

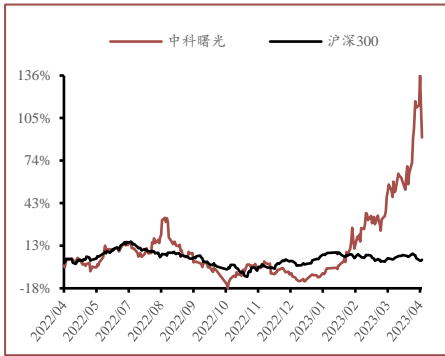
毛利率大幅提升，有望受益超算互联网建设

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-27
收盘价(元)	48.11
流通股本(亿股)	14.51
每股净资产(元)	11.73
总股本(亿股)	14.64

最近 12 月市场表现



分析师 杨烨
SAC 证书编号: S0160522050001
yangye01@ctsec.com

分析师 罗云扬
SAC 证书编号: S0160522050002
luoyy@ctsec.com

相关报告

- 《业绩符合预期，受益国产化与智能化浪潮》 2023-02-24
- 《业绩环比加速明确，内生性盈利能力持续提升》 2022-10-27
- 《业绩环比加速，科技自立提供强劲增长动力》 2022-10-17

核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布 2023 年一季报，实现营业总收入 22.98 亿元，同比 5.39%，实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 19.92%，实现扣非净利润 0.49 亿元，同比增长 24.24%，业绩符合预期。
- ❖ **毛利率大幅提升，加大研发投入力度:** 2023 年一季度，公司毛利率为 24.04%，相比去年同期提升 3.23pct，我们认为主要得益于公司不断向上游核心零部件布局，逐步加强产业链议价能力。销售费率为 5.19%，同比增加 0.81pct，管理费率为 2.83%，与去年同期基本持平，研发费率为 12.81%，同比提升 1.94pct。我们认为，公司加大研发投入，有望不断拓展自身业务矩阵，形成对产业链更强的把控，进而实现收入与利润的持续快速增长。
- ❖ **超算互联网建设有望拉开序幕，各地开启算力投入:** 2023 年 4 月，国家超算互联网工作启动会在天津召开，探讨国家超算互联网建设路径，加快构建超算自主生态体系，落实超算互联网行动方案，发起成立了国家超算互联网联合体。同月，上海发布《上海市推进算力资源统一调度指导意见》，计划到 2023 年底，依托本市人工智能公共算力服务平台，接入并调度 4 个以上算力基础设施，可调度智能算力达到 1,000 PFLOPS (FP16) 以上。我们认为，国家与各地方开启新一轮算力建设，结合国产化趋势，公司作为我国超算领域领先厂商，有望受益。
- ❖ **投资建议:** 公司深耕高性能计算，受益行业信创潜在放量，自身经营质量持续提升，叠加海光信息大股东身份带来的芯片分配优势，公司业绩高增长确定性较强。我们预计公司 2023-2025 年收入为 152.3 亿元、178.8 亿元和 210.6 亿元，归母净利润为 20.1 亿元、26.0 亿元和 32.5 亿元，PE 为 35X、27X、22X，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 技术研发不及预期，信创推进不及预期，疫情扰动及宏观经济承压风险，供应链受到负面影响。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	11269	13008	15228	17883	21060
收入增长率(%)	10.90	15.44	17.07	17.43	17.77
归母净利润(百万元)	1176	1544	2010	2601	3253
净利润增长率(%)	43.05	31.27	30.19	29.37	25.08
EPS(元/股)	0.81	1.06	1.37	1.78	2.22
PE	34.04	20.89	35.03	27.08	21.65
ROE(%)	9.27	9.07	10.57	12.02	13.07
PB	3.18	1.90	3.70	3.26	2.83

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11268.61	13007.96	15228.41	17882.52	21060.21	成长性					
减:营业成本	8578.91	9591.77	11111.05	12972.43	15195.17	营业收入增长率	10.9%	15.4%	17.1%	17.4%	17.8%
营业税费	41.09	53.89	59.00	70.20	83.08	营业利润增长率	35.8%	34.9%	24.9%	29.2%	23.7%
销售费用	508.89	619.72	730.96	822.60	947.71	净利润增长率	43.0%	31.3%	30.2%	29.4%	25.1%
管理费用	287.37	309.55	365.48	429.18	505.45	EBITDA 增长率	23.3%	31.8%	26.7%	19.9%	17.5%
研发费用	982.89	1105.46	1294.42	1520.01	1790.12	EBIT 增长率	22.2%	32.2%	28.1%	19.8%	19.3%
财务费用	-140.73	-99.34	-82.25	-34.69	-4.41	NOPLAT 增长率	27.5%	27.5%	34.3%	19.8%	20.6%
资产减值损失	-165.64	-128.24	-170.07	-147.63	-140.11	投资资本增长率	15.3%	39.2%	11.6%	13.3%	14.4%
加:公允价值变动收益	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	10.1%	34.8%	12.0%	13.8%	15.2%
投资和汇兑收益	198.76	248.05	395.94	625.89	842.41	利润率					
营业利润	1412.52	1904.79	2378.16	3073.29	3802.21	毛利率	23.9%	26.3%	27.0%	27.5%	27.8%
加:营业外净收支	15.50	0.89	15.00	15.00	15.00	营业利润率	12.5%	14.6%	15.6%	17.2%	18.1%
利润总额	1428.02	1905.69	2393.16	3088.29	3817.21	净利润率	11.2%	12.4%	14.0%	15.4%	16.3%
减:所得税	171.26	288.49	263.25	339.71	381.72	EBITDA/营业收入	15.7%	17.9%	19.4%	19.8%	19.7%
净利润	1176.39	1544.22	2010.42	2600.84	3253.08	EBIT/营业收入	11.9%	13.6%	14.9%	15.2%	15.4%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	6481.02	6155.08	4904.60	4569.34	4669.45	固定资产周转天数	47	62	60	57	51
交易性金融资产	9.63	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	146	130	133	122	119
应收帐款	2303.02	2794.85	3065.78	3756.62	4333.95	流动资产周转天数	540	472	425	355	340
应收票据	179.05	0.00	262.72	25.00	322.01	应收帐款周转天数	70	71	70	70	70
预付帐款	780.58	423.35	663.93	707.63	855.24	存货周转天数	184	232	230	210	185
存货	6009.35	6379.40	7673.05	7186.46	8180.80	总资产周转天数	755	804	795	739	691
其他流动资产	790.67	831.23	831.23	831.23	831.23	投资资本周转天数	468	564	538	519	504
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	9.3%	9.1%	10.6%	12.0%	13.1%
长期股权投资	3456.61	6395.01	8491.41	10868.48	13151.99	ROA	4.5%	4.9%	5.7%	6.8%	7.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	8.2%	7.5%	9.0%	9.5%	10.0%
固定资产	1442.08	2198.28	2508.30	2785.26	2933.65	费用率					
在建工程	589.57	290.71	232.85	94.65	-16.76	销售费用率	4.5%	4.8%	4.8%	4.6%	4.5%
无形资产	1279.36	1589.47	1902.76	2236.87	2564.05	管理费用率	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
其他非流动资产	2064.96	2586.17	2586.17	2586.17	2586.17	财务费用率	-1.2%	-0.8%	-0.5%	-0.2%	0.0%
资产总额	26318.44	31810.17	35414.16	37972.09	42873.52	三费/营业收入	5.8%	6.4%	6.7%	6.8%	6.9%
短期债务	5.01	287.56	477.60	698.48	909.08	偿债能力					
应付帐款	2579.95	1949.78	3436.82	2328.71	3833.78	资产负债率	50.0%	44.2%	43.9%	40.4%	39.2%
应付票据	7.33	496.60	-104.27	636.82	-42.10	负债权益比	100.0%	79.3%	78.2%	67.9%	64.6%
其他流动负债	85.18	31.25	31.25	31.25	31.25	流动比率	2.93	2.66	2.28	2.30	2.18
长期借款	694.53	1484.33	1484.33	1484.33	1484.33	速动比率	1.59	1.45	1.10	1.14	1.08
其他非流动负债	1296.91	223.39	223.39	223.39	223.39	利息保障倍数	51.69	30.85	55.57	42.91	37.32
负债总额	13160.10	14069.59	15543.66	15353.01	16818.95	分红指标					
少数股东权益	470.04	723.20	842.69	990.43	1172.84	DPS(元)	0.16	0.22	0.00	0.00	0.00
股本	1463.17	1464.01	1464.01	1464.01	1464.01	分红比率					
留存收益	3421.87	4732.05	6742.47	9343.31	12596.39	股息收益率	0.6%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	13158.35	17740.59	19870.50	22619.08	26054.57	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.81	1.06	1.37	1.78	2.22
净利润	1176.39	1544.22	2010.42	2600.84	3253.08	BVPS(元)	8.67	11.62	13.00	14.77	17.00
加:折旧和摊销	425.63	554.83	679.03	815.39	909.52	PE(X)	34.0	20.9	35.0	27.1	21.7
资产减值准备	194.45	200.78	270.07	227.63	215.11	PB(X)	3.2	1.9	3.7	3.3	2.8
公允价值变动损失	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	31.98	28.88	40.85	63.40	86.97	P/S	3.6	2.5	4.6	3.9	3.3
投资收益	-198.76	-248.05	-395.94	-625.89	-842.41	EV/EBITDA	19.9	12.3	23.1	19.4	16.6
少数股东损益	80.37	72.97	119.49	147.74	182.41	CAGR(%)					
营运资金的变动	-2197.54	-1013.05	-1138.29	-659.89	-1084.96	PEG	0.8	0.7	1.2	0.9	0.9
经营活动产生现金流量	-522.88	1124.88	1570.64	2554.22	2704.73	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1886.42	-2533.43	-2990.31	-3066.96	-2748.24	REP					
融资活动产生现金流量	606.71	956.66	169.19	177.48	143.63						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。