

云赛智联(600602)

报告日期: 2023 年 04 月 05 日

上海数据要素市场先锋部队， 国资背景+全链产品双拳助威

——云赛智联深度报告

投资要点

中国智慧城市领航企业，三大核心业务带动营收稳步增长

云赛智联在 2015 年重组后，加快了电子制造与信息技术相融合，全面向智能化、网络化、信息化转型升级。公司实控人是上海国资委，也是上海国资系统唯一的数据中心运营商和云服务运营商。

公司坚持三大业务云计算和大数据、行业解决方案、智慧产品之间的相互支撑和依存，抢抓全面推进城市数字化转型先机，为构建城市数字化转型新底座做准备。2022 年公司实现营收 45.34 亿，同比下降 9.19%，其中云计算和大数据占比超 55%，是公司最核心业务；2022 年公司实现归母净利润 1.81 亿，同比下降 29.57%，主要受上海疫情影响所致。

数据要素市场加速发展，云赛全产业链产品打造长期竞争优势

数据要素资产化的进程和数据市场体系的建立都明确说明中央大力扶持数据行业发展的态度，相比美国市场已进入能基于数据提供相应增值服务的阶段，我国数据要素市场仍处于萌芽期，据前瞻产业研究院测算，2025 年行业拥有近两千亿的市场空间。我们认为，数据要素产业化大时代才正要开始。

我国数据要素市场参与者目前呈现百花齐放的竞争格局，然而从业务覆盖领域来看，多数市场参与者的业务仅覆盖数据要素行业的一至三个细分领域，市场中能提供数据要素全产业链产品的企业实属少数。我们认为，随着我国数据要素市场逐步迈入成熟期，业务能贯穿产业链始末的企业将更具备恒久发展动力。

云赛智联是市场中少数能提供几乎覆盖数据要素全产业链产品的企业，结合三大业务联动形成的组合拳优势，公司有望持续保有市场竞争力。

与微软建立深厚的代理关系，将得益于微软业务的逐日扩大

云赛智联子公司南洋万邦与信诺时代致力于为政府和企业客户提供以云计算、大数据、人工智能为核心的信息技术服务。两家子公司均是微软、阿里、华为、中国电信等主流云服务厂商在国内最核心的 MSP 服务商，2022 年双双获得微软全球最高等级合作伙伴奖项。

微软与 OpenAI 的合作已塑造微软在 GPT 技术上的领先优势，融合 AI 技术的微软产品更符合时下市场的需求，未来销量有望进一步提升。我们认为，南洋万邦与信诺时代的技术实力已经深获微软的信任，将有机会受益于微软业务的逐步扩大，而这也直接形成母公司云赛智联未来收入增长的动能。

国资背景迎数据春风，深耕研发打造全链服务商业模式

数据要素市场发展过程中，国资背景企业更具备政策支持和资源整合能力，能够更好地利用政策优惠和行业资源，开展数据要素市场相关业务。国家层面，公司目前是上海国资系统唯一的数据中心运营商和云服务运营商，技术得到国家认可；企业层面，公司目前已经是微软 Azure 云、华为云、阿里云、上海市大数据中心等服务商的重要合作伙伴，形成公司在云服务领域南北布局的格局。

我们认为在即将兴起的数据要素市场中，公司得益于国资背景具有显著竞争优势，同时公司拥有强大的自研能力和优质的合作群体加持，能够不断扩大产品与服务的核心竞争力，在未来市场抢占先机，营收空间浩瀚无垠。

投资评级：买入(首次)

分析师：刘雯蜀

执业证书号：s1230523020002
liuwenshu03@stocke.com.cn

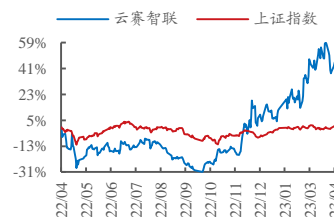
研究助理：郑毅

zhengyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 11.75
总市值(百万元)	16,070.16
总股本(百万股)	1,367.67

股票走势图



相关报告

1 《依托传统政务业务，成就山东数据要素市场开拓者——山大地纬深度报告》 2023.03.08

□ 盈利预测与估值

我们预测公司 2023-2025 年实现营收 52.19/60.49/71.41 亿元，同比增速分别为 15.09%/15.92%/18.04%，对应归母净利润分别为 2.19/2.52/3.32 亿元，同比增速分别为 21.39% /15.03%/31.31%，对应 EPS 为 0.16/0.18/0.24 元，对应 PE 为 73.22/63.65/48.48 倍。给予公司 2024 年行业平均 78 倍 PE，首次覆盖予以“买入”评级。

□ 风险提示

宏观环境风险、政策推进不及预期风险、技术更迭不达预期风险

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4534.25	5218.63	6049.31	7140.87
(+/-) (%)	-9.19%	15.09%	15.92%	18.04%
归母净利润	180.80	219.48	252.47	331.51
(+/-) (%)	-29.57%	21.39%	15.03%	31.31%
每股收益(元)	0.13	0.16	0.18	0.24
P/E	88.88	73.22	63.65	48.48

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 关键驱动因素

- 1) 宏观层面：随着数据资源被视为重要资产并建立数据市场体系，表明政策对数据产业的大力扶持。这一机遇将带动数据要素进入产业化大时代，为数字经济的国民产出提供强大支持。随着数据要素市场不断成熟，公司将迎来前所未有的发展机遇，政策和行业趋势将共同驱动这一进程；
- 2) 微观层面：公司是上海国资系统唯一的数据中心运营商和云服务运营商，得益于国资背景，在即将兴起的数据要素市场中具有显著优势。同时拥有强大研发能力，获得顶尖合作伙伴鼎力支持，公司云服务和大数据、行业解决方案、智能化产品业务产品体系已成熟，立足上海，辐射长三角、珠三角和京津冀地区，为城市数字化转型提供全流程的场景再造、业务再造。

● 关键假设

- 1) 政策加速推动相关大数据系统的建设
- 2) 大数据时代，各行业对于 AI 云计算与大数据相关服务的需求日渐增长
- 3) 公司云服务和大数据、行业解决方案、智能化产品业务继续维持优势地位，并持续扩增应用场景
- 4) 国资委背景与强大合作群，使公司在数据要素市场具有竞争优势

● 我们与市场的观点的差异

【市场担忧—公司数据要素业务竞争力不及预期】

当下数据要素市场各类商业模式百花齐放，市场担心公司数据要素的商业模式或竞争力不及预期。

我们认为：

数据要素将最大获益于全流程服务：随着数据要素系列政策的不断推进，各类厂商都会收益。但相比于其他厂商，云赛智联是市场中少数能提供几乎覆盖数据要素全产业链产品的企业，也将最大程度的受益于数据要素政策的推进。

云赛智联深耕上海，具备数据要素源头优势：国家最新将数据要素作为与土地、劳动力、资本、技术并列的生产要素，其价值将与数据所在地相挂钩。云赛智联立足上海，辐射长三角、珠三角和京津冀地区，在含金量高的数据源头所在地深耕多年，未来将拥有更好的发展性。

【市场担忧—公司传统的微软代理业务发展不及预期】

市场担心在当下国产替代进程中，公司所代理的微软业务或难以维持高速增长

我们认为：

微软持续改革创新，云赛子公司携手进步：近几年微软在中国市场虽然面临着国产替代的挑战，但通过其在技术上不断的革新，在产品上持续的融入前沿技术，我们认为微软将继续保有强硬的市场竞争力；同时，我们也相信云赛智联子公司南洋万邦与信诺时代在做好原本业务的同时，也将不断发展进步，通过与微软长期建立的合作与信任关系，在未来微软的新发展中获益。

