

浪潮信息 (000977.SZ)

为什么选择浪潮作为 11 月金股

年初我们发布年度策略《投资新起点渐进，产业互联网与云交织》，重点推荐金融 IT 与安全可控，5月发布《投资新起点确立，聚焦安可与云》，前瞻把握 Q1/Q3 两次板块性机会。综合考虑产业景气趋势、估值水平、交易因素，8月和9月分别推荐中国软件 and 同花顺。另外，在4月底、9月底结合产业长期趋势及领军公司壁垒分别推荐了云计算与医疗 IT。10月底高层对区块链政策态度超预期，反映国家对先进科技的高度重视。11月金股浪潮信息也已取得不俗涨幅。本文将重点讨论我们如何结合产业链数据精细研究以及公司经营拐点，把浪潮信息作为 11 月份金股。

IT 代际来临，云、5G 和 AI 催生长期需求。 1) 全球云计算进入甜蜜点，IaaS 市场主导增长。对比中美发展阶段，国内云计算行业将中长期处于景气周期。中国移动等运营商也掀起云计算建设高潮。2) 2019 年国内 5G 快速推进：牌照提前发放、国内主要城市 5G 基站建设快速推进、三大电信运营商 5G 套餐预约数量破千万。网络改善后短视频等新应用的流量爆发。3) 自 2012 年以来 AI 算力的需求增长超过三十万倍，对服务器需求呈指数级增长。特别是短视频和 AI 新闻推荐等应用催生 AI 服务器需求强劲。

诸多信号显示 2020 年服务器行业需求拐点明确。 1) 2019Q3 亚马逊 CAPEX 环比大幅回暖，AWS 营收仍维持高位。另外，微软、谷歌和 Facebook 资本支出均出现恢复信号。2) Intel 2019Q3 财报大幅改善，全球云计算现复苏信号。时隔四年以后，Intel 第十代 10nm 制程消费级 CPU 今年终于发布，预计 2020 年 10nm “至强”系列 CPU 性价比优势极高，云计算厂商升级需求将集中释放。3) IDC 统计的国内服务器行业数据显示，2017Q1 开启上一轮采购周期。行业经验来看，服务器更换周期：互联网 3 年、企业 5 年。因此预计 2020 年为新一轮换机周期开始。4) 国内云计算长期赛道明确，阿里云 CAPEX 消化后有望恢复。2019Q3 阿里云收入达到 92.91 亿元，同比增长 60.88%。另外，腾讯云 Q3 资本支出环比增长 52.04%，而上一季度环比增速为 -3.20%，实现大幅回暖。

三季度预示公司经营迎来拐点，多项核心指标有望继续改善。 1) 公司前三季度营业收入增长 13.79%，单三季度增速达到 15.57%，行业整体下滑环境下，公司季度增速加速，充分体现 JDM 模式规模效应以及多年研发、品牌积累构筑的领军地位。2) 第三季度公司毛利率为 10.28%，比去年同期提升 0.35 个百分点，同期公司净利率为 1.46%，比去年同期提升 0.24 个百分点。即规模效应已经开始体现在毛利率和净利率的改善。3) 2016 年以来公司人员规模增长相对稳定，但同期人均毛利润大幅增长，实际就是经营规模效应的体现。4) 前三季度经营活动产生的现金流量净额为 -37.77 亿元，较上年同期增加 54.13%，主要系公司改善上下游账期、控制采购节奏、加强货款回收所致。5) 三季度利息费用为 6785.23 万元，同比下降 25%，佐证公司对上下游议价能力提升、账期错配收窄。另外，近三年公司存货、应收账款和应付账款周转天数均在改善，佐证规模效应形成的议价权。

风险提示： 贸易摩擦加剧；财政支出不及预期；金融监管影响金融创新；经济下行超预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	25,488	46,941	53,970	70,101	87,571
增长率 yoy (%)	101.2	84.2	15.0	29.9	24.9
归母净利润 (百万元)	428	659	805	1,195	1,559
增长率 yoy (%)	49.0	54.0	22.3	48.3	30.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.33	0.51	0.62	0.93	1.21
净资产收益率 (%)	5.8	7.0	7.9	10.6	12.2
P/E (倍)	76.0	49.3	40.3	27.2	20.8
P/B (倍)	4.5	4.1	3.7	3.3	2.9

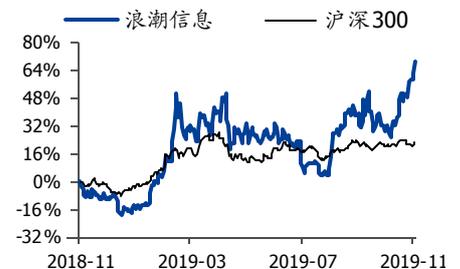
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	计算机设备
前次评级	买入
最新收盘价	32.50
总市值(百万元)	41,900.70
总股本(百万股)	1,289.25
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	36.28

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号：S0680518050002

邮箱：yangran@gszq.com

相关研究

- 《浪潮信息 (000977.SZ)：腾讯 19Q3 资本开支大幅回暖，服务器行业拐点信号更确立》2019-11-14
- 《浪潮信息 (000977.SZ)：Q3 业绩超预期，IT 底座季度加速拐点显现》2019-10-30
- 《浪潮信息 (000977.SZ)：华为退出加速竞争格局改善，服务器领军最有望受益》2019-09-19



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	15,876	23,449	21,761	30,693	30,439
现金	2,410	5,535	4,741	5,166	5,111
应收账款	3,939	4,963	5,272	8,022	8,585
其他应收款	78	0	89	27	118
预付账款	64	64	83	108	131
存货	4,987	8,217	6,729	12,573	11,512
其他流动资产	4,399	4,670	4,846	4,796	4,982
非流动资产	2,005	2,150	2,241	2,502	2,699
长期投资	322	314	315	300	292
固定投资	403	593	696	962	1,205
无形资产	1,059	832	822	806	769
其他非流动资产	221	411	408	435	433
资产总计	17,882	25,599	24,001	33,195	33,139
流动负债	10,168	15,726	13,483	21,600	20,120
短期借款	3,583	2,090	2,090	2,090	2,367
应付账款	5,436	10,440	7,530	15,678	13,281
其他流动负债	1,150	3,196	3,862	3,831	4,472
非流动负债	432	563	490	443	381
长期借款	400	423	349	302	241
其他非流动负债	32	141	141	141	141
负债合计	10,600	16,290	13,973	22,042	20,501
少数股东权益	3	334	326	312	295
股本	1,289	1,289	1,289	1,289	1,289
资本公积	4,230	4,280	4,280	4,280	4,280
留存收益	1,759	2,366	3,069	4,112	5,473
归属母公司股东收益	7,278	8,975	9,703	10,840	12,343
负债和股东权益	17,882	25,599	24,001	33,195	33,139

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	255	1,330	-257	1,272	552
净利润	424	651	796	1,182	1,542
折旧摊销	176	431	195	240	295
财务费用	217	424	240	294	341
投资损失	-90	-66	-52	-43	-59
营运资金变动	-712	-504	-1,436	-401	-1,567
其他经营现金流	239	394	0	0	0
投资活动净现金流	-3,259	-243	-233	-458	-434
资本支出	293	419	90	276	205
长期投资	-3,023	78	-1	11	7
其他投资现金流	-5,989	253	-145	-170	-222
筹资活动净现金流	4,095	1,593	-303	-389	-450
短期借款	1,206	-1,492	0	0	0
长期借款	100	23	-74	-47	-61
普通股增加	290	0	0	0	0
资本公积增加	2,678	50	0	0	0
其他筹资现金流	-179	3,012	-230	-342	-388
现金净增加额	1,067	2,754	-793	425	-332

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	25,488	46,941	53,970	70,101	87,571
营业成本	22,792	41,767	47,277	61,058	76,187
营业税金及附加	34	53	74	103	116
营业费用	794	1,229	1,843	2,397	2,996
管理费用	1,072	577	3,336	4,272	5,439
财务费用	217	424	240	294	341
资产减值损失	268	510	300	600	700
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	90	66	52	43	59
营业利润	506	784	951	1,420	1,851
营业外收入	1	7	7	7	7
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	506	790	957	1,426	1,857
所得税	82	138	161	245	316
净利润	424	651	796	1,182	1,542
少数股东收益	-3	-7	-9	-13	-17
归属母公司净利润	428	659	805	1,195	1,559
EBITDA	854	1,209	1,138	1,655	2,143
EPS (元/股)	0.33	0.51	0.62	0.93	1.21

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	101.2	84.2	15.0	29.9	24.9
营业利润 (%)	77.0	54.9	21.4	49.3	30.4
归属母公司净利润 (%)	49.0	54.0	22.3	48.3	30.5
盈利能力					
毛利率 (%)	10.6	11.0	12.4	12.9	13.0
净利率 (%)	1.7	1.4	1.5	1.7	1.8
ROE (%)	5.8	7.0	7.9	10.6	12.2
ROIC (%)	5.0	5.5	6.3	8.7	10.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.3	63.6	58.2	66.4	61.9
净负债比率 (%)	21.6	-32.5	-22.1	-24.0	-19.0
流动比率	1.6	1.5	1.6	1.4	1.5
速动比率	1.1	1.0	1.1	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.89	2.16	2.18	2.45	2.64
应收账款周转率	9.0	10.5	10.5	10.5	10.5
应付账款周转率	6.5	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.51	0.62	0.93	1.21
每股经营现金流 (最新摊薄)	-2.06	3.08	-0.20	0.99	0.43
每股净资产 (最新摊薄)	5.65	6.19	6.75	7.63	8.80
估值指标 (倍)					
P/E	76.0	49.3	40.3	27.2	20.8
P/B	4.5	4.1	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	39.9	24.8	27.0	18.3	14.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、为什么选择浪潮作为11月金股.....	4
1. IT代际来临，云、5G和AI催生产业长期需求.....	4
2. 诸多信号显示2020年服务器行业需求拐点明确.....	9
3. 三季度预示公司经营迎来拐点，多项核心指标有望继续改善.....	13
二、风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 全球公有云服务收入预测 (单位: 十亿美元)	4
图表 2: 中美云计算发展情况对比.....	5
图表 3: 中国云计算渗透率.....	5
图表 4: 美国云计算渗透率.....	5
图表 5: 2019上半年前十大中国公有云 IaaS 厂商市场份额占比.....	5
图表 6: 5G关键参数.....	6
图表 7: 潜在 5G 服务的带宽和延迟要求.....	6
图表 8: 中国 5G 市场规模 (2020-2030E)	7
图表 9: 三大运营商 5G套餐预约界面.....	7
图表 10: 思科预计 2022 年全球每个月的移动数据流量将达到 77 Exabytes.....	8
图表 11: 近年鼓励发展人工智能重要文件.....	8
图表 12: 由 AlexNet 发展至 AlphaGo Zero, 计算力需求增长超过 300000 倍.....	9
图表 13: 2015Q1-2019Q3 AWS 营业收入及增速.....	9
图表 14: 2010Q1-2019Q3 亚马逊资本支出情况.....	10
图表 15: 2016Q1-2019Q2 微软资本支出情况.....	10
图表 16: 2016Q1-2019Q2 Google 资本支出情况.....	10
图表 17: 2016Q1-2019Q2 Facebook 资本支出情况.....	11
图表 18: 2015Q1-2019Q2 国内服务器销售量及增速.....	11
图表 19: 2010-2019Q3 Intel DCG 部门收入及增速.....	12
图表 20: 2012Q2-2019Q3 阿里云营业收入及增速.....	12
图表 21: 2014Q1-2019Q3 阿里 CAPEX 及增速.....	13
图表 22: 2014Q1-2019Q3 腾讯 CAPEX 及增速.....	13
图表 23: 2016Q4-2019Q3 年公司单季度收入及增速.....	14
图表 24: 2016Q4-2019Q3 年公司单季度毛利率及净利率.....	14
图表 25: 2011-2018 年公司人均毛利润及增速.....	15
图表 26: 2011-2018 年公司员工人数及增速.....	15
图表 27: 2014-2018 年公司存货、应收账款和应付账款周转天数.....	15

一、为什么选择浪潮作为11月金股

年初我们发布年度策略《投资新起点渐进，产业互联网与云交织》，重点推荐金融IT与安全可控，5月发布《投资新起点确立，聚焦安可与云》，前瞻把握住Q1/Q3两次板块性机会。综合考虑产业景气趋势、估值水平、交易因素，8月和9月分别推荐中国软件和同花顺。另外，在4月底、9月底结合产业长期趋势及领军公司壁垒分别推荐了云计算与医疗IT。10月底高层对区块链政策态度超预期，反映国家对先进科技的高度重视。11月金股浪潮信息也已取得不俗涨幅。本文将重点讨论我们如何结合产业链数据精细研究以及公司经营拐点，把浪潮信息作为11月份金股。

我们团队将继续深入产业、理解市场，为您提供前瞻研究！

1. IT代际来临，云、5G和AI催生产业长期需求

全球云计算进入甜蜜点，IaaS市场主导增长。1) 2017年6月，Morgan Stanley认为全球云计算行业进入20%渗透率行业甜蜜点，AWS、阿里云收入已连续多个季度高增。2) 根据Gartner数据预测，2019年全球公有云服务市场将从2018年的1758亿美元增长17.3%，达到2062亿美元。云系统基础设施服务（基础设施即服务或IaaS）为该市场增长最快的领域，预计2019年将增长27.6%，达到395亿美元，2018年为310亿美元。亚马逊在2018年再次成为IaaS市场排名第一的厂商，第二至第五位依次是微软、阿里巴巴、谷歌和IBM。

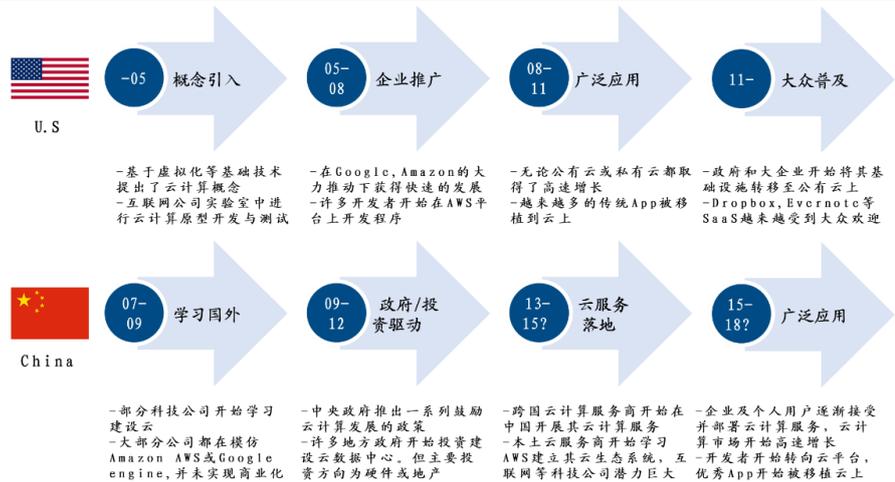
图表1：全球公有云服务收入预测（单位：十亿美元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
云业务流程服务（BPaaS）	42.2	46.6	50.3	54.1	58.1
云应用基础设施服务（PaaS）	11.9	15.2	18.8	23	2.7
云应用服务（SaaS）	58.8	72.2	85.1	98.9	113.1
云管理与安全服务	8.7	10.7	12.5	14.4	16.3
云系统基础设施服务（IaaS）	23.6	31	39.5	49.9	63
市场总计	145.3	175.8	206.2	240.3	278.3

资料来源：Gartner，国盛证券研究所

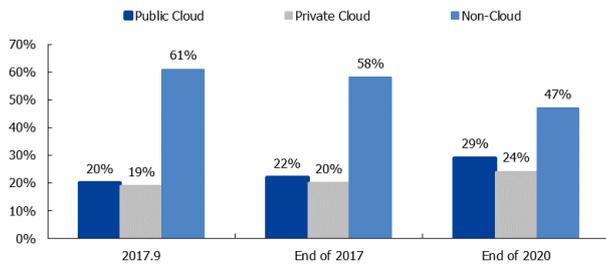
对比中美发展阶段，国内云计算行业将中长期处于景气周期。从产业发展阶段来看，美国云计算领先中国约五年。2006年3月，亚马逊推出了弹性计算云（Elastic Compute Cloud）服务，2019年Q2其云业务收入达到83.81亿美元，同比增长仍保持37%。考虑时间发展节奏，以及云计算渗透率差距，预计国内云计算行业仍将中长期高速增长。

图表 2: 中美云计算发展情况对比



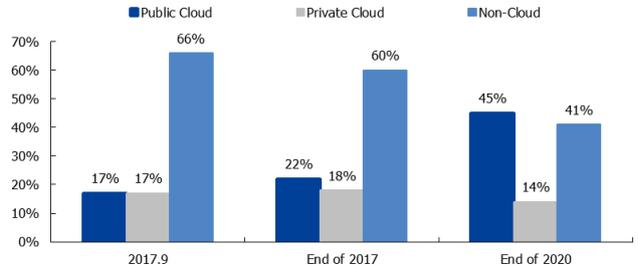
资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 3: 中国云计算渗透率



资料来源: Morgan Stanley, 国盛证券研究所

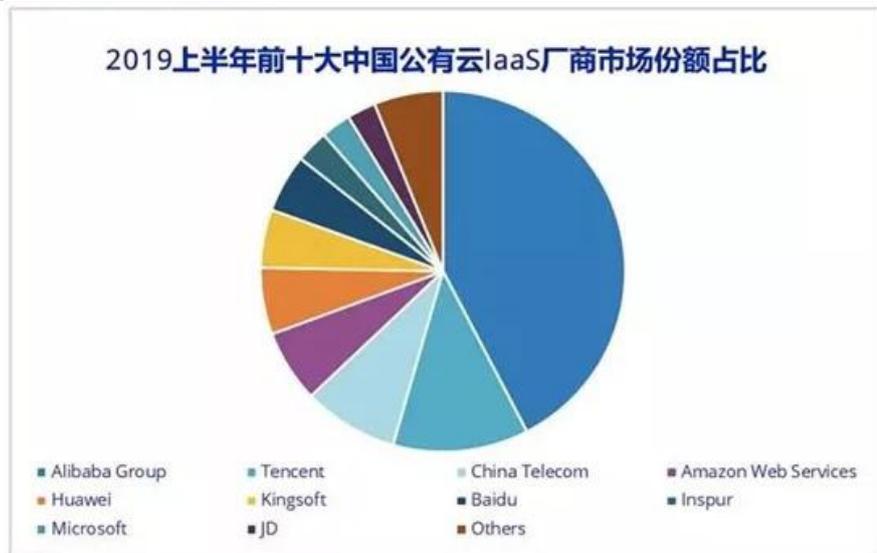
图表 4: 美国云计算渗透率



资料来源: Morgan Stanley, 国盛证券研究所

运营商也掀起云计算建设高潮。11月14日, 2019 中国移动全球合作伙伴大会的媒体沟通会上, 中国移动云能力中心副总经理吴世俊表示, “云改是中国移动 5G+ 战略落地的重要举措, 移动云作为国家新型基础设施重要承载、5G 应用核心平台; 移动云的发展目标是三年内进入国内云服务商第一阵营, 三年投资总规模在千亿级以上。”

图表 5: 2019 上半年前十大中国公有云 IaaS 厂商市场份额占比



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

5G 速率、容量诸多参数大幅提升, 是 IT 基础设施的重大飞跃, 将打造完全移动和联网

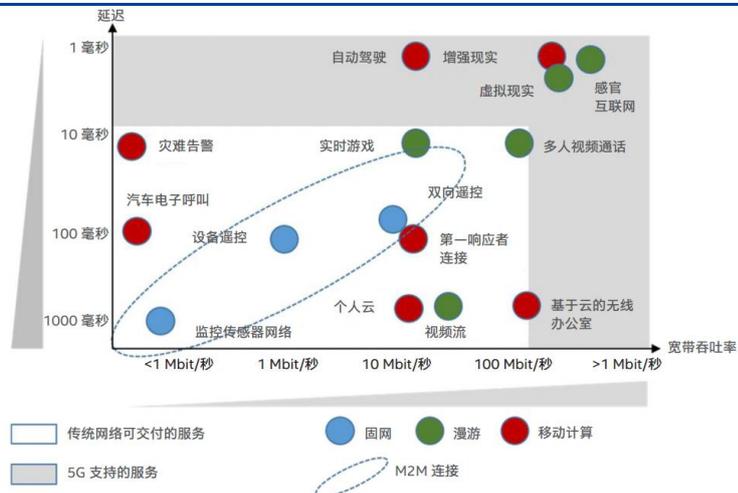
的社会，流量暴增趋势明确。5G将打造一个“超级联网”的世界，其中网络高度异构，融合了许可和非许可频谱内的多种访问技术（固定和无线），能够为用户带来前所未有的连续性体验。此外，其模块化本质，可按需进行部署和扩展，以适应多种设备，支持多种用户交互。5G网络预计将具备比前代网络更高的频谱效率，能够支持更多用户和更高设备连接密度，实现更高的数据速率，以及提供紧密相关、个性化快速响应的实时服务。此外，5G网络预计还可实现更广泛的网络覆盖范围，更低的延迟，以及持久的联网设备电池使用寿命。

