

神州数码(000034)

计算机

发布时间: 2023-03-08

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

首次覆盖

华为生态核心践行者

---神州数码深度报告

报告摘要:

IT 分销基本盘稳固, 深化“大华为”战略, 云+信创+新能源业务构筑成长新动能。神州数码是国内 IT 分销领军厂商, IT 分销业务龙头尽显、基本盘牢固, 每年持续稳健增长。2017 年公司收购上海云角, 开启云和大数据时代的全面转型, 云业务快速增长构筑新引擎。2018 年公司提出“大华为”战略, 成立“华为事业群”, 持续深化与华为的合作。作为华为体系内最坚实的合作伙伴, 有望与华为在新时代中共同成长, 不断扩宽业务边界、打开新成长空间。2019 年公司加入华为鲲鹏生态, 乘国产服务器高速增长浪潮, 同时 2022 年华为储能首单落地, 强势进军新能源赛道, 打开巨大成长空间。

更高毛利的云与大数据、信创、新能源业务收入占比提升, 盈利能力有望增强。目前毛利率较低的 IT 分销业务收入占比达到 95%, 预计未来 3 年稳健发展, 增速为 10%左右。信创业务随着规模效应加强、华为退出主板, 毛利率有望从当前 11.50%进一步提升至 15%, 同时行业放量+份额提升, 信创业务保持 50%以上的高增速可期。云与大数据业务也有望充分受益上云浪潮, 持续快速增长, 预计增速 30%+。随着更高毛利、更高价值的云与大数据、信创、新能源业务收入占比提升, 公司综合盈利能力有望进一步增强。

提出提质增效战略, 净利率提升亮眼。2022 年公司提出提质增效战略, 提升管理效率, 减少不必要开支, 聚焦高价值、高毛利业务, 净利率显著提升、利润端表现亮眼。

盈利预测:我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 1167.03、1284.70、1429.55 亿元, 同比增速分别为-4.64%、10.08%、11.28%; 实现归母净利润分别为 10.15、12.21、14.53 亿元, 同比增速分别为 326.15%、20.35%、18.96%; EPS(最新摊薄)分别为 1.52、1.83、2.17 元。采用分部估值法, 给予 2024 年自主品牌、IT 分销、云服务业务 34.46、154.35、111.24 亿元, 给予神州数码 2024 年目标市值 300.05 亿元、目标价 44.86, 股价空间 71.22%, 给予“买入”评级。

风险提示: 供应链风险、信创政策不及预期、行业竞争加剧。

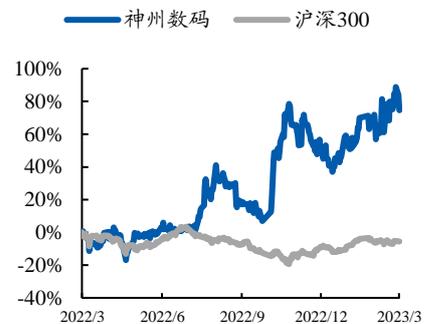
财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	92,060	122,385	116,703	128,470	142,955
(+/-)%	6.06%	32.94%	-4.64%	10.08%	11.28%
归属母公司净利润	624	238	1,015	1,221	1,453
(+/-)%	-11.02%	-61.85%	326.15%	20.35%	18.96%
每股收益(元)	0.95	0.37	1.52	1.83	2.17
市盈率	22.57	43.05	17.27	14.35	12.06
市净率	3.01	1.72	2.55	2.16	1.84
净资产收益率(%)	13.86%	4.23%	14.74%	15.08%	15.22%
股息收益率(%)	0.72%	0.73%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	660	661	669	669	669

股票数据

2023/03/07

6 个月目标价(元)	
收盘价(元)	26.20
12 个月股价区间(元)	12.64~28.34
总市值(百万元)	17,391.61
总股本(百万股)	669
A 股(百万股)	669
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	39

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	6%	18%	75%
相对收益	5%	14%	80%

相关报告

《数字中国规划超预期, 聚焦基础设施+数据要素主线》

--20230228

《机构持仓上升, 外资从未走远, 春季攻势将来》

--20230130

《探索个人数据受托制确权, 他山之石可攻玉》

--20230112

证券分析师: 吴源恒

执业证书编号: S0550522100004

15767875282 wuyhl@nesc.cn

目 录

1.	IT 分销领军，云和信创促成长、提质增效盈利显著提升	4
1.1.	全国 IT 分销龙头，云+信创双轮驱动加速价值布局	4
1.2.	云与国产化业务高歌猛进驱成长，提质增效战略下净利率显著提升	5
2.	IT 分销龙头地位稳固，积极横向拓展长期稳健增长可期	8
3.	华为生态坚实合作伙伴，构建新引擎、共赢新时代.....	9
3.1.	深化“大华为”，广阔天地任遨游.....	9
3.2.	华为鲲鹏构信创算力坚实基础，迎信创大年	11
3.2.1.	国产服务器希望之星，扛起华为生态底座大旗.....	11
3.2.2.	行业信创金融、电信先行，总体渗透率低、规模大打开成长空间	15
3.2.3.	神州鲲泰羽翼已成，行业加速+份额提升值得期待.....	17
3.3.	跟随华为进军储能，合作新模式首单落地打开广阔空间	20
4.	云和数字化公有云厂商覆盖面广，迎云时代行业浪潮.....	21
5.	盈利预测与投资评级	24
5.1.	收入分拆与盈利预测	24
5.2.	费用率分析与预测	25
5.3.	盈利预测、估值分析与投资评级	25
6.	风险提示	27

图表目录

图 1: 神州数码发展历程	4
图 2: 神州数码股东结构 (截至 2022 年三季报)	4
图 3: 2017~2021 年各业务营业收入占比 (%)	5
图 4: 2017~2021 年 IT 分销收入及增速 (亿元)	6
图 5: 2017~2021 年云计算及数字化转型、自主品牌收入及增速 (亿元)	6
图 6: 2017~2021 各业务毛利率	6
图 7: 2017~2021 年营业收入及增速 (亿元)	7
图 8: 2017~2021 年扣非净利润及增速 (亿元)	7
图 9: 2017~2021 年净利率与毛利率	7
图 10: 2017~2021 年费用率	7
图 11: 2017~2021 年公司运营能力主要指标.....	7
图 12: 2017~2021 年经营性现金流净额	7
图 13: 神州数码生态合作伙伴	8
图 14: 2017~2023E 中国 IT 支出及增速 (万亿元)	9
图 15: 2017~2021 年公司 IT 分销收入构成及增速 (亿元)	9
图 16: 2018 年神州数码正式签约成为华为企业业务第九家全球性总经销商.....	10

图 17: 神州数码与华为合作渊源	10
图 18: 华为海思 ARM V8 架构永久授权	11
图 19: 华为芯片研发策略与进展	12
图 20: 鲲鹏 920 芯片主要参数	12
图 21: 鲲鹏处理器坚持持续创新	13
图 22: 鲲鹏计算产业	13
图 23: 鲲鹏计算产业发展蓝图	14
图 24: 华为推动鲲鹏生态建设六大方面	14
图 25: C、C++代码迁移鲲鹏平台流程	15
图 26: 金融信创 2022 年目标	16
图 27: 金融信创行业重点任务	16
图 28: 神州信创集团发展大事记	18
图 29: 神州信创集团全国设立五处研发基地	18
图 30: 神州鲲泰 KunTai AT515-A10	19
图 31: 公司云计算和数字化转型业务生态链	21
图 32: 云服务各业务收入及增速 (亿元)	22
图 33: 云服务各业务毛利率	22
图 34: 2020 年中国 MSP 市场份额排名	22
图 35: 2020-2025 年中国 MSP 市场规模预测 (亿美元)	22
表 1: 2020 年中国 IT 分销 12 强	8
表 2: 金融信创国产化率指标	15
表 3: 2020-2022 年运营商服务器集采	16
表 4: 八大关键行业 PC、服务器替代规模	17
表 5: 可转债募集资金用途 (万元)	19
表 6: 神州数码运营商集中采购项目中中标情况	20
表 7: 神州数码收入分析与预测 (百万元)	25
表 8: 神州数码费用率预测	25
表 9: 神州数码自主品牌业务可比公司估值表 (2023 年 2 月 22 日)	26
表 10: 神州数码 IT 分销业务可比公司估值表 (截至 2023 年 2 月 22 日)	26

1. IT 分销领军，云和信创促成长、提质增效盈利显著提升

1.1. 全国 IT 分销龙头，云+信创双轮驱动加速价值布局

IT 分销领军厂商，深耕云服务，发力信创赛道，携手华为不断拓宽业务边界。神州数码控股集团成立于 2000 年，自原联想集团分拆而出，2015 年神州数码控股集团 IT 分销业务独立、分拆为神州数码集团，2016 年在 A 股上市。2017 年公司收购上海云角，开启云和大数据时代的全面转型。2018 至今，公司与华为深度合作，并成立“华为事业群”，2019 年加入华为鲲鹏生态，2020 年鲲鹏厦门生产基地正式落成投产。2022 年 11 月，公司储能首单落地，强势进军新能源赛道。作为华为体系内最坚实的合作伙伴，有望与华为在新时代中共同成长，不断扩宽业务边界、打开新成长空间。

