

优刻得（688158）深度研究

国内领先中立云服务商，数据中心注入新动能

2023年12月08日

【投资要点】

- ◆ **中立第三方云计算平台，AIGC 客户广泛。**优刻得是国内领先的中立第三方云计算服务商，相比于互联网巨头，公司专注于云计算领域，与下游客户无业务竞争，并以客户为先，能提供更为灵活且定制化的服务，助力 AIGC 业务落地。下游客户包括互动娱乐、移动互联、企业服务等互联网企业，以及金融、教育机构、新零售、智能制造等传统行业的企业。
- ◆ **云计算行业高景气，中小厂商差异化竞争。**云计算市场处于快速发展期，据中国信息通信研究院统计，2022年中国云计算市场规模达4550亿元，预计2025年将突破万亿，维持30%以上的市场规模增速，且以公有云IaaS为主。云计算市场竞争激烈，优刻得等中小云服务商在细分市场建立自身的优势，形成了差异化竞争格局。
- ◆ **云计算技术优势凸显，产品性能领先。**优刻得专注IaaS、PaaS产品研发，通过公有云、私有云、混合云三种模式为用户提供服务，拥有安全屋、PathX、UCloudStack、快杰云主机、罗马等优势产品，产品性能领先。且公司近年来战略性调整低毛利产品的规模，毛利率水平实现回升。
- ◆ **算力资源丰富，AI 底座稳固。**算力需求和政策利好驱动数据中心产业快速发展。公司自建上海青浦和内蒙古乌兰察布两大数据中心，能为AI客户提供高性价比的算力服务。同时，基于国产GPU芯片、国产AI大模型以及灵活的算力部署方案，公司还推出了AI大模型训练推理一体机，加快了人工智能在各行各业的落地速度。

【投资建议】

- ◆ 公司作为国内领先的中立第三方云计算服务商，具有独特卡位和优势，有望长期受益于云计算市场规模的快速扩张。自建的两大数据中心产业也有望受益于AI时代下的算力需求增长，支撑公司长期高质量发展。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为15.95/16.17/17.48亿元，归母净利润分别为-3.46/-1.68/0.01亿元。考虑到公司暂未盈利，采用PS估值法，参考可比公司PS倍数，给予公司2024年8倍PS，对应市值为129.36亿元。12个月内目标价为28.55元，上调至“买入”评级。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（上调）

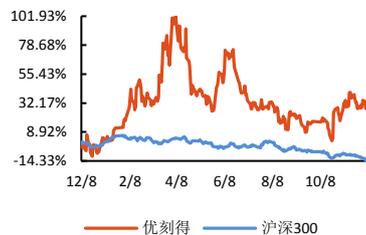
东方财富证券研究所

证券分析师：方科

证书编号：S1160522040001

电话：021-23586361

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	8133.06
流通市值（百万元）	6800.09
52周最高/最低（元）	28.46/11.90
52周最高/最低（PE）	-11.30/-29.86
52周最高/最低（PB）	4.16/2.02
52周涨幅（%）	33.06
52周换手率（%）	1194.83

相关研究

《毛利率提升，经营情况逐步改善》

2023.11.08

《低毛利业务持续缩减，产品毛利率回升》

2023.08.31

《全面布局算力底座，卡位中立第三方算力云服务平台》

2023.07.11

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1972.22	1595.22	1616.92	1747.63
增长率(%)	-32.02%	-19.12%	1.36%	8.08%
EBITDA（百万元）	123.79	62.96	267.26	433.21
归属母公司净利润（百万元）	-413.31	-346.29	-167.54	1.43
增长率(%)	34.73%	16.22%	51.62%	100.85%
EPS(元/股)	-0.92	-0.76	-0.37	0.00
市盈率(P/E)	—	—	—	5464.43
市净率(P/B)	1.91	2.98	3.18	3.18
EV/EBITDA	34.64	108.24	26.29	15.39

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 云化节奏不及预期风险；
- ◆ 政策不及预期风险；
- ◆ 行业竞争加剧风险。

1、关键假设

我们的盈利预测基于如下假设：

- ◆ **公有云：**公有云是公司营收的基本盘，也是公司近年来大力发展的领域。中国的云计算市场由公有云主导，受益于云计算市场的快速发展，我们预计公司公有云业务将稳健发展，2023-2025 年营业收入增速分别为-11.50%/3.00%/10.00%。
- ◆ **私有云：**私有云业务占公司营收比重较小，核心产品包括 UMOS、UMstor、MCP、专有云服务及容器等，可满足客户各种需求。我们预计 2023-2025 年私有云业务的营业收入增速分别为-55.00%/-5.00%/3.00%。
- ◆ **混合云：**混合云是云计算未来的发展趋势，公司的混合云产品主要由机柜托管、定制化物理机、VPN 网关、外网、内网、云互通服务、运维服务等多种产品模块组成。该业务是公司大力拓展的业务，我们预计 2023-2025 年混合云业务的营业收入增速分别为-3.00%/5.00%/11.00%。

2、创新之处

云计算业务迎来快速发展期。优刻得定位中立安全的第三方云厂商，有超过 10 年的公有云技术沉淀，云计算技术和产品性能领先。据中国信息通信研究院，国内云计算市场规模到 2025 年将突破万亿，预计随着云计算市场规模的扩张，公司将凭借创新的云计算技术、差异化的产品线、定制化的优质服务实现快速成长。

AI 催生算力需求激增，公司算力资源丰富。优刻得自建两大数据中心可充分满足各大模型厂商因大模型训练及推理产生的算力需求。公司推出的 AI 大模型训练推理一体机可为客户提供灵活和开放的 AI 模型与算力的综合解决方案。

3、潜在催化

AI 算力如期扩张叠加大模型时代下算力需求激增。公司自建两大数据中心拥有高算力和高品质网络，预计 2023 年底管理的算力规模超 4000P，未来还会根据客户的需求增加算力。随着大模型的成熟，为大模型训练提供算力的需求将会转变为使用模型进行推理的算力需求，优刻得的计算、网络、存储能力、隐私计算技术、私有化部署能力，可以给相关客户提供多元化服务。

正文目录

1. 优刻得：领先的中立第三方云计算服务商	6
1.1. 中立第三方云计算服务领军者	6
1.2. 股权结构稳定，管理层经验丰富	7
1.3. 业绩短期承压，修复可期	8
2. 云计算行业持续高景气，发展空间广阔	10
2.1. 云计算产业快速发展，规模不断扩张	10
2.2. 中国云计算市场以公有云 IaaS 为主	11
2.3. 市场集中度较高，中小厂商差异化竞争	14
3. 云计算技术领先，中立定位优势显著	16
3.1. 云计算产品性能领先，持续开拓市场	16
3.2. 恪守中立原则，客户认可度高	18
4. 切入数据中心产业，迎发展新机遇	20
4.1. 数据中心产业迎来发展拐点	20
4.1.1. 算力需求&政策利好提振数据中心产业发展	20
4.1.2. 数据中心布局集群化	22
4.2. 两大数据中心助力公司发展	23
5. 盈利预测与估值	25
5.1. 关键假设	25
5.2. 投资建议	26
6. 风险提示	26

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：公司经营模式示意图	6
图表 3：公司客户示例	7
图表 4：公司股权结构稳定，参股控股子公司多（截至 2023 年 9 月 30 日）	7
图表 5：公司核心管理层经验丰富	8
图表 6：公司营业收入及增速	8
图表 7：公司归母净利润及增速	8
图表 8：公司营收构成（%）	9
图表 9：公司分产品毛利率（%）	9
图表 10：公司费用率水平稳定	9
图表 11：公司持续加大研发投入	9
图表 12：云计算模式 VS 传统模式	10
图表 13：云计算相关政策	10
图表 14：全球云计算市场规模及增速	11
图表 15：中国云计算市场规模及增速	11
图表 16：云计算产业链	11
图表 17：云计算服务模式分类	12
图表 18：全球云计算市场以 SaaS 为主（亿美元）	13
图表 19：中国云计算市场以 IaaS 为主（亿元）	13
图表 20：云计算部署模式分类	13
图表 21：中国公有云&私有云市场规模及增速	14
图表 22：2022 年中国公有云 IaaS 厂商市场占比	15

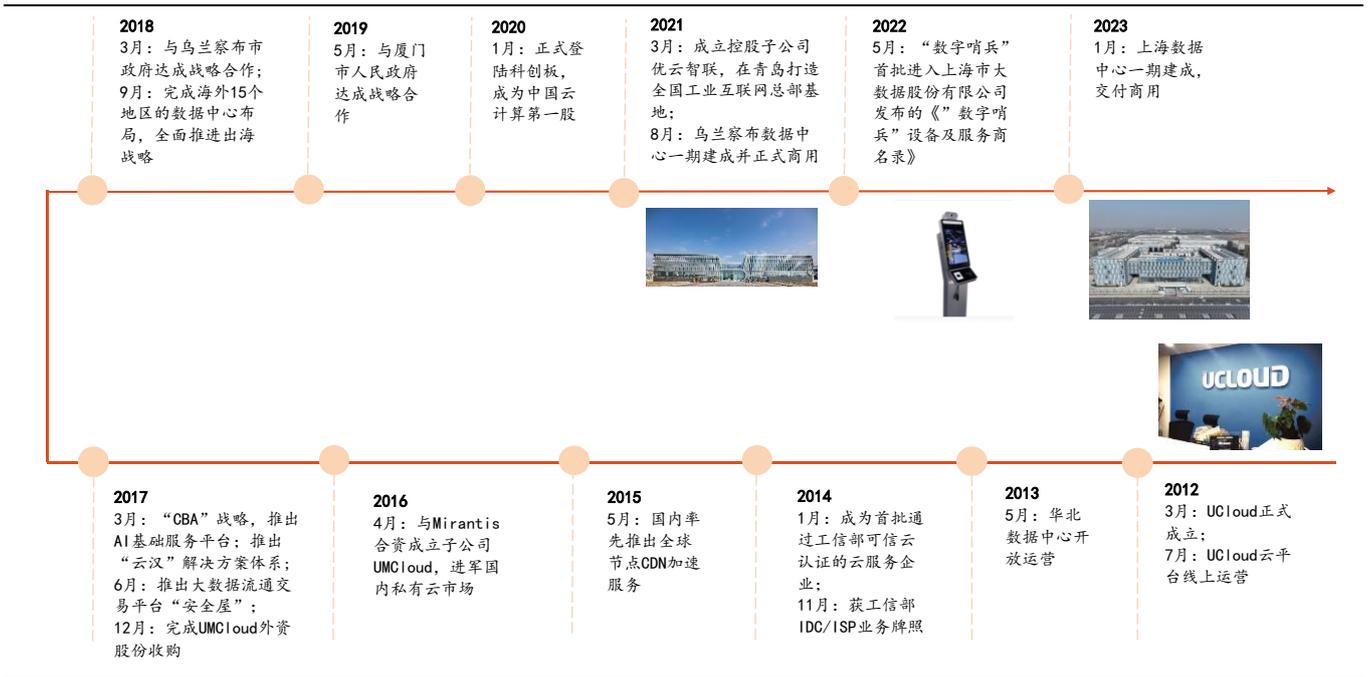
图表 23: 中国公有云市场竞争格局.....	15
图表 24: 云计算主要厂商.....	15
图表 25: 公司公有云产品.....	17
图表 26: 公司私有云产品.....	17
图表 27: 公司混合云产品.....	18
图表 28: 阿里&腾讯与云计算下游客户存在业务竞争.....	19
图表 29: 优刻得代表性客户.....	19
图表 30: 优刻得行业解决方案示例.....	20
图表 31: 新兴业态带动算力需求增长.....	20
图表 32: 中国通用算力规模.....	21
图表 33: 中国智能算力规模.....	21
图表 34: 政策促进数据中心发展.....	21
图表 35: 中国数据中心产业规模发展情况.....	22
图表 36: 2019-2022 中国 IDC 市场活跃度热力图.....	22
图表 37: 中国数据中心用电量和碳排放量概况.....	23
图表 38: 优刻得乌兰察布数据中心.....	24
图表 39: 优刻得上海青浦数据中心.....	24
图表 41: 优刻得收入拆分及预测.....	25
图表 42: 盈利预测.....	26
图表 43: 同行业估值比较表.....	26

