

2023 年 10 月 10 日
云赛智联 (600602. SH)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

行业应用软件

全面布局数字经济的上海国资核心力量

事件概述:

- 1) 近日, 云赛智联发布公告, 拟以 1.57 亿元协议受让公司实际控制人上海仪电 (集团) 所持上海科技网络通信有限公司 (数据中心服务提供商) 20% 股权。受让完成后, 公司将持有科技网 100% 股权, 进一步强化算力基础设施供给能力。
- 2) 近日, 云赛智联发布 2023 年 1-9 月主要经营数据公告: 经初步测算, 预计公司 2023 年 1-9 月营业收入约为 37 亿元, 较上年同期增长约 19%; 归属于上市公司股东的净利润约为 1.56 亿元, 较上年同期增长约 2%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约为 0.98 亿元, 较上年同期增长约 280%。

公司致力于成为中国一流的信息技术服务提供商

云赛智联是一家以云计算与大数据、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, 大股东上海仪电是上海市国资委所属的国有大型企业集团。公司既是上海国资系统中主要的数据中心运营商和云服务运营商, 又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, 成功实现了在市国资委等多个委办派驻式服务。。2023 年上半年, 公司营业收入达到 24.98 亿元, 同比增长 32.44%; 实现归母净利润 0.93 亿元, 同比增长 2.04%, 扣非归母净利润为 0.86 亿元, 扭亏为盈。

加码算力: 布局数据中心和云服务, 拥抱 AI 时代

云赛智联全面支撑上海算力基础设施建设, 坚持做大做优 IDC, 已建成并运营徐汇数据中心、宝山云计算中心、宝山大数据中心、松江大数据中心 4 个高等级数据中心, 累计拥有 7300 多个机柜, 其中松江大数据计算中心 (二期) 项目定位 “智算中心”, 已作为上海市 2023 重大功能性事项导入松江新城。此外, 公司还参股上海智能算力科技公司, 布局 AI 算力基础设施; 云服务业务凭借 “北信诺、南万邦” 的市场布局, 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。

智慧为先: 发力智慧城市、科学仪器和行业信创

公司积极牵头行业标准制定, 引领智慧城市发展, 为上海智慧城市建设贡献本地国企力量。其承建的 “上海餐厨废弃油管理平台” 多年来负责对上海 5 万家产生油企业、18 家回收油企业、1 家处理油企业、以及 327 家 B5 生物柴油加油站的所有餐厨废油相关行为和资源化利用进行实时、全程、闭环的智慧化监管; 上海市 “食品安全信息追溯

投资评级

买入-A

首次评级

12 个月目标价

17.83 元

股价 (2023-10-09)

15.44 元

交易数据

总市值(百万元)	21,116.88
流通市值(百万元)	21,116.88
总股本(百万股)	1,367.67
流通股本(百万股)	1,367.67
12 个月价格区间	5.57/17.16 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.4	14.0	175.9
绝对收益	11.9	10.4	172.8

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

杨楠

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522060001

yangnan2@essence.com.cn

马诗文

联系人

SAC 执业证书编号: S1450122050037

masw2@essence.com.cn

相关报告

平台”截止到 2022 年底上传追溯数据量 147068685 条，已接入企业 94053 家，已上传企业 31620 家。在科学仪器方面，公司所属“雷磁”品牌已有 80 年的历史，开创了中国电化学仪器的自主研制之路，其电化学分析仪器系列产品在国产细分行业市场中占有率名列第一。

投资建议：

云赛智联既是上海国资系统中主要的数据中心运营商和云服务运营商，又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，有望受益于 AI 算力、数据要素推进等快速发展。预计公司 2023 年-2025 年的收入分别为 54.28/63.56/74.81 亿元，归母净利润分别为 2.40/3.05/3.38 亿元；首次给予买入-A 的投资评级，12 个月目标价为 17.83 元，相当于 2024 年 80 倍的动态市盈率。

风险提示：

AI 技术应用发展不及预期；高端人才队伍储备不足风险；政府支出不及预期；盈利预测假设不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	4,993.0	4,534.3	5,428.2	6,356.1	7,480.9
净利润	256.7	180.8	240.1	304.9	338.4
每股收益(元)	0.19	0.13	0.18	0.22	0.25
每股净资产(元)	3.42	3.46	3.60	3.78	3.97

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	34.63	65.89	87.95	69.26	62.41
市净率(倍)	2.00	2.62	4.46	4.25	4.05
净利率	5.1%	4.0%	4.4%	4.8%	4.5%
净资产收益率	5.9%	4.0%	5.2%	6.3%	6.7%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%
ROIC	4.5%	2.0%	4.0%	4.8%	4.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 录

1. 公司致力于成为中国一流的信息技术服务提供商.....	5
1.1. 顺应国家数字化战略，背靠上海国资服务城市治理现代化需求.....	5
1.2. 围绕大数据全生命周期布局三大板块，经营稳健业绩持续提升.....	6
2. 数字经济：数据要素启航，算力和 IDC 需求爆发.....	10
3. 加码算力：布局数据中心和云服务，拥抱 AI 时代.....	14
4. 智慧为先：发力智慧城市、科学仪器和行业信创.....	18
5. 盈利预测与投资建议.....	23
5.1. 基本假设与营收预测.....	23
5.2. 投资建议.....	24
风险提示.....	24

目 图表目录

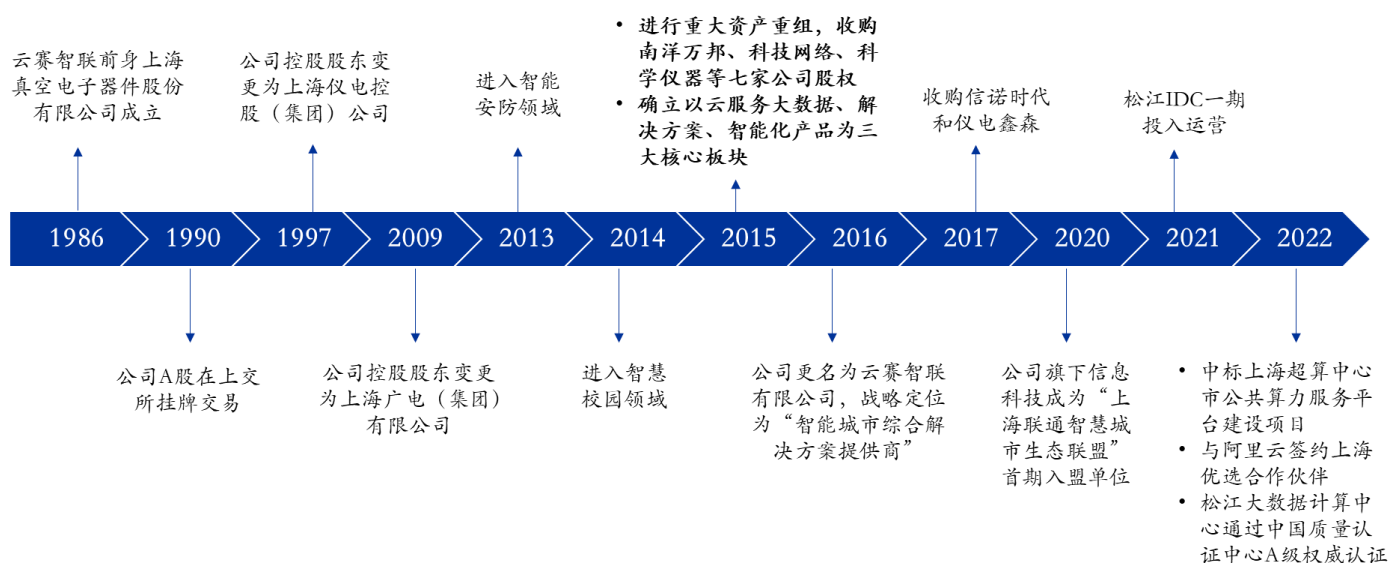
图 1. 云赛智联发展历程	5
图 2. 云赛智联系上海市国资控股	6
图 3. 云赛智联三大核心板块简介	6
图 4. 云赛智联三大核心板块收入（亿元）	7
图 5. 云赛智联松江大数据中心 IDC 机房	7
图 6. 云赛智联科学仪器板块产品谱系	8
图 7. 2018-2023H1 营业收入及增速	9
图 8. 2018-2023H1 营业收入及增速	9
图 9. 2020-2022 年毛利率情况	9
图 10. 2018-2022 年费用率情况	9
图 11. 我国数据要素市场培育的顶层机制建设	10
图 12. 一图读懂《方案》之激发各类企业创数用数活力，打造数据类标杆企业集群	11
图 13. 一图读懂《方案》之加快新基建布局，优化公共服务体系	11
图 14. 大模型带动算力需求激增	12
图 15. 各国算力指数及排名	12
图 16. 全球大规模数据中心数量持续提升	13
图 17. 云赛智联发起成立上海市算力网络协会	14
图 18. 上海科技网络通信有限公司松江大数据中心效果图	15
图 19. 公司参与上海市人工智能公共算力服务平台建设	15
图 20. 南洋万邦四度荣膺微软“Country Partner of the year”年度国家合作伙伴奖	16
图 21. 信诺时代通过信通院可信云 MSP 卓越级（高级）认证	16
图 22. 云赛智联持续服务上海市大数据中心公共数据运营	17
图 23. 云赛智联智慧城市业务亮相第 23 届工博会	18
图 24. 餐厨废弃油脂的转运流程示意图	19
图 25. 食品安全信息追溯平台页面	19
图 26. 云赛智联旗下仪电科仪“雷磁”、“仪电物光”产品获“上海品牌”认证	20
图 27. 仪电科仪蝉联科学仪器行业领军企业（综合类）奖项	21
图 28. 云赛智联承建“上海世博文化公园一体化运营服务管理平台”	21
图 29. 云赛智联智能安防集成应用平台	22
表 1: 2021-2025E 云赛智联营收拆分预测	23
表 2: 云赛智联重要财务数据和盈利预测	24
表 3: 可比公司估值表（2023-10-09）	24

