

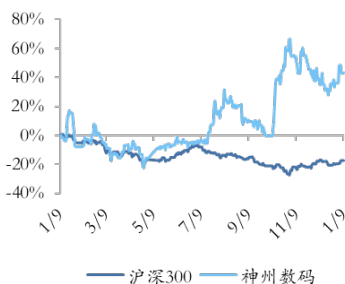
发力信息技术应用创新，数云融合实现产业升级

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-1-9

收盘价（元）	21.94
近12个月最高/最低（元）	27.55/12.45
总股本（百万股）	668.43
流通股本（百万股）	548.22
流通股比例（%）	82.02
总市值（亿元）	151.40
流通市值（亿元）	124.17

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001
邮箱：yinyj@hazq.com

分析师：王奇珏

执业证书号：S0010522060002
邮箱：wangqj@hazq.com

联系人：张旭光

执业证书号：S0010121090040
邮箱：zhangxg@hazq.com

相关报告

1. 《华安证券_公司深度_计算机行业_神州信息_聚焦金融科技业务，分布式转型驱动发展加速》
2022-5-24

主要观点：

● 政策强势驱动，鲲鹏展翅可期

从政策层面来看，国内信创战略全面铺开，从处理器到操作系统全产业链国产替代趋势明确。受美国芯片出口限制法案等因素影响，国产化产业链正在信创加速发展阶段，国内信创市场规模也在逐年增加，总体市场规模有望超千亿。作为华为的长期合作伙伴，神州数码于2020年建成首个鲲鹏超算中心，旗下鲲鹏系列产品契合国内企业信创需求，并完成了对国产中间件、数据库、操作系统的适配，多次中标项目彰显行业竞争力。在产业布局方面，公司在以鲲鹏算力为核心的前提下，也进行多元化布局，积极拓展飞腾、龙芯PC产品线。从下游企业信创采购需求来看，企业往往需要能符合自身行业、业务特点，选择真正具备性能出众、功能完善的服务器产品，从这一角度出发，鲲鹏ARM处理器具有相比其他国产处理器的显著优势。

● 数云融合实现产业升级，MSP、ISV及云转售业务多点突破

公司采取“数云融合”战略，强调云服务的高自动化、高效率技术优势融合与国产化先进硬件设备，更加专注于服务各行业数字化转型，累计为零售、快消、汽车、文旅、金融等行业提供物联网、大数据、AI等技术和基础高可复制性数字化解决方案。典型之一，TDMP数据脱敏系统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，并与国产操作系统、数据相适配，目前已经在多个金融机构实现场景落地。MSP行业维持高度景气，智研咨询预测国内第三方云管理服务市场规模增速为51.3%/41.1%（2022E/2023E），公司作为赛道领军者，将充分受益于行业扩张。云转售业务，公司与华为云、中国移动云、京东智联云等上游一线供应商合作密切，并系阿里云全国总经销商、MSP核心合作伙伴，在行业中担任领导者角色。

● IT分销筑护城河，复苏背景下有望维持稳健成长

公司作为国内IT分销领导者，深耕20余年，树立了坚实的渠道优势，包括遍布国内1000余座城市、覆盖各大垂直行业、整合30000余家销售渠道的全国最大ToB销售渠道网络，与戴尔、斑马、EPSON、Intel、希捷等一线企业的合作业务继续保持厂商份额绝对领先。随着2023年疫情影响消退，消费电子需求有望出现底部复苏，数字基建投入有望同比增长。此外，公司深耕内部管理，存货周转率、应收账款周转率、现金周转率等指标优于同行。

● 投资建议

受益于国内数字化进程不断推进，信创应用有望大规模落地，云计算行业景气度持续，综合考虑公司股权激励目标。我们预计神州数码2022-2024年分别实现收入1304/1405/1513亿元，同比增长6.6%/7.7%/7.7%；实现归母净利润10.4/12.1/13.7亿元，同比增长337.0%/16.0%/13.8%，首次覆盖，给予“买入”评级。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	122,385	130,409	140,483	151,329
收入同比(%)	32.9%	6.6%	7.7%	7.7%
归属母公司净利润	238	1,040	1,207	1,373
净利润同比(%)	-61.8%	337.0%	16.0%	13.8%
毛利率(%)	3.3%	4.6%	5.0%	4.9%
ROE(%)	4.4%	15.8%	15.9%	15.9%
每股收益(元)	0.36	1.57	1.80	2.05
P/E	43.93	13.93	12.16	10.68

资料来源：wind，华安证券研究所

● 风险提示

1) 行业竞争加剧，盈利质量承压；2) 芯片供应链受阻；3) 下游需求扩张不及预期。

正文目录

引言：践行信息技术应用创新，数云融合实现产业升级	4
1 神州数码：肩负数字中国使命的践行者	5
1.1 立足 IT 分销，深耕云服务，发力信创赛道	5
1.2 数字力量赋能产业升级，客户覆盖多层次、高质量	6
1.3 盈利能力不断提高，业务结构不断优化	7
2 紧随设备国产化浪潮，加速推进信创业务	10
2.1 国家信创战略全面铺开，多因素推动信创产业发展	10
2.2 “云+驱动”战略推动信创布局，“鲲鹏系”提升产品价值	12
2.3 服务器行业竞争格局、神州鲲泰竞争优势	17
3 以云服务为核心，为企业全方位赋能	20
3.1 云原生推动云服务市场发展，市场规模迎来扩大趋势	20
3.2 数云融合深耕数字化赋能	22
4 重塑企业资源优势，升级产业科技能力	25
4.1 积累传统 IT 分销资源，转型成为科技型服务企业	25
4.2 赋能各行业数字化转型，助力数字中国发展	26
5 投资建议	29
5.1 基本假设与营业收入预测	29
5.2 估值和投资建议	31
风险提示：	31
财务报表与盈利预测	32

图表目录

图表 1 神州数码发展历程	5
图表 2 发展历程示意图	6
图表 3 公司业务矩阵	6
图表 4 行业数云融合解决案例	7
图表 5 神州数码营业收入及增速	7
图表 6 神州数码扣非归母净利润及增速	7
图表 7 神州数码分业务营收	8
图表 8 神州数码分业务毛利率	8
图表 9 神州数码费用率	9
图表 10 神州数码研发费用与研发费用率	9
图表 11 神州数码经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	9
图表 12 信创产业链	10
图表 13 信创产业相关政策	11
图表 14 国内信创市场规模测算	12
图表 15 全球服务器市场份额	13
图表 16 AWS 旗下搭载 GRAVITON3 处理器的服务器产品	13
图表 17 华为鲲鹏	14
图表 18 鲲鹏系列处理器规格	14
图表 19 神州数码信创主营产品	14
图表 20 鲲泰服务器应用案例	15
图表 21 神州数码鲲泰服务器产品	16
图表 22 神州数码中国移动 PC 服务器中标公告整理	17
图表 23 服务器产业链	18
图表 24 服务器业务毛利率对比	18
图表 25 存货周转率对比	19
图表 26 云原生相关概念	20
图表 27 国内云计算市场规模 (亿元)	21
图表 28 全球云计算市场规模 (亿美元)	21
图表 29 云原生、企业发展战略图	22
图表 30 神州数码云管理平台能力	23
图表 31 神州数码 MSP 服务团队体系	24
图表 32 神州数码 IT 分销产品	25
图表 33 神州数码智慧仓储解决方案	26
图表 34 神州数码仓储服务业务	27
图表 35 数据脱敏解决方案项目	28
图表 36 神州数码分项业务收入 (亿元)	30
图表 37 重要财务指标 (百万元)	31

引言：践行信息技术应用创新，数云融合实现产业升级

随着疫情政策逐渐放开，市场生产有序恢复，国内消费市场需求不断提高，如何在消费市场占据优势是各企业未来发展的关键要素，数字化转型能有效为企业带来管理、生产方面的提升，最终带来降本增效等市场竞争优势。另一方面，国家指出“2+8+N”行业数字化转型规划，强调在大数据、物联网、芯片技术、人工智能等多领域发展相关技术，以数字化发展为驱动力，促进各大、中、小企业优质资源互联互通，激发潜在信息价值。神州数码作为国内领先 IT 分销企业，近年来布局信创、云服务技术等领域业务，相关技术业务取得各行业数字化转型企业认可，为神州数码带来新一轮发展机遇，具体逻辑包括：

逻辑一：政策推动信创产业链发展，中移动鲲鹏服务器中标。自 2019 年开始，政府逐年分阶段式发布信创相关政策，目前我国正逐步建立包括软件、硬件、全产业链的自主开发产品以及行业规范。经过计算，目前国内信创市场呈现逐年增长的趋势，预计 2024 年达到 2567 亿元市场规模。我们认为，信创产业链具有具有持续性更新换代，持续性价值提升的特点，神州数码采用全国产化信创自营产品，符合国产化替代、信创等发展特征，神州数码在行业发展的推动下将会迎来新发展机遇。此外，公司鲲鹏服务器预中标中移动 2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购第二批次（标包 7-9），规模落地趋势已现。

逻辑二：数字化转型需求不断提高，服务商专注于各行业数字化价值提升。目前受到国内疫情、信创政策刺激、线上办公以及后疫情时代因素影响，数字化转型企业需求不断上升。根据测算，2021 年国内云计算市场规模为 3229 亿元，增速为 54.4%（信通院数据）。相关公有云私有云产业格局不断形成，下游企业数字化需求呈现具体化、更加贴近业务的特点，具体来说，不同的行业数字化转型需求表现为：网络安全需求、数据管理需求、生产管理需求、降本增效需求等。因此，服务商更需要深耕行业信息化建设服务。同时神州数码在云管理、云原生相关技术成熟、相关订单能及时落地，有效为金融、通信、互联网等各行业提供信息化服务以及后续维护管理业务。

逻辑三：分销业务筑牢护城河，内外发展同步推进。公司从传统 IT 分销龙头企业通过自主技术创新以及资源优势，完成自身技术升级转型，云服务、信创自营产品为神州数码注入新动力。**技术方面**，公司采用“鲲鹏+鲲鹏”模式，采用 ARM 架构、发展自身信创业务，采用云原生、全栈技术、高算力发展自身云服务业务。**营收方面**，呈现营收总体不断增长、自营业务营收贡献不断提高，运营管理能力较强、公司资产质量不断提高的特点。在技术发展的同时保障盈利能力的稳定，预计随着神州数码订单落地以及细分领域市场规模不断扩大，自身技术不断受到市场认可，在金融、通信、互联网、汽车等各行业有大量合作以及成功案例，神州数码未来会产生经济规模效益。

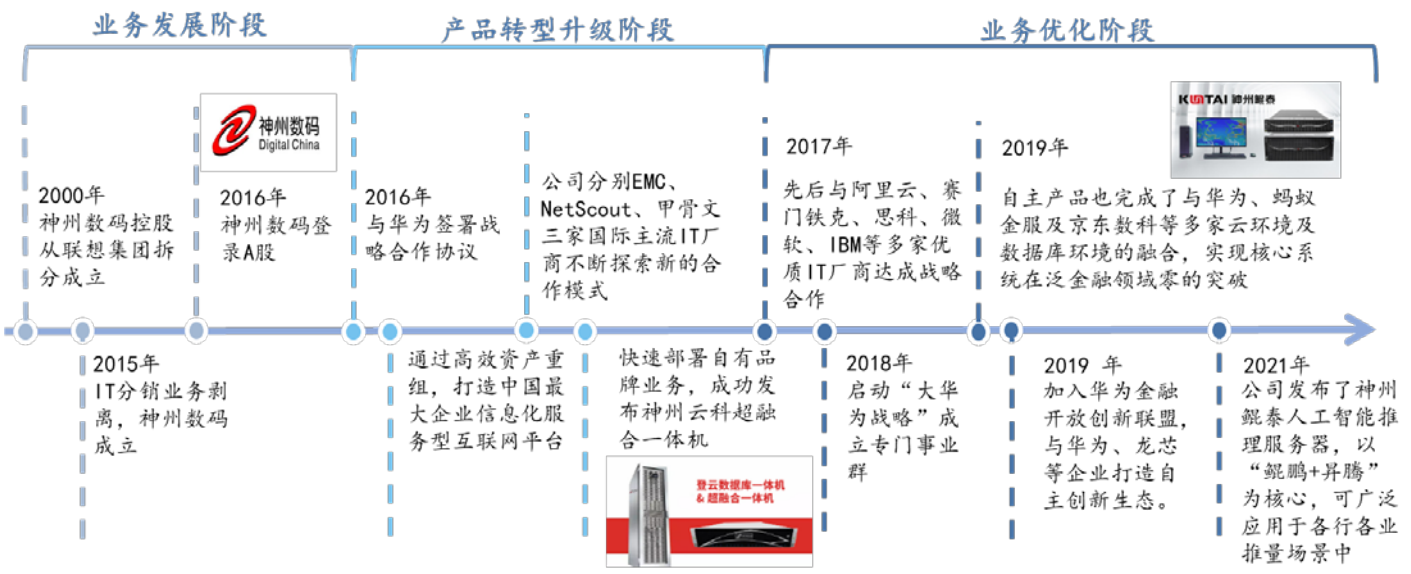
逻辑四：股权激励明确业绩前瞻，高增速凸显投资价值。2022 年 4 月公司公告显示，员工持股计划考核指标为 2022/2023 年归母净利润不低于 10/12 亿元。2022 年 12 月公告显示，云计算及数字化转型营业收入和自主品牌营业收入 2023/2024 目标值为 90/120 亿元，若上述目标得以达成，公司中期业绩对应估值将得到进一步保障。

1 神州数码：肩负数字中国使命的践行者

1.1 立足 IT 分销，深耕云服务，发力信创赛道

立足 IT 分销，深耕云服务，发力信创赛道。神州数码控股由联想集团拆分成立，并进一步分离 IT 分销业务，成立神州数码。公司发展过程可分为三大阶段：**1) 业务发展阶段：公司成立至 2016 年**，通过长期深耕成为中国最大的、涉及领域最广的 IT 领域分销商；**2) 产品转型升级阶段：2016-2018 年**，公司全面收购上海云角信息技术有限公司，深度整合上海云角和神州云计算优势资源，基于云计算平台为汽车、零售等行业提供人工智能、大数据、物联网等解决方案。**3) 多点发力，高速增长：2018 至今**，公司与华为深度合作，并成立“华为事业群”。公司进一步深化云原生和数字原生服务，云原生已经步入快速发展期，公司已经实现了与开源生态的聚能和协同发展，打造 DevOps 解决方案，为企业用户提供 DevOps 工具链集成，实现一站式、可视化、平台化的项目集成管理和 CI/CD 快速迭代。**在产业布局方面**，公司在以鲲鹏算力核心之外，也进行多元化布局，积极拓展飞腾、龙芯 PC 产品线，完成产品研发生产并推向市场。

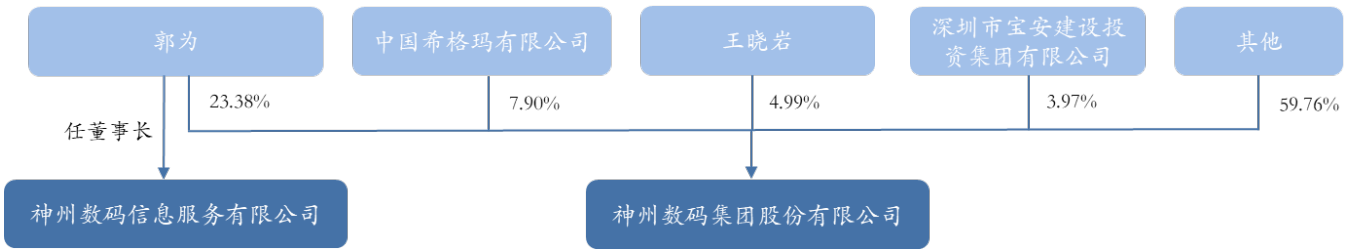
图表 1 神州数码发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

管理层产业经验丰富，公司治理稳健高效。神州数码控股有限公司实控人郭为，截至 2022 年 6 月，持股比例为 23.38%，现任神州数码控股有限公司董事局主席，曾担任联想集团执行董事、副总裁、科技发展公司总经理。公司第二大股东为王晓岩，截至 2022 年 6 月，直接持股比例 4.99%，曾担任联想集团高级副总裁。此外，郭为任神州数码 (000555) 董事长，主营业务为金融、政企、运营商 IT 软件服务及系统集成，二者能产生良好的协同效应。

图表 2 发展历程示意图



资料来源：IFIND，华安证券研究所

1.2 数字力量赋能产业升级，客户覆盖多层次、高质量

数字力量赋能产业升级，推动企业数字化转型。神州数码作为国内领先数字转型和云服务供应商，在数字产业化政策和云计算时代背景下，神州数码在 IT 分销业务的基础上，加速推动业务转型和资源配置，持续推进云服务和信创服务两部分业务发展，1) **IT 分销业务方面**，公司继续践行“数字中国”之理想，以生态体系为依托，紧抓行业热点机遇，聚合更多的厂商和合作伙伴，为客户提供更全更优的产品、方案和服务，在持续推动分销业务复合增长的同时，赋能产业数字化转型和数字经济发展。2) **云服务方面**，神州数码以构建云原生为基础，打造开源化能力，向下聚合，向上服务于应用转型管理，打造包括云管理服务 (MSP)、数字化解决方案 (ISV)、视频云产品及服务等数字化服务。3) **对于信创服务方面**，神州数码坚持自主创新、生态聚合推出神州鲲泰系列产品，并迅速在政企、金融、运营商、互联网、交通、能源等多个行业取得突破落地。

图表 3 公司业务矩阵



资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

数字产品服务优质客户，数云融合助力各行业数字升级。公司专注技术改革和企业数字化升级机遇，以客户需求为导向，以高效率和高技术为核心，服务于各应用场景，目前神州数码业务覆盖金融行业、零售行业、汽车行业、制造行业、文旅行业、医疗行业等多应用场景，并针对不同行业业务活动和客户需求，提供相关数字化转型解决方案。同时神州数码于 2022 年提出“数云融合”战略，持续拓展汽车、快销、零售、金融业务。神州数码与高科数聚达成战略合作，共同发布“神州云|数云汽车 io+服务”，聚焦汽车等垂直行业云及数据应用场景，推动“数云融合”场景落地。

图表 4 行业数云融合解决方案

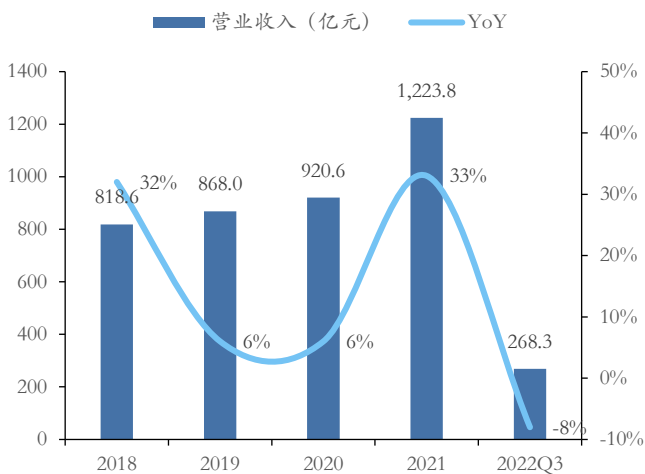


资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.3 盈利能力不断提高，业务结构不断优化

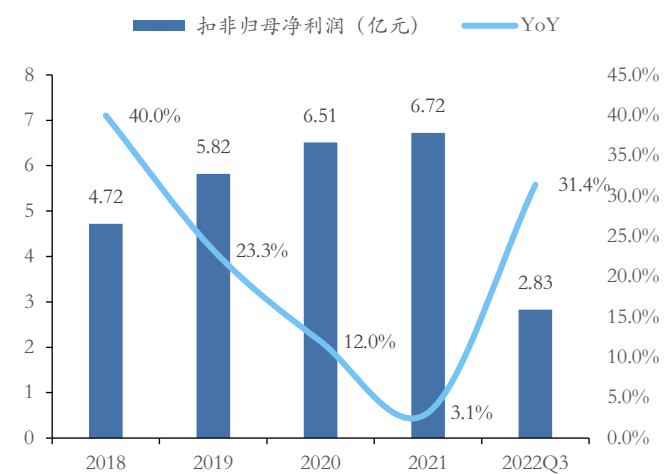
数字经济快速拉动需求，营收规模大幅增长。受益于国内企业数字化转型需求不断提高，营收方面2018年至2021年由818.6亿元增长至1223.8亿元，CAGR为14.3%，营收呈现逐年增长的特征，其中，2020年至2021年企业营业收入大幅度增长，增长率为33%，主要原因为2021年国产化替代加速导致神州数码三大主营业务规模迅速扩大，IT分销服务由886.5亿增加至1168.4亿元，增幅31.79%，云计算及数字化转型服务由26.7亿元增加至38.8亿元，增幅45.71%，信创服务由7.3亿元增加至16.5亿元，增幅126.86%。扣非归母净利润方面，由2018年的4.72亿元增长至2021年6.72亿元，CAGR为12.5%，2022年前三季度实现扣非归母净利润2.83亿元，较去年同期增长31.4%。

图表 5 神州数码营业收入及增速



资料来源：IFIND，华安证券研究所

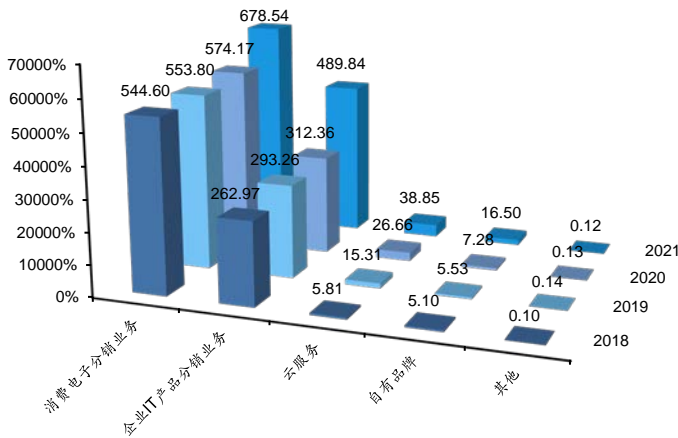
图表 6 神州数码扣非归母净利润及增速



资料来源：IFIND，华安证券研究所

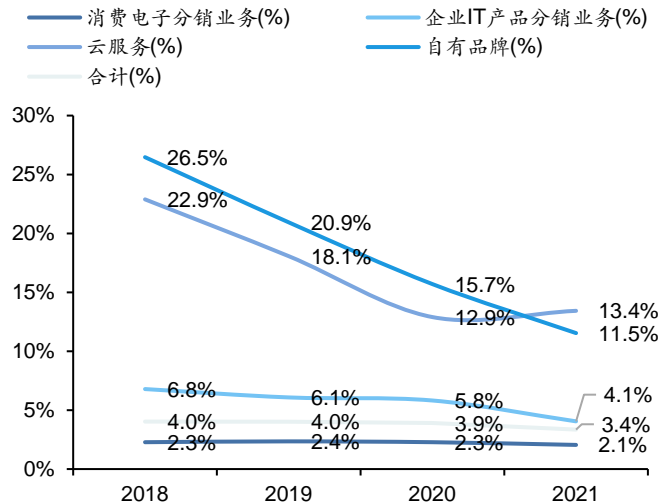
自营业务规模不断成长，行业竞争格局不断加剧。IT 分销业务，云服务，自有品牌为公司三大核心业务，2018 年至 2021 年，IT 分销业务占总营收 95%以上，云服务业务和自有品牌业务作为公司未来发展方向，占总营收比例逐年增加。公司三大核心业务毛利率略下降，主要原因为，计算机行业订单受疫情因素和芯片缺失供应链风险因素影响，行业平均毛利率均有下滑的趋势。随着公司云计算服务生态不断建设，不断提高自身产品价值，2022H1 神州数码云管理服务 (MSP) 收入 2.3 亿元，同比增长 36.5%，毛利率 47.2%，数字化转型解决方案 (ISV) 收入 0.4 亿元，同比增长 12.3%，毛利率 79.5%。

图表 7 神州数码分业务营收



资料来源：IFIND，华安证券研究所

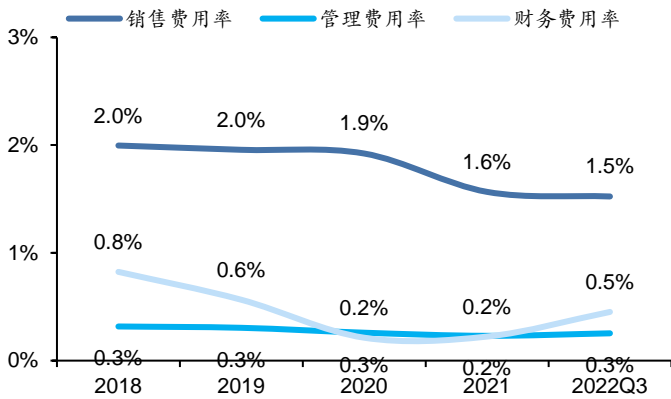
图表 8 神州数码分业务毛利率



资料来源：IFIND，华安证券研究所

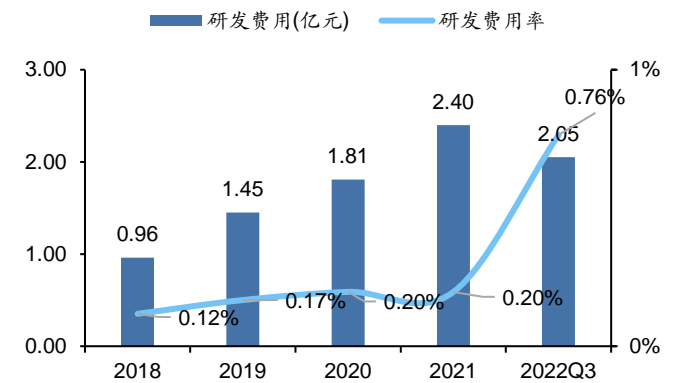
管理控制能力不断加强，研发投入逐年增加。一方面神州数码优化管理体系，提升精细化管理水平，管理费用率稳定至 0.2%左右，销售费用从 2018 年 2.0%降低至 2021 年 1.5%，财务费用受人民币汇率影响略有波动，整体稳定在 0.2%至 0.5%区间。另一方面，神州数码重视自主创新，加大技术研发投入，2021 年神州数码研发投入 2.4 亿元，同比增长 32.2%，拥有研发人员 593 人，占比 11.38%，同比增长 30.33%。公司 2022 年 Q3 研发投入 2.05 亿，较去年同期增长 33.11%。从研发投入向来看，主要为云服务业务和信创业务研发投入：1) 云服务项目主要包括数据库审计、自动化云运维平台的研发、贾维斯人工智能集成平台、构建为企业数字化赋能的全聚合服务平台 2) 信创服务项目包括信创盒式交换机等。

图表 9 神州数码费用率



资料来源: WIND, 华安证券研究所

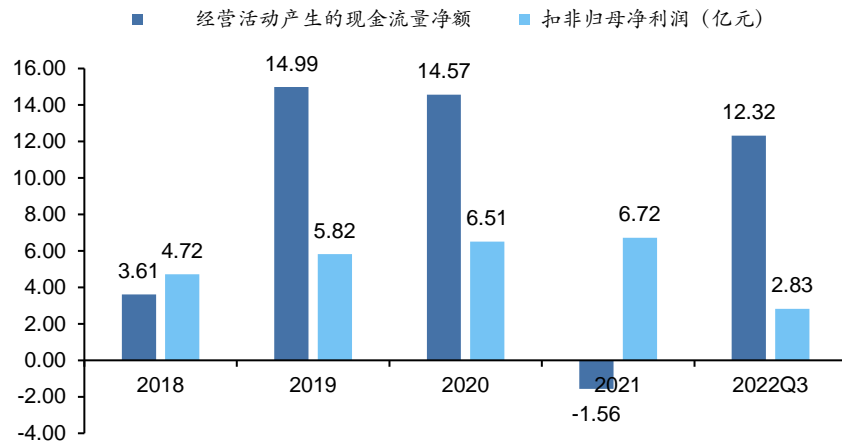
图表 10 神州数码研发费用与研发费用率



资料来源: WIND, 华安证券研究所

现金流量略有波动, 资产质量逐年提高。2018年至2020年经营活动产生的现金流量净额稳步增长, 其中2019年至2020年数额超过扣非归母净利润, 体现公司盈利能力较强, 2021年由于采购备货增加导致现金流流出, 流量净额为-1.56亿元。另一方面, 神州数码2019至2021年应收账款周转率为11.1/12.7/15.5呈现逐年增加的趋势, 体现其资产质量逐年提高, 神州数码在不断的提高自身技术优势, 优化内部管理和运营效率。

图表 11 神州数码经营活动产生的现金流量净额 (亿元)



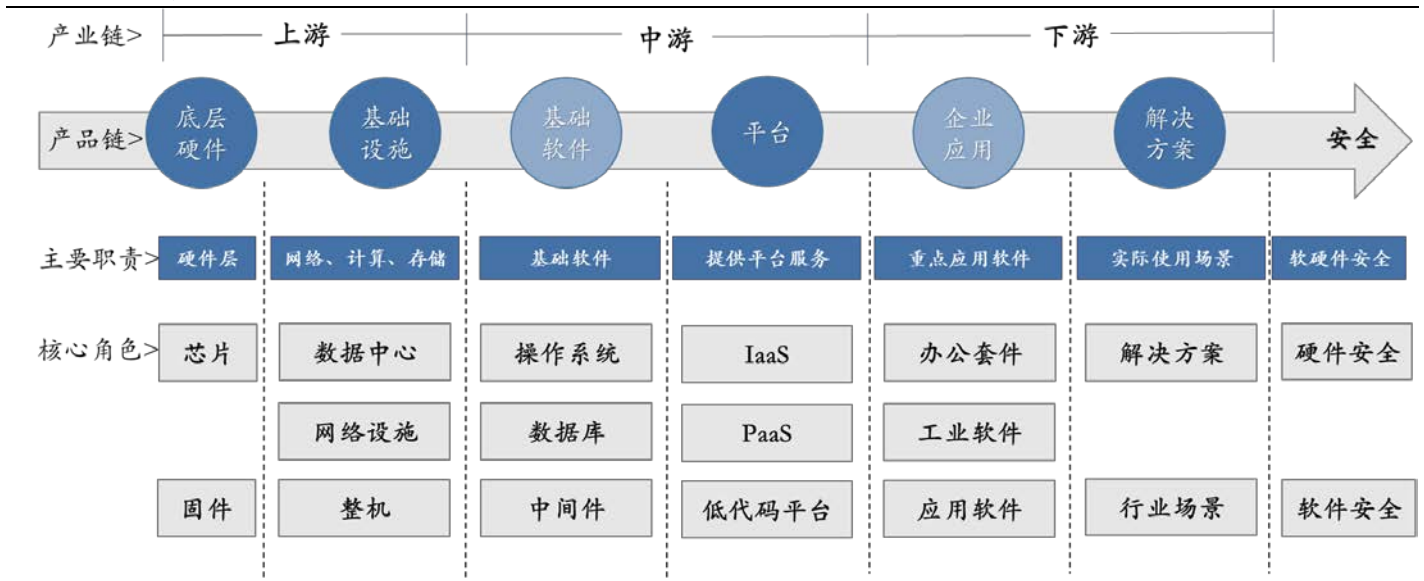
资料来源: WIND, 华安证券研究所

2 紧随设备国产化浪潮，加速推进信创业务

2.1 国家信创战略全面铺开，多因素推动信创产业发展

国家信创战略全面铺开，供需端推动信创产业发展。信息技术是国家发展的第一动力，由于过去中国 IT 底层标准、架构、硬件、软件由国外 IT 厂商渗透，中国 IT 行业发展格局受国外公司以及政策影响波动较大，信创由此而生，目前我国正逐步建立包括软件、硬件、全产业链的自主开发产品以及行业规范。信创是中国信息技术发展的必然之路，信创产业的发展主要因素来自于政策支持以及下游企业数字化转型需求。

图表 12 信创产业链



资料来源：海比研究院，华安证券研究所

政策持续推动产业发展，高投入刺激下游需求不断增加。从国家政策的角度来看，自 2019 年开始国家多部门协同推进信创产业发展，一方面加强建设以及关键核心技术开发，另一方面构建自主数据平台，鼓励企业数字化转型。而完成企业数字化转型的关键一步是国企央企以及相关党政军行业以身作则，率先建立信息平台。在政策的持续推动背景下，国产信创产品发展成为未来发展“高确定性”赛道。同时，针对信创企业国家推出“2+8+N”服务体系，指党政信息服务，金融、电力、电信、石油、交通、教育、医疗、航空航天服务，以及消费市场服务，国产服务器替换速度大幅加快。

图表 13 信创产业相关政策

时间	政策名称	核心政策	发布单位
2022/12/13	工业和信息化领域数据安全管理办法(试行)	工业和信息化领域数据处理活动及其安全监管, 工业和信息化领域数据分类分级、重要数据和核心数据识别认定、数据分级防护等标准规范, 指导开展数据分类分级管理工作, 制定行业重要数据和核心数据具体目录并实施动态管理。	工业和信息化部
2022/10/19	关于加强和改进工业和信息化人才队伍建设的实施意见	内容主要包括: 1) 建设战略科学家梯队 2) 支持一流科技领军人才和创新团队加快成长 3) 培育青年科技人才后备力量 4) 壮大高素质技术技能人才队伍 5) 加强企业经营管理人才队伍建设	工信部
2022/6/6	《国务院关于加强数字政府建设的指导意见》	1.到2025年, 数字政府顶层设计更加完善、统筹协调机制健全, 促进经济社会高质量发展、建设人民满意的服务型政府等方面发挥重要作用。 2.到2035年, 数字政府体系框架更加成熟完备, 数字政府基本建成, 为基本实现社会主义现代化提供有力支撑	国务院
2022/5/24	《“十四五”国家信息化规划》	围绕落实重大任务, 设立了5G创新应用工程、“智能网联”设施建设和应用推广工程、全国一体化大数据中心体系建设工程、数据要素市场培育工程、大数据应用提升工程、信息领域核心技术突破工程、信息技术知识产权与标准化创新工程、制造业数字化转型工程、智慧公安建设提升工程、人工智能社会治理实验工程、全国一体化政务服务提升工程、数字公共服务优化升级工程等17个重点工程。	发展改革委
2022/5/12	《关于开展“携手行动”促进大中小企业融通创新》	1.以创新为引领, 打造大中小企业创新链 2.以提升韧性和竞争力为重点, 巩固大中小企业产业链 3.以市场为导向, 延伸大中小企业供应链 4.以数字化为驱动, 打通大中小企业数据链 5.以金融为纽带, 优化大中小企业资金链 6.以平台载体为支撑, 拓展大中小企业服务链 7.以队伍建设为抓手, 提升大中小企业人才链	工业和信息化部 国家发展和改革委员会等
2021/12/12	《“十四五”数字经济发展规划》	1.加快建设信息网络基础设施、推进云网协同和算网融合发展、有序推进基础设施智能升级、提高“互联网+政务服务”效能、提升社会服务数字化普惠水平。 2.加快推动文化教育、医疗健康、会展旅游、体育健身等领域公共服务资源数字化供给和网络化服务, 促进优质资源共享复用	国务院
2021/12/24	《“十四五”推进国家政务信息化规划》	主要任务: 深化基础信息库共享应用、建设经济治理基础数据库、加快网络融合, 升级完善国家电子政务网络体系等。	发展改革委
2021/6/1	关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见	1.依托优质企业组建创新联合体或技术创新战略联盟, 开展协同创新, 加大基础零部件、基础电子元器件、基础软件、基础材料、基础工艺、高端仪器设备、集成电路、网络安全等领域关键核心技术、产品、装备攻关和示范应用。 2.推动国家重大科研基础设施和大型科研仪器向优质企业开放, 建设生产应用示范平台和产业技术基础公共服务平台。	工业和信息化部 科技部 财政部等
2021/12/1	《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》	1.以供给侧结构性改革为主线, 以智能制造为主攻方向, 以数字化转型为主要抓手, 推动工业互联网创新发展。 2.保障措施: 健全组织实施机制、加大财税资金支持、加快人才队伍培养、优化融合发展环境、加强国际交流合作。	工业和信息化部

资料来源: 华安证券研究所整理

信创产业市场规模逐年扩大,细分市场持续增长。在政策的大力推动背景下, 国内信创市场规模稳定扩大, 信创服务器作为企业数字化转型的基础设备, 单价为 4-5 万元左右, 配套服务器操作系统单价约为 1 万元每套, 经过测算信创产业潜在空间可达千亿级别(见下图), 其中服务器及周边领域仍是投资重点之一。展望 2023 年, 随着基础软硬件生产能力的逐步完善, 以及政策的全力推动, 规模化应用将带来可观的市场增量。

图表 14 国内信创市场规模测算

	2021	2022E	2023E	2024E
公务员及事业单位人员数量 (万人)	3800	3850	3900	3920
国企工作人员 (万人)	4000	4000	4000	4000
服务器规模测算:				
国内服务器需求量 (万台)	180	200	220	220
服务器平均单价 (万元)	5	5	5	5
国产服务器市场规模 (亿元)	900	1000	1100	1100
国内服务器市场毛利率	10%	10%	10%	10%
CPU规模测算:				
CPU占服务器成本比例	30%	30%	30%	30%
CPU国内市场规模 (亿元)	270	300	330	330
服务器操作系统规模测算:				
服务器操作系统单价 (万元)	1	1	1	1
操作系统国内市场规模 (亿元)	180	200	220	220
数据库规模测算:				
数据库配比比例	1/5			
数据库平均单价 (万元)	5			
数据库国内市场规模 (亿元)	300	360	420	480
办公软件规模测算:				
体制内工作人员人数 (万人)	7800	7850	7900	7920
办公软件平均单价 (元)	500	500	500	500
办公软件配比比例	1/2	1/2	1/2	1/2
办公软件国内市场规模 (亿元)	195.0	196.3	197.5	198.0
其他信创产品规模测算:				
邮箱国内市场规模 (亿元)	60	80	100	120
中间件国内市场规模 (亿元)	88	98	108	119
国内信创市场规模 (亿元)	1993	2234	2476	2567
增长率		11%	10%	4%

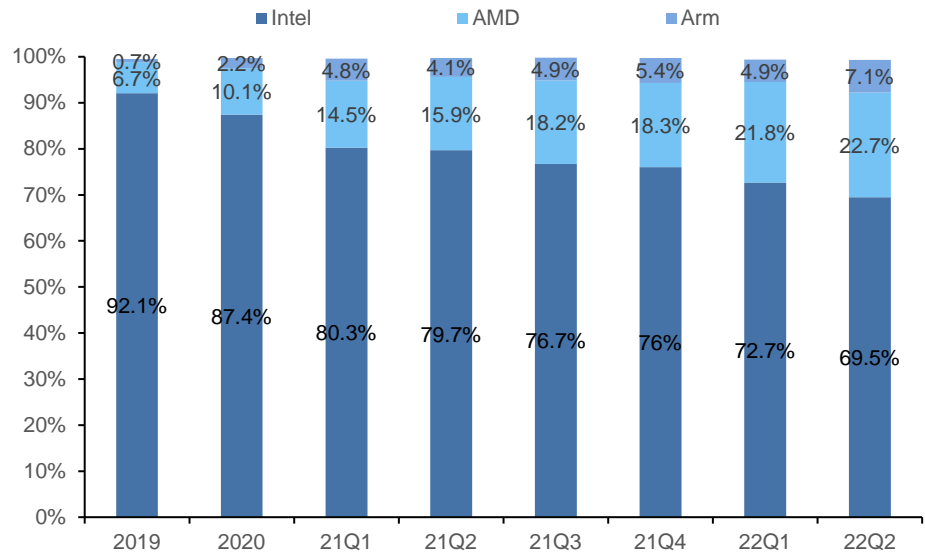
资料来源：华安证券研究所测算整理

2.2 “云+驱动”战略推动信创布局，“鲲鹏系”提升产品价值

ARM 架构正在挑战以 x86 为主流的服务器市场。2011 年推出的 ARM v8 架构，以及开放授权、高自由度等特性，受到芯片设计方青睐，该架构最早的商用处理器产品为 Apple 的 A7 处理器，凭借其出色的性能和能耗表现证明了其并不逊色于 x86 架构。从市场份额来看，搭载 ARM 处理器的服务器市场份额，已从 2019 年的约 0.7% 快速攀升至 2022Q2 的 7.1%，而以 Intel 和 AMD 为代表的 x86 处理器则持续下行，总份额由 2019 年的接近 99% 下降到 93%。

未来随着 ARM v9 (2021 年发布) 架构的迭代和生态的逐步成熟，该架构服务器产品有望不断向上突破市场空间。

图表 15 全球服务器市场份额



资料来源: Omdia, 华安证券研究所

服务器与消费端, ARM 双线突破。云计算方面, 随着亚马逊云科技 AWS 开发的 graviton 处理器产品逐渐获得市场认可, 并且积累了大量的服务实例, 包括数据库、分布式缓存等, 使客户获得具备显著性价比优势的完全托管式服务。消费端方面, 随着 Apple 将其消费端电脑产品全部转向 ARM 架构, 其在消费端生态有望迎来快速繁荣, 并反向促进服务端 ARM 生态的成长, 与此同时, 谷歌 Chromebook 以低价优势逐渐打开学生市场, ARM 版 Window11 也成功落地。

图表 16 AWS 旗下搭载 graviton3 处理器的服务器产品



资料来源: Infoq, 华安证券研究所

鲲鹏 920 是由华为自主研发设计的数据中心处理器, 采用 ARM v8 架构, 7nm 制程, 主频 2.6GHz, 单芯片支持 64 核 (另有 32、48 核), TDP 功耗为标准的 180w, 支持 8 通道 DDR4 内存及 PCIE4.0 通道, 集成 100Gbe 网络, 其内存带宽、算力均处于同类处理器前列, 网络吞吐量是业界标准 4 倍。

图表 17 华为鲲鹏



资料来源：海思官网，华安证券研究所

图表 18 鲲鹏系列处理器规格

系列	型号	核数	主频	内存通道数	TDP 功率
鲲鹏 920	7260	64	2.6	8	180
	5250	48	2.6	8	150
	5230	32	2.6	8	120

资料来源：华安证券研究所整理

“鲲鹏+鲲鹏泰”布局国产设备赛道，核心技术解决“卡脖子”问题。2020年初，公司加入华为鲲鹏生态系，加速布局和升级自有品牌“神州鲲鹏泰”从而打造“鲲鹏+鲲鹏泰”系列产品。借力鲲鹏，公司服务器产品计算能力以及耗能处于国产化 CPU 标杆水平。2022 年公司发布神州鲲鹏泰人工智能推理服务器以“鲲鹏+昇腾”为核心，可提供 128 个处理核心的算力，同时最大可支持 8 张华为昇腾 910，提供 512GB 推理缓存。目前神州数码已取得各行业数字化解决方案和人工智能数字化解决方案的实践案例，在未来，其核心技术加速推动信创产品的发展。

图表 19 神州数码信创主营产品

数据计算产品

单路服务器

- KunTai R222
- KunTai R224

双路服务器

- KunTai R522
- KunTai R524
- KunTai R722
- KunTai R724
- KunTai R524-4
- KunTai R2240

四路服务器

- KunTai R822

AI服务器

- KunTai A722



终端产品

台式机

- KunTai D350
- KunTai D525-2
- KunTai D526-2

笔记本

- KunTai L351



数据通信产品

交换机

ImCloud云平台

实训教学

渠道分销产品

无线产品

网络安全

路由器



资料来源：神州数码公司官网，华安证券研究所

品牌影响力逐步提升，信创产品定位更加清晰。一方面，神州数码信创产品和多企业进行产品兼容合作，合作伙伴包括中国电信、天翼云、麒麟、华为等知名企业，从而进一步开拓市场空间，**另一方面**，截至 2022 年 6 月，神州数码连续赢得“国家税务总局 2021 年税务系统线上批量集中采购计算机设备补充入围项目”、“厦门集美区鲲鹏等信创适配服务运营”、“中国移动 2021 年至 2022 年人工智能通用计算设备集中采购”、“中国移动 2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购”项目等。**神州信创产品定位是：“华为鲲鹏 CPU”为核心，以自身丰厚行业应用案例为辅助，构建自身信创产品生态，搭建各行业应用平台；**神州数码信创服务器聚焦大数据计算、分布式存储、数据库读写、web 高并发服务等多样化应用场景，在软硬件各层面进行系统联合调优，取得了鲲鹏服务器性能在运营商、金融等行业客户的选型测试中处于行业领先水平的斐然成绩。

图表 20 鲲鹏服务器应用案例

采购单位	行业	时间	集采项目
中国移动	电信行业	2022.10.19	采购神州鲲鹏系列PC服务器，投标报价为4.77亿元（不含税），中标份额30%
中国电信	电信行业	2022.02.26	本次服务器招标规模预估20万台，其中国产化服务器占比超25%
中国联通	电信行业	2022.02.17	湘江鲲鹏中标包二，投标总价1.45亿，份额50%
交通银行	金融行业	2021.8.31	交通银行业务系统，采用神州鲲鹏R722服务器，搭载open Euler操作系统，运行关系型Guass DB数据库和华为云。实现了ARM架构与x86架构的混合部署。
京东集团	互联网企业	2021.05.15	本项目底层硬件采用神州鲲鹏 KunTai R722服务器，其搭载的分布式网络存储系统采用可扩展的系统结构，利用多台存储服务器分担存储负荷，利用位置服务器定位存储信息，不但提高了系统的可靠性、可用性和存取效率，还易于扩展。
厦门市政府	行政单位	2020.2.19	神州数码将承接鲲鹏超算中心的建设与运营，并持续提供为期三年的专业超算服务。神州数码将助力厦门市建设一个具备多元算力的市级鲲鹏超算中心，为政府、企业、高校、科研机构提供海量存储、海量计算、大数据服务、人工智能等服务支持，为政务、医疗健康、教育、产业等多个领域的发展持续赋能。

资料来源：相关公司公告，华安证券研究所整理

图表 21 神州数码鲲鹏服务器产品

产品线	产品类别	最新产品	产品竞争优势
服务器	单路服务器	KUN TAI R224	KunTai R224服务器是基于华为鲲鹏920处理器的数据中心服务器，鲲鹏R224存储型是4U机架服务器。该服务器主要面向存储业务，具有高性能计算、大容量存储、低能耗、易管理、易部署等优点。
	双路服务器	KUN TAI R724	KunTai服务器是神州数码新一代数据中心ARM服务器，基于华为鲲鹏处理器。4U双路机架式服务器主要面向存储业务，具有海量存储、高性能、低功耗以及易扩展的特点，适合为大数据分析、软件定义存储等应用场景的工作负载进行高效加速。
	四路服务器	KUN TAI R822	支持华为自研的、面向服务器领域的64bits高性能多核鲲鹏920处理器，内部集成了DDR4、PCIe4.0、25GE、10GE、GE等接口，提供完整的SOC功能；单台服务器支持4个处理器、最大256个内核，能够最大限度地提高多线程应用的并发执行能力；支持多种灵活的硬盘配置方案，提供了弹性的、可扩展的存储容量空间，满足不同存储容量的需求和升级要求；支持灵活插卡，可提供多种以太网卡接口能力。
	AI服务器	KUN TAI A722	KunTaiA722基于华为鲲鹏920+昇腾310芯片的推理服务器，最大可支持8个Atlas300I推理卡，提供强大的实时推理能力，广泛应用于中心侧AI推理场景。
终端产品	台式机	KUN TAI D526-2	创新布局于 ARM 架构生态，在技术上实现了突破，具备支持多核、超大内存带宽、支持丰富的接口和高速网络等出众能力
	笔记本	KUN TAI L351	创新布局于LoongArch架构生态，在技术上实现了突破，具备支持多核、超大内存带宽、支持丰富的接口和高速网络等出众能力
数据通信产品	交换机	S16909E	有效适应园区网、数据中心网络、有线网、无线网、数据交换、安全防护、本地接入、远程接入、传统业务、SDN业务。S16909E支持芯片资源虚拟化技术，各种芯片表项动态可调整，如二层表项不足可把不需使用的其他表项资源调度过来，从而满足不同业务对网络的不同需求。
	无线产品	WL8200-X10	非常适合在AR/VR交互式教学、4K/8K高清视频流、多媒体、桌面云、电子书包教室、图书馆、报告厅、自习室、阶梯教室、会展中心等高密度高带宽接入场景使用

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

图表 22 神州数码中国移动 pc 服务器中标公告整理

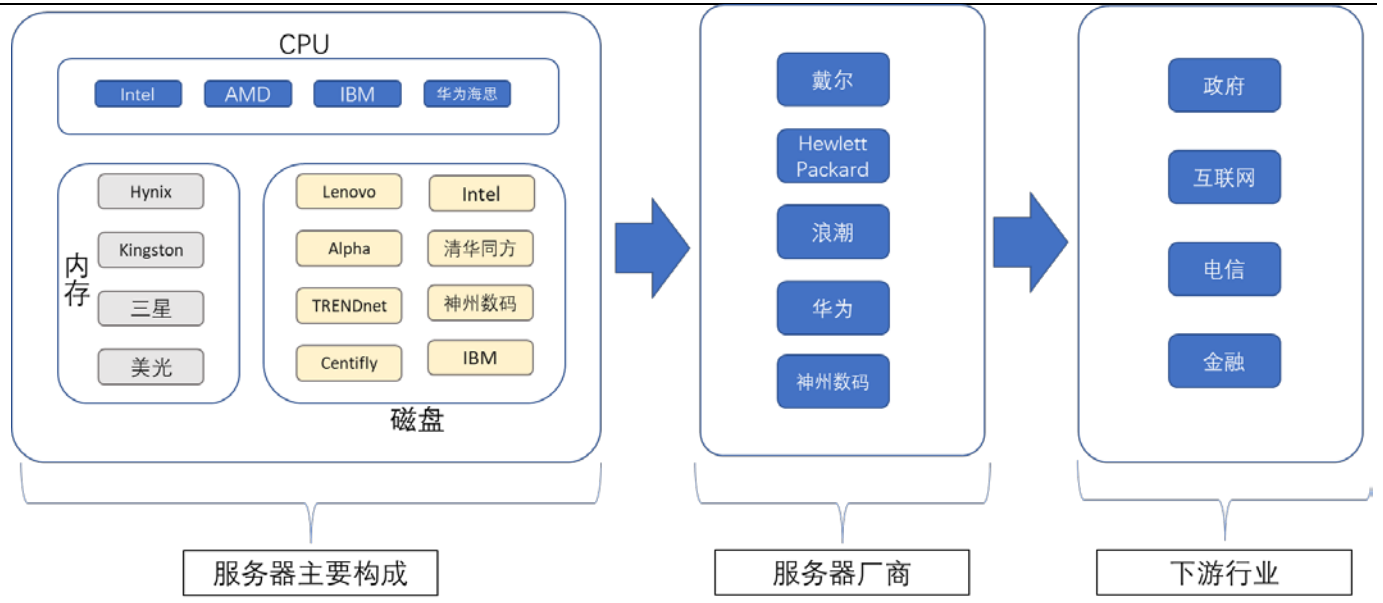
名称	公告时间	公告性质	标包序号	内容
2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购 (第 1 批次)	2022/2/17	中标候选人	8	标包 8: 神码中国为第 2 中标候选人, 投标报价: 2,373,395,314.83 元 (不含税), 中标份额 22.22%。
2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购 (第 1 批次)	2022/6/6	中标公告	8	标包 8, 1435 台, 占比 32.01%。
2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购 补充 采购 (第一期) (标包 1、2、3、4)	2022/6/15	中标候选人	1、2、3	标包 1 投标报价为 561,080,593.50 元 (不含税), 中标份额 30%; 标包 2 投标报价为 326,996,736.03 元 (不含税), 中标份额 10%; 标包 3 投标报价为 436,509,742.86 元 (不含税), 中标份额 22.22%
2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购 第二 批次 (标包 1-6)	2022/9/1	中标候选人	4、5、6	标包 4: 神码中国为第二中标候选人, 投标报价为 438,510,192.00 元 (不含税), 中标份额约 22.22% (按照 5 名中标候选人分配)。 标包 5: 神码中国为第一中标候选人, 投标报价为 56,166,375.00 元 (不含税), 中标份额 27.78%。 标包 6: 神码中国为第一中标候选人, 投标报价为 99,903,743.00 元 (不含税), 中标份额 27.78%
2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购 第二 批次 (标包 7-9)	2022/10/18	中标候选人	7、8、9	神州鲲泰系列 PC 服务器 。投标报价为 477,250,351.13 元 (不含税), 中标份额 30%
2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购 第二 批次 (标包 1-6)	2023/1/4	中标公告	2、3、4	标包 4: 1,445 台, 份额 27.79%; 标包 2: 300 台, 份额 30.00%; 标包 3: 220 台, 份额 27.16%。
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) 标包	2023/1/4	中标公告	1、2、3	标包 1: 255 台, 中标份额 33.33%; 标包 2: 200 台, 中标份额 33.90%; 标包 3: 1,532 台, 中标份额 31.56%。

资料来源: 相关公司公告, 华安证券研究所整理

2.3 服务器行业竞争格局、神州鲲泰竞争优势

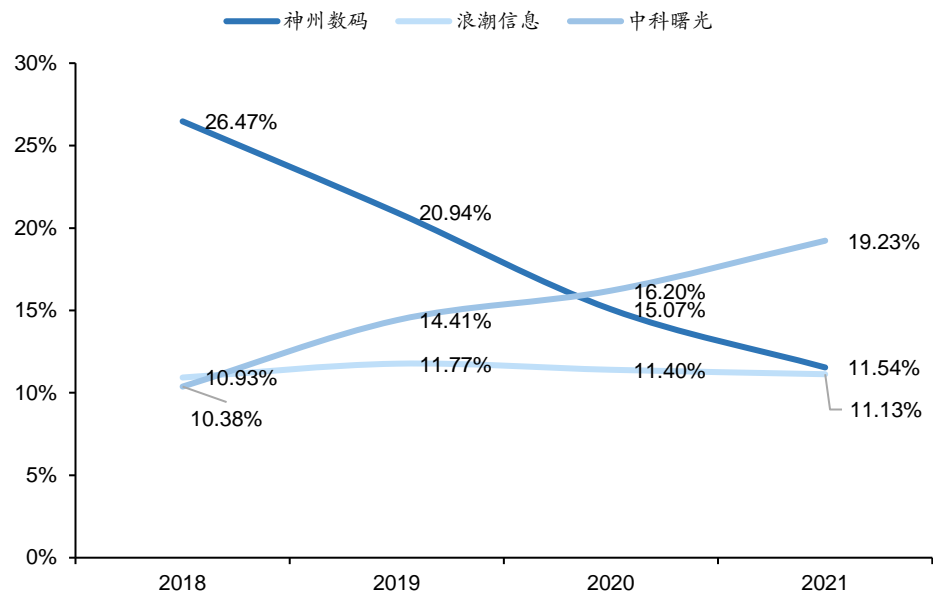
服务器行业竞争激烈, 下游行业需求不断增加。服务器是企业进行管理、生产的重要工具, 通用性服务器一般包括 CPU、内存、磁盘三部分。目前国内的主流服务器 CPU 厂商包括海光信息、兆芯、华为鲲鹏、飞腾等国产厂商。同时由于服务器相对上游企业技术壁垒较低, 行业竞争较为激烈, 其中对于基础性服务器, 芯片成本约占三成, 高性能服务器芯片成本占比更高, 目前国产服务器厂商主要包括浪潮、华为鲲鹏、神州数码、中科曙光、长城等, 据公司年报统计相关企业毛利率率如下图所示。同时下游企业在数字化转型政策的推动下, 对服务器需求持续上升, 主要投入包括: 采购、维护、软件配置等等, 体现服务器行业需长期技术革新, 服务下游客户保持自身行业竞争力。

图表 23 服务器产业链



资料来源：华安证券研究所整理

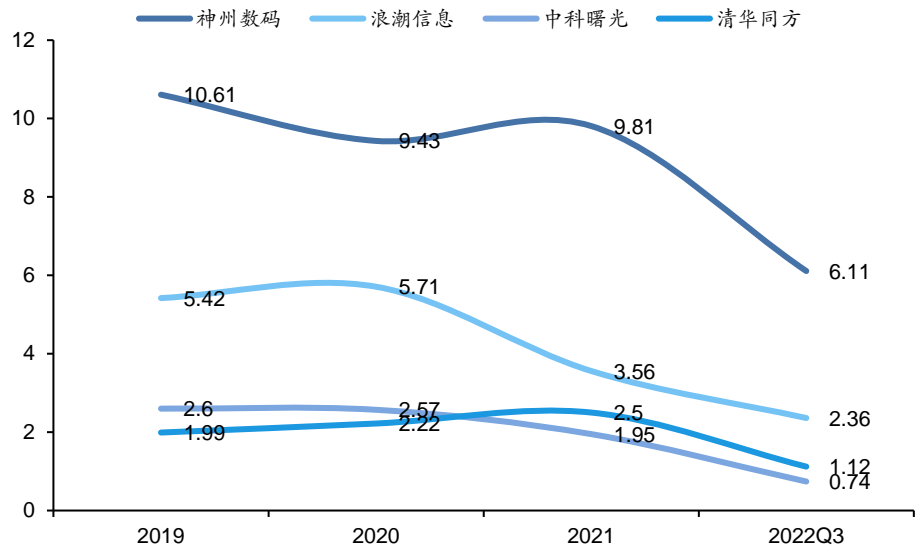
图表 24 服务器业务毛利率对比



资料来源：华安证券研究所整理

供应链管理能力强，营收规模迎来爆发式增长。服务器企业由于受到全球芯片供给周期影响，供货问题以及订单落地问题会影响企业未来发展以及融资能力。芯片能否及时配套服务器，从而按时确认收入，往往会影响企业的当年收入。作为IT分销行业企业，公司专注于公司运营效率，加强供应链管理。在同类型公司中，神州数码存货周转率具备一定优势。因此强大的运营能力有助于神州数码进一步扩大信创业务板块，建立自身品牌优势。同时，2019年至2021年神州数码信创业务营收快速增长，一方面来源于下游企业数字化转型需求增加，另一方面来源于企业产能得到释放，订单大量确认，体现神州数码信创业务规模在逐年扩大。

图表 25 存货周转率对比



资料来源：华安证券研究所整理

3 以云服务为核心，为企业全方位赋能

3.1 云原生推动云服务市场发展，市场规模迎来扩大趋势

云原生概念普及，推动中国企业数字化生态体系发展。技术的变革来源于理论的指导，相比较于传统云计算采用数据中心的技术体系和理论，云原生以云端服务为基础进行相关体系建设；概念由 Pivotal 公司于 2013 年提出，目前该公司对云原生概括为 DevOps+持续交付+微服务+容器化，1) **DevOps** 指全栈式开发团队，融合前端开发和运维为一体，来使得构建、测试、发布软件能够更加地快捷、频繁和可靠；2) **持续交付**指在不影响用户使用服务的前提下频繁把新功能发布给用户使用；3) **微服务**指以专注于单一责任与功能的小型功能区块为基础，利用模块化的方式组合出复杂的大型应用程序，实现低耦合，高内聚的软件模块，保证项目运行稳定性；4) **容器化**指把服务无差别地封装在容器里，从而使服务更便捷地管理和维护；正是由于云原生的抽象化、高协同性、持续交付等特点能有效契合于目前国内企业数字化发展需要，云原生将会代替传统云服务成为未来企业数字化转型的主要载体。

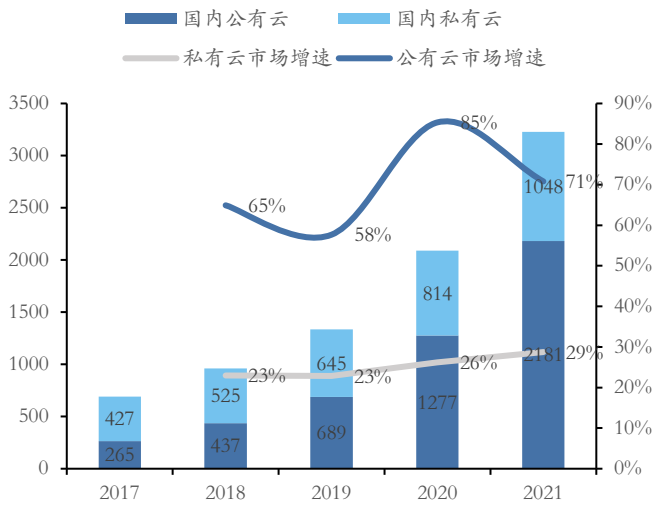
图表 26 云原生相关概念

云原生	微服务	应用间通过 RESTful API 通信 可以被独立部署、更新、重启 自动化发布管道, CI 工具
	DevOps	快速部署到生产环境 开发、运维协同合作
	持续交付	频繁发布、快速交付、快速反馈、降低发布风险
	容器化	微服务的最佳载体

资料来源：华安证券研究所

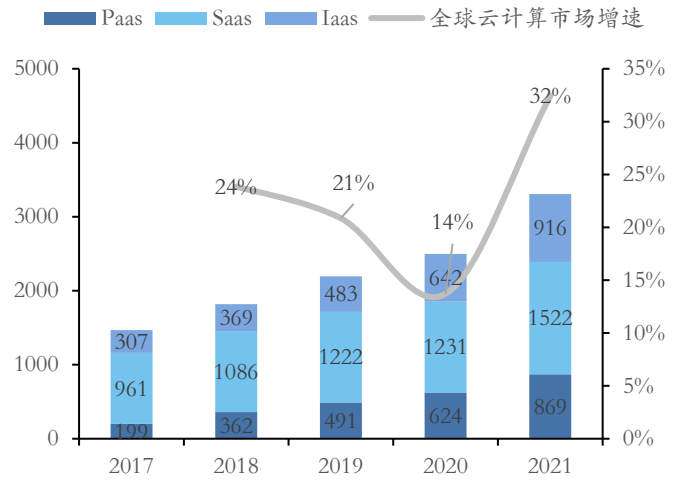
云计算市场触底反弹，国内市场高速增长。从全球云计算市场来看，随着全球经济受疫情影响逐渐缩小，云计算市场规模触底反弹，根据 Gartner 统计，2017 至 2020 年云计算市场规模增速下缓，2020 年至 2021 年增速达近年来最高增速，说明相关企业实现技术项目落地，企业生产呈现规模化；对于国内云计算市场，主要分为公有云和私有云两部分产品，公有云继续保持高速增长，私有云首次突破 1000 亿元，表明私有云赛道处于成长期，行业格局在不断形成；对于云原生所提供的 PaaS 服务平台，根据中国《2022 年云计算白皮书》数据显示，中国 PaaS 业务市场占比也在不断扩大，占总体市场规模约 3/4，同时 IaaS 业务增速保持在 80% 左右，随着下游企业数字化转型推进，相关业务将长期稳定发展。

图表 27 国内云计算市场规模 (亿元)



资料来源：中国通信院、华安证券研究所

图表 28 全球云计算市场规模 (亿美元)



资料来源：中国通信院、华安证券研究所

行业细分赛道多元，下游产业需求多元化。目前云原生细分赛道呈现多元化趋势，其中，**技术赋能型**核心价值在于将技术赋能于前端的应用和业务，降低技术的使用门槛；**应用开发型**核心价值在于提升应用开发效率；**集成服务型**核心价值在于解决数据孤岛问题并深度挖掘数据价值；**底座支撑型**核心价值在于提供以云原生技术为主的底层技术支持，其中技术赋能型赛道市场规模最大，应用开发型厂商集中度较低，数量较高。**另一方面**，云原生对于不同行业应用程度呈现多元化；具体来说，**互联网和信息服务行业**已实现云计算和自身业务的深度融合；**金融、政务、交通行业**采用云原生底层架构设计，通过云原生重构自身应用能力；**能源、医疗、工业行业**采用专有云和混合云同时部署，通过边缘侧云改造。

为企业数字化转型注入新能量，算力服务推进企业可持续性发展。随着云原生的技术发展，云原生技术为企业多方面发展带来全新的变革，1) **云原生能简化运维，从而加速企业数字化转型布局速度**，云原生声明式操作思想可以实现高弹性一致性部署，减少开发人员工作量，降低生产成本。2) **云原生能有效构建统一架构，实现跨平台业务协同**，云原生通过中心云、边缘云的管理模式实现跨云、跨集群的管理能力，通过分布式节点方法，进一步提高资源利用效率。**另一方面**，随着我国企业由产能创造价值转化为技术创造价值，高算力能力成为衡量企业数字化转型的重要指标，据中国信通院统计，算力发展指数提高1点能有效带动GDP增加1293亿元，算力能力有效渗透进入细分业务，为传统行业带来附加值提升，**云计算、边缘计算、智能计算能力**为企业生产、销售、管理带来效率提升。

图表 29 云原生、企业发展战略图



资料来源：中国信通院，华安证券研究所

3.2 数云融合深耕数字化赋能

战略实施落地，持续投入保证技术架构稳定性。数字化转型是近年来企业发展的重要手段，而转型是一个过程并非结果，企业在指定数字化战略到执行层落地往往存在差异，因此需要技术供应商不断地革新自身技术，正因此，神州数码专注于为企业数字化赋能，提出“数云融合”战略，通过可理解&可执行的指示和汇报循环迭代，帮助管理层更好地协同推进企业数字化进程；具体包括以下三种数字化升级模式：1) **数字化发展规划**，通过数据分析行业 IT 化现状和需求，理解业务需求和发展，结合自身实践经验和最新技术为企业制定架构，拟定方案，规划路径等。2) **企业架构规划**：基于业务战略目标出发，构建业务、数据、应用、基础设施及安全架构，为企业或者复杂平台的战略演进和后续项目实施夯实基础，确保业务目标能够落实到具体建设项目中。同时，**云计算服务的稳定性和安全性也是客户关注的重要因素**，神州数码内部总结整合行业解决方案，建设通明湖研究院专注于产品研发，自上而下打通云+信创业务整合，同时神州数码云原生研发团队取得多项行业认证，从而更好的完善自身业务服务下游企业。

核心云技术支撑业务发展，自主研发产品满足客户需求。神州数码自 2017 年收购上海云角后，公司由传统 IT 经销商角色转化为云服务和数字化转型供应商角色，通过成立云业务集团，整合原有技术优势，以“价值创造”为基础服务于不同行业不同企业的不同阶段数字化转型需求，其主要业务模式包括：

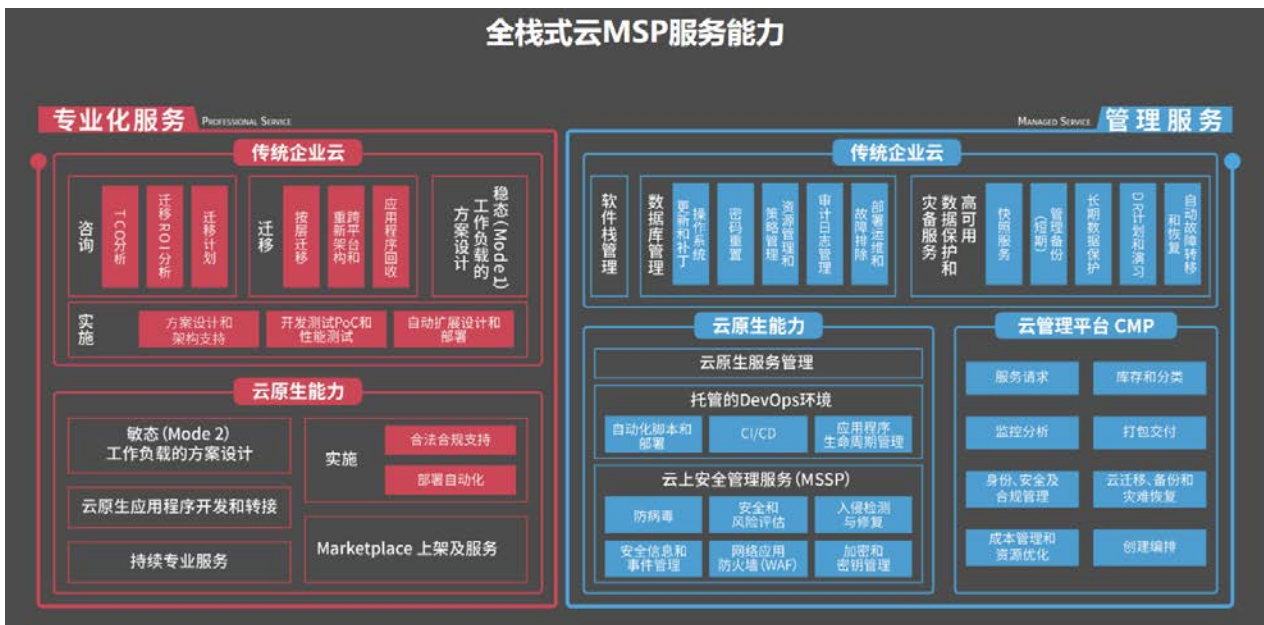
1) **云管理服务 (MSP)** 主要功能包括基于云原生环境，为客户提供数据咨询、迁移等管理工作，依托云原生特点，更好的保护客户数据安全、运行效率等需求。公司云管理服务能力已经覆盖全球五大公有云及华为云、中国移动云、京东智联云等国内主流公有云厂商，拥有从云到端完善的技术研发、方案服务能力。

2) **数字化解决方案**为各行业提供物联网、大数据、人工智能等基础、可复制性高

的解决方案，公司自主研发 TDMP 脱敏系统具有高性能、可扩展、高效率等特征，有效达到将隐私数据去敏感化的目的，该项目荣获“iTech2021”明星产品奖，并入选《2022 年中国网络安全市场全景图》数据安全分类下的数据脱敏细分领域。

3) **超算云上服务**是神州数码以厦门超算中心为核心算力通过弹性调控备用资源，配合鲲鹏服务器的场景应用灵活性更好的为客户提供**全生命周期数字化服务**。该项目也是神州数码未来的聚焦发力方向，可以根据用户需要，将自有品牌的服务器、自主知识产权解决方案等全面数字化能力融入超算中心的持续建设与运营，为区域产业的数字化转型持续赋能。

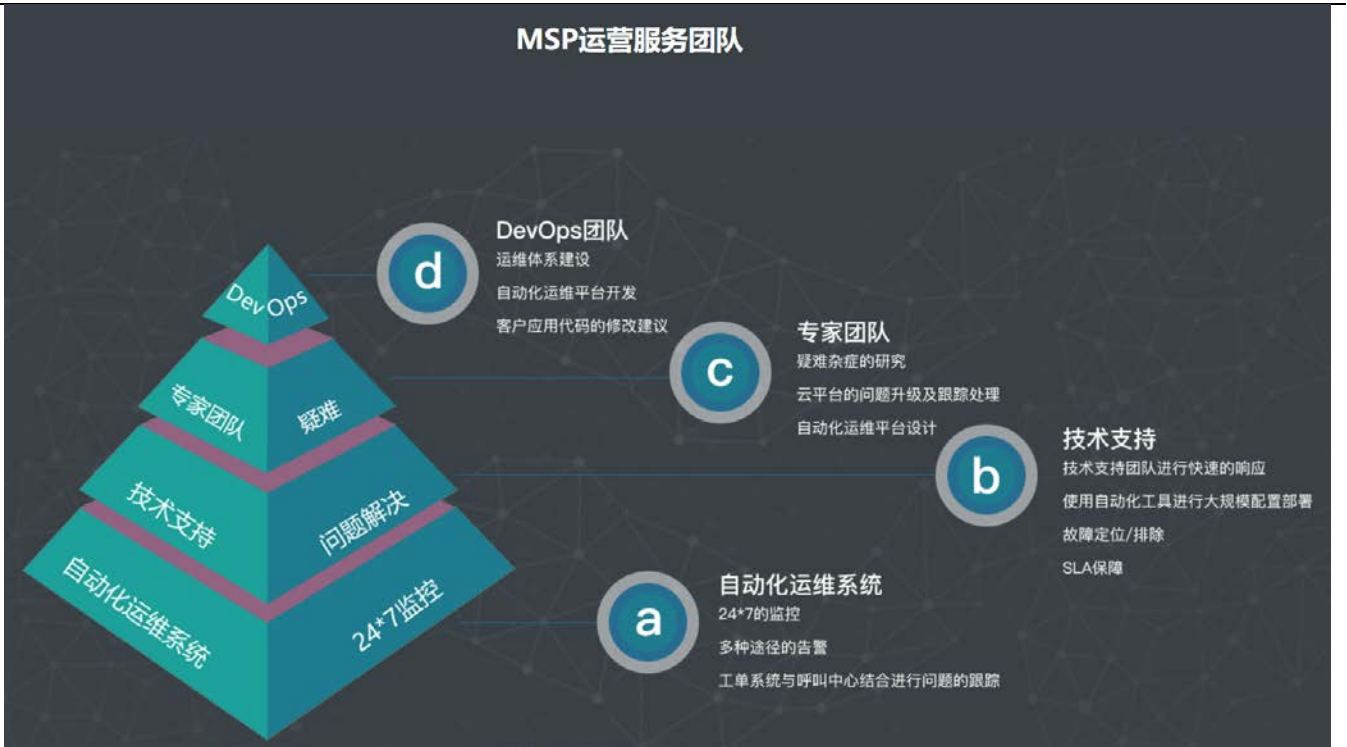
图表 30 神州数码云管理平台能力



资料来源：神州数码官网，华安证券研究所

业务盈利能力较为可观，专注优势赛道打造核心资源。2017 年至 2021 年公司三大云服务业务营收均呈现快速增长的发展趋势，其中云管理服务业务营收增速为 257%/11%/65%，表明公司云服务业务受到下游企业的关注和接受，同时公司云服务业务毛利率较高，截至 2022 年神州数码半年报数据，公司 MSP 业务，ISV 业务，ACG 业务毛利率分别为 47.21%/79.48%/7.18%，表明公司三大云业务具有可持续盈利能力以及巨大的潜在发展空间，而作为高投入、高回报的软件行业，神州数码的财务特征能有效体现自身业务的高技术性和高盈利能力；同时神州数码的三大云业务具有互联互助的可持续盈利关系，首先，公司通过信创产品以及数字化解决方案、视讯云等服务，为客户提供数字化转型以及上云服务，同时，企业仍需要后续管理相关数据，从而提高自身管理、生产效率等关键因素，神州数码通过 MSP 云管理服务平台为客户保持长期的合作与联系。由于 MSP 业务赛道目前较为分散，神州数码未来围绕 MSP 业务为核心，打造自身服务价值和领先技术。

图表 31 神州数码 MSP 服务团队体系



资料来源：神州数码官网，华安证券研究所

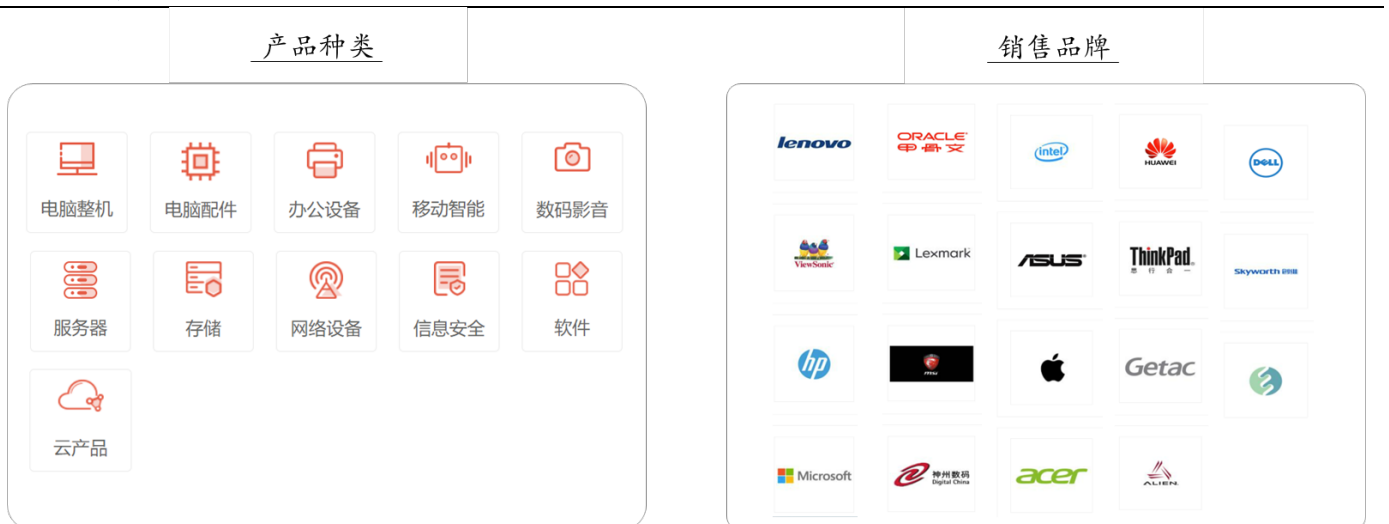
不断提高云管理市场竞争能力，横纵两方面强化不断前行。据 IDC《中国第三方云管理服务市场份额报告，2020》数据显示，2020 年中国第三方服务市场规模达到 6.8 亿美元，同比增长 21.4%，2025 年市场规模预计为 37.4 亿美元。2019 年市场集中度为 30.4%，2020 年同比有所增加，埃森哲、中软国际、神州数码、IBM、安畅网络、伟仕佳杰这前六大厂商共同占据将近 34% 的市场份额。表明云管理服务产业壁垒逐渐形成，产业发展追求统一化、标准化。在此之后，神州数码通过横向与纵向延伸业务范围，**横向来说**，公司与多家供应商合作，加入红帽云计算及服务供应商认证，提高运营灵活性并保持竞争优势，进一步提升咨询、迁移、运维、优化、安全、培训等全生命周期的云管理服务能力。**纵向来说**，公司不断完善自身技术能力，强调优质的项目服务能力与实践能力为企业级客户提供更深、更广的全方位自动化云管理服务。

4 重塑企业资源优势，升级产业科技能力

4.1 积累传统 IT 分销资源，转型成为科技型服务企业

传统 IT 分销巨无霸，拥有行业海量渠道资源。从公司开展 IT 分销业务以来，其为神州数码保证了有效的现金流支持，从 2018 年至 2021 年，企业 IT 分销业务营收占总营收的 32.12%/33.78%/33.93%/40.02%，一方面，公司作为国内 IT 分销行业龙头，多年来积累众多行业经验，聚合更多的厂商合作伙伴，截至于 2021 年数据，公司代理的的苹果、戴尔、新华三等业务均实现了大幅增长，戴尔、斑马、EPSON、Intel、希捷、思科、Polycom、IPS、Citrix、F5、EMC 等业务继续保持厂商份额领先。**另一方面**，由于公司拥有较强的运营水平能力，不断优化资金使用效率，提高存货周转率等相关营运能力指标，同时，公司不断强化自身营销能力，围绕客户和渠道建设“数字中国服务联盟”，以共建、共享、共治为理念，汇聚可信赖的合作伙伴，为用户提供一站式数字化服务；截至 2022 年联盟已联接起 60 家数字化服务领域上下游优秀企业，覆盖多个行业细分领域，成为推动数字经济发展的—支重要力量。

图表 32 神州数码 IT 分销产品



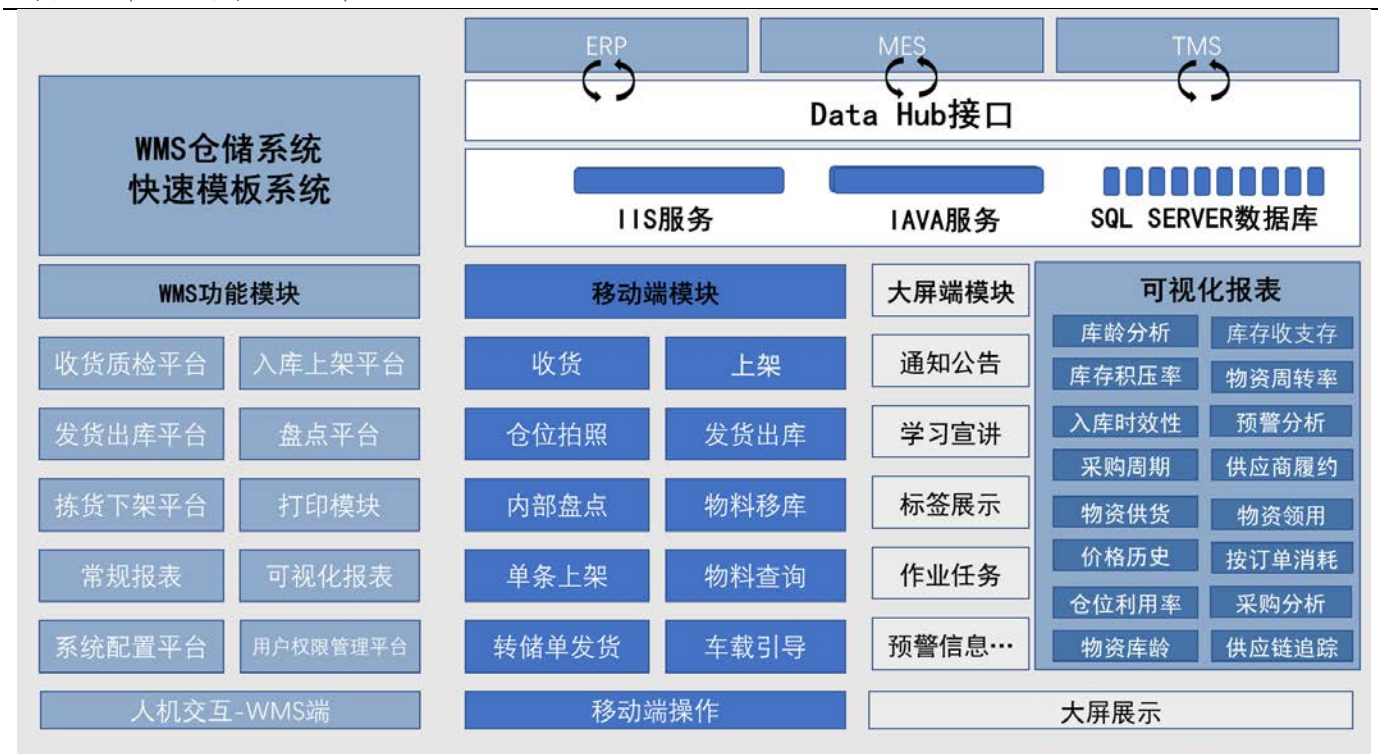
资料来源：神州商桥官网，华安证券研究所整理

优秀资源迁移至云服务业务，持续为企业数字化转型赋能。在国内数字化转型的背景驱动下，公司作为数字中国的践行者、牢牢抓住时代机遇，聚合更多的合作伙伴，同时更加专注于下游企业的数字化需求，截至 2022 年，公司不断利用自身分销渠道以及资源、强化自身云服务、信息创新服务能力；利用自身在供应链端的优势，逐步打通上下游产业，**上游资源配置创新**，积极参与信创改革，强化自身信创能力，其中包括：硬件（服务器、交换机、终端等）、软件（MSP、ISV、视讯云）产品，**下游资源配置聚合**，针对于信创“2+8+N”类型企业，神州数码坚持数云融合业务模式，深耕产业数字化业务，深度理解业务需求并提供相关解决方案。

4.2 赋能各行业数字化转型，助力数字中国发展

基于云+端架构解决仓储智能化数字化转型。随着国内后疫情时代结束，经济复苏以及消费需求提升背景下，企业仓储能力以及供应链稳定性逐渐成为企业竞争客户订单的核心竞争力，面对突如其来的订单增加，企业往往存在：1) 难以实现快速的资源调配以及库存调整；2) 人员调度不足；3) 成本不断叠加的问题，而神州数码提出的云+端解决方案有效利用终端采集相关信息，同时利用云计算存储、计算、分析信息从而达到效用最大化。该项解决方案，以条形码、RFID 扫描技术为基础，融合 IOT 平台技术，对物资的动态管理，业务精细化管理，解决仓储环节中的痛点，提升仓储作业效率、管理水平和服务水平。

图表 33 神州数码智慧仓储解决方案



资料来源：神州商桥官网，华安证券研究所整理

神州数码实现自动化、高精度、全流程数字化仓储服务，有效实现精细化管理。智能仓储管理系统依托云计算以及终端设备提供主要五种服务。1) **资产盘点系统**：借助RFID手持终端读取资产信息，并上传云服务平台，能有效提升盘点效率。2) **资产出入库管理系统**：利用RFID终端读取信息，并上传至云服务平台进行资产实时监控与数据统计，有效实现资产可视化。3) **资产实时定位管理系统**：通过终端识别资产信息，实现资产流转过程中的可视化。4) **智能识别系统**：借助OCR、ASR技术实现语音文字互相转化，能有效提高管理效率。5) **叉车RFID应用系统**：通过在仓储叉车上安装RFID读写套件，通过仓库的边缘计算设备以及云端感应装置，合理规划叉车运行路线以及人员配置，从而更方便管理人员管理仓储信息，提高管理效率以及信息质量。通过上述仓储服务，神州数码帮助企业实现降本增效、保障作业精准、优化资源配置等。成功项目案例包括中海油仓储项目、上海医药仓储项目、DHL仓储项目等。

图表 34 神州数码仓储服务业务



资料来源：公司官网，华安证券研究所

鲲鹏+数据脱敏业务，有效实现行业数据安全解决方案。随着大数据时代到来，一方面提高了信息的潜在商业价值另一方面也带来了隐私、敏感信息保护方面的潜在问题。而脱敏解决方案能有效的释放数据带来的商业价值的同时保护数据的隐私安全，神州数码深耕数据脱敏项目六年，设计 TDMP 专业级数据脱敏解决方案，强调高安全性、高可用性、高可靠性、高稳定性、高效率的特性，从测试、开发、培训、分析等多个场景对隐私数据进行全方位保护，同时神州数码利用自身资源优势，聚合多家主流数据库信息、大数据平台等，具有广泛的数据源支持，针对不同行业数据脱敏方案有效提供相关专业解决策略，包括个人基本信息、医疗卫生、教育、金融、制造、政务等各种行业或类别的内置策略。还可以设置策略种子、策略是否可逆等，神州数码数据脱敏解决方案能有效为客户提供防止企业内部隐私数据管理，防止数据泄露，满足企业保护隐私数据和合规性的要求。

图表 35 数据脱敏解决方案项目

神州鲲泰 × TDMP 数据脱敏一体机



资料来源：公司官网，华安证券研究所

5 投资建议

5.1 基本假设与营业收入预测

一、IT 分销业务:

- 1) 受疫情影响逐步消退影响, 消费电子有望迎来触底反弹, 受制于高基数, 总体维持较小幅度增长;
- 2) 企业 IT 分销受到数字化加速、下游重点行业投入有望同比增加;
- 3) 受分销业务本身属性影响, 毛利率水平仍将维持较低位置, 但下降空间有限;

二、云相关业务

- 1) 云管理业务享受行业高 β , 未来两年行业整体将有望呈现 40%以上高同比增速, 同时受益于公司强大的渠道优势, 市占率有望维持稳中有进, 且逐步向新马泰等海外地区进行业务拓展;
- 2) 云转售业务方面, 公司与华为云、中国移动云、京东智联云等上游一线供应商合作密切, 并系阿里云全国总经销商、MSP 核心合作伙伴, 在行业中担任领导者角色;
- 3) 数字化解决方案方面, 公司累计帮助零售、快消、文旅、金融等多个行业实现项目落地; 数据脱敏系统全面适配国产服务器及操作系统, 未来有望伴随信创一同实现扩张;

三、自有品牌业务

- 1) 搭载国产 ARM 处理器的鲲鹏服务器产品出货高速增长, 在政企、金融、运营商、互联网、交通、能源等多个赛道突破落地。未来伴随着国产数据库、中间件、操作系统的适配完善, 整体生态将迎来快速繁荣;
- 2) 多元布局, 除鲲鹏计算平台外, 公司积极拓展飞腾、龙芯 PC 产品线, 对冲供应链风险, 并满足复杂的下游需求。
- 3) 国产化加速, 信创产业链投资及下游需求在中短期呈现高度景气。

图表 36 神州数码分项业务收入 (亿元)

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
消费电子分销业务	营业收入	574.2	678.5	705.7	741.0	770.6
	同比增速	3.7%	18.2%	4.0%	5.0%	4.0%
企业 IT 产品分销业务	营业收入	312.4	489.8	514.3	540.0	561.6
	同比增速	6.5%	56.8%	5.0%	5.0%	4.0%
云管理服务 MSP	营业收入	2.1	3.4	4.6	7.4	10.5
	同比增速	10.6%	64.6%	33.3%	62.0%	41.7%
云转售	营业收入	23.8	34.4	51.6	74.8	108.4
	同比增速	89.6%	44.7%	50.0%	45.0%	45.0%
数字化转型解决方案 ISV	营业收入	0.8	1.0	1.4	1.9	2.5
	同比增速	-7.95%	27.16%	35.00%	35.00%	35.00%
自有品牌	营业收入	7.3	16.5	26.4	39.6	59.4
	同比增速	31.5%	126.9%	60.0%	50.0%	50.0%
其他	营业收入	0.13	0.12	0.12	0.13	0.13
	同比增速	-1.25%	-13.89%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: WIND, 华安证券研究所

5.2 估值和投资建议

受益于国内数字化进程不断推进、信创应用有望大规模落地、云计算行业景气度持续，综合考虑公司股权激励目标。我们预计神州数码 2022-2024 年分别实现收入 1304/1405/1513 亿元，同比增长 6.6%/7.7%/7.7%；实现归母净利润 10.4/12.1/13.7 亿元，同比增长 337.0%/16.0%/13.8%，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 37 重要财务指标 (百万元)

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	122,385	130,409	140,483	151,329
收入同比(%)	32.9%	6.6%	7.7%	7.7%
归属母公司净利润	238	1,040	1,207	1,373
净利润同比(%)	-61.8%	337.0%	16.0%	13.8%
毛利率(%)	3.3%	4.6%	5.0%	4.9%
ROE(%)	4.4%	15.8%	15.9%	15.9%
每股收益(元)	0.36	1.57	1.80	2.05
P/E	43.93	13.93	12.16	10.68
P/B	1.72	2.05	1.82	1.59
EV/EBITDA	24.10	19.55	14.05	12.68

资料来源：WIND，华安证券研究所

风险提示：

- 1) 行业竞争加剧，盈利质量承压；
- 2) 芯片供应链受阻；
- 3) 下游需求扩张不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	32,333	63,528	66,700	62,054	营业收入	122,385	130,409	140,483	151,329
现金	4,614	39,123	35,121	33,292	营业成本	118,287	124,348	133,392	143,857
应收账款	8,717	8,871	10,076	10,333	营业税金及附加	117	125	135	145
其他应收款	292	311	335	361	销售费用	1,917	2,029	2,172	2,324
预付账款	3,480	3,708	3,995	4,303	管理费用	522	556	599	646
存货	14,554	10,796	16,397	12,929	财务费用	273	974	1,386	1,274
其他流动资产	676	11,516	17,173	13,765	资产减值损失	193	160	219	193
非流动资产	6,621	6,611	6,238	6,136	公允价值变动收益	(69)	0	0	0
长期投资	203	203	203	203	投资净收益	(559)	(201)	(66)	(22)
固定资产	194	177	158	139	营业利润	490	2,054	2,549	2,901
无形资产	2,288	2,214	2,140	2,067	营业外收入	11	2	0	0
其他非流动资产	3,936	4,016	3,737	3,728	营业外支出	(2)	0	0	0
资产总计	38,953	70,139	72,937	68,190	利润总额	503	2,056	2,549	2,901
流动负债	30,495	60,707	62,443	56,493	所得税	253	1,035	1,284	1,461
短期借款	10,933	45,025	40,376	37,865	净利润	250	1,021	1,266	1,440
应付账款	16,882	12,865	19,046	15,369	少数股东损益	12	(20)	59	67
其他流动负债	2,679	2,817	3,022	3,259	归属母公司净利润	238	1,040	1,207	1,373
非流动负债	1,842	1,842	1,842	1,842	EBITDA	958	3,132	4,037	4,277
长期借款	1,701	1,701	1,701	1,701	EPS (元)	0.36	1.57	1.80	2.05
其他非流动负债	141	141	141	141					
负债合计	32,337	62,549	64,285	58,335					
少数股东权益	536	516	575	642					
股本	661	661	668	668					
资本公积	3,823	4,448	5,078	5,793					
留存收益	1,597	1,966	2,330	2,752					
归属母公司股东权益	6,081	7,075	8,077	9,214					
负债和股东权益	38,953	70,139	72,937	68,190					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(156)	1,639	2,303	2,214
净利润	250	1,021	1,266	1,440
折旧摊销	144	102	102	102
财务费用	273	974	1,386	1,274
投资损失	559	201	66	22
营运资金变动	(2,204)	(659)	(517)	(624)
其他经营现金流	822	0	0	0
投资活动现金流	(289)	(201)	(66)	(22)
资本支出	(706)	0	0	0
长期投资	322	(201)	(66)	(22)
其他投资现金流	95	0	0	0
筹资活动现金流	1,027	33,071	(6,238)	(4,021)
短期借款	802	34,091	(4,649)	(2,511)
长期借款	(313)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	538	(1,021)	(1,590)	(1,510)
现金净增加额	582	34,508	(4,002)	(1,828)

资料来源: WIND, 华安证券研究所

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	32.94%	6.56%	7.73%	7.72%
营业利润	-46.55%	319.18%	24.13%	13.80%
归属于母公司净利润	-61.85%	336.96%	15.97%	13.80%
获利能力				
毛利率(%)	3.35%	4.65%	5.05%	4.94%
净利率(%)	0.19%	0.80%	0.86%	0.91%
ROE(%)	4.42%	15.82%	15.93%	15.88%
ROIC(%)	2.83%	4.08%	3.72%	4.13%
偿债能力				
资产负债率(%)	83.01%	89.18%	88.14%	85.55%
净负债比率(%)	121.21%	100.16%	80.39%	63.65%
流动比率	1.06	1.05	1.07	1.10
速动比率	0.58	0.87	0.81	0.87
营运能力				
总资产周转率	3.51	2.39	1.96	2.14
应收账款周转率	14.83	14.83	14.83	14.83
应付账款周转率	8.36	8.36	8.36	8.36
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.36	1.57	1.80	2.05
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.24)	2.48	3.45	3.31
每股净资产(最新摊薄)	9.20	10.71	12.08	13.78
估值比率				
P/E	43.9	13.9	12.2	10.7
P/B	1.7	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	24.10	19.55	14.05	12.68

分析师与研究助理简介

分析师: 尹沿技, 华安证券研究总监、研究所所长兼 TMT 首席分析师, 曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。
分析师: 王奇珏, 华安计算机团队联席首席, 上海财经大学本硕, 7 年计算机行研经验, 2022 年加入华安证券研究所。
联系人: 张旭光, 凯斯西储大学金融学硕士, 主要覆盖电力信息化和人工智能, 2021 年 8 月加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。