● 催化因素

政策数据要素市场从量变到质变进入产业化时代；

AI 云计算与大数据相关服务需求得到进一步的重视;
市场对于大数据相关服务需求提升形成公司以 AI 为核心的大数据服务增长动能。

● **风险提示**

宏观环境风险;
政策推进不及预期风险;
技术更迭不达预期风险。

正文目录

1 中国智慧城市领航企业，三大核心业务带动营收稳步增长	7
1.1 智慧城市建设主力军，股权结构稳定	7
1.2 三大核心业务协同发展，云计算和大数据业务是公司最重要板块	8
1.3 总体营收稳定，持续加大研发投入	10
2 数据要素市场加速发展，云赛全产业链产品打造长期竞争优势	11
2.1 政策加速我国数据要素市场发展进程，具备千亿市场空间	12
2.2 公司能提供覆盖数据要素全产业链产品	13
3 与微软建立深厚的代理关系，将得益于微软业务的逐日扩大	16
3.1 GPT 技术应用逐步落地，微软 + OpenAI 引领行业发展	16
3.2 子公司南洋万邦、信诺时代收入有望伴随微软业务实现共同成长	17
4 国资背景迎数据春风，深耕研发打造全链服务商业模式	18
4.1 公司背靠上海国资委，在数据要素市场具备竞争优势	18
4.2 以全国智慧城市先锋上海为根基，持续跑马圈地	19
4.3 创新之路砥砺前行，高强度研发投入，荣获行业一流资质	19
4.4 打造全链服务商业模式，与世界顶尖云服务商达成合作	20
5 盈利预测与估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 投资建议与估值	23
6 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	7
图 2: 公司股权结构图.....	8
图 3: 公司核心业务.....	9
图 4: 公司营收结构(亿).....	10
图 5: 公司营收及增速.....	10
图 6: 公司归母净利润及增速.....	10
图 7: 公司各项业务毛利率.....	11
图 8: 公司 2018-2021 年三大费用率.....	11
图 9: 数据要素产业相关政策.....	12
图 10: 2021-2025E 数据要素市场规模.....	13
图 11: 2021 年数据要素细分领域市场规模.....	14
图 12: 数据要素行业流程及重点参与商.....	14
图 13: 南洋万邦信息技术解决方案.....	17
图 14: 上海数据集团业务模式.....	19
图 15: 公司研发费用率.....	20
图 16: 公司 2022 研发人员占比.....	20
图 17: 公司全链服务模式.....	21
图 18: 公司合作伙伴.....	21
图 19: 公司营收预测拆分(单位: 亿元).....	23
图 20: 公司估值对比.....	24
表附录: 三大报表预测值.....	25

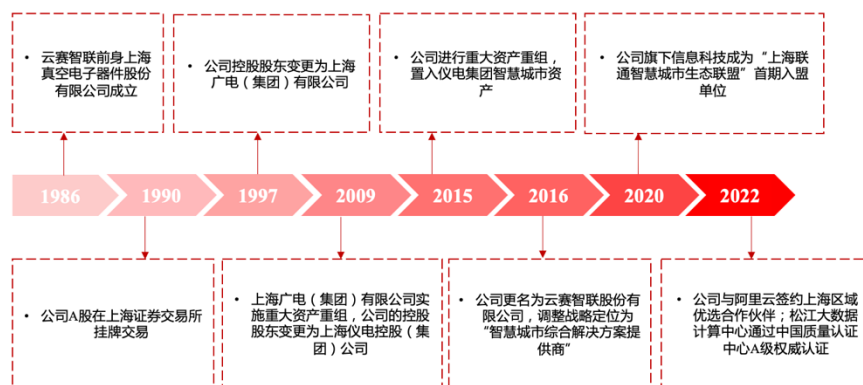
1 中国智慧城市领航企业，三大核心业务带动营收稳步增长

1.1 智慧城市建设主力军，股权结构稳定

- **中国“老八股”之一，重组后定位智慧城市建设主力军：**云赛智联股份有限公司成立于1986年12月，是上海仪电（集团）有限公司旗下的上市公司，是一家以云计算与大数据、行业解决方案及智能化产品为核心业务的专业化信息技术服务企业。公司是国内最早上市的“老八股”之一，同时也是中国B股第一家。

公司作为一家历史悠久的国有大型企业，曾经长期从事于传统制造业务，在上海仪电发展战略的指导下，进行了重大资产重组。重组后的云赛智联加快了电子制造与信息技术相融合，全面向智能化、网络化、信息化转型升级，为实现“智慧城市综合解决方案提供商”的战略定位和“中国一流的信息服务提供商”的战略目标而努力。

图1： 公司历史沿革

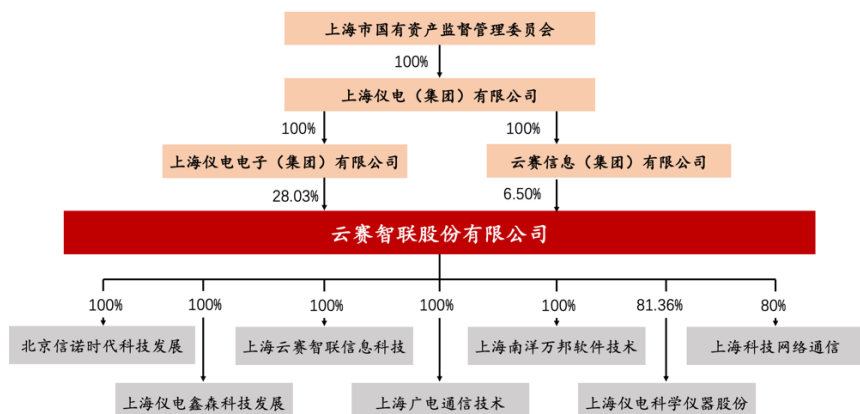


资料来源：公司官网、证券之星、新浪财经、浙商证券研究所

- **股权结构稳定，上海国资委为实控人：**公司前二的大股东为上海仪电电子（集团）有限公司和云赛信息（集团）有限公司，分别持股28.03%和6.50%，实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会，是上海国资系统中主要的数据中心运营商和云服务运营商。公司董事长由黄金刚出任，同时也是上海仪电集团副总裁。

多家公司子公司各司其职，是推动云赛智联信息技术服务产业发展的重要助力。子公司南洋万邦、北京信诺是微软近30年长期代理商，AI能力获微软认证，“北信诺，南万邦”已联手成为业内公认的中国大陆覆盖地域最广，两家都是服务能力最强的MSP云服务提供商。

图2: 公司股权结构图



资料来源：公司年报、wind、浙商证券研究所

1.2 三大核心业务协同发展，云计算和大数据业务是公司最重要板块

■ **依托三大业务，带动重点领域整体转型：**云赛智联三大核心业务为云服务和大数据、行业解决方案、智能化产品。公司坚持“基础、平台、应用”三大业务板块的支撑和相互依存，为实现战略目标服务。在主业发展方面，抢抓全面推进城市数字化转型先机，积极布局 IDC 数据中心的信创产品业务，为构建城市数字化转型新底座做准备。在“顶层设计”、“场景应用”、“大数据运营”等多个方向上发力，立足上海，辐射长三角、珠三角和京津冀地区，为城市数字化转型提供全流程的场景再造、业务再造。

- 1) **云计算和大数据业务板块：**定位于以云计算为基础的软件运营和大数据运营。公司主要提供 IaaS、PaaS、SaaS 三类平台服务。

IaaS：基础设施即服务，普通用户通过租用的方式，从公司获得包括专业级安全系统服务，访问控制、入侵检测与防护、紧急响应服务等。公司目前已有徐汇数据中心、宝山云计算中心、宝山大数据中心、松江大数据中心累计超 7000 个机柜资源，每年为公司提供稳定的现金流。

PaaS：包括通过数据中心的云存储、云灾备、云主机和云安全等服务以及公务网、政府网和城域网等硬件系统布设和系统运维，同时利用软件系统能力整合智慧城市的各种信息系统，有效解决信息孤岛问题，实现大数据资源挖掘和共享，在智慧城市中的交通、医疗、食品、照明等等各个领域开拓创新。

SaaS：依据客户不同的应用场景，以及在该场景下的问题点分析，提供适合客户需求的解决方案。让用户的信息系统更有价值。例如数字出版解决方案借助 Adobe DPS，为客户提供数字出版领域策划、设计、制作，以及在各平台分发的咨询和技术支持。

- 2) **行业解决方案板块：**定位于行业解决方案的设计，集成实施和运营。公司主要提供智能安防、智慧政务、智慧检测、智慧水务、智慧教育、智慧医疗等应用服务。

智慧安防：基于全系列的安防硬软件产品库，利用技防、物防和人防等系统有效融合并进行综合管理，科学而有效的保障城市安全。

智慧政务：利用物联网、云计算、移动互联网、人工智能、数据挖掘、知识管理等技术，提高政府办公、监管、服务、决策的智能化水平。

智慧检测：建立检测应用系统，为政府、企业、消费者提供产品流通检测相关信息、定制应用服务及数据增值服务。

智慧水务：利用移动互联网、物联网和云计算等技术，实施智慧的水管理系统，有效控制漏损，降低产销差，同时基于公司旗下核心科学分析仪器等软硬件产品实现对水质的监测和检测。

智慧教育：通过基于 WEB 的网上教学平台、网校信息管理平台、多媒体课件开发平台、网络媒体同步直播系统和同步课件录制系统，实现劳动技能、学生课外辅导、农业应用技术等远程的教育培训。

智慧医疗：以“医示通终端”和“医示通手术示教管系统”为核心，采用广播级的周边设备和总线式的智能控制系统，融合手术示教、远程探视、视频点播等功能开展远程手术演示教学。

- 3) **智慧产品板块：**定位于核心硬件产品的提供商。公司主要提供消费电子、安防电子、检测电子、特殊电子产品。作为国内最早从事超短焦激光投影显示技术研发的厂家、中国领先的智能监控产品和行业解决方案的供应商、中国第一家分析仪器专业企业的诞生地、国内导航雷达行业的领导者，公司在智能产品领域具有丰厚的技术和积累，致力于让消费者畅享科技带来的精彩生活。

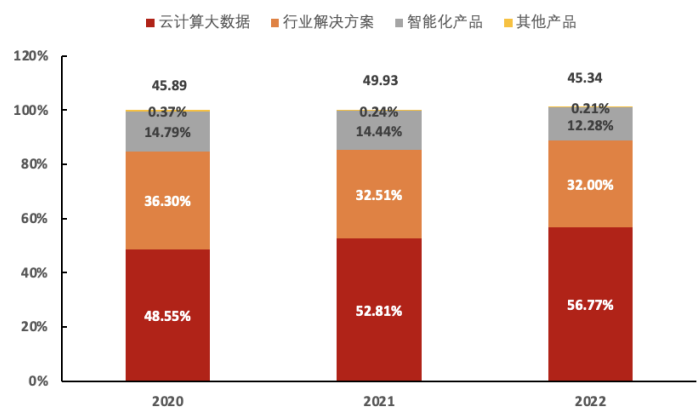
图3： 公司核心业务



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

- **云服务和大数据业务占比提高，成为公司最核心板块：**公司在 2020 年营收拆分发生过变化。近三年云计算和大数据业务营收占比有所提高，2021 年已经过半，2022 年达到 56.77%。三大核心业务的占比接近 100%。

图4: 公司营收结构 (亿)

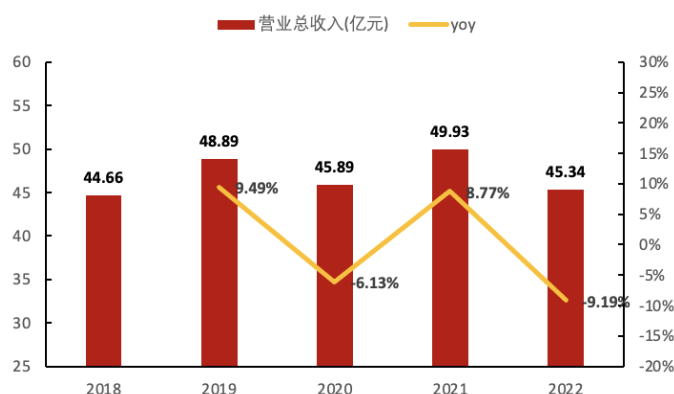


资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

1.3 总体营收稳定, 持续加大研发投入

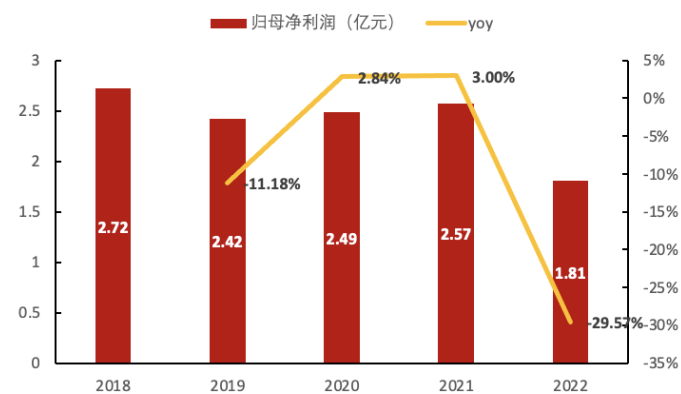
- **营收整体稳定, 归母净利润稍有下降:** 公司 2018 至 2022 年营收整体稳定, 分别为 44.66 亿、48.89 亿、45.89 亿、49.93 亿和 45.34 亿, 由于公司主要业务在上海, 2022 年受疫情影响较大, 营收同比下降 9.19%; 公司归母净利润在 2020 和 2021 年均有增长, 2022 年受疫情影响下降较多。

图5: 公司营收及增速



资料来源: wind 数据库、浙商证券研究所

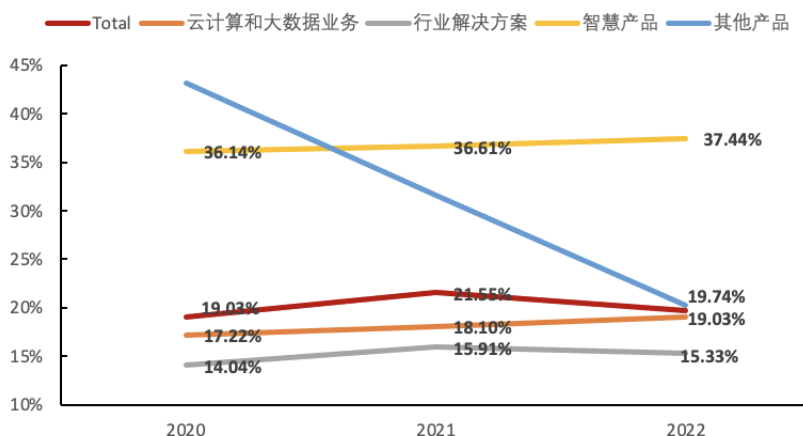
图6: 公司归母净利润及增速



资料来源: wind 数据库、浙商证券研究所

- **毛利率总体攀升, 智慧产品毛利率最高:** 公司总体毛利率有所提升, 2021 年达到 21.55%, 2022 年略微下降。从公司各项业务来看, 智慧产品拥有最高的毛利率, 近三年都在 35% 以上, 云计算和大数据业务的毛利率维持在 18% 左右, 行业解决方案在 15% 左右, 均有一定的提升。

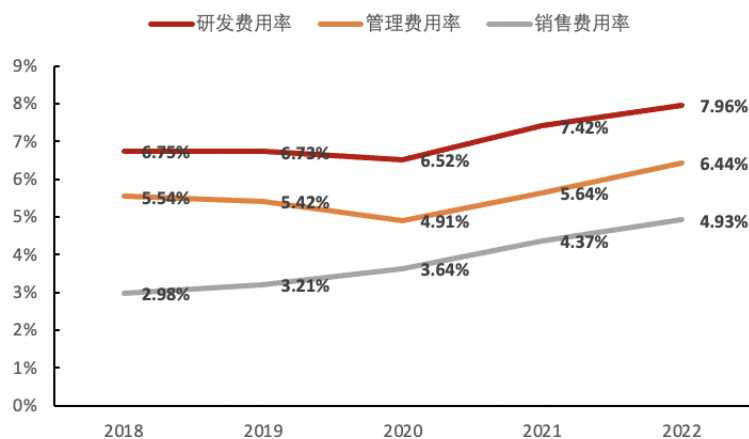
图7: 公司各项业务毛利率



资料来源: wind 数据库、浙商证券研究所

- **研发投入持续提升, 加大开拓市场力度:** 公司对业务的创新发展非常重视, 积极研发新产品。2018-2022 年研发费用率稳中有升, 分别为 6.75%、6.73%、6.52%、7.42%和 7.96%, 其中 2022 年研发投入费用达到 3.61 亿元, 金额处于行业内高水平; 与此同时, 公司持续提升开拓市场的力度, 销售费用率一路从 2018 年的 2.98% 上升至 2022 年的 4.93%; 公司亦相当重视内部经营的效率, 2018-2022 年管理费用率占总收入比重分别为 5.54%、5.42%、4.91%、5.64%和 6.44%。

图8: 公司 2018-2021 年三大费用率



资料来源: wind、浙商证券研究所

2 数据要素市场加速发展, 云赛全产业链产品打造长期竞争优势

数据要素资产化的进程和数据市场体系的建立都明确说明中央大力扶持数据行业发展的态度, 相比美国市场已进入能基于数据提供相应增值服务的阶段, 我国数据要素市场仍处于萌芽期, 我们认为, 数据要素产业化大时代才正要开启, 据前瞻产业研究院测算, 行业拥有近两千亿的市场空间。

当前节点，我国数据要素市场各环节参与者呈现百花齐放的竞争格局，我们认为从长期竞争的角度来看，参与主体较单一的参与方式难以改变其在数据要素市场发展中的商业模式，业务经营范围是否能贯穿产业链始末才是最终脱颖而出的关键。

云赛智联不仅是市场中少数能提供几乎覆盖数据要素全产业链产品的企业，三大业务相互依存还形成一定的联动关系。我们认为，随我国数据要素市场逐步迈入成熟期，公司有望通过发挥组合拳的优势，持续保有市场竞争力。

2.1 政策加速我国数据要素市场发展进程，具备千亿市场空间

- **从数据积累到数据资产化，政策助推数据要素产业蓬勃发展：**2022 年 10 月 28 日《全国一体化政务大数据体系建设指南》发布，明确指出“2023 年底前，全国一体化政务大数据体系初步形成”，1+32+N（国家政务大数据平台+32 个省级政务数据平台+N 个国务院部门政务数据平台的）数据体系保障了数据要素市场的量化需求，促使智慧政务率先发展，同时也为数据要素市场的后续发展打下坚实基础。

2020 年 4 月 9 日中共中央、国务院印发《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，首次将数据作为与土地、劳动力、资本、技术并列的生产要素；2022 年 12 月 2 日，国务院发布《关于数字经济发展情况的报告》，以“数据二十条”为纲领构建“1+N”数据基础制度体系，进一步完善数据产权界定、数据市场体系建设等制度和政策，更好地构建完善我国数据基础制度体系，也使得数据要素市场框架初现。

我们认为，数据资源被确认为资产和数据市场体系的建立，本质上反映出政策对于数据产业的大力扶持态度，借此契机数据要素有望正式开启产业化大时代，深度赋能数字经济下的国民产出，数据要素市场将逐步走向成熟期。

图9： 数据要素产业相关政策

实施时间	颁布主体	政策文件	相关内容
2022年12月2日	国务院	《关于数字经济发展情况的报告》	深刻认识构建数据基础制度体系的重要意义，准确把握构建数据基础制度体系的总体要求，深入推进数据基础制度体系构建的重点任务，以“数据二十条”为纲领构建“1+N”制度体系，进一步完善数据产权界定、数据市场体系建设等制度和政策，更好构建完善我国数据基础制度体系
2022年12月1日	财政部办公厅	《关于征求〈企业数据资源相关会计处理暂行规定（征求意见稿）〉意见的函》	据新规，制定数据资源相关会计处理暂行规定，以切实解决在数据交易双方如何进行会计处理，数据资源是否可以作为资产入账等问题，将有助于夯实数据要素相关业务的会计基础，切实服务数字经济发展和数字中国建设。
2022年10月28日	国务院办公厅	《全国一体化政务大数据体系建设》	明确指出“2023年底前，全国一体化政务大数据体系初步形成”时间节点，国家政务大数据平台+32个省级政务数据平台+N个国务院部门政务数据平台的1+32+N数据体系需求得到进一步确认
2022年4月9日	中共中央、国务院	《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	分类提出了土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域改革的方向，确认数据为生产要素
2022年3月	山东省	《关于做好中国（山东）自由贸易试验区制度创新成果推广工作的通知》	把“基于区块链的普惠金融服务新模式”作为“对应用场景具体、具有借鉴意义”的26项创新成果之一在全省范围内推广
2018年7月27日	工业和信息化部、国家发展和改革委员会	《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020年）》	旨在推动信息消费向纵深发展

资料来源：求是、国家政务服务平台、浙商证券研究所

- **以先进市场发展为镜，我国数据要素市场规模可期：**美国数据要素市场起步早，发展速度快，已建立完善的公共数据开放机制。美国公共服务网站拥有超过 25 万个数据集，涉及多个行业应用领域，如美国政府通过公开全球定位信息 GPS 数据，推动了一系列以

GPS 信息为基础的产业的发展，包括航空器导航、精准播种和各类 LBS 服务，为美国每年总经济规模贡献多达数十亿的价值。

另一方面，美国已发展了**多元数据交易模式**，包括数据平台 C2B 分销模式、数据平台 B2B 集中销售模式和数据平台 B2B2C 分销集销混合模式。其中 C2B 指用户通过提供个人数据给平台，获得对应利益；而在 B2B 模式中，数据平台以中间代理人的身份为数据提供方和数据购买方提供撮合服务；在 B2B2C 模式下，数据平台扮演数据经纪商的身份，通过收集用户个人数据并转让、共享，以此获益。

综上，目前美国数据交易模式以提升至通过平台提供相应增值服务的阶段。相比之下，我国数据资产交易模式仍处于萌芽期，主要通过地方数据交易所实现数据要素流通。随政策积极开展政府数据授权的运营试点，以及鼓励第三方对公共数据进行挖掘利用，我们认为数据的潜在价值将进一步被激发。据前瞻产业研究院测算，2021 年我国数据要素市场规模达到 815 亿元，预计 2025 年我国数据要素市场规模为 1749 亿元，2022—2025 年复合增长速度为 24.61%，数据要素市场具备广阔的发展空间。