图表 6: 5G 关键参数



资料来源: Heavy Reading, 国盛证券研究所

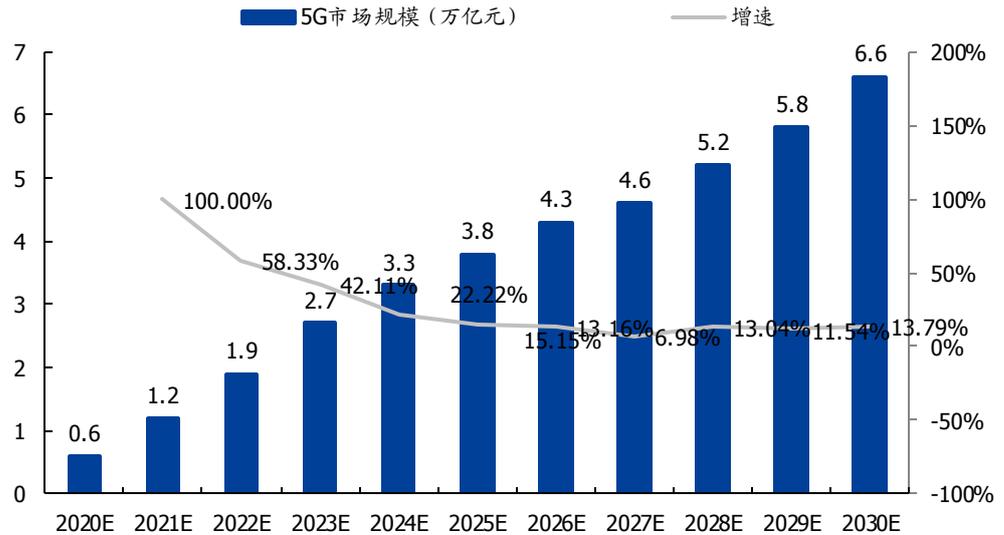
图表 7: 潜在 5G 服务的带宽和延迟要求



资料来源: GSMA, Heavy Reading, 国盛证券研究所

5G 提前发牌，未来产业链空间巨大。 1) 2019年6月6日，工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照，我国正式进入 5G 商用元年。按照工信部的原计划，2016-2018 年是技术试验期，2019 年进入 5G 预商用阶段，2020 年正式商用，即使在 2019 年初，工信部仍表态将在若干市场发放 5G 的临时牌照，但最后依然直接跳过了临时牌照阶段，比预期时间提前至少半年。2) 根据艾瑞咨询的预测，中国 5G 市场规模将在 2020 年达到 6.6 万亿，而按照中国信通院发布的《5G 产业经济贡献》报告，预计 2020-2025 年，中国 5G 商用直接带动的经济总产出达到 10.6 万亿元，间接拉动 24.8 万亿元，同时创造超过 300 万个就业岗位。5G 产业链未来发展空间巨大。

图表 8: 中国 5G 市场规模 (2020-2030E)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

国内主要城市 5G 基站建设快速推进。截至 2019 年 6 月,北京和广东分别已建成 5G 基站 5,285 座和 8,949 座,6 月 10 日深圳宣布 2019 年底前建成 8,500 座 5G 基站,实现总数过万,高于今年 4 月份提出的目标。此外还有北京、上海、成都等城市都宣布 2019 年年底之前要建成超过 1 万座 5G 基站,广东省和江苏省的这一目标分别定为 3.2 万和 9,000 座。目前我国经济发达地区的 5G 基站建设正快速推进。

三大电信运营商 5G 套餐预约数量接近千万。10 月 5 日,根据三大电信运营商官方 APP 透露,目前通过三大运营商平台预约 5G 套餐的用户数量已达 853.4 万。其中,中国移动预约用户数超 525.89 万,中国联通预约用户数达 155.23 万,中国电信预约用户数超 172.28 万。根据此前三大运营商的表态,前期沿用 4G 资费套餐,同时赠送部分 5G 流量的方式可能性较大。预计 5G 套餐整体价格与 4G 相比相差不大。

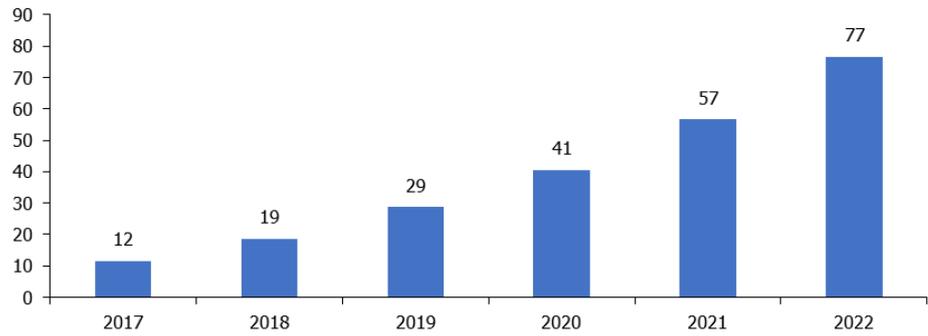
图表 9: 三大运营商 5G 套餐预约界面



资料来源: 相关公司 APP, 国盛证券研究所

5G 时代下,数据流量还将大幅提升。根据华为《智简网络白皮书》,4K/8K、超高清视频、VR 等新兴业务的快速普及,使得整个通信网络的数据流量每五年增长 10 倍。进入 5G 时代,万物互联更将带来 6.7 倍的流量增长。预计到 2022 年,全球将有 60+亿台智能电话,人均月流量将超过 12GB。而思科预计到 2022 年,全球每个月的移动数据流量将达到 77 Exabytes,2017-2022 年 CAGR 为 46%。另外, IDC 预测全球数据总量预计 2020 年达到 47 个 ZB,2025 年达到 163 个 ZB,其中预计 2020 年我国数据量将达到 8060 个 EB,占全球数据总量的 18%。

图表 10: 思科预计 2022 年全球每个月的移动数据流量将达到 77 Exabytes



资料来源: Cisco VNI Mobile, 国盛证券研究所

本世纪初算法、算力和数据条件满足后,我国也大力鼓励人工智能产业发展。依靠核心算法的突破、计算能力的提高以及海量互联网数据的供给,人工智能在 21 世纪初迎来了飞跃。从 2015 年开始,我国政府陆续颁布了相关的政策法规来支持人工智能的发展。根据 36 氪研究院预计,我国人工智能市场规模 2018 年达到 200 亿元以上,近三年的平均增长率达到 50% 以上。工信部预计,到 2020 年我国人工智能核心产业规模将超过 1500 亿元,带动相关产业规模超过 1 万亿元。

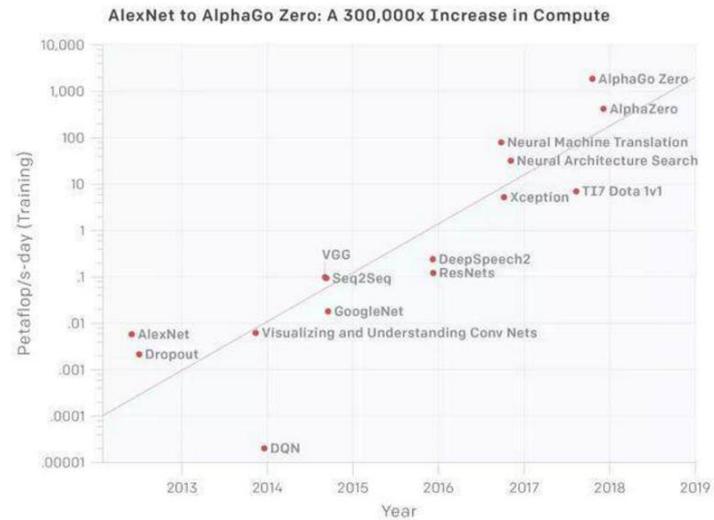
图表 11: 近年鼓励发展人工智能重要文件

时间	文件	内容
2015 年 5 月	《中国制造 2025》	首次提及智能制造,提出加速推动新一代信息技术与制造技术融合发展,把智能制造作为量化深度合作的主攻方向,着力发展智能装备和智能产品,推动生产过程智能化。
2016 年 1 月	《“十三五”国家科技创新规划》	将智能制造和机器人列为“科技创新 2030 项目”重大工程之一。
2016 年 9 月	《国家发展改革委办公厅关于请组织申报“互联网+”领域创新能力建设专项的通知》	提到了人工智能的发展应用问题,为构建“互联网+”领域创新网络,促进人工智能技术发展,应将人工智能技术纳入专项建设内容。
2017 年 7 月	《新一代人工智能发展规划》	明确指出新一代人工智能发展分三步走的战略目标,到 2030 年使中国人工智能理论、技术与应用整体达到世界先进水平,成为世界主要人工智能创新中心。
2017 年 12 月	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划(2018-2020)》	作为对《新一代人工智能发展规划》的补充,详细规划了人工智能在未来三年的重点发展方向和目标,每个方向的目标都做了非常细致地量化。

资料来源:相关政府官网,国盛证券研究所

自 2012 年以来 AI 算力的需求增长超过三十万倍,对服务器需求呈指数级增长。推动人工智能发展的动力有三个:算法创新、数据(其可以是有监督数据或者交互式环境)以及可以用于训练的算力,尤其算力的提升可以为提升 AI 发展进程创造前提。根据 OpenAI 近日发布的分析表明,自 2012 年以来,人工智能训练任务中使用的算力正呈指数级增长,其目前速度为每 3.5 个月翻一倍(相比之下,摩尔定律是每 18 个月翻倍)。自 2012 年以来,人们对于算力的需求增长了超过 300,000 倍(而如果是摩尔定律的速度,只会有 12 倍的增长)。在此期间,硬件算力的提升一直是人工智能快速发展的重要因素,即对服务器等硬件的要求呈指数级增长。

图表 12: 由 AlexNet 发展至 AlphaGo Zero, 计算力需求增长超过 300000 倍



资料来源: OpenAI, 国盛证券研究所

2. 诸多信号显示 2020 年服务器行业需求拐点明确

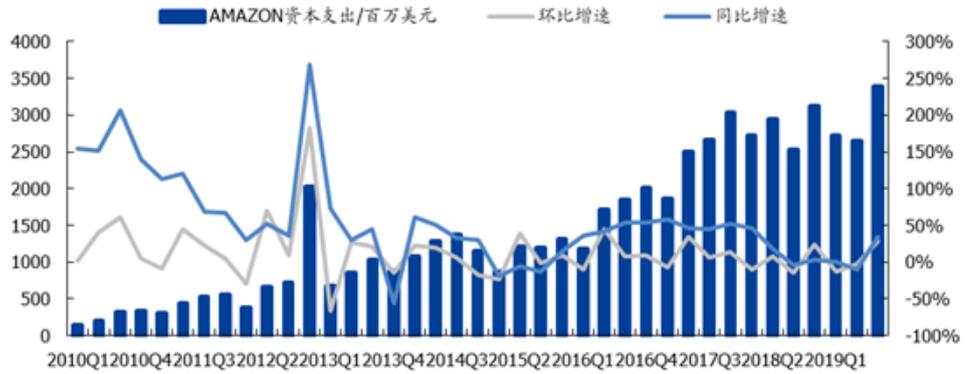
2019Q3 亚马逊 CAPEX 环比大幅回暖, AWS 营收仍维持高位。 2019Q1 亚马逊 CAPEX 为 27.01 亿美元, 环比下降 13%, 同比下降 1%; 2019Q2 亚马逊 CAPEX 为 26.03 亿美元, 环比下降 4%, 同比下降 12%; 2019Q3 亚马逊 CAPEX 为 33.85 亿美元, 环比增长 28%, 同比增长 34%。另外, 2019Q3 AWS 营业收入达到 89.95 亿美元, 同比增长 34.68%, 环比增长 7.33%, 同比增速仍维持高位。

图表 13: 2015Q1-2019Q3 AWS 营业收入及增速



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

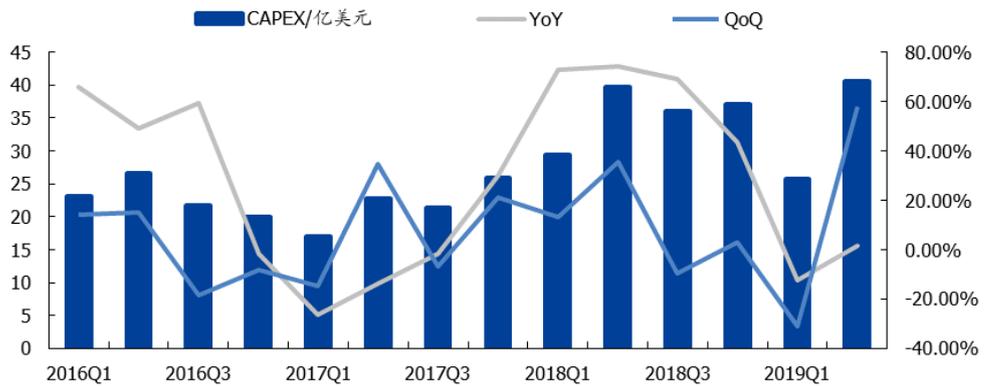
图表 14: 2010Q1-2019Q3 亚马逊资本支出情况



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

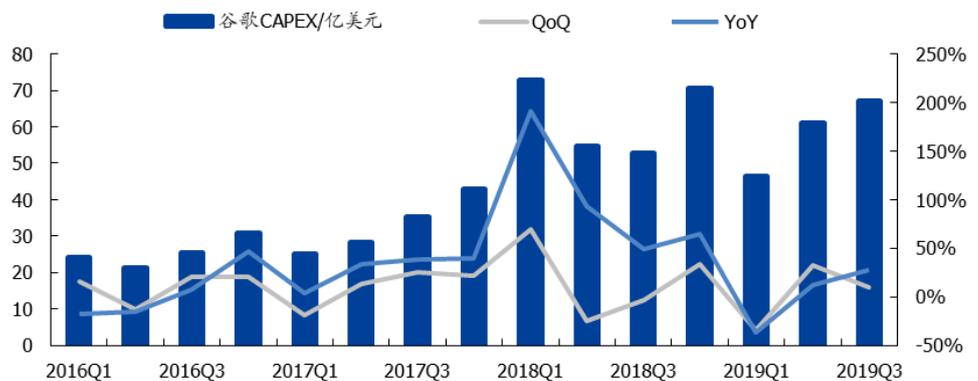
同期, 微软、谷歌和 Facebook 资本支出均出现恢复信号。1) 2019Q1 微软 CAPEX 环比增速为-30.81%, 同比增速为-12.58%, 而 2019Q2 环比增速迅速回升至 57.93%, 同比增速为 1.78%。2) 2019Q1 谷歌母公司 Alphabet CAPEX 环比增速为-34.50%, 同比增速为-36.46%, 2019Q2 环比增速为 32.08%, Q3 环比继续提高 9.89%。3) 2019Q1 Facebook CAPEX 环比增速为-12.12%, 同比增速为 36.45%, 2019Q2 环比增速收窄为-5.32%, 同比增速为 5.03%。

图表 15: 2016Q1-2019Q2 微软资本支出情况



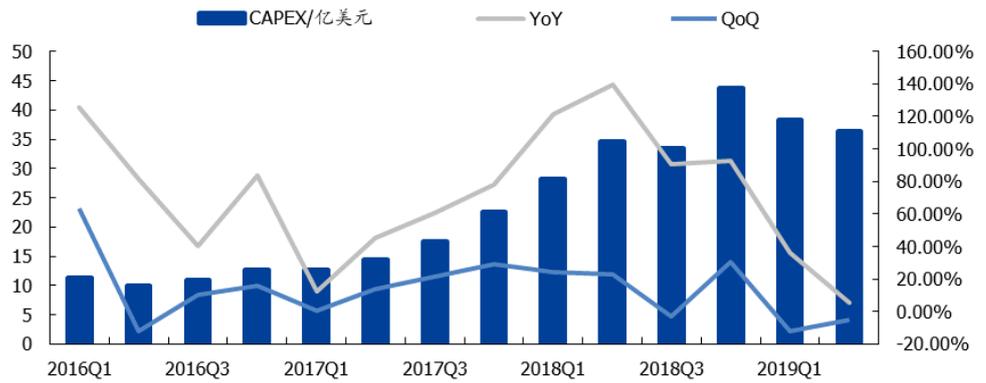
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 16: 2016Q1-2019Q2 Google 资本支出情况



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

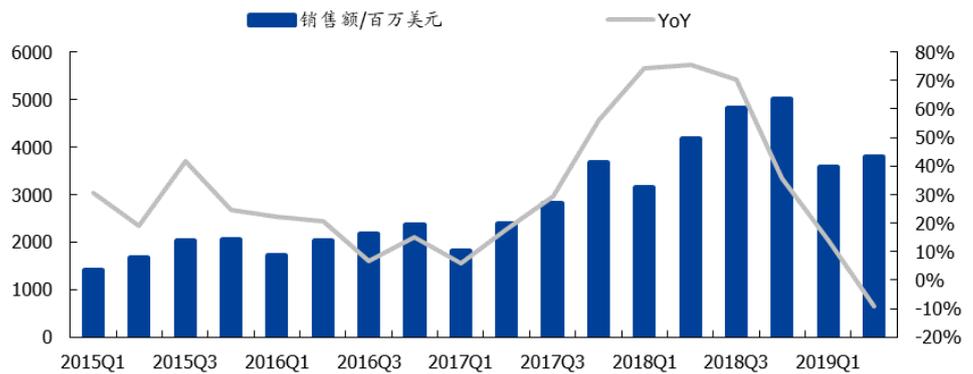
图表 17: 2016Q1-2019Q2 Facebook 资本支出情况



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

2020 年预计国内互联网厂商服务器换机周期到来。1) IDC 统计的国内服务器行业数据显示, 2017Q1 开启上一轮采购周期。行业经验来看, 服务器更换周期: 互联网 3 年、企业 5 年。因此预计 2020 年为新一轮换机周期开始。2) 通过 Intel DCG 业务的季度收入的同比变化, 全球服务器芯片的需求周期大致在 3-4 年左右, 与服务器的更替周期基本吻合。

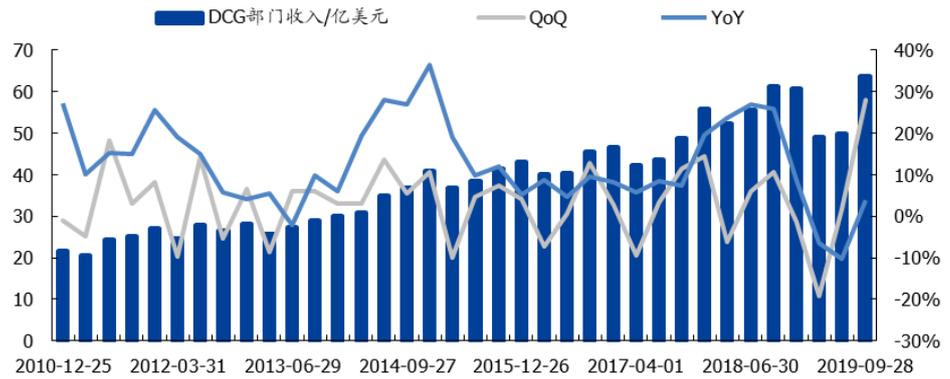
图表 18: 2015Q1-2019Q2 国内服务器销售量及增速



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

Intel 2019Q3 财报大幅改善, 全球云计算现复苏信号。根据财报, 2019Q3 Intel 的 DCG 部门收入同比增长 4%、环比增长 28%, 相较上一季度 (分别为-10%和 2%) 出现大幅改善。Intel 是主流 x86 服务器芯片架构主导厂商, 财报大幅改善预示着全球云计算复苏。时隔四年以后, Intel 第十代 10nm 制程消费级 CPU 今年终于发布, 预计 2020 年 10nm “至强”系列 CPU 性价比优势极高, 云计算厂商升级需求将集中释放。

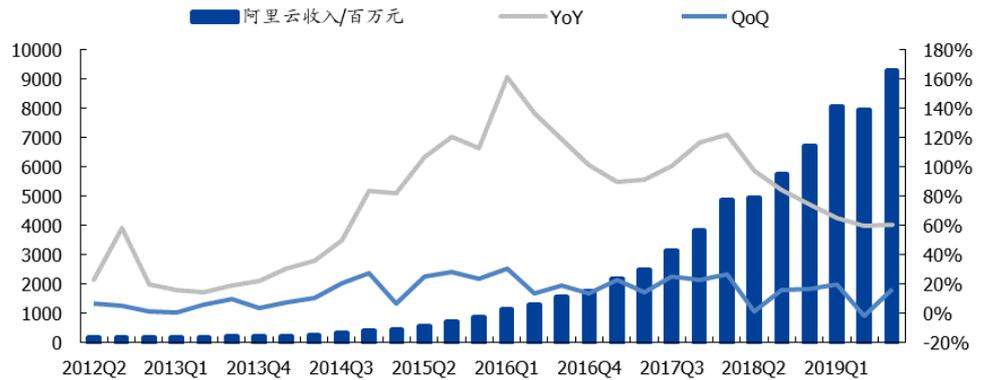
图表 19: 2010-2019Q3 Intel/DCG 部门收入及增速



资料来源: Intel 财报, 国盛证券研究所

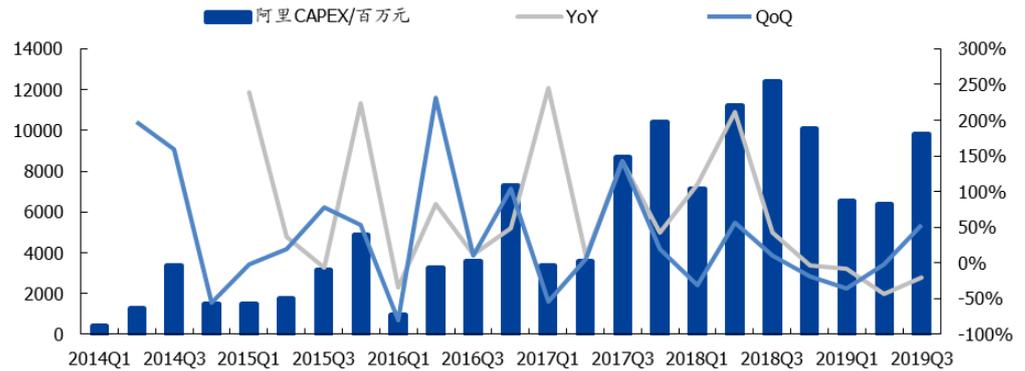
国内云计算长期赛道明确, 阿里云 CAPEX 消化后有望恢复。1) 从全球云计算巨头亚马逊历年资本开支来看, 曾有多次其资本支出出现同比负增长 (2013Q4、2015Q1-Q3、2018Q3、2019Q1-Q2), 而 2018Q1 资本支出相较于 2008Q1 增长约 53 倍。2) 国内云计算行业龙头阿里云收入近几个季度仍维持 60% 以上的同比增速, 2019Q3 阿里云收入达到 92.91 亿元, 同比增长 60.88%。对比业务规模, 阿里云营收规模约为 AWS 的八分之一。参照两国经济体量、发展节奏和渗透率情况, 阿里云仍有较大发展空间, 短期资本支出增长调整后有望恢复。

图表 20: 2012Q2-2019Q3 阿里云营业收入及增速



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

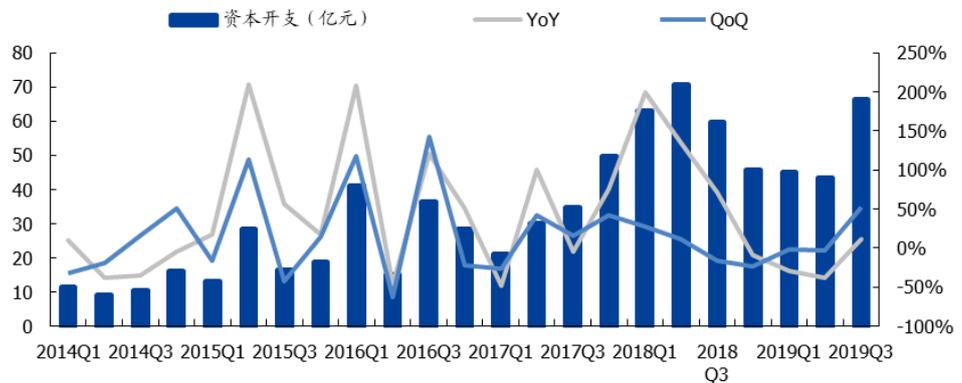
图表 21: 2014Q1-2019Q3 阿里 CAPEX 及增速



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

腾讯云服务持续高增速, Q3 资本支出大幅回暖。 1) 近期腾讯发布 2019Q3 财报: 第三季度云业务实现收入 47 亿元, 同比增长 80%。单季度资本开支为 66.32 亿元, 同比增长 11.01%, 环比增长 52.04%。2) 第三季度云业务实现收入 47 亿元, 同比增长 80%, 主要由于现有客户增加使用量, 以及教育、金融、民生和零售业等客户基础扩大。如: 腾讯云获得深圳罗湖智慧教育云平台运营合同; 公司发布 SaaS 生态“千帆计划”, 通过整合云服务及企业微信等腾讯内部资源, 联合外部 SaaS 企业, 以培养更多垂直领域 SaaS 解决方案, 从而带动云服务营收。3) Q3 资本支出环比增长 52.04%, 而上一季度环比增速为-3.20%, 实现大幅回暖。

图表 22: 2014Q1-2019Q3 腾讯 CAPEX 及增速



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

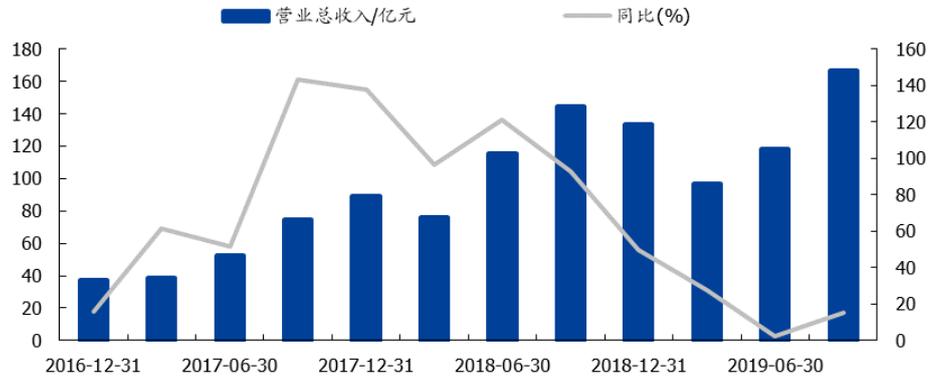
以上诸多产业信号显示, **2020 年服务器行业或迎需求拐点。** 通过对服务器行业客户按照互联网厂商、运营商和企业/政府三类进行需求分析: 1) 互联网厂商出货量占比超过 50%, 受益于全球云计算趋势、5G 大规模应用、AI 算力需求以及服务器和 Intel CPU 芯片的更新周期, 2020 年大概率需求爆发, 其中仅 AI 服务器的新增需求将达 200 亿元。2) 运营商在 IDC 市场占比超过 50%, 受益于上云趋势和 5G 带动网络流量暴增, 大型数据中心建设力度加大 (特别是中国移动), 2020 年大概率需求爆发。3) 企业上云以及政务云产生十年以上的长周期需求, 受政策驱动影响, 需求增长相对平稳。因此, 预计 2020 年行业需求将迎需求拐点。

3. 三季报预示公司经营迎来拐点, 多项核心指标有望继续改善

2019Q3 逆行业周期加速超预期增长, 毛利率净利率大幅改善, 经营拐点显现。 1) 公司发布 2019 年三季报: 前三季度实现营业收入 382.30 亿元, 同比增长 13.79%; 实现

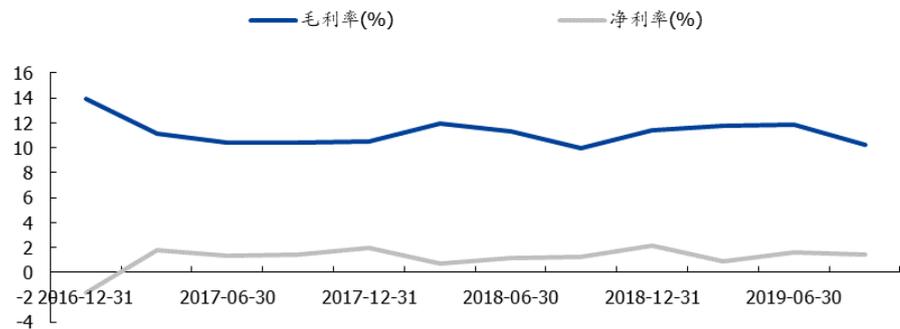
归属于上市公司股东的净利润 5.18 亿元，同比增长 39.09%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.69 亿元，同比增长 37.39%。超出市场预期。2) 公司前三季度营业收入增长 13.79%，单三季度增速达到 15.57%，行业整体下滑环境下，公司季度增速加速，充分体现 JDM 模式规模效应以及多年研发、品牌积累构筑的领军地位。3) 第三季度公司毛利率为 10.28%，比去年同期提升 0.35 个百分点，同期公司净利率为 1.46%，比去年同期提升 0.24 个百分点。即规模效应已经开始体现在毛利率和净利率的改善。

图表 23: 2016Q4-2019Q3 年公司单季度收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

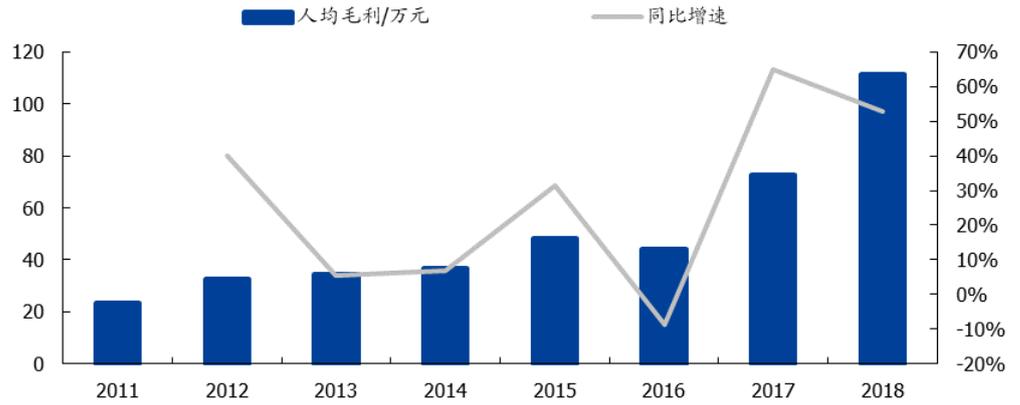
图表 24: 2016Q4-2019Q3 年公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

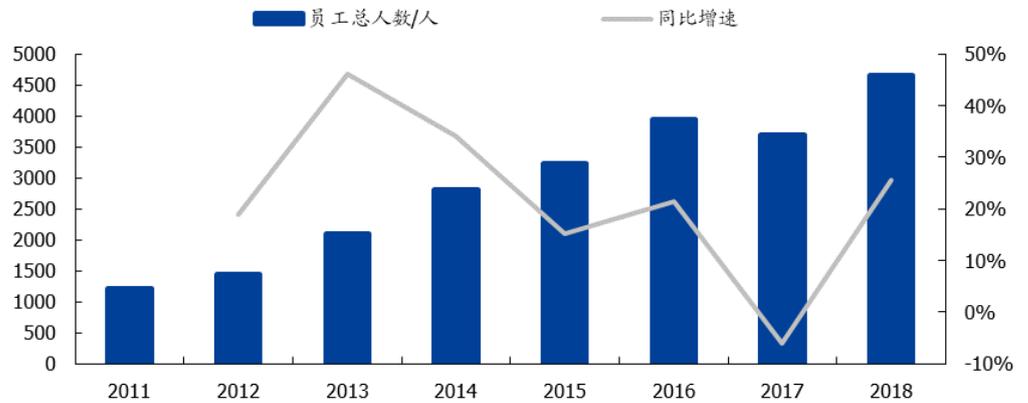
规模效应已经逐步体现在人均毛利、现金流、账期等方面。1) 2016 年以来公司人员规模增长相对稳定，但同期人均毛利润大幅增长，实际就是经营规模效应的体现。2) 前三季度经营活动产生的现金流量净额为-37.77 亿元，较上年同期增加 54.13%，主要系公司改善上下游账期、控制采购节奏、加强货款回收所致。3) 三季度利息费用为 6785.23 万元，同比下降 25%，佐证公司对上下游议价能力提升、账期错配收窄。另外，近三年公司存货、应收账款和应付账款周转天数均在改善，佐证规模效应形成的议价权。

图表 25: 2011-2018 年公司人均毛利润及增速



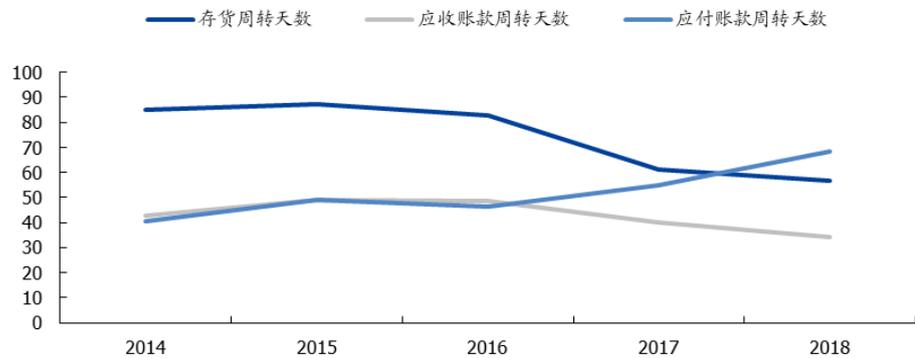
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 26: 2011-2018 年公司员工人数及增速



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 27: 2014-2018 年公司存货、应收账款和应付账款周转天数



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

二、风险提示

贸易摩擦加剧: 贸易摩擦特别是科技制裁影响相关行业发展。

财政支出不及预期: 近年政府财政状况较为紧张,影响相关部门对IT解决方案采购进度。

金融监管影响金融创新: 防控金融风险已经成为政府工作重点,整体金融环境处于收缩期、金融监管加强,相关机构业务重点回归传统金融,对金融创新形成负面影响,如消费金融、支付等领域。如果监管力度较大,还可能影响供应链金融等政策支持方向。

经济下行超预期: 宏观经济面临下行的趋势,如果超预期下行,可能影响企业整体投资。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com