

投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-06-28
收盘价(元)	22.89
流通股本(亿股)	5.51
每股净资产(元)	13.15
总股本(亿股)	6.70

最近 12 月市场表现



分析师 杨焯

SAC 证书编号: S0160522050001
yangye01@ctsec.com

分析师 罗云扬

SAC 证书编号: S0160522050002
luoyy@ctsec.com

相关报告

1. 《Q3 业绩高速增长，受益算力需求与国产化共振》 2023-11-08

核心观点

- ❖ **潜心耕耘二十载，稳坐 IT 分销龙头，开启云+信创事业新征程：**公司业务主要分为 IT 分销、云计算及数字化转型业务和自主品牌（信创业务）三大板块。其中 IT 分销业务收入占比超 9 成，为云与信创业务建立了良好的制造与渠道基础。2018 年到 2023 年，公司营业收入由 818.58 亿元增长至 1196.24 亿元，CAGR 为 7.88%，扣非归母净利润由 4.72 亿元增长至 12.63 亿元（公司股权激励目标 2023-2024 年利润分别为 12.0 亿元与 13.8 亿元），CAGR 为 21.76%。
- ❖ **大模型带动算力需求，华为升腾与鲲鹏共筑国产高性能计算长城：**近两年，受 Open AI 公司的 ChatGPT 系列产品的驱动，智能算力的需求爆炸式增长。华为拥有鲲鹏与昇腾两大产业链，其中昇腾产业链是以异构芯片为基础的加速计算产业，同时华为开发了 MindSpore AI 框架、Mindstudio 开发工具链等，并研发出与自身硬件架构兼容性良好且支持外部模型使用的盘古大模型。
- ❖ **鲲鹏与昇腾双领先级伙伴，乘生成式 AI 浪潮而上：**根据昇腾官网以及公司官网，公司是华为鲲鹏和昇腾双领先级伙伴，这意味着公司在华为国产高端算力产业链中占据重要位置以及较高市场份额，在海外高端芯片受限制，国内需求向国产转移趋势下，公司有望充分受益。公司坚定生成式 AI 企业级布局，神州问学平台正式发布，“问学共创计划”开启，多位一体助力企业解决生成式 AI 企业级落地的诸多核心挑战。
- ❖ **投资建议：**公司是华为核心合作伙伴，叠加自身销售渠道以及云服务能力，有望充分受益国产算力快速增长红利。我们预计公司 2024-2026 年收入为 1244.95 亿元、1311.79 亿元和 1396.14 亿元，归母净利润为 13.95 亿元、16.64 亿元和 19.92 亿元，PE 为 11 倍、9 倍、8 倍。维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**技术研发不及预期，信创推进不及预期，华为产业链竞争格局恶化，供应链受到负面影响。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	115880	119624	124495	131179	139614
收入增长率(%)	-5.32	3.23	4.07	5.37	6.43
归母净利润(百万元)	1004	1172	1395	1664	1992
净利润增长率(%)	303.11	16.66	19.03	19.28	19.71
EPS(元/股)	1.57	1.79	2.08	2.48	2.97
PE	14.02	16.68	10.99	9.21	7.70
ROE(%)	13.21	13.69	14.30	14.97	15.55
PB	1.93	2.34	1.57	1.38	1.20

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 06 月 28 日收盘价计算）

内容目录

1	潜心耕耘二十载，开启云+信创事业新征程	5
1.1	顺应信息化潮流，以 IT 分销业务起家，二十载发展积淀深厚	5
1.2	以 IT 分销业务为基础，云服务和信创业务迅速增长	5
1.3	公司股权结构清晰，管理层产业积累深厚经验丰富	6
1.4	多元长期股权投资，巩固改善贸易关系	8
1.5	业绩稳步提升，净利润持续增长	9
2	昇腾与鲲鹏共筑国产高性能计算长城，助力打造自主品牌“神州鲲泰”	11
2.1	国内算力需求井喷，昇腾快速“腾飞”	11
2.1.1	大模型技术飞速发展，国内算力需求激增	11
2.1.2	算力缺口带来了国内芯片新机遇	12
2.1.3	高算力昇腾 AI 芯片提供澎湃动力	13
2.2	拥抱华为鲲鹏生态，乘信创之势快速崛起	17
2.2.1	信创政策落地，市场空间广阔	17
2.2.2	华为鲲鹏在我国信创市场中占据重要地位	18
2.3	自主品牌依托“大华为”战略迅速崛起	20
3	数字经济纵深发展，IT 分销与云服务盈利能力持续提升	23
3.1	深耕 IT 分销领域，稳坐 IT 龙头地位	23
3.2	数字经济推动企业上云，云服务市场逐步拓宽	25
4	盈利预测与投资评级	30
5	风险提示	33

图表目录

图 1.	公司发展历程	5
图 2.	公司非分销业务收入占比逐年提升（2018-2023）	6
图 3.	公司实控人持股比例为 23.12%（更新至 2023.12.31）	7
图 4.	长期股权投资的账面价值稳中有升（单位：亿元，2018-2023）	8
图 5.	营业收入稳步增长（单位：亿元，2018-2023）	9
图 6.	扣非归母净利润于 2022 年起快速增长（单位：亿元，2018-2023）	9
图 7.	毛利率及净利率基本稳定（2018-2023）	10

图 8. 公司非分销业务利润占比逐年提升 (2018-2023)	10
图 9. 公司各费用控制稳健 (单位: 亿元, 2018-2023)	10
图 10. 中国智能算力保持快速增长趋势 (单位: EFLOPS, 2020-2027E)	11
图 11. 昇腾计算产业生态	13
图 12. 昇腾 AI 芯片结构 (昇腾 310)	15
图 13. 达芬奇 3D Cube 计算单元	15
图 14. AI 集群产品介绍	16
图 15. 昇腾开发者社区	16
图 16. 信创“2+8+N”发展历程	17
图 17. 中国信创产业规模快速增长 (2020-2025E)	18
图 18. 中国信创基础设施市场规模快速增长 (2020-2025E)	18
图 19. Ascend+Kunpeng 战略投入“双引擎”	19
图 20. 鲲鹏硬件整机合作伙伴	21
图 21. 神州鲲泰主要产品	22
图 22. 公司 IT 分销业务中消费电子业务和企业增值业务的营业收入 (单位: 亿元, 2018-2023)	24
图 23. 公司 IT 分销业务中消费电子业务和企业增值业务的毛利率 (2018-2023)	24
图 24. 公司部分生态伙伴	24
图 25. 中国数字经济规模稳步增长 (单位: 万亿元, 2018-2022)	25
图 26. 中国云计算市场规模快速增长 (单位: 亿元, 2020-2025E)	25
图 27. 公司是中国云运维管理主要参与者 (2022H2)	26
图 28. 中国 TOP5 专属云服务厂商市场份额占比 (2023H1)	26
图 29. 全栈式云 MSP 服务能力	27
图 30. 未来 1~2 年数字化投资意向 (企业占比, %)	27
图 31. 中国企业数字化转型指数得分 (分值范围 0-100, 2018-2022)	27
图 32. TDMP 数据脱敏一体机×神州鲲泰	28
图 33. Bluenic 客户数据平台优势	28
图 34. Jarvis 售后服务案例演示	29
图 35. 费用率及所得税率预测	31
图 36. 公司与可比公司毛利率(2018-2024Q1)	32
图 37. 公司与可比公司净利率(2018-2024Q1)	32
图 38. 可比公司估值 (截至 2024.06.28)	32
表 1. 公司三大业务构成	6

表 2. 公司层面业绩考核目标（2023 年股票期权激励计划）	8
表 3. 公司的部分重要长线投资	9
表 4. AI 大数据行业政策汇总	12
表 5. 采用华为昇腾芯片的部分智算中心汇总	13
表 6. 昇腾处理器与英伟达 A100 处理器	14
表 7. 我国四大信创生态平台	18
表 8. 运营商领域招标公告	20
表 9. 金融领域招标公告	20
表 10. 华为整机合作伙伴（鲲鹏+昇腾）	21
表 11. 神州鲲泰 AI 服务器主要产品	22
表 12. 公司中标情况	23
表 13. 中国 IT 支出预测（单位：百万人民币）	25
表 14. 公司收入拆分预测（2024-2026 年，单位：百万元）	31

1 潜心耕耘二十载，开启云+信创事业新征程

1.1 顺应信息化潮流，以 IT 分销业务起家，二十载发展积淀深厚

以“数字中国”为初心与使命，以 IT 分销业务为起点，战略布局云和信创业务。2000 年，神州数码控股集团从联想集团中拆分出来，逐步成长并于 2001 年在港交所上市，专注于 IT 服务分销赛道，覆盖从个人应用到企业应用等数字化领域，拥有遍布全国的渠道网络。2018 年，公司正式启动“大华为”战略，将分散在不同板块的华为业务进行整合，并于 2019 年正式加盟华为鲲鹏生态。根据多个排行榜数据，公司位列《财富》中国上市公司 500 强第 124 位、福布斯中国数字经济 100 强第 29 位、中国民营企业 500 强第 79 位。在 IT 分销和增值分销方面连续十余年居首，同时在云服务、信创服务器和 PC 领域分别排名第 3、第 9 和第 8 位。

图1.公司发展历程



数据来源：公司官网、财通证券研究所

1.2 以 IT 分销业务为基础，云服务和信创业务迅速增长

公司业务主要分为 IT 分销、云计算及数字化转型业务和自主品牌（信创业务）三大板块。首先，IT 分销业务是公司的传统业务，主要利用自身的现金流、物流和渠道系统，将 IT 产品交付给消费者市场，以缓解 IT 产品制造商的销售压力。公司占据了我国 IT 分销行业的龙头地位，拥有完善的渠道和销售网络，能够提供全方位的 IT 产品和定制化的服务。

云计算和数字化转型业务是公司处在不同数字化转型阶段的行业客户提供全生命周期的产品、方案和服务，包括云转售业务（AGG）、云管理服务（MSP）和数字化解决方案（ISV）等。

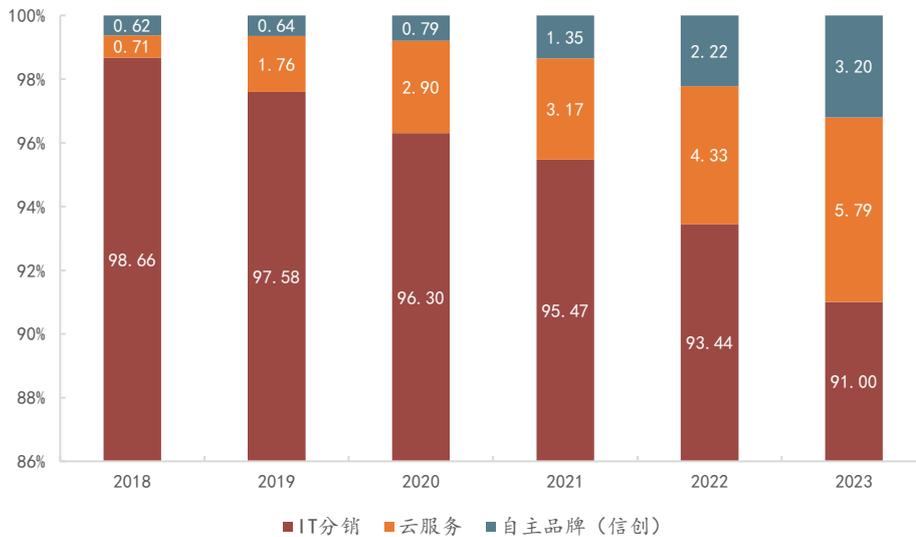
自主品牌（信创业务）是公司以华为鲲鹏算力为核心构建的全栈“神州鲲泰”自主品牌体系，包括服务器、PC、路由器等。

表1.公司三大业务构成

IT 分销及增值服务	云计算与数字化转型	自主品牌
<ul style="list-style-type: none"> ● 消费电子分销 ● 企业 IT 产品分销 	<ul style="list-style-type: none"> ● 云转售业务 (AGG) ● 云管理服务 (MSP) ● 数字化解决方案 (ISV) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 神州鲲泰系列产品

数据来源：公司官网、财通证券研究所

IT 分销业务占比超 9 成，云和信创业务发展迅速。IT 分销业务在 2022 年占公司总营收的 93.45%，在 2023 年占公司总营收的 91.00%，呈现出逐年下降的趋势，但仍然是公司的主导业务。云计算和数字化转型业务的营收占比正在快速扩大，从 2018 年的 0.71% 上升至 2023 年的 5.79%，现已成为公司的第二大业务。随着企业上云需求的增加，这一趋势有望继续扩大。此外，自主品牌业务的营收占比在 2023 年为 3.20%，尽管占比相对较小，但自 2020 年厦门信创生产基地落成投产以来，其营收占比持续提升。2023 年底神州鲲泰合肥生产基地预计将落成，年产量可达 90 万台，这将进一步促进公司的自主品牌业务的发展。

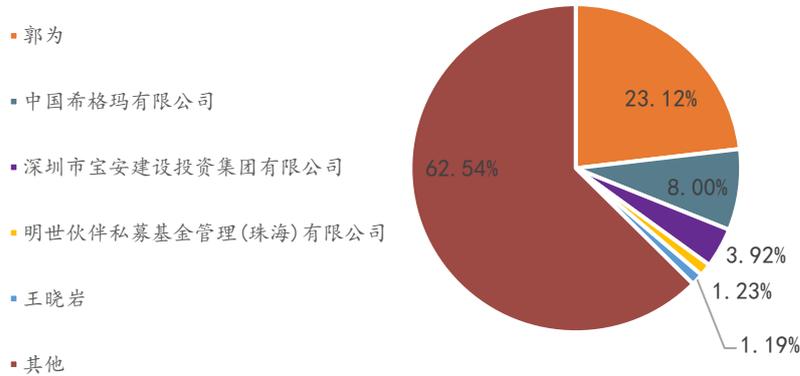
图2.公司非分销业务收入占比逐年提升 (2018-2023)


数据来源：choice、财通证券研究所

1.3 公司股权结构清晰，管理层产业积累深厚经验丰富

管理层产业积累深厚。截止 2024 年 3 月 28 日，郭为直接持股比例为 23.12%，为公司的实际控制人。公司管理层经验丰富，董事长郭为深耕 IT 产业领域多年。公司的现任高级管理层有着多年的从业经验，对行业的发展趋势和市场需求有着深入的理解和把握，为公司的持续发展提供了坚实的保障。公司董事长、首席执行官郭为先生在公司战略发展及业务管理方面拥有近 30 年的经验，连续三次入选《财富》“中国最具影响力的 50 位商界领袖”榜单。

图3.公司实控人持股比例为 23.12%（更新至 2023.12.31）



数据来源：公司 2023 年年报、财通证券研究所

股权激励计划凝聚团队，助推云与信创业务飞速发展。2022 年 12 月 19 日，公司公布了 2023 年股票期权激励计划，拟授予激励对象的股票期权数量为 3,255.1672 万份，约占本激励计划草案公布日公司股本总额 66,842.9420 万股的 4.87%。该计划共涉及 430 名员工，包括公司的高级管理人员、核心技术人员以及业务人员（拟授予股票期权的行权价格 21.17 元/股高于草案发布当日的收盘价 20.37 元，展现了公司对未来发展的信心），激励设置了净利润、云计算及数字化转型收入和自主品牌收入两个指标，强调了云和新业务拓展的重点。2023 年公司云计算及数字化转型业务实现营业收入 69.31 亿元，同比增长 37.98%，自主品牌业务实现营业收入 38.29 亿元，同比增长 48.95%，总和达到 90 亿元的目标。2023 年公司扣费归母净利润达到 12.63 亿元，达到 12.00 亿元目标值。激励计划授予条件满足，确定以 2023 年 1 月 9 日为授予日，向符合条件的对象授予 3242.7636 万份股票。本次授予的股票期权摊销成本为 13953.04 万元，摊销至 2023 年到 2026 年，其中，2023 年为 4570.37 万元，2024 年 4986.86 万元，2025 为 3430.40 万元，2026 年为 966.40 万元。

表2.公司层面业绩考核目标（2023年股票期权激励计划）

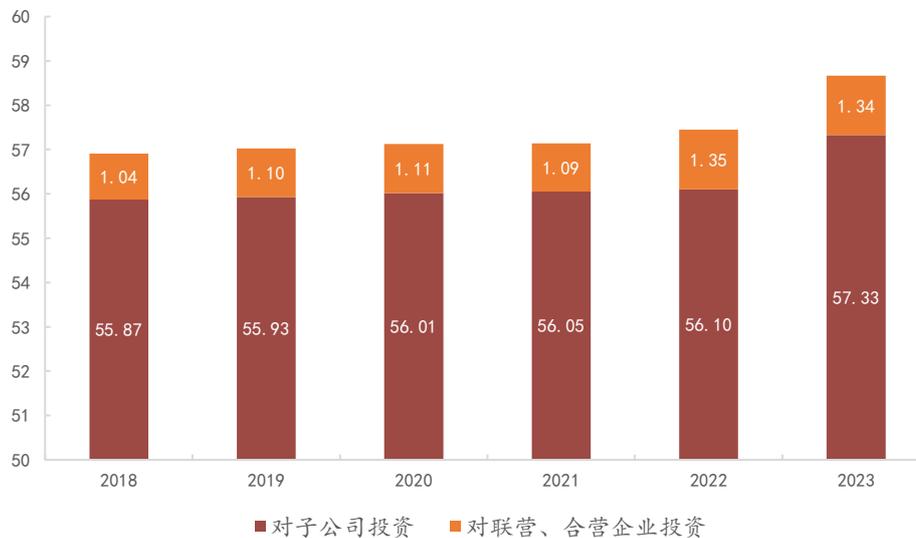
行权期	对应考核年度	云计算及数字化转型营业收入和自主品牌营业收入		净利润	
		目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)
第一个行权期	2023年	90.00 亿元	81.00 亿元	12.00 亿元	10.80 亿元
第二个行权期	2024年	120.00 亿元	108.00 亿元	13.80 亿元	11.42 亿元

注：行权比例与业绩关系：1、业绩完成度： $A \geq A_m$ 且 $B \geq B_m$ ，则公司层面行权比例为 100%；2、业绩完成度 $A_m > A \geq A_n$ 且 $B \geq B_m$ ，或者 $A \geq A_m$ 且 $B_m > B \geq B_n$ ，或者 $A_m > A \geq A_n$ 且 $B_m > B \geq B_n$ ，则公司层面行权比例取下列较低值：1) 100% 2) $\frac{(A/A_m) + (B/B_m)}{2}$ ；3、 $A < B_n$ ，则行权比例为 0%。

数据来源：公司 2023 年股票期权激励计划、财通证券研究所

1.4 多元长期股权投资，巩固改善贸易关系

多元化的战略投资，助力公司发展。自 2018 年到 2023 年，公司长期股权投资的账面价值持续上升。公司以自身的核心战略、顶层战略为主的“为我服务”式的战略投资，通过一系列的非财务性长线股权投资，补全了上下游产业链，实现了快速成长、业务联动的效果。

图4.长期股权投资的账面价值稳中有升（单位：亿元，2018-2023）


数据来源：公司 2023 年年报、财通证券研究所

表3.公司的部分重要长线投资

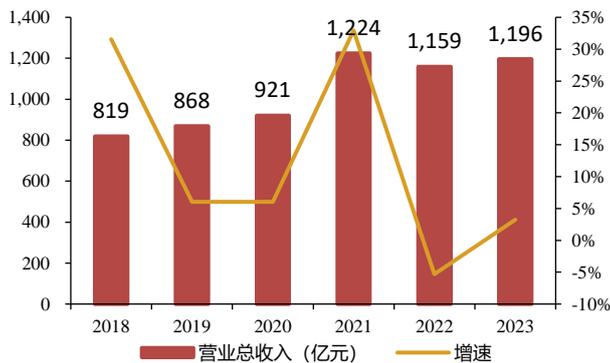
参股公司	持股关系	持股比例	主要业务
山石网科	联营企业	11.9%	完善“数云融合”安全体系
上海云角	全资子公司	100%	提供数字化转型的全栈云服务解决方案
神州信创	全资子公司	100%	加快信创业务发展
全聚合	合营企业	40%	为集团数字化转型提供全面支持
神舟顶联	联营企业	未披露	推动覆盖校园场景全产业链

数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

1.5 业绩稳步提升，净利润持续增长

提质增效，盈利能力持续提升。2018年到2023年，公司营业收入由818.58亿元增长为1196.24亿元，CAGR为7.88%，扣非归母净利润由4.72亿元增长至12.63亿元，CAGR为21.76%。

图5.营业收入稳步增长（单位：亿元，2018-2023）



数据来源：choice、财通证券研究所

图6.扣非归母净利润于2022年起快速增长（单位：亿元，2018-2023）



数据来源：choice、财通证券研究所

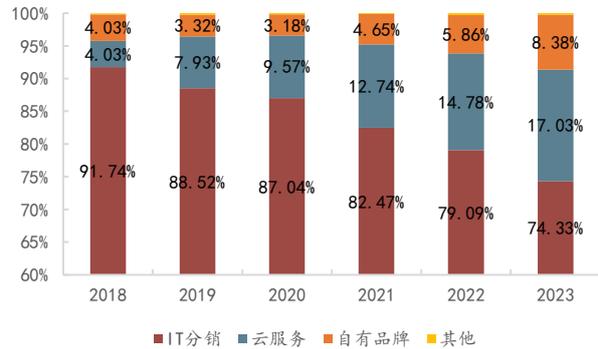
毛利率与净利率保持稳定。2023年的毛利率与净利率分别为3.99%与1.01%。总的来看，公司的利率水平在长期内保持稳定，2021年利率下降的主要原因是出售迪信通19.62%的股权带来账面亏损，自2021年之后净利率持续升高，这主要归因于当年远程学习和办公需求的激增，以及政府数字化转型的推动。2022年，公司持续提质增效，主动优化了一些低利润的业务，淘汰产能相对落后的代理分销业务的部分产品线，使得高利润率业务占比持续增加，利润率反弹。2023年，公司继续进行转型，加码云服务和信创业务，进一步拉高利润率。

图7.毛利率及净利率基本稳定 (2018-2023)



数据来源: choice、财通证券研究所

图8.公司非分销业务利润占比逐年提升 (2018-2023)



数据来源: choice、财通证券研究所

公司研发费用率稳中有升,管理费用率保持稳定,销售费用率稳定下降。2023年,公司的研发费用率为0.29%,相比2022年进一步增加。研发费用率的逐年增加体现了公司对技术研发和创新的重视,公司以创新驱动业务向云服务和信创转型,从而在市场中保持领先地位。公司2023年的销售费用率与管理费用率分别为1.71%与0.28%,2018-2023年销售费用率逐步下降,管理费用率保持稳定。公司费用管理情况良好,费用结构趋势向好。

图9.公司各费用控制稳健 (单位:亿元,2018-2023)



数据来源: 公司2023、2021、2019年报、财通证券研究所

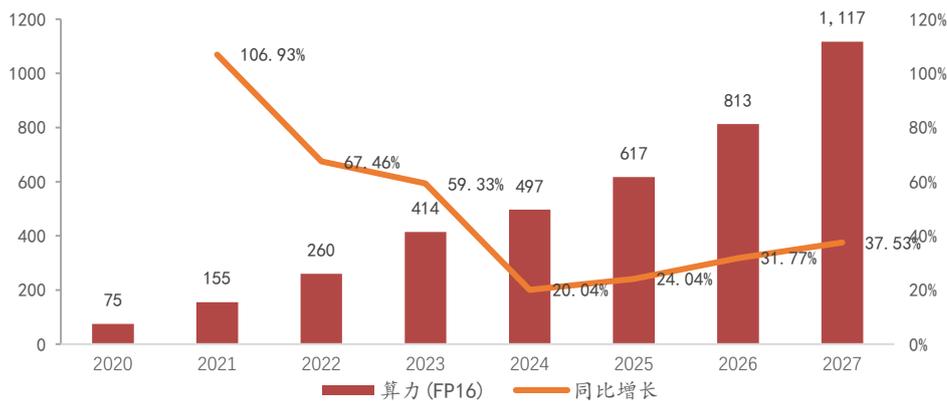
2 昇腾与鲲鹏共筑国产高性能计算长城，助力打造自主品牌“神州鲲泰”

2.1 国内算力需求井喷，昇腾快速“腾飞”

2.1.1 大模型技术飞速发展，国内算力需求激增

大模型浪潮带动国内算力需求激增。近两年，受 Open AI 公司的 ChatGPT 系列产品的驱动，全球均在积极推动大模型研发和应用。随着大模型技术飞速发展，智能算力需求的爆炸式增加。根据 IDC 和浪潮信息于 2023 年 11 月联合发布的《2023-2024 年中国人工智能算力发展评估报告》，2022 年中国智能算力规模为 259.9EFLOPS（每秒百亿亿次浮点运算），而 2023 年将达到 414.1EFLOPS，同比增长约 59.3%。智能算力需求的激增，也带动算力上下游市场实现快速增长。预计到 2027 年，中国智能算力规模将达 1117.4EFLOPS，2022-2027 年期间中国智能算力规模的年复合增长率为 33.9%。

图10.中国智能算力保持快速增长趋势（单位：EFLOPS，2020-2027E）



数据来源：IDC 和浪潮信息《2023-2024 年人工智能算力发展评估报告》、财通证券研究所

国家政策高度重视通用大模型产业发展。2023 年 7 月，中共中央政治局召开会议指出，要大力推动现代化产业体系建设，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，进而实现国民经济的数字化转型和迭代式发展。地方政府、央国企围绕着算力建设、数据流通和算法场景层层递进。要抢抓好大模型浪潮中的算力机遇。

表4.AI 大数据行业政策汇总

发布时间	政策名称	主要内容
2023.12	《“数据要素×”三年行动计划(2024—2026年)(征求意见稿)》	支持在多个场景中开展通用人工智能大模型和垂直领域人工智能大模型训练，从从激活数据要素潜能、总体要求、重点行动等五方面作出要求，部署了12项重点行动。
2023.12	《深入实施“东数西算”工程 加快构建全国一体化算力网的实施意见》	积极推动建设全国一体化算力网，实现从通用算力、智能算力、超级算力一体化布局。到2025年底，实现综合算力基础设施体系初步成型。
2023.7	《生成式人工智能服务管理暂行办法》	鼓励生成式人工智能创新发展，提出对生成式人工智能服务实行包容审慎和分类分级监管原则。
2023.2	《数字中国建设整体布局规划》	明确夯实数字基础设施和数据资源体系，推进数字技术与经济、政治、文化、社会、生态文明建设融合，强化数字技术创新体系和数字安全屏障。
2022.7	《关于加快场景创新及人工智能高水平应用促进经济高质量发展的指导意见》	统筹推进人工智能场景创新，解决人工智能重大应用和产业化问题，以人工智能高水平应用促进经济高质量发展。
2022.3	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	要完善科技资源共享服务体系，鼓励科技信息交流互动，推动重大科研基础设施和仪器设备开放共享，深入开展数据资源调查，推动数据资源开发利用。
2021.12	《“十四五”国家信息化规划》	加快数字化发展、建设数字中国，是贯彻新发展理念、推动高质量发展的战略举措，是培育新发展动能，弥合数字鸿沟，加快推进国家治理体系和治理能力现代化的必然选择。
2021.12	《“十四五”数字经济发展规划》	要以数据为关键要素，以数字技术与实体经济深度融合为主线，加强数字基础设施建设，协同推进数字产业化和产业数字化，为构建数字中国提供有力支撑。
2021.11	《“十四五”大数据产业发展规划》	要以释放数据要素价值为导向，实现数字产业化和产业数字化的有机统一，并明确和强化了数据安全保障。

数据来源：中国政府网、财通证券研究所

2.1.2 算力缺口带来了国内芯片新机遇

受供应链和政治因素等影响所造成的国内市场算力缺口成为国内芯片的机遇

1) 爆炸式需求导致上游算力紧张：快速发展的大语言模型所使用的数据量和参数规模呈现“指数级”增长态势，导致了全球性的算力紧张。2023年11月，OpenAI作为耕耘AI领域多年的公司都不得不短期暂停新的Plus会员注册来应对日趋严重的算力缺口，而后于2023年12月重新放开。

2) 美国禁令导致国内算力供给资源的短缺：2022年10月至2023年10月，美国两次发布禁令，限制TPP(Total Processing Performance)、PD(Performance Density)两大指标高于阈值的AI芯片向中国进口，这些政策限制直接影响了中国企业获取国外高端芯片的能力。

我们认为国内市场算力的缺口为国产芯片的发展带来了新的机遇，许多企业由原来的“国际采购”，转向为“本地采购”或“自研自用”。根据 IDC《中国城市智算中心建设及服务市场分析，2024》报告，随着人工智能技术的不断进步和应用的不断深化，对智算中心的算力需求也在持续增长，智算中心的建设步伐进一步加快。当前我国超过 30 个城市正在建设或提出建设智算中心。华为昇腾凭借在行业中的领先地位，成为各地方兴建人工智能计算中心的首选。

表5.采用华为昇腾芯片的部分智算中心汇总

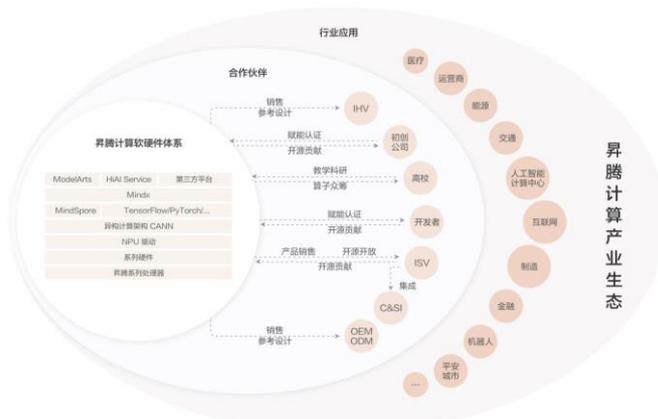
智算中心	运营时间	建成算力	采用芯片
深圳鹏城云脑 II	2020.10	100P	华为昇腾芯片
武汉人工智能计算中心	2021.5	200P	华为昇腾芯片
西安未来人工智能计算中心	2021.9	一期 300P	华为昇腾芯片
南京京鲲鹏·昇腾人工智能计算中心	2022.4	一期 40P	华为昇腾芯片
成都人工智能计算中心	2022.5	300P	华为昇腾芯片
杭州人工智能计算中心	2022.5	一期 40P	华为昇腾芯片
沈阳人工智能计算中心	2022.8	二期 200P	华为昇腾芯片
广州人工智能公共算力中心	2022.9	100P	华为昇腾芯片
天津人工智能计算中心	2022.12	一期 100P	华为昇腾芯片

数据来源：各政府网、华为官网、财通证券研究所

2.1.3 高算力昇腾 AI 芯片提供澎湃动力

华为的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。2018 年 10 月，华为全联接大会正式发布首款采用华为自研达芬奇架构的 AI 训练芯片昇腾 910 与 AI 推理芯片昇腾 310，并于 2019 年正式投入商用。2019 年 9 月，华为推出昇腾 AI 计算架构，包括昇腾处理器、昇腾 AI 加速模块和昇腾 AI 开发环境，初步形成 AI 计算解决方案。昇腾计算致力于完善 AI 计算产业生态，以自身软硬件体系为核心，联合制造、设计、集成、开发等软硬件合作伙伴与咨询、运营、人才培养等服务合作伙伴，投入各个行业应用实现生产力升级核心目标。

图11.昇腾计算产业生态

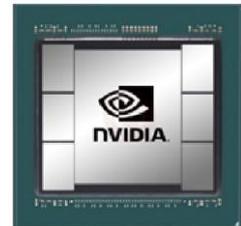
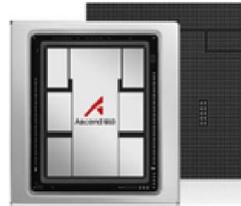
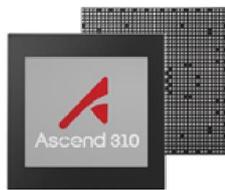


数据来源：《昇腾计算产业发展白皮书》华为\中国信通院等、财通证券研究所

硬件开放，高算力 AI 芯片构建昇腾全产业链底座。昇腾系列处理器是基于华为达芬奇架构的神经网络处理器（NPU），包括昇腾 310 和昇腾 910 两款针对不同应用领域的芯片：

- **昇腾 310 定位为推理处理器**，高效、灵活、可编程，能够以最大功率 8W 达到 16 位半精度（FP16）8TFLOPS、整数精度（INT8）16TOPS 的算力，能效比极高，主要用于智能手机、智能附件等电子终端。
- **昇腾 910 定位为训练处理器**，高度集成的片上系统在提供高算力的同时可减少与 Host CPU 的交互，最大功率 310W，运算能力可达 FP16 320 TFLOPS、INT8 640TOPS，比英伟达 A100 更高，主要应用于高端服务器和云计算。

表6.昇腾处理器与英伟达 A100 处理器

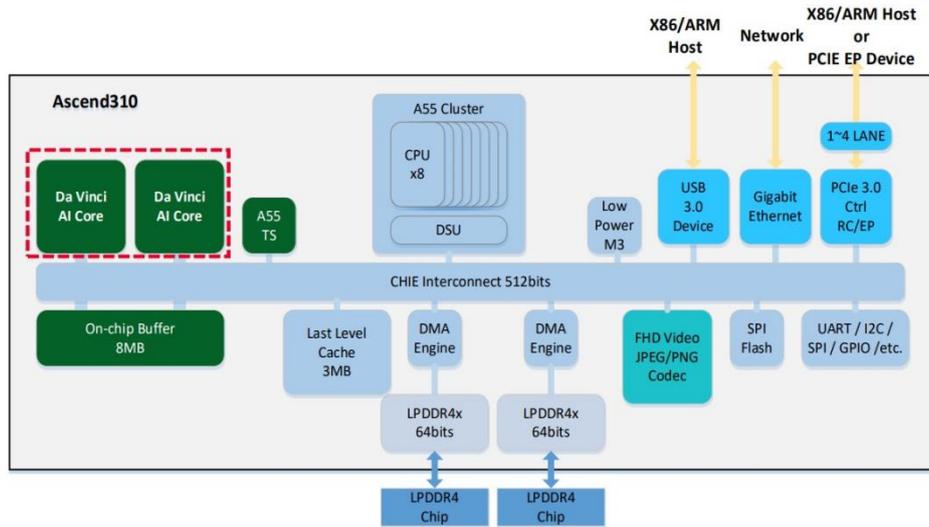


	昇腾 310	昇腾 910	英伟达 A100 (PCIe/SXM)
架构	华为达芬奇	华为达芬奇	英伟达 Ampere
FP16 算力	8 TFLOPS	256 TFLPOS	312 TFLOPS/624 TFLOPS
INT8 算力	16 TOPS	512 TOPS	624 TOPS/1248 TOPS
最大功率	8W	300W	300 W/400W

数据来源：华为官网、英伟达官网、财通证券研究所

量产 ASIC 高效低成本，独有片上系统结构保障灵活性。昇腾系列 NPU 属于 ASIC（即专用集成电路）的一种。相较于 GPU 和 FPGA 等其他类型 AI 芯片，ASIC 具有高度定制化特征，一次流片即定型，可编程性不足，但特定性能、规格、功耗等均显著优于前两者；初期成本高、开发周期长拉高生产进入门槛，但大产量规模可将单片成本压到极低。昇腾系列芯片采用“量产一代、研发一代、规划一代”的投产思路，保障每一代 ASIC 可用性的同时能够通过大规模生产。并且，昇腾 AI 芯片设计为 SoC（片上系统）类型，即单个芯片上集成了包括数据存储、计算单元等的整个系统，功能全面且支持芯片灵活组合。

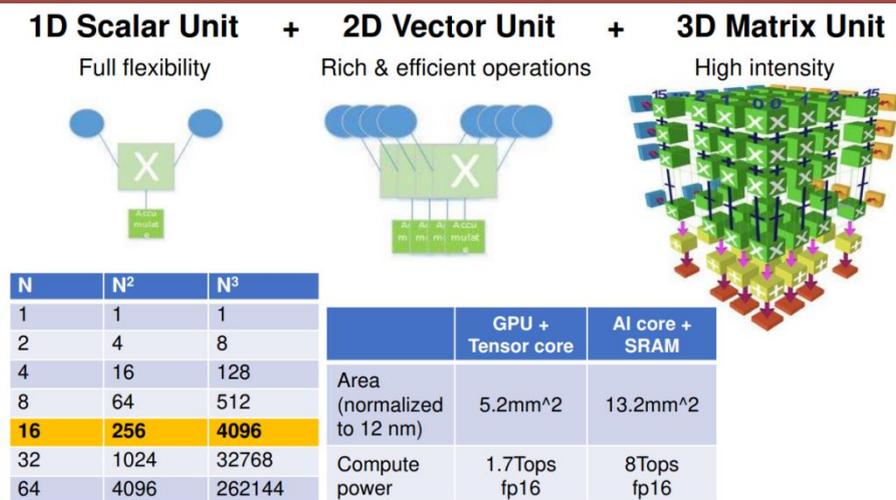
图12.昇腾 AI 芯片结构 (昇腾 310)



数据来源：华为《DaVinci: A Scalable Architecture for Neural Network Computing》hot chips 2019、财通证券研究所

华为自研达芬奇架构形成独特竞争优势，有效提高神经网络运算效率。达芬奇架构是华为自研的面向 AI 神经网络卷积计算设计的架构，针对矩阵运算进行加速，算力部分由 3D Cube 矩阵乘法单元、Vector 向量计算单元、Scalar 标量计算单元三部分提供，共同组合提供并行化多样化算力。独创 16*16*16 的高密度 3D Cube 使得单个 AI Core 每时钟周期可进行 4096 个 16 位半精度浮点 MAC 计算，而 4*4*4 结构的英伟达 Tensor Core 单个 AI 核心仅支持 64 个。并且，基于其灵活可扩展的特性，达芬奇架构可以通用硬件架构实现从低端到高端的全覆盖，能够满足端边云多侧全场景算力要求。

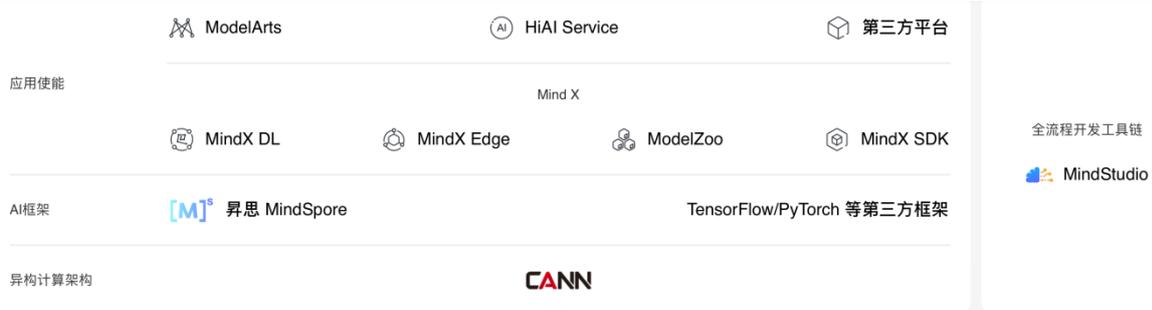
图13.达芬奇 3D Cube 计算单元



数据来源：华为《DaVinci: A Scalable Architecture for Neural Network Computing》hot chips 2019、财通证券研究所

软件开源，构建良好 AI 产业生态。在软件层面，昇腾 AI 产业链以 CANN 异构计算架构为底座，支持 MindSpore 自研 AI 框架以及 TensorFlow 等第三方框架，同时打造在应用使能平台，MindX 由“2+1+N”（2 个组件、1 个模型库、N 个 SDK）组成，助力行业开发者将 AI 计算融入各行各业，提供不同开发工具和套件，同时满足极简开发和极致性能两方面的需求。

图 14.AI 集群产品介绍



数据来源：昇腾官网、财通证券研究所

高度重视开发者体验，昇腾开发者社区强力赋能服务开发者。开发者社区提供大量学习与开发资源，对业务开发者、AI 应用开发者与算法工程师、算子及网络开发者分层开放软硬件能力，针对性提供所需功能。昇腾开发者社区作为资源中心、赋能中心和支持中心，提供大量学习视频和开发资源，并有开发者成长计划、初创企业扶植计划、AI 人才培养计划等面向个人、企业、高校的扶持计划，旨在加速昇腾开发者成长、构建昇腾开发者生态。

