

发布多路服务器芯片腾云 S2500，打开行业应用市场
买入（维持）

2020年07月23日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,844	14,364	17,542	19,507
同比（%）	8.3%	32.5%	22.1%	11.2%
归母净利润（百万元）	1,115	1,249	1,559	1,792
同比（%）	-0.5%	12.0%	24.8%	14.9%
每股收益（元/股）	0.38	0.43	0.53	0.61
P/E（倍）	45	40	32	28

事件：公司子公司天津飞腾正式发布了新一代高可扩展多路服务器芯片腾云 S2500，此前飞腾主要支持单路服务器。

投资要点

■ **腾云 S2500 性能大幅提升，8 路性能超鲲鹏：**腾云 S2500 采用 16nm 工艺，主频 2.0-2.2Ghz，64 核架构，支持 2 路、4 路和 8 路直连，可以形成 128 核到 512 核的计算机系统。腾云 S2500 相比上一代产品 FT-2000+ 单路服务器芯片的性能大幅跃升。根据飞腾研究院的测试数据，在整机性能方面，双路的 SPECint 分值增长至原来的 2 倍，四路是原来的 3.5 倍。在分布式数据库性能方面，双路服务器的 tpmC 值线性提升至原来的 2 倍，四路则增长至原来的 4 倍。在云桌面支持方面，双路服务器支持虚拟机 70 个，增长至原来的 2.5 倍，四路服务器支持虚拟机 140 个，增长至原来的 5 倍。此外，飞腾研究院测试数据显示腾云 S2500 性能已经与双路直连的华为鲲鹏旗鼓相当，而在八路上则已超过华为鲲鹏，是国内性能最强的多路服务器系统。目前飞腾生态合作伙伴正积极展开基于腾云 S2500 的双、四、八路服务器研制，预计今年 Q4 能大规模供货。

■ **党政市场份额有望大超预期，高端芯片打开飞腾在行业市场的空间：**电信运营商对服务器性能要求非常高，对 CPU 的算力和扩展能力都有严格的考核标准，基于 S2500 的多路服务器产品完全可以满足运营商各形态服务器采购模型。此外，腾云 S2500 满足基本的金融行业服务器对双路要求这一采购模型的同时，可以把前期的适配应用成果加速地进行更大范围的金融行业推广和应用。此前飞腾主要支持单路服务器，主要应用于党政领域。本次升级后，同时考虑到华为鲲鹏备货有限，飞腾性能又领先龙芯，而海光仅做服务器芯片，飞腾在党政口的份额有望从不到三成提升到近半；同时，腾云 S2500 将带领飞腾从党政向更广阔的电信、金融、轨交、电力、大数据中心等行业应用延伸，打开新空间。

■ **今年预计出货超 100 万片营收 10 亿，全新产品谱系和规划值得期待：**2020H1 飞腾已实现 3.5 亿元营收（2019 全年仅 2.07 亿元），预计全年出货量将超过 100 万片，对应营收 10 亿左右。同时，为了更加针对性地服务好行业客户，飞腾芯片升级为三大产品谱系（面向高性能服务器的腾云 S 系列、面向高效能桌面的腾锐 D 系列、面向高端嵌入式腾珑 E 系列），并给出了未来产品规划：腾云 S5000（2021Q3/7nm）、S6000（2022Q4/5nm）；腾锐 D2000（2020Q4/14nm）、D3000（2021Q4/14nm）；腾珑 E2000（2021Q2/14nm）、E3000（2022Q3/14nm）。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.43/0.53/0.61 元，对应 PE 分别为 40/32/28 倍。采用分部估值，信创业务今年开始放量，分别给予高新电子、PC 业务和解决方案 45 倍、35 倍 PE，对应 355 亿元；在新格局形式下飞腾在党政份额有望大超预期，高端芯片的发布将助力公司在行业口占据一极，打开远期市场空间和估值空间。飞腾今年营收预计 10 亿元，参考芯片类公司寒武纪、澜起科技的平均 PS，则长城持有的天津飞腾 35% 股权对应 378 亿，考虑飞腾成长性更好给予 30% 溢价，则合计 846 亿市值，目标价 28.89 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**产能扩张低于预期；信创推进不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.22
一年最低/最高价	8.15/18.59
市净率(倍)	6.29
流通 A 股市值(百万元)	42890.15

基础数据

每股净资产(元)	2.74
资产负债率(%)	65.01
总股本(百万股)	2928.18
流通 A 股(百万股)	2490.72

相关研究

- 1、《中国长城（000066）：毛利率提升明显，整机业务表现亮眼》2020-04-30
- 2、《中国长城（000066）：首届飞腾生态伙伴大会召开，5 年计划营收超百亿》2019-12-22
- 3、《中国长城（000066）：Q3 营收增长显著，PK2.0 体系正式发布》2019-10-31

中国长城三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14,027	15,439	19,485	17,822	营业收入	10,844	14,364	17,542	19,507
现金	3,979	8,985	6,135	9,305	减:营业成本	8,169	10,567	12,825	14,252
应收账款	3,012	978	3,895	1,524	营业税金及附加	74	88	125	134
存货	3,642	3,636	5,197	4,618	营业费用	491	632	754	839
其他流动资产	3,394	1,840	4,258	2,374	管理费用	587	1,896	2,298	2,555
非流动资产	7,643	8,428	9,124	9,615	财务费用	108	-35	-67	-89
长期股权投资	648	1,000	1,346	1,692	资产减值损失	-76	63	40	-2
固定资产	2,782	3,103	3,412	3,537	加:投资净收益	9	54	48	47
在建工程	376	618	819	893	其他收益	279	57	84	105
无形资产	504	457	390	333	营业利润	1,347	1,515	1,888	2,171
其他非流动资产	3,333	3,251	3,157	3,160	加:营业外净收支	3	-2	1	-1
资产总计	21,671	23,867	28,609	27,437	利润总额	1,350	1,513	1,889	2,171
流动负债	9,612	11,054	14,671	12,267	减:所得税费用	184	207	258	296
短期借款	3,955	3,955	6,660	3,955	少数股东损益	51	57	71	82
应付账款	2,862	3,618	4,247	4,493	归属母公司净利润	1,115	1,249	1,559	1,792
其他流动负债	2,795	3,481	3,764	3,820	EBIT	1,616	1,626	2,040	2,304
非流动负债	3,408	3,111	2,750	2,287	EBITDA	1,851	2,017	2,503	2,795
长期借款	2,207	1,910	1,549	1,086					
其他非流动负债	1,201	1,201	1,201	1,201	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	13,020	14,165	17,421	14,554	每股收益(元)	0.38	0.43	0.53	0.61
少数股东权益	355	412	483	565	每股净资产(元)	2.83	3.17	3.66	4.21
归属母公司股东权益	8,296	9,290	10,705	12,318	发行在外股份(百万 股)	2928	2928	2928	2928
负债和股东权益	21,671	23,867	28,609	27,437	ROIC(%)	9.1%	8.5%	8.7%	10.6%
					ROE(%)	13.5%	13.5%	14.6%	14.5%
					毛利率(%)	24.7%	26.4%	26.9%	26.9%
					销售净利率(%)	10.3%	8.7%	8.9%	9.2%
					资产负债率(%)	60.1%	59.3%	60.9%	53.0%
					收入增长率(%)	8.3%	32.5%	22.1%	11.2%
					净利润增长率(%)	-0.5%	12.0%	24.8%	14.9%
					P/E	45	40	32	28
					P/B	6.08	5.43	4.71	4.09
					EV/EBITDA	28.82	24.09	21.53	17.04

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>