

神州数码(000034)

报告日期: 2023 年 08 月 06 日

IT 分销龙头提质增效, 云+信创驱动成长性提升

——神州数码深度报告

投资要点

IT 分销行业龙头, 发力开拓云+信创

神州数码是国内领先的 IT 领域分销及增值服务商、云和数字化转型服务商, 以及信创领域的领军企业, 连续十余年蝉联国内 IT 分销、IT 增值分销第一。公司在 2017 和 2020 年布局云计算及数字化转型和信创产品业务, 积极打造第二增长曲线并取得了积极成果, 公司已成为中国第三方云管理服务市场(2021)第 3 名、中国信创服务器企业排行榜(2022)第 9 名以及信创 PC 企业排行榜(2022)第 8 名。

信创: 借华为鲲鹏之力, 展自主可控宏图

经过多年的打磨, 信创硬件领域技术路线正趋于收敛, 未来华为系(鲲鹏+昇腾)以及中科院系(海光)将占据大部分市场, 华为生态已成为中国实现全产业链自主可控的重要基石, 公司与华为进行了深度合作, 目前已跃居鲲鹏整机合作伙伴第二名, 也是华为首批 AI 服务器合作伙伴之一, 此外公司还拥有“算网一体”全链条信创产品体系, 未来自主品牌业务有望持续高增。

云计算和数字化转型: 数字时代企业上云需求带动行业发展, 公司云业务迎来广阔机遇

企业数字化转型需求持续释放, 云计算服务的需求持续提升, 云计算市场处于高速扩张状态, 预计 2022 年-2025 年市场规模 CAGR 为 17.14%, 到 2025 年市场规模将达到 4795.4 亿元; 公司在云管理领域(MSP)可为企业提供全生命周期服务, 覆盖全球主流公有云厂商, 云管理市场份额位居国内第二, 数字化解决方案(ISV)涵盖三大核心产品, 深度融合 AI 技术, 未来也有望成为公司重要的业绩增长引擎。

IT 分销和增值业务: 行业龙头地位超然, 持续提质增效

公司是我国 IT 分销行业龙头, 连续多年蝉联中国 IT 增值分销商 12 强榜首, 拥有国内最大的 To B 销售网络渠道优势。通过二十年积累, 公司构建了遍布国内 1000 余座城市、覆盖各大垂直行业、整合 30000 余家销售渠道的全国最大 To B 销售渠道网络, 对客户特别是大 B 企业级客户形成了超高粘性, 公司也在持续进行提质增效, 未来有望实现收入毛利双增长。

盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年实现营收 1229.79/1325.46/1436.66 亿元, 同比 +6.13%/7.78%/8.39%; 实现归母净利润 12.11/14.05/17.22 亿元, 同比 +20.56%/16.01%/22.61%; 对应 EPS 为 1.81/2.10/2.57 元, 当前股价对应 PE 为 14.36/12.38/10.10 倍, 以同行业公司拓维信息、中国长城、浪潮信息、中科曙光为可比公司, 考虑到公司为华为重要生态合作伙伴, 有望持续受益于华为在信创市场拓展的大趋势, 因此首次覆盖, 给与“增持”评级。

风险提示

上游供应链风险、提质增效转型升级的风险、下游主要客户的信创政策及资金导致信创不及预期的风险、下游信创需求释放节奏不及预期的风险、市场竞争加剧的风险等。

投资评级: 增持(首次)

分析师: 刘雯蜀

执业证书号: S1230523020002

liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师: 李佩京

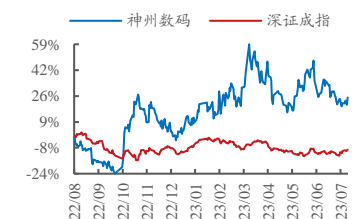
执业证书号: S1230522060001

lipeijing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 25.99
总市值(百万元)	17,373.18
总股本(百万股)	669.23

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	115,880	122,979	132,546	143,666
(+/-) (%)	-5.32%	6.13%	7.78%	8.39%
归母净利润	1,004	1,211	1,405	1,722
(+/-) (%)	303.11%	20.56%	16.01%	22.61%
每股收益(元)	1.50	1.81	2.10	2.57
P/E	17.32	14.36	12.38	10.10

资料来源: wind、浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年实现营收 1229.79/1325.46/1436.66 亿元, 同比 +6.13%/7.78%/8.39%; 实现归母净利润 12.11/14.05/17.22 亿元, 同比 +20.56%/16.01%/22.61%; 对应 EPS 为 1.81/2.10/2.57 元, 当前股价对应 PE 为 14.36/12.38/10.10 倍, 以同行业公司拓维信息、中国长城、浪潮信息、中科曙光为可比公司, 考虑到公司为华为重要生态合作伙伴, 有望持续受益于华为在信创市场拓展的大趋势, 因此首次覆盖, 给与“增持”评级。

● 关键假设

- 1) 公司 IT 分销业务提质增效进展顺利
- 2) 华为生态供应链逐步好转, 公司在信创业务拓展顺利
- 3) 信创政策、资金、节奏、订单等符合预期
- 4) 企业云业务拓展顺利

● 我们与市场的观点的差异

市场认为: 公司的主业及优势为分销业务, 竞争压力较大, 担心公司成长性;
我们认为: 公司近年来 IT 分销业务持续提质增效, 积极与华为合作并成为鲲鹏第二大整机合作伙伴、拓展云服务业务, 高毛利业务占比持续提升, 商业模式持续升级, 成长性有望提升;

● 股价上涨的催化因素

华为供应情况、信创订单需求情况、云业务推进情况等

● 风险提示

上游供应链风险、提质增效转型升级的风险、下游主要客户的信创政策及资金导致信创不及预期的风险、下游信创需求释放节奏不及预期的风险、市场竞争加剧的风险等。

正文目录

1 神州数码：分销龙头，问鼎神州	5
1.1 历程：以 IT 分销业务为基石，持续发力开拓云+信创	5
1.2 股权结构相对集中，推动上下游产业投资服务主业	5
1.3 净利润持续增长，毛利率和净利率基本稳定	8
1.4 分销业务占主导，云+信创增长迅速	9
1.5 发行可转债募资三大建设项目，加码信创和数云融合业务	10
2 信创：深度参与华为鲲鹏生态，借助昇腾布局 AI 算力	11
2.1 华为鲲鹏生态已成为中国实现自主可控的重要基石	11
2.2 深度实践鲲鹏生态，鲲鹏泰 AI 服务器布局算力	13
2.3 具备“算网一体”全链条产品，入主山石网科完善安全体系	14
3 云计算和数字化转型：上云需求带动行业扩张，公司核心竞争优势显著	15
3.1 企业上云需求增加，云计算业务迎来广阔 beta	15
3.2 云管理 MSP：提供全生命周期服务，实现多行业业务创新	16
3.3 云管理行业地位领先，具备核心竞争优势	17
3.4 数字化解决方案 ISV：涵盖三大核心产品，深度融合 AI 技术	18
4 IT 分销和增值业务：行业龙头地位超然，持续增质提效	20
5 盈利预测和估值	22
6 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构图 (截至 2023 年 3 月 31 日)	5
图 3: 2018-2023Q1 公司主营业务收入及其增速 (亿元, %)	8
图 4: 2018-2023Q1 公司扣非归母净利润及其增速 (亿元, %)	8
图 5: 净利率和毛利率整体保持稳定状态 (%)	9
图 6: 销售和管理费用率呈下降趋势, 研发投入持续增加 (%)	9
图 7: 神州数码产品矩阵.....	9
图 8: IT 分销业务占比超 9 成, 云+信创营收占比快速扩大 (%)	10
图 9: 云服务和自主品牌毛利率趋于稳定 (%)	10
图 10: DPU 在云计算场景可以实现全卸载	11
图 11: 鲲鹏行业发展路径.....	11
图 12: 鲲鹏生态相关领域合作伙伴.....	12
图 13: 神州鲲泰系列产品矩阵.....	13
图 14: 神州数码全产业链条产品.....	14
图 15: 全球云计算市场规模及增速 (亿美元, %)	15
图 16: 中国云计算市场规模及增速 (亿元, %)	15
图 17: 中国数字化转型支出规模及增速 (亿美元, %)	16
图 18: 公司云转售、云管理、数字化解决方案营收情况 (亿)	16
图 19: 公司云转售、云管理、数字化解决方案毛利率情况 (%)	16
图 20: 公司云服务架构.....	17
图 21: 中国云运维管理服务市场份额情况 (2022H1)	18
图 22: TDMP 数据脱敏系统成功应用案例.....	19
图 23: Bluenic 客户数据平台主要功能.....	19
图 24: JARVIS-会话机器人界面	20
图 25: 公司 IT 分销业务构成 (%)	21
图 26: 公司 IT 分销业务各板块毛利率 (%)	21
图 27: 神州数码部分合作厂商 (截至 2023 年 8 月)	21
图 28: 神州数码集团千帆计划.....	22
表 1: 公司部分长期股权投资 (截至 2022 年底)	6
表 2: 公司管理层介绍.....	7
表 3: 公司股权激励考核目标.....	8
表 4: 国内外典型 CPU 厂商产品的参数对比	12
表 5: 神州鲲泰系列主要 AI 服务器产品情况.....	13
表 6: 盈利预测 (亿、%)	23
表 7: 可比公司情况 (亿元, 2023.8.4)	24
表附录: 三大报表预测值.....	25

1 神州数码：分销龙头，问鼎神州

1.1 历程：以 IT 分销业务为基石，持续发力开拓云+信创

IT 分销行业龙头，发力开拓云+信创。神州数码是国内领先的 IT 领域分销及增值服务商、云和数字化转型服务商，以及信创领域的领军企业。2000 年神州数码控股集团从联想拆分成立，2015 年剥离出 IT 分销业务成立了神州数码，并于 2016 年借壳深信泰丰在 A 股上市。成立之初公司的主要业务为 IT 分销，分别在 2017 和 2020 年布局云计算及数字化转型和信创产品业务，打造第二增长曲线并取得了积极成果。公司连续十余年蝉联国内 IT 分销、IT 增值分销第一，并获评 2022 年财富中国 500 强第 114 位、2022 年福布斯中国数字经济 100 强第 29 位以及 2022 年中国民营企业 500 强第 69 位，具备强大的实力和地位。

转型成果显现，优势地位坚实。公司围绕企业数字化转型的关键要素，开创性的提出“数云融合”战略和技术体系框架，着力在云原生、数字原生、数云融合关键技术和信创产业上架构产品和服务能力。目前公司已成为中国第三方云管理服务市场(2021)第 3 名、中国信创服务器企业排行榜(2022)第 9 名以及信创 PC 企业排行榜(2022)第 8 名，进一步巩固了公司的行业优势地位。

图1：公司发展历程

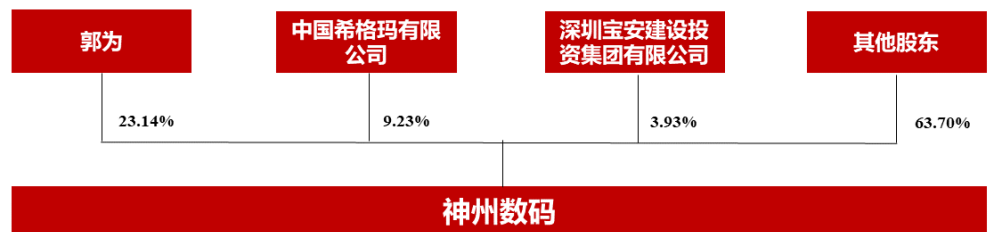


资料来源：公司官网、浙商证券研究所

1.2 股权结构相对集中，推动上下游产业投资服务主业

股权结构相对集中，实际控制人为郭为。截至 2023 年 3 月 31 日，郭为直接持有公司 23.14% 股份，为公司的控股股东、实际控制人，股权结构相对集中。

图2：公司股权结构图（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

积极推动上下游产业投资，助力公司战略发展。公司进行了神州云盾、全聚合、卓越信通、通明智云、神州顶联、神州慧安等多项非财务性长期股权投资，围绕产业链上下游进行布局，以服务公司主营业务发展。

表1: 公司部分长期股权投资（截至 2022 年底）

公司名称	持股关系	主要业务
神州云盾	控股孙公司北京云科信息技术持有 40% 的股权	网络及工业控制安全解决方案供应商，提供工控安全咨询培训、风险评估、漏洞挖掘、渗透测试、攻防演练、安全大数据分析等支撑服务；
全聚合	持有 40% 的股权	聚合数字中国服务联盟成员能力，共同挖掘数据资产价值，推动产业协同、资源联动与能力共享；
卓越信通	公司全资子公司神码中国持有 17.76% 的股权	高可靠性智能工业网络产品和方案提供商；
通明智云	全资孙公司神州云科持有 15.38% 的股权	信息产品技术研发和应用交付解决方案；
神州顶联	持有 21.01% 的股权	从事数字化校园建设的高新技术企业，提供智慧校园解决方案与投建运营服务；
神州慧安	神码中国和神码北京分别持有 22.77% 和 4.06% 的股权	专注于工业控制网络安全领域的创新型高科技公司，致力于工控网络安全前沿技术和国产化自主可控的研究和整体解决方案的交付；

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司高管深耕相关产业多年，经验丰富。公司董事长、首席执行官郭为先生在公司战略发展及业务管理方面拥有近 30 年的经验，连续三次入选《财富》（中文版）“中国最具影响力的 50 位商界领袖”榜单，并曾荣获中国十大杰出青年科技创新奖、中国十大杰出青年中国科协“求是杰出青年成果转化奖”、中国未来经济领袖、首届中国青年企业家管理创新金奖、“中关村科技园区 20 周年突出贡献奖”、“中国软件产业十年功勋人物”等重要奖项。其他高管也多在公司或相关产业深耕多年，具备丰富的管理和从业经验。

表2: 公司管理层介绍

姓名	职务	学历	简介
郭为	首席执行官	中国科学技术大学 硕士	2016年3月至今在神州数码集团股份有限公司任董事长, 2016年3月至2023年3月在神州数码集团股份有限公司任总裁, 2023年3月至今在神州数码集团股份有限公司任首席执行官, 2001年4月至今在神州数码控股有限公司历任总裁、董事会主席兼首席执行官, 2015年1月至今在北京首钢基金有限公司任董事, 2014年1月至今在神州数码信息服务股份有限公司任董事长, 2015年6月至2017年12月及2021年4月至今在中国南方航空股份有限公司任独立非执行董事, 2011年4月至2014年4月在鼎捷软件股份有限公司任董事, 2012年7月至2015年9月在泰康人寿保险股份有限公司任独立董事, 2011年6月至2016年9月在慧聪网有限公司任非执行董事, 2010年9月至2016年4月在上海浦东发展银行股份有限公司任独立董事。
王冰峰	总裁	中国科学技术大学 学士	2016年至2021年任VMware中国区总经理, 2021年10月至2023年3月任神州数码集团股份有限公司副总裁, 2023年3月至今任神州数码集团股份有限公司总裁。
陈振坤	财务总监	毕业于清华大学和 香港中文大学, 硕士 学位	2004年加入公司, 历任公司财务部副总经理, 运控中心副总经理、助理总裁, 财务部总经理, 运营总监等职务。2020年2月至2022年2月任神州数码集团股份有限公司副总裁, 2023年3月至今任山石网科通信技术股份有限公司董事, 2022年2月至今任神州数码集团股份有限公司财务总监。
李岩	副总裁	中国社会科学院研 究生院硕士	2000年加入公司, 历任神州数码(中国)有限公司集团办常务副总经理, 品牌市场部和经营管理部总经理, 神州数码(中国)有限公司副总经理, 广州神州数码信息科技有限公司副总经理, 上海神州数码有限公司董事兼副总经理等职务。2016年至2020年任神州数码集团股份有限公司人力资源总监, 2021年4月至今任神州数码集团股份有限公司副总裁。
李京	副总裁	北京航空航天大学 学士	2018年1月至2019年12月任上海云角信息技术有限公司副总经理, 2020年1月至2020年12月任北京神州数码云计算有限公司总经理。2020年2月至今任神州数码集团股份有限公司副总裁。
韩智敏	副总裁	清华大学硕士	2010年加入公司, 历任华为事业部总经理, 华为本部总经理、助理总裁, 华为业务群组总经理等职务。2018年4月至今任神州数码集团股份有限公司副总裁。
吕敬	副总裁	中欧国际工商学院 硕士	2000年加入公司, 历任公司外设部销售经理、大区总监, Dell事业部副总经理、总经理, 终端业务群组总经理等职务。2018年4月至今任神州数码集团股份有限公司副总裁。
吴昊	副总裁	北方交通大学学士	2001年加入公司, 历任信创业务集团副总裁、企业服务集团总经理等职位。2019年9月至今任神州数码集团股份有限公司副总裁。
陆明	副总裁	西安交通大学学士	2006年加入公司, 历任配件事业部深圳平台销售经理, 南区销售总监, Intel事业部产品总监、副总经理、总经理, 配件事业部一部总经理, 配件本部总经理等职务。2020年2月至今任神州数码集团股份有限公司副总裁。
李刚	副总裁	电子科技大学学士	2016年5月至2021年5月任威睿信息技术(中国)有限公司高级技术总监, 2021年8月至今任神州数码集团股份有限公司副总裁。
潘春雷	副总裁	毕业于清华大学和 香港中文大学, 硕士 学位	2000年加入公司, 历任企划办副主任, 业务发展部总经理、助理总裁, 云业务集团副总裁等职务。2020年2月至今任神州数码集团股份有限公司副总裁。
杨明朗	副总裁	中南大学学士	1999年加入公司, 历任公司笔记本事业部总经理, 联想终端本部总经理, 风险管理部总经理, 采购资金部总经理, 运营中心总经理等职务。2021年4月至今任神州数码集团股份有限公司副总裁。
周鹏	副总裁	华北电力大学硕士	2016年1月至2020年12月任神州数码信息服务股份有限公司工程院副院长。2022年8月至今任神州数码集团股份有限公司副总裁。
郑东	副总裁	北京信息科技大学 学士	1999年加入公司, 历任IBM事业部副总经理、IBM本部总经理、企业业务集团系统安全战略业务单元总经理、企业服务集团副总经理等职务, 2022年8月至今任神州数码集团股份有限公司副总裁。
朱丽英	副总裁	新加坡南洋理工大 学硕士	曾任文思海辉技术有限公司欧美业务集团副总裁、上海云角信息技术有限公司联合创始人兼总裁、神州数码集团股份有限公司云业务集团销售副总裁等职务, 现任公司企业云集团副总经理, 2023年3月至今任公司副总裁。
韩啸	副总裁	南昌大学学士	2007年加入公司, 历任戴尔事业部副总经理、智能终端战略本部戴尔事业部总经理、智能终端业务集团计算终端本部总经理等职务, 现任公司应用电子业务集团副总经理, 2023年3月至今任公司副总裁。
刘昕	董事会秘书	外交学院硕士	2017年4月加入公司, 历任投资者关系总监、投资者关系高级总监。2019年12月至今任神州数码集团股份有限公司董事会秘书。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司于 2023 年推出新一期股权激励，目标 2024 云计算及数字化转型营业收入达到 120 亿元，净利润达到 13.8 亿元。公司拟向 425 名激励对象授予 3239.76 万份股票期权，行权价格为 21.17 元/份，彰显了公司对云计算和自主品牌未来发展的信心，保证了公司核心人员的积极性和忠诚度。

表3: 公司股权激励考核目标

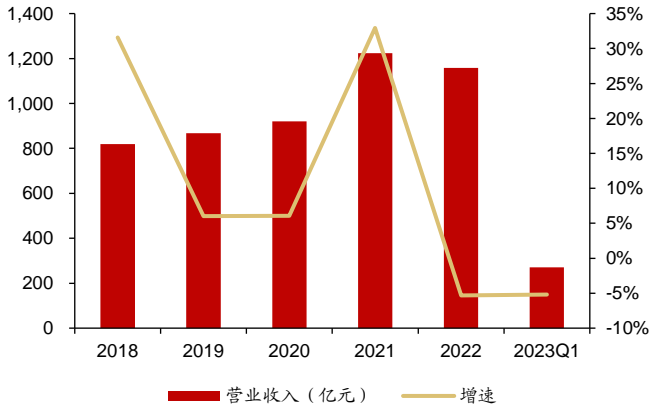
行权期	对应考核年度	云计算及数字化转型营业收入 和自主品牌营业收入		净利润	
		目标值(亿元)	触发值(亿元)	目标值(亿元)	触发值(亿元)
第一个行权期	2023	90.00	81.00	12.00	10.08
第二个行权期	2024	120.00	108.00	13.80	12.42

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

1.3 净利润持续增长，毛利率和净利率基本稳定

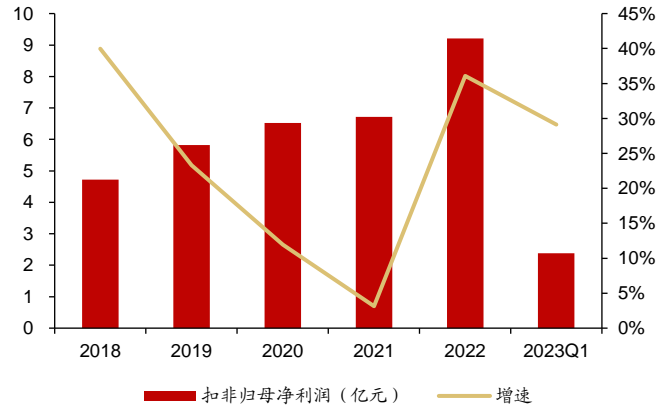
提质增效效果显著，扣非归母净利润持续增长。2018-2022 年营业收入 CAGR 为 9.08%，2022 年公司全年实现营业收入 1158.80 亿元，同比下降 5.32%。2021 年主要是大量远程学习办公需求激发叠加政府企业数字化转型加速，IT 产品需求不断增长；公司也加大了半导体业务分销力度提振了增值业务收入。2022 年公司践行提质增效战略，减少了部分毛利率较低的业务，整体营业收入略有下降。2023Q1 公司实现扣非归母净利润 2.38 亿元，同比增长 29.12%；2018-2022 年扣非归母净利润 CAGR 为 18.19%。

图3: 2018-2023Q1 公司主营业务收入及其增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

图4: 2018-2023Q1 公司扣非归母净利润及其增速 (亿元, %)

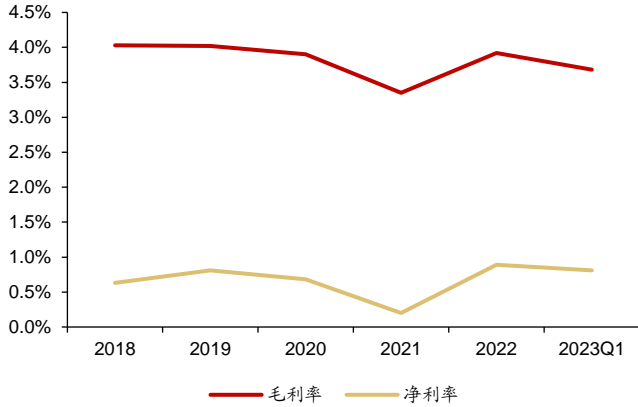


资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

净利率和毛利率整体保持稳定状态。2022 年公司净利率和毛利率分别达 0.89%和 3.92%，与往年基本持平。2021 年主要是增值业务中毛利率较低的半导体分销业务增长较大，从而拉低了整体毛利率；2022 年公司减少了部分毛利率较低的业务（如苹果品牌产品），毛利率相对较高的业务收入占比增长（如笔记本电脑、套件等产品和云计算及数字化转型业务），推动了毛利率的反弹。

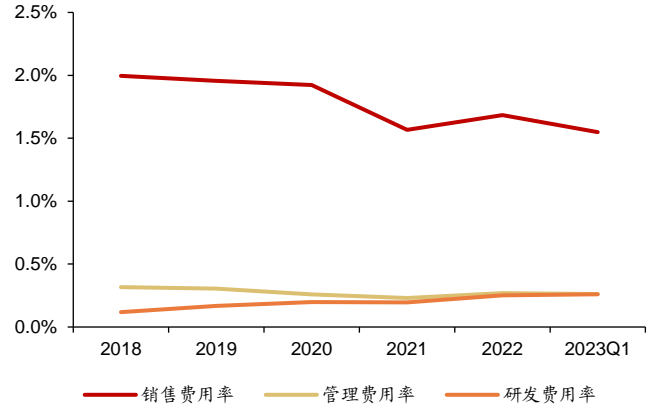
销售和管理费用率呈下降趋势，研发投入持续增加。2023Q1 公司销售费用率和管理费用率分别为 1.55% 和 0.26%，较 2022 年相比均有下降，费用管理情况良好；公司持续加大研发投入，研发费用率从 2018 年的 0.12% 上升至 2022 年的 0.25%，2023Q1 研发费用率进一步上升至 0.26%，研发投入持续增加。

图5：净利率和毛利率整体保持稳定状态（%）



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

图6：销售和管理费用率呈下降趋势，研发投入持续增加（%）



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

1.4 分销业务占主导，云+信创增长迅速

聚焦 IT 分销、云计算及数字化转型和自主品牌三大业务。IT 分销及增值服务业务方面，公司是中国最大的、涉及领域最广的 IT 领域分销和增值服务商，覆盖上万种 IT 产品。云计算和数字化转型业务方面，主要为企业客户提供云转售、云管理服务及数字化转型解决方案。信创业务方面，推出了自有品牌神州鲲泰系列产品，包括服务器、PC、路由器等。公司产品包括云原生产品、数字原生产品和基础架构产品三大类，同时也能提供“云+端”解决方案和通用解决方案。

图7：神州数码产品矩阵

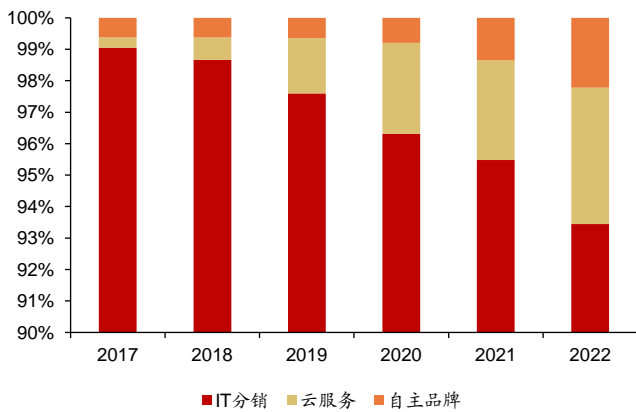
云原生产品	统一云管平台	统一云管平台					
	神州云 云原生平台CNP	架构管理	应用管理	应用架构	DevOps平台	数据服务 IT治理	
	云原生工具	楠竹OpenJDK	神州视讯				
数字原生产品	数据智能	云原生大数据平台	架构管理	DataOps平台	DeepInsightStudio		
	数据安全	数据安全管控平台	TDMP数据脱敏平台	数据分类分级平台	数据库审计	数据库防火墙	
	数据平台	神州云 Jarvis知识管理平台		神州云 Bluenic客户数据平台			
基础架构产品	商用终端	服务器(神州鲲泰)		单路服务器(神州鲲泰)	交换机(DCN) 交换机(神州云科)		
		商用笔记本(神州鲲泰)		双路服务器(神州鲲泰)	无线产品(DCN) 路由器(DCN)		
		商用投影机(神州云科)		通用计算服务器(神州云科)	AI服务器(神州鲲泰)	Imcloud网络管控平台(DCN)	
				企业级Linux服务器凌云平台LT2(神州云科)	实训教学(DCN)		
	数据库一体机	登云数据库一体机(神州云科)					
	安全	网络安全(DCN)					
	数据计算	应用交付		数据存储			
		云科云就绪系列(神州云科)		超融合基础架构(神州云科)			
		云科高性能可扩展系列(神州云科)		分布式存储(神州云科)			
		云科通明湖系列(云科通明湖)		云原生容器一体机(神州云科)			
		云科虚拟化软件系列(神州云科)		数据保护及容灾系统(神州云科)			
				数据存储系统(神州云科)			

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

IT 分销业务占比超 9 成，云+信创营收占比快速扩大。从营收结构来看，IT 分销业务依然是公司绝对主导业务，2022 年其营收占比 93.45%，但呈现出逐年下降的趋势。公司云计算和数字化转型业务营收占比快速扩大从 2017 年的 0.32% 上升至 2022 年的 4.33%，现已成为第二大业务，上云需求的增加有望推动占比继续扩大。自主品牌 2022 年营收占比为 2.22%，随着 2020 年厦门信创生产基地落成投产，其营收占比持续提升。

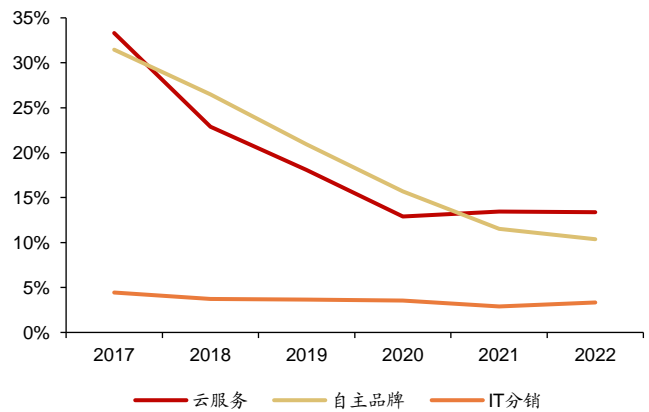
云服务和自主品牌毛利率高于 IT 分销，逐渐趋于稳定。公司 IT 分销业务的毛利率水平较为稳定，保持在 3% 至 4% 左右。2020 年以来云计算和数字化转型业务的毛利率基本稳定，维持在 13% 左右。2021 和 2022 年自主品牌的毛利率有所下降，主要系毛利率较低的神州鲲泰系列 PC 及服务器业务占比逐渐提升，但总体上趋于稳定。

图8：IT 分销业务占比超 9 成，云+信创营收占比快速扩大（%）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图9：云服务和自主品牌毛利率趋于稳定（%）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.5 发行可转债募资三大建设项目，加码信创和数云融合业务

可转债募投项目加码信创和数云融合业务。2023 年公司将向不特定对象发行可转换公司债券，总额为 13.39 亿元，主要用于建设神州鲲泰生产基地项目、数云融合实验室项目、信创实验室项目以及补充流动资金，以提升公司信创产业市场份额、深化数云融合战略布局。

神州鲲泰生产基地项目将提升公司信创产品产能。公司将在合肥市包河经济开发区建设生产基地，助力扩大信创业务规模，加快信创战略的推进。项目建成后将形成新增 PC 产能 30 万台、服务器产能 15 万台，网络产品产能 30 万台，并实现生产链条的完善，提升公司的综合竞争力。

数云融合实验室项目将进一步深化现有云业务。项目围绕云原生数据平台、数云融合工作台、数据场景应用架构三个主要方向进行深入研究和开发，并实现软件工具、解决方案、技术维护服务的输出。有望实现对企业数字化转型业务服务能力的进一步提升，对公司现有业务进行深化和补充。

信创实验室项目重点提升云原生算力解决方案和算力体验。项目拟建设信创实验室以研发新型 DPU（Data Processing Unit，数据处理器）算力设备，并在此基础上研发下一代 IaaS 平台和云原生 PaaS 平台。项目围绕自主研发的新型算力设备和兼容各类信创设备的云原生软件环境，构建适应最新 IT 服务资源需求的算力体系，为客户提供完整的云原生算力解决方案和完善的算力体验。

图10: DPU 在云计算场景可以实现全卸载



资料来源: 通信世界, 浙商证券研究所

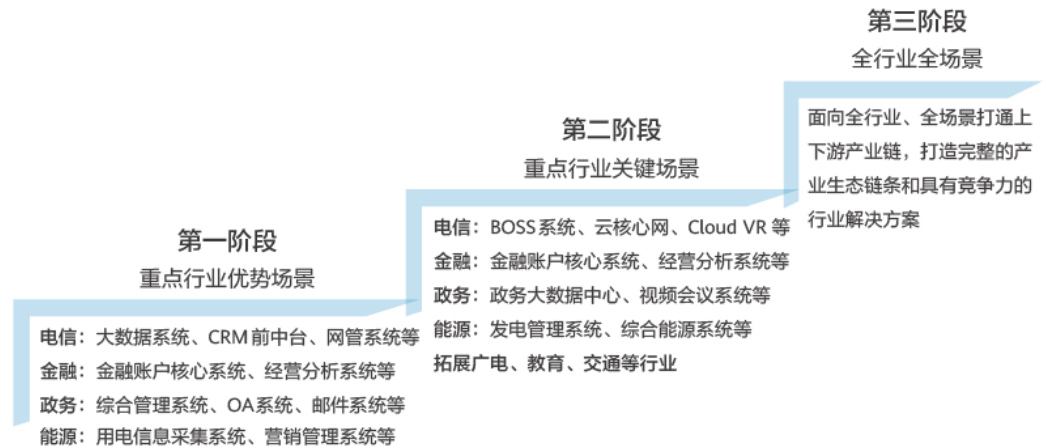
2 信创: 深度参与华为鲲鹏生态, 借助昇腾布局 AI 算力

2.1 华为鲲鹏生态已成为中国实现自主可控的重要基石

鲲鹏信创生态体系占据重要市场份额。以华为、中国电子、中国电科和中科院为代表的机构已基本形成较为完整的信创生态。华为立足于鲲鹏处理器, 聚集上下游企业形成鲲鹏信创生态体系, 以鲲鹏芯片为核心打造鲲鹏生态, 通过生态联盟、开源社区等方式构建信创产业链, 鲲鹏 CPU 在行业客户的服务器领域占据了重要市场份额。

鲲鹏生态在硬件、开源基础软件、应用场景等方面具备显著优势。硬件方面, 鲲鹏处理器具有多核高效能、大内存带宽、高集成度等技术特征, 鲲鹏主板则全面共享华为在服务器领域积累的整机设计和工程能力, 降低伙伴整机设计和开发难度。开源基础软件方面, 华为 openEuler 开源操作系统吸引了全球开源贡献者; openGauss 开源数据库内核则是源自 PostgreSQL, 具有高性能、高安全、易运维和全开放特点; openLooKeng 开源数据虚拟化引擎具备跨数据源/数据中心分析能力和面向交互式、批、流等融合查询能力。在应用场景方面, 鲲鹏生态在大数据处理、分布式存储、Arm 原生应用等领域拥有显著优势。

图11: 鲲鹏行业发展路径



资料来源: 鲲鹏计算产业发展白皮书, 浙商证券研究所

鲲鹏生态拥有大量优秀合作厂商，神州数码是重要的整机合作伙伴。华为鲲鹏生态已经有包括神州鲲泰（神州数码）、新华三、湘江鲲鹏（拓维信息）在内的 10 余个整机伙伴，基础软件方面的 OS、数据库云平台等领域也有大量的相关公司参与合作；行业应用方面，在金融、政府、运营商、电力、教育、医疗、交通和制造等行业形成了数十家合作伙伴的鲲鹏生态合作格局。

图12：鲲鹏生态相关领域合作伙伴



资料来源：鲲鹏社区官网，浙商证券研究所

ARM 生态有望在服务器端和 PC 端延续领先。ARM 在移动端有着不可比拟的优势，是当前全球最大计算生态系统的底层架构，目前约占 90%左右的移动和 IOT 市场，发货量超 1500 亿。ARM 在移动端生态较为完善，且在并发性能、功耗、集成度等方面都保持着领先优势，后续这一优势有望从移动端逐步延续到服务器端和 PC 端。而且 ARM 架构授权模式允许合作者兼顾自主发展和共享生态，加速产业链多样化。

鲲鹏 920 芯片在诸多参数上优势明显。鲲鹏 920 是目前业界领先的 ARM-based 处理器。其基于 Armv8 永久授权，由华为公司自主设计完成，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%。相比于其他国产 CPU，鲲鹏 920 系列在多个参数具备较强竞争优势。

表4：国内外典型 CPU 厂商产品的参数对比

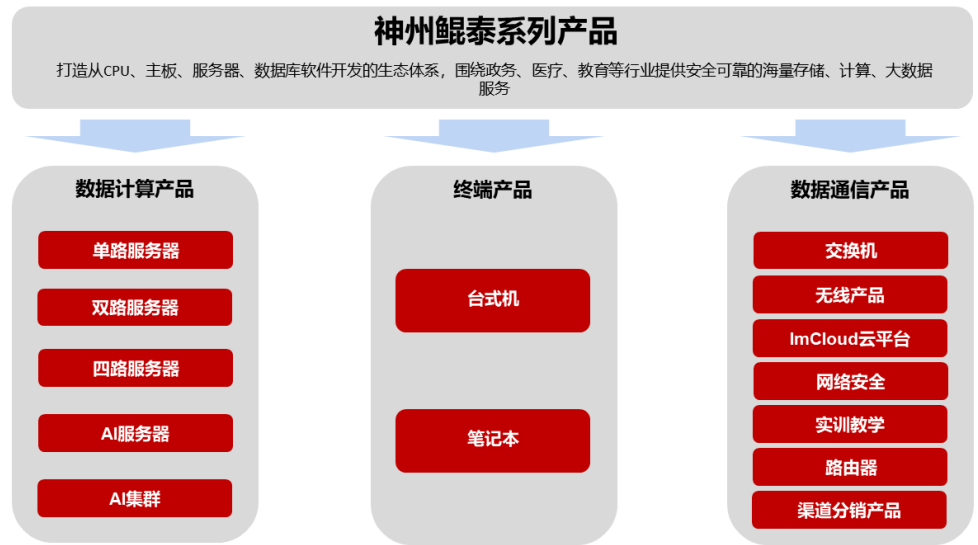
公司	Intel	AMD	海光	兆芯	华为	飞腾	龙芯	申威
品牌	Xeon 6354	EPYC 7542	海光 7285	开胜 KH-30000	鲲鹏 920-7260	S2500	企业级 3C5000L	申威 1621
指令集	x86	x86	x86	x86	ARM	ARM	LoongArch	SW_64
核心数	18	32	32	8	64	64	16	16
超线程	36	64	64	不支持	不支持	不支持	不支持	不支持
主频	3.0GHz	2.9GHz	2.0GHz	3.0GHz	2.6GHz	2.2GHz	2.2GHz	2.0GHz
内存类型	DDR4	DDR4	DDR4	DDR4	DDR4	DDR4	DDR4	DDR3
内存通道数	8	8	8	2	8	8	4	8
最高内存频率	3200MHz	3200MHz	2666MHz	2666MHz	2933MHz	3200MHz	3200MHz	2133MHz
PCIe 通道数	64	128	128	16	40	17	32	16
产品定位	服务器 CPU	服务器 CPU	服务器 CPU	服务器 CPU	服务器 CPU	服务器 CPU	服务器 CPU	服务器 CPU

资料来源：海光信息招股书，浙商证券研究所

2.2 深度实践鲲鹏生态，鲲鹏 AI 服务器布局算力

鲲鹏系列覆盖服务器、终端和数据通信产品，服务器均采用华为鲲鹏处理器。公司推出了自有品牌神州鲲鹏系列产品，包括服务器、PC、路由器等，并迅速在政企、金融、运营商、互联网、交通、能源等多个行业取得突破落地。在基础设施领域形成了覆盖数据计算产品、终端产品和数据通信产品的自有产品体系，其中鲲鹏系列服务器均采用了鲲鹏 920 处理器。

图13：神州鲲鹏系列产品矩阵



资料来源：神州鲲鹏官网，浙商证券研究所

与华为鲲鹏深度合作，已跃居鲲鹏生态第二。在 2023 华为中国合作伙伴大会上，公司荣获华为“总经销商杰出贡献奖”、“服务销售突出贡献奖”、“优秀联合营销奖”、“计算优秀整机合作伙伴奖”等等，双方合作持续进化。公司神州鲲鹏服务器在整个鲲鹏生态伙伴里面排名也从 2020 年的第四名提升到 2022 年的第二名。

AI 服务器采用昇腾芯片，涵盖训练、推理和边缘计算。目前公司有三款 AI 服务器，分别应用于训练、推理和边缘计算，处理器采用鲲鹏，AI 加速卡均使用昇腾芯片。公司 2020 年加入信创产业时即开启与华为昇腾产品线的合作，是华为第一批 AI 服务器三家合作伙伴之一。目前 AI 服务器收入在公司信创业务中占比约 10%，未来有望继续增加。

表5：神州鲲鹏系列主要 AI 服务器产品情况

型号	类型	处理器	AI 加速卡	AI 算力
KunTai A924	训练服务器	4*鲲鹏 920 处理器，支持 48 核	8*昇腾 910	最大 512Tops Int8 或 256Tops FP16
KunTai A722	推理服务器	2*鲲鹏 920 处理器，支持 32、48、64 核可选	昇腾 310 处理器，最大支持 8 张 Atlas 300V 视频解析卡或 Atlas 300I Pro 推理卡或 Atlas 300V Pro 视频解析卡	最大 1120 TOPS INT8
KunTai A222	边缘服务器	1*鲲鹏 920 处理器，24 核	昇腾 310 处理器，最大支持 3 张昇腾 Atlas 300V 视频解析卡或 Atlas 300I Pro 推理卡或 Atlas 300V Pro 视频解析卡	最大 420 TOPS INT8

资料来源：神州鲲鹏官网，浙商证券研究所

公司信创产品已经在政企、金融、运营商、互联网、交通、能源等多行业实现落地。运营商行业，公司入围中国移动、中国联通多个逾亿元基础设施部署项目；金融行业，入围建设银行、兴业银行、人保等基础设施建设项目，同时在江苏银行、山东农信、浙江农信、四川银行等区域银行也取得广泛突破；政企行业，全方位助力福建省税务和厦门市税务全电发票“金税四期”建设等项目；能源行业，入围国家电网“2022年第五次市场化来源项目物资采购项目”和南方电网“2022年信息类硬件设备第一批框架招标项目”；教育行业，“神州鲲泰信创教育解决方案”在广州信息职业技术学院试点之后在全国各地落地实践，并成功入选《2022年福建省信息技术应用创新解决方案》。

2.3 具备“算网一体”全链条产品，入主山石网科完善安全体系

公司拥有“算网一体”全链条信创产品体系。神州数码打造包括计算、人工智能、终端在内的神州鲲泰系列产品，加上多年积累的DCN网络数通产品，打造“算网一体”的数据中心全链条产品体系，为各行业的数字化转型提供坚实的底座。结合自身“数云融合”发展战略，为客户提供容纳多元算力的异构云平台，满足复杂、差异性的场景需求。

图14：神州数码全产业链条产品



资料来源：亿欧智库，浙商证券研究所

加码安全产业布局，神州数码入股山石网科。2023年公司旗下全资子公司神州云科收购了山石网科11.95%股份。山石网科专注于网络安全领域前沿技术的创新，致力于为用户提供全方位、更智能、零打扰的网络安全解决方案服务，业务涵盖云安全、边界安全、内网安全、数据安全、业务安全、智能安全运营以及安全服务和运维等多个领域，为来自政府、金融、运营商、互联网、教育、医疗等行业的超过23000家客户提供高效、稳定的安全防护。

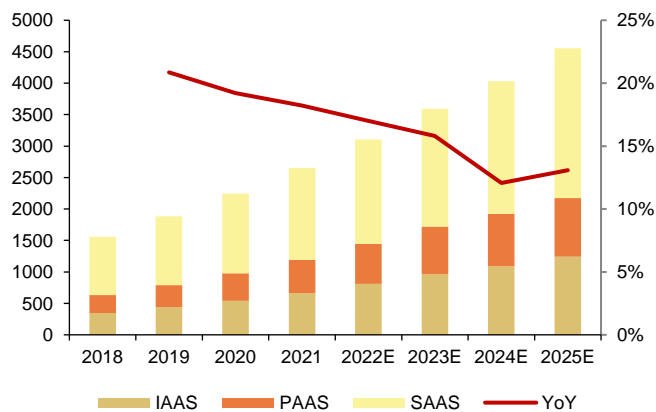
借助山石网科完善“数云融合”安全体系，推动双向赋能。公司借此机会有望进一步逐步提升自身网络安全技术和服务的实力，增强赋能企业数字化转型过程中的服务能力，完善“数云融合”的安全体系，同时依托数字中国服务联盟、千帆计划等强大的生态能力，帮助山石网科的增强市场覆盖并提升市场竞争力。未来通过积极交流和能力互补，和在产品、营销、产业生态构建等方面的业务协同，充分利用各自优势，推动双向赋能。

3 云计算和数字化转型：上云需求带动行业扩张，公司核心竞争优势显著

3.1 企业上云需求增加，云计算业务迎来广阔 beta

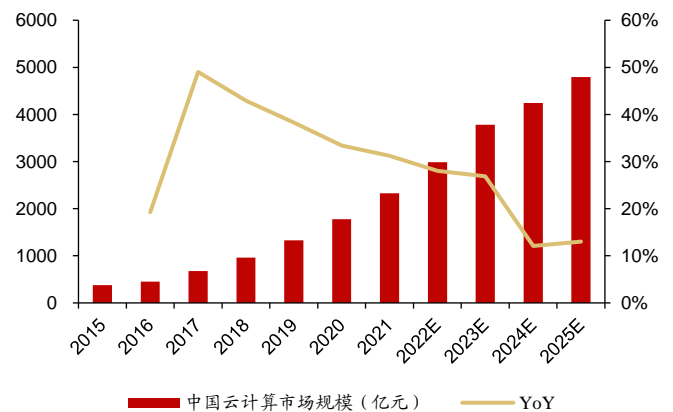
全球云计算市场高速扩张，有望带动云管理市场持续增长。作为全球信息产业界公认的发展重点，各国政府积极加快本国云计算的战略布局 and 产业发展，全球信息产业企业不断加快技术研发、企业转型以抢占云计算市场空间。根据艾媒咨询，2021 年以 IaaS、PaaS 和 SaaS 为代表的全球云计算市场规模达到 2654 亿美元，2025 年将达到 4557 亿美元。受新基建等政策的影响，以及企业数字化转型的需求增加，企业对云计算的服务需求持续增长，中国云计算市场有望加速发展。根据艾媒咨询，2021 年中国云计算市场规模达 2330.6 亿元，预计 2025 年市场规模可达 4795.4 亿元。

图15：全球云计算市场规模及增速（亿美元，%）



资料来源：艾媒咨询、浙商证券研究所

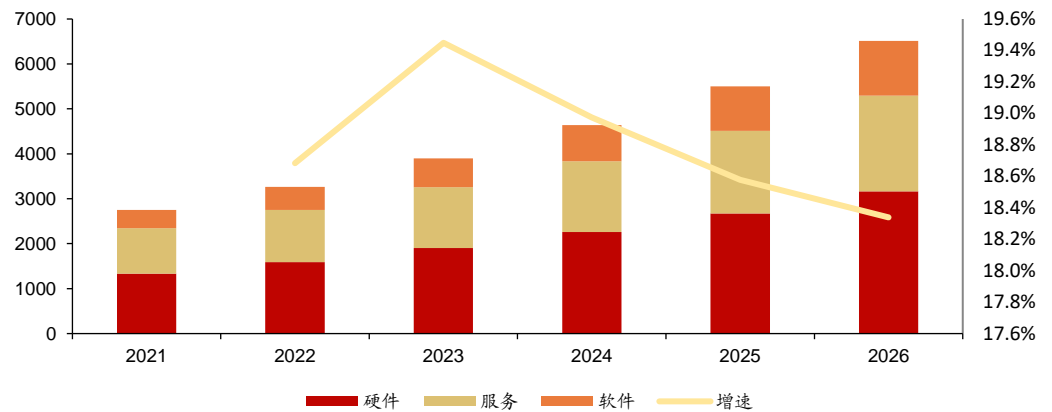
图16：中国云计算市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：艾媒咨询、浙商证券研究所

云计算规模扩张助推我国数字化转型行业发展。近年来数字经济已经成为构建中国现代化经济体系的重要引擎，随着数字经济的蓬勃发展，以云为基础的数字化转型的加速与深化，正推动更多企业对云计算的需求继续保持高增长态势。云计算技术能够提升企业数字化转型的敏捷性、安全性并降低企业转型成本，是数字化转型的基石和助推器。根据国际数据公司（IDC）预测，中国2026年数字化转型总支出将达到2.38万亿美元，2022-2026年总体增长率将维持18%至20%之间。

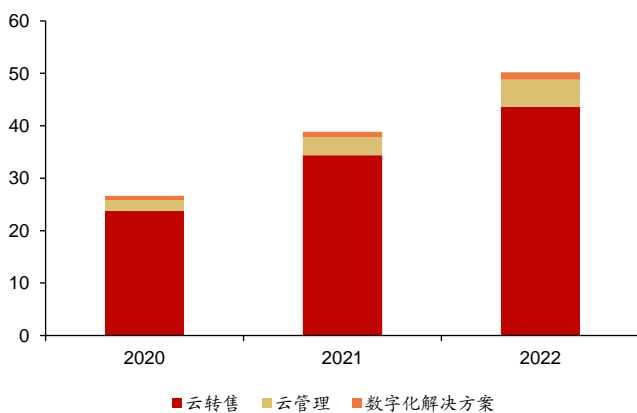
图17: 中国数字化转型支出规模及增速 (亿美元, %)



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

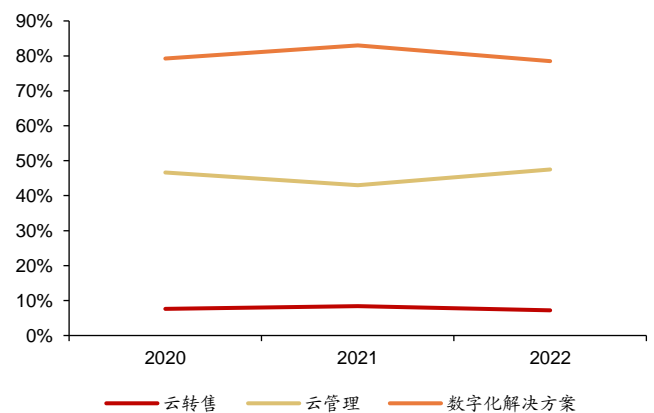
公司云管理和数字化解决方案业务有望持续保持高增长、高毛利状态。目前公司云计算和数字化转型业务主体为云转售业务，2022年营收占比为86.8%，毛利率为7.2%；云管理和数字化解决方案的增速较快，2022年分别同比增长50.6%和40.9%，且二者毛利率相对较高，分别达到47.5%和78.5%。

图18: 公司云转售、云管理、数字化解决方案营收情况 (亿)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图19: 公司云转售、云管理、数字化解决方案毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

3.2 云管理 MSP: 提供全生命周期服务, 实现多行业业务创新

提供全生命周期服务, 覆盖全球主流公有云厂商。在云管理服务方面, 公司为企业级客户提供咨询、培训、迁移、实施、运维和支持、优化和安全等一系列全生命周期的服务, 利用公司自主研发的云管理平台, 帮助客户实现多云及混合云资源的一站式管理。公司云管理服务能力已经全面覆盖全球五大公有云 (AWS、Azure、Aliyun、谷歌云、腾讯云) 与国内主流公有云厂商。

图20: 公司云服务架构



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

公司云管理业务已在多个行业实现业务创新。零售快消领域, 对企业云平台进行重新架构规划, 支持“双十一”及“双十二”期间的大规模快速扩容, 保证平稳运行; 汽车行业, 设计了近 1000 台服务器规模的混合云平台整体架构, 协助客户设计并部署安全方案, 并进行等保升级; 能源行业, 设计整体云端架构, 对生产、测试及预生产环境进行隔离, 有效保证客户业务连续性管理, 降低 IT 托管及运维成本; 在医药行业, 在云端进行容器平台设计及搭建, 将资源进行池化管理, 所有负载实现了 99.95% 的 SLA, 部分实现 DevOps。

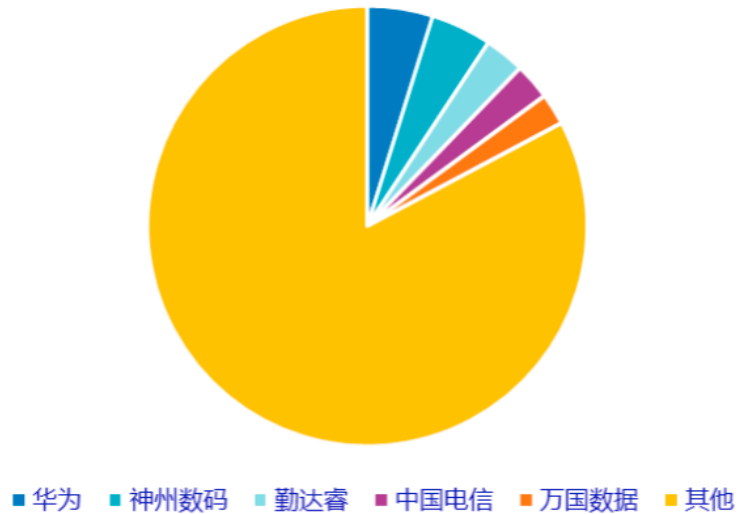
厦门超算中心云上服务打造标杆, 核心业务有望进一步扩容。厦门超算中心采用神州鲲泰系列服务器, 8 通道的内存技术具有高核心、高并发、高效能、高内存的特点。依托神州鲲泰服务器以及云计算服务能力的优势, 强化专有云助力效用, 在保证各项性能具有公有云级别成熟度的情况下, 兼顾私有云的安全可控, 服务模式上也升级为集咨询规划、建设实施、业务迁移、运营运维到优化改进为一体的全生命周期数字化服务。公司智慧警务等核心业务进一步扩容, 对智慧园区等产业数字化转型和国产化支撑能力也有所提升。

3.3 云管理行业地位领先, 具备核心竞争优势

地位优势: 国内云管理市场份额位居第二。据 IDC 发布《中国云运维管理服务市场 (2022 上半年) 跟踪》报告显示, 2022 上半年中国云运维管理服务市场整体规模达到 41.0 亿元人民币, 同比增长为 17.4%, 神州数码在整体市场份额占比中稳居 Top 2, 位居行业领先水平, 并连续多年在 IDC《中国第三方云管理服务市场》报告排名中位列 TOP3, 在混合多云场景下的云上运维、云原生应用等方面也拥有丰富实践和积累。

图21：中国云运维管理服务市场份额情况（2022H1）

中国云运维管理服务市场份额占比，2022H1



资料来源：IDC 中国，神州数码官网，浙商证券研究所

技术优势：云计算产业服务技术国内领先。 公司团队已获得微软、AWS、阿里云、RedHat、Oracle、华为等国内外顶级云相关专业化认证的人员超过 550 人次。公司是国内少数能够在多云环境下实现 MSP 服务、对云平台原生 PaaS 监控、帮助客户在多云环境下实现数字化应用开发的企业之一。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能力；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。

经验优势：产业级云计算服务案例经验丰富。 公司积累了大量成功的行业云服务成熟运营经验，以及世界五百强客户为代表的标杆性成功案例方案。公司可以实现包括大数据、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。

资源资质优势：云资源和云业务全牌照资质。 公司云管理服务能力已经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，拥有从云到端的、完善的技术研发、方案服务能力。公司是国内少数拥有 IDC（含互联网资源协作）、ISP、ICP 牌照且能够对接所有主流云资源厂商的企业。

3.4 数字化解决方案 ISV：涵盖三大核心产品，深度融合 AI 技术

数字化转型解决方案方面，公司的主要产品包括 TDMP 数据脱敏系统、客户数据平台 Bluenic 及 Jarvis 人工智能知识平台等。

TDMP 数据脱敏系统——开箱即用的敏感数据安全防护应用。 TDMP 数据脱敏系统能自动、智能且精准的识别各类企业常用敏感数据类型，对敏感数据进行变形、屏蔽、替换、加密等，实现隐私数据去敏感化。通过选用特定的脱敏算法，还可以保证脱敏数据的仿真性、关联性和唯一性，在确保业务正常的同时保护敏感信息不被泄露。TDMP 数据脱敏平台目前已经上线阿里云生态集成认证中心，成为首批数据脱敏类独家产品，神州数码

数据库审计系统 V1.0 获得公安部销售许可证，同时也已经完成了多家应用案例的成功落地。

图22: TDMP 数据脱敏系统成功应用案例



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

Bluenic 平台——满足企业客户数据营销转型。公司的客户数据平台 Bluenic 运用大数据技术、AI 技术对多渠道消费者数据进行整合，即可针对不同需求提供相应数据分析报告，支撑客户通过差异化营销实现精准触达。实现跨渠道客户 ID 唯一化和标签化，解决数据获取渠道有限和个人信息定位缺乏的问题，满足了企业营销模式转型的需求。从客户运营层面提升了企业市场决策效率，消费者体验，运营效率和营销精准度等。

图23: Bluenic 客户数据平台主要功能



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

Jarvis 人工智能知识平台——平台统一管理企业 AI 应用。Jarvis 人工智能知识平台基于全球领先的人工智能技术平台以及公司企业级市场经验实现智能对话，并在多家世界 500 强企业实现了场景的可行性验证。公司进一步通过 **Google 的 BERT 模型** 实现可私有化部署的 ChatBot，使得 Jarvis 能够利用无需预标记的数据进行训练，令企业客户可以在极短时间内上线自己的聊天机器人。

图24：JARVIS-会话机器人界面



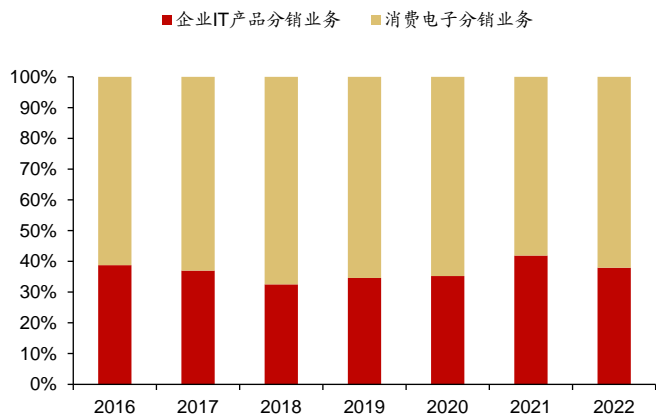
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4 IT 分销和增值业务：行业龙头地位超然，持续增质提效

公司是 IT 分销行业龙头，领先优势显著。公司是我国 IT 分销龙头企业，连续多年蝉联中国 IT 增值分销商 12 强榜首。消费电子业务领域，公司不断创新营销理念，拓展分销商价值链，持续推动分销业务复合增长；企业增值业务领域，公司不断强化技术支持核心能力，持续全面产品布局，已经成为国内增值分销领域覆盖产品和品牌范围广阔、技术能力全面、营收规模具有领先优势的分销商。

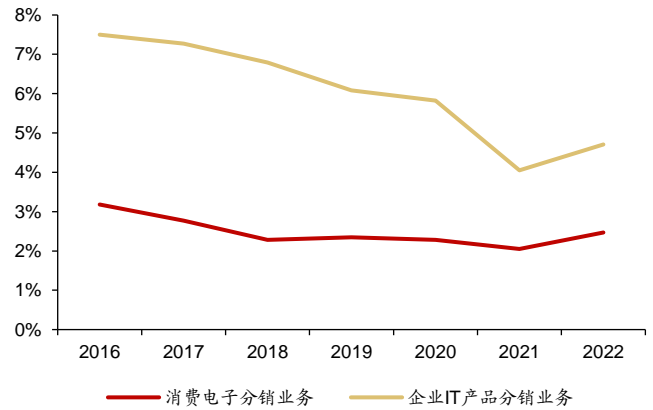
公司 IT 分销和增值业务分为消费电子业务和企业增值业务。消费电子业务的终端客户为日常消费者，业务范围覆盖笔记本电脑、套件、台式机、消费 IT 及计算机外围设备等几十个品类，公司代理的品牌包括苹果、华硕、联想、惠普、戴尔、Intel、AMD 等。企业增值业务主要是向企业级客户销售网络产品、服务器、存储设备、套装软件等产品，并为客户提供方案设计、技术交流和培训等多种增值服务。2022 年消费电子业务营收占 IT 分销的 62.02%，毛利率为 2.47%，企业增值业务占比为 37.98%，毛利率为 4.71%。

图25: 公司 IT 分销业务构成 (%)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图26: 公司 IT 分销业务各板块毛利率 (%)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

践行提质增效，优化销售结构。公司将提质增效做为全年的重点工作之一，促进管理效能提升的同时，主动聚焦高价值、高毛利业务。传统分销业务利润端表现亮眼，盈利能力继续提升。同时，公司内部管理能力进一步提升，运营水平以及资金使用效率在保持行业领先的基础上继续优化，营销体系也进一步升级。

公司拥有国内最大的 To B 销售网络渠道优势。通过二十年积累，公司构建了遍布国内 1000 余座城市、覆盖各大垂直行业、整合 30000 余家销售渠道的全国最大 To B 销售渠道网络。这一渠道网络是公司长期深耕细作、日积月累的成果结晶，资源价值极大、竞争壁垒极高，对客户特别是大 B 企业级客户形成了超高粘性。

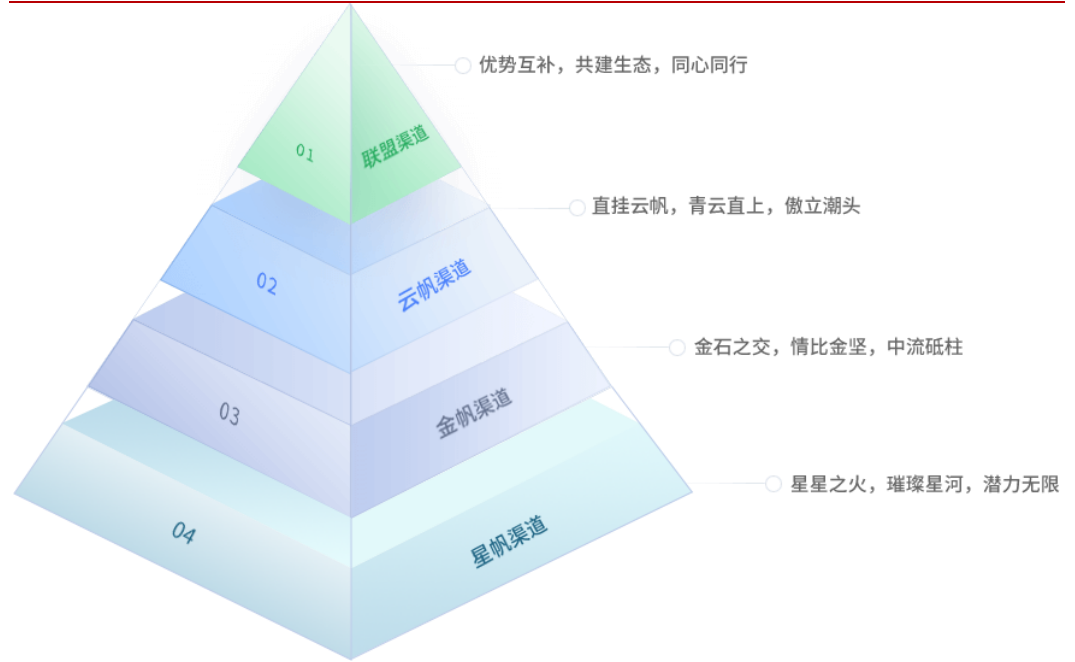
图27: 神州数码部分合作厂商 (截至 2023 年 8 月)



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

打造“千帆生态”为伙伴提供营销推广支持。2019 年底，公司发起核心渠道“千帆计划”，致力于打造全新的合作伙伴关系与生态建设图景，合力把握数字经济发展机遇，共同应对市场环境中的不确定性。2020 年 11 月“数字中国服务联盟”正式成立，截至 2022 年 9 月联盟成员已经达到 60 家，成员聚焦“开放”、“技术”、“服务”三个关键词，推动服务升级，打破组织边界，持续打造聚合共生的数字新生态。

图28：神州数码集团千帆计划



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

5 盈利预测和估值

预计 2023-2025 年营收达到 1,229.79 / 1,325.46 / 1,436.66 亿 (+ 6.13%/7.78%/8.39%) :

(1) IT 分销业务：公司 IT 分销业务包括针对个人的消费电子及针对企业的增值业务，公司从去年开始逐步进行提质增效工作，主动减少低毛利业务，22 年实现收入 1082.75 亿 (-7.33%)，随着经济的恢复，个人消费电子、企业增值业务增速有望逐步修复，未来有望实现收入毛利双增长，预计 23-25 年收入有望达到 1130.02 / 1194.64 / 1265.80 亿 (+ 4.37%/5.72%/5.96%) ;

(2) 云计算及数字化转型：公司云计算及数字化转型业务主要针对企业上云需求，包括云资源转售、公有云管理以及数字化转型解决方案，近年来数字经济已经成为构建中国现代化经济体系的重要引擎，随着数字经济的蓬勃发展，以云为基础的数字化转型的加速与深化，正推动更多企业对云计算的需求继续保持高增长态势，22 年业务营收 50.23 亿 (+29.29%)，公司可为客户上云提供全流程的解决方案，有望显著受益于企业上云需求的释放，未来收入增速有望持续增长，预计 23-25 年营收达到 63.45 / 78.94 / 95.92 亿 (+ 26.33%/24.41%/21.51%) ;

(3) 自主品牌：公司自主品牌业务主要为与华为合作进行鲲鹏、昇腾服务器的生产和销售，华为立足于鲲鹏处理器，聚集上下游企业形成鲲鹏信创生态体系，以鲲鹏芯片为核心打造鲲鹏生态，通过生态联盟、开源社区等方式构建信创产业链，鲲鹏 CPU 在行业客户的服务器领域占据了重要市场份额，公司推出了自有品牌神州鲲泰系列产品，包括服务器、PC、路由器等，并迅速在政企、金融、运营商、互联网、交通、能源等多个行业取得突破落地，22 年收入 25.7 亿 (+55.75%)，未来公司的自主品牌业务收入有望持续受益于信创中华为生态的推进进程，并且随着公司旧产线的产能爬坡以及新产线的投产，未来增速有望持续高速增长，23-25 年收入有望达到 36.19 / 51.75 / 74.79 亿 (+40.79%/42.99%/44.53%) ;

毛利率：公司 2022 年毛利率为 3.92%，公司在 IT 分销业务上持续进行增质提效，IT 分销业务毛利率有望稳步提升；与此同时，更高毛利率的云业务、自主品牌业务收入占比有望持续提升，进一步驱动公司未来综合毛利率有望逐步提升，因此我们预计公司 23-25 年毛利率水平分别为 4.23%/4.26%/4.34%；

费用率：我们认为公司未来人员增速有望得到控制，公司人均产出和人均效率稳步提升，带动公司销售、管理费用率稳步下降；同时公司逐步提升的研发费用将随着公司收入规模的扩大和运营能力的提升逐渐被摊薄，因此我们预计 2023-2025 年销售费用率为 1.68%/1.67%/1.65%、管理费用率 0.27%/0.25%/0.22%、研发费用率 0.24%/0.24%/0.23%；

归母净利润：归母净利润分别为 12.11/14.05 / 17.22 亿（+ 20.56%/16.01%/22.61%）。

表6: 盈利预测（亿、%）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,158.80	1,229.79	1,325.46	1,436.66
yoy	-5.32%	6.13%	7.78%	8.39%
IT 分销业务	1082.75	1130.02	1194.64	1265.80
yoy		4.37%	5.72%	5.96%
云计算及数字化转型	50.23	63.45	78.94	95.92
yoy		26.33%	24.41%	21.51%
自主品牌	25.70	36.19	51.75	74.79
yoy		40.79%	42.99%	44.53%
其他	0.12	0.13	0.14	0.14
yoy		5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	3.92%	4.23%	4.26%	4.34%
销售费用率	1.69%	1.68%	1.67%	1.65%
管理费用率	0.27%	0.27%	0.25%	0.22%
研发费用率	0.25%	0.24%	0.24%	0.23%
归母净利润	10.04	12.11	14.05	17.22
yoy		20.56%	16.01%	22.61%

资料来源：wind、浙商证券研究所

我们以同行业公司拓维信息、中国长城、浪潮信息、中科曙光为可比公司，考虑到公司为华为重要生态合作伙伴，有望持续受益于华为在信创市场拓展的大趋势，因此预计公司 2023-2025 年实现营收 1229.79/1325.46/1436.66 亿元，同比+6.13%/7.78%/8.39%；实现归母净利润 12.11/14.05/17.22 亿元，同比+20.56%/16.01%/22.61%；对应 EPS 为 1.81/2.10/2.57 元，当前股价对应 PE 为 14.36/12.38/10.10 倍，首次覆盖，给与“增持”评级。

表7: 可比公司情况 (亿元, 2023.8.4)

		总市值 (亿)	归母净利润 (亿)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002261.SZ	拓维信息	231.09	-10.13	1.26	1.68	--	-8.22	184.01	137.55	--
000066.SZ	中国长城	408.39	1.20	5.54	7.83	10.27	273.55	73.67	52.11	39.76
000977.SZ	浪潮信息	744.90	20.80	25.19	31.81	37.96	15.14	29.57	23.42	19.62
603019.SH	中科曙光	682.61	15.44	20.08	25.89	32.39	20.99	34.00	26.36	21.08
							平均值	80.31	59.86	26.82
000034.SZ	神州数码	179.93	10.04	12.11	14.05	17.22	17.32	14.36	12.38	10.10

资料来源: Wind、浙商证券研究所。注: 神州数码使用本报告预测值, 可比公司数据自 Wind 一致预期

6 风险提示

上游供应链风险: 如果公司无法获得足够支撑业务发展的芯片等材料, 可能会影响公司业绩表现;

提质增效转型升级的风险: 公司持续进行提质增效和转型升级, 如果进展不及预期则可能会影响公司整体业绩释放节奏;

下游主要客户的信创政策及资金导致信创不及预期的风险: 下游党政、央国企行业信创若相关政策不及预期、资金状况不及预期, 则可能会影响公司的订单情况;

下游信创需求释放节奏不及预期的风险: 公司产品以信创 PC 整机和服务器为主, 订单放量依赖于党政信创下沉及央国企行业信创加速, 若我国信创产业发展节奏不及预期, 公司相应产品需求可能下降, 从而拖累公司业绩;

市场竞争加剧的风险: 公司持续推进产业转型升级, 而新产品、新业务投资大、周期长, 存在一定的不确定性; 同时行业内竞争对手的加入与壮大, 产业竞争可能会进一步加剧。

表附录：三大报表预测值
资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	32,471	33,818	35,077	36,434
现金	4,322	4,761	4,889	5,079
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	9,033	9,505	9,656	9,848
其它应收款	297	342	405	479
预付账款	5,771	5,889	6,091	6,184
存货	12,495	13,086	13,746	14,503
其他	554	237	288	341
非流动资产	7,745	7,815	7,849	7,881
金融资产类	255	269	279	289
长期投资	261	361	461	561
固定资产	194	231	259	284
无形资产	237	217	197	177
在建工程	217	117	68	33
其他	6,581	6,620	6,585	6,536
资产总计	40,216	41,633	42,926	44,315
流动负债	27,539	28,473	28,815	28,924
短期借款	8,330	7,830	7,330	6,830
应付款项	13,027	13,741	14,453	14,888
预收账款	0	0	0	0
其他	6,183	6,903	7,032	7,207
非流动负债	4,457	3,967	3,462	2,957
长期借款	4,100	3,600	3,100	2,600
其他	356	366	361	356
负债合计	31,996	32,440	32,277	31,881
少数股东权益	618	662	713	775
归属母公司股东权益	7,602	8,531	9,936	11,658
负债和股东权益	40,216	41,633	42,926	44,315

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	836	2,426	1,904	1,950
净利润	1,036	1,255	1,456	1,785
折旧摊销	112	133	151	169
财务费用	463	496	454	411
投资损失	43	123	133	144
营运资金变动	(979)	425	(339)	(599)
其它	161	(6)	50	40
投资活动现金流	(161)	(262)	(317)	(344)
资本支出	(239)	(19)	(64)	(80)
长期投资	(58)	(110)	(110)	(110)
其他	136	(132)	(143)	(154)
筹资活动现金流	(609)	(1,718)	(1,459)	(1,416)
短期借款	(1,191)	(500)	(500)	(500)
长期借款	2,400	(500)	(500)	(500)
其他	(1,817)	(718)	(459)	(416)
现金净增加额	130	439	128	190

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	115,880	122,979	132,546	143,666
营业成本	111,333	117,779	126,906	137,430
营业税金及附加	138	184	239	273
营业费用	1,953	2,064	2,210	2,367
管理费用	312	327	329	322
研发费用	291	299	316	330
财务费用	432	481	437	394
资产减值损失	(139)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动损益	10	0	0	0
投资净收益	(43)	(123)	(133)	(144)
其他经营收益	126	12	13	14
营业利润	1,323	1,672	1,940	2,379
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	1,324	1,673	1,941	2,380
所得税	288	418	485	595
净利润	1,036	1,255	1,456	1,785
少数股东损益	32	44	51	62
归属母公司净利润	1,004	1,211	1,405	1,722
EBITDA	1,895	2,287	2,529	2,943
EPS (最新摊薄)	1.50	1.81	2.10	2.57

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-5.32%	6.13%	7.78%	8.39%
营业利润	162.02%	26.43%	16.02%	22.63%
归属母公司净利润	303.11%	20.56%	16.01%	22.61%
获利能力				
毛利率	3.92%	4.23%	4.26%	4.34%
净利率	0.87%	0.98%	1.06%	1.20%
ROE	13.21%	14.19%	14.14%	14.77%
ROIC	6.56%	7.59%	8.21%	9.24%
偿债能力				
资产负债率	79.56%	77.92%	75.19%	71.94%
净负债比率	389.25%	352.86%	303.10%	256.41%
流动比率	1.18	1.19	1.22	1.26
速动比率	0.51	0.51	0.52	0.53
营运能力				
总资产周转率	2.93	3.01	3.13	3.29
应收账款周转率	13.57	14.01	14.95	16.02
应付账款周转率	15.71	18.29	19.17	20.26
每股指标(元)				
每股收益	1.50	1.81	2.10	2.57
每股经营现金	1.25	3.62	2.85	2.91
每股净资产	11.36	12.75	14.85	17.42
估值比率				
P/E	17.32	14.36	12.38	10.10
P/B	2.29	2.04	1.75	1.49
EV/EBITDA	12.35	10.81	9.33	7.61

资料来源：wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>