


2023年05月03日  
 中科曙光(603019.SH)

ESSENCE


**公司快报**

证券研究报告

通用计算机设备

 投资评级 **买入-A**  
**维持评级**

 6个月目标价 **71.44元**  
 股价(2023-04-28) **50.70元**
**交易数据**

总市值(百万元)	74,225.51
流通市值(百万元)	73,551.96
总股本(百万股)	1,464.01
流通股本(百万股)	1,450.73
12个月价格区间	20.57/59.39元

**股价表现**


资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	35.6	113.2	104.0
绝对收益	36.3	109.6	106.8

**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

**相关报告**

 22Q3 利润实现高增, 发力一 2022-11-03  
 体化算力服务

## 盈利能力持续提升, 有望受益 AI 算力需求激增

### 事件概述:

1) 近日, 中科曙光发布《2022 年年度报告》。公司全年实现营业收入 130.08 亿元, 同比增长 15.44%; 归母净利润为 15.44 亿元, 同比增长 31.27%; 扣非归母净利润为 11.51 亿元, 同比增长 45.5%。

2) 公司发布了《2023 年第一季度报告》。2023Q1 公司实现营业收入 22.98 亿元, 同比增长 5.39%; 归母净利润为 1.31 亿元, 同比增长 19.92%; 扣非归母净利润为 0.49 亿元, 同比增长 24.24%。

### 盈利能力提升, 联营企业海光信息业绩高增

分业务来看, IT 设备实现收入 114.48 亿元 (+15.13%), 毛利率为 19.66%, 同比提升 2.31 个百分点; 软件开发、系统集成及技术服务实现收入 15.55 亿元 (+17.7%), 毛利率为 74.72%, 同比提升 1.96 个百分点。盈利能力方面, 公司全年综合毛利率为 26.26%, 同比提升 2.52 个百分点, 在国产化背景下, 自研产品比例不断提升, 进一步增强产品盈利能力。费用端, 销售/管理/研发费用率分别为 4.76%/2.38%/8.5%, 较上年同期分别+0.3/+0.23/-0.09 个百分点。2022 年度公司研发投入 24.72 亿元, 占主营业务收入的 19.01%, 新增研发人员 573 人。

联营企业海光信息业绩持续高增, 根据海光信息公司公告, 2022 年, 海光信息实现营业收入 51.25 亿元 (+121.83%), 归母净利润 8.04 亿元 (+145.65%), 扣非归母净利润为 7.48 亿元 (181.92%); 2023 年第一季度, 海光信息实现营收 11.61 亿元 (+20.04%), 归母净利润 2.39 亿元 (+66.87%), 扣非后归母净利润 1.91 亿元 (+41.95%)。我们认为, 海光信息作为国内领先的国产服务器 CPU 厂商, 在自主可控浪潮下持续高速发展, 曙光作为海光的第一大股东有望进一步提升盈利能力。

### 积极拥抱人工智能新机遇, 算力需求高速增长

随着国家及地方相关政策陆续落地, 有望开启新一轮算力建设。从国家层面看, 2023 年 4 月 17 日, 国家超算互联网工作启动会在天津召开, 主要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, 并发起成立国家超算互联网联合体。今年 2 月, 中共中央国务院印发的《数字中国建设整体布局规划》中指出, 夯实数字中国建设基础, 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、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。从地方政策来看, 4 月 19 日, 上海市经济和信息化委员会印发《上海市推进算力资源统一调度指导意见》的通知: 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 1,000PFLOPS (FP16) 以上。同月，北京市经济和信息化局发布《2022 年北京人工智能产业发展白皮书》，提出支持头部企业打造对标 ChatGPT 的大模型，着力构建开源框架和通用大模型的应用生态，加强人工智能算力基础设施布局，加速人工智能基础数据供给。人工智能、数字经济对算力基础设施建设提出了更高的要求，一是计算能耗、传输速度等性能要求提升，二是算力与多元化场景融合的需求不断提升。

公司建设“全国一体化算力服务平台”，通过统一的算力服务门户，实现全国范围内智能算力、通用算力资源的融合调度及弹性供给，满足各类用户对算力的多样化、可靠性和便捷性的需求。我们认为，随着人工智能发展进入大模型驱动的全新时代，通用大模型的性能依赖于大量参数和数据的训练，需要大算力支撑，公司高端计算机等核心产品可满足日益增长的计算性能要求。

## 目 投资建议

中科曙光作为核心信息基础设施领军企业，有望受益于人工智能浪潮下带来的算力需求激增，且作为海光的第一大股东有望借此受益，根据 Wind 一致预测，海光信息 2023-2025 年营业收入分别为 74.72/103.94/133.68 亿元，归母净利润分别为 13.1/19.18/24.93 亿元。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 155.12/183.40/216.57 亿元，归母净利润分别为 20.17/26.15/32.22 亿元。维持买入-A 的投资评级，给予 6 个月目标价 71.44 元，相当于 2024 年 40 倍的动态市盈率。

## 目 风险提示：

数据中心建设不及预期；高端计算机行业竞争加剧。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	11,200.4	13,008.0	15,511.7	18,339.7	21,657.4
净利润	1,157.8	1,544.2	2,017.1	2,614.8	3,222.0
每股收益(元)	0.79	1.05	1.38	1.79	2.20
每股净资产(元)	8.94	12.12	13.35	14.94	16.88

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	34.84	20.99	36.80	28.39	23.04
市净率(倍)	3.18	1.90	3.96	3.55	3.14
净利润率	10.3%	11.9%	13.0%	14.3%	14.9%
净资产收益率	9.5%	10.4%	11.3%	13.2%	14.5%
股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%
ROIC	8.3%	9.2%	10.1%	11.3%	11.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 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
<b>营业收入</b>	11,200.4	13,008.0	15,511.7	18,339.7	21,657.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	8,541.0	9,591.8	11,129.6	12,899.2	14,914.6	营业收入增长率	10.2%	16.1%	19.2%	18.2%	18.1%
营业税费	40.9	53.9	64.3	76.0	89.7	营业利润增长率	36.5%	34.2%	30.7%	29.6%	23.2%
销售费用	499.2	619.7	661.4	782.0	923.5	净利润增长率	40.8%	33.4%	30.6%	29.6%	23.2%
管理费用	1,203.3	1,415.0	1,594.3	1,811.6	2,139.3	EBITDA增长率	20.8%	40.3%	23.2%	31.1%	24.9%
财务费用	-141.2	-99.3	135.0	215.2	310.7	EBIT增长率	21.7%	42.5%	43.2%	31.2%	24.5%
资产减值损失	-200.8	200.8	247.2	272.0	332.3	NOPLAT增长率	27.6%	42.0%	41.0%	31.2%	24.5%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	14.4%	40.2%	19.2%	15.6%	20.0%
投资和汇兑收益	166.1	248.1	347.3	451.5	564.3	净资产增长率	9.4%	35.7%	10.1%	11.9%	13.0%
<b>营业利润</b>	1,419.8	1,904.8	2,489.3	3,226.9	3,976.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	15.5	0.9	0.0	0.0	0.0	毛利率	23.7%	26.3%	28.2%	29.7%	31.1%
<b>利润总额</b>	1,435.3	1,905.7	2,489.3	3,226.9	3,976.2	营业利润率	12.7%	14.6%	16.0%	17.6%	18.4%
减:所得税	171.3	288.5	376.8	488.5	601.9	净利润率	10.3%	11.9%	13.0%	14.3%	14.9%
<b>净利润</b>	1,157.8	1,544.2	2,017.1	2,614.8	3,222.0	EBITDA/营业收入	15.0%	18.1%	18.7%	20.8%	22.0%
						EBIT/营业收入	11.5%	14.1%	16.9%	18.8%	19.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	46	51	66	81	94
货币资金	6,464.0	6,155.1	7,339.8	8,677.9	10,247.8	流动营业资本周转天数	329	299	311	293	301
交易性金融资产	9.6	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	539	472	484	465	474
应收账款	2,469.9	2,806.9	3,485.6	3,954.1	4,831.5	应收账款周转天数	76	74	74	74	74
应收票据	46.5	171.8	204.9	242.3	286.1	存货周转天数	188	235	235	235	235
预付账款	779.5	423.4	504.8	596.9	704.9	总资产周转天数	767	813	805	772	746
存货	5,997.0	6,379.4	7,981.4	8,662.7	10,581.8	投资资本周转天数	467	564	563	551	560
其他流动资产	787.8	883.9	1,054.1	1,246.2	1,471.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	9.5%	10.4%	11.3%	13.2%	14.5%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	4.4%	4.9%	5.5%	6.4%	6.8%
长期股权投资	3,505.4	6,395.0	6,395.0	6,395.0	6,395.0	ROIC	8.3%	9.2%	10.1%	11.3%	11.9%
投资性房地产						<b>费用率</b>					
固定资产	1,440.5	2,198.3	3,411.5	4,724.8	6,469.3	销售费用率	4.5%	4.8%	4.3%	4.3%	4.3%
在建工程	589.6	290.7	0.0	0.0	0.0	管理费用率	10.7%	10.9%	10.3%	9.9%	9.9%
无形资产	1,213.7	1,589.5	1,748.5	1,923.5	2,116.0	财务费用率	-1.3%	-0.8%	0.9%	1.2%	1.4%
其他非流动资产	2,818.5	4,516.3	4,516.3	4,516.3	4,516.3	三费/营业收入	13.9%	14.9%	15.4%	15.3%	15.6%
<b>资产总额</b>	26,122.0	31,810.2	36,641.9	40,939.6	47,620.4	<b>偿债能力</b>					
短期债务	563.2	864.8	2,914.9	4,326.2	7,026.4	资产负债率	49.9%	44.2%	46.7%	46.6%	48.1%
应付账款	4,410.0	4,704.9	5,566.5	5,984.6	6,962.6	负债权益比	99.8%	79.3%	87.5%	87.2%	92.7%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	2.97	2.66	2.20	2.07	1.86
其他流动负债	609.6	746.5	866.3	1,004.2	1,161.2	速动比率	1.89	1.65	1.35	1.30	1.16
长期借款	694.5	1,484.3	1,484.3	1,484.3	1,484.3	利息保障倍数	50.54	31.91	15.55	13.49	11.97
其他非流动负债	6,768.2	6,269.0	6,269.0	6,269.0	6,269.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	13,045.6	14,069.6	17,101.1	19,068.3	22,903.6	DPS(元)	0.14	0.16	0.21	0.28	0.36
少数股东权益	406.7	723.2	818.5	942.1	1,094.3	分红比率	24.7%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%
股本	1,463.2	1,464.0	1,464.0	1,464.0	1,464.0	股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%
留存收益	11,206.5	15,553.4	17,258.2	19,465.2	22,158.5						
<b>股东权益</b>	13,076.4	17,740.6	19,540.8	21,871.3	24,716.8						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
						净利润	1,264.0	1,617.2	2,112.4	2,738.4	3,374.3
						加:折旧和摊销	309.8	509.1	284.0	370.6	476.4
						资产减值准备	-200.8	200.8	247.2	272.0	332.3
						公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						财务费用	-141.2	-99.3	135.0	215.2	310.7
						投资损失	-166.1	-248.1	-347.3	-451.5	-564.3
						少数股东损益	106.3	73.0	95.3	123.6	152.3
						营运资金的变动	-1,667.3	-927.8	-1,926.5	-1,310.9	-2,523.3
						<b>经营活动产生现金流量</b>	-495.3	1,124.9	600.2	1,957.3	1,558.3
						投资活动产生现金流量	-1,801.7	-2,533.4	-1,018.3	-1,407.3	-1,849.1
						融资活动产生现金流量	568.2	956.7	1,602.9	788.2	1,860.7
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.79	1.05	1.38	1.79	2.20
						BVPS(元)	8.94	12.12	13.35	14.94	16.88
						PE(X)	34.84	20.99	36.80	28.39	23.04
						PB(X)	3.18	1.90	3.96	3.55	3.14
						P/FCF	-56.28	42.17	49.58	42.51	35.37
						P/S	3.60	2.49	4.79	4.05	3.43
						EV/EBITDA	24.73	14.73	27.03	20.99	17.37
						CAGR(%)	39.7%	37.0%	32.0%	30.1%	26.4%
						PEG	0.85	0.63	1.20	0.96	0.99
						ROIC/WACC	1.51	1.68	1.85	2.07	2.18
						REP	1.92	1.03	1.78	1.40	1.14

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