1. 优刻得：领先的中立第三方云计算服务商

1.1. 中立第三方云计算服务领军者

优刻得成立于2012年3月，是国内领先的中立第三方云计算服务商。2014年，公司获工信部IDC/ISP业务牌照；2016年，公司成立子公司UMCloud进军国内私有云市场；2020年，经过8年的发展，公司正式登陆科创板，成为中国云计算第一股。截至2023年，公司已拥有两大数据中心，分别为乌兰察布数据中心和上海数据中心，并均已交付商用。

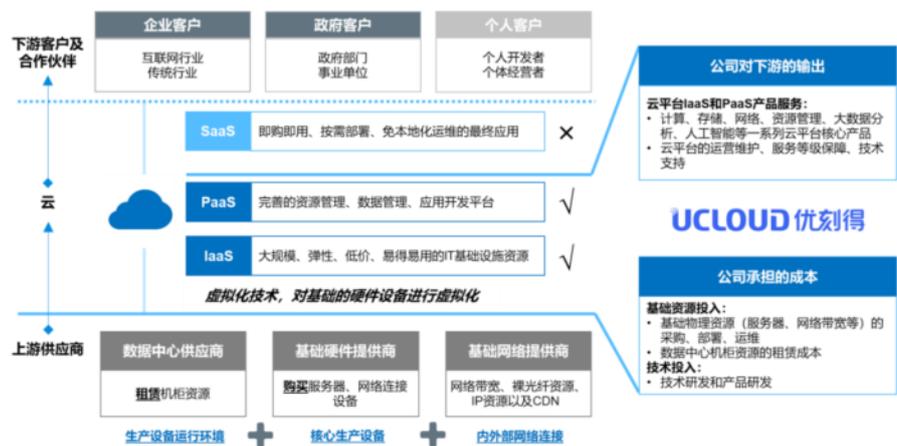
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司主要通过公有云、私有云、混合云三种模式，为用户提供计算、网络、存储等IaaS和基础PaaS产品，同时提供大数据、人工智能等产品。其下游客户包括互动娱乐、移动互联、企业服务互联网企业，以及金融、教育机构、新零售、智能制造等传统行业的企业。

图表 2：公司经营模式示意图



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 3: 公司客户示例

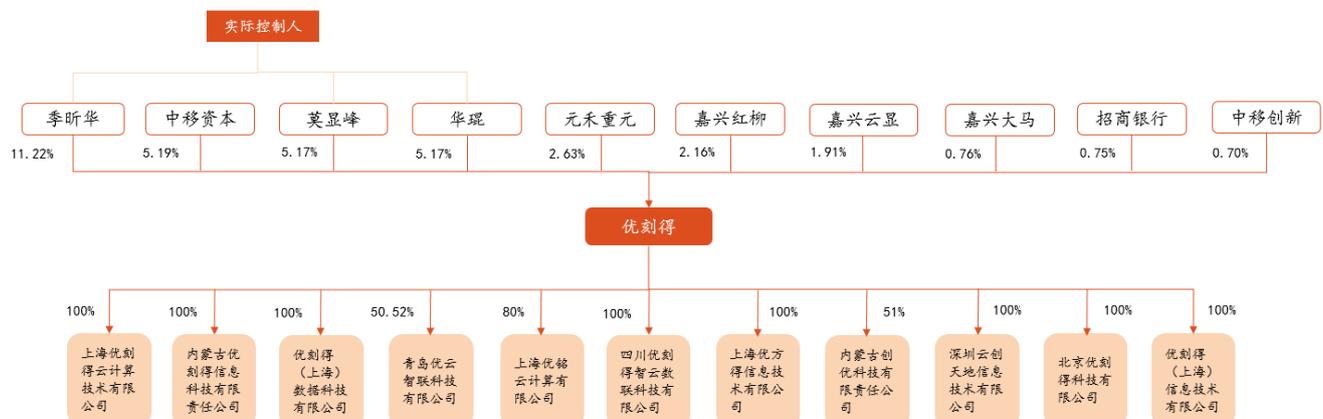


资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

1.2. 股权结构稳定, 管理层经验丰富

股权结构稳定。季昕华、莫显峰、华琨为公司共同控股股东及实际控制人, 三人合计持有公司 21.58% 股份。公司参股控股子公司较多, 各子公司分布于全国各地且业务各有侧重, 有助于提升公司整体核心竞争力。

图表 4: 公司股权结构稳定, 参股控股子公司多 (截至 2023 年 9 月 30 日)



资料来源: choice 公司深度资料, 东方财富证券研究所

管理层经验丰富。公司高管大部分具备 20 年以上行业经验, 对云计算行

业发展有着深刻理解，其中，公司现任总裁和首席执行官季昕华是公司的创始人之一，技术精湛并熟悉公司各业务发展历程。核心管理层丰富的行业和管理经验，能够为公司未来的发展保驾护航。

图表 5：公司核心管理层经验丰富

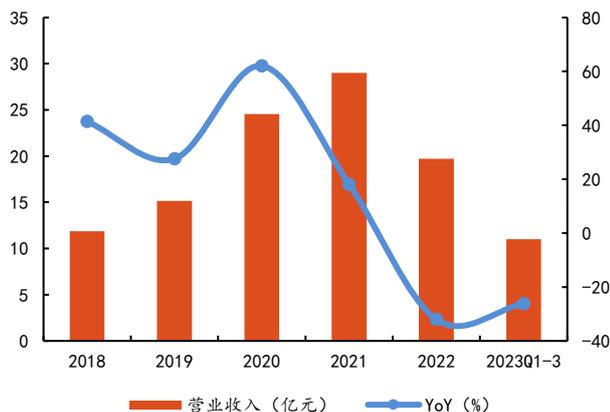
姓名	职务	简介
季昕华	总裁、首席执行官	复旦大学软件工程硕士，现任上海市第十五届人大代表，上海云海联盟主席。曾就职于华为、腾讯、上海盛大网络等知名互联网企业，并曾担任北京奥运会和上海世博会的安保技术专家、国家计算机病毒应急处理中心技术专家等。作为优刻得共同创始人，先后任优刻得执行董事、董事长；现任优刻得董事长、首席执行官兼总裁。
许红杰	董事会秘书	拥有法律职业、公司律师、高级企业法律顾问、会计、证券从业、金融风险与监管、科创板董事会秘书资格，2019年1月加入优刻得，任证券事务专员，同年3月起任证券事务代表、董事会办公室负责人等。
桂水发	首席财务官	工商管理硕士，注册会计师。曾任上海证券交易所市场发展部总监，东方证券副总经理，汇添富董事长，乐成集团总裁，证通股份副总经理。现任优刻得科技股份有限公司董事、首席财务官。
曹宇	COO	有超过 20 年的 IT 及互联网行业从业经验。曾任职于 HP、Dell 等跨国企业高级管理岗位，负责国内行业解决方案及业务。2014 年加入优刻得，历任公司事业部总经理、公司高级副总裁，现任公司 COO（首席运营官）。
莫显峰	首席技术官	曾就职于东软集团、华为、腾讯等企业，2012 作为共同创始人筹办优刻得，先后任优刻得有限首席技术官兼副总经理，优刻得有限董事；现任优刻得董事兼首席技术官。

资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

1.3. 业绩短期承压，修复可期

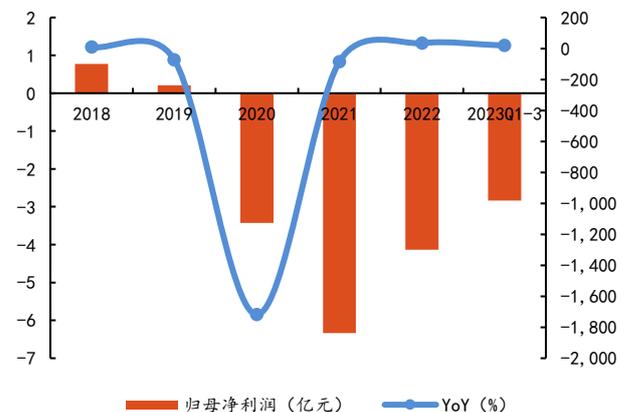
业务规模持续扩张。2018-2021 年，公司营业收入保持高速增长，CAGR 达到 35%，主要系公有云收入稳步增加所致。2022 年，受行业环境变化和激烈的市场竞争影响，公司营收出现下滑，但至 2023 年 Q1-Q3，整体营收增速已有所回升。利润端，公司于 2020 年由盈转亏，主要系市场竞争导致公司产品价格下调及公司自身服务器升级换代需求导致成本增加所致。近年来，亏损已实现逐年收窄。

图表 6：公司营业收入及增速



资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

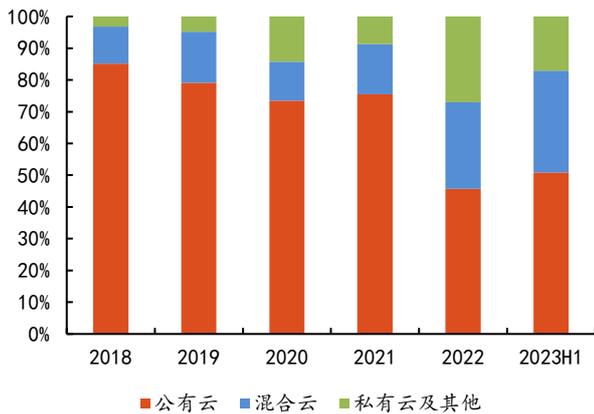
图表 7：公司归母净利润及增速



资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

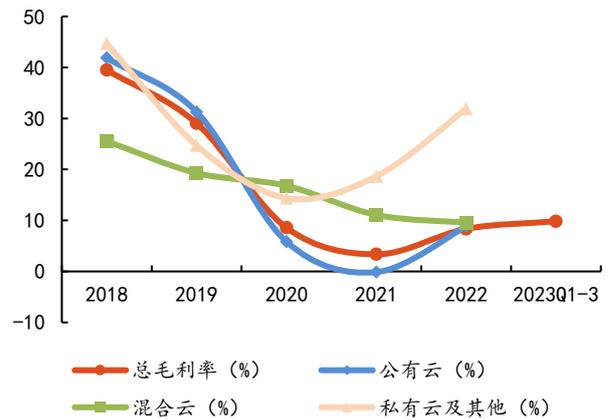
分产品看,公有云业务是公司营业收入的主要来源,2023H1 占比达 50.89%,但由于该业务价格竞争激烈,且下游客户需求萎缩,2022 年在收入结构中的占比有所下滑,毛利率也由 2018 年 41.85%下滑至 2022 年 8.88%;混合云和私有云业务收入占比则有所提升,私有云毛利率也维持在较高水平,因此,公司战略性调整收入结构,控制低毛利业务规模并提升混合云和私有云等较高毛利的业务收入占比。2023 年 Q1-Q3,公司整体毛利率水平回升至 9.84%。

图表 8: 公司营收构成 (%)



资料来源: Choice公司深度资料, 东方财富证券研究所

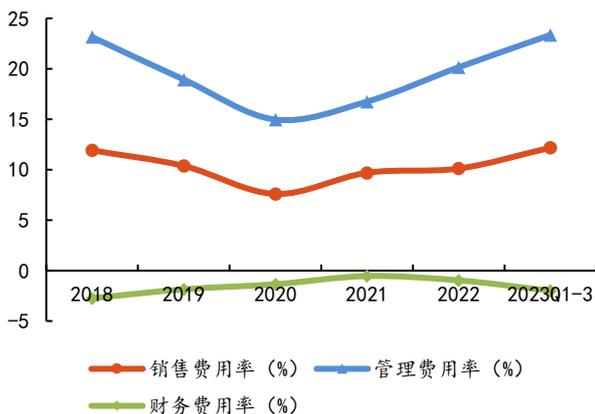
图表 9: 公司分产品毛利率 (%)



资料来源: Choice公司深度资料, 东方财富证券研究所 (注: 2022年选取的私有云及其他毛利率仅为私有云毛利率)

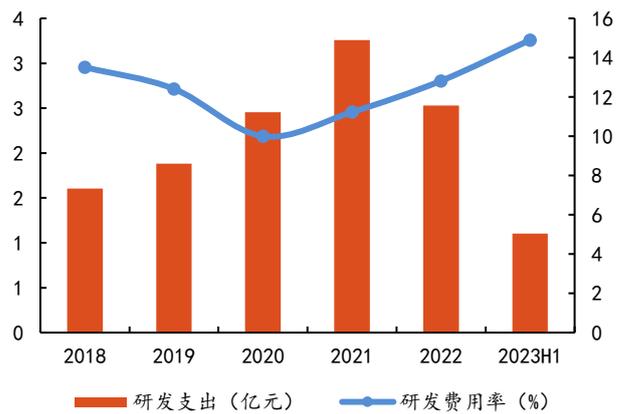
费用率水平稳定,研发投入持续增加。费用端,2023Q1-Q3,公司销售/管理/财务费用率分别为 12.18%/23.36%/-2.00%,均维持在合理水平。研发投入方面,公司高度重视技术研发,研发费用率呈现逐年提升趋势。2023H1,公司研发投入达 1.1 亿元,研发费用率为 14.9%。

图表 10: 公司费用率水平稳定



资料来源: Choice公司深度资料, 东方财富证券研究所

图表 11: 公司持续加大研发投入



资料来源: Choice公司深度资料, 东方财富证券研究所

2. 云计算行业持续高景气，发展空间广阔

2.1. 云计算产业快速发展，规模不断扩张

云计算是一种按使用量付费的模式，用户通过互联网按需访问计算资源，包括应用程序、服务器（物理服务器和虚拟服务器）、数据存储、开发工具、网络功能等，这些资源托管在由云服务提供商管理的远程数据中心。相比于传统的本地 IT，云计算有助于降低 IT 成本、提高敏捷性、缩短价值实现时间，以及实现更轻松且更具成本效益地扩展。

图表 12：云计算模式 VS 传统模式

项目	传统模式	云计算模式
接入方式	通过 LAN 等连接传统数据中心	在任意位置通过 Internet 连接到云中
应用使用方式	需将应用安装到本地后才能使用	直接使用云提供的应用服务，无需在终端安装应用
服务器类型及数量	大型服务器，数量较少	小型服务器，数量庞大
应用与服务器关系	具体应用只能运行在具体服务器上	应用运行在服务器上，但不与具体服务器绑定

资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

政策指引云计算创新发展。云计算作为新型数字基础设施，已成为新一代信息技术的核心引擎。近年来，国务院、人行等纷纷出台相关政策推动云计算技术的发展和应用程序创新，为云计算产业的发展提供了政策指引。

图表 13：云计算相关政策

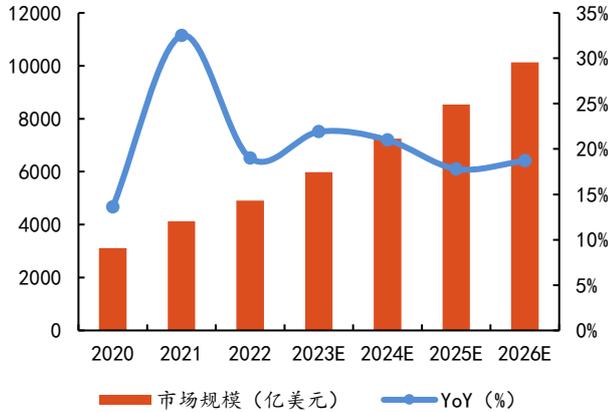
时间	相关政策	重点内容
2012 年	《中国云科技发展“十二五”专项规划》	高度重视对云计算的发展，把云计算列为重点发展的战略性新兴产业
2016 年	《“十三五”国家科技创新规划》	构建完备的云计算生态和技术体系，支撑云计算成为新一代 ICT（信息通信技术）的基础设施
2021 年	《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	加强通用处理器、云计算系统和软件核心技术一体化研发，培育壮大云计算产业
2021 年	《金融科技发展规划（2022—2025 年）》	金融业数字化转型更深化，上云用数赋智水平稳步提高
2022 年	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》	推动人工智能、云计算等广泛、深度应用，促进“云、网、端”资源要素相互融合、智能配置。
2023 年	《关于推动能源电子产业发展的指导意见》	培育特色工业互联网平台和监测分析数据平台，推动能源电子产业云建设

资料来源：国务院，中国人民银行，工信部等，东方财富证券研究所

云计算产业高速发展，中国市场增速领先全球市场。据 Gartner 数据显示，2022 年，全球云计算市场规模达到 4910 亿美元，预计到 2026 年将突破万亿美元

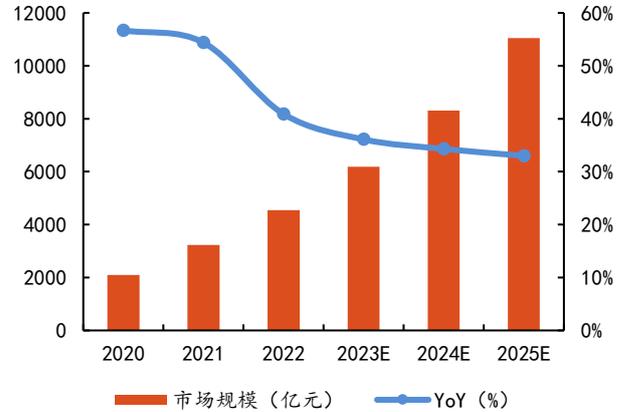
元, 2020-2026 年 CAGR 为 21.73%, 保持稳定增长。中国云计算市场则处于快速发展期, 据中国信息通信研究院统计, 2022 年中国云计算市场规模达 4550 亿元, 较 2021 年增长 40.91%, 预计到 2025 年将仍维持 30% 以上的市场规模增速, 整体市场规模将突破万亿, 2020-2025 年 CAGR 达到 39.52%。

图表 14: 全球云计算市场规模及增速



资料来源: Gartner, 中国信通院, 东方财富证券研究所

图表 15: 中国云计算市场规模及增速

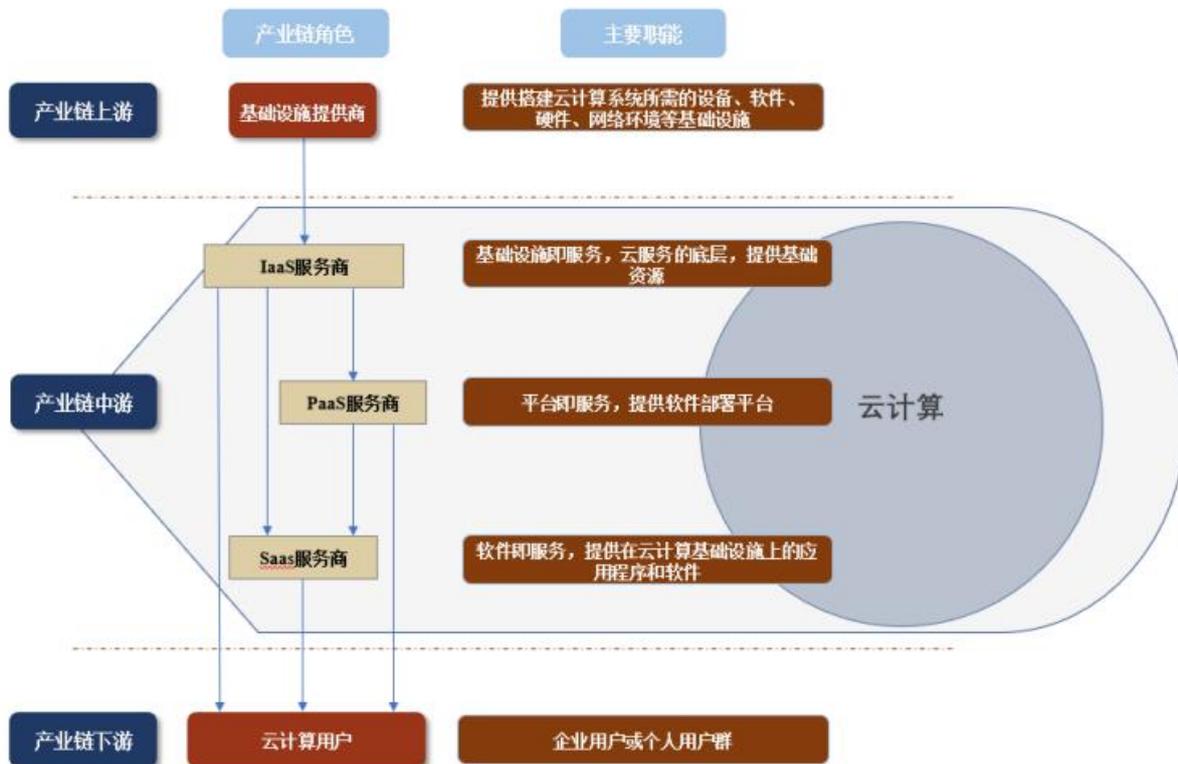


资料来源: 中国信通院, 东方财富证券研究所

2.2. 中国云计算市场以公有云 IaaS 为主

云计算产业链核心为云服务厂商。云计算产业链分为上游基础设施提供商, 提供搭建云计算系统所需的设备、软件、硬件、网络环境等基础设施; 中游 IaaS、PaaS、SaaS 服务商; 以及下游云计算用户, 包括企业用户和个人用户群。

图表 16: 云计算产业链



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

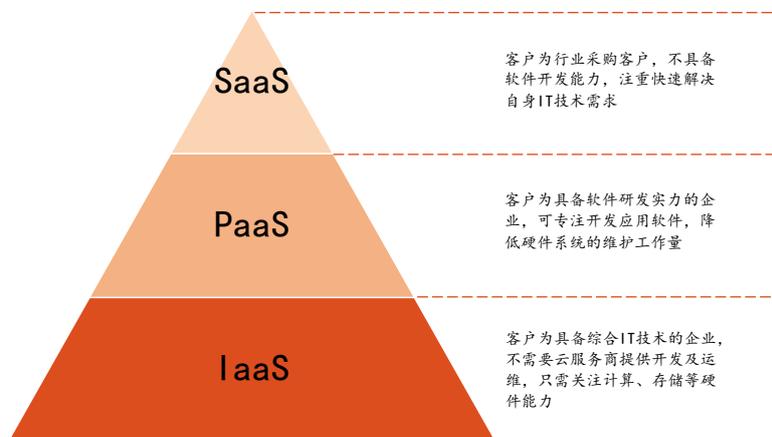
按服务模式分类，云计算可分为 IaaS（基础设施即服务）、PaaS（平台即服务）及 SaaS（软件即服务）。

IaaS: 云服务商向用户交付计算、网络、存储以及其他基础资源。用户无需自购服务器、存储设备及网络宽带等设备设施，也不用对底层的云基础架构进行控制和管理，通过购买租用 IaaS 服务商提供的基础资源来运行操作系统和发布应用程序。

PaaS: 云服务商向用户提供运行在云基础设施之上的软件开发和运行平台，PaaS 向下通过 IaaS 层调用硬件基础资源，构建应用部署基础和集成平台，向上为 SaaS 层提供开发语言和工具，为用户创造更加容易运营和部署的软件开发环境。

SaaS: 云服务商向用户交付完整且可以直接使用的软件应用，这些应用程序运行在云基础设施之上，可以通过各种各样的客户端设备访问。

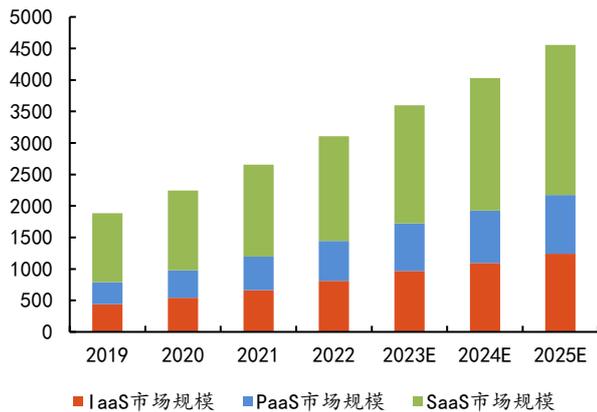
图表 17：云计算服务模式分类



资料来源：公司公告，前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

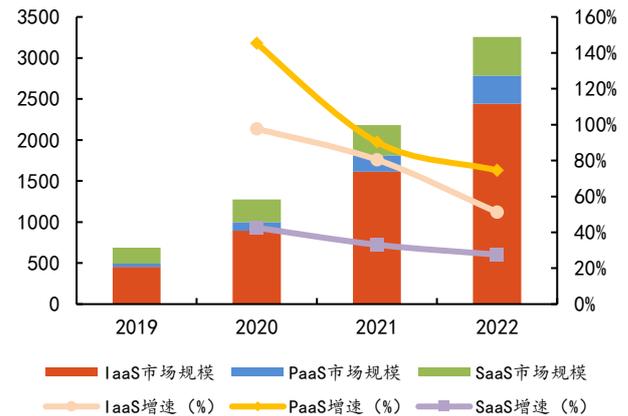
全球云计算市场以 SaaS 为主，国内云计算市场由 IaaS 主导。全球云计算市场以 SaaS 市场发展最为成熟，据艾媒咨询统计，2022 年 SaaS 在全球云计算市场中占比达 53.5%。中国云计算市场则以 IaaS 为主，据中国信通院统计，2022 年中国 IaaS 云计算市场规模达 2442 亿元，占比为 75%。PaaS 和 SaaS 有较大的增长潜力，2022 年 PaaS 市场增速最高，达 74.5%，预计受容器、微服务等云原生应用的刺激以及人工智能大模型的发展，未来几年将成为增长的主战场；SaaS 市场则保持稳定增长，2022 年增速为 27.6%，作为中小型企业上云的典型模式，预计在政策对中小企业数字化转型驱动下 SaaS 市场将迎来激增。

图表 18：全球云计算市场以 SaaS 为主（亿美元）



资料来源：艾媒咨询，东方财富证券研究所

图表 19：中国云计算市场以 IaaS 为主（亿元）



资料来源：中国信通院，东方财富证券研究所

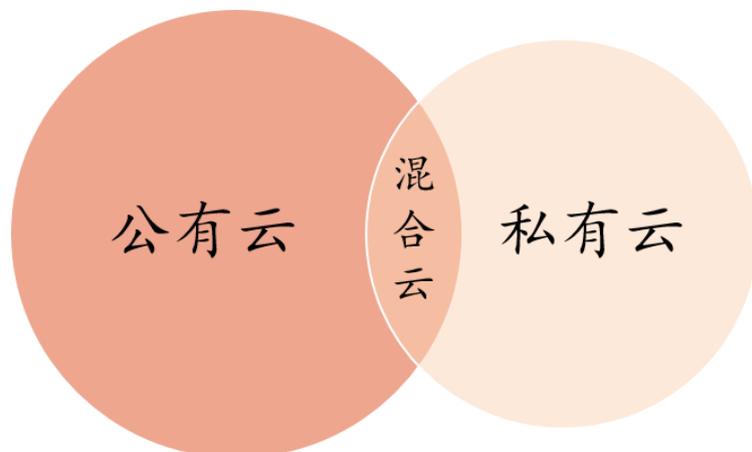
按部署模式分类，云计算可分为公有云、私有云和混合云。

公有云：通过公共互联网提供计算服务，允许客户按需根据 CPU、存储或带宽使用量支付费用。公有云资源（计算、网络、存储等基础信息技术能力）和所有硬件、软件及其他支持性基础架构由云计算厂商拥有和管理，客户租用、共享硬件、存储和网络资源，并以 Web 浏览器或者 API 方式访问服务和管理账户。

私有云：为特定用户部署 IT 基础设施并提供服务的云计算部署模式，具有用户定制化的特征。私有云的服务和基础架构在私有网络上进行维护，硬件和软件专供组织使用，在物理上可位于客户现场，也可由第三方服务提供商托管。与公有云相比，私有云服务商无法访问、操作用户的敏感技术，但私有云的 IT 基础设施成本需由用户承担，用户的使用成本更高。

混合云：通过允许在公有云和客户自有环境或者私有云之间共享数据和应用程序将两种云组合起来。云计算服务商通过“公有云+私有部署+专线网络”的方式为用户提供解决方案，用户可在公有云和自有环境或者私有云之间无缝扩展计算资源并仅就其暂时使用的资源付费，而不必购买额外资源和设备。

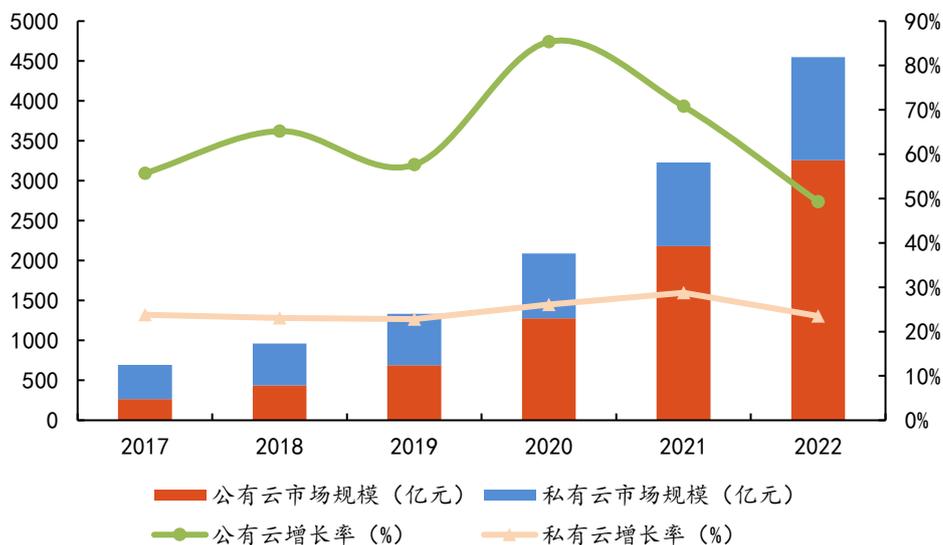
图表 20：云计算部署模式分类



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

中国云计算市场由公有云主导。据中国信通院数据显示，中国云计算市场以公有云为主，2022年公有云市场规模达到3256亿元，2017-2022年CAGR为65.15%，保持高速增长。2022年私有云市场规模则为1294亿元，2017-2022年CAGR为24.82%，实现了平稳增长。

图表 21：中国公有云&私有云市场规模及增速



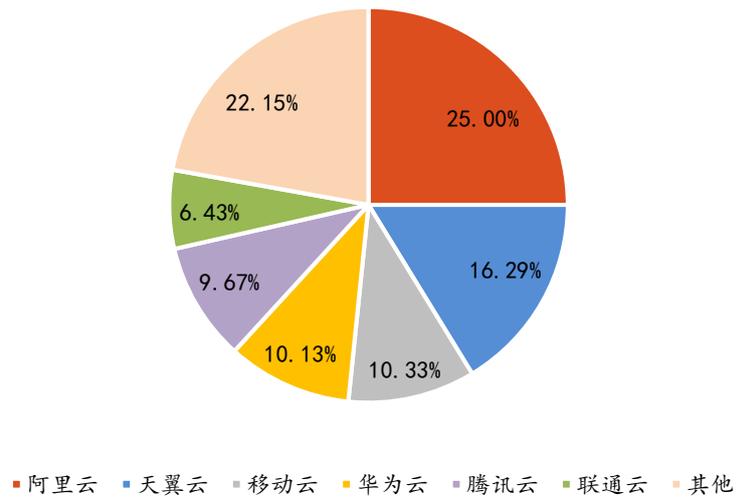
资料来源：中国信通院，东方财富证券研究所

混合云是趋势。随着云计算技术的日益成熟和产业模式的不断创新，产业链下游各行业应用客户对云基础设施需求从单一公有云或私有云更多转向多云或混合云等多形态云，多云解决方案成为重要服务形式。

2.3. 市场集中度较高，中小厂商差异化竞争

竞争激烈，头部厂商优势稳固。中国云厂商较多，市场竞争比较激烈，有龙头云厂商、传统软件企业、电信运营商、创新创业企业等四类参与主体。据中国信通院调查统计，2022年占据中国公有云IaaS市场份额前五的厂商分别是阿里云、天翼云、腾讯云、华为云和移动云，CR5达到71.42%，市场集中度较高。其中，阿里云、腾讯云先发优势明显，规模效应和议价能力强，占据市场头部位置。

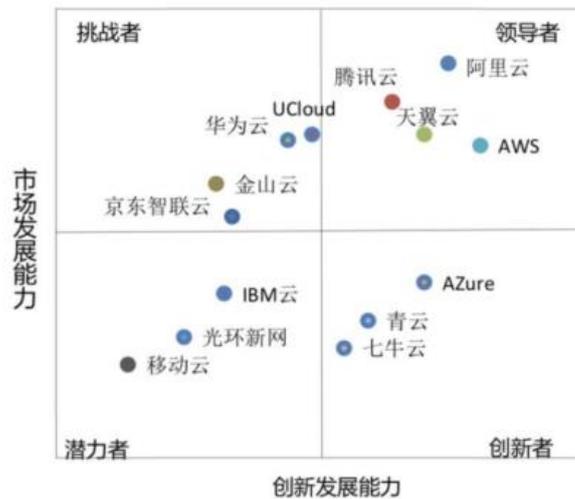
图表 22：2022 年中国公有云 IaaS 厂商市场占比



资料来源：中国信通院，东方财富证券研究所

中小云服务商于细分市场建立自身优势，形成差异化竞争格局。优刻得作为中立云计算服务商，位于云计算厂商第二梯队，凭借创新的云计算技术、差异化的产品线、定制化的优质服务在行业中赢得了一定市场地位，是云计算领域重要的挑战者。

图表 23：中国公有云市场竞争格局



资料来源：CCW Research，公司公告，东方财富证券研究所

图表 24：云计算主要厂商

名称	基本情况
AWS	自 2006 年初以来，Amazon Web Services 已为各种规模的企业提供了云基础设施平台。借助 AWS，企业可以申请计算能力、存储和其他服务，获得全球性的计算基础设施
阿里云	创立于 2009 年，是全球领先的云计算及人工智能科技公司，为 200 多个国家和地区的企业、开发者和政府机构提供服务。2017 年 8 月阿里巴巴财报数据显示，阿里云付费云计算用户超过 100 万，阿里云在全球 18 个地域开放了 49 个可用区，为全球数十亿用户提供可靠的计算支持

腾讯云	腾讯云基于 QQ、微信、腾讯游戏等海量业务的技术锤炼，从基础架构到精细化运营，从平台实力到生态能力建设，腾讯云将之整合并面向市场，使之能够为企业和创业者提供集云计算、云数据、云运营于一体的云端服务体验
金山云	金山云为金山集团旗下云计算品牌，是全球领先的云计算服务提供商，创立于 2012 年，在北京、上海、成都、广州、香港和北美等全球各地设立数据中心及运营机构
电信云	中国电信云为用户提供云主机、云存储、桌面云、专属云、混合云、CDN 等全线产品，同时为政府、医疗、教育、金融等行业打造定制化云解决方案
优刻得	中立、安全的云计算服务平台，中国第一家公有云科创板上市公司。优刻得在全球设有 31 个可用区，遍及国内、东南亚、欧洲、北美、南美、非洲等 25 个地域，结合内蒙古乌兰察布、上海青浦两大自建数据中心，以及国内北、上、广、深、成等线下服务站，已为全球超过 5 万家企业级用户提供云服务。
青云	技术领先的企业级全栈云 ICT 服务商和解决方案提供商，也是一个基于云模式的综合企业服务平台。青云致力于为企业用户提供安全可靠、性能卓越、按需、实时的 ICT 资源与管理服务，并携手众多生态合作伙伴共同构建云端综合企业服务交付平台
七牛云	国内领先的以视觉智能和数据智能为核心的企业级云计算服务商，同时也是国内知名智能视频云服务商，累计为 70 多万家企业提供服务，覆盖了国内 80%网民。围绕富媒体场景推出了对象存储、融合 CDN 加速、容器云、大数据平台、深度学习平台等产品、并提供一站式智能视频云解决方案

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3. 云计算技术领先，中立定位优势显著

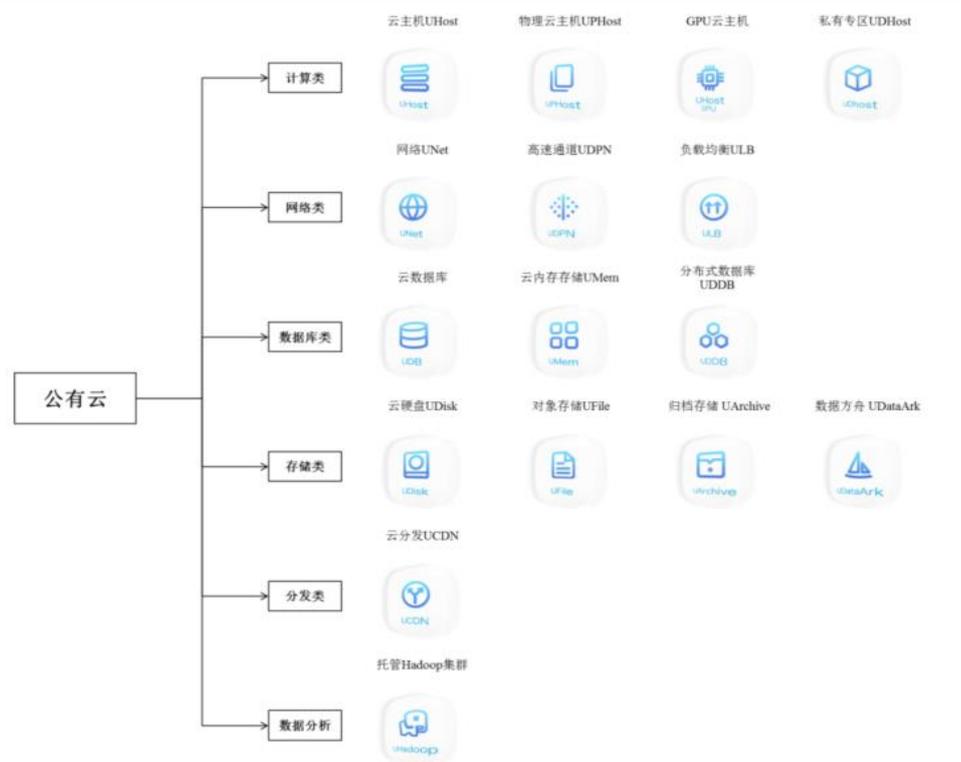
3.1. 云计算产品性能领先，持续开拓市场

优刻得专注 IaaS、PaaS 产品研发，不断推出差异化、高附加值、高毛利的产品，如：安全屋、PathX、UCloudStack、快杰云主机、罗马等，并通过公有云、私有云、混合云三种模式为用户提供服务。

公有云：系公司基于自有的硬件资源等基础架构及云计算技术，为客户提供的一类弹性可扩展、可快速部署的计算资源。优刻得提供的公有云产品主要包括计算、网络、存储、数据库、数据分析、云分发、云安全等类别，客户以移动互联网、互动娱乐、企业服务等互联网客户为主，也包括教育、金融、零售、制造、政府、智能制造等传统行业的企业客户。

优刻得“快杰”系列云主机自发布以来，性能和性价比皆达到业内顶尖水平。公司也在不断丰富“快杰”系列产品矩阵，先后推出了快杰-S、快杰-Max、快杰 Lite、快杰裸金属云主机等产品在市场上开展差异化竞争并取得积极成效。同时，公司通过将“快杰”相关技术的沉淀，广泛复制在数据库 UDB、云内存 UMem、大数据 UHadoop 等产品中，在提升平台可靠性的基础上进一步为客户提供极高性价比产品。

图表 25：公司公有云产品



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

私有云：具有用户自助服务、资源伸缩性和弹性高的特征。优刻得私有云核心产品包括 UMOS、UMstor、MCP、专有云服务及容器等。其私有云产品的基础架构主要基于 OpenStack 开源代码，能有效解决企业面临的开发应用架构快速变化的难题，帮助企业上云，主要客户为金融机构、大型央企、电信运营商、政府机构及零售业等传统企业。针对政企客户在私有云信创方面的需求，公司自研 UCloudStack 信创私有云，推进数字政府建设进程。

图表 26：公司私有云产品

产品名称	介绍
UMOS	基于开源 OpenStack 的企业级 IaaS 平台产品，拥有业内领先的软件架构，为企业级客户的 IT 开发人员提供具有存储和网络资源的自助服务虚拟机和裸机服务器。UMOS 可与其他组件集成，如云管理平台 (CMP) 和硬件、虚拟机管理程序、操作系统、存储、软件定义网络 (SDN)、平台即服务 (PaaS)
UMstor	统一分布式存储产品，采用领先的全分布式全冗余架构，没有单点故障，具有高弹性和高可靠性，性能和容量可以横向扩展，可通过灵活的软件配置和硬件选型，自定义存储系统的性能、容量、数据保护能力。适用于虚拟化、云计算、大数据、物联网、混合云、云存储、AI 等使用场景
MCP 云平台	综合性的私有云软件栈，包括 OpenStack（用于裸机和虚拟机），Kubernetes（容器），Ceph（块存储和对象存储）、DriveTrain（生命周期管理）和 StackLight（运营支撑系统）

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

混合云：有效地整合了公有云和客户自有环境或者私有云资源，可有效满足用户的特定需求，且作为过渡方案可最大限度降低企业 IT 架构转型上云产生的试错成本，较为适用于金融、政府等行业监管及合规要求特殊的机构。公司

的混合云产品主要由机柜托管、定制化物理机、VPN 网关、外网、内网、云互通服务、运维服务等多种产品模块组成。

面向混合云时代，公司推出新一代混合云基础架构平台金翼专区（UXZONE），为用户提供与公有云一样便捷的多云异构混合云管理体验；在混合云管理方面，公司提供混合云多云管理平台 UCMP，打造包含裸金属管理、云上资源管理、智能告警治理、自动化运维为一体的全链路统一管理平台，支持对各类公有云、私有云数据进行整合，帮助客户降本增效。

图表 27：公司混合云产品

产品名称	介绍
机柜托管 UCabinet	高等级数据中心机柜租赁服务，用户通过租用机柜，托管自有设备，并按照自身业务特点进行私有部署，托管的设备可以和公有云服务，如云主机、云数据库等共同组建 IT 基础架构，构建混合云，支撑客户业务稳定运行
定制化物理机 UServer	定制化物理机产品使用户可以根据自身的应用场景自由搭配服务器的配置，自由选择和配置 CPU、内存、硬盘等，快速获得物理机资源
外网带宽 Internet Access	外网带宽产品系为托管用户提供的自助式外网服务，方便用户快速申请和管理外网资源，支持用户自助创建/删除外网出口、自助购买/删除外网 IP 段、自助绑定/解绑外网 IP 段、自助调整带宽、查看外网监控等功能
VPN 网关	提供可容灾的高可用 VPN 服务，需要配合用户在 UCloud 的 VPC、用户的本地网关及公网服务三者共同使用，用户可选用多种加密及认证算法，保证隧道的可靠性

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

数据流通平台：公司推出了**数据可信流通平台“安全屋”**，提供一整套基于云端的安全技术、计算技术和流通规则，确保数据所有者对数据的绝对控制权，数据需求方仅可获得计算分析后的结果，无法接触原始数据。在数据所有权不变的情况下，实现了数据的安全共享，规避了数据的二次交易、数据泄露等风险。目前公司已在政务数字治理、金融数字分析、医疗数据科研、工业制造数字化等领域，打造多个数字流通标杆案例，例如：山东青岛即墨城市大脑云平台、上海政务云第三方监管服务等项目。2021 年，公司成为上海数据交易所首批签约数商之一。

AI 大模型训练推理一体机：基于国产 GPU 芯片、国产 AI 大模型以及公司灵活的算力部署方案，公司推出国内模型能力、算力支持及解决方案领先的、具备国有自主知识产权的 AI 大模型训练推理一体机，拥有公有云和私有云等多种部署解决方案的开放合作生态体系，可以向跨行业、跨领域的生态合作伙伴、科研机构等用户提供灵活和开放的 AI 模型与算力的综合解决方案，加快人工智能在各行各业的落地速度。

3.2. 恪守中立原则，客户认可度高

云计算市场空间广阔，中立云服务商可与巨头共存。参考海外成熟市场，云计算市场规模巨大，可以为中立厂商提供足够的市场空间。海外中立云服务商 Fastly 和 CloudFlare 在面临 AWS、Azure 等巨头的竞争下，仍凭借差异化的客户定位和精准的产品及服务，实现了突围和快速增长。中立云计算服务商在产品差异化和区域差异化的场景之下，可以为客户提供更优质的服务，并占据一

定的市场份额。

国内云计算市场中，阿里云/腾讯云等头部云服务商所在集团为互联网巨头，业务广泛，涵盖部分电商、新零售、社交等云计算下游客户业务，与其下游潜在客户存在业务竞争关系。客户出于对自身数据和技术的保密需求，会倾向于回避有业务竞争的云计算厂商，而选择中立第三方云计算服务商。

图表 28：阿里&腾讯与云计算下游客户存在业务竞争



资料来源：阿里巴巴官网，腾讯官网，东方财富证券研究所

恪守中立原则，与下游客户无业务竞争。优刻得定位为中立的云计算服务商，专注于云计算领域，不从事下游客户的业务，不会与客户发生业务上的竞争，并以技术和服务赢得了客户信赖。其代表性客户包括：头部互联网公司、与行业巨头存在业务竞争关系的行业客户以及地市级政府等。随着国家加强反垄断监管，公司中立定位的重要性也日益凸显。

图表 29：优刻得代表性客户

客户	提供服务
头部互联网公司	优刻得可作为第二或第三大供应商，满足客户多云管理、灾备等需求
与行业巨头存在业务竞争关系的客户	比如电商、新零售、社交、消费电子等行业客户，优刻得可以充分利用中立定位优势，客户的业务、数据在私密性方面能得到较高的保障
地市级政府	优刻得提供数字化转型的产品和解决方案，如安全屋并提供运营能力

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

客户服务及时，产品以直销为主。优刻得为用户提供“7×24 小时技术团队在线、90 秒快速响应、5 分钟工单回复”服务，以及后端技术支持部门一对一工程师支持服务，形成了一套完整的客户服务体系，在业内口碑良好。相比于其竞争对手——主要是大型企业集团下属子公司或者业务部门，优刻得更加注重以客户为先，响应客户需求的速度更快，并提供更为灵活且定制化的服务。

图表 30: 优刻得行业解决方案示例

零售	政府	出海	金融
大数据及BI 线上线下一体化 营销 云原生	政务云 政府数据开放 高性能计算 智慧农业 智慧养老	游戏出海业务 电商出海业务 区块链技术	信创云 数据流通 云原生 视频云 安全
教育	工业	智慧物业与园区	智能汽车视频云
云网融合 智慧校园 教学实训平台 高性能计算	工业数据采集应用 数字孪生 视频云 智慧运维	智慧社区 智慧养老 智慧楼宇 智慧物业 物联网	抗弱网, 低延迟 全面数据安全 多种互动模式
云游戏	智慧农业	远程桌面云	智慧楼宇
大作畅玩 电视盒子 直播客户 游戏内容	数字化生产管理 物联网LoRa 通讯技术 土壤质量标准化技	医联体 生物制药	考勤管理 人脸门禁 智能迎宾 访客管理
智慧能源	医疗		
物联网平台 物联网边缘网关 用能分析 能效诊断	医院信息化云基石 医院混合云容灾备份 区域医疗健康云		

资料来源: 优刻得官网, 东方财富证券研究所

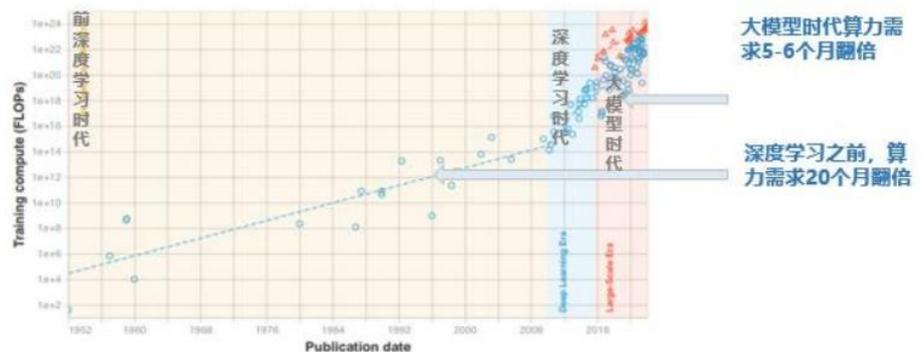
4. 切入数据中心产业, 迎发展新机遇

4.1. 数据中心产业迎来发展拐点

4.1.1. 算力需求&政策利好提振数据中心产业发展

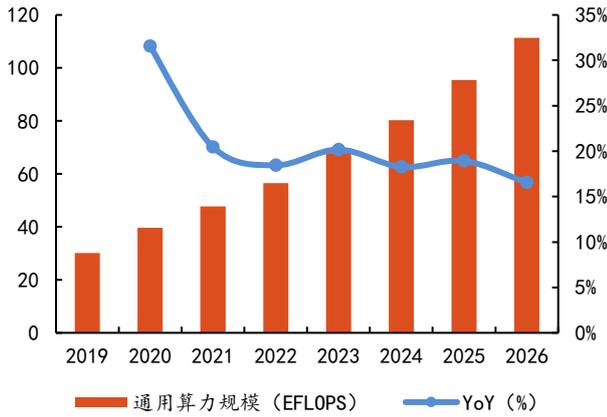
算力需求快速增长。数据海量增加, 算法模型愈加复杂, 应用场景的深入和发展, 带来了对算力需求的快速提升。作为数字经济核心产业的重要底座支撑, 算力规模稳步扩张。据 IDC 咨询预测, 2026 年, 中国通用算力规模将达到 111.3EFLOPS, 2021-2026 年 CAGR 为 18.5%; 同期智能算力规模则将高速增长, 2026 年将达到 1271.4EFLOPS, 2021-2026 年 CAGR 达到 52.3%。

图表 31: 新兴业态带动算力需求增长



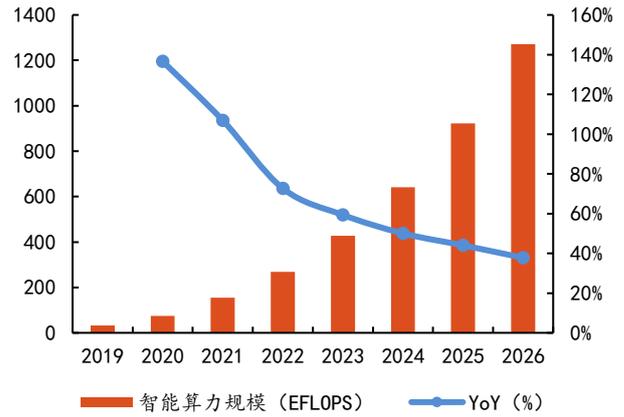
资料来源: 中国数据中心产业发展白皮书 (2023 年), 东方财富证券研究所

图表 32: 中国通用算力规模



资料来源:《2022-2023中国人工智能算力发展评估报告》, IDC咨询, 东方财富证券研究所

图表 33: 中国智能算力规模



资料来源:《2022-2023中国人工智能算力发展评估报告》, IDC咨询, 东方财富证券研究所

算力需求带动数据中心产业发展。据 IDC 等多方数据显示, 仅现阶段 ChatGPT 的总算力消耗就约为 3640PF-days (按照假如每秒计算一千万亿次计, 需要计算 3640 天), 需要 7-8 个投资规模 30 亿、算力 500P 的数据中心才能支撑运行, 相当于总计 15 万架标准机柜数据中心所提供的算力。

政策利好数据中心建设。“十四五”规划明确指出, 要加快构建全国一体化大数据中心体系, 强化算力智能调度, 建设若干国家枢纽节点和大数据中心集群。随后相继出台《新型数据中心发展三年行动计划 (2021-2023 年)》、《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》等政策文件, 加快实施“新基建”“东数西算”等工程, 使数据中心布局得到了进一步优化。

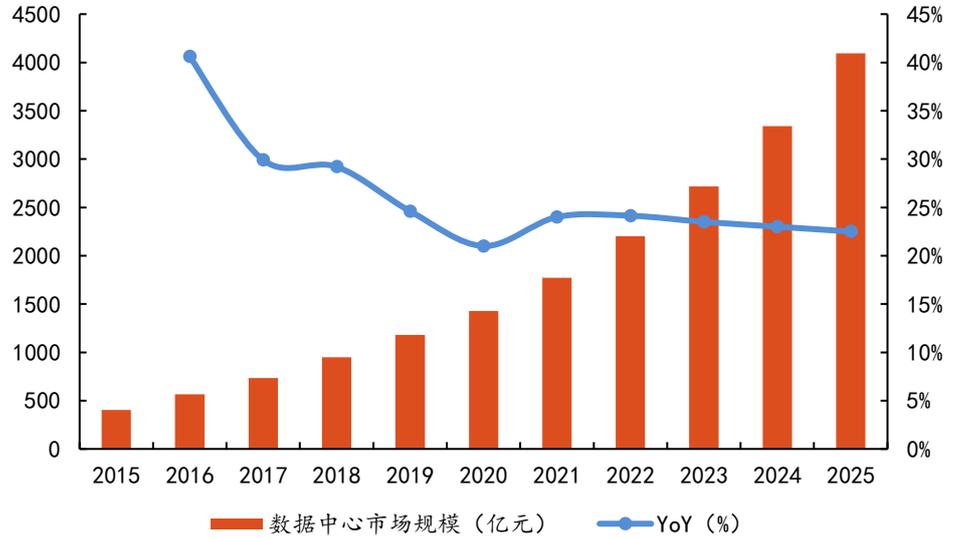
图表 34: 政策促进数据中心发展

时间	部门	相关政策	重点内容
2021 年	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加快构建全国一体化大数据中心体系, 强化算力统筹智能调度, 建设若干国家枢纽节点和大数据中心集群, 建设 E 级和 10E 级超级计算中心。
2021 年	工信部	《“十四五”大数据产业发展规划》	加快构建全国一体化大数据中心体系, 推进国家工业互联网大数据中心建设, 强化算力统筹智能调度, 建设若干国家枢纽节点和大数据中心集群。建设高性能计算集群, 合理部署超级计算中心。
2021 年	工信部	《新型数据中心发展三年行动计划 (2021-2023 年)》	构建以新型数据中心为核心的智能算力生态体系, 发挥对数字经济的赋能和驱动作用。
2021 年	国务院	《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》	支持在公有云、行业云等领域开展多云管理服务, 加强多云之间、云和数据中心之间、云和网络之间的一体化资源调度。
2023 年	国务院	《数字中国建设整体布局规划》	系统优化算力基础设施布局, 促进东西部算力高效互补和协同联动, 引导通用数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。
2023 年	国务院	《党和国家机构改革方案》	组建国家数据局。负责协调推进数据基础制度建设, 统筹数据资源整合共享和开发利用, 统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等, 由国家发展和改革委员会管理。

资料来源: 工信部, 国务院, 东方财富证券研究所

算力需求驱动和政策引导下，数据中心产业快速发展。据《中国数据中心产业发展白皮书》显示，我国数据中心产业处于云中心深化阶段，2022年市场规模超2200亿元，到2023年，预计随着东数西算建设、AI新业态等利好因素，数据中心产业在“十四五”期间将快速增长，复合增速保持在25%左右。

图表 35：中国数据中心产业规模发展情况

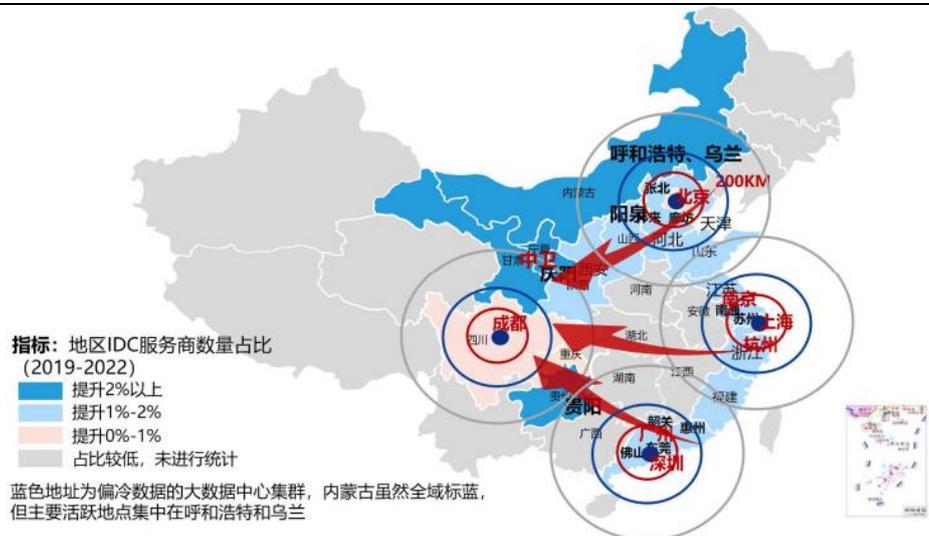


资料来源：中国数据中心产业发展白皮书（2023年），东方财富证券研究所

4.1.2. 数据中心布局集群化

布局集群化，呈现“中心向周边”“东部向西部”转移趋势。OTT（大中型互联网客户）云承载需求以及大中型行业客户的专属云需求升级，推动数据中心承载从小规模单中心向行业/区域大规模多中心、跨行业/区域中心演进，数据中心建设趋向于规模化、集群化。且随着“东数西算”战略推进，以及东部土地、能耗资源紧张情况下，数据中心产业布局呈现“中心向周边”“东部向西部”双向流动趋势。目前，数据中心服务商主要在京津冀、长三角、粤港澳、成渝、内蒙古等区域布局。

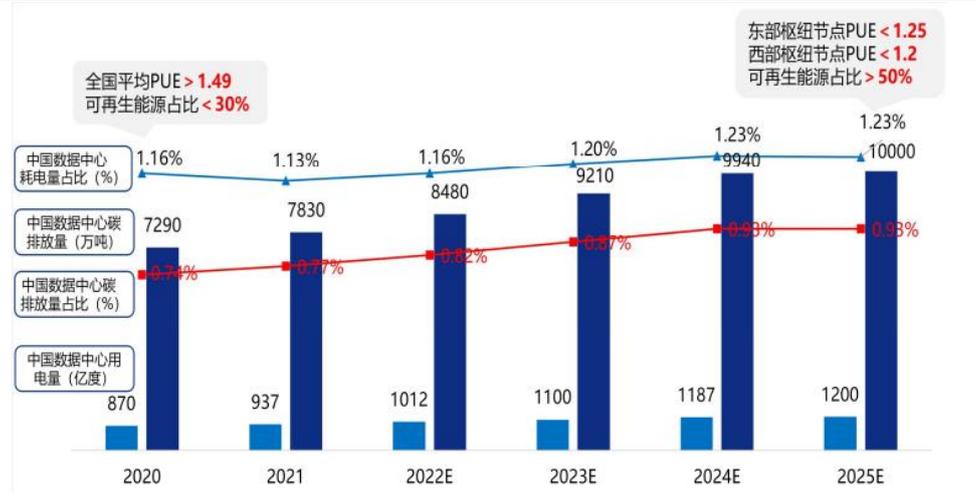
图表 36：2019-2022 中国 IDC 市场活跃度热力图



资料来源：中国数据中心产业发展白皮书（2023年），东方财富证券研究所

数据中心能效水平不断提升。东数西算建设中对 PUE、上架率等指标约束趋严，政策明确要求到 2025 年，东部枢纽节点数据中心 PUE<1.25，西部枢纽节点数据中心 PUE<1.2。据 CDCC 统计，2021 年全国数据中心平均 PUE 为 1.49，相比 2019 年的近 1.6 已有所提升。

图表 37：中国数据中心用电量和碳排放量概况



资料来源：CDCC（中数智慧信息技术研究院），中国通服数字基建产业研究院，中国数据中心产业发展白皮书（2023 年），东方财富证券研究所

AI 推动智算设施建设进入新阶段，数据中心需求向“云计算大型、超大型 IDC+智能计算本地化中型数据中心+边缘计算小微 IDC”三级转变。在需求转型驱动下，三大运营商占据大量市场份额的同时，专业第三方也凭借服务优势快速发展。

4.2. 两大数据中心助力公司发展

优刻得在建及运营的两大数据中心为：内蒙古乌兰察布数据中心和上海青浦数据中心。通过自建数据中心，公司可减少对外部 IDC 服务商的资源依赖，为自身云计算业务发展提供更可靠、有力的资源保障，并降低综合成本；同时，也可以为用户提供定制化、反应速度更快的云计算产品，从而进一步提升服务能力。

乌兰察布数据中心：是公司紧贴“东数西算”国家战略、按照国际 A 级数据中心标准所自建的“西部”数据中心，坐落于内蒙古国家算力网络枢纽节点集宁大数据产业园，整体建设用地约 140000 平方米，总计可容纳 12000 个机柜。其中，一期项目为 1 栋数据机房楼和 1 栋综合楼，机柜数量约 2500+，设计功率 4.4kW-8.8kW，当前已投产；二期项目为 2 栋数据机房楼和 1 栋综合楼，机柜数量约 4800+，设计功率 6kW-12kW，二期 C 楼 2023 年年底交付，B 楼预计 24 年交付。其中，高电机柜数量约 6000 台，可按照用户自身特点对机房等级、系统架构、单机柜功率等使用需求量身定制。项目建设标准为 GB 50174-2017 规定的 A 级数据中心，年均 PUE 值低于 1.3。

图表 38：优刻得乌兰察布数据中心



资料来源：优刻得官网，东方财富证券研究所

公司招股说明书显示，乌兰察布数据中心已步入建设和投产运营同时进行阶段，预计每年收入金额在 1.5 亿元至 14 亿元之间，且收入将逐年增加。

上海青浦数据中心：主要用于部署优刻得云计算产品和行业解决方案，包括适用于传统企业数字化的混合云解决方案、AI 智能分析中台等，可充分满足对实时数据分析和网络条件要求较高的企业数字化业务，提供更高算力、更低延时的服务体验。整体建筑面积 5.4 万平方米，规划 5 栋数据中心楼及综合配套区。规划承载 5000 个 6kW 机柜，每栋数据中心配置 1000 个机柜。一期规模为 3000 个服务器机柜，已于 2023 年 1 月对外开放。该项目按照行业最高的 A 级标准设计建造，通过创新设计以及精细化运营，将 PUE 严格控制在 1.3 以下。

图表 39：优刻得上海青浦数据中心



资料来源：优刻得官网，东方财富证券研究所

截至 2023 年 9 月，公司管理的算力规模约为 3000P+，已经下单但还没到货的新增算力规模约为 1000P+，接下来公司还会根据客户的需求增加算力。

重视境外数据中心建设。截至 2022 年，优刻得在全球可用区数量达到 31 个，覆盖全球 23 个地域，包括中国大陆、港澳台、欧美及东南亚等地，有效保障客户全球业务的迅捷、稳定。基于丰富的资源部署，公司自主研发了全球动态加速产品 PathX、多云高性价比全球互联产品 Rome 等。

5. 盈利预测与估值

5.1. 关键假设

公有云：中国云计算市场由公有云主导，优刻得提供的公有云产品主要包括计算、网络、存储、数据库、数据分析、云分发、云安全等类别，客户以移动互联网、互动娱乐、企业服务等互联网客户为主。公司将稳固发展公有云业务，我们预计 2023-2025 年公有云业务的营业收入增速分别为 -11.50%/3.00%/10.00%。随着公司战略性控制低毛利产品的规模，预计毛利率将有所回升，分别为 9.20%/13.00%/17.00%。

私有云：优刻得私有云核心产品包括 UMOS、UMstor、MCP、专有云服务及容器等，可满足客户各种需求。主要客户为金融机构、大型央企、电信运营商、政府机构及零售业等传统企业。针对政企客户在私有云信创方面的需求，公司也有自研 UCloudStack 信创私有云产品。我们预计 2023-2025 年私有云业务的营业收入增速分别为 -55.00%/-5.00%/3.00%，毛利率稳中有升，分别为 33.00%/34.00%/35.00%。

混合云：公司的混合云产品主要由机柜托管、定制化物理机、VPN 网关、外网、内网、云互通服务、运维服务等多种产品模块组成。推出新一代混合云基础架构平台金翼专区 (UXZONE)、混合云多云管理平台 UCMP 等产品。混合云是未来发展趋势，也是公司大力拓展的业务。我们预计 2023-2025 年混合云业务的营业收入增速分别为 -3.00%/5.00%/11.00%，毛利率分别为 9.70%/15.00%/19.50%。

图表 40：优刻得收入拆分及预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
公有云				
收入(百万元)	902.42	798.64	822.60	904.86
YoY	-13.46%	-11.50%	3.00%	10.00%
毛利率	8.88%	9.20%	13.00%	17.00%
私有云				
收入(百万元)	73.60	33.12	31.46	32.41
YoY	17.99%	-55.00%	-5.00%	3.00%
毛利率	31.91%	33.00%	34.00%	35.00%
混合云				
收入(百万元)	536.16	520.07	546.08	606.15
YoY	17.40%	-3.00%	5.00%	11.00%
毛利率	9.59%	9.70%	15.00%	19.50%
其他				
收入(百万元)	460.04	243.38	216.78	204.22
YoY	-	-47.13%	-10.93%	-5.79%
毛利率	2.09%	6.43%	8.07%	9.25%
合计				
收入(百万元)	1972.22	1595.22	1616.92	1747.63
YoY	-32.02%	-19.12%	1.36%	8.08%

毛利率	9.84%	9.46%	13.44%	17.31%
-----	-------	-------	--------	--------

资料来源：Choice 优刻得深度资料，东方财富证券研究所测算

5.2. 投资建议

公司作为国内领先的中立第三方云计算服务商，具有独特卡位和优势，有望长期受益于云计算市场规模的快速扩张。自建的两大数据中心产业也有望受益于 AI 时代下的算力需求增长，支撑公司长期高质量发展。随着公司主营业务逐渐改善，预计盈利能力将逐年提升，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 15.95/16.17/17.48 亿元，归母净利润分别为-3.46/-1.68/0.01 亿元。考虑到公司暂未盈利，采用 PS 估值法，参考可比公司 PS 倍数，优刻得是国内云计算行业领先服务商，给予公司 2024 年 8 倍 PS，对应市值为 129.36 亿元。12 个月内目标价为 28.55 元，上调至“买入”评级。

图表 41：盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1972.22	1595.22	1616.92	1747.63
增长率(%)	-32.02%	-19.12%	1.36%	8.08%
EBITDA（百万元）	123.79	62.96	267.26	433.21
归属母公司净利润（百万元）	-413.31	-346.29	-167.54	1.43
增长率(%)	34.73%	16.22%	51.62%	100.85%
EPS(元/股)	-0.92	-0.76	-0.37	0.00
市盈率 (P/E)	—	—	—	5464.43
市净率 (P/B)	1.91	2.98	3.18	3.18
EV/EBITDA	34.64	108.24	26.29	15.39

数据来源：Choice 优刻得财务摘要，东方财富证券研究所（股价截至 2023 年 12 月 06 日）

图表 42：同行业估值比较表

代码	简称	总市值 (亿元)	营业收入（亿元）				PS(倍)				评级
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
688316	青云科技	24.90	3.05	3.54	3.97	4.41	8.17	7.03	6.27	5.65	未评级
688365	光云科技	50.12	4.94	5.50	6.34	7.61	10.15	9.12	7.91	6.59	未评级
	平均值						9.16	8.08	7.09	6.12	
688158	优刻得	78.11	19.72	15.95	16.17	17.48	3.96	4.90	4.83	4.47	买入

数据来源：Choice，东方财富证券研究所（注：股价截至 2023 年 12 月 06 日，未评级数据来自 Choice 一致性预期）

6. 风险提示

- ◆ 云化节奏不及预期风险；
- ◆ 政策不及预期风险；
- ◆ 行业竞争加剧风险。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2168.42	1801.76	1500.32	1814.97
货币资金	1582.37	1126.79	869.56	1172.91
应收及预付	467.53	517.54	479.55	451.83
存货	47.19	73.17	43.46	76.97
其他流动资产	71.33	84.26	107.76	113.27
非流动资产	1908.47	2002.16	2021.81	1728.66
长期股权投资	98.09	98.09	98.09	98.09
固定资产	1142.81	1219.16	949.01	558.36
在建工程	555.05	585.05	885.05	985.05
无形资产	82.52	81.02	79.52	78.02
其他长期资产	30.00	18.84	10.14	9.14
资产总计	4076.90	3803.92	3522.13	3543.63
流动负债	960.54	1078.16	996.50	1066.46
短期借款	57.57	37.57	22.57	17.57
应付及预收	616.41	702.68	624.22	667.95
其他流动负债	286.56	337.91	349.71	380.94
非流动负债	136.67	95.77	64.77	14.77
长期借款	111.33	81.33	51.33	1.33
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	25.34	14.43	13.43	13.43
负债合计	1097.22	1173.93	1061.27	1081.22
实收资本	453.10	453.10	453.10	453.10
资本公积	3911.82	3911.82	3911.82	3911.82
留存收益	-1397.51	-1743.70	-1911.13	-1909.61
归属母公司股东权益	2968.63	2622.44	2455.00	2456.53
少数股东权益	11.05	7.55	5.86	5.88
负债和股东权益	4076.90	3803.92	3522.13	3543.63

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1972.22	1595.22	1616.92	1747.63
营业成本	1807.59	1444.36	1399.55	1445.07
税金及附加	4.16	5.10	3.40	1.75
销售费用	199.48	191.43	162.50	139.81
管理费用	144.71	135.59	114.80	104.86
研发费用	252.82	223.33	200.50	174.76
财务费用	-19.04	-16.85	-12.28	-10.85
资产减值损失	-4.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.97	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-23.87	7.98	12.94	17.48
资产处置收益	9.41	-1.60	16.17	34.95
其他收益	36.66	31.90	50.93	54.18
营业利润	-416.69	-349.46	-171.51	-1.15
营业外收入	0.23	3.00	3.04	3.10
营业外支出	1.79	2.80	0.50	0.50
利润总额	-418.25	-349.26	-168.97	1.45
所得税	1.18	0.52	0.25	0.00
净利润	-419.43	-349.79	-169.23	1.44
少数股东损益	-6.11	-3.50	-1.69	0.01
归属母公司净利润	-413.31	-346.29	-167.54	1.43
EBITDA	123.79	62.96	267.26	433.21

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	54.99	154.08	261.45	509.92
净利润	-419.43	-349.79	-169.23	1.44
折旧摊销	545.94	435.65	480.15	497.65
营运资金变动	-122.75	67.91	-22.45	63.66
其它	51.23	0.31	-27.02	-52.84
投资活动现金流	-226.74	-522.76	-468.16	-149.47
资本支出	-248.26	-531.90	-481.79	-167.95
投资变动	21.52	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	9.14	13.64	18.48
筹资活动现金流	188.75	-87.01	-50.62	-57.19
银行借款	241.96	-50.00	-45.00	-55.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	697.16	0.00	0.00	0.00
其他	-750.38	-37.01	-5.62	-2.19
现金净增加额	17.65	-455.59	-257.23	303.36
期初现金余额	1564.72	1582.37	1126.79	869.56
期末现金余额	1582.37	1126.79	869.56	1172.91

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-32.02%	-19.12%	1.36%	8.08%
营业利润增长	34.50%	16.13%	50.92%	99.33%
归属母公司净利润增长	34.73%	16.22%	51.62%	100.85%
获利能力 (%)				
毛利率	8.35%	9.46%	13.44%	17.31%
净利率	-21.27%	-21.93%	-10.47%	0.08%
ROE	-13.92%	-13.20%	-6.82%	0.06%
ROIC	-13.30%	-13.52%	-8.38%	-2.58%
偿债能力				
资产负债率 (%)	26.91%	30.86%	30.13%	30.51%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.26	1.67	1.51	1.70
速动比率	2.16	1.54	1.38	1.54
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.42	0.46	0.49
应收账款周转率	4.27	3.11	3.40	3.91
存货周转率	41.79	21.80	37.21	22.71
每股指标 (元)				
每股收益	-0.92	-0.76	-0.37	0.00
每股经营现金流	0.12	0.34	0.58	1.13
每股净资产	6.55	5.79	5.42	5.42
估值比率				
P/E	—	—	—	5464.43
P/B	1.91	2.98	3.18	3.18
EV/EBITDA	34.64	108.24	26.29	15.39

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。