

神州数码 (000034)

2023 三季报点评：战略级业务成长快，“大华为”布局显优势

事件：公司前三季度实现营业收入 841.55 亿元 (-0.41%)，归母净利润 8.51 亿元 (+24.91%)，扣非净利润 8.43 亿元 (+27.82%)。

◆ 营收回暖，“数云融合+信创”战略级业务快速成长。

公司致力于为企业级客户提供数字化转型升级技术、产品及服务，持续推进产业生态布局和优质资源整合。23 年 Q3 实现收入 285.54 亿元 (+6.44%)，增速同比+14.92pcts、环比+8.47pcts)，营收回暖明显。前三季度整体来看，云和数字化业务收入 49.20 亿元，同比增长 36%；其中 MSP+ISV 业务收入超过 6 亿元，同比增长 54%。自主品牌业务收入 23.67 亿元，同比增长 49%；信创业务收入 20.19 亿元，同比增长 69%。信创业务行业客户全面突破，运营商领域实现移动、电信、联通三大客户全覆盖。同时，公司判断行业复苏预期明显，国产大模型或在未来两年内实现突破，也将为企业带来新的发展机遇。我们认为，公司战略转型发展成效正在逐步显现。传统 IT 分销业务表现相对稳定，近年来重点发展的数云融合+信创等战略级业务初具规模，且呈现出快速成长态势。

◆ 盈利能力大幅提升，资产结构有待进一步优化。

公司 23 年 Q3 实现归母净利润 4.17 亿元 (+43.28%)，22 年 Q3 数据为 2.91 亿元 (+63.03%)。高基数基础上维系高速增长态势，主要源于市场需求复苏，以及数云融合+自主品牌两大战略级、高毛利业务保持高速增长。在长期战略转型发展的同时，公司积极执行提质增效管控措施。前三季度销售、管理、研发三项费用保持基本稳定，同比略增。期末，净资产收益率(加权)达到 10.57% (+4.55%)，人均创利水平也有明显提升。财务结构方面，资产负债率较期初下降 3.26 pcts；长期资金来源占比超 37%，较年初提升 5.40pcts；资产结构有所优化，持续运营能力稳健。此外，公司可转债项目 8 月 31 日获得深圳证券交易所上市审核委员会无条件审核通过，目

投资评级

买入

首次评级

2023 年 11 月 07 日

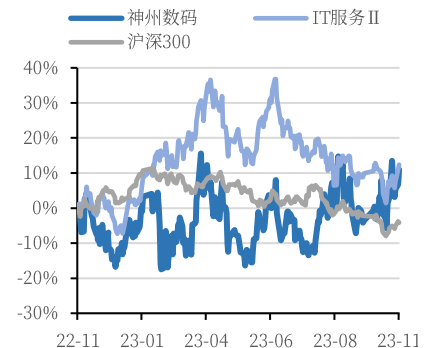
收盘价(元):

31.80

公司基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 669.58 |
| 总市值(百万) | 21,292.69 |
| 流通股本(百万股) | 550.05 |
| 流通市值(百万) | 17,491.69 |
| 12 月最高/最低价(元) | 34.27/20.39 |
| 资产负债率(%) | 76.30 |
| 每股净资产(元) | 12.27 |
| 市盈率(TTM) | 18.14 |
| 市净率(PB) | 2.59 |
| 净资产收益率(%) | 10.36 |

股价走势图



作者

| | |
|--------------------------|------|
| 邹润芳 | 分析师 |
| SAC 执业证书: S0640521040001 | |
| 邮箱: zourf@avicsec.com | |
| 卢正羽 | 分析师 |
| SAC 执业证书: S0640521060001 | |
| 邮箱: luzhy@avicsec.com | |
| 闫智 | 研究助理 |
| SAC 执业证书: S0640122070030 | |
| 邮箱: yanz@avicsec.com | |

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

前已经提交中国证券监督管理委员会进行注册。预期，未来可转债募集资金或进一步改善公司资产结构，降低财务费用，保障企业长期健康发展。

◆ “大华为”布局显优势，鲲鹏、昇腾算力标志性项目陆续落地。

公司 2018 年提出“大华为”战略，2020 年展开基于“鲲鹏”、“昇腾”的全新合作。随后，双方在产品、营销、生态等方面开展协同，陆续落地多个应用场景标杆案例。近日，公司控股子公司北京神州数码云科先后预中标两大项目：中国移动“2023 年至 2024 年集中网络云资源池五期工程计算型服务器采购项目”，投标报价 10.10 亿元（不含税），中标份额 23%，产品为神州鲲泰系列 PC 服务器；中国电信“AI 算力服务器（2023-2024 年）集中采购项目”，金额超 1.1 亿元，产品为神州鲲泰 A924 AI 训练服务器（鲲鹏+昇腾）。此外，控股子公司合肥神州数码与上海恒为智能科技有限公司签订了三笔《销售合同》，供货产品为神州鲲泰品牌昇腾 AI 服务器，合同含税总金额 4.08 亿元。我们认为，从供应链安全及技术成熟度角度考量，华为“鲲鹏+昇腾”算力架构具较大发展潜力。其中，昇腾 AI 产业有高速增长机遇。公司战略卡位较好，标志性项目相继落地，未来或享受 AI 算力国产化替代红利。

◆ 践行“数云融合+信创”战略，借势 AIGC 全新市场机遇。

公司围绕企业数字化转型的关键要素，开创性提出“数云融合”战略技术框架体系。并借势 AIGC 带来的全新市场机遇，构建跨界融合创新的数字业务场景和新业务模式。助力企业级客户构建面向未来的核心能力和竞争优势，全面推动社会的数字化、智能化转型升级。1)、在数云融合方面，神州数码基于云原生及数字原生发展带来的机遇和挑战，搭建出数云融合技术框架体系，形成覆盖数云融合咨询、云上应用开发、云原生应用管理平台构建、MSP+服务的全栈式能力，拥有多项自主知识产权产品和独到解决方案，有效支撑起企业泛在敏捷业务能力的数据资产化。2)、在 AI 应用方面，面对如今 AI 应用落地的种种挑战，神州数码推出一站式企业级大模型集成平台——神州问学。作为神州数码生成式 AI 的核心产品，神州问学不仅可以令企业客户在极短时间内上线自己的聊天机器人，对于企业知识问答、情感分析和句子分类等场景下也能够达到非常理想的效果，目前已成功在多家世界 500 强企业实现了场景验证，并在医药、客户服务、超级员工等领域实现持续应用。3)、在算力信创方面，针对 AI 大模型爆发带来的强烈算力需求，神州数码子公司神州鲲泰已打造出覆盖“ARM+GPU+SPU”的异构

智算算力，大带宽、低延时、零丢包的智算网络，以及大容量、高性能、低延时、分布式全闪智算存储在内的融合智算平台，构筑强大算力平台、运力平台、存力平台底座支撑。

◆ 投资建议

公司作为华为“鲲鹏+昇腾”生态的重要整机合作厂商，未来将持续受益于国产化推进。预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 1201.52 亿元、1227.25 亿元、1269.17 亿元；归母净利润分别为 11.95 亿元、14.61 亿元、18.00 亿元，对应目前 PE 分别为 18X /15X /12X，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

下游需求不及预期；技术迭代加快；市场竞争加剧。

◆ 盈利预测

| 单位/百万 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 115880.02 | 120152.40 | 122724.96 | 126917.06 |
| 增长率 (%) | -5.32% | 3.69% | 2.14% | 3.42% |
| 归属母公司股东净利润 | 1004.41 | 1195.30 | 1461.15 | 1800.26 |
| 增长率 (%) | 321.85% | 19.01% | 22.24% | 23.21% |
| 每股收益 EPS(元) | 1.50 | 1.79 | 2.18 | 2.69 |
| PE | 21.20 | 17.81 | 14.57 | 11.83 |

资料来源：iFind，中航证券研究所

公司收入预测：

综合考虑 23 年自有品牌业务、云服务业务快速增长，分销业务保持稳定，假设如下：

- 1) 分销业务：分销业务是公司的传统业务，较为成熟，体量较大。公司将继续提质增效，促进管理效能的同时，在保持行业领先的基础上继续优化，重点拓展技术含量更足、毛利水平更高的增值分销业务。预测 23-25 年消费电子分销业务增速为 5.00%/1.00%/1.00%，企业 IT 产品分销业务增速为-5.00%/-3.00%/0.00%。
- 2) 云服务：公司践行“数云融合”战略，在自身全栈服务能力的基础上为客户提供云原生架构的 MSP 服务升级，打造“MSP+”服务新模式；并基于多年服务行业头部客户积累的强大技术实力与丰富经验，持续为包括零售、快消、汽车、文旅、金融等行业世界五百强企业在内的广大客户提供以物联网、大数据、人工智能等技术为基础且可复制性高的行业数字化解决方案。云业务的增长主要得益于（1）多云的布局带来了市场上独特的优势地位；（2）全栈的云服务能力，为客户提供云迁移、运维等云上服务，以及在云平台上架构核心业务系统。预测 23-25 年的增速为 31%/25%/24%。
- 3) 自有品牌：公司基于华为鲲鹏+昇腾产业生态，深入行业实践场景，持续打造自主品牌“神州鲲泰”系列产品及解决方案，包含入门型、均衡型、高密型、存储型、高性能型、人工智能计算型等多种类服务器产品。预计该业务快速增长，预计 23-25 年的增速为 55%/35%/28%。

公司分产品收入预测表

| 单位: 百万元 | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----|------------|------------|------------|------------|
| 消费电子分 销业务 | 收入 | 67,153.33 | 70,511.00 | 71,216.10 | 71,928.27 |
| | 增速 | -1.03% | 5.00% | 1.00% | 1.00% |
| | 毛利率 | 2.47% | 2.40% | 2.45% | 2.45% |
| 企业 IT 产品 分销业务 | 收入 | 41,121.19 | 39,065.13 | 37,893.18 | 37,893.18 |
| | 增速 | -16.05% | -5.00% | -3.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 4.71% | 4.60% | 4.60% | 4.60% |
| 云服务 | 收入 | 5,022.73 | 6,579.77 | 8,224.72 | 10,198.65 |
| | 增速 | 29.29% | 31.00% | 25.00% | 24.00% |
| | 毛利率 | 13.38% | 13.70% | 13.80% | 13.80% |
| 自有品牌 | 收入 | 2,570.42 | 3,984.15 | 5,378.60 | 6,884.61 |
| | 增速 | 55.75% | 55.00% | 35.00% | 28.00% |
| | 毛利率 | 10.37% | 10.50% | 10.70% | 11.00% |
| 其他 | 收入 | 12.35 | 12.35 | 12.35 | 12.35 |
| | 增速 | 7.36% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 100.00% | 50.00% | 50.00% | 50.00% |
| 合计 | 收入 | 115,880.02 | 120,152.40 | 122,724.96 | 126,917.06 |
| | 增速 | -5.32% | 3.69% | 2.14% | 3.42% |
| | 毛利率 | 3.92% | 4.01% | 4.24% | 4.47% |

资料来源: iFind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标

| 利润表（百万元） | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 资产负债表（百万元） | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 115880.02 | 120152.40 | 122724.96 | 126917.06 | 货币资金 | 4321.85 | 3604.57 | 3681.75 | 3807.51 |
| 营业成本 | 111333.03 | 115337.20 | 117520.38 | 121240.83 | 应收票据及账款 | 9424.34 | 9771.81 | 9981.03 | 10321.97 |
| 税金及附加 | 138.27 | 143.36 | 146.43 | 151.44 | 预付账款 | 5770.74 | 5983.50 | 6111.61 | 6320.37 |
| 销售费用 | 1952.61 | 1982.51 | 2086.32 | 2157.59 | 其他应收款 | 297.41 | 308.37 | 314.98 | 325.74 |
| 管理费用 | 312.15 | 312.40 | 319.08 | 329.98 | 存货 | 12494.99 | 12944.38 | 13189.40 | 13606.95 |
| 研发费用 | 291.15 | 301.89 | 308.35 | 318.89 | 其他流动资产 | 161.95 | 166.05 | 168.53 | 172.56 |
| 财务费用 | 431.68 | 501.77 | 420.46 | 346.43 | 流动资产总计 | 32471.27 | 32778.69 | 33447.30 | 34555.10 |
| 资产减值损失 | -139.49 | -36.05 | -36.82 | -38.08 | 长期股权投资 | 261.33 | 254.65 | 247.97 | 241.29 |
| 信用减值损失 | -55.41 | -57.45 | -58.68 | -60.68 | 固定资产 | 238.61 | 231.68 | 219.09 | 200.85 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 在建工程 | 216.65 | 180.54 | 144.44 | 108.33 |
| 投资收益 | -43.43 | -43.43 | -43.43 | -43.43 | 无形资产 | 237.23 | 197.70 | 158.16 | 118.62 |
| 公允价值变动损益 | 9.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 长期待摊费用 | 25.32 | 12.66 | 0.00 | 0.00 |
| 资产处置收益 | 4.57 | 4.57 | 4.57 | 4.57 | 其他非流动资产 | 6765.62 | 6107.32 | 5449.03 | 4790.73 |
| 其他收益 | 125.51 | 125.51 | 125.51 | 125.51 | 非流动资产合计 | 7744.77 | 6984.55 | 6218.68 | 5459.82 |
| 营业利润 | 1322.54 | 1566.42 | 1915.07 | 2359.79 | 资产总计 | 40216.04 | 39763.25 | 39665.98 | 40014.92 |
| 营业外收入 | 5.96 | 5.96 | 5.96 | 5.96 | 短期借款 | 8329.65 | 7206.37 | 6538.85 | 5780.36 |
| 营业外支出 | 4.83 | 4.83 | 4.83 | 4.83 | 应付票据及账款 | 13026.96 | 13495.48 | 13750.93 | 14186.26 |
| 其他非经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他流动负债 | 6182.61 | 6406.24 | 6535.81 | 6750.41 |
| 利润总额 | 1323.67 | 1567.55 | 1916.20 | 2360.92 | 流动负债合计 | 27539.23 | 27108.10 | 26825.60 | 26717.03 |
| 所得税 | 287.65 | 340.64 | 416.41 | 513.05 | 长期借款 | 4115.54 | 3213.54 | 2322.64 | 1454.25 |
| 净利润 | 1036.02 | 1226.90 | 1499.79 | 1847.87 | 其他非流动负债 | 341.30 | 341.30 | 341.30 | 341.30 |
| 少数股东损益 | 31.62 | 31.61 | 38.64 | 47.61 | 非流动负债合计 | 4456.83 | 3554.84 | 2663.93 | 1795.55 |
| 归属母公司股东净利润 | 1004.41 | 1195.30 | 1461.15 | 1800.26 | 负债合计 | 31996.06 | 30662.93 | 29489.53 | 28512.58 |
| 现金流量表（百万元） | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 股本 | 668.46 | 668.46 | 668.46 | 668.46 |
| 经营活动现金流净额 | 798.33 | 2207.61 | 2530.98 | 2672.31 | 资本公积 | 4071.22 | 4071.22 | 4071.22 | 4071.22 |
| 投资活动现金流净额 | -161.06 | -51.26 | -51.26 | -51.26 | 留存收益 | 2862.37 | 3711.09 | 4748.59 | 6026.87 |
| 筹资活动现金流净额 | -608.66 | -2873.62 | -2402.54 | -2495.28 | 归属母公司权益 | 7602.05 | 8450.77 | 9488.26 | 10766.55 |
| 现金流量净额 | 92.33 | -717.27 | 77.18 | 125.76 | 少数股东权益 | 617.94 | 649.54 | 688.18 | 735.79 |
| | | | | | 股东权益合计 | 8219.98 | 9100.31 | 10176.45 | 11502.34 |
| | | | | | 负债和股东权益合计 | 40216.04 | 39763.25 | 39665.98 | 40014.92 |

资料来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637