

分析师：唐月  
登记编码：S0730512030001  
tangyue@ccnew.com 021-50586737

# 毛利维持增长，持续受益国产化和 AI 化的发展趋势

——中科曙光(603019)3 季报点评

## 证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

### 市场数据(2024-11-07)

发布日期：2024 年 11 月 08 日

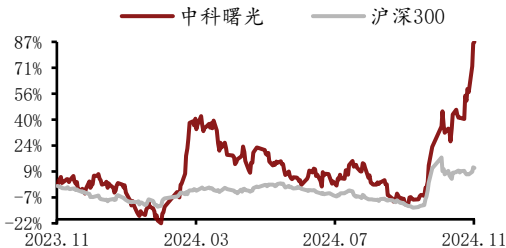
收盘价(元)	75.60
一年内最高/最低(元)	77.3/28.72
沪深 300 指数	4145.70
市净率(倍)	5.93
流通市值(亿元)	1,102.71

### 投资要点：

### 基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	13.11
每股经营现金流(元)	-0.87
毛利率(%)	26.81
净资产收益率_摊薄(%)	4.01
资产负债率(%)	38.59
总股本/流通股(万股)	146,326.39/145,861.2
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，Wind，聚源

### 相关报告

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 22 楼

邮编：200122

- 公司发布 2024 年 3 季报：收入 80.41 亿元，同比增长 3.65%，归母净利润 7.70 亿元，同比增长 2.57%，扣非净利润 4.45 亿元，同比增长 8.66%。
- 维持了主营的相对稳定。单季度来看，公司收入 23.29 亿元，同比下滑 1.19%，；净利润 2.06 亿元，同比增长 0.41%；扣非归母净利润 0.79 亿元，同比下滑 24.55%。
- 联营企业海光信息（持股 27.96%）业绩大增，公司前三季度获得 4.12 亿投资收益。海光前三季度收入 61.37 亿元，增速 55.64%，归母净利润 15.26 亿元，增速 69.22%。其中 Q3 海光收入增速达到 78.33%，2024 年以来呈现逐季加速态势。考虑到国际形势有利于国产化推进，我们认为海光有望持续给公司带来较好的收益。
- 2024 年服务器行业受到结构性需求影响较大。从服务器行业相关公司半年报和三季度数据来看，面向海外市场的企业取得了不错的增长，华为合作伙伴也在 2024 年取得了较好的增长。国内头部厂商中，浪潮或受互联网厂商需求带动，业务快速增长，但毛利率率下滑导致利润仍不及 2022 年水平，同比数据上来看曙光和紫光收入增长平稳且盈利水平稳定，但对比 2022 年 1-9 月来看，仅有曙光保持了毛利的增长。2024 年国内互联网厂商资本开支加大迹象明显，白牌化服务器需求增长，与此同时国内 AI 芯片供应方面未能充分满足市场需求。2025 年，随着国产芯片的性能提升和产能释放，我们认为 AI 服务器需求将重回快速增长势头。
- 单季度毛利率表现明显好于同行。公司 Q3 毛利率 28.20%，较上年同期增长了 2.71 PCT，环比也有 2.42 PCT 的提升。在同行都因为白牌业务毛利率下滑的同时，体现出了产品和布局的差异性。
- 费用方面，公司前三季度销售、管理、研发费用同比分别增长了 13.61%、23.98%、14.49%，Q3 三大费用增幅达到 27.36%，对当季业绩形成拖累。2023 年公司员工总数增长 10.26%，相应加大 2024 年了人员成本的压力。
- 受到 AI 带来的大算力服务器需求拉动，IDC 预测 2023-2028 年我国液冷服务器市场年复合增速将达到 47.6%，公司控股企业曙光数创（间接控股 62.07%）是国内唯一实现浸没相变液冷技术大规模

模商业化部署的企业，将助力公司液冷服务器领域的布局。

- **首次覆盖并给与公司“增持”的投资评级。**公司作为国内服务器领域的头部厂商，充分受益于服务器国产化和 AI 拉动的算力存储增长趋势。预计 24-26 年公司 EPS 分别为 1.34 元、1.69 元、2.13 元，按 11 月 7 日收盘价 75.60 元计算，对应 PE 为 56.26 倍、44.76 倍、35.47 倍。

**风险提示：**国际局势的不确定性；行业竞争加剧。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入（百万元）	13,008	14,353	15,382	17,733	20,435
增长比率（%）	15.44	10.34	7.17	15.28	15.24
净利润（百万元）	1,544	1,836	1,966	2,471	3,119
增长比率（%）	31.27	18.88	7.11	25.68	26.19
每股收益(元)	1.06	1.25	1.34	1.69	2.13
市盈率(倍)	71.63	60.26	56.26	44.76	35.47

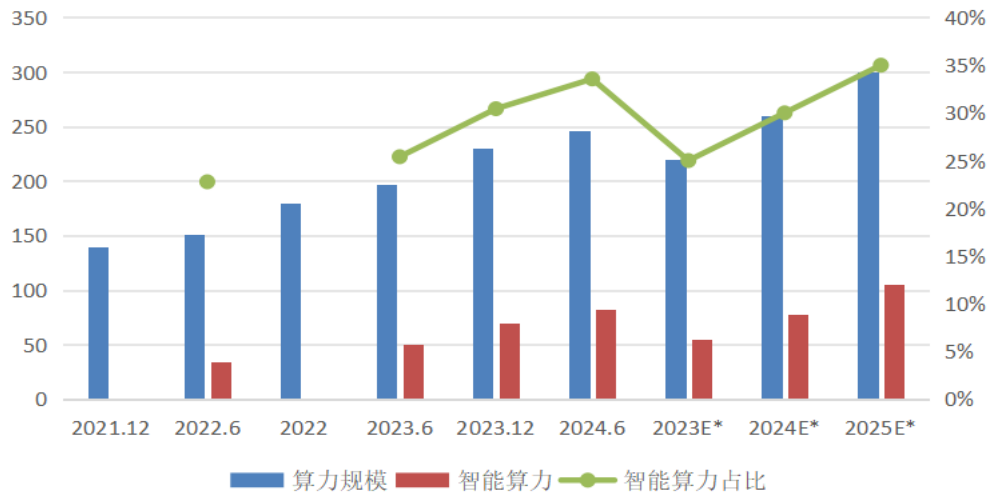
资料来源：中原证券研究所，聚源

表 1: 企业服务器相关业务数据对比 (亿元)

公司	相关业务	2024H1						2024.1-9			
		收入	增速	净利润	增速	毛利率	毛利	收入	增速	收入两年增速	毛利两年增速
工业富联	云计算		60%	-	-				71%		
	-AI 服务器		230%						228%		
浪潮信息	-	421	69%	6.0	91%	7.7%	33	831	72%	58%	-12%
联想集团	基础设施解决方案	406	44%								
紫光股份	-	380	5%	10	-2%	19%	72	588	7%	9%	-9%
	ICT 基础设施及服务	262	5%			24%	64				
	新华三	264	6%	18	0%			403	7%	10%	
中科曙光	-	57	6%	5.6	3%	26%	15	80	4%	9%	21%
	IT 设备业务	51	4%	-	-	14%	6				
软通动力	计算产品与数字基础设施服务	39				6%	2.5				
	同方计算机	15		-0.67							
神州数码	自主品牌业务 (旧)	23.7	57%	-	-						
	自有品牌产品 (新)	26.6	46%	0.44		10.5%					
	-信创业务	21.9	73%			12.1%					
	-神州泰坤人工智能服务器	5.6	273%								
拓维信息	计算机、通信和其他电子设备制造业	8.7	89%			10%	0.9				
	湘江鲲鹏	7.0	243%	0.007	100%						

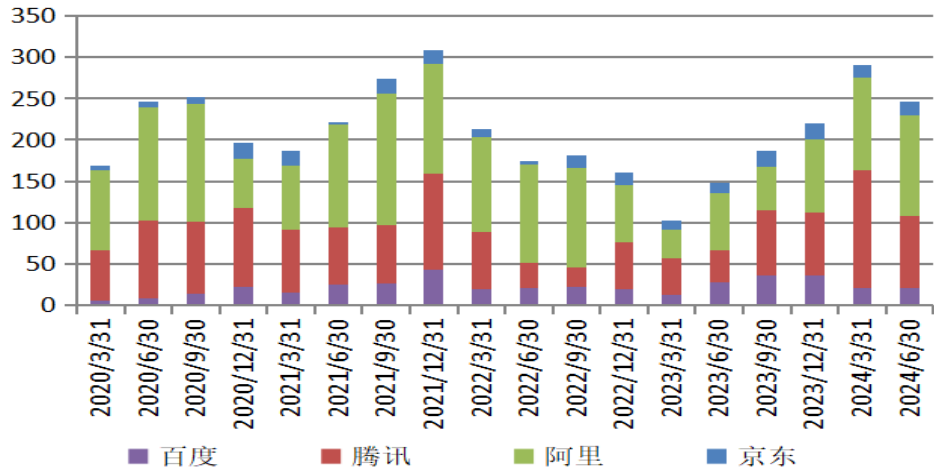
资料来源: 上市公司公告, Wind, 中原证券研究所

图 1: 2021-2025E 我国算力规模及结构 (EFLOPS)



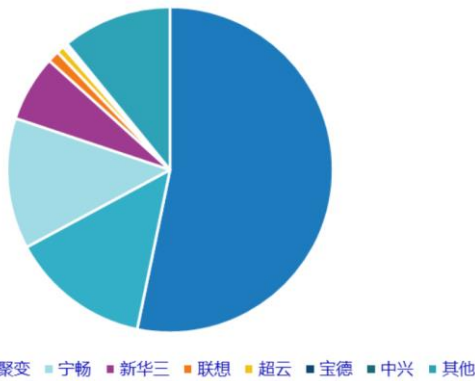
资料来源: 《算力基础设施高质量发展行动计划》, 《中国综合算力指数 (2023 年)》, 《中国综合算力指数报告 (2024)》, 工信部, 中原证券研究所 (\*《算力基础设施高质量发展行动计划》中的算力基础设施高质量发展指标)

图 2：2020Q1-2024Q2 国内头部互联网厂商单季度资本开支（亿元）



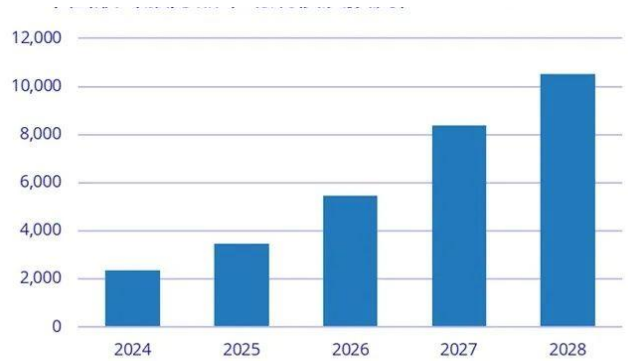
资料来源：上市公司公告，Wind，中原证券

图 3：2024H1 我国液冷服务器市场厂商份额



资料来源：IDC，中原证券研究所

图 4：2024-2028 年我国液冷服务器市场预测（百万元）



资料来源：IDC，中原证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>16,820</b>	<b>14,929</b>	<b>16,496</b>	<b>18,349</b>	<b>21,023</b>
现金	6,155	7,193	7,954	9,207	11,455
应收票据及应收账款	2,795	2,683	2,976	3,273	3,565
其他应收款	172	77	118	155	148
预付账款	423	137	555	466	491
存货	6,379	3,430	3,830	4,167	4,260
其他流动资产	896	1,409	1,062	1,081	1,104
<b>非流动资产</b>	<b>14,990</b>	<b>16,686</b>	<b>20,348</b>	<b>21,106</b>	<b>21,473</b>
长期投资	6,395	6,909	7,281	7,840	8,163
固定资产	2,198	2,291	2,410	2,545	2,533
无形资产	1,589	4,317	4,214	4,215	4,090
其他非流动资产	4,807	3,169	6,443	6,505	6,688
<b>资产总计</b>	<b>31,811</b>	<b>31,615</b>	<b>36,844</b>	<b>39,454</b>	<b>42,497</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,316</b>	<b>4,989</b>	<b>6,688</b>	<b>7,211</b>	<b>7,614</b>
短期借款	288	160	213	283	281
应付票据及应付账款	2,446	2,169	2,855	3,127	3,498
其他流动负债	3,582	2,661	3,619	3,800	3,835
<b>非流动负债</b>	<b>7,754</b>	<b>7,145</b>	<b>9,072</b>	<b>9,109</b>	<b>9,151</b>
长期借款	1,484	1,275	1,275	1,275	1,275
其他非流动负债	6,270	5,870	7,796	7,833	7,876
<b>负债合计</b>	<b>14,070</b>	<b>12,135</b>	<b>15,759</b>	<b>16,319</b>	<b>16,765</b>
少数股东权益	723	831	900	971	1,070
股本	1,464	1,464	1,463	1,463	1,463
资本公积	11,004	11,186	11,152	11,152	11,152
留存收益	4,732	6,130	7,705	9,684	12,180
归属母公司股东权益	17,017	18,650	20,186	22,164	24,661
<b>负债和股东权益</b>	<b>31,811</b>	<b>31,615</b>	<b>36,844</b>	<b>39,454</b>	<b>42,497</b>

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,125</b>	<b>3,510</b>	<b>2,852</b>	<b>2,833</b>	<b>3,601</b>
净利润	1,617	1,878	2,035	2,543	3,218
折旧摊销	555	657	662	784	804
财务费用	29	61	0	0	0
投资损失	-248	-365	-309	-356	-411
营运资金变动	-1,013	1,119	422	-146	-21
其他经营现金流	185	160	42	10	11
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,533</b>	<b>-2,130</b>	<b>-3,230</b>	<b>-1,194</b>	<b>-773</b>
资本支出	-2,685	-2,166	-880	-992	-861
长期投资	-5	2	-3	-4	-3
其他投资现金流	156	34	-2,347	-199	91
<b>筹资活动现金流</b>	<b>957</b>	<b>-147</b>	<b>1,139</b>	<b>-386</b>	<b>-580</b>
短期借款	283	-127	53	69	-2
长期借款	790	-209	0	0	0
普通股增加	1	0	0	0	0
资本公积增加	3,026	182	-34	0	0
其他筹资现金流	-3,143	8	1,120	-455	-579
<b>现金净增加额</b>	<b>-420</b>	<b>1,237</b>	<b>761</b>	<b>1,253</b>	<b>2,248</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>13,008</b>	<b>14,353</b>	<b>15,382</b>	<b>17,733</b>	<b>20,435</b>
营业成本	9,592	10,584	11,248	13,144	15,064
营业税金及附加	54	53	59	69	78
营业费用	620	751	825	866	910
管理费用	310	294	347	358	379
研发费用	1,105	1,316	1,448	1,520	1,612
财务费用	-99	-80	-64	-159	-184
资产减值损失	-128	-86	-29	-15	-20
其他收益	427	555	550	660	746
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	248	361	309	356	411
资产处置收益	4	-1	2	0	1
<b>营业利润</b>	<b>1,905</b>	<b>2,176</b>	<b>2,351</b>	<b>2,937</b>	<b>3,716</b>
营业外收入	12	13	13	15	18
营业外支出	11	9	10	10	11
<b>利润总额</b>	<b>1,906</b>	<b>2,179</b>	<b>2,354</b>	<b>2,942</b>	<b>3,723</b>
所得税	289	301	319	399	505
<b>净利润</b>	<b>1,617</b>	<b>1,878</b>	<b>2,035</b>	<b>2,543</b>	<b>3,218</b>
少数股东损益	73	42	69	71	99
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,544</b>	<b>1,836</b>	<b>1,966</b>	<b>2,471</b>	<b>3,119</b>
EBITDA	2,147	2,440	2,953	3,566	4,343
EPS (元)	1.06	1.25	1.34	1.69	2.13

### 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	15.44	10.34	7.17	15.28	15.24
营业利润 (%)	34.85	14.21	8.06	24.92	26.54
归属母公司净利润 (%)	31.27	18.88	7.11	25.68	26.19
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	26.26	26.26	26.88	25.88	26.29
净利率 (%)	11.87	12.79	12.78	13.94	15.26
ROE (%)	9.07	9.84	9.74	11.15	12.65
ROIC (%)	6.72	6.91	8.43	9.39	10.85
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	44.23	38.38	42.77	41.36	39.45
净负债比率 (%)	79.31	62.29	74.74	70.54	65.16
流动比率	2.66	2.99	2.47	2.54	2.76
速动比率	1.45	2.01	1.66	1.76	2.00
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.45	0.45	0.45	0.46	0.50
应收账款周转率	5.10	5.39	5.73	5.92	6.25
应付账款周转率	4.24	5.31	4.84	4.90	5.08
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.06	1.25	1.34	1.69	2.13
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.77	2.40	1.95	1.94	2.46
每股净资产 (最新摊薄)	11.63	12.75	13.79	15.15	16.85
<b>估值比率</b>					
P/E	71.63	60.26	56.26	44.76	35.47
P/B	6.50	5.93	5.48	4.99	4.49
EV/EBITDA	13.33	21.87	33.85	27.70	22.23

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。