

坚持智慧城市战略，抢抓算力发展机遇

买入|首次推荐

——云赛智联(600602.SH)首次覆盖报告

报告要点：

● 致力于成为中国一流的智慧城市综合解决方案提供商和运营商

公司是一家以云服务与大数据、智慧城市行业解决方案、智能化产品为核心业务的专业化信息技术服务企业。公司始终坚持智慧城市战略，秉承“成为中国一流的智慧城市综合解决方案提供商和运营商”的发展愿景，践行“做优 IDC、做强云服务、做深大数据、布局行业应用”的发展路径，坚持以国家、上海数字经济发展战略为指引，主动服务于上海全面提升城市治理现代化水平的战略目标。2023 年前三季度，公司实现营业收入 37.06 亿元，同比增长 19.67%，实现扣非归母净利润 0.99 亿元，同比增长 284.19%。

● 我国数字经济规模持续扩大，公司有望充分享受政策红利

根据中国信通院的数据，2022 年，我国数字经济规模达 50.2 万亿元，同比增加 4.68 万亿元，我国数字经济持续做大。上海市提出：全力推进数据资源全球化配置、数据产业全链条布局、数据生态全方位营造，着力建设具有国际影响力的数据要素配置枢纽节点和数据要素产业创新高地，到 2025 年，数据要素市场体系基本建成，数据产业规模达 5000 亿元，年均复合增长率达 15%，引育 1000 家数商企业。为服务国家数字化战略和上海城市治理现代化需求，公司在基础构架、云服务能力、大数据中台、行业应用、信息安全等方面进一步提升核心技术能力，有望充分享受政策红利。

● 深入参与上海市大数据资源平台建设与运营，共同建立算力设施公司

2022 年，公司根据战略规划和上海城市数字化转型要求，深入参与上海市大数据资源平台的建设与运营，充分发挥顶层设计和标准规范引领作用，承担多项政府和大型企业数字化转型顶层设计，全力推进上海市、区两级部分“一网通办、一网统管”的平台建设，承接各类数据汇聚、数据治理、数据运营、数据分析挖掘等项目，形成多个核心技术平台。2023 年 6 月，公司与仪电集团等股东共同出资建立算力设施公司，有望打开全新成长空间。

● 盈利预测与投资建议

公司秉承“成为中国一流的智慧城市综合解决方案提供商和运营商”的发展愿景，未来持续成长空间广阔。预测公司 2023-2025 年的营业收入为 52.51、59.72、67.10 亿元，归母净利润为 2.08、2.65、3.28 亿元，EPS 为 0.15、0.19、0.24 元/股，对应 PE 为 74.12、58.25、46.96 倍。考虑到行业的景气度和公司未来的成长空间，首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济环境风险；高端人才队伍储备不足风险；技术风险；商誉减值风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4992.98	4534.25	5250.71	5972.30	6709.75
收入同比(%)	8.77	-9.19	15.80	13.74	12.35
归母净利润(百万元)	256.70	180.80	208.15	264.86	328.49
归母净利润同比(%)	3.00	-29.57	15.13	27.25	24.03
ROE(%)	5.76	3.98	4.43	5.40	6.38
每股收益(元)	0.19	0.13	0.15	0.19	0.24
市盈率(P/E)	60.10	85.33	74.12	58.25	46.96

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价： 11.28 元

基本数据

52 周最高/最低价(元)：17.16 / 8.42

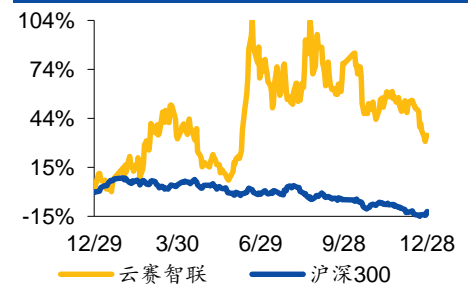
A 股流通股(百万股)：1367.67

A 股总股本(百万股)：1367.67

流通市值(百万元)：15427.36

总市值(百万元)：15427.36

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 王朗

邮箱 wanglang2@gyzq.com.cn

目录

1 公司介绍：坚持智慧城市战略，国资背景优势明显	4
1.1 历史沿革：坚持深挖细分行业，助力数字经济发展	4
1.2 财务分析：营收保持稳健增长，盈利能力有望改善	7
1.3 股权架构：上海国资实际控制，核心团队经验丰富	10
2 行业分析：政策助力行业发展，数字经济前景广阔	12
2.1 政策驱动：行业政策持续出台，数字经济发展迅速	12
2.2 市场空间：数字经济规模巨大，细分领域潜力无穷	14
3 竞争力分析：研发打造竞争优势，算力市场空间巨大	18
3.1 研发优势：积极服务国家战略，加大研发打造优势	18
3.2 布局算力：打造高端数据中心，积极布局算力设施	18
3.3 生态布局：携手微软阿里腾讯，合作共赢成效显著	22
4 盈利预测与投资建议	24
5 风险提示	27

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司主要业务概况	5
图 3：营业收入及毛利率情况	8
图 4：扣非归母净利润及净利率情况	8
图 5：2022 年三大业务收入占比	8
图 6：云服务大数据业务收入情况	9
图 7：行业解决方案业务收入情况	9
图 8：智能化产品业务收入情况	9
图 9：期间费用率情况	9
图 10：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比	10
图 11：公司股权结构（截至 2023 年 10 月 19 日）	10
图 12：我国数字经济规模（单位：万亿元）	14
图 13：我国数字产业化和产业数字化规模（单位：万亿元）	14
图 14：我国智慧城市市场规模概况	15
图 15：中国智慧城市研究框架	16
图 16：我国数据中心机架数量	16
图 17：我国数据中心市场规模	17
图 18：松江大数据计算中心	19
图 19：上海超级计算中心	20
图 20：市级电子政务云架构图	21
图 21：近年来公司与微软部分合作事项	22
图 22：公司主要合作伙伴	23

表 1：公司产品与服务概况.....	7
表 2：数字经济相关政策汇总	13
表 3：公司收入拆分（单位：百万元）	25
表 4：可比公司估值情况.....	25

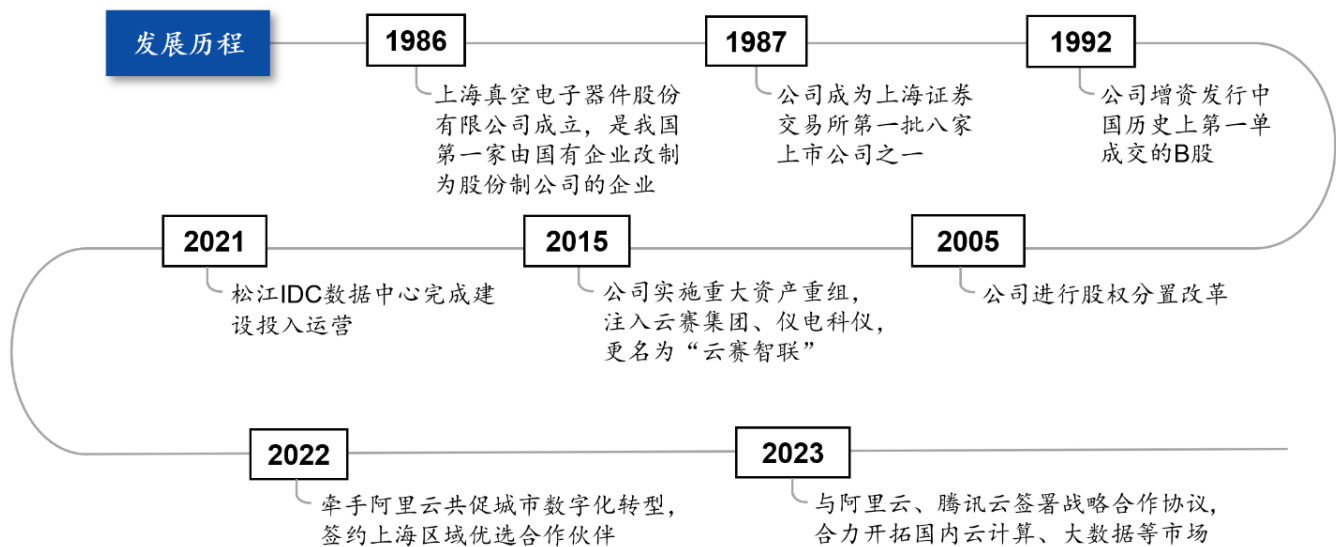
1 公司介绍：坚持智慧城市战略，国资背景优势明显

1.1 历史沿革：坚持深挖细分行业，助力数字经济发展

云赛智联股份有限公司是上海仪电（集团）有限公司旗下的上市公司，是一家以云服务与大数据、智慧城市行业解决方案、智能化产品为核心业务的专业化信息技术服务企业。公司成立于1986年12月。1987年1月，公司作为首家试行股份制国有企业向社会发行股票，是国内最早上市的“老八股”之一。1991年11月，公司又率先获准向境外发行股票，成为中国B股第一家。为了推进公司的转型发展，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上市公司，由上市公司负责运营以新一代信息技术为特征的智慧城市核心产业。

多年来，公司始终坚持智慧城市战略，秉承“成为中国一流的智慧城市综合解决方案提供商和运营商”的发展愿景，践行“做优IDC、做强云服务、做深大数据、布局行业应用”的发展路径，坚持深挖细分行业，履行“强政、兴业、惠民”的责任使命。在推进数字经济、布局数字产业的大背景下，公司以数字化转型为契机，加快数据中台和算力基础设施底座打造，提升数字化转型全链服务能力，深耕“ToG和ToB”业务领域，不断研究和探索智慧城市的商业模式，广泛参与智慧城市应用示范，致力于构建物联网、云计算、大数据等新一代信息技术与平台的新型商业生态，不断提升公司核心实力和综合能力。

