

智算战略推进良好，关注盈利指标提升

投资要点

- **业绩总结：**2021年H1，公司实现营业收入285.6亿元，同比下降5.7%；实现归母净利润8.03亿元，同比增长98.0%。此前公司预计2021年上半年实现归母净利润为7.10-8.72亿元，实际业绩略高于预告中枢，净利率有所提升。
- **高基数下营收短暂承压，长周期看需求依然旺盛。**拆分单季度看，2021年Q2公司实现营收168.9亿元，同比下降11.3%，去年的高基数主要由于疫情期间线上工作陡然增多，下游厂商的服务器采购需求大幅提升所致，高点后服务器行业整体迎来漫长的去库存过程；经历一年的消化，下游云计算厂商等采购需求已开始逐步恢复，下半年收入增速大概率拐头向上。长周期看，服务器行业作为承载数据储存和计算需求的基础设施，将持续受益于云计算、5G、物联网等相关应用的建设落地，在数字化为主导的经济变革浪潮下将继续维持高景气度。
- **产品结构优化，关注盈利能力提升。**2021年H1，公司毛利率为13.4%，同比大幅增加1.51pp，达到2017年以来最高水平；净利率为2.8%，同比增加1.54pp，收益质量提升明显，净利率突破行业平均水平。判断主要原因是相关AI服务器、边缘服务器等高毛利产品快速放量，贡献收入占比提升。公司产品结构优化叠加规模效应下的成本改进，已为新一轮的行业复苏做好蓄力准备。
- **龙头地位依然稳固，AI、Edge再添动能。**根据Gartner数据，2021年Q1浪潮通用服务器全球市占率10.2%，中国市占率31.5%，继续稳坐全球第三、中国第一的宝座。同时，伴随物联网应用进入高速发展期，边缘与AI相结合将成为未来服务器市场增长的核心驱动力。报告期内，公司继续围绕“智算战略”进行突破，持续强化在人工智能领域的先发优势：AI服务器市占率位居全球第一，在中国的市场份额更是连续四年超过50%，边缘计算器也以32%的市占率居中国市场第一。
- **盈利预测与投资建议：**预计2021-2023年公司归母净利润复合增速达28.2%，伴随下游云计算厂商需求复苏，公司作为国产服务器领域的绝对龙头有望凭借AI、边缘服务器等高端产品进一步巩固领先优势，实现高质量成长。给予2021年29倍PE，对应目标价41.18元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求放缓；贸易摩擦风险；行业竞争加剧等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	63037.99	70051.53	83304.30	100266.80
增长率	22.04%	11.13%	18.92%	20.36%
归属母公司净利润（百万元）	1466.45	2069.59	2531.36	3087.14
增长率	57.90%	41.13%	22.31%	21.96%
每股收益EPS（元）	1.01	1.42	1.74	2.12
净资产收益率ROE	10.18%	14.37%	15.13%	15.77%
PE	30	21	17	14
PB	2.98	2.99	2.57	2.20

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
 邮箱：cxya@swsc.com.cn
 联系人：叶泽佑
 电话：021-58351932
 邮箱：yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	14.54
流通A股(亿股)	14.53
52周内股价区间(元)	24.43-36.1
总市值(亿元)	442.51
总资产(亿元)	349.96
每股净资产(元)	9.03

