

# 云赛智联 (600602)

## 布局全面的上海数据要素市场化领军者

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

研究助理 王世杰

执业证书: S0600121070042

wangshijie@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,993	5,547	6,323	7,402
同比	9%	11%	14%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	257	324	401	490
同比	3%	26%	24%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.19	0.24	0.29	0.36
P/E (现价&最新股本摊薄)	40.17	31.78	25.71	21.05

关键词: #新需求、新政策

### 投资要点

- **背靠上海仪电集团, 布局数据要素全产业链:** 云赛智联第一大股东为上海仪电集团, 实控人为上海市国资委。上海仪电集团为上海市国资系统内唯一一家信息服务产业集团, 深入参与城市数字化转型工作, 云赛智联是上海仪电数字化转型业务主力军。云赛智联主要从事云服务大数据 (IaaS、PaaS 和 SaaS 服务)、行业解决方案 (智能安防、智慧政务、智慧教育等垂直行业解决方案) 和智能化产品 (消费电子、安防电子等硬件) 三大业务。公司业务涉及从数据采集、存储、分析到数据应用等数据要素多个环节。
- **数据要素千亿市场, 国资背景企业优势明显:** “十四五”以来, 数据要素政策部署节奏加快, 市场前景逐渐明晰。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%。数据要素市场下游行业以政府和重点行业为主, 2021 年政府、电信、金融三大行业市场占比超过 50%。数据要素市场建设主要由政府和央企国企牵头, 国资背景厂商优势显著。
- **业务匹配叠加资源加持, 云赛智联有望乘数据要素之风而起:** **业务方面:** 云赛智联三大业务布局数据要素产业链多个环节, 包括数据采集 (摄像头、检测仪器等); 数据存储 (IDC、湖仓一体产品等); 数据加工 (ETL 等数据工具); 数据分析 (可视化分析平台) 等。**股东方面:** 云赛智联背靠上海国资委, 是上海国资系统唯一的数据中心运营商和云服务运营商。公司已成为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。**项目和客户方面:** 上海市内, 公司中标上海市电子政务云平台建设和数据运营、上海国资国企监管云、媒体云、国企专有云、交通委专有云等云托管运营等多个项目。上海市外, 公司承建苏州市相城区“十四五”数字政府建设规划暨“一网统管”发展规划项目。
- **盈利预测与投资评级:** 数据要素千亿市场规模, 我们预计后续相关支持政策将会逐步落地, 数据要素市场建设将会加快。上海是重要数据中心, 数据要素市场建设进度有望全国领先。云赛智联实控人为上海市国资委, 为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, 业务覆盖数据要素产业链多个环节, 有望在上海数据要素市场建设中充分受益。基于此, 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.24/4.01/4.90 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进不及预期; 技术研发不及预期; 行业竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.54
一年最低/最高价	5.53/10.55
市净率(倍)	2.28
流通 A 股市值(百万元)	8,100.24
总市值(百万元)	10,312.26

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.30
资产负债率(% ,LF)	28.87
总股本(百万股)	1,367.67
流通 A 股(百万股)	1,074.30

### 相关研究

## 内容目录

1. 布局大数据全产业链，上海数据要素市场重要参与者 .....	4
1.1. 上海数字化转型主力军，背靠上海国资委 .....	4
1.2. 业绩表现稳定，大数据业务占比不断提升 .....	5
2. 数据要素千亿市场建设加速 .....	7
2.1. 政策密集发布，数据产权制度走向具体实践 .....	7
2.2. 数据要素市场进入高速发展阶段 .....	9
3. 业务匹配叠加资源加持，乘数据要素市场化之风 .....	11
3.1. 业务布局数据要素产业多个环节 .....	11
3.2. 国资背景，资源加持 .....	12
3.3. 承建上海多个大数据项目，从上海拓展到长三角 .....	14
4. 盈利预测与投资评级 .....	14
5. 风险提示 .....	16

## 图表目录

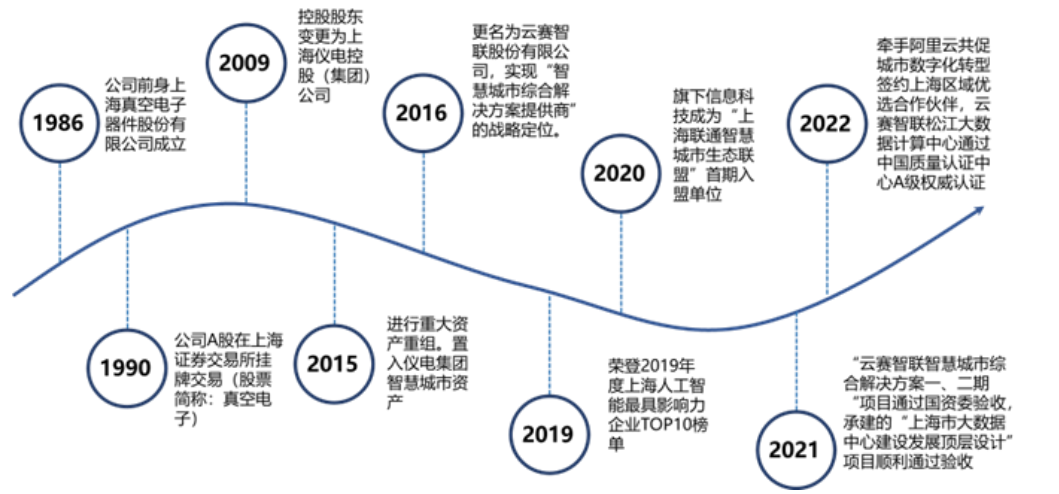
图 1:	云赛智联发展历程.....	4
图 2:	公司股权结构 (截至 2022 年 12 月 2 日) .....	4
图 3:	公司主要业务.....	5
图 4:	2017-2021 年营业收入与同比增速 (亿元) .....	6
图 5:	2017-2021 年归母净利润与同比增速 (亿元) .....	6
图 6:	2017-2021 各业务营业收入占比 .....	6
图 7:	2018-2021 年公司费用率 .....	6
图 8:	2017-2021 年公司总毛利率 .....	7
图 9:	2020-2021 分业务毛利率 .....	7
图 10:	数据要素市场规模.....	9
图 11:	2022 年中国数据要素各环节市场规模 (亿元) .....	10
图 12:	数据价值化路径.....	10
图 13:	2021 年中国大数据分析市场应用结构 (单位: %) .....	10
图 14:	公司业务涉及数据要素市场建设多个环节.....	11
图 15:	上海数据要素三驾马车.....	13
图 16:	上海仪电集团业务布局.....	13
表 1:	政策密集发布.....	8
表 2:	云赛智联 IDC 机柜数量.....	12
表 3:	营收预测 (亿元) .....	15

## 1. 布局大数据全产业链，上海数据要素市场重要参与者

### 1.1. 上海数字化转型主力军，背靠上海国资委

多次重组，定位上海城市数字化转型主力军。公司成立于1986年12月，2015年4月，上海仪电对上市公司实施了重大资产重组，将旗下云赛信息（集团）有限公司和上海仪电科学仪器股份有限公司的信息服务核心业务及相关资产置入云赛智联，负责运营以新一代信息技术为特征的智慧城市核心产业。

图1：云赛智联发展历程

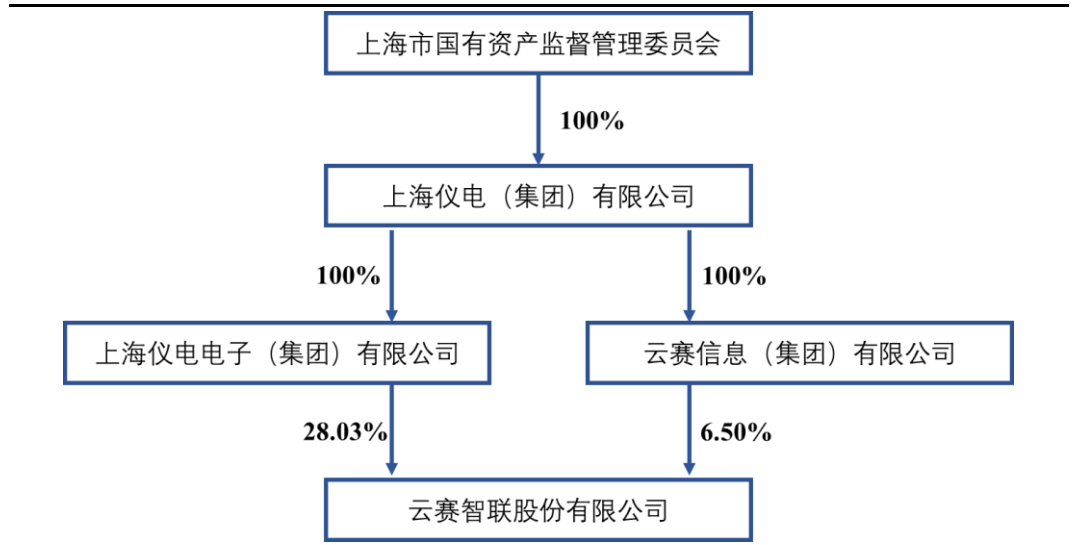


数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

上海国资委为实控人，第一大股东为上海仪电集团。截至2022年12月2日，公司第一大股东为上海仪电集团，持有公司28.03%股权，实际控制人为上海市国资委，合计间接持有公司34.53%股份。上海仪电集团为上海市国资系统内唯一一家信息服务产业集团，深入参与城市数字化转型工作。

云赛智联致力于成为上海仪电智慧城市整体解决方案提供商和运营商的主要平台，努力成为仪电集团智慧城市方向的“领头羊”，带动仪电集团在智慧城市领域的发展，公司董事长黄金刚兼任上海仪电集团副总裁。

