

2024年08月26日
中科曙光(603019.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

通用计算机设备

投资评级

买入-A**维持评级**

6个月目标价

45.03元

股价(2024-08-23)

36.38元

交易数据

总市值(百万元) 53,233.54

流通市值(百万元) 53,064.29

总股本(百万股) 1,463.26

流通股本(百万股) 1,458.61

12个月价格区间 30.1/55.12元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.3	-6.1	2.8
绝对收益	-15.6	-14.7	-7.1

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

杨楠 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522060001

yangnan2@essence.com.cn

马诗文 分析师

SAC 执业证书编号: S1450524050001

masw2@essence.com.cn

相关报告

Q3 业绩稳健增长, 受益于算力需求增长和国产替代	2023-11-01
2023H1 业绩稳健增长, 把握 AI 算力建设浪潮	2023-07-24
盈利能力持续提升, 有望受益 AI 算力需求激增	2023-05-04

把握计算产业机遇, 构建算力服务全链生态

事件概述:

近日, 中科曙光发布《2024年半年度报告》。上半年, 公司实现营业收入 57.12 亿元, 同比增长 5.77%; 实现归母净利润为 5.63 亿元, 同比增长 3.38%; 扣非归母净利润为 3.66 亿元, 同比增长 20%。营业收入与此前发布的业绩快报保持一致, 归母净利润和扣非归母净利润均高于业绩快报中的数据。

上半年经营保持高质量发展, 产品、营销和项目端各有亮点

单 Q2 来看, 公司营业收入为 32.33 亿元 (YoY+4.19%), 归母净利润为 4.21 亿元 (YoY+1.69%), 扣非归母净利润为 3.1 亿元 (YoY+21.09%)。分业务来看, IT 设备收入 51.26 亿元 (YoY+3.98%); 围绕高端计算机的软件开发、系统集成及技术服务收入为 5.84 亿元 (YoY+24.79%)。综合毛利率为 26.25% (YoY+0.21pct), 销售/管理/研发费用率分别为 6.04%/2.63%/10.94%, 同比+0.56/+0.03/+0.12pct。

上半年公司投资收益 2.23 亿元 (YoY+37.25%), 主要系联营企业净利润增加所致。联营企业海光信息 2024 年上半年实现营业收入 37.63 亿元 (YoY+44.08%), 归母净利润 8.53 亿元 (YoY+25.97%); 扣非归母净利润 8.18 亿元 (YoY+32.09%), 整体经营指标持续增长, 主要系高端处理器产品的产业生态持续扩展, 涉及的行业应用以及新兴人工智能大模型产业逐步增加。

据半年报披露, 公司报告期内开发了浸没式液冷刀片、人工智能工作站等高端计算机产品; 加快国产核心零部件导入、探索集群最佳组网实践、最优高性能存储配比, 增强系统稳定性; 营销端把握重点行业国产化需求, 增强销售队伍建设, 与行业 ISV 合作, 扩大市场份额; 以“立体计算”新思路参与各地智算中心项目建设, 为各地提供集规划咨询、系统设计、工程建设、运维服务、能耗管理于一体的算力基础设施解决方案。

聚焦算力、软件、平台等要素, 构建算力服务全产业链生态

2024 年上半年, 公司发布全栈自研的集中式存储系统 FlashNexus, 满足金融、电信等关键业务系统的高性能存储需求, 升级分布式全闪存储, 满足人工智能存储需求; 研发 AI 技术软件栈 DAS 平台, 提升 AI 全栈优化能力, 平台提供从基础算子、框架工具到扩展组件的多层次计算服务, 助力 AI 应用的迁移、开发及迭代; 同时, 基于国产算力平台上线 AI 模型仓库, 支持百余精调模型下载即用。

公司积极向计算生态业务延伸布局, 除推出存储、网络安全、大数据、云计算等产品和解决方案, 完成“芯—端—云—算”的全产业链布局, 同时投资了海光信息、中科星图、曙光数创、曙光云计算等多项优质资产。公司与参控股公司全方位覆盖了从上游芯片、服务器硬件、IO

存储到中游云计算平台、大数据平台、算力服务平台以及下游云服务提供商。

公司布局建设“全国一体化算力服务平台”，链接多地各类算力基础设施资源，为 AI、科学计算、工业仿真等用户，提供端到端全栈算力生产、交付与应用支持服务，解决算力输出、转化、匹配和应用问题，加速人工智能软硬协同及应用场景快速落地。通过算力运营、平台运营、生态运营等多种运营模式，促进数据、算力、模型、应用良性循环，增强智算中心商业化运营能力。报告期内，公司积极参与北京、重庆、青岛等城市算力互联服务平台建设及运营，与合作伙伴共同构建高效、多元、普惠的算力服务。

22Q3 利润实现高增，发力一 2022-11-03
体化算力服务

投资建议：

中科曙光作为核心信息基础设施领军企业，有望受益于人工智能浪潮下带来的算力需求激增，且作为海光的第一大股东有望借此受益。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 161.39/188.29/223.14 亿元，归母净利润分别 21.96/27.32/32.09 亿元。维持买入-A 的投资评级，给予 6 个月目标价 45.03 元，相当于 2024 年 30 倍的动态市盈率。

风险提示：

数据中心建设不及预期；高端计算机行业竞争加剧。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	13,008.0	14,352.7	16,139.4	18,829.0	22,314.2
净利润	1,544.2	1,835.9	2,195.6	2,731.8	3,208.6
每股收益(元)	1.05	1.25	1.50	1.87	2.19
每股净资产(元)	12.12	13.31	14.59	16.18	18.04
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	20.99	31.48	24.25	19.49	16.59
市净率(倍)	1.90	3.10	2.60	2.34	2.10
净利润率	11.9%	12.8%	13.6%	14.5%	14.4%
净资产收益率	10.4%	10.3%	11.2%	12.6%	13.3%
股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%
ROIC	9.2%	8.6%	9.8%	10.8%	11.1%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,008.0	14,352.7	16,139.4	18,829.0	22,314.2	成长性					
减:营业成本	9,591.8	10,583.5	11,686.6	13,509.8	15,877.3	营业收入增长率	16.1%	10.3%	12.4%	16.7%	18.5%
营业税费	53.9	53.0	59.6	69.6	82.4	营业利润增长率	34.2%	14.2%	19.8%	24.4%	17.5%
销售费用	619.7	751.3	764.2	891.5	1,056.5	净利润增长率	33.4%	18.9%	19.6%	24.4%	17.5%
管理费用	1,415.0	1,610.6	1,649.7	1,924.7	2,214.0	EBITDA增长率	40.3%	15.8%	15.3%	24.2%	18.3%
财务费用	-99.3	-80.3	156.7	206.1	280.3	EBIT增长率	42.5%	14.7%	31.4%	24.8%	18.6%
资产减值损失	-200.8	173.8	282.3	230.2	374.0	NOPLAT增长率	42.0%	14.8%	31.4%	24.8%	18.6%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	40.2%	10.5%	19.0%	8.3%	21.5%
投资和汇兑收益	248.1	360.6	504.9	656.4	820.5	净资产增长率	35.7%	9.8%	9.6%	10.9%	11.5%
营业利润	1,904.8	2,175.5	2,606.0	3,242.5	3,808.5	利润率					
加:营业外净收支	0.9	3.6	0.0	0.0	0.0	毛利率	26.3%	26.3%	27.6%	28.2%	28.8%
利润总额	1,905.7	2,179.1	2,606.0	3,242.5	3,808.5	营业利润率	14.6%	15.2%	16.1%	17.2%	17.1%
减:所得税	288.5	301.2	360.2	448.2	526.4	净利润率	11.9%	12.8%	13.6%	14.5%	14.4%
净利润	1,544.2	1,835.9	2,195.6	2,731.8	3,208.6	EBITDA/营业收入	18.1%	19.0%	19.5%	20.8%	20.7%
						EBIT/营业收入	14.1%	14.6%	17.1%	18.3%	18.3%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	51	57	64	72	74
货币资金	6,155.1	7,193.3	8,088.8	9,436.8	11,183.5	流动营业资本周转天数	299	197	287	212	276
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	472	380	470	395	459
应收账款	2,806.9	2,728.1	3,495.9	3,765.3	4,839.9	应收帐款周转天数	74	70	70	70	70
应收票据	171.8	76.7	86.2	100.6	119.2	存货周转天数	235	169	169	169	169
预付帐款	423.4	137.2	154.2	179.9	213.2	总资产周转天数	813	806	791	751	713
存货	6,379.4	3,430.0	7,401.8	5,119.8	9,596.2	投资资本周转天数	564	565	597	554	568
其他流动资产	883.9	1,363.9	1,533.7	1,789.3	2,120.5	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	10.4%	10.3%	11.2%	12.6%	13.3%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	4.9%	5.8%	5.7%	7.0%	6.7%
长期股权投资	6,395.0	6,909.2	6,909.2	6,909.2	6,909.2	ROIC	9.2%	8.6%	9.8%	10.8%	11.1%
投资性房地产						费用率					
固定资产	2,198.3	2,290.9	3,378.6	4,093.2	4,947.2	销售费用率	4.8%	5.2%	4.7%	4.7%	4.7%
在建工程	290.7	570.1	0.0	0.0	0.0	管理费用率	10.9%	11.2%	10.2%	10.2%	9.9%
无形资产	1,589.5	4,317.1	4,692.8	5,106.0	5,560.5	财务费用率	-0.8%	-0.6%	1.0%	1.1%	1.3%
其他非流动资产	4,516.3	2,598.9	2,598.9	2,598.9	2,598.9	三费/营业收入	14.9%	15.9%	15.9%	16.1%	15.9%
资产总额	31,810.2	31,615.5	38,340.1	39,099.1	48,088.4	偿债能力					
短期债务	864.8	1,446.1	3,799.3	3,645.4	7,079.4	资产负债率	44.2%	38.4%	44.3%	39.4%	45.1%
应付帐款	4,704.9	2,735.9	5,160.3	3,597.6	6,260.0	负债权益比	79.3%	62.3%	79.6%	65.1%	82.2%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	2.66	2.99	2.11	2.46	1.93
其他流动负债	746.5	807.3	891.5	1,030.6	1,211.3	速动比率	1.65	2.30	1.36	1.85	1.27
长期借款	1,484.3	1,275.1	1,275.1	1,275.1	1,275.1	利息保障倍数	31.91	32.00	14.18	13.80	12.32
其他非流动负债	6,269.0	5,870.2	5,870.2	5,870.2	5,870.2	分红指标					
负债总额	14,069.6	12,134.7	16,996.5	15,419.0	21,696.0	DPS(元)	0.16	0.22	0.26	0.31	0.39
少数股东权益	723.2	830.9	881.1	943.6	1,017.0	分红比率	20.2%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
股本	1,464.0	1,463.6	1,463.3	1,463.3	1,463.3	股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%
留存收益	15,553.4	17,186.3	18,999.3	21,273.2	23,912.0						
股东权益	17,740.6	19,480.8	21,343.7	23,680.0	26,392.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.05	1.25	1.50	1.87	2.19
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	12.12	13.31	14.59	16.18	18.04
净利润	1,617.2	1,877.9	2,245.8	2,794.3	3,282.0	PE(X)	20.99	31.48	24.25	19.49	16.59
加:折旧和摊销	509.1	589.1	388.0	464.6	539.6	PB(X)	1.90	3.10	2.60	2.34	2.10
资产减值准备	-200.8	173.8	282.3	230.2	374.0	P/FCF	30.26	267.34	41.64	29.48	22.98
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	2.49	4.03	3.30	2.83	2.39
财务费用	-99.3	-80.3	156.7	206.1	280.3	EV/EBITDA	14.73	22.15	18.51	14.86	13.31
投资损失	-248.1	-360.6	-504.9	-656.4	-820.5	CAGR(%)	37.0%	25.9%	19.2%	22.0%	20.9%
少数股东损益	73.0	42.0	50.2	62.5	73.4	PEG	0.63	1.67	1.24	0.80	0.95
营运资金的变动	-526.2	1,268.0	-2,759.9	0.7	-3,538.3	ROIC/WACC	0.98	0.91	1.04	1.15	1.19
经营活动产生现金流量	1,124.9	3,509.8	-141.7	3,101.9	190.6	REP	1.77	2.98	2.11	1.77	1.49
投资活动产生现金流量	-2,533.4	-2,130.2	-776.4	-936.1	-1,027.6						
融资活动产生现金流量	956.7	-147.1	1,813.6	-817.9	2,583.8						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518046

上海市

地址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮编： 200082

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034