

云赛智联 (600602)

2023 年年报点评: 卡位上海, 算力和数据要素齐头并进

买入 (维持)

2024 年 03 月 31 日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 王世杰

执业证书: S0600523080004

wangshijie@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 4,534 | 5,264 | 6,002 | 6,774 | 7,590 |
| 同比 | -9.19% | 16.09% | 14.03% | 12.87% | 12.04% |
| 归母净利润 (百万元) | 180.80 | 192.91 | 215.04 | 237.90 | 262.54 |
| 同比 | -29.57% | 6.70% | 11.47% | 10.63% | 10.36% |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.13 | 0.14 | 0.16 | 0.17 | 0.19 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 97.58 | 91.46 | 82.04 | 74.16 | 67.20 |

事件: 2024 年 3 月 27 日, 云赛智联发布 2023 年年报。2023 年, 公司实现营收 52.64 亿元, 同比增加 16.09%; 归母净利润 1.93 亿元, 同比增长 6.70%。业绩符合市场预期。

投资要点

■ **营收稳健增长, 费用率有所优化:** 分业务来看, 2023 年公司云计算与大数据业务收入 25.43 亿元, 同比减少 1.19%; 行业解决方案业务营收 22.04 亿元, 同比增长 51.92%; 智能化产品营收 6.24 亿元, 同比增长 12.11%; 其他产品业务营收 0.13 亿元, 同比增长 31.33%。2023 年, 公司销售费用率 4.97%, 同比增长 0.04pct; 研发费用率 7.08%, 同比减少 0.88pct; 管理费用率 5.24%, 同比减少 -1.2pct。

■ **上海 AI 建设加快, 云赛领军算力和 AI。** 云赛与 AI 大模型公司阶跃星辰同为上海智算公司股东。云赛与 AI 阶跃星辰分别持有上海智能算力科技公司 11% 和 10% 股权。2024 年 3 月 23 日, 阶跃星辰发布 Step 系列通用大模型。产品包括 Step-1 千亿参数语言大模型、Step-1V 千亿参数多模态大模型, 以及 Step-2 万亿参数 MoE 语言大模型的预览版, 提供 API 接口给部分合作伙伴试用。阶跃星辰发布了万亿参数大模型预览版, 标志着国产 AI 大模型取得了巨大进步。2023 年, 松江大数据中心一期项目正式投入运营, 110KV 电力独立用户站交付使用, 实现双路送电, 为松江大数据中心扩容做好了准备, 二期项目在获得数据中心建设能耗指标后已启动相关建设工作。

■ **数据要素政策落地在即, 上海数据要素先锋:** 3 月 25 日, 国家数据局局长刘烈宏出席中国发展高层论坛 2024 年年会并演讲, 明确提出 1) 探索建立有利于激发市场活力的收益分配机制, 解决入表实践中的问题。2) 积极推动公共数据资源管理和运营机制改革。3) 探索布局数据基础设施, 加快数据空间、高速数据网等技术的研究。4) 不断优化数据跨境流动规则。我们预计相关政策将很快推出, 上海数据要素市场建设进度全国领先, 云赛智联作为上海数字化建设领军者, 有望成为上海公共授权运营核心参与方。

■ **盈利预测与投资评级:** AI、数据要素和算力是当前数字经济发展的三大主要方向, 云赛智联卡位上海, 布局 AI、算力和数据要素多领域。背靠上海国资委, 随着上海 AI、算力和数据要素建设加快, 公司有望迎来加速发展。但由于 2023 年, 数字化建设竞争较为激烈, 我们下调 2024-2025 年归母净利润预测为 2.15 (2.52) / 2.38 (2.88) 亿元, 给予 2026 年归母净利润预测为 2.63 亿元, 维持“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) | 12.90 |
| 一年最低/最高价 | 7.56/17.79 |
| 市净率(倍) | 3.83 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 13,858.51 |
| 总市值(百万元) | 17,642.99 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 3.37 |
| 资产负债率(% ,LF) | 39.06 |
| 总股本(百万股) | 1,367.67 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,074.30 |

相关研究

《云赛智联(600602): 2023 年三季度报点评: 算力二期开启, 上海数据要素和算力领军》

2023-11-01

《云赛智联(600602): 2023 年中报点评: 业绩超预期, 上海数据要素与算力领军者星辰大海》

2023-08-25

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) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 6,496 | 6,103 | 6,369 | 6,672 | 营业总收入 | 5,264 | 6,002 | 6,774 | 7,590 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 3,934 | 3,061 | 2,963 | 2,884 | 营业成本(含金融类) | 4,317 | 4,882 | 5,468 | 6,078 |
| 经营性应收款项 | 830 | 1,059 | 1,194 | 1,337 | 税金及附加 | 17 | 20 | 24 | 28 |
| 存货 | 1,513 | 1,739 | 1,947 | 2,165 | 销售费用 | 262 | 300 | 352 | 417 |
| 合同资产 | 98 | 120 | 135 | 152 | 管理费用 | 276 | 300 | 339 | 380 |
| 其他流动资产 | 121 | 123 | 129 | 134 | 研发费用 | 373 | 432 | 501 | 569 |
| 非流动资产 | 1,254 | 1,565 | 1,864 | 2,167 | 财务费用 | (109) | (63) | (53) | (51) |
| 长期股权投资 | 169 | 249 | 329 | 409 | 加:其他收益 | 41 | 48 | 54 | 61 |
| 固定资产及使用权资产 | 795 | 798 | 790 | 786 | 投资净收益 | 78 | 90 | 102 | 102 |
| 在建工程 | 9 | 209 | 409 | 609 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 23 | 26 | 28 | 30 | 减值损失 | (2) | 5 | 4 | 4 |
| 商誉 | 221 | 211 | 202 | 194 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 18 | 18 | 18 | 18 | 营业利润 | 246 | 274 | 304 | 336 |
| 其他非流动资产 | 20 | 54 | 88 | 121 | 营业外净收支 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 资产总计 | 7,750 | 7,667 | 8,233 | 8,839 | 利润总额 | 251 | 278 | 308 | 341 |
| 流动负债 | 2,773 | 2,437 | 2,723 | 3,021 | 减:所得税 | 22 | 25 | 28 | 32 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 39 | 39 | 39 | 39 | 净利润 | 228 | 253 | 280 | 309 |
| 经营性应付款项 | 1,435 | 1,023 | 1,145 | 1,273 | 减:少数股东损益 | 35 | 38 | 42 | 46 |
| 合同负债 | 967 | 976 | 1,094 | 1,216 | 归属母公司净利润 | 193 | 215 | 238 | 263 |
| 其他流动负债 | 332 | 399 | 445 | 492 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.14 | 0.16 | 0.17 | 0.19 |
| 非流动负债 | 254 | 254 | 254 | 254 | EBIT | 63 | 177 | 213 | 243 |
| 长期借款 | 148 | 148 | 148 | 148 | EBITDA | 160 | 374 | 416 | 447 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 17.99 | 18.66 | 19.29 | 19.92 |
| 租赁负债 | 88 | 88 | 88 | 88 | 归母净利率(%) | 3.66 | 3.58 | 3.51 | 3.46 |
| 其他非流动负债 | 18 | 18 | 18 | 18 | 收入增长率(%) | 16.09 | 14.03 | 12.87 | 12.04 |
| 负债合计 | 3,027 | 2,691 | 2,977 | 3,275 | 归母净利润增长率(%) | 6.70 | 11.47 | 10.63 | 10.36 |
| 归属母公司股东权益 | 4,609 | 4,824 | 5,062 | 5,325 | | | | | |
| 少数股东权益 | 114 | 151 | 193 | 240 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 4,723 | 4,976 | 5,256 | 5,565 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 7,750 | 7,667 | 8,233 | 8,839 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 462 | (458) | 300 | 324 | 每股净资产(元) | 3.37 | 3.53 | 3.70 | 3.89 |
| 投资活动现金流 | (574) | (407) | (391) | (396) | 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 | (187) | (7) | (7) | (7) | ROIC(%) | 1.14 | 3.15 | 3.59 | 3.88 |
| 现金净增加额 | (300) | (872) | (98) | (79) | ROE-摊薄(%) | 4.19 | 4.46 | 4.70 | 4.93 |
| 折旧和摊销 | 97 | 197 | 202 | 204 | 资产负债率(%) | 39.06 | 35.10 | 36.16 | 37.05 |
| 资本开支 | (103) | (367) | (362) | (369) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 91.46 | 82.04 | 74.16 | 67.20 |
| 营运资本变动 | 207 | (815) | (79) | (84) | P/B (现价) | 3.83 | 3.66 | 3.49 | 3.31 |

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>