

神州数码（000034）：“IT重构”元年，华为生态重构IT分销商运营模式

2020年01月22日

强烈推荐/首次

神州数码 公司报告

事件：2019年11月18日，神州数码集团股份有限公司与厦门市人民政府签署战略合作框架协议，双方共同宣布将携手推进基于鲲鹏基础软硬件体系的建设与合作，合力打造鲲鹏系列产品生产基地及超算中心等重点项目。

点评：中央强调“科技创新”，PC产线前景可期，神州数码利润有望大幅增厚。中央经济工作会议再次强调“科技创新”，我们认为2020年大概率是“IT重构”元年。中央经济工作会议再次强调科技创新，本轮国内科技周期标志性时间点是19年6月6日中国官宣5G商用，计算机行业叠加关键技术领域国产化大趋势后续可能带来相关上市公司业绩上升通道。华为作为ICT龙头厂商，华为生态是科技公司拓展竞争格局的重要支点，鲲鹏产业链打造将会带动相关公司充分受益“IT重构时代红利”。CPU、服务器、PC等是IT行业发展基石，作为科技兴国新时代的新基建刚需，华为鲲鹏+神州数码强强联合积极布局重构产业生态，落地厦门市打造生产+渠道一条龙生态建设商业模式，后续有望形成IT产业重构新龙头。

与华为全方位合作，“大华为”战略再次升级。公司于2011年首次与华为合作，并于2018年成为华为全球经销商，正式启动“大华为”战略，旨在将分散在不同板块的华为业务进行整合，成立华为业务群，实现统一的前中后台。公司与华为的业务已经深度融合。在“大华为”战略的牵引下，神州数码先后成为华为首批认证“优选级沃土数字平台集成交付伙伴”和首家“优选级DevOps平台合作伙伴”，并基于自身能力对鲲鹏生态产品进行了软件适配，与华为在更多前沿技术及核心业务领域展开更具价值的探索与实践。

2019年9月19日，华为“鲲鹏”主板正式发布，向合作伙伴全面开放并且支持合作伙伴开发自有品牌计算产品。而此次，公司与厦门市人民政府签署协议，未来将通过2-5年时间在厦门建设基于华为“鲲鹏”主板的服务器基地和PC生产基地；公司也将作为投资及运营主体，参与支持厦门市鲲鹏超算中心的建设，及后续智慧城市的运营支持。厦门超算中心是国内首个基于华为“鲲鹏”架构的城市级超算中心，本次合作表明了公司“大华为”战略的进一步升级以及公司在云计算及数字化建设方面的技术实力。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	62,215.9	81,858.0	99,331.3	122,452.	152,947.
增长率(%)	53.50%	31.57%	21.35%	23.28%	24.90%
净利润(百万元)	722.92	512.41	681.60	913.08	1,294.96
增长率(%)	79.03%	-29.12%	33.02%	33.96%	41.82%
净资产收益率(%)	21.58%	13.34%	17.32%	22.18%	29.59%
每股收益(元)	1.11	0.78	1.04	1.40	1.98
PE	22.01	31.06	23.35	17.43	12.29
PB	4.75	4.14	4.04	3.87	3.64

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

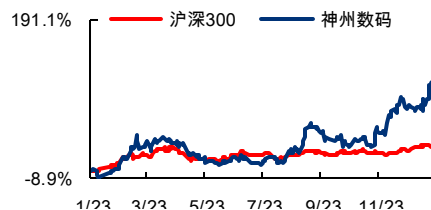
公司连续多年保持中国最大的、涉及领域最广的IT领域分销和增值服务商。面对以云计算为重要标志的数字化转型大潮，公司强大的To B营销渠道网络和企业级客户覆盖能力迅速展现出巨大的增值空间。公司是国内领先的独立第三方云管理服务及数字化方案提供商，全面覆盖公有云、私有云、混合云以及专有云等业务领域，为企业客户提供从IaaS、PaaS到SaaS的各类产品、服务及企业数字化解决方案。

未来6个月重大事项提示：

交易数据

52周股价区间(元)	24.33-12.11
总市值(亿元)	159.14
流通市值(亿元)	118.12
总股本/流通A股(万股)	65407/48548
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.82

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035

wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

分析师：叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517070003

研究助理：陈晓博

chenxb_yjs@dxzq.net.cn

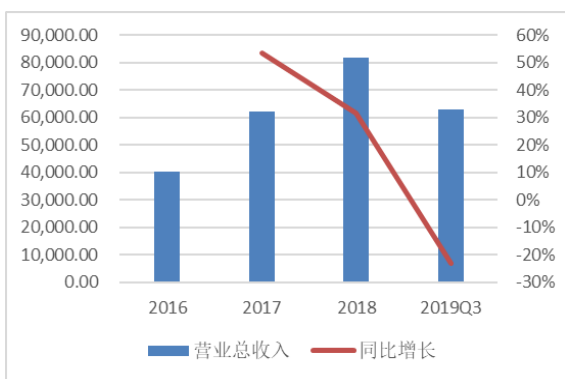
业绩稳步提升，营收强劲增长，结构明显改善。

公司自 2016 年以来，营业收入持续增长，2018 年的总营业收入达到 818.6 亿元。2018 年的归母净利润达到 5.12 亿元。2019 年 5 月，公司实施股权激励计划，授予 239 人 508 万限制性股票，奖励条件为 2019-2021 年以 2018 年净利润为基础，增长不低于 20%、45%及 75%，也就是净利润需要达到 6.14 亿、7.42 亿、8.96 亿。从 2019Q3 的营收情况来看，完成 2019 年的净利润目标具有极大可能性，股权激励目标也表现了公司对实现持续高增长率的信心。

总体来看，营收和利润的双增长一方面是由于公司在云计算和数字化转型业务的巩固和加强加速了利润增长，2019 年前三季度，公司先后中标、启动或交付多个云及数字化服务项目，行业客户覆盖上取得突破。公司借助包括国都证券专有云项目、湖南农信数据脱敏项目、振华重工“混合云管平台”项目，北京大兴国际机场建设工程项目、重庆新融金融科技大数据平台一期项目在内的各项重点项目，公司的云及数字化业务迅速在金融证券、制造业、政府、交通等行业落地开花，并逐步形成了以云 MSP、大数据为核心的服务布局。

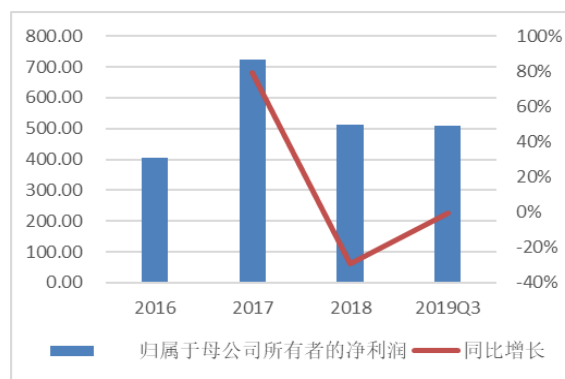
另一方面是由于公司传统 IT 分销业务领域稳步增长。公司在过去二十年中，已经占领了大部分 IT 分销市场，规模效应已经在业绩中逐渐显现：四项费率持续收窄，销售费用率在 19 年第三季度已经降至 1.88%；经营现金流稳定回升，在 19 年第三季度已经增至 10.5 亿元；同时存货与应收账款的周转率持续加快，明显高于 IT 分销行业的平均水平，体现出公司运营效率的不断改善。

图 1：公司近年营业收入及增长率（百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及增长率（百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

云转型高瞻远瞩，云业务价值被低估，具备翻倍成长动力。

2018 年中国云管理服务市场规模达到 3.1 亿美元，同比增长 131.4%；公司以 5.8% 份额位居第二位。公司在 2017 年首次实现云服务收入 2 亿元，2018 年便达到 5.8 亿元，同比增长 190%。但公司的传统消费电子分销和 IT 分销业务仍然占据公司营收的大部分比例。为了顺应数字化转型产业浪潮，公司正致力于将收入结构逐步转化成以云收入为主体的结构。由于云服务的利润率远高于传统分销业务，因此，随着公司云转型的逐步落实，公司的盈利能力也会得到提升。

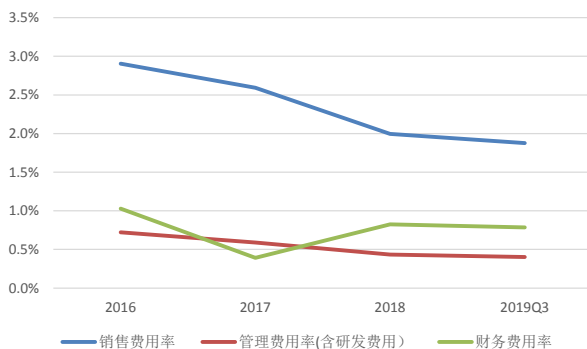
目前看来我国云计算规模不及全球规模的十分之一，远低于中国 GDP 占比，有确定性的增长空间，根据 IDC 预测，至 2023 年中国云管理服务市场规模将超过 44 亿美元。当前中国云计算产业已经开始进入“上云”和落地的关键期，随着企业业务迁向云端，国内市场对于云 MSP 服务的需求也将逐步增大。

云 MSP 由于需要对客户提供长期服务, 所以需要更高的可信度和顾客忠诚度, 神州数码作为传统的 IT 分销商拥有良好的上下游合作关系, 较强的品牌信赖度和影响力以及资金实力, 因此在云转型时具有先天优势。

2019 年第一季度, 中国公有云 IaaS+PaaS 市场份额分析显示, 处于领导地位的企业是阿里, 华为, AWS 等, 这些企业都与公司有紧密合作, 公司作为国内领先的 MSP 服务商, 未来在 MSP 市场有望扩大市场份额。

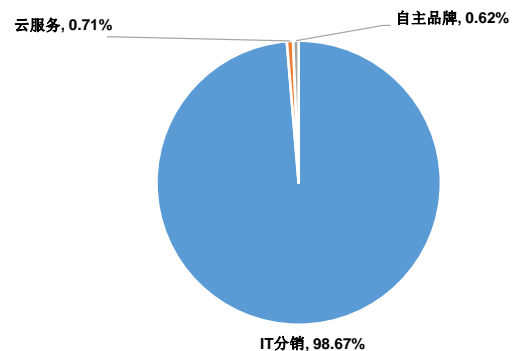
公司自转型以来, 持续整合市场资源及技术, 深化技术与垂直领域的场景融合, 2019 年上半年云业务同比增长 108%。目前, 行业 CR8 份额仅为 34.3%。参考份额第一的梦工厂, 2019 年估值 15 亿美元, 公司当前的云业务价值被明显低估。因此, 可以预测公司云业务将持续保持翻倍增长态势, 同时伴随着云计算快速增长, 市场对 MSP 需求的增加, 公司也可以利用资源优势扩大市场份额, 公司云服务具备高速增长动力。

图 3: 公司近年期间费用情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 4: 公司 2018 年业务收入占比

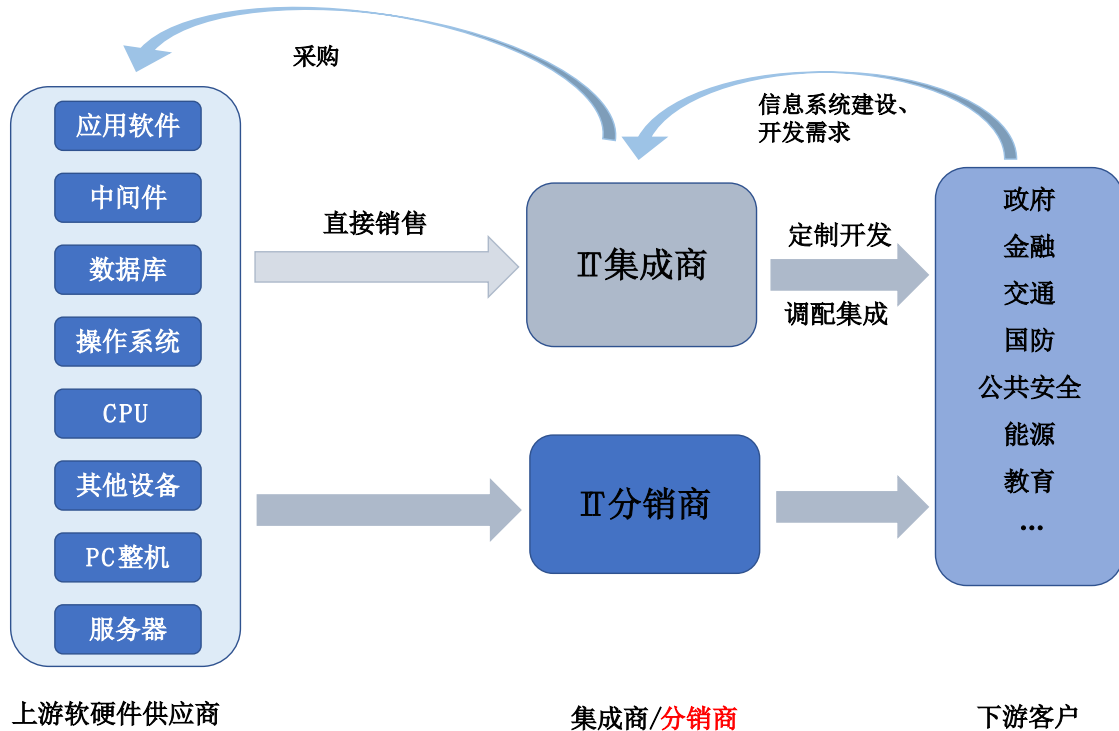


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

产业链向上游延伸, 共建鲲鹏生态, 盈利水平有望提升。

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。经过二十多年的积累, 公司建立了国内覆盖范围最广 (覆盖国内 1000 余座城市)、生态规模最大 (涵盖 30000 余家渠道合作伙伴)、运营效率最高的 To B 营销渠道网络。该渠道网络长期服务并深度融合国内海量企业级客户, 资源价值极大、经营壁垒极高, 是国内外科技类厂商进入中国企业级 IT 市场的首选合作伙伴。经营涵盖的产品包括移动办公设备、计算机配件、智能硬件、物联网设备、笔记本电脑、显示设备、服务器、存储设备、网络设备应用软件等上万个 IT 产品, 连续十几年蝉联 IT 分销领域国内市场第一。

图 5：分销商传统产业模式



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

公司分销业务收入在总营业收入的比重在 99%左右，但是分销业务的毛利率只有不足 5%。此次公司通过打造鲲鹏系列产品生产基地及超算中心等重点项目，产业链延伸至上游服务器与 PC 等硬件产品。传统 x86 服务器毛利率在 10%以上，远高于公司分销业务的毛利率，公司此次产业版图拓展可以有效提升盈利水平。

总的来说，科技创新产业在国家相关政策的支持下发展迅速，“鲲鹏”产业生态也将不断成熟，未来基于“鲲鹏”架构的产品基地将逐步落地并开始量产，占领更多的市场份额。“鲲鹏”产品利润率将远高于公司当前主业 1%左右的销售净利率水平，将对公司业绩产生显著增厚效果。同时，目前行业龙头 X86 架构产品由于芯片和核心技术均被国外势力掌控，利润较低，与此相比较，国产服务器和 PC 产业的利润更可观。

公司盈利预测及投资评级：

公司近三年营业收入平稳增长，主要客户集中、稳定，市场空间增长前景良好，预计公司 2019 到 2021 年收入分别为 993 亿、1,225 亿和 1,529 亿，归母净利润分别为 6.8 亿、9.1 亿和 12.9 亿，对应 EPS 分别为 1.04 元、1.40 元和 1.98 元，对应 PE 分别为 23 倍、17 倍和 12 倍。给予“强烈推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧导致业绩不达预期风险；国家对自主创新领域政策变化风险；产业生态投入不及预期风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	19067	20301	25943	33087	41481	营业收入	62216	81858	99331	122453	152948
货币资金	1674	1618	2583	3061	3824	营业成本	59291	78562	95455	117456	146448
应收账款	7439	8605	11430	16103	20952	营业税金及附加	90	82	99	123	153
其他应收款	213	198	240	296	370	营业费用	1613	1634	1987	2449	3059
预付款项	1819	1732	1446	1093	654	管理费用	368	259	298	367	459
存货	6756	6507	8499	10780	13842	财务费用	244	674	506	668	869
其他流动资产	219	414	239	8	-297	资产减值损失	-21.80	16.66	15.00	15.00	15.00
非流动资产合计	5206	5684	5778	5467	5156	公允价值变动收益	-29.02	3.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	843	1055	1200	1200	1200	投资净收益	-158.79	59.17	60.00	60.00	60.00
固定资产	189	170	150	299	333	营业利润	491	641	882	1191	1700
无形资产	2565	2546	2297	2072	1870	营业外收入	367.92	28.42	28.42	28.42	28.42
其他非流动资产	112	101	101	101	101	营业外支出	6.29	8.28	2.00	2.00	2.00
资产总计	24273	25985	31721	38553	46637	利润总额	853	662	908	1217	1726
流动负债合计	19602	20325	25664	32198	40024	所得税	129	145	227	304	431
短期借款	8046	8806	11688	15627	20013	净利润	723	516	681	913	1294
应付账款	5179	6045	7505	9235	11515	少数股东损益	0	4	0	0	0
预收款项	1009	1136	1266	1442	1651	归属母公司净利润	723	512	682	913	1295
一年内到期的非流动负债	311	461	620	620	620	EBITDA	3349	3906	1693	2204	2913
非流动负债合计	1313	1814	2118	2233	2233	EPS(元)	1.11	0.78	1.04	1.40	1.98
长期借款	1160	1710	1710	2210	2210	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	20915	22139	27782	34432	42257	成长能力					
少数股东权益	8	5	5	4	4	营业收入增长	53.50%	31.57%	21.35%	23.28%	24.90%
实收资本(或股本)	654	654	654	654	654	营业利润增长	6.51%	30.64%	37.53%	34.98%	42.75%
资本公积	2381	2380	2380	2380	2380	归属于母公司净利	79.03%	-29.12%	33.02%	33.96%	41.82%
未分配利润	247	717	717	717	717	获利能力					
归属母公司股东权益	3350	3841	3934	4117	4376	毛利率(%)	4.70%	4.03%	3.90%	4.08%	4.25%
负债和所有者权益	24273	25985	31721	38553	46637	净利率(%)	1.16%	0.63%	0.69%	0.75%	0.85%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	21.58%	13.34%	17.32%	22.18%	29.59%	
经营活动现金流	-292	361	-859	-2300	-1729	偿债能力					
净利润	723	516	681	913	1294	资产负债率(%)	86%	85%	88%	89%	91%
折旧摊销	2614.26	2590.83	0.00	116.44	137.84	流动比率	0.97	1.00	1.01	1.03	1.04
财务费用	244	674	506	668	869	速动比率	0.63	0.68	0.68	0.69	0.69
应收账款减少	0	0	-2825	-4673	-4848	营运能力					
预收帐款增加	0	0	130	175	210	总资产周转率	3.01	3.26	3.44	3.49	3.59
投资活动现金流	-2375	-1508	-392	73	9	应收账款周转率	9	10	10	9	8
公允价值变动收益	-29	3	0	0	0	应付账款周转率	13.90	14.59	14.66	14.63	14.74
长期股权投资减少	0	0	-59	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-159	59	60	60	60	每股收益(最新摊薄)	1.11	0.78	1.04	1.40	1.98
筹资活动现金流	3070	662	2216	2706	2482	每股净现金流(最新摊薄)	0.62	-0.74	1.47	0.73	1.17
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.12	5.87	6.02	6.29	6.69
长期借款增加	0	0	0	500	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	22.01	31.06	23.35	17.43	12.29
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.75	4.14	4.04	3.87	3.64
现金净增加额	404	-485	964	479	762	EV/EBITDA	7.09	6.47	16.15	14.20	11.99

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

分析师：叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

研究助理简介

研究助理：陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。