图10： 2021-2025E 数据要素市场规模



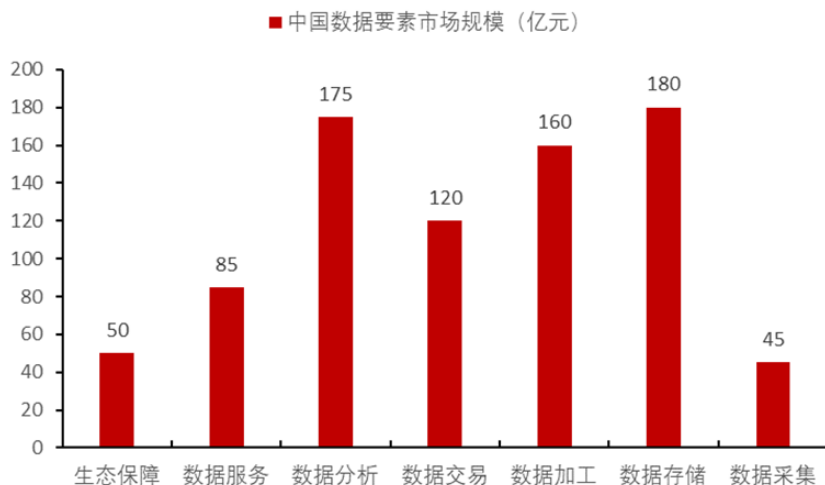
资料来源：前瞻产业研究院、浙商证券研究所

2.2 公司能提供覆盖数据要素全产业链产品

- **数据要素市场产业化大时代正在开启：**在数据产业链相关的政策的推动下，对于数据确权、定价、流通、监管等关键环节的流程已初具雏形，行业模式基本建立了以数据交易所为交易主体，并以区块链、大数据、信息安全等技术为支撑，形成了数据采集、数据存储、数据确权、数据加工和数据交付等交易体系，涵盖了有关数据要素的收、存、治、易、用等多个环节。

据《中国数据要素发展报告（2021-2022）》测算，在数据要素市场的细分领域之中，数据存储、数据分析和数据加工环节的市场规模均超过 150 亿元，而数据交易、数据服务的产业规模也分别达到了 120 亿元、85 亿元。未来，整体数据要素市场发展如日方升，行业参与者价值将凭借赛道优势水涨船高。

图11: 2021年数据要素细分领域市场规模



资料来源:《中国数据要素发展报告(2021-2022)》, 浙商证券研究所

- **产业链上各路玩家摩拳擦掌, 市场竞争愈发激烈:** 站在当前节点, 我国数据要素市场仍处于萌芽期, 市场参与者众多, 商业模式百花齐放, 各方参与主体的职能可依所涉及产业链环节的不同进行大致区分。

行业上游: 数据供给方基于数据资源优势向产业链输送有价值的产品。数据库开发商等或将抢占先机。

行业中游: 数据服务商基于技术优势对数据进行采集、加工、存储和分析等, 而数据交易所则协助构建数据交易通道。数据处理商、区块链技术商、IT 基础建设者、交易所投资者将成为市场的中坚力量;

行业下游: 数据需求方基于各类场景实现数据应用。同时数据安全、信息安全服务商将贯穿产业链整体, 为数据要素市场赋能, 数商生态逐步扩大。

图12: 数据要素行业流程及重点参与商



资料来源: 浙商证券整理

- **业务能贯穿产业链始末的企业更具备恒久发展动力：**综观我国数据要素市场，当前市场参与主体众多且业务涉及的产业链环节各不相同。然而，从业务覆盖领域来看，多数市场参与者的业务仅覆盖数据要素行业的一至三个细分领域，市场中能提供数据要素全产业链产品的企业实属少数。

我们认为随着数据要素市场建设的逐步完善，参与主体较单一的参与方式极有可能带来的仅仅是 IT 业务营收的短期增长，难以改变其在数据要素市场发展中的商业模式，或存在后继无力的现象发生；而从长期角度来说，我们认为业务能贯穿产业链始末的参与者更能够伴随市场成长，同时也更有机会在大浪滔沙中脱颖而出。

- **公司拥有几乎覆盖数据要素全产业链产品实力：**公司坚持贯彻“做优 IDC、做强云服务、做深大数据”的业务发展路径，打造公司城市数字化转型业务坚实的数字底座，公司已初步具备了数据采集、清洗、分析、治理、运营等服务能力。当前产品已几乎覆盖数据要素全产业链环节。

数据采集：摄像头、检测仪器等硬件产品。

数据存储：IDC 数据中心云存储，湖仓一体数字平台产品等。

数据加工：数据抽取 ETL 工具产品、数据整合、数据加工工具集等。

数据分析：数据分析工具集、可视化分析平台、数智中台等。

数据服务：一站式数据开放平台、IDC 综合运营管理平台、MSP 公有云管平台、政务云中间层管理平台软件、研发信可得混合云管理平台 (ETS) 等。

数据应用：智能安防、智慧政务、智慧检测、智慧教育、智慧水务、智慧医疗等行业应用解决方案

- **公司三大业务联动发挥组合拳优势：**公司坚持“基础、平台、应用”三大业务板块的支撑和相互依存，抢抓全面推进城市数字化转型先机，积极布局 IDC 数据中心和信创产品业务，为构建城市数字化转型新底座做准备。三大业务联动方式如下。

智能产品“基础”板块：以智能硬件产品为抓手，奠定智慧城市数据采集层的基础，从市场中获取海量的数据资源；

云计算大数据“平台”板块：通过以云计算为基础的平台层来整合行业内各方数据，向客户提供有关软件和大数据方面的运营；

行业解决方案“应用”板块：在智慧城市各行业的建设中形成应用与解决方案，并逐步构建跨产品、跨系统以及跨行业的智慧城市平台架构。

综合上述来看，我们认为云赛智联不仅是市场中少数能提供几乎覆盖数据要素全产业链产品的企业，还有望在未来通过联动三大业务形成的组合拳效应，在数据要素市场

产业化大时代持续保有竞争力，并逐步实现其智慧城市综合解决方案提供商的战略地位和中国一流的信息技术服务商的战略愿景。

3 与微软建立深厚的代理关系，将得益于微软业务的逐日扩大

微软与 OpenAI 的合作已塑造微软在 GPT 技术上的领先优势，融合 AI 技术的微软产品更符合时下市场的需求，未来销量有望进一步提升。

我们认为，云赛智联子公司南洋万邦作为微软长期重要的合作夥伴，技术实力已经深获微软的信任，将有机会受益于微软业务的逐步扩大，而这也直接形成母公司云赛智联未来收入增长的动能。

3.1 GPT 技术应用逐步落地，微软 + OpenAI 引领行业发展

- **GPT 技术持续扩增行业应用场景：**GPT (Generative Pre-trained Transformer) 是一种通用的自然语言处理 (NLP) 技术，用于帮助计算机理解文本，更好地进行文本分析。同时，GPT 技术还可以用于自然语言生成 (NLG)，为用户提供更具吸引力的文本输出，比如技术文章、聊天机器人等。GPT 作为人工智能新兴领域的一部分，目前也持续扩增应用场景，帮助各行各业的公司改进产品和服务。

聊天机器人和客户服务：聊天机器人使用自然语言处理和其他人工智能技术，以对话的方式理解和回应客户的询问。它们被包括零售、金融和电信在内的各个行业的公司广泛使用，为客户提供快速方便的支持。

情感分析与营销：GPT 技术使公司能够处理大量数据，并了解客户对其产品和服务的反应。这些信息可以用来制定更有效的营销策略，并改善客户体验。

机器翻译与全球业务：GPT 技术能帮助企业克服语言障碍，用不同的语言与客户和合作伙伴交流，使企业能更有效的将业务拓展到全球市场。

- **微软入资 OpenAI，产品引领行业发展：**GPT 技术在个体的交互式任务中获得了巨大的成功，目前已经有许多公司利用 GPT 的自然语言技术为客户提供全方位的服务，以满足客户的需求。综观全球市场，在该技术上发展相对领先的非微软以 10 亿美元入资的 OpenAI 公司莫属，其在 2022 年 11 月推出的 ChatGPT 聊天机器人模型通过理解和学习人类的语言来进行对话，除了能实现像人类一样来聊天交流，甚至能完成撰写邮件、视频脚本、文案、翻译、代码，写论文等任务，该产品月活用户已突破 1 亿大关，成为史上增长最快的消费者应用。

