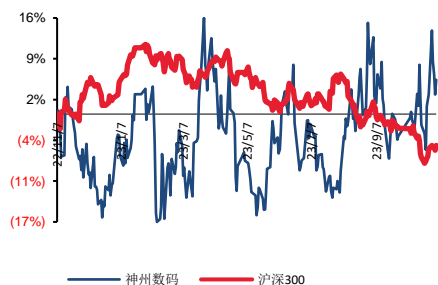


计算机 IT 服务 II

“鲲鹏+昇腾”生态核心伙伴，信创、AI 双轮驱动

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	670/550
总市值/流通(百万元)	20,241/16,628
12 个月最高/最低(元)	33.65/20.57

相关研究报告:

证券分析师: 曹佩

电话:

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520080001

证券分析师: 王景宜

电话:

E-MAIL: wangjy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523090002

报告摘要

公司是国内 IT 分销龙头企业，战略布局云和信创业务。公司通过二十年积累构建了覆盖各大垂直行业、整合 30000 余家销售渠道的 To B 销售渠道网络。得益于强大的渠道网络和出色的服务能力，公司连续多年蝉联“中国 IT 增值分销商十强”榜首。2017 年，公司收购上海云角，全面开启云与数字化转型。2020 年，公司建立神州鲲泰（厦门）生产基地，重点发力信创业务。目前，公司主营业务分为 IT 分销、云计算和数字化转型、自主品牌（信创）三大业务。其中，云和信创两大战略业务发展势头良好。2018-2022 年，公司云计算及数字化转型、自主品牌收入 CAGR 分别为 71.47%、49.83%。2023 年前三季度，公司实现扣非净利润实现 8.43 亿元，同比增长 28%。其中，Q3 单季度实现扣非净利润 4.15 亿元，同比增长 47%。

公司与华为合作源远流长，自主品牌依托鲲鹏体系发展壮大。从 2011 年成为华为数通产品总经销商，到 2016 年与华为共同宣布共建中国领先的从云到端的云生态体系；从 2018 年提出“大华为”战略，开启互为生态的全面战略合作，到 2020 年展开基于“鲲鹏”、“昇腾”的全新合作，双方在产品、营销、生态等方面不断突破。近年来，公司自主品牌神州鲲泰深度参与鲲鹏+昇腾产业生态发展，神州鲲泰为鲲鹏 11 家整机硬件合作伙伴之一，同时是昇腾硬件整机优先级合作伙伴。得益于鲲鹏体系在运营商信创中的强势地位，公司的服务器产品多次中标运营商服务器集采大单。随着行业信创的不断深入，公司有望凭借华为生态卡位优势取得较高的市场份额。

算力国产化趋势下，“昇腾”有望成为公司新的增长极。在英伟达等海外厂商 GPU 禁售的背景下，AI 算力国产化成为确定性趋势，以昇腾为代表的国产 AI 芯片迎来发展机遇。近期，公司自主品牌神州鲲泰 AI 服务器中标中国电信 AI 服务器集采 1.1 亿元，与恒为科技签订三笔销售合同共计 4.08 亿元，AI 服务器产品已出现放量增长信号。在国产替代趋势下，我们认为运营商、算力中心、互联网等客户有望逐步从英伟达转向昇腾，公司 AI 服务器有望受益于昇腾的崛起迎来高速增长。

云和数字化转型大势所趋，公司云管理业务竞争优势突出。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、腾讯云）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。公司云业务可对 ICT 业务积累的渠道资源进行充分复用，在企业进行云和数字化转型的过程中，公司可通过原有渠道将云资源推给客户，形成云资源转售-云管理 MSP-数字化解决方案层层递进的有力驱动。

投资建议

公司是国内 IT 分销龙头企业，战略布局云和数字化转型及信创业务。公司深度融入华为“鲲鹏+昇腾”生态体系，在行业信创及国产算力市场上优势显著。同时，公司在第三方云管理市场上具备较高的技术、渠道优势。随着信创的不断推进和我国云与数字化转型的深入发展，公司业务有望快速成长。

预计 2023-2025 年公司的营业收入分别为 1255.78/1295.86/1370.97 亿元，归母净利润分别为 12.63/15.39/17.56 亿元，EPS 分别为 1.89/2.30/2.62 元，给予“买入”评级。

风险提示

信创推进不及预期，算力需求增长不及预期，算力国产化不及预期，行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	115880	122578	129586	137097
(+/-%)	(5.32)	5.78	5.72	5.80
归母净利(百万元)	1004	1263	1539	1756
(+/-%)	303.11	25.71	21.90	14.11
摊薄每股收益(元)	1.57	1.89	2.30	2.62
市盈率(PE)	14.02	16.03	13.15	11.52

资料来源：携宁云估值，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 IT 分销龙头企业，云与信创开启发展新征程.....	5
（一） IT 分销业务起家，积极发力云与信创.....	5
（二） IT 分销基本盘稳固，云和自主品牌发展势头强劲.....	6
二、 自主品牌：拥抱华为鲲鹏生态，乘信创之势快速崛起.....	8
（一） 信创政策进入实质性落地阶段，招投标回暖信号出现.....	8
（二） 华为是我国信创生态的重要一极.....	11
（三） 自主品牌神州鲲泰依托“大华为”战略迅速崛起.....	15
三、 云和数字化：云管理市场需求旺盛，公司竞争优势突出.....	18
四、 IT 分销：龙头地位稳固，持续进行提质增效.....	21
五、 投资建议.....	24
六、 风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 公司发展大事记	5
图表 2: 公司股权结构 (2023 年 9 月 30 日)	6
图表 3: 公司 2018-2023Q3 营业收入及同比增速	6
图表 4: 2018-2023Q3 公司扣非净利润及同比增速	6
图表 5: 公司 2018-2023Q3 三费率较为平稳	7
图表 6: 2018-2023Q3 公司毛利率及净利率	7
图表 7: 公司 2018-2023H1 收入构成	7
图表 8: 2018-2023H1 公司云业务和自主品牌收入	7
图表 9: 2018-2022 公司整体及各项业务毛利率	8
图表 10: 2018-2022 云服务和自主品牌毛利占比	8
图表 11: 公司 2023 年度股权激励考核目标	8
图表 12: 信创 “2+8+N” 发展进程	9
图表 13: 财政部发布通用服务器等七项政府采购需求标准文件	9
图表 14: 2021-2025 年中国信创 IT 基础设施市场规模	10
图表 15: 中信银行信创采购	11
图表 16: 中国电信 AI 算力服务器 (2023-2024 年) 集采	11
图表 17: 我国四大信创生态集团	11
图表 18: 华为战略投入 “鲲鹏+昇腾” 双引擎	12
图表 19: 鲲鹏处理器主要参数	12
图表 20: 鲲鹏计算产业生态	13
图表 21: 昇腾计算产业	14
图表 22: 昇腾 310 关键特性	14
图表 23: 昇腾 910 关键特性	14
图表 24: 神州鲲泰主要产品	15
图表 25: 神州鲲泰 AI 服务器主要产品	15
图表 26: 鲲鹏硬件整机合作伙伴	16
图表 27: 昇腾硬件整机合作伙伴	16
图表 28: 公司中标的运营商服务器集采项目	17
图表 29: 公司发行可转债募投项目	18
图表 30: 全球云计算市场规模及增速 (亿美元)	19
图表 31: 中国云计算市场规模及增速 (亿元)	19
图表 32: 中国第三方云管理服务市场规模预测	19
图表 33: 中国云运维管理服务市场份额占比, 2022H2	19
图表 34: 公司具备全栈式云 MSP 服务能力	20
图表 35: 公司部分云服务资质认证	20
图表 36: 2017-2022 年公司云和数字化业务收入 (亿元)	21
图表 37: 我国 IT 支出及同比增速	21
图表 38: 公司代理的部分品牌	22
图表 39: 神州数码千帆计划构建四个层次的渠道合作伙伴	23
图表 40: 2018-2023H1 公司 IT 分销收入	24
图表 41: 公司消费电子和企业 IT 分销毛利率	24

一、IT 分销龙头企业，云与信创开启发展新征程

（一）IT 分销业务起家，积极发力云与信创

公司是国内 IT 分销龙头企业，战略布局云和信创业务。公司原是神码控股下属的专业 IT 分销公司，神州数码控股集团有限公司成立于 2000 年，脱胎于联想集团，此后逐渐成长为国内体量最大的 IT 分销商。2016 年，神码控股将 IT 分销业务独立分拆，成立神州数码集团，同年神州数码集团借壳登陆 A 股。2017 年，公司收购上海云角，全面开启云与数字化转型。2018 年，公司正式开启“大华为”战略，成立华为业务群，各业务条线全面深化与华为的合作。2020 年，公司建立神州鲲泰（厦门）生产基地，重点发力信创业务。2023 年，公司华为业务与信创业务正式融合，深度融入华为产业生态。

图表 1：公司发展大事记



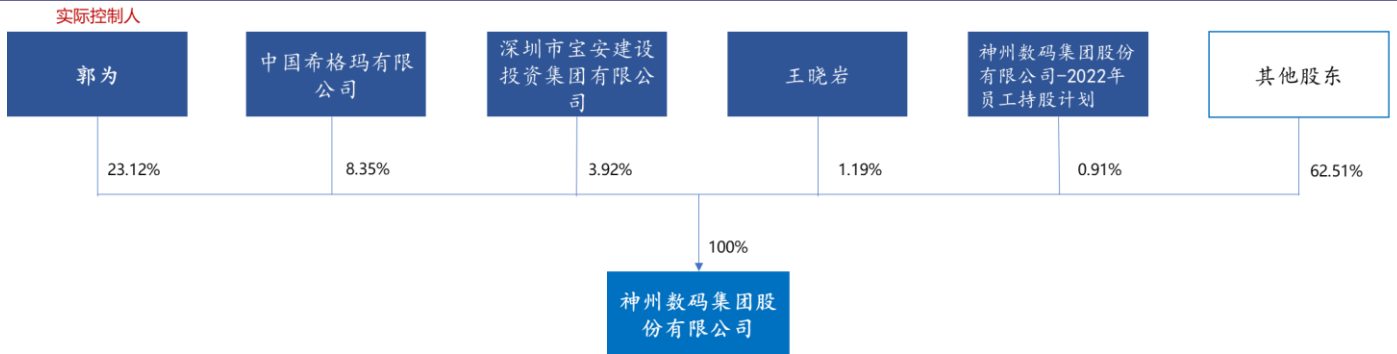
资料来源：公司官网，公开资料整理，太平洋证券整理

公司主营业务主要分为三大板块：

- 1) IT 分销：**公司是国内 IT 分销龙头企业，分销产品包括消费电子和企业 IT 两大部分，公司代理的产品覆盖全球 IT 主流厂商，包括英特尔、希捷、戴尔、欧姆龙、海尔、爱普生等；
- 2) 云计算及数字化转型业务：**包括云资源转售（AGG），云管理服务（MSP），数字化转型解决方案（ISV）三大部分；
- 3) 自主品牌：**即信创业务，公司旗下自主品牌神州鲲泰拥有数据计算、终端产品、数据通信三大产品线，包含通用服务器、AI 服务器、台式机、交换机等 ICT 品类。

公司股权结构清晰，实控人持股比例较高。截至 2023 年 6 月 30 日，董事长郭为直接持股比例为 23.12%，为公司控股股东，实际控制人。郭为先生具备 30 余年的管理经验，曾三次获得“中国最具影响力商界领袖 50 强荣誉称号”。自公司借壳上市以来，实控人持股比例保持稳定。

图表 2：公司股权结构（2023 年 9 月 30 日）

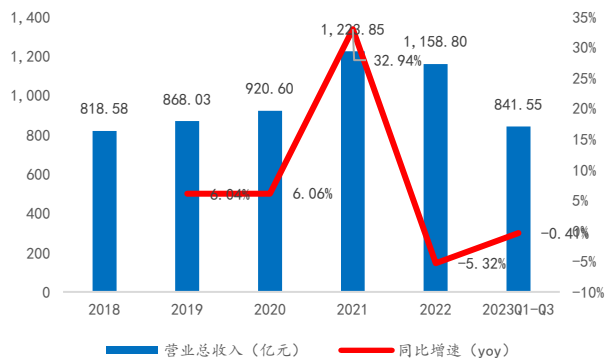


资料来源：IFIND，太平洋证券整理

（二）IT 分销基本盘稳固，云和自主品牌发展势头强劲

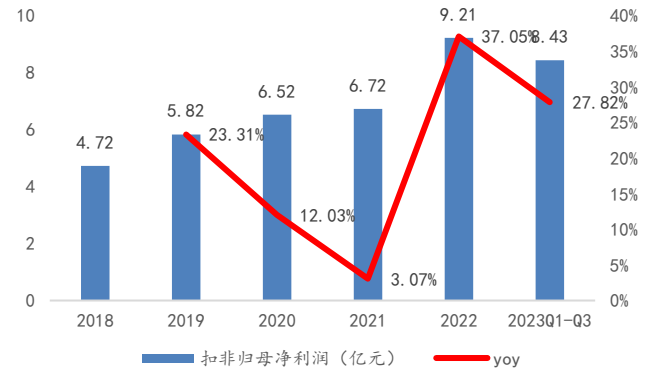
营收增速较为平稳，提质增效下盈利能力逐步提升。2018-2022 年营业收入 CAGR 为 9.08%。2021 年，公司营收规模首次突破千亿，同比大幅增长 32.94%，主要原因是远程办公需求爆发带来 ICT 产品需求增长，以及信创、企业数字化转型的大力推进。公司 2022 年营收为 1158.8 亿元，同比下降 5.3%，主要原因公司强调提质增效，主动削减部分毛利率过低的业务，使 IT 分销收入下降。利润方面，随着公司云与信创战略业务的快速发展和公司持续的提质增效，盈利能力逐步提升，扣非净利润增速优于营收增速，2018-2022 年 CAGR 达到 18.19%。2023 年前三季度，公司实现营收 841.55 亿元，同比-0.41%；实现扣非净利润 8.43 亿元，同比+27.82%。其中，Q3 单季度收入复苏强劲，同比增长 6.44%，扣非净利润同比增长 46.65%。

图表 3：公司 2018-2023Q3 营业收入及同比增速



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表 4：2018-2023Q3 公司扣非净利润及同比增速

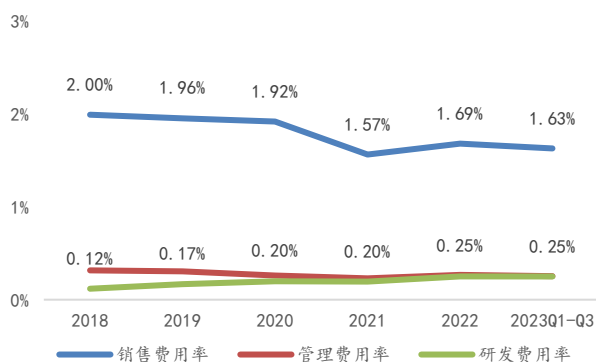


资料来源：IFIND，太平洋证券整理

公司整体毛利率较为稳定，费用率呈现下降趋势。2018-2022，公司综合毛利率基本保持在 4%左右，除 2021 外，其余四年上下浮动不超过 0.1 个百分点。2021 年毛利率下

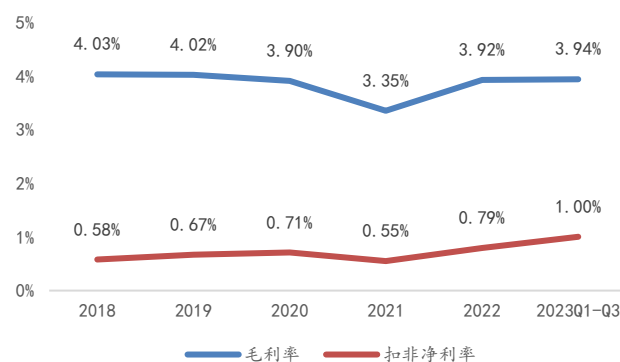
滑幅度较大，主要是由于当年毛利率较低的半导体分销业务收入占比较大，拉低了当年整体业务毛利率。费用率方面，2018-2022 年间，公司期间费用率从 3.26% 下降至 2.58%，其中销售费用率从 2% 下降至 1.69%，研发费用率从 0.12% 提高至 0.25%，显示公司经营效率提升的同时加大了研发投入，费用结构趋势向好。2023 年前三季度，公司期间费用率进一步下探，毛利率、净利率稳步提升。

图表 5：公司 2018-2023Q3 三费率较为平稳



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

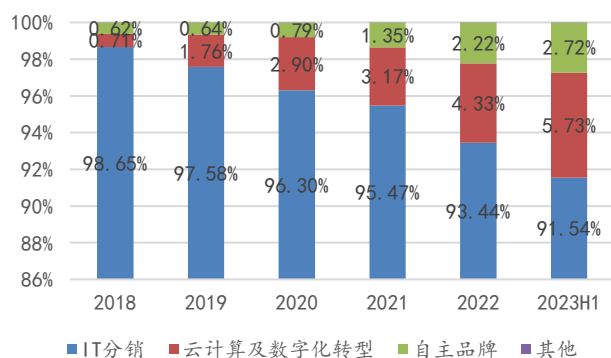
图表 6：2018-2023Q3 公司毛利率及净利率



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

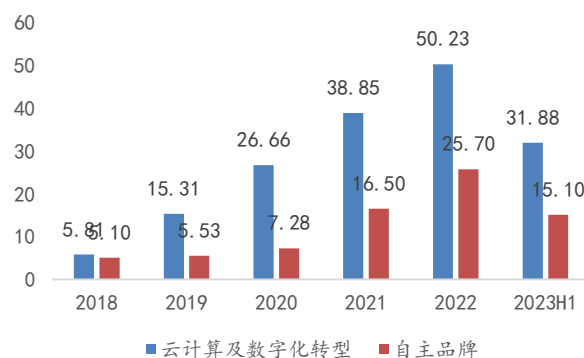
云服务和自主品牌收入增速较快，毛利贡献持续提升。IT 分销业务是公司的基石业务，随着公司提出云和数字化转型，IT 分销业务收入占比从 2018 年的 98.65% 下降至 2023H1 的 91.54%，而毛利率较高的云计算及数字化转型业务和自主品牌业务收入占比持续提升。2018-2022 年，公司云计算及数字化转型、自主品牌收入复合增速分别为 71.47%、49.83%。截至 2022 年末，云计算及数字化转型、自主品牌的毛利占比分别达到 14.78%、5.85%，已成为利润增长的重要驱动力。

图表 7：公司 2018-2023H1 收入构成



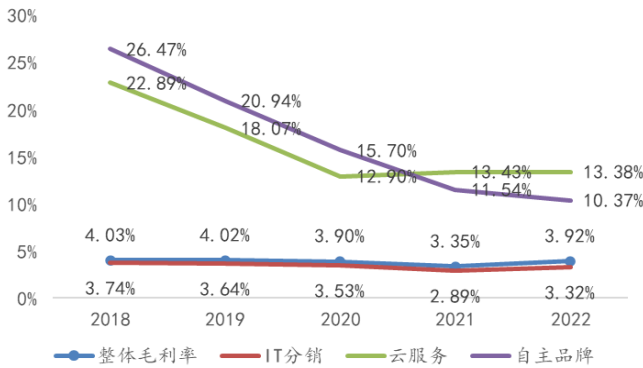
资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表 8：2018-2023H1 公司云业务和自主品牌收入



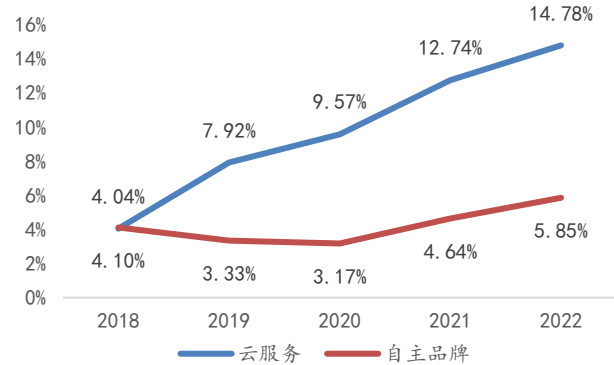
资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表 9：2018-2022 公司整体及各项业务毛利率



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表 10：2018-2022 云服务和自主品牌毛利占比



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

公司股权激励考核强调云与信创业务。根据公司 2023 年度股权激励计划，公司对 2023-2024 年的考核目标包括云与信创业务(云计算及数字化转型业务和自主品牌业务)营收和公司整体净利润两方面。公司 2023-2024 年非 ICT 业务营业收入同比增速目标分别为 19%/33%；净利润同比增速目标分别为 20%/15%。

图表 11：公司 2023 年度股权激励考核目标

对应考核年度	云计算及数字化转型营业收入和自主品牌营业收入		净利润	
	目标值	触发值	目标值	触发值
2023 年	90.00 亿元	81.00 亿元	12.00 亿元	10.80 亿元
2024 年	120.00 亿元	108.00 亿元	13.80 亿元	12.42 亿元

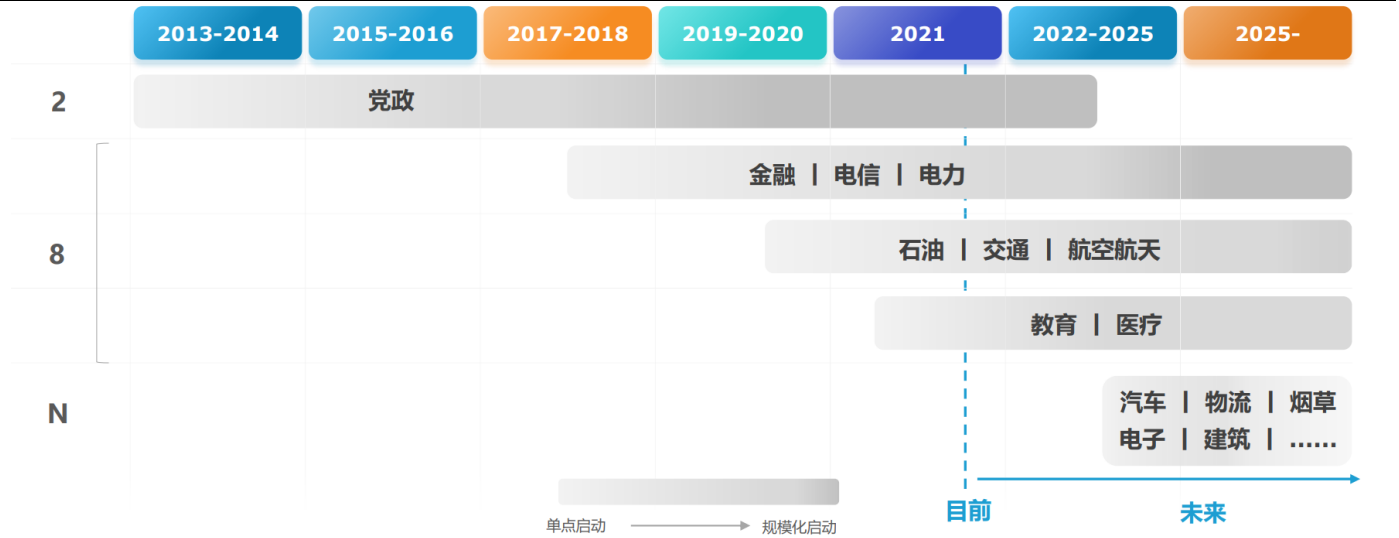
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

二、自主品牌：拥抱华为鲲鹏生态，乘信创之势快速崛起

(一) 信创政策进入实质性落地阶段，招投标回暖信号出现

我国信创“2+8+N”体系有序推进。2018年，我国首先在党、政系统开始信创试点，围绕“2+8+N”关键行业有序开启科技自强战略，经过党政信创的试点推进，国产生态日渐成熟，信创产业在2021年开始进入行业应用落地阶段。金融信创2021年启动100余家金融机构信创试点，基本覆盖了中大型金融机构且落地效果良好；电信运营商2021年除了加速采购国产化硬件设备，还纷纷建立信创基地或信创实验室，启动软件系统的迁移适配，积极开展一般业务系统及部分核心业务系统的信创改造工作；航空航天、教育、医疗也在逐步进行政策推进和试点。2022年，信创行业在经历政策驱动引导的前期阶段后已正式开启规模化应用，行业信创将迎来高速发展。

图表 12：信创“2+8+N”发展进程



资料来源：亿欧智库，太平洋证券研究院

科技自主可控被持续强调，国产化进程有望在政策引领下加快建设步伐。2022年9月发布的国办79号文，明确要求到2027年底前，实现所有央国企的信息系统的国产化替代；2022年习总书记三次在《求是》杂志强调高水平科技自立自强，提出“丢掉幻想、正视现实”，今年8月1日，《求是》杂志发表习总书记重要文章《加强基础研究实现高水平科技自立自强》，提出“打好操作系统和基础软件国产化攻坚战”。四次强调科技自立彰显高层对于基础软硬件国产化的决心。从外部环境来看，中美科技脱钩趋势日益显著，俄乌冲突中Oracle、IBM、MongoDB对俄断供也为我国敲响了警钟。随着美国通过实体清单不断加大对中国科技行业的限制以及国内政策的推动，重点行业央国企信创已经成为硬性任务，IT国产化进程有望加速。

政采标准及测评工作指南发布，信创落地进入新阶段。7月28日，中国信息安全测评中心发布了针对PC和服务器搭载的CPU、操作系统及数据库等基础软硬件产品的《安全可靠测评工作指南》以及信息技术产品自主原创测评等服务通知。8月3日，财政部会同工业和信息化部研究起草了通用服务器、计算机、操作系统、数据库等七项政府采购需求标准文件，并于8月4日至7日向社会公开征求意见。

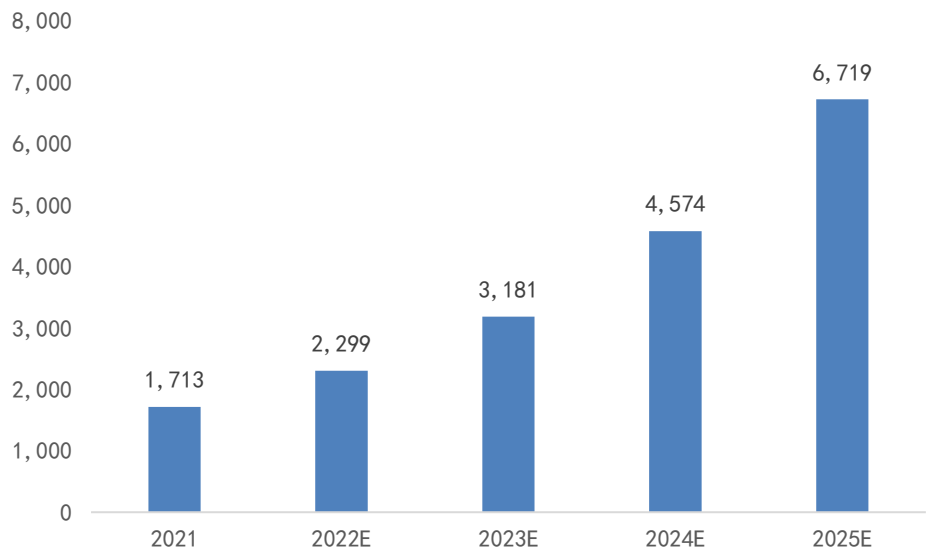
图表 13：财政部发布通用服务器等七项政府采购需求标准文件



资料来源：财政部，太平洋证券研究院

信创 IT 基础设施市场空间广阔，年复合增速预计超过 40%。根据海比研究院的《2022 中国信创生态市场研究及选型评估报告》，2022 年中国信创产业规模达 9,220.2 亿元，近五年复合增长率为 35.7%，预计 2025 年将突破 2 万亿元。其中，芯片、整机、服务器等 IT 基础设施是信创产业的核心。2022 年中国信创 IT 基础设施规模为 2299.1 亿元，近五年复合增长率为 40.7%，在五类信创产品中增速排名第一。

图表 14：2021-2025 年中国信创 IT 基础设施市场规模



资料来源：海比研究院，中国软件网，中国软件行业协会，太平洋证券研究院

金融、运营商信创大单密集释放，行业信创正加速推进。2023年7月13日，中信银行股份有限公司发布《通用基础设施集成商入围采购项目》招标公告，招标金额共计

65亿元。其中，ARM芯片服务器预计采购金额为34.01亿元，C86芯片服务器预计采购金额为10.20亿元，可以看出ARM芯片服务器占据了大部分的招标份额。运营商信创方面，中国电信8月发布了AI算力服务器集采，其中G系列为国产服务器，占该批集采总计采购数量的比重接近50%。我们认为行业信创客户的信创采购是一个长期持续性的过程，从目前招标的金额和节奏来看，目前行业信创已由小规模试点进入常态化替换阶段，预计后续将大规模全面铺开。

图表 15：中信银行信创采购

分类	子分类	预估采购金额(万元)
服务器	ARM 芯片服务器	340,094
	C86 芯片服务器	102,020
网络设备	数据中心级别交换路由	100,000
	非数据中心级别交换路由	11,850
	防火墙设备	9,850
	波分设备	17,000
存储设备	集中式 ARM 高端存储	39,348
	分布式 ARM 对象存储	23,400
	中高端存储光纤交换机	8,972
合计		652,534

资料来源：C114，太平洋证券整理

图表 16：中国电信 AI 算力服务器(2023-2024 年)集采

标包	产品品类	产品名称	数量(台)
1	I 系列服务器	主设备-训练型风冷服务器(I 系列)	2073
		配套设备-InfiniBand 交换机	1129
2	I 系列服务器	主设备-训练型液冷服务器(I 系列)	125
		配套设备-InfiniBand 交换机	53
3	G 系列服务器	训练型风冷服务器(G 系列)	1048
4	G 系列服务器	训练型液冷服务器(G 系列)	929

资料来源：C114，太平洋证券整理

(二) 华为是我国信创生态的重要一极

华为是我国信创产业的重要力量。目前我国信创产业的主要市场参与者包括四大集团：中国电子信息产业集团(CEC)、中国电子科技集团(CECTC)、中科院和华为。其中，华为以鲲鹏CPU为核心，覆盖了从CPU-操作系统-数据库-中间件-整机的基础软硬件全产业链，各个环节的产品都在我国的信创市场上占有重要地位。

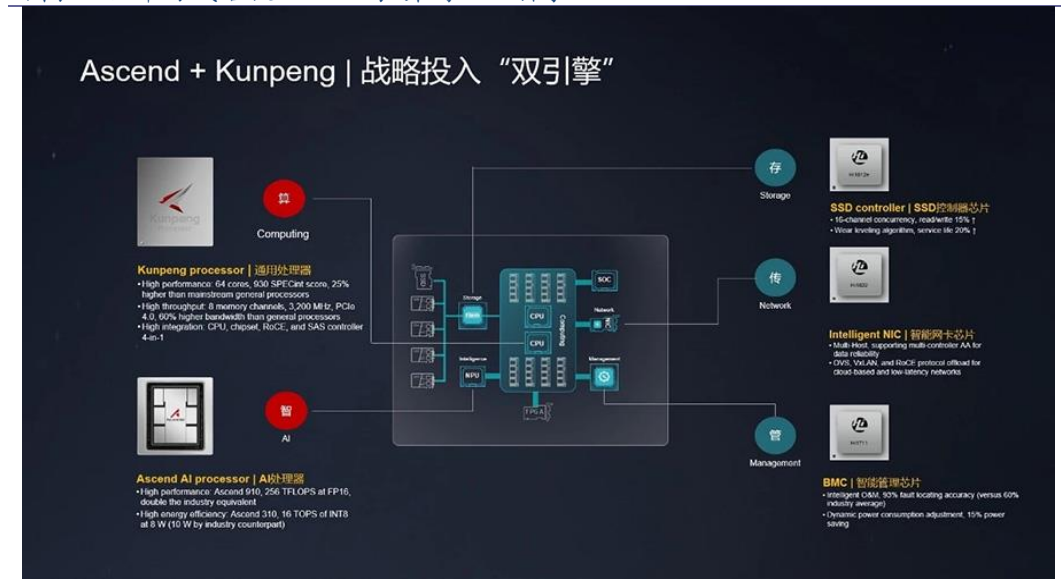
图表17：我国四大信创生态集团

	中国电子 CEC	中国电科 CETC	华为	中科院
CPU	飞腾	-	鲲鹏	龙芯、海光
操作系统	麒麟软件	普华基础软件	鸿蒙、欧拉	中科方德
数据库	达梦数据库	人大金仓	高斯	-
中间件	中国软件	金蝶天燕	华为云 DDM	-
PC/服务器	中国长城	-	TaiShan、Atlas	中科曙光

资料来源：公开资料整理，太平洋研究院整理

华为打造“鲲鹏+昇腾”双引擎，硬件开放、软件开源、使能合作伙伴。2020年1月，第四届华为全联接大会上，华为宣布打造“一云两翼、双引擎”的产业布局，构筑开放的产业生态。双引擎指围绕“鲲鹏”与“昇腾”打造的两个基础芯片族，构筑异构的计算架构。两翼指智能计算业务以及智能数据与存储业务。一云指华为云，通过全栈创新，提供安全可靠的混合云，为世界提供普惠算力。

图表18：华为战略投入“鲲鹏+昇腾”双引擎



资料来源：华为官网，太平洋研究院整理

鲲鹏920是目前业界领先的ARM架构处理器。该处理器采用7nm制造工艺，基于ARM架构授权，由华为公司自主设计完成。通过优化分支预测算法、提升运算单元数量、改进内存子系统架构等一系列微架构设计，大幅提高处理器性能。典型主频下，SPECint Benchmark评分超过930，超出业界标杆25%。同时，能效比优于业界标杆30%。鲲鹏920以更低功耗为数据中心提供更强大性能。

图表19：鲲鹏处理器主要参数

鲲鹏916		鲲鹏920		处理器型号					
 <ul style="list-style-type: none"> » 4通道DDR4控制器 » 支持PCIe 3.0 » 内置10GE网络功能 » 支持2路互联 		 <ul style="list-style-type: none"> » 8/4通道DDR4控制器 » 支持PCIe 4.0(兼容PCIe 3.0) » 内置100GE网络功能 » 支持2/4路互联 		系列	型号	核数	主频 (GHz)	内存通道	TDP功耗瓦
				鲲鹏920	7265/7265F	64	3.0	8	200
					7260	64	2.6	8	180
					5255/5255F	48	3.0	8	170
					5250	48	2.6	8	150
					5225/5225F	32	3.0	4	135
					5220	32	2.6	4	115
					3210	24	2.6	4	95

资料来源：鲲鹏社区官网，太平洋研究院整理

鲲鹏计算产业是基于鲲鹏处理器的基础软硬件设施、行业应用及服务，涵盖从底层硬件、基础软件到上层行业应用的全产业链条。硬件方面，围绕鲲鹏处理器，涵盖包括昇腾AI芯片、智能网卡芯片、底板管理控制器（BMC）芯片、固态硬盘（SSD）、磁盘阵列卡（RAID卡）、主板等部件以及个人计算机、服务器、存储等整机产品。基础软件方面，涵盖操作系统、虚拟化软件、数据库、中间件、存储软件、大数据平台、数据保护和云服务等基础软件及平台软件。行业应用方面，鲲鹏计算产业生态覆盖政府、金融、电信、能源、大企业等各大行行业应用，提供全面、完整、一体化的信息化解决方案。

图表 20：鲲鹏计算产业生态

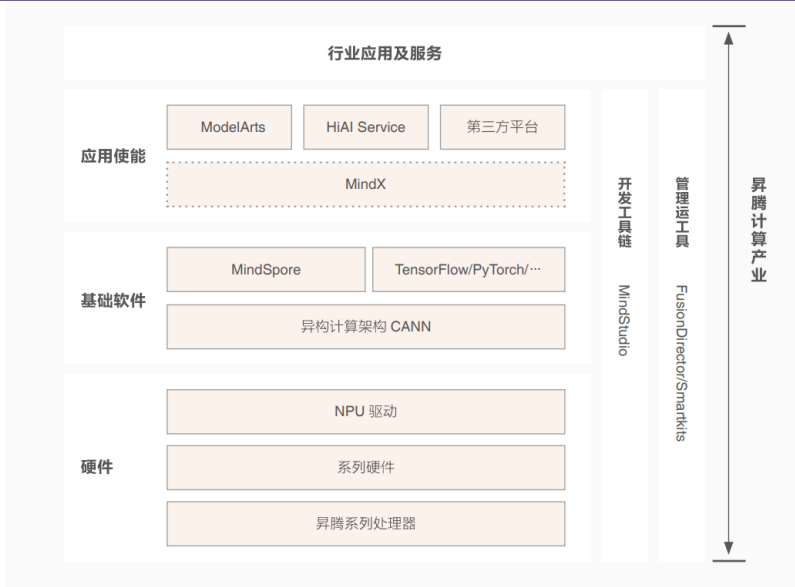


资料来源：鲲鹏社区官网，太平洋证券整理

昇腾计算产业是基于昇腾系列处理器和基础软件构建的全栈 AI 计算基础设施、行业应用及服务。目前昇腾计算产业已发展为包括昇腾系列处理器、系列硬件、CANN、

AI 计算框架、应用使能、开发工具链、管理运维工具、行业应用及服务全产业链的完整AI解决方案体系。

图表21：昇腾计算产业



资料来源：昇腾计算产业白皮书，太平洋研究院整理

华为基于自研达芬奇架构架构推出了AI训练芯片昇腾910与AI推理芯片昇腾310：

- 昇腾910基于自研华为达芬奇架构3D Cube技术，架构灵活伸缩，支持云边端全栈全场景应用。算力方面，半精度（FP16）算力达到320 TFLOPS，整数精度（INT8）算力达到640 TOPS，功耗310W，主要用于训练场景。
- 昇腾310是一款高能效、灵活可编程的人工智能处理器，在典型配置下可以输出16TOPS@INT8，8TOPS@FP16，功耗仅为8W，主要应用于推理场景。

图表 22：昇腾 310 关键特性

Architecture	• HUAWEI Da Vinci
Computing Engine	• 3D Cube
Performance	• 16 TOPS@INT8 and 8 TOPS@FP16
Max Power	• 8W
Process	• 12nm FFC

资料来源：海思官网，太平洋证券整理

图表 23：昇腾 910 关键特性

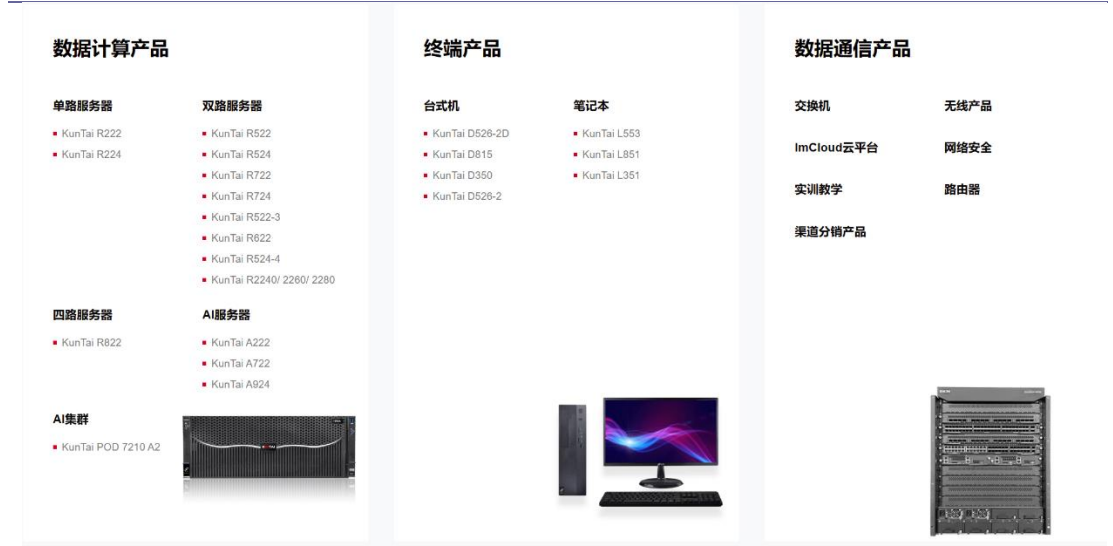
Architecture	• HUAWEI Da Vinci
Computing Engine	• 3D Cube
Performance	• 320 TFLOPS @FP16 and 640 TOPS @INT8
Max Power	• 310W
Process	• N7+

资料来源：海思官网，太平洋证券整理

（三）自主品牌神州鲲泰依托“大华为”战略迅速崛起

公司打造自主品牌神州鲲泰系列产品，布局三大产品线。公司以神州鲲泰系列产品为核心，积极参与信创产业生态建设，形成数据计算、终端产品、数据通信三大产品线。其中，计算系列产品包含计算服务器、存储服务器、AI 服务器、边缘服务器在内的多样性产品。此外，通过自主知识产权虚拟化软件，实现软件定义算力、软件定义存储、软件定义网络，提供全栈的数据中心产品及解决方案。同时，公司于厦门建立了鲲泰服务器和 PC 产品生产基地及超算中心，成为鲲鹏系列产品生产基地建设的重要实践者。

图表24：神州鲲泰主要产品



资料来源：神州鲲泰官网，太平洋研究院整理

公司基于“鲲鹏+昇腾”芯片推出多款服务器产品。在服务器领域，神州鲲泰系列服务器基于鲲鹏高性能计算平台打造，适合为大数据、分布式存储、原生应用、高性能计算，大并发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，以强大的产品性能支撑各行业客户核心系统的运转。同时，公司还加入了昇腾生态，基于“鲲鹏 CPU+昇腾 NPU”打造了三款 AI 服务器，满足用户在不同场景下的算力需求。随着 AI 大模型应用的逐步落地，算力需求将大幅提升，公司 AI 服务器产品营收有望在未来迎来爆发式增长。

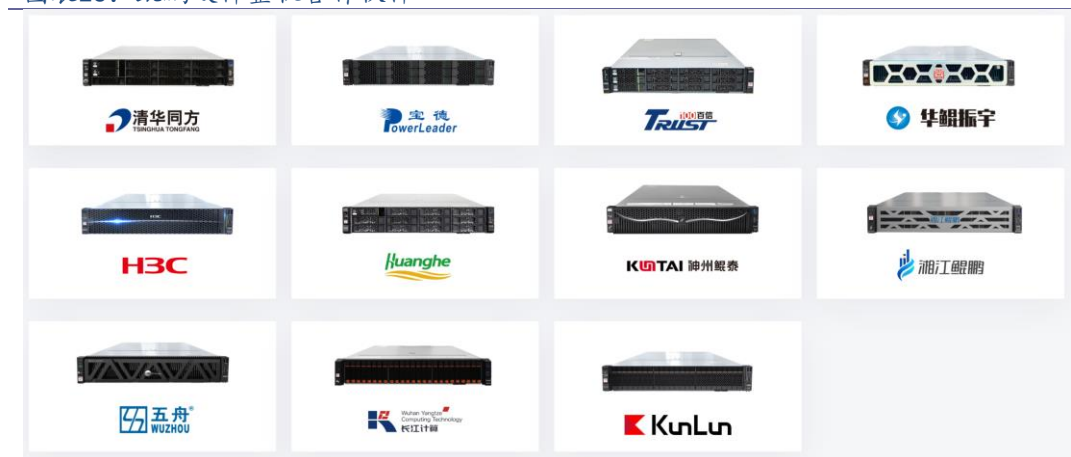
图表25：神州鲲泰AI服务器主要产品

产品型号	KunTai A924 4U 四路训练型 AI 服务器	KunTai A722 2U 双路推理型 AI 服务器	KunTai A222 2U 单路边缘型 AI 服务器
处理器	4*鲲鹏 920 处理器，支持 48 核 2.6GHz/64 核 3.0GHz	2*鲲鹏 920 处理器，支持 32、48、64 核可选，主频 2.6GHz	1*鲲鹏 920 处理器，24 核，主频 2.6GHz
AI 加速卡	8*昇腾 910，支持直出 200G RoCE 网络接口	最大支持 8 张，Atlas 300V 视频解析卡或 Atlas 300I Pro 推理卡或 Atlas 300V Pro 视频解析卡	最大支持 3 张 Atlas 300V 视频解析卡或 Atlas 300I Pro 推理卡或 Atlas 300V Pro 视频解析卡
AI 算力	最大 512Tops Int8 或 256Tops FP16	最大 1120 TOPS INT8	最大 420 TOPS INT8

资料来源：神州鲲泰官网，太平洋研究院整理

公司与华为合作源远流长，深入鲲鹏、昇腾生态体系。从 2011 年成为华为数通产品总经销商，到 2016 年与华为共同宣布共建中国领先的从云到端的云生态体系；从 2018 年提出“大华为”战略，开启互为生态的全面战略合作，到 2020 年展开基于“鲲鹏”、“昇腾”的全新合作，双方在产品、营销、生态等方面不断突破。神州鲲泰为鲲鹏 11 家整机硬件合作伙伴之一，同时是昇腾硬件整机优先级合作伙伴。2022 年，神州鲲泰荣获“鲲鹏展翅领先级”、“昇腾万里优选级”整机硬件伙伴奖。根据公司公开的调研纪要，在华为能力的考察中，神州数码位列十项综合排名第一，份额从 2020 年第四名到 2021 年第三名，再提升到 2022 年第二名。

图表26：鲲鹏硬件整机合作伙伴



资料来源：鲲鹏社区官网，太平洋研究院整理

图表27：昇腾硬件整机合作伙伴



资料来源：昇腾社区官网，太平洋研究院整理

依托鲲鹏体系优势，公司服务器产品多次中标运营商集采项目。近两年来，公司自主服务器产品中标了“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”等多个标杆项目，且在多个标段中以份额第一中标，彰显了公司在自主品牌产品及服务领域受到的认可。2023 年 10 月，公司中标中国电信 AI 服务器集采，中标金额 1.11 亿元，实现三大运营商全覆盖。中国移动 23 年最新一次服务器集采，公司再次中标 10.1 亿元大单。连续中标运营商集采大单彰显公司产品力得到客户的充分认可。

图表28：公司中标的运营商服务器集采项目

中标时间	中标项目	中标情况
2023 年 11 月	中国移动 2023 年至 2024 年集中网络云资源池五期工程计算型服务器采购	10.1 亿元（不含税），中标份额 23%
2023 年 10 月	中国电信 AI 算力服务器（2023-2024 年）集中采购项目	标包 3：训练型风冷服务器（G 系列）和标包 4：训练型液冷服务器（G 系列），中标金额超 1.1 亿元
2023 年 6 月	中国移动 2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购第二批次（标包 7-9）	4.77 亿元（不含税），中标份额 30%
2023 年 4 月	中国移动 2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购补充采购第二期	4052 台，中标份额：39.24%
2023 年 2 月	2022 年中国联通通用服务器集中采购项目	包标 5：金额 9.54 亿元（不含税），中标份额 10% 包标 7：金额 4.83 亿元（不含税），中标份额 16%
2023 年 1 月	中国移动 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 1：255 台，中标份额 33.33%； 标包 2：200 台，中标份额 33.90%； 标包 3：1532 台，中标份额 31.56%。
2022 年 9 月	2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购第二批次标包 4、5、6	标包 4：金额 4.39 亿元（不含税），中标份额 22.22%； 标包 5：0.56 亿元（不含税），中标份额 27.78%； 标包 6：金额 1.00 亿元（不含税），中标份额 27.78%。

资料来源：公司公告，公司微信公众号，太平洋研究院整理

除运营商外，公司在金融等其他关键行业也落地了多个信创标杆案例：金融行业，入围建设银行、兴业银行、人保等基础设施建设项目，同时在江苏银行、山东农信、浙江农信、四川银行等区域银行也取得广泛突破；政企行业，全方位助力福建省税务和厦

门市税务全电发票“金税四期”建设等项目；能源行业，入围国家电网“2022年第五次市场化来源项目物资采购项目”和南方电网“2022年信息类硬件设备第一批框架招标项目”；教育行业，“神州鲲泰信创教育解决方案”在广州信息职业技术学校试点之后在全国各地落地实践，并成功入选《2022年福建省信息技术应用创新解决方案》。

公司拟发行可转债募集资金，进一步加强信创布局，加深与鲲鹏合作。2023年2月，公司发布可转债发行预案，计划募资13.39亿元用于投入神州鲲泰生产基地、数云融合实验室、信创实验室项目及补充流动资金。本次募投项目合肥神州鲲泰生产基地建成后，公司将新增PC产能30万台/年、服务器产能15万台/年，网络产品产能30万台/年。同时，公司将开发新型算力设备和适配各类信创设备的算力体系，为客户数字化转型提供支撑底座，完善公司信创战略业务布局，进一步扩大公司在信创产业的市场份额。

图表29：公司发行可转债募投项目

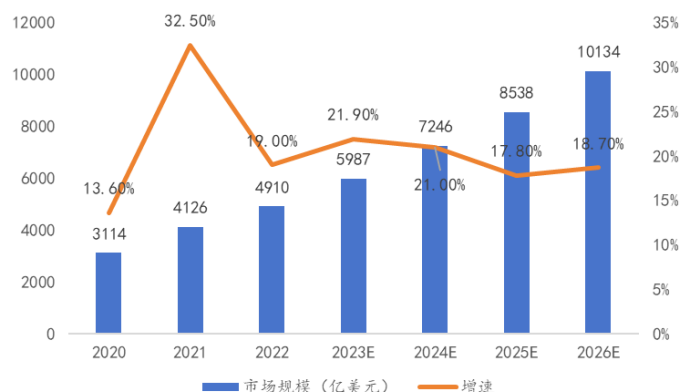
序号	项目名称	项目总投资(亿元)	拟投入募集资金(亿元)
1	神州鲲泰生产基地项目	65,384.38	57,755.00
2	数云融合实验室项目	23,161.48	12,774.00
3	信创实验室项目	33,076.77	23,942.00
4	补充流动资金	39,428.90	39,428.90
合计		161,051.53	133,899.90

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

三、云和数字化：云管理市场需求旺盛，公司竞争优势突出

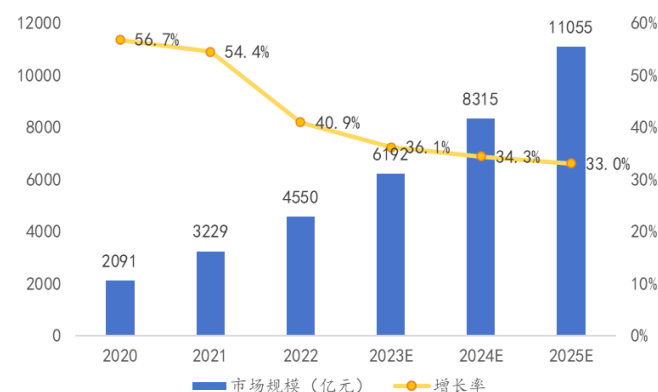
我国云计算市场处于快速发展期，预计2025年市场规模突破万亿。Gartner数据显示，2022年全球云计算市场规模达到4910亿美元，同比增长19%。预计未来几年仍将保持15%以上的增速，到2026年市场规模突破万亿美元。国内市场方面，据信通院统计，2022年我国云计算市场规模达4550亿元，同比增长40.91%。其中，公有云市场规模增长49.3%至3256亿元，私有云市场增长25.3%至1294亿元。相比于全球19%的增速，我国云计算市场仍处于快速发展期，预计2025年我国云计算整体市场规模将突破万亿元。

图表 30：全球云计算市场规模及增速（亿美元）



资料来源：Gartner，信通院，太平洋证券整理

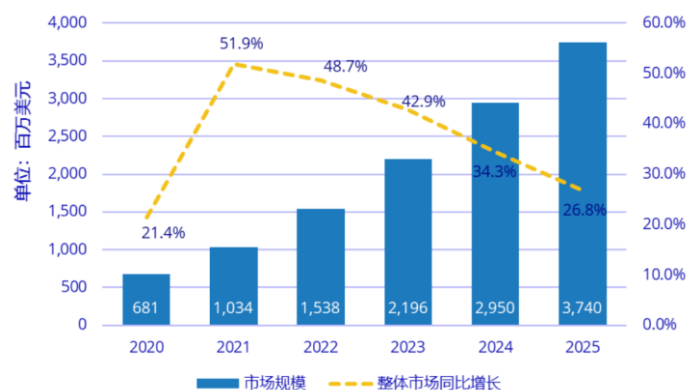
图表 31：中国云计算市场规模及增速（亿元）



资料来源：信通院，太平洋证券整理

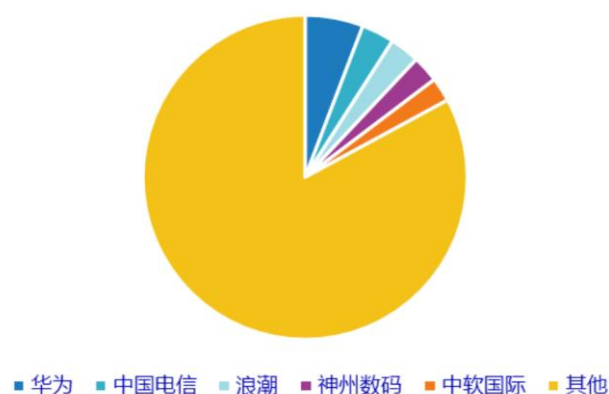
我国第三方云管理服务市场规模快速增长，神州数码市场份额位居前五。随着企业的业务系统逐步向云端迁移，企业在上云过程中往往会遇到各种问题。云管理服务能力在企业上云、迁移、实施、运维等过程中变得越发重要，推动第三方云服务市场快速发展。IDC 预测，中国第三方云管理服务在 2020 年到 2025 年间将保持 40.6% 的复合增长率，2025 年市场规模预计达到 37.4 亿美元。竞争格局方面，根据 IDC 数据，我国 2022 下半年云运维管理服务市场份额前五名为华为、中国电信、浪潮、神州数码、中软国际，合计占据市场份额的 17.1%。

图表 32：中国第三方云管理服务市场规模预测



资料来源：IDC，太平洋证券整理

图表 33：中国云运维管理服务市场份额占比，2022H2

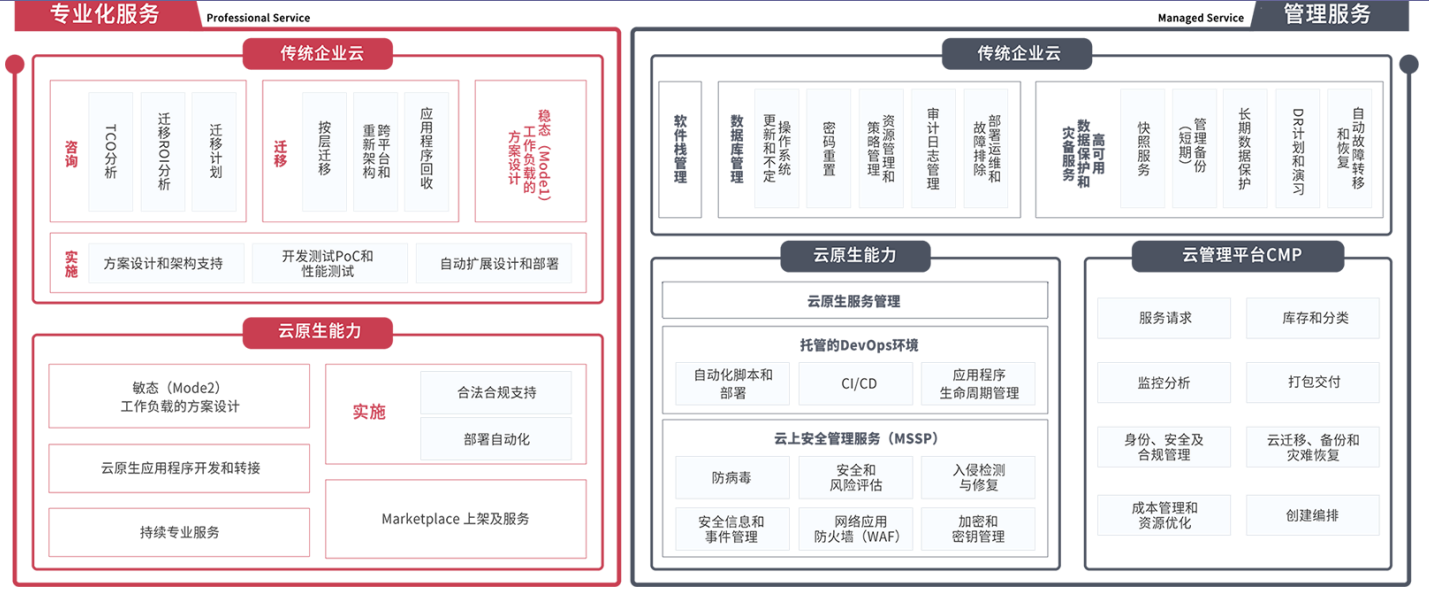


资料来源：IDC，太平洋证券整理

公司具备全栈式云 MSP 服务能力，积累了大量标杆案例。基于多云平台和混合云架构的服务能力，公司为客户的传统 IT 环境和云原生环境提供咨询、迁移、运维、部署在内的专业服务 (PS) 和托管 (MS) 服务，解决客户云上全生命周期的一切需求。截至 2022 年，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，积累了大量成功的行业云服务成熟运营经验，以及世界五百强客户为代表的标杆性成功案例方案。

图表34：公司具备全栈式云MSP服务能力



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

公司与国内外主流公有云厂商保持了长期紧密的合作关系。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、腾讯云）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。公司为华为云 MSP 框架首批入围合作伙伴、阿里云 MSP 核心合作伙伴，并连续 6 年获得微软最佳云业务合作伙伴等相关奖项，与国内外主流公有云厂商保持了长期紧密的合作关系。

图表35：公司部分云服务资质认证

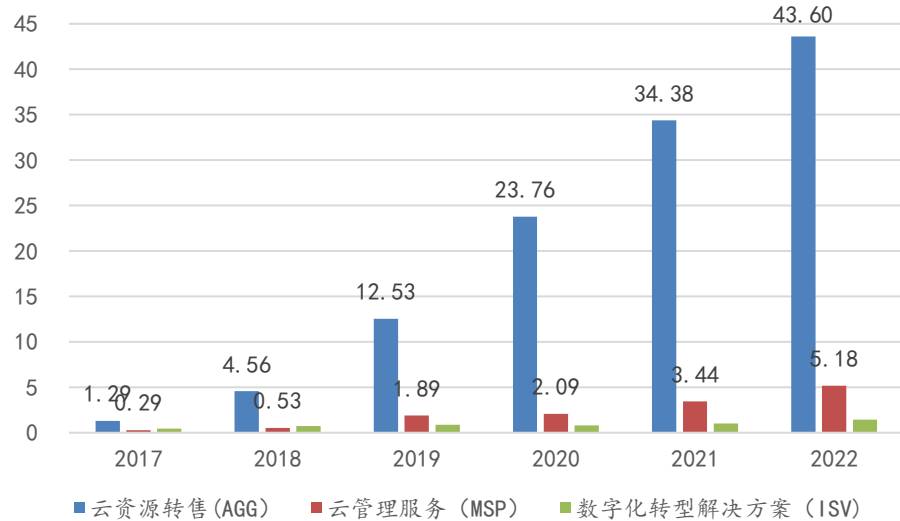


资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

公司云和数字化业务快速增长，与 ICT 业务具有良好的协同效应。自公司开展云和数字化业务以来，该业务规模快速增长，2017-2022 年云与数字化业务收入 CAGR 达到 123%。

公司的云业务可以对 ICT 业务的渠道进行复用。公司 ICT 业务遍及全国 3 万多家渠道网络，穿透各个垂直行业，在企业进行云和数字化转型的过程中，公司可通过原有渠道将云资源推给客户，形成云资源转售-云管理 MSP-数字化解决方案层层递进的有力驱动。

图表36：2017-2022年公司云和数字化业务收入（亿元）



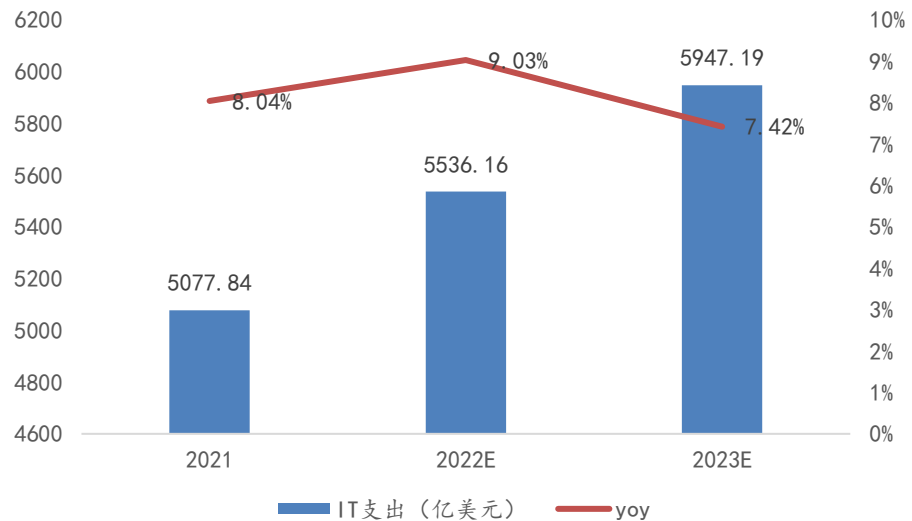
资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

四、IT 分销：龙头地位稳固，持续进行提质增效

IT 分销为 IT 产业中必不可少的重要环节。IT 分销行业主要指依托分销商强大的现金流、物流、渠道体系，把厂商的产品输送到终极市场上。对于上游供应商而言，分销商及增值服务商可以协助其扩大配送网络，实现对各级市场的广泛覆盖，并根据不同市场的特点配合开展推广活动，从而帮助其实现产品销售。对于下游经销商而言，从分销商及增值服务商处可以实现一站式采购和集合配送，极大地降低了采购和物流成本。

我国 IT 支出稳健增长，IT 分销收入与 IT 支出成正相关。随着我国数字经济、数字中国建设的不断深入，IT 支出也将保持旺盛。根据 Gartner 数据，2022 年我国 IT 支出预计突破 5500 亿美元，同比增长 9.03%，预计到 2026 年将达到 7818 亿美元，五年复合增速为 8.6%。受益于 IT 支出的增长，IT 分销行业也将保持稳定增长态势。

图表37：我国IT支出及同比增速



资料来源: Gartner, 太平洋研究院整理

公司是我国 IT 分销龙头企业，强大的渠道网络铸就护城河。公司通过二十年积累形成了强大的 To B 渠道网络，构建了遍布国内 1000 余座城市、覆盖各大垂直行业、整合 30000 余家销售渠道的 To B 销售渠道网络，同国内外各大厂商客户以及各类合作伙伴建立起了牢固的企业级 IT 市场产业链和生态圈。公司对于企业客户的行业特性和应用场景有着深度理解，能够持续高效触达客户并快速响应客户需求，对客户特别是大 B 企业级客户形成了超高粘性。得益于强大的渠道网络和出色的服务能力，公司连续多年蝉联“中国 IT 增值分销商十强”榜首。

公司合作伙伴覆盖了国内外 IT 各领域顶尖产品及解决方案供应商。消费电子方面，公司代理的品牌包括苹果、华硕、联想、惠普、戴尔、Intel、AMD 等。在企业增值业务方面，公司代理的品牌包括戴尔、IBM、HDS、Brocade、Quantum、D-Link、中兴通讯、施耐德电气、Honeywell、Avaya、Radware、迈普、Quest、Avocent、Corning、锐捷、赛门铁克、百通、NetApp 等多个国际知名品牌。

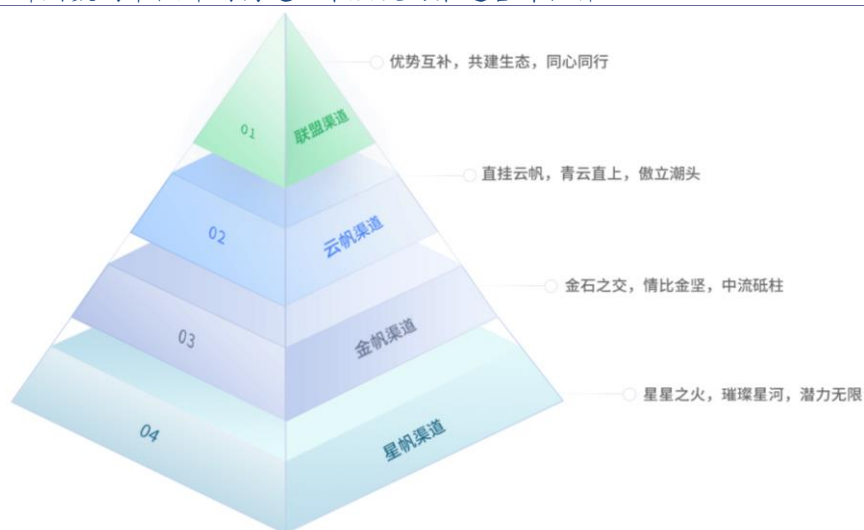
图表38: 公司代理的部分品牌



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

打造“千帆生态”，为合作伙伴提供支持。2019 年底，公司发起核心渠道“千帆计划”，为广大渠道合作伙伴提供营销推广支持、资金链与风控服务、供应链服务，与合作伙伴共同成长。2020 年 11 月，公司主导成立“数字中国服务联盟”，并携手数字中国服务联盟核心成员成立全聚合数字技术有限公司，持续打造聚合共生的数字新生态。2023 年，千帆计划对于已加入数字中国服务联盟及云帆合作伙伴推出了业务增量激励，对所有千帆合作伙伴提供重点业务激励。

图表 39：神州数码千帆计划构建四个层次的渠道合作伙伴

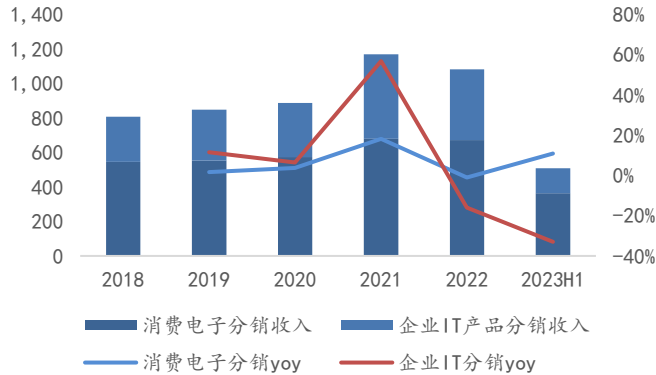


资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

公司将提质增效作为重点工作之一，主动聚焦高价值、高毛利业务。在 IT 分销行业竞争日益激烈的环境下，公司 IT 分销业务扭转毛利率下滑趋势。2023 年上半年，企业 IT 分销毛利率为 5.02%，消费电子分销毛利率为 2.16%，分销业务整体毛利率企稳回升。同时，公司内部管理能力进一步提升，运营水平以及资金使用效率在保持行业领先的基

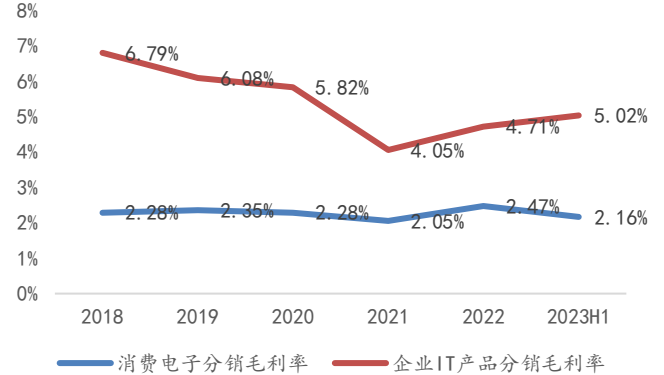
础上继续优化。

图表 40：2018-2023H1 公司 IT 分销收入



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表 41：公司消费电子和企业 IT 分销毛利率



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

五、 投资建议

公司是国内 IT 分销龙头企业，战略布局云和数字化转型及信创业务。公司深度融入华为“鲲鹏+昇腾”生态体系，在行业信创及国产算力市场上优势显著。同时，公司在第三方云管理市场上具备较高的技术、渠道优势。随着信创的不断推进和我国云与数字化转型的深入发展，公司业务有望快速成长。

预计 2023-2025 年公司的营业收入分别为 1255.78/1295.86/1370.97 亿元，归母净利润分别为 12.63/15.39/17.56 亿元，EPS 分别为 1.89/2.30/2.62 元，给予“买入”评级。

六、 风险提示

信创推进不及预期，算力需求增长不及预期，算力国产化不及预期，行业竞争加剧。

资产负债表 (百万)					利润表 (百万)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,322	3,854	4,341	4,888	营业收入	115,880	122,578	129,586	137,097
应收和预付款项	14,803	13,932	14,929	15,905	营业成本	111,333	117,481	123,968	131,019
存货	12,495	13,440	14,143	14,770	营业税金及附加	138	131	142	151
其他流动资产	851	874	906	957	销售费用	1,953	2,010	2,129	2,261
流动资产合计	32,471	32,099	34,320	36,521	管理费用	312	331	341	356
长期股权投资	261	261	261	261	财务费用	432	402	370	325
投资性房地产	4,955	4,955	4,955	4,955	资产减值损失	(139)	(80)	(90)	(100)
固定资产	194	214	242	279	投资收益	(43)	(61)	(39)	(27)
在建工程	217	217	217	217	公允价值变动	10	0	0	0
无形资产开发支出	237	302	352	352	营业利润	1,323	1,725	2,103	2,400
长期待摊费用	25	25	25	25	其他非经营损益	1	2	2	2
其他非流动资产	34,327	34,343	36,563	38,764	利润总额	1,324	1,727	2,105	2,402
资产总计	40,216	40,317	42,615	44,854	所得税	288	432	526	600
短期借款	8,330	7,716	7,021	6,271	净利润	1,036	1,295	1,579	1,801
应付和预收款项	13,027	13,108	14,355	15,227	少数股东损益	32	32	39	45
长期借款	4,100	3,700	3,400	3,400	归母股东净利润	1,004	1,263	1,539	1,756
其他负债	6,539	6,464	6,932	7,246					
负债合计	31,996	30,988	31,708	32,145	预测指标				
股本	668	670	670	670		2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	4,071	4,119	4,119	4,119	毛利率	3.92%	4.16%	4.34%	4.43%
留存收益	2,879	3,902	5,441	7,198	销售净利率	0.87%	1.03%	1.19%	1.28%
归母公司股东权益	7,602	8,678	10,218	11,974	销售收入增长率	(5.32%)	5.78%	5.72%	5.80%
少数股东权益	618	650	690	735	EBIT 增长率	27.41%	19.41%	16.27%	10.17%
股东权益合计	8,220	9,329	10,907	12,709	净利润增长率	303.11%	25.71%	21.90%	14.11%
负债和股东权益	40,216	40,317	42,615	44,854	ROE	13.21%	14.55%	15.06%	14.67%
					ROA	2.50%	3.13%	3.61%	3.92%
					ROIC	6.56%	7.56%	8.55%	8.99%
现金流量表 (百万)					EPS (X)	1.57	1.89	2.30	2.62
	2022A	2023E	2024E	2025E	PE (X)	14.02	16.03	13.15	11.52
经营性现金流	836	1,766	2,056	1,785	PB (X)	1.93	2.33	1.98	1.69
投资性现金流	(161)	(241)	(127)	(75)	PS (X)	0.13	0.17	0.16	0.15
融资性现金流	(609)	(2,045)	(1,442)	(1,162)	EV/EBITDA (X)	12.35	13.18	10.74	9.27
现金增加额	130	(468)	487	547					

资料来源：携宁云估值，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。