

## 公司业绩表现良好，X86 计算生态不断完善

### 核心观点

#### 事件:

公司发布中报，收入同比增长 11.7%至 50.2 亿元，归母净利由 3.5 亿增长 37.1%至 4.8 亿，扣非净利增长 46.1%至 3.0 亿，与业绩快报公布数据基本一致。22Q2 单季看，公司收入、归母净利、扣非净利分别同比增长 13.2%、36.3%、49.2%至 28.4 亿、3.7 亿、2.5 亿。

● **公司利润增速继续高于收入，各业务毛利率不断提升。**自 2019 年以来，公司利润增速持续高于收入，主要源于毛利率提升与收入结构的逐步优化，今年上半年公司依然维持这样的趋势。分业务来看，高端计算机收入同比增长 16.7%至 42.2 亿，而存储产品、软件开发等收入则分别同比下滑 8%、9.8%至 4.4 亿、3.6 亿，各项业务毛利率均有不同程度提升，尤其是高端计算机业务毛利率较 21H1 提升 3.6pct 至 19.2%，带动公司上半年整体毛利率上涨 2.3pct 至 24%。

● **费用率略有增长，国产整机和部件研发投入较大。**费用方面，公司销售、管理、研发费用分别增长 18.3%、1.5%和 30.9%，整体费用率较去年同期上升 1.85pct 至 15.3%。我们注意到，公司研发费用增长最快，主要是公司基于国产芯片开发高端计算设备，另外，公司还在国产化部件方面加大投入，开发 BIOS、BMC 等固件以及存储 IO 模块，我们认为，这将有助于帮助公司提升竞争力与未来盈利能力。

● **信创龙头地位持续强化，不断完善国产 x86 生态体系。**从海光上半年的高速增长中可以看到，国产 x86 芯片份额正在快速提升，客户接受度不断增强，而曙光是国内信创服务器龙头，在高性能计算领域积累了深厚的技术基础和客户信任度，这对公司未来信创服务器和核心部件的增长打下良好基础。根据公司持有 32.1%海信息股权计算，上半年海光为公司贡献了 1.52 亿投资收益，另外，我们预计海光信息全年归母净利润有望达到 9.36 亿，因此全年有望为曙光贡献投资收益 2.6 亿元。

### 盈利预测与投资建议

● 由于毛利率和投资收益超预期，我们预测公司 22-24 年 EPS 为 1.09 元、1.50 元、1.98 元（原预测为 1.03、1.43、1.84 元），根据可比公司估值，维持 2022 年 35 倍 PE 估值，上调目标价至 38.15 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；投资收益低于预期风险；

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,161	11,200	13,418	15,775	18,177
同比增长(%)	6.7%	10.2%	19.8%	17.6%	15.2%
营业利润(百万元)	1,041	1,420	1,945	2,669	3,534
同比增长(%)	42.6%	36.5%	37.0%	37.2%	32.4%
归属母公司净利润(百万元)	822	1,158	1,600	2,190	2,895
同比增长(%)	38.5%	40.8%	38.2%	36.8%	32.2%
每股收益(元)	0.56	0.79	1.09	1.50	1.98
毛利率(%)	22.0%	23.7%	25.5%	26.3%	27.1%
净利率(%)	8.1%	10.3%	11.9%	13.9%	15.9%
净资产收益率(%)	10.3%	9.5%	11.8%	14.1%	16.0%
市盈率	47.0	33.4	24.1	17.6	13.3
市净率	3.3	3.0	2.7	2.3	2.0

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。

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申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2022年09月01日)	27.23 元
目标价格	38.15 元
52 周最高价/最低价	35/21.86 元
总股本/流通 A 股 (万股)	146,401/145,073
A 股市值 (百万元)	39,865
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2022 年 09 月 02 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.09	-7.32	10.06	-4.05
相对表现	0.77	-4.5	18.03	20.66
沪深 300	-1.86	-2.82	-7.97	-24.71



### 证券分析师

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

陈超 021-63325888\*3144  
 chenchao3@orientsec.com.cn  
 执业证书编号: S0860521050002

### 联系人

谢忱 xiechen@orientsec.com.cn

### 相关报告

一季度业绩超预期，信创和东数西算带来广阔机遇 2022-04-28

年报业绩超出快报数据，IO 芯片等核心部件研发取得积极进展 2022-04-20

电信行业信创推进，利润增长韧性较强，行业信创机遇广阔 2022-03-02

**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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	8,224	6,464	8,617	11,703	14,748	营业收入	10,161	11,200	13,418	15,775	18,177
应收票据、账款及款项融资	2,191	2,415	3,220	3,786	4,363	营业成本	7,922	8,541	9,990	11,631	13,250
预付账款	251	779	537	631	727	营业税金及附加	36	41	47	55	64
存货	2,781	5,997	5,494	5,234	5,300	营业费用	400	499	579	648	712
其他	840	899	903	973	1,045	管理费用及研发费用	958	1,203	1,426	1,624	1,774
<b>流动资产合计</b>	<b>14,286</b>	<b>16,554</b>	<b>18,771</b>	<b>22,328</b>	<b>26,183</b>	财务费用	16	(141)	(31)	(65)	(95)
长期股权投资	3,044	3,505	3,821	3,821	3,821	资产、信用减值损失	59	201	204	202	201
固定资产	1,401	1,477	1,965	2,209	2,345	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	165	590	234	128	96	投资净收益	(40)	166	292	490	711
无形资产	1,025	1,214	1,349	1,404	1,434	其他	309	397	450	500	550
其他	1,042	2,782	2,259	2,244	2,244	<b>营业利润</b>	<b>1,041</b>	<b>1,420</b>	<b>1,945</b>	<b>2,669</b>	<b>3,534</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,678</b>	<b>9,568</b>	<b>9,628</b>	<b>9,806</b>	<b>9,940</b>	营业外收入	17	20	25	25	25
<b>资产总计</b>	<b>20,964</b>	<b>26,122</b>	<b>28,399</b>	<b>32,134</b>	<b>36,122</b>	营业外支出	5	5	6	6	6
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,053</b>	<b>1,435</b>	<b>1,964</b>	<b>2,688</b>	<b>3,553</b>
应付票据及应付账款	1,794	2,557	3,496	4,653	5,300	所得税	165	171	234	321	424
其他	1,891	3,026	2,607	2,719	2,831	<b>净利润</b>	<b>887</b>	<b>1,264</b>	<b>1,730</b>	<b>2,367</b>	<b>3,129</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,685</b>	<b>5,583</b>	<b>6,104</b>	<b>7,371</b>	<b>8,131</b>	少数股东损益	65	106	130	178	235
长期借款	500	695	695	695	695	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>822</b>	<b>1,158</b>	<b>1,600</b>	<b>2,190</b>	<b>2,895</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.56	0.79	1.09	1.50	1.98
其他	4,824	6,768	6,619	6,719	6,819						
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,324</b>	<b>7,463</b>	<b>7,314</b>	<b>7,414</b>	<b>7,514</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>9,009</b>	<b>13,046</b>	<b>13,417</b>	<b>14,785</b>	<b>15,645</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	326	407	536	714	949	<b>成长能力</b>					
股本	1,451	1,463	1,463	1,463	1,463	营业收入	6.7%	10.2%	19.8%	17.6%	15.2%
资本公积	7,723	7,798	7,978	7,978	7,978	营业利润	42.6%	36.5%	37.0%	37.2%	32.4%
留存收益	2,449	3,403	5,004	7,193	10,088	归属于母公司净利润	38.5%	40.8%	38.2%	36.8%	32.2%
其他	7	6	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>11,955</b>	<b>13,076</b>	<b>14,981</b>	<b>17,348</b>	<b>20,478</b>	毛利率	22.0%	23.7%	25.5%	26.3%	27.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20,964</b>	<b>26,122</b>	<b>28,399</b>	<b>32,134</b>	<b>36,122</b>	净利率	8.1%	10.3%	11.9%	13.9%	15.9%
						ROE	10.3%	9.5%	11.8%	14.1%	16.0%
						ROIC	9.0%	8.4%	11.2%	13.4%	15.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	43.0%	49.9%	47.2%	46.0%	43.3%
净利润	887	1,264	1,730	2,367	3,129	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	330	327	329	414	468	流动比率	3.88	2.97	3.08	3.03	3.22
财务费用	16	(141)	(31)	(65)	(95)	速动比率	3.10	1.89	2.18	2.32	2.57
投资损失	40	(166)	(292)	(490)	(711)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	122	(2,546)	810	798	(51)	应收账款周转率	5.2	5.2	5.5	5.4	5.4
其它	920	767	(512)	100	100	存货周转率	2.5	1.9	1.7	2.2	2.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,315</b>	<b>(495)</b>	<b>2,034</b>	<b>3,124</b>	<b>2,839</b>	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(262)	(852)	(581)	(591)	(601)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(908)	(461)	(316)	0	0	每股收益	0.56	0.79	1.09	1.50	1.98
其他	598	(488)	707	490	711	每股经营现金流	1.60	-0.34	1.39	2.13	1.94
<b>投资活动现金流</b>	<b>(572)</b>	<b>(1,802)</b>	<b>(190)</b>	<b>(102)</b>	<b>110</b>	每股净资产	7.94	8.65	9.87	11.36	13.34
债权融资	(3,176)	2,268	97	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	6,822	88	181	0	0	市盈率	47.0	33.4	24.1	17.6	13.3
其他	(127)	(1,788)	31	65	95	市净率	3.3	3.0	2.7	2.3	2.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,518</b>	<b>568</b>	<b>308</b>	<b>65</b>	<b>95</b>	EV/EBITDA	25.6	22.1	15.8	11.8	9.1
汇率变动影响	(16)	(7)	-0	-0	-0	EV/EBIT	33.6	27.8	18.5	13.6	10.3
<b>现金净增加额</b>	<b>5,246</b>	<b>(1,736)</b>	<b>2,153</b>	<b>3,087</b>	<b>3,044</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。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申明。

## 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。

本报告仅供本公司的客户使用。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](http://www.dfzq.com.cn)