

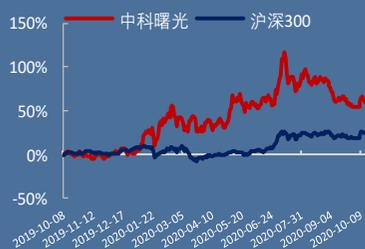
证券研究报告

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, 2020.10.22
 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》2020.10
 《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): 基础设施和大数据厂商, 核心技术保障上游供应链》2020.4

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: Q3 业绩稳定增长, 国产芯片发力行业信创

2020年11月2日

事件: 公司发布2020年三季报, 实现营业收入59.57亿元, 同比下滑12.15%; 归母净利润3.24亿元, 同比增长29.79%。其中, Q3单季度收入为19.69亿元, 同比下滑9.46%; 归母净利润为0.73亿元, 同比增长59.29%; 扣非归母净利润为815.94万元, 同比下滑14.74%。

点评:

- **预计高毛利产品占比提升, 协同带动盈利能力。** 今年上半年, 受疫情影响, 政府级企业客户的服务器采购计划有所延迟, 上半年营收受严重影响, 此次Q3营收同比仍下滑, 但下降幅度相较Q2 (同比下滑18.15%) 有一定收窄, 业务景气度逐步恢复。值得注意的是: 归母净利润增速明显高于营收增速, 同时毛利率较去年同期提升4.34个百分点。我们预计, 公司盈利能力提升源于业务结构的改善, 高毛利产品(如: 软件及服务、存储、超算)占比提升所致, 带动毛利率以及归母净利润快速增长。
- **研发投入持续加强, 非经常性损益主要为政府补助。** 2020Q3单季度, 公司销售费用率为5.67%, 同比下降0.04个百分点; 管理费用率为2.88%, 同比上涨0.55个百分点, 总体来看相对稳定。而研发费率为10%, 大幅提升2.05个百分点, 彰显公司重视研发。**2020Q3非经常性损益为6525万元, 主要为政府补助6404万元; 高政府补贴导致归母净利润快速增长的同时扣非归母呈现下滑趋势。**
- **享信创产业红利, 海光芯片持续中标。** 海光芯片作为国产CPU头部企业, 在产品技术与应用生态方面具有优势, 有望充分受益于国产替代浪潮。并且公司目前具有百万产能。公司产能饱满助力未来顺利扩张。2020年初以来, 海光持续中标一系列重磅行业的信创标包, 包括前期运营商集采、公安部招标等, 彰显技术和市场竞争力。我们认为随着国内信创产业趋势不断强化, 公司有望持续受益。
- **定增获批, 继续建设产品生态。** 8月25日, 公司非公开发行股票申请获得中国证监会核准批复。本次募投项目为: 基于国产芯片高端计算机研发及扩产项目, 高端计算机IO模块研发及产业化项目, 高端计算机内置主动管控固件研发项目, 以及补充流动资金。我们认为, 公司此次定增主要旨在提升核心关键技术。有利于提升公司的自主创新核心能力, 增强核心竞争力。公司持续完善产业链, 建设产品生态, 行业领先优势有望进一步扩大。
- **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8.2/11.4/13.6亿元, 市盈率P/E为53/38/32

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)	430.6	593.6	820.4	1142.5	1361.5
增长率 YoY%	39.43%	37.86%	38.19%	39.26%	19.17%
毛利率%	18.30%	22.07%	23.09%	24.91%	24.71%
市盈率 P/E(倍)	96	70	53	38	32

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 11 月 02 日收盘价

附录：

图 1: 定增资金计划，万元

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金投入额
1	基于国产芯片高端计算机研发及扩产项目	200,000.00	200,000.00
2	高端计算机高端 IO 模块研发及产业化项目	92,000.00	92,000.00
3	高端计算机内置主动管控固件研发项目	48,000.00	48,000.00
4	补充流动资金	138,000.00	138,000.00
	总计	478,000.00	478,000.00

资料来源：IDC，信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,879	10,159	12,011	14,310
货币资金	2,891	4,210	5,635	7,103
应收票据	364	276	319	357
应收账款	1,821	2,120	2,243	2,588
预付账款	152	192	183	218
存货	3,376	2,326	2,544	2,888
其他	1,274	1,035	1,086	1,156
非流动资产	6,890	6,458	6,200	5,944
长期股权投资	2,136	2,136	2,136	2,136
固定资产(合计)	1,492	1,291	1,088	885
无形资产	917	853	798	746
其他	2,345	2,177	2,177	2,177
资产总计	16,769	16,617	18,210	20,254
流动负债	5,859	4,840	5,148	5,646
短期借款	781	781	781	781
应付账款	2,934	2,219	2,374	2,715
其他	2,144	1,840	1,992	2,151
非流动负债	6,289	5,172	5,172	5,172
长期借款	70	70	70	70
其他	6,219	5,102	5,102	5,102
负债合计	12,148	10,012	10,320	10,818
少数股东权益	297	363	456	569
归属母公司股东权益	4,324	6,242	7,444	8,887
其他	0	0	-10	-20
负债和股东权益	16,769	16,617	18,210	20,254

重要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,526	8,960	9,592	11,024
(+/-)YoY(%)	5.18%	-5.95%	7.06%	14.92%
净利润(百万元)	594	832	1,202	1,443
(+/-)YoY(%)	37.86%	40.16%	44.52%	19.97%
全面摊薄 EPS(元)	22.07%	23.09%	24.91%	24.71%
毛利率(%)	13.73%	13.33%	16.15%	16.23%
净资产收益率(%)	0.64	0.89	1.29	1.55
P/E	70	53	38	32
P/B	9.28	6.64	5.57	4.66
EV/EBITDA	25.19	42.07	31.52	28.04

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,526	8,960	9,592	11,024
营业成本	7,424	6,891	7,203	8,299
营业税金及附加	35	34	36	42
销售费用	460	358	393	448
管理费用	228	241	244	286
研发费用	738	781	792	927
财务费用	143	86	94	102
减值损失合计	-71	-80	-90	-100
投资净收益	114	170	310	450
营业利润	730	1,029	1,490	1,790
营业外收支	11	9	10	9
利润总额	741	1,038	1,500	1,799
所得税	102	140	204	244
净利润	638	898	1,296	1,555
少数股东损益	45	66	93	113
归属母公司净利润	594	820	1,143	1,362
EBITDA	1,633	920	1,182	1,277
EPS(当年)(元)	0.64	0.89	1.29	1.55

现金流量表

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,174	1,009	1,120	1,019
净利润	638	898	1,296	1,555
折旧摊销	253	265	258	255
财务费用	177	86	94	102
投资损失	-114	-170	-310	-450
营运资金变动	2,146	19	-118	-333
其它	74	-89	-100	-109
投资活动现金流	-607	427	400	549
资本支出	-754	257	90	99
长期投资	219	0	0	0
其他	-72	170	310	450
筹资活动现金流	-1,703	-117	-94	-102
吸收投资	32	1,086	0	0
借款	-1,510	-1,117	0	0
支付利息或股息	-215	-86	-94	-102
现金流净增加额	868	1,318	1,426	1,467

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。