

“云+信创”双轮驱动，IT分销龙头地位稳固

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年度报告, 实现营业收入 576.7 亿元, 同比增长 1.7%; 实现归母净利润 3.9 亿元, 同比增长 400.6%; 实现扣非归母净利润 3.8 亿元, 同比增长 10.4%。单 Q2 实现营收 290.7 亿元, 同比下降 11.0%; 实现归母净利润 2.0 亿元, 同比增长 170.8%; 实现扣非归母净利润 1.9 亿元, 同比增长 3.0%。
- **IT 分销龙头地位稳固, 产品结构持续优化。** 公司作为国内 IT 分销龙头企业, 依托其全面的产品、方案与服务, 传统业务在大体量下仍然保持稳健, 2022H1, 公司 IT 分销业务实现营收 545.0 亿元, 同比增长 0.03%。从产品端来看, 受益于数字经济推动, 服务器、网络交换机等云基础设施需求高企, 企业 IT 产品分销业务营收占比不断提升, 2022H1 企业 IT 分销业务产品销售实现收入 217.6 亿元, 同比增长 0.016.3%, 收入占比为 37.7%, 同比增长 4.73pp。由于企业 IT 产品分销业务毛利率高于传统消费电子分销业务, 公司毛利率水平有望逐步改善。同时, IT 分销业务巩固了公司在行业中的领先地位, 为公司推进“云+信创”业务转型提供坚实基础。
- **云业务持续高增, MSP、ISV 成长空间值得期待。** 自 2017 年公司开启全面云战略转型以来, 云业务保持高速增长。2021H1, 公司云计算业务收入达 23.7 亿元, 同比增长 40.3%。其中, 云转售业务收入为云计算业务最主要收入来源, 2022H1 占比达 88.7%; 云管理服务收入与数字化转型解决方案当前占比较小, 但呈现高速增长。报告期内, 公司与阿里云和华为云合作进展加速: 1) TDMP 数据脱敏系统成功上线阿里云生态集成认证中心, 成为首批阿里云生态集成认证中心数据脱敏类独家产品; 2) 公司成为华为云 MSP 框架首批入围合作伙伴, 并且完成了华为云 CSSP 认证级伙伴复核, 并启动 CSSP 领先进级伙伴的申请工作。我们预计, 伴随云转售业务基数增大, 后续增速或趋于平稳; 而高毛利、高价值的 MSP 和 ISV 仍具备广阔成长空间, 云服务业务的收入结构有望持续优化。
- **行业信创规模化落地, 自主品牌业务爆发式增长。** 2022H1 公司自主品牌业务实现营收 8.0 亿元, 同比增长 52.5%。1) **产品方面,** 公司推出神州鲲泰系列产品, 包含数据计算、数据存储、数据传输、数据安全四大产品体系, 为云原生、数字原生提供强大的算力支撑, 在电信、金融等领域得到大订单验证。2) **技术方面,** 公司继续加大信创领域研发投入, 鲲泰服务器性能在客户测试中处于行业领先水平。3) **产业布局方面,** 公司积极拓展飞腾、龙芯 PC 产品线, 加大国产硬件适配, 有望与信创生态协同发展。伴随电信、金融等领域的国产替代正式进入规模化落地阶段, 后续公司自主品牌业务有望维持爆发式增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.70 元、2.00 元、2.51 元, 归母净利润复合增速达到 91.1%。政策驱动下信创行业景气度持续提升, 公司作为信创领域主要参与者持续受益于行业扩容; 此外公司积极发力云计算及信创产业, 两项高毛利、高价值业务爆发趋势明显, 有望推动公司盈利质量提升, 故给予公司 12 倍 PE, 对应目标价 24.00 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 企业上云渗透率提升不及预期; 信创产业推进不及预期; 市场竞争加剧; 产品研发进度不及预期; 新业务拓展不及预期等风险。

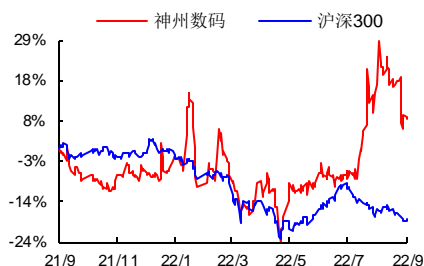
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	122384.88	130844.21	141300.48	153991.68
增长率	32.94%	6.91%	7.99%	8.98%
归属母公司净利润(百万元)	238.09	1123.10	1323.18	1660.75
增长率	-61.85%	371.70%	17.82%	25.51%
每股收益 EPS(元)	0.36	1.70	2.00	2.51
净资产收益率 ROE	3.78%	15.12%	15.49%	16.68%
PE	49	10	9	7
PB	1.93	1.63	1.41	1.21

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn
联系人: 邓文鑫
电话: 15123996370
邮箱: dwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

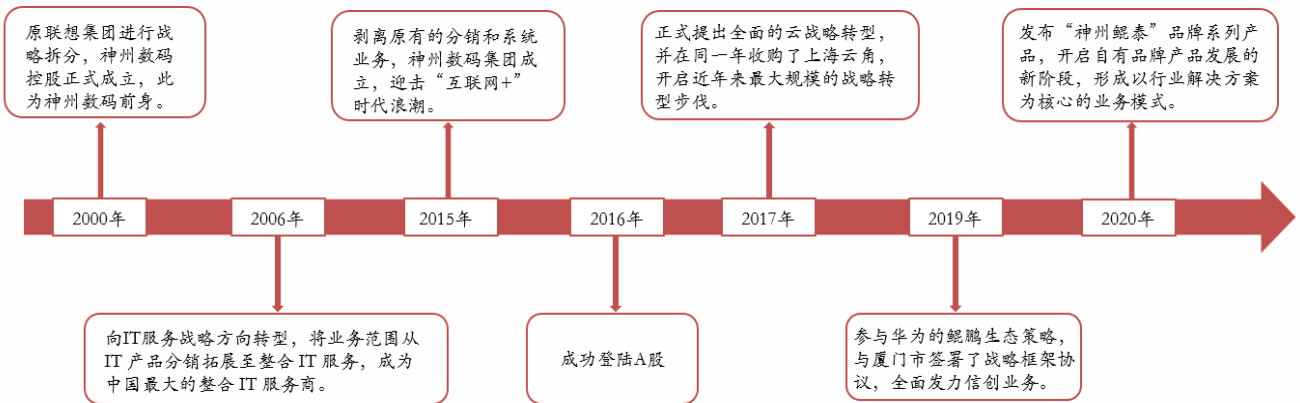
总股本(亿股)	6.63
流通 A 股(亿股)	5.42
52 周内股价区间(元)	12.64-21.16
总市值(亿元)	117.47
总资产(亿元)	389.53
每股净资产(元)	9.20

