

持续深耕计算生态，发展质量持续提升

核心观点

事件:

公司近期发布 2024 年报及 2025 年 1 季报，2024 年全年收入 131.5 亿元，下降 8.4%，归母净利 19.1 亿，增长 4.1%，扣非净利 13.7 亿，增长 7.3%；25Q1 收入增长 4.3%至 25.9 亿，归母净利 1.86 亿，上升 30.8%，扣非净利 1.07 亿，增长 89.1%。

- **业务结构调整后更聚焦高端部件与计算解决方案。**公司 24 年 3 季度开始调整业务结构，加大对下游合作伙伴的核心部件供给而减少低毛利的整机出货，从而带来收入承压但利润受影响幅度有限。24Q4，公司单季收入降幅达到了 22.6%，但毛利率同比提升 6.5pct 至 32.9%的历史最高水平，主营业务毛利仅小幅下降 4.7%；24Q3 收入小幅下降 1.2%，而由于毛利率提升，整体毛利额增长了 9.3%。公司未来仍将充分发挥在高端计算技术、一体化解决方案的技术与成本优势，将更多资源集中投入到高附加值产品和服务的研发与推广。
- **分项收入均有所下降，费用压力正逐步过去：**2024 年，分业务来看，涵盖服务器、存储和各类核心部件的 IT 设备业务收入下降 8.4%至 117.1 亿，而毛利率提升 5.5pct 至 27.3%；此外，软件开发、系统集成及技术服务收入下降 10.9%，其毛利率也受到曙光数创冷板产品销售占比提升以及曙光云计算业务的影响而下降 18.1pct。费用方面，公司销售、管理、研发费用分别增长 2.9%、19.9%和下降 1.8%，我们认为随着研发投入高峰期逐步过去，公司费用端压力将逐步下降。
- **计算生态生态布局完整，未来发展质量将持续提升。**公司积极向计算生态延伸，已完成“芯—端—云—算”的全产业链布局，与海光信息、中科星图、中科三清、曙光数创参控股子公司全方位覆盖从上游芯片、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。我们认为，依托这些技术，曙光将逐步打造强大的计算产业生态，产业竞争力与发展质量不断提升。

盈利预测与投资建议

- 由于公司收入、归母净利低于此前预测，我们调整公司收入、毛利率、费用率等预测，预计 2025-2027 年每股收益分别为 1.72、2.14、2.48 元（原 2025 年预测为 2.27 元），参考可比公司我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 42 倍市盈率，对应目标价为 72.24 元，维持买入评级。

风险提示

行业竞争加剧风险；下游行业发展不及预期风险；

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,353	13,148	14,482	15,810	16,244
同比增长(%)	10.3%	-8.4%	10.1%	9.2%	2.7%
营业利润(百万元)	2,176	2,287	2,970	3,697	4,287
同比增长(%)	14.2%	5.1%	29.8%	24.5%	16.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,836	1,911	2,510	3,128	3,625
同比增长(%)	18.9%	4.1%	31.3%	24.6%	15.9%
每股收益(元)	1.25	1.31	1.72	2.14	2.48
毛利率(%)	26.3%	29.2%	30.0%	30.1%	30.5%
净利率(%)	12.8%	14.5%	17.3%	19.8%	22.3%
净资产收益率(%)	10.3%	9.8%	11.6%	13.0%	13.5%
市盈率	51.6	49.6	37.8	30.3	26.1
市净率	5.1	4.6	4.2	3.7	3.3

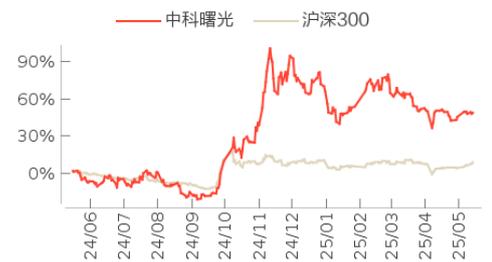
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年05月14日）	64.79 元
目标价格	72.24 元
52 周最高价/最低价	89.93/34.07 元
总股本/流通 A 股（万股）	146,320/145,861
A 股市值（百万元）	94,801
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2025 年 05 月 15 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.46	-1.08	-12.42	47.11
相对表现%	-3.37	-5.98	-12.53	39.28
沪深 300%	2.91	4.9	0.11	7.83



证券分析师

浦俊懿	021-63325888*6106 pujunyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050004
陈超	021-63325888*3144 chenchao3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050002
宋鑫宇	songxinyu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090002

相关报告

需求景气有望提升，算力运营与服务是未来重要方向 2024-02-29

盈利预测与投资建议

由于公司收入、归母净利润低于此前预测，我们调整公司收入、毛利率、费用率等预测，预计2025-2027年每股收益分别为1.72、2.14、2.48元（原2025年预测为2.27元），参考可比公司我们认为目前公司的合理估值水平为2025年的42倍市盈率，对应目标价为72.24元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/5/14	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
浪潮信息	000977	51.85	1.56	2.07	2.56	3.11	33.31	25.04	20.29	16.69
深桑达 A	000032	22.38	0.29	0.35	0.42	0.52	77.23	64.31	52.95	43.16
紫光股份	000938	25.54	0.55	0.79	0.98	1.11	46.45	32.14	26.09	22.96
宝信软件	600845	27.14	0.79	0.97	1.13	1.19	34.55	28.11	23.93	22.82
恒为科技	603496	26.78	0.08	0.44	0.57	0.75	319.57	60.82	46.61	35.58
锐捷网络	301165	71.25	1.01	1.34	1.64	1.97	70.52	53.35	43.52	36.25
润建股份	002929	52.31	0.87	1.41	1.97	2.25	60.27	36.98	26.54	23.22
调整后平均								42.00	33.00	28.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

行业竞争加剧风险；下游行业发展不及预期风险；

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,193	6,517	6,517	8,684	12,649	营业收入	14,353	13,148	14,482	15,810	16,244
应收票据、账款及款项融资	2,745	2,468	2,400	2,462	2,449	营业成本	10,584	9,314	10,143	11,048	11,295
预付账款	137	229	579	632	650	销售费用	751	773	784	849	885
存货	3,430	3,859	3,550	3,646	3,614	管理费用	294	353	379	398	416
其他	1,424	915	1,261	1,303	1,317	研发费用	1,316	1,292	1,462	1,563	1,660
流动资产合计	14,929	13,987	14,307	16,728	20,679	财务费用	(80)	(53)	(6)	(22)	(79)
长期股权投资	6,909	7,559	7,559	7,559	7,559	资产、信用减值损失	174	234	210	203	195
固定资产	2,291	2,854	3,147	3,320	3,388	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	570	749	725	669	609	投资净收益	361	563	940	1,357	1,830
无形资产	4,317	4,082	3,837	3,566	3,271	其他	501	489	521	569	585
其他	2,599	7,387	7,499	7,484	7,469	营业利润	2,176	2,287	2,970	3,697	4,287
非流动资产合计	16,686	22,631	22,766	22,598	22,296	营业外收入	13	15	10	15	15
资产总计	31,615	36,617	37,074	39,325	42,974	营业外支出	9	11	6	6	6
短期借款	160	22	799	50	50	利润总额	2,179	2,291	2,974	3,706	4,296
应付票据及应付账款	2,169	3,228	2,536	2,652	3,163	所得税	301	297	387	482	558
其他	2,661	2,336	3,624	3,787	3,813	净利润	1,878	1,993	2,587	3,224	3,738
流动负债合计	4,989	5,586	6,959	6,488	7,025	少数股东损益	42	82	78	97	112
长期借款	1,275	98	98	98	98	归属于母公司净利润	1,836	1,911	2,510	3,128	3,625
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.25	1.31	1.72	2.14	2.48
其他	5,870	9,606	6,206	6,206	6,206						
非流动负债合计	7,145	9,704	6,304	6,304	6,304	主要财务比率					
负债合计	12,135	15,291	13,263	12,793	13,330		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	831	925	1,002	1,099	1,211	成长能力					
股本	1,464	1,463	1,463	1,463	1,463	营业收入	10.3%	-8.4%	10.1%	9.2%	2.7%
资本公积	11,038	11,127	11,043	11,043	11,043	营业利润	14.2%	5.1%	29.8%	24.5%	16.0%
留存收益	6,130	7,793	10,302	12,928	15,928	归属于母公司净利润	18.9%	4.1%	31.3%	24.6%	15.9%
其他	18	19	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	19,481	21,327	23,811	26,533	29,645	毛利率	26.3%	29.2%	30.0%	30.1%	30.5%
负债和股东权益总计	31,615	36,617	37,074	39,325	42,974	净利率	12.8%	14.5%	17.3%	19.8%	22.3%
						ROE	10.3%	9.8%	11.6%	13.0%	13.5%
						ROIC	8.5%	8.8%	10.9%	12.2%	12.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	38.4%	41.8%	35.8%	32.5%	31.0%
净利润	1,878	1,993	2,587	3,224	3,738	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	617	804	833	933	1,030	流动比率	2.99	2.50	2.06	2.58	2.94
财务费用	(80)	(53)	(6)	(22)	(79)	速动比率	2.28	1.81	1.55	2.02	2.43
投资损失	(361)	(563)	(940)	(1,357)	(1,830)	营运能力					
营运资金变动	1,932	785	468	94	601	应收账款周转率	5.4	5.5	6.3	6.7	6.9
其它	(476)	(244)	937	1	0	存货周转率	2.1	2.5	2.7	3.1	3.1
经营活动现金流	3,510	2,722	3,878	2,873	3,459	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(3,428)	(801)	(827)	(764)	(728)	每股指标(元)					
长期投资	(514)	(650)	0	0	0	每股收益	1.25	1.31	1.72	2.14	2.48
其他	1,812	130	754	1,357	1,830	每股经营现金流	2.40	1.86	2.65	1.96	2.36
投资活动现金流	(2,130)	(1,320)	(73)	593	1,103	每股净资产	12.75	13.94	15.59	17.38	19.43
债权融资	377	2,684	(4,504)	(70)	(50)	估值比率					
股权融资	225	88	(84)	0	0	市盈率	51.6	49.6	37.8	30.3	26.1
其他	(749)	(5,029)	783	(1,229)	(546)	市净率	5.1	4.6	4.2	3.7	3.3
筹资活动现金流	(147)	(2,257)	(3,805)	(1,299)	(596)	EV/EBITDA	33.4	29.8	23.8	19.6	17.3
汇率变动影响	5	6	-0	-0	-0	EV/EBIT	43.2	40.5	30.5	24.6	21.5
现金净增加额	1,237	(849)	0	2,167	3,965						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。