

神州数码 (000034)

通信设备/通信

发布时间: 2019-11-30

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

鲲鹏展翅神码腾飞, 全力聚焦“大华为”

报告摘要:

华为最核心合作伙伴, 携手厦门市政府, 打造鲲鹏超算、服务器及 PC 生产基地。公司与厦门市人民政府签署协议, 未来将通过 2-5 年时间在厦门建设超算、服务器和 PC 生产基地。自 2020 年开始, 我国 ARM 计算产业链将正式进入快速导入及成长阶段, 而华为是整条产业链的核心。公司此次与厦门市政府的合作, 一方面代表着公司“大华为”战略的进一步升级; 另一方面, 鲲鹏产线量产后将能够大幅增厚公司营收及净利润。

ARM 产业链兴起, 预计行业净利率能够达到 4~5%左右, 有望大幅增厚神州数码利润。参考浪潮信息、中科曙光等历年销售毛利率及净利率, 传统 x86 服务器政企市场毛利率约为 20%, 净利率约 5~6%, 高于互联网客户市场。我们认为未来 ARM 服务器行业能够保持 4~5%以上的销售净利率。我们预计随着神州数码鲲鹏产线逐步落地并开始量产, 鲲鹏产品利润率将远高于公司当前主业 1%左右的利润水平, 将对公司业绩产生显著增厚效果。

全国最大分销商, 规模效应扩大竞争优势。我们认为, 行业特性决定了分销商的壁垒在于大资金运作投入及丰富的上下游生态资源, 通过规模效应获取中间利润。神州数码在过去二十年的发展中, 已经逐渐在行业内建立起丰富的生态壁垒, 规模优势已经在业绩中显现: 四项费率持续收窄, 19Q3 已降至 1.88%; 经营现金流稳定回升, 19Q3 增至 10.5 亿元, 远超净利润; 同时存货周转率持续加快, 公司运营效率在稳步提升。

云 MSP 国内份额第二, 云业务价值等待重估。据 IDC 数据, 2018 年中国云管理服务市场规模达到 3.1 亿美元, 同比增速高达 131.4%; 神州数码以 5.8% 份额位居第二。目前, 行业 CR8 份额仅为 34.3%。我们预计, 未来我国云管理服务市场仍然具备翻倍成长动力, 同时行业格局将得到整合, 看好神州数码利用资源优势扩大市场份额。参考份额第一的数梦工场, 2019 年估值 15 亿美元, 神州数码的云业务价值当前被市场显著低估。

盈利预测: 预计公司整体 19-21 年收入分别为 999/1228/1540 亿元; 净利润 6.83/9.04/13.72 亿元。根据分部估值法, 我们认为 2020 年公司合理市值在 208 亿元。

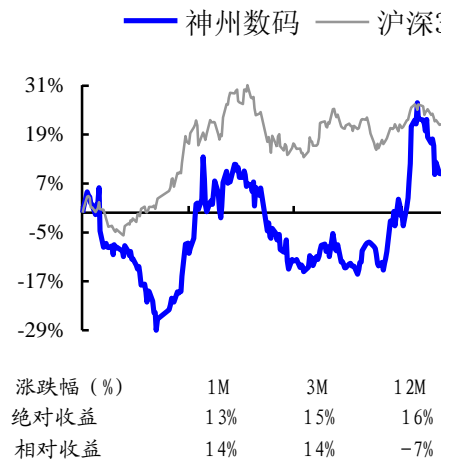
风险提示: 云转型进度不及预期; 鲲鹏产线落地节奏不及预期; 行业需求下滑;

股票数据

2019/11/27

6 个月目标价 (元)	31.80
收盘价 (元)	16.97
12 个月股价区间 (元)	10.40~19.12
总市值 (百万元)	11,100
总股本 (百万股)	654
A 股 (百万股)	654
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	15

历史收益率曲线



相关报告

- 《神州数码(000034): 华为最核心合作伙伴, 与厦门市政府共建鲲鹏基地》—20191120
- 《神州数码(000034): 云转型成效显著, 与华为合作进一步深化》—20191028
- 《神州数码(000034): 华为最核心合作伙伴, 与厦门市政府共建鲲鹏基地》—20191120
- 《海能达(002583): Q3 收入大幅增加, 精细化运营显成效》—20191113

证券分析师: 安永平

执业证书编号: S0550519100001
010-58034574 anyp@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	62,216	81,858	99,856	122,830	153,969
(+/-)%	53.5%	31.6%	22.0%	23.0%	25.4%
归属母公司净利润	723	512	683	904	1,372
(+/-)%	79.0%	-29.1%	33.3%	32.3%	51.9%
每股收益 (元)	1.11	0.78	1.04	1.38	2.10
市盈率	0.00	17.17	16.37	12.37	8.14
市净率	0.00	2.29	2.47	2.06	1.65
净资产收益率 (%)	21.6%	13.3%	15.1%	16.7%	20.2%
总股本 (百万股)	654	654	654	654	654

目录

1. 核心观点	3
2. 华为最核心合作伙伴，与厦门市政府合作投资鲲鹏服务器、整机生产基地	4
2.1. 与厦门市政府达成合作，共建创新可信鲲鹏超算、服务器、整机基地	4
2.2. 华为鲲鹏—ARM 生态核心方案供应商	4
2.3. 华为 x86 服务器市场份额超 17%，20 年起国产 ARM 服务器拉开序幕	6
2.4. 神州数码鲲鹏硬件产线落地厦门，未来服务器、整机业务有望大幅增厚利润	7
2.5. OEM—ODM—OBM 的价值链	8
3. 与华为合作由来已久，“大华为”战略再次升级	9
3.1. 携手八年，通过华为多项服务认证	9
3.2. 从“生态合作”到“生态协同”，业务、生态已深度绑定	11
4. IT 分销龙头，市占率和规模效应开始挤出竞争者	12
4.1. IT 分销龙头，云时代再出发	12
4.2. 业绩高速增长，云业务蓄势待发	15
4.3. 国内最大的 IT 分销龙头，领先优势不断加强	18
4.4. IT 生态建设完善，规模效应已经显现	20
5. 云转型高瞻远瞩，云时代重构命运	22
5.1. 企业上云大趋势下，云服务中国云产业链最亟待提升的产业环节	22
5.2. 神州数码行业地位遥遥领先，云业务价值被低估	24
5.3. 依托上海云角，快速获取 MSP 经验及技术	27
5.4. 与主流云服务厂商达成认证合作，针对垂直领域发布解决方案	29
6. 预计 19-21 年归母净利润高增长，给予“买入”评级	31
盈利预测：预计 19-21 年公司归母净利润 6.83/9.04/13.72 亿元	31

1. 核心观点

华为最核心合作伙伴，携手厦门市政府，打造鲲鹏服务器及 PC 生产基地。公司与厦门市人民政府签署协议，未来将通过 2-5 年时间在厦门建设服务器基地和 PC 生产基地。华为未来将是我国 ARM 产业链的核心 CPU 供应商，我们认为，过去几年是国内 ARM 市场的培育期，积攒了底层芯片-基础软件-应用的基本能力。自 2020 年开始，我国 ARM 产业链将正式进入快速导入及成长阶段，而华为是整条产业链的核心。公司此次与厦门市政府的合作，一方面代表着公司“大华为”战略的进一步升级；另一方面，鲲鹏产线量产后能够大幅增厚公司营收及净利润。

ARM 产业链兴起，预计行业净利率能够达到 4~5%左右，有望大幅增厚神州数码利润。互联网厂商受云计算趋势需求崛起前，我国服务器行业采购者以电信、政府、金融及企业为主，竞争者主要以浪潮、联想、戴尔、惠普等品牌厂商为主。参考浪潮信息、中科曙光等历年销售毛利率及净利率走势分析，传统 x86 服务器市场毛利率约为 20%，净利率约 5~6%，高于互联网市场。我们认为未来，ARM 服务器行业能够保持 4~5%的销售净利率。我们预计随着神州数码鲲鹏产线落地并开始量产，鲲鹏产品利润率远高于公司当前主业 1%左右的利润水平，将对公司业绩产生显著增厚效果。

与华为携手八年，终成“大华为”战略。神州数码在 2011 年首次与华为合作，成为华为企业业务数通产品的总经销商，2018 年公司成为华为全球经销商。合作领域从数通产品到企业产品再到华为云，二者业务已经深度融合。神州数码先后通过华为公有云、驻地云三钻资质认证、华为 CSSP 云安全认证、华为 CSSP 云迁移认证，成为华为云在中国的重要的伙伴之一，华为云成为神州数码云战略资源布局中的重要组成部分。

全国最大分销商，规模效应扩大竞争优势。我们认为，行业特性决定了分销商的壁垒在于大资金运作投入及丰富的上下游生态壁垒，通过规模效应获取中间利润；一旦行业份额达到一定高度，一方面能够一定程度上增强对上下游的议价能力，改善中间商较低的行业地位；另一方面能够通过规模效应缩减费用，提升利润率。神州数码在过去二十年的发展中，已经在行业内建立起丰富的生态资源，规模优势已经逐渐在业绩中显现：四项费率持续收窄，19Q3 已经降至 1.88%；经营现金流稳定回升，19Q3 增至 10.5 亿元；同时存货周转率持续加快，公司运营效率亦在稳步提升。

云服务商国内份额第二，云业务价值被低估。据 IDC 数据，2018 年中国云管理服务市场规模达到 3.1 亿美元，同比增速高达 131.4%；神州数码以 5.8%份额位居第二。目前，行业 CR8 份额仅为 34.3%。我们预计，未来我国云管理服务市场仍然具备翻倍成长动力，同时行业格局将得到整合，看好神州数码利用资源优势扩大市场份额。参考份额第一的数梦工场，2019 年估值 15 亿美元，神州数码的云 MSP 价值当前被市场显著低估。

2. 华为最核心合作伙伴，与厦门市政府合作投资鲲鹏服务器、整机生产基地

2.1. 与厦门市政府达成合作，共建创新可信鲲鹏超算、服务器、整机基地

携手厦门市政府，从智慧城市到鲲鹏服务器生产基地。早在 2015 年 4 月，厦门市政府与中关村管委会签订战略合作框架协议，其中就包括推进厦门信息集团与神州数码在智慧城市等项目展开合作。

基于此良好的合作基础，厦门市政府于 2019 年 9 月开始与神州数码、华为共商鲲鹏超算中心、鲲鹏服务器合作事宜。2019 年 11 月 18 日，神州数码与厦门市人民政府正式签署战略合作框架协议，双方共同宣布将携手推进基于鲲鹏基础软硬件体系的建设与合作，合力打造鲲鹏系列产品生产基地及超算中心等重点项目。未来 2-5 年该基地将新建产线，专门生产华为鲲鹏 920 ARM 架构的服务器。

多方位助力鲲鹏生态，“大华为战略”再次升级。本次公司与厦门市人民政府签署协议，未来将通过 2-5 年时间在厦门建设服务器基地和 PC 生产基地；公司将作为投资及运营主体，参与支持厦门市鲲鹏超算中心的建设，及后续智慧城市的运营支持。我们认为，公司经历多年发展，已经与华为形成稳固的战略合作关系。而此次公司与厦门市政府的合作，一方面代表着公司“大华为”战略的进一步升级；另一方面，也彰显出公司在云转型及数字化建设领域的技术实力。

2.2. 华为鲲鹏—ARM 生态核心方案供应商

鲲鹏 920，华为计算新高度。华为 Kunpeng 处理器基于 ARMv8 架构永久授权，处理器核、微架构和芯片均由华为自主研发设计，目前华为围绕 Ascend 和 Kunpeng 处理器打造了“算（Kunpeng 通用处理器）、存（SSD 控制器芯片）、传（智能网卡芯片）、管（智能管理芯片）、智（AI 处理器）”五个子系统的芯片族，作为鲲鹏计算产业底座满足市场对新算力的需求。

华为鲲鹏 920（Kunpeng920）处理器发布于 2019 年 10 月，兼容 ARM 架构，采用 7nm 工艺制造，可以支持 32/48/64 个内核，主频可达 2.6GHz，支持 8 通道 DDR4、PCIe 4.0 和 100G RoCE 网络，以高性能、高吞吐、高集成、高能效的特点全面超过前代产品鲲鹏 916。目前华为 TaiShan 200 服务器即搭载鲲鹏 920 处理器。

图 1: Kunpeng 芯片族的“量产一代、研发一代、规划一代”策略



数据来源：东北证券，华为官网

华为正式推出鲲鹏主板，并向合作伙伴全面开放。2019 全联接大会，华为正式开放鲲鹏主板，合作伙伴可以基于鲲鹏主板和整机参考设计指南，快速开发出自有品牌的服务器和台式机产品。同时推出

当前全球最快 AI 训练集群 Atlas 900，其由数千颗昇腾处理器组成，总算力达到 256×10^{24} PFLOPS@FP16，相当于 50 万台 PC 计算能力，可广泛应用于科学研究和商业创新；并发布基于 AI 处理器昇腾 910 的 Atlas 300 AI 训练卡和 Atlas 800 AI 服务器，形成 Atlas 系列产品布局。

图 2：鲲鹏主板全面开放



数据来源：东北证券，2019 年华为全联接大会

图 3：Atlas 全系列产品



数据来源：东北证券，2019 年华为全联接大会

鲲鹏计算产业三阶段发展计划。 目前华为为该产业制定了三阶段发展计划：

1. 试点阶段（建立标杆行业典型场景）：通过在政务、电信、金融和互联网等行业选取典型场景进行产业使能、孵化和试点，通过试点建立产业界上下游厂家和用户的信心。
2. 推广阶段（向其他行业拓展）：面向政务、电信、互联网、广电、金融证券、电力、能源、交通等行业全面打通产业体系，为行业数字化业务创新提供基础。
3. 深化阶段（打通全行业全场景）：面向全行业、全场景，打通产业链，构筑基于 Kunpeng 处理器的产业体系。