1. 公司致力于成为中国一流的信息技术服务提供商

1.1. 顺应国家数字化战略，背靠上海国资服务城市治理现代化需求

云赛智联是一家以云计算与大数据、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。1986年12月，公司正式成立；1987年1月，公司作为首家试行股份制的国有企业向社会发行股票，是国内最早上市的“老八股”之一；2015年，公司实施重大资产重组，将云赛信息(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公司。自此，云赛智联顺应国家数字经济发展战略，开始聚焦以新一代信息技术为特征的智慧城市核心产业。目前，公司在物联网感知层、传输层到数据层、应用层，实施了从“云”到“端”的业务布局，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的战略布局。

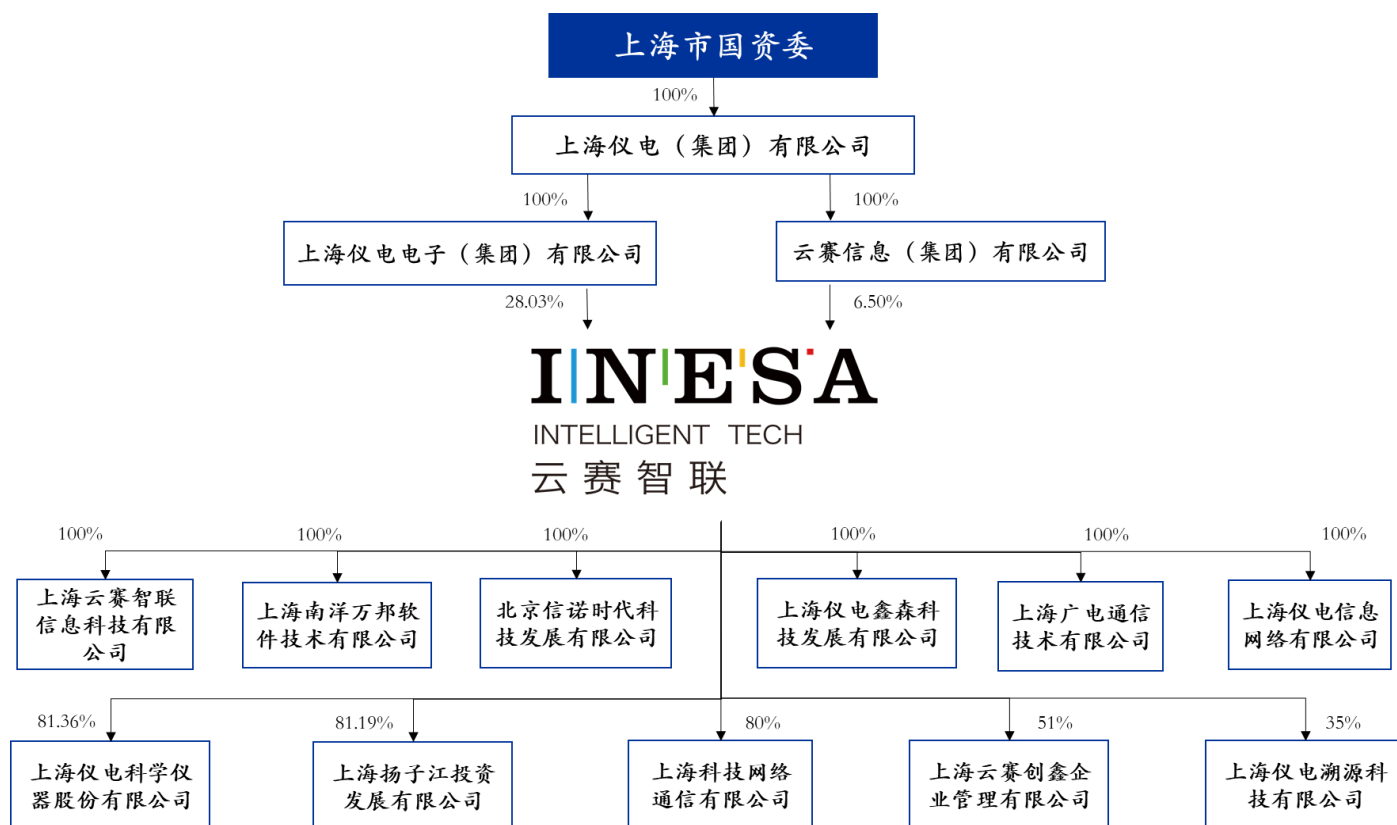
图1. 云赛智联发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

云赛智联的大股东上海仪电(集团)有限公司是上海市国有资产监督管理委员会所属的国有大型企业集团，其核心业务是新一代信息技术产业，培育业务则是人工智能。上海仪电以“引领信息产业发展，服务智慧城市建设”为使命，致力于成为智慧城市整体解决方案的提供商与运营商，聚焦物联网、云计算、大数据及人工智能等新一代信息技术，形成以信息技术产业为主体，与产业地产、产业资本高度融合的产业格局。云赛智联作为上海仪电重要的控股上市公司，既是上海国资系统中主要的数据中心运营商和云服务运营商，又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，成功实现了在市国资委等多个委办派驻式服务。

图2. 云赛智联系上海市国资控股

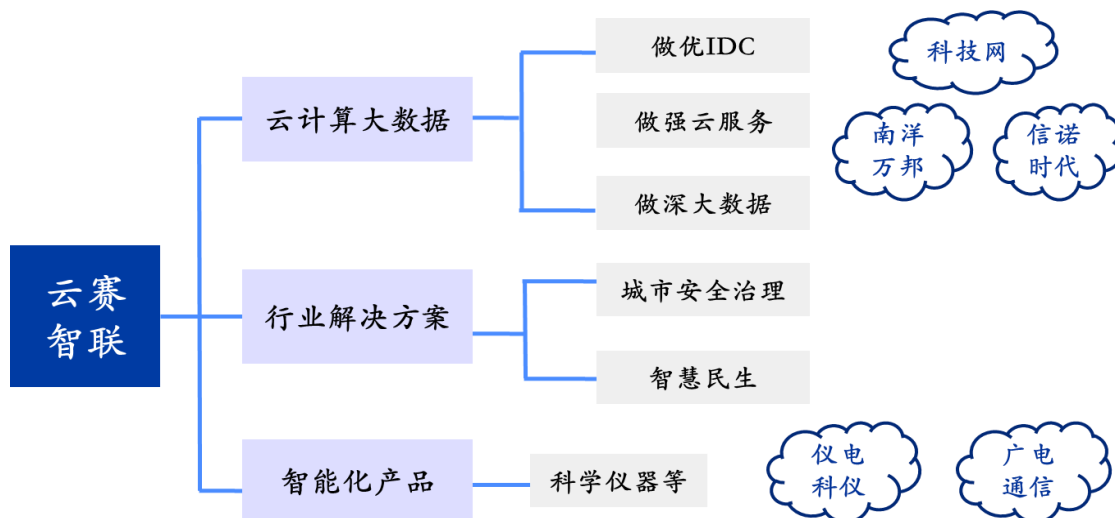


资料来源：公司公告，安信证券研究中心（注：截止 2023 年半年报）

1.2. 围绕大数据全生命周期布局三大板块，经营稳健业绩持续提升

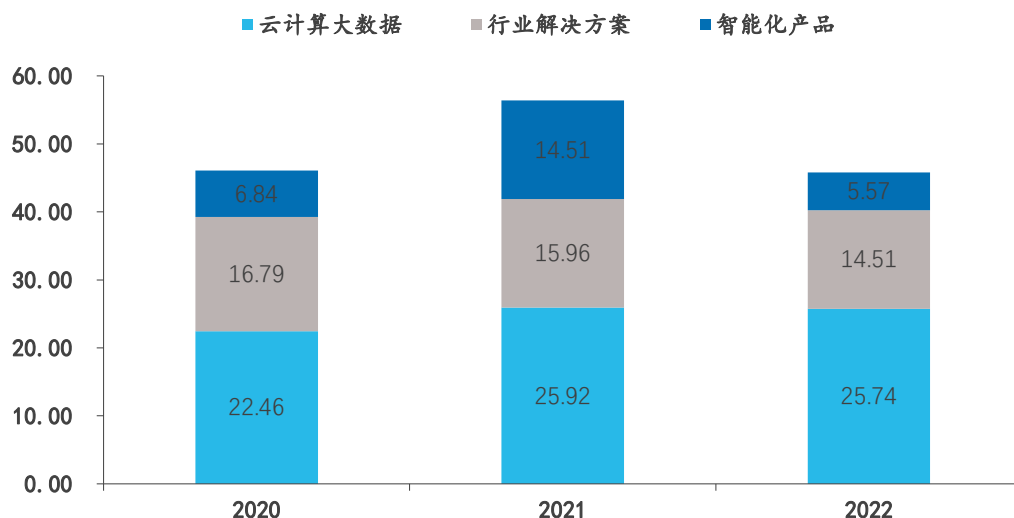
云赛智联的核心业务，围绕大数据全生命周期的全流程分为三大核心板块：云服务大数据板块、行业解决方案板块和智能化产品板块。

