

## 盈利能力稳步提升，信创+新基建双轮驱动增长

### 投资要点

- **事件：**公司发布2022年半年度报告，实现营业收入50.2亿元，同比增长11.7%；实现归母净利润4.8亿元，同比增长37.0%；实现扣非归母净利润3.0亿元，同比增长46.1%。单Q2实现营收28.5亿元，同比增长13.2%；实现归母净利润3.7亿元，同比增长36.3%；实现扣非归母净利润2.5亿元，同比增长49.2%。
- **主营业务高性能计算机营收高增，盈利能力持续向好。**2022H1公司高性能计算机/存储产品/围绕高端计算机的软件开发、系统集成及技术服务分别实现营收42.2/4.4/3.3亿元，在国产替代催化下，高性能计算机同比增长16.7%，营收占比为83.9%。公司持续专注于发展主营业务高性能计算机，整合营销资源和技术能力，提升产品品质。费用和成本端整体管控良好，2022H1公司毛利率为24.0%，同比增长2.26pp；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为4.2%（+0.12pp）、2.4%（-0.24pp）、-1.1%（+0.53pp），盈利能力持续向好。
- **数据中心进入“液冷时代”，“东数西算”项目顺利推进。**浸没液冷破除制约算力扩张的能耗与成本障碍，将成为“双碳”背景下新型数据中心的标配。目前，多家知名国有银行已采用公司提供的液冷绿色节能数据中心解决方案和产品，部署的液冷服务器已达数万台。上半年，公司承建了“东数西算”成渝枢纽（重庆）先进数据中心建设，凭借公司多年液冷技术积累以及产业链协同能力，项目推进顺利，“东数西算”后续新项目签订值得期待。
- **海光信息成功上市，看好生态和客户协同效应。**公司持股27.96%的海光信息已于8月上市，2022H1，海光信息实现营收25.3亿元，归母净利润4.8亿元，创收增利能力强。海光是国内稀缺的高性能处理器设计厂商，产品兼容市场主流的x86指令集，具有成熟而丰富的应用生态环境，性能达到国际同类型主流高端处理器水平。公司与海光在业务、生态、客户资源等方面协同持续深化，有望充分受益于自主可控浪潮，为公司长期增长奠定基础。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年EPS分别为1.05元、1.40元、1.82元，归母净利润复合增速达到32.1%。考虑到中科曙光作为海光信息的最大参股股东，有望借助原本产业资源与海光芯片形成良好协同，在行业信创和新基建爆发的浪潮下，有望迎来订单高速增长，故给予2023年24倍PE，对应目标价33.60元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**海光芯片供应链紧缺风险；宏观经济影响新基建增速下滑风险；国产替代推进不及预期风险；行业竞争加剧风险；参股子公司股价波动风险等。

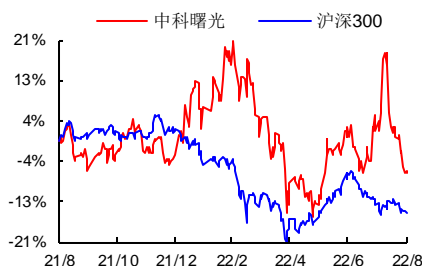
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11200.36	12705.99	14480.39	16572.79
增长率	10.23%	13.44%	13.97%	14.45%
归属母公司净利润(百万元)	1157.78	1542.32	2048.75	2667.21
增长率	40.78%	33.21%	32.84%	30.19%
每股收益EPS(元)	0.79	1.05	1.40	1.82
净资产收益率ROE	9.67%	11.56%	13.63%	15.47%
PE	34	26	19	15
PB	3.15	2.86	2.55	2.24

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：王湘杰  
执业证号：S1250521120002  
电话：0755-26671517  
邮箱：wxj@swsc.com.cn  
  
联系人：邓文鑫  
电话：15123996370  
邮箱：dwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

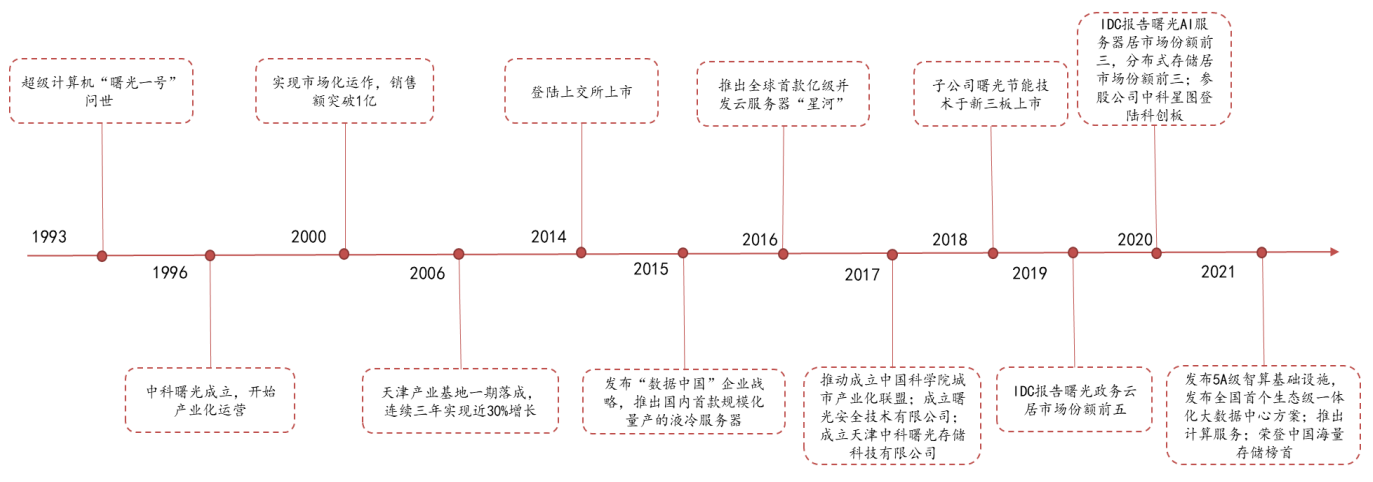
总股本(亿股)	14.64
流通A股(亿股)	14.51
52周内股价区间(元)	23.67-34.4
总市值(亿元)	398.65
总资产(亿元)	261.22
每股净资产(元)	8.66

### 相关研究

# 1 国内高性能计算领导者，产业协同推动长期成长

1993 年我国自行研制的第一台基于微处理芯片构成的超级计算机“曙光一号”问世，在操作系统核心代码并行化和多线程技术等方面取得了一系列的突破，同时作为具有市场竞争力的产品，在中国科学院的大力推动下，曙光一号折价 2000 万人民币知识产权吸引资金，公司前身曙光信息产业有限公司成立。经历 20 余年发展，公司在高端计算、存储、安全、数据中心等领域拥有深厚的技术沉淀和领先的计算优势，拥有完整的 IT 基础架构产品线；同时公司积极布局智能计算、云计算、大数据的技术研发和产品服务，在全国 50 多个城市部署了云计算中心，并不断延伸上下游产业链合作，参股中科星图及海光信息等业内领先企业，打造完备计算产业生态，为数字经济发展、新型基础设施建设、传统产业转型等提供可靠的支撑。

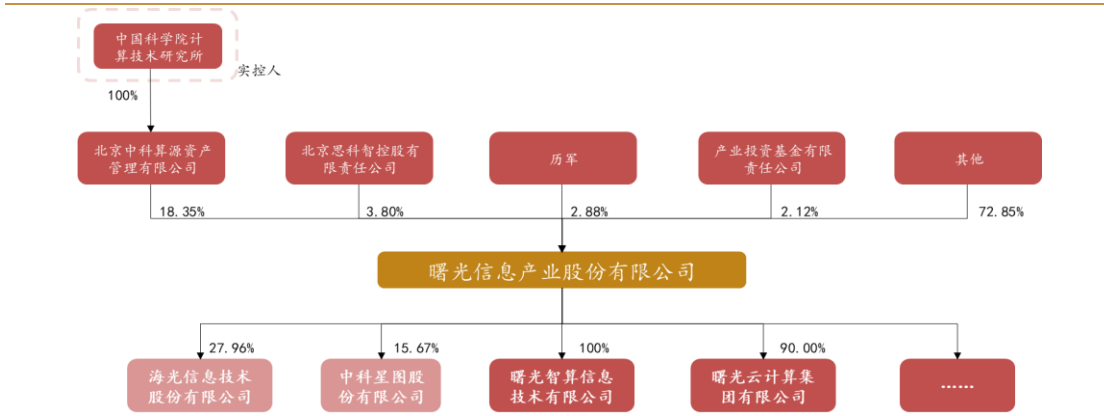
**图 1：公司发展历程**



资料来源：Wind，西南证券整理

**实控人为中科院计算所，产业联盟促进协同创新。**公司实际控制人为中科院计算技术研究所，通过北京中科算源间接持有公司 18.35%的股权。公司以“中科院先进计算技术创新与产业化联盟”、“中科院智慧城市产业联盟”为基础，联合中科院内各研究所、各院属企业进行协同创新；并且基于中科院体系的交叉学科技术，积极适配国产化行业应用软件，积累大量底层计算硬件与上层行业专用软件的适配经验。

**图 2：公司主要股东持股比例（截至 2022 年 8 月）**



资料来源：Wind，西南证券整理

**重启股权激励计划，彰显长期发展信心。**2021年4月29日，公司重启限制性股票激励方案，本次股权激励以每股14.65元向董高管和名核心技术骨干共524人授予限制性股票，授予数量1275万股（占总股本的0.98%）。考核目标为：以2019年净利润为基数，2021-2023年净利润增长率不低于60%、85%、115%，净资产收益率不低于7.5%、8%、8.5%，且上述指标均不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；各年研发费用占营业收入的比例不低于5%，对于研发费用的考核促使公司始终保持高水平研发投入，推动技术创新和产品升级。此次股权激励深度绑定员工利益与公司业绩，提高高级管理人员和核心员工的工作积极性，有利于公司稳定发展。

**国家和地方政策持续牵引落地，推进节奏加快。**近年来，“自主可控”、“国家创新体系建设”、“国产替代”等成为国家政策关键词，关键技术领域的攻关突破已纳入国际战略层面的重点工作。地方政府积极响应，通过财政补贴、政府背书等形式扶持产业落地，重点打造信创产业集群、培育龙头企业。2018年以来，华为、中兴等事件凸显卡脖子风险，倒逼信创进入“整芯铸魂”的高速发展阶段，国家确立“2+8”安全可控体系，在相关领域逐步试点推广。

**表 1：近年信创相关政策**

	时间	政策	主要内容
国家政策	2020年9月	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加快基础材料、关键芯片、高端元器件、新型显示器件、关键软件等核心技术攻关，积极扩大合理有效投资。
	2021年3月	《“十四五”发展规划和2035年远景目标纲要》	制定科技强国行动纲要，健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，打好关键核心技术攻坚战，提高创新链整体效能。培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业，提升通信设备、核心电子元器件、关键软件等产业水平。
	2021年12月	《“十四五”国家信息化规划》	强化市场化和产业化引导，推动计算芯片、存储芯片等创新，面向关键基础软件、高端工业软件、云计算、大数据、信息安全、人工智能、车联网等重点领域和重大需求，加强重点软件的开发。加快软件知识产权保护与信息服务体系建设。
	2022年3月	政府工作报告	推进科技创新，促进产业优化升级，突破供给约束堵点，依靠创新提高发展质量，培育壮大集成电路、人工智能等数字产业，提升关键软硬件技术创新和供给能力。
地方政策	2020年5月	《关于培训鲲鹏计算产业促进数字厦门创新发展的指导意见》	建成全国性的基于鲲鹏全生态的产业集群，聚集一批国内知名的鲲鹏产业链上下游优秀企业，形成千亿级鲲鹏产业集群。
	2020年10月	《关于印发金东区促进制造业重点细分行业发展政策意见（试行）的通知》	打造全国信创产业示范基地，打造“电子信息关键材料-芯片设计和封测-系统整机集成-智能终端应用”产业体系。
	2021年2月	深圳市《中国特色社会主义先行示范区科技创新行动方案》	支持深圳强化关键核心技术攻关，优化和创新支持方式，采用“立军令状”、“滚动立项”等组织方式，集中突破集成电路等领域关键核心技术攻关。
	2021年3月	《武汉市加快推进武汉云建设实施方案的通知》	建设武汉云信创资源池，使用国产芯片、服务器和密码保护系统等构建软硬件信创体系，提供基于信创环境的信息基础设施服务，实现全程自主创新

资料来源：各政府部门网站，西南证券整理

- **党政信创于 2020 年进入规模化落地元年，现正加速向区县一级下沉渗透；同时，过去的党政信创主要集中在电子公文领域，以桌面产品终端为主；2022 年 1 月国家发改委印发《“十四五”推进国家政务信息化规划》，国产服务器的采购有望成为后续党政信创的主体。**
- **行业信创于 2022 年正式进入规模化落地阶段，其中电信和金融两大领域已经率先启动：1) 三大电信运营商自 2020 年起在招标中指定国产化标包，根据中国移动目前公布的《2021-2022 年第 1 批 PC 服务器集采公示》，“鲲鹏+海光”国产服务器渗透率已达到 28.8%；根据产业调研，2022 年目标国产化率为 40%，相较 2021 年的 20%左右，水平提升明显；2) 金融信创紧随其后，2021 年下半年中国银行发布“国芯服务器选型”项目公示；根据产业调研，2021 年金融行业服务器采购国产化率达到 12%左右水平，预计 2022 年目标国产化率为 30%左右。**

**图 3：中国移动服务器集采公示**
**中国移动2021年至2022年PC服务器集中采购（第1批次）（标包8、13）\_中标候选人公示**

中国移动2021年至2022年PC服务器集中采购（第1批次）于2021年11月16日14时00分开标，并按照招标文件有关法律法规及招标文件载明的评标方法与评标工作，现将中标候选人公告如下：

一、中标候选人及中标情况：

标段8：

第1中标候选人：武汉长江计算机科技有限公司，投标报价：2,316,387,497.04 元（不含税），2,417,018,902.40 元（含税）。

第2中标候选人：神州数码（中国）有限公司，投标报价：2,373,395,314.93 元（不含税），2,461,936,756.76 元（含税）。

第3中标候选人：贵州科技集团信息产业发展有限公司，投标报价：2,390,445,631.22 元（不含税），2,524,363,563.28 元（含税）。

第4中标候选人：同方股份有限公司，投标报价：2,301,383,612.88 元（不含税），2,409,574,782.02 元（含税）。

第5中标候选人：宝德计算机科技股份有限公司，投标报价：2,347,990,818.80 元（不含税），2,546,238,625.20 元（含税）。

标段13：

第1中标候选人：湖南湘江鲲鹏信息产业有限责任公司，投标报价：208,511,084.77 元（不含税），235,417,537.09 元（含税）。

第2中标候选人：同方股份有限公司，投标报价：209,386,874.82 元（不含税），236,832,284.49 元（含税）。

第3中标候选人：贵州科技集团信息产业发展有限公司，投标报价：211,376,963.90 元（不含税），238,833,969.29 元（含税）。

数据来源：中国移动采购与招标网，西南证券整理

**图 4：中国银行“国芯服务器选型”公示**
**一、项目情况**

项目名称：中国银行股份有限公司“国芯服务器选型”项目（第二包：C86服务器选型）

项目编号：JTCC-2105WI2126

采购人：中国银行股份有限公司

采购代理机构：江苏省招标中心有限公司

采购公告日期：2021年8月11日

**二、入围供应商候选人及入围供应商信息：**

本项目按照综合评分法评审：

**入围供应商候选人信息：**

第一入围供应商候选人：曙光信息产业（北京）有限公司

第二入围供应商候选人：联想（北京）信息技术有限公司

第三入围供应商候选人：浪潮电子信息产业股份有限公司

第四入围供应商候选人：新华三技术有限公司

数据来源：中国银行官网，西南证券整理

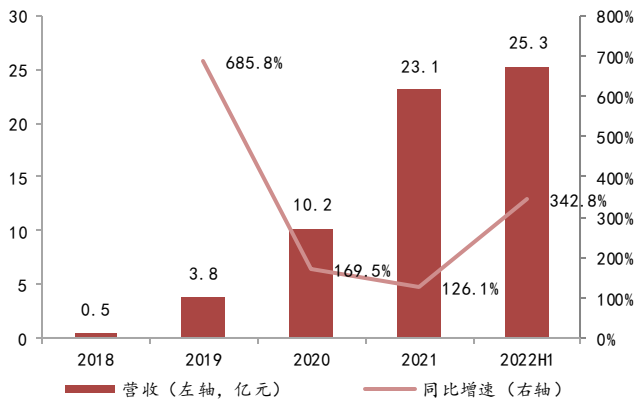
**海光信息成功上市，看好生态和客户协同效应。**公司持股 27.96%的海光信息已于 8 月上市，2022H1，海光信息实现营收 25.3 亿元，归母净利润 4.8 亿元，创收增利能力强。海光处理器兼容市场主流的 x86 指令集，具有成熟而丰富的应用生态环境；多款产品性能达到国际同类型主流高端处理器水平，是国内领先的 CPU 厂商。从近期公布的移动和电信 2021-2022 年服务器集采结果来看，海光的占比分别达 10.5%和 19.2%，其 x86 架构下优异的性能仍是运营商、金融企业的首选之一。伴随重点行业的国产化率提升，公司充分把握与海光的多元化业务合作机会，整合内部资源，在生态环境和信创客户产生较强的协同效应，为公司长期增长奠定基础。

**表 2：海光信息主要产品情况**

产品类型	处理器种类	指令集	主要产品	产品特征	典型应用场景
海光 CPU	通用处理器	兼容 x86 指令集	海光 3000 系列	内置多个处理器核心，集成通用的高性能外设接口，拥有完善的软硬件生态环境和完备的系统安全机制，适用于数据计算和事务处理等通用型应用	云计算、物联网、信息服务等
			海光 5000 系列		
			海光 7000 系列		
海光 DCU	协处理器	兼容“类 CUDA”环境	海光 8000 系列	内置大量运算核心，具有较强的并行计算能力和较高的能效比，适用于向量计算和矩阵计算等计算密集型应用	大数据处理、人工智能、商业计算等

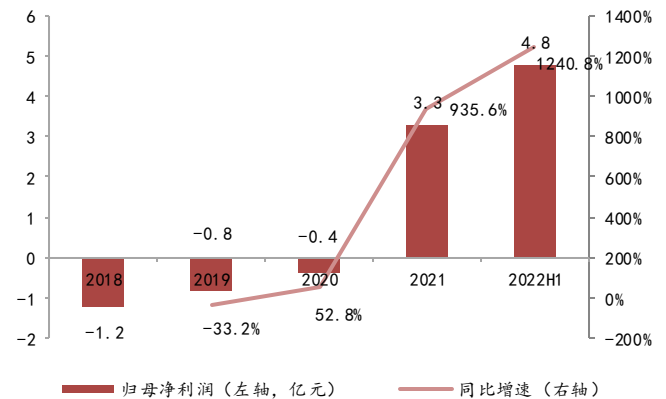
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2018-2022H1 海光信息营业收入情况



数据来源：海光信息招股说明书，西南证券整理

图 6：2018-2022H1 海光信息归母净利润情况



数据来源：海光信息招股说明书，西南证券整理

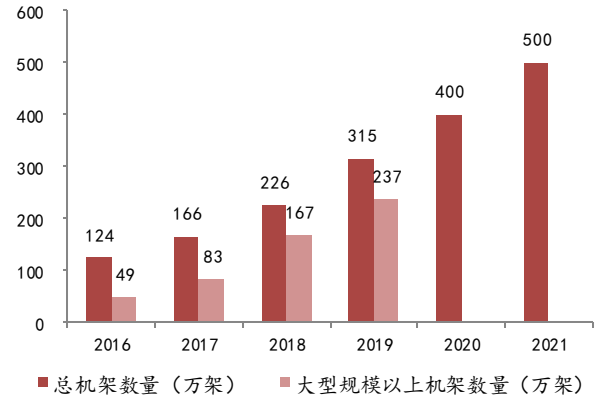
**东数西算规划 IDC 集群，后续建设拉动服务器采购需求。** 数据处理需求爆发，我国机架数持续增长。根据中国信通院，我国 2019 年数据中心机架达到 315 万架，2020 年机架数超过 400 万架。根据最新的国家发改委高技术司数据，截止目前，我国机架规模已达 500 万架，算力达到 130EFLOPS，CAGR 超过 32%。2022 年 2 月，国家发改委等部门联合印发文件，同意在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃、宁夏等 8 地启动建设国家算力枢纽节点，并规划了 10 个国家数据中心集群，“东数西算”工程正式全面启动，有望带动服务器采购需求。

图 7：东数西算布局



数据来源：国家发改委，西南证券整理

图 8：2016-2021 年中国数据中心机架数



数据来源：中国信通院，西南证券整理

**数据中心进入“液冷时代”，“东数西算”项目顺利推进。** 浸没液冷破除制约算力扩张的能耗与成本障碍，将成为“双碳”背景下新型数据中心的标配。公司新一代公司研发的硅立方浸没液冷技术、Torus 网络架构技术实现了计算技术的绿色节能、集约高效和安全可靠，获得市场的广泛认可，为当前数据中心建设的首选方案。目前，多家知名国有银行已采用公司提供的液冷绿色节能数据中心解决方案和产品，部署的液冷服务器已达数万台。上半年，公司承建了“东数西算”成渝枢纽（重庆）先进数据中心建设，凭借公司多年液冷技术积累以及产业链协同能力，项目推进顺利，“东数西算”后续新项目签订值得期待。

图 9：曙光新一代硅立方液冷服务器



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 10：曙光各地数据中心



数据来源：公司官网，西南证券整理

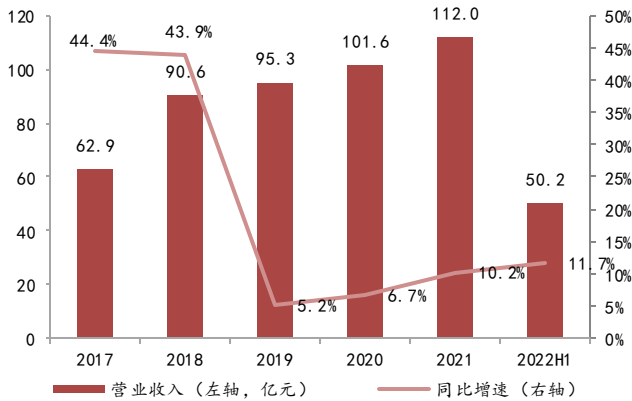
从业务结构看，公司业务主要包含高性能计算机（包括服务器和其相关配套产品）、存储产品、以及围绕高端计算机的软件开发、系统集成与技术服务三大类别。公司解决方案涵盖多个下游行业，企业、能源、电信、金融行业是公司传统优势领域，市占率逐步提升。

图 11：中科曙光产品矩阵

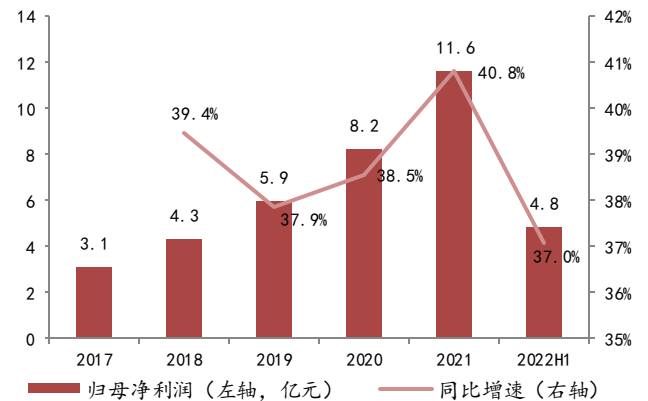


资料来源：公司官网，西南证券整理

**营收稳步增长，利润结构大幅改善。**2017-2021 年，公司营收与归母净利润均呈快速增长态势，CAGR 分别为 15.5%/39.1%。公司积极抓住信创带来的产业机遇，适当降低毛利率低的通用产品销售规模，并积极加大对海光、龙芯等国产 CPU 服务器的软硬件适配支持，公司利润结构得到大幅改善。2019-2021 年公司营收增速仅为个位数，但利润增速仍保持 40% 左右水平。2022H1 公司实现营业收入 50.2 亿元，同比增长 11.7%；实现归母净利润 4.8 亿元，同比增长 37.0%。

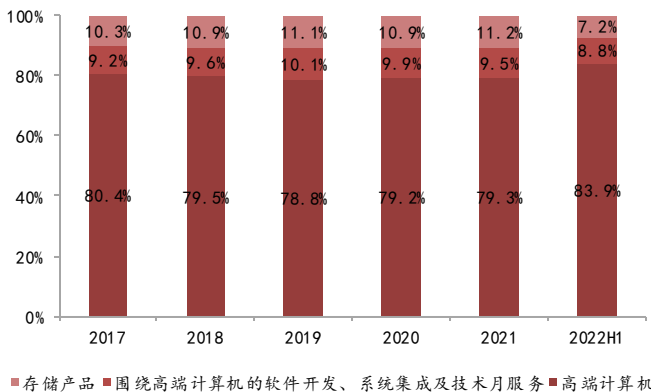
**图 12：公司 2017-2022H1 营业收入及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

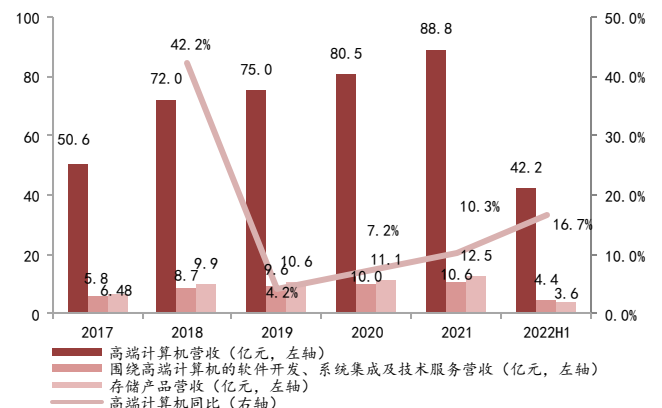
**图 13：公司 2017-2022H1 扣非归母净利润及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

分业务来看，**高端计算机业务表现亮眼**。公司业务结构始终保持稳定，其中服务器相关产品维持 80% 左右比重，存储产品、软件开发及技术服务分别占比 10% 左右。2022H1 公司高性能计算机/存储产品/围绕高端计算机的软件开发、系统集成及技术服务分别实现营收 42.2/4.4/3.3 亿元，公司持续专注于发展主营业务高性能计算机，整合营销资源和技术能力，提升产品品质，在国产替代催化下，高性能计算机同比增长 16.7%，增速同比有所提升。

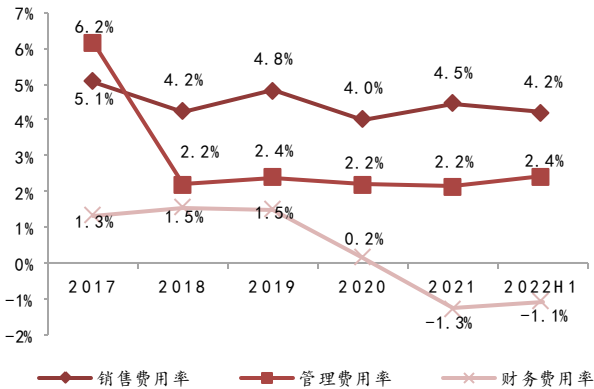
**图 14：公司 2017-2022H1 分业务收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

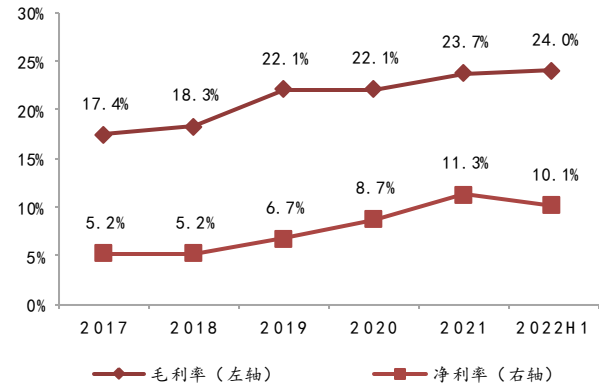
**图 15：公司 2017-2022H1 分业务收入情况 (亿元)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

从**费用率和利润率**来看，1) **成本端**，2022H1 公司毛利率为 24.0%，同比增长 2.26pp，主要由于公司高性能计算机和存储业务逐渐成熟，带动整体盈利能力提升。上半年高性能计算机和存储业务毛利率分别为 19.23% 和 26.09%，分别同比增长 3.65pp/3.30pp。2) 费用端整体管控良好，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 4.2% (+0.23pp)、2.4% (-0.24pp)、-1.1% (+0.53pp)。

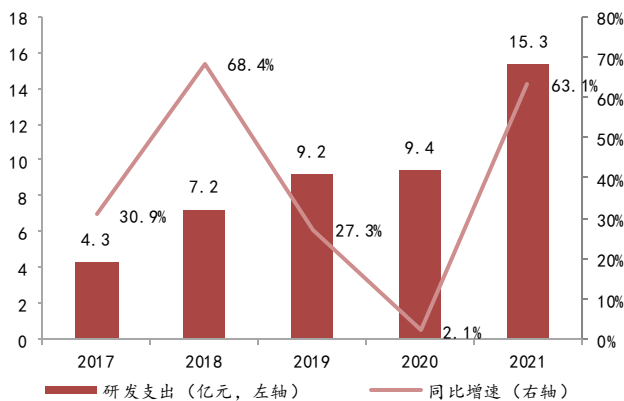
**图 16: 公司 2017-2022H1 费用率情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

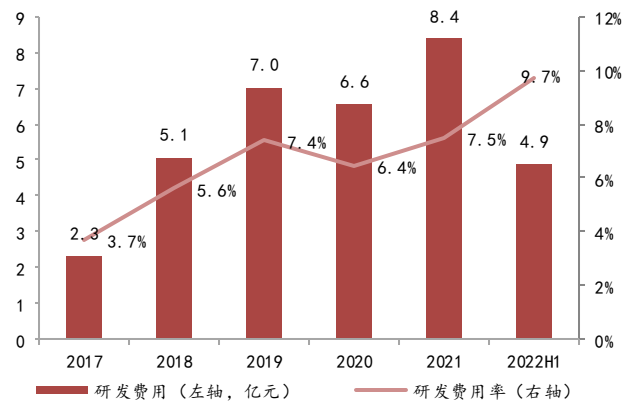
**图 17: 公司 2017-2022H1 毛利率、净利率情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

持续加大研发投入, 产品性能和信创适配成果显著。2022H1 公司投入研发费用为 4.9 亿, 研发费用率为 9.7%, 同比提升 1.43pp。公司高度重视研发, 在高端计算、国产化部件、操作系统、存储、云计算等领域不断加码研发投入, 扩大领先优势, 在产品性能和信创适配上取得显著成果: 1) **高端计算**, 开发了基于国产处理器的多款服务器、工作站, 均通过了国家级实验室的产质量测试; 2) **国产化部件**, 完成面向云计算领域和人工智能领域的存储 IO 模块设计; 基于开源 BIOS 和 BMC 代码架构, 开发支持国产处理器的 BIOS 启动固件和 BMC 远程管理固件; 3) **操作系统**, 参股企业中科方德最新 5.0 版本桌面操作系统预装软件中心已上架运维 2000 款国产软件及开源软件; 4) **存储**, 公司自研存储系统性能不断提升, 分布式存储系统 ParaStor 从 2009 年单套存储系统容量 16PB, 到 2022 年单套存储系统 300PB, 不断突破业内存储容量和性能上限; 5) **云计算**, 公司基于国产平台设计研发云操作系统, 全栈云平台全面适配国产化软硬件环境, 满足网信办云服务安全评估要求, 支持数据加密功能。

**图 18: 公司 2017-2021 研发支出情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 19: 公司 2017-2022H1 研发费用率**


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) 高性能计算机：**行业信创+新基建两重利好驱动服务器需求扩容，公司积极适配国产化 CPU 相关软硬件，与参股子公司海光信息产生良好协同，订单出货量有望持续攀升，预计 2022-2024 年该订单增速分别为 14%/14.5%/15%；伴随公司战略转型延续，低毛利业务占比有望进一步被压缩，预计 2022-2024 年毛利率分别为 19%/20.5%/22%。

**2) 存储产品：**伴随数字经济的持续推进，各行业产生的数据量呈现爆炸增长趋势，公司存储产品有望迎来订单增长，预计 2022-2024 年该业务订单增速分别为 8%/9%/9%；毛利率随着规模效应的扩大有望稳步提升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 28%/29%/30%。

**3) 软件开发、系统集成及技术服务：**该业务伴随公司高性能计算机的放量迎来稳定增长，预计 2022-2024 年项目增速分别为 14%、14%、14.5%；毛利率随业务逐渐成熟有望稳步提升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 75%/76%/76.5%。

**4) 其他业务（包括大数据软件平台、城市云等）：**公司近年来不断加强云计算、AI、大数据等领域布局，现已建立并运营 50 余个城市云项目，伴随新基建的持续推进，该业务有望持续受益，预计 2022-2024 年项目增速分别为 50%/55%/55%；毛利率稳定在 60%左右水平。

**5) 联营企业投资收益：**参股子公司海光信息是行业信创浪潮下最为受益的国产 CPU 厂商之一，芯片出货量迎来爆发式增长，已于 2021 年实现盈利。根据电信、金融等领域的国产化目标来看，预计未来 2 年国产服务器市场空间将以翻倍趋势扩容，而海光芯片凭借其优异的性能和完善的生态或占据稳定的市场份额，其订单和出货量有望跟随增量市场维持爆发增速，为中科曙光持续贡献投资收益。

6) 伴随公司各项业务毛利率持续提升，费用端管控效果可持续，各项费用率保持下降趋势。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 3：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电子产品业务	收入	8879.8	10123.0	11590.8	13329.4
	增速	10.3%	14.0%	14.5%	15.0%
	毛利率	16.2%	19.0%	20.5%	22.0%
研发服务及解决方案业务	收入	1063.9	1149.0	1252.4	1365.1
	增速	6.2%	8.0%	9.0%	9.0%
	毛利率	27.0%	28.0%	29.0%	30.0%
高级别智能驾驶解决方案业务	收入	1252.8	1428.2	1628.1	1864.2
	增速	13.0%	14.0%	14.0%	14.5%
	毛利率	74.3%	75.0%	76.0%	76.5%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
其他业务	收入	3.9	5.9	9.1	14.1
	增速	40.0%	50.0%	55.0%	55.0%
	毛利率	76.6%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	11200.4	12706.0	14480.4	16572.8
	增速	10.2%	13.4%	14.0%	14.4%
	毛利率	23.7%	26.1%	27.5%	28.8%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 127.1 亿元 (+13.4%)、144.8 亿元 (+14.0%) 和 165.7 亿元 (+14.4%)，归母净利润分别为 15.4 亿元 (+33.2%)、20.5 亿元 (+32.8%)、26.7 亿元 (+30.2%)，EPS 分别为 1.05 元、1.40 元、1.82 元，对应动态 PE 分别为 26 倍、19 倍、15 倍。

## 2.2 相对估值

选取同样布局数字化底层基础设施的浪潮信息、中国长城、神州信息作为可比公司：

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
000977.SZ	浪潮信息	340	23.25	1.38	1.68	2.09	2.54	26	14	11	9
000066.SZ	中国长城	295	9.13	0.20	0.27	0.35	0.49	70	34	26	19
000555.SZ	神州信息	102	10.36	0.38	0.40	0.45	0.48	33	26	23	21
平均值								43	25	20	16
603019.SH	中科曙光	399	27.23	0.79	1.05	1.40	1.82	34	26	19	15

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年行业平均 PE 为 20 倍，公司 PE 为 19 倍，略低于行业平均水平。考虑到中科曙光作为海光信息的最大参股股东，海光上市后投资收益有望增厚，同时将借助原本产业资源与海光芯片形成良好协同，在行业信创和新基建爆发的浪潮下，业务拓展较可比公司或更为顺利，有望迎来订单高速增长。预计中科曙光 2022-2024 年归母净利润 CAGR 达到 32.1%，故给予 2023 年 24 倍 PE，对应目标价 33.60 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 3 风险提示

海光芯片供应链紧缺风险；宏观经济影响新基建增速下滑风险；国产替代推进不及预期风险；行业竞争加剧风险；参股子公司股价波动风险等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11200.36	12705.99	14480.39	16572.79	净利润	1264.04	1673.09	2225.27	2898.28
营业成本	8541.00	9386.27	10498.27	11796.25	折旧与摊销	395.99	423.75	423.75	423.75
营业税金及附加	40.95	45.97	52.34	60.04	财务费用	-141.17	-25.41	-28.96	-33.15
销售费用	499.22	508.24	535.77	580.05	资产减值损失	-165.64	0.00	0.00	0.00
管理费用	241.19	1080.01	1129.47	1242.96	经营营运资本变动	-2670.94	-2736.22	-1095.37	-1105.46
财务费用	-141.17	-25.41	-28.96	-33.15	其他	822.43	-201.74	-309.06	-285.23
资产减值损失	-165.64	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-495.29</b>	<b>-866.53</b>	<b>1215.63</b>	<b>1898.19</b>
投资收益	166.06	170.00	210.00	340.00	资本支出	-989.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.05	0.02	0.03	0.03	其他	-812.34	170.02	210.03	340.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1801.75</b>	<b>170.02</b>	<b>210.03</b>	<b>340.03</b>
<b>营业利润</b>	<b>1419.82</b>	<b>1880.94</b>	<b>2503.52</b>	<b>3266.68</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	15.50	18.15	19.46	19.36	长期借款	194.53	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1435.32</b>	<b>1899.08</b>	<b>2522.98</b>	<b>3286.03</b>	股权融资	268.20	0.00	0.00	0.00
所得税	171.29	225.99	297.71	387.75	支付股利	-203.10	-275.27	-371.43	-491.30
净利润	1264.04	1673.09	2225.27	2898.28	其他	308.59	-543.35	28.96	33.15
少数股东损益	106.26	130.77	176.52	231.07	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>568.22</b>	<b>-818.62</b>	<b>-342.47</b>	<b>-458.15</b>
归属母公司股东净利润	1157.78	1542.32	2048.75	2667.21	<b>现金流量净额</b>	<b>-1735.58</b>	<b>-1515.12</b>	<b>1083.18</b>	<b>1780.07</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6463.97	4948.85	6032.03	7812.10	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3240.96	3685.99	4182.37	4737.22	销售收入增长率	10.23%	13.44%	13.97%	14.45%
存货	5997.01	6635.37	7532.46	8409.20	营业利润增长率	36.45%	32.48%	33.10%	30.48%
其他流动资产	852.36	903.29	1028.08	1175.25	净利润增长率	42.43%	32.36%	33.00%	30.24%
长期股权投资	3505.42	3505.42	3505.42	3505.42	EBITDA 增长率	20.29%	36.10%	27.16%	26.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2030.06	1760.50	1490.95	1221.39	毛利率	23.74%	26.13%	27.50%	28.82%
无形资产和开发支出	1773.43	1622.23	1471.03	1319.83	三费率	5.35%	12.30%	11.30%	10.80%
其他非流动资产	2258.77	2255.78	2252.79	2249.80	净利率	11.29%	13.17%	15.37%	17.49%
<b>资产总计</b>	<b>26121.98</b>	<b>25317.42</b>	<b>27495.14</b>	<b>30430.21</b>	ROE	9.67%	11.56%	13.63%	15.47%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.84%	6.61%	8.09%	9.52%
应付和预收款项	2887.91	3079.37	3366.94	3852.63	ROIC	47.40%	36.37%	35.09%	40.09%
长期借款	694.53	694.53	694.53	694.53	EBITDA/销售收入	14.95%	17.94%	20.02%	22.07%
其他负债	9463.11	7074.78	7111.10	7153.50	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>13045.56</b>	<b>10848.68</b>	<b>11172.57</b>	<b>11700.66</b>	总资产周转率	0.48	0.49	0.55	0.57
股本	1463.17	1464.01	1464.01	1464.01	固定资产周转率	7.88	9.73	13.98	21.62
资本公积	7978.26	7977.42	7977.42	7977.42	应收账款周转率	5.17	5.31	5.30	5.31
留存收益	3403.26	4670.30	6347.62	8523.53	存货周转率	1.90	1.46	1.47	1.47
归属母公司股东权益	12669.70	13931.23	15608.54	17784.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.67%	—	—	—
少数股东权益	406.73	537.50	714.02	945.09	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>13076.43</b>	<b>14468.73</b>	<b>16322.57</b>	<b>18729.55</b>	资产负债率	49.94%	42.85%	40.63%	38.45%
负债和股东权益合计	26121.98	25317.42	27495.14	30430.21	带息债务/总负债	5.32%	6.40%	6.22%	5.94%
					流动比率	2.97	4.78	5.06	5.22
					速动比率	1.89	2.82	3.03	3.24
					股利支付率	17.54%	17.85%	18.13%	18.42%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1674.64	2279.27	2898.30	3657.28	每股收益	0.79	1.05	1.40	1.82
PE	34.43	25.85	19.46	14.95	每股净资产	8.65	9.52	10.66	12.15
PB	3.15	2.86	2.55	2.24	每股经营现金	-0.34	-0.59	0.83	1.30
PS	3.56	3.14	2.75	2.41	每股股利	0.14	0.19	0.25	0.34
EV/EBITDA	19.35	14.64	11.14	8.34					
股息率	0.51%	0.69%	0.93%	1.23%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人、销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn