

分析师: 唐月

登记编码: S0730512030001

tangyue@ccnew.com 021-50586635

从行业数据审视公司 2020 年成绩单

——浪潮信息(000977)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

买入(维持)

市场数据(2021-04-02)

发布日期: 2021年04月02日

收盘价(元)	27.62
一年内最高/最低(元)	48.48/24.42
沪深300指数	5161.56
市净率(倍)	4.49
流通市值(亿元)	401.85

基础数据(2020-9-30)

每股净资产(元)	8.05
每股经营现金流(元)	-3.80
毛利率(%)	11.58
净资产收益率-摊薄(%)	4.59
资产负债率(%)	63.85
总股本/流通股(万股)	145372.13/145280.86
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《浪潮信息(000977)公司深度分析: 行业高景气度下, 公司量价齐升加速前行》 2020-09-09
- 《浪潮信息(000977)深度分析: 新基建开启新机遇》 2020-04-30

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

- **2020年4季度公司业绩增长超预期。**4季度公司净利润和扣非净利润分别增长了75.6%和108.4%(业绩预告下限),成为了2018Q3以后表现最佳的一个季度。根据IDC数据,2020年4季度公司和华为市场份额皆有较为明显的增长。这说明在美国制裁生效以后,华为继续在服务器市场取得了良好的成绩,也说明公司的高增长并非来自填补华为空白的因素。
- **公司稳坐服务器市场全球第三和中国第一宝座。**2020年公司在全球服务器市场中的份额从7.6%增长到9.6%,而全球第二大服务器厂商HPE的份额从上年的14.6%下滑到12.7%。如果以这样的速度,公司或将在2021年正式超过HPE,成为全球第二大服务器厂商。此外,公司X86服务器单价连续2年提升,表明公司产品的竞争力在持续提升。
- **2020年,公司继续以55%的市场份额稳居中国AI服务器市场第一,市场份额较上年同期继续上涨了4个百分点。同时2020年上半年,公司以16.4%的市场份额位居全球AI服务器市场第一。**
- **2020年公司存储业务进步显著。**2020年公司以8%的国内市场份额成为中国企业级外部存储行业第三,同时存储产品累计完成3次SPC-1测试刷榜,成为唯一一家在性能和单位成本性能两大榜单领跑的厂商。此外在2020年Gartner的主存储魔力象限中,还成功晋级了“挑战者”象限。
- **维持对公司“买入”的投资评级。**作为立足于中国数字经济快速成长起来的服务器厂商,公司有望持续受益于数字中国的发展和新技术对算力需求的提升,值得长期关注。考虑到公司未来两年研发费用上升可能对业绩带来的影响,我们预计2020-2022年公司EPS分别为0.96元、1.14元、1.52元,按4月2日收盘价27.62元计算,对应PE为28.9倍、24.2倍、18.2倍,维持对公司“买入”的投资评级。

风险提示: 中美摩擦可能带来的影响; 行业竞争格局对盈利能力的影响。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	46,941	51,653	64,722	79,737	96,083
增长比率(%)	84.2	10.0	25.3	23.2	20.5
净利润(百万元)	659	929	1,389	1,657	2,207
增长比率(%)	54.0	41.0	49.6	19.2	33.2
每股收益(元)	0.45	0.64	0.96	1.14	1.52
市盈率(倍)	61.0	43.2	28.9	24.2	18.2

资料来源: 贝格数据, 中原证券

内容目录

1. 2020 年 4 季度表现远超市场预期	4
2. 行业数据释放出的利好因素	5
2.1. 4 季度服务器高增长并非源于填补华为的份额.....	5
2.2. 2021 年有望成为全球第二大服务器厂商.....	6
2.3. 服务器单价连续 3 年提升.....	7
2.4. 位列人工智能服务器全球第一.....	8
2.5. 稳坐国内服务器第一宝座.....	9
2.6. 冉冉升起的存储业务.....	10
3. 中国市场的快速发展是公司持续成长的基石	11
3.1. 背靠国内市场，全面受益于我国发展的红利.....	11
3.2. 数字中国的发展成为我国十四五工作的重点，服务器将提供算力支撑作用.....	13
4. 其他因素	14
4.1. 2021 年浪潮集团迎来新领导上任，后续影响仍然需要观察.....	14
4.2. 公司或将加大研发费用投入，投入方向的选择需要积极关注.....	15
5. 投资建议与评级	16
6. 风险提示	16

图表目录

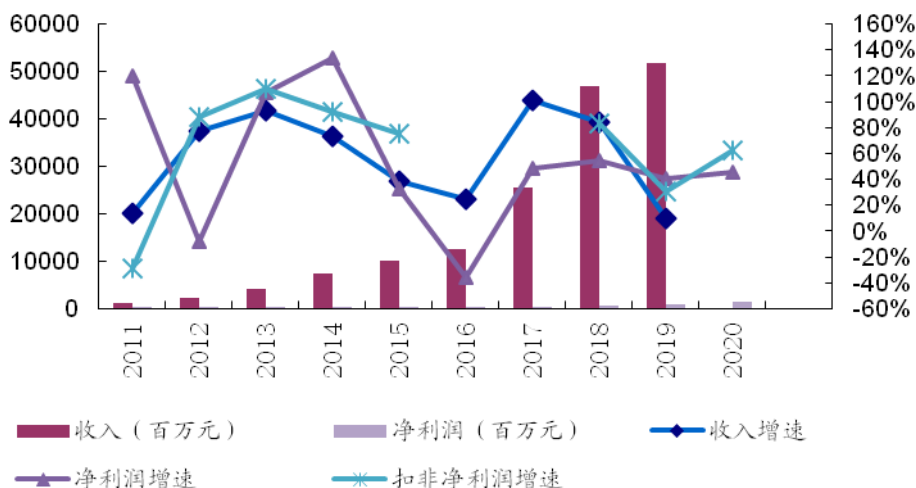
图 1: 2011-2020 年公司收入和净利润增速（按照业绩预告下限）.....	4
图 2: 2018Q1-2020Q4 公司单季度收入和净利润增速（2020Q4 为业绩预告下限）.....	4
图 3: 2020Q4 全球服务器厂商份额变化情况（按销售额）.....	5
图 4: 2015Q4-2020Q4 全球手机行业前 4 大厂商份额变化.....	6
图 5: 2020 年全球 X86 服务器厂商份额（按销售额）.....	6
图 6: 2019 年全球 X86 服务器厂商份额（按销售额）.....	6
图 7: 2020 年全球头部厂商 X86 服务器出货量增速情况.....	7
图 8: 2018-2020 年全球头部厂商 X86 服务器单价变化趋势.....	7
图 9: 2020 年中国 AI 服务器厂商销售额占比.....	8
图 10: 2020 年上半年全球 AI 服务器份额.....	8
图 11: 2020 年中国服务器厂商份额（按销售额）.....	9
图 12: 2019 年中国 X86 服务器厂商份额（按销售额）.....	9
图 13: 2020Q3 中国 IaaS+PaaS 厂商份额占比.....	9
图 14: 2016-2020 年中国企业级外部存储厂商份额.....	10
图 15: 2020 年 Gartner 主存储魔力象限变化情况.....	11
图 16: 2020Q4 各地区服务器销售额增速.....	12
图 17: 2012Q2-2020Q4 中国及全球服务器增速（按销售额）.....	12
图 18: 2016-2020 年中国企业级外部存储市场规模及增速.....	13
图 19: 十四五规划——数字经济重点产业.....	14
图 20: 十四五规划——数字化应用场景.....	14
图 21: 浪潮集团及其下上市公司.....	15
图 22: 2013-2019 年公司研发投入和资本化情况.....	15
图 23: 公司 PE-Band.....	16

