

易华录 (300212)

数据要素市场化先行者

买入 (首次)

2022年12月04日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,020	2,057	2,628	3,925
同比	-22%	2%	28%	49%
归属母公司净利润 (百万元)	-167	130	232	550
同比	-130%	178%	79%	137%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-0.25	0.19	0.35	0.83
P/E (现价&最新股本摊薄)	—	132.60	73.95	31.23

关键词: #第二曲线 #新需求、新政策

投资要点

- 数据要素市场领军企业:** 易华录为央企华录集团旗下唯一控股的上市公司。公司主要基于数据湖提供数据要素资源化及资本化服务,当前主要业务包括三块,数字经济基础设施、政企数字化、数据运营服务,2021年营收占比分别为50%、38%、12%。公司2017年开始实施数据湖战略,近几年公司业务重心由数据湖建设转向已建数据湖的有效运营中,持续加大在新的数据运营、数据银行等轻资产业务的研发投入和渠道拓展,业务逐步集中到数据要素价值化市场。
- 数据要素市场政策部署节奏加快:** 中国已将数据视为重要的战略资源和关键要素。《全国一体化政务大数据体系建设指南》明确提出要将政务数据资源全部纳入目录管理;并支持具备条件、信誉良好的第三方企事业单位开展运营服务。数据要素相关政策加速落地带动数据要素市场持续高增。据国家工信安全中心测算,2021年我国数据要素市场规模达到815亿元,“十四五”期间,这一数值将突破1749亿元,2021-2025年CAGR超20%。当前数据要素市场主要由政府和央企国企牵头,国资背景厂商优势显著。
- 公司率先开创政务数据授权运营新模式,前期项目储备充足:** 公司率先开创数据要素资产化新模式“数据银行”,进行政务数据授权运营,提供标准化的API产品以及数据平台开发运营服务等。数据银行全国首个标杆项目2022年已在抚州落地,公司先发优势显著。公司前期数据湖项目储备充足,随着相关政策持续推进,公司在河南、江苏等地建设有望提速,地级市政务大数据节点叠加数据银行将带来收入体量和质量提升。根据我们测算,公司2025年地级市政务大数据节点建设以及数据银行运营等相关营收整体规模将达到接近60亿元,其中数据银行纯运营收入2025年将达15亿元,未来空间广阔。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2022-2024年营收分别为20.57/26.28/39.25亿元,同比增速2%/+28%/+49%;2022-2024年归母净利润分别为1.30/2.32/5.50亿元,同比增速+178%/+79%/+137%。分部估值下通过远期折现,我们预计2023年目标市值为327亿元,对应目标价49元。我们看好公司在数据要素资产化市场先发优势显著,运营型收入高速增长带来盈利水平提升,首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:** 政策推进不及预期;行业竞争加剧;项目落地节奏不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.80
一年最低/最高价	11.91/38.33
市净率(倍)	4.41
流通 A 股市值(百万元)	16,108.61
总市值(百万元)	17,178.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.85
资产负债率(% ,LF)	68.20
总股本(百万股)	665.81
流通 A 股(百万股)	624.36

相关研究

内容目录

1. 数据要素市场领军企业	4
2. 数据要素千亿市场建设加速	6
2.1. 政策密集发布，数据产权制度走向具体实践.....	6
2.2. 数据要素市场进入高速发展阶段.....	8
3. 数据运营模式探索先行者	10
3.1. 开创数据运营新模式，先发优势突出.....	10
3.2. 华录集团旗下唯一上市平台，数据湖+运营空间广阔	11
4. 盈利预测与投资评级	14
5. 风险提示	16

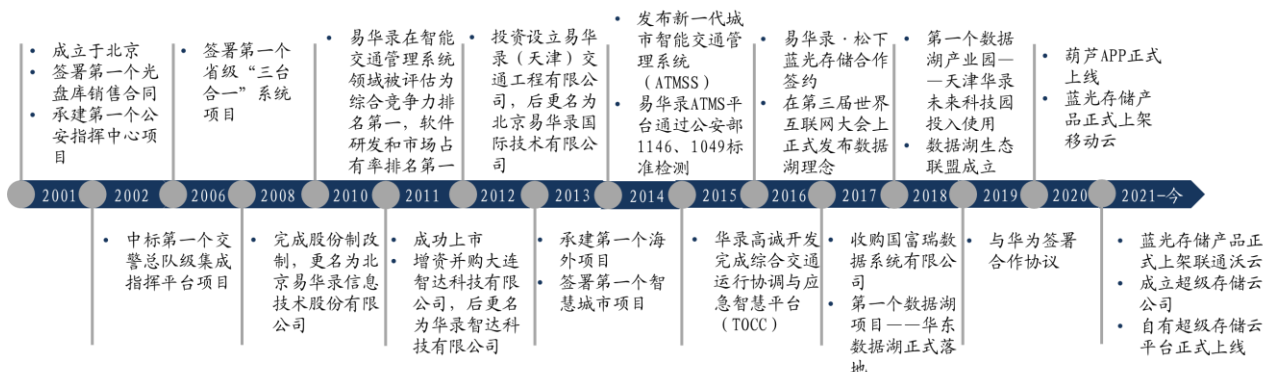
图表目录

图 1:	易华录发展历程.....	4
图 2:	易华录十大股东股权结构 (截至 2022 年 11 月 21 日)	4
图 3:	易华录热门产品与解决方案.....	5
图 4:	易华录 2021 年营收结构 (按行业)	5
图 5:	易华录 2021 年营收结构 (按产品)	5
图 6:	易华录 2019-2021 年营收情况 (单位: 亿元)	6
图 7:	易华录 2019-2021 年整体和各业务毛利率	6
图 8:	易华录 2019-2021 年各项费用率	6
图 9:	易华录 2019-2021 年归母净利润及增速	6
图 10:	数据要素市场规模.....	9
图 11:	2022 年中国数据要素各环节市场规模 (单位: 亿元)	9
图 12:	数据价值化路径.....	9
图 13:	2021 年中国大数据分析市场应用结构.....	10
图 14:	华录集团战略方向.....	11
图 15:	蓝光存储优势.....	11
图 16:	公司数据湖原理示意图.....	12
图 17:	公司数据湖新增落地项目数.....	12
表 1:	政策密集发布.....	7
表 2:	公司 2025 年相关营收空间测算.....	13
表 3:	公司分业务收入预测 (单位: 亿元)	14
表 4:	数据银行运营型业务可比公司盈利预测及估值 (单位: 亿元, 截至 2022 年 12 月 1 日)	15
表 5:	其他业务可比公司盈利预测及估值 (单位: 亿元, 截至 2022 年 12 月 1 日)	16

1. 数据要素市场领军企业

易华录成立于2001年4月，是国务院国资委直接监管的中央企业中国华录集团(简称“华录集团”)旗下控股的上市公司。近年来，易华录围绕华录集团全球领先的蓝光存储技术继续优化光磁电智能混合存储解决方案，结合自身在智慧交通领域的先发优势及在数据存储、数据中台、人工智能等方面的技术积淀，积极投身区域数据要素市场、数字经济基础设施及数字政府建设。

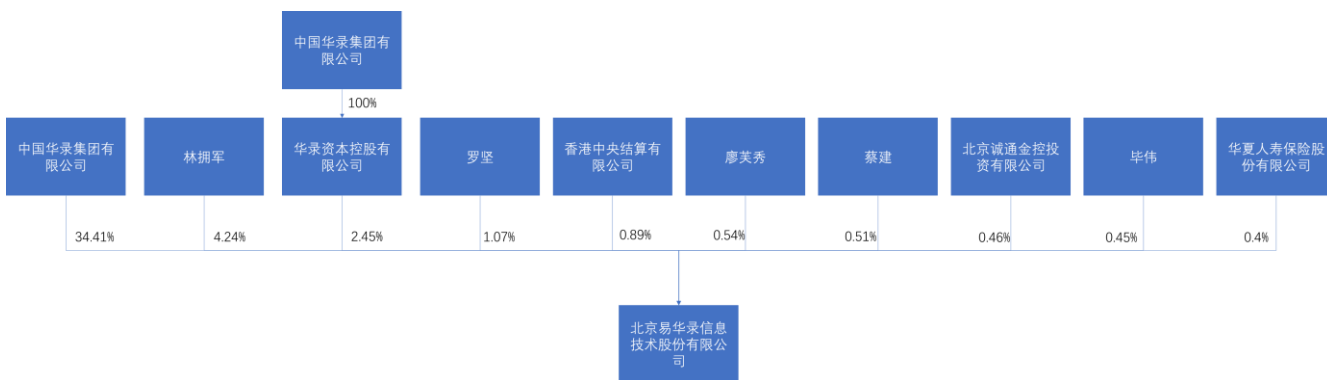
图1: 易华录发展历程



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

中国华录为实控人。公司股权结构稳定，中国华录为定位于以信息产业为基础的科技文化的央企，是公司第一大股东及实控人，直接和间接持股合计约37%。公司管理层较为稳定，董事长林拥军自2001年起一直在易华录担任高管，持有公司4.24%的股份。易华录作为华录集团信息产品与服务板块中坚力量，有望持续获得集团资源支持，同时央企身份给公司业务带来品牌优势。

图2: 易华录十大股东股权结构(截至2022年11月21日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

基于数据湖提供数据要素资源化及资本化服务。公司主要业务包括三块，数字经济基础设施、政企数字化、数据运营服务，2021年营收占比分别为50%、38%、12%。

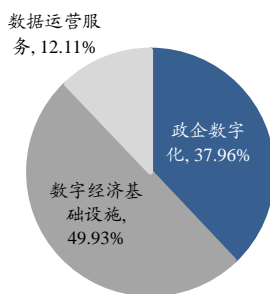
- 1) **数字经济基础设施**: 以光电磁智能混合存储平台、IDC 机柜资源及服务、云计算平台及服务等为大数据的存储、传输、计算提供相关基础设施及基础能力，形成一站式的大数据解决方案，以集成业务模式为主。
- 2) **政企数字化**: 从事智能交通和公共安全、智慧城市等信息化系统集成建设，提供软件和硬件产品解决方案，主要客户为各地政府的交管部门和公安部门。
- 3) **数据运营服务**: 主要分为与 IDC 热存储数据机房相关的数据中心及运维外部服务、软件开发服务、与数据中心建设相关的系统集成服务三种类型。其中数据中心及运维外部服务毛利率一般处于 40%-60%之间，软件开发服务毛利率一般处于 50%-70%之间，数据中心建设相关的系统集成服务毛利率一般处于 10%-20%之间。

图3: 易华录热门产品与解决方案



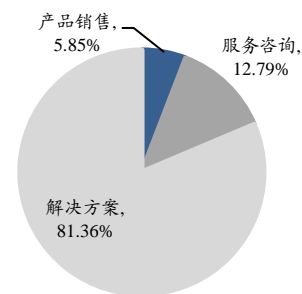
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图4: 易华录 2021 年营收结构 (按行业)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 易华录 2021 年营收结构 (按产品)

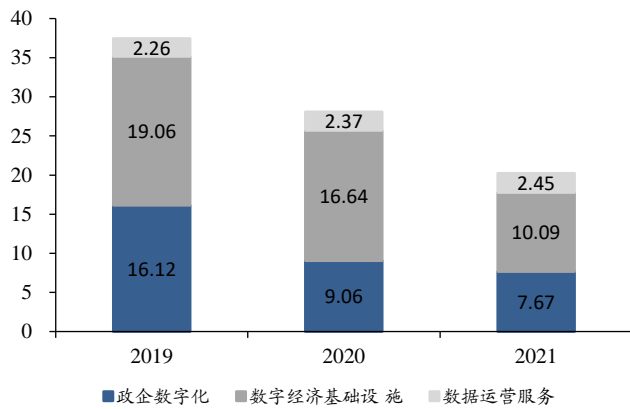


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据湖转型期业绩波动较大，运营服务占比提升未来可期。公司 2017 年开始实施数据湖战略，2019 年是公司数据湖的运营元年，近几年公司业务重心由数据湖建设转向已建数据湖的有效运营中，持续加大在新的数据运营、数据银行等轻资产业务的研发投

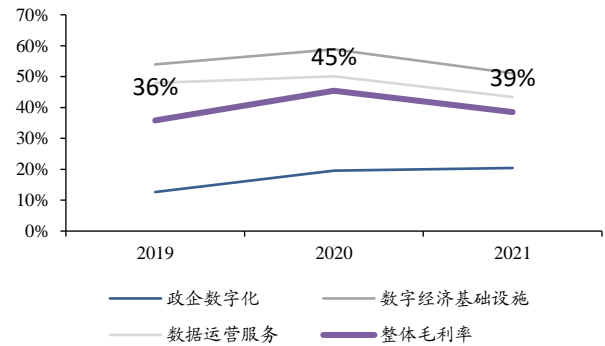
入和渠道拓展，并且 2021 年受到会计政策调整影响，因此业绩波动较大。未来随着运营服务占比提升，公司业绩表现有望持续改善。

图6: 易华录 2019-2021 年营收情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

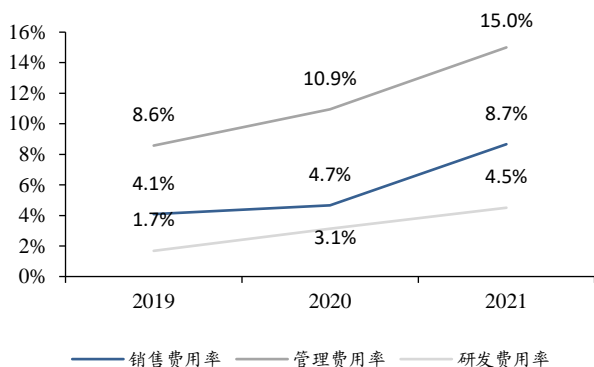
图7: 易华录 2019-2021 年整体和各业务毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

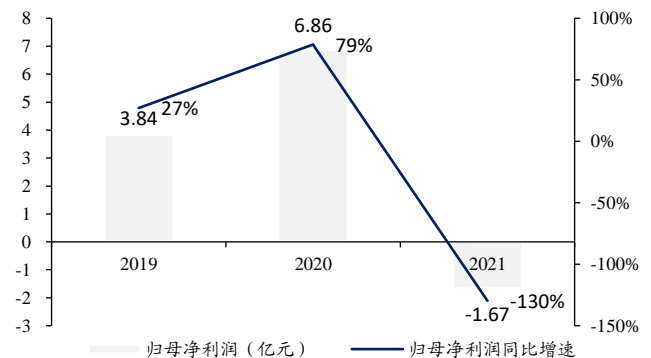
注: 2019/2020 年政企数字化业务公司报表名称为“公安信息化”

图8: 易华录 2019-2021 年各项费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 易华录 2019-2021 年归母净利润及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

走向数据要素价值化市场。2022 年 11 月，易华录发布公告，拟通过北京产权交易所公开挂牌的方式转让控股子公司国富瑞数据系统有限公司 35% 的股权（转让前持股约 54%），转股完成后易华录不再享有国富瑞控制权。国富瑞专注 IDC 运营相关业务，公司此次拟挂牌转让，体现公司战略逐步集中到数据要素价值化市场，充分利用数据运营先发优势实现高质量增长。

2. 数据要素千亿市场建设加速

2.1. 政策密集发布，数据产权制度走向具体实践

中国已将数据视为重要的战略资源和关键要素。2019 年十九届四中全会上，“数据”

首次被列为生产要素。数据价值化重构生产要素体系，是数字经济发展的基础。数字经济下，数字技术、数据、资本、劳动力、土地构成生产要素组合。一方面，价值化的数据要素将推动技术、资本、劳动力、土地等传统生产要素发生深刻变革与优化重组，催生出人工智能等“新技术”、金融科技等“新资本”、智能机器人等“新劳动力”、数字孪生等“新土地”；另一方面，数据价值化直接驱动传统产业向数字化、网络化、智能化方向转型升级。数据要素与传统产业广泛深度融合，乘数倍增效应凸显，对经济发展展现出很大价值和潜能。

由于此前相关政策尚未明晰，数据要素市场培育缓慢。清晰的数据要素产权制度缺位，使得数据的共享、流通、交易以及价值实现等要素市场培育难以实现。不仅使得大量潜在数据供给方不敢或不愿进场交易，只能依靠场外一对一等方式进行，还容易导致手握海量数据实际控制权的互联网公司野蛮生长，数据滥用和算法歧视等问题日益严重。

政策部署节奏加快，数据流通要求加强数据交易场所统筹建设。“十四五”以来，相关政策部署节奏加快。2022年6月深改委发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》，正式拉开了我国数据产权制度从宏观政策主张走向具体制度实践的序幕。不同于传统的生产要素，数据可以通过流通实现增值。数据流通以高效为目标，高效的要求则可以转化为进一步对数据交易场所统筹建设和数据流通标准引领作用的提升。2022年10月《全国一体化政务大数据体系建设指南》明确提出到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；支持具备条件、信誉良好的第三方企事业单位开展运营服务。

表1：政策密集发布

政策	发布单位	发布时间	具体内容
《促进大数据发展行动纲要》	国务院	2015年9月	要加强顶层设计和统筹协调，大力推动政府信息系统和公共数据互联开放共享， 加快政府信息平台整合，消除信息孤岛 ，推进数据资源向社会开放，增强政府公信力，引导社会发展，服务公众企业。
《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重大问题的决定》	党的十九届四中全会	2019年11月	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”。
《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	中共中央、国务院	2020年3月	将数据作为与土地、劳动力、资本、技术等传统要素并列的第五大生产要素 ，并明确提出“引导培育大数据交易市场，依法依规开展数据交易”。推进政府数据开放共享，研究建立公共数据开放和数据资源有效流动的制度规范。
《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的意见》	中共中央、国务院	2020年5月	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。

《建设高标准市场体系行动方案》	中共中央办公厅、国务院办公厅	2021年1月	“建立数据资源产权、交易流通、跨境传输和安全等基础制度和标准规范”、“积极参与数字领域国际规则和标准制定”。
《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》	全国人大	2021年3月	发展技术和数据要素市场。健全要素市场运行机制，完善交易规则和服务体系。深化公共资源交易平台整合共享。
《“十四五”大数据产业发展规划》	国家工信部	2021年11月	要建立数据价值体系，提升要素配置作用，加快数据要素化，培育数据驱动的产融合作、协同创新等新模式，推动要素数据化，促进数据驱动的传统生产要素合理配置。
《“十四五”国家信息化规划》	中央网络安全和信息化委员会	2021年12月	稳步推进数据要素化 ，加快推动数据要素流通，繁荣数据应用生态，增强数据服务于实体经济的效能，构建以数据为关键要素的数字经济。建立高效利用的数据要素资源体系，激发数据要素价值，提升数据要素赋能作用，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，形成强大国内市场，推动构建新发展格局。
《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	国务院办公厅	2022年1月	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。
《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	2022年1月	要充分发挥数据要素作用、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则，培育市场主体、完善治理体系，到2025年初步建立数据要素市场体系。
《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	中央全面深化改革委员会	2022年6月	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制度。 要建立合规高效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则体系，建设规范的数据交易市场。
《全国一体化政务大数据体系建设指南》	国务院办公厅	2022年10月	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。

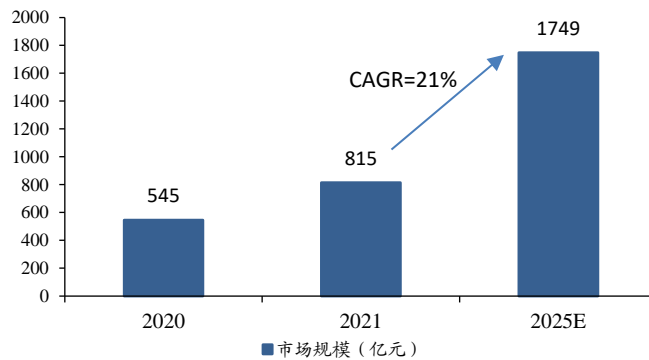
数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2.2. 数据要素市场进入高速发展阶段

“十四五”期间数据要素市场规模将突破千亿。据国家工信安全中心测算数据，2021年我国数据要素市场规模同比增长近50%，达到815亿元，“十四五”期间，这一数值

将突破 1749 亿元，2021-2025 年 CAGR 超 20%。

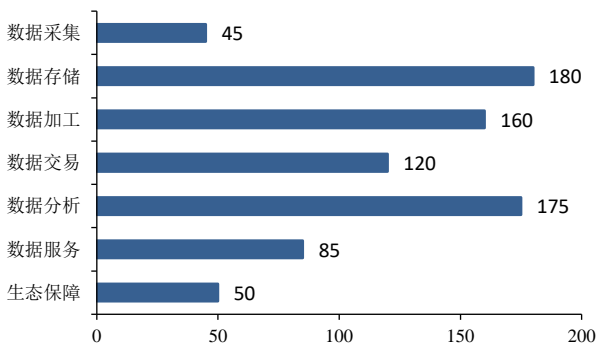
图10: 数据要素市场规模



数据来源: 国家工信安全中心, 东吴证券研究所

数据要素市场建立涉及收、存、治、用、易等多个环节。数据要素市场建设需要从数据要素流动和利用的全程去思考数据价值化问题, 可以大致分为数据收集、数据存储、数据治理、数据使用、数据交易等环节, 涵盖了从底层算力和存储基础设施建设到上层数字化解决方案、数据资产化交易等多种需求。根据国家工业信息安全发展研究中心统计, “十四五” 期间数据要素市场各环节将进入群体性突破的快速发展阶段。

图11: 2022 年中国数据要素各环节市场规模(单位: 亿元)



数据来源: 国家工业信息安全发展研究中心, 东吴证券研究所

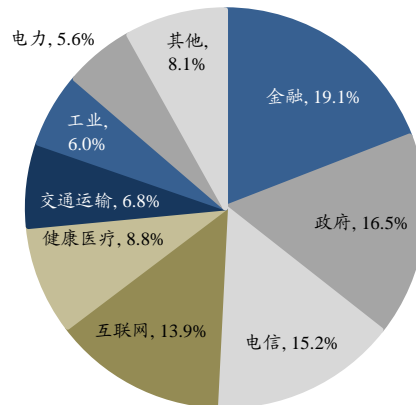
图12: 数据价值化路径



数据来源: 易华录官网, 东吴证券研究所

下游行业以政府和重点行业为主。根据前瞻产业研究院统计, 2021 年我国大数据分析市场下游行业中, 金融、政府、电信和互联网位居应用领域前四名, 市场占比分别为 19.1%、16.5%、15.2% 和 13.9%, 合计超过 60%; 其他重点应用领域主要包括健康医疗、交通运输、工业、电力等。

图13: 2021年中国大数据分析市场应用结构



数据来源: 赛迪 CCIDnet, 东吴证券研究所

数据要素市场主要由政府和央企牵头, 国资背景厂商优势显著。数据要素市场发展首先要解决的就是数据收集存储问题, 我们认为此前野蛮发展的数据平台将逐渐由政府和央企牵头进行管理或取代。因此在数据要素市场发展过程中, 和底层数据接触越深, 联系越紧密的环节, 国资背景的厂商优势越显著。

3. 数据运营模式探索先行者

3.1. 开创数据运营新模式, 先发优势突出

数据运营率先落地, 先发优势显著。以数据湖基础设施为底座, 公司能够获得地方政府数据的运营权和使用权, 由合资平台提供服务, 具有一定排他性。公司独创数据要素资产化的主要模式“数据银行”来开展数据运营以及数据治理。数据银行盈利模式分为两阶段, 建设阶段和运营阶段。运营阶段公司主要提供三类产品: 1. 标准化的 API 产品 (如遥感数据、信用数据等), 2. 基于 OEM 的其他厂商的数据产品 (如以专项报告形式提供财税相关数据服务), 3. 基于数据相应产生的具体运营场景 (如给当地银保监会提供产融平台等)。

公司负责承建运营的全国首个基于“数据银行”的政务数据授权运营落地项目, 抚州“数据银行”已经完成平台建设及上线。平台已汇聚工商、司法、税务、社保、能源等 30 余家政府委办局共计一千五百余张表格, 约 16 亿条政务数据, 上线运营 25 款全国性数据源数据产品及十余款自研产品。目前公司已落地的数据湖项目中, 进入运营阶段的共有 25 家。

河南、江苏等多地标杆项目快速推进。公司参与发起“中原数据交易联盟”, 2022 年 8 月成立河南省郑州数据交易中心共计上架 26 款易华录数据产品, 同时将项目打造

成为河南省级数字经济基础设施，形成以数据湖为核心的数据资产化发展全流程创新模式。公司与无锡市梁溪区人民政府签订战略合作协议，打造全国首家“感知数据银行”，项目入选江苏省数据要素市场生态培育项目。我们预计随着标杆项目快速推进，公司数据银行等数据运营业务落地进程有望加速。

3.2. 华录集团旗下唯一上市平台，数据湖+运营空间广阔

华录集团唯一控股上市公司。中国华录集团有限公司成立于 2000 年，是国务院国资委直接管理的专业从事数字音视频、电子信息与文化创意产业开发、生产、营销、服务及系统集成的大型企业集团，前身是 1992 年 6 月经国务院批准成立的中国华录电子有限公司。集团定位于“以信息产业为基础的科技与文化产业集团”，以新生产要素“数据资源”为抓手，以基于蓝光的大容量绿色光存储等数字核心技术为基础，提出“1+3+N”数字经济发展战略。“1”即强化科技创新，以自主可控的光存储技术为核心，构筑大数据融合存储产品、智能算法与开发利用关键能力。“3”即布局终端与智能制造、信息产品与服务、文化内容与创意三大产业板块，提供核心产品与服务。“N”即重点培育开发系列数字与创意应用。易华录作为华录集团旗下唯一控股的上市公司，在技术发展、渠道开拓方面将持续受益。

图 14: 华录集团战略方向



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

以自研蓝光存储为基础构建数据湖底座。数据湖是公司独创的商业模式，可以简单理解为数据中心。在城市运营过程中，每天都会产生大量数据，其中大部分数据属于热数据或冷数据。热数据主要是一些需要实时计算的数据，冷数据是指活动不频繁、不会被经常访问甚至永远不会被访问，但仍然需要长期保留的数据，有统计认为冷数据占据累计数据量的 80%。易华录即以完全自研的蓝光存储提供冷数据存储支持为基础，结合热数据所需的闪存、硬盘等，以及传统 IDC 服务等为地方政府构建数据湖底座，提供数据要素基础设施。

图 15: 蓝光存储优势

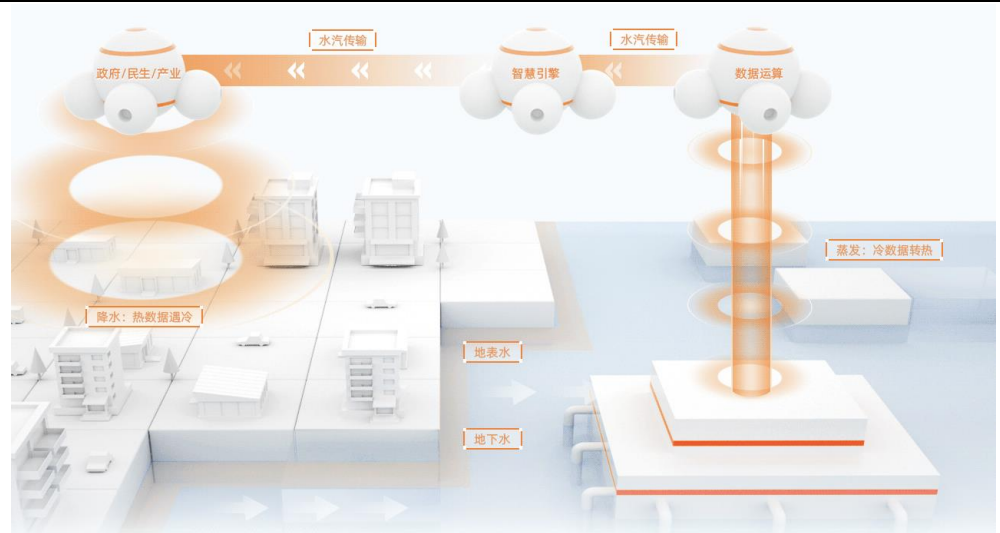


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据湖项目业务模式以合资公司为主，截至2022年11月已在全国落地33个项目。数据湖项目运营主要以易华录与地方政府在所在城市搭建一个合资平台为主，共同完成数字经济基础设施的建设和运营，以及所在城市数据要素的服务。公司2018-2020年分别落地8/11/14个数据湖项目，2021年由于公司可转债处于审批阶段，为了保障公司稳定发展主动放缓了数据湖项目投资速度。

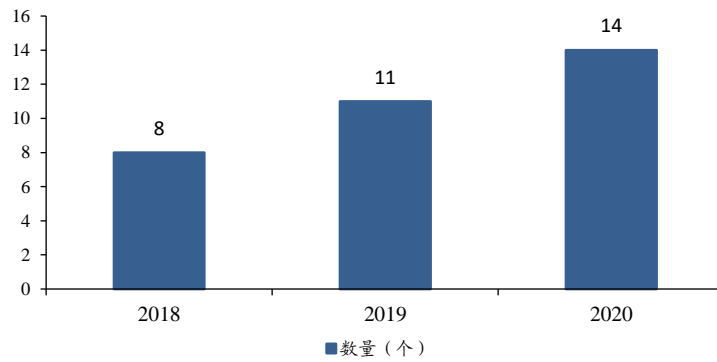
根据《全国一体化政务大数据体系建设指南》，我们认为未来各地政府都要陆续完成政务数据采集、归集、治理、共享、开放和安全保护等工作，地级市政务大数据节点建设（即数据湖及相关项目建设）将迎来高速发展阶段。根据我们测算，公司在国内293个地级市中已经实现超过10%的市场份额，我们预计十四五期间公司地级市政务大数据节点市占率将进一步提升。

图16：公司数据湖原理示意图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图17：公司数据湖新增落地项目数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

地级市政务大数据节点建设+运营空间广阔。随着相关政策落地，我们预计未来政务大数据节点建设会进入高速成长期，假设 2023-2025 年公司新增地级市政务大数据节点建设节点（包含完整数据湖项目或纯平台/云建设）约 20 个，单个项目建设金额约 3-5 亿元（取均值 4 亿元），则 2023-2025 年政务大数据节点建设营收总规模将达到约 80 亿元，单个项目建设周期约 3 年，则 2025 年节点建设项目型收入将达约 27 亿元（对应表 3 中政企数字化业务收入）。假设到 2025 年公司数据银行运营项目数达到 30 个，单个数据银行每年运营收入 5000 万元，则运营收入将达 15 亿元。

政企数字化运营每年将产生超 5 亿元收入空间。2021 年中国移动政企客户数为 1883 万家，中国电信政企客户数也超过 1000 万家，我们按三大运营商政企客户合计 4000 万计算，假设使用光存储方案的客户转化率 1%，即对应 40 万政企客户，假设每个客户每年产生约 10TB 数据，按照 12 万元/PB/年收费（1PB=1024TB），则每年将带来约 4.7 亿的收入规模，并将带来存储前的数据处理，存储后的数据治理等相应营收。随着公司其他相关政企数字化项目进入运营阶段，将持续贡献平台运营收入，我们预计 2025 年政企数字化运营业务营收将超过 5 亿元。

数字经济基础设施主要包括蓝光存储为基础的超存平台、行业基础设施建设等集成项目，我们预计将随下游需求稳健增长维持 10%左右的增速，2025 年营收将超 9 亿元。

综上，我们预计 2025 年政务大数据节点建设以及政企数字化运营等相关营收规模将达接近 60 亿元，空间广阔。

表2：公司 2025 年相关营收空间测算

项目	
地级市政务大数据节点建设建设（个）	20
单个项目金额（亿元）	4
单个项目建设周期（年）	3
2025 年地级市政务大数据节点建设项目建设营收（亿元）	27
平均运营项目数（个）	30

每年运营收入 (亿元)	0.5
数据银行运营收入 (亿元)	15
政企数字化运营 (亿元)	5
数字经济基础设施 (亿元)	9
2025 年营收合计 (亿元)	57

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

核心假设: 我们将公司业务分为两大类, 运营型和项目型收入分别进行盈利预测。

运营型收入:

- 1) 政企数字化项目运营收入:** 主要包含为政府提供数据银行平台的建设运营收入, 以及为政企数字化解决方案提供运营服务的收入。我们预计该部分业务随着数据银行建设加速, 以及数据湖陆续进入运营阶段, 有望实现高速增长, 2022-2024 年营收分别为 1.0/2.0/3.6 亿元。
- 2) 数据银行运营收入:** 主要包含数据银行纯运营阶段, 面向下游客户提供 API 接口调用、数据分析产品等运营收入, 我们预计按 2025 年 30 个数据银行投入运营, 平均每个运营收入 5000 万的目标, 2022-2024 年运营的数据银行数量将逐步提升, 预计 2022-2024 年该部分营收约为 0.5/2.5/7.5 亿元。
- 3) IDC 运营及服务:** 公司已将旗下控股子公司国富瑞挂牌拟出售部分股权, 未来我们预计公司将不再从事该部分业务, 预计 2022-2024 年营收约为 2/0/0 亿元。

项目型收入:

- 1) 政企数字化项目:** 主要包含为政府提供数据湖建设, 以及城市大脑、智慧城市等项目。我们预计该部分业务随着数据湖逐步落地, 按 2025 年新落地 20 个节点的规划, 2022-2024 年营收分别为 10.0/14.0/19.6 亿元。
- 2) 数字经济基础设施:** 主要包含以蓝光存储为基础的超存项目收入, 以及其他为政府或行业提供的基础设施集成项目, 我们预计公司随着将经营重心转移到数据运营业务上, 该部分业务今年将有所收缩, 2023 年开始维持 10%左右的稳健增速, 2022-2024 年营收约为 7.1/7.8/8.6 亿元。

表3: 公司分业务收入预测 (单位: 亿元)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	
运营型收入	政企数字化-运营收入	0.5	1.0	2.0	3.6	5.4
	yoy		100%	100%	80%	50%
	数据要素业务-数据银行	0	0.5	2.5	7.5	15
	yoy		-	400%	200%	100%

	IDC 运营及服务	2.0	2.0	0.0	0.0	0.0
	yoy		0%	-	-	-
	合计	2.5	3.5	4.5	11.1	20.4
	毛利率	43%	50%	61%	64%	65%
项目型收入	政企数字化业务	7.7	10.0	14.0	19.6	27.4
	yoy		30%	40%	40%	40%
	数字经济基础设施	10.1	7.1	7.8	8.6	9.4
	yoy		-30%	10%	10%	10%
	合计	17.8	17.1	21.8	28.2	36.9
	毛利率	-	38%	37%	36%	35%
	总营收	20.2	20.6	26.3	39.3	57.3
	yoy		2%	28%	49%	46%
	毛利率	39%	40%	41%	44%	46%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：表中 2021-2025 年业务划分均为我们按照公司未来战略规划方向重新预测数据。

盈利预测：基于以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 20.57/26.28/39.25 亿元，同比增速 2%/+28%/+49%；2022-2024 年归母净利润分别为 1.30/2.32/5.50 亿元，同比增速+178%/+79%/+137%。

分部估值：由于公司各部分业务模式差异较大，我们对公司数据银行运营收入和其他业务收入进行分部估值，考虑公司 2023-2025 年都将维持较高增速，且业务结构变化较大，我们按照 2025 年远期市值进行折现。

数据银行运营型收入：数据银行运营服务用户粘性较强，由于数据具有时效性，客户能够持续付费，给公司带来可持续的运营收入，我们基于业务模式相似性，参考云计算公司，由于公司未来该部分业务增速较快，给予 2025 年 60 倍 PE。我们预计该部分业务 2025 年营收 15 亿元，30%净利率，则对应净利润约为 4.5 亿元，该部分对应市值 270 亿元。

表4：数据银行运营型业务可比公司盈利预测及估值（单位：亿元，截至 2022 年 12 月 1 日）

代码	公司名称	市值	归母净利润			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688111.SH	金山办公	1,227	12.59	16.67	21.85	97	74	56
600588.SH	用友网络	803	5.36	8.90	11.25	150	90	71
002410.SZ	广联达	656	10.17	13.47	17.31	65	49	38
	均值					104	71	55

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：表中金山办公、用友网络、广联达归母净利润均为我们预测。

其他业务收入：公司其余业务均类似一次性项目收入或运营收入，我们参考同样业

务为政企数字化的可比公司，考虑公司未来增速高于行业增速，给予公司 2025 年 30 倍 PE。我们预计该部分业务 2025 年营收约 42 亿元，净利率约为 10%，则对应净利润约为 4.2 亿元，该部分对应市值 126 亿元。

表5: 其他业务可比公司盈利预测及估值 (单位: 亿元, 截至 2022 年 12 月 1 日)

代码	公司名称	市值	归母净利润			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002368.SZ	太极股份	181	4.06	4.49	5.00	45	40	36
002373.SZ	千方科技	145	6.44	8.86	11.26	22	16	13
603636.SH	南威软件	95	2.23	2.70	3.47	43	35	27
	均值					37	31	25

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 表中太极股份为我们预测, 其余公司盈利预测为 Wind 一致预期。

综上, 我们预计公司 2025 年目标市值为 396 亿元, 按 10% 的必要回报率折现, 对应 2023 年目标市值为 327 亿元, 对应目标价 49 元。我们看好公司在数据要素资产化市场先发优势显著, 运营型收入高速增长带来盈利水平提升, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) **政策推进不及预期。**数据要素政策推进受到多种因素影响, 节奏和力度可能不及预期。
- 2) **行业竞争加剧。**数据要素市场空间广阔, 数据运营业务模式较好, 可能吸引更多公司参与行业竞争。
- 3) **项目落地节奏不及预期。**公司数据湖、数据银行等项目推进受到政策规划、下游客户支出等因素影响, 可能不及预期。

易华录三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,877	7,750	10,892	11,230	营业总收入	2,020	2,057	2,628	3,925
货币资金及交易性金融资产	307	72	219	1,160	营业成本(含金融类)	1,242	1,233	1,547	2,202
经营性应收款项	2,483	2,155	4,492	2,158	税金及附加	14	14	18	27
存货	428	325	577	646	销售费用	175	226	289	432
合同资产	5,374	5,143	5,255	7,066	管理费用	303	319	407	608
其他流动资产	285	56	348	200	研发费用	91	103	131	196
非流动资产	5,513	6,459	7,397	8,243	财务费用	282	225	249	281
长期股权投资	2,753	3,573	4,439	5,247	加:其他收益	78	72	92	137
固定资产及使用权资产	403	485	549	616	投资净收益	89	154	210	353
在建工程	822	848	889	930	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	733	750	718	648	减值损失	-228	-7	-7	-6
商誉	292	292	292	292	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	15	15	15	15	营业利润	-148	156	281	664
其他非流动资产	495	495	495	495	营业外净收支	-3	0	0	0
资产总计	14,391	14,209	18,289	19,473	利润总额	-151	156	281	664
流动负债	7,717	7,359	11,187	11,773	减:所得税	-8	16	28	66
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,745	4,245	4,670	5,169	净利润	-143	141	253	598
经营性应付款项	3,096	2,137	5,452	5,427	减:少数股东损益	24	11	20	48
合同负债	98	70	117	155	归属母公司净利润	-167	130	232	550
其他流动负债	777	907	948	1,022	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.25	0.19	0.35	0.83
非流动负债	2,132	2,132	2,132	2,132	EBIT	99	234	327	598
长期借款	1,254	1,254	1,254	1,254	EBITDA	255	393	506	799
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.50	40.04	41.11	43.92
租赁负债	25	25	25	25	归母净利率(%)	-8.25	6.30	8.84	14.01
其他非流动负债	854	854	854	854	收入增长率(%)	-21.91	1.83	27.74	49.39
负债合计	9,849	9,491	13,319	13,905	归母净利润增长率(%)	-129.70	177.72	79.32	136.78
归属母公司股东权益	3,907	4,072	4,304	4,854					
少数股东权益	635	646	666	714					
所有者权益合计	4,542	4,718	4,970	5,568					
负债和股东权益	14,391	14,209	18,289	19,473					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-100	401	888	1,429	每股净资产(元)	5.87	6.12	6.46	7.29
投资活动现金流	-1,112	-956	-915	-699	最新发行在外股份(百万股)	666	666	666	666
筹资活动现金流	441	286	174	211	ROIC(%)	0.98	2.12	2.78	4.70
现金净增加额	-771	-270	147	941	ROE-摊薄(%)	-4.27	3.18	5.40	11.33
折旧和摊销	156	159	179	200	资产负债率(%)	68.44	66.80	72.83	71.41
资本开支	-485	-291	-259	-244	P/E(现价&最新股本摊薄)	—	132.60	73.95	31.23
营运资本变动	-477	35	408	690	P/B(现价)	4.40	4.22	3.99	3.54

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

