

达梦数据 (688692.SH) 国产数据库领军，步入快速发展期

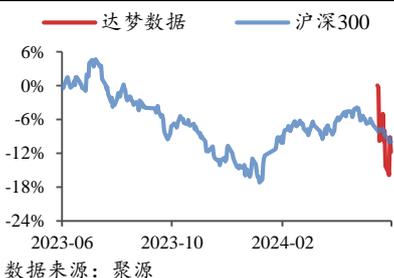
2024年06月28日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2024/6/27
当前股价(元)	212.50
一年最高最低(元)	313.33/199.00
总市值(亿元)	161.50
流通市值(亿元)	30.36
总股本(亿股)	0.76
流通股本(亿股)	0.14
近3个月换手率(%)	290.66

股价走势图



陈宝健（分析师） 李海强（联系人）

chenbaojian@kysec.cn

lihaiqiang@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790122070009

● 国产数据库龙头，给予“买入”评级

公司为国内领先的数据库产品开发服务商，拥有全栈互补的数据库产品布局，市场份额在国内处于领先地位，有望受益信创机遇进入业绩高速增长通道。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.50、4.20、5.06 亿元，EPS 分别为 4.61、5.53、6.65 元/股，对应当前股价 PE 分别为 46.1、38.4、31.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 数据库：乘信创东风而起，国产厂商初现峥嵘

数据库：潜力空间大，替代正当时。根据中国通信标准化协会大数据技术标准推进委员会测算，2022 年中国数据库市场规模为 59.7 亿美元，预计到 2027 年将达到 1286.8 亿元，市场年复合增长率为 26.1%。作为核心基础软件，国产数据库产业有望乘信创东风迎来重要发展机遇。

国产厂商初现峥嵘，市场份额提升。政策驱动下近两年国产厂商产品性能日趋成熟，并加快抢占国外厂商份额，根据 IDC，2023 年达梦在本地部署市场的份额已上升至 7.45%。未来伴随行业信创的持续加速推进，我们看好具有领先产品性能和丰富客户生态国产龙头厂商有望强者恒强。

● 竞争优势突出，有望持续突破

(1) **研发实力雄厚，人才队伍强大。**截至 2023 年底，公司员工规模超过 1400 人，相关核心人才具有丰富的一线研发经验，在国内数据库厂商中处于前列。

(2) **技术积累雄厚，产品性能优异。**截至 2023 年 12 月 31 日，公司已获得授权专利 292 项，具备较强技术创新能力和深厚技术积累。另据公开的产品性能指标，公司 DM8 产品整体技术水平达到国内领先、国际先进水平，获得客户广泛认可。

(3) **产品布局日臻完善。**公司将提供全栈数据解决方案为战略发展方向，力争全面覆盖关系和非关系数据库，积极布局云数据库并实现产品收入快速增长。

(4) **渠道布局卓有成效。**截至 2023 年末公司已与近千家渠道商签订框架协议，渠道网络遍布全国各行业和地区，为市场开拓打下良好基础。

● **风险提示：**客户投资不及预期；市场竞争加剧；渠道销售收入较集中风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	688	794	950	1,141	1,377
YOY(%)	-7.4	15.4	19.6	20.1	20.7
归母净利润(百万元)	269	296	350	420	506
YOY(%)	-39.3	10.1	18.2	20.1	20.3
毛利率(%)	94.1	95.8	95.9	96.0	96.0
净利率(%)	39.1	37.3	36.8	36.8	36.7
ROE(%)	23.8	20.8	19.7	19.1	18.7
EPS(摊薄/元)	3.54	3.90	4.61	5.53	6.65
P/E(倍)	60.0	54.5	46.1	38.4	31.9
P/B(倍)	14.5	11.4	9.2	7.4	6.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、 国产数据库龙头	3
2、 信创正当时，国产厂商初显峥嵘	7
2.1、 潜力空间广阔，关系型占主导	7
2.2、 国产厂商初现峥嵘，未来成长更值得期待	8
3、 竞争优势突出，有望持续突破	9
3.1、 研发实力雄厚，人才队伍强大	9
3.2、 技术积累雄厚，产品性能优异	11
3.3、 产品布局日臻完善，力争提供全栈数据解决方案	12
3.4、 渠道布局卓有成效，市场开拓能力显著提升	14
4、 盈利预测与投资建议	15
4.1、 核心假设	15
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： 公司逐渐形成以数据库管理系统为核心的产品生态体系	3
图 2： 公司逐渐形成全栈互补的数据库产品布局	4
图 3： 公司客户涵盖党政、金融、能源等行业	4
图 4： 2018 年以来达梦数据收入总体快速增长	6
图 5： 2018 年以来达梦数据归母净利润总体高增长	6
图 6： 软件产品使用授权业务为公司最主要收入来源	6
图 7： 2021 年开始能源、金融行业增长加速	6
图 8： 中国数据库市场规模有望快速增长	7
图 9： 2022 年公有云数据库市场规模首次过半（亿元）	7
图 10： 中国数据库产品数量分布仍以关系型为主（2023）	8
图 11： 中国关系型数据库管理软件市场：国内厂商主导，腾讯、华为份额提升	8
图 12： 传统本地部署模式市场，国产数据库厂商份额迅速扩大	9
图 13： 国内数据库企业平均从业人员数量较少	10
图 14： 我国数据库企业平均专利数量不足五十个	11
图 15： 2019 年以来公司云数据库收入快速增长	14
图 16： 2019 年以来公司渠道商数量不断增长	14
图 17： 2019 年以来公司终端客户数量不断增长	14
图 18： 2019 年以来公司渠道销售收入快速增长	15
表 1： 公司已成长为国产数据库龙头	3
表 2： 中国软件为达梦数据单一最大股东	5
表 3： 2020-2022 年公司持续加码研发投入，保持多产品方向的领先地位	10
表 4： 达梦数据整体技术水平达到国内领先、国际先进水平	12
表 5： 公司力争提供全栈数据解决方案	13
表 6： 预计 2024 年-2026 年金融、能源行业收入有望快速增长	15
表 7： 公司估值低于行业可比公司	16

1、国产数据库龙头

公司已成长为国产数据库龙头。公司成立于 2000 年，是国内领先的数据库产品开发服务商，国内数据库基础软件产业发展的关键推动者。公司始终坚持独立研发的技术路线，已掌握数据管理与数据分析领域的核心前沿技术，拥有主要产品全部核心源代码的自主知识产权。目前公司为客户提供各类数据库软件及集群软件、云计算与大数据等一系列数据库产品及相关技术服务，致力于成为国际顶尖的全栈数据产品及解决方案提供商。

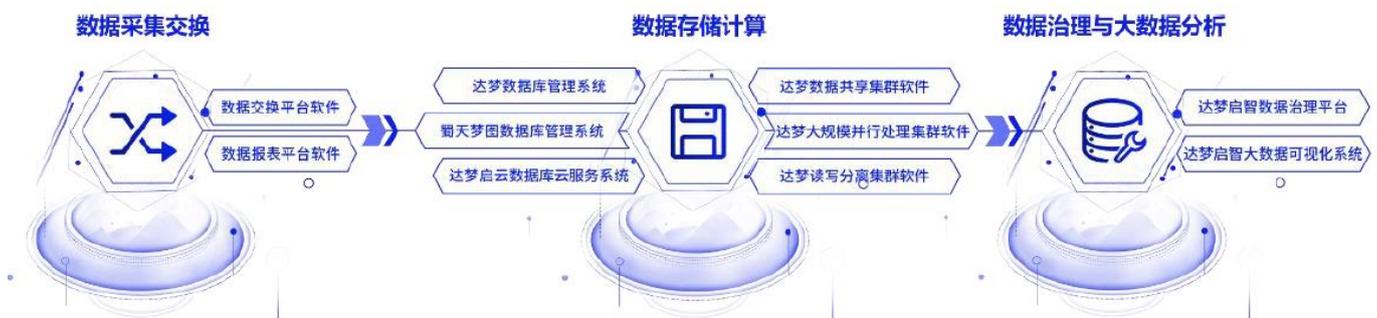
表1：公司已成长为国产数据库龙头

时间	事件
1988	创始人冯裕才教授成功研制出国内首个自主知识产权的国产数据库管理系统原型 CRDS
1992	华中理工大学达梦数据库研究所成立
2000	武汉华工达梦数据库有限公司成立
2004	DM4 发布，性能远超国内基于开源技术的国产数据库，并在国家测试中继续保持领先
2008	中国软件公司对达梦进行战略投资
2012	DM7 发布，支持大规模并行计算、海量数据处理技术，通过公安部公共信息网络安全监察局的安全四级认证
2019	DM8 发布，支持超大规模并发事务处理和事务-分析混合型业务处理、动态分配计算资源
2020	发布数据共享集群（DMDSC）、启云数据库（DMCDB）、图数据库（GDM）、分布式数据库四款产品

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司逐渐形成以数据库管理系统为核心的产品生态体系。公司通过基础数据库软件、面向不同应用场景的数据库集群软件以及云计算系列软件、大数据系列软件等产品形成以数据库管理系统为核心的产品生态体系，覆盖从数据交换、数据储存、数据治理到数据分析的全产业链，可为客户提供企业级的全栈数据解决方案和技术服务。

图1：公司逐渐形成以数据库管理系统为核心的产品生态体系



资料来源：公司招股书

公司逐渐形成全栈互补的数据库产品布局。公司以集群式关系数据库为核心产品，同时积极布局原生分布式数据库、图数据库、缓存数据库、数据治理、云服务与云数据库管理等相关技术、产品发展趋势，形成全栈互补的产品结构，实现了对当前市场形态和未来发展趋势的兼顾。

图2：公司逐渐形成全栈互补的数据库产品布局

数据库系列产品

 <p>达梦数据库管理系统DM8 新一代大型通用关系型数据库</p>	 <p>达梦数据共享集群DMDS 适用于密集交易型场景的共享存储集群</p>	 <p>达梦数据主备集群DMDataWatch 适用于高可靠环境场景下的数据主备集群</p>
 <p>达梦分布式数据库DMDC 适用于金融科技、工业互联网、物联网场景</p>	 <p>云数据库 支持公有云、私有云、混合云三种模式</p>	 <p>蜀天梦图数据库GDMBASE 高性能、高可用、易于扩展</p>
 <p>达梦新云缓存数据库DMCDM 适用于缓存热点数据，提升数据访问性能</p>	 <p>达梦新云时序数据库DMTDM</p>	 <p>蜀天梦图图分析平台</p>
 <p>达梦数+生态工具套件 达梦数据自主研发的一系列数据库生态工具软件</p>		

资料来源：公司官网

公司客户涵盖党政、金融、能源等行业。公司主营业务（终端）客户主要为党政、能源、军工、金融、航空、通信等领域内的机关单位和大型央企、国企，服务于包括建设银行、中国人保、国家电网、中国航信、中国移动、中国烟草等行业头部央企。

图3：公司客户涵盖党政、金融、能源等行业

银行 >	证券 >	保险 >	公积金 >	党政 >	央国企 >
湖北银行 新核心系统	中信证券 综合办公系统	中国人寿 CMDS系统	武汉公积金 核心业务系统2.0	最高人民检察院 全国检察机关统一业务系统2.0	中国铁建 财务共享服务平台
梅州客商银行 核心业务系统	中信建投 OTC核心系统		临沂公积金 综合管理系统	重庆市高级人民法院 法院应用系统	江苏中烟 生产管控等三大核心系统
贵州农信 网联支付核心系统				湖北省监狱管理局 监狱云数据灾备中心业务系统	海南社保 核心业务系统
山东农信 办公自动化系统				湖北省应急管理厅 核心业务系统	贵州习酒 核心业务系统
珠海华润银行 多业务系统					

资料来源：公司官网

中国软件为达梦数据单一最大股东。中国软件旗下拥有较为完整的自主安全软件产业链，在生态适配、驱动销售等方面赋能达梦数据公司业务拓展。

公司实际控制人为公司创始人、董事长冯裕才，直接持有公司 7.64%股份，并通过对梦裕科技、曙天云、得特贝斯、数聚云、惠梦源、数安科技、梦达惠佳、数聚通等合伙企业实施控制进而间接拥有公司股份，此外冯裕才还通过与韩朱忠、周淳等管理团队的一致行动关系控制公司部分表决权。

冯裕才为行业领军人物，曾任华中科技大学数据库与多媒体技术研究所所长、中国计算机学会数据库专业委员会副主任等职位，执掌公司 20 余年，对行业现状具有丰富洞察力，对市场价值具备敏锐的判断力，有望带领公司成长壮大。

表2：中国软件为达梦数据单一最大股东

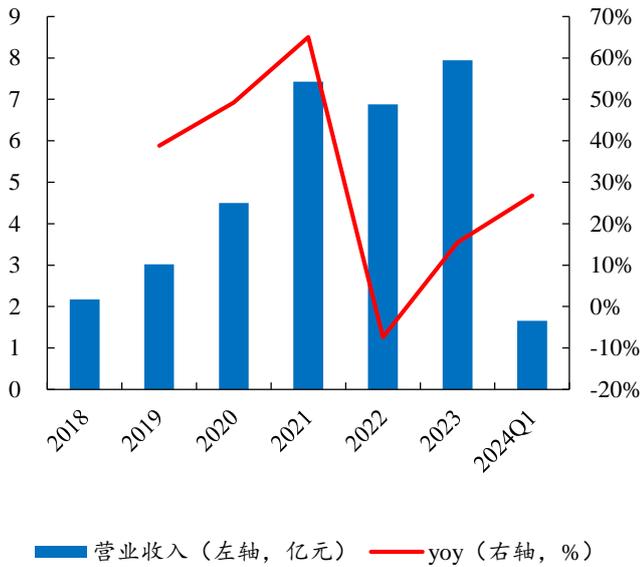
排名	股东名称	持股比例 (%)
1	中国软件与技术服务股份有限公司	18.91%
2	冯裕才	7.64%
3	武汉梦裕科技合伙企业(有限合伙)	6.73%
4	中电金投控股有限公司	4.09%
5	中电(天津)企业管理中心(有限合伙)	3.95%
6	武汉曙天云科技合伙企业(有限合伙)	3.42%
7	武汉得特贝斯科技合伙企业(有限合伙)	3.25%
8	海南鑫润一期私募基金合伙企业(有限合伙)	3.16%
9	武汉数聚云科技合伙企业(有限合伙)	2.68%
10	中国互联网投资基金(有限合伙)	2.63%
11	武汉合旭控股有限公司	2.63%
12	芜湖信渥投资管理合伙企业(有限合伙)	2.63%
13	宁波梅山保税港区丰年君和股权投资合伙企业(有限合伙)	2.63%
	合计	64.36%

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 20240612）

达梦数据业绩高增长。2018-2023 年，公司营业收入从 2.17 亿元增至 7.94 亿元，CAGR 为 29.60%；归母净利润从 0.30 亿元增至 2.96 亿元，CAGR 为 58.55%。

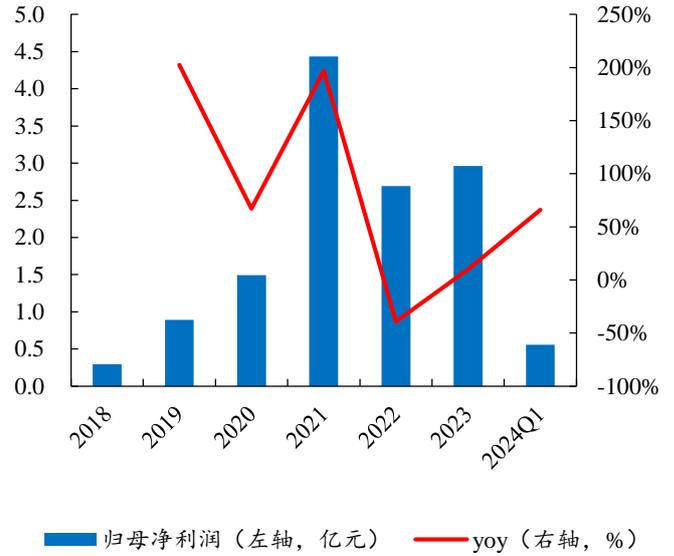
公司业绩高增长，一方面得益于国内数字化建设及国产数据库软件行业的发展，一方面主要系公司技术积累深厚，产品力不断打磨，同时公司不断完善渠道体系，市场开拓能力较强。

图4：2018年以来达梦数据收入总体快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2018年以来达梦数据归母净利润总体高增长



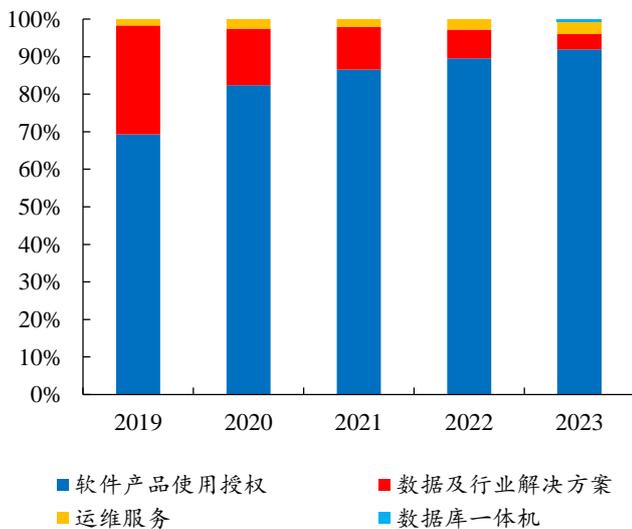
数据来源：Wind、开源证券研究所

按业务类型构成，软件产品使用授权业务收入为公司主营业务收入的最主要来源且占比持续提升。

软件产品使用授权业务分行业来看，**能源、金融行业增长加速**。公司数据库软件产品在国家电网的核心电力调度系统中得到广泛应用，伴随公司数据库软件产品向电网管理信息系统市场及风电、水电、核电等新能源市场的进一步拓展延伸，公司能源行业软件产品使用授权业务收入实现快速增长。

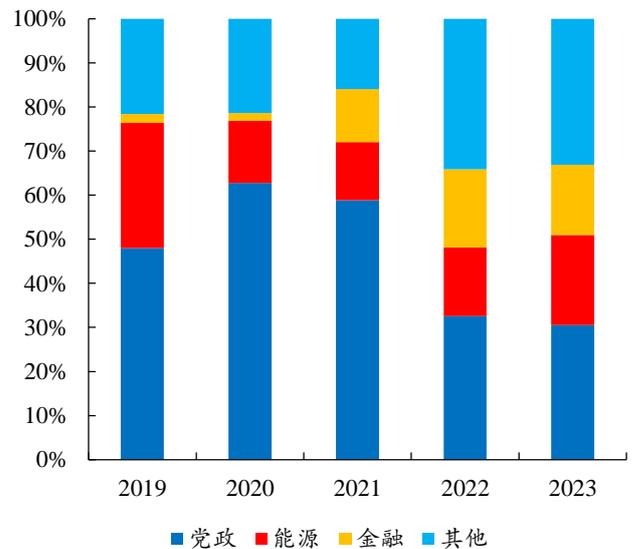
金融行业用户数据量大、数据处理效率要求高，对数据库软件产品的运行性能要求极高，2021-2023年，公司金融行业软件产品使用授权业务收入复合增长率为22.67%，充分彰显公司产品技术实力。

图6：软件产品使用授权业务为公司最主要收入来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2021年开始能源、金融行业增长加速



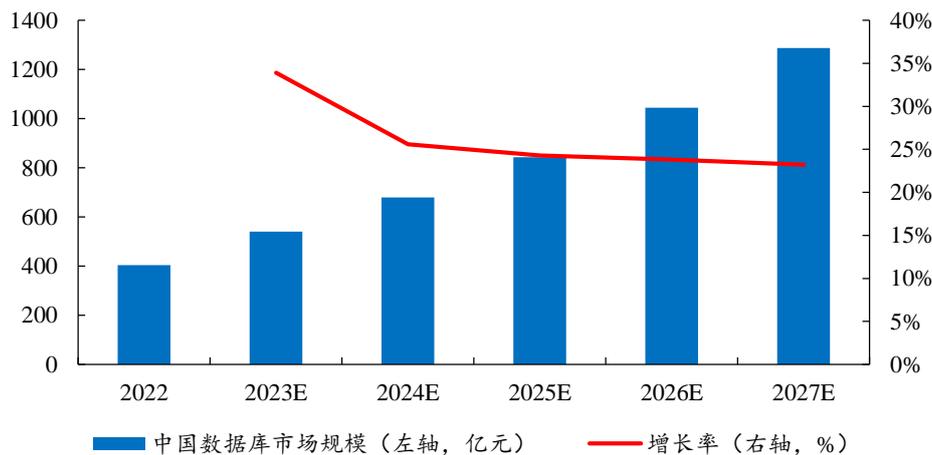
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、信创正当时，国产厂商初显峥嵘

2.1、潜力空间广阔，关系型占主导

中国数据库市场规模快速增长。根据中国通信标准化协会大数据技术标准推进委员会（简称 CCSA TC601）测算，2022 年全球数据库市场规模为 833 亿美元，中国数据库市场规模为 59.7 亿美元，占全球 7.2%。预计到 2027 年，中国数据库市场总规模将达到 1286.8 亿元，市场年复合增长率（CAGR）为 26.1%。

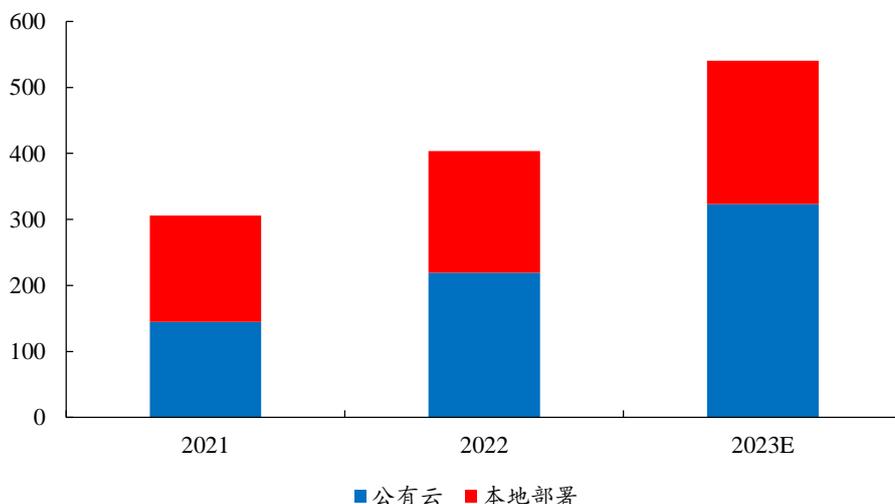
图8：中国数据库市场规模有望快速增长



数据来源：CCSA TC601、开源证券研究所

2022 年公有云数据库市场规模首次过半。据 CCSA TC601 测算，按数据库部署方式划分，2022 年中国公有云数据库市场规模为 219.15 亿元，较 2021 年增速 51.6%；本地部署数据库市场规模为 184.45 亿元，较 2021 年增速 14.4%。2022 年公有云和本地部署模式市场规模分别占总市场 54.3%和 45.7%，2022 年公有云数据库市场规模首次过半。预计 2023 年公有云市场占比将进一步扩大达到 59.8%，规模达到 323.16 亿元；本地部署式市场增速达到 17.8%，规模为 217.24 亿元。

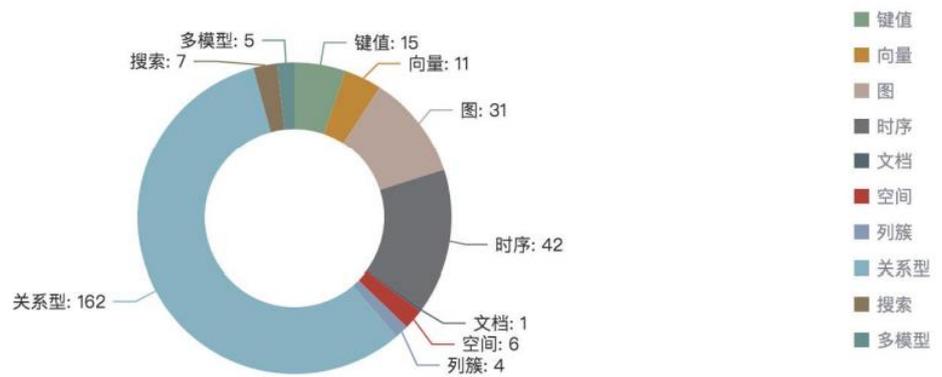
图9：2022 年公有云数据库市场规模首次过半（亿元）



数据来源：CCSA TC601、开源证券研究所

中国数据库产品数量分布仍以关系型为主。根据墨天轮对中国数据库模型数量的分析，2023 年关系型数据库以绝对优势占据主导地位，占比高达 57.0%，这反映了关系型数据库在数据管理和分析中的普遍适用性和重要性。时序数据库占比 14.8% 位居第二，显示出市场对于处理时间序列数据的强烈需求，特别是在物联网、金融监控和实时分析等领域。图数据库占比 10.9% 位列第三，凸显了图数据库在处理复杂关系和网络分析方面的重要性，其应用在社交网络分析、推荐系统等领域日益增多。

图10：中国数据库产品数量分布仍以关系型为主（2023）

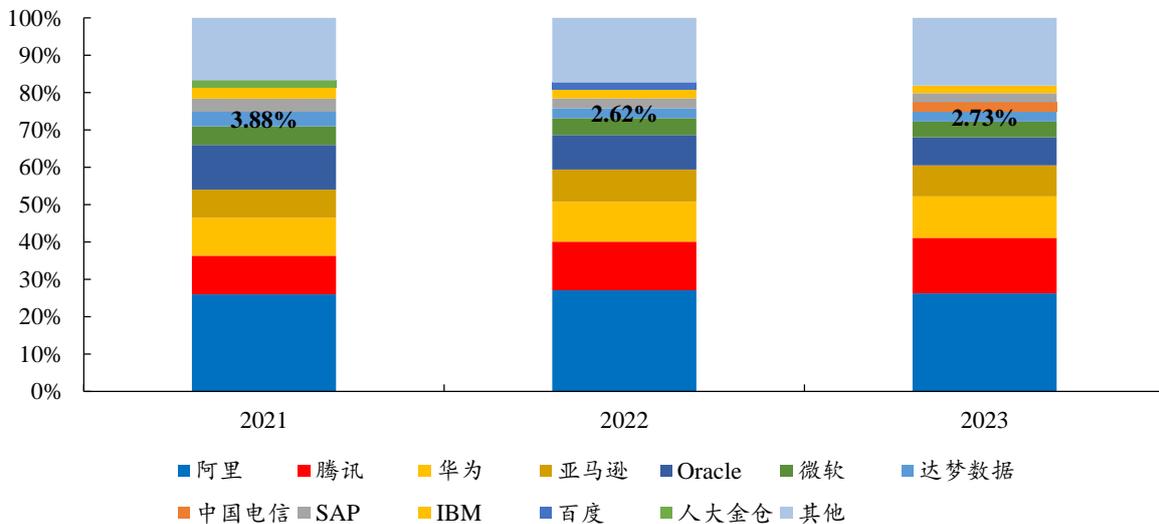


资料来源：墨天轮

2.2、国产厂商初现峥嵘，未来成长更值得期待

中国关系型数据库管理软件市场：国内厂商主导，腾讯、华为份额提升。一方面，凭借在整体公有云服务市场的突出优势，阿里、腾讯在国内关系型数据库管理软件市场中占有率排名始终居于 TOP2。另一方面，华为得益于持续对数据库产品技术的大力投入和产业生态不断完善，市场份额显著提升。

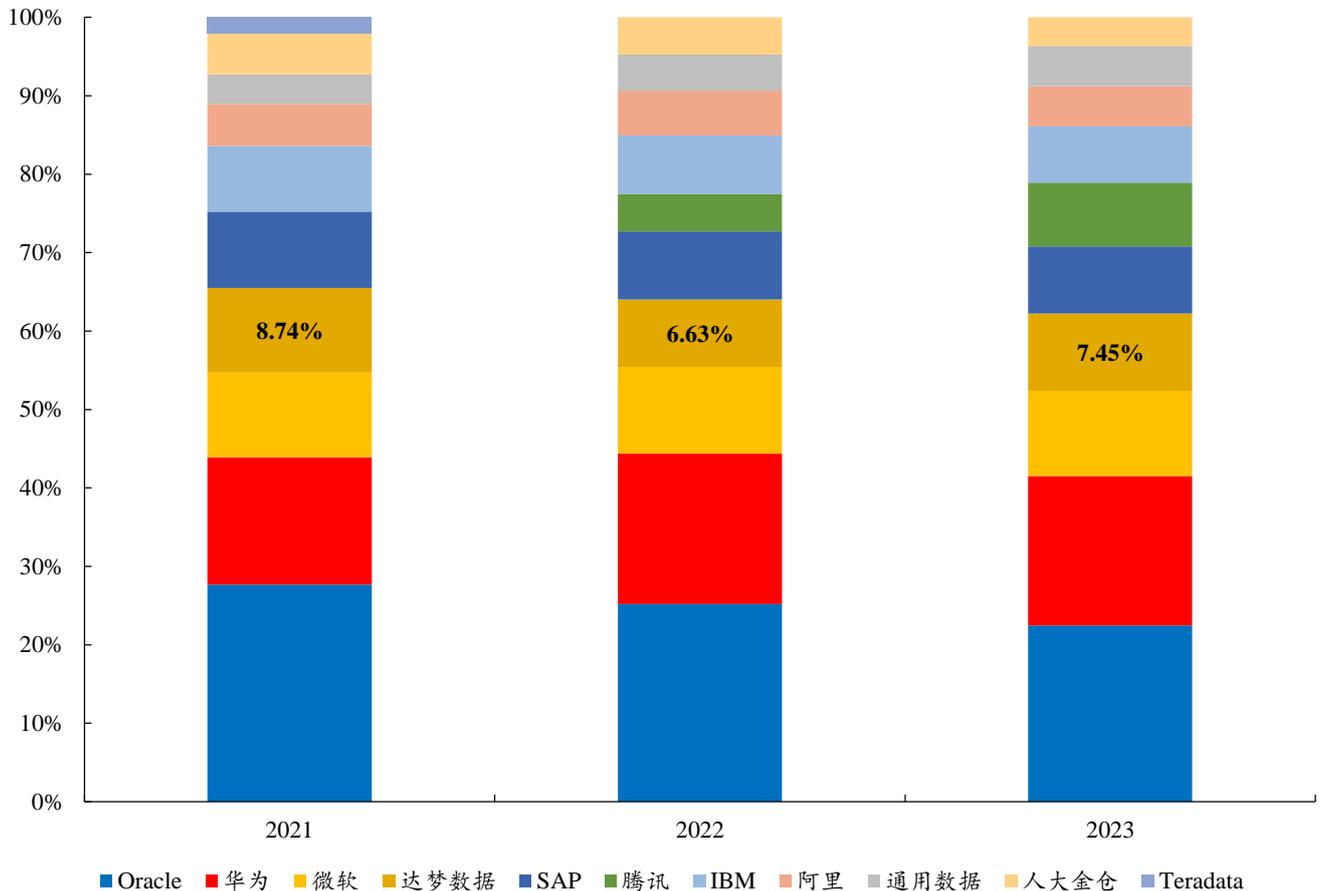
图11：中国关系型数据库管理软件市场：国内厂商主导，腾讯、华为份额提升



数据来源：IDC、开源证券研究所

传统本地部署模式市场，国产数据库厂商份额迅速扩大。政策支持下近两年本土厂商市场份额迅速扩大，市场份额正在快速追赶上 Oracle、微软、IBM、SAP 等国际厂商。达梦数据库凭借多年的市场积累，市场销售额保持了快速增长，在国内处于领先地位。

图12：传统本地部署模式市场，国产数据库厂商份额迅速扩大



数据来源：IDC、开源证券研究所

3、竞争优势突出，有望持续突破

3.1、研发实力雄厚，人才队伍强大

公司持续加码研发投入，保持多产品方向的领先地位。公司主要研发项目集中于关系型、集中式、分布式、数据采集与集成、非关系型、多模、HTAP 等方向。根据 IDC 发布的《2021 年下半年中国关系型数据库软件市场跟踪报告》，关系型数据库正向分布式、云原生、AI 使能、HTAP（混合事务与分析型数据库）、多模等方向发展。

针对上述数据库产业发展方向，公司积极应对，在进一步加强原有集中式、关系型方向技术优势的同时，投入大量资源对数据采集与集成、数据分析与应用、非关系型、分布式、HTAP、多模、云部署等方向进行深度研发，并在多个方向完成产品化与商业化，力争实现多技术路径、多产品方向的均衡发展。公司在数据库方向核心技术研发方面较高水平的投入规模能够为公司核心产品、技术持续迭代发展提供重要支撑。

表3: 2020-2022 年公司持续加码研发投入, 保持多产品方向的领先地位

发展方向	预算金额 (万元)
关系型	21,628.95
集中式	17,336.30
分布式	14,781.53
数据采集与集成	7,852.10
非关系型	7,628.28
多模	4,420.80
HTAP	8,580.75
大数据存储	2,691.55
数据治理	2,899.00
云部署	4,650.10
一体机	3,411.00
大数据应用	1,561.00
其他	672.00

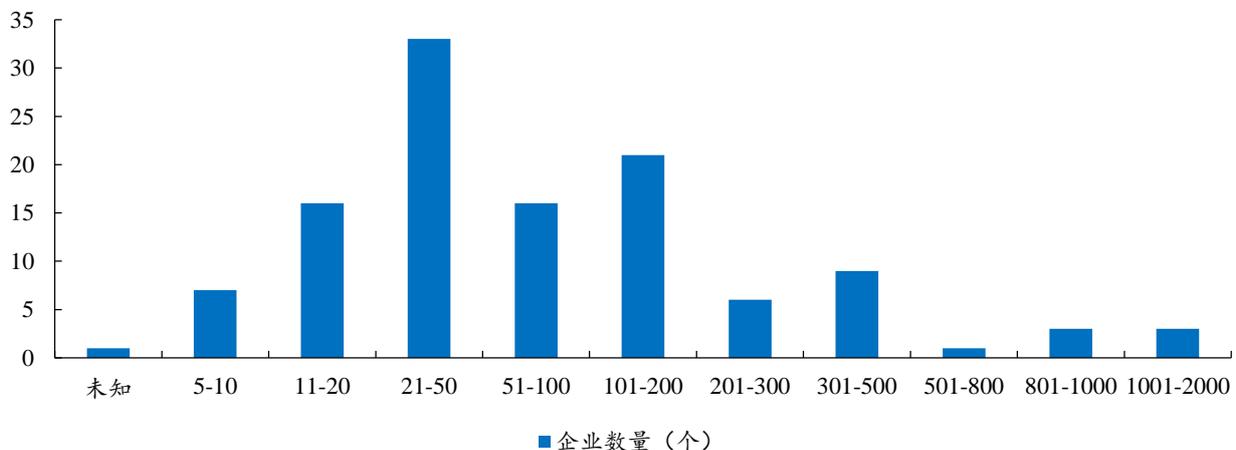
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注 1: 上述预算金额含未来将投入金额及已投入的金额。

注 2: 若研发项目涉及多个发展方向, 则该项目预算金额在各个所涉及方向中均全额计算。

公司人才队伍强大。公司经过长期发展, 逐步形成了一支掌握数据库核心技术的人才团队。相关核心人才从公司初创初期开始持续研发达梦数据库产品, 具有丰富的研发经验。

根据中国信息通信研究院发布的《数据库发展研究报告(2022年)》中对国内数据库企业人员的调查结果: “我国数据库企业从业技术人员不足 2 万人, 员工数量平均约 200 人。最高为 2000 人左右规模, 最低不足 5 人左右规模。其中 21-50 人左右规模企业占比最高, 数量为 33 个, 比例达到 28.4%。人数在 101-200 人左右规模次之, 数量为 21 个, 占比 18.1%。11-20 以及 51-100 人数量均为 16 个, 位居第三, 占比 13.8%”。由此可见, 我国数据库虽然数量众多, 但平均从业人员数量较少。目前公司员工规模已超过 1400 人, 在国内数据库厂商中处于前列。

图13: 国内数据库企业平均从业人员数量较少


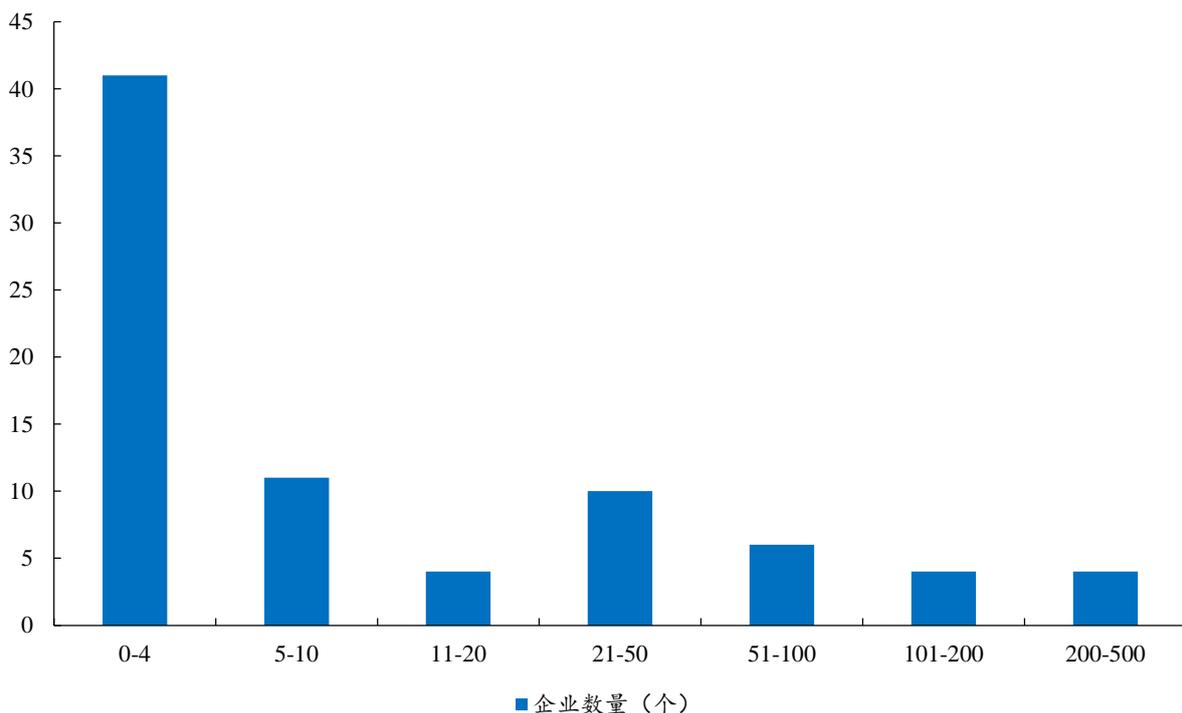
数据来源: 中国信通院、开源证券研究所 (截至 2022 年 6 月)

3.2、技术积累雄厚，产品性能优异

公司技术积累雄厚，创新实力强大。公司核心团队在数据库领域拥有 40 余年研发经验及技术积累，完成并获得数十项国家级或省部级科研开发项目与奖项。根据中国信通院发布的《数据库发展研究报告（2021 年）》对国内数据库厂商专利状况的调查结果，我国数据库企业针对数据库领域的平均专利数量（含国内外专利）为 38 个，50%的企业专利数量不足 4 个，90%的企业专利数量不足 100 个。

根据公司招股书，截至 2023 年 12 月 31 日，公司已拥有授权专利 292 项，软件著作权 365 项，具有丰厚的技术储备。

图14：我国数据库企业平均专利数量不足五十个



数据来源：中国信通院、开源证券研究所（截至 2021 年 6 月）

公司整体技术水平国内领先、国际先进。根据公开的产品性能指标，公司 DM8 产品整体技术水平达到国内领先、国际先进水平。根据中国电子学会、中国电子技术标准化研究院赛西实验室等专业机构的评测，在国产 CPU 与 Intel CPU 仍存在一定性能差距的情况下，达梦数据库共享存储集群通过聚合多台国产 CPU 服务器计算资源，在整体系统层面对所测试应用场景取得良好性能水平，并发业务处理性能与 Oracle RAC 集群为代表的国外产品基本处于同一水平。

此外，根据金融、电信运营商、财政等领域客户反馈，公司产品表现出与用户原有系统所采用的国际主流数据库产品性能相当的水准，从整体上表现出良好的技术能力水平。

表4：达梦数据整体技术水平达到国内领先、国际先进水平

指标	达梦数据 DM 数据库	Oracle Oracle 数据库	人大金仓 KingbaseES	神舟通用 神通数据库	华为 OpenGauss
标准 SQL	支持	支持	支持	支持	支持
多字符集	支持	支持	支持	支持	支持
图形化管理	支持	支持	支持	支持	未见公开信息
支持读写分离	支持	未见公开信息	支持	支持	支持
支持多 CPU 并行处理	支持	支持	支持	支持	支持
支持 7*24/MTTF (平均无故障时间)	支持	支持	支持	支持/大于 3 年	支持
RTO (数据恢复点目标)	秒级	秒级	秒级	小于 10 分钟	小于 10 秒
集群故障节点自动恢复 /加入	支持	支持	支持	支持	支持
安全防护等级	EAL4+ 安全四级	EAL2 (19C) EAL4+ (11g)	EAL4+ 安全四级	安全四级	未见公开信息
机器学习	支持	支持	未见公开信息	支持	支持

资料来源：公司公告、开源证券研究所（截至 2023 年 12 月）

3.3、产品布局日臻完善，力争提供全栈数据解决方案

公司将提供全栈数据解决方案作为公司的战略发展方向，力争全面覆盖关系和非关系数据库市场的产品。在此策略下，公司通过独立的蜀天梦图、达梦江苏两个子公司在图数据库、缓存数据库、时序数据库方向加大投入，有利于打造专业品牌，专注细分市场特有技术研发，提升公司在非关系数据库领域的市场竞争力，逐渐形成完善的产品布局。

公司在非关系型数据库领域已布局相关产品及技术包括，除公司核心产品达梦数据库（多模）已经具备文档类型、空间类型、对象类型的非关系型数据支持能力外，公司组织研发的蜀天梦图数据库亦已经进入商业化阶段。在技术储备方面，公司通过图数据库的研发，已经完成并掌握了分布式图存储、分布式键值存储技术。综上所述，在非关系型数据库技术趋势中，公司及时跟进，相关产品规划和策略符合业界发展方向。

表5：公司力争提供全栈数据解决方案

	达梦数据	Oracle	微软	人大金仓	
关系型数据库	达梦数据库 (多模)	Oracle 数据库 (多模)	SQL Server 数据库 (多模)	KingbaseES (多模)	
键值	蜀天梦图数据库 (多模)	公有云服务： Oracle NoSQL Database (多模)	公有云服务： Microsoft Azure Cosmos DB (多模)	未见公开信息	
文档	达梦数据库 (多模)	Oracle 数据库 (多模)	SQL Server 数据库 (多模)	KingbaseES (多模) KADB (多模)	
宽列	暂无	未见公开信息	公有云服务： Microsoft Azure Cosmos DB (多模)	未见公开信息	
非关系型 数据库	空间	达梦数据库 (多模)	SQLServer 数据库 (多模)	KingbaseES (多模) KADB (多模)	
	图	蜀天梦图数据库 (多模)	Oracle 数据库 (多模)	SQLServer 数据库 (多模)	KADB (多模)
	对象	达梦数据库 (多模)	Oracle 数据库 (多模)	未见公开信息	KingbaseES (多模)
	时序	暂无	未见公开信息	公有云服务： Microsoft Azure Data Explorer	KADB (多模)
	其他模型	缓存	区块链、内存、缓存	层次	未见公开信息