表 1: 公司存储产品 SPC-1 国际测试情况 11

1. 2020 年 4 季度表现远超市场预期

根据最新的业绩预告，2020 年公司净利润预计 13.5 亿元到 16.3 亿元，一举突破了 10 亿元大关，同比增长 45.36%-75.51%。虽然服务器市场具有较大的波动性，但是公司一直保持了市场领跑的姿态。近 3 年来看，净利润增速分别为 54.05%、41.02%、45.36%（业绩预告下限），近 3 年扣非净利润增速分别为 83.66%、30.64%、62.30%（业绩预告下限），成绩优异。

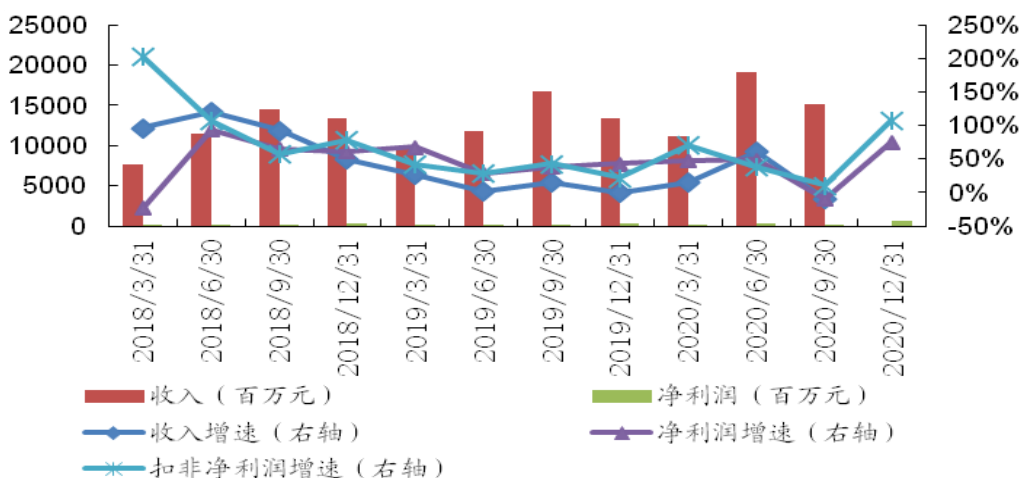
图 1：2011-2020 年公司收入和净利润增速（按照业绩预告下限）



资料来源：公司公告，中原证券

而从季报角度来看，在 2020 年 1、2 季度在线需求的支撑下，公司前两个季度保持了较快的增速，收入分别增长了 15.9% 和 60.8%，但是随后在 3 季度，公司收入下滑了 8.82%，净利润和扣非净利润分别增长了 -8.9% 和 10.7%。但是从预告数据，我们看到 4 季度公司净利润和扣非净利润分别同比增长了 75.6% 和 108.4%（业绩预告下限），成为了 2018Q3 以后表现最佳的一个季度，表现是远超市场预期的。

图 2：2018Q1-2020Q4 公司单季度收入和净利润增速（2020Q4 为业绩预告下限）



资料来源：公司公告，中原证券

由于 4 季度超预期的表现，2021 年 1 月 29 日业绩公布以后，公司股价获得了连续 2 天的

涨停。然而在关心业绩本身的同时，我们更加关注的是公司 4 季报超预期的原因，以及这样的增长因素是否具有可持续性，后续市场格局及行业景气度情况，而本篇报告，我们着力通过对行业数据的分析来回答这些问题。

2. 行业数据释放出的利好因素

2.1. 4 季度服务器高速增长并非源于填补华为的份额

根据 IDC 数据，2020 年 4 季度前 6 大厂商中，公司和华为销售额份额皆有较为明显的增长。这说明在美国制裁生效以后，华为继续在服务器市场取得了良好的成绩，因而我们判断公司 4 季度的高速增长并非来自填补华为空白的因素。

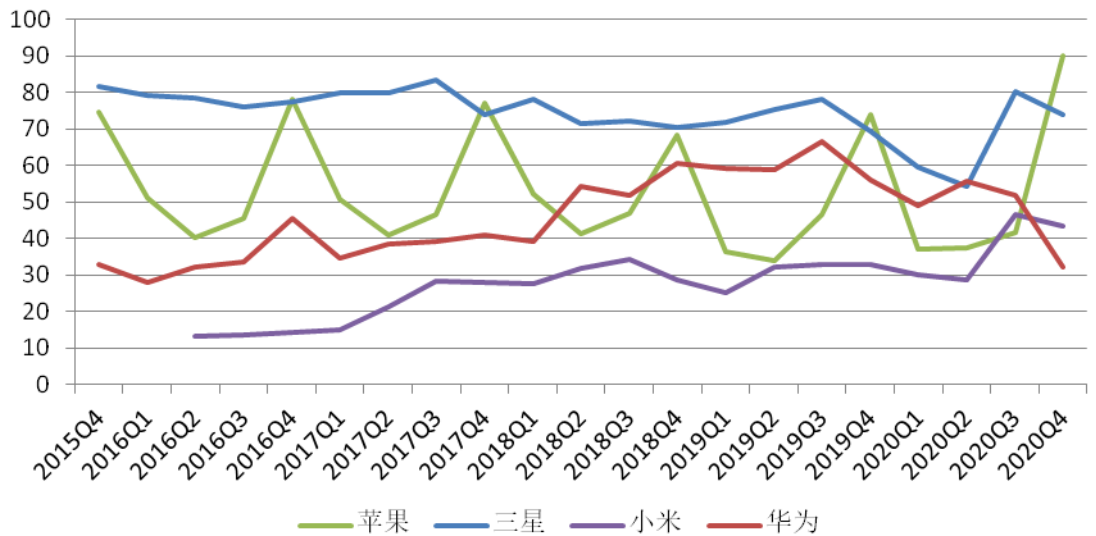
图 3: 2020Q4 全球服务器厂商份额变化情况（按销售额）



资料来源：IDC，中原证券

相对而言，制裁在 4 季度对华为的影响是明显小于手机市场的。根据 IDC 2020 年 4 季度全球手机销量数据，在华为受到美国禁令影响芯片紧缺的背景下，4 季度华为手机销量下滑了 42.4%，而苹果和小米成了最大的受益方，销量分别上涨了 22.2%和 32%。4 季度手机厂商的排名也发生了明显的变化，苹果占比 23.4%跃居第一，三星占比 19.1%与苹果差距进一步拉大，小米份额 11.2%坐稳行业第三宝座，而华为滑落至第 4，份额由峰值 20%下滑至 4 季度的 8.8%。

图 4: 2015Q4-2020Q4 全球手机行业前 4 大厂商份额变化



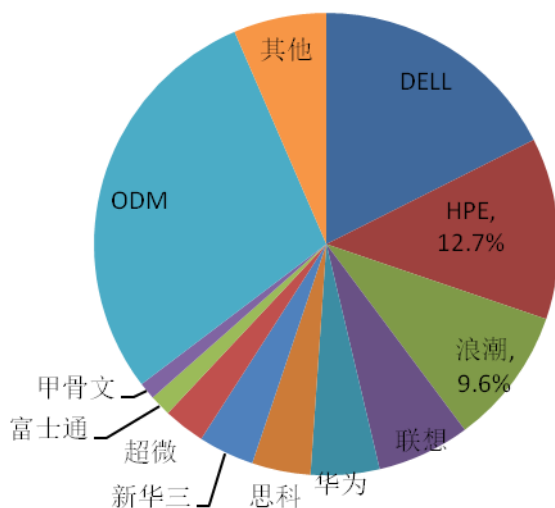
资料来源: IDC, 中原证券

背靠着强大的对手, 仍能够快速成长, 这对于公司的竞争力其实是一种佐证。相比于政治因素的不确定性, 竞争力的提升才是企业发展的关键。

2.2. 2021 年有望成为全球第二大服务器厂商

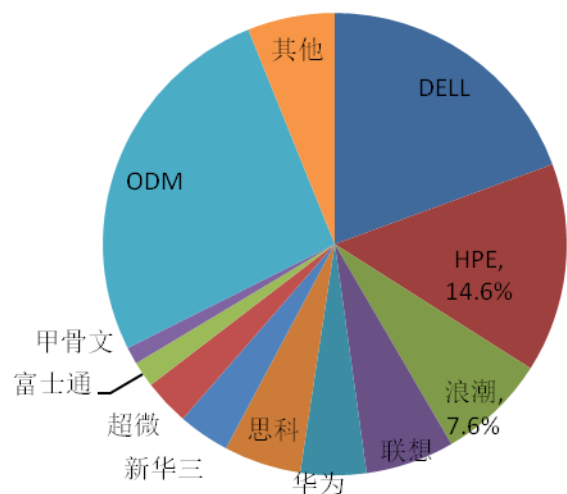
全年来看, 2020 年全球前两大厂商戴尔和 HPE 都出现了份额较大下滑, 其中 HPE 份额从上年的 14.6% 下滑到 12.7%, 下滑了 1.9 个百分点, 而公司从 7.6% 增长到 9.6%, 增长了 2 个百分点。如果以这样的速度, 公司或将在 2021 年正式超过 HPE, 成为全球第二大服务器厂商。

图 5: 2020 年全球 X86 服务器厂商份额 (按销售额)



资料来源: IDC, 中原证券

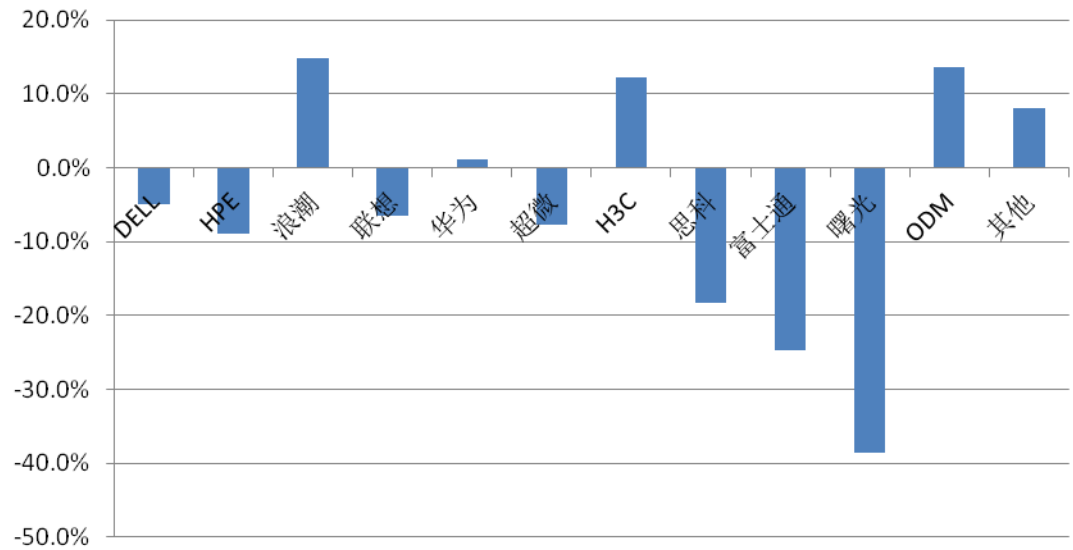
图 6: 2019 年全球 X86 服务器厂商份额 (按销售额)



资料来源: IDC, 中原证券

公司 2020 年继续领涨。从厂商增速情况来看, 受到美国禁令的影响, 中科曙光 X86 服务器出货量全年下滑 38.5%。同时, 公司、新华三、ODM 厂商出货量分别上涨了 14.9%、12.3% 和 13.6%, 公司成为了 2020 年市场最大的赢家。

图 7：2020 年全球头部厂商 X86 服务器出货量增速情况

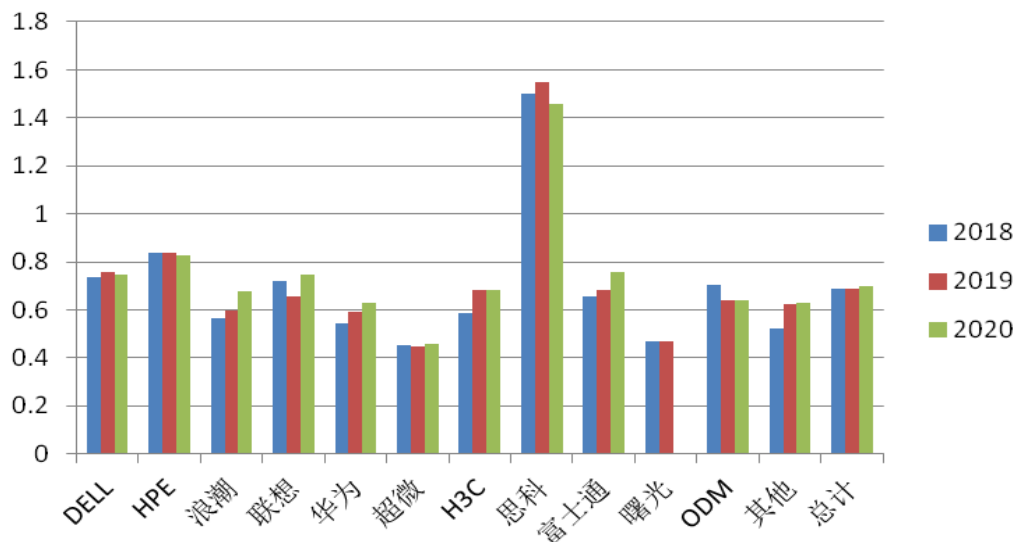


资料来源：IDC，中原证券

2.3. 服务器单价连续 3 年提升

近年来，公司服务器产品单价持续提升，行业内表现亮眼。从近三年厂商 X86 产品价格变化情况来看，海外厂商单价普遍高于国内厂商，甚至 ODM 厂商服务器单价在 2018 年、2019 年也超过公司。同时我们看到在 X86 服务器平均单价逐年提升的基本状况下，仅有公司和华为、富士通的单价保持了同样的趋势。而头部的戴尔、HPE 和 ODM 厂商 2020 年都出现了单价的下滑状况，表明海外服务器产品单价有明显下滑趋势。

图 8：2018-2020 年全球头部厂商 X86 服务器单价变化趋势



资料来源：IDC，中原证券

单价持续提升的背后，我们看到公司产品持续在云服务器、AI 服务器等多个新兴细分赛道取得领先优势，同时公司 JDM 的模式在推行的过程中，也进一步提升了产品的附加值。因而

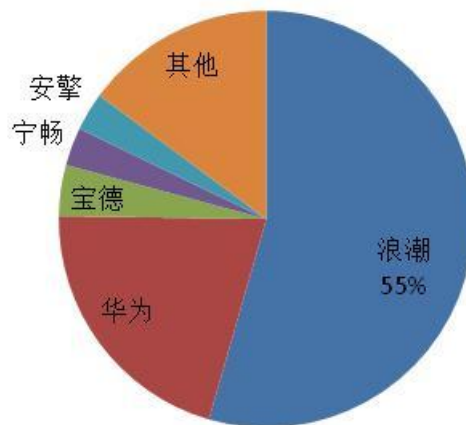
我们认为产品单价提升的背后，本身产品竞争力提升的表现。

2.4. 位列人工智能服务器全球第一

公司连续 4 年在 AI 服务器市场占据半数以上市场份额。2020 年，公司继续以 55% 的市场份额稳居中国市场第一，保持了智慧计算领导者的地位，同时市场份额较上年同期继续上涨了 4 个百分点。

以 IDC 数据进行测算，2020 年中国的 AI 服务器在服务器收入中占比为 15%，而公司的 AI 服务器在服务器收入中占比达到了 24%，同时 2020 年 AI 服务器还保持了 52.8% 的增速，未来 5 年有望继续保持 15% 的复合增速，将成为公司未来服务器业务发展的核心驱动力。

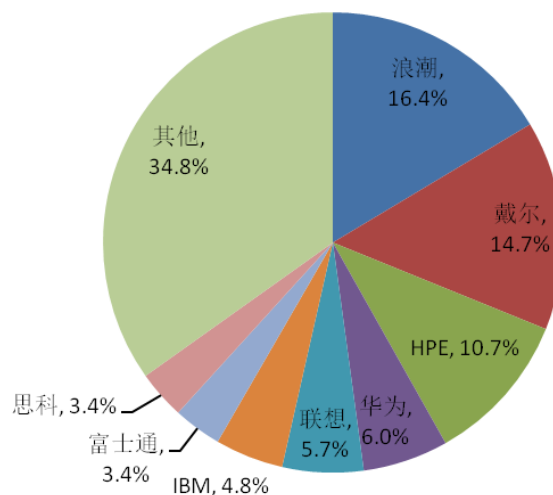
图 9：2020 年中国 AI 服务器厂商销售额占比



资料来源：IDC，中原证券

从 IDC 关于全球 AI 服务器市场份额数据我们也可以看到，公司作为这个细分领域的王者，已经超越戴尔和 HPE，占据了全球市场 16.4% 的市场份额，成为全球第一。按照 IDC 预测未来中国的 AI 服务器将占据全球人工智能服务器市场的三分之一左右份额，公司也有望跟随中国市场得到茁壮的成长。

图 10：2020 年上半年全球 AI 服务器份额

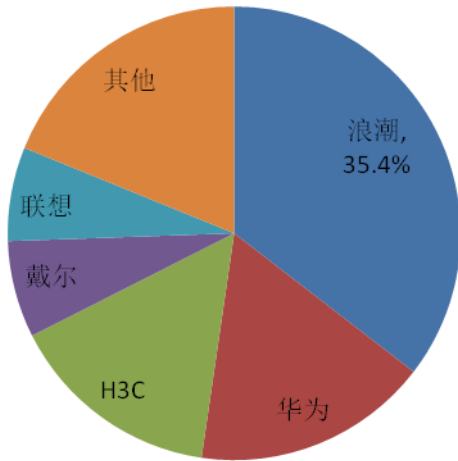


资料来源：IDC，中原证券

2.5. 稳坐国内服务器第一宝座

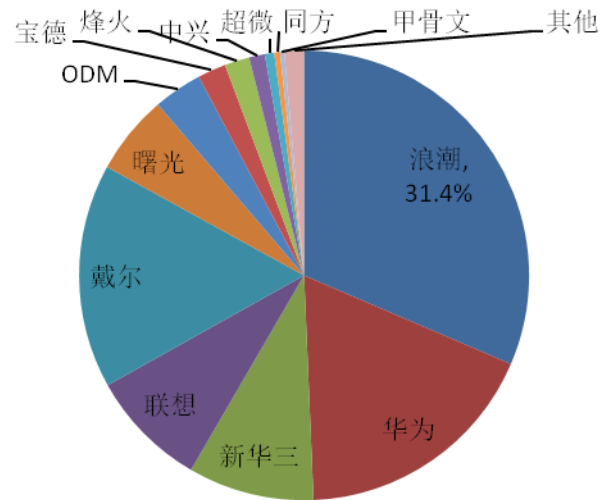
2020年，浪潮在中国服务器市场中份额占比进一步提升到35.4%，而对比2019年中国X86服务器市场份额来看，浪潮占比仅为31.4%（2019年中国非X86占比服务器市场的2.86%）。

图 11：2020 年中国服务器厂商份额（按销售额）



资料来源：IDC，中原证券

图 12：2019 年中国 X86 服务器厂商份额（按销售额）

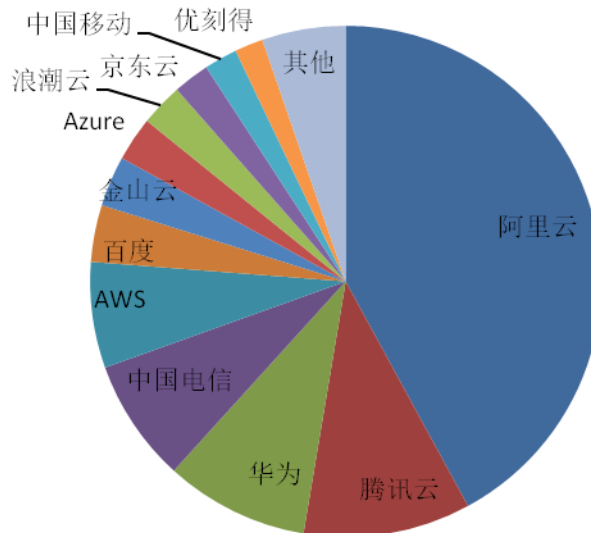


资料来源：IDC，中原证券

随着中美摩擦的持续升温，我国已经将自主可控作为了十四五制造业发展的核心要素之一，2020年戴尔的份额也进一步从上年的16.1%（X86服务器）下滑到6.9%。

作为最早拥抱互联网企业的厂商，公司也成为互联网厂商快速崛起后最为受益的供应商。在云化趋势的持续推动下，各行各业都在不断加大数字化和上云的比例，公司的产品先进性和业务响应能力也使其成为越来越多行业客户的选择。

