

## 分销基本盘稳固，数云与自有品牌齐头并进

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2025年半年度报告,实现营业收入715.9亿元,同比增长14.4%;实现归母净利润4.3亿元,同比下降16.3%;扣非归母净利润为4.4亿元,同比下降4.1%。实现经营性现金流5.0亿元,同比大幅增长236.8%。
- 收入稳中有增,盈利能力短期承压。** 单季度看,公司2025年Q2实现收入398.1亿元,同比增长19.6%,环比增长25.3%,增速有明显加速;实现扣非归母净利润2.1亿元,同比下降15.7%,环比下降5.2%,利润有所下滑,主要系公司加大AI研发投入、政府补助同比减少、部分权益类资产公允价值变动所致。
- 政势推动分销业务增长,微电子业务加速突破。** 在消费品以旧换新政策带动下,公司IT分销及增值服务业务2025H1实现收入683.9亿元,同比增长14.3%;毛利率为2.7%,同比下降0.8pp。其中以芯片分销为主的微电子业务保持高速增长,实现收入121亿元,同比增长30.4%。公司持续拓展合作版图,引入海思、长鑫、京东方、华星光电等国产半导体品牌,成功从规模扩张转向价值深耕。
- 深化AI驱动的数云融合战略,平台版本迎来双升级。** 2025H1公司数云服务及软件业务实现收入16.4亿元,同比增长14.1%,税后净利润达3537万元,同比增长30.6%。公司持续推进企业级流程数智化变革,自研AI原生赋能平台“神州问学”升级为企业级Agent中台,提供模型部署、知识融合、多Agent协同的全流程支持,在制造、零售、医疗等行业落地标杆案例;同步发布爱同学Beta版,将企业级AI能力下沉至个人PC端,支持个人用户低成本构建专属大模型。
- 自有品牌AI新品持续推出,夯实企业私有化部署能力。** 2025H1公司自主品牌业务实现收入31.0亿元,同比增长16.6%,税后净利润为5957万元,同比增长90.5%,实现利润高增。公司旗下神州鲲泰在AI算力领域持续发力,推出首款基于鲲鹏技术路线的大模型训推一体机服务器KunTai R624 K2和推理服务器KunTai R622 K2;在私有化部署解决方案方面,发布神州鲲泰问学一体机和KunTai Cube(智汇魔方)等新品,深度适配运营商、金融、政企、教育等场景,助力中国移动构建网络云资源池,为中国人寿打造分布式云化多活数据中心。
- 盈利预测与投资建议。** 考虑到公司作为领先的数字化服务及IT整合服务提供商,传统IT分销业务增长稳健,新增长曲线的数云服务和自有品牌业务不断突破。预计公司2025-2027年EPS分别为1.75元、2.25元、2.73元,给予公司2026年25倍PE,对应目标价56.25元,维持“买入”评级。
- 风险提示:** 信创产业推进不及预期、市场竞争加剧、研发进度不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	1281.66	1408.47	1492.68	1574.39
增长率	7.14%	9.89%	5.98%	5.47%
归属母公司净利润(亿元)	7.53	12.58	16.24	19.69
增长率	-35.77%	67.15%	29.06%	21.26%
每股收益EPS(元)	1.12	1.75	2.25	2.73
净资产收益率ROE	7.79%	12.19%	14.04%	15.06%
PE	38.64	24.87	19.27	15.89
PB	3.38	3.16	2.81	2.48

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
电话: 0755-26671517  
邮箱: wxj@swsc.com.cn  
联系人: 刘可心  
电话: 18981890328  
邮箱: liukexin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.20
流通A股(亿股)	6.02
52周内股价区间(元)	23.65-57.85
总市值(亿元)	312.85
总资产(亿元)	484.46
每股净资产(元)	15.03

### 相关研究

- 神州数码(000034):三大业务提质升级,业绩快速增长 (2024-09-04)

## 盈利预测

### 关键假设

**1) IT 分销业务:** 公司拥有国内最大 ToB 渠道网络, 遍布全国 1000 余座城市、整合 3 万余家销售渠道。其中, 以分销芯片为主的微电子业务成功引入华为海思等国产半导体品牌, 实现强势增长; 未来将持续围绕主控、存储、屏和驱动、分立器件四个品类完善半导体业务布局, 有望延续高增态势。整体看, 以旧换新政策的持续驱动, 信息化产品仍有替换空间, 但收入增速在高基数影响下将放缓, 预计 2025-2027 年 IT 分销收入增速分别为 5.0%、4.5%、4.0%。

**2) 数云服务及软件业务:** “神州问学”已完成从赋能平台到企业级 Agent 的全面跃迁; 深圳智算中心项目正式落成并投入运营; 与一汽集团子公司启明信息达成战略合作, 拓展“汽车+科技”融合创新模式。未来公司将持续推进数云融合战略, 加强拓展重点行业客户, AI 新品加速向多场景渗透, 预计 2025-2027 年数云服务及软件业务收入增速分别为 30.0%、27.5%、25.0%。

**3) 自有品牌业务:** 作为华为的战略合作伙伴, 公司基于鲲鹏+昇腾处理器打造出 AI 智算系列服务器和企业级 AI 私有化部署新品, 获得客户高度认可。随着国家信创政策持续加码, 关键行业国产化替代进程加速, 对信创服务器、PC 等产品需求旺盛, 公司作为信创核心厂商, 将直接受益于政策红利, 预计 2025-2027 年自有品牌产品业务收入增速分别为 28.0%/25.0%/20.0%。

基于以上假设, 我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
IT 分销业务	收入	1244.5	1306.7	1365.5	1420.2
	增速	6.8%	5.0%	4.5%	4.0%
	毛利率	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
数云服务及软件业务	收入	29.7	38.6	49.2	61.4
	增速	-57.2%	30.0%	27.5%	25.0%
	毛利率	20.3%	20.0%	20.5%	21.0%
自有品牌产品业务	收入	45.8	58.6	73.3	88.0
	增速	19.7%	28.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	11.5%	11.5%	11.0%	10.5%
其他业务	收入	4.4	4.5	4.7	4.8
	增速	-	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	45.1%	29.3%	29.3%	29.3%
合计	收入	1281.7	1408.5	1492.7	1574.4
	增速	7.1%	9.9%	6.0%	5.5%
	毛利率	4.2%	4.2%	4.3%	4.5%

数据来源: 公司公告, Wind, 西南证券 (注: 2024 年年报, 公司分部间抵消金额为 42.73 亿元, 占营业收入比重为-3.32%, 用于调整各业务分部之间的内部交易和重复计算部分)

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1408.5 亿元 (+9.9%)、1492.7 亿元 (+6.0%) 和 1574.4 亿元 (+5.5%)，归母净利润分别为 12.6 亿元 (67.2%)、16.2 亿元 (+29.1%)、19.7 亿元 (+21.3%)，EPS 分别为 1.75 元、2.25 元、2.73 元，对应 PE 分别为 24.9 倍、19.3 倍、15.9 倍。

## 相对估值

考虑到公司是领先的数字化服务及 IT 整合服务提供商，传统 IT 分销业务增长稳健，新增长曲线的数云服务和自有品牌业务不断突破，我们挑选业务相近的爱施德、浪潮信息和紫光股份作为可比公司，2026 年可比公司的平均 PE 为 25.3 倍。公司在 IT 分销领域渠道完善，云计算和自主品牌业务具备增长潜力，并且作为华为重要的生态合作伙伴在信创市场不断拓展，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.75 元、2.25 元、2.73 元，给予公司 2026 年 25 倍 PE，对应目标价 56.25 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
002416.SZ	爱施德	144.62	11.67	0.47	0.52	0.60	0.67	24.87	22.44	19.49	17.53
000977.SZ	浪潮信息	938.78	63.77	1.56	2.01	2.54	3.14	40.96	31.68	25.09	20.28
000938.SZ	紫光股份	822.56	28.76	0.55	0.75	0.92	1.09	52.31	38.17	31.28	26.42
平均值								39.38	30.76	25.29	21.41
000034.SZ	神州数码	312.85	43.44	1.12	1.75	2.25	2.73	38.64	24.87	19.27	15.89

数据来源：Wind，西南证券整理（注：采用截至 2025 年 9 月 15 日数据）

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1281.66	1408.47	1492.68	1574.39	净利润	7.77	12.99	16.77	20.33
营业成本	1227.70	1349.57	1428.10	1503.97	折旧与摊销	1.22	2.15	2.56	3.21
营业税金及附加	2.47	2.71	2.88	3.03	财务费用	8.51	8.28	7.31	7.71
销售费用	21.16	23.80	25.23	26.61	资产减值损失	-1.50	-1.50	0.00	0.00
管理费用	7.70	8.31	8.81	9.29	经营营运资本变动	-1.91	-30.61	-9.08	-7.49
财务费用	8.51	8.28	7.31	7.71	其他	10.96	5.03	3.89	4.11
资产减值损失	-1.50	-1.50	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>25.05</b>	<b>-3.67</b>	<b>21.45</b>	<b>27.86</b>
投资收益	-0.84	-0.87	-1.01	-0.91	资本支出	-6.39	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	-3.05	-2.50	-2.37	-2.53	其他	2.40	-5.66	-2.94	-3.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3.99</b>	<b>-25.66</b>	<b>-22.94</b>	<b>-23.27</b>
<b>营业利润</b>	<b>9.38</b>	<b>13.93</b>	<b>16.97</b>	<b>20.34</b>	短期借款	-6.31	31.84	15.11	10.17
其他非经营损益	0.02	1.97	3.48	4.48	长期借款	0.56	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>9.40</b>	<b>15.90</b>	<b>20.44</b>	<b>24.82</b>	股权融资	0.51	0.51	0.00	0.00
所得税	1.63	2.91	3.68	4.49	支付股利	-2.91	-2.32	-3.87	-4.78
净利润	7.77	12.99	16.77	20.33	其他	-12.23	-14.94	-7.22	-7.53
少数股东损益	0.25	0.41	0.53	0.64	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-20.39</b>	<b>15.08</b>	<b>4.02</b>	<b>-2.14</b>
归属母公司股东净利润	7.53	12.58	16.24	19.69	<b>现金流量净额</b>	<b>1.17</b>	<b>-14.25</b>	<b>2.53</b>	<b>2.45</b>
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	56.50	42.25	44.78	47.23	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	165.57	193.07	202.21	212.35	销售收入增长率	7.14%	9.89%	5.98%	5.47%
存货	126.16	130.40	138.18	145.70	营业利润增长率	-38.04%	48.56%	21.76%	19.88%
其他流动资产	16.68	4.91	5.60	5.88	净利润增长率	-35.57%	67.15%	29.06%	21.26%
长期股权投资	6.73	6.73	6.73	6.73	EBITDA 增长率	-2.47%	27.52%	10.19%	16.46%
投资性房地产	44.23	46.52	46.08	45.92	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	8.97	27.59	45.79	63.34	毛利率	4.21%	4.18%	4.33%	4.47%
无形资产和开发支出	19.61	18.86	18.12	17.37	三费率	2.92%	2.87%	2.77%	2.77%
其他非流动资产	9.29	9.27	9.26	9.24	净利率	0.61%	0.92%	1.12%	1.29%
<b>资产总计</b>	<b>453.74</b>	<b>479.62</b>	<b>516.74</b>	<b>553.76</b>	ROE	7.79%	12.19%	14.04%	15.06%
短期借款	103.82	135.66	150.77	160.93	ROA	1.71%	2.71%	3.24%	3.67%
应付和预收款项	154.20	167.14	175.89	186.56	ROIC	8.07%	8.59%	7.93%	8.25%
长期借款	44.45	44.45	44.45	44.45	EBITDA/销售收入	1.49%	1.73%	1.80%	1.99%
其他负债	51.55	25.82	26.19	26.83	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>354.02</b>	<b>373.08</b>	<b>397.30</b>	<b>418.77</b>	总资产周转率	2.84	3.02	3.00	2.94
股本	6.70	7.20	7.20	7.20	固定资产周转率	207.55	185.06	164.30	134.32
资本公积	41.79	41.79	41.79	41.79	应收账款周转率	10.30	10.41	10.23	10.20
留存收益	42.20	52.46	64.83	79.74	存货周转率	9.50	10.13	10.28	10.26
归属母公司股东权益	92.45	98.86	111.23	126.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.42%	—	—	—
少数股东权益	7.27	7.68	8.21	8.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>99.72</b>	<b>106.54</b>	<b>119.44</b>	<b>134.99</b>	资产负债率	78.02%	77.79%	76.89%	75.62%
负债和股东权益合计	453.74	479.62	516.74	553.76	带息债务/总负债	45.48%	51.69%	52.35%	52.09%
					流动比率	1.24	1.19	1.16	1.15
					速动比率	0.81	0.77	0.75	0.74
					股利支付率	38.73%	18.48%	23.83%	24.28%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.12	1.75	2.25	2.73
					每股净资产	12.84	13.73	15.44	17.51
					每股经营现金	3.48	-0.06	4.74	7.72
					每股股利	0.44	0.32	0.54	0.66
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	19.10	27.62	39.54	58.98					
PE	38.64	24.87	19.27	15.89					
PB	3.38	3.16	2.81	2.48					
PS	0.24	0.22	0.21	0.20					
EV/EBITDA	13.43	28.66	32.18	29.39					
股息率	1.00%	0.74%	1.24%	1.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	

---

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzl@swsc.com.cn

---