



Research and
Development Center

鲲鹏生态核心成员，“云+信创”成为公司主要增量

—— 神州数码（000034.SH）深度报告

2020年10月12日

鲁立 计算机行业分析师

鲲鹏生态核心成员，“云+信创”成为公司主要增量

2020年10月12日

证券研究报告

公司研究——深度研究

股票名称（000034.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

鲁立 计算机行业分析师
执业编号：S1500520030003
邮箱：luli@cindasc.com

神州数码相对沪深300表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.10.12）

收盘价(元)	29.30
52周内股价波动区间(元)	14.52-32.85
最近一月涨跌幅(%)	16.18%
总股本(亿股)	6.54
流通A股比例(%)	75.23%
总市值(亿元)	192.78

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

◆ **疫情推动叠加新基建，公司积极布局云及数字化业务。**2020年上半年，公司营业收入中IT分销业务占比为96.78%，同比减少5.32%；云计算及数字化转型业务占比2.56%，同比增加88.12%；自主品牌业务占比0.64%，同比增加3.41%。其中，IT分销业务受疫情影响略有下降，但总体仍保持稳定增长。云计算及数字化转型业务增长迅速，自公司2017年业务实现云转型以来，17年-19年云服务收入年均复合增长率为96.36%，2020年上半年实现收入10.38亿，成为公司收入的强劲增长点。

◆ **背靠鲲鹏生态，全面拥抱信创。**鲲鹏是国产算力的代表，公司与华为在鲲鹏生态上持续合作并取得重大进展。作为鲲鹏生态的核心成员之一，公司首个鲲鹏PC和服务器生产基地——鲲鹏泰生产基地在厦门正式落地投产，并已经实现行业端的营销突破及产品交付。在2020年8月14日发布的2020-2021年中国联通的通用服务器采购项目招标公告中，公司基于鲲鹏处理器的鲲鹏泰服务器中标金额为1.95亿元，公司自主创新能力获得认可。公司深耕鲲鹏生态，全面布局信创产业，与天津飞腾、上海兆芯、澜起科技、成都申威等国产芯片厂商达成战略合作，推动信创与国产算力共同发展。

◆ **云管理服务(MSP)业绩斐然，公司成长性凸显。**据中国信通院2019年分析，我国企业应用云计算比例为66.1%，其中采用混合云的比例为9.8%。尽管目前国内企业采用混合云的比例较低，但是呈现出逐年增加的趋势。随着更多企业采用多云及混合云，来自云管理服务(MPS)的增量逐渐凸显。据IDC《中国第三方云管理服务市场份额报告2019》报告显示：公司2019年云管理服务市场份额占比6.9%，排名第一。公司凭借对云计算及云基础架构的深刻理解，持续与3A(AWS、Azure、Aliyun)TOP级合作伙伴深入合作，扩展云与数字化合作伙伴，不断提升公司包括云管理服务在内的云服务能力，未来有望成为公司重要增量点。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计神州数码2020-2022年归母净利润分别为7.11/11.40/16.14亿元，市盈率P/E为27/17/12倍。给予“买入”评级。

◆ **风险因素：**1.云业务推进不及预期；2.信创推进政策不及预期；3.5G推进不及预期。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万)	81,858	86,803	91,436	105,484	126,812
同比(%)	31.6%	6.0%	5.3%	15.4%	20.2%

归属母公司净利润 (百万)	512	701	711	1,140	1,614
同比 (%)	-29.1%	36.9%	1.4%	60.3%	41.6%
毛利率 (%)	4.0%	4.0%	4.6%	5.3%	5.9%
ROE%	13.3%	16.0%	14.0%	18.3%	20.6%
EPS (摊薄)(元)	0.78	1.07	1.09	1.74	2.47
P/E	17.17	18.51	26.95	16.81	11.88

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2020年10月12日收盘价

目 录

投资聚焦	1
整体营收恢复疫前水平，公司盈利能力不断改善	2
顺应信息化潮流，践行数字中国	2
股权激励落地，绑定核心员工助力未来发展	3
二季度业绩反弹，现金流不断改善	3
高毛利业务占比提升，产业结构持续优化	5
疫情加快企业数字化进程，“云+信创”成为新增长极	6
疫情推动叠加新基建，公司积极布局云及数字化业务	6
持续研发投入，打造技术及品牌壁垒	8
全栈式云服务能力，赋能企业数字化转型	10
背靠鲲鹏生态，全面拥抱信创	14
信创筑基，云启未来	18
云计算产业政策利好频出，云管理服务市场爆发式增长	18
信创引领国产化替代潮流，鲲鹏生态打造国产 IT 系统	21
盈利预测、估值与投资评级	23
盈利预测及假设	24
风险因素	25

表 目 录

表 1: 公司业绩考核目标	3
表 2: 公司鲲鹏系列产品发布	15
表 3: 我国云计算主要相关政策	19
表 4: 我国 2019 年云管理服务主要厂商市场份额及变化	20
表 5: 我国近期发布的部分信创政策	22
表 6: 全球和我国计算产业市场规模及增速	23
表 7: 神州数码重要财务指标	24
表 8: 可比公司估值	25

图 目 录

图 1: 神州数码主要业务布局	2
图 2: 公司营收及同比增速	4
图 3: 公司归母净利润及同比增速	4
图 4: 公司扣非归母净利润及同比增速	4
图 5: 公司毛利率及净利率	4
图 6: 公司经营活动现金流量净额	5
图 7: 公司主营收入占比	5
图 8: 公司主营业务毛利率	5
图 9: 云服务细分业务毛利率	7
图 10: 公司云服务收入及同比增长	7
图 11: 公司云服务收入分业务占比	8
图 12: 公司云服务分业务收入	8
图 13: 公司云服务分业务同比增速	8
图 14: 公司云服务分业务毛利率	8
图 15: 公司研发投入及同比增速	9
图 16: 公司研发人员数量及占比	9
图 17: 公司部分云资源	10
图 18: 公司全栈式云 MSP 服务能力	11
图 19: 2019 年中国第三方云管理服务厂商市场份额占比	12
图 20: 2019 年我国云计算使用率	12
图 21: 公司行业客户数字化转型方案	13
图 22: 公司鲲鹏超算中心	13
图 23: 公司 TDMP 数据脱敏系统解决方案	14
图 24: 公司产品自主创新历程	15
图 25: 鲲鹏计算生态合作伙伴	17
图 26: 我国公有云市场规模及同比增速	18
图 27: 我国私有云市场规模及同比增速	18
图 28: 我国近两年云计算使用率	20
图 29: 我国 2019 年 H2 公有云市场份额	21
图 30: 我国自主可控市场规模及预测	22

投资聚焦

我们的核心投资逻辑在于:

1) **主营业务处于高景气度行业**: 信创产业作为新基建的一部分, 是包括云计算在内的信息技术发展的基石, 也是我国自主可控战略实现的有力保障。2018 年我国自主可控市场规模达到了 0.97 万亿, 同比增长 3.2%, 保持稳定增长。据中投产业研究院预测, 到 2025 年我国自主可控市场规模将达到 1.33 万亿。

2) **持续开拓云服务应用市场**: 据 IDC《中国第三方云管理服务市场份额报告 2019》报告显示: 公司 2019 年云管理服务市场份额占比 6.9%, 排名第一。公司凭借对云计算及云基础架构的深刻理解, 持续与 3A(AWS、Azure、Aliyun)TOP 级合作伙伴深入合作, 扩展云与数字化合作伙伴, 不断提升公司包括云管理服务在内的云服务能力。

3) **公司牵手华为, 打开信创市场; 公司具有打板能力, 未来信创业务毛利率或有进一步提升空间**: 鲲鹏是国产算力的代表, 公司与华为在鲲鹏生态上持续合作并取得重大进展。在 2020 年 8 月 14 日发布的 2020-2021 年中国联通的通用服务器采购项目招标公告中, 公司基于鲲鹏处理器的鲲鹏服务器中标金额为 1.95 亿元, 公司自主创新能力获得认可, 未来在电信和联通招标中有进一步机会。

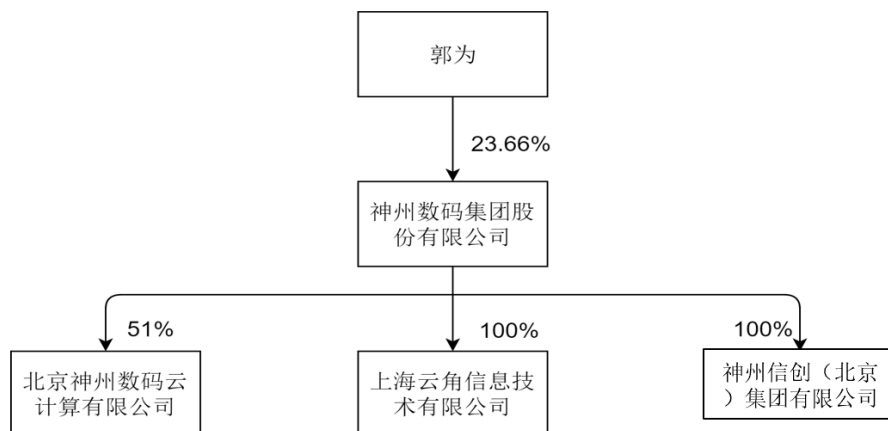
整体营收恢复疫前水平，公司盈利能力不断改善

顺应信息化潮流，践行数字中国

公司原名神州控股，于 2016 年 4 月 A 股上市。公司 2015 年出售原有分销和系统业务，2016 年开始消费电子及企业 IT 产品分销业务，2017 年收购上海云角信息技术有限公司，开始云布局，2019 年成立全资子公司神州信创（北京）集团有限公司，布局信创产业。在信息化深入人心的时代，公司从 IT 产品设备分销到 IT 技术服务再到云及数字化服务，形成了覆盖技术、产品、解决方案和服务的深厚积淀。公司紧跟我国科技发展大潮，坚持自主创新，成为国内优秀的云及数字化服务厂商之一。

公司实际控制人郭为先生持有公司 23.66% 的股份，为公司最大股东。郭为先生 1963 年出生于河北省秦皇岛市，中共党员，中国科学技术大学管理学硕士。郭为先生 1988 年毕业进入联想集团，12 年里换了 11 个岗位，并于 28 岁进入最高管理层，被称为“救火队员”。2000 年联想集团进行战略分拆组建神州数码控股有限公司，郭为先生担任 CEO，确立了“数字化中国”的使命。郭为先生秉承“产业报国、回馈社会”的社会责任观，在推动中国信息化进程的同时时刻不忘履行一个企业应尽的社会责任，尽己所能，回馈股东，回报社会。

图 1：神州数码主要业务布局



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

股权激励落地，绑定核心员工助力未来发展

公司于 2019 年实施股票期权与限制性股票激励计划，并于 2019 年 6 月 19 日首次授予激励对象股票期权与限制性股票。股权激励计划的落地有利于调动公司董事、管理人员以及核心技术人员积极性，将公司利益、股东利益、员工利益实现高度统一，增加团队稳定性，为公司吸引优秀人才，实现长远发展。

公司股票期权首次授予的激励人数为 239 人，首次授予数量为 2,206.50 万份，限制性股票首次授予的激励对象人数为 21 人，首次授予数量为 397.50 万股。股票期权第一个行权期符合行权条件的激励对象人数为 211 人，可行权的股票期权数量为 5,819,363 份，行权价格为 15.34 元/股，实际可行权期限为 2020 年 7 月 20 日至 2021 年 7 月 3 日；限制性股票第一个解除限售期符合解除限售条件的激励对象为 21 人，可解除限售股份数量为 1,182,000 股。与此同时，由于新冠疫情对公司生产经营产生的不利影响，为在特殊时期鼓励团队士气、充分调动工作积极性，公司决定调整 2019 年股票期权与限制性股票激励计划后续行权/解除限售的业绩考核指标如下：

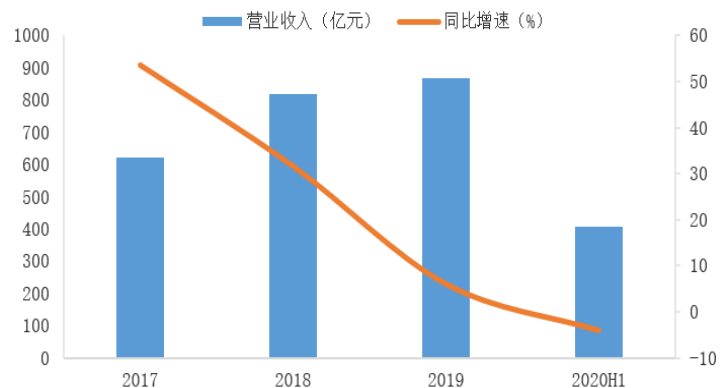
表 1：公司业绩考核目标

行权/解除限售期	业绩考核目标
首次授予股票期权/限制性股票 第二个行权/解除限售期	以 2018 年扣非后净利润为基数，2020 年扣非后净利润增长率不低于 30%；
首次授予股票期权/限制性股票 第三个行权/解除限售期	以 2018 年扣非后净利润为基数，2021 年扣非后净利润增长率不低于 40%。

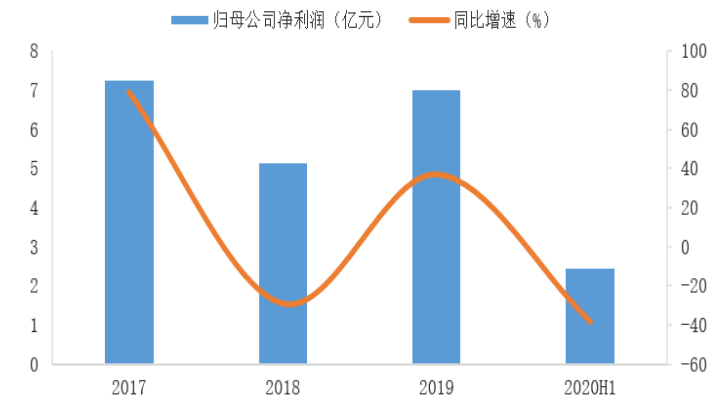
资料来源：巨潮资讯网，信达证券研发中心

二季度业绩反弹，现金流不断改善

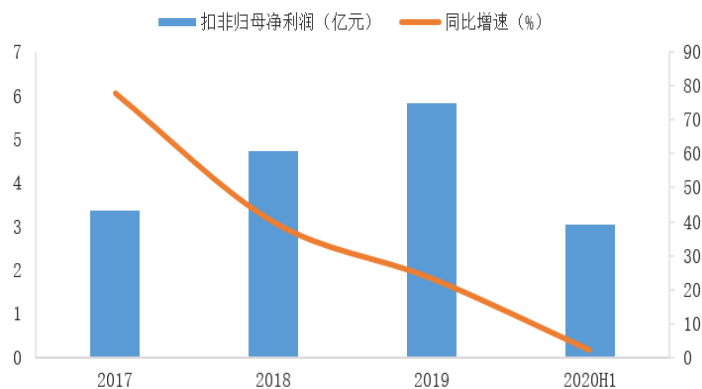
公司截至 2020 年 6 月 30 日实现营收 406.21 亿元，同比下降 4.05%，在新冠疫情的影响下，公司一季度营收出现下滑，但在二季度实现单季营收环比增长 26.10%至 226.55 亿元，成功扭转下滑趋势，公司整体营收水平基本与疫前水平保持一致；2020Q2 实现扣非净利润 1.92 亿元，环比增长 69.04%。2017 年至 2019 年，公司经营性现金流由负转正并持续增长，且有继续放大的趋势。2020 年上半年为 8.42 亿元，公司经营状况良好，营运能力持续增长。因此我们认为二季度公司积极推动复工复产，带动公司上半年整体业绩接近恢复至疫情前水平。我们预计公司 2020 年下半年营收会进一步反弹：1) 牵手华为，发布鲲鹏产品；并中标中国联通的通用服务器采购项目，公司基于鲲鹏处理器的鲲鹏服务器中标金额为 1.95 亿元，后期移动、电信可能有进一步机会；2) 疫情影响减弱，复工复产可填补上半年需求缺口。

图 2：公司营收及同比增速


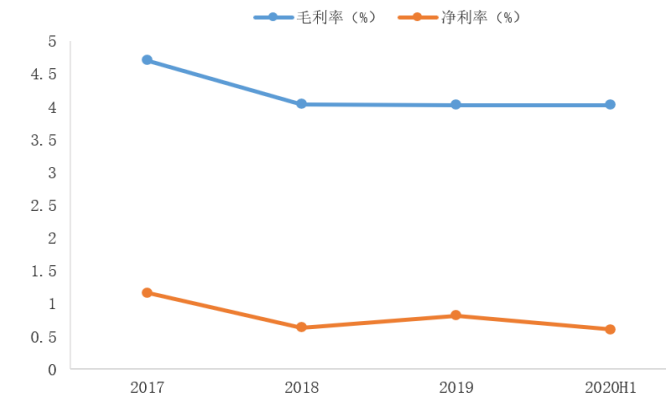
资料来源：公司财报，信达证券研发中心

图 3：公司归母净利润及同比增速


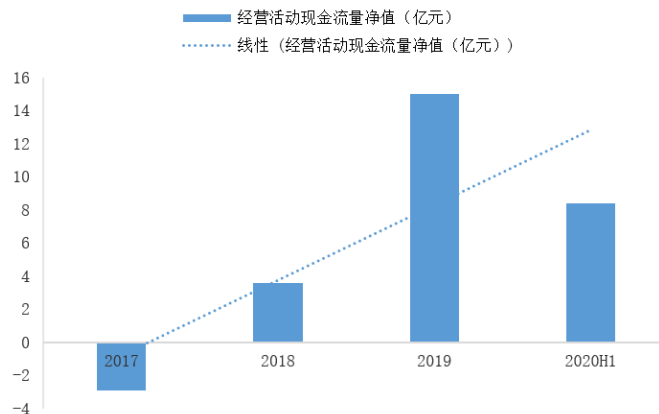
资料来源：公司财报，信达证券研发中心

图 4：公司扣非归母净利润及同比增速


资料来源：公司财报，信达证券研发中心

图 5：公司毛利率及净利率


资料来源：公司财报，信达证券研发中心

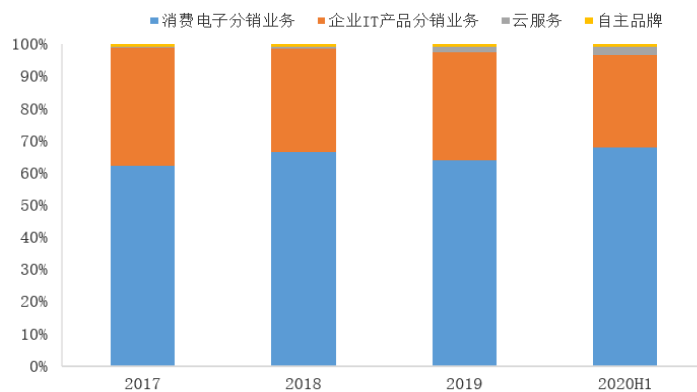
图 6: 公司经营活动现金流量净额


资料来源: 公司财报, 信达证券研发中心

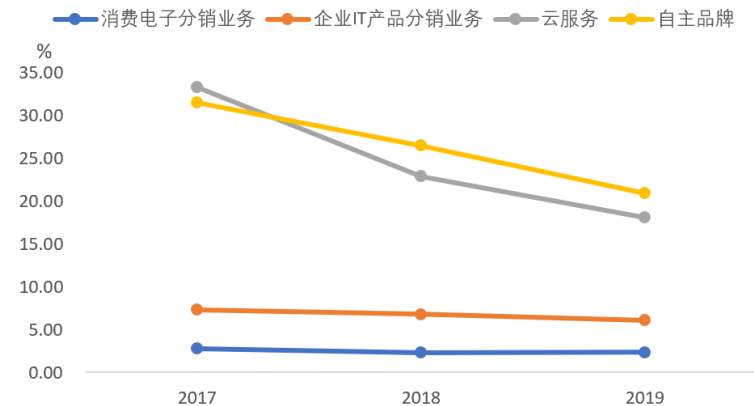
高毛利业务占比提升, 产业结构持续优化

目前, 在公司的收入结构中, 仍以消费电子及企业 IT 产品分销业务为主, 云服务所占比重仍然较小。2020 年上半年, 公司营业收入中 IT 分销业务占比为 96.78%, 同比减少 5.32%; 云计算及数字化转型业务占比 2.56%, 同比增加 88.12%; 自主品牌业务占比 0.64%, 同比增加 3.41%。其中, IT 分销业务受疫情影响略有下降, 但总体仍保持稳定增长。云计算及数字化转型业务增长迅速, 自公司 2017 年业务实现云转型以来, 17 年-19 年云服务收入年均复合增长率为 175.3%, 2020 年上半年实现收入 10.38 亿, 成为公司收入的强劲增长点。我们认为, 公司以 IT 业务分销为稳定基石, 不断开拓其他业务, 云服务业务处于市场领先地位; 公司进一步开拓云服务场景及涉足信创业务, 奠定公司高毛利业务占比增长未来主调。

图 7: 公司主营收入占比
图 8: 公司主营业务毛利率



资料来源: 公司财报, 信达证券研发中心



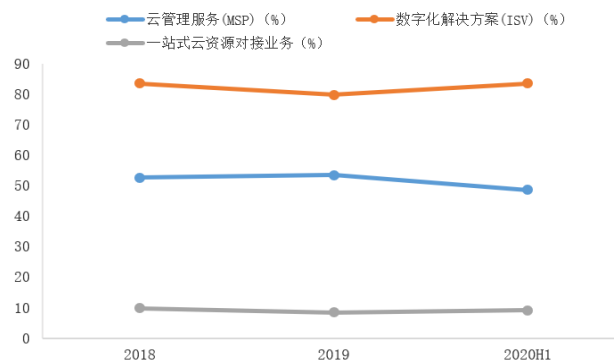
资料来源: 公司财报, 信达证券研发中心

疫情加快企业数字化进程, “云+信创” 成为新增长极

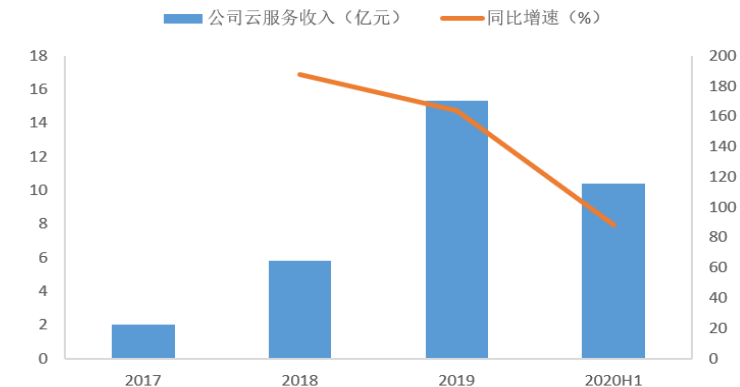
疫情推动叠加新基建, 公司积极布局云及数字化业务

新基建于 2018 年 12 月在中央经济会议中首次提出, 2020 年 6 月, 国家发改委明确新基建范围为: 信息基础设施、融合基础设施以及创新基础设施。依托人工智能、云计算、区块链等前沿科学技术, 构建以 5G、物联网、工业互联网为代表的通信网络基础设施以及以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等, 加快产业升级以及企业数字化转型, 推动国家经济高质量发展。在这个大背景下, 各行业均掀起了数字化狂潮, 行业内企业根据自身发展需要定制专属云及数字化服务, 提升自身信息化服务能力。

与此同时, 2020 年新冠疫情的爆发对各行各业都造成了较大冲击, 改变了人们的生活工作习惯。由于疫情防控的要求, 民众普遍足不出户, 这成了很多依靠传统接触式服务企业身上的最后一根稻草。疫情过后, 企业开始寻求数字化转型, 重塑企业核心竞争力。公司顺应产业云和数字化转型潮流, 紧握发展机遇, 培育利润新增长点。

图 9：云服务细分业务毛利率


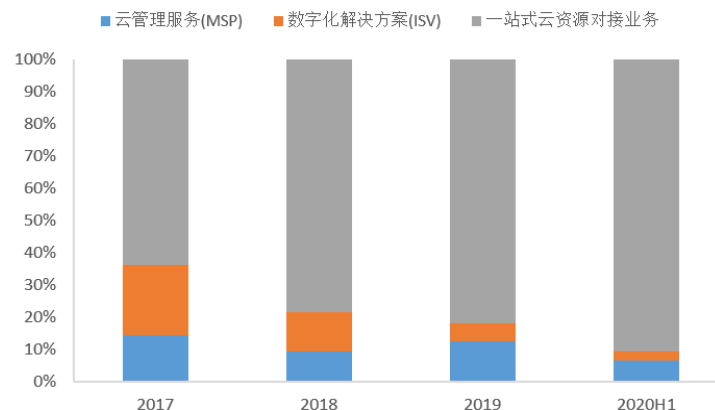
资料来源：公司财报，信达证券研发中心

图 10：公司云服务收入及同比增长


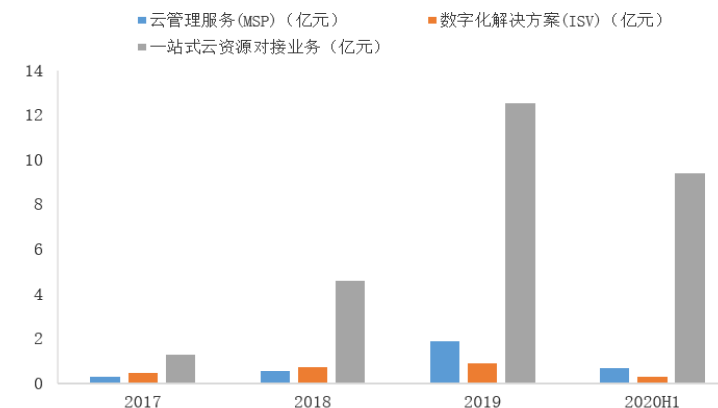
资料来源：公司财报，信达证券研发中心

在云服务项下，公司业务细分为云管理服务(MSP)、数字化解决方案(ISV)、联合运营方案(SaaS Hosting)以及一站式云资源对接(AGG)业务。2020年上半年，云管理服务(MSP)收入0.67亿，同比增长17.23%，毛利率48.58%；数字化解决方案(ISV)收入0.3亿，同比减少19.64%，毛利率83.51%；一站式云资源对接业务收入9.41亿元，同比增长105.89%，毛利率9.08%。

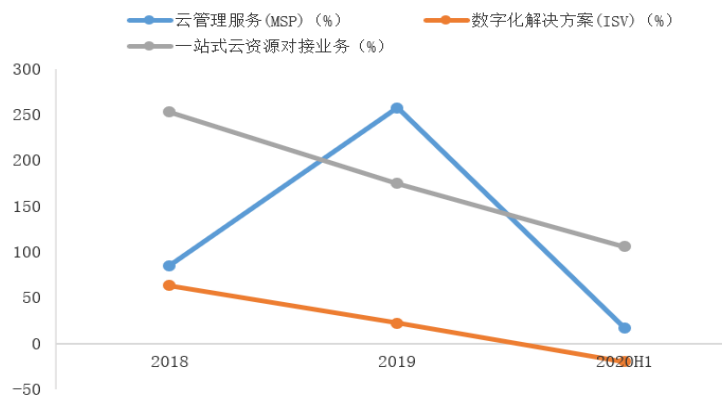
从公司云服务收入分业务占比情况来看，一站式云资源对接业务占比最大，2020年上半年该业务占总云收入比例91%；数字化解决方案(ISV)及云管理服务(MSP)占比相对较小，且数字化解决方案(ISV)占比持续缩小，云管理服务(MSP)占比相对稳定。由于数字化解决方案(ISV)涉及到实地交付等环节，受疫情影响较大，2020年上半年出现同比下降的情况。除此自外，2017年至2020年上半年，公司三项云服务业务收入均实现增长，其中，云管理服务(MSP)及一站式云资源对接业务增速较大，2017年至2019年的年均复合增速分别达到了155.29%及211.66%，增速较小的数字化解决方案(ISV)年均复合增速也达到了41.41%。公司三项云服务业务毛利率均保持稳定，云管理服务(MSP)为50%左右，数字化解决方案(ISV)为80%左右，一站式云资源对接业务为9%左右。

图 11: 公司云服务收入分业务占比


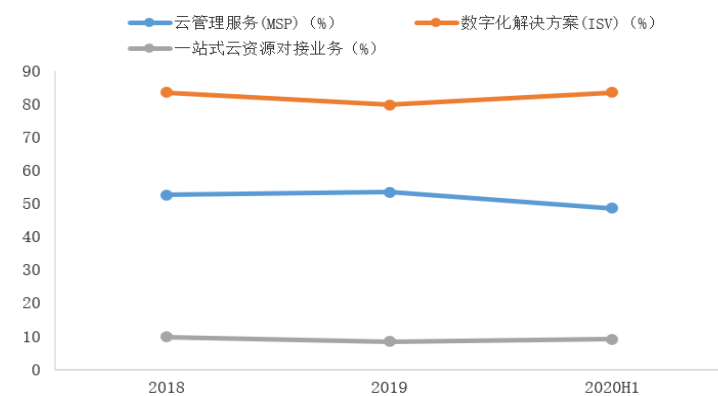
资料来源: 公司财报, 信达证券研发中心

图 12: 公司云服务分业务收入


资料来源: 公司财报, 信达证券研发中心

图 13: 公司云服务分业务同比增速


资料来源: 公司财报, 信达证券研发中心

图 14: 公司云服务分业务毛利率


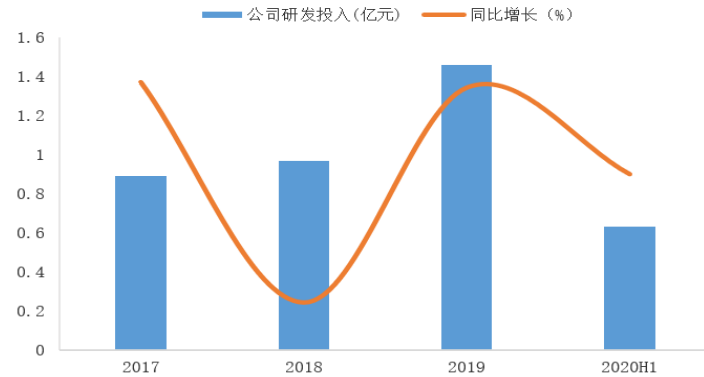
资料来源: 公司财报, 信达证券研发中心

持续研发投入, 打造技术及品牌壁垒

2020年上半年, 公司研发投入0.63亿, 同比增长近40%, 2017年至2019年年均复合增速为28.08%, 研发投入持续增加, 技术团队逐渐壮大, 积极打造自身技术壁垒。公司现有220余人的专业云服务团队, 拥有微软、亚马逊、阿里云、华为云等100+顶级云厂商的技术认证, 其中包括IaaS/PaaS认证、SaaS认证以及IT技术认证。与此同时, 公司在北京、上海、

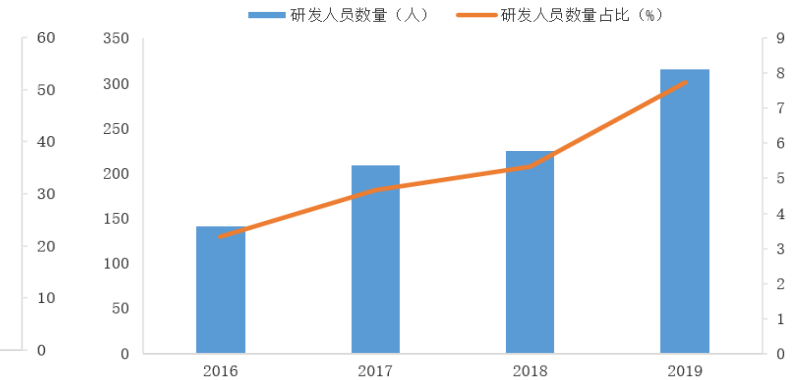
武汉、深圳、厦门设立五大研发中心，针对智能计算、数据存储、基础网络、数据安全、融合运管五大领域进行研发，全面覆盖云基础设施。

图 15: 公司研发投入及同比增速



资料来源: 公司财报, 信达证券研发中心

图 16: 公司研发人员数量及占比



资料来源: 公司财报, 信达证券研发中心

同时，公司还是少数几个拥有云服务全牌照资质的云服务提供商之一，通过了 IDC、ISP、ICP 在内的多项云服务认证，公司云服务能力得到广泛认可。借助云服务全牌照优势，公司与微软、AWS、阿里云、华为等全球云资源提供商展开深度合作，为海外云资源提供商进入国内市场提供渠道，丰富客户选择，共建云网融合新生态。公司云资源池包括 120 主流 SaaS 资源以及 600 余家云生态合作伙伴资源，丰富的云资源可以让公司在兼顾成本、适用性、拓展性的同时为客户提供更优质的 IaaS、PaaS、SaaS 等各类主流产品的对接和转售服务。基于以上能力，公司云转售业务实现快速发展，成为公司云服务的主要增量。

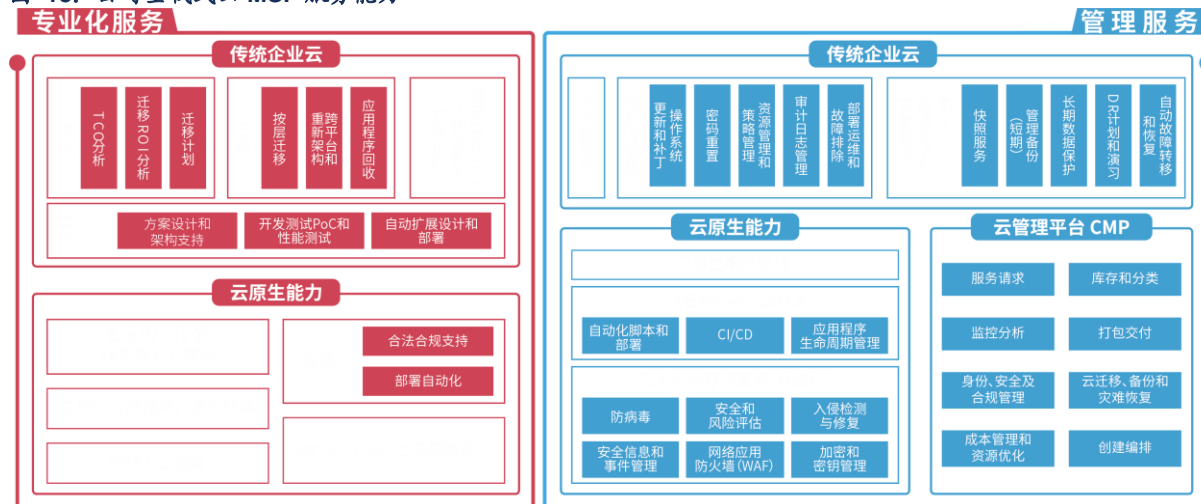
图 17: 公司部分云资源



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

全栈式云服务能力, 赋能企业数字化转型

企业在上云时, 出于业务、数据私密性、安全合规等方面的考虑, 为充分利用公有云和私有云的优势, 采用混合云逐渐成为更好的选择。相对于单一的私有云、公有云, 混合云有着更加多元、复杂的 IT 基础设施架构, 这对企业云管理方面的经验技术提出了较高的要求, 企业可能并不具备独立云管理的能力, 需要第三方代为进行云管理服务, 云管理成为企业云架构落地及后续高效运转的关键所在。基于多云平台和混合云架构的服务能力, 公司可为企业提供集咨询、迁移、运维、优化、安全等为一体的全栈式云管理服务, 解决企业云生命周期的一切管理问题。

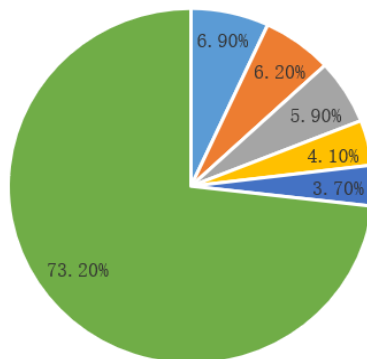
图 18: 公司全栈式云 MSP 服务能力


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

据中国信息通信院数据显示, 2019 年我国企业应用云计算比例为 66.1%, 其中采用混合云的比例为 9.8%。尽管目前国内企业采用混合云的比例较低, 但是呈现出逐年增加的趋势。随着更多企业采用多云及混合云, 来自云管理服务(MPS)的增量逐渐凸显。据 IDC《中国第三方云管理服务市场份额报告 2019》报告显示: 公司 2019 年云管理服务市场份额占比 6.9%, 排名第一。公司凭借对云计算及云基础架构的深刻理解, 持续与 3A(AWS、Azure、Aliyun)TOP 级合作伙伴深入合作, 扩展云与数字化合作伙伴, 不断提升公司包括云管理服务在内的云服务能力。

图 19: 2019 年中国第三方云管理服务厂商市场份额占比

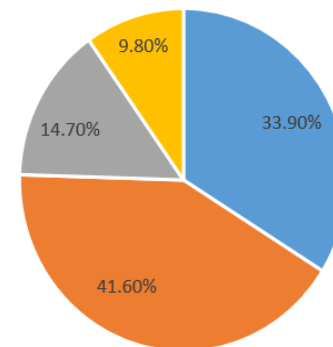
■ 神州数码 (含云角) ■ IBM ■ 中软国际 ■ 埃森哲 ■ 数梦工场 ■ 其他



资料来源: IDC 中国, 信达证券研发中心

图 20: 2019 年我国云计算使用率

■ 无云计算应用 ■ 公有云 ■ 私有云 ■ 混合云



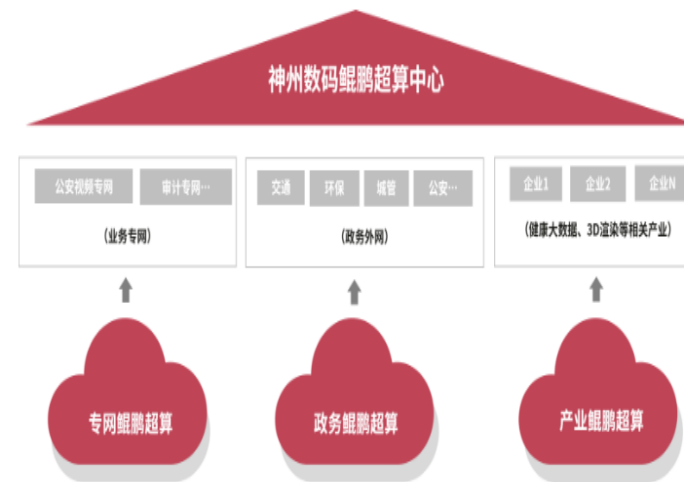
资料来源: 中国信息通信研究院, 信达证券研发中心

依托公司强大的 To B 销售网络渠道优势以及大量的成功行业云服务经验, 公司对相应的垂直行业具备相当的了解, 可根据客户需求及业务特点个性化定制云基础架构, 结合公司成熟的云服务能力, 共同赋能行业数字化转型, 增加客户粘性。

通过对基础资源、技术、产品方案以及基础服务的生态聚合, 公司可为政务、工业、金融、医卫、农商等行业提供一揽子专属数字化转型服务, 具体包括行业云服务、数据云服务以及基础资源云服务, 此外公司还在安全服务、运维服务以及咨询规划服务方面提供全生命周期技术支持, 助力行业内企业实现数字化转型。公司作为鲲鹏计算产业的核心成员, 依托创新产品及服务打造了神州数码鲲鹏超算中心, 为政府部门及入驻企业提供包括海量存储、海量计算以及大数据服务在内的全栈超算云服务, 推动数字经济产业和智慧城市发展。

图 21: 公司行业客户数字化转型方案


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

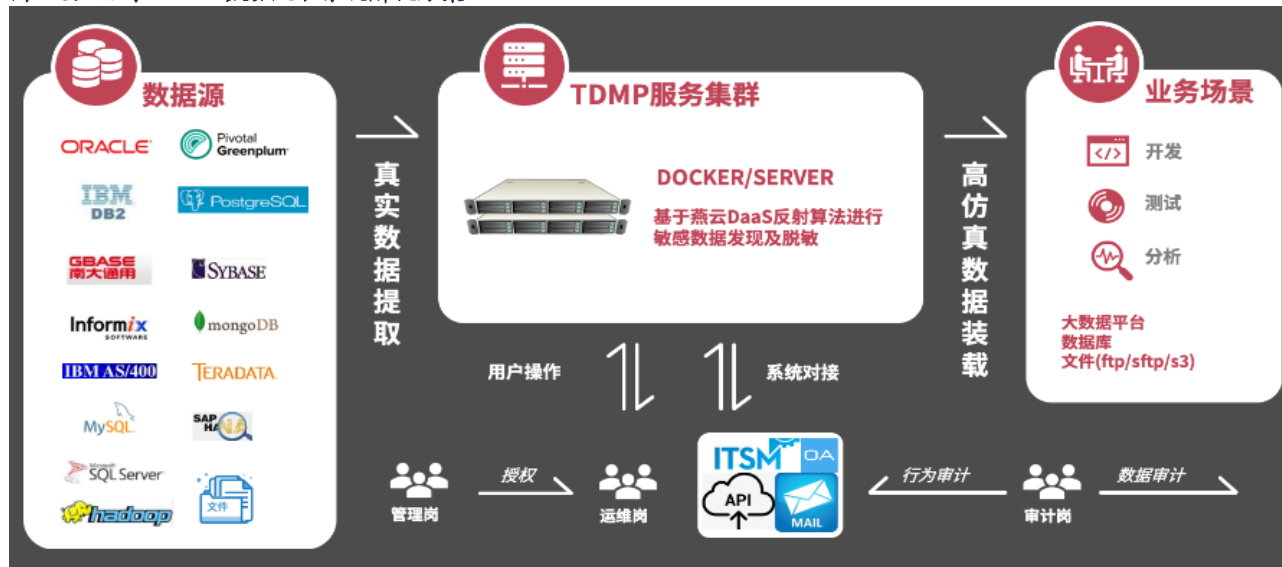
图 22: 公司鲲鹏超算中心


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

与此同时, 企业数字化转型带来海量云上数据, 公司围绕数据获取、诊断、管理、分析全链条, 推出了多场景化的数字化解决方案。公司 TDMP 数据脱敏系统解决方案基于燕云 DaaS 反射算法进行敏感数据发现及脱敏, 具备高安全性、高可用性、高可靠性、高稳定性以及高效率等特性, 在满足客户云上数据的安全需求的同时, 最大限度保护数据的可用性及挖掘价值。作为鲲鹏计算平台用户的首选安全解决方案, 公司 TDMP 数据脱敏系统通过了华为基于鲲鹏处理器的 Taishan200 系列服务器的兼容性测试, 在丰富鲲鹏产业生态的同时也拓宽了金融、政府、运营商等数据密集、敏感性高的行业用户应用渠道。

目前公司 TDMP 数据脱敏系统取得平安科技、平安银行以及平安人寿的数据脱敏项目订单, 并获得了来自政府、银行、保险等头部客户的青睐, 公司数字化解决方案服务能力获得肯定。此外, 为满足企业营销模式转型的需求, 公司推出 Bluenic 客户数据平台, 通过大数据技术实现多种数据源的对接和打通, 提高企业市场决策效率、消费者体验以及运营效率, 实现精准营销。针对金融、制造、文娱等需要数据决策的场景, 公司可从数据资产评估、数据分析、数据平台搭建等多个维度提供数据服务综合解决方案, 助力企业实现价值增值。

图 23: 公司 TDMP 数据脱敏系统解决方案



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

背靠鲲鹏生态，全面拥抱信创

信创是为了解决本质安全问题提出的一项国家战略，核心要义在于自主创新，目标是实现 IT 基础设施-基础软件-信息安全和行业应用软件的全产业链自主可控，在关键核心领域实现国产化替代，对于我国数字经济健康发展具有划时代的意义。在新基建全面启动的背景下，信创作为新基建的一部分也随之全面铺开，我国云计算的持续推进更是为信创产业发展提供了良好的基础。2020 年是我国信创全面推广的元年，受益国产化替代，产业链或将迎来关键发展期。公司于 2019 年成立神州数码信创产业集团，背靠鲲鹏生态率先布局信创产业。

公司一直坚持自主创新，践行信创精神。自 2016 年云转型以来不断在自有品牌上实现突破，于 2016 年推出超融合一体机、登云数据库一体机，2018 年推出云管理平台，2020 年推出基于鲲鹏处理器的服务器、PC 产品。目前公司具备全线云基础设施支撑能力，构建起覆盖智能计算、网络、数据、存储、安全、增值、交换机、一体机等 22 个品类、600 余种产品的自有品牌产品及服务体系，加入鲲鹏生态使公司的自有品牌发展进入了全新的阶段。

图 24: 公司产品自主创新历程



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

鲲鹏是国产算力的代表, 公司与华为在鲲鹏生态上持续合作并取得重大进展。在**2020年8月14日发布的2020-2021年中国联通的通用服务器采购项目招标公告中, 公司基于鲲鹏处理器的鲲鹏服务器中标金额为1.95亿元, 公司自主创新能力获得认可, 未来在电信和联通招标中有进一步机会。**公司深耕鲲鹏生态, 全面布局信创产业, 与天津飞腾、上海兆芯、澜起科技、成都申威等国产芯片厂商达成战略合作, 推动信创与国产算力共同发展。依托鲲鹏生态, 公司将以创新的产品及技术服务持续推动产业生态进步, 优化产业链上下游, 持续为各行业提供国产化的IT基础设施及行业应用。

在9月24日2020神州鲲泰系列产品发布会暨神州数码与华为深化战略合作签约仪式中, 公司发布了基于鲲鹏处理器的包括台式机、一体机、服务器、分布式存储、超融合一体机、高性能数据资产分析一体机(HPDA)、大数据一体机在内的一系列产品, 并就基于神州鲲泰产品的解决方案和场景创新进行了探讨。公司基于鲲鹏生态, 围绕云计算、大数据等领域进行全方位实践, 并取得了丰硕成果。

表 2: 公司鲲鹏系列产品发布

产品种类	产品型号	特点
终端产品	神州鲲泰 D220/D520	鲲鹏 920 国产化台式机

	神州鲲泰 A20 一体机	基于鲲鹏处理器，超过 95%的国产化器件，目前唯一一款鲲鹏的台式一体机
服务器	神州鲲泰通用服务器 R522/R722	支持鲲鹏 920 处理器全系列型号，包括 5220 和 3210 型号；支持 32 个 DDR4 插槽，业界领先；前置面板支持丰富的硬盘配置，包括 2.5 英寸和 3.5 英寸，NVMe SSD 和 HDD 硬盘；支持 40 摄氏度工作环境温度，具备优化、通用、均衡等特性
	神州鲲泰存储型服务器 R524/R724	支持鲲鹏 920 处理器全系列型号，包括 5220 和 3210 型号；4U 支持 40 盘本地存储，支持 48 核心至 128 核心+640TB 容量
	神州鲲泰四路服务器 R822	面向高性能计算、数据库、云计算、虚拟化、企业业务等领域，具有高性能计算、高密度、易管理、易部署等特点；具有 256 个计算核心、24 个 NVMe SSD（大于千万 IOPS）；具有计算密度高，存储性能好，网络速度快
	神州鲲泰 AI 服务器 A722	支持 32 个 DDR4 插槽，业界领先；前置面板支持丰富的硬盘配置，包括 2.5 英寸和 3.5 英寸，NVMe SSD 和 HDD 硬盘；支持 40 摄氏度工作环境温度
	神州鲲泰企业级应用服务器	可应用于安全、政府、金融、制药业、运营商等行业场景。高可控性：经过多行业重型生产环境检验；易用性：生产环境下无缝切换，即插即用；高性能：于 WebLogic 同级别，优于 Tomcat；普适性：兼容目前主流 Web 开发平台，支持多元架构
分布式存储	神州鲲泰 BOS522 分布式对象/块存储	具有企业级存储功能，云原生产品，无缝对接开源方案；优化系统功能，发挥硬件潜能，性能大幅提升；敏捷支付，简化运维，降低整体拥有成本；集群支持 3-1024 个节点；单节点容量支持 512TB
	神州鲲泰 DFS522/DFS524 分布式统一存储	采用全对称、去中心化架构；节点灵活扩展，性能容量线性增长；同意命名空间，自动负载均衡
一体机	神州鲲泰 HCI722 超融合一体机	硬件设备包括神州鲲泰超融合+云科交换机，极简：硬件架构简单，无需外置存储，系统运维简单方便，资源灵活扩展，按需增加；稳定：分布式存储与多副本机制提升稳定性，虚拟机 HA 保障应用系统高可用，多维度数据保护；高性能：分布式存储技术提升系统性能，分层技术提升业务访问速度，数据条带化，I/O 本地化
	神州鲲泰 KTC722 私有云一体机	易部署、易运维、完整的高可用、降低数据中心云化门槛；商业化产品，功能齐全，无需企业开发和调优，更敏捷的应对业务变化；支持 X86 和 ARM 集群混合管理，支持纳管 VMware，降低运维成本
	高性能数据资产分析一体机(HPDA)	具备盘点数据资产、梳理血缘关系、数据资产查询、分析数据资产现状四个功能

	神州鲲鹏大数据一体机	分为基础版：HPDA 一体机、企业版：数据治理一体机、全栈版：大数据一体机。从芯片到应用，全自主 IP，数据盘点-数据治理-数据运营，全生态大数据服务

资料来源：2020 神州鲲泰系列产品发布会暨神州数码与华为深化战略合作签约仪式，信达证券研发中心

在 9 月 25 日的华为全联接 2020 大会上，华为云业务总裁郑叶透露合作伙伴鲲鹏服务器出货量占比超过 50%。作为鲲鹏服务器和 PC 整机合作伙伴，公司旗下神州鲲泰厦门生产基地整体规划面积 3 万平方米，一期工程占地面积 1 万平方米，于今年 5 月份正式投产，主要生产搭载鲲鹏处理器的神州鲲泰系列 PC 及服务器产品，目前已经实现行业段的营销突破和产品交付，预计年产量为 40-60 万台。

根据《关于培育鲲鹏计算产业促进数字厦门创新发展的指导意见》，厦门市鲲鹏计算产业短期发展目标到 2022 年实现服务器、PC 整机产能达到 100 万台以上。对应神州鲲泰厦门生产基地 2022 年服务器产量 25 万台以上，PC 整机产量 75 万台以上。根据公司产能，同时参考每台鲲鹏服务器 5 万元以及每台鲲鹏 PC 整机 5000 元的价格，鲲鹏系列服务器及 PC 整机于 2022 年可为公司带来 160 亿元的潜在收入。随着神州鲲泰厦门生产基地后续建设的完成，产量将持续放大，结合公司其它信创产品，我们认为公司信创端收入或将迎来爆发。

图 25：鲲鹏计算生态合作伙伴

鲲鹏服务器 & PC 整机伙伴



资料来源：华为云官网，信达证券研发中心

未来，公司将围绕国产 IT 系统打造完整生态系统，实现核心技术自主创新、核心产品自主研发、核心业务自主合作，打造端到端的全产业链的国产化产品及解决方案，最终实现公司品牌、技术、生态的升级。品牌方面，公司将以自有品牌面向客户，从服务器到中间件、通用解决方案再到全面算力平台的提升，打造公司自己的能力；技术方面，公司将一直推动自主知识产权的技术创新、产品研发，构建结构灵活、性能弹性、面向需求的新型的 IT 基础设施技术；生态方面，公司将以自有的神

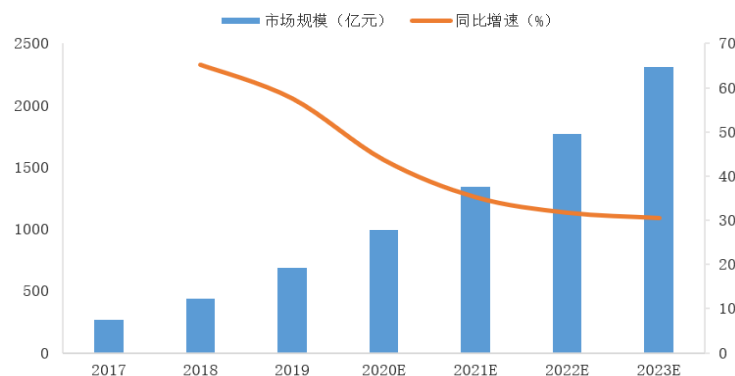
州数码生态为中心，构建新基础算力、大数据能力和行业应用有机结合的场景，进行信息化生态布局。

信创筑基，云启未来

云计算产业政策利好频出，云管理服务市场爆发式增长

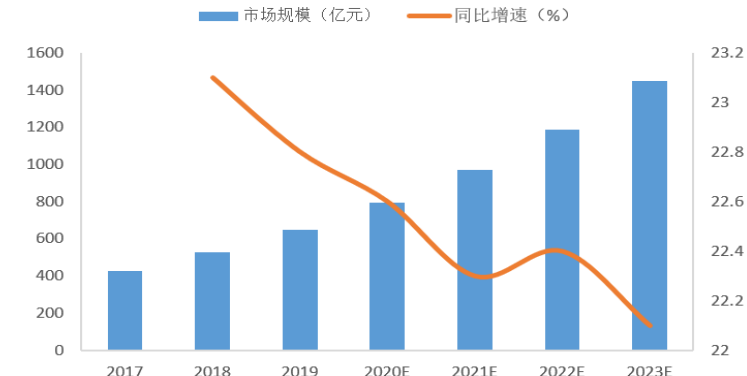
2019年我国云计算市场规模为1334亿元，同比增长38.6%。其中，公有云市场规模为689亿元，同比增长57.6%，市场规模超越私有云；私有云市场规模为645亿元，同比增长22.8%。据中国信息通信研究院预测：2019年至2023年，我国公有云年均复合增长率为35.26%，将于2023年达到2307.4亿元，私有云年均复合增长率为22.37%，将于2023年达到1446.8亿元，我国云计算市场规模增速预计快于全球总规模增速，云计算产业的蓬勃发展将为公司云及数字化服务提供良好的发展机遇。

图 26: 我国公有云市场规模及同比增速



资料来源: 中国信息通信研究院, 信达证券研发中心

图 27: 我国私有云市场规模及同比增速



资料来源: 中国信息通信研究院, 信达证券研发中心

我国自2015年1月30日发布《国务院关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》以来，持续针对云计算产业发布利好政策，对云计算产业提供补贴和支持，并形成阶段性目标。在国家政策的引导下，各省（区、市）纷纷发布地方工业互联网政策文件，加大投入力度，支持企业上云及数字化改造，推动产业投资基金的建立。

在疫情对中小企业造成很大冲击的情况下，我国于2020年3月19日发布的《中小企业数字化赋能专项行动方案》立足于数字化赋能中小企业，帮助中小企业复工复产，提升持续发展能力。此外，我国于2020年发布的《关于推进“上云用数赋

智”行动 培育新经济发展实施方案》再一次凸显了云计算对于行业及企业数字化转型的重要性。云计算作为我国新基建和智慧城市的核心，是我国信息化建设的重点发展领域，产业政策将长期为我国云计算发展提供了方向及支持。

表 3: 我国云计算主要相关政策

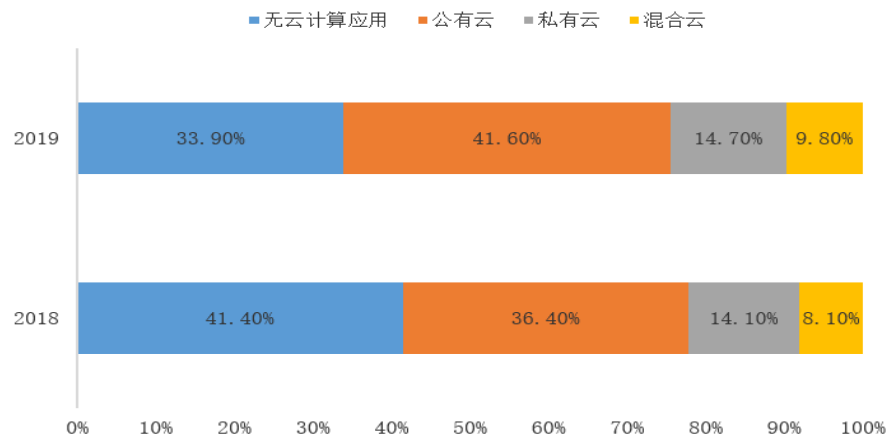
发布时间	政策名称	相关内容
2015 年 1 月 30 日	《国务院关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》	到 2017 年，云计算在重点领域应用得到深化，产业链条基本健全，初步形成安全保障有力，服务创新、技术创新和管理创新协同推进的云计算发展格局，带动相关产业快速发展。到 2020 年，云计算应用基本普及，服务能力达到国际先进水平，掌握核心技术，形成若干具有较强国际竞争力的骨干企业
2017 年 4 月 10 日	《云计算发展三年行动计划（2017-2019 年）》	到 2019 年，我国云计算产业规模达到 4300 亿元，突破一批核心关键技术，云计算服务能力达到国际先进水平。发布云计算相关标准超过 20 项，形成较为完善的云计算标准体系和第三方测评服务体系。涌现 2-3 家在国际云计算市场具有较大份额的领军企业
2017 年 11 月 27 日	《国务院关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	到 2025 年，基本形成具备国际竞争力的基础设施和产业体系，形成 3-5 个达到国际水准的工业互联网平台及一批具有国际竞争力的龙头企业。到 2035 年，建成国际领先的工业互联网网络基础设施和平台，形成国际先进的技术和产业体系。
2018 年 7 月 23 日	《推动企业上云实施指南（2018-2020）》	到 2020 年，力争实现企业上云环境进一步优化，行业企业上云意识和积极性明显提高，云计算在企业生产、经营、管理中得到广泛普及，全国新增上云企业 100 万家，形成典型标杆应用案例 100 个以上，形成一批有影响力、有带动力的云平台和企业上云服务中心
2019 年 8 月 23 日	《金融科技(FinTech)发展规划（2019-2021 年）》	到 2021 年，建立健全我国金融科技发展的“四梁八柱”，进一步增强金融科技应用能力，鼓励金融机构加快云计算金融应用规范落地实施，充分发挥云计算在资源整合、弹性伸缩等方面的优势
2020 年 3 月 6 日	《工业和信息化部办公厅关于推动工业互联网加快发展的通知》	包括 6 方面 20 项举措，提出了包括发展 50 家重点工业互联网平台、推动重点平台工业设备连接数达到 80 万台等促进工业互联网发展的一系列目标
2020 年 3 月 19 日	《中小企业数字化赋能专项行动方案》	以新一代信息技术为支撑，提升中小企业应对危机能力、夯实可持续发展基础为目标，集聚一批面向中小企业的数字化服务商，培育一批符合中小企业需求的数字化平台、系统解决方案、产品和服务，助推中小企业数字化、网络化、智能化赋能实现复工复产。
2020 年 4 月 7 日	《关于推进“上云用数赋智”行动 培育新经济发展实施方案》	大力培育数字经济新业态，深入推进企业数字化转型，打造数据供应链，以数据流引领物资流、人才流、技术流、资金流，形成产业链上下游和跨行业融合的数字化生态体系，构建设备数字化-生产线数字化-车间数字化-工厂数字化-企业数字化-产业链数字化-数字化生态的典型范式。

资料来源：公开资料整理，信达证券研发中心

随着我国云计算应用的不断提升，2019 年我国已应用云计算企业占比达到 66.1%，同比增长 7.5%。其中采用混合云的企业占比 9.8%，同比增长 1.7%。根据《中国云计算市场用户调研，2019》数据显示：我国已有云计算应用的企业中，71.2%

企业拥有多云或混合云架构，但仅有 12%的企业可以实现一个应用跨越多个云执行，云管理逐渐成为企业上云的痛点，来自多云或混合云管理运营的需求将驱动云管理服务市场持续增长。2019 年我国第三方云管理市场规模为 5.6 亿美元，同比增长 82.6%。据 IDC 预测：2019 年-2023 年我国第三方云管理市场年均复合增速将达到 54.7%，并于 2023 年达到 32.1 美元。

图 28：我国近两年云计算使用率



资料来源：中国信息通信研究院，信达证券研发中心

第三方云管理服务市场份额方面，我国云管理服务市场没有表现出头部效应，市场份额较为分散，前十服务商市场份额占比合计 38.2%，同比增长 0.4%。其中，以公司、IBM、中软国际、埃森哲为代表的服务商收入增速超过云管理服务市场规模增速，实现市场份额的扩张。第三方云管理服务的爆发式增长也吸引了众多新进入服务商，其中，万国数据实现 0.08 亿美元的收入，同比增长 61.8%，市场份额占比 1.5%位列第十。在市场竞争愈加激烈的情况下，拥有更多客户资源和技术储备的服务商将获得竞争优势。

表 4：我国 2019 年云管理服务主要厂商市场份额及变化

服务商	收入（百万美元）	增长率	市场份额	较上期变化
神州数码（含云角）	38.72	119.1%	6.9%	1.1%
IBM	34.76	149.8%	6.2%	1.7%
中软国际	33.02	108.2%	5.9%	0.7%
埃森哲	23	95.8%	4.1%	0.3%
数梦工场	20.93	5.6%	3.7%	-2.8%
软通动力	20.32	89%	3.6%	0.1%
驻云科技	15.19	62.1%	2.7%	-0.4%

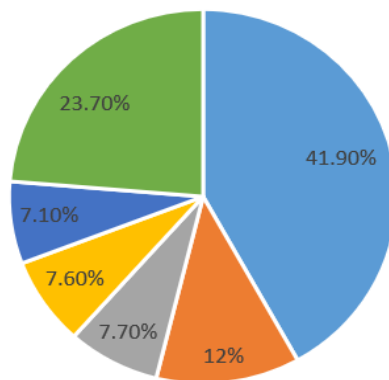
安畅网络	11.38	82.6%	2%	0
------	-------	-------	----	---

资料来源: IDC, 信达证券研发中心

2019年下半年,我国云计算服务前五厂商市场份额占比达到76.3%,同比增长2.7%。随着我国公有云服务市场集中度进一步提高,未来云管理服务的市场竞争将主要围绕头部云计算服务厂商展开。随着阿里、华为、中国电信等为代表的头部云计算服务厂商继续扩展云管理服务商,开始重视培养云管理服务生态,未来第三方云管理市场格局或发生变化。而随着我国云计算应用的持续深入,对云管理服务厂商的综合服务能力要求不断提升,市场进入门槛也将进一步提高,第三方云管理服务市场将朝着规模化、集中化的方向发展。公司作为云管理市场头部厂商,基于对云服务的深刻理解,凭借强大的渠道销售能力及垂直行业能力,将不断受益于市场规模的高增长及市场集中度的提高。

图 29: 我国 2019 年 H2 公有云市场份额

■ 阿里云 ■ 腾讯云 ■ 中国电信(天翼云) ■ 华为云 ■ AWS ■ 其他



资料来源: IDC, 信达证券研发中心

信创引领国产化替代潮流, 鲲鹏生态打造国产 IT 系统

信创产业作为新基建的一部分,是包括云计算在内的信息技术发展的基石,也是我国自主可控战略实现的有力保障。国家政策的密集出台确立了信创作为未来一段时间内 IT 领域发展的主线,实现 IT 领域全产业链自主可控,解决上游核心技术受制于人,实现国产化替代,在当前复杂的国际环境下,对于我国实现经济数字化转型、保障网络信息安全尤为关键。2018 年我国自主可控市场规模达到了 0.97 万亿,同比增长 3.2%,保持稳定增长。据中投产业研究院预测,到 2025 年我国自主可控

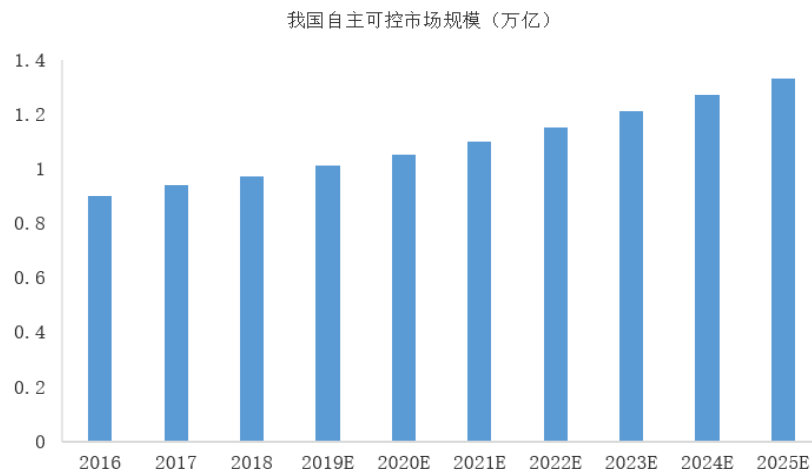
市场规模将达到 1.33 万亿。

表 5: 我国近期发布的部分信创政策

发布时间	政策名称	主要内容
2020 年 4 月 27 日	《网络安全审查办法》	偏重供应链自主可控的“新网络安全观”
2020 年 5 月 11 日	《关于培育鲲鹏计算产业促进数字厦门创新发展的指导意见》	提出“力争在 2022 年, 整机生产服务器、PC 机器年产能达到 100 万台以上”等目标
2020 年 8 月 4 日	《关于新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》	加速国内科技产业建设, 推动国产替代进程
2020 年 9 月 8 日	《广州市黄埔区、广州开发区促进信息技术应用创新产业发展办法》	推动信创全产业链要素整合优化和产业生态体系重构, 创建国家级信创产业基地

资料来源: 公开资料整理, 信达证券研发中心

图 30: 我国自主可控市场规模及预测



资料来源: 中投产业研究院, 信达证券研发中心

鲲鹏计算生态是我国 IT 领域自主创新、实现自主可控的重要突破, 覆盖鲲鹏处理器、昇腾人工智能芯片、服务器、计算机终端、存储系统、操作系统、数据库、中间件以及行业应用等软硬件布局, 致力于打造鲲鹏 IT 全栈产业链。据 IDC 预测: 到 2023 年, 全球计算产业投资空间为 1.14 万亿美元, 其中我国计算产业投资空间占比将近 10%, 达到 1043 亿美元。我们

认为在计算产业细分领域下，中国市场相较于全球市场呈现快速发展趋势，公司作为行业头部企业有望享有行业红利并维持稳定发展。同时公司深耕鲲鹏生态，立足于打造国产 IT 生态系统，广阔的国产化替代空间将为公司信创业务持续带来强劲增量。

表 6: 全球和我国计算产业市场规模及增速

计算产业	2023 年全球市场规模 (亿美元)	5 年复合增速	2023 年我国市场规模 (亿美元)	5 年复合增速
服务器及部件	1121.3	3.7%	339.7	12.4%
企业存储设备	311	1%	60	6.9%
基础软件	1524.7	5.3%	拥有更大活力及增长潜力	
数据库软件市场	568.6	7.5%	39.8	26.9%
中间件	434	10.3%	13.6	15.7%
大数据软件平台	410	15.6%	26.6	44.7%
企业应用软件市场	4020.2	8.2%	155.8	11.7%
云服务	1409.9	31.4%	295.7	44.8%

资料来源: IDC, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

二季度单季实现营收 226.55 亿元，环比增长 26.10%；实现扣非净利润 1.92 亿元，环比增长 69.04%。二季度公司积极推动复工复产，带动上半年整体营收接近恢复至疫情前水平；公司云服务行业保持高速增长；行业端国产化大幕拉开，公司发布鲲鹏系列产品，信创业务有望成为重要增量。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 3%、10%、10%；2) 云服务业务增速分别为 100%、90%、80%；3) 信创产业收入分别为 5、30、100 亿元；4) 自主品牌保持低速增长；5) 其他业务维持 40% 增长。

表 7: 神州数码重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
IT 分销 (亿元)	807.57	847.06	872.47	959.72	1055.69
增长率 YoY%	31.06%	4.89%	3.00%	10.00%	10.00%
云服务 (亿元)	5.81	15.31	30.61	56.16	104.69
增长率 YoY%	187.40%	163.42%	100.00%	90.00%	80.00%
自主品牌 (亿元)	5.10	5.53	6.09	6.69	7.36
增长率 YoY%	31.47%	8.53%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	0.10	0.14	0.19	0.27	0.37
增长率 YoY%	41.36%	33.30%	40.00%	40.00%	40.00%
信创业务	0.00	0.00	5.00	30.00	100.00
增长率 YoY%	0%	0%	0%	500.00%	233.33%
营业总收入 (亿元)	818.58	868.03	914.36	1054.84	1268.12
增长率 YoY%	31.6%	6.0%	5.3%	15.4%	20.2%
归属母公司净利润(亿元)	5.12	7.01	4.83	9.02	18.46
增长率 YoY%	-29.1%	36.9%	-31.1%	86.6%	104.6%
毛利率%	4.0%	4.0%	4.3%	5.0%	6.2%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

我们认为神州数码是国内领先的 IT 产品分销商，受益于服务器市场持续需求。信创基石产品在国产化需求提升背景下未来可期，公司联手华为发布基于鲲鹏生态产品。我们预计神州数码 2020-2022 年归母净利润分别为 7.11/11.40/16.14 亿元，市盈

率 P/E 为 27/17/12 倍。考虑公司：1) 主营业务处于高景气度行业；2) 持续开拓云服务应用市场；3) 牵手华为，打开信创市场；公司具有打板能力，未来信创业务毛利率或有进一步提升空间。给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
紫光股份	000938.SZ	26.92	769.93	0.77	0.95	35	28
拓维信息	002261.SZ	8.20	90.26	0.08	0.11	103	75
东华软件	002065.SZ	10.81	336.78	0.34	0.43	32	25
浪潮信息	000977.SZ	32.64	474.49	0.92	1.25	35	26
平均						51	39
神州数码	000034.SZ	29.30	192.78	1.09	1.74	27	17

资料来源: 万得, 除神州数码为信达证券预测外, 其他预测来自万得一致预期, 股价为 2020 年 10 月 12 日收盘价

风险因素

1. 云业务推进不及预期; 2. 信创推进政策不及预期; 3. 5G 推进不及预期。

资产负债表

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
------	-------	-------	-------	-------	-------

单位: 百万元

利润表

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
------	-------	-------	-------	-------	-------

单位: 百万元

流动资产	20,301	23,355	24,367	26,626	30,732
货币资金	1,618	4,000	2,844	2,559	2,022
应收票据	1,204	341	856	890	1,014
应收账款	8,605	7,039	8,733	9,737	11,604
预付账款	1,732	1,802	2,029	2,250	2,698
存货	6,507	9,199	8,877	10,141	12,296
其他	635	975	1,026	1,049	1,099
非流动资产	5,684	6,065	6,752	7,231	7,749
长期股权投资	1,055	1,135	1,135	1,135	1,135
固定资产(合计)	170	152	168	167	168
无形资产	2,546	2,451	2,824	2,976	3,160
其他	1,913	2,328	2,625	2,954	3,285
资产总计	25,985	29,421	31,119	33,857	38,481
流动负债	20,313	22,511	23,496	25,091	28,098
短期借款	8,819	9,692	9,692	9,692	9,692
应付票据	2,574	3,559	3,364	3,895	4,707
应付账款	6,045	5,826	6,555	7,365	8,775
其他	2,875	3,435	3,886	4,140	4,925
非流动负债	1,826	2,535	2,535	2,535	2,535
长期借款	1,714	2,102	2,102	2,102	2,102
其他	112	433	433	433	433
负债合计	22,139	25,046	26,031	27,626	30,633
少数股东权益	5	3	5	7	11
归属母公司股东权益	3,841	4,372	5,083	6,223	7,837
负债和股东权益	25,985	29,421	31,119	33,857	38,481

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	81,858	86,803	91,436	105,484	126,812
同比(%)	31.6%	6.0%	5.3%	15.4%	20.2%
归属母公司净利润	512	701	711	1,140	1,614
同比(%)	-29.1%	36.9%	1.4%	60.3%	41.6%
毛利率(%)	4.0%	4.0%	4.6%	5.3%	5.9%
ROE%	13.3%	16.0%	14.0%	18.3%	20.6%
EPS(摊薄)(元)	0.78	1.07	1.09	1.74	2.47
P/E	17.17	18.51	26.95	16.81	11.88
P/B	2.29	2.97	3.77	3.08	2.45
EV/EBITDA	14.12	15.85	15.91	12.35	10.02

营业总收入	81,858	86,803	91,436	105,484	126,812
营业成本	78,562	83,317	87,201	99,905	119,269
营业税金及附加	82	82	96	106	128
销售费用	1,634	1,698	2,012	2,637	3,804
管理费用	259	264	265	295	342
研发费用	97	146	183	316	444
财务费用	577	490	744	756	758
减值损失合计	17	20	1	3	4
投资净收益	-38	60	-22	3	6
其他	15	35	1	10	25
营业利润	641	920	916	1,484	2,101
营业外收支	20	11	0	0	0
利润总额	662	931	916	1,484	2,101
所得税	145	230	203	341	483
净利润	516	702	713	1,143	1,617
少数股东损益	4	0	2	3	4
归属母公司净利润	512	701	711	1,140	1,614
EBITDA	1,287	1,346	1,801	2,344	2,944
EPS(当年)(元)	0.78	1.07	1.09	1.74	2.47

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	361	1,500	457	1,090	873
净利润	516	702	713	1,143	1,617
折旧摊销	63	50	122	120	120
财务费用	582	460	785	785	785
投资损失	38	-60	22	-3	-6
营运资金变动	-765	385	-1,181	-950	-1,637
其它	-73	-36	-3	-5	-7
投资活动现金流	-1,508	111	-827	-591	-625
资本支出	-1,425	-130	-806	-594	-631
长期投资	-103	207	0	0	0
其他	21	34	-22	3	6
筹资活动现金流	662	487	-785	-785	-785
吸收投资	0	31	0	0	0
借款	1,387	1,453	0	0	0
支付利息或股息	-704	-928	-785	-785	-785
现金流净增加额	-492	2,097	-1,156	-286	-537

研究团队简介

鲁立，国防科技大学本硕，研究方向计算机科学。六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016年加入海通证券，17、19年所在团队新财富第四，2020年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。