图3. 云赛智联三大核心板块简介



资料来源：公司公告，安信证券研究中心（注：云朵形状里为与该板块相关的参控股公司举例）

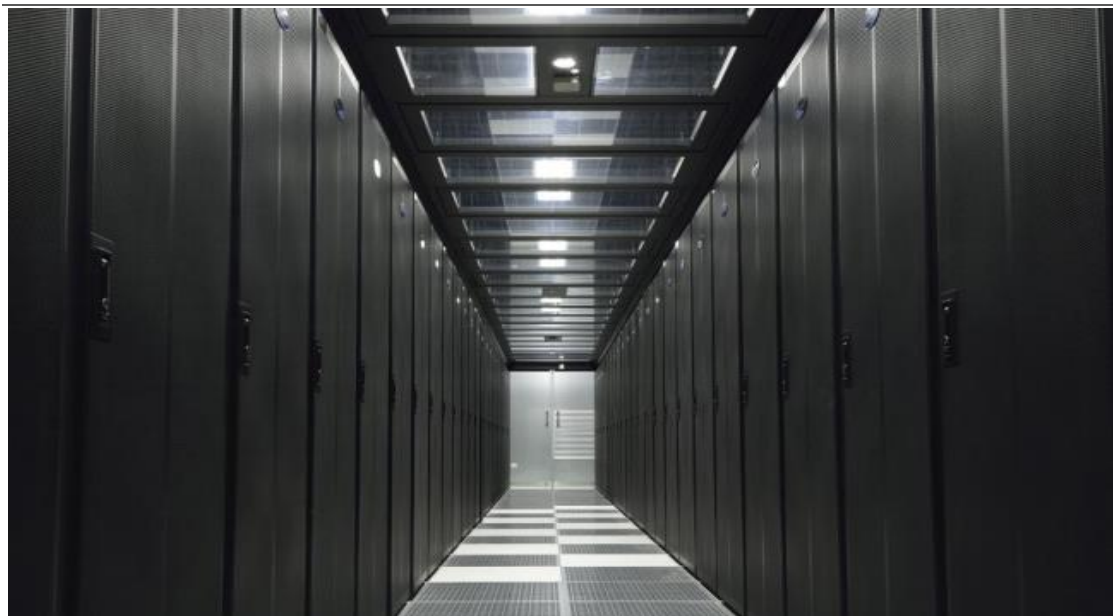
图4. 云赛智联三大核心板块收入（亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1) 在云服务大数据板块的基础设施方面，数据中心建设是云赛智联“做优 IDC”战略路径的重要基石。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，已建成并运营徐汇数据中心、宝山云计算中心、宝山大数据中心、松江大数据中心 4 个高等级数据中心，累计拥有 7300 多个机柜，主要面向政府和企业用户，提供机柜出租托管、云迁移与管理、数据治理与运营等服务。在数据中心云托管业务领域，公司致力于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云托管服务。在平台建设方面，公司以数据资源平台建设和运营为支撑，进一步布局 and 拓展上海各区“两网建设”城市数字化转型业务，迄今为止，云赛智联已在闵行、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。公司将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，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”、苏州相城区“一网统管”顶层规划项目。

图5. 云赛智联松江大数据中心 IDC 机房



资料来源：上海国资委微信公众号，安信证券研究中心

2) 在行业解决方案板块,“布局行业应用”是云赛智联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,智慧民生领域又涵盖了教育、医疗、市政民生、检测溯源等行业。其中,公司在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,从传统的“建设-交付模式”向“设计-建设-运营的一体化服务模式”转变,以全链服务能力促城市治理数字化转型。智慧民生领域,公司在智慧民生教育行业耕耘多年,致力于智慧教育整体解决方案,为教育行业提供专业信息化系统集成、智慧校园解决方案、软件系统开发应用以及校园运维服务;在智慧医疗行业中标市卫健委信息化运维项目,为上海市卫生健康委员会等单位提供软硬件设备及应用系统的运维服务;在市政民生方面以云化部署为核心的市政民生运营管控平台,同时积极探索构建创新型的泛工业商业经营模式,为客户提供客制化、精准化的服务。

3) 在智能化产品板块,子公司上海仪电科学仪器股份有限公司(下简称“仪电科仪”)是国内科学仪器行业领军企业,“雷磁”系列电化学产品总计五个大类,二十个小类,主营仪器约170余型,传感器200余款,还有“仪电物光”光学仪器产品等。云赛智联以“做精电化学仪器和物理光学仪器、做大在线监测系统、做强智慧感知”为产品发展路径,坚持提升核心技术和综合竞争力,抓住国产化替代发展机遇,在重点领域和关键环节谋求突破,致力于引领国内科学仪器产品中高端市场。

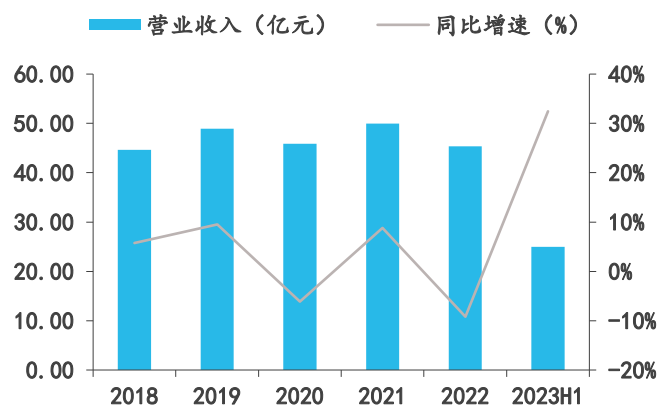
图6. 云赛智联科学仪器板块产品谱系



资料来源: 雷磁企业微信公众号, 安信证券研究中心

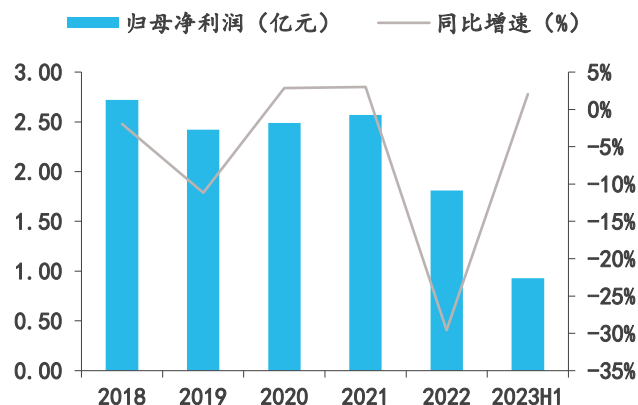
随着国家“大力推进数字化转型,构建经济稳增长新引擎”,作为上海数字经济的核心服务商,公司稳步发展。2023年上半年,营业收入达到24.98亿元,同比增长32.44%;实现归母净利润0.93亿元,同比增长2.04%,扣非归母净利润为0.86亿元,扭亏为盈。

图7. 2018-2023H1 营业收入及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

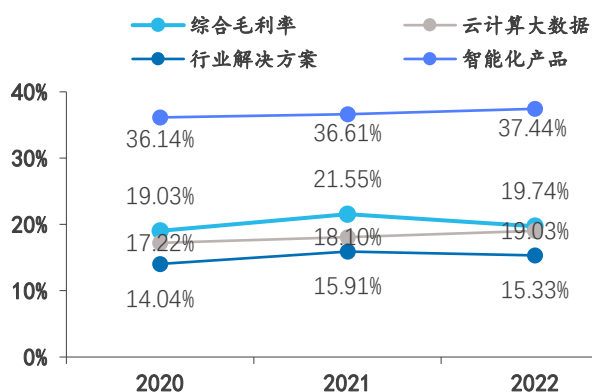
图8. 2018-2023H1 营业收入及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

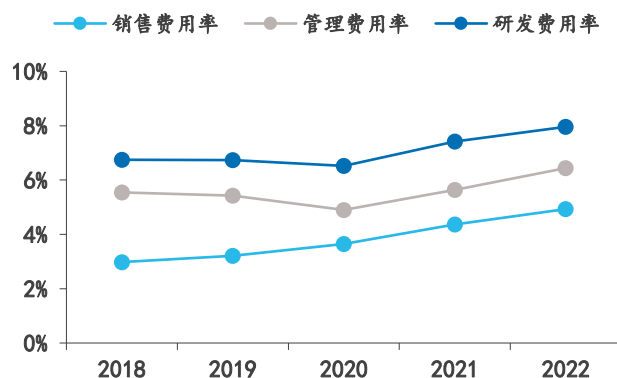
2022 年, 公司综合毛利率为 19.74%, 三大板块中智能化产品毛利率最高 (约 37%), 云计算大数据业务和智能化产品的毛利率近三年来均保持稳定提升态势。费用率稳中有升, 2022 年研发费用率为 7.96%, 管理费用率为 6.44%, 销售费用率为 4.93%, 均同比有所提升。

图9. 2020-2022 年毛利率情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图10. 2018-2022 年费用率情况



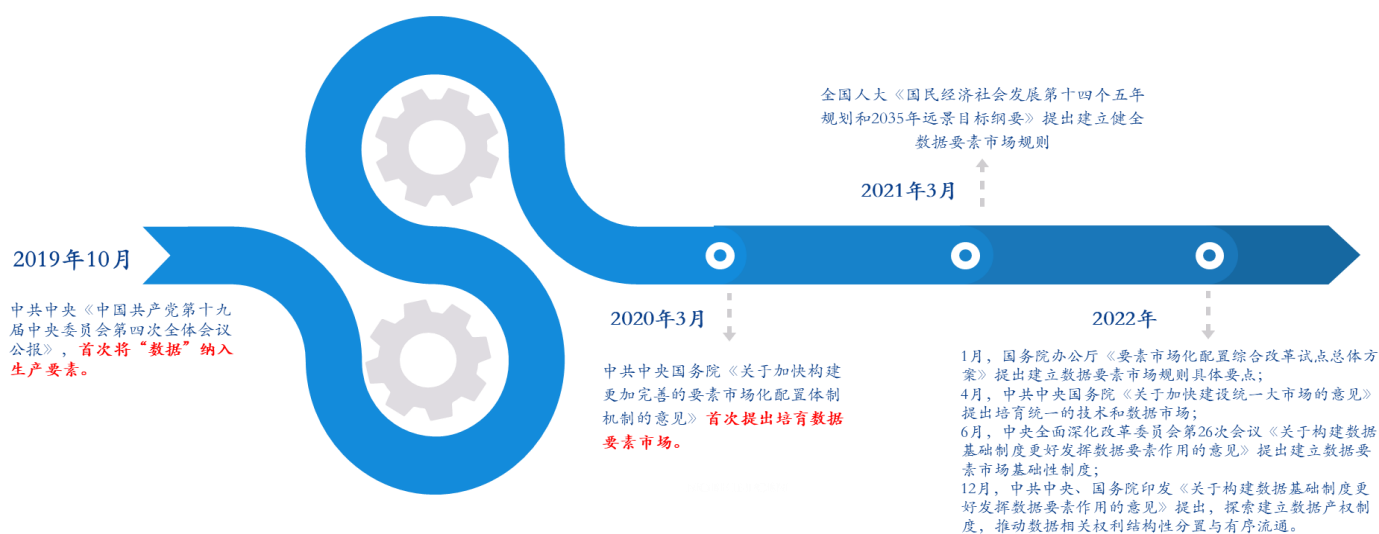
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2. 数字经济：数据要素启航，算力和 IDC 需求爆发

在全球范围内，我国率先将数据列入核心生产要素，旨在进一步激发数据价值，赋予数据更大的使命。2019 年 10 月，中共十九届四中全会首次将数据增列为生产要素。2020 年 4 月，中共中央、国务院印发的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》首次提出培育数据要素市场。2021 年 12 月，国务院办公厅公布《要素市场化配置综合改革试点总体方案》，提出“探索建立数据要素流通规则”。2022 年 10 月，《国务院关于数字经济发展的报告》指出加快出台数据要素基础制度及配套政策，构建数据产权、流通交易、收益分配安全治理制度规则，统筹推进全国数据要素市场体系。

“数据二十条”的出台标志着数据要素产业正式启航。2022 年 12 月 19 日，《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》（以下简称“数据二十条”）正式对外公开发布，我国数据基础制度顶层设计成型。2023 年 7 月，北京市委市政府相继印发《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》（以下简称《实施意见》）和《北京市公共数据专区授权运营管理办法（征求意见稿）》。除北京外，广州、深圳、长沙等地也纷纷出台了数据要素运营管理相关政策条例。各级政府政策的密集出台，充分表明了地方积极响应国家号召，用行动落实数字经济及数据要素市场建设，力求破解数字经济产业发展痛点难点，为数据资产化形成提供有效的实践路径，数据要素市场建设取得重大突破和进展。

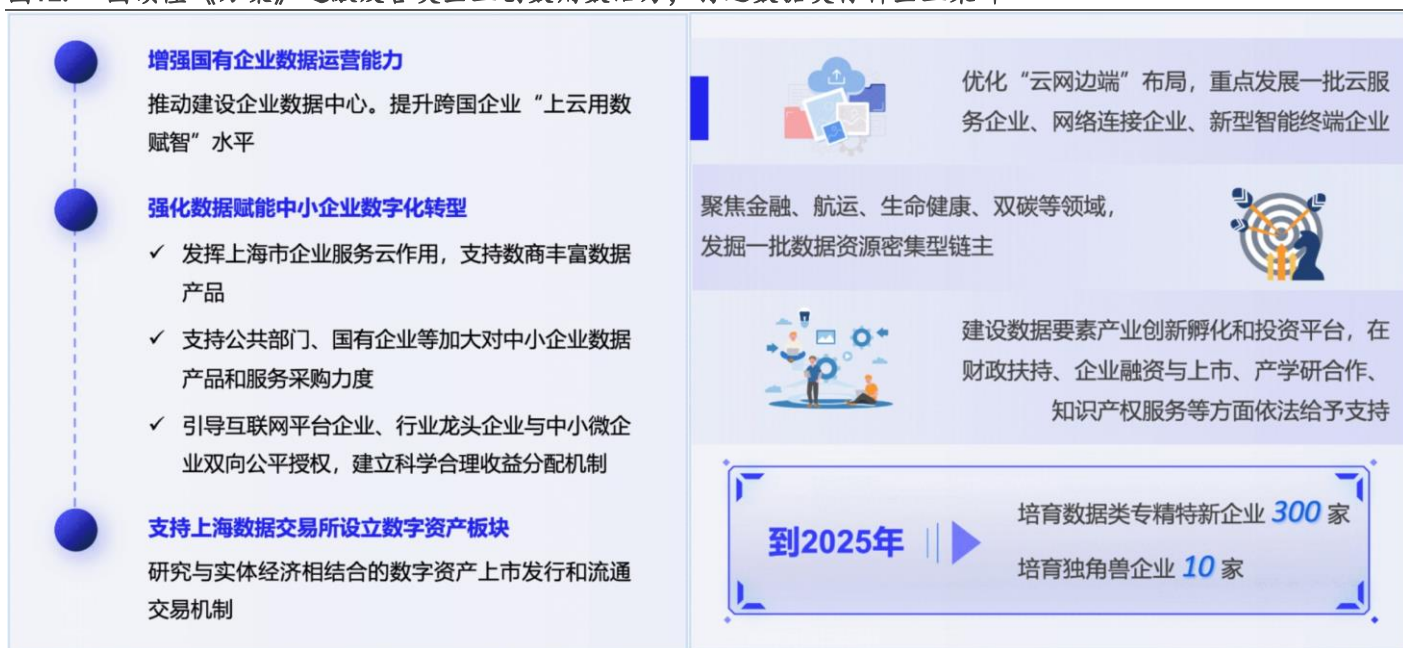
图11. 我国数据要素市场培育的顶层机制建设



资料来源：安信证券研究中心整理

上海市先行先试将推动区域数据要素市场落地实践。今年 8 月 15 日，上海市人民政府办公厅印发了《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）》（以下简称《方案》）。《方案》阐述了数据要素产业发展的具体目标和策略，旨在依据党中央和国务院的总体战略，以构建强大的数字国家和数字中国为目标，推进数据要素产业的创新发展。《方案》明确提出：到 2025 年，上海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；数据要素产业动能全面释放，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；建成数链融合应用超级节点，形成 1000 个高质量数据集，打造 1000 个品牌数据产品，选树 20 个国家级大数据产业示范标杆。我们认为，在此过程中，上海市属国有企业必将扮演重要作用，深度参与并推动上海数据要素产业发展。

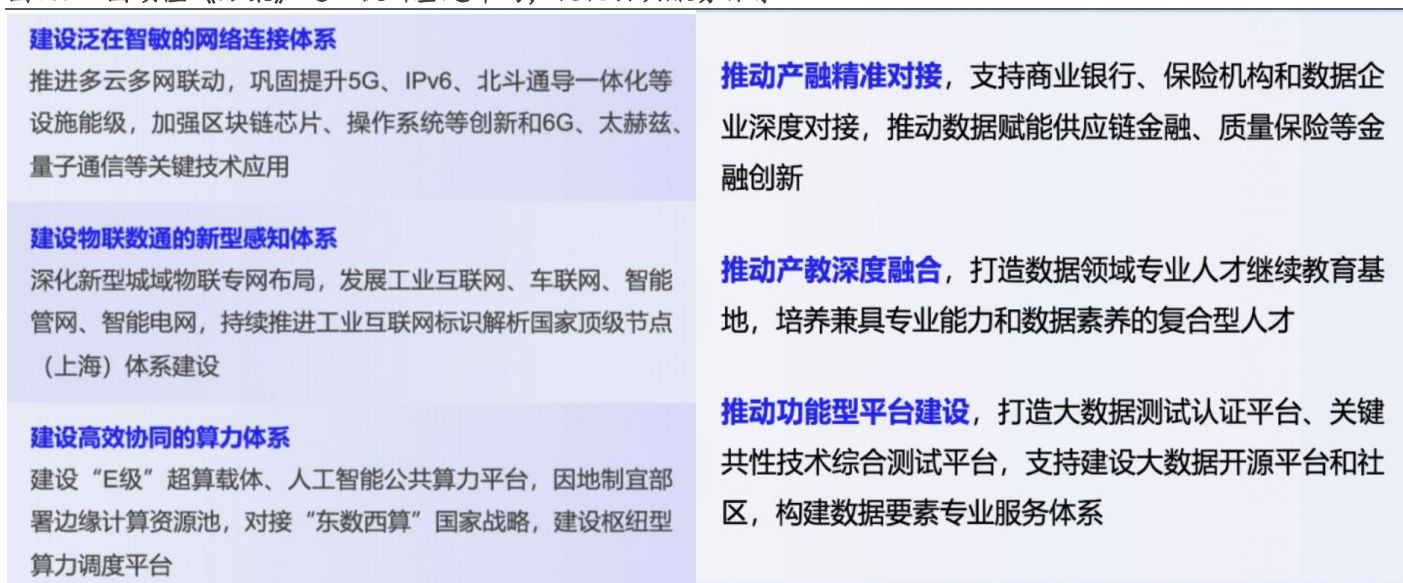
图12. 一图读懂《方案》之激发各类企业创数用数活力，打造数据类标杆企业集群



资料来源：上海市经济和信息化委员会官网，安信证券研究中心

为实现上述目标，《方案》提出了七方面 23 条具体举措，包括将上海数据交易所打造为国家级数据交易所，到 2025 年实现挂牌 5000 个可交易数据产品，服务 10 万家数据供需主体。《方案》的实施将进一步巩固上海在全球数据要素配置领域的地位，吸引全球范围内更多的数据交易和合作，进而加强上海在全球数字经济舞台的影响力和竞争地位。为此，上海在数据要素基础设施和配套服务方面也有诸多布局，《方案》明确提出，到 2025 年，上海市算力总规模较“十三五”期末要翻两番。我们认为，以智能算力为代表的新基建，和各类公共服务平台体系建设，有望迎来发展新机遇。

图13. 一图读懂《方案》之加快新基建布局，优化公共服务体系



资料来源：上海市经济和信息化委员会官网，安信证券研究中心

今年年初，美国科技独角兽 Open AI 发布了多模态预训练大模型 GPT-4 的技术报告，引爆了全球生成式 AI 发展浪潮。紧接着，美国微软、谷歌和英伟达，国内的百度、科大讯飞企业纷纷推出相关产品，带动了新一轮人工智能投资热潮。我们认为随着 GPT-4、文心一言的陆续发布，以及微软对 GPT-4 在 Copilot 中的应用，全球人工智能产业都将迎来新的发展。AI 应

用落地加速，有望提升各行业的效率，创造更多商业价值。另一方面，大语言模型 ChatGPT 带动算力需求爆发，Transformer 相关模型对算力的需求提升数倍，远超过算力产业的摩尔定律增速。基于 Transformer 体系结构的大型语言模型 (Large Language Models) 涉及高达数万亿从文本中学习的参数。开发它们是一个昂贵、耗时的过程，需要深入研究技术专长、分布式数据中心规模的基础设施和完整的堆栈加速计算方法。

图14. 大模型带动算力需求激增



资料来源：《COMPUTE TRENDS ACROSS THREE ERAS OF MACHINE LEARNING》，安信证券研究中心

算力是数字经济时代的新生产力，已成为推动数字经济发展的核心力量、支撑数字经济发展的坚实基础，对推动科技进步、促进行业数字化转型以及支撑经济社会发展发挥了重要作用。根据信通院《中国算力发展指数白皮书（2021年）》测算，算力每投入1元，将带动3-4元的经济产出，算力某种程度上与国家科技实力正相关。

图15. 各国算力指数及排名



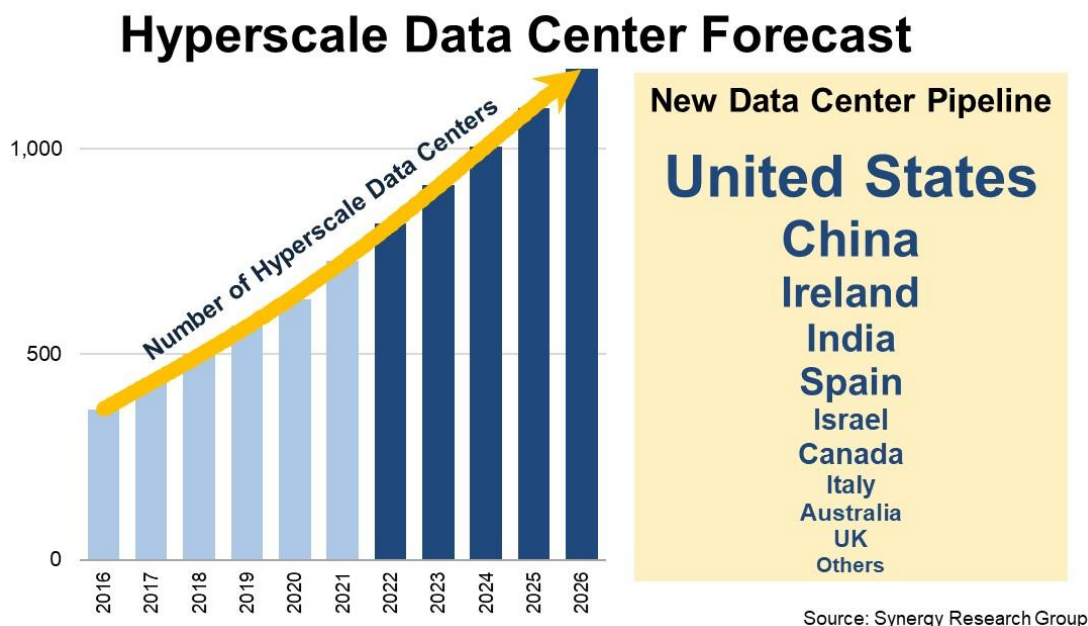
资料来源：IDC 2021，安信证券研究中心

数据中心是数据计算与存储的物理空间，信息技术迭代推动 IDC 行业发展。IDC 业务是伴随着互联网发展而兴起的服务器托管、租用、运维以及网络接入服务业务，亦是云计算业务发展的重要组成部分。IDC 厂商主要为大型互联网公司、云计算企业、金融机构等客户提供存放服务器的空间场所，包括必备的网络、电力、空调等基础设施，以及运营维护、安全管理

及其他增值服务。IDC 产业诞生于 20 世纪 90 年代的美国，经历了初始的机柜托管出租与带宽服务，至 21 世纪初的服务器托管、网络托管，再到当前数据存储与计算能力虚拟化的三个阶段。“宽带中国”战略的提出、4G/5G 网络的普及、移动互联网与云计算的高速发展，加速数据更新迭代，为 IDC 行业发展提供良好契机。

全球超大规模数据中心数量持续提升，中国超大规模数据中心潜力巨大。根据工信部定义，数据中心根据规模大小可以分为三类：1) 规模大于等于 10000 个标准机架的数据中心为超大型数据中心；2) 规模大于等于 3000 小于 10000 个标准机架的数据中心为大型数据中心；3) 规模小于 3000 个标准机架的数据中心为中小型数据中心。从 2017 年开始，伴随着大数据、虚拟化等新兴技术的落地以及云计算的广泛应用，全球范围内数据中心流量和带宽均呈指数级增长，促使数据中心向大型化、集约化发展，呈现数量缩减同时体量增加的趋势。根据 Synergy Research 最新数据显示，全球超大规模数据中心接近 900 个，与此同时，所有数据中心的总容量将继续稳步增长，主要是受超大规模容量的推动，在未来五年内将几乎翻倍。区域分布上，美国目前占全球运营超大规模数据中心的近 40%，占全球容量的一半，中国位居第二。随着我国数字经济的发展、生成式 AI 的爆发，以及“东数西算”工程的推进，中国超大规模数据中心有望继续增加。

图16. 全球大规模数据中心数量持续提升



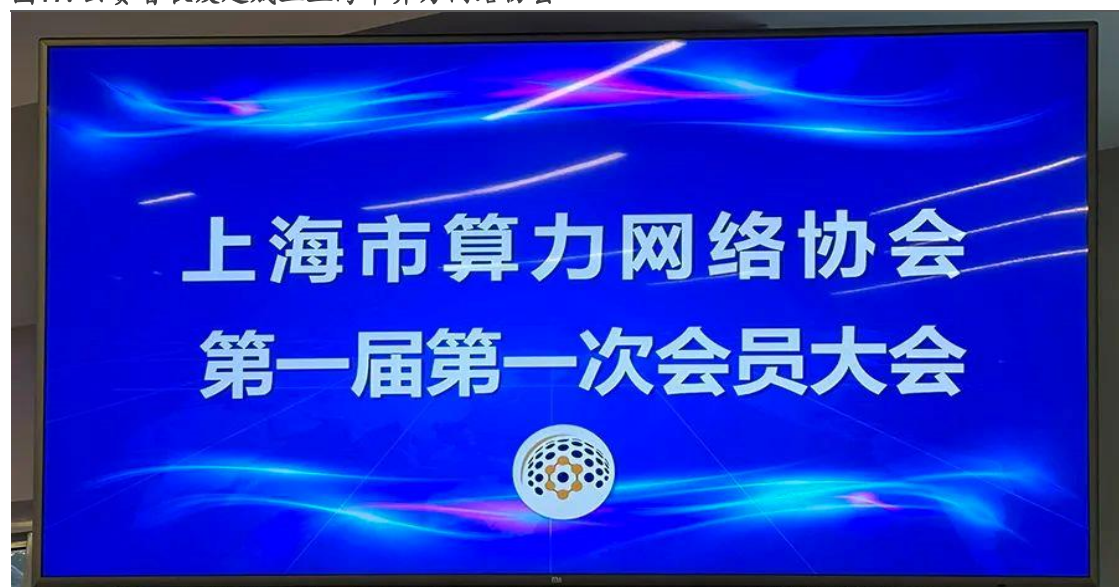
资料来源：Synergy Research，安信证券研究中心

3. 加码算力：布局数据中心和云服务，拥抱 AI 时代

全球数据中心市场规模依然在增长，中国的市场规模占约为三分之一。2021 年 5 月，国家发改委等部门联合印发《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，国家发改委印发了 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。“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。国内云服务市场持续增长，更多行业和企业加速了云化转型，推动了云服务业务的增长。

算力、算法和数据是人工智能三大支柱，数据中心（IDC）是三大支柱的第一生产线。作为上海城市数字化转型建设主力军，云赛智联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，在市经信委指导下，云赛智联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。

图17. 云赛智联发起成立上海市算力网络协会



资料来源：云赛智联微信公众号，安信证券研究中心

近年来，云赛智联面向国内市场和上海地区坚持做大做强 IDC，在算力资源投入方面持续加码。2022 年，公司配套 110KV 用户站实现送电，同时积极争取新的能耗指标，启动松江大数据中心二期建设前期相关决策流程和准备工作。优化 IDC 综合运营管理平台，提高 IDC 管理水平。在数据中心云托管业务领域，公司致力于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云托管服务。

购入 IDC 公司 20%股权，加码算力基础设施。2023 年 9 月 28 日，云赛智联发布公告，拟以 1.57 亿元协议受让公司实际控制人上海仪电（集团）所持上海科技网络通信有限公司（以下简称“科技网”）20%股权。受让完成后，公司将持有科技网 100%股权。科技网是一家数据中心（IDC）服务提供商，主营业务包括互联网数据中心、云计算服务等。科技网系云赛智联控股子公司，云赛智联持有科技网 80%股权，仪电集团持有科技网 20%股权，本次受让完成后，公司将持有科技网 100%股权。

图18. 上海科技网络通信有限公司松江大数据中心效果图



资料来源：云赛智联微信公众号，安信证券研究中心

云赛智联全面支撑上海市算力能力建设。据云赛智联 2023 年半年报介绍，科技网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。科技网运营的松江大数据计算中心（一期）已成为具备承载高算力能力的新型数据中心基础设施，获得入驻算力和金融客户的高度认可。即将建设的二期项目定位“智算中心”，已作为上海市 2023 重大功能性事项导入松江新城。

参股上海智能算力科技公司，布局 AI 算力基础设施。2023 年 6 月 29 日，云赛智联发布《关于与仪电集团等其他股东共同出资成立合资公司暨关联交易的公告》，拟与仪电集团、数据集团、信投股份和其他非关联股东方以向上海智能算力科技有限公司（以下简称“上海智算公司”）非同比例增资的方式，共同出资建立算力设施公司。云赛智联拟增资 22,000 万元，持股 11%。上海智算公司是在上海市国资委指导下成立的 AI 算力上海国资力量，主要负责推进上海地区智能算力建设，公司目前投资额 20 亿元，后续 AI 相关算力基础设施有望加速落地。

图19. 公司参与上海市人工智能公共算力服务平台建设



资料来源：新民晚报，安信证券研究中心

云服务业务布局国内领先，与微软合作获得认可。公司旗下上海南洋万邦软件技术有限公司（简称“南洋万邦”）和北京信诺时代科技发展有限公司（简称“信诺时代”）是微软、阿里、华为、中国电信等主流云服务厂商在国内最核心的 MSP 服务商。南洋万邦连续三年通过微软 AEMSP 认证，信诺时代通过了信通院可信云 MSP 卓越级（高级）认证和微软 AEMSP 认证，形成了云赛智联云服务业务“北信诺、南万邦”的市场布局，为汽车、金融、信息技术、互联网、媒体等超过万余家中外企业提供 MSP 云服务。两家子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20. 南洋万邦四度荣膺微软“Country Partner of the year”年度国家合作伙伴奖



资料来源：云赛智联官方公众号，安信证券研究中心

图21. 信诺时代通过信通院可信云 MSP 卓越级（高级）认证



资料来源：云赛智联官方公众号，安信证券研究中心

持续服务上海市大数据中心公共数据运营。近日，云赛智联所属南洋万邦成功中标 2024 年度上海市大数据中心数据运营服务项目，这是自 2019 年起，南洋万邦连续第 5 次中标市大数据中心数据运营服务项目。五年来，云赛智联全力参与上海市大数据中心大数据资源平台建设、数据归集治理和运营、平台数字化运营、网络安全保障等工作，持续进行公共数据三大库建设，并结合中心、各委办局和区级政府的业务需求，开展专题库的建设和支撑，期间重点保障了中国国际进口博览会、上海疫情防控攻坚战、随申码等工作。今年，公司的云服务重点聚焦上海市公共数据上链、数源工程、网络安全大检查、数据中台建设等工作任务，全力服务和支撑上海市大数据中心工作。

图22. 云赛智联持续服务上海市大数据中心公共数据运营



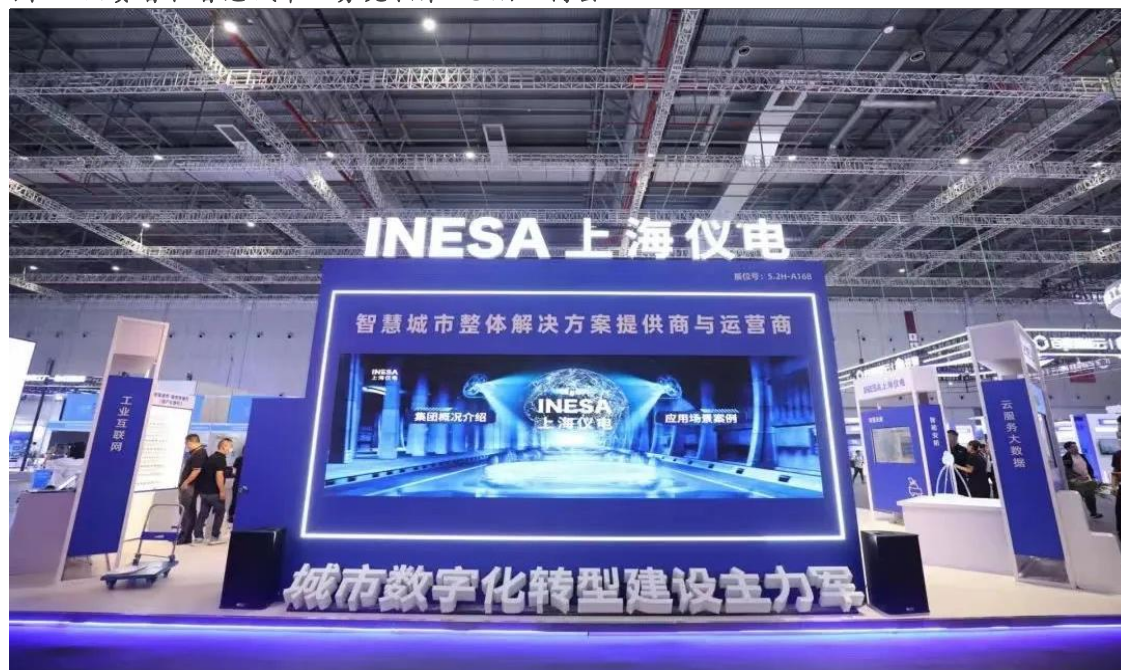
资料来源：云赛智联微信公众号，安信证券研究中心

4. 智慧为先：发力智慧城市、科学仪器和行业信创

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。除了加大政策扶持力度，各地政府还建立了一批创新创业孵化平台，支持创新创业型企业发展，推动智慧城市建设与产业融合，推动经济发展。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。

牵头行业标准制定，引领智慧城市发展。云赛智联在智慧城市理论研究方面积极布局，于2022年批准并组建仪电智慧城市设计研究院，完成多项智慧城市相关标准研究和编制。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。

图23. 云赛智联智慧城市业务亮相第23届工博会



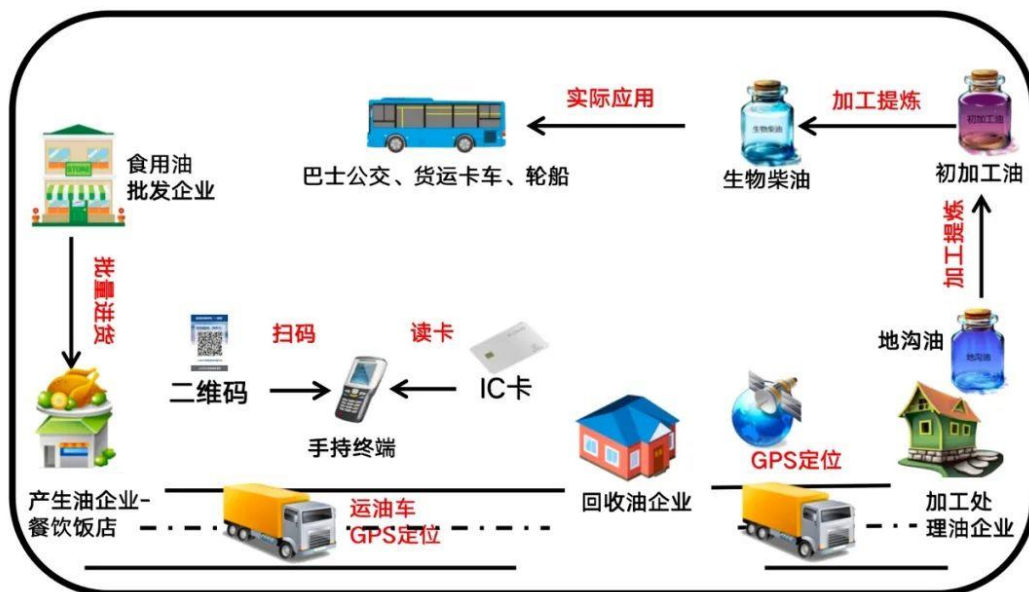
资料来源：云赛智联微信公众号，安信证券研究中心

为上海智慧城市建设贡献本地国企力量。自2017年云赛智联成功中标上海市电子政务云IaaS平台后，云赛智联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年上海市大数据中心建设运营一体化项目。面向未来，公司持续打造和提升智慧城市相关的规划咨询能力、方案设计能力、实施交付能力、运营服务能力、生态整合能力和行业标准能力。

“上海餐厨废弃油管理平台”提升城市餐厨智慧化水平。2020年以来，上海市对餐厨废弃油脂源头产生方面建立了涵盖餐饮企业、食品加工、现制现售等涉及食品经营流通的近4万家产生单位的申报、签约制度，要求产生单位按年申报、定向交付，真正建立起了一套行之有效、监督得力的源头申报管理体系。其中，云赛智联子公司仪电溯源负责开发并运行的“上海餐厨废弃油管理平台”，多年来负责对上海5万家产生油企业、18家回收油企业、1家处理油企业、以及327家B5生物柴油加油站的所有餐厨废油相关行为和资源化利用进行实时、全程、闭环的智慧化监管，实现了对上海市餐厨废油产生、收运、初加工、末端处置和生物柴油销售全程的实时信息化管理，基本达到了“应收尽收”的要求。目前上海全市收运餐厨废

弃油脂从体系建设前的 20 吨/天增长到现在约 120 吨/天，日均加油车次 1.9 万辆，B5 柴油日销量约 1600 吨，折合 BD100 生物柴油约 80 吨/天。

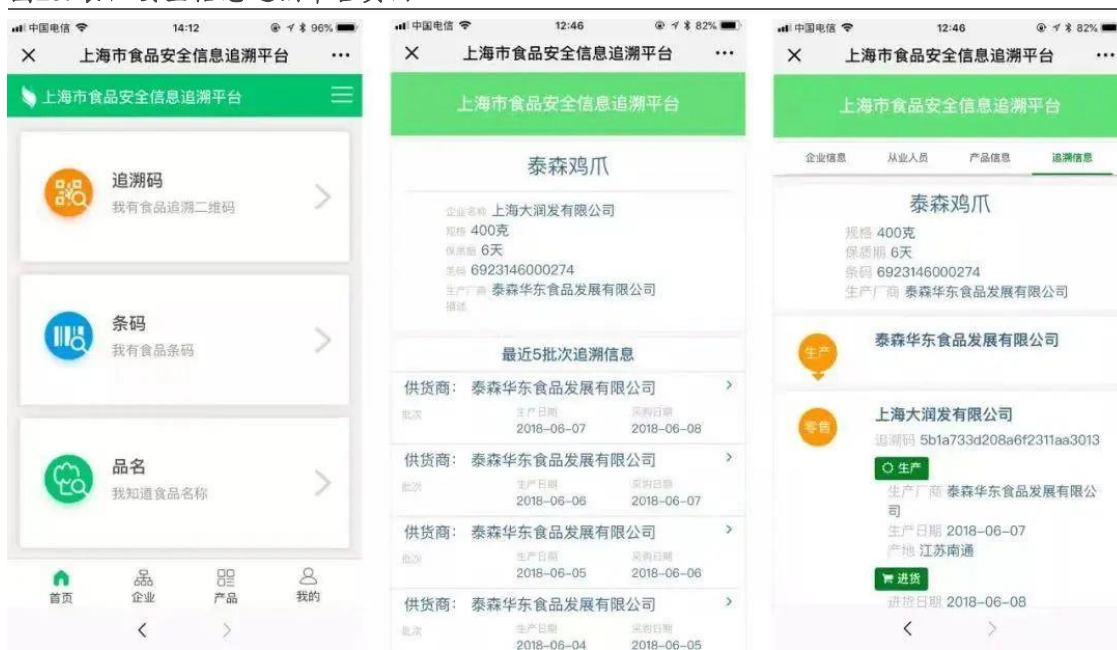
图24. 餐厨废弃油脂的转运流程示意图



资料来源：云赛智联微信公众号，安信证券研究中心

食品安全信息追溯平台构建“数字食安”生态圈。在食品安全领域，云赛智联助力上海实行了冷库疫情管理制度常态化，通过建立“规模大类”可追溯数据库实现全流程可追溯管理，可以做到第一时间排查清楚、隔离管控、封存到位。据云赛智联官方微信公众号介绍，截至 2022 年底，公司参与建设的上海市“食品安全信息追溯平台”上传追溯数据量 147068685 条，已接入企业 94053 家，已上传企业 31620 家。同时全市 246 个政府快检实验室全覆盖，包含 18 大类 81 小类共计 447 项的检测项目，共完成检测任务超过 210000 个，产生检测报告 160000 余份。

图25. 食品安全信息追溯平台页面



资料来源：云赛智联微信公众号，安信证券研究中心

“雷磁”品牌引领科学仪器国产化征程。1940年，电化学分析仪器专家、中国电化学仪器的开拓者荣仁本在上海永嘉路229弄8号设立雷磁电化学研究室，创建“雷磁”，开创了中国电化学仪器的自主研制之路。目前，“雷磁”作为“上海制造”的品牌代表之一，是云赛智联旗下企业上海仪电科学仪器股份有限公司的科学仪器产品品牌，涵盖电化学分析仪器、滴定仪/水分仪、比色法水质分析仪、在线水质监测仪器、电化学传感器、化学试剂和系统集成等众多门类，在售仪器设备170余型，传感器200余款，检测试剂100余种，系统解决方案20余个。据中国仪器仪表行业协会提供的相关材料表明：“雷磁”品牌电化学分析仪器系列产品在国产细分行业市场中占有率名列第一。2022年，雷磁DZS-708T型多参数分析仪获评“2022检验检测认证认可行业年度风云榜仪器设备十大新锐产品”，“双光束紫外可见光光度计”获颁“上海品牌”认证证书。

图26. 云赛智联旗下仪电科仪“雷磁”、“仪电物光”产品获“上海品牌”认证



资料来源：云赛智联微信公众号，安信证券研究中心

肩负科学仪器领军企业使命，推进行业智能化发展。今年5月18日，2023第十六届中国科学仪器发展年会开幕，云赛智联旗下仪电科仪凭借在产品、服务和解决方案能力上的不断开拓和突出表现，继续蝉联ACCSI2023年度3i奖“科学仪器行业领军企业（综合类）”。根据官方公众号披露，近年来，公司相继承担了包括国家科技部“振兴国产仪器重大专项”在内的各类政府科研项目共60余项，申报了专利总数累计200余项，发明专利数十项。2022财年，仪电科仪实现营业收入3.35亿元，净利润0.77亿元，是国内科学仪器领域的领军企业。

图27. 仪电科仪蝉联科学仪器行业领军企业（综合类）奖项



资料来源：雷磁官方微信公众号，安信证券研究中心

积极参与上海行业信创推进工作。在医疗信创方面，云赛智联为上海新华医院等多家医疗机构提供信息安全设备加固和安全服务支撑业务；在金融信创方面，公司的“金融信创数据中心”解决方案荣膺“2022年度中国 IDC 产业数据中心优秀解决方案”大奖；在园区运营方面，公司自主研发的“上海世博文化公园一体化运营服务管理平台”被全国信息技术标准化技术委员会评为优秀智慧园区案例，该平台采用云赛智联在“一网通办、一网通管”实践中形成的前沿顶层设计理念，以物联网设备管理为基础，从“观、管、防、服”四领域着手，融合打造自主可控的数字孪生底座。

图28. 云赛智联承建“上海世博文化公园一体化运营服务管理平台”



资料来源：仪电互联微信公众号，安信证券研究中心

在城市安防信创方面，“云赛智联智能安防集成应用平台”，顺利通过国家安全防范报警系统产品质量监督检验中心（上海）、公安部安全防范报警系统产品质量监督检验测试中心的数十项严格检测，各项指标均符合上海市技防新地标的相关要求，在全市范围内率先通过检测认证。此外，公司 2023 年持续开展对外投资项目，包括对下属企业增资和合资合作，以满足子公司在大数据中心项目建设及信创、政府信息化等业务开拓方面的资金需求。

图29. 云赛智联智能安防集成应用平台



资料来源：仪电互联微信公众号，安信证券研究中心

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 基本假设与营收预测

云计算大数据：我国数据中心的市场规模呈增长态势，云赛智联面向国内市场和上海地区坚持做大做优 IDC，并持续服务上海市大数据中心公共数据运营。我们预计该业务 2023-2025 年收入分别为 32.21/39.52/48.45 亿元，同比增速分别为 25.15%/22.67%/22.61%。

行业解决方案：根据中国信通院报告，2022 年产业数字化规模为 41 万亿元，同比名义增长 10.3%。公司行业解决方案业务布局行业应用，主要包括城市安全治理和智慧民生两个方面，因此假设该业务增速与产业数字化增速趋同。我们预计该业务 2023-2025 年收入分别为 15.96/17.56/19.31 亿元，同比增速均为 10%。

智能化产品：公司抓住国产化替代发展机遇，在重点领域和关键环节谋求突破，致力于引领国内科学仪器产品中高端市场。我们预计该业务 2023-2025 年收入分别为 6.00/6.48/7.04 亿元，同比增速分别为 7.75%/8.04%/8.57%。

表1：2021-2025E 云赛智联营收拆分预测

营收拆分（亿元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	49.93	45.34	54.28	63.56	74.80
YOY（%）	8.80%	-9.19%	19.72%	17.09%	17.70%
综合毛利率	21.55%	19.74%	20.37%	20.53%	20.68%
云计算大数据	25.92	25.74	32.21	39.52	48.45
YOY（%）	15.41%	-0.69%	25.15%	22.67%	22.61%
行业解决方案	15.96	14.51	15.96	17.56	19.31
YOY（%）	-4.94%	-9.09%	10.00%	10.00%	10.00%
智能化产品	7.09	5.57	6.00	6.48	7.04
YOY（%）	3.65%	-21.44%	7.75%	8.04%	8.57%

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测

5.2. 投资建议

云赛智联既是上海国资系统中主要的数据中心运营商和云服务运营商，又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，有望受益于 AI 算力、数据要素推进等快速发展。预计公司 2023 年-2025 年的收入分别为 54.28/63.56/74.81 亿元，归母净利润分别为 2.40/3.05/3.38 亿元。

表2：云赛智联重要财务数据和盈利预测

摘要（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,993.0	4,534.3	5,428.2	6,356.1	7,480.9
净利润	256.7	180.8	240.1	304.9	338.4
每股收益（元）	0.19	0.13	0.18	0.22	0.25
每股净资产（元）	3.42	3.46	3.60	3.78	3.97
盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率（倍）	34.63	65.89	87.95	69.26	62.41
市净率（倍）	2.00	2.62	4.46	4.25	4.05
净利润率	5.1%	4.0%	4.4%	4.8%	4.5%
净资产收益率	5.9%	4.0%	5.2%	6.3%	6.7%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%
ROIC	4.5%	2.0%	4.0%	4.8%	4.8%

资料来源：Wind，安信证券研究中心预测

我们选取同处于数据要素赛道或业务类型相似的三家公司（深桑达、易华录、中国软件）作为可比公司，估值水平平均处于较高的位置。12 个月目标价为 17.83 元，相当于 2024 年 80 倍的动态市盈率。首次覆盖给予买入-A 的投资评级。

表3：可比公司估值表（2023-10-09）

可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				市盈率 PE			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
深桑达	256.04	-1.62	3.84	4.58	5.84	-141.32	87.05	72.84	57.22
易华录	239.56	0.12	-0.19	2.94	4.36	1177.65	-938.51	83.26	46.42
中国软件	324.04	0.45	1.25	2.72	4.28	849.23	259.65	119.13	75.71
		平均值				/			
云赛智联	178.45	1.81	2.40	3.05	3.38	65.89	87.95	69.26	62.41

资料来源：Wind，安信证券研究中心（注：中国软件采用 Wind 一致预期，其余数据均采用我们此前覆盖报告中的预测）

风险提示

AI 技术应用发展不及预期：若生成式 AI 等技术应用落地不及预期，公司 AI 算力方面业务将有所影响。

高端人才队伍储备不足风险：若高端人才储备不足将影响产品研发、迭代更新等，进而影响公司未来业务发展。

政府支出不及预期：受宏观环境影响，若政府支出不及预期，存在相关信息化投入削减风险。

盈利预测假设不及预期：盈利预测中对主营业务存在一定的假设，存在假设不及预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,993.0	4,534.3	5,428.2	6,356.1	7,480.9	成长性					
减:营业成本	3,917.1	3,639.2	4,322.7	5,051.3	5,934.0	营业收入增长率	8.8%	-9.2%	19.7%	17.1%	17.7%
营业税费	19.4	13.5	16.2	19.0	22.3	营业利润增长率	-5.7%	-32.0%	39.4%	27.0%	11.0%
销售费用	218.2	223.6	251.4	268.9	309.0	净利润增长率	3.2%	-29.6%	32.8%	27.0%	11.0%
管理费用	652.2	652.8	727.2	800.6	904.9	EBITDA增长率	-9.4%	-41.8%	75.7%	43.2%	22.7%
财务费用	-82.1	-89.0	-83.0	-59.4	-28.0	EBIT增长率	-9.1%	-50.6%	110.0%	40.7%	20.7%
资产减值损失	-40.2	59.3	84.9	95.4	119.0	NOPLAT增长率	-4.3%	-52.1%	128.9%	40.7%	20.7%
加:公允价值变动收益	-12.3	-0.3	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	16.9%	3.2%	20.7%	17.1%	21.6%
投资和汇兑收益	35.9	132.5	132.5	132.5	132.5	净资产增长率	3.7%	1.0%	4.1%	5.0%	5.0%
营业利润	284.7	193.6	270.0	342.9	380.5						
加:营业外净收支	27.2	9.7	0.0	0.0	0.0	利润率					
利润总额	311.9	203.3	270.0	342.9	380.5	毛利率	21.5%	19.7%	20.4%	20.5%	20.7%
减:所得税	19.7	15.2	20.1	25.6	28.4	营业利润率	5.7%	4.3%	5.0%	5.4%	5.1%
净利润	256.7	180.8	240.1	304.9	338.4	净利率	5.1%	4.0%	4.4%	4.8%	4.5%
						EBITDA/营业收入	5.5%	3.5%	5.2%	6.3%	6.6%
						EBIT/营业收入	4.6%	2.5%	4.4%	5.2%	5.4%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	15	15	31	50	60
货币资金	3,573.3	3,773.0	4,516.8	5,288.9	6,224.8	流动营业资本周转天数	158	194	203	192	202
交易性金融资产	100.3	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	427	498	507	496	506
应收账款	910.6	953.2	1,278.0	1,334.6	1,740.3	应收账款周转天数	70	75	75	75	75
应收票据	64.7	47.8	57.2	67.0	78.8	存货周转天数	73	105	105	105	105
预付账款	154.9	128.9	154.3	180.7	212.6	总资产周转天数	482	570	535	539	544
存货	957.1	1,129.2	1,349.0	1,546.9	1,855.0	投资资本周转天数	351	399	402	402	416
其他流动资产	80.8	154.0	184.4	215.9	254.1						
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资回报率					
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	5.9%	4.0%	5.2%	6.3%	6.7%
长期股权投资	242.5	87.8	87.8	87.8	87.8	ROA	3.7%	2.5%	2.8%	3.0%	2.8%
投资性房地产						ROIC	4.5%	2.0%	4.0%	4.8%	4.8%
固定资产	194.7	185.8	729.3	1,028.1	1,427.7	费用率					
在建工程	238.2	414.3	0.0	0.0	0.0	销售费用率	4.4%	4.9%	4.6%	4.2%	4.1%
无形资产	24.7	21.3	18.5	15.7	13.0	管理费用率	13.1%	14.4%	13.4%	12.6%	12.1%
其他非流动资产	390.2	322.6	321.6	320.6	319.7	财务费用率	-1.6%	-2.0%	-1.5%	-0.9%	-0.4%
资产总额	6,931.9	7,217.8	8,696.8	10,086.1	12,213.9	三费/营业收入	15.8%	17.4%	16.5%	15.9%	15.9%
短期债务	107.3	38.6	869.8	1,648.4	2,899.7	偿债能力					
应付账款	1,595.6	1,852.8	2,243.2	2,543.2	3,079.7	资产负债率	32.5%	34.5%	43.4%	48.7%	55.6%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	负债权益比	48.0%	52.6%	76.6%	95.1%	125.0%
其他流动负债	327.7	331.6	394.0	460.4	540.9	流动比率	2.88	2.78	2.15	1.86	1.59
长期借款	113.0	187.9	187.9	187.9	187.9	速动比率	2.41	2.27	1.77	1.52	1.31
其他非流动负债	105.9	76.8	76.8	76.8	76.8	利息保障倍数	31.81	21.97	8.13	5.20	3.72
负债总额	2,249.5	2,487.8	3,771.8	4,916.7	6,785.0	分红指标					
少数股东权益	229.3	183.0	192.8	205.2	219.0	DPS(元)	0.06	0.06	0.04	0.05	0.07
股本	1,367.7	1,367.7	1,367.7	1,367.7	1,367.7	分红比率	30.3%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%
留存收益	3,085.4	3,179.4	3,364.6	3,596.5	3,842.3	股息收益率	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%
股东权益	4,682.4	4,730.0	4,925.0	5,169.4	5,428.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	292.2	188.2	249.9	317.3	352.1	EPS(元)	0.19	0.13	0.18	0.22	0.25
加:折旧和摊销	-148.9	17.3	44.3	69.2	91.6	BVPS(元)	3.42	3.46	3.60	3.78	3.97
资产减值准备	-40.2	59.3	84.9	95.4	119.0	PE(X)	34.63	65.89	87.95	69.26	62.41
公允价值变动损失	12.3	0.3	0.0	0.0	0.0	PB(X)	2.00	2.62	4.46	4.25	4.05
财务费用	-82.1	-89.0	-83.0	-59.4	-28.0	P/FCF	61.02	264.79	26.37	24.99	20.53
投资损失	-35.9	-132.5	-132.5	-132.5	-132.5	P/S	1.78	2.63	3.89	3.32	2.82
少数股东损益	35.5	7.4	9.8	12.4	13.8	EV/EBITDA	33.14	75.82	78.83	57.00	48.99
营运资金的变动	123.2	162.5	-253.8	-63.6	-311.8	CAGR(%)	3.0%	-14.7%	-3.3%	29.9%	18.7%
经营活动产生现金流量	156.1	213.5	-80.5	238.9	104.2	PEG	10.71	-2.23	2.68	2.57	5.69
投资活动产生现金流量	-302.8	-5.7	-35.0	-231.7	-355.1	ROIC/WACC	0.56	0.25	0.50	0.60	0.60
融资活动产生现金流量	40.2	-68.7	859.4	765.0	1,186.8	REP	3.38	9.96	7.38	5.51	4.73

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034