图 13：2020Q3 中国 IaaS+PaaS 厂商份额占比

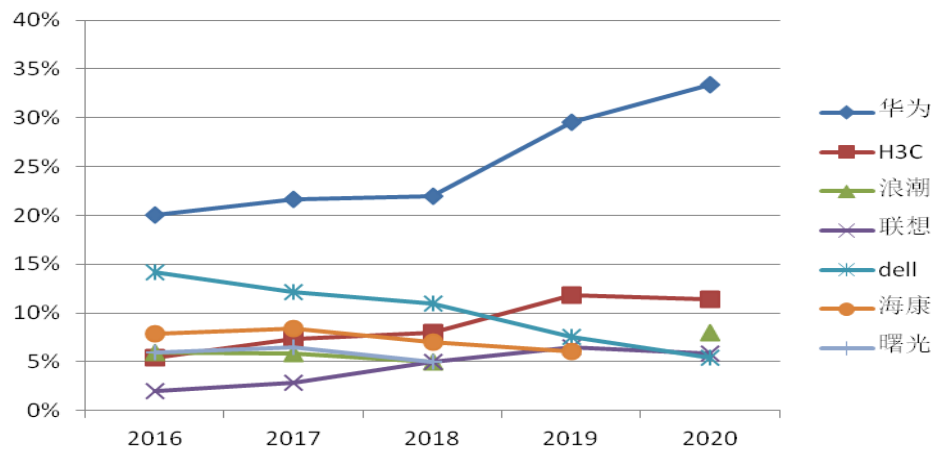


资料来源：IDC，中原证券

2.6. 冉冉兴起的存储业务

2020年，浪潮外部存储业务取得了较大的进步，在2016-2018年份额逐年下滑的背景下，2019年已经华为、新华三、戴尔、联想、海康之后。而2020年公司以8%的国内市场份额，一举超过了戴尔、联想、海康等多名竞争对手，成为行业第三。

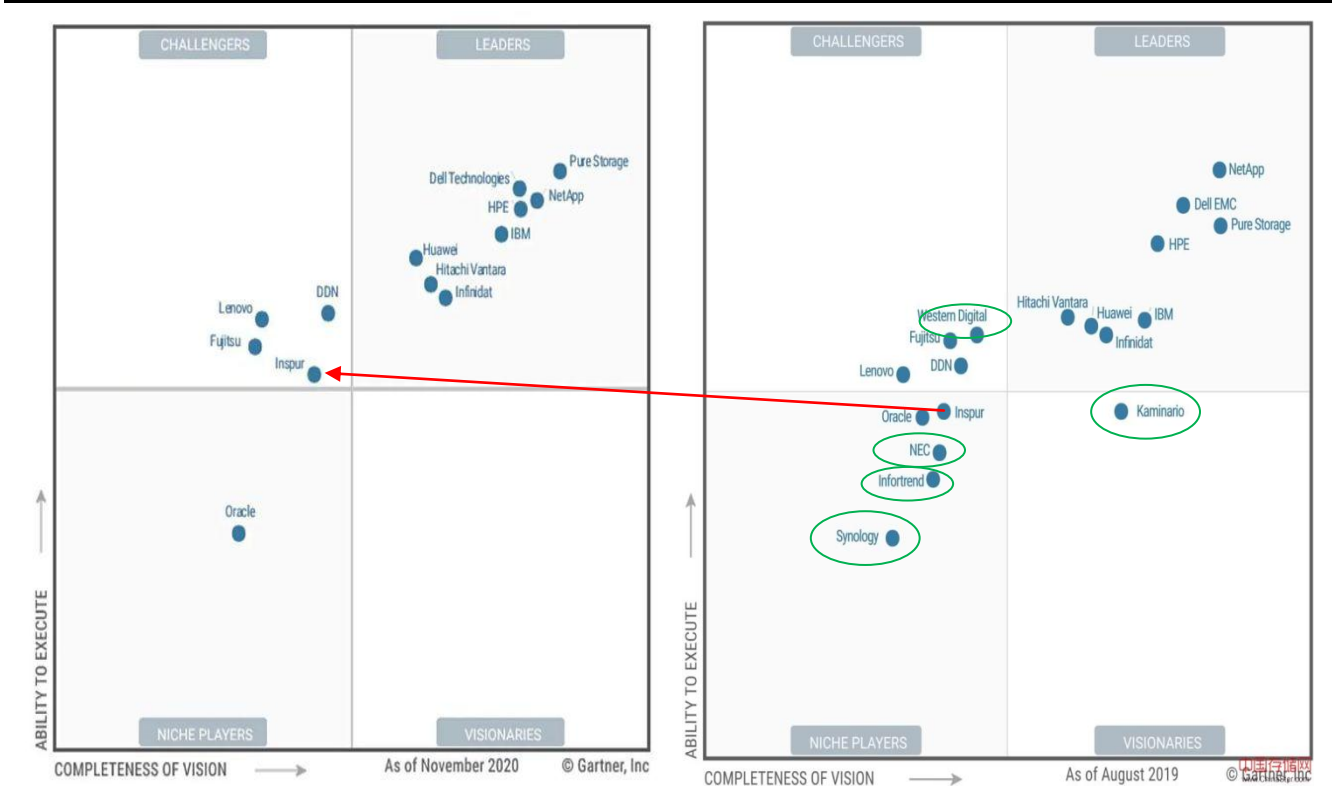
图 14：2016-2020 年中国企业级外部存储厂商份额



资料来源：IDC，中原证券（没有数据的年份表示位于其他厂商之后）

2020年12月，Gartner发布了最新的主存储魔力象限。相对于2019年的数据而言，公司成为了唯一一家实现象限跃升的厂商，成功晋级了“挑战者”象限，而与此同时也有4个厂家未进入2020年的魔力象限。由于Gartner的数据在业内具有非常高的权威性，2020年取得的成绩也成为了对公司存储产品能力非常具有参考性的指标。

图 15: 2020 年 Gartner 主存储魔力象限变化情况



资料来源: Gartner, 中原证券

2020 年公司存储累计完成 3 次 SPC-1 测试刷榜, 成为唯一一家在性能和单位成本性能两大榜单领跑的厂商。SPC-1 基准评测作为业内最活跃的性能评测, 将对行业存储选型起到风向标的意义。8 控和 16 控存储主要覆盖 15k-100k 美元市场, 占据存储市场份额的 60%, 公司的夺冠也意味着在主流存储市场占据了竞争优势。同时, 公司登顶了成本性能榜单以后, 公司也将成为企业海量、实时数据处理的首选。

表 1: 公司存储产品 SPC-1 国际测试情况

时间	成绩
2018.10	AS5500G2 获得了中端存储性能测试全球第一
2020.3	AS5600G2 获得了 16 控存储产品 SPC-1 性能测试全球第一
2020.6	AS5500G5 以超 330 万 IOPS 夺得 8 控存储性能全球第一
2020.10	AS2200G2 单位成本性能榜单全球第一

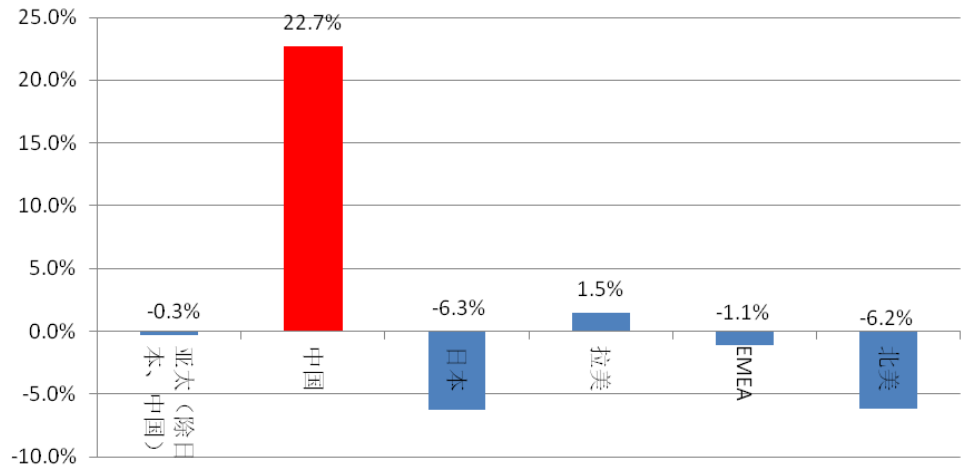
资料来源: 存储性能委员会, 中原证券

3. 中国市场的快速发展是公司持续成长的基石

3.1. 背靠国内市场, 全面受益于我国发展的红利

作为 2020 年疫情以后经济最先恢复的国家, 我国的服务器市场也同样走出了独立行情。2020 年 4 季度中国服务器市场上涨了 22.7%, 远超全球市场 1.5% 的增速水平, 而同期全球其他区域基本都是下滑态势。

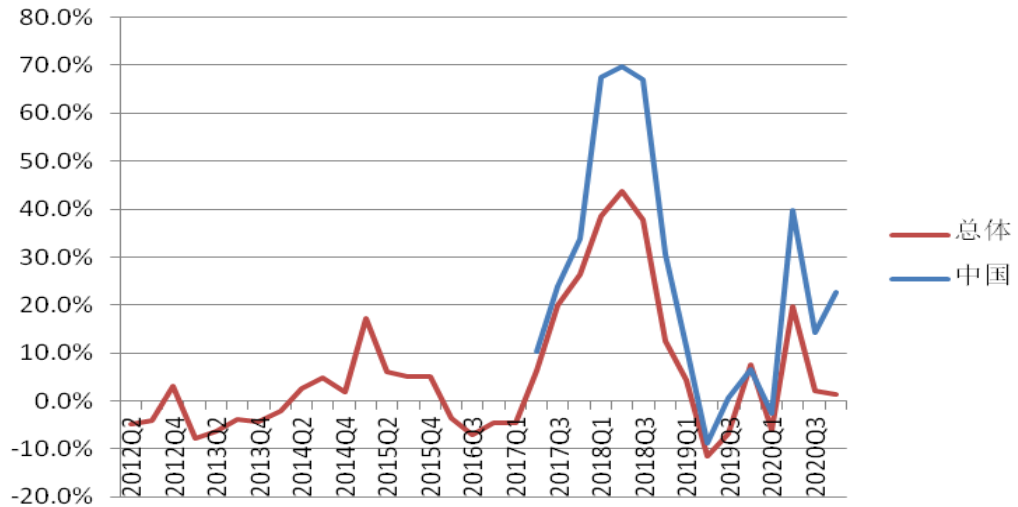
图 16: 2020Q4 各地区服务器销售额增速



资料来源: IDC, 中原证券

在中国经济快速增长的同时, 中国服务器市场成为了全球服务器市场的引领者。随着信息化、数字化的持续推进和 5G、物联网等技术的逐步渗透, 中国数据量增长前景可期, 而与此同时摩尔定律逐渐失效的过程中, 这样的增长红利会更多向服务器厂商进行倾斜。

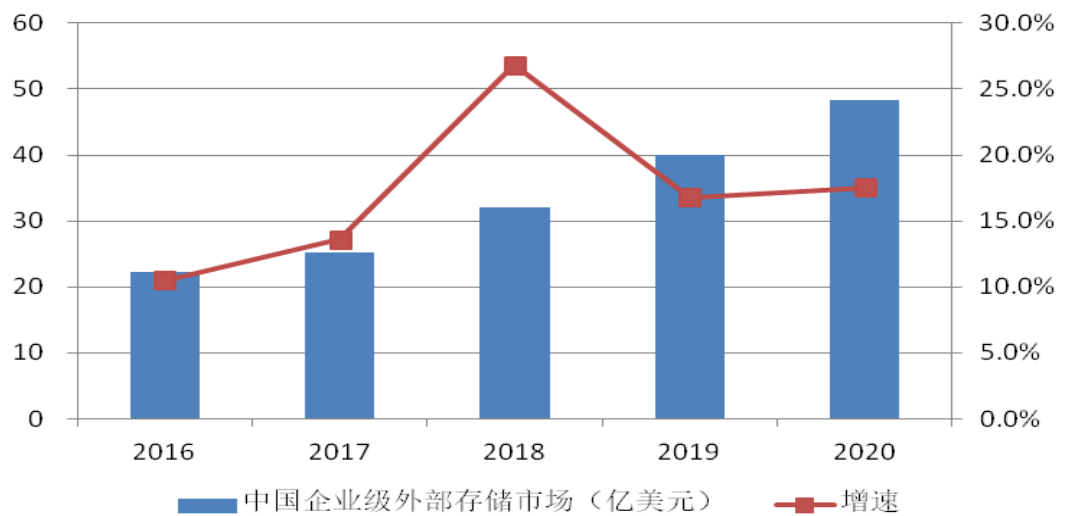
图 17: 2012Q2-2020Q4 中国及全球服务器增速 (按销售额)



资料来源: IDC, 中原证券

与此同时, 中国的存储市场同样全球领涨。2020 年中国的企业级外部存储市场同比增长了 17.5%, 全年规模达到了 48.4 亿美元。但是与之形成鲜明对比的是, 2020 年全球企业级外部存储市场同比下滑 4%, 景气度差异明显。

图 18: 2016-2020 年中国企业级外部存储市场规模及增速



资料来源: IDC, 中原证券

3.2. 数字中国的发展成为我国十四五工作的重点，服务器将提供算力支撑作用

十四五规划中确立了科技创新在“我国现代化建设全局中的**核心地位**”，是“国家发展的**战略支撑**”，其地位被提升到了史无前例的高度。

数字经济核心产业也将成为未来 5 年我国拉动科技创新的核心抓手。十四五规划纲要中，我国提出了 20 个“‘十四五’时期经济社会发展主要指标”，其中涉及到“创新驱动”3 项指标中，新增了对“**数字经济核心产业增加值占 GDP 比重**”的考核，将从 2020 年的 7.8% 增加到 2025 年的 10%。

根据中国信通院的数据，截止 2019 年，我国数字经济增加值规模达到 35.8 万亿元，占 GDP 比重达到 36.2%。随着数字中国战略的提出和数字经济的发展，未来我国经济发展的一个必然趋势将是各行各业全面数字化，这也意味着数字经济在 GDP 中的占比将逐年增加。

同时，随着云计算、大数据、物联网、工业互联网、区块链、人工智能、虚拟现实和增强现实等数字经济重点产业的发展，“万物互联”的时代正在到来，联网终端数量和智能化系统的计算次数将呈现几何倍数的增长，服务器作为数字中国基本的算力支撑，仍处于发展的蓝海中。

图 19: 十四五规划——数字经济重点产业

专栏 8 数字经济重点产业	
01 云计算	加快云操作系统迭代升级,推动超大规模分布式存储、弹性计算、数据虚拟隔离等技术创新,提高云安全水平。以混合云为重点培育行业解决方案、系统集成、运维管理等云服务产业。
02 大数据	推动大数据采集、清洗、存储、挖掘、分析、可视化算法等技术创新,培育数据采集、标注、存储、传输、管理、应用等全生命周期产业体系,完善大数据标准体系。
03 物联网	推动传感器、网络切片、高精度定位等技术创新,协同发展云服务与边缘计算服务,培育车联网、医疗物联网、家居物联网产业。
04 工业互联网	打造自主可控的标识解析体系、标准体系、安全管理体系,加强工业软件研发应用,培育形成具有国际影响力的工业互联网平台,推进“工业互联网+智能制造”产业生态建设。
05 区块链	推动智能合约、共识算法、加密算法、分布式系统等区块链技术创新,以联盟链为重点发展区块链服务平台和金融科技、供应链管理、政务服务等领域应用方案,完善监管机制。
06 人工智能	建设重点行业人工智能数据集,发展算法推理训练场景,推进智能医疗装备、智能运载工具、智能识别系统等智能产品设计与制造,推动通用化和行业性人工智能开放平台建设。
07 虚拟现实和增强现实	推动三维图形生成、动态环境建模、实时动作捕捉、快速渲染处理等技术创新,发展虚拟现实整机、感知交互、内容采集制作等设备和开发工具软件、行业解决方案。

资料来源:政府网站,中原证券

图 20: 十四五规划——数字化应用场景

专栏 9 数字化应用场景	
01 智能交通	发展自动驾驶和车路协同的出行服务。推广公路智能管理、交通信号联动、公交优先通行控制。建设智能铁路、智慧民航、智慧港口、数字航道、智慧停车场。
02 智慧能源	推动煤矿、油气田、电厂等智能化升级,开展用能信息广泛采集、能效在线分析,实现源网荷储互动、多能协同互补、用能需求智能调控。
03 智能制造	促进设备联网、生产环节数字化连接和供应链协同响应,推进生产数据贯通化、制造柔性化、产品个性化、管理智能化。
04 智慧农业及水利	推广大田作物精准播种、精准施肥施药、精准收获,推动设施园艺、畜禽水产养殖智能化应用。构建智慧水利体系,以流域为单元提升水情测报和智能调度能力。
05 智慧教育	推动社会化高质量在线课程资源纳入公共教学体系,推进优质教育资源在线辐射农村和边远地区薄弱学校,发展场景式、体验式学习和智能化教育管理评价。
06 智慧医疗	完善电子健康档案和病历、电子处方等数据库,加快医疗卫生机构数据共享。推广远程医疗,推进医学影像辅助判读、临床辅助诊断等应用。运用大数据提升对医疗机构和医疗行为的监管能力。
07 智慧文旅	推动景区、博物馆等发展线上数字化体验产品,建设景区监测设施和大数据平台,发展沉浸式体验、虚拟展厅、高清直播等新型文旅服务。
08 智慧社区	推动政务服务平台、社区感知设施和家庭终端联通,发展智能预警、应急救援救护和智慧养老等社区惠民服务,建立无人物流配送体系。
09 智慧家居	应用感应控制、语音控制、远程控制等技术手段,发展智能家电、智能照明、智能安防监控、智能音箱、新型穿戴设备、服务机器人等。
10 智慧政务	推进政务服务一网通办,推广应用电子证照、电子合同、电子签章、电子发票、电子档案,健全政务服务“好差评”评价体系。

资料来源:政府网站,中原证券

4. 其他因素

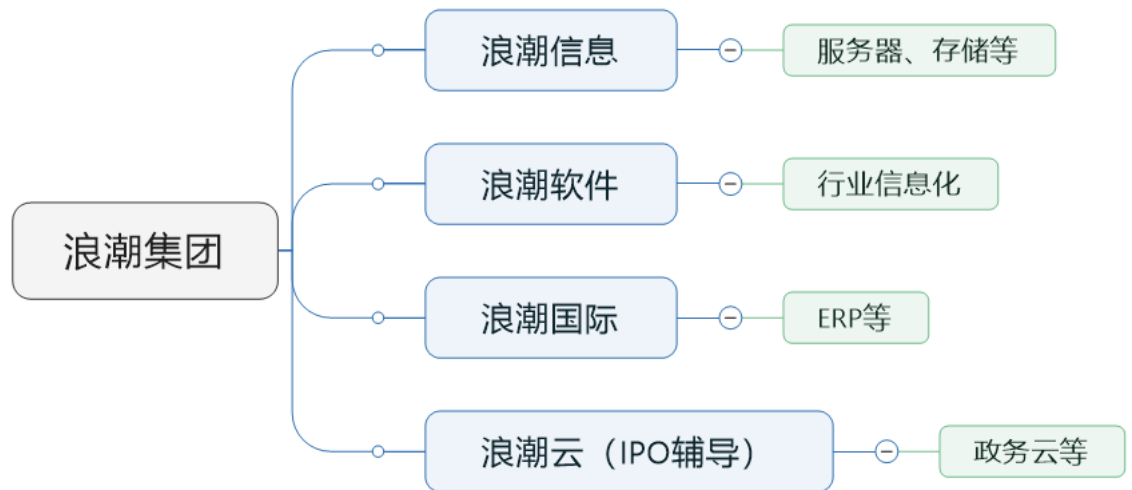
4.1. 2021 年浪潮集团迎来新领导上任, 后续影响仍然需要观察

2020 年 12 月 31 日经浪潮集团当日董事会议选举确认, 孙丕恕不再担任浪潮集团董事长、CEO 职务, 由原山东高速集团董事长邹庆忠担任。

孙丕恕从大学毕业后就加入了浪潮, 在浪潮工作 30 余年, 还曾在 1993 底主持开发出中国第一台基于英特尔 CPU 的国产小型机, 被誉为“中国服务器之父”。

而邹庆忠履历来看, 长期在政府部门工作, 没有信息技术相关工作背景, 后续在集团的领导和战略指挥工作方面能否面临新的挑战仍然需要观察。

图 21: 浪潮集团及其下上市公司



资料来源: 中原证券

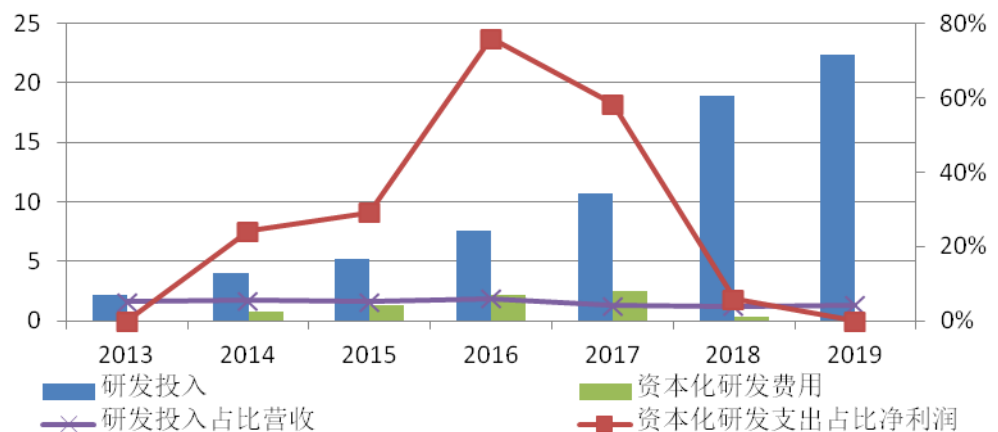
4.2. 公司或将加大研发费用投入, 投入方向的选择需要积极关注

2021年3月31日, 浪潮集团召开2021财年大会, 董事长邹庆忠提出全新战略定位: 成为世界一流的新一代信息技术产业龙头企业, 社会经济数字化转型的优秀服务商, 新型基础设施建设的骨干企业。

在具体实施方面, 浪潮集团提出千方百计加大研发投入, 研发经费投入强度2021年提升1.3个百分点以上, 2022年提升2个百分点, 并逐年提高。

如果公司以同样的研发目标进行投入, 我们以2019年公司收入基数来测算, 2021年将增加6.71亿元研发投入, 2022年将增加10.33亿元。再考虑到公司收入规模的增长因素, 这样的研发投入强度的增长将给未来2年公司盈利水平和业绩增长带来较大的压力, 不排除公司将再次加大研发投入的资本化比例来平衡短期给业绩带来的影响。

图 22: 2013-2019 年公司研发投入和资本化情况



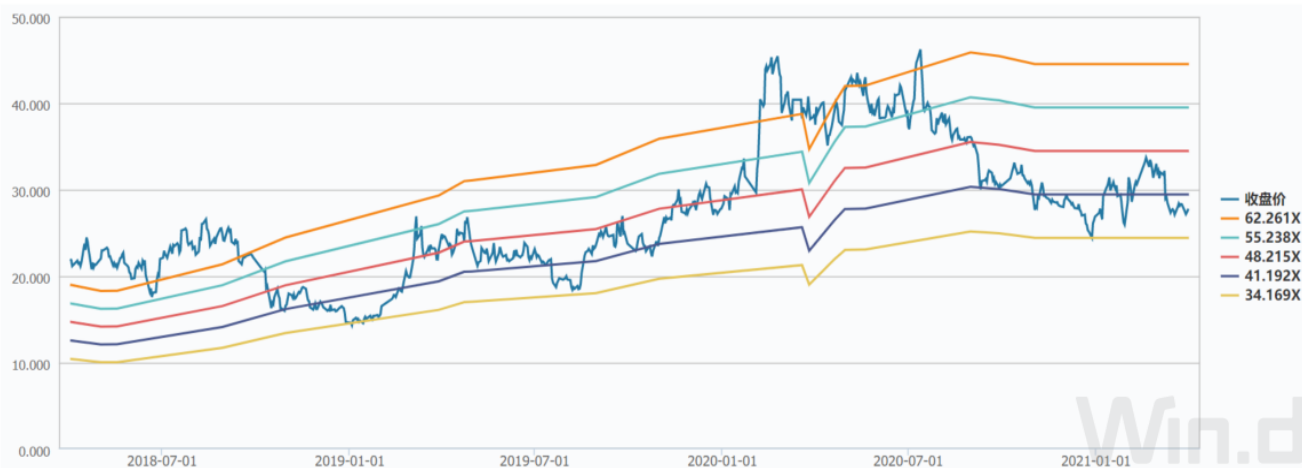
资料来源: 公司公告, 中原证券

而从长期发展来考虑，公司确实需要增加研发投入来增加业务护城河，如果能将研发投入用在合适的领域也有望给公司长期发展助力。因而我们认为公司未来加大研发投入的方向其实是对公司长期发展影响更为关键的因素。

5. 投资建议与评级

作为立足于中国数字经济快速成长起来的服务器厂商，公司有望持续受益于数字中国的发展和新技术对算力需求的提升，值得长期关注。考虑到公司未来两年研发费用上升可能对业绩带来的影响，我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.96 元、1.14 元、1.52 元，按 4 月 2 日收盘价 27.62 元计算，对应 PE 为 28.9 倍、24.2 倍、18.2 倍，维持对公司“买入”的投资评级。

图 23: 公司 PE-Band



资料来源: Wind, 中原证券

6. 风险提示

中美摩擦可能带来的影响；行业竞争格局对盈利能力的影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	23449	26954	31743	37552	42082
现金	5535	6705	4904	10601	8318
应收票据及应收账款	5086	10049	8915	14449	13704
其他应收款	111	87	162	144	224
预付账款	64	60	96	96	135
存货	8217	8568	16181	10776	18215
其他流动资产	4436	1486	1486	1486	1486
非流动资产	2150	2455	2620	2736	2749
长期投资	314	314	325	335	337
固定资产	593	847	1031	1213	1349
无形资产	832	701	660	594	472
其他非流动资产	411	593	603	594	590
资产总计	25599	29409	34362	40288	44831
流动负债	15726	18404	21936	26325	28804
短期借款	2090	1607	3185	1607	1607
应付票据及应付账款	10480	14703	16824	21995	24569
其他流动负债	3156	2093	1927	2722	2627
非流动负债	563	697	656	605	532
长期借款	423	322	280	229	156
其他非流动负债	141	375	375	375	375
负债合计	16290	19101	22591	26930	29336
少数股东权益	334	361	360	364	374
股本	1289	1289	1454	1454	1454
资本公积	4280	4437	4437	4437	4437
留存收益	2366	3165	4401	5876	7851
归属母公司股东权益	8975	9947	11411	12995	15121
负债和股东权益	25599	29409	34362	40288	44831

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1330	865	-2962	7812	-1768
净利润	651	955	1388	1660	2217
折旧摊销	431	289	229	271	308
财务费用	424	119	228	276	328
投资损失	-66	-163	-202	-246	-286
营运资金变动	-504	-1277	-4605	5851	-4335
其他经营现金流	394	943	0	0	0
投资活动现金流	-243	3088	-192	-142	-35
资本支出	419	435	154	107	10
长期投资	78	3350	-11	-8	-2
其他投资现金流	253	6874	-49	-43	-26
筹资活动现金流	1593	-2812	-225	-395	-481
短期借款	-1492	-483	0	0	0
长期借款	23	-101	-41	-51	-73
普通股增加	0	0	164	0	0
资本公积增加	50	157	0	0	0
其他筹资现金流	3012	-2385	-348	-344	-408
现金净增加额	2754	1222	-3378	7275	-2283

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	46941	51653	64722	79737	96083
营业成本	41767	45468	56923	70089	84073
营业税金及附加	53	93	117	144	173
销售费用	1229	1439	1702	2057	2335
管理费用	577	780	913	1037	1249
研发费用	1747	2348	2938	3987	5188
财务费用	424	119	228	276	328
资产减值损失	510	-516	893	957	1057
其他收益	83	229	287	354	426
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	66	163	202	246	286
资产处置收益	2	0	0	0	0
营业利润	784	1027	1497	1791	2393
营业外收入	7	4	4	5	5
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	790	1031	1501	1795	2397
所得税	138	75	113	135	180
净利润	651	955	1388	1660	2217
少数股东损益	-7	27	-1	4	10
归属母公司净利润	659	929	1389	1657	2207
EBITDA	1221	1469	1712	2039	2668
EPS (元)	0.45	0.64	0.96	1.14	1.52

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	84.2	10.0	25.3	23.2	20.5
营业利润 (%)	54.9	31.0	45.8	19.6	33.6
归属母公司净利润 (%)	54.0	41.0	49.6	19.2	33.2
获利能力					
毛利率 (%)	11.0	12.0	12.1	12.1	12.5
净利率 (%)	1.4	1.8	2.1	2.1	2.3
ROE (%)	7.0	9.3	12.0	12.6	14.5
ROIC	5.6	8.9	9.1	10.8	12.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.6	64.9	65.7	66.8	65.4
净负债比率 (%)	-30.9	-41.7	-8.6	-63.0	-39.8
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.7	0.9	0.6	1.0	0.8
营运能力					
总资产周转率	2.2	1.9	2.0	2.1	2.3
应收账款周转率	10.1	6.8	6.8	6.8	6.8
应付账款周转率	5.2	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.45	0.64	0.96	1.14	1.52
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.73	1.29	-2.04	5.37	-1.22
每股净资产 (最新摊薄)	5.49	6.16	7.05	8.14	9.60
估值比率					
P/E	60.97	43.23	28.90	24.24	18.20
P/B	5.03	4.49	3.92	3.39	2.88
EV/EBITDA	30.81	24.65	23.08	15.79	12.90

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。