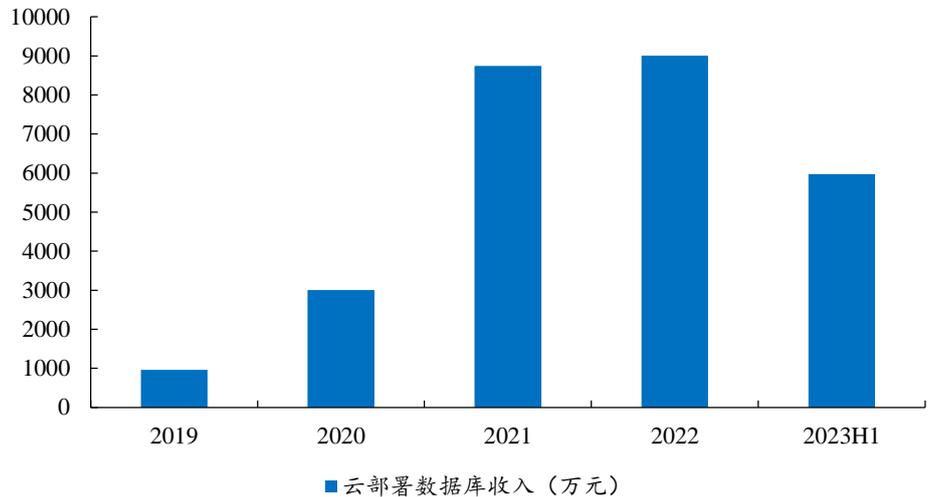
资料来源：公司公告、开源证券研究所（截至 2023 年 12 月）

注：达梦数据库自 V6.0 起支持多模，蜀天梦图数据库自 V2.0 起支持多模。

公司积极布局云上数据库领域。公司将主要通过提升达梦数据库的上云能力以及增加云上达梦数据库的差异化特点以更好的应对云厂商自有数据库产品的竞争与挑战。

在上云能力方面，公司已通过达梦启云数据库云服务平台开展相关研发，可提供达梦数据库在私有云、公有云上的按需发访、统一纳管、集中运维等能力，并形成了产品和收入。

在云上达梦数据库差异化方面，公司通过采取一套数据库产品支持在不同公有云平台进行部署和对接的产品策略，可为用户在不同公有云间提供统一的数据库访问体验和服务水平，与云厂商自有数据库产品进行差异化竞争，以满足规模较大用户的多公有云部署需求。目前，公司数据库产品已在天翼云、移动云、中国电子云等公有云平台实现了服务交付能力。

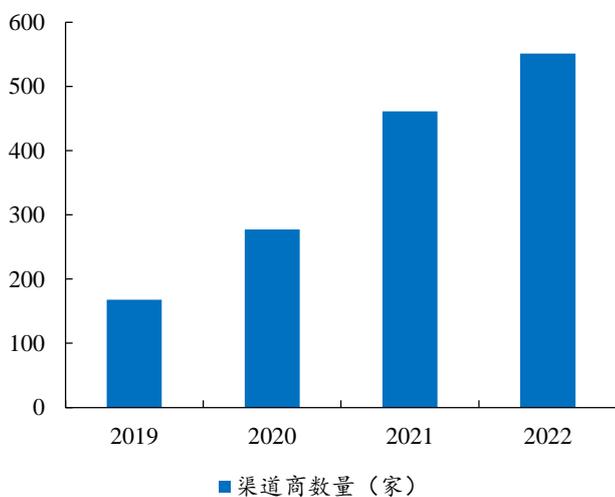
图15：2019年以来公司云数据库收入快速增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

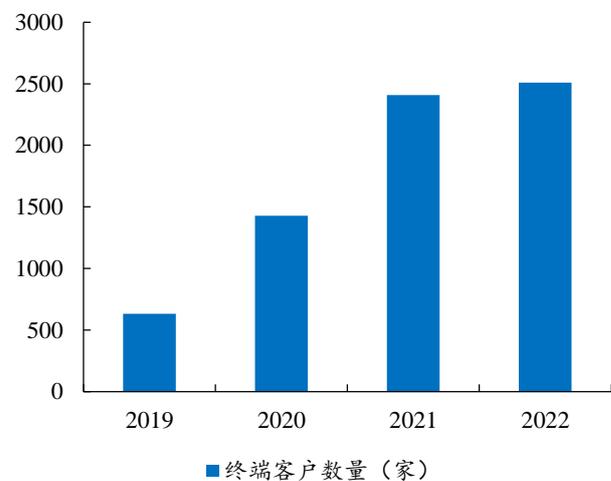
3.4、渠道布局卓有成效，市场开拓能力显著提升

公司致力于构建和完善渠道体系。公司自 2018 年着手建设渠道销售体系，渠道商数量逐年增长，截至 2023 年末公司已与近千家渠道商签订框架合作协议，渠道销售网络遍布全国各行业和地区，为公司持续的市场开拓打下了良好的基础。

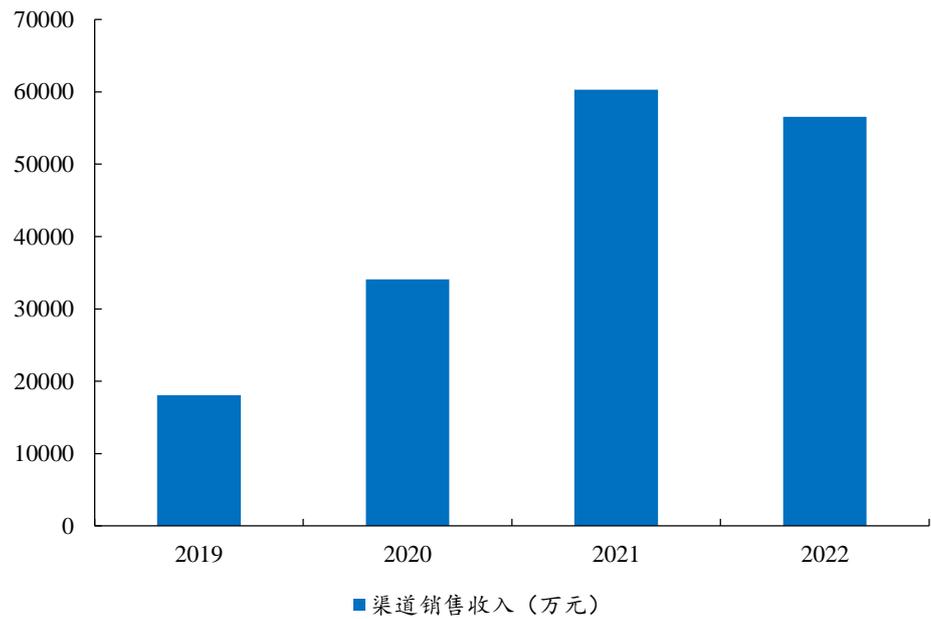
得益于渠道体系不断完善，公司终端用户数量和收入逐年增长，渠道布局卓有成效。此外，公司也在全国范围内持续布局本地化销售及服务网络，提供本地化的售前、售后服务，进一步促进客户维护与开发。

图16：2019年以来公司渠道商数量不断增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：2019年以来公司终端客户数量不断增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：2019年以来公司渠道销售收入快速增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1：公司为国产数据库龙头厂商，产品技术实力领先，客户关系良好，市场份额领先，有望受益行业信创机遇收入快速增长。

其中我们预计金融、能源行业有望率先实现信创替换，预计 2024-2026 年收入年均复合增速约 30%；考虑到受全国财政支出安排因素影响，党政信息化建设有所放缓，预计党政 2024-2026 年收入年均复合增速约 13%。

核心假设 2：公司数据库软件产品整体标准化程度较高，叠加收入占比提升，有望带动公司综合毛利率持续向上。

核心假设 3：收入高增长有望摊薄销售费用、管理费用；公司持续一定研发投入，研发费用率预计保持稳定，保证核心竞争力。

表6：预计 2024 年-2026 年金融、能源行业收入有望快速增长

	2023	2024E	2025E	2026E
办公软件产品使用授权 (亿元)	7.28	8.72	10.50	12.69
yoy (%)	18.61%	19.83%	20.33%	20.84%
党政	2.22	2.51	2.84	3.21
	11.20%	13.00%	13.00%	13.00%
能源	1.48	1.93	2.51	3.26
	56.03%	30.00%	30.00%	30.00%

	2023	2024E	2025E	2026E
金融	1.16	1.51	1.96	2.54
	6.29%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	2.41	2.77	3.19	3.67
	15.10%	15.00%	15.00%	15.00%
大数据应用及行业综合解决方案 (亿元)	0.32	0.37	0.43	0.49
yoy (%)	-38.65%	15.00%	15.00%	15.00%
运维服务 (亿元)	0.27	0.31	0.36	0.41
yoy (%)	39.92%	15.00%	15.00%	15.00%
数据库一体机 (亿元)	0.05	0.07	0.11	0.16
yoy (%)	-	50.00%	50.00%	50.00%
其他业务 (亿元)	0.02	0.02	0.02	0.03
yoy (%)	-7.01%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值分析

公司为国内领先的数据库产品开发服务商，拥有全栈互补的数据库产品布局，市场份额在国内处于领先地位，有望受益信创机遇进入业绩高速增长通道。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.50、4.20、5.06 亿元，EPS 分别为 4.61、5.53、6.65 元/股。

我们选取了金山办公、中望软件、航天软件、星环科技等国产基础软件龙头作为可比公司。公司对应当前股价 PE 分别为 46.1、38.4、31.9 倍，低于行业可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：公司估值低于行业可比公司

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
		2024/6/27	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
688111.SH	金山办公	1135.0	16.5	20.8	27.5	68.6	54.7	41.3	
688083.SH	中望软件	88.8	0.8	1.0	1.3	111.0	87.1	68.3	
688562.SH	航天软件	61.1	0.6	0.8	1.0	96.3	76.7	58.9	
688031.SH	星环科技-U	45.2	-1.7	0.0	1.4	-	-	32.6	
	平均值	332.5	6.0	7.5	7.8	92.0	72.8	50.3	
688692.SH	达梦数据	161.5	3.5	4.2	5.1	46.1	38.4	31.9	

数据来源: Wind、开源证券研究所 (金山办公、中望软件盈利预测均来自开源证券研究所，其余来自 Wind 一致预测，2024-2025 年利润及 PE 均值不含星环科技)

5、风险提示

客户投资不及预期：公司软件产品使用授权业务终端用户主要集中于党政、能源和金融等领域。其中，得益于近年政务信息化的推进，公司已在党政领域实现大幅增长，但由于该领域内行业竞争愈发激烈，已建设完毕的项目也存在一定的更新迭代周期，公司未来该领域内收入能否持续增长存在一定不确定性。同时，国家产业政策的支持对基础软件行业的发展及各行业的数字化转型也有较大影响，若未来产业政策出现不利变化导致各行业领域核心系统信息化进程不及预期或出现行业竞争加剧，公司将存在未来收入增长率下滑的风险。

市场竞争加剧：基础软件行业具有很高的技术壁垒和市场壁垒，目前国际数据库公司仍占据大部分市场份额。同时，部分国内互联网、通信龙头企业也依托云数据库、开源数据库等产品逐步进入相关市场，可能对公司未来的新市场开拓进程产生冲击。

渠道销售收入较为集中的风险：若公司未能对主要渠道商进行有效管理或因意外情况导致主要渠道商与公司取消合作且公司无法找到实力较强的渠道商进行替代，将可能会对公司销售收入及经营业绩造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1336	1611	1870	2277	2770	营业收入	688	794	950	1141	1377
现金	859	1113	1706	2096	2548	营业成本	41	33	39	46	55
应收票据及应收账款	360	364	0	0	0	营业税金及附加	9	9	12	14	17
其他应收款	22	25	32	37	46	营业费用	223	289	342	405	477
预付账款	5	8	8	11	12	管理费用	69	75	86	103	124
存货	72	73	96	104	134	研发费用	140	165	195	234	282
其他流动资产	18	27	29	29	31	财务费用	-17	-19	-27	-38	-46
非流动资产	134	214	225	235	242	资产减值损失	-0	-0	-0	-1	-1
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	66	77	73	75	74
固定资产	36	27	52	69	81	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	14	18	20	24	26	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	83	169	153	142	135	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1470	1825	2096	2512	3012	营业利润	284	311	368	441	531
流动负债	288	336	261	262	262	营业外收入	2	0	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	5	0	2	1	1
应付票据及应付账款	53	61	0	0	0	利润总额	281	311	367	441	530
其他流动负债	234	275	261	262	262	所得税	16	18	21	25	30
非流动负债	66	79	79	79	79	净利润	265	293	346	415	500
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-4	-3	-4	-5	-6
其他非流动负债	66	79	79	79	79	归属母公司净利润	269	296	350	420	506
负债合计	353	415	340	341	341	EBITDA	277	294	333	398	479
少数股东权益	1	-2	-6	-11	-16	EPS(元)	3.54	3.90	4.61	5.53	6.65
股本	57	57	57	57	57						
资本公积	293	293	293	293	293	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	765	1061	1407	1823	2323	成长能力					
归属母公司股东权益	1115	1411	1761	2182	2687	营业收入(%)	-7.4	15.4	19.6	20.1	20.7
负债和股东权益	1470	1825	2096	2512	3012	营业利润(%)	-41.6	9.5	18.4	20.0	20.3
						归属于母公司净利润(%)	-39.3	10.1	18.2	20.1	20.3
						获利能力					
						毛利率(%)	94.1	95.8	95.9	96.0	96.0
						净利率(%)	39.1	37.3	36.8	36.8	36.7
						ROE(%)	23.8	20.8	19.7	19.1	18.7
						ROIC(%)	20.7	17.7	16.9	16.2	15.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	24.0	22.8	16.2	13.6	11.3
						净负债比率(%)	-72.3	-74.3	-94.2	-94.1	-93.4
						流动比率	4.6	4.8	7.2	8.7	10.6
						速动比率	4.3	4.5	6.7	8.2	10.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	2.0	2.2	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	0.9	0.6	1.3	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	3.54	3.90	4.61	5.53	6.65
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.75	4.55	7.89	4.94	5.67
						每股净资产(最新摊薄)	14.67	18.57	23.18	28.71	35.36
						估值比率					
						P/E	60.0	54.5	46.1	38.4	31.9
						P/B	14.5	11.4	9.2	7.4	6.0

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	209	346	600	376	431
净利润	265	293	346	415	500
折旧摊销	21	17	8	14	19
财务费用	-17	-19	-27	-38	-46
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-89	20	263	-27	-54
其他经营现金流	28	35	9	10	13
投资活动现金流	-42	-79	-20	-23	-26
资本支出	42	79	20	23	26
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-82	-14	13	38	46
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-82	-14	13	38	46

现金净增加额	85	253	593	390	452	EV/EBITDA	40.9	37.6	31.4	25.3	20.0
--------	----	-----	-----	-----	-----	-----------	------	------	------	------	------

数据来源：聚源、开源证券研究所

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	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	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3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