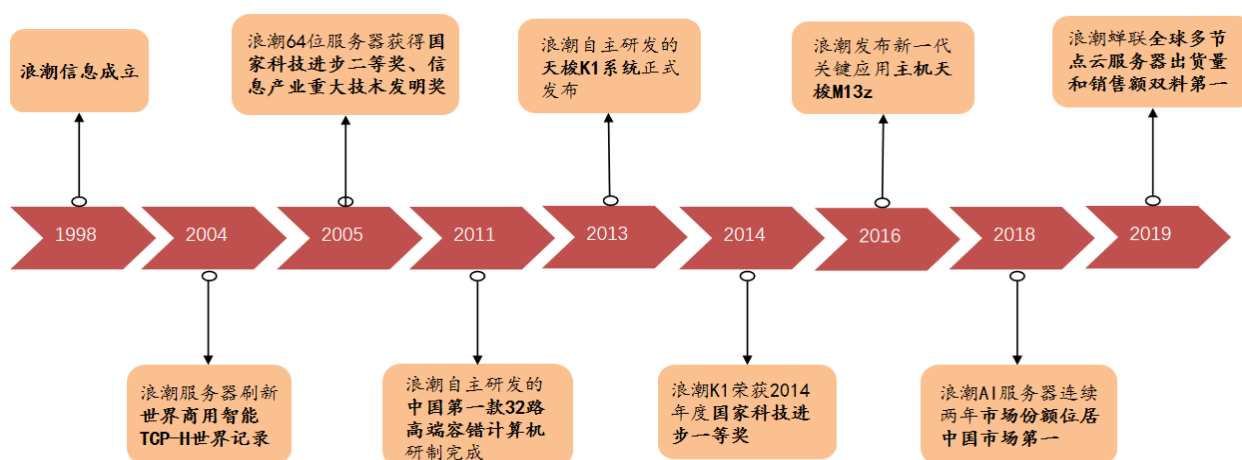
相关研究

1 国产服务器龙头，AI、Edge 打造新动能

浪潮信息是全球领先的云计算、大数据服务商，业务涵盖服务器、存储、数据库以及 AI 加速器、AI 管理软件等，为全球多个国家和地区提供算力产品和解决方案，全方位满足政府与企业的信息化需求。

公司顺应云计算趋势高速发展，现已形成涵盖高、中、低端各类型服务器的云计算 IaaS 层系列产品矩阵；同时提前布局 AI 计算、开放计算、边缘计算等新兴应用领域，先发领先优势明显。目前公司在下游互联网和非互联网领域均占据较大份额，AI、Edge 相关产品有望伴随工业互联网、车联网的大规模落地应用实现快速突破，数字化浪潮下公司业绩周期性有望弱化，实现长期高质量成长。

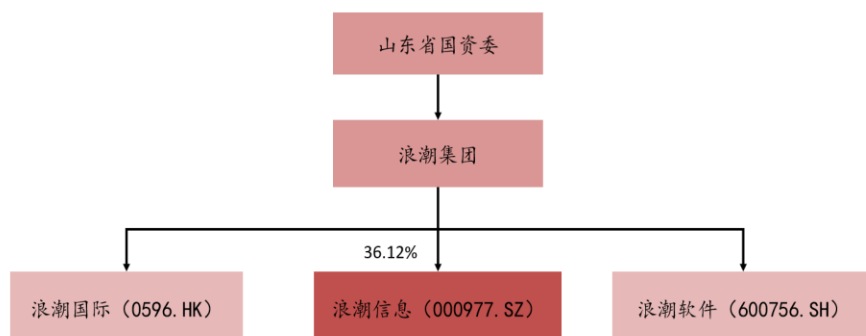
图 1：浪潮信息发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股东实力雄厚，股权激励充分。公司第一大股东为浪潮集团，持有公司 36.12% 的股份；浪潮集团背靠实际控制人山东省国资委，拥有浪潮信息、浪潮国际（0596.HK）、浪潮软件（000977.SZ）三家上市公司，业务布局完善，涉及云数据中心、云服务大数据、智慧城市、智慧企业四大产业群组，相互实现良好的协同融合。公司于 2018 年实施股权激励计划，激励对象主要包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员和其他核心骨干人员，合计授予 3796 万股，占公司总股本的 2.94%，实现员工与公司利益的充分绑定，助力公司稳步发展。

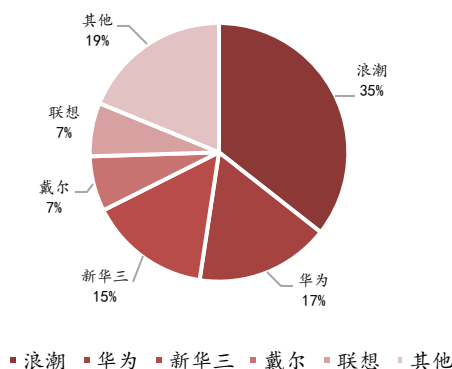
图 2：公司主要股东持股比例



资料来源：公司公告，西南证券整理

龙头地位稳固，AI服务器国内份额过半。根据 Gartner 数据，2021 年 Q1 公司通用服务器全球市占率攀升至 10.2%，国内市占率达到 31.5%，继续稳坐全球第三和中国第一的宝座。2020 年国内服务器市场中，排行前五位的分别为浪潮、华为、新华三、戴尔、联想，整体行业集中度较高，CR5 超过 80%，公司份额领先明显。AI 服务器方面，公司多年聚焦发展智慧计算，具备涵盖计算平台、管理套件、框架优化、应用加速四层架构的全栈式计算系统，拥有业内最全 AI 服务器产品阵列。根据 IDC 数据，2020 年公司 AI 服务器市占率全球第一，国内份额达到 55%，相较 2019 年上涨了 4 个百分点，领先优势持续扩大。

图 3：2020 年国内服务器市场份额



数据来源：IDC，西南证券整理

图 4：浪潮 AI 产品系列

计算平台：先进的 AI 计算产品阵列，包含 GPU、FPGA 等 AI 服务器系列



管理套件：包含深度学习训练集群管理软件 AIStation、应用特征分析系统 Teye



框架优化：针对主流深度学习框架的优化封装

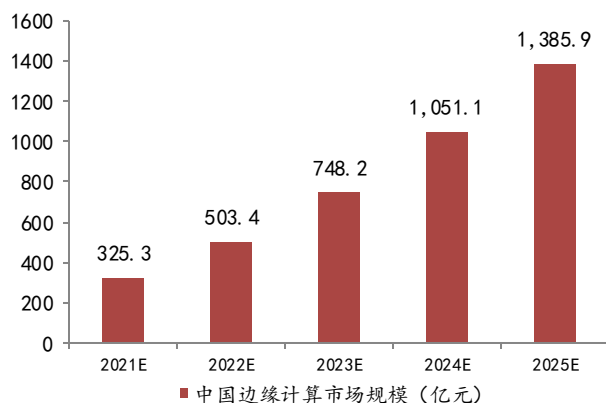


应用加速：包含应用场景咨询与系统方案设计、应用代码移植优化、计算加速部件性能横向评测等，例如 AI 端到端解决方案

数据来源：公司官网，西南证券整理

边缘计算发展空间巨大，公司先发优势明显。2020 年，中国边缘计算服务器的整体市场规模为 172.6 亿元，同比 2019 年增长 16.3%；预计 2025 年边缘计算市场规模将达到 1385.9 亿元，未来五年（2021-2025）复合增速约为 43.7%，作为云计算的延伸和补充，边缘计算未来发展迅猛空间巨大。公司早在多年前就开始布局边缘计算技术及产品，率先发布边缘微中心、边缘云服务器、便携 AI 服务器、边缘微服务器四大产品系列，提供从数据中心到边缘侧的智慧算力，满足用户数字化转型与重塑过程中多样化、场景化的应用需求。2020 年，公司边缘计算服务器以 32% 的市场占有率位居国内第一，超过第 2-5 名厂商份额之和。伴随工业物联网、车联网等应用的快速落地，AI 与边缘融合将成为未来服务器增长的核心驱动力，公司先发优势有望持续扩大，转化成为业绩增长新引擎。

图 5：2021-2025 年中国边缘计算市场规模预测



数据来源：IDC，西南证券整理

图 6：浪潮边缘计算服务器

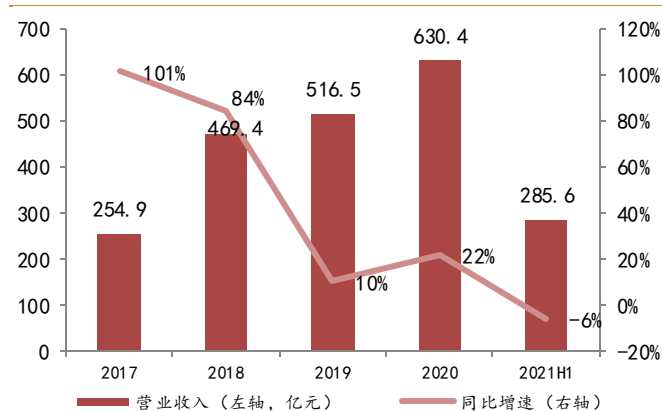


数据来源：公司官网，西南证券整理

营收短期承压，利润表现亮眼。2017-2020 年，公司营业收入增速有所放缓，但复合增速仍然达到 25.4%，快于行业整体增速。2021 年 H1 公司实现营收 285.6 亿元，同比减少 5.7%，高基数下营收短期承压。去年的高点具有一定特殊性，主要由于疫情期间线上工作陡然增多，下游厂商的服务器采购需求大幅提升所致，之后服务器行业整体迎来漫长的去库存过程。经历一年的消化，新基建背景推动下，阿里、腾讯等科技巨头已宣布新一轮的相关项目投资，下游云计算厂商采购需求已开始逐步恢复，预计公司下半年收入增速大概率拐头向上。

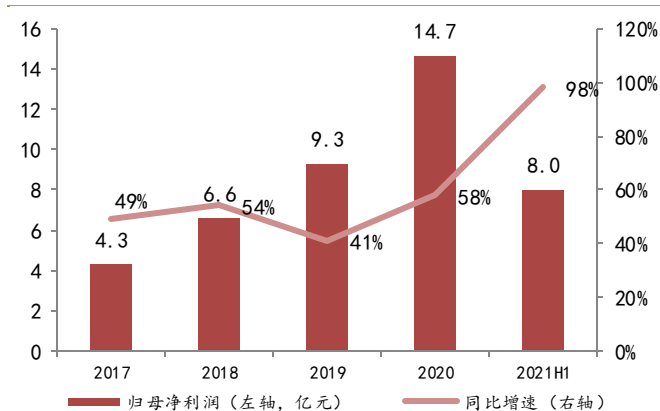
利润端看，公司 2017-2020 年归母净利润 CAGR 达到 36.0%，利润增速快于收入增速，收益质量不断提升。2021 年 H1 实现归母净利润 8.0 亿元，同比增长 98.0%，高毛利的 AI 服务器、边缘服务器等放量助推产品结构优化，业绩弹性不断释放。

图 7：公司营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

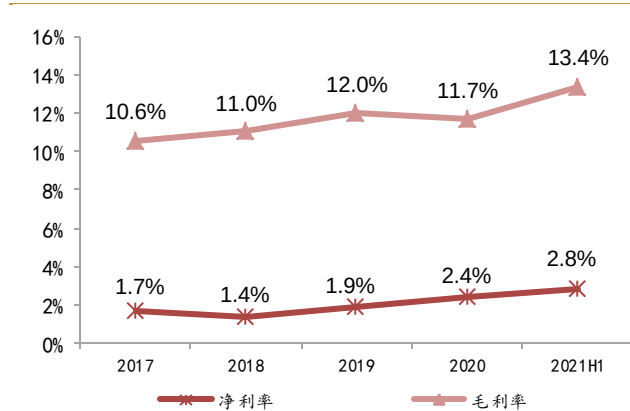
图 8：公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

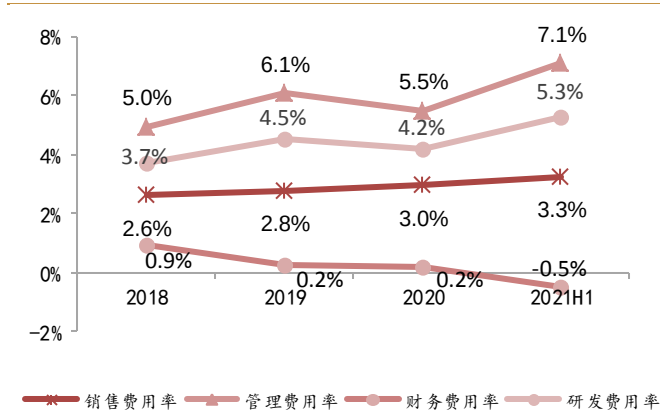
盈利能力稳步提升，财务费用率下降明显。1) 利润率方面：受益于产品结构优化叠加规模效应下的成本改进，公司毛利率与净利率稳步增长。2021 年 H1 公司整体毛利率达 13.4%，同比提升 1.51pp；净利率达 2.8%，同比提升 1.54pp。2) 费用率方面：公司始终将研发放在战略高度，较高的研发支出打造核心技术壁垒，兑现在 AI、边缘服务器等高端产品线的持续突破，推动公司长期发展；其他三项费用总体把控良好，维持在 9% 左右水平。

图 9：公司净利率及毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司三费率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 服务器及部件：新基建和数字化建设大背景下，下游云厂商 CapEX 提升，行业迎来库存消化完毕后的补货周期，景气度开始逐步恢复，公司作为国内服务器厂商的绝对龙头有望率先受益，预计 2021-2023 年服务器业务收入增速分别为 10%、18%、20%；预计下半年通用服务器采购量增加，全年毛利率水平相比上半年略有下滑，但受益于 AI 服务器、边缘服务器等高毛利产品的持续放量，2021-2023 年服务器毛利率稳步提升，分别为 12.0%、12.4%、12.5%。

2) IT 终端及其他：公司除服务器外的其他计算基础设施产品，预计未来将稳步增长，毛利率保持稳定

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
服务器及部件	收入	61,855.09	68,040.60	80,287.91	96,345.49
	增速	20.3%	10.0%	18.0%	20.0%
	毛利率	11.4%	12.0%	12.4%	12.5%
IT 终端及其他	收入	1,182.90	2,010.93	3,016.40	3,921.31
	增速	368.6%	70.0%	50.0%	30.0%
	毛利率	36.4%	24.0%	24.0%	24.0%
合计	收入	63,037.99	70,051.53	83,304.30	100,266.80
	增速	22.0%	11.1%	18.9%	20.4%
	毛利率	11.9%	12.3%	12.8%	12.9%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 700.5 亿元（+11.1%）、833.0 亿元（+18.9%）和 1002.7 亿元（+20.4%），归母净利润分别为 20.7 亿元（+41.1%）、25.3 亿元（+22.3%）、30.9 亿元（+22.0%），EPS 分别为 1.42 元、1.74 元、2.12 元，对应动态 PE 分别为 21 倍、17 倍、14 倍。

2.2 相对估值

综合考虑业务范围和产业链地位，选取紫光股份、星网锐捷、中际旭创三家上市公司进行估值比较。从 PE 角度看，公司 2021 年估值为 21 倍，行业平均值为 27 倍，低于行业平均估值水平。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	最新价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
000938.SZ	紫光股份	718	25.12	0.66	0.78	0.94	1.16	31	32	27	22
002396.SZ	星网锐捷	158	27.02	0.74	1.21	1.49	1.78	31	22	18	15
300308.SZ	中际旭创	267	37.39	1.21	1.42	1.71	1.98	42	26	22	19
平均值							1.64	35	27	22	19
000977.SZ	浪潮信息	443	30.44	1.01	1.42	1.74	2.12	30	21	17	14

数据来源：Wind，西南证券整理

公司作为全球服务器龙头，通用服务器有望在行业复苏下率先受益；同时公司大力部署的 AI 服务器、边缘服务器等有望顺应工业物联网、车联网的规模落地而实现快速突破，拉动盈利能力的长期成长。故给予公司 2021 年 29 倍估值，对应目标价 41.18 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

3 风险提示

- 1) 下游需求放缓；
- 2) 贸易摩擦风险；
- 3) 行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	63037.99	70051.53	83304.30	100266.80	净利润	1508.97	2129.60	2604.77	3176.66
营业成本	55660.51	61404.03	72624.67	87282.50	折旧与摊销	322.22	298.03	298.03	298.03
营业税金及附加	91.64	114.00	128.34	158.82	财务费用	134.42	-280.21	-24.99	50.13
销售费用	1864.03	2241.65	2665.74	3208.54	资产减值损失	-532.20	0.00	0.00	0.00
管理费用	821.40	4203.09	4998.26	6016.01	经营营运资本变动	1214.89	-2863.52	-2.83	-2503.66
财务费用	134.42	-280.21	-24.99	50.13	其他	-317.98	-68.41	21.05	4.64
资产减值损失	-532.20	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2330.31	-784.51	2896.03	1025.80
投资收益	131.51	0.00	0.00	0.00	资本支出	-148.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-3.76	-1.88	-2.19	-2.35	其他	-3821.29	-1.88	-2.19	-2.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3970.09	-1.88	-2.19	-2.35
营业利润	1743.31	2367.08	2910.10	3548.45	短期借款	1083.87	-2691.32	0.00	0.00
其他非经营损益	-57.93	-16.04	-23.36	-32.44	长期借款	488.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	1685.37	2351.03	2886.74	3516.01	股权融资	2265.73	0.00	0.00	0.00
所得税	176.40	221.44	281.98	339.35	支付股利	-100.88	-146.64	-206.96	-253.14
净利润	1508.97	2129.60	2604.77	3176.66	其他	1577.81	-1913.06	24.99	-50.13
少数股东损益	42.52	60.01	73.40	89.52	筹资活动现金流净额	5315.11	-4751.02	-181.97	-303.27
归属母公司股东净利润	1466.45	2069.59	2531.36	3087.14	现金流量净额	3601.27	-5537.41	2711.87	720.18
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	10133.66	4596.25	7308.13	8028.31	成长能力				
应收和预付款项	8364.31	11569.67	12410.75	15742.83	销售收入增长率	22.04%	11.13%	18.92%	20.36%
存货	10943.26	12040.62	14338.27	17388.67	营业利润增长率	69.75%	35.78%	22.94%	21.94%
其他流动资产	6339.96	5056.01	5381.37	5679.82	净利润增长率	57.94%	41.13%	22.31%	21.96%
长期股权投资	308.20	308.20	308.20	308.20	EBITDA 增长率	53.36%	8.41%	33.47%	22.41%
投资性房地产	95.92	95.92	95.92	95.92	获利能力				
固定资产和在建工程	1081.51	947.80	814.09	680.38	毛利率	11.70%	12.34%	12.82%	12.95%
无形资产和开发支出	530.39	377.49	224.60	71.70	三费率	4.47%	8.80%	9.17%	9.25%
其他非流动资产	525.66	514.24	502.81	491.38	净利率	2.39%	3.04%	3.13%	3.17%
资产总计	38322.87	35506.20	41384.12	48487.20	ROE	10.18%	14.37%	15.13%	15.77%
短期借款	2691.32	0.00	0.00	0.00	ROA	3.94%	6.00%	6.29%	6.55%
应付和预收款项	13953.61	17951.91	21095.66	24835.84	ROIC	39.03%	37.81%	42.18%	45.61%
长期借款	610.29	610.29	610.29	610.29	EBITDA/销售收入	3.49%	3.40%	3.82%	3.89%
其他负债	6240.00	2122.66	2459.02	2898.41	营运能力				
负债合计	23495.22	20684.87	24164.98	28344.54	总资产周转率	1.86	1.90	2.17	2.23
股本	1453.72	1453.72	1453.72	1453.72	固定资产周转率	65.99	70.26	96.50	137.44
资本公积	6538.11	6538.11	6538.11	6538.11	应收账款周转率	6.91	7.15	7.07	7.25
留存收益	4466.23	6389.17	8713.58	11547.58	存货周转率	5.37	5.07	5.27	5.30
归属母公司股东权益	14447.33	14381.00	16705.41	19539.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	129.97%	—	—	—
少数股东权益	380.32	440.33	513.73	603.25	资本结构				
股东权益合计	14827.65	14821.33	17219.14	20142.66	资产负债率	61.31%	58.26%	58.39%	58.46%
负债和股东权益合计	38322.87	35506.20	41384.12	48487.20	带息债务/总负债	14.05%	2.95%	2.53%	2.15%
					流动比率	1.58	1.68	1.69	1.71
					速动比率	1.10	1.07	1.08	1.07
					股利支付率	6.88%	7.09%	8.18%	8.20%
					每股指标				
					每股收益	1.01	1.42	1.74	2.12
					每股净资产	10.20	10.20	11.84	13.86
					每股经营现金	1.60	-0.54	1.99	0.71
					每股股利	0.07	0.10	0.14	0.17
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2199.95	2384.91	3183.14	3896.62					
PE	30.18	21.38	17.48	14.33					
PB	2.98	2.99	2.57	2.20					
PS	0.70	0.63	0.53	0.44					
EV/EBITDA	15.10	15.04	10.41	8.32					
股息率	0.23%	0.33%	0.47%	0.57%					

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	zfy@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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn