

神州数码 (000034)

证券研究报告

2017年09月26日

老牌 IT 巨头，云+自主可控打开新空间

重点面向企业市场，实力雄厚的 IT 分销龙头

公司是历史悠久的老牌 IT 巨头，2016 年 4 月神州数码控股集团分拆 IT 分销业务借壳上市，专注企业级产品的销售和服务。公司年收入规模 500 亿元以上，客户覆盖广，供应商合作深厚，分销产品线完善，具备完整的端到端的供应链服务能力。基于丰富行业经验的行业理解力、对 IT 产品和架构的整合服务能力、针对政企客户的服务意识和灵活的策略，公司帮助行业及企业用户把信息化技术的应用转化为战略性资产，充分挖掘信息技术的能量，获得竞争的优势。

高调转型云服务，打开未来成长空间

伴随着虚拟化、分布式计算等云计算所依赖的基础技术不断发展和完善，越来越多的传统企业选择上云的方式解决 IT 基础设施的部署问题。公司依托 B2B 供应链服务能力，打造神州商桥企业信息化融合服务平台，在线提供产品销售及多样化增值服务。旨在通过对合作伙伴梳理，进行复合销售，通过行业研讨会共拓市场，通过增值服务来提升合作伙伴的满意度。此外收购公有云和混合云迁移服务商云角信息，发力云 MSP (Managed Service Provider) 业务，为传统企业提供云迁移、运维及优化服务。随着企业级云化市场的热度持续升温，公司着力提供的传统企业云 MSP 服务有望在传统分销外打开新的成长空间。

响应国家政策，推出自主可控产品

2016 年 11 月 7 日，《中华人民共和国网络安全法》正式公布，并已于 2017 年 6 月 1 日起执行。其中着重强调规范网络运行安全，特别强调要保障关键信息基础设施的运行安全。近年来愈演愈烈的网络安全事件也对党政军等核心系统信息基础设施的自主可控提出了更高的要求，只有真正解决软硬件等底层产品的自主性，才能从根本上实现网络和信息安全。公司做为 IT 企业领头企业，响应国家政策，推出云科系列自主可控产品，范围涵盖安全、无线、存储等全体系 21 个细类 600 余种产品。去年底在云科产品体系基础上推出“登云一体机”，采用灵活的系统延伸能力和更易部署的方式，抢占金融等高端存储及数据库市场。

投资建议

看好神州数码作为国内领先的 IT 服务企业，在完善 B2B 供应链服务的基础上，拓展自出可控产品销售，利用行业客户优势转型云服务，打造互联网时代新型 IT 整合服务提供商。预计 2017/2018/2019 年净利润 4.49/5.28/7.18 亿元，EPS 0.69/0.81/1.10 元/股，现价对应 PE 29.88/25.4/18.71 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：云业务转型不及预期，自主可控产品销售不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	458.06	40,531.12	47,009.98	52,130.98	57,086.96
增长率(%)	(10.02)	8748.37	15.98	10.89	9.51
EBITDA(百万元)	(0.52)	928.42	978.46	1,252.27	1,566.56
净利润(百万元)	21.36	403.80	449.21	528.49	717.51
增长率(%)	(65.25)	1,790.14	11.25	17.65	35.77
EPS(元/股)	0.03	0.62	0.69	0.81	1.10
市盈率(P/E)	628.25	33.24	29.88	25.40	18.71
市净率(P/B)	71.77	5.07	4.36	3.73	3.11
市销率(P/S)	29.30	0.33	0.29	0.26	0.24
EV/EBITDA	(19,002.58)	20.59	16.60	15.84	11.15

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	20.52 元
目标价格	27.52 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	654.07
流通 A 股股本(百万股)	357.97
A 股总市值(百万元)	13,421.53
流通 A 股市值(百万元)	7,345.54
每股净资产(元)	4.35
资产负债率(%)	84.39
一年内最高/最低(元)	34.10/16.43

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

投资要点

核心观点

- 1、重点面向企业市场，实力雄厚的 IT 分销龙头；
- 2、高调转型云服务，打开未来成长空间；
- 3、响应国家政策，推出自主可控产品。

关键假设（乐观&悲观）

- 乐观：1、云业务进展顺利；
2、自主可控产品销售顺利；
- 悲观：1、销售情况不及预期；
2、云业务转型增速放缓；
3、自主产品毛利率下降。

估值分析

预计 2017/2018/2019 年净利润 4.49/5.28/7.18 亿元，EPS 0.69/0.81/1.10 元/股，现价对应 PE 29.88/25.4/18.71 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

与市场预期差

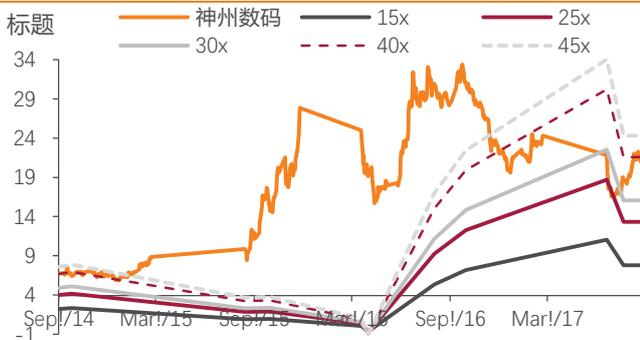
我们认为公司在云业务层面战略明确，落地层面匹配以灵活的组织结构、完善的绩效考核和领导层专注的投入，有望重现传统 IT 服务市场上的巨头雄风。

股价催化剂

- 1、云业务季度增速持续超预期；
- 2、自出产品销售及毛利水平上行。

PE-Band

神州数码历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

公司简介

公司原为神州控股，2015 年出售分销和系统业务，迎击“互联网+”时代浪潮，2016 年 4 月于 A 股上市。公司一直是国内外产品技术以及服务的提供商在中国首选的合作伙伴，与 300 余家国际顶尖供应商展开精诚合作，市场份额稳居第一，并建成覆盖全国最大的 IT 营销网络，在为广大的消费者用户提供丰富的电子产品的同时，神州数码集团已累计为超过 100 万家中国企业提供信息化所需的产品、解决方案和服务。

简要行业分析

软件是软件产品和 IT 服务的集合。其中软件产品是一系列按照特定顺序组织的计算机数据和指令的集合，包括基础软件和应用软件。IT 服务是指为支持组织用户的业务运营和个人用户任务，贯穿 IT 应用系统整个生命周期的各项服务的统称，包括支持服务和专业服务两大类。

重要图表：公司收入、利润结构



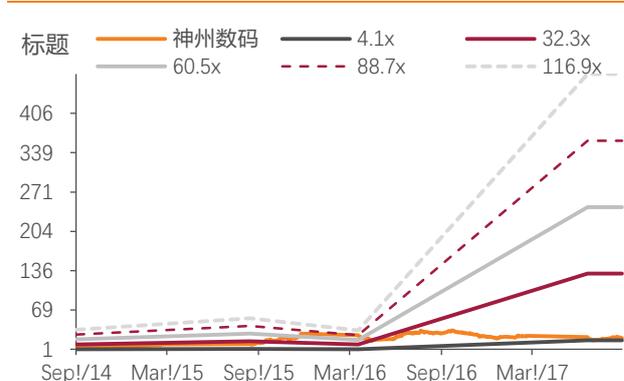
分产品毛利

单位：亿	2015	2016	2017E	2018E	2019E
IT 分销	-	19.62	22.58	24.84	26.82
自主可控	-	-	0.98	1.58	2.68
云计算	-	-	0.9	2.5	5

数据来源：公司公告，天风证券研究所

PB-Band

神州数码历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

1. 重点面向企业级市场，实力雄厚的 IT 分销龙头	5
1.1. 历史悠久的 IT 巨头，分拆企业级服务借壳上市	5
1.2. 行业龙头地位，实力雄厚	6
1.2.1. 收入端流水规模奠定行业地位	6
1.2.2. 客户覆盖广，供应商合作深，分销产品线完备	7
1.2.3. 供应链服务能力强，金融领域延展性大	11
1.3. 深耕企业市场，对客户理解为后续转型奠定基础	14
2. 全力转型云服务，打开未来成长空间	14
2.1. 企业级云服务大势所趋，市场高速发展	14
2.2. 收购云角信息 30% 股权，打造国内领先的公有云托管服务商	17
2.2.1. 云角信息是国内领先的云计算增值服务提供商	17
2.2.2. 瞄准云托管服务巨大市场，发力 MSP	19
2.3. 结合云服务和供应链，神州商桥打造智能生态系统	22
2.3.1. 对内供应链服务能力提升，向第三方开放神州商桥平台	22
2.3.2. 神州商桥打造一站式展示和交易平台	22
2.3.3. 着眼增值服务，增加盈利水平	24
3. 响应国家政策，推出自主产品	25
3.1. 国家网络安全战略推动自主可控产品逐步落地	25
3.2. 自主可控产品是销售驱动向产品驱动的重要转型抓手	26
3.3. 依托 EMC 和 Oracle 巨头，“登云一体机”逐步拓展市场	28
4. 投资建议	29
5. 风险提示	29

图表目录

图 1: 借壳前神州数码（中国）股权结构图	5
图 2: 借壳后股权结构的变化	6
图 3: 公司近年营收情况（单位：亿元）	6
图 4: 公司近年毛利率变化情况	6
图 5: 公司服务网络覆盖情况	7
图 6: 公司销售渠道多样化	7
图 7: 公司主要分销产品线	8
图 8: 公司消费电子部分供应商一览	9
图 9: 公司企业 IT 部分产品供应商	9
图 10: 公司部分政企客户	10
图 11: 公司金融、电信客户一览	10
图 12: IT 分销商是 IT 产业链中的关键环节	11
图 13: 神州数码消费电子产品分销业务模式	11

图 14: 神州数码企业级 IT 产品分销的业务模式	12
图 15: 神州数码和上游主要供应商实现双方系统对接, 信息充分共享	12
图 16: 与上游供应商进行信息的协同具有多方面好处	13
图 17: 神州数码和下游经销商通过与内部 ERP 相连的神州商桥电商平台进行交易	13
图 18: 神州数码核心竞争力	14
图 19: AWS 近年营收情况 (单位: 亿元)	15
图 20: 阿里云近年营收情况 (单位: 亿元)	16
图 21: Adobe 近年营收及增速情况 (单位: 百万美元)	16
图 22: Adobe 云订阅收入情况 (单位: 百万美元)	16
图 23: Autodesk 近年营收及增速情况 (单位: 百万美元)	17
图 24: Autodesk 云订阅收入情况 (单位: 百万美元)	17
图 25: 云角信息业务一览	17
图 26: 云舶平台的功能	18
图 27: 云角部分合作伙伴	18
图 28: 全球公共云基础设施托管服务提供商魔力象限	19
图 29: 云 MSP 具有的功能和服务	20
图 30: 神州数码云战略推进方向	21
图 31: 京东企业采购主页	22
图 32: 神州商桥主页	22
图 33: 神州商桥现有业务进展和规模	23
图 34: 神州商桥现有频道一览	23
图 35: 神州商桥业务模式	24
图 36: 截止 5 月 14 日晚 8 点国内被 WannaCry 感染终端分布	25
图 37: 2012 年至 2016 年 CNVD 收录漏洞数量对比 (单位: 个)	25
图 38: 企业 IT 系统产业链架构及去 IOE 空间	26
图 39: 神州云科产品体系	27
图 40: 云科流量清洗方案	27
图 41: 神州数码发布登云一体机产品	28
表 1: 传统 IT 架构和云架构的区别	15
表 2: 神州数码分业务营收测算 (单位: 亿元)	29

