

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0022号

## 神州数码集团股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“神码转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“神码转债”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二四年五月二十七日

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年5月27日至2025年5月26日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024年5月27日

神州数码集团股份有限公司  
主体及“神码转债”2024年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员			
AA/稳定	2024/5/27	AA/稳定	葛新景 葛新景	郑慧 郑慧			
债项信用		评级模型					
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分	
神码转债	AA	AA	企业规模	营业总收入	20.00	20.00	
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。							
主体概况		盈利能力和运营效率			市场竞争力		
神州数码集团股份有限公司（以下简称“神州数码”或“公司”）主要从事以IT产品分销及云计算和数字化转型服务业务，提供云管理服务、云转售服务、数字化解决方案，控股股东和实际控制人为自然人郭为。		EBITDA/收入		8.00	1.41		
		总资产收益率		7.00	4.66		
		资产负债率		10.00	1.83		
		债务负担与保障程度		经营性净现金流/流动负债		7.00	1.64
		EBITDA/利息支出		9.00	4.47		
		全部债务/EBITDA		9.00	3.93		
调整因素			财务弹性+1				
个体信用状况			aa				
外部支持			无				
评级模型结果			AA				

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

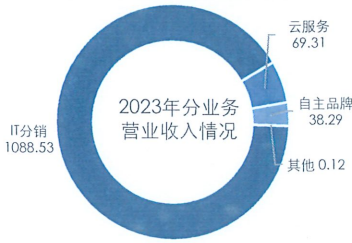
## 评级观点

跟踪期内，公司居国内IT分销行业前列，在国内IT分销行业仍具有很强的竞争力；2023年受益于数字经济需求带动，公司云服务业务收入及毛利润均实现同比增长；公司自主品牌鲲泰服务器持续获得来自运营商及政府订单，业务收入规模进一步增长；公司持有神州数码控股有限公司（以下简称“神州控股”）、山石网科通信技术股份有限公司（以下简称“山石网科”）等上市公司股权，同时与银行合作关系良好，且公司作为A股上市公司，直接融资渠道畅通。另一方面，东方金诚关注到，公司自主品牌业务部分产品产能利用率仍偏低；公司应收账款、预付款项和存货占比较高，对资金形成较大占用；公司全部债务持续上涨，短期有息债务占比较高，面临一定债务集中偿付压力，同期经营性现金流转为净流出，对负债的保障程度减弱。

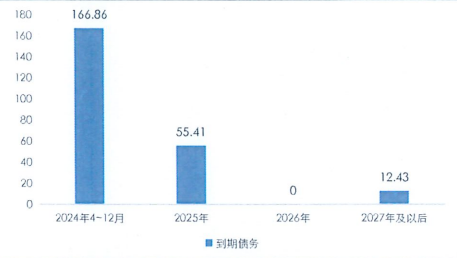
综合分析，东方金诚维持神州数码主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“神码转债”的信用等级为AA。

## 主要指标及依据

### 2023年公司营业收入构成（单位：亿元）



### 截至2024年3月末公司有息债务期限结构（单位：亿元）



### 主要数据和指标

项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
资产总额 (亿元)	390.06	402.16	448.84	451.06
所有者权益 (亿元)	66.56	82.20	92.59	95.90
全部债务 (亿元)	180.74	188.73	227.96	234.70
营业总收入 (亿元)	1223.85	1158.80	1196.24	292.72
利润总额 (亿元)	5.18	13.24	15.13	3.06
经营性净现金流 (亿元)	-1.56	8.36	-1.51	-2.52
营业利润率 (%)	3.26	3.80	3.84	4.42
资产负债率 (%)	82.94	79.56	79.37	78.74
流动比率 (%)	106.03	117.91	121.29	120.42
全部债务/EBITDA (倍)	17.26	10.39	10.79	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.56	2.67	2.51	-

注：表中数据来源于公司2021年~2023年的审计报告及2024年1~3月未经审计的合并财务报表。

## 优势

- 跟踪期内，公司居国内IT分销行业前列，销售网络遍布国内多座城市，销售渠道丰富，客户包括京东等电商平台以及多个企业级客户，在国内IT分销行业仍具有很强的竞争力；
- 公司云服务领域资质完备，云管理服务能力覆盖全球五大公有云及国内主流公有云厂商，并借助渠道优势快速扩张云服务业务规模，受益于数字经济需求带动，2023年公司云服务业务收入及毛利润均实现同比增长；
- 公司基于与华为的长期合作，率先进入鲲鹏产业链做整机组装业务，跟踪期内自主品牌鲲鹏服务器持续获得来自运营商及政府订单，业务收入规模进一步增长，未来有望成为公司新的盈利增长点；
- 公司持有神州控股、山石网科等上市公司股权，同时与银行合作关系良好，截至2024年3月末未使用银行授信额度为175.79亿元，且公司作为A股上市公司，直接融资渠道畅通。

## 关注

- 公司自主品牌业务以整机组装为主，核心零部件来源于外采，自身核心竞争力有待提高，且目前部分产品产能利用率仍偏低，未来产能释放存在一定不确定性；
- 截至2024年3月末，公司应收账款、预付款项和存货合计占流动资产比例为80.73%，对资金形成较大占用；
- 跟踪期内公司全部债务持续增加，短期有息债务占比较高，面临一定债务集中偿付压力，同时因当期公司采购备货致使经营性现金流转为净流出，对负债的保障程度减弱。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。当前国内数字经济持续发展，企业上云用云需求逐步扩张，公司凭借其较强的市场地位和完善的营销网络，预计未来仍将保持较强的市场竞争力。

## 评级方法及模型

《工商企业（通用）信用评级方法及模型（RTFC006202403）》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	神码转债/AA	2023/4/13	葛新景、汪欢	《工商企业（通用）信用评级方法及模型（RTFC027202208）》	<a href="#">阅读原文</a>

注：自2023年4月13日以来，神州数码主体信用等级未发生变化，为AA/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（万元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
神码转债	2023/4/13	133899.90	2023/12/21~2029/12/21	-	-

注：“神码转债”设转股权，回售权、赎回权等；转股期限为2024年6月27日至2029年12月20日，当前转股价格32.07元/股，余额13.39亿元；回售起始日2027年12月21日，条件回售触发价22.45元/股；赎回起始日2024年6月27日，强赎条款触发价41.69元/股；修正起始日2023年12月21日，向下修正触发价27.26元/股。

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及神州数码集团股份有限公司（以下简称“神州数码”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

跟踪期内，公司主要从事IT产品分销、云服务及自主品牌业务，控股股东及实际控制人仍为自然人郭为

神州数码主要从事IT产品分销、云服务及自主品牌业务，控股股东及实际控制人均为自然人郭为。

神州数码前身为神州数码控股集团旗下子公司，由原联想集团于2000年分拆而出，2001年神州控股在香港联交所主板上市（代码为0861.HK）。2015年8月，神州控股IT分销业务独立，分拆出神州数码并出售给国内A股上市公司深信泰丰（000034.SZ）。2016年深信泰丰完成资产重组，神州数码实现借壳上市A股，同时深信泰丰A股上市公司名称正式更名为神州数码集团股份有限公司，证券简称正式更名为神州数码。截至2024年3月末，公司总股本6.70亿股，其中郭为持有公司23.12%的股份，为公司控股股东和实际控制人。

神州数码居国内IT分销行业前列，销售网络遍布国内1000余座城市，拥有超过30000余家销售渠道资源。同时，公司还是中国领先的云和数字化转型服务商之一，云管理服务能力覆盖全球五大公有云<sup>1</sup>及华为云、中国移动云、京东智联云等国内主流公有云厂商，且在中国MSP（管理服务提供商）市场具有较强的市场竞争力。此外，公司长期与华为合作，围绕华为鲲鹏产业生态打造自主品牌业务，目前公司自有品牌神州鲲鹏服务器已在厦门鲲鹏超算中心上架使用，2020年以来中标中国联通、中国移动等运营商的服务器集采。

截至2024年3月末，公司（合并）资产总额451.06亿元，所有者权益95.90亿元，资产负债率78.74%。2023年及2024年1~3月，公司实现营业总收入分别为1196.24亿元和297.72亿元，利润总额分别为15.13亿元和3.06亿元。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2023]2536号文”同意注册，公司发行133899.90万元的“神码转债”，期限为6年，票面利率第一年0.30%、第二年0.50%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年1.80%、第六年2.00%。“神码转债”起息日为2023年12月21日，到期日为2029年12月21日；每年付息一次，到期后五个交易日内，公司将按面值的110元（含最后一期年度利息）的价格赎回全部未转股的“神码转债”。“神码转债”设转股权，转股的起止日期为2024年6月27日至2029年12月20日，含有条件回售条款、有条件赎回条款及转股价格向下修正条款。

截至2024年3月末，“神码转债”募集资金扣除发行费用后，实际使用募集资金50273.49

<sup>1</sup> 全球五大公有云分别是AWS、Azure、Aliyun、谷歌云、腾讯云。

万元，用于神州鲲泰生产基地项目及补充流动资金。根据公司2024年3月29日发布的《关于使用部分闲置募集资金临时补充流动资金的公告》所示，根据募集资金投资项目的资金使用计划及进度，公司在确保不影响募投项目建设需要的前提下，为了提高募集资金使用效率，降低公司财务成本，公司拟使用不超过人民币50000.00万元闲置募集资金临时补充流动资金，使用期限自公司董事会审议通过之日起不超过12个月，并且公司将随时根据募投项目的进展及需求情况及时归还至募集资金专用账户。

截至本报告出具日，“神码转债”尚未到转股日、付息日。

图表1 截至2024年3月末，“神码转债”募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	拟用募集资金 <sup>2</sup>	累计已使用募集资金
神州鲲泰生产基地项目	65384.38	57755.00	11974.12 <sup>3</sup>
数云融合实验室项目	23161.48	12774.00	--
信创实验室项目	33076.77	23942.00	--
补充流动资金	38299.37	38299.37	38299.37
合计	159922.00	132770.37	50273.49

资料来源：公司提供，东方金诚整理

其中，神州鲲泰生产基地项目由公司间接控股子公司合肥神州信创科技集团有限公司（截至2024年3月末，神州数码持股比例79.21%）负责实施，募集资金将以借款方式投入；数云融合实验室项目及信创实验室项目分别由公司全资子公司北京神州数码云计算有限公司及神州信创（北京）集团有限公司负责实施，募集资金将以增资方式投入。

## 个体信用状况

### 宏观经济和政策环境

#### 一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024年一季度GDP同比增长5.3%，增速高于去年四季度的5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长6.5%，较去年全年增速加快0.6个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度GDP较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度CPI和PPI同比分别为0.0%和-2.7%，名义GDP增速仅为4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带

<sup>2</sup> “募集资金总额”为扣除发行相关费用（不含税）后的金额。

<sup>3</sup> 截至2024年3月31日，神州鲲泰生产基地项目累计支出119741247.61元，其中116355944.67元为募集资金实际到位之前以自有资金支付的项目支出，需使用募集资金进行置换，已提请公司第十届董事会第四十次会议审议通过，并于5月份置换完毕。其余部分直接使用募集资金支付。

给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供强需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4% 左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

**2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大**

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的 1 万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

## 行业分析

跟踪期内，公司仍主要以分销 IT 产品为主，同时公司转售 IaaS、PaaS 到 SaaS 的各类产品、服务，并提供企业数字化解决方案，属于 IT 分销及云管理服务行业。另外公司布局自主品牌服务器、PC 产品生产，属于信创行业。

### IT 分销行业

**IT 支出持续增长，未来伴随国内企业数字化需求增长，IT 服务和企业软件增长空间较大**

2023 年全球 IT 总支出增长率为 3.3%，较 2022 年仅增加了 0.3%。据 Gartner 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%。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%。

细分来看，消费者的设备和通信服务采用率在十多年前就已趋于稳定，消费者对于 IT 产品的消费水平主要受价格变化和更换周期的影响，目前只余留增量空间。而 IT 服务预计将在 2024 年继续保持增长并首次成为最大的 IT 支出领域。预计 2024 年企业将更多投资于组织效率和优化项目，挖掘技术的更多用途，IT 服务支出将增长 8.7% 至 1.5 万亿美元。

未来随着国内企业数字化需求不断增长，IT 服务和企业软件支出后续增长空间较大。一方面，在中美贸易摩擦背景下引发的自主可控软硬件的国产替代，国内软件企业有望获取更多市场份额。另一方面，软件行业在国家政策的大力扶持下，随着经济转型、产业升级进程的不断深入，以及在大数据、云计算、人工智能、物联网、5G 等新兴技术和产业的驱动下，传统产业



的信息化需求将会不断增加，市场空间十分广阔。

图表 2 近年全球和中国 IT 支出及预测情况 (单位: 百万美元、%)

	2023 年		2024 年 E	
	支出	增速	支出	增速
全球 IT 支出总计	4678847	3.3	4997718	6.8
其中: 数据中心系统	243063	7.1	261332	7.5
设备	699791	-8.7	732287	4.6
软件	913334	12.4	1029421	12.7
IT 服务	1381832	5.8	1501365	8.7
通信服务	1440827	1.5	1473314	2.3
中国 IT 支出总计	3670673	3.6	3897942	6.2
其中: 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

数据来源: Gartner (2024 年 1 月), 东方金诚整理

**2023 年上半年消费电子行业整体疲软，下半年 AI 赋能带动换机需求，行业温和复苏，预计 2024 年有所回暖**

根据 IDC 发布的《全球手机季度跟踪报告》显示，2023 年全球智能手机出货量同比下降 3.2% 至 11.7 亿部，为近十年来最低的全年出货量。目前智能手机的渗透率已经达到了较高的程度，中国市场 2023 年整体智能手机的渗透率是 85% 左右，智能手机的渗透率难再有大的提升。但 2023 年三、四季度起，行业库存处于低位，同时处于新一轮的换机周期，2023 年第四季度全球出货量达到 3.26 亿部，同比增长 8.5%，高于之前 7.3% 的预期增长。下半年的增长巩固了 2024 年的复苏预期，伴随 AI 手机等新刺激出现，2024 年手机出货量有望进一步上升。国内来看，2023 年中国手机市场呈现出回暖态势。根据中国信息通信研究院发布的数据显示，2023 年 1~12 月，中国市场手机总体出货量累计 2.89 亿部，同比增长 6.5%。

根据 Canalys 发布的数据显示，2023 年全球 PC 出货量为 2.47 亿台，同比下降 12.9%，其中 2023Q4 出货量同比增长 3%，结束了连续七个季度的同比下滑；中国 PC 市场（台式机、笔记本）2023 年出货 4120 万台，同比下降 17%，但市场有复苏态势，AI 将为 PC 产业带来重大机遇。Canalys 的最新预测预计，预估 2024 年全球 AI PC 出货量将占 PC 出货总量的 18%，达到 4800 万台；2025 年全球 AI PC 出货量将占 PC 出货总量的 40%，超过 1 亿台；到 2028 年，全球 AI PC 出货量将达到 2.05 亿台。2024 年至 2028 年期间的复合年增长率将达到 44%。2024 年将成为传统 PC 向 AI PC 的重大转折点。

**IT 分销市场龙头规模效应明显，行业格局稳定，但近年来伴随市场竞争利润率逐步下降，传统 IT 分销商逐步向 IT 综合服务商转型**

IT 分销行业处于 IT 产品供应链的中游，主要依托自身强大的渠道体系、物流、现金流连接上游 IT 产品生产商和下游 IT 零售终端或销售商，壁垒在于大资金运作投入及丰富的上下游生态

资源，并通过规模效应获取中间利润。目前在中国 IT 分销市场上，处于主导地位自主品牌 IT 厂商与少数几家具有优质渠道资源的 IT 分销商之间已形成长期稳定合作的关系，除神州数码外，其他主要 IT 分销商包括伟仕佳杰、联强国际、英迈国际等国际分销商。其中神州数码为本土品牌，伟仕佳杰保持东南亚市场领先地位，联强国际的母公司来自中国台湾，英迈国际来自于美国。从营业收入来看，神州数码营收、利润保持较大规模，在 IT 分销行业具有较强竞争力，且分销行业头部集中趋势显著。

由于近年来中国 IT 市场，尤其是分销商业集中的 IT 硬件市场增长趋缓，加剧了市场竞争的激烈程度。同时受互联网普及，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，毛利率较低。为摆脱被动局面，同时抓住数字化经济浪潮，多家 IT 分销商正在向云业务转型。神州数码推进混合多云的策略，强化在云计算业务上的投入；伟仕佳杰收购云星数据核心产品技术，将 RightCloud 多云管理平台纳入麾下，进一步提升在 MSP 等领域的云能力；富通科技发展控股有限公司旗下的子公司富通云腾科技有限公司独立研发出私有云产品 Cloudoorsphere (CS) 和多云管理平台 CloudoorManagement (CM)。

### 云管理服务行业

**我国云计算市场处于快速发展期，预计 2025 年市场规模突破万亿，国内数字化实践的不断深入带动第三方云管理服务市场保持高速增长**

Gartner 数据显示，2022 年全球云计算市场规模达到 4910 亿美元，同比增长 19%。预计未来几年仍将保持 15% 以上的增速，到 2026 年市场规模突破万亿美元。国内市场方面，据信通院统计，2022 年我国云计算市场规模达 4550 亿元，同比增长 40.91%。其中，公有云市场规模增长 49.3% 至 3256 亿元，私有云市场增长 25.3% 至 1294 亿元。相比于全球 19% 的增速，我国云计算市场仍处于快速发展期，预计 2025 年我国云计算整体市场规模将突破万亿元。

云管理服务商 (MSP) 是介于云平台和用户之间的一种生态角色，提供包括围绕企业云化全生命周期提供的咨询、迁移、实施、增值开发和运维等有关的 IT 服务。由于每个用户使用云的方式和逻辑各异，云厂商只能专注于把同质化的计算、存储、网络产品做好，无法满足不同用户的需求，云 MSP 这样的“中间商”作用越发凸显，并且随着企业数字化转型的深入而不断演进。IDC 预测，中国第三方云管理服务在 2020 年到 2025 年间将保持 40.6% 的复合增长率，2025 年市场规模预计达到 37.4 亿美元。

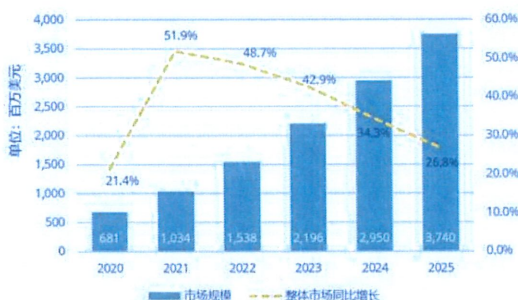
**目前我国第三方云管理服务市场格局较分散，相互之间被替代可能性较小，公有云厂商的资质认证是第三方云管理厂商的核心竞争壁垒之一**

国内第三方云管理服务市场参与者众多，包括传统 IT 分销商、咨询服务商、系统集成和软件开发商、数据中心服务商等。我国云 MSP 市场竞争仍相对分散与开放，但市场集中度逐步提升。根据 IDC 数据，我国 2022 年下半年云运维管理服务市场份额前五名为华为、中国电信、浪潮、神州数码、中软国际，合计占据市场份额的 17.1%。由于云管理服务商结合自身优势特点提供不同的云服务，因此各服务商相互份额差距不大，且未来行业内参与者的机会更多来自于行业空间的持续提升而非市场份额的争夺，相互之间被替代的可能性比较小。

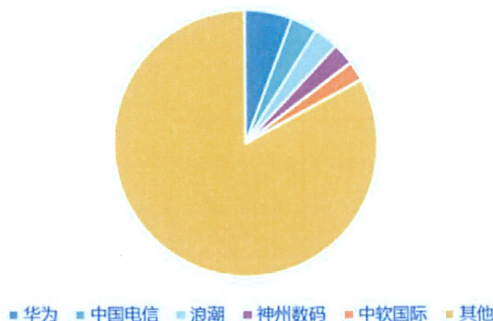
云管理厂商需要获得公有云厂商提供的 API 接口才可开展服务，因此公有云厂商的资质认

证是第三方云管理厂商的核心竞争壁垒之一。国内云管理厂商中，神州数码（含云角）具备9大公有云厂商资质认证，是获得平台认证最多的国内厂商之一。

图表3 中国第三方云管理服务市场规模预测



图表4 中国云运维管理服务市场份额占比，2022H2



资料来源：IDC，太平洋证券，东方金诚整理

### 信创行业

受外部环境驱动，国家高度重视关键技术自主可控，信创行业市场空间不断增长，其中，芯片、整机、服务器等IT基础设施是信创产业的核心

信创即信息技术应用创新产业，是指对于市场现有的成熟技术或产品进行国产化替代。一直以来，全球ICT产业底层标准、架构、产品、生态等要素均由国外公司或机构制定和控制，使我国ICT产业乃至广大用户面临被卡脖子、数据泄露、信息安全等诸多风险。2013年起，美国“棱镜门事件”暴露出网络安全隐患，国内开始去“IOE”。俄乌冲突后，美、日、欧盟等对俄罗斯实施严厉制裁、进行出口管制。2022年7月以来，美国前后签署“芯片法案”、断供14nm以下制程芯片制造的设备、限制英伟达向中国出口用于加速人工智能任务的两代旗舰GPU计算芯片A100和H100等。在外部环境的驱动下，国家各部门多次提出“坚持自主可控”，解决“卡脖子”问题等内容，释放政策红利，高度重视信创产业链。信创产业的主要目标是实现信息技术领域的自主可控，保障国家信息安全。其核心手段在于通过在党政部门和八大行业的大规模应用，逐步完成国产化信息技术软硬件底层架构体系和全周期生态体系的构建，最终实现ICT产业的全面国产替代。