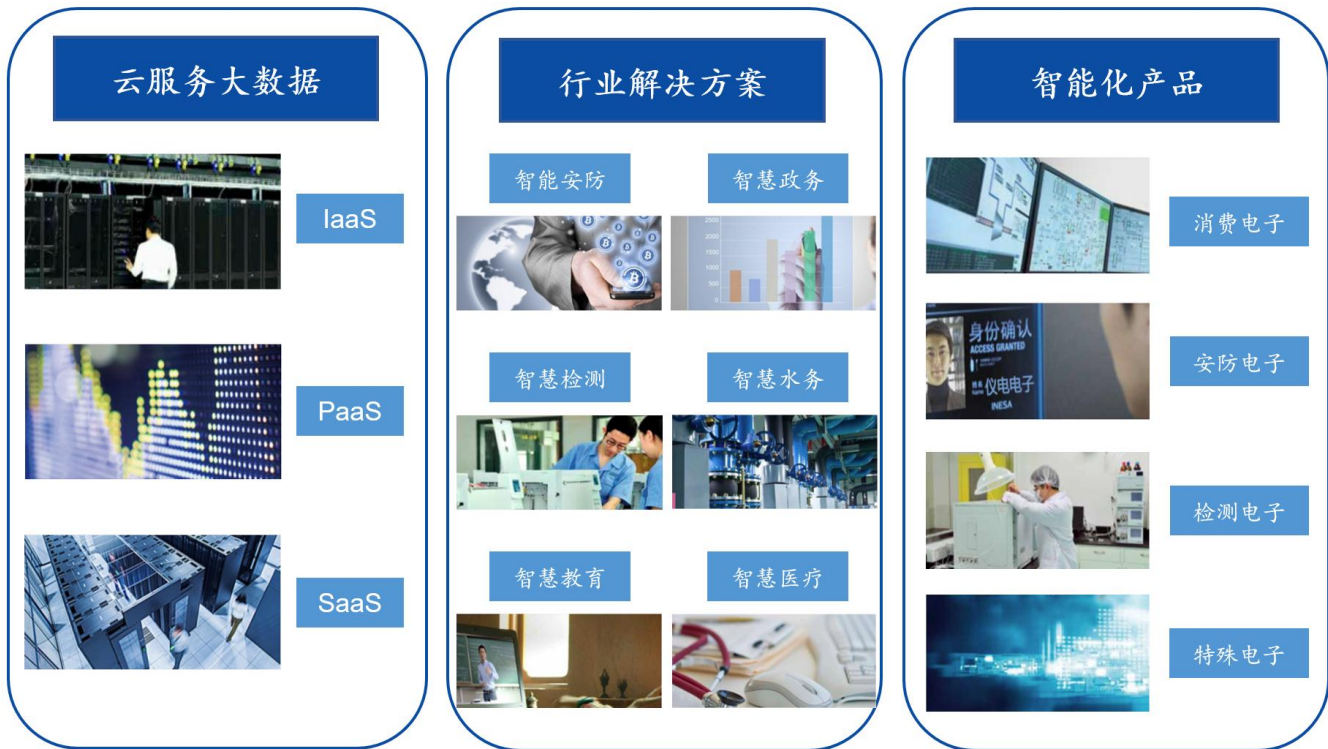
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司正在形成三大业务板块，即云服务大数据“平台”板块，行业解决方案“应用”板块，智能化产品“基础”板块，以支撑战略定位和战略目标的实现。

图 2：公司主要业务概况



资料来源：公司官网，国元证券研究所

■ 云服务大数据：

IaaS: 专业级安全系统服务，访问控制、入侵监测与防护、紧急响应服务等；应用外包服务，负载均衡、主机管理、网络监测、高速缓存、内容分发(CDN)等。

PaaS: 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政务网、政务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。

■ 行业解决方案：

智能安防: 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，同时通过人脸识别、声纹识别、热成像等前沿智能分析技术，广泛应用于银行、公安、安全生产监控等多个领域，科学而有效的保障城市安全。

智慧政务: 智慧政务是引导智慧城市建设的骨干线。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，形成高效、敏捷、便民的新型政府，实现由“电

子政务”向“智慧政务”的转变。主要应用于智慧办公、智慧监管、智慧服务、智慧决策等四大领域，实现公共服务、社会管理、市场监管、经济调节四大职能。

智慧检测：以 INESA 智慧检测协同平台为核心，建立检测应用系统，覆盖产品的种植养殖、生产加工、仓储物流、终端销售、检验检测、政府监管、企业管理、查询验证等生命周期各环节。在建立产品流通信息检测体系标准的基础上，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，从原水、生产、输配、排放、处理等环节实现全过程控制与实时检测，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硬软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：利用实时音视频传输、监控、录制及文件处理、多方咨询、专家信息查询、网上咨询预约审核等功能开展远程会诊咨询，同时以“医示通终端”和“医示通手术示教管理系统”为核心，采用广播级的周边设备和总线式智能控制系统，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。

■ 智能化产品：

消费电子：国内最早从事超短焦激光投影显示技术研发的厂家，专业聚焦于新一代智能显示终端。

安防电子：中国领先的智能监控产品和行业解决方案的供应商，拥有自主知识产权和民族品牌。

检测电子：中国第一家分析仪器专业企业的诞生地，具有丰厚的技术和积累，拥有“上分”、“棱光”、“雷磁”、“上平”、“申光”等多个国内知名自主品牌。

特殊电子：拥有自主知识产权的多系列导航雷达产品，国内导航雷达行业的领导者。

表 1：公司主要产品与服务概况

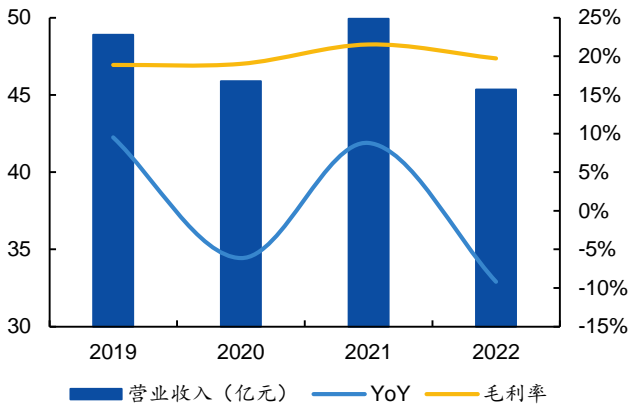
业务类别	主要类型	概况
云服务大数据	IaaS	DCaaS: 宝山云计算中心、徐汇数据中心 NaaS: 互联网接入、虚拟专用网
	PaaS	私有云、专享云、公有云
	SaaS	移动办公即服务、数字出版即服务、统一通信即服务
行业解决方案	智能安防	视频监控系統、入侵报警系統、电子巡更系統、一卡通系統、停車管理系統、公共广播系統、BIM 綜合管理系統、智能识别分析系統、应急指挥解決方案、机房系統、融合会议系統
	智慧政务	智慧政务云平台、政务资源大数据、智慧社区、智慧园区
	智慧检测	食品安全信息追溯平台、餐厨废弃油脂回收管理系统、食品安全智能检测实验室系统解决方案、饮用水水质监测系统解决方案
	智慧水务	城市供水管网产销差管理系统、生活用水在线监测系统
	智慧教育	在线教育系統、智慧校園系統、智慧校園云平台
	智慧医疗	远程医学教育、远程医疗会诊、远程动态心电图诊断、教育管理平台
智能化产品	消费电子	激光电视、智能电视
	安防电子	400 万高清标准枪型网络摄像机、400 万单灯红外高清半球型网络摄像机、400 万电动变焦红外防暴高清半球型网络摄像机、400 万电动变焦红外高清一体化枪型网络摄像机、400 万红外高清半球型网络摄像机、400 万红外高清一体化枪型网络摄像机、高清网络硬盘录像机、混合型嵌入式硬盘录像机、同轴高清嵌入式硬盘录像机、嵌入式硬盘录像机、智能高清网路硬盘录像机
	检测电子	分析仪器：食品安全检测仪、系列紫外可见分光光度计、液相色谱仪、气相色谱仪、火焰光度计、原子吸收分光光度计、荧光分光光度计 电化学仪器：pH 计、电导率仪、离子计、便携式溶氧仪、水质多参数分析仪、自动滴定仪、环保分析仪、在线监测仪、重金属检测仪 物理光学仪器
	特殊电子	岸基监控雷达解决方案、软件化雷达解决方案、电子海图导航系统解决方案

资料来源：公司官网，国元证券研究所

1.2 财务分析：营收保持稳健增长，盈利能力有望改善

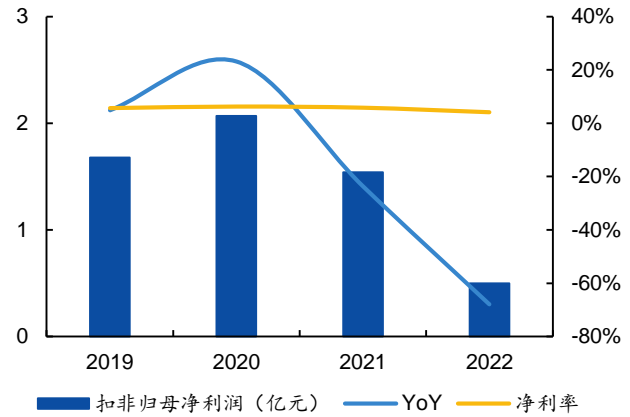
2022 年，公司实现营业收入 45.34 亿元，同比下滑 9.19%，实现扣非归母净利润 0.50 亿元，同比下滑 67.94%，毛利率为 19.74%。2023 年前三季度，公司实现营业收入 37.06 亿元，同比增长 19.67%，实现扣非归母净利润 0.99 亿元，同比增长 284.19%，毛利率为 18.82%。

图 3：营业收入及毛利率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 4：扣非归母净利润及净利率情况

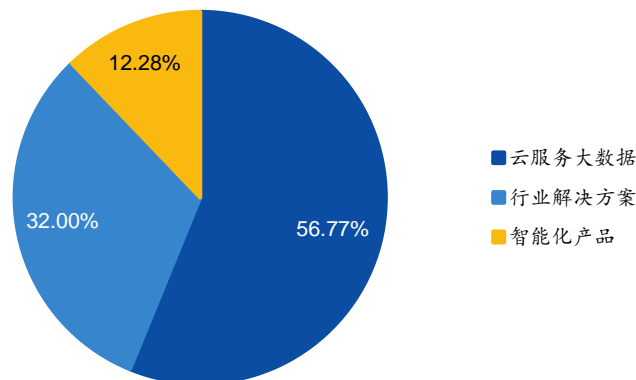


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

目前，公司的核心业务为云服务大数据、行业解决方案和智能化产品。

2022 年，云服务大数据的收入占比为 56.77%，行业解决方案的收入占比为 32.00%，智能化产品的收入占比为 12.28%。

图 5：2022 年三大业务收入占比



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

注：除了这三大业务，公司业务还包括：其他产品、公司内各业务分部相互抵消、其他业务。

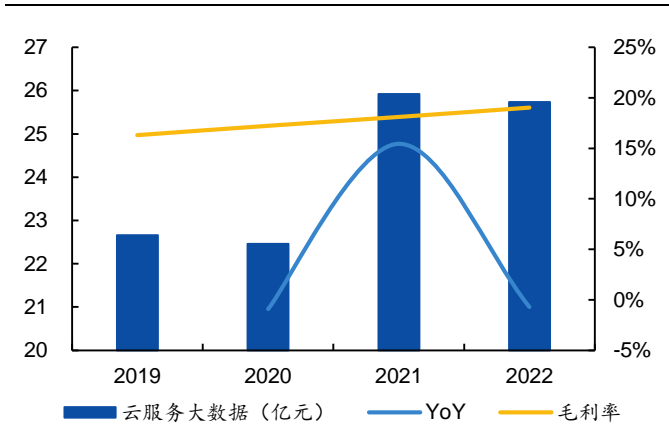
云服务大数据：公司在云服务大数据板块坚持“做优 IDC、做强云服务、做深大数据”的战略路径。“做优 IDC”战略是以高等级数据中心建设和运营为核心，打造公司城市数字化转型业务坚实的数字底座。相关业务包括：IDC 基础设施和增值业务、互联网接入、VPN 业务、IaaS 业务等，以出租计算、存储、带宽等服务资源收取租金方式盈利。“做强云服务”是公司在 ToG 和 ToB 领域的战略路径实施方向。业务涵盖各类云计算相关服务，包括云资源转售、云服务 MSP 和自主研发的云管平台 CMP 销售等，主要通过为政企客户提供 IT 解决方案获得收入。“做深大数据”是公司服务于智慧城市解决方案数据中台的战略实施路径。公司是上海市大数据中心资源平

台总集成商和运维商、数据运营平台总运营商，迄今为止，已为国资委等多个委办提供派驻式服务。该业务为公司核心业务，2020年以来，云服务大数据业务的收入占比不断加大，2022年，实现营业收入25.74亿元，毛利率为19.03%。

行业解决方案：“布局行业应用”是公司行业解决方案板块的核心战略路径。行业解决方案主要包括城市安全治理和智慧民生两个方面。城市安全治理领域的行业应用以“安防智能化+信息化”融合的整体解决方案为核心，以全链服务能力促城市治理数字化转型。智慧民生领域涵盖了教育、医疗、市政民生、检测溯源等行业。2022年，行业解决方案业务实现营业收入14.51亿元，毛利率为15.33%。

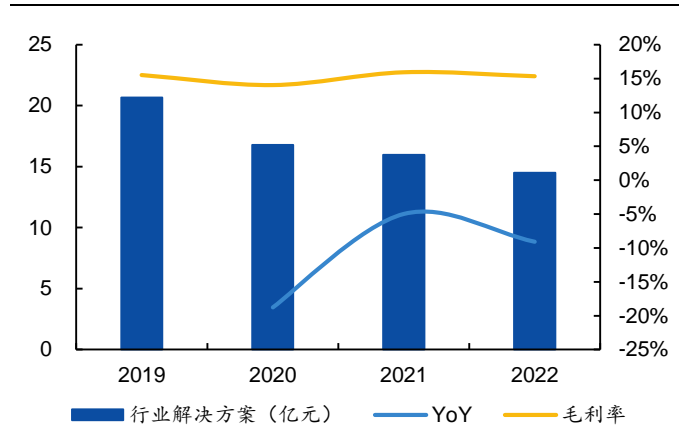
智能化产品：智能化产品板块业务以自主研发、生产、销售和项目实施为主要业务模式，同时往平台运营、软硬件一体化终端综合服务方式转型。2022年，智能化产品实现营业收入5.57亿元，毛利率为37.44%。

图 6：云服务大数据业务收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

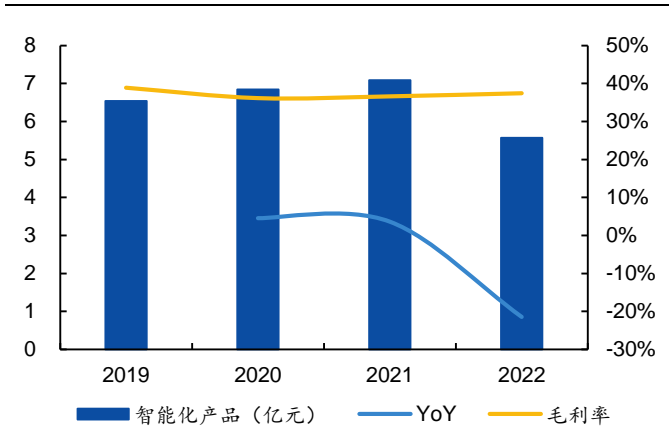
图 7：行业解决方案业务收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

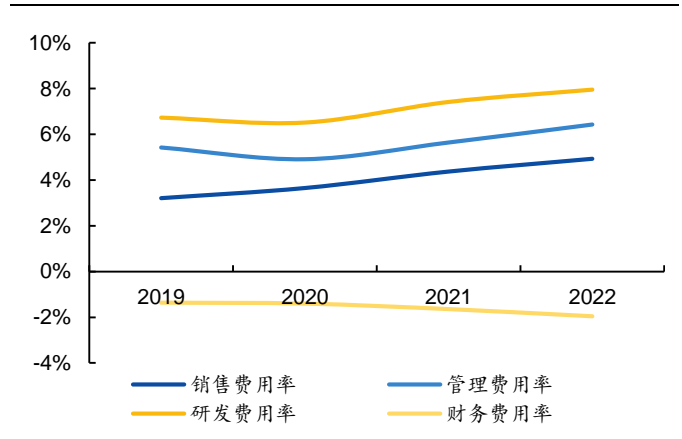
2019-2022年，公司期间费用合计数分别为6.85、6.27、7.88、7.87亿元，占营业收入的比例分别为14.00%、13.67%、15.79%、17.36%。2022年，公司研发投入为3.61亿元，占营业收入的比例为7.96%。

图 8：智能化产品业务收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

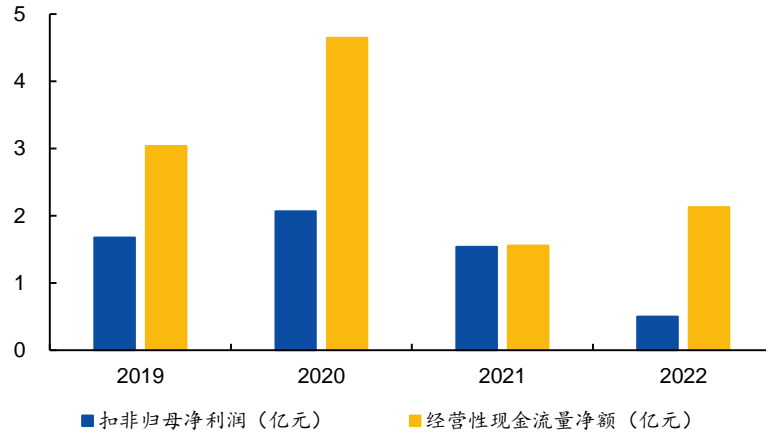
图 9：期间费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2019-2022 年，公司经营性现金流量净额分别为 3.04、4.65、1.56、2.13 亿元。2022 年，公司经营性现金流量净额增加的主要原因系资金回笼增加。

图 10：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比

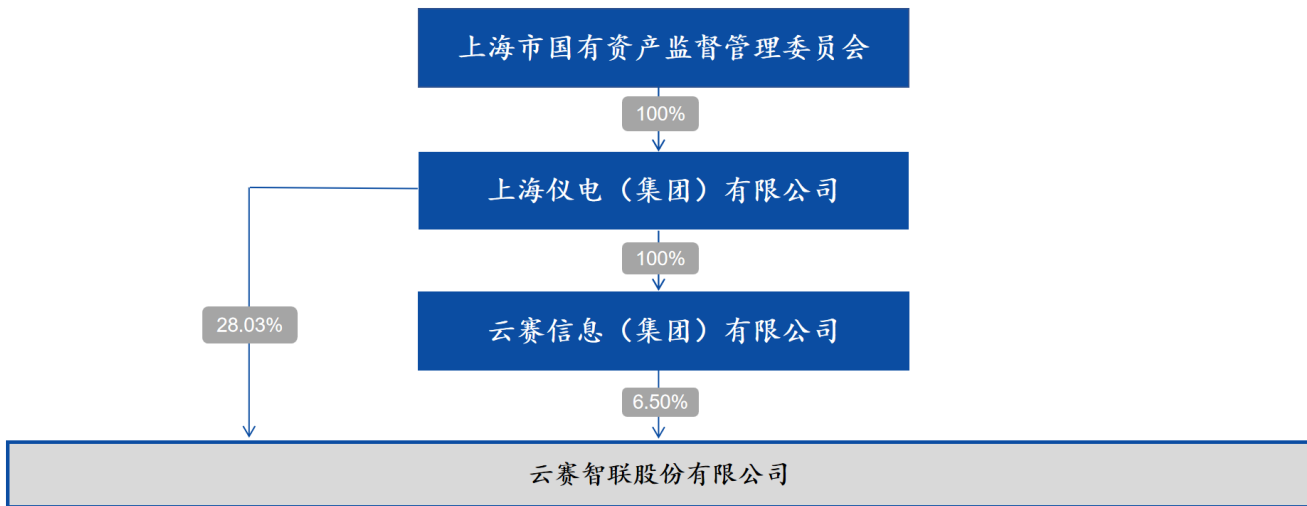


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

1.3 股权架构：上海国资实际控制，核心团队经验丰富

目前，上海仪电（集团）有限公司为公司第一大股东，直接持有公司 28.03% 的股份，上海仪电（集团）有限公司旗下云赛信息（集团）有限公司直接持有公司 6.50% 的股份，合计持有公司 34.53% 的股份。公司实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。

图 11：公司股权结构（截至 2023 年 10 月 19 日）



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，国元证券研究所

股权结构变更：2023 年 8 月 24 日，公司收到公司控股股东上海仪电电子（集团）有限公司（以下简称“仪电电子集团”）通知，经仪电电子集团召开董事会，决定将仪电电子集团持有的公司 383337947 股股份（占公司已发行股本总额 28.03%）无偿划转至上海仪电（集团）有限公司（以下简称“仪电集团”）。2023 年 8 月 24 日，仪电电子集团与仪电集团已签订了《无偿划转协议》，本次划转完成后，仪电集团将

直接持有公司 383337947 股股份（占公司已发行股本总额 28.03%），仪电电子集团不再持有公司的股份，公司的实际控制人未发生变动。2023 年 10 月 19 日，公司收到仪电电子集团提供的由中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》，确认了上述国有股权无偿划转已完成过户登记手续。

