

神州数码 (000034.SZ) / 计算机

证券研究报告/公司深度报告

2024年5月21日

评级：买入（首次）

市场价格：30.32元

分析师：孙行臻

执业证书编号：S0740524030002

Email: sunxz@zts.com.cn

### 公司盈利预测及估值

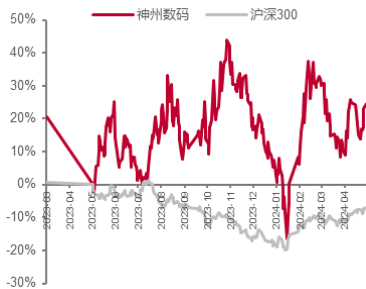
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	115,880	119,624	128,104	137,508	149,239
增长率 yoy%	-5%	3%	7%	7%	9%
净利润(百万元)	1,004	1,172	1,410	1,739	2,120
增长率 yoy%	322%	17%	20%	23%	22%
每股收益(元)	1.50	1.75	2.11	2.60	3.17
每股现金流量	1.25	-0.23	3.87	4.89	4.49
净资产收益率	12%	13%	14%	14%	15%
P/E	20.5	17.6	14.6	11.9	9.7
P/B	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄（股价取自2024年5月20日）

### 基本状况

总股本(百万股)	670
流通股本(百万股)	550
市价(元)	30.32
市值(百万元)	20,302
流通市值(百万元)	16,681

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 报告摘要

- **神州数码：深耕 IT 分销，自主品牌打造全新增长极。**公司凭借其强大的市场影响力和深厚行业经验，多年稳居 IT 分销市场榜首。2019 年，公司切入服务器领域，致力于与华为等业界领先伙伴建立更深层次的合作关系，紧抓国内信创快速发展机遇，服务器、网络、终端、AI 一体机等系列自主品牌业务持续增长，业务结构优化改善毛利。
- **IT 分销：深耕二十余载，兼具“渠道+管理”核心优势。**国内 PC 领域景气度有望回升，IT 分销龙头先享红利。公司具有国内最大的 ToB 销售网络渠道优势，构建了遍布国内 1000 余座城市、覆盖各大垂直行业、连接 30000 余家销售渠道的 ToB 销售渠道网络。同时，公司继续提质增效，促进管理效能提升，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绝对领先，自 2020 年来 IT 分销业务毛利率与期间费用率均稳定。
- **自主品牌：受益华为鲲鹏+昇腾生态，打造自主品牌神州鲲泰。**AI 大模型训推+国产替代推动国内算力发展，增量空间广阔。公司携手华为打造智算品牌，打造“鲲鹏+昇腾”产品与生态壁垒。神州鲲泰 AI 服务器深度绑定华为技术，内置国内顶级处理器，产品竞争力较高。同时，公司于 2018 年启动“大华为”战略，成为其第九家全球经销商，长期与华为保持紧密合作关系，“鲲鹏”“昇腾”等核心硬件供应稳定，具有稳固的华为生态壁垒。公司自主产品深度绑定华为产业链，兼具产品优势与生态优势，有望在国产智算浪潮中率先享受红利。
- **神州问学：一站式大模型集成和运营平台正式发布，深化 AI 应用开发平台部署。**2023Q4，神州数码推出了一站式大模型集成和运营平台——神州问学。该平台定位于企业级 AI 应用平台市场，凭借工程化 Agent 开发、自动化标注模型、大模型精细化管理方面的三大核心优势，成功地整合了 AI 原生场景赋能、知识治理和模型训练与管理三大功能模块，助力企业高效部署和运营大模型应用。
- **盈利预测、估值及投资评级：**首次覆盖，给予“买入”评级。公司坐稳 IT 分销基本盘，紧抓“云+信创”新机遇，凭借“数云融合”解决方案与“鲲鹏+昇腾”高竞争力硬件产品，成功从传统 IT 分销商转型到品牌供应商，目前，国内云与智算赛道前景良好，战略性业务将成为公司的“第二增长曲线”，业务结构有望持续优化。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 14.10、17.39、21.20 亿元，以 2024 年 5 月 20 日收盘价计算，对应 PE 分别为 14.63x、11.86x、9.73x。
- **风险提示：**宏观经济波动，人工智能落地进展不及预期，市场竞争加剧，芯片供应链安全问题，研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 内容目录

<b>1. 神州数码：巩固 IT 分销基本盘，自主业务打开成长空间</b> .....	<b>5 -</b>
1.1 发展历程：从 IT 设备分销到“云+信创”品牌供应商.....	5 -
1.2 业务架构：业务结构持续优化，自主品牌业务持续增长.....	6 -
1.3 股权结构：股权集中，参控股多个产业链相关公司.....	7 -
1.4 财务分析：业务结构优化改善毛利.....	8 -
<b>2. IT 分销：行业龙头地位，渠道+管理+生态构筑核心壁垒</b> .....	<b>11 -</b>
2.1 需求端：“数字化转型+产品创新”并行发展，PC 领域开启上升周期...-	11 -
2.2 供给端：呈现分化态势，神州数码稳居 IT 分销行业龙头地位.....	14 -
2.3 公司分析：“渠道+管理”构筑核心壁垒，行业回暖之际率先享受红利.-	14 -
<b>3. 自主品牌：受益华为鲲鹏+昇腾生态，打造自主品牌神州鲲泰</b> .....	<b>16 -</b>
3.1 需求端：AI 大模型训推+国产替代推动国内算力发展.....	16 -
3.2 供给端：华为 AI 全栈生态加速布局，硬软件优势凸显.....	18 -
3.3 公司分析：研发自主品牌神州鲲泰，积极布局“鲲鹏+昇腾”生态.....	22 -
<b>4. AI 应用开发平台：战略布局生成式 AI，神州问学正式发布</b> .....	<b>25 -</b>
4.1 神州问学——打造“一站式”AI 原生赋能平台.....	25 -
4.2 竞争优势：三大优势助力企业级 AI 应用落地，技术壁垒逐步凸显.....	26 -
<b>盈利预测及估值</b> .....	<b>30 -</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>35 -</b>

## 图表目录

图表 1: 神州数码企业实力 .....	- 5 -
图表 2: 神州数码三大业务结构 .....	- 6 -
图表 3: 公司分业务营收占比 .....	- 6 -
图表 4: 神州数码股权结构图 .....	- 7 -
图表 5: 神州数码 2020-2023 年度营业收入及增速 .....	- 8 -
图表 6: 神州数码扣非归母净利润及增速 .....	- 8 -
图表 7: IT 分销及增值服务业务营收 (亿元) .....	- 9 -
图表 8: IT 分销及增值业务毛利率 (%) .....	- 9 -
图表 9: 云计算与数字化转型业务营收 (亿元) .....	- 10 -
图表 10: 云计算与数字化转型业务毛利率 (%) .....	- 10 -
图表 11: 自主品牌业务营收 (亿元) .....	- 10 -
图表 12: 自主品牌业务毛利率 (%) .....	- 10 -
图表 13: 全球 PC 季度出货量 .....	- 11 -
图表 14: 中国 PC 年度出货量 .....	- 11 -
图表 15: 中国数字化转型支出规模及增速 (亿美元, %) .....	- 12 -
图表 16: 数字经济建设相关政策 .....	- 12 -
图表 17: PC 与 AI 大模型天然匹配 .....	- 13 -
图表 18: 中国 AI PC 出货量与渗透率 .....	- 13 -
图表 19: 2020 中国 IT 分销十强榜单 .....	- 14 -
图表 20: 2022 中国 IT 分销十强榜单 .....	- 14 -
图表 21: 公司部分技术生态合作伙伴 .....	- 15 -
图表 22: 公司 IT 分销及增值业务毛利率 (亿元, %) .....	- 15 -
图表 23: 神州数码四大费用率保持稳定 (%) .....	- 15 -
图表 24: 全球生成式与其它市场规模及占比 (亿美元) .....	- 16 -
图表 25: 2028 年中国智算市场规模将达 3.42 万亿元 .....	- 16 -
图表 26: 算力基础设施高质量发展目标 .....	- 17 -
图表 27: 中国通用算力 2027 年将达 117.3EFLOPS .....	- 17 -
图表 28: 中国智能算力 2027 年将达 1117.4EFLOPS .....	- 17 -
图表 29: 昇腾 AI 全栈主要分为四个层次 .....	- 19 -

图表 30: 昇思 MindSpore 成为中国首个基金会最高级别会员 .....	20
图表 31: 部分华为昇腾智算中心建设情况 .....	21
图表 32: 神州鲲泰服务器产品矩阵 .....	22
图表 33: 神州鲲泰 AI 服务器构造介绍 .....	23
图表 34: 神州鲲泰 AI 服务器部分采购项目中标情况 .....	23
图表 35: 神州数码是华为昇腾生态中整机硬件的领先级伙伴 .....	24
图表 36: 神州问学平台架构 .....	25
图表 37: 神州问学三大功能模块融会贯通 .....	26
图表 38: 神州问学一体机 .....	26
图表 39: 中国生成式 AI 应用开发平台对比图 .....	27
图表 40: 神州问学 Agent 工程功能框架 .....	28
图表 41: 神州问学知识治理功能框架 .....	29
图表 42: 神州问学精细化管理功能框架 .....	30
图表 43: 神州数码分业务收入与毛利率假设表 .....	31
图表 44: 神州数码费用率与净利润假设表 .....	32
图表 45: 可比公司估值对比 .....	32
图表 46: 神州数码盈利预测模型 .....	33

## 1. 神州数码：巩固 IT 分销基本盘，自主业务打开成长空间

### 1.1 发展历程：从 IT 设备分销到“云+信创”品牌供应商

**神州数码：从 IT 设备分销到“云+信创”品牌供应商。**公司业务始于 IT 分销，2016 年将分销和系统业务从神州控股分离后成功上市。2018 年启动“大华为”战略并与华为达成重要合作，发力自主品牌，展开基于“鲲鹏”、“昇腾”的全新合作。2022 年后公司拥抱行业变化，研发“神州问学”向大模型领域发力。

- **IT 分销（2001-2017 年）：**1) 2001 年，神州数码控股有限公司在英属百慕达注册成立。公司始于 IT 分销，神州数码作为联想集团的一部分，集成了联想的多个部门，并与台湾鼎新电脑合资，涉足 IT 服务领域。2) 2015 年，神州控股将其分销和系统业务剥离，成立神州数码，并于 2016 年通过深信泰丰成功在深交所上市。
- **与华为合作，发力自主品牌（2018-2021 年）：**1) 2018 年，公司启动“大华为”战略，从华为数通产品总经销商成为了华为第九家全球总经销商。2) 2019 年，神州数码与华为达成重要合作，深入合作云计算和鲲鹏生态系统，并与厦门市政府签署了战略合作框架协议，合力建设鲲鹏服务器和 PC 产品生产基地及超算中心。3) 2020 年，厦门鲲鹏生产基地实现行业端的营销突破及产品交付，展开基于“鲲鹏”、“昇腾”的全新合作。
- **向云和大模型进发（2022 年-至今）：**1) 2022 年，公司开创性地提出“数云融合”战略方向，云和信创战略业务实现量质齐升。2) 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。

**图表 1：神州数码企业实力**



来源：公司官网，中泰证券研究所。

## 1.2 业务架构：业务结构持续优化，自主品牌业务持续增长

公司主营业务分为 IT 分销及增值业务、云计算与数字化转型业务、信创业务三部分，IT 分销占比超过 90%，战略性业务逐步扩张。1) 2023 年营收占比最大的 IT 分销和增值业务实现营业收入 1088.53 亿元，同比基本持平，但占比从 2022 年 93.44% 下降至 91.00%，营收结构优化；2) 2023 年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%；3) 2023 年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（2023 年营收占比 91.00%）**：依托强大的销售渠道、平台化的产品组合、精准快速的客户响应能力，公司 IT 分销及增值服务业务营收稳步增长，于 2021 年突破千亿营收大关并维持稳态，收入占比超九成。
- **云计算与数字化转型业务（2023 年营收占比 5.79%）**：神州数码实施“数云融合”战略，整合云资源转售（AGG）、云管理服务（MSP）和数字化转型解决方案（ISV）服务，提供全栈式数字化转型解决方案，满足各行业客户需求。
- **自主品牌（2023 年营收占比 3.20%）**：致力于打造覆盖服务器、网络、终端、AI 一体机等系列品牌产品，该业务主要有三大产品线：数据计算产品（服务器等），终端产品（台式机、笔记本），数据通信产品（交换机等）。作为华为“鲲鹏”及“昇腾”生态的领先级合作伙伴，神州数码在信创产业中采取前瞻性布局，致力于打造安全可控的信息技术体系和自主品牌基础架构产品，实现了核心技术、产品和业务的自主可控，服务于金融、运营商、政府等多个行业领域。

---

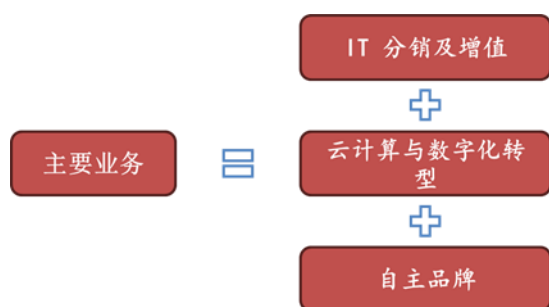
图表 2：神州数码三大业务结构

---

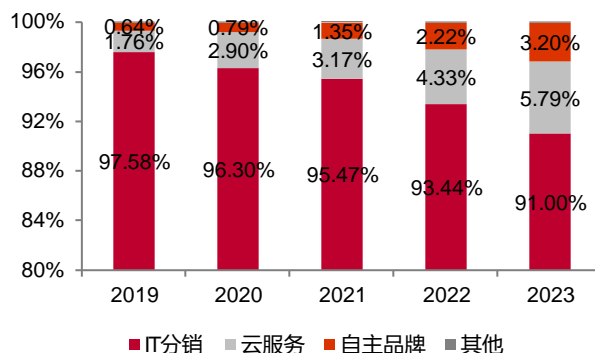
图表 3：公司分业务营收占比

---





来源：Wind、中泰证券研究所



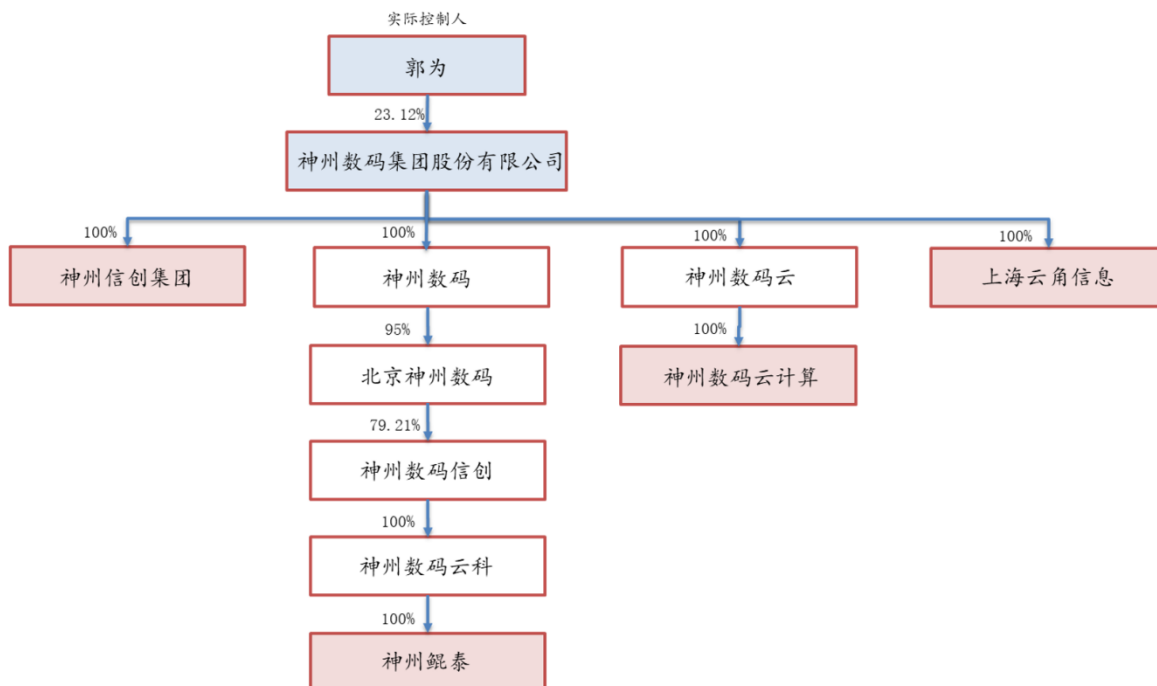
来源：Wind、中泰证券研究所

### 1.3 股权结构：股权集中，参控股多个产业链相关公司

公司股权集中，实控人管理经验丰富。公司实际控制人为郭为，控股比例达到 23.12%，公司股权较为集中，且郭为先生毕业于中国科学技术大学，深耕行业多年，具备丰富的公司管理能力和经验，入选“中国最具影响力的 50 位商界领袖”榜单。

参控股多个产业链相关公司，IT 分销+云计算+云服务共振。公司通过参与控股包括神州信创、神州鲲泰、神州云计算、上海云角等在内的多家企业，策略性地对产业链进行了全面布局。这一战略布局旨在强化公司在 IT 分销、云计算和云服务等关键领域内的业务协作与整合能力。

图表 4：神州数码股权结构图



来源：Wind，中泰证券研究所。注：截止时间为 2024 年 3 月 31 日。

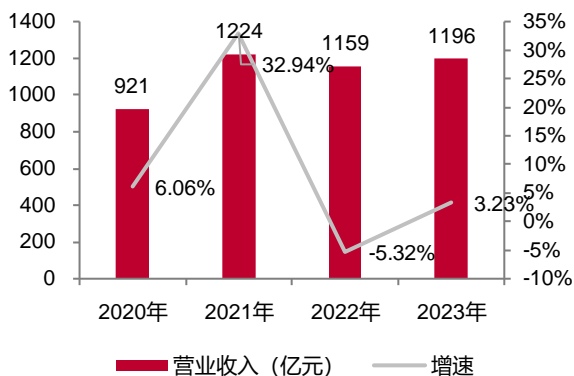
#### 1.4 财务分析：业务结构优化改善毛利

营业收入稳中有增，扣非归母净利润稳步提升。2023 年度公司实现营业收入 1196.24 亿元，同比增长 3.23%。公司利润端稳步增长，2023 年扣非归母净利润为 12.63 亿元，同比增长 37.13%，2020-2023 年度扣非归母净利润 CAGR 高达 24.66%，高于公司同期营业收入 CAGR 的 9.12%。

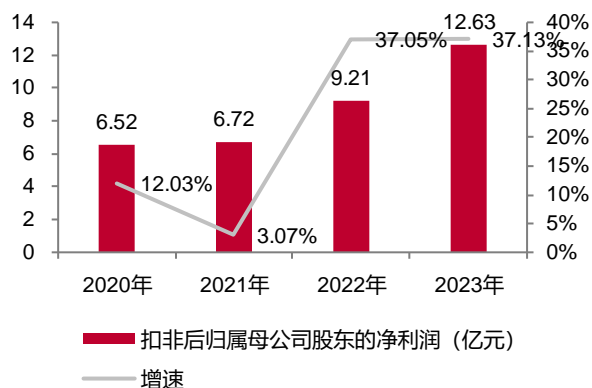
图表 5：神州数码 2020-2023 年度营业收入及增速

图表 6：神州数码扣非归母净利润及增速





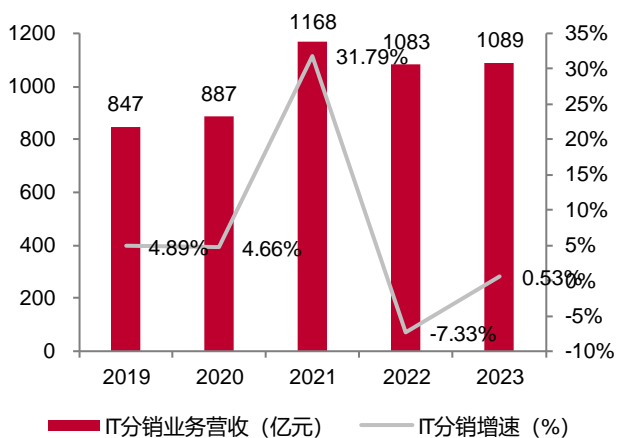
来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

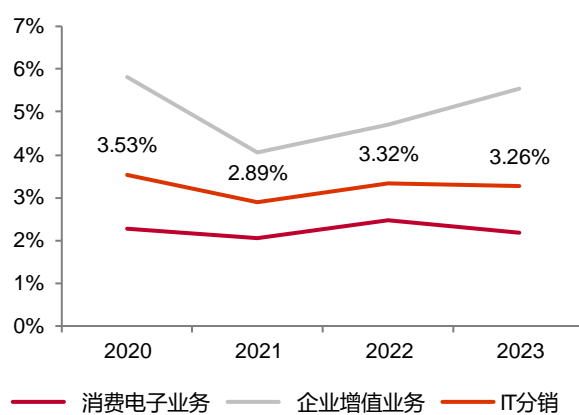
IT 分销及增值业务为公司营收基本盘, 毛利率维稳。2023 年 IT 分销及增值业务营收 1088.53 亿元, 占公司整体营收 90% 以上。在毛利率方面, 2023 年公司 IT 分销及增值业务毛利率维稳, 为 3.26%; 其中, 消费电子分销业务毛利率为 2.17%, 企业增值业务毛利率为 5.54%。

图表 7: IT 分销及增值服务业务营收 (亿元)



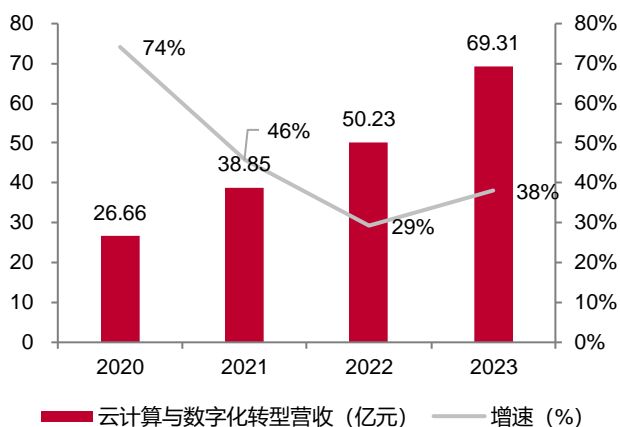
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: IT 分销及增值业务毛利率 (%)

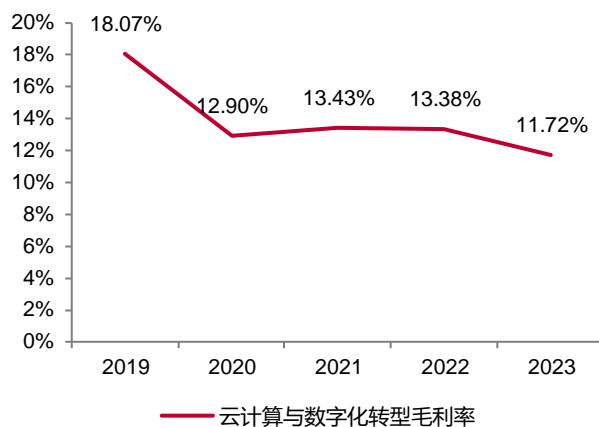


来源: Wind, 中泰证券研究所

云计算与数字化转型业务增长稳健, 占比提升改善毛利。2023 年云计算与数字化转型业务营收 69.31 亿元, 占公司整体营收 5.79%。在毛利率方面, 2023 年云计算与数字化转型业务毛利率为 11.72%, 高于 IT 分销及增值业务的毛利率。

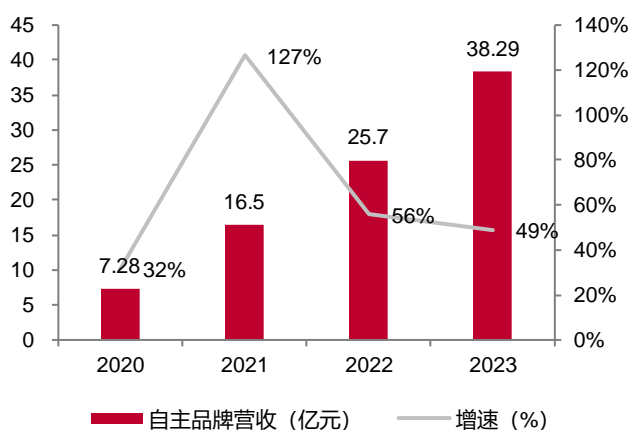
**图表 9：云计算与数字化转型业务营收（亿元）**


来源：Wind，中泰证券研究所

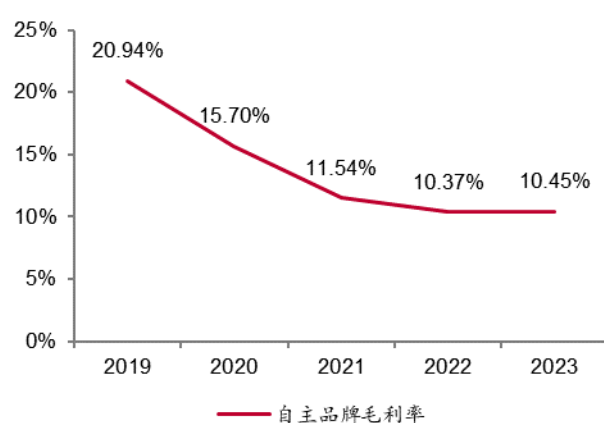
**图表 10：云计算与数字化转型业务毛利率（%）**


来源：Wind，中泰证券研究所

自主品牌业务营收受行业需求催化增速快，提升公司竞争力及盈利水平。受益于大模型下算力需求的提升，及华为在信创领域的强劲竞争力，自主品牌营收增速保持高位，营收前景较好，2023 年公司自主品牌业务实现收入 38.29 亿元，同比增长 48.95%，其中，自主品牌业务在总营收的占比逐年提升，从 2020 年 0.79% 提升至 2023 年 3.20%，业务毛利率自 2020 年下滑后处于稳定状态，盈利能力远高于 IT 分销业务，体现了公司“智算”与“信创”业务进展成效显著，神州鲲泰服务器等产品成长快速，业务结构持续优化。

**图表 11：自主品牌业务营收（亿元）**


来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 12：自主品牌业务毛利率（%）**


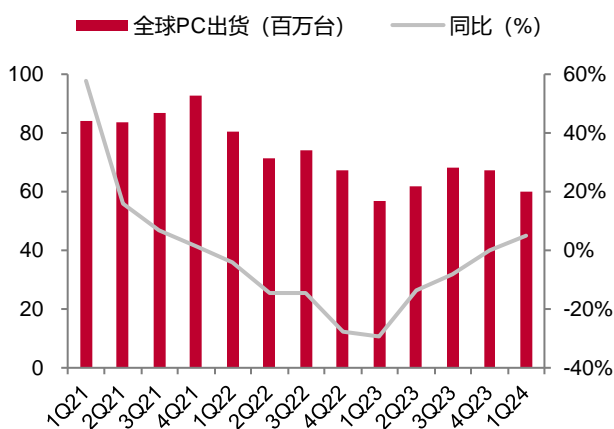
来源：Wind，中泰证券研究所

## 2. IT 分销：行业龙头地位，渠道+管理+生态构筑核心壁垒

### 2.1 需求端：“数字化转型+产品创新”并行发展，PC 领域开启上升周期

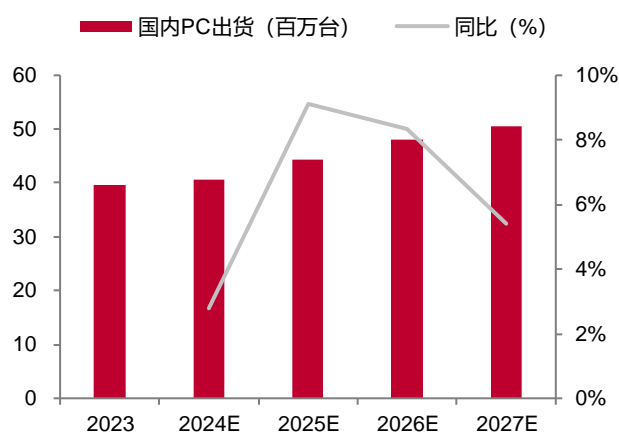
**PC 领域有望进入产业周期拐点。**IT 分销商的消费电子分销业务主要销售笔记本电脑、台式机等 PC 设备,此类产品受产业周期影响较大。2020-2021 年,疫情催生线上化需求带动 PC 出货量达到阶段性高峰,此后开始回落,考虑 PC 产品 3-5 年的换机周期,2024-2025 年换机需求有望提升。根据 IDC,预计中国 PC 市场 2024 年同比增长 2.8%,2025 年增长 9.1%。从边际的角度看,2023 年至今全球 PC 季度出货的同比降幅逐渐收窄,1Q24 出货同比由负转正达到 5.1%,出现边际改善。

图表 13: 全球 PC 季度出货量



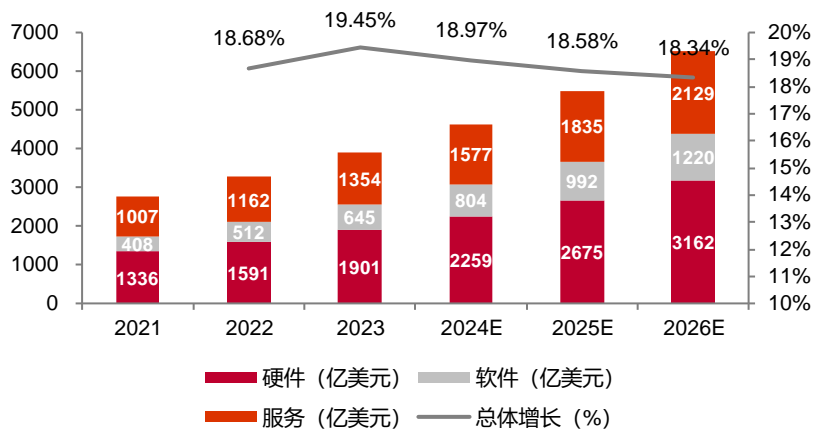
来源: IDC、中泰证券研究所

图表 14: 中国 PC 年度出货量



来源: IDC、中泰证券研究所

**IT 行业有望持续受益于数字经济建设。**数字中国战略实施需要完善的基础设施供给,核心落地设备便是服务器、存储设备、网络设备等 IT 产品,IT 分销有望受益于终端产品的持续需求稳步发展,企业个性化数字建设也为 IT 分销商带来了增值技术服务的空间。根据 IDC 预测,中国 2022-2026 年数字化转型总支出将达到 2.38 万亿美元,总体增长率将维持 18% 至 20% 之间,其中硬件支出占比最大,未来将保持 48% 左右的市场份额,软件支出增长最高,2021-2026 年复合增长率将达到 24.5%。

**图表 15: 中国数字化转型支出规模及增速 (亿美元, %)**


来源: IDC、中泰证券研究所

- 驱动因素一: 国家政策重视数字经济发展, IT 硬件投入持续增加。**十八大以来, 国家对于数字经济和数字化转型的重视度不断提升, 出台多项政策为数字经济持续发展营造良好生态。2022 年 10 月, 国务院在第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十七次会议上就数字经济发展情况进行报告, 着重提及了数字基础设施建设、数字产业创新发展、产业数字化转型等工作安排。大力发展数字经济是国家竞争新优势的重要支撑, 是把握新一轮科技革命机遇的战略选择。

**图表 16: 数字经济建设相关政策**

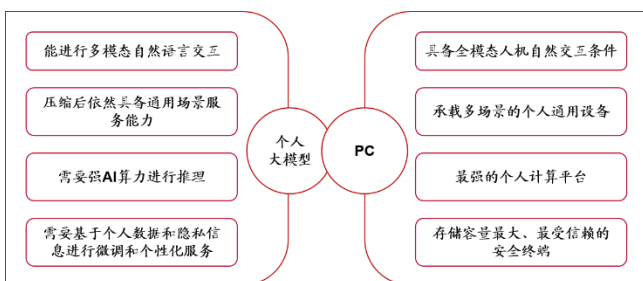
时间	颁布单位	政策	内容
2023.02	国务院	数字中国建设整体布局规划	夯实数字基础设施和数据资源体系, 强化数字中国关键能力, 全面提升数字中国建设的整体性, 促进数字经济和实体经济深度融合; 到 2035 年, 数字化发展水平进入世界前列, 数字中国建设取得重大成就
2022.12	国务院	中共中央国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见	鼓励探索企业数据授权使用新模式, 发挥国有企业带头作用, 促进与中小微企业双向公平授权, 共同合理使用数据, 赋能中小微企业数字化转型。支持第三方机构、中介服务组织加强数据采集和质量评估标准制定, 推动数据产品标准化, 发展数据分析、数据服务等产业
2022.06	国务院	关于加强数字政府建设的指导意见	加快数字政府建设领域关键核心技术攻关, 强化安全可靠技术和产品应用, 切实提高自主可控水平
2022.01	国家发改委	“十四五”推进国家政务信息化规划	坚持网络安全底线思维, 强化网络安全和数据安全, 落实信息安全和信息系统等级分级保护制度, 全面提升政务信息化基础设施、重大平台、业务系统和数据资源的安全保障能力

2022.01	国务院	“十四五”数字经济发展规划	增强关键技术创新能力，瞄准量子信息、网络通信、集成电路、关键软件、大数据、人工智能、区块链等战略性前瞻性领域，提高数字技术基础研发能力，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%
2021.12	中央网络安全和信息化委员会	“十四五”国家信息化规划	到 2025 年数字技术创新体系基本形成，网信企业技术创新能力大幅提升，国家级共性基础技术平台初步建成，开源社区生态建设取得重要进展
2021.03	全国人民代表大会	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	加快数字化发展，以数字化转型整体驱动生产方式、生活方式和治理方式变革。实施“上云用数赋智”行动，推动数据赋能全产业链协同转型

来源：公司可转债募集说明书、中泰证券研究所

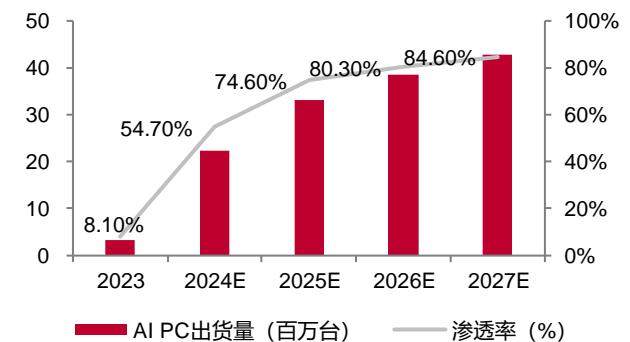
- **驱动因素二：AIPC 逐步落地，加速传统 PC 换机需求。**2023 年，人工智能大模型浪潮席卷全球，为利用 AI 大模型特性提升终端产品吸引力，AI PC 应运而生，这将促使终端用户将换机需求时间提前，短期内提升 PC 市场出货量。根据 IDC 预测，2024 年 AIPC 在中国 PC 市场的渗透率将达到 54.7%，2025 年达到 74.6%。

图表 17: PC 与 AI 大模型的天然匹配



来源：IDC、中泰证券研究所

图表 18: 中国 AI PC 出货量与渗透率



来源：IDC、中泰证券研究所。2023 年的 AI PC 均为 AI Ready 设备。

- **驱动因素三：系统升级或刺激 Windows 用户换机。**微软确认，Windows 10 系统将于 2025 年 10 月 14 日终止所有版本支持，意味着当前仅支持 Win10 及以下版本的电脑将无法继续使用。由于 Win11 的最低硬件要求电脑需要 TPM 2.0 芯片（支持安全相关功能），而过去 5 年销售的大约 20% 的 Windows 安装群没有这种芯片，Canalys 预计约有 2.4 亿台无法升级到 Win11 的计算机将被废置。在系统停更的背景下，部分消费者或因此选择购置新电脑用于日常使用，促进换机需求提升。

## 2.2 供给端：呈现分化态势，神州数码稳居 IT 分销行业龙头地位

IT 分销行业竞争激烈，总体保持垄断竞争格局。IT 分销行业存在较强的规模效应，行业龙头企业具有全国性营销网络和营销渠道，在品质保障、价格优势及供货稳定等方面具备竞争优势。随着国内信息产业的持续发展，用户对 IT 产品各方面信息的了解更加及时、准确，且 IT 硬件市场趋于稳定，加剧了竞争的激烈程度，亦促使分销商进行业务升级与转型。部分巨头选择聚焦精细化的供应链管理服务，部分则向营销管理、技术服务等方向多元化发展，进行差异化竞争。

深耕行业 20 年，神州数码是中国最大的 IT 领域分销和增值服务商。经过二十多年的积累，公司建立了遍布国内 1000 余座城市，涵盖 30000 余家渠道合作伙伴的营销渠道网络。根据销售收入排名，公司连续多年蝉联“中国 IT 增值分销商十强”榜首，体现出公司在 IT 分销和增值领域的龙头地位。

图表 19：2020 中国 IT 分销十强榜单

排名	公司名称	19 年营收 (亿元)
1	神州数码集团	868
2	伟仕佳杰控股	476
3	联强国际贸易 (中国)	305
4	四川长虹佳华信息产品	274
5	紫光数码集团	239
6	英迈国际 (中国)	209
7	翰林汇信息产业	208
8	中建材信息技术	166
9	北京方正世纪信息系统	89
10	北京中青旅创格科技	37

来源：科技商业、中泰证券研究所。排名依据为公司 2019 年营业收入。

图表 20：2022 中国 IT 分销十强榜单

排名	公司名称
1	神州数码集团
2	成都聚思力信息技术有限公司
3	联强国际贸易 (中国) 有限公司
4	英迈 (中国) 投资有限公司
5	广东天耘科技有限公司
6	浙江浙大网新图灵信息科技有限公司
7	紫光数码 (苏州) 集团有限公司
8	上海龙田数码科技有限公司
9	山东百谷信息技术有限公司
10	四川科瑞软件有限责任公司

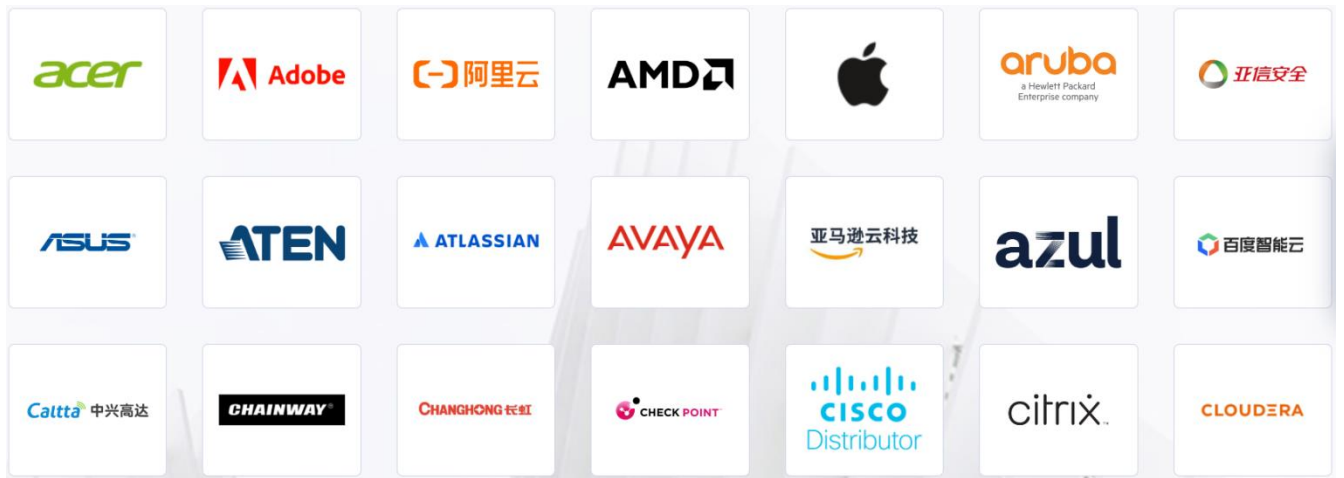
来源：职友集、中泰证券研究所。排名依据未知，未计入伟仕佳杰。

## 2.3 公司分析：“渠道+管理”构筑核心壁垒，行业回暖之际率先享受红利

- 核心优势一：深耕 IT 分销领域，拥有强大的渠道优势。**公司作为国内 IT 分销市场龙头，已和处于主导地位的品牌 IT 厂商通常形成了长期稳定的协作关系，并不断提升营销管理和市场开拓能力稳固自身优势。公司代理的品牌包括苹果、联想、华为、微软、IBM、EMC、AMD 等多个国际知名品牌。



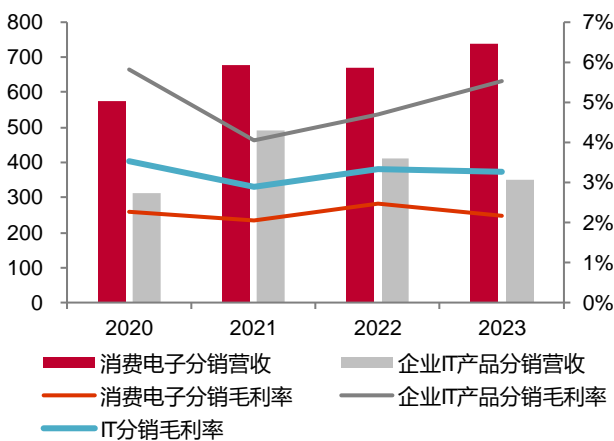
图表 21: 公司部分技术生态合作伙伴



来源: 公司官网、中泰证券研究所

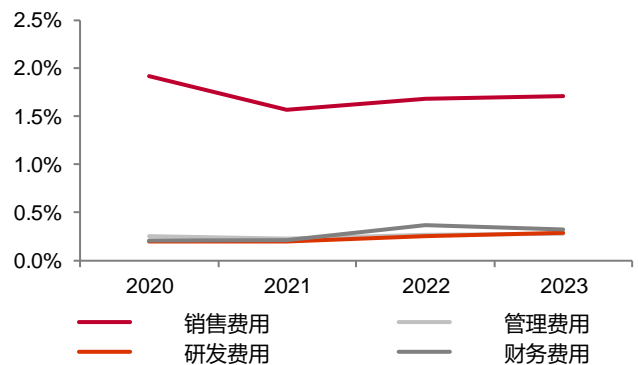
- **核心优势二: 高效的运营与管理能力, 稳固 IT 分销业务盈利与费用。**公司坚定推行“分销升级”战略, 进一步深耕 IT 生态、拓展产品领域、创新业务模式、优化销售网络、提升业务价值。2023 年, 公司继续提质增效, 促进管理效能提升, 主动聚焦高价值、高毛利业务, 同时保持内部费用的稳定, 2020 年-2023 年公司 IT 业务毛利率稳定在 5% 左右, 消费电子分销业务毛利率较为稳定, 自 2021 年来企业 IT 产品分销业务毛利率持续上升; 同时, 公司深耕 IT 分销业务多年, 积累了大量的内部治理经验, 2020 年-2023 年管理、研发、财务费用率均稳定, 销售费用率自 2021 下降后较稳定, 凸显出公司较强的盈利与费用的管理能力。

图表 22: 公司 IT 分销及增值业务毛利率 (亿元, %)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 23: 神州数码四大费用率保持稳定 (%)



来源: Wind、中泰证券研究所



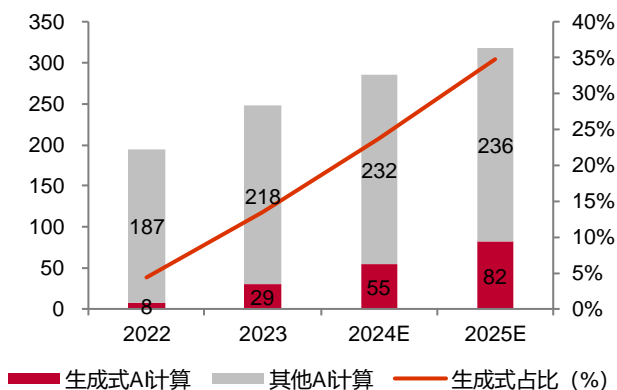
### 3. 自主品牌：受益华为鲲鹏+昇腾生态，打造自主品牌神州鲲泰

#### 3.1 需求端：AI大模型训推+国产替代推动国内算力发展

行业迈入 AI 新纪元，全球生成式 AI 呈现暴涨态势。2023 年是人工智能发展的重要转折年，大模型的突破和生成式人工智能的兴起将引领企业和产业迈入智能创新的新阶段，智算市场规模增长迅速。根据 IDC 预测，全球 AI 计算市场规模将从 2022 年的 195.0 亿美元增长到 2026 年的 346.6 亿美元，其中生成式 AI 计算市场规模将从 2022 年的 8.2 亿美元增长到 2026 年的 109.9 亿美元。生成式 AI 计算占整体 AI 计算市场的比例将从 4.2% 增长到 31.7%。

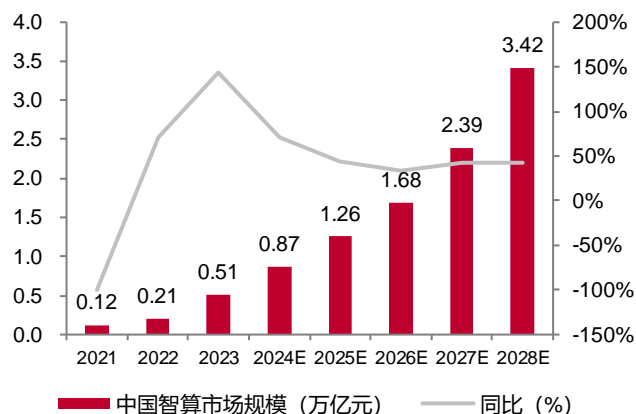
大模型训推算力需求激增，国内智算市场持续扩张。丰富的应用场景和对技术创新迭代的热忱，让中国市场对于大模型训推硬件的关注度和需求量均明显增长，智算市场规模成倍增长。根据艾瑞咨询研究院测算，2023 年中国智算市场规模达到 0.51 万亿元，预计 2028 年达到 3.4 万亿元，2023-2028 年复合增长率达到 46.3%。在大模型训推需求影响下，2023 年中国智算市场规模相较于 2022 年完成大比例跃升，主要原因为：1) AI 芯片的单卡算力呈倍数增加；2) 以训练场景为主的服务器载卡数量从原来的 2-4 卡逐步升级到 4-8 卡的普遍配置。

图表 24: 全球生成式与其它市场规模及占比(亿美元)



来源：《2022-2023 全球算力指数评估报告》，中泰证券研究所

图表 25: 2028 年中国智算市场规模将达 3.42 万亿元



来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

政策落地，算力国产替代或成为长期趋势。2023 年 10 月 8 日《算力基础设施高质量发展行动计划》发布，明确算力顶层规划，2023-2024 年智算建设缺口为 23EFlops。2025 年全国算力目标超过 300EFlops，智算比例达到 35%，智算算力目标为 105EFlops。应用领域方面，除了政策性客户，在工业、金融等领域算力渗透率显著提升，医疗、交通等领

域应用实现规模化复制推广，能源、教育等领域应用范围进一步扩大。

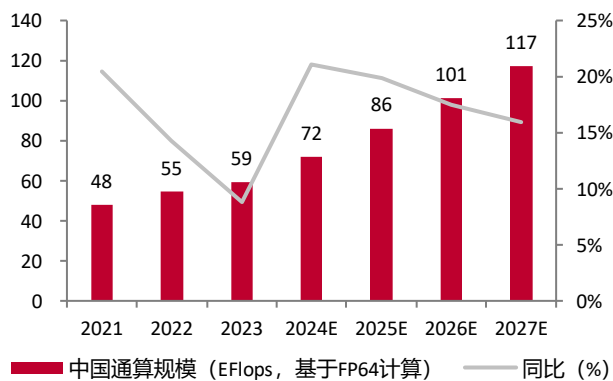
**图表 26: 算力基础设施高质量发展目标**

分类	指标	2023 年	2024 年	2025 年
计算力	算力规模 (EFLOPS)	220	260	300
	智能计算中心 (个)	30	40	50
	智能算力占比 (%)	25	30	35
运载力	重点应用场所光传送网 (OTN) 覆盖率 (%)	50	65	80
	SRv6 等创新技术使用占比 (%)	20	30	40
	国家枢纽节点数据中心集群间网络时延达标率 (%)	65	75	80
存储力	存储总量 (EB)	1200	1500	1800
	先进存储容量占比 (%)	25	28	30

来源: 《算力基础设施高质量发展行动计划》，中泰证券研究所

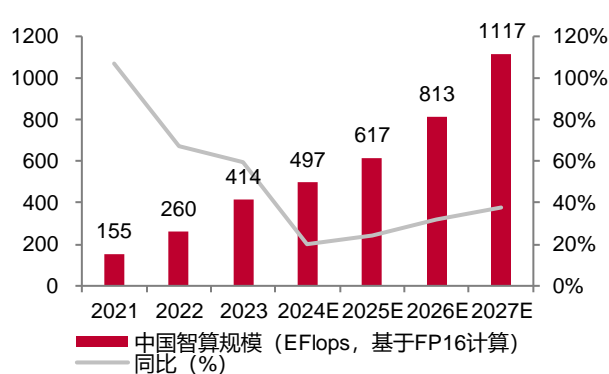
生成式 AI 需求叠加政策确定性共振，国内通算与智算增长空间广阔。根据 IDC 与浪潮信息，通用算力方面，受益于国内通用计算需求扩大与国产替代，2023 年中国通算规模达到 59.3EFLOPS，预计 2027 年将达到 117.3EFLOPS，五年复合增长率达到 18.6%；智能算力方面，在大模型训推需求与智算国产化的影响下，2023 年中国智算规模达到 414.1EFLOPS，预计 2027 年将达到 1117.4EFLOPS，五年复合增长率达到 28.2%。

**图表 27: 中国通用算力 2027 年将达 117.3EFLOPS**



来源: 《2023-2024 年中国人工智能算力发展评估报告》，中泰证券研

**图表 28: 中国智能算力 2027 年将达 1117.4EFLOPS**



来源: 《2023-2024 年中国人工智能算力发展评估报告》，中泰证券研

### 3.2 供给端：华为 AI 全栈生态加速布局，硬软件优势凸显

海外高端芯片供应承压，国产替代成必然趋势。2023 年 10 月，美国商务部工业与安全局（BIS）公布了对中国半导体出口管制的最终规定，禁止对华销售英伟达高端 GPU 产品，包括 A100、A800、H100、H800、L40、L40S 和 RTX4090 等，同时将壁仞科技、摩尔线程、光线云等 13 家中国实体增列入出口管制“实体清单”。鉴于美国对华高端芯片供应的管制力度加大，AI 芯片国产化已进入政策议题，国产替代已成必然趋势。在此背景下，华为作为中国科技产业的领军企业，正加速构建 AI 全栈生态，其昇腾芯片在国产 AI 算力领域树立了标杆。在硬件性能指标、软件生态以及集群架构设计等多个维度上，华为昇腾在国内同类产品均保持着领先地位。

**硬件：昇腾 910B 领先 HGX H20，据国际领先水平仍有进步空间。** HGX H20 是英伟达对华可售芯片中的最强产品之一，与国产芯片比如华为昇腾 910 等相比并不具备明显优势，昇腾 910B 在单浮点精度计算、双浮点精度计算与 INT8 计算性能方面均显著领先，在 GPU 显存与显存带宽方面略显劣势，总体而言，昇腾 910B 已超越中国区域可获取的海外最强竞品 HGX H20，对国产替代拥有重大意义；国际领先水平以 H200 SXM 为例，昇腾 910B 与之差距仍明显，其它参数有较大提升空间，但单浮点精度计算略有优势。

国内 AI 芯片公司各有千秋，华为昇腾 910B 算力优势明显。在算力方面，除了采用 Chiptlet 的 BR100 外，昇腾 910B 在 INT8、FP16、FP32 计算性能方面均领先于其他竞品，参数性能差距显著，在 GPU 显存方面以 64GB 领先于其他产品，但 GPU 显存带宽水平处于中游位置；基于领先的算力性能，昇腾 910B 的最大设计热功耗参数在竞品中最高。

**软件：构建昇腾计算全生态链，打造国产智算软件生态。** 凭借构建强大的 CUDA 生态壁垒，英伟达占领了全球 GPU 市场 90% 的份额，因此，国内企业要想为世界打造第二算力选择，构建自主可控的软件生态壁垒必不可少。作为国内 AI 算力芯片的领军企业，华为正在构建属于自己的昇腾计算全生态链。昇腾 AI 全栈主要分为四个层次：

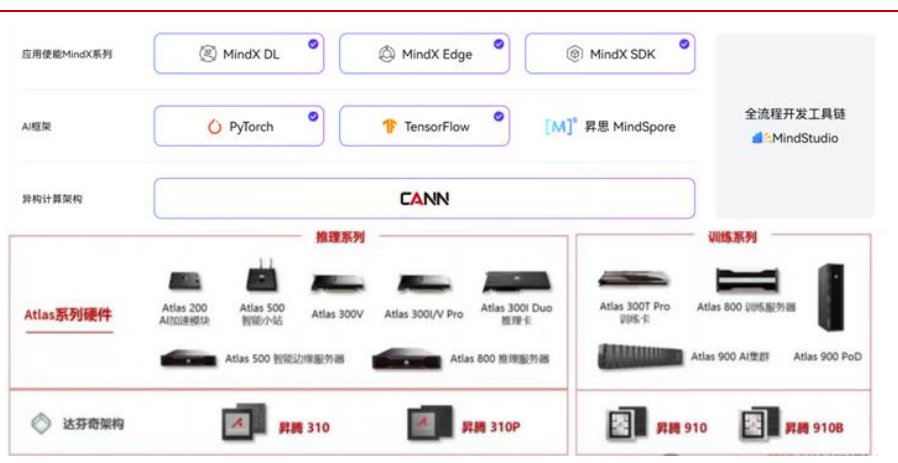
**1) 计算硬件：** AI 计算的底座和基础，昇腾 310 系列、910 系列芯片、Atlas 系列板卡、AI 集群可对标英伟达的 GPU 卡及相应的服务器集群；

**2) 异构计算架构：** 偏底层、偏通用的计算框架，用于针对上层 AI 框架的调用进行加速，力求向上支持多种 AI 框架，并在硬件上进行加速。华为自研 CANN 对标英伟达的 CUDA，既能够兼容自研框架 MindSpore，也能兼容谷歌的 TensorFlow 和 Facebook 的 Pytorch 等主流 AI 计算框架，在高性能计算硬件和 AI 应用之间架起桥梁；

**3) AI 框架：** 此层包含用于构建模型的训练框架，华为自研的 MindSpore（昇思）可对标 TensorFlow、PyTorch 等，支持云边端灵活部署；

**4) 应用使能：** 此层通常包含用于部署模型的套件，如 API、SDK、模型库等，主要有 MindX 系列应用使能组件、ModelArts 一站式开发平台等。

**图表 29：昇腾 AI 全栈主要分为四个层次**



来源：华为昇腾官网，中泰证券研究所

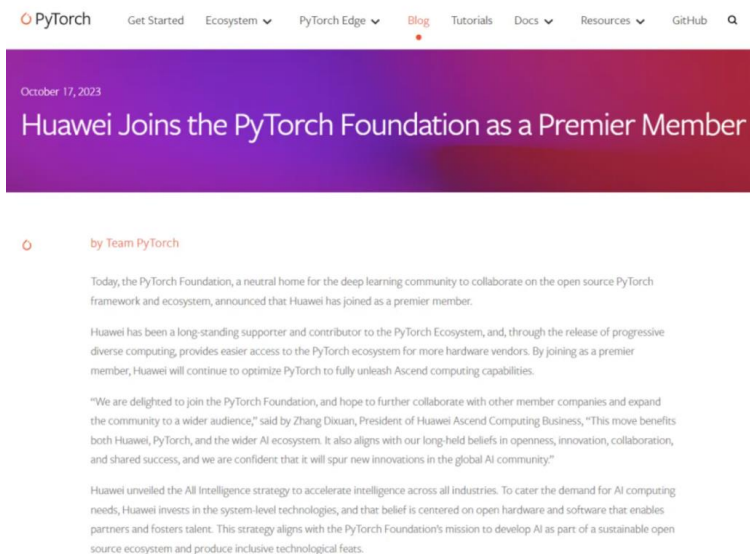
**昇思逐渐突破平台适配难题，成为 PyTorch 基金会最高级别会员。**华为自研的昇思 MindSpore 可对标 TensorFlow、PyTorch 等，支持云边端灵活部署。2023 年 10 月，昇思 MindSpore 成为中国首个、全球第十个 PyTorch 基金会最高级别会员，开发者可直接在 PyTorch 2.1 上基于昇腾进行模型开发，这本质上是华为昇思在解决生态壁垒方面的一次重大突破。由此推测，随着昇腾和 PyTorch 社区等更紧密的合作，AI 企业客户开发、迁移的成本将进一步降低。

**昇思生态渗透千行百业，成长空间广阔。**在昇思人工智能框架峰会 2024 上，华为宣布昇思 MindSpore 实现 AI 框架的突破升级，成为业界首个原生支持大模型的框架。截至目前，昇思 AI 框架已经开源 500 多个模型项目，涉及超过 5500 家企业。根据昇思 MindSpore 开源社区理事长披露，预计 2024 年昇思在国内新增 AI 框架份额将达 18%，并在认证企业、用户下载量、原生模型等各方面都将获得成倍增长。

---

**图表 30: 昇思 MindSpore 成为中国首个基金会最高级别会员**

---



来源：Pytorch 官网、中泰证券研究所

**订单：华为昇腾成为国产 AI 芯片首选之一。**截至目前，我国已建成北京、上海、天津、深圳、杭州、合肥等 18 个国家新一代人工智能创新发展试验区，华为昇腾及其合作伙伴合计中标了 18 家，显示出昇腾计算产业在 AI 领域的强大实力和广泛的应用前景。

**图表 31：部分华为昇腾智算中心建设情况**

智算中心	建成算力	规划扩容	采用算力
合肥人工智能计算中心	100P	-	华为昇腾
重庆人工智能计算中心	400P	1000P	华为昇腾
成都人工智能计算中心	300P	700P+	华为昇腾
济南人工智能计算中心	100P	300P	华为昇腾
南京鲲鹏·昇腾人工智能计算中心	40P	760P	华为昇腾
杭州人工智能计算中心	40P	100P	华为昇腾
西安未来人工智能计算中心	300P	-	华为昇腾
中原人工智能计算中心	100P	200P	华为昇腾
北京昇腾人工智能计算中心	100P	900P	华为昇腾
沈阳人工智能计算中心	300P	700P	华为昇腾

天津人工智能计算中心	100P	200P	华为昇腾
深圳鹏城云脑 II	100P	900P	华为昇腾

来源：IDC 图，中泰证券研究所

### 3.3 公司分析：研发自主品牌神州鲲泰，积极布局“鲲鹏+昇腾”生态

从分销商逐步转型品牌供应商，自主品牌业务进展顺利。2020 年，神州数码信创集团成立，并推出了自主品牌——神州鲲泰，致力于销售华为品牌的服务器产品，其主营业务被划分为神州数码集团的自主品牌业务。

#### ● 供给端：

深度合作华为技术，基于“鲲鹏+昇腾”架构拓展智算产品矩阵。神州鲲泰产品体系覆盖“数据计算、终端产品、数据网络”的三大条线，为云计算和大数据服务提供强大的基础支撑，其中，数据计算产品线是智算与信创业务的核心，主要包含通用服务器和 AI 服务器：1) 通用服务器均搭载了鲲鹏 920 CPU，产品种类包括单路服务器、双路服务器和四路服务器；2) AI 服务器在搭载华为鲲鹏 920 或 Intel v7 的基础上，还搭载了昇腾 AtlasAI 加速卡，适用于大模型推理、视频识别等多种 AI 应用场景。

图表 32：神州鲲泰服务器产品矩阵

类型	通用服务器			AI 服务器		
产品	单路服务器	双路服务器	四路服务器	AI 服务器	AI 集群	
型号	KunTai R222	KunTai R522	KunTai R822	KunTai A222	KunTai POD 7210	
		KunTai R722		KunTai A722		
	KunTai R224	KunTai R524				A2
		KunTai R724			KunTai A924	
CPU	鲲鹏 920			鲲鹏 920 / Intel v7 ( Ice Lake )		
GPU	-			Atlas 3001/300V 加速卡 昇腾 910	昇腾 910	

来源：神州鲲泰官网，中泰证券研究所

内置国内顶级处理器，神州鲲泰 AI 服务器性能超群。公司推出了神州鲲泰全栈智算产品及解决方案，在智算方面，神州鲲泰基于昇腾主板打造



的全系列 AI 服务器,采用国内顶尖智算硬件昇腾 910 和昇腾 310 芯片,实现了从模型训练到推理应用的全场景覆盖,配备了健全的服务体系以及本地化的交付能力,并在与国内竞品的对比中具有较高的技术优势。

**图表 33: 神州鲲泰 AI 服务器构造介绍**

型号	类型	处理器	AI 加速卡	AI 算力
KunTai A924	训练服务器	4*鲲鹏 920 处理器, 支持 48 核	8*昇腾 910	最大 512TOPS INT8 或 256 TOPS FP16
KunTai A722	推理服务器	2*鲲鹏 920 处理器, 支持 32、48、64 核 可选	昇腾 310 处理器, 最大支持 8 张 Atlas300V 视频解析卡或 Atlas300IPro 推理卡或 Atlas300VPro 视频解析卡	最大 1120 TOPS INT8
KunTai A222	边缘服务器	1*鲲鹏 920 处理器, 24 核	昇腾 310 处理器, 最大支持 3 张昇腾 Atlas300V 视频解析卡或 Atlas300IPro 推理卡或 Atlas300VPro 视频解析卡	最大 420 TOPS INT8

来源: 神州鲲泰官网, 中泰证券研究所

● 需求端:

**基于产业链内渠道优势,自主品牌认可度持续提升。**神州鲲泰凭借其卓越的产品性能、广泛的渠道覆盖和丰富的客户服务经历,已经在金融、电信运营商、电子政务、教育、能源等多个行业领域建立了广泛的客户基础。2023 年,神州鲲泰入围中国移动、中国联通、中国电信集采项目,中标建设银行、交通银行等国有及股份制大行项目,以及我国多省份的全电发票项目。随着公司不断扩大基于华为“鲲鹏+昇腾”架构的产品组合,以及生态系统的逐步健全,加之海外计算能力封锁政策的日益收紧,神州鲲泰有望受益于国产替代与生成式大模型的浪潮,开拓出广阔的市场潜力。

**图表 34: 神州鲲泰 AI 服务器部分采购项目中标情况**

时间	项目	详情
2024. 2. 18	中国移动 2023 年至 2024 年新型智算中心(试验网)采购(标包 12)	投标报价为 2,473,722,753.63 元(不含税),中标份额 8.48%,主要包含 1250 台人工智能服务器及配套产品。
2023. 12. 21	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	标包 1,投标报价为 10.1 亿元(不含税),中标份额 23%。
2023. 11. 19	深圳海上智云科技有限公司《采购合同》	神州数码有限公司下属控股子公司合肥神州与深圳海上智云科技有限公司签订了《采购合同》销售神州鲲泰品牌昇腾 AI 服务器,合同含税总金额为 2.16 亿元。

2023.11.10	安康智算中心（一期）项目货物（核心软硬件产品）	标段 1: 神州数码, 成交金额 3.4395 亿元; 标段 2: 神州数码, 成交金额 1.8075 亿元; 标段 3: 北京城建智控科技, 成交金额: 3.5 亿元。
2023.10.30	上海恒为智能科技有限公司《销售合同》	神州数码集团股份有限公司下属控股子公司合肥神州数码有限公司与上海恒为智能科技有限公司签订了三笔《销售合同》销售神州鲲泰品牌昇腾 AI 服务器, 合同共计含税总金额为 4.08 亿元。
2023.10.13	中国电信 A1 算力服务器(2023-2024 年)集中采购项目-G 系列	标包 3: 训练型风冷服务器(G 系列)和标包 4: 训练型液冷服务器(G 系列), 中标金额超 1.1 亿元。
2022.3.31	2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购补充采购(第一期)	标段 8: 神州数码, 投标报价 23.7 亿元(不含税), 中标份额 22.22%。
2023.2.20	2022 年中国联通通用服务器集中采购	标包五的投标报价为 954,270,193 元(不含税), 中标份额 10%, 标包七的投标报价为 483,304,480 元(不含税), 中标份额 16%。
2023.2.7	中国移动 2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购补充采购第二期	神州数码, 投标报价 8.145 亿元(不含税), 中标份额 30%。

来源: 公司公告, 公司官网, 公司公众号, 全国公共资源交易平台, 中泰证券研究所

**华为生态核心伙伴, 步步为赢战略合作推进。**与华为合作始于分销业务, 已合作十三载。2011 年神州数码首次与华为合作, 成为其数通产品的总代之一, 2016 年与华为共同宣布共建中国领先的从云到端的云生态体系, 2018 年神州数码正式启动“大华为”战略, 承接华为消费业务、企业业务和新能源业务, 2020 年展开基于“鲲鹏+昇腾”的信创合作。近年来, 双方在产品开发、市场营销、生态系统建设等方面取得显著进展, 持续实现行业标杆案例的落地, 并不断取得重大成果。随着双方在“鲲鹏+昇腾”产业生态合作中的持续深化, 2024 年, 神州鲲泰荣获“鲲鹏展翅领先级”和“昇腾万里领先级”整机硬件伙伴的称号。

**图表 35: 神州数码是华为昇腾生态中整机硬件的领先级伙伴**



来源：华为昇腾官网，中泰证券研究所

## 4. AI 应用开发平台：战略布局生成式 AI，神州问学正式发布

### 4.1 神州问学——打造“一站式”AI 原生赋能平台

2023 年 10 月 26 日，神州数码正式发布神州问学平台产品。神州数码将围绕神州问学平台为核心，打造大模型的集成与应用交付平台，以加速企业 AI 创新。目前已经有可售卖的产品 SKU：神州问学多云版和神州问学敏捷版，已完成软著和第三方测试。

神州问学是一款一体化企业私域模型落地平台，提供了面向企业的一站式的数据集管理、企业知识库管理、AI 能力、AI 应用开发，旨在成为企业应用智能化工厂，帮助企业高效地构建和优化 AI 应用。

图表 36：神州问学平台架构



来源：公众号-神州问学，中泰证券研究所

- **神州问学平台为企业用户提供 AI 原生应用开发服务。**问学平台提供高定制化的私域部署解决方案，支持企业在自定算力资源上快速部署大型 AI 模型；同时，该平台具备多租户权限管理功能，实现企业内部资源共享与隔离，保障数据安全，促进部门间协作。
- **神州问学平台提供两种应用构建的方式。**企业用户可以在 AI 应用工作台中自行创建个性化的 AI 应用，也可以直接从 AI 应用市场中选取已经发布的 AI 应用，并将这些应用导入到个人工作台中。此外，问学平台设置了五种 AI 应用的架构，用户可以根据自己实际的需求选择这些架构快速进行开发。

图表 37: 神州问学三大功能模块融会贯通



来源：公众号-神州问学、中泰证券研究所

图表 38: 神州问学一体机



来源：商业伙伴、中泰证券研究所

#### 4.2 竞争优势：三大优势助力企业级 AI 应用落地，技术壁垒逐步凸显

神州问学定位企业级 AI 应用平台市场，三大核心优势为：工程化 Agent 开发、自动化标注模型、大模型精细化管理。在 2023H2，随着 AI 算力的增强和模型性能的提升，AI 应用的领域和功能变得更加多样化和复杂。为了帮助开发者和运维人员更高效地开发、管理、监控和维护生成式 AI 应用，众多厂商纷纷推出了专门的开发平台。其中，神州问学平台定位于企业级 AI 应用平台市场，凭借工程化 Agent 开发、自动化标注模型、大模型精细化管理方面的三大核心优势，成功地整合了 AI 原生场景赋能、知识治理和模型训练与管理三大功能模块，致力于为企业打造出高效、可迭代的 AI 开发环境，以提升开发效率和应用性能。

图表 39: 中国生成式 AI 应用开发平台对比图

	神州数码-问学平台	百度千帆-AB 平台	字节跳动-扣子平台	智谱-应用&智能体中心	讯飞星火-助手创作中心	阿里云-百炼平台
对标客户人群	企业用户	无/低代码能力用户/专业开发者	团队或个人开发者用户	企业或个人开发者用户	企业或个人开发者用户	企业、开发者及 ISV 的技术人员
应用类型	对话型应用、生成型应用、增强型应用、低代码应用、自定义应用	统一 Agent+RAG 应用结构	智能体应用	问答类应用和智能体	AI 助手	智能体、RAG、流程编排类应用
提示模板	提示词与提示变量	角色指令	人设与回复逻辑	提示词与提示变量	助手指令: 角色设定、目标任务、需求说明; 可增加自定义维度	Prompt
模型使用	20+主流商用/开源模型	Erine 系列模型, 思考与问答模型可分别选择	云雀语言模型	GLM 系列模型	讯飞星火认知大模型	千问系列模型
低代码编排	画布式工作流编排	最新版本上线低代码工作流编排	画布式工作流编排	主要通过无代码方式设计应用	主要通过无代码方式设计应用	画布式工作流编排
知识库管理	多种向量数据库、分段、索引检索方式	多种切分策略、可导入结构化知识问答数据、可解析 url 链接并导入知识库	多种分段策略、可解析 url、并可根据结构化数据建设知识库	自动化分段, 支持 url 解析	关联数据集模块, 包含多种分段策略	支持文档和问答形式的知识, 可通过标签设置区分检索范围
应用市场	多种企业级应用模板	应用广场, 包括官方和开发者设计的应用	Bot Store, 多种直接可用的 Bot	多种可体验的应用样例	多种助手模板以及助手应用	应用广场中提供三类应用创建架构, 以及官方的 AI 妙笔产品
能力组件管理	多种预设 AI 能力 SDK, API 可自定义	可将企业系统 API 快速接入应用	多种能力插件, 并提供插件商店, 可上架新插件	智能体应用提供联网、AI 绘画、代码能力	主要基于大模型自身能力	官方插件(代码解释计算器、图像生成、夸克搜索)以及自定义插件



应用发布渠道	问学平台, API 接口	AB 平台、网页 URL、百度灵境矩阵、微信客服/公众号、API 调用	平台 Bot store、豆包、飞书、微信、掘金	URL 分享/智谱清言智能体中心	星火助手中心, API 调用	平台上测试, API 调用
AI 优化	大模型数据集蒸馏	AI 自生成应用/AI 自优化	可对人设与回复逻辑进行优化	可 AI 生成头像以及输入示例	AI 智能体 Logo 设计	Prompt 优化
团队权限管理与计费	可设置的角色分类与角色操作权限管理	包括配额管理、计费管理	可创建团队、支持内部协作与共享	包括模型商用授权管理部分	应用 Token 消耗计费	权限管理中包含用户与角色管理、可管理操作权限
应用交互辅助功能	对话开场白、预设问题、多轮增强、下一步问题建议	开场白、推荐问、追问、多轮对话	自定义多轮数对话	多轮对话、可选回答风格	输入示例、多轮对话	智能体应用中包含多轮对话

来源：公众号-神州问学、中泰证券研究所

- **核心优势一：颠覆繁琐，Agent 开发的工程化革命。**该平台提供了一套标准化的开发流程和实践模板，将 Agent 创建转变为一个可迭代、工程化的工作流程。此外，平台通过智能插件集成、知识挂载和多轮对话支持等先进功能，赋予 Agent 以高精度执行任务的能力，并支持其自我学习和自我优化，以实现与用户需求的深度契合。

**销售领域“智小访”：赋能企业营销业务，促使销售效率提升 10%。**具体而言，每次销售是否成功主要取决于前期准备的充分性，而传统准备过程既耗时又低效，AI 原生销售赋能技术的应用显得尤为重要。神州问学平台推出的智能体“智小访”提供了有效的解决方案：销售人员仅需向“智小访”发出指令，即可自动启动一系列准备工作，通过这种方式，每个销售人员都拥有了一位“顶尖销售教练”，从而提高每次销售的成功率。

**图表 40：神州问学 Agent 工程功能框架**



来源：公众号-神州问学、中泰证券研究所

- **核心优势二：知识治理自动化。**神州问学平台通过引入自动化标注模型，显著提升了企业私域知识的整理与应用效率。以医药行业为例，面对庞大的医疗文档管理难题，该平台利用其文档布局拆解工具和专业训练模型，将所需处理文档的数量从46万份降低至1000份以下，实现了知识治理的自动化。

图表 41：神州问学知识治理功能框架



来源：公众号-神州问学、中泰证券研究所

- **核心优势三：大模型精细化管理。**神州问学的大模型管理平台内置了精选的全球数十种基础大模型，搭配用户业务测试框架为企业提供了一个全面评估模型性能的平台。通过直观的控制面板，算法团队能够实时监控训练进度，灵活调整训练策略，快



速迭代模型，达到最佳性能。此外，针对多机多卡环境的挑战，神州问学通过自适应并行模式与智能优化算法，构建了高性能的分布式训练系统，有效解决了资源限制与性能瓶颈。

1

**图表 42: 神州问学精细化管理功能框架**



来源：公众号-神州问学、中泰证券研究所

## 盈利预测及估值

**收入端：预计 2024-2026 年收入为 1281.04/1375.08/1492.39 亿元，同比增长 7.1%/7.3%/8.5%。**

- **IT 分销业务方面**，受益于数字化转型与 AI PC 新品渗透率提高，国内 PC 领域景气度有望回暖，公司凭借渠道优势将先享红利，分销业务增速有望稳中有增，预计 2024-2026 年营收同比增长 2.0%/2.6%/2.3%，收入分别为 1109.96/1139.32/1165.83 亿元。
- **云服务方面**，公司数云融合战略升级，开启 AI 驱动的数云融合全新布局，在与泰国数字经济与社会部签署合作谅解备忘录 (MOU) 的同时，聚焦汽车行业数字化转型突破，预计 2024-2026 年营收同比增长 50%/30%/30%，收入分别为 103.96/135.15/175.69 亿元。
- **自主品牌方面**，神州鲲泰 AI 算力相关业务实现爆发性增长，2024Q1 营收规模接近去年全年，同时，问学一体机、神州鲲泰自研服务器等一系列自主品牌产品相继面世，预计 2024-2026 年营收同比增长 75%/50%/50%，收入分别为 67.00/100.50/150.75 亿元。

**毛利率端：**

- IT 分销方面，产品结构持续调整，高毛利率企业分销营收占比下降，毛利率将有所下滑，预计 2024-2026 年毛利率分别为 3.3%/3.0%/2.8%。
- 云服务方面，考虑到公司云集数字化产品国际化业务进展顺利，业务结构优化将保证毛利率稳中有增，预计 2024-2026 年毛利率分别为 12.0%/12.0%/12.0%。
- 自主品牌方面，国内智算高需求与国产替代将维持神州鲲泰 AI 算力相关业务的高景气度，预计 2024-2026 年毛利率分别为 11.0%/11.2%/11.4%。

**图表 43：神州数码分业务收入与毛利率假设表**

	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 (亿元)	1,196.24	1,281.04	1,375.08	1,492.39
增长率	3.2%	7.1%	7.3%	8.5%
毛利率	4.0%	4.4%	4.5%	4.7%
IT 分销业务收入 (亿元)	1088.53	1,109.96	1,139.32	1,165.83
增长率	0.5%	2.0%	2.6%	2.3%
毛利率	3.3%	3.3%	3.0%	2.8%
消费电子分销 (亿元)	738.86	812.74	877.76	930.43
增长率	10.0%	10.0%	8.0%	6.0%
毛利率	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%
企业 IT 产品分销 (亿元)	349.67	297.22	261.55	235.40
增长率	-15.0%	-15.0%	-12.0%	-10.0%
毛利率	5.5%	6.0%	5.8%	5.6%
云服务 (亿元)	69.31	103.96	135.15	175.69
增长率	38.0%	50.0%	30.0%	30.0%
毛利率	11.7%	12.0%	12.0%	12.0%
自主品牌 (亿元)	38.29	67.00	100.50	150.75
增长率	48.9%	75.0%	50.0%	50.0%
毛利率	10.5%	11.0%	11.2%	11.4%
其他业务 (亿元)	0.12	0.12	0.12	0.12
增长率	-1.2%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	69.3%	65.0%	60.0%	60.0%

来源：Wind，中泰证券研究所

**费用端：**深耕行业二十余载，公司在管理与运营积累了丰富经验，同时体量逐步增大，费用率有望逐步下降。公司经营管理能力较为成熟，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 0.25%/0.24%/0.23%；为了支撑战略业务的高速发展和多维突破，公司围绕生成式 AI、数云融合、信创产品及解决方案持续加大研发投入，预计 2024-2026 年研发费用率分别为

0.30%/0.34%/0.37%；公司凭借字数 TO B 渠道优势，不断为自主品牌业务积累产品口碑，同时积极开展国际化业务，销售费用率或逐年上升，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 1.71%/1.75%/1.78%。预计归母净利润为 14.10/17.39/21.20 亿元。

**图表 44: 神州数码费用率与净利润假设表**

	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用/营业收入	1.71%	1.71%	1.75%	1.78%
管理费用/营业收入	0.28%	0.25%	0.24%	0.23%
研发费用/营业收入	0.29%	0.30%	0.34%	0.37%
归母净利润 (亿元)	11.72	14.10	17.39	21.20
增长率	17%	20%	23%	22%

来源: Wind, 中泰证券研究所

**估值分析及投资建议:** 预计公司 2024-2026 年归母净利分别为 14.10、17.39、21.20 亿元，以 2024 年 5 月 20 日收盘价计算，对应 PE 分别为 14.63x、11.86x、9.73x。根据业务类型，选取与公司自主品牌业务类似的算力公司中科曙光；与公司云服务业务相似的工业物联“云+端”供应商映翰通、数字化分销商爱施德；以及与公司 IT 分销业务相关的电子元器件分销商雅创电子作为可比公司，四家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 23.19/17.58/16.00 倍 PE (对应 2024 年 5 月 20 日收盘价)。公司坐稳 IT 分销基本盘，紧抓“云+信创”新机遇，凭借“数云融合”解决方案与“鲲鹏+昇腾”高竞争力硬件产品，成功从传统 IT 分销商转型到品牌供应商，目前国内云与智算赛道前景良好，战略业务将成为公司的“第二增长曲线”，业务结构有望持续优化。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 45: 可比公司估值对比**

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
603019.SH	中科曙光	652.02	18.36	22.64	27.68	32.72	35.52	34.94	26.84	22.85
002416.SZ	爱施德	135.45	6.55	7.42	8.34	9.36	20.67	18.26	16.24	14.46
301099.SZ	雅创电子	32.28	0.53	1.62	2.53	-	60.61	19.93	12.78	-
688080.SH	映翰通	25.35	0.94	1.29	1.75	2.38	26.98	19.64	14.47	10.67
平均值							35.94	23.19	17.58	16.00
000034.SZ	神州数码	206.23	11.72	14.10	17.39	21.20	17.60	14.63	11.86	9.73

来源: Wind, 中泰证券研究所。注: 中科曙光估值来自中泰证券研究所, 其他可比公司估值来自 Wind 一致预期, 截止时间为 2024 年 5 月 20 日。

**图表 46: 神州数码盈利预测模型**

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,645	6,045	7,617	9,462	营业收入	119,624	128,104	137,508	149,239
应收票据	339	363	390	423	营业成本	114,854	122,459	131,305	142,132
应收账款	11,292	11,008	10,786	11,306	税金及附加	182	147	166	189
预付账款	5,291	4,510	4,836	5,234	销售费用	2,042	2,186	2,402	2,652
存货	12,338	12,763	13,685	14,814	管理费用	339	324	334	348
合同资产	43	41	43	45	研发费用	344	381	464	548
其他流动资产	1,077	1,637	1,756	1,905	财务费用	381	532	484	522
流动资产合计	35,981	36,327	39,070	43,144	信用减值损失	27	-63	-30	-22
其他长期投资	4,849	4,849	4,849	4,849	资产减值损失	68	-35	-35	-1
长期股权投资	685	685	685	685	公允价值变动收益	-64	-41	-32	-46
固定资产	513	860	1,224	1,602	投资收益	-133	-245	-141	-173
在建工程	133	233	233	133	其他收益	130	128	128	128
无形资产	609	712	805	889	营业利润	1,514	1,821	2,246	2,738
其他非流动资产	2,114	2,120	2,126	2,126	营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	8,902	9,459	9,921	10,284	营业外支出	3	3	3	3
<b>资产合计</b>	<b>44,884</b>	<b>45,785</b>	<b>48,991</b>	<b>53,428</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,513</b>	<b>1,820</b>	<b>2,245</b>	<b>2,737</b>
短期借款	11,013	10,169	9,611	9,634	所得税	307	369	455	555
应付票据	5,619	6,128	6,802	7,494	<b>净利润</b>	<b>1,206</b>	<b>1,451</b>	<b>1,790</b>	<b>2,182</b>
应付账款	6,981	7,816	8,775	9,925	少数股东损益	35	42	51	63
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,171</b>	<b>1,409</b>	<b>1,739</b>	<b>2,119</b>
合同负债	3,281	2,306	2,475	2,686	NOPLAT	1,510	1,876	2,176	2,598
其他应付款	838	838	838	838	EPS (按最新股本摊薄)	1.75	2.11	2.60	3.17
一年内到期的非									
流动负债	543	543	543	543					
其他流动负债	1,389	1,369	1,387	1,411	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	29,665	29,170	30,431	32,531	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	4,389	4,678	4,967	5,256	<b>成长能力</b>				
应付债券	1,231	1,231	1,231	1,231	营业收入增长率	3.2%	7.1%	7.3%	8.5%
其他非流动负债	339	339	339	339	EBIT 增长率	7.9%	24.2%	16.0%	19.4%
非流动负债合计	5,959	6,248	6,537	6,826	归母公司净利润增				
<b>负债合计</b>	<b>35,624</b>	<b>35,418</b>	<b>36,968</b>	<b>39,357</b>	长率	16.7%	20.3%	23.3%	21.9%
归属母公司所有					<b>获利能力</b>				
者权益	8,557	9,623	11,228	13,214	毛利率	4.0%	4.4%	4.5%	4.8%

少数股东权益	702	744	795	858
所有者权益合计	9,259	10,367	12,023	14,072
负债和股东权益	44,884	45,785	48,991	53,428

净利率	1.0%	1.1%	1.3%	1.5%
ROE	12.7%	13.6%	14.5%	15.1%
ROIC	9.9%	11.9%	12.9%	13.9%

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-151	2,591	3,276	3,008
现金收益	1,651	2,112	2,456	2,942
存货影响	157	-426	-922	-1,128
经营性应收影响	-2,187	1,076	-95	-950
经营性应付影响	-501	1,344	1,632	1,842
其他影响	729	-1,515	205	303
<b>投资活动现金流</b>	-1,080	-970	-817	-819
资本支出	-671	-678	-639	-600
股权投资	-424	0	0	0
其他长期资产变化	15	-292	-178	-219
<b>融资活动现金流</b>	2,627	-1,221	-887	-344
借款增加	4,137	-555	-269	312
股利及利息支付	-1,266	-924	-937	-1,008
股东融资	17	489	489	489
其他影响	-261	-231	-170	-137

**偿债能力**

资产负债率	79.4%	77.4%	75.5%	73.7%
债务权益比	189.2%	163.6%	138.8%	120.8%
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9

**营运能力**

总资产周转率	2.7	2.8	2.8	2.8
应收账款周转天数	30	31	29	27
应付账款周转天数	21	22	23	24
存货周转天数	39	37	36	36

**每股指标 (元)**

每股收益	1.75	2.11	2.60	3.17
每股经营现金流	-0.23	3.87	4.89	4.49
每股净资产	12.78	14.37	16.77	19.73

**估值比率**

P/E	18	15	12	10
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	43	34	29	24

来源: Wind, 中泰证券研究所

## 风险提示

**宏观经济波动：**宏观经济状况对企业 IT 支出具有直接的相关性，在经济复苏乏力的背景下，政府与企业可能减少 IT 支出，这将直接影响到 IT 软硬件产品的采购，进而对公司的分销业务产生不利影响。

**人工智能落地进展不及预期：**国内人工智能算法及应用的发展速度未能达到预期目标，可能会推迟 AI 应用的广泛商业化进程，导致 AI 硬件需求放缓。

**市场竞争加剧：**IT 产品和服务行业是成熟且完全竞争的行业，尽管公司具有在业内多年来一直保持的领先优势，但仍面临行业竞争加剧的风险，尤其是公司战略性业务迭代速度较快，竞争更为激烈。

**芯片供应链安全问题：**鲲鹏、昇腾芯片制造流程复杂，芯片、服务器等供应链易受到外部干扰，从而对公司产能与交付周期产生不利影响。

**研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**使用信息更新不及时可能会影响对公司的判断。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。