

AI 服务器保持高增长，GB200 优势突出

核心观点

- 三季度营收和归母净利润分别同增 40%和 1%，若扣除汇兑影响，归母净利润同增 11%。公司 23 年分红率近 55%，现金分红总额 115.2 亿元，高居电子行业榜首，上市以来累计分红超 438 亿元。公司拟使用自有资金不低于 2-3 亿元回购，回购价格不超过 40.33 元/股，高于当前股价 70%。
- 云计算业务：AI 服务器强劲增长，通用服务器持续回温。** Q1-Q3 云计算业务营收同增 71%，AI 服务器营收同增 228%；AI 服务器 营收 Q1-Q3 及 Q3 占整体服务器营收比重分别增至 45%和 48%。通用服务器出货持续回温，Q1-Q3 营收同增 22%；云服务商 Q1-Q3 营收同增 76%，在服务器业务比重为 46%。公司预计 24 年 AI 占云计算营收 40%，AI 服务器全球市场份额将达 40%。公司云计算优势包括全产业链完整研发制造能力、全球多地区多元化布局及对供应链把握等，预计在 GB200 产品会更好体现；客户覆盖广，包括云服务商、品牌和 Nvidia Cloud Partner 等。
- 网络通讯业务聚焦 400/800G 交换机 SmartNIC/DPU 板卡。** 网络通讯业务增长主要来自 400/800G 交换机、WiFi 及 SmartNIC/DPU 板卡，公司高速交换机产品组合涵盖 Ethernet、Infiniband 和 NVLink Switch 的多元部署，预计全年可贡献增量。数据中心 400/800G 高速交换机 Q3 营收同增 128%，环增 27%；相关业务 Q1-Q3 营收同增近 60%。800G 交换机已陆续开始出货，预计 24H2 特别是 24Q4，会有大量的出货，对营收和获利均有积极影响。SmartNIC/DPU 等板卡业务 Q1-Q3 营收同增 200%。IDC 等预测 AI 数据中心网络交换机的收入在 23-26 年 CAGR 达 55%。AI 算力需求爆发也将推动数据中心用交换机向 800G 加速升级。
- 市场过于担心手机结构件业务。** 公司机构件业务在 24H1 同比双位数增长，超预期。AI+手机预计将推动智能手机增长。公司市场份额一直较稳定，不担心高端机市场份额。结构件利润主要来自良率和效率而非材料成本，关键在于对重要的材料和工艺技术的把握，包括可塑性、散热性、上色性、轻量化等。公司长期以来是大客户核心合作伙伴，工艺能力强。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 1.20、1.68、2.08 元（原 24-26 年预测为 1.27、1.54、1.80 元，主要调整云计算业务增速、费用率、减值准备等假设）。采用可比公司 24 年 29 倍 PE 进行估值，对应目标价为 34.80 元，维持买入评级。

风险提示

- 业务竞争加剧，AI 进展不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	511,850	476,340	606,342	755,628	891,988
同比增长(%)	16%	-7%	27%	25%	18%
营业利润(百万元)	21,872	23,067	25,931	36,694	45,286
同比增长(%)	-2%	5%	12%	42%	23%
归属母公司净利润(百万元)	20,073	21,040	23,748	33,453	41,268
同比增长(%)	0%	5%	13%	41%	23%
每股收益(元)	1.01	1.06	1.20	1.68	2.08
毛利率(%)	7.3%	8.1%	7.2%	7.0%	7.0%
净利率(%)	3.9%	4.4%	3.9%	4.4%	4.6%
净资产收益率(%)	16.2%	15.6%	16.3%	20.2%	20.9%
市盈率	23.4	22.4	19.8	14.1	11.4
市净率	3.6	3.4	3.1	2.6	2.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年11月01日）	23.68元
目标价格	34.80元
52周最高价/最低价	28.67/12.29元
总股本/流通A股（万股）	1,986,791/1,986,396
A股市值（百万元）	470,472
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024年11月03日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-7.72	-5.99	1.54	67.52
相对表现%	-6.04	-2.81	-12.23	58.59
沪深300%	-1.68	-3.18	13.77	8.93



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuajian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004

联系人

薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn
朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn

相关报告

受益于 AI 趋势，AI 云计算业务亮眼	2024-03-17
盈利能力持续提升，AI 数据中心业务优势突出	2023-08-17
公司有望受益于算力需求和手机结构件升级	2023-03-05

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年每股收益分别 1.20、1.68、2.08 元（原 24-26 年预测为 1.27、1.54、1.80 元），主要根据行业景气度，调整了云计算业务增速、费用率、减值准备等假设。采用可比公司 24 年 29 倍 PE 进行估值，对应目标价为 34.80 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2024/11/1	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
澜起科技	688008	64.55	0.39	1.24	1.86	2.53	163.54	52.27	34.66	25.50
浪潮信息	000977	43.70	1.21	1.52	1.86	2.21	36.09	28.84	23.50	19.77
紫光股份	000938	24.68	0.74	0.83	1.05	1.24	33.56	29.63	23.45	19.85
中兴通讯	000063	29.60	1.95	2.07	2.26	2.52	15.18	14.27	13.09	11.76
中科曙光	603019	60.45	1.25	1.48	1.81	2.16	48.18	40.72	33.44	27.98
环旭电子	601231	14.53	0.88	0.91	1.18	1.46	16.50	15.98	12.36	9.97
	最大值						163.54	52.27	34.66	27.98
	最小值						15.18	14.27	12.36	9.97
	平均数						52.18	30.29	23.42	19.14
	调整后 平均						33.58	28.79	23.37	19.22

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

业务竞争加剧，AI 进展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	69,430	83,462	106,241	132,398	156,290	营业收入	511,850	476,340	606,342	755,628	891,988
应收票据、账款及款项融资	97,690	88,474	112,620	140,348	165,676	营业成本	474,678	437,964	562,890	702,768	829,114
预付账款	352	255	324	404	477	销售费用	1,058	1,024	1,183	1,323	1,428
存货	77,322	76,683	98,557	123,048	145,170	管理费用	3,828	4,226	4,803	5,381	6,174
其他	4,146	3,604	3,544	3,811	4,055	研发费用	11,588	10,811	9,912	11,445	12,172
流动资产合计	248,940	252,478	321,286	400,009	471,668	财务费用	(704)	(586)	413	(1,237)	(1,525)
长期股权投资	12,216	7,180	8,680	9,680	10,680	资产、信用减值损失	889	430	1,340	165	144
固定资产	15,937	17,712	15,742	13,687	11,564	公允价值变动收益	(70)	264	(300)	0	0
在建工程	701	2,508	2,414	2,418	2,501	投资净收益	30	(666)	300	300	300
无形资产	440	1,004	984	964	944	其他	1,400	999	130	612	504
其他	5,953	6,823	6,450	6,450	6,450	营业利润	21,872	23,067	25,931	36,694	45,286
非流动资产合计	35,248	35,227	34,269	33,198	32,140	营业外收入	121	124	240	162	175
资产总计	284,188	287,705	355,555	433,208	503,808	营业外支出	31	66	24	24	24
短期借款	50,498	41,091	76,775	101,586	115,889	利润总额	21,963	23,124	26,147	36,832	45,437
应付票据及应付账款	69,279	75,028	96,430	120,392	142,037	所得税	1,879	2,106	2,387	3,362	4,148
其他	29,399	21,925	21,777	21,937	21,992	净利润	20,084	21,018	23,760	33,469	41,289
流动负债合计	149,176	138,045	194,982	243,915	279,917	少数股东损益	11	(22)	12	17	21
长期借款	3,485	7,097	7,097	7,097	7,097	归属于母公司净利润	20,073	21,040	23,748	33,453	41,268
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.01	1.06	1.20	1.68	2.08
其他	2,194	1,968	1,968	1,968	1,968						
非流动负债合计	5,679	9,065	9,065	9,065	9,065	主要财务比率					
负债合计	154,854	147,110	204,047	252,981	288,983		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	358	408	420	436	457	成长能力					
实收资本(或股本)	19,860	19,866	19,868	19,868	19,868	营业收入	16%	-7%	27%	25%	18%
资本公积	26,283	27,129	27,127	27,127	27,127	营业利润	-2%	5%	12%	42%	23%
留存收益	81,744	91,867	104,093	132,796	167,373	归属于母公司净利润	0%	5%	13%	41%	23%
其他	1,089	1,326	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	129,334	140,595	151,507	180,227	214,825	毛利率	7.3%	8.1%	7.2%	7.0%	7.0%
负债和股东权益总计	284,188	287,705	355,555	433,208	503,808	净利率	3.9%	4.4%	3.9%	4.4%	4.6%
						ROE	16.2%	15.6%	16.3%	20.2%	20.9%
						ROIC	10.6%	10.8%	11.3%	12.3%	12.7%
						偿债能力					
						资产负债率	54.5%	51.1%	57.4%	58.4%	57.4%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.67	1.83	1.65	1.64	1.69
						速动比率	1.14	1.27	1.14	1.13	1.16
						营运能力					
						应收账款周转率	5.5	5.1	6.0	6.0	5.8
						存货周转率	6.3	5.6	6.3	6.3	6.1
						总资产周转率	1.9	1.7	1.9	1.9	1.9
						每股指标(元)					
						每股收益	1.01	1.06	1.20	1.68	2.08
						每股经营现金流	0.77	2.17	0.03	0.31	0.81
						每股净资产	6.49	7.06	7.60	9.05	10.79
						估值比率					
						市盈率	23.4	22.4	19.8	14.1	11.4
						市净率	3.6	3.4	3.1	2.6	2.2
						EV/EBITDA	19.4	17.9	15.6	11.9	9.7
						EV/EBIT	21.4	20.1	17.2	12.8	10.3

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	20,084	21,018	23,760	33,469	41,289
折旧摊销	2,197	2,775	2,593	2,680	2,768
财务费用	(704)	(586)	413	(1,237)	(1,525)
投资损失	(30)	666	(300)	(300)	(300)
营运资金变动	(10,483)	13,881	(25,151)	(28,860)	(26,353)
其它	4,302	5,329	(680)	316	285
经营活动现金流	15,366	43,084	635	6,068	16,164
资本支出	(8,449)	(7,842)	(509)	(609)	(709)
长期投资	(9,038)	5,036	(1,500)	(1,000)	(1,000)
其他	2,179	(1,757)	603	300	300
投资活动现金流	(15,308)	(4,564)	(1,405)	(1,309)	(1,409)
债权融资	3,885	(855)	(200)	100	0
股权融资	(1,501)	852	0	0	0
其他	(16,453)	(24,731)	23,748	21,298	9,138
筹资活动现金流	(14,068)	(24,734)	23,549	21,398	9,138
汇率变动影响	2,106	399	-0	-0	-0
现金净增加额	(11,905)	14,185	22,778	26,157	23,893

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。