

评级: 买入 (维持)

市场价格: 36.81

分析师: 闻学臣

执业证书编号: S0740519090007

Email: wenxc@zts.com.cn

分析师: 苏仪

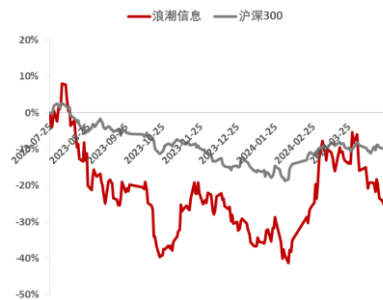
执业证书编号: S0740520060001

Email: suyi@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1472.14
流通股本(百万股)	1470.24
市价(元)	36.81
市值(百万元)	54189.29
流通市值(百万元)	54119.67

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	69,635	65,867	75,966	87,703	99,473
增长率 yoy%	3.9%	-5.4%	15.3%	15.5%	13.4%
净利润	2,086	1,783	2,066	2,606	3,265
增长率 yoy%	4.2%	-14.5%	15.9%	26.2%	25.3%
每股收益(元)	1.42	1.21	1.40	1.77	2.22
每股现金流量	1.23	0.35	1.46	1.75	1.75
净资产收益率	11.8%	9.8%	10.3%	11.7%	12.9%
P/E	26.0	30.4	26.2	20.8	16.6
P/B	3.1	3.0	2.8	2.5	2.2

备注: 股价为 2024 年 4 月 24 日收盘价

投资要点

- 投资事件:** 公司发布 2023 年年报: 2023 年营业收入 658.67 亿元, 同比下降 5.41%; 归母净利润 17.83 亿元, 同比下降 14.54%; 扣非归母净利润 11.18 亿元, 同比下降 35.87%。2023 年单 Q4 营业收入 177.70 亿元, 同比增长 5.34%; 归母净利润 9.96 亿元, 同比增长 84.47%; 扣非归母净利润 6.89 亿元, 同比增长 103.13%。
- 公司单 Q4 营收实现增长, 归母净利润实现高增。** 2023 年营业收入 658.67 亿元, 同比下降 5.41%, 分业务来看, 服务器及部件业务实现收入 652.40 亿元, 同比下降 5.53%; IT 终端及散件实现收入 3.93 亿元, 同比增长 29.77%。单 Q4 营业收入 177.70 亿元, 同比增长 5.34%。2023 年公司归母净利润 17.83 亿元, 较上年下降 14.54%; 经营活动产生的现金流量净额 5.20 亿元, 较上年下降 71.30%, 主要系本期经营备货增加, 采购付款增多所致。单 Q4 归母净利润 9.96 亿元, 同比增长 84.47%。
- 营业成本有所下降, 单 Q4 毛利率有所回升。** 公司 2023 年毛利率为 10.04%, 相较于 2022 年同期下降了 1.14pcts。公司第四季度毛利率为 11.05%, 同比提升 2.51pcts。2023 年公司的销售费用/管理费用/研发费用分别为 14.55/7.65/30.71 亿元, 其中销售费用 and 研发费用分别下降 3.62% 和 3.95%, 管理费用同比提升 4.46%。公司营业成本 592.54 亿元, 较上年下降 4.21%。
- 公司引领前沿创新, 践行绿色“双碳”。** 2023 年, 公司提出了以数据为中心的体系结构, 完成了融合架构 3.0 原型系统的开发设计, 实现了“DataCenter as a Computer”, 有效缓解当前数据中心算力瓶颈。由于采用了公司自研业界首款内部总线核心交换和 PCIe/CXL 光互连技术, 融合架构 3.0 异构加速器计算单元之间的平均数据访问延迟降低 80%, 同时可扩展 2 倍的内存容量, 以开创性的系统架构设计实现了计算资源、存储资源、内存资源、异构加速资源等核心 IT 资源彻底解耦与池化, 可实现 CPU、GPU、FPGA、各种加速芯片的算力协同。持续践行“Allin 液冷”战略, 推进数据中心绿色降碳。在产品层面, 发布全栈液冷产品, 实现通用服务器、高密度服务器、整机柜服务器、AI 服务器四大系列全线产品均支持冷板式液冷, 并持续进行全液冷机柜、机柜式冷量分配单元等创新, 数据中心产品体系不断完善。
- 投资建议:** 考虑到国际局势风险和经济恢复或不及预期, 我们调整盈利预测, 预计 2024-2026 年公司收入分别为 759.66/877.03/994.73 亿元 (之前 2024-2025 年预测值为 854.32/998.37 亿元), 归母净利润分别为 20.66/26.06/32.65 亿元 (之前 2024-2025 年归母净利润为 24.14/31.20 亿元), 对应 PE 分别为 26.2/20.8/16.6 (之前 2024-2025 年 PE 为 17.9/13.9)。给予公司“买入”评级。
- 风险提示:** 新市场开拓风险, 公司业务进展不及预期, 市场竞争加剧, 原材料供应风

险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,013	22,790	26,311	29,842	营业收入	65,867	75,966	87,703	99,473
应收票据	508	586	677	768	营业成本	59,254	67,483	77,736	87,966
应收账款	9,111	11,775	12,892	14,324	税金及附加	154	178	205	233
预付账款	841	675	155	176	销售费用	1,455	1,671	1,903	2,139
存货	19,115	17,583	19,920	22,139	管理费用	765	722	833	925
合同资产	0	0	0	0	研发费用	3,071	3,343	3,833	4,327
其他流动资产	2,831	3,257	3,752	4,249	财务费用	-203	291	365	358
流动资产合计	44,419	56,666	63,708	71,498	信用减值损失	72	-180	-200	-220
其他长期投资	86	86	86	86	资产减值损失	-450	-350	-300	-250
长期股权投资	412	412	412	412	公允价值变动收益	-9	0	0	0
固定资产	2,045	1,754	1,505	1,291	投资收益	126	100	100	100
在建工程	152	152	152	152	其他收益	717	300	300	300
无形资产	337	333	330	328	营业利润	1,826	2,150	2,728	3,456
其他非流动资产	669	672	675	678	营业外收入	5	7	7	7
非流动资产合计	3,701	3,411	3,161	2,947	营业外支出	4	1	1	1
资产合计	48,120	60,076	66,869	74,445	利润总额	1,827	2,156	2,734	3,462
短期借款	2,052	11,013	12,462	13,973	所得税	31	75	109	173
应付票据	2,714	1,485	1,477	1,495	净利润	1,796	2,081	2,625	3,289
应付账款	9,148	11,472	13,604	15,834	少数股东损益	13	15	19	24
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,783	2,066	2,606	3,265
合同负债	1,913	1,899	2,193	2,487	NOPLAT	1,597	2,361	2,975	3,629
其他应付款	267	267	267	267	EPS (按最新股本摊薄)	1.21	1.40	1.77	2.22
一年内到期的非流动负债	1,664	1,664	1,664	1,664					
其他流动负债	3,506	3,532	4,028	4,506					
流动负债合计	21,263	31,331	35,694	40,225					
长期借款	8,126	8,326	8,426	8,476					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	445	445	445	445					
非流动负债合计	8,572	8,772	8,872	8,922					
负债合计	29,835	40,103	44,566	49,147					
归属母公司所有者权益	17,947	19,620	21,932	24,902					
少数股东权益	338	353	372	396					
所有者权益合计	18,285	19,973	22,304	25,298					
负债和股东权益	48,120	60,076	66,869	74,445					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	520	2,149	2,579	2,571
现金收益	1,949	2,714	3,291	3,912
存货影响	-4,090	1,532	-2,338	-2,219
经营性应收影响	1,286	-2,226	-389	-1,293
经营性应付影响	1,391	1,095	2,124	2,249
其他影响	-16	-965	-109	-77
投资活动现金流	-585	52	52	52
资本支出	-436	-48	-49	-49
股权投资	-52	0	0	0
其他长期资产变化	-97	100	101	101
融资活动现金流	2,940	8,576	890	908
借款增加	2,550	9,161	1,550	1,560
股利及利息支付	-702	-1,098	-1,406	-1,579
股东融资	133	0	0	0
其他影响	959	513	746	927

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-5.4%	15.3%	15.5%	13.4%
EBIT增长率	-27.9%	50.6%	26.7%	23.3%
归母公司净利润增长率	-14.5%	15.9%	26.2%	25.3%
获利能力				
毛利率	10.0%	11.2%	11.4%	11.6%
净利率	2.7%	2.7%	3.0%	3.3%
ROE	9.8%	10.3%	11.7%	12.9%
ROIC	5.5%	6.1%	7.0%	7.8%
偿债能力				
资产负债率	62.0%	66.8%	66.6%	66.0%
债务权益比	67.2%	107.4%	103.1%	97.1%
流动比率	2.1	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.3
应收账款周转天数	55	49	51	49
应付账款周转天数	56	55	58	60
存货周转天数	104	98	87	86
每股指标(元)				
每股收益	1.21	1.40	1.77	2.22
每股经营现金流	0.35	1.46	1.75	1.75
每股净资产	12.19	13.33	14.90	16.92
估值比率				
P/E	30	26	21	17
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	731	519	426	354

数据来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。