

云赛智联（600602.SH）

上海智算加速推进，数据产业大幕拉开

松江二期快速推进，智算运营空间广阔。1) 公司下属子公司上海科技网为国内第三方高端数据中心运营商，目前拥有徐汇、宝山、松江等地区近万个标准机柜资源。其中，松江中心为提供智能算力的主要平台，二期项目合计约建设 1124 个机柜、22MW IT 功率，2024 年底交付在即；投产后，我们估算公司智算服务总规模或将达到 3.3-6.5 万 P。2) 值得注意的是，智算服务相比传统 IDC 门槛有显著提升。资金方面，十万张级别 GPU 是基础投入，资金实力已成为硬性门槛；资质方面，GPU 集群能耗相当高，而一线城市的能耗指标仍是稀缺资源；组网与运营方面，超万卡集群下，芯片架构与制程、内存和 I/O 访问瓶颈、节点间通信能力、并行计算框架、算力资源调度、千万器件的维稳与维护等均是需要考虑的重要因素，组网难度陡升。以网络故障为例，由于收发器数量较多，即使每个网卡到底层交换机链路的平均故障率为 5 年，在一个全新的、正常运行的集群上发生第一次作业故障也只需要 26.28 分钟，对公司的技术 Knowhow 提出了更高的要求。3) 我们认为，公司具备充裕的账面现金、较低的融资难度、良好的能耗指标历史、扎实的算力中心运维能力。伴随智算需求的持续释放，其 AIDC 运营收入以及智算服务利润有望快速增长。

卡位上海核心平台，数据产业化大幕已拉开。1) “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，公司卡位上海核心平台，连续五年中标市大数据中心数据运营服务项目；同时，旗下南洋万邦“上海市区级政务公共数据运营服务”获颁“上海品牌”认证。2) 10 月 9 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加快公共数据资源开发利用的意见》，是中央层面首次对公共数据资源开发利用进行系统部署，为数据基础制度建设指引政策导向，对数据资源开发利用具有里程碑意义；10 月 12 日，国家数据局会同有关部门研究起草了《公共数据资源授权运营实施规范（试行）》（公开征求意见稿）；往后看，登记管理、价格政策等文件亦即将推出，国家数据局年内将总计发布 8 项文件，数据产业化大幕正徐徐拉开。3) 我们认为，上海为数字经济先锋城市之一，其公共数据体量大、价值高、门类丰富、历史延续性强，有望深度赋能实体经济，公司在政务数据端卡位核心，有望深度受益。

维持“买入”评级。公司为上海数字经济核心服务商，今年来受外部环境影响，业绩有所波动、保持相对稳定；长期看，伴随着算力基础设施、数据要素、政企数字化转型的加快推进，业务有望快速增长。根据近期公告调整盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 59.40、74.10、91.94 亿元，实现归母净利润 2.12、2.88、3.89 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：政策推进不及预期、政府支出不及预期、AI 技术发展不及预期、国际关系影响。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,534	5,264	5,940	7,410	9,194
增长率 yoy（%）	-9.2	16.1	12.8	24.8	24.1
归母净利润（百万元）	181	193	212	288	389
增长率 yoy（%）	-29.6	6.7	10.1	35.4	35.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.13	0.14	0.16	0.21	0.28
净资产收益率（%）	4.0	4.2	4.5	5.8	7.4
P/E（倍）	112.0	104.9	95.3	70.4	52.0
P/B（倍）	4.5	4.4	4.3	4.1	3.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	软件开发
前次评级	买入
10 月 25 日收盘价（元）	14.80
总市值（百万元）	20,241.57
总股本（百万股）	1,367.67
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	49.59

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 陈芷婧

执业证书编号：S0680523080001

邮箱：chenzhijing3659@gszq.com

相关研究

- 《云赛智联（600602.SH）：24H1 业绩快速增长，上海智算平台建设稳步推进》 2024-08-27
- 《云赛智联（600602.SH）：24Q1 业绩超预期，上海数字经济核心平台空间广阔》 2024-04-28
- 《云赛智联（600602.SH）：23 年业绩符合预期，上海数字经济核心平台空间广阔》 2024-04-02

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6186	6496	6585	7498	8491
现金	3773	3934	3728	3868	4071
应收票据及应收账款	860	715	958	1186	1387
其他应收款	48	38	61	69	82
预付账款	129	90	155	178	205
存货	1129	1513	1437	1898	2370
其他流动资产	247	205	246	299	376
非流动资产	1032	1254	1439	1659	1898
长期投资	88	169	158	130	144
固定资产	186	676	826	1005	1247
无形资产	21	23	21	20	20
其他非流动资产	737	386	434	504	486
资产总计	7218	7750	8024	9158	10389
流动负债	2223	2773	2798	3662	4536
短期借款	8	0	5	10	15
应付票据及应付账款	867	1430	1257	1672	2161
其他流动负债	1348	1343	1536	1980	2360
非流动负债	265	254	330	368	402
长期借款	188	148	197	225	237
其他非流动负债	77	106	133	143	165
负债合计	2488	3027	3129	4030	4939
少数股东权益	183	114	138	170	223
股本	1368	1368	1368	1368	1368
资本公积	1488	1412	1412	1412	1412
留存收益	1692	1830	1977	2177	2448
归属母公司股东权益	4547	4609	4757	4957	5227
负债和股东权益	7218	7750	8024	9158	10389

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	213	462	-118	328	418
净利润	188	228	237	319	442
折旧摊销	95	97	35	78	86
财务费用	5	9	0	0	0
投资损失	-133	-78	-119	-148	-184
营运资金变动	-1	207	-299	55	61
其他经营现金流	59	-2	27	23	13
投资活动现金流	-6	-574	-94	-144	-136
资本支出	-204	-103	-234	-327	-314
长期投资	182	-471	20	35	-5
其他投资现金流	16	0	120	149	183
筹资活动现金流	-69	-187	7	-44	-80
短期借款	-56	-8	5	5	5
长期借款	75	-40	49	28	12
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-10	-76	0	0	0
其他筹资现金流	-78	-64	-47	-77	-97
现金净增加额	139	-300	-205	140	203

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4534	5264	5940	7410	9194
营业成本	3639	4317	4844	6051	7476
营业税金及附加	14	17	20	23	30
营业费用	224	262	267	326	400
管理费用	292	276	297	363	460
研发费用	361	373	386	474	584
财务费用	-89	-109	0	0	0
资产减值损失	-39	0	-18	-13	-6
其他收益	26	41	40	50	65
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	133	78	119	148	184
资产处置收益	1	0	0	1	1
营业利润	194	246	257	347	481
营业外收入	12	5	0	0	0
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	203	251	257	347	481
所得税	15	22	19	28	39
净利润	188	228	237	319	442
少数股东损益	7	35	25	32	53
归属母公司净利润	181	193	212	288	389
EBITDA	122	160	292	425	567
EPS (元/股)	0.13	0.14	0.16	0.21	0.28

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-9.2	16.1	12.8	24.8	24.1
营业利润(%)	-32.0	26.8	4.5	35.2	38.6
归属母公司净利润(%)	-29.6	6.7	10.1	35.4	35.3
获利能力					
毛利率(%)	19.7	18.0	18.4	18.3	18.7
净利率(%)	4.0	3.7	3.6	3.9	4.2
ROE(%)	4.0	4.2	4.5	5.8	7.4
ROIC(%)	0.5	1.1	4.5	5.8	7.5
偿债能力					
资产负债率(%)	34.5	39.1	39.0	44.0	47.5
净负债比率(%)	-73.7	-77.5	-69.0	-67.8	-66.8
流动比率	2.8	2.3	2.4	2.0	1.9
速动比率	2.1	1.7	1.7	1.4	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	5.9	6.9	7.4	7.2	7.4
应付账款周转率	4.8	5.1	5.1	5.4	5.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.14	0.16	0.21	0.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.34	-0.09	0.24	0.31
每股净资产(最新摊薄)	3.32	3.37	3.48	3.62	3.82
估值比率					
P/E	112.0	104.9	95.3	70.4	52.0
P/B	4.5	4.4	4.3	4.1	3.9
EV/EBITDA	69.1	75.9	57.8	39.4	29.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价

内容目录

一、松江二期快速推进，智算平台运营空间广阔	4
二、卡位上海核心平台，数据产业化大幕已拉开	9
三、风险提示	12

图表目录

图表 1: 公司现有数据中心机柜资源（以标准机柜功率计算）	4
图表 2: 松江数据中心建设及运营进度	4
图表 3: H100 GPU 算力参数	5
图表 4: DGX H100 服务器部分参数	5
图表 5: 2019-2024H1 公司期末现金及现金等价物余额（亿元）	6
图表 6: 2019-2024H1 公司剔除预收账款后的资产负债率（%）	6
图表 7: 苏州吴江、安徽芜湖等已成为长三角智算中心的主要建设区域	6
图表 8: 松江大数据计算中心（二期）能耗审批	7
图表 9: 超万卡 GPU 集群发生第一次作业故障的时间预估	7
图表 10: 公司“做优 IDC”战略	8
图表 11: 公司“做强云服务”战略	8
图表 12: 公司“做深大数据”战略	9
图表 13: 《关于加快公共数据资源开发利用的意见》主要内容	10
图表 14: 运营模式示意图	10
图表 15: 数据流通表现形式	10

一、松江二期快速推进，智算平台运营空间广阔

卡位上海核心节点，已拥有近万个标准机柜资源。1) “做优 IDC” 为公司业务战略之一，以下属子公司上海科技网，作为中立第三方高端数据中心运营商，开展算力运营服务。2) 公司拥有徐汇数据中心、宝山云计算中心、宝山大数据中心、松江大数据中心共计近万个标准机柜资源，在上海具备相当的卡位优势。

图表1: 公司现有数据中心机柜资源 (以标准机柜功率计算)

地区	机柜数 (个)
徐汇	350
宝山	1600
松江一期	4000
松江二期	3050
合计	9000

资料来源: 公司官网, 公司公告, 公司官方微信公众号, 国盛证券研究所

松江中心为提供智能算力的主要平台，二期建成在即。1) 2023 年初，仪电智算中心（松江）一期投入运营。截至 2024 年中，目前已有包括人工智能大模型公司、智算科技企业及金融行业头部企业等多家大型客户入驻，成为其稳定、高可用算力和云计算主生产环境。2) 而松江二期项目，以高电量机架来计算，合计约建设 1124 个，合计 IT 功率 22MW，预计 2024 年 1 月开始动工建设、2024 年底交付。

松江和宝山之间的大容量 OTN 链路已完成，智算运营能力进一步提升。1) 根据公司公告，截至 2024 年中，松江大数据中心二期工程项目已实现主体结构全面封顶，公司完成了上海算力服务平台在宝山大数据中心的宝山节点构建，松江和宝山两大数据中心之间建立了大容量 OTN 链路。公司持续加大对数据中心运营管理平台的研发投入，利用数字化手段驱动数据中心运营能级的提升，保障数据中心安全可靠运营，满足智能算力的运营要求。

图表2: 松江数据中心建设及运营进度

时间	松江中心建设进度
2023 年初	松江大数据中心一期全面投入运营
2023 年 5 月	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
2023 年 7 月	松江大数据中心二期建设项目作为上海市重大功能性事项导入松江新城，并入选 2024 年上海市重大工程清单
2023 年 10 月	启动松江大数据中心二期项目的建设，项目建设总投资约为 79,500 万元
2024 年上半年	松江大数据中心二期工程项目已实现主体结构全面封顶
2024 年上半年	完成了上海算力服务平台在宝山大数据中心的宝山节点构建，松江和宝山两大数据中心之间建立了大容量 OTN 链路

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二期投产后，公司智算服务规模或将达到数万 P。1) 以 H100 作为对标，假设具备代表性的智算服务器每台功率约为 10KW、稀疏算力约为 16P（稠密算力约为 8P）。2) 同时，考虑标准机柜单位功率约为 6KW，则公司松江一期二期合计约有 7000 个标准机柜、对