AI 产品开发的基础是大量的数据和算力，然后才是分析模型的建立，微软的入局不仅解决了 OpenAI 的成本之困，其微软 Azure 云平台还为 OpenAI 海量的数据存储和算力提供了强大支撑。现阶段，微软正在迅速推进 OpenAI 的工具商业化，计划将包括 ChatGPT、DALL-E 等人工智能工具整合进微软旗下的所有产品中，并将其作为平台供其他企业使用，包括且不限于 Bing 搜索引擎、Microsoft Office、Azure 云服务、Teams 聊天程序等。2023 年 1 月 23 日，微软官方宣布将与 OpenAI 扩大合作夥伴关系，计划将向 OpenAI 进行一项为期多年的投资，以加速其在人工智能领域的技术突破。

从市场竞争角度来说，微软 + OpenAI 的组合现阶段已塑造领先优势，其 ChatGpt 产品在市场上的广泛回响更是吸引一批国内外企业的模仿加入。在全球市场，Snapchat 和 Google 分别在 2023 年 2 月和 4 月推出相应的 ChatGPT 聊天机器人模型；而在我国市场，百度、腾讯、阿里、科大讯飞是当前在 GPT 技术上发展较为领先的企业，皆已经开发了几款基于 GPT 技术的产品和服务，其中，百度的生成式 AI 产品文心一言于 2023 年 3 月 27 日正式上线，已经有超 10 万家企业申请文心一言 API 调用服务测试。

3.2 子公司南洋万邦、信诺时代收入有望伴随微软业务实现共同增长

- 子公司南洋万邦、信诺时代技术实力获多家国际知名 IT 厂商认可：南洋万邦与信诺时代是云赛智联 100%持股的子公司，致力于为政府和企业客户提供以云计算、大数据、人工智能为核心的新一代信息技术服务。公司业务涵盖 IT 咨询规划、信息系统设计实施、IT 运维外包等信息化建设的各个阶段，提供从身份到数据、应用、基础结构、网络和终结点等的全方位支持。经过多年的发展，南洋万邦与信诺时代已经成为微软、ADOBE、华为、腾讯、阿里等国际国内领先 IT 厂商的重要合作伙伴。

图13： 南洋万邦信息技术解决方案



资料来源：南洋万邦公众号，浙商证券研究所

- 与微软关系紧密，微软业务扩大将形成公司营收增长动能：南洋万邦和信诺时代都是微软在我国近 30 年的长期代理商，2022 年双双获得微软全球最高等级合作伙伴奖项；南洋万邦在技术上获得微软云服务最高能力认证 AEMSP，还四度获得微软全球年度国家合作伙伴奖。信诺时代通过了信通院可信云 MSP 卓越级（高级）认证和微软 AEMSP 认证。

南洋万邦打造的云管解决方案和技术服务，可全面支持微软 Azure、M365、Dynamics365 以及 PowerPlatform。2023 年，南洋万邦成功获得了微软 AIASP 认证，其 AzureAI 能力获得微软认可。目前，南洋万邦使用 OpenAI 的 GPT3.5 接口结合 DA-Linker

的产品文档构建了一套私域知识库，在 2023 Microsoft Azure 中国区年度技术大会上亮相、广受好评。

我们认为，南洋万邦与北京信诺的技术实力已经深获微软的信任，将有机会受益于微软业务的逐步扩大，而这也直接形成母公司云赛智联未来收入增长的动能。

4 国资背景迎数据春风，深耕研发打造全链服务商业模式

云赛智联作为上海国资系统唯一的数据中心运营商和云服务运营商，得益于国资背景，在即将兴起的数据要素市场中具有显著优势。公司高研发力度不断提升产品和服务的行业竞争力，同时积极融入上海城市数字化转型的发展大局，目前已经服务超过 2000 家中大型企业客户，是上海城市数字化转型的排头兵和生力军。在迅速崛起的数据要素市场中，云赛智联的未来浩瀚无垠。

4.1 公司背靠上海国资委，在数据要素市场具备竞争优势

- **数据要素市场与日成熟，国资背景厂商优势愈发显著：**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。数据要素市场的发展需要依赖于大量的数据采集、整理、分析和应用，这些环节涵盖了数据的不同领域和细分市场。国资背景企业更具备政策支持和资源整合能力，能够更好地利用政策优惠和行业资源，开展数据要素市场相关业务。

公司主动对接政府和国资背景项目，做大做深市区两级大数据运营服务、“1+16”政务服务“两网业务”，为深化各委办局及市、区两级大数据中心政务信息化各领域业务夯实基础。

- **国资背景助力，享数据政策优惠，融数据产业生态：**上海仪电集团持有公司 28.03% 的股份，其实际控制人是上海市国资委，作为国资委直接监管的中央企业，上海仪电集团是中国共产党在能源、工业制造等领域的重要战略性企业之一；

同时，公司大股东上海仪电集团还持有上海大数据集团 17.65% 的股份，上海大数据集团是以数据为核心业务的市场竞争类企业，提供数据资产和交易服务以及基于大数据的政策服务。其功能定位是在上海构建数据要素市场、激发数据要素潜能、保障数据安全，并积极构建数据产业生态系统。随着上海大数据中心和上海数据交易所的成立，上海数据集团将成为推动上海城市数字化转型和智慧城市发展的重要力量。

图 14: 上海数据集团业务模式



资料来源：上海数据集团官网，浙商证券研究所

4.2 以全国智慧城市先锋上海为根基，持续跑马圈地

- **上海数据市场典范，商业成果显著，引领数据服务未来：**上海作为全国领先的智慧城市，数据要素市场建设发展迅速。公司在上海市内数据项目持续发力，目前是上海市大数据中心数据资源平台总集成商和运维商、上海市大数据中心数据运营平台总运营商。

电子政务云领域：“十三五”期间，公司相继中标建设了上海市电子政务云 IaaS 平台、PaaS 平台、DaaS 平台和数据运营三年服务。2021 年再度中标市大数据中心数据资源平台建设（二期）项目、自贸区大数据服务平台项目、市数据共享交换平台运维和市电子政务云灾备中心 2021-2022 年运维项目。

行业解决方案领域：公司运维的上海市“智慧电梯平台”率先接入上海市“一网统管”应用平台；公司中标和参与实施了上海九个区的理化实验室建设项目，完成两个区的初中理化实验操作考试标准化考场建设项目和区级管理平台建设项目等。

- **依托上海，持续开拓全国数据市场：**公司以上海为根基，公司不断开拓全国市场，承建了苏州市相城区“十四五”数字政府建设规划暨“一网统管”发展规划项目；公司拥有“雷磁”、“棱光”等上海市著名商标和品牌，目前也积极将产品销售至全国及部分海外市场。

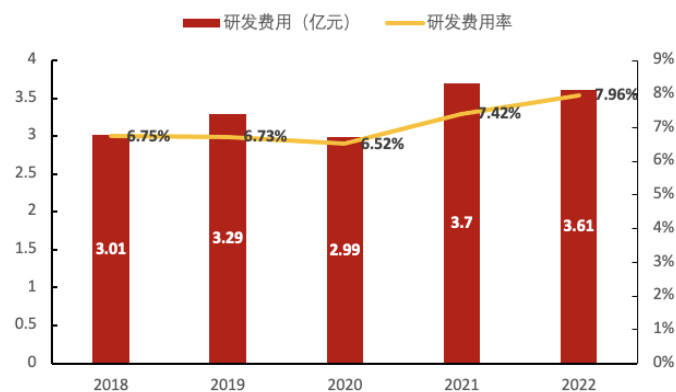
4.3 创新之路砥砺前行，高强度研发投入，荣获行业一流资质

- **技术源于研发投入，自研能力不断突显：**公司产品以自研为主，各类资质涵盖诸多领域。目前拥有国家涉密信息系统集成、公共安全防范工程设计施工壹级、国家信通院

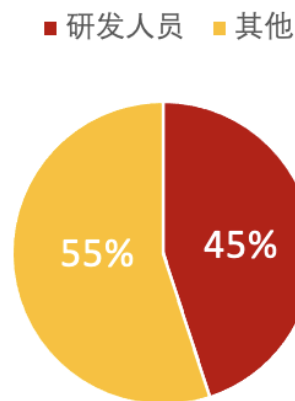
云管理服务卓越级资质，国家增值电信业务和信息服务经营许可与国家建筑智能化系统设计甲级等 16 项国家行政许可资质。近年来，公司研发费用与人员的投入皆不断上升，2022 年研发费用投入 3.61 亿，占营收 7.96%，研发人员占公司总人数近 50%。

图 15：公司研发费用率

图 16：公司 2022 研发人员占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

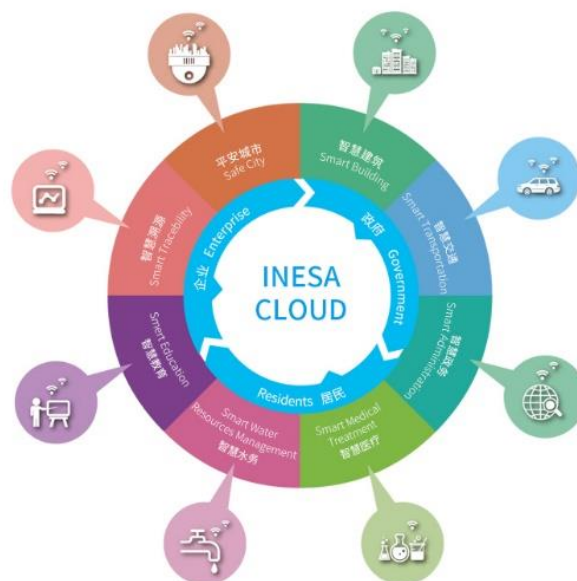
- **研发成果显著，创新能力有目共睹：**截至 2021 年，公司申报知识产权 75 项，其中发明专利 28 项，实用新型专利 7 项，外观专利 9 项，登记软件著作权 31 项，具有自主知识产权的“智慧园区运营管理体系”被新华社评为“最受媒体关注的城市更新项目”，“智慧社区物联网管理平台”入选“2020 年度智慧城市推荐优秀创新技术和解决方案 Top10”榜单。截至 2022 年，公司下属 14 家子公司获得国家科技部颁发的高新技术企业称号。

4.4 打造全链服务商业模式，与世界顶尖云服务商达成合作

- **助力政务数字化转型，全链服务模式持续深入：**公司作为上海国资委系统数据中心运营商、云服务运营商，聚焦于为政府和大型国资国企提供数字化转型服务，重点推进“两网建设”、派驻式服务等主业增量业务，主动服务和融入上海城市数字化转型的发展大局。

公司已构建从“顶层规划-深化设计-建设交付-运营运维-标准规范-迭代创新”的全链服务模式，随应用场景不断深入拓展，全面做深委办局及大数据中心政务信息化伴随式服务。

图 17: 公司全链服务模式



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

- **上海城市数字化转型的生力军，服务深入客户群体：**公司已累计服务超 2000 家大中型企业客户，已成为上海城市数字化转型的排头兵和生力军，其中公司建设运维的民生类平台也已深入全市千家万户生活的方方面面。

公司产品已获得世界顶尖云服务商的认可，是微软 Azure 云、华为云、阿里云、上海市大数据中心、亚信、普元、星环、观安、浪潮、德拓、电信、安华金等的重要合作伙伴，为用户提供建云/上云/迁移/云管/运营的全系列云服务。公司两家子公司通过微软 AEMSP 认证，形成了公司在云服务领域南北布局的格局。

图 18: 公司合作伙伴



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

- **营业收入：**云赛智联作为中国智慧城市领航企业，是中国一流的信息服务提供商，公司提供云计算和大数据、行业解决方案、智慧产品三大业务板块服务。三大业务相互支撑和依存，抢抓全面推进城市数字化转型先机，积极布局 IDC 数据中心的信创产品业务。公司目前仍处于发展阶段，**2022 年实现总营收达 45.34 亿元**。公司拥有几乎覆盖数据要素全产业链产品实力，在未来有望通过联动三大业务形成的组合拳效应，在数据要素市场产业化大时代持续保有竞争力。同时，公司与微软已经有了深厚的代理关系，也将在微软业务的逐日扩大中获益。**我们预测 2023-2025 年营收增长率分别为 15.09%/15.92%/18.04%，对应营收分别为 52.19/60.49/71.41 亿元。**

云计算和大数据：公司在该板块坚持“做优 IDC，做强云服务，做深大数据”战略路径，打造公司城市数字化转型业务坚实数字底座。近几年，云计算和大数据作为公司最为核心的业务板块持续稳定增长，**2022 年该板块营收 25.74 亿元，占公司总营收 56.77%**。鉴于云计算和大数据板块收入取决于公司项目投标情况，伴随着东数西算工程的启动，长三角一体化、新型基础设施建设等政策红利的释放，在假定公司单项目收入大致不变的前提下，我们认为公司项目获取数量将持续提升。

据前瞻产业研究院测算，我国数据要素市场规模在 2022-2025 年期间将以 24.61% 的复合增速成长，由于公司业务几乎覆盖整个数据要素产业链，我们保守预测 2023-2025 年公司云计算和大数据板块收入将提升，每年增长率分别为 16.00%、18.00% 和 20.00%，对应营收分别为 29.86 亿元、35.23 亿元和 42.28 亿元。

行业解决方案：“布局行业应用”是云赛智联行业解决方案的核心战略路径。该板块不断提升自身的技术核心能力，培养从顶层规划、设计咨询，到平台建设、系统集成，再到伴随服务、数据治理的全链能力。公司 **2022 年行业解决方案板块收入为 14.51 亿，占公司总营收比重为 32%**。随着数字经济、大数据、国家信息化产业规划的逐步出台，城市精细化管理需求的日益提高，我们预测 2023-2025 年公司解决方案板块将稳步增长，每年增长率分别为 10.00%、13.00% 和 15.00%，对应营收分别为 15.96 亿元、18.03 亿元和 20.74 亿元。

智能产品：公司控股子公司上海仪电科学仪器股份有限公司是国内科学仪器行业领军企业。智能化产品板块业务以自主研发、生产、销售和项目实施为主要业务模式，同时往平台运营、软硬件一体化终端综合服务方式转型。公司 **2022 年智能产品收入为 5.57 亿，占公司营收比重为 12.28%**。公司坚持提升核心技术和综合竞争力，抓住国产化替代发展机遇，在重点领域和关键环节谋求突破，致力于引领国内科学仪器产品中高端市场。我们预测 2023-2025 年公司智能产品业务基本稳定发展，三年平均增速为 10%，每年增长率分别为 10.00%、10.00% 和 10.00%，对应营收分别为 6.12 亿元、6.74 亿元和 7.41 亿元。

