

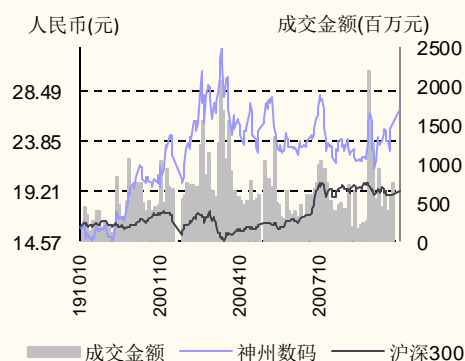
## 神州数码 (000034.SZ) 买入 (维持评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 26.86 元  
目标价格 (人民币): 45.03-45.03 元

### 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.58
已上市流通 A 股(亿股)	4.96
总市值(亿元)	176.73
年内股价最高最低(元)	26.86/21.20
沪深 300 指数	4681
深证成指	13289



### 相关报告

- 《信创业务开始落地-神州数码事件点评》，2020.9.13
- 《云业务大幅增长-神州数码半年报点评》，2020.8.31
- 《经营质量大幅提升，云业务硕果累累-神州数码一季报点评》，2020.5.1
- 《云收入大幅增长，现金流表现亮眼-神州数码年报点评》，2020.3.31
- 《神州数码的三个预期差-公司事件点评》，2020.3.15

翟炜

分析师 SAC 执业编号: S1130520020005  
zhaiwei@gjzq.com.cn

## 云业务升级，信创全面落地

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	81,858	86,803	92,030	107,858	128,552
营业收入增长率	31.57%	6.04%	6.02%	17.20%	19.19%
归母净利润(百万元)	512	701	646	1,011	1,470
归母净利润增长率	-29.12%	36.89%	-7.92%	56.48%	45.44%
摊薄每股收益(元)	0.78	1.07	0.99	1.55	2.25
每股经营性现金流净额	3.46	-0.44	2.35	1.89	2.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.34%	16.04%	12.85%	16.72%	19.55%
P/E	17	19	27	17	12

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **与华为优势互补，合作由鲲鹏升级至公有云、数字化转型等全方位合作：**9月24日，华为全联接大会上神州数码发布基于鲲鹏架构的神州鲲鹏泰系列终端、服务器、解决方案一体机等产品，并与华为签署全面深化合作协议，此后公司将全力承接华为的终端产品。华为在被制裁背景下预计将重点发力公有云业务，神州数码强大的云管理服务能力和覆盖全国的 ToB 营销网络可与华为优势互补。未来，公司将与华为在全球范围内就数字化转型、云计算、人工智能、MSP、数据服务、鲲鹏计算产业生态等方面展开全面合作。
- **开发能力、场景实践能力和营销渠道三大核心优势，助力信创业务加速落地：**目前，神州数码在信创领域的布局主要围绕鲲鹏生态和国产算力两个方向展开，并以国产 IT 核心技术为中心培育完整的生态系统，力争成为信创产业领军。公司发展信创产业有三大核心优势：拥有强大的硬件产品开发能力、丰富的场景实践能力和全面营销渠道。此外，鲲鹏受制裁对公司信创业务影响有限，一方面，华为本身将鲲鹏业务聚焦至服务器，备货充足，且公司在积极寻求解决方案；另一方面，公司正积极与其飞腾等国产芯片厂商合作扩充产品线。两方面合力保障公司信创业务未来无忧。
- **经营性业务全面好转，经营质量持续提升：**经营业绩方面，此前受疫情影响，一季度业绩下降，但从第二季度开始业务实现大幅改善，2020Q2 单季度实现营收 226.55 亿元，环比+26.10%，同比+10.08%；同时 Q2 实现扣非净利润达 1.92 亿元，环比大幅+69.04%，同比+14.31%。经营质量方面，Q2 公司经营活动现金流量净额同比大幅增长 433.59%至 8.42 亿元。此外，公司加强应收提效，H1 应收账款周转率为 5.40 次，同比+4.87%，整体呈稳中有升的趋势；在手现金流及应收账款周转率不断改善，表明公司经营质量在不断提升。

### 盈利预测及估值分析

- 受新冠疫情影响及美国对华为公司制裁，公司信创业务进展出现延后，分销及云业务维持原增长预期，因此对公司业绩预测进行调整；考虑 20 年计提了诉讼损失 0.84 亿元，预计 20-22 年净利润分别为 6.46、10.11、14.70 亿元（下调 38.48%，26.74%，17.88%），同比增速为-7.92%、56.48%、45.44%。分部估值给予公司 21 年目标市值 294.5 亿元，对应目标价 45.03 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 市场竞争风险；云服务业务推进不如预期；新产品推广不及预期风险。

## 内容目录

一、与华为合作全面升级：从鲲鹏到公有云、鲲鹏云、数字化建设.....	4
1.1 与华为签署全面深化战略合作协议，发布多款神州鲲泰系列产品.....	4
1.2 华为公有云：美国制裁背景下，预计华为公有云业务将发力.....	5
1.3 神州数码为什么能成为华为公有云业务的核心伙伴？云服务能力+渠道能力，与华为优势互补.....	5
1.4 鲲鹏云：神州数码有望为鲲鹏云提供硬件及服务支持.....	9
1.5 数字化建设加速，混合云为神州数码与华为协作带来机遇.....	10
二、信创业务加速落地，全力打造 IT 国产化先锋.....	12
2.1 信创业务整体布局：围绕鲲鹏生态与国产算力打造信创领军.....	12
2.2 开发能力、场景实践能力和营销渠道等三大核心优势，加速信创业务落地.....	15
2.3 未来无忧：鲲鹏服务器芯片备货充足，与其他国产芯片厂商加速合作..	16
三、经营性业务全面转好，经营质量持续提升.....	17
3.1 业绩方面：经营业绩开始改善，扣非净利润恢复正增长.....	17
3.2 经营质量提升：在手现金流不断改善，应收账款周转率稳中有升.....	17
四、投资建议及估值.....	18
4.1 盈利预测.....	18
4.2 投资建议及估值.....	19
五、风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1：神州鲲泰系列产品.....	4
图表 2：中国公有云 IaaS+PaaS 市场华为市占率升至第三.....	5
图表 3：神州数码发展云业务四大核心优势.....	6
图表 4：神州数码全栈式云和数字化服务能力.....	6
图表 5：神州数码云转售+云服务满足客户上云用云需求.....	6
图表 6：神州数码通用型数字化解决方案.....	7
图表 7：神州数码垂直行业数字化解决方案.....	7
图表 8：2018-2020H1 神州数码云业务收入结构.....	7
图表 9：2018-2020H1 神州数码云业务毛利率拆分.....	7
图表 10：2019-2023E 中国云管理服务市场规模预测.....	8
图表 11：2019 年中国云管理服务市场神州数码市场第一.....	8
图表 12：2017-2020H1 神州数码分销业务收入及同比.....	8
图表 13：2017-2020H1 神州数码分销业务毛利及毛利率.....	8
图表 14：华为云鲲鹏云服务架构.....	9
图表 15：华为产业战略及鲲鹏云优势.....	9
图表 16：华为云鲲鹏云手机产品架构.....	10

图表 17: 2005-2019 年我国数字经济对经济增长的贡献.....	11
图表 18: 2005-2019 年我国产业数字化建设加速.....	11
图表 17: 2019 年我国公有云市场规模首超私有云.....	11
图表 18: 2017-2018 年中国企业上云情况.....	11
图表 20: 2018 年我国不同规模企业上云指数.....	12
图表 21: 混合云架构成为大型企业上云用云新趋势.....	12
图表 22: 神州数码信创发展历程.....	12
图表 23: 神州数码信创组织架构.....	13
图表 24: 神州数码信创业务体系.....	13
图表 25: 神州数码大华为战略.....	13
图表 26: 神州数码与华为合作时间线.....	13
图表 27: 神州鲲泰厦门生产基地.....	14
图表 28: 神州数码基于鲲鹏生态的产品体系.....	14
图表 29: 神州数码基于鲲鹏产业打造的生态合作体系.....	14
图表 30: 国产算力行业应用不断突破.....	14
图表 31: 公司与国产算力厂商合作情况.....	15
图表 32: 公司基于国产芯片的信创全产业链解决方案.....	15
图表 33: 神州数码自主产品创新历程.....	15
图表 34: 神州数码拥有从设计到制造的产品闭环管理体系.....	15
图表 35: 神州数码信创产业链生态.....	16
图表 36: 神州数码支撑多行业需求的全栈产品服务矩阵.....	16
图表 37: 神州数码覆盖全国的 ToB 营销渠道网络.....	16
图表 38: 神州数码服务覆盖客户类型.....	16
图表 39: 2019-2020Q2 神州数码营收及同比.....	17
图表 40: 2019-2020Q2 神州数码扣非净利润及同比.....	17
图表 41: 2017-2020H1 神州数码应收账款周转情况.....	17
图表 42: 2017-2020H1 神州数码存货周转情况.....	17
图表 43: 2017-2020H1 神州数码经营性活动现金流净额及同比.....	18
图表 44: 公司分业务营收预测 (单位: 亿元).....	19
图表 45: 公司毛利率预测.....	19
图表 46: 可比公司估值比较 (市盈率法).....	20

## 一、与华为合作全面升级：从鲲鹏到公有云、鲲鹏云、数字化建设

### 1.1 与华为签署全面深化战略合作协议，发布多款神州鲲泰系列产品

- 9月24日，在华为全联接大会上，神州数码发布多款基于鲲鹏架构的神州鲲泰系列产品，包括终端、服务器、解决方案一体机等。同时公司与华为再度签署战略合作协议，双方达成全面深化战略合作共识。
- 发布神州鲲泰系列产品：多款基于鲲鹏架构的终端、服务器、解决方案一体机产品
  - 终端产品，主要包括台式机神州鲲泰 d220 & d520 和神州鲲泰 A20 一体机。
  - 通用服务器产品，满足各种应用场景，将计算能力和存储能力以及传输能力进行综合搭配。自主设计了4大类别共11款服务器，包括单路服务器、双路服务器、四路服务器及AI服务器，从边缘计算到数据中心，从存储到核心应用，可满足各种场景的业务需求。
  - 云计算及软件定义存储产品，基于鲲鹏处理器的算力，神州鲲泰发布包括DFS522/DFS524分布式统一存储、NOF722全闪存分布式块存储系统、HCI722超融合一体机、和KTC722私有云一体机等在内的一系列基础架构层的存储产品，将算力转变成基础架构层的应用服务，为客户提供服务资源。
  - 企业级应用服务器产品，神州鲲泰应用服务器拥有自主IP，并已进行了全面的国产化适配工作，支持国产操作系统、数据库以及国密算法。从硬件到软件全面实现自主IP和等位替换，以更好的帮助企业进行信息化和数字化建设。
  - 此外，还发布了高性能数据资产分析产品—HPDA一体机，可帮助用户快速的进行数据盘点，理清数据资产，实现企业数据运营；以及神州鲲泰大数据一体机等。
  - 在本次产品正式发布前，神州鲲泰系列产品就已在多个行业实现营销突破及产品交付。目前，厦门超算中心二期扩容项目，已采购并使用神州数码厦门生产基地生产的神州鲲泰服务器。

图表 1：神州鲲泰系列产品

类别	具体产品
终端产品	台式机神州鲲泰D220&D520、神州鲲泰A20一体机
通用服务器	4大类别共11款服务器，包括了单路服务器、双路服务器、四路服务器到AI服务器等
云计算及软件定义存储产品	DFS522/DFS524分布式统一存储、NOF722全闪存分布式块存储系统、HCI722超融合一体机、和KTC722私有云一体机等
企业级应用服务器产品	拥有自主IP，支持国产操作系统、数据库以及国密算法。从硬件到软件全面实现自主IP和等位替换。
高性能数据资产分析产品	HPDA一体机和神州鲲泰大数据一体机等

来源：公司官网，国金证券研究所

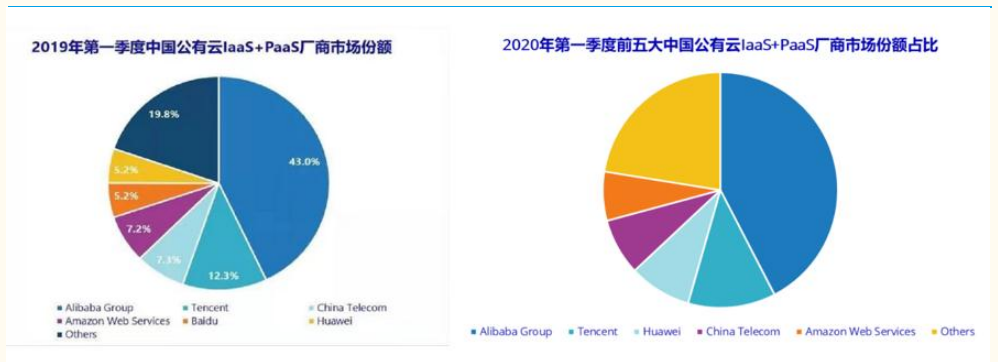
- 神州数码与华为签署全面深化战略合作协议：云是新亮点
- 神州数码自2017年启动“大华为”战略以来，与华为在云计算、海外市场、鲲鹏生态合作等诸多业务领域取得突破。此次双方签署全面深化战略合作协议，未来，神州数码将与华为在全球范围内就数字化转型、云计算、人工智能、MSP、数据服务、鲲鹏计算产业生态等方面展开合作，共同推动面向未来的业务发展，携手助力全球客户数字化转型。

- **云及数据服务方面**，神州数码将依托自身云管理服务能力与华为云打造联合解决方案，为客户提供专业云管理服务，聚焦但不限于汽车、零售等优势行业，展开联合拓展；同时，双方还将结合优势能力，在大数据平台，AI 智能大数据分析等方面深入合作，打造联合解决方案，共同为客户搭建安全，智能，领先的大数据分析体系，并使能未来的业务数字化运营和管理。
- **在鲲鹏计算产业生态方面**，作为鲲鹏产业的重要合作伙伴，神州数码与华为将共同打造有竞争力的产品和解决方案。同时，双方还将携手共建鲲鹏生态创新中心，建立鲲鹏计算产业的赋能平台、鲲鹏计算产业人才的培养平台、鲲鹏计算产业的孵化平台，促进鲲鹏生态得以健康发展。
- 未来，对鲲鹏生态而言，华为将战略重心转移至芯片领域，终端产品将逐步开放给合作伙伴。其中，神州数码凭借与华为深度合作及自身多重优势，将有望充分受益。

### 1.2 华为公有云：美国制裁背景下，预计华为公有云业务将发力

- **中国公有云快速增长，华为市占率升至第三。**2020 年 7 月，IDC 最新报告显示，2020Q1 中国公有云服务整体市场规模（IaaS/PaaS/SaaS）达 39.2 亿美元。从 IaaS+PaaS 市场来看，2020Q1 同比增长 58.7%，市场集中化趋势也进一步加强。阿里云、腾讯云、华为云、中国电信天翼云、AWS 位居 IaaS+PaaS 市场前五，总体占据 77.5% 的市场份额。其中，华为云持续发挥云、AI 和 5G 技术的协同优势，市场排名升至第三。目前，云计算行业仍然处于线性增长阶段，且由于新冠疫情+新基建的影响，云计算的市场教育成本减少，市场竞争逐渐有序化、多元化，头部厂商竞争优势明显。

图表 2：中国公有云 IaaS+PaaS 市场华为市占率升至第三



来源：IDC 中国，国金证券研究所

- **AMD 与英特尔均已获得供货许可，预计公有云业务将是华为重点发力方向。**9 月 21 日，AMD 在德银技术大会上向外透露，公司已经获得对华为供货的许可证，预计不会因为美国的“华为禁令”而对公司业务产生重大影响。同日，英特尔官方表示，也已获得向华为供货许可。AMD、英特尔相继获得供货许可，表明华为与 X86 架构相关的 PC、服务器及公有云等业务未来将基本不受影响。我们判断，在自研芯片业务受阻的背景下，华为在持续推进 X86 终端业务的同时，必然大力发展公有云业务。

### 1.3 神州数码为什么能成为华为公有云业务的核心伙伴？云服务能力+渠道能力，与华为优势互补

- 根据此次双方签署的深化战略合作协议，神州数码将加强与华为在公有云领域的合作，成为华为发力公有云战略的核心合作伙伴。为什么华为会选择神州数码作为公有云战略的核心合作伙伴，我们认为有如下原因：
- **四大核心优势助力云业务发展，成就中国云管理服务市场龙头**
- **四大核心优势，助力公司成为中国领先的全栈式云和数字化服务商。**公司自 2017 年开始布局以 MSP 为核心的“一体两翼”的云产业布局，



大数据、人工智能和物联网等技术打造了领先的数字化解决方案。同时，基于多年服务于行业客户的经验和积累，公司面向汽车、仓储物流、文旅酒店等行业打造了贴合客户数字化转型痛点和需求的解决方案。

图表 6：神州数码通用型数字化解决方案



来源：公司官网，国金证券研究所

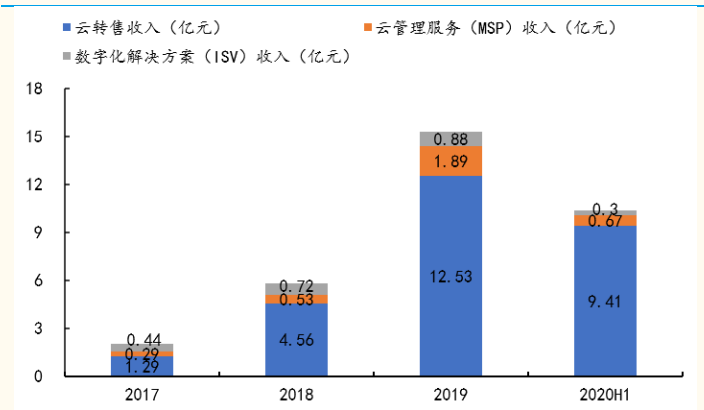
图表 7：神州数码垂直行业数字化解决方案



来源：公司官网，国金证券研究所

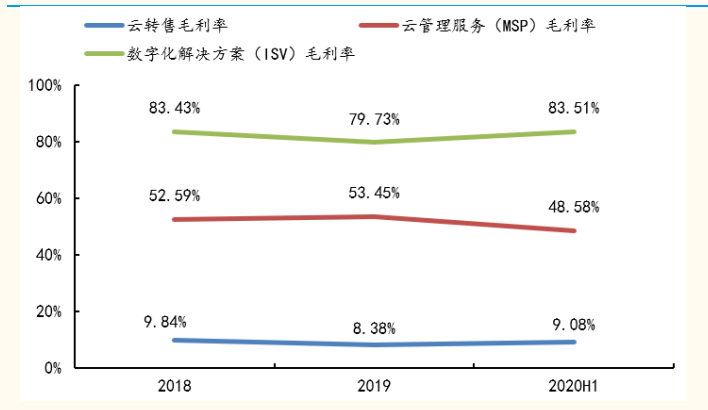
- **云转型战略显效，云业务高速增长。**2020 上半年，公司云业务实现收入 10.38 亿元，其中云转售业务实现营收 9.41 亿元，云管理服务和数字化解决方案实现营收 0.97 亿元，整体实现同比 88% 增速。公司获得 IDC2019 中国 MSP 云管理服务市场份额第一，并持续加大领先优势。上半年，公司进一步拓宽以 AWS、Azure、阿里云为核心的云合作伙伴生态，扩大“3A”TOP 级合作伙伴优势，并且不断加强与华为云、腾讯云、移动云、京东智联云等主流云厂商的持续深度合作。

图表 8：2018-2020H1 神州数码云业务收入结构



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：2018-2020H1 神州数码云业务毛利率拆分



来源：wind，国金证券研究所

- **中国云管理服务市场规模达 5.7 亿美元，神州数码市占率第一。**IDC 数据显示，2019 年中国云管理服务市场 (MSP+ISV) 整体规模达 5.6 亿美元，同比增长 82.6%，预计到 2023 年市场规模将增至 32.1 亿美元，未来 5 年年均复合增速为 54.7%。从市场格局看，当前中国云管理服务市场较为分散，市场集中度不高，前五大厂商分别为神州数码、IBM、中软国际、埃森哲和数梦工场，CR5 市场份额为 26.8%。目前，行业发展处于初期阶段，各厂商竞争激烈，神州数码凭借专业服务和托管运维服务领域的技术服务优势，不断扩大全球 500 强大客户渗透率，云管理服务市场市占率提升，由 2018 年的第二名提升至第一名，进一步巩固领先地位。

图表 10: 2019-2023E 中国云管理服务市场规模预测



来源: IDC 中国, 国金证券研究所

图表 11: 2019 年中国云管理服务市场神州数码市场第一

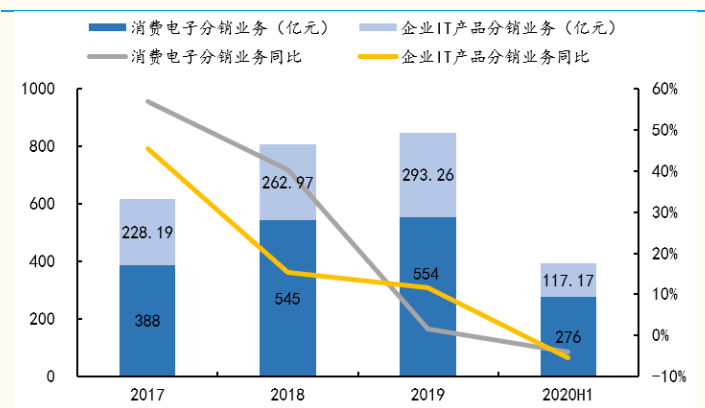


来源: IDC 中国, 国金证券研究所

■ 神州数码是华为最大的商用产品分销商之一

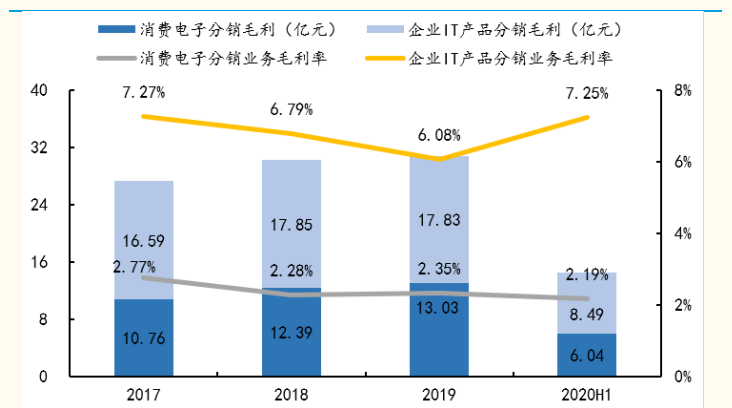
- 公司连续多年保持中国最大的、涉及领域最广的 IT 领域分销和增值服务商地位, 拥有强大的 IT 销售网络。经过二十多年的积累, 公司建立了国内覆盖范围最广(覆盖国内 1000 余座城市)、生态规模最大(涵盖 3 万余家渠道合作伙伴)、运营效率最高(存货周转率和资金成本等运营效率指标均显著高于行业平均水平)的 To B 营销渠道网络。
- 公司与华为具有深厚的合作基础。在 IT 分销领域, 神州数码是华为最大的商用产品分销商之一。2018 年, 作为华为全方位合作伙伴, 神州数码销售业绩超过 100 亿元, 在所有分销商中排名第二, 是华为生态体系中最坚实的合作伙伴之一。

图表 12: 2017-2020H1 神州数码分销业务收入及同比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 2017-2020H1 神州数码分销业务毛利及毛利率



来源: IDC 中国, 国金证券研究所

■ 我们认为, 随着 5G 时代来临及新基建建设的推进, 国内企业数字化转型将进一步加速, 企业尤其是中大型企业客户对 MSP、ISV 等第三方公有云服务业务将产生巨大需求, 华为与神州数码在公有云市场强强联合将是双方的最优选择。原因如下:

- 其一, 神州数码是国内 MSP、ISV 市场龙头, 凭借资质牌照、B 端渠道、行业应用和生态伙伴等四大核心优势构筑全栈式云和数字化服务能力。
- 其二, 神州数码是国内最大分销商, 拥有中国最大的 ToB 销售渠道, 公司强大的渠道能力可助力华为快速销售云服务及产品。
- 同时, 华为在政府及大企业市场具有优势, 预计其也会从政府及大企业市场发力公有云业务, 大客户对 MSP 和 ISV 等云服务业务需求大。

因此, 华为公有云战略选择神州数码做最核心的合作伙伴, 双方相互促进, 华为云亦将成为神州数码未来云业务成长的新动力。



### 1.4 鲲鹏云：神州数码有望为鲲鹏云提供硬件及服务支持

- **2019年7月，华为云正式发布四款鲲鹏基础云服务，释放鲲鹏新算力；同年9月，为满足复杂的业务场景，华为云再度推出69款鲲鹏云服务。**鲲鹏云服务是华为云基于ARM v8指令集架构的鲲鹏服务器芯片构建的云服务，开启多元化服务器新架构，是华为面向Cloud2.0时代推出的“一云两翼双引擎”产业战略中的重要一环。可以提供混合云的交付模式，满足客户自建自运维的需求，支持鲲鹏、X86资源池混合部署，以及多厂家软硬件异构兼容，再通过云联邦混合云连接华为公有云，进行全方位服务。与其他云服务商相比，鲲鹏云服务具有多核高并发、高性价比以及丰富的云生态等优势。
- **鲲鹏云服务是华为未来重点发展领域。**目前，华为鲲鹏云服务主要集中在对安全有特殊要求、对国产自主化有一定要求或者对算力性价比有较高要求的行业，如金融、政府、媒体与娱乐、游戏、生命科学等，适用于企业大数据、AI、HPC、云游戏、云手机等应用。目前华为已经开展鲲鹏凌云伙伴计划，投入1亿元生态资金扶持鲲鹏云计算产业的发展，激励鲲鹏云不断优化技术水平，拓展服务领域。未来，华为鲲鹏云将凭借其强大的架构及技术优势以及丰富的生态体系，逐步成为市场主流。

图表 14：华为云鲲鹏云服务架构



来源：华为云官网，国金证券研究所

图表 15：华为产业战略及鲲鹏云优势

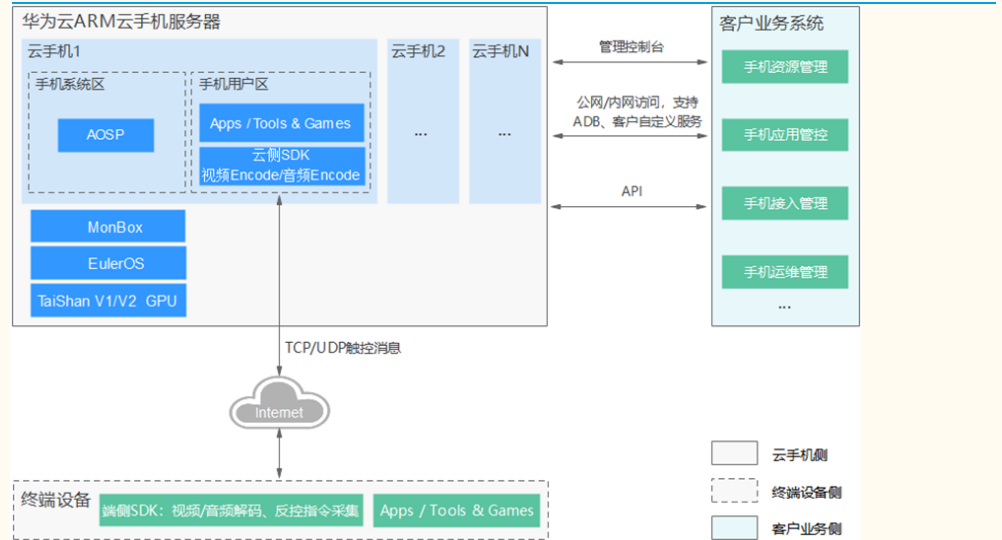


来源：华为开发者大会，华为云官网，国金证券研究所

- **2020年9月1日，华为宣布全球首个ARM芯片华为云鲲鹏云手机正式公测。**华为鲲鹏云手机，Cloud Phone，是基于华为云裸金属服务器（泰山服务器），虚拟出带有原生安卓操作系统，同时具有虚拟手机功能的云服务器，本质是将手机上的应用转移到云上的虚拟手机来运行的仿真手机服务，即拥有手机系统的云服务器，可以作为物理手机的延伸和拓展。华为鲲鹏云手机适用于多种行业的应用场景，如面向互联网行业的应用托管服务、面向游戏行业的云手游服务、面向直播行业的直播互动服务以及面向政企/金融行业的移动办公服务。
- **华为云鲲鹏云手机产品优势：**
  - **高性能，降本增效。**采用独家 Monbox 软件技术架构，实现密度提升一倍、低时延、少带宽的效果。同时，搭载专业级图形处理器加速，兼容 32 及 64 位的应用程序，能够运行主流应用以及大型游戏，操作流畅。使用者还可以根据需求灵活配置不同规格云手机，使云上管理更便捷。
  - **云端同构，协同优势。**鲲鹏云手机系统基于 ARM 底层框架搭建，从云到端，均运行同一套指令集，Android 应用运行无需 X86 模拟器进行指令集翻译，云端无缝连接免去多重指令翻译、转换环节。相比传统模拟器解决方案，鲲鹏云手机运行性能大幅提升 80%。

- **企业级云上安全防护。**依靠华为云的集群化部署和运营能力，可以无缝对接公有云服务，满足海量业务需求。此外，云手机中业务数据存储在云端，华为云为用户提供企业级云上安全防护，专业级防护防止数据的丢失和泄露，因此在政府、金融等信息安全诉求较高的行业，可以提供更加安全高效的移动办公解决方案。

图表 16：华为云鲲鹏云手机产品架构



来源：华为云官网，国金证券研究所

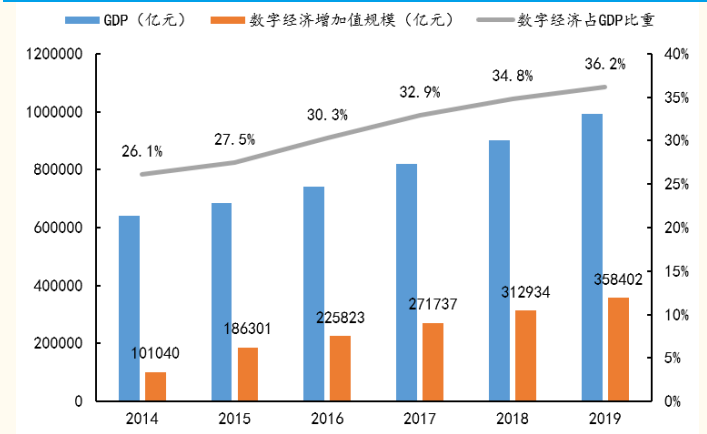
- **随着 5G 应用落地，云手机有望普及。**由于 4G 网络传输速率的限制，云手机具有局限性，但是未来在 5G 等更高的 WiFi 能力下，云手机使得传统物理手机的性能不再重要。物理手机可以只运行信息收集（相机、麦克风）、信息展示（屏幕、扬声器）、通讯等功能，而处理器、内存、存储空间等基础软硬件部分均可以由云端替代完成处理。华为云鲲鹏云手机的推出，将推动整个手机产业的变革。随着 5G 应用落地，云手机普及的可能性也渐渐落地，鲲鹏云手机将成为鲲鹏生态落地的重要场景，且在该场景下，基于 ARM 架构的鲲鹏生态具有明显协同优势，因此未来市场空间可期。
- **神州数码与华为合作已久，未来有望为鲲鹏云提供硬件和服务支持。**神州数码早在 2016 年就开始与华为签署战略合作协议，同时，作为首家加入华为鲲鹏生态的合作伙伴，在厦门建设鲲鹏服务器和 PC 生产基地及鲲鹏超算中心，获得鲲鹏服务器、PC 业务授权，是华为最紧密的合作伙伴。公司作为国内分销市场龙头企业，具备全国性分销优势，同时还拥有神州集团在行业端和海外市场的资源优势，在销售和渠道方面，能力最强。因此，我们认为，神州数码作为鲲鹏系列产品生产厂商，将继续加深与华为在多方面的合作，全方位推进业务发展，成为鲲鹏生态中的头部整机厂商。未来在华为鲲鹏云战略中，神州数码也有望延续其在鲲鹏生态中的角色，为鲲鹏云提供硬件及服务支持。

### 1.5 数字化建设加速，混合云为神州数码与华为协作带来机遇

- **我国数字经济规模不断扩大，在国民经济中地位进一步凸显。**近年来，数字经济蓬勃发展，已成为我国经济中最为核心的增长极之一。中国信通院数据显示，2005-2019 年，我国数字经济增加值由 2.6 万亿扩张到 35.8 万亿元，GDP 占比由 14.2% 提升至 36.2%。2014-2019 年，数字经济对 GDP 贡献增长始终保持超 50% 的贡献率，2019 年贡献率达 67.7%，数字经济已成为驱动我国经济增长的核心关键力量。2020 年 8 月，国务院发布《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》要求加快运用 5G、云计算、区块链 AI、数字孪生及北斗通信等新一代信息技术加强国有企业数字化转型升级。
- **产业数字化建设加速，在数字经济中主引擎地位进一步巩固。**从数字经济内部结构来看，数字产业化占比逐年下降、产业数字化占比逐年

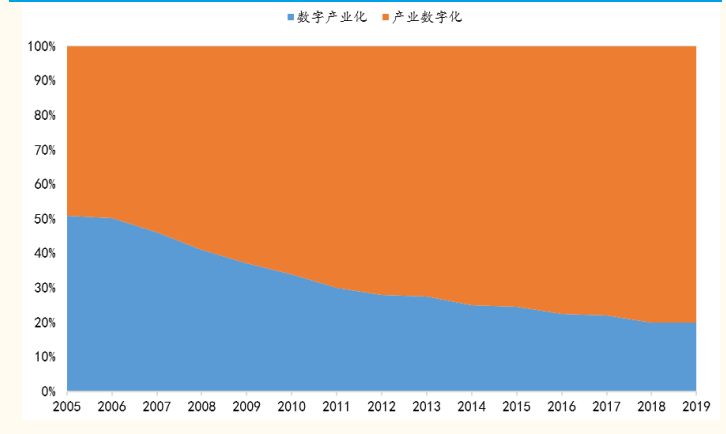
提升。信通院数据显示，2019年我国数字产业化增加值规模达7.1万亿元，同比+11.1%，占数字经济比重由2005年50.9%下降至2019年的19.8%；而产业数字化规模占比由2005年的49.1%提升至2019年的80.2%，达到28.8万亿元，2019年同比+16.8%。表明数字技术带动传统产业产出增长、效率提升的作用进一步强化，产业数字化建设不断加速。

图表 17：2005-2019 年我国数字经济对经济增长的贡献



来源：中国信通院，国金证券研究所

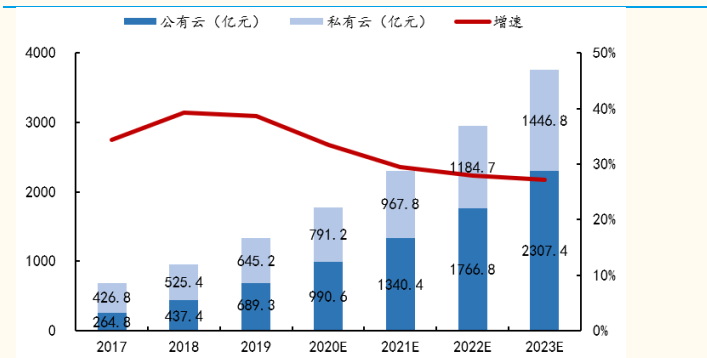
图表 18：2005-2019 年我国产业数字化建设加速



来源：中国信通院，国金证券研究所

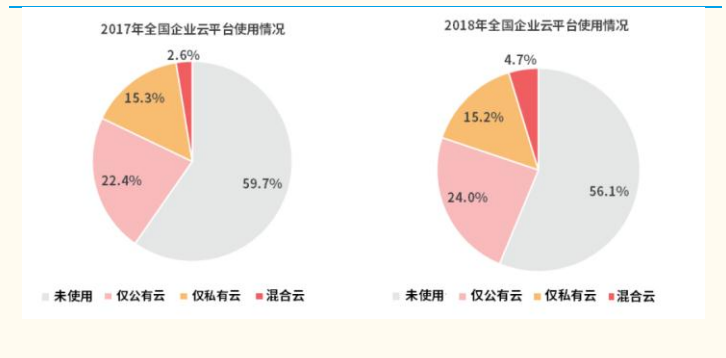
- **数字经济背景下，企业上云进程加速。** IDC 认为，数字化转型即“利用数字化技术和能力来驱动组织商业模式创新和商用生态系统重构的途径和方法”。在当前技术背景下，信息化所需的自建机房架构复杂、技术要求高、成本高、未来收益不确定性大，而通过上云来实现信息化是一个企业更优的选择。因此，云计算成为企业数字化转型的必然选择。而随着 5G 技术的发展、新基建的推进，云计算加快应用落地，企业上云成本下降，上云速度将不断加快。
- **我国大型企业上云水平领先。** 2019年6月11日，用友携手国家工业信息安全发展研究中心、两化融合服务联盟发布《2018年中国企业上云指数》报告显示我国已有43.9%的企业使用云服务，较2017年增长8.9%，其中上云企业的上云指数为36.2，较2017年增长7.3%，上云水平明显提升。其中，大型企业的上云指数达37.3，居于领先地位。

图表 19：2019 年我国公有云市场规模首超私有云



来源：中国信通院，国金证券研究所

图表 20：2017-2018 年中国企业上云情况



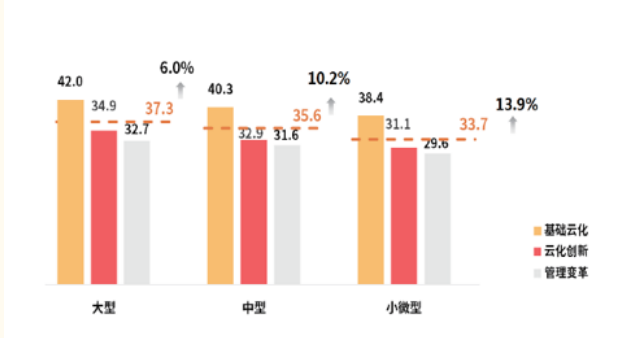
来源：《2018年中国企业上云指数》，国金证券研究所

- **大企业上云倾向于混合云架构，神州数码与华为存在协作机会。** 混合云是近年来云计算的主要模式和发展方向。混合云在私有云和公有云的基础上，结合两者优势，兼顾传统 IT 技术架构发展而来的 IT 建设思路，将私有云的安全性、可控性，以及公有云的经济型、高效性和扩展性相结合。对比 2017-2018 年我国大型企业的云平台使用情况，

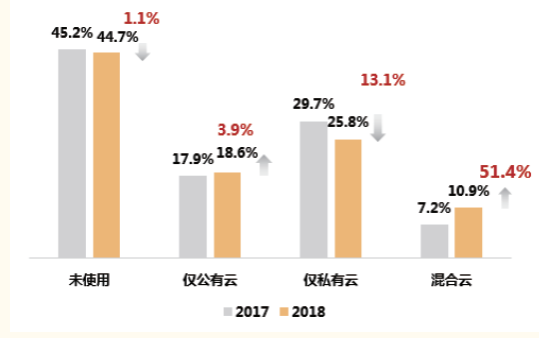
2018 年大型企业仅使用公有云的比例有小幅提升，仅使用私有云的企业比例明显下降，而使用混和云的企业比例增幅则超过了 50%。

- 因此，我们认为双方均拥有丰富的大客户资源，随着大客户上云需求增加，混合云架构趋势下，神州数码有望与华为展开协作：华为负责公有云部分，神州数码则凭借行业解决方案能力，参与其私有云建设，两者相互协作，进一步增大市场份额。

图表 21：2018 年我国不同规模企业上云指数



图表 22：混合云架构成为大型企业上云用云新趋势



来源：《2018 年中国企业上云指数》，国金证券研究所

来源：《2018 年中国企业上云指数》，国金证券研究所

## 二、信创业务加速落地，全力打造 IT 国产化先锋

### 2.1 信创业务整体布局：围绕鲲鹏生态与国产算力打造信创领军

- 全方位布局信创，打造 IT 国产化先锋。神州数码是国内较早布局 IT 国产化的厂商。2002 年，公司开始网络产品自主研发；2005 年，成为国内首家通过 IPv6 金牌认证的企业；2009 年承建 30% CNGI 二期 IPv6 网络建设。2012 年，与华为达成战略合作，之后陆续签约中兴、联想；2015 年，推出 IPv6 核心数据中心交换机；2016 年推出超融合一体机、登云数据库一体机，与华为交易额突破百亿元；2017 年签约浪潮；2018 年推出自主云管理平台，成为华为全球第九大经销商；2019 年，推出新一代登云数据库一体机，并率先参与鲲鹏计算产业生态，与厦门签约鲲鹏战略合作；2020 年，成立神州信创集团，首个鲲鹏超算中心在厦门揭牌，神州鲲鹏泰产业基地落地投产。

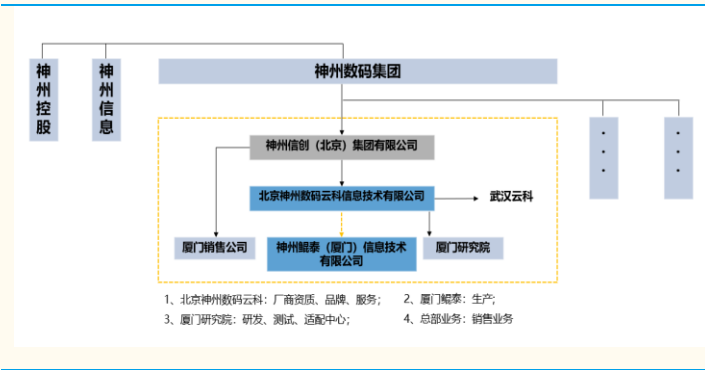
图表 23：神州数码信创发展历程



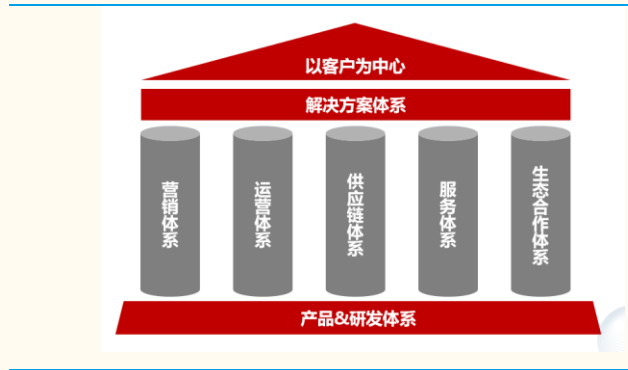
来源：公司官网，国金证券研究所

- 目前，神州数码已形成以神州信创集团为控股平台，以北京云科为厂商，以厦门鲲鹏泰为生产基地，以厦门总部业务公司为销售业务承载，以厦门研究院为研发实体的信创组织架构，围绕国产 IT 核心技术培育完整的生态系统，力图成为信创产业的领军企业。

图表 24：神州数码信创组织架构



图表 25：神州数码信创业务体系

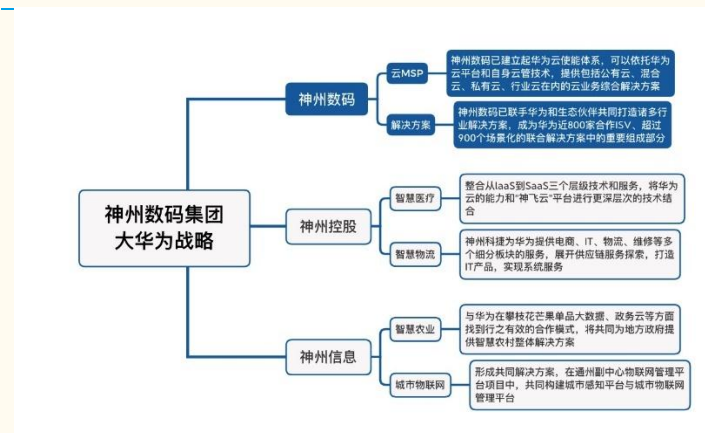


来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

- 神州数码在信创领域的布局主要围绕鲲鹏生态和国产算力两大块业务展开，以国产 IT 核心技术为中心培育完整的生态系统，力图成为信创产业领军。
- 1) 围绕鲲鹏生态的信创业务：神州鲲泰基地投产，推出系列新产品
  - 深度绑定华为，全力打造鲲鹏生态。2016 年，神州数码与华为签署战略合作协议，共同宣布在行业云等领域展开全方位的合作。2018 年 3 月，公司正式启动“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，形成统一的前中后台，实现内部协同。2019 年 11 月率先宣布拟投资基于“鲲鹏”的国产服务器、PC 产线，与华为合作再上一个台阶。2020 年 3 月，厦门鲲鹏超算中心揭牌投入运营。2020 年 5 月，神州鲲泰厦门生产基地正式投产。2020 年 9 月，神州鲲泰系列新产品发布。

图表 26：神州数码大华为战略



图表 27：神州数码与华为合作时间线

时间	事件
2016年前	作为华为规模最大总代理商之一与华为开展深度合作
2016年12月	签署战略合作协议，共同宣布在行业云等领域展开全方位的合作
2018年3月	神州数码成为华为全球总经销商，正式启动“大华为”战略，整合华为业务，成立华为业务群，形成统一的前中后台，实现内部协同。
2019年11月	成为国内首家宣布拟投资基于“鲲鹏”主板服务器、PC产线的公司
2020年3月	厦门鲲鹏超算中心揭牌投入运营
2020年5月	神州鲲泰厦门生产基地正式投产

来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

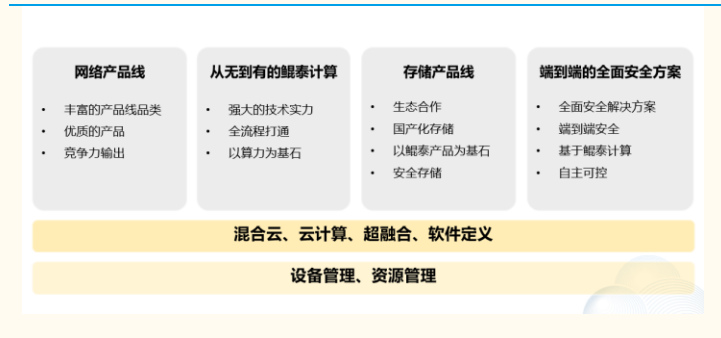
- 神州鲲泰厦门生产基地以华为鲲鹏生产标准建设，已建成 30 万级无尘车间，部署信息化生产管理系统和智能仓储物流系统。通过精细化管理和生产模式，产品体系涵盖丰富的网络产品线、鲲鹏计算、存储产品线以及端到端的全面安全方案。

图表 28：神州鲲泰厦门生产基地



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 29：神州数码基于鲲鹏生态的产品体系



来源：公司官网，国金证券研究所

- **完善的信创生态合作体系。**公司凭借 20 年的整合 IT 服务实践，与国内外一线厂商深度合作，积累了最广泛、最领先的技术路线。目前基于华为鲲鹏，已形成一系列软硬件核心产品及解决方案，打造起航版的信创生态。

图表 30：神州数码基于鲲鹏产业打造的生态合作体系



来源：公司官网，国金证券研究所

- **2) 围绕国产算力的信创业务布局：与飞腾等国产算力厂商协同合作**
  - 当前以国产半导体芯片为基础的国产算力产业迎来高速发展，在大数据、个人计算、物联网、人工智能等领域不断突破。

图表 31：国产算力行业应用不断突破



来源：公司官网，国金证券研究所

- **神州数码积极推动信息技术应用创新业务的全方位布局和国产算力产业的协同发展。**公司加强了与天津飞腾、成都申威、上海兆芯、澜起

科技、景嘉微电子等国产厂商在半导体芯片推广及解决方案领域的深度合作，并基于国产芯片提供端到端的信创全产业链解决方案。

图表 32：公司与国产算力厂商合作情况



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 33：公司基于国产芯片的信创全产业链解决方案



来源：公司官网，国金证券研究所

2.2 开发能力、场景实践能力和营销渠道等三大核心优势，加速信创业务落地

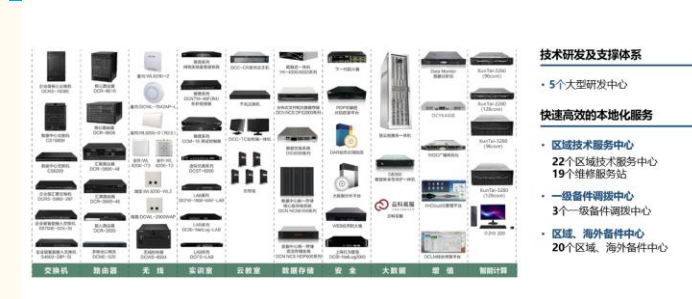
- 我们认为神州数码与其他鲲鹏整机合作伙伴对比，拥有强大的硬件产品开发能力、丰富的场景实践能力和全面营销渠道等三大核心优势。
- 强大的硬件产品开发能力。20 年来公司始终坚持自主创新。从 1999 年自主设计实施了第一套基于广域网运行的国税税收征管软件 CTAIS，到 2020 年神州数码厦门生产基地建成和国内首个鲲鹏鲲鹏超算中心投入使用，神州数码始终秉持自主研发创新。目前已建立其从设计到制造的管理闭环，形成了覆盖 22 个品类、600 余种产品的自有品牌产品体系。其中，登云数据库一体机、超融合一体机等产品已广泛应用在国内社保、交通、教育、金融等行业。

图表 34：神州数码自主产品创新历程



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 35：神州数码拥有从设计到制造的产品闭环管理体系



来源：公司官网，国金证券研究所

- 丰富的场景实践能力。神州集团旗下拥有神州数码、神州信息和神州控股等三家上市公司协同具备丰富的场景实践能力。神州数码为主机厂商和通用解决方案提供商，神州信息为行业解决方案提供商，神州控股为智慧城市解决方案提供商，经过 20 多年深刻的行业积淀和丰富的场景实践，公司拥有从设计到制造的产品闭环管理体系，可将与厂商全方位深度绑定的战略合作伙伴，转化为高速发展自有品牌产品的动力。

图表 36：神州数码信创产业链生态



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 37：神州数码支撑多行业需求的全栈产品服务矩阵



来源：公司官网，国金证券研究所

- 全面的营销体系与行业覆盖。目前，神州数码已构建了坚实的 2B 销售网络，以及非常牢固的企业级 IT 市场产业链和生态圈。公司拥有 3000+的供应商，在 1000 个城市拥有 3 万+合作伙伴，形成了中国最大的 IT 生态系统。同时，公司在芯片及 CPU 厂商的基础上，贡献主板设计、产品设计、虚拟化软件、应用开发等能力，在政府、金融、运营商、军工等 8 大行业拥有垂直行业的方案、和专业实践经验，产品全面涵盖企业信息化和数字化需求的产品、解决方案，已累计服务超过 100 万家中国企业。

图表 38：神州数码覆盖全国的 ToB 营销渠道网络



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 39：神州数码服务覆盖客户类型



来源：公司官网，国金证券研究所

- 首个自主品牌国产服务器订单落地，后续运营商、金融、政府等领域订单有望全面开花。2020 年 9 月 11 日，神码旗下子公司北京云科中标 2020-2021 年中国联通通用服务器集采项目，此次联通标包 4 的采购总预算约 12.98 亿元(不含税)，预估北京云科中标总金额为 1.95 亿元(不含税)。公司此次中标的产品是基于鲲鹏处理器的鲲鹏自有品牌服务器，表明公司自有品牌服务器业务的自主创新能力已获得行业认可。预计公司后续会加快自有服务器产品在运营商、金融等行业端客户的销售及在通过相关认证后加速在政府信创市场落地，为今年下半年及未来几年的业绩增长奠定基础。

2.3 未来无忧：鲲鹏服务器芯片备货充足，与其他国产芯片厂商加速合作

- 我们认为虽然华为由于被制裁而造成一定的不确定性，但神州数码的信创业务却影响较小，主要基于以下原因：
  - 其一，鲲鹏目前已将业务聚焦于服务器领域，目前备货较为充足，预计未来两年内不会影响神州数码鲲鹏业务。
  - 其二，目前公司已与飞腾、申威、兆芯等其他国产芯片厂商展开合作，凭借公司的产品研发能力和厦门基地充足的产能，可联合各类国产厂商扩充产品线，提高供应能力。

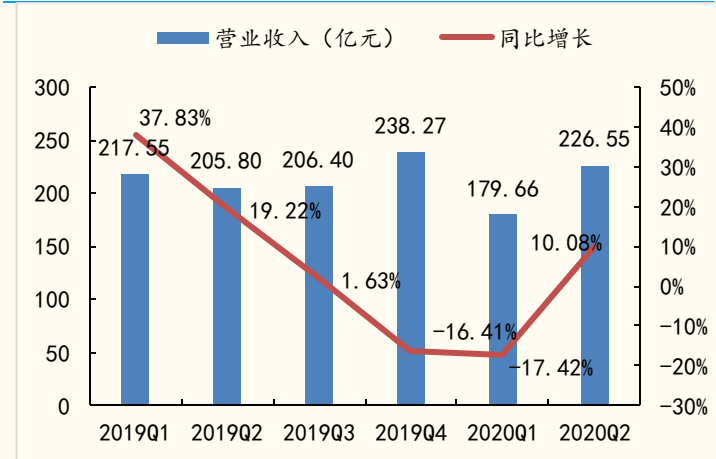


### 三、经营性业务全面转好，经营质量持续提升

#### 3.1 业绩方面：经营业绩开始改善，扣非净利润恢复正增长

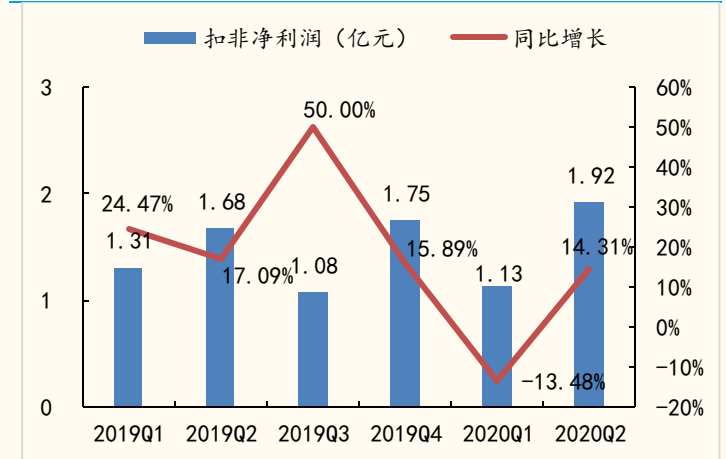
- **Q2 环比大幅增长，H1 扣非净利润恢复正增长。**随着国内疫情逐步平复，公司积极展开复工复产，从第二季度开始业务情况实现大幅改善，2020Q2 单季度实现营收 226.55 亿元，环比+26.10%，同比+10.08%，整体 H1 实现收入 406.21 亿元，同比-4.05%。净利润方面，虽然受疫情影响整体表现不佳，上半年实现净利润 2.44 亿元，同比-38.57%；但从扣非来看二季度开始改善，Q2 实现扣非净利润达 1.92 亿元，恢复正向增长，环比大幅+69.04%，同比+14.31%。

图表 40：2019-2020Q2 神州数码营收及同比



来源：wind，国金证券研究所

图表 41：2019-2020Q2 神州数码扣非净利润及同比

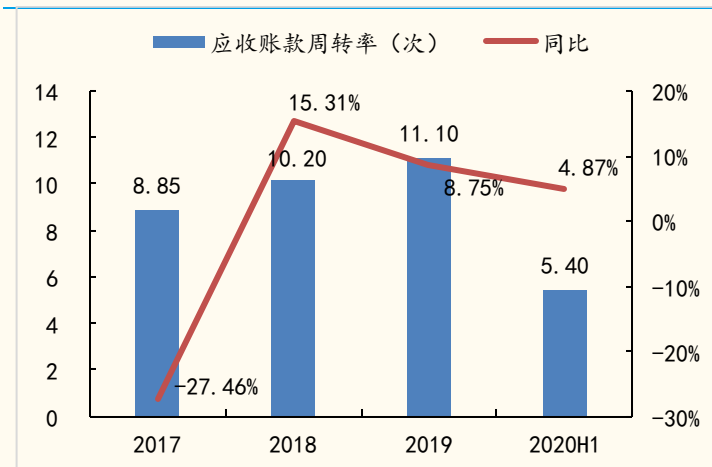


来源：wind，国金证券研究所

#### 3.2 经营质量提升：在手现金流不断改善，应收账款周转率稳中有升

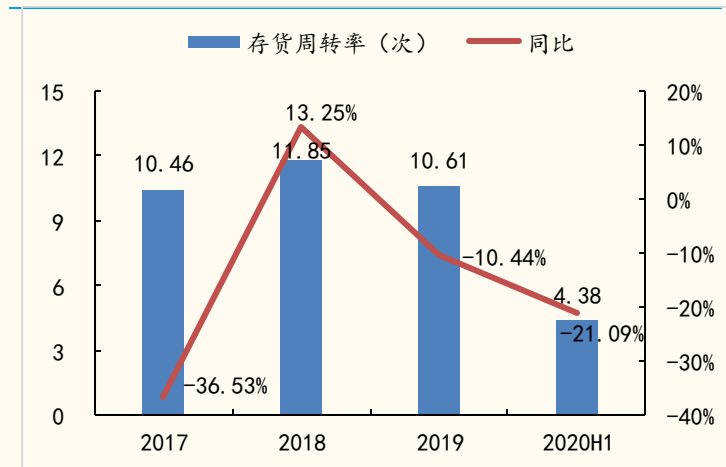
- **应收账款周转率稳中有升，经营性净现金流持续提升。**公司 2020H1 存货周转率为 4.38 次，较上年同期有所放缓，主要在于受疫情影响存货积压，存货周转率有所下降。但随着二季度收入改善，公司加强应收提效，上半年应收账款周转率稳步改善，H1 应收账款周转率为 5.40 次，同比+4.87%。应收账款周转率呈稳中有升的趋势，表明正逐步恢复疫情带来的影响。经营性净现金流方面，Q2 公司经营活动现金流量净额同比大幅增长 433.59% 至 8.42 亿元。应收账款稳中有升，在手现金流改善，表明公司经营质量在不断提升。

图表 42：2017-2020H1 神州数码应收账款周转情况



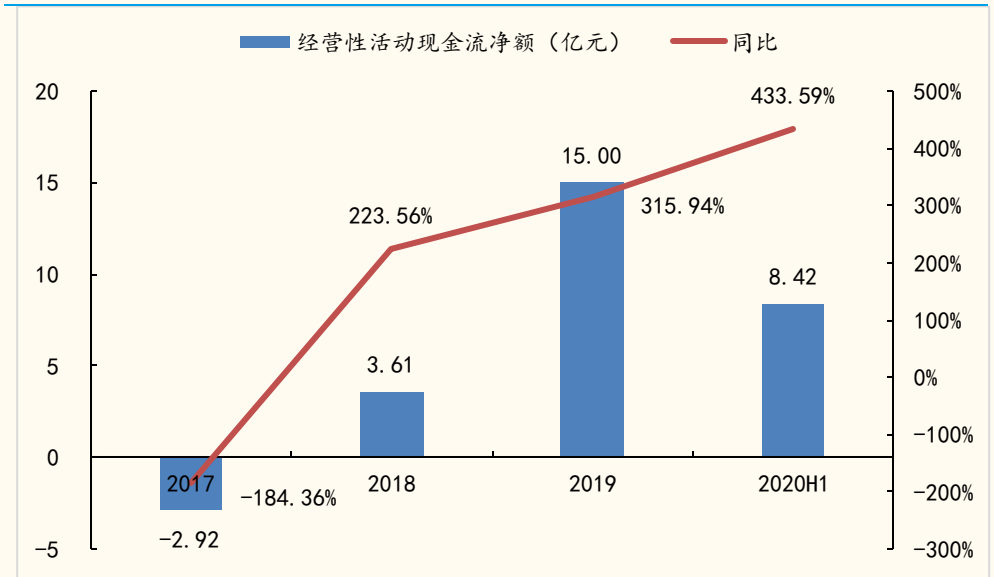
来源：wind，国金证券研究所

图表 43：2017-2020H1 神州数码存货周转情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 44：2017-2020H1 神州数码经营性活动现金流净额及同比



来源：wind，国金证券研究所

#### 四、投资建议及估值

##### 4.1 盈利预测

考虑 20 年新冠疫情及美国对华为公司的持续打压对公司的各类业务尤其是信创业务造成了一定的影响，我们对公司的业绩预测进行调整。

盈利预测假设及其必要的解释：

**IT 分销业务：**IT 分销业务是公司原有传统业务，经过二十多年的积累，公司建立了国内覆盖范围最广、生态规模最大、运营效率最高的 To B 营销渠道网络，在国内市场地位较为稳定，考虑今年受疫情影响，增速放缓，但公司龙头地位及分销边界的不断扩大，该业务的营收在未来几年有望保持稳定增长，预计 20-22 年该业务营收同比增速分别为 3.70%、12.50%、11.11%。

**云服务业务：**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、混合云以及专有云领域，为企业客户提供从 IaaS、PaaS 到 SaaS 层面的各类产品、服务及企业数字化解决方案，云管理服务业务发展空间巨大，根据独立第三方机构 IDC 调查预测数据，该行业未来几年预计复合增速 70%，公司作为行业龙头，且与移动云等达成合作关系，预计 20-22 年该业务同比增速分别为 100%、75%、50%。

**自主品牌、其他业务：**公司的自主品牌和其他业务在营收总额中占比较小，随着公司的稳步发展，预计 19-21 自主品牌业务营收同比增速分别为 10%、8%、5%，其他业务营收同比增速分别为 20%、10%、8%。

**信创业务：**公司自 20 年开始推进信创业务，根据产业调研和公司产线投资规划，预计该业务在 20-22 年分别可以实现营收 5 亿元、30 亿元、100 亿元。

图表 45：公司分业务营收预测（单位：亿元）

单位：亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
IT 分销	807.57	847.06	878.43	988.24	1098.04
YoY	31.06%	4.89%	3.70%	12.50%	11.11%
自主品牌	5.10	5.53	6.08	6.57	6.90
YoY	31.44%	8.43%	10.00%	8.00%	5.00%
云服务	5.81	15.31	30.62	53.59	80.38
YoY	187.62%	163.51%	100.00%	75.00%	50.00%
其他业务	0.10	0.14	0.17	0.18	0.20
YoY	42.86%	40.00%	20.00%	10.00%	8.00%
信创业务	N/A	N/A	5	30	100
YoY	N/A	N/A	N/A	900.00%	250.00%
合计	818.58	868.03	920.30	1078.58	1285.52
YoY	31.57%	6.04%	6.02%	17.20%	19.19%

来源：Wind，国金证券研究所

#### 毛利率假设：

公司加速云服务转型，同时缩减传统分销业务中毛利率较低的部分，而增加毛利率较高的增值分销业务；公司云服务业务持续增长，但由于云服务业务中毛利率较低的公有云转售业务占比较高，云服务业务毛利率整体呈显现下降趋势；公司自主品牌及其他业务不是主要业务，预计毛利率基本保持稳定；根据前文分析，我们预计公司整机业务毛利率相较于传统 X86 整机业务毛利率有所提升。综上，随着高毛利的云服务业务和信创业务占比不断提升，预计 20-22 年公司毛利率分别为 4.35%、4.87%、5.85%。

图表 46：公司毛利率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
IT 分销	3.74%	3.64%	3.70%	3.71%	3.72%
自主品牌	26.47%	20.98%	21.00%	21.00%	21.00%
云服务	22.89%	18.03%	17.46%	16.70%	15.90%
其他	44.42%	58.32%	60.00%	62.00%	63.00%
信创业务	N/A	N/A	16.00%	18.00%	20.00%
综合	4.03%	4.02%	4.35%	4.87%	5.85%

来源：Wind，国金证券研究所

#### 费用率假设：

公司传统 IT 分销业务较为成熟，企业云管理服务业务发展空间广阔，但考虑公司推出多项新产品，需持续进行人员投入，预计费用率基本保持稳定。

综上，预计公司 20-22 年营收为 920.30、1078.58、1285.52 亿元；考虑 20 年计提诉讼损失 0.84 亿元，预计 20-22 年净利润分别为 6.46、10.11、14.70 亿元，同比增速为-7.92%、56.48%、45.44%。

#### 4.2 投资建议及估值

##### ■ 云服务业务

公司云服务业务体量与一级市场企业数梦工厂相当，2019 年 9 月，数梦工场科技有限公司宣布完成 B 轮融资，金额达 6 亿元人民币，由浙江省国企改革发展基金和浙商创投联合主投，此次 B 轮融资后数梦工场科技有限公司估值达到 15 亿美元。除此之外，知名云 MSP 公司 Bepin Global 曾在 2018 年 10 月宣布获得 5.3 亿元 B 轮融资，预计投后估值亦达到数十亿人民币。

我们预计神州数码 2020 年云服务业务净利润约为 1.6 亿元，2021 年云服务业务的净利润约为 2.8 亿元，同比增速 75%，考虑该业务增速及竞争对手在一级市场的估值水平，给予该部分业务 21 年 50 倍 PE 的估值，对应 140 亿市值。

### ■ IT 分销业务

预计神州数码 2020 年分销业务可实现净利润 5.6 亿元，2021 年实现净利润 6.3 亿元。参考同样从事分销业务的深圳华强的估值，给予公司分销业务 21 年 15 倍 PE 的估值，对应 94.5 亿市值。

图表 47：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
000062.SZ	深圳华强	13.47	0.64	0.77	1.11	21	17	12
平均值						21	17	12

来源：Wind，国金证券研究所

### ■ 信创业务

据公司与厦门市政府的合约及业务规划，未来几年，神州数码集团将在厦门建设创新可信的服务器和 PC 生产基地。生产线主要产品是华为基于 ARM 架构的双路服务器，根据产业调研及公司投产计划，预计 2020 年、2021 年公司服务器出货量 1 万台、6 万台，参考双路服务器市场价格约 5 万/台，则 2020 年信创业务收入预计 5 亿元、30 亿元。由于公司服务器产品主要软硬配件为国产，预计利润率水平初期会明显高于 X86 整机业务，参考浪潮信息、紫光股份、中科曙光等公司 X86 整机业务利润水平，预计公司鲲鹏整机业务毛利率将在 20% 左右，净利率在 3.5% 左右（未来有望提升至 5%）。考虑信创业务未来的成长性及公司在该领域的领先地位，给予公司信创业务 21 年 60 倍估值，对应 60 亿市值。

综上，我们采用分部估值法，给予公司 21 年目标市值 294.5 亿元，对应目标价 45.03 元，维持“买入”评级。

## 五、风险提示

- **市场竞争风险。**公司分销、云服务以及鲲鹏服务器业务均面临一定的市场竞争，其中云服务和鲲鹏服务器业务属于市场早期，竞争较为激烈，随着相关行业不断发展，预计会有更多竞争者加入，若出现更有竞争力的竞争者或盲目采取低价策略的无序竞争者等情况，将会对公司经营产生不利影响。
- **云服务业务推进不如预期。**我国企业数字化转型处于早期阶段，目前中大型企业转型进度较为领先的往往为世界五百强公司在华分支机构，国内金融、政府等多个行业上云进度相对落后，可能影响公司云服务业务发展速度。
- **产品推广不及预期风险。**神州鲲泰新产品推出，市场认可度及产品性能稳定性有待验证，存在产品推广不及预期的情况。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	62,216	81,858	86,803	92,030	107,858	128,552
增长率		31.6%	6.0%	6.0%	17.2%	19.2%
主营业务成本	-59,291	-78,562	-83,317	-88,028	-102,607	-121,031
%销售收入	95.3%	96.0%	96.0%	95.7%	95.1%	94.2%
毛利	2,925	3,296	3,487	4,003	5,251	7,520
%销售收入	4.7%	4.0%	4.0%	4.3%	4.9%	5.8%
营业税金及附加	-90	-82	-82	-101	-129	-189
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-1,613	-1,634	-1,698	-1,887	-2,566	-3,959
%销售收入	2.6%	2.0%	2.0%	2.1%	2.4%	3.1%
管理费用	-368	-259	-264	-364	-399	-463
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
研发费用	0	-97	-146	-193	-277	-424
%销售收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	854	1,224	1,296	1,457	1,879	2,485
%销售收入	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	1.9%
财务费用	-244	-674	-490	-664	-620	-592
%销售收入	0.4%	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%
资产减值损失	22	-17	20	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	5	30	30
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	2.3%	1.6%
营业利润	491	641	920	788	1,279	1,913
营业利润率	0.8%	0.8%	1.1%	0.9%	1.2%	1.5%
营业外收支	362	20	11	23	22	22
税前利润	853	662	931	811	1,301	1,935
利润率	1.4%	0.8%	1.1%	0.9%	1.2%	1.5%
所得税	-129	-145	-230	-170	-290	-464
所得税率	15.2%	22.0%	24.7%	21.0%	22.3%	24.0%
净利润	723	516	702	641	1,011	1,471
少数股东损益	0	4	0	-5	1	1
归属于母公司的净利润	723	512	701	646	1,011	1,470
净利率	1.2%	0.6%	0.8%	0.7%	0.9%	1.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	723	516	702	641	1,011	1,471
少数股东损益	0	4	0	-5	1	1
非现金支出	32	70	20	45	43	43
非经营收益	393	622	402	738	617	608
营运资金变动	-665	1,055	-1,411	115	-436	-487
经营活动现金净流	483	2,263	-288	1,539	1,236	1,635
资本开支	0	0	0	-155	-13	-2
投资	-1,098	-103	207	-2	-3	0
其他	72	21	34	5	30	30
投资活动现金净流	-1,026	-82	241	-152	14	28
股权募资	5	0	31	7	5	5
债权募资	3,514	1,387	1,453	-1,940	-108	-396
其他	-15	-28	-70	-733	-681	-664
筹资活动现金净流	3,504	1,359	1,414	-2,666	-784	-1,055
现金净流量	2,961	3,540	1,367	-1,279	466	608

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,674	1,618	4,000	2,721	3,187	3,795
应收款项	8,598	10,028	7,955	9,732	11,031	12,550
存货	6,756	6,507	9,199	7,235	8,180	9,351
其他流动资产	2,039	2,148	2,202	2,218	2,418	2,734
流动资产	19,067	20,301	23,355	21,906	24,816	28,430
%总资产	78.6%	78.1%	79.4%	78.1%	80.2%	82.3%
长期投资	1,124	1,321	1,342	1,344	1,349	1,348
固定资产	241	485	882	1,034	1,047	1,057
%总资产	1.0%	1.9%	3.0%	3.7%	3.4%	3.1%
无形资产	3,515	3,492	3,393	3,373	3,352	3,322
非流动资产	5,206	5,684	6,065	6,132	6,138	6,123
%总资产	21.4%	21.9%	20.6%	21.9%	19.8%	17.7%
资产总计	24,273	25,985	29,421	28,038	30,954	34,553
短期借款	8,357	9,267	10,236	8,495	8,311	7,830
应付款项	10,475	10,374	11,503	11,505	13,213	15,305
其他流动负债	770	684	773	708	1,006	1,435
流动负债	19,602	20,325	22,511	20,709	22,530	24,569
长期贷款	1,160	1,710	2,102	2,202	2,282	2,367
其他长期负债	153	104	433	103	99	99
负债	20,915	22,139	25,046	23,014	24,912	27,035
普通股股东权益	3,350	3,841	4,372	5,026	6,044	7,519
其中：股本	654	654	654	654	654	654
未分配利润	247	717	1,262	1,908	2,918	4,388
少数股东权益	8	5	3	-2	-2	-1
负债股东权益合计	24,273	25,985	29,421	28,038	30,954	34,553
<b>比率分析</b>						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.105	0.783	1.072	0.987	1.545	2.247
每股净资产	5.122	5.873	6.685	7.684	9.241	11.495
每股经营现金净流	0.739	3.460	-0.440	2.353	1.889	2.499
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	21.58%	13.34%	16.04%	12.85%	16.72%	19.55%
总资产收益率	2.98%	1.97%	2.38%	2.30%	3.26%	4.25%
投入资本收益率	5.59%	6.41%	5.80%	7.29%	8.74%	10.62%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	53.50%	31.57%	6.04%	6.02%	17.20%	19.19%
EBIT增长率	94.77%	43.32%	5.85%	12.42%	28.96%	32.24%
净利润增长率	44.95%	-29.12%	36.89%	-7.92%	56.48%	45.44%
总资产增长率	45.46%	7.05%	13.22%	-4.70%	10.40%	11.63%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	41.2	35.8	32.9	33.5	32.5	31.0
存货周转天数	34.9	30.8	34.4	30.0	29.1	28.2
应付账款周转天数	27.5	26.1	26.0	25.8	25.5	25.0
固定资产周转天数	1.1	0.8	0.6	0.5	0.3	0.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	233.57%	243.31%	190.44%	158.63%	122.44%	85.05%
EBIT利息保障倍数	3.5	1.8	2.6	2.2	3.0	4.2
资产负债率	86.17%	85.20%	85.13%	82.08%	80.48%	78.24%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-27	买入	27.65	39.30~39.30
2	2020-03-15	买入	27.60	39.30~39.30
3	2020-03-31	买入	24.79	N/A
4	2020-05-01	买入	24.82	N/A
5	2020-08-31	买入	22.34	N/A
6	2020-09-13	买入	21.96	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH