

中科曙光 (603019.SH)

强烈推荐 (维持)

业绩符合预期，构建芯片到算力服务全栈能力

TMT 及中小盘/计算机

当前股价: 92.51 元

公司发布 25 年中报，业绩符合预期。公司产品结构优化提升主营业务盈利能力，联营企业海光信息业绩持续高增。我们认为公司拟与海光信息合并有望构建从芯片设计到算力服务的全栈能力，加速算力产业生态环境构建，提升与国际龙头企业的同台竞争能力，维持“强烈推荐”投资评级。

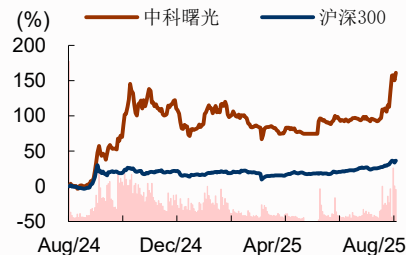
基础数据

总股本 (百万股)	1463
已上市流通股 (百万股)	1463
总市值 (十亿元)	135.4
流通市值 (十亿元)	135.3
每股净资产 (MRQ)	14.2
ROE (TTM)	10.0
资产负债率	40.7%
主要股东	北京中科算源资产管理有限
主要股东持股比例	14.68%

□ 公司发布 25 年中报，业绩符合预期。公司 2025 年上半年实现营业收入 58.50 亿元，同比增长 2.41%；归母净利润达到 7.29 亿元，同比增长 29.39%；扣非归母净利润 5.69 亿元，同比增长 55.20%；报告期内公司经营活动产生的现金流量净额为 -13.81 亿元。公司 25Q2 实现营收 32.64 亿元，同比增长 0.94%；归母净利润 5.42 亿元，同比增长 28.91%；扣非后净利润 4.62 亿元，同比增长 49.01%。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	28	14	150
相对表现	22	3	117



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 产品结构优化提升主营业务盈利能力，期间费用略有优化。公司 25H1 综合毛利率 26.65%，较去年同期增长 0.40 个百分点，Q2 公司毛利率 27.11%，较去年同期增长 1.33 个百分点，报告期内，公司通过自主研发上下游软硬件，降低对外部供应链的依赖，并在部分自研软硬件产品上实现性能与稳定性的行业领先，巩固一体化解决方案的成本优势。公司 25H1 净利率 12.00%，较去年同期增长 2.07 个百分点；公司销售、管理、研发费用率分别为 5.61%、2.91%、10.76%，较去年同期分别变动 -0.43、+0.28、-0.18 个百分点。

相关报告

- 1、《中科曙光 (603019) ——业绩符合预期，积极拥抱 AI 浪潮》2025-03-05
- 2、《中科曙光 (603019) ——业绩符合预期，联营企业持续高增长》2024-10-29
- 3、《中科曙光 (603019) ——业绩符合预期，联营企业海光信息业绩高增》2024-08-23

□ 海光信息业绩持续高增。公司 25H1 投资收益 3.22 亿元，主要为联营企业海光信息净利润增加所致，后者 25H1 实现营收 54.64 亿元，同比增长 45.21%；归母净利润 12.01 亿元，同比增长 40.78%；扣非后净利润 10.90 亿元，同比增长 33.31%。报告期内，海光 CPU 产品在市场应用领域的拓展取得了进一步进展，市场份额稳步增长；海光 DCU 已在智算中心、人工智能等多个领域实现规模化应用，成为算力基础设施和商业计算等行业应用需求的关键力量。

刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

周翔宇 S1090518050001

zhouxiangyu@cmschina.com.cn

□ 中科曙光拟与海光信息合并。5 月，公司与海光信息签署《吸收合并意向协议》，后者拟通过换股吸收合并的方式对中科曙光进行战略整合，旨在实现海光信息在芯片领域、中科曙光在整机和数据中心基础设施领域的优势技术积累、团队和资金能力、供应链和市场资源等资源上的互补和深度融合，以产业链垂直整合、技术协同，构建从芯片设计到算力服务的全栈能力，加速算力产业生态环境构建，提升与国际龙头企业的同台竞争能力。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计公司 25 至 27 年营收至 153.56、183.66、222.23 亿元，归母净利润至 24.27、29.76、33.55 亿元，对应 PE 分别为 55.8、45.5、40.3 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示: AI 业务发展低于预期；行业竞争加剧。

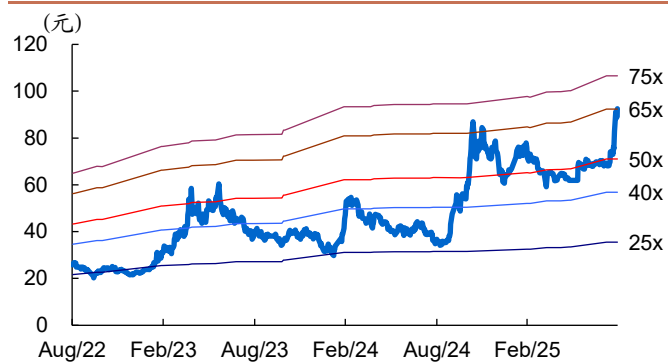
财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	14353	13148	15356	18366	22223
同比增长	10%	-8%	17%	20%	21%
营业利润(百万元)	2176	2287	2888	3531	3976
同比增长	14%	5%	26%	22%	13%

归母净利润(百万元)	1836	1911	2427	2976	3355
同比增长	19%	4%	27%	23%	13%
每股收益(元)	1.25	1.31	1.66	2.03	2.29
PE	73.7	70.8	55.8	45.5	40.3
PB	7.3	6.6	6.0	5.5	5.0

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中科曙光历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中科曙光历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

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	14929	13987	16001	19334	23281
现金	7193	6517	7279	8886	10541
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	154	75	88	105	128
应收款项	2529	2268	2650	3169	3834
其它应收款	77	59	69	83	100
存货	3430	3859	4504	5402	6629
其他	1546	1208	1411	1688	2049
非流动资产	16686	22631	22687	22719	22732
长期股权投资	6909	7559	7559	7559	7559
固定资产	2291	2854	3338	3754	4112
无形资产商誉	4391	4159	3743	3368	3032
其他	3095	8059	8047	8038	8030
资产总计	31615	36617	38688	42053	46013
流动负债	4989	5586	5530	6529	7893
短期借款	160	22	10	10	10
应付账款	2169	3228	3769	4520	5546
预收账款	571	954	1114	1336	1640
其他	2089	1382	638	663	697
长期负债	7145	9704	9694	9684	9674
长期借款	1275	98	88	78	68
其他	5870	9606	9606	9606	9606
负债合计	12135	15291	15225	16213	17568
股本	1464	1463	1463	1463	1463
资本公积金	11038	11127	11127	11127	11127
留存收益	6148	7812	9844	12092	14554
少数股东权益	831	925	1029	1157	1302
归属于母公司所有者权益	18650	20402	22434	24682	27144
负债及权益合计	31615	36617	38688	42053	46013

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3510	2722	1437	1545	1565
净利润	1878	1993	2531	3104	3499
折旧摊销	630	850	828	852	871
财务费用	61	50	(50)	(60)	(70)
投资收益	(365)	(563)	(1338)	(1625)	(1808)
营运资金变动	1322	402	(534)	(727)	(927)
其它	(16)	(11)	0	0	0
投资活动现金流	(2130)	(1320)	454	741	924
资本支出	(2167)	(860)	(884)	(884)	(884)
其他投资	37	(461)	1338	1625	1808
筹资活动现金流	(147)	(2257)	(1129)	(678)	(833)
借款变动	374	(5772)	(784)	(10)	(10)
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	225	89	0	0	0
股利分配	(439)	(366)	(395)	(728)	(893)
其他	(307)	3792	50	60	70
现金净增加额	1233	(856)	762	1607	1656

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14353	13148	15356	18366	22223
营业成本	10584	9314	10872	13040	16001
营业税金及附加	53	56	66	79	95
营业费用	751	773	845	973	1156
管理费用	294	353	384	422	489
研发费用	1316	1292	1509	1805	2184
财务费用	(80)	(53)	(50)	(60)	(70)
资产减值损失	(175)	(232)	(180)	(200)	(200)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	555	544	550	600	630
投资收益	361	563	788	1025	1178
营业利润	2176	2287	2888	3531	3976
营业外收入	13	15	15	15	15
营业外支出	9	11	10	10	10
利润总额	2179	2291	2893	3536	3981
所得税	301	297	362	432	482
少数股东损益	42	82	104	128	144
归属于母公司净利润	1836	1911	2427	2976	3355

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	10%	-8%	17%	20%	21%
营业利润	14%	5%	26%	22%	13%
归母净利润	19%	4%	27%	23%	13%
获利能力					
毛利率	26.3%	29.2%	29.2%	29.0%	28.0%
净利率	12.8%	14.5%	15.8%	16.2%	15.1%
ROE	10.3%	9.8%	11.3%	12.6%	12.9%
ROIC	8.3%	8.3%	10.3%	11.6%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	38.4%	41.8%	39.4%	38.6%	38.2%
净负债比率	8.6%	2.4%	0.3%	0.2%	0.2%
流动比率	3.0	2.5	2.9	3.0	2.9
速动比率	2.3	1.8	2.1	2.1	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	2.2	2.6	2.6	2.6	2.7
应收账款周转率	5.2	5.2	6.0	6.1	6.1
应付账款周转率	4.6	3.5	3.1	3.1	3.2
每股资料(元)					
EPS	1.25	1.31	1.66	2.03	2.29
每股经营净现金	2.40	1.86	0.98	1.06	1.07
每股净资产	12.75	13.94	15.33	16.87	18.55
每股股利	0.25	0.27	0.50	0.61	0.69
估值比率					
PE	73.7	70.8	55.8	45.5	40.3
PB	7.3	6.6	6.0	5.5	5.0
EV/EBITDA	46.8	44.3	30.9	26.2	23.7

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。