

业绩符合预期，国产服务器业务加速行进

投资要点

- **业绩总结:** 2020 年前三季度公司实现营业收入 59.6 亿元，同比下降 12.2%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比增长 29.8%；实现扣非净利润 1.5 亿元，同比增长 33.1%。其中，Q3 单季度公司实现营业收入 19.7 亿元，同比下降 9.5%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 59.3%。
- **净利润水平持续提升，公司研发投入进一步增加。** 1) 收入方面：尽管受疫情和实体清单等外部因素影响，今年以来公司营业收入连续三个季度均较去年同期有所下降，分别下降了 8.42%、13.41%、12.15%；但公司延续去年以来向高毛利业务倾斜的趋势，实现在营业收入同比下降的情况下净利润仍持续三季度大幅提升，较去年同期分别上升 15.77%、23.11%、29.79%。2) 利润方面：2020Q3 单季度公司实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 59.3%，净利润大幅增长我们认为主要是因为延续了 2019 年向高毛利业务倾斜的趋势。前三季度公司毛利率为 21.5%，同比增长 3.6pp；净利率为 5.6%，同比增长 1.5pp。3) 费用方面：2020 年前三季度，公司销售费用率为 4.3%，同比下降 0.3pp；管理费用率为 2.8%，同比增长 0.5pp；研发费用率为 8.9%，同比增长 2.4pp。
- **公司全产业链完整布局逐步实现，国家支持下服务器产业链国产化加速发展。** 公司被美国列入实体名单后，对业务产生了一定的影响，公司通过全面梳理供应链，寻找可替代部件，与主要供应商进行了积极有效沟通，有效保障了大部分原材料的供应。公司在中美贸易摩擦下的国产化 CPU 服务器中具有独特地位，通过海光、龙芯、寒武纪等多个关联方实现了全产业链完整布局。受益于国家对信创产业链的支持，公司长期获得国家科研经费支持。今年 3 月 28 日以来，公司及子公司累计收到与收益相关的政府补助 1.17 亿元，超过 2019 年度净利润的 10%，期间收到的非经常性收益相关的政府补助对当期非经常性损益产生影响金额为 2927 万元。公司持续加大基于龙芯等国产服务器的研发力度，最大程度上保证高性能计算业务经营的平稳性。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到受疫情影响、公司费用率提升明显，我们下调盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.59 元、0.70 元、0.87 元，未来三年归母净利润复合增长率保持在 24% 左右。鉴于公司手握 CPU 核心资产且海光芯片有望在 2020 年实现量产贡献利润弹性，故维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海光芯片量产不达预期；城市云拓展不达预期；存储需求下滑风险。

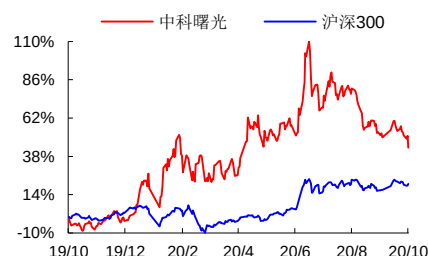
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9526.47	11025.33	12808.92	15144.26
增长率	5.18%	15.73%	16.18%	18.23%
归属母公司净利润 (百万元)	593.63	771.72	906.18	1129.61
增长率	37.86%	30.00%	17.42%	24.66%
每股收益 EPS (元)	0.46	0.59	0.70	0.87
净资产收益率 ROE	13.81%	16.12%	16.33%	17.35%
PE	97	61	52	42
PB	13.35	9.81	8.48	7.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
 执业证号: S1250517050002
 电话: 021-58351932
 邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.02
流通 A 股(亿股)	13.02
52 周内股价区间(元)	32.24-53.53
总市值(亿元)	469.91
总资产(亿元)	176.09
每股净资产(元)	4.78

相关研究

1. 中科曙光 (603019): 业绩超预期, 信创业务有望加速行进 (2020-08-16)
2. 中科曙光 (603019): 业绩超预期, IT 核心资产地位凸显 (2020-03-29)
3. 中科曙光 (603019): IT 基础设施核心资产再启航 (2020-02-21)

关键假设：

假设 1：高性能计算机业务增速将逐年增长。受制于实体清单影响，公司芯片原材料紧缺导致 2019 业务增长放缓，2020 年实体清单影响有望逐步消除。随着北美云计算巨头资本支出增长，叠加 5G 后应用兴起，我们预计服务器行业拐点到来。此外，公司在 2019 年底中标 16 亿高端计算机大单，为 2020 年高性能计算机业务板块的成长奠定了基础。

假设 2：存储产品业务保持高增长。根据 IDC 数据，国内企业级外部存储 2019Q1、2019Q2、2019Q3、2019Q4 同比分别增长 16.7%、13.9%、22.1%、14.8%。公司在存储市场中处于国内厂商的第一梯队，预计未来增速将超过行业增速。

假设 3：软件开发、系统集成及技术服务业务继续保持良好增长势头。公司的软件开发、系统集成及技术服务业务主要包括高端计算机的软件系统、城市云计算服务等。其中，高端计算机软件系统随着高端计算机的放量而增长；公司城市云增长势头良好，2018、2019 年收入增速分别为 72%、34%，预计未来仍然会保持快速增长势头。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
高性能计算机	收入	75.0	86.3	99.2	116.1
	增速	4.2%	15.0%	15.0%	17.0%
	毛利率	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%
软件开发、系统集成及技术服务	收入	10.6	12.2	14.4	17.4
	增速	7.4%	15.0%	18.0%	21.0%
	毛利率	76.0%	76.0%	75.7%	75.5%
存储产品	收入	9.6	11.7	14.4	17.9
	增速	10.7%	22.0%	23.0%	24.0%
	毛利率	22.5%	22.5%	22.7%	22.9%
其他	收入	0.01	0.04	0.04	0.04
	毛利率	41%	50%	50%	50%
合计	收入	95.3	110.3	128.1	151.4
	增速	5.2%	15.7%	16.2%	18.2%
	毛利率	22.1%	22.2%	22.3%	22.5%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9526.47	11025.33	12808.92	15144.26	净利润	638.39	829.91	974.51	1214.78
营业成本	7423.54	8582.07	9952.01	11735.45	折旧与摊销	252.72	197.14	197.14	197.14
营业税金及附加	35.17	44.78	50.45	59.65	财务费用	143.07	7.06	8.21	9.70
销售费用	460.16	529.22	602.02	696.64	资产减值损失	-71.37	-21.37	-21.07	-29.56
管理费用	227.62	1058.43	1204.04	1393.27	经营营运资本变动	651.14	-1258.05	-448.93	-711.31
财务费用	143.07	7.06	8.21	9.70	其他	1559.84	-125.52	-121.48	-51.74
资产减值损失	-71.37	-21.37	-21.07	-29.56	经营活动现金流净额	3173.78	-370.83	588.37	629.02
投资收益	114.26	120.00	98.01	108.05	资本支出	146.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-753.60	-80.00	-101.99	-91.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-606.85	-80.00	-101.99	-91.95
营业利润	729.73	945.13	1111.27	1387.14	短期借款	-1573.47	810.99	-788.75	-545.53
其他非经营损益	10.78	8.79	8.86	9.16	长期借款	-660.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	740.51	953.92	1120.13	1396.30	股权融资	6.76	0.00	0.00	0.00
所得税	102.12	124.01	145.62	181.52	支付股利	-90.03	-118.73	-154.34	-181.24
净利润	638.39	829.91	974.51	1214.78	其他	613.78	174.67	991.79	890.30
少数股东损益	44.76	58.19	68.33	85.18	筹资活动现金流净额	-1702.96	866.93	48.70	163.53
归属母公司股东净利润	593.63	771.72	906.18	1129.61	现金流量净额	867.62	416.10	535.08	700.60
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2891.50	3307.60	3842.68	4543.28	成长能力				
应收和预付款项	3038.33	4003.25	4503.40	5308.80	销售收入增长率	5.18%	15.73%	16.18%	18.23%
存货	3376.45	3941.75	4622.94	5424.99	营业利润增长率	37.19%	29.52%	17.58%	24.83%
其他流动资产	572.76	649.60	741.74	862.39	净利润增长率	36.54%	30.00%	17.42%	24.66%
长期股权投资	2136.35	2136.35	2136.35	2136.35	EBITDA 增长率	34.54%	2.12%	14.55%	21.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1632.95	1540.25	1447.55	1354.85	毛利率	22.07%	22.16%	22.30%	22.51%
无形资产和开发支出	1053.79	952.83	851.87	750.91	三费率	8.72%	14.46%	14.16%	13.86%
其他非流动资产	2067.15	2263.67	2460.19	2656.71	净利率	6.70%	7.53%	7.61%	8.02%
资产总计	16769.28	18795.30	20606.72	23038.28	ROE	13.81%	16.12%	16.33%	17.35%
短期借款	781.06	1592.05	803.30	257.77	ROA	3.81%	4.42%	4.73%	5.27%
应付和预收款项	4318.58	4636.78	5412.15	6449.67	ROIC	16.88%	26.49%	29.83%	36.51%
长期借款	70.00	70.00	70.00	70.00	EBITDA/销售收入	11.81%	10.42%	10.28%	10.53%
其他负债	6978.36	7348.43	8353.06	9259.09	营运能力				
负债合计	12148.00	13647.26	14638.51	16036.53	总资产周转率	0.64	0.62	0.65	0.69
股本	900.31	1302.05	1302.05	1302.05	固定资产周转率	6.91	7.62	9.47	12.01
资本公积	1450.87	1049.13	1049.13	1049.13	应收账款周转率	4.38	4.90	4.54	4.71
留存收益	1788.21	2441.21	3193.05	4141.42	存货周转率	2.56	2.31	2.31	2.33
归属母公司股东权益	4323.81	4792.39	5544.22	6492.59	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	136.24%	—	—	—
少数股东权益	297.46	355.65	423.98	509.16	资本结构				
股东权益合计	4621.28	5148.04	5968.21	7001.75	资产负债率	72.44%	72.61%	71.04%	69.61%
负债和股东权益合计	16769.28	18795.30	20606.72	23038.28	带息债务/总负债	15.10%	19.38%	12.68%	8.17%
					流动比率	1.69	1.90	2.19	2.39
					速动比率	1.11	1.27	1.45	1.59
					股利支付率	15.17%	15.38%	17.03%	16.04%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.59	0.70	0.87
					每股净资产	3.32	3.68	4.26	4.99
					每股经营现金	2.44	-0.28	0.45	0.48
					每股股利	0.07	0.09	0.12	0.14
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1125.52	1149.34	1316.61	1593.98					
PE	97.25	60.89	51.86	41.60					
PB	13.35	9.81	8.48	7.24					
PS	6.06	4.26	3.67	3.10					
EV/EBITDA	33.30	38.30	32.27	25.75					
股息率	0.16%	0.25%	0.33%	0.39%					

数据来源：Wind，西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn