

2023年08月17日

# AI 算力云龙头，谱写智算新篇章

## 首都在线(300846)

评级:	买入	股票代码:	300846
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	22.18/8.95
目标价格:		总市值(亿)	64.19
最新收盘价:	13.75	自由流通市值(亿)	49.01
		自由流通股数(百万)	356.43

### 事件概述

2023年8月14日公司发布2023年半年报，H1实现营业收入5.62亿元，同比下降4.49%。实现归母净利润-1.02亿元，同比下降106.87%。

### 分析判断:

#### ▶ 公司经营持续优化，智能算力业务未来可期

收入端来看，公司H1实现营收5.62亿元，同比下降4.49%，然而从Q2判断，公司实现营收2.91亿元，同比增长3.46%，环比增长7.52%，公司H1实现归母净利润-1.02亿元，同比下降106.87%，季度亏损额环比减少21.48%，亏损额进一步减少。收入结构上来看，收入构成包括云计算及相关服务19,035.22万元，IDC服务收入35,328.00万元，其他收入1,854.05万元，营收分别同比增长8.3%、-22.09%、2.6%。

从公司经营结构上看，IDC业务稳步增长实属不易，传统IDC业务供给侧发生了颠覆性变化，大带宽收入增长较为缓慢。而公司传统IDC业务稳中向好，目前以现金方式收购怀来智慧云港科技有限公司100%股权，积极拓展自有机房资源统筹布局，智慧云港持有位于怀来县的国有建设用地使用权，已获建设3,200个高效低功耗服务器机柜的数据中心的相关核准。

公司云计算及相关业务短期承压，而智能算力业务势头强劲。海外云业务方面，报告期内，公司云计算业务受互联网、游戏行业客户业绩增速下降的影响，导致收入增速不稳定，公司目前正在积极拓展新的行业客户，通过优化客户结构，以保障未来收入稳定和可持续增长。而AI云业务实为公司第二增长曲线，公司2023年对GPU算力平台进行二次转型升级，报告期内，公司上线文生图MaaS应用，目前实现了端到端的完全打通，目前已提供给头部游戏企业试用。

#### ▶ 公司下游客户占比不断优化，游戏业务静待花开

从公司下游结构占比来看，电商、游戏、计算机软件、视频、在线教育、其他营业收入分别为0.71亿元、0.95亿元、1.61亿元、0.42亿元、0.2亿元、1.69亿元，分别占比12.63%、16.90%、0.28%、7.47%、3.56%、30.19%，营收同比分别增加-15.74%、-22.35%、-0.54%、11.62%、-23.94%、11.59%。

其中游戏行业，2023年游戏行业发展呈现两点变化，其一为版号发放进入宽松期，游戏行业有望向好发展。其二，AI游戏成为颠覆性趋势，游戏厂商纷纷布局AI游戏，游戏对云计算的需求从通用CPU向GPU转型，对GPU算力的需求即将大增。我们判断未来随着公司智算云规模化部署，游戏云对GPU算力需求持续增加，公司游戏业务有迎来黄金发展周期。

#### ▶ AIGC背景下，AI算力云龙头迎来黄金发展周期

大模型是人工智能发展的必然趋势，也是辅助式人工智能向通用性人工智能转变的坚实底座，算力是打造大模型生态的必备基础，平台是算力的桥梁。大模型开启算力军备赛，大模型参数呈现指数规模，引爆海量算力需求。公司属于AI算力云龙头，已经从原有的IaaS服务转为向客户提供IDC、IaaS、PaaS、SaaS的混合云全栈服务，可就近为高算力业务场景如云游戏、AI、XR、数字人、数字孪生、元宇宙、智能制造等领域提供了算力支持。

公司坐拥算力和算力网络双重竞争优势，公司对边缘算力平台向智算云平台进行了升级，2023 年上半年，公司将原有的新一代边缘计算平台进行了产品迭代，升级成为同时满足云渲染、AI 训推一体的高性能异构智算平台，同时后续将不断迭代升级。根据公司半年报，公司主要以消化 2022 年投资建成的 GPU 平台资源为主，没有进一步扩大 GPU 产能，已完成去库存业绩目标，伴随着国家对于大模型监管政策的出台，大模型 B 端商业化价值将逐渐显现，国内大模型的发展趋势将逐渐明朗，同时公司将积极筹备高端算力资源池的扩建工作。我们认为公司以算力云开启全新增长曲线的主逻辑依旧坚挺。

### 投资建议

根据公司 2023 年半年报业绩披露，下调 2023 年-2025 年公司营收预测 16.05/21.02/28.01 亿元至 13.74/18.05/22.99 亿元，下调归母净利润为 0.74/1.74/3.35 亿元至-0.23/0.84/1.78 亿元，下调每股收益 (EPS) 为 0.16/0.37/0.72 元至-0.05/0.84/1.78 元。2023 年 8 月 16 日总市值为 64 亿元，收盘价为 13.75 元，对应 PS 为 4.7/3.5/2.8 倍，依旧坚定看好，维持“买入”评级。

### 风险提示

1) 市场竞争加剧风险；2) 业务经营风险；3) 固定资产折旧大幅增加的风险；4) AI 云不及预期的风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,220	1,223	1,374	1,805	2,299
YoY (%)	21.0%	0.2%	12.4%	31.3%	27.4%
归母净利润(百万元)	22	-189	-23	84	178
YoY (%)	-45.5%	-964.7%	87.7%	460.7%	112.0%
毛利率 (%)	21.8%	14.0%	18.7%	23.3%	25.7%
每股收益 (元)	0.05	-0.41	-0.05	0.18	0.38
ROE	3.4%	-15.6%	-2.0%	6.6%	12.3%
市盈率	368.98	-47.96	-394.33	109.32	51.56

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 刘泽晶

邮箱: liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,223	1,374	1,805	2,299	净利润	-200	-26	92	194
YoY (%)	0.2%	12.4%	31.3%	27.4%	折旧和摊销	281	314	392	455
营业成本	1,052	1,118	1,385	1,708	营运资金变动	44	123	-264	189
营业税金及附加	4	4	5	7	经营活动现金流	217	422	234	855
销售费用	68	66	85	106	资本开支	-458	-462	-542	-504
管理费用	140	131	162	195	投资	-109	-2	-2	-3
财务费用	31	10	12	15	投资活动现金流	-562	-462	-541	-502
研发费用	77	69	88	110	股权募资	706	0	0	0
资产减值损失	-36	-12	-16	-21	债务募资	87	119	119	113
投资收益	4	2	3	5	筹资活动现金流	601	119	119	113
营业利润	-185	-21	69	160	现金净流量	258	78	-189	466
营业外收支	-2	0	0	0					
利润总额	-187	-21	69	160	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	14	5	-23	-34	<b>成长能力</b>				
净利润	-200	-26	92	194	营业收入增长率	0.2%	12.4%	31.3%	27.4%
归属于母公司净利润	-189	-23	84	178	净利润增长率	-964.7%	87.7%	460.7%	112.0%
YoY (%)	-964.7%	87.7%	460.7%	112.0%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	-0.41	-0.05	0.18	0.38	毛利率	14.0%	18.7%	23.3%	25.7%
					净利率	-15.5%	-1.7%	4.6%	7.7%
					总资产收益率 ROA	-8.7%	-1.0%	3.3%	6.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净资产收益率 ROE	-15.6%	-2.0%	6.6%	12.3%
货币资金	345	423	234	700	<b>偿债能力</b>				
预付款项	14	20	22	26	流动比率	1.06	0.87	0.85	1.00
存货	11	1	11	8	速动比率	<b>0.94</b>	<b>0.77</b>	<b>0.75</b>	<b>0.92</b>
其他流动资产	432	328	646	567	现金比率	0.46	0.48	0.22	0.54
流动资产合计	801	772	913	1,301	资产负债率	43.6%	47.4%	49.5%	50.1%
长期股权投资	5	7	10	13	<b>经营效率</b>				
固定资产	832	876	880	811	总资产周转率	0.65	0.62	0.75	0.83
无形资产	32	35	40	47	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	1,369	1,507	1,643	1,674	每股收益	-0.41	-0.05	0.18	0.38
资产合计	2,170	2,279	2,556	2,975	每股净资产	2.59	2.54	2.72	3.10
短期借款	283	401	520	633	每股经营现金流	0.46	0.90	0.50	1.83
应付账款及票据	152	214	243	312	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	319	273	310	353	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	753	888	1,073	1,298	PE	-47.96	-394.33	109.32	51.56
长期借款	95	95	95	95	PB	3.76	7.73	7.22	6.33
其他长期负债	98	98	98	98					
非流动负债合计	193	193	193	193					
负债合计	946	1,080	1,266	1,490					
股本	467	467	467	467					
少数股东权益	16	13	21	37					
股东权益合计	1,224	1,198	1,290	1,484					
负债和股东权益合计	2,170	2,279	2,556	2,975					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

### 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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。