

# 老树开新花，神州数码价值几何

计算机分析师：翟炜 执业证书编号：S1220517120005

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。 Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

- **华为深度合作伙伴，投资服务器产线前景可期。** 神州数码是华为的全面战略合作伙伴，18年3月，公司正式启动“大华为”战略，成立华为事业群，形成内部协同。神州数码与华为的业务合作从增值分销到共建云生态等多个领域，公司拥有多项华为业务资质。近日，公司公告与厦门市政府合作，欲投资华为鲲鹏服务器、PC产线及参与厦门市鲲鹏超算中心建设，鲲鹏服务器未来有望打破X86服务器一家独大的局面，且国产服务器产线利润率有望大幅提高，投资鲲鹏服务器产线前景可期。
- **坚定转型云服务，稳居国内第一梯队。** 公司17年开始全面转型MSP云管理服务业务，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，公司云业务近年来连续翻倍高速增长，根据IDC报告，公司云服务业务在国内排名第二，与数梦工厂等明星企业同属第一梯队。
- **SaaS hosting、超算中心等新业务持续推进。** 基于公司现有业务能力及布局，公司SaaS Hosting海外云托管、超算中心建设等新业务亦稳步推进，新业务除了给公司带来新的收入来源外，亦能给公司商业模式带来升级。
- **公司当前价值低估。** 分别从保守、中性、乐观三个维度测算公司合理价值，仅考虑IT分销和云服务两块传统业务，得出公司保守价值为136.3亿元。
- **投资建议：** 公司传统分销业务近年来保持稳定增长，云业务高速增长，我们保守预测公司19-21年业绩为7.0、8.2、9.8亿，对应当前市值的PE为14、12、10倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：** 市场竞争风险；汇率波动风险；分销业务出现大幅下滑；云服务业务推进不如预期。

1. 神州数码公司简介 3
2. 华为业务：深度绑定华为，全面合作伙伴 8
3. SaaS Hosting：云服务“京东商城”，海外云业务入口 20
4. 云服务：全面转型MSP云服务 32
5. IT分销业务：与传统认知不同，边界扩张推动经营量质齐升 33
6. 投资建议：价值重估 33

## 1. 神州数码公司简介

---

1.1 基本情况：IT分销龙头企业，云服务+创新可信双轮驱动

---

1.2 股权结构：股权结构较为集中

---

1.3 业务概览：SaaS Hosting+ “大华为” 战略，打造新增长点

---

1.4 经营业绩：经营状况良好，盈利能力不断提升

---

# 1.1 IT分销龙头企业，云服务+创新可信双轮驱动

- 深耕中国信息化20年，神州数码现已成为年营业额突破800亿，总资产超过250亿的整合IT服务商。多年来，神州数码依托覆盖30000余家合作伙伴的生态网络，为百万家企业及上亿消费者提供数字化产品、方案及专业IT服务。
- 在云+大数据时代，依靠云服务+创新可信业务双轮驱动增长，神州数码正在成为中国更优秀的云服务及数字化方案提供商。

## 神州数码发展历程



资料来源：神州数码官网，方正证券研究所

## 神州数码公司概况

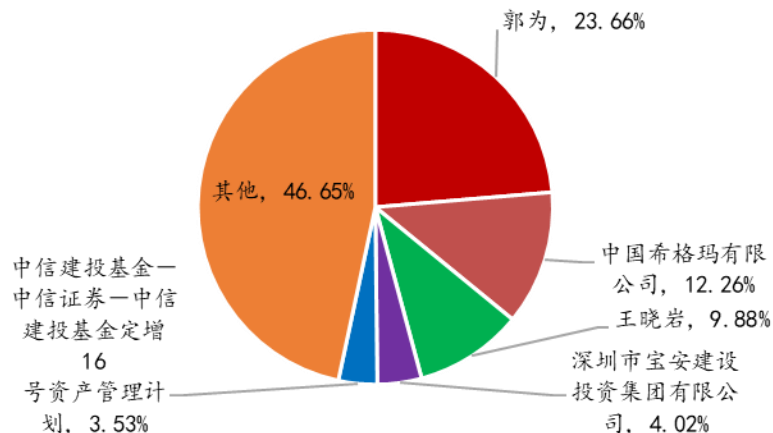


资料来源：神州数码官网，方正证券研究所

## 1.2 股权结构：整体股权比较集中

- 整体来看公司股权结构较为集中，前5大股东共持有公司53.35%的股权，其中郭为与中信建投基金定增16号资管计划为一致行动人，王晓岩是中国希格玛公司的实际控制人。
- 郭为先生是神州数码集团股份有限公司董事长。2000年，联想科技、联想系统集成与联想网络公司从联想集团拆分，组成神州数码控股有限公司并于香港上市，郭为任CEO，之后他成功领导神州数码转型为中国最大的IT整合服务提供商。

### 股权结构较为集中



资料来源：公司公告，方正证券研究所

### 郭为先生履历

时间	经历
1988	毕业于中国科技大学，进入联想集团
1996	出任香港联想集团副总经理，成功止亏
1997	任联想集团执行董事，高级副总裁，开始整合分销业务
2000	联想科技、联想系统集成与联想网络公司从联想集团拆分，组成神州数码控股有限公司并于香港上市，郭为任CEO
2009	郭为开始担任神州数码控股有限公司董事局主席一职，后成功领导神州数码转型为中国最大的IT整合服务提供商。

资料来源：Wind，方正证券研究所

## 1.3 业务概览：SaaS Hosting+ “大华为” 战略，打造新增长点

### ➤ 华为业务：深度绑定华为，全面合作伙伴：

神州数码是华为的全面战略合作伙伴，18年3月，公司正式启动“大华为”战略，成立华为事业群，形成内部协同。神州数码与华为的业务合作从增值分销到共建云生态等多个领域，公司拥有多项华为业务资质。近日，公司公告与厦门市政府合作，欲投资华为鲲鹏服务器、PC产线及参与厦门市鲲鹏超算中心建设，彰显公司与华为合作的深入以及华为对公司生产、经营及技术等各方面能力的认可。

### ➤ SaaS Hosting：云服务“京东商城”，海外云业务入口：

基于强大的分销渠道、云计算全牌照以及本地化云服务能力，神州数码于19年9月启动SaaS Hosting战略，致力于将全球云技术服务引入国内，将更多国际优秀的SaaS服务带给中国客户。公司与全球著名的网络安全领导企业Palo Alto Networks共同宣布，双方将共同推进Palo Alto Networks的安全云方案Prisma Cloud在中国的交付。未来，更多的海外SaaS服务将通过神州数码的渠道进入中国。

### ➤ 云管理服务（MSP）：

公司17年开始全面转型MSP云管理服务业务，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，公司云业务近年来连续翻倍高速增长，根据IDC报告，公司云服务业务在国内排名第二，与数梦工厂等明星企业同属第一梯队。

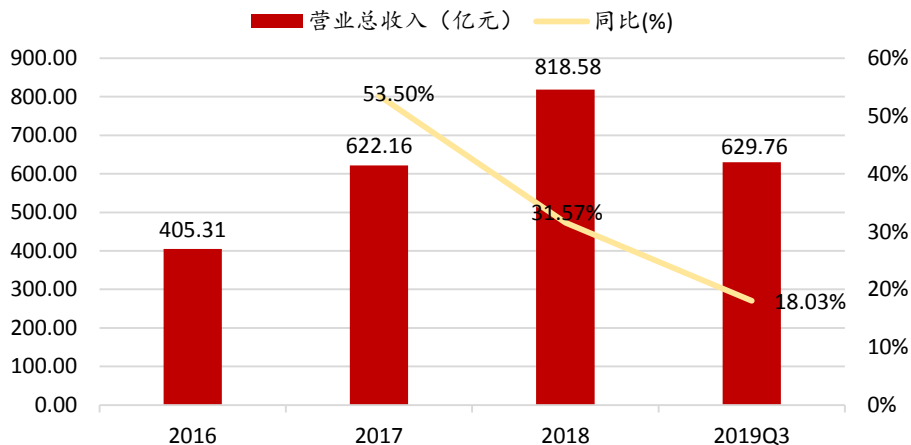
### IT分销：

公司是国内老牌IT分销龙头，已建立起了非常牢固的企业级IT市场产业链和生态圈，与传统认知不同，凭借分销边界的不断扩张以及与华为、戴尔等巨头的合作不断深入，公司分销业务始终保持稳定增长。

## 1.4 经营业绩：经营状况良好，盈利能力不断提升

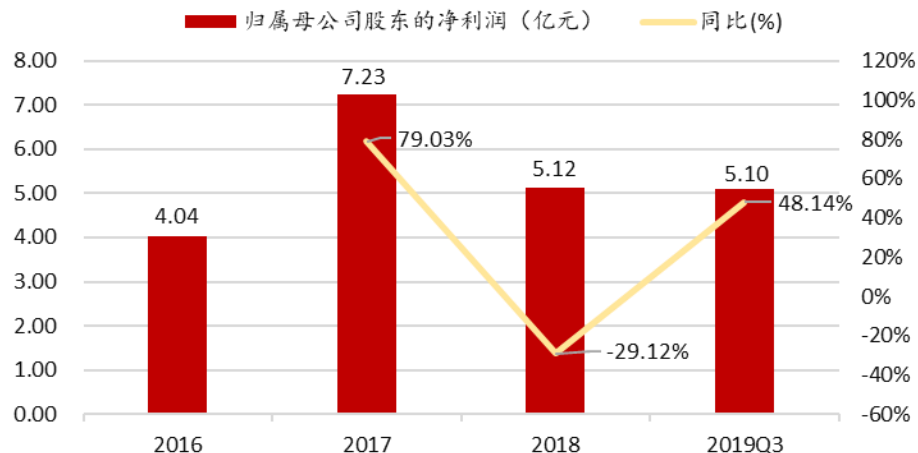
- 2016年，公司借壳深信泰丰势回归A股，此后公司业绩保持持续增长态势，2019年前三季度实现营业收入629.76亿元，同比增长18.03%。
- 2016-2019Q3，公司分别实现归母净利润4.04,7.23,5.12,5.10亿元，2018年相比2017年下降主要原因为2017年企业并购产生较高营业外收入。近年来公司营业利润呈持续上升趋势，体现出公司经营状况稳定，盈利能力不断提升。

### 2016-2019Q3公司营收情况



资料来源：wind，方正证券研究所

### 2016-2019Q3公司归母净利润情况



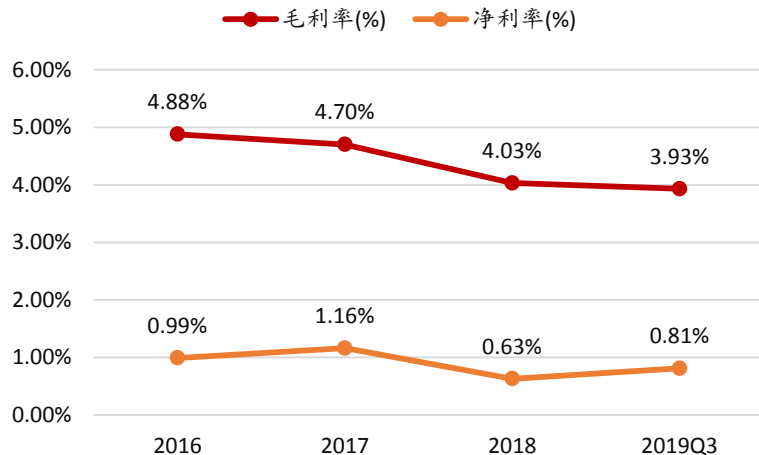
资料来源：wind，方正证券研究所



## 1.4 经营业绩：经营状况良好，盈利能力不断提升

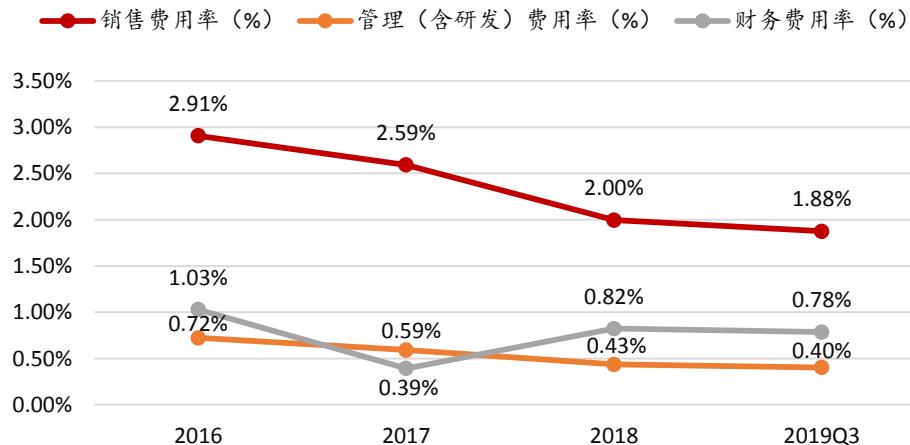
- 2016-2019Q3，公司毛利率和净利率处于基本稳定状态。当前IT分销仍贡献公司大部分营业收入，该业务具有明显的毛利率、净利率较低的特征，公司净利率在1%左右波动。未来随着利润率较高的云业务和华为业务体量提升，公司净利率有望提升。
- 2016-2019Q3，公司主要费用率呈整体稳中有降的趋势，销售费用率逐年降低。同时，公司近年来亦不断提高研发投入，2018年研发金额投入达到1.17亿元，同比增长17.8%，在解决方案产品化方向取得了积极的进展。

### 2016-2019Q3公司毛利率和净利率变动情况



资料来源：wind，方正证券研究所

### 2016-2019Q3公司主要费用率变动情况



资料来源：wind，方正证券研究所

## 2. 华为业务：深度绑定华为，全面合作伙伴

---

2.1 全方位与华为合作，伙伴关系由来已久

---

2.2 多重华为认证资质，云服务和分销业务与华为实现深度融合

---

2.3 参与建设基于“鲲鹏”生态的国产超算中心

---

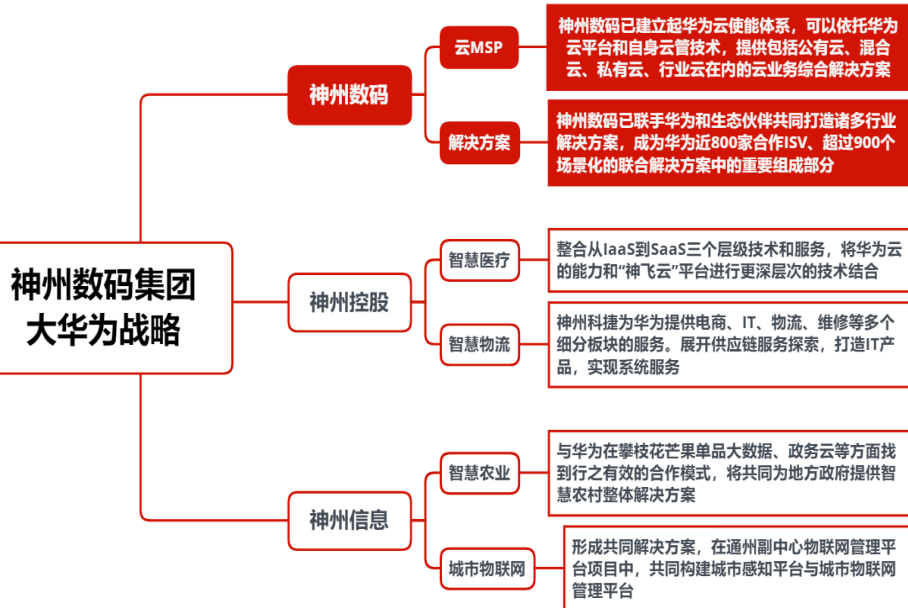
2.4 拟投资基于华为鲲鹏体系的创新可信服务器、PC的生产线

---

## 2.1 全方位与华为合作，伙伴关系由来已久

- 神州数码与华为合作已久。双方在2016年便签署战略合作协议，共同宣布在行业云等领域展开全方位的合作，未来继续加强合作的基础十分深厚。2018年3月，神州数码正式启动“大华为”战略，将分散在不同业务板块的华为业务进行整合，成立华为业务群，形成统一的前中后台，实现内部协同。2019年11月率先宣布拟投资基于“鲲鹏”的国产服务器、PC产线，与华为合作再上一个台阶。

### 神州数码集团大华为战略



### 神州数码与华为合作里程碑事件

时间	事件
2016年前	作为华为规模最大总代理商之一与华为开展深度合作
2016年12月	签署战略合作协议，共同宣布在行业云等领域展开全方位的合作
2018年3月	神州数码成为华为全球总经销商，正式启动“大华为”战略，整合华为业务，成立华为业务群，形成统一的前中后台，实现内部协同。
2019年11月	成为国内首家宣布拟投资基于“鲲鹏”主板服务器、PC产线的公司

## 2.2 多重华为认证资质，云服务和分销业务与华为实现深度融合

- 近年来，公司与华为在云计算等领域全面展开对接合作，共建从云到端的生态体系，公司已成为华为全球总经销商，认证服务商，认证级解决方案伙伴等多领域合作伙伴。近期，神州数码先后成为华为首批认证“优选级沃土数字平台集成交付伙伴”和首家“优选级DevOps 平台合作伙伴”，并基于自身能力对鲲鹏生态产品进行了软件适配，与华为在更多前沿技术及核心业务领域展开更具价值的探索与实践。

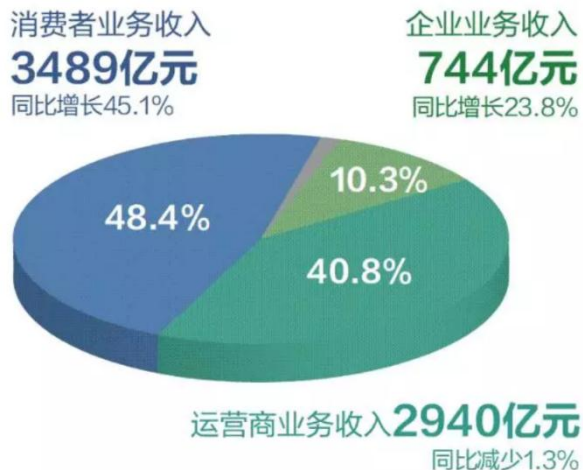
神州数码取得的部分华为认证

时间	认证	时间	认证
2019.10	成为华为首家优选级DevOps平台合作伙伴	2018.8	成为云软件服务合作伙伴
2019.9	首批“优选级沃土数字平台集成交付伙伴”	2018.8	成为大数据服务合作伙伴
2019.9	荣获华为全球优秀总经销商大奖	2018.3	成为华为全球总经销商
2019.8	成为华为云一级经销商	2017.7	通过华为CSSP认证

## 2.2 多重华为认证资质，云服务和分销业务与华为实现深度融合

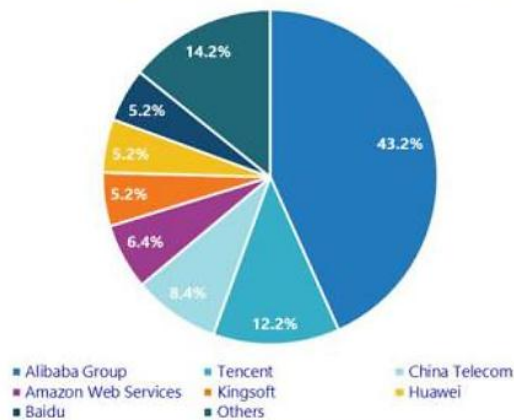
- 神州数码与华为具有深厚的合作基础。一方面，在IT分销领域，神州数码是华为最大的商用产品分销商之一。2018年，作为华为全方位合作伙伴，神州数码销售业绩超过100亿元，在所有分销商中排名第二，是华为生态体系中最坚实的合作伙伴之一。
- 另一方面，随着华为云快速发展，神州数码在云服务和云分销领域与华为云全面展开合作，共建从云到端的生态体系。除此之外，未来华为有望成为我国创新可信领域的主力军，作为华为最重要的合作伙伴之一，神州数码拥有强大的分销渠道和云服务能力，双方在创新可信领域的合作有望迎来更大的发展机遇。

### 2018华为消费者业务领域收入



### 2019Q1华为在中国公有云IaaS市场份额达5.2%

2019年第一季度中国公有云IaaS厂商市场份额



## 2.3 参与建设基于“鲲鹏”生态的国产超算中心

- 2019年7月，厦门市政府与华为公司签订合作协议，华为首个鲲鹏生态基地及超算中心正式落户厦门，预计总投资规模达15亿元左右。
- 近日，神州数码发布公告，拟与厦门市展开战略合作，在鲲鹏超算中心、创新可信的服务器与PC生产基地、智慧城市等多领域展开战略合作。基于厦门市建设超算中心的规划，厦门市政府支持神州数码参与市级鲲鹏超算中心建设，以向神州数码购买服务等方式予以支持，并鼓励辖区内企业使用超算中心服务。

### 神州数码与厦门市政府主要合作领域及内容

合作领域	合作内容
鲲鹏超算中心	基于厦门市建设超算中心的规划，支持神州数码参与市级鲲鹏超算中心建设。厦门市政府以向神州数码购买服务等方式予以支持，并鼓励辖区内企业使用超算中心服务。
创新可信的服务器与PC生产基地	通过2-5年的时间，神州数码在厦门建设创新可信的服务器和PC生产基地，厦门市政府支持神州数码将生产基地落地
智慧城市	厦门市政府支持神州数码关联企业在智慧城市基础设施、大数据、人工智能、智慧物流、公共服务平台等领域参与厦门智慧城市建设
运营总部	神州数码在厦设立华为业务运营总部，将除在厦产业外的华为业务板块转移至厦门结算并在厦纳税，厦门市政府予以政策支持
资本合作	神州数码联手投资机构及实力企业，在厦设立产业基金，借助资本驱动，吸引神州数码上下游生态合作伙伴落地厦门，厦门市政府发挥市产业基金的作用予以积极支持。

## 2.3 参与建设基于“鲲鹏”生态的国产超算中心

- 厦门鲲鹏超算中心基于“鲲鹏”生态，在华为自主研发的产品与技术基础上引入其他国产软硬件，实现国产创新可信。随着我国创新可信不断推进，厦门超算中心成功案例有望向其它主要城市拓展，市场前景广阔。
- 超算中心创造性的将超算资源应用于云计算服务，向社会提供高性能计算、云计算和IDC等多元化业务服务。假设未来我国地级市均有国产超算中心的建设需求，我们测算了该业务的市场空间（如下表）。

### 未来我国鲲鹏超算中心建设空间预测

	城市数量估计值	未来新建鲲鹏超算中心比例（所/市）	单个投资金额（亿元）	总投资额（亿元）	利润率（%）	利润（亿元）
一线城市（北上广深）	4	2	30	240	10%	24
计划单列城市（如厦门）	5	1	15	75	10%	7.5
省会（不含港澳台和自治区）	22	0.6	10	132	10%	13.2
地级市（不含省会与单列市）	266	0.08	10	212.8	10%	21.28
总计	297	0.16	13.90	659.8	10%	65.98



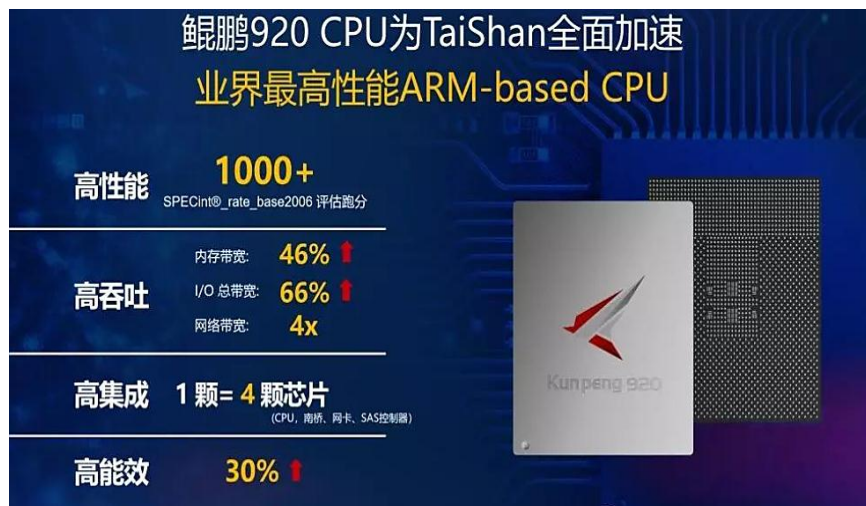
## 2.4 投资建设基于华为鲲鹏体系的创新可信服务器、PC的生产线

- 除超算中心之外，合同还披露通过2-5年的时间，神州数码集团将在厦门建设创新可信的服务器和PC生产基地，厦门市政府将支持神州数码生产基地落地。
- 2019年1月，华为发布鲲鹏920服务器处理器。鲲鹏920处理器兼容ARM架构，采用7nm工艺制造，可以支持32/48/64个内核。华为在ARM架构处理器领域深耕多年，产品性能优越，未来基于“鲲鹏”的国产服务器市场占有率有望不断提升。另一方面，相对于核心芯片等部件均被国外掌控的X86服务器，国产服务器业务毛利率有望大幅提升。我们预测鲲鹏服务器产线投入情况如下图：

### 预测产品线概况

建设时间	2-5年
主要产品	双路服务器
产能	30万台
单价	3-4万元
毛利率（参考浪潮与曙光毛利率上浮）	25%
毛利润	22.5-30亿元

### 华为鲲鹏920CPU优势





## 2.4 投资建设基于华为鲲鹏体系的创新可信服务器、PC的生产线

- 国内X86服务器一家独大，出货量不断提升，按出货量前三名厂商依次为浪潮、戴尔易安信和华为。
- X86服务器较ARM服务器相比，具有成本整体较高且高度依赖进口部件的特点。随着服务器领域创新可信进程不断推进，未来国产ARM服务器有望凭借更高的市场竞争力挑战X86服务器一家独大的局面。

### 中国X86服务器市场规模（按出货量）

2019年第一季度中国X86服务器整体市场规模（按出货量）



### 某典型X86服务器主要配件



处理器	英特尔® 至强® 可扩展处理器 (Skylake和Cascade lake系列CPU)
芯片组	Intel C620系列芯片组
内存	24根内存插槽，支持DDR4 2933/2666/2400/2133 ECC内存(工作频率依CPU和内存配置不同而不同) 最大可扩展至6TB内存 支持RDIMM、LRDIMM、英特尔®傲腾™数据中心级持久内存 (DCPMM)、NVDIMM及NVDIMM-N
硬盘方案	两种可选硬盘方案：4盘位机型：最高支持4LFF/SFF，其中可支持4个U.2 SSD 8盘位机型：最高支持8 LFF/SFF，其中可支持4个U.2 SSD 所有机型均支持SAS/SATA硬盘混插，支持2个M.2 SSD，同时支持PCIe SSD 内置双Micro SD卡
支持操作系统	Microsoft Windows Server 2012 R2 Microsoft Windows Server 2016 Microsoft Windows Server 2019 Oracle Linux 等

### 3. SaaS Hosting: 云服务“京东商城”，海外云业务入口

---

3.1 发布SaaS Hosting联合运营解决方案

---

3.2 助力PaloAlto安全云方案Prisma Cloud落地中国

---

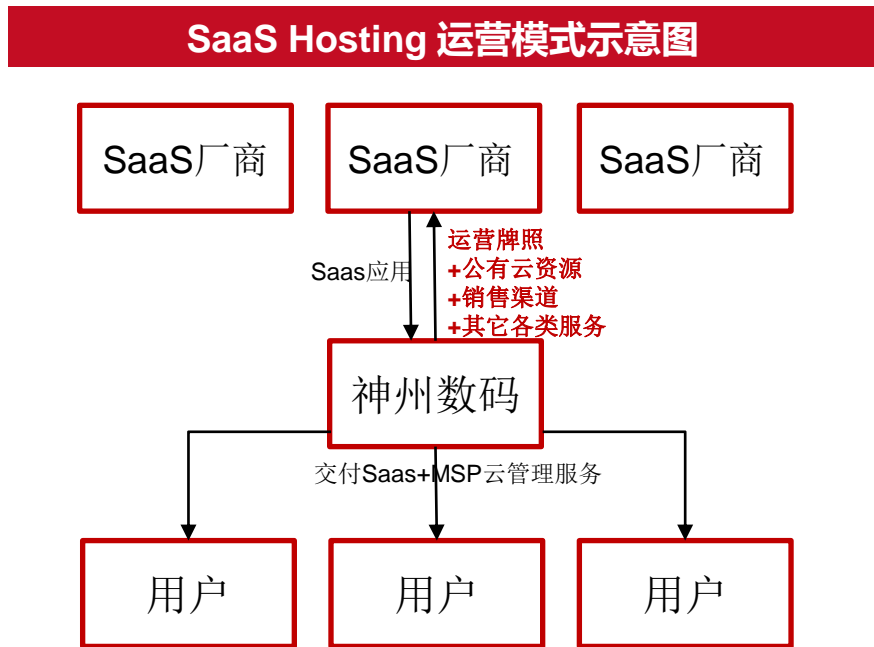
3.3 渠道牌照运营能力三大优势铸就高壁垒，业务空间广

---

### 3.1 发布SaaS Hosting联合运营解决方案

- 2019年8月，神州数码在其2019全球合作伙伴峰会上发布SaaS Hosting战略。联合运营（SaaS Hosting）业务是为了全球数千家SaaS企业更好的拓展中国市场，服务内地客户而推出的专项服务，主要包括合规性咨询、基础资源购买、应用部署、运维、ICP备案及牌照申请、运营系统搭建、400客户支持服务、商财务服务、客户成功服务等。

SaaS Hosting联合运营解决方案	
优势	服务内容
全面的牌照资源	迅速进入国内市场
公有云资源覆盖国内外主流公有云厂商	选择最优的公有云及其他基础资源配置，让客户享受到更加高效、快捷、安全的云上服务
MSP领域丰富的经验和能力	解决客户交易、与国际云厂商结算等商财务问题
丰富的商财务及国际贸易运作经验	完善客户国内质量保障以及售后服务等相应体系的建设，实现国内安全业务合规运营



## 3.2 助力PaloAlto安全云方案Prisma Cloud落地中国

- PaloAlto是全球领先的网络安全公司，连续8年入选Gartner防火墙魔力象限领导者，在2019年Gartner魔力象限中处于行业领导地位。
- 2019年8月，神州数码和PaloAlto共同宣布后者安全云方案Prisma Cloud将通过SaaS Hosting的方式服务中国客户，神州数码将对Prisma Cloud 在中国的SaaS销售收入实现分成，随着越来越多的海外SaaS公司通过神州数码SaaS Hosting模式落地中国，神州数码将获得持续的类SaaS收入，从而使公司业务逻辑产生重大变化。

### Gartner防火墙魔力象限领导者



### 神州数码与Palo Alto完成SaaS Hosting合作发布



### 3.3 渠道牌照运营能力三大优势铸就高壁垒，业务空间广

- 海外SaaS企业想在中国快速稳定地实现业务的拓展，有三个必要的条件：销售渠道、云计算牌照，本地化运营能力，而神州数码正是国内少有具备以上三个条件的服务商。
- 随着PaloAlto合作落地带来的良好示范效应逐渐显现以及国内企业IT服务需求不断丰富，未来神州数码有望逐步成为海外云业务入口，打造云服务“京东商城”市场空间广阔。
- 我们预测公司SaaS Hosting业务将采取订阅收费模式，即参照国外SaaS厂商收入按20%到30%的比例提成，预计具有较高的利润率和壁垒。

#### 神州数码SaaS Hosting业务三大壁垒

	分销渠道	云计算牌照	云服务能力
神州数码	国内覆盖范围最广、生态规模最大（涵盖30000余家渠道合作伙伴）、运营效率最高的To B营销渠道网络，过去卖相关软硬件产品，现在卖SaaS服务，一脉相承	独立第三方运营，国内少数拥有IDC（含互联网资源协作）、ISP、ICP云计算全牌照且能够对接所有主流云资源厂商的企业，与全球云资源提供商展开合作	SaaS托管、联合运营需要本地化的云运营服务能力，神州数码全面转型云服务，业务能力强大
其它运营商	伟仕佳杰等拥有较大分销渠道的分销商云服务能力低于神州数码	世纪互联（微软）、光环新网（AWS）等不能实现独立第三方运营	数梦工场等MSP公司基本不具有神州数码强大的分销渠道

## 4. 云服务：全面转型MSP云服务

- 4.1 云MSP：企业级云市场的下一风口
- 4.2 国内云计算产业突飞猛进，静等MSP数百亿巨大市场空间释放
- 4.3 国内MSP市场目前处于起步阶段，三类服务商群雄纷争
- 4.4 神州数码云服务布局：一体两翼，打通云服务价值链
- 4.5 MSP业务能力规模均处于第一梯队，市场份额有望继续提升
- 4.6 云业务连年高速增长，MSP+ISV驱动盈利能力升级
- 4.7 与中国移动携手打造移动云，云计算+5G“云网融合”打造新生态

## 4.1 云MSP：企业级云市场的下一风口

- 云管理服务提供商（简称云MSP）是全面承办具有云化需求的企事业单位的上云及后续云管理业务的专业机构。可靠的云MSP可以帮助企事业单位客户顺利完成数字化转型，高效开展云业务，实现跨平台管理。
- 云环境的复杂性要求云MSP这样的服务供应商全程参与上云过程，提供全方位、个性化的专业运维服务（包括咨询、规划、迁移、部署、监控等），应具备三大要素：云管理平台（CMP）、自动化托管服务技术（要求有相应运维专家支持）、专业服务能力（向云迁移的咨询和实施服务）。

### 神州数码云管理服务能力



#### 咨询和培训

为应用和计算负载提供评估，设计架构和迁移计划服务，并提供专业的技术培训，特别是在云计算，大数据和人工智能领域。



#### 运维和支持

配置、开发运维、补丁管理、备份、监控、认证和访问管理、审计和日常巡检，提供所有ITIL标准的运维和包含不同SLA的支持服务。



#### 迁移和实施

无论是自有数据中心，IDC，还是混合云，公有云，都能够完成平滑的迁移，并实现高可用，同时，可支持灾备等各种复杂架构的迁移和实施工作。



#### 优化和安全

通过云船和其他工具的数据分析模块，为应用提供成本和架构的优化建议。对系统进行安全保障，定期分析安全漏洞并对攻击进行保护。



## 4.2 国内云计算产业突飞猛进，静等MSP数百亿巨大市场空间释放

- 我国当前云厂商的管理服务技术仍相对不成熟，75%的成功实施需要依靠专业的、有前瞻能力的MSP服务商。目前中国云计算产业已走过概念普及期，开始进入“上云”和落地的关键期，云MSP的重要性被空前凸显，国内企业对数字化转型潮流的积极融入促使国内市场产生对云MSP服务的巨大需求。
- 在海外成熟的云计算市场，MSP市场空间一般占IaaS市场空间的15%，中国MSP市场尚不成熟，比例远低于海外，随着中国IaaS市场高速发展，MSP市场需求有望同步快速增长。根据IDC预测，至2023年中国云管理服务市场规模将超过44亿美元。

### 2018-2019年Q1中国公有云市场分析



资料来源：IDC，方正证券研究所

### 2018-2023中国云管理服务市场规模预测



资料来源：IDC，方正证券研究所



### 4.3 国内MSP市场目前处于起步阶段，三类服务商群雄纷争

- Gartner公共云基础设施托管服务提供商魔力象限是目前全球最具权威的云MSP实力评判标准。一家云MSP想要上榜，除应具备CMP、自动化托管技术、服务能力三个必备要素，还需至少在两个或以上区域提供服务，并且至少支持两个以上的主流公有云服务商。目前中国仍未有云MSP服务商上榜，中国市场仍处于起步阶段。
- 国内MSP服务商主要包括三类：传统方案商、新兴云公司和传统分销商。云MSP相比项目型的云集成商需要为客户提供长期服务，因此要求更高的可信度，神州数码等前身为IT分销商的企业普遍拥有良好的上下游合作关系，较强的品牌影响力和资金实力，因此在转型MSP云服务方面具有先天优势。

#### 三类云MSP特点对比

MSP 服务商种类	类别一： 基于客户需求的传统方案商	类别二：以技术见长的新兴云公司	类别三：传统分销商
企业典型代表	太极、东华软件	FIT2CLOUD（飞致云）、云角、青云、华云、七牛云	神州数码、伟仕佳杰、海航科技、富通科技
主要特点	传统方案商致力于为企事业单位提供互联网、系统集成、智能化等领域的解决方案。方案商的主营业务决定其相较于另外两类MSP托管商，对客户具有更深刻的洞察，并有更强的问题解决能力，这有助于深入挖掘上云单位的个性化核心需求，提供更加契合客户需要的云托管服务。	云公司多成立于2010年前后（国家明确提出大力发展云事业），并在起步之初就将主营业务定位于提供各类云服务，因此这类企业相较于传统分销商、方案商具有更系统的云业务承办经验。这类企业多处于初创期，资金、人才规模尚浅，凭借特色强势云技术或云产品吸引客户将是它们生存和竞争的基础。所以这类企业发展的一大重要途径就是通过兼并收购成为传统IT行业巨头的子公司或子部门，从而利用其客源优势迅速拓展市场。	传统ICT生产商、分销商成立早，资金实力雄厚，在业内有深厚的口碑和客户积累，有助于云托管业务迅速拓展。这些公司往往先经历云计算商、云服务商的短暂过渡期，才向MSP云托管商转型，这是因为其云技术远没有新兴的专职云公司那样强劲。因此，这类公司一方面不断加快自身云科研进程，另一方面也会选择合作甚至收购专职云公司，以迅速形成自身的云核心竞争力。

资料来源：：IDC，方正证券研究所

## 4.4 神州数码云服务布局：一体两翼，打通云服务价值链

- 神州数码对云产业的正式体系化布局始自2017年中报业绩发布会。会上神州数码正式确立以MSP为核心的（“一体两翼”的“一体”）的云产业布局；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，力争率先进入Gartner全球魔力象限。

### 公司云服务能力



### 公司近年部分MSP业务认证及合作成果

时间	合作伙伴	认证与合作成果
2019.11	IBM	中国首个Cloud Paks臻选合作伙伴
2019.10	阿里云	阿里云MSP合作计划核心伙伴
2019.10	华为云	首家优选级DevOps平台合作伙伴
2019.07	亚马逊	满分通过AWS 管理服务商 (MSP) 认证
2019.07	微软	微软 Top MSP Partner

## 4.5 MSP业务能力规模均处于第一梯队，市场份额有望继续提升

- 2018年，中国云管理服务市场呈现群雄纷争的局面，份额最高的数梦工场市场份额占比6.5%。神州数码在中国云管理服务市场中份额占比5.8%，位居第二。公司云服务无论是能力和规模均处于国内市场的第一梯队。
- 2019Q1，中国公有云IaaS+PaaS市场份额呈现一超多强的局面，阿里市场份额占比43.0%。处于领导地位的阿里、华为、AWS等企业与神州数码均有紧密合作，神州数码作为国内领先的MSP服务商拥有多项上述企业的合作伙伴认证，未来MSP市场份额有望进一步提升。

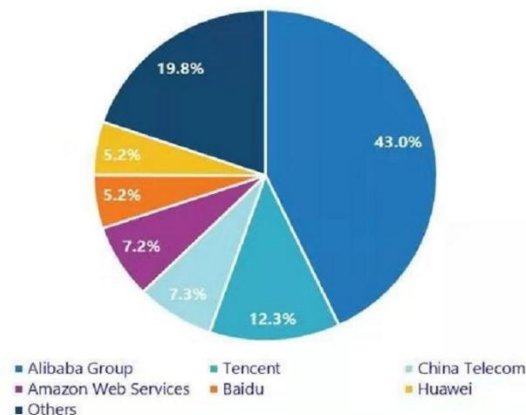
### 2018中国云管理服务市场份额分析

2018年中国云管理服务市场服务商市场份额占比



### 2019Q1中国公有云IaaS+PaaS市场份额分析

2019年第一季度中国公有云IaaS+PaaS厂商市场份额



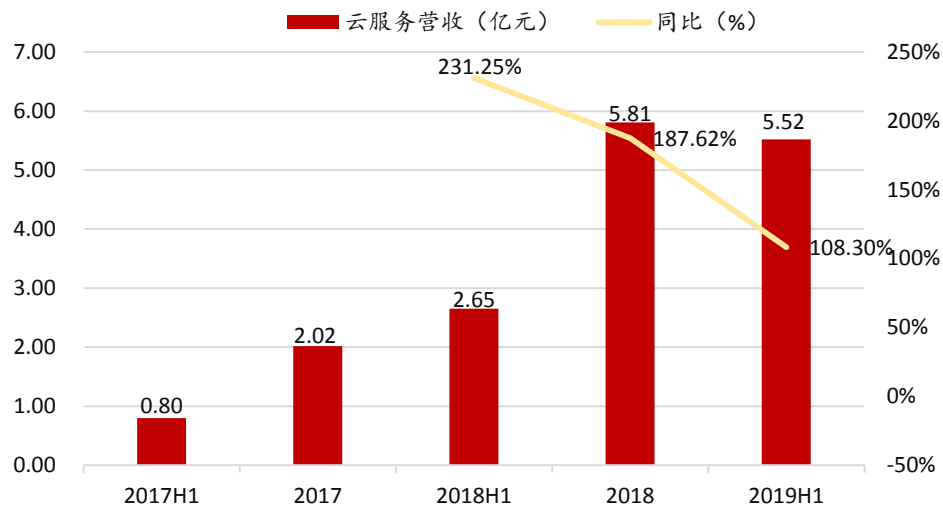
资料来源：IDC，方正证券研究所

资料来源：IDC，方正证券研究所

## 4.6 云业务连年高速增长，MSP+ISV驱动盈利能力升级

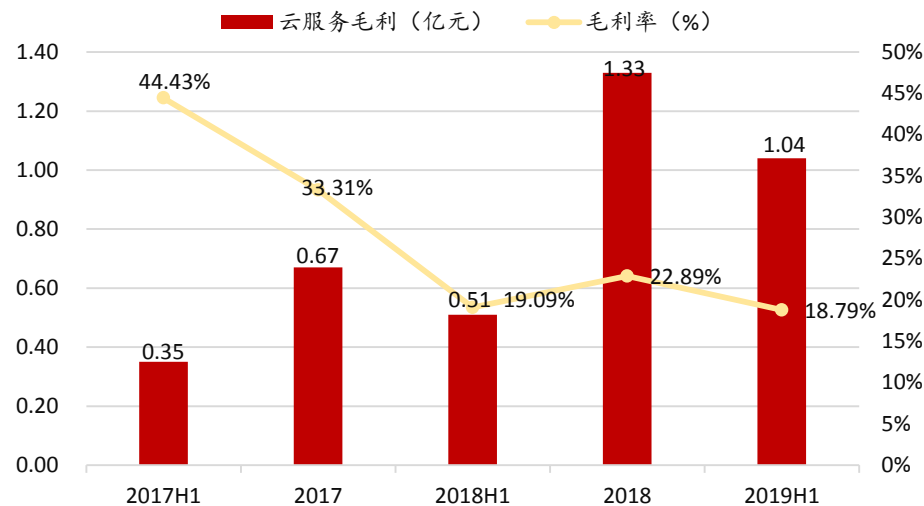
- 2017H1-2019H1，公司云业务保持高速增长趋势，CAGR在100%以上。
- 2019H1云业务为公司带来营收5.52亿元，实现毛利1.04亿元，为公司业绩新的增长带来充沛动力。2019上半年，公司巩固和加强了在专业服务和托管运维服务领域的技术服务优势，升级完善了跨云管理平台；不断提升世界500强等头部客户的渗透率，尤其是在零售快消和汽车行业，凭借丰富的服务经验和良好的客户反馈，新签数家全球知名企业。

### 2017H1-2019H1公司云业务营收



资料来源：公司公告，方正证券研究所

### 2017H1-2019H1公司云业务毛利与毛利率

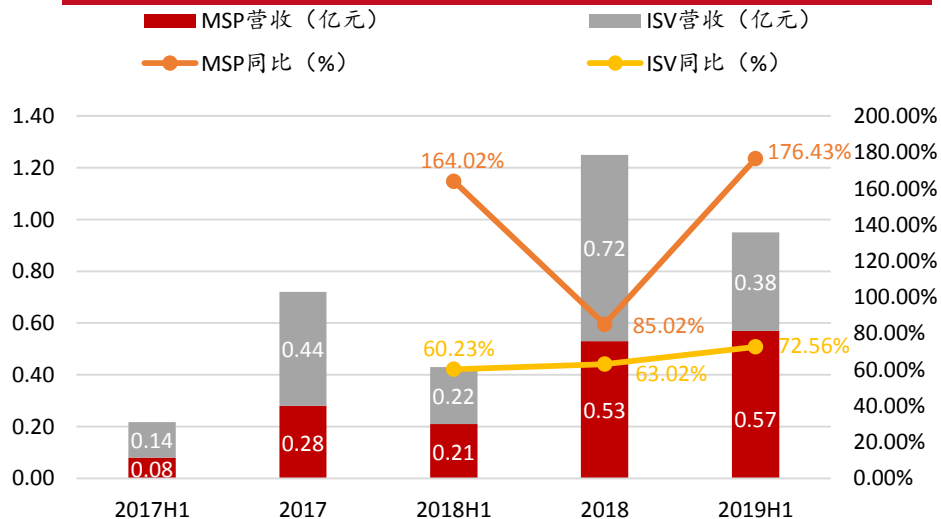


资料来源：公司公告，方正证券研究所

## 4.6 云业务连年高速增长，MSP+ISV驱动盈利能力升级

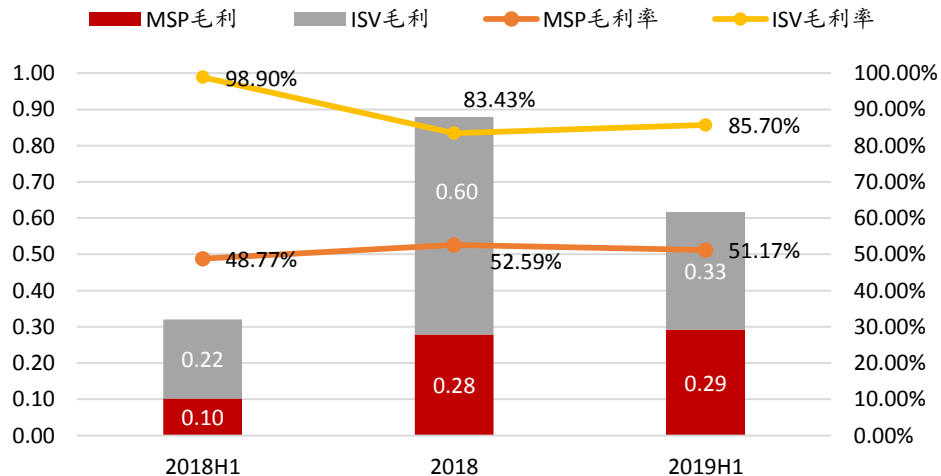
- 2017H1-2019H1，公司云业务的核心业务MSP、ISV业务均实现高速增长，MSP业务CAGR在100%之上，ISV业务CAGR在60%以上。2019H1公司实现MSP业务营收0.57亿元、ISV业务营收0.38亿元。
- 公司MSP业务毛利率水平保持在50%左右，ISV业务毛利率保持在80%以上，毛利率较高且近年来水平较为稳定，远高于公司传统的分销业务，2019H1两项业务毛利共计0.91亿元，为公司净利润的增长做出了显著贡献。
- 除此之外，公司专有云项目实现突破，与国都证券签订1亿元专有云合同，私有云和专有云拓展取得显著进展。

### 2017H1-2019H1公司MSP、ISV营收



资料来源：公司公告，方正证券研究所

### 2018H1-2019H1公司MSP、ISV毛利与毛利率



资料来源：公司公告，方正证券研究所



## 4.7 与中国移动携手打造移动云，云计算+5G “云网融合” 打造新生态

- 中国移动作为我国三大电信运营商之一，客户基础深厚，拥有800万B端客户，1.6亿家庭客户和9亿多C端客户基础。中国移动大力推动云转型，3年内投资千亿布局云计算业务，未来增长可期。
- 11月15日，在2019中国移动全球合作伙伴大会上双方共同签署战略合作协议。未来，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。

### 双方战略合作签约仪式



### 移动云云计算基础服务功能

#### 弹性计算

云主机  
GPU云主机  
弹性伸缩  
物理机  
云主机备份  
镜像服务  
专属云

#### 数据库

云数据库MySQL  
云数据库Redis版  
分布式缓存服务

#### 应用服务

消息队列E-RocketMQ  
消息队列服务  
消息通知服务  
微服务云应用平台

#### 云存储

对象存储  
云硬盘  
云空间  
云存储网关  
文件存储  
云硬盘备份  
归档存储

#### 管理与监控

云监控  
云API  
云审计  
云日志  
应用性能监控  
统一身份认证

#### 云网络

虚拟私有云  
弹性公网IP  
IPv6转换  
弹性负载均衡  
NAT网关  
共享带宽  
CDN  
云网一体  
云宽带  
云解析服务DNS

#### 视频服务

媒体转码  
视频点播  
视频直播

#### 云安全

抗DDoS  
漏洞扫描  
云主机安全  
Web应用防护  
态势感知  
云堡垒机  
云甲

#### 安全服务

安全管家  
安全评估  
等保咨询

#### 云桌面

云桌面

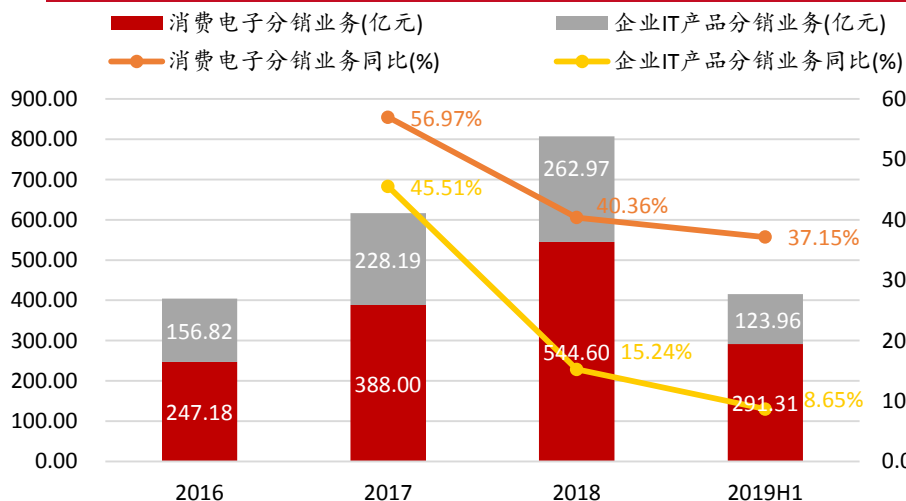
## 5. IT分销业务：与传统认知不同，边界扩张推动经营量质齐升

- 5.1 盈利能力：IT分销业务营收与利润率不断提高
- 5.2 运营能力：应收账款周转率、存货周转率等稳中有升
- 5.3 经营活动现金流：现金流不断改善，有力支撑新业务布局

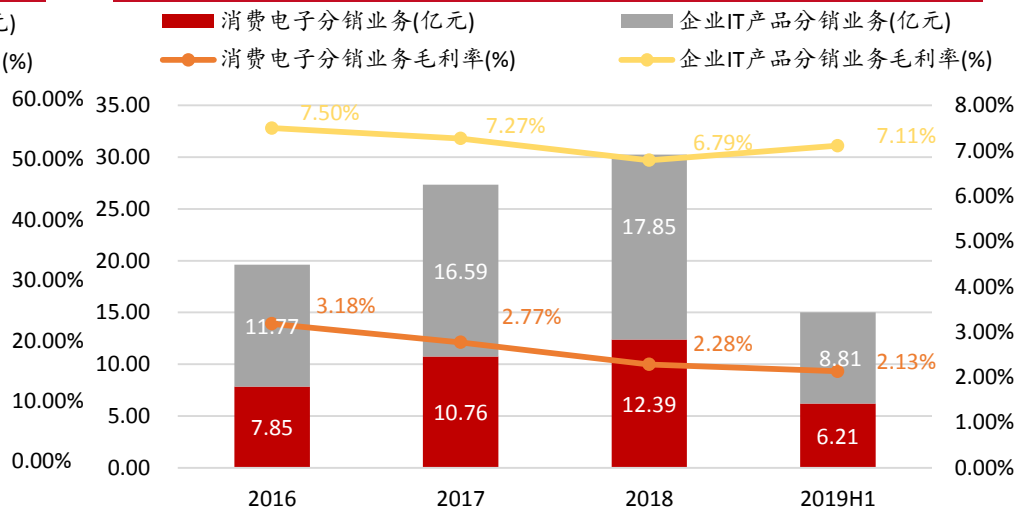
## 5.1 盈利能力：IT分销业务营收与利润率不断提高

- 公司连续多年保持中国最大的、涉及领域最广的IT领域分销和增值服务商地位。经过二十多年的积累，公司建立了国内覆盖范围最广（覆盖国内1000余座城市）、生态规模最大（涵盖30000余家渠道合作伙伴）、运营效率最高（存货周转率和资金成本等运营效率指标均显著高于行业平均水平）的To B营销渠道网络。
- 2016-2019H1，公司传统IT分销业务营收持续保持较高速度增长，毛利率水平基本保持稳定。2019年上半年营收超800亿元，份额稳居国内IT分销市场第一，公司近年毛利水平持续增长，为公司各项业务的扩展提供了良好基础。

### 2016-2019H1公司IT分销业务营收



### 2016-2019H1公司IT分销业务毛利与毛利率

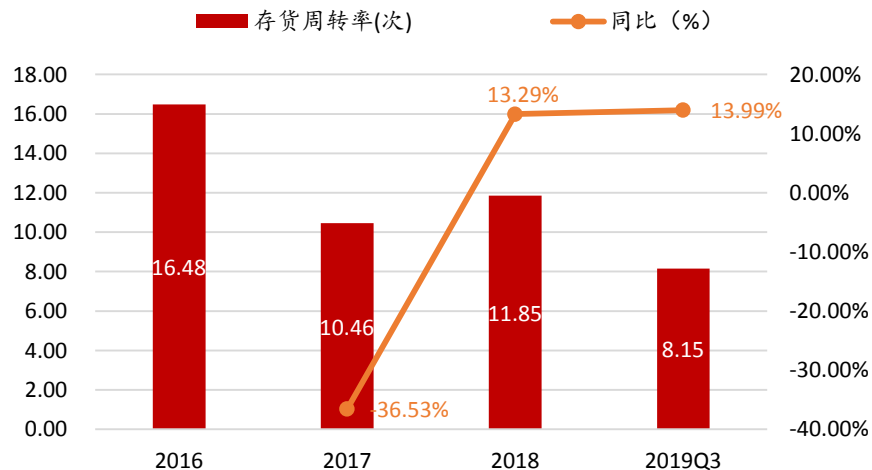




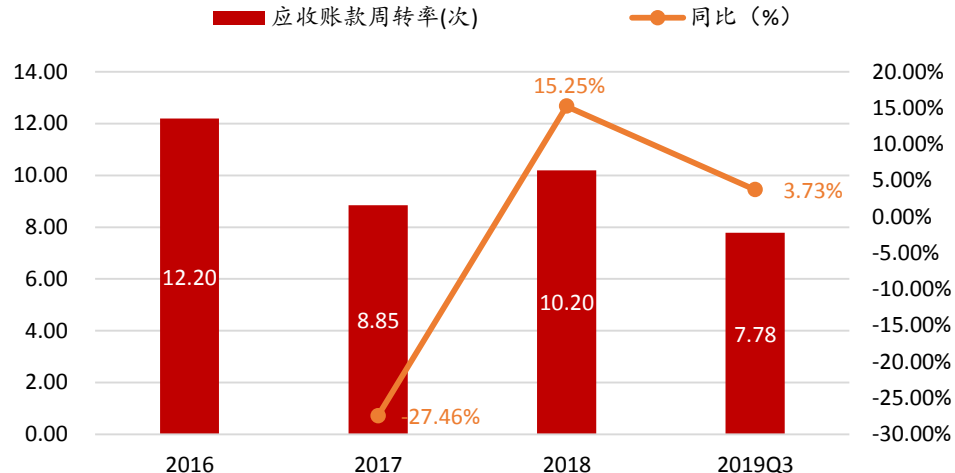
## 5.2 运营能力：应收账款周转率、存货周转率等稳中有升

- 据公司2019半年报披露，公司在IT分销行业的领先优势不断扩大，运营和风控水平以及资金使用效率在保持行业领先的基础上继续优化，在业务规模强劲增长的同时，两金（坏账和削价准备金）保持健康合理水平。
- 2017-2019Q3，公司存货周转率、应收账款周转率以及现金周转率等指标呈稳中有升趋势，明显高于IT分销行业平均水平、体现出公司运营效率不断提高。

### 2016-2019Q3公司存货周转率情况



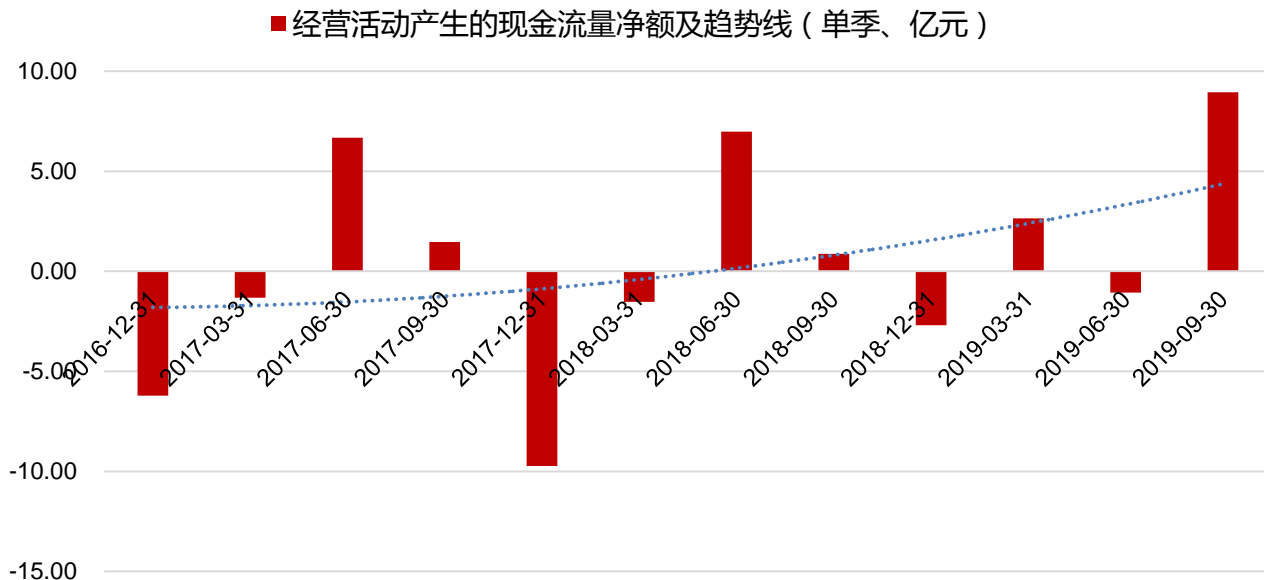
### 2016-2019Q3公司应收账款周转率情况



## 5.3 经营活动现金流：现金流不断改善，有力支撑新业务布局

- 公司经营活动产生的现金流量净额具有明显的季节性特征。由于公司IT分销业务占公司主营业务的比重较大，公司经营活动现金流入主要来源为公司的IT分销业务。受益于公司营业收入不断增长和公司存货与应收账款的周转率不断提升，公司经营活动现金流呈现不断改善的趋势。

### 2016Q4-2019Q3公司经营活动现金流净额情况



## 6. 价值重估：预计公司合理价值约为146.3亿元

---

6.1 华为服务器产线：参考浪潮信息，PE估值为54-100亿元

---

6.2 云服务业务：参考数梦工场，估值70.3-105亿元

---

6.3 IT分销业务：参考IT分销企业，PE估值66亿元

---

6.4 SaaS Hosting业务：参考SaaS企业，PS估值30亿元

---

6.5 厦门超算中心：参考中科曙光，PE估值30亿元

---

6.6 公司整体价值分析：保守估计公司合理价值为146.3亿元

---

## 6.1 华为服务器产线：参考浪潮信息，PE估值为54-108亿元

- 据公司与厦门市政府的合同披露，通过2-5年的时间，神州数码集团将在厦门建设创新可信的服务器和PC生产基地。生产线主要产品是华为基于ARM架构的双路服务器，我们预测此产线达产后年产能30万台，参考双路服务器市场价格大部分在4万元以上，我们保守预测单价为3-4万元，则满产年收入约90-120亿元。
- 由于华为ARM架构服务器主要软硬配件为国产，我们预计成本将显著低于X86服务器，保守预计毛利率将在25%左右，净利率在3%左右。
- 参考浪潮信息2019预测PE43.86倍，2020预测PE为30倍，我们参考浪潮信息选取参考PE30倍，预测公司华为产线价值54-108亿元人民币。

公司华为产线参考浪潮信息PE估值

	预计投产后营收	净利率	市盈率PE				价值(亿元)
			TTM	19E	20E	未来预测	
浪潮信息		1.39%(2018年)	47.38	43.86	30.37		432.01
华为服务器生产线	90-120亿元	2-3% (参考浪潮基础适当上浮)				30	54-108

## 6.2 云服务业务：参考数梦工场，估值70.3-105亿元

- 2019年9月，数梦工场科技有限公司宣布完成B轮融资，金额达6亿元人民币，由浙江省国企改革发展基金和浙商创投联合主投，此次B轮融资后数梦工场科技有限公司估值达到15亿美元。除此之外，知名云MSP公司Bespın Global曾在2018年10月宣布获得5.3亿元B轮融资，预计投后估值亦达到数十亿人民币。
- 考虑一二级市场估值差异等因素，我们将数梦工厂估值打七五折并参照数梦工场在国内云管理服务市场份额对神州数码云服务业务进行估值，保守预计神州数码云服务条线价值约为70.3亿元人民币。（按美元对人民币汇率7.0测算）神州数码云业务持续保持高速增长的趋势，我们预测2020年公司云服务业务收入将突破25亿，其中MSP+ISV业务收入超过10亿，在国内云管理市场份额有望超过数梦工场。参照数梦工场估值，乐观预计20年神州数码云服务业务价值100亿元人民币。

### 2018中国云管理服务市场份额分析

2018年中国云管理服务市场服务商市场份额占比



资料来源：IDC，方正证券研究所

### 神州数码云服务业务估值

	国内云管理服务市场份额占比	价值
神州数码MSP业务	5.8%	70.3-100亿元人民币
数梦工场	6.5%	105亿元人民币

资料来源：wind，方正证券研究所

## 6.3 IT分销业务：参考IT分销企业，PE估值66亿元

- 预计神州数码2019年实现归母净利润7.02亿元，减去销售子公司股权带来的一次性收益约8000万元，得出公司的主营业务创造的净利润约为6.22亿元。其中，IT分销业务带来的净利润约5.5亿元，云服务业务带来的净利润约为0.72亿元。
- 我们以公司2019年分销预测业绩为基础进行估值，由于公司分销业务近年营收增长速度较快，毛利率相对较高且比较稳定，参考IT分销行业可比上市公司伟仕佳杰和长虹佳华等公司的估值，选取PE12倍为公司IT分销业务估值，保守估计神州数码IT分销业务条线价值66亿元。而公司近年来分销业务基本可保持15%左右稳定增长，若以20年业绩为基础，分销业务估值约76亿元。

### 公司IT分销业务条线参考IT分销行业PE估值

证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率PE			预测值	价值(亿元)
			TTM	19E	20E		
伟仕佳杰	50.97	50.97	7.35	6.80	5.81		
长虹佳华	8.11	8.11	5.29				
神州数码						12	66

## 6.4 SaaS Hosting业务：参考SaaS企业，PS估值30亿元

- 神州数码的SaaS Hosting业务将采取分成方式获得收入，即参与海外SaaS公司在中国市场的营收分成，分成比例约为30%，该业务将根据实际销售年份持续分成，和传统SaaS订阅收费的模式较为类似，因此我们认为采取PS市销率估值较为合理。
- 由于国内各种企业对不同种类SaaS服务的需求不断增长，公司SaaS Hosting业务在未来有望快速落地。我们预测2020-2021年，至少10家海外SaaS公司将采用神州数码的SaaS hosting服务，若每家企业每年早中国市场实现1亿营业收入，则神州数码SaaS Hosting业务预计将实现3亿元人民币的收入，我们参考SaaS公司估值给与其10倍PS，预计公司SaaS Hosting业务条线价值约为30亿人民币。

### 公司SaaS Hosting业务条线参考SaaS企业PS估值

证券代码	证券简称	营业总收入 (TTM,亿美元)	市销率PS (财政年度为2018, 以下时间为交易日期)			预测值	价值(亿元人民币)
			2019.11.28	6月前	1年前		
CRM.N	SALESFORCE	147.29	10.66	9.01	8.10		
WDAY.O	WORKDAY	32.45	14.52	17.05	11.26		
	神州数码					10	30

## 6.5 超算中心：PE估值30亿元

- 神州数码厦门超算中心预计投资约人民币15亿元，假设项目建设净利率约10%。超算中心业务前景广阔，后续多个城市有望跟进，基于审慎原则，我们参考集成类公司估值给予该部分业务PE20倍，保守预计公司超算中心业务价值约为30亿元人民币。

公司厦门超算中心业务参考中科曙光PE估值

证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率PE			预测值	价值(亿元)
			TTM	19E	20E		
/	/	/	/	/	/		
神州数码						20	30



## 6.6 公司整体价值分析

- **保守预测**：保守假设下，我们只考虑公司传统的IT分销和云服务业务，则公司保守合理市值为136.3亿元。
- **中性预测**：由于华为服务器产线业务正在积极落地，将华为服务器产线业务包含在内计算公司中性合理价值为190.3亿元。
- **乐观预测**：考虑华为产线、云服务、IT分销三大业务的乐观估值，同时公司SaaS hosting业务、超算中心等业务亦在推进，考虑这两项业务估值，乐观估计公司未来合理市值为344亿元。
- **公司传统业务**近年来保持稳定增长，云业务高速增长，我们保守预测公司19-21年业绩为7.0、8.2、9.8亿，对应当前市值的PE为14、12、10倍，维持“强烈推荐”评级。

公司各业务条线与公司整体价值测算

业务条线价值 (亿元)	华为服务器产线	云服务	IT分销	SaaS Hosting	厦门超算中心	预测公司价值
保守		70.3	66			136.3
中性	54	70.3	66			190.3
乐观	108	100	76	30	30	344

- 市场竞争风险；汇率波动风险；分销业务出现大幅下滑；云服务业务推进不如预期。

## 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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### 公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### 行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

# THANKS

方正证券 正在你身边

联系人：翟炜13581945259



**方正证券股份有限公司**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层

11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,  
Xicheng District, Beijing, China