

深桑达 A (000032.SZ)

洁净室科技服务龙头，积极布局云数业务、有望

受益政企上云需求放量

核心观点:

- **洁净室科技服务龙头，深度布局云数业务。**公司是中国电子于 1987 年成立的网信产业核心二级央企，截至 25Q3 中国电子控股 42.25%。2020 年，并购中国系统，转型信息服务及产业服务；21 年，成立中国电子云（中国电子唯一云产品及品牌），拓展云数业务。25H1，高科技产业工程服务/数字与信息服务毛利润占比分别为 82.4%/7.9%。
- **数字与信息服务：云数业务聚焦三大产品线，技术产品与人才打造竞争优势。**聚焦云计算及存储、数据创新业务和数字政府与行业数字化三大业务线。先后发布专属云平台 CECSTACK、飞瞰数据平台等多个产品。2023 年，中国电子云在政务专属云领域市占率 1.9%，位列第 7。2024/25H1，公司数字与信息服务实现营收 20.59/5.29 亿元，同比分别 -7.0%/-22.4%。
- **高科技产业工程服务：旗下中国系统为国内洁净室工程龙头，有望受益国内电子产业投资扩张。**公司全资子公司中国系统控股洁净室头部服务商中电二公司（51%）、中电四公司（51%），与中芯国际、长江存储、华虹半导体等企业开展多次项目合作。根据我们测算，25 年全国电子信息（半导体+新型显示）/医疗/医药食品洁净室市场空间分别为 1157/181/346 亿元。
- **盈利预测及投资建议：**因资产转让事项尚未明确时间，盈利预测暂不考虑公司供热资产转让产生的投资收益，预计 25-27 年归母净利润分别为 2.38/2.78/3.07 亿元，25 年预计高科技产业工程服务归母净利润 5.19 亿元/给予 25 倍 PE 估值，预计 25 年数字与信息服务业务营收 20.59 亿元/给予 6 倍 PS 估值。根据分部估值得到公司合理总价值 253 亿元，对应每股合理价值为 22.26 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、减值损失扩大、云数业务不及预期。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56,284	67,389	49,744	52,343	55,143
增长率 (%)	10.2%	19.7%	-26.2%	5.2%	5.3%
EBITDA	2,558	2,635	2,261	2,458	2,618
归母净利润	330	330	238	278	307
增长率 (%)	-303.2%	0.0%	-27.7%	16.7%	10.6%
EPS (元/股)	0.29	0.29	0.21	0.24	0.27
市盈率 (P/E)	73.1	60.9	87.6	75.0	67.9
ROE (%)	5.1%	5.1%	3.6%	4.1%	4.4%
EV/EBITDA	8.4	6.1	5.9	5.5	5.1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

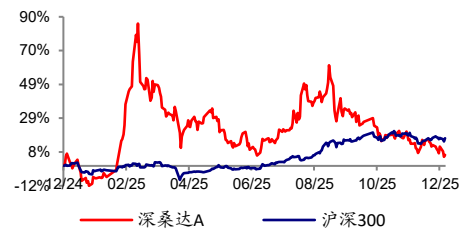
增持

当前价格	18.54 元
合理价值	22.26 元
报告日期	2025-12-18

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1138/1089
总市值/流通市值 (百万元)	21098/20197
一年内最高/最低 (元)	32.50/15.38
30 日日均成交量/成交额 (百万)	13.9/271
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-19.18/-2.88

相对市场表现



分析师:

耿鹏智



SAC 执证号: S0260524010001



021-38003620



gengpengzhi@gf.com.cn

分析师:

乔钢



SAC 执证号: S0260524100001



SFC CE No. BVX103



021-38003769



qiaogang@gf.com.cn

请注意，耿鹏智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。

联系人:

张子峻 021-38003620

zhangzijun@gf.com.cn

目录索引

一、洁净室科技服务龙头，深度布局云数业务.....	5
（一）并购重组推动业务数字化转型，实控人为中国电子信息产业集团.....	5
（二）财务状况：盈利阶段性承压，费用管控成效显著.....	7
二、云数服务市场高景气，竞争格局稳定.....	9
（一）产业链总览：上游技术门槛高、中游参与者主要为大型科技企业和运营商、下游应用场景广泛.....	9
（二）行业端：政策推动、AI 大模型催化，云数服务市场空间广阔.....	9
（三）公司端：云数业务聚焦三大产品线，技术产品与人才打造竞争优势.....	12
三、产业工程服务：旗下中国系统为国内洁净室工程龙头，有望受益国内电子产业投资扩张.....	16
（一）洁净室市场规模逐年上升、中国系统领先优势明显.....	16
（二）技术优势显著、协同中国电子，龙头地位稳固.....	18
四、盈利预测与投资建议.....	22
五、风险提示.....	25
（一）下游需求不及预期.....	25
（二）减值损失扩大.....	25
（三）云数业务开展不及预期.....	25

图表索引

图 1: 2020 年, 公司与中系统完成并购重组, 重组后信息服务和产业服务为公司两大主营业务	5
图 2: 公司实控人为国务院国资委 (截至 25Q3 末)	6
图 3: 2021-2024 年公司营收 CAGR+16.4%	7
图 4: 2024 年, 公司归母净利润同比基本持平	7
图 5: 2021-25Q3, 公司期间费用率下降	7
图 6: 2021-25Q3, 公司资产负债率在 80% 浮动	7
图 7: 2021-25Q3, 公司应收账款周转天数总体提升	8
图 8: 25Q1-3, 公司经营性现金流净流出增加	8
图 9: 25Q1-3, 公司减值损失转回	8
图 10: 2021-2023 年, 公司应收账款结构稳定	8
图 11: 云数行业产业链及参与公司	9
图 12: 2023 年, 政务云整体市场规模 794.5 亿元, 同比+58.74%	12
图 13: 2023 年, 中国电子云政务专属云市占率为 1.90%, 位列第七	12
图 14: 中国电子云发展历程	13
图 15: 云数业务处于集团发展战略核心地位	13
图 16: 公司云数业务三大业务线及其产品	14
图 17: 公司云数业务竞争优势	14
图 18: 洁净室行业上游竞争尚可, 中游设计环节利润最高, 下游驱动行业持续向好	16
图 19: 2016-2022 年, 中国洁净室工程行业市场规模 CAGR 高达 18.1%	17
图 20: 2016 年, 中国系统完成改制, 布局现代数字城市运营和高科技产业服务业务	18
图 21: 中国系统子公司中电覆盖洁净室业务、数字服务、产业研究咨询等多领域业务	19
图 22: 24H1, 中电二、四公司分别实现营收 168.87、114.05 亿元, 同比+42.15%、14.62%	19
图 23: 24H1, 中电二、四公司分别实现净利润 3.42、4.17 亿元, 同比-20.75%、-1.13%	19
图 24: 主要项目京东方系列示意图	20
图 25: 2018-2021 年, 信息服务板块营收上升, 深桑达贡献重要部分	20
图 26: 深桑达在半导体、平板显示等领域主要客户情况	21

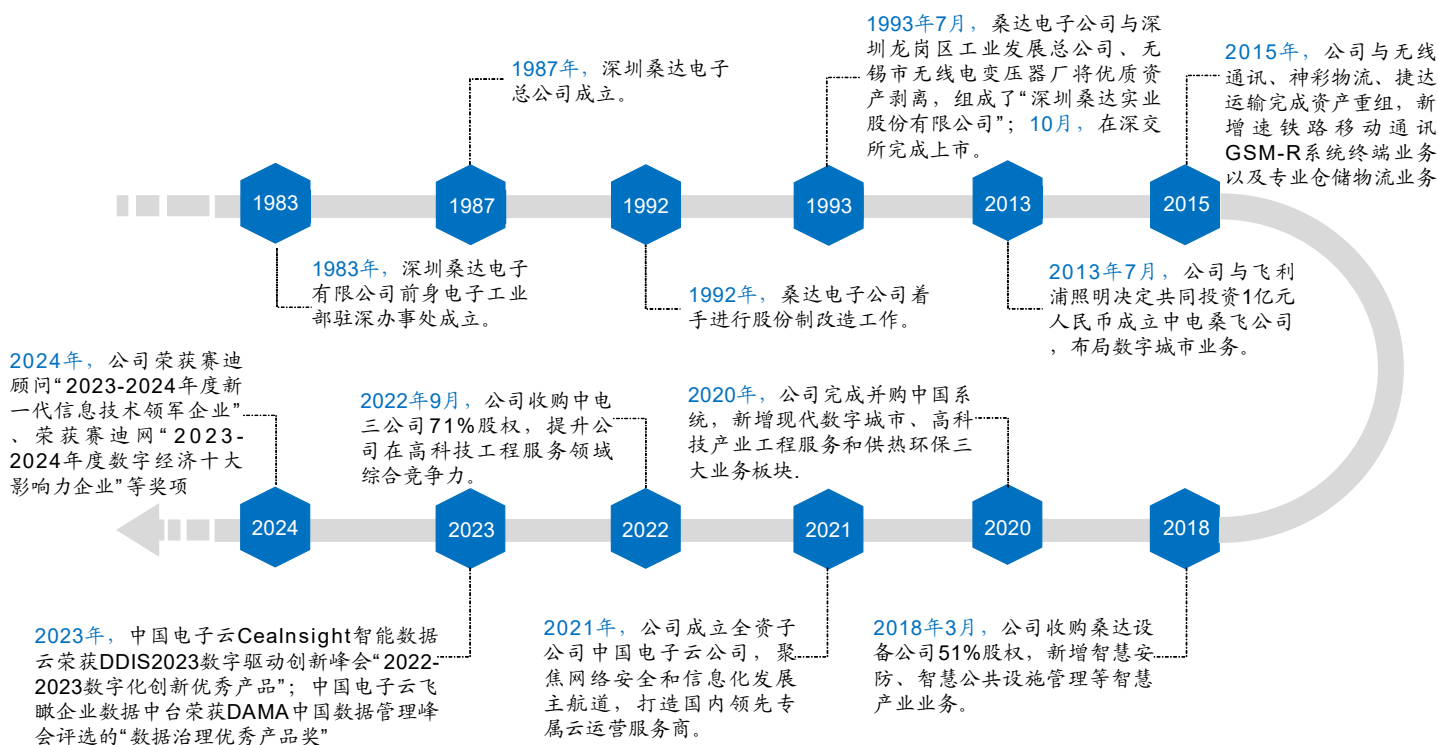
表 1: 高科技产业工程服务营收占公司营收约 90%.....	6
表 2: 2022 年,《国资委 79 号文》提出央国企在 2027 年前完成信息化系统和信创国产化改造,实现 100%信创替代	10
表 3: 通信、汽车、能源、金融等多领域央国企或子公司已陆续完成 DeepSeek 大模型接入	11
表 4: 与传统服务器相比,云服务器具有价格优势	12
表 5: 公司定增募投运营型云项目 7 年内预计实现年均营收 5.1 亿元.....	15
表 6: 2025 年电子信息/医疗/医药食品洁净室市场空间分别为 1157/181/346 亿元	17
表 7: 25H1, 中国系统旗下中电二、四公司营收、净利润规模处于行业领先	18
表 8: 公司高科技产业工程服务业务新签预测 (亿元)	22
表 9: 公司营收预测表 (亿元)	22
表 10: 公司费用预测表 (亿元)	23
表 11: 公司盈利预测表 (单位: 亿元)	23
表 12: 可比公司估值表 (2025.12.16)	24
表 13: 公司高科技产业工程服务业务预测	25
表 14: 公司分布估值表	25

