

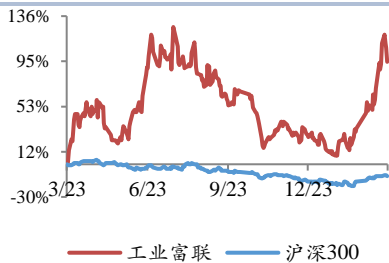
# 算力爆发促进 AI 浪潮，AI 服务器驱动公司成长

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-03-15

收盘价（元）	23.08
近 12 个月最高/最低（元）	26.60/12.05
总股本（百万股）	19,864
流通股本（百万股）	19,835
流通股比例（%）	99.85
总市值（亿元）	4,585
流通市值（亿元）	4,578

## 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

## 主要观点：

### ● 事件

公司发布 2023 年年报，根据公告，公司 23 年全年实现收入 4763.40 亿元，同比减少 6.94%；实现归母净利润 210.40 亿元，同比增长 4.82%；实现扣非归母净利润 202.09 亿元，同比增长 9.77%；毛利率 8.06%，净利率 4.41%。

23Q4，公司实现单季度收入 1475.22 亿元，同比减少 2.15%，环比增长 20.88%；实现单季度归母净利润 75.55 亿元，同比减少 8.72%，环比增长 19.47%；实现单季度扣非归母净利润 66.76 亿元，同比减少 5.49%，环比增长 11.34%；毛利率 8.28%，净利率 5.10%。

### ● 持续提升经营绩效，23 年利润实现同比增长

公司 23 年归母净利润实现同比增长，主要受益于毛利率的提升。23Q4 单季度，公司归母净利润同比下滑，主要系企业扶持资金有所减少。但公司 23Q4 单季度归母净利润环比提升除了受到单季度收入增长拉动外，还受益于其他收益、公允价值变动的影响。

### ● 大模型加速迭代，算力爆发驱动 AI 服务器出货高速增长

2023 年，随着 ChatGPT 持续火爆，大语言模型和生成式 AI 备受关注，各大云服务商不断加码对 AI 相关投入。AI 创新引发的算力竞赛推动硬件基础设施的不断升级扩容。根据 MIC 及 Trendforce，2023 年全球 AI 服务器出货量逾 125 万台，同比增长超过 47%。公司服务器出货量稳居前列，并在产业链关键环节处于行业领先地位。2023 年，公司与全球主要服务器品牌商、国内外云服务器商的合作进一步深化，与客户共同开发并量产高性能 AI 服务器，并向客户提供数据中心先进散热解决方案。

### ● 生成式 AI 高带宽需求增长，带动 IDC 高速交换机及 ISP 路由器升级

公司深耕网络通信多年，在相关领域拥有深厚的技术积累，公司凭借在智能制造、响应速度等方面的优势，市场份额不断提升，推升相关业务实现高速增长。其中，800G 高速交换机已进行 NPI，预计 24 年将开始上量并贡献营业收入，公司产品结构有望得到进一步优化。

### ● 投资建议

我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 253/280/301 亿元，对应 PE 分别为 18.13/16.39/15.24 倍，维持“增持”评级。

### ● 风险提示

AI 行业发展不及预期、客户集中度较高风险、汇率波动风险、行业竞争恶化风险。

## ● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4763	5716	5945	6153
收入同比 (%)	-6.9%	20.0%	4.0%	3.5%
归属母公司净利润	210	253	280	301
净利润同比 (%)	4.8%	20.2%	10.6%	7.5%
毛利率 (%)	8.1%	7.3%	7.3%	7.3%
ROE (%)	15.0%	15.2%	14.4%	13.4%
每股收益 (元)	1.06	1.27	1.41	1.51
P/E	14.26	18.13	16.39	15.24
P/B	2.14	2.76	2.37	2.05
EV/EBITDA	8.95	14.31	12.32	11.10

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2525	2721	2938	3176	<b>营业收入</b>	4763	5716	5945	6153
现金	835	736	874	1041	营业成本	4380	5297	5512	5704
应收账款	885	1080	1123	1162	营业税金及附加	4	5	5	6
其他应收款	9	21	21	22	销售费用	10	11	12	12
预付账款	3	4	4	4	管理费用	42	46	48	49
存货	767	853	888	919	财务费用	-6	-11	-8	-14
其他流动资产	28	28	28	28	资产减值损失	-5	0	0	0
<b>非流动资产</b>	352	438	520	598	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	72	122	172	222	投资净收益	-7	1	15	15
固定资产	177	203	226	245	<b>营业利润</b>	231	276	305	328
无形资产	10	10	11	11	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	93	102	111	120	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	2877	3159	3458	3774	<b>利润总额</b>	231	277	306	329
<b>流动负债</b>	1380	1410	1433	1453	所得税	21	24	26	28
短期借款	411	394	377	360	<b>净利润</b>	210	253	280	301
应付账款	750	736	766	792	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	219	280	291	301	<b>归属母公司净利润</b>	210	253	280	301
<b>非流动负债</b>	91	86	82	78	EBITDA	298	302	338	358
长期借款	71	68	64	61	EPS (元)	1.06	1.27	1.41	1.51
其他非流动负债	20	19	18	17					
<b>负债合计</b>	1471	1496	1515	1530					
少数股东权益	4	4	4	4	<b>主要财务比率</b>				
股本	199	199	199	199	<b>会计年度</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	291	291	291	291	<b>成长能力</b>				
留存收益	912	1169	1448	1749	营业收入	-6.9%	20.0%	4.0%	3.5%
归属母公司股东权益	1402	1659	1938	2239	营业利润	5.5%	19.6%	10.6%	7.5%
<b>负债和股东权益</b>	2877	3159	3458	3774	归属于母公司净利润	4.8%	20.2%	10.6%	7.5%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	8.1%	7.3%	7.3%	7.3%
					净利率 (%)	4.4%	4.4%	4.7%	4.9%
					ROE (%)	15.0%	15.2%	14.4%	13.4%
					ROIC (%)	11.4%	11.4%	11.4%	10.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	51.1%	47.4%	43.8%	40.6%
					净负债比率 (%)	104.6%	90.0%	78.0%	68.2%
					流动比率	1.83	1.93	2.05	2.19
					速动比率	1.26	1.31	1.41	1.54
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.67	1.89	1.80	1.70
					应收账款周转率	5.12	5.82	5.40	5.39
					应付账款周转率	6.07	7.13	7.34	7.32
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.06	1.27	1.41	1.51
					每股经营现金流 (摊薄)	2.17	0.30	1.44	1.57
					每股净资产	7.06	8.35	9.76	11.27
					<b>估值比率</b>				
					P/E	14.26	18.13	16.39	15.24
					P/B	2.14	2.76	2.37	2.05
					EV/EBITDA	8.95	14.31	12.32	11.10

现金流量表				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	431	60	285	312
净利润	210	253	280	301
折旧摊销	60	37	40	44
财务费用	25	22	22	21
投资损失	7	-1	-15	-15
营运资金变动	128	-249	-38	-35
其他经营现金流	84	499	315	333
<b>投资活动现金流</b>	-46	-119	-104	-104
资本支出	-87	-63	-63	-63
长期投资	37	-52	-52	-52
其他投资现金流	4	-3	11	11
<b>筹资活动现金流</b>	-247	-44	-43	-42
短期借款	-94	-17	-17	-17
长期借款	36	-3	-3	-3
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	7	0	0	0
其他筹资现金流	-196	-24	-22	-21
<b>现金净增加额</b>	142	-99	138	166

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 陈耀波, 华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士, 有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管, 博时基金投资部等, 具有 8 年买方投研经验

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。