千个的复杂系统和异构软硬件设备，每天产生 TB 级别的数据量，这些金融业 IT 特点决定了智能运维已经不是金融行业运维的可选项，而是发展的必选项。智能运维可以切实解决金融行业数据量大以及架构复杂的运维痛点，未来也将在金融行业的渗透率不断上升。

根据头豹研究院的数据，2020 年智能运维在各行业渗透率较低，预计到 2025 年渗透率将得到较大的提升。考虑到由于智能运维的建设成本较高，目前大多数用户由于建设成本的问题还未升级至智能运维。但考虑到国产替代后的分布式架构部署以及大数据发展，智能运维是大多数用户的必然选择，因此智能运维在未来发展的空间巨大。

图7： 2020 与 2025 年国内智能运维在各行业渗透率及预测



资料来源：头豹研究院，浙商证券研究所

图8： IT 智能化相关政策

实施时间	颁布主体	政策文件	相关内容
2022年11月	工信部	《中小企业数字化转型指南》	加大工业互联网、人工智能、5G、大数据等新型基础设施建设力度，优化中小企业数字化转型外部环境。
2022年7月	科技部、教育部、工信部、交通运输部、农业农村部、卫生健康委	《关于加快场景创新以人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》	推动各类创新主体开放场景机会，围绕场景创新加快资本、人才、技术、数据、算力等要素汇聚，促进人工智能创新链、产业链深度融合。
2022年1月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	到2025年，数字化创新引领发展能力大幅提升，智能化水平明显增强。推动智能计算中心有序发展，打造智能算力、通用算法和开发平台一体化的新型智能基础设施。利用大数据、人工智能等技术优化各类风险管理系统，将数字化风控工具嵌入业务流程，提升风险监测预警智能化水平。建立企业级的风险管理平台，实现规则策略、模型算法的集中统一管理，对模型开发、验证、部署、评价、退出进行全流程管理。
2022年1月	中国银保监会办公厅	《中国银保监会办公厅关于银行业保险业数字化转型的指导意见》	推广数据监管、数据防灾、数据核灾等智能化应用模式，实现大数据与应急管理业务的深度融合，不断提升应急管理现代化水平。到2025年，大数据产业测算规模突破3万亿元，年均复合增长率保持在25%左右，创新力强、附加值高、自主可控的现代化大数据产业体系基本形成。
2021年12月	工信部	《“十四五”大数据产业发展规划》	培育推广智能化设计、网络协同制造、大规模个性化定制、共享制造、智能运维服务等新模式。
2021年12月	工信部	《“十四五”智能制造发展规划》	推动软件产业链升级。激发数字化发展新需求。围绕软件产业链，加速“补短板、锻长板、优服务”，夯实开发环境、工具等基础软件实力，提升工业软件、行业软件、平台软件、嵌入式软件等应用软件水平，优化信息技术服务，围绕数字化管理咨询、一体化集成、智能运维等技术，培育一批提供数字化转型支撑平台建设应用的重点企业。
2021年11月	工信部	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	

资料来源：国务院政策文件库，浙商证券研究所

1.3 国产替代背景下，第三方运维有望持续强化竞争优势

- **软硬件国产替代，综合运维服务需求进一步激发：**此次的软硬件国产替代是围绕 IT 行业全产业链的整体布局，替换范围包含芯片、基础软件、操作系统、中间件等领域等多个领域，叠加 IT 技术架构的更新替换，在国产替代的背景下，用户更需要对整体系统的了解程度更高的运维服务。

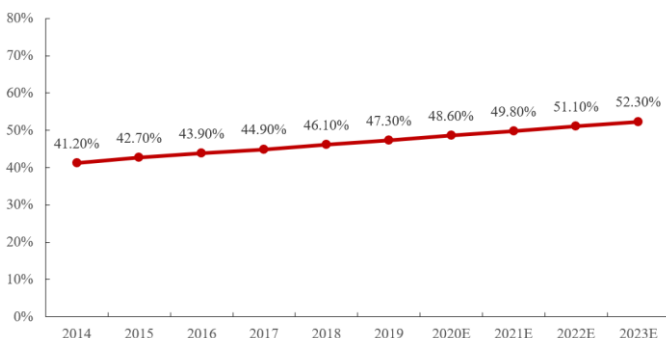
原厂商的运维服务虽然能够提供其对应产品的专业运维服务，但是其侧重点主要在于“售后+维修”而非“预判+维护”，同时也无法提供全栈式的运维产品及服务。相较之下，第三方运维商有能力同时对不同软硬件提供相应的运维服务，为用户提供一体化、智能化、本地化的综合运维方案，更能满足国内用户的长尾需求。

- **价格优势与本地化服务进一步抢夺原厂运维市场：**相较于原厂运维服务，第三方运维服务的收费标准更低，综合运维方案相较于每个产品的原厂运维服务的叠加更能提供给用户更低的整体运维成本。第三方运维商一般都会建立自身的服务网络，通常可以在更短的时间内到达客户现场，其本地化快速响应能力要优于原厂服务商。

根据艾瑞咨询的数据，从 2014-2019 年中国 IT 基础架构第三方运维服务的市场占比稳步提升，预测到 2023 年占比将达到 52.3%。在去 IOE 浪潮下，由国际原厂提供的运维服务市场空间正在被极大稀释，而第三方运维商相较于原厂商的竞争优势得到进一步强化。

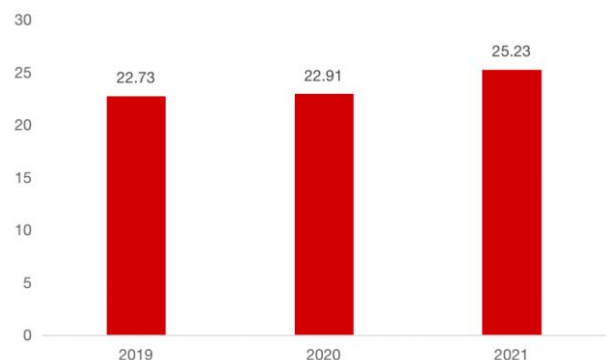
- **技术壁垒叠加人力成本提升致使下游应用厂商自建团队性价比不足：**由于公司所处的行业产品专业性较强，需要更专业的运维人员帮助产品与业务完成适配、及时调整运营模式，所以企业自己雇佣运维人员在专业度上不及第三方运维服务；另一方面，伴随 IT 技术人员薪资逐年提升，即使企业高价雇佣运维人员依旧无法保证自建团队能为 IT 系统全盘兜底，因此无论从专业性角度或是成本角度来看第三方运维都是客户的最佳选择。

图9： 2014-2023 中国 IT 第三方运维市场占比及预测



资料来源：艾瑞咨询、浙商证券研究所

图10： 2019-2021 软件行业人均薪酬（万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 新炬全栈式运维技术生态，满足国产替代的运维需要

全栈式运维凸显技术实力攻克智能运维难关：新炬目前拥有自主研发的兼容信创生态的智能运维全系列产品，可以提供一站式智能运维解决方案，满足国产替代的运维需要。

数据库运维长板兼而有之，新炬在第三方头部竞争中脱颖而出：将新炬与头部的第三方运维商进行对比，得到新炬在智能运维与数据库运维长板上兼而有之，拥有数据库生态中的数据治理平台，这也是新炬在技术上的最大竞争优势。

本地部署私有云大势所趋，多云全栈智能运维满足技术需求：根据 2018 年 Gartner 调查，64% 的受访者更愿意选择私有云，其中以大型企业对于私有云和本地化部署的需求为主。私有云对运维能力提出了较高的要求。新炬的网络上云迁移解决方案为企业了提供定制化的专业且安全的应用上云迁移全套方案与服务，可以实现公有云、私有云和混合云间整体迁移。

2.1 全栈式运维凸显技术实力攻克智能运维难关

- **一站式智能运维解决方案，具备强大技术实力：**新炬作为国内领先的第三方整体外包服务商，及时抓住市场发展趋势，拥有自主研发的智能运维全系列产品覆盖了应用、中间件、数据库、主机、网络、云平台、容器等主流 IT 软硬件设备和业务系统应用，可自动进行数据及场景融合，且内置监控、自动化、日志分析、运维大脑（AIOps）、ITSM 等大量专业模块。

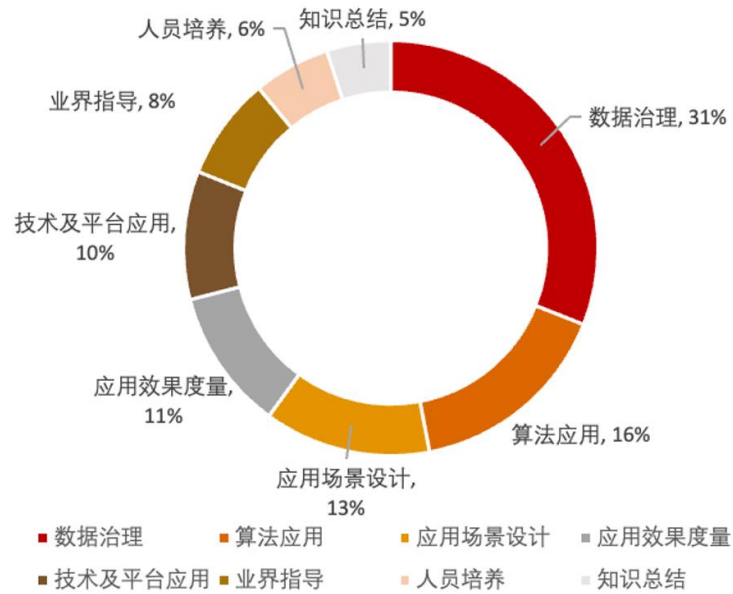
智能运维工具及平台区分为具有通用能力的平台及专注某一领域的智能运维平台，目前，只有运维成熟度较高的企业拥有全方位定制化平台，而运维成熟度较低的企业从单点做起只关注某一项运维工具。新炬作为拥有十余年运维管理经验沉淀的专业运维服务商，拥有其全方位定制化智能运维平台。

新炬智能运维产品进一步加强对信创产品的兼容支持，既满足信创国产替代的兼容性要求又在技术上满足开源互联网和国产化的 IT 技术架构的运维需求，有效解决电信、金融等行业的运维痛点。

2.2 数据库运维长板兼而有之，新炬在第三方头部竞争中脱颖而出

- **数据库长板有助于攻破智能运维建设难点：**进入到智能运维阶段后，运维从解决“人”、“环境”、“技术”问题转向解决“人”、“环境”、“技术”、“数据”间的问题。据 2020 年洞见研报调研，智能运维建设难点中数据治理这一因素占比 31%，说明数据治理属于智能运维最大的难点。同时，数据采集和处理是智能运维市场定位的三大核心要素之一，智能运维平台必须能够对静态数据和动态数据进行采集、索引和存储，并且进行实时数据分析。因此，拥有更强大的数据治理能力及数据采集和处理能力的企业在智能运维这一赛道上更有优势。

图11: 2020年智能运维建设难点调研



资料来源: 洞见研报, 浙商证券研究所

新炬作为国内最大的 Oracle 服务商在数据库服务深耕十余年, 已成为国内头部数据库服务商, 公司聚焦于系统运维中的数据库运维, 公司自主研发的 ZnSQL 异构数据库智能管理平台、SQL 审核管理平台、流批一体数据中台、数据治理及数据资产管理平台、NewSQL 数据库云管平台等产品可有效帮助企业管理数据、分析数据和应用数据。可见新炬在数据库运维积攒了大量的数据治理、数据管理、数据采集的技术与人才储备, 数据库运维这一长板有助于新炬在智能运维的赛道上更有优势。

- 纵观全行业, 我们认为新炬的竞争对手主要分两类: 原厂运维商和第三方运维服务商。第三方运维服务商又包含以系统集成为核心业务向第三方运维服务延伸的厂商以及专注在第三方运维服务领域的厂商两类玩家组成。前面我们已经阐述过原厂运维逐渐失去优势, 市场在向第三方运维发展。系统集成商通过将软件与硬件集成到系统中, 为客户实现 IT 功能, 包括集成设计、安装、测试、开发、应用与维护等。而为改变利润率低的状况, 系统集成商在寻求向 IT 服务商的转型, 因此系统集成商也属于第三方运维服务商。

原厂运维商难以提供全栈式的运维产品及服务, 更加注重整体业务流程中局部软硬件的维修维保服务, 大多数以硬件运维为主, 相比硬件运维, 系统运维的技术门槛更高, 第三方运维服务商的综合能力相比原厂服务商的自有产品专业性上更有优势, 在自上到下的整体业务解决方案上更有优势; 另一方面基础架构原厂运维服务商的格局分散化让客户倾向于购买整体解决方案的诉求越发强烈, 这将进一步收窄原厂运维商的发展空间。

- 而第三方运营商包含以系统集成为核心业务向第三方运维服务延伸的厂商以及专注在第三方运维服务领域的厂商。对于系统集成商向第三方服务商转型的主要竞争者: 银信科技、华胜天成等系统集成商多从硬件运维领域切入, 更多侧重于硬件设备的维保, 暂不具备智能运维全系列产品体系。

对于**专注在第三方运维中的主要竞争者**：神州泰岳、中亦安图等第三方运维服务则能够提供覆盖硬件运维、系统运维等综合性运维服务。神州泰岳有智能运维全系列服务体系，但没有多方位、全生命周期的数据库服务与产品，并且公司不是只做运维这一个行业的业务，其主要以互联网游戏行业为主。海量数据主营业务是数据库产品及服务，目前未涉及智能运维业务。海量数据与新炬网络同为聚焦于系统运维的数据库运维服务商，产品及服务较为单一，目前仅涉及数据库、数据计算、数据存储产品，没有自研智能运维全系列产品。

对于既能提供智能运维又有数据库运维优势的**中亦安图**，虽然能够提供数据库从咨询、规划、实施、运维管理、优化到大版本升级等全生命周期服务，但是相较于新炬，其数据库运维生态中缺少数据治理平台，无法发挥出其数据库运维技术在解决智能运维数据治理难题的作用。

2.3 本地部署私有云大势所趋，多云全栈智能运维满足技术需求

- **紧跟市场上云大势，提供上云迁移解决方案**：随着云计算的快速发展，产业链下游客户都在向公有云、私有云的方向发展，中国信息通信研究院调查显示**95%的企业**认为使用云计算可以有效降低IT成本并有意上云，截止2019年，正在进行IT硬件设施云化的企业占比24.5%；已进行IT硬件云化，正进行应用云化的企业占比20.8%；基本完成云计算部署，进入混合云使用阶段的企业占比18.9%，上云已经成为运维服务不可或缺的业务板块。中小型企业大多使用公有云，在公有云模式下客户可以直接订阅云服务，较少需要第三方运维服务商。根据2018年Gartner调查，64%的受访者更愿意选择私有云，而其中以大型企业对于私有云和本地化部署的需求为主。在私有云模式下由于以阿里云、华为云为首的这类基础云厂商专注于云计算产品，对于客户的具体业务流程以及专业性服务都没有第三方运维服务厂商有优势。
- **新炬多云全栈智能运维助力克服本地部署与私有云运维技术难题**：相较于公有云提供了大部分运维服务，私有云与本地部署依赖于服务器、带宽等本地基础设施资源，因此对运维能力提出了较高的要求，需要企业拥有专业运维团队或厂商驻场提供运维服务。新炬多云全栈智能运维技术在云计算背景下紧跟市场节奏的变化，满足客户在云计算背景和信息技术应用创新产业快速发展趋势下更高的运维需求，新炬的网络上云迁移解决方案为企业了提供定制化的专业且安全的应用上云迁移全套方案与服务，将应用从本地IDC数据中心向公有云、私有云和混合云间整体迁移，实现应用和数据云化落地，通过云架构专家和工程师可为客户提供全程上云指导和技术服务。

3 依靠“滚雪球”效应，行业及客户有望进一步多元化

以标杆案例为起点，促进客户多元化“雪球”越滚越大：由于运维服务的特殊性，运维市场对于厂商业务能力存在疑虑，特别是涉及到金融、政府这类数据高敏感度的行业，所以运维市场格外重视公司案例证明。同时，电信行业的运维难度相较于其他行业来说更大，电信行业的成功经验极具说服力。因此，我们认为新炬具备十足增长潜力，随着各企业数字化转型程度的提高以及政策的进一步推进，公司凭借丰富的技术积累叠加深耕于电信行业形成的口碑效应，有能力吸引各行业的客户同时打消市场顾虑，积累更多的标杆案例奠定

自身的行业地位，同时后续业务范围的扩大，公司的核心竞争力优势将会进一步爆发价值潜能。

技术壁垒使行业竞争格局逐步向头部靠拢：新炬目前已经发展成为国内头部第三方运维商之一，考虑到头部第三方运维商有能力率先完成数字化转型，从而可以抢占未完成数字化转型的运维商的客户，抢占后的客户又具有高粘性，从而形成头部聚集效应。同时，由于头部企业能积累更多的技术与案例，有助于收敛二次开发、定制化开发的成本，这也会助推头部聚集效应。而新炬坚持加大研发投入，成为完成数字化转型的第三方头部运维商之一，在未来将会享受到头部聚集效应的红利。此外，公司 2017-2020 年期间，客户留存率都稳定达到 75%以上，老客户收入年均增长率达到 20.88%（2017 年至 2019 年），老客户收入占比均达到 90%以上，高粘性的客户特点能够帮助公司守好营业收入的压舱石。

3.1 以标杆案例为起点，促进客户多元化“雪球”越滚越大

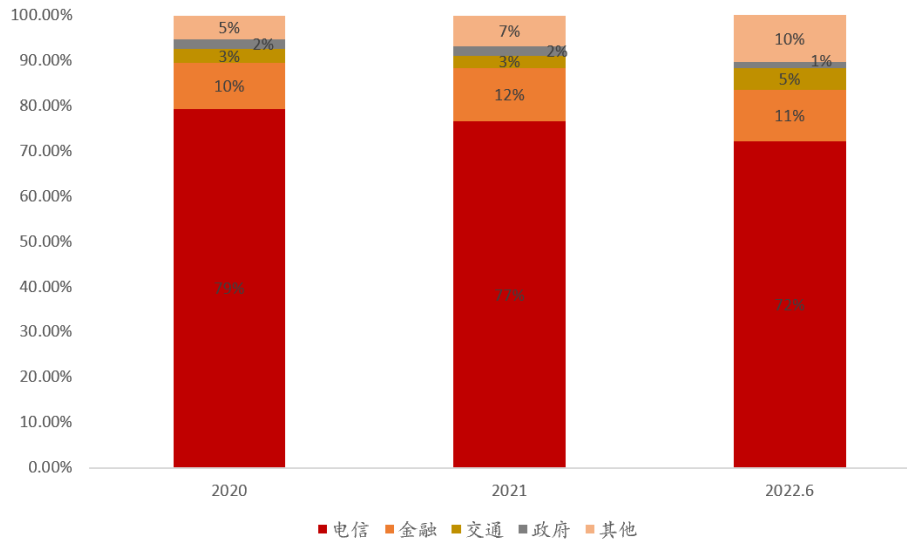
- **厂商与客户从交易关系走向业务合作，客户多元化更加重要：**随着信息化建设的推进，企业业务系统迭代更新愈加频繁，运维服务更看中个性化、定制化特征，优秀运维厂商通过提供 IT 咨询服务为客户提供针对性解决方案，向高附加值趋势发展，具备复合能力的厂商会从中脱颖而出。运维服务也逐渐从单一企业的竞争转变为多企业的协同竞争，而从厂商与客户的关系来看，也逐渐从简单的交易关系转向业务合作，在这种环境下客户多元化显得尤为为重要。
- **以电信行业口碑效应，打造一批非电信行业成功案例：**运维领域经过十多年的发展，随着服务器和流量规模的快速攀升，在海量技术运营方面不断探索和突破，形成了很多可供参考的成熟运营案例和方法论。由于服务的特殊性，客户大多根据案例来判断厂商运维服务能力，所以拥有优质案例的厂商才会赢得客户的信赖。

电信行业运维难度更大，运维技术更具标杆性。电信行业是 IT 最为成熟的行业之一，在 IT 架构方面，相较于其他行业更早部署复杂架构，也是智能运维渗透率最高的行业。电信行业相较于金融、能源等行业数据量更大、实时性要求更高，使得其对运维技术要求更高。新炬丰富的电信行业运维经验与强大的运维技术足以支撑其向金融、能源等各行业进行拓展，其在电信行业的成功经验更容易迁移到其他各行业。

公司以电信行业作为重点，已经打造了一大批电信行业运维案例，在电信行业积累了独特优势的口碑。通过电信行业的口碑效应，公司成功利用电信行业的优势持续在金融、交通运输、先进制造等各行业的新客户和新项目拓展工作上发力，拓展了非电信行业的客户，并且也打造了一批非电信行业的成功案例，开拓了一批有影响力的标杆性客户，包括天津长城滨银汽车金融有限公司、浪潮通信信息系统有限公司、中国重汽集团济南卡车股份有限公司、广发证券股份有限公司、山东高速信息集团有限公司等。

- **以标杆案例为抓手客户集中度改善已初见成效，未来竞争力将愈发强劲：**新炬及时洞察市场变化趋势，积累成功案例拓展非电信行业客户。公司电信行业收入占总营收占比从 2020 年的 79%已经下降到 2022 年的 72%，可见客户集中度情况正在改善。

图12: 新炬网络 2020年-2022年客户分行业占比

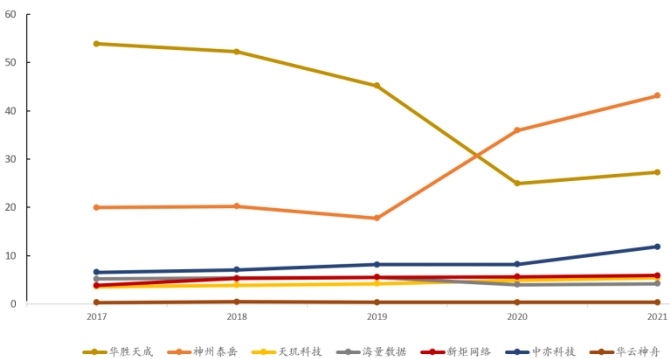


资料来源: 东方财富 Choice 数据, 浙商证券研究所

2022年上半年公司服务客户150余家, 涵盖三大电信运营商、各类大中型金融机构、大型航空公司、大型能源企业、先进制造业企业、以及教育、税务、公安、市场监管等多类政府部门, 客户多元化水平持续提高, 运维场景丰富性不断增强, 为公司未来业务奠定了坚实的基础, 其主营业务收入呈现持续上升趋势。

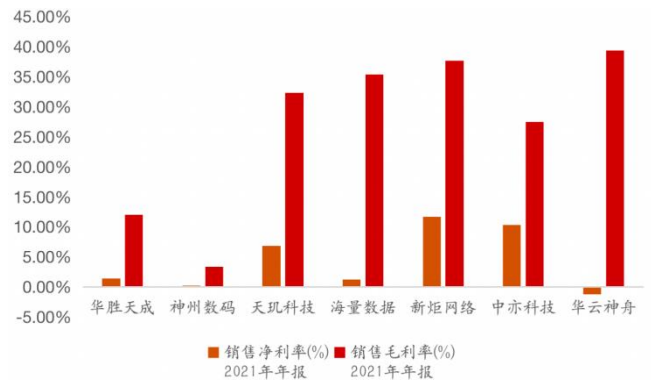
可以预见, 随着标杆案例的“滚雪球”效应的持续作用, 以及公司努力拓展新行业新客户的战略决策的不断深入, 未来公司的客户多元化的“雪球”将越滚越大, 竞争力也会变得更加强劲。

图13: 2017-2021 新炬与其他公司主营业务收入 (亿元)



资料来源: 东方财富 Choice 数据, 浙商证券研究所

图14: 新炬与其他公司销售毛利率、销售净利率对比



资料来源: 东方财富 Choice 数据, 浙商证券研究所

3.2 技术壁垒使行业竞争格局逐步向头部靠拢

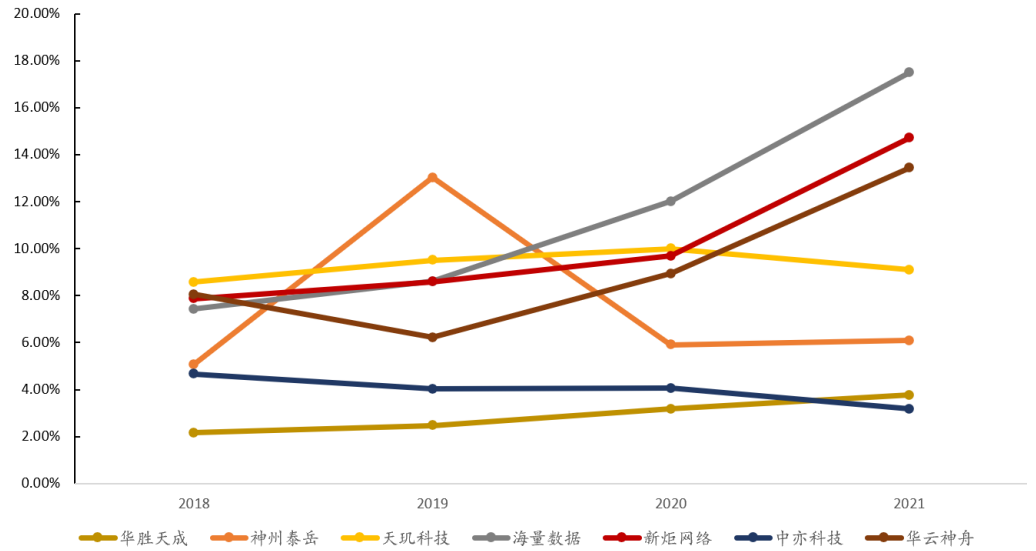
- 新炬已成为国内头部第三方运维商之一: IT基础架构运维服务市场主要由原厂服务商和第三方服务商组成, 随着信息行业国产化及安全自主可控的发展, 以及第三方运维

服务商技术能力、市场认可度和客户信任度的不断提升，公司下游客户对第三方运行维护服务需求逐步提升，第三方运维服务的价值正在被放大。相比原厂商的特定产品的单一运维，新炬作为主营业务为第三方运维服务的厂商，聚焦于全栈式智能运维，尤其在数据库运维方面积攒更多优势。

率先完成数字化转型，形成头部聚集效应：目前，只有运维成熟度较高的企业拥有提供全方位定制化智能平台的能力，这些率先完成数字化转型的成熟公司，将在当今国产替代与大数据的背景下抢占市场，对于没有完成数字化转型的运维服务商来说，可能会被市场淘汰，其市场份额将被头部运维商抢占。国内第三方运维服务商参与者众多而单个参与者份额较低，高度分散状态的竞争格局可能发生改变，**新炬作为先入场的厂商，抢占先机率先完成数字化转型，将会获得头部聚集效应的红利。**

- **前期技术积累，有助于二次开发、定制化开发的成本收敛：**二次开发是指在现有的软件上进行定制修改，功能的扩展，一般不会改变原有系统的内核；定制化开发是指根据客户的需求量身定制一系列符合客户实际应用的软件。由于客户需求、项目应用场景的不同导致公司向客户提供二次开发、定制化开发等服务成本存在差异。但随着公司客户数量、行业经验覆盖的拓展，能够积累更多的经验与案例，公司的素材库也变得越来越丰富，从而使公司的在之后提供二次开发、定制化开发的成本进一步收敛，这也会导致强者更强的头部聚集效应，因为，头部企业可以积累更多的案例，其成本收敛的速度更快，优势更大。
- **客户高粘性特点，进一步助推头部聚集效应：**公司已经积累了许多的优质用户和行业案例。公司目前涉及电信、金融、交通运输等行业大中型企事业单位以及政府机构，其IT系统庞大、技术架构复杂，对于IT基础架构安全性、稳定性、高效性要求很高，要求服务商更为熟悉IT环境、业务需求、管理流程等，能够正确把握服务需求、技术壁垒以及发展趋势。另外，公司的研发投入占比在同行业中水平较高，且逐年递增，有助于技术的发展及客户高粘性的维护。鉴于上述原因，公司客户倾向于与公司签订较为长期的服务合同，形成稳定合作关系。当服务到期后，客户出于成本与替换风险考虑，会倾向于与公司续签合同，后续采购行为具有一定的计划性、延续性和路径依赖性。**公司客户高粘性的特点也有助于锁定头部企业率先完成数字化转型后抢占的客户资源，进一步助推头部聚集效应。**

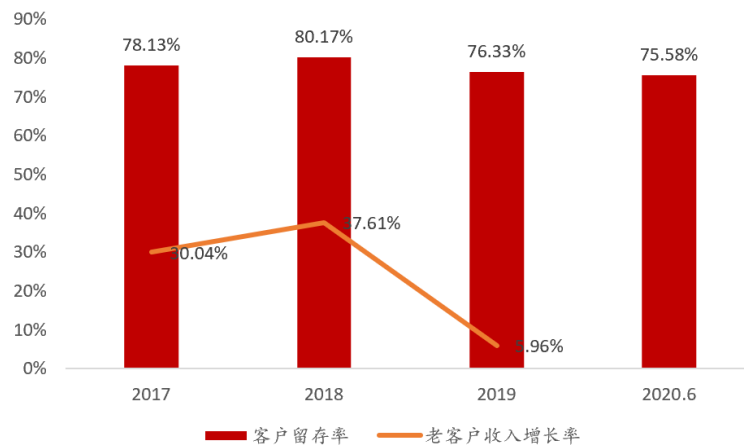
图15: 2018-2021年新炬及其他厂商研发费用占比



资料来源: 东方财富 Choice 数据, 浙商证券研究所

- 老客户资源优势守好营收压舱石:** 新炬作为深耕于运维行业的专业运维服务商, 高度重视对已有客户的维护, 通过提供良好的客户体验和跟踪服务, 已经把越来越多的客户转化为长期服务客户。在 2017-2020 年期间, 客户留存率都稳定达到 75% 以上, 老客户收入年均增长率达到 20.88%, 老客户收入占比均达到 90% 以上。根据运维行业客户粘性高的行业特点以及新炬已经积累的优质客户资源和稳定的客户留存率, 未来新炬都可以通过牢牢把握老客户的资源优势, 守好营收的压舱石。

图16: 2017-2020 客户留存及老客户收入增长情况



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图17: 公司部分主要客户

行业	部分主要客户
电信	广东移动、浙江移动、安徽移动、湖南移动、江苏移动、四川移动、山东移动、湖北移动、中移互联网、中移信息、中移在线、湖南电信、湖南联通
金融	广东银行、浦发银行、上海银行、中国银行、兴业银行、中国人寿、太平洋保险、易方达基金、汇添富基金、银联数据、中国期货市场监控中心、上证所信息网络中心、上海黄金交易所
交通	南方航空、深圳航空、东方航空、四川航空、厦门航空、顺丰科技、广东省机场集团、首都公路发展集团
政府	教育部教育管理信息中心、广州市税务局、广东省公安厅、中国人民银行征信中心
其他	国家电网、南方电网、中国石化、中国海油、广州大学、广东中烟工业、中国铁塔、潍柴动力

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

- 营业收入:** 公司是一家以提供 IT 数据中心第三方运维服务及运维产品为主的 IT 系统软件服务商, 面向大中型企事业单位提供第三方运维服务与工程、原厂软硬件及服务销售、软件产品及开发三类服务。公司目前规模较小, 业务仍处于发展初期, 2021 年实现总营收达 5.91 亿元, 同比增长 5.43%, 我们预测 2022-2024 年营收将持续提升, 增长率分别为 9.49%、26.85%和 23.69%, 对应营收为 6.48 亿元、8.21 亿元和 10.16 亿元。

第三方运维服务与工程: 发行人从事的第三方运维服务与工程业务, 主要包括为客户提供年度运维服务和具有针对性解决方案的专项工程服务。第三方运维服务与工程为公司第一大核心优势业务, 2021 年营收达到 3.44 亿元, 占公司总营业收入的 58.2%, 预测 2022-2024 年营收增长率分别为 10.32%、35.43%和 27.84%, 对应营收为 3.80 亿元、5.14 亿元和 6.57 亿元。

原厂软硬件及服务销售: 公司从事的原厂软硬件及服务销售业务, 主要为向 IT 数据中心等 IT 基础设施提供 Oracle、IBM、Dell、浪潮等多个品牌的软硬件及相关服务。2021 年营收 1.84 亿元, 同比增长 2.87%, 我们预测 2022-2024 年营收增速分别为 5.64%、9.32%和 13.21%, 对应营收为 1.94 亿元、2.12 亿元和 2.40 亿元。

软件产品及开发: 公司从事的软件产品及开发业务, 主要向客户提供自主研发的运维管理相关产品、数据资产管理相关产品、敏捷开发与持续交付相关产品和相应的定制开发服务。2021 年软件产品及开发部分的总营业收入 0.62 亿元, 同比增长 6.05%, 我们预测 2022-2024 年增长率为 15.11%、27.94%和 23.43%, 对应营收为 0.71 亿元、0.91 亿元和 1.13 亿元。

- 毛利率:** 2019-2021 年, 公司的毛利率分别为 41.4%、40.8%和 37.7%。随着公司研发能力的持续积累和增强, 研发产品将逐渐进入变现阶段, 后期有望伴随软件产品销售的放量而提升毛利率, 我们预估公司 2022-2024 年毛利率为 40.3%、45.96%、51.70%。
- 费用率:** 销售费用率方面, 2019-2021 年分别为 4.45%、4.00%、5.21%, 考量公司业务增长, 持续拓展新区域、新客户, 预计 2022-2024 年的销售费用率为 8.93%、10.75%、13.21%; 管理费用方面, 2019-2021 年的管理费用率分别为 8.61%、7.32%、

8.43%，考量公司管理效率提升，预测 2022-2024 年的管理费用率为 8.12%、7.96%、8.17%；研发费用方面，2019-2021 年研发费用率分别为 8.59%、9.69%、14.70%，公司持续投入相应的研发力度，预计 2022-2024 年研发费用率为 14.70%、14.70%、14.70%。

图18： 公司营收预测拆分（单位：百万元）

业务领域	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
第三方运维服务与工程	321.24	323.38	344.20	379.72	514.26	657.43
Yoy	3.17%	0.67%	6.44%	10.32%	35.43%	27.84%
原厂软硬件及服务销售	179.09	178.41	183.53	193.88	211.95	239.95
Yoy	0.98%	-0.38%	2.87%	5.64%	9.32%	13.21%
软件产品及开发	53.36	58.37	61.90	71.25	91.16	112.52
Yoy	38.49%	9.39%	6.05%	15.11%	27.94%	23.43%
其他业务	0.60	0.81	1.81	2.72	4.07	6.11
Yoy	33.33%	35.00%	123.46%	50%	50%	50%
公司收入总计	554.29	560.98	591.44	647.57	821.44	1,016.00
Yoy	5.04%	1.21%	5.43%	9.49%	26.85%	23.69%

资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

4.2 投资建议与估值

- 估值方面，我们使用市盈率对公司进行估值。公司以行业相关性为标准，可比公司选择了：神州信息、海量数据、神州数码和中亦科技。由于海量数据主要侧重数据库相关业务，在剔除后我们得到 2023 年行业平均 PE 为 17.0 倍。
- 新炬网络凭借“滚雪球”效应有望进一步拓展多种行业及客户，成为行业标杆。考虑国产替代趋势之下，第三方运维有望持续强化竞争优势叠加新炬网络在数据库行业中历年来的经验积累以及逐步发展成为全栈式运维的服务商，我们给予公司 2023 年行业平均 25 倍 PE。首次覆盖予以“买入”评级。

图19： 公司估值对比

股票代码	公司名称	市值 (亿)	营业收入 (亿)			PE (2022E)	PE (2023E)	PE (2024E)
			2022E	2023E	2024E			
000555	神州信息	105.3	120.9	133.5	148.5	25.9	21.6	17.9
603138	海量数据	67.1	5.6	7.6	10.1	738.4	435.0	98.3
000034	神州数码	185.3	1318.0	1449.9	1593.7	13.7	11.3	9.6
301208	中亦科技	34.5	14.5	18.1	22.5	22.8	18.1	14.3
	均值 (剔除海量数据后)					20.8	17.0	13.9
605398	新炬网络	22.7	6.5	8.2	10.2	28.9	18.0	12.7

资料来源：Wind、截至 (2022/12/21)、浙商证券研究所

5 风险提示

- **行业政策波动风险：**IT 数据中心运维服务行业是 IT 服务行业的重要组成部分。自 2006 年中共中央办公厅、国务院办公厅正式颁布《2006-2020 年国家信息化发展战略》(中办发(2006)11 号)以来，国家各部委、各地政府相继出台了一系列法规和政策，为 IT 服务行业发展提供了政策保障和扶持，营造了良好的发展环境。但是，如果未来国家对 IT 服务行业的扶持政策发生削减扶持力度等变化，将对公司的经营产生不利影响。
- **客户集中度较高和大客户依赖的风险：**公司主要面向大中型企事业单位提供第三方运维服务及运维产品，行业特点决定了公司的客户集中度较高。如果未来主要客户的市场份额下降或竞争地位发生重大变动，或发行人与主要客户的合作关系发生变化，发行人将面临主要客户订单减少或流失等风险，进而直接影响发行人的生产经营，对发行人的经营业绩造成不利影响。
- **市场开发风险：**公司以“服务+产品”为模式的 IT 数据中心综合运维整体解决能力为核心竞争力，需要不断地从深层次理解和挖掘客户需求，判断下游行业的发展趋势，并结合自身资源优势准确地实现市场定位。随着市场需求的变化，如果公司在理解和挖掘客户需求、市场定位等方面出现较大偏差，或在销售网络的构建、营销策略的设计等方面不能适应市场竞争态势的变化，都将对公司的市场开发造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1234	1335	1492	1686
现金	897	1012	1122	1270
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	65	131	122	158
其它应收款	6	5	7	9
预付账款	0	1	1	1
存货	82	66	81	94
其他	184	120	159	154
非流动资产	21	11	12	14
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4	4	4	4
无形资产	1	1	0	0
在建工程	0	0	0	0
其他	17	6	8	9
资产总计	1255	1346	1504	1699
流动负债	271	269	308	334
短期借款	42	51	48	47
应付款项	151	142	173	191
预收账款	0	1	1	1
其他	78	74	86	95
非流动负债	8	3	4	5
长期借款	0	0	0	0
其他	8	3	4	5
负债合计	279	272	311	339
少数股东权益	0	0	1	1
归属母公司股东权	976	1074	1192	1360
负债和股东权益	1255	1346	1504	1699

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	591	648	821	1016
营业成本	369	387	444	491
营业税金及附加	2	3	3	4
营业费用	31	58	88	134
管理费用	50	53	65	83
研发费用	87	95	121	149
财务费用	(9)	(11)	(13)	(15)
资产减值损失	2	(2)	(2)	(1)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	3	1	2	2
其他经营收益	15	14	14	14
营业利润	78	81	131	187
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	78	81	131	186
所得税	8	7	13	18
净利润	69	74	119	168
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	69	74	118	168
EBITDA	68.51	70.67	118.98	172.40
EPS (最新摊薄)	0.83	0.89	1.42	2.02

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	5.43%	9.49%	26.85%	23.69%
营业利润	-38.61%	4.39%	61.33%	42.25%
归属母公司净利润	-39.95%	6.55%	60.40%	41.91%
获利能力				
毛利率	37.69%	40.31%	45.96%	51.70%
净利率	11.72%	11.41%	14.43%	16.55%
ROE	9.95%	7.20%	10.44%	13.16%
ROIC	5.74%	5.60%	8.55%	10.91%
偿债能力				
资产负债率	22.23%	20.18%	20.70%	19.92%
净负债比率	16.83%	19.48%	16.16%	14.79%
流动比率	4.55	4.97	4.85	5.05
速动比率	4.25	4.72	4.59	4.77
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.50	0.58	0.63
应收账款周转率	9.25	6.91	6.83	7.74
应付账款周转率	3.52	3.23	3.60	3.45
每股指标(元)				
每股收益	0.83	0.89	1.42	2.02
每股经营现金	0.95	0.88	1.18	1.59
每股净资产	16.41	12.89	14.31	16.33
估值比率				
P/E	30.76	28.87	18.00	12.68
P/B	1.56	1.98	1.79	1.57
EV/EBITDA	21.12	16.61	8.93	5.31

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	79	73	99	133
净利润	69	74	119	168
折旧摊销	2	1	1	1
财务费用	(9)	(11)	(13)	(15)
投资损失	(3)	(1)	(2)	(2)
营运资金变动	21	(8)	11	(6)
其它	(1)	18	(17)	(14)
投资活动现金流	(1)	0	1	0
资本支出	(2)	(0)	(0)	(1)
长期投资	0	0	0	0
其他	1	1	2	1
筹资活动现金流	475	41	10	15
短期借款	(9)	9	(3)	(1)
长期借款	0	0	0	0
其他	484	32	14	16
现金净增加额	553	115	110	148

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>