

亮剑 AI 算力浪潮之巅

2024年09月02日

➤ **全球 AI 服务器产业当之无愧的领军者。**浪潮信息的前身为 1983 年成立山东计算机服务公司,1983 年研制了中国第一台微型计算机,打破了国外在 PC 领域的垄断,也为国内 IT 产业发展拉开序幕。公司自 2017 年以来连续 6 年保持中国服务器市占率第一的地位,同时在全球服务器市场中的市占率持续攀升,根据 IDC 数据公司在 2023Q3 期间保持全球服务器市占率 9.1%,位居全球第二。

➤ **24Q2 收入创历史新高,利润弹性或被低估。**浪潮信息 2024H1 实现营收 420.6 亿元,同比增长 68%,其中 24Q2 单季度收入创历史新高。而另一方面由于大量的备货和应收账款科目的增加,公司在 2024H1 计提了大量资产减值损失、信用减值损失,进而影响了公司中报表观净利润水平。若考虑到 24Q2 公司合计计提 3.21 亿元两项减值损失,公司二季度实际利润或超过 6 亿元,预计 2024 年全年公司表观净利率有望回归正常水平。

➤ **公司真正核心竞争力体现在:**

➤ **1) JDM 模式下强大的供应链管理与交付能力,**公司与核心客户互联网厂商合作推出 JDM 模式,使得整体服务器从研发到交付流程大幅缩短,进一步巩固浪潮作为服务器龙头的核心优势。在 2022 年一季度全球供应链受到冲击面临“缺芯”的背景下,公司迅速感知下游客户需求,完成大量原材料备货,因此能够在非常时刻满足客户需求拿下大量订单,创下公司历史上一季度收入新高。

➤ **2) 多年龙头地位奠定稳固上下游合作关系。**无论海外还是国产 AI 芯片龙头均是深度合作伙,公司与服务器产业链上游(海内外芯片厂商)、下游(国内外大型云厂商)长期保持深度合作关系,共同研发最新一代服务器产品;

➤ **3) 规模效应进一步加宽“护城河”,前瞻把握服务器发展趋势。**随着公司完成互联网客户的开拓,公司在服务器领域的龙头地位保持稳固,规模效应也开始逐步显现,在保持了卓越的费用控制能力下,公司的净利率保持多年攀升势头,近年来维持在 3%附近;规模优势确保在 AI 领域公司持续投入,维持在 AI 服务器领域的技术领先优势,较早践行“ALL IN 液冷”的战略规划,2023 年公司液冷服务器以 37%的份额占据国内首位。

➤ **投资建议:**预计公司 2024-2026 年营收分别为 804.82、913.15、1027.32 亿元,同比增速分别为 22.2%、13.5%、12.5%;实现归母净利润分别为 23.39、26.72、30.86 亿元,同比增速分别为 31.2%、14.3%、15.5%。当前市值对应 24-26 年 PE 分别为 20、17、15 倍。考虑到国内算力行业仍然维持较高景气度,公司作为国内算力龙头有望充分受益,当前估值仍有提升空间。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:**行业竞争加剧的风险、海外芯片政策发生变化、AI 科技迭代不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	65,867	80,482	91,315	102,732
增长率(%)	-5.4	22.2	13.5	12.5
归属母公司股东净利润(百万元)	1,783	2,339	2,672	3,086
增长率(%)	-14.5	31.2	14.3	15.5
每股收益(元)	1.21	1.59	1.81	2.10
PE	26	20	17	15
PB	2.6	2.3	2.1	1.8

资料来源:Wind,民生证券研究院预测;(注:股价为 2024 年 9 月 2 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

31.40 元



分析师 吕伟

执业证书: S0100521110003

邮箱: lvwei_yj@mszq.com

分析师 丁辰晖

执业证书: S0100522090006

邮箱: dingchenhui@mszq.com

相关研究

1.浪潮信息(000977.SZ) 2024 年中报业绩点评: Q2 营收超预期增长,利润弹性或被低估-2024/08/25

2.浪潮信息(000977.SZ) 2024 半年报业绩预告点评: Q2 收入创历史新高,利润弹性或更高-2024/07/10

3.浪潮信息(000977.SZ) 2024 年一季报点评: 业绩再超预期,合同负债&存货高增印证需求景气-2024/05/05

4.浪潮信息(000977.SZ) 2023 年年报点评: 23Q4 业绩强势逆转,服务器龙头地位稳固-2024/04/20

5.浪潮信息(000977.SZ) 公司事件点评: 市场或低估 AI 服务器业务高增持续性-2024/03/17

目录

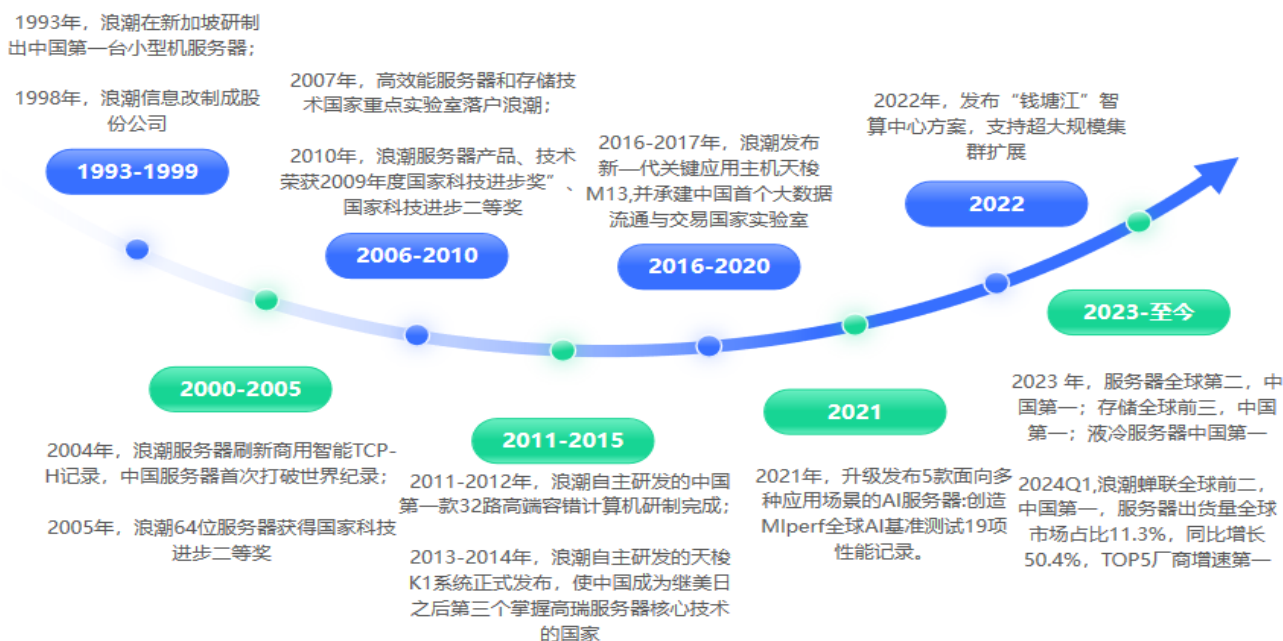
1 全球 AI 服务器当之无愧的领军者	3
1.1 中国服务器产业的开拓者	3
1.2 产品矩阵：前瞻布局，AI、液冷处于领先身位	4
1.3 2024 年迎来服务器行业周期底部拐点	8
2 迎接全球服务器大周期拐点与国内智算建设高峰	11
2.1 市场回顾：全球及中国服务器行业复盘	11
2.2 服务器厂商份额：浪潮成长为全球 TOP2 服务器厂商	12
2.3 AI 服务器：算力时代下，服务器市场的未来增长焦点	13
2.4 需求侧拆解：云厂商是全球服务器的主要需求	15
3 浪潮信息：AI 时代的竞争优势来源	17
3.1 JDM 模式下，浪潮具备业界领先的供应链能力	17
3.2 深度合作产业链，GPU 巨头与国产 AI 芯片新锐均有深度合作	19
3.3 规模效应持续显现，净利率有望保持较高水平	20
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测假设与业务拆分	24
4.2 估值分析	26
5 风险提示	27
插图目录	29
表格目录	30

1 全球 AI 服务器当之无愧的领军者

1.1 中国服务器产业的开拓者

揭开中国 IT 序幕，已稳居中国服务器第一。浪潮信息的前身为 1983 年成立山东计算机服务公司，1983 年研制了中国第一台微型计算机，打破了国外在 PC 领域的垄断，也为国内 IT 产业发展拉开序幕；随后浪潮前身在 1993 年研制出中国第一台小型机服务器，实现国产服务器从 0 到 1 的突破。2000 年 6 月 8 日在深圳证券交易所主板上市。目前，公司已经成长为国内服务器行业的绝对龙头，根据 IDC2023 年数据，浪潮信息服务器市占率为全球第二、中国第一。

图1：浪潮信息发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

背靠山东国资委，股权结构稳定。公司控股股东为浪潮集团，其最终实际控制人为山东省国资委，国资背景叠加集团一体化经营，优势明显。浪潮集团业务涵盖云数据中心、云服务大数据、智慧城市、智慧企业四大产业群组，为全球 100 多个国家和地区提供 IT 产品和服务。

管理层深耕服务器的同时兼具复合背景。公司在 2012 年至今的高速发展期，有三任董事长，其中张磊在 2012-2021 年 10 年间担任董事长，2021 年 7 月至今经历了王恩东院士和彭震两任董事长,但都是浪潮集团的内部调动，贯彻了集团的稳定性和调整精神。

图2：浪潮信息近年董事长变动及其履历情况



资料来源：浪潮信息公司公告，民生证券研究院

1.2 产品矩阵：前瞻布局，AI、液冷处于领先身位

浪潮信息具备通用、边缘、人工智能、液冷等多个服务器产品线。多年服务器领域深耕，已形成完善的服务器产品线：其中，通用服务器产品适配 Intel、AMD、AMR 三种芯片对最新 Intel 第五代可扩展处理器、AMDMilan 系列都进行了适配；人工智能服务器方面，包括 GPU 服务器、管理平台，支持多种主流 AI 加速卡和领先深度学习框架，灵活适配业务场景；边缘服务器方面，产品支持灵活部署，具有低功耗、环境适应能力更强的特点。

图3：浪潮信息 STAN 主要产品线情况



资料来源：浪潮信息公司官网，民生证券研究院

通用服务器：浪潮最新产品，兼具高性能低能耗，在业界首次实现千亿大模型运行。浪潮信息生态伙伴大会(IPF2024)上，浪潮信息与 Intel 联合发布 AI 通用服务器 NF8260G7，在业界首次实现服务器基于通用处理器支持千亿参数大模型的运行。AI 通用服务器 NF8260G7 在 2U 空间支持 4 颗英特尔至强处理器，具有 AMX (高级矩阵扩展) 的 AI 加速功能，内存带宽 1200GB/S，全链路 UPI 总线互连，传输速率高达 16GT/s，能够更好满足千亿大模型低延时要求。例如在 LLM 推理过程中，可以大幅提升模型响应速度，吞吐速度最高提升 2.7 倍。

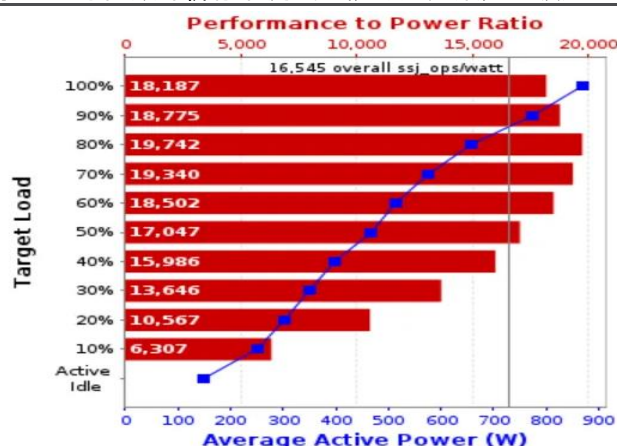
图4：浪潮云脑服务器 NF5280G7 刷新世界纪录

SPECpower_ssj® 2008

Hardware Vendor	System	Result	Processor	Processor MHz
IEIT Systems Co., Ltd.	NF5280M7	17791	Intel Xeon Platinum 8592+ Processor 1.90 GHz	1900
Hardware Vendor	System	Result	Processor	Processor MHz
Hardware Vendor	System	Result	Processor	Processor MHz
Hardware Vendor	System	Result	Processor	Processor MHz

资料来源：浪潮信息微信公众号，民生证券研究院

图5：全球能效评价标准测试：浪潮通用服务器领先



资料来源：浪潮信息微信公众号，民生证券研究院

图6：浪潮信息通用服务器 NF8260G7 首次实现通用支持千亿大模型运行

IPF2024 10th Anniversary

AI通用服务器 支持千亿参数大模型运行

深度调优 实现AI推理多元化

- 模型显化**：在精度几乎无损情况下，将102B模型进行NF4归一化数据显化，模型容量缩小至1/4
- 极致优化**：运行千亿参数大模型推理时延~100ms，对业界领先水平
- 张量并行**：通过 DeepSpeed 张量并行，提升4倍的计算效率



NF8260G7
运行“源2.0”千亿参数大模型

加速AI部署 释放算力潜能

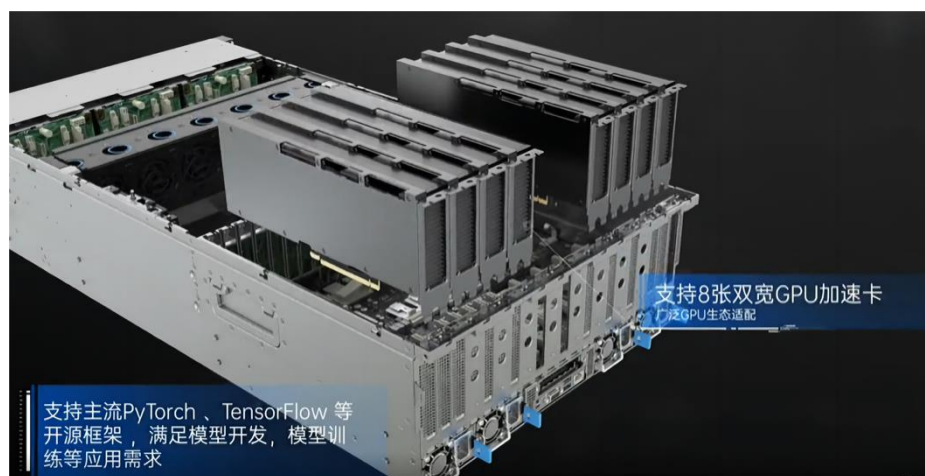
- 高性能**：4颗 Eagle Stream CPU，内置AMX加速器，提供 430 TOPS/INT8，215 TFLOPS/BF16智能算力
- 高带宽**：全链路UPI总线互连，传输速率16GT/s，1200GB/s内存带宽，满足千亿参数大模型低延时要求
- 高扩展**：可扩展2张最新AI加速卡，实现更大规模模型的推理和训练能力

资料来源：浪潮信息公众号，民生证券研究院

AI 服务器：前瞻布局，产品持续迭代升级。2024 年 5 月，发布新一代 AI 服

务器 NF5468H7，支持 8 张双宽 AI 加速卡，一旦量产交付将极大助力营收。**NF5468H7 实现了全面的 GPU 生态适配，适应 AI 算力发展浪潮。**支持主流 PyTorch、TensorFlow、PaddlePaddle 等开源框架，满足模型开发，模型训练等应用需求。而其广泛的生态适配，让 NF5468H7 可以兼容各种国内主流的高端 AI 芯片，可为智算中心、党政、金融、通信等关键行业提供大模型训练、图像识别、智能推荐、语音分析、量化交易等诸多核心应用场景的安全算力支撑。

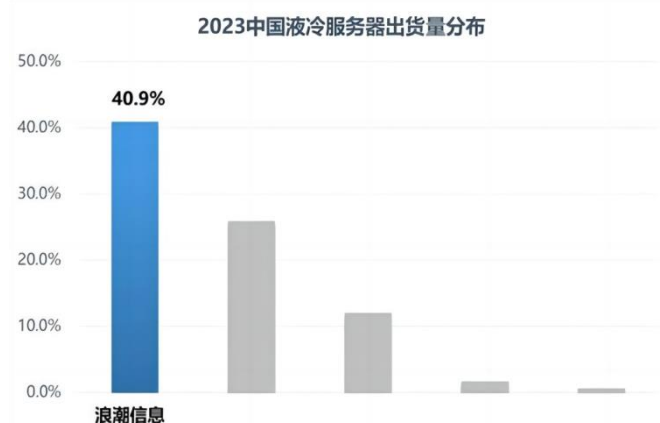
图7：浪潮信息最新 AI 服务器 NF5468H7



资料来源：浪潮信息公司官网，民生证券研究院

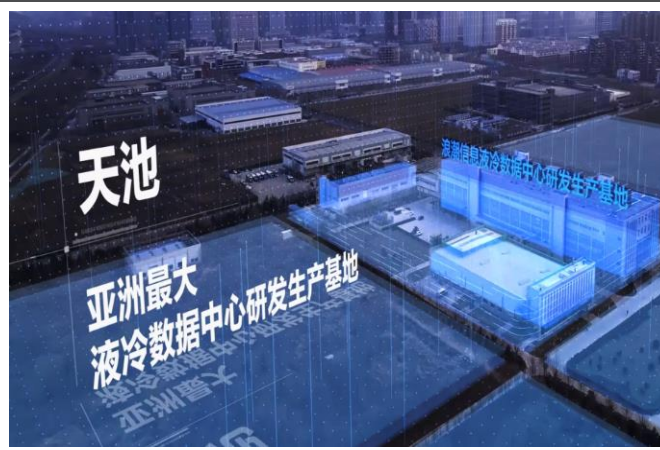
液冷服务器：2023 年浪潮销售额和出货量市占率中国第一。根据 IDC 数据，2023 年浪潮信息液冷服务器销售额 5.2 亿美元，市场份额 36.8%;出货量 6.6 万台，市场份额 40.9%，2023 全年，浪潮信息液冷服务器销售额和出货量双双位居中国第一。

图8：2023 中国液冷服务器出货量厂商分布情况



资料来源：IDC，民生证券研究院

图9：浪潮信息在天池建立了亚洲最大液冷基地



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

持续践行“Allin 液冷”战略，液冷产品线实现全栈液冷产品。在产品层面，发布全栈液冷产品，包含液冷 IT 设备、风冷 IT 设备、液冷一次二次侧、数据中心基础设施等，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；在系统方案层面，提供液冷数据中心全生命周期整体解决方案，为用

户全方位打造绿色节能数据中心交钥匙工程；并建成亚洲最大的液冷数据中心研发生产基地，构筑了研发、测试、生产、品控、交付的全链条液冷智造能力，年产能超 10 万台。

图10：浪潮信息液冷产品布局



资料来源：浪潮信息官网，民生证券研究院

2024 年发布新品 NF5180G7，业界首款 50 度进液温度服务器，每年可减少 50% 电力支出。NF5180G7 成为业界首个可支持浸没式液冷 50°C 进液温度的服务器。NF5180G7 是一款超高密度服务器，在 1U 空间内达到了性能、密度、扩展性最大化设计，支持 2 颗最高 64 核心 350W 最新英特尔至强可扩展处理器，最大支持 32 个 DDR5 内存，业界最高性能并行存储，支持 4 个单宽 GPU。

图11：浪潮信息发布新品液冷服务器 NF5180G7



资料来源：浪潮信息官网，民生证券研究院

图12：新品液冷服务器 NF5180G7 卓越性能

进液温度	40°C	45°C	50°C
年水泵运行费用 (运行电费按0.7元计算)	2108.46万元	1546.15万元	1053.85万元
冷却塔年平均运行功率 (运行电费按0.7元计算)	667.69万元	386.15万元	386.15万元
年OPEX降低 (对比40°C)		843.85万元	1336.15万元

资料来源：浪潮信息官网，民生证券研究院

边缘计算服务器；浪潮连续 4 年蝉联中国第一，2023 年市占率 48%。根据 IDC 的数据，2023 年中国边缘计算市场保持高速增长，同比增长 17%。其中浪潮信息边缘计算服务器连续 4 年蝉联中国第一，市占率 48% 领跑中国市场。

目前，浪潮信息基于在服务器架构设计、严苛散热和高端智造等领域的领先优势 and 创新能力，已经构建了“4+3+x”全栈产品家族，包括 4 大边缘计算硬件产

品系列、3大管理软件、以及边缘 AI、云边协同、超融合等多种解决方案。其中，面向边缘 AI、数据分析、网络等场景，全新边缘服务器 NE5260G7 拥有极致的边缘算力性能，支持第五代英特尔®至强®处理器，内置英特尔®AMX 和多种加速器，平均性能较上一代大幅提升 21%

图13：浪潮信息“4+3+x”边缘计算产品布局

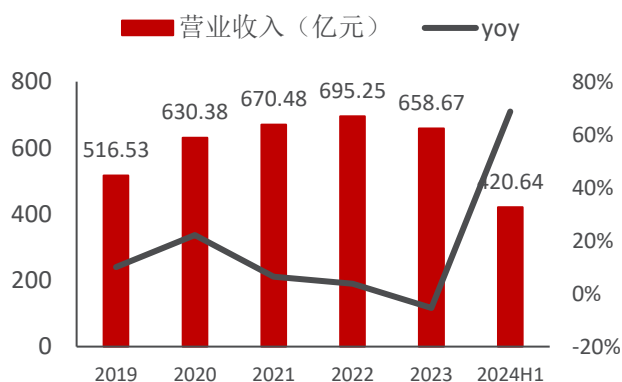


资料来源：浪潮信息公司官网，民生证券研究院

1.3 2024 年迎来服务器行业周期底部拐点

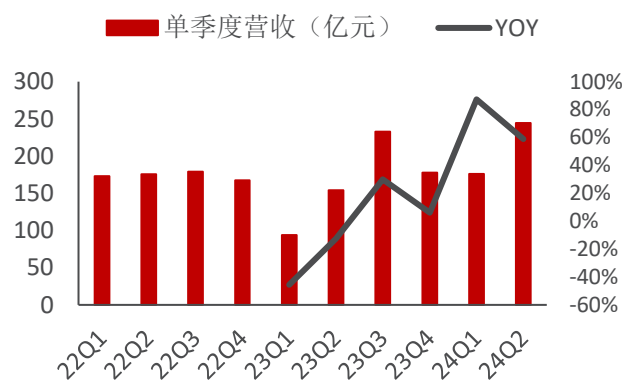
2024 年收入高速增长，二季度营收创单季度历史新高。浪潮在 2024 年迎来收入端的大幅回暖，2024H1 公司营收 420.64 亿元，同比增长 69%；其中 24Q2 公司单季度实现营收 244.57 亿元，同比增长 59%的同时单季度营收创下历史新高。得益于中美算力投资周期的错位，在 2024 年中国迎来算力建设高峰。

图14：2019-2024H1 年浪潮营业收入及增速情况



资料来源：wind，民生证券研究院

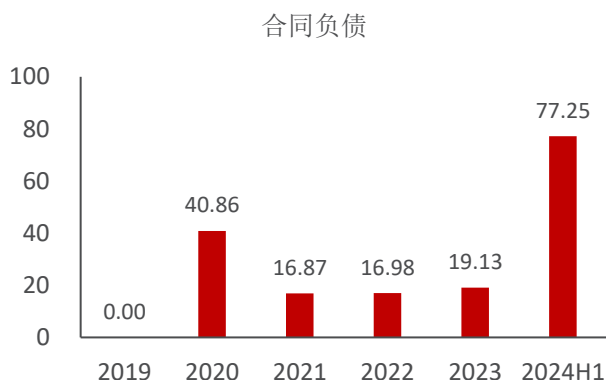
图15：2022-2024Q2 公司单季度营收情况



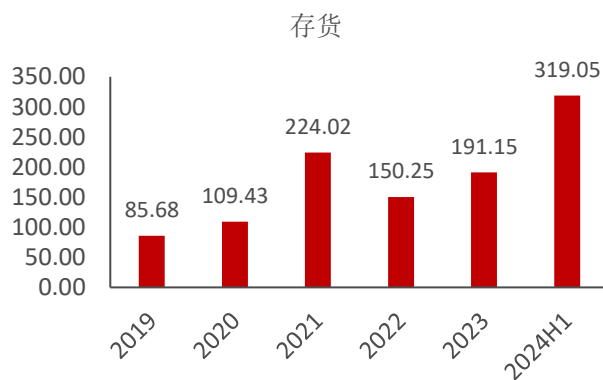
资料来源：wind，民生证券研究院

合同负债&存货等指标预示公司业绩有望更进一步。2024H1 浪潮信息合同负债科目金额达到 77.25 亿元，相较于 2024 年初增长 304%；另一方面公司为了应对服务器订单的大幅增长进行了大量备货举动，截至 24H1 公司存货科目达到创

历史新高的 319 亿元。两项前瞻指标均足以证明，浪潮作为服务器龙头充分受益于国内算力建设周期。

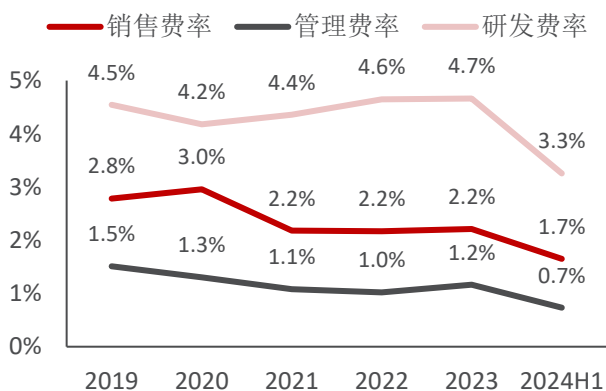
图16: 2019-2024H1 年浪潮合同负债科目 (亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

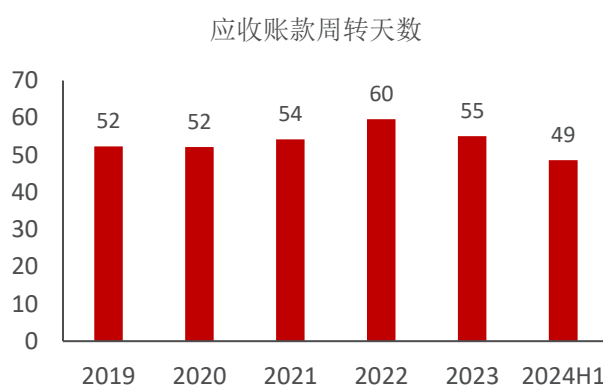
图17: 2019-2024H1 浪潮存货科目 (亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

费用控制良好, 账期管理进一步加强。随着收入体量的大幅增长, 公司继续保持良好的费用控制能力, 2024H1 公司销售、管理、研发费率分别为 1.7%、0.7%、3.3%, 相较于 23 年继续保持卓越的费用控制能力。同时在收入大幅增长的背景下, 公司进一步加强账期管理, 2024H1 公司应收账款周转天数仅为 49 天, 创下 2019 年以来的最好水平。

图18: 2019-2024H1 年浪潮三大费用率变化


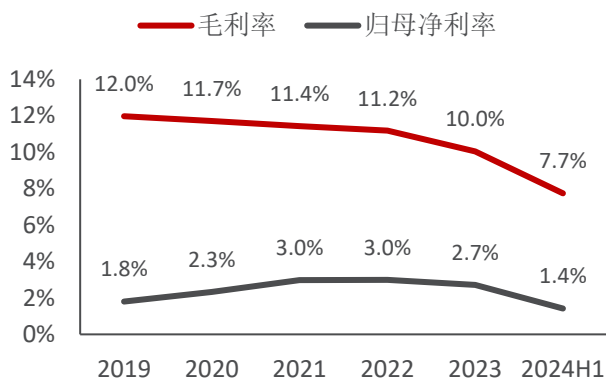
资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 2019-2024H1 公司应收账款周转天数 (天)


资料来源: wind, 民生证券研究院

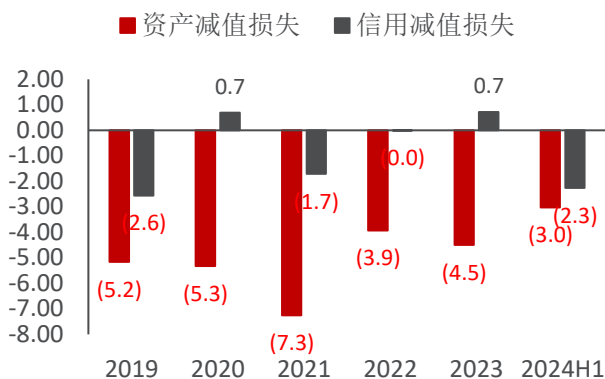
毛利率阶段性承压, 减值损失影响表观利润情况。浪潮 2024H1 毛利率为 7.7%, 相较于历史表现有较为明显的下滑, 我们判断主要与公司客户结构短期变化有关, 2024 年互联网作为算力需求的核心, 相关业务的毛利率较低, 进而影响了公司整体表现毛利率水平。而另一方面由于大量的备货和应收账款科目的增加, 公司在 2024H1 计提了大量资产减值损失、信用减值损失, 进而影响了公司中报表观净利润水平。预计随着公司下半年完成服务器发货以及应收账款收回, 全年的减值损失科目有望回归合理水平。

图20: 2019-2024H1 年浪潮毛利率、净利率变化



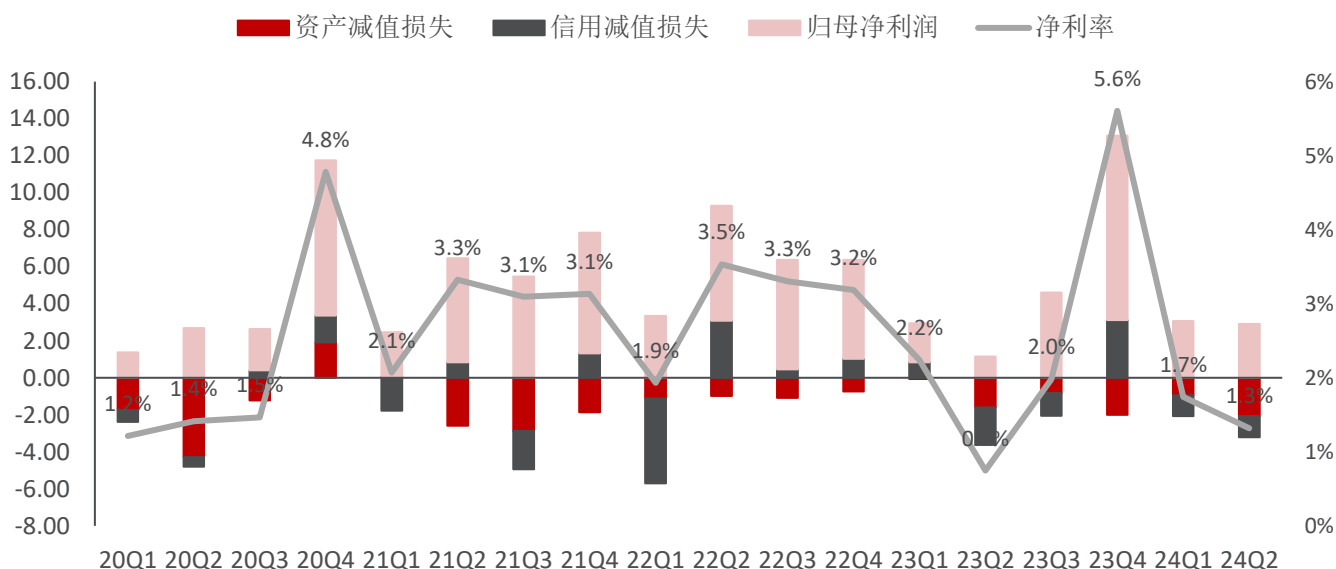
资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 2019-2024H1 浪潮两项减值损失变化 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 2020-2024Q2 浪潮信息单季度归母净利润与减值损失的关系 (亿元)



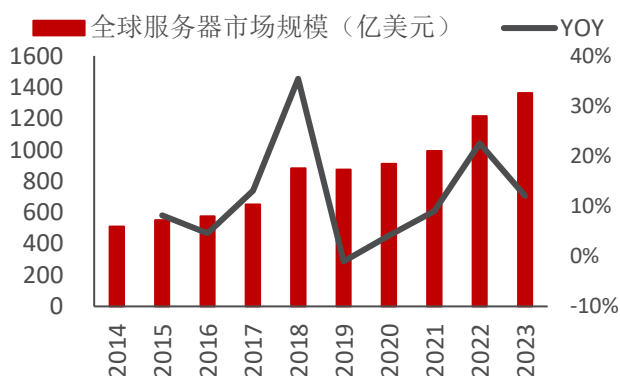
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2 迎接全球服务器大周期拐点与国内智算建设高峰

2.1 市场回顾：全球及中国服务器行业复盘

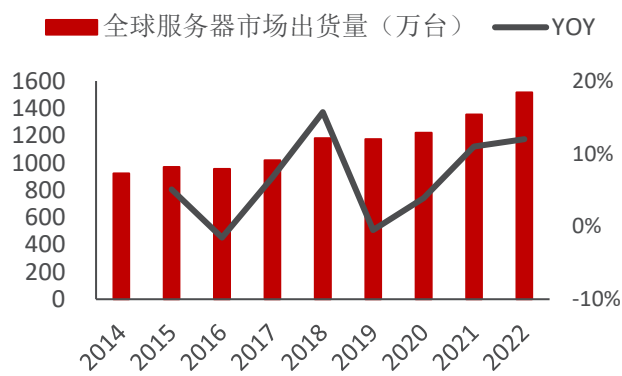
全球视角下：服务器行业具备一定周期性，2018、2022 年是两轮高点。回顾全球服务器市场过去 10 年的表现，整体市场规模自 2014 年 509 亿美元增长至 2023 年 1362 亿美元，CAGR 达到 11.5%。出货量自 2014 年 923 万台增长至 2022 年 1517 万台，整体增长 64%。服务器行业有一定的周期性，在 16-18 年、21-22 年呈现高速增长态势，背后是科技革命带来的浪潮与原材料涨价带来的周期性波动。

图23：2014-2023 年全球服务器市场规模及增速



资料来源：IDC，智研咨询，民生证券研究院

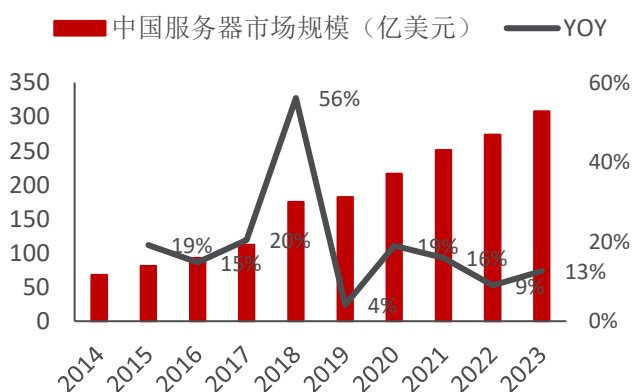
图24：2014-2022 年全球服务器出货量及增速



资料来源：IDC，智研咨询，民生证券研究院

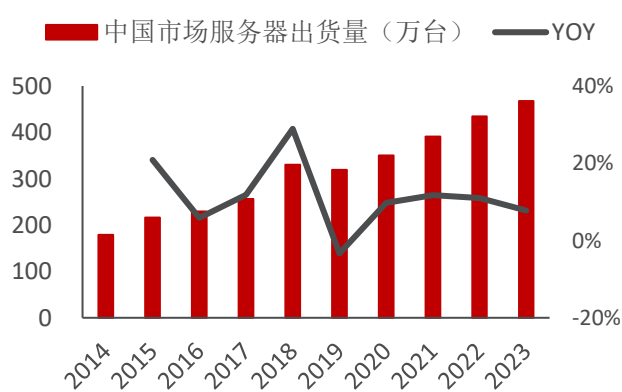
中国地区视角：高增速市场，2023 年呈现加速趋势。回顾中国服务器市场，市场规模自 2014 年 68 亿美元增长至 2023 年 308 亿美元，在过去 14-23 年间保持 18% 的 CAGR。中国服务器市场同样具备显著的周期性，2015-2018 年受益于移动互联网的兴起，服务器市场呈现加速增长趋势。而进入 2023 年，得益于 AI 大模型和边缘计算带来的新兴技术兴起，中国服务器市场增速达到 13%，逆转了过去 3 年增速放缓的趋势，足以证明中国服务器市场增速出现拐点。

图25：2014-2023 年中国服务器市场规模及增速



资料来源：IDC，智研咨询，民生证券研究院

图26：2014-2023 年中国服务器出货量及增速

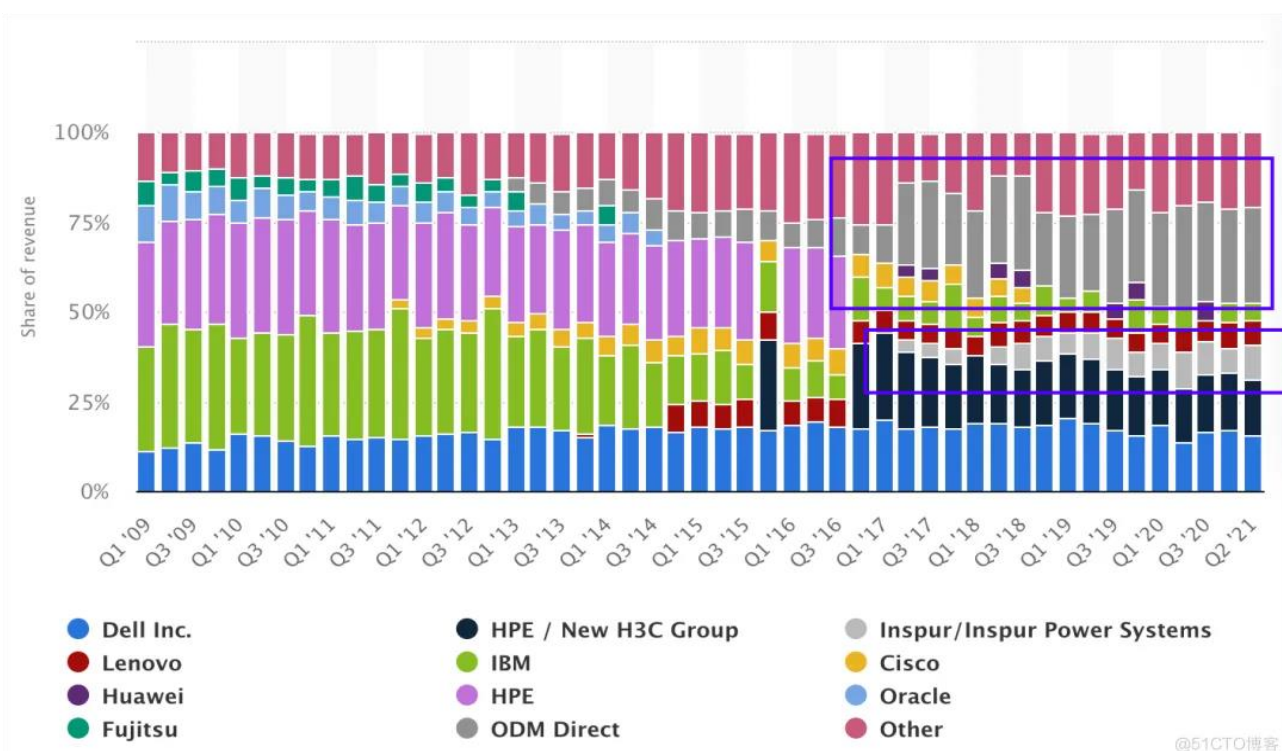


资料来源：IDC，智研咨询，民生证券研究院

2.2 服务器厂商份额：浪潮成长为全球 TOP2 服务器厂商

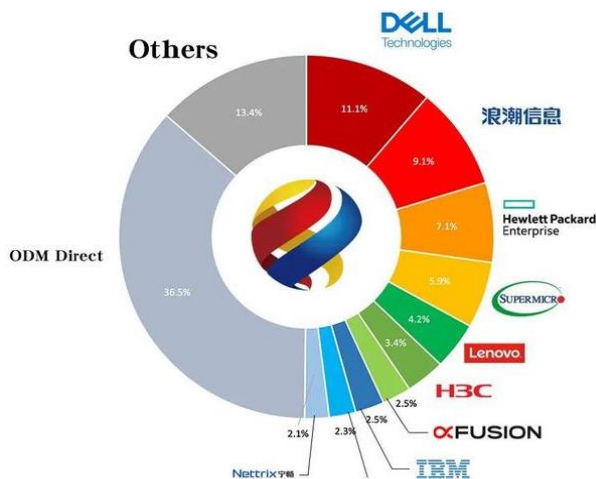
回顾服务器市场格局的变化，浪潮逐渐成长为全球服务器龙头。回顾全球服务器市场格局变化，可以看到自 2017 年以来浪潮异军突起，市场份额持续扩大，并且在 2020 年市占率达到 9.9%，位居全球第三。公司随后持续保持市场领先地位，根据 IDC 数据，2023Q3 全球服务器市场格局中，浪潮以 9.1% 市占率继续位居第二，中国第一的位置。

图27：2009-2021 年全球服务器各季度市场份额变化



资料来源：Statista，民生证券研究院

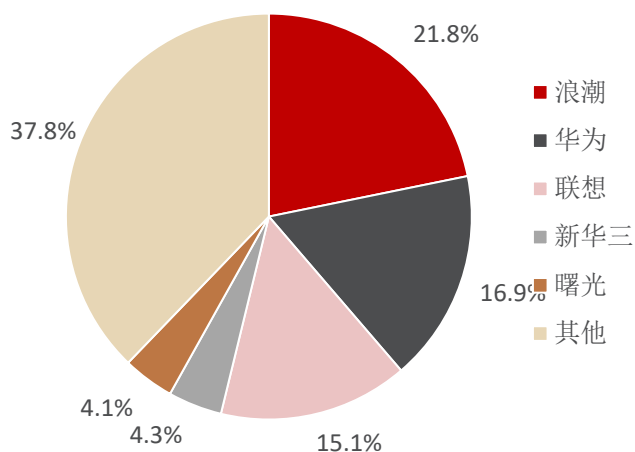
图28：2023 年 Q3 全球服务器市场格局（按销售额）



资料来源：IDC，民生证券研究院

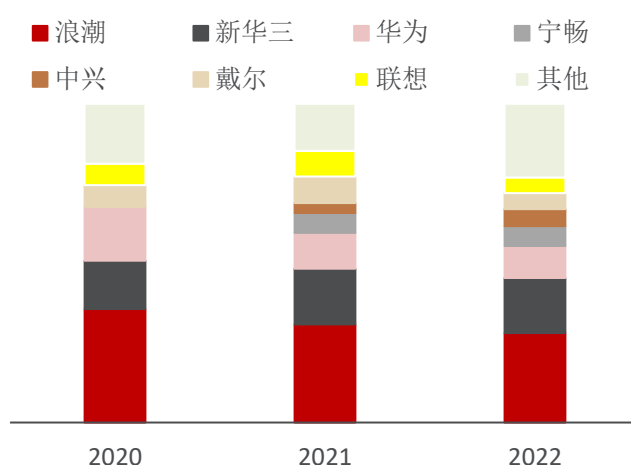
回顾国内服务器市场的竞争格局，浪潮龙头地位稳固。聚焦国内市场，2020-2022年浪潮信息在服务器市场的市占率分别为35.6%、30.8%、28.1%，虽然呈现一定程度的下降，但仍然拉开第二名超过10pct以上的市场占有率。另外我们判断短期市占率的下滑也与客户结构有一定相关性，浪潮以互联网厂商为主要客户，算力建设有一定的周期性，因此后续若互联网算力资本开支回暖，公司的市占率有望重新实现提升。

图29：2023年中国服务器市场格局（按出货量）



资料来源：IDC，民生证券研究院

图30：2020-2022年中国服务器市场格局（按销售额）

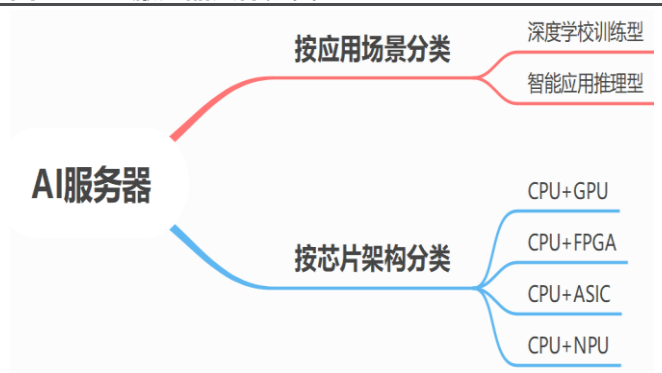


资料来源：IDC，民生证券研究院

2.3 AI 服务器：算力时代下，服务器市场的未来增长焦点

AI 大模型时代，GPU 服务器更加适应。1) 数据并行计算角度，传统服务器主要以 CPU 为算力提供者，但是在运作的过程中需要引入大量分支跳转中断处理，并不能满足 AI 时代的需求；AI 服务器主要以 GPU 及其异构来提供算力，可以并行处理大量数据，满足 AI 和 ML 算法需要对大量数据进行复杂的计算的需求。2) 运行能力角度，AI 服务器通常具有大量的存储空间和内存，以便存储和处理大量的数据网络能力，附带高速和低延迟的网络连接，以便快速传输大量的数据。

图31：AI 服务器具体分类



资料来源：36 氪，民生证券研究院

图32：AI 服务器训练和推理任务区别

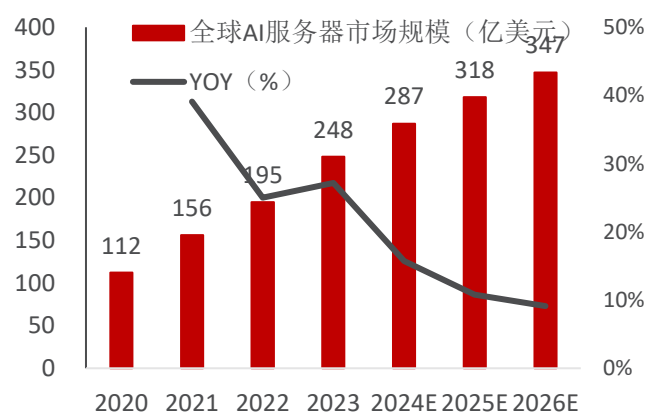
	训练	推理
概念	指借助已有的大量数据样本进行学习，获得诸如更准确的识别和分类等能力的过程	对于新的数据，使用经过训练的算法完成特定任务
算力要求	要求训练芯片应具有强大的单芯片计算能力	对算力的要求较低
部署位置	训练芯片大多部署于云端	推理芯片大多会部署于云端和边缘侧

资料来源：36 氪，民生证券研究院

全球 AI 服务器占比显著提升,2023 年 AI 服务器约占 18.21%市场空间。 1) 从 AI 服务器全球市场规模角度,根据 IDC 统计数据,全球 AI 服务器市场规模 2022 年达到 195 亿美元,并且预期在 2022 年-2026 年以 17.3%的 CAGR,达到 347 亿美元的市场空间,AI 服务器的增长预期远超服务器整体市场。2) 从占服务器整体份额角度,AI 服务器拉动服务器销售额快速增长,2020 年 AI 服务器在市场上仅有 12.32%的占比,根据 IDC 测算到 2023 年 AI 服务器占据约 18.21%的服务器市场空间。

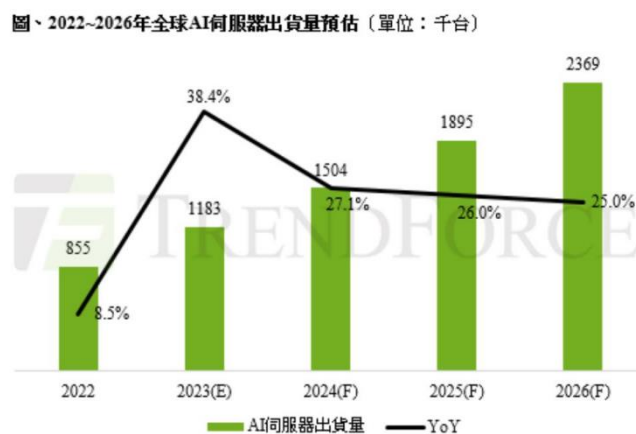
2026 年全球 AI 服务器出货量将达 237 万台, 2022-2026 年出货量 CAGR 高达 29%。 出货量方面,根据 TrendForce 数据,2023 年 AI 服务器出货量逾 120 万台,占据服务器总出货量的近 9%,年增长达 38.4%。预计 2026 年,AI 服务器出货量为 237 万台,占比达 15%。

图33: 2020-2026 年全球 AI 服务器市场规模



资料来源: IDC,TrendForce, 民生证券研究院

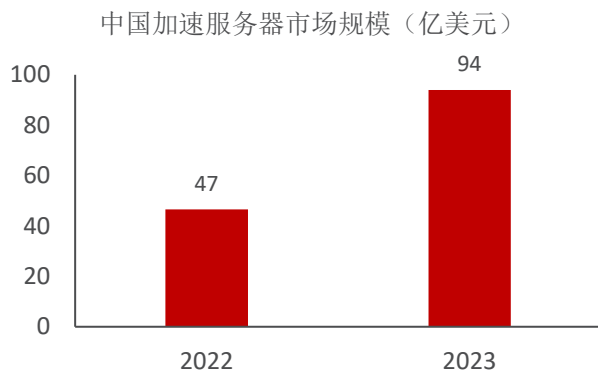
图34: 2022-2026 年全球 AI 服务器出货量及其预测



资料来源: TrendForce, 民生证券研究院

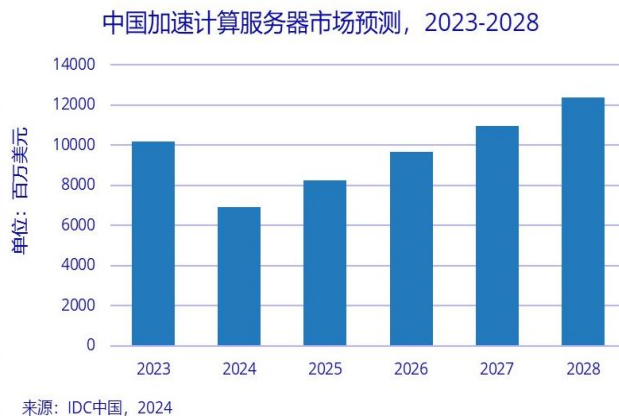
中国 AI 服务器领跑全球, 占全球比例在 35%以上, 预计 2028 年可实现 120 亿美元市场。 1) 根据 IDC 的数据,2023 年中国加速服务器市场规模达到 94 亿美元,同比增速达到 102%; 2) 人工智能正在从完成如图像识别、语音识别等特定任务,迈向拟人类智能水平,实现自主学习、判断和创造。基于对海量数据的训练和对模型的不不断调优,人工智能大模型具有更精准的执行能力和更强大的场景可迁移性,为人工智能在诸如元宇宙、城市治理、医疗健康、科学研究等综合复杂性场景中的广泛应用提供更好方案。中国企业尤其认可生成式人工智能对于加速决策、提高效率、优化用户和员工体验等维度带来的价值,并将在未来三年持续提高投入力度。IDC 预测,到 2027 年中国加速服务器市场规模将达到 164 亿美元。其中非 GPU 服务器市场规模将超过 12%。

图35：2022-2023 年中国 AI 服务器市场规模



资料来源：IDC，民生证券研究院

图36：2023-2028 年中国 AI 服务器市场规模及预测

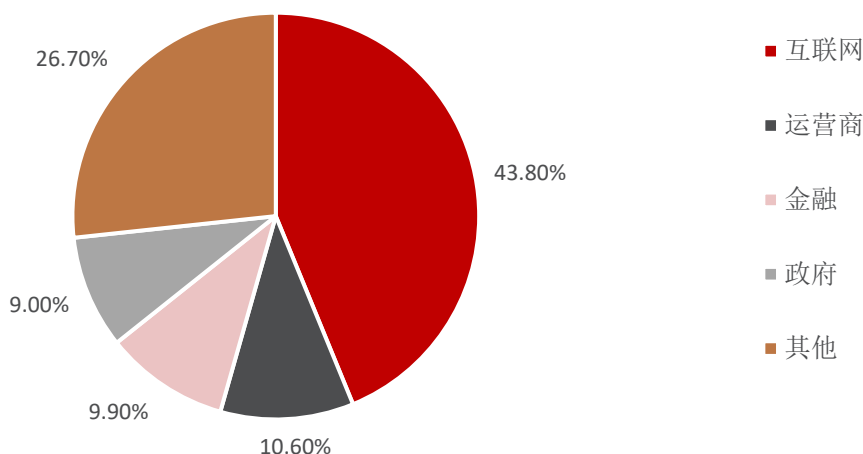


资料来源：IDC，民生证券研究院

2.4 需求侧拆解：云厂商是全球服务器的主要需求

中国市场：互联网及电信运营商为服务器市场的主要需求方，互联网采购规模约占服务器市场总额的 40%。我国服务器的下游需求总体可以分为互联网云厂商、电信运营商及政企市场三大类。其中，2022 年互联网云厂商贡献 44% 的服务器市场需求，其次包括运营商、金融、政府为服务器的主要下游客户。

图37：2022 年中国服务器市场需求格局



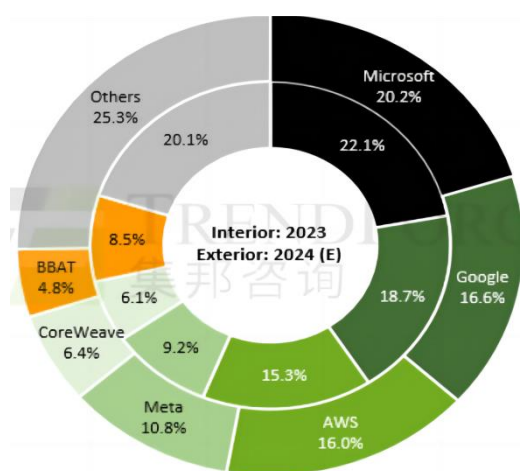
资料来源：IDC、中商产业研究院，民生证券研究院

AI 服务器已成互联网和运营商的采购需求重点。随着生成式 AI 的浪潮袭来，通用型服务器已难以满足其带来的日益增长的算力需求，面向 AI 场景的专用服务器也应运而生，围绕计算能耗的服务器液冷等技术创新日渐成熟，也在驱动下游客户，尤其是云厂商和运营商主动布局该类方案。

全球 AI 服务器：2023 四大 CSP 占全球高端 AI 服务器采购的 66%。根据 TrendForce 的数据，2023 年全球主要云端服务业者（CSP）仍是 AI 服务器的主要采购方，2023 年四大 CSP 即 Microsoft、Google、AWS、Meta 占全球需求比重约 66%，且预期 24 年四大云厂商 AI 服务器需求占比仍将超 60%。

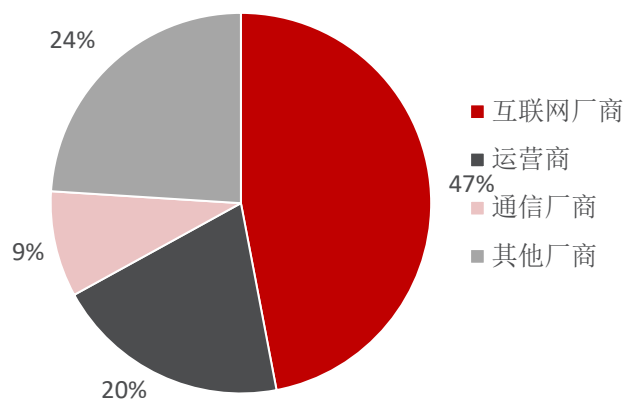
中国 AI 服务器：根据 XYZResearch 数据，互联网厂商占比近 50%，互联网+电信运营商市占率更加集中，2022 二者合计近 70%。国内互联大厂增量显著，中国近年来 AI 建设浪潮持续升温，2022 年，互联网采购占比 47%，其次为运营商。

图38：2023-2024 年海外 CSP 对器购买情况



资料来源：TrendForce，民生证券研究院

图39：2022 年中国 AI 服务器下游应用情况



资料来源：XYZResearch，民生证券研究院

3 浪潮信息：AI 时代的竞争优势来源

3.1 JDM 模式下，浪潮具备业界领先的供应链能力

JDM(JointDesignManufacture,联合设计制造) 模式，是浪潮在为国内互联网客户供应服务器中采用的模式。JDM 模式并非单纯地把产品卖给客户，而是与客户展开全面合作，让客户参与到服务器产品的设计、研发和交付的流程中。IDC 认为，浪潮的 JDM 模式是对传统 ODM 的延伸，将设计、开发、制造以及供应链运营扩展到与客户、合作伙伴协作进行“开放硬件”导向的高级架构设计，硬件和软件定制(集成和优化)。定制化的产品并且让客户也参与到开发设计环节，成为帮助浪潮在竞争中胜出的一个关键性的差异化优势。

图40：浪潮信息智慧化转型布局示意图



资料来源：浪潮信息公众号，民生证券研究院

研发：浪潮研发的敏捷度处于全球领先水平，新品研发周期从 1.5 年压缩到 8 个月。每年可完成新配置、新产品评审 30000 多个，产品设计变更达 9000 余次。自实施数字化、智能化转型以来，浪潮信息新品研发周期压缩 50%，产品上市时间缩短 50%，电子料管理效率 87%，配置验证评审效率提升 54%。一款新品的研发周期从 1.5 年压缩到 8 个月，客户提出需求最快可以 3 个月交付样机。

生产：超大智能仓库投入运营，AWS 系统助力生产自动化。浪潮信息服务器智能工厂发出了订单生产的备料需求，仓库管理系统(WMS)接到需求随即分解下发到各台操作设备，几百米外智能立体仓库的多台堆垛机快速启动，从 45000 多种物料中，平均仅需 120 秒即可准确拣选出所需的各种物料，然后由自动导引车(AGV)托起物料，在 3 分钟内准确送到工厂之中。

图41：浪潮信息超大立体智能仓库投入运营

资料来源：浪潮信息官网，民生证券研究院

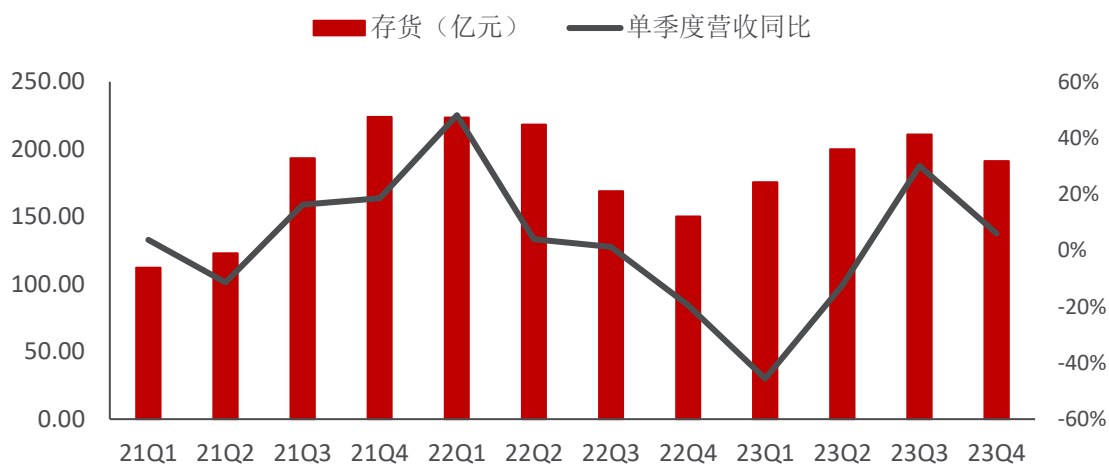
交付：随着 JDM 的不断深化，交付周期已压缩至 5-7 天。浪潮信息可为客户提供超过 200 款产品、11.5 万余种配置选择，其供应链管理复杂度堪称业界之最，比如硬盘类型超过 6000 个，主板型号近 2000 个，线缆约 17000 种。在服务器智能制造过程中，可供选择的物料种类超过 45000 种。同时，浪潮信息的交付周期也在不断缩短，目前已压缩至 5-7 天。

云工厂叠加研发、生产、交付，实现全链条的智能化生产。研发、生产、服务是纵向链条的智能化，还有一个智能化的切面则是横向的，即云工厂。浪潮信息目前在全球共有 14 个工厂，分布在全球的 14 个制造基地，实现了基于云的全球化生产，所有设备都连接到车间云，整个流程都实现了云管理。诊断云、设备云、工艺云、质量云、交付云，这些云互联互通，融合构成了浪潮信息的“云上工厂”。横纵链条结合的数智化加持下的 JDM 模式，让浪潮信息能够面向不同应用场景，提供近 200 款产品、11.5 万个配置，可以说这是业界极为丰富的产品组合。

2022Q1：“缺芯”时期公司展现出作为绝对龙头的供应链能力。

2021 年，频发的全球公共卫生事件持续冲击全球电子产品供应链，电子元器件供应产能严重不足，不少 IT 企业被迫将订单延迟交付，根据 Gartner 报告，全球半导体供应短缺将在整个 2021 持续并在 2022 年第二季度恢复至正常水平。在这一情况下，浪潮信息仍实现了订单的及时交付，保障了运营商业务的正常开展。2021 年 12 月初，国内最大的互联网公司之一，突然向浪潮信息发出 1.4 万台服务器的订单，希望在 4 周以内交付，浪潮信息依赖其完善的供应链能力成功实现出货。

图42：2021-2023 年浪潮单季度营收与存货同比增速情况



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 深度合作产业链，GPU 巨头与国产 AI 芯片新锐均有

深度合作

上游供给端：H20 中国特供将在 2024H2 大批交付，全年交付 100 万个。

根据芯片行业咨询公司 SemiAnalysis 的预测，NVIDIA 有望在当前财年交付超过 100 万个 H20 芯片，预计每个芯片售价在 1.2 万至 1.3 万美元之间，根据该咨询机构预估，NVIDIA 为中国特供的 H20 芯片的销售额仍将超过 120 亿美元(约合 870 亿元人民币)。这些 H20 芯片将不受美国对中国 AI 服务器的禁令，预计将有利于浪潮为首的 OEM 厂商交付更多搭载 H20 的 AI 服务器。

公司与英伟达、英特尔建立了良好的合作关系，助力 AI 服务器生态和训练的不断强化。在近 10 年前，公司就分别与全球算力芯片龙头英特尔和英伟达成立了并行计算实验室和云超算应用中心。

与英伟达，浪潮 AIStation 与 NVIDIA AI Enterprise 共同合作，解决数据存储、算力和任务调度、集群运维等问题。此外，浪潮 Metaengine-英伟达 OVX”的方案中，浪潮信息提供元宇宙服务器 MetaEngine,英伟达则提供模拟和协作平台 Omniverse Enterprise。

与英特尔，结合 Intel 至强可扩展处理器推出 AI 一体化训练方案。结合在硬件和软件开发方面的技术优势，推出了基于英特尔®至强可扩展处理器的浪潮信息服务器 AI 训推一体化方案。该 AI 训推一体化方案支持计算机视觉模型的推理工作，同时还支持大语言模型(LLM)的微调和推理工作，并可以用于支持其他通用业务。

图43：浪潮基于英特尔 CPU 推出的一体化 AI 训练方案



资料来源：英特尔中国微信公众号，民生证券研究院

国产 GPU 厂商同样保持深度合作。浪潮作为国内服务器行业龙头，一方面与国内最大的需求方互联网客户保持良好的合作关系，另一方面也与国内的新兴 GPU 厂商保持深度合作，公司早在 2022 年与百度昆仑芯、寒武纪等厂商深度适配。若后续国产 GPU 加速崛起，浪潮作为服务器龙头同样能够享受到国产 GPU 放量带来的业绩驱动。

图44：浪潮与昆仑芯达成战略合作



资料来源：新浪财经，民生证券研究院

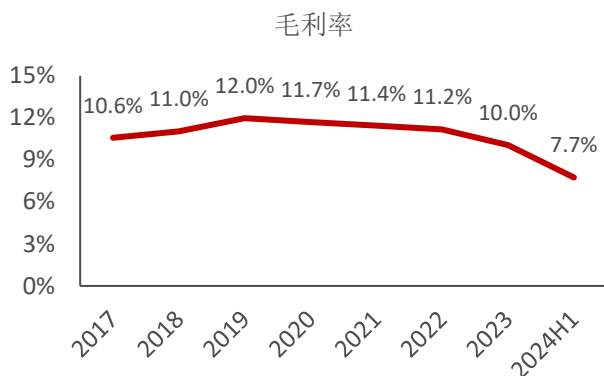
图45：浪潮与寒武纪 MLU370-X8 单机 8 卡服务器



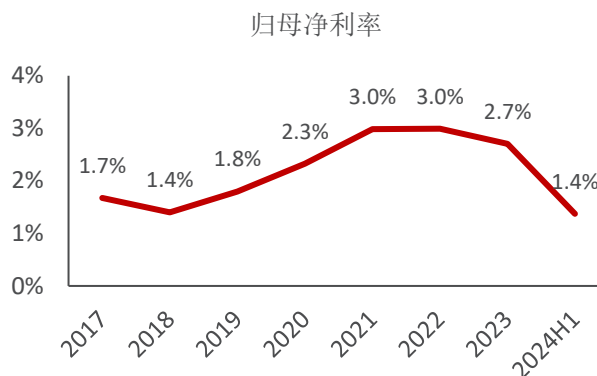
资料来源：寒武纪官网，民生证券研究院

3.3 规模效应持续显现，净利率有望保持较高水平

毛利率有所波动，主要与客户结构相关。回顾公司近年来的成长表现，在毛利率整体波动不大的前提下，公司的净利率持续攀升，自 2017 年 1.67% 提升至近两年维持在 3% 附近，公司的规模效应持续显现。具体看几项关键指标，公司的毛利率水平整体变动不大，考虑到公司以互联网客户为核心，同时采用 JDM 模式，整体的毛利水平较为固定，近几年并未有太大的变化。公司的净利率能够稳步提升，通过规模效应降低费用端的损耗是重要的方式。

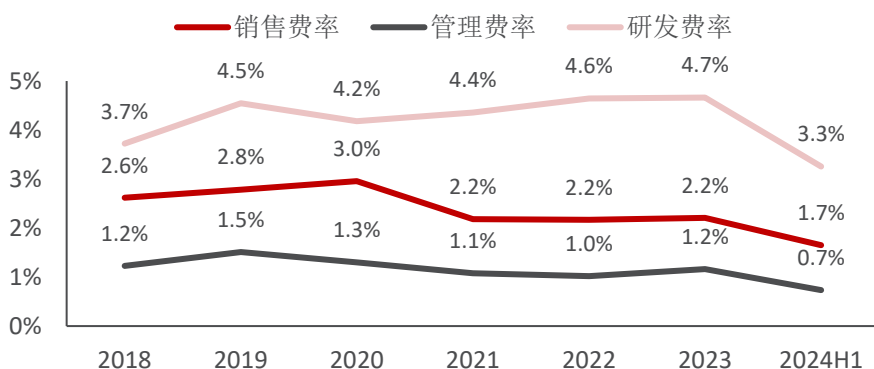
图46：2017-2024H1 公司毛利率变化


资料来源：wind，民生证券研究院

图47：2017-2024H1 公司净利率变化


资料来源：wind，民生证券研究院

费用率持续收缩，规模效应不断显现。随着公司收入体量高速增长，在完成互联网客户公关后整体的费用投入持续优化，其中销售、管理费率趋势下降，展示了服务器代工环节规模效应的持续显现。

图48：2018-2024H1 浪潮三大费用率变化


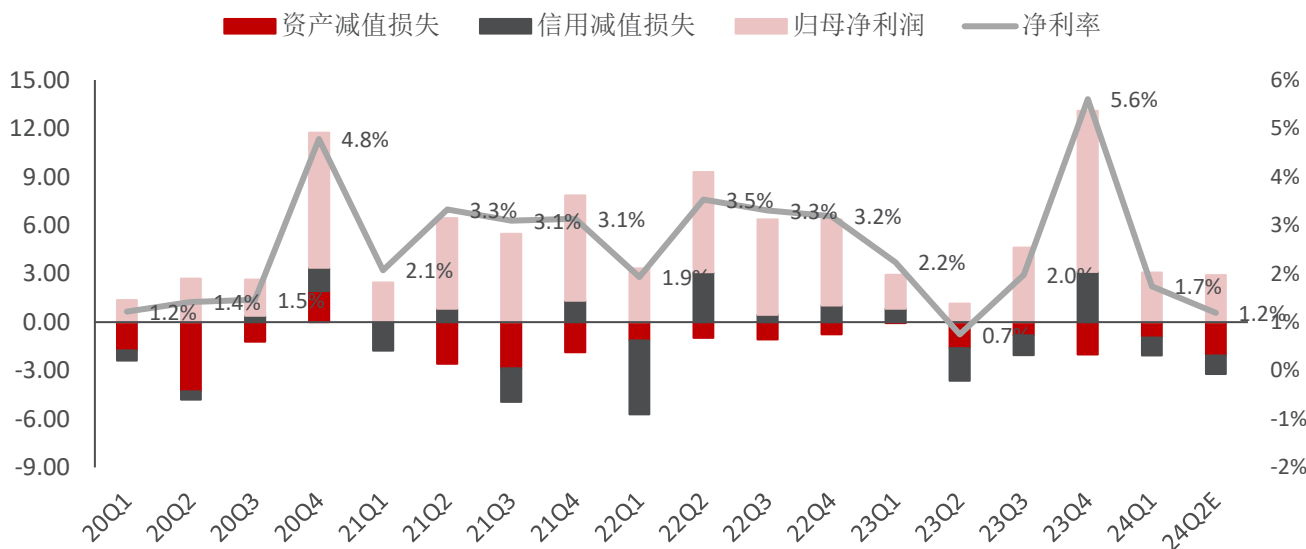
资料来源：wind，民生证券研究院

利润端：考虑到会计处理，单季度计提减值损失或造成净利率的波动。两项“减值损失”对公司单季度利润端影响较大。公司作为服务器代工环节的龙头企业，一方面以大型互联网厂商为代表的下游客户需求有较强的周期性，另一方面公司为应对需求需要提前进行大批量的原材料备货，因此公司资产负债表中的应收账款科目与存货科目季度之间往往变化比例较大，在进行会计处理时往往单季度的资产减值比例计提金额较大，会对公司单季度净利润产生较大的影响。我们回顾浪潮信息各个季度业绩表现，可以看到当公司单季度营收大幅增长时，对应的存货、应收账款均大幅增长，对于当期季度的利润端会造成一定影响。

以22Q1为例：浪潮单季度营收同比增速48%，应收账款科目环比增长67%，导致公司单季度信用减值损失计提影响当期利润达4.58亿元，下半年随应收账款科目回落冲回，公司全年信用减值损失仅百万量级。公司2024Q2单季度营收大幅增长，或将伴随【存货】、【应收账款】等科目大增，进而产生大量单季度资产/信用减值损失，影响单季度表观利润。当下与2022Q1较为相似，会计准则影响

单季度表观利润，实际经营利润弹性或更高。

图49：浪潮信息 2020-2024Q2 公司单季度两项“减值损失”对利润的影响（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

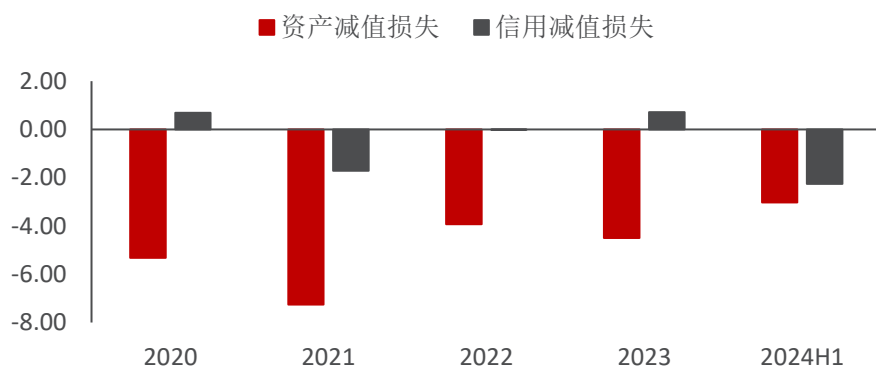
表1：浪潮信息典型的单季度高速增长时期对应的两项减值损失、存货、应收账款科目的变化（亿元）

浪潮信息	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2021Q3	2022Q1	2023Q2	2023Q3	2024Q1	2024Q2
单季度营业收入	112.35	190.51	152.17	176.92	172.77	153.97	232.99	176.07	244.57
营收 yoy	16%	61%	31%	16%	48%	-12%	30%	87%	59%
资产减值损失	-1.74	-4.28	-1.22	-2.86	-1.13	-1.61	-0.82	-0.95	-2.07
信用减值损失	-0.64	-0.52	0.41	-2.09	-4.58	-2.01	-1.23	-1.12	-1.14
归母净利润	1.36	2.69	2.23	5.48	3.34	1.15	4.61	3.06	2.91
净利率	1.21%	1.41%	1.46%	3.10%	1.93%	0.75%	1.98%	1.74%	1.19%
存货	124.79	152.24	136.85	193.41	223.54	200.05	211.01	242.90	319.05
存货 QoQ(%)		22%	-10%	57%	0%	14%	5%	27%	31%
应收账款	99.77	106.25	95.01	127.41	199.71	122.69	148.97	109.66	136.14
应收 QoQ(%)		6%	-11%	32%	67%	33%	21%	20%	24%

资料来源：wind，民生证券研究院

若以全年的视角看，公司减值损失带来的影响无需过多担忧。回顾公司历年两项减值的情况，以年度视角看，由于原材料端大规模备货的动作，公司资产减值损失基本保持在 4-7 亿元的体量，而信用减值损失基本控制在 2 亿元以内（以 2022 年为例，Q1 确认 4.58 亿元减值损失，最终全年仅不足千万）。因此我们认为由于单季度发货来量大幅增长导致的减值损失计提，不会影响全年的利润率水平，公司 2024 年二季度实际的盈利能力或被低估。

图50: 2020-2024H1 浪潮信息两项减值损失的情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

根据浪潮信息年报披露的口径，公司的业务可以分为服务器及部件、IT 终端及散件、其他三大业务方向，其中服务器及其部件是公司的核心业务。

1) 服务器及部件：公司的服务器及部件业务是公司的核心收入来源，2023 年收入占比达到 99%。我们认为随着服务器行业自大周期底部反弹，以及下游客户对于 AI 算力基础设施的建设意愿，公司的服务器业务有望冲回快速增长的趋势。从几个维度考虑，(1) 若考虑全球服务器市场，根据 IDC 数据预计未来五年市场将以 12.3% 的复合年增长率增长，而 2024、2025 年全球服务器市场规模预计分别为 1693、1859 亿美元，同比增速分别为 22%、10%；(2) 若考虑中国市场，根据 IDC 数据，2024 年中国通用算力、智能算力规模同比增速分别为 21%、20%，且 2023-2026 年中国通用算力、智能算力 CAGR 分别为 20%、25%，而考虑到服务器是算力的载体，算力规模与服务器市场挂钩，因此中国服务器市场整体规模在未来有望保持 20%以上的增速。(3) 进一步考虑服务器市场份额，2021-2023 年浪潮信息保持国内服务器市占率第一名，且 2022 年浪潮信息服务器市占率为 28%，考虑到公司客户结构以互联网为主，进入 2023 年互联网客户对服务器需求呈现周期性回暖的趋势，因此预计后续公司市占率有望进一步提升。综合以上 3 点考虑，我们预计 2024-2026 年，公司服务器业务收入增速分别为 22%、14%、13%。

2) IT 终端及散件：关于 IT 终端及散件，我们认为整体收入体量较低，且目前整体行业尚未出现明确的更新替换政策，同时也并非公司经营重点。参考 2022、2023 年该业务收入体量分别为 3.03、3.93 亿元，我们预计后续该业务仍然会保持近似的规模。因此预计该业务收入增速分别为 10%、10%、10%。

3) 其他业务：该项业务在公司整体收入体量中占比较低，且根据过去的经验看基本保持稳定的收入体量，因此预计该业务未来 3 年收入增速分别为 5%、5%、5%。

关于毛利率：公司过去毛利率基本保持稳定，维持在 10-11%之间。按照业务拆解，1) 对于服务器业务，考虑到 2023 年以来公司的核心下游互联网客户需求大幅提升（主要源于对于 AI 算力的大局投入），公司整体的收入结构可能会发生一定变化，互联网客户收入占比提升会对于公司的毛利率造成一定影响，因此我们预计公司 2024-2026 年服务器业务毛利率分别为 9.00%、9.00%、9.00%；2) 对于 IT 终端及散件业务，我们认为由于该业务体量较小且并非公司发展重心，因此该业务毛利率会保持与 2023 年近似，因此预计公司该业务 2024-2026 年毛利率分别为 2%、2%、2%；3) 其他业务方面，预计会保持稳定的毛利率水平，因此预计 2024-2026 年该业务毛利率分别为 50%、50%、50%。

表2：2024-2026 年浪潮信息营业收入&毛利率拆分 (单位：亿元)

营业收入	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
产品	670.48	695.26	658.67	804.82	913.15	1,027.32
YOY	6%	4%	-5%	22%	13%	13%
服务器及微型计算机	668.00	692.51	656.33	802.21	910.41	1,024.45
其中：服务器及部件	643.42	689.48	652.40	798.88	906.75	1,020.42
YOY	4%	7%	-5%	22%	14%	13%
IT 终端及散件	24.58	3.03	3.93	3.33	3.67	4.03
YOY	161%	-88%	30%	10%	10%	10%
其他业务	2.48	2.75	2.34	2.60	2.73	2.87
YOY	3%	11%	-15%	5%	5%	5%
毛利率	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
产品	11.44%	11.18%	10.04%	9.10%	9.09%	9.09%
服务器及微型计算机	11.25%	11.06%	9.89%	8.97%	8.97%	8.97%
服务器及部件	11.13%	11.07%	9.94%	9.00%	9.00%	9.00%
IT 终端及散件	14.28%	8.88%	1.36%	2%	2%	2%
其他业务	62.86%	41.50%	50.75%	50%	50%	50%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

预计公司 2024-2026 年营收分别为 804.82、913.15、1027.32 亿元，同比增速分别为 22.2%、13.5%、12.5%；实现归母净利润分别为 23.39、26.72、30.84 亿元，同比增速分别为 30.6%、14.2%、15.5%。

表3：浪潮信息盈利预测表

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	65,867	80,482	91,315	102,732
营业成本	59,254	73,155	83,010	93,397
营业税金及附加	154	121	137	154
销售费用	1,455	1,489	1,689	1,901
管理费用	765	684	776	873
研发费用	3,071	3,139	3,516	3,904
营业利润	1,826	2,398	2,740	3,165
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	1,827	2,398	2,740	3,165
所得税	31	48	55	63
净利润	1,796	2,350	2,685	3,102
归属于母公司净利润	1,783	2,339	2,672	3,086

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

考虑到公司以服务器为核心主业，我们选择工业富联、紫光股份、中科曙光作为浪潮的可比公司，选择依据为：1) 对于工业富联来说，公司以 ICT 设备生产为业务核心，其中对标服务器的云服务设备 2023 年收入 1943 亿元，占公司营收比例约为 40.79%；2) 对于紫光股份来说，公司核心收入来源为旗下子公司新华三，而根据 IDC 数据 2022 年新华三服务器市场份额位列中国地区第二，仅次于浪潮信息，因此紫光股份与浪潮均为行业领军企业；3) 对于中科曙光来说，2023 年公司核心业务 IT 设备主要为高性能计算机，该业务收入占比为 89.74%，中科曙光的业务产品和收入结构与浪潮较为相似。我们选择上述三家作为可比公司，三家公司 24-26 年 PE 均值分别为 20、17、14 倍，而根据我们的预测浪潮当前市值对应 24-26 年 PE 为 20、17、15 倍。公司与可比公司估值相近，但考虑到 1) 公司是中国服务器第一、全球服务器第二的行业龙头，且核心客户互联网厂商近两年资本开支有望保持景气，因此公司订单相对于可比公司有望更加旺盛；2) 公司凭借 JDM 模式，实现了与客户的深度融合，同时与海外、国产 GPU 厂商均有深度合作，因此公司有望更加充分享受 AI 科技革命带来的红利。结合以上两点，我们认为公司当前估值仍有提升空间，维持“推荐”评级。

表4：浪潮信息与可比公司盈利、估值比较

代码	简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000938.SZ	紫光股份	19.07	0.74	0.85	1.03	1.21	26	22	19	16
603019.SH	中科曙光	35.63	1.25	1.50	1.82	2.15	31	24	20	17
601138.SH	工业富联	19.45	1.06	1.28	1.57	1.83	14	15	12	11
可比公司估值均值							24	20	17	14
000977.SZ	浪潮信息	31.40	1.21	1.59	1.81	2.10	27	20	17	15

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：收盘价数据为 2024 年 9 月 2 日；3 家可比公司 EPS 预测采用 wind 一致预期

5 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。自 2023 年人工智能浪潮兴起，海内外持续加大算力建设，进而带动服务器需求迎来大幅增长，浪潮信息作为国内服务器龙头也充分受益。但服务器市场竞争激烈，厂商之间存在“价格战”的现象，若后续行业竞争进一步加剧，可能会对公司的毛利率以及盈利能力产生一定的影响。

2) 海外芯片政策发生变化。服务器厂商的核心原材料，包括 CPU、GPU，主要从海外芯片巨头采购，若后续以海外芯片贸易政策发生变化，可能会影响服务器厂商采购原材料，进而影响订单交付，对公司的收入端产生不利影响。

3) AI 科技迭代不及预期。受益于人工智能的高速发展，算力投资近两年持续保持高景气，若后续 AI 科技，特别是 AI 应用落地进度不及预期，可能会对算力投资的前景产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	65,867	80,482	91,315	102,732
营业成本	59,254	73,155	83,010	93,397
营业税金及附加	154	121	137	154
销售费用	1,455	1,489	1,689	1,901
管理费用	765	684	776	873
研发费用	3,071	3,139	3,516	3,904
EBIT	1,506	1,894	2,187	2,504
财务费用	-203	20	14	-7
资产减值损失	-450	-472	-519	-571
投资收益	126	80	91	103
营业利润	1,826	2,398	2,740	3,165
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	1,827	2,398	2,740	3,165
所得税	31	48	55	63
净利润	1,796	2,350	2,685	3,102
归属于母公司净利润	1,783	2,339	2,672	3,086
EBITDA	1,905	2,309	2,625	2,971

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,013	14,456	15,315	16,526
应收账款及票据	9,619	10,975	12,409	13,963
预付款项	841	366	415	467
存货	19,115	23,579	26,771	30,134
其他流动资产	2,831	3,136	3,199	3,265
流动资产合计	44,419	52,511	58,109	64,356
长期股权投资	412	412	412	412
固定资产	2,045	2,073	2,076	2,101
无形资产	337	344	352	359
非流动资产合计	3,701	3,786	3,847	3,930
资产合计	48,120	56,297	61,957	68,285
短期借款	2,052	4,398	4,398	4,398
应付账款及票据	11,862	15,032	17,739	20,726
其他流动负债	7,350	8,267	8,844	9,451
流动负债合计	21,263	27,697	30,981	34,576
长期借款	8,126	7,784	7,784	7,784
其他长期负债	445	445	445	445
非流动负债合计	8,572	8,230	8,230	8,230
负债合计	29,835	35,927	39,211	42,806
股本	1,472	1,472	1,472	1,472
少数股东权益	338	350	363	379
股东权益合计	18,285	20,370	22,746	25,480
负债和股东权益合计	48,120	56,297	61,957	68,285

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.41	22.19	13.46	12.50
EBIT 增长率	-30.63	25.75	15.44	14.50
净利润增长率	-14.54	31.17	14.25	15.51
盈利能力 (%)				
毛利率	10.04	9.10	9.09	9.09
净利润率	2.73	2.92	2.94	3.02
总资产收益率 ROA	3.70	4.15	4.31	4.52
净资产收益率 ROE	9.93	11.68	11.94	12.30
偿债能力				
流动比率	2.09	1.90	1.88	1.86
速动比率	1.15	1.03	1.00	0.98
现金比率	0.56	0.52	0.49	0.48
资产负债率 (%)	62.00	63.82	63.29	62.69
经营效率				
应收账款周转天数	50.49	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	117.74	120.00	120.00	120.00
总资产周转率	1.37	1.43	1.47	1.50
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.59	1.81	2.10
每股净资产	12.19	13.60	15.20	17.05
每股经营现金流	0.35	0.98	1.33	1.63
每股股利	0.13	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	26	20	17	15
PB	2.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	24.19	19.77	17.06	14.66
股息收益率 (%)	0.41	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,796	2,350	2,685	3,102
折旧和摊销	398	415	439	468
营运资金变动	-1,940	-2,084	-2,075	-2,122
经营活动现金流	520	1,443	1,953	2,402
资本开支	-290	-500	-500	-550
投资	29	0	0	0
投资活动现金流	-585	-420	-409	-447
股权募资	133	0	0	0
债务募资	4,540	2,004	0	0
筹资活动现金流	2,940	1,419	-685	-744
现金净流量	2,910	2,443	860	1,211

插图目录

图 1: 浪潮信息发展历程.....	3
图 2: 浪潮信息近年董事长变动及其履历情况.....	4
图 3: 浪潮信息 STAN 主要产品线情况.....	4
图 4: 浪潮云脑服务器 NF5280G7 刷新世界记录.....	5
图 5: 全球能效评价标准测试: 浪潮通用服务器领先.....	5
图 6: 浪潮信息通用服务器 NF8260G7 首次实现通用支持千亿大模型运行.....	5
图 7: 浪潮信息最新 AI 服务器 NF5468H7.....	6
图 8: 2023 中国液冷服务器出货量厂商分布情况.....	6
图 9: 浪潮信息在天池建立了亚洲最大液冷基地.....	6
图 10: 浪潮信息液冷产品布局.....	7
图 11: 浪潮信息发布新品液冷服务器 NF5180G7.....	7
图 12: 新品液冷服务器 NF5180G7 卓越性能.....	7
图 13: 浪潮信息“4+3+x”边缘计算产品布局.....	8
图 14: 2019-2024H1 年浪潮营业收入及增速情况.....	8
图 15: 2022-2024Q2 公司单季度营收情况.....	8
图 16: 2019-2024H1 年浪潮合同负债科目 (亿元).....	9
图 17: 2019-2024H1 浪潮存货科目 (亿元).....	9
图 18: 2019-2024H1 年浪潮三大费用率变化.....	9
图 19: 2019-2024H1 公司应收账款周转天数 (天).....	9
图 20: 2019-2024H1 年浪潮毛利率、净利率变化.....	10
图 21: 2019-2024H1 浪潮两项减值损失变化 (亿元).....	10
图 22: 2020-2024Q2 浪潮信息单季度归母净利润与减值损失的关系 (亿元).....	10
图 23: 2014-2023 年全球服务器市场规模及增速.....	11
图 24: 2014-2022 年全球服务器出货量及增速.....	11
图 25: 2014-2023 年中国服务器市场规模及增速.....	11
图 26: 2014-2023 年中国服务器出货量及增速.....	11
图 27: 2009-2021 年全球服务器各季度市场份额变化.....	12
图 28: 2023 年 Q3 全球服务器市场格局 (按销售额).....	12
图 29: 2023 年中国服务器市场格局 (按出货量).....	13
图 30: 2020-2022 年中国服务器市场格局 (按销售额).....	13
图 31: AI 服务器具体分类.....	13
图 32: AI 服务器训练和推理任务区别.....	13
图 33: 2020-2026 年全球 AI 服务器市场规模.....	14
图 34: 2022-2026 年全球 AI 服务器出货量及其预测.....	14
图 35: 2022-2023 年中国 AI 服务器市场规模.....	15
图 36: 2023-2028 年中国 AI 服务器市场规模及预测.....	15
图 37: 2022 年中国服务器市场需求格局.....	15
图 38: 2023-2024 年海外 CSP 对器购买情况.....	16
图 39: 2022 年中国 AI 服务器下游应用情况.....	16
图 40: 浪潮信息智慧化转型布局示意图.....	17
图 41: 浪潮信息超大立体智能仓库投入运营.....	18
图 42: 2021-2023 年浪潮单季度营收与存货同比增速情况.....	19
图 43: 浪潮基于英特尔 CPU 推出的一体化 AI 训练方案.....	20
图 44: 浪潮与昆仑芯达成战略合作.....	20
图 45: 浪潮与寒武纪 MLU370-X8 单机 8 卡服务器.....	20
图 46: 2017-2024H1 公司毛利率变化.....	21
图 47: 2017-2024H1 公司净利率变化.....	21
图 48: 2018-2024H1 浪潮三大费用率变化.....	21
图 49: 浪潮信息 2020-2024Q2 公司单季度两项“减值损失”对利润的影响 (单位: 亿元).....	22
图 50: 2020-2024H1 浪潮信息两项减值损失的情况 (单位: 亿元).....	23

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 浪潮信息典型的单季度高增长时期对应的两项减值损失、存货、应收账款科目的变化 (亿元)	22
表 2: 2024-2026 年浪潮信息营业收入&毛利率拆分 (单位: 亿元)	25
表 3: 浪潮信息盈利预测表	25
表 4: 浪潮信息与可比公司盈利、估值比较	26
公司财务报表数据预测汇总	28

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026