仅供内部参考，请勿外传

神州数码（000034.SZ）

国产算力筑基底座，AI 助推数云融合

- **神州数码：数云融合，转型提速。**公司正在推动从 IT 硬件分销商向云服务、信创自主品牌服务商与 AI 解决方案供应商的转型，目前主营业务分为 IT 分销及增值业务、数云服务及软件、自有品牌产品三部分，战略业务加速扩张，2025 年 AI 相关业务收入实现 330.3 亿元，同比大幅增长 47.7%。

- **IT 分销奠基，AI+新品类布局托举增长。**神州数码深耕 ICT 分销赛道，是国内规模领先的 IT 分销与增值服务提供商。依托长期行业积淀，公司搭建起覆盖国内千余座城市、合作渠道超三万家的全域营销网络，营收规模常年位居国内 IT 增值分销百强榜单首位，行业龙头优势稳固。公司已和多家品牌 IT 厂商通常形成了长期稳定的协作关系，积极布局 AI 带动的算力、存储相关芯片及具身智能、低空经济等新兴高成长赛道，推动业务高质量增长。

- **自主品牌产品矩阵持续完善，AI 浪潮下增长加速。**AI 蓬勃发展带动算力需求加速增长，而海外高端算力芯片供给持续受限，芯片自主替代是行业长期发展方向。公司深度合作华为，打造自有算力品牌神州鲲泰，基于“鲲鹏+昇腾”架构拓展智算产品矩阵，产品力持续升级，品牌认可度持续提升，“神州鲲泰问学一体机”已在客户现场实现规模化部署，KunTai R626 K2 大模型训推一体服务器性能优异。公司已在金融、运营商、政务、教育、能源等赛道积累大量政企客户，近年先后中标中国移动、中信等头部机构项目，2026 年 7 月，凭借神州鲲泰超节点产品预中标国产智算 Token 工厂项目，推动公司在国产智算赛道的战略布局。

- **平台能力持续升级，神州问学打造 AI 应用底座。**神州数码围绕人工智能在企业级场景中的系统化落地，持续完善数云服务及软件能力体系，推动平台能力向“流程驱动”的一体化 AI 解决方案升级。公司依托“神州问学企业级 Agent 中台”与“神州问学智能流程工作台”两大核心平台，形成覆盖算力资源调度、数据资产开发运营、企业级 Agent 平台与场景化服务在内的端到端解决方案体系，相关解决方案已在医疗制药、高端制造、汽车、运营商、零售、消费等领域形成标杆应用。

- **盈利预测：**预计公司 2026-2028 年归母净利分别为 9.10/11.89/15.70 亿元。考虑到公司 IT 分销奠定扎实基本盘，并积极推动业务转型，硬件侧基于“鲲鹏+昇腾”架构拓展智算产品矩阵，软件侧积极推动神州问学 Agent 中台的场景应用深化，业务结构有望持续改善。首次覆盖，给予“买入”评级。

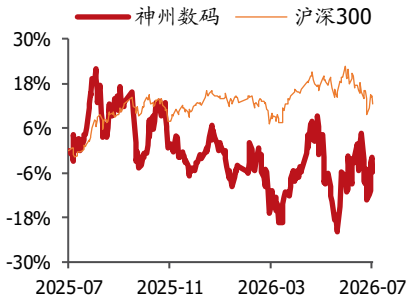
- **风险提示：**技术和产品迭代风险，市场竞争加剧风险，应收账款管理风险，供应链风险，测算误差风险。

买入（首次）

股票信息

行业	IT 服务Ⅱ
07 月 24 日收盘价（元）	26.67
总市值（百万元）	27,116.45
总股本（百万股）	1,016.74
其中自由流通股（%）	83.52
30 日日均成交量（百万股）	65.00

股价走势



作者

分析师 孙行臻
执业证书编号：S0680526010001
邮箱：sunxingzhen1@gszq.com
研究助理 王心悦
执业证书编号：S0680126040008
邮箱：wangxinyue@gszq.com

相关研究

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	128,166	143,751	162,680	181,898	200,487
增长率 yoy（%）	7.1	12.2	13.2	11.8	10.2
归母净利润（百万元）	753	523	910	1,189	1,570
增长率 yoy（%）	-35.8	-30.5	74.0	30.6	32.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.74	0.51	0.90	1.17	1.54
净资产收益率（%）	8.1	4.8	7.7	9.3	11.0
P/E（倍）	36.0	51.9	29.8	22.8	17.3
P/B（倍）	2.9	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 07 月 24 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	36491	47304	53042	60353	68028
现金	5650	8309	11068	13682	16843
应收票据及应收账款	12531	14082	15820	17601	19320
其他应收款	351	352	348	345	340
预付账款	3675	3507	3958	4418	4859
存货	12616	18979	19590	21867	24049
其他流动资产	1668	2075	2258	2440	2617
非流动资产	8883	9846	9829	9662	9376
长期投资	673	739	789	839	889
固定资产	722	954	1003	1034	1046
无形资产	615	637	659	677	689
其他非流动资产	6873	7517	7378	7112	6752
资产总计	45374	57150	62871	70015	77404
流动负债	29368	39860	44733	50643	56437
短期借款	10382	16429	19429	22429	25429
应付票据及应付账款	14156	17891	19154	21381	23515
其他流动负债	4831	5541	6150	6834	7494
非流动负债	6034	5498	5534	5636	5738
长期借款	4445	5159	5259	5359	5459
其他非流动负债	1589	339	274	276	278
负债合计	35402	45358	50266	56279	62175
少数股东权益	727	786	833	896	979
股本	670	723	1014	1014	1014
资本公积	4179	5801	5510	5510	5510
留存收益	4220	4555	5367	6435	7846
归属母公司股东权益	9245	11006	11772	12840	14251
负债和股东权益	45374	57150	62871	70015	77404

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2505	-2426	1034	1102	1813
净利润	777	559	958	1251	1653
折旧摊销	146	187	254	257	276
财务费用	816	471	773	867	962
投资损失	84	87	81	109	140
营运资金变动	236	-4064	-1430	-1995	-1930
其他经营现金流	446	334	398	613	713
投资活动现金流	-399	-1199	-574	-612	
资本支出	-584	-478	-379	-383	-383
长期投资	-163	-805	-111	-111	-111
其他投资现金流	348	84	-85	-119	-150
筹资活动现金流	-2039	5284	2305	2124	1991
短期借款	-631	6047	3000	3000	3000
长期借款	56	714	100	100	100
普通股增加	0	54	290	0	0
资本公积增加	51	1621	-290	0	0
其他筹资现金流	-1515	-3152	-795	-976	-1109
现金净增加额	117	1615	2759	2614	3161

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	128166	143751	162680	181898	200487
营业成本	122770	138867	156716	174934	192392
营业税金及附加	247	227	244	273	301
营业费用	2116	2187	2440	2728	3007
管理费用	393	409	423	473	521
研发费用	377	393	439	498	541
财务费用	851	439	689	756	825
资产减值损失	-150	-54	-50	-50	-50
其他收益	194	69	81	91	100
公允价值变动收益	-305	-243	-315	-415	-515
投资净收益	-84	-87	-81	-109	-140
资产处置收益	5	1	1	1	1
营业利润	938	753	1214	1603	2146
营业外收入	14	6	7	9	8
营业外支出	12	6	7	8	7
利润总额	940	753	1215	1604	2146
所得税	163	195	257	353	494
净利润	777	559	958	1251	1653
少数股东损益	25	36	48	63	83
归属母公司净利润	753	523	910	1189	1570
EBITDA	2317	1734	2158	2618	3247
EPS（元/股）	0.74	0.51	0.90	1.17	1.54

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	7.1	12.2	13.2	11.8	10.2
营业利润(%)	-38.0	-19.7	61.3	32.0	33.8
归属母公司净利润(%)	-35.8	-30.5	74.0	30.6	32.1
获利能力					
毛利率(%)	4.2	3.4	3.7	3.8	4.0
净利率(%)	0.6	0.4	0.6	0.7	0.8
ROE(%)	8.1	4.8	7.7	9.3	11.0
ROIC(%)	6.8	3.4	4.0	4.4	4.9
偿债能力					
资产负债率(%)	78.0	79.4	80.0	80.4	80.3
净负债比率(%)	107.9	114.9	111.1	105.5	94.7
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7
应收账款周转率	11.0	11.3	11.4	11.4	11.3
应付账款周转率	18.0	14.4	11.8	11.9	11.8
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.51	0.90	1.17	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	2.46	-2.39	1.02	1.08	1.78
每股净资产(最新摊薄)	9.09	10.83	11.58	12.63	14.02
估值比率					
P/E	36.0	51.9	29.8	22.8	17.3
P/B	2.9	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	14.8	24.0	19.1	15.9	12.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 07 月 24 日收盘价

内容目录

一、神州数码：数云融合，转型提速 5
1.1 以 IT 分销为起点，协同华为发展自主品牌与 AI 平台业务 5
1.2 营收稳健增长，新业务逐步释放增长潜力 5
二、IT 分销奠基，AI+新品类布局托举增长 9
三、自主品牌产品矩阵持续完善，AI 浪潮下增长加速 11
四、平台能力持续升级，神州问学打造 AI 应用底座 14
盈利预测及估值 17
风险提示 18

图表目录

图表 1: 神州数码企业实力 5
图表 2: 神州数码 2021-2025 年度营业收入及增速 6
图表 3: 神州数码扣非归母净利润及增速 6
图表 4: 公司分业务营收占比 6
图表 5: IT 分销及增值服务业务营收（亿元） 7
图表 6: IT 分销及增值业务毛利率（%） 7
图表 7: 云计算与数字化转型业务营收（亿元） 7
图表 8: 云计算与数字化转型业务毛利率（%） 7
图表 9: 自主品牌业务营收（亿元） 8
图表 10: 自主品牌业务毛利率（%） 8
图表 11: 神州数码四大费用率保持稳定（%） 8
图表 12: 2025 年中国 IT 分销十强榜单 9
图表 13: 公司部分技术生态合作伙伴 10
图表 14: 2021-2027 年中国智算市场投资规模（单位：亿元） 11
图表 15: 昇腾 AI 全栈介绍 11
图表 16: 神州鲲泰通用计算新品 12
图表 17: 神州鲲泰异构智算新品 12
图表 18: 神州鲲泰 AI 服务器部分采购项目中标情况 13
图表 19: 神州问学平台架构 14
图表 20: 中国生成式 AI 应用开发平台主要厂商 15
图表 21: Agent 应用场景及案例 16
图表 22: 收入成本假设表 17
图表 23: 可比公司估值 18

一、神州数码：数云融合，转型提速

1.1 以 IT 分销为起点，协同华为发展自主品牌与 AI 平台业务

神州数码：坚定推进“AI 驱动的数云融合”战略，加速业务转型。公司正在推动从 IT 硬件分销商向云服务、信创自主品牌服务商与 AI 解决方案供应商的转型。公司的业务始于 ICT 分销业务，2018 年落地“大华为”战略合作，此后开始绑定鲲鹏、昇腾国产算力生态，布局自有品牌硬件产品。2022 年起顺应 AI 产业浪潮，自研神州问学平台切入企业私有化大模型赛道。

- **第一次转型：与华为合作，发力自主品牌（2018-2021 年）**：1）2018 年公司推出“大华为”发展战略，并成为其全球第九家总经销商。2）2019 年公司与华为深化协同，全面布局云计算、鲲鹏产业生态，并与厦门市政府达成战略合作，共建鲲鹏系列产品生产基地及超算中心等重点项目。3）2020 年神州鲲泰产线落户厦门，并迅速发布多款信创产品，实现多个案例的成功交付，2021 年与合肥市政府展开合作。
- **第二次转型：布局云与大模型，提出“AI for Process”差异化路线（2022 年-至今）**：1）2022 年，公司开创性地提出“数云融合”战略方向，融合云的敏捷、数据的价值，助力企业加速数字化转型。2）2023 年，公司的人工智能产品 Jarvis 正式升级为“神州问学”平台产品。3）2025 年提出 AI for Process，推出个人端轻量化产品爱问学，构建覆盖 B 端+C 端的完整 AI 产品矩阵。

图表1：神州数码企业实力

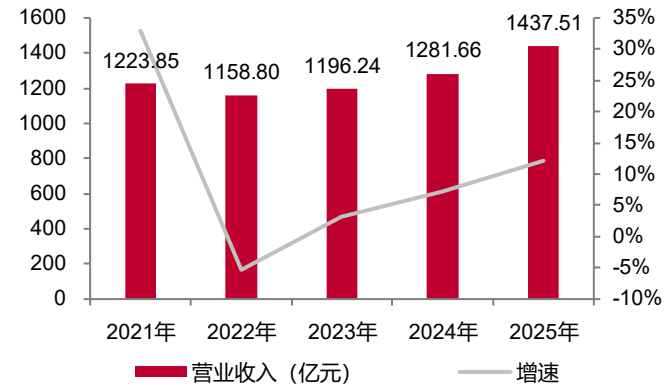


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.2 营收稳健增长，新业务逐步释放增长潜力

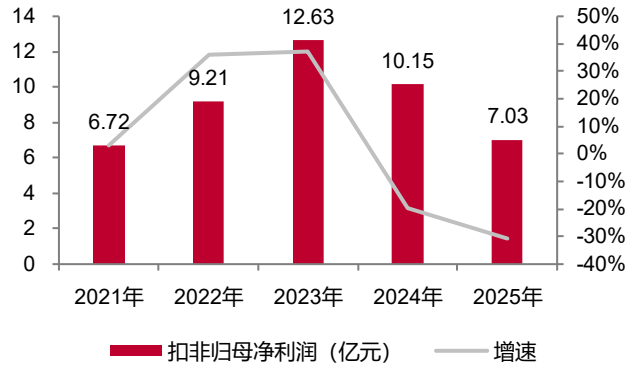
营业收入持续增长，扣非归母净利润阶段性承压。2025 年度公司实现营业收入 1438 亿元，同比增长 12.16%；其中 AI 相关业务收入实现 330.3 亿元，同比大幅增长 47.7%。公司利润端阶段性承压，2025 年扣非归母净利润为 7.03 亿元，主要受公司持续加大 AI 核心业务研发投入、政府补助变化及部分项目受环境拖累导致减值等因素影响。

图表2：神州数码 2021-2025 年度营业收入及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表3：神州数码扣非归母净利润及增速

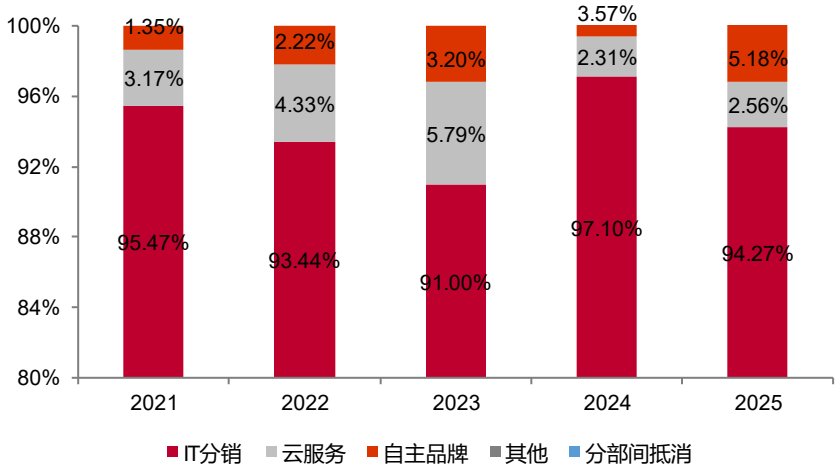


资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司主营业务分为 IT 分销及增值业务、数云服务及软件、自有品牌产品三部分，战略业务逐步扩张。1）2025 年营收占比最大的 IT 分销和增值业务贡献营业收入 1355.19 亿元，同比增长 8.89%，占比从 2024 年 97.10%下降至 94.27%，其它业务加速发力；2）2025 年数云服务及软件实现营业收入 36.73 亿元，同比增长 23.87%；3）2025 年自有品牌产品实现营业收入 74.40 亿元，同比增长 62.41%。

- **IT 分销及增值服务（2025 年营收占比 94.27%）：**依托海量上下游芯片厂商资源与 Design Hous 等增值服务能力赚取收入，兼具规模营收底盘与高附加值、新兴赛道拓展。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。
- **数云服务及软件（2025 年营收占比 2.56%）：**依托神州问学 Agent 中台与智能流程工作台、以 AI for Process 为核心，面向医疗、制造等行业交付私有化企业级 AI 流程解决方案的软件业务，具备 AI 产品高增速、高毛利率等特点。
- **自有品牌产品（2025 年营收占比 5.18%）：**以神州鲲泰国产算力硬件为核心，覆盖通用、AI 训推、边缘算力整机的自研硬件业务，优势在于华为鲲鹏昇腾硬件为国产自研生产、深度适配大模型私有化部署、打通软硬一体化交付并拥有信创行业权威认可与生态技术开放平台。

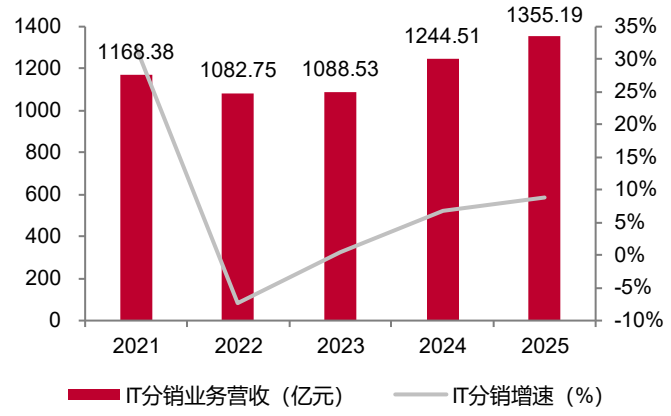
图表4：公司分业务营收占比



资料来源：Wind，国盛证券研究所
注：分部间抵消是剔除公司各业务板块内部互相购销产生的内部营收，避免整体收入虚增

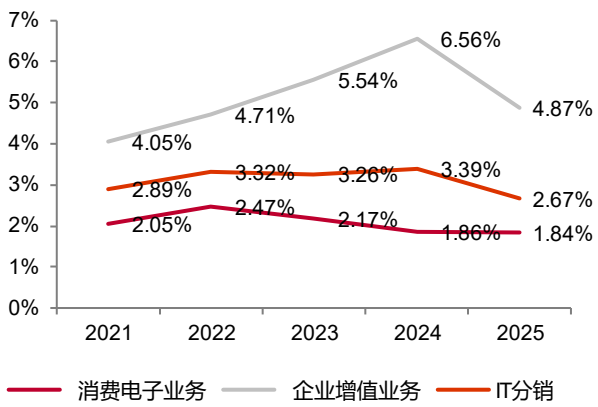
1）消费电子及企业增值业务共同托举 IT 分销基本盘，增长稳健。2025 年 IT 分销及增值业务营收 1355 亿元，占公司整体营收 90%以上。在毛利率方面，2025 年公司 IT 分销及增值业务毛利率为 2.67%；其中，消费电子分销业务毛利率为 1.84%，企业增值业务毛利率为 4.87%。

图表5：IT 分销及增值服务业务营收（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

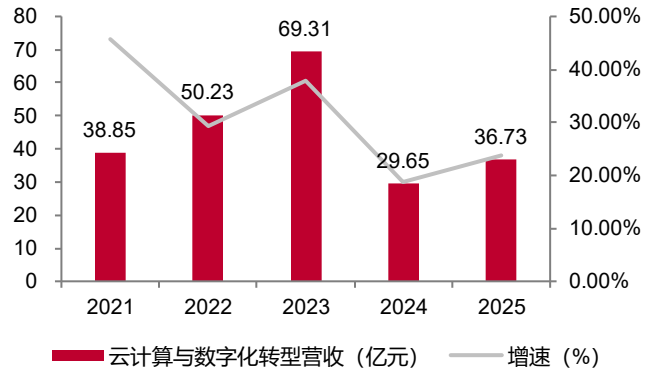
图表6：IT 分销及增值业务毛利率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

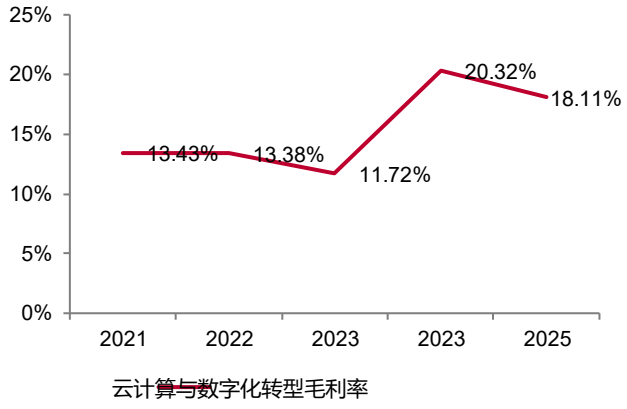
2）云计算与数字化转型业务加速增长，收入结构优化带动毛利改善。2025 年云计算与数字化转型业务营收 36.73 亿元，占公司整体营收 2.56%，2024 年云计算业务营收降低是因为公司主营业务统计口径改变，公司将云资源转售业务保留在原分销法人体，并将以 MSP、ISV 为核心的数云业务按照独立法人体归集。在毛利率方面，2025 年云计算与数字化转型业务毛利率为 18.11%，剥离云资源转售业务后，毛利率显著提高，但 2025 年依旧承压。

图表7：云计算与数字化转型业务营收（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

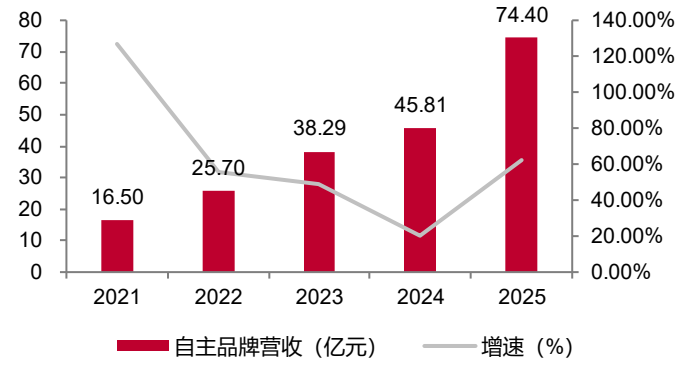
图表8：云计算与数字化转型业务毛利率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

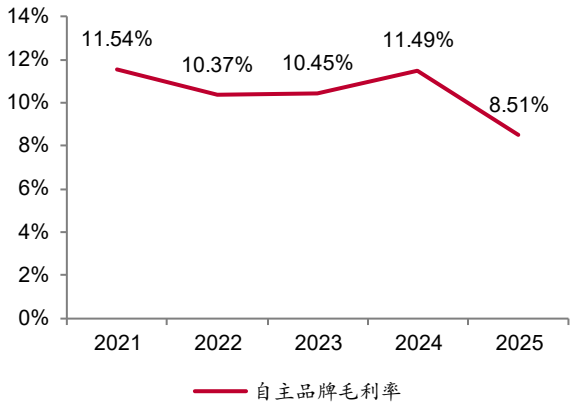
3）受行业需求催化，自主品牌业务营收加速增长。在海外技术限制驱动国产替代提速的行业背景下，叠加大模型产业爆发带动算力硬件需求扩容，依托华为鲲鹏、昇腾生态优势，公司自有品牌业务迎来高速增长；2025 年该板块营收达 74.4 亿元，同比增长 62.41%。

图表9：自主品牌业务营收（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

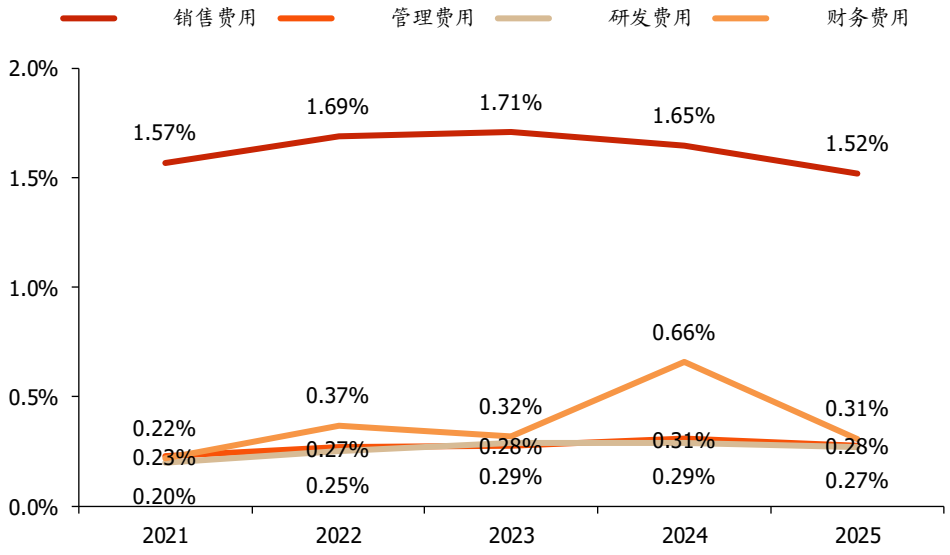
图表10：自主品牌业务毛利率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

运营管理保持稳定，公司费用支出持稳。公司深耕 IT 产业链、扩充产品线、革新商业模式并优化渠道，拔高业务盈利价值。多年行业运营积累完善了内部管控体系，2020-2025 年管理、研发费用率波动较小，销售费用率呈现下降趋势，直观体现公司出色的分销业务管控能力。

图表11：神州数码四大费用率保持稳定（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

二、IT 分销奠基，AI+新品类布局托举增长

深耕分销，体量及渠道优势凸显。行业规模壁垒突出，头部企业依托全国覆盖的渠道体系，在货源稳定、成本定价、品控保障层面拥有显著竞争力。神州数码深耕 ICT 分销赛道，是国内规模领先的 IT 分销与增值服务提供商。依托长期行业积淀，公司搭建起覆盖国内千余座城市、合作渠道超三万家的全域营销网络，营收规模常年位居国内 IT 增值分销十强榜单首位，行业龙头优势稳固。

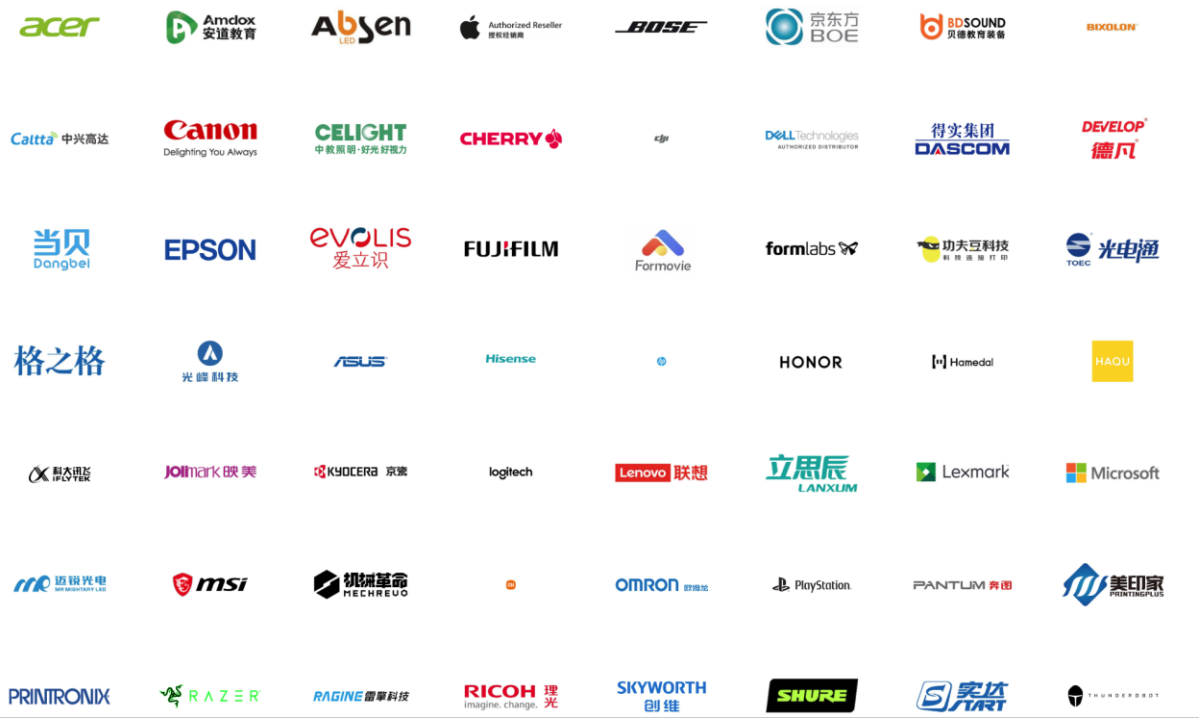
图表12：2025 年中国 IT 分销十强榜单

排名	企业名称	核心定位	2025 年营收（人民币）
1	神州数码集团	国内 IT 分销龙头,A 股上市标杆	1438 亿元
2	长虹佳华控股	港股 ICT 综合服务领军企业,国资背景	380 亿元
3	联强国际贸易(中国)	亚太第一大 ICT 通路商,全球布局	865 亿元
4	英迈电子商务(上海)	全球领先技术分销商,Ingram Micro 中国	-
5	伟仕佳杰控股	港股上市,亚太区领先 ICT 分销商	846 亿元
6	中电港	国内电子元器件分销龙头,存储替代先锋	655 亿元
7	紫光数码	紫光集团旗下,聚焦企业级 IT 分销	234 亿元
8	佳杰科技	深耕华南,消费电子分销专家	-
9	翰林汇信息	区域龙头,政企市场优势明显	346 亿元
10	方正科技集团	老牌 IT 分销商,品牌代理资源丰富	49 亿元

资料来源：wind、紫光股份公告，今日头条，国盛证券研究所
注：评分综合经营规模（35%）、品牌代理（25%）、渠道覆盖（25%）、创新能力（15%）四个维度评分

代理品牌多元，充分拓展 IT 分销业务边界。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、AMD 等多个国际知名品牌。

图表13：公司部分技术生态合作伙伴



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1）AI 需求：AI 兴起带动算力基建、汽车电子及消费电子对通用/专用芯片及存储产品的旺盛需求。公司精准捕捉市场窗口，通过前瞻性调整采购策略及供应链资源配置，推动电子元器件业务延续高速增长态势。2025 年全年，电子元器件业务板块实现营收 282.4 亿元，同比强势增长 39.6%，市场份额实现稳步提升。

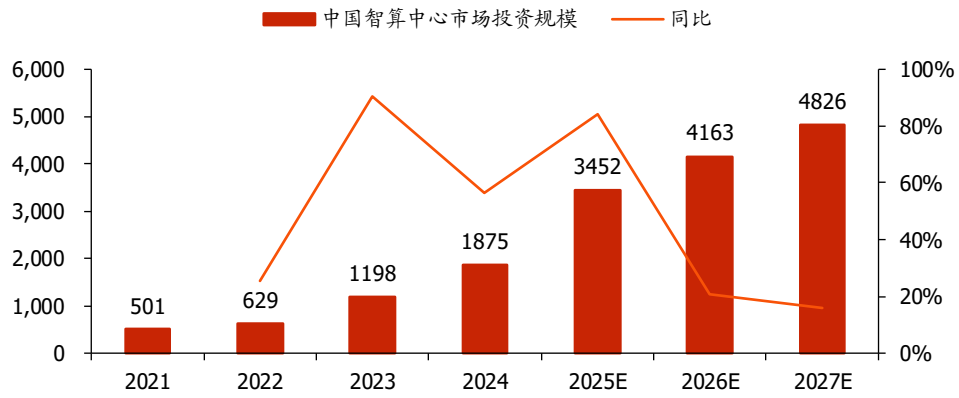
- **国产算力**：紧抓 GPU 及 AI 专用芯片国产化替代窗口，相继引入沐曦、摩尔线程、壁仞科技、海思等国内 TOP 级半导体品牌，占据国产算力供应链的关键分销卡位。
- **主控**：在维持**英特尔、AMD** 等国际龙头合作的同时，持续深化与**飞腾、龙芯、海思、紫光展锐、瑞芯微**等国产主流品牌的业务协同，国内外双线并进，确保基本盘稳健增长。
- **存储**：紧抓国内存储产业加速崛起的行业趋势，**长鑫存储、佰维存储、大普微、海康存储、紫光国芯**等核心品牌业务规模均实现高速放量，并已成功开启针对 OEM、ODM 及 CSP（云服务提供商）客户的规模化交付通道。

2）新业务：前瞻性切入具身智能、低空经济等新兴高成长赛道。公司在内生业务框架内快速引入高成长性产品与系统解决方案，共建“技术—产品—场景”三位一体的协同体系。截止 2025 年底，神州数码已与智元机器人、宇树科技、云深处等多家具身智能厂商建立合作关系，围绕工业制造、物流分拣、商业服务及科研教育等典型应用场景，推动机器人产品的市场拓展与场景化落地。

三、自主品牌产品矩阵持续完善，AI 浪潮下增长加速

国内算力基础设施投资持续迎来扩张周期。根据 IDC《中国半年度加速计算市场（2025 上半年）跟踪》报告，2025H1 中国加速服务器市场规模达到 160 亿美元，同比增长超过一倍，预计 2029 年中国加速服务器市场规模将超过 1,400 亿美元。加速计算服务器作为智算中心的核心硬件载体，需求增长直接支撑智算建设落地，智算市场维度，根据科智咨询测算，2027 年中国智算市场投资规模将达到 4826 亿元，约为 2024 年投资规模的 2.6 倍。

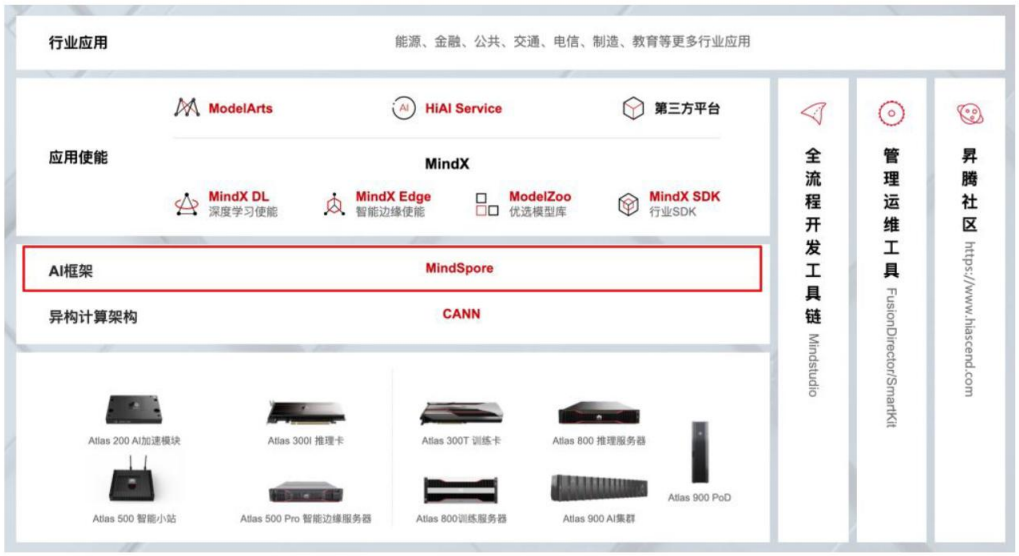
图表14：2021-2027 年中国智算市场投资规模（单位：亿元）



资料来源：科智咨询，国盛证券研究所

海外高端算力芯片供给持续受限，芯片自主替代是行业长期发展方向。2023 年 10 月美国 BIS 落地对华半导体出口管控细则，限制英伟达多款高端 GPU 对华出货，同时新增壁仞科技、摩尔线程等 13 家国内企业至实体清单。海外管制不断收紧之下，AI 芯片国产化上升至产业政策重点，国产替代进程加速推进。

图表15：昇腾 AI 全栈介绍



资料来源：华为昇思官网，国盛证券研究所

深度合作华为技术，打造自有算力品牌神州鲲泰。2025 年公司自有品牌业务加速成长，实现营业收入 74.4 亿元，同比增长 62.4%；税后净利润总额为 7,753.6 万元，同比增长 9.7%。公司形成覆盖大模型训推、中心推理、边缘推理、智算板卡及行业智能化解决方案在内的全栈产品形态，在国家级算力场、互联网、运营商及金融等重点行业持续突破，市场竞争力进一步增强。

图表16：神州鲲泰通用计算新品



资料来源：神州数码官方微信公众号，国盛证券研究所

产品力持续升级，品牌认可度持续提升。神州鲲泰问学一体机已在多个行业实现落地并持续迭代优化。2026 年 3 月 19 日，神州鲲泰于华为中国合作伙伴大会 2026 正式发布异构智算、通用计算两大产品家族共计 5 款新品，全系产品基于鲲鹏 920 打造，其中 KunTai R626 K2 大模型训推一体服务器为核心代表，标志神州鲲泰全产品线完成向鲲鹏、昇腾新一代算力平台的全面迭代升级。

图表17：神州鲲泰异构智算新品



资料来源：神州数码官方微信公众号，国盛证券研究所

依托产业链完善渠道资源，公司自有算力品牌神州鲲泰市场认可度稳步提升。神州鲲泰产品性能突出，渠道布局完善、行业服务经验充足，已在金融、运营商、政务、教育、能源等赛道积累大量政企客户，近几年先后中标中国移动、中信等头部机构项目。

图表18：神州鲲泰 AI 服务器部分采购项目中标情况

时间	项目	详情
2026.7.2	国产智算 Token 工厂项目	神州数码集团股份有限公司下属全资子公司上海神州数码有限公司为该项目中标候选人之一，投标报价为 71,700 万元。**公司预中标项目的供货产品为神州鲲泰超节点产品**，有望推动公司在国产智算赛道的战略布局
2026.5.15	中国移动 2026 年至 2027 年 PC 服务器产品集中采购项目	中标金额超 13 亿元，成为此次超大规模集采的重要供应商之一
2026.4.3	中信银行《CANN 生态信创大模型服务器入围采购项目》	KunTai A989 I3 超节点服务器、KunTai A924 高性能 AI 训练服务器，以及 KunTai R722、KunTai R848 存储服务器四款产品均中标
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。
2023.11.19	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。
2023.10.13	中国电信 AI 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。
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%。

资料来源：Wind，公司公众号，证券时报，陕西省公共资源交易中心，国盛证券研究所

公司借助合资平台木犀智能完成对智邦科技中国大陆业务实体的收购，一举补齐 AI 基础架构从设计研发、生产制造到供应链的全栈能力。公司打通算力与智算高速网络的端到端闭环，不断强化算网协同，构建覆盖底层设施到上层应用的一体化支撑体系，显著提升大型智算项目的综合交付力与客户粘性，为 AI Factory 商业模式筑牢底座。

2026 年 7 月 2 日公告，根据《国产智算 Token 工厂项目评标结果公示》，神州数码集团股份有限公司下属全资子公司上海神州数码有限公司为该项目中标候选人之一，投标报价为 71,700 万元。**公司预中标项目的供货产品为神州鲲泰超节点产品**，有望推动公司在国产智算赛道的战略布局。

四、平台能力持续升级，神州问学打造 AI 应用底座

神州数码围绕人工智能在企业级场景中的系统化落地，持续完善数云服务及软件能力体系，推动平台能力向“流程驱动”的一体化 AI 解决方案升级。

2023 年 10 月 26 日，神州数码推出自研大模型产品神州问学。公司以该平台为核心搭建大模型集成与落地交付体系，赋能企业智能化转型。神州问学是面向企业私有化部署的一体化大模型平台，定位企业 AI 应用生产底座，能够帮助企业高效搭建、迭代各类智能业务应用。

- **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，也能保障企业数据安全，促进部门间协作。
- **神州问学平台提供两种应用构建的方式。**产品提供信创与非信创两种模式，同时支持私有化部署，能够依据客户的特定要求和环境条件进行相应适配。

图表19：神州问学平台架构



资料来源：智能界官网，国盛证券研究所

神州问学定位企业级 AI 应用平台市场，三大核心优势助力企业 AI 落地。神州问学平台定位于企业级AI应用平台市场，依托三大差异化优势形成完整能力体系：1）工程化Agent开发：平台实现标准化、流程化的智能体开发，内置销售智能体“智小访”自动完成售前筹备，有效拉高销售业务效率。2）自动化标注模型：搭载自动化标注能力，可批量精简企业海量文档，高效完成私有知识梳理治理。3）大模型精细化管理：支持多款主流大模型统一管控，实时监测训练进程并优化多卡分布式算力调度。

图表20：中国生成式 AI 应用开发平台主要厂商

厂商	优势
阿里云	百练以及 PAI:应用构建开放高效，应用集成灵活可配，模型服务丰富多元
AWS 亚马逊云科技	BedRock 以及 SageMaker:丰富的模型选择，差异化定制，应用集成
百度智能云	千帆平台作为国内较早的大模型平台，为模型开发者以及应用开发者提供不同的开发工具链，已培育出丰富的生成式 AI 应用生态
创新奇智	奇智孔明 AIInnoGC 工业大模型平台，功能包括 ChatRobot、ChatBI、ChatDoc，应用场景包括工业机器人、数据分析、企业私域知识搜索等
DataCanvas 九章云极	大模型开发工具链定位全流程的 LM Lab 大模型构建工具，支持 LLM 部署、压缩和推理能力的 Inference 大语言模型服务，支持 Agent 智能体构建以及直接调用 Agent Studio
华为云	ModelArtsStudio 为大模型与生成式 AI 应用开发提供全栈开发工具，尤其注重企业级用户
火山引擎	方舟平台、HiAgent、豆包、Codez 形成大模型开发应用的完整矩阵，为用户打造数据飞轮
蚂蚁集团	AI Studio 支持蚂蚁自研大模型以及主流开源模型的调优与部署，产品功能完善，使用简单灵活
深信服	深信服 AI 应用创新平台:提供一体化的 AI 算力管理和大模型应用开发能力，单节点起步、向导化配置、预置企业常用应用模板，支持工作流零代码开发应用，业界首推模型动态加密能力
神州数码	神州问学-专注于打通数据、模型、算力与应用的企业级一站式 AI 原生赋能平台，是国内较早的生成式 AI 应用开发平台
360	360 智脑基于大规模高质量的语料训练，支持根据业务场景选择 API 类型并定制，提供相关 AI 解决方案
天翼 AI	定位大模型深度应用综合解决方案，包含星海、金域 AI 平台、知识中台、智能体开发运营平台等
星环科技	Sophon LLMOps 星环大模型运营平台支持一站式 AI 开发，提供包括知识库在内的丰富的应用开发能力
智谱 AI	智谱 MaaS 平台面向开发人员极速构建变革性 AI 体验，已在金融、汽车等多家企业实现商业化部署
云轴科技 ZStack	ZStack AIOS 智慧私有化 AIInfra 平台，从算力调度、大模型训练、AI 应用服务开发三大方向助力企业 AI 落地。

资料来源：神州数码公众号，IDC，国盛证券研究所

公司依托“神州问学企业级 Agent 中台”与“神州问学智能流程工作台”两大核心平台，形成覆盖算力资源调度、数据资产开发运营、企业级 Agent 平台与场景化服务在内的端到端解决方案体系。

- **企业级 Agent 中台：**贯通算力、模型、知识与应用能力，形成可复制、可扩展的智能体生产与运营体系，支持智能陪练助手、超级员工、智能招采助手等多类产品在不同行业场景中的快速部署与复用。多个 Agent 产品已上线阿里云百炼应用市场，助力企业以“开箱即用”的方式接入 AI 能力，显著降低部署门槛与实施周期。
- **智能流程工作台：**聚焦流程全周期闭环管理，将业务规划、执行与反馈有机衔接，显著提升运营一致性与决策效率。

在行业实践层面，公司相关解决方案已在医疗制药、高端制造、汽车、运营商、零售、消费等领域形成标杆应用。

图表21：Agent 应用场景及案例

应用领域	实践案例
医疗领域	● 通过智能体重构复杂诊断与运营流程，某知名医院胰腺癌术后并发症诊断准确率提升至 94%，同时有效化解“黄牛抢号”等运营难题，显著改善医疗资源配置效率
制药领域	● 公司以“AI for Process”重构医药情报分析流程，构建多智能体协同的研发支持体系，帮助生物制药企业显著缩短研发周期、降低隐性创新成本
高端制造领域	● 通过多模态 AI 智能体与优化决策系统的协同应用，助力动力电池企业实现产线节拍优化，整线 UPH（单位小时产量）提升 15.2%，并赋予制造流程持续自我优化能力 ● 帮助某工业制造企业将保修准确率从 52%提升至 94%，维修周期由平均 35 天缩短至 0.5 天，显著提升运维效率
国企招标文档编制审查场景	● 公司产品帮助客户极大缩短了编制周期，将原本需要 1-2 周的时间大幅压缩至 2-3 天，同时文档不合规项占比从 17.2%下降至 1.4%，为采购部门带来管理的显著提升与优化

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

盈利预测及估值

收入端：预计 2026-2028 年收入为 1626.80/1818.98/2004.87 亿元，同比增长 13.2%/11.8%/10.2%。

- **IT 分销业务：**AI 浪潮下行业客户对国内外通用芯片、AI 芯片及存储等产品需求旺盛，围绕芯片、主控、存储、显示器件、模组、传感器、模拟&分立器件完善电子元器件业务布局，并积极布局具身智能、低空经济等新兴赛道，分销业务增速有望稳中有增，预计 2026-2028 年营收同比增长 10.1%/8.7%/7.2%，收入分别为 1491.94/1621.73/1739.24 亿元。产品结构持续调整，企业分销占比提升带动毛利率增长，预计 2026-2028 年毛利率分别为 2.8%/2.7%/2.7%。
- **自主品牌：**AI 算力需求旺盛，公司具备全栈产品形态，在国家级算力场、互联网、运营商及金融行业持续突破，预计 2026-2028 年营收同比增长 50%/40%/30%，收入分别为 111.61/156.25/203.12 亿元。国内智算高需求与超节点趋势将维持神州鲲泰 AI 算力相关业务的高景气度，预计 2026-2028 年毛利率均为 8.5%。
- **云服务：**人工智能在医疗制药、高端制造、汽车、运营商、零售、消费等重点行业的加速落地，以及神州问学 Agent 中台能力在企业级场景中的应用深化，带动解决方案规模化复制与项目交付效率提升，预计 2026-2028 年营收同比增长 25%/28%/30%，收入分别为 45.92/58.77/76.41 亿元。考虑到公司数字化产品业务进展顺利，业务结构优化将保证毛利率稳中有增，预计 2026-2028 年毛利率分别为 20.0%/21.0%/22.0%

图表22：收入成本假设表

（单位：亿元；%）	2025	2026E	2027E	2028E
IT 分销及增值服务	1355.19	1491.94	1621.73	1739.24
增速	8.9%	10.1%	8.7%	7.2%
毛利率	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%
①消费电子分销	985.58	1103.85	1214.24	1311.38
增速	17.4%	12.0%	10.0%	8.0%
毛利率	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
②企业 IT 产品分销	369.61	388.09	407.49	427.87
增速	-8.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	4.9%	5.5%	5.5%	5.5%
数云服务及软件	36.73	45.92	58.77	76.41
增速	23.9%	25.0%	28.0%	30.0%
毛利率	18.1%	20.0%	21.0%	22.0%
自主品牌	74.40	111.61	156.25	203.12
增速	62.4%	50.0%	40.0%	30.0%
毛利率	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
营业总收入	1437.51	1626.80	1818.98	2004.87
增速	12.2%	13.2%	11.8%	10.2%
毛利率	3.4%	3.7%	3.8%	4.0%

资料来源：wind，国盛证券研究所

神州数码管理及运营经验丰富，多业务推进顺利，管理及销售费用投入维稳；且公司围绕生成式 AI、数云融合、信创产品及解决方案，持续加大研发投入。预计公司 2026-2028 年归母净利分别为 9.10/11.89/15.70 亿元。我们选择服务器公司浪潮信息、中科曙光及 IT 分销业务相关的电子元器件分销商爱施德作为可比公司，三家可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 35.0/27.5/22.0 倍（对应 2026 年 7 月 24 日收盘价），公司估值低于可比公司平均估值。考虑到公司 IT 分销奠定扎实基本盘，并积极推动业务转型，硬件侧基于“鲲鹏+昇腾”架构拓展智算产品矩阵，软件侧积极推动神州问学 Agent 中台的场景应用深化，业务结构有望持续改善。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

图表23：可比公司估值

代码	名称	市值(亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
000977.SZ	浪潮信息	1,252.76	24.13	38.86	54.15	72.06	51.9	32.2	23.1	17.4
603019.SH	中科曙光	1,426.54	21.76	28.82	36.49	46.59	65.5	49.5	39.1	30.6
002416.SZ	爱施德	109.68	3.74	4.74	5.41	6.10	29.3	23.2	20.3	18.0
		均值					48.9	35.0	27.5	22.0
000034.SZ	神州数码	271.16	5.23	9.10	11.89	15.70	51.9	29.8	22.8	17.3

资料来源：wind，国盛证券研究所（截止时间为 2026 年 7 月 24 日，可比公司盈利预测来源于 wind 一致预期）

风险提示

- **技术和产品迭代风险：**若公司未能精准把握技术演变方向与市场需求，导致产品开发节奏滞后于技术迭代速度或市场需求变化，将可能丧失市场竞争力，进而影响新老产品迭代节奏及业务增长动能的持续释放，导致公司未来可能面临业绩增速放缓或下滑的风险。

- **市场竞争加剧风险：**若公司未能精准把握下游市场需求变化，未能在性能指标、生态布局、销售拓展等方面缩小与国际头部厂商的差距或在国产厂商中取得优势，将可能在激烈竞争中丧失市场先机，导致市场份额及经营业绩面临下行压力。

- **应收账款管理风险：**若公司主要客户因自身经营困难、资金紧张等原因延长付款周期，应收账款未能及时收回或部分客户发生信用违约，将导致公司应收账款无法及时收回，可能会对公司的业绩造成不良影响。

- **供应链风险：**公司自有品牌产品业务及部分 IT 分销及增值服务业务一定程度上存在上游包括芯片在内的原材料全球性紧缺导致的价格波动及无法及时交付货物的风险。

- **测算误差风险：**部分模型测算完全或部分基于历史数据进行拟合与推演，统计口径及披露范围可能存在差异，部分数据涉及合理估算，测算结果可能与实际市场情况存在偏差的风险。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com