神州数码（000034） 技术硬件与设备/计算机 发布时间：2020-04-01

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级：买入

云业务增长超预期，鲲鹏开始落地

事件：公司发布 2019 年年报，报告期实现营业收入 868.03 亿，同比增长 6.04%；实现归母净利润 7.01 亿，同比增长 36.89%；扣非净利润 5.82 亿，同比增长 23.30%。

云业务增长超预期，在手现金流充裕。2019 年受益于公司在云业务上的投入加大，云及数字化转型业务实现收入 15.31 亿元，同比大幅增长 163.41%；消费电子业务实现收入 553.80 亿元，同比增长 1.69%；企业增值业务实现收入 293.26 亿元，同比增长 11.52%。费用方面，研发投入 1.46 亿元，同比增长 50.37%，主要是云业务研发投入加大所致。报告期内公司销售商品、提供劳务增加，同时加强下游回款速度，导致经营现金净流量同比大幅提升 315.94%至 15.00 亿元。

厦门生产基地开工，鲲鹏业务开始落地。3 月，神州数码集团的首个鲲鹏系列产品生产基地—神州鲲泰厦门基地正式动工。这意味着搭载鲲鹏芯片的神州数码自有品牌服务器及 PC 产品将在厦门实现批量生产。我们认为，神州数码拥有全国最庞大的 To B 渠道体系，掌握丰富的地方企业客户资源，是鲲鹏未来推广的核心生态伙伴。我们看好未来伴随国产服务器的演进，公司的行业地位逐步由 OEM-ODM-OBM 演进，同时话语权得到提升。

MSP 行业需求旺盛，公司份额第一，SaaS Hosting 卡位优势显著，未来有望实现快速增长。我们认为，市场低估了神州数码云业务的价值。传统企业上云大趋势下，市场对专业的 MSP 逐渐产生刚需，IDC 预计未来 5 年，国内 MSP 市场将保持 70%+的复合增长，到 2023 年规模达到 44 亿美元。公司在国内 MSP 份额第二，未来有望向第一进军。2019 年 MSP 业务实现收入 1.89 亿元，同比剧增 257.49%，预计未来两年仍会保持高速增长态势。2019 年公司依托自身全牌照优势开 hi 是布局 SaaS Hosting 业务，帮助海外 SaaS 企业进行国内落地。目前已与 Palo Alto、Netskope、ServiceAide 等多家优质 SaaS 企业达成合作，我们看好伴随 SaaS Hosting 不断落地，推动云业务进一步成长。

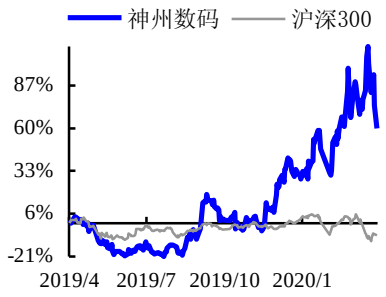
盈利预测：预计公司 2020-2022 年，净利润分别为 8.6/13.5/18.6 亿元，对应 PE 分别为 19/12/9 倍，维持买入评级。

风险提示：疫情影响企业 IT 支出大幅缩减；鲲鹏及云落地不及预期。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	81,858	86,803	92,201	104,502	113,685
(+/-)%	31.57%	6.04%	6.22%	13.34%	8.79%
归属母公司净利润	512	701	858	1,349	1,858
(+/-)%	-29.12%	36.89%	22.34%	57.23%	37.70%
每股收益（元）	0.78	1.07	1.31	2.06	2.84
市盈率	17.17	18.51	18.90	12.02	8.73
市净率	2.29	2.97	3.11	2.47	1.93
净资产收益率(%)	13.34%	16.04%	16.46%	20.56%	22.07%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	654	654	654	654	654

股票数据	2020/3/30
6 个月目标价（元）	32.87
收盘价（元）	25.07
12 个月股价区间(元)	12.13～33.15
总市值（百万元）	16,396
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）	37

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	23%	60%
相对收益	3%	33%	65%

相关报告

《神州数码（000034）：鲲鹏展翅神码腾飞，全力聚焦“大华为”》–20191130

《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

证券分析师：安永平
执业证书编号：S0550519100001
13810884820 anyp@nesc.cn

联系人：朴虹睿
执业证书编号：S0550119120003
18688975825 piaohr@nesc.cn

研究助理：赵伟博
执业证书编号：S0550119110002
15652991086 zhaowb@nesc.cn

研究助理：邵珠印
执业证书编号：S0550119110012
18811346899 shaozy@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,000	4,765	5,892	7,621
交易性金融资产	6	6	6	6
应收款项	7,380	7,073	8,303	9,344
存货	9,199	9,649	10,208	10,910
其他流动资产	2,379	2,734	3,067	3,308
流动资产合计	**22,964**	**24,227**	**27,476**	**31,190**
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	1,135	1,135	1,135	1,135
固定资产	152	322	717	952
无形资产	2,451	2,451	2,451	2,451
商誉	931	931	931	931
非流动资产合计	**6,065**	**6,635**	**7,430**	**7,865**
资产总计	**29,029**	**30,862**	**34,906**	**39,055**
短期借款	9,692	10,392	11,092	11,792
应付款项	9,385	9,167	10,344	11,500
预收款项	1,323	1,383	1,672	1,933
一年内到期的非流动负债	544	544	544	544
流动负债合计	**22,511**	**23,198**	**25,583**	**27,861**
长期借款	1,710	2,010	2,310	2,310
其他长期负债	433	433	433	433
长期负债合计	**2,143**	**2,443**	**2,743**	**2,743**
负债合计	**24,654**	**25,641**	**28,326**	**30,604**
归属于母公司股东权益合计	4,372	5,213	6,562	8,420
少数股东权益	3	9	18	31
负债和股东权益总计	**29,029**	**30,862**	**34,906**	**39,055**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**86,803**	**92,201**	**104,502**	**113,685**
营业成本	83,317	88,047	99,356	107,630
营业税金及附加	82	92	105	114
资产减值损失	20	0	0	0
销售费用	1,698	1,936	2,142	2,228
管理费用	264	277	334	387
财务费用	490	655	647	689
公允价值变动净收益	37	0	0	0
投资净收益	60	38	30	0
营业利润	**920**	**1,097**	**1,731**	**2,393**
营业外收支净额	11	11	11	6
利润总额	**931**	**1,108**	**1,742**	**2,399**
所得税	230	244	383	528
净利润	702	864	1,359	1,871
归属于母公司净利润	**701**	**858**	**1,349**	**1,858**
少数股东损益	0	6	10	13

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	**702**	**864**	**1,359**	**1,871**
资产减值准备	-20	0	0	0
折旧及摊销	50	30	105	165
公允价值变动损失	-37	0	0	0
财务费用	460	655	647	689
投资损失	-60	-38	-30	0
运营资本变动	385	-511	-437	-407
其他	-43	-12	-12	-7
经营活动净现金流量	**1,436**	**988**	**1,632**	**2,311**
投资活动净现金流量	**111**	**-550**	**-858**	**-593**
融资活动净现金流量	**487**	**328**	**353**	**11**
企业自由现金流	**-56**	**1,123**	**1,357**	**2,256**

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益（元）	1.07	1.31	2.06	2.84
每股净资产（元）	6.68	7.97	10.03	12.87
每股经营性现金流量（元）	2.20	1.51	2.50	3.53
成长性指标				
营业收入增长率	6.04%	6.22%	13.34%	8.79%
净利润增长率	36.89%	22.34%	57.23%	37.70%
盈利能力指标				
毛利率	4.02%	4.51%	4.92%	5.33%
净利润率	0.81%	0.93%	1.29%	1.63%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	36.14	28.00	29.00	30.00
存货周转率（次）	34.40	40.00	37.50	37.00
偿债能力指标				
资产负债率	84.93%	83.08%	81.15%	78.36%
流动比率	1.02	1.04	1.07	1.12
速动比率	0.53	0.54	0.59	0.65
费用率指标				
销售费用率	1.96%	2.10%	2.05%	1.96%
管理费用率	0.30%	0.30%	0.32%	0.34%
财务费用率	0.56%	0.71%	0.62%	0.61%
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）	18.51	18.90	12.02	8.73
P/B（倍）	2.97	3.11	2.47	1.93
P/S（倍）	0.19	0.18	0.16	0.14
净资产收益率	16.04%	16.46%	20.56%	22.07%

资料来源：东北证券

分析师简介:

安永平：上海财经大学金融学硕士，中国人民大学本科，现任东北证券研究所所长助理、计算机行业首席分析师。曾任海通证券研究所计算机行业分析师，安信证券研究中心电子行业高级分析师，方正证券研究所计算机行业首席分析师。2012年以来具有8年证券研究从业经历。所在团队获得2015、2016年新财富分析师电子行业第1名，2014年新财富分析师计算机行业第4名，2018年Wind最佳分析师计算机行业第1名，入围金牛奖计算机行业最佳分析师。

朴虹睿：香港城市大学工商数量分析硕士，北京邮电大学会计学本科，现任东北证券计算机组研究人员。曾任国金证券通信研究人员，2019年加入东北证券研究所。

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
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@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
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
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