1. 重点面向企业级市场，实力雄厚的 IT 分销龙头

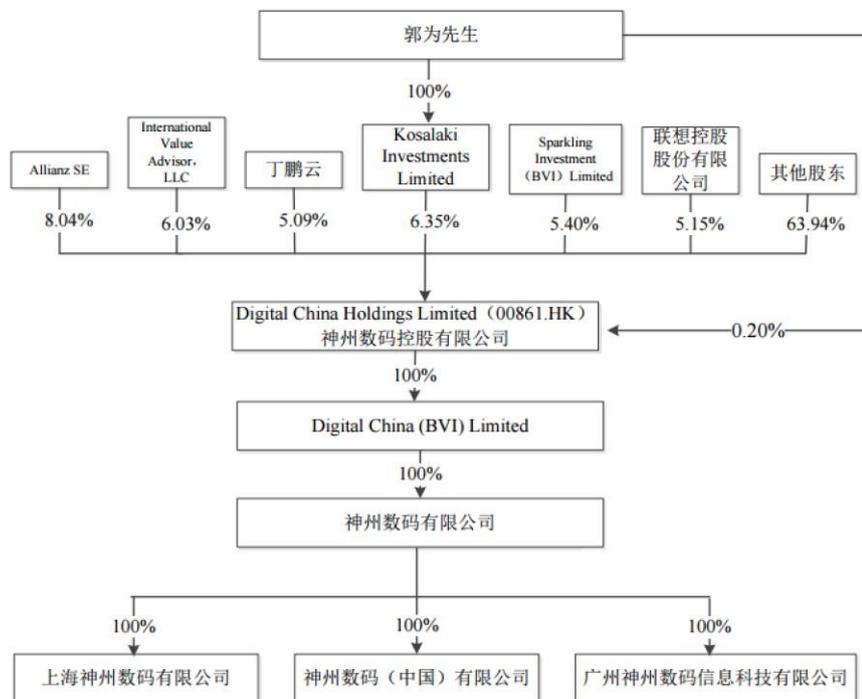
1.1. 历史悠久的 IT 巨头，分拆企业级服务借壳上市

神州数码，其名字源于 Digital China，数字中国。从诞生起，神州数码就致力于为中国的各类企业客户提供国内外顶尖的 IT 产品、技术解决方案和服务。

2000 年，神州数码控股有限公司从原联想集团分拆成立，整合了原先的联想科技、联想系统集成、联想网络公司三家公司。2001 年，神州数码控股有限公司在香港联合交易所主板上市，股票代码 0861.hk。神州数码拥有中国最具影响力的 IT 服务品牌。从 80 年代开始，神州数码 IT 服务业务的前身联想集成就开始为金融、电信、税务等行业用户提供信息技术应用服务。通过不断的创新，帮助客户规划、实施和管理企业 IT 系统，提供全面整合的 IT 服务。经过多年的努力，IT 业务能力范围已扩大至规划咨询、软件开发与实施、系统集成、IT 基础设施建设、IT 外包，为客户商业战略、业务拓展、绩效提升和服务创新提供专业的咨询和 IT 系统建设服务。二十多年的实践，让神州数码已成为中国政府、金融、电信、制造及教育等许多重要业务领域中的 IT 服务提供商，神州数码的客户遍及中国经济的各条战线。

2013 年，重新梳理业务的神州数码控股有限公司成立五大业务集团，分别是面向智慧城市的“神州数码智慧城市服务集团”、面向大行业和农业信息化的“神州数码信息服务股份有限公司”（即 A 股神州信息 000555.sz），以及神州数码集团（A 股 000034.sz）、供应链服务本部和金融服务集团。2016 年 4 月，神州数码集团股份有限公司借壳深信泰丰成功登陆 A 股。

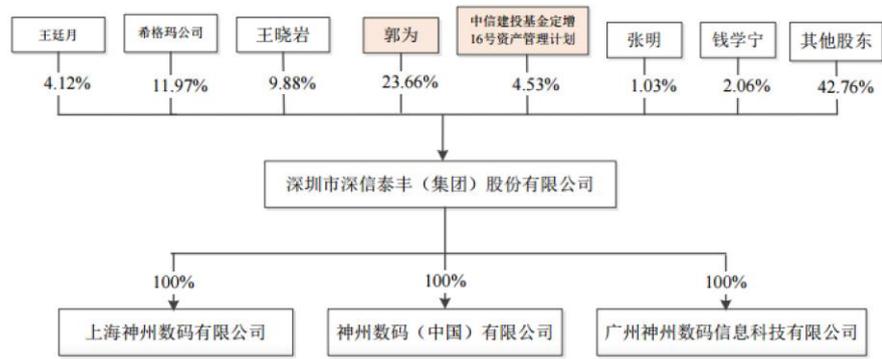
图 1：借壳前神州数码（中国）股权结构图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

借壳后，神州数码集团董事局主席郭为先生成为公司第一大股东和实际控制人，同时引入包含董监高等 10 人在内的覆盖 1466 人的员工持股计划，优化公司治理结构。

图 2：借壳后股权结构的变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

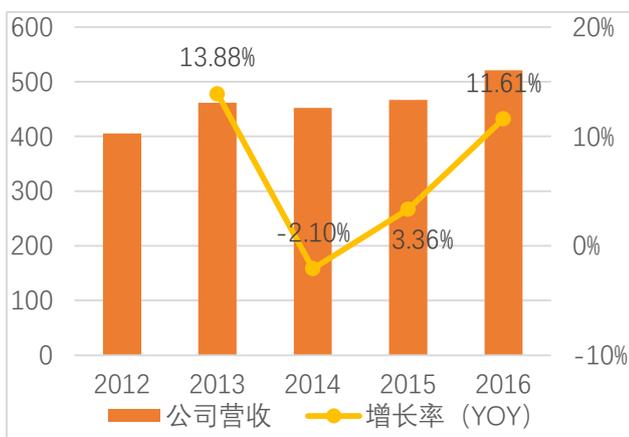
如今，整合神州数码控股有限公司优势，专注企业级服务的神州数码集团已具有广泛的渠道覆盖网络，是国际厂商进入中国的首选合作伙伴，连续 10 年蝉联 IT 分销领域国内市场第一。公司经营的产品丰富多样，包括移动办公设备、笔记本电脑、显示设备、服务器、存储设备、网络设备、计算机配件等上万种 IT 产品。与公司合作的供应商包括 IBM、EMC、甲骨文、联想、华为等国内外主流的 IT 厂商，客户囊括了国美、苏宁、京东等国内知名的零售商和电商平台以及众多领域的企业级客户。

1.2. 行业龙头地位，实力雄厚

1.2.1. 收入端流水规模奠定行业地位

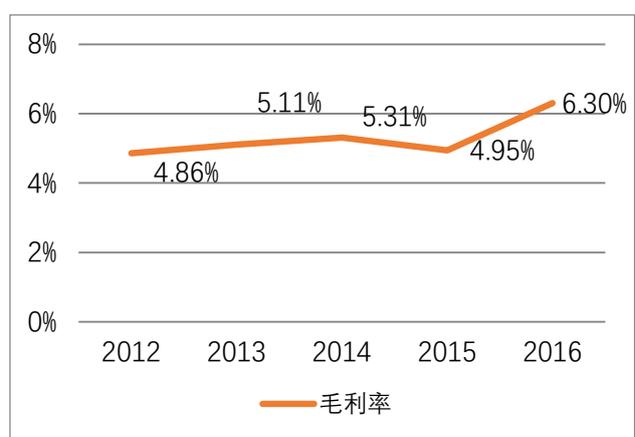
神州数码目前为中国最大的、涉及领域与品牌最广的 IT 领域分销商。公司的营业收入多年持续稳定增长，于 2016 年突破 500 亿。公司强大的经销商、集成商、零售商等渠道合作伙伴网络在中国市场形成了强大的渠道优势，经销渠道超过 30000 家，覆盖全国 860 个城市，成功打造了中国最大的 IT 营销网络。公司分销的产品类型众多，主要涉及消费电子与企业 IT 产品的分销。其中，在消费电子分销方面，公司敏锐感知市场环境，不断创新营销理念，拓展分销商价值链，与多家国际知名厂商的合作稳定；在 IT 产品分销方面，公司不断强化自身技术支持的核心能力，保持全面、多元化的产品布局，与多家企业级国际主流 IT 厂商长期、稳定合作并主动加强与国产品牌的合作。

图 3：公司近年营收情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：公司近年毛利率变化情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

近年来稳定的百亿级收入规模奠定了公司行业龙头的地位，持续的现金流成为公司拓展新业务，培育新的战略方向的基础和坚实后盾。

1.2.2. 客户覆盖广，供应商合作深，分销产品线完备

对于分销商来说，销售与服务网络是价值创造的核心环节之一。公司分销渠道覆盖范围广泛，拥有强大的经销商、集成商、零售商等渠道合作伙伴网络，遍布全国，在中国市场形成了强大的渠道优势，成为了公司的核心竞争力之一。公司总共有经销渠道超过 30000 家，覆盖全国 1000 多个城镇，在规模上在全国处于领先地位，是中国最大的 IT 营销网络。

图 5：公司服务网络覆盖情况



资料来源：公司官网、天风证券研究所

为了减缓传统 IT 渠道的扁平化与电商平台大幅增长趋势的影响，公司在渠道合作方面积极应对，不断加大合作、扩充产品，从而继续保持公司在渠道方面的竞争优势。公司在 2016 年下半年承接了苹果产品在京东线上电商平台的销售，增加超过 27 亿元的销售收入，带动了整体线上电商平台业务的增长。此外，公司与线下 CES 加强合作，并不断提升线下零售服务与管理能力。另外，与 3C 零售连锁卖场和 B2C 电子商务网站相比，公司在 4-6 级城市的渠道渗透能力更强，优势更为突出。

图 6：公司销售渠道多样化



资料来源：公司官网、天风证券研究所

作为国内最大的 IT 分销商，公司合作的供应商数量在十年间快速增长，由刚开始的 25 家到现在的 300 多家，遍布世界各地。凭借其良好的信誉、雄厚的实力和完善的分销渠道，成为了各 IT 供应商的首选合作分销商，市场份额稳居第一。

公司的合作供应商遍布全球，并且基本上都是大的主流供应商，例如 IBM、EMC、甲骨文、联想、华为等国内外主流的 IT 厂商。除了主流供应商数量众多之外，还在大部分厂商的中国区市场份额中保持第一或第二的绝对领先。其中在戴尔、英特尔、IBM、思科、联想、EMC、甲骨文、Vmware、Veritas、Avaya 等多家主力厂商所处领域中保持份额排名领先的地位，同时还不断扩大市场份额，在英特尔、惠普、甲骨文、戴尔、IBM 等厂商

中继续扩大份额，进一步维持和巩固份额的领先和龙头地位。

公司的分销产品种类繁多，包括服务器主机、通用软件、基础网络设备、网络安全设备、视讯通讯设备、移动办公设备、笔记本电脑、显示设备、存储设备、计算机配件、智能手机等上万种与日常生活和经济活动息息相关的 IT 产品，并且已连续十年蝉联国内 IT 分销市场第一。在网络设备领域，合作近 20 年的思科业务依然保持份额的绝对领先；在数据库领域，甲骨文保持营收规模稳定增长，并获得全球 VAD 增值分销商第五的排名。在服务器领域，IBM 业务连续 10 年市场份额领跑，IBM 软件业务与原厂维保服务为传统业务锦上添花；公司在存储领域与 HDS、Vmware、Netapp 的合作，主动扩大市场份额，保证了市场领先地位。

图 7：公司主要分销产品线



资料来源：公司官网、天风证券研究所

按照产品和最终用户来分，神州数码的 IT 分销业务可以分为消费电子产品分销业务和企业 IT 产品分销业务。在消费电子产品方面，公司已成为英特尔全球最大的分销商，带动了整体消费电子分销的业绩增长。另外，公司积极与传统厂商探索新的业务模式，大力拓展新智能产品业务，都为消费电子分销业务带来新增长点，主要包括：公司与英特尔新签 IOT 物联网嵌入式业务，结合传统产品衍生出新的业务模式；为迎合智能硬件领域不断的发展与更迭，公司与华为、荣耀、乐视的合作带来了平板电脑、智能手环、电视盒子、超级电视等新智能硬件产品业务。

图 8：公司消费电子部分供应商一览



资料来源：公司官网、天风证券研究所

在提供丰富的电子产品的同时，公司的企业 IT 产品分销也有良好的表现。公司在二十年间累计为超过 100 万家中国企业提供信息化所需的产品、解决方案和服务。

在国家去“IOE”与自主可控背景下，提升企业 IT 产品分销业务增值价值成为发展核心。在与国产品牌企业级 IT 的合作方面，国产化浪潮影响着中国企业级 IT 市场的格局，公司主动加强与国产品牌的合作，分别与中科曙光、华为达成重要战略合作，其中公司的华为服务业务获得厂商的高度认可，并成功将 ASP（授权服务合作伙伴）业务拓展至 6 个省份。在其它国产品牌的合作中，以锐捷、迈普、华三为代表的国产品牌业务均取得超过 60% 的增长，成为企业级 IT 业务增长的新动力。在联想 X86 服务器业务中，公司连续五年保持市场份额领先。

图 9：公司企业 IT 部分产品供应商



资料来源：公司官网、天风证券研究所

由于公司有众多长期稳定合作的供应商，并且覆盖产品线全面，因此能为国内不同行业和类型的客户提供 IT 产品和服务。公司的客户囊括了国美、苏宁、京东等国内知名的零售商和电商平台以及众多领域的政府和企业级客户。

图 10：公司部分政企客户



资料来源：公司官网、天风证券研究所

尤其在专业性企业服务领域如金融、电信等行业，公司的客户几乎涵盖所有重点银行及运营商，具备极强的渠道和客户服务能力。

图 11：公司金融、电信客户一览

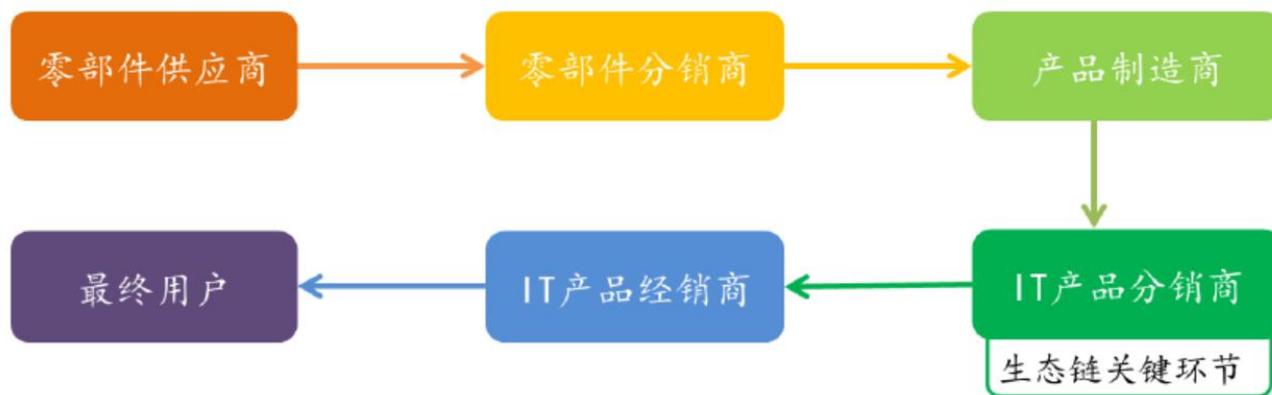


资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.2.3. 供应链服务能力强，金融领域延展性大

公司作为国内最大、实力最强的 IT 分销商，能够为供应商提供强大的供应链服务能力，拥有多年积累的线上与线下全渠道、物流、技术资源、资金管理等多重供应链优势。通过良好的供应链服务水平，实现上游供应商和下游客户之间企业资源的合理配置，能够减少和避免库存积压和短缺，提高生产线的利用效率，实现多品种少批量、短周期的生产方式，达到消除库存，优化生产物流，减少浪费的目的。

图 12：IT 分销商是 IT 产业链中的关键环节

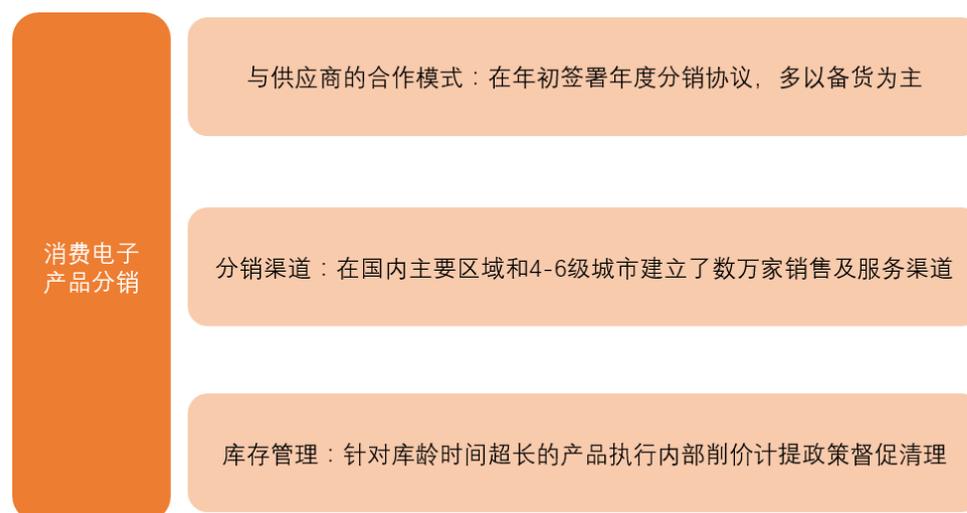


资料来源：公司官网整理、天风证券研究所

公司为供应商提供的供应链服务主要包括提供商务开单、开票、仓储、物流配送等供应链服务。在消费电子分销和企业 IT 产品分销两个领域的分销业务的供应链服务内容侧重和运营方式上略有差异。

在消费电子领域，公司提供的供应链管理服务主要包括管理库存、管理资金、处理定单和物流配送等。良好供应链服务能够降低供应商的库存压力和管理成本、加快资金周转和降低坏账风险，并且加强到达区域市场的深度和广度，同时优化下游的经销商和零售商的账期和库存水平。

图 13：神州数码消费电子产品分销业务模式

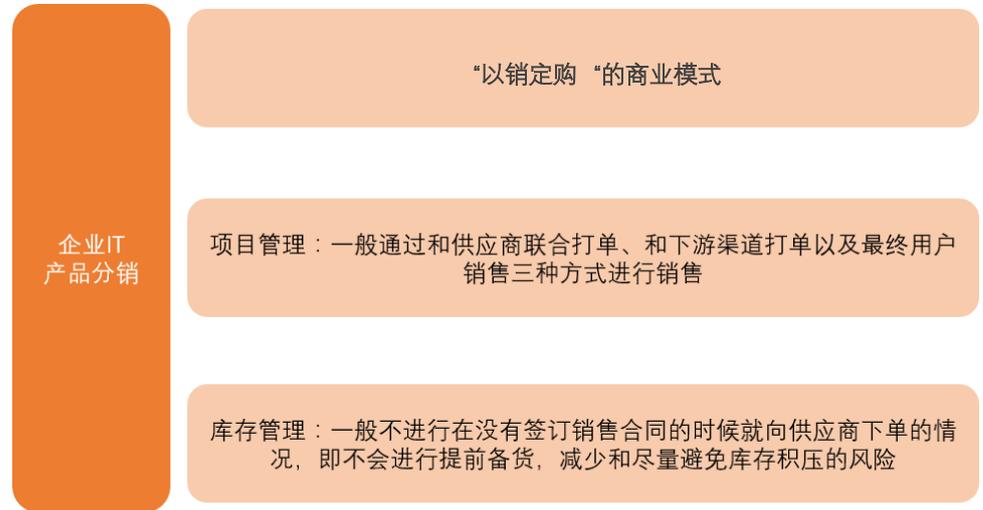


资料来源：公司官网整理、天风证券研究所

在企业 IT 分销方面，神州数码已构建起完整的 IT 服务价值链，服务涉及 IT 规划咨询、IT 基础设施系统集成、解决方案设计与实施、应用软件设计及开发、IT 系统运维外包、IT 分销和维保等领域，为客户提供端到端的整合 IT 服务。公司在企业 IT 产品分销业务中，能够为供应商提供良好的客户资源和技术支持，同时为下游的经销商和集成商提供优越的厂商资源、技术支持及市场营销支持。

企业级的 IT 产品一般单价较高，数量相对较少，且产品通常针对某一用户或某一项目，所以公司在企业 IT 产品分销业务上多采用“以销定购”的商业模式，通过预测未来销售情况，在现有库存规模及未来库存控制目标的基础上，设定合理的采购计划。根据全年销售计划按节奏将销售任务分解至季度，按照项目的过程进度及客户需求进行采购计划的制定，并根据公司安全库存量和标准库存周转模型，结合现有库存及月度资金情况进行采购。

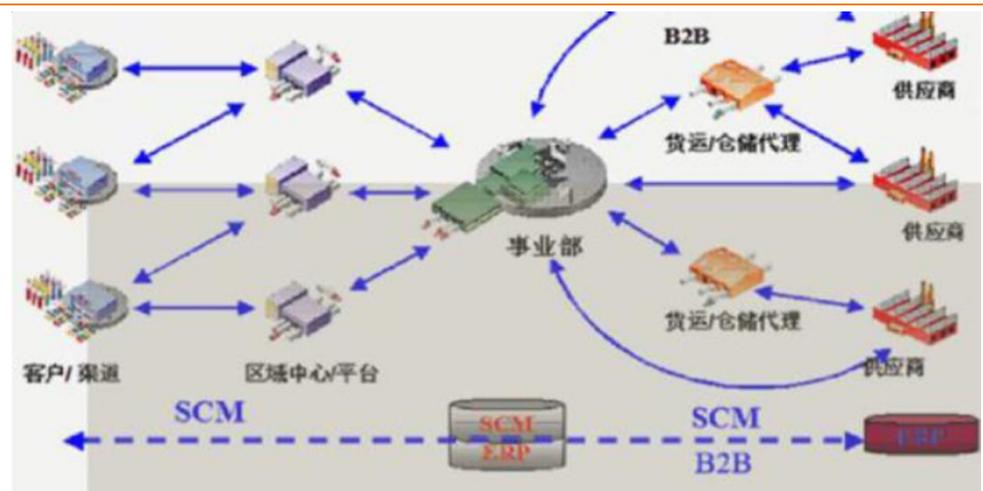
图 14：神州数码企业级 IT 产品分销的业务模式



资料来源：公司官网整理、天风证券研究所

由于 IT 产品单位价值较高且更新换代快的特点，分销商的存货周转率是检验其经营效率的重要指标之一。通过企业内外部信息化平台的协同运作，公司供应链管理的运营效率达到了国际先进水平。公司在存货管理方面相比竞争对手具有明显优势，主要体现在存货周转率更高，存货周转天数更短上。公司高效的上下游供应链管理的实现主要归功于内部企业资源计划（ERP）系统及外部电子商务交易平台（神州商桥网）的协同运作。ERP 系统从 2000 年开始搭建并逐渐完善，现已成为公司日常业务运营的基础支持系统，并积累了大量有价值的数据资产。

图 15：神州数码和上游主要供应商实现双方系统对接，信息充分共享



资料来源：公司官网、天风证券研究所

对上游，神州数码和主要供应商实现了双方系统的对接，通过网络直接进行 B2B 协同，实现订单的实时体现和市场、库存信息的充分共享。公司的采购人员通过结合供应商的产品生产情况和下游客户的需求情况，生成采购相关物流的配置单信息，此信息可直接进入公司的 ERP 系统，经审核、检查、批准后，公司的 ERP 中的采购信息可同步到供应商的 ERP 系统，因此供应商能根据此信息进行排产、生产计划、原材料采购、估算出厂日期等一系列活动，期间的一系列订单状态以及供应商的新产品信息的更新都能在神州数码

