

# 中科曙光 (603019.SH)

## 业绩超预期，AI 算力布局深度布局

优于大市

### 核心观点

**不断提高公司整体竞争力，促进业绩持续增长。**公司发布 2023 年报，全年实现营收 143.53 亿元 (+10%)，归母净利润 18.36 亿元 (+19%)。单 2024 年 Q1 来看，公司营业收入 24.8 亿元 (+8%)，归母净利润 1.43 亿元 (+9%)。

**毛利率稳定，合理控费下加大研发力度。**2023 年，公司整体毛利率为 26.26%，与 22 年持平。分业务来看，公司 IT 设备毛利率 21.88%，同比提升 2.22pct；软件开发、系统集成及技术服务毛利率为 61.79%，同比减少 12.94pct，该项毛利率降低主要系曙光数创冷板产品销售占比提升所致。单 24Q1，公司整体毛利率为 26.85%，同比提升 2.81pct，盈利能力进一步提升。费用率方面，2023 年销售/管理/研发费用率分别为 5.23%/2.05%/9.17%，同比提升 0.47pct /-0.33pct / 0.67pct。

**算力服务器+互联网输出强大算力，服务器+存储双轮驱动。**AI 大模型的兴起带来算法需求的蓬勃增长，曙光 GPU 深度学习平台计算系统采用曙光新一代 XMachine 高性能 GPU 服务器组成大规模 GPU 训练、推理集群，广泛应用于运营商、金融、能源、互联网领域。公司打造“全国一体化算力服务平台”创新型算力服务平台，充分受益于算力国产化，成为算力调度建设行业领头羊。AI 技术软件栈 DASDAS 成为曙光软件生态的核心，依托基础硬件系统及开发工具栈，与高效算子库、框架及组件协同提升 AI 全栈优化能力。信创产品兼具高适配性与稳定性能，与头部客户关联紧密打牢客户基础，进一步推动信创产品服务器与存储双管齐下带动业务增长。

**打造“芯-端-云”产业生态体系，实现上中下游业务全覆盖。**曙光旗下子公司与参控股公司全方位覆盖上游芯片、服务器硬件、IO 存储；中游云计算、大数据、算力服务平台；下游云服务的全计算业务生态体系。上游海光信息负责芯片业务提供强大 CPU+GPU 服务；中游曙光数创负责液冷技术研发打造大数据平台，与曙光智算研发的算力互联网、曙光云计算打造的云计算平台共同衔接上下游；下游中科三清、中科星图与联方云天协同打造绿色节能智慧模块化数据中心，开展数字地球战略。

**风险提示：**AI 大模型相关技术进展不及预期，相关政策推进不及预期。

**投资建议：**预计 2024-2026 年归母净利润 20.30/23.12/26.82 亿元，对应当前 PE 分别 29/25/22 倍。我们采用 PE 估值法，选取同行业可比公司浪潮信息和紫光股份为可比公司，24 年行业平均 PE 为 28 倍。考虑到中科曙光在 AI 领域的全面布局与业务间较强的协同效应。我们给予公司 2024 年 29-31 倍 PE，预计合理估值 40.2-43.0 元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,008	14,353	16,881	19,341	21,860
(+/-%)	16.1%	10.3%	17.6%	14.6%	13.0%
归母净利润(百万元)	1544	1836	2030	2312	2682
(+/-%)	33.4%	18.9%	10.6%	13.9%	16.0%
每股收益(元)	1.05	1.25	1.39	1.58	1.83
EBIT Margin	10.2%	9.4%	11.9%	12.5%	13.2%
净资产收益率 (ROE)	9.1%	9.8%	10.1%	10.6%	11.2%
市盈率 (PE)	38.5	32.4	29.3	25.7	22.1
EV/EBITDA	39.9	36.5	30.8	25.9	22.0
市净率 (PB)	3.49	3.18	2.94	2.71	2.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 计算机·计算机设备

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次覆盖)
合理估值	40.20 - 43.00 元
收盘价	40.87 元
总市值/流通市值	59816/59447 百万元
52 周最高价/最低价	61.20/28.72 元
近 3 个月日均成交额	3721.82 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

### ◆ 公司概况：国产算力芯片龙头，布局“芯-端-云”全链生态体系

中科曙光成立于 2006 年，是我国核心信息基础设施领军企业。成立 20 余年来，公司一直注重高端计算、存储、安全、数据中心等方向的研发投入，目前已拥有多项高性能计算机、通用服务器及存储领域核心技术优势，并依托先发优势打造了融合创新、具备协同效应的上下游生态，引领产业升级。同时，中科曙光积极布局智能计算、云计算和大数据等领域，不断提升数字基建能力，提供智算中心解决方案。

### ◆ 公司治理：依托国有资本，核心管理团队产业经验丰富

**依托国有资本，公司股权相对分散。**中科曙光是背靠中科院成立的国家高新技术企业之一，截至 2024 年 Q1，中科院以子公司北京中科算源资产管理有限公司持股的方式间接持有中科曙光 16.36% 的股份，是公司的实际控制人。公司法人思科智（前身北京市曙光计算机公司）持有公司 3.8% 的股份，现任股东总裁兼董事历军持有公司 2.88% 的股份，持股比例较低。

**核心管理团队经验丰富，董事会科研与产业资源雄厚。**中科曙光董事长为我国工程院院士、第三世界科学院院士李国杰先生，并兼任中国科学院大学计算机与控制学院院长，曾主持研制公司产品曙光一号并行计算机、曙光 1000 大规模并行机和曙光 2000/3000 超级服务器，也领导了计算所研制了曙光 4000 超级服务器。现任总裁兼董事历军是李国杰先生的学生，毕业于清华大学应用电子技术专业，1995 年任职中科院，于 1996 年转战商界，进入北京曙光公司，2001 年任曙光信息总裁，2006 年加入天津曙光，具备丰富的管理经验。

表1: 公司股权结构

股东名称	持股数量（万股）	持股比例
北京中科算源资产管理有限公司	23,939	16.36%
北京思科智控股有限责任公司	5,559	3.80%
历军	4,214	2.88%
香港中央结算有限公司	1,877	1.28%
葛贵莲	1,678	1.15%
中国工商银行股份有限公司-华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	1,260	0.86%
上海珏翊资产管理中心(有限合伙)-珏翊惊帆多策略一号私募证券投资基金	1,090	0.74%
张仲华	1,031	0.70%
杜梅	988	0.68%
葛贵兰	980	0.67%
其他		70.88%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，数据截至 2024 年 3 月 31 日

### ◆ 主营业务：算力服务器+互联网输出强大算力，服务器+存储双轮驱动

公司主要以高端计算机、存储产品、软件开发及系统集成三大板块为主，辅以数字基础设施服务建设、智能计算等业务。公司凭借多年来积累的研发及产业化经验，拥有完善的 IT 基础架构产品线，不仅具备提供一站式通用解决方案的能力，也为科研院所、政府部门、电信、金融、能源等，提供从标准硬件系统定制化到云数据产品一体化解决方案。

表2: 公司主营业务

业务分类	业务及产品介绍
高性能计算机	<p>高端计算机产品主要包括机架式服务器、高密度服务器、刀片服务器、超融合一体机产品等，能够面向多种应用场景，兼顾性能、能效、应用生态，具有领先的计算密度和节能性，产品整合高速网络和存储技术，可实现超大规模线性扩展。</p> <p>高端服务器产品也涵盖浸没液冷、冷板式液冷等产品形态，具有节能高效、安全稳定、高度集成等特点。</p>
存储产品	<p>公司存储产品包括分布式统一存储、多控统一存储、备份一体机等。AI 方面，AI 大模型存储、液冷存储研发等领域近期实现突破，推出业界首款液冷存储产品，实现冷板式液冷与存储技术深度结合，存储系统 PUE 值降至 1.2 以下。</p>
网络安全产品	<p>公司拥有流量分析、网络安全平台、工业控制等国产软硬件产品及解决方案。公司研制并迭代以汇聚分流、网络流量分析系统、网络与计算加速以及行业应用系统为主的多种流量分析系列产品，为多行业客户提供网络流量可视化、流量回溯分析、5G 信令解析等软硬件解决方案。</p>
云计算服务	<p>曙光云以建设运营“城市云”为主要业务模式，在全国多个城市布局，基本形成了安全可信城市云服务体系，基于城市云计算中心为政府和企业用户提供云服务及云技术服务。</p>
数据基础设施建设	<p>公司参与各地数据中心建设，基于浸没液冷、高密度设计、高效电源管理、大规模算力调度平台、自动化运维、清洁能源等诸多先进技术，为用户提供整体数据中心基础设施解决方案，支撑数据中心集约化、规模化、绿色化高质量发展。</p>
算力服务平台	<p>公司布局建设“全国一体化算力服务平台”，通过网络链接各类算力基础设施资源，并建立以应用服务为导向的创新型算力服务平台，降低用户使用门槛、提高算力应用水平，为千行百业提供“集算力、数据、应用、运营、运维为一体的服务”。</p>

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

高性能计算机方面，公司凭借多年积累的先发优势，成功研发了基于国产处理器的高端计算机、IO 模块等，产品稳定性、高速互联、部件性能管理表现突出；作为国内液冷服务器龙头，公司研发的液冷存储产品 ParaStor300S 显著降低存储系统 PUE 值，未来或在智算中心、数据中心建设等较大的市场空间；云计算方面，公司基于多年与政府部门的合作关系，以“城市云”为主要业务模式进行布局。

图1: 公司产品矩阵



资料来源：公司官网、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 业绩增长符合预期，净利表现优异

公司发布 2023 年报，全年实现营收 143.50 亿元（+10%），归母净利润 18.36 亿元（+19%）。单 Q4 来看，公司营业收入 65.90 亿元（+17%），归母净利润 10.86 亿元（+22%）；单 2024 年 Q1 来看，公司营业收入 24.8 亿元（+8%），归母净利润 1.43 亿元（+9%）。

图2：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



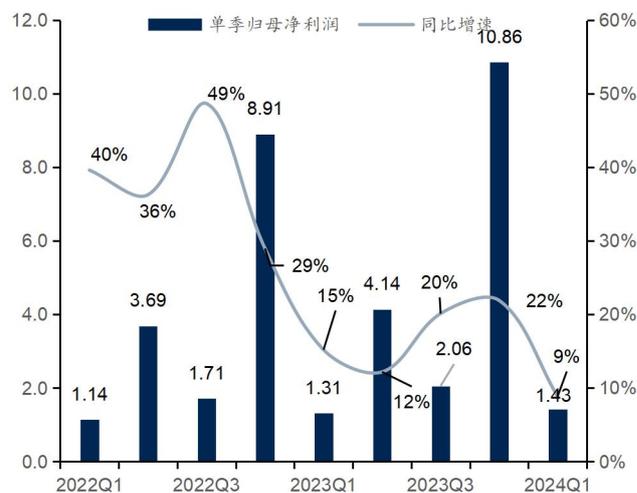
图3：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



图4：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



图5：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

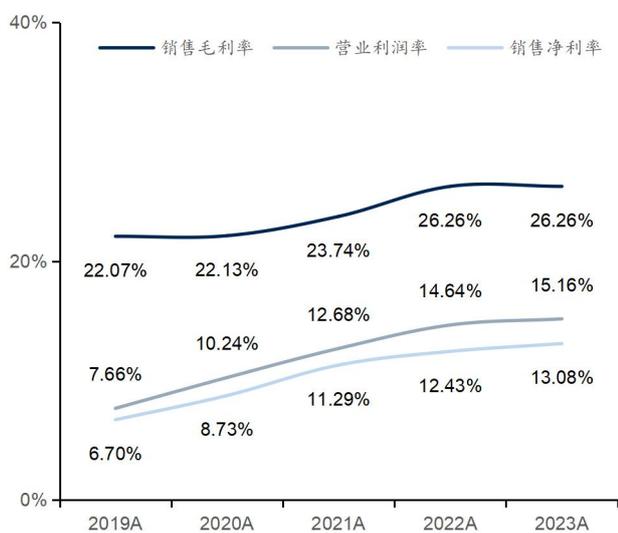


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

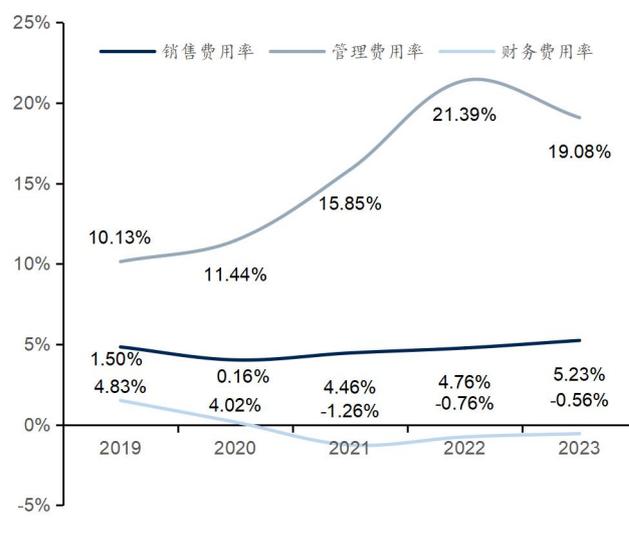
**净利率有所提升，管理费用率下降。**公司管理优化有效，销售毛利率为 26.26%与去年持平，营业利润率提升为 15.16%，提升 0.52 个百分点，销售净利率为 13.08%，提升 0.65 个百分点。费用率方面，销售费用率小幅上升至 5.23%，提升了 0.47%，管理费用率下降至 19.08%，下降了 2.31%，财务费用率为-0.56%，提升了 0.20%。费用率 15.33%（+2.62pp），剔除股权激励费用后为 14.95%（+2.29pp）。三项费用率合计 61.78%，同比提升 1.51pp，主要因研发投入强度进一步提高和 2018 年计提较多股权激励费用所致。因利息收入、投资收益增长及税收政策变动，弥补了期间费用率提升的不利影响，销售净利率维持在 23.32%，仅微幅下滑 0.48pp。

图6: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

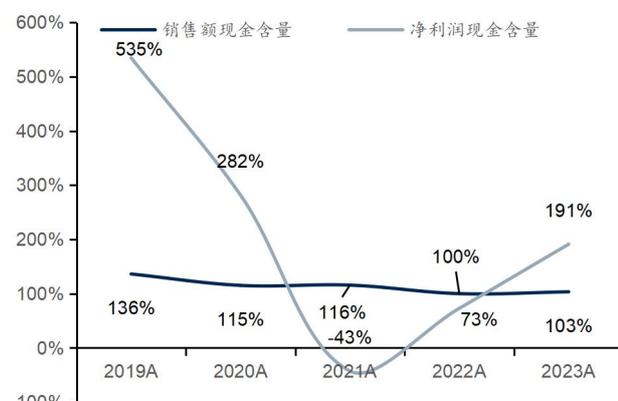
图7: 公司三项费用率变化情况 (管理费用包括研发费用)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**供应链稳定导致经营现金流增加, 合同负债减少。**公司 23 年净现金流为 12.33 亿元, 其中经营性净现金流为 35.10 亿元 (+212.02%)、投资性净现金流为-21.30 亿元、筹资性净现金流为-1.47 亿元。公司经营性净现金流量变动主要由于供应链趋于稳定, 降低原材料囤货规模, 消耗前期库存, 购买商品支付同比减少。筹资性现金流量净额原因主要为上年同期原材料备货, 银行借款较大; 同时, 公司合同负债 5.67 亿元 (占总资产比重变化-74.88%), 主要为合同预收款验收确认收入所致。公司货币资金为 71.93 亿元。此外, 应收账款为 25.29 亿元, 存货为 34.30 亿元 (占总资产比重变化-46.23%), 主要由于供应链趋于稳定, 降低原材料囤货规模, 消耗前期库存所致。

图8: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测: 业务增长空间广阔, 盈利能力进一步加强

### 假设前提

1) 高性能计算机及服务器业务：该业务是公司核心业务，也是其打造全链条产业生态的基础。该业务是指公司曙光星云、曙光 6000 系列、个人高性能计算机 (PHPC)、GPU 高性能计算机 (GHPC) 等高端服务器。这类产品目前已广泛运用于高校、科研院所、能源、金融等行业，2022 年，公司高性能计算机业务实现了 114.43 亿元营业收入，是公司收入和利润增长的关键来源。随着国产替代化政策的深入推进，未来在数字基础设施、电子政务、企业及城市信息化等领域仍拥有较大的市场空间，同时 AI 服务器市场规模也有望持续增长。公司在高性能计算机领域拥有深厚的技术与产品优势，此业务仍将是公司收入的主要支撑，我们预计 2024-2026 年高端计算机业务收入分别为 20%/16%/14%，并且产品议价能力提升也将抬高毛利率，预计 2024-2026 年毛利率为 22%/23%/24%。

2) 存储设备：该业务是指面对不同客户群体开发的存储产品，包含传统的磁盘阵列、备份容灾存储、并行存储和高密度存储服务器和近年来取得重大进展的 AI 大模型存储、液冷存储等。2023 年，公司携手中国移动及各高校，打造了多个行业 AI 大模型全闪存储平台，性能表现优异。随着 AI 进一步发展，存储需求仍然旺盛，我们预计该业务收入将以 12% 的速度增长，同时毛利率维持 27% 的水平。

3) 软件开发及系统集成：该业务是指围绕高端计算机的软件开发、系统集成和技术服务等，公司根据下游客户的不同需求，为他们提供系统软件平台定制服务和高端计算机集成服务。随着公司主营业务持续增长，市场认可度进一步提升，该业务有望保持 5% 的增速，并保持 65% 的高毛利。

表3: 公司业务营收预测

分项收入预测(百万元)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>高性能计算机</b>	8,047.96	8,879.81	10,263.20	11,443.46	13732.15	15929.30	18159.40
YoY	7.25%	10.34%	15.58%	11.50%	20.00%	16.00%	14.00%
毛利率	14.87%	16.20%	18.82%	21.20%	22.00%	23.00%	24.00%
收入占比	79.20%	79.28%	78.90%	79.73%	81.35%	82.36%	83.07%
<b>存储设备</b>	1,001.54	1,063.87	1,185.11	1,336.84	1497.26	1676.93	1878.16
YoY	4.17%	6.22%	11.40%	12.80%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率	22.72%	26.96%	27.01%	27.72%	27.00%	27.00%	27.00%
收入占比	9.86%	9.50%	9.11%	9.31%	8.87%	8.67%	8.59%
<b>软件开发及系统集成</b>	1,108.85	1,252.77	1,554.89	1,566.58	1644.91	1727.15	1813.51
YoY	4.65%	12.98%	24.12%	0.75%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	74.19%	74.30%	74.72%	61.79%	65.00%	65.00%	65.00%
收入占比	10.91%	11.19%	11.95%	10.91%	9.74%	8.93%	8.30%
<b>其他</b>	2.79	3.90	4.76	5.91	6.80	7.82	8.99
YoY	126.10%	39.97%	22.02%	24.15%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	59.34%	76.64%	68.26%	60.00%	62.00%	63.00%	64.00%
收入占比	0.03%	0.03%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
<b>总营业收入</b>	10,161.14	11,200.35	13,007.96	14,352.79	16,881.12	19,341.20	21,860.06
YoY	-	10.23%	16.14%	10.34%	17.62%	14.57%	13.02%
毛利率	22.13%	23.74%	26.26%	26.25%	26.65%	27.11%	27.68%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 费用率假设

- **期间费用率**：公司主营为高性能计算机和 AI 服务器等业务，作为国内算力龙头企业积极布局“芯-端-云”的全面生态体系。同时，公司坚持创新驱动，注重研发投入以增厚在高端计算机、云计算、大数据、存储等领域的技术壁垒。同时，公司也有志于开拓数字基础设施建设等相关业务，增加营业收入

规模和技术积累。

- **销售费用率**：公司将在 2024 年继续扩大销售团队和渠道伙伴规模，完善服务管理体系和服务水平。随着公司营收增长，销售费用率增速有望下调，预计 24/25/26 年销售费用率分别为 5.0%/5.0%/5.0%。
- **管理费用率**：公司近两年的管理费率分别为 2.38%/2.05%，呈下降趋势，预计 24/25/26 年销售费用率分别为 1.0%/1.0%/1.0%。
- **研发费用率**：公司作为高科技创新企业注重研发投入，近两年的研发费率分别为 8.50%/9.17%，为维持公司在行业的领先地位及产品高性能优势，预计未来三年研发费率仍将维持在 8.0% 的高位。

### 未来三年业绩预测

表 4：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	14353	16881	19341	21860
营业成本	10584	12382	14097	15810
销售费用	751	844	967	1093
管理费用	294	223	231	238
研发费用	1316	1350	1547	1749
财务费用	(80)	(81)	(9)	12
营业利润	2176	2395	2730	3170
利润总额	2179	2415	2750	3190
归属于母公司净利润	1836	2030	2312	2682
EPS	1.25	1.39	1.58	1.83
ROE	9.84%	10%	11%	11%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

### ◆ 投资建议

#### 相对估值

公司深耕高端计算机领域，在存储器、云计算等拥有诸多领先技术，同时持股国产处理器龙头海光信息，并兼顾智算中心、城市数字基建等业务发展，发挥各个业务间的协同效应，软、硬件产品全面布局。我们选取浪潮信息和紫光股份作为可比公司：

**浪潮信息：公司是全球领先的 IT 基础设施产品、方案和服务提供商，创新发展云计算、大数据、人工智能、边缘计算等各类创新产品。**公司的主营业务如下：

1) 服务器及部件：包括高端服务器、大型存储、关键数据库等高端信息化核心装备、浪潮 SR 整机柜服务器、通用服务器等，涉及云计算、AI、边缘计算等多个领域；2) IT 终端及散件：主要为台式电脑、笔记本电脑、平板电脑、一体机成套散件和整机以及相关零部件等。

**紫光股份：公司深度构建“云-网-安-算-存-端”全栈业务布局，为 AIGC 全面应用构筑坚实的云智原生数字平台并提供解决方案。**公司主营业务如下：1) 智能联接：打造高性能网络联结，为园区、数据中心、广域网打造网络底座，包括交换机、路由器、无线产品、5G 产品、智能运维平台等；2) 智能计算业务：提供算力服务解决方案，包括多款 GPU 服务器和液冷机、AI 一站式开发平台——傲飞算力平台等；3) 智能存储业务：公司发布了业界首款全局解耦架构的端到端 NVMe 全闪存存储 Alletra MP，大幅提升存储性能、可用性、资源利用率；4) 云计算与

云服务业务:以云操作系统 7.0 平台为中心,提供如政务大数据、水利数字孪生数据中台等解决方案;5)主动安全业务:公司拥有 M9000-X 旗舰防火墙等产品,作为高性能业务安全网关。

表4:可比公司 PE 估值

代码	公司简称	股价 2024/5/31	总市值 亿元	EPS								PE
				23A	2024E	2025E	2026E	23A	2024E	2025E	2026E	
000977.SZ	浪潮信息	36.41	536	1.21	1.24	1.45	1.57	30.1	29.4	25.1	23.2	
000938.SZ	紫光股份	22.02	629.79	0.74	0.81	0.94	1.06	29.8	27.2	23.4	20.8	
							平均	29.9	28.3	24.3	22.0	

资料来源 wind、国信证券经济研究所整理

预计 2024–2026 年归母净利润 20.30/23.12/26.82 亿元,对应当前 PE 分别 29/25/22 倍。我们采用 PE 估值法,选取同行业可比公司浪潮信息和紫光股份为可比公司,24 年行业平均 PE 为 28 倍。考虑到中科曙光在 AI 领域的全面布局与业务间较强的协同效应。我们给予公司 2024 年 29–31 倍 PE,预计合理估值 40.2–43.0 元。首次覆盖,给予“优于大市”评级。

#### ◆ 风险提示

##### 估值的风险

我们采取相对估值方法,多角度综合得出公司合理估值在 40.2–43.0 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 1–3 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险。

我们假定未来 1–3 年公司所处行业平稳发展,但实际可能因为新创发展节奏、政策支持发生波动或不利变化,公司持续成长性实际很低或出现负增长,从而导致公司估值高估的风险。

相对估值方面,我们选取了与公司业务相近或相同的浪潮信息和紫光股份等的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2023–2026E 的 PE 作为相对估值的参考,同时考虑国产替代化及 AI 保持高增速,公司在高性能计算机、数据中心等领域具备技术优势,业务毛利率有一定提升空间,且公司业务规模不断拓展,给予公司 2024 年 29–31 倍 PE 估值,可能并未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

##### 盈利预测的风险

我们预计 2024–2026 年公司营业总收入增长率分别为 17.62%/14.57%/13.02%,2024–2026 年高性能计算机收入增速分别为 20%/16%/14%,毛利率分别为 22%/23%/24%,预计 2024–2026 年存储设备业务收入增速分别为 12%/12%/12%,毛利率维持 27%,预计 2024–2026 年软件开发及系统集成业务收入持续以 5%的速度增长,预计其毛利率保持 15%,可能存在对公司产品销量及价格预期偏乐观,进

而高估未来三年业绩的风险。

我们对公司未来 3 年毛利的预测也可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

高性能计算机业务是公司最核心盈利业务，营收常年占到公司收入的 80% 左右，预计 2024-2026 年公司定制软件业务收入持续以 1.5% 的速度增长，但是这是建立在随着公司产品体系完善成熟、市场认可度的不断提升、该业务需求持续稳定增长的情况下。实际情况价格或市场认可度的推广可能不达预期，从而带来高估未来 3 年业绩的风险。

### 经营风险

**上游芯片量产或进口不及预期风险：**若芯片量产不及预期或贸易摩擦加剧导致海外先进制程芯片难以进口，将会对国内服务器厂商产生影响。公司业务版图中智算中心、数据中心建设等均对 CPU、GPU 等有大量需求，如果不能按照预期获取芯片等上游材料，将对公司经营产生不利影响。

**行业竞争加剧风险：**公司主要以高端计算机、存储产品、软件开发及系统集成三大板块为主，辅以数字基础设施服务建设、智能计算等业务。目前行业市场格局未定，若高度竞争市场中相关公司竞争加剧引发价格战等，将影响公司利润水平，对公司业绩造成威胁。同时，随着 AI 浪潮与国产化的推进，新进入者也可能成为新的竞争对手。

### 财务风险

**应收账款风险：**公司应收账款账面价值为 8983.05 万元，占总资产比例不高，但如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

**存货跌价风险：**公司存货账面价值为 34.30 亿元，占当前总资产的 10.85%，若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压、等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司盈利能力产生不利影响。

**无形资产跌价风险：**公司无形资产主要系研发形成，未来进行摊销可能影响当期报表展现的盈利能力。

**长期股权投资风险：**公司长期股权投资账面价值为 69.09 亿元，占总资产 21.85%，系对海光信息、中科星图等公司的股权投资，若投资企业经营状况不佳，公司也需要承担相应的投资损失。

### 技术风险

**AI 大模型相关技术风险：**公司与院校、其他公司有诸多在研项目，若技术研发不及预期或将影响公司产品竞争力的维持，进而影响公司的经营表现。

**关键技术人才流失或缺乏风险：**关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。公司目前对研发技术人员需求较大。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

**核心技术泄密风险：**经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列高性能计算机相关的核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、保密信息泄露进而导致核心技术泄

露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

### 政策风险

云计算、AI、大数据及城市数字化建设均与政府政策密切相关，若政策推进不及预期将对公司经营产生不确定影响。

### 其他风险

**法律风险：**随着数据安全和隐私保护意识的提高，公司需要确保其产品和服务符合相关法律法规，避免因数据泄露等问题而受到法律制裁或失去客户信任。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6155	7193	7000	7000	7000	营业收入	13008	14353	16881	19341	21860
应收款项	2967	2760	3602	4086	4495	营业成本	9592	10584	12382	14097	15810
存货净额	6379	3430	6984	7901	8823	营业税金及附加	54	53	68	77	87
其他流动资产	1319	717	1688	1934	2186	销售费用	620	751	844	967	1093
<b>流动资产合计</b>	<b>16820</b>	<b>14929</b>	<b>20103</b>	<b>21750</b>	<b>23333</b>	管理费用	310	294	223	231	238
固定资产	2489	2861	4386	5802	7094	研发费用	1105	1316	1350	1547	1749
无形资产及其他	1589	4317	4145	3974	3802	财务费用	(99)	(80)	(81)	(9)	12
投资性房地产	4516	2599	2599	2599	2599	投资收益	248	361	400	400	400
长期股权投资	6395	6909	7409	7909	8409	资产减值及公允价值变动	(128)	(86)	(100)	(100)	(100)
<b>资产总计</b>	<b>31810</b>	<b>31615</b>	<b>38642</b>	<b>42034</b>	<b>45237</b>	其他收入	(747)	(850)	(1350)	(1547)	(1749)
短期借款及交易性金融负债	865	1446	5191	6115	6562	营业利润	1905	2176	2395	2730	3170
应付款项	2446	2169	2661	3010	3361	营业外净收支	1	4	20	20	20
其他流动负债	3005	1375	2607	2952	3299	<b>利润总额</b>	<b>1906</b>	<b>2179</b>	<b>2415</b>	<b>2750</b>	<b>3190</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6316</b>	<b>4989</b>	<b>10458</b>	<b>12076</b>	<b>13222</b>	所得税费用	288	301	338	385	447
长期借款及应付债券	1484	1275	1275	1275	1275	少数股东损益	73	42	47	53	61
其他长期负债	6269	5870	5870	5870	5870	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1544</b>	<b>1836</b>	<b>2030</b>	<b>2312</b>	<b>2682</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>7753</b>	<b>7145</b>	<b>7145</b>	<b>7145</b>	<b>7145</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>14070</b>	<b>12135</b>	<b>17604</b>	<b>19222</b>	<b>20367</b>	净利润	1544	1836	2030	2312	2682
少数股东权益	723	831	866	906	952	资产减值准备	(37)	(43)	64	42	46
股东权益	17017	18650	20173	21907	23918	折旧摊销	512	606	484	614	735
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>31810</b>	<b>31615</b>	<b>38642</b>	<b>42034</b>	<b>45237</b>	公允价值变动损失	128	86	100	100	100
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(99)	(80)	(81)	(9)	12
每股收益	1.05	1.25	1.39	1.58	1.83	营运资本变动	(2387)	3326	(3578)	(911)	(839)
每股红利	0.23	0.35	0.35	0.39	0.46	其它	95	73	(30)	(2)	1
每股净资产	11.62	12.74	13.78	14.97	16.34	<b>经营活动现金流</b>	<b>(145)</b>	<b>5883</b>	<b>(930)</b>	<b>2155</b>	<b>2724</b>
ROIC	11.18%	10.53%	12%	11%	12%	资本开支	0	(564)	(2001)	(2001)	(2001)
ROE	9.07%	9.84%	10%	11%	11%	其它投资现金流	10	(829)	0	0	0
毛利率	26%	26%	27%	27%	28%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2880)</b>	<b>(1906)</b>	<b>(2501)</b>	<b>(2501)</b>	<b>(2501)</b>
EBIT Margin	10%	9%	12%	13%	13%	权益性融资	32	56	0	0	0
EBITDA Margin	14%	14%	15%	16%	17%	负债净变化	790	(209)	0	0	0
收入增长	16%	10%	18%	15%	13%	支付股利、利息	(331)	(519)	(508)	(578)	(671)
净利润增长率	33%	19%	11%	14%	16%	其它融资现金流	1766	(1539)	3745	924	447
资产负债率	47%	41%	48%	48%	47%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2716</b>	<b>(2939)</b>	<b>3237</b>	<b>346</b>	<b>(223)</b>
股息率	0.6%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	<b>现金净变动</b>	<b>(309)</b>	<b>1038</b>	<b>(193)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	38.5	32.4	29.3	25.7	22.1	货币资金的期初余额	6464	6155	7193	7000	7000
P/B	3.5	3.2	2.9	2.7	2.5	货币资金的期末余额	6155	7193	7000	7000	7000
EV/EBITDA	39.9	36.5	30.8	25.9	22.0	企业自由现金流	0	4535	(3364)	(215)	374
						权益自由现金流	0	2787	451	716	811

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032