

云赛智联 (600602.SH)

上海国资委控股，享算力及数据要素红利

核心观点：

- 云赛智联是一家以云服务大数据、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。目前公司已在物联网感知层、传输层到数据层、应用层，实施了从“云”到“端”的业务布局。
- 随着大语言模型出现且快速迭代的背景下，AI 应用趋势明确，而未来随 AI 应用加速爆发，将会进一步强化 AI 算力需求前景。根据 OpenAI 官网，全球算力需求正以每 3.4 个月翻倍的速度持续增长。
- 公司提前布局 IDC，业务整体进展顺利。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。根据我们的测算，松江二期建成后，公司将合计拥有约 9600 台标准机架资源。其中，徐汇数据中心有 350 台标准机柜；宝山云计算中心有 1600 台标准机柜；松江一期有 4000 台标准机柜；松江二期拟建设高电量机架约 1124 个，合计 IT 功率 22MW，换算为标准机架约 3667 个。（按经信委批准时单个标准机架功率 6kW 计算）
- 国内数据要素市场前景广阔，上海为数据要素先锋城市，公司有望依托丰富的行业 Know-how 持续做深大数据产业。根据公司官网，自 2018 年市大数据中心成立以来，公司旗下企业上海南洋万邦软件技术有限公司一直承接和运营中心的大数据治理和数据运营项目，期间积累了丰富的技术服务经验。公司为上海市浦东新区、闵行区、杨浦区、虹口区等多区提供数据服务。
- 盈利预测与投资建议。我们预计 2024 年-2026 年营业收入分别为 57.2 亿元、65.4 亿元、76.9 亿元，归母净利润分别为 2.1 亿元、2.5 亿元、3.4 亿元。综合考虑，我们选择 PS 估值法，参考可比公司，给予公司 25 年 7xPS，合理价值为 33.48 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。财政发力不及预期；AI 应用发展不及预期；政策推进不及预期。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4534	5264	5725	6542	7686
增长率（%）	-9.2%	16.1%	8.8%	14.3%	17.5%
EBITDA（百万元）	122	160	345	449	555
归母净利润（百万元）	181	193	210	253	339
增长率（%）	-29.6%	6.7%	9.0%	20.2%	34.3%
EPS（元/股）	0.13	0.14	0.15	0.18	0.25
市盈率（P/E）	65.98	82.06	165.75	137.91	102.70
ROE（%）	4.0%	4.2%	4.4%	5.1%	6.5%
EV/EBITDA	69.09	75.93	92.12	71.51	57.57

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

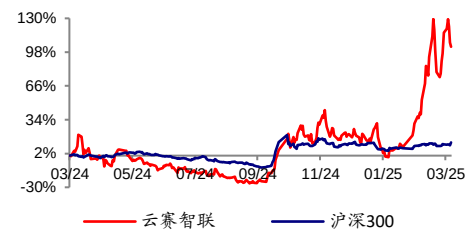
买入

当前价格	25.49 元
合理价值	33.48 元
报告日期	2025-03-14

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1368/1368
总市值/流通市值（百万元）	34862/34862
一年内最高/最低（元）	28.80/9.25
30 日日均成交量/成交额（亿）	1.85/44.71
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	73.05/169.74

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gflouxuefeng@gf.com.cn

分析师：

吴祖鹏



SAC 执证号：S0260521040003



wuzupeng@gf.com.cn

请注意，吴祖鹏并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：

王钰翔 021-38003529

wangyuxiang@gf.com.cn

目录索引

一、云赛智联：上海国资委控股，算力及数据红利助力公司持续发展	4
（一）发展历程、股权结构及管理层	4
（二）公司主营业务	6
（三）财务分析	8
二、算力需求快速增长，公司提前布局享算力红利	11
（一）AI 应用趋势明确，进一步强化 AI 算力需求前景	11
（二）公司提前布局 IDC，业务整体进展顺利	16
三、数据要素前景广阔，公司行业 KNOW-HOW 丰富	19
（一）国内数据要素市场前景广阔，上海为数据要素先锋城市	19
（二）公司有望依托丰富的行业 KNOW-HOW 持续做深大数据产业	21
四、盈利预测和投资建议	23
（一）盈利预测	23
（二）投资建议	24
五、风险提示	26

图表索引

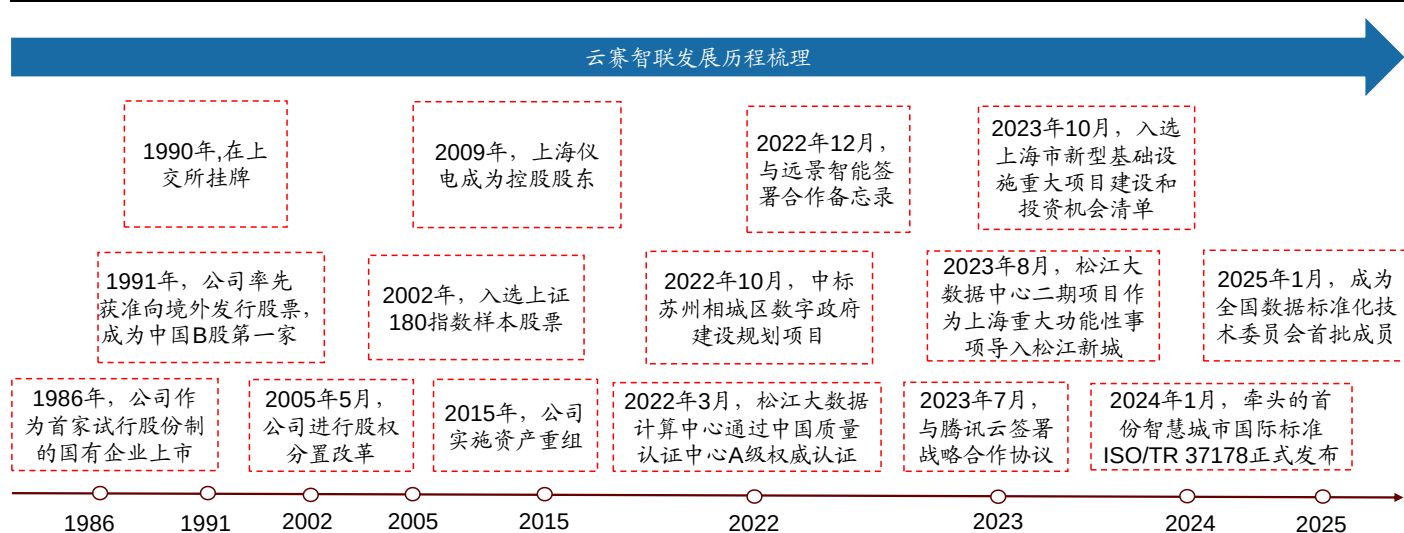
图 1: 云赛智联发展历程梳理	4
图 2: 云赛智联股权结构图	5
图 3: 公司三大核心业务	7
图 4: 公司营业收入	8
图 5: 公司归母净利润	8
图 6: 公司分业务毛利率	8
图 7: 公司分业务营收占比	8
图 8: 公司研发、管理及销售费用（百万元）	9
图 9: 公司资产负债率	9
图 10: 公司流动资产及非流动资产占比总资产	9
图 11: 公司经营性活动现金流净额（百万元）及 YoY	10
图 12: 公司货币资金（百万元）及货币现金占总资产比例	10
图 13: DeepSeek-V3 的训练成本	11
图 14: 字节豆包视觉理解模型输入价格对比	12
图 15: 通义千问视觉理解模型降价对比	12
图 16: GLM-PC 极速模式	13
图 17: GLM-PC 深度思考模式	13
图 18: OpenAI Operator 界面	13
图 19: 南洋万邦获得“上海品牌”认证	22
图 20: 全国数字健康创新应用大赛数据要素赛道一等奖	22
表 1: 云赛智联部分管理层职业经历及背景	5
表 2: IDC 以及算力相关政策梳理	14
表 3: 国内规划中和开工建设的 AIDC	15
表 4: 云赛智联旗下数据计算中心建设情况梳理	16
表 5: 中国数字经济与数据要素市场政策发展梳理	19
表 6: 《关于加快公共数据资源开发利用的意见》政策核心内容梳理	20
表 7: 上海数字经济与数据要素市场政策发展梳理（2021-2025 年）	21
表 8: 公司主营业务拆分	23
表 9: 可比公司 PS 估值情况（市值统计截止 2025.3.14 收盘）	25

一、云赛智联：上海国资委控股，算力及数据红利助力公司持续发展

（一）发展历程、股权结构及管理层

云赛智联是一家以云服务大数据、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。云赛智联于1986年成立，2015年公司实施重大资产重组，重组后的云赛智联不仅拥有坚实的物联网硬件产品研发制造基础，而且形成了以自主建设的高等级大规模数据中心为平台，集云计算业务架构和云计算服务能力为一体，全面向智能化、网络化、信息化转型升级。公司定位于中立第三方高端数据中心运营商，为目标客户提供高可用智算中心和高性能算力服务。目前公司已在物联网感知层、传输层到数据层、应用层，实施了从“云”到“端”的业务布局。

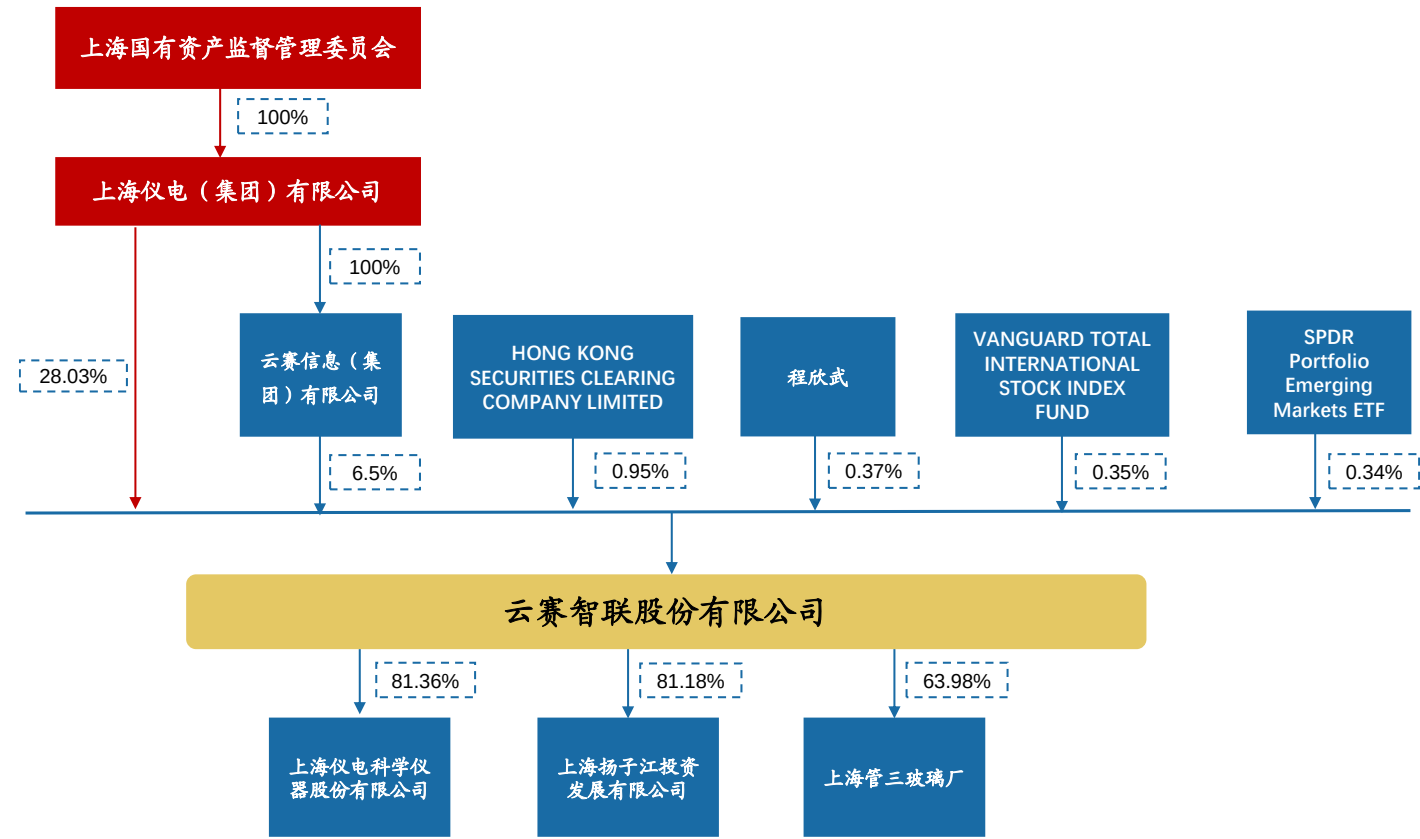
图 1：云赛智联发展历程梳理



数据来源：公司官网，云赛智联招股说明书，广发证券发展研究中心

上海国资委控股，国资背景为业务持续赋能。云赛智联是上海仪电集团有限公司的重点子公司，上海仪电集团是上海市国资委所属企业。整体股权结构较为集中，根据IFind，目前公司控股股东为上海仪电（集团）有限公司，持股达28.03%。云赛信息（集团）有限公司、HONG KONG SECURITIES CLEARING COMPANY LIMITED、程欣武分别持股6.5%、0.95%、0.37%。

图 2：云赛智联股权结构图



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心
注：数据统计截至 2025 年 3 月 14 日

管理层产业经验丰富，公司多名高管曾在国内外龙头公司任职。董事长黄金刚先生曾任上海市股份公司联合会副理事长。首席架构师陈正伟历任Motorola公司CDMA第三代系统研发部研发高级经理，美国UT Starcom通讯有限公司专业服务高级总监。独立董事封松林曾任中科院半导体所副所长，中科院上海微系统所所长，中科院上海高等研究院院长。副总经理赵海鸿先生曾任微软（中国）有限公司高级渠道经理，上海西门子移动通信有限公司手机事业部运营总监。

表 1：云赛智联部分管理层职业经历及背景

姓名	职务	年龄	简要介绍
黄金刚	董事长	59 岁	硕士学历，工程师。中国董事学会理事，上海市股份公司联合会副理事长，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，上海金硅科技发展有限公司执行总裁，荣登“福布斯中文网”2012 年福布斯中国上市公司最佳 CEO 榜单，中国电子企业协会“2014 年全国电子信息行业优秀创新企业家”称号。
翁峻青	党委书记、总经理	50 岁	本科学历，高级经济师。上海市第十四届人大代表，上海市建设协会副理事长、上海电子商会常务副会长。曾任上海广电信息产业股份有限公司 EMCS 事业部销售总监，上海广电信息产业股份有限公司副总工程师、技术中心主任。数次荣获“上海市劳动模范”、“上海市新长征突击手”称号，荣获全国总工会颁发的“2015 年全国劳动模范”称号。

陈正伟	首席架构师	-	加拿大 McMaster 大学电子与计算机工程系通讯实验室助理研究员。历任飞利浦公司驻上海办事处电子工业部经理，Motorola 公司 CDMA 第三代系统研发部研发高级经理，美国 UT Starcom 通讯有限公司专业服务高级总监，加拿大新绿洲技术有限公司共同创始人、高级副总裁，云赛信息(集团)有限公司首席架构师。
乔艳君	副总经理、工会主席	47 岁	博士学位，中科院上海高等研究院研究员。曾任中科院半导体所副所长，中科院上海微系统所所长，中科院上海高等研究院院长。
张杏兴	董事会秘书	57 岁	本科学历，教授级高级工程师。曾任上海无线电九厂技改办主任；上海仪电控股（集团）公司办公室机要秘书；上海飞乐股份有限公司办公室副主任；上海雷迪埃电子有限公司副总经理。
李远勤	独立董事	51 岁	博士学位，中国注册会计师。曾任中国工商银行会计结算部科长，上海大学管理学院教授，美国华盛顿大学 FOSTER 商学院访问学者。
曹士海	投资发展总监	-	历任上海财经大学经济学系教师、上海广电电子股份有限公司运行管理部经理兼上海海昌国际有限公司总经理、上海仪电电子股份有限公司经济运营部副总经理兼上海仪电电子信息技术开发有限公司副总经理、云赛智联股份有限公司战略企划部副总经理。
赵海鸿	副总经理	53 岁	本科学历，高级工程师。曾任微软（中国）有限公司高级渠道经理，上海西门子移动通信有限公司手机事业部运营总监，英国维珍移动销售及运营总监，上海泛欧通信技术有限公司总经理。

数据来源：公司官网，公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

（二）公司主营业务

公司以云服务大数据、行业解决方案、智能化产品为三大核心业务，坚持“做优IDC、做强云服务、做深大数据”的发展路径，打造智慧城市综合解决方案的提供商和运营商。

1. 云服务大数据板块：着力于提升数据中心和智算中心建设能力，具备从通用软件、云化软件到MSP云服务、大数据运营服务等专业能力。

具体来看：

- (1) 数据中心相关业务：主要包括IDC基础及增值业务、互联网接入、VPN、IaaS业务、算力业务等。
- (2) 云服务和IT解决方案相关业务：主要为政企客户提供各类云服务业务和IT解决方案。包括云资源转售、MSP云服务（上云、开发、迁移、代管、运维等专业服务）、自主研发的云管平台CMP销售、通用软件产品销售、部署、定制化开发、技术培训等相关服务业务。
- (3) 大数据业务：为政企客户提供大数据服务，涵盖数据底座建设、数据采集、数据清洗，数据分析，数据应用等能力，并结合人工智能提供行业大模型的开发和训练服务。

2. 行业解决方案板块：专注数字化转型应用服务领域，业务范围主要涵盖城市安全 and 智慧民生两大领域。其中，城市安全领域涵盖园区、场馆、交通领域等；智

慧民生领域涵盖教育、医疗、水务、检测溯源等。

3. **智能化产品板块：**以自主研发、生产、销售和一体化解决方案实施为主要业务模式。公司拥有“雷磁、棱光、上分”等科学仪器和检测仪器品牌，产品销售覆盖全国及部分海外市场。

图 3：公司三大核心业务

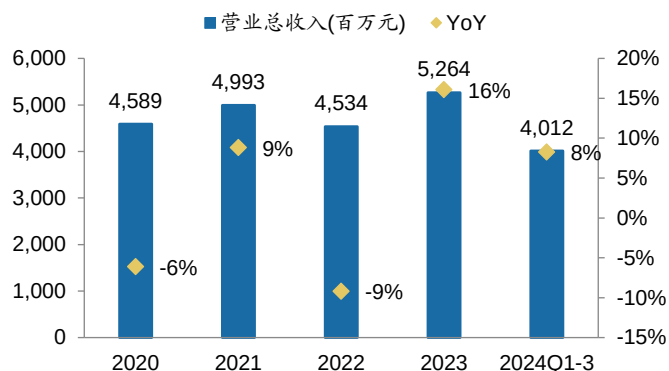


数据来源：云赛智联官网，上海仪电官网，广发证券发展研究中心

(三) 财务分析

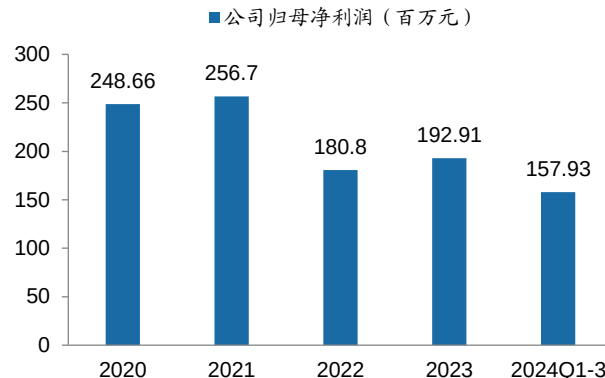
近年来云赛智联营业收入持续增长。从营收表现看，公司2022年、2023年分别实现收入45.34亿元、52.64亿元，2024年前三季度实现收入40.12亿元。根据公司2024年半年报，营收取得较大增长主要得益于ToG、ToB领域信息化、数字化建设的推进，公有云、私有云托管和混合云服务的提升。归母净利润方面，公司2023年达1.9亿元，同比2022年的1.8亿元增长6.7%。

图 4：公司营业收入



数据来源：云赛智联招股说明书，云赛智联财报，广发证券发展研究中心

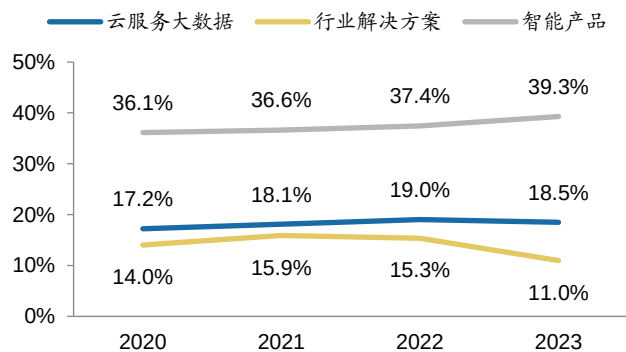
图 5：公司归母净利润



数据来源：云赛智联招股说明书，云赛智联财报，广发证券发展研究中心

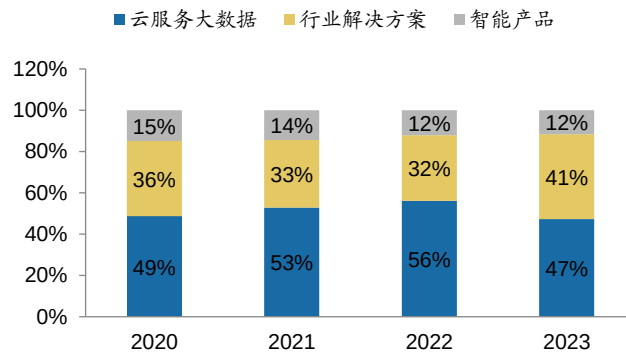
公司毛利率整体较为稳定。公司云服务大数据在2021-2023的毛利率为18.1%，19.0%，18.5%，行业解决方案在2021-2023的毛利率分别为15.9%，15.3%，11.0%。从营收占比来看，云服务大数据及行业解决方案为公司主营业务，云服务大数据2022年至2023年分别占比56%、47%，行业解决方案2022年至2023年分别占比32%、41%。

图 6：公司分业务毛利率



数据来源：云赛智联招股说明书，云赛智联财报，广发证券发展研究中心

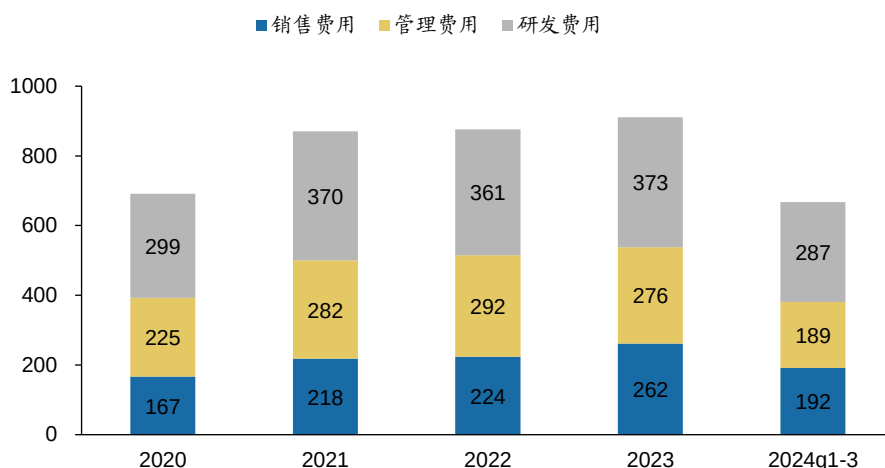
图 7：公司分业务营收占比



数据来源：云赛智联招股说明书，云赛智联财报，广发证券发展研究中心

公司费用率基本保持稳定。2021年-2023年研发费用分别为3.7亿、3.6亿、3.7亿，销售费用分别为2.2亿、2.2亿、2.6亿，管理费用分别为2.8亿元、2.9亿元、2.8亿元。研发费用增长主要系公司不断投入以培养和提升团队的数据运营、方案设计和平台建设能力所致。销售费用增长主要系公司吸引高端人才、公司项目增加、市场推广等业务交流频率增加导致。

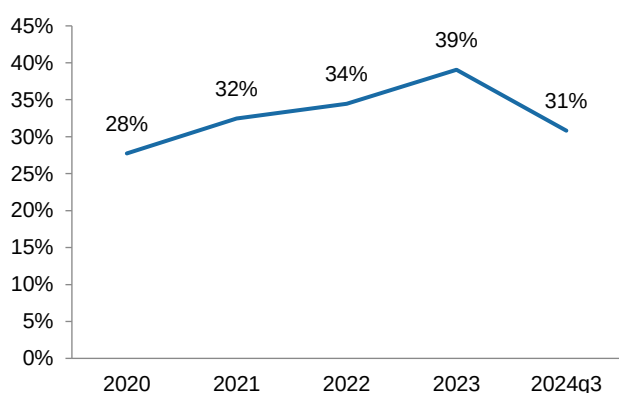
图 8：公司研发、管理及销售费用（百万元）



数据来源：云赛智联招股说明书，云赛智联年报，广发证券发展研究中心

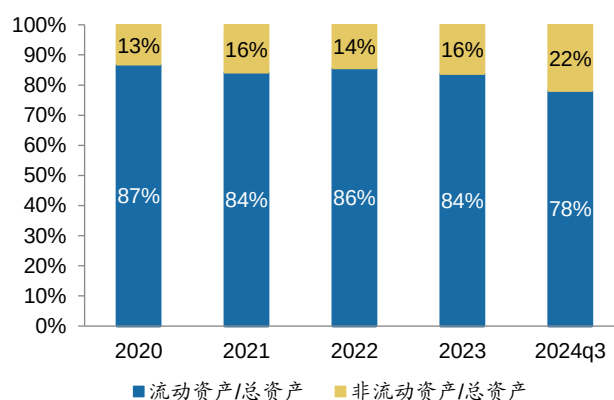
从资产负债率以及流动资产占比来看，公司低杠杆特征显著，流动风险较低。截至24Q3，公司总资产规模为70亿元，总负债为22亿元，资产负债率为31%。2021年至2023年资产负债率都分别为32%、34%、39%。截至24Q3，公司流动资产占比达78%，2021年至2023年也皆保持在80%以上的水准。

图 9：公司资产负债率



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：公司流动资产及非流动资产占比总资产

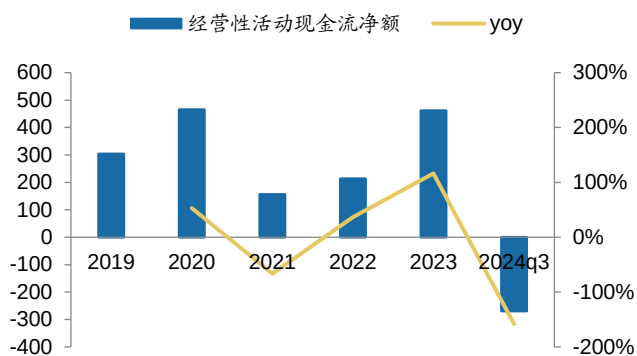


数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

公司经营活动现金流净额良好，现金储备充裕。公司2021年至2023年经营活动

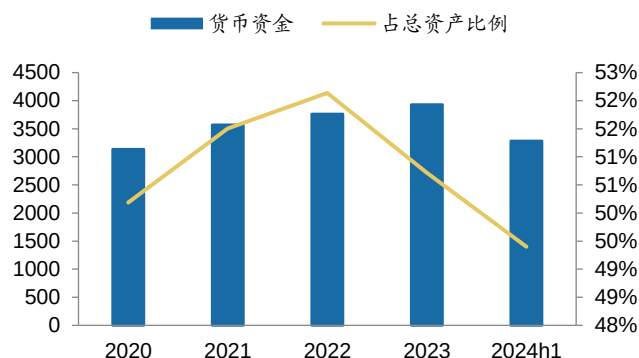
现金流净额分别为1.6亿元、2.1亿元、4.6亿元。2024Q3经营性活动现金流净额为负，主要系大型项目结算周期长导致回款滞后。公司货币资金2021年至2023年分别为35.7亿元、37.6亿元、39.3亿元，货币资金占总资产比例分别为52%、52%、51%。截至24Q3，公司货币资金为32.8亿元，货币资金占总资产比例为49%。

图 11: 公司经营性活动现金流净额（百万元）及YoY



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 12: 公司货币资金（百万元）及货币资金占总资产比例



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、算力需求快速增长，公司提前布局享算力红利

（一）AI 应用趋势明确，进一步强化 AI 算力需求前景

随着大语言模型出现且快速迭代的背景下，AI应用趋势明确，而未来随AI应用加速爆发，将会进一步强化AI算力需求前景。根据OpenAI官网，全球算力需求正以每3.4个月翻倍的速度持续增长。根据全球数字经济发展研究报告（2024年），中、美、欧加快超大规模数据中心建设，2023年底，全球超大规模数据中心数量达到992个，在2024年初突破1000个。每年新增超大规模数据中心约120-130个。按各区域IT负载来看，美国继续保持全球数据中心容量中第一的位置，占比为51%，欧洲占比17%，中国占比为16%，全球超大规模数据中心近四年总容量实现翻倍。

1. 以DeepSeek为例：技术创新降低推理成本，加速AI大模型的大规模商业化应用普及

DeepSeek-R1大模型优化模型训练流程，节省训练成本。DeepSeek-R1通过多轮强化学习实现模型的迭代优化。此外，DeepSeek-R1大模型还采用的群组相对策略优化算法（GRPO），该方法无需额外训练大型评估模型，而是通过从同一策略采样多组输出（如一个问题生成多个候选答案），直接对比群组内结果优化模型，避免了传统强化学习中复杂评估环节的资源消耗，可以节省训练成本。我们认为，DeepSeek通过技术创新和资源优化，大幅降低了训练成本，相关技术文档中分享的模型训练过程中的算法优化细节有望推动AI大模型整体行业训练和研发成本的降低，短期或对AI算力总需求的市场预期产生一定影响。

图 13: DeepSeek-V3 的训练成本

Training Costs	Pre-Training	Context Extension	Post-Training	Total
in H800 GPU Hours	2664K	119K	5K	2788K
in USD	\$5.328M	\$0.238M	\$0.01M	\$5.576M

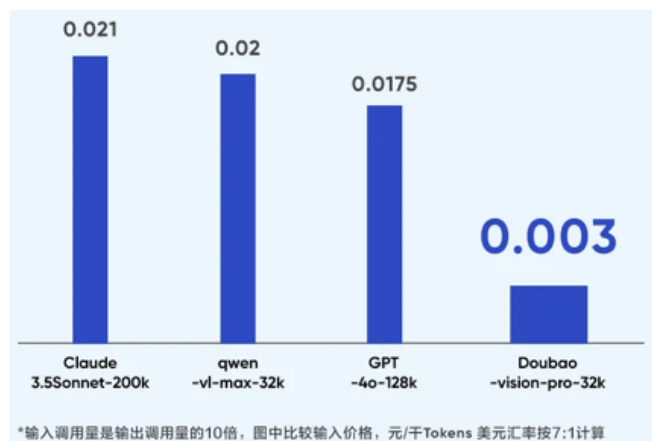
数据来源：《DeepSeek-V3 Technical Report》，广发证券发展研究中心

但长期来看，算力依然是推动大模型发展的核心驱动力。在DeepSeek技术路线得到充分验证后，有望驱动相关AI应用的快速发展，应用推理驱动算力需求增长的因素也有望得到增强。尤其在实际应用中，推理过程涉及到对大量实时数据的快速处理和决策，仍然需要强大的算力支持。AI大模型应用的加速普及或拉动整体算力需求的增长。

推理成本降低趋势下，模型厂商降价动作持续，加速应用普及。伴随着成本的持续降低，2024年5月，DeepSeek、智谱AI、百度云、阿里云、腾讯云、字节火山引擎、等国内大模型厂商纷纷下调旗下部分模型价格。而在2024年12月，字节豆包、阿里通义千问相继推出新的视觉理解大模型，新一轮降价潮开启。在2024年12月的火山引擎Force大会上，字节发布豆包视觉理解模型，输入价格为每千tokens 0.003元，

比行业平均价格降低85%，相当于一块钱可以处理284张720P的图片。2024年12月31日，阿里云本年度第三轮大模型降价，通义千问视觉理解模型Qwen-VL-Plus直降81%，输入价格仅为0.0015元/千tokens；更高性能的Qwen-VL-Max降至0.003元/千tokens，降幅高达85%。按照最新价格，1块钱可以最多处理大约600张720P图片。

图 14：字节豆包视觉理解模型输入价格对比



数据来源：火山引擎官微，广发证券发展研究中心

图 15：通义千问视觉理解模型降价对比



数据来源：阿里云官微，广发证券发展研究中心

2. 模型能力突破趋势下，以AI Agent为代表的AI应用持续发展

（1）智谱开放体验GLM-PC，多模态Agent再升级

根据智谱AI官微，2025年1月23日，智谱开放体验电脑智能体GLM-PC，GLM-PC基于视觉语言大模型CogAgent，能像人类一样“观察”和“操作”计算机，协助用户完成各类电脑任务。而此前，2024年11月29日，智谱就已正式提出GLM-OS概念，并发布了AutoGLM和GLM-PC v1.0两款Agent产品。

与前一版本相比，该版本推出了深度思考模式，并增加了专用来做逻辑推理和代码生成的功能，此外，还提供了对于Windows系统的支持。根据GLM-PC用户手册，在新建对话时用户可以根据任务指令的复杂程度选择GLM-PC极速模式和深度思考模式，其中极速模式注重高效性能，深度思考模式则支持将更为复杂的任务进行拆解。

图 16: GLM-PC 极速模式



数据来源: GLM-PC 用户手册, 广发证券发展研究中心

图 17: GLM-PC 深度思考模式

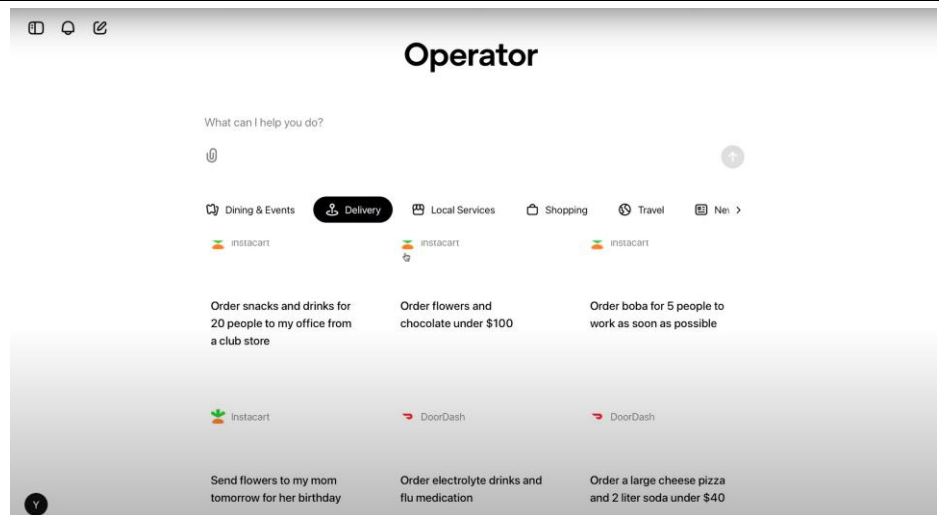


数据来源: GLM-PC 用户手册, 广发证券发展研究中心

(2) OpenAI发布Operator, 配备独立的浏览器功能

根据OpenAI官网, 2025年1月24日, OpenAI发布了其首款AI智能体——Operator。Operator配备了独立的浏览器功能, 能够模拟人类操作网页浏览器, 为用户执行各种任务。这款AI智能体可以自动完成填写表格、订购杂货、创建表情包等操作, 用户可以在多个类别中选择自动化任务, 涵盖了购物、配送、餐饮、旅行等领域。目前, Operator已向美国的Pro订阅用户开放试用, 未来在功能完善和改进后, 将逐步推广至Plus、Team和Enterprise用户群体。OpenAI还计划将这些功能深度集成到ChatGPT平台中, 为用户提供更强大的自动化体验。

图 18: OpenAI Operator界面



数据来源: OpenAI 官方 YouTube 账号, 广发证券发展研究中心

3. 国内算力发展加速，AIDC成为新基建热点

国家发改委、工信部、科技部等部门陆续发布政策，加码支持算力发展。根据《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》，到2025年底，综合算力基础设施体系初步成型，包括国家枢纽节点地区各类新增算力占全国新增算力的60%以上。此外，《算力基础设施高质量发展行动计划》提出全国一体化算力网将在京津冀、长三角等八大算力枢纽节点开展智能算力中心集群布局，形成十大算力集群。

表 2：IDC以及算力相关政策梳理

政策法规	发布时间	主要内容
《成都市加快大模型创新应用推进人工智能产业高质量发展的若干措施》	2023 年 8 月	引导国家超算成都中心、成都智算中心合理扩容，布局通用智能算力，配置人工智能全栈运行环境，加快建成国家新一代人工智能公共算力开放创新平台，推动数据中心转型升级，为 AIDC 的发展提供算力等方面的支持。
《海南自由贸易港国际数据中心发展规定》	2024 年 11 月	支持境内外企业在海南自由贸易港建设国际数据中心，开展国际数据中心业务，明确了国际数据中心业务概念，创新国际数据服务应用场景等，为 AIDC 在海南的发展及数据跨境流动等提供了法律依据和支持。
《深圳市前海深港现代服务业合作区管理局关于支持人工智能高质量发展高水平应用的若干措施》	2024 年 9 月	重点推动智能算力中心和算力调度平台同步发展建设，促进数据要素流通运用，以制度创新释放数据资源价值，加强人工智能共性通用技术发展，打造共性技术服务平台，为 AIDC 在深圳前海的发展提供政策支持。
《算力基础设施高质量发展行动计划》	2023 年 10 月	提出到 2025 年，计划规划的算力规模超过 300EFLOPS，智能算力占比至少 35%，达到 105EFLOPS。全国一体化算力网将在京津冀、长三角等八大算力枢纽节点开展智能算力中心集群布局，形成十大算力集群。
《郑州市支持人工智能创新发展若干政策措施》	2024 年 6 月	围绕加强智算数据资源统筹供给、提升人工智能技术创新能力、优化人工智能产业创新生态 3 个方面提出 10 条政策措施，包括鼓励企业等共建算力中心，建立“算力券”运营机制，推动公共数据与行业数据有序开放等。
中国智算中心（AIDC）产业发展白皮书（2024 年）	2024 年 12 月	AIDC 的建设是数字化转型的加速器和智能经济的基石，其创新发展对推动人工智能及相关产业的快速增长具有显著影响
《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》	2023 年 12 月	到 2025 年底，综合算力基础设施体系初步成型，包括国家枢纽节点地区各类新增算力占全国新增算力的 60%以上，算力电力双向协同机制初步形成等目标。
《湖南省促进绿色智能计算产业高质量发展若干政策措施》	2025 年 2 月	对新建规模在 1000PFlops 以上的重大智算基础设施建设项目“一事一议”支持；对新建（改造）总算力在 50PFlops 以上且 PUE 不高于 1.3 的智算基础设施项目，按设备和软件等建设费用的 10%给予补助，最高不超过 2000 万元。
《算力强基揭榜行动》	2025 年 2 月	面向计算、存储、网络、应用、绿色、安全等六大重点方向，发掘企事业单位，突破标志性技术产品和方案。如在绿色方面，要求研发新型制冷等技术，推动算力设施节能降碳，目标是到 2026 年达到算力中心可再生能源比例 30%。

资料来源：成都市经信局，海南自由贸易港，深圳政府官网，河南政府官网，中国通服数字基建产业研究院，中国政府网，湖南省政府，广发证券发展研究中心

在政策的驱动和AI应用的爆发下，我国算力市场规模快速发展。根据人民邮电报，截至2024年12月，算力应用项目超过1.3万个，在用算力中心机架总规模超过830万标准机架。根据《中国人工智能算力发展评估报告》显示，2024年，中国智能算力规模达725.3百亿亿次/秒（EFLOPS），同比增长74.1%，增幅是同期通用算力增幅（20.6%）的3倍以上；市场规模为190亿美元，同比增长86.9%。该报告预计2025年中国智能算力规模将达到1037.3EFLOPS，较2024年增长43%；中国人工智能算力市场规模将达到259亿美元，较2024年增长36.2%。

AIDC成为新基建的热点。根据2025年中国AIDC行业市场发展态势及产业需求报告，目前全国已有超过30个城市正在建设或提出建设智算中心，预测城市对AIDC的投资有望带动人工智能核心产业增长约2.9至3.4倍，相关产业增长约36至42倍。AIDC项目接连落地，截至2024年6月，全国已建和正在建设的智算中心超250个，其中超万张AI芯片集群的智算中心已达十余个。

表 3：国内规划中和开工建设的AIDC

城市	进度	时间	目标算力规模
中国电信（济南）智算中心	开工建设	2025 年 3 月	500PFLOPS
京蒙绿色算力产业园二期	项目获批	2025 年 2 月	-
浙东南智算中心二期项目	开工建设	2025 年 2 月	1000PFLOPS
润泽智算中心三期项目	开工建设	2025 年 2 月	-
张家口宣化区尚锦绿色算力中心项目	项目获批	2025 年 1 月	-
工商银行西安数据中心	项目签约	2025 年 1 月	-
长三角（芜湖）智算中心	项目封顶	2025 年 1 月	45000PFLOPS
中国建设银行贵州贵安新区数据中心项目（一期）	开工建设	2024 年 12 月	-
中国移动海北第二数据中心	开工建设	2024 年 12 月	-
中国联通青海三江源大数据中心二期	主体封顶	2024 年 11 月	12000PFLOPS
廊坊·广阳中鼎云大型智算中心	开工建设	2024 年 11 月	-
交通银行和林格尔新区数据中心	主体封顶	2024 年 11 月	-
中国移动智算中心（南京）	上线投产	2024 年 11 月	6000PFLOPS
河北人工智能算力中心一期建设 EPC	项目中标	2025 年 2 月	-
中国移动（西宁）绿电智算融合示范基地一期项目	开工建设	2025 年 2 月	2000PFLOPS
腾讯云·中重数字孪生产业园区腾讯云智算中心	开工建设	2025 年 2 月	4000PFLOPS
百度智能云智算中心项目	项目获批	2025 年 1 月	-
合盈数据（怀来）智谷算力产业园项目四阶段项目	项目获批	2025 年 1 月	-
华东云（镇江）算力中心	项目签约	2025 年 1 月	2500PFLOPS
万界国兴青海智算中心一期项目	项目签约	2025 年 1 月	6000PFLOPS
龙之吟智算产业园一期	开工建设	2025 年 1 月	2000PFLOPS
兴业银行贵安新区数据中心项目	开工建设	2024 年 11 月	-
蓝耘北京智算中心	开工建设	2024 年 11 月	
城市	投运时间	所在城市	目标算力规模
海南海底智算中心集群	2025 年 2 月	海南	2000PFLOPS
中国电信甘肃庆阳智能算力中心一期项目	2025 年 6 月	庆阳	20000PFLOPS

中金武清大数据产业园项目一期数据中心	2025 年 7 月	天津	-
东数西算贵安新区算力产业集群	2024 年 12 月	贵安	-
香港数码港的人工智能超算中心	2024 年 12 月	香港	3000PFLOPS
港城智能制造大数据产业园一期项目	2025 年 3 月	苏州	23000PFLOPS
悦科（湖北）数据中心	2025 年 1 月	鄂州	10000PFLOPS
芜湖珑腾智算互联网产业园项目	2025 年	芜湖	-
金山云青海智算中心	2024 年 12 月	青海	4000PFLOPS

数据来源：IDC 圈公众号，广发证券发展研究中心

（二）公司提前布局 IDC，业务整体进展顺利

1. 公司“做优IDC”战略实施较为顺利

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。公司凭借完善的行业生态圈，围绕AI发展主线，从智算中心IDC建设、算力平台服务、垂类模型应用等层面布局人工智能产业。

当下，公司旗下数据计算中心主要包括徐汇数据中心、宝山云计算中心、松江大数据计算中心（一期&二期）四处。其中，前三处数据计算中心分别落成于2005、2015和2023年；松江二期于2024年2月入选上海市2024年重大工程清单，目前建设正按计划有序进行中，已完成土建工程施工、建筑物外立面施工以及1—3层机电设备安装工作。

从已建成的数据中心来看，目前皆已服务大量政府、企业客户、院校等。以徐汇（宜山路）数据中心为例，目前已吸引政府部门、各大专院校、科研单位、及各大企业事业单位客户使用，包括上海人大、上海政协、复旦大学、中国石油天然气股份有限公司，为客户提供了优质、安全、可靠的数据中心及云网服务。

根据我们的测算，松江二期建成后，公司将合计拥有约9600台标准机架资源。其中，徐汇数据中心有350台标准机柜；宝山云计算中心有1600台标准机柜；松江一期有4000台标准机柜；松江二期拟建设高电量机架约1124个、合计IT功率22MW，换算为标准机架约3667个。（按经信委批准时单个标准机架功率6kW计算）。

表 4：云赛智联旗下数据计算中心建设情况梳理

计算中心	时间	状态
徐汇（宜山路）数据中心	2005	上海科技网投资 6882.5 万元，由 NTT Communications 按国际 T3+标准规划、建造宜山路机房，面积 1200 余平方米，建造时可容纳 300 个标准机柜
宝山云计算中心	2014	中企通信与上海科技网正式达成合作，共同组建云计算数据中心
	2015	宝山云计算中心落成
松江大数据计算中心（一期）	2019	松江一期取得上海市经信委首批数据中心用能指标
	2020	松江一期开工
	2022	松江一期建成投入运营，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（包括太平洋保险）等多家大型客户入驻
	2023.02	松江一期全面完成

	2023.03	松江一期入选《上海市新型数据中心创新发展案例》
松江大数据计算中心（二期）	2023.05	松江二期通过上海市经信委拟建数据中心符合性评估，取得中心建设能耗指标
	2023.07	松江二期建设项目作为上海市重大功能性事项导入松江新城
	2024.01	松江二期开工
	2024.02	松江二期入选上海市 2024 年重大工程清单
	2025.02	松江二期为满足新增用电需求进行追加投资

数据来源：中国 IDC 圈，中企通信，公司官网，云赛智联关于子公司云赛数海追加投资松江大数据计算中心（二期）项目的公告、云赛智联关于下属全资子公司上海云赛数海科技有限公司投资建设松江大数据中心二期项目的公告，广发证券发展研究中心

2. 公司加码布局算力，是上海核心信息化国企

公司第一大股东为上海仪电集团，是上海市国资委所属的国有大型企业集团。公司作为上海国资委旗下的核心平台，资源背景深厚，在上海信息化企业中属“核心圈层”。根据科创板日报，上海仪电将牵头建设上海市智能算力资源统筹调度平台，平台旨在通过精准匹配多方供需，融合调度各方资源，支撑和繁荣上海大模型创新生态。

该调度平台将包含算力超市、算力纳管、算力融合等主要功能板块。算力超市核心定位为“构建算力交易生态，促成供需多边交易”，包括算力产品商城、算力招标市场等两部分。算力纳管核心定位为“汇总监测、计费、资源统计等数据，实现算力的统筹调度”，包括交易直连、监控计费数据上报、可视化数据分析等三部分。算力融合核心定位为异构异域算力资源管理和调度，包括算力调度、任务调度、算力补贴闭环管理三部分。

公司还承担了《上海市政务云建设和运行管理指南》的课题，目前已顺利通过验收。该课题由仪电智慧城市设计研究院牵头，联合云赛智联旗下上海南洋万邦软件技术有限公司组成课题组，提炼了政务云建设、服务、运行管理的成功经验。指南的出台，标志着上海市政务云在技术成熟度上迈出了重要一步，不仅为上海市政务云的建设、运行和管理提供明确的管理规范，也成为上海市各区政务云建设和运行管理的指导性技术文件。

此外，公司通过设立子公司智能算力科技、增资上海科技网等方式加深相关业务布局：

（1）共同出资设立智能算力科技：2023年6月，公司与仪电集团等其他股东共同出资建立算力设施公司“上海智能算力科技有限公司”，其中公司增资22,000万元，持股11%；同年9月，获得国资监管部门批准。智能算力科技有限公司经营范围包括第一类、第二类增值电信业务和互联网信息服务等许可项目，及数据处理和存储支持服务、云计算装备技术服务、信息系统集成服务等。公司希望借此推动建设市级智能算力集群，满足大模型集群训练的需求，进而有望带来优质客户。目前，公司持续追加投资、大力支持其发展，力图打造自主智能算力产业生态。

（2）持续投资上海科技网：上海科技网络通信公司定位于中立第三方高端数据中

心运营商，随着松江二期项目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；其也将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。2023年9月，公司协议受让仪电集团所持上海科技网络通信有限公司20%股权，实现对上海科技网的100%控股；同年10月，公司向上海科技网增资11,000万元。通过对上海科技网的持续投资，公司得以进一步聚焦核心主业、扩大数据中心资源规模、做优IDC业务，提升核心竞争力、为进一步加大数字底座产业投资打好基础。

三、数据要素前景广阔，公司行业 Know-how 丰富

（一）国内数据要素市场前景广阔，上海为数据要素先锋城市

数据要素作为推动经济增长新引擎的战略价值日益凸显，我国政府近年通过出台一揽子的政策措施促进数据要素市场的健康发展和高效运作。2023年12月15日，国家发改委发布《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）（征求意见稿）》。文件明确提出，到2026年底，打造300个以上示范性强、显示度高、带动性广的典型应用场景，培育一批创新能力强、市场影响力大的数据商和第三方专业服务机构，数据产业年均增速超过20%，数据交易规模增长1倍，场内交易规模大幅提升，推动数据要素价值创造的新业态成为经济增长新动力。2024年，国家发改委、国家数据局、教育部、财政部等机关联合发布《关于促进数据产业高质量发展的指导意见》，提出完善数据人才培养体系，加强数据技术和产业重点发展方向的布局。

表 5：中国数字经济与数据要素市场政策发展梳理

政策文件	发布日期	核心内容
《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	2020 年 3 月	提出加快培育数据要素市场的总体要求，推进政府数据开放共享，提升社会数据资源价值，加强数据资源整合和安全保护。
《“十四五”数字经济发展规划》	2021 年 12 月	明确数字经济发展的总体目标和重点任务，提出到 2025 年数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 10%，数据要素市场体系初步建立，数据资源体系基本建成，利用数据资源推动研发、生产、流通、服务、消费全价值链协同。
《数字中国发展报告（2021 年）》	2022 年 7 月	总结数字中国建设进展，提出推动数字经济高质量发展和数据要素市场培育的具体措施。
《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	明确数据产权、流通交易、收益分配、安全治理四大方面的基础制度，推动数据合规高效流通使用。
《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026 年）（征求意见稿）	2023 年 12 月	到 2026 年底，数据要素应用场景广度和深度大幅拓展，在经济发展领域数据要素乘数效应得到显现，打造 300 个以上示范性强、显示度高、带动性广的典型应用场景，培育一批创新能力强、市场影响力大的数据商和第三方专业服务机构，数据产业年均增速超过 20%，数据交易规模增长 1 倍，场内交易规模大幅提升。
《关于促进数据产业高质量发展的指导意见》	2024 年 12 月	提出完善数据人才培养体系，加强数据技术和产业重点发展方向的布局。
《关于完善数据流通安全治理更好促进数据要素市场化价值化的实施方案》	2025 年 1 月	提出到 2027 年底，构建规则明晰、产业繁荣、多方协同的数据流通安全治理体系，完善数据合规高效流通机制。

数据来源：中华人民共和国中央人民政府官网，中华人民共和国国家互联网信息办公室官网，广发证券发展研究中心

2024年年底，数字经济在政策的指导下迎来新的产业催化。2024年10月，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于加快公共数据资源开发利用的意见》，标志着公共数据顶层规划的正式落地，这是中央层面首次对公共数据资源开发利用进行系统部署。此外，国家还形成了“1+3”政策体系，包括《公共数据资源登记管理暂行办法》

《公共数据资源授权运营实施规范（试行）》和《关于建立公共数据资源授权运营价格形成机制的通知》，进一步完善了公共数据资源开发利用的制度框架。我们认为，数据要素在经历了地方政策规范之后，正逐步向中央层面引导的更全面、更系统的部署进行，随着这一顶层规划的落地，将为数据产业加速发展注入强大动力。

表 6：《关于加快公共数据资源开发利用的意见》政策核心内容梳理

核心建设内容	详细说明	
深化数据要素配置改革，扩大公共数据资源供给	政务数据共享	完善政务数据目录，实行统一管理，推动跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务的数据共享和业务协同。
	公共数据开放	健全公共数据开放政策体系，依法依规有序开放公共数据，优先开放与民生紧密相关、社会需求迫切的数据。
	公共数据授权运营	落实数据产权结构性分置制度要求，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。
加强资源管理，规范公共数据授权运营	健全资源管理制度	建立公共数据资源登记制度，推动数据资源标准化、规范化建设，强化数据源头治理和质量监督检查。
	完善运营监督	建立公共数据资源授权运营情况披露机制，按规定公开授权对象、内容、范围和时限等授权运营情况，确保运营机构规范运营。
鼓励应用创新，推动数据产业健康发展	丰富数据应用场景	鼓励经营主体利用公共数据开发产品和服务，支持人工智能政务服务大模型开发、训练和应用，提高公共服务和社会治理智能化水平。
	推动区域数据协作	落实区域重大战略、区域协调发展战略部署，探索建立公共数据资源开发利用区域合作和利益调节机制，共享数据要素红利。
	加强数据服务能力建设	加强数据基础设施建设，推动数据利用方式向共享汇聚和应用服务能力并重的方向转变。推进多元数据融合应用，丰富数据产品和服务。
	繁荣数据产业发展生态	将数据产业作为鼓励发展类纳入产业结构调整指导目录。聚焦算力网络和可信流通，支持数据基础设施企业发展
统筹发展和安全，营造开发利用良好环境	加大创新激励	明确公共数据管理和运营的责任边界，围绕强化管理职责优化机构编制资源配置，研究制定支持运营机构发展的激励政策。
	加强安全管理	强化数据安全和个人信息保护，加强对数据资源生产、加工使用、产品经营等开发利用全过程的监督管理。
	鼓励先行先试	充分认识数据规模利用的潜在风险，坚决防止以数谋私等“数据上的腐败”，维护公共数据安全。

数据来源：政府官网，广发证券发展研究中心

上海是国内数据要素市场的先锋城市。2021年11月，上海发布《上海市数据条例》，涵盖数据权益保障、公共数据管理、数据要素市场建设等内容。此后，上海陆续出台《上海市公共数据开放实施细则》和《上海市数据交易场所管理实施暂行办法》，进一步完善数据要素市场的政策框架。2023年7月，上海发布《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）》，明确到2025年，数据要素市场体系基本建成，国家级数据交易所地位基本确立，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。

表 7：上海数字经济与数据要素市场政策发展梳理（2021-2025年）

政策文件	发布日期	核心内容
《上海市促进城市数字化转型的若干政策措施》	2021 年 7 月	建立全面激发经济数字化创新活力的新机制，完善数字经济新业态登记方式，进一步激发国有企业数字化转型动力，运用数字技术优化产业链和供应链模式，支持数字经济市场主体集聚发展。
《上海市数据条例》	2021 年 11 月	明确数据权益保障、公共数据管理、数据要素市场建设等内容，为数据要素市场化配置提供法律依据。
《上海市公共数据开放实施细则》	2022 年 12 月	进一步规范公共数据开放流程，提升数据可用性。
《上海市数据交易场所管理实施暂行办法》	2023 年 3 月	防范和化解数据交易风险，规范数据交易场所运营。
《中国（上海）自由贸易试验区专项发展资金支持数据要素市场发展实施细则》	2023 年 6 月	明确对上海数据交易所首次挂牌数据产品和优质数据产品流通的资金支持内容。
《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）》	2023 年 7 月	明确到 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。
《上海市促进浦东新区数据流通交易若干规定（草案）》	2023 年 7 月	促进浦东新区数据流通交易，注重发挥数据要素作用，打造安全可信、包容创新、公平开放、监管有效的数据要素市场环境。
《上海市推动数字贸易和服务创新发展实施方案》	2025 年 1 月	大力发展数字交付服务贸易，扩大拓展数字订购贸易，适度超前布局数字基础设施，创新提升服务贸易，加强企业主体和区域载体建设，促进贸易要素便捷流动。

数据来源：上海市人民政府官网，广发证券发展研究中心

（二）公司有望依托丰富的行业 Know-how 持续做深大数据产业

公司在大数据领域中积累了丰富的行业 Know-how。根据公司官网，自 2018 年市大数据中心成立以来，公司旗下企业上海南洋万邦软件技术有限公司一直承接和运营中心的大数据治理和数据运营项目，期间积累了丰富的技术服务经验。例如疫情期间，南洋万邦迅速响应中心要求，仅用两天时间即协助“随申码”上线；并在“随申码”试运行期间抽调近 30 名人员进行运维，处理咨询和申诉逾 5 万条。自 2020 年起，公司连续 5 年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，支撑上海城市数字化转型工作稳步推进，工作长期得到市大数据中心的认可。

公司为上海市浦东新区、闵行区、杨浦区、虹口区等多区提供数据服务。公司还将上海经验输出到成都市，打造了“智慧蓉城”数据资源能力提升平台和“智慧蓉城”运行管理平台数据治理服务。

公司在数据要素领域业务和能力建设上的持续发力，得到了政府部门和业界的普遍认可，接连获得殊荣。2023 年 5 月，公司旗下南洋万邦软件技术有限公司凭借政务大数据服务获得“上海品牌”认证；2023 年 10 月，公司承建的“数据资源‘一网通享’赋能智慧蓉城整体智治”项目斩获 2023 DAMA 中国“数据治理最佳实践奖”，公司旗下仪电智慧城市设计研究院数据科学部主任周海涛荣获“数据治理专家奖”；2025

年2月，公司携手客户斩获第二届全国数字健康创新应用大赛数据要素赛道唯一一个一等奖；同月，公司通过全国数标委成员资质审核，正式成为全国数标委“WG2数据治理标准工作组”等4个工作组的正式成员单位。

图 19：南洋万邦获得“上海品牌”认证



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 20：全国数字健康创新应用大赛数据要素赛道一等奖



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

主营业务收入预测：

1. 云服务大数据业务：公司云服务和大数据业务包括数据中心相关业务、云服务和IT解决方案相关业务以及大数据业务。其中，数据中心业务包括IDC基础及增值业务、算力业务等。云服务和IT解决方案则包括云资源转售、MPS云服务、定制化开发等。大数据业务则主要为政企客户提供大数据业务，涵盖数据底座建设、数据采集、数据清洗、数据应用等能力。随着智算业务的快速推进以及DeepSeek发布后带来的云部署需求增强，该部分业务有望实现较快增长。我们预计24-26年该业务收入增速分别为8%、16%、20%，毛利率稳定在18.0%。
2. 行业解决方案：公司该部分业务主要聚焦于行业细分领域，业务主要包括平台建设、系统集成、伴随业务以及数据治理的全链能力。具体包括智慧城市业务、智慧教育业务、智慧医疗业务、市政民生业务、检测溯源业务等。随着2024年底化债等政策的催化下，地方政务资金压力得到有效缓解，2025年整体财政发力预期较强，政府IT开支有望增加，公司有望充分受益。我们预计24-26年该业务收入增速分别为9%、13%、16%。毛利率有望随规模化而有一定提高，我们预计24-26年毛利率为12.0%、12.0%、13.0%。
3. 智能产品：智能产品业务板块主要专注于专业领域硬件产品及测试领域，主要包括上海仪电科学仪器股份有限公司。公司定位于国内领先的科学仪器制造商与解决方案提供商，以自主研发、生产、销售和一体化解决方案实施为主要业务模式，打造科学仪器硬件产品及相应测试能力。仪电科仪是国内科学仪器行业领军企业，拥有“雷磁、物光”等科学仪器和检测仪器品牌。我们预计24-26年该业务收入增速分别为10%、10%、10%。毛利率有望随产品起量而提高，我们预计24-26年毛利率为39.0%、39.5%、40.0%。

费用率预测：

随着公司营业能力及收入规模的提升，研发费用率及管理费用率有望摊薄，随着智算业务及云部署需求增强带来的业务增长，公司将在一定程度上加大投入销售费用。综上，我们预计24-26年销售费用率分别为5%、5.1%、5.2%，管理费用率分别为4.5%、4.2%、4.0%，研发费用率分别为6.3%、6.0%、5.8%。

表 8：公司主营业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
云服务大数据					
营业收入（百万元）	2574.0	2543.3	2746.8	3186.3	3823.5
YoY	-0.71%	-1.19%	8.00%	16.00%	20.00%
营业成本（百万元）	2084.2	2073.1	2252.4	2612.7	3135.3
毛利率	19.03%	18.49%	18.00%	18.00%	18.00%
行业解决方案					

营业收入（百万元）	1450.8	2204.1	2402.4	2714.7	3149.1
YoY	-9.10%	51.92%	9.00%	13.00%	16.00%
营业成本（百万元）	1228.4	1962.0	2114.1	2389.0	2739.7
毛利率	15.33%	10.98%	12.00%	12.00%	13.00%
智能产品					
营业收入（百万元）	556.7	624.1	686.5	755.2	830.7
YoY	-21.47%	12.11%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本（百万元）	348.3	378.9	418.8	456.9	498.4
毛利率	37.44%	39.29%	39.00%	39.50%	40.00%
合计					
营业收入（百万元）	4534.3	5263.8	5724.8	6541.9	7685.6
YoY	-9.19%	16.09%	8.76%	14.27%	17.48%
营业成本（百万元）	3639.2	4316.8	4729.8	5401.5	6314.6
YoY	-7.09%	18.62%	9.57%	14.20%	16.90%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）投资建议

公司定位于中立第三方高端数据中心运营商，为目标客户提供高可用智算中心和高性能算力服务。目前公司已在物联网感知层、传输层到数据层、应用层，实施了从“云”到“端”的业务布局。我们预计2024年-2026年营业收入分别为57.2亿元、65.4亿元、76.9亿元，归母净利润分别为2.1亿元、2.5亿元、3.4亿元。

从产品化属性以及行业驱动力出发，我们选择润泽科技和奥飞数据作为云赛智联的可比公司。润泽科技主要面向大数据、云计算、物联网等行业应用需求，以算力为基础、数字技术为手段、为各行业提供新一代数字经济产业技术、产品、服务和系统解决方案。奥飞数据服务范围包括数据中心、异地双活等互联网增值服务和产品，在华南地区设计建设了多个数据中心。从业务占比来看，润泽科技和奥飞数据相较云赛智联而言算力业务占比更多，因此和算力需求有更强相关性，从估值角度来说，则会享有更高的估值溢价。

在估值方法选择上，考虑到目前AI应用产业仍处于早期阶段，大规模算力需求还未完全启动，固定资产较多情况下，折旧也较多，因此表观利润也较少，PS估值法更为适宜。综合考虑，我们选择PS估值法，参考可比公司，给予公司25年7xPS，合理价值为33.48元/股，给予“买入”评级。

表 9：可比公司PS估值情况（市值统计截止2025.3.14收盘）

公司名称	公司代码	市值（亿元）	ROE		PS估值水平	
			2024E	2025E	2024E	2025E
润泽科技	300442.SZ	1139	22%	26%	16	13
奥飞数据	300738.SZ	270	5%	6%	13	11

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

五、风险提示

（一）财政发力不及预期

目前25年全年整体财政发力预期较强，若是后续财政发力预期降低，将会影响地方政府IT支出，从而影响公司后续业务收入。

（二）AI应用发展不及预期

目前AI应用趋势整体较为明确，算力需求持续增长的逻辑也建立在这之上。若是后续AI应用发展速度放缓，可能在一定程度上影响算力需求，从而影响公司后续的业务收入。

（三）政策推进不及预期

算力及数据要素行业的持续发展和政策推进有强相关性，若是后续政策推进背离预期，将会影响国内算力及数据要素行业的发展，从而压缩公司的市场空间。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,186	6,496	6,103	6,064	6,718
货币资金	3,773	3,934	3,356	3,008	3,185
应收及预付	989	805	785	799	858
存货	1,129	1,513	1,708	1,981	2,368
其他流动资产	295	243	254	276	307
非流动资产	1,032	1,254	1,886	2,486	2,602
长期股权投资	88	169	169	169	169
固定资产	186	676	1,159	1,584	1,499
在建工程	414	9	159	334	534
无形资产	21	23	23	23	23
其他长期资产	323	377	377	377	377
资产总计	7,218	7,750	7,989	8,550	9,320
流动负债	2,223	2,773	2,826	3,173	3,670
短期借款	8	0	0	0	0
应付及预收	872	1,435	1,385	1,537	1,762
其他流动负债	1,343	1,338	1,441	1,636	1,908
非流动负债	265	254	251	251	251
长期借款	188	148	148	148	148
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	77	106	104	104	104
负债合计	2,488	3,027	3,078	3,425	3,921
股本	1,368	1,368	1,368	1,368	1,368
资本公积	1,488	1,412	1,412	1,412	1,412
留存收益	1,692	1,830	1,995	2,190	2,445
归属母公司股东权益	4,547	4,609	4,775	4,970	5,225
少数股东权益	183	114	137	156	174
负债和股东权益	7,218	7,750	7,989	8,550	9,320

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4534	5264	5725	6542	7686
营业成本	3639	4317	4730	5401	6315
营业税金及附加	14	17	11	18	19
销售费用	224	262	286	334	400
管理费用	292	276	258	275	307
研发费用	361	373	361	393	446
财务费用	-89	-109	-30	-25	-21
资产减值损失	-39	0	-19	-19	-19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	133	78	149	147	154
营业利润	194	246	250	291	383
营业外收支	10	5	2	3	4
利润总额	203	251	253	294	386
所得税	15	22	19	22	29
净利润	188	228	234	272	357
少数股东损益	7	35	23	19	18
归属母公司净利润	181	193	210	253	339
EBITDA	122	160	345	449	555
EPS（元）	0.13	0.14	0.15	0.18	0.25

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	213	462	110	367	436
净利润	188	228	234	272	357
折旧摊销	95	97	123	180	190
营运资金变动	-1	207	-160	0	-19
其它	-69	-71	-87	-85	-92
投资活动现金流	-6	-574	-602	-629	-147
资本支出	-204	-103	-751	-776	-301
投资变动	182	-471	0	0	0
其他	16	0	149	147	154
筹资活动现金流	-69	-187	-85	-86	-112
银行借款	18	-48	0	0	0
股权融资	7	2	0	0	0
其他	-95	-142	-85	-86	-112
现金净增加额	139	-300	-577	-348	177
期初现金余额	2,251	2,390	2,090	1,513	1,165
期末现金余额	2,390	2,090	1,513	1,165	1,342

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-9.2%	16.1%	8.8%	14.3%	17.5%
营业利润	-32.0%	26.8%	2.0%	16.1%	31.6%
归母净利润	-29.6%	6.7%	9.0%	20.2%	34.3%
获利能力					
毛利率	19.7%	18.0%	17.4%	17.4%	17.8%
净利率	4.1%	4.3%	4.1%	4.2%	4.6%
ROE	4.0%	4.2%	4.4%	5.1%	6.5%
ROIC	0.5%	1.1%	4.0%	4.6%	6.0%
偿债能力					
资产负债率	34.5%	39.1%	38.5%	40.1%	42.1%
净负债比率	52.6%	64.1%	62.7%	66.8%	72.6%
流动比率	2.78	2.34	2.16	1.91	1.83
速动比率	2.11	1.70	1.45	1.19	1.10
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.70	0.73	0.79	0.86
应收账款周转率	5.87	6.85	8.26	9.59	10.77
存货周转率	3.49	3.27	2.94	2.93	2.90
每股指标（元）					
每股收益	0.13	0.14	0.15	0.18	0.25
每股经营现金流	0.16	0.34	0.08	0.27	0.32
每股净资产	3.32	3.37	3.49	3.63	3.82
估值比率					
P/E	65.98	82.06	165.75	137.91	102.70
P/B	2.62	3.43	7.30	7.02	6.67
EV/EBITDA	69.09	75.93	92.12	71.51	57.57

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理工作。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李婉云：资深分析师，西南财经大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。
- 王钰翔：研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 戴亚敏：研究员，北京大学金融硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。