一、洁净室科技服务龙头，深度布局云数业务

（一）并购重组推动业务数字化转型，实控人为中国电子信息产业集团

历经数次资产重组，业务转型聚焦数字信息服务和产业服务业务。1983年，公司前身电子工业部驻深办事处成立。1987年，深圳桑达电子总公司成立。1993年7月，桑达电子完成资产重组，公司正式成立，主营电子产品生产经营；10月，在深交所完成上市。2013年7月，公司与飞利浦合资设立中电桑飞，拓展数字城市业务。2015-2018年，公司完成重大资产重组，新增高速铁路移动通讯GSM-R系统终端、专业仓储物流及智慧产业业务。2020年，公司并购中国电子系统技术有限公司（以下简称“中国系统”），主营成功转型为信息服务和产业服务两大业务板块。2021年，公司成立中电云计算技术有限公司（以下简称“中国电子云公司”），打造国内领先专属云服务商。公司聚焦云计算及存储、数据创新、数字政府与行业数字化服务、高科技产业工程服务四项主业，以自主安全技术助力千行百业数字化转型升级，服务数字经济高质量发展。

图1：2020年，公司与中国系统完成并购重组，重组后信息服务和产业服务为公司两大主营业务

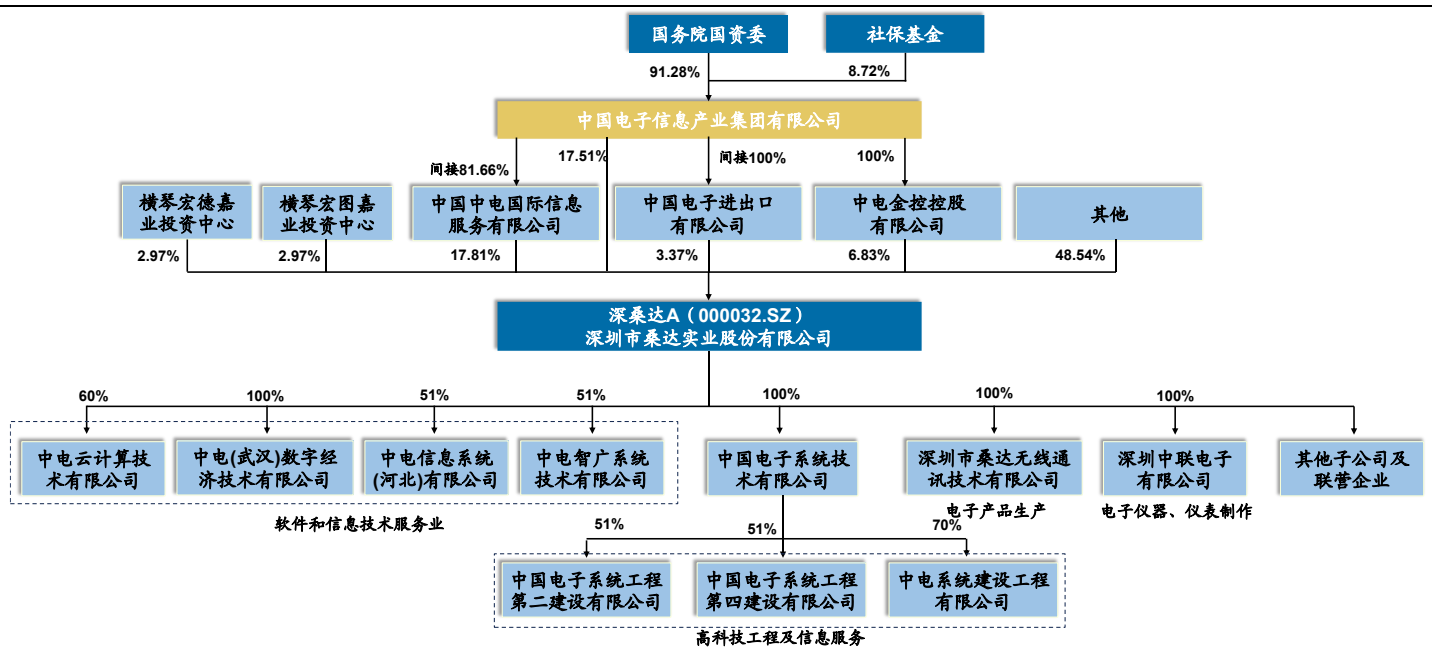


数据来源：公司年报、公司官网、深圳市电子商会公众号、广发证券发展研究中心

公司实控人为国务院国资委，中国电子信息产业集团持股42.25%。截至25Q3末，公司实控人为国务院国资委，中国电子信息产业集团（以下简称“中国电子”）直接、间接持股占比合计42.25%。公司子公司中电云计算技术有限公司、中电(武汉)数字经济技术有限公司、中电信息系统(河北)有限公司、中电智广系统技术有限公司主营软件和信息技术服务业务；子公司中国电子系统技术有限公司旗下控股中国电子系统工程第二建设有限公司（简称“中电二公司”）、中国电子系统工程第四建设有限公司（简称“中电四公司”）、中电系统建设工程有限公司（简称“中电建

设”），主营高科技工程及信息服务。

图2：公司实控人为国务院国资委（截至25Q3末）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

高科技产业工程服务业务贡献主要营收，数字与信息服务业务毛利率持续提升。根据财报，公司高科技产业工程服务营收占比逐年提升，2021-2024年营收CAGR+21.1%，25H1营收占比达92.4%，25H1毛利占比达82.4%；数字与信息服务25H1营收占比达2.3%，25H1毛利占比达7.9%。

表1：高科技产业工程服务营收占公司营收约90%

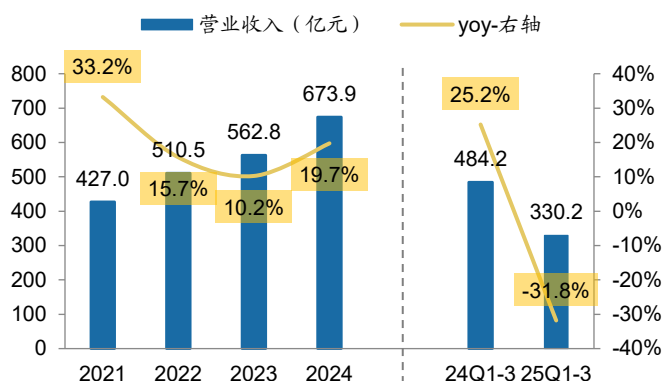
单位：亿元	2021	2022	2023	2024	25H1
总营业收入	427.04	510.52	562.84	673.89	234.34
YoY	33.2%	19.5%	10.2%	19.7%	-29.5%
综合毛利率	11.92%	11.41%	11.28%	10.18%	9.21%
按产品分类					
数字与信息服务	43.58	26.44	22.15	20.59	5.29
营收占比	10.2%	5.2%	3.9%	3.1%	2.3%
YoY	133.8%	-39.3%	-16.3%	-7.0%	-22.4%
毛利率	22.70%	27.20%	31.64%	34.64%	32.30%
高科技产业工程服务	354.68	457.62	517.57	629.69	216.61
营收占比	83.1%	89.6%	92.0%	93.4%	92.4%
YoY	30.2%	29.0%	13.1%	21.7%	-30.8%
毛利率	10.16%	10.21%	10.11%	9.10%	8.21%
数字供热与新能源服务	18.86	19.92	19.74	20.21	11.02
营收占比	4.4%	3.9%	3.5%	3.0%	4.7%
YoY	2.4%	5.6%	-0.9%	2.4%	-0.9%
毛利率	15.34%	15.03%	15.32%	15.88%	17.22%
其他产业服务	9.92	6.53	3.38	3.40	1.42
营收占比	2.3%	1.3%	0.6%	0.5%	0.6%
YoY	-11.2%	-34.1%	-48.3%	0.7%	2.0%
毛利率	21.30%	20.50%	33.42%	27.99%	13.97%

资料来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）财务状况：盈利阶段性承压，费用管控成效显著

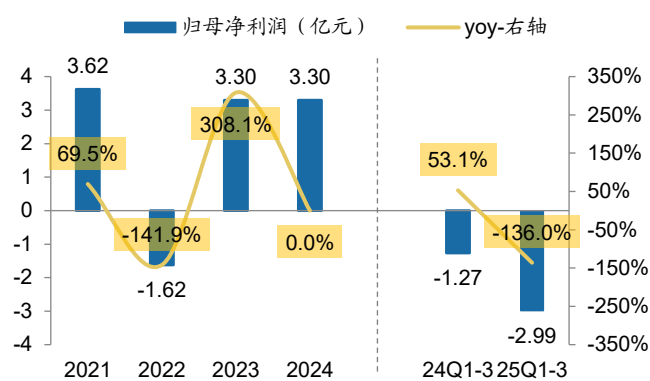
公司营收持续提升，归母净利波动明显。根据 iFinD，营收端，2021-2024 年公司营收由 427.0 增至 673.9 亿元，CAGR+16.4%。25Q1-3，公司实现营收 330.2 亿元/同比-31.8%。利润端，2022 年，因公司规模扩张并打造“云数融合”计算产业链导致管理、研发成本上升，实现归母净利润-1.62 亿元，2023 年，归母净利润回升至 3.30 亿元。2024 年归母净利润 3.30 亿元/同比基本持平。25Q1-3，公司归母净利润-2.99 亿元（24Q1-3 公司归母净利润-1.27 亿元），系公司营业收入下降、毛利率同比下降所致。公司未披露 25Q1-3 业务拆分营收、毛利率数据，25H1，公司数字与信息服务营收同比-22.4%/毛利率，高科技产业工程服务营收同比-30.8%。

图3：2021-2024年公司营收CAGR+16.4%



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

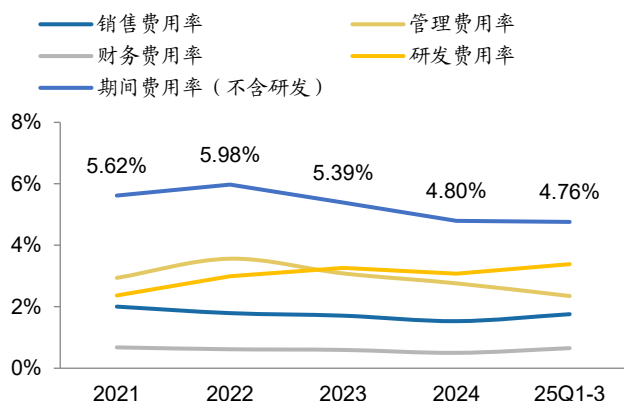
图4：2024年，公司归母净利润同比基本持平



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

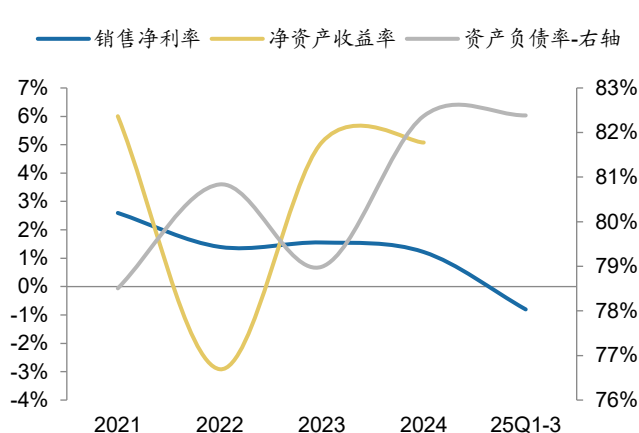
期间费用率波动下降，负债水平受收购中国系统有所提升。根据 iFinD，费用端，2021-2024 年，公司期间费用率由 5.62% 降至 4.76%，压降成果显著；25Q1-3，公司期间费用率 4.76%，同比-0.09pct。资产结构端，2021 年，因收购企业中国系统下属高科技产业工程服务业务影响，公司资产负债率提升至 80% 附近；截至 25Q3 末，公司资产负债率 82.4%。

图5：2021-25Q3，公司期间费用率下降



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

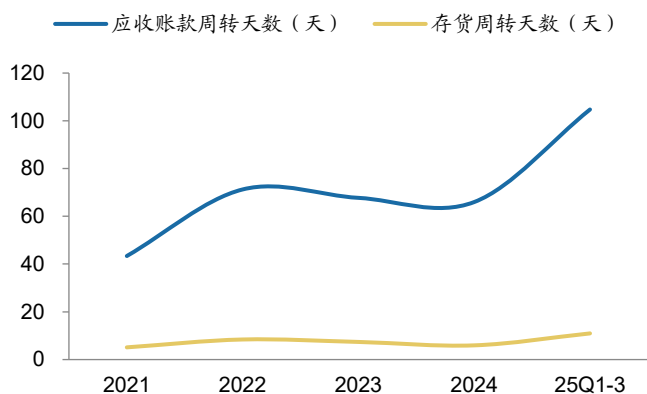
图6：2021-25Q3，公司资产负债率在80%浮动



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

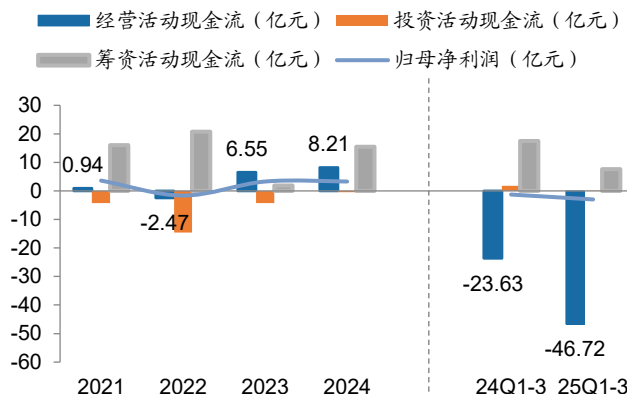
应收账款周转放缓，现金流边际承压。根据 iFinD，2021-2024 年，公司应收账款/存货周转天数分别由 43.4/5.1 天升至 66.0/5.9 天；25Q1-3，公司存货/应收账款周转天数分别为 104.7/11.0 天，同比+38.4/+3.8 天。**现金流方面**，25Q1-3，经营性现金净流出 46.72 亿元，同比多流出 23.09 亿元。

图7：2021-25Q3，公司应收账款周转天数总体提升



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

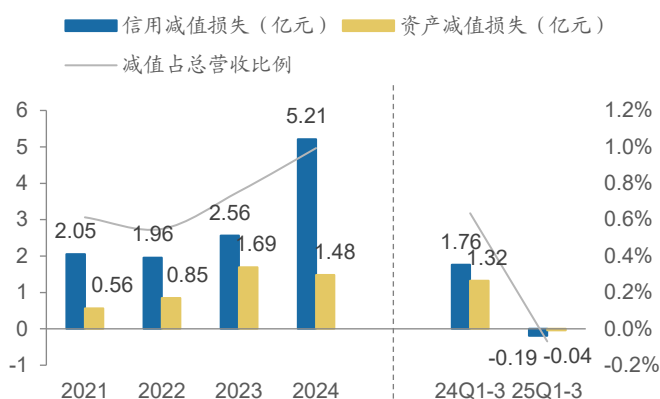
图8：25Q1-3，公司经营性现金流净流出增加



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

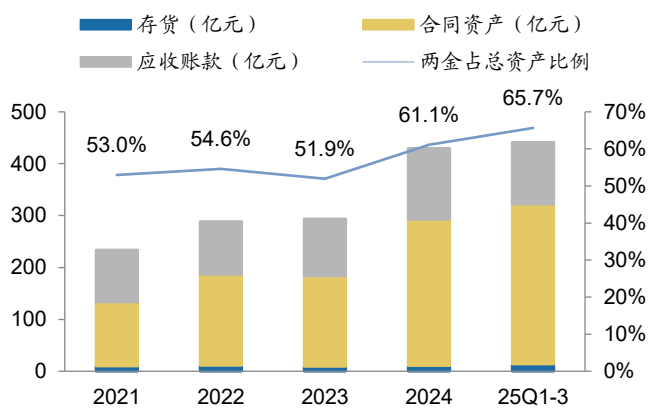
减值损失边际改善，两金占比提升。2024年，公司信用/资产减值损失为5.21/1.48 亿元，减值损失合计同比扩大。25Q1-3，信用/资产减值损失转回0.19/0.04亿元（同期为损失），主要系公司加大推进项目交付、验收及结算，合同资产结转至应收账款导致减值转回，且加大应收账款催收力度，应收账款回款所致。**两金方面**，25Q3 末，公司两金(存货、合同资产、应收账款合计值)占总资产比例65.7%，同比+2.7pct。

图9：25Q1-3，公司减值损失转回



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图10：2021-2023年，公司应收账款龄结构稳定



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心 注：此处“两金”指存货、合同资产、应收账款合计值

二、云数服务市场高景气，竞争格局稳定

(一) 产业链总览：上游技术门槛高、中游参与者主要为大型科技企业和运营商、下游应用场景广泛

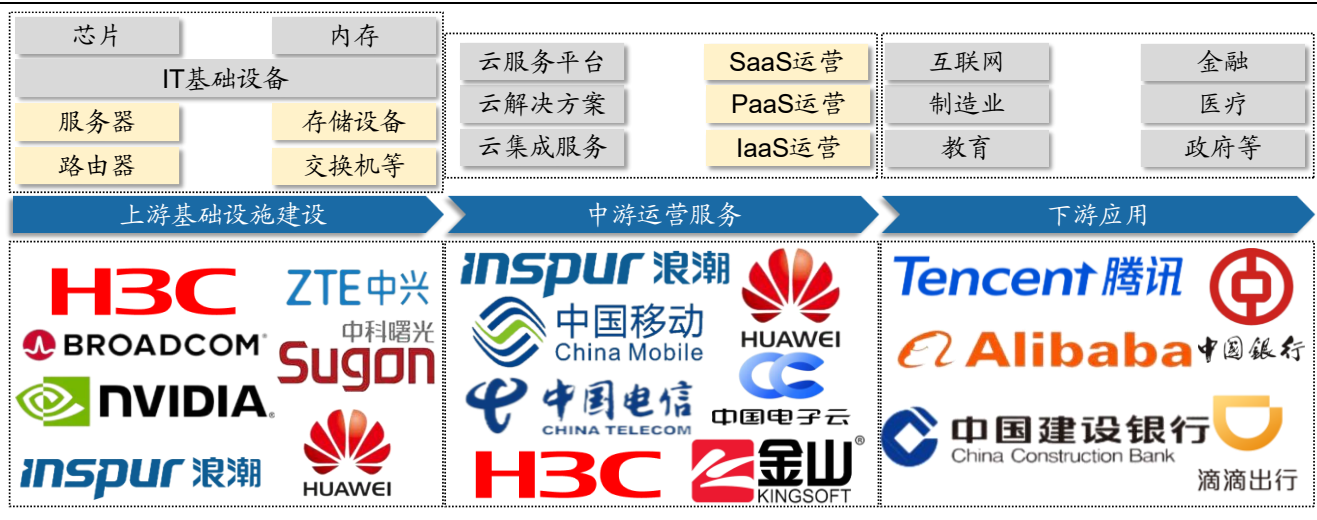
云数行业产业链涵盖基础设施建设、运营服务、应用场景三个板块。

上游-基础设施建设：英特尔、博通、英伟达等国际巨头和华为、中电科技等国内公司为芯片主要供应商；浪潮、新华三、华为、中科曙光等提供IT基础设备。

中游-运营服务：参与者主要为大型科技企业和运营商，其中阿里巴巴、中国电信、中国移动、华为等提供IaaS服务，腾讯、百度、中电云等提供PaaS服务，金蝶软件、用友网络、金山办公等提供SaaS服务。

下游-应用场景：云数行业下游运用场景广泛，包括泛互联网、政务、金融、工业中制造、医疗、交通等。

图11：云数行业产业链及参与公司



数据来源：各公司官网、IDC、广发证券发展研究中心

(二) 行业端：政策推动、AI大模型催化，云数服务市场空间广阔

国家密集出台政策推动信创产业发展，政务云市场规模迎来增长点。自2020年，国家连续颁布多项政策，对信创产业发展规划提出相关规定。2022年9月，国务院出台《国资委79号文》，要求所有央国企在2027年前完成信息化系统和信创国产化改造，实现100%信创替代；2023年10月，《算力基础设施高质量发展行动计划》提出到2025年，算力规模超过300EFLOPS、智能算力占比达到35%。政务信息化、数字政府等政策推动下，政府上云需求增加。

表2: 2022年,《国资委79号文》提出央国企在2027年前完成信息化系统和信创国产化改造,实现100%信创替代

时间	发布单位	政策名称	重点内容
2020-01	国务院	《国家政务信息化项目建设管理办法》	“安全可靠”、“网络安全”成为重点,政务信息化项目在报批阶段,要对产品的安全可靠情况进行说明
2020-05	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》	加强国家创新体系建设,编制新一轮国家中长期科技发展规划,强化国家战略科技力量
2020-08	国务院	《关于新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》	为进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境,深化产业国际合作,提升产业创新能力和发展质量,加速国内科技产业建设,推动国产替代进程
2020-09	国家发改委等	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加快基础材料、关键芯片、高端元器件、新型显示器件、关键软件等核心技术攻关
2021-07	工信部等	《六部门关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》	依托优质企业组建创新联合体或技术创新战略联盟,开展协同创新
2021-11	工信部	《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》	通过产品试验、市场化和产业化引导,加快工业芯片、智能传感器、工业控制系统、工业软件等融合支撑产业培育和发展壮大,增强工业基础支撑能力;支持企业构建具有自主知识产权的基础产品体系
2021-12	工信部	《“十四五”大数据产业发展规划》	到2025年底,大数据产业测算规模突破3万亿增长目标
2021-12	国务院	《“十四五”国家信息化规划》	以软件价值提升为抓手,推动数字产业能级跃升;以科技创新为核心,推动网信企业发展壮大
2022-01	国家发改委	《“十四五”推进国家政务信息化规划》	到2025年,政务信息化建设总体迈入以数据赋能、协同治理、智慧决策、优质服务为主要特征的融慧治理新阶段
2022-01	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	全面提升全国一体化政务服务平台功能,加快推进政务服务标准化、规范化、便利化,持续提升政务服务数字化、智能化水平;开展政务数据与业务、服务深度融合创新,增强基于大数据的事项办理需求预测能力,打造主动式、多层次创新服务场景
2022-06	国务院	《关于加强数字政府建设的指导意见》	加强自主创新,加快数字政府建设领域核心技术攻关,强化安全可靠技术和产品应用,切实提高自主可控水平
2022-09	国务院	《国资委79号文》	所有央国企在2027年前完成信息化系统和信创国产化改造,实现100%信创替代
2023-10	工信部等	《算力基础设施高质量发展行动计划》	计划明确了到2025年的发展目标,包括算力规模超过300EFLOPS、智能算力占比达到35%、东西部算力平衡协调发展等,并提出了完善算力综合供给体系、提升算力高效运载能力、强化存力高效灵活保障、深化算力赋能行业应用、促进绿色低碳算力发展、加强安全保障能力建设等六方面重点任务
2024-01	工信部等	《工业和信息化部等七部门关于推动未来产业创新发展的实施意见》	发展下一代操作系统,构筑安全可靠的数字底座。推广开源技术,建设开源社区,构建开源生态体系。探索以区块链为核心技术、以数据为关键要素,构建下一代互联网创新应用和数字化生态
2024-05	工信部	《重点行业领域设备更新和技术改造指南》	要求航空、船舶、石油、化工、钢铁、医药等关系经济命脉和国计民生的行业领域,以提升产业链供应链韧性和安全水平为重点,全面更新信息系统,重点推进计算机、服务器、操作系统、数据库、中间件、办公软件等基础软硬件一体化更新换代,加强对上层各类应用系统的支撑力度

数据来源: 人民政府网、国资委官网、CATrust官网、广发证券发展研究中心

DeepSeek掀起智能化浪潮，AI大模型加速渗透央企国企。2025年1月，DeepSeek发布其最新AI语言模型DeepSeek R1，该模型具有性能好、成本低等特点，引发广泛关注与行业变革。2025年2月以来，通信、汽车、能源、金融等多领域央企或子公司已陆续完成DeepSeek大模型接入。在央企推动全面实施“AI+”专项行动背景下，未来将有更多央企引入AI大模型。根据IDC报告显示，随着人工智能大模型训练、人工智能体的不断落地以及DeepSeek推理模型的普及，未来几年中国智能算力规模的年复合增长率将会达到52%以上。

表3: 通信、汽车、能源、金融等多领域央企或子公司已陆续完成DeepSeek大模型接入

所属行业	公司	日期	事件描述
通信	中国电信	2025/2/1	中国电信天翼云表示，凭借以“息壤”为核心一体化智算服务体系和能力，成为国内最早支持 DeepSeek-R1 模型云服务商之一，也是国内首家实现 DeepSeek 模型全栈国产化推理服务落地的运营级云平台
通信	中国联通	2025/2/5	联通云已基于“星罗”平台实现国产及主流算力适配多规格 DeepSeek-R1 模型，兼顾私有化和公有化场景，实现多产品场景调用
通信	中国移动	2025/2/5	中国移动移动云宣布全面上线 DeepSeek，实现全版本覆盖、全尺寸适配、全功能畅用
能源	中国石化	2025/2/5	中国石化完成 DeepSeek 在国产化算力环境上的部署，并在企业内部分批推广使用
汽车	东风汽车	2025/2/8	公司旗下自主品牌已完成 DeepSeek 全系列大语言模型接入工作，并将于近期陆续搭载应用在东风岚图、东风猛士等旗下自主品牌车型
能源	中国石油	2025/2/8	中国石油昆仑大模型正式完成 DeepSeek 大模型私有化部署，为昆仑大模型优化应用效果、缩短研发周期、构建健康生态提供了新引擎，推动“数智中国石油”建设驶入快车道
金融	九科信息	2025/2/8	面对对央企海量业务流程中非结构化数据处理、复杂决策场景适配等核心痛点，九科信息选择接入 DeepSeek R1 模型，构建起“平台+大模型”的双引擎架构
汽车	长安汽车	2025/2/9	长安汽车旗下新能源汽车品牌深蓝汽车宣布，深蓝车机系统 DEEPAL OS 3.0 即将接入 DeepSeek
能源	国家电网	2025/2/12	国网信通产业集团研发的模型服务云 MSC (Model-Service-Cloud) 平台全面接入 DeepSeek 大模型
能源	南方电网	2025/2/12	南方电网人工智能创新平台完成了开源大模型 DeepSeek 的本地部署，电力大模型体系全面引入、适配了 DeepSeek 系列模型，并已正式开放使用
能源	龙源电力	2025/2/13	龙源电力已通过 DeepSeek-R1 大模型与多业务场景实现有机结合，打造“龙源电力新能源智能应用助手+生产运营智囊”
能源	国家电投	2025/2/13	经过技术攻坚，研究院团队目前已取得阶段性成果：顺利完成 DeepSeek 模型本地化部署，研发科技情报助手并上线试运行
能源	中国华电	2025/2/13	国电南自自主研发的“华电睿思”数字底座第一时间接入 DeepSeek，赋能“华电睿思”数字底座，为 AI 技术赋能新型电力系统注入强劲动力
能源	中国核电	2025/2/13	旗下核电运行研究院开发的核智 AI 门户顺利接入 DeepSeek 大模型，与前期发布的“核智·龙灵”大模型共同助力核电应用全面升级
能源	中广核	2025/2/13	中广核 AI 大模型完成了 DeepSeek 的全面接入，实现了 DeepSeek 模型在集团的本地化部署
能源	中国海油	2025/2/14	“海能”人工智能模型平台正式接入 DeepSeek 系列模型，通过私有化部署方式面向全集团提供开放服务，在“海能”平台网页端及海油移动云“海能智问”同步上线
能源	内蒙古电力	2025/2/14	内蒙古电力集团宣布成功实现 DeepSeek 的本地化部署，成为自治区首家应用 DeepSeek 大模型的企业，并基于通用模型打造专属电网 AI

数据来源：中国能源研究会公众号、上海证券报、九科信息公众号、北极星太阳能光伏网、广发证券发展研究中心

AI模型训练催生算力需求，云计算需求有望增长。根据IDC，中国中小型企业已有四分之一开始尝试使用大模型或生成式AI，算力需求提升。云计算凭借低成本和灵活性，备受中小企业青睐。根据《B2C电子商务网站系统部署中云服务器与传统服务器的成本对比研究》，阿里云云服务器价格可比戴尔传统服务器低46.2%。2024

年12月，工信部等印发《中小企业数字化赋能专项行动方案（2025—2027年）》，提出到2027年，中小企业上云率超40%。云计算市场规模有望持续增长，根据中商产业研究院，2027年，我国云计算市场规模将超过2.1万亿元。

表4: 与传统服务器相比，云服务器具有价格优势

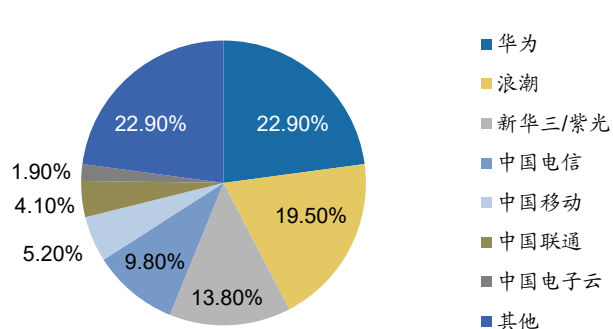
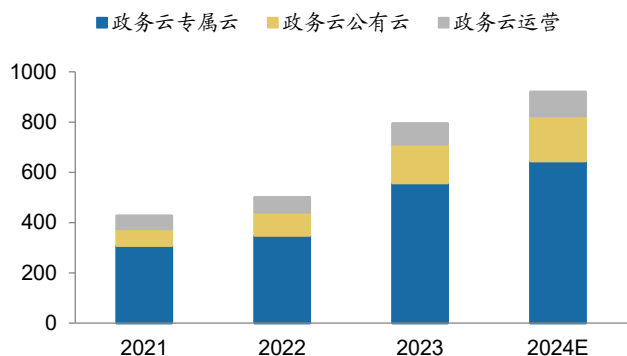
	云服务器	传统服务器
品牌	阿里云	戴尔
CPU	4核	4核
内存	8G	8G
硬盘	1TB	1TB
带宽	15M	15M
服务器托管	无	22000元/年
价格	19972元/年	29199元/年

数据来源：《电脑知识与技术》-《B2C 电子商务网站系统部署中云服务器与传统服务器的成本对比研究》、广发证券发展研究中心

政务云市场规模保持快速增长，竞争格局稳定，中国电子云市占率靠前。规模看，根据IDC，2023年，政务云整体市场规模794.5亿元，同比+58.74%，其中政务专属云市场规模557.6亿元，同比+59.87%。根据CCID，2026年中国政务云市场规模将达1620.9亿元。市场份额看，2023年，政务专属云竞争格局稳定，华为、浪潮、紫光、中国电信、中国移动、中国联通、中国电子云合计市占率高达77.1%，其中中国电子云市占率为1.9%，位列第七。细分领域看，中国电子云政务专属云PaaS市占率为10.6%，位列第五。

图12: 2023年，政务云整体市场规模794.5亿元，同比+58.74%

图13: 2023年，中国电子云政务专属云市占率为1.90%，位列第七



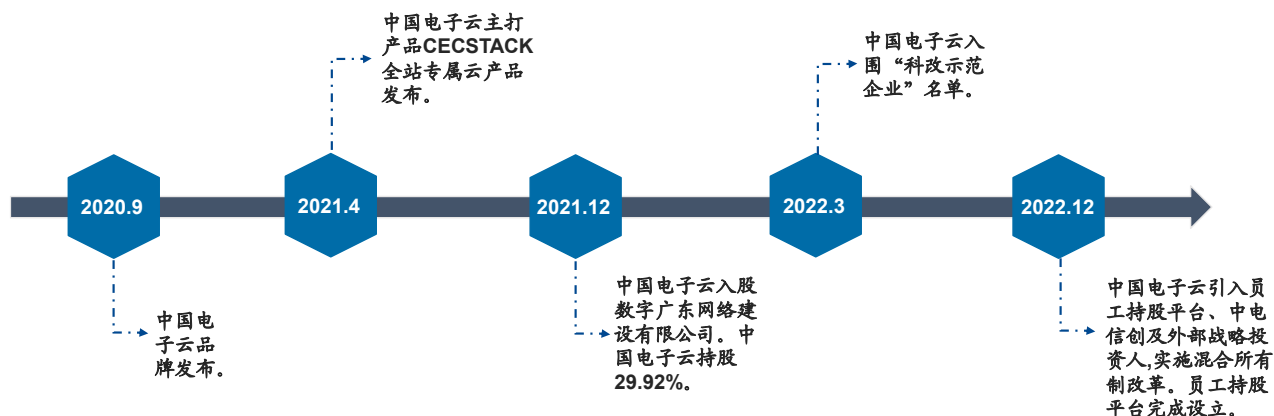
数据来源：IDC、中商情报网、广发证券发展研究中心

数据来源：IDC、广发证券发展研究中心

（三）公司端：云数业务聚焦三大产品线，技术产品与人才打造竞争优势

聚焦数字与信息服务，打造国内领先数据服务商。深桑达A负责数字业务下属子公司主要包括中国电子云、中电数创、中电数字、中电信息、中电智广等。其中中国电子云聚焦数字与信息服务，是公司旗下唯一云平台；根据设立子公司公告，中国电子云成立于2021年，总部位于武汉，25H1公司股权占比60%。中国电子云致力成为国内领先数据运营服务商，高安全数字基础设施运营服务商，深度参与国家重大工程，服务政府及关键行业数字化。目前服务行业客户超500家，在党政、部委、能源及金融等关键领域提供高安全算力基础设施和数据产品。

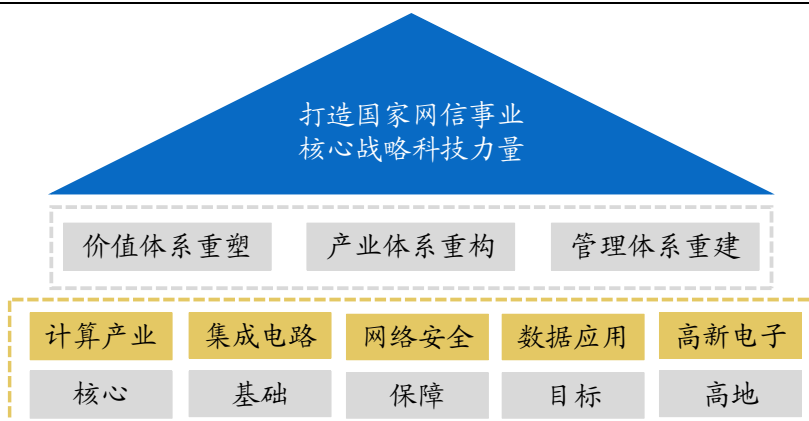
图14: 中国电子云发展历程



数据来源: 中国电子云官网、广发证券发展研究中心

云数业务处于集团发展战略核心地位。 集团主动服务国家战略, 围绕以数字技术支持国家治理体系和治理能力现代化、服务数字经济高质量发展、保障国家网络安全三大核心任务, 着力发展计算产业、集成电路、网络安全、数据应用、高新电子等重点业务, 打造国家网信事业战略科技力量。公司紧跟集团战略布局, 在云计算及存储、数据创新两大业务领域肩负“云数”领域中国化战略使命, 助力政府、央国企以安全数字底座实现数字化转型, 在该业务领域具有战略布局优势。

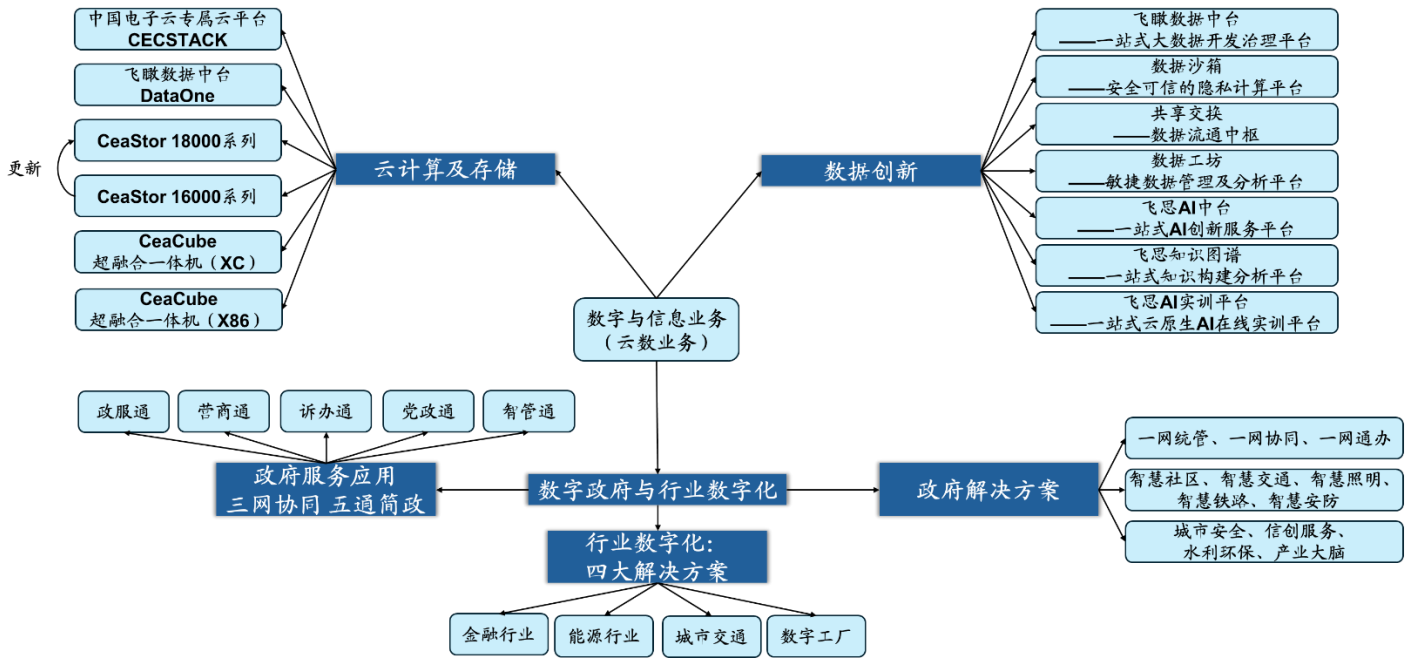
图15: 云数业务处于集团发展战略核心地位



数据来源: 中国电子公众号、中国电子跟踪评级报告、广发证券发展研究中心

聚焦三大业务线, 多元化产品促进公司营业收入大幅增长。 公司云数业务聚焦云计算及存储、数据创新业务和数字政府与行业数字化三大业务线。公司云计算及存储业务主要有以中国电子云专属云平台CECSTACK为代表的六大产品; 数据创新业务主要有飞瞰数据平台、飞思AI中台、飞思知识图谱、飞思AI实训平台等七个产品; 数字政府分为政府服务应用和政府解决方案两个业务分支, 分别有五大应用和三大方案; 行业数字化专注金融行业、能源行业、城市交通、数字工厂四大行业。

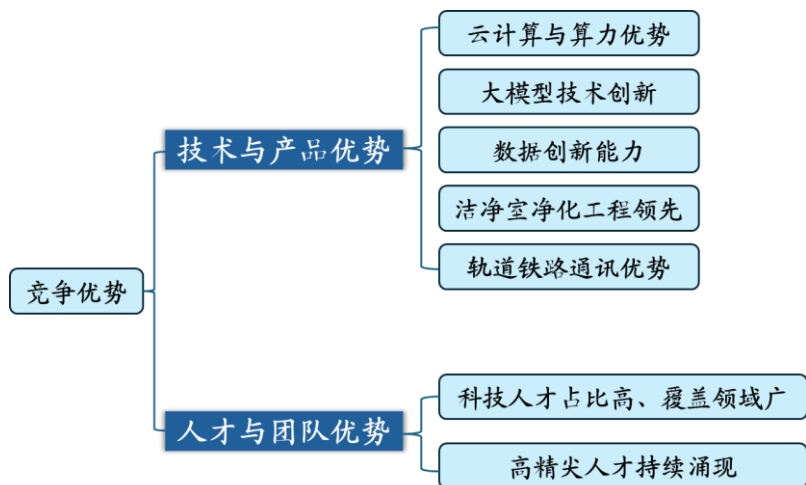
图 16: 公司云数业务三大业务线及其产品



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

技术与产品构成公司核心优势，高水平人才为公司提供人力保障。公司产品体系具备技术优势。公司旗下中国电子云品牌为国家重大工程、政府及关键行业提供高安全数字基础设施；中国电子云新一代数据智能平台DataLIM打造核心引擎DataIQ，通过接入DeepSeek等AI大模型，为数据采集、治理、生产、运营、流通等环节提供智能化解决方案；公司数字与信息业务板块持续建设高水平人才高地。中国电子云拥有科技人才超1300余人，占比64%，其中青年科技人员占比75%，广泛分布在云计算、存储、数据业务等核心板块；中国电子云累计拥有省部级科技人才6人，集团级科技人才2人，其高级副总裁朱国平获选为中国电子首席科学家（计算体系）。

图 17: 公司云数业务竞争优势



数据来源: 同花顺 iFinD、公司财报、公司官网、广发证券发展研究中心

定增募投运营云业务，有望增厚云数业务营收。根据公司定增说明书，公司拟定增募资25亿元，其中8亿元投向运营型云项目（项目总投资13.6亿元）。拟通过中国电子云在武汉、深圳、上海、成都等地建设私有云机房。项目建设期约为3年（3年预计投资分别6.2、4.4、3.0亿元）。根据说明书测算，项目7年内预计实现年均营收5.1亿元，年均净利润预计0.51亿元，内部收益率8.17%。

表5：公司定增募投运营型云项目7年内预计实现年均营收5.1亿元

指标	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年
计算收入	0.97	2.01	2.68	2.59	2.59	2.59	2.59
内存收入	1.20	2.48	3.31	3.21	3.21	3.21	3.21
收入合计	2.17	4.49	5.98	5.80	5.80	5.80	5.80

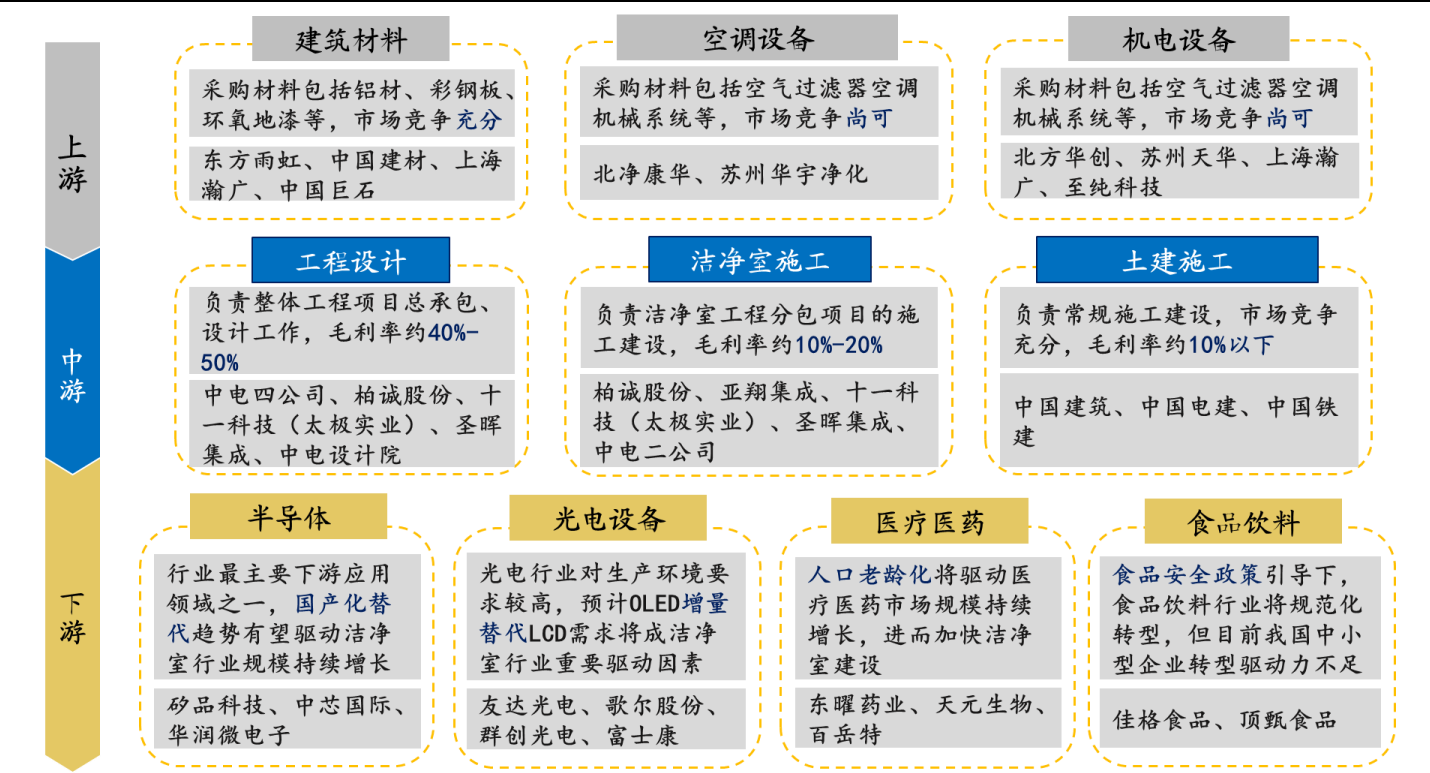
资料来源：公司定增说明书、广发证券发展研究中心

三、产业工程服务：旗下中国系统为国内洁净室工程龙头，有望受益国内电子产业投资扩张

（一）洁净室市场规模逐年上升、中国系统领先优势明显

洁净室产业链上下游保持稳定，技术要求不断提高。洁净室是为了满足产品生产工艺的需要，将特定空间范围内空气中的污染物控制在一定范围内的密闭空间，控制在一定空间内空气各项指标，从而提高产品性能，保障产品良品率。产业链方面，上游环节主要为材料及设备供应商，保障中游成本稳定，主要参与者为北净康华、北方华创等；中游环节主要为洁净室工程设计及施工商，公司洁净室业务处于该环节。下游环节主要为电子信息产业、医药生物等高端制造业，应用场景广泛。随着工业技术的不断进步，下游行业对洁净室的需求增加，对洁净室工程的设计水平、建造工艺、建造材料等方面要求不断提高。

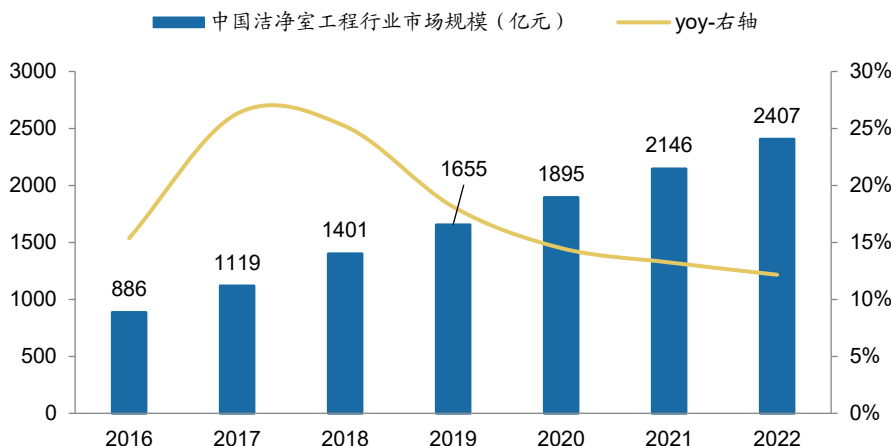
图 18：洁净室行业上游竞争尚可，中游设计环节利润最高，下游驱动行业持续向好



数据来源：圣晖集成招股说明书，各公司官网，广发证券发展研究中心

根据中国电子学会数据，中国洁净室工程行业市场规模在2014-2019年间保持两位数增长。我们认为随着疫情后经济复苏及国家产业升级推进带动半导体、生物医药等领域需求增长，预计洁净室工程行业会保持快速增长趋势。

图 19: 2016-2022 年, 中国洁净室工程行业市场规模 CAGR 高达 18.1%



数据来源: 柏诚股份招股书、中商产业研究院、中国电子学会、广发证券发展研究中心

根据广发建筑团队外发太极实业深度报告, 我们认为2025年全国洁净室市场空间为2135亿元, 且电子信息(半导体+新型显示行业)/医疗/医药食品洁净室市场空间分别为1157/181/346亿元。全国半导体行业洁净室市场空间为932亿元, 全国新型显示行业洁净室市场空间225亿元。

表6: 2025年电子信息/医疗/医药食品洁净室市场空间分别为1157/181/346亿元

	电子信息		医疗	医药食品
	半导体	新型显示行业		
洁净室在产业投资中占比	15%	11.60%		
2023 年产业投资规模	7967	3068		
2024 年预计投资增速	-35%	-37.5%		
2025 年预计投资增速	20%	1%		
2025 年市场空间 (亿元)	932	225		
洁净室细分市场结构占比	54.2%		8.5%	16.2%
2025 年市场空间 (亿元)	1157		181	346

数据来源: 屹唐股份招股书、中国电子学会、智研咨询、中国光学电子行业协会、华经产业研究院、CINNO Research、IDC、TechInsights、广发证券发展研究中心

公司依托子公司布局数字信息服务与高科技产业工程, 洁净室工程处于行业领先。子公司中国系统以“中国电子云+数据治理与运营+解决方案”为核心技术体系, 持续为政企行业数字化转型提供信息化基础设施、顶层规划、全场景数字化解决方案, 支持数字经济高质量发展; 提供洁净室工程咨询、设计、施工、运维等全生命周期一站式服务, 服务领域涵盖电子信息、生物医药、新基建、新能源等。洁净室行业竞争对手包括圣晖集成、亚翔集成、柏诚股份、十一科技等。凭借中电二、四公司, 中国系统下游布局广泛, 市占率、营收规模、净利润规模显著领先。

表7: 25H1, 中国系统旗下中电二、四公司营收、净利润规模处于行业领先

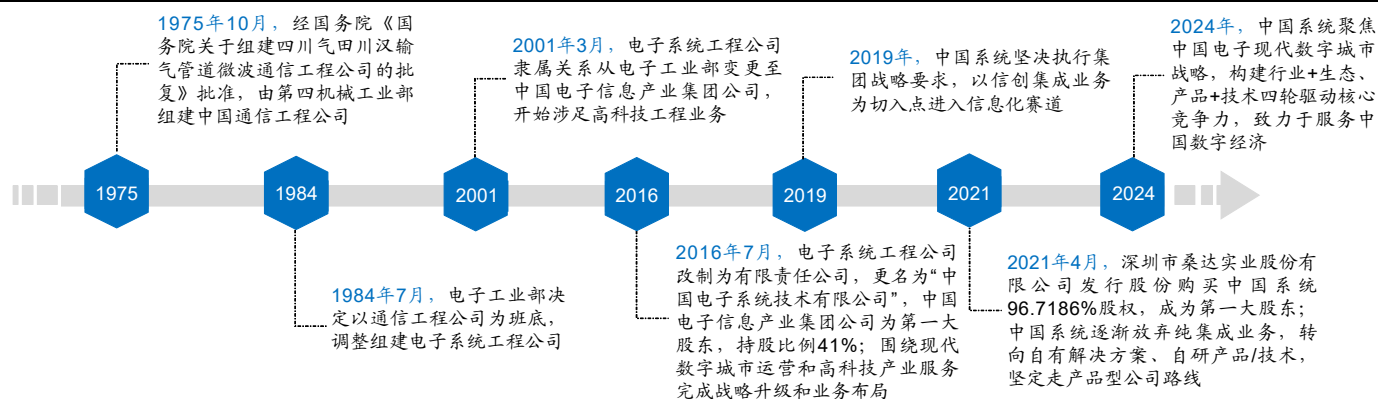
典型企业	业务布局						25H1 营收规模	25H1 净利润规模
	半导体	平板显示	生物医药	食品饮料	新能源	电子配件	(亿元)	(亿元)
中电二公司	✓	✓	✓		✓	✓	100.0	3.04
中电四公司	✓	✓	✓	✓	✓	✓	94.0	2.85
圣晖集成	✓	✓	✓	✓	✓	✓	13.0	0.66
柏诚股份	✓	✓	✓	✓	✓	✓	24.2	0.83
亚翔集成	✓	✓	✓	✓	✓	✓	16.8	1.62
太极实业	✓	✓	✓	✓	✓	✓	154.4	3.96
中国电子工程设计院	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-	-
江西汉唐	✓	✓				✓	-	-

数据来源: 公司官网、公司招股说明书、国家知识产权局、iFinD、广发证券发展研究中心

(二) 技术优势显著、协同中国电子, 龙头地位稳固

中国系统历经改制重组, 业务逐步向高科技领域转型。1975年, 中国系统前身中国通信工程公司由第四机械工业部组建成立。1984年, 以中国通信工程公司为班底, 电子系统工程公司组建成立。2001年, 电子系统工程公司变更至中国电子信息产业集团公司旗下, 开始布局高科技工程业务。2016年, 改制为有限责任公司, 更名为中国系统, 业务转型为现代数字城市运营和高科技产业服务。2019年, 以信创集成业务为切入点进入信息化赛道。2021年, 中国系统被公司收购, 逐渐放弃纯集成业务, 走产品型公司路线。依托中国电子网信产业核心优势, 中国系统聚焦数字政府与高科技产业工程核心主业, 为政企客户提供内生安全、技术领先、持续进化的产品、技术、解决方案与综合服务。

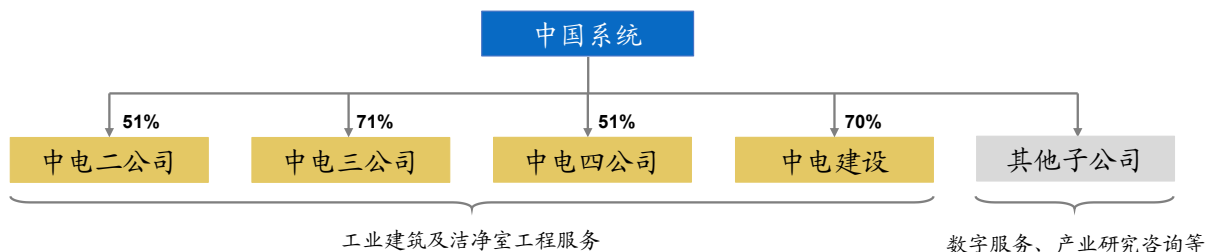
图 20: 2016 年, 中国系统完成改制, 布局现代数字城市运营和高科技产业服务业务



数据来源: 公司官网、2021年度中国电子系统技术有限公司审计报告及财务报表、国资报告公众号、重庆城市管理职业学院官网、广发证券发展研究中心

中国系统规模庞大, 服务高科技工程业务。中国系统为国内洁净室工程头部企业, 公司为中国系统唯一持股股东。中国系统下属共75家子公司, 业务覆盖工程建设、数据服务、产业研究与咨询等多个领域; 工程建设方面, 旗下主要子公司中电二公司、中电四公司、中电三公司、中电建设承担工业建筑及洁净室业务, 致力于服务国家高新产业, 如电子半导体、生物医药、新能源等, 提供全方位工程服务。

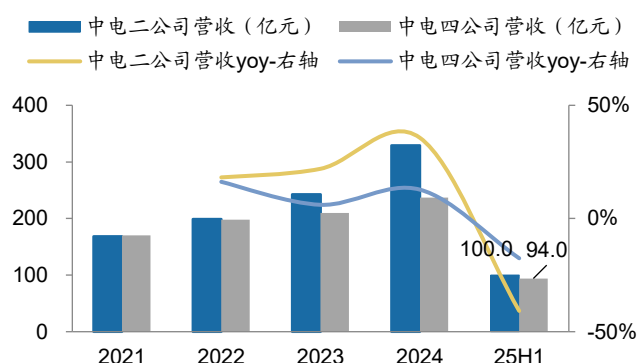
图 21: 中国系统子公司中电覆盖洁净室业务、数字服务、产业研究咨询等多领域业务