应 42MW，总共可放置超 4000 台智算服务器。以稀疏算力计算，规模约为 6.5 万 P；以稠密算力计算，规模约为 3.3 万 P。

图表3: H100 GPU 算力参数

	H100 SXM	H100 NVL
FP64	34 teraFLOPS	30 teraFLOPS
FP64 Tensor Core	67 teraFLOPS	60 teraFLOPS
FP32	67 teraFLOPS	60 teraFLOPS
TF32 Tensor Core*	989 teraFLOPS	835 teraFLOPS
BFLOAT16 Tensor Core*	1,979 teraFLOPS	1,671 teraFLOPS
FP16 Tensor Core*	1,979 teraFLOPS	1,671 teraFLOPS
FP8 Tensor Core*	3,958 teraFLOPS	3,341 teraFLOPS
INT8 Tensor Core*	3,958 TOPS	3,341 TOPS
GPU Memory	80GB	94GB

资料来源：英伟达官网，国盛证券研究所

图表4: DGX H100 服务器部分参数

GPU	8 个 NVIDIA H100 Tensor Core GPU
GPU 显存	共 640GB
性能	32 petaFLOPS FP8
NVIDIA® NVSwitch™	4x
系统功耗	最高 10.2kW
CPU	双路 x86
系统内存	2TB

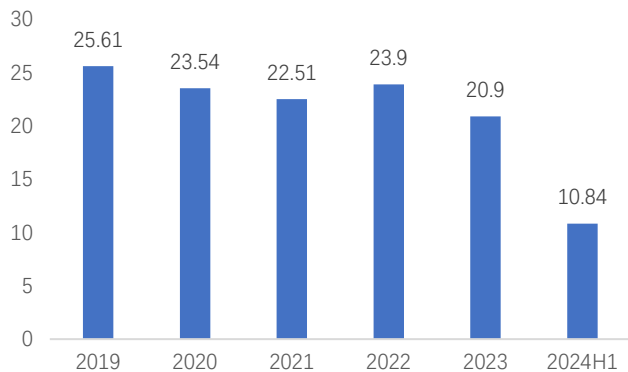
资料来源：英伟达官网，国盛证券研究所

智算服务相比传统 IDC 门槛显著提升，需要更大的资金投入、更高的能耗指标及更深的技术 **Knowhow**。我们认为，公司具备充裕的账面现金、较低的融资成本、良好的能耗指标历史、扎实的算力中心运维能力，叠加上海国资的核心卡位，在智算大浪潮中有望核心受益。

1、资金：十万张级别 GPU 是基础投入，资金实力已成为硬性门槛。1) 往后看，全球大模型训练进程仍未停止。根据华尔街见闻报道，GPT4 在 120 层中总共包含了或约 1.8 万亿参数量，而 GPT3 只有约为 1750 亿个参数，规模提升约 10 倍。2024 年 9 月 13 日，OpenAI 公司宣布推出 o1 系列模型。若保持同样速度扩张，我们估算，o1 的参数量或可达到十万亿级别。2) 为了在大模型上取得竞争优势，以微软、谷歌、Meta 等为代表的科技大厂，在 AI 智算建设上的投入仍在快速扩大。根据新智元报道，微软与 OpenAI 正计划建设“星际之门”项目，将配备数百万专用的超算服务器芯片，项目成本预计超千亿美元；Meta 计划于 2024 年底拥有 35 万张英伟达 H100 GPU，未来算力储备将达到 60 万张。

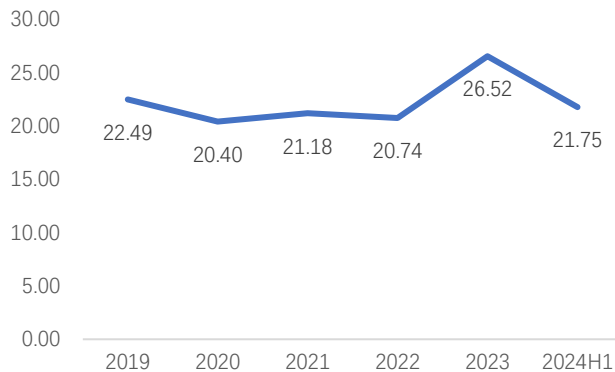
公司账面现金充裕，融资难度同样较低。1) 截至 2023 年底，公司期末现金及现金等价物余额约为 20.90 亿元，较为充裕，为算力重资产投资提供坚实的基础。2) 另外，截至 2023 年底，公司资产负债率约为 39.06%、剔除预收账款后的资产负债率约为 26.52%，叠加公司上海国资企业的信用身份，融资难度同样较低。3) 根据公司公告，松江大数据中心二期项目预计总投资额 79,500 万元，其中拟投入自有资金 20,000 万元，拟通过银行贷款 59,500 万元。为保持项目顺利推进，同时保持科技网合理的资产负债率，云赛智联拟向科技网增资 11,000 万元，验证资金实力。