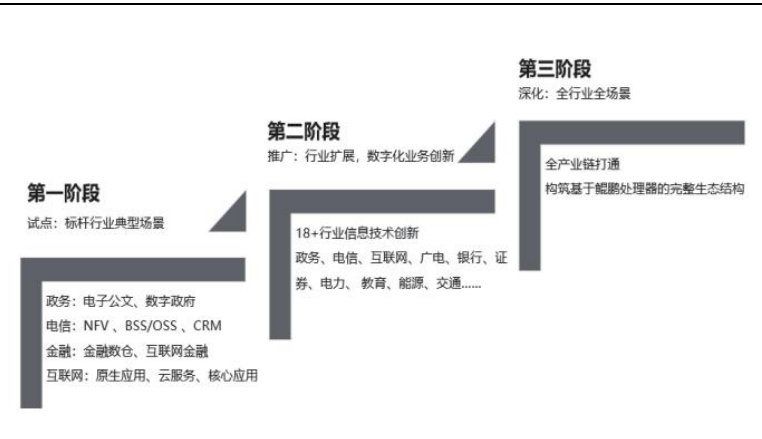
鲲鹏处理器的研发已规划至 2022 年。 作为最底层也是最核心的鲲鹏 CPU 处理器，其发展直接决定鲲鹏计算产业能否顺利推进。针对鲲鹏处理器的研发，华为制定了“量产一代、研发一代、规划一代”的策略和“长期投入、全面布局，后向兼容和持续演进”的战略。华为围绕 Kunpeng 处理器打造了“算、存、传、管、智”五个子系统的芯片族，从指令集和微架构两方面进行兼容性设计，并与 Arm 共享全球生态。目前，华为鲲鹏 CPU 处理器已规划至 2022 年，目前鲲鹏 PC 级 CPU 处理器也在研发中，预计在 2020 年前后华为将推出第一代鲲鹏桌面 CPU 处理器。

图 4：鲲鹏计算产业定义



数据来源：东北证券，华为官网

图 5：鲲鹏计算产业发展阶段

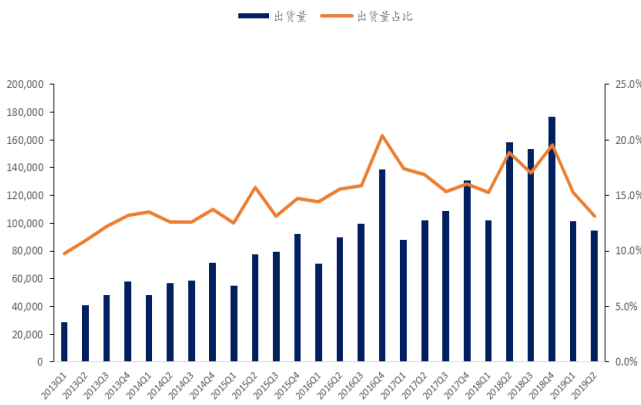


数据来源：东北证券，华为官网

2.3. 华为 x86 服务器市场份额超 17%，20 年起国产 ARM 服务器拉开序幕

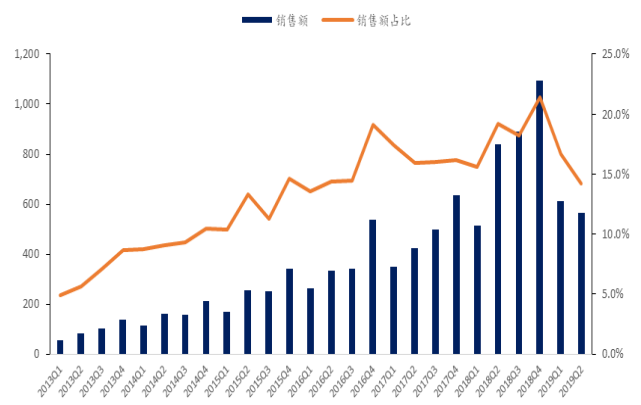
X86 时代，华为服务器销量份额达 17.84%，销售额份额达 18.88%。在 X86 时代，华为一直是国内服务器市场领导者。IDC 数据，2018 年我国全年服务器总量在 330.93 万台，其中华为服务器出货量达 59.05 万台，销售量占据全国 17.84% 份额；从销售额角度看，2018 年服务器市场规模约 176.95 亿美元，其中华为销售额为 33.41 亿美元，占比 18.88%。从均价来看，华为服务器平均单价由 2016Q1 的 3700 美元上涨至 2019Q2 的 6000 美元（超 4 万人民币）。2019 年，受到中美贸易摩擦影响，华为在 x86 服务器市场份额下滑较为显著，2019Q2，出货量份额已下滑至 13.2%，为近 4 年来最低水平。

图 6：19Q2 华为服务器出货量份额下滑至 13.2%（台）



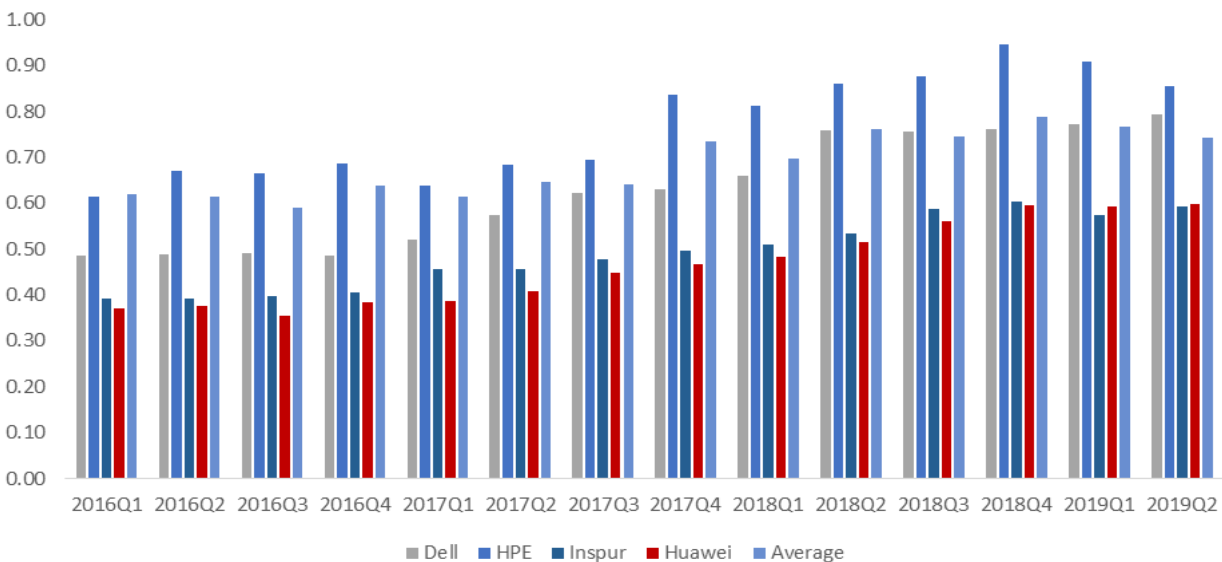
数据来源：东北证券，IDC

图 7：2019Q2 华为服务器销售额份额下滑至 14.2%（百万美元）



数据来源：东北证券，IDC

图 8：19Q2 中国服务器市场均价 0.75 万美元，华为服务器均价 0.6 万美元

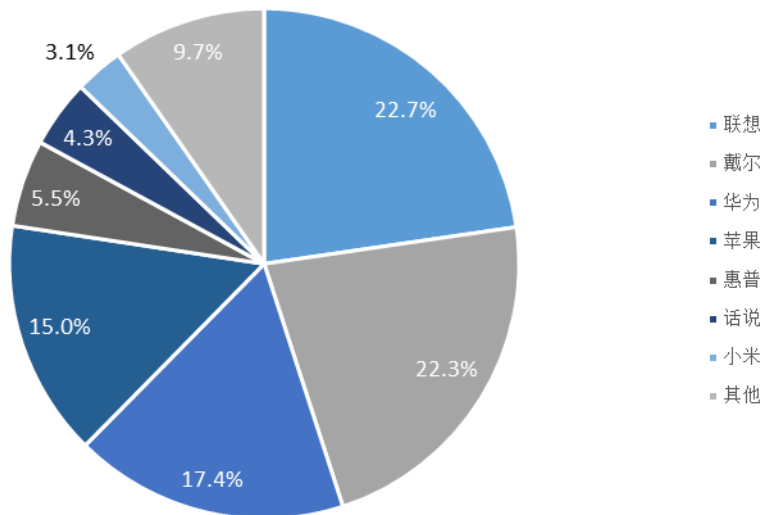


数据来源：东北证券，IDC

华为 PC 出货量迅速增长，年出货量约 600 万台。根据华为历年披露数据，2017 年华为笔记本销量目标为 200 万台，2018 年华为 PC 业务规模同比增长近 4 倍；2019H1，华为 PC 出货量增长 3 倍，销量增

长十分迅速。根据运营商财经网数据，华为 2018 年笔记本电脑市占率约 17.4%；中国市场每年 PC 出货量约 5200 万台，台式：笔记本约为 1:2，则笔记本电脑年出货量约 3470 万台，推算华为整体出货量约为 600 万台。

图 9：2018 年华为笔记本电脑市场份额约 17.4%



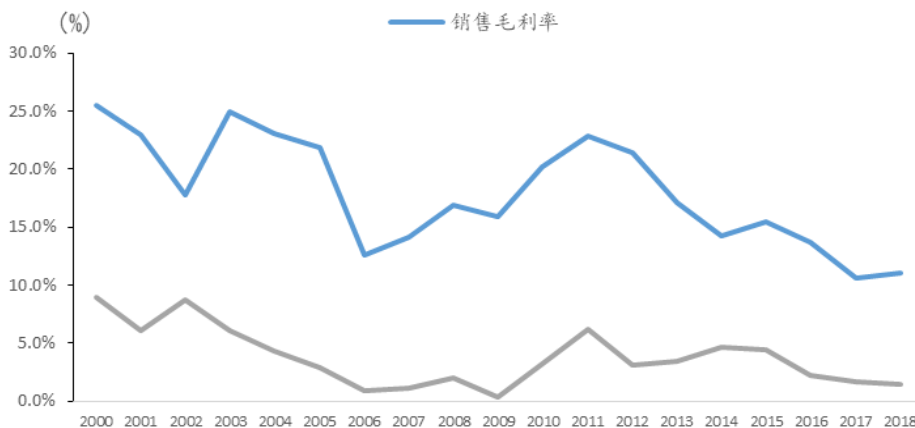
数据来源：东北证券，运营商财经网

2.4. 神州数码鲲鹏硬件产线落地厦门，未来服务器、整机业务有望大幅增厚利润

传统 x86 服务器政企市场毛利率约为 20%，净利率约 5~6%。互联网厂商受云计算趋势需求崛起前，我国服务器行业采购者以电信、政府、金融及企业为主，竞争者主要以浪潮、联想、戴尔、惠普、华为等品牌厂商为主。以浪潮历年销售毛利率及净利率走势分析，2012 年起互联网客户需求起量，开始拉低公司盈利水平；以 2000 年-2011 年国内 x86 服务器市场兴起时的表现为代表，这期间公司平均毛利率为 19.9%，净利率为 4.2%。2006 年起，海外品牌开始发力中国市场，竞争加剧导致公司销售净利率大幅下滑。2005 年及以前公司平均净利率更是达到 6.2% 水平。

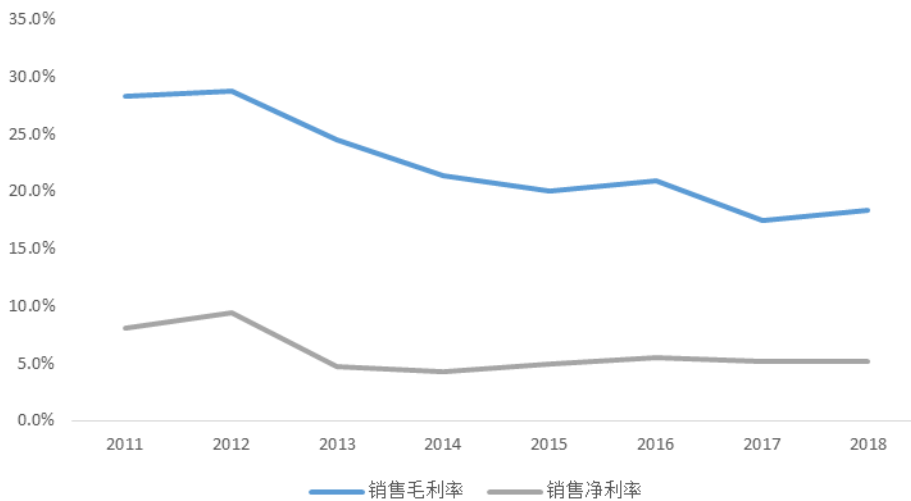
中科曙光近三年来的净利率一直维持 5~6% 水平，近 8 年平均净利率为 5.9%。

图 10：浪潮信息销售毛利率及净利率情况



数据来源：东北证券，Wind

图 11: 中科曙光销售毛利率及净利率情况



数据来源: 东北证券, Wind

ARM 产业链兴起早期, 预计行业净利率能够达到 4~5%以上, 有望大幅增厚神州数码利润。根据行业生命周期理论, 新兴产业发展起步期, 行业收入快速增长, 但盈利能力处于相对低位; 伴随行业发展进入成长期, 营收持续增长, 盈利能力走强; 而后随着新进入者增多, 行业进入竞争洗牌阶段进而走向成熟期。我们认为, 过去几年是国内 ARM 市场的培育期, 从 2020 年起, 我国 ARM 产业链将正式进入快速导入及成长阶段。参考 x86 市场发展历程, 我们预计未来 2-3 年, ARM 服务器行业能够保持 15% 以上的毛利率, 4~5% 的销售净利率。

我们预计神州数码鲲鹏产线有望于 20 年开始逐步落地并陆续量产, 预计鲲鹏产品利润率远高于公司当前主业 1% 左右的利润水平, 随之将对公司业绩产生显著增厚效果。

2.5. OEM—ODM—OBM 的价值链

OEM “代工生产” 或 “贴牌生产”, 是在社会分工、专业化利益驱动下产生的。企业为了加大其拥有资源在创新能力方面的配置, 尽可能地减少在固定资产方面的投入, 企业不直接进行生产, 通过让别的企业代为生产的方式来完成产品的生产任务。这样, 只需支付材料成本费和加工费, 而不必承担设备折旧和自建工厂的负担, 可随时根据市场变化灵活的按需下单。

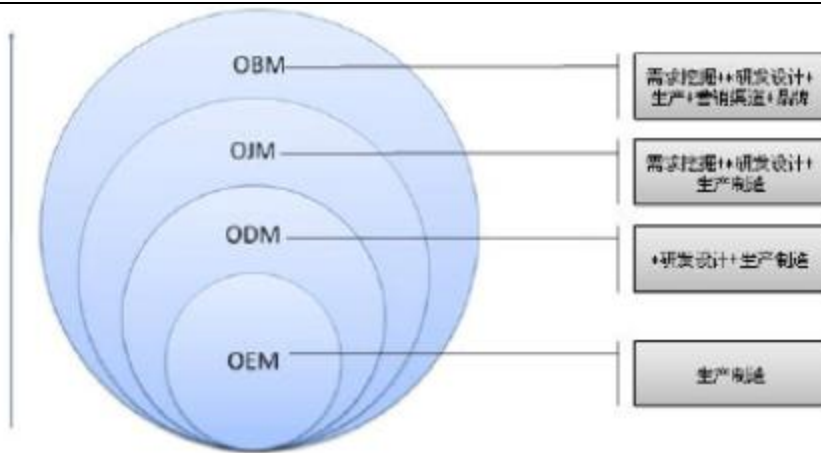
ODM 原始设计制造商。可以为客户提供从产品研发、设计制造到后期维护的全部服务, 客户只需向 ODM 服务商提出产品的功能、性能甚至只需提供产品的构思, ODM 服务商将产品从设想变为现实。

从 OEM-ODM-OBM, 新兴市场的企业实现升级和创新的最佳路径。从技术能力来看, OEM 的合作形式产品及技术水平较低, 进入门槛较低, 行业竞争压力较大。通过积累足够的资金和研发设计能力向 ODM 进化, 是 OEM 厂商较好的成长路径, 能够使企业在产业链中从低层次环节向高层次环节递进。

OBM 则是生产商通过积累最终直接面向消费者经营, 创利自出品牌, 承担从研发设计-制造-营销-分销-售后的完整自主品牌制造, 通过品牌化, 最终进一步增强盈利能力和竞争力。

我们认为, 鲲鹏生态发展初期, 厂商更多以 OEM 形式诞生, 随着产业链走向成熟, 会向 ODM-OBM 演化, 华为最终成为 ARM 生态的核心 CPU 供应商。

图 12: OEM-OBM 的产业进化



数据来源: 东北证券, 公开资料

3. 与华为合作由来已久, “大华为” 战略再次升级

3.1. 携手八年, 通过华为多项服务认证

与华为携手八年, 终形成大华为战略。 神州数码在 2011 年首次与华为合作, 成为华为企业业务数通产品的总经销商。2016 年双方签署战略合作协议, 在云计算等领域也展开合作。2018 年 3 月, 神州数码成为华为第九家全球总经销商, 就此启动 “大华为” 战略。

业务、生态已深度融合。 目前, 神州数码与华为在分销与云两大板块的合作都取得重大进展。在消费电子业务领域, 2016-2019H1 华为终端业务始终保持快速增长, 厂商份额连续四年稳步提升, 2019H1 更实现华为终端业务接近翻倍增长。在企业级分销和增值服务业务领域, 2018 年华为企业级业务同比增长 35%, 延续了近几年迅猛的增长趋势, 厂商份额持续提升, 预计 2019 年仍将继续增长。同时, 围绕华为云, 神州数码也展开了体系化的合作。

云计算领域深化合作, 取得多项华为认证。 在云计算领域, 神州数码集团已获得华为云的公有云标准转售资质, 与华为云在云转售等业务上展开合作。同时, 神州数码先后通过华为公有云、驻地云三钻资质认证、华为 CSSP 云安全认证、华为 CSSP 云迁移认证, 成为华为云在中国的重要的伙伴之一, 华为云成为神州数码云战略资源布局中的重要组成部分。目前, 依托技术领域的锤炼和积累, 神州数码自有云管平台已与华为云资源接口成功完成对接, 拥有华为云的 MSP 服务管理解决方案、CMP 混合云解决方案、IPAAS 解决方案以及行业综合解决方案、大数据解决方案、DevOps 平台等多维度方案、产品及服务能力, 可以为企业级客户提供全方位的专业云服务和数字化方案。

表 1: 神州数码与华为合作历史

时间	事件
2011	神州数码第一次与华为进行合作, 并成为华为企业业务数通产品总经销商
2016.12	神州数码与华为签署战略合作协议, 共同宣布在云计算等领域展开对接与协同, 共建中国从云到端的云生态体系
2018.3	神州数码成为华为第九家全球总经销商, 宣布启动 “大华为” 战略
2019.9	神州数码成为华为首批认证 “优选级沃土数字平台集成交付伙伴”
2019.9	神州数码连续第二年获华为颁发的 “华为全球优秀总经销商” 大奖

2019.10	神州数码通过华为 CSSP 伙伴 DevOps 平台方向优选级认证，成为第一家开始认证并顺利完成该认证的合作伙伴
2019.11	神州数码与厦门市共同推进鲲鹏系列产品生产基地建设

数据来源：东北证券，公司官网

成为华为首批认证“优选级沃土数字平台集成交付伙伴”。神州数码先后参加了华为的 CSSP 交付专家培训，开发者培训，并且通过了华为的认证考试。2019 年 9 月 19 日，公司获得“优选级沃土数字平台集成交付伙伴”奖项。华为智慧园区生态合作部向首次完成认证的生态伙伴颁发了智慧园区业务领域的生态伙伴证书。作为首批智慧园区 CSSP 认证的合作伙伴。神州数码将与华为共同努力，在行业标准制定、解决方案创新与竞争力打造、市场拓展等环节深度合作，助力各行各业的数字化升级。

图 13：华为首批认证“优选级沃土数字平台集成交付伙伴”



数据来源：东北证券，公司官网

首个通过华为 CSSP 伙伴 DevOps 平台优选认证。2019 年 10 月，公司通过华为 CSSP 伙伴 DevOps 平台方向优选级认证，成为第一家开始认证并顺利完成该认证的合作伙伴。这不仅是华为对公司 DevOps 及微服务技术能力的认可，也是神州数码与华为进行联合云生态环境建设的基础。未来，公司将着力打造微服务技术支撑体系，并与华为一一起携手共建 PaaS 平台生态，帮助企业构筑云时代下的敏捷开发能力。

图 14: 首个通过华为 CSSP 伙伴 DevOps 平台优选认证



数据来源：东北证券，公司官网

3.2. 从“生态合作”到“生态协同”，业务、生态已深度绑定

从“生态合作”到“生态协同”，神州数码与华为愈发不可分割。自公司发展大华为战略以来，公司与华为的合作已经渗透到各个细分领域。在业务方面，公司是华为第九家全球总经销商，从数通产品到企业业务产品再到云计算，神州数码已经与华为各个产品线相融合。在生态方面，公司联手华为和生态伙伴共同打造诸多行业解决方案，成为华为近 800 家合作 ISV、超过 900 个场景化的联合解决方案中的重要组成部分，并针对各个垂直行业发布解决方案：

在云服务及数字化转型领域：提供公有云、私有云、混合云相关的云资源及云专业化服务，涵盖咨询、实施、迁移、运维、培训、客户成功服务等多个部分，拥有成熟的技术交付能力和项目管理体系，以及完整的云管理服务平台产品。同时针对华为云定制了专项行动计划，组建专项团队，充分发挥神州数码自研云管平台产品在 MSP 领域的优势及差异化服务能力，与华为一起助力企业数字化转型及云端升级。

在智慧政务领域：公司联合华为推出政务安全等保服务。从 0 到 1 为客户以安全为基础搭建智慧政务云平台，神州数码提供云安全应用、云安全平台及云安全基础等服务。

图 15: 华为&神州数码联合政务云安全等保服务



数据来源: 东北证券, 华为

在云视频领域, 公司与华为共同发布“云享畅联智慧终端 APP”。针对企业视频会议场景, 创新性的提出了五合一理念, 既以华为视频云用户管理、设备管理、会控管理为基础, 结合神州数码对行业客户需求的深入理解、松耦合的聚散迭代技术进行融合, 很好地满足了客户像使用水、电一样轻松、便捷、随时、随地, 一个 APP, 一键开会的诉求。该解决方案以云服务为特征, 具备敏捷迭代能力, 通过联盟化运作, 与合作伙伴一道, 共同为企业视频会议云上云提供最佳体验。

图 16: 华为&神州数码联合云视频解决方案



数据来源: 东北证券, 华为

我们认为, 神州数码与华为合作发展到目前, 不论是从业务还是生态上均形成了深度绑定, 融合越发不可分割。我们看好大华为时代, 公司受益伙伴的战略资源优势再次迎来业务创新及快速成长。

4. IT 分销龙头, 市占率和规模效应开始挤出竞争者

4.1. IT 分销龙头, 云时代再出发

深耕 IT 分销近 30 年，全国第一的 IT 分销商。 神州数码的分销业务可以追溯到 1987 年，神州数码的前身——中科院计算所与 AST 达成合作，代理 AST PC 产品，由此建立了最初的渠道体系。

1992 年，神州数码成为惠普在中国的首家分销商，率先实行代理制，并于 1996 年开始“4 To 3”的渠道变革。

1997 年，神州数码的前身联想集团与思科达成战略合作，开启了 IT 增值分销业务，也是从这一年开始，神州数码占据了全国 IT 分销第一的宝座。

2001 年，神州数码控股有限公司自原联想集团拆分，并香港联交所主板上市，股票代码 00861.HK。

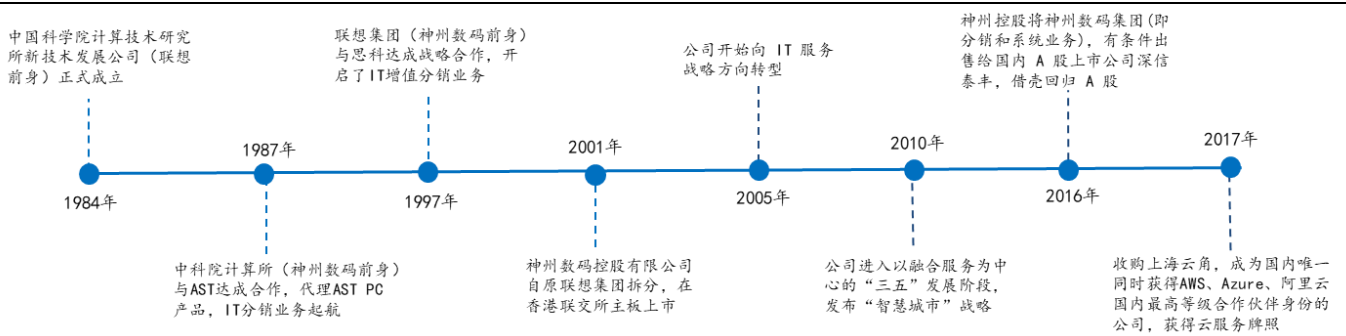
2016 年，神州控股将神州数码集团（即分销和系统业务），有条件出售给国内 A 股上市公司深信泰丰，回归 A 股。

2016 年至今，公司蝉联“中国 IT 增值分销商十强”榜首。目前公司拥有 300 余家国际顶尖供应商，建成覆盖全国 860 多个城市、30000 余家渠道伙伴的中国最大的 IT 营销网络，累计为超过 100 万家中国企业提供信息化所需的产品、解决方案和服务，拥有庞大的全国 IT 分销供应链体系与丰富的 IT 产业链资源。

2017 年收购上海云角正式向云转型，近两年云服务增速一直维持翻倍增长。

2018 年公司发布“大华为”战略，将分散在不同业务板块的华为业务进行整合，协调神州控股、神州信息、神州数码集团同华为有关的资源，推动神州数码与华为的合作上升到一个新的高度。

图 17：神州数码深耕 IT 分销近 30 年



数据来源：东北证券，公司官网

云业务从无到有，分销巨头迎风再起。 随着市场竞争的加剧，传统的 IT 分销业务毛利空间被压缩。

早在 2005 年，公司就启动了 IT 服务的战略转型，2011 年又开启数字化转型。

2016 年，公司收购了具备增值电信业务全牌照资质的北京神州云科信息服务有限公司，发布云平台 Marketplace 1.0 版本，为平台业务模式的落地打下根基。

2017 年，公司全面收购了国内领先的云计算增值服务提供商上海云角信息技术有限公司。

同年，公司成为国内唯一同时获得 AWS、Azure、阿里云“3A 云”国内最高等级合作伙伴身份的公司，也成为首批通过 Oracle Cloud MSP 认证的大中华区合作伙伴及华为战略合作伙伴。同时，公司获得工信部下发的互联网资源协作服务经营许可（云服务牌照），为公司开展定制公有云业务奠定资质基础。

图 18：神州数码三大发展阶段



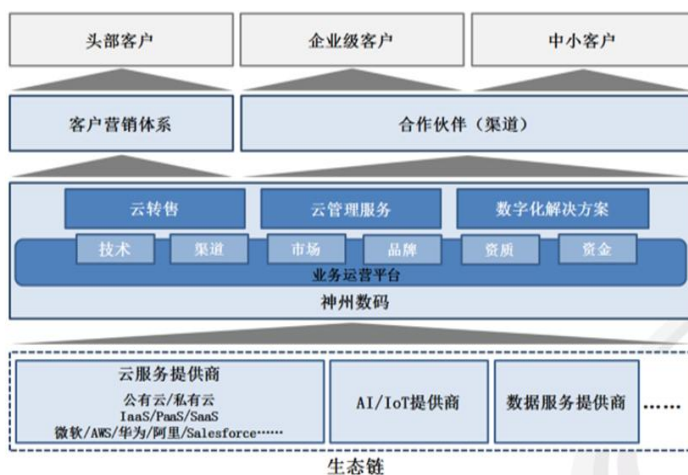
数据来源：东北证券，公司官网

两大业务模块分别奠定公司行业地位和提供发展新动能。公司目前形成了 IT 分销和增值服务业务与云服务业务两大板块。

其中，公司依靠 IT 分销和增值服务业务连续多年成为中国最大的、涉及领域最广的 IT 领域分销和增值服务商，积累了海量的国内外企业级用户，该业务板块奠定了公司的行业地位。公司的 IT 分销和增值服务业务还可细分为消费电子分销业务和企业 IT 产品分销业务。

同时，云服务业务板块异军突起，收入增速和毛利率明显高于传统业务。目前公司的云服务业务已形成云转售业务（包括公有云资源、混合云平台、软件授权及 SaaS 服务等）、云管理/运营服务、数字化解决方案业务三部分，并形成针对头部、企业级、中小三类客户的生态链。

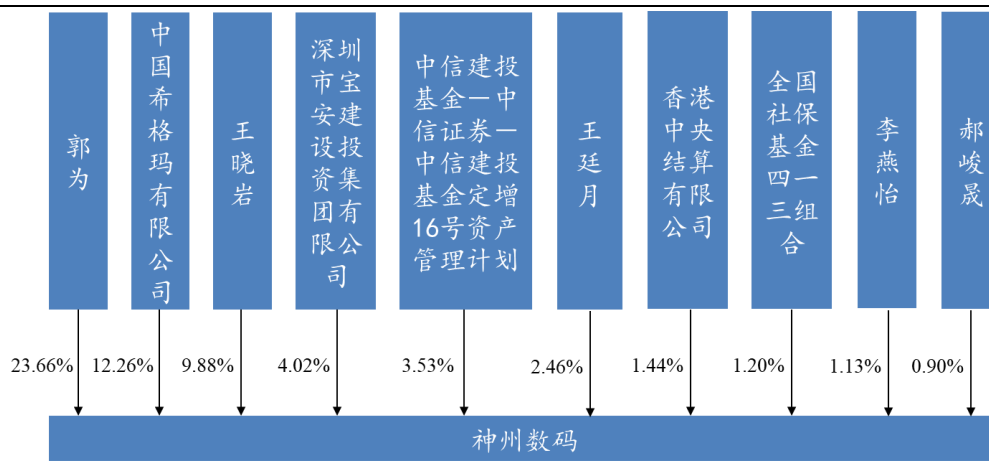
图 19：神州数码云服务业务生态链



数据来源：东北证券，公司年报

截止 2019 年 9 月 31 日，公司已发行总股数 6.54 亿。公司的最大控股人及实际控制人为郭为，持股比例 23.66%；郭为的一致行动人中信建投基金直接持股 3.53%。原深信泰丰股东王晓岩及其实控的希格玛公司共持有公司 22.14%股份。

图 20：神州数码前十大股东及持股比例

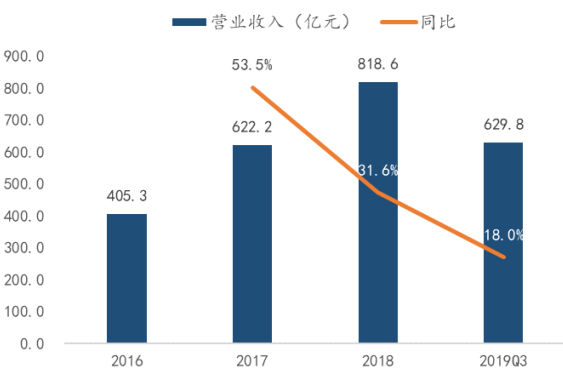


数据来源：东北证券，wind

4.2. 业绩高速增长，云业务蓄势待发

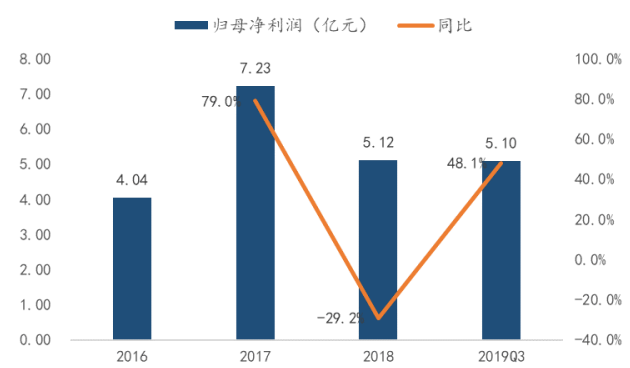
营收高速增长，三年营收 CAGR 达 42.11%，股权激励目标彰显成长信心。神州数码自 2016 年登陆 A 股以来，营收增速保持在较高的水平，2016-2018 年收入 CAGR 达 42.11%，2018 年总营收 818.6 亿元。2018 年公司实现归母净利润 5.12 亿元，19 年 5 月，公司完成股权激励计划首次授予登记。授予 239 人 508 万限制性股票，解锁条件为 2019-2021 年以 2018 年净利润为基数，增长不低于 20%、45%及 75%，即 6.14 亿、7.42 亿、8.96 亿。从 Q3 业绩表现来看，完成 19 年考核目标是大概率事件，2019 年前三季度归母净利润即达到 5.10 亿，接近去年全年水平，股权激励目标也彰显了公司实现持续高成长的坚定信心。

图 21：2016-2019Q3 年公司营收及同比变化



数据来源：东北证券，wind

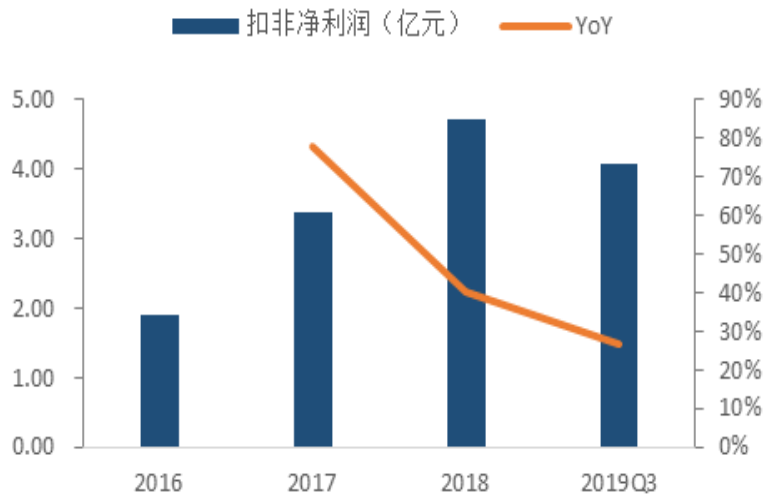
图 22：2016-2019Q3 公司归母净利润及同比变化



数据来源：东北证券，wind

扣非净利润逐年稳定增长，2018 年达 4.72 亿元。从归母净利润表现来看，近三年稍有波动，但公司扣非净利润增长十分稳健。2018 年实现扣非净利润 4.72 亿元，同比增长 39.97%。影响公司规模净利润波动的主要是：2017 年对北京迪信通商贸股份有限公司的长期股权投资小于可辨认净资产差额，产生 3.42 亿营业外收入；2016 年处置 5 家子公司获得 2.00 亿投资收益。此外，2018 年受人民币贬值影响，因美元负债形成较多会对亏损，导致公司 2018 年财务费用同比上涨 176.82%至 6.74 亿元。

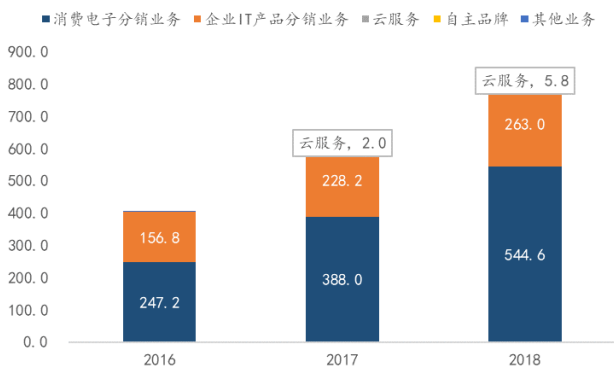
图 23: 扣非净利润稳定增长



数据来源: 东北证券, wind

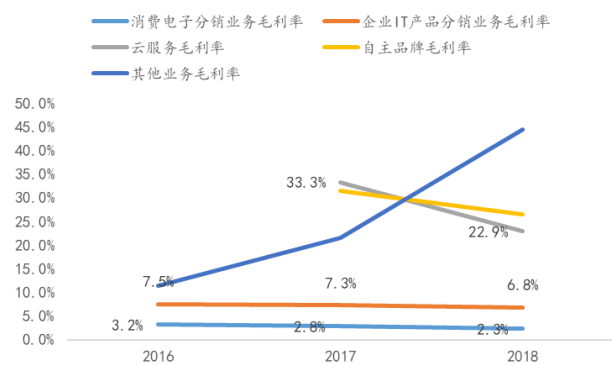
云服务业务从无到有, 毛利率远高于传统业务。2017 年公司首次实现云服务收入 2 亿, 2018 年即翻番达到 5.8 亿, 同时云服务的毛利率 2017 年高达 33.3%, 2018 年也有 22.9%, 远高于传统分销业务的毛利率。但公司传统的分销业务仍占公司营收的绝对主导地位, 这也导致公司的销售毛利率处于不到 5% 的低水平上。在此形式下, 公司大力发展高毛利率的云服务业务势在必行, 我们认为, 伴随云转型深化, 公司未来的盈利能力有望得到提升。

图 24: 云服务业务实现从无到有



数据来源: 东北证券, wind

图 25: 云服务业务毛利率远高于传统业务

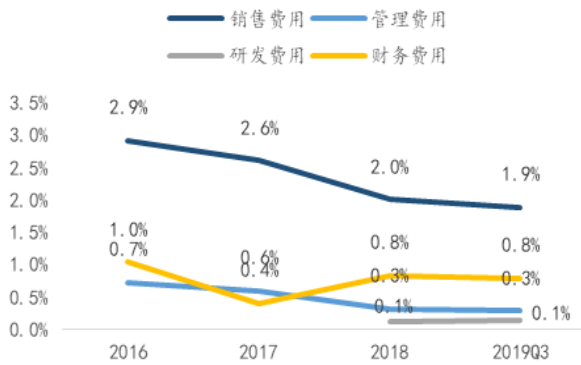


数据来源: 东北证券, wind

规模效应带动费用控制成效显著, 经营现金流回暖明显。受益于公司在分销行业内的规模效应, 销售费用率近年来持续下滑, 由 16 年的 2.91% 下滑至 18 年的 2%; 19Q3 更是仅有 1.88%。公司四项费率合计一直稳定在 3.2%-3.6% 之间; 现金流方面, 2019Q3 公司经营活动现金净流量大幅增长至 10.52 亿元, 远高于公司当期净利润水平。资产负债率方面, 受分销行业特性影响, 公司资产负债率一直维持在 85% 左右的水平。我们认为, 伴随公司行业地位稳固, 未来费率有望持续下滑至 3% 以下, 现金流表现也将得到进一步改善。

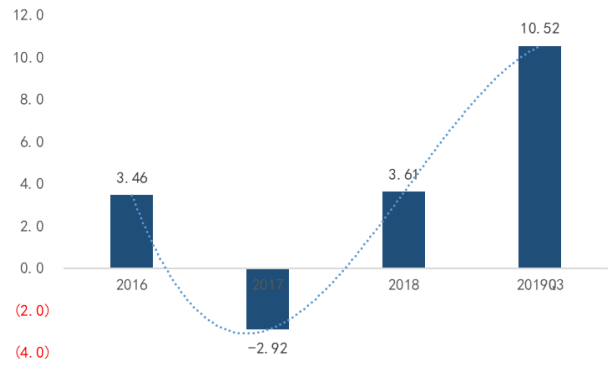
2017 年经营性现金流出现大幅减少主要是由于公司参加深圳湾超级总部基地的竞买, 取得土地使用权, 价款 36.26 亿, 当年产生相关现金支付计入经营活动产生的现金流 5.44 亿元。

