

分析师: 唐月

登记编码: S0730512030001

tangyue@ccnew.com 021-50586635

行业高景气度下, 公司量价齐升加速前行

——浪潮信息(000977)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

买入(维持)

市场数据(2020-09-09)

发布日期: 2020年09月09日

收盘价(元)	30.81
一年内最高/最低(元)	50.26/23.68
沪深300指数	4584.59
市净率(倍)	4.96
流通市值(亿元)	444.01

基础数据(2020-6-30)

每股净资产(元)	7.84
每股经营现金流(元)	-3.65
毛利率(%)	11.88
净资产收益率-摊薄(%)	3.30
资产负债率(%)	68.27
总股本/流通股(万股)	144111.91/144111.91
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《浪潮信息(000977)深度分析: 新基建开启新机遇》 2020-04-30
- 2 《浪潮信息(000977)公司深度分析: 从3季报和上下游看浪潮的风险和机会》 2018-11-06
- 3 《浪潮信息(000977)调研简报: 云业务带来高增长, 海外业务即将发力》 2018-09-14

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

- 2季度公司收入190.51亿元, 同比增速高达60.81%, 较上季度增加了44.91个百分点, 超出了我们的预期, 净利润2.69亿元, 同比增长44.14%。细分领域的突破表现为:

(1) AI服务器: 2019年, 公司继续以50.7%的市场份额稳居中国市场第一, 保持了智慧计算领导者的地位。此外, 浪潮在人工智能专利申请方面位于行业第四, 入选中国预测分析和机器学习市场第一阵营。

(2) 海外业务: 2020上半年公司海外收入51.72亿元, 同比大幅增长了123.22%, 远超我们预期。海外收入占比达到17%, 达到2014年以来的新高。除了在欧美市场取得进展以外, 2020年公司的AI服务器业务在韩国也取得了较大的突破。

(3) 存储: 在最新的SPC-1国际测试中, 公司成为了唯一一家两大存储细分领域性能夺冠的厂商, 意味着公司已经在中端存储市场占据了竞争优势。同时在1季度的IDC数据中, 整体出货量增速高达50%, 闪存存储增速超460%, 分布式存储(SDS)增长186%, 领跑中国存储市场。

- 随着全球数据中心建设浪潮的到来, 行业上下游皆迎来高景气周期。2020年上半年Intel的数据中心集团业务增速高达42.7%, 2季度英伟达数据中心业务增速更是创出167%的历史新高。于此同时, 阿里和腾讯2季度的资本开支分别增长113.7%和117.0%, 表明巨头在疫情恢复以后, 进一步加大了新基建建设的步伐。

- 维持对公司“买入”的投资评级: 预计20-22年公司EPS为0.96元、1.49元、2.33元, 按9月9日收盘价30.81元计算, 对应PE为32.01倍、20.69倍、13.24倍, 考虑到行业发展的前景值得长期关注。

风险提示: 中美贸易关系影响芯片供应。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	46,941	51,653	69,887	94,487	137,479
增长比率(%)	84.2	10.0	35.3	35.2	45.5
净利润(百万元)	659	929	1,387	2,146	3,354
增长比率(%)	54.0	41.0	49.3	54.7	56.3
每股收益(元)	0.46	0.64	0.96	1.49	2.33
市盈率(倍)	67.4	47.8	32.0	20.7	13.2

资料来源: 贝格数据, 中原证券

内容目录

1. 半年报财务指标：收入增速超预期，主动加大存货减少供货风险	4
1.1. 业绩表现：2 季度收入增速超预期	4
1.2. 盈利指标：2 季度规模效应持续显现，但是受到资产减值影响净利率下滑	4
1.3. 国际形势的不确定性下，公司积极加大备货，存货大幅增长	6
1.4. 现金流量：受到存货因素影响，经营性现金流流出金额加大	7
2. 子公司和分项业务：AI 服务器、存储、海外业务皆有不错的表现	8
2.1. 浪潮商用：销量下滑明显，下半年或仍有销售压力	8
2.2. AI 服务器：公司占据全面领先优势	9
2.3. 分区域：上半年海外业务发展超预期	12
2.4. 存储：中端存储、闪存和分布式存储市场双双取得佳绩	13
3. 2020 年巨头资本投入加快，服务器行业或将迎来持续景气周期	13
3.1. 同行对比：服务器行业上半年整体维持较高景气度，公司继续全球领涨	13
3.2. 上游：服务器芯片市场景气度逐级提升，GPU 需求爆发式增长	16
3.3. 下游之数据中心：下半年融资完成后，第三方 IDC 厂商的资本投入有望加快	17
3.4. 下游之云计算：疫情下云业务维持高景气度，阿里腾讯加大基建投入步伐	18
4. 估值与投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：2011-2020H 公司业绩情况	4
图 2：2017Q1-2020Q2 公司单季度业绩表现	4
图 3：2017Q1-2020Q2 公司单季度盈利能力	5
图 4：2017Q1-2020Q2 公司单季度盈利能力	5
图 5：2013-2020H Intel 数据中心集团业务占比	6
图 6：2019 年 Intel 分区域收入来源	6
图 7：2017Q1-2020Q2 公司单季度盈利能力	7
图 8：2011-2020H 公司收现比	7
图 9：2011-2020H 公司净现比	8
图 10：2018H-2020H 浪潮商用半年度业绩表现	8
图 11：2020Q1 全球不同价位服务器的增速	9
图 12：2016-2019 中国 AI 服务器市场规模及增速	9
图 13：2018 年中国 AI 服务器的行业分布	10
图 14：2019 中国 GPU 服务器厂商销售额占比	10
图 15：公司人工智能解决方案	11
图 16：中国人工智能领域企业专利数量排名	11
图 17：中国预测分析和机器学习市场大型厂商	11
图 18：2011-2020H 公司分区域收入情况（百万元）	12
图 19：2020Q1 全球主要服务器厂商增速（销售额）	14
图 20：2020Q1 全球主要服务器厂商增速（出货量）	14
图 21：2020Q1 全球主要区域服务收入增速	14
图 22：2020Q1 全球主要服务器厂商份额（销售额）	15
图 23：2020Q1 全球主要服务器厂商份额（出货量）	15

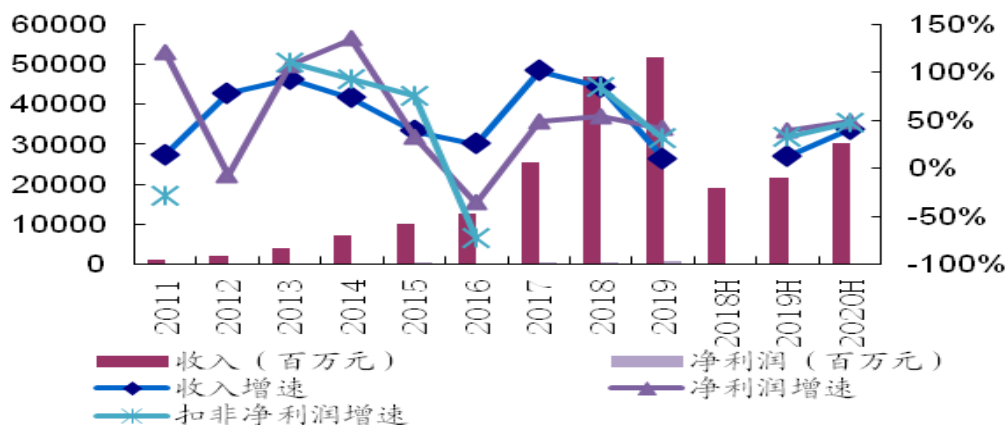
图 24: 2020Q1 中国 X86 服务器厂商份额 (销售额)	15
图 25: 2019Q1 中国 X86 服务器厂商份额 (销售额)	15
图 26: Intel 数据中心集团业务收入及增速	16
图 27: 英伟达数据中心业务收入及增速	17
图 28: 2017Q1-2020Q2 数据中心行业资本性投入情况	18
图 29: 全球 IT 基础设施结构	19
图 30: 2020Q1 中国公有云 IaaS+PaaS 厂商市场份额	19
图 31: 国内云计算厂商收入及增速 (亿美元)	20
图 32: 国内云计算厂商资本开支及增速 (亿元)	20
表 1: 服务器行业公司半年报业绩情况对比	15
表 2: 主要服务器厂商融资状况 (亿元)	16
表 3: IDC 行业公司半年报业绩情况	17
表 4: 主要 IDC 公司股权融资状况 (亿元)	18

1. 半年报财务指标：收入增速超预期，主动加大存货减少供货风险

1.1. 业绩表现：2 季度收入增速超预期

2020 年上半年，公司实现销售收入 302.86 亿元，同比增长了 40.60%；净利润 4.06 亿元，同比增长 48.45%；扣非净利润 3.55 亿元，同比增长 47.53%，整体表现非常亮眼。

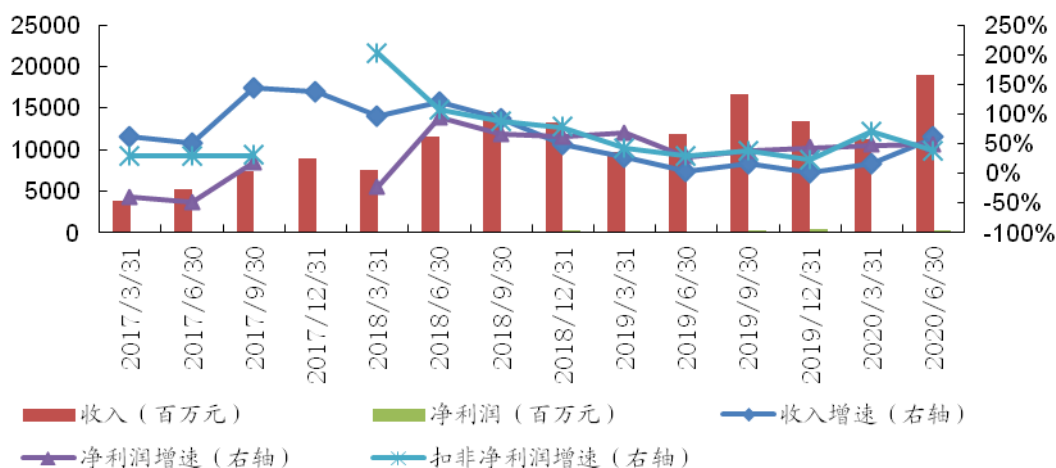
图 1：2011-2020H 公司业绩情况



资料来源：公司公告，中原证券

2 季度来看，公司收入 190.51 亿元，同比增速高达 60.81%，较上季度增加了 44.91 个百分点，超出了我们的预期；净利润 2.69 亿元，同比增长 44.14%，较上季度增加了 0.93 个百分点；扣非净利润 2.69 亿元，同比增长 48.77%。