图表5: 2019-2024H1 公司期末现金及现金等价物余额 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 2019-2024H1 公司剔除预收账款后的资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、资质: GPU 集群能耗相当高, 一线城市的能耗指标仍为稀缺资源。1) DGX H100 服务器单台能耗约为 10kw, H100 GPU 单片能耗最高约为 0.7kw, 十万张级别 GPU 将推动能耗迈向数十兆瓦、甚至百兆瓦大关。2) 而一线城市的能耗指标仍为稀缺资源。根据 IDC 圈统计, 北京通过严格的 PUE 控制和差别电价政策, 引导数据中心需求向周边区域如廊坊、张家口等地转移, 廊坊地区已成为承接北京市需求外溢的主要区域; 上海地区的数据中心产业布局政策趋严, 2019-2021 每年审批 180MW 的数据中心项目, 2022 年以后未有大规模审批项目, 政策鼓励建设临港新片区、金山区、松江区等重点区域的规模化大型商用算力; 广州市和深圳市的政策逐渐收紧, 但环广深地区如佛山、东莞等地成为承接需求外溢的新热点, 广东省政策引导数据中心向韶关发展, 韶关已吸引了包括中国电信、联通等企业的多个大型数据中心项目。

图表7: 苏州吴江、安徽芜湖等已成为长三角智算中心的主要建设区域

名称	建设状态	地区
中国电信长三角 (芜湖) 智算中心项目	投产/运营	安徽省芜湖市
“东数西算” 芜湖智算中心首期	投产/运营	芜湖市弋江区
吴江算力调度中心项目	开工/在建	江苏省苏州市吴江区
阿尔特首座智算中心正式启用	投产/运营	江苏无锡
苏州算力中心项目 1#算力中心	开工/在建	江苏苏州市吴江区
芜湖联通智算中心项目	开工/在建	安徽芜湖
安徽芜湖一体化智算中心建设项目	开工/在建	安徽省芜湖市
中国联通长三角 (芜湖) 智算中心项目	开工/在建	芜湖市江北新区
中国移动长三角 (苏州) 汾湖智算中心项目	中标/签约	江苏省苏州市吴江区
中国移动长三角 (芜湖) 数据中心项目	开工/在建	安徽省芜湖市江北新区

资料来源: IDC 圈, 国盛证券研究所

公司为上海国资旗下、开展数字经济的主要平台, 历年来申请能耗指标较为顺利。公司松江大数据计算中心 (一期) 于 2019 年 11 月获得市经信委支持的首批互联网数据中心项目用能指标; 松江大数据计算中心 (二期) 于 2023 年 5 月正式获得市经信委审批。

图表8: 松江大数据计算中心（二期）能耗审批

序号	区域	报建单位	项目名称	建设地址	标准机架数（个）	机架设计总功率（兆瓦）
11	松江区	人保信息科技有限公司	中国人民保险集团上海松江科创园配套数据中心项目	松江区新桥镇漕河泾开发区（SJT00201单元）10-02地块。东至四马塘，南至高新一路，西至漕河泾松江产业园，北至高科路	3000	18
12		上海科技网络通信有限公司	松江大数据计算中心（二期）	松江区书海路349号	3050	18.3

资料来源：公司官方微信公众号，国盛证券研究所

3、组网与运营：万卡集群下，组网难度陡升，这亦是算力运营服务与一般算力租赁的主要区别。1）在大模型训练场景下，集群规模的线性提升并不能直接带来集群有效算力的线性提升，这其中，芯片架构和制程、内存和 I/O 访问瓶颈、卡间互联带宽、芯片功耗等 GPU 相关因素十分重要；而节点间通信能力、并行训练框架、算力资源调度框架等集群相关因素同样影响重大。2）另外，超万卡集群意味着千万器件的满负荷高速运转，任一部件的故障均有可能导致训练中断，带来运维方面的关键挑战。根据 Semianalysis 统计，网络故障方面，最常见问题之一是 Infiniband/RoCE 链路故障。由于收发器数量较多，即使每个网卡到底层交换机链路的平均故障率为 5 年，在一个全新的、正常运行的集群上发生第一次作业故障也只需要 26.28 分钟。

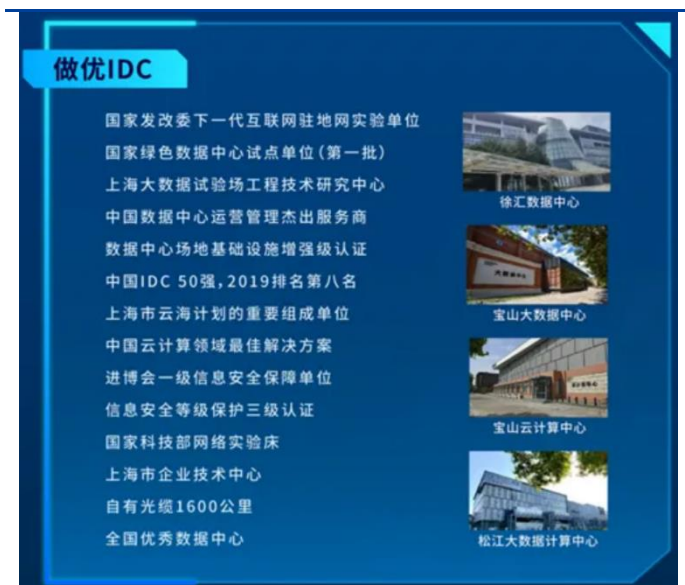
图表9: 超万卡 GPU 集群发生第一次作业故障的时间预估

Mean Time to Failure PerLink	3years	4years	5years	10years
Number of GPUs				
10,000	157.7	210.2	262.8	525.6
20,000	78.8	105.1	131.4	262.8
50,000	31.5	42.0	52.6	105.1
100,000	15.8	21.0	26.3	52.6

资料来源：Semianalysis，新智元，国盛证券研究所

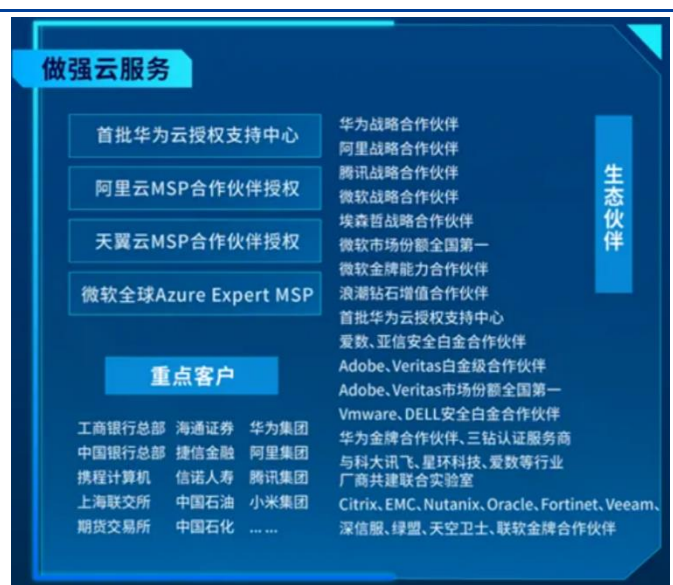
智算科技公司能力扎实，科技网在 IDC 方面积淀深厚。1）2023 年 6 月，仪电集团、云赛智联、数据集团、信投股份及其他非关联股东共同出资成立上海智能算力科技有限公司，增资后上海智算科技公司资本合计约为 20 亿元。2）其中，合资公司将以需求为导向，搭建城市级算力调度平台，为人工智能模型训练及应用推演提供算力支撑；另一方面，合资公司将通过与业内领先企业运营技术团队的协作，逐步培养合资公司面向场景的算力集群的专业运营管理团队。3）另外，云赛智联提供算力设施所需的机房、机柜，并保障设备运行及后续维护，支持保障合资公司的日常运转。

图表10: 公司“做优 IDC”战略



资料来源: 上海市人工智能行业协会, 国盛证券研究所

图表11: 公司“做强云服务”战略



资料来源: 上海市人工智能行业协会, 国盛证券研究所

二、卡位上海核心平台，数据产业化大幕已拉开

卡位上海核心平台，连续五年中标市大数据中心数据运营服务项目。1) “做深大数据”是云赛智联服务于智慧城市解决方案强化数据中台的战略路径。公司始终致力于探索政务大数据和行业大数据的实践和积累，以项目为依托，在大数据资源平台建设和大数据运营实践中不断培养和提升团队的咨询规划能力、方案设计能力、实施交付能力、数据运营能力、生态整合能力和行业标准能力，形成了数字化转型“全链服务”的商业模式和可复制的典型案列。云赛智联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，2023 年，公司连续第五年中标上海市大数据中心数据运营服务项目。2) 公司旗下上海南洋万邦软件技术有限公司“上海市区级政务公共数据运营服务”获颁“上海品牌”认证，入选《上海市优质大数据服务供应商目录》，荣获“2022-2023 大数据产业领军企业奖”和“2022-2023 大数据产业优秀解决方案奖”。

图表12: 公司“做深大数据”战略



资料来源: 上海市人工智能行业协会, 国盛证券研究所

2024 年 10 月 9 日, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加快公共数据资源开发利用的意见》, 是中央层面首次对公共数据资源开发利用进行系统部署, 为数据基础制度建设指引政策导向, 对数据资源开发利用具有里程碑意义。

政策规格高, 数据要素顶层设计权威性强。1) 《意见》由中办及国办联合印发, 规格高, 聚焦深化数据要素配置, 重点关注公共数据资源开发利用, 从扩大资源供给、规范授权运营、鼓励应用创新、营造良好环境、强化组织保障等方面提出了 17 项具体措施。政策规格高, 数据要素顶层设计权威性强。2) 政策的主要创新点可以概括为“两个着力、一个规范”, 即着力激发供数动力、着力释放用数活力、规范授权运营活动, 资源供给侧进行体系化部署, 鼓励各方利用公共数据开发更多产品提供流动性。3) 上一次由中办和国务院联合发布的数据要素政策, 为《中共中央、国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》(2022 年 12 月 19 日), 简称“数据二十条”。

图表13: 《关于加快公共数据资源开发利用的意见》主要内容

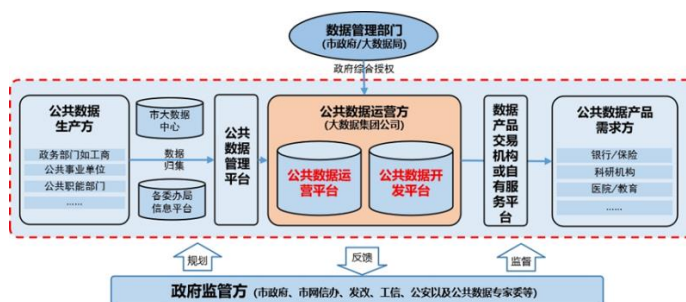
内容	具体
两个主要目标	公共数据资源开发利用制度规则初步建立，资源供给规模和质量明显提升，数据产品和服务不断丰富，重点行业、地区公共数据资源开发利用取得明显成效，培育一批数据要素型企业，公共数据资源要素作用初步显现
	公共数据资源开发利用制度规则更加成熟，资源开发利用体系全面建成，数据流通使用合规高效，公共数据在赋能实体经济、扩大消费需求、拓展投资空间、提升治理能力中的要素作用充分发挥
四大核心维度	政务数据共享、公共数据开放、公共数据授权运营
	资源管理制度、运营监督、价格形成机制
	数据应用场景、区域数据协作、数据服务能力建设、数据产业发展生态
	创新激励、安全管理、先行先试

资料来源：中央人民政府网，国盛证券研究所

切实关注数据要素落地，在资源供给、授权运营、应用创新、安全发展等方面加大激励。

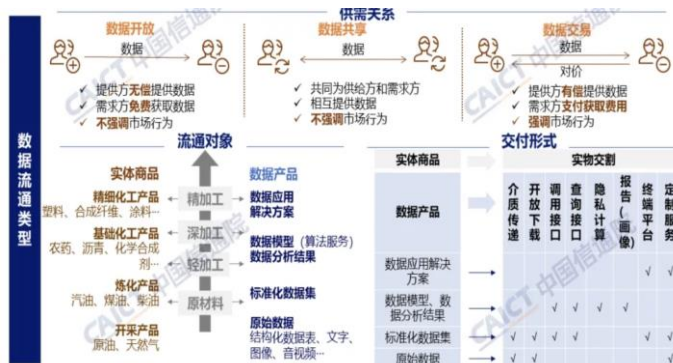
- 扩大资源供给：明确共享、开放和授权运营三种开发利用方式，对资源供给进行体系化部署。
- 推动共享机制：结合主动共享与按需共享，完善政务数据共享责任清单，强化数据共享平台的支撑作用，促进跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务的数据共享与业务协同。
- 探索授权机制：落实数据产权结构性分置制度，探索建立公共数据分类分级授权机制，明确授权条件、运营模式、运营期限、退出机制和安全管理责任。
- 加大创新激励：相关数据运营公司（承担数据运营职责的事业单位），可按照国家有关规定转企改制，符合要求的纳入经营性国有资产集中统一监管。
- 强化资金保障：加大中央预算内投资对数据基础设施、数据安全能力建设的支持力度。
- 加强评价监督：各地区各部门可结合实际需开展公共数据资源开发利用绩效考核，依法依规向审计机关开放公共数据资源目录和开发利用情况。

图表14: 运营模式示意图



资料来源：中移智库，国盛证券研究所

图表15: 数据流通表现形式



资料来源：中国信通院，国盛证券研究所

授权运营文件配套出台，登记管理、价格政策等文件即将推出。1) 继顶层制度文件《意见》发布后，10月10日，国家数据局局长刘烈宏在国新办新闻发布会上明确指出，为进一步细化《意见》中提出的授权运营管理规定，公共数据资源的开发利用将迎来更多配套政策支持。目前已起草完成《公共数据资源登记管理暂行办法》和《公共数据资源

授权运营实施规范》，一周内将面向社会公开征求意见，配合国家发展改革委相关的价格政策文件也将出台，进一步完善“1+3”公共数据开发利用政策体系。2）10 月 12 日，国家数据局会同有关部门研究起草了《公共数据资源授权运营实施规范（试行）》（公开征求意见稿），现向社会公开征求意见，此次征求意见的时间为 2024 年 10 月 12 日至 2024 年 11 月 11 日。

年内总计将发布 8 项文件，数据产业化大幕正徐徐拉开。在 7 月的全球数字经济大会上，刘烈宏表示，国家数据局今年将陆续推出数据产权、数据流通、收益分配、安全治理、公共数据开发利用、企业数据开发利用、数字经济高质量发展、数据基础设施建设指引等 8 项制度文件，助力中国数字经济高质量发展和现代化进程。下半年，随着多项政策的陆续落地，我国海量数据资源优势将进一步转化为竞争优势，促进高质量发展。

我们认为，上海为数字经济先锋城市之一，伴随数据要素顶层设计完善，数据产业化大幕将徐徐拉开；而公共数据体量大、价值高、门类丰富、历史延续性强，有望深度赋能实体经济，公司在政务数据端卡位核心，有望深度受益。

维持“买入”评级。公司为上海数字经济核心服务商，今年来受外部环境影响，业绩有所波动、保持相对稳定；长期看，伴随着算力基础设施、数据要素、政企数字化转型的加快推进，业务有望快速增长。根据近期公告调整盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 59.40、74.10、91.94 亿元，实现归母净利润 2.12、2.88、3.89 亿元。维持“买入”评级。

三、风险提示

政策推进不及预期。智算建设及数据要素产业的进度均受到政策节奏的影响，若推进不及预期可能会导致公司业务发展放缓。

政府支出不及预期。公司目前主要客户仍为以上海为代表的地方政府，若政府支出不及预期，公司业务增速可能会受较大影响。

AI 技术发展不及预期。AI 技术的发展将会带来算力需求的扩张，若技术本身发展相对较慢，则将会影响智算等算力需求，进而影响公司云计算大数据业务。

国际关系影响。若国际关系发生重大变化，可能会影响公司的经营状况。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com