

研究所:

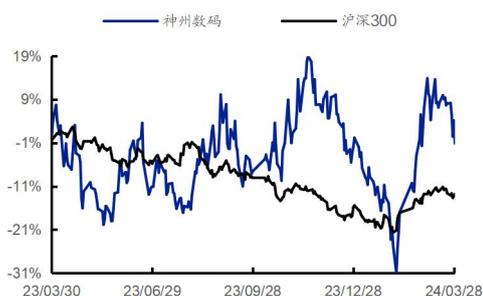
证券分析师:

 刘熹 S0350523040001  
liux10@ghzq.com.cn

## 2023年业绩符合预期, “数云+智算+生成式AI”助力腾飞

### ——神州数码(000034)2023年年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现		2024/03/29		
表现	1M	3M	12M	
神州数码	-3.5%	-1.3%	-3.5%	
沪深300	0.6%	3.1%	-11.7%	

市场数据		2024/03/29
当前价格(元)		29.52
52周价格区间(元)		20.15-36.96
总市值(百万)		19,766.05
流通市值(百万)		16,240.55
总股本(万股)		66,958.15
流通股本(万股)		55,015.43
日均成交额(百万)		1,387.43
近一月换手(%)		6.37

相关报告

- 《神州数码(000034)2023年三季报点评: Q3净利润同比高增, AI服务器订单超预期(买入)\*IT服务II\*刘熹》——2023-10-31
- 《神州数码(000034)点评报告: 服务器业务超预期, 发行可转债助力长期发展(买入)\*IT服务II\*刘熹》——2023-08-22

**事件:**

2024年3月29日, 公司发布2023年报: 营收1196.24亿元、同比+3.23%; 归母净利润11.72亿元、同比+16.66%; 扣非后归母净利润12.63亿元, 同比+37.22%。公司坚持“数云+智算+生成式AI”三位一体战略布局, 升级数云融合及解决方案, 打造核心竞争力。

**投资要点:**

#### ■ 2023年扣非后业绩同比+37%, 盈利能力持续改善

2023年, 公司营收1,196.24亿元、同比+3.23%; 归母净利润11.72亿元、同比+16.66%; 扣非后归母净利润12.63亿元, 同比+37.22%。2023Q4, 公司营收354.69亿元、同比+13.03%, 归母净利润3.21亿元、同比-0.71%, 业绩增速符合我们预期, 战略业务收入持续高增。

2023年, 公司销售毛利率为3.99%, 同比+0.07pct, 销售/管理/管理费用率为1.71%/0.28%/0.32%, 同比+0.02/+0.01/-0.05pct; 研发费用3.44亿元, 同比+18.10%、占比为0.29%, 连续三年保持高投入, 围绕云原生、数字原生、AI原生持续锻造自身产品技术能力。

#### ■ 战略业务: 收入结构优化, 发力“智算、云数、生成式AI”

2023年, 公司收入结构持续优化, 其中, 云计算及数字化转型、自主品牌两项战略业务占总收入比例同比+2.44pct。

**自主品牌:** 神州鲲泰开启“国产化算力+智算”的新布局。2023年, 自主品牌业务营收38.29亿元、同比+48.95%; 信创业务营收破34亿元, 同比+71%。神州鲲泰合肥生产基地落成投产; 完成多款新代AI服务器研发、生产及交付, 首度获得华为“鲲鹏+昇腾”双领先认证。神州鲲泰入围中国电信集采项目, 首度实现运营商行业客户全覆盖, 先后中标四省市全电发票项目, AI服务器等产品客户涵盖山西省电力公司项目, 合肥、沈阳、长春等人工智能计算中心项目。

**云计算及数字化转型:** 2023年, 云计算及数字化转型营收69.31亿元, 同比+37.98%; 其中, 云转售(AGG)收入58.15亿元, 同比+33.38%, 毛利率5.87%; 数云融合(MSP和ISV)收入11.16亿元, 同比+68.25%, 毛利率42.23%, 高毛利业务增长快速。神州数码先后战略投资高科数聚、并购领航动力、成为山石网科第一大股东, 基于数云融合技术体系框架,

在网络安全、数据应用、汽车行业等方面持续完善全栈能力，并积极拓展业务边界。

公司的人工智能产品 Jarvis 正式升级为一站式大模型集成和运营平台——“神州问学”平台产品，现已对接了数十家主流大模型。神州数码深圳人工智能计算中心项目也已正式启动，未来智算中心将搭载神州问学，提供专业的行业智算模型与应用解决方案，为区域生成式 AI 应用发展提供算力支撑，打造智算标杆范例。

#### ■ 坚定“分销升级”战略，受益数字经济与人工智能持续发展

2023 年，公司消费电子分销业务营收 738.86 亿元、同比+10.03%，毛利率 2.17%；企业 IT 产品分销营收 349.67 亿元、同比-14.97%，毛利率 5.54%。公司坚定推行“分销升级”战略，进一步深耕 IT 生态、拓展产品领域、创新业务模式、优化销售网络、提升业务价值。公司着重精细化运营，强化份额管理能力，代理的英特尔、希捷、爱普生、斑马、索尼、欧姆龙、Fortinet 等产品继续保持厂商份额较为领先。

数字经济已经成为国家经济发展的重要引擎，我国《“十四五”数字经济发展规划》提出，到 2025 年，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到 10%。“人工智能+”在 2024 年两会中首次被写进政府工作报告，人工智能技术将为数字经济的发展注入新动能。

■ 盈利预测和投资评级：公司坚持“数云+智算+生成式 AI”三位一体的战略布局，致力于成为领先的数字化转型合作伙伴，实现高价值业务持续聚焦，或有望受益“数云+智算+生成式 AI”持续发展。受市场环境等影响，我们调整 2024-2026 年公司归母净利润分别为 14.37/17.32/20.38 亿元，EPS 分别为 2.15/2.59/3.04 元/股，当前股价对应 PE 分别为 13.75/11.41/9.70X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：大模型推进不及预期、宏观经济影响下游需求、市场竞争加剧、信创推进不及预期、算力投资不及预期等风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	119624	129582	139773	149802
增长率(%)	3	8	8	7
归母净利润（百万元）	1172	1437	1732	2038
增长率(%)	17	23	21	18
摊薄每股收益（元）	1.75	2.15	2.59	3.04
ROE(%)	14	14	15	15
P/E	16.68	13.75	11.41	9.70
P/B	2.34	1.98	1.69	1.44
P/S	0.17	0.15	0.14	0.13
EV/EBITDA	14.45	11.46	9.70	7.92

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：神州数码盈利预测表

证券代码:	000034				股价:	29.52	投资评级:	买入	日期:	2024/03/29
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	14%	14%	15%	15%	EPS	1.79	2.15	2.59	3.04	
毛利率	4%	4%	4%	5%	BVPS	12.78	14.93	17.51	20.56	
期间费率	2%	2%	2%	2%	<b>估值</b>					
销售净利率	1%	1%	1%	1%	P/E	16.68	13.75	11.41	9.70	
<b>成长能力</b>					P/B	2.34	1.98	1.69	1.44	
收入增长率	3%	8%	8%	7%	P/S	0.17	0.15	0.14	0.13	
利润增长率	17%	23%	21%	18%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	2.67	2.77	2.83	2.84	<b>营业收入</b>	<b>119624</b>	<b>129582</b>	<b>139773</b>	<b>149802</b>	
应收账款周转率	10.59	12.32	11.66	11.69	营业成本	114854	124226	133544	142669	
存货周转率	9.70	8.41	8.89	8.90	营业税金及附加	182	168	196	210	
<b>偿债能力</b>					销售费用	2042	2177	2320	2592	
资产负债率	79%	77%	75%	72%	管理费用	339	337	377	449	
流动比	1.21	1.24	1.28	1.33	财务费用	381	610	560	557	
速动比	0.60	0.54	0.57	0.61	其他费用/(-收入)	344	363	405	434	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业利润</b>	<b>1514</b>	<b>1847</b>	<b>2249</b>	<b>2725</b>	
现金及现金等价物	5645	4862	4795	5679	营业外净收支	-1	2	-1	0	
应收款项	11631	10872	12363	13205	<b>利润总额</b>	<b>1513</b>	<b>1849</b>	<b>2248</b>	<b>2725</b>	
存货净额	12338	15416	15724	16826	所得税费用	307	370	465	627	
其他流动资产	6368	6583	7522	7868	<b>净利润</b>	<b>1206</b>	<b>1480</b>	<b>1783</b>	<b>2099</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>35981</b>	<b>37733</b>	<b>40404</b>	<b>43578</b>	少数股东损益	35	42	51	60	
固定资产	513	617	741	908	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1172</b>	<b>1437</b>	<b>1732</b>	<b>2038</b>	
在建工程	133	119	107	97	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	7571	7544	7523	7510	<b>经营活动现金流</b>	<b>-151</b>	<b>2617</b>	<b>1100</b>	<b>1935</b>	
长期股权投资	685	685	685	685	净利润	1172	1437	1732	2038	
<b>资产总计</b>	<b>44884</b>	<b>46698</b>	<b>49460</b>	<b>52779</b>	少数股东损益	35	42	51	60	
短期借款	11013	9013	8913	8813	折旧摊销	100	76	80	89	
应付款项	12600	14796	15573	16341	公允价值变动	64	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1991	321	-1546	-1122	
其他流动负债	6052	6691	7094	7506	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1080</b>	<b>-200</b>	<b>-331</b>	<b>-459</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>29665</b>	<b>30500</b>	<b>31580</b>	<b>32660</b>	资本支出	-406	-151	-185	-247	
长期借款及应付债券	5621	5121	5021	5161	长期投资	-841	0	5	10	
其他长期负债	339	338	338	337	其他	167	-49	-151	-222	
<b>长期负债合计</b>	<b>5959</b>	<b>5459</b>	<b>5358</b>	<b>5497</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2627</b>	<b>-3200</b>	<b>-836</b>	<b>-592</b>	
<b>负债合计</b>	<b>35624</b>	<b>35959</b>	<b>36938</b>	<b>38158</b>	债务融资	3916	-2506	-204	37	
股本	670	670	670	670	权益融资	17	0	0	0	
股东权益	9259	10739	12522	14621	其它	-1306	-695	-633	-629	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>44884</b>	<b>46698</b>	<b>49460</b>	<b>52779</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1438</b>	<b>-783</b>	<b>-67</b>	<b>884</b>	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind 金牌分析师团队核心成员。

## 【分析师承诺】

刘熹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。