

证券研究报告

公司研究——事项点评

中科曙光（603019.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2020.08.15
鲁立 计算机行业分析师
执业编号：S1500520030003
邮箱：luli@cindasc.com

相关研究

《中报点评：扣非利润增速超预期，毛利率持续提升》2020.8
《中科曙光深度报告》2020.7
《中科曙光（603019.SH）：基础设施和数据厂商，核心技术保障上游供应链》2020.4

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

中科曙光：牵手阿里助力浙江数字化城市建设，服务器产业链有望受益

2020年10月22日

事件：近期，之江实验室与中科曙光签订了战略合作协议。双方将共同建设先进计算算力支撑体系、开展智能计算领域的合作研究、推进之江实验室研究成果在国内先进计算平台的使用推广、联合开展智能计算产品定制研发并共同推进1+1+N算力应用平台模型的建设和发展。

点评：

- **建设先进计算算力支撑体系，服务器产业链受益。**此次合作包括：1）建设先进计算算力支撑体系、2）开展智能计算领域的合作研究、3）推进之江实验室研究成果推广等。中科曙光作为国内头部服务器供应商、芯片生产商，液冷服务器行业先驱，服务器产业链均将受益。海光芯片是公司基于X86架构自研芯片，今年持续中标一系列重要行业的国产化招标，包括前期运营商集采、公安部招标等，此次中科曙光与之江实验室合作，建设算力支撑体系，海光芯片有望进一步受益，同时阿里具有丰富的互联网应用场景。
- **先进计算大数据存储前景广阔。**中科曙光是国内超算领域的领军企业，2009-2019年共计10度获得中国高性能计算机TOP100排行榜市场份额第一。公司从超算向先进计算集群系统发展，在科研等领域先进计算机集群项目应用日益丰富，大数据XData平台和存储产品屡屡中标。数字化城市布局将打开先进计算、大数据平台和存储产品的新需求，公司作为整体解决方案行业龙头有望享行业红利。
- **与阿里合作，树立数字化城市标杆性项目。**当前，浙江省更是以“数字产业化、产业数字化”为主线，加快推进数字产业发展。该战略合作协议的签订，是双方以先进计算为抓手，加快浙江数字经济发展，加速区域经济转型升级实现高质量发展的又一重大举措，也为实现浙江省数字经济五年倍增计划提供了有效支撑。此次公司牵手阿里，为浙江数字化城市建设出力；浙江作为数字化城市先行省份，在全国范围有高度借鉴效应。此次公司与阿里合作，为今后其他省份数字化城市建设树立标杆性项目，也将成为公司未来重要增量点。
- **盈利预测与投资评级：**盈利预测与投资评级：我们预计中科曙光2020-2022年归母净利润分别为8.3/12.02/14.43亿元，市盈率P/E为62/43/36倍。考虑公司主营业务处于云计算、5G和国产化多个高景气度行业，目前主业处于快速发展周期的初期，预计未来将持续受益，维持“买入”评级。
- **风险因素：**1.全球疫情发酵影响经济体经济下滑。2.云计算市场发展不及预期。3.国产化政策支持的变化，以及党政军

国产化推进进度的不确定性。

表 1: 中科曙光重要财务指标

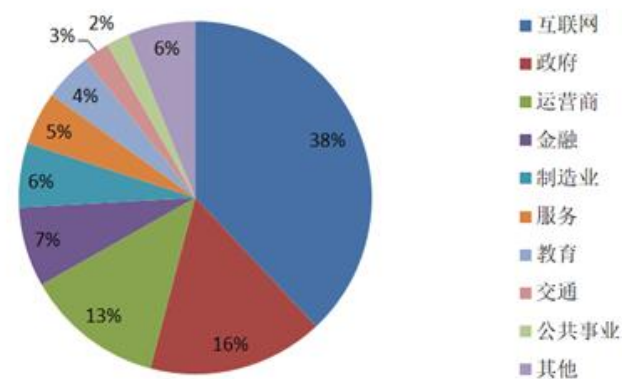
重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	9,057	9,526	8,960	9,592	11,024
增长率 YoY %	43.89%	5.18%	-5.95%	7.06%	14.92%
归属母公司净利润(百万元)	431	594	832	1,202	1,443
增长率 YoY%	39.43%	37.86%	40.16%	44.52%	19.97%
毛利率%	18.30%	22.07%	23.09%	24.91%	24.71%
市净率 P/E(倍)	96	70	62	43	36

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2020 年 10 月 20 日收盘价

附录:

图 1: 服务器下游行业分布



资料来源: IDC, 信达证券研发中心

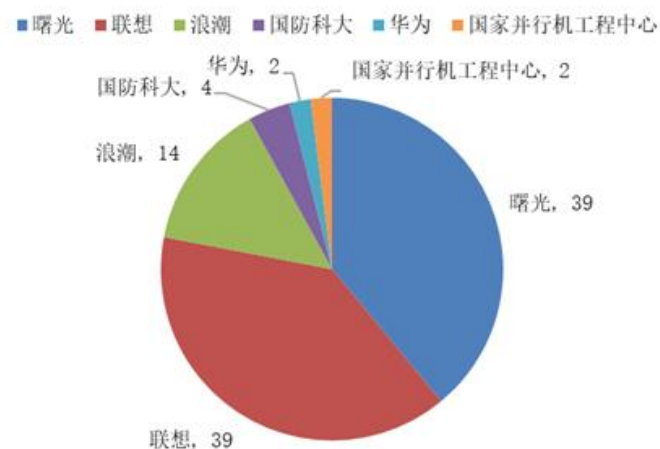
表 2: 近年曙光超算项目列表 (部分)

时间	项目
----	----

2020.1	成都分公司中标成都超算中心超算设备及配套系统工程项目，项目总金额为 16.24 亿元，计划建成理论计算峰值达到 170PFlops，实测峰值不低于 100PFlops、数据存储能力 60PB 的标准建设超算核心系统及配套设施，核心系统主要包含超算 IT 系统、末端基础设施子系统及高性能计算应用软件系统
2018.11	在昆山产业科创中心建设推进大会上,昆山市政府与中科曙光签署合约,将共建昆山超算中心项目,该超算中心致力于建成中国科学院共享的超级计算和科学大数据研发应用平台,投资建设总预算约 20 亿元
2018.4	中科曙光与福建省电子信息(集团)有限责任公司在福州签署《战略合作框架协议》,双方将合作建设福建省超算中心及先进计算中心,共同推动先进计算产业链建设
2017.5	中科曙光与中科院新签署《贵安超级计算中心项目合作协议》项目,旨在将贵安超级计算中心打造为“中国西部最先进的超算中心”

数据来源: 信达证券研发中心整理

图 2: HPC China 2019 TOP 100 厂商份额 (套)



数据来源: 中国超级算力大会, 信达证券研发中心

表 3: 阿里数字化城市部分案例

案例介绍

上海：10月9日，市政府今天与阿里巴巴集团、蚂蚁集团签约，全力推动城市数字化转型。根据协议，上海市和阿里巴巴集团、蚂蚁集团将围绕在线新经济、数字新基建、金融科技、跨境业务、数字生活、云上会展等方面开展合作，加快“三总部三中心”建设，加大对云计算、人工智能、区块链等新技术的研发，为上海更好服务国家发展大局、助推长三角一体化发展、提升城市能级和核心竞争力、打造数字生活城市新标杆提供有力支持。

杭州：7月8日，阿里云IoT、天猫精灵宣布联合成立AIoT创新中心，整合阿里巴巴包括达摩院在内的技术能力，全面赋能AIoT行业。据介绍，阿里AIoT创新中心会打通消费洞察、产品设计、交互体验、平台接入、技术认证、场景联测和生态服务的全产业链路，系统性地研发孵化数字社区、智慧生活、智联城市等场景，三年内预计带动相关产业经济规模提升百亿。其中，杭州联创实验室将于年内落成，与地方政府共同引入区域内的相关企业，推进数字产业化、产业数字化、城市数字化融合。

数据来源：信达证券研发中心整理

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2891.50	4209.65	5635.46	7102.69
应收款项	1821.28	2119.69	2243.16	2587.89

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9526.47	8959.80	9592.28	11023.57
营业成本	7423.54	6890.81	7202.67	8299.27

存货	3376.45	2326.42	2543.76	2888.00
其它流动资产	492.16	492.16	492.16	492.16
流动资产合计	9878.44	10158.54	12010.22	14309.27
长期股权投资	2136.35	2136.35	2136.35	2136.35
固定资产	1492.30	1492.30	1492.30	1492.30
在建工程	140.65	140.65	140.65	140.65
无形资产	916.52	853.06	798.37	745.82
非流动资产合计	6885.93	6465.35	6216.60	5971.56
资产总计	16764.38	16623.89	18226.82	20280.84
短期借款	781.06	781.06	781.06	781.06
应付账款	2933.54	2218.97	2374.19	2714.61
预收账款	1135.24	854.78	991.11	1109.88
其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5858.58	4839.75	5147.51	5646.18
长期借款	70.00	70.00	70.00	70.00
其它长期负债	6219.43	5102.19	5102.19	5102.19
非流动负债合计	6289.43	5172.19	5172.19	5172.19
负债总计	12148.00	10011.94	10319.70	10818.37
实收资本	900.31	930.04	930.04	930.04
普通股股东权益	4323.81	6241.83	7444.31	8886.87
少数股东权益	297.46	363.06	456.48	569.11
负债和所有者权益合计	16769.28	16616.83	18220.49	20274.34

重要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9526.47	8959.80	9592.28	11023.57
(+/-)YoY(%)	5.18%	-5.95%	7.06%	14.92%
净利润(百万元)	593.63	832.04	1202.48	1442.56
(+/-)YoY(%)	37.86%	40.16%	44.52%	19.97%
全面摊薄 EPS(元)	0.46	0.64	0.92	1.11
毛利率(%)	22.07%	23.09%	24.91%	24.71%
净资产收益率(%)	13.73%	13.33%	16.15%	16.23%
P/E	86.66	61.83	42.78	35.66
P/B	8.23	5.89	4.94	4.13
EV/EBITDA	31.31	52.93	39.98	35.86

毛利率%	22.07%	23.09%	24.91%	24.71%
营业税金及附加	35.17	34.19	36.21	41.76
营业税金率%	0.37%	0.38%	0.38%	0.38%
营业费用	460.16	358.39	393.28	448.29
营业费用率%	4.83%	4.00%	4.10%	4.07%
管理费用	227.62	1021.42	1035.97	1212.59
管理费用率%	2.39%	11.40%	10.80%	11.00%
EBIT	1379.98	654.99	924.15	1021.64
财务费用	143.07	86.04	93.73	101.54
财务费用率%	1.50%	0.96%	0.98%	0.92%
资产减值损失	-71.37	-80.00	-90.00	-100.00
投资收益	114.26	170.00	310.00	450.00
营业利润	729.73	1028.95	1490.42	1790.11
营业外收支	10.78	8.93	9.55	9.34
利润总额	740.51	1037.88	1499.97	1799.45
EBITDA	1632.70	919.76	1182.16	1276.85
少数股东损益	44.76	65.60	93.42	112.63
归属母公司所有者净利润	593.63	832.04	1202.48	1442.56

现金流量表

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	593.63	832.04	1202.48	1442.56
少数股东损益	44.76	65.60	93.42	112.63
非现金支出	358.86	184.77	168.01	155.20
非经营收益	30.70	-92.89	-225.82	-357.80
营运资金变动	2145.83	19.22	-118.10	-333.16
经营活动现金流	3173.78	1008.74	1119.99	1019.43
资产	-754.17	256.71	89.55	99.34
投资	218.95	0.00	0.00	0.00
其他	-71.63	-170.00	-310.00	-450.00
投资活动现金流	-606.85	86.71	-220.45	-350.66
债权募资	-1510.00	-1117.24	0.00	0.00
股权募资	31.62	1085.98	0.00	0.00
其他	-224.58	-86.04	-93.73	-101.54
融资活动现金流	-1702.96	-117.30	-93.73	-101.54
现金净流量	863.97	978.15	805.81	567.23

研究团队简介

鲁立，国防科技大学本硕，研究方向计算机科学。六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016 年加入海通证券，17、19 年所在团队新财富第四，2020 年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。