



浪潮信息 (000977.SZ): 产线充沛, 占据国内 AI 服务器制高点

2024 年 4 月 23 日

推荐/维持

浪潮信息

公司报告

本篇专题从 AI 服务器生产制造角度, 跟踪浪潮信息在原材料库存-产线建设-AI 服务器产品储备等三个环节的最新发展动态。我们认为, 受益于全球 AI 产业大趋势, 公司 AI 服务器相关业务有望迎来加速发展期。

净资产收益率有望稳中向好。2013.6-2015.5 期间, 公司市值从 52 亿元上涨至 423 亿元, 累计涨幅 713%。公司市值提升主要与公司净资产收益率好转以及市场流动性放松相关。2013-2015 年, 公司平均年净资产收益率达到 16.8%, 处于上市以来最快成长期, 主要受益于公司抓住云计算、国产化带来的巨大市场机会, 并推出了双路、四路、八路等市场有竞争力的服务器产品; 从 A 股市场流动性角度, 2015 年国内 A 股迎来一轮牛市, 为公司市值修复起到催化作用。2017-2022 年, 公司净资产收益率从最低 7.6% 逐步提升, 其中 2021 年 ROE 实现 13.5%, 2022-2023 年略有下滑, 仍保持在 10% 以上。受益于全球 AI 产业大趋势, 公司净资产收益率有望稳中向好。

原材料处于库存高点。采购 CPU & GPU 等组件主要来自海外公司, 因此公司以美元计的应付账款占比整体应付款较高。截至 2023 年年底, 公司美元应付账款达到 61.17 亿元, 相比 2022 年 55.93 亿元有所提升。美元应付账款显示当前公司处于原材料库存高点。存货指标同样显示当前公司处于原材料库存高点。公司库存原材料主要是芯片、内存、硬盘等。截至 2023 年年底, 公司存货中原材料储备达到 137 亿元, 接近 2021 年最高点。展望未来几年, 随着 AI 服务器需求持续上升, 公司通过提前备货, 将能迅速提高产能。

AI 服务器产线充沛。从需求端看, 根据赛迪顾问数据, 2022 年中国服务器市场出货量约 448 万台。从供给端看, 2016 年浪潮信息服务器及部件生产量 73 万件; 2016-2023 年, 浪潮信息新投产生产基地超过 10 座, 预估服务器年产能新增超过 70 万台; 截至 2023 年年底, 浪潮信息在全球运营 14 座生产工厂, 每年生产服务器超过 130 万台。近几年浪潮信息产能与订单需求基本匹配。目前国内正处于 AI 服务器产业浪潮早期阶段, 基于浪潮信息目前运营的 14 座生产工厂, 假设在需求爆发的情况下, 公司生产效率提高 50%, 其年产量最大可超过 200 万台。相比上一轮 2014-2016 年服务器需求爆发, 当前公司产线充沛, 受到产能限制较小。

占据国内 AI 服务器制高点。2017 年, 公司前瞻提出以智慧计算为核心的长期整体发展战略, 积极布局 AI 计算, 目前已成为业界拥有最丰富 AI 服务器产品线的厂商。根据 IDC 发数据, 2023 年, 公司是全球第二大服务器供应商, 也是全球第一的 AI 服务器供应商。在产品技术创新层面, 2023 年, 公司发布全新一代 G7 算力平台, 涵盖面向云计算、大数据、人工智能等应用场景的 16 款产品, 采用开放多元的架构设计, 支持广泛的通用处理器和加速芯片, 创造多项性能纪录。其中 AI 训练服务器 NF5688G7, 较上代平台大模型实测性能提升近 7 倍。

公司盈利预测及投资评级: 受益于全球 AI 产业大趋势, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 724.93 亿元、833.77、958.98 亿元, 归母净利润分别为 20.68 亿元、26.67 亿元、33.91 亿元, 对应 PE 分别为 26、20、16

公司简介:

浪潮信息是全球领先的 IT 基础架构产品、方案及服务提供商, 业务覆盖计算、存储、网络三大关键领域, 提供云计算、大数据、人工智能、边缘计算等在内的全方位数字化解决方案。

资料来源: 公司公告、恒生聚源

未来 3-6 个月重大事项提示:

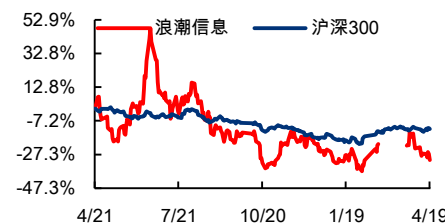
发债及交叉持股介绍:

交易数据

52 周股价区间 (元)	65.0-27.48
总市值 (亿元)	527.76
流通市值 (亿元)	526.95
总股本/流通 A 股 (万股)	147,214/147,214
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	10.49

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 石伟晶

021-25102907

shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518080001

倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: AI 服务器销量不及预期, 对核心器件商依赖较高, 国内实体经济下行等。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	69,525.46	65,866.59	72,492.52	83,377.06	95,897.71
增长率 (%)	3.70%	-5.26%	10.06%	15.01%	15.02%
归母净利润 (百万元)	2,080.35	1,782.78	2,068.32	2,667.07	3,390.84
增长率 (%)	3.88%	-14.30%	16.02%	28.95%	27.14%
每股收益 (元)	1.39	1.18	1.40	1.81	2.30
PE	26	30	26	20	16
PB	3.0	2.9	2.8	2.5	2.3

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 资产收益率稳中向好	4
2. 原材料库存处于高点	6
3. AI 服务器产线充沛	9
4. 占据国内 AI 服务器制高点	11
5. 盈利预测及估值	13
6. 风险提示	13

插图目录

图 1: 2022-2026E 全球 AI 服务器市场 (百万美元)	4
图 2: 2022-2027E 中国 AI 服务器市场 (百万美元)	4
图 3: 浪潮信息股价走势	5
图 4: 2000-2023 年浪潮信息净资产收益率	5
图 5: 2012-2023 年公司采购金额增速与 roe	6
图 6: 2012-2023 年公司采购金额增速与销售净利率	6
图 7: 2012-2023 年公司采购金额与应付账款 (亿元)	7
图 8: 2016-2023 年公司应付账款与美元应付账款	7
图 9: 2013-2023 年公司原材料及占比存货	8
图 10: 2013-2023 年公司生产人员数量、服务器及部件生产量	9

表格目录

表 1: 浪潮信息股价走势划分	4
表 2: 2015-2022 年公司部分投产的生产基地情况	10
表 3: 2010 年至今公司发布的代表性 8 路服务器产品	11
表 4: 2020 年至今公司发布的 AI 服务器产品	12
附表: 公司盈利预测表	14

当前全球大模型和生成式人工智能产业加速发展, 驱动 AI 服务器市场快速增长。根据 IDC 数据, 全球 AI 服务器市场规模将从 2022 年的 195 亿美元增长至 2026 年的 347 亿美元, 复合增长率 17.3%; 中国 2023 年 AI 服务器市场规模预计 91 亿美元, 同比增长 82.5%, 2027 年预计达到 134 亿美元, 五年复合增长率 21.8%。

人工智能是浪潮信息重要发展战略。浪潮信息是全球领先的 IT 基础架构产品、方案及服务提供商。根据 IDC 发数据, 2023 年, 公司是全球第二大服务器供应商, 也是全球第一的 AI 服务器供应商。

本篇专题从 AI 服务器生产制造角度, 跟踪浪潮信息在原材料库存-产线建设-AI 服务器产品储备等三个环节的最新发展动态。我们认为, 受益于全球 AI 产业大趋势, 公司 AI 服务器相关业务有望迎来加速发展期。

图1: 2022-2026E 全球 AI 服务器市场 (百万美元)



资料来源: IDC, 东兴证券研究所

图2: 2022-2027E 中国 AI 服务器市场 (百万美元)



资料来源: IDC, 东兴证券研究所

1. 资产收益率稳中向好

当下浪潮信息股价或处于第 2 次上涨期盘整阶段。复盘浪潮信息 2000 年 6 月至 2024 年 3 月股价表现, 可以分为 2 次上涨期以及 4 次震荡期。公司股价呈现出两次震荡期后迎来一轮上涨期的特点。例如 2000.6-2010.11 和 2010.12-2013.5 是两轮震荡期。2013.6-2015.5 期间, 公司股价迎来一轮持续两年的上涨, 累计涨幅超过 700%。在此之后, 公司再次经历两轮震荡期。2023.3 至 2024.3, 公司股价迎来新一轮上涨期, 期间创前期新高。当前公司股价处于上涨期盘整阶段。

注: 上涨期指公司月度股价创前期新高至阶段性快速上涨并开启回调的前一个月; 震荡期指公司股价从历史新高开启回调的月份至震荡期间股价上涨至前期高点的月份, 其中下跌月数是公司股价从回调月份至震荡期间最低点月份的时间区间。

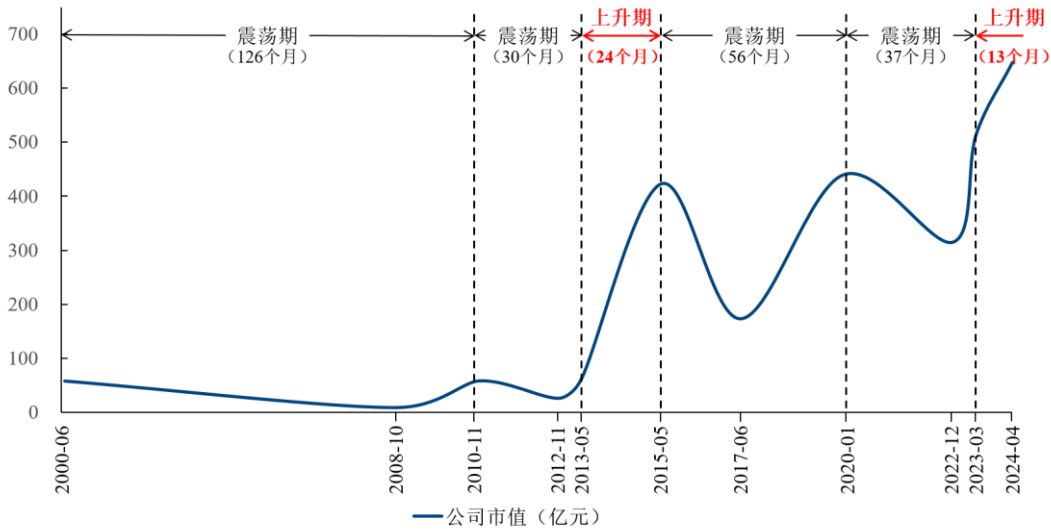
表1: 浪潮信息股价走势划分

时间	股价走势	市值区间 (亿元)	持续月数	累计涨幅	下跌月数	累计跌幅
2000.6-2010.11	震荡期	8.6-64.9	126	-	101	-85%
2010.12-2013.5	震荡期	25.8-62.5	30	-	24	-45%
2013.6-2015.5	上涨期	52.1-423.2	24	713.0%	-	-
2015.6-2020.1	震荡期	173.1-440.0	56	-	25	-39%
2020.2-2023.2	震荡期	289.1-570.8	37	-	32	-47%
2023.3-2024.3	上涨期	513.8-648.2	13	26.2%	-	-

资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

复盘浪潮信息股价震荡期特点, 大多数时间股价单边下跌。2000.6 公司上市至 2010.11, 公司股价经历 10 年才达到上市初期的高点, 其中下跌时间 101 个月, 累计跌幅超过 85%; 在后续 3 次股价震荡期, 下跌月数均超过两年时间, 累计跌幅达到 40% 左右。

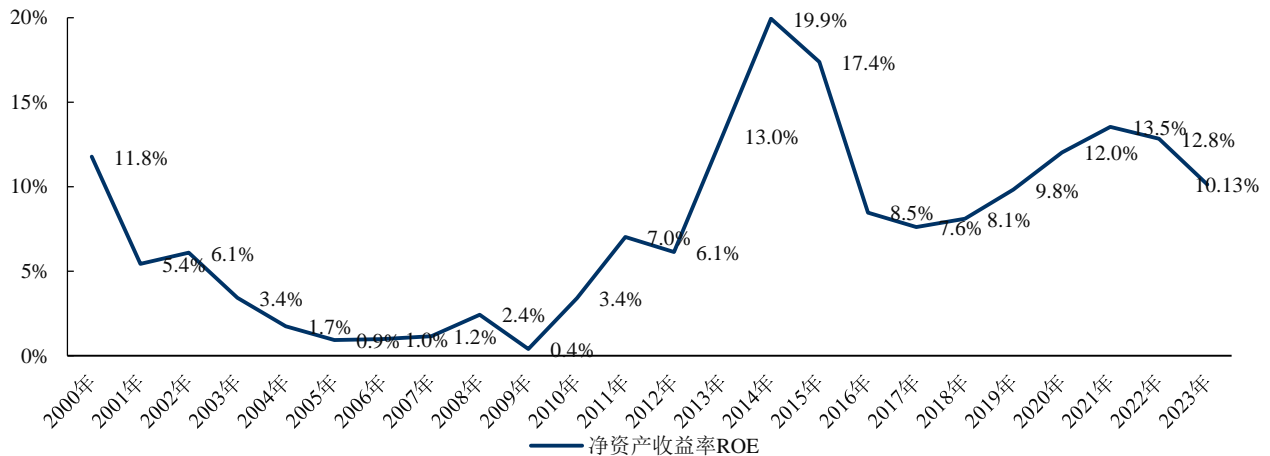
图3: 浪潮信息股价走势



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

净资产收益率有望稳中向好。2013.6-2015.5 期间, 公司市值从 52 亿元上涨至 423 亿元, 累计涨幅 713%。公司市值提升主要与公司净资产收益率好转以及市场流动性放松相关。2013-2015 年, 公司平均年净资产收益率达到 16.8%, 处于上市以来最快成长期, 主要受益于公司抓住云计算、国产化带来的巨大市场机会, 并推出了双路、四路、八路等市场有竞争力的服务器产品; 从 A 股市场流动性角度, 2015 年国内 A 股迎来一轮牛市, 为公司市值修复起到催化作用。2017-2022 年, 公司净资产收益率从最低 7.6% 逐步提升, 其中 2021 年 ROE 实现 13.5%, 2022-2023 年略有下滑, 仍保持在 10% 以上。受益于全球 AI 产业大趋势, 公司净资产收益率有望稳中向好。

图4: 2000-2023 年浪潮信息净资产收益率

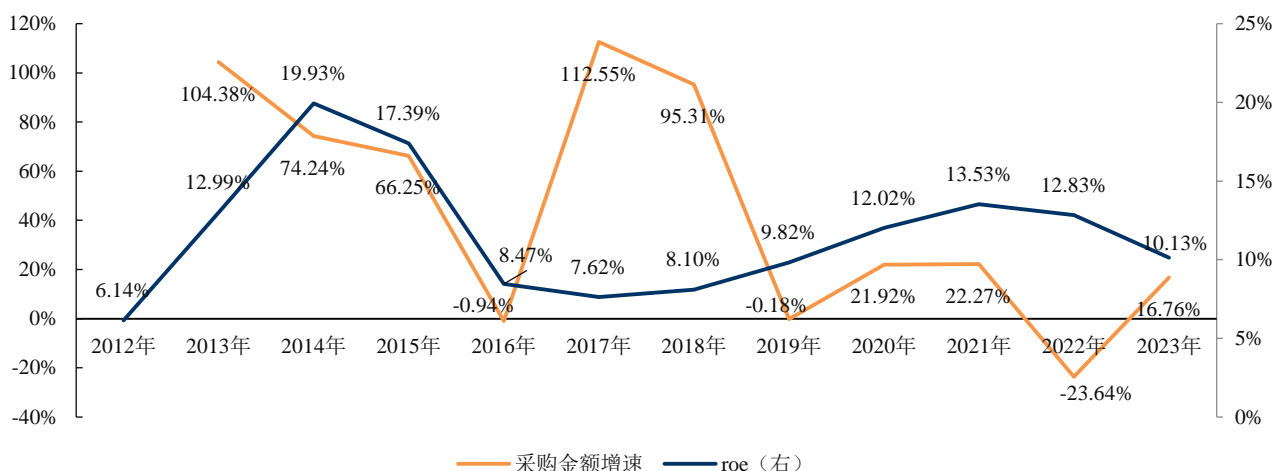


资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

2. 原材料库存处于高点

采购是公司生产服务器的实质性开始。根据杜邦公式, 公司 $roe = \text{销售净利率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数}$, 提高销售净利率, 需要扩大销售收入, 以及降低成本费用。2013-2015年, 受益于国产替代、云计算以及自研高端服务器, 公司服务器制造生产业务进入一轮高速增长期, 收入迎来快速增长。因此公司采购金额与 roe 均处于高位水平, 两者走势较为吻合; 2020-2021年, 公司 roe 再次回归 10% 以上水平, 同样公司采购金额均保持 20% 以上增长, 两者走势较为吻合。2023年, 公司采购金额增速达到 17%, 可以看到公司加大原材料采购, 预计 2024 年公司经营效益有望向上。

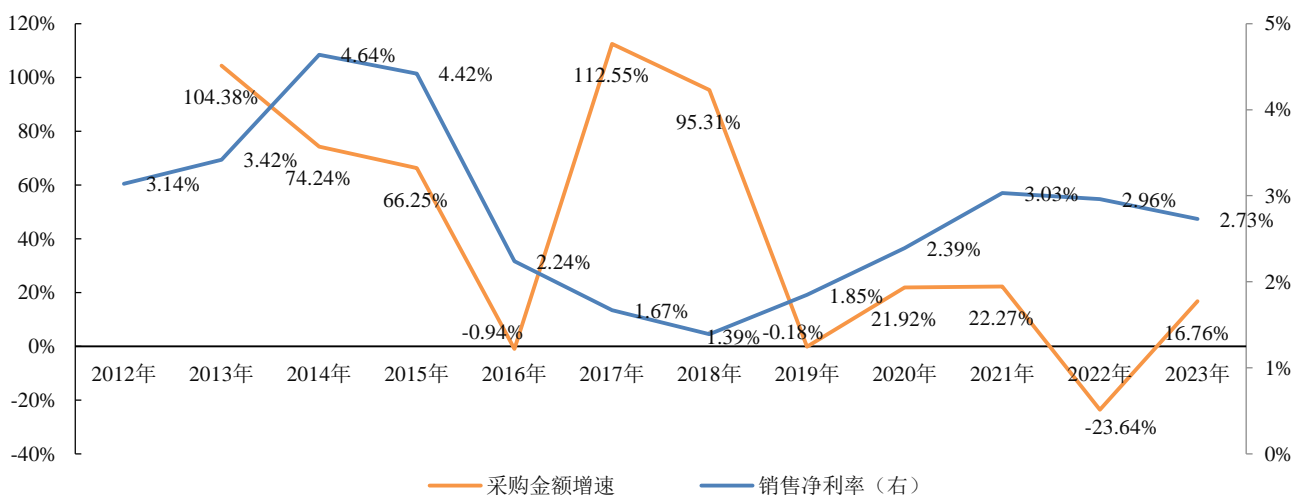
图5: 2012-2023 年公司采购金额增速与 roe



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

其中, 2017-2018 年公司 roe 与采购金额背离, 主要受净利润率影响。2017-2018 年, 公司营业收入大幅增长, 分别实现 255 亿元 (yoy 101%) 和 469 亿元 (yoy 84%), 与采购金额增速相吻合; 但 2017-2018 年公司净利润率持续下滑, 导致公司 roe 下降。

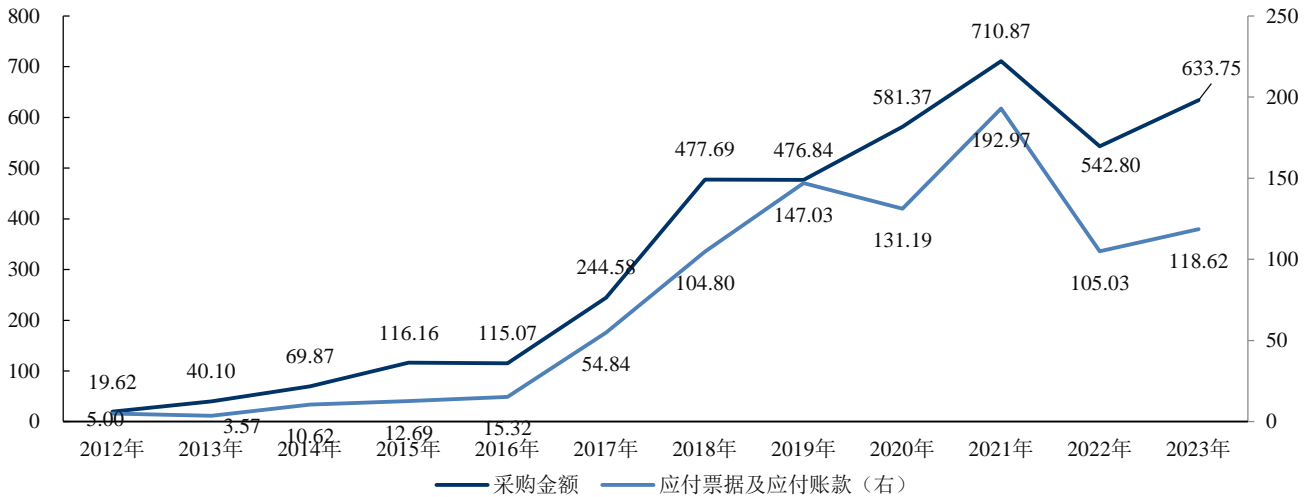
图6: 2012-2023 年公司采购金额增速与销售净利率



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

除了采购金额与 roe 有较强的联动性, 采购金额与应付账款同样具有较强的同步性。应付账款是公司在向上游供应商采购原材料所欠的款项。公司上游供应商主要有 CPU、GPU、内存、SSD 等服务器组件厂商。2012-2023 年, 公司采购金额与应付账款基本吻合; 其中 2020 年公司采购金额与应付账款出现背离情况, 主要受到 CPU 供应扰动影响。

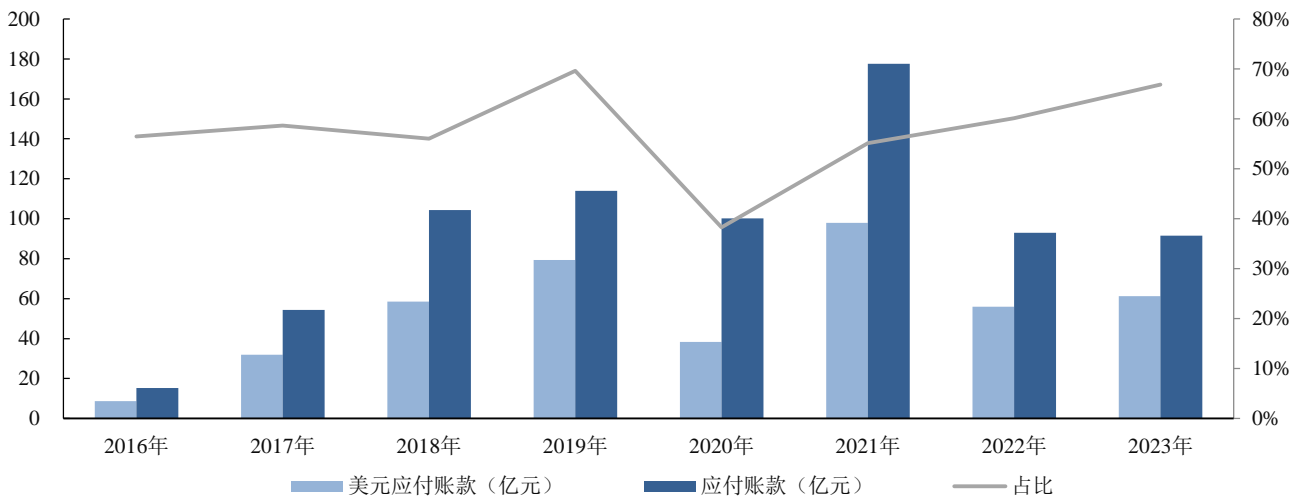
图7: 2012-2023 年公司采购金额与应付账款 (亿元)



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

美元应付账款显示当前公司处于原材料库存高点。采购 CPU & GPU 等组件主要来自海外公司, 因此公司以美元计的应付账款占比整体应付款较高。截至 2023 年年底, 公司美元应付账款达到 61.17 亿元, 相比 2022 年 55.93 亿元有所提升。

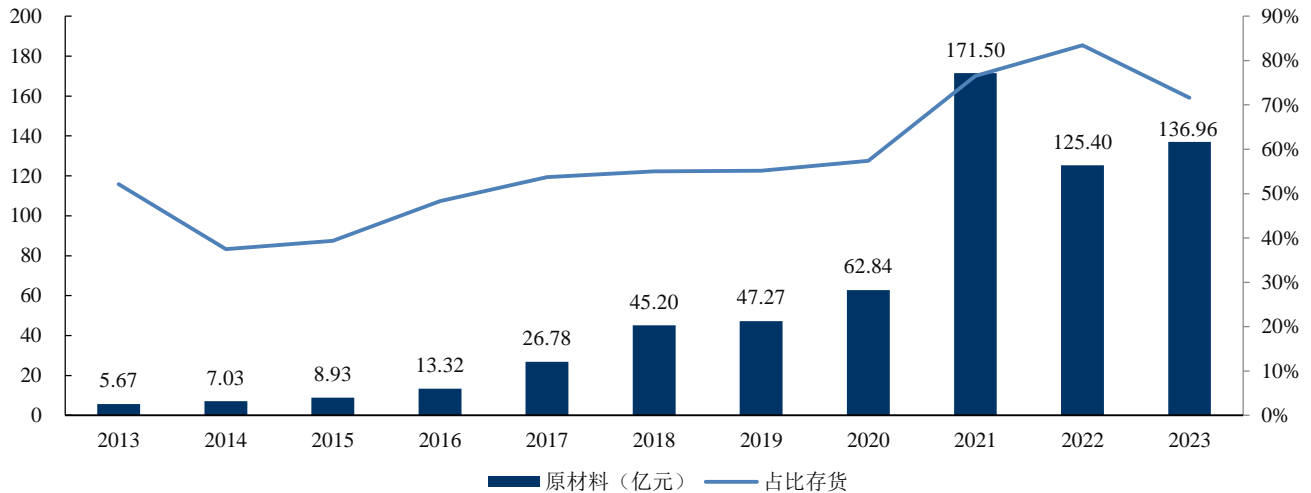
图8: 2016-2023 年公司应付账款与美元应付账款



资料来源: 同花顺, 公司年报, 东兴证券研究所

存货指标同样显示当前公司处于原材料库存高点。公司库存原材料主要是芯片、内存、硬盘等。截至 2023 年年底, 公司存货中原材料储备达到 137 亿元, 接近 2021 年最高点。展望未来几年, 随着 AI 服务器需求持续上升, 公司通过提前备货, 将能迅速提高产能。

图9: 2013-2023 年公司原材料及占比存货

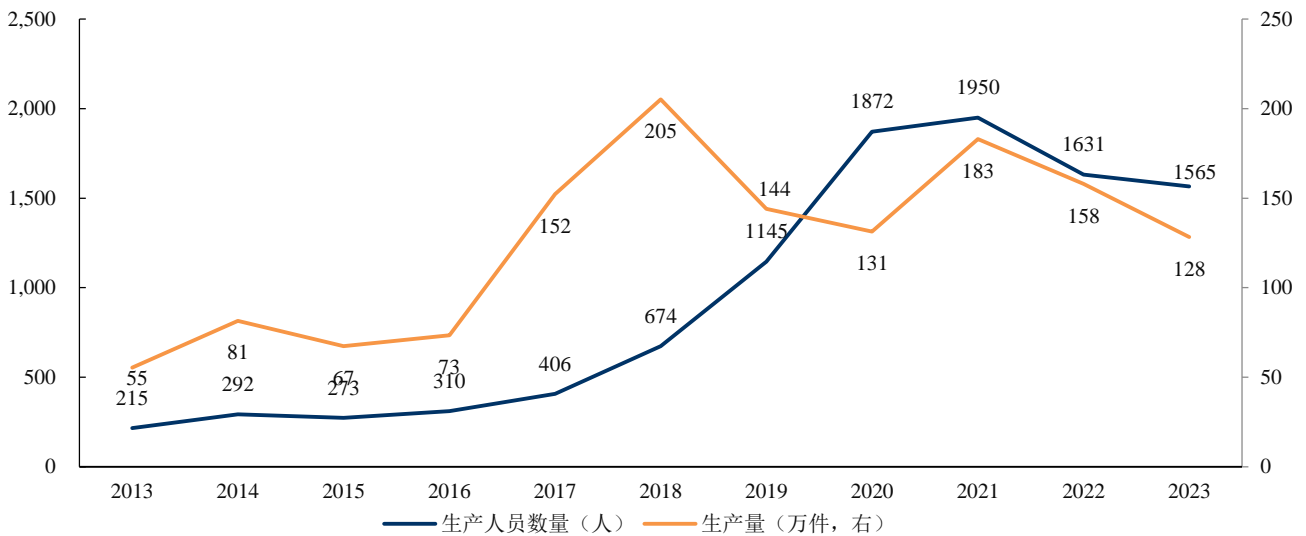


资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

3. AI 服务器产线充沛

在原材料备货的前提下, 进一步复盘公司产能与需求关系: (1) 2017 年, 公司服务器及部件生产量达到 152 万台, 同比增长 108%, 而生产人员 406 人, 同比增长 31%, 可以看到, 在服务器需求快速上升时, 在产线不变的情况下, 公司产能可以通过短期招聘生产人员以及提高生产人员工作时长等方式提高产量; (2) 2018 年公司服务器及部件生产量达到峰值, 而产线方面, 公司 2020 年才达到峰值左右, 可以看到, 公司产线扩张滞后于需求 1-2 年时间。

图10: 2013-2023 年公司生产人员数量、服务器及部件生产量



资料来源: 公司财报, 同花顺, 东兴证券研究所

基于当前产线, 公司服务器年产量最大可超过 200 万台。从需求端看, 根据赛迪顾问数据, 2022 年中国服务器市场出货量约 448 万台。从供给端看, 2016 年浪潮信息服务器及部件生产量 73 万件; 2016-2023 年, 浪潮信息新投产生产基地超过 10 座, 预估服务器年产能新增超过 70 万台; 截至 2023 年年底, 浪潮信息在全球运营 14 座生产工厂, 每年生产服务器超过 130 万台。近几年浪潮信息产能与订单需求基本匹配。目前国内正处于 AI 服务器产业浪潮早期阶段, 基于浪潮信息目前运营的 14 座生产工厂, 假设在需求爆发的情况下, 公司生产效率提高 50%, 其年产量最大可超过 200 万台。相比上一轮 2014-2016 年服务器需求爆发, 当前公司产线充沛, 受到产能限制较小。

表2: 2015-2022 年公司部分投产的生产基地情况

序号	生产基地名称	投产年份	年产能	所在城市
1	浪潮高端服务器智能制造基地	2016 年	-	济南
2	浪潮服务器西部产业基地	2017 年	10 万台服务器	贵阳
3	浪潮服务器苏州智能制造基地	2019 年	60 万片板卡	苏州
4	浪潮计算机南宁智能制造基地	2020 年	5 万台服务器、35 万台 PC 终端	南宁
5	浪潮北方总部长春生产基地项目	2020 年	10 万台 PC 终端和服务 器	长春
6	浪潮厦门新一代信息技术产业基地	2020 年	30 万台 PC 终端	厦门
7	浪潮云南智能制造生产基地	2020 年	40 万台 PC 终端、5 万台 服务器	昆明
8	浪潮郑州生产基地	2020 年	80 万台 PC 终端、20 万 台服务器	郑州
9	浪潮新一代智能制造生产基地	2020 年	150 万台 PC 终端和服务 器	济南
10	浪潮信息天池液冷产业基地	2021 年	10 万台液冷服务器	-

资料来源: 经济观察网、腾讯网等, 东兴证券研究所

4. 占据国内 AI 服务器制高点

八路服务器奠定公司行业领先地位。2010 年, 公司推出国内首款八路服务器天梭 TS850, 实现公司服务器产品线向高端升级。2011-2013 年, TS850 在国内 8 路 x86 服务器市场占有率由 10% 提升至 30%, 成为市场第一。2014-2023 年, 公司完成 4 代高端八路产品的迭代更替, 从 TS860、TS860G3、TS860M5 再到 TS860G7。浪潮信息八路服务器保持销量和销售额高速增长, 连续近 10 年保持中国八路细分市场第一。

表3: 2010 年至今公司发布的代表性 8 路服务器产品

型号	TS850	TS860	TS860G3	TS860M5	TS860G7
上市时间	2010 年 4 月	2014 年 2 月	2016 年 6 月 (升级)	2017 年 7 月	2023 年 2 月
CPU	支持 8 颗英特尔®至强® 7500 系列处理器	支持 8 颗英特尔®至强®E7-88XX v2/v3/v4 系列处理器	支持 8 颗英特尔®至强® E7-4800/E7-8800 v4 系列处理器	支持 8 颗英特尔®至强®6100&8100 系列可扩展处理器	支持 8 颗英特尔®至强®第四代可扩展处理器
CPU 发布时间	2010 年 3 月	2014 年 2 月 (E7 v2 系列)	2016 年 6 月	2017 年 7 月 (8100 系列, 代号 Skylake)	2023 年 1 月
GPU	-	-	-	-	支持 4 张双宽 GPU 卡
应用场景	在性能和 RAS 方面媲美小型机, 结束国产厂商在多路高端市场只能 OEM 的局面	满足核心数据库、虚拟化、商业智能分析、大型 ERP、高性能等关键应用需求	适用于核心数据库、虚拟化、商业智能分析、大型 ERP、高性能等	适用于虚拟化整合、大型交易数据库、内存数据库以及 ERP 等应用场景	适用于大型交易数据库、SAP HANA、ERP&CRM、关键应用虚拟化等应用场景

资料来源: 公司官网, 公司公告, 中关村在线等, 东兴证券研究所

占据国内 AI 服务器制高点, 巩固行业领先地位。2017 年, 公司前瞻提出以智慧计算为核心的长期整体发展战略, 积极布局 AI 计算, 目前已成为业界拥有最丰富 AI 服务器产品线的厂商。根据 IDC 数据, 2023 年, 公司是全球第二大服务器供应商, 也是全球第一的 AI 服务器供应商。在产品技术创新层面, 2023 年, 公司发布全新一代 G7 算力平台, 涵盖面向云计算、大数据、人工智能等应用场景的 16 款产品, 采用开放多元的架构设计, 支持广泛的通用处理器和加速芯片, 创造多项性能纪录。其中 AI 训练服务器 NF5688G7, 较上代平台大模型实测性能提升近 7 倍。

表4: 2020 年至今公司发布的 AI 服务器产品

型号	NF5468A5	NF5488A5	NF5468M6	NF5688M6	NF5448A6	NF5688G7	NF5468G7
上市时间	2020 年 6 月	2020 年 8 月	2021 年 5 月	2021 年 5 月	2022 年 7 月	2023 年 4 月	2023 年上半年
CPU	支持 2 颗 AMD EPYC 处理器, 最高支持 3 xGMI 互联	支持 2 颗 AMD®EPYC 7002/7003 处理器	支持 2 颗全新一代英特尔®至强®Icelake 可扩展处理器	2 颗第三代 Intel® Xeon®可扩展处理器 (Ice Lake), 支持 3 条 UPI 互联	2 颗 AMD® EPYC 7003 系列处理器	2 颗 Intel®第四代至强®可扩展处理器/2 颗 AMD 第四代 EPYCTM 处理器	支持 2 颗英特尔®第四代至强®可扩展处理器
GPU	支持 8 个 PCIe 接口的 GPU 卡	1* HGX 8-GPU (Ampere 架构)	支持 4/8/16 颗全高全长双宽 PCIe 接口 GPU 卡	1*HGX 8GPU (Ampere 架构)	4 颗 SXM4 接口的 NVIDIA Ampere 架构 Tensor Core GPU	1 块 NVIDIA HGX-Hopper-8G PU 模组	支持 8 颗全高全长双宽 PCIe 接口 GPU 卡
CPU/GPU 发布时间	2020 年 5 月 (NVIDIA Ampere A100)	2020 年 5 月 (NVIDIA HGX A100 8-GPU)	2021 年 4 月 (英特尔第三代至强, 代号 Icelake)	2021 年 4 月 (英特尔第三代至强, 代号 Icelake)	2022 年 5 月 (NVIDIA H100 Tensor Core GPU)		2023 年 1 月 (英特尔第四代至强)
应用场景	全能型 GPU 服务器。面向 AI 训练和 AI 推理、视频编解码等多种应用场景。	适用广泛数据中心。应用于图像视频、语音识别、金融分析、智能客服等典型 AI 应用场景。	AI 云基础硬件服务器。适用于互联网 AI 公有云、企业级 AI 云平台、智能安防、视频编解码等主流 AI 计算场景。	适用于图像视频、语音识别、金融分析、智能客服等典型 AI 应用场景。	面向 HPC+AI 计算优化的 GPU 服务器。满足客户对多网络扩展和大容量本地存储要求, 覆盖全场景应用需求。	AI 服务器。适用超大规模数据中心, 适用于大规模预训练、AIGC 等应用场景。	兼具训练和推理能力的 AI 服务器。满足大模型、AIGC、深度学习、元宇宙、AI+Science 等复杂应用场景。

资料来源: 公司官网, Nvidia 官网, Intel 官网等, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

受益于全球 AI 产业大趋势, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 724.93 亿元、833.77、958.98 亿元, 归母净利润分别为 20.68 亿元、26.67 亿元、33.91 亿元, 对应 PE 分别为 26、20、16 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

6. 风险提示

AI 服务器销量不及预期, 对核心器件商依赖较高, 国内实体经济下行等。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	37580	44419	44360	51067	59410	营业收入	69525	65867	72493	83377	95898
货币资金	9010	12013	15057	16675	19180	营业成本	61753	59254	64315	73730	84524
应收账款	11041	9111	9930	11422	13137	营业税金及附加	105	154	123	142	163
其他应收款	78	65	72	83	95	营业费用	1509	1455	1595	1834	2110
预付款项	120	841	2128	3602	5293	管理费用	708	765	797	917	1055
存货	15025	19115	14097	16160	18526	财务费用	84	-203	-145	-201	-166
其他流动资产	1624	2615	2615	2615	2615	研发费用	3230	3071	3335	3835	4411
非流动资产合计	3434	3701	3395	3141	2909	资产减值损失	392.99	449.77	700.00	700.00	700.00
长期股权投资	360	412	400	400	400	公允价值变动收益	8.39	-9.40	100.00	100.00	100.00
固定资产	1215	2045	1858	1670	1481	投资净收益	74.70	126.33	72.50	48.90	122.10
无形资产	381	337	256	195	149	加: 其他收益	330.94	717.44	200.00	200.00	200.00
其他非流动资产	42	13	13	13	13	营业利润	2156	1826	2145	2768	3522
资产总计	41013	48120	47756	54208	62318	营业外收入	6.72	4.89	10.00	10.00	10.00
流动负债合计	18644	21263	20003	24855	30931	营业外支出	2.89	3.63	0.00	0.00	0.00
短期借款	4954	2052	0	2660	6222	利润总额	2160	1827	2155	2778	3532
应付账款	9301	9148	10572	12120	13894	所得税	104	31	86	111	141
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	2056	1796	2068	2667	3391
一年内到期的非流动负债	107	1664	1664	1664	1664	少数股东损益	-25	13	0	0	0
非流动负债合计	4751	8572	8227	8227	8227	归属母公司净利润	2080	1783	2068	2667	3391
长期借款	4222	8126	8126	8126	8126	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	23395	29835	28230	33082	39158	成长能力					
少数股东权益	354	338	338	338	338	营业收入增长	3.70%	-5.26%	10.06%	15.01%	15.02%
实收资本(或股本)	1464	1472	1472	1472	1472	营业利润增长	0.13%	-15.33%	17.46%	29.08%	27.24%
资本公积	6705	6822	6822	6822	6822	归属于母公司净利润增长	3.88%	-14.30%	16.02%	28.95%	27.14%
未分配利润	7289	8818	10038	11612	13613	获利能力					
归属母公司股东权益合计	17264	17947	19188	20788	22822	毛利率(%)	11.18%	10.04%	11.28%	11.57%	11.86%
负债和所有者权益	41013	48120	47756	54208	62318	净利率(%)	2.96%	2.73%	2.85%	3.20%	3.54%
现金流量表						总资产净利润(%)	5.07%	3.70%	4.33%	4.92%	5.44%
						ROE(%)	12.05%	9.93%	10.78%	12.83%	14.86%
经营活动现金流	1800	520	6671	408	643	偿债能力					
净利润	2056	1796	2068	2667	3391	资产负债率(%)	57.04%	62.00%	59.11%	61.03%	62.84%
折旧摊销	388.17	398.42	324.48	285.91	264.59	流动比率	2.02	2.09	2.22	2.05	1.92
财务费用	84	-203	-145	-201	-166	速动比率	1.21	1.19	1.51	1.40	1.32
应收账款减少	928	1931	-820	-1491	-1715	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.59	1.48	1.51	1.64	1.65
投资活动现金流	1800	-585	-564	-583	-510	应收账款周转率	6	7	8	8	8
公允价值变动收益	8	-9	100	100	100	应付账款周转率	5.14	7.14	7.35	7.35	7.37
长期投资减少	0	0	12	0	0	每股指标(元)					
投资收益	75	126	73	49	122	每股收益(最新摊薄)	1.39	1.18	1.40	1.81	2.30
筹资活动现金流	529	2940	-3063	1794	2372	每股净现金流(最新摊薄)	1.10	1.95	2.07	1.10	1.70
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	11.80	12.19	13.03	14.12	15.50
长期借款增加	2711	3905	0	0	0	估值比率					
普通股增加	10	8	0	0	0	P/E	25.74	30.37	25.52	19.79	15.56
资本公积增加	156	118	0	0	0	P/B	3.04	2.94	2.75	2.54	2.31
现金净增加额	4129	2875	3044	1619	2504	EV/EBITDA	20.31	26.53	20.79	17.12	13.73

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

首席分析师, 覆盖传媒、互联网、云计算、通信等行业。上海交通大学工学硕士。8 年证券从业经验, 曾供职于华创证券、安信证券, 2018 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526