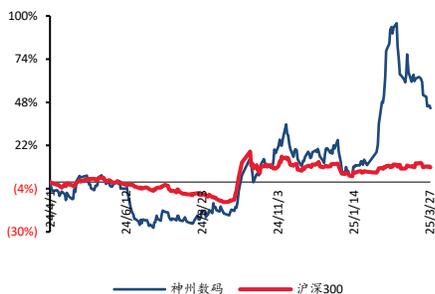


收入结构持续改善，IIC 销售影响表观利润

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 7.11/5.94
 总市值/流通(亿元) 303.78/253.85
 12个月内最高/最低价(元) 60.49/21.22

相关研究报告

<<自主品牌收入高增，接连斩获头部客户大单>>—2024-11-04
 <<业绩符合预期，AI 算力业务大幅增长>>—2024-04-28
 <<自主品牌表现亮眼，深度布局国产算力>>—2024-04-02

证券分析师：曹佩

电话：

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520080001

证券分析师：王景宜

电话：

E-MAIL: wangjy@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523090002

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 1281.66 亿元，同比增长 7.14%；实现归母净利润 7.53 亿元，下降 35.77%；实现扣非归母净利润 10.15 亿元，下降 19.68%。

IIC 销售影响表观利润。公司持有的深圳市神州数码国际创新中心 IIC 资产已实现部分销售，但是销售毛利未能弥补因资金占用而产生的财务费用，以及因房地产市场因素引发的资产减值，对公司的净利润造成了一定程度的负面影响。扣除 IIC 资产的负向影响的净利润为 13.05 亿元，相较于 23 年归母净利润同比增长 11.37%。

数云业务和自有品牌增长较快，毛利率持续改善。分业务看，1) 数云服务及软件业务：实现营业收入 29.65 亿元，同比增长 18.75%，毛利率 20.32%，同比提升 4.70 个百分点，税后利润为 1.43 亿元。2) 自有品牌：实现营业收入 45.81 亿元，同比增长 20.25%。毛利率 11.49%，同比提升 2.65 个百分点，税后利润为 0.71 亿元。3) IT 分销业务：实现营业收入 1244.51 亿元，同比增长 6.84%。毛利率 3.39%，税后利润为 11.46 亿元。较高毛利的数云服务和自主品牌业务占比提升，带动公司整体毛利率由 3.96% 提升至 4.21%。

自主品牌接连中标大单。运营商行业，公司在中国电信服务器(2024-2025 年)集中采购项目中中标金额近 10 亿元。在中国移动 2024-2025 新型智算中心采购项目中中标金额约 20 亿元。金融行业，公司中标兴业银行《24-26 年信创鲲鹏服务器框架采购项目》，中标金额近 2 亿元，同时公司持续为多家大型银行及保险机构打造算力底座。随着运营商、金融等行业在 AI 领域积极投入，公司的昇腾服务器及一体机系列产品有望受益于关键行业客户对于国产算力的需求增长。

投资建议：预计 2025-2027 年公司营业收入为 1368.96/1465.58/1562.18 亿元，归母净利润分别为 14.87/17.95/20.72 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：信创推进不及预期，市场竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	128,166	136,896	146,558	156,218
营业收入增长率(%)	7.14%	6.81%	7.06%	6.59%
归母净利(百万元)	753	1,487	1,795	2,072
净利润增长率(%)	-35.77%	97.60%	20.67%	15.44%
摊薄每股收益(元)	1.17	2.09	2.52	2.91
市盈率(PE)	30.08	19.66	16.30	14.12

资料来源：携宁云估值，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,645	5,650	5,532	6,032	6,622
应收和预付款项	16,922	16,206	17,927	18,882	20,144
存货	12,338	12,616	13,630	14,451	15,355
其他流动资产	1,077	2,019	1,868	2,077	2,133
流动资产合计	35,981	36,491	38,957	41,442	44,254
长期股权投资	685	673	673	673	673
投资性房地产	4,845	4,423	4,423	4,423	4,423
固定资产	513	722	938	1,172	1,399
在建工程	133	175	175	175	175
无形资产开发支出	629	635	635	635	635
长期待摊费用	18	16	16	16	16
其他非流动资产	38,061	38,730	41,183	43,668	46,480
资产总计	44,884	45,374	48,044	50,762	53,802
短期借款	11,013	10,382	10,382	10,382	10,382
应付和预收款项	12,600	14,158	14,867	15,981	16,980
长期借款	4,389	4,445	4,445	4,445	4,445
其他负债	7,621	6,417	7,201	7,404	7,825
负债合计	35,624	35,402	36,895	38,211	39,632
股本	670	670	670	670	670
资本公积	4,129	4,179	4,179	4,179	4,179
留存收益	3,759	4,220	5,386	6,731	8,284
归母公司股东权益	8,557	9,245	10,375	11,721	13,274
少数股东权益	702	727	774	830	896
股东权益合计	9,259	9,972	11,149	12,551	14,170
负债和股东权益	44,884	45,374	48,044	50,762	53,802

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	-151	2,505	1,230	1,965	2,143
投资性现金流	-1,080	-399	-449	-475	-492
融资性现金流	2,627	-2,039	-949	-991	-1,060
现金增加额	1,438	117	-118	499	590

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	119,624	128,166	136,896	146,558	156,218
营业成本	114,891	122,770	131,062	140,102	149,139
营业税金及附加	182	247	229	254	272
销售费用	2,005	2,116	2,279	2,436	2,595
管理费用	339	393	424	446	479
财务费用	381	851	485	486	481
资产减值损失	68	-150	-40	-50	-60
投资收益	-133	-84	-104	-115	-118
公允价值变动	-64	-305	-63	-45	-80
营业利润	1,514	938	1,895	2,276	2,625
其他非经营损益	-1	2	0	0	0
利润总额	1,513	940	1,895	2,276	2,625
所得税	307	163	361	425	488
净利润	1,206	777	1,534	1,851	2,137
少数股东损益	35	25	47	56	66
归母股东净利润	1,172	753	1,487	1,795	2,072

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	3.96%	4.21%	4.26%	4.40%	4.53%
销售净利率	0.98%	0.59%	1.09%	1.22%	1.33%
销售收入增长率	3.23%	7.14%	6.81%	7.06%	6.59%
EBIT 增长率	16.97%	4.11%	9.59%	16.09%	12.44%
净利润增长率	16.66%	-35.77%	97.60%	20.67%	15.44%
ROE	13.69%	8.14%	14.34%	15.31%	15.61%
ROA	2.84%	1.72%	3.28%	3.75%	4.09%
ROIC	6.29%	6.80%	6.99%	7.76%	8.27%
EPS (X)	1.79	1.17	2.09	2.52	2.91
PE (X)	16.68	30.08	19.66	16.30	14.12
PB (X)	2.34	2.54	2.82	2.50	2.20
PS (X)	0.17	0.18	0.21	0.20	0.19
EV/EBITDA (X)	14.45	14.77	16.29	13.77	11.98

资料来源：携宁云估值，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。