

➤ **二十载 IT 产业耕耘，三大核心业务齐头并进。**公司 2000 年成立，2016 年在 A 股上市，在信创、云、分销等核心业务上持续发力，郭为是公司实际控制人。持股比例 23.44%。公司业绩稳步提升，2016-2021 公司营收复合增速达 20%，扣非净利润复合增速为 24%，信创、云计算等业务逐渐成为公司业绩重要贡献。

➤ **信创行业：华为是信创“扛旗者”，根技术进展决定行业底层逻辑。**1) 鲲鹏芯片：鲲鹏 920 处理器是业界第一颗采用 7nm 工艺的数据中心级的 ARM 架构处理器，与国内主流自主 CPU 相比处于领先地位。2) 鲲鹏服务器体系：Taishan 服务器为标杆，吸引了神州鲲泰等大量优质合作伙伴参与。同时，华为在根技术领域不断进取，努力实现基础理论、架构和软件三个方面的重构。

➤ **从基础到布局再到产业拐点，公司信创业务有望全面发力。**1) **华为合作历史悠久：**公司与华为合作超过 10 年，“大华为”战略下进一步推升合作关系，作为鲲鹏体系的核心参与者，与华为全方位合作有利于公司业务的发展。2) **全方位布局：**服务器领域全面布局，多条产品线发力国产服务器，5 大研发基地确保产能充足。3) **产业拐点：**产业景气度拐点已现，根据移动等集采情况，服务器国产化比例不断提升，同时今年以来多个上市公司发布鲲鹏中标订单，鲲鹏产业链正在持续复苏。公司在运营商招标中多次中标且具有较高份额，体现公司行业地位与自身实力。4) **测算信创业务弹性：**保守/中性/乐观下公司可得空间约为 67/141/253 亿元。

➤ **云业务持续快速增长，分销业务创新布局带来成长新动能。**1) **云业务：**云计算发展大势所趋，根据 IDC 数据国内第三方云管理服务市场规模 2021 年 10.3 亿美元，预计 2025 年达到 37.4 亿美元，复合增速有望达到 38%；公司在 MSP、ISV 等细分领域持续发力积累了大量优质上下游客户，2017-2021 年云业务营收复合增速达到 109%。2) **分销业务：**基石业务稳步发展，具有华为等多个大客户，同时向光伏等领域延伸，中广核新能源 2022 年第一批逆变器项目集采中公司已经成为多个标包的中标候选人，未来有机会向其他新能源领域拓宽业务边界。

➤ **投资建议：**公司是信创领域领军企业，行业景气度拐点已现，公司作为国内信创产业的重要参与者有望持续受益于行业景气度提升；同时公司深度布局云及分销业务，均处于细分市场领先地位，并在光伏等信业务方面不断进取，为长期成长奠定重要支撑。预计 2022-2024 年归母净利润为 10.73、12.81、15.31 亿元，对应 PE 分别为 12X、10X、8X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧、行业技术路线变化的风险；产业发展进度存在不确定性；新业务拓展的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	122385	130860	141835	153419
增长率 (%)	32.9	6.9	8.4	8.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	238	1073	1281	1531
增长率 (%)	-61.8	350.7	19.4	19.5
每股收益 (元)	0.36	1.62	1.93	2.31
PE	53	12	10	8
PB	2.1	1.9	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.14 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

分析师 郭新宇

执业证书：S0100518120001

电话：01085127654

邮箱：guoxinyu@mszq.com

相关研究

- 1.神州数码 (000034) 2021 年中报点评：2021Q2 收入保持高增，“云+信创”驱动长期发展-2021/09/01
- 2.神州数码(000034):云与信创共振，即将进入高速增长阶段-2021/03/31
- 3.神州数码(000034):营业收入平稳回升，大华为战略持续推进-2020/08/31
- 4.【民生计算机】神州数码 (000034) 19 年年报点评：云业务增速喜人，战略转型效果初显-2020/04/27
- 5.神州数码 (000034) 年报点评：分销业务稳步推进，积极布局云战略-2017/04/05

目录

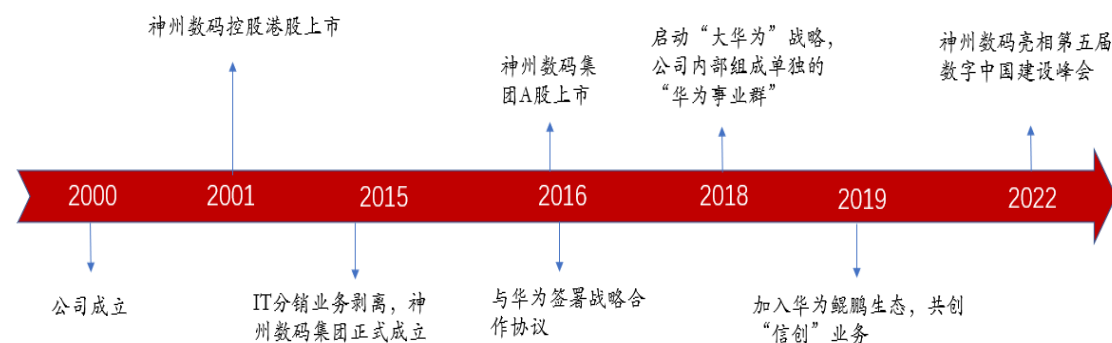
1 公司概况：二十载 IT 产业耕耘，三大核心业务齐头并进	3
1.1 二十载发展积淀深厚，多点发力铸就 IT 龙头	3
1.2 业绩稳步提升，信创、云、分销业务齐头并进	4
2 信创行业：华为是信创“扛旗者”，根技术进展决定行业底层逻辑	7
2.1 底层核心技术：科技产业博弈重点，华为在根技术领域不断进取	7
2.2 鲲鹏芯片：硬核科技一马当先，信创生态坚实基础	7
3 信创业务：从基础到布局再到产业拐点，信创业务有望全面发力	11
3.1 发展之基：与华为合作历史悠久，信创业务发展具有重要基础	11
3.2 全方位布局：服务器领域全面布局，地方产业合作支撑产能释放	12
3.3 产业拐点：产业景气度拐点已现，重要订单持续落地体现公司行业地位	13
3.4 测算信创业务弹性：保守/中性/乐观下公司市场空间约为 67/141/253 亿元	15
4 云和分销业务：云业务持续快速增长，分销创新布局带来成长新动能	17
4.1 云业务：以云 MSP 服务为核心全方位布局，优质成长动能持续显现	17
4.2 分销业务：基石业务稳步发展，向光伏等领域延伸潜力巨大	20
5 盈利预测与投资建议	22
5.1 盈利预测假设与业务拆分	22
5.2 估值分析	23
5.3 投资建议	24
6 风险提示	25
插图目录	27
表格目录	27

1 公司概况：二十载 IT 产业耕耘，三大核心业务齐头并进

1.1 二十载发展积淀深厚，多点发力铸就 IT 龙头

以“数字中国”为使命，中国 IT 分销龙头，云服务+信创携手并进。2000 年，神州数码控股从联想拆分成成立，2001 年神州数码控股在港股上市。2015 年，神州数码控股将 IT 分销业务剥离，正式成立神州数码集团。2016 年神州数码集团在 A 股上市，同年与华为签署战略合作协议。2018 年，神州数码启动“大华为”战略，将分散在不同业务板块的华为业务整合形成单独的“华为事业群”。2019 年加入华为鲲鹏生态，与华为携手共进信创业务，在多方面持续发力。2022 年，数云融合推进数字化转型新时代，公司携多个成果亮相第五届数字中国建设峰会。

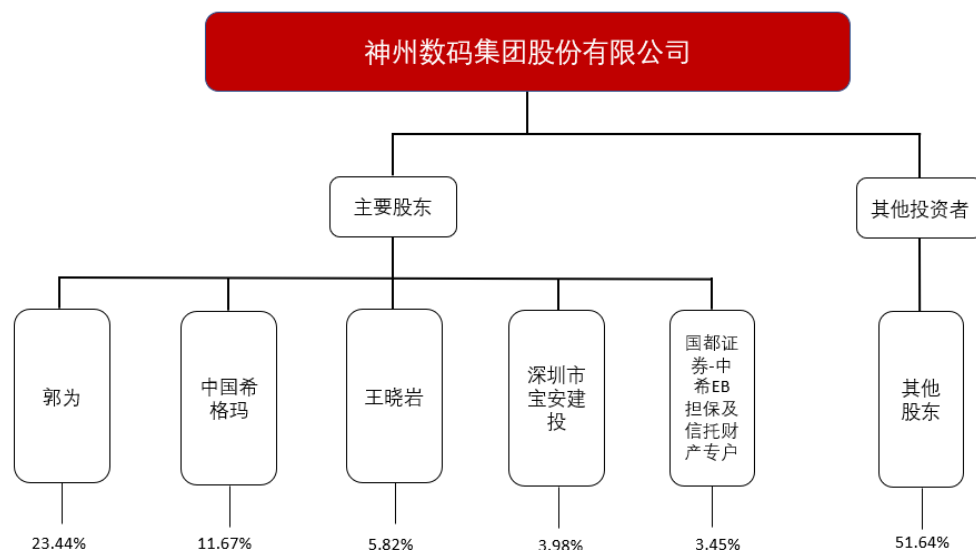
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

股权结构清晰，郭为是公司实际控制人。公司前 5 大股东分别是郭为持股 23.44%、中国希格玛持股 11.67%、王晓岩持股 5.82%、深圳宝安建投持股 3.98%、中希 EB 担保及信托财产专户持股 3.45%，前 5 大股东共持有 48.36% 的股份。其中郭为和王晓岩为公司自然人股东，郭为是公司实际控制人。

图2：公司股权结构

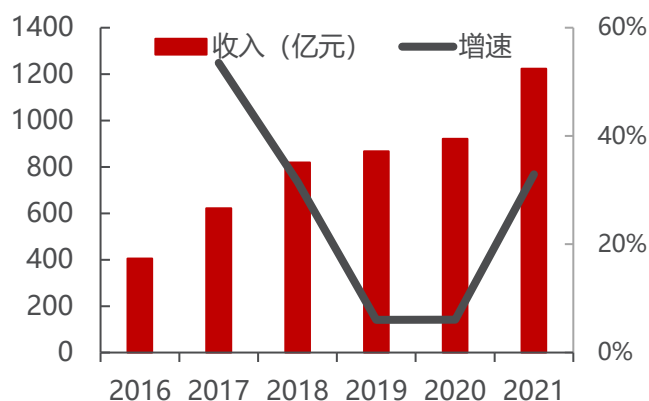


资料来源：wind，民生证券研究院（截至 2022 年 8 月 16 日）

1.2 业绩稳步提升，信创、云、分销业务齐头并进

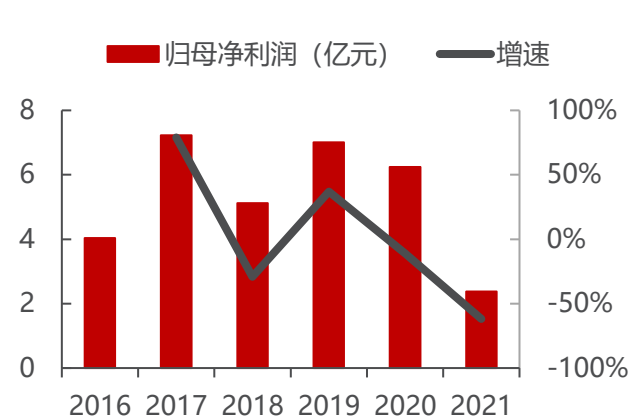
业绩稳步提升，2016-2021 公司营收复合增速达 20%，扣非净利润复合增速为 24%。2016-2021 年公司复合营收增速为 20%。由于公司在 2021 年有 4.3 亿的非经常性损益，导致公司 2021 年归母净利润波动，但观察扣非利润，近 5 年扣非后归母净利润持续提升，由 2016 年的 1.9 亿增长至 2021 年的 6.72 亿，复合增速为 23.5%。

图3：公司收入及增速变化情况



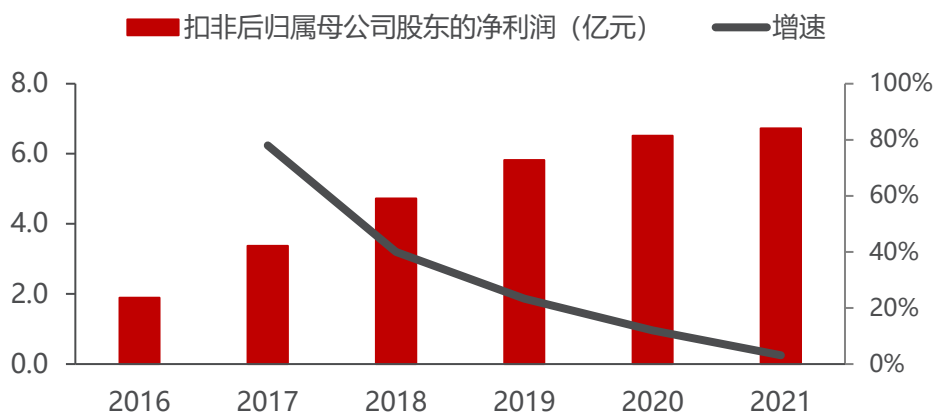
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司归母净利润及增速变化情况



资料来源：wind，民生证券研究院

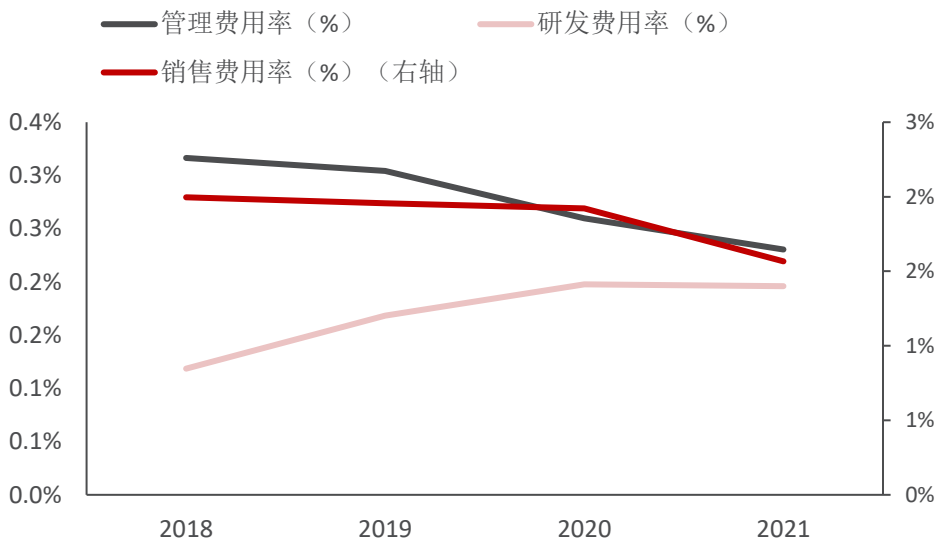
图5：公司扣非后归母净利润



资料来源：wind，民生证券研究院

实现良好的费用控制。公司的销售费用率逐年下降，从2018年的2%降至2021年的1.6%，管理费用率也逐步下降。在公司向全面云战略转型后，逐渐增加了研发方面的费用，从2018年的0.97亿增长至2021年的2.40亿，研发费用率不断提升，持续投入为长期发展奠定基础。

图5：公司主要费用率变化情况

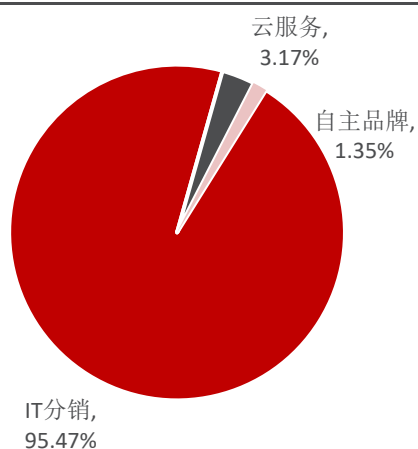


资料来源：wind，民生证券研究院

IT 分销业务收入占比较高，云服务与自主品牌业务利润贡献不断加大。1) **从收入来看：**神州数码的主要收入构成为 IT 分销、云服务、以及自主品牌。公司的主要来源为 IT 分销，2021 年的营收占比约为 95.4%。随着公司在市场的多年积累，IT 分销业务已经在市场中居于领先地位，业务仍在稳步增长。同时，公司的云服务以及自主品牌业务收入占比开始逐渐提高，营收占比分别由 2018 年的 1.76% 与 0.64% 增长至 2021 年的 3.17% 与 1.35%。2) **从利润率来看：**虽然营收占比相对 IT 分销较低，但从利润率来看，云业务与自主品牌业务仍占据较大的份额，2021

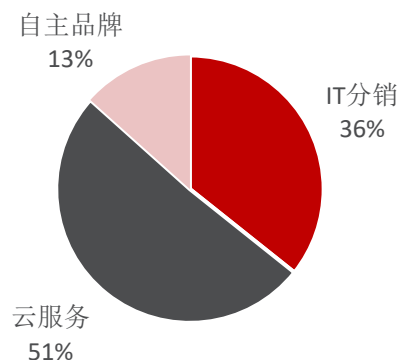
年云服务的毛利润占总体的 51%，IT 分销和自主品牌分别占 36%和 13%。

图6：公司 2021 年营收构成



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：公司 2021 年主营项目毛利润占比



资料来源：wind，民生证券研究院

股权激励和员工持股计划彰显公司信心。公司在 2022 年 4 月发布 2022 年员工持股计划管理办法》。员工持股计划资金总额不超过 27000 万元，其中员工自筹资金不超过 18000 万元，拟通过券商资产管理计划或其他法律法规允许的方式实现融资不超过 9000 万元，融资金额与自筹金额的比例不超过 1:2。同时公司设定考核标准，2022 年与 2023 年的归属母公司净利润不低于 10 亿元与 12 亿元。

表1：公司 2022 年员工持股计划关于业绩考核目标的内容

年度	考核标准	占受让上市公司回购股票部分的比例
2022 年	归属母公司股东的净利润不低于 10 亿元	50%
2023 年	归属母公司股东的净利润不低于 12 亿元	50%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 信创行业：华为是信创“扛旗者”，根技术进展决定行业底层逻辑

2.1 底层核心技术：科技产业博弈重点，华为在根技术领域不断进取

在科技产业博弈中，底层核心技术成为重点，华为在根技术领域不断进取。

2021 年华为是中国获得授权专利最多的公司，在欧洲专利局专利申请量排名第一。2022 年 3 月华为轮值董事长郭平在《向上，点亮未来》的主题演讲中表示，面对挑战，华为将坚持全球化，大幅增加对根技术的战略投入，努力实现基础理论、架构和软件三个重构，以此持续提升华为的中长期竞争力，支撑 ICT 行业长期可持续发展。华为正加大投入，构建高度可信、可靠的供应链，持续的根技术投入将逐渐在产品竞争力上得以体现。

表2：华为根技术投入解决相关问题

问题	核心要点	根技术投入解决相关问题
理论重构	不断逼近甚至超越“香农极限”理论，为产业提供新的基础理论指导	华为持续探索新一代 MIMO 和无线 AI 等理论与技术，进一步逼近香农极限，同时，研究语义通信等新理论，尝试超越香农极限，为通信打开更为广阔的发展空间
架构重构	新技术新架构，解决技术挑战和工艺瓶颈	计算架构的当前矛盾是 AI、大数据应用蓬勃发展，而“以 CPU 为中心”的传统计算架构无法有效支撑。为了解决这一矛盾，华为正在设计“对等”架构，让 GPU、NPU 等能够更好支撑全球 AI 业务的发展
软件重构	应对算力需求剧增，构建以 AI 为中心的全栈软件和新生态	华为将构建以 AI 为中心的全栈软件，创建新的生态，为客户和软件产业带来全新机会。鸿蒙、欧拉将更有效地发挥多样化硬件的算力潜能，同时，通过提供 Mindspore 框架，帮助科学家、工程师们提升开发效率。

资料来源：华为官方公众号，民生证券研究院

我们认为，作为科技产业链最核心环节之一的芯片，也将是华为未来重要的发力点，是华为根技术突破的重要方向之一。

2.2 鲲鹏芯片：硬核科技一马当先，信创生态坚实基础

2.2.1 鲲鹏芯片：华为自主研发的全国产化高性能 CPU

自主研发全国产化芯片，解决基础算力问题。鲲鹏芯片于 2019 年 1 月 7 日在华为深圳发布会上正式对外发布，基于 ARM 架构开发，是华为继移动麒麟芯片、AI 昇腾芯片后，第三款自研芯片。鲲鹏芯片定位于服务器应用，其产品自研完成了华为具备优势的服务器业务自上而下的基础算力打通。

拥抱 ARM 生态，与 x86 体系分庭抗礼。ARM 是日本软银集团旗下的半导体设计与软件公司，成立于 1978 年，主要的产品是 ARM 架构处理器及相关外围组

件的电路设计方案。不同于以 Intel 为主力的 x86 阵营所采用的 CISC 复杂指令集，ARM 架构采用 RISC 精简指令集。经过数代产品的迭代与完善，ARM 的业务逐渐成熟，在智能手机、车载智能硬件和可穿戴设备等领域表现出竞争优势。作为 CPU 领域的新晋“玩家”，华为鲲鹏芯片选择了拥抱 ARM 架构，在同样性能下，实现芯片面积小、功耗低、集成度更高等优势，并具备更好的并发性能。同时，依托于 ARM 多年积累的生态，能够很好地兼容从 IOT、终端到云端的各类应用场景。

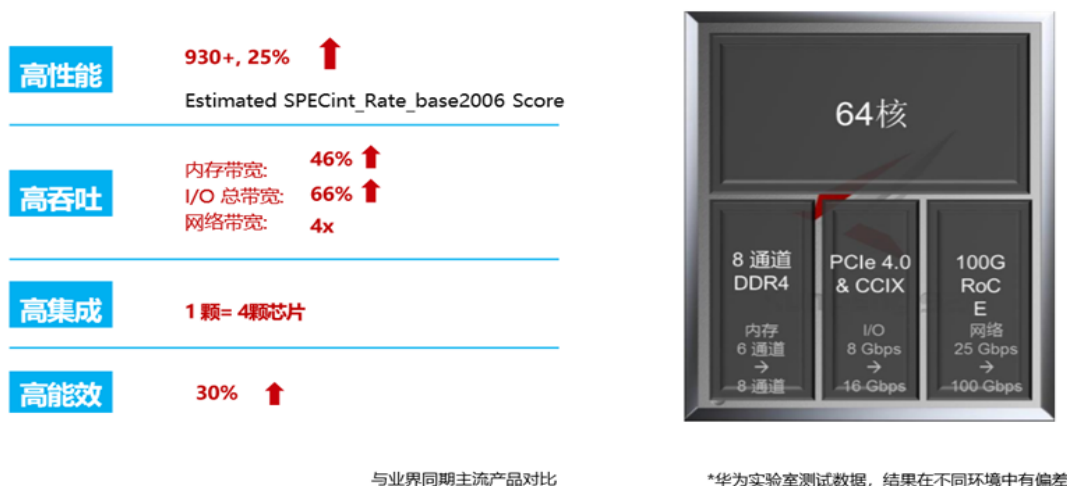
表3: x86 架构与 ARM 架构对比

	x86	ARM
指令集	CISC	RISC
供应商	主要有 intel 和 AMD, Intel 处于垄断地位	开放的授权策略, 众多供应商
产业链	成熟	快速发展中

资料来源: 华为, 民生证券研究院

多个版本持续迭代, 鲲鹏 920 性能卓越。根据华为官方介绍, 华为从 2004 年开始基于 ARM 技术自研芯片, 在通用计算处理器领域, 2014 年发布鲲鹏 912 处理器, 2016 年发布鲲鹏 916 处理器。2019 年 1 月, 华为正式发布鲲鹏 920 芯片。根据华为官方介绍, 鲲鹏 920 处理器是业界第一颗采用 7nm 工艺的数据中心级的 ARM 架构处理器, 集成最多 64*自研核, 支持 64 核、48 核、32 核等多种型号。华为将鲲鹏芯片用于自身服务器, 并用来搭建自身的数据中心业务。

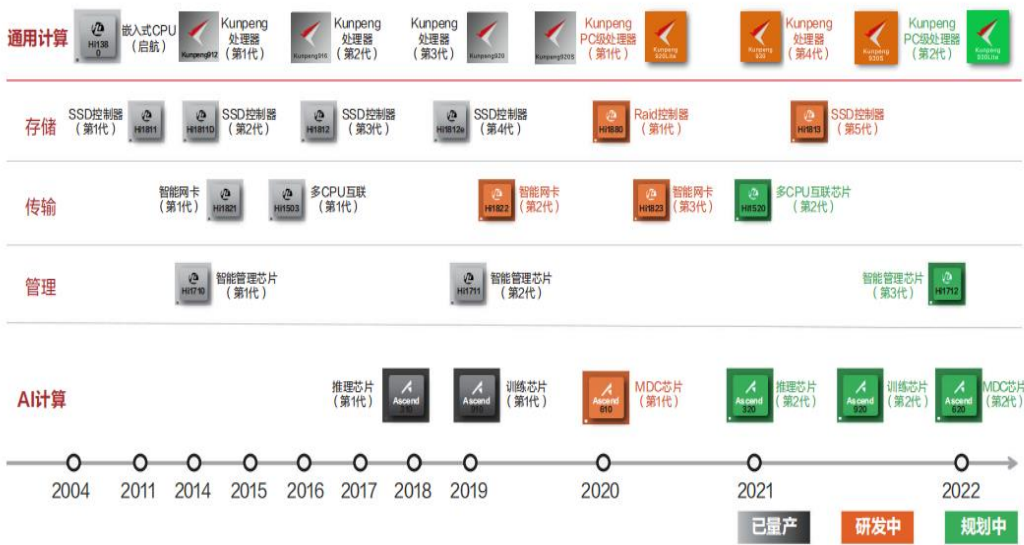
图8: 华为鲲鹏 920 处理器性能



资料来源: 华为官网, 民生证券研究院

鲲鹏芯片多向出击, 鲲鹏 930 芯片值得期待。华为鲲鹏处理器是华为自主研发的基于 ARM 架构的企业级系列处理器产品, 包含“算、存、传、管、智”五个产品系统体系。为了保证鲲鹏计算产业的可持续演进, 鲲鹏处理器从指令集和微架构两方面进行兼容性设计, 确保既可以适应未来的应用和技术发展演进的需求, 又能后向兼容。参考华为鲲鹏芯片的发展路径规划, 鲲鹏次时代芯片 930 芯片将有望进一步迭代, 并在服务器和 PC 两个方向进一步出击。

图9：华为鲲鹏芯片产品体系演进



资料来源：鲲鹏计算产业白皮书，民生证券研究院

从国内主流自主 CPU 对比来看，鲲鹏采用 ARM 指令集架构，在核心数、内存通道数等指标方面均处于相对领先地位。

图10：海光/海思/龙芯与国外主流 CPU 厂商核心产品对比

	Intel	AMD	海光	海思	飞腾	龙芯
品牌	Xeon	EPYC	海光	鲲鹏	S2500	企业级
指令集	x86	x86	x86	ARM	ARM	LoongArch
核心数	18	32	32	64	64	16
超线程	36	64	64	不支持	不支持	不支持
主频	3.0GHz	2.9GHz	2.0GHz	2.6GHz	2.2GHz	2.2GHz
内存类型	DDR4	DDR4	DDR4	DDR4	DDR4	DDR4
内存通道数	8	8	8	8	8	4
最高内存频率	3200MHz	3200MHz	2666MHz	2933MHz	3200MHz	3200MHz
PCIe 通道数	64	128	128	40	17	32

资料来源：海光信息招股说明书，民生证券研究院

2.2.2 鲲鹏服务器体系：TaiShan 服务器为标杆，大量优质合作伙伴参与生态

目前在先进的大规模数据中心中，服务器成本占比持续提升。根据华为官方数据，以华为云数据中心为例，服务器成本占比已超过 60%，计算正在成为数据中心的主体。

TaiShan 200 服务器是华为新一代数据中心服务器，基于华为鲲鹏 920 处理器，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，旨在满足数据中心多样性计算、绿色计算的需求。TaiShan 200 服务器仅为华为基于鲲鹏芯片所打造的自有服务器产品，鲲鹏通用计算平台事实上提供基于鲲鹏处理器的 TaiShan 服务器、鲲鹏主板及开发套件。硬件厂商可以基于鲲鹏主板发展

自有品牌的产品和解决方案；软件厂商基于 openEuler 开源 OS 以及配套的数据库、中间件等平台软件发展应用软件和服务；鲲鹏开发套件可帮助开发者加速应用迁移和算力升级。

图11: TaiShan 服务器全景图



资料来源：华为官网，民生证券研究院

华为鲲鹏吸引了大量优质厂商参与整机生态。目前从华为官网公告的鲲鹏整机合作伙伴，包括黄河科技集团、拓维信息（湘江鲲鹏）、神州数码（神州鲲泰）、宝德计算机、新华三、百信信息、华鲲振宇、广电五舟、同方计算机、长江计算机等厂商。

图12: 华为鲲鹏整机合作伙伴

整机合作伙伴 (以认证时间排序)	 黄河科技集团信息产业发展有限公司	 百信信息技术有限公司	 湖南湘江鲲鹏信息科技有限公司	 四川华鲲振宇智能科技有限公司	 神州鲲泰（厦门）信息技术有限公司
	 宝德计算机系统股份有限公司	 广州广电五舟科技股份有限公司	 同方计算机有限公司	 新华三信息技术有限公司	 武汉长江计算科技有限公司

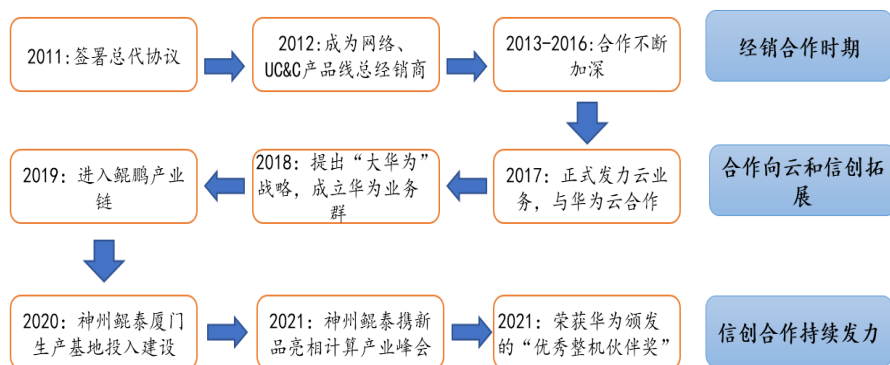
资料来源：华为官网，民生证券研究院

3 信创业务：从基础到布局再到产业拐点，信创业务有望全面发力

3.1 发展之基：与华为合作历史悠久，信创业务发展具有重要基础

神州数码与华为合作历史悠久。神州数码在 2011 年 3 月即与华为企业 BG 签约合作，华为业务团队从最初的 30 多人扩大到了如今的数千人。**1) 2011-2016: 经销合作阶段。**2011 年神州数码成为华为数通产品总经销商，后续逐步成为华为企业业务全线产品总经销商。**2) 2017-至今：云计算&信创合作阶段。**2017 年开始神州数码与华为在云计算领域持续合作；同时，从 2019 年华为开放鲲鹏昇腾生态以来，神州数码抓住机遇，在信创领域开启发展新篇章。

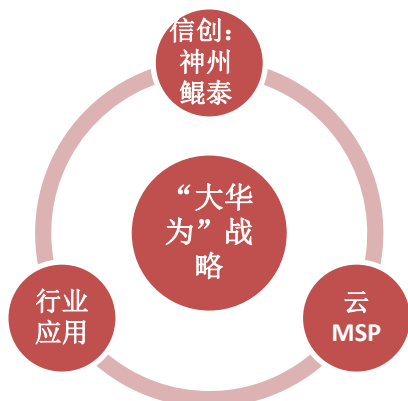
图13：神州数码与华为合作历史



资料来源：华为中国政企业务官方公众号、神州数码官方公众号，民生证券研究院

“大华为”战略下进一步推升合作关系，云、行业、信创多点发力打开发展新篇章。2018 年，神州数码正式提出“大华为”战略，成立华为业务群，将分散在不同业务板块的华为业务进行整合。1) 云 MSP: 神州数码集团已通过华为云 CSSP 等多项云认证，成为华为云在中国的重要的伙伴之一。2) 行业应用: 包括智慧医疗、智慧农业、智慧物流、城市物联网、智慧光伏、Fintech、视频云等板块开展合作。3) 信创: 打造神州鲲泰，开启发展新引擎。

图14：神州数码“大华为”战略的重要构成



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 全方位布局：服务器领域全面布局，地方产业合作支撑 产能释放

神州鲲泰目前已经形成三大产品线：数据计算产品、终端产品、数据通信产品。

1) 数据计算产品：单路、双路、四路服务器、边缘服务器、AI 服务器等五个产品系列，13 款产品。2) 终端产品：台式机和笔记本两个系列，共 5 款产品。3) 数据通信产品：包括交换机、无线产品等。

表4：神州鲲泰服务器产品梳理

类型	产品	搭载芯片	计算能力
单路服务器	Kun Tai R222	鲲鹏 920 处理器	64 核、2.6GHz 的计算能力
	Kun Tai R224	鲲鹏 920 处理器	可支持 48、64 核可选，主频 2.6GHz
双路服务器	Kun Tai R522	2*鲲鹏 920 处理器	可支持 24、32 核可选，频率 2.6GHz
	Kun Tai R524	2*鲲鹏 920 处理器	可支持 24、32 核可选，频率 2.6GHz
	Kun Tai R722	2*鲲鹏 920 处理器	可支持 48、64 核可选，频率 2.6GHz
	Kun Tai R724	2*鲲鹏 920 处理器	可支持 48、64 核可选，频率 2.6GHz
	Kun Tai R524-4	2*鲲鹏 920 处理器	支持 32 核，主频 2.6GHz
	Kun Tai HR722	2*Hygon 7000 处理器	最高支持 64 物理核心
	Kun Tai HR724	1-2 颗 Hygon 7000 系列处理器	最高支持 64 物理核心
	Kun Tai R2240	2*鲲鹏 920 处理器	可支持 24、32 核可选，频率 2.6GHz
边缘服务器	Kun Tai R722-E	2*鲲鹏 920 处理器	可支持 32、48 核,主频 2.6GHz
四路服务器	Kun Tai R822	4*鲲鹏 920 处理器	可支持 48、64 核可选，主频 2.6GHz
AI 服务器	Kun Tai A722	2*鲲鹏 920 处理器	可支持 24、32、48、64 核可选，主频 2.6GHz
	Kun Tai A924	4*鲲鹏 920 处理器	支持 48 核，主频 2.6GHz

资料来源：神州鲲泰官网，民生证券研究院

多地重要合作已落地，有助于提升产能及合作生态的建立。 1) 厦门：2019年11月公司与厦门市人民政府签署了《战略合作框架协议》的事项；2020年5月，神州鲲泰厦门生产基地正式投产，并于当年9月实现产品发布。神州鲲泰厦门生产基地对标行业高标准打造智能化生产基地，年产量可达40到60万台。2) 合肥：2021年公司与合肥签订战略合作协议，项目总投资100亿的信创总部基地合肥揭牌，合作围绕建设研发基地、信创软件适配中心等方面，打造从CPU、主板、服务器、数据库软件开发的生态体系。合肥市将分期分批支持超过400亩的商办用地及工业用地，支持神州数码信创及相关产业发展。3) 五大研发基地：截止到目前，神州鲲泰已经在北京、上海、深圳、武汉、厦门建立5大研发基地，以自主研发、授权生产为路径实现技术能力的逐步升级，不断构建完善和强大的信创生态。

图15：神州信创集团在国内布局情况



资料来源：神州鲲泰官网，民生证券研究院

3.3 产业拐点：产业景气度拐点已现，重要订单持续落地体现公司行业地位

公司信创领域重要订单持续落地，较高份额显示实力及地位。 根据公司公告的中标订单，在《中国移动2021年至2022年人工智能通用计算设备集中采购》、《2021年至2022年PC服务器集中采购（第1批次）》、《2021年至2022年PC服务器集中采购补充采购（第一期）》等重要采购中，公司均有中标且中标金额较大，份额较高。持续中标关键客户重要订单显示公司自身实力和行业地位，未来随着行业信创的推进，公司有望进一步受益。

表5：公司在服务器领域重要中标订单

时间	项目	标包	中标金额或相关情况 (亿元)
2020.09	《2020-2021 年中国联通通用服务器集中采购项目中 标候选人公示》	标包 4	1.95
2022.03	《中国移动 2021 年至 2022 年人工智能通用计算设备 集中采购》	标包 2	1.04
2022.06	《2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购（第 1 批 次）》	标包 8	1435 台，中标份额 32.01%
2022.06	《2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购补充采购 （第一期）（标包 1、2、3、4）中标候选人公示》	标包 1、标包 2、标包 3	2.98（按投标报价和 份额计算）

资料来源：公司公告，民生证券研究院

国产化进程加速，行业景气度拐点已现，公司作为鲲鹏产业链核心厂商前景可

期。1) 国产化进程加速。根据中国移动、114 通信网等数据，中国移动 2021-2022 年 PC 服务器第 1 批集采共采购 163692 台 PC 服务器，国产芯片服务器合计占比约 27%；后续 2021-2022 年 PC 服务器集中采购补充采购（第一期）规模达到 41004 台，均为国产服务器。按两次招标计算，国产化率达到约 42%。根据中国移动 2020 年 PC 服务器集中采购项目，采购规模为 138272 台，其中基于鲲鹏处理器的服务器的比例约为 15%，中国电信发布 2020 年服务器采购中基于鲲鹏、海光芯片的服务器占比约为 20%。**2) 鲲鹏产业链持续复苏。**根据相关上市公司公告及公开招标信息，南天信息已于 2021 年 12 月 29 日中标农行鲲鹏 PC 服务器项目约 15 亿，神州数码于 2022 年 1 月 5 日中标交通银行鲲鹏服务器约 1 个亿，多家金融领域鲲鹏整机陆续招标，鲲鹏产业有望整体复苏。

表6：2021-2022 年 PC 服务器集中采购（第一期，标包 1-7）中标候选人情况

标包	候选人	投标报价（亿 元）
标包 1	武汉长江计算科技有限公司	5.65
	神州数码（中国）有限公司	5.61
	同方股份有限公司	5.57
标包 2	武汉长江计算科技有限公司	3.32
	黄河科技集团信息产业发展有限公司	3.23
	同方股份有限公司	3.28
	神州数码（中国）有限公司	3.27
标包 3	武汉长江计算科技有限公司	4.41
	神州数码（中国）有限公司	4.37
	黄河科技集团信息产业发展有限公司	4.35
	同方股份有限公司	4.40
	宝德计算机系统股份有限公司	4.45
标包 4	黄河科技集团信息产业发展有限公司	1.38
	武汉长江计算科技有限公司	1.39
	四川虹信软件股份有限公司	1.37
标包 5	浪潮电子信息产业股份有限公司	2.84
	中科可控信息产业有限公司	2.87

	中兴通讯股份有限公司	2.92
标包 6	中科可控信息产业有限公司	11.46
	紫光华山科技有限公司	11.69
	中兴通讯股份有限公司	11.62
标包 7	浪潮电子信息产业股份有限公司	4.16
	紫光华山科技有限公司	4.46

资料来源：中国移动采购与招标网，民生证券研究院

3.4 测算信创业务弹性：保守/中性/乐观下公司市场空间约为 67/141/253 亿元

信创市场：1) 目标替换总量：2021 年，根据发改委副主任兼国家统计局局长宁吉喆对中央经济工作会议新闻稿的解读，体制内就业人数不到 1 亿人（国有企业约 4000 万人，政府公务员加事业单位约 4000 万人。我们以上述 8000 万人对应 8000 台 PC，为信创的目标市场。由于金融、运营商等国有企业对性能要求更高，假设政府及事业单位服务器与台式机发标比约 1:15，国有企业则为 1:7（2021 年国内 pc 销量 3650 万台，国内服务器出货量 391 万台，平均比例约为 1:10；此处假设政府及事业单位对性能要求相对较低，国有企业要求相对较高），政府公务员加事业单位、国有企业服务器需求分别约为 267 和 571 万台。

2) 每年采购需求数量：服务器寿命周期一般为 5-6 年，假设每 5 年替换一次，则每年采购数量分别为 53 和 114 万台。

3) 国产化率：参考中国移动 2021-2022 年 PC 服务器第 1 批集采的国产化率已经达到约 40%，考虑到运营商国产替代步伐较快，我们假设随着国产替代的进行，信创生态较成熟之后，未来每年采购的国产化率在保守/中性/乐观条件下分别达到 80%/85%/90%（科技产业全球博弈之下，信创已经是大势所趋，政策层高度重视，因此预计生态成熟之后，渗透率将达到较高水平，此处我们是对产业生态成熟后的情况进行测算）。

4) 服务器价格：参考中国移动 2021-2022 年 PC 服务器第 1 批集采前七个标包的均价为 5.7 万元，假设在保守/中性/乐观条件下服务器均价达到 5/6/7 万元。

5) 鲲鹏及神州数码份额：考虑到华为鲲鹏在国产替代进程中的重要角色以及生态的完善，假设在保守/中性/乐观条件下鲲鹏在服务器端的份额达到 50%、55%、60%（华为鲲鹏是国内信创的重要参与者，且在性能等方面具有优势，同时国有企业对性能要求相对高，鲲鹏芯片的性能在国产芯片里面相对领先；参考中移动 2021-2022 年服务器第 1 批集采，在国产化服务器中，鲲鹏份额已经超 50%）。根据过往神州数码中标订单，公司在中标订单中的份额在 10-30%之间。考虑到公司在鲲鹏体系内的重要地位，综合判断，假设保守/中性/乐观条件下神州数码在鲲鹏体系内的份额达到 20%、30%、40%。

测算结果：保守/中性/乐观条件下公司可得空间约为 67/141/253 亿元。

表7：信创服务器以及公司可得市场空间测算

	保守		中性		乐观	
	政府及事业 单位	国有企业	政府及事业 单位	国有企业	政府及 事业单 位	国有企业
存量 PC (万台)	4000	4000	4000	4000	4000	4000
存量服务器 (万台)	267	571	267	571	267	571
每年采购数量 (万台)	53	114	53	114	53	114
国产化比例	80%	80%	85%	85%	90%	90%
每年国产化服务器采购数量 (万台)	43	91	45	97	48	103
服务器均价 (万元)	5	5	6	6	7	7
每年国产化服务器采购空间 (亿元)	213	457	272	583	336	720
鲲鹏份额	50%	50%	55%	55%	60%	60%
公司在鲲鹏内部分额	20%	20%	30%	30%	40%	40%
公司潜在可得空间 (亿元)	67		141		253	

资料来源：新浪网、中国移动采购与招标网，民生证券研究院测算

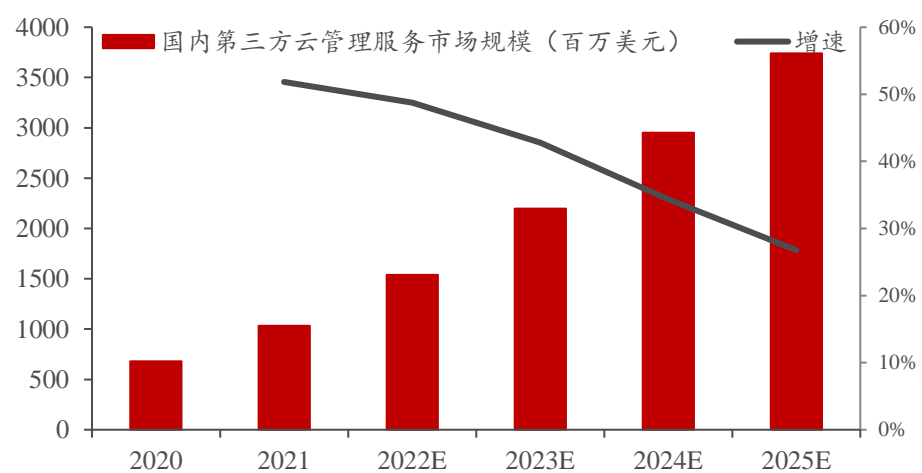
4 云和分销业务：云业务持续快速增长，分销创新布局带来成长新动能

4.1 云业务：以云 MSP 服务为核心全方位布局，优质成长动能持续显现

4.1.1 数字经济快速拉动云服务需求

随着国内数字化实践的不断深化，中国企业上云积极性不断提高，第三方云管理服务市场 2021-2025 年复合增速有望达到 38%。国内企业不断上云，为了保证分布式数据的一致性，会有越来越多的企业采用多云数据治理工具，使用统一的数据获取、迁移、安全和保护策略，预计也会有更多企业将使用云托管服务商提供的应用实现任何地点部署以及运行的一致性，因此第三方云管理服务市场大有可为。根据 IDC，中国第三方云管理服务市场规模 2021 年 10.3 亿美元，预计 2025 年达到 37.4 亿美元，复合增速有望达到 38%。

图16：国内第三方云管理服务（MSP）市场规模及增速



资料来源：IDC、腾讯网，民生证券研究院

4.1.2 以云 MSP 服务为核心，打造云服务全方位布局

MSP：多云平台&& 混合云架构的云管理服务，覆盖大量优质客户。 1) 公司具有大量优质客户：阿里云、AWS、Azure、华为云、中国移动云、腾讯云、Google Cloud、京东智联云等主流公有云的全覆盖。2) 全方位客户服务：公司布局咨询、迁移、运维等全方位服务，通过超过 200 人的专业云业务团队，在技术支持、专家团队等方面多点发力。3) 取得多项成果：公司已成为 AWS 中国 VAP 伙伴、Azure 目前中国区唯一通过 V1.8 版本认证的云服务商，以及阿里云生态体系内集全国总经销商、钻石级合作伙伴、MSP 核心合作伙伴等多个身份为一体的核心合作伙伴之一。

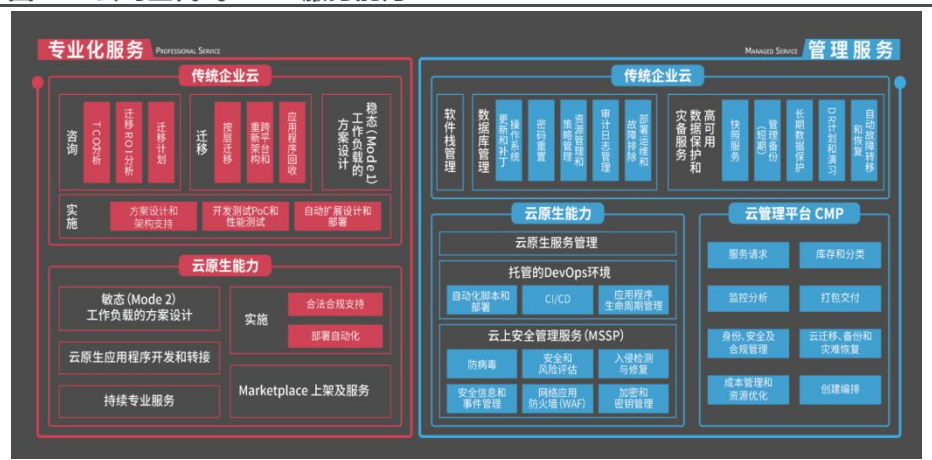
图17：公司 MSP 运营服务团队



资料来源：公司官网，民生证券研究院

在数字化转型业务中，逐渐筑起丰富而优越的云服务行业经验。公司已累计为超过 300 家中大型企业提供云服务（其中世界五百强客户超 50 家），累计迁移超过 15000 台云服务器，管理超过 10000 台云服务器。公司能够为客户提供全栈式 MSP 服务，打造丰富的专业化服务和管理服务。

图18：公司全栈式 MSP 服务能力

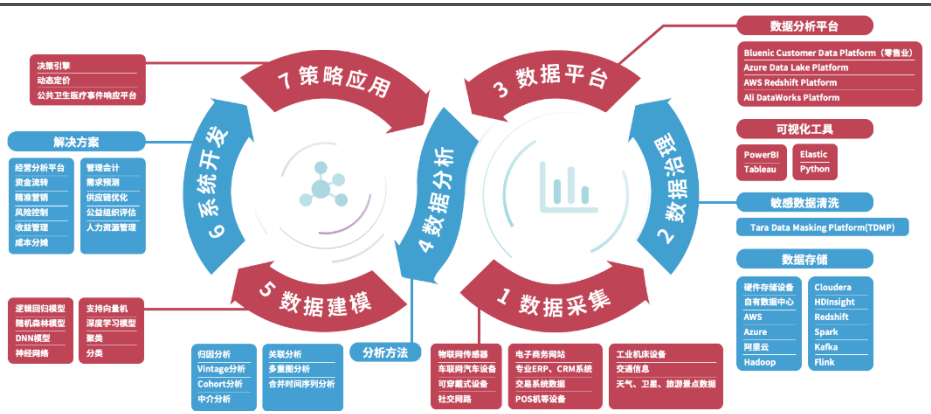


资料来源：公司官网，民生证券研究院

企业上云和数字化进程的不断深入，云上的数据将持续高速增长，带来大量企业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行业数字化解决方案，数百个数据解决方案已在零售、快消、汽车、文旅、金融等行业实现落地，获得行业头部客户的认可。

ISV：持续为客户提供可复制性高的行业数字化解决方案。随着企业上云进程不断加快，企业云上数字化解决方案 (ISV) 需求不断增加，公司持续在 ISV 领域发力，凭借自身优质客户资源的积累，构建起覆盖数据采集、数据治理、数据平台、数据分析、数据建模、系统开发、策略应用全生命周期闭环的数据价值挖掘能力，实现数百个数据解决方案的落地。

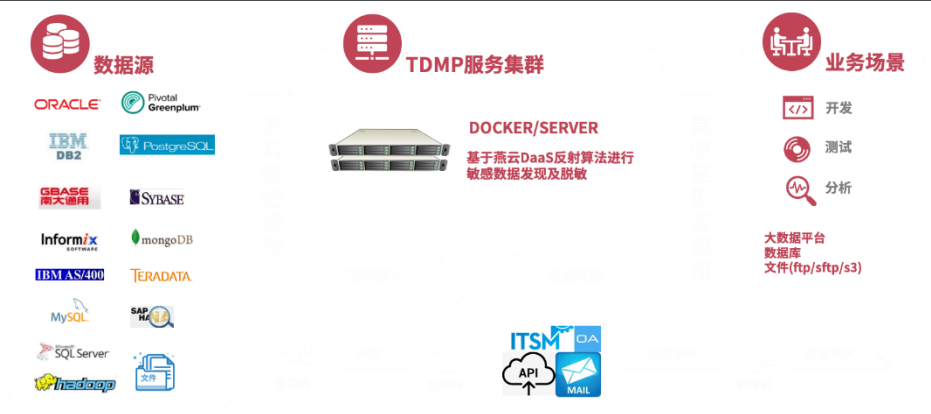
图19: 公司的数据服务能力



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

公司 TDMP 数据脱敏系统, 具有高性能、可扩展、高效率等特征, 能自动、智能且精准的识别各类企业常用敏感数据类型, 对敏感数据进行变形、屏蔽、替换、加密等, 达到将隐私数据去敏感化的目的。TDMP 已经在多个银行、保险、证券行业头部客户的实际应用场景中落地, 同时也已经正式登陆 Azure、AWS、阿里云、华为云、中国移动云应用市场, 为云端用户提供基于敏感数据脱敏的专业解决方案与系列安全服务。

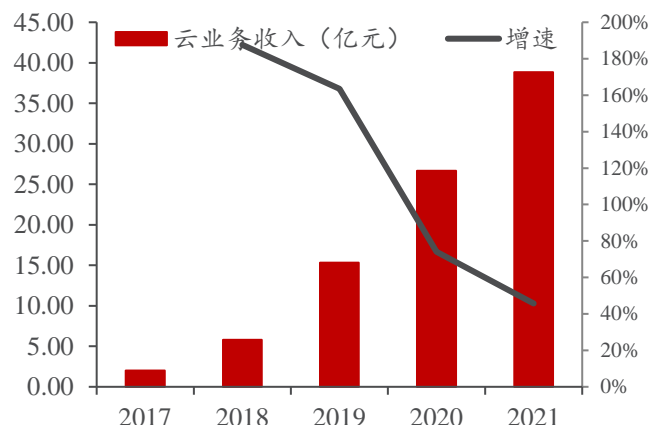
图20: TDMP 数据脱敏平台



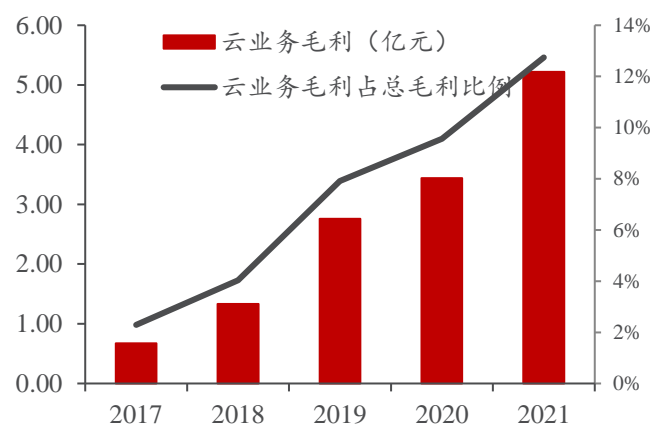
资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

4.1.3 收入持续高增长, 毛利稳定提升

17-21 年云服务业务营收复合增速超 100%, 驱动整体盈利能力提升。2017-2021 年, 公司云服务营收复合增速达到 109%, 与此同时由于云服务业务利润率相对较高, 云服务业务毛利润占总毛利润的比例不断提升, 从 2017 年的 2%提升至 2021 年的 13%。2021 年公司云计算及数字化转型业务营业收入 38.85 亿元, 其中云转售 (AGG) 业务收入 34.38 亿元, 同比增长 44.7%; 云管理服务 (MSP) 收入 3.44 亿元, 同比增长 64.5%; 数字化转型解决方案 (ISV) 收入 1.03 亿元, 同比增长 26.3%。

图21: 2017-2021 年公司云业务营收


资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 公司云业务毛利及占总毛利比例


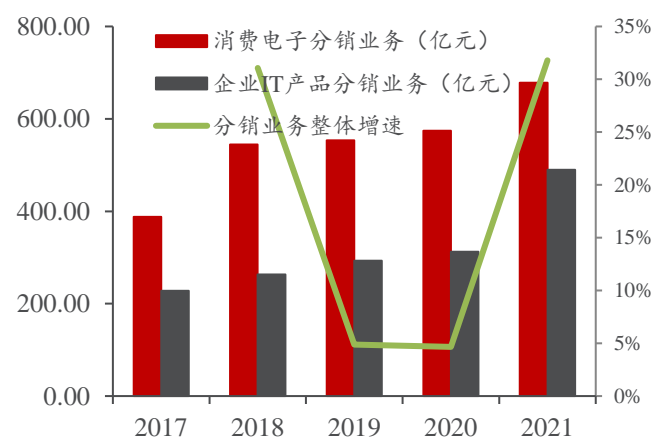
资料来源: wind, 民生证券研究院

4.2 分销业务: 基石业务稳步发展, 向光伏等领域延伸潜力

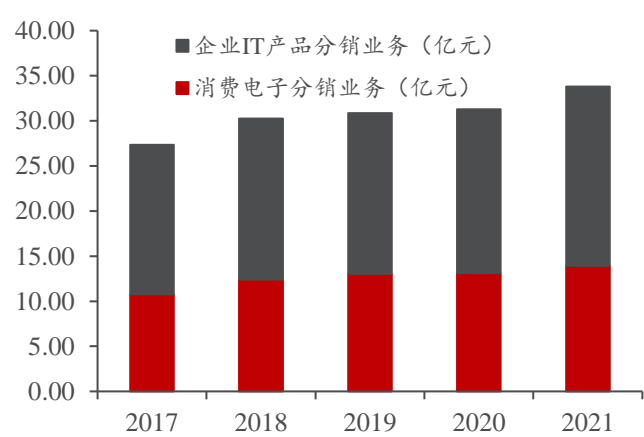
巨大

渠道优势助力公司业务领跑市场。公司经销商、集成商、零售商等渠道合作伙伴网络在中国市场形成了强大的渠道优势, 经销渠道超过 30000 家, 营销网络渗透全国 860 多个城市, 覆盖企业用户 100 多万家, 消费电子方面 2021 年公司代理的苹果、戴尔等业务均实现了大幅增长。

分销业务作为基石业务, 为公司各项业务发展提供良好基础。2021 年, 消费电子分销业务、企业 IT 产品分销业务营收同比增速分别高达 18.2%和 56.8%, 苹果、华为等业务均实现了大幅增长。分销业务为公司业务基石, 持续增长的营收和利润为公司各项业务的扩展提供了良好基础。

图23: 2017-2021 年公司分销细分业务营收及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

图24: 2017-2021 年公司分销细分业务毛利变化


资料来源: wind, 民生证券研究院

与此同时, 公司积极把握发展机遇, 向光伏等领域延伸。公司是华为新能源分销业务的长期合作伙伴, 包括华为光伏逆变器、储能等相关产品。根据中广核新能源 2022 年第一批逆变器 13 个项目集采信息, 标段 1 第一中标候选人神州数码

(深圳) 有限公司, 投标报价为 42507696 元, 中标单价为 0.115 元/W; 标段 2 第一中标候选人为神州数码(深圳)有限公司, 投标报价为 35341152 元, 中标单价为 0.110 元/W; 标段 3 第二中标候选人为神州数码(深圳)有限公司, 投标报价为 33866448 元, 中标单价为 0.130 元/W。重要订单的落地不仅说明公司业务的持续进展, 而且有望打开公司在光伏逆变器等领域的新前景, 进而打开新的成长空间。

表8: 中广核新能源 2022 年第一批逆变器项目 (标段 1-3) 集中采购中标候选人公示情况

标段	项目容量 (MW)	中标候选人 序号	中标候选人	投标报价 (万元)	中标单价 (元/W)
1	369	1	神州数码(深圳)有限公司	4250.77	0.115
		2	特变电工新疆新能源股份有限公司	4125.80	0.105
		3	上能电气股份有限公司	4057.05	0.103
2	320	1	神州数码(深圳)有限公司	3534.12	0.110
		2	上能电气股份有限公司	3379.95	0.106
		3	特变电工新疆新能源股份有限公司	3427.99	0.107
3	260	1	特变电工新疆新能源股份有限公司	3280.64	0.126
		2	神州数码(深圳)有限公司	3386.64	0.130
		3	科华数据股份有限公司	3168.99	0.122

资料来源: 国际能源网、光伏头条, 民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

传统 IT 分销业务：由于疫情的逐步控制以及中国对数字化转型和云基础设施的持续重视，将会给公司带来新一轮的市场机会。并且公司也在进一步加强内部管控，不断推出一些新业务打开新的发展空间。预计 2022-2024 年公司传统 IT 分销业务营收增速稳定在 5%左右（考虑到公司分销业务具有一定周期性，同时出于保守考虑，参考 2019-2020 年情况，给定 5%增速）；随着公司对业务管控能力不断提升，毛利率有望稳中有升，2022-2024 年分别为 3%，4%，4%。

云计算和数字化转型业务：从细分业务看，由于公司的市场份额依然保持国内领先，随着下游需求的不断扩大，预计云转售业务增速依然高于行业增速，毛利率保持稳定；同时作为国内领先的云及数字化服务商，目前公司云管理服务能力已经覆盖全球五大公有云及华为云、中国移动云等国内主流公有云厂商，随着战略合作的不断深入，预计公司云管理服务保持高增，毛利率基本稳定；同时公司也在不断加大 ISV 的投入，针对多个行业数字化解决方案进行产品研发，进一步提升交付管理效率和质量，随着产品的不断成熟，行业覆盖率不断扩大，公司数字化解决方案业务营收增速有望保持稳定。因此，整体看，预计云服务业务将持续保持高增长态势，预计 2022-2024 年收入增速为 44%，52%，34%。利润率方面，随着业务逐渐形成规模，毛利率稳中有升，预计 2022-2024 年毛利率为 14%、15%、15%。

自主品牌：自 21 年起信创产业在各个行业开始规模化应用和落地，信创行业将迎来高速发展。随着鲲鹏基地产能逐步扩大，产品持续迭代，公司信创业务收入有望迎来快速发展。节奏上，由于产业链在 22 年逐渐复苏，考虑到复苏需要一个过程，2023 年增速将超过 2022 年，2024 年持续保持高增。预计 2022-2024 年收入增速 56%，75%，50%；随着公司业务不断成熟，毛利率预计稳中有升，预计 2022-2024 年毛利率为 12%，13%，13%。

其他业务：收入端预计稳步发展（其他类业务主要是围绕核心业务进行一些 IT 解决方案、实施的工作），考虑到相关业务不是公司主要投入方向，预计将保持稳定增长，假设 2022-2024 年收入增速为 5%，5%，5%；由于商业模式相对稳定，利润率端保持稳定，预计 2022-2024 年分别为 12%、13%、13%。

表9：公司各项细分业务及毛利率预测

亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
IT 分销业务	886.53	1168.38	1226.80	1288.14	1352.55
增速	5%	32%	5%	5%	5%
毛利率	4%	3%	3%	4%	4%
云计算及数字化转型业务	26.66	38.85	55.94	85.03	113.95
增速	74%	46%	44%	52%	34%
毛利率	13%	13%	14%	15%	15%

自主品牌	7.28	16.50	25.74	45.05	67.57
增速	32%	127%	56%	75%	50%
毛利率	16%	12%	12%	13%	13%
其他	0.13	0.12	0.12	0.13	0.13
增速	-1%	-14%	5%	5%	5%
毛利率	57%	51%	12%	13%	13%
总营业收入	920.60	1223.85	1308.60	1418.35	1534.19
增速	6%	33%	7%	8%	8%
毛利率	4%	3%	4%	4%	4%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

主要费用率: 近几年公司主要费用率保持相对稳定, 考虑到公司信创、云等业务处于拓展期, 需要保持一定的销售投入, 预计 2022-2024 年销售费用率分别为 1.58%, 1.57%, 1.57%。管理费用将随着业务规模的不断扩大保持相对稳定, 管理费用率将有所收敛, 预计 2022-2024 年管理费用率分别为 0.22%, 0.21%, 0.21%。并且公司一直注重研发投入, 坚持产品创新和业务创新, 未来可能仍会在新业务上加大一定的研发投入, 预计 2022-2024 年研发费用率会保持相对稳定, 分别为 0.20%, 0.19%, 0.19%。

表10: 公司各项费用率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.61%	1.57%	1.58%	1.57%	1.57%
管理费用率	0.26%	0.23%	0.22%	0.21%	0.21%
研发费用率	0.20%	0.20%	0.20%	0.19%	0.19%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

5.2 估值分析

可比公司估值: 根据公司服务器业务、云业务等主营业务, 选取中科曙光、浪潮信息、拓维信息 (中科曙光、浪潮信息是国内主要服务器厂商, 在业务上可比; 拓维信息同样从事华为鲲鹏的服务器组装等业务, 业务和生态上均可比) 为可比公司。根据比较, 可比公司 2022/2023 年平均 PE 为 32X、23X, 公司 2022/2023 年 PE 为 12X、10X, 具有估值优势。

表11: 公司与可比公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000977.SZ	浪潮信息	23.88	1.38	1.7	2.09	17	14	11
603019.SH	中科曙光	28.52	0.79	1.05	1.36	36	27	21
002262.SZ	拓维信息	7.06	0.07	0.13	0.19	101	54	37
	平均					51	32	23
000034.SZ	神州数码	19.14	0.36	1.62	1.93	53	12	10

资料来源: wind, 民生证券研究院预测 (可比公司 eps 采用 wind 一致预期, 收盘价为 8 月 23 日收盘价)

分部估值法: 由于公司 2022 年信创业务仍处于投入期, 我们以 2023 年为基准进行测算: 1) 信创业务 (自主品牌业务): 公司是鲲鹏主要的服务器合作伙伴之

一，同时考虑到服务器业务自身属性及信创属性，选取拓维信息、中科曙光作为可比公司（相关公司从事信创业务，同时在信创行业中主要从事服务器整机环节），相关公司 2023 年平均 PE（均选取 wind 一致预期，下同）约为 29X，考虑到公司自身信创属性，未来成长性较传统厂商更强，同时公司在鲲鹏体系中处于核心地位，未来随着国产替代的推进，公司具有长期成长前景，假设 PE 为 35X；参考可比公司 21 年净利率（4-11%之间），假设公司信创业务成熟后净利率将维持在 5% 左右，对应 2023 年利润 2.3 亿元，对应市值约 80 亿元。

2) 云业务：公司作为国内云 MSP 等细分领域的领军企业，参考 wind 云服务板块 2023 年平均 PE 28X，考虑到公司在云 MSP 等市场的领先地位，给定公司 2023 年目标 PE 30X；假设公司净利率 5%（21 年毛利率 13%，wind 云计算板块净利率中位数 5%），对应 2023 年利润 4.3 亿元，对应市值 128 亿元；

3) 分销业务：公司分销业务发展稳健，且未来具有光伏等重要新业务发展潜力，参考公司历史分销业务平均净利率，假设公司 2023 年分销业务净利率为 0.6%（2021 年毛利率约 3%，公司研发、销售、费用率之和达到 2%，考虑到还有其他费业务用，假设分销净利率为 0.6%），对应利润约 7.7 亿元；假设 12X PE（计算机行业内从事分销业务公司较少，选取紫光股份作为可比公司，紫光股份 2023 年 wind 一致预期的 PE 为 16X；考虑到紫光股份包含除分销外的其他业务，同时出于保守角度，假设公司分销业务目标 PE 12X），对应市值 93 亿元。综上所述，公司 2023 年目标总市值约 300 亿元。

表12：公司分部估值法预测（以 2023 年为基准）

	2023 收入 (亿元)	假设净利率	对应净利润 (亿元)	2023 PE	对应市值 (亿 元)
自主品牌	45	5.00%	2.3	35	80
云	85	5.00%	4.3	30	128
分销	1288	0.60%	7.7	12	93
总市值					300

资料来源：wind，民生证券研究院预测

5.3 投资建议

公司是信创领域领军企业，行业景气度拐点已现，公司作为国内信创产业的重要参与者有望持续受益于行业景气度提升；同时公司深度布局云及分销业务，均处于细分市场领先地位，并在光伏等信业务方面不断进取，为长期成长奠定重要支撑。预计 2022-2024 年归母净利润为 10.73、12.81、15.31 亿元，对应 PE 分别为 12X、10X、8X，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 行业竞争加剧、行业技术路线变化的风险。信创产业目前正处于快速发展期，越来越多的参与者加入行业竞争，因此行业竞争可能加剧；同时行业在芯片等技术路线方面仍存在不确定性，给未来发展也带来一定不确定性。

2) 产业发展进度存在不确定性。公司涉足领域较多，与科技大厂有较紧密的合作联系。受疫情等因素影响，科技大厂 IT 开支可能下滑，可能给公司发展带来一定不确定性。

3) 新业务拓展的风险。公司不断向光伏等新领域拓展打开发展新空间，但相关领域竞争对手较多，公司拓展情况存在一定不确定性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	122385	130860	141835	153419
营业成本	118287	126215	136729	147820
营业税金及附加	117	125	136	147
销售费用	1917	2068	2227	2409
管理费用	282	288	298	322
研发费用	240	262	269	291
EBIT	1394	1996	2250	2506
财务费用	273	344	299	247
资产减值损失	-33	0	0	0
投资收益	-559	13	4	15
营业利润	490	1506	1816	2156
营业外收支	13	5	0	0
利润总额	503	1511	1816	2156
所得税	253	385	472	550
净利润	250	1126	1344	1606
归属于母公司净利润	238	1073	1281	1531
EBITDA	1513	2214	2514	2798

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4614	5572	6971	8592
应收账款及票据	8675	8981	9166	9544
预付款项	3480	3750	4055	4375
存货	14554	11434	15311	13025
其他流动资产	1010	976	1105	1082
流动资产合计	32333	30714	36608	36618
长期股权投资	203	203	203	203
固定资产	194	693	982	1091
无形资产	2288	2213	2135	2067
非流动资产合计	6621	6488	6309	6071
资产合计	38953	37202	42916	42689
短期借款	9521	9521	9521	9521
应付账款及票据	13532	11652	15575	13802
其他流动负债	7443	7419	8593	9209
流动负债合计	30495	28592	33688	32531
长期借款	1701	1201	601	51
其他长期负债	141	141	141	141
非流动负债合计	1842	1342	742	192
负债合计	32337	29934	34430	32723
股本	661	663	663	663
少数股东权益	536	588	651	727
股东权益合计	6616	7268	8486	9966
负债和股东权益合计	38953	37202	42916	42689

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	32.94	6.93	8.39	8.17
EBIT 增长率	7.67	43.23	12.74	11.36
净利润增长率	-61.85	350.74	19.38	19.48
盈利能力 (%)				
毛利率	3.35	3.55	3.60	3.65
净利润率	0.19	0.82	0.90	1.00
总资产收益率 ROA	0.61	2.88	2.99	3.59
净资产收益率 ROE	3.92	16.07	16.35	16.57
偿债能力				
流动比率	1.06	1.07	1.09	1.13
速动比率	0.46	0.53	0.50	0.58
现金比率	0.15	0.19	0.21	0.26
资产负债率 (%)	83.01	80.46	80.23	76.65
经营效率				
应收账款周转天数	23.24	23.47	22.30	21.18
存货周转天数	36.69	37.06	35.21	34.50
总资产周转率	3.51	3.44	3.54	3.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	1.62	1.93	2.31
每股净资产	9.18	10.08	11.83	13.95
每股经营现金流	-0.24	3.64	3.90	4.05
每股股利	0.19	0.19	0.19	0.19
估值分析				
PE	53	12	10	8
PB	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	13.70	8.70	6.87	5.40
股息收益率 (%)	1.00	0.99	0.99	0.99

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	250	1126	1344	1606
折旧和摊销	119	218	264	292
营运资金变动	-1600	594	531	393
经营活动现金流	-156	2411	2587	2686
资本开支	-349	-79	-84	-54
投资	1	0	0	0
投资活动现金流	-289	-66	-80	-38
股权募资	1869	-352	0	0
债务募资	199	-500	-600	-550
筹资活动现金流	1027	-1387	-1109	-1027
现金净流量	572	958	1399	1621

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司股权结构	4
图 3: 公司收入及增速变化情况	4
图 4: 公司归母净利润及增速变化情况	4
图 5: 公司扣非后归母净利润	5
图 6: 公司 2021 年营收构成	6
图 7: 公司 2021 年主营项目毛利润占比	6
图 8: 华为鲲鹏 920 处理器性能	8
图 9: 华为鲲鹏芯片产品体系演进	9
图 10: 海光/海思/龙芯与国外主流 CPU 厂商核心产品对比	9
图 11: TaiShan 服务器全景图	10
图 12: 华为鲲鹏整机合作伙伴	10
图 13: 神州数码与华为合作历史	11
图 14: 神州数码“大华为”战略的重要构成	12
图 15: 神州信创集团在国内布局情况	13
图 16: 国内第三方云管理服务 (MSP) 市场规模及增速	17
图 17: 公司 MSP 运营服务团队	18
图 18: 公司全栈式 MSP 服务能力	18
图 19: 公司的数据服务能力	19
图 20: TDMP 数据脱敏平台	19
图 21: 2017-2021 年公司云业务营收	20
图 22: 公司云业务毛利及占总毛利比例	20
图 23: 2017-2021 年公司分销细分业务营收及增速	20
图 24: 2017-2021 年公司分销细分业务毛利变化	20

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司 2022 年员工持股计划关于业绩考核目标的内容	6
表 2: 华为根技术投入解决相关问题	7
表 3: x86 架构与 ARM 架构对比	8
表 4: 神州鲲泰服务器产品梳理	12
表 5: 公司在服务器领域重要中标订单	14
表 6: 2021-2022 年 PC 服务器集中采购 (第一期, 标包 1-7) 中标候选人情况	14
表 7: 信创服务器以及公司可得市场空间测算	16
表 8: 中广核新能源 2022 年第一批逆变器项目 (标段 1-3) 集中采购中标候选人公示情况	21
表 9: 公司各项细分业务及毛利率预测	22
表 10: 公司各项费用率预测	23
表 11: 公司与可比公司估值对比	23
表 12: 公司分部估值法预测 (以 2023 年为基准)	24
公司财务报表数据预测汇总	26

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026