

立足生态紧抓核心资产，构筑国产化坚固“长城”

➤ **事件概述：**2023 年 10 月 28 日公司发布 2023 三季度报告，前三季度实现营业收入 80.54 亿元，同比下降 15.15%；归母净利润亏损 8.31 亿元。

➤ **持续发展自身计算机业务，推动高质量发展。**计算终端方面，公司从几个方面加强业务发展：一是加强重大项目管理，建立重大项目投标前评审机制；二是加强渠道体系建设。规范渠道管理，制定渠道管理制度；落地伙伴激励政策，推广实施“百城计划”；在线上渠道启动试行分销政策，针对新品设置专属推广渠道。三是打造产品营销方案。深访重点行业及区域，打造全方位产品营销方案，打造推广典型案例，扩充产品案例库。四是强化服务支撑能力，全年争取实现地市级本地化服务的全覆盖。

➤ **以飞腾为心，助力长城高速发展。**飞腾作为国内老牌 CPU 设计团队之一，通过 20 多年的探索，掌握了从体系架构、微架构、逻辑设计、物理设计、封装设计等全系设计层次的核心技术，技术安全可控，研发了世界上首款基于 ARM 架构的 64 核 CPU。飞腾 CPU 产品谱系全面且保持高速迭代，目前包括高性能服务器 CPU (腾云 S 系列)、高效能桌面 CPU (腾锐 D 系列)、高端嵌入式 CPU (腾珑 E 系列) 和飞腾套片四大系列。飞腾在性能上与全球主流的 CPU 厂商达到相同水平，在党政、金融、教育、电力、交通、航天等多个领域具有大量典型国产化案例，覆盖多个头部客户。

➤ **立足“PKS”体系，“国企改革+生态完善”助力长期发展。**1) 央企改革大势所趋，CEC、CETC 央企改革有望迎来新机遇，公司有望受益。2) 由飞腾 CPU 和麒麟操作系统组成的 PK 体系逐渐胜出。CEC 基于飞腾麒麟有完整、成套和成熟的解决方案，自身实力强大，标杆效应可期。同时，“PKS”体系融合进一步加深。飞腾公司正式增选成为 openKylin 社区理事单位。3) 中国电子与华为开展深度合作，共建“鹏腾”生态。2023 年 7 月，中国电子与华为决定合并鲲鹏生态和 PKS 生态，共同打造同时支持鲲鹏和飞腾处理器的“鹏腾”生态，携手产业界伙伴共同发展，开创通用算力新格局。飞腾作为“鹏腾”生态的核心，有望充分受益于生态合作。

➤ **投资建议：**公司是国产化芯片龙头天津飞腾的主要股东之一，飞腾是国内 CPU 领域重要的核心资产。公司具备芯片、整机集成两大优势，在政府国产化项目替代中建立更强的优势地位。同时，金融、电力、电信等关键行业国产化逐步展开，是公司未来业绩增长潜在动力，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 0.79/1.58/2.58 亿元，对应 PE 分别为 435X、219X、134X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**国产化政策推进不及预期，新技术路线变革存在不确定性，行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	14027	12631	15748	19092
增长率（%）	-21.2	-10.0	24.7	21.2
归属母公司股东净利润（百万元）	120	79	158	258
增长率（%）	-79.9	-34.1	98.6	63.9
每股收益（元）	0.04	0.02	0.05	0.08
PE	287	435	219	134
PB	2.5	2.5	2.5	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
10.70 元

分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lwei_yj@mszq.com

分析师 郭新宇

执业证书：S0100518120001

电话：010-85127654

邮箱：guoxinyu@mszq.com

相关研究

1. 中国长城 (000066.SZ) 2023 年半年报点评：“PKS”核心建设者，有望受益于信创产业回暖-2023/08/28

2. 中国长城 (000066.SZ) 公司动态报告：多重机遇叠加下看好国产化坚固“长城” -2023/06/05

3. 中国长城 (000066.SZ) 公司深度报告：构筑 IT 国产化坚固长城-2023/03/10

4. 中国长城(000066):定增过会，飞腾起飞-2021/12/01

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	14027	12631	15748	19092
营业成本	10491	9415	11734	14221
营业税金及附加	93	114	142	172
销售费用	525	480	598	668
管理费用	943	846	1055	1279
研发费用	1322	1137	1417	1718
EBIT	520	809	1014	1293
财务费用	254	362	452	518
资产减值损失	-221	-186	-148	-171
投资收益	64	-152	-189	-229
营业利润	287	110	225	375
营业外收支	-33	8	8	8
利润总额	253	118	233	383
所得税	27	12	23	38
净利润	226	106	210	344
归属于母公司净利润	120	79	158	258
EBITDA	1111	1522	1919	2334

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4499	8349	8494	8523
应收账款及票据	5626	4866	6024	7200
预付款项	957	847	1056	1280
存货	6952	6005	7246	8400
其他流动资产	2400	924	943	971
流动资产合计	20434	20991	23763	26374
长期股权投资	1393	1242	1053	823
固定资产	4260	4474	4580	4668
无形资产	765	902	963	1017
非流动资产合计	13438	13449	13198	12954
资产合计	33872	34440	36961	39328
短期借款	1656	3656	5656	6156
应付账款及票据	4796	4462	5562	6740
其他流动负债	5765	3067	2314	2633
流动负债合计	12216	11185	13531	15529
长期借款	4914	6414	6414	6414
其他长期负债	1894	1900	1884	1944
非流动负债合计	6807	8313	8297	8357
负债合计	19023	19498	21829	23886
股本	3226	3226	3226	3226
少数股东权益	1182	1208	1261	1347
股东权益合计	14848	14942	15132	15442
负债和股东权益合计	33872	34440	36961	39328

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	-21.15	-9.95	24.68	21.23
EBIT 增长率	-31.71	55.76	25.28	27.57
净利润增长率	-79.87	-34.05	98.58	63.94
盈利能力 (%)				
毛利率	25.21	25.46	25.49	25.51
净利润率	0.86	0.63	1.00	1.35
总资产收益率 ROA	0.36	0.23	0.43	0.66
净资产收益率 ROE	0.88	0.58	1.14	1.83
偿债能力				
流动比率	1.67	1.88	1.76	1.70
速动比率	0.99	1.22	1.11	1.05
现金比率	0.37	0.75	0.63	0.55
资产负债率 (%)	56.16	56.61	59.06	60.74
经营效率				
应收账款周转天数	123.84	120.00	119.00	117.00
存货周转天数	241.86	240.00	230.00	220.00
总资产周转率	0.42	0.37	0.44	0.50
每股指标 (元)				
每股收益	0.04	0.02	0.05	0.08
每股净资产	4.24	4.26	4.30	4.37
每股经营现金流	-0.12	0.76	0.24	0.36
每股股利	0.01	0.01	0.01	0.02
估值分析				
PE	287	435	219	134
PB	2.5	2.5	2.5	2.4
EV/EBITDA	36.37	26.55	21.06	17.32
股息收益率 (%)	0.07	0.06	0.10	0.16
现金流量表 (百万元)				
净利润	226	106	210	344
折旧和摊销	592	713	906	1040
营运资金变动	-1801	819	-1340	-1378
经营活动现金流	-402	2450	784	1167
资本开支	-1017	-763	-749	-916
投资	-818	1450	0	0
投资活动现金流	-1804	690	-694	-916
股权募资	4039	0	0	0
债务募资	-694	1225	753	500
筹资活动现金流	2813	710	54	-222
现金净流量	632	3850	145	29

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