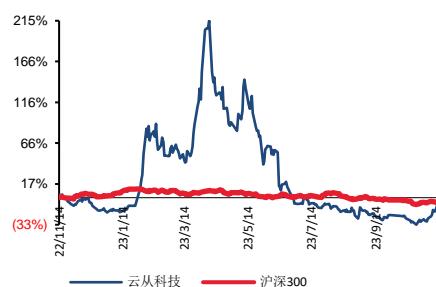




计算机 IT 服务 II

从云从科技看华为 AI 一体机市场空间上限

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,037/751
总市值/流通(百万元)	18,312/13,267
12 个月最高/最低(元)	58.94/12.55

相关研究报告:

云从科技(688327)《收入快速增长,有望受益华为 AI 一体机》
--2023/11/01

云从科技(688327)《华为 AI 一体机合作伙伴,定增投入大模型研发》
--2023/10/20

证券分析师: 曹佩

电话:

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

AI 一体机主要应用在哪些行业? 此前,

根据创业黑马的披露,创业黑马在互动平台表示,公司为黑马智算中心采购的算力设备为英伟达原装的 DGX H800 一体机;

科大讯飞在 8 月 15 日的发布会发布了与华为合作的星火一体机,让企业在国产自主创新的平台上私有化部署大模型,企业、学校、医院都有可能应用到 AI 一体机;

根据联通数字科技有限公司河北省分公司的招标,其为数据中心采购算力一体机;

根据华为中国政企业务的信息,云从科技携手华为联合发布从容大模型训推一体化解决方案,旨在推动千行百业数字化转型升级。

因此,对于 AI 一体机的应用行业,企业、公共事业单位、数据中心都有可能成为 AI 一体机的落地场景。

AI 一体机的市场有多大,如何看华为 AI 一体机市场空间上限?

2023 年 9 月 13 日,香港科技大学(广州)采购处发布《英伟达 NVIDIA DGX H800 SuperPOD 配套软硬件和服务采购项目》定向采购公示,其 AI 智算中心采购了 64 台 DGX H800,总金额为 154,128,128 元人民币,平均单价为 2,408,252 元。2023 年 11 月 7 日,根据《中贝通信 AI 算力一体机采购项目竞争性谈判公告》,采购 AI 算力一体机 800 台,总金额为 20 亿元,单价为 250 万元。

根据国家统计局数据,2022 年全国大型企业超过万家,中型企业接近 3 万家,小型企业则达到了近 124 万家;

根据国家统计局数据,2022 年全国医院有 3.7 万个;

根据教育部发布的 2022 年全国教育事业发展统计公报显示,全国共有各级各类学校 51.85 万所;

根据前瞻网,截至 2023 年 8 月,国内智算中心有 40 个,2022-2026 年中国智能算力规模复合增长率达 47.58%。

因此，仅企业市场（中大型企业每家采购一台 AI 一体机），AI 一体机市场就接近千亿规模。如果再计算学校、医院、数据中心市场，则市场将更加庞大。

如果英伟达完全禁止向中国出口 H800 芯片，则现在的 AI 一体机市场可能成为华为 AI 一体机等国产 AI 一体机的市场空间上限。

投资建议：公司是国内 AI 技术领军企业，核心技术积累深厚，在本轮 AI 浪潮中前瞻性布局大模型，并重视商业化落地应用。华为 AI 一体机是公司大模型落地的重要场景。暂不考虑定增带来的股本扩张，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为-0.71/-0.69/-0.52 元，维持“买入”评级。

风险提示：市场空间假设与实际不相符；华为 AI 一体机市场竞争加剧；AI 一体机市场竞争加剧；大模型应用不及预期；AI 应用落地不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	526.39	731.68	1060.93	1506.52
(+/-%)	-51.06%	39.00%	45.00%	42.00%
归母净利(百万元)	-868.91	-734.57	-716.52	-543.39
(+/-%)	-237.46%	-184.54%	-197.54%	-175.84%
摊薄每股收益(元)	-0.84	-0.71	-0.69	-0.52
市盈率(PE)	-21	-25	-26	-34

资料来源：携宁云估值，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	526.39	731.68	1060.93	1506.52
营业成本	347.11	439.01	604.73	828.59
营业税金及附加	1.46	0.73	1.06	1.51
销售费用	202.57	241.45	318.28	376.63
管理费用	277.64	321.94	371.33	421.83
财务费用	12.51	10.35	46.33	30.46
资产减值损失	-28.93	0.00	0.00	0.00
投资收益	10.26	13.00	19.00	27.00
公允价值变动损益	6.87	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-750.07	-771.39	-752.88	-571.21
其他非经营损益	-166.30	0.90	0.41	0.48
利润总额	-916.37	-770.49	-752.47	-570.73
所得税	-0.05	1.09	1.05	0.66
净利润	-916.32	-771.57	-753.52	-571.39
少数股东损益	-47.41	-37.00	-37.00	-28.00
归属母公司股东净利润	-868.91	-734.57	-716.52	-543.39
资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1432.33	192.44	212.19	301.30
应收和预付款项	250.18	364.98	510.30	729.99
存货	125.60	198.21	278.46	390.51
其他流动资产	1323.28	863.03	926.81	1013.12
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	21.75	12.27	2.12	-8.69
无形资产和开发支出	101.80	81.65	61.49	41.34
其他非流动资产	-123.81	-141.56	-141.56	-141.56
资产总计	3418.29	1858.17	2136.96	2613.16
短期借款	827.22	0.00	851.35	1632.63
应付和预收款项	264.84	346.69	462.80	641.51
长期借款	50.05	50.05	50.05	50.05
其他负债	386.83	346.53	411.38	498.97
负债合计	1528.94	743.27	1775.58	2823.17
股本	740.67	1036.94	1036.94	1036.94
资本公积	4434.42	4138.15	4138.15	4138.15
留存收益	-3084.75	-3819.33	-4535.85	-5079.24
归属母公司股东权益	2093.20	1355.76	639.24	95.85
少数股东权益	-203.85	-240.85	-277.85	-305.85

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-916.32	-771.57	-753.52	-571.39
折旧与摊销	129.57	57.39	40.30	40.97
财务费用	12.51	10.35	46.33	30.46
资产减值损失	-28.93	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-212.01	400.79	-198.11	-269.18
其他	392.20	-78.55	70.73	90.43
经营活动现金流量净额	-623.00	-381.59	-794.27	-678.71
资本支出	-101.56	-10.00	-10.00	-10.00
其他	-725.64	13.00	19.00	27.00
投资活动现金流量净额	-827.20	3.00	9.00	17.00
短期借款	393.52	-827.22	851.35	781.28
长期借款	50.05	0.00	0.00	0.00
股权融资	1790.25	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-434.86	-34.08	-46.33	-30.46
筹资活动现金流量净额	1798.96	-861.30	805.01	750.83
现金流量净额	348.78	-1239.89	19.74	89.12
财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
销售收入增长率	-51.06%	39.00%	45.00%	42.00%
营业利润增长率	-225.70%	-202.84%	-197.60%	-175.87%
净利润增长率	-237.98%	-184.20%	-197.66%	-175.83%
EBITDA 增长率	-235.48%	-215.73%	-194.68%	-175.01%
盈利能力				
毛利率	34.06%	40.00%	43.00%	45.00%
期间费率	200.05%	153.41%	119.37%	88.02%
净利率	-174.08%	-105.45%	-71.02%	-37.93%
ROE	-48.50%	-69.21%	-208.51%	272.08%
ROA	-26.81%	-41.52%	-35.26%	-21.87%
ROIC	-115.76%	-176.57%	-207.08%	-104.40%
EBITDA/销售收入	-115.50%	-96.17%	-62.80%	-33.17%
营运能力				
总资产周转率	0.18	0.28	0.53	0.63
固定资产周转率	9.26	43.02	147.50	-458.33
应收账款周转率	1.32	1.78	1.95	1.89
存货周转率	1.76	2.19	2.27	2.27
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.67%	—	—	—
资本结构				

股东权益合计	1889.34	1114.90	361.38	-210.01
负债和股东权益合计	3418.29	1858.17	2136.96	2613.16
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
EBITDA	-607.99	-703.65	-666.25	-499.78
PE	-21.08	-24.93	-25.56	-33.70
PB	9.69	16.43	50.67	-87.20
PS	34.79	25.03	17.26	12.16
EV/EBITDA	-19.21	-24.59	-27.22	-37.67

资产负债率	44.73%	40.00%	83.09%	108.04%
带息债务/总负债	57.38%	6.73%	50.77%	59.60%
流动比率	2.40	3.12	1.24	0.94
速动比率	2.30	2.74	1.06	0.79
每股指标				
每股收益	-0.84	-0.71	-0.69	-0.52
每股净资产	1.82	1.08	0.35	-0.20
每股经营现金	-0.60	-0.37	0.00	0.00

资料来源：携宁云估值，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩贊阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。