

## 神州数码(000034.SZ)

## IT分销筑基，云+信创助力腾飞

## 推荐（首次）

股价：26.65元

## 主要数据

行业	计算机
公司网址	www.digitalchina.com
大股东/持股	郭为/23.12%
实际控制人	郭为
总股本(百万股)	670
流通A股(百万股)	550
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	178
流通A股市值(亿元)	147
每股净资产(元)	12.27
资产负债率(%)	76.3

## 行情走势图



## 证券分析师

闫磊	投资咨询资格编号 S1060517070006 YANLEI511@pingan.com.cn
付强	投资咨询资格编号 S1060520070001 FUQIANG021@pingan.com.cn
黄韦涵	投资咨询资格编号 S1060523070003 HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn



## 平安观点：

- IT分销筑基，云+信创双轮驱动。**公司以IT分销起家，先后布局云与信创，为公司发展注入成长新动能。公司目前已经形成了IT分销及增值、云计算及数字化转型、自主品牌三大业务体系，“一体两翼”业务布局助力公司在数字化及信创浪潮中稳步向前。公司高管团队行业经验丰富，股权结构相对集中。公司股权激励目标充分彰显了对战略业务持续发展的信心。2023年第三季度，公司营收增速由负转正，利润端表现亮眼。公司的战略业务保持高增速，收入结构持续优化，毛利率、净利率均有所提升。我们认为，IT分销业务为公司发展打下了坚实基础，在云与信创战略业务的加持下，公司未来成长空间广阔。
- 国内IT分销龙头，ToB渠道优势为战略业务赋能。**IT分销及增值业务是公司的主要收入来源，其凭借巨大体量而形成的规模优势筑牢了公司在IT分销领域的龙头地位。公司深耕企业级IT市场多年沉淀出的庞大ToB渠道网络，是公司的重要战略资源和竞争壁垒。此外，公司先后推出“千帆计划”、创立数字中国服务联盟，进一步挖掘ToB渠道价值。公司作为国内IT分销龙头，将凭借其规模效应和渠道优势，为两大战略业务的发展提供强有力支撑。
- 全栈数云能力赋能企业数字化转型，AI to B打开想象空间。**数字经济推动企业上云用云和数字化转型，云管理服务(MSP)及企业云上数字化解决方案(ISV)的需求有望加速释放。合作伙伴(MSP+ISV厂商)逐渐成为云服务商拓展市场的重要途径。近年来，公司云业务保持高速增长，其中云增值服务业务(MSP+ISV)2023年前三季度收入增速超过50%。AI方面，公司推出神州问学平台，布局企业级AIGC市场，为公司未来业务发展带来巨大想象空间。公司在云与数字化领域兼具技术与生态优势，已形成覆盖多领域的成熟解决方案。公司云业务基于自身全栈能力和全牌照云资质，以及布局AIGC所带来的新增量，在数字经济、云计算产业蓬勃发展拉动下，未来有望持续保持高速增长，为公司长期发展提供强劲动力。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	122,385	115,880	122,177	131,974	143,192
YOY(%)	32.9	-5.3	5.4	8.0	8.5
净利润(百万元)	238	1,004	1,240	1,493	1,832
YOY(%)	-61.8	321.9	23.5	20.4	22.7
毛利率(%)	3.3	3.9	4.0	4.3	4.6
净利率(%)	0.2	0.9	1.0	1.1	1.3
ROE(%)	3.9	13.2	14.6	15.6	16.9
EPS(摊薄/元)	0.36	1.50	1.85	2.23	2.74
P/E(倍)	74.9	17.8	14.4	11.9	9.7
P/B(倍)	2.9	2.3	2.1	1.9	1.6

- **深度绑定华为打造自主品牌,乘信创之势高速发展。**我国信创产业的发展将按照 2+8+N 的落地体系逐步展开,党政信创先行,行业信创大幕开启。金融、运营商等行业的信创采购进程加速,有望打开巨大国产替代空间。我国信创工程市场空间巨大。根据我们测算,2023-2028 年,我国信创 PC 和服务器合计出货量超过 3000 万台,合计市场规模超过 4000 亿元。华为拥有较为完整的信创产品体系,未来将是我国信创产业发展的重要推动力。公司与华为的生态合作从 2011 年至今逐渐深化。公司基于“鲲鹏+昇腾”生态打造神州鲲泰产品体系,持续加深在信创与 AI 领域的布局。公司自主品牌业务增势迅猛,营收占比逐步提升,在多领域加速落地。此外,神州鲲泰生产基地相继投产,生态聚合能力持续加码。我们认为,公司自主品牌深度绑定华为,已形成较为完备的产品体系,未来将持续高速发展。
- **盈利预测与投资建议:** 公司是国内的 IT 分销龙头,深耕企业级 IT 市场多年,沉淀而成 ToB 渠道优势筑牢了公司的护城河,同时为公司战略业务(云+信创)赋能。云业务方面,公司具备全栈云能力与全牌照云资质,同时推出神州问学平台,布局企业级 AIGC 市场赋能云业务发展。自主品牌业务方面,公司基于华为“鲲鹏+昇腾”生态打造了完备的神州鲲泰系列产品,在信创与 AI 赛道深度布局。我们认为公司未来将受益于企业上云与数字化转型大势,以及信创和 AIGC 浪潮,进一步打开成长空间。我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 1221.77/1319.74/1431.92 亿元,同比增速分别为 5.4%/8.0%/8.5%;归母净利润为 12.40/14.93/18.32 亿元,同比增速分别为 23.5%/20.4%/22.7%;EPS 分别为 1.85/2.23/2.74 元,根据 2024 年 1 月 16 日公司收盘价,对应 2023-2025 年 PE 分别为 14.4x/11.9x/9.7x。我们看好公司的未来发展,首次覆盖,给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 公司 IT 分销业务发展不及预期。2) 公司信创业务发展不达预期。3) 公司云业务发展不达预期。

# 正文目录

<b>一、 IT 分销筑基，云+信创双轮驱动</b>	<b>6</b>
1.1 IT 分销起家，“数云融合+信创”战略为公司注入成长新动能	6
1.2 公司股权结构集中，股权激励彰显战略业务发展信心	7
1.3 公司财务分析：营收结构持续优化，盈利能力显著提升	9
<b>二、 国内 IT 分销龙头，To B 渠道优势为战略业务赋能</b>	<b>11</b>
2.1 IT 分销是公司的收入支柱，规模效应筑牢行业优势地位	11
2.2 渠道优势打造公司护城河，共筑数字生态赋能战略业务发展	12
<b>三、 全栈数云能力赋能企业数字化转型，AI to B 打开想象空间</b>	<b>14</b>
3.1 数字经济推动企业上云，合作伙伴助力云服务商拓展市场	14
3.2 公司云业务增势迅猛，全栈数云能力赋能企业数字化转型	16
<b>四、 深度绑定华为打造自主品牌，乘信创之势实现高速发展</b>	<b>20</b>
4.1 信创工程扩容，市场空间巨大	20
4.2 华为拥有较为完整的信创产品体系，将是我国信创产业发展的重要推动力	22
4.3 公司基于“鲲鹏+昇腾”打造神州鲲泰品牌，信创及 AI 大单频繁落地	26
<b>五、 盈利预测</b>	<b>30</b>
5.1 盈利预测	30
5.2 估值分析	31
5.3 投资建议	32
<b>六、 风险提示</b>	<b>32</b>

# 图表目录

图表 1	公司历史沿革	6
图表 2	公司业务布局（产品体系）	6
图表 3	公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金投向	7
图表 4	山石网科主要业务及产品	7
图表 5	公司原有数据安全相关布局（部分）	7
图表 6	公司部分高管简介（截至 2023 年 6 月 30 日）	8
图表 7	公司股权结构	9
图表 8	公司控股参股的部分子公司	9
图表 9	本激励计划授予的股票期权各年度业绩考核目标	9
图表 10	2020 年-2023Q3 公司营业收入及增速	10
图表 11	2020 年-2023Q3 公司归母净利润及增速	10
图表 12	2019 年-2022 年公司营收结构（分业务）	10
图表 13	2019 年-2022 年公司毛利润结构（分业务）	10
图表 14	公司毛利率、期间费用率、归母净利润率	11
图表 15	公司期间费用率分析	11
图表 16	2020 年-2023H1 公司研发投入及增速	11
图表 17	2020 年-2022 年公司研发人员情况	11
图表 18	2019 年-2023H1 公司 IT 分销及增值业务收入情况	12
图表 19	2019 年-2023H1 公司 IT 分销和增值业务拆分	12
图表 20	2020 年中国 IT 分销商 12 强	12
图表 21	公司部分生态伙伴	13
图表 22	公司“千帆计划”简介	13
图表 23	公司“千帆计划”层级	13
图表 24	公司数字中国服务联盟发展历程	14
图表 25	2017 年-2022 年我国数字经济规模及增速	14
图表 26	数字中国建设“2522”整体框架	14
图表 27	2020 年-2025 年我国云计算市场规模及预测	15
图表 28	2020 年中国第三方云管理服务市场份额	15
图表 29	2021 年我国大中小型企业数字化转型水平对比	15
图表 30	我国企业数字化转型相关鼓励政策	15
图表 31	亚马逊云科技合作伙伴路径	16
图表 32	微软云合作伙伴计划 MCPP	16
图表 33	公司云与数字化转型业务产品体系	16
图表 34	2019 年-2023H1 公司云业务营收情况	17
图表 35	2019 年-2023H1 公司 MSP+ISV 营收情况	17
图表 36	2019 年-2023H1 公司云业务拆分	17

图表 37	2019 年-2022 年公司云业务及其分项毛利率	17
图表 38	公司全栈式云 MSP 服务能力	18
图表 39	神州鲲泰×TDMP 数据脱敏一体机	18
图表 40	Bluenic 应用——消费者相关分析解决方案	18
图表 41	神州问学平台产品及服务	19
图表 42	企业资质（部分）	19
图表 43	2+8+N 信创发展进程	20
图表 44	各领域信创应用落地进程	20
图表 45	2020 年-2022 年金融信创试点单位数量（个）	20
图表 46	中信银行 65 亿信创订单招标细则	20
图表 47	2020 年-2023 年我国电信行业信创建设进展	21
图表 48	信创产业 PC、服务器市场容量预测（万台）	21
图表 49	信创 PC 市场规模预测（亿元）	22
图表 50	信创服务器市场规模预测（亿元）	22
图表 51	华为信创产品体系（示意图）	23
图表 52	鲲鹏计算产业定义	23
图表 53	主流 CPU SPE Cint2006 RATE	23
图表 54	鲲鹏“算、存、传、管、智”芯片族	24
图表 55	鲲鹏合作伙伴整机产品	24
图表 56	华鲲振宇 2021 年-2023Q3 营收情况（亿元）	25
图表 57	神州数码 2020 年-2022 年自主品牌业务营收情况（亿元）	25
图表 58	华为鲲鹏计算产业生态	25
图表 59	公司与华为和合作历程	26
图表 60	神州鲲泰产品体系	27
图表 61	神州鲲泰系列 AI 服务器性能参数	27
图表 62	英伟达 H20、L20、L2 性能不及部分国产芯片	28
图表 63	2019 年-2023Q3 公司自主品牌业务营收及增速	28
图表 64	2019 年-2023Q3 公司自主品牌业务占比	28
图表 65	神州鲲泰重点订单	29
图表 66	“华为鲲鹏展翅领先级合作伙伴”证书	29
图表 67	“昇腾万里优选级合作伙伴”证书	29
图表 68	神州鲲泰生态合作体系	30
图表 69	神州数码简要损益预测表	31
图表 70	神州数码同行业可比公司估值比较	31

# 一、IT 分销筑基，云+信创双轮驱动

## 1.1 IT 分销起家，“数云融合+信创”战略为公司注入成长新动能

公司是国内领先的 IT 分销及增值服务商，“数云融合+信创”战略为公司注入成长新动能。2000 年，原联想集团一分为二，神州数码控股有限公司由此诞生。2015 年，公司作为 IT 分销业务集团从神州数码控股有限公司分离出来，并于 2016 年在 A 股借壳上市。2017 年，公司收购上海云角，开启了云战略转型。2018 年，公司启动“大华为”战略，次年加入华为鲲鹏产业生态，此后二者合作不断深化。2020 年，神州鲲泰厦门生产基地正式投产，是公司布局信创领域的重要举措。同年，神州鲲泰系列产品发布，公司实现基于鲲鹏架构“从 0 到 1”的突破。2022 年，公司发布“数云融合”战略，积极推进由 IT 基础设施分销商到云和数字化转型服务商的过渡。公司深耕中国信息化建设多年，筑牢了在 IT 分销领域的龙头地位，同时在云与信创赛道积极布局，为公司未来发展注入新动能。

图表1 公司历史沿革



资料来源：公司官网、神州鲲泰官网、平安证券研究所

传统业务奠基、战略业务赋能，助力公司实现高质量发展。公司目前已经形成了 IT 分销及增值、云计算及数字化转型、自主品牌三大业务体系。公司的 IT 分销及增值业务在国内保持行业领先，在战略转型过程中，分销业务的渠道合作伙伴在各垂直行业的资源优势和拓展能力有力推动了云与信创业务的稳步发展。云计算及数字化转型业务（以下简称“云业务”）包括云转售业务（AGG）、云管理服务（MSP）和数字化解决方案（ISV），旨在助力行业客户实现数字化转型。自主品牌业务是公司基于华为“鲲鹏+昇腾”打造的全栈“神州鲲泰”自主品牌体系，是公司在信创赛道的布局。2023 年，公司向不特定对象发行可转换公司债，再次深化在云与信创方面的布局。“一体两翼”业务布局助力公司在数字化及信创浪潮中稳步向前。

图表2 公司业务布局（产品体系）



资料来源：公司公告、公司官网、平安证券研究所



图表3 公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金投向

项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	项目价值
神州鲲泰生产基地项目	65,384.38	57,755.00	公司将在合肥市包河经济开发区建设生产基地,助力公司扩大信创业务规模,加快信创战略的推进。本项目建成后形成新增PC产能30万台、服务器产能15万台,网络产品产能30万台,并实现生产链条的完善,提升公司的综合竞争力。
数云融合实验室项目	23,161.48	12,774.00	本项目将以公司“数云融合”战略为出发点,基于云计算底层技术,开发面向泛行业客户的数据管理、运维、分析和应用平台,围绕云原生数据平台、数云融合工作台、数据场景应用架构三个主要方向进行深入研究和开发,并实现软件工具、解决方案、技术维护服务的输出。
信创实验室项目	33,076.77	23,942.00	公司建设信创实验室,将研发新型DPU(DataProcessingUnit,数据处理单元)算力设备,并在此基础上研发下一代IaaS平台和云原生PaaS平台,将围绕自主研发的新型算力设备和兼容各类信创设备的云原生软件环境,构建适应最新IT服务资源需求的算力体系,为客户提供完整的云原生算力解决方案和完善的算力体验。
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、平安证券研究所

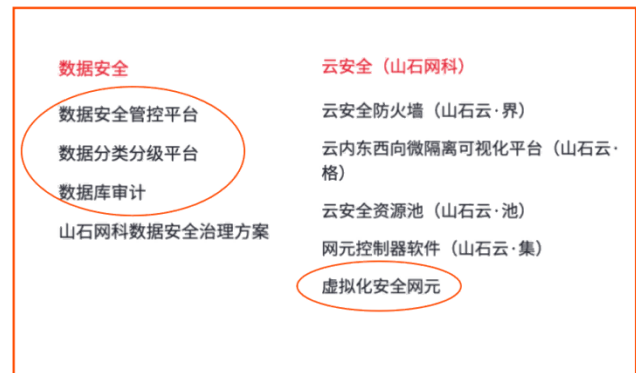
公司入股山石网科,加码“数云融合”安全体系布局。2023年2月26日,公司的全资子公司神州云科与越超高科签署了《股份转让协议》,神州云科以自有或自筹资金受让越超高科持有的山石网科的11.95%的股份,2023年6月7日完成过户,神州云科成为山石网科的第一大股东。山石网科是中国网络安全行业的技术创新领导厂商,提供包括边界安全、云安全、数据安全、内网安全在内的网络安全产品及服务。公司在数据安全方面已拥有TDMP数据脱敏、安全管控平台等产品。山石网科良好的技术创新能力与公司强大的营销能力和客户认知能力将形成互补,加强上下游资源协同和产业协同,完善公司“数云融合”安全体系布局,进一步提升公司的网络安全技术和赋能企业数字化转型的能力。

图表4 山石网科主要业务及产品



资料来源:山石网科公告、平安证券研究所

图表5 公司原有数据安全相关布局(部分)



资料来源:公司官网、平安证券研究所

公司在云与信创领域的的能力被广泛认可。在“数云融合+信创”的双轮驱动下,公司实现了以云为基础的泛在敏捷能力的构建,助力快消零售、汽车、金融、医疗、政企、教育、运营商等行业企业实现数字化,和以数据为基础的智能化转型。公司在IDC《中国第三方云管理服务市场份额,2021》中排名第三;在IDC《中国云运维管理服务市场(2022上半年)跟踪报告》中排名第二;先后入选Forrester《中国云迁移、现代化和管理服务现状报告》、Forrester《2022年第二季度中国云迁移和托管服务提供商报告》、Gartner亚太地区公有云托管和专业服务提供商入市手册推荐名单。在《互联网周刊》发布的2023信创产业分类排行中位列“2023信创服务器企业排行”第12位、“2023信创PC整机企业排行”第8位、“2023信创云厂商排行”第10位。

## 1.2 公司股权结构集中,股权激励彰显战略业务发展信心

公司的高管团队行业经验丰富，公司股权结构相对集中。公司的董事长兼首席执行官郭为先生是公司的实际控制人。郭为先生毕业于中国科学技术大学，获工学硕士学位。郭为先生现任神州数码集团股份有限公司董事长兼首席执行官，且在神州数码控股有限公司、神州数码信息服务股份有限公司担任董事长、首席执行官等职务，具有丰富的行业管理经验。截至 2023 年 9 月 30 日，郭为直接持有公司 23.12% 的股份，公司股权结构相对集中。公司除实际控制人郭为以外，其他高管团队成员大多具有在相关行业的任职经历，或具备深厚的专业背景，为公司的稳健运行奠定了坚实基础。

图表6 公司部分高管简介（截至 2023 年 6 月 30 日）

姓名	职务	简介
郭为	董事长兼首席执行官	毕业于中国科学技术大学，获工学硕士学位。2007 年 4 月至 2011 年 3 月，任神州数码控股有限公司董事会主席兼首席执行官；2011 年 4 月至今，任神州数码控股有限公司董事会主席；2018 年 6 月起，任神州数码控股有限公司首席执行官，并继续担任主席；2008 年 7 月至今，任神州数码信息服务股份有限公司董事长；2016 年 3 月至今，任神州数码集团股份有限公司董事长；2017 年 8 月至 2023 年 3 月，任神州数码集团股份有限公司总裁；2023 年 3 月至今，任神州数码集团股份有限公司首席执行官，并继续担任董事长。
陈振坤	董事会秘书	获中国传媒大学管理学学士学位、清华大学-香港中文大学工商管理硕士学位。2004 年加入公司，历任公司财务部副总经理、运控中心副总经理、助理总裁、财务部总经理、运营总监、企业业务集团副总裁、神州数码集团股份有限公司副总裁等职务。2023 年 8 月至今，任神州数码集团股份有限公司财务总监。
王冰峰	董事兼总裁	获中国科学技术大学学士学位。曾任腾博公司（Tandberg）大中国区渠道和业务拓展总监，赛门铁克公司（Symantec）大中国区总经理，威睿公司（VMware）中国区总经理。2021 年 9 月加入公司，历任公司云服务集团总经理、公司战略发展部总经理。2021 年 10 月 2023 年 3 月，任神州数码集团股份有限公司副总裁。2023 年 3 月至今，任神州数码集团股份有限公司总裁。2023 年 4 月至今，任神州数码集团股份有限公司董事。
李岩	副总裁	获中国社会科学院经济学硕士学位。1996 年加入公司，李岩女士历任神码中国集团办常务副总经理、品牌市场和经营管理部总经理、神码中国副总经理、神码广州副总经理、神码上海董事兼副总经理、神州数码集团股份有限公司副总裁、人力资源总监、人力资源部总经理等职务。2021 年 4 月至今，任神州数码集团股份有限公司副总裁。
韩智敏	副总裁	毕业于北京电子科技学院，北京大学市场营销专业研究生，美国北弗吉尼亚大学 MBA 管理硕士。2010 年加入公司，历任公司华为事业部总经理、华为本部总经理、助理总裁、企业业务集团总裁、信创业务集团总经理等职务。现任公司信创业务集团董事长。2018 年 4 月至今，任神州数码集团股份有限公司副总裁。
潘春雷	副总裁	获内蒙古大学学士学位、清华大学-香港中文大学工商管理硕士学位。2000 年加入公司，历任神码中国企划办副主任、业务发展部总经理、助理总裁、公司云业务集团副总裁等职务。2020 年 2 月至今，任神州数码集团股份有限公司副总裁。
李刚	副总裁	获电子科技大学学士学位。曾任易安信电脑系统（中国）有限公司高级经理，赛门铁克软件（北京）有限公司高级总监，威睿信息技术（中国）有限公司高级总监。2021 年 5 月加入公司，现任公司技术总监，公司通明湖云和信创研究院院长。2021 年 8 月至今，任神州数码集团股份有限公司副总裁。
陆明	副总裁	获西安交通大学工学学士学位。2006 年加入公司，历任配件事业部深圳平台销售经理、南区销售总监，Intel 事业部产品总监、副总经理、总经理，配件事业一部总经理，配件本部总经理，业务发展部总经理。现任公司应用电子业务集团总经理。2020 年 2 月至今，任神州数码集团股份有限公司副总裁。
李京	副总裁	获北京航空航天大学学士学位。2003 年加入公司，历任神码中国网络业务本部产品经理、产品总监、事业部总经理、本部副总经理等，神州云计算生态中心总经理，上海云角销售高级副总裁、北京分公司总经理，云服务集团副总经理等职务，现任公司中台总经理。2020 年 2 月至今，任神州数码集团股份有限公司副总裁。
吴昊	副总裁	获北方交通大学学士学位。2001 年加入公司，历任神码中国存储事业部总经理，数据存储本部副总经理，助理总裁，数据存储本部总经理、企业业务集团副总裁、信创业务集团副总裁等职务。现任公司企业云集团总经理。2019 年 8 月至今，任神州数码集团股份有限公司副总裁。

资料来源：公司公告、平安证券研究所



图表7 公司股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：公司股东信息来自公司2023年三季度报（截至2023年9月30日）；公司子公司信息来自公司2023年中报（截至2023年6月30日）。

公司通过资本运作的手段，围绕产业链上下游布局。公司通过参股控股神州云计算、上海云角、神州信创、神州鲲泰、GoPomelo、山石网科等公司，完善公司在IT分销、云计算、软件开发、IT基础设施、云服务、网络安全等领域的布局，通过业务协同增强原有业务竞争力，同时积极探索外延式发展机会。

图表8 公司控股参股的部分子公司

子公司名称	业务性质	持股比例
神州云计算	生产、分销IT产品	100%
上海云角	计算机科技领域技术开发、咨询、服务	100%
神州信创	软件开发	100%
神州鲲泰	计算机软硬件及外围设备制造	79.21%
GoPomelo	云服务	60%
山石网科	网络安全	11.95%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

股权激励目标充分彰显公司对战略业务持续发展的信心。2023年1月，公司发布2023年股票期权激励计划。本次激励计划的激励对象共计430人，拟授予股票期权数量3,255.1672万份，约占本激励计划草案公布日公司总股本的4.87%。本次激励计划选用云计算及数字化转型业务与自主品牌业务的总收入和净利润作为公司层面业绩考核指标，充分彰显了公司对云和信创战略业务未来持续发展的信心。

图表9 本激励计划授予的股票期权各年度业绩考核目标

行权期	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(A)		净利润(B)	
		目标值(Am)	触发值(An)	目标值(Bm)	触发值(Bn)
第一个行权期	2023年	90.00亿元	81.00亿元	12.00亿元	10.80亿元
第二个行权期	2024年	120.00亿元	108.00亿元	13.80亿元	12.42亿元

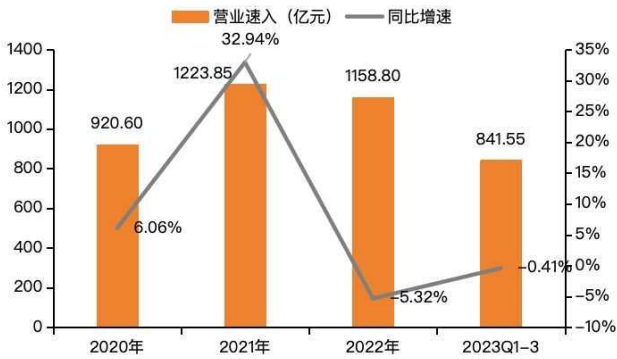
资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：上述“净利润”指经审计的归属于上市公司股东的净利润，但剔除公司及子公司有效期内的股权激励计划和员工持股计划的股份支付费用影响的数值作为计算依据。

### 1.3 公司财务分析：营收结构持续优化，盈利能力显著提升

**2023年第三季度，公司营收增速由负转正，利润端表现亮眼。**公司2023年前三季度实现营业收入841.55亿元，较上年同期下降0.41%，降幅较2023年上半年有所收窄；2023年单三季度实现营业收入285.54亿元，同比增加6.44%，由2023年上半年的负增长转为正增长。公司2023年前三季度实现归母净利润8.51亿元，较上年同期增长24.91%；2023年单三季度实现归母净利润4.17亿元，同比增长43.28%。2023年第三季度，公司利润端实现高速增长，我们判断，是由于公司两项战略业务拓展成效显著，拉动整体盈利能力提升。

图表10 2020年-2023Q3公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 2020年-2023Q3公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

**公司的战略业务保持较快增速，收入结构持续优化。**IT分销及增值业务一直是公司的主要收入来源，营收占比始终保持在90%以上，但已由2019年的97.58%逐年降至2022年的93.44%。公司两大战略业务迅速拓展。2023年前三季度，公司云计算及数字化转型业务实现收入49.2亿元，同比增长36%；自主品牌业务实现收入23.7亿元，同比增长49%。公司2023年前三季度两大战略业务合计收入占比较2022年同期提升2.5个百分点。公司战略业务保持高速增长，收入结构持续优化。后续随着公司云与信创业务持续取得突破，收入结构有望持续改善。

图表12 2019年-2022年公司营收结构（分业务）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表13 2019年-2022年公司毛利润结构（分业务）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

**公司2023年前三季度毛利率、净利率有所提升，费用率与上年同期持平。**利润端，公司2023年前三季度实现毛利率3.94%，较2022年上半年有所提升；单三季度实现毛利率4.39%，较2022年同期提升0.2个百分点。公司2023年前三季度实现归母净利率1.01%，较2022年同期提升0.2个百分点；单三季度实现归母净利率1.46%，较2022年同期提升0.37个百分点，我们判断，主要是由于公司高质量、高毛利的战略业务持续扩展。费用端，公司2023年前三季度期间费用率为2.47%，与2022年同期持平。

图表14 公司毛利率、期间费用率、归母净利润率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表15 公司期间费用率分析



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司研发投入持续增长，为公司核心技术持续迭代发展提供强有力支撑。2022年，公司研发投入为2.91亿元，同比增长21.15%。在研发人员方面，截至2022年年底，公司拥有791名研发人员，同比增长33.39%，占公司总人数的比例为14.98%。公司通过持续的研发投入，提升公司在云原生和数据原生方面的竞争力。

图表16 2019年-2023H1公司研发投入及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表17 2019年-2022年公司研发人员情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 二、国内IT分销龙头，To B渠道优势为战略业务赋能

### 2.1 IT分销是公司的收入支柱，规模效应筑牢行业优势地位

IT分销及增值业务是公司的业务根基。公司的IT分销及增值业务包括消费电子业务和企业增值业务，2023年上半年，两个业务分项在IT分销及增值业务中占比分别为71.35%、28.65%。公司的消费电子业务主要面向零售店、电商平台和个人消费者，提供笔记本电脑、套件、台式机等产品，公司代理的英特尔、戴尔、爱普生、Fortinet、IBM等业务持续保持厂商份额绝对领先；企业增值业务则面向企业级客户，提供网络产品、服务器、存储设备、套装软件等产品，以及售前支持、售后服务、增值服务等。

图表18 2019年-2023H1公司IT分销及增值业务收入情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表19 2019年-2023H1公司IT分销和增值业务拆分



资料来源：公司公告、平安证券研究所

**多年蝉联IT分销商榜首，规模效应筑牢行业优势地位。**公司连续十余年蝉联“中国IT分销和IT增值分销”第一名。在消费电子分销领域，公司敏锐地感知市场环境，积极拓展分销商价值链；在企业IT分销领域，公司不断强化技术支持核心能力，持续全面产品布局，目前已经成为国内增值分销领域覆盖产品和品牌范围最广、技术能力最全面、营收规模具有绝对优势的分销商。

图表20 2020年中国IT分销商12强

排名	公司名称	2019年营业额 (亿元)	同比增长率
1	神州数码集团股份有限公司	868	6%
2	伟仕佳杰控股有限公司	476	10%
3	联强国际贸易(中国)有限公司	305	-11%
4	四川长虹佳华信息产品有限责任公司	274	36%
5	紫光数码(苏州)集团有限公司	239	18%
6	英迈国际(中国)有限公司	209	-5%
7	翰林汇信息产业股份有限公司	208	26%
8	中建材信息技术股份有限公司	166	27%
9	北京方正世纪信息系统有限公司	89	15%
10	北京中青旅创格科技有限公司	37	17%
11	深圳市金华威数码科技有限公司	29	29%
12	深圳市齐普生科技股份有限公司	26	-20%

资料来源：新科技商业、平安证券研究所

## 2.2 渠道优势打造公司护城河，共筑数字生态赋能战略业务发展

公司沉淀而成的庞大 To B 渠道网络，是公司的重要战略资源和竞争壁垒。根据公司 2023 年中报，公司深耕企业级 IT 市场多年，已构建了遍布国内 1000 余座城市、覆盖各大垂直行业、整合 30000 余家销售渠道的全国最大 To B 销售渠道网络。公司可通过庞大的 To B 渠道网络，针对客户行业特性和应用场景，将全面涵盖企业信息化和数字化需求的产品、解决方案及服务，精准触达并快速响应客户需求，形成了极高的客户粘性，为公司战略业务的拓展提供了巨大的资源价值。



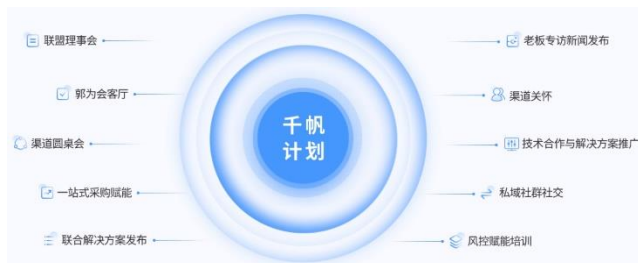
图表21 公司部分生态伙伴



资料来源：公司官网、平安证券研究所

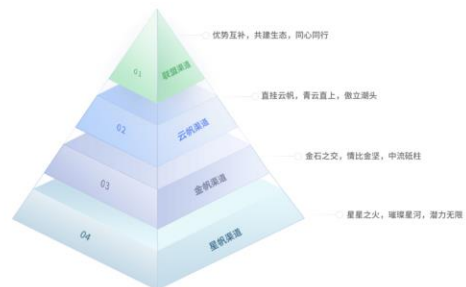
**多措并举，联合合作伙伴共筑数字产业生态。**为了进一步挖掘公司的 ToB 渠道价值，打造可持续发展的合作伙伴关系，2019 年，公司推出核心渠道“千帆计划”，并于 2021 年中旬迭代了“千帆计划 2.0”。2020 年，公司创立数字中国服务联盟，联合合作伙伴整合资源，打造了技术与服务聚合平台。2023 年，数字中国服务联盟又进行了资本层面的融合。根据公司官方公众号数据，截至 2023 年 9 月，联盟成员企业已达 98 家。公司以强大的数字生态产业力量为基石，赋能战略业务发展，推进企业数字化转型进程。

图表22 公司“千帆计划”简介



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表23 公司“千帆计划”层级



资料来源：公司官网、平安证券研究所



图表24 公司数字中国服务联盟发展历程



资料来源：公司官网、平安证券研究所

### 三、全栈数云能力赋能企业数字化转型，AI to B 打开想象空间

#### 3.1 数字经济推动企业上云，合作伙伴助力云服务商拓展市场

数字经济引领数字基础设施建设和企业数字化转型。随着数字化转型的深入推进，数字经济已经成为国民经济增长的重要驱动力。国内已基本形成完善的顶层设计和细化的地方推进举措相结合的政策体系，为数字经济的蓬勃发展保驾护航。据中国信通院统计，2022年，我国数字经济规模首次突破50万亿元，同比增长10.3%，占GDP比重的41.5%。《数字中国建设整体布局规划》的颁布，明确了数字中国建设“2522”的整体框架，将推动包括云计算在内的新型数字基础设施以及企业数字化转型的进程。

图表25 2017年-2022年我国数字经济规模及增速



资料来源：中国信通院、平安证券研究所

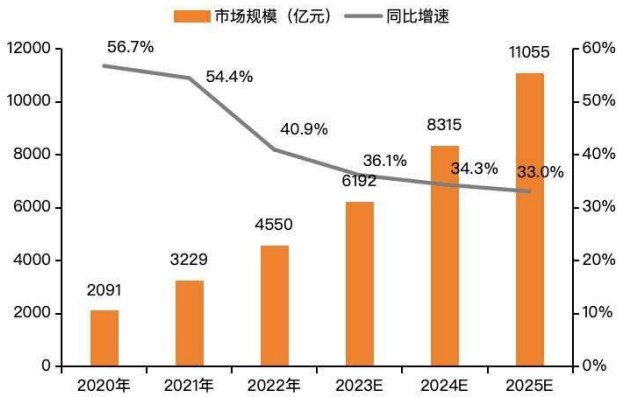
图表26 数字中国建设“2522”整体框架



资料来源：国家网信办、平安证券研究所

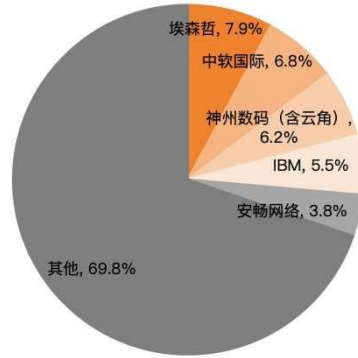
云计算市场规模持续高速增长，云管理服务价值日益凸显。据中国信通院统计，2022年我国云计算市场规模达4550亿元，同比增长40.91%，预计2025年有望突破万亿规模。云计算持续赋能企业数字化转型，企业上云、用云步伐加快，需要云提供的算力及服务从“能用”向“好用、易用”升级，云管理服务（MSP）价值日益凸显。IDC 统计数据显示，2021年中国第三方云管理服务市场高速发展，市场规模达到9.54亿美元，同比增长40.2%，预计2026年市场规模有望达到34.1亿美元。根据IDC发布的《中国云运维管理服务市场（2022下半年）跟踪》数据，2022下半年我国云运维管理服务市场中，华为、中国电信、浪潮、神州数码、中软国际位居前五，合计占据17.1%的市场份额。

图表27 2020年-2025年我国云计算市场规模及预测



资料来源：中国信通院、平安证券研究所

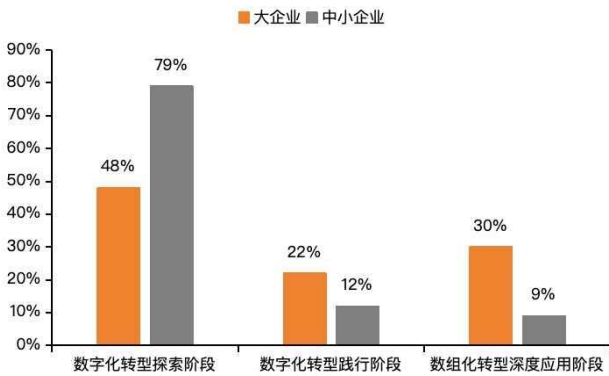
图表28 2020年中国第三方云管理服务市场份额



资料来源：IDC、平安证券研究所

中小企业数字化转型步伐加速，有望释放 ISV 巨大市场空间。企业上云和数字化进程不断深入，带来大量云上数字化解决方案 (ISV) 需求。企业的数字化转型可以助力企业实现降本增效，以及保持高敏感度的市场响应速度，专业服务商将在此过程中帮助企业理解数字化转型所需的关键能力以及具体企业所需要的数字化转型路径。中小企业作为我国数量大、类型多且最活跃的企业群体，是我国上云用云整体进程的关键。中国信通院统计数据显示，2021 年，我国 79% 的中小企业处于数字化转型初步探索阶段。在相关政策指引下，中小企业上云用云及数字化转型的进度将不断加深。

图表29 2021年我国大中小型企业数字化转型水平对比



资料来源：中国信通院《中小企业数字化转型分析报告 (2021)》平安证券研究所

图表30 我国企业数字化转型相关鼓励政策

时间	政策/会议	相关内容
2022.1	"十四五"数字经济发展规划	《规划》部署了八方面重点任务。四是加快推动数字产业化。
2022.3	政府工作报告	建设数字信息基础设施，逐步构建全国一体化大数据中心体系，推进 5G 规模化应用，促进产业数字化转型，发展智慧城市、数字乡村。
2022.8	关于开展财政支持中小企业数字化转型试点工作的通知	为加快中小企业数字化转型步伐，促进产业数字化发展，从 2022 年到 2025 年，中央财政计划分三批支持地方开展中小企业数字化转型试点，提升数字化公共服务平台服务中小企业能力。
2022.11	中小企业数字化转型指南	《指南》提出了 14 项措施，主要针对增强企业转型能力、提升转型供给水平和加大转型政策支持三个方面。
2023.7	中共中央政治局会议	要大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业；要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展。

资料来源：政府网站、平安证券研究所

在生态建设方面，云服务商逐渐倾向于通过合作伙伴 (MSP+ISV 厂商) 协同的方式拓展市场。合作伙伴在企业上云的过程中，发挥着企业与云厂商之间的纽带作用。首先，随着企业数字化转型进入深水区，企业上云更加注重数字技术与企业业务、运营、管理等深度融合，对能提供细分领域端到端解决方案的供应商的需求显著提升，AWS、谷歌云均开始加强合作伙伴布局。其次，云服务商开始通过加强合作伙伴认证的方式巩固其生态优势，AWS 提出 "ISV 加速赢计划 2.0"，关注 ISV 面向企业应用的全栈交付能力，微软全新推出 MCPP (微软云合作伙伴计划)，对合作伙伴的业务和服务能力进行全面评估。此外，为了满足企业的多云化需求，合作伙伴成为云服务商拓展渠道分销、ISV 等服务边界，整合全栈云能力的重要途径。

图表31 亚马逊云科技合作伙伴路径



资料来源：亚马逊云科技公众号、平安证券研究所

图表32 微软云合作伙伴计划 MCPP



资料来源：云科技时代公众号、平安证券研究所

### 3.2 公司云业务增势迅猛，全栈数云能力赋能企业数字化转型

数字经济的发展推动传统产业业态的变革，企业上云、用云进入全新发展周期。为了应对企业云算力、云服务需求的逐渐升级，公司基于在 IT 行业多年的深耕与积累，提出了“数云融合”战略。公司经过在数云领域的多年深耕，打造了广泛的云资源池和行业技术优势，形成了覆盖设计、实施、开发全生命周期云专业服务（CPS）能力，积累了 17 类自主知识产权的公有云解决方案。公司的云与数的能力凝聚为公司的云业务，主要包括云转售（AGG）、云管理服务（MSP）及数字化转型解决方案（ISV），其中 MSP 与 ISV 是公司在云与数字化领域的重点战略业务与增长点。

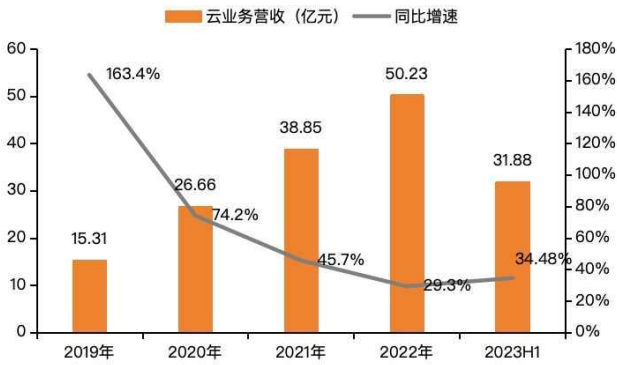
图表33 公司云与数字化转型业务产品体系



资料来源：公司官网、平安证券研究所

公司云和数字化转型业务保持高速增长。2023 年前三季度，公司云与数字化转型业务实现收入 49.2 亿元，同比增长 36%；其中云上服务及解决方案业务（MSP+ISV）收入超 6 亿，同比增长 54%。MSP 和 ISV 是公司围绕数云融合战略重点布局的高附加值业务，2022 年公司 MSP 和 ISV 业务的毛利率分别为 47.5%和 78.5%，远高于云业务整体毛利率水平（13.38%）。随着公司云业务产品化能力的逐渐增强、交付管理效率和质量的进一步提升，以及企业数字化转型步伐的加快，公司云业务将受益于先发优势以及广阔的下游市场空间，为公司长期发展提供强劲动力。

图表34 2019年-2023H1公司云业务营收情况



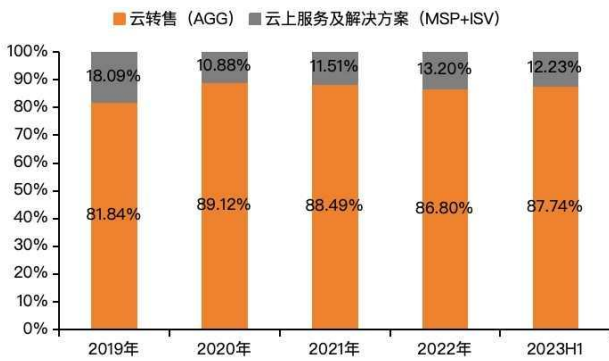
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表35 2019年-2023H1公司MSP+ISV营收情况



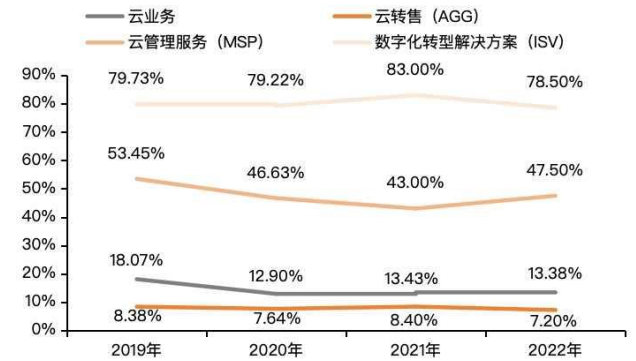
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表36 2019年-2023H1公司云业务拆分



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表37 2019年-2022年公司云业务及其分项毛利率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

云管理服务是公司云业务的重要发力点。云管理服务 (MSP) 是公司基于多云平台和混合云架构的服务能力，为客户提供咨询、迁移、运维、部署等云上全生命周期的专业服务 (PS) 和托管 (MS) 服务。公司在自身全栈服务能力的基础上打造了“MSP+”服务新模式。升级后的“神州云|云角MSP+服务”通过云原生平台，将开发应用的底层架构进行重构，实现承载应用基础设施资源的高弹性和高可用。公司云管理服务能力覆盖 AWS、Azure、阿里云、谷歌云、腾讯云及华为云、中国移动云、中国电信天翼云、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“神州云|云角MSP+服务”业务已在零售、汽车、医药等行业成功落地。



图表38 公司全栈式云 MSP 服务能力



资料来源：公司官网、平安证券研究所

ISV 通过场景化方案助力企业数字化转型。企业上云和数字化进程不断深入，将带来大量企业云上数字化解决方案需求。公司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，其在数据服务领域中的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。数据安全产品方面，在自研产品“神州云|TDMP 数据脱敏平台”的基础上，升级推出数据安全管控平台；在数据销售产品方面，公司通过“神州云|Bluenic 客户数据平台”，助力品牌商实现以客户为中心和数据驱动的转变；在 AI 应用产品方面，公司推出一站式企业级大模型集成平台——神州问学；在超算中心云上服务方面，公司建立的厦门超算中心采用了自主品牌神州鲲泰系列通用型及人工智能服务器，强化专有云助力效用，在保证各项性能具有公有云级别成熟度的情况下，兼顾私有云的安全可控。

图表39 神州鲲泰×TDMP 数据脱敏一体机



资料来源：神州数码公众号、平安证券研究所

图表40 Bluenic 应用——消费者相关分析解决方案



资料来源：神州数码公众号、平安证券研究所

公司推出神州问学平台，布局企业级 AIGC 市场。公司以产品为核心，推出神州问学平台，布局企业级 AIGC 市场。神州问学既是一站式企业大模型集成平台，也是企业的大模型运营平台，能够为企业提供模型、算力、数据和应用的连接能力，从语料治理、模型优化、大模型咨询服务等 5 个维度降低企业应用大模型技术的门槛，助力企业有效打通从生成式 AI 技术到业务场景的鸿沟。随着通用大模型能力的迭代升级，神州问学平台将为公司未来业务发展带来巨大想象空间。





## 四、深度绑定华为打造自主品牌，乘信创之势实现高速发展

### 4.1 信创工程扩容，市场空间巨大

党政信创先行，行业信创大幕开启。我国信创产业的发展将按照 2+8+N 的落地体系逐步展开：党政是信创产业落地的起步领域，2013 年即开始在公文系统领域实行国产化替代，金融、电信等八大行业紧随其后，N 个行业的信创国产化替代也有望逐步启动。根据零壹智库数据，截止 2021 年 12 月，党政、金融的落地实践率分别为 57.0%和 29.6%，信创产业正从党政领域快速向其他行业延伸拓展。

图表 43 2+8+N 信创发展进程



资料来源：亿欧智库、平安证券研究所

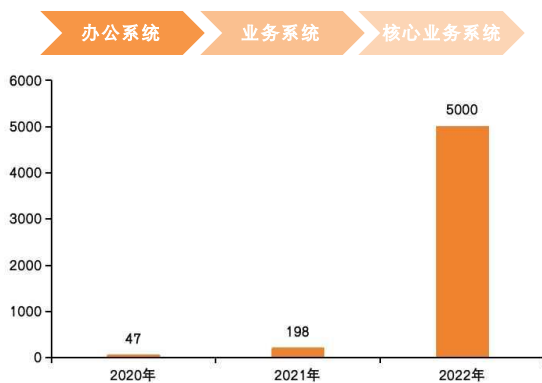
图表 44 各领域信创应用落地进程



资料来源：工信部及下属机构、地方经信委、数字化讲习所、零壹智库、平安证券研究所

金融信创招标进程加速，进入应用落地爆发期。金融业作为行业信创的试验田，其国产替代步伐逐渐从办公系统延伸至核心业务软件系统，已经进入规模化量产落地阶段。根据艾瑞咨询数据，2022 年试点单位已经扩充至 5000 家，并逐步向中小金融机构渗透。2023 年以来金融信创招标进度加快。根据 C114 通信网数据，近期，中信银行 65 亿信创大单落地，含包括服务器在内的 9 类设备。国内金融 IT 相关企业也在信创领域持续取得突破。根据顶点软件公司公告，顶点软件新交易体系 A5 信创版已在东吴证券、东海证券全面上线，华宝证券、华鑫证券等 3 家券商也在切换过程中。根据恒生电子公司公告，恒生电子截至 2023 年 6 月末，33 个主产品信创项目竣工覆盖率达到 29%，信创合同覆盖率提升到 58%。上半年还通过了数据库国产化认证工作，信创生态建设持续推进。金融行业对自主可控能力、技术供应链的韧性等安全稳定性的要求逐渐攀升，有望释放巨大存量替换需求。

图表 45 2020 年-2022 年金融信创试点单位数量 (个)



资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

图表 46 中信银行 65 亿信创订单招标细则

分类	子分类	预估采购金额 (万元)
服务器	ARM芯片服务器	340094
	C86芯片服务器	102020
网络设备	数据中心级别交换路由器	100000
	非数据中心级别交换路由器	11850
	防火墙设备	9850
	波分设备	17000
存储设备	集中式ARM高端存储	39348
	分布式ARM对象存储	23400
	中高端存储光纤交换机	8972
合计		652534

资料来源：C114 通信网、平安证券研究所

**电信信创硬件采购加速。**电信运营商作为国家通信安全的保障，早在2019年已开始有信创采购需求并不断加码投入。当前我国电信行业的信创建设仍以基础硬件为主，尤其信创服务器已实现规模化应用。2022年10月，移动公示2021-2022年PC服务器集中采购第二批次(标包7-9)结果，综合此前标包1-6与第一批次及补采，中国移动PC服务器集采中，海光芯片服务器59982台，鲲鹏芯片服务器58901台，整体信创芯片服务器占比达41.43%。2023年2月，联通公示《2022年通用服务器集中采购项目》，合计采购服务器55352台，共计46亿元，信创CPU服务器金额占比41.4%。海光芯片服务器10300台，鲲鹏芯片服务器12108台。

**图表47 2020年-2023年我国电信行业信创建设进展**

时间	2020年	2021年	2022年	2023年
项目招标	<ul style="list-style-type: none"> <li>三大运营商启动200亿集采大单，采购信创服务器92353台</li> <li>信创CPU服务器占比超过20%，中国联通信创服务器占比超30%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>3月，电信招标信创服务器，采购数量24823台</li> <li>10月，移动启动2021-2022年第一批PC服务器采购项目，海光芯片服务器17164台，鲲鹏芯片服务器27083台</li> <li>11月，电信2021-2022年服务器采购项目，鲲鹏、海光、飞腾芯片服务器53401台</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1月，联通2022年云服务器集中采购招标，服务器44818台，预估规模327767万元，7月，联通软研院发布应用安全信创数据库购置招标，一为OLTP分布式信创数据库，预算836万元，二为OLTP集中式数据库，预算626万元</li> <li>10月，移动公示2021-2022年PC服务器集中采购第二批次(标包7-9)结果，综合此前标包1-6与第一批次及补采，中国移动PC服务器集采中，海光芯片服务器59982台，鲲鹏芯片服务器58901台，整体信创芯片服务器占比达41.43%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1月，阿里云中标2022-2023年中国联通软研院数据中台计算能力大数据平台信创购置项目(商用大数据平台)，预算金额2351万。2月联通公示《2022年通用服务器集中采购项目》，合计采购服务器55352台，共计46亿元，信创CPU服务器金额占比41.4%，海光芯片服务器10300台，鲲鹏芯片服务器12108台</li> </ul>
实验室建设及标准适配推进	<ul style="list-style-type: none"> <li>联通建立信息技术应用创新联合实验室，并于21年在广东、浙江、青海等7省建立信创攻关分基地</li> <li>移动与华为构建的IT联合生态实验室运行；山东移动联合华为推出鲲鹏生态开放实验室</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>浙江移动信创适配实验室通过相关部门认证审查，中国移动成立信创实验室</li> <li>电信浙江信创适配实验室通过相关部门认证审查，中国电信上海信创基地“揭牌”</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>电信举办信创创作联盟及云适配研讨沙龙</li> <li>移动磐基PAAS平台与飞腾服务器CPU(腾云S2500处理器)完成产品兼容性测试与认证</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国移动、华为、清华大学、中国电信、中国联通等11家初创成员共同发起的多样性算力产业及标准推进委员会正式成立</li> </ul>

资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

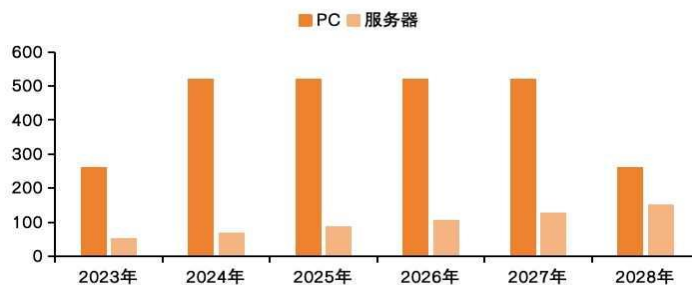
**我国信创工程市场空间巨大。**PC和服务器合计出货量超过3000万台。信创产业链包括PC和服务器整机，以及芯片、操作系统、中间件、数据库、办公软件等核心组件。需求量基本假设和测算过程如下：

1) 信创PC：根据国家统计局数据，党政机关人数约2000万，我们假设党政人均PC0.7台，且已经有600万台PC完成替代，剩余PC假设分6年替换完成；八大行业人数约3000万，假设人均PC0.6台，分6年替换完成。按照2023-2028年10%、20%、20%、20%、20%、10%的比例估算，2023-2028年信创PC的市场容量分别为260万台、520万台、520万台、520万台、520万台、260万台。

2) 信创服务器：根据IDC数据，2021年我国服务器总出货量为391.1万台，以此为基数，假设未来服务器出货量年均复合增长率为5%，假设2023年信创服务器出货量能占到服务器总出货量的12%，并自2024年起占比每年同比提高3个百分点。以此估算，2023-2028年，信创服务器市场容量分别为52万台、68万台、86万台、105万台、126万台、149万台。

根据我们的测算，预计2023-2028年，信创PC的市场容量分别为260万台、520万台、520万台、520万台、520万台、260万台，合计为2600万台；服务器市场容量分别为52万台、68万台、86万台、105万台、126万台、149万台，合计为586万台。2023-2028年，PC和服务器合计出货量为3186万台。

**图表48 信创产业PC、服务器市场容量预测(万台)**



资料来源：平安证券研究所

PC 和服务器合计市场规模超过 4000 亿元。信创市场规模测算如下：

1) PC 市场：结合市场报价以及招标信息，我们假设每台 PC 单价为 5500 元/台，并保持稳定，则 2023-2028 年，信创 PC 市场规模分别为 143 亿元、286 亿元、286 亿元、286 亿元、286 亿元、143 亿元，6 年市场规模合计 1430 亿元。每台 PC 对应 1 块处理器芯片、1 套操作系统、1 套办公软件，结合市场均价测算(均为 500 元左右)，假设 PC 处理器芯片、操作系统、办公软件单价均为 500 元，则 2023-2028 年，PC 处理器芯片、操作系统、办公软件市场规模如下所示。

图表 49 信创 PC 市场规模预测 (亿元)

年份	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
整机	143	286	286	286	286	143
芯片	13	26	26	26	26	13
操作系统	13	26	26	26	26	13
办公软件	13	26	26	26	26	13

资料来源：平安证券研究所

2) 信创服务器市场：结合市场报价，我们假设每台服务器单价为 5 万元/台，并保持稳定，则 2023-2028 年，信创服务器市场规模分别为 260 亿元、340 亿元、430 亿元、525 亿元、630 亿元、745 亿元，6 年市场规模合计 2930 亿元。PC 和服务器 6 年合计市场规模 4360 亿元。每台服务器对应 1 套操作系统，假设每台服务器平均有 2 个处理器芯片、每 3 台服务器中有 1 台安装数据库软件、每 3 台服务器中有 1 台安装中间件，服务器芯片、操作系统、数据库、中间件的单价假设分别为 5000 元/个、3000 元/套、6 万元/套、4 万元/套，则 2023-2028 年，服务器芯片、操作系统、数据库、中间件市场规模如下所示。

图表 50 信创服务器市场规模预测 (亿元)

年份	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
整机	260	340	430	525	630	745
芯片	52	68	86	105	126	149
操作系统	16	20	26	32	38	45
数据库	102	138	174	210	252	300
中间件	68	92	116	140	168	200

资料来源：平安证券研究所

## 4.2 华为拥有较为完整的信创产品体系，将是我国信创产业发展的重要推动力

在 CPU 芯片方面，华为具有鲲鹏 920 系列产品和鲲鹏 916 系列产品，其中鲲鹏 920 系列产品单处理器整型计算性能，相比上一代提升 2.9 倍；在整机方面，华为有华鲲振宇、新华三、神州数码、宝德、清华同方等 10 多家合作伙伴；在服务器操作系统方面，公司欧拉开源操作系统 (openEuler, 简称“欧拉”) 长生命周期版本更新到 openEuler22.03LTSSP2 版本，创新版本更新到 openEuler23.09 创新版本；在数据库方面，华为 openGauss 的长期支持版本(LTS)更新到 openGauss5.0.0(LTS)，社区创新版本(Preview)更新到 openGauss5.1.0(Preview)。当前，华为已经建立了涵盖芯片、整机、操作系统、数据库等基础硬件产品的较为完整的信创产品体系，我们认为，华为未来将是我国信创产业发展的重要推动力。



图表51 华为信创产品体系（示意图）



资料来源：华为鲲鹏社区网站、平安证券研究所

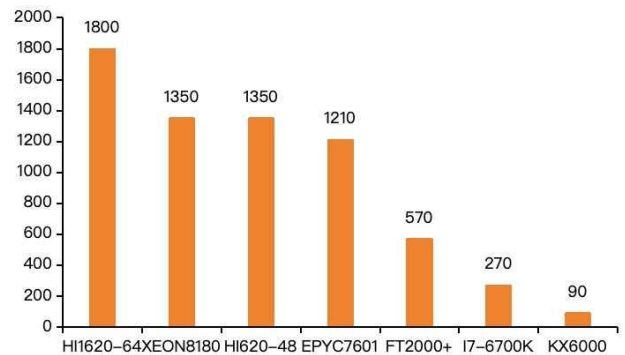
**鲲鹏芯片：计算产业生态完备，打造国产替代算力底座。**华为持续投入鲲鹏处理器，以量产一代、研发一代、规划一代的节奏稳步推进，并围绕鲲鹏处理器打造了“算、存、传、管、智”五个子系统芯片族。鲲鹏 920 是目前业界领先的 ARM 处理器，SPECintBenchmark 评分显示，对标 intel 旗舰级处理器 XeonPlatinum8180，48 核版鲲鹏 920 与其性能相当，功耗低 20%；64 核版鲲鹏 920 性能超 intel 约 33%。作为低功耗、高性能的 ARM 处理器，为鲲鹏服务器主板及整机产品提供芯片支撑，是鲲鹏计算产业的底座。此外，华为基于鲲鹏处理器打造了 TaiShan 服务器，赋能整个鲲鹏计算产业链、构建完整生态。鲲鹏计算产业链与 ARM 共享全球生态，协同加速发展。

图表52 鲲鹏计算产业定义



资料来源：华为云官网、平安证券研究所

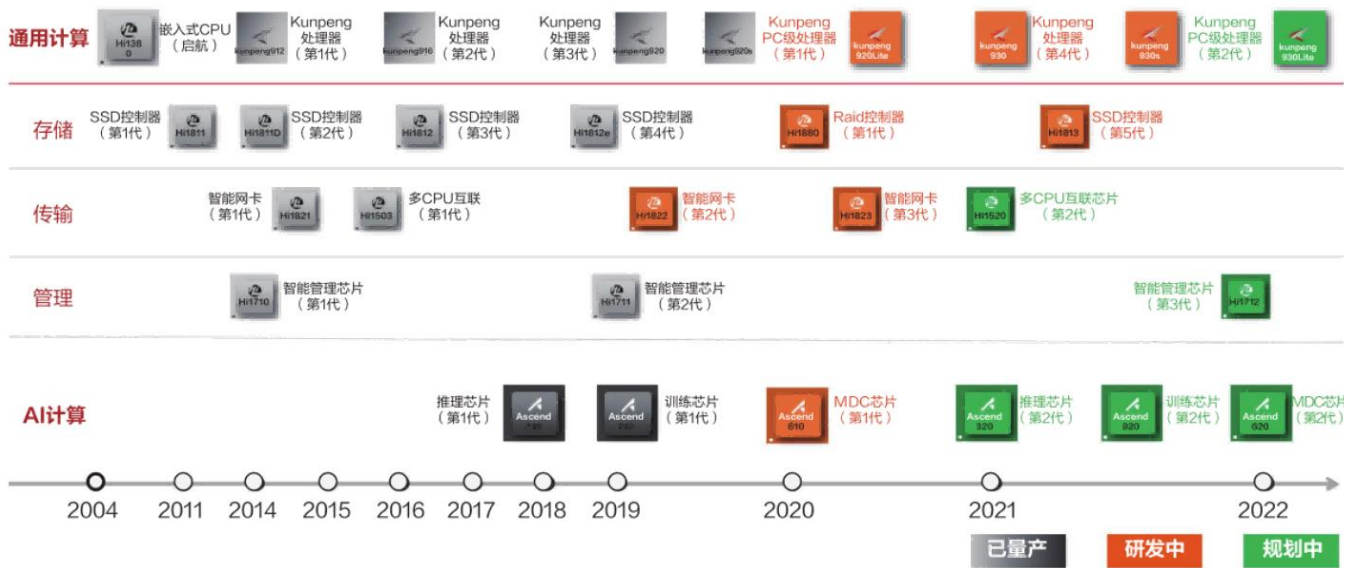
图表53 主流 CPU SPECint2006RATE



资料来源：SPECintBenchmark、平安证券研究所



图表54 鲲鹏“算、存、传、管、智”芯片族



资料来源：《鲲鹏计算产业发展白皮书》、平安证券研究所

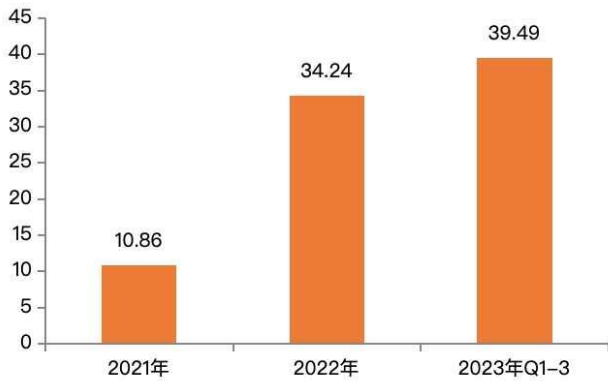
**鲲鹏整机：协同合作伙伴拓展市场，华为整机发展势头迅猛。**华为与合作伙伴协同发展，在整机信创市场发展势头迅猛。除了自研泰山(TaiShan)服务器，华为与合作伙伴协同发展，广泛依靠合作伙伴拓展整机信创市场。根据鲲鹏社区网站信息，华为目前有华鲲振宇、新华三、神州数码、宝德、清华同方等 10 多家合作伙伴。以华鲲振宇和神州数码为例，华为整机在信创市场发展势头迅猛。根据高新发展公司公告，2021 年、2022 年、2023 年前三季度，华鲲振宇营收分别为 10.86 亿元、34.24 亿元、39.49 亿元，营收跳跃式增长。根据神州数码公司公告，2020-2022 年，神州数码自主品牌业务收入分别为 7.28 亿元、16.50 亿元、25.70 亿元，2023 年前三季度，神州数码信创业务（神州鲲泰服务器）收入超 20 亿，同比增长 69%。神州数码信创业务已经实现了行业客户的全面突破，其中运营商三大客户实现全覆盖。

图表55 鲲鹏合作伙伴整机产品



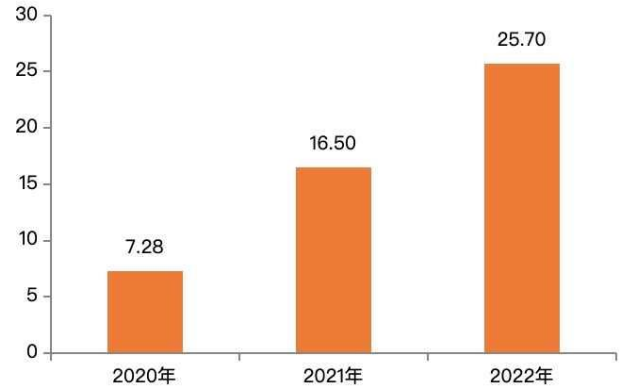
资料来源：鲲鹏社区网站、平安证券研究所

图表56 华鲲振宇 2021 年-2023Q3 营收情况 (亿元)



资料来源：高新发展公司公告、Wind、平安证券研究所

图表57 神州数码 2020 年-2022 年自主品牌业务营收情况 (亿元)



资料来源：神州数码公司公告、Wind、平安证券研究所

**鲲鹏计算产业链与 ARM 共享全球生态，协同加速发展。**根据 ARM 招股说明书，ARM 在全球移动芯片处理器领域已占据 90% 以上的市场份额。此外，ARM 芯片在嵌入式、物联网、汽车等领域也得到广泛应用。此外，随着业务云化趋势的演进，ARM 开始布局云与高性能计算，应用场景开始向数据中心延伸。如亚马逊发布基于 ARM CPU 的云服务器，微软公有云在大数据、云存储和搜索场景采用 ARM 服务器。华为拥有 ARMv8 永久架构授权，并在此基础上打造了鲲鹏系列处理器。随着鲲鹏计算产业持续向纵深发展，将逐步实现全行业、全场景覆盖。根据《鲲鹏计算产业发展白皮书》，目前鲲鹏计算产业已有超过 150 家厂商参与，未来有望持续受益于 ARM 生态优势。

图表58 华为鲲鹏计算产业生态



资料来源：亿欧智库、平安证券研究所

**华为基于昇腾布局 AI 算力。**华为昇腾计算产业是基于昇腾系列处理器构建的 AI 计算基础设施，包括昇腾系列 AI 处理器、Atlas 计算框架等，覆盖了端、边、云全场景部署的能力。华为两款 AI 芯片昇腾 310、910 系列处理器均基于华为的达芬奇架构。昇腾 310 是华为于 2018 年发布的 AI 推理处理器，主要应用于边缘计算产品等低功耗领域。昇腾 910 采用了 7nm 工艺进程，昇腾 910B 芯片作为昇腾 910 的升级版，其整体性能和能效均达到了国际领先水平，目前华为昇腾 910B 计算能力已经可以对标英伟达 A100。

### 4.3 公司基于“鲲鹏+昇腾”打造神州鲲泰品牌，信创及 AI 大单频繁落地

公司与华为的生态合作由分销到云到信创逐渐深化。2011 年，公司成为华为数通产品总经销商，打开了双方的合作篇章。随后，公司与华为的合作不断深化。2016 年，双方宣布共建中国领先的从云到端的云生态体系。2018 年，公司提出“大华为”战略，开启互为生态的全面战略合作。2020 年，公司与华为展开基于“鲲鹏”、“昇腾”的全新合作，神州鲲泰厦门生产基地落成投产、神州鲲泰全系列产品发布、自有品牌业务总部基地在安徽合肥签约建设，公司与华为在云与信创方面的战略合作逐渐加深。2021 年上半年，公司签约成为华为云同舟共济的合作伙伴。未来，随着公司与华为生态合作的逐渐深化，公司有望背靠华为产业链，在我国数字化转型以及国产化进程中持续高质量发展。

图表59 公司与华为和合作历程



资料来源：华为中国政企业务公众号、神州数码集团公众号、神州鲲泰官网、平安证券研究所

公司基于“鲲鹏+昇腾”生态打造神州鲲泰产品体系。公司的神州鲲泰产品是公司信创业务的核心，基于华为的“鲲鹏+昇腾”生态，形成了覆盖“数据计算、终端产品、数据网络”的三大产品线，为云计算和大数据服务提供强大的基础支撑。在数据计算产品方面，打造了包含计算服务器、存储服务器、AI 服务器、边缘服务器在内的服务器产品体系。神州鲲泰系列服务器产品均搭载了鲲鹏 920，其中 AI 服务器基于华为鲲鹏 920+昇腾 AtlasAI 加速卡，可实现从训练到推理的全场景覆盖。2023 年上半年，公司推出了基于鲲鹏 920+昇腾 910 处理器的神州鲲泰新一代中心训练服务器，在众多行业场景实践中表现优异。《互联网周刊》8 月 24 日发布的 2023 信创产业分类排行中，公司位列“2023 信创服务器企业排行”、“2023 信创 PC 整机企业排行”、“2023 信创云厂商排行”等多榜单前列。未来，公司将依托神州鲲泰品牌逐步完善的产品体系和强大的生态聚合能力，持续加深在信创领域的布局。

图表60 神州鲲泰产品体系



资料来源: 神州鲲泰官网、平安证券研究所

公司推出神州鲲泰全栈智算产品和解决方案，深度布局AI算力。算力方面，神州鲲泰基于昇腾主板的全系列AI服务器，覆盖从训练到推理的全部场景，且具备完善的服务体系和本地化交付能力。数据安全方面，神州鲲泰结合自身全系列基于鲲鹏底座的通用算力产品，构建“CPU+GPU+SPI”的异构智算算力平台，以满足国内企业数字化转型对算力和安全的需求。运力方面，公司通过神州鲲泰ImCloud管理平台，以及AI服务器和网络的深度融合，保证算力数据的高效转发，训练效率相较同类型产品提升20%。此外，公司积极投身人工智能算力基础设施建设，建设运营厦门鲲鹏超算中心，并参与沈阳、上海等各地人工智能中心建设、运营和服务，助力区域AI智算产业发展。公司在国产人工智能算力领域深度布局，未来有望受益于AIGC及信创浪潮。

图表61 神州鲲泰系列AI服务器性能参数

型号	类型	处理器	AI加速卡	AI算力
KunTaiA924	训练服务器	4*鲲鹏920处理器，支持48核	8*昇腾910	最大512TopsInt8或256TopsFP16
KunTaiA722	推理服务器	2*鲲鹏920处理器，支持32、48、64核可选	昇腾310处理器，最大支持8张Atlas300V视频解析卡或Atlas300IPro推理卡或Atlas300VPro视频解析卡	最大1120TOPSINT8
KunTaiA222	边缘服务器	1*鲲鹏920处理器，24核	昇腾310处理器，最大支持3张昇腾Atlas300V视频解析卡或Atlas300IPro推理卡或Atlas300VPro视频解析卡	最大420TOPSINT8

资料来源: 神州鲲泰官网、平安证券研究所

美国对华半导体出口管制升级，我国国产AI芯片产业链将加快成熟。当地时间2023年10月17日，美国商务部工业与安全局(BIS)发布了针对对华半导体出口管制最终规则。最终规则在2022年10月7日出台的临时规则基础上，进一步加严对人工智能相关芯片半导体制造设备的对华出口限制，同时本次将壁仞科技、摩尔线程、光线云等13家中国实体增列入出口管制“实体清单”。根据10月24日英伟达公告，英伟达A100、A800、H100、H800、L40、L40S和RTX4090等高端GPU芯片的对华出口将受到出口管制最终规则的影响。根据IDC数据，2023年上半年，中国加速芯片的市场规模超过50万张。中国本土AI芯片品牌出货超过5万张，占据整个市场10%左右的份额。受最终规则的影响，美国高端AI芯片的对华出口将受到非常严格的限制。

根据IT之家信息，英伟达现已开发出针对中国区的最新改良版AI芯片，包括HGXH20、L20PCIe和L2PCIe，但与国产芯片比如华为昇腾910等相比并不具备明显优势。在此背景下，我国国产AI芯片在国内市场的竞争力将进一步提高，在国内市场的市占率有望加速提升。根据IDC数据，2023年上半年，中国本土AI芯片品牌出货量国内市场份额约10%，我国国



产 AI 芯片市占率提升空间很大。我国国产 AI 芯片厂商将加快发展，产业链将加快成熟，相关 AI 芯片和服务器厂商将深度受益。公司神州鲲泰系列产品有望在 AIGC 和信创浪潮中以丰富的产品体系和领先的产品性能优势进一步扩大市场份额。

图表62 英伟达 H20、L20、L2 性能不及部分国产芯片

厂商	英伟达	英伟达	英伟达	英伟达	海光信息	华为	华为
芯片型号	H200 SXM	HGX H20	L20 PCIe	L2 PCIe	深算一号	昇腾910	昇腾910B
BF16   FP16 (TFLOPS)	1,979	148	119.5	96.5	-	320	376
FP32 (TFLOPS)	67	44	59.8	24.1	-	-	94
INT8 (TFLOPS或TOPS)	3,958	296	239	193	-	640	-
GPU 显存	141GB	96GB	48GB	24GB	32GB	-	64GB
GPU 显存带宽	4.8TB/s	4.0TB/s	864GB/s	300GB/s	1024GB/s	-	392GB/s
最大热设计功耗 (TDP)	700W	400W	275W	-	350W	310W	400W

资料来源：IT 之家、英伟达官网、海光信息官网、华为官网、平安证券研究所

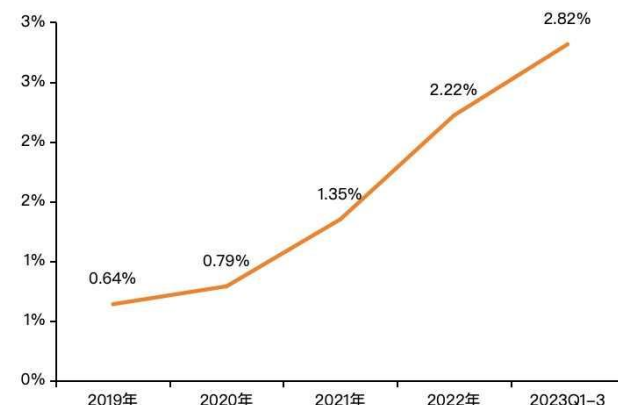
公司自主品牌业务增势迅猛，AI to B 加持战略业务发展。2023 年前三季度，公司自主品牌业务实现收入 23.7 亿元，同比增长 49%。其中信创业务收入超 20 亿，同比增长 69%，公司信创业务保持高速增长。公司自主品牌业务在总营收的占比逐年提升，从 2019 年的 0.64% 提升至 2023 年 Q3 的 2.82%，体现了公司战略业务拓展成效显著，营收结构逐步优化。随着公司基于华为“鲲鹏+昇腾”架构的信创产品体系不断拓展，以及生态建设的逐步完善，叠加海外算力封锁逐渐趋严，公司信创业务有望受益于国产替代大势打开巨大市场空间。此外，大模型发展带来新的产业机遇，公司深度布局 AI 算力，加持战略业务发展。

图表63 2019年-2023Q3 公司自主品牌业务营收及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表64 2019年-2023Q3 公司自主品牌业务占比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司神州鲲泰系列产品在多领域加速落地，信创及 AI 大单相继落定。运营商方面，公司前三季度中标中国电信服务器亿元集采大单，实现三大运营商全覆盖。2023 年 12 月份，公司中标中国移动 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项目，报价为 10.1 亿元，中标份额 23%。金融方面，公司入围建设银行、兴业银行、人保等基础设施建设项目，同时在浙江银行、山东农信、浙江农信、四川银行等区域银行也取得广泛突破。政企方面，公司入围福建省税务和厦门市税务全电发票等“金税四期”建设项目；能源方面，神州鲲泰入围“南方电网 2023 年信息类软硬件设备集采”。互



联网方面，公司近期相继与恒为科技、深圳海上智云科技签署价值 4.08 亿元、2.16 亿元的神州鲲泰品牌昇腾 AI 服务器采购合同。公司信创产业布局以及自主品牌基础架构产品设计开展较早，随着行业信创步伐加快，公司信创业务有望顺势腾飞。

图表65 神州鲲泰重点订单

时间	项目	详情
2023.2.16	中国联通《2022年中国联通通用服务器集中采购项目》	标包五和标包七：标包五的投标报价为 954,270,193 元（不含税），中标份额 10%；标包七的投标报价为 483,304,480 元（不含税），中标份额 16%。
2023.10.13	中国电信《AI 算力服务器（2023-2024 年）集中采购项目》	标包三：训练型风冷服务器（G 系列）和标包四：训练型液冷服务器（G 系列）。中标金额超 1.1 亿元。
2023.10.26	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》	标包一：实际中标金额超 232 亿元。
2023.10.30	上海恒为智能科技有限公司《销售合同》	公司下属控股子公司合肥神州数码有限公司与上海恒为智能科技有限公司签订了三笔《销售合同》销售神州鲲泰品牌昇腾 AI 服务器，合同共计含税总金额为 40,800 万元。
2023.11.19	深圳海上智云科技有限公司《采购合同》	公司下属控股子公司合肥神州数码有限公司与深圳海上智云科技有限公司签订了《采购合同》销售神州鲲泰品牌昇腾 AI 服务器，合同含税总金额为 21,600 万元。
2023.12.21	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	标包 1：公司下属控股子公司北京云科信息技术投标报价为 1,010,248,240.68 元（不含税），中标份额 23%，最终以实际订单为准。

资料来源：公司官网、公司公众号、公司公告、平安证券研究所

神州鲲泰生产基地相继投产，生态聚合能力持续加码。神州鲲泰在鲲鹏和昇腾生态中分别获得“华为鲲鹏展翅领先级合作伙伴”和“昇腾万里优选级合作伙伴”。公司作为信创产业的核心企业，背靠华为，在产业生态中充分发挥生态聚合的作用，从内圈的操作系统，到外层的数据库、中间件，乃至各类应用，神州鲲泰均与行业内合作伙伴完成了适配，并建立了良好的生态关系。此外，公司在全国各个区域建立研究院、工厂、创新中心等功能组织，如在合肥建立信创总部基地，在厦门建设信创研究院以及神州鲲泰生产基地，在进一步扩大产能的同时，持续加强与生态伙伴的合作与交流，全面配合信创业务的拓展。

图表66 “华为鲲鹏展翅领先级合作伙伴”证书



资料来源：神州鲲泰官网、平安证券研究所

图表67 “昇腾万里优选级合作伙伴”证书



资料来源：神州鲲泰官网、平安证券研究所



- 1) **销售费用**：我们认为随着公司未来在云与信创领域的业务拓展，2024年和2025年销售费用率相比2023年将略有增长，预计公司2023-2025年销售费用率分别为1.60%、1.71%、1.84%。
- 2) **管理费用**：我们认为随着公司未来在云与信创领域的业务拓展，2024年和2025年管理费用率相比2023年将略有增长，预计公司2023-2025年销售费用率分别为0.22%、0.24%、0.27%。
- 3) **研发费用**：我们认为公司后续将持续保持在云与信创领域的研发投入，研发费用率将略有增长，预计公司2023-2025年销售费用率分别为0.26%、0.30%、0.35%。

基于以上判断，我们预计公司2023-2025年营业收入为1221.77/1319.74/1431.92亿元，同比增速分别为5.4%/8.0%/8.5%，归母净利润为12.40/14.93/18.32亿元，同比增速分别为23.5%/20.4%/22.7%，EPS分别为1.85/2.23/2.74元，根据2024年1月16日公司收盘价，对应2023-2025年PE分别为14.4x/11.9x/9.7x。

图表69 神州数码简要损益预测表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>IT 分销及增值服务</b>	108274.5	111522.76	117098.89	122953.84
YoY(%)	-7.3%	3.0%	5.0%	5.0%
毛利率(%)	3.32%	3.10%	3.06%	3.02%
<b>云计算和数字化转型</b>	5022.7	6529.5	8488.4	11034.9
YoY(%)	29.3%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率(%)	13.4%	14.0%	14.5%	15.0%
<b>自主品牌业务</b>	2570.4	4112.7	6374.6	9562.0
YoY(%)	55.8%	60.0%	55.0%	50.0%
毛利率(%)	10.4%	12.0%	12.5%	13.0%
<b>营业收入</b>	115880.0	122177.3	131974.3	143192.1
YoY(%)	-5.3%	5.4%	8.0%	8.5%
综合毛利率(%)	3.9%	4.0%	4.3%	4.6%
<b>归母净利润</b>	1004.4	1240.2	1493.5	1832.2
YoY(%)	321.9%	23.5%	20.4%	22.7%
EPS(元)	1.50	1.85	2.23	2.74

数据来源：WIND、平安证券研究所

## 5.2 估值分析

根据公司的主营业务，我们选取了A股中其他从事信创整机业务以及电子产品分销业务的上市公司作为对标公司，包括浪潮信息、中科曙光、紫光股份、爱施德。

图表70 神州数码同行业可比公司估值比较

股票代码	证券简称	2024-1-16 收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS(元)				PE(倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E

000977.SZ	浪潮信息	29.99	441	1.41	1.10	1.49	1.88	21.3	27.3	20.1	16.0
603019.SH	中科曙光	32.13	470	1.06	1.35	1.72	2.20	30.3	23.8	18.7	14.6
000938.SZ	紫光股份	17.32	495	0.75	0.77	0.95	1.16	23.1	22.5	18.2	14.9
002416.SZ	爱施德	9.29	115	0.59	0.65	0.78	0.94	15.7	14.3	11.9	9.9
	平均值	-	380	-	-	-	-	22.6	22.0	17.2	13.9
000034.SZ	神州数码	26.65	178	1.50	1.85	2.23	2.74	17.8	14.4	11.9	9.7

数据来源：WIND、平安证券研究所

注：1) 收盘价、总市值均截至2024年1月16日。2) 爱施德2023-2025年的EPS取自WIND一致预期。

根据以上的估值分析，公司的市盈率水平低于同行业可比公司均值水平。考虑到公司在凭借在IT分销领域多年深耕积累起的渠道优势，以及公司在云与信创领域的战略布局，我们认为公司未来有望受益于数字经济发展，以及信创和AIGC浪潮，进一步打开成长空间。

### 5.3 投资建议

公司是国内的IT分销龙头，深耕企业级IT市场多年，沉淀而成To B渠道优势筑牢了公司的护城河，同时为公司的战略业务（云+信创）赋能。云业务方面，公司具备全栈云能力与全牌照云资质，同时推出神州问学平台，布局企业级AIGC市场为云业务赋能。自主品牌业务方面，公司基于华为“鲲鹏+昇腾”生态打造了完备的神州鲲泰系列产品，在信创与AI赛道深度布局。我们认为公司未来有望受益于企业上云与数字化转型大势，以及信创和AIGC浪潮，进一步打开成长空间。在此背景下我们看好公司业绩成长的持续性，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 六、风险提示

(1) 公司IT分销业务发展不及预期。传统的IT分销业务毛利率低、资金消耗大，是一个极度考验公司运营效率的行业。在如此激烈竞争的行业中长期保持龙头地位，对公司的供应链综合管理能力、融资能力等都是巨大的挑战，需要公司进一步加强精细化管理水平。如果公司的管理能力不能持续保持在高水平或者市场竞争进一步加剧，则公司IT分销业务未来发展将存在不达预期的风险。

(2) 公司信创业务发展不及预期。公司在信创赛道的技术路线目前是市场主流架构之一，但如果公司不能持续保持技术迭代升级或者市场拓展不及预期，则公司信创业务发展将存在不达预期的风险。

(3) 公司云业务发展不及预期。作为云管理服务与云上数字化解决方案厂商，公司与AWS、微软云、华为云等国内外各大云巨头长期保持紧密合作。但如果未来公司不能持续维持与各大云巨头的紧密合作关系，则公司的云服务业务增速将存在低于预期的风险。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	32471	34556	37282	40390
现金	4322	4887	5279	5728
应收票据及应收账款	9424	9936	10733	11646
其他应收款	297	314	339	368
预付账款	5771	6084	6572	7131
存货	12495	13166	14182	15330
其他流动资产	162	168	177	188
<b>非流动资产</b>	7745	6985	6219	5460
长期投资	261	255	248	241
固定资产	239	232	219	201
无形资产	237	198	158	119
其他非流动资产	7008	6301	5593	4899
<b>资产总计</b>	40216	41540	43501	45850
<b>流动负债</b>	27539	28829	30574	32433
短期借款	8330	8589	8763	8841
应付票据及应付账款	13027	13727	14786	15983
其他流动负债	6183	6514	7025	7608
<b>非流动负债</b>	4457	3555	2664	1796
长期借款	4116	3214	2323	1454
其他非流动负债	341	341	341	341
<b>负债合计</b>	31996	32384	33238	34228
少数股东权益	618	657	704	762
股本	668	670	670	670
资本公积	4071	4086	4086	4086
留存收益	2862	3743	4803	6104
<b>归属母公司股东权益</b>	7602	8499	9559	10860
<b>负债和股东权益</b>	40216	41540	43501	45850

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	836	2132	2087	2276
净利润	1036	1279	1541	1890
折旧摊销	74	754	759	752
财务费用	432	530	494	455
投资损失	43	43	43	43
营运资金变动	-979	-488	-765	-879
其他经营现金流	230	15	15	15
<b>投资活动现金流</b>	-161	-51	-51	-51
资本支出	18	0	0	0
长期投资	-125	0	0	0
其他投资现金流	-55	-51	-51	-51
<b>筹资活动现金流</b>	-609	-1516	-1644	-1776
短期借款	-1191	259	174	78
长期借款	2391	-902	-891	-868
其他筹资现金流	-1809	-873	-927	-986
<b>现金净增加额</b>	130	565	392	449

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	115880	122177	131974	143192
营业成本	111333	117312	126363	136598
税金及附加	138	125	135	147
营业费用	1953	1955	2257	2635
管理费用	312	269	317	387
研发费用	291	318	396	501
财务费用	432	530	494	455
资产减值损失	-139	-49	-53	-57
信用减值损失	-55	-73	-79	-86
其他收益	126	126	126	126
公允价值变动收益	10	0	0	0
投资净收益	-43	-43	-43	-43
资产处置收益	5	5	5	5
<b>营业利润</b>	1323	1633	1967	2413
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	1324	1634	1968	2415
所得税	288	355	428	525
<b>净利润</b>	1036	1279	1541	1890
少数股东损益	32	39	47	58
<b>归属母公司净利润</b>	1004	1240	1493	1832
EBITDA	1830	2918	3221	3622
EPS (元)	1.50	1.85	2.23	2.74

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-5.3	5.4	8.0	8.5
营业利润(%)	169.9	23.5	20.4	22.7
归属于母公司净利润(%)	321.9	23.5	20.4	22.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	3.9	4.0	4.3	4.6
净利率(%)	0.9	1.0	1.1	1.3
ROE(%)	13.2	14.6	15.6	16.9
ROIC(%)	7.7	8.3	9.3	10.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	79.6	78.0	76.4	74.7
净负债比率(%)	98.8	75.5	56.6	39.3
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.9	2.9	3.0	3.1
应收账款周转率	12.7	12.7	12.7	12.7
应付账款周转率	17.58	17.58	17.58	17.58
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.50	1.85	2.23	2.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	3.18	3.12	3.40
每股净资产(最新摊薄)	11.35	12.69	14.28	16.22
<b>估值比率</b>				
P/E	17.8	14.4	11.9	9.7
P/B	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	15	10	9	8



## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层