

利润增长韧性强，结构升级强化信创龙头地位



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月27日)	27.3元
目标价格	39.22元
52周最高价/最低价	37.9/24.27元
总股本/流通A股(万股)	146,317/145,073
A股市值(百万元)	39,945
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2021年10月28日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.89	-1.87	-12.19	-27.74
相对表现	2.83	-7.74	-14.35	-31.14
沪深300	-1.94	5.87	2.16	3.4



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 浦俊懿
021-63325888*6106
pujunyi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514050004

证券分析师 徐宝龙
021-63325888*7900
xubaolong@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860521070004

相关报告

业绩增速持续恢复，行业信创空间广阔！ 2021-08-18

中报业绩预计持续高增长，看好信创产业机遇！ 2021-06-30

Q1 利润增长韧性较强，行业信创空间广阔 2021-04-26

事件: 公司发布 21Q3 财报，实现营收 64.92 亿(+9.0%)，归母净利润 4.67 亿(+44.2%)，扣非净利润 2.36 亿(+57.1%)，毛利率 21.74%(比去年同期提升 0.26pct)，净利率 7.65%(比去年同期提升 2.1pct)。Q3 单季度收入 19.94 亿(+1.3%)，归母净利润 1.15 亿(+56.8%)，扣非净利润 0.29 亿(+257.4%)，毛利率 21.76%(比去年同期降 0.3pct)，净利率 5.01%(比去年同期提升 1.49pct)。

核心观点

- 业务结构持续升级，利润增速持续高于营收，费用及成本把控能力较强。**公司近年积极发力高附加值的高性能计算、上游芯片和核心配件领域，2019、2020 利润增速在 30%~40% 区间，明显高于同期营收增速。2021 前三季度利润增速达 40% 以上、扣非净利润增速超 50%，表现出强劲的增长韧性。去年线下活动受疫情影响，相关费用开支水平较低。在线下活动恢复后，2021 前三季度销售费用率 5.01%(较去年同期略增 0.71pct)、管理费用率 2.86%、研发费用率 8.89%，几乎与去年同期持平，表现出较强的控费能力。我们认为，业务结构改善将持续提升公司业绩增长韧性和稳定性。
- 行业信创推广节奏有望进入新阶段，信创核心资产市场化进程有望加速。**2021~2022 年，行业信创有望进入新阶段，特别是在金融、电信、能源等关键领域的推广范围和速度有望提升，从而延续政务信创高峰期的景气度，产生更广阔的市场空间。核心科技资产市场化运作提上日程，在融资渠道、人才吸引力等方面有望突破式发展。我们认为，行业信创有望为国产厂商创造一个市场化机制的环境，企业的 ToB 属性和产品化属性有望强化。
- 信创龙头地位持续强化，生态体系不断完善。**曙光是信创服务器龙头，在高性能计算领域积累了深厚的技术基础和客户信任度，行业信创试点中占据了较高的份额。海光信息(截至 21H1，公司持股 32.1%)是国产 x86 芯片龙头。此外，曙光全方位布局云、高端运算、存储、网全、自主软件等领域，生态体系不断完善。我们认为，公司作为信创龙头地位有望持续强化。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年 EPS 分别为 0.74/0.96/1.23 元。据可比公司估值水平，给予公司估值为 21 年 53 倍 PE，对应目标价 39.22 元，维持买入评级。

风险提示

政策不及预期；行业竞争加剧；研发不及预期；海光业绩不及预期；贸易限制

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,526	10,161	12,205	15,562	19,573
同比增长(%)	5.2%	6.7%	20.1%	27.5%	25.8%
营业利润(百万元)	730	1,041	1,334	1,735	2,237
同比增长(%)	37.2%	42.6%	28.2%	30.0%	29.0%
归属母公司净利润(百万元)	594	822	1,077	1,398	1,800
同比增长(%)	37.9%	38.5%	30.9%	29.9%	28.7%
每股收益(元)	0.41	0.56	0.74	0.96	1.23
毛利率(%)	22.1%	22.1%	21.9%	21.8%	21.6%
净利率(%)	6.2%	8.1%	8.8%	9.0%	9.2%
净资产收益率(%)	14.6%	10.3%	8.8%	10.4%	12.0%
市盈率	67.3	48.6	37.1	28.6	22.2
市净率	9.2	3.4	3.1	2.8	2.5

资料来源: 公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,891	8,224	10,632	12,748	14,761	营业收入	9,526	10,161	12,205	15,562	19,573
应收票据、账款及款项融资	2,186	2,191	2,929	3,735	4,698	营业成本	7,424	7,913	9,536	12,174	15,341
预付账款	152	251	244	311	391	营业税金及附加	35	36	43	54	69
存货	3,376	2,781	3,814	4,261	4,602	营业费用	460	409	514	609	739
其他	1,273	840	1,415	1,667	1,968	管理费用及研发费用	965	958	1,179	1,374	1,626
流动资产合计	9,879	14,286	19,035	22,723	26,420	财务费用	143	16	9	66	61
长期股权投资	2,136	3,044	2,500	2,500	2,500	资产、信用减值损失	106	59	0	0	0
固定资产	1,492	1,401	1,730	1,988	2,197	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	141	165	107	90	84	投资净收益	114	(40)	0	0	0
无形资产	917	1,025	1,102	1,164	1,220	其他	222	309	410	450	500
其他	2,204	1,042	2,267	2,252	2,244	营业利润	730	1,041	1,334	1,735	2,237
非流动资产合计	6,890	6,678	7,706	7,994	8,246	营业外收入	17	17	18	20	20
资产总计	16,769	20,964	26,741	30,717	34,666	营业外支出	6	5	6	6	6
短期借款	781	0	2,000	2,400	2,500	利润总额	741	1,053	1,346	1,749	2,251
应付票据及应付账款	2,934	1,794	3,814	5,478	6,903	所得税	102	165	184	240	308
其他	2,144	1,891	2,005	2,407	2,889	净利润	638	887	1,162	1,509	1,943
流动负债合计	5,859	3,685	7,819	10,286	12,292	少数股东损益	45	65	85	111	142
长期借款	70	500	500	500	500	归属于母公司净利润	594	822	1,077	1,398	1,800
应付债券	983	0	0	0	0	每股收益(元)	0.41	0.56	0.74	0.96	1.23
其他	5,237	4,824	5,300	5,300	5,300						
非流动负债合计	6,289	5,324	5,800	5,800	5,800	主要财务比率					
负债合计	12,148	9,009	13,619	16,086	18,092		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	297	326	411	522	664	成长能力					
股本	900	1,451	1,463	1,463	1,463	营业收入	5.2%	6.7%	20.1%	27.5%	25.8%
资本公积	1,451	7,723	7,723	7,723	7,723	营业利润	37.2%	42.6%	28.2%	30.0%	29.0%
留存收益	1,788	2,449	3,525	4,924	6,724	归属于母公司净利润	37.9%	38.5%	30.9%	29.9%	28.7%
其他	184	7	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,621	11,955	13,122	14,631	16,574	毛利率	22.1%	22.1%	21.9%	21.8%	21.6%
负债和股东权益总计	16,769	20,964	26,741	30,717	34,666	净利率	6.2%	8.1%	8.8%	9.0%	9.2%
						ROE	14.6%	10.3%	8.8%	10.4%	12.0%
						ROIC	9.9%	9.0%	8.2%	9.3%	10.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	72.4%	43.0%	50.9%	52.4%	52.2%
净利润	638	887	1,162	1,509	1,943	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	222	330	249	304	350	流动比率	1.69	3.88	2.43	2.21	2.15
财务费用	143	16	9	66	61	速动比率	1.10	3.12	1.95	1.79	1.77
投资损失	(114)	40	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	637	190	(337)	496	221	应收账款周转率	4.4	5.2	5.4	5.6	5.6
其它	1,648	853	(2,894)	0	0	存货周转率	2.6	2.5	2.9	3.0	3.5
经营活动现金流	3,174	2,315	(1,811)	2,375	2,575	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
资本支出	(992)	(262)	(582)	(592)	(602)	每股指标(元)					
长期投资	155	(908)	544	0	0	每股收益	0.41	0.56	0.74	0.96	1.23
其他	230	598	82	0	0	每股经营现金流	3.53	1.60	-1.24	1.62	1.76
投资活动现金流	(607)	(572)	45	(592)	(602)	每股净资产	2.96	7.95	8.69	9.64	10.87
债权融资	2,875	(3,176)	2,170	0	0	估值比率					
股权融资	7	6,822	12	0	0	市盈率	67.3	48.6	37.1	28.6	22.2
其他	(4,584)	(127)	1,991	334	39	市净率	9.2	3.4	3.1	2.8	2.5
筹资活动现金流	(1,703)	3,518	4,174	334	39	EV/EBITDA	29.5	23.3	20.3	15.3	12.2
汇率变动影响	4	(16)	-0	-0	-0	EV/EBIT	37.0	30.6	24.0	17.9	14.0
现金净增加额	868	5,246	2,408	2,117	2,012						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn