

## 2020 年年报点评：业绩符合市场预期，云和信创加持下的性价比品种

买入（维持）

2021 年 04 月 05 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	92,060	100,021	108,479	117,606
同比 (%)	6.1%	8.6%	8.5%	8.4%
归母净利润 (百万元)	624	793	1,023	1,331
同比 (%)	-11.0%	27.1%	28.9%	30.1%
每股收益 (元/股)	0.95	1.20	1.55	2.02
P/E (倍)	19.32	15.20	11.79	9.06

事件：公司 2020 年实现营收 920.60 亿元，同比增长 6.06%；扣非归母净利润为 6.52 亿元，同比增长 11.97%，符合市场预期。

### 投资要点

■ **云业务高速增长，研发投入持续提升：**2020 年，在疫情的严重影响下，公司云业务依然实现了 74% 的高速增长，收购了 GoPomelo 成为国内唯一拥有覆盖全球五大公有云服务能力的多云技术公司，并且在 IDC《中国第三方云管理服务市场份额报告 2019》中，基于销售额口径，公司获得了市占率第一的骄人成绩。Q4 公司实现营收 283.73 亿元，同比增长 19.08%，增速环比持续改善；实现扣非归母净利润 2.04 亿元，同比增长 16.29%，公司业务基本上摆脱了疫情的不利影响。公司自开启云业务及信创业务转型以来，研发投入持续增加，2020 年累计研发投入 1.82 亿，同比增长近 23.11%，研发人员数量占比亦从 7.74% 提升至 9.96%，助力公司云及信创业务不断取得长足进展。

■ **云转售业务贡献更多增长，2021 年 MSP 有望恢复高增：**2020 年，公司云计算及数字化转型业务成绩突出，实现营业收入 26.66 亿元，其中云转售业务收入 23.76 亿元，同比增长 89.57%，毛利率 7.64%；云管理服务 (MSP) 收入 2.09 亿元，同比增长 10.64%，毛利率 46.63%；数字化转型解决方案 (ISV) 收入 0.81 亿元，同比减少 7.88%，毛利率 79.22%。IDC 预期 2019-2023 年中国 MSP 复合增长率将达到 54.7%，2023 年市场规模预计达到 32.1 亿美元，中国公有云、私有云、多云/混合云的并行快速发展正在持续催生并壮大第三方云管理服务市场。神州数码作为 2019 年国内排名第一的云管理服务厂商将更多受益。

■ **信创进入快车道，公司产品蓄势待发：**2020 年是中国信创产业元年，公司实现了鲲鹏架构从 0 到 1 的突破，生产基地落成投产，公司自有品牌神州鲲鹏服务器已在厦门鲲鹏超算中心上架使用，入围中标中国联通、中国移动等运营商的服务器集采，并在互联网、金融、运营商等行业成功实现营销。2020 年底合肥市政府以投后 100 亿的估值，向公司信创总部投资 20 亿现金。随着 2021 年党政和行业信创产业持续推进，神州数码有望实现 3 万台以上服务器的交付。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司未来会加大对云和信创产业投入，我们调整 2021-2022 年 EPS 至 1.20 (-0.41) / 1.55 (-0.81) 元，预计 2023 年 EPS 为 2.02 元，分别对应 15/12/9 倍 PE。公司是国内 MSP 行业龙头，是华为的核心合作伙伴，有望在 2021 年行业信创中持续放量；分销业务每年贡献稳定业绩，目前公司估值较低，是云和信创加持下的性价比品种，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**鲲鹏产业链推进不及预期、云业务进展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.00
一年最低/最高价	16.38/36.66
市净率(倍)	2.53
流通 A 股市值(百万元)	8954.28

### 基础数据

每股净资产(元)	7.13
资产负债率(%)	84.68
总股本(百万股)	659.60
流通 A 股(百万股)	497.46

### 相关研究

- 1、《神州数码 (000034)：合肥入股信创子公司估值百亿，神码有望迎来重估》2021-01-04
- 2、《神州数码 (000034)：三季度业绩亮眼，云服务和信创进展顺利》2020-11-02
- 3、《神州数码 (000034)：“芯”潮“鹏”湃，神州鲲鹏打造云+鲲鹏新动能》2020-09-25

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>24,112</b>	<b>26,595</b>	<b>26,550</b>	<b>30,021</b>	<b>营业收入</b>	<b>92,060</b>	<b>100,021</b>	<b>108,479</b>	<b>117,606</b>
现金	4,098	4,245	4,406	4,500	减:营业成本	88,466	95,690	103,509	111,955
应收账款	7,756	8,574	7,862	9,561	营业税金及附加	85	96	102	111
存货	9,560	10,731	11,219	12,522	营业费用	1,769	2,000	2,170	2,352
其他流动资产	2,699	3,046	3,063	3,439	管理费用	420	720	824	941
<b>非流动资产</b>	<b>6,577</b>	<b>6,736</b>	<b>6,905</b>	<b>7,105</b>	研发费用	182	400	488	588
长期股权投资	1,083	1,072	1,069	1,068	财务费用	196	508	491	474
固定资产	199	434	601	715	资产减值损失	21	8	20	21
在建工程	1,245	1,139	1,085	1,078	加:投资净收益	-109	21	-26	1
无形资产	2,354	2,273	2,175	2,080	其他收益	39	47	48	48
其他非流动资产	1,697	1,817	1,974	2,164	资产处置收益	12	4	5	6
<b>资产总计</b>	<b>30,690</b>	<b>33,332</b>	<b>33,454</b>	<b>37,127</b>	<b>营业利润</b>	<b>917</b>	<b>1,052</b>	<b>1,374</b>	<b>1,788</b>
<b>流动负债</b>	<b>23,379</b>	<b>25,632</b>	<b>25,122</b>	<b>27,800</b>	加:营业外净收支	-84	-10	-18	-25
短期借款	9,461	9,461	9,461	9,461	<b>利润总额</b>	<b>833</b>	<b>1,043</b>	<b>1,355</b>	<b>1,763</b>
应付账款	10,117	11,147	11,855	13,024	减:所得税费用	209	249	333	432
其他流动负债	3,800	5,023	3,806	5,315	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>2,608</b>	<b>2,328</b>	<b>2,052</b>	<b>1,851</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>624</b>	<b>793</b>	<b>1,023</b>	<b>1,331</b>
长期借款	2,014	1,632	1,236	836	EBIT	1,416	1,551	1,846	2,237
其他非流动负债	594	696	816	1,016	EBITDA	1,482	1,635	1,978	2,422
<b>负债合计</b>	<b>25,987</b>	<b>27,960</b>	<b>27,174</b>	<b>29,652</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	3	3	3	3	每股收益(元)	0.95	1.20	1.55	2.02
归属母公司股东权益	4,700	5,369	6,277	7,472	每股净资产(元)	7.13	8.14	9.52	11.33
<b>负债和股东权益</b>	<b>30,690</b>	<b>33,332</b>	<b>33,454</b>	<b>37,127</b>	发行在外股份(百万股)	660	660	660	660
					ROIC(%)	9.0%	10.1%	11.4%	12.9%
					ROE(%)	13.3%	14.8%	16.3%	17.8%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	3.9%	4.3%	4.6%	4.8%
经营活动现金流	1,457	1,448	1,239	1,129	销售净利率(%)	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%
投资活动现金流	-457	-126	-200	-228	资产负债率(%)	84.7%	83.9%	81.2%	79.9%
筹资活动现金流	-710	-1,175	-878	-808	收入增长率(%)	6.1%	8.6%	8.5%	8.4%
现金净增加额	263	147	161	94	净利润增长率(%)	-11.1%	27.1%	28.9%	30.1%
折旧和摊销	66	84	132	185	P/E	19.32	15.20	11.79	9.06
资本开支	304	43	14	10	P/B	2.57	2.25	1.92	1.61
营运资本变动	313	179	-306	-703	EV/EBITDA	13.83	12.12	9.79	7.88

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>