图 2：2017Q1-2020Q2 公司单季度业绩表现



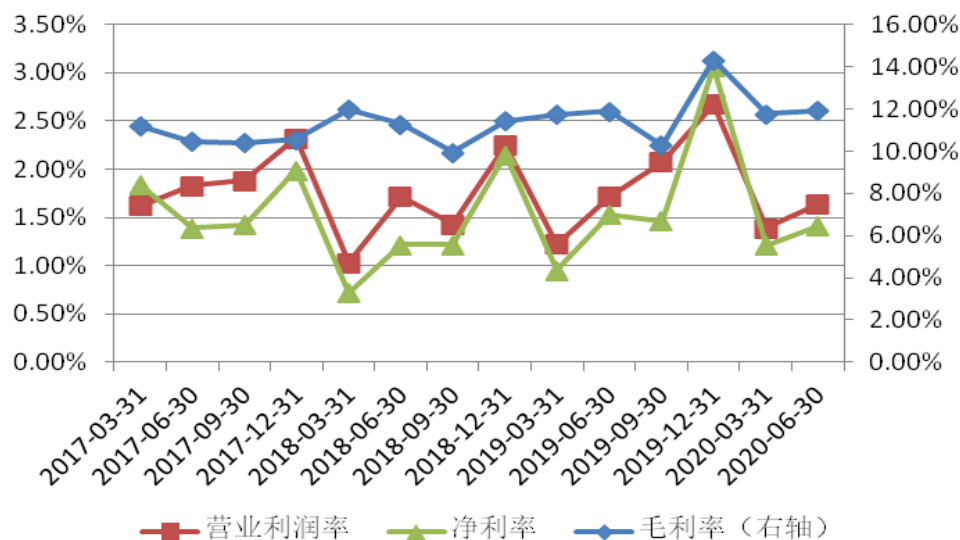
资料来源：公司公告，中原证券

1.2. 盈利指标：2 季度规模效应持续显现，但是受到资产减值影响净利率下滑

2 季度，公司毛利率、营业利润率、净利润分别为 1.94%、1.64%、1.41%，分别较上年同期提高了 0.06%、-0.08%、-0.11%个百分点。根据行业数据，公司近年来产品单价持续提升，同

时毛利率也保持了提升趋势，我们认为这一方面是公司 JDM 模式推行的结果，同时也是公司 AI 服务器等高端化产品在公司收入占比持续提升的结果。

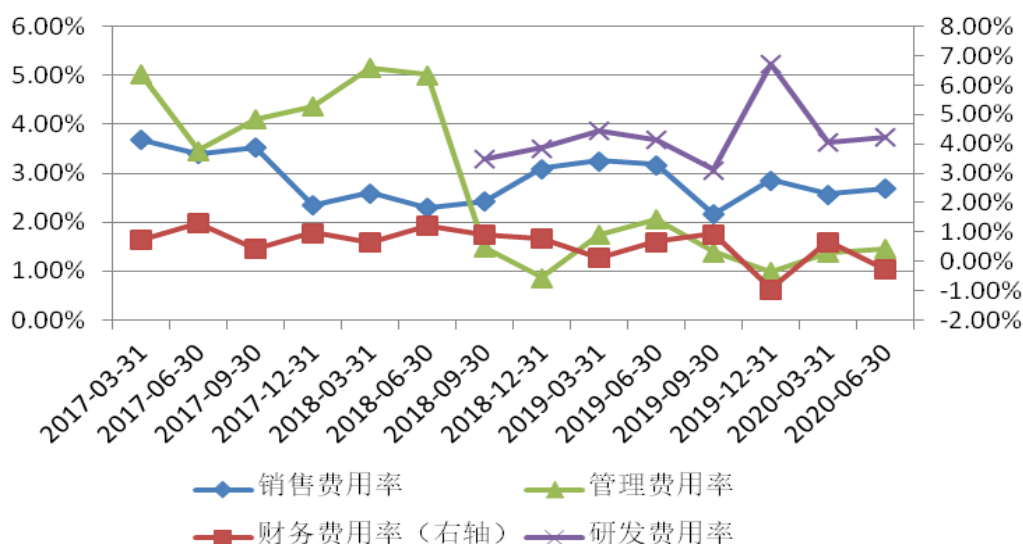
图 3：2017Q1-2020Q2 公司单季度盈利能力



资料来源：公司公告，中原证券

费用率总体下降。2 季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 2.7%、1.46%、-0.28%、4.24%，分别较上年提升了-0.48、-0.60、-0.95 和 0.09 个百分点。随着 3 月配股的完成，公司资金压力减轻。同时管理费用率和销售费用率的下滑，也体现出了更好的规模效应。在 JDM 模式的推广下，公司研发费用率仍有进一步提升的趋势。

图 4：2017Q1-2020Q2 公司单季度盈利能力



资料来源：公司公告，中原证券

公司盈利能力下滑主要原因来自于资产减值损失和信用减值损失的增加，两项合计达到 2.36 亿，而上年同期仅为 0.47 亿。考虑到 2019 年 4 季度公司计提的资产减值和信用减值较高，全年来看这部分减值的对全年的影响将逐季减弱。

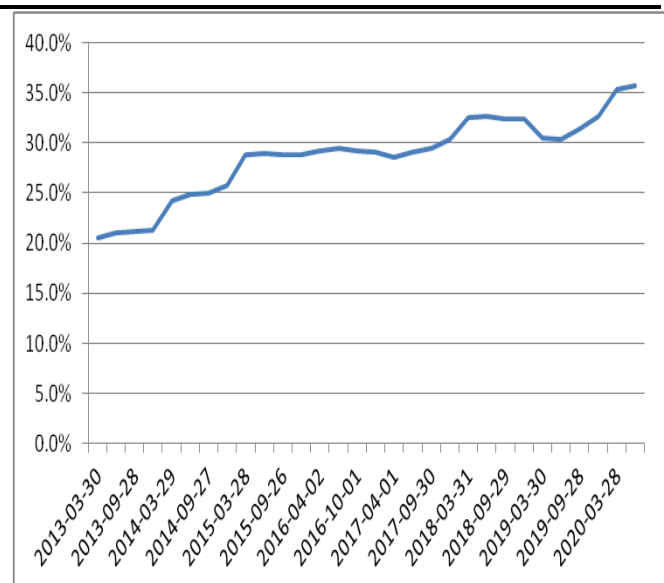
1.3. 国际形势的不确定性下，公司积极加大备货，存货大幅增长

2020 年 6 月底，美国政府将包括公司在内的 20 家中国科技公司列为“中国军事公司或归中国人民解放军‘拥有或控制的公司’，以方便今后对这些公司施加新的制裁。受此影响，Intel 根据美国相关法律对供应链做出一些相应的调整，因而不得不临时性暂停对公司供货不到 2 周时间。

公司作为全球第三大服务器厂商，与 Intel 有长期深入的合作，同时 Intel 的 CPU 芯片在中国甚至是全球的垄断地位都是不容置疑的。从这个角度上来说，一旦发生政治风险危及 Intel 对公司的供货，其影响一定是双方面的。

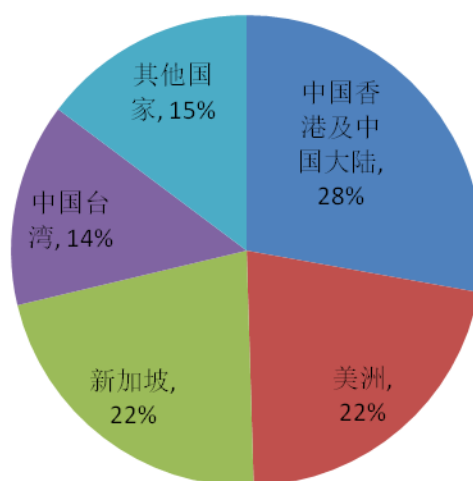
从 Intel 的角度来看，数据中心集团凭借高景气度的发展，今年来在其收入占比中持续增长，截止 2020 年 2 季度已经达到 35.7%。同时 2019 年，Intel 来自中国香港及中国大陆的收入占比已经高达 27.83%，超过了美国的 21.70% 的占比。在 2020 年芯片行业景气度下滑的大背景下，Intel 的 7nm 进程也遭遇不顺，一旦政策风险发生，市场已经很难再找到对公司的替代方，Intel 势必也将面临多重困境，所以 Intel 也会努力游说政府，阻止政策的推出。