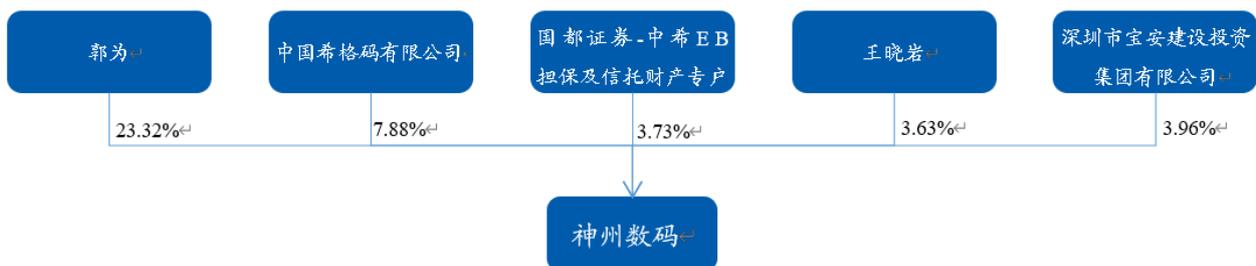
图 1：神州数码发展历程



数据来源：公司官网，公开信息整理，东北证券

股权结构较为集中，郭为先生为实际控制人。公司实际控制人、第一大股东是郭为，同时也是公司董事长、总经理，直接持有公司 23.32% 的股份。郭为先生在联想集团有 10 年管理经验，曾任联想集团执行董事、高级副总裁。

图 2：神州数码股东结构（截至 2022 年三季报）

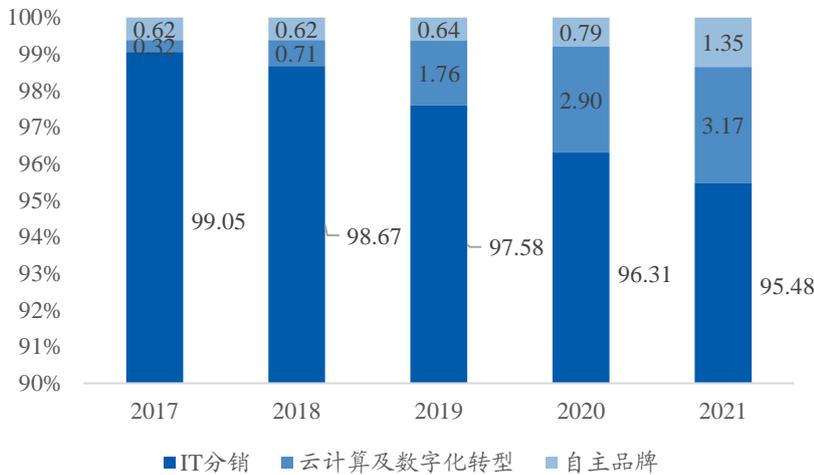


数据来源：wind，东北证券

IT 分销奠定基石，云+信创加速业务转型和价值布局。公司主营业务包括 IT 分销及增值服务业务、云计算和数字化转型业务、自主品牌。IT 分销及增值服务业务，即公司利用自身现金流、物流和渠道系统将 IT 产品交付给消费者市场，以缓解 IT 产品制造商的销售压力。云计算和数字化转型业务是公司所处不同数字化转型阶段的行业客户提供全生命周期的产品、方案和服务，赋能企业云化和数字化，具体可细分为云转售业务（AGG）、云管理服务（MSP）、数字化解决方案（ISV）。自主品

牌业务是公司以华为鲲鹏算力为核心构建的全栈“神州鲲泰”自主品牌体系，为国产化客户提供国产服务器和 PC 设备。在“云+国产化”的双轮驱动下，继续加速推动业务转型和价值布局。

图 3：2017~2021 年各业务营业收入占比（%）



数据来源：公司年报，东北证券

1.2. 云与国产化业务高歌猛进驱成长，提质增效战略下净利率显著提升

云时代云和大数据业务快速发展，行业国产化浪潮+鲲鹏供应链缓解，自主品牌业务需求加速释放。随着国内 IT 产业链的逐步壮大、国内 IT 设备需求品类和需求量逐渐增长，公司积极拓展 IT 分销品类，在疫情下分销业务逆势持续增长、2017~2021 年复合增长率为 17.35%，随着企业上云、数字化转型大势所趋、公司不断拓展解决方案产品线，云计算及数字化转型业务高速增长，2021 年收入增速 40%以上。2019 年公司加入鲲鹏生态，2020 年国产化招标启动，2021 年金融、运营商等行业信创进入落地阶段，2022 年金融信创试点机构增至 300+，电信服务器国产化率显著提升。随着需求加速释放，芯片供给缓解，2020、2021 年公司自主品牌业务收入增速分别为 31.5%、126.9%。

图 4: 2017~2021 年 IT 分销收入及增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

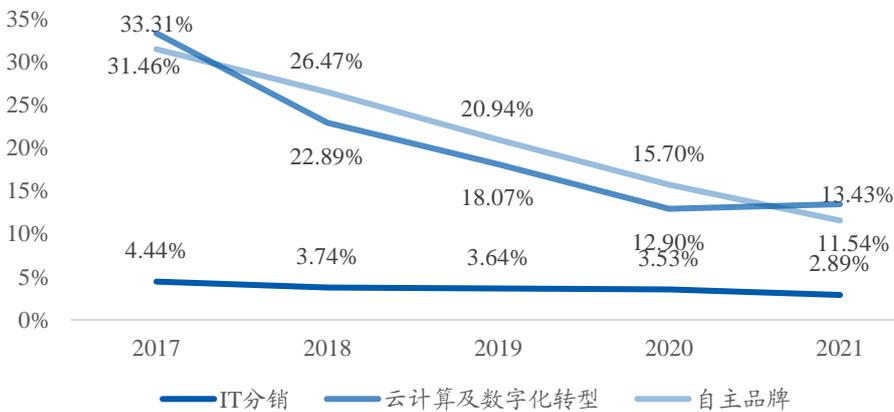
图 5: 2017~2021 年云计算及数字化转型、自主品牌收入及增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

云和大数据业务毛利率企稳, 自主品牌规模效应扩大盈利能力提升在即。公司 IT 分销业务成熟、体量大, 近 5 年毛利率较为稳定, 维持在 4% 左右。由于市场竞争、业务结构变化影响, 云业务毛利率 2017-2020 年期间经历了持续下降, 2021 年后开始企稳, 维持在 13% 左右。自主品牌业务短期内规模效应尚未完全显现, 2021 年毛利率为 11.54%, 未来随着业务规模扩大、华为退出主板, 盈利能力有望进一步提升。

图 6: 2017~2021 各业务毛利率



数据来源: 公司年报, 东北证券

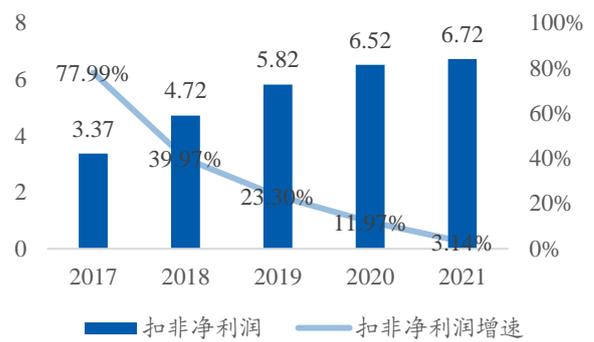
聚焦高毛利业务+费用率持续下降, 2022 年净利率显著提升、利润端表现亮眼。得益于云业务高速增长, 金融、电信国产服务器比例快速提升, 2020-2021 年公司收入增速分别为 6.06%、32.94%。同时, 2022 年公司提出提质增效战略, 减少不必要开支, 主动放弃部分低价值、资源耗费高的业务, 并聚焦高价值、高毛利业务, 管理费用率稳中有降, 销售费用率实现了连续 6 年的下降, 实现了毛利、净利双收, 2022 年 Q3 毛利率、净利率分别提升 0.58、0.75 pct. 至 3.96% 和 0.81%。2022 年, 公司扣非归母净利润增长 34.50%-38.93%。

图 7: 2017~2021 年营业收入及增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

图 8: 2017~2021 年扣非净利润及增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

图 9: 2017~2022 年 Q3 净利率与毛利率



数据来源: 公司年报, 东北证券

图 10: 2017~2022 年 Q3 费用率



数据来源: 公司年报, 东北证券

运营效率显著提升, 资金使用情况在行业领先的基础上继续优化。受益于提质增效战略, 持续优化和提升内部管理和运营效率, 公司存货周转率、应收账款周转率、现金周转率等指标持续提升, 资金使用情况在保持行业领先的基础上继续优化。

图 11: 2017~2021 年公司运营能力主要指标



数据来源: 公司年报, 东北证券

图 12: 2017~2021 年经营性现金流净额



数据来源: 公司年报, 东北证券

2. IT 分销龙头地位稳固，积极横向拓展长期稳健增长可期

IT 分销龙头地位稳固，软硬件分销品类齐开花。公司 IT 分销从联想台式机起家，并逐步拓展分销品类，目前已经囊括服务器、智能穿戴设备和芯片等硬件设备以及云和其他软件服务，经营超万种 IT 产品。在 IT 分销领域，公司多年保持龙头地位，代理的新华三、华硕、联想、浪潮、微电子等业务均实现了长期的可观增长；Intel、AMD、斑马、IBM、IPS 等业务持续保持厂商份额绝对领先。2021 年公司分销业务营业收入达 1168 亿元，近 5 年复合增长率为 17.35%。

表 1: 2020 年中国 IT 分销 12 强

排名	公司名称	2019 营业额 (亿元)	同比增长率
1	神州数码集团股份有限公司	868	6%
2	伟仕佳杰控股有限公司	476	10%
3	联强国际贸易 (中国) 有限公司	305	-11%
4	四川长虹佳华信息产品有限责任公司	274	36%
5	紫光数码(苏州) 集团有限公司	239	18%
6	英迈国际(中国) 有限公司	209	-5%
7	翰林汇信息产业股份有限公司	208	26%
8	中建材信息技术股份有限公司	166	27%
9	北京方正世纪信息系统有限公司	89	15%
10	北京中青旅创格科技有限公司	37	17%
11	深圳市金华威数码科技有限公司	29	29%
12	深圳市齐普生科技股份有限公司	26	-20%

数据来源：百度，东北证券

最大 To B 渠道网络，深挖 IT 分销护城河。公司深耕企业级 IT 市场达 20 年，公司 ToB 营销渠道网络覆盖国内 1000 余座城市、渠道合作伙伴涵盖 30000 余家，建立了国内覆盖范围最广、生态规模最大的 ToB 营销渠道网络。同时，公司存货周转率和资金成本等运营效率指标均显著高于行业平均水平。渠道网络为公司在 IT 分销领域建立较高的竞争壁垒，依靠庞大的 ToB 渠道网络整合客户资源，与合作伙伴共建生态共赢机遇。

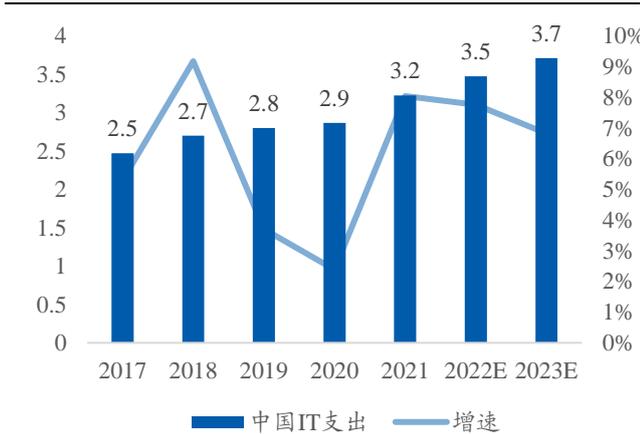
图 13: 神州数码生态合作伙伴



数据来源：神州信创集团官网，东北证券

中国数字化大势所趋，IT 分销业绩稳步增长。在“数字中国”战略指导下，预计我国 IT 支出将持续稳健增长，根据 Gartner 调研数据，2023 年中国 IT 支出预计接近 6000 亿美元，同比增长 6.82%，近 7 年复合增长率约为 6.1%。云基础设施支出的新一轮市场机遇将带动国内 IT 支出持续保持良好发展态势。公司拥抱中国数字化浪潮，公司企业 IT 产品分销业务、消费电子分销业务 2017-2021 年收入 CAGR 分别为 21.04% 和 15.00%，均远超市场增速。

图 14: 2017~2023E 中国 IT 支出及增速 (万亿元)



数据来源: Gartner, 东北证券

图 15: 2017~2021 年公司 IT 分销收入构成及增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

积极横向拓宽业务品类，带动 IT 分销业务长期稳健增长。公司积极开拓新的 IT 分销品类并复制成功经验，2021 年公司的微电子业务取得大幅增长，在保有原业务的情况下公司持续深耕微电子领域，聚焦消费电子、国产算力、工业控制、安防监控、智慧物联网、汽车电子等重点行业应用，为公司 IT 分销创造新增长点。

3. 华为生态坚实合作伙伴，构建新引擎、共赢新时代

3.1. 深化“大华为”，广阔天地任遨游

神州数码与华为的深入合作长达 12 年，2011-2017 年双方合作规模 CAGR 高达 40%。2011 年神州数码与华为签约，正式成为华为企业业务数通产品总经销商；2012 年神州数码成为华为网络、UC&C 产品线的总经销商；2014 年成为华为企业业务全线产品的总经销商；2016 年与华为共同宣布共建中国领先的从云到端的云生态体系，神州数码与华为的合作已覆盖华为的多个产品线和服务领域。2017 年神州数码着手布局海外市场，截至 2017 年，仅七年时间双方合作规模已突破百亿，年复合增长率超过 40%。

2018 年提出“大华为”战略成立华为业务群，整合资源提升战略合作高度。开启互为生态的全面战略合作，公司成为华为企业业务第九家全球性总经销商，成立华为业务群，将分散在不同业务板块的华为业务进行整合，推动与华为的合作上升到一个新的高度。

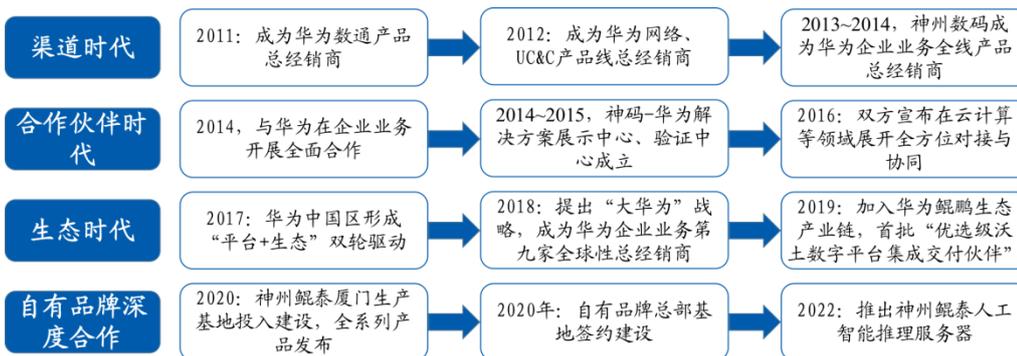
图 16: 2018 年神州数码正式签约成为华为企业业务第九家全球性总经销商



数据来源: 神州数码集团公众号, 东北证券

从数字化转型到信创, 从国内到海外, 连续多年荣获华为“全球优秀总经销商”大奖。2019 年公司展开基于“鲲鹏”的全新合作, 在产品、营销、生态等方面不断突破。2020 年公司与华为在云计算、海外市场、鲲鹏生态合作等诸多业务领域都取得了重大突破和重要成果, 双方战略合作逐渐步入“深水区”。2020 年连续三年, 神州数码荣获华为“2020 全球优秀总经销商”大奖。

图 17: 神州数码与华为合作渊源



数据来源: 华为中国政企业务公众号, 神州数码集团公众号, 东北证券

公司的发展、转型, 与华为的战略合作意义深远。以云业务举例, 2016 年, 神州数码与华为签署全面合作协议, 双方约定将发挥华为在云计算领域全球领先的技术优势、神州数码遍布全国的渠道网络和企业客户资源优势, 在行业云等领域展开全方位的合作, 共建中国从云到端的云生态体系。2017 年, 神州数码通过了华为 CSSP 认证资质, 获得云服务资质, 补齐了神州数码在云服务方面与华为的合作空白。2018 年神州数码专门成立了云业务部门, 直接对接华为云业务, 从 CSSP 认证到 MSP 差异化能力, 全面展开合作。作为华为云 CSSP 合作伙伴、华为云战略级经销商、华为云伙伴能力中心, 神州数码依托自身云管理服务能力与华为云打造联合解决方案, 为各行各业提供专业的全栈云服务。2020 年神州数码在中国第三方云管理服务领域市场份额已占据第一位, 成功上榜 Forrester《2020 年第四季度中国混合云管软件报告》第一梯队, 进入 Gartner 亚太区公有云托管和专业服务提供商入市手册, 现已成为国内领先的云及数字化服务商之一。

在华为生态体系中, 公司是最坚实的合作伙伴, 具有举足轻重的地位。2018 年华为

企业 BG 中国区有两家合作伙伴销售业绩超过 100 亿元，其中一家就是神州数码。我们认为，神州数码是华为企业 BG 这个“军团型”生态中最坚实的合作伙伴之一。

与华为一起共赢时代，走向更广阔的天地。我们认为，公司与华为的深度合作，是“互为生态”，相互的生态融为一体，共同实现生态体系的扩张。公司有望持续将自己的技术和华为有机整合在一起，这是公司与华为共同发展的基础。正是因为有技术上的结合和价值上的互补、坚实地与华为合作，公司与华为的合作从传统的代理业务走向更广阔的天地，从 ICT 进入消费领域、金融 IT、智慧城市、云计算等，当华为逐渐转型为云服务厂商，神州数码的角色、业务也同样发生改变。公司与华为共赢时代，紧随华为，持续构建鲲鹏服务器、新能源等新引擎，不断扩张边界。

3.2. 华为鲲鹏构信创算力坚实底座，迎信创大年

3.2.1. 国产服务器希望之星，扛起华为生态底座大旗

华为鲲鹏采用 ARM 指令集架构授权。以 ARM 为代表的 RISC 通用架构处理器具有单芯片核数更多的特点，因此在分布式数据库、大数据、Web 前端等高并发应用场景比传统处理器拥有更好的并发处理效率。华为海思已经获得 ARM V8 永久授权，并且 ARM V9 架构不受美国出口管理条例约束。目前处理器核、微架构和芯片均由华为自主研发设计，自主化程度较高，且鲲鹏计算产业兼容全球 ARM 生态，二者共享生态资源，互相促进、共同发展。

图 18: 华为海思 ARM V8 架构永久授权



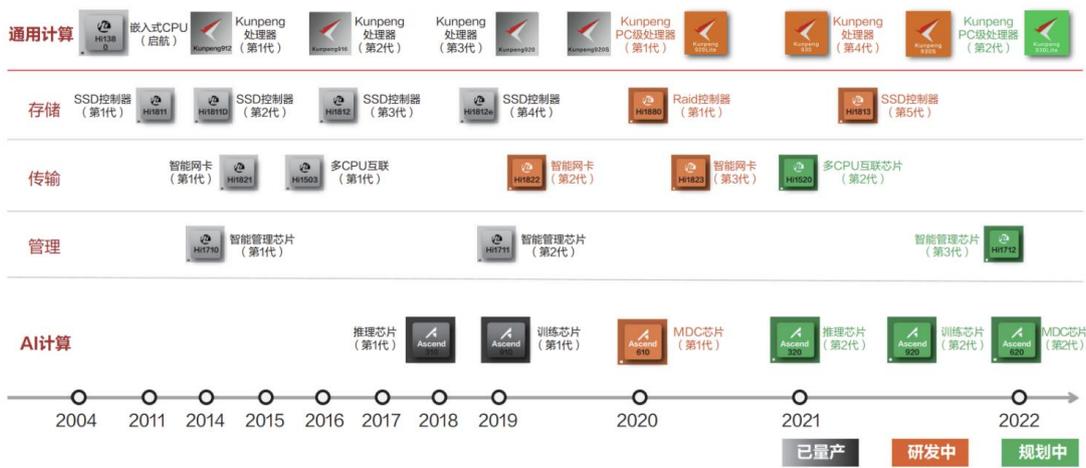
数据来源：2020 年华为鲲鹏产业生态大会 PPT，东北证券

华为海思拥有超 20 年自研芯片技术沉淀。华为海思是全球领先的 Fabless 半导体与器件设计公司，前身为华为集成电路设计中心，1991 年启动集成电路设计及研发业务，从 2004 年开始基于 ARM 技术自研芯片，拥有 ARM v8.1 架构的永久授权。华为海思至今已有超 20 年的技术积累与沉淀，2014 年发布鲲鹏 912 处理器，2016 年发布鲲鹏 916 处理器，2019 年正式发布鲲鹏 920 芯片。

量产一代、研发一代、规划一代。华为稳步推进鲲鹏处理器研发节奏，持续重点投入，落实“长期投入、全面布局，后向兼容和持续演进”的基础战略，通过提供以鲲鹏

鹏系列处理器为核心的芯片族和相应的产品，高效满足市场对新算力的需求。

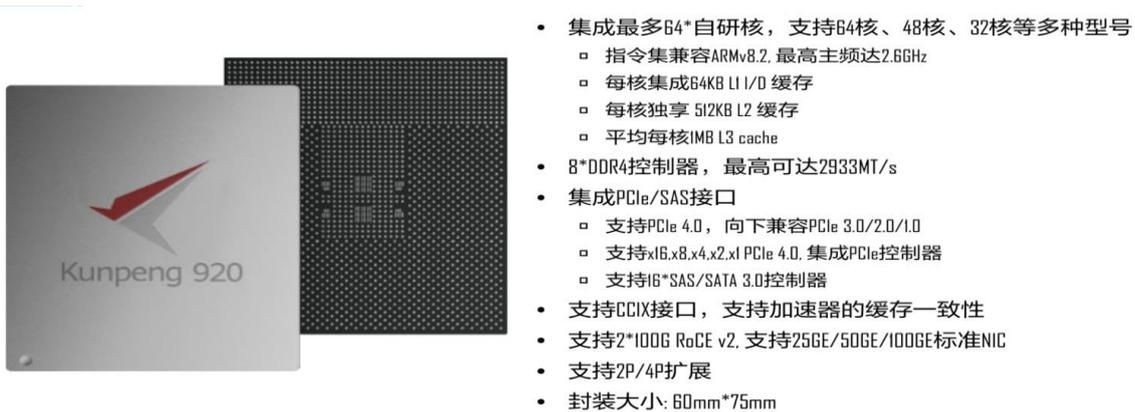
图 19: 华为芯片研发策略与进展



数据来源：鲲鹏计算产业白皮书，东北证券

鲲鹏 920 是目前业界最高性能 ARM-Based 处理器，最多支持 64 核。鲲鹏 920 处理器是业界第一颗采用 7nm 工艺的数据中心级的 ARM 架构处理器，基于 ARM 架构授权，由华为公司自主设计完成。920 集成最多 64 自研核，支持 64 核、48 核、32 核等多种型号。通过优化分支预测算法、提升运算单元数量、改进内存子系统架构等一系列微架构设计，大幅提高处理器性能。典型主频下，SPECint Benchmark 评分超过 930，超出业界标杆 25%。同时，能效比优于业界标杆 30%。鲲鹏 920 以更低功耗为数据中心提供更高性能。

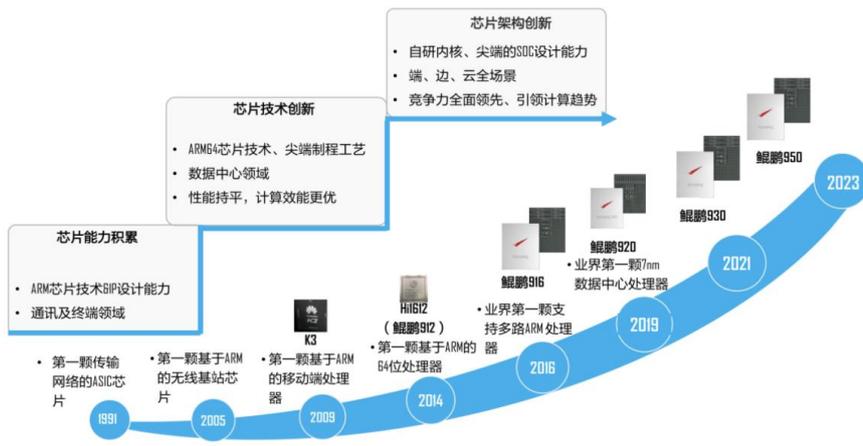
图 20: 鲲鹏 920 芯片主要参数



数据来源：华为云官网，东北证券

下一代产品鲲鹏 930 即将发布，主频有望提升到 3.0GHz 以上。2023 年华为有望发布下一代芯片鲲鹏 930。鲲鹏 930/930s(服务器版/PC 版)有望支持超线程(多线程)机制，5nm EUV 工艺，自研 TaiShan 微架构大升级，主频将提升到 3.0GHz 以上，单核性能有望达到 SPEC int 2006(GCC)37~38 分左右，预计将会跟 AMD ZEN 1 架构持平。

图 21: 鲲鹏处理器坚持持续创新



数据来源: 华为云官网, 东北证券

鲲鹏计算产业是基于鲲鹏处理器构建的全栈 IT 基础设施、行业应用及服务, 包括 PC、服务器、存储、操作系统、中间件、虚拟化、数据库、云服务、行业应用以及咨询管理服务等。目前鲲鹏体系已经不同程度地应用于政府、金融和运营商等多个主要行业。

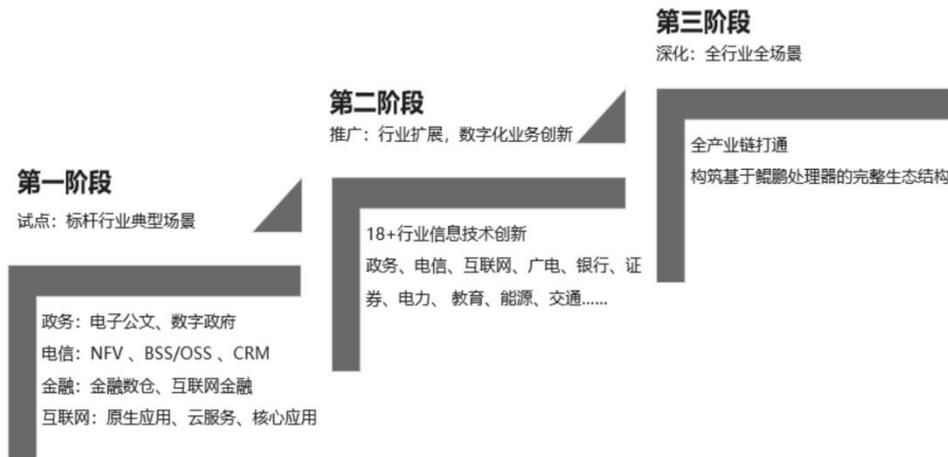
图 22: 鲲鹏计算产业



数据来源: 华为云官网, 东北证券

鲲鹏产业发展三步走, 从试点迈向全行业全场景。华为鲲鹏体系先在政务、电信、金融和互联网等标杆行业进行孵化、试点, 建立产业界上下游厂家和用户的信心。并在 18+ 主要行业中扩展, 全面打通产业体系, 赋能行业数字化业务创新。在推广过程中逐步深化, 面向全行业、全场景, 打通产业链, 构筑鲲鹏完整产业体系。

图 23: 鲲鹏计算产业发展蓝图



数据来源: 鲲鹏计算产业白皮书, 东北证券

华为全方位积极推进建设鲲鹏生态。完善而强大的生态建设才是芯片厂商最深的护城河。华为从六个方面积极建设鲲鹏生态, 涉及开发者生态、技术生态、校企合作、产业生态、伙伴生态和社区建设。通过全方位的生态建设解决生态碎片化、条块化的挑战, 与各个领域的领先者携手聚合产业资源, 共同建设开放包容的鲲鹏生态。目前, 鲲鹏、昇腾伙伴已经超过 4500 家, 推出超过 12000 个行业解决方案, 鲲鹏、昇腾开发者数量超过 200 万。

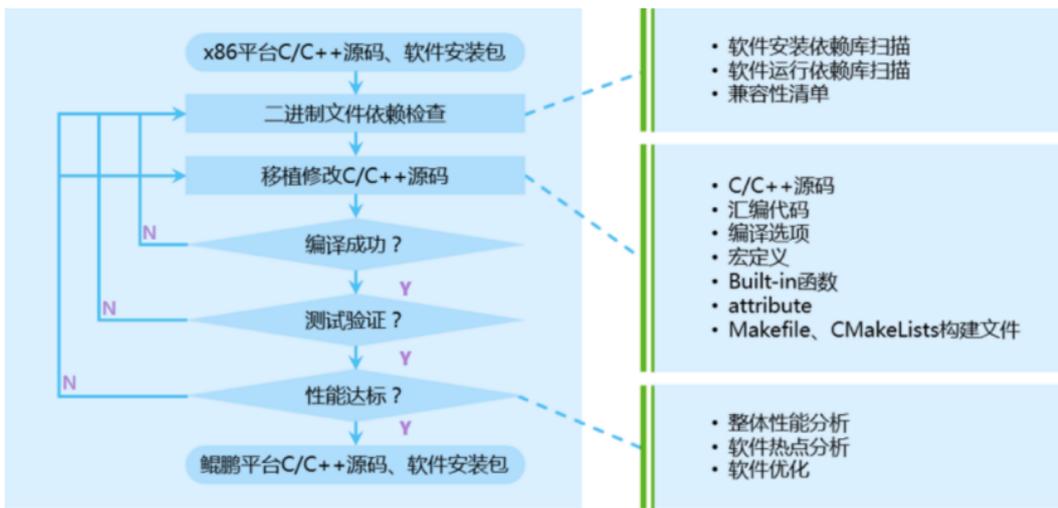
图 24: 华为推动鲲鹏生态建设六大方面



数据来源: 华为云官网, 东北证券

提供代码迁移工具, 引导开发者加入鲲鹏平台。之前几乎所有软件都建立在 X86 架构之上, 为了解决开发者从 X86 平台向鲲鹏平台移植中遇到的痛点问题, 华为推出了鲲鹏代码迁移工具并提供兼容开源软件和技术支持。应用迁移至鲲鹏平台主要有三种类型, 一是 Java 和 Python 等解释型语言, 这类语言本身就支持跨平台, 满足条件就不需要重新编译; 二是 C、C++和 Go 等编译型语言, 需要用 ARM64 的 GCC 编译器重新编译即可运行, 鲲鹏迁移工具目前已实现 90%的 C、C++代码自动迁移。; 三是汇编型语言, 目前迁移难度比较大, 需要重新编写代码。

图 25: C、C++代码迁移鲲鹏平台流程



数据来源：华为官网，东北证券

3.2.2. 行业信创金融、电信先行，总体渗透率低、规模大打开成长空间

行业信创中走的最前列的是金融行业，2022 年国产化率有望达到 30%。金融行业事关“国计民生”，对系统安全性、稳定性要求极高，且资金充裕，是行业信创的排头兵。2019 年 3 月，人民银行科技司下发了《金融业关键信息基础设施国产替代推进草案》，对金融国产化替代作出全面部署，并选取 49 家金融机构进行国产化试点，要求 2020-2022 年国产化率分别为 8%、15%、30%。2020 年 12 月，新增第二批国产化试点金融机构 103 家，要求 2021-2022 年国产化率分别为 15%、30%。2022 年 4 月，新增第三批国产化试点金融机构 150 家，要求 2022 年国产化率 15%。至此，按资产总额统计，全国 80%的银行均已纳入金融信创试点目录，预计 2023 年第一批、第二批试点国产化率将提升至 50%，第三批将提升至 30%。

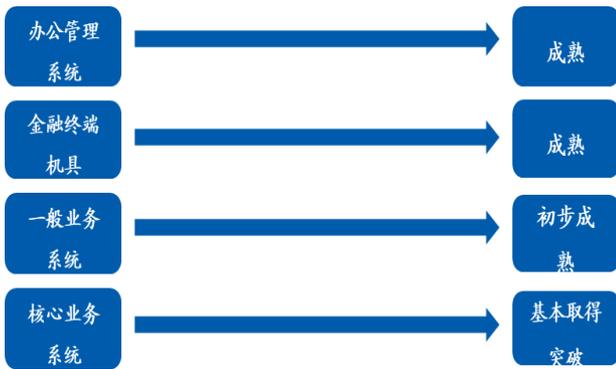
表 2: 金融信创国产化率指标

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 E
第一批试点 49 家	8%	15%	30%	50%
第二批试点 103 家		15%	30%	50%
第三批试点 150 家			15%	30%

数据来源：央行，东北证券

银行已基本完成办公系统的替换，2022 年将进入一般业务系统替换阶段。从业务系统来分，系统复杂度、稳定性要求从低到高排序分别是以 OA、邮箱为主的办公管理系统、以渠道、柜面为例的一般业务系统，以及汇集各业务流程数据的核心系统。2020-2021 年金融信创已基本完成办公管理系统的替换，目前进入到一般业务系统的替换，一般业务系统涵盖范围较广，包含渠道、柜面系统、营销系统等银行各类主流业务系统，预计将短期成为信创替换主力。

图 26: 金融信创 2022 年目标



数据来源: 央行, 东北证券

图 27: 金融信创行业重点任务

四大必选任务	十大专项攻关任务	五大保障任务
1. 办公管理系统国产替代; 2. 银行终端机具国产化替代; 3. 一般业务系统国产化替代; 4. 核心业务系统国产化替代;	1. 主机下移研究与应用; 2. 金融级分布式数据库研究与应用; 3. 国产集中式交易型数据库研究与应用; 4. 分布式存储软件国产化研究与应用; 5. 国产服务器、操作系统应用推广; 6. 专业应用系统国产化研究与应用; 7. 国产网络设备应用与推广; 8. 基于国产芯片服务器应用与推广; 9. 金融国产存储设备应用与推广 10. 云计算平台国产化应用与推广	1. 建立金融科技创新机制; 2. 完善应急处置预案; 3. 完善金融技术应用标准体系; 4. 建立国产化考核监督与扶持机制; 5. 构建金融业国产化生态适配机制 (实验室)

数据来源: 央行, 东北证券

运营商 2022 年国产 CPU 比例显著提升, 目前 CPU 国产化率为 30-40%。2020 年开始, 运营商集采开始向国产 CPU 倾斜: 中国电信: 2021-2022 年服务器集采国产 CPU 占比达 26.7%; 中国移动 2021-2022 年 PC 服务器第一期(合计)采购中, 国产服务器占比达到 41.65%。

表 3: 2020-2022 年运营商服务器集采

集采项目			
	2020 年服务器采购	56314	H 系列 (国产 CPU: 海光或者鲲鹏) 11185 台 19.86%
中国电信	2020-2021 年服务器集采	69952	H 系列 (国产 CPU: 海光或者鲲鹏) 24823 台 35.50%
	2021-2022 年服务器集采	200000	G 系列 (国产 CPU) 53401 台 26.70% (鲲鹏: 28%, 海光: 72%)
	2020 年 PC 服务器集采	138272	鲲鹏 CPU: 19563 台 14.15%
	2021-2022 年 PC 服务器第 1 批集采	163692	国产 CPU: 44247 台 (鲲鹏: 27083 台, 海光: 17164 台) 国产 CPU: 27.03% (鲲鹏: 16.55%, 海光: 10.49%)
中国移动	2021-2022 年 PC 服务器集中采购补充采购 (第一期)	41004	国产 CPU: 41004 台 (鲲鹏 CPU: 17754 台, 海光 CPU: 23250 台) 国产 CPU: 100% (鲲鹏: 43.30%, 海光: 56.70%)
	2021-2022 年 PC 服务器第 1 批 (合计)	204696	国产 CPU: 85251 台 (鲲鹏 CPU: 44837 台, 海光 CPU: 40414 台) 国产 CPU: 41.65% (鲲鹏: 21.90%, 海光: 19.74%)

数据来源: 运营商采招网, 东北证券

预计金融、教育、石油石化、医疗、航空航天行业 PC 替换规模为 601 万、1291 万、120 万、300 万、22 万。根据国家统计局数据, 2020 年我国城镇单位金融业就业人口为 859 万人, 教育部在“教育这十年”新闻发布会上介绍, 2021 年我国专任教师总数达 1844.4 万人; 国家卫健委在 2022 年 8 月 25 日发布会上介绍, 截止 2021 年全国医师总数达 428.7 万人 (包含执业医师和助理执业医师, 不包含护士); 根据《中国财政年鉴 2020》, 我国石油石化国有企业职工数为 171 万; 根据航天科技、航天

科工集团官网,两家公司在岗职工合计约 31 万人。假设 PC: 员工总数比例为 1:0.7, 可得金融、教育、石油石化、医疗、航空航天行业 PC 总数为 601 万、1291 万、120 万、300 万、22 万。

预计电信、电力、交通 PC 信创替换空间为 228 万台、156 万台、144 万台。根据 IDC 数据,2017 年我国商用 PC 合计出货量 3116 万台,其中电信、电力、交通的大型企业电脑出货量分别为 38 万台、26 万台、24 万台,按照 6 年替换周期计算,预计电信、电力、交通 PC 信创替换空间为 228 万台、156 万台、144 万台。

预计八大关键行业服务器替换规模总计 332 万套。服务器方面,考虑不同行业属性,我们对不同行业假设不同的 PC: 服务器配比,金融、电力、电信三个行业假设 5:1,石油、交通、航空航天假设 10:1,教育和医疗行业假设 15:1,根据 PC 替换数量可计算出服务器替换空间 332 万套。

表 4: 八大关键行业 PC、服务器替代规模

	人员数量	PC 数量 (万套)	PC: 服务器 配比	服务器数量 (万套)	数据来源
金融	859 万	601	5:1	120	国家统计局
石油石化	171 万	120	10:1	12	《中国财政年鉴 2020》
教育	1844.4 万	1291	15:1	86	教育部
医疗	428.7 万	300	15:1	20	卫健委
航空航天	31 万	22	10:1	2	公司官网
电信	-	228	5:1	46	IDC
电力	-	156	5:1	31	IDC
交通	-	144	10:1	14	IDC
合计		2862		332	

数据来源: 东北证券

金融、电信先行,其他六大行业国产渗透率较低、成长空间广阔。目前,行业信创中仅有金融、电信行业开始较大规模的招标,2022 年金融、电信服务器国产化率有望达到 30-40%,采购规模有望分别达到 9 万,其他行业渗透率较低,例如能源行业国产服务器采购量仅为 2 万台。我们认为,现在仍处于行业信创发展初期,厂商有望打开中长期广阔成长空间。

3.2.3. 神州鲲泰羽翼已成,行业加速+份额提升值得期待

信创乃国之大略,2019 年神州信创集团成立。2019 年神州数码携二十年研发积累正式宣布成立神州信创集团。作为神州数码自主品牌业务的重要平台和承载者,神州信创集团围绕国产 IT 核心技术培育完整的生态系统,打造贯穿服务器、中间件、通用解决方案乃至全面算力平台的国产化产品及整体解决方案,实现云基础资源的自主可控,推动品牌、技术和生态的持续升级。

2019 年加入鲲鹏生态,2020 年正式落成投产,年产能 10 万台服务器和 30 万台 PC。

作为华为生态最坚实和重要的合作伙伴，2019年神州数码加入华为鲲鹏生态，与厦门市政府签署了战略合作框架协议，携手推进基于鲲鹏基础软硬件体系的建设与合作，合力打造鲲鹏服务器和PC产品生产基地及超算中心。2020年位于厦门基于鲲鹏处理器的自主品牌鲲泰服务器和PC等系列产品的生产基地正式落成投产，并实现行业端的营销突破及产品交付。神州鲲泰厦门生产基地计划产能10万台服务器和30万台PC，总产值可达80亿。基于公司自主品牌服务器，厦门鲲鹏超算中心作为区域算力底座已向厦门政府、高校、科研院所和地方企业提供高性能算力、存储等服务，赋能城市数字化转型。

图 28: 神州信创集团发展大事记



数据来源：神州信创集团官网，东北证券

信创研究基地五处开花，产学研协调发展。2020年成立的神州信创厦门研究院是神州数码全国范围内签约落地的首个信创研究院，负责承建了厦门鲲鹏生态创新中心、鲲鹏计算产业园、鲲鹏实验室、应用系统鲲鹏转化平台、基于鲲鹏的行业解决方案孵化平台、全国性鲲鹏产业认证机构、鲲鹏计算展示平台、鲲鹏计算产业创新基金和鲲鹏开源社区等众多产业生态，强化了产学研融合发展。目前神州信创集团已在全国范围内成立了5大信创研究基地。

图 29: 神州信创集团全国设立五处研发基地



数据来源：神州信创集团官网，东北证券

与合肥市签署战略合作协议，打造信创集团总部基地。2020 年底，神州数码与合肥市签订战略合作协议，将在合肥打造信创集团总部基地，建设神州鲲泰研发基地、信创软件适配中心、产业生态整合云样板工程，打造从 CPU、主板、服务器、数据库软件开发的生态体系。

发布可转债拟在合肥新增 PC 产能 30 万台、服务器产能 15 万台。2022 年 12 月，公司发布可转债方案，拟公开发行可转债，募资不超过 13.49 亿元，其中用于神州鲲泰生产基地项目 5.78 亿元、信创实验室项目 2.39 亿元，可转债期限为 6 年。神州鲲泰生产基地项目建成后，公司将新增 PC 产能 30 万台、服务器产能 15 万台，网络产品产能 30 万台。我们认为，目前公司自主品牌产能是厦门基地服务器 10 万、PC 30 万，合肥基地建成后将有望显著提升自主品牌产能，充分受益国产化大浪潮。

表 5: 可转债募集资金用途 (万元)

	项目总投资	拟投入募集资金
1 神州鲲泰生产基地项目	65,384.38	57,755.00
2 数云融合实验室项目	23,161.48	12,774.00
3 信创实验室项目	33,076.77	23,942.00
4 补充流动资金	40,429.00	40,429.00
合计	162,051.63	134,900.00

数据来源：公司公告，东北证券

2022 年发布 AI 训练服务器神州鲲泰 AT515，可满足算力异构、大算力、高 IO、大容量、多线程需求。神州鲲泰厦门生产基地产能逐渐释放，产品技术持续创新，目前公司打造了覆盖数据计算、数据存储、数据传输、数据安全在内的全栈神州鲲泰产品体系，为云原生、数字原生提供强大的算力支撑。2022 年神州数码推出了新一代 AI 训练服务器神州鲲泰 KunTai AT515-A10，整机搭载四路鲲鹏 920 处理器+910NPU，向上最大可提供 2.24P FLOPS@FP16/4U 算力，达到业绩 2.8 倍，具有算力异构、大算力、高 IO、大容量、多线程以及绿色节能的优势，同时也可根据使用场景进行灵活的扩展，适应海量场景的定制化需求。

图 30: 神州鲲泰 KunTai AT515-A10



数据来源：公司微信公众号，东北证券

信创业务持续斩获过亿大单产能扩充、销售能力凸显有望进一步提升份额。2020 年以来，随着行业信创国产服务器比例显著提升，公司多次获得过亿订单。2023 年 1 月，中国移动 PC 服务器集中采购补充采购（第一期）标包 1-3 中，公司份额为 31.56%-33.90%。此外，公司还拿下移动 2021-2022 年第二批次标包 4-6 订单，份额

为 27.16%-30.00%。2023 年 2 月中国移动 2021 年-2022 年 PC 服务器集中采购补充采购第二期，神州数码中标份额 30%。此外在金融行业，除国有银行和大型商业银行持续突破和陆续交付外，神州鲲泰系列产品已在更多城商行、上交所、海通证券、中国人民保险等证券和保险细分市场全面铺开。我们认为，随着公司产能扩充，销售能力、运营能力优势凸显，有望在国产化浪潮中进一步提升份额。

表 6：神州数码运营商集中采购项目中标情况

日期	招标项目	中标金额
2020 年 9 月	2020-2021 年中国联通通用服务器集中采购项目	1.95 亿元 (税前)
2021 年 2 月	中移信息 2020 年一级 IT 云资源池整机柜定制化服务器采购项目	0.56 亿元
2021 年 12 月	中国移动 2021 年至 2022 年人工智能通用计算设备集中采购项目标包 2	1.04 亿元
2022 年 3 月	中国移动 2021-2022 年 PC 服务器集中采购 (第 1 批次)-标包 8	5.27 亿元
2022 年 6 月	中国移动 2021-2022 年 PC 服务器集中采购补充采购 (第一期)-标包 1-3	2.41 亿元
2022 年 9 月	中国移动 2021-2022 年 PC 服务器集中采购(第 2 批次)-标包 4-6	1.41 亿元
2022 年 10 月	中国移动 2021-2022 年 PC 服务器集中采购 (第 2 批次)-标包 9	1.43 亿元
2023 年 2 月	中国移动 2021 年-2022 年 PC 服务器集中采购补充采购第二期	2.45 亿

数据来源：公司公告，运营商采招网，东北证券

3.3. 跟随华为进军储能，合作新模式首单落地打开广阔空间

持续推进“大华为”战略，携手巨头共同向新能源领域进军。随着公司持续深化“大华为”战略，与华为“互为生态”合作深化，共同实现生态体系的扩张，公司业务触角向新能源领域进一步延伸，打造新增长动能。公司与华为在新能源领域的合作历史悠久，可追溯至 6 年前，公司多年一直是华为光伏逆变器的总经销商，目前年销售金额超过十亿元。此外，凭借较强的渠道资源和客户基础，公司也和宁德时代、比亚迪在新能源领域展开过代理合作。

华为合作新模式下储能首单落地，金额约为 3.45 亿元。2022 年 10 月 31 日，神州数码公告与中国电力工程顾问集团中南电力设计院有限公司签订了含税总金额为 3.45 亿元的储能合同，公司正式打通国内储能业务，拓宽公司业务范围。公司此次签订的储能订单将为中广核公安 100MW、200MWh 集中式储能站区项目 EPC 总承包工程储能系统及 EMS 设备采购项目提供货物和服务，包括但不限于磷酸铁锂电池、电池管理系统 (BMS)、PCS、智能子阵控制器、集装箱及其配套设施、储能变流器安装、运行及维修所必需的专用工具和仪器仪表、能量管理系统及设备。神州数码向买方提供安装、调试服务，或者在由买方负责的安装、调试、考核中对买方进行技术指导、协助、监督和培训等。

神州数码与华为以 ODM 方式进行储能产品合作。两者主要针对智能组串式储能系统以储能生态合作电芯 TK (代运营一站式解决方案) 模式开展合作。在设备系统集成方面，神州数码重点围绕华为及主流储能电芯供应商的先进技术协同进行方案设计，根据具体项目场景和客户需求提供个性化的设计和功能配置。在储能技术服务方面，神州数码根据服务场景，提供安装督导服务，根据项目实际情况及内容参与包括大规模储能系统集成、配电台区储能系统集成、机房 (变电站) 后备电源系统集成、储能并网测试和直流配用电系统集成等，应用于电源侧和电网侧在内的多项技术服务产品。

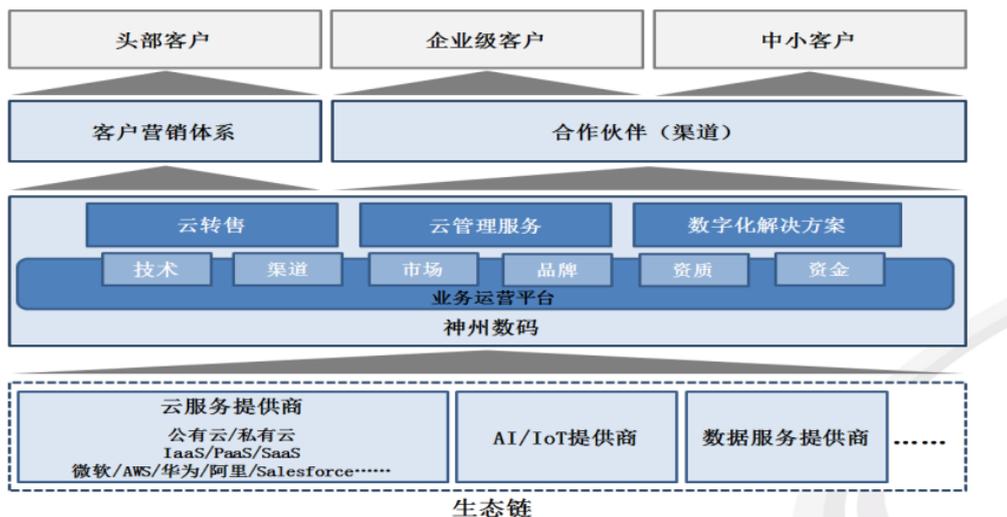
2023 年华为储能业务在中东地区有望超预期增长,公司打造增长新引擎。在“双碳”目标的指引下,发电侧的大型储能配备成为能源结构转型的刚需型成长赛道,2022 年大储项目公开招标超过 41.6GWh,规划拟建的储能项目总规模达 417.87GW。公司与华为储能项目新型合作模式首单落地,依托华为核心技术以及商业生态,二者互相赋能新能源业务,在行业内有望拥有强大的竞争能力。我们认为,2023 年华为储能业务在中东等地区有望超预期增长,储能业务有望成为公司增长新引擎。

4. 云和数字化公有云厂商覆盖面广,迎云时代行业浪潮

企业上云持续深入,数实融合前景广阔。据 IDC 统计,2022 上半年中国公有云服务市场整体规模(IaaS/PaaS/SaaS)达到 165.8 亿美元,从 IaaS+PaaS 市场来看,2022 上半年同比增长 30.7%。未来 5 年,中国公有云市场预计将以复合增长率 30.9%继续高速增长,预计到 2026 年,市场规模将达到 1057.6 亿美元。

提供完整的云服务价值链,云转售、云管理、云上解决方案相辅相成。公司 2017 年正式启动云转型战略,全面收购上海云角,通过深度整合优势资源,全面打通从上游海量云资源聚合到云增值服务的完整云服务价值链。公司以云管理服务(MSP)为云业务核心,深化扩大云转售(AGG)并持续投入数字化解决方案(ISV)。云管理服务 MSP 通常是指对接一家或者多家公有云服务厂商,为企业提供上云、开发、迁移、代管、运维等专业服务。云转售业务(AGG)为客户代采云服务,可初步满足客户上云应用场景的业务需求,对 MSP 业务起到支撑和导流的作用。随着客户上云和数字化程度的深入,云上会积累越来越多的数据,公司可为客户提供基于物联网、大数据、人工智能等技术的数字化解决方案(ISV)。

图 31: 公司云计算和数字化转型业务生态链

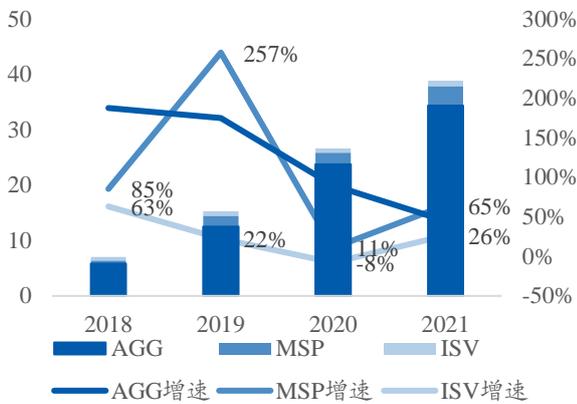


数据来源: 公司年报, 东北证券

AGG 构筑云业务收入底盘, MSP、ISV 打开增长空间。近 5 年公司云业务收入复合增长率为 109.42%。近几年公司云业务毛利率有所下降, 部分原因在于当前作为云业务收入主体的 AGG 业务增长迅速但毛利率水平较低。公司未来预计将逐渐

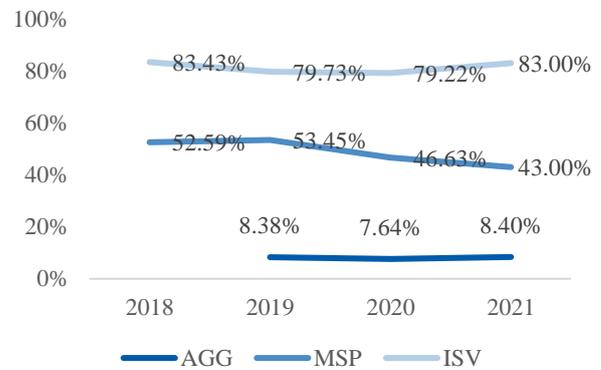
聚焦于高毛利的 MSP 和 ISV 业务，未来将在行业内进行产品化推广并发挥规模效应，公司云服务收入结构趋向高价值化，云业务收入有望持续快速增长，毛利率有望进一步提高。

图 32: 云服务各业务收入及增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

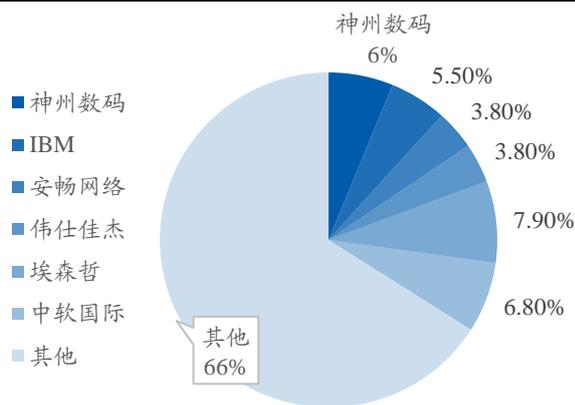
图 33: 云服务各业务毛利率



数据来源: 公司年报, 东北证券

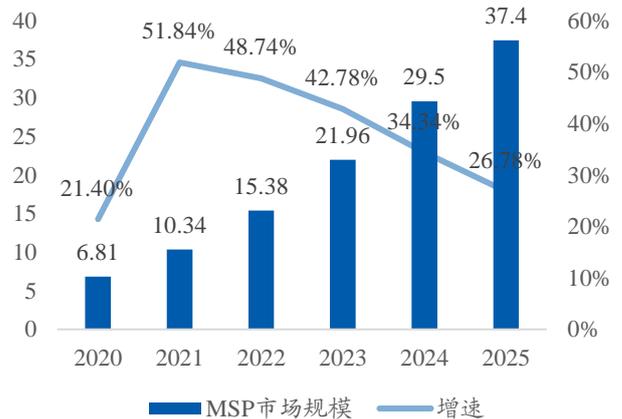
“一体两翼”云发展战略，MSP 国内市场领先者。公司以 MSP 为核心，同时展开基于明确用户的定制化公有云服务和基础设施服务，以及智慧校园云服务的探索和实践，为企业级客户提供全方位的整合云服务。IDC 报告显示，公司位列中国 MSP 市场份额前三强，并且 MSP 市场集中度预计将持续上升。预计 2020~2025 年中国 MSP 市场复合增长率将达到 40.6%，2025 年市场规模达到 37.4 亿美元。

图 34: 2020 年中国 MSP 市场份额排名



数据来源: IDC, 东北证券

图 35: 2020-2025 年中国 MSP 市场规模预测 (亿美元)



数据来源: IDC, 东北证券

技术服务出众，MSP 能力强大。公司拥有基于 3A 平台、开源平台以及混合云架构的技术服务能力；具备从设计，到实施，到开发的全生命周期云专业服务 (CPS) 能力；利用自主研发、国内领先的云管理平台，为客户提供自动化的开发运维服务；具备为 SAP、Salesforce 等国内外巨头 SaaS 厂商提供交付和实施服务的能力。公司是国内少数能够在多云环境下实现 MSP 服务的企业，国内极少数能够实现对云平台原生 PaaS 监控的企业、国内极少数能够帮助客户在多云环境下实现数字化应用

开发的企业，云技术竞争力强大。

产业经验领先行业，公有云厂商覆盖面广。公司已累计为超过 300 家中大型企业提供服务（其中世界五百强客户超 50 家），累计迁移超过 15000 台云服务器，管理超过 10000 台云服务器，积累了大量成功的行业云服务成熟运营经验，包括大数据、物联网、人工智能、混合现实、智能制造、视频云、云桌面、行业专有云等 17 类自主知识产权的公有云解决方案并实现了重点行业解决方案产品化。同时公司摆脱单一云厂商依赖度，是国内少数能对接所有主流云资源厂商的企业，云管理服务能力覆盖全球五大公有云（AWS、Azure、Aliyun、谷歌云、腾讯云）及华为云、中国移动云、京东智联云等国内主流公有云厂商，能够为客户提供主流的、多样化的选择。

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 收入分拆与盈利预测

1、自主品牌业务

随着 2023-2027 年党政、行业信创进入常态化招标阶段，未来五年央国企、电子政务、电子公文有望实现全面国产化。根据正文第二章的计算，我们预计八大关键行业服务器替换规模总计 332 万套，将有望在未来五年替换完成，国产服务器持续高速增长值得期待。目前，按资产总额统计，全国 80% 的银行均已纳入金融信创试点目录，预计 2023 年第一批、第二批试点国产化率将由 30% 提升至 50%，第三批将由 15% 提升至 30%，此外，电力、能源、交通等行业国产渗透率极低，基数较低 2023 年有望实现数倍增长。叠加鲲鹏供应链有望逐步缓解，我们预测 2022-2024 年公司自主品牌业务增速分别为 50.00%、60.00%、45.00%。

毛利率方面，预计 2022 年毛利率与 2021 年持平，随着华为退出主板、业务规模效应提升，远期毛利率有望提升至 15%。我们预测 2022-2024 年公司自主品牌业务毛利率分别为 11.50%、12.00%、12.50%。

2、IT 分销业务

公司是全国 IT 分销龙头，不断横向拓展品类，在保有原业务的情况下公司持续深耕微电子领域，聚焦消费电子、国产算力、工业控制、安防监控、智慧物联网、汽车电子等重点行业应用，为公司 IT 分销创造新增长点。根据 Gartner 调研数据，2023 年中国 IT 支出预计接近 6000 亿美元，同比增长 6.82%，近 7 年复合增长率约为 6.1%。2022 年预计疫情将对分销业务开展造成影响，预测 2022 年增速为 -6.50%，2023 年将回归正轨，我们预测 2023-2024 年公司 IT 分销业务增速分别为 8.00%、9.00%。

毛利率方面，2022 年开始公司提出降本增效战略，通过加强内部管理，降低低毛利分销业务比例，聚焦高毛利高价值业务，我们预测公司 IT 分销业务毛利率将逐年小幅提升，预测 2022-2024 年毛利率分别为 3.15%、3.25%、3.35%。

3、云计算及数字化转型业务

云业务中，公司覆盖全球五大公有云及国内主流公有云厂商，并提供完整的云服务价值链，云转售、云管理、云上解决方案相辅相成，预计将尽享云时代行业红利。根据 IDC 预测，2020~2025 年中国 MSP 市场复合增长率将达到 40.6%，2025 年市场规模达到 37.4 亿美元。我们预测 2023-2024 年云计算及数字化转型业务增速分别为 28.00%、31.00%、32.00%。

毛利率方面，预计公司将持续聚焦毛利较高的 MSP、ISV 业务，收入增速将高于毛利较低的 AGG 业务，公司云业务毛利率有望逐步提升。我们预测 2022-2024 年毛利率分别为 14.00%、14.30%、14.40%。

表 7: 神州数码收入分析与预测 (百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	92,060.44	122,384.88	116,703.38	128,469.77	142,955.23
收入增速	6.06%	32.94%	-4.64%	10.08%	11.28%
毛利率	3.90%	3.35%	3.79%	4.08%	4.39%
IT 分销					
营业收入	88,653.44	116,838.04	109,243.57	117,983.05	128,601.53
收入增速	4.66%	31.79%	-6.50%	8.00%	9.00%
毛利率	3.53%	2.89%	3.15%	3.25%	3.35%
云计算及数字化转型					
营业收入	2,666.13	3,884.94	4,972.72	6,514.26	8,598.82
收入增速	74.19%	45.71%	28.00%	31.00%	32.00%
毛利率	12.90%	13.43%	14.00%	14.30%	14.40%
自主品牌					
营业收入	727.50	1,650.40	2,475.59	3,960.95	5,743.38
收入增速	31.51%	126.86%	50.00%	60.00%	45.00%
毛利率	15.70%	11.54%	11.50%	12.00%	12.50%

数据来源: wind, 东北证券

5.2. 费用率分析与预测

2022 年初公司启动了提质增效战略, 通过加强内部管理, 提升销售和管理效率, 加强回款、聚焦高毛利业务, 同时降低不必要的开支, 我们预测 2022-2024 年费用率将小幅降低。

表 8: 神州数码费用率预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.62%	1.57%	1.48%	1.46%	1.44%
管理费用率	0.26%	0.23%	0.20%	0.19%	0.19%
研发费用率	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%

数据来源: wind, 东北证券

5.3. 盈利预测、估值分析与投资评级

盈利预测: 我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 1167.03、1284.70、1429.55 亿元, 同比增速分别为 -4.64%、10.08%、11.28%; 实现归母净利润分别为 10.15、12.21、14.53 亿元, 同比增速分别为 326.15%、20.35%、18.96%; EPS (最新摊薄) 分别为 1.52、1.83、2.17 元。

考虑到公司各项业务赛道、增速差异较大, 我们选取分部估值法进行估值。

(1) 自主品牌业务

我们选取从事信创服务器整机业务的中科曙光、国内服务器龙头浪潮信息、从事华为鲲鹏+昇腾服务器整机业务的拓维信息、从事信创 PC 整机业务的中国长城，可得 2024 年可比公司平均 PE 为 30 倍。假设 2024 年规模效应凸显、华为逐步退出主板，自主品牌业务净利率为 2%，可得净利润 1.15 亿元，对应市值 34.46 亿元。

表 9：神州数码自主品牌业务可比公司估值表（2023 年 2 月 22 日）

	收盘价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
中科曙光	30.35	0.80	1.05	1.37	1.77	38	29	22	17
浪潮信息	37.99	1.37	1.67	2.06	2.53	28	23	18	15
拓维信息	10.56	0.07	-0.04	0.15	0.22	151	-	70	49
中国长城	13.13	0.20	0.11	0.19	0.33	64	120	70	40
平均						70	57	45	30

数据来源：wind，东北证券

(2) IT 分销业务

我们选取紫光股份作为 IT 分销业务可比公司，可得 2024 年 PE 19 倍，考虑到紫光股份包含除分销外的其他业务，假设公司 2024 年 IT 分销业务目标 PE 15X。同时，参考公司历史分销业务平均净利率、提质增效战略，假设公司 2024 年分销业务净利率为 0.8%，2024 年 10.29 亿元，对应目标市值 154.35 亿元。

表 10：神州数码 IT 分销业务可比公司估值表（截至 2023 年 2 月 22 日）

	收盘价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
紫光股份	24.3	0.75	0.85	1.05	1.28	32	29	23	19

数据来源：wind，东北证券

(3) 云服务与数字化转型业务

考虑到公司提供完整的云服务价值链，云转售、云管理、云上解决方案相辅相成，选取云服务（中信）指数作为参考，截至 2023 年 2 月 22 日，指数 2024 年 PE 为 36 倍。假设净利率 3% 左右，对应净利润 3.09 亿元，对应目标市值 111.24 亿元。

综上所述，给予神州数码 2024 年目标市值 300.05 亿元、目标价 44.86，股价空间 71.22%。给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) **供应链风险**: 若大国博弈加剧、华为复苏延缓, 可能影响鲲鹏芯片供货。
- 2) **信创政策不及预期**: 信创招标量受政策影响较大, 若政策目标不那么刚性, 可能财政紧张的省份将延迟信创招标。
- 3) **行业竞争加剧**: 若云服务与数字化转型、IT 分销行业竞争加剧, 可能使得厂商净利率不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,614	11,468	1,732	10,428
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	8,675	6,898	9,573	8,338
存货	14,554	9,070	17,519	12,778
其他流动资产	4,490	4,157	3,962	4,368
流动资产合计	32,333	31,593	32,786	35,912
可供出售金融资产				
长期投资净额	203	217	232	246
固定资产	194	188	189	176
无形资产	2,288	2,202	2,119	2,041
商誉	957	957	957	957
非流动资产合计	6,621	7,141	7,780	8,470
资产总计	38,953	38,734	40,566	44,382
短期借款	9,521	9,435	9,349	9,312
应付款项	13,532	13,913	13,469	15,006
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	1,413	772	850	926
流动负债合计	30,495	28,127	28,738	31,110
长期借款	1,701	1,701	1,701	1,701
其他长期负债	141	1,489	1,493	1,492
长期负债合计	1,842	3,190	3,194	3,193
负债合计	32,337	31,317	31,932	34,303
归属于母公司股东权益合计	6,081	6,882	8,098	9,543
少数股东权益	536	536	536	536
负债和股东权益总计	38,953	38,734	40,566	44,382

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	122,385	116,703	128,470	142,955
营业成本	118,287	112,275	123,222	136,685
营业税金及附加	117	117	128	143
资产减值损失	-33	-79	-30	-47
销售费用	1,917	1,727	1,876	2,059
管理费用	282	233	244	264
财务费用	273	381	319	415
公允价值变动净收益	-69	38	0	0
投资净收益	-559	-100	-380	-550
营业利润	490	1,543	1,946	2,433
营业外收支净额	13	-20	-30	-12
利润总额	503	1,523	1,916	2,421
所得税	253	508	695	968
净利润	250	1,015	1,221	1,453
归属于母公司净利润	238	1,015	1,221	1,453
少数股东损益	12	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	250	1,015	1,221	1,453
资产减值准备	193	174	144	170
折旧及摊销	119	170	184	194
公允价值变动损失	69	-38	0	0
财务费用	294	427	434	432
投资损失	559	100	380	550
运营资本变动	-1,600	5,722	-10,473	7,711
其他	-39	-59	-36	-59
经营活动净现金流量	-156	7,510	-8,146	10,451
投资活动净现金流量	-289	-701	-1,160	-1,376
融资活动净现金流量	1,027	44	-431	-379
企业自由现金流	-184	6,545	-8,817	9,785

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	0.37	1.52	1.83	2.17
每股净资产 (元)	9.20	10.29	12.11	14.27
每股经营性现金流量 (元)	-0.24	11.23	-12.18	15.63
成长性指标				
营业收入增长率	32.9%	-4.6%	10.1%	11.3%
净利润增长率	-61.8%	326.2%	20.3%	19.0%
盈利能力指标				
毛利率	3.3%	3.8%	4.1%	4.4%
净利率	0.2%	0.9%	1.0%	1.0%
运营效率指标				
应收账款周转天数	23.24	23.24	22.50	22.00
存货周转天数	36.69	38.00	39.00	40.00
偿债能力指标				
资产负债率	83.0%	80.9%	78.7%	77.3%
流动比率	1.06	1.12	1.14	1.15
速动比率	0.46	0.67	0.41	0.62
费用率指标				
销售费用率	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%
管理费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
财务费用率	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%
分红指标				
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	43.05	17.27	14.35	12.06
P/B (倍)	1.72	2.55	2.16	1.84
P/S (倍)	0.09	0.15	0.14	0.12
净资产收益率	4.2%	14.7%	15.1%	15.2%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

冯浚瑒: 对外经济贸易大学硕士，北京邮电大学学士，曾就职于中国通信服务集团有限公司、爱立信（中国）有限公司、北京泓澄投资管理有限公司、恒越基金管理有限公司，具有五年行业研究经验，2022 年加入东北证券。

吴源恒: 武汉大学遥感工程学士，伯明翰大学国际商务硕士，曾在湖北省测绘局从事测绘地理信息数据处理、遥感地理信息解译等工作，对卫星遥感应用产业有较深的认识。2020 年加入万联证券 TMT 团队，2022 年加入东北证券数字经济团队。目前主要研究 5G、卫星互联网、遥感、物联网、光通信等数字经济相关领域。

陈俊如: 伦敦大学学院经济学硕士，曾就职于浙商证券研究所，具有三年行业研究经验，2022 年加入东北证券。目前主要研究基础设施国产化等数字经济相关领域。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
华北地区机构销售			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn