



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	44.88
总股本/流通股本(亿股)	7.23 / 6.05
总市值/流通市值(亿元)	325 / 271
52周内最高/最低价	57.85 / 30.70
资产负债率(%)	78.0%
市盈率	38.51
第一大股东	郭为

研究所

分析师:陈涵泊  
SAC 登记编号:S1340525080001  
Email:chenhanbo@cnpsec.com  
分析师:李佩京  
SAC 登记编号:S1340525080003  
Email:lipeijing@cnpsec.com

神州数码(000034)

AI 驱动收入扩张，互联网大厂 AI 算力及应用合作深化

● 三季报业绩基本符合预期

公司发布了 2025Q3 业绩报告，单 Q3 营业收入 307.8 亿 (yoy+6.10%)，毛利率 3.69% (yoy-0.90pct)，归母净利润 2.44 亿 (yoy-36.58%)，扣非归母净利润 2.20 亿 (yoy-45.81%)，基本符合预期。

单 Q3 收入构成上，AI 驱动的高价值业务盈利能力持续增强，数云服务及软件业务收入 9.7 亿 (yoy+52.73%)；自有品牌产品业务收入 21.5 亿 (yoy+77.09%)。

● “AI 驱动的数云融合”战略成果显现，与互联网大厂 AI 算力、应用的合作更加紧密

2025Q1-3，公司 AI 相关业务收入实现 227 亿 (yoy+80%)，单 Q3 季度 AI 相关收入实现 94 亿 (yoy+129%)：

1) 公司深化扩展与国际领先云厂商的合作，AI 算力服务业务收入同比增长 20%；公司与字节跳动建立起更紧密的海外合作关系，依托其全球平台优势，持续拓展商机管道与落地资源，海外订单稳步增长；公司与阿里云国际签署深化合作谅解备忘录，获授“Global Summit 2025 Partner Connect”合作伙伴认证，双方将在金融、互联网、汽车、人工智能等领域开展更具实效的本地化联合解决方案输出。

2) 公司积极承接各行业国产算力建设扩容的爆发需求，自有品牌 AI 算力设备业务收入同比增长 54%；

3) 随着“神州问学企业级 Agent 中台”价值进一步释放，驱动 AI 软件及服务业务收入同比增长 120%；

4) 紧抓 AI 基础组件、AI 算力设备、AI 智能终端的发展机遇，AI 生态产品销售业务收入同比增长 86%；

5) 在具身智能方面，公司与宇树科技、智元机器人、云深处等多家具身智能厂商展开深度合作，签约宇树科技并成为官方授权区域代理。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年营业收入有望达到 1398.34 / 1509.68 / 1623.58 亿 (同比+9.10 / 7.96 / 7.54%)，归母净利润有望达到 12.33 / 15.90 / 18.87 亿 (同比+63.79 / 29.00 / 18.66%)。我们认为，与互联网大厂、具身智能厂商等合作将为公司服务器、云等业务带来持续的业绩提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

国际局势风险、国内外宏观环境风险、竞争加剧风险、上游供应风险、下游关键合作进展不及预期风险、资产减值风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	128166	139834	150968	162358
增长率(%)	7.14	9.10	7.96	7.54
EBITDA(百万元)	2317.03	2282.92	2710.12	3104.84
归属母公司净利润(百万元)	752.69	1232.86	1590.35	1887.07
增长率(%)	-35.77	63.79	29.00	18.66
EPS(元/股)	1.04	1.70	2.20	2.61
市盈率(P/E)	43.14	26.34	20.42	17.21
市净率(P/B)	3.51	2.77	2.51	2.25
EV/EBITDA	14.77	18.78	15.70	13.72

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	128166	139834	150968	162358	营业收入	7.1%	9.1%	8.0%	7.5%
营业成本	122770	133981	144259	154942	营业利润	-38.0%	67.2%	27.9%	19.1%
税金及附加	247	241	276	288	归属于母公司净利润	-35.8%	63.8%	29.0%	18.7%
销售费用	2116	2370	2619	2828	<b>获利能力</b>				
管理费用	393	452	506	557	毛利率	4.2%	4.2%	4.4%	4.6%
研发费用	377	437	502	563	净利率	0.6%	0.9%	1.1%	1.2%
财务费用	851	600	574	582	ROE	8.1%	10.5%	12.3%	13.1%
资产减值损失	-150	-150	0	0	ROIC	6.8%	6.3%	7.3%	7.8%
<b>营业利润</b>	938	1568	2006	2389	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	14	7	7	7	资产负债率	78.0%	74.4%	73.1%	72.4%
营业外支出	12	10	10	10	流动比率	1.24	1.28	1.28	1.29
<b>利润总额</b>	940	1565	2003	2386	<b>营运能力</b>				
所得税	163	294	362	440	应收账款周转率	10.97	11.10	11.06	11.04
<b>净利润</b>	777	1271	1641	1946	存货周转率	9.84	10.04	9.93	9.94
<b>归母净利润</b>	753	1233	1590	1887	总资产周转率	2.84	2.97	3.01	3.05
<b>每股收益(元)</b>	1.04	1.70	2.20	2.61	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.04	1.70	2.20	2.61
货币资金	5650	4918	4935	5685	每股净资产	12.78	16.21	17.91	19.94
交易性金融资产	10	10	10	10	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	12531	13584	14690	15791	PE	43.14	26.34	20.42	17.21
预付款项	3675	5090	4900	5575	PB	3.51	2.77	2.51	2.25
存货	12616	14078	14991	16191	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	36491	39412	41643	45395	净利润	777	1271	1641	1946
固定资产	722	959	1154	1354	折旧和摊销	146	117	133	137
在建工程	175	144	153	156	营运资本变动	236	-1642	-796	-1248
无形资产	615	804	901	1044	其他	1346	873	972	924
<b>非流动资产合计</b>	8883	9472	9635	9962	<b>经营活动现金流净额</b>	2505	621	1950	1759
<b>资产总计</b>	45374	48884	51278	55357	资本开支	-584	-695	-678	-699
短期借款	10382	9882	10082	11082	其他	185	-52	0	-90
应付票据及应付账款	14156	15071	16431	17538	<b>投资活动现金流净额</b>	-399	-747	-677	-789
其他流动负债	4831	5901	5960	6606	股权融资	159	1526	0	0
<b>流动负债合计</b>	29368	30854	32473	35226	债务融资	-767	-1052	-305	799
其他	6034	5538	5033	4832	其他	-1431	-1035	-951	-1019
<b>非流动负债合计</b>	6034	5538	5033	4832	<b>筹资活动现金流净额</b>	-2039	-562	-1256	-220
<b>负债合计</b>	35402	36392	37505	40058	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	117	-732	17	750
股本	670	723	723	723					
资本公积金	4179	5724	5724	5724					
未分配利润	4001	4884	5875	7059					
少数股东权益	727	765	816	875					
其他	395	396	635	918					
<b>所有者权益合计</b>	9972	12492	13773	15300					
<b>负债和所有者权益总计</b>	45374	48884	51278	55357					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048