



## 买入（维持）

所属行业：计算机/IT 服务 II  
当前价格(元)：34.76

### 证券分析师

陈涵泊

资格编号：S0120524040004

邮箱：chenhb3@tebon.com.cn

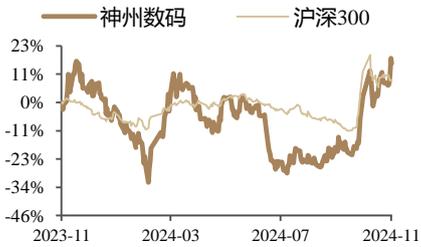
李佩京

资格编号：S0120524090004

邮箱：lipj@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.93	41.36	47.29
相对涨幅(%)	16.11	24.24	34.27

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

1.《神州数码：AI 有望驱动云和信创业绩估值双击》，2024.9.18

### 股票数据

总股本(百万股)：	669.59
流通 A 股(百万股)：	552.75
52 周内股价区间(元)：	20.34-35.38
总市值(百万元)：	23,274.81
总资产(百万元)：	44,969.35
每股净资产(元)：	13.83

资料来源：公司公告

# 神州数码：业绩符合预期，AI 有望驱动数云及自有品牌业务持续增长

### 投资要点

- 公司发布了 2024 年三季报，业绩符合预期。2024 前三季度营收 915.71 亿元，同比+8.81%，归母净利润 8.94 亿元，同比+5.04%，扣非归母净利润 8.61 亿元，同比+2.1%；单三季度营收 290.09 亿元，同比+1.6%，归母净利润 3.84 亿元，同比-7.93%，扣非归母净利润 4.06 亿元，同比-2.07%，业绩基本符合预期。

- 数云业务及自有品牌产品业务，在 AI 驱动下收入毛利率持续高增。

1) 数云服务及软件业务收入累计实现 20.7 亿元，同比增长 47%；毛利率提升 6.3pct，毛利额实现 3.7 亿元，同比大幅增长 126%；利润总额实现 7600 万元，同比增长 32%；以汽车 BG 为核心，公司在数据、智能、智驾、电子电气架构以及算力等方面与头部整车厂开启深度协同；神州数码 AI 战略旗舰神州同学实现开单收入近 500 万，签约金额近千万；AI Factory 首期落地；高价值业务盈利能力持续增强，再现强劲价值内驱力。

2) 自有品牌产品业务收入累计实现 38.7 亿元，同比增长 32%；毛利率提升 1.7 个百分点；毛利额实现 4.3 亿元，同比增长 57%；利润总额累计实现 6600 万元，同比提升 57%；得益于金融、政府、运营商等行业的持续深耕突破，以及 AI 算力需求的释放，信创业务收入实现 32 亿元，同比增长 56%；AI 服务器业务收入实现 7 亿元，同比大幅增长 226%；运营商行业收入突破 10 亿元，同比增长 34%；金融行业收入实现 285% 的大幅增长。

3) IT 分销与增值服务收入实现 879 亿元，保持收入利润双增长，毛利率实现正向提升，毛利额实现 32 亿元，同比增长 11%；得益于亚太市场 AI 和 PC 消费需求的回升，中国大陆地区元器件分销市场整体回暖，据 WIND2024 年上半年数据显示，公司微电子业务营收已位列中国大陆地区元器件分销商第三位。

- 持续加大 AI 领域研发投入，奠定未来坚实基础。公司 24Q3 销售/管理/研发费用率分别为 1.60% / 0.30% / 0.28%，分别同比-0.04pct / +0.05pct / +0.02pct；公司数云服务及软件业务研发投入翻倍，累计研发投入超 1 亿元，神州同学新增 16 款主流大语言模型、几十个智能体类型应用，产品化提速；磐云云原生 PaaS 平台打造智算 GPU 资源的池化管理工具。

- 设置 2-4 亿回购计划，彰显未来信心。10 月 30 日，公司发布公告，基于对公司未来发展前景的信心和内在价值的高度认可，公司拟利用自有资金及兴业北分给与的股票回购专项贷款资金，总金额 2-4 亿元，集中竞价回购股份用于股权激励/员工持股计划，股份数量约占总股本的 1.39%。

- 投资建议

1) 我们认为，AI 将为公司服务器业务、交换机业务、云业务带来持续的业绩提升，同时近期也有望带动公司 IT 分销周转效率的进一步提升，从而带动公司业绩超预期；

2) 预计 2024-2026 年营业收入有望达到 1291.96 / 1378.41 / 1440.22 亿（同比+8.0%/6.7%/4.5%），归母净利润有望达到 13.98/16.84/20.02 亿（同比+19.3%/20.4%/18.8%），根据 2024 年 11 月 1 日收盘价，对应 PE 为 16.6、13.8、11.6X，维持“买入”评级。

- 风险提示：上游国产 GPU 等关键部件供应或下游需求不及预期、主要业务毛利率不及预期、交换机业务不及预期、国内外宏观环境风险等。

### 主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	115,880	119,624	129,196	137,841	144,022
(+/-)YOY(%)	-5.3%	3.2%	8.0%	6.7%	4.5%
净利润(百万元)	1,004	1,172	1,398	1,685	2,002
(+/-)YOY(%)	303.1%	16.7%	19.3%	20.5%	18.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.50	1.75	2.09	2.52	2.99
毛利率(%)	3.9%	4.0%	4.5%	5.0%	5.2%
净资产收益率(%)	13.2%	13.7%	14.2%	15.1%	15.7%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.79	2.09	2.52	2.99
每股净资产	12.78	14.67	16.65	19.01
每股经营现金流	-0.23	1.69	3.63	4.68
每股股利	0.45	2.09	2.52	2.99
价值评估(倍)				
P/E	16.68	16.65	13.81	11.62
P/B	2.34	2.37	2.09	1.83
P/S	0.17	0.18	0.17	0.16
EV/EBITDA	14.45	13.51	11.29	9.41
股息率%	1.5%	6.0%	7.2%	8.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	4.0%	4.5%	5.0%	5.2%
净利润率	1.0%	1.1%	1.3%	1.5%
净资产收益率	13.7%	14.2%	15.1%	15.7%
资产回报率	2.6%	2.9%	3.4%	3.9%
投资回报率	6.3%	7.0%	8.0%	8.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.2%	8.0%	6.7%	4.5%
EBIT 增长率	17.0%	15.3%	16.0%	13.8%
净利润增长率	16.7%	19.3%	20.5%	18.8%
偿债能力指标				
资产负债率	79.4%	77.8%	75.9%	73.5%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	30.1	32.1	31.7	32.0
存货周转天数	38.9	38.0	38.4	37.7
总资产周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
固定资产周转率	338.3	256.2	283.6	306.6

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,172	1,398	1,685	2,002
少数股东损益	35	43	89	105
非现金支出	5	223	229	237
非经营收益	628	719	731	707
营运资金变动	-1,991	-1,251	-305	84
经营活动现金流	-151	1,133	2,429	3,135
资产	-406	-14	-66	-82
投资	-841	-110	-110	-110
其他	167	-123	-148	-154
投资活动现金流	-1,080	-246	-324	-346
债权募资	3,916	-388	-705	-705
股权募资	17	42	0	0
其他	-1,306	-830	-952	-982
融资活动现金流	2,627	-1,175	-1,657	-1,687
现金净流量	1,438	-257	448	1,102

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 1 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	119,624	129,196	137,841	144,022
营业成本	114,854	123,407	130,911	136,589
毛利率%	4.0%	4.5%	5.0%	5.2%
营业税金及附加	182	233	248	259
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	2,042	2,236	2,705	2,813
营业费用率%	1.7%	1.7%	2.0%	2.0%
管理费用	339	389	498	508
管理费用率%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
研发费用	344	492	664	664
研发费用率%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%
EBIT	2,085	2,405	2,791	3,176
财务费用	381	603	573	541
财务费用率%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%
资产减值损失	68	0	0	0
投资收益	-133	-129	-138	-144
营业利润	1,514	1,803	2,218	2,636
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	1,513	1,802	2,217	2,635
EBITDA	2,185	2,568	2,970	3,372
所得税	307	360	443	527
有效所得税率%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	35	43	89	105
归属母公司所有者净利润	1,172	1,398	1,685	2,002

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,645	5,387	5,836	6,938
应收账款及应收票据	11,631	12,142	12,947	13,512
存货	12,338	13,712	14,182	14,418
其它流动资产	6,368	7,511	7,778	7,784
流动资产合计	35,981	38,752	40,742	42,652
长期股权投资	685	785	885	985
固定资产	513	495	477	462
在建工程	133	58	26	5
无形资产	609	589	569	549
非流动资产合计	8,902	8,880	8,885	8,890
资产总计	44,884	47,631	49,627	51,542
短期借款	11,013	10,813	10,613	10,413
应付票据及应付账款	12,600	13,712	14,546	15,177
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	6,052	7,094	7,548	7,848
流动负债合计	29,665	31,619	32,706	33,438
长期借款	4,389	3,889	3,389	2,889
其它长期负债	1,570	1,556	1,551	1,546
非流动负债合计	5,959	5,446	4,941	4,436
负债总计	35,624	37,065	37,647	37,874
实收资本	670	670	670	670
普通股股东权益	8,557	9,821	11,146	12,728
少数股东权益	702	746	834	940
负债和所有者权益合计	44,884	47,631	49,627	51,542

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈涵泊：德邦证券计算机行业首席分析师，上海交通大学信息安全本科，电子与通信工程硕士，曾任职于中信证券研究部、天风证券研究所，多年计算机行业研究经验，具备成熟的计算机研究框架、自上而下产业前瞻视野，云计算领域深入研究。2022-2023年新财富最佳分析师入围（团队），2023年新浪金麒麟最佳分析师第五名（团队）。

李佩京：德邦证券计算机行业高级研究员，中国地质大学（北京）计算机本科，对外经济贸易大学金融硕士，CPA（专业阶段），曾就职于中信建投、浙商研究所并担任算力行业负责人，2023年新财富电子行业最佳分析师入围（成员）、金麒麟菁英分析师计算机第三名（成员）。擅长自上而下体系化拆解分析行业及公司模型、美股历史复盘及比较研究，深度覆盖AI算力、卫星应用等领域。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
	2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入
增持			相对强于市场表现5%~20%；
中性			相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持			相对弱于市场表现5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；	
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；	
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。	

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。