图2：公司股权结构（截至2022年12月2日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

布局云服务大数据、行业解决方案和智能化产品三大业务。云服务大数据业务主要提供 IaaS、PaaS 和 SaaS 服务；行业解决方案业务主要提供智能安防、智慧政务、智慧教育等垂直行业解决方案；智能化产品主要提供导航雷达，食品安全监测仪器等硬件产品。公司业务涉及从数据采集、存储、分析到数据应用全产业链。

图3：公司主要业务



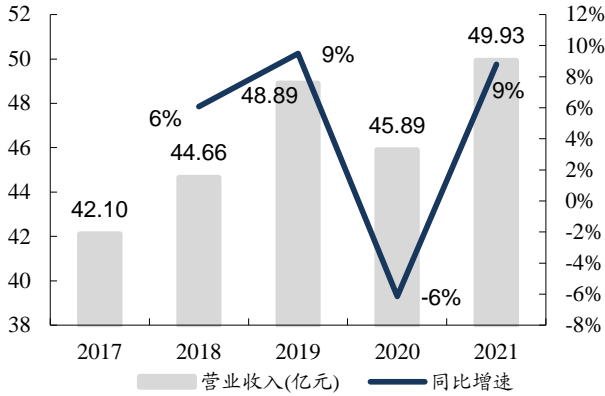
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 业绩表现稳定，大数据业务占比不断提升

营收利润增速较为稳定。2021年，公司实现营收49.93亿元，同比增长9%；归母净利润2.57亿元，同比增长3%。2020年，受疫情影响，公司营收同比有所下降，2021

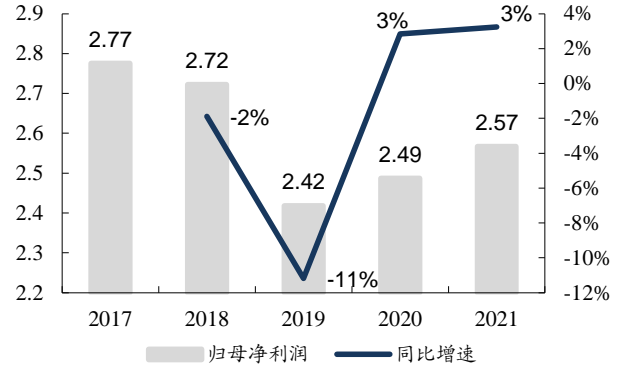
年重回增长。利润端，2019 年同比有所减少，主要系公司政府补贴等非经常性损益减少所致。

图4：2017-2021 年营业收入与同比增速（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

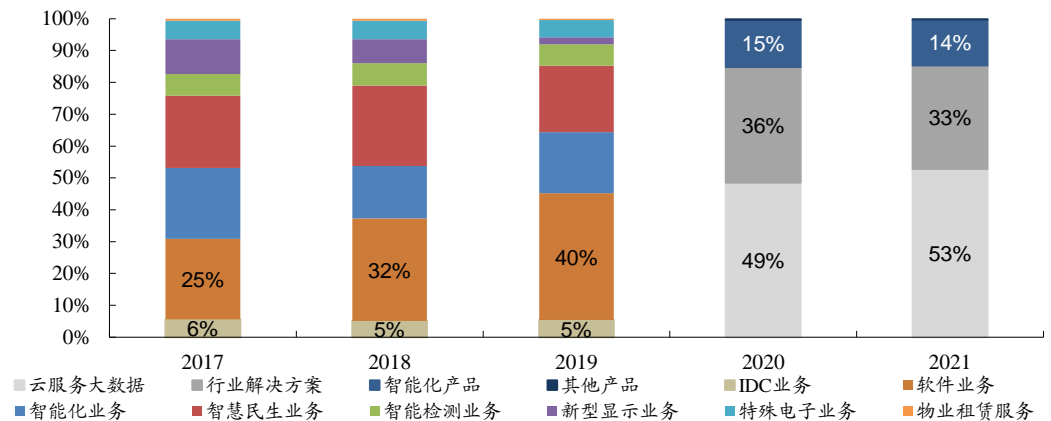
图5：2017-2021 年归母净利润与同比增速（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

云服务大数据业务营收占比近半，是公司核心业务。2021 年，公司云服务大数据业务营收占比为 53%，2020 年，公司营收拆分发生变化，将 IDC 业务和软件业务（PaaS、SaaS 等）合并为云服务大数据业务。2017-2021 年，公司云服务大数据业务营收占比不断提升，体现了公司坚定向大数据服务商转型的决心。

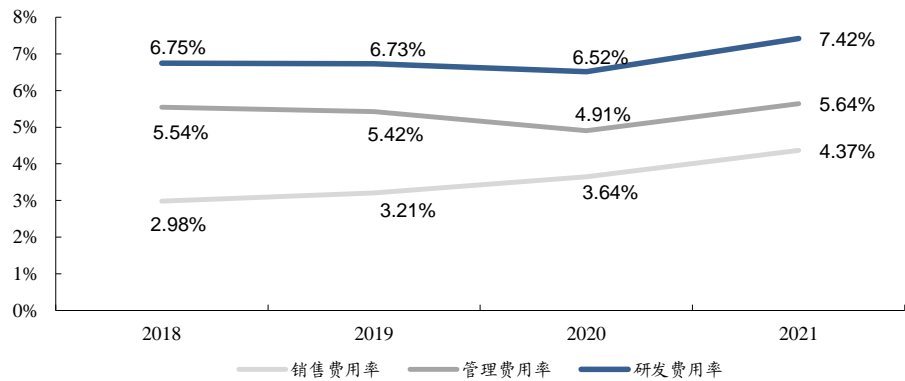
图6：2017-2021 各业务营业收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

不断加大研发投入，强销售打开市场空间。2018-2021 年，公司研发费用率稳中有升，三大业务不断创新，研发升级新产品，研发人员占比高达 46%。销售费用率逐步提升，主要系公司积极拓展市场。

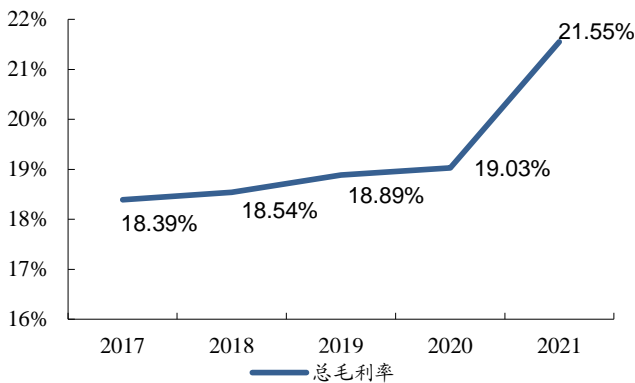
图7：2018-2021 年公司费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

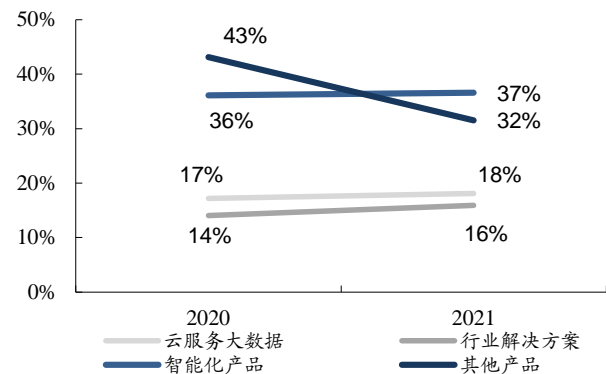
公司毛利率稳步提升。2017-2021年，公司毛利率稳步提升，主要系公司产品标准化程度逐步提升。分业务来看，公司云服务大数据业务、行业解决方案和智能化产品业务毛利率均有所提升。

图8：2017-2021年公司总毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2020-2021分业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 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，对经济发展展现出巨大价值和潜能。

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， <b>加快政府信息平台整合，消除信息孤岛</b> ，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	<b>首次将“数据”列为生产要素</b> ，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	<b>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</b> ，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。



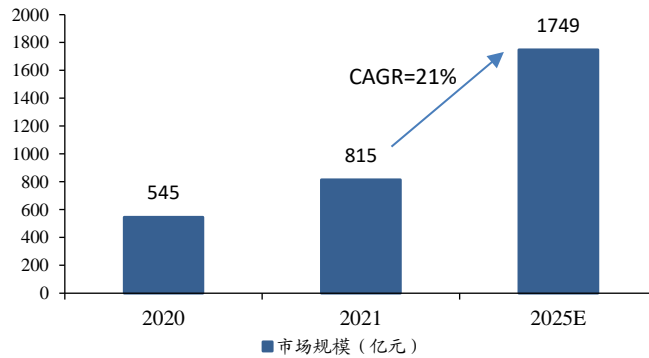
《“十四五”国家信息化规划》	中央网络安全和信息化委员会	2021年12月	稳步推进数据要素化，加快推动数据要素流通，繁荣数据应用生态，增强数据服务于实体经济的效能，构建以数据为关键要素的数字经济。建立高效利用的数据要素资源体系，激发数据要素价值，提升数据要素赋能作用，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，形成强大国内市场，推动构建新发展格局。
《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	国务院办公厅	2022年1月	要求探索建立数据要素流通规则。完善公共数据开放共享机制。建立健全高效的公共数据共享协调机制，支持打造公共数据基础支撑平台，推进公共数据归集整合、有序流通和共享。建立健全数据流通交易规则。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%。

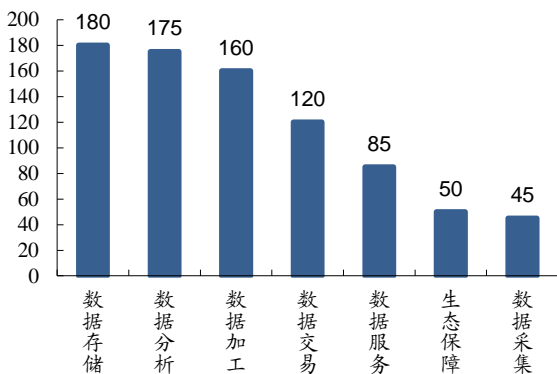
图10：数据要素市场规模



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、易、用等多个环节。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（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

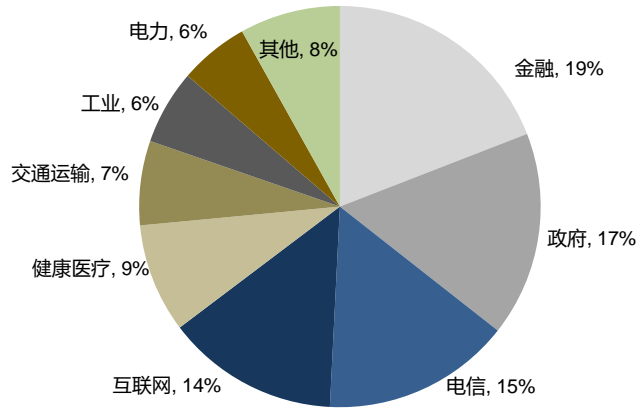
图12：数据价值化路径



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（单位：%）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

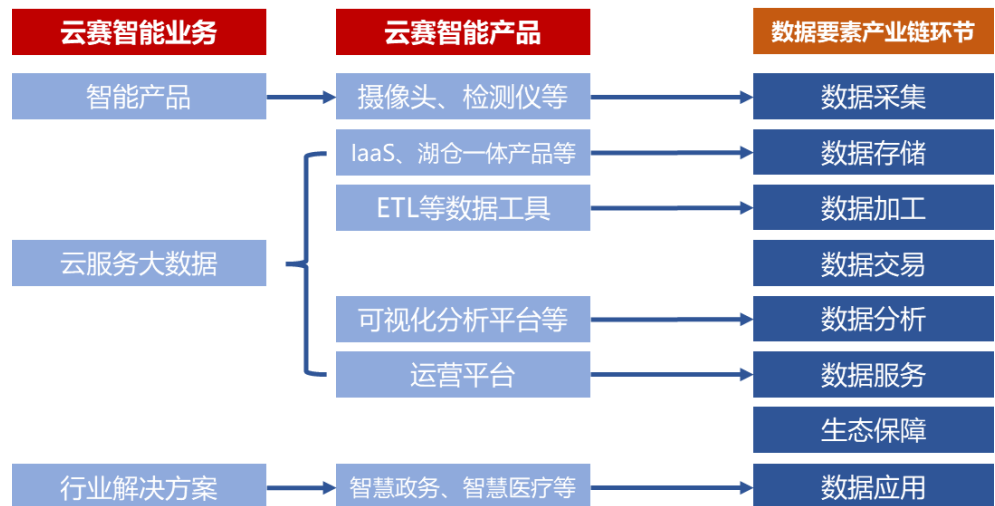
数据要素市场主要由政府和央企牵头，国资背景厂商优势显著。数据要素市场发展首先要解决的就是数据收集存储问题，我们认为此前野蛮发展的数据平台将逐渐由政府和央企牵头进行管理或取代。因此在数据要素市场发展过程中，和底层数据接触越深，联系越紧密的环节，国资背景的厂商优势越显著。

### 3. 业务匹配叠加资源加持，乘数据要素市场化之风

#### 3.1. 业务布局数据要素产业多个环节

云赛智联三大业务布局数据要素产业链多个环节。

图14：公司业务涉及数据要素市场建设多个环节



数据来源：Wind，中国数据要素市场发展报告，东吴证券研究所

云服务与大数据业务高度匹配数据要素市场化建设需求。公司云服务与大数据业务坚持贯彻“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。云服务与大数据业务主要分为云服务、数据产品、数据治理工具、技术研发平台等，涉及数据要素市场建设多个环节，为公司参与数据要素市场

化建设打下坚实的业务基础。

云服务方面，公司拥有上海徐汇、宝山、松江三座高等级数据中心，已初步形成新型数字底座的联动优势。在现有 IDC 基础设施管理上，公司研发了 IDC 综合运营管理平台，为公司自有数据中心运维数据汇集、运维流程管理、运营状态分析、运营数据展示平台；在公有云服务管理方面，公司研发了 MSP 云管平台，监控、配置、保护和管理云提供商的所有服务元素，研发了政务云中间层管理平台软件，提供中间件管理、使用和计费服务；研发信可得混合云管理平台（ETS），实现微软混合云统一服务管理。

表2：云赛智联 IDC 机柜数量

	机柜数量（台）
徐汇	350
宝山	1600
松江	4000
总计	5950

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

数据产品方面，公司研发了一站式数据开放平台（数据资产管理、数据开发、数据共享）和湖仓一体数字平台产品，包含“数脑”、“数厂”、“数标”、“数盾”、“数链”五大湖仓一体产品体系，实现了数据平台的全维度覆盖。

数据治理工具方面，公司研发了数据抽取 ETL 工具产品、数据整合、数据加工、数据分析工具集、数据全链路监控产品。

技术研发平台方面，公司研发了云低代码开发云平台、可视化分析平台、数智中台。上述平台是新技术潮流下以最小代码、最大复用、最快速度完成应用开发部署的核心基础性技术研发平台，赋能数字化转型下的各应用场景构建与开发。

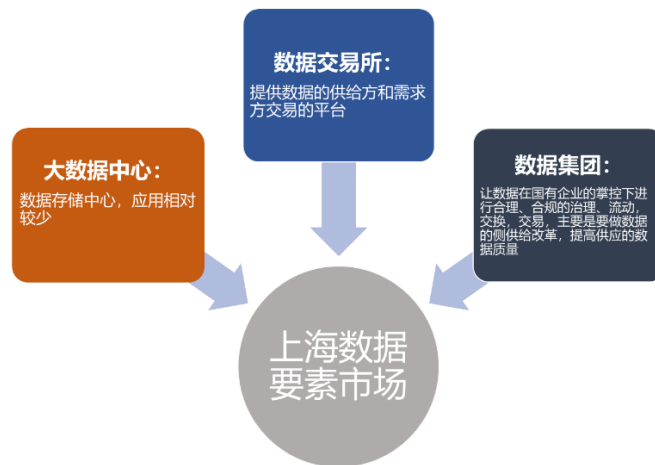
区块链产品方面，公司正在研发多链一体化链管平台，对多链进行动态运行状态监管和运营。

行业解决方案业务打造多个行业应用平台，覆盖数据应用环节。2021 年末，由公司负责建设和运维的上海“随申码”平台使用人数已超过 6,500 万人，累计用码次数超过 40 亿次。2021 年，公司为机场集团、上港集团、临港集团、申通地铁、蔬菜集团、上海青年干部学院等大型国资国企完成数字化转型方案 20 余份，涉及顶层规划、细化设计、标准体系、实施细则等。

### 3.2. 国资背景，资源加持

上海数据要素市场建设发展迅速。2022 年 9 月 29 日，上海数据集团有限公司正式揭牌成立，整合承担上海市公共数据和国企数据的授权运营。上海数据集团成立后与上海大数据中心（2018 年揭牌，政府数据资源支撑）、上海数据交易所（2021 年 11 月 25 日揭牌）形成上海数据要素三驾马车。

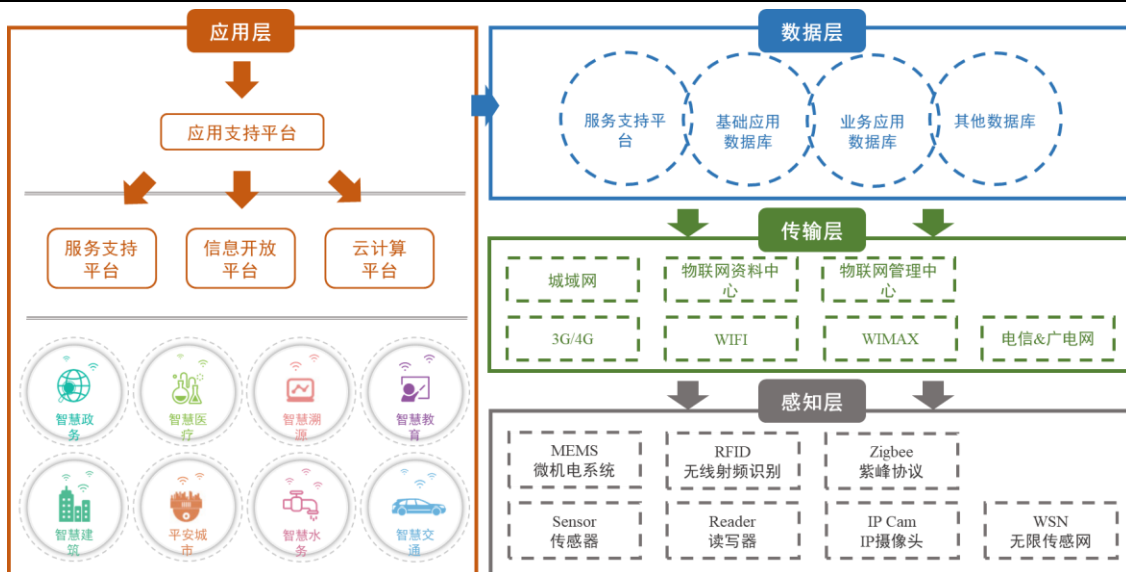
图15: 上海数据要素三驾马车



数据来源: 安亭经发, 智慧城市行业分析, 东吴证券研究所

**第一大股东上海仪电集团, 实控人为上海市国资委。**上海仪电(集团)有限公司是上海市国有资产监督管理委员会所属的国有大型企业集团。基于“仪电云”信息平台, 上海仪电集团以数据为核心、以人工智能技术为驱动, 创新运营模式, 打造支撑“物联、上云、赋智”数字化转型整体解决方案, 积极发挥上海城市数字化转型建设主力军作用。

图16: 上海仪电集团业务布局



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司已成为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。在区级层面, 公司已参与上海市 10 个区的“两张网”建设。2021 年, 公司中标或完成了数据中台建设、数据平台运营和“一网通办”“一网统管”等项目。公司成为上海“一网统管”轻应用开发及赋能中心首批合作伙伴, 获评“年度中国大数据技术应用领军企业”、“年度中国数字政府领军企业”。

子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。云赛智联旗下上海科技网络通信有限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。充分利用松江大数据计算中心、宝山云计算中心、宝山大数据中心、徐汇数据中心四座高等级数据中心互联互通的资源优势，全面提升服务能级，夯实数字基础设施底座，服务国资国企，为上海城市数字化转型积极赋能。

### 3.3. 承建上海多个大数据项目，从上海拓展到长三角

**承接多个上海云项目。**公司合资成立上海云赛数海数据服务有限公司，并获得“中华人民共和国增值电信业务经营许可证”，将专业从事全国 IDC 运营服务业务。在为客户提供个性化需求的私有云领域，公司承接的上海国资国企监管云、媒体云、国企专有云、交通委专有云等云托管运营 SLA 服务标准达 100%，获得可信云云管理服务能力卓越级（高级）评级，入选上海市大数据服务供应商推荐目录。

**云服务获得业内大客户认可。**公司是微软 Azure 云、华为云、阿里云的重要合作伙伴，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。公司下属上海南洋万邦软件技术有限公司是微软全球首批 AEMSP, 2022H1, 第四度荣膺微软年度国际合作伙伴奖；公司下属北京信诺时代科技发展有限公司成功入围中国电信“天翼云”首批集团级 MSP。公司在云服务能力方面的不断提升，形成了北信诺、南南洋的全国业务布局。

**中标上海市政府多个数据建设项目。**在电子政务云领域，“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（2020-2022 年）。2021 年，公司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。

**走出上海，赋能长三角地区数字建设。**2022 年 10 月，云赛智联顺利承建苏州市相城区“十四五”数字政府建设规划暨“一网统管”发展规划项目。这是云赛智联在长三角市场（上海以外）第一个具有重大战略意义的数字化转型顶层规划项目。

## 4. 盈利预测与投资评级

### 核心假设：

**云服务大数据业务：**该业务是公司重点布局业务，营收占比逐年提升。公司该业务涉及数据要素市场多个环节，随着上海数据要素市场建设加快，我们预计该业务有望迎来加速增长。基于此，我们预计 2022-2024 年云服务大数据业务营收增速分别为 10%/20%/25%。

**行业解决方案：**该业务主要是垂直行业应用平台产品，随着上海市数据要素市场建设加快，国企数字化转型进度有望加快。基于此，我们预计 2022-2024 年该业务营收增

速均为 10%。

**智能化产品：**公司智能化产品主要为消费电子、安防电子、检测电子等，下游需求较为稳定。基于此，我们预计 2022-2024 年该业务营收增速均为 4%。

**其他产品和其他业务：**该部分业务非公司核心业务。我们预计 2022-2024 年该业务营收增速均为 0%。

表3：营收预测（亿元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>云计算大数据</b>	<b>22.46</b>	<b>25.92</b>	<b>28.52</b>	<b>34.22</b>	<b>42.78</b>
增长率		15%	10%	20%	25%
毛利率	17%	18%	19%	20%	22%
<b>行业解决方案</b>	<b>16.79</b>	<b>15.96</b>	<b>17.56</b>	<b>19.31</b>	<b>21.24</b>
增长率		-5%	10%	10%	10%
毛利率	14%	16%	17%	18%	18%
<b>智能化产品</b>	<b>6.84</b>	<b>7.09</b>	<b>7.37</b>	<b>7.67</b>	<b>7.97</b>
增长率		4%	4%	4%	4%
毛利率	36%	37%	38%	38%	39%
<b>其他产品</b>	<b>0.17</b>	<b>0.12</b>	<b>0.12</b>	<b>0.12</b>	<b>0.12</b>
增长率		-30%	0%	0%	0%
毛利率	43%	32%	32%	32%	32%
<b>其他业务</b>	<b>0.12</b>	<b>1.91</b>	<b>1.91</b>	<b>1.91</b>	<b>1.91</b>
增长率		1552%	0%	0%	0%
毛利率	63%	58%	58%	58%	58%
<b>收入总计</b>	<b>46.37</b>	<b>51.00</b>	<b>55.47</b>	<b>63.23</b>	<b>74.02</b>
增长率		10%	9%	14%	17%
毛利率	19%	21%	22%	23%	24%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**盈利预测：**我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 55.47/63.23/74.02 亿元，归母净利润分别为 3.24/4.01/4.90 亿元，现价对应 PE 为 32/26/21 倍。

**投资建议：**数据要素千亿市场规模，我们预计后续相关支持政策将会逐步落地，数据要素市场建设将会加快。上海是重要数据中心，数据要素市场建设进度有望全国领先。云赛智联实控人为上海市国资委，为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，业务覆盖数据要素产业链多个环节，有望在上海数据要素市场建设中充分受益。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**政策推进不及预期。**数据要素行业发展处于早期阶段，政策指导文件对于市场建设较为重要，如果政策推进进度不及预期，数据要素市场建设进度会受较大影响。

**技术研发不及预期。**数据要素市场是新兴市场，会有较多新技术应用，如果技术成熟度不够，可能会影响市场建设进度。

**行业竞争加剧。**数据要素市场空间广阔，参与者众多，后续更多参与者加入，可能会加剧行业竞争。



## 云赛智联三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>5,842</b>	<b>6,121</b>	<b>6,609</b>	<b>7,297</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,993</b>	<b>5,547</b>	<b>6,323</b>	<b>7,402</b>
货币资金及交易性金融资产	3,674	3,745	3,924	4,185	营业成本(含金融类)	3,917	4,339	4,894	5,657
经营性应收款项	988	1,062	1,208	1,412	税金及附加	19	22	25	29
存货	957	1,070	1,207	1,395	销售费用	218	242	276	324
合同资产	98	111	126	148	管理费用	282	313	357	418
其他流动资产	125	133	143	157	研发费用	370	412	474	592
<b>非流动资产</b>	<b>1,090</b>	<b>1,325</b>	<b>1,564</b>	<b>1,806</b>	财务费用	-82	-66	-69	-73
长期股权投资	243	263	283	303	加:其他收益	33	39	44	52
固定资产及使用权资产	311	328	344	361	投资净收益	36	39	44	52
在建工程	238	438	638	838	公允价值变动	-12	0	0	0
无形资产	25	26	27	29	减值损失	-40	4	5	6
商誉	243	235	225	215	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	19	19	19	19	<b>营业利润</b>	<b>285</b>	<b>367</b>	<b>459</b>	<b>565</b>
其他非流动资产	11	16	27	41	营业外净收支	27	25	26	27
<b>资产总计</b>	<b>6,932</b>	<b>7,446</b>	<b>8,173</b>	<b>9,103</b>	<b>利润总额</b>	<b>312</b>	<b>392</b>	<b>485</b>	<b>592</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,031</b>	<b>2,176</b>	<b>2,447</b>	<b>2,820</b>	减:所得税	20	24	29	36
短期借款及一年内到期的非流动负债	107	43	43	43	<b>净利润</b>	<b>292</b>	<b>369</b>	<b>456</b>	<b>557</b>
经营性应付款项	823	909	1,025	1,185	减:少数股东损益	36	44	55	67
合同负债	777	868	979	1,131	<b>归属母公司净利润</b>	<b>257</b>	<b>324</b>	<b>401</b>	<b>490</b>
其他流动负债	323	356	400	460	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.19	0.24	0.29	0.36
非流动负债	219	219	219	219	EBIT	204	282	361	452
长期借款	113	113	113	113	EBITDA	296	397	480	573
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.55	21.78	22.59	23.57
租赁负债	87	87	87	87	归母净利率(%)	5.14	5.85	6.34	6.62
其他非流动负债	19	19	19	19	收入增长率(%)	8.77	11.10	13.98	17.07
<b>负债合计</b>	<b>2,250</b>	<b>2,395</b>	<b>2,666</b>	<b>3,039</b>	归母净利润增长率(%)	3.00	26.39	23.65	22.13
归属母公司股东权益	4,453	4,778	5,179	5,669					
少数股东权益	229	274	328	395					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,682</b>	<b>5,051</b>	<b>5,507</b>	<b>6,064</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,932</b>	<b>7,446</b>	<b>8,173</b>	<b>9,103</b>					

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	156	423	468	545	每股净资产(元)	3.26	3.49	3.79	4.14
投资活动现金流	-303	-281	-283	-279	最新发行在外股份(百万股)	1,368	1,368	1,368	1,368
筹资活动现金流	40	-71	-6	-6	ROIC(%)	4.01	5.16	6.15	7.05
现金净增加额	-107	71	179	261	ROE-摊薄(%)	5.76	6.79	7.75	8.64
折旧和摊销	92	115	119	121	资产负债率(%)	32.45	32.16	32.62	33.39
资本开支	-110	-250	-257	-260	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.17	31.78	25.71	21.05
营运资本变动	-143	-23	-71	-101	P/B(现价)	2.32	2.16	1.99	1.82

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>

