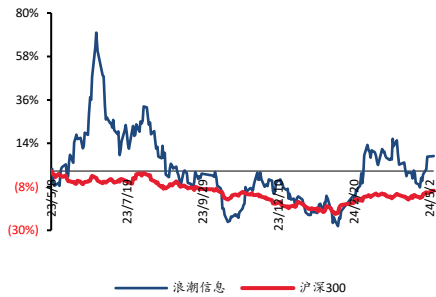


AI 基础设施需求旺盛，公司充分受益

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 14.72/14.72
 总市值/流通(亿元) 603.58/603.58
 12个月内最高/最低价(元) 66.22/26.62

相关研究报告

<<业绩稳步增长，充分受益人工智能算力需求>>—2023-04-13
 <<ChatGPT 及类生态爆火，公司潜在需求量增加>>—2023-02-15
 <<业绩稳步增长，数字经济时代下公司有望充分受益>>—2022-11-01

证券分析师：曹佩

电话：

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520080001

事件：公司发布 2023 年年报，收入 658.67 亿元，同比减少 5.41%；归母净利润 17.83 亿元，同比减少 14.54%。

公司发布 2024 年一季报，收入 176.07 亿元，同比增加 85.32%；归母净利润 3.06 亿元，同比增加 64.39%。

AI 芯片龙头英伟达高歌猛进，产业链受益。得益于大模型对 AI 算力芯片的需求，2024 财年，英伟达收入 609.22 亿美元，同比增长 125.85%；净利润 297.60 亿美元，同比增长 581.32%。除了在手的 H100 芯片，未来 B100 芯片的发售将持续为行业带来高速增长，AI 产业链有望充分受益。国内对算力的需求预计同样保持旺盛。

公司持续保持行业领先地位。根据 Gartner、IDC 发布的最新数据，2023 年，服务器全球第二，中国第一；2023 年，存储全球前三，中国第一；2023 年，液冷服务器中国第一。公司发布了最新一代融合架构的 AI 训练服务器 NF5688G7，较上代平台大模型实测性能提升近 7 倍。

计算需求仍然旺盛，进入大模型领域打造差异性。由于大模型的拉动和行业的复苏，AI 服务器以及存储的需求未来仍然保持旺盛。公司 2023 年发布的“源 2.0”基础大模型，包括 1026 亿、518 亿、21 亿等三种参数规模的模型，是首个全面开源的千亿参数模型。公司持续推动源大模型在文生图、多模态领域技术创新，在智能客服、智慧政务、智能文创领域持续推动产业落地应用。

投资建议：AI 算力需求预计仍然保持旺盛。预计 2024-2026 年公司的 EPS 分别为 1.40\1.73\2.04 元，维持“买入”评级。

风险提示：AI 服务器不及预期；海外发展不及预期；行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 65866.59 | 75746.58 | 87108.56 | 97561.59 |

| | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入增长率(%) | -5.26% | 15.00% | 15.00% | 12.00% |
| 归母净利(百万元) | 1782.78 | 2067.80 | 2541.66 | 3010.07 |
| 净利润增长率(%) | -14.30% | 15.99% | 22.92% | 18.43% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.21 | 1.40 | 1.73 | 2.04 |
| 市盈率(PE) | 34 | 29 | 24 | 20 |

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

| 利润表 (百万 元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 现金流量表 (百万 元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|------------------|----------|---------|----------|----------|
| 营业收入 | 65866.59 | 75746.58 | 87108.56 | 97561.59 | 净利润 | 1795.83 | 2061.42 | 2541.66 | 3010.07 |
| 营业成本 | 59254.29 | 67414.45 | 77526.62 | 86829.81 | 折旧与摊销 | 355.84 | 352.17 | 283.81 | 284.48 |
| 营业税金及附加 | 154.01 | 757.47 | 871.09 | 975.62 | 财务费用 | -202.65 | 287.29 | 397.14 | 403.34 |
| 销售费用 | 1454.95 | 1666.42 | 1829.28 | 1951.23 | 资产减值损失 | -449.77 | -300.00 | -300.00 | -300.00 |
| 管理费用 | 765.35 | 833.21 | 958.19 | 1073.18 | 经营营运资本变动 | 87.95 | - | -3624.87 | -2459.07 |
| 财务费用 | -202.65 | 287.29 | 397.14 | 403.34 | 其他 | -1066.82 | 263.50 | 293.69 | 300.06 |
| 资产减值损失 | -449.77 | -300.00 | -300.00 | -300.00 | 经营活动现金流净额 | 520.38 | - | -408.58 | 1238.88 |
| 投资收益 | 126.33 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 资本支出 | 117.66 | -10.00 | -10.00 | -10.00 |
| 公允价值变动损益 | -9.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -703.04 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -585.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 2653.74 | 2064.89 | 2577.69 | 3040.82 | 短期借款 | -2902.76 | 7294.34 | 3296.34 | 1523.31 |
| 其他非经营损益 | -826.82 | -3.46 | -0.67 | -1.28 | 长期借款 | 3904.68 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1826.92 | 2061.42 | 2577.01 | 3039.54 | 股权融资 | 126.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 31.09 | 0.00 | 35.36 | 29.47 | 支付股利 | -219.56 | -188.15 | -218.23 | -268.24 |
| 净利润 | 1795.83 | 2061.42 | 2541.66 | 3010.07 | 其他 | 2031.47 | - | -397.14 | -403.34 |
| 少数股东损益 | 13.04 | -6.38 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 2940.16 | 5057.55 | 2680.97 | 851.72 |
| 归属母公司股东 净利润 | 1782.78 | 2067.80 | 2541.66 | 3010.07 | 现金流量净额 | 2909.57 | 3136.45 | 2272.40 | 2090.61 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百 万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务分析指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 12012.86 | 15149.32 | 17421.71 | 19512.32 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 10525.49 | 12852.03 | 14593.53 | 16247.81 | 销售收入增长率 | -5.26% | 15.00% | 15.00% | 12.00% |
| 存货 | 19114.57 | 21862.12 | 25274.41 | 28405.51 | 营业利润增长率 | -9.83% | -22.19% | 24.83% | 17.97% |
| 其他流动资产 | 2765.79 | 3059.19 | 3510.23 | 3925.18 | 净利润增长率 | -12.64% | 14.79% | 23.30% | 18.43% |
| 长期股权投资 | 287.16 | 287.16 | 287.16 | 287.16 | EBITDA 增长率 | -17.35% | -3.66% | 20.50% | 14.42% |
| 投资性房地产 | 85.83 | 85.83 | 85.83 | 85.83 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建 工程 | 2197.35 | 2005.84 | 1813.67 | 1620.83 | 毛利率 | 10.04% | 11.00% | 11.00% | 11.00% |
| 无形资产和开发 支出 | 442.20 | 360.56 | 278.92 | 197.28 | 期间费率 | 7.73% | 8.08% | 7.86% | 7.71% |

| | | | | | | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| 其他非流动资产 | 688.38 | 619.35 | 619.35 | 619.35 | 净利率 | 2.73% | 2.72% | 2.92% | 3.09% |
| 资产总计 | 48119.62 | 56281.39 | 63884.81 | 70901.27 | ROE | 9.82% | 10.28% | 11.36% | 11.98% |
| 短期借款 | 2051.62 | 9345.96 | 12642.30 | 14165.61 | ROA | 3.73% | 3.66% | 3.98% | 4.25% |
| 应付和预收款项 | 13044.44 | 15355.73 | 16897.19 | 19241.71 | ROIC | 7.89% | 7.04% | 7.45% | 7.70% |
| 长期借款 | 8126.21 | 8126.21 | 8126.21 | 8126.21 | EBITDA/销售收入 | 4.26% | 3.57% | 3.74% | 3.82% |
| 其他负债 | 6612.77 | 3393.40 | 3835.59 | 4242.40 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 29835.04 | 36221.30 | 41501.29 | 45775.93 | 总资产周转率 | 1.48 | 1.45 | 1.45 | 1.45 |
| 股本 | 1472.14 | 1472.14 | 1472.14 | 1472.14 | 固定资产周转率 | 40.41 | 38.86 | 49.57 | 62.35 |
| 资本公积 | 6822.43 | 6822.43 | 6822.43 | 6822.43 | 应收账款周转率 | 6.54 | 7.35 | 7.13 | 7.13 |
| 留存收益 | 9554.35 | 11434.00 | 13757.43 | 16499.25 | 存货周转率 | 3.31 | 3.16 | 3.18 | 3.14 |
| 归属母公司股东权益 | 17946.67 | 19728.56 | 22051.99 | 24793.82 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 123.12% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 337.91 | 331.53 | 331.53 | 331.53 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 18284.58 | 20060.09 | 22383.52 | 25125.34 | 资产负债率 | 62.00% | 64.36% | 64.96% | 64.56% |
| 负债和股东权益合计 | 48119.62 | 56281.39 | 63884.81 | 70901.27 | 带息债务/总负债 | 34.11% | 48.24% | 50.04% | 48.70% |
| 业绩和估值指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 流动比率 | 2.09 | 1.91 | 1.85 | 1.83 |
| EBITDA | 2806.94 | 2704.34 | 3258.63 | 3728.64 | 速动比率 | 1.19 | 1.12 | 1.08 | 1.07 |
| PE | 33.86 | 29.19 | 23.75 | 20.05 | 每股指标 | | | | |
| PB | 3.30 | 3.01 | 2.70 | 2.40 | 每股收益 | 1.21 | 1.40 | 1.73 | 2.04 |
| PS | 0.92 | 0.80 | 0.69 | 0.62 | 每股净资产 | 12.42 | 13.63 | 15.20 | 17.07 |
| EV/EBITDA | 21.16 | 22.88 | 19.30 | 16.72 | 每股经营现金 | 0.35 | -1.30 | -0.28 | 0.84 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。