

神州数码 (000034)

证券研究报告
2024年04月04日

云与自主品牌双高增，重申 AI 信创下份额提升

1、云计算及数字化转型+自主品牌业务双高增，占比持续提升：

- **全年看：**2023 年公司实现收入 1,196.24 亿元，同比增长 3.23%；实现归母净利润 11.72 亿元，同比增长 16.66%；扣非归母净利润 12.63 亿元，同比增长 37.22%。公司 23 年毛利率 3.99%，保持稳定。
- **单 Q4 看：**2023 年 Q4 单季度看，2023Q4 公司实现收入 354.69 亿元，同比增长 13.03%；归母净利润 3.21 亿元，同比减少 0.71%；扣非归母净利润 4.21 亿元，同比增长 60.94%。
- **分业务看：**2023 年公司云计算及数字化转型业务实现营业收入 69.31 亿元，同比增长 37.98%；自主品牌业务实现营业收入 38.29 亿元，同比增长 48.95%；IT 分销和增值业务实现营业收入 1088.53 亿元，同比基本持平。战略业务收入结构持续优化，云计算及数字化转型业务以及自主品牌业务两项战略业务占总收入比例同比增长 2.44pct。

2、“数云融合 2.0”战略升级，拥抱 AI 推出神州问学平台产品

2023 年，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。神州问学既是企业的大模型集成平台也是企业的大模型运营平台，已经对接了数十家主流大模型；公司已正式启动深圳人工智能计算中心项目，与国际一流的 GPU 厂商合作，搭载神州问学企业大模型一站式集成和运营平台，打造专业的行业智算模型与应用解决方案；子公司神州云科成为山石网科第一大股东并开展深度业务合作，未来将拓展双方产品在云计算、信创及网络安全市场的应用广度。

3、华为算力合作伙伴，重视运营商引领 AI 信创下公司份额提升

2023 年，子公司神州鲲泰产品入围中国移动、中国联通、中国电信集采项目，成功实现运营商行业客户的全面覆盖。今年看，中国移动此前发布 2024 年 PC 服务器产品集采项目，此次预计 Arm 服务器或以鲲鹏为主，我们认为，神州数码作为华为整机服务器生态合作伙伴份额有望再提升。

盈利预测与估值分析：

我们调整此前盈利预测，考虑公司企业 IT 产品分销业务营收对比 22 年基本持平，预计公司 24-26 年营收 1270.22/1378.38/1491.64 亿元（原预测 24-25 年 1372.73/1493.29 亿元）；考虑公司高毛利云业务占比提升，预计公司归母净利润 14.24/17.19/21.08 亿元（原预测 24-25 年 14.14/16.45 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：国内 IT 需求不及预期、云计算业务进展不及预期、行业竞争加剧风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	115,880.02	119,623.89	127,022.27	137,837.50	149,163.83
增长率(%)	(5.32)	3.23	6.18	8.51	8.22
EBITDA(百万元)	2,023.28	1,653.95	2,665.43	2,999.00	3,611.37
归属母公司净利润(百万元)	1,004.41	1,171.78	1,423.67	1,718.55	2,107.59
增长率(%)	321.85	16.66	21.50	20.71	22.64
EPS(元/股)	1.50	1.75	2.13	2.57	3.15
市盈率(P/E)	18.92	16.22	13.35	11.06	9.02
市净率(P/B)	2.50	2.22	1.96	1.72	1.49
市销率(P/S)	0.16	0.16	0.15	0.14	0.13
EV/EBITDA	8.96	16.11	8.35	8.59	5.69

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/IT 服务 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	28.38 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	669.58
流通 A 股股本(百万股)	550.15
A 股总市值(百万元)	19,002.72
流通 A 股市值(百万元)	15,613.38
每股净资产(元)	12.68
资产负债率(%)	79.37
一年内最高/最低(元)	36.96/20.15

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《神州数码-季报点评:Q3 利润超预期，有望受益于运营商 AI 信创》2023-10-31
- 《神州数码-首次覆盖报告:全球 IT 分销龙头，云与信创开启第二成长曲线》2023-08-10
- 《神州数码-公司深度研究:老牌 IT 巨头，云+自主可控打开新空间》2017-09-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,321.85	5,644.81	4,426.59	958.52	6,237.91	营业收入	115,880.02	119,623.89	127,022.27	137,837.50	149,163.83
应收票据及应收账款	9,032.56	11,631.45	8,833.25	12,991.02	9,797.90	营业成本	111,333.03	114,854.01	121,551.45	131,526.02	141,910.24
预付账款	5,770.74	5,290.83	6,415.77	6,251.47	7,415.87	营业税金及附加	138.27	182.24	155.61	181.11	201.99
存货	12,494.99	12,337.66	13,323.21	14,443.40	15,515.43	销售费用	1,952.61	2,041.63	2,057.76	2,384.59	2,595.45
其他	825.37	1,033.61	1,171.84	1,129.82	1,227.44	管理费用	312.15	338.58	317.56	413.51	492.24
流动资产合计	32,445.50	35,938.35	34,170.65	35,774.23	40,194.55	研发费用	291.15	343.84	317.56	399.73	492.24
长期股权投资	261.33	685.10	685.10	685.10	685.10	财务费用	431.68	380.60	823.07	721.00	721.00
固定资产	193.66	513.48	507.00	502.28	494.31	资产/信用减值损失	(194.89)	94.91	0.00	(40.00)	(100.00)
在建工程	216.65	132.62	1,132.62	1,332.62	1,432.62	公允价值变动收益	9.66	(63.80)	0.00	20.00	20.00
无形资产	237.23	628.59	609.97	591.24	572.52	投资净收益	(43.43)	(133.13)	(30.00)	(30.00)	(20.00)
其他	6,835.90	6,942.50	6,935.21	6,927.93	6,924.66	其他	327.25	71.07	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	7,744.77	8,902.29	9,869.91	10,039.18	10,109.21	营业利润	1,322.54	1,513.93	1,769.26	2,161.55	2,650.67
资产总计	40,216.04	44,883.71	44,040.57	45,813.41	50,303.75	营业外收入	5.96	2.21	2.21	2.21	2.21
短期借款	8,329.65	11,013.01	9,000.00	9,000.00	9,000.00	营业外支出	4.83	3.16	3.16	3.16	3.16
应付票据及应付账款	13,026.96	12,600.46	14,521.36	14,826.09	16,838.40	利润总额	1,323.67	1,512.99	1,768.31	2,160.60	2,649.72
其他	2,786.38	2,770.23	6,756.55	6,807.31	7,547.12	所得税	287.65	306.61	300.61	388.91	476.95
流动负债合计	24,142.99	26,383.70	30,277.91	30,633.40	33,385.52	净利润	1,036.02	1,206.38	1,467.70	1,771.70	2,172.77
长期借款	4,100.41	4,389.28	3,000.00	3,000.00	3,000.00	少数股东损益	31.62	34.59	44.03	53.15	65.18
应付债券	0.00	1,231.38	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,004.41	1,171.78	1,423.67	1,718.55	2,107.59
其他	356.42	338.58	338.58	338.58	338.58	每股收益(元)	1.50	1.75	2.13	2.57	3.15
非流动负债合计	4,456.83	5,959.24	3,338.58	3,338.58	3,338.58						
负债合计	31,996.06	35,624.22	33,616.49	33,971.98	36,724.10	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	617.94	702.50	737.72	780.24	832.39	成长能力					
股本	668.46	669.58	669.58	669.58	669.58	营业收入	-5.32%	3.23%	6.18%	8.51%	8.22%
资本公积	4,071.22	4,128.60	4,128.60	4,128.60	4,128.60	营业利润	169.92%	14.47%	16.87%	22.17%	22.63%
留存收益	2,878.67	3,759.23	4,898.17	6,273.00	7,959.07	归属于母公司净利润	321.85%	16.66%	21.50%	20.71%	22.64%
其他	(16.30)	(0.43)	(10.00)	(10.00)	(10.00)	获利能力					
股东权益合计	8,219.98	9,259.48	10,424.08	11,841.43	13,579.65	毛利率	3.92%	3.99%	4.31%	4.58%	4.86%
负债和股东权益总计	40,216.04	44,883.71	44,040.57	45,813.41	50,303.75	净利率	0.87%	0.98%	1.12%	1.25%	1.41%
						ROE	13.21%	13.69%	14.70%	15.54%	16.53%
						ROIC	10.16%	13.66%	14.18%	18.28%	15.51%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	79.56%	79.37%	76.33%	74.15%	73.00%
净利润	1,036.02	1,206.38	1,423.67	1,718.55	2,107.59	净负债率	106.06%	124.54%	77.86%	97.83%	46.43%
折旧摊销	74.23	64.03	83.10	86.45	89.70	流动比率	1.18	1.21	1.13	1.17	1.20
财务费用	462.96	419.74	823.07	721.00	721.00	速动比率	0.73	0.80	0.69	0.70	0.74
投资损失	43.43	133.13	30.00	30.00	20.00	营运能力					
营运资金变动	(706.64)	(2,069.60)	3,225.83	(4,708.92)	3,614.49	应收账款周转率	13.09	11.58	12.41	12.63	13.09
其它	(73.55)	94.92	44.03	73.15	85.18	存货周转率	8.57	9.63	9.90	9.93	9.96
经营活动现金流	836.47	(151.39)	5,629.70	(2,079.78)	6,637.96	总资产周转率	2.93	2.81	2.86	3.07	3.10
资本支出	(3,784.24)	1,493.33	1,058.00	263.00	163.00	每股指标(元)					
长期投资	58.40	423.78	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.50	1.75	2.13	2.57	3.15
其他	3,564.78	(2,996.82)	(2,146.06)	(575.96)	(366.01)	每股经营现金流	1.25	-0.23	8.41	-3.11	9.91
投资活动现金流	(161.06)	(1,079.71)	(1,088.06)	(312.96)	(203.01)	每股净资产	11.35	12.78	14.47	16.52	19.04
债权融资	(26.15)	3,756.35	(5,456.74)	(721.00)	(721.00)	估值比率					
股权融资	308.49	74.38	(303.11)	(354.34)	(434.55)	市盈率	18.92	16.22	13.35	11.06	9.02
其他	(891.01)	(1,203.77)	(0.00)	0.00	0.00	市净率	2.50	2.22	1.96	1.72	1.49
筹资活动现金流	(608.66)	2,626.96	(5,759.85)	(1,075.34)	(1,155.55)	EV/EBITDA	8.96	16.11	8.35	8.59	5.69
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	9.25	16.67	8.62	8.85	5.83
现金净增加额	66.74	1,395.85	(1,218.22)	(3,468.07)	5,279.40						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com