图 5：2013-2020H Intel 数据中心集团业务占比



资料来源：Intel 公告，Wind，中原证券

图 6：2019 年 Intel 分区域收入来源

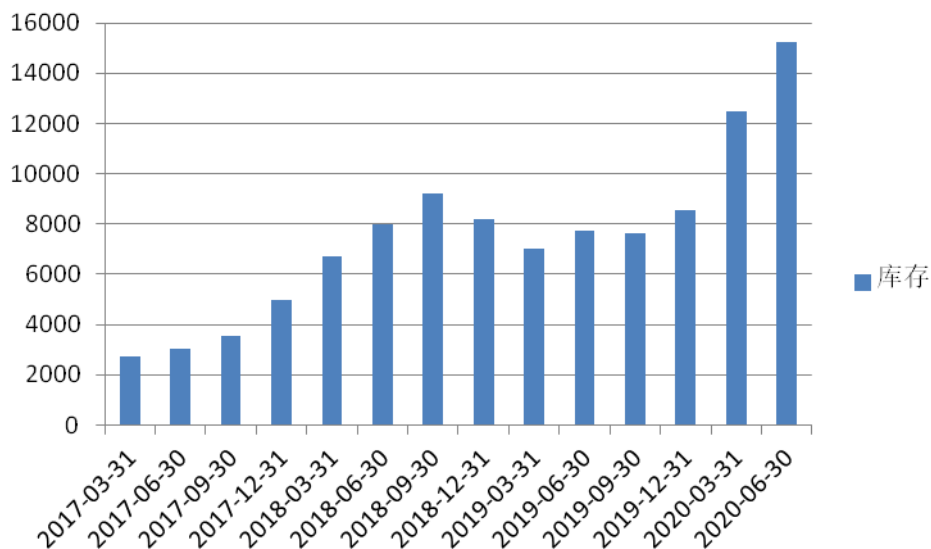


资料来源：Intel 公告，Wind，中原证券

反之从公司角度来看，2019 年年报来看公司向 Intel 采购金额高达 178.96 亿元，占 2019 年公司采购金额的 37.53%。同时根据 IDC 和 Mercury Research 的数据，2019 年 4 季度全球服务器销售额中有 88% 来自 X86 服务器，而全球 X86 芯片中有 95.5% 来自 Intel，4.5% 来自 AMD，Intel 在全球服务器市场中地位仍然坚不可摧，即使我国推行国产化替代仍然没有办法短时改变行业格局。

为了应对国际形势和疫情带来的不确定性，公司 2020 年加大了备货力度。一季度和二季度存货环比分别增长了 46% 和 22%，而从半年报来看增长的存货主要集中在原材料和库存商品中。

图 7: 2017Q1-2020Q2 公司单季度盈利能力

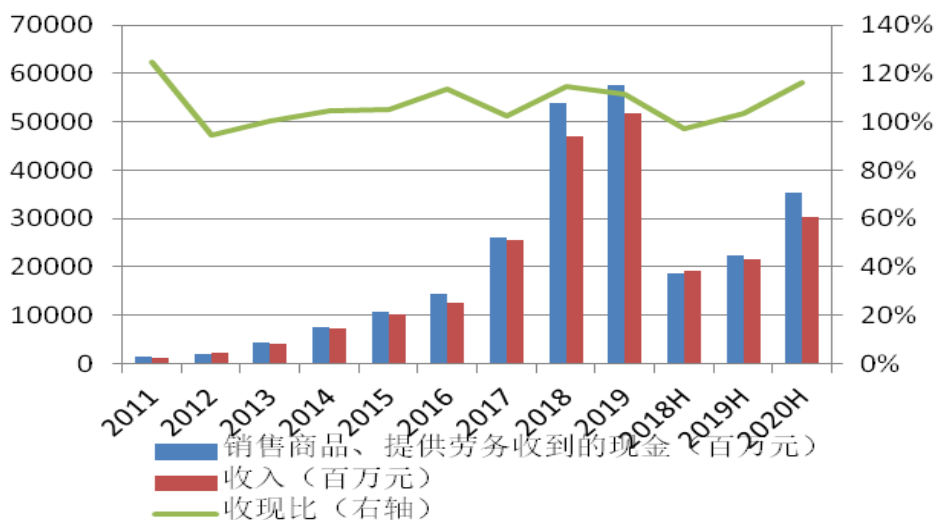


资料来源: 公司公告, 中原证券

1.4. 现金流量: 受到存货因素影响, 经营性现金流流出金额加大

上半年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 352.47 亿元, 高于上半年收入 302.86 亿元, 收现比进一步提高到 1.16, 收款情况良好。

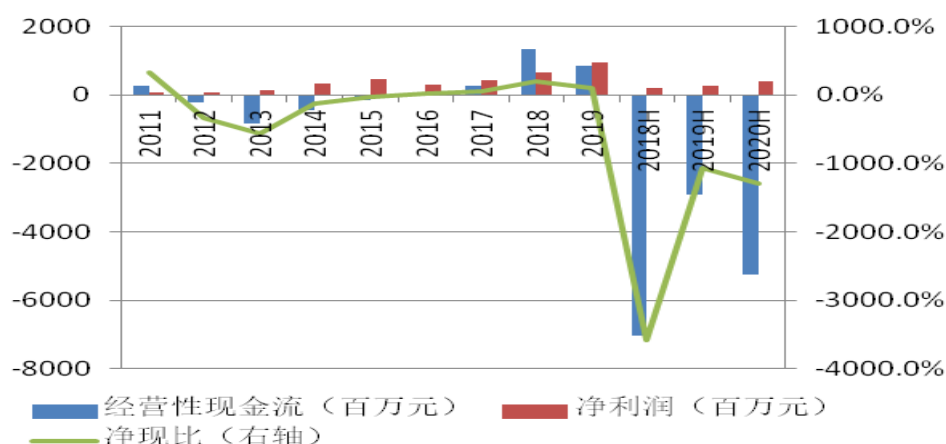
图 8: 2011-2020H 公司收现比



资料来源: 公司公告, 中原证券

上半年公司经营性现金流-52.58 亿元, 较上年增加了 23.30 亿元。考虑到半年报存货相对上一年增长了 74.81 亿元, 除去这一因素, 公司实际经营性现金流较上年已经有了较大的改善。

图 9：2011-2020H 公司净现比



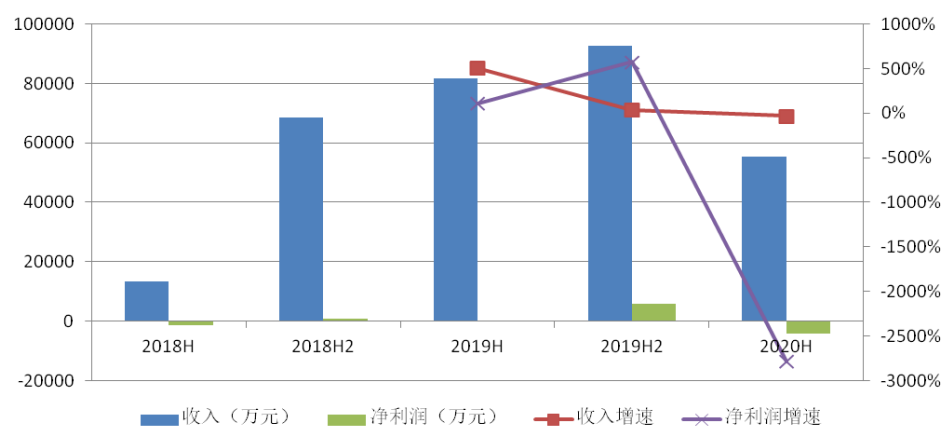
资料来源：公司公告，中原证券

2. 子公司和分项业务：AI 服务器、存储、海外业务皆有不错的表现

2.1. 浪潮商用：销量下滑明显，下半年或仍有销售压力

上半年，公司与 IBM 合资的浪潮商用实现销售 5.54 亿元，较上年同期的 8.17 亿元下跌了 32.2%，受此影响浪潮商用上半年有盈转亏 4293 万元。

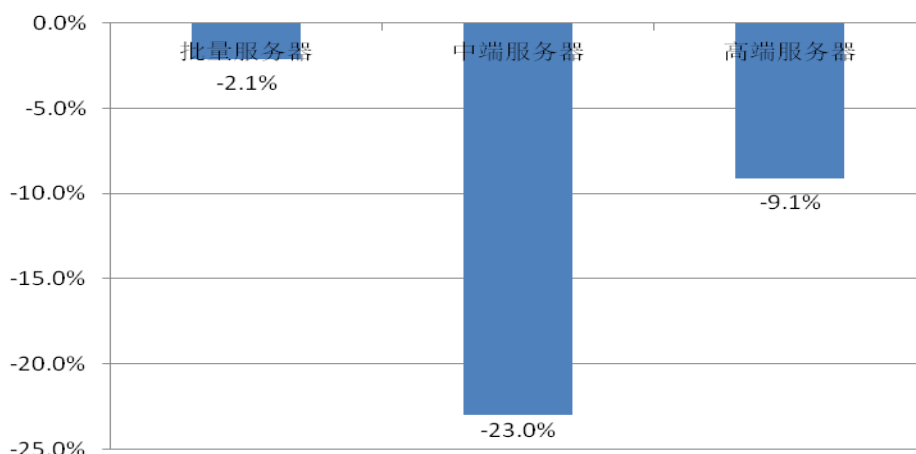
图 10：2018H-2020H 浪潮商用半年度业绩表现



资料来源：公司公告，中原证券

从 IDC 数据来看，1 季度全球服务器市场中，中端服务器在疫情形势下销售额下滑最为明显，达到 23%，而在大型数据中心需求的支持下，低端的批量服务器市场最为坚挺。

图 11: 2020Q1 全球不同价位服务器的增速



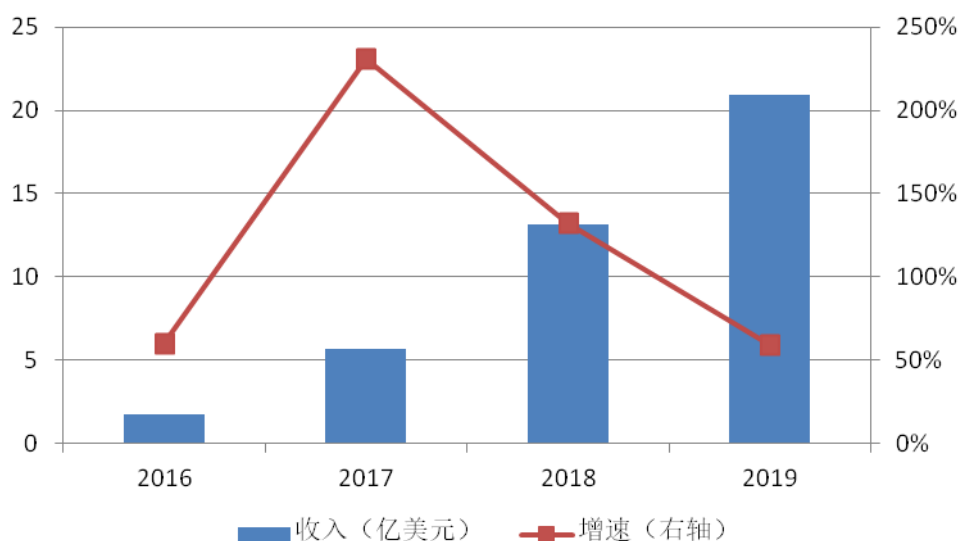
资料来源: IDC, 中原证券

考虑到 IBM 下一代 7nm 工艺芯片 POWER10 即将在 2021 年推出,我们判断浪潮商用下半年的需求或仍将继续受到压制。

2.2. AI 服务器: 公司占据全面领先优势

AI 服务器已经占据了中国服务器市场 10%以上的份额。根据 IDC 的数据,2019 年中国 AI 服务器行业收入 20.9 亿美元,同比增长 58.7%。同时根据 IDC 数据,2019 年中国 X86 服务器收入规模为 176.84 亿美元,AI 服务器在 X86 服务器中占比约为 11.82%,首次达到两位数的份额。同时中国 AI 服务器在全球占比由 2018 年的 19.2%提升至 2019 年的 23.5%,已经超过了中国 X86 服务器在全球 22.1%的占比,表明 AI 服务器正在中国市场的沃土中茁壮成长。2020 年随着英伟达数据中心业务收入的加速增长,我们判断 2020 年 AI 服务器将进入加速发展期。

图 12: 2016-2019 中国 AI 服务器市场规模及增速

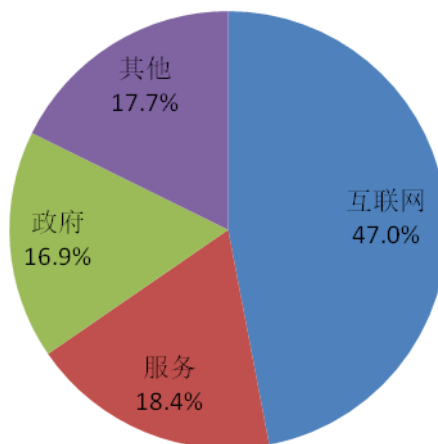


资料来源: IDC, 中原证券

2019 年 AI 服务器部署需求已经在加速向传统行业蔓延。从中国 AI 服务器市场的行业占比来看,2019 年互联网行业占比 47%,受到传统领域需求爆发的影响,较上年同期下滑了 16.2

个百分点；服务行业占比 18.4%，较上年同期增加了 11.4 个百分点，迎来了爆发式的增长；政府需求占比 16.9%，较上年同期增加了 1.8 个百分点。

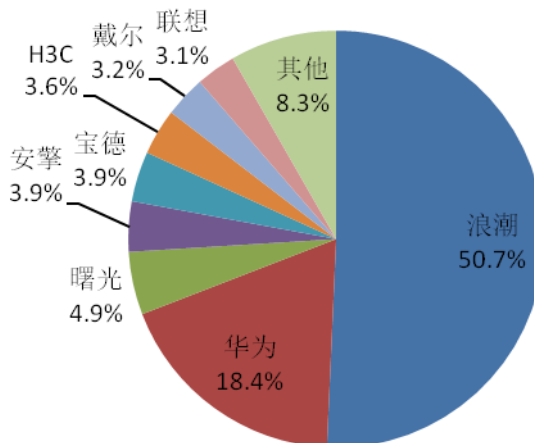
图 13: 2018 年中国 AI 服务器的行业分布



资料来源: IDC, 中原证券

公司连续 3 年在 AI 服务器市场占据半数以上市场份额。2019 年，公司继续以 50.7% 的市场份额稳居中国市场第一，保持了智慧计算领导者的地位，同时占比较上年同期略微上涨了 0.6 个百分点。此外，公司在阿里、腾讯、百度的 AI 服务市场占比高达 90%。

图 14: 2019 中国 GPU 服务器厂商销售额占比



料来源: IDC, 中原证券

以 2019 年 IDC 数据进行测算，公司 AI 服务器占收入比例约为 14%。同时作为 GPU 供应商，英伟达 2019 年首次出现在公司前 5 大客户之中，以 7.8% 的比例成为仅次于英特尔（37.53%）的第二大供应商。

除了销售 AI 服务器，公司在 2019 年还推出了元脑生态计划，为客户提供更多工具化的能力，来帮助客户顺利推进 AI 进程。元脑平台具备 AI 开发核心能力的左手伙伴和具备行业整体方案交付能力的右手伙伴共同组成，实现了在人工智能领域的能力输出。

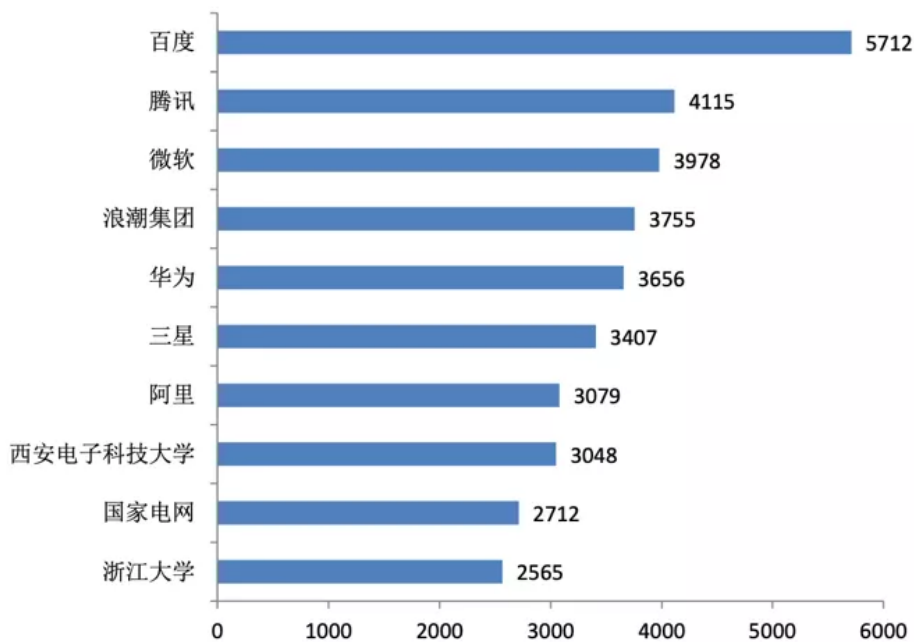
图 15: 公司人工智能解决方案



料来源：公司网站，中原证券

根据 2019 年 12 月国家工业信息安全研究中心发布的《人工智能中国专利技术分析报告》，浪潮位居行业第四，专利总计 3755 件，紧随百度、腾讯、微软之后。这背后折射出浪潮在 AI 领域的努力与积淀，也将为其在人工智能领域的发展奠定坚实的基础。

图 16: 中国人工智能领域企业专利数量排名



料来源：《人工智能中国专利技术分析报告》，中原证券

此外，在 2020 年 7 月国际权威分析机构 Forrester 发布的报告《Now Tech: Predictive Analytics And Machine Learning In China, Q3 2020》中，公司与阿里云、百度、腾讯云、第四范式等企业入选中国预测分析和机器学习市场第一阵营（大型厂商）。

图 17: 中国预测分析和机器学习市场大型厂商

NOW TECH

Predictive
Analytics And
Machine Learning
In China

Q3 2020

LARGE >RMB 200M in annual category revenue

4Paradigm
Alibaba Cloud
Baidu
Beagle Data
Huawei

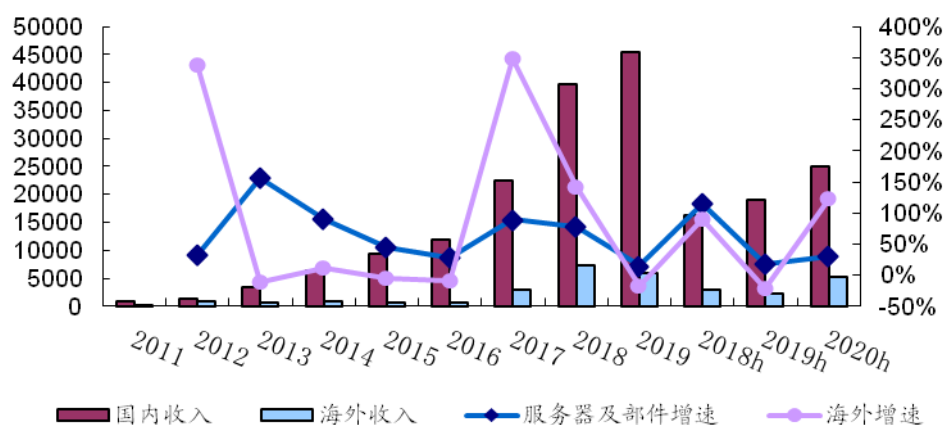
Inspur
JD Cloud & AI
Percent*
Tencent Cloud

资料来源：Forrester，中原证券

2.3. 分区域：上半年海外业务发展超预期

2020 上半年公司海外收入 51.72 亿元，同比大幅增长了 123.22%，远超我们预期。海外收入占比达到 17%，达到 2014 年以来的新高。

图 18：2011-2020H 公司分区域收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券

美国方面，总体来看进展较为缓慢。2018 年起公司开启了在美国建厂事宜，其中在美国厂区项目已经完成，总计投入 1.35 亿元；公司建设美国办公区展厅和厂区改造项目方面的花费为 9238 万元，上半年进展较为缓慢。美国公司 Inspur Systems, Inc. 上半年实现收入 220 万，亏损 1737 万元。此外，8 月公司在向全球最大的硬盘、磁盘和读写磁头制造商希捷提供了近千台服务器以后，又为其定制了 ISPIM 物理基础设施管理平台为核心的自动化运维解决方案，满足了其数万台服务器的运维需求。

欧洲方面，公司的存储产品已经取得了一定突破。2019 年 10 月报道，公司已经与欧洲顶级渠道商 AB Group、ALSO、Duttenhofer 分别达成战略合作。2020 年 8 月存储产品 AS5500G5 中标波兰最大的医疗保健机构约翰·保罗二世医院的存储采购项目。

韩国方面，2020 年公司的 AI 服务器业务也取得了较多的突破。2020 年 5 月韩国最大音源

网站 Me10n 采购了公司的 NF5280M5; 6 月韩国 SK 集团也选择了公司的 NF5280M5 作为业务上云的基础架构; 7 月, 韩国 Kakao 的 AI 实验室提供了高密度推理服务器 NF5468M5 为核心的解决方案。

2.4. 存储：中端存储、闪存和分布式存储市场双双取得佳绩

在企业级存储方面, 根据 IDC 数据, 2020Q1 浪潮存储实现逆势增长, 整体出货量增速高达 50%, 闪存存储增速超 460%, 领跑中国存储市场。

在 2020 年 6 月的 SPC-1 国际测试中, 浪潮存储 AS5500G5 以超 330 万 IOPS 夺得 8 控存储性能全球第一, 同时公司的 AS5600G2 3 月也获得了 16 控存储产品 SPC-1 性能测试全球第一。至此, 公司成为了唯一一家在两大存储细分领域性能夺冠的厂商。而 8 控和 16 控存储主要覆盖 15k-100k 美元市场, 占据存储市场份额的 60%, 公司此次夺冠也意味着在主流存储市场占据了竞争优势。

在分布式存储方面, 公司 1 季度分布式存储 (SDS) 销售额和出货量同比分别增长 186% 和 512%, 增速居中国第一, 是行业销售额增速 25.9% 的 7 倍。一季度 Top5 存储厂商出货量中有 30% 是分布式架构产品, 作为一个蓝海市场, IDC 预测中国 SDS 市场全年增速 33.6%, 未来 5 年复合增速超 14%, 公司在该领域的增长趋势将有助于其早日实现存储领域全球第 5 的发展目标。

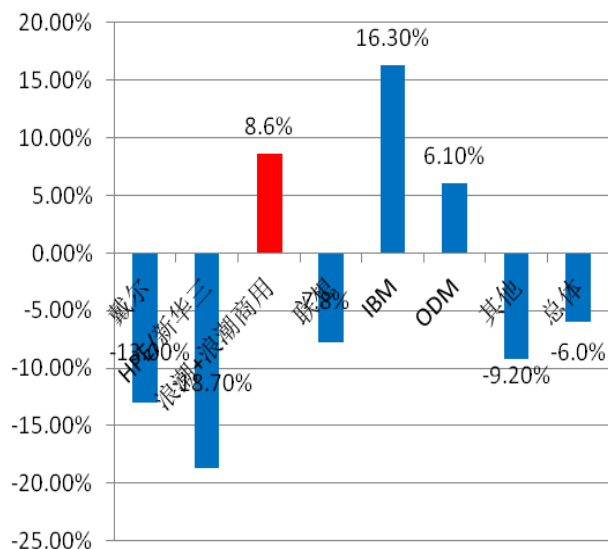
3. 2020 年巨头资本投入加快, 服务器行业或将迎来持续景气周期

3.1. 同行对比：服务器行业上半年整体维持较高景气度, 公司继续全球领涨

根据 IDC 数据, 2020 年 1 季度, 公司收入和出货量分别增长了 8.6% 和 3%, 而同期全球服务器收入和出货量分别下滑了 6% 和 0.2%, 表明公司服务器销售不但实现了逆势增长, 而且在全球服务器单价下滑的大背景下, 公司产品单价也在提升, 体现出了高质量的领涨态势。

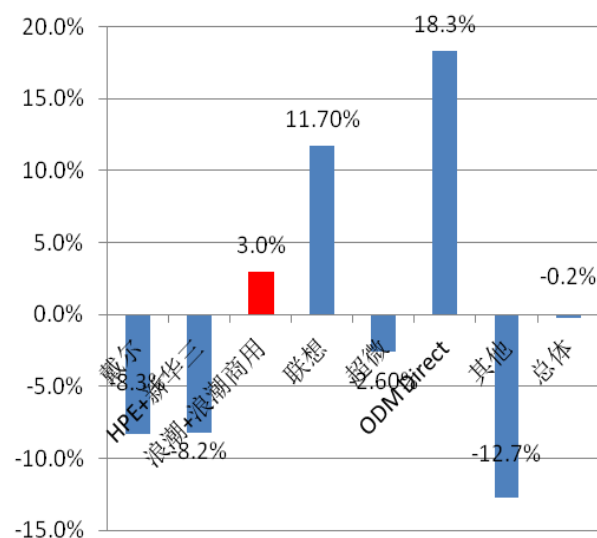
同时 1 季度 ODM 厂商出货量大幅增长了 18.3%, 表明大型数据中心需求复苏是支撑 1 季度全球服务器景气度的最重要因素。

图 19: 2020Q1 全球主要服务器厂商增速 (销售额)



资料来源: IDC, 中原证券

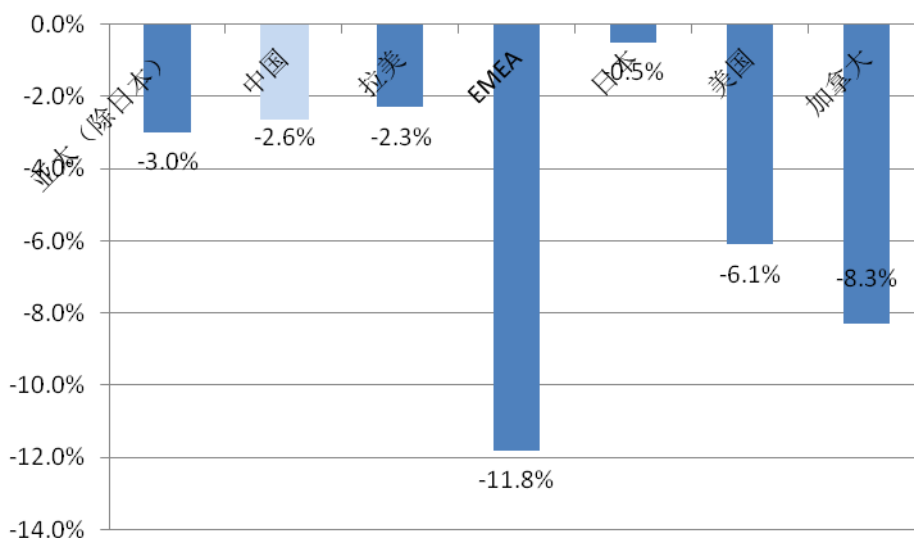
图 20: 2020Q1 全球主要服务器厂商增速 (出货量)



资料来源: IDC, 中原证券

而从区域来看, 受到疫情的影响 2020 年 1 季度中国服务器收入下滑 2.6%, 增速落后于日本和拉美。我们认为在这样的大环境下, 浪潮能实现增长, 本身也是和公司的客户结构、与公司互联网行业高占比有重要的相关性。

图 21: 2020Q1 全球主要区域服务收入增速

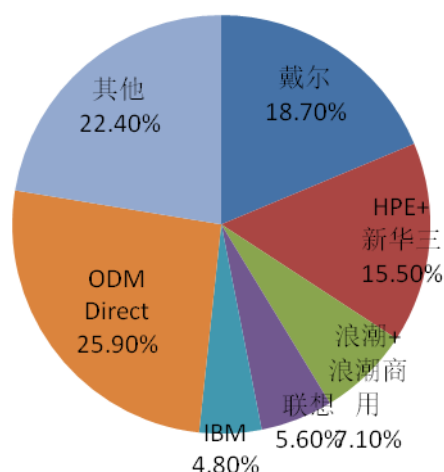


资料来源: IDC, 中原证券

从收入份额来看, 公司 1 季度的收入在全球占比达到 7.1%, 较上年同期增长了 0.9 个百分点, 而戴尔和 HP 分别下滑了 1.5 和 2.3 个百分点, 公司与行业头部厂商的差距进一步缩小。

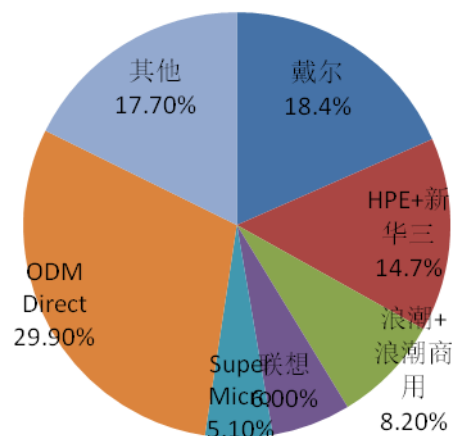
在出货量份额方面, 公司在全球占比 8.2%, 同比增长 0.3 个百分点, 而戴尔和 HP 分别下滑了 1.6 和 1.0 个百分点。

图 22: 2020Q1 全球主要服务器厂商份额 (销售额)



资料来源: IDC, 中原证券

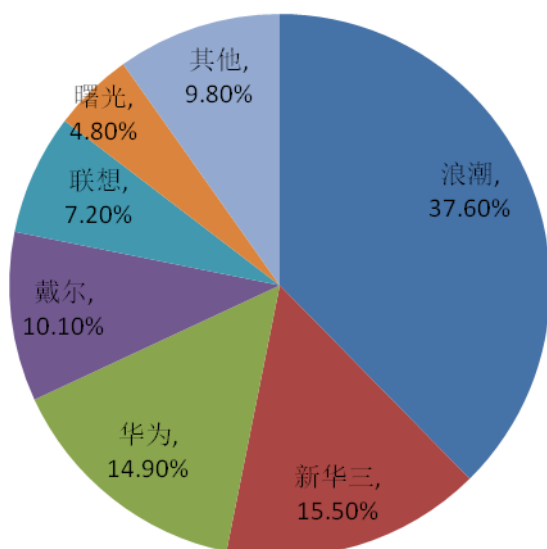
图 23: 2020Q1 全球主要服务器厂商份额 (出货量)



资料来源: IDC, 中原证券

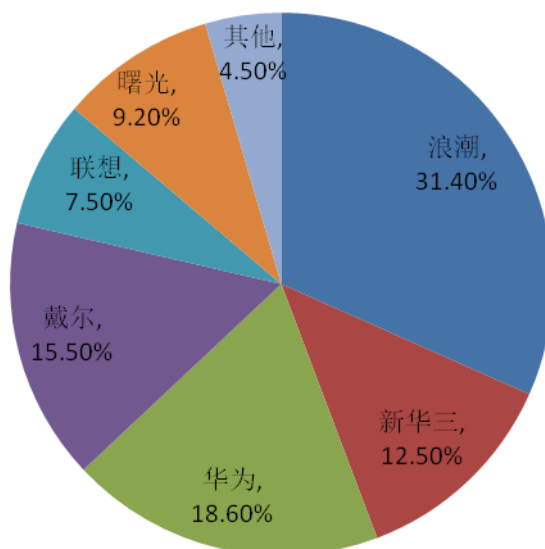
根据 Gartner 数据, 2020 年 1 季度, 在中国 X86 服务器市场中, 公司份额达到 37.6%, 较上年继续提高了 6.2 个百分点。戴尔份额从上年 15.5% 缩减到 10.1%, 而曙光和华为在美国禁令的影响下, 份额分别从 9.2% 和 18.6% 下降到 4.8% 和 14.9%。海外巨头份额缩减和美国实体清单影响下, 浪潮和新华三成为了国内市场最大的受益方。

图 24: 2020Q1 中国 X86 服务器厂商份额 (销售额)



资料来源: IDC, 中原证券

图 25: 2019Q1 中国 X86 服务器厂商份额 (销售额)



资料来源: IDC, 中原证券

除了海外巨头和曙光, 三家国内厂商上半年服务器相关收入皆同比增长, 维持了较高的景气度。同行对比来看, 公司在 2019 年增速逊于新华三, 但是在 2020 年上半年, 从服务器相关业务的收入来看, 增速是行业里最高的。

表 1: 服务器行业公司半年报业绩情况对比

公司	1 季度增速		2 季度增速		2020H 服务器业务			2019 年服务器业务			
	收入	净利润	收入	净利润	收入 (亿元)	增速	占比公司收入	收入 (亿元)	增速	占公司总收入	销量 (万台)

公司	16%	48%	61%	44%	302.06	40.96%	99.74%	514.01	10.08%	99.5%	145.07
联想集团	-10%	-64%	7%	31%	\$28.35	8.35%	11.8%	\$55.39	-8.49%	10.7%	
紫光股份	-18%	-33%	46%	34%	152.37	28.39%	59.64%	290.24	33.25%	53.65%	
中科曙光	-8%	16%	-18%	26%	31.87	-16.68%	79.9%	75.04	4.22%	78.8%	21.18
戴尔*	-10%		-5%		\$79.54	-7.69%	18%	\$171.27	-14.16%	19%	
HPE*	-20%	-4.6%	1%	-4.4%	\$60.29	-10.26%	47 %	\$125.72	-10%	44%	

资料来源：上市公司公告，中原证券

此外，行业内主要公司，皆在 A 股开启了融资事宜，为新的业务布局和发展做准备。

表 2：主要服务器厂商融资状况（亿元）

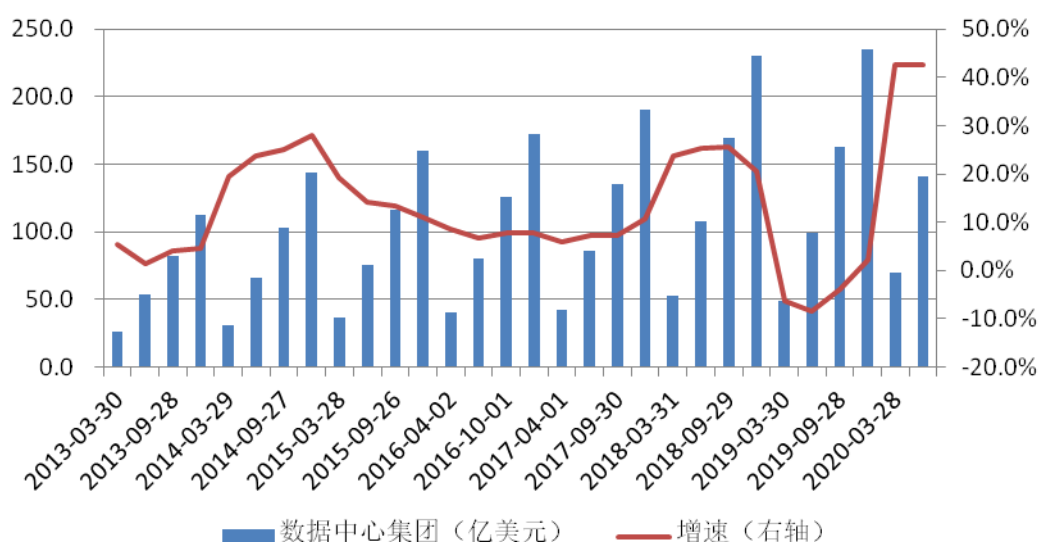
公司	预案公告日	预计募资	融资方式	目的	进度
紫光股份	2020.4.30	120	定增	项目融资	发审委/上市委通过
浪潮信息	2019.7.18	19.4	配股	还贷及补流	2020.3.27 完成
	2020.5.21	30	公司债		
中科曙光	2020.4.23	47.8	定增	项目融资	证监会通过
东华软件	2020.5.16	40.13	定增	项目融资	股东大会通过

资料来源：上市公司公告，中原证券

3.2. 上游：服务器芯片市场景气度逐级提升，GPU 需求爆发式增长

随着全球数据中心建设浪潮的到来，加之中美博弈深入导致国内厂商加大备货力度，2020 年 Intel 的数据中心集团业务重回高增长态势，上半年收入 141.1 亿美元，增速高达 42.7%。

图 26：Intel 数据中心集团业务收入及增速



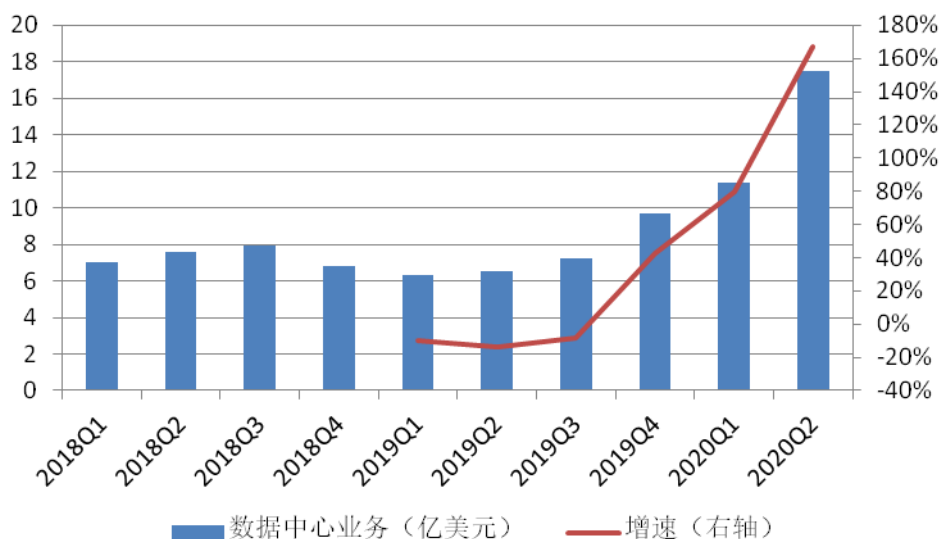
资料来源：Intel 公告，Wind，中原证券

AMD 方面，2020 年 2 季度虽然没有公布服务器业务的具体收入，但是公司称旗下的服务器芯片 Epyc 的收入较上年增长了一倍以上。

英伟达方面，随着 AI 服务器需求的增长，服务器对 GPU 的需求快速增长，2020 年 2 季度

其数据中心业务营收 17.5 亿美元，同比增速达到 167%，增速处于逐季提升的过程中。

图 27：英伟达数据中心业务收入及增速



资料来源：英伟达公告，中原证券

3.3. 下游之数据中心：下半年融资完成后，第三方 IDC 厂商的资本投入有望加快

第三方数据中心来看，除网宿科技（2019 年出售秦淮数据）、鹏博士以外，行业内公司上半年 IDC 业务收入皆实现了正增长，行业维持了较高的景气度。

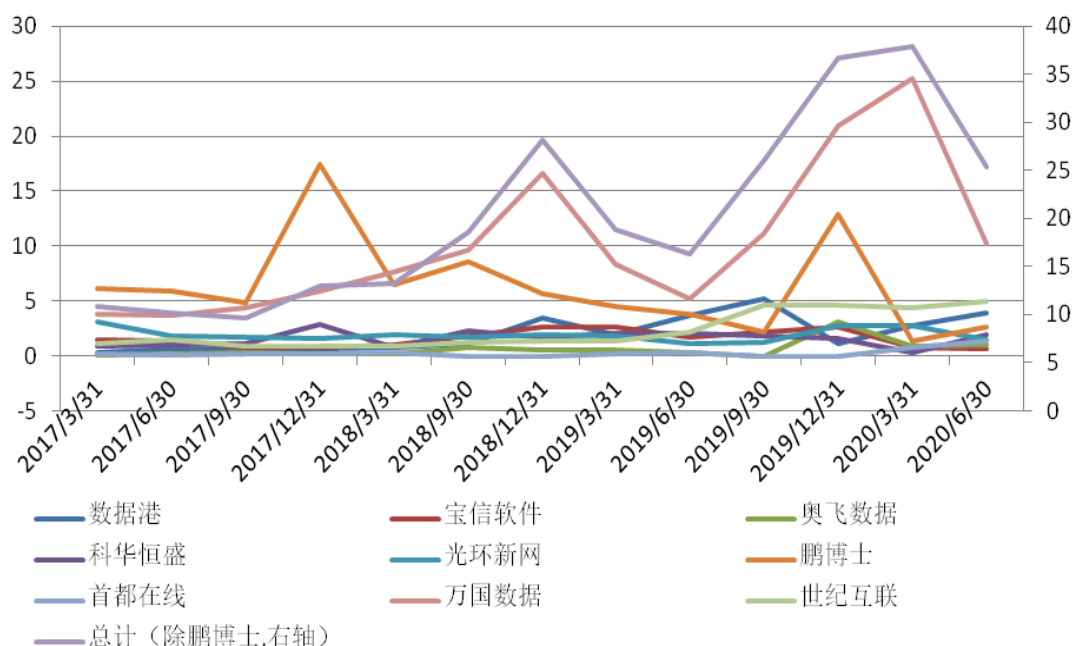
表 3：IDC 行业公司半年报业绩情况

公司	1 季度增速		2 季度增速		2020H IDC 业务			2019 年 IDC 业务		
	收入	净利润	收入	净利润	收入（亿元）	增速	机架（万架）	收入（亿元）	机架（万架）	利用率
EQUINIX	6%	1%	6%	-7%	\$29.15	6%		\$55.62		
万国数据	39%	33%	36%	-8%	25.67	37%		40.95		69.0%
世纪互联	25%	-2560%	29%	-1519%	23.35	27%	4.405	37.89	3.63	65.6%
宝信软件	-7%	46%	50%	88%	11.70	32%		20.55	2+	
光环新网	48%	13%	-15%	17%	8.07	8%	3.8	15.61	3.6	77.83%
鹏博士	-17%	58%	3%	21642%	7.03	-0.2%	3	15.94		
科华恒盛	2%	-14%	6%	41%	5.75	3%	2.5	15.38**	2	
数据港	-9%	-19%	11%	-6%	3.94	1%	4.436*	7.00	2.82*	
奥飞数据	37%	351%	-57%	-16%	3.42	70%	0.96	4.47	0.72	
首都在线	34%	25%	40%	-15%	2.52	21%	0.3+	4.13	0.33	
网宿科技	-6%	-21%	0.2%	-87%	1.49	-61%		5.14		
龙宇燃油	-26%	-213%	-1%	950%	0.81	5606%	0.33	0.3249	0.33	

资料来源：上市公司公告，中原证券（*数据港的机柜数折算成 5W 千瓦机柜）

资本性投入方面，2020 年上半年第三方数据中心企业的资本性投入整体维持了较高的景气度，在 1 季度疫情发生的大背景下，达到了 38 亿峰值。

图 28: 2017Q1-2020Q2 数据中心行业资本性投入情况



资料来源：上市公司公告，Wind，中原证券

在政府新基建政策下，随着相关上市公司融资计划的完成，我们预计 2020 年下半年行业仍将维持较高的景气度。

表 4: 主要 IDC 公司股权融资状况 (亿元)

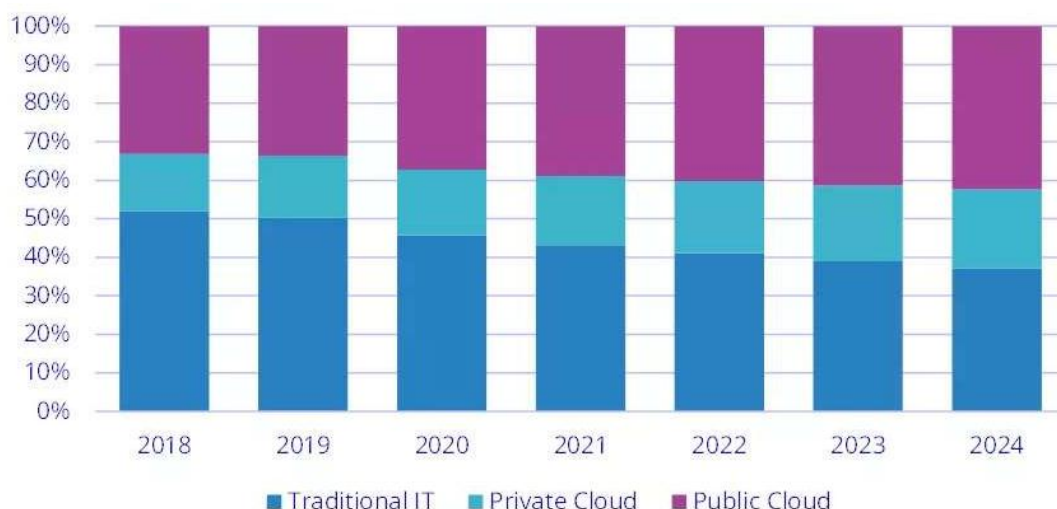
公司	预案公告日	预计募资	融资方式	目的	进度
奥飞数据	2019.11.20	4.8	定增	项目融资	提交注册
鹏博士	2020.3.11	24.62	定增	项目融资	股东大会通过
易华录	2020.3.12	11.00	定增	引入战略投资者	股东大会通过
数据港	2020.3.14	17.34	定增	项目融资	证监会通过
光环新网	2020.4.17	50	定增	项目融资	股东大会通过
网宿科技	2020.6.1	4.8	定增	配套融资	董事会预案
		4.8	定增	融资收购	董事会预案
首都在线	2019.4.4	1.685	IPO	项目融资	2020.7.1 上市

资料来源：上市公司公告，中原证券

3.4. 下游之云计算：疫情下云业务维持高景气度，阿里腾讯加大基建投入步伐

全球范围内，云基础设施正在成为 IT 基础架构的主导力量。根据 IDC 数据，2020 年 1 季度面向云环境（公有云+私有云）的 IT 基础设施收入增长 2.2%，而非云基础设施收入同比下滑了 16.3%。新冠疫情的影响下，国内大面积的封锁使得在线需求激增，对云服务需求进一步增长。其中公有云 IT 基础设施支出 101 亿美元，同比增长 6.4%；死有余 IT 基础设施支出 44 亿美元，同比下降 6.3%。全年来看，云 IT 基础设施支出将达到 695 亿美元，占比超过非云基础设施，达到 54.2%。

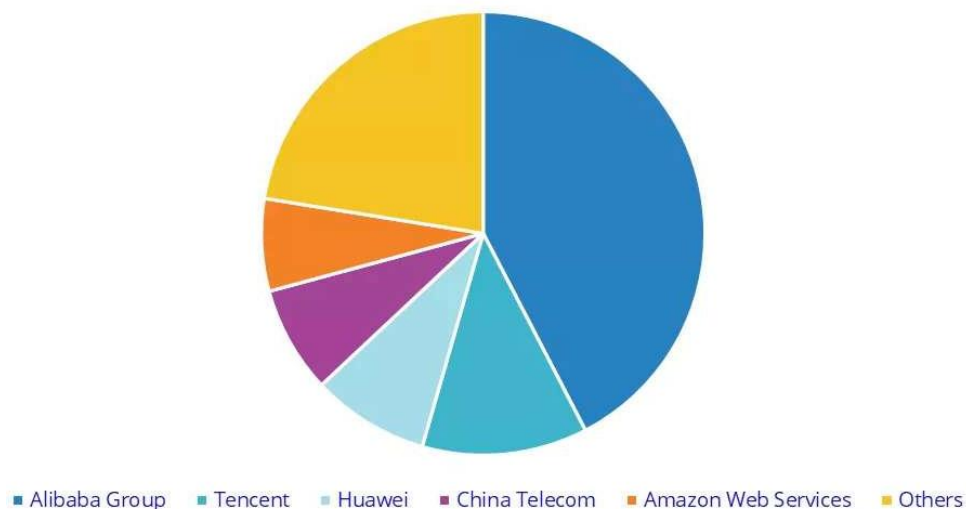
图 29: 全球 IT 基础设施结构



资料来源: IDC, 中原证券

2020 年以来, 我国公有云市场继续维持了高景气度。根据 IDC 数据, 2020 年 1 季度, 中国公有云市场中 IaaS+PaaS 市场同比增长了 58.7%, 较 2019 年 4 季度的 61.9%略有下滑, 受到了疫情影响喜忧参半, 但整体维持较高的景气度。其中前 5 大厂商分别为阿里、腾讯、华为、中国电信、亚马逊。

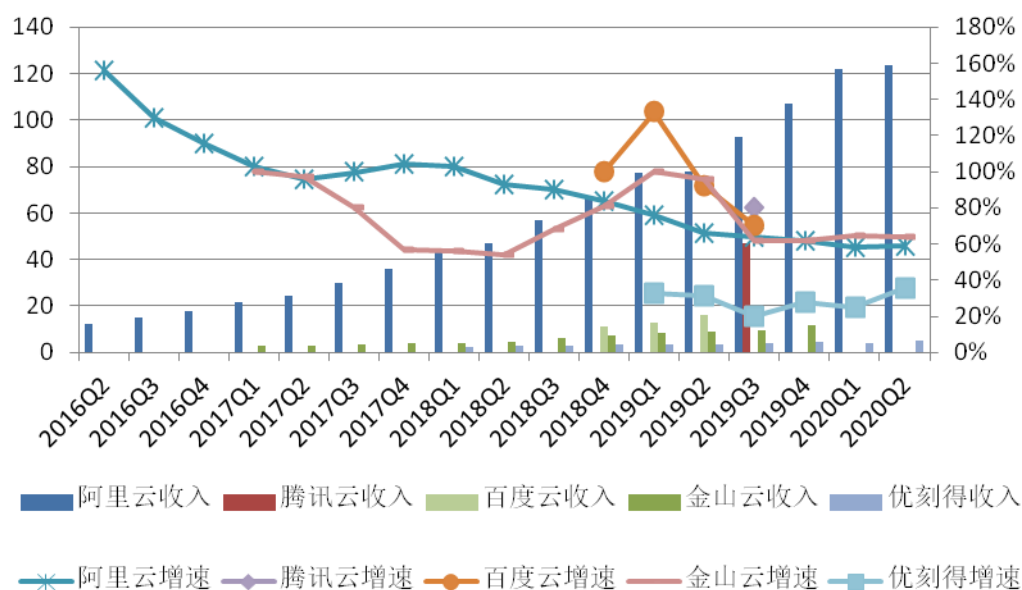
图 30: 2020Q1 中国公有云 IaaS+PaaS 厂商市场份额



资料来源: IDC, 中原证券

2 季度云厂商业务增速进一步加快。从下游云计算厂商财报来看, 在疫情影响下国内云计算厂商 1 季度业务仍然保持了较高的景气度, 同时在 2 季度疫情恢复以后, 增速进一步加快。

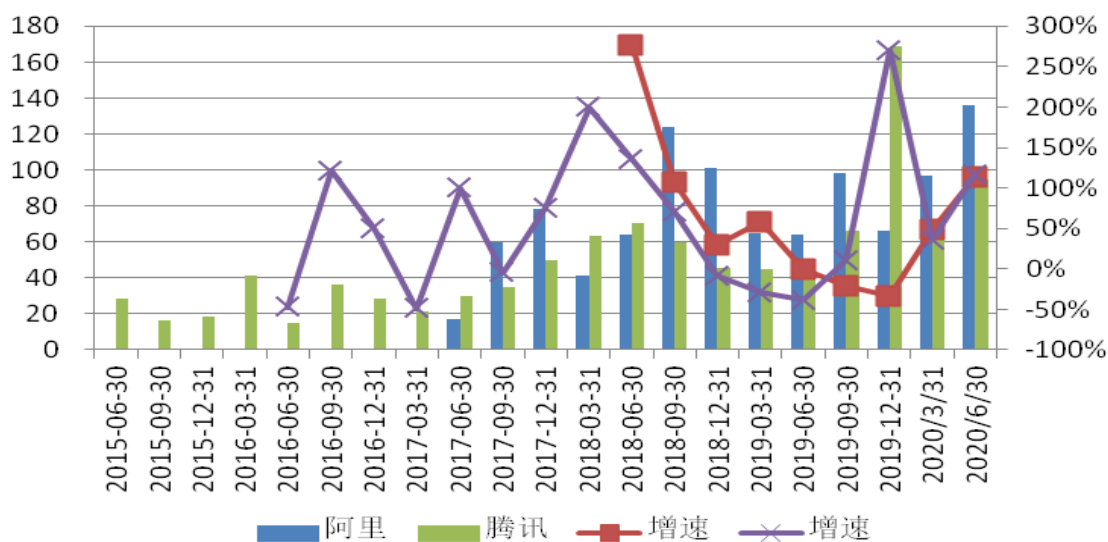
图 31: 国内云计算厂商收入及增速 (亿美元)



资料来源：上市公司公告，中原证券

在 2 季度的资本开支方面，阿里和腾讯分别达到 136.3 亿和 94.66 亿，同比增长 113.7% 和 117.0%，表明巨头在疫情恢复以后，进一步加大了新基建建设的步伐，这也意味着上游的 IDC 厂商和服务器等设备供应商也将迎来新一轮建设周期。

图 32: 国内云计算厂商资本开支及增速 (亿元)



资料来源：上市公司公告，中原证券

4. 估值与投资建议

随着 5G 商用的展开和物联网建设的加快，数据的存储和计算需求将呈现爆发性增长。而在此过程中，摩尔定律逐渐失效，除了增加服务器，人们只能试图通过加大服务器的设计和加

入更多的 GPU 芯片来解决算力和成本上的缺口。而不管是哪一个解决途径，服务器厂商都将从中获利。从这一角度来看，我们认为服务器行业在数字化为主导的新经济变革中将维持高景气度。

而与此同时，公司通过多年来与阿里为代表的互联网厂商深度合作，已经在设计、交付和需求快速响应方面有了质的提升，并在云服务器、AI 服务器这些新兴赛道中占据领先优势。随着新产品和新技术从互联网领域向传统领域进行普及，公司已经将这些产品和能力输出到传统行业中，并有望在海外市场中实现优势的输出。

预计 20-22 年公司 EPS 为 0.96 元、1.49 元、2.33 元，按 9 月 9 日收盘价 30.81 元计算，对应 PE 为 32.01 倍、20.69 倍、13.24 倍，维持对公司“买入”评级。

5. 风险提示

中美贸易关系影响芯片供应。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	23449	26954	35707	42945	63480
现金	5535	6705	5295	10076	10416
应收票据及应收账款	5086	10049	10428	17257	23025
其他应收款	111	87	181	181	346
预付账款	64	60	108	119	211
存货	8217	8568	18208	13827	27995
其他流动资产	4436	1486	1486	1486	1486
非流动资产	2150	2455	2734	3031	3491
长期投资	314	314	325	335	337
固定资产	593	847	1132	1481	2025
无形资产	832	701	660	594	472
其他非流动资产	411	593	618	620	656
资产总计	25599	29409	38441	45976	66971
流动负债	15726	18404	26012	31492	49202
短期借款	2090	1607	4443	1607	4668
应付票据及应付账款	10480	14703	19406	26725	40449
其他流动负债	3156	2093	2163	3159	4085
非流动负债	563	697	673	650	644
长期借款	423	322	297	274	269
其他非流动负债	141	375	375	375	375
负债合计	16290	19101	26685	32142	49846
少数股东权益	334	361	360	365	380
股本	1289	1289	1441	1441	1441
资本公积	4280	4437	4437	4437	4437
留存收益	2366	3165	4399	6310	9312
归属母公司股东权益	8975	9947	11396	13470	16745
负债和股东权益	25599	29409	38441	45976	66971

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1330	865	-3712	8332	-1755
净利润	651	955	1386	2151	3370
折旧摊销	431	289	235	292	363
财务费用	424	119	249	334	487
投资损失	-66	-163	-217	-290	-409
营运资金变动	-504	-1277	-5364	5845	-5566
其他经营现金流	394	943	0	0	0
投资活动现金流	-243	3088	-297	-298	-414
资本支出	419	435	269	286	458
长期投资	78	3350	-11	-8	-2
其他投资现金流	253	6874	-39	-21	41
筹资活动现金流	1593	-2812	-237	-417	-551
短期借款	-1492	-483	0	0	0
长期借款	23	-101	-24	-23	-6
普通股增加	0	0	152	0	0
资本公积增加	50	157	0	0	0
其他筹资现金流	3012	-2385	-364	-394	-546
现金净增加额	2754	1222	-4246	7617	-2720

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	46941	51653	69887	94487	137479
营业成本	41767	45468	61584	83290	121284
营业税金及附加	53	93	126	170	248
销售费用	1229	1439	1838	2438	3341
管理费用	577	780	985	1228	1787
研发费用	1747	2348	3173	4280	6200
财务费用	424	119	249	334	487
资产减值损失	510	-516	964	1134	1512
其他收益	83	229	310	419	610
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	66	163	217	290	409
资产处置收益	2	0	0	0	0
营业利润	784	1027	1495	2321	3639
营业外收入	7	4	4	5	5
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	790	1031	1498	2325	3643
所得税	138	75	112	174	273
净利润	651	955	1386	2151	3370
少数股东损益	-7	27	-1	5	15
归属母公司净利润	659	929	1387	2146	3354
EBITDA	1221	1469	1716	2592	3971
EPS (元)	0.46	0.64	0.96	1.49	2.33

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	84.2	10.0	35.3	35.2	45.5
营业利润 (%)	54.9	31.0	45.5	55.3	56.8
归属母公司净利润 (%)	54.0	41.0	49.3	54.7	56.3
获利能力					
毛利率 (%)	11.0	12.0	11.9	11.9	11.8
净利率 (%)	1.4	1.8	2.0	2.3	2.4
ROE (%)	7.0	9.3	11.9	15.7	19.9
ROIC	5.6	8.9	8.3	13.6	15.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.6	64.9	69.4	69.9	74.4
净负债比率 (%)	-30.9	-41.7	-0.9	-56.5	-29.4
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
速动比率	0.7	0.9	0.6	0.9	0.7
营运能力					
总资产周转率	2.2	1.9	2.1	2.2	2.4
应收账款周转率	10.1	6.8	6.8	6.8	6.8
应付账款周转率	5.2	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.64	0.96	1.49	2.33
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.75	1.30	-2.58	5.78	-1.22
每股净资产 (最新摊薄)	5.54	6.21	7.11	8.55	10.82
估值比率					
P/E	67.42	47.81	32.01	20.69	13.24
P/B	5.57	4.96	4.33	3.60	2.85
EV/EBITDA	34.29	27.54	26.02	14.29	10.02

资料来源：贝格数据，中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。