数据来源: 各子公司官网、企查查、广发证券发展研究中心

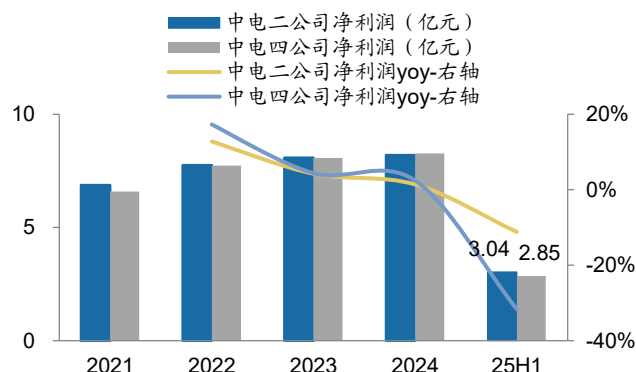
中电二、四公司为中国系统洁净室工程服务主力军。根据iFinD, 截至25H1末, 全资子公司中国系统分别持有中电二、四公司各51%股权, 为控股股东。业务看, 中电二公司主要从事工业建筑及洁净室工程服务, 注重全周期服务和一体化解决方案; 中电四公司主要从事工业建筑及洁净室工程服务、设计咨询、设施管理及装备制造业务。业绩看, 25H1, 中电二、四公司分别实现营收100.0、94.0亿元, 同比-40.8%、-17.6%; 分别实现净利润3.04、2.85亿元, 同比-11.2%、-31.7%, 主系工程整体业务规模缩减以及项目结算进度放缓导致收入、利润同比减少。

图22: 24H1, 中电二、四公司分别实现营收168.87、114.05亿元, 同比+42.15%、14.62%



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图23: 24H1, 中电二、四公司分别实现净利润3.42、4.17亿元, 同比-20.75%、-1.13%



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

产业服务业务领域技术优势明显, 工程经验丰富。子公司中国系统作为国企改革“双百”行动A级企业、国有重点企业管理标杆创建行动标杆企业, 旗下中电四公司、中电二公司多次获得鲁班奖、国家优质工程奖、中国安装之星等大奖。近年中国系统承建中芯国际深圳项目、京东方系列项目、德州仪器成都CDATPhase1BGC项目、北方华创半导体装备制造基地扩产项目、特斯拉超级工厂等数百个高科技领域内中国本土及国际巨头重大项目建设, 服务经验丰富。

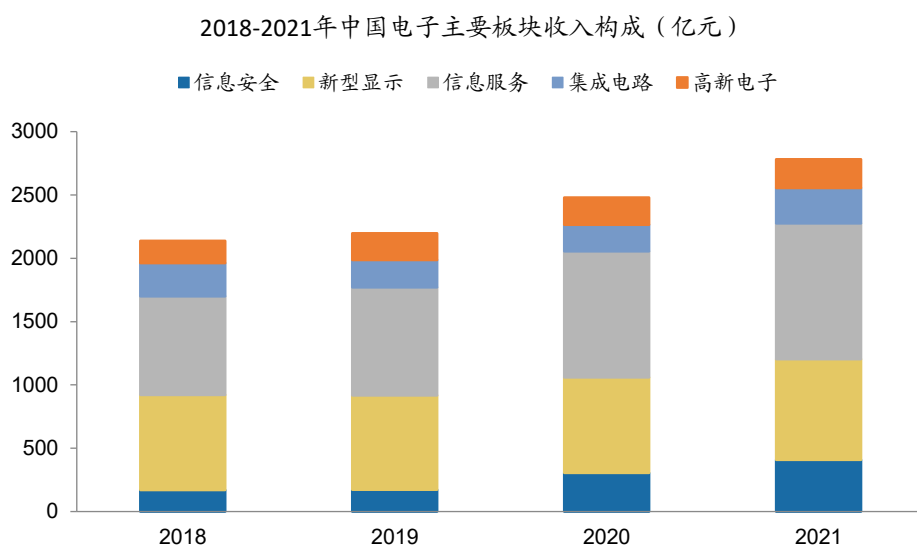
图 24: 主要项目京东方系列示意图



数据来源: 中国系统官网、广发证券发展研究中心

背靠中国电子, 拓展合作业务联动。 根据中国电子官网及相关信用评级报告, 深桑达实控人中国电子拥有16家控股上市公司, 总资产4765亿元, 业务覆盖全球7大洲60多个国家。在信创市场、集成电路及显示器等领域保持突出行业地位。中国电子子公司中国中电国际信息服务有限公司同样主营洁净室工程服务, 与中国系统共同贡献中国电子六大支撑业务中供应链服务与产业园区业务。2024年, 中国电子在横琴成立中电人工智能创新中心(广东横琴)有限公司等三家公司, 承担人工智能、电子元器件、半导体研发设计等业务, 同深桑达业务联动, 进一步带动高科技产业工程服务发展营收。

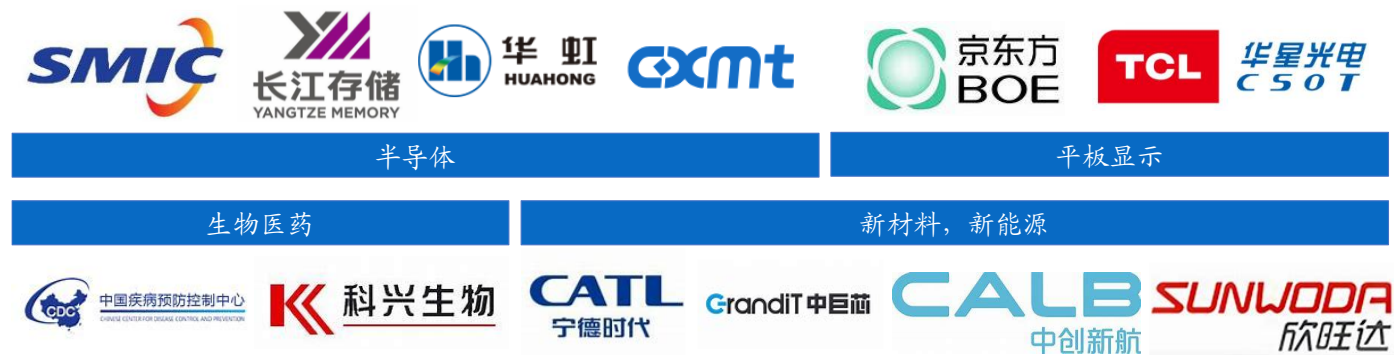
图 25: 2018-2021 年, 信息服务板块营收上升, 深桑达贡献重要部分



数据来源: 《2021 年度中国电子信息产业集团有限公司评级报告》、《2022 年度中国电子信息产业集团有限公司评级报告》 广发证券发展研究中心

半导体客户资源丰富, 加快东南亚等海外市场开拓。 子公司中国系统在国内高端洁净室工程领域拥有较高市场份额, 客户资源优势明显。根据公司及相关子公司官网, 2018-2025年, 中国系统与中芯国际、长江存储、长鑫集成、华虹半导体等优质企业开展项目合作并取得优秀工程业绩。同时, 随着近年来我国高端制造业企业向海外特别是“一带一路”沿线国家产业转移趋势, 公司亦紧抓海外市场尤其是东南亚市场快速增长机会, 为高端制造业客户在东南亚地区新增产能提供建设咨询及洁净室建设服务, 扩大业务版图, 提升盈利规模。

图 26: 深桑达在半导体、平板显示等领域主要客户情况



数据来源: 《中国中电国际信息服务有限公司2024年主体信用评级报告》、广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

订单端：基于宏观经济、市场环境和公司战略规划、业务资源与能力，我们预计：

公司构筑数字与信息服务、产业服务两大业务板块。数字与信息服务业务包括云计算与存储、数据创新、人工智能等业务。高科技产业工程服务主要下游包括半导体、医药、新能源等。我们预计半导体投资将持续活跃，但受中短期供给过剩影响，新能源相关制造业或承压，对公司业务下游总量需求产生影响。结合25H1情况并综合上述情况判断，我们预计2025-2027年新签合同额同比增速分别为-10%、+5%、+5%。

表8：公司高科技产业工程服务业务新签预测（亿元）

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新签合同额合计	628	695	570	513	539
YoY	10.7%	-18.0%	-10.0%	5.0%	5.0%

数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

营收及毛利端：基于订单预测数据和公司业务开展情况，我们预计：

高科技产业工程服务：当前高科技产业投资受新能源相关制造业短期投资放缓影响整体承压，相关工程服务供大于求、竞争激烈，致使2025年公司营收规模受到影响。在全球半导体等高端制造业投资扩张大趋势下，预计营收规模将逐步修复。结合公司订单预测和既往结转情况，预计25-27年营收分别473、496、520亿元，公司持续提升设计能力，积极落实出海战略，但国内市场竞争整体加剧，对于公司中短期毛利率仍有压制，结合25H1毛利率情况，预计25-27年毛利率分别为8.7%、8.5%、8.3%。

数字与信息服务：公司不断精进产品及服务能力，提升自研产品销售规模，结合25H1情况，预计25-27年营收增速分别为0%、+15%、+15%，分别为20.59、23.68、27.23亿元。公司主动缩减毛利率较低的纯集成类业务，持续向产品型公司转型，结合25H1毛利率情况，预计25-27年毛利率分别为33.64%、35.64%、36.64%。

其他业务：预计25-27年营收增速均为5%。根据既往毛利率水平，预计25-27年毛利率均为28.0%。

根据上述情况，我们预计24-26年公司总营收分别为497、523、551亿元，综合毛利率分别为9.87%、9.86%、9.84%。预期综合毛利率稳步提升主要系高毛利数字与信息服务业务占比、毛利率均有提升。

表9：公司营收预测表（亿元）

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	562.84	673.89	497.44	523.43	551.43
YOY	10.2%	19.7%	-26.2%	5.2%	5.3%
毛利率	11.28%	10.18%	9.87%	9.86%	9.84%
分业务营收					
高科技产业工程服务	517.57	629.69	473.28	496.00	520.26
YOY	13.1%	21.7%	-24.8%	4.8%	4.9%
毛利率	10.11%	9.10%	8.70%	8.50%	8.30%

数字与信息服务		22.15	20.59	20.59	23.68	27.23
	YOY	-16.3%	-7.0%	0.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	31.64%	34.64%	33.64%	35.64%	36.64%
其他业务		3.38	3.40	3.57	3.75	3.94
	YOY	-48.3%	0.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	33.42%	27.99%	27.99%	27.99%	27.99%

数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

费用端：（1）销售费用：随着公司营收规模上升，预计销售费用率保持平稳，我们预计公司25-27年销售费用率均为1.53%；**（2）管理费用：**随业务发展及营收规模扩张，公司提高管理水平、管理费率有望逐步下降，我们预计公司25-27年管理费用率分别为2.46%、2.31%、2.21%；**（3）研发费用：**公司加快培育发展新质生产力、推动产业创新升级，研发费用率预计保持平稳，预计公司24-26年研发费用率均为3.07%。

表10：公司费用预测表（亿元）

单位：亿元		2024	2025E	2026E	2027E
营业收入		673.89	497.44	523.43	551.43
销售费用		10.32	7.62	8.02	8.45
	销售费用率	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%
管理费用		18.62	12.25	12.10	12.20
	管理费用率	2.76%	2.46%	2.31%	2.21%
研发费用		20.71	15.29	16.08	16.95
	研发费用率	3.07%	3.07%	3.07%	3.07%

数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

利润端：2025年11月15日，公司发布多个公告，拟转让出售其所控股的中电洲际环保科技有限公司80%股权、山东中电富伦新能源投资有限公司70%股权、中电行唐生物质能热电有限公司100%股权、河北中电京安节能环保科技有限公司42.5%股权、河北煜泰热能科技有限公司70%股权、中电武强热力有限公司100%股权。按挂牌转让底价-净账面价值计算，预计将合计产生10.84亿元投资收益，因实际出售时间未披露，暂无法确认投资收益的确认年份，故本盈利预测不考虑该资产转让事件。预计25-27年公司总营收分别为497、523、551亿元，同比分别-26.2%、+5.2%、+5.3%；实现归母净利润2.38、2.78、3.07亿元，同比分别-27.7%、+16.7%、+10.6%。

表11：公司盈利预测表（单位：亿元）

单位：亿元		2024	2025E	2026E	2027E
营业收入		673.89	497.44	523.43	551.43
	YOY	19.7%	-26.2%	5.2%	5.3%
营业成本		605.32	447.41	470.8	496.14
	YOY	21.2%	-26.1%	5.2%	5.4%
毛利率		10.18%	10.06%	10.05%	10.03%
归母净利润-不考虑资产转让		3.30	2.38	2.78	3.07
	YOY	0.0%	-27.7%	16.7%	10.6%

数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

我们从高科技产业工程服务、数字与信息服务两大业务出发设置可比公司。高科技产业工程服务可比公司主要包括亚翔集成、圣晖集成和柏诚股份。亚翔集成为洁净室专业工程服务商；圣晖集成主要承接洁净室系统集成服务；柏诚股份主营业务为高科技产业项目提供专业洁净室系统集成整体解决方案。三家25年PE估值约29-45倍。数字与信息服务可比公司主要包括南威软件和数字政通。南威软件主营业务为电子政务软件开发、系统集成及技术服务等业务；数字政通主营业务是专业智慧城市应用软件开发和销售，两家2025年PS预测值约6-11倍。

表12: 可比公司估值表 (2025.12.16)

股票代码	公司简称	股价 (元)	PE (倍)			PE(TTM)	PB(LF)
			2025E	2026E	2027E		
高科技产业工程服务							
603929.SH	亚翔集成	92.50	29.5	22.4	19.4	30.87	10.57
603163.SH	圣晖集成	62.68	44.8	33.4	25.8	46.10	5.63
601133.SH	柏诚股份	15.56	37.7	34.1	30.7	44.05	2.81
股票代码	公司简称	股价 (元)	PS (倍)			PS(TTM)	PB(LF)
			2025E	2026E	2027E		
数字与信息服务							
603636.SH	南威软件	12.17	6.5	4.5	3.7	7.22	3.14
300075.SZ	数字政通	14.69	10.9	9.5	8.6	17.01	2.62

数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心 注: PE 及 PS 预测均采用 iFinD 一致预测

根据发行股份问询回复公告及定增说明书给出的2021-2023年各业务归母净利润数据，结合各业务营收计算出既往归母净利率水平，2021-2023年，公司高科技产业工程服务业务归母净利润为7.32、9.18、9.39亿元，对应归母净利率2.06%、2.01%、1.81%，期间费用、税、减值等占营收比例（后简称费用及减值占比）采用毛利率-归母净利率计算，21-23年分别为8.09%、8.20%、8.30%。根据2024年公司期间费用率和减值情况，预计2024年费用及减值占比为8.0%/同比-0.3pct，根据当年毛利率计算得2024年归母净利率为1.1%，当年归母净利润5.19亿元。

根据2025年对公司期间费用率、减值、所得税率的假设，结合工程业务费用率弹性较少，易产生减值的特点，预计2025年高科技产业工程服务业务费用及减值占比为7.8%/同比-0.2pct，对应2025年公司高科技产业工程服务归母净利率1.10%，归母净利润5.19亿元。

表13: 公司高科技产业工程服务业务预测

单位: 亿元	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收	354.68	457.62	517.57	629.69	473.28	496	520.26
YOY		29.0%	13.1%	21.7%	-24.8%	4.8%	4.9%
毛利率	10.16%	10.21%	10.11%	9.10%	8.90%	8.70%	8.50%
期间费用、税、减值等占营收比例	8.09%	8.20%	8.30%	8.00%	7.80%	7.60%	7.40%
归母净利率	2.06%	2.01%	1.81%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%
归母净利润	7.32	9.18	9.39	6.91	5.19	5.44	5.71
YOY		25.4%	2.3%	-26.4%	-24.8%	4.8%	4.9%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心 注: 公司在审计问询回复中披露 2021-2023 年各业务归母净利润, 2024 年归母净利润为根据毛利率、费用率预测值

我们认为: ①公司不断精进产品及服务能力, 提升自研产品销售规模, 向产品型公司转型已初见成效。②公司高科技产业工程服务板块获得了众多认可, 数字供热与新能源服务持续开展科技创新, 能耗与成本管理不断改善, 公司有望受益。基于以上预期, 并综合考虑当前公司增长速度和盈利质量, 我们给予公司盈利较为稳定的高科技产业工程服务业务**25年25倍PE**估值。由于数字与信息服务处于发展前期, 短期预计无法实现盈利, 故根据可比公司情况给予**25年6倍PS**估值, 对应合理总价值**253亿元**, 对应每股合理价值为**22.26元**。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表14: 公司分布估值表

业务名称	估值方法	25E 营收 (亿元)	25E 归母净利润 (亿元)	倍数	合理价值 (亿元)
高科技产业工程服务	PE	497.44	5.19	25	130
数字与信息服务	PS	20.59	-2.96	6	124
合理总价值 (亿元)					253

数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

五、风险提示

(一) 下游需求不及预期

公司利润主要来源于工程技术服务和半导体封测业务, 如果半导体、生物医药、新能源等下游建设需求不及预期, 公司业绩可能收到影响。

(二) 减值损失扩大

光伏组件等新能源制造行业竞争激烈, 投资回报显著承压, 部分企业经营情况不佳, 公司工程技术服务业务下游涵盖此类企业, 相关应收账款及合同资产可能存减值压力。

(三) 云数业务开展不及预期

截至25H1, 公司数字与信息服务仍处于亏损状态, 如下游需求不佳, 云数业务开展

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	44,963	58,818	54,213	56,813	59,639
货币资金	9,848	12,001	15,241	15,177	15,110
应收及预付	31,650	43,307	35,809	38,407	41,228
存货	923	1,077	870	915	965
其他	2,542	2,433	2,293	2,314	2,336
非流动资产总额	11,556	11,489	11,704	12,061	12,387
长期股权投资	1,634	1,561	1,561	1,639	1,721
固定资产	4,916	5,238	5,466	5,655	5,806
在建工程	1,060	537	537	537	537
使用权资产	241	162	172	182	192
无形资产	1,102	1,077	1,087	1,097	1,107
其他	2,603	2,914	2,881	2,951	3,024
资产总额	56,518	70,307	65,918	68,874	72,026
流动负债总额	36,668	48,756	43,941	46,240	48,671
短期借款	1,375	1,187	900	800	700
应付及预收	30,301	41,930	37,203	39,802	42,633
其他	4,992	5,638	5,838	5,638	5,338
非流动负债总额	7,976	9,157	9,067	9,127	9,187
长期借款	5,981	6,916	6,916	6,916	6,916
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,995	2,242	2,152	2,212	2,272
负债总额	44,643	57,913	53,008	55,367	57,858
股本	1,138	1,138	1,138	1,138	1,138
其他	5,351	5,357	5,500	5,662	5,843
归母权益合计	6,489	6,495	6,638	6,800	6,980
少数股东权益	5,386	5,899	6,272	6,707	7,188
负债和股东权益	56,518	70,307	65,918	68,874	72,026

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56,284	67,389	49,744	52,343	55,143
营业成本	49,934	60,532	44,741	47,080	49,614
营业税金及附加	134	139	103	108	114
销售费用	965	1,032	762	802	845
管理费用	1,736	1,862	1,225	1,210	1,220
研发费用	1,836	2,071	1,529	1,608	1,695
财务费用	336	338	314	288	285
资产信用减值损失	-425	-669	-380	-410	-420
公允价值变动收益	37	8	10	10	10
投资收益	-18	145	20	20	20
营业利润	1,147	1,226	901	1,056	1,170
营业外收支	197	17	25	25	25
利润总额	1,344	1,244	926	1,081	1,195
所得税费用	469	424	316	368	407
合并净利润	874	820	611	713	788
少数股东损益	545	490	373	435	481
归母净利润	330	330	238	278	307
EPS (元/股)	0.29	0.29	0.21	0.24	0.27

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	655	821	4,650	1,602	1,716
合并净利润	874	820	611	713	788
折旧摊销	668	709	696	734	773
营运资金变动	-1,714	-1,446	2,747	-465	-472
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-426	-42	822	-1,061	-1,069
资本性开支	-650	-437	-911	-943	-943
投资	216	246	0	-148	-155
其他	8	149	1,732	30	30
融资活动现金流净额	191	1,549	-530	-605	-714
股本融资	1,112	341	0	0	0
债权融资	38	1,621	-87	-300	-400
股利分配与偿付利息	-825	-580	-346	-355	-364
其他	-133	167	-97	50	50
现金净增加额	424	2,333	4,942	-64	-67
期初现金余额	7,543	7,966	10,299	15,241	15,177
期末现金余额	7,966	10,299	15,241	15,177	15,110

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	10.2%	19.7%	-26.2%	5.2%	5.3%
营业利润增长率	-3.1%	6.9%	-26.5%	17.1%	10.8%
归母净利增长率	-303.2%	0.0%	-27.7%	16.7%	10.6%
获利能力					
毛利率	11.3%	10.2%	10.1%	10.1%	10.0%
净利率	1.6%	1.2%	1.2%	1.4%	1.4%
ROE	5.1%	5.1%	3.6%	4.1%	4.4%
偿债能力					
资产负债率	79.0%	82.4%	80.4%	80.4%	80.3%
有息负债率	13.0%	11.5%	11.9%	11.2%	10.6%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
利息保障倍数	3.9	4.0	6.3	7.2	7.8
营运能力					
应收账款周转率	5.3	5.5	3.6	3.4	3.2
存货周转率	54.1	56.2	51.4	51.4	51.4
应付账款周转率	2.6	1.8	1.5	1.4	1.4
每股指标					
每股收益	0.29	0.29	0.21	0.24	0.27
每股净资产	5.70	5.71	5.83	5.98	6.13
每股经营现金流	0.58	0.72	4.09	1.41	1.51
估值比率					
PE	73.1	60.9	87.6	75.0	67.9
PB	3.7	3.1	3.1	3.1	3.0
EV/EBITDA	8.4	6.1	5.9	5.5	5.1

广发建筑行业研究小组

耿鹏智：首席分析师，东南大学工学硕士，一级建造师、注册咨询工程师（投资），2024 年加入广发证券发展研究中心。
 尉凯旋：资深分析师，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
 乔钢：资深分析师，华威大学金融与经济学硕士，武汉大学经济学学士，2024 年加入广发证券发展研究中心。
 张子峻：高级研究员，香港中文大学（深圳）会计学硕士，北京理工大学会计学学士，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）在过去 12 个月内与用友网络(600588)公司有投资银行业务关系。

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。