

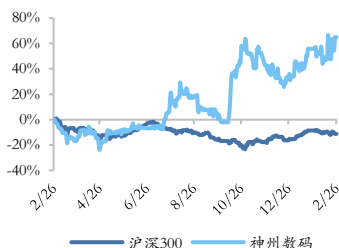
对外投资山石网科，技术与渠道强强联合

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-2-26

收盘价（元）	27.01
近12个月最高/最低（元）	29.3/12.45
总股本（百万股）	668.85
流通股本（百万股）	548.64
流通股比例（%）	82.03
总市值（亿元）	180.66
流通市值（亿元）	148.19

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_公司研究_计算机行业_深度报告_发力信息技术应用创新，数云融合实现产业升级》2023-1-9

1. 《华安证券_公司研究_计算机行业_点评报告_公司点评_神州数码_盈利表现符合预期区间，信创战略注入增长动力》2023-1-30

主要观点：

● 事件概况

2月26日，神州数码集团股份有限公司的全资子公司神州云科（北京）科技有限公司与越超高科技有限公司签署了《股份转让协议》。其中，神州云科以自有或自筹资金受让越超高科持有的山石网科通信科技股份有限公司（股票代码688030.SH）的0.22亿股股份，价款总额为4.48亿元。本次交易完成后，神州云科持有山石网科的股份比例为11.95%。神州云科将向山石网科推荐2名非独立董事和2名高级管理人员。

● 神州云科将成为山石网科的第一大股东，技术与渠道强强联合

本次交易完成后，神州云科持有山石网科的股份比例为11.95%，高于第二大股东田涛的7.44%，系山石网科第一大股东。与此同时，神州云科系神州数码全资子公司。我们认为，本次投资将为两家公司进行深度合作、深化资源互补，拓展产品在网络安全及信创市场的应用广度。

神州数码作为国内IT分销领军企业，具备强大的代理渠道网络，在云计算及数字化、信息技术应用创新、IT分销及增值服务等领域皆拥有较强的实力，或有能力帮助山石网科强化其渠道铺设和产品嵌入协同（神州数码泛信创服务器产品与山石网科网安产品）。

● 强化网络安全及信创产业布局，践行数云融合战略

神州数码方面，2022年度业绩预报显示，公司云计算及数字化转型业务收入预计同比增长28%-35%，自主品牌（主要为信创服务器）业务收入预计同比增长50%-60%。在“数云融合”战略的主导下，公司云业务三向并进，MSP（云代管）、ISV（数字化）及ACG（云转售）持续发力。此外，公司鲲鹏服务器近期不断中标，信创业务规模有望在中期维持较高增速。

山石网科方面，公司紧跟网络安全SaaS和云服务理念，专注于网络安全领域前沿技术的创新，不断推出技术领先的国产网安软硬件产品，践行信创战略。

二者将在先前已存在的代理关系上更进一步，加深神州数码的网安生态布局，同时强化山石网科在业内的竞争优势。

● 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。我们预计公司2022-2024年实现收入1166/1260/1362亿元，同比增长-4.7%/8.0%/8.1%；实现归母净利润10/12/14亿元，同比增长325.6%/20.5%/15.74%，维持“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	116,577	125,960	136,225
收入同比(%)	32.9%	-4.7%	8.0%	8.1%
归属母公司净利润	238	1,013	1,221	1,413
净利润同比(%)	-61.8%	325.6%	20.5%	15.7%
毛利率(%)	3.3%	4.8%	5.3%	5.2%
ROE(%)	4.4%	15.4%	16.2%	16.3%
每股收益(元)	0.36	1.53	1.83	2.11
P/E	43.93	14.31	12.01	10.38
P/B	1.72	2.06	1.82	1.59
EV/EBITDA	24.10	18.59	13.49	11.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

风险提示

1) 下游需求不及预期; 2) 研发突破不及预期; 3) 市场拓展不及预期。

财务报表与盈利预测
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	32,333	54,286	62,296	53,393
现金	4,614	34,973	31,490	29,969
应收账款	8,717	7,005	9,983	8,390
其他应收款	292	278	300	325
预付账款	3,480	3,315	3,582	3,874
存货	14,554	8,071	16,246	10,084
其他流动资产	676	8,715	16,942	10,836
非流动资产	6,621	6,610	6,237	6,136
长期投资	203	203	203	203
固定资产	194	177	158	139
无形资产	2,288	2,214	2,140	2,067
其他非流动资产	3,936	4,016	3,736	3,727
资产总计	38,953	60,897	68,534	59,529
流动负债	30,495	51,491	58,046	47,798
短期借款	10,933	39,309	36,475	32,843
应付账款	16,882	9,668	18,869	12,030
其他流动负债	2,679	2,514	2,702	2,926
非流动负债	1,842	1,842	1,842	1,842
长期借款	1,701	1,701	1,701	1,701
其他非流动负债	141	141	141	141
负债合计	32,337	53,333	59,887	49,640
少数股东权益	536	516	576	646
股本	661	661	668	668
资本公积	3,823	4,431	5,074	5,812
留存收益	1,597	1,956	2,328	2,764
归属母公司股东权益	6,081	7,048	8,070	9,244
负债和股东权益	38,953	60,897	68,534	59,529

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)	3,112	850	3,505
净利润	250	994	1,281	1,482
折旧摊销	144	102	102	102
财务费用	273	881	1,235	1,132
投资损失	559	201	66	22
营运资金变动	(2,204)	934	(1,834)	767
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	27,448	(4,267)	(5,004)
短期借款	802	28,375	(2,834)	(3,632)
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	(928)	(1,434)	(1,371)
现金净增加额	582	30,359	(3,483)	(1,521)

资料来源: WIND, 华安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	122,385	116,577	125,960	136,225
营业成本	118,287	110,984	119,287	129,157
营业税金及附加	117	112	121	131
销售费用	1,917	1,814	1,947	2,092
管理费用	522	497	537	581
财务费用	273	881	1,235	1,132
资产减值损失	193	122	217	153
公允价值变动收益	(69)	0	0	0
投资净收益	(559)	(201)	(66)	(22)
营业利润	490	2,001	2,581	2,985
营业外收入	11	2	0	0
营业外支出	(2)	0	0	0
利润总额	503	2,003	2,581	2,985
所得税	253	1,008	1,300	1,503
净利润	250	994	1,281	1,482
少数股东损益	12	(19)	60	69
归属母公司净利润	238	1,013	1,221	1,413
EBITDA	958	2,986	3,918	4,219
EPS (元)	0.36	1.53	1.83	2.11

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	32.94%	-4.75%	8.05%	8.15%
营业利润	-46.55%	308.28%	29.01%	15.67%
归属于母公司净利润	-61.85%	325.61%	20.53%	15.67%
获利能力				
毛利率(%)	3.35%	4.80%	5.30%	5.19%
净利率(%)	0.19%	0.87%	0.97%	1.04%
ROE(%)	4.42%	15.44%	16.16%	16.32%
ROIC(%)	2.83%	4.21%	3.97%	4.47%
偿债能力				
资产负债率(%)	83.01%	87.58%	87.38%	83.39%
净负债比率(%)	121.21%	79.80%	77.32%	46.25%
流动比率	1.06	1.05	1.07	1.12
速动比率	0.58	0.90	0.79	0.91
营运能力				
总资产周转率	3.51	2.34	1.95	2.13
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	1.53	1.83	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.24)	4.71	1.27	5.24
每股净资产(最新摊薄)	9.20	10.67	12.07	13.83
估值比率				
P/E	43.9	14.3	12.0	10.4
P/B	1.7	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	24.10	18.59	13.49	11.66

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 AI 及行业信息化，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。