- **费用率：**销售费用率方面，2020-2022 年分别为 3.64%、4.37%、4.94%，考虑到未来公司业务增长需持续拓展新区域、新客户，预计 2023-2025 年的销售费用率分别为 4.32%、4.54%、4.59%；管理费用率方面，2020-2022 年的管理费用率分别为 4.91%、5.64%、6.44%，由于整体费率方面均保持相对稳定的增长路径，所以我们预测 2023-2025 年的管理费用率分别为 5.66%、5.91%、6.00%；研发费用率方面，2020-2022 年的研发费用率分别为 6.52%、7.42%、7.96%，公司持续保持研发投入力度，预计 2023-2025 年研发费用率分别为 7.39%、7.48%、7.54%。

图19： 公司营收预测拆分（单位：亿元）

业务领域	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
云计算大数据	22.46	25.92	25.74	29.86	35.23	42.28
Yoy		15.45%	-0.71%	16.00%	18.00%	20.00%
行业解决方案	16.79	15.96	14.51	15.96	18.03	20.74
Yoy		-4.93%	-9.10%	10.00%	13.00%	15.00%
智能产品	6.84	7.09	5.57	6.12	6.74	7.41
Yoy		3.64%	-21.47%	10.00%	10.00%	10.00%
其他产品	0.12	1.91	0.03	0.05	0.10	0.20
Yoy		1551.69%	-98.67%	100.00%	100.00%	100.00%
其他主营业务	0.17	0.12	0.10	0.19	0.39	0.78
Yoy		-30.46%	-17.40%	100.00%	100.00%	100.00%
内部抵消	-0.48	-1.07	-0.60			
公司收入总计	45.89	49.93	45.34	52.19	60.49	71.41
Yoy		8.80%	-9.19%	15.09%	15.92%	18.04%

资料来源：公司年报、wind、浙商证券研究所

5.2 投资建议与估值

- 估值方面，使用市盈率 PE 对公司进行估值。可比公司遵循行业及业务相关性标准，最终选取了易华录、深桑达、浙数文化以及久远银海四家上市公司。可比公司皆是以软件开发与销售做为核心收入来源，虽然产品实际应用领域略有不同，但均是数交所以及数据要素的核心参与商。结合可比公司的财务数据，最终得到 2023/2024/2025 年可比公司的平均 PE 为 139.95/77.58/48.79 倍。
- 参考可比公司的估值数据，公司 2023/2024/2025 年的预测 PE 为 73.22/63.65/48.48 倍。考量我国数据要素市场有望迎来高速发展期，公司做为软件行业内少数能提供几乎覆盖数据要素全产业链产品的企业，有望在未来改善营收结构，我们认为当前公司股价仍存在被低估的现象，给予公司 2024 年行业平均 78 倍 PE。首次覆盖予以“买入”评级。

图20: 公司估值对比

股票代码	公司名称	市值 (亿)	营业收入 (亿)			PE (2023E)	PE (2024E)	PE (2025E)
			2023E	2024E	2025E			
300212.SZ	易华录	309.60	20.17	25.32	37.06	339.17	143.17	64.88
000032.SZ	深桑达A	406.37	471.17	551.37	664.13	-	104.32	73.80
600633.SH	浙数文化	169.99	47.67	51.92	57.13	31.95	24.92	22.52
002777.SZ	久远银海	138.55	16.98	20.69	23.42	48.72	37.92	33.98
均值						139.95	77.58	48.79
600602.SH	云赛智联	139.37	52.19	60.49	71.41	73.22	63.65	48.48

资料来源: Wind、截至 (2023/04/05)、浙商证券研究所

6 风险提示

- **宏观环境风险:** 信息技术服务业的发展趋势和宏观经济环境密切相关。如果全球政治经济形势发生重大变化,宏观经济环境稳定性受到破坏,导致智慧城市下游产业链需求放缓,可能对行业内企业的发展环境和市场需求造成不利影响。
- **政策推进不及预期风险:** 政策的落实也会影响宏观环境。尽管政策推进在过去并未出现过背离预期的情况,但是仍然有可能出现数据要素相关产业政策推进不及预期,最终市场规模并未达到预测水平。整体政策推进不及预期将会压缩公司市场空间。
- **技术更迭不达预期风险:** 新兴市场变幻莫测,市场需求变化很快,对公司业务创新发展提出了更高的要求。如果公司不能继续密切追踪前沿技术的更新和变化,不能创新业务发展,公司未来发展的不确定风险将会加大。需要公司坚持创新驱动,加大研发投入,打造核心竞争力。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6186	6099	6522	7063
现金	3773	3539	3614	3643
交易性金融资产	0	177	93	90
应收账款	860	962	1086	1311
其它应收款	48	61	71	81
预付账款	129	160	181	207
存货	1129	1009	1273	1518
其他	247	190	205	214
非流动资产	1032	1237	1356	1427
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	88	177	169	145
固定资产	186	267	357	448
无形资产	21	15	8	2
在建工程	414	441	489	520
其他	323	338	333	312
资产总计	7218	7336	7878	8490
流动负债	2223	2123	2386	2660
短期借款	8	32	36	25
应付款项	867	985	1091	1302
预收账款	5	6	7	8
其他	1343	1100	1252	1324
非流动负债	265	255	271	264
长期借款	188	188	188	188
其他	77	67	83	76
负债合计	2488	2378	2657	2923
少数股东权益	183	192	202	216
归属母公司股东权	4547	4767	5019	5350
负债和股东权益	7218	7336	7878	8490

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	213	76	19	75
净利润	188	228	263	345
折旧摊销	47	31	38	45
财务费用	(89)	(39)	(37)	(38)
投资损失	(133)	(69)	(65)	(64)
营运资金变动	186	(199)	79	11
其它	14	123	(258)	(224)
投资活动现金流	(6)	(368)	6	(68)
资本支出	(167)	(122)	(159)	(150)
长期投资	155	(106)	19	23
其他	7	(139)	146	58
筹资活动现金流	(69)	58	51	23
短期借款	(56)	25	4	(11)
长期借款	75	0	0	0
其他	(87)	33	46	34
现金净增加额	139	(234)	75	29

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4534	5219	6049	7141
营业成本	3639	4207	4805	5586
营业税金及附加	14	20	21	24
营业费用	224	225	275	328
管理费用	292	295	358	429
研发费用	361	386	452	539
财务费用	(89)	(39)	(37)	(38)
资产减值损失	59	(10)	(3)	5
公允价值变动损益	(0)	(3)	(4)	(3)
投资净收益	133	69	65	64
其他经营收益	27	34	31	31
营业利润	194	235	271	361
营业外收支	10	10	10	10
利润总额	203	245	281	371
所得税	15	17	18	25
净利润	188	228	263	345
少数股东损益	7	9	10	13
归属母公司净利润	181	219	252	332
EBITDA	206	236	280	376
EPS（最新摊薄）	0.13	0.16	0.18	0.24

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-9.19%	15.09%	15.92%	18.04%
营业利润	-46.96%	21.52%	15.20%	33.10%
归属母公司净利润	-29.57%	21.39%	15.03%	31.31%
获利能力				
毛利率	19.74%	19.39%	20.57%	21.78%
净利率	4.15%	4.38%	4.34%	4.83%
ROE	3.84%	4.53%	4.96%	6.15%
ROIC	3.03%	3.76%	4.23%	5.44%
偿债能力				
资产负债率	34.47%	32.41%	33.73%	34.43%
净负债比率	9.11%	10.30%	9.68%	8.29%
流动比率	2.78	2.87	2.73	2.66
速动比率	2.27	2.40	2.20	2.08
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.72	0.80	0.87
应收账款周转率	5.87	6.08	6.41	6.39
应付账款周转率	4.85	4.99	5.19	5.19
每股指标(元)				
每股收益	0.13	0.16	0.18	0.24
每股经营现金	0.16	0.06	0.01	0.05
每股净资产	3.32	3.49	3.67	3.91
估值比率				
P/E	88.88	73.22	63.65	48.48
P/B	3.53	3.37	3.20	3.00
EV/EBITDA	34.37	54.51	46.08	34.20

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>