

分析师: 唐月  
 登记编码: S0730512030001  
 tangyue@ccnew.com 021-50586635

# 存储业务高速发展, 有望助力公司盈利能力的提升

## ——浪潮信息(000977)公司深度分析报告

### 证券研究报告-公司深度分析

买入(维持)

发布日期: 2021年10月22日

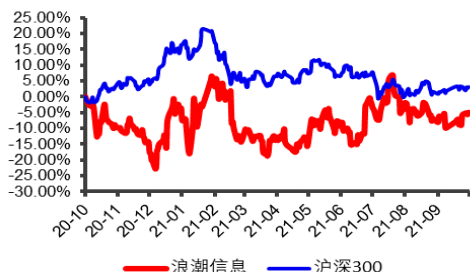
#### 市场数据(2021-10-21)

收盘价(元)	30.07
一年内最高/最低(元)	34.51/24.33
沪深300指数	4928.02
市净率(倍)	0.00
流通市值(亿元)	436.86

#### 基础数据(2021-6-30)

每股净资产(元)	9.03
每股经营现金流(元)	-1.63
毛利率(%)	13.39
净资产收益率-摊薄(%)	5.31
资产负债率(%)	55.69
总股本/流通股(万股)	145372/145280
B股/H股(万股)	0/0

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: Wind, 中原证券

#### 相关报告

- 《浪潮信息(000977)公司深度分析: 从行业数据审视公司 2020 年成绩单》 2021-04-02
- 《浪潮信息(000977)公司深度分析: 行业高景气度下, 公司量价齐升加速前行》 2020-09-09
- 《浪潮信息(000977)深度分析: 新基建开启新机遇》 2020-04-30

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

#### 投资要点:

- 近一年来, 公司盈利能力有较大的提升。20Q4-21Q2 收入增速分别为 30.63%、3.82%和-11.34%, 但是净利润增速分别为 103.9%、76.94%、108.66%, 远超过收入增速水平, 2021Q3 或延续了这一发展趋势。
- 公司毛利率从 2020Q3 以来处于逐季回升态势中, 我们认为原因主要包括: (1) 传统行业(高毛利率)收入占比的提升和互联网行业(低毛利率)占比的下滑; (2) 在分布式存储和闪存存储高速增长的带动下, 公司存储产品份额提升显著, 在最新的 M6 存储平台发布后, 公司提出成为国内第一大存储厂商的目标; (3) AMD 的崛起带来上游竞争的加剧, 形成对服务器厂商更为有利的竞争环境。
- 随着存货的下滑, 2020Q4 以来的 3 个季度, 公司资产减值损失分别比较上年同期减少了 5.18 亿元、1.79 亿元和 1.70 亿元, 成为净利润高速增长的助推器。公司原材料库存在 2020 年提升的基础上, 2021H1 继续加大储备, 未来随着芯片供应的改善原材料库存量有回落的空间。
- 在王恩东的回归和浪潮集团加大研发投入的大背景下, 公司研发费用或仍有上涨的趋势, 将加大短期费用压力, 但有利于长期发展。
- 公司在人工智能服务器、边缘服务器、分布式存储、全闪存等代表未来趋势的细分领域中领先优势明显, 将助力长期发展。同时短期来看, 服务器行业下半年增速有望改善, 华为缺芯困境或将给公司带来更多的市场份额, M6 存储平台的发布有望赋能公司的业绩加速增长。
- 维持对公司“买入”的投资评级。预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 1.65 元、2.26 元、2.95 元, 按 10 月 21 日收盘价 30.07 元计算, 对应 PE 为 18.18 倍、13.32 倍、10.19 倍。

#### 风险提示: 芯片供应持续收紧; 互联网厂商需求低于预期。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	51,653	63,038	69,405	80,232	90,101
增长比率(%)	10.0	22.0	10.1	15.6	12.3
净利润(百万元)	929	1,466	2,405	3,281	4,291
增长比率(%)	41.0	57.9	64.0	36.5	30.8
每股收益(元)	0.64	1.01	1.65	2.26	2.95
市盈率(倍)	47.1	29.8	18.2	13.3	10.2

资料来源: Wind, 中原证券

## 内容目录

1. 近一年来，公司盈利能力有较大的提升 .....	4
2. 盈利改善的原因分析 .....	4
2.1. 毛利率的提升 .....	4
2.1.1. 毛利率提升原因分析 1: 传统行业收入占比的上升 .....	5
2.1.2. 毛利率提升原因分析 2: 存储产品占比的提升 .....	6
2.1.3. 毛利率提升原因分析 3: 上游竞争加剧，形成对服务器厂商更为有利的竞争环境 .....	9
2.2. 存货跌价准备带来的资产减值减少 .....	10
3. 公司或将加大研发投入力度，有利于长期发展 .....	12
4. 公司服务器领域竞争形势的分析 .....	13
4.1. 在新兴服务器领域持续占据领先优势 .....	13
4.2. 2021H1 公司份额下滑明显，但后续情况有望改善 .....	14
5. 投资建议 .....	17

## 图表目录

图 1: 2016Q1-2021Q3 公司单季度净利润及增速 .....	4
图 2: 2018Q1-2021Q2 公司单季度盈利能力 .....	5
图 3: 2017Q2-2021Q2 单季度腾讯资本开支及增速 (亿元) .....	5
图 4: 2016-2021H1 我国主要云计算厂商的收入规模及增速 .....	6
图 5: 2019Q1-2021Q2 中国企业级外部存储规模及增速 .....	6
图 6: 2021H1 中国外部存储市场竞争格局 .....	7
图 7: 2020H1 中国外部存储市场竞争格局 .....	7
图 8: 2021 年 Gartner 主存储魔力象限变化情况 .....	8
图 9: 2021 年 Gartner 分布式文件系统和对象存储魔力象限变化情况 .....	8
图 10: 2019Q4-2021Q2 HPE 的服务器和存储类产品的运营利润率 .....	9
图 11: AMD 的企业、嵌入式和半定制业务收入及增速 .....	10
图 12: Intel 数据中心集团业务收入及增速 .....	10
图 13: 2015Q3-2021Q2 公司单季度存货及成本 (百万元) .....	11
图 14: 2019Q1-2021Q2 公司单季度存货及资产减值损失情况 (百万元) .....	11
图 15: 2016-2021H1 公司存货原值明细 (百万元) .....	12
图 16: 2015Q1-2021Q2 公司单季度四大费用率变化情况 .....	12
图 17: 2020 年上半年全球 AI 服务器份额 .....	13
图 18: 2021H1 中国 AI 服务器厂商销售额占比 .....	13
图 19: 2020 年中国边缘定制服务器市场份额 (出货) .....	14
图 20: 2019-2024 年中国边缘计算服务器市场预测 .....	14
图 21: 2021H1 中国服务器市场厂商份额 .....	14
图 22: 2020H1 中国服务器市场厂商份额 .....	14
图 23: 2021Q1 全球服务器厂商增速 (按出货量) .....	15
图 24: 2021Q2 全球服务器厂商增速 (按销售额) .....	15
图 25: 2017Q2-2021Q2 主要服务器厂商的产品单价 .....	16
图 26: 2020Q1-2021Q2 中国服务器市场规模及增速 (百万美元) .....	16
图 27: 公司 PE-Band .....	17
表 1: 公司存储产品 SPC-1 国际测试情况 .....	7

