

分析师：唐月
登记编码：S0730512030001
tangyue@ccnew.com 021-50586737

强强联合，重塑芯片国产化趋势下的算力产业新格局

——中科曙光(603019)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

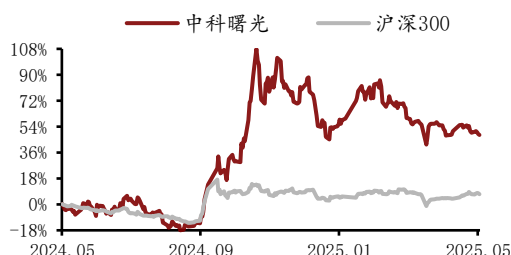
市场数据(2025-05-23)

收盘价(元)	61.90
一年内最高/最低(元)	87.38/34.32
沪深 300 指数	3,882.27
市净率(倍)	4.48
流通市值(亿元)	902.88

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	13.81
每股经营现金流(元)	-0.76
毛利率(%)	26.07
净资产收益率_摊薄(%)	0.92
资产负债率(%)	41.24
总股本/流通股(万股)	146,320.38/145,861.1
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《中科曙光(603019)公司点评报告：毛利维持增长，持续受益国产化和 AI 化的发展趋势》 2024-11-08

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期：2025 年 05 月 27 日

投资要点：5 月 25 日晚间，公司公告了海光信息拟吸收合并公司并停牌的事宜。

- 本次收购对于算力产业发展具有风向标意义。在美国出口管制大背景下，浪潮、宁畅、中科可控等 2025 年 3 月 25 日进入实体清单，同时继续 H800、A800 后，英伟达针对中国推出的特供 AI 芯片 H20 再次受限，对整体服务器市场格局产生了深刻的影响，算力产业从全球化格局向两极化发展，芯片国产化趋势进一步清晰。正是站在这样的时代背景下，服务器企业两条腿走路的方式面临更多发展瓶颈。而借助本次吸收合并，新公司可以实现全产业链的国产替代，加大产业链的深度融合。
- 通过本次吸收合并，公司有望实现价值提升。截止 5 月 23 日停牌前，公司持股的上市公司包括：海光信息（国产 X86 架构 CPU 及 DCU）总市值 3164 亿元，公司持有 27.96% 股权，对应市值 885 亿元；曙光数创（数据中心液冷技术解决方案）总市值 101 亿元，公司持有 62.07% 股权，对应市值 63 亿元；中科星图（地理空间大数据及数字地球平台）总市值 298 亿元，公司持有 15.70% 股权，对应市值 47 亿元。公司持有的 3 家上市公司股权合计市值约 948 亿元。除此以外，公司还有服务器硬件、IO 存储、网络安全产品、云计算平台、大数据平台、算力服务平台、云服务平台等多项业务，另外参股了中科三清、中科天玑等公司。
- 海光整体研发处于关键节点。2025 年随着海光五号 CPU 和深算三号 DCU 的新品上市，海光四号芯片终端机的量产上市，海光在产品端迎来重要节点。根据 5 月 25 日金融界报道，英伟达在 H20 受限后计划针对中国推出基于 Blackwell 架构的新芯片，但是价格显著低于 H20，我们预计在性能上下降明显。这意味着在国产 AI 芯片能力持续提升的同时，英伟达供应中国芯片性能持续下降，将进一步助推国产芯片卡的推广应用。从寒武纪 2025Q1 的业绩增长来看，对于国产 AI 芯片的需求已呈现爆发趋势。因而，我们认为在这样关键节点上，此次吸收合并有助于海光芯片的产业链整合和推广应用。
- 对比服务器行业同行来看，2024 年公司服务器相关业务虽然收入下滑 8.40%，但是毛利率提升了 5.46 PCT，整体收入质量在提升。而与此同时面向国内市场的服务器厂商内卷趋势明显，以浪潮信息为例，其收入虽然增幅明显 2024 年和 2025Q1 毛利率分别为 6.85% 和 3.45%，分别较上年同期下降了 3.19 和 4.63 PCT。

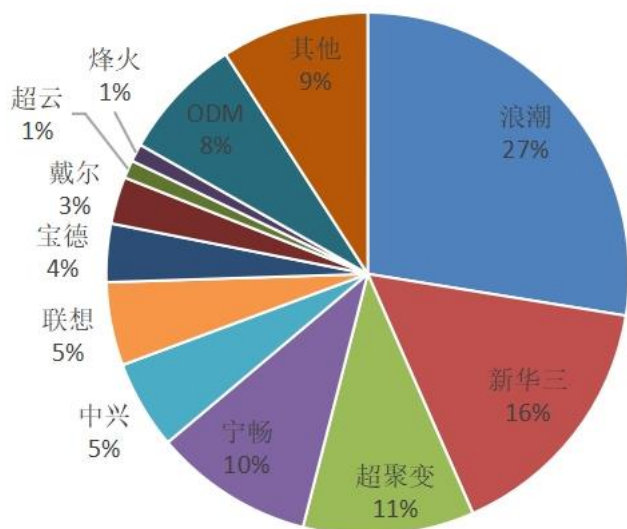
- **维持对公司增持的投资评级。**考虑到交割具体条款尚未公布，且交易的进程存在不确定性，我们暂时不考虑本次交易给公司带来的财务影响。预计 25-27 年公司 EPS 分别为 1.68 元、2.28 元、3.02 元，按 5 月 23 日收盘价 61.90 元计算，对应 PE 为 36.78 倍、27.20 倍、20.50 倍

风险提示：交易进展不及预期，国产产业链进展不及预期。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	14,353	13,148	14,535	16,773	19,378
增长比率（%）	10.34	-8.40	10.55	15.40	15.53
净利润（百万元）	1,836	1,911	2,462	3,330	4,419
增长比率（%）	18.88	4.10	28.84	35.23	32.70
每股收益(元)	1.25	1.31	1.68	2.28	3.02
市盈率(倍)	49.33	47.39	36.78	27.20	20.50

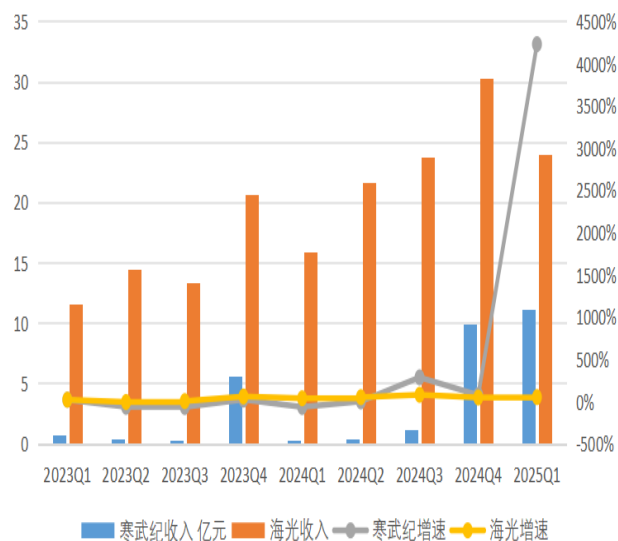
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：2023 年中国 X86 服务器厂商份额（按销售额）



资料来源：IDC，中原证券研究所

图 2：2023-2025 寒武纪、海光收入（亿元）及增速



资料来源：上市公司公告，中原证券研究所

表 1：2024 年企业服务器相关业务对比（亿元）

公司	相关业务	2024 年							2023 年
		收入	增速	净利润	增速	毛利率	毛利额	人员增速	收入
工业富联	云计算	3194	64%						1943
	AI 服务器		150%						
浪潮信息	-	1148	74%	23	29%	6.9%	78.6	-3%	659
联想集团	基础设施解决方案	\$129	51%	-1.69	-17%				\$86
超聚变	-	400	41%						284
新华三	计算存储								328
中科曙光	IT 设备业务	117	-8%			27.3%	32.0		127
宝德		100	8%	2.35	17%				92.7
中兴通讯	服务器及存储								100*
清华同方	(软通动力持股)								46*
软通动力	计算产品与智能电子	129.2							
软通计算机	(软通动力持股, 原同方)								46*
华鲲振宇									34*
神州数码	自有品牌产品	45.8	20%	0.71		11.5%	5.3		38
拓维信息	计算机、通信和其他电子设备制造业	20.7	17%			6.8%	1.4		17.8
湘江鲲鹏	(拓维信息持股)	15.8	2%	0.014	162%				15.6

资料来源：上市公司公告，Wind，大河网，中原证券研究所（*为 2022 年数值）

表 2：海光芯片研发进程

类型	产品	启动研发	发布	核心数	线程	备注
CPU	海光一号	2016.3	2018	32	64	消化吸收
	海光二号	2017.7	2019	32	64	开启自主设计，浮点性能翻倍
	海光三号	2018.2	2022.6	32	64	C86-3G，整体性能提升 30%

	海光四号	2019.7	2023.10	64	128	C86-4G，首次采用自研 CPU 微架构
	海光五号	2022	预计 2025			C86-4G 增强版
DCU	深算一号	2018.10	2021	4096		7nm
	深算二号	2020.1	2023.9			性能提升超过 100%，推出了 AI 专用版，增强对 FP16 和 INT8 等低精度计算格式的支持
	深算三号	2023.9	预计 2025			
	深算四号					聚焦 AI 算力

资料来源：海光信息公告，中国政府采购新闻网，中原证券研究所

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14,929	13,987	15,262	18,408	23,705
现金	7,193	6,517	7,394	9,986	14,154
应收票据及应收账款	2,683	2,344	2,347	2,537	2,963
其他应收款	77	59	112	98	117
预付账款	137	229	253	246	319
存货	3,430	3,859	4,070	4,271	4,700
其他流动资产	1,409	979	1,085	1,269	1,452
非流动资产	16,686	22,631	23,533	23,859	23,949
长期投资	6,909	7,559	8,159	8,759	9,359
固定资产	2,291	2,854	2,697	2,697	2,472
无形资产	4,317	4,082	3,717	3,342	2,957
其他非流动资产	3,169	8,136	8,960	9,060	9,160
资产总计	31,615	36,617	38,795	42,267	47,654
流动负债	4,989	5,586	5,619	6,054	7,496
短期借款	160	22	102	222	382
应付票据及应付账款	2,169	3,228	2,770	3,251	4,067
其他流动负债	2,661	2,336	2,746	2,581	3,047
非流动负债	7,145	9,704	9,800	10,080	10,350
长期借款	1,275	98	308	588	858
其他非流动负债	5,870	9,606	9,492	9,492	9,492
负债合计	12,135	15,291	15,419	16,134	17,846
少数股东权益	831	925	1,017	1,132	1,301
股本	1,464	1,463	1,463	1,463	1,463
资本公积	11,186	11,223	11,223	11,223	11,223
留存收益	6,130	7,793	9,746	12,388	15,894
归属母公司股东权益	18,650	20,402	22,359	25,001	28,506
负债和股东权益	31,615	36,617	38,795	42,267	47,654

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,510	2,722	2,462	3,139	4,368
净利润	1,878	1,993	2,555	3,445	4,588
折旧摊销	657	878	1,072	1,135	1,180
财务费用	61	50	19	34	49
投资损失	-365	-563	-901	-1,230	-1,595
营运资金变动	1,119	134	-489	-498	-124
其他经营现金流	160	229	207	254	270
投资活动现金流	-2,130	-1,320	-1,050	-225	332
资本支出	-2,166	-858	-645	-855	-663
长期投资	2	-579	-600	-600	-600
其他投资现金流	34	117	195	1,230	1,595
筹资活动现金流	-147	-2,257	-536	-321	-531
短期借款	-127	-138	80	120	160
长期借款	-209	-1,177	210	280	270
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	182	37	0	0	0
其他筹资现金流	8	-979	-826	-721	-961
现金净增加额	1,237	-849	877	2,592	4,168

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,353	13,148	14,535	16,773	19,378
营业成本	10,584	9,314	10,303	11,888	13,725
营业税金及附加	53	56	59	67	80
营业费用	751	773	734	749	786
管理费用	294	353	388	419	440
研发费用	1,316	1,292	1,396	1,451	1,510
财务费用	-80	-53	-79	-77	-101
资产减值损失	-86	-137	-120	-146	-155
其他收益	555	544	456	526	672
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	361	563	901	1,230	1,595
资产处置收益	-1	2	2	1	2
营业利润	2,176	2,287	2,872	3,774	4,930
营业外收入	13	15	16	19	22
营业外支出	9	11	13	15	17
利润总额	2,179	2,291	2,876	3,778	4,935
所得税	301	297	321	334	347
净利润	1,878	1,993	2,555	3,445	4,588
少数股东损益	42	82	93	115	169
归属母公司净利润	1,836	1,911	2,462	3,330	4,419
EBITDA	2,440	2,650	3,869	4,836	6,014
EPS (元)	1.25	1.31	1.68	2.28	3.02

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	10.34	-8.40	10.55	15.40	15.53
营业利润 (%)	14.21	5.14	25.57	31.40	30.64
归属母公司净利润 (%)	18.88	4.10	28.84	35.23	32.70
获利能力					
毛利率 (%)	26.26	29.16	29.11	29.13	29.17
净利率 (%)	12.79	14.54	16.94	19.85	22.80
ROE (%)	9.84	9.37	11.01	13.32	15.50
ROIC (%)	6.91	6.93	10.19	12.24	14.19
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.38	41.76	39.74	38.17	37.45
净负债比率 (%)	62.29	71.70	65.96	61.74	59.87
流动比率	2.99	2.50	2.72	3.04	3.16
速动比率	2.01	1.62	1.77	2.10	2.32
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.39	0.39	0.41	0.43
应收账款周转率	5.39	5.48	6.41	7.17	7.37
应付账款周转率	5.31	4.21	4.45	4.87	4.71
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.25	1.31	1.68	2.28	3.02
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.40	1.86	1.68	2.15	2.99
每股净资产 (最新摊薄)	12.75	13.94	15.28	17.09	19.48
估值比率					
P/E	49.33	47.39	36.78	27.20	20.50
P/B	4.86	4.44	4.05	3.62	3.18
EV/EBITDA	21.87	37.82	21.77	16.96	13.01

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 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。