

神州数码 (000034)

云管理服务行业的领导者，鲲鹏整机核心供应商崛起

买入 (首次)

2020 年 04 月 15 日

证券分析师 郝彪

执业证号: S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	86,803	92,862	107,208	124,021
同比 (%)	6.0%	7.0%	15.4%	15.7%
归母净利润 (百万元)	701	928	1,370	1,701
同比 (%)	36.9%	32.3%	47.7%	24.1%
每股收益 (元/股)	1.07	1.42	2.10	2.60
P/E (倍)	23.25	17.57	11.90	9.59

投资要点

■ **传统分销龙头开启第三次战略转型，云+整机制造带来新成长机会。**神州数码是国内最大、涉及领域最广的 IT 分销和增值服务商，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 ToB 销售渠道，累积超过 100 万家企业客户。随着产业互联网和数字化转型的爆发，公司强大的 ToB 营销渠道网络和企业级客户覆盖能力卡位价值凸显。2017 年公司开启全面云战略转型，2018 年启动大华为战略，一方面将业务链延伸到整机硬件制造，一方面向独立第三方云管理服务及数字化方案提供商转型升级，迎来新的成长机会。

■ **云业务成为新增长极，云管理和云转售龙头地位确立。**云管理 (MSP) 和云转售是云计算产业链被市场忽视的两个环节，尤其前者毛利率可达 50% 以上，并且可高度线上化。根据 IDC 预测，到 2023 年中国 MSP 市场规模将达 32 亿美元，复合增速 55%。神州数码通过整合云角信息和内部研发，逐步确立了国内 MSP 厂商领导者地位，2019 年 MSP 业务收入 2.77 亿元，同比增长 121.6%，市场份额提升到 6.18%，2020 年 MSP 业务有望继续翻倍，并带动云上数字化解决方案 (ISV) 业务协同增加。此外，公司凭借云业务的全牌照资源、多云支持能力，开拓性地推出联合运营解决方案业务模式，成为海外 SaaS 的发行商+运营商，2019 年云转售收入已达 13.5 亿，同比增长 175%。云业务已成为公司新的战略增长极。

■ **全面拥抱大华为，鲲鹏产业链全局性硬件整机商弹性十足。**华为鲲鹏已搭建初步生态，性价比也已达到规模商用条件，在整机制造领域华为采取开放合作模式，神州数码是其中稀缺的全局性合作方，今年 3 月旗下神州鲲鹏厦门生产基地已正式动工，一期自主品牌整机预计五月投产，短期即有可观盈利。长期看，根据 IDC 预测，到 2023 年中国服务器市场空间 293 亿美元，假定鲲鹏服务器占据 1/3 份额，神州数码作为全局性战略伙伴在鲲鹏体系占据 35% 份额，再叠加 PC 后，有望为公司带来近 6-10 亿/年利润弹性。2018 年神州数码已正式启动“大华为”战略成立华为业务群，与华为从生态合作走向生态协同，未来从整机制造到鲲鹏数字化综合解决方案提供商，附加值可进一步提升。

■ **盈利预测与投资评级：**采用分部估值法，预计 2020 年 IT 分销业务净利润约 5.5 亿元，给予 15 倍 PE，对应估值 82.5 亿元；云服务业务，云转售和云管理服务分别给予 20 倍 PE、10 倍 PS，合计给予 70 亿估值；鲲鹏整机生产业务，预计 2020 年公司鲲鹏服务器出货量 5 万台以上，净利率 5%，对应利润 2.25 亿元，给予 50 倍 PE，估值 112.5 亿元。公司综合估值为 265 亿元，目标价 40.43 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**IT 分销业务收入增速不达预期；鲲鹏服务器的下游需求不达预期；逆全球化对华为产业链造成负面影响；

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.93
一年最低/最高价	12.13/33.15
市净率(倍)	3.73
流通 A 股市值(百万元)	11994.30

基础数据

每股净资产(元)	6.68
资产负债率(%)	85.13
总股本(百万股)	654.07
流通 A 股(百万股)	481.12

相关研究

1、《计算机应用：鲲鹏展翅，华为生态伙伴迎来机遇》

2020-03-22

2、《计算机应用行业：本土服务器竞争格局盘点》 2019-12-15

内容目录

1. 云+整机制造，开启第三次战略转型	5
1.1. 传统分销龙头开启第三次战略转型，云业务增长迅猛	5
1.2. 产业链向整机制造延伸，自有品牌打造鲲鹏硬件生态重要一环	6
2. 云业务成为新增长极，云运维和云转售龙头地位确立	7
2.1. 云计算市场前景广阔，云管理和云转售是被市场忽视的环节	7
2.2. 云管理服务逐步确立龙头地位	9
2.2.1. 云运维（MSP）市场可达数百亿，增长迅猛	9
2.2.2. 收购云角信息，逐步确立国内 MSP 厂商领导者地位	12
2.2.3. 数字化解决方案拓宽云服务管理边界	14
2.3. 云转售与云管理服务协同发展	15
2.4. 财务指标验证云业务高速增长	16
3. 全面拥抱大华为，鲲鹏整机核心供应商崛起	18
3.1. 全面拥抱“大华为”战略	18
3.2. 鲲鹏展翅，神州数码有望成为鲲鹏服务器的中坚力量	19
3.2.1. 鲲鹏生态日趋完善，商业应用即将大放异彩	19
3.2.2. 硬件开放合作，神州数码有望成为鲲鹏整机中坚力量	24
3.3. 从整机制造到综合解决方案，新增长点弹性十足	25
4. 盈利预测与估值	26
4.1. 核心假设	26
4.2. 分部估值	27
4.3. 投资建议	29
5. 风险提示	29

图表目录

图 1: 神州数码规模体量.....	5
图 2: 公司成立以来各发展阶段.....	5
图 3: 近年来公司营业收入情况.....	6
图 4: 毛利结构改善, 云业务占比大幅提升.....	6
图 5: 公司的渠道网络价值.....	7
图 6: 中国公有云市场规模及预测.....	8
图 7: 中国私有云市场规模及预测.....	8
图 8: 公司云计算和数字化转型业务生态链.....	8
图 9: 云资源的一站式管理.....	9
图 10: 2019-2023 年中国第三方云管理服务市场规模预测	10
图 11: 神州数码全生命周期的 MSP 服务.....	12
图 12: 获得国内外云计算巨头的资质认证.....	12
图 13: 神州数码云业务竞争优势.....	13
图 14: 2018 年中国云管理服务商市场占比.....	14
图 15: 自主研发的场景应用.....	14
图 16: 广泛的云资源厂商覆盖.....	15
图 17: SaaS Hosting 案例	16
图 18: 云服务收入持续快速增长.....	16
图 19: 云业务各细分领域增速.....	16
图 20: 云服务收入结构稳定.....	17
图 21: 细分领域毛利率稳定.....	17
图 22: 研发投入加速增长.....	17
图 23: 研发人员占比提高.....	17
图 24: 2023 年全球计算产业投资额.....	19
图 25: 鲲鹏计算产业发展规划.....	20
图 26: CPU 性能-Uxibench 平均得分	20
图 27: 2019Q4 几大厂商服务器单价.....	21
图 28: 华为泰山服务器电商平台价格.....	21
图 29: TaiShan 服务器技术规格	22
图 30: 中国服务器出货量走势.....	23
图 31: 中科曙光、浪潮信息服务器业务毛利率变化.....	25
图 32: 浪潮信息销售净利率变化.....	25
表 1: 四类云 MSP 特点对比.....	11
表 2: 神州数码与华为的合作历史.....	18
表 3: 鲲鹏计算产业整机厂商.....	24
表 4: 营业收入增速预测.....	26
表 5: 各业务毛利率预测.....	26
表 6: 期间费用率预测.....	27
表 7: IT 分销相关公司估值.....	27
表 8: 云管理服务厂商一级市场估值.....	28

表 9: IT 运维相关公司估值.....	28
表 10: 整机制造厂商估值.....	28

1. 云+整机制造，开启第三次战略转型

1.1. 传统分销龙头开启第三次战略转型，云业务增长迅猛

20 多年发展铸就 IT 分销龙头：神州数码集团股份有限公司是一家脱胎于中科院计算所的科技企业，名字源于 DigitalChina，数字中国。过去 20 多年的发展历程中，从 IT 产品设备分销到 IT 技术服务再到云计算等数字化产品方案，神州数码现已成为年营业额突破 800 亿，总资产超过 250 亿的整合 IT 服务商。公司一直是国内外产品技术以及服务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，IT 产品设备分销市场份额稳居第一，并建成覆盖全国 1000 余个城市、30000 余家渠道伙伴的中国最大的 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。以 2018 年中国增值分销商十强榜单为例，神州数码的 IT 分销金额是第二名分销金额的两倍多，进一步说明了其市场龙头地位。

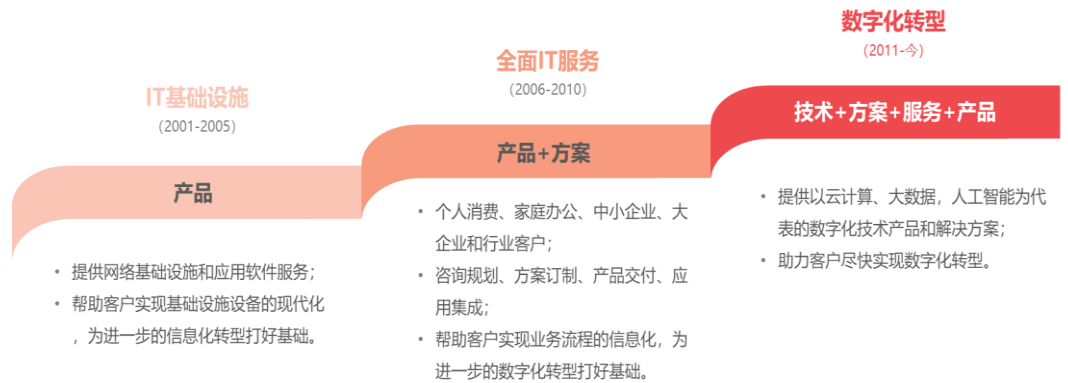
图 1：神州数码规模体量



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

向云而生，开启第三次战略转型。神州数码是中国最大的、涉及领域最广的 IT 领域分销和增值服务商。2017 年以来，神州数码开启全面云战略转型，展开产品、服务、方案全面布局，成为国内领先的独立第三方云管理服务及数字化方案提供商。公司全面覆盖公有云、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。

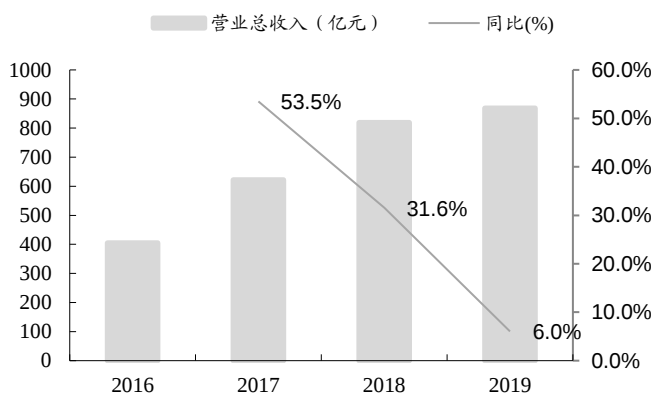
图 2：公司成立以来各发展阶段



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

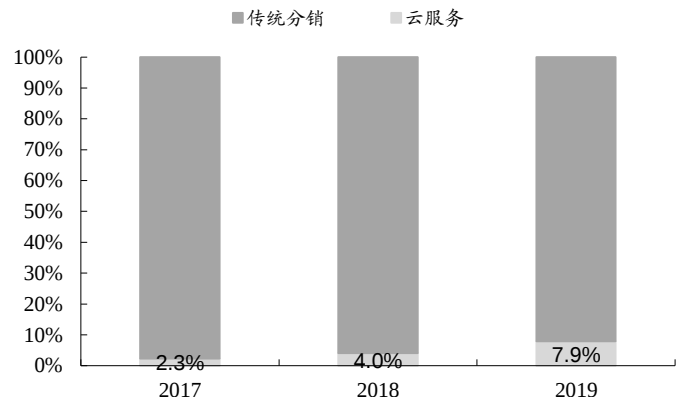
营收稳定增长，结构明显改善。公司通过进一步巩固和完善渠道覆盖、全面加强国内外知名厂商的合作，初步确立了在云计算和数字化转型业务方面的领先优势，有效扩大了在传统IT分销和增值服务领域国内市场领先的地位，使得公司业绩得到稳步提升。近年来公司云服务业务的毛利占比持续提升，2019年云服务业务的毛利占比已达到7.9%，同比增长3.9 pct，毛利结构已有明显改善。

图 3：近年来公司营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：毛利结构改善，云服务占比大幅提升

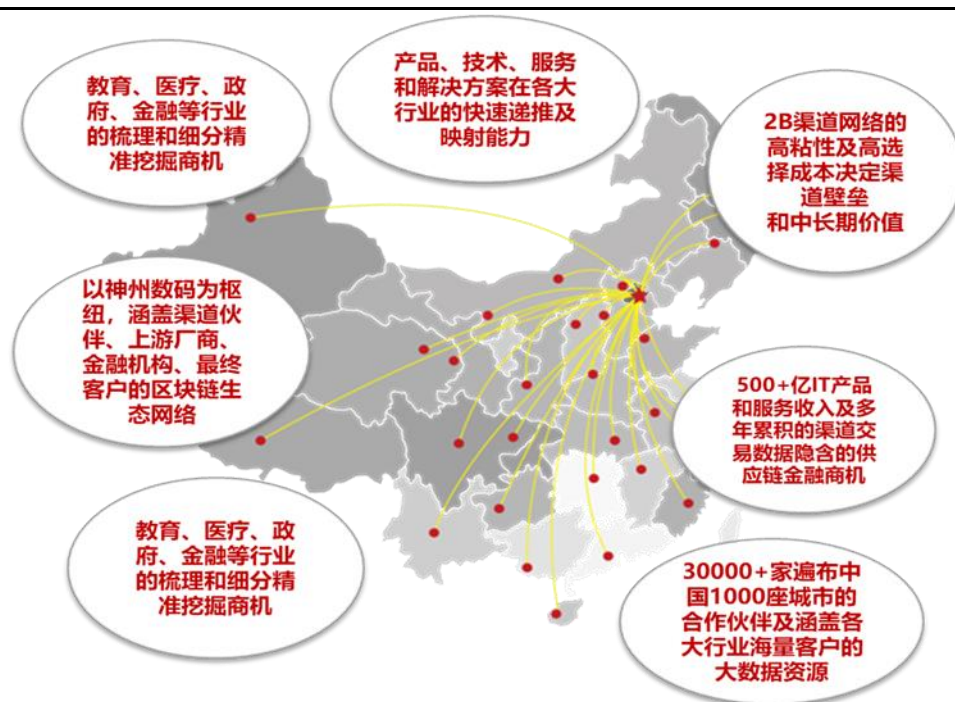


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 产业链向整机制造延伸，自有品牌打造鲲鹏硬件生态重要一环

坐拥国内最大的 ToB 销售网络渠道。通过二十年积累而形成的 ToB 渠道网络是公司最重要的战略资源。通过专注于国内企业级 IT 市场的不懈耕耘，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 ToB 销售渠道网络。通过二十年来的通力合作，公司已经和国内外广大厂商客户以及各类合作伙伴建立起了非常牢固的企业级 IT 市场产业链和生态圈，构筑起公司 ToB 业务极其宽广的护城河。在为广大企业级客户及消费者提供丰富电子产品的同时，公司已经累计为超过 100 万家中国企业提供数字化转型所需要的产品、解决方案和服务。面对以云计算为重要标志的数字化转型大潮，公司强大的 ToB 营销渠道网络和企业级客户覆盖能力将迅速展现出广阔的增值空间。

图 5: 公司的渠道网络价值



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

分销网络成为公司开展云运维、鲲鹏服务器和主机制造以及其他业务的重要基础。基于多年渠道服务经验，公司对于企业客户的行业特性和应用场景有着深度理解，能够持续高效触达客户并快速响应客户需求，对客户特别是大 B 企业级客户形成了超高粘性。通过这一销售渠道网络，公司能够将全面涵盖企业信息化和数字化需求的产品、解决方案及服务精准高效地传递给企业客户，并根据客户需求和行业属性进行快速映射并落地实施，包括向客户提供适当的云计算服务和鲲鹏生态相关产品。未来，随着数字化转型大潮和 B 端企业级 IT 市场的爆发，这一覆盖全地域、全行业、全产品、全周期的销售渠道网络必将成为公司在云计算等 ToB 企业级大数据业务市场实现爆发式增长的坚实基础和有力保障，承载和实现越来越大的产业价值和商业利益。

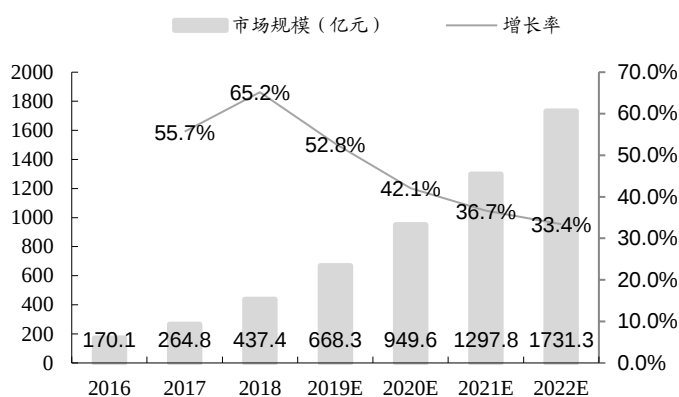
产业链拓展整机制造，深度参与华为鲲鹏硬件生态打造。2019 年 11 月公司公告与厦门市人民政府签署战略合作框架协议，拟在鲲鹏超算中心、信息技术创新应用的服务器与 PC 生产基地等领域开展战略合作，助力厦门建设鲲鹏产业生态基地。未来通过 2-5 年的时间，神州数码以自有品牌在厦门建设信息技术创新应用的服务器和 PC 生产基地，厦门市人民政府支持神州数码将生产基地落地。神州数码推动建设基于鲲鹏生态的产业生态，深入参与基于华为鲲鹏的基础软硬件生态建设成为公司长期战略发展方向，将在未来较长时期内对公司业务发展和经营业绩提升产生积极影响。

2. 云业务成为新增长极，云运维和云转售龙头地位确立

2.1. 云计算市场前景广阔，云管理和云转售是被市场忽视的环节

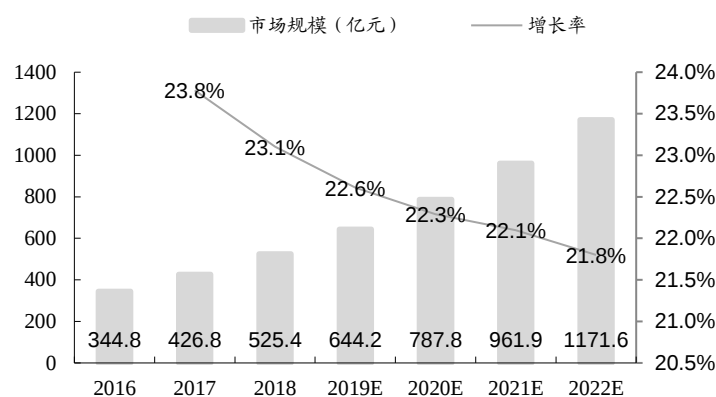
国内云计算市场已达千亿，并保持高速增长。根据 IDC 关于数字化转型的报告，到 2020 年，全球部署数字平台的组织数量所占比例将增加一倍至 60%；到 2021 年，中国 55% 新增企业应用将是云原生应用；到 2024 年，70% 的中国 500 强组织将使用工具实现跨公有和私有云多云管理策略。中国信息通信研究院的数据显示，2022 年国内公有云市场规模有望达到 1731.3 亿元，2018-2022 年均复合增长率 41%；2022 年国内私有云市场规模预计为 1171.6 亿元，2018-2022 年均复合增长率 22%。基于多云架构的数字化转型，将成为企业提升核心竞争力的“刚需”。

图 6：中国公有云市场规模及预测



数据来源：中国信通院，东吴证券研究所整理

图 7：中国私有云市场规模及预测

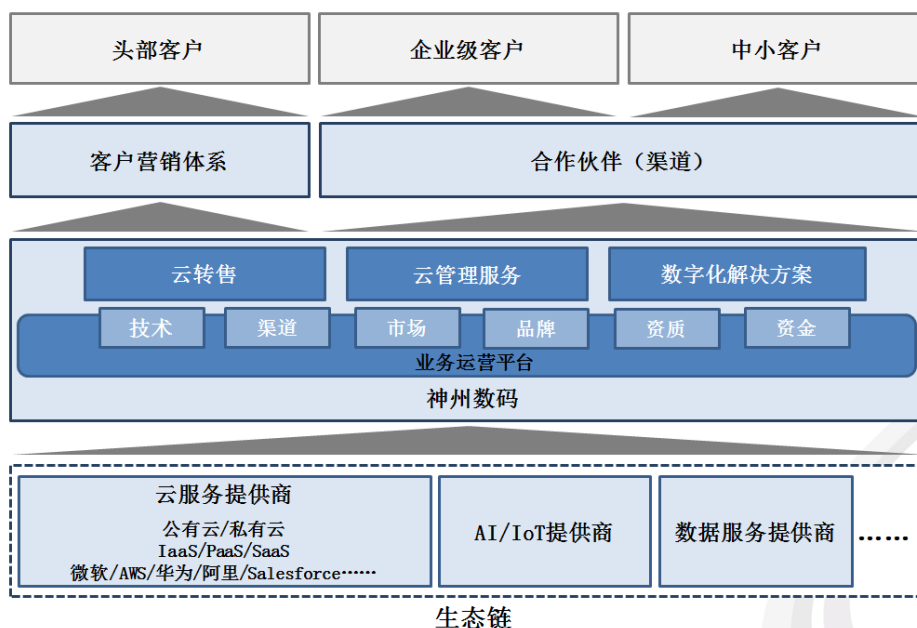


数据来源：中国信通院，东吴证券研究所整理

新技术加快企业上云速度。“5G+AICDE”技术跨界融合、系统创新，孕育、衍生出新的技术、产品和服务，不仅带来 IT 领域的行业变革，更将带动全社会的创新和变革。5G 使得 IT 和 CT 实现真正的“云网融合”和“云网原生”，数字技术的融合创新也毫无疑问地加快企业数字化转型的速度。根据 IDC 的预测，到 2021 年，中国 90% 以上的企业将依赖于本地及专属私有云、多个公有云和遗留平台的组合，以满足其基础设施需求。到 2025 年，50% 的中国企业 IT 基础设施支出将分配给公有云，四分之一的企业 IT 应用将运行在公有云服务上。

云管理和云转售市场被市场忽视：传统 IT 产业链除了软硬件环节，还包括集成商、运维商、经销商等。相应地，云计算产业链除了 IaaS、PaaS、SaaS，以及 IaaS 上游的服务器、IDC 等，也包括与集成商和运维商、经销商对应的起支撑和配套作用的云管理和云转售，而这两个环节往往被市场忽视。云管理和运维服务包括咨询、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；云转售业务包括公有云资源、混合云平台、软件授权及 SaaS 服务等。在此基础上，可以进一步延伸出数字化解决方案业务，主要是立足客户上云用云，为广大企业级客户提供基于物联网、大数据、人工智能等新兴技术的数字化商业全套解决方案。

图 8：公司云计算和数字化转型业务生态链



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2. 云管理服务逐步确立龙头地位

2.2.1. 云运维（MSP）市场可达数百亿，增长迅猛

企业上云需要专业管理服务商。云管理服务提供商（Cloud Management Service Provider，简称为 MSP）是介于云平台和企业用户之间的一种生态角色，类似于传统 IT 架构下运维商、系统集成方案商。伴随云计算的发展，以前只是运维机房、IDC 或者给最终用户装电脑的 IT 运维早已不能满足新需求，越来越多的 IT 基础设施需要支持非 IT 人员能够根据业务需求快速自主变更系统以满足市场变化。同时，每个用户使用云的方式和逻辑是不一样的，云服务商只能专注于把同质化的计算、存储、网络产品做好，无法满足不同用户的不同需求，云 MSP 这样的“中间商”就十分必要，并且 MSP 服务随着企业数字化转型的深入，也不断变化和演进。

云管理服务需要具备专业服务、托管服务、管理工具三方面能力。从业务类型，云管理服务可以分为三类：1、专业服务如咨询、迁移、实施等；2、托管服务，包括监控、运维、优化等；3、云管理平台工具，可以实时监控、控制风险和优化成本，帮助客户实现多云及混合云资源的一站式管理。由中国信通院牵头组织编写的《云管理服务提供商能力要求》将云管理服务分为咨询、迁移、管理三个部分。

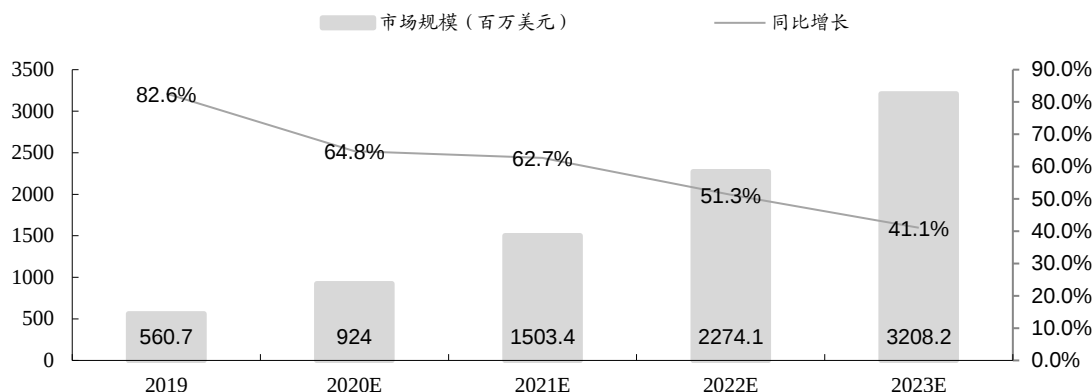
图 9：云资源的一站式管理



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

国内 MSP 市场可达数百亿。工信部 2018 年印发的《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》指出，企业上云是企业基于自身业务发展和信息技术应用需求，优化生产经营管理，提高业务能力和发展水平的重要途径，预计到 2020 年，全国新增上云企业将达到 100 万家。同时，伴随企业业务系统向云端逐步迁移，其应用服务的复杂性和多样性快速上升，同时还面临成本核算、多云和混合云运维、安全管理等一系列难题，需要专业的云管理服务商提供全方位的云管理服务。根据 IDC 发布的中国云管理服务市场报告，到 2023 年中国 MSP 市场规模将达到 32 亿美元，2019-2023 年国内云管理服务市场规模复合增长率 55%，拥有广阔的市场前景和产业机遇。

图 10：2019-2023 年中国第三方云管理服务市场规模预测



数据来源：IDC，东吴证券研究所

云管理服务市场分散，传统分销商有望分一杯羹。除了云原生的新兴服务商外，传统 IT 分销商、咨询服务商、系统集成和软件开发商、数据中心服务商等相继进入云管理服务领域。与集成市场类似，当前云管理服务市场比较分散，市场集中度不高，前八位服务商合计也仅占据了 34.3% 的市场份额。无论是头部厂商，还是新兴厂商，未来更大机会还是来自行业空间的提升，而非市场份额的提升。得益于长期深耕信息化产业所积累的品牌价值、成熟的技术服务体系 and 庞大的营销生态，神州数码相较于同类公司更容易获得云厂商和大中型企业客户的信赖，这为神州数码快速占据国内云服务市场领先地位奠定了坚实基础。

表 1：四类云 MSP 特点对比

MSP				
服务 商种 类	基于客户需求的传统方案商	以技术见长的新兴云公司	传统分销商	IT 咨询厂商
企业 典型 代表	太极、东华软件	飞致云、云角、青云、华云、七牛云	神州数码、伟仕佳杰、海航科技、富通科技	埃森哲、凯捷
主要 特点	传统方案商致力于为企业事业单位提供互联网、系统集成、智能化等领域的解决方案。方案商的主营业务决定其相较另外两类 MSP 托管商，对客户具有更深刻的洞察，并拥有更强的问题解决能力，这有助于深入挖掘上云单位的个性化核心需求，提	云公司多成立于 2010 年前后（国家明确提出大力发展云事业），并在起步之初就将主营业务定位于提供各类云服务，因此这类企业相较传统分销商、方案商具有更系统的云业务承办经验。这类企业多处于初创期，资金、人才规模尚浅，凭借特色强势云技术或云产品吸引客户将是它们生存和竞争的基	传统 ICT 生产商、分销商成立早，资金实力雄厚，在业内有深厚的口碑和客户积累，有助于云托管业务迅速拓展。这些公司往往先经历云计算商、云服务商的短暂过渡期，才向 MSP 云托管商转型。这类公司一方面不断加快自身云科研进程，另一方面也会选择合作甚至收购	随着传统 IT 架构向云架构变迁，自然而然业务延伸到 MSP 领域，对客户需求的理解深刻，咨询经验丰富。

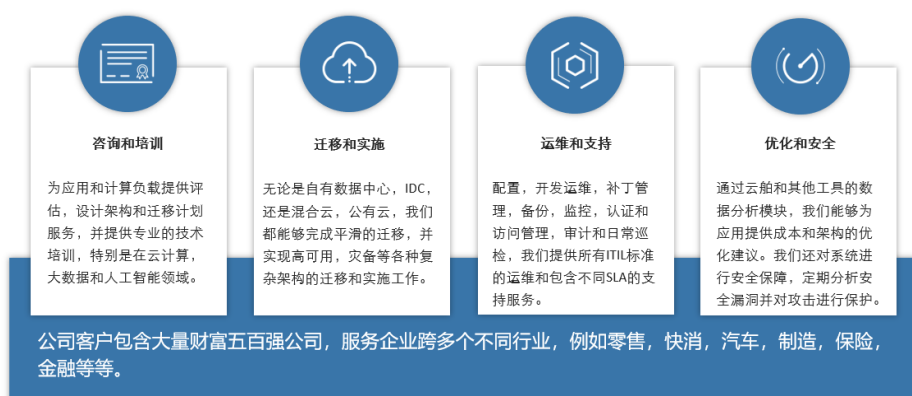
供更加契合客户需要的云托管服务。基础。所以这类企业发展的一大重要途径就是通过兼并收购成为传统 IT 行业巨头的子公司或子部门，从而利用其客源优势迅速拓展市场。专职云公司，以迅速形成自身的云核心竞争力。

数据来源：公开资料整理，东吴证券研究所

2.2.2. 收购云角信息，逐步确立国内 MSP 厂商领导者地位

神州数码是少数能够提供全周期云管理的全栈式服务商。目前，在云管理服务方面，神州数码自主研发了云管理平台，可以基于多云平台和混合云架构的服务能力，为客户提供包括咨询、迁移、运维、部署等一系列专业云管理服务，并成为国内少数能够在多云环境下实现 MSP 服务、国内极少数能够实现对云平台原生 PaaS 监控，以及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全栈式云服务商。在此基础上，神州数码还形成了覆盖世界五百强企业、国内大中型企业和快消零售、汽车、金融、政府、文旅、制造等多个行业头部客户的客户体系，具备多场景的实践案例。

图 11：神州数码全生命周期的 MSP 服务



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

与各家云服务商保持良好的合作关系。公司云计算团队技术实力雄厚，全集团已获得微软、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 500 人次。公司对 3A 等主流云厂商的 IaaS+PaaS 架构和技术非常熟悉，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；具备为 SAP、Salesforce 等国内外巨头 SaaS 厂商提供交付和实施服务的能力。在技术能力认证上，公司荣膺微软年度最佳云管理服务提供商（Top MSP Partner），同时成为国内唯一获得微软年度学习伙伴（Learning Partner of the Year）提名的云服务商；以 1000 分的满分成绩通过 AWS 管理服务能力审计，成为 AWS 管理服务提供商（MSP）。

图 12：获得国内外云计算巨头的资质认证

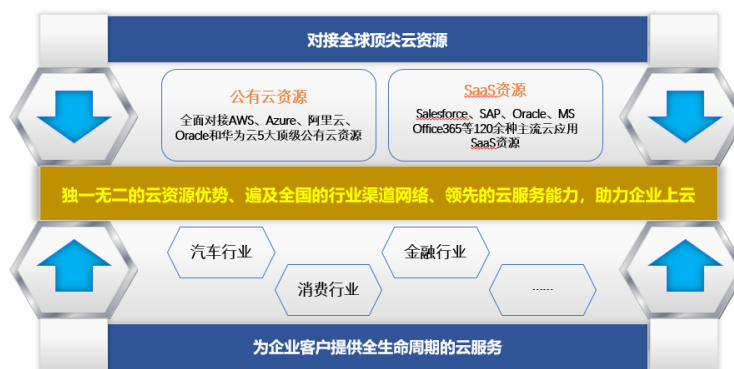
服务商	产品	认证/资质
	微软Azure	 - Azure 解决方案架构专家 - Azure AZ-900 - Azure 203
	Office 365	Office 365 L 100
	Dynamics	MB2-716 Microsoft Dynamics 365 定制化和配置
	架构 DevOps	- AWS 专业架构 - AWS 专业 DevOps
	ACP	阿里云证书
		HCS IT 解决方案
	IaaS	- Oracle 云平台 - Oracle 云架构解决方案
		 IBM 云私人业务合作伙伴专家
		认证网络工程师
	CCSP	Ceph 存储管理专家考试
		Salesforce 管理员

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

具备众多世界 500 强案例和行业成熟方案。在顶尖行业客户的信任同自身技术实力的见证下，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。公司累计服务超过 100 家中大型企业（不包含纯转售业务客户），其中世界五百强客户超过 30 家，重点客户云计算业务年收入超过 1000 万元且依然保持高速增长，实现了单体客户云运维服务收入过亿元的重大突破，全方位、多角度、全生命周期地协助客户基于云计算进行数字化转型。此外，通过长期服务行业顶级客户，公司积累了包括大数据、物联网、人工智能、混合现实、智能制造、视讯云、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。

与中国移动的战略合作是神州数码云业务快速拓展的标志性事件。去年神州数码成为中国移动的重要战略合作伙伴，将携手构建云网融合新生态，有望成为新的业务亮点。同时，神州数码还成为中国移动 DICT 全国集成库第一批集中采购框架（私有云）中选供应商之一，逐步确立在国内 MSP 领域领导者的地位。

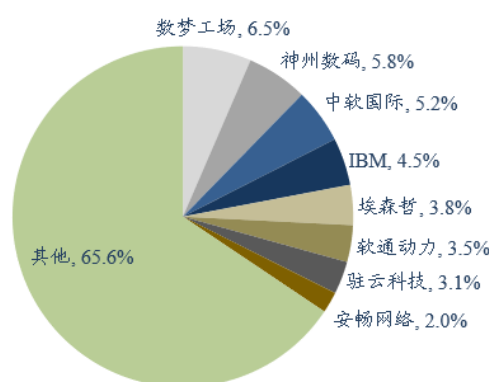
图 13：神州数码云业务竞争优势



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

收购云角信息后逐步确立 MSP 龙头地位：自 2017 年宣布全面云战略转型以来，神州数码通过全资收购新兴云管理服务提供商上海云角，并不断整合内部资源和服务能力，迅速形成了兼顾传统 IT 服务商与新兴云服务商特点的独到优势。在云管理服务及数字化解决方案（MSP+ISV）方面，神州数码 2019 年实现收入 2.77 亿元，同比增长 121.6%。根据 IDC 发布的关于第三方云管理服务市场最新报告显示，2019 年第三方云管理服务市场规模为 5.6 亿美元，神州数码云管理服务业务的市场份额占比从 2018 年的 5.8% 提升至 6.18% 左右。2020 年公司 MSP 业务有望继续翻倍，奠定龙头地位。

图 14：2018 年中国云管理服务市场占比



数据来源：IDC 中国，东吴证券研究所

2.2.3. 数字化解决方案拓宽云服务管理边界

云上数字化解决方案是云服务管理中的高附加值业务。随着公司 MSP 业务快速发展，云上汇聚海量数据，带来大量云上数字化解决方案（ISV）需求。基于多年服务行业头部客户积累的强大技术实力和丰富经验，公司为包括零售、快消、汽车、文旅、金融等行业世界五百强企业在内的广大客户提供以物联网、大数据、人工智能等技术为基础的数字化解决方案。公司围绕数据获取、数据存储、数据管理和数据分析这一完整大数据产业链，对应性地构建并完善了从数据获取到数据应用的全方位大数据解决方案，有效地赋能零售、酒店、汽车等行业客户提升经营效率，包括数据脱敏解决方案、零售行业数据建模分析方案、酒店行业数字化解决方案、汽车行业数字化解决方案、智能仓储解决方案等。为行业顶端客户形成的数字化解决方案具有较高的可复制性，能够在行业内进行产品化推广。云服务本身是标准化的，但要落地应用就必须要与用户的业务相结合，定制化开发是对解决方案的必然要求。ISV 业务毛利率较高，形成标准化的产品后，可复制易推广，完善云服务解决方案，增加用户粘性，是公司云战略的重要组成。

图 15：自主研发的场景应用

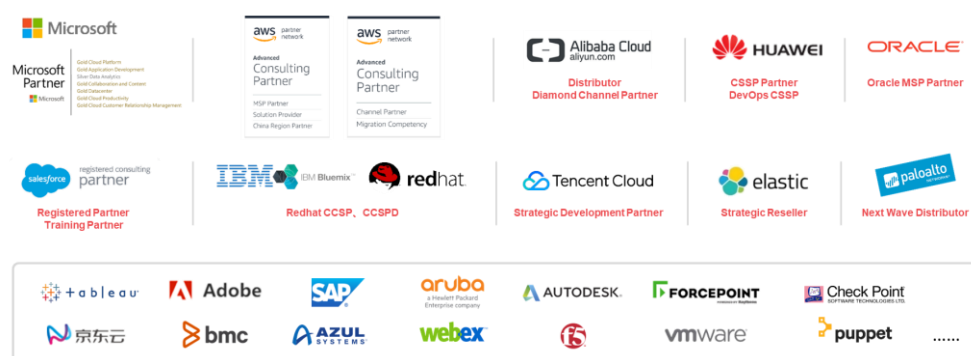


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.3. 云转售与云管理服务协同发展

通过云转售与客户建立联系并提供其他云增值服务。一站式云转售业务包括公有云资源、混合云平台、软件授权及 SaaS 服务等。公司能够以高级合作伙伴的身份对接国内外主流的云服务、AI/IoT 及大数据厂商，提供市场上最丰富的云计算及数字化相关资源和产品，包括公有云资源，私有云/混合云平台，SaaS 以及 AI 和大数据等新兴技术和应用，为客户提供一站式、多样化的资源对接和转售服务。绝大部分大中型企业都会选择多个公有云平台及混合云架构进行部署，企业客户更倾向于使用同一家云服务商同时对接多个主流云厂商，提供统一的资源对接和转售。广泛的资源对接是接触客户并提供服务的起点和基础，为云增值服务和数字化转型业务的推进奠定坚实基础。神州数码与全球 80 余家主流云厂商建立了深度合作关系，构建起汇聚 120 余种主流 SaaS 资源、600 余家云生态合作伙伴资源的云资源池。

图 16：广泛的云资源厂商覆盖



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

联合运营解决方案(SaaS Hosting)需求旺盛。根据 Gartner 的报告, 2018 年全球 SaaS 市场规模为 800 亿美元, 是 IaaS 305 亿美元市场规模的两倍多。根据同期中国信息通信

研究院统计显示，2018 年中国 SaaS 市场规模为 145 亿元，远低于国内 IaaS 市场的 270 亿元规模。此外，根据 IDC 的报告，到 2024 年，中国将有 55% 企业通过 SaaS 应用平台来降低企业定制应用的成本和复杂性，国内 SaaS 市场具有广阔发展空间。随着国内 SaaS 需求的持续高速增长，海外 SaaS 厂商致力于全面开拓中国市场。海外 SaaS 企业在国内运营亟需寻求并依赖具有销售渠道、云计算牌照和本地化运营能力的合作伙伴将产品落地。事实上 SaaS 层的联合运营不仅是纯粹的产品销售，还需要熟悉不同行业的差异化业务流程与操作特点，提供定制化的 SaaS 技术解决方案与云服务技术，具有较高门槛。

基于联合运营解决方案模式，神州数码成为海外 SaaS 的“发行商+运营商”。公司凭借云业务的全牌照资源、多云支持能力以及 Go-to-Market 能力，开拓性地推出联合运营解决方案（SaaS Hosting）业务模式，成为诸多国外 SaaS 厂商在中国落地云服务的首选。通过本地合作伙伴的身份，将为更多海外优质的 SaaS 产品提供合法的国内运营牌照，合规的国内数据存储中心，并为其提供营销推广、运营及本地化的技术和客户支持服务。目前，神州数码已经与 Palo Alto、Netskope、ServiceAide 等 SaaS 公司达成战略合作协议，帮助厂商实现优质 SaaS 产品在中国的落地；同时公司也在积极尝试为国内的企业级客户带来更多细分领域的优质 SaaS 产品。SaaS 联合运营服务的良好示范效应正逐渐显现，加上国内企业数字化转型服务需求日益丰富，未来神州数码有望逐步成为海外云业务入口。

图 17: SaaS Hosting 案例



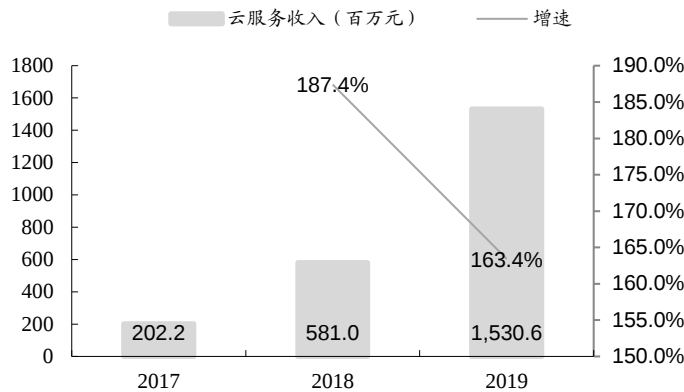
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.4. 财务指标验证云业务高速增长

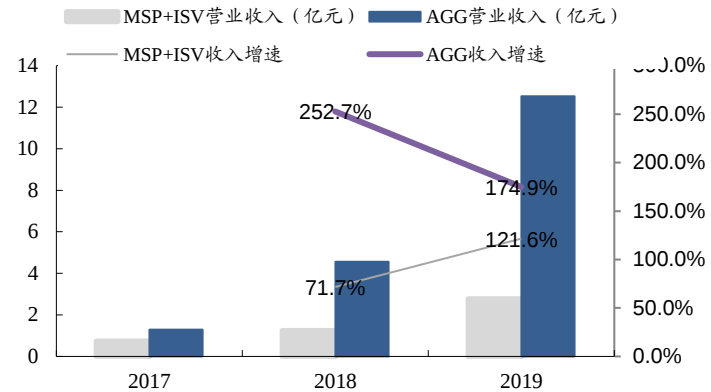
云战略转型推进顺利，业绩快速提升。自 2017 年转型以来，神州数码的云业务收入始终保持翻倍以上的增长速度，到 2019 年云业务营收已达 15.31 亿元，同比增长 163.41%。其中，云管理服务(MSP+ISV)实现收入 2.77 亿元，同比增长 121.6%，远超 82.6% 的行业平均水平；云转售（AGG）实现收入 12.53 亿元，同比增长 174.89%。随着深化与中国移动的合作，不断沉淀在技术、生态等领域的积累，神州数码有望成为中国最大的云管理服务和云转售的企业。

图 18: 云服务收入持续快速增长

图 19: 云业务各细分领域增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

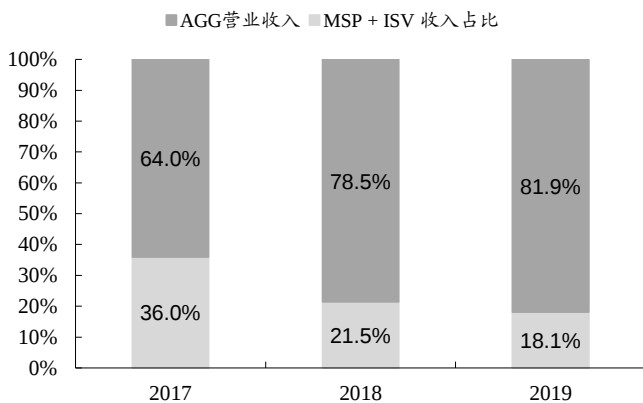


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

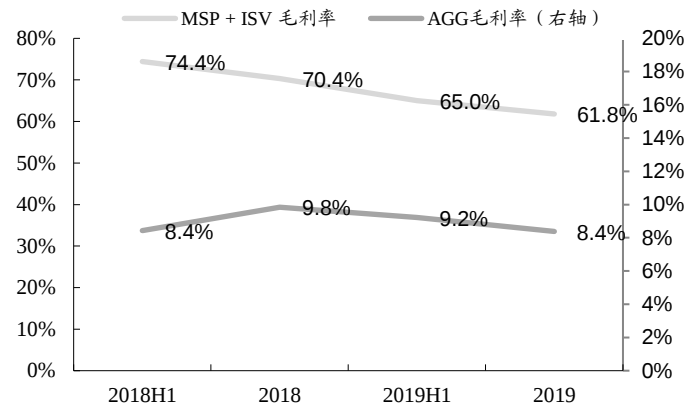
云服务收入结构和毛利率保持稳定。从收入结构上说, 神州数码的云业务以云资源业务 (AGG) 为主, 占云业务比重达 81.9%。2019 年云业务综合毛利率稳定在 18% 附近, 其中云转售业务毛利率约 9%, 云管理服务毛利率约 50%, ISV 毛利率约 80%。因为公司的云管理服务基本都是在线完成, 人均产出很高, 相比传统的 IT 运维毛利率更高。

图 20: 云服务收入结构稳定

图 21: 细分领域毛利率稳定



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

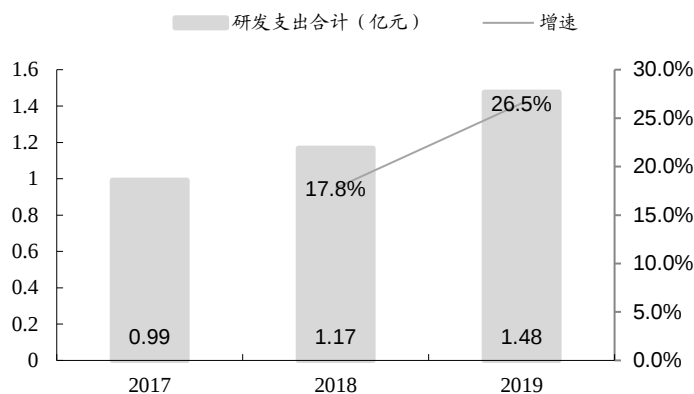


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

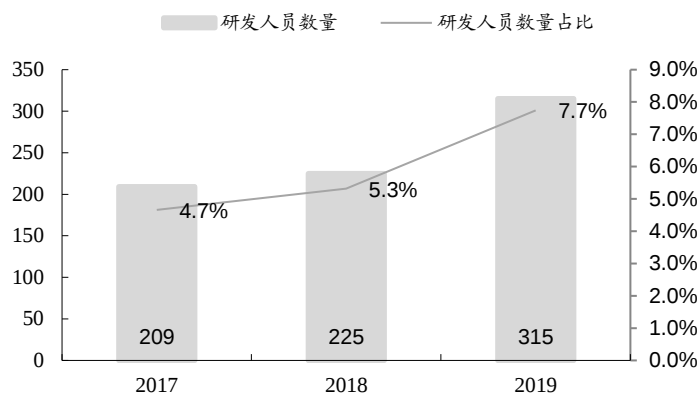
持续加大研发投入, 服务能力不断增强。基于多年服务行业头部客户积累的强大技术实力与丰富经验, 公司持续为包括零售、快消、汽车、文旅、金融等行业世界五百强企业在内的广大客户提供以物联网、大数据、人工智能等技术为基础且可复制性高的数字化解决方案。未来三年公司计划在国内建立 5-6 个研发基地和交付中心, 扩展研发和交付能力布局, 同时加大在 MSP 和大数据等领域的研发投入力度, 并进一步提升技术实力和创新能力, 在转型过程中进一步推进工程师文化的发展, 在云技术团队推行基于 OKR 理念的考核机制, 进一步转型成一家以创新和技术为核心驱动的公司。2019 年神州数码研发支出同比增加 26.5%, 远高于收入增速, 大部分投入到了 MSP+ISV 业务中。

图 22: 研发投入加速增长

图 23: 研发人员占比提高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 全面拥抱大华为，鲲鹏整机核心供应商崛起

3.1. 全面拥抱“大华为”战略

“大华为”战略成就强强合作生态协同。2018年3月，神州数码正式启动“大华为”战略，将分散在不同业务板块的华为业务进行整合，成立华为业务群，以期真正实现“力出一孔”。在“大华为”战略之前，与华为合作的业务分布在神州数码旗下三家上市公司（神州控股、神州信息、神州数码集团）。在这种情况下，资源和能力无法整合和打通。简单意义上的“合作”已经无法满足华为业务发展的需要。大华为战略可以充分协调神州数码的优势资源，在智慧城市、智慧农业、智慧医疗、智慧金融、物联网、供应链等领域与华为方面进行深入对接，展开全面合作，从“生态合作”走向“生态协同”。

表 2: 神州数码与华为的合作历史

合作历史	主要内容
2011 年	神州数码成为华为企业业务数通产品总经销商
2016 年 11 月	郭为率神州数码高管团队与华为轮值 CEO 徐直军举行会晤并签署战略合作协议，共同宣布在云计算等领域展开对接与协同，共建中国从云到端的云生态体系，华为更是表示将为神州数码打造“一个团队”，开创并探索出一个新的合作模式
2018 年 3 月 22 日	神州数码成为华为第 9 家全球总经销商，宣布启动“大华为”战略，将分布在不同业务板块的华为业务进行整合，成立华为业务群，形成统一的前中后台，实现内部协同
2018 年 11 月 9 日	从 2016 年开启云合作起，短短两年间双方战略合作已在智慧城市-IoT，智慧农业，智慧物流，智慧医疗，云计算数字化应用海外业务等多个领域，取得突破性进展和丰硕成果，接下来神州数码将与华为持续深化双方的战略合作
2019 年 11 月 18 日	神州数码与厦门市签署战略合作协议，推进鲲鹏系列产品生产基地建设

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

神州数码与华为在产品分销、云管理服务等方面协同效应显著。作为华为全球第九大经销商、国内第一大经销商，神州数码在共建鲲鹏生态基地中具有天然的优势。在成为华为全球经销商以来，神州数码已经连续两年获得华为“全球优秀经销商”大奖，且业务成绩、能力建设、资源管理和质量把控等方面，在华为优选 CSSP 伙伴中名列前茅。神州数码集团已成为华为云在中国最重要的伙伴之一，华为云也成为神州数码云 MSP 的重要组成部分。随着“大华为”战略的不断推进，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非常大的突破和重要落地成果。

鲲鹏硬件整机制造成为公司长期战略发展方向。3月13日，神州数码宣布，旗下首个鲲鹏系列产品生产基地——神州鲲泰厦门生产基地近日在福建厦门集美正式动工，一期工程预计五月正式投产。该生产基地一期占地面积1万平方米，整体规划面积3万平方米，将主要生产搭载鲲鹏芯片的神州数码自有品牌神州鲲泰服务器及PC产品。

3.2. 鲲鹏展翅，神州数码有望成为鲲鹏服务器的中坚力量

3.2.1. 鲲鹏生态日趋完善，商业应用即将大放异彩

中国市场已成为全球计算产业的主要动力和增长引擎。云计算、物联网、人工智能、5G 等新技术的不断普及，将加速“万物感知、万物互联、万物智能”为特征的智能社会的来临。实现智能社会首先要经历全面的数字化进程，而计算产业是数字化的核心驱动力。IDC 预测，到 2023 年，全球计算产业投资空间 1.14 万亿美元。中国计算产业投资空间 1043 亿美元，接近全球的 10%，是全球计算产业发展的主要推动力和增长引擎。中国作为全球第二大经济体，近年来云计算、人工智能、物联网、边缘计算和 5G 方面的技术创新都已经接近甚至领先全球。在数字化浪潮的推动下，基于新一代计算平台，中国的服务器、存储、操作系统、数据库等 IT 企业有望迎来很好的发展机遇。

图 24：2023 年全球计算产业投资额

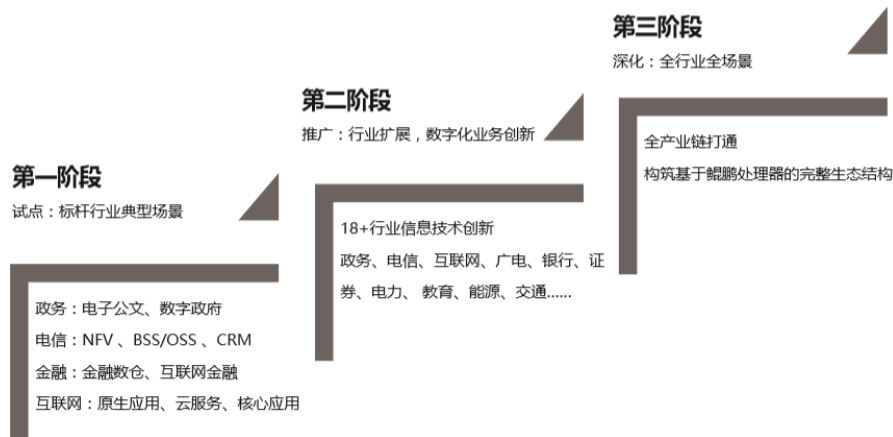


数据来源：《鲲鹏计算产业发展白皮书》，东吴证券研究所

鲲鹏计算生态剑指全行业、全场景。鲲鹏计算产业发展的目标是在未来建立完善的

开发者和产业人才体系，使产业链上下游均能分享红利，实现从开发者、厂商、用户到科研院所等多方共赢，使鲲鹏生态成为开发者和用户的首选。开放、共享的生态体系是鲲鹏计算产业成功的基础，要构建全行业、全场景鲲鹏计算产业体系，完成鲲鹏计算产业从关键行业试点到全行业、全场景产业链建设目标。

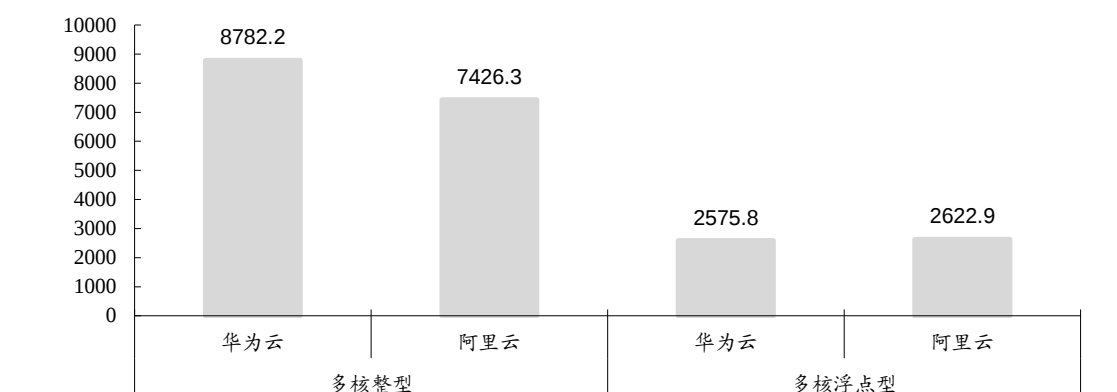
图 25：鲲鹏计算产业发展规划



数据来源：《鲲鹏计算产业发展白皮书》，东吴证券研究所

鲲鹏 920 处理器性能追平 x86 中高端产品，在大数据场景优势突出。鲲鹏 920 处理器是华为在 2019 年 1 月发布的数据中心高性能处理器，由华为自主研发和设计，旨在满足数据中心多样性计算、绿色计算的需求。鲲鹏 920 处理器兼容 ARM 架构，采用 7nm 工艺制造，可以支持 32/48/64 个内核，主频可达 2.6GHz，支持 8 通道 DDR4 内存及 PCIe 4.0，集成 100Gbe 网络，号称是最强 ARM 服务器芯片，比业界标准性能高出 25%。《鲲鹏云服务器实战：华为云鲲鹏 KC1 实例 vs. 阿里云 G5 实例》将华为云基于鲲鹏 920 处理器的通用计算增强型 KC1 实例，与阿里云的企业级通用型 G5 实例进行了全方位的对比。通过平均得分可以看出，华为云 KC1 实例多核整型得分远高于阿里云的 G5 实例，多核浮点型得分两者不相上下。由此可以看出鲲鹏 920 处理器在性能表现上与同档次的 x86 架构处理器差距不大，而且在整型计算上的优势更加明显，可以更好应对如基因测序、图像渲染、大数据等大规模高强度的数据处理任务。

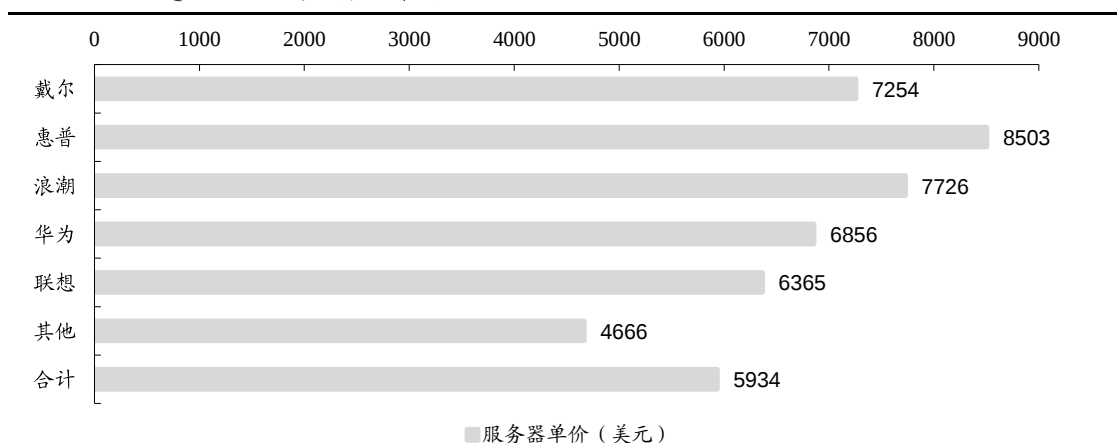
图 26：CPU 性能-Uxibench 平均得分



数据来源：IT之家，东吴证券研究所整理

同性能鲲鹏服务器单价长期有望贴近 X86 服务器。2019Q4 市面上所有 X86 服务器均价达到了 6000 美元左右，其中华为销售的服务器（主要为 x86 服务器）均价约为 6800 美元。目前一台 TaiShan 服务器根据芯片型号、核数、内容容量和硬盘类型的不同，市场售价从 5 万元-20 万元不等。我们预计党政领域的鲲鹏服务器单价可到 10 万元左右，行业口服务器单价可到 8 万元左右。未来随着鲲鹏芯片出货增加，规模效应变得显著，鲲鹏服务器的售价有望贴近 X86 服务器的售价，性价比追平 X86。

图 27：2019Q4 几大厂商服务器单价



数据来源：Gartner，东吴证券研究所

图 28：华为泰山服务器电商平台价格

				
北京预订 ¥124299.00 华为泰山 2280 2U 机架式服务器主机 TaiShan 2280 V2 12*3.5"HDD 均衡型 2	北京预订 ¥120799.00 华为泰山 2280 2U 机架式服务器主机 TaiShan 2280 V2 12*3.5"HDD 均衡型 2	北京预订 ¥97999.00 华为泰山 2280 2U 机架式服务器主机 TaiShan 2280 V2 12*3.5"HDD 均衡型 2	北京预订 ¥82699.00 华为泰山 2280 2U 机架式服务器主机 TaiShan 2280 V2 12*3.5"HDD 均衡型 2	北京预订 ¥82599.00 华为泰山 2280 2U 机架式服务器主机 TaiShan 2280 V2 12*3.5"HDD 均衡型 2

数据来源：京东，东吴证券研究所

基于鲲鹏 920 芯片的 TaiShan 服务器已可用于数据中心场景。华为的 TaiShan 系列服务器发挥 ARM 架构在多核、高能效等方面的优势，适合为大数据、分布式存储、原生应用、高性能计算和数据库等应用高效加速。以大数据场景为例，可实现多核高并发和资源调度调优，计算性能提升 20%。此外，鲲鹏云服务器在计算、网络、存储等多个方面已经成熟，且会在如大数据、基因测序等整型计算场景下较 x86 更具优势。鲲鹏新算力的加入，可以为多样应用提供全新的算力选择。

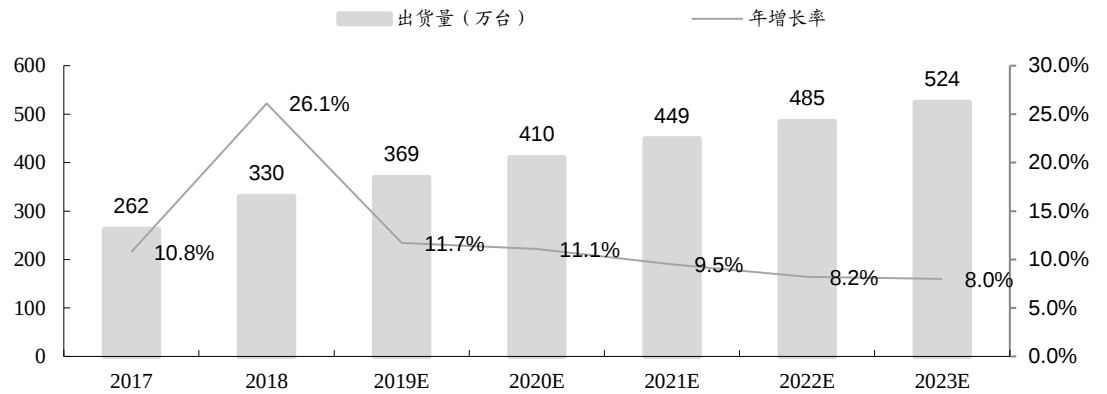
图 29：TaiShan 服务器技术规格

产品系列	TaiShan 200	TaiShan 200	TaiShan 200	TaiShan 200
产品型号	1280	2180	2280	5280
产品形态	1U双路机架	2U单路机架	2U双路机架	4U双路机架
处理器	2*鲲鹏920	1*鲲鹏920	2*鲲鹏920	2*鲲鹏920
内存插槽	32个DDR4-2933插槽	16个DDR4-2933插槽	32个DDR4-2933插槽	32个DDR4-2933插槽
本地存储	10个2.5英寸SAS/SATA HDD硬盘或8个2.5英寸NVMe SSD硬盘	14个3.5英寸SAS/SATA HDD硬盘或SAS/SATA SSD硬盘	16个3.5英寸或27个2.5英寸SAS/SATA HDD硬盘、SAS/SATA SSD硬盘或16个2.5英寸NVMe SSD硬盘	40个3.5英寸SAS/SATA HDD硬盘、SAS/SATA SSD硬盘，以及4个2.5英寸NVMe SSD硬盘
RAID支持	支持RAID 0, 1, 5, 6, 10, 50, 60，支持 电容掉电保护			
PCIe扩展	2个PCIe 4.0 x16+1个PCIe 4.0 x8标准插槽	3个PCIe 4.0 x8或1个PCIe 4.0 x16 + 1个PCIe 4.0 x8标准插槽	8个PCIe 4.0 x8或3个PCIe 4.0 x16 + 2个PCIe 4.0 x8标准插槽	8个PCIe 4.0 x8或3个PCIe 4.0 x16 + 2个PCIe 4.0 x8标准插槽
板载网络	2个板载网络插卡，每个插卡支持4*GE电口或者4*10GE光口或者4*25GE光口	1个板载网络插卡，支持4*GE电口或者4*10GE光口或者4*25GE光口	2个板载网络插卡，每个插卡支持4*GE电口或者4*10GE光口或者4*25GE光口	2个板载网络插卡，每个插卡支持4*GE电口或者4*10GE光口或者4*25GE光口
电源	2个热插拔900W或2000W交流电源模块，支持1+1冗余	2个热插拔900W或2000W交流电源模块，支持1+1冗余	2个热插拔900W或2000W交流电源模块，支持1+1冗余	2个热插拔2000W交流电源模块，支持1+1冗余
供电	支持100~240V AC, 240V DC			
风扇	支持7个热拔插风扇模组，支持N+1冗余	支持4个热拔插风扇模组，支持N+1冗余		
操作系统	SUSE、Ubuntu、CentOS、中标麒麟、深度、银河麒麟、凝思、泰山国心、普华、湖南麒麟等操作系统			
工作环境温度	5℃ ~ 35℃	5℃ ~ 40℃	5℃ ~ 40℃	5℃ ~ 35℃
散热	风冷	风冷	风冷	风冷
尺寸 (宽x深x高)	435.6 mm x 790 mm x 43 mm	447 mm x 790 mm x 86.1 mm	447 mm x 790 mm x 86.1 mm	447 mm x 790 mm x 175 mm

数据来源：华为官网，东吴证券研究所

鲲鹏有望在商业领域国产潮流中大放异彩。随着移动互联网和云计算的不断发展，能构建更高性能、更低功耗计算平台的 ARM 架构正在成为算力发展的主流。相比政务领域，行业领域的应用对产品的性能、价格、生态等商业元素要求更高。基于 ARM 架构的华为鲲鹏芯片，已初步构建起完善的计算机软硬件生态，拥有端到端的产业化、生态化能力，形成从处理器、服务器、操作系统、整机到行业方案的部署与交付能力。鲲鹏芯片的性能较好的满足了行业用户的需求，而且自主可控程度较高，凭借华为公司的研发与市场能力，未来鲲鹏服务器有望占到中国服务器出货量的 1/3 以上。

图 30：中国服务器出货量走势



数据来源：IDC，东吴证券研究所

3.2.2. 硬件开放合作，神州数码有望成为鲲鹏整机中坚力量

华为采取硬件开放、软件开源、使能伙伴战略，整机合作伙伴受益确定性强。硬件开放方面，华为聚焦做好处理器、板卡和主板等，使能合作伙伴优先发展自有品牌的计算机整机产品。目前全球已经有 11 家整机厂商基于鲲鹏主板推出自有品牌的服务器及 PC 产品。软件开源方面，2019 年 12 月 31 日，openEuler 社区正式上线。2020 年 3 月，openEuler 20.03 LTS 版本也正式上线，麒麟软件、普华基础软件、统信软件、中科院软件所宣布发布基于 openEuler 的商用版本操作系统。生态方面，截至目前，华为与产业伙伴联合成立了 15 个鲲鹏生态创新中心，与 600 多家 ISV 伙伴推出了超过 1500 个通过鲲鹏技术认证的产品和解决方案，广泛应用于金融、政府与公共事业、运营商、能源等行业。

表 3：鲲鹏计算产业整机厂商

整机厂商	省份	品牌
神州数码	福建	神州鲲泰
四川长虹	四川	长虹天宫
同方股份	北京	同方
黄河旋风	河南	黄河
东华软件	山东	鹏霄
拓维信息	湖南	湘江鲲鹏
广电运通	广东	广电鲲鹏
紫光恒越	深圳	紫光恒越
山西百信	山西	恒山太行
陕西电子	陕西	陕西鲲鹏

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

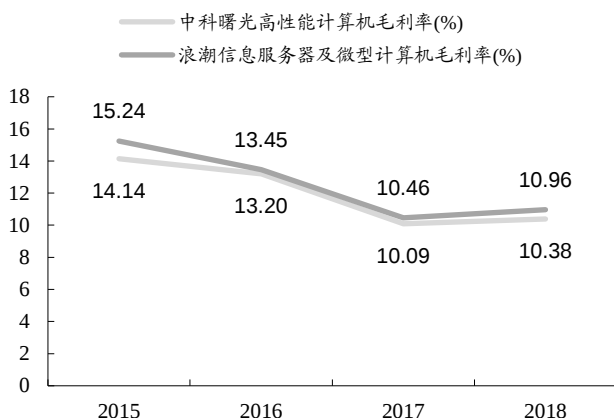
神州数码有望成为鲲鹏整机的中坚力量：目前鲲鹏整机制造合作方包括全局性、区域性或行业性、策略性合作方，其中全局性合作伙伴对华为来说最为重要。神州数码与华为在云计算、鲲鹏生态、智慧城市、智慧农业、智慧金融、物联网、供应链、海外市场拓

展、场景化联合解决方案等领域深度协同，是鲲鹏整机最重要的全局性合作方之一。公司与厦门市政府已经签署战略合作框架协议，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，成为鲲鹏整机的中坚力量。

3.3. 从整机制造到综合解决方案，新增长点弹性十足

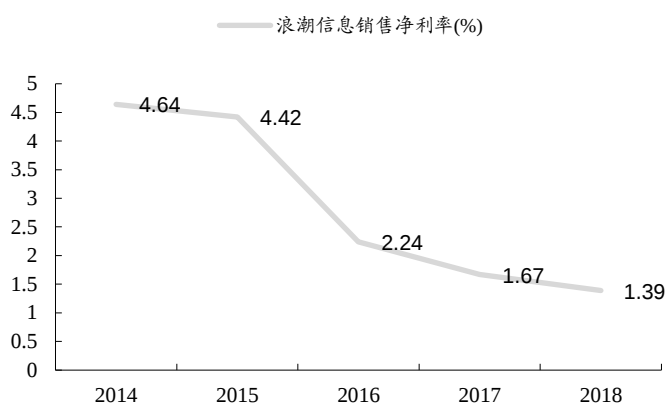
鲲鹏服务器业务长短期均有可观利润。参考浪潮信息和中科曙光，近年来 x86 服务器销售毛利率逐年降低，主要是面向互联网大客户的服务器毛利率较低，同时内存等元器件价格上涨，最终导致净利润率降低。对于鲲鹏产业中的服务器和主机生产厂商来说，尤其是生态建设初期，可以形成毛利率相对较高，净利率有利可图的局面。从产品看，伴随鲲鹏芯片的逐渐放量，单片成本会逐步下降，而且鲲鹏组件国产部分更多，未来成本优势更大，长远来看销售净利率会高于 X86 架构服务器。从供给端看，为了加快推进鲲鹏生态发展，华为会对生态伙伴加大扶持，主动降低服务器和主机生产厂商的成本。在发展初期，鲲鹏整机厂净利率有望达到 5%，成熟之后预计仍有 3%。根据 IDC 预测，到 2023 年中国服务器市场规模将达到 292.85 亿美元，2020-2023 年复合增长率 11.9%。假定未来鲲鹏服务器占据三分之一份额，神州数码作为全局性战略伙伴在鲲鹏体系占据 30% 份额，再叠加 PC 后，有望为公司带来过 6-10 亿利润弹性。

图 31：中科曙光、浪潮信息服务器业务毛利率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 32：浪潮信息销售净利率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从整机制造到数字化综合解决方案提供商，附加值可进一步提升。神州数码在鲲鹏生态的定位是综合解决方案和云平台公司，包括提供咨询、服务和产品，而不仅是主机制造商。公司多年来始终坚持自有信创品牌的研发投入和产品创新，在北京、深圳、上海、武汉等地建立大型研发基地，拥有从设计到制造的产品闭环管理体系，已打造出覆盖存储及应用管理、网络、数据库一体机领域的自主品牌，形成网络、存储、安全、大数据应用等在内的 22 个品类 600 余种自有品牌产品体系。同时，公司整合资源禀赋和经验技术，包括供应链管理、科技金融、行业领域的 ISV 解决方案、最广泛的渠道以及研发生产能力等等，都投入到华为鲲鹏的生态打造中来。未来鲲鹏服务器和 PC 制造只是公司在鲲鹏生态框架下盈利的一个点，解决方案和周边产品将带动公司附加值进一步提升。

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设

因公司线上业务开展顺利，预计今年一季度疫情对全年业绩影响有限；云管理服务行业保持高速增长；行业国产化大幕开启，鲲鹏生态在其中扮演重要角色。我们预计公司在 2020-2022 年：1) IT 分销业务（消费电子和企业增值业务）合计增速分别为 0%、5.38%、4.06%；2) 云服务业务增速分别为 100%、90%、80%；3) 鲲鹏服务器和 PC 生产形成收入分别为 45、115、200 亿元；4) 自主品牌和其他业务保持低速增长。

表 4: 营业收入增速预测

营业收入 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
消费电子业务	55379.68	55379.68	57594.86	59322.71
增长率	1.7%	0.0%	4.0%	3.0%
企业增值业务	29326.43	29326.43	31672.54	33572.89
增长率	11.5%	0.0%	8.0%	6.0%
云服务	1530.55	3061.10	5816.10	10468.97
增长率	163.4%	100.0%	90.0%	80.0%
鲲鹏整机	-	4500.00	11500.00	20000.00
增长率	-	-	155.6%	73.9%
自主品牌	553.19	580.85	609.89	640.39
增长率	8.5%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	13.53	14.21	14.92	15.66
增长率	33.4%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	86803.38	92862.26	107208.31	124020.63

数据来源：Wind，东吴证券研究所

随着鲲鹏产业进入到更市场化的领域，鲲鹏服务器和 PC 生产业务的毛利率会逐年下降，其余业务毛利率情况保持不变。

表 5: 各业务毛利率预测

毛利率	2019	2020E	2021E	2022E
消费电子业务	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
企业增值业务	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
云服务	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%
鲲鹏整机	-	15.0%	12.5%	10.0%
自主品牌	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	58.3%	58.3%	58.3%	58.3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

随着鲲鹏整机生产业务逐渐上量，云服务业务高速增长，使得公司的营业费用率、管理费用率和研发费用率逐渐提高。

表 6：期间费用率预测

期间费用 (亿元)	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用	16.98	20.43	26.27	33.49
%销售收入	1.96%	2.20%	2.45%	2.70%
管理费用	2.64	3.85	5.52	8.43
%销售收入	0.30%	0.41%	0.51%	0.68%
研发费用	1.46	2.18	3.06	3.97
%销售收入	0.17%	0.24%	0.29%	0.32%
财务费用	4.90	5.07	5.32	5.28
%销售收入	0.56%	0.55%	0.50%	0.43%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基于以上假设，我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 928.62、1072.08、1240.21 亿元，营收增速分别为 7.0%、15.4%、15.7%；净利润分别为 9.28、13.70、17.01 亿元，净利润增速为 32.3%、47.7%、24.1%，现价对应 18、12、10 倍 PE。

4.2. 分部估值

采用分部估值，目标市值为 265 亿元。

IT 分销业务估值 82.5 亿元。参考 IT 分销行业其他公司市盈率水平，给予神州数码 IT 分销业务 15 倍 PE 估值。预计神州数码 2020 年 IT 分销业务带来的净利润约 5.5 亿元，与上年持平，对应估值 82.5 亿元。

表 7：IT 分销相关公司估值

股票代码	公司名称	市盈率 PE		
		TTM	2020E	2021E
000062.SZ	深圳华强	20	17	14
600751.SH	海航科技	28	-	-
002416.SZ	爱施德	23	-	-
300184.SZ	力源信息	46	-	-
300131.SZ	英唐智控	28	17	30
000829.SZ	天音控股	-28	25	19

数据来源：Wind，东吴证券研究所（市盈率取自 2020 年 4 月 13 日 Wind 一致预期）

可比交易估值法，云管理服务业务估值 105 亿元。2019 年 9 月 26 日，在杭州举办的“数据价值之路”技术峰会上，杭州数梦工场科技有限公司（以下简称数梦工场）宣布完成了 6 亿元 B 轮融资，公司估值达 15 亿美元。根据 IDC 的统计数据，2018 年数梦

工场和神州数码在国内 MSP 领域的市占率分别是 6.5%和 5.8%，2020 年神州数码市场份额有望反超成为国内市占率最高的 MSP 厂商，且经营数据相比 2018 年规模更大。根据可比交易估值法，公司 MSP 业务给予和数梦工场同样的估值 15 亿美元，即 105 亿人民币。

表 8：云管理服务厂商一级市场估值

公司名称	主营业务	最新融资时点	2018 年国内 MSP 市场份额	最新融资额 (亿元)	估值 (亿元)
数梦工场	云及大数据服务	2019 年 9 月 B 轮	6.5%	6	105
贝斯平云科技	云管理服务	2018 年 10 月 B 轮	<1.6%	5.3	40
驻云科技	云管理服务	2017 年 6 月 C 轮	3.1%	1	-

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

细分业务拆分后估值 70 亿元。预计 2020 年公司云业务收入达到 30.61 亿元，其中云转售营收占 80%，MSP+ISV 业务营收占比 20%，净利率分别为 2%和 15%，即 2020 年云转售和 MSP+ISV 业务营收分别为 24.49、6.12 亿元，净利润分别为 0.49、0.92 亿元。其中云转售业务参考分销行业，因其收入增速、毛利率和产品化程度更高而提升相应估值，给予 20 倍市盈率估值 10 亿元；MSP+ISV 业务营收保持高速增长，同时该业务研发支出占收入比例较高，当期利润不能体现其真实盈利水平，因此适用于 PS 估值。预计 MSP+ISV 业务成熟后净利率可以达到 20%以上，当期 PE 参考 IT 运维相关公司的估值给到 50 倍市盈率，因此其 PS=净利率*PE=10 倍，对应 MSP+ISV 业务估值为 61.2 亿元。云服务业务整体估值为 70 亿元。

综合考虑，2020 年公司云业务估值 70 亿元。

表 9：IT 运维相关公司估值

股票代码	公司名称	市盈率		
		2019	2020E	2021E
300245.SZ	天玑科技	91	-	-
300231.SZ	银信科技	27	-	-
600410.SH	华胜天成	61	49	40

数据来源：Wind，东吴证券研究所（市盈率取自 2020 年 4 月 13 日 Wind 一致预期）

鲲鹏服务器和主机制造业务估值。预计 2020 年公司鲲鹏服务器出货量 5 万台以上（统一折算到 64 核口径），均价 9 万元，净利率 5%，对应利润 2.25 亿元。参考中科曙光和浪潮信息估值，给予神州数码 2020 年鲲鹏主机制造业务 50 倍 PE，估值 112.5 亿元。

表 10：整机制造厂商估值

股票代码	公司名称	市盈率		
		2019	2020E	2021E
603019.SH	中科曙光	52	57	44

000977.SZ	浪潮信息	62	42	31
-----------	------	----	----	----

数据来源：Wind，东吴证券研究所（市盈率取自 2020 年 4 月 13 日 Wind 一致预期）

综上所述，公司估值为 265 亿元。采用分部估值法对公司进行估值，我们认为其价值应该为 $82.5+70+112.5=265$ 亿元，折合每股目标价 40.43 元。

4.3. 投资建议

首次覆盖给予“买入”评级：看好公司 IT 分销业务龙头地位，云服务业务保持翻倍增长，作为重要合作伙伴有望成为鲲鹏整机生产的中坚力量，目标价 40.43 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

1. 受疫情影响，世界宏观经济形势恶化，导致公司 IT 分销业务收入增速不达预期；
2. 因技术条件受限、财政压力较大等因素，国家基础 IT 产业布局进度缓慢，导致鲲鹏服务器的下游需求不达预期；
3. 世界政治经济形势发生深刻变化，贸易保护主义和逆全球化趋势抬头，对华为产业链造成负面影响；

神州数码三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	23,355	23,517	26,805	28,187	营业收入	86,803	92,862	107,208	124,021
现金	4,000	4,622	3,305	4,389	减:营业成本	83,317	88,510	101,402	116,656
应收账款	7,039	7,248	8,068	8,468	营业税金及附加	82	88	102	118
存货	9,199	7,486	11,629	10,362	营业费用	1,698	2,043	2,627	3,349
其他流动资产	3,118	4,161	3,803	4,968	管理费用	264	604	858	1,240
非流动资产	6,065	6,848	7,662	8,580	财务费用	490	507	532	528
长期股权投资	1,135	1,260	1,396	1,535	资产减值损失	20	0	0	0
固定资产	152	427	594	738	加:投资净收益	60	45	55	59
在建工程	730	651	607	582	其他收益	37	6	4	12
无形资产	2,451	2,916	3,474	4,135	营业利润	920	1,161	1,747	2,201
其他非流动资产	1,598	1,594	1,591	1,590	加:营业外净收支	11	16	13	15
资产总计	29,421	30,365	34,467	36,767	利润总额	931	1,176	1,761	2,215
流动负债	22,511	22,785	25,721	26,700	减:所得税费用	230	247	387	510
短期借款	9,692	9,692	9,692	9,692	少数股东损益	0	1	3	5
应付账款	5,826	6,785	7,663	8,958	归属母公司净利润	701	928	1,370	1,701
其他流动负债	6,993	6,308	8,367	8,050	EBIT	1,538	1,702	2,293	2,744
非流动负债	2,535	2,413	2,288	2,005	EBITDA	1,587	1,780	2,424	2,920
长期借款	2,102	1,981	1,855	1,572					
其他非流动负债	433	433	433	433					
负债合计	25,046	25,198	28,009	28,705	重要财务与估值指 标				
少数股东权益	3	4	7	12		2019A	2020E	2021E	2022E
归属母公司股东权益	4,372	5,163	6,451	8,050	每股收益(元)	1.07	1.42	2.10	2.60
负债和股东权益	29,421	30,365	34,467	36,767	每股净资产(元)	6.68	7.89	9.86	12.31
					发行在外股份(百万 股)	654	654	654	654
					ROIC(%)	6.8%	7.6%	9.5%	10.4%
					ROE(%)	16.0%	18.0%	21.3%	21.2%
					毛利率(%)	4.0%	4.7%	5.4%	5.9%
					销售净利率(%)	0.8%	1.0%	1.3%	1.4%
					资产负债率(%)	85.1%	83.0%	81.3%	78.1%
					收入增长率(%)	6.0%	7.0%	15.4%	15.7%
					净利润增长率(%)	36.9%	32.3%	47.7%	24.1%
					P/E	23.25	17.57	11.90	9.59
					P/B	3.73	3.16	2.53	2.03
					EV/EBITDA	15.73	13.58	10.50	8.28

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

