

2024年2月23日

何利超

H70529@capital.com.tw

目标价(元)

35

神州数码 (000034.SZ)

首次评级 Buy 买进

央企加快智算建设，国产 AI 服务器有望腾飞

事件：

2月19日国务院国资委指出，中央企业要加快布局和发展人工智能产业，夯实发展基础底座，加快建设一批智能算力中心。

我们认为神州数码作为国产华为升腾服务器相关龙头，有望显著受益。首次覆盖，给予“买进”评级。

■ **国资委要求央企加快智算中心建设，公司作为国产华为升腾体系的AI服务器龙头有望受益：**2月19日，国务院国资委召开中央企业人工智能专题推进会。明确指出中央企业要加快布局和发展人工智能产业，加快建设一批智能算力中心；同时开展AI+专项行动，加快重点行业赋能，构建一批产业多模态优质数据集，打造从基础设施、算法工具、智能平台到解决方案的大模型赋能产业。我们认为央企带头加速智算中心建设、推动AI赋能产业，有望提升国产算力需求，带动相关产业发展。公司常年与华为进行合作，自有品牌设计华为鲲鹏、升腾系列服务器，升腾AI算力芯片是目前国产领域翘楚，在英伟达芯片涉及禁令的情况下未来有望加速国内市场占有率提升，我们看好公司相关业务未来几年腾飞式发展。

■ **前三季度业绩略超预期，升腾AI服务器业务悄然发力：**前三季度净利润同比增长25%，Q3净利润同比大增43%。我们判断已开始受益于AI服务器相关业务，公司近期中标中国电信AI算力服务器订单，总金额1.11亿元，还与恒为智能签订了总金额4.08亿元的升腾AI服务器合同。未来伴随英伟达芯片供应紧张，升腾服务器市占率有望大幅提升，带动公司业绩快速增长。

■ **传统业务毛利率持续改善，云+自有品牌占比持续提升，带动盈利水平增长：**Q3毛利率4.39%，同比增长0.2个百分点，连续三个季度环比提升，主要受益于主营IT分销业务毛利率持续回暖，叠加高毛利业务占比稳步提升。此外公司费用率也有所下降，带动公司Q3净利率1.5%，同比增长0.4个百分点。

■ **云+自有品牌未来有望维持高增长态势：**2018-2022年，公司云服务业务收入由5.8亿元增长至50.23亿元，CAGR=71%，自主品牌收入由5.1亿元增长至25.7亿元，CAGR=50%。公司云业务已覆盖多领域具备成熟的解决方案，用有全牌照云资质，在政企加速上云的大背景下未来有望继续高速增长；自主品牌包含华为鲲鹏、升腾相关服务器，在2023Q3开始的升腾国产替代的浪潮下，我们认为公司相关产品即将快速放量，带动自有品牌业务维持过去几年的高增长态势。

■ **盈利预期：**我们预计公司2023-2025年净利润分别为12.67亿、15.77、19.38亿元，YOY分别为+26.11%、+24.49%、+22.90%；EPS分别为1.89元、2.36元、2.89元，当前股价对应A股2023-2025年P/E为15/12/10倍，给予“买进”建议。

■ **风险提示：**1、信创节奏不及预期；2、国产AI算力发展不及预期。

公司基本资讯

产业别	计算机
A 股价(2024/2/23)	28.65
深证成指(2024/2/23)	9043.75
股价 12 个月高/低	36.96/20.15
总发行股数(百万)	669.58
A 股数(百万)	550.35
A 市值(亿元)	157.68
主要股东	郭为(23.12%)
每股净值(元)	12.27
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	10.2 -11.0 8.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

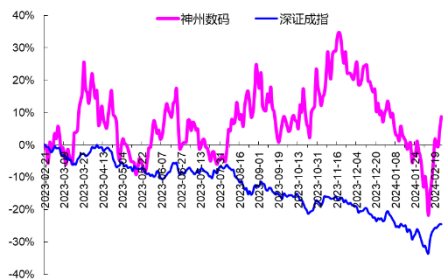
产品组合

企业增值业务	35.49%
消费电子分销业务	57.95%
云服务	4.33%
自有品牌	2.22%
其他(补充)	0.01%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.8%
一般法人	16.5%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	238.09	1004.41	1266.66	1576.90	1938.01
同比增减	%	-61.85%	321.86%	26.11%	24.49%	22.90%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.36	1.50	1.89	2.36	2.89
同比增减	%	-61.85%	321.86%	25.90%	24.49%	22.90%
A 股市盈率(P/E)	X	80	19	15	12	10
股利(DPS)	RMB 元	0.19	0.45	0.57	0.71	0.87
股息率(Yield)	%	0.66%	1.57%	1.98%	2.47%	3.03%

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	122385	115880	121464	131833	140731
经营成本	118287	111333	116598	126177	134216
营业税金及附加	117	138	158	185	211
销售费用	1917	1953	2004	2202	2392
管理费用	522	603	619	712	816
财务费用	273	432	425	461	493
资产减值损失	(33)	(139)	(50)	(50)	(50)
投资收益	(559)	(43)	(30)	(30)	(30)
营业利润	490	1323	1740	2167	2663
营业外收入	11	6	6	6	6
营业外支出	(2)	5	5	5	5
利润总额	503	1324	1741	2168	2664
所得税	253	288	435	542	666
少数股东权益	12	32	39	49	60
归属于母公司所有者的净利润	238	1004	1267	1577	1938

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	4614	4322	3834	4021	4287
应收帐款	8344	8730	9110	9887	10555
存货	14554	12495	13000	14000	15000
流动资产合计	32333	32471	34010	36913	39405
长期股权投资	203	261	300	300	300
固定资产合计	194	194	200	200	200
在建工程	1858	217	500	500	500
非流动资产合计	6621	7745	8000	9000	10000
资产总计	38953	40216	42010	45913	49405
流动负债合计	30495	27539	27937	30322	32368
非流动负债合计	1842	4457	4913	5261	5267
负债合计	32337	31996	32850	35583	37635
少数股东权益	536	618	657	706	766
股东权益合计	6616	8220	9160	10331	11769
负债及股东权益合计	38953	40216	42010	45913	49405

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动产生的现金流量净额	(156)	836	1093	1186	1267
投资活动产生的现金流量净额	(289)	(161)	(500)	(200)	(200)
筹资活动产生的现金流量净额	1027	(609)	(800)	(800)	(800)
现金及现金等价物净增加额	572	130	(207)	186	267

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。