图 26: 2016-2019Q3 各费用变化



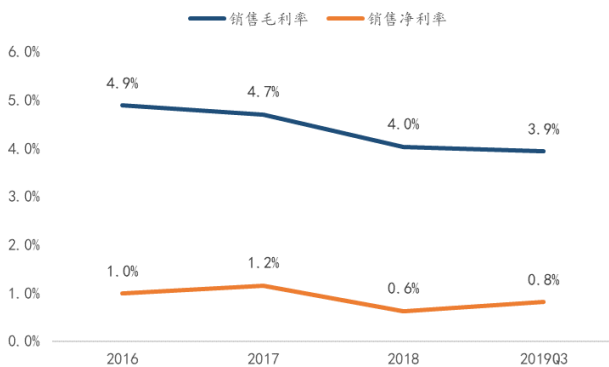
数据来源: 东北证券, wind

图 27: 2016-2019Q3 经营活动现金流量变化



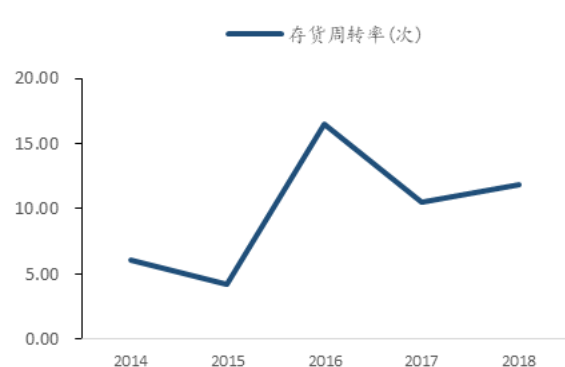
数据来源: 东北证券, wind

图 28: 销售净利率有改善趋势



数据来源: 东北证券, wind

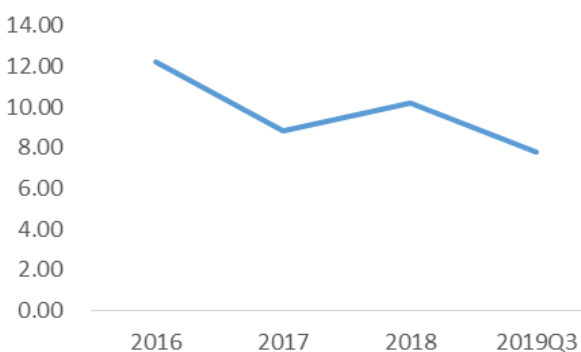
图 29: 存货周转率提升, 公司运营效率提升



数据来源: 东北证券, wind

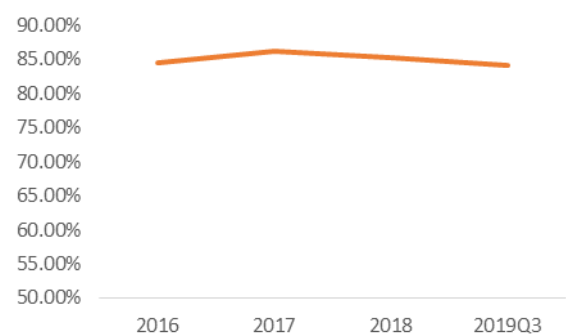
应收账款周转率下滑, 资产负债率稳定在 85%。公司应收账款周转率由 2016 年的 12.2 下滑至 2019Q3 的 7.8 次, 原因为公司大客户规模提升, 上游客户议价能力较强; 公司资产负债率近三年一直稳定在 85%左右, 2019Q3 达到 84.17%, 有小幅下滑趋势, 分销行业需要大规模资金进行经营垫款, 高资产负债率是行业特性。

图 30: 应收账款周转率下滑(次)



数据来源: 东北证券, wind

图 31: 资产负债率稳定在 85%

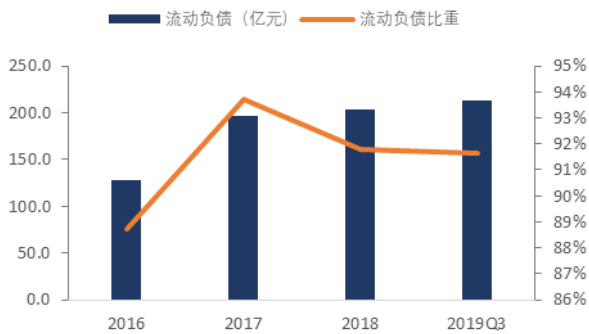


数据来源: 东北证券, wind

从公司负债结构来看, 一直以流动负债为主, 占比达 92%。2018 年流动负债达到 203.3 亿, 流动负债

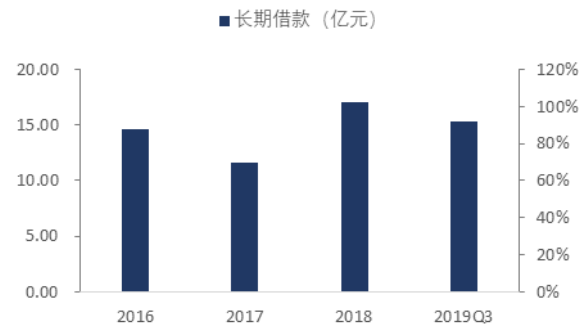
总负债比重为 92%；长期负债为 17.1 亿元。2019 年 Q3，流动负债达到 213.1 亿，流动负债总负债比重为 92%；长期负债为 15.35 亿元。

图 32：公司负债结构以流动负债为主



数据来源：东北证券，wind

图 33：2019Q3 长期借款为 15.4 亿



数据来源：东北证券，wind

4.3. 国内最大的 IT 分销龙头，领先优势不断加强

随着电脑等 IT 产品市场的日渐成熟以及产品种类和规模的扩大，IT 产品的销售面临着越来越大的压力。为缓解 IT 产品制造商的销售压力，20 世纪 90 年代初期，IT 分销开始出现，主要是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最终市场上。

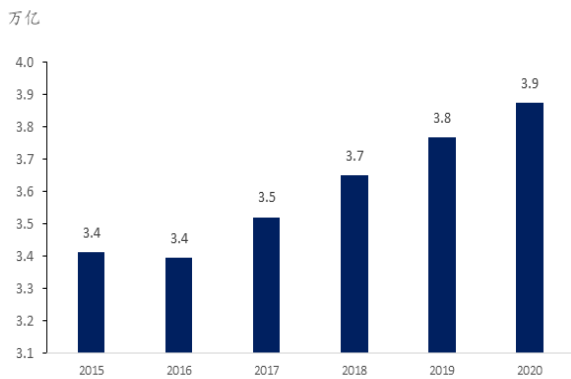
图 34：分销商处于产业链中游，连接 IT 厂商及零售商



数据来源：东北证券，公开资料

IT 分销商以建立制造商与零售商间的流通枢纽作为其生存价值。从供给端看，IT 分销商帮助众多生产制造商在需求市场安营扎根；从下游零售商需求角度看，IT 分销商解决了零售商资金短缺及物流混乱的问题。IT 分销商自身不需要 IT 产品制造商的生产制造能力，也不掌握零售商丰富的终端资源，处于 IT 产业供应链的中间服务环节，核心竞争力在于掌握上游产品大规模供货资源和最优价格，并通过高效的供应链渠道转化，最高效分配给下游零售商。

图 35: 全球 IT 支出景气上升, 20 年有望突破 3.9 万亿 (美元)



数据来源: 东北证券, wind

图 36: 神州数码分销排名全国第一

2017年排名	公司名称
1	神州数码集团股份有限公司
2	伟仕控股有限公司 (含佳杰科技)
3	联强国际贸易 (中国) 有限公司
4	英迈国际 (中国) 有限公司
5	四川长虹佳华信息产品有限责任公司
6	翰林汇信息产业股份有限公司
7	紫光数码 (苏州) 集团有限公司
8	中建材信息技术股份有限公司
9	北京方正世纪信息系统有限公司
10	富通科技发展控股有限公司

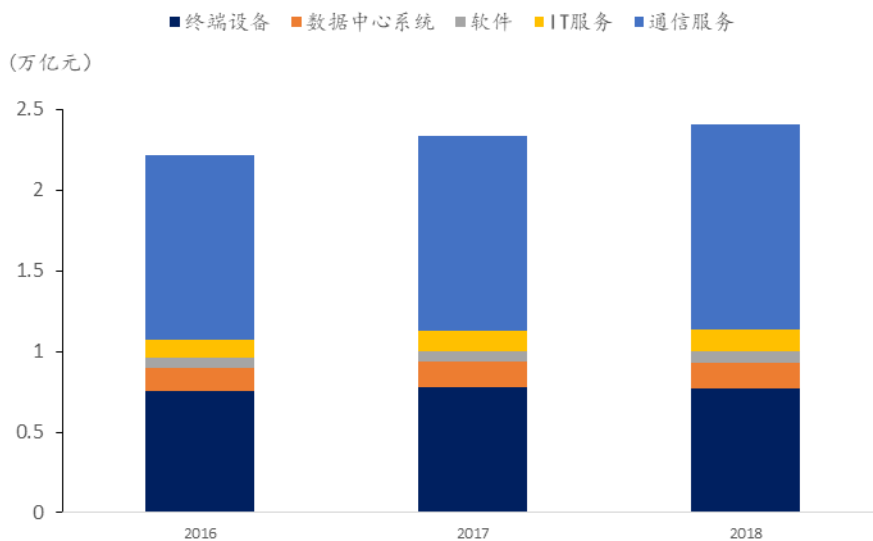
数据来源: 东北证券, 商业科技

IT 分销行业经历优胜劣汰, 行业格局已经十分稳定。IT 产品价格变化大, 留给渠道商的毛利率不断下降。无论是厂商还是分销商、零售商, 都要通过提高销售额的方式来提升总毛利。近年来, 中国 IT 市场, 尤其是分销商业务集中的 IT 硬件市场增长趋缓, 加剧了市场竞争的激烈程度。同时, 近年来随着互联网普及, 产业链对于价格的透明度提升, 使得分销商的利润进一步被挤压, 进一步提升对分销商的资金实力和运作能力提出要求。

但是行业慢增长的阶段, 正是龙头企业崛起的时刻。经历多年发展, 分销行业已经经历多轮优胜劣汰, 神州数码依托不断增强的资产运作效率及生态资源已在行业内扎稳脚跟。Gartner 预计 2018 年中国市场 IT 支出达到 2.41 万亿元, 未来向云端迁移是 IT 支出增长的最大动力。而神州数码在云计算领域的布局, 也为其未来进一步扩大市占率奠定重要的基础。

我们认为云计算, 5G, 大数据及 AI 在各行业内的迅速渗透, 将带动我国 IT 行业进入新一轮上升周期, 尤其是 20-21 年 5G 大规模商用将带来新一轮换机潮, 驱动公司分销业务快速增长。未来伴随下一轮信息化机遇到来, 公司将更加充分享受行业红利。

图 37: 2018 年中国市场 IT 支出达到 2.41 万亿元



数据来源: 东北证券, Gartner

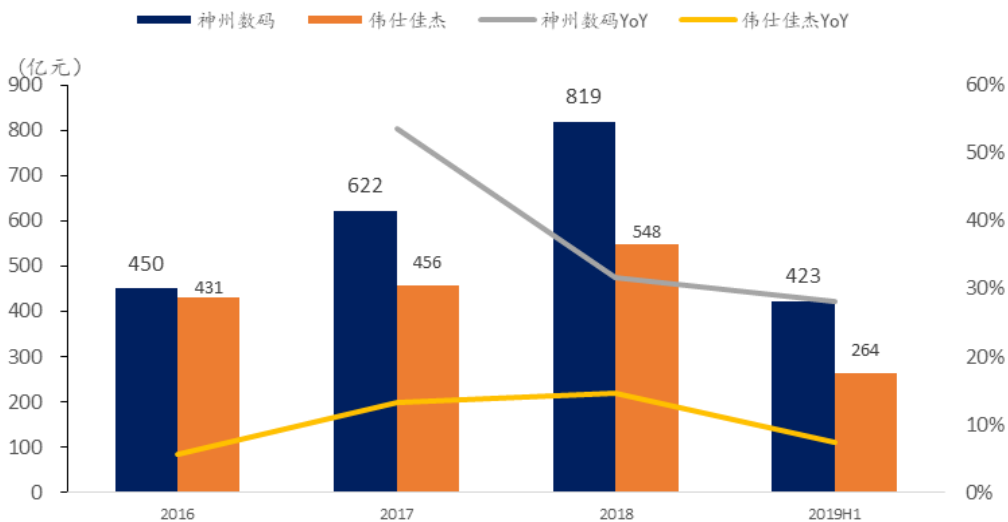
4.4. IT 生态建设完善，规模效应已经显现

我们认为，行业特性决定了分销商的壁垒在于大资金运作投入及丰富的上下游生态资源，通过规模效应获取中间利润；一旦行业份额达到一定高度，一方面能够一定程度上增强对上下游的议价能力，改善中间商的行业地位；另一方面能够通过规模效应缩减费用，提升利润率。我们认为，神州数码在过去二十年的发展中，已经逐渐在行业内建立起丰富的生态资源，规模优势已经逐渐在业绩中显现。

下行周期中规模扩张速度远超竞争对手，公司份额优势进一步扩张。近年来受到互联网电商快速发展的冲击，分销行业增速有一定放缓。但是对比神州数码及主要竞争对手—伟仕佳杰数据，可以看出，神州数码在竞争对手增速放缓背景下，近两年仍然维持了较高的增长速度。

2018 年神州数码实现营收 819 亿，同比增长 32%；伟仕佳杰实现营收 548 亿，同比增长 15%。公司增速是主要竞争对手的 2 倍，我们认为，这主要是由于分销行业头部集中趋势愈发显著，公司规模效应强大，逐渐开始蚕食中小厂商份额，预计未来依托完善的生态及渠道优势，公司份额将进一步扩张。

图 38：神州数码营收增速远超竞争对手



数据来源：东北证券，Wind

国内最大的 IT 分销商，上下游生态完善，市场份额领先。公司是中国最大的、涉及领域最广的 IT 领域分销和增值服务商。经营涵盖的产品包括移动办公设备、计算机配件、智能硬件、物联网设备、笔记本电脑、显示设备、服务器、存储设备、网络设备应用软件等上万种 IT 产品。

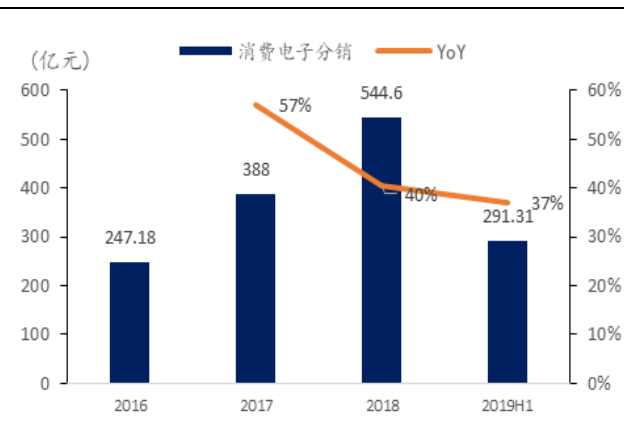
图 39: 公司伙伴生态完善



数据来源: 东北证券, 公司官网

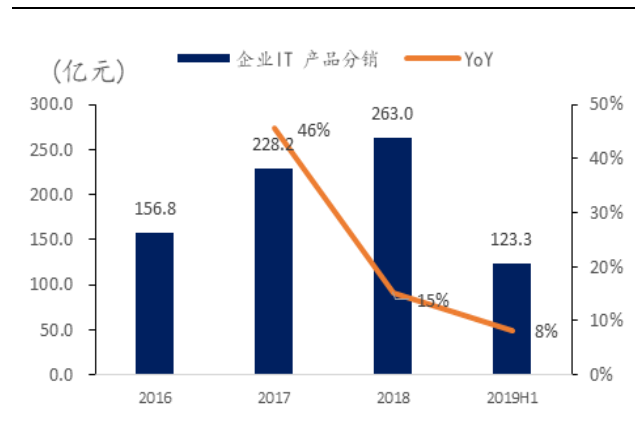
经过二十多年的积累, 公司建立了国内 IT 分销商市场最完善的生态: 业务覆盖全国 1000+城市, 销售渠道伙伴数量超过 30000 家。公司渠道网络与国内外主流企业级客户建立了长期、深入的合作关系, 已经累计为超过 100 万家中国企业提供数字化转型所需要的产品、解决方案和服务。我们认为, 公司的渠道网络已经跟客户达成互为生态的关系, 在 IT 分销行业内已经树立起极高的竞争壁垒。

图 40: 公司消费电子分销业务快速增长 (亿元)



数据来源: 东北证券, wind

图 41: 企业 IT 产品分销稳定增长 (亿元)



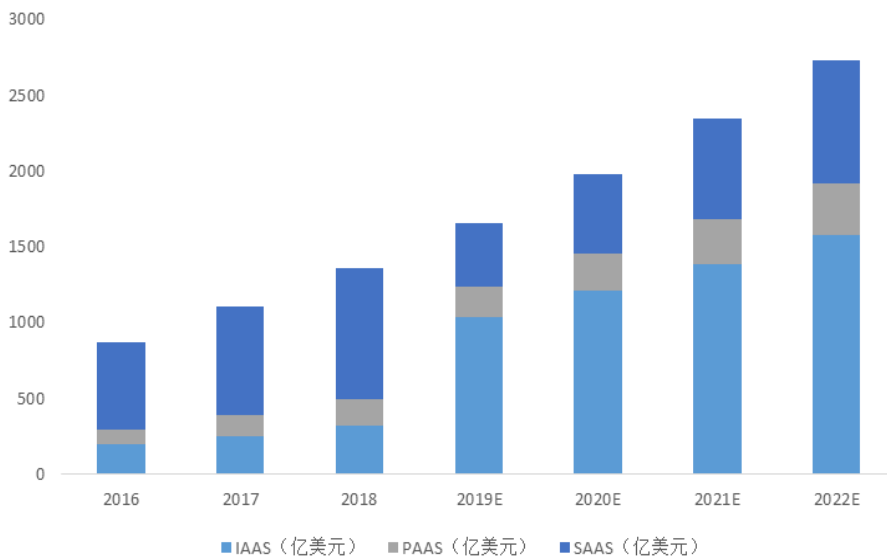
数据来源: 东北证券, wind

5. 云转型高瞻远瞩，云时代重构命运

5.1. 企业上云大趋势下，云服务中国云产业链最亟待提升的产业环节

全球云计算产业发展迅速。近年来，产业规模持续呈现快速扩张的趋势。Gartner 调查数据显示，2018 年全球公有云（IaaS/PaaS/SaaS）市场规模达到 871 亿美元，增长率为 23.01%；其中 IaaS 为 325 亿美元，PaaS 占 167 亿美元，SaaS 为 871 亿美元。预计到 2022 年市场规模将超过 2700 亿美元，预测期内的年平均增速在 20%左右。

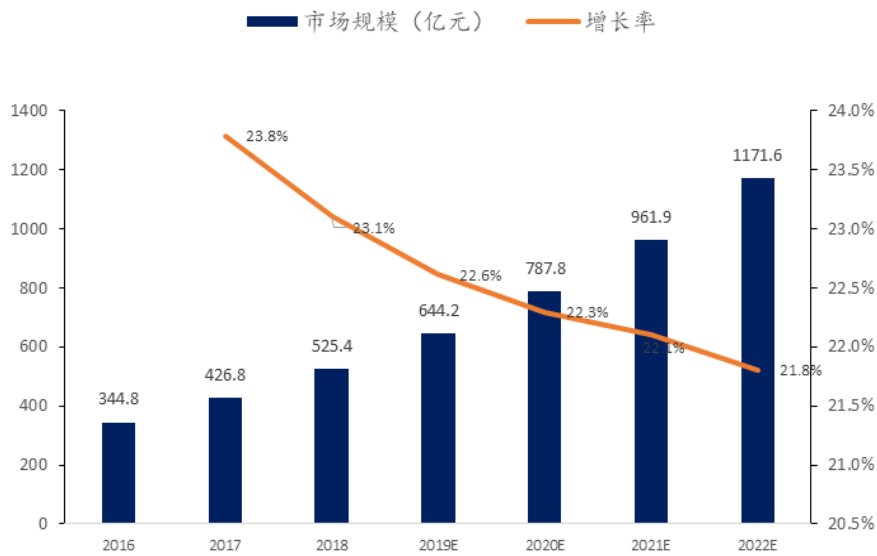
图 42：全球云计算市场规模及增速



数据来源：Gartner，东北证券

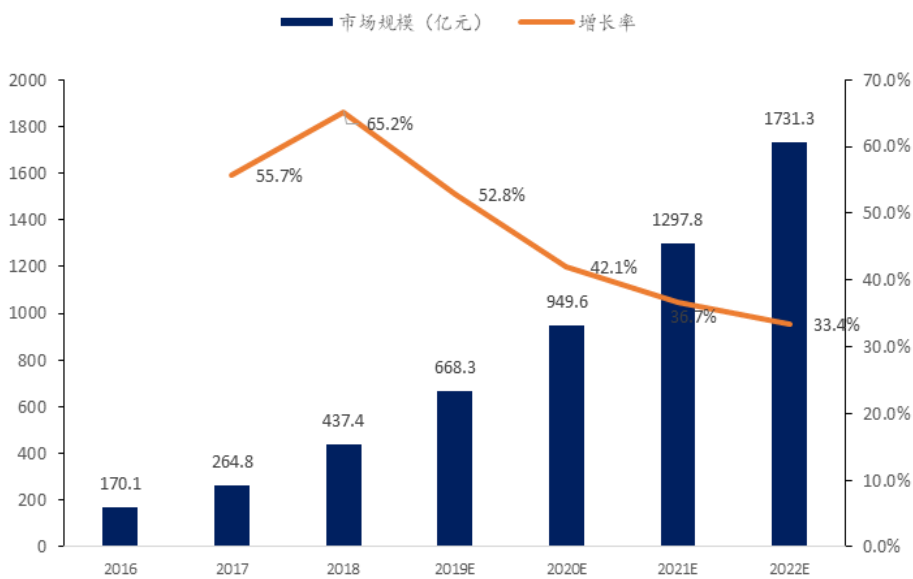
中国云计算市场增长快速，潜力巨大。2018 年我国云计算整体市场规模达 962.8 亿元，目前来看我国云计算市场规模不及全球规模的十分之一，远低于中国 GDP 占比，有确定性的增长空间，且增速水平亮眼，远高于全球平均水平。据中国信息通信研究院最新调查数据，2018 年我国云计算整体市场规模达 962.8 亿元，增速 39.2%。其中，公有云市场规模达到 437 亿元，相比 2017 年增长 65.2%，预计 2019-2022 年仍将处于快速增长阶段，到 2022 年市场规模将达到 1731 亿元；私有云市场规模达 525 亿元，较 2017 年增长 23.1%，预计未来几年将保持稳定增长，到 2022 年市场规模将达到 1172 亿元。

图 43: 我国公有云市场规模及增速



数据来源: 中国信息通信研究院

图 44: 我国私有云市场规模及增速



数据来源: 中国信息通信研究院

企业上云成趋势，MSP 有望迎来爆发式增长。云计算产业经过 10 余年的发展，技术不断迭代和成熟，企业上云进程呈加速状态。2017 年工信部更是推出《推动企业上云实施指南（2018-2020）》，大力推动了企业上云的趋势。但随着企业业务迁向云端，企业对于云咨询、云集成、云管理和云应用开发的需求也迅速增加。企业需要专业的云管理服务商（CloudMSP）来协助上云、降低上云风险、管理复杂的多云环境，同时帮助企业发挥云计算的价值。

埃森哲数据，仅有 1/3 的受访者表示，他们在上云的成本（34%）、速度（36%）、业务支持（35%）和服务水平（34%）四个方面，达到了之前的预期，而 87% 的受访者表示，他们将会考虑使用云服务托管服务。从全球市场上看：Research and Markets 预测，2022 年全球云 MSP 市场规模将达到 537.84 亿美元。立足中国市场：我国的云管理服务随着新兴厂商、传统分销商、软件开发商、系统集成商、数据中心

服务商等的进入，也将迎来爆发式增长。据 IDC 统计，2018 年我国云管理服务市场规模达 19.95 亿元，未来几年市场复合增长率在 70%左右，到 2023 年市场规模将接近 300 亿元。

5.2. 神州数码行业地位遥遥领先，云业务价值被低估

全球云 MSP 市场格局未定。 海外市场云 MSP 发展领先国内，目前仍处于竞争阶段，行业领导者尚未明确。根据 Gartner 魔力象限，2019 年全球 MSP 收录 19 家供应商。Gartner 魔力象限对上榜云 MSP 的要求是，在超大规模云 MSP 方面有深厚的技术专长，拥有功能强大的云管理平台，尽可能利用自动托管服务，能够交付针对云优化的解决方案（部署新的云原生应用程序或者迁移传统数据中心中原有的工作负载）。对比 2018 年魔力象限，领导者象限供应商数量翻倍，埃森哲和 Rackspace 保住了领导者的地位，而 Cloudreach 移到了挑战者类别，Gartner 提到扩展势头和用户群从反应不一变成积极反应是导致这种变化的两大原因。德勤、印孚瑟斯、Smartronix 和威普罗都因广泛的可用性和支持多个云环境而进入了领导者象限。

图 45: 2018 年 MSP 魔力象限



数据来源：东北证券，Gartner

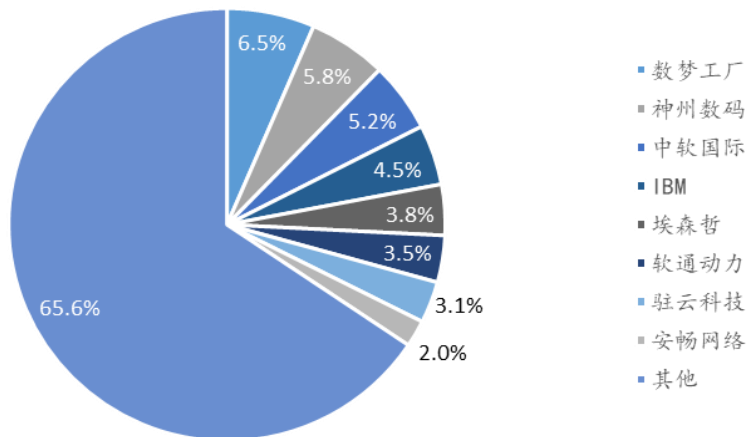
图 46: 2019 年 MSP 魔力象限



数据来源：东北证券，Gartner

中国 MSP 市场快速发展，神州数码国内份额第二，未来有望挑战第一位置。 随着中国公有云和私有云市场双快的快速增长，中国云管理服务市场已经呈现出重塑 IT 服务市场格局的迅猛势头，各方力量纷纷涌入，积极组建服务团队，深化服务能力，构建服务生态。据 IDC 数据，2018 年中国云管理服务市场规模达到 3.1 亿美元，同比增速高达 131.4%；神州数码以 5.8% 份额位居第二，未来有望挑战第一位置。其中云运维管理服务市场已超过一亿美元大关，云咨询、云迁移和云增值开发市场逐渐成型。竞争格局方面，仍处于充分竞争阶段，传统 IT 服务商向云计算转型，咨询服务商、系统集成商纷纷涌入。目前，行业 CR8 份额仅为 34.3%。我们预计，未来我国云管理服务市场仍然具备翻倍成长动力，同时行业格局将得到整合，看好神州数码利用资源优势扩大市场份额。

图 47：中国云管理服务市场神州数码份额第二



数据来源：东北证券，IDC

5.2.1 云服务可比公司：数梦工场—估值 15 亿美元

数梦工场创立于 2015 年 3 月，由阿里巴巴集团、银杏谷资本和光大实业资本等投资，定位于新型互联网平台开发和服务。总部位于杭州云栖小镇，在全国三十一个省市设有分支机构，在北京、杭州、南京、广州、郑州、长沙、成都、兰州成立技术创新中心，公司 80%以上为技术人员。

2017 年 6 月，数梦工场获 A 轮融资，估值超 10 亿美元，成为大数据行业独角兽。2019 年 9 月，数梦工场获 B 轮融资，估值超 15 亿美元。

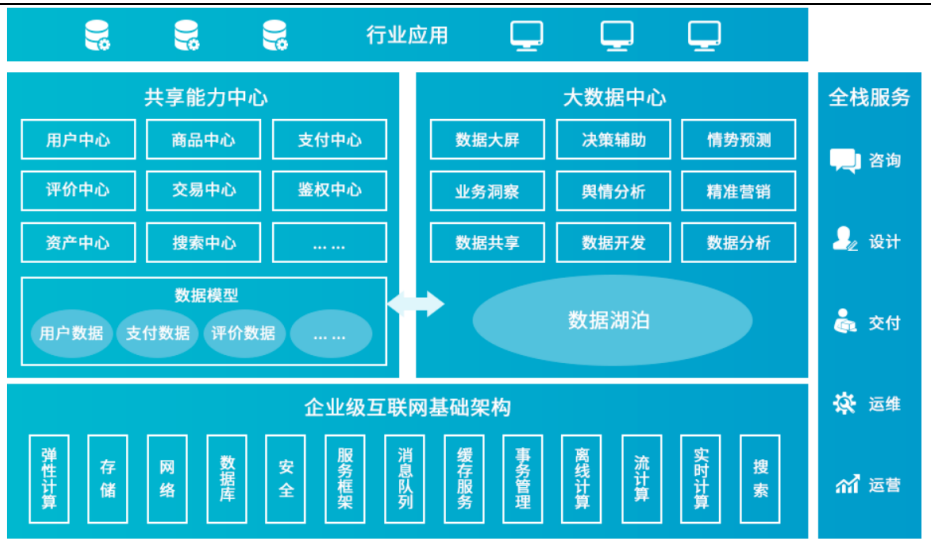
秉持新型互联网平台战略，提出“数据智能++”的技术发展路径，向垂直领域提供解决方案。公司在数据资源资产化、数据资产服务化、数据服务价值化过程中，运用人工智能技术并加持行业专家经验，实现过程智能和结果智能，提供在政务、城市、产业互联网领域全栈数据智能产品、解决方案和服务。

在政务领域，广泛服务于公安部、应急管理部、人社部、水利部、教育部等多个国家部委，服务于浙江、江苏、广东、河南、四川、重庆、贵州、山西、湖南、广西、西藏等省市建设政务大脑，助力政府实现治理能力和治理体系的数字化转型。

在城市领域，通过城市大脑建设，交付了“惠企便民”、“综合治理”、“一码通城”、“公共交通优化”、“公共安全保障”等方案，助力城市实现数字化转型。

在产业领域，服务于国家电网、南方电网、上汽大众、吉利汽车、上海联通、浙江联通、江苏移动、悦达集团、苏盐集团等企业，通过新型互联网架构，打造“企业数据中台”、“互联网综合服务平台”、“营销大脑”，并提供“新零售运营云”、“客户体验云”等产品，为企业打造 S2b2C 智能营销平台，助力企业实现数字化转型。

图 48：数梦工场互联网+企业解方案



数据来源：东北证券，公司官网

5.2.2 贝斯平—连续三年入选 Gartner 魔力象限

连续三年入选 Gartner MSP 魔力象限。 贝斯平成立于 2016 年，提供端到端解决方案的云服务提供商，通过软件定义服务，利用多云及混合云部署，为企业提供快速转型方案。目前已经与 700 多家全球客户建立起彼此的信任关系。是亚洲唯一连续三年入选 Gartner MSP 魔力象限的厂商。

2017 年公司进行 A 轮融资 1 亿人民币，2018 年 1 月 A+轮融资金额 1.7 亿元，2018 年 10 月，公司进行 B 轮融资 5.3 亿元。

公司已拥有员工团队人数九百多名，在欧美地区的云咨询网络超过 1000 个，同时拥有 700+全球运维客户，800+全球公有云、AI 及软件开发专家。公司目前已经与华为云、AWS、SAP、Google、阿里云等全球主流公有云厂商达成合作，同时是 AWS 首批迁移认证伙伴，微软及阿里云金牌合作伙伴等。

图 49：公司服务网络遍布全球



数据来源：东北证券，公司官网

5.2.3 安畅网络—参与信通院 MSP 国家标准定制

参与信通院 MSP 国家标准定制。公司成立于 2009 年，2014 年获批全国 IDC/ISP 牌照，全球化布局，运营 17 个数据中心，为客户提供全球数据中心托管服务。2016 年，混合云服务平台正式上线，累积为 5000+ 用户提供托管混合云服务。**2017 年起开始转型云 MSP 服务商**，与阿里云、腾讯云、华为云、AWS 建立战略合作关系，启动 CloudLink 网络建设。2019 年 7 月 参与信通院主导的首个云 MSP 国家标准制定。

企业级客户超 2000 家，云管理平台覆盖功能 100+。公司目前实现了云 MSP 领域全栈技术覆盖，累积 300 多项认证。2019 年 3 月发布新版 CMPT 多云管理平台与工具，其中工具数量 30+，平台覆盖功能 100+。目前公司服务人员总数已经超过 500 人，服务客户超过 2000 家。

图 50：安畅网络客户情况

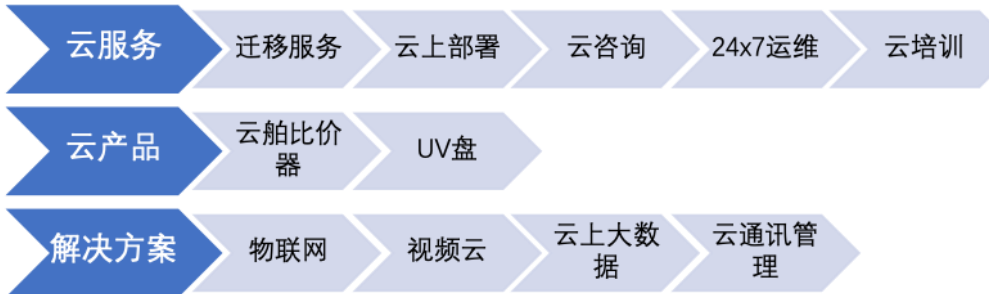


数据来源：东北证券，公司官网

5.3. 依托上海云角，快速获取 MSP 经验及技术

2017 年神州数码收购上海云角信息技术有限公司，云角成为神州数码的全资子公司。上海云角是国内领先的云计算增值服务提供商，专注于公有云和混合云平台的迁移、运维和软件研发，成功为上百家世界 500 强公司和其它企业提供了云计算相关的技术咨询、培训、运维、优化，开发基于“云”的各种服务。

图 51: 上海云角主要业务

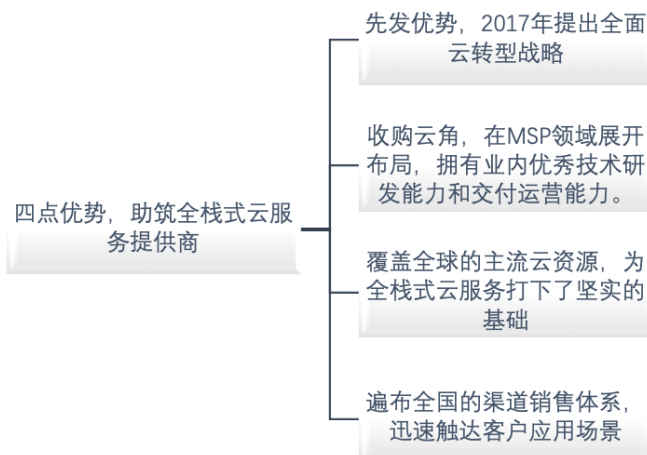


数据来源：东北证券，云角官网

上海云角和神州云计算的优势资源深度整合，充分发挥双方在云资源聚合和云服务上的协同，全面打通从上游海量云资源聚合到云增值服务的完整云服务价值链；上海云角的“云舶”跨云管理平台与自主研发的 ServiceQ 云运维管理和企业 IT 服务平台实现补充融合，为企业客户提供包括咨询、部署、迁移、运维、开发、培训在内的全生命周期的专业云服务，完善了神州数码 MSP 技术支持架构。

四点优势，助力打造全栈式云服务提供商。神州数码从 2017 年开始系统化布局云管理服务（MSP）业务，并正式确立以 MSP 为核心的云产业布局，初步目标是希望依托公有云 MSP 业务打通从上游海量云资源聚合到云增值服务的完整云服务价值链，让 MSP 业务收益在公司整体营收中达到一定的规模，国内领先的公有云 MSP 服务商，并打造全栈式云服务提供商。

图 52: 四点优势，助力打造全栈式云服务提供商



数据来源：东北证券，神州数码官网

5.4. 与主流云服务厂商达成认证合作，针对垂直领域发布解决方案

5.4.1 生态资源完善，面向垂直领域发布解决方案

作为国内的 IT 分销龙头，神州数码与国内外各大厂商保持着长期紧密的合作关系，在 IT 产业全面向云计算等数字化浪潮转型等进程中，公司与云服务厂商同步并行。公司同时拥有阿里云钻石合作伙伴、Azure 金牌合作伙伴、AWS 高级咨询合作伙伴的身份，是首批通过 Oracle Cloud MSP 认证的大中华区合作伙伴及华为战略合作伙伴，也通过了华为云 CSSP 等多项云认证，是华为在中国的重要合作伙伴。19 年 11 月，神州数码成为同时 IBM 中国第一家“Cloud Paks 甄选合作伙伴 (Premier Partner)”。同时，神州数码以 MS Office 365、Adobe、Oracle、Autodesk 为主力，**构建起汇聚 120 余种主流云应用 SaaS 资源、600 余家云生态合作伙伴资源的云资源池。**

图 53: 公司云合作伙伴基本覆盖主流云厂商

 <p>Microsoft Azure 首家落地中国的国际公有云平台，由微软授权世纪互联在中国运营，提供多种计算、数据服务、应用服务及网络服务，帮助个人开发者、初创公司、企业机构快速开发、部署、管理应用程序。</p>	 <p>阿里云 全球领先的云计算服务平台，云计算卓越平台，云产品解决方案，享多线独享带宽，开发者合作平台，站长云集平台，为了无法计算的价值。</p>
 <p>AWS - 亚马逊公司旗下云计算服务平台，为全世界各个国家和地区的客户提供一整套基础设施和云解决方案。AWS 面向用户提供包括弹性计算、存储、数据库、物联网在内的一整套云计算服务，能够帮助企业降低 IT 投入成本和维护成本。</p>	 <p>腾讯云 腾讯公司倾力打造的面向广大企业和个人的公有云平台；提供云服务器、云数据库、CDN 和域名注册等基础云计算服务，以及提供游戏、视频、移动应用等行业解决方案。</p>
 <p>百度云基于百度 16 年技术积累为广大大公有云需求者提供稳定、高可用的云计算服务。</p>	 <p>UCloud (上海优刻得信息科技有限公司)，是国内顶尖的公有云服务商，自主研发并提供计算资源、存储资源、网络资源等企业必需的基础 IT 架构服务，并深入了解互联网、移动互联网、传统企业不同场景下的业务需求，提供全局解决方案。</p>
 <p>北京优帆科技有限公司 (产品名: 青云 QingCloud) 是一家技术领先的云计算公司 (成立于 2012 年)，作为一家基础云服务商，长期致力于为企业用户提供简单、高效、可靠、环保的 IT 资源。</p>	 <p>华为云是华为公有云品牌，致力于提供世界一流的公有云服务，联接企业现在与未来，面向大型企业，华为云帮助他们解决云转型中的困难，更好地把握未来；面向中小企业，华为云陪伴他们成长，帮助他们抓住未来。依托华为在“云、管、端”强大的研发和综合技术能力，以及遍布全球 170 多个国家和地区的全球化服务支撑体系，华为云具备“可信、开放、全球线下服务能力”三大核心优势。</p>

数据来源：东北证券，神州数码官网

SaaS hosting 帮助 SaaS 应用落地。云业务上，神州数码以联合运营的模式，帮助全球上千家 SaaS 厂商落地中国市场，包括合规性咨询、基础资源购买、应用部署等。下半年，神州数码已助力 Palo Alto Networks 的安全云方案 Prisma Cloud 实现在中国的交付服务。SaaS Hosting 将成为神州数码引进、发行全球云技术服务的重要方式之一，基于 SaaS Hosting 的服务模式，神州数码有望将更多国际优秀的 SaaS 服务带给中国客户，而神州数码深耕中国信息化二十余年构建起的强大生态体系，也将焕发更大势能。

神州数码在行业云快速布局，取得积极进展。IDC 认为，到 2020 年，75% 以上的 500 强企业都将通过行业云，向客户提供政务云、金融云、医疗云以及交通云等细分行业的数字服务。神州数码在零售快消、汽车、制造、金融保险、食品饮料、医疗健康、互联网、高科技、文化传媒等 12 个行业，拥有垂直行业的方案、专业实践经验和丰富客户基础。具体包括，畜牧大数据平台打造，助力金融投资；汽车应用系统开发；文旅大数据平台建设；为跨国连锁餐饮零售商客户提供会员系统运维；“零售行业大数据解决方案”等，都在多个行业企业客户实际场景中得以应用和落地。通过服务行业头部客户，神州数码积累了包括大数据、物联网、人工智能、混合现实等数十类公有云应用解决方案，并逐步完成了重点行业解决方案产品化。

图 54：公司在多个垂直领域发布解决方案



数据来源：东北证券，神州数码官网

5.4.2 中移动千亿投资进军公有云市场，与神州数码达成合作协议

中国移动进军公有云市场，三年千亿投资。11月14日，中国移动宣布，“云改是中国移动 5G+战略落地的重要举措，移动云作为国家新型基础设施重要承载、5G 应用核心平台；移动云的发展目标是三年内进入国内云服务商第一阵营，三年投资总规模在千亿级以上。”巨头入局，将为行业带来新的成长动力。

与中国移动达成协议，在**通信基础设施、垂直行业、云计算、ICT 应用和智慧城市等领域展开深度合作**。2019 年 11 月 15 日，公司与中移动签数战略合作协议，双方将在通信基础设施、垂直行业、云计算、ICT 应用和智慧城市等领域展开深度合作，基于 5G 支撑下云网融合的技术架构，共同构造中国特色的云网新生态，推动信息技术向云原生生态演进，并携手为企业数字化转型提供助力。

在**通信基础设施领域**，中国移动将依托在基础设施上的全国布局和丰富资源，与神州数码展开基于 IDC、专线、CDN 等产品方面的全方位合作。

在**垂直行业**，在政务、工业制造、智慧农业、金融科技、智慧医疗、教育、智慧交通、环保、新物流等领域，加快打造垂直行业应用解决方案并在全国推广复制，同时，加强在垂直领域智能硬件产品研发、制造、销售渠道等方面的合作，制定政企客户共享机制，建立共同产品和服务目录，实现互利共赢。

在**云计算业务领域**，神州数码将基于高标准技术运营运维服务 SLA 能力与经验，为中国移动各级云资

源池提供属地运营、运维服务，同时与中国移动在优秀云产品、服务、SaaS 应用等方面深度融合，共同针对企业客户上云过程中建设和运营需求，在解决方案、集成实施等方面展开深度合作。

在企业级 ICT 应用和服务方面，围绕客户信息化升级和互联网及云化转型需求，共同研究探索面向各行业的大型企业客户端到端整体解决方案，形成覆盖 IT 咨询、基础架构、系统集成、运营管理在内的一体化应用。

在智慧城市领域，双方将深化在大数据智能化领域的合作，推进 5G 与人工智能、物联网、云计算、大数据、边缘计算等技术融合创新，聚焦城市治理和政府管理的 5G 应用，打造新型智慧城市解决方案。

6. 预计 19-21 年归母净利润高增长，给予“买入”评级

盈利预测：预计 19-21 年公司归母净利润 6.83/9.04/13.72 亿元

消费电子分销业务：预测 19-21 年收入增速 26%/25%/25%，毛利率分别为 2.2%/2.2%/2.2%。

5G 推动消费电子进入新一轮换机潮，未来两年公司消费电子业务有望维持较高增速。伴随 2020 年 5G 商用到来，行业开始进入新一轮换机周期，我们认为，这将有助于公司消费电子分销业务在未来两年维持较高增长。

表 2：消费电子分销收入及毛利润预测（单位：亿元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
消费电子分销业务	388	545	686	858	1072
YOY	57%	40%	26%	25%	25%
消费电子分销毛利	11	12	15	19	23
毛利率	2.8%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%

数据来源：东北证券，Wind

企业 IT 产品分销业务：保守预测 19-21 年收入增速 12%/12%/12%，毛利率分别为 6.8%/6.8%/6.7%。

表 3：企业 IT 产品分销营收及毛利预测（单位：亿元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
企业 IT 产品分销营收	228	263	295	330	369
YOY	46%	15%	12%	12%	12%
企业 IT 产品分销毛利	17	18	20	22	25
毛利率	7.3%	6.8%	6.8%	6.8%	6.7%

数据来源：东北证券，Wind

云服务：19-21 年收入增速 100%/100%/70%，毛利率分别为 20%/20%/18%。

云业务快速成长，毛利水平稳步提升。企业上云正当时，公司云业务未来两年有翻倍成长动力，且伴随内部 MSP 及 ISV 业务比重提升，云业务毛利水平有提升动力。19-21 年收入增速 100%/100%/70%，毛利率分别为 20%、20%、18%。

表 4: 云业务营收及毛利预测 (单位: 亿元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
云服务	2	6	12	23	40
YOY		188%	100%	100%	70%
云服务毛利润	1	1	2	5	7
毛利率	33%	23%	20%	20%	18%

数据来源: 东北证券, Wind

鲲鹏产品: 20-21 年收入为 10/50 亿, 毛利率约 21%/13%。

鲲鹏落地有望带来业绩增量。我们预计, 公司与厦门市政府合作的鲲鹏产线预计在 2020-21 年落地并开始生产销售, 20-21 年分别带来收入 10 亿及 50 亿, 毛利率分别为 21%及 13%。

表 5: 鲲鹏业务营收及毛利预测 (单位: 亿元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
鲲鹏产品营收				10	50
YOY					400%
鲲鹏产品毛利润				2	7
毛利率				21%	13%

数据来源: 东北证券, Wind

预计公司整体 19-21 年收入分别为 999/1228/1540 亿元, 收入增速分别为 23%/23%/25%, 毛利率分别为 3.9%/4.0%/4.2%。

表 6: 公司整体收入毛利率预测 (单位: 亿元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	622	819	999	1228	1540
YOY	54%	32%	22%	23%	25%
毛利率	4.7%	4.0%	3.9%	4.0%	4.2%
消费电子分销	388	545	686	858	1,072
YOY	57%	40%	26%	25%	25%
毛利率	2.8%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
企业 IT 产品分销	228	263	295	330	369
YOY	46%	15%	12%	12%	12%
毛利率	7.3%	6.8%	6.8%	6.8%	6.7%
云服务	2	6	12	23	40
YOY		188%	100%	100%	70%
毛利率	33%	23%	20%	20%	18%
鲲鹏产品营收				10	50
YOY					400%
毛利率				21%	13%
自主品牌	4	5	6	8	9
YOY		31%	25%	20%	15%
毛利率	31%	26%	26%	25%	25%
其他		-1%	0%	0%	0%
YOY	9%	8%	6%	5%	4%

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	28.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%

数据来源：东北证券，Wind

费用率及净利润预测：预计 2019-2021 年归母净利润分别为 6.83/9.04/13.72 亿元

- 1) 管理费用率：2017 和 18 年公司管理费用率分别为 0.4%/0.3%，假设公司维持管理费用占比，预计 19-21 年公司管理费用率保持 0.3%。
- 2) 研发费用率：2018 年公司研发费用率为 0.1%，由于公司从事分销业务，对研发投入力度不是主业刚需，而云计算业务较大的研发投入在公司超千亿的收入规模面前显得并不显著，因此预计 19-21 年公司研发费用率持续为 0.1%。
- 3) 销售费用率及财务费用率：我们认为，公司已经在行业内建立起规模效应，销售及财务管控得当，预计 19-21 年公司销售费用率稳定在 1.8%，财务费用率分别为 0.8%/0.7%/0.6%
- 4) 净利润：预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 **6.83/9.04/13.72 亿元**。

表 7：费用及净利润预测（百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
管理费用	279	259	300	393	523
占主营业务收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
研发费用	88.7	96.8	120	160	200
占主营业务收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	1,613	1,634	1,837	2,260	2,818
占主营业务收入	2.6%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%
财务费用	244	674	674	826	889
占主营业务收入	0.4%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%
归母净利润	723	512	756	902	1,266
净利率	1.2%	0.6%	0.7%	0.7%	0.9%

数据来源：东北证券，Wind

盈利预测：预计公司整体 19-21 年收入分别为 999/1228/1540 亿元；净利润 6.83/9.04/13.72 亿元。

预计公司 2020 年分销业务产生净利润 8.5 亿元，鲲鹏业务净利润 0.5 亿元，云服务收入 23 亿元。我们采取分部估值法：给予分销业务 15x PE；鲲鹏业务 40x PE；云业务参考数梦工厂市值给予 60 亿整体估值。2020 年，公司合理市值约 208 亿。

风险提示：云转型进度不急预期；鲲鹏产线落地节奏不及预期；行业需求下滑

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,618	2,084	2,208	2,070
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	9,809	10,670	12,014	13,499
存货	6,507	7,364	8,074	9,299
其他流动资产	2,367	2,951	3,527	4,239
流动资产合计	20,301	23,069	25,823	29,107
可供出售金融资产	86	86	86	86
长期投资净额	1,055	1,055	1,055	1,055
固定资产	170	340	735	970
无形资产	2,546	2,546	2,546	2,546
商誉	931	931	931	931
非流动资产合计	5,684	6,254	7,049	7,484
资产总计	25,985	29,323	32,872	36,591
短期借款	8,806	9,506	10,206	10,906
应付款项	8,619	9,731	10,819	11,725
预收款项	1,136	1,298	1,474	1,694
一年内到期的非流动负债	461	461	461	461
流动负债合计	20,325	22,681	25,021	27,358
长期借款	1,710	2,010	2,310	2,310
其他长期负债	104	104	104	104
长期负债合计	1,814	2,114	2,414	2,414
负债合计	22,139	24,795	27,434	29,771
归属于母公司股东权益合计	3,841	4,518	5,422	6,794
少数股东权益	5	10	16	26
负债和股东权益总计	25,985	29,323	32,872	36,591

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	81,858	99,856	122,830	153,969
营业成本	78,562	95,997	117,876	147,575
营业税金及附加	82	110	147	185
资产减值损失	17	0	0	0
销售费用	1,634	1,837	2,260	2,818
管理费用	259	300	393	523
财务费用	674	826	889	952
公允价值变动净收益	3	0	0	0
投资净收益	59	153	50	50
营业利润	641	871	1,156	1,766
营业外收支净额	20	11	11	6
利润总额	662	882	1,167	1,772
所得税	145	194	257	390
净利润	516	688	910	1,382
归属于母公司净利润	512	683	904	1,372
少数股东损益	4	5	6	10

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	516	688	910	1,382
资产减值准备	17	0	0	0
折旧及摊销	63	30	105	165
公允价值变动损失	-3	0	0	0
财务费用	679	826	889	952
投资损失	-59	-153	-50	-50
运营资本变动	-765	-646	-990	-1,785
其他	-87	-12	-12	-7
经营活动净现金流量	361	733	852	658
投资活动净现金流量	-1,508	-435	-838	-543
融资活动净现金流量	662	168	111	-252
企业自由现金流	868	1,102	1,613	3,288

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益 (元)	0.78	1.04	1.38	2.10
每股净资产 (元)	5.87	6.91	8.29	10.39
每股经营性现金流量 (元)	0.55	1.12	1.30	1.01
成长性指标				
营业收入增长率	31.57%	21.99%	23.01%	25.35%
净利润增长率	-29.12%	33.28%	32.30%	51.90%
盈利能力指标				
毛利率	4.03%	3.86%	4.03%	4.15%
净利率	0.63%	0.68%	0.74%	0.89%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	40.53	39.00	35.70	32.00
存货周转率 (次)	30.81	28.00	25.00	23.00
偿债能力指标				
资产负债率	85.20%	84.56%	83.46%	81.36%
流动比率	1.00	1.02	1.03	1.06
速动比率	0.59	0.60	0.61	0.62
费用率指标				
销售费用率	2.00%	1.84%	1.84%	1.83%
管理费用率	0.32%	0.30%	0.32%	0.34%
财务费用率	0.82%	0.83%	0.72%	0.62%
分红指标				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E (倍)	17.17	16.37	12.37	8.14
P/B (倍)	2.29	2.47	2.06	1.65
P/S (倍)	0.12	0.10	0.08	0.06
净资产收益率	13.3%	15.1%	16.7%	20.2%

资料来源：东北证券

分析师简介:

安永平: 东北证券计算机首席分析师, 上海财经大学硕士, 中国人民大学本科。曾就职于方正证券、安信证券、海通证券, 所在团队获得2015、2016年新财富分析师电子行业第一名, 2014年新财富分析师计算机行业第四名, 入围金牛奖计算机行业最佳分析师等。2019年加入东北证券研究中心。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen-xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu-xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn