

再拓AI算力客户，算力租赁商业模式逐渐清晰

- **2023年9月18日，中贝通信发布关于签订AI算力服务合同的公告。**公司与济南超级计算中心有限公司签订《AI算力服务合同》，向其提供智能计算中心的AI算力服务，合同金额总计1.8亿元。
- **提供AI算力支持服务，横跨多个应用场景。**公司提供包括算力服务、带宽、存储在内的相关服务（含A800算力服务器60台），支持最高等级GPU集群，大幅度缩短计算时间，提高效率，适用于人工智能、生命科学、高校科研、工程仿真、药物研发等场景。
- **算力中心多点布局，算力租赁商业模式可期。**2023年7月24日，公司以7.03亿元收购安徽容博达云计算数据有限公司70%股权，建设3000P智算中心项目。2023年9月6日，公司与中国联合网络通信有限公司青海省分公司签订算力服务框架协议，主要提供H800算力服务器及相应的IB网络交换机和配套光模块、线缆与管理平台，合同金额总计约3.5亿元，服务期3年。该项目提供**960P算力服务**，服务费按含税12万元/P/年收取，960P年化租金约1.15亿元。我们认为当前算力收费模式多以GPU计算集群平均算力作为基础进行测算，未来随着算力网络架构扩充，订单体量有望进一步扩大。
- **我们认为GPU未来仍是“硬通货”。**根据Omdia统计预测，第二季度英伟达的H100 GPU出货量超过816吨。考虑到单H100芯片（叠加散热器）总重量超过3公斤，则单二季度英伟达H100出货量约30万片。根据GPU Utils预测，H100 GPU当前供给缺口近43万片。我们认为从GPU客户类型看，主要分为**训练LLM的创业公司**（OpenAI、Inflection等）、**云服务提供商**（Azure、Google Cloud、AWS）、**垂类应用龙头**（特斯拉等），由于云厂商、垂类应用公司自身仍对GPU有较大需求，GPU对于LLM等创业公司仍是较为“稀缺”资源。回顾国内，我们认为算力租赁介于上游GPU供应商及下游客户间，起到了“中介人”的角色，即租即用的商业模式一定程度上降低了算力使用门槛，也令中小型LLM创业公司触及高性能GPU芯片。在未来核心硬件紧俏的市场格局下，国内算力租赁仍有较大发展空间。
- **投资建议：**公司作为国内新基建领域头部企业，主业提供新型数字基础设施提供网络建设服务，同时布局智算赛道，我们认为未来伴随AI算力需求重要性不断提升，公司收入有望实现高速增长，预计23~25年公司收入分别为32.1/37.5/43.1亿元，归母净利润分别实现1.9/2.6/3.2亿元，对应P/E42/31/25x，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**客户相对集中的风险，竞争加剧的风险，海外业务风险。

推荐

维持评级

当前价格：

23.67元

**分析师 马天贻**

执业证书：S0100521100003
 电话：021-80508466
 邮箱：matianyi@mszq.com

相关研究

1. 中贝通信(603220.SH)2023年一季报点评：Q1收入创历史新高，期待海外5G新基建放量-2023/05/12
2. 中贝通信(603220.SH)2022年年报点评：经营保持韧性，海外5G站建设蓄势待发-2023/04/18
3. 中贝通信(603220.SH)事件点评：收购浙储能源正式落地，新能源布局持续完善-2023/03/10
4. 中贝通信(603220.SH)2021年年度报告点评：布局智慧城市+光电子器件，第二成长曲线可期-2022/04/15
5. 中贝通信(603220)：大份额中标移动管线集采，彰显公司核心竞争力-2021/12/07

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,643	3,205	3,746	4,309
增长率（%）	0.1	21.3	16.9	15.0
归属母公司股东净利润（百万元）	109	191	258	315
增长率（%）	-40.1	75.5	35.0	22.3
每股收益（元）	0.32	0.57	0.77	0.94
PE	73	42	31	25
PB	4.5	4.1	3.7	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年09月18日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,643	3,205	3,746	4,309
营业成本	2,195	2,607	3,032	3,487
营业税金及附加	11	13	15	17
销售费用	63	74	84	95
管理费用	102	119	131	147
研发费用	110	122	137	153
EBIT	139	242	315	377
财务费用	21	33	33	33
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	5	6	7	9
营业利润	122	215	289	353
营业外收支	-3	-3	-3	-3
利润总额	119	212	286	350
所得税	8	17	23	28
净利润	111	195	263	322
归属于母公司净利润	109	191	258	315
EBITDA	179	289	364	434

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	882	794	830	877
应收账款及票据	1,965	2,333	2,699	3,085
预付款项	30	35	39	44
存货	483	557	631	707
其他流动资产	277	307	334	365
流动资产合计	3,638	4,027	4,534	5,078
长期股权投资	0	6	14	23
固定资产	265	293	320	345
无形资产	21	21	21	21
非流动资产合计	994	1,015	1,045	1,076
资产合计	4,632	5,042	5,579	6,154
短期借款	526	526	526	526
应付账款及票据	1,703	1,985	2,260	2,541
其他流动负债	420	443	494	543
流动负债合计	2,649	2,954	3,279	3,610
长期借款	113	62	62	62
其他长期负债	7	5	10	9
非流动负债合计	120	67	72	71
负债合计	2,768	3,021	3,351	3,681
股本	336	336	336	336
少数股东权益	79	83	88	95
股东权益合计	1,863	2,021	2,227	2,473
负债和股东权益合计	4,632	5,042	5,579	6,154

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.06	21.27	16.86	15.04
EBIT 增长率	-39.85	73.73	30.19	19.90
净利润增长率	-40.11	75.51	35.02	22.30
盈利能力 (%)				
毛利率	16.96	18.67	19.04	19.07
净利润率	4.12	5.96	6.88	7.32
总资产收益率 ROA	2.35	3.79	4.62	5.12
净资产收益率 ROE	6.10	9.85	12.05	13.26
偿债能力				
流动比率	1.37	1.36	1.38	1.41
速动比率	1.12	1.10	1.11	1.13
现金比率	0.33	0.27	0.25	0.24
资产负债率 (%)	59.77	59.92	60.07	59.82
经营效率				
应收账款周转天数	271.33	270.00	267.00	265.00
存货周转天数	80.39	78.00	76.00	74.00
总资产周转率	0.60	0.66	0.71	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.57	0.77	0.94
每股净资产	5.30	5.76	6.36	7.07
每股经营现金流	0.15	0.42	0.60	0.74
每股股利	0.14	0.17	0.23	0.28
估值分析				
PE	73	42	31	25
PB	4.5	4.1	3.7	3.3
EV/EBITDA	43.38	26.87	21.20	17.68
股息收益率 (%)	0.59	0.71	0.96	1.18
现金流量表 (百万元)				
净利润	111	195	263	322
折旧和摊销	40	47	50	57
营运资金变动	-150	-176	-187	-210
经营活动现金流	51	141	202	247
资本开支	-170	-58	-68	-81
投资	1	-3	0	0
投资活动现金流	-161	-60	-68	-81
股权募资	0	0	0	0
债务募资	304	-85	0	0
筹资活动现金流	204	-169	-98	-119
现金净流量	117	-88	36	47

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026