

## 神州数码 (000034)

### 2023 年报点评：营收结构优化趋势明显，持续丰富

#### “国产化算力+智算”产品体系

事件：公司 2023 年实现营收 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%。

#### ◆ 战略转型业务收入持续快速增长，营收结构逐级优化趋势明显。

报告期，公司整体收入规模实现稳步增长。分行业来看，（1）IT 分销实现收入 1088.53 亿元，同比+0.53%；（2）云计算及数字化转型收入 69.31 亿元，同比+37.98%。其中云转售（AGG）业务收入 58.15 亿元，同比增长 33.38%，毛利率 5.87%；数云融合业务（MSP 和 ISV）收入 11.16 亿元，同比增长 68.25%，毛利率 42.23%。（3）自主品牌实现收入 38.29 亿元，同比+48.95%。神州鲲泰进一步发力智算领域，报告期内完成了定制化、可适配国内主流 GPU 的 AI 服务器的研发、生产及交付。客户案例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，中国移动、中国电信智算集采项目。（4）其他收入 0.12 亿元，同比-1.20%。公司传统 IT 分销业务基本稳定，云计算及数字化转型、自主品牌等战略转型业务收入持续快速增长，AI 服务器的研发、生产及交付顺利推进，收入结构逐级优化趋势明显。

#### ◆ 盈利能力稳健提升，经营性现金流净额阶段性承压。

公司 2023 年实现归母净利润 11.72 亿元(+16.66%)，扣非归母净利润 12.63 亿元 (+37.22%)，在 2022 年高基数基础上维系高速增长态势。综合毛利率 3.99% (+0.07pcts)，略有提升；期间费用管控较好，(销售+管理+研发+财务)四项合计费用率为 2.60% (+0.02pcts)，较同期收入增速-0.63pcts；实现净利率为 1.01% (+0.12pcts)，盈利能力稳中有升。在研发投入方面，期间研发费用 3.44 亿元 (+18.10%)，保持较高强度投入，持续围绕云原生、数字原生、AI 原生打造产品和服务能力提升。经营活动产生的现金流量净额为-1.51 亿元 (-118.10%)，2022 年为 8.36 亿元，主要系信创业务规模快速扩张、资金需求增加所致。报告期，公司成功发行可转债募资 13.4

投资评级

买入

维持评级

2024年03月29日

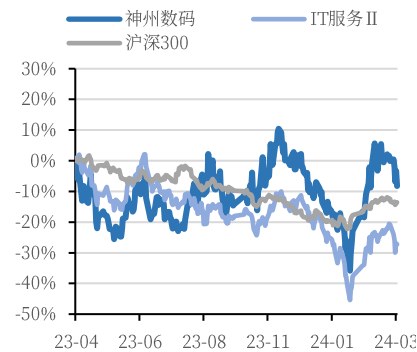
收盘价(元):

29.52

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	669.58
总市值(百万)	19,766.05
流通股本(百万股)	550.15
流通市值(百万)	16,240.55
12月最高/最低价(元)	36.96/20.15
资产负债率(%)	79.37
每股净资产(元)	12.68
市盈率(TTM)	16.87
市净率(PB)	2.33
净资产收益率(%)	13.69

#### 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: luzh@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

亿元，筹措资金进一步深化战略布局，坚定投入数云融合和信创领域，支撑企业未来高质量发展。我们认为，在信创领域，随着“国产化算力+智算”芯片技术、方案逐步走向成熟市场应用，可以预期公司相关经营性现金流净额未来或将有逐步改善。

2023 季报点评：战略级业务成长快，“大华为”布局显优势 —2023-11-12

#### ◆ 积极拥抱 AIGC 时代来临，持续丰富“国产化算力+智算”产品体系。

报告期，公司完成多款新一代 AI 服务器的研发、生产及交付。推出神州鲲泰问学一体机等新品，并首度获得华为“鲲鹏+昇腾”双领先认证。今年华为中国合作伙伴大会上，神州数码携多款产品及解决方案亮相盛会，重磅发布神州鲲泰问学一体机，并斩获“计算优秀整机合作伙伴奖”、“服务销售优秀合作伙伴贡献奖”与“最佳服务一致性奖”三项荣誉。神州鲲泰问学一体机拥有“KunTaiWX210-K”推理型一体机和“KunTaiWX510-K”训练型一体机两种产品型号，搭载“鲲鹏+昇腾”主板，最大支持 200B 参量的大模型训练和微调。在业界模型参数大多居于 6B 至 130B 的情况下，200B 参量为企业用户的模型训练和推理提供了强大的计算能力。神州问学现已对接数十家主流大模型，并发布了慧阅读、慧解析、慧问答等多个敏捷应用，成功帮助医药、零售等行业客户落地生成式 AI 应用场景，成为神州数码布局生成式 AI 的重磅利器。此外，聚焦 AI 算力，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。

#### ◆ 投资建议

公司战略转型业务收入持续快速增长，营收结构逐级优化趋势明显。同时，作为华为“鲲鹏+昇腾”生态的重要整机合作厂商，未来持续受益于国产化算力基础设施建设推进。预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 1263.35 亿元、1313.85 亿元、1370.00 亿元；归母净利润分别为 13.86 亿元、17.45 亿元、21.90 亿元，对应目前 PE 分别为 14X /11X /9X，维持“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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	119623.89	126335.46	131385.18	137000.94
增长率 (%)	3.23%	5.61%	4.00%	4.27%
归属母公司股东净利润	1171.78	1386.05	1744.87	2189.90
增长率 (%)	16.66%	18.29%	25.89%	25.50%
每股收益 EPS(元)	1.75	2.07	2.61	3.27
PE	16.87	14.26	11.33	9.03

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	119623.89	126335.46	131385.18	137000.94	货币资金	5644.81	3790.06	3941.56	4110.03
营业成本	114854.01	120958.68	125524.90	130549.44	应收票据及账款	11968.66	12640.17	13145.40	13707.27
税金及附加	182.24	192.47	200.16	208.71	预付账款	5290.83	5587.67	5811.01	6059.39
销售费用	2041.63	2156.18	2242.36	2338.21	其他应收款	221.35	233.77	243.12	253.51
管理费用	338.58	357.58	371.87	387.76	存货	12337.66	12993.42	13483.93	14023.66
研发费用	343.84	363.14	377.65	393.79	其他流动资产	518.11	541.87	559.74	579.61
财务费用	380.60	661.76	540.85	436.69	<b>流动资产总计</b>	<b>35981.41</b>	<b>35786.96</b>	<b>37184.76</b>	<b>38733.48</b>
资产减值损失	67.93	71.74	74.61	77.80	长期股权投资	685.10	665.91	640.45	618.12
信用减值损失	26.98	28.49	29.63	30.90	固定资产	549.81	482.31	411.36	336.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	在建工程	132.62	110.52	88.42	66.31
投资收益	-133.13	-88.28	-110.70	-99.49	无形资产	608.80	510.08	410.82	311.00
公允价值变动损益	-63.80	0.00	0.00	0.00	长期待摊费用	17.84	8.92	0.00	0.00
资产处置收益	3.30	3.30	3.30	3.30	其他非流动资产	6908.11	6261.14	5614.17	4967.20
其他收益	129.66	129.66	129.66	129.66	<b>非流动资产合计</b>	<b>8902.29</b>	<b>8038.89</b>	<b>7165.21</b>	<b>6299.57</b>
营业利润	1513.93	1790.60	2253.89	2828.51	<b>资产总计</b>	<b>44883.71</b>	<b>43825.85</b>	<b>44349.97</b>	<b>45033.05</b>
营业外收入	2.21	2.21	2.21	2.21	短期借款	11013.01	9151.59	8357.54	7310.29
营业外支出	3.16	3.16	3.16	3.16	应付票据及账款	12600.46	13034.24	13648.72	14131.38
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	6051.51	6381.19	6628.61	6902.48
利润总额	1512.99	1789.65	2252.95	2827.56	<b>流动负债合计</b>	<b>29664.98</b>	<b>28567.02</b>	<b>28634.86</b>	<b>28344.15</b>
所得税	306.61	362.67	456.56	573.01	长期借款	5635.46	4248.59	2908.47	1627.71
净利润	1206.38	1426.97	1796.39	2254.55	其他非流动负债	323.79	323.79	323.79	323.79
少数股东损益	34.59	40.92	51.51	64.65	<b>非流动负债合计</b>	<b>5959.24</b>	<b>4572.37</b>	<b>3232.26</b>	<b>1951.50</b>
归属母公司股东净利润	1171.78	1386.05	1744.87	2189.90	<b>负债合计</b>	<b>35624.22</b>	<b>33139.39</b>	<b>31867.12</b>	<b>30295.65</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	股本	669.58	669.58	669.58	669.58
经营活动现金流净额	-186.99	2129.96	2912.77	3013.63	资本公积	4128.60	4128.60	4128.60	4128.60
投资活动现金流净额	-1079.71	-74.64	-86.26	-80.45	留存收益	3758.80	5144.85	6889.72	9079.62
筹资活动现金流净额	2626.96	-3910.05	-2675.01	-2764.70	归属母公司权益	8556.98	9943.04	11687.91	13877.81
现金流量净额	1402.58	-1854.74	151.49	168.47	少数股东权益	702.50	743.42	794.93	859.59
					<b>股东权益合计</b>	<b>9259.48</b>	<b>10686.46</b>	<b>12482.84</b>	<b>14737.40</b>
					<b>负债和股东权益合计</b>	<b>44883.71</b>	<b>43825.85</b>	<b>44349.97</b>	<b>45033.05</b>

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, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

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

曾佳辉, 13764019163, zengjh@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发送或为任何就送发、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