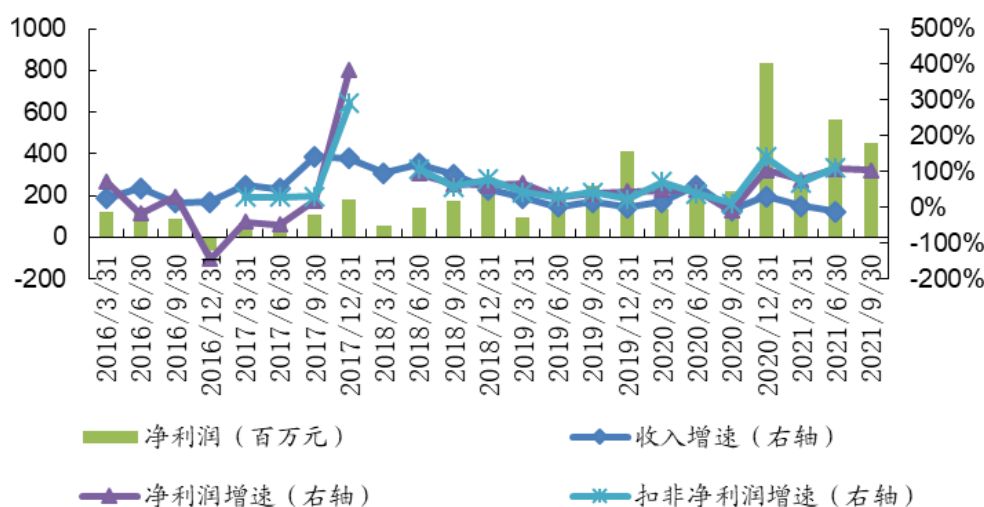
表 2: 上市公司服务器相关业务半年报业绩情况对比 ..... 15

## 1. 近一年来，公司盈利能力有较大的提升

公司公布了三季度业绩预告：前三季度公司归母净利润 12.57-14.45 亿元，同比增长 100%-130%。

单季度来看，公司 Q3 净利润增速为 103.66%-188.32%，Q2 净利润增速 108.66%，增速上或较 Q2 有进一步的提升。公司 Q3 净利润 4.53-6.42 亿元，几乎与 Q2 的 5.62 亿元相当。而纵观公司近 6 年单季度净利润金额，我们可以看到公司盈利的最高点分别是出现在 2020Q4、2021Q2 和 2021Q3，2021 年公司在盈利方面的成绩是非常不错的。

图 1：2016Q1-2021Q3 公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告，中原证券（按照业绩预告下限）

2020Q4 以来，公司的收入和净利润增速之间出现了比较大的背离。20Q4-21Q2 收入增速分别为 30.63%、3.82%和-11.34%，但是净利润增速分别为 103.9%、76.94%、108.66%，远超过收入增速水平。从 2021Q3 的净利润增速水平来看，3 季度公司或延续了这一发展趋势。

## 2. 盈利改善的原因分析

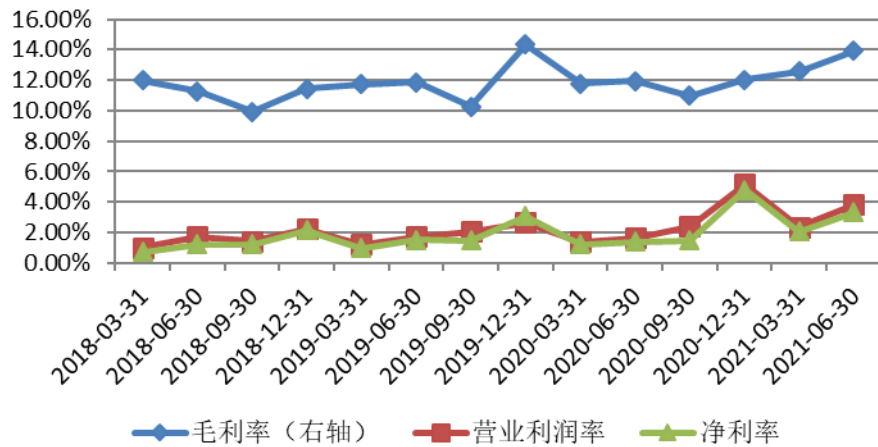
我们认为公司收入增速与净利润增速之间的差异主要源于以下几个方面的原因。

### 2.1. 毛利率的提升

公司毛利率从 2020Q3 以来处于逐季回升态势中，到 2021Q2 达到了 13.93%。2021 年前两个季度，公司毛利率分别较上年同期上涨了 0.83 和 1.99 个百分点，而同期净利润率也分别上涨了 0.86 和 1.91 个百分点，因而 2021 年公司盈利能力提升的主要原因之一就是毛利率的改善（2020Q4 的毛利率低于 2019Q4 2.29 个百分点）。

从金额上来看，Q1 和 Q2 的毛利润分别增长了 1.47 亿元和 0.79 亿元，而同期净利润分别增长了 1.05 亿元和 2.93 亿元。

图 2: 2018Q1-2021Q2 公司单季度盈利能力



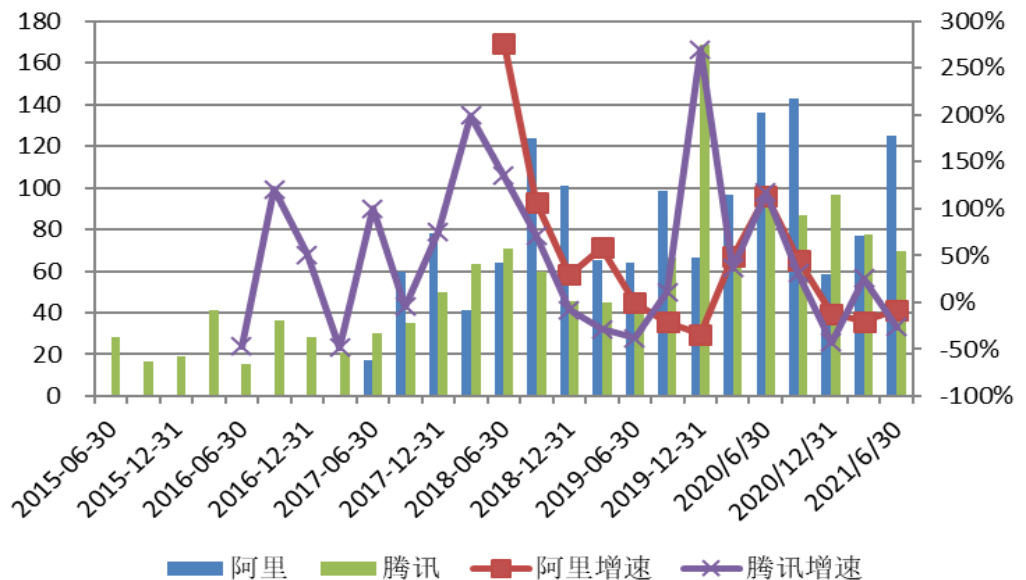
资料来源: 公司公告, 中原证券

### 2.1.1. 毛利率提升原因分析 1: 传统行业收入占比的上升

对于服务器这样的低毛利产业来说, 毛利率的变化对企业盈利影响巨大, 同样是观测收入结构的重要参考。由于互联网行业是公司布局的重点, 整体通过走量方式, 毛利率是最低的。

由于国内反垄断政策的出台和字节跳动的业务流失, 我们看到阿里云 2020Q3 以来收入增速分别为 60%、50%、37%、29%还是处于逐季下滑的态势中。2020Q4 到 2021Q2 的 3 个季度, 阿里的资本开支分别同比下滑了 12.2%、20.6%、8.3%, 腾讯的资本开支增速分别为-42.7%、25.7%、-26.7%, 整体投入不及上年同期。

图 3: 2017Q2-2021Q2 单季度腾讯资本开支及增速 (亿元)

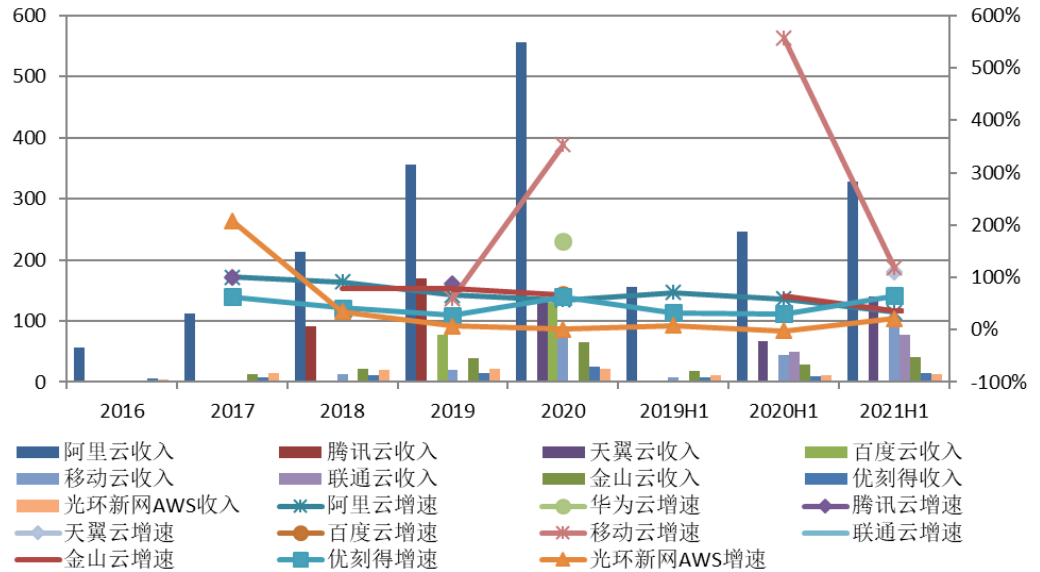


资料来源: 阿里、腾讯财报, 中原证券

而另一方面, 移动云和天翼云在上半年分别上涨了 118%和 109%, 成为了 2021 年云计算

市场最值得关注的成长力量。

图 4：2016-2021H1 我国主要云计算厂商的收入规模及增速



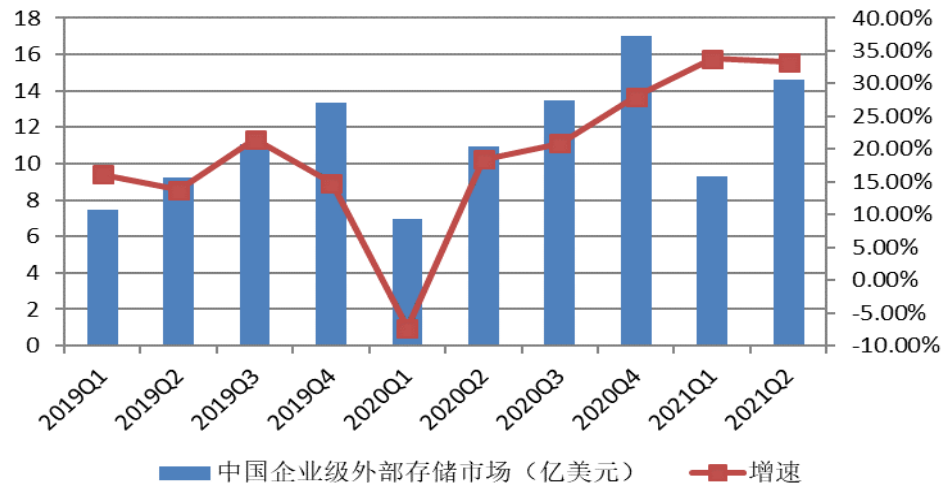
资料来源：相关公司公告，中原证券

因而我们判断 2021 年随着互联网客户占比的下滑，和传统行业占比的提升，带来了公司整体毛利率的提升。

### 2.1.2. 毛利率提升原因分析 2: 存储产品占比的提升

根据 IDC 数据，2021 年上半年中国外部存储市场同比大幅增长了 33.5%，领跑全球存储市场。

图 5：2019Q1-2021Q2 中国企业级外部存储规模及增速

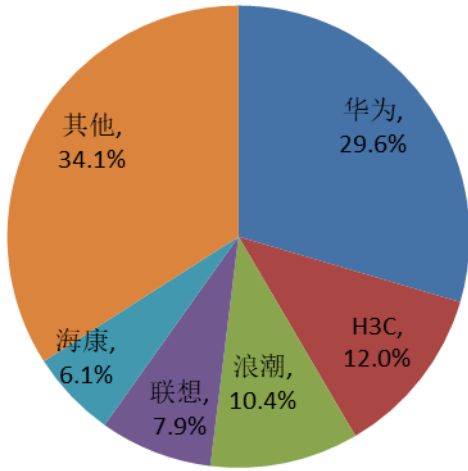


资料来源：IDC，中原证券

同时公司的份额从上年同期的 6.9% 增长到 10.4%，名次虽然没变，但在份额上取得了非

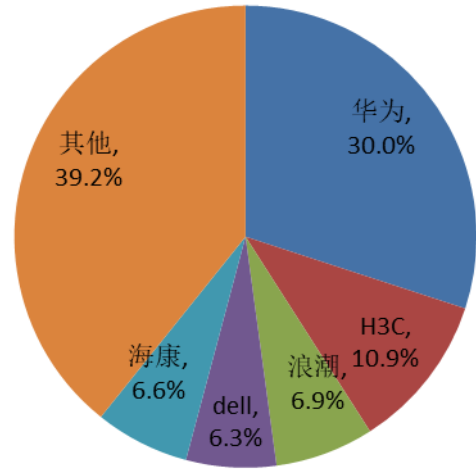
常显著的进步。2 季度同比增速高达 119%，位列国内第一。

图 6: 2021H1 中国外部存储市场竞争格局



资料来源: IDC, 中原证券

图 7: 2020H1 中国外部存储市场竞争格局



资料来源: IDC, 中原证券

其中在全闪存子市场上, Q2 全球增速 7.6%, 中国市场增速高达 49%, 而公司增速高达 145%, 份额超越戴尔、新华三排名国内第二。全球来看, 全闪存正成为新型数据中心建设的首选, 公司在这一细分赛道的突破, 意味着公司的企业外部存储产品在未来 5 年有望超越国内市场 12.6% 的平均增速水平, 给公司带来更大的增长潜力。

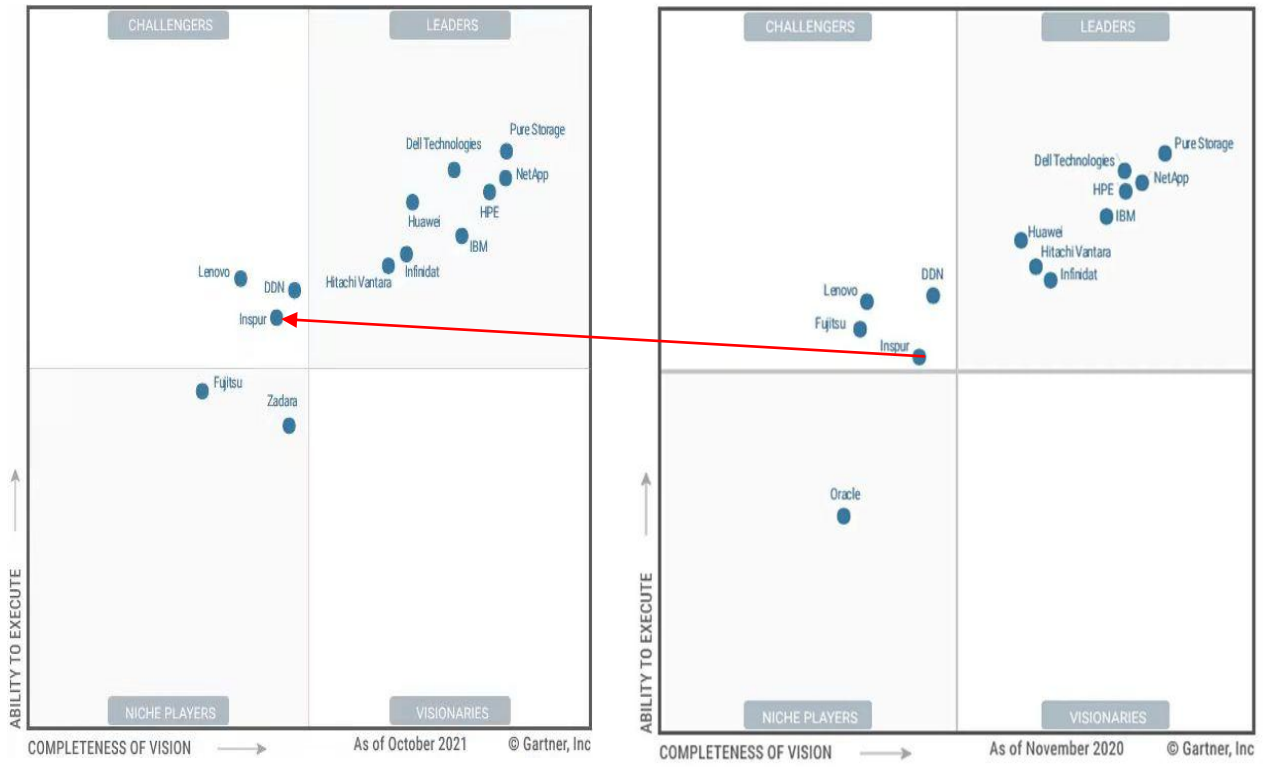
表 1: 公司存储产品 SPC-1 国际测试情况

时间	成绩
2018.10	AS5500G2 以超 150 万 IOPS 获得了 8 控存储性能测试全球第一
2020.3	AS5600G2 获得了 16 控存储产品 SPC-1 性能测试全球第一
2020.6	AS5500G5 以超 330 万 IOPS 夺得 8 控存储性能全球第一
2020.10	AS2200G2 单位成本性能榜单全球第一
2021.6	AS13000G5 取得了分布式存储性能全球第一
2021.8	HF18000G5 以 2300 万 IOPS 获得了性能总榜全球第一 (高端全闪存)

资料来源: 存储性能委员会, 中原证券

根据 Gartner 主存储魔力象限来看, 继 2020 年跃升到挑战者象限以后, 2021 年公司在产品执行力方面又有了持续提升, 竞争力有进一步的增强。

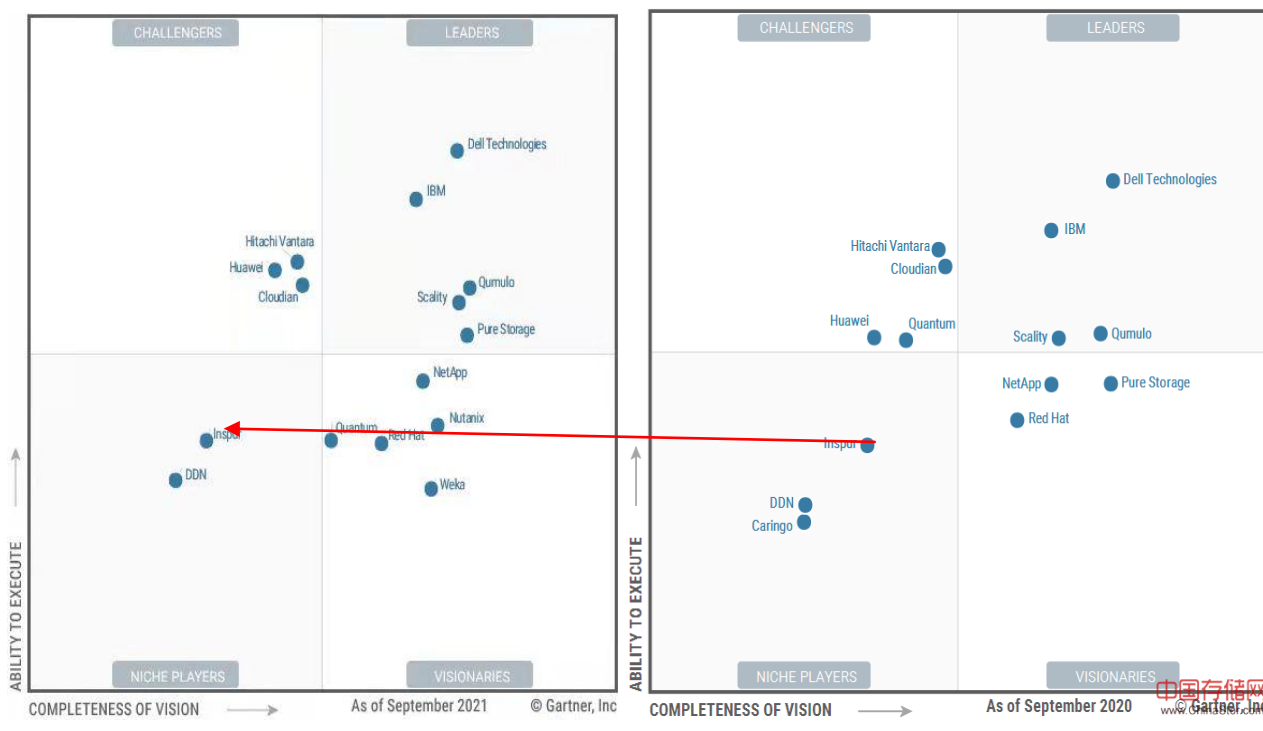
图 8: 2021 年 Gartner 主存储魔力象限变化情况



资料来源: Gartner, 中原证券

2021 年公司连续 4 次进入 Gartner 分布式文件系统和对象存储魔力象限, 在分布式存储领域的成绩同样获得了国际机构的肯定。

图 9: 2021 年 Gartner 分布式文件系统和对象存储魔力象限变化情况



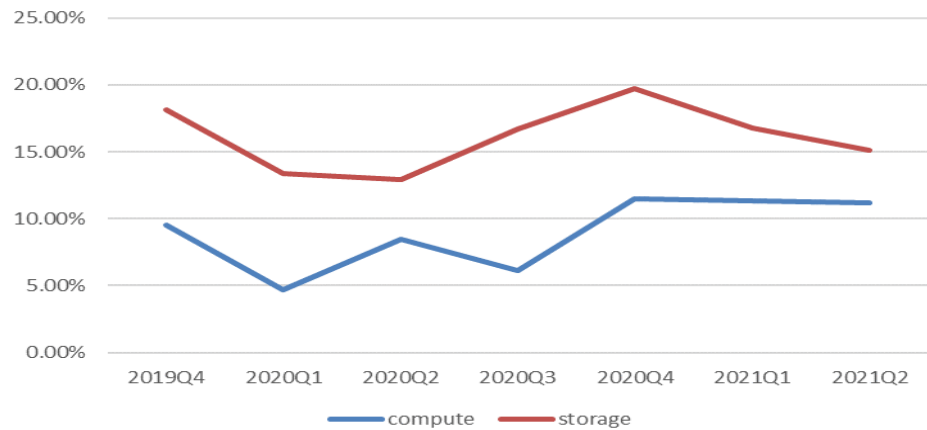
资料来源: Gartner, 中原证券

从 HPE 的细分产品盈利上, 我们可以看到, 其存储产品的盈利能力是明显高于服务器。此



外，在被戴尔收购以前，EMC 的毛利率也一度高达 60%以上，在完成对 EMC 的收购以后，Dell 的毛利率也有了明显的提升。国内来看，筹划上市的宏杉科技在 2014-2017H1 的毛利率也都高于 50%。因而我们认为随着公司存储类产品占比的提升，公司的毛利率及净利率也有进一步提升的空间。

图 10：2019Q4-2021Q2 HPE 的服务器和存储类产品的运营利润率



资料来源：HPE 公告，中原证券

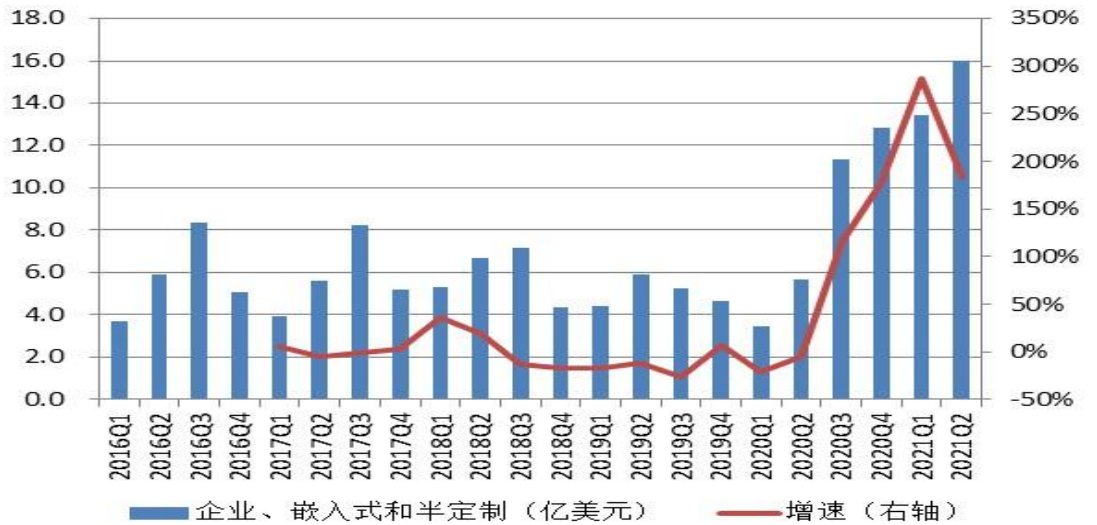
随着 10 月公司新一代 G6 存储平台的发布，公司提出在存储领域成为中国第一的发展目标。

### 2.1.3. 毛利率提升原因分析 3：上游竞争加剧，形成对服务器厂商更为有利的竞争环境

从目前全球 X86 CPU 芯片的竞争格局来看，AMD 正在快速崛起，成为对抗 Intel 的重要力量，有望减弱上游的话语权，形成对服务器厂商更为有利的竞争环境。

从 2020Q3 开始，AMD 的企业、嵌入式和半定制业务的收入规模有较大幅度的提升。在芯片产能短缺的情况下，AMD 牺牲消费级用户，率先保证了游戏机芯片和数据中心业务的供应。同时我们也看到了 AMD 在数据中心业务上正在发起对 Intel 的猛攻之势，其数据中心芯片 EPYC 除了谷歌、微软、腾讯云以外，还增加 28 个新的公有云客户，包括了阿里云、AWS、甲骨文等。此外其采用 7nm 制程基于 Zen 3 的 EPYC 芯片 Milan 也在 2021 年 3 月发布，与 Intel 开启了新一轮的竞争。

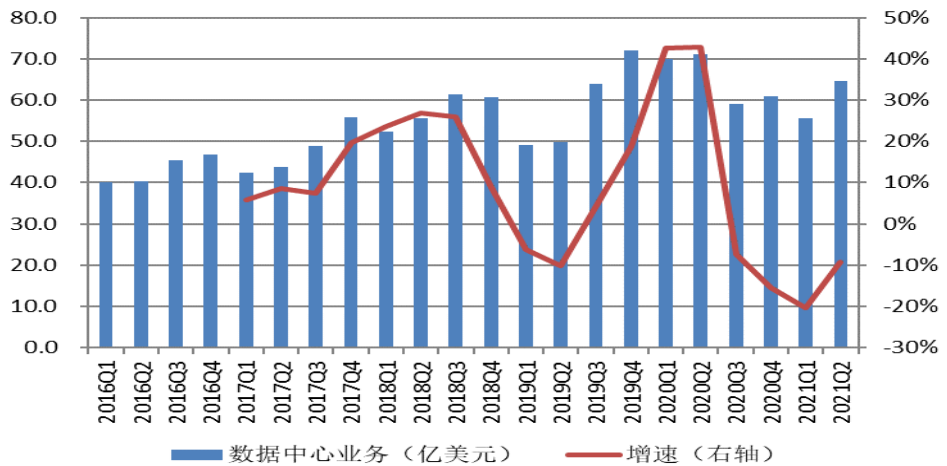
图 11: AMD 的企业、嵌入式和半定制业务收入及增速



资料来源: AMD 公告, 中原证券

而 Intel 受到 AMD 的影响, 从 2020Q3 以来数据中心业务收入增速持续处于下滑状态, 2020Q3-2021Q2, Intel 的数据中心业务收入增速分别为-7%、-16%、-20%、-9%。2021 年 4 月 Intel 也在 AMD 之后发布了基于 10nm 制程的第三代至强可扩展处理器 Ice Lake-SP, 这业务 Intel 推迟了多年的第一款 10nm 工艺数据中心芯片 (40 核)。

图 12: Intel 数据中心集团业务收入及增速

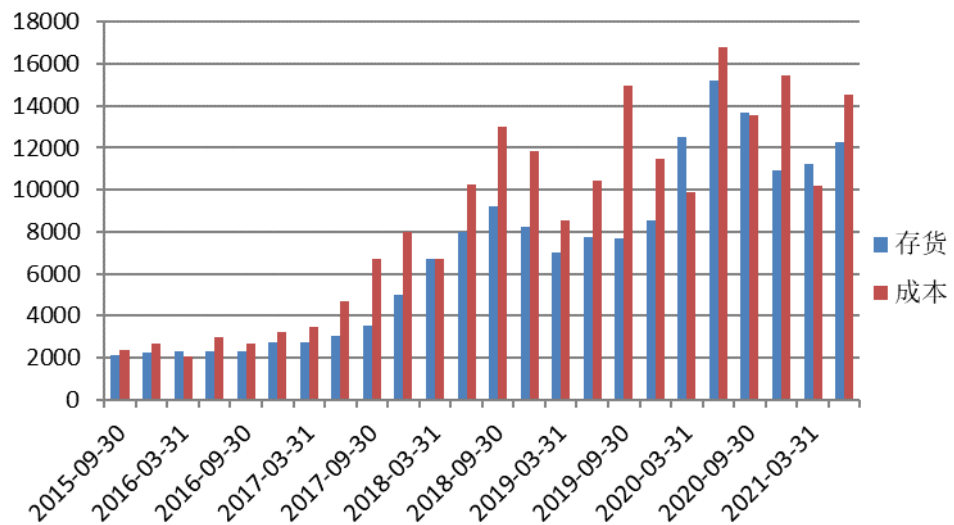


资料来源: Intel 公告, Wind, 中原证券

## 2.2. 存货跌价准备带来的资产减值减少

2020 年在疫情发生的基本背景下, 公司担心后续芯片供应问题, 从 2020Q1 开始就加大了存货储备, 而后随着在线需求的爆发, 国内服务器销售收入在 2020Q2 快速增长了 39.8%, 与此同时公司存货总量到达了 152.24 亿的峰值, 同时公司当季计提的资产减值损失到了 4.28 亿峰值。

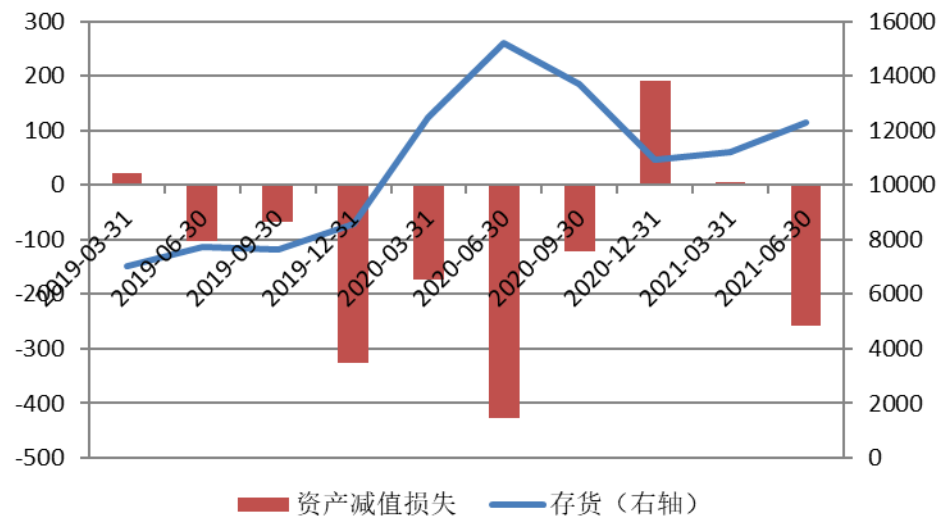
图 13: 2015Q3-2021Q2 公司单季度存货及成本 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中原证券

随着存货的下滑, 2020Q4 以来的 3 个季度, 公司资产减值损失分别比较上年同期减少了 5.18 亿元、1.79 亿元和 1.70 亿元, 成为净利润高速增长的助推器。

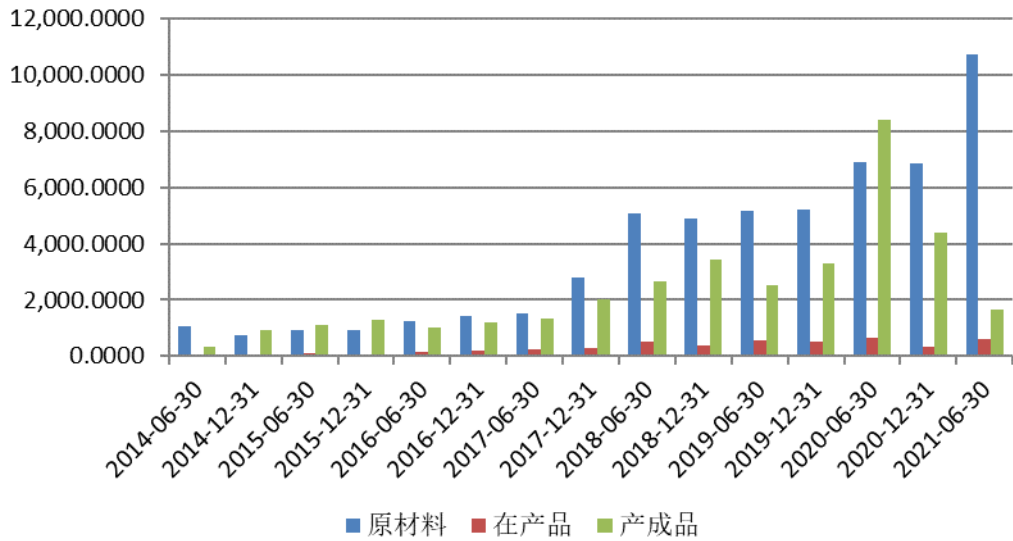
图 14: 2019Q1-2021Q2 公司单季度存货及资产减值损失情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中原证券

从存货明细上也可以看到, 公司在 2018 年中中美关系趋于紧张以后就加大了原材料的储备, 而存货总量波动主要来自在产品 and 产成品的控制方面。2020 年公司进一步加大了原材料的储备, 产成品随着行业景气度的提升在 2020 年中到达峰值。而后在 2020 年底和 2021 年中, 产成品迅速回落, 但是原材料库存在 2021 年年中进一步提升。未来随着芯片供应的改善公司原材料库存量还有回落的空间, 因而我们认为在未来几个季度公司资产减值压力是相对有限的。

图 15: 2016-2021H1 公司存货原值明细 (百万元)

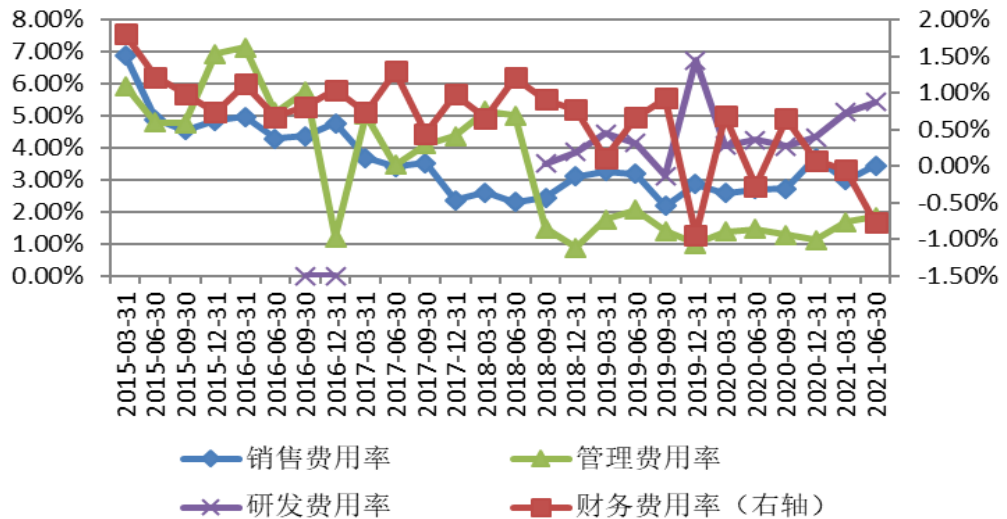


资料来源: 公司公告, 中原证券

### 3. 公司或将加大研发投入力度, 有利于长期发展

2021 年前两个季度, 我们看到公司研发费用率分别较上年同期上涨了 0.65 和 1.28 个百分点, 达到 5.11% 和 5.43%。

图 16: 2015Q1-2021Q2 公司单季度四大费用率变化情况



资料来源: 公司公告, 中原证券

我们认为公司研发费用率的提升主要来自两个因素:

(1) 由于公司采用 JDM 模式, 通过帮助客户进行定制化设计, 提升产品附加值和客户粘性, 这一因素会带来产品毛利率和研发费用的同步提升。

(2) 2021 年 3 月 31 日, 浪潮集团提出全新战略定位: 成为世界一流的新一代信息技术

产业龙头企业，社会经济数字化转型的优秀服务商，新型基础设施建设的骨干企业，并提出千方百计加大研发投入，研发经费投入强度 2021 年提升 1.3 个百分点以上，2022 年提升 2 个百分点，并逐年提高。按照集团的规划，我们认为公司的研发费用上涨的压力始终存在，但是长期来看我们认为这样的投入是有利于公司的长期发展的。

5 月 24 日公司董事长张磊辞任，而后由浪潮集团副总经理、首席科学家王恩东接替。王恩东从清华大学硕士毕业后，其一直从事计算机系统结构设计、关键技术和工程实现等工作，历任浪潮集团计算机事业本部产品开发部主任，浪潮服务器事业部总经理，公司副总经理，公司副董事长、总经理等职，其 2017 年 10 月辞去公司副董事长、董事、总经理及首席执行官等职务，在 4 年后再次回归，或有助于公司研发资金投入 to 更有利于长远发展的方向上。

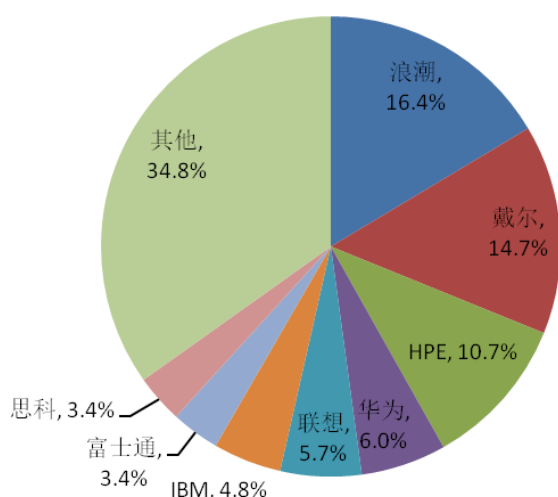
## 4. 公司服务器领域竞争形势的分析

### 4.1. 在新兴服务器领域持续占据领先优势

当前市场已经形成了传统服务器、云服务器、AI 服务器、边缘服务器 4 大服务器类型，公司作为国内服务器龙头，在新兴领域持续占据份额优势。

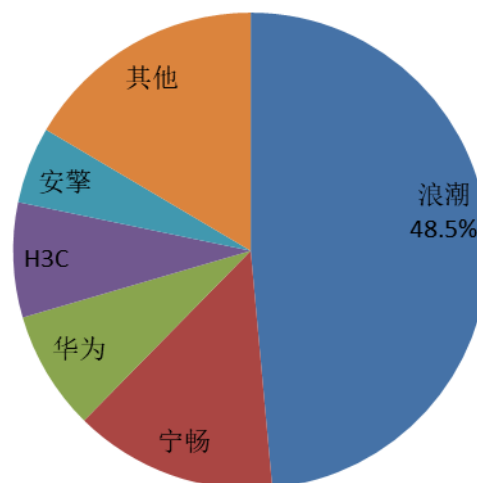
(1) **AI 服务器领域：**公司位列全球第一，占据了国内近半的市场份额。2021 上半年，国内加速服务器市场规模达到 23.8 亿美元，同比增长了 85.1%，较 2019 年和 2020 年行业 58.7%、52.8% 的增速有了明显的提升，同时在中国服务器市场的占比也进一步提升到了 22%，成为了拉动服务器市场增长的核心驱动力。

图 17: 2020 年上半年全球 AI 服务器份额



资料来源：IDC，中原证券

图 18: 2021H1 中国 AI 服务器厂商销售额占比

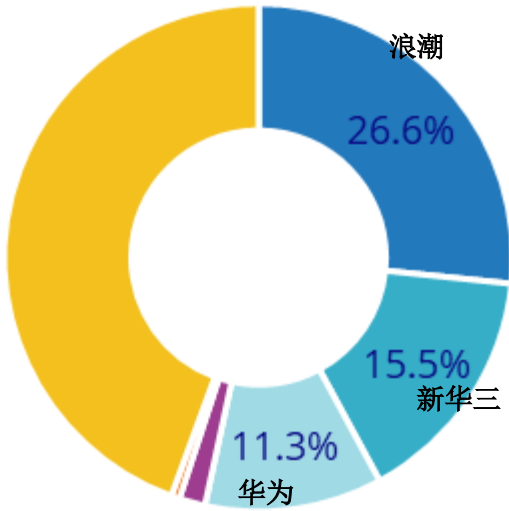


资料来源：IDC，中原证券

(2) **边缘服务器领域：**根据 IDC 的数据，2020 年我国边缘服务器整体规模 26.55 亿美元，同比增长 16.3%，占服务器总量的 12%。目前部署的边缘服务器中 95% 以上仍然采用通用服务器，后续边缘定制服务器及微服务器市场预计在未来几年将迎来快速发展。IDC 预计 2019-2024 年

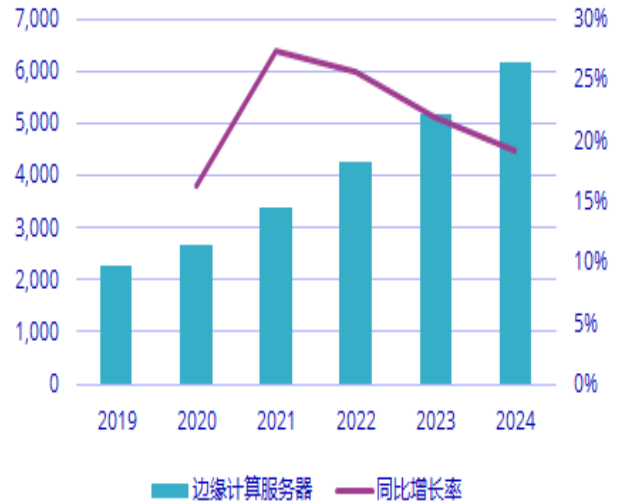
中国边缘服务器年复合增速 22%，高于全球边缘服务器 19.6% 的平均增速。在 2020 年中国定制服务器市场中，公司以 26.6% 的份额位列行业第一。

图 19: 2020 年中国边缘定制服务器市场份额 (出货)



资料来源: IDC, 中原证券

图 20: 2019-2024 年中国边缘计算服务器市场预测



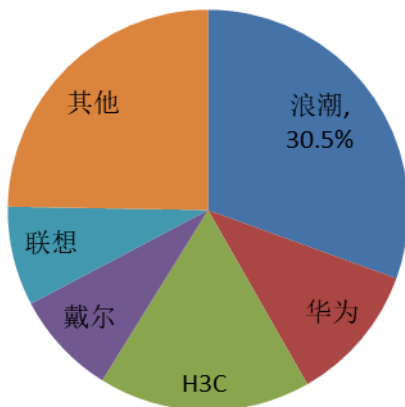
资料来源: IDC, 中原证券

(3) 云服务器领域: Garner 数据, 早在 2017Q3 公司在多节点云服务器领域出货量和销售额就已经跃居全球第一, 2019 年公司在全球多节点云服务器领域的出货量和销售额分别达到了 11.5% 和 15.2%, 成为了公司前期最重要的增长动力, 也帮助公司实现了在 CSP 等大规模和超大规模客户端服务能力的跃升。

#### 4.2. 2021H1 公司份额下滑明显, 但后续情况有望改善

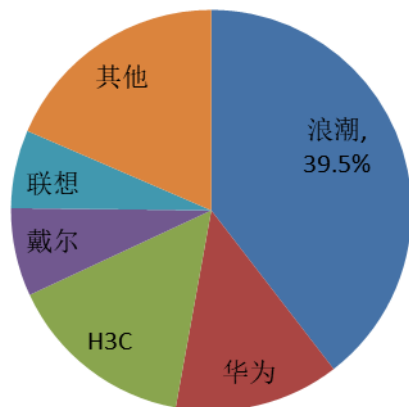
根据 IDC 数据, 2021 年公司在中国市场份额为 30.5%, 较上年同期下滑了 9 个百分点。我们认为公司最大客户阿里云收入的下滑, 对公司的影响已经在最近一年中较为充分的体现出来。

图 21: 2021H1 中国服务器市场厂商份额



资料来源: IDC, 中原证券

图 22: 2020H1 中国服务器市场厂商份额



资料来源: IDC, 中原证券

6 月 10 日, 根据《晚点 LatePost》报道, 字节跳动“火山引擎”部门将在今年 9-10 月正

式发布包含计算、存储和网络的云计算 IaaS 服务，目标是成为阿里云、腾讯云、华为云之外的“中国第四多云”。2017 年初字节跳动只有 2-3 万台服务器，2018 年服务器数量猛增到 17 万台，巨大的需求量的支撑使得字节跳动成为了国内公有云厂商的最大客户，甚至业界认为是除腾讯云以外所有公有云厂商最大的客户。因而字节从云计算厂商客户到成为独立运营和管理自己的数据中心，也给服务器市场格局带来了新的变化。根据 Synergy Research Group 的数据，2021Q2 就新建数据中心和更新现有数据中心而言，最大的支出者是亚马逊、谷歌和微软，其次是 Facebook、苹果、阿里巴巴、字节跳动和腾讯，字节跳动位居世界第 7，首次超过腾讯。

表 2：上市公司服务器相关业务半年报业绩情况对比

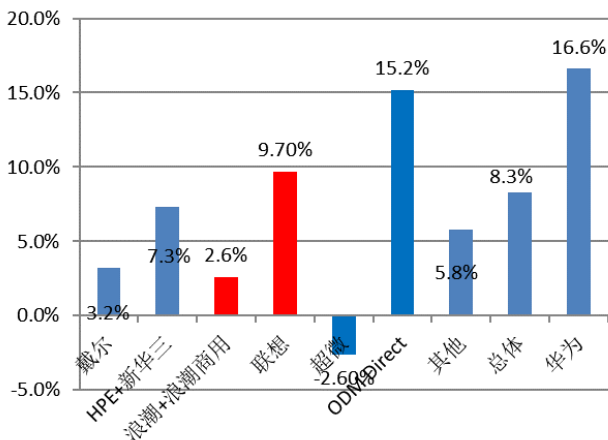
公司	2021H 服务器相关业务			2020 年服务器相关业务			
	收入 (亿元)	增速	占比公司 收入	收入 (亿元)	增速	占公司 总收入	销量 (万台)
浪潮信息	273	-10%	95%	619	20%	98%	126
联想集团	\$34	22%	11%	\$59	7%	11%	
紫光股份	188	28%	61%	358	20%	60%	
中科曙光	36	13%	80%	80	7%	79%	24
戴尔*	\$86	8%	17%	\$165	-4%	18%	
HPE*	\$61	1%	45%	122	-3%	45%	

资料来源：上市公司公告，中原证券

但是另一方面我们也看到了市场格局两个新的变量出现：

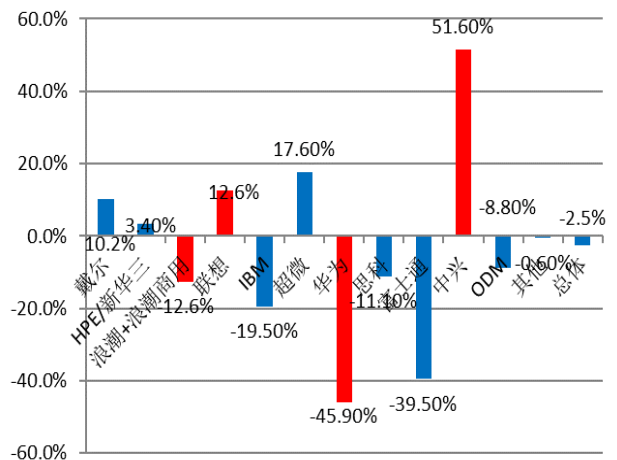
(1) 华为在 Q2 明显表现出了芯片不足，影响供应的迹象。根据 IDC 数据，2021 年华为在 Q1 服务器出货量同比增长 16.6% 的基础上，Q2 全球服务器同比下滑了 -45.9%。华为高管也在 9 月的全连接大会后回应了 X86 服务器业务出售的传言，称 X86 服务器确实遇到了困难，公司也在与潜在的投资者接触，但暂未有明确的进展。我们认为公司作为国内最大的服务器供应商，必然将在华为份额下滑的过程中成为重要的受益方。

图 23：2021Q1 全球服务器厂商增速（按出货量）



资料来源：IDC，中原证券

图 24：2021Q2 全球服务器厂商增速（按销售额）



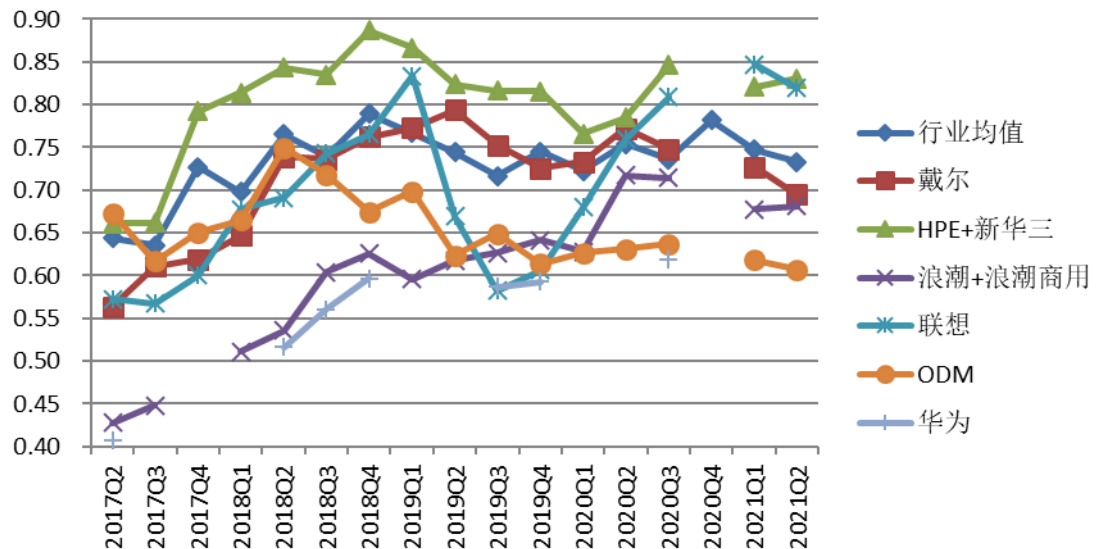
资料来源：IDC，中原证券

(2) 联想回国上市遇阻，或对业务带来进一步的影响。9 月 30 日联想集团递交了科创板

IPO 材料，仅仅一个国庆假期之后，联想就终止了 A 股上市进程，而后市场上关于联想研发投入、高管薪资等方面的负面舆论持续发酵。我们认为这样的背景之下，联想的产品销售也将受到负面影响，利好于竞争对手。

此外，我们注意到 2021 年以来，戴尔虽然在全球和中国份额上提升明显，但是单价持续下滑，我们认为这并不是一个良性的增长方式。

图 25: 2017Q2-2021Q2 主要服务器厂商的产品单价



资料来源: IDC, 中原证券

由于 2020Q2 中国服务器行业大幅上涨, 2021Q2 受到基数影响增速明显放缓。下半年来看, 芯片供应压力有望改善, 同时上年同期增长基数较低, 行业季度同比增速有望回升。

图 26: 2020Q1-2021Q2 中国服务器市场规模及增速 (百万美元)



资料来源: IDC, 中原证券

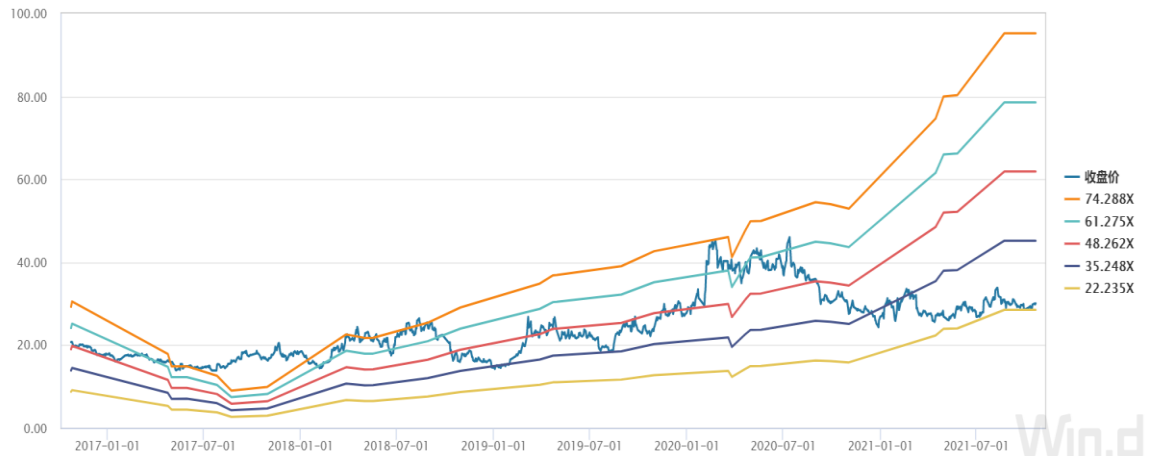
此外, Intel 10nm 有望在 2021 年底量产, 将有利于后续服务器更新需求的释放。



## 5. 投资建议

公司在人工智能服务器、边缘服务器、分布式存储、全闪存等代表未来趋势的细分领域中领先优势明显，助力长期发展。同时短期来看，服务器行业下半年增速有望改善，华为缺芯困境有望给公司带来更多的市场份额，M6 存储平台的发布有望给公司带来更强增长动力。预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 1.65 元、2.26 元、2.95 元，按 10 月 21 日收盘价 30.07 元计算，对应 PE 为 18.18 倍、13.32 倍、10.19 倍，维持对公司“买入”的投资评级。

图 27: 公司 PE-Band



资料来源: Wind, 中原证券

## 6. 风险提示

芯片供应持续收紧；互联网厂商需求低于预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	26954	35781	39560	46566	51852
现金	6705	10134	10951	14545	17535
应收票据及应收账款	10049	8207	11893	11343	14751
其他应收款	87	76	103	104	129
预付账款	60	81	74	105	96
存货	8568	10943	10198	14129	13001
其他流动资产	1486	6340	6340	6340	6340
<b>非流动资产</b>	2455	2542	2461	2348	2151
长期投资	314	308	310	303	302
固定资产	847	1064	1071	1121	1139
无形资产	701	530	435	275	65
其他非流动资产	593	640	645	649	645
<b>资产总计</b>	29409	38323	42021	48914	54004
<b>流动负债</b>	18404	22603	24176	27994	28991
短期借款	1607	2691	2691	2691	2691
应付票据及应付账款	14703	13119	17029	17662	21025
其他流动负债	2093	6792	4456	7640	5274
<b>非流动负债</b>	697	892	749	600	428
长期借款	322	610	467	318	146
其他非流动负债	375	282	282	282	282
<b>负债合计</b>	19101	23495	24925	28593	29419
少数股东权益	361	380	403	448	535
股本	1289	1454	1454	1454	1454
资本公积	4437	6538	6538	6538	6538
留存收益	3165	4466	6624	9589	13501
归属母公司股东权益	9947	14447	16692	19872	24050
<b>负债和股东权益</b>	29409	38323	42021	48914	54004

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	865	2330	1328	3936	3266
净利润	955	1509	2428	3327	4378
折旧摊销	289	322	235	256	280
财务费用	119	134	119	110	94
投资损失	-163	-132	-149	-163	-188
营运资金变动	-1277	1	-1306	405	-1299
其他经营现金流	943	495	1	1	1
<b>投资活动现金流</b>	3088	-3970	-6	18	103
资本支出	435	449	-83	-106	-195
长期投资	3350	-3650	-2	2	1
其他投资现金流	6874	-7171	-90	-86	-91
<b>筹资活动现金流</b>	-2812	5315	-504	-361	-379
短期借款	-483	1084	0	0	0
长期借款	-101	289	-143	-150	-172
普通股增加	0	164	0	0	0
资本公积增加	157	2101	0	0	0
其他筹资现金流	-2385	1677	-361	-211	-207
<b>现金净增加额</b>	1222	3601	818	3594	2990

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	51653	63038	69405	80232	90101
营业成本	45468	55661	60313	69401	77396
营业税金及附加	93	92	101	117	131
销售费用	1439	1864	2152	2327	2523
管理费用	780	821	1180	1203	1261
研发费用	2348	2635	3748	4413	5046
财务费用	119	134	119	110	94
资产减值损失	-516	-532	-583	-658	-730
其他收益	229	248	273	316	354
公允价值变动收益	0	-4	-1	-1	-1
投资净收益	163	132	149	163	188
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	1027	1743	2797	3797	4920
营业外收入	4	5	5	5	5
营业外支出	0	63	16	20	25
<b>利润总额</b>	1031	1685	2786	3782	4900
所得税	75	176	358	455	523
<b>净利润</b>	955	1509	2428	3327	4378
少数股东损益	27	43	23	45	87
<b>归属母公司净利润</b>	929	1466	2405	3281	4291
EBITDA	1469	2114	3110	4113	5235
EPS (元)	0.64	1.01	1.65	2.26	2.95

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	10.0	22.0	10.1	15.6	12.3
营业利润 (%)	31.0	69.8	60.4	35.8	29.6
归属母公司净利润 (%)	41.0	57.9	64.0	36.5	30.8
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	12.0	11.7	13.1	13.5	14.1
净利率 (%)	1.8	2.3	3.5	4.1	4.8
ROE (%)	9.3	10.2	14.2	16.4	17.8
ROIC	8.9	8.9	12.5	14.7	16.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	64.9	61.3	59.3	58.5	54.5
净负债比率 (%)	-41.7	-44.1	-44.4	-55.7	-58.9
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.9	1.9	1.7	1.8	1.8
应收账款周转率	6.8	6.9	6.9	6.9	6.9
应付账款周转率	3.6	4.0	4.0	4.0	4.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.64	1.01	1.65	2.26	2.95
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.29	2.08	0.91	2.71	2.25
每股净资产 (最新摊薄)	6.84	9.94	11.48	13.67	16.54
<b>估值比率</b>					
P/E	47.07	29.81	18.18	13.32	10.19
P/B	4.39	3.03	2.62	2.20	1.82
EV/EBITDA	27.07	16.01	10.56	7.08	4.98

资料来源: Wind, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%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。