相关研究

1 “云+信创”双轮驱动，IT 分销龙头地位稳固

公司前身为神州数码控股，成立于 2000 年，由原联想集团战略分拆而来，是国内最大的 IT 分销服务商。公司于 2016 年成功登陆 A 股，2017 年开始全面云转型，2019 年开始以华为鲲鹏生态为核心发力信创业务，形成以 IT 分销和增值、云计算和数字化转型以及自主品牌为主的业务矩阵，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，并建成覆盖全国 860 个城市、30000 余家渠道伙伴的中国最大的 IT 营销网络。神州数码赋能产业升级和数字经济发展，未来将为中国信息化建设持续添砖加瓦。

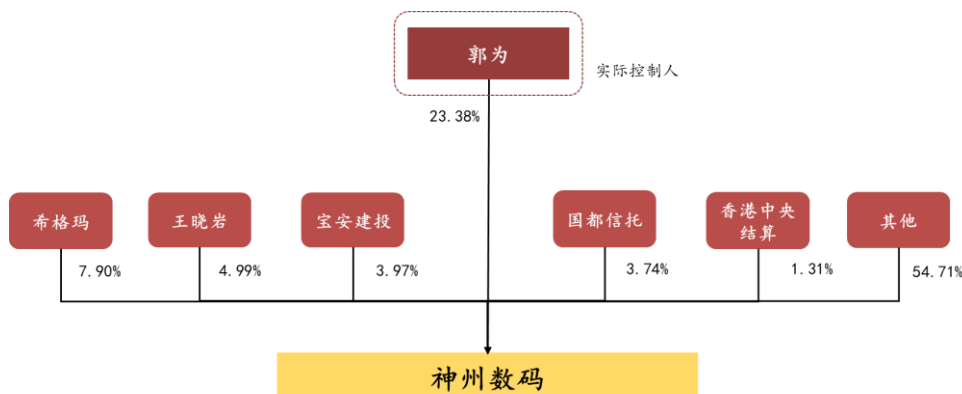
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，西南证券整理

股权结构集中稳定，长效激励机制逐步建立。董事长郭为先生持有公司约 23.38% 的股份，为公司第一大股东与实控人；同时，公司前 5 大股东共持有 43.98% 的股权，股权结构集中稳定。公司于 2019 年实施股票期权与限制性股票激励计划，激励对象覆盖公司高级管理人员与骨干共计 268 人，三期业绩考核目标均顺利完成。此外，公司于 2022 年 6 月发布员工持股计划（草案修订稿），拟向不超过 400 名公司核心员工（包括 15 名主要高管）授予约 2013.7 万股，占公司当前总股本的 3.05%。本次持股计划对受让的公司回购股票设立较高业绩考核目标，要求 2022 年、2023 年归母净利润分别不低于 10 亿元、12 亿元，其中 2022 年业绩对应 2021 年扣非后归母净利润增长 49.3%，彰显公司对未来发展向好的信心。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，西南证券整理

数字经济催化云服务需求上升，潜在客户群体广泛。2020 年以来，国家多次发布有关发展数字经济的相关政策，云计算作为数字经济的关键支撑，需求增长势头良好，市场规模迅速扩容。根据工信部、IDC 等数据，当前我国企业上云率仍然较低，整体渗透率约为 20.9%，增长潜力巨大；预计到 2023 年中国政府和大型企业的上云率将会超过 60%，到 2025 年中国云计算市场规模将突破万亿人民币。30%的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，中国第三方云管理服务市场规模预计达到 37.4 亿美元，第三方云服务商有望迎来新发展机遇，进一步开拓客户群体。

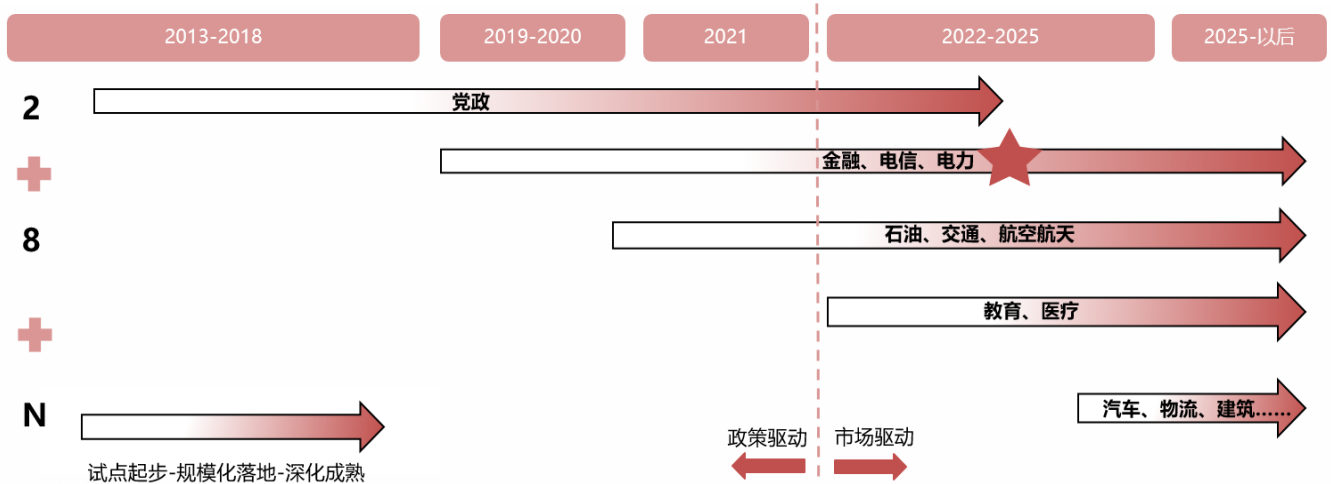
表 1：数字经济相关政策法规

政策名称	发布日期	相关重要内容
《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	2020 年 4 月	从能力扶持、金融普惠、搭建生态等多方面帮助鼓励企业加快数字化转型，符合决策层加快培育数据要素市场的政策导向。支持在具备条件的行业领域和企业范围探索大数据、人工智能、云计算、数字孪生、5G、物联网和区块链等新一代数字技术应用和集成创新。
《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》	2020 年 9 月	通过推进产品创新数字化、推进生产运营智能化，推进用户服务敏捷化，推进产业体系生态化加快推进产业数字化创新，进一步夯实国有企业数字化转型基础，推动国有企业实现高质量发展。
《关于支持“专精特新”中小企业高质量发展的通知》	2021 年 1 月	通过中央财政资金引导，促进上下联动，将培优中小企业与做强产业相结合，加快培育一批专注于细分市场、聚焦主业、创新能力强、成长性好的专精特新“小巨人”企业，推动提升专精特新“小巨人”企业数量和质量，助力实体经济特别是制造业做实做强做优，提升产业链供应链稳定性和竞争力。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 远景目标纲要》	2021 年 3 月	提出加快数字化发展，建设数字中国的要求，强调加快建设数字经济、数字社会、数字政府，以数字化转型整体驱动生产方式、生活方式和治理方式变革，将数字技术广泛应用于政府管理服务，推动政府治理流程再造和模式优化，营造开放、健康、安全的数字生态。
《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023）》	2021 年 7 月	加速传统数据中心与网络、云计算融合发展，加快向新型数据中心演进，为统筹推进新型数据中心发展，构建以新型数据中心为核心的智能算力生态体系，发挥对数字经济的赋能和驱动作用。
《“十四五”数字经济发展规划》	2021 年 11 月	大力推进产业数字化转型，引导企业强化数字化思维，提升员工数字技能和数据管理能力，支持有条件的大型企业打造一体化数字平台，推行普惠性“上云用数赋智”服务，推动企业上云、上平台，全面加快商贸、物流、制造、金融等领域数字化转型。
《关于中央企业加快建设世界一流财务管理体系的指导意见》	2022 年 3 月	5 年左右中央企业整体财务管理水平明显跃上新台阶，10-15 年左右绝大多数中央企业建成与世界一流企业相适应的世界一流财务管理体系，一批中央企业财务管理水平位居世界前列。

资料来源：各政府网站，西南证券整理

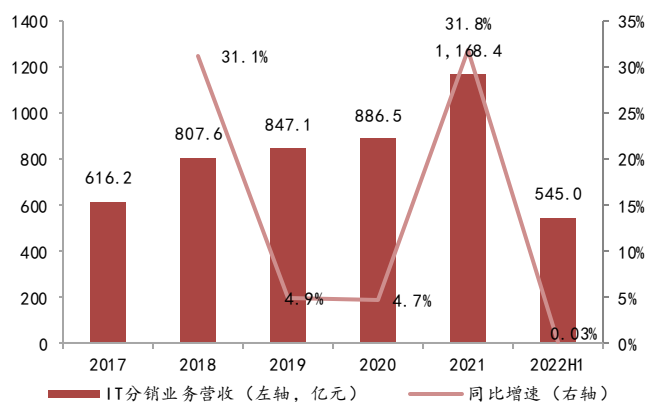
信创行业高速发展，开启规模化应用。2019 年以来，我国提出发展信创产业，围绕“2+8+N”关键行业有序开启“整芯铸魂”的科技自强战略；经过党政信创的试点推进，国产生态日渐成熟，目前信创产业已经逐步走向行业应用的规模化落地阶段。其中，电信、金融行业信创在已率先启动，三大电信运营商自 2020 年起便在招标中指定国产化标包，根据中国移动目前公布的《2021-2022 年第 1 批 PC 服务器集采公示》，“鲲鹏+海光”国产服务器渗透率已达到 28.8%；根据产业调研，2022 年目标国产化率为 40% 为相较 2021 年的 20% 左右水平提升明显；金融信创紧随其后，2021 年下半年中国银行发布“国芯服务器选型”

项目公示；根据产业调研，2021 年金融行业服务器采购国产化率达到 12% 左右水平，预计 2022 年目标国产化率为 30% 左右。航空航天，教育、医疗也在逐步进行政策推进和试点，国产技术将不断优化，信创整体在经历政策驱动引导的前期阶段后，逐渐走向需求导向的市场化阶段，空间进一步扩容。

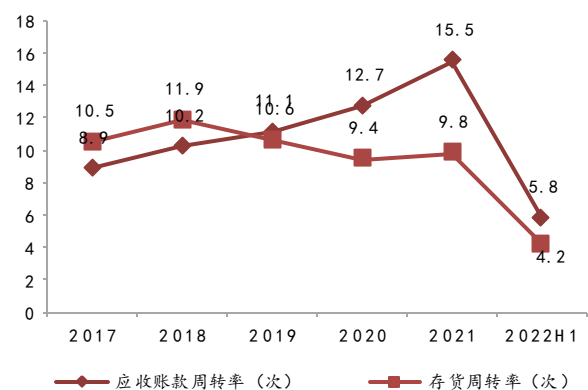
图 3：行业信创正处爆发阶段


资料来源：亿欧，公开资料，西南证券整理

IT 分销业务快速增长，夯实企业成长基础。公司 IT 分销业务营收占比约 95%，是公司营收的主要来源。公司 IT 分销网络覆盖国内 1000+ 座城市、涵盖 30000+ 家渠道合作伙伴，运营效率高于同行水平，龙头地位稳固。随着近年来企业加大云基础设施支出，其代理的苹果、戴尔、新华三等业务均实现大幅增长，保持厂商份额绝对领先优势。同时，在缺芯的大背景下，国产化替代愈演愈烈，半导体行业整体景气度快速提升，公司多年深耕微电子领域，取得了快速增长。此外，报告期内，公司内部管理能力提升，运营水平以及资金使用效率持续优化，传统分销业务增长稳健。2022H1，公司 IT 分销业务实现营收 545.0 亿元，同比增长 0.03%，营收较为稳健，领先地位持续巩固，为“云+信创”的加速推进提供良好的基础。

图 4：2017-2022H1 公司 IT 分销业务营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

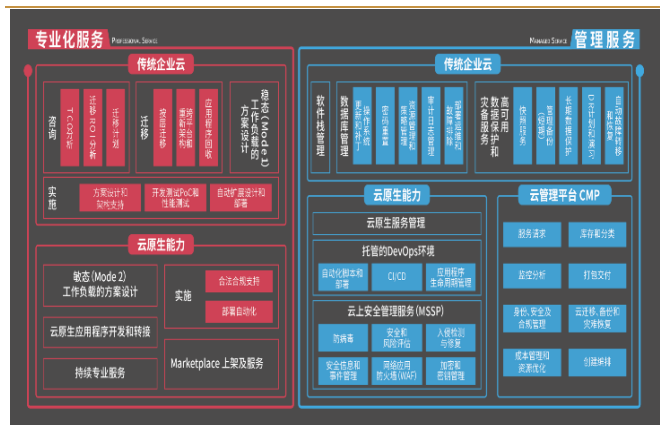
图 5：2017-2022H1 公司营运能力情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

云计算业务产品线完备，满足客户不同需求。公司云计算业务覆盖面广，主要为客户提供从 IaaS、PaaS 到 SaaS 的各类产品、服务及企业数字化解决方案，包括云管理服务 (MSP)、数字化解决方案 (ISV)、云转售业务 (AGG)。

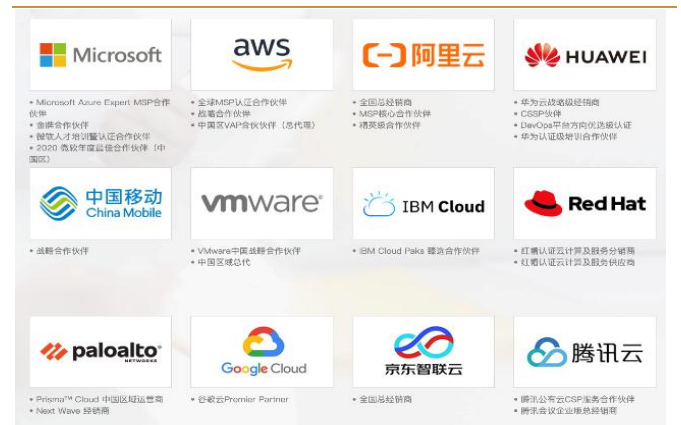
- 云管理服务 (MSP):** 在多云与混合云需求强劲的大背景下，神州数码以优异的全生命周期云管理服务能力，深受客户青睐，受到行业认可。公司云管理服务能力已经覆盖全球五大公有云 (AWS、Azure、阿里云、谷歌云、华为云) 及腾讯云、中国移动云、京东智联云等国内主流公有云厂商，拥有从云到端完善的技术研发、方案服务能力。同时，公司帮助阿里云、微软等众多合作伙伴实现各类应用场景下的数字化和云化应用，并使用云技术降低企业成本，竞争优势进一步凸显。未来随着企业上云率不断提升，云管理业务将有望进一步拓宽。
- 数字化解决方案 (ISV):** 随着云上数据爆炸式增长，企业对数字化解决方案需求大幅提升，公司通过 TDMP 数据脱敏系统、Bluenic 数据平台和 Jarvis 人工智能知识平台，持续为多个世界 500 强企业 提供数字化解决方案，300+ 解决方案已经实现落地，逐步形成成熟的垂直性解决方案，获得头部客户认可。ISV 业务营收占比较低，毛利率始终保持 80.0% 以上，未来随着公司研发能力、管理效率与质量不断提高，增长潜力巨大。
- 云转售业务 (AGG):** 视频云产品和服务方面：随着疫情后企业工作方式改变，视频云产品和服务迎来新发展机遇，公司从“云、管、端”三个方面进行了有针对性的开发和产品整合，依托公司强大的产品整合能力、渠道和市场拓展能力，充分与渠道、行业优势结合，打造融合服务平台，为合作伙伴注入新动能。超算中心云上业务方面：2020 年公司以自主品牌鲲泰系列服务器为主体，架构厦门超算中心并投入使用；报告期内，鲲泰服务器基于各种应用场景不断优化，完成了服务模式与运行能力的升级迭代，使租用方的经济效益显著提升。