图 15.昇腾开发者社区



数据来源：昇腾官网、财通证券研究所

2.2 拥抱华为鲲鹏生态，乘信创之势快速崛起

2.2.1 信创政策落地，市场空间广阔

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。2023年信创进入全面推广阶段的第三年，重点行业升级成为重中之重，信创行业逐渐细分，信创产品受益于反馈正循环，迭代升级加速。

图16.信创“2+8+N”发展历程



数据来源：亿欧智库、财通证券研究所

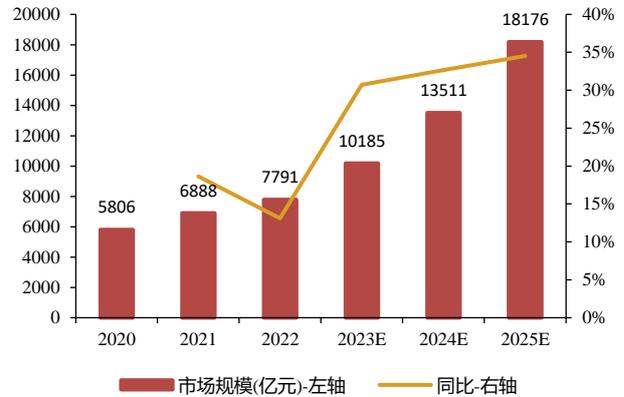
信创产业主要产品和核心技术已经从“可用能用”迈向“好用易用”。根据第一新声调研分析,2023年信创产业市场规模预计为18710.59亿元,到2025年为33777.02亿元,2020年至2025年信创产业市场规模复合增长率达到26.99%。信创产业可以按类型不同分为IT基础设施、IT基础软件、平台软件、应用软件和IT安全产品五大类。其中,芯片、整机、服务器等IT基础设施是信创产业的核心。2023年中国信创基础设施规模预计为10184.52亿元,到2025年市场规模将达18175.62亿元,2020年-2025年信创基础设施规模复合增长率为25.64%。我们认为,信创产业主要产品和核心技术已经从“可用能用”迈向“好用易用”的发展阶段,体系化、生态化的产业集群初步形成,逐步建立基于自身的IT底层架构和标准,国产化率不断提高,已经进入常态化阶段。

图17.中国信创产业规模快速增长（2020-2025E）



数据来源：第一新声研究部、财通证券研究所

图18.中国信创基础设施市场规模快速增长（2020-2025E）



数据来源：第一新声研究部、财通证券研究所

2.2.2 华为鲲鹏在我国信创市场中占据重要地位

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(CETC)、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。

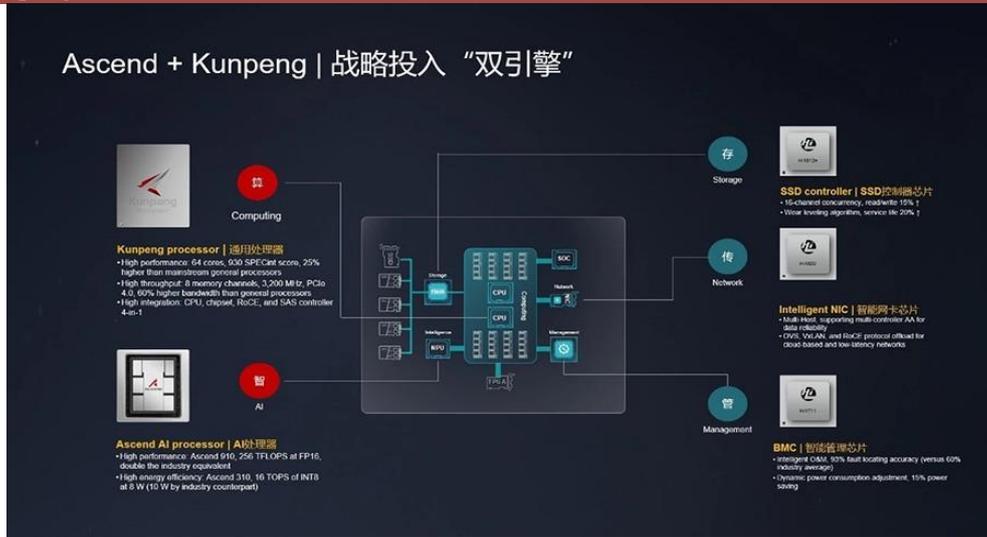
表7.我国四大信创生态平台

	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

数据来源：中国电子官网、中国电科官网、华为官网、企业预警通、各公司公告、财通证券研究所

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19.Ascend+Kunpeng 战略投入“双引擎”



数据来源：华为官网、财通证券研究所

鲲鹏服务器在运营商、金融等领域大单密集落地。根据中国移动《2024年PC服务器产品集中采购》招标公告，鲲鹏服务器中标数量占比40.54%，从竞争格局来看，ARM服务器采购总数为7.66万台，X86服务器采购总数为4.48万台。根据中国电信《2022-2023年服务器集中采购项目》招标公告，鲲鹏服务器在标包7的中标金额占59.37%。金融领域，多家国有大行已落地鲲鹏服务器采购项目，中国建设银行《服务器采购项目中标公示》，ARM采购金额约为3.64亿元，X86采购金额约为1.58亿元。我们认为，鲲鹏作为国产芯片中坚力量，在国家大力推动下，有望继续乘信创东风，在业绩增长的同时不断接受客户反馈，进而迭代产品实现正反馈良性循环。

表8.运营商领域招标公告

项目	标包	服务器类型	数量(台)	中标金额(不含税,亿元)
中国移动《2024年PC服务器产品集中采购》招标公告	标包6	公有云服务器PC4	2000	1.54
	标包9	PC6	5000	3.51
	标包11	C1-Z-ARM、C12-Z-ARM (鲲鹏服务器)	13811	36.25
	标包12	C1-Z-x86、C12-Z-x86	7346	6.97
	标包13	C3-Z、C4-Z(鲲鹏服务器)	10359	39.73
	标包14	B1-Z-ARM、B2-Z-ARM、 B3-Z-ARM(鲲鹏服务器)	41943	175.17
	标包16	S4-Z-ARM(鲲鹏服务器)	4918	8.03
中国联通《2023-2025年中国联通国际服务器集中采购项目》招标公告	标包20	S1-Z、S2-Z、S3-Z、 S5-Z(部分鲲鹏服务器)	21872	41.31
	标段四	通用服务器-鲲鹏芯片	-	-
中国电信《2022-2023年服务器集中采购项目》招标公告		四川虹信(鲲鹏服务器)	6942(预估)	4.73
	标包7(G系列服务器)	同方(鲲鹏服务器)	5340(预估)	3.94
		湘江鲲鹏(鲲鹏服务器)	2670(预估)	1.82
		烽火(鲲鹏服务器)	替补	-

数据来源:中国移动采购与招标网、采招网、财通证券研究所

表9.金融领域招标公告

客户	项目	服务器类型	数(台)	中标金额
中国邮政储蓄银行	2023年IT及网络设备入围选型采购项目-包1	PC服务器(鲲鹏)	16000	-
中国工商银行	2023年度国产芯片服务器项目	鲲鹏服务器两路、四路	-	-
中国建设银行	国产芯片服务器采购项目-包2	鲲鹏服务器	-	3.64亿元
中国农业银行	2021年鲲鹏PC服务器入围项目	鲲鹏服务器	-	14.87亿元
交通银行	数据中心鲲鹏芯片PC服务器采购	鲲鹏服务器	500	0.99亿元
中国银行	"国芯服务器选型"项目(第一包:ARM服务器选型)	鲲鹏服务器	-	-

数据来源:各银行公告、财通证券研究所

2.3 自主品牌依托“大华为”战略迅速崛起

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,近几年双方在产品、营销、生态等方面不断突破,持续落地标杆案例,不断取得重要落地成果,随着双方在鲲鹏+昇腾产业生态合作

持续深入，2024 年神州鲲泰获评“鲲鹏展翅领先级”“昇腾万里领先级”整机硬件伙伴。根据 2023 年 4 月公司公开的调研纪要，在华为能力的考察中，公司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20.鲲鹏硬件整机合作伙伴

 黄河科技集团信息产业发展有限公司	 百信信息技术有限公司	 湖南湘江鲲鹏信息科技有限公司	 四川华鲲振宇智能科技有限责任公司
 神州鲲泰（厦门）信息技术有限公司	 宝德计算机系统股份有限公司	 广州广电五舟科技股份有限公司	 同方计算机有限公司
 新华三信息技术有限公司	 武汉长江计算科技有限公司		

数据来源：华为鲲鹏社区官网、财通证券研究所

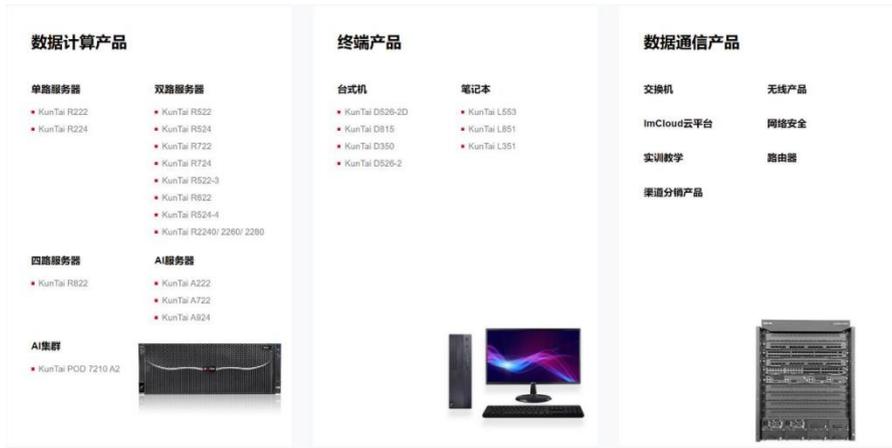
表10.华为整机合作伙伴（鲲鹏+昇腾）

相关 A 股	相互关系	华为合作伙伴	昇腾等级	鲲鹏等级
神州数码	本身	神州数码	领先级	领先级
高新发展	拟持有 70%股权	华鲲振宇	战略级	战略级
软通动力	拟持有 100%股权	清华同方	优选级	未披露
拓维信息	持有 75%股权	湘江鲲鹏	优选级	未披露
紫光股份	持有 100%股权	新华三	认证级	未披露

数据来源：WIND、企业预警通、昇腾官网、鲲鹏官网、神州鲲泰官网、华鲲振宇官网、财通证券研究所

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21.神州鲲泰主要产品



数据来源：神州鲲泰官网、财通证券研究所

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高速增长。

表11.神州鲲泰 AI 服务器主要产品

产品型号	KunTai A924 4U 四路训练型服务器	KunTai A722 2U 双路推理型服务器	KunTai A222 2U 单路边缘型服务器
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 200GRoCE 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 1120 TOPS INT8	最大 420 TOPS INT8

数据来源：神州鲲泰官网、财通证券研究所

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多次中标中国移动采购项目，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，实现三大运营商全覆盖。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。根据公司披露的最新版申报稿，公司可转债发行预计募集资金总额不超过 13.39 亿元，拟使用募集资金 5.78 亿元用于神州鲲泰生产基地项目、1.28 亿元用于数云融合实验室项目、2.39 亿元用于信创实验室项目、剩余 3.94 亿元补充流动资金。神州鲲泰生产基地项目建成后，公司信创业务将新增 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；

另外两个实验室项目提升公司为客户提供数云融合解决方案、云原生算力解决方案等的能力。

表12.公司中标情况

中标时间	中标项目	中标情况
2024年5月	中国移动2024年至2025年新型智算中心采购	191.17亿元, 中标份额: 10.53%
2024年2月	23年~24年新型智算中心(试验网)采购(标包12)	24.74亿元, 中标份额: 8.48%
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) 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2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	8.15亿元, 中标份额: 30%
2023年2月	2022年中国联通通用服务器集中采购项目	标包5: 金额9.54亿元(不含税), 中标份额: 10% 标包7: 金额4.83亿元(不含税), 中标份额: 16%
2022年10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)	标包9: 1.43亿元, 中标份额: 30%
2022年9月	中国移动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%
2022年2月	2021年至2022年PC服务器集中采购(第1批次)(标包8、13)	标包8: 23.73亿, 中标份额: 22.22%

数据来源: 公司官网、中国移动采购与招标网、中国联通采购与招标网、财通证券研究所

3 数字经济纵深发展, IT 分销与云服务盈利能力持续提升

3.1 深根 IT 分销领域, 稳坐 IT 龙头地位

IT 分销业务是公司的支柱业务。2023 年, 公司的 IT 分销业务中消费电子业务和企业增值业务占比 67.88%、32.12%, 构成了公司的业务根基。其中消费电子业务主要面向个体消费者、零售店等, 提供笔记本电脑、台式机等产品; 企业增值业务则面向企业客户, 提供网络产品、服务器等产品, 以及售前支持、售后服务、增值服务等。公司不断向营销管理、技术服务等方面发展, 与国际分销巨头之间进行差异化竞争。

图22.公司 IT 分销业务中消费电子业务和企业增值业务的营业收入（单位：亿元，2018-2023）



数据来源：公司 2018-2023 年年报、财通证券研究所

图23.公司 IT 分销业务中消费电子业务和企业增值业务的毛利率（2018-2023）



数据来源：公司 2018-2023 年年报、财通证券研究所

公司建构了庞大的网络，具备强大的渠道优势。根据科技商业，2019 年公司、伟仕佳杰、联强国际位居国内 IT 分销前三，其中公司以 868 亿元收入(第二名伟仕佳杰当年收入为 476 亿元)位居第一。经过公司多年在 IT 分销领域的深耕细造，公司构建了庞大的经销商、集成商、零售商等渠道合作伙伴网络。根据公司 2023 年中报，公司经销渠道超过 30000 多家，遍及全国 1000 多个城镇，拥有覆盖各大行业客户的中国最大 IT 分销网络。公司建立了广泛的信息网络，在有效控制成本的基础上，为公司战略业务的拓展提供巨大的资源价值。

图24.公司部分生态伙伴



数据来源：公司官网、财通证券研究所

我国 IT 支出稳步增长，推动 IT 分销业务收入增长。根据 Gartner 的最新预测，2024 年全球 IT 总支出预计将达到 5 万亿美元，较 2023 年增长 6.8%。这一数字低于上一季度预测的 8%。2024 年中国 IT 总支出预计将达到 3.9 万亿人民币，较 2023 年增长 6.2%。IT 服务将在 2024 年继续保持增长。我们认为，集团紧抓行业热点机遇，其 IT 分销业务收入有望保持稳步增长。

表13.中国IT支出预测（单位：百万人民币）

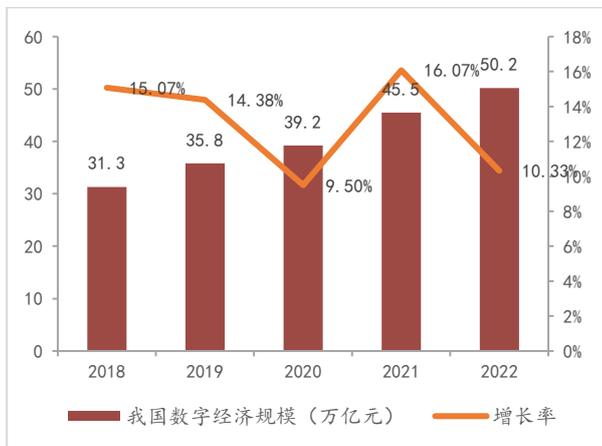
	2023 年	2023 年增长率	2024E 年支出	2024E 年增长率
数据中心系统	378739	20.7%	416446	10.0%
设备	936923	-6.3%	966657	3.2%
软件	245908	16.4%	287042	16.7%
IT 服务	678401	9.9%	770163	13.5%
通信服务	1430701	2.1%	1457634	1.9%
合计	3670673	3.6%	3897942	6.2%

数据来源：Gartner、财通证券研究所

3.2 数字经济推动企业上云，云服务市场逐步拓宽

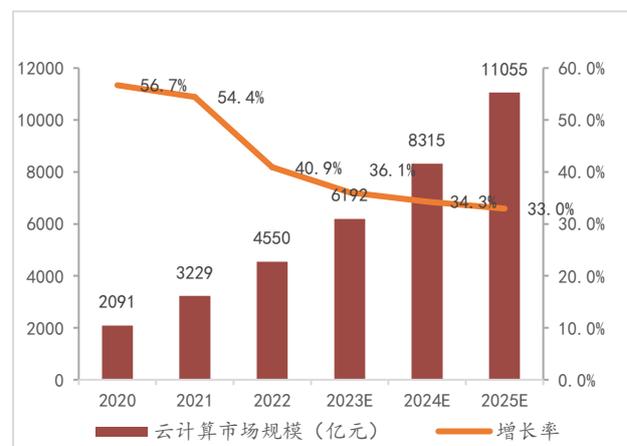
数字化转型逐步深化，“数云融合”助力公司云服务迅速发展。根据中国信通院《中国数字经济发展研究报告（2023 年）》，2022 年我国数字经济规模首次突破 50 万亿元，达到 50.2 万亿元，同比名义增长 10.3%，已连续 11 年显著高于同期 GDP 名义增速，数字经济占 GDP 比重相当于第二产业占国民经济的比重，达到 41.5%。我国数字经济整体呈现蓬勃向上发展态势持续推进企业上云。据中国信通院《云计算白皮书（2023 年）》，2022 年我国云计算市场规模达 4550 亿元，同比增长 40.91%，预计 2025 年有望突破万亿元规模。

图25.中国数字经济规模稳步增长（单位：万亿元，2018-2022）



数据来源：中国信通院《中国数字经济发展研究报告（2023 年）》、财通证券研究所

图26.中国云计算市场规模快速增长（单位：亿元，2020-2025E）



数据来源：中国信通院《云计算白皮书（2023 年）》、财通证券研究所

为了应对企业云算力、云服务需求的逐渐升级，公司提出了“数云融合”战略，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。

1) 云管理服务（MSP）

公司持续优化云管理服务，成为行业领先地位。根据 IDC 发布的《中国云运维管理服务市场跟踪》报告显示：2022 上半年中国云运维管理服务市场整体规模达到 41.0 亿元人民币，同比增长为 17.4%，公司是主要参与者之一。2022 下半年市场整体规模达到 48.1 亿元人民币，同比增长为 16.1%，其中云基础设施管理子市场同比增长 15.1%，云应用管理子市场同比增长 17.2%。公司处于云运维管理市场领先地位。

图27.公司是中国云运维管理主要参与者（2022H2）

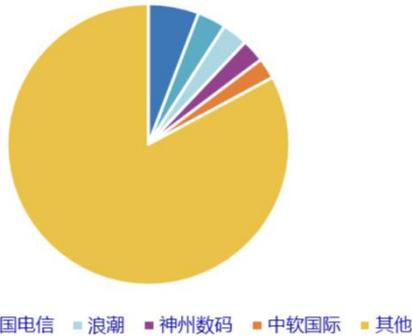


图28.中国 TOP5 专属云服务厂商市场份额占比（2023H1）



数据来源：IDC、财通证券研究所

数据来源：IDC、财通证券研究所

云管理市场不断发展，“专属云”市场崛起。政府客户对于专属托管云的需求持续释放成为市场增长的坚实动力。同时，专属云服务从泛政务领域向泛企业加速渗透，一方面由细分产业链长牵头的行业云建设快速增长；另一方面，交通、制造、医疗、能源等行业面向服务环节的新型应用加速孵化，他们对于专属云服务的需求在持续增长。公司作为云管理市场的行业领头人之一，基于其 IT 分销业务带来的强大渠道优势，有望在专属云市场形成自己的增长极。

公司多云服务不断深化，打造“MSP+”服务新模式。公司在自身全栈服务能力的基础上为客户提供云原生架构的 MSP 服务升级，打造“MSP+”服务新模式，升级为“神州云|云角 MSP+服务”。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。

目前，公司已完成了对阿里云、AWS、Azure、华为云、中国移动云、腾讯云、京东智联云等七大公有云的全面覆盖和深度合作，并不断扩大在“3A”（AWS、Azure、阿里云）云厂商的 TOP 级合作伙伴优势。

图29.全栈式云 MSP 服务能力

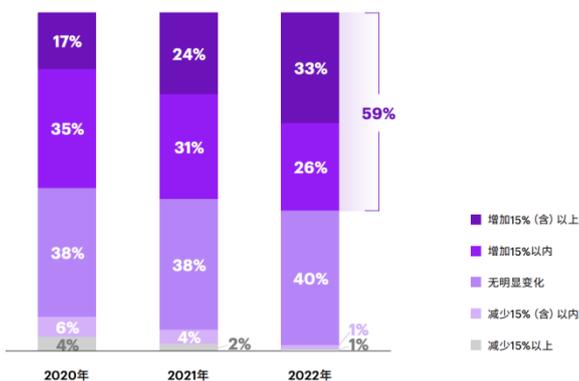


数据来源：公司官网、财通证券研究所

2) 数字化转型解决方案 (ISV)

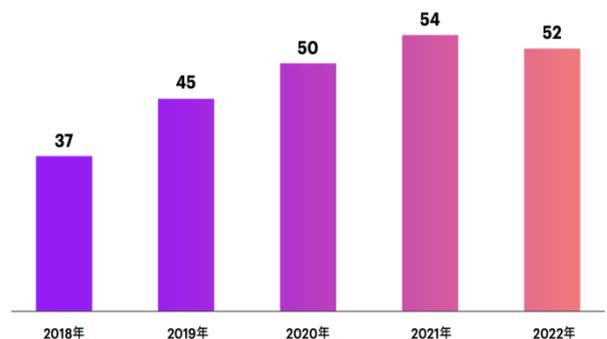
随着企业上云深入，推动大量企业 ISV 需求。随着我国企业数字化转型相关鼓励政策的不断出台，数字经济导向对“新基建”的支持和倾斜，进一步催化了云技术在国内各行各业的应用，让云技术真正成为新时代数字化建设的底座与支撑，为整个云计算相关的科技产业带来了巨大的发展空间。根据埃森哲《2022 中国企业数字化转型指数》报告，企业数字化转型步伐加速，大部分中国企业希望加码数字化投资来实现存续，有望释放 ISV 巨大市场空间。

图30.未来 1~2 年数字化投资意向 (企业占比, %)



数据来源：埃森哲商业研究院、财通证券研究所

图31.中国企业数字化转型指数得分 (分值范围 0-100, 2018-2022)



数据来源：埃森哲商业研究院、财通证券研究所

数字化转型解决方案的三大核心产品。

- 在数字安全产品方面，公司自研打造出具有高性能、可扩展、高效率的 TDMP 数据脱敏系统，能自动、智能且精准的识别各类企业常用敏感数据类型，对

敏感数据进行变形、屏蔽、替换、加密等，达到将隐私数据去敏感化的目的，为企业的数据安全铸就坚固的防线。

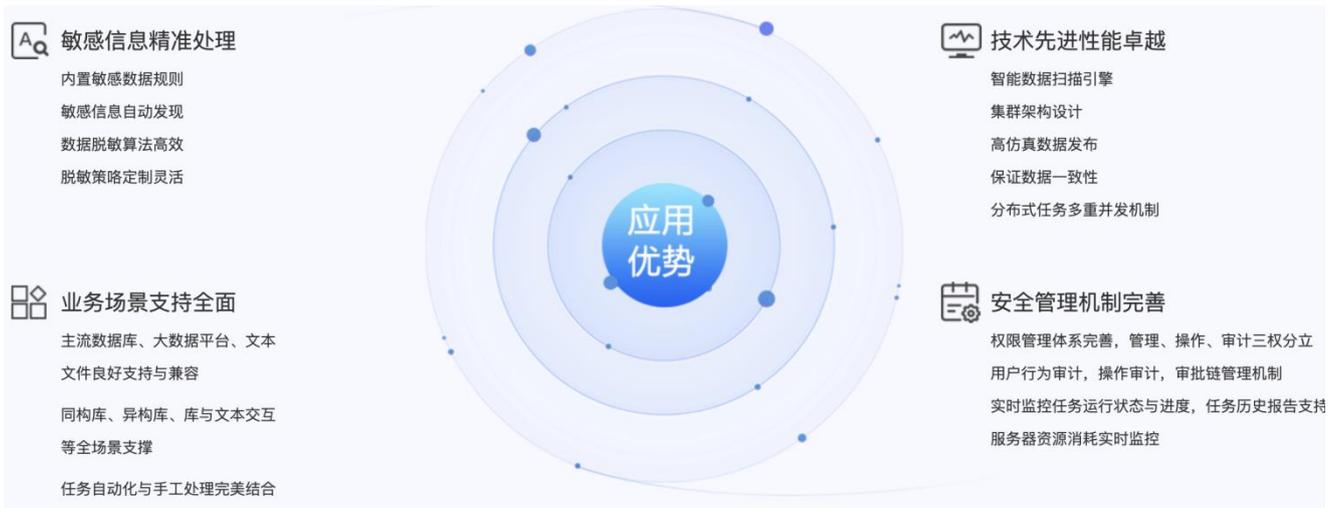
图32.TDMP 数据脱敏一体机×神州鲲泰



数据来源：公司官网、财通证券研究所

- 在数字营销产品方面，数字化数据产品“神州云|Bluenic 客户数据平台”搭载云原生和数据原生内核，帮助品牌商们实现以客户为中心和数据驱动的转变。

图33.Bluenic 客户数据平台优势



数据来源：公司官网、财通证券研究所

在 AI 应用产品方面，公司构建了人工智能知识管理平台“神州云|Jarvis 知识管理平台”。内置多种知识学习和模型构建方案，满足不同企业用户的需求；

图34.Jarvis 售后服务案例演示



数据来源: 公司官方公众号、财通证券研究所

4 盈利预测与投资评级

自主品牌业务：公司基于华为鲲鹏+昇腾生态，持续打造自主品牌“神州鲲泰”。随着海内外 AI 算力需求旺盛，行业信创的深入，对芯片和服务器的需求出现海量增长。国外高端芯片受限制，国内需求向以华为为首的国产芯片聚焦。作为华为鲲鹏领先级伙伴以及昇腾优选级伙伴，公司有望充分受益。预计公司 2024-2026 年自主品牌业务同比分别增长 80.0%，60.0%，45.0%。我们认为，由于 H800 对大陆禁售叠加大模型算力旺盛需求，昇腾芯片国内市场迎来历史性机遇，2024 年或为华为芯片整机厂商份额的关键之年，公司为把握长期份额向上，2024 年自主品牌毛利率或相比去年有一定下降，而后续随格局逐渐稳定毛利率有望逐步回升，预计毛利率分别为 10.3%，10.4%，10.5%。

云服务业务：随着数字化纵深发展和企业上云的持续推进，云上服务的需求快速度增长。公司坚持“数云融合”的战略，打造“MSP+”服务新模式，提供多平台支持，协助企业上云。同时，公司持续进行产品研发，完善数字化解决方案 ISV，推出了“神州云 | TDMP 数据脱敏平台”、“神州云 | Bluenic 客户数据平台”、“神州云 | Jarvis 知识管理平台”等产品助力企业数字化转型。预计公司 2024-2026 年云服务业务同比分别增长 30.0%，30.0%，30.0%。公司云业务经理多年发展已进入成熟阶段，毛利率有望保持稳定，预计毛利率分别为 12.5%，12.5%，12.5%。

IT 分销业务：作为 IT 分销龙头企业，公司持续践行“数字中国”之理想，覆盖庞大渠道网络。同时，公司持续提质增效，聚焦高价值、高毛利业务，提升内部管理能力，在保持行业领先地位的基础上持续优化营运水平。根据 Gartner 数据显示，全球 IT 支出稳健增长，预计到 2024 年有望达到 5 万亿美元，公司有望稳定 IT 分销业务。预计公司 2024-2026 年 IT 产品分销业务业务同比分别增长-5.0%，-5.0%，-5.0%，成熟业务，预计毛利率分别为 5.6%，5.6%，5.6%。消费电子分销业务同比分别增长 2.0%，2.0%，2.0%，成熟业务，预计毛利率分别为 2.3%，2.3%，2.3%。

综上所述，预计 2024-2026 年公司总收入增速分别为 4.1%，5.4%，6.4%，稳步增长。随着高毛利率的自主品牌与云业务收入占比持续提升，公司综合毛利率有望持续结构性提升，预计毛利率分别为 4.3%，4.6%，5.0%。

表14.公司收入拆分预测（2024-2026年，单位：百万元）

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	营业收入	115880.0	119623.9	124495.3	131179.4	139614.5
	YOY	-5.3%	3.2%	4.1%	5.4%	6.4%
	毛利率	3.9%	4.0%	4.2%	4.5%	4.9%
IT 产品分销业务	营业收入	41121.2	34966.7	33218.4	31557.5	29979.6
	YOY	-16.1%	-15.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	4.7%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%
消费电子分销业务	营业收入	67153.3	73885.9	75363.6	76870.9	78408.3
	YOY	-1.0%	10.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	2.5%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
云服务	营业收入	5022.7	6930.5	9009.7	11712.6	15226.4
	YOY	29.3%	38.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	13.4%	11.7%	12.5%	12.5%	12.5%
自主品牌	营业收入	2570.4	3828.5	6891.4	11026.2	15988.0
	YOY	55.7%	48.9%	80.0%	60.0%	45.0%
	毛利率	10.4%	10.5%	10.3%	10.4%	10.5%
其他业务	营业收入	12.4	12.2	12.2	12.2	12.2
	YOY	7.4%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：choice、财通证券研究所

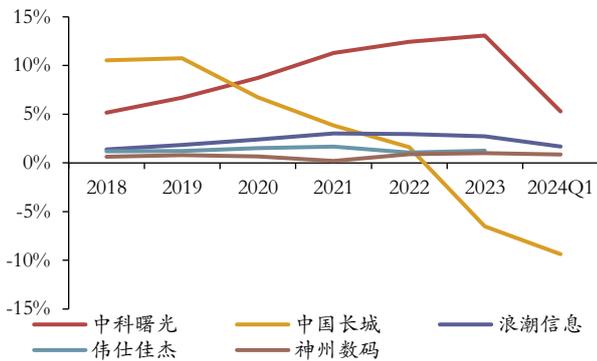
费用率与所得税率预测：公司费用率总体呈上升趋势，为把握 AI 算力与芯片国产化的机遇，公司在市场拓展、高端人员扩张、技术研发方面预计将持续加大投入。公司所得税率历年保持相对稳定态势，预计未来将继续保持稳定。

图35.费用率及所得税率预测

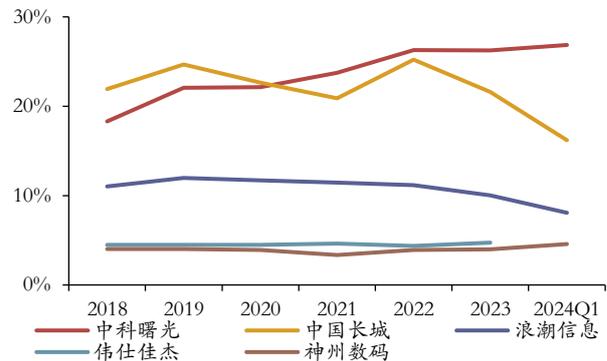
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.69%	1.71%	1.72%	1.74%	1.77%
管理费用率	0.27%	0.28%	0.29%	0.32%	0.36%
研发费用率	0.25%	0.29%	0.30%	0.35%	0.40%
所得税率	21.73%	20.27%	20.50%	20.50%	20.50%

数据来源：Wind、财通证券研究所

公司与相关可比上市公司业务均仅为部分重合，相关财务指标直接对比会存在一定误导性。公司从事 IT 分销、云服务和服务器整机制造；中科曙光已经逐步脱离服务器整机制造，产业链位置向上游零部件迁移，所以盈利能力较强；中国长城除了服务器整机业务，亦有电池、工控设备等业务；浪潮信息是服务器全产业链厂商，除了整机制造外，也包含相关零部件供应；伟仕佳杰则从事 IT 分销业务。我们认为，公司业务结构相互间存在正向促进作用，IT 分销为公司提供深厚的供应链与渠道基础，云服务提供更紧密的企业数字化客户关系，而与华为合作的服务器整机制造则提供核心价值产品，有助于公司实现可持续发展。

图36.公司与可比公司毛利率(2018-2024Q1)


数据来源：Wind、财通证券研究所

图37.公司与可比公司净利率(2018-2024Q1)


数据来源：Wind、财通证券研究所

维持“增持”评级。公司是华为核心合作伙伴，叠加自身销售渠道以及云服务能力，有望充分受益国产算力快速增长红利。我们预计公司 2024-2026 年收入为 1244.95 亿元、1311.79 亿元和 1396.14 亿元，归母净利润为 13.95 亿元、16.64 亿元和 19.92 亿元，PE 为 11 倍、9 倍、8 倍。我们选取国内主要服务器整机厂商浪潮信息、中科曙光、中国长城以及 IT 分销厂商伟仕佳杰作为可比公司，根据 2024-2026 年 Wind 一致预期，PE 均值为 63/35/26 倍，中位数为 26/21/18 倍，公司业务混合发展，各业务间有机结合，估值处于较低位置，维持“增持”评级。

图38.可比公司估值（截至 2024.06.28）

公司	市值	归母净利润(亿元)				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
中科曙光	607	18.36	22.45	27.36	32.40	33	27	22	19
中国长城	282	-9.77	1.47	3.10	4.68	-29	192	91	60
浪潮信息	535	17.83	21.57	26.40	31.20	30	25	20	17
伟仕佳杰	58.1	8.42	8.81	9.32	9.97	7	7	6	6
平均值	-	-	-	-	-	-	63	35	26
中位数	-	-	-	-	-	-	26	21	18
神州数码	153	11.7	13.95	16.64	19.92	13	11	9	8

数据来源：Wind、财通证券研究所

注：除神州数码 2024-2026 年归母净利润为财通证券预测，其余均取自 Wind 一致预期

5 风险提示

技术研发不及预期：华为鲲鹏与昇腾芯片面临国内外对手竞争，如果相关产品技术迭代迟缓，将拖累公司业绩增长。

信创推进不及预期：搭载鲲鹏 CPU 的服务器主要客户为国有单位，受信创推进进度影响，如果信创推进进度不及预期，相关业绩增速可能降低。

华为产业链竞争格局恶化：除公司外，华为整机合作伙伴还有其他厂商，竞争加剧或将导致公司相关业绩增速降低。

供应链受到负面影响：影响鲲鹏与昇腾芯片供应量的因素较多，如果相关产能有负面变化，或将导致公司相关业绩增速降低。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	115880.02	119623.89	124495.26	131179.35	139614.46	成长性					
减:营业成本	111333.03	114854.01	119053.44	125021.10	132537.97	营业收入增长率	-5.3%	3.2%	4.1%	5.4%	6.4%
营业税费	138.27	182.24	186.74	196.77	209.42	营业利润增长率	162.0%	14.5%	18.9%	19.6%	19.8%
销售费用	1952.61	2041.63	2141.32	2282.52	2471.18	净利润增长率	303.1%	16.7%	19.0%	19.3%	19.7%
管理费用	312.15	338.58	361.04	419.77	502.61	EBITDA 增长率	24.8%	15.3%	18.5%	14.5%	15.1%
研发费用	291.15	343.84	373.49	459.13	558.46	EBIT 增长率	27.4%	17.0%	17.0%	14.1%	15.0%
财务费用	431.68	380.60	634.24	626.79	619.90	NOPLAT 增长率	98.0%	19.2%	16.6%	14.1%	15.0%
资产减值损失	-139.49	67.93	-60.00	-80.00	-100.00	投资资本增长率	10.2%	24.3%	21.2%	4.4%	5.5%
加:公允价值变动收益	9.66	-63.80	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	23.5%	12.6%	13.3%	13.5%	14.7%
投资和汇兑收益	-43.43	-133.13	-49.80	-98.38	-139.61	利润率					
营业利润	1322.54	1513.93	1800.04	2152.56	2577.75	毛利率	3.9%	4.0%	4.4%	4.7%	5.1%
加:营业外净收支	1.13	-0.95	5.00	5.00	5.00	营业利润率	1.1%	1.3%	1.4%	1.6%	1.8%
利润总额	1323.67	1512.99	1805.04	2157.56	2582.75	净利率	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.5%
减:所得税	287.65	306.61	370.03	442.30	529.46	EBITDA/营业收入	1.6%	1.8%	2.1%	2.3%	2.4%
净利润	1004.41	1171.78	1394.82	1663.80	1991.69	EBIT/营业收入	1.5%	1.7%	2.0%	2.1%	2.3%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	4321.85	5644.81	10378.61	10814.01	11636.43	固定资产周转天数	1	1	2	2	2
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	24	31	35	35	35
应收帐款	8730.49	11292.27	11732.89	12334.16	13075.81	流动资产周转天数	101	103	112	117	116
应收票据	302.07	339.18	352.99	371.94	395.86	应收帐款周转天数	27	30	33	33	33
预付帐款	5770.74	5290.83	5484.28	5759.18	6105.45	存货周转天数	44	39	38	37	37
存货	12494.99	12337.66	12728.76	13289.81	13997.27	总资产周转天数	123	128	139	142	140
其他流动资产	111.43	423.36	423.36	423.36	423.36	投资资本周转天数	63	72	85	90	89
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13.2%	13.7%	14.3%	15.0%	15.6%
长期股权投资	261.33	685.10	685.10	685.10	685.10	ROA	2.5%	2.6%	2.7%	3.1%	3.6%
投资性房地产	4954.92	4844.84	4844.84	4844.84	4844.84	ROIC	6.6%	6.3%	6.1%	6.6%	7.2%
固定资产	193.66	513.48	586.31	632.70	651.22	费用率					
在建工程	216.65	132.62	139.57	143.74	146.25	销售费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%
无形资产	237.23	608.80	628.80	648.80	668.80	管理费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
其他非流动资产	89.82	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用率	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%
资产总额	40216.04	44883.71	50924.24	52917.59	55639.72	三费/营业收入	2.3%	2.3%	2.5%	2.5%	2.6%
短期债务	8329.65	11013.01	15370.60	15374.28	15461.44	偿债能力					
应付帐款	6332.69	6981.06	7236.30	7362.35	7731.38	资产负债率	79.6%	79.4%	79.4%	77.5%	75.4%
应付票据	6694.27	5619.40	5754.25	6042.69	6406.00	净负债率	389.2%	384.7%	385.3%	344.4%	307.3%
其他流动负债	11.82	0.96	0.96	0.96	0.96	流动比率	1.18	1.21	1.21	1.25	1.29
长期借款	4100.41	4389.28	4389.28	4389.28	4389.28	速动比率	0.51	0.60	0.67	0.69	0.72
其他非流动负债	50.42	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	4.69	4.17	3.26	3.34	3.83
负债总额	31996.06	35624.22	40430.92	41009.01	41977.86	分红指标					
少数股东权益	617.94	702.50	742.68	794.14	855.74	DPS(元)	0.45	0.45	0.46	0.46	0.46
股本	668.46	669.58	669.58	669.58	669.58	分红比率	0.29	0.25	0.22	0.18	0.15
留存收益	2878.67	3759.23	4872.35	6236.15	7927.84	股息收益率	2.0%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
股东权益	8219.98	9259.48	10493.32	11908.57	13661.86	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	1.57	1.79	2.08	2.48	2.97
净利润	1004.41	1171.78	1394.82	1663.80	1991.69	BVPS(元)	11.37	12.78	14.56	16.60	19.13
加:折旧和摊销	112.37	99.63	150.22	179.44	208.97	PE(X)	14.0	16.7	11.0	9.2	7.7
资产减值准备	194.89	-94.91	85.00	110.00	155.00	PB(X)	1.9	2.3	1.6	1.4	1.2
公允价值变动损失	-9.66	63.80	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	462.96	419.74	747.14	834.36	836.18	P/S	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
投资收益	43.43	133.13	49.80	98.38	139.61	EV/EBITDA	12.3	14.4	10.2	8.8	7.4
少数股东损益	31.62	34.59	40.18	51.46	61.60	CAGR(%)					
营运资金的变动	-979.09	-1990.62	-717.29	-1022.98	-1132.00	PEG	0.0	1.0	0.6	0.5	0.4
经营活动产生现金流量	836.47	-151.39	1592.90	1905.45	2252.18	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-161.06	-1079.71	-278.88	-339.36	-380.74	REP					
融资活动产生现金流量	-608.66	2626.96	3401.49	-1130.68	-1049.02						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 06 月 28 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。