的 ERP 中同步查看。

图 16：与上游供应商进行信息的协同具有多方面好处



资料来源：公司官网整理、天风证券研究所

神州商桥是所有交易和报数系统的入口。下游客户在商桥下单，订单通过公司的 ERP 系统生成采购计划上传到供应商，然后系统自动校验相关信息，完成相关交易及帐务处理，并自动传递至公司的物流管理系统完成作业并发货。这一系列的信息协同极大地缩短了订单在各个环节的流转时间，提高了工作效率，使下游客户能对交易流程和订单状态有实时的了解，上游供应商也能够对销售和库存数据有实时掌握，从而实现生产资源的最优调配和利用。

图 17：神州数码和下经销商通过与内部 ERP 相连的神州商桥电商平台进行交易



资料来源：公司官网整理、天风证券研究所

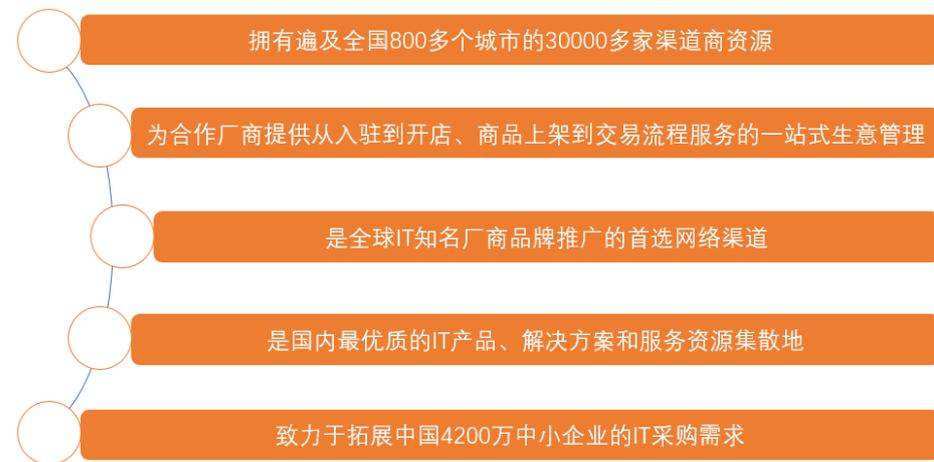
公司通过高效的供应链管理和上下游信息协同，实现了上游供应商和下游经销商、集成商等公司之间信息的有效连结，加强了上游供应商和下游客户对公司的依赖性，合作关系更加稳定，竞争优势进一步强化。由于公司形成从下游需求端出发的 IT 产品供应链管理模式，提高了整个上游供应商和下游经销商、集成商等各环节的企业之间资源配置的效率和利用率，减少资源浪费，加速运转。并且通过高效的供应链服务能力，神州数码在分销领域进一步提高了竞争优势，因为供应商的生产计划需要通过神州数码的信息系统反馈而实现，因此加强了对公司的依赖性，公司进而取得在供应商生产计划中的优先权，进一步促进合作关系的长期性和稳定性。同时，通过神州数码的高效信息协同和物流配送系统，下游经销商能够实现订单周期进一步缩短并且更快更准确的得到所需货物。

1.3. 深耕企业市场，对客户理解为后续转型奠定基础

从长期服务企业级客户的过程中，公司积累了丰富的服务政企客户的经验和能力。神州数码连续数年荣获“中国电子政务百强”称号，在税务、金融、通信等细分行业拥有悠久的服务历史和丰富的案例。

在税务领域，自 1985 年始专注于税务信息化，为国税系统开发的“中国税收征管信息系统（CTAIS）”入选国家“知识创新工程”。在金融领域，公司是全国第二大金融解决方案提供商，同时也是唯一能提供金融高端咨询服务的本土服务商。拥有中国建设银行、国家开发银行、中国银行、广东发展银行、交通银行等客户。在电信领域，神州数码自 1996 年电信“九七工程”开始，始终致力于推动中国电信行业信息化发展，为电信运营商提供蜂窝网络向数字网络转型的关键步骤“3G 时代的移动-Internet 全面解决方案”。在企业信息化领域，2006 年，神州数码以 24.5% 的用户占有率排名所有厂商第一，成为制造业 ERP 市场的翘楚，服务企业超过 2000 家。

图 18：神州数码核心竞争力



资料来源：公司官网整理、天风证券研究所

在深耕企业市场的过程中，公司凭借数十年积累，形成一套专业的服务能力：基于丰富行业经验的行业理解力、对 IT 产品和架构的整合服务能力、针对政企客户的服务意识和灵活的策略，帮助行业及企业用户把信息化技术的应用转化为战略性资产，充分挖掘信息技术的能量，获得竞争的优势。

2. 全力转型云服务，打开未来成长空间

2.1. 企业级云服务大势所趋，市场高速发展

2006 年 8 月 9 日，Google 首席执行官埃里克·施密特在搜索引擎大会首次提出“云计算”的概念。自 2010 年以来，云计算的概念逐渐深入人心，开始快速增长，企业级服务市场上云趋势明显。

与传统的 IT 架构相比，企业级云服务具有明显的优势。对于客户而言，企业级云服务主要具有以下两个优点：（1）企业级云服务具有轻量化、弹性化的特点，客户可以按需购买相应的服务，更方便有效地控制运营成本（2）企业级云服务具有高可用性和可维护性，客户无需雇用专门的 IT 人员进行软件的管理与升级。对于云服务提供商而言，企业级云服务主要具有以下三个优点：（1）云服务通常按月或按年进行订购，有利于提高收入的稳定性和可预测性（2）云服务的离线版本往往都需要按月联网一次以确认购买的产品和服务，有利于防范盗版的发生，增加产品付费用户数量（3）云服务的销售单价比较低廉，有利于降低用户门槛，吸引新用户加入。

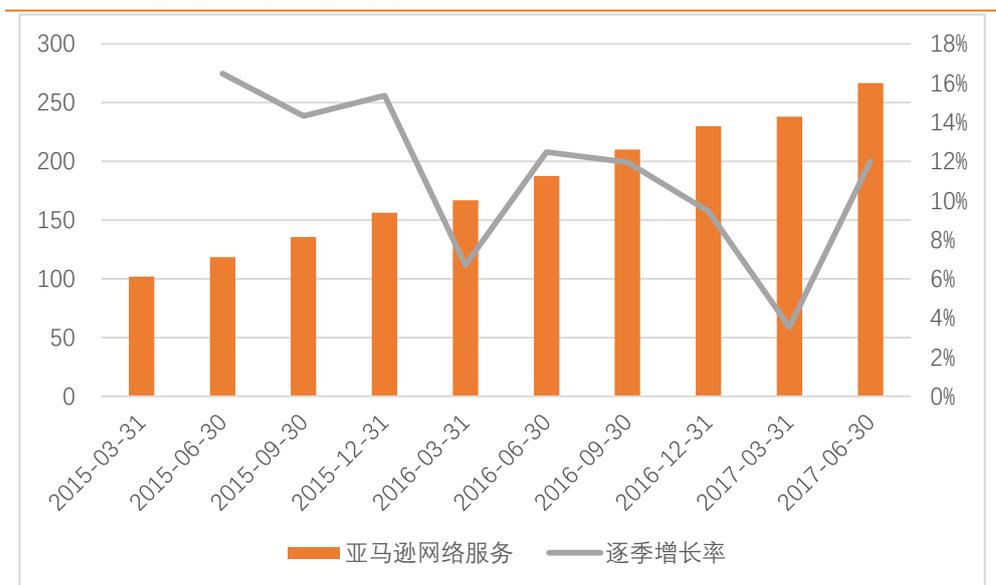
表 1: 传统 IT 架构和云架构的区别

	传统 IT 架构	云服务
客户方面	一次性购买完成，价格比较高 需要雇佣专业 IT 人员进行软件的管理与升级	按需租赁，有利于控制成本 不需要雇佣专业 IT 人员进行软件的管理与升级
云服务提供商方面	收入不稳定，难以预测 易于盗版 用户门槛高，不利于吸引新用户	收入稳定，容易预测 不易于盗版 用户门槛低，有利于吸引新用户

资料来源：36kr、天风证券研究所

伴随着虚拟化、分布式计算等云计算所依赖的基础技术不断发展和完善，亚马逊、谷歌等美国互联网企业率先进行云计算相关技术与产品的研发，并开始推出相关业务。以亚马逊为例，亚马逊于 2006 年正式推出 AWS，包括了亚马逊 S3 云存储，SQS 和 EC2 的三项服务。2010 年，亚马逊已经将所有的零售网站完全部署在 AWS 上。从财报上看，亚马逊 AWS 的营业收入迅速增长。2015 年亚马逊 AWS 的营业收入已经高达 78 亿美元，大大超过了分析师的预期。2016 年全年，AWS 为亚马逊贡献了 122 亿美元的营业收入，相比 2015 年增长了 55%。由于营业收入的不断增加，亚马逊股价自 2015 年起已经上涨了 200% 多，其中 AWS 做出了巨大的贡献。

图 19: AWS 近年营收情况（单位：亿元）

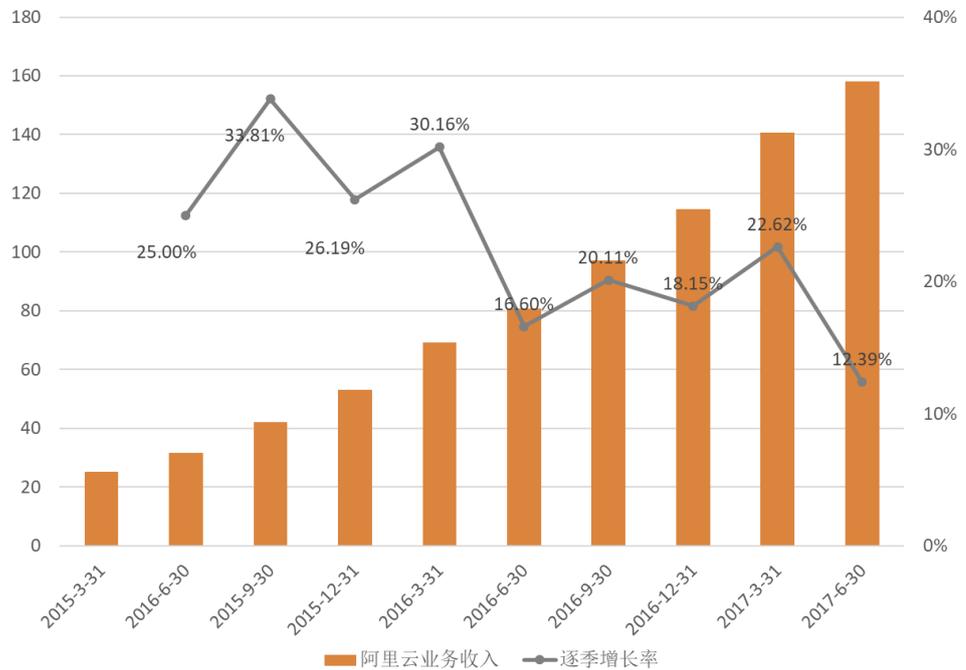


资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

国内的云计算起步相对较晚。以阿里巴巴为例，阿里巴巴于 2009 年创立阿里云，致力于以在线公共服务的方式，提供安全、可靠的计算和数据处理能力。虽然起步较晚，阿里云成长速度惊人，如今已服务着制造、金融、政务、交通、医疗、电信、能源等众多领域的领军企业，包括中国联通、12306、中石化、中石油、飞利浦、华大基因等大型企业客户，以及微博、知乎、锤子科技等明星互联网公司。从财报上看，高速增长的营业收入更加有

力地反映了阿里云的快速成长。2014年3月到2015年3月间，阿里云的营业收入已经高达82.5亿元；而2015年3月到2016年3月，阿里云的营业收入增长为196亿元，与去年同期相比，增长速度高达137%；到了2017年6月，阿里云的单季度营业收入达到160亿元，增速虽有下降但仍逐季稳定增长。

图 20：阿里云今年营收情况（单季度、单位：亿元）

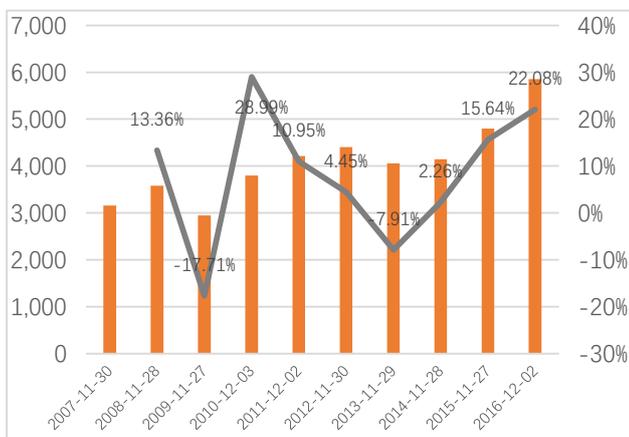


资料来源：阿里云网站、天风证券研究所

总的来说，根据 AWS 和阿里云业务的客户数和流水表现上看，企业级云服务市场发展迅猛。

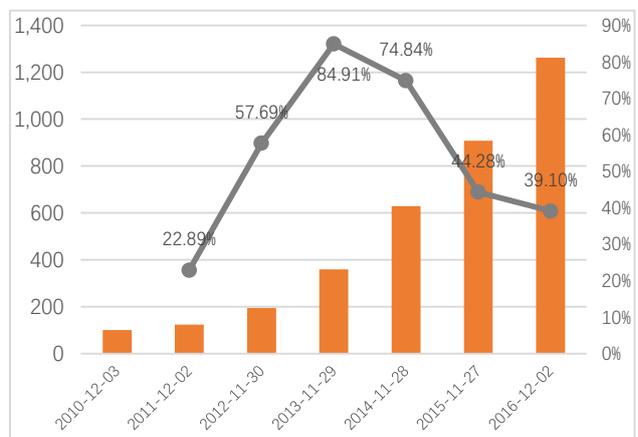
另外从国外专业型软件的云化表现上来看，套装软件转型云化方式，经历了短期阵痛（收入下滑，亏损）后，逐步走向盈利。以 Adobe 和 Autodesk 为例，Adobe 自 2012 年开始云计算转型，从财报可以看到其营业收入在 2012 年到 2013 年出现了短暂下滑，但在 2013 年以后明显提升，且增长率逐年提高，到 2016 年底，Adobe 营业收入达到了 58 亿美元，云业务营收占比达 80%，转型获得了较大的成功。

图 21：Adobe 近年营收及增速情况（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 22：Adobe 云订阅收入情况（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

而 Autodesk 于 2014 年宣布进行商务模式转型，从财报可以看到其营业收入自 2014 年以

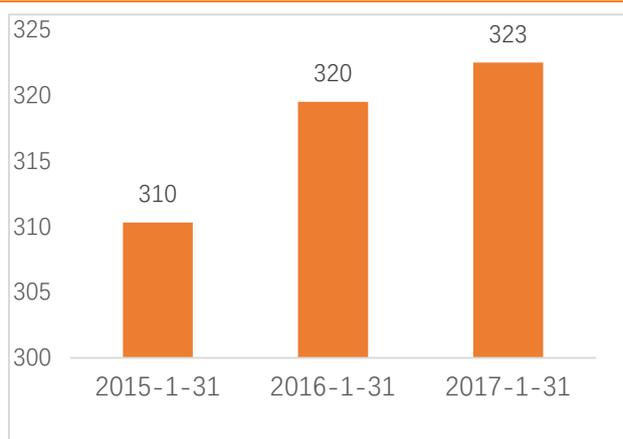
后以后开始逐年下滑，但云订阅的营业收入逐年增长。

图 23: Autodesk 近年营收及增速情况 (单位: 百万美元)



资料来源: Bloomberg、天风证券研究所

图 24: Autodesk 云订阅收入情况 (单位: 百万美元)



资料来源: Bloomberg、天风证券研究所

2.2. 收购云角信息 30%股权，打造国内领先的公有云托管服务商

2.2.1. 云角信息是国内领先的云计算增值服务提供商

2017 年 7 月 19 日，公司与中国领先的云计算增值服务提供商云角信息技术有限公司共同宣布，神州数码集团已完成收购上海云角信息 30%股权，双方不排除在未来将进行更深层次的资本合作。

云角成立于 2012 年，是中国领先的云计算增值服务提供商，也是国内目前最领先的云托管服务商。公司总部位于上海，在北京、成都、香港和西雅图设有分公司。多年来，云角专注于公有云和混合云平台的迁移、运维和软件开发，为上百家世界五百强公司和创业企业提供了专业的云计算相关的技术咨询、培训、云运维以及云优化服务。

图 25: 云角信息业务一览

云服务	云产品	解决方案
咨询服务	云舶 - 云平台管理系统	大数据
迁移服务	UV盘 - 企业级网盘	物联网
实施服务	AZURE盘 - 企业级网盘	视频云
运维服务		呼叫中心
培训服务		

资料来源: 云角信息官网、天风证券研究所

云角信息花费五年多专注研发的云上管理平台——云舶(CMP)，能够提供跨各种公有云及私有云的监控、计费和资源管理 SaaS 服务，能管理客户所有的云上资源，实现公有云私有云统一集成，集中管理，技术和产品在行业内具有较强的竞争优势。

图 26：云舶平台的功能



资料来源：云角信息官网、天风证券研究所

云角为上百家世界五百强公司及创业企业提供了专业的云计算相关的技术咨询、培训、云运维以及云优化服务。目前，云角是微软的金牌云平台软件开发合作伙伴、AWS 高级咨询合作伙伴、阿里云的市场及系统集成合作伙伴、oracle 的金牌合作伙伴；同时，云角还是青云、腾讯云、华为云、UCloud、百度开放云和 IBM Bluemix 的合作伙伴。

图 27：云角部分合作伙伴



资料来源：云角信息官网、天风证券研究所

云角的优势在于提供强大的云上增值服务，而神州数码集团是中国领先的企业信息化融合服务平台建设者和运营者，拥有全国最完整的客户体系和营销体系，也是中立的第三方，

双方都需要进一步在云上发展，有着巨大的互补性。云角与神州数码云计算战略具有高度协同性，并且在云计算细分领域具有卡位优势。通过对云角的收购，有助于快速提高神州数码在云计算领域的技术和服务能力，加快在云资源聚合和云增值服务上的业务布局。未来，神州数码与云角将在云资源聚合和云增值服务上展开紧密协同，强化在云增值服务领域的卡位优势，有望在相关领域形成规模效应。

目前，双方已在混合云运维平台开发、标准化增值服务流程等技术领域开始对接，预计未来还将在云计算领域的营销网络建设、广度资源对接、行业应用场景深化等方面进一步整合，合作空间较大。

2.2.2. 瞄准云托管服务巨大市场，发力 MSP

从 2006 年到 2016 年这十年间，出现了 AWS 亚马逊云、微软 Azure 云、谷歌云、IBM 公有云、Oracle 公有云等几大家国际公有云厂商以及国内的阿里云、腾讯云、百度云、UCloud、青云、迅达云等一批本地公有云厂商，全球的云市场出现了“多云”并存的格局。除少数巨头外，大量云服务提供商在管理服务方面依然处于相对不成熟的状态，发达国家成熟做法是利用第三方进行以开发运维（DevOps）为中心的方式进行专业托管服务提供（MSP, Managed Service Provider）交付。由 IT 托管服务转型而来的云托管服务随着大量 IDC 的云化以及全球正式进入“多云”时代，正在逐渐形成一个新兴而独立的云托管市场。

Gartner 于 2017 年 3 月推出了关于首个云 MSP 魔力象限：2017 年全球公共云托管服务提供商（MSP）魔力象限的报告。在该报告中，公共云基础设施托管服务提供商是指为一家或多家超大规模的集成式 IaaS+PaaS 提供商，包括 AWS、微软 Azure 和谷歌云等，提供与基础设施和平台运维有关的托管服务和专业服务。

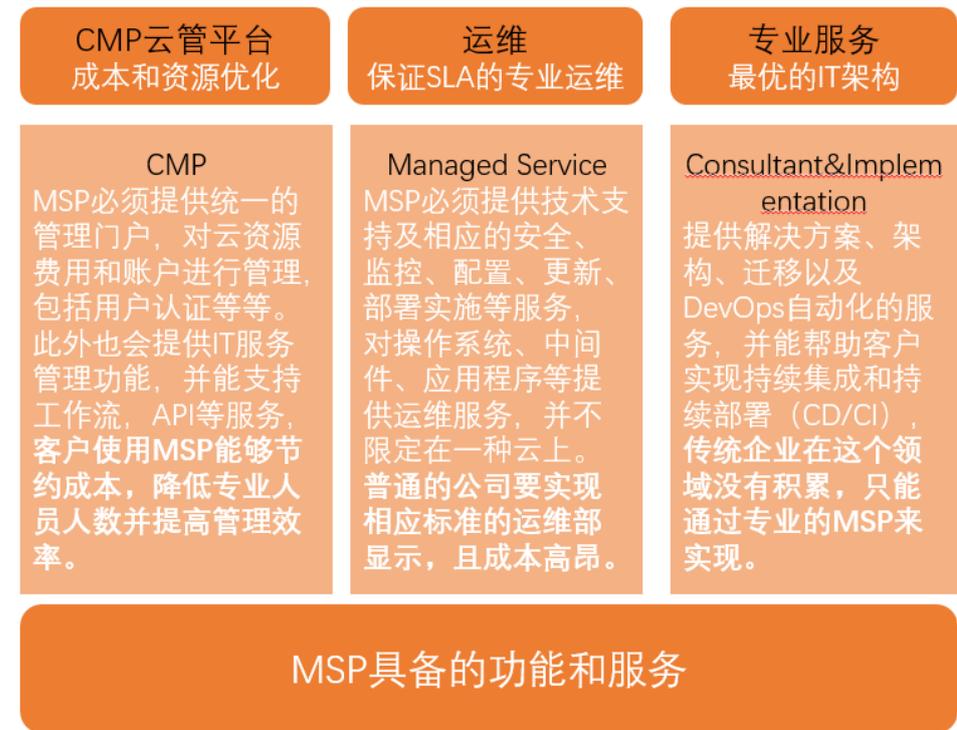
图 28：全球公共云基础设施托管服务提供商魔力象限



资料来源：Gartner、天风证券研究所

云 MSP 提供的具体的功能和服务主要包括 CMP 云管平台、托管服务以及专业服务（咨询和实施）等。首先，MSP 必须有一个管理门户网站，提供云提供商帐户的云服务费用管理（CSEM）和治理，包括与身份管理集成。它可能提供额外的 CMP、IT 服务管理（ITSM）或其他自动化功能。理想情况下，这些服务是在不限制客户访问云提供商的自助服务和原生管理功能的情况下交付的。然而，一些客户青睐面向网关的 CMP，这要求通过 CMP 及其审批工作流程来完成所有的配置。除此之外，MSP 必须提供技术支持，可能还要监控、配置、保护和管理云提供商的所有服务元素。它还可能管理计算实例，涵盖操作系统、中间件、数据库和应用程序基础设施，另外涵盖并不驻留在云提供商内部的补充性服务组件。同时，MSP 的专业服务（可独立销售或与托管服务捆绑销售）必须包括解决方案架构、工作负载迁移服务和 DevOps 自动化。

图 29：云 MSP 具有的功能和服务

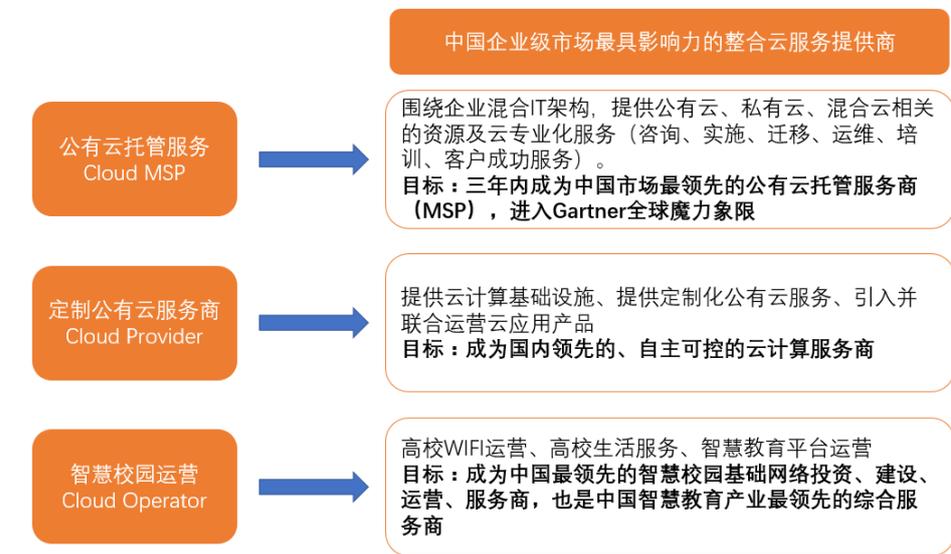


资料来源：Gartner、天风证券研究所

云 MSP 是一个方兴未艾的市场。Gartner 认为多云管理对于 MSP 有着诸多的挑战，包括云原生应用管理、传统 IT 架构与云架构的混合管理、全球化与本地化云的管理、云与传统数据中心的管理、多云管理平台等多个课题，这些都需要新型的 MSP 服务商来解决，具有广阔的市场和成长空间。尽管 Gartner 刚把公共云 MSP 作为单独的项目列出来，但根据有关市场预测，到 2021 年云托管服务市场将达到 767 亿美金。目前，Gartner 的公共云 MSP 象限有 20 家企业入围，简单按照 80% 的市场被这 20 家企业占据，那么平均每家企业在 2021 年的营收将达 30 多亿美金、近 200 亿人民币。相比之下，2017 上半年神州数码集团的收入为 261 亿人民币，云相关业务仅 8000 万元，可见无论从云 MSP 与传统 IT 服务对比而言，还是自身体量规模，都是一个有足够空间的市场。

公司通过多年对政企客户的服务经验意识到，一个客户最终不可能只采用公有云、也不可能仅仅拥有私有云，而一定是混合云的模式。基于这种混合云的模式如何提供服务和管理，以及后期的维护和优化都是每一个客户必须面对的问题。因此神州数码在云战略领域目前的核心任务就是快速突破 MSP 业务，把 MSP 的商业模式快速在国内复制出来，抢占云 MSP 市场。

图 30：神州数码云战略推进方向



资料来源：公司官网、中报业绩说明会、天风证券研究所

根据 Gartner 报告中的对云 MSP 的功能的描述，神州数码作为一家传统的 IT 服务供应商，经过相应的积累和布局，已经开始逐步实现云管理、运维和专业化服务方面的功能和服务，并将在这三个方向继续深挖和开发。在云管理运维上，云 MSP 需要云管平台去支撑用户的多云管理门户，然后实现按量计费。神州数码已经建立了一个完整的云管平台体系，能够为中国客户提供从计费到监控再到后期专业化运维的整体服务。在专业服务方面，神州数码为客户提供从咨询到架构、迁移服务，能够实现持续集成和持续部署的能力。目前传统企业在这个领域尚无积累，只能通过专业的 MSP 来实现。而神州数码现已独立储备 150 个架构师和工程技术人员，能够为中国企业提供围绕着 MSP 专业的服务能力。同时，神州数码现目前是国内市场唯一获得“3A”（AWS、Azure、Aliyun）TOP 级合作伙伴身份的云服务公司。此外，神州数码已经通过了 Oracle 技术认证，目前在等法律部门的通过，有望成为国内第一家拿到 Oracle MSP 身份的企业。

为了快速突破云 MSP 业务，神州数码董事长表示将不排除通过投资并购的方式引入新力量。未来，神州数码希望并购的主要对象是拥有 MSP 技术的云公司，还包括定制化公有云、云运营等公司，并购的范围也不仅仅在中国，而将在全球范围内寻找合适的标的物来进行投资、并购。

为了提高多云管理能力，神州数码目前已经在 2017 年 7 月收购云角信息 30% 的股权。云角信息目前有 1000 家企业级客户，续约率在 90% 以上。除了所有 MSP 的能力以外，云角信息还能提供专为用户应用开发的定制化方案。神州数码目前已着手整合神州云计算和云角信息的优势资源，以充分发挥双方在云资源聚合和云增值服务上的协同效应，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，强化在云增值服务领域的卡位优势，努力成为中国市场最领先的云托管服务提供商 (MSP)，力争成为进入托管服务提供商 (MSP) Gartner 全球魔力象限的中国企业。

2.3. 结合云服务和供应链，神州商桥打造智能生态系统

2.3.1. 对内供应链服务能力提升，向第三方开放神州商桥平台

为迎合互联网发展趋势，提高分销效率，在互联网时代初期，神州数码就开始借助互联网改变分销模式，与 2000 年 9 月成立了神州商桥网。这是国内最早面向代理商的电子商务交易平台，也是最早通过互联网电子商务工具来改造传统的分销模式的平台。

近年来，随着全国范围内电子商务的兴起，线上线下的竞争越来越激烈。从国内市场的总体趋势来看，电商平台如天猫商城、京东、苏宁云商、亚马逊等销售额不断扩大。可以预见的是，未来几年的消费电子领域，将出现 IT 零售店、电商、3C 卖场三足鼎立的局面。同时，为满足消费者多样化的需求均在探索发展 O2O 模式，线上商家加强与线下渠道合作，线下商家不断触网，以提高自身的竞争力，三类商家已经出现合作和联盟的趋势。为了抢占更多机会，防止因其他电子商务平台的冲击而丢失市场份额，公司顺应互联网进一步发展的潮流，采取了一系列措施。

图 31：京东企业采购主页



资料来源：京东官网、天风证券研究所

图 32：神州商桥主页



资料来源：神州商桥官网、天风证券研究所

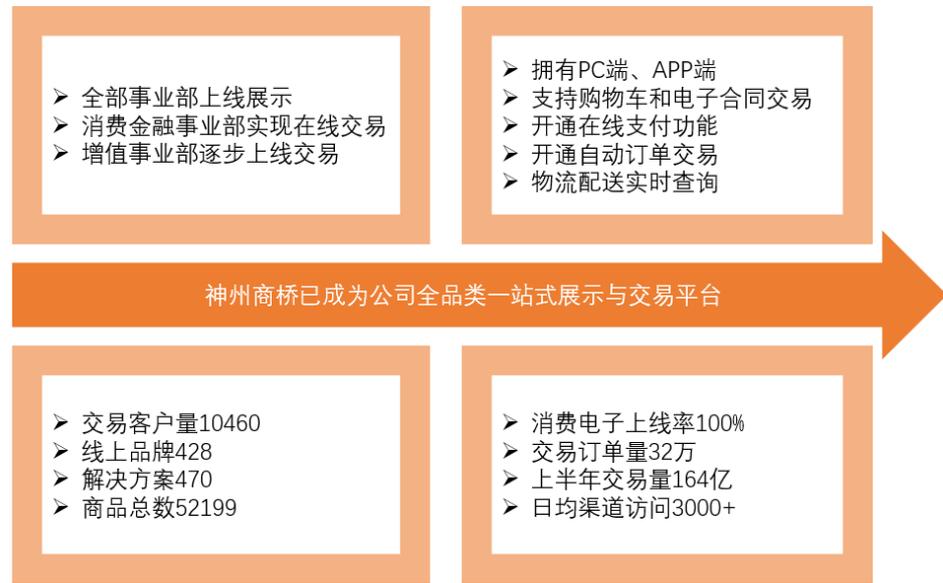
2016 年，借助“互联网+”经济的快速发展，神州商桥全面升级改造面向外部开放，实现消费电子产品分销与企业 IT 产品分销业务的全面升级。公司启用互联网、大数据技术对原有线下分销体系进行升级、改造，围绕基础交易、在线交互、营销工具、增值服务类四个方向成功建立、研发近个互联网功能产品，打造全新的 ICT 垂直领域 B2B 电商平台神州商桥。在自身构建起的中国最大 IT 营销网络基础上，公司充分运用云计算、互联网和大数据技术，将平台升级为中国最大的 IT 基础设施及终端产品、解决方案，以及云应用服务产品的交易和服务平台。全新的神州商桥将建立面向企业级用户的创新业务模式，梳理、优化业务流程及系统，聚焦多个产品模块，完善服务功能，完成平台交易、支付、交付的核心服务功能，充分利用互联网的工具优化 IT 分销业务，聚合全球顶尖供应商及中国最优秀的渠道伙伴、企业，构建产品、服务商、集成商、企业客户和经销商客户之间的生态合作链，为全球顶尖供应商及中国最优秀的渠道伙伴、企业，创造全新的商业价值。

2.3.2. 神州商桥打造一站式展示和交易平台

神州商桥，实际上就是神州数码的融合服务平台，也是公司的战略方向之一，能够实现业务从线下搬迁到线上，即神州商桥是神州数码集团全品类一站式的展示和交易平台。神州商桥从 2016 年年底就开始做消费电子业务的上线，目前初步建成了连接 PC 端和 APP 端的 B2B 垂直电商。到目前为止，平台上线品牌达 428 家，上线解决方案 470 个，商品总数 5 万物料，交易客户数量超过 1 万家，日均渠道访问数量超过 3000 家；累计完成交易订单量 32 万笔，线上交易量 164 亿。目前，企业级 IT 产品店铺包括海量及增值两个类别，涵盖惠普、华为、联想、苹果等 300 多家企业及 IT 产品供应商，提供主机、存储、网络、软件、安全、安防等完整的信息化产品、解决方案及服务；智能硬件店铺主要包括无人机、智能影音、VR、机器人、智能家居、智能终端、智能配件、车联网、平衡车、IT 系统及可视化等十多个门类，通过网罗国内外优质智能产品品牌商，制定创新型代理方式与

代理政策，为智能新产品品牌商与传统 IT 渠道商搭建了沟通的平台、营销的渠道和推广的端口。

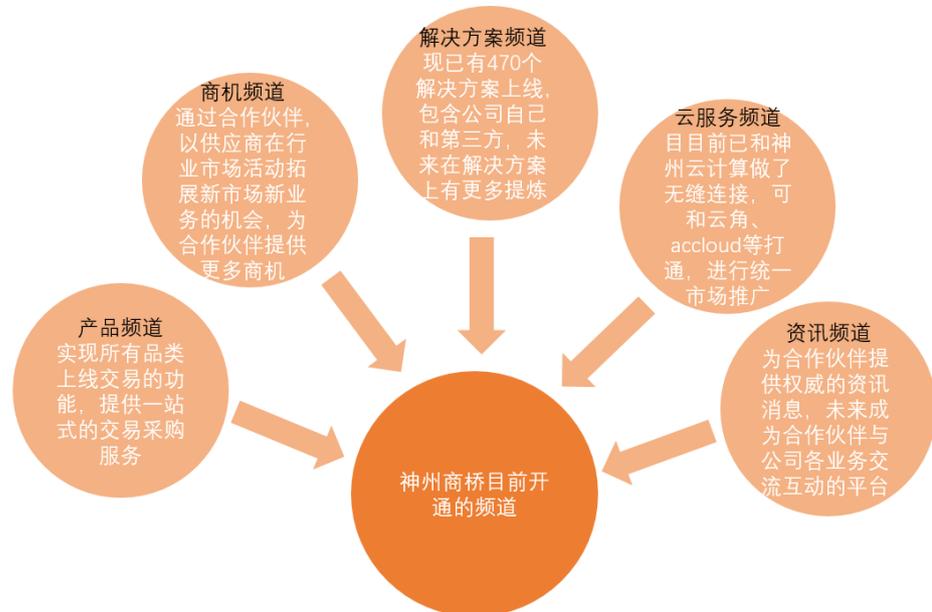
图 33：神州商桥现有业务进展和规模



资料来源：公司官网、中报业绩说明会、天风证券研究所

作为公司的一大战略升级重点，神州商桥不仅是把神州数码的分销传统业务线上化，还包括其他功能和服务。商桥目前已经开通 5 个频道，会不断结合合作伙伴的体验，在首页进行微调。

图 34：神州商桥现有频道一览



资料来源：公司官网、中报业绩说明会、天风证券研究所

神州商桥旨在利用互联网、云计算、大数据等新型技术，聚合信息化服务、云服务资源，为客户提供基于自主可控的本地化服务、供应链金融服务等。其中，云服务、自主可控和 B2B 是商桥的三个战略支撑点。目前神州商桥正在逐渐完善，产品和服务品类不断丰富。目前，神州商桥主要向供应商提供线上营销、渠道拓展管理及供应链支持三种服务：

- 1、线上代运营：开设 店铺在线营销，提供互联网营销服务，形成销售；
- 2、线下推广：通过线下渠道推广及销售管理，形成增量渠道销售；

3、供应链服务：提供商务开单、开票、仓储、物流配送等供应链服务。

后续商桥还将不断完善业务模式。

图 35：神州商桥业务模式



资料来源：神州商桥官网、天风证券研究所

2.3.3. 着眼增值服务，增加盈利水平

神州商桥是公司围绕基础交易、在线交互、营销工具、增值服务类四个方向建立的。

在 B2B 电商平台领域，公司将尽快实现全部传统业务和增值服务上线神州商桥，形成网上交易闭环，力争 2017 年线上收入突破 400 亿元。随着公司管理层的调整优化、以及前期的充分准备，战略转型有望加速。

公司将基于全新的 B2B 电商平台打造互联网模式的策划、技术架构研发、线上与线下全渠道营销、供应链管理、金融服务、大数据支持等相关增值服务的能力，为公司在 IT 产业链生态中的存量、增量供应商，下游渠道合作伙伴、各领域企业级客户不断发掘新的商机。

同时承载 IT 工程师资源共享和增值服务交付的“神州邦邦”上架 IOS 和安卓应用商店，已有超过 3000 名 IT 工程师入驻。作为 B2B 的垂直平台，所有的消费类业务都可以在线交易，增值业务在本月开始试点上线交易。知识端有 app 功能等。

在线展示和交易的一大好处就是提升客户体验、降低运营成本。而打通信息壁垒，还可以提升合作伙伴价值，发掘更多机会。实际上，据神州数码集团高级副总裁、神州商桥负责人周立达介绍，神州商桥会从渠道、交易、供给三方面来打造整套系统。在渠道方面，进行合作伙伴结构化梳理，面向渠道提供增值服务，比如 CRM、社交圈、商机、协同办公、企业站点等服务；而在供给上，将全面建立向市场需求的供给侧体系，在存量业务上也有未来的举措，以及自有品牌、整合云服务、自有品牌服务以及未来引入新的业务和新的服务。

神州商桥的整体目标是通过与合作伙伴梳理，进行复合销售，通过行业研讨会共拓市场，通过增值服务来提升合作伙伴的满意度，以此来大幅提升神州商桥的收入。

3. 响应国家政策，推出自主产品

3.1. 国家网络安全战略推动自主可控产品逐步落地

随着信息技术的日益发展，网络安全正逐渐成为各国角力的主战场。美国 911 事件以后成立国土安全部，此后逐渐增加政府安全投入。2015 年，《新国家安全法》首次将网络空间正式上升成为我国继海、陆、空、天后的第五疆域，将信息安全建设上升为国家战略高度。

2016 年 11 月 7 日，《中华人民共和国网络安全法》正式公布，并已于 2017 年 6 月 1 日起执行。其中着重强调规范网络运行安全，特别强调要保障关键信息基础设施的运行安全。指出网络运行安全是网络安全的重心，关键信息基础设施安全则是重中之重，与国家安全和社会公共利益息息相关；强调在网络安全等级保护制度的基础上，对关键信息基础设施实行重点保护，明确关键信息基础设施的运营者负有更多的安全保护义务，并配以国家安全审查、重要数据强制本地存储等法律措施，确保关键信息基础设施的运行安全。

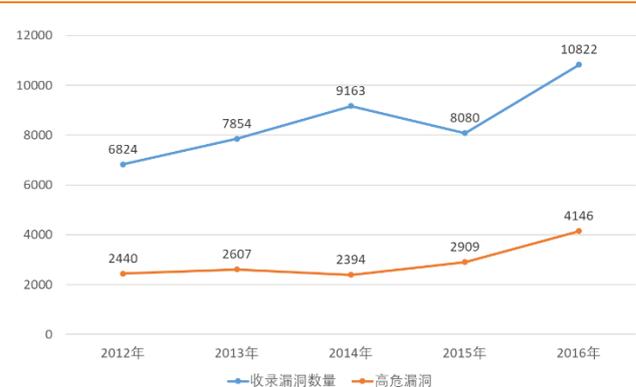
2017 年 5 月 12 日起，全球 150 个国家 20 万余台终端遭受勒索病毒“WannaCry”攻击。勒索病毒结合蠕虫的方式进行传播，利用 NSA 黑客武器库泄漏的“EternalBlue”工具扫描开放 445 文件共享端口的 Windows 机器，如未安装今年 3 月的微软补丁（MS17-010），无需用户任何操作，只要开机上网，不法分子就能在电脑和服务器中植入勒索软件、远程控制木马、虚拟货币挖矿机等恶意程序。此次事件对教育网用户和部分政企用户造成了较大影响，单一事件的触发也更加坚定了上层实现真正的自主可控的决心：加速推动信息技术基础设施、底层操作系统、芯片的国产化，从根本层面摆脱我国重点领域信息化建设的对外依赖。

图 36：截止 5 月 14 日晚 8 点国内被 WannaCry 感染终端分布



资料来源：360 威胁情报中心、天风证券研究所

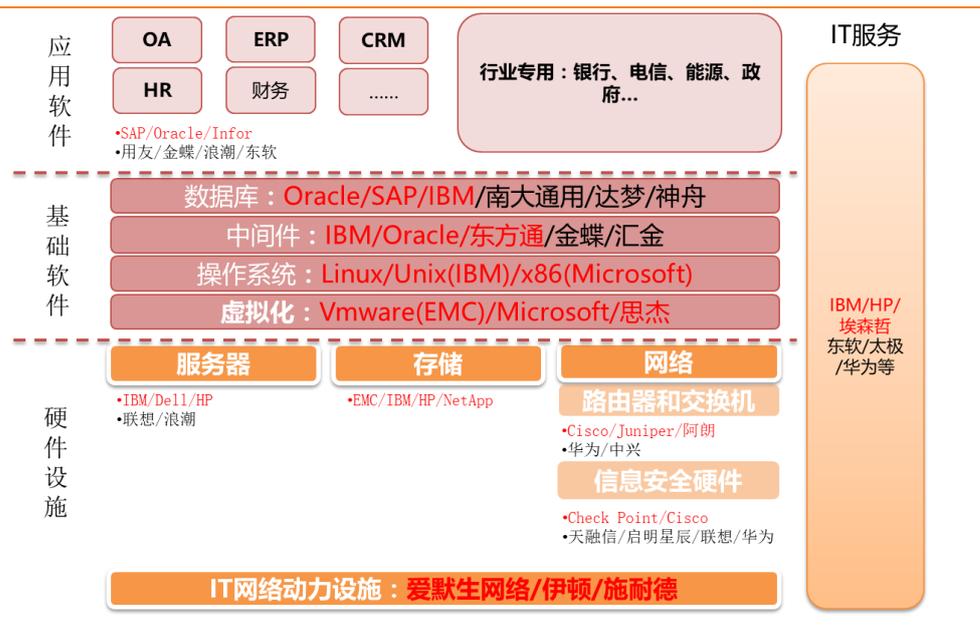
图 37：2012 年至 2016 年 CNVD 收录漏洞数量对比（单位：个）



资料来源：CNVD《2016 年我国互联网网络安全态势综述》、天风证券研究所

换言之，自主可控是保障网络安全、信息安全的前提。自主可控意味着信息安全容易治理、产品和服务一般不存在恶意后门并可以不断改进或修补漏洞；不能自主可控则意味着受制于人，无论是芯片、操作系统、还是数据库存储等软硬件层面都存在“不可知”的情况。网络安全战略的逐步落地实施必将带来去 IOE、国产化等自主产品新一轮的投资机会，基础 IT 设施行业需求和投资空间巨大。

图 38：企业 IT 系统产业链架构及去 IOE 空间



资料来源：天风证券研究所

3.2. 自主可控产品是销售驱动向产品驱动的重要转型抓手

在传统分销模式下，渠道能力是核心竞争力。神州数码历史悠久的渠道销售能力造就了分销领域无可争议的王者地位。但是分销业务本质上具备同质化竞争的性质，销售毛利率较低且提升空间有限，除创新供应链金融等产品外，不利于公司长远对于盈利水平的追求。

从渠道型公司向产品和技术型公司转型过程中，推出自主品牌产品，满足客户对 IT 系统简单傻瓜化的需求，同时提升产品毛利率，是公司发展进程中的关键一步。公司与 2015 年成立“神州云科”品牌，通过本地化产品、本地化服务、本地化研发，力争成为中国领先的拥有自有品牌、自主知识产权的云基础设施一体化解决方案提供商。目前，神州云科已在网络、存储、安全、系统与应用交付、服务器及硬件平台、云技术及云安全等领域全面发力，拥有一大批产品、解决方案和服务，在超融合基础架构、数据库一体机、基于对抗的信息安全、网络性能监控等前沿领域持续探索并取得成果，为中国企业级用户提供最先进的云基础设施技术、产品和服务。经过 20 年的积累，历经 2 年半的时间形成 21 个大类，600 个产品线，覆盖网络存储，应用，安全几个系列，已经形成了符合国家自主可控要求的产品体系。除华为、华三外，神州数码的产品应该在全产品类上最具竞争力。

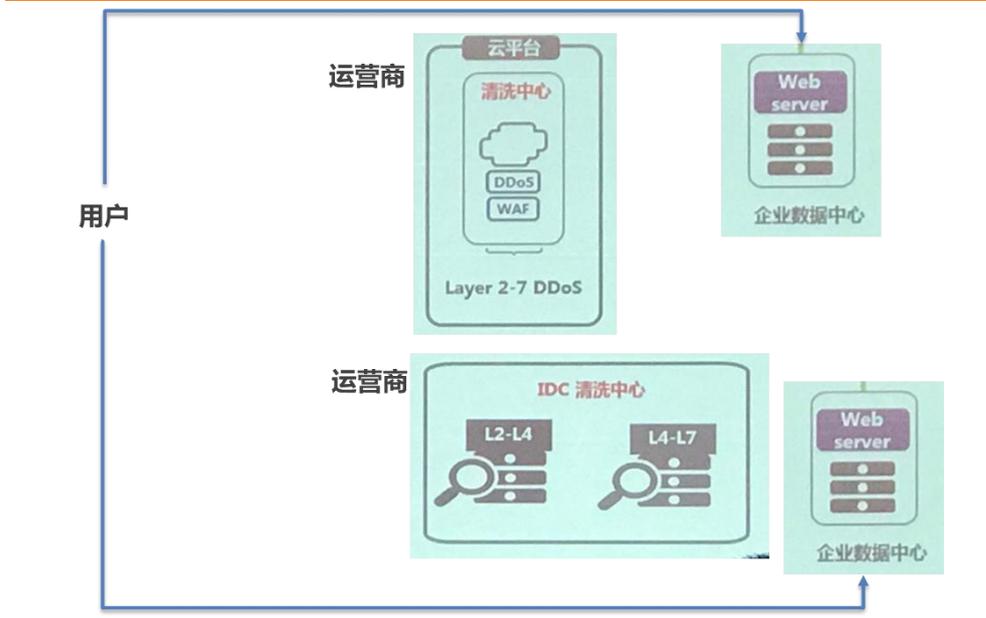
图 39：神州云科产品体系

超融合计算存储平台	+
数据库一体机	+
神州数码数据库监控仪	+
交换机	· 数据中心交换机 · 核心交换机 · 汇聚交换机 · 接入交换机 · 工业交换机
无线产品	· 室内智能无线AP系列 · 室外智能无线AP系列 · 墙面AP系列 · 动态智能室内无线AP · DSCC智云无线控制平台 · 一体化智能控制器
网络安全	· 多核安全网关 · DCNG网闸 · 入侵检测IDS · 信息安全实训平台 · 数据库审计 · 安全审计 · 漏洞扫描
应用交付	· “睿石”系列负载均衡 · 安全缓存 · 流量整形及接入控制 · WAF · 上网行为管理
路由器	· 宽带出口 · 多核出口网关 · 接入路由器 · 汇聚路由器 · 核心路由器
渠道产品	· 非网管交换机 · 简单网管交换机 · 全网管交换机 · PoE交换机 · 安防专用交换机 · 企业WLAN · 防火墙 · 多核出口网关 · 路由器
其他	· 教学信息化产品

资料来源：公司官网、天风证券研究所

此外，公司自主品牌也是对现有产品的一种补充，寻求市场上的空白点，采取差异化竞争的路线，规避原有巨头格局，衍生出流量清洗等一系列全新的产品和服务。

图 40：云科流量清洗方案



资料来源：公司官网、中报业绩说明会、天风证券研究所

3.3. 依托 EMC 和 Oracle 巨头，“登云一体机”逐步拓展市场

随着互联网和移动互联网的发展，企业日常生产运行过程中积累了越来越多的数据，并且越来越多的决策依赖数据做出。随着业务的发展，企业对关系型数据库的依赖逐渐增加。企业交易型数据应用的数量与复杂度，以及整体数据的规模，都在迅速扩大。根据市场调查结果可见，企业核心数据体量的增长率，达到了平均每两年增大 3 倍之多。而企业级数据应用的传统部署架构的局限性，在于难以既保持各个数据应用的独立性与可靠性的同时，又能有效控制 IT 基础架构规模与复杂度的快速上升。发展中的企业，往往需要面临 IT 基础架构和人力资源投资大幅上涨的难题。

在这个背景之下，企业日益需要一种行之有效的解决方案，既能承载企业内部种类繁多、业务模式各异的多种不同的数据应用服务，又能在保持应用独立性、业务效率、服务高可用性和数据安全性的同时，有效控制基础架构规模和复杂度的上升，提升管理便捷性，提升 IT 人力资源的投资回报率。

图 41：神州数码发布登云一体机产品



资料来源：中国网、天风证券研究所

2016 年 12 月，神州数码着眼软件定义存储市场，推出基于甲骨文核心技术的登云数据库一体机。这款产品使用甲骨文数据库核心软件，采用高性能服务器、高可用存储、高可用集群数据库和高速 InfiniBand 网络，是一站式数据中心数据库解决方案，集成软件、硬件以极大地简化数据中心机房设计，并使数据中心更加易于布置和使用。

登云数据库一体机的横向扩展架构采用了一项独特的技术，能够将数据密集型 SQL 操作分流到登云数据库一体机存储服务器，通过将 SQL 处理推送到登云数据库一体机存储服务器，当从占用率，并大大减少了在存储与数据库服务器之间传输的数据量。同时，登云数据库一体机智能闪存缓存通过加快 I/O 操作速度提高数据库的处理速度。经测算，登云数据库一体机一秒之内可 450 万次的随机 8K 读，414.4 万次的随机 8K 写 I/O 操作，每秒可以处理数十至数百 GB 的数据量，三分钟时间内可以完成上万次的在线交易。

通过将基于登云数据库一体机纳入到 IT 基础架构中，用户的数据库平台将获得更合理的弹性计算，更灵活的系统延伸；资源可以共享，也更容易部署；结构更为简明，业务效率更高；管理更加轻松，系统更加稳定。进而帮助用户轻松获得三大效益：一是提高数据库性能，能够在相同的时间内做更多的事情；二是通过将部署整合到一个通用基础架构上，采用可伸缩、渐进的步骤应对变化和发展；三是提供任务关键数据可用性和保护。

自 2016 年 12 月下线以来，登云一体机已经达成销售十余台，主要面向金融、社保等对自主可控和可靠性要求较高的行业。随着国家自主可控战略的逐步推进，以及公司产品产能的逐步拓展，登云一体机有望持续开拓市场，带来销售和市占率的提升。

4. 投资建议

公司自借壳上市以来，在完整的会计年度内仍以 IT 产品分销为主要业务。今年起转型云计算和自主产品，在 IT 分销稳定增长的基础上，新业务将贡献更快的增速和较大的业务弹性。

表 2：神州数码分业务营收测算（单位：亿元）

收入成本预测	2016	2017E	2018E	2019E
IT 分销				
销售收入（亿元）	404.00	464.60	511.06	551.94
增长率		15.00%	10.00%	8.00%
毛利率	4.86%	4.86%	4.86%	4.86%
占销售额比重	99.68%	98.83%	98.03%	96.68%
占主营业务利润比重		92.31%	85.91%	77.75%
自主可控				
销售收入（亿元）		3.50	5.25	8.93
增长率			50.00%	70.00%
毛利率		28.00%	30.00%	30.00%
占销售额比重		0.74%	1.01%	1.56%
占主营业务利润比重		4.01%	5.45%	7.76%
云计算				
销售收入（亿元）		2.00	5.00	10.00
增长率			150.00%	100.00%
毛利率		45.00%	50.00%	50.00%
占销售额比重		0.43%	0.96%	1.75%
占主营业务利润比重		3.68%	8.65%	14.49%
销售总收入（亿元）	405.31	470.10	521.31	570.87
销售总成本（亿元）	403.35	445.64	492.40	536.37
毛利（亿元）	1.96	24.46	28.91	34.50
综合毛利率	0.48%	5.20%	5.55%	6.04%
收入增长率		15.98%	10.89%	9.51%

资料来源：天风证券研究所

看好神州数码作为国内领先的 IT 服务企业，在完善 B2B 供应链服务的基础上，拓展自出可控产品销售，利用行业客户优势转型云服务，打造互联网时代新型 IT 整合服务提供商。预计 2017/2018/2019 年净利润 4.49/5.28/7.18 亿元，EPS 0.69/0.81/1.10 元/股，现价对应 PE 29.88/25.4/18.71 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

云业务转型不及预期，自主可控产品销售不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	114.35	1,143.26	3,760.80	4,170.48	4,566.96	营业收入	458.06	40,531.12	47,009.98	52,130.98	57,086.96
应收账款	26.11	6,883.42	4,346.75	8,686.00	5,585.74	营业成本	409.06	38,554.24	44,564.03	49,239.73	53,636.76
预付账款	2.45	2,157.67	714.23	2,294.87	684.96	营业税金及附加	1.95	67.90	79.92	93.84	108.47
存货	99.19	4,580.37	4,084.86	6,036.64	5,882.64	营业费用	21.50	1,177.76	1,349.19	1,485.73	1,615.56
其他	101.75	843.18	705.37	965.94	859.08	管理费用	45.58	292.59	291.46	338.85	428.15
流动资产合计	343.85	15,607.90	13,612.00	22,153.92	17,579.37	财务费用	(0.21)	416.76	433.18	589.03	657.76
长期股权投资	0.00	56.43	56.43	56.43	56.43	资产减值损失	2.30	(174.28)	0.00	0.00	0.00
固定资产	55.79	214.14	234.18	274.28	313.43	公允价值变动收益	0.00	10.83	0.07	0.00	(0.02)
在建工程	0.00	0.07	36.04	69.62	71.77	投资净收益	15.00	253.99	241.29	265.41	252.14
无形资产	4.54	52.62	44.90	37.19	29.47	其他	(30.05)	(529.62)	(482.72)	(530.83)	(504.24)
其他	43.83	1,106.02	1,121.99	1,137.72	1,164.08	营业利润	(7.07)	460.96	533.57	649.22	892.38
非流动资产合计	104.16	1,429.27	1,493.54	1,575.23	1,635.18	营业外收入	32.40	58.46	35.00	41.95	45.14
资产总计	448.01	17,037.17	15,105.54	23,729.16	19,214.55	营业外支出	0.78	21.69	7.53	10.00	13.07
短期借款	0.00	4,370.93	5,175.95	8,470.32	8,733.68	利润总额	24.55	497.73	561.05	681.17	924.45
应付账款	49.57	3,987.20	3,418.00	4,104.17	3,702.96	所得税	3.18	94.94	112.21	153.26	208.00
其他	211.30	4,403.58	1,695.89	5,110.72	2,237.72	净利润	21.36	402.78	448.84	527.91	716.45
流动负债合计	260.86	12,761.70	10,289.83	17,685.20	14,674.36	少数股东损益	0.00	(1.01)	(0.38)	(0.59)	(1.07)
长期借款	0.00	1,460.00	1,556.35	2,241.56	0.00	归属于母公司净利润	21.36	403.80	449.21	528.49	717.51
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.03	0.62	0.69	0.81	1.10
其他	0.15	164.80	181.28	199.41	219.35						
非流动负债合计	0.15	1,624.80	1,737.63	2,440.97	219.35						
负债合计	261.01	14,386.50	12,027.46	20,126.17	14,893.70	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0.00	2.51	2.13	1.54	0.48	成长能力					
股本	357.97	654.07	654.07	654.07	654.07	营业收入	-10.02%	8748.37%	15.98%	10.89%	9.51%
资本公积	640.73	2,380.63	2,382.37	2,379.37	2,380.79	营业利润	-111.41%	-6620.73%	15.75%	21.67%	37.46%
留存收益	(170.97)	1,970.92	2,421.88	2,947.37	3,666.30	归属于母公司净利润	-65.25%	1790.14%	11.25%	17.65%	35.77%
其他	(640.73)	(2,357.45)	(2,382.37)	(2,379.37)	(2,380.79)	获利能力					
股东权益合计	187.00	2,650.67	3,078.08	3,602.99	4,320.85	毛利率	10.70%	4.88%	5.20%	5.55%	6.04%
负债和股东权益总计	448.01	17,037.17	15,105.54	23,729.16	19,214.55	净利率	4.66%	1.00%	0.96%	1.01%	1.26%
						ROE	11.42%	15.25%	14.60%	14.67%	16.61%
						ROIC	-161.36%	2301.91%	10.79%	16.27%	12.00%
						偿债能力					
						资产负债率	58.26%	84.44%	79.62%	84.82%	77.51%
						净负债率	139.85%	5.46%	229.44%	31.90%	111.56%
						流动比率	1.32	1.22	1.32	1.25	1.20
						速动比率	0.94	0.86	0.93	0.91	0.80
						营运能力					
						应收账款周转率	17.91	11.73	8.37	8.00	8.00
						存货周转率	4.68	17.32	10.85	10.30	9.58
						总资产周转率	1.01	4.64	2.93	2.68	2.66
						每股指标(元)					
						每股收益	0.03	0.62	0.69	0.81	1.10
						每股经营现金流	-0.02	0.53	2.99	-4.90	4.27
						每股净资产	0.29	4.05	4.70	5.51	6.61
						估值比率					
						市盈率	628.25	33.24	29.88	25.40	18.71
						市净率	71.77	5.07	4.36	3.73	3.11
						EV/EBITDA	-19,002.58	20.59	16.60	15.84	11.15
						EV/EBIT	-1,344.27	21.78	16.80	16.02	11.27

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com