图 6：公司全栈式云 MSP 服务能力



数据来源：公司官网，西南证券整理

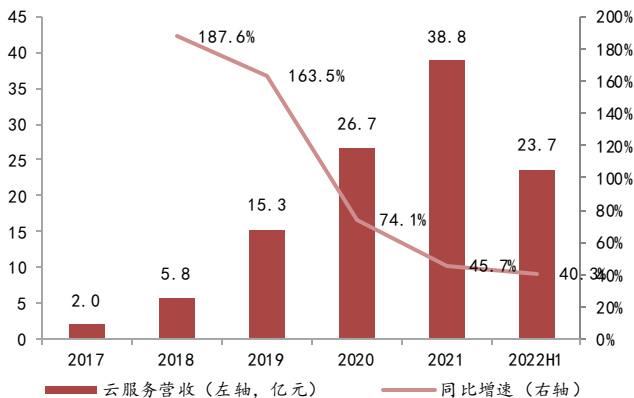
图 7：公司云合作伙伴



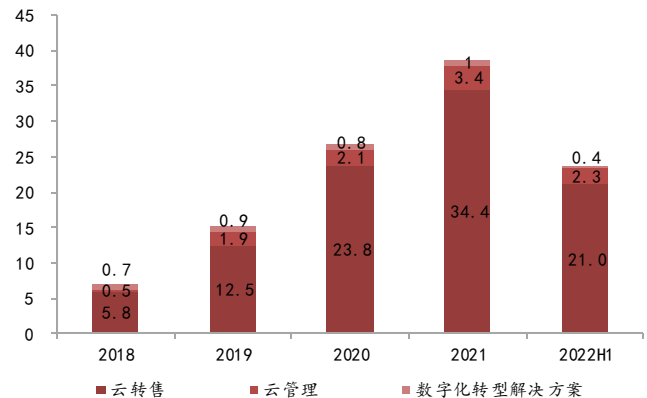
数据来源：公司官网，西南证券整理

云转型进展顺利，MSP、ISV 具备广阔成长空间。随着企业数字化转型进一步深入，云原生以其高效稳定、快速响应的特点成为企业数字业务应用创新的原动力，神州数码紧跟云原生时代浪潮，加速推动云转型进程，云服务业务保持高速增长。2021H1，公司云计算业务收入达 23.7 亿元，同比增长 40.3%。其中，云转售业务收入为云计算业务最主要收入来源，2022H1 占比达 88.7%；云管理服务收入与数字化转型解决方案当前占比分别为 9.5%/1.8%，但同比均实现高速增长。报告期内，公司与阿里云和华为云合作进展加速：

TDMP 数据脱敏系统成功上线阿里云生态集成认证中心，成为首批阿里云生态集成认证中心数据脱敏类独家产品；2) 公司成为华为云 MSP 框架首批入围合作伙伴，并且完成了华为云 CSSP 认证级伙伴复核，并启动 CSSP 领先级伙伴的申请工作。我们预计，伴随云转售业务基数增大，后续增速或趋于平稳；而高毛利、高价值的 MSP 和 ISV 仍具备广阔成长空间，云服务业务的收入结构有望持续优化。

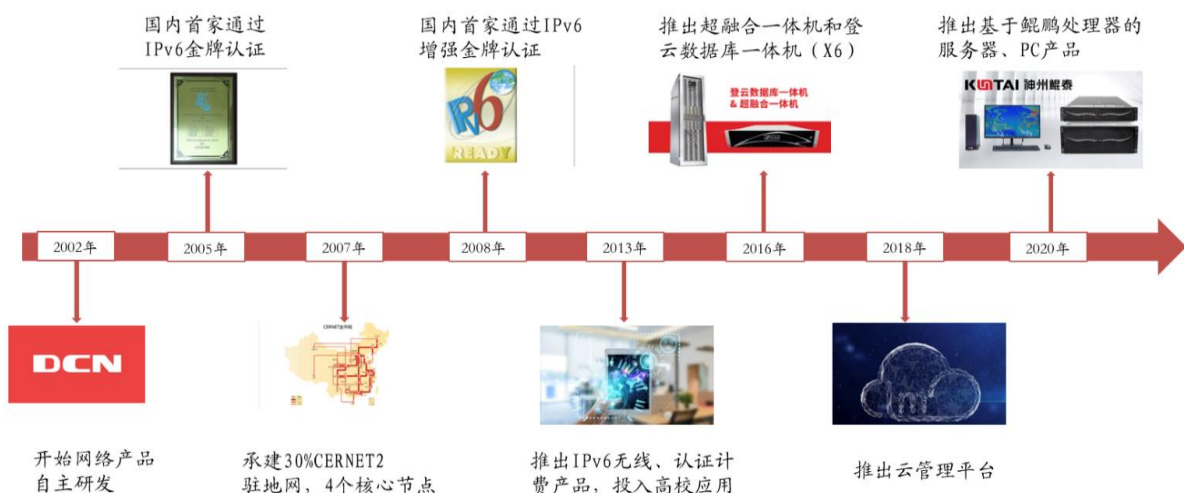
图 8：2017-2022H1 云计算业务营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2018-2022H1 云计算业务营收结构 (亿元)


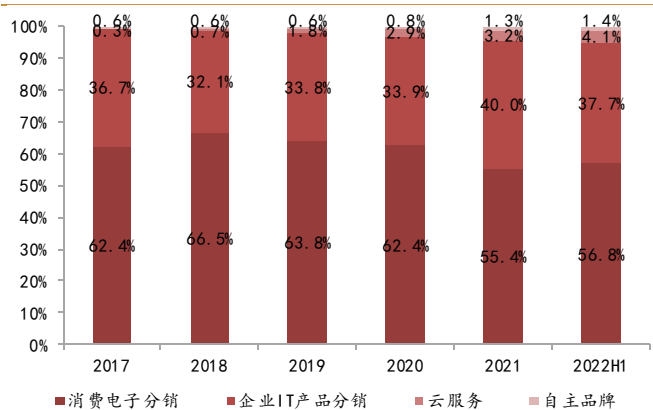
数据来源：公司公告，西南证券整理

自主品牌扬帆起航，信创产业高速发展。公司自主品牌不断丰富，依托设计、制造、应用、服务的闭环积累，已构建起覆盖 22 个品类、600 余种产品的自有品牌产品及服务体系，营收呈高速增长趋势。在信创产业加速落地的大背景下，公司全面展开信创产业全新布局，完成了基于鲲鹏架构“从 0 到 1”的突破，首个鲲鹏 PC 和服务器生产基地在厦门正式落地投产，自有品牌神州鲲鹏服务器已上架使用，在多个行业成功实现营销，带动自主品牌业务实现爆发式增长，2022H1 年营收同比增长 52.5%。同时，公司进一步加深与多个国产厂商在半导体芯片领域的战略合作，并引入合肥市相关机构签署投资合作协议，立足于信创产业生态的长远发展。自主品牌营收占比较小，未来随着公司产业链不断完善，研发力度增强，预计信创业务规模将迅速扩容，有望成为公司强有力的新增长点。

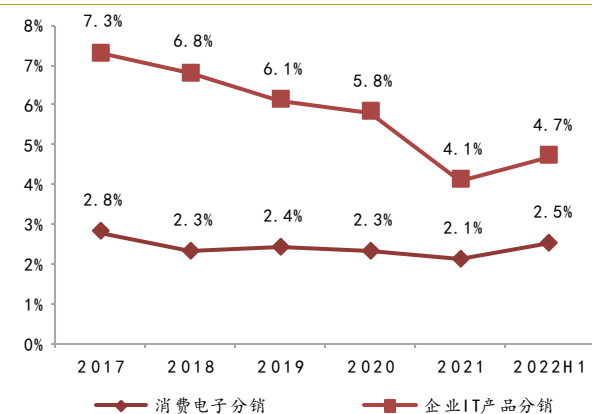
图 10：产品自主创新历程


资料来源：公司官网，西南证券整理

分产品看，分销业务产品结构优化，云服务与自主品牌增速亮眼。2022H1，公司 IT 分销业务、云服务、自主品牌贡献收入比重分别为 94.5%、4.1%、1.4%。其中，传统分销业务产品结构持续优化，2022H1 企业 IT 分销业务产品销售实现收入 217.6 亿元，同比增长 16.3%，贡献收入比重为 37.7%，企业 IT 分销贡献比同比增长 4.73pp。由于企业 IT 分销业务毛利率更高，公司毛利率有望得到改善。同时，高毛利的云服务产品与自主品牌产品分别实现收入 23.7 亿元、8.0 亿元，分别同比增长 40.4%、52.5%，占比快速提升。

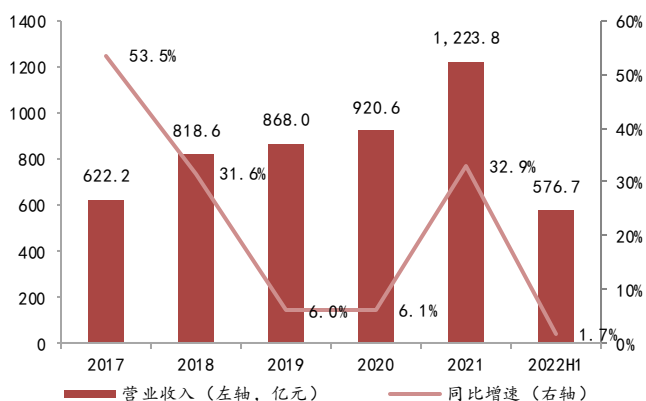
图 11：2017-2022H1 公司分产品收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

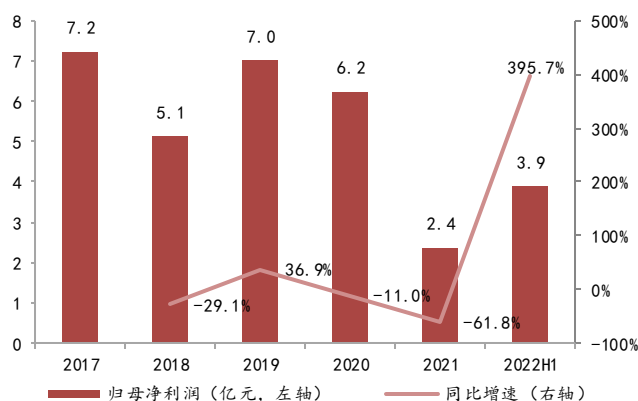
图 12：2017-2022H1 公司分销业务分产品毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，公司营收稳定增长，归母净利润实现高增。公司 2022H1 实现营业收入 576.7 亿元，同比增长 1.7%；归母净利润 3.9 亿元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润 3.8 亿元，同比增长 10.4%。公司于 2016 年重回 A 股，此后 2017-2019 年营收和归母净利润均大幅增长；2019 年之后，随着公司主要营收来源 IT 分销业务增速放缓，叠加 2020 年疫情影响，公司业绩暂时承压；2021 年起，公司云服务与信创业务拓展顺利，营收能力得到释放。在“信创”叠加“数字经济”蓬勃发展的背景下，公司加速“云+信创”布局，产业链不断完善，经营向好，未来业绩有望持续高质增长。

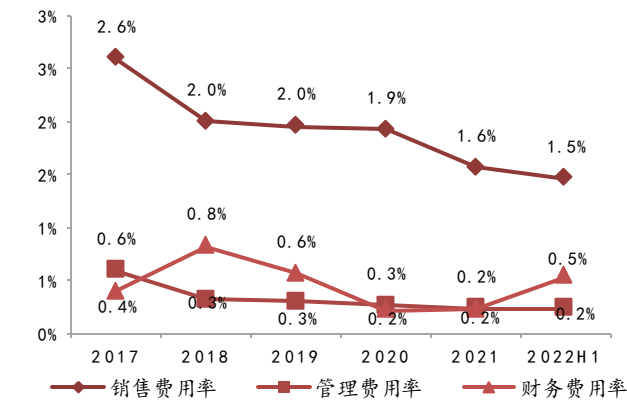
图 13：2017-2022H1 营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

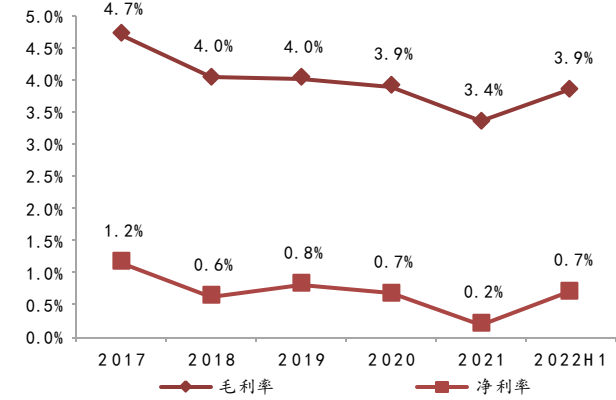
图 14：2017-2022H1 归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

从费用率和利润率来看，1) 费用率端，近年来，公司费用率整体维持稳定，2022H1 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 1.5% (-0.24pp)、0.2% (+0.01pp)、0.5% (+0.19pp)，期间费用率稳定下降，内部管理效率持续提升。2) 利润率端，2017-2021 年，公司毛利率和净利率略有下降，主要由于当前公司大部分营收仍来自于 IT 分销和增值业务，该业务具有明显的毛利率、净利率较低的特征。与 2021 年相比，2022H1 毛利率和净利率均实现较高增长，主要系随着公司重点拓展毛利水平更高的云服务和信创业务，盈利能力有所提升。

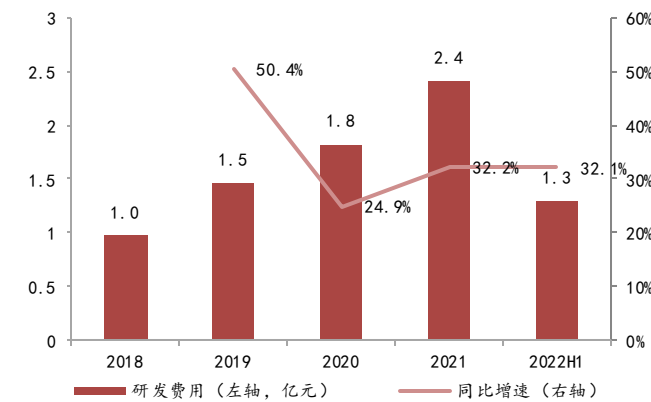
图 15：2017-2022H1 公司费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

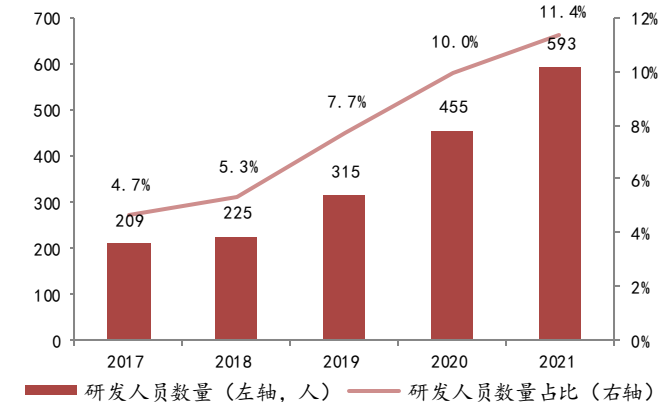
图 16：公司 2017-2022H1 公司利润率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

研发能力持续提升，支撑“云+信创”快速发展。2022H1，公司加大云业务及信创业务研发投入，研发投入 1.3 亿元，同比增长 32.1%。截至 2021 年底，公司研发团队持续扩充至 593 人，持续投入加码使得公司在云服务和信创领域均取得多项突破：1) 云服务方面，公司利用自主研发、国内领先的云管理平台，建立起领先的云计算产业相关服务技术优势；同时针对多项数字化解决方案进行产品化研发，交付管理效率和质量优良且不断提升；2) 信创领域方面，公司以鲲鹏算力为核心，积极拓展飞腾、龙芯 PC 产品线，完善产品研发，有望满足更多复杂应用场景，实现在信创领域的多元化布局。截至目前，公司主要研发项目涉及多个云管理平台及信创产品，未来在云原生与信创领域竞争力有望持续提升。

图 17：2018-2022H1 公司研发费用及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：2017-2021 年公司研发团队持续扩容


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) IT 分销业务：在国内云基础设施支出快速增长的大背景下，服务器、网络交换机等设备需求维持高位，公司企业 IT 分销仍有较大提升空间，整体 IT 分销业务的结构有望继续优化，但受制于 2021 年高基数，预计 2022-2024 年订单增速稳中略增，分别为 5.0%、5.5%、5.5%。

2) 云服务：企业上云趋势，云管理需求大幅提升，尤其是云管理服务（MSP）、数字化解决方案（ISV）两项高毛利、高价值的业务仍具备广阔成长空间，云服务业务的收入结构有望持续优化，预计 2022-2024 年公司云业务项目数量增速分别为 44.0%、48.0%、50.0%。

3) 自主品牌：受益于行业信创的爆发节奏，公司以华为鲲鹏生态为核心推出神州鲲泰系列产品并实现迅速落地，并于 2021 年积极适配飞腾、龙芯的产品，伴随后续产能扩大，未来有望呈现爆发式增长，预计 2022-2024 年订单数量增速分别为 55.0%、40.0%、40.0%。

4) 2021 年公司出售迪信通 19.62% 股权造成了非经常性损失 4.77 亿元，导致 21 年归母净利润不能真实体现公司盈利能力，后续这一影响将被排除。伴随产品技术的不断完善成熟，内部管理效率不断提升，公司费用管控效果可持续；伴随企业 IT 分销、MSP、ISV 等高毛利业务占比提升，以及信创业务毛利率恢复，公司盈利能力有望提升。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入如下表：

表 2：分业务收入预测

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
IT 分销	收入	116838.0	122679.9	129427.3	136545.8
	增速	31.79%	5.00%	5.50%	5.50%
	毛利率	2.89%	2.95%	3.00%	3.02%
云服务	收入	3884.9	5594.3	8279.6	12419.4
	增速	45.71%	44.00%	48.00%	50.00%
	毛利率	13.43%	13.50%	13.50%	13.50%
自主品牌	收入	1650.4	2558.1	3581.4	5013.9
	增速	126.86%	55.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	11.54%	11.50%	11.60%	11.60%
其他业务	收入	11.5	11.8	12.2	12.6
	增速	-13.89%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	51.00%	53.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	122384.9	130844.2	141300.5	153991.7
	增速	32.94%	6.91%	7.99%	8.98%
	毛利率	3.35%	3.57%	3.84%	4.15%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 1308.4 亿元 (+6.9%)、1413.0 亿元 (+8.0%) 和 1539.9 亿元 (+9.0%)，归母净利润分别为 11.2 亿元 (+371.7%)、13.2 亿元 (+17.8%)、16.6 亿元 (+25.5%)，摊薄后 EPS 分别为 1.70 元、2.00 元、2.51 元，对应动态 PE 分别为 10 倍、9 倍、7 倍。

2.2 相对估值

选取浪潮信息、中国长城、中科曙光等计算产业基础设施提供商进行估值比较：

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	最新价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
000977.SZ	浪潮信息	336	22.98	1.38	1.69	2.09	2.55	26	14	11	9
000066.SZ	中国长城	296	9.18	0.20	0.25	0.31	0.40	70	37	30	23
603019.SH	中科曙光	370	25.30	0.79	1.05	1.37	1.76	35	24	18	14
平均值								44	25	20	15
000034.SZ	神州数码	117	17.73	0.36	1.70	2.00	2.51	49	10	9	7

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年行业平均 PE 为 20 倍，公司 PE 为 9 倍，远低于行业平均水平。政策驱动下信创行业景气度持续提升，公司作为信创领域主要参与者持续受益于行业扩容；此外公司积极发力云计算及信创产业，两项高毛利、高价值业务爆发趋势明显，有望推动公司盈利质量提升，故给予公司 12 倍 PE，对应目标价 24.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

3 风险提示

企业上云渗透率提升不及预期；信创产业推进不及预期；市场竞争加剧；产品研发进度不及预期；新业务拓展不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	122384.88	130844.21	141300.48	153991.68	净利润	249.77	1178.18	1388.09	1742.21
营业成本	118287.47	126169.46	135878.37	147603.48	折旧与摊销	88.89	61.68	61.68	61.68
营业税金及附加	117.33	123.60	133.58	145.88	财务费用	273.24	196.27	282.60	384.98
销售费用	1916.50	2028.09	2176.03	2371.47	资产减值损失	-32.68	0.20	0.20	0.20
管理费用	281.82	654.22	847.80	1000.95	经营营运资本变动	-1435.27	-4386.70	-960.66	-1093.30
财务费用	273.24	196.27	282.60	384.98	其他	699.92	46.75	-209.60	203.37
资产减值损失	-32.68	0.20	0.20	0.20	经营活动现金流净额	-156.13	-2903.62	562.31	1299.15
投资收益	-558.54	-1.00	-1.00	-1.00	资本支出	-633.98	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-69.13	-56.43	-65.29	-62.98	其他	344.84	-61.06	-65.34	-63.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-289.14	-61.06	-65.34	-63.82
营业利润	489.98	1614.95	1915.60	2420.74	短期借款	59.05	13045.57	1051.31	678.01
其他非经营损益	13.13	-1.00	-1.00	-1.00	长期借款	-313.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	503.10	1613.95	1914.60	2419.74	股权融资	1401.41	0.00	0.00	0.00
所得税	253.33	435.77	526.52	677.53	支付股利	-122.33	-46.64	-220.05	-259.24
净利润	249.77	1178.18	1388.09	1742.21	其他	1.92	-1564.00	-282.60	-384.98
少数股东损益	11.68	55.09	64.90	81.46	筹资活动现金流净额	1026.94	11434.92	548.66	33.79
归属母公司股东净利润	238.09	1123.10	1323.18	1660.75	现金流量净额	572.49	8470.24	1045.63	1269.12
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4614.18	13084.42	14130.05	15399.17	成长能力				
应收和预付款项	12446.63	13733.05	14814.16	15998.17	销售收入增长率	32.94%	6.91%	7.99%	8.98%
存货	14553.61	15553.06	17046.95	18378.53	营业利润增长率	-46.55%	229.60%	18.62%	26.37%
其他流动资产	718.20	416.08	449.33	489.69	净利润增长率	-59.98%	371.70%	17.82%	25.51%
长期股权投资	202.93	202.93	202.93	202.93	EBITDA 增长率	-27.70%	119.80%	20.66%	26.88%
投资性房地产	160.41	164.24	163.28	163.12	获利能力				
固定资产和在建工程	2051.81	2009.55	1967.29	1925.02	毛利率	3.35%	3.57%	3.84%	4.15%
无形资产和开发支出	3244.35	3227.97	3211.59	3195.21	三费率	2.02%	2.20%	2.34%	2.44%
其他非流动资产	961.27	958.23	955.19	952.15	净利率	0.20%	0.90%	0.98%	1.13%
资产总计	38953.38	49349.52	52940.76	56703.99	ROE	3.78%	15.12%	15.49%	16.68%
短期借款	9520.54	22566.11	23617.42	24295.42	ROA	0.64%	2.39%	2.62%	3.07%
应付和预收款项	14906.12	15756.41	17021.20	18494.08	ROIC	1.66%	4.69%	5.00%	5.93%
长期借款	1700.73	1700.73	1700.73	1700.73	EBITDA/销售收入	0.70%	1.43%	1.60%	1.86%
其他负债	6209.58	1533.15	1640.27	1769.63	营运能力				
负债合计	32336.97	41556.40	43979.61	46259.86	总资产周转率	3.51	2.96	2.76	2.81
股本	660.72	662.52	662.52	662.52	固定资产周转率	623.49	757.92	1083.82	1747.71
资本公积	3823.14	3821.34	3821.34	3821.34	应收账款周转率	15.49	14.45	14.02	14.24
留存收益	1957.22	3033.67	4136.81	5538.32	存货周转率	9.59	8.23	8.27	8.30
归属母公司股东权益	6080.88	7202.49	8305.63	9707.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.62%	—	—	—
少数股东权益	535.53	590.62	655.52	736.98	资本结构				
股东权益合计	6616.41	7793.12	8961.15	10444.13	资产负债率	83.01%	84.21%	83.07%	81.58%
负债和股东权益合计	38953.38	49349.52	52940.76	56703.99	带息债务/总负债	34.70%	58.39%	57.57%	56.20%
					流动比率	1.06	1.08	1.10	1.13
					速动比率	0.58	0.69	0.70	0.72
					股利支付率	51.38%	4.15%	16.63%	15.61%
					每股指标				
					每股收益	0.36	1.70	2.00	2.51
					每股净资产	9.18	10.87	12.54	14.65
					每股经营现金	-0.24	-4.38	0.85	1.96
					每股股利	0.18	0.07	0.33	0.39
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	852.11	1872.90	2259.88	2867.40					
PE	49.34	10.46	8.88	7.07					
PB	1.93	1.63	1.41	1.21					
PS	0.10	0.09	0.08	0.08					
EV/EBITDA	21.50	11.48	9.52	7.30					
股息率	1.04%	0.40%	1.87%	2.21%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	朱趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn