

海光信息 (688041.SH)

增持 (维持)

25Q2 归母净利环比持续提升，关注合并曙光后的市场表现

海光信息主要产品包括高端通用处理器 (CPU) 和协处理器 (DCU)，产品已广泛应用于电信/金融/互联网等多行业数据中心，以及大数据处理/AI/商业计算等领域。结合 2025 年半年报信息，点评如下：

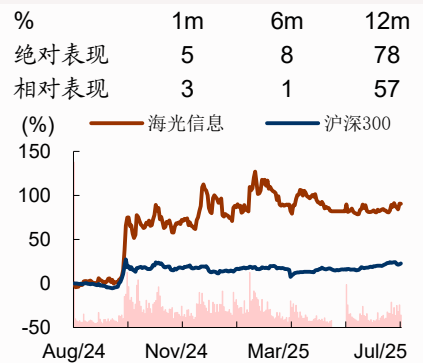
- 海光信息 25H1 业绩整体符合预期，公司 25Q2 末存货达 60 亿元创历史新高。
 - 1) 25H1: 海光信息 25H1 营收 54.6 亿元，同比+45%，主要系国产高端芯片需求持续攀升，公司加速在客户端的导入，推动高端处理器产品的市场版图扩展，归母净利润 12 亿元，同比+41%，扣非归母净利润 10.9 亿元，同比+33%，毛利率 60.1%，同比-3.3pcts，净利率 30%，同比-2.6pcts；
 - 2) 25Q2: 营收 30.6 亿元，同比+41%/环比+28%，归母净利润 7 亿元环比+37%，扣非归母净利润环比+47%至 6.5 亿元，毛利率 59.3%，同比-4.5pcts/环比-1.9pcts，公司 25Q2 末存货 60.1 亿元，环比 Q1 末增长 2.19 亿元，25Q2 末应收账款达 31 亿元大幅增长创历史新高。
- 公司吸收合并中科曙光，携手曙光共同打造完整的数据中心基础设施产品。海光信息与中科曙光正筹划由海光信息通过向中科曙光全体 A 股换股股东发行 A 股股票的方式吸收合并中科曙光并发行 A 股股票募集配套资金，本次交易海光信息的换股价格为 143.46 元/股，中科曙光的换股价格为 79.26 元/股，中科曙光与海光信息的换股比例为 1:0.5525，海光信息为本次换股吸收合并发行的股份数量合计为 8084 万股。双方有愿望通过“强链补链延链”，进一步提升产业链韧性，形成完整的产品供应体系。公司逐步拓展了联想、新华三、同方等国内外知名服务器厂商，海光 DCU 主要面向大数据处理、商业计算等计算密集型领域。
- 英伟达 H20 在中国虽解禁但面临审查，海光等本土产品是客户优选供应商。英伟达此前表示中国算力芯片市场规模约 500 亿美元，NV 7 月 15 日表示将恢复 H20 在中国的销售，并宣布推出面向中国市场的全新且完全兼容的 GPU，国家互联网信息办公室于 7 月 31 日约谈了英伟达公司，要求英伟达公司就对华销售的 H20 算力芯片漏洞后门安全风险问题进行说明并提交相关材料。我们认为国内部分客户对于未来购买英伟达 H20 等芯片还会反复权衡和博弈，在此背景下海光信息等国内算力芯片公司的必要性将持续提升，海光也表示目前在封装领域已经完成了完整的国产供应链整合，未来随着算力芯片国产供应链体系日益健全，国产芯片的竞争力将会持续提升。
- 投资建议。考虑到海光信息在 CPU 和 DCU 的双轨布局，CPU 产品市场份额逐步提升，DCU 产品逐步升级抢占高端算力市场。我们预计公司 25/26/27 年营业收入为 129/169.5/221 亿元，对应归母净利润为 29.34/39.7/53.88 亿元，对应 EPS 为 1.26/1.71/2.32 元，对应 PE 为 112.8/83.4/61.5 倍，维持“增持”投资评级。
- 风险提示：行业景气度下行的风险，下游需求不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，供应链受限的风险，宏观局势变动的风险，股票解禁的风险。

TMT 及中小盘/电子
当前股价：142.46 元

基础数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本 (百万股) | 2324 |
| 已上市流通股 (百万股) | 887 |
| 总市值 (十亿元) | 331.1 |
| 流通市值 (十亿元) | 126.3 |
| 每股净资产 (MRQ) | 8.9 |
| ROE (TTM) | 10.3 |
| 资产负债率 | 24.6% |
| 主要股东 | 曙光信息产业股份有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 27.96% |

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《海光信息 (688041) —25Q1 公司盈利能力持续提升，算力芯片国产化节奏加速》2025-04-22
- 2、《海光信息 (688041) —24Q4 末存货和合同负债创新高，国内数据中心芯片实力提升》2025-03-04
- 3、《海光信息 (688041) —24H1 业绩符合预期，打造智算和数值计算融合产品》2024-08-14

鄢凡 S1090511060002
 yanfan@cmschina.com.cn
 刘玉萍 S1090518120002
 liuyuping@cmschina.com.cn
 湛薇 S1090524070008
 shenwei3@cmschina.com.cn

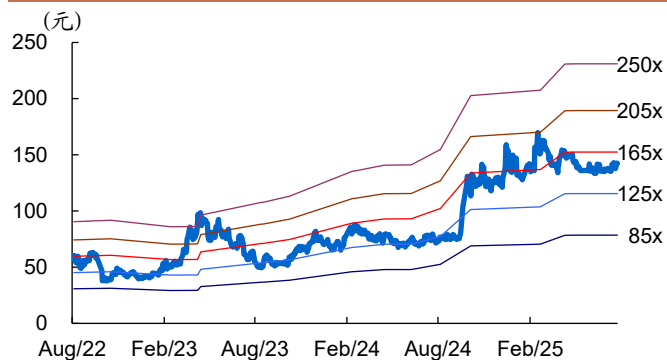
财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 6012 | 9162 | 12900 | 16950 | 22100 |
| 同比增长 | 17% | 52% | 41% | 31% | 30% |
| 营业利润(百万元) | 1680 | 2789 | 4008 | 5412 | 7359 |
| 同比增长 | 48% | 66% | 44% | 35% | 36% |
| 归母净利润(百万元) | 1263 | 1931 | 2934 | 3970 | 5388 |
| 同比增长 | 57% | 53% | 52% | 35% | 36% |
| 每股收益(元) | 0.54 | 0.83 | 1.26 | 1.71 | 2.32 |
| PE | 262.1 | 171.5 | 112.8 | 83.4 | 61.5 |
| PB | 17.7 | 16.4 | 14.5 | 12.8 | 11.0 |

资料来源：公司数据、招商证券

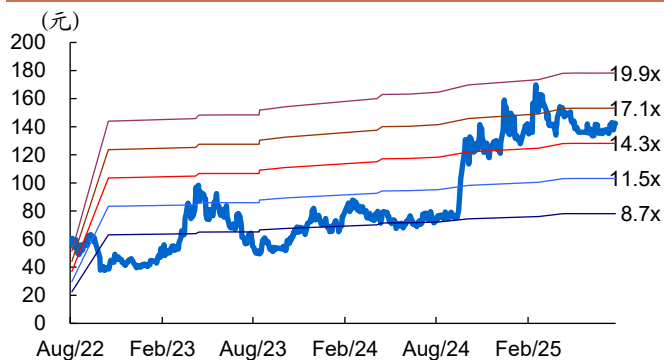
PE-PB Band

图 1: 海光信息历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 海光信息历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《海光信息（688041）新股分析—深耕 x86 服务器 CPU，推出 DCU 塑造未来成长动力》2022-08-09
- 2、《海光信息（688041）—2022 全年业绩符合预期，海光三号逐步放量销售》2023-04-18
- 3、《海光信息（688041）—23Q1 业绩符合市场预期，单季度盈利能力持续提升》2023-04-25
- 4、《海光信息（688041）—24Q1 业绩同比高增长，北京新方案支持国产算力》2024-04-26
- 5、《海光信息（688041）—24H1 业绩符合预期，打造智算和数值计算融合产品》2024-08-14
- 6、《海光信息（688041）—24Q4 末存货和合同负债创新高，国内数据中心芯片实力提升》2025-03-04
- 7、《海光信息（688041）—25Q1 公司盈利能力持续提升，算力芯片国产化节奏加速》2025-04-22

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 15432 | 18207 | 20837 | 26364 | 33685 |
| 现金 | 10321 | 8797 | 7468 | 8564 | 10258 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 1491 | 2275 | 3204 | 4209 | 5488 |
| 其它应收款 | 17 | 27 | 38 | 50 | 65 |
| 存货 | 1074 | 5425 | 7737 | 10356 | 13681 |
| 其他 | 2528 | 1682 | 2391 | 3185 | 4193 |
| 非流动资产 | 7470 | 10353 | 10027 | 9712 | 9412 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 347 | 537 | 672 | 769 | 838 |
| 无形资产商誉 | 4912 | 4383 | 3945 | 3551 | 3196 |
| 其他 | 2211 | 5432 | 5410 | 5392 | 5378 |
| 资产总计 | 22903 | 28559 | 30865 | 36075 | 43097 |
| 流动负债 | 1395 | 4388 | 3164 | 3956 | 4960 |
| 短期借款 | 350 | 1800 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 322 | 735 | 1049 | 1404 | 1854 |
| 预收账款 | 3 | 903 | 1288 | 1725 | 2278 |
| 其他 | 720 | 949 | 827 | 827 | 827 |
| 长期负债 | 1188 | 1519 | 1519 | 1519 | 1519 |
| 长期借款 | 859 | 899 | 899 | 899 | 899 |
| 其他 | 329 | 620 | 620 | 620 | 620 |
| 负债合计 | 2582 | 5908 | 4684 | 5475 | 6479 |
| 股本 | 2324 | 2324 | 2324 | 2324 | 2324 |
| 资本公积金 | 14321 | 14191 | 14191 | 14191 | 14191 |
| 留存收益 | 2060 | 3735 | 6274 | 9364 | 13561 |
| 少数股东权益 | 1615 | 2401 | 3391 | 4721 | 6541 |
| 归属于母公司所有者权益 | 18705 | 20251 | 22790 | 25880 | 30076 |
| 负债及权益合计 | 22903 | 28559 | 30865 | 36075 | 43097 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|---------------|---------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 814 | 977 | 971 | 2009 | 2949 |
| 净利润 | 1701 | 2717 | 3924 | 5300 | 7208 |
| 折旧摊销 | 737 | 1374 | 614 | 605 | 590 |
| 财务费用 | 9 | (41) | (100) | (50) | (20) |
| 投资收益 | 0 | (7) | (206) | (206) | (206) |
| 营运资金变动 | (1629) | (3031) | (3261) | (3639) | (4623) |
| 其它 | (6) | (35) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (1800) | (3988) | (83) | (83) | (83) |
| 资本支出 | (918) | (945) | (289) | (289) | (289) |
| 其他投资 | (882) | (3043) | 206 | 206 | 206 |
| 筹资活动现金流 | 0 | 932 | (2217) | (830) | (1171) |
| 借款变动 | 867 | 844 | (1922) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 482 | (129) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (93) | (256) | (395) | (880) | (1191) |
| 其他 | (1256) | 473 | 100 | 50 | 20 |
| 现金净增加额 | (986) | (2079) | (1329) | 1096 | 1694 |

利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 6012 | 9162 | 12900 | 16950 | 22100 |
| 营业成本 | 2425 | 3324 | 4740 | 6345 | 8382 |
| 营业税金及附加 | 64 | 118 | 168 | 220 | 287 |
| 营业费用 | 111 | 176 | 245 | 305 | 376 |
| 管理费用 | 134 | 142 | 193 | 237 | 287 |
| 研发费用 | 1992 | 2910 | 3741 | 4576 | 5525 |
| 财务费用 | (267) | (182) | (100) | (50) | (20) |
| 资产减值损失 | (31) | (106) | (110) | (110) | (110) |
| 公允价值变动收益 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 155 | 213 | 200 | 200 | 200 |
| 投资收益 | 0 | 7 | 6 | 6 | 6 |
| 营业利润 | 1680 | 2789 | 4008 | 5412 | 7359 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 1 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 1680 | 2784 | 4004 | 5408 | 7355 |
| 所得税 | (21) | 67 | 80 | 108 | 147 |
| 少数股东损益 | 438 | 786 | 990 | 1330 | 1820 |
| 归属于母公司净利润 | 1263 | 1931 | 2934 | 3970 | 5388 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 17% | 52% | 41% | 31% | 30% |
| 营业利润 | 48% | 66% | 44% | 35% | 36% |
| 归母净利润 | 57% | 53% | 52% | 35% | 36% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 59.7% | 63.7% | 63.3% | 62.6% | 62.1% |
| 净利率 | 21.0% | 21.1% | 22.7% | 23.4% | 24.4% |
| ROE | 7.1% | 9.9% | 13.6% | 16.3% | 19.3% |
| ROIC | 7.0% | 10.8% | 14.6% | 17.9% | 20.8% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 11.3% | 20.7% | 15.2% | 15.2% | 15.0% |
| 净负债比率 | 5.5% | 9.9% | 2.9% | 2.5% | 2.1% |
| 流动比率 | 11.1 | 4.1 | 6.6 | 6.7 | 6.8 |
| 速动比率 | 10.3 | 2.9 | 4.1 | 4.0 | 4.0 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 存货周转率 | 2.2 | 1.0 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 4.4 | 4.9 | 4.7 | 4.6 | 4.6 |
| 应付账款周转率 | 7.3 | 6.3 | 5.3 | 5.2 | 5.1 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.54 | 0.83 | 1.26 | 1.71 | 2.32 |
| 每股经营净现金 | 0.35 | 0.42 | 0.42 | 0.86 | 1.27 |
| 每股净资产 | 8.05 | 8.71 | 9.81 | 11.13 | 12.94 |
| 每股股利 | 0.11 | 0.17 | 0.38 | 0.51 | 0.70 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 262.1 | 171.5 | 112.8 | 83.4 | 61.5 |
| PB | 17.7 | 16.4 | 14.5 | 12.8 | 11.0 |
| EV/EBITDA | 224.9 | 122.6 | 73.3 | 55.6 | 41.8 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。