上海仪电（集团）有限公司副总裁黄金刚先生于 2023 年 5 月 19 日经选举继续担任公司董事长。黄金刚，男，1965 年 5 月出生，硕士学位，工程师，曾任中原（中国）核电建设公司电仪事业部总经理兼 220KV 倒送电总指挥，富叶实业集团上海巨盛通讯连锁有限公司常务副总经理，上海金硅科技发展有限公司执行总裁，上海复安信息技术有限公司总经理，上海广电通讯网络有限公司总经理，上海广电信息股份产业有限公司总经理，党委副书记，云赛信息（集团）有限公司总经理，党委副书记，本公司第九届、第十届、第十一届董事会董事长。现任上海仪电（集团）有限公司党委委员，副总裁，本公司第十二届董事会董事长。

2 行业分析：政策助力行业发展，数字经济前景广阔

2.1 政策驱动：行业政策持续出台，数字经济发展迅速

在世界经济数字化转型的大趋势下，中国高度重视发展数字经济，在创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念指引下，积极推进数字产业化、产业数字化，引导数字经济和实体经济深度融合，推动经济高质量发展。2021年12月，国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，强调了数字经济对国民经济的重要性，将为中国经济发展提供强大动力，成为国民经济增长的新引擎。近年来，数字化正加速改变经济社会发展形态，发展数字经济已经成为构筑竞争优势的关键力量。国家“十四五”规划指出，要加快数字化发展，推进数字产业化和产业数字化，推动数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群。2023年2月，中共中央、国务院印发《数字中国建设整体布局规划》，指出：建设数字中国是数字时代推进中国式现代化的重要引擎，是构筑国家竞争新优势的有力支撑。加快数字中国建设，对全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴具有重要意义和深远影响。

智慧城市建设对产业创新有着很大的推动作用，目前，我国智慧城市建设已经成为科技创新、产业转型升级的重要引擎。各地政府结合本地实际，积极探索智慧城市和产业融合的道路，推进数字经济发展。目前，智慧城市发展正处于快速发展期，未来，随着技术的不断创新和市场的逐步成熟，智慧城市将迎来更广阔的发展空间和更为广泛的应用场景。近年来，国家先后发布《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》、《“十四五”数字经济发展规划》、《关于加强数字政府建设的指导意见》等政策和文件，明确了智慧城市作为我国城镇化发展和实现城市可持续发展方案的战略地位。2021年，《中华人民共和国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》提出“分级分类推进”、“加快数字化发展”赋予了智慧城市发展更多新的内涵。《关于加强数字政府建设的指导意见》提出：推进智慧城市建设，推动城市公共基础设施数字转型、智能升级、融合创新。上述政策为智慧城市行业的大力发展提供了政策支持。

全球数据中心市场规模依然在增长，中国的市场规模占比约为三分之一。2021年5月，国家发展改革委等部门联合印发《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》，启动实施“东数西算”工程；2022年2月，国家发展改革委印发了10个国家数据中心集群规划，完成了全国一体化大数据中心体系总体布局设计，“东数西算”工程正式全面启动。

表 2：数字经济相关政策汇总

时间	政策名称	颁布单位	主要内容
2023.12	《深入实施“东数西算”工程 加快构建全国一体化算力网的实施意见》	国家发展改革委、国家数据局、中央网信办、工业和信息化部、国家能源局	加强通用计算、智能计算、超级计算等多元算力资源的科学布局，提升国家枢纽节点各类算力资源的综合供给水平。引导各类算力向国家枢纽节点集聚，国家枢纽节点外原则上不得新建各类大型及超大型数据中心，坚决避免区域间盲目无序竞争。
2023.07	《立足数字经济新赛道 推动数据要素产业创新发展行动方案（2023-2025年）》	上海市人民政府办公厅	①打造资源配置新枢纽、加快培育数据要素市场；②加强数据产品新供给、打响上海数据品牌；③激发场景应用新需求、深化数据资源开发利用；④发展数商新业态、推动数据产业集群发展；⑤布局发展新空间、打造数据产业地标；⑥营造发展新生态、增强产业综合支撑；⑦构建全方位保障体系。
2023.06	《关于更好发挥数据要素作用进一步加快发展数字经济的实施意见》	中共北京市委、北京市人民政府	推动建立供需高效匹配的多层次数据交易市场，充分挖掘数据资产价值，打造数据要素配置枢纽高地。力争到 2030 年，本市数据要素市场规模达到 2000 亿元，基本完成国家数据基础制度先行先试工作，形成数据服务产业集聚区。
2023.02	《数字中国建设整体布局规划》	中共中央、国务院	加强整体布局，按照夯实基础、赋能全局、强化能力、优化环境的战略路径，全面提升数字中国建设的整体性、系统性、协同性，促进数字经济和实体经济深度融合，以数字化驱动生产生活和治理方式变革，为以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴注入强大动力。
2022.11	《“十四五”城镇化与城市发展科技创新专项规划》	科技部、住房城乡建设部	以数字化、智能化技术为基础，开展智能建造与智慧运维基础共性技术和关键核心技术研发与转化应用，促进建筑业与信息产业等业态融合，显著提高建筑工业化、数字化、智能化水平，推进市政公用设施的物联网应用和智能化改造，提升建筑与市政公用设施系统协同管控能力、保障设施供给安全，提升城市运维效率。
2022.06	《关于加强数字政府建设的指导意见》	国务院	①构建协同高效的政府数字化履职能力体系；②构建数字政府全方位安全保障体系；③构建科学规范的数字政府建设制度规则体系；④构建开放共享的数据资源体系；⑤构建智能集约的平台支撑体系；⑥以数字政府建设全面引领驱动数字化发展；⑦加强党对数字政府建设工作的领导。
2021.12	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	以数据为关键要素，以数字技术与实体经济深度融合为主线，加强数字基础设施建设，完善数字经济治理体系，协同推进数字产业化和产业数字化，赋能传统产业转型升级，培育新产业新业态新模式，不断做强做优做大我国数字经济，为构建数字中国提供有力支撑。
2021.11	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	工业和信息化部	①推动软件产业链升级；②提升产业基础保障水平；③强化产业创新发展能力；④激发数字化发展新需求；⑤完善协同共享产业生态。培育壮大市场主体，加快繁荣开源生态，提高产业集聚水平，形成多元、开放、共赢、可持续的产业生态。
2021.11	《上海市数据条例》	上海市人民代表大会常务委员会	以促进数据利用和产业发展为基本定位，紧扣以规范促发展、以保护促利用的立法主线，聚焦数据权益保障、数据流通利用、数据安全治理三大环节，结合数字经济相关市场主体的发展瓶颈，在满足安全要求的前提下，最大程度促进数据流通和开发利用、赋能数字经济和社会发展。
2021.05	《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》	国家发展改革委、中央网信办、工业和信息化部、国家能源局	组织开展全国一体化大数据中心协同创新体系重大示范工程，在数据中心直连网络、一体化算力服务、数据流通和应用等领域开展试点示范，支持服务器芯片、云操作系统等关键软硬件产品规模化应用。支持开展“东数西算”示范工程，深化东西部算力协同。

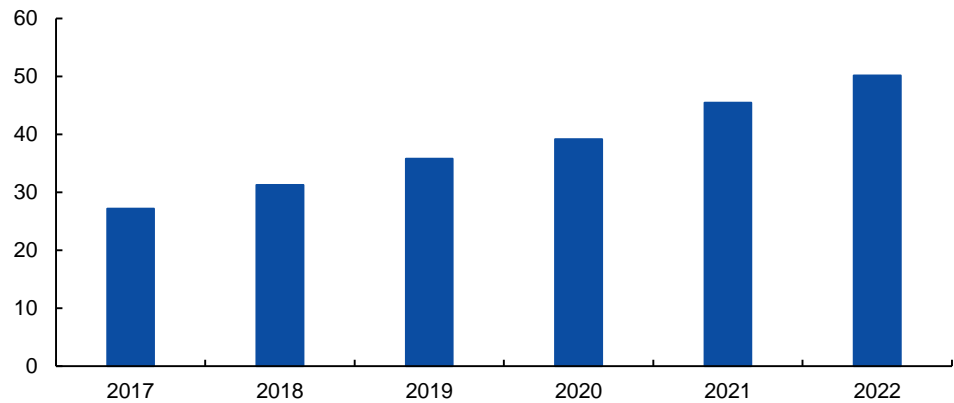
资料来源：上海市人民政府官网，北京市人民政府官网，中国政府网，工信部官网，国家发展改革委官网，公司公告，国元证券研究所

2.2 市场空间：数字经济规模巨大，细分领域潜力无穷

2.2.1 数字经济规模巨大

中国数字化转型市场规模持续增长：我国正在加快推进数字技术与实体经济深度融合，推进数字产业化和产业数字化，加快数字社会的建设步伐。预测 2021-2026 年将会是数字化发展的黄金时期，政府“十四五”期间与数字经济相关的规划为数字化转型提供了良好的政策和资金保障。根据中国信通院的数据，2022 年，我国数字经济规模达到 50.2 万亿元，同比增加 4.68 万亿元，我国数字经济持续做大。

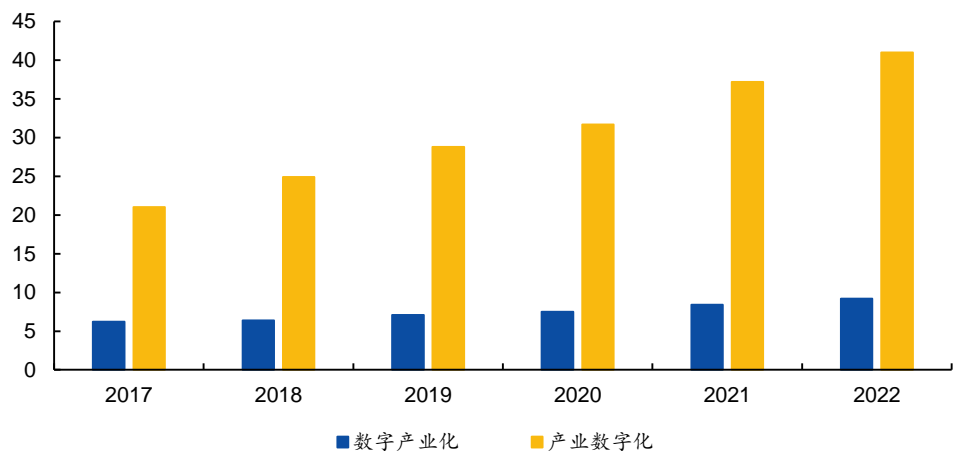
图 12：我国数字经济规模（单位：万亿元）



资料来源：中国信通院《中国数字经济发展研究报告（2023 年）》，国元证券研究所

根据中国信通院的数据，2022 年，我国数字产业化规模达到 9.2 万亿元，同比名义增长 10.3%，占 GDP 比重为 7.6%，占数字经济比重为 18.3%，数字产业化向强基础、重创新、筑优势方向转变。同时，互联网、大数据、人工智能等数字技术更加突出赋能作用，与实体经济融合走深向实，产业数字化探索更加丰富多样，产业数字化对数字经济增长的主引擎作用更加凸显。2022 年，产业数字化规模为 41.0 万亿元，同比名义增长 10.3%，占 GDP 比重为 33.9%，占数字经济比重为 81.7%。

图 13：我国数字产业化和产业数字化规模（单位：万亿元）



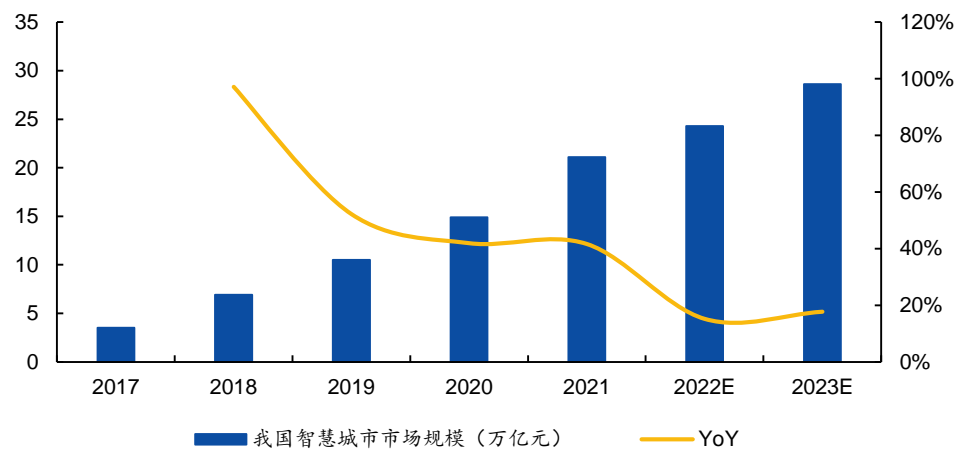
资料来源：中国信通院《中国数字经济发展研究报告（2023 年）》，国元证券研究所

从行业数字化应用来看，互联网、政府事务、金融和电信四大领域成为引领数字化转型发展的重要产业。其中，互联网、金融和电信三个行业由于信息化水平高，研发力量雄厚，在业务数字化转型方面处于领先地位；政府数字化转型成为近年来政府信息化建设的关键环节，与政府数据整合和开放共享、民生服务、社会治理、市场监管相关的应用需求持续火热。

2.2.2 智慧城市前景广阔

数字经济赋能新型智慧城市建设：目前，我国智慧城市建设已经成为科技创新、产业转型升级的重要引擎。根据中国信通院的数据，中国智慧城市市场规模近几年均保持30%以上增长，2021年市场规模达21.08万亿元，预计2022年市场规模将达24.3万亿元。未来，随着技术的不断创新和市场的逐步成熟，智慧城市将迎来更广阔的发展空间和更为广泛的应用场景。

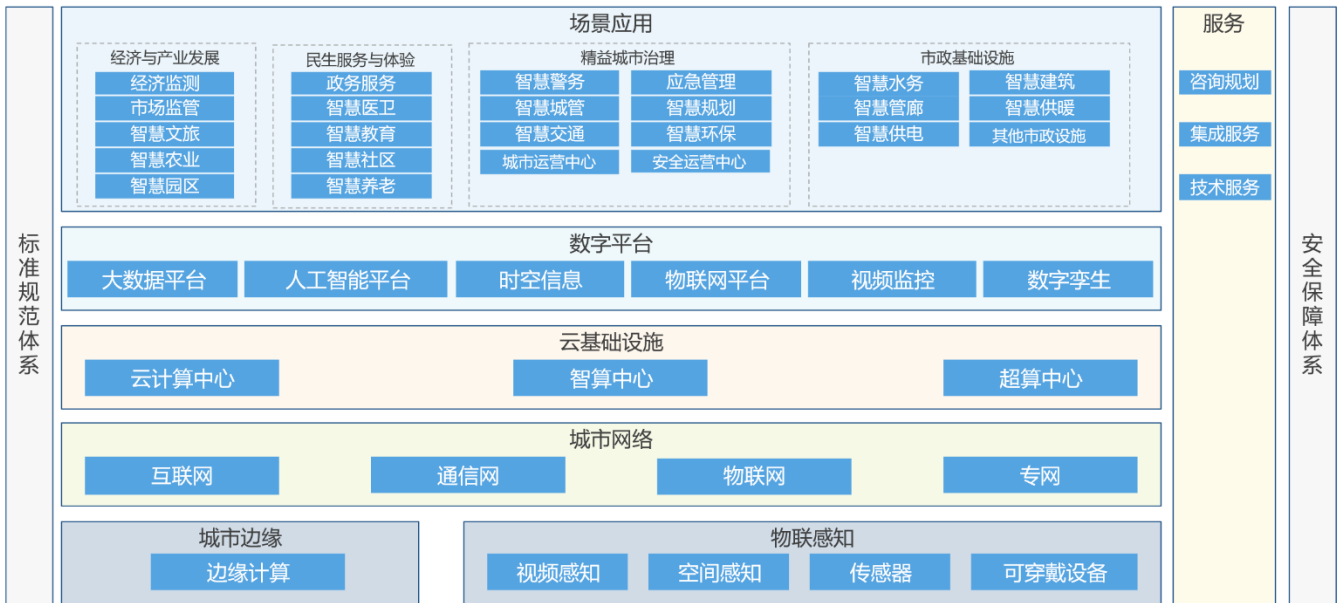
图 14：我国智慧城市市场规模概况



资料来源：中国信通院，中商产业研究院，国元证券研究所

随数字技术向下游行业的渗透融合，智慧城市应用场景也不断扩充，向城市基层延伸，数字政府、智慧学校、智慧医疗、智慧交通、智慧园区等领域已实现深入应用。新型智慧城市发展重点正逐渐向营造优质环境、长效可持续发展转变，以实现城市内在需求。面对日益错综复杂的环境，新型智慧城市的建设与城市发展的联系将更加紧密。

图 15：中国智慧城市研究框架

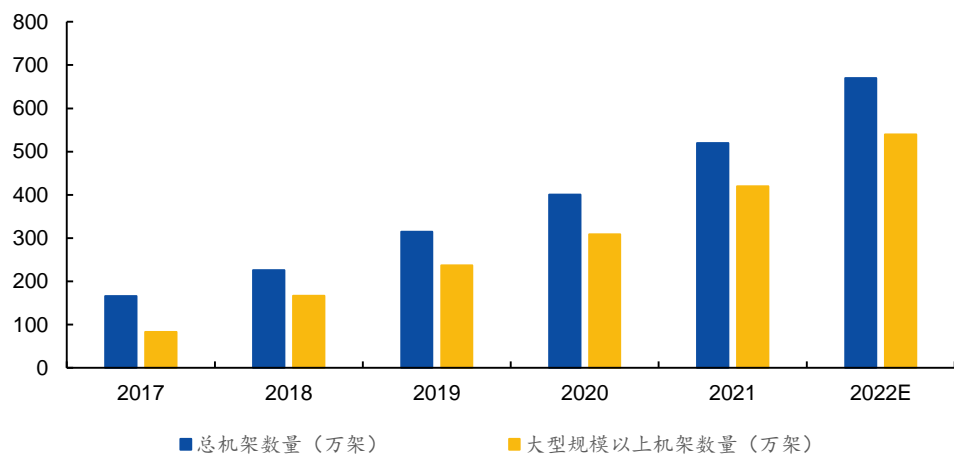


资料来源：IDC，国元证券研究所

2.2.3 数据中心快速发展

IDC 数据中心产业持续增长，向绿色、低碳、集约化方向发展：“东数西算”枢纽节点和一线城市日益严格的 PUE 限制指标，使得高品质 IDC 数据中心成为越来越稀缺的资源，也越来越成为资本市场关注的焦点。IDC 数据中心是大数据存储及运营维护的基础载体。国内数据中心产业在国家政策的大力支持与互联网技术飞速发展背景下兴起，已成为现代数字社会中不可或缺的基石。根据中国信通院的数据，近年来，我国数据中心机架数量稳步增长，按照标准机架 2.5kW 统计，2021 年我国在用数据中心机架数量达 520 万架，其中，大型以上机架数量增长更为迅速，达到 420 万架，占比 80%。

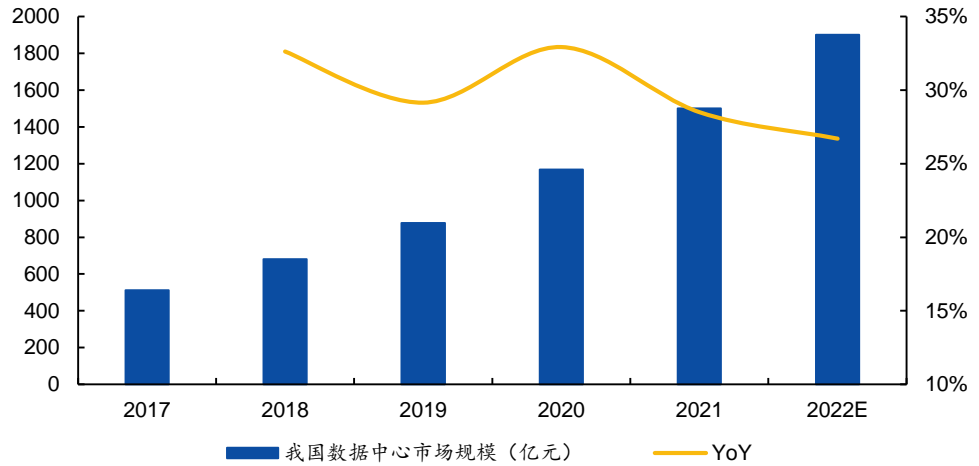
图 16：我国数据中心机架数量



资料来源：中国信通院《数据中心白皮书（2022 年）》，工信部信息通信发展司，国元证券研究所

受新基建、数字化转型及数字中国远景目标等国家政策促进及企业降本增效需求驱动，我国数据中心市场规模持续高速增长。根据中国信通院的数据，2021年，我国数据中心行业市场规模达到1500亿元左右。随着我国各地区、各行业数字化转型的深入推进，我国数据中心市场规模将保持持续增长态势。

图 17：我国数据中心市场规模



资料来源：中国信通院《数据中心白皮书（2022年）》，国元证券研究所

3 竞争力分析：研发打造竞争优势，算力市场空间巨大

3.1 研发优势：积极服务国家战略，加大研发打造优势

积极服务国家战略，承接各类重大项目：公司坚持以党的二十大精神和国家、上海数字经济发展战略为指引，主动服务于上海全面提升城市治理现代化水平的战略目标。目前，公司已经成为上海市大数据中心资源平台总集成商和运维商、数据运营平台总运营商。为服务国家数字化战略和上海城市治理现代化需求，公司在基础构架、云服务能力、大数据中台、行业应用、信息安全等方面持续提升核心技术能力，深入推进ToG、ToB领域信息化、数字化、智能化项目建设，不断加强数据治理和数据运营能力的培养，初步形成大数据全生命周期服务能力。公司积极参与上海市大数据资源平台的建设运维，承接了多个区“一网通办、一网统管”平台和数个大型企业数字化转型顶层设计。为发挥标准规范引领作用，公司主导发布智慧城市领域国家标准GB/T42760-2023《智慧城市感知终端应用指南》，强化提升了公司在城市“一网统管”领域的竞争力，牵头发布了国内首个禁捕领域数据地方性标准DB31DSJ/Z001-2023《禁捕数据元规范》，推动了禁捕监测预警、行政执法、长三角联动等数据互联互通。

维持高研发投入，打造竞争优势：公司长期致力于提升企业核心竞争力，拥有一支稳定的专业人才队伍，大学本科及以上学历占比70%，拥有智能化和计算机信息化等近20项行业顶级资质，信息系统涉密甲级、互联网视频服务等专项资质，拥有地处G60科技走廊符合国家环保标准并通过国家最高安全等级认证的机房。2022年，公司研发投入为3.61亿元，占营业收入的比重为7.96%，完成知识产权申请75项，其中申请发明专利28项，14家子公司保持高新技术企业称号，新获批1家市级企业技术中心，共申报和完成各类政府项目7个，继续与清华大学、中科院等单位在大数据应用和数字模型开发等方面充分发挥双方优势深入产学研合作交流。2023年上半年，公司研发投入为1.70亿元，占营业收入的比重为6.81%，申请知识产权14项，其中发明专利2项，完成国家标准制定1项，14家子公司保持高新技术企业称号。

3.2 布局算力：打造高端数据中心，积极布局算力设施

3.2.1 以高等级数据中心建设和运营为核心，打造城市数字化转型业务坚实的底座

公司下属上海科技网络通信有限公司定位于中立第三方高端数据中心运营商，现有徐汇数据中心、宝山云计算中心、宝山大数据中心、松江大数据中心共计超过7000个机柜资源。松江大数据中心一期项目获得“长三角绿色低碳示范数据中心大奖”，并成为“国家新型数据交换中心节点”，通过“国标最高等级的增强级（GB50174-2017A级）”认证。2023年上半年，松江大数据中心一期全面投入运营，公司投资建设的110KV独立电力用户站正式启用，为数据中心二期项目做好了准备。2023年5月16日，上海市经济和信息化委员会公布了新一批明确符合《上海市数据中心建设导则（2021版）》的拟建数据中心项目名单，松江大数据计算中心二期顺利通过拟建数据中心符合性评估和专家评审，取得数据中心建设能耗指标。

图 18：松江大数据计算中心



资料来源：公司微信公众号，国元证券研究所

数据中心运营业务主要为政府和企业客户提供个性化需求的托管服务，建设和运营市国资委国企监管云、市委网信办媒体云，为中国太平洋保险集团、光明集团等诸多重要客户提供服务。作为上海城市数字化转型主力军的基础和支撑，公司代表着上海国资国企的高端数据中心和算力中心，致力于为客户提供全栈式可持续的数据中心解决方案和端到端的优质服务保障。2023 年上半年，科技网承建的上海市经信委服务业大数据安全分析平台项目完成验收，媒体云项目通过国信中心评估，国资监管云统一运维平台正式启动运行，公司“金融信创数据中心”解决方案荣获“2022 年度中国 IDC 产业数据中心优秀解决方案”，松江大数据中心入选“上海市新型数据中心创新发展案例—高能效”名单。

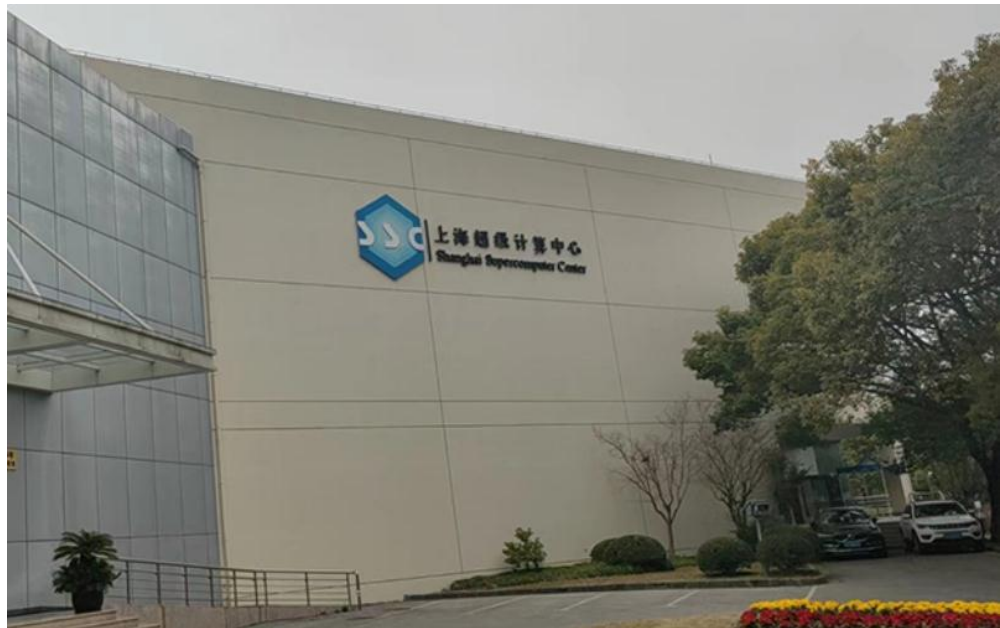
2023 年 8 月 4 日上午，上海市经济和信息化委员会信息基础设施管理处处长潘焱一行到上海仪电旗下云赛智联所属上海科技网松江大数据计算中心调研。潘焱处长表示，上海仪电、云赛智联和上海科技网规划、建设、运营的松江大数据计算中心园区作为市属唯一国资高端数据中心园区，已具备提供高端算力服务的能力，获得客户的高度认可。松江二期项目作为上海市 2023 重大功能性事项导入松江新城，进一步扩充了上海科技网数据中心资源规模，增强了企业的行业竞争力。希望云赛智联和上海科技网站上更高平台、输出更优能力，以高可用数据中心为上海城市提供高性能算力服务，助力上海经济高质量发展。

3.2.2 抢抓算力战略发展机遇，与仪电集团等股东共同出资建立算力设施公司

共同发起成立上海市算力网络协会：作为上海城市数字化转型建设主力军，公司近年来积极推动算网融合建设，提前布局智能算力等前沿领域。2022 年 9 月，公司与生态伙伴共同发起成立上海市算力网络协会，携手上海超算中心、三大运营商及行业领先企业，推动算力产业智能化、绿色化、协同化发展，积极培育壮大上海市算力产业发展，助力构建长三角地区算力服务发展格局。

中标上海超级计算中心市公共算力服务平台建设项目：2022年11月，公司成功中标上海超级计算中心市公共算力服务平台建设项目，着手布局算力网络，打造上海市超大规模人工智能计算和赋能平台。2023年上半年，人工智能计算机集群正式上电开机。公共算力服务平台作为引领人工智能产业发展的重要一环，其产业地位愈发凸显。该项目建设的公共算力服务平台通过“扶持国产算法框架、共享专用算法模型、创新数据应用模式、提供普惠算力资源”，将有力支撑上海市科技创新研发、城市数字化转型和人工智能产业发展。同时也与公司“做优 IDC、做强云服务、做深大数据、布局人工智能”的战略路径相吻合。

图 19：上海超级计算中心



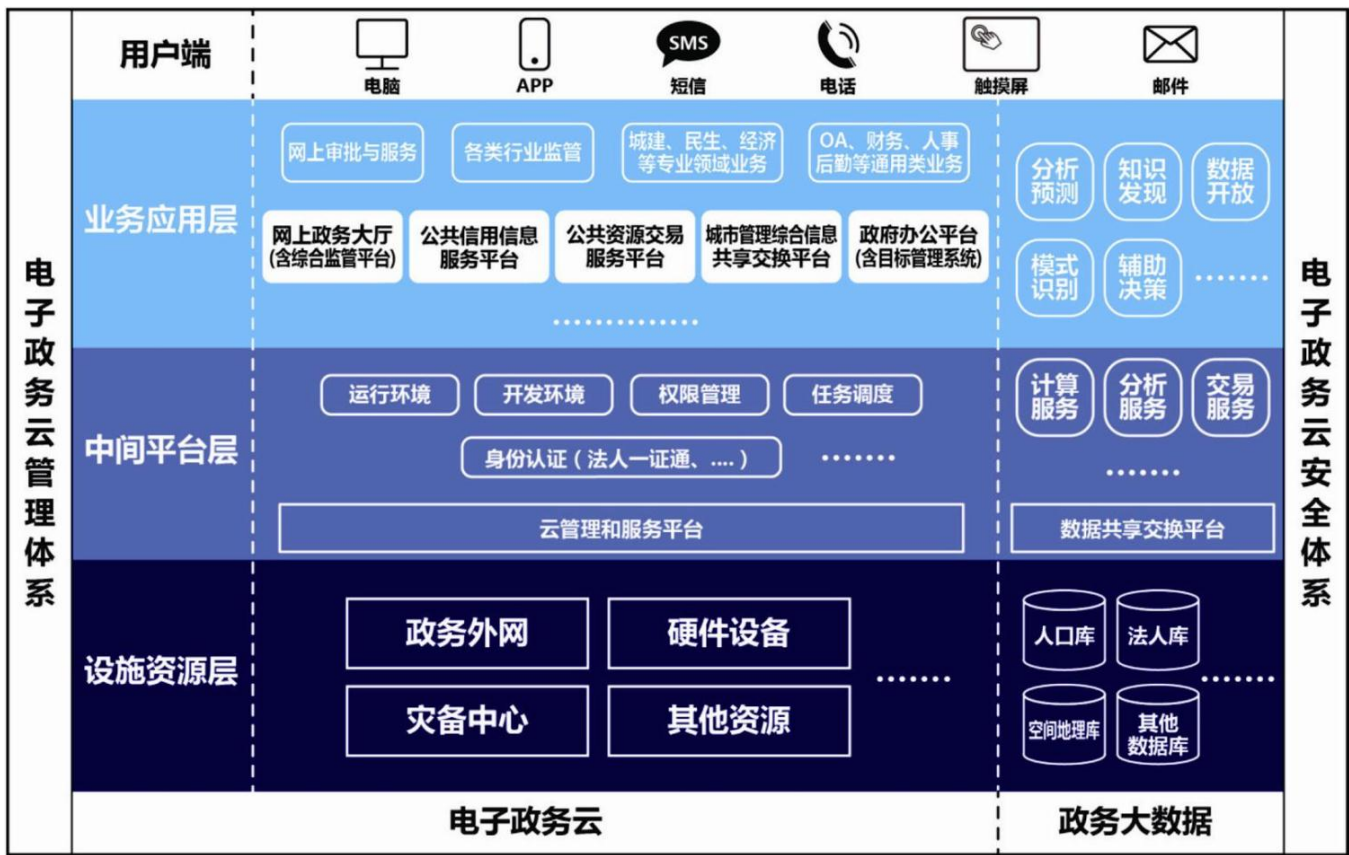
资料来源：公司官网，国元证券研究所

为抓住算力中心发展战略机遇，并推动建设面向全国及长三角区域服务、支持跨域资源调度的算力中心的需求，2023年6月，公司与仪电集团、数据集团、信投股份及其他非关联股东方，以向上海智能算力科技有限公司非同比例增资的方式，共同出资建立算力设施公司。其中，仪电集团作为主要发起方，在合资公司评估值基础上进行现金增资，拟增资至88000万元，持股44%；公司拟增资22000万元，持股11%；数据集团拟增资20000万元，持股10%；信投股份拟增资40000万元，持股20%；其他非关联股东拟增资30000万元，持15%。

3.2.3 以数据中心为基石提供各类 IT 服务，积极探索智慧城市商业模式

自2017年公司成功中标上海市电子政务云 IaaS 平台后，公司在政务大数据领域不断取得突破，相继完成了上海市电子政务云中间平台的建设和运营，上海市电子政务云 PaaS 平台的建设，中标2019-2020年上海市 DaaS 数据平台集成和数据运营总包项目，2020年上海市大数据中心(2020-2022)数据运营服务，2021年上海市大数据中心大数据资源平台建设二期项目，2022年，公司再度中标上海市大数据中心建设运营一体化项目。

图 20：市级电子政务云架构图



资料来源：《上海市电子政务云建设工作方案》，国元证券研究所

2023 年，公司成功中标“上海市域铁路调度、运营和技能培训基地工程云平台建设和服务”项目，是继“国资云”、“媒体云”、“粮食云”、“园区云”后的又一重大行业云项目。

以数据资源平台为支撑，拓展上海各区“两网建设”城市数字化转型业务，迄今为止，公司已在闵行、崇明等十个区分别实施了大数据建设和运营及“两网建设”项目。公司以上海城市数字化转型经验拓展延伸助力外省市数字化治理，2022 年成功中标成都市“智慧蓉城运行管理平台数据资源能力提升”平台建设项目、“智慧蓉城运行管理平台数据治理服务采购项目”。2023 年上半年，公司成功中标上海市电子政务基础设施运行维护项目和各区大数据资源平台项目。

公司主导编制的国家标准《智慧城市 感知终端应用指南》正式发布：2023 年 6 月，由公司牵头，中国电子技术标准化研究院、华为、海康威视、清华同衡、中移雄安、中电科、商汤等全国信标委智慧城市标准工作组成员历时三年共同编制的国家标准《智慧城市 感知终端应用指南》正式发布，国家标准代号为 GB/T42760-2023。

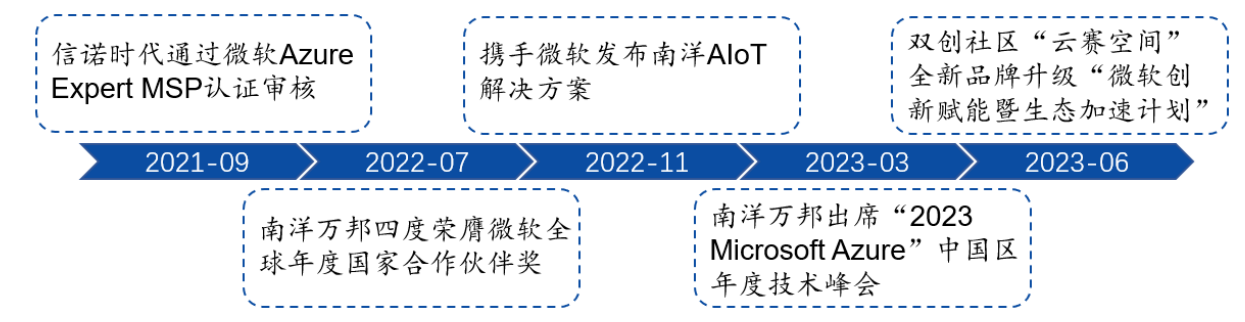
作为上海城市数字化转型主力军和排头兵，公司不断固化、提升多年来在智慧城市建设、运营、管理方面积淀的成功经验和技術能力，积极参与国家、行业智慧城市标准体系建设工作。近年来，公司参与发布了《智慧城市运营中心 第 1 部分：总体要求》、《智慧城市 智慧停车 第 1 部分：总体要求》、《智慧城市 公共信息与服务支撑平

台第2部分：目录管理与服务要求》等多份国家标准。此次《智慧城市感知终端应用指南》的成功发布，是公司首次主导发布的智慧城市领域国家标准，进一步扩大了公司行业影响力，强化提升了公司在以物联感知为基础的城市“一网统管”领域的竞争力，为公司承担的长江禁渔智能管控、世博文化公园智慧园区等重大项目保驾护航，有力支撑公司实现“国内一流的智慧城市综合解决方案提供商和运营商”、“中国一流的信息服务提供商”的战略愿景。

3.3 生态布局：携手微软阿里腾讯，合作共赢成效显著

公司是微软 Azure 云、华为云、阿里云、天翼云的重要合作伙伴，为用户提供建云/上云/迁移/云管/运营的全系列云服务。公司下属南洋万邦连续三年通过微 AEMSP 认证，公司下属北京信诺通过了信通院可信云 MSP 卓越级（高级）认证和微软 AEMSP 认证。南洋万邦和信诺时代双双获得中国电信天翼云“2022 年度最具价值 MSP 服务合作伙伴”授牌。在云服务 MSP 业务领域，公司形成了“北信诺、南万邦”的全国市场布局，为政府、金融、汽车、互联网、信息技术、媒体等超过万余家政企客户提供 MSP 云服务。两家公司共计获得微软全球最高等级的合作伙伴奖项“国家大奖”五次，是国内 MSP 云服务行业的领先者。

图 21：近年来公司与微软部分合作事项



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

共拓云服务大数据市场，公司与阿里云签署战略合作协议：阿里云是阿里巴巴集团旗下全球领先的云计算及人工智能科技公司，提供云服务器、云数据库、云安全、云存储、企业应用及行业解决方案服务。公司与阿里云建立战略合作伙伴关系后，将充分利用各自在优势领域的经验和基础，遵循领先、创新、实用、特色的原则，提升双方核心竞争力，共同开拓云服务大数据市场，探索构建基于云计算、人工智能、物联网能力的全生命周期解决方案，促进双方在合作领域的协同发展。签署协议后，阿里云正式授牌认证公司作为“阿里云 MSP 合作伙伴”。

加速智慧城市建设与产业数字化转型，公司与腾讯云签署战略合作协议：腾讯云作为中国领先的云计算厂商，面向全球企业、组织、机构和个人开发者，提供领先的云计算、人工智能、大数据等技术产品与服务，为各行各业实现数字化升级打造了丰富的行业解决方案。公司与腾讯云建立合作伙伴关系，将充分发挥各自优势，深入贯彻落实“数字中国”战略，在顶层规划、云计算与大数据、区块链、高性能算力、产业互联网等领域共拓共赢，携手开拓国内智慧城市及产业互联网数字化市场。

图 22：公司主要合作伙伴



资料来源：公司官网，国元证券研究所

4 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是一家以云服务与大数据、智慧城市行业解决方案、智能化产品为核心业务的专业化信息技术服务企业。多年来，公司始终坚持智慧城市战略，秉承“成为中国一流的智慧城市综合解决方案提供商和运营商”的发展愿景，践行“做优 IDC、做强云服务、做深大数据、布局行业应用”的发展路径。目前，公司业务主要包括：云服务大数据、行业解决方案、智能化产品，另外，还有：其他产品、公司内各业务分部相互抵消、其他业务，我们按照这几个维度预测公司未来的收入和毛利率。

- 1. 云服务大数据：**目前是公司的核心业务。公司在云服务大数据板块坚持“做优 IDC、做强云服务、做深大数据”的战略路径。“做优 IDC”相关业务包括：IDC 基础设施和增值业务、互联网接入、VPN 业务、IaaS 业务等，以出租计算、存储、带宽等服务资源收取租金方式盈利；“做强云服务”业务涵盖各类云计算相关服务，包括：云资源转售、云服务 MSP 和自主研发的云管平台 CMP 销售等，主要通过为政企客户提供 IT 解决方案获得收入；“做深大数据”是公司服务于智慧城市解决方案“强化数据中台”的战略路径。2021-2022 年，该业务收入增速分别为 15.45%、-0.71%，未来三年有望保持稳健增长态势，预测收入增速分别为 16.75%、14.94%、13.82%。毛利率方面，2021-2022 年分别为 18.10%、19.03%，预测未来三年将保持在 2022 年的水平，维持在 19-20% 的区间。
- 2. 行业解决方案：**“布局行业应用”是公司行业解决方案板块的核心战略路径。行业解决方案主要包括城市安全治理和智慧民生两个方面，城市安全治理领域、民生保障领域的行业应用以“安防智能化+信息化”融合的整体解决方案为核心；智慧民生领域涵盖了教育、医疗、市政民生、检测溯源等行业。2021-2022 年，该业务收入增速分别为-4.93%、-9.10%，未来三年有望保持稳健增长态势，预测收入增速分别为 15.84%、13.26%、11.39%。毛利率方面，2021-2022 年分别为 15.91%、15.33%，预测未来三年将保持在 2022 年的水平，维持在 15-16% 的区间。
- 3. 智能化产品：**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。公司拥有“雷磁”等上海市著名商标和品牌，产品销售覆盖全国及部分海外市场。2021-2022 年，该业务收入增速分别为 3.64%、-21.47%，未来三年有望保持平稳增长态势，预测收入增速分别为 10.43%、8.37%、6.69%。毛利率方面，2021-2022 年分别为 36.61%、37.44%，预测未来三年将保持在 2022 年的水平，维持在 37-38% 的区间。
- 4. 其他产品+公司内各业务分部相互抵消+其他业务：**这三项在公司的收入中占比很小。2021-2022 年，收入分别为 95.59、-47.27 百万元，未来三年有望保持平稳增长态势，预测收入增速分别为 5.41%、3.39%、2.48%。毛利率方面，2021-2022 年分别为 97.65%、54.24%，预测未来三年将保持在 2022 年的水平，维持在 54-55% 的区间。

表 3：公司收入拆分（单位：百万元）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
云服务大数据					
收入	2592.47	2574.01	3005.15	3454.13	3931.49
增长率	15.45%	-0.71%	16.75%	14.94%	13.82%
毛利率	18.10%	19.03%	19.09%	19.17%	19.26%
行业解决方案					
收入	1596.01	1450.79	1680.60	1903.45	2120.25
增长率	-4.93%	-9.10%	15.84%	13.26%	11.39%
毛利率	15.91%	15.33%	15.48%	15.55%	15.65%
智能化产品					
收入	708.91	556.72	614.79	666.25	710.82
增长率	3.64%	-21.47%	10.43%	8.37%	6.69%
毛利率	36.61%	37.44%	37.51%	37.62%	37.68%
其他产品+公司内各业务分部相互抵消+其他业务					
收入	95.59	-47.27	-49.83	-51.52	-52.80
增长率	-	-	5.41%	3.39%	2.48%
毛利率	97.65%	54.24%	54.27%	54.36%	54.41%
合计					
收入	4992.98	4534.25	5250.71	5972.30	6709.75
增长率	8.80%	-9.19%	15.80%	13.74%	12.35%
毛利率	21.55%	19.74%	19.76%	19.77%	19.80%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在 A 股市场，万达信息、太极股份、中国软件也从事云服务大数据、行业解决方案等方面的业务，因此我们选择这三家公司作为可比公司。从 PE 估值水平的角度来看，2023 年公司估值水平低于可比公司的平均水平，2024-2025 年公司估值水平与可比公司的平均水平较为接近。目前，计算机（申万）指数的 PE TTM 为 60.4 倍，低于公司 2023 年预测的 PE 估值水平。伴随着公司业绩的持续增长，公司的估值水平有望不断下降。

表 4：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300168.SZ	万达信息	8.42	121.52	-0.20	0.04	0.18	0.29	-	237.63	47.72	29.25
002368.SZ	太极股份	28.93	180.30	0.61	0.79	1.03	1.33	47.74	36.76	28.18	21.71
600536.SH	中国软件	36.01	309.60	0.05	0.12	0.34	0.53	682.99	310.37	106.39	68.08
平均		-	-	-	-	-	-	-	194.92	60.76	39.68
600602.SH	云赛智联	11.28	131.74	0.13	0.15	0.19	0.24	85.33	74.12	58.25	46.96

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2023 年 12 月 28 日

投资建议：

公司是上海仪电（集团）有限公司旗下的上市公司，是一家以云服务大数据、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，是上海市大数据中心资源平台总集成商和运维商、数据运营平台总运营商。作为上海城市数字化转型主力军的基础和支撑，公司代表着上海国资国企的高端数据中心和算力中心。展望未来，公司有望抢抓算力中心发展战略机遇，实现较快发展。

综上，预测公司 2023-2025 年的营业收入为 52.51、59.72、67.10 亿元，归母净利润为 2.08、2.65、3.28 亿元，EPS 为 0.15、0.19、0.24 元/股，对应 PE 为 74.12、58.25、46.96 倍。考虑到行业的景气度和公司未来的成长空间，首次推荐，给予“买入”评级。

5 风险提示

1. **宏观经济环境风险：**信息技术服务业的发展趋势和宏观经济环境密切相关，国家整体经济的持续稳定增长和高质量转型发展导向为行业的发展提供了有利的环境。但是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；
2. **高端人才队伍储备不足风险：**伴随着大数据、人工智能和云计算的广泛应用，在深耕智慧城市建设与运营过程中，对相关从业人员的需求不断增加，要求不断提高，其中领军人才、高端人才的核心作用尤为重要，战略需求也极为迫切，争夺强度日趋加剧。领军人才和高端人才通常因其前瞻性、稀缺性、专业性等特点，人才队伍将面临储备不足、内部培养乏力和人才流失等风险；
3. **技术风险：**人工智能、大数据、云计算、5G 等技术发展迅速，业务模式和应用需求会随之演变，对公司业务创新发展提出了更高的要求。如果公司不能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性风险将会加大；
4. **商誉减值风险：**根据《企业会计准则》，因发行股份及支付现金购买收购资产在公司合并资产负债表中形成了一定的商誉，但与公司收入相比，风险是可控的。根据《企业会计准则》规定，商誉不作摊销处理，需在每年年度终了进行减值测试。若未来行业产生波动、标的公司产品和服务市场口碑有所下降或者其他因素导致标的公司未来经营中不能较好地实现收益，那么形成的商誉将会存在减值风险。

财务预测表

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5841.61	6185.97	6511.41	6893.07	7324.44
现金	3573.26	3772.95	3875.23	4042.33	4238.82
应收账款	716.01	827.82	865.33	914.59	964.79
其他应收款	64.67	47.78	67.55	70.07	71.56
预付账款	154.91	128.89	146.20	158.60	174.90
存货	957.14	1129.16	1273.96	1417.64	1576.69
其他流动资产	375.62	279.38	283.12	289.84	297.68
非流动资产	1090.32	1031.81	997.93	954.75	911.23
长期投资	242.52	87.78	90.12	93.27	95.49
固定资产	194.71	185.85	232.35	250.32	254.61
无形资产	24.70	21.28	22.18	24.09	27.02
其他非流动资产	628.38	736.91	653.28	587.08	534.11
资产总计	6931.92	7217.78	7509.34	7847.82	8235.67
流动负债	2030.57	2223.02	2342.58	2456.90	2570.68
短期借款	63.96	7.50	0.00	0.00	0.00
应付账款	695.61	806.08	899.55	970.76	1059.08
其他流动负债	1271.00	1409.44	1443.03	1486.14	1511.60
非流动负债	218.96	264.74	274.86	285.57	296.70
长期借款	113.03	187.93	198.14	208.62	219.40
其他非流动负债	105.93	76.81	76.72	76.95	77.30
负债合计	2249.53	2487.76	2617.44	2742.47	2867.38
少数股东权益	229.27	182.98	191.58	202.62	216.52
股本	1367.67	1367.67	1367.67	1367.67	1367.67
资本公积	1497.20	1487.69	1487.69	1487.69	1487.69
留存收益	1588.67	1691.51	1844.96	2047.37	2296.41
归属母公司股东权益	4453.12	4547.03	4700.32	4902.73	5151.77
负债和股东权益	6931.92	7217.78	7509.34	7847.82	8235.67

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	156.13	213.45	14.90	84.73	142.49
净利润	292.22	188.16	216.75	275.90	342.39
折旧摊销	46.60	47.22	38.81	51.02	61.67
财务费用	-82.14	-89.00	-86.52	-89.59	-93.71
投资损失	-35.90	-132.51	-60.73	-52.56	-46.93
营运资金变动	-142.70	28.15	-40.87	-108.99	-130.80
其他经营现金流	78.06	171.43	-52.52	8.95	9.86
投资活动现金流	-302.79	-5.66	55.25	44.69	28.78
资本支出	258.45	203.99	0.75	0.95	11.14
长期投资	235.69	-23.92	2.38	3.19	2.25
其他投资现金流	191.35	174.42	58.38	48.83	42.17
筹资活动现金流	40.18	-68.72	32.13	37.68	25.23
短期借款	38.96	-56.46	-7.50	0.00	0.00
长期借款	113.03	74.90	10.21	10.48	10.78
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-2.15	-9.51	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-109.66	-77.65	29.42	27.20	14.45
现金净增加额	-106.51	139.23	102.28	167.09	196.50

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4992.98	4534.25	5250.71	5972.30	6709.75
营业成本	3917.08	3639.16	4213.36	4791.49	5381.49
营业税金及附加	19.35	13.54	16.80	19.71	22.81
营业费用	218.23	223.56	250.46	275.32	305.96
管理费用	281.74	291.78	305.59	332.66	359.64
研发费用	370.42	360.98	378.05	389.36	396.21
财务费用	-82.14	-89.00	-86.52	-89.59	-93.71
资产减值损失	-35.76	-38.80	-34.32	-36.53	-39.42
公允价值变动收益	-12.32	-0.30	0.00	0.00	0.00
投资净收益	35.90	132.51	60.73	52.56	46.93
营业利润	284.73	193.63	223.16	285.58	355.51
营业外收入	29.69	12.16	13.12	14.15	15.18
营业外支出	2.48	2.47	2.69	2.87	2.96
利润总额	311.94	203.33	233.59	296.86	367.73
所得税	19.72	15.16	16.84	20.96	25.34
净利润	292.22	188.16	216.75	275.90	342.39
少数股东损益	35.52	7.36	8.60	11.04	13.90
归属母公司净利润	256.70	180.80	208.15	264.86	328.49
EBITDA	249.19	151.85	175.44	247.01	323.47
EPS (元)	0.19	0.13	0.15	0.19	0.24

主要财务比率

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	8.77	-9.19	15.80	13.74	12.35
营业利润(%)	-5.02	-31.99	15.25	27.97	24.49
归属母公司净利润(%)	3.00	-29.57	15.13	27.25	24.03
获利能力					
毛利率(%)	21.55	19.74	19.76	19.77	19.80
净利率(%)	5.14	3.99	3.96	4.43	4.90
ROE(%)	5.76	3.98	4.43	5.40	6.38
ROIC(%)	20.49	10.17	12.55	17.12	21.41
偿债能力					
资产负债率(%)	32.45	34.47	34.86	34.95	34.82
净负债比率(%)	9.79	9.11	8.81	8.79	8.79
流动比率	2.88	2.78	2.78	2.81	2.85
速动比率	2.41	2.27	2.24	2.23	2.24
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.64	0.71	0.78	0.83
应收账款周转率	5.75	5.39	5.32	5.77	6.16
应付账款周转率	5.08	4.85	4.94	5.12	5.30
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.13	0.15	0.19	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.16	0.01	0.06	0.10
每股净资产(最新摊薄)	3.26	3.32	3.44	3.58	3.77
估值比率					
P/E	60.10	85.33	74.12	58.25	46.96
P/B	3.46	3.39	3.28	3.15	2.99
EV/EBITDA	47.53	77.99	67.51	47.95	36.61

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188