根据海比研究院的《2022中国信创生态市场研究及选型评估报告》，2022年中国信创产业规模达9220.2亿元，近五年复合增长率为35.7%，预计2025年将突破2万亿元。其中，芯片、整机、服务器等IT基础设施是信创产业的核心。2022年中国信创IT基础设施规模为2299.1亿元，近五年复合增长率为40.7%，在五类信创产品中增速排名第一。

我国针对信创产业提出“2+8”体系。“2”指党、政；“8”指关于国计民生的八大行业：金融、电力、电信、石油、交通、教育、医疗、航空航天。近年，金融、电信领域信创大单密集释放。2023年7月13日，中信银行股份有限公司发布《通用基础设施集成商入围采购项目》招标公告，招标金额共计65亿元；中国电信于同年8月发布了AI算力服务器集采，其中G系列为国产服务器，占该批集采总计采购数量的比重接近50%。

国产四大信创生态已基本布局完成，多数企业围绕这四种生态提供软硬件适配产品，其中

整机国产化替代技术门槛低、难度小，是最早实现关键领域国产化替代的环节之一，未来替换总量需求较大，以 B 端市场为主

目前信创产业形成以华为、中国电子、中国电科、中科院为四巨头的市场格局。华为立足于鲲鹏处理器，聚集上下游企业形成鲲鹏信创生态体系。中国电子、中国电科、中科系则侧重于自建生态与战略投资、合作相结合的方式，搭建自有生态。多数企业围绕这四家拥有核心技术的企业提供相应的软、硬件配套产品。以产业链的角度进行区分，信创产业可以被分为五个大类，分别是基础硬件、基础软件、云计算、应用软件、以及信息安全。其中除信息安全不再细分外，其余四个大类均包含多个子领域：基础硬件主要包括芯片、整机、存储设备、IO/固件；基础软件主要包括操作系统、数据库、中间件、虚拟化软件；应用软件主要包括办公软件和业务软件；云计算主要包括云基础设施和云服务。

在基础硬件中，整机是最早实现关键领域国产化替代的环节之一，整机厂商常扮演集成商角色，将国产软硬件产品集成在 PC 整机或服务上，借由自身的品牌、资质、相对成熟的供应链能力参与党政军、央企等招投标，推动信创产品的行业应用。当前信创整机以党政领域采购为主，金融、国有中型企业小范围部分采购次之，根据中国移动、114 通信网等数据，中国移动 2021~2022 年 PC 服务器第 1 批集采共采购 163692 台 PC 服务器，国产芯片服务器合计占比约 27%。后续 2021~2022 年 PC 服务器集中采购补充采购（第一期）规模达到 41004 台，均为国产服务器。按两次招标计算，国产化率达到约 42%。相比芯片、操作系统等“卡脖子”环节，整机国产化替代技术门槛低、难度小，但替换总量大。目前国产信创产品在政企等的 B 端市场中受信息安全等要求影响存在刚性需求。然而纵观消费市场，国产信创 PC 整机与市面上其他产品相比竞争力依然不足，整体工程及应用软件等不够丰富，仍需整个生态厂商共同努力推动。

图表 5 信创产业链部分企业布局

细分领域	华为（鲲鹏产业链）	中国电子 CEC	中国电科 CETC	中科系
基础设施	华为、神州数码、拓维信息	飞腾、中国长城	中电科技、卫士通	龙芯中科、寒武纪
基础软件	麒麟、统信、东方通、普元信息	麒麟、武汉达梦	普华、人大金仓、金蝶	中科方德、中科红旗
应用软件	金山办公	中标软件	慧点科技	中科软、科大讯飞
信息/网络安全	绿盟科技	奇安信	卫士通、绿盟科技、海康威视	--
云服务	华为云、金山云	易捷行云、中国电子云	太极股份、中国电科云	--
系统集成	太极股份、神州信息、东华软件	中国软件、中国系统	太极股份、卫士通	中科曙光

资料来源：各公司公告，中银证券，东方金诚整理

## 业务运营

### 经营概况

跟踪期内，受数字经济需求带动，公司云服务业务及自主品牌业务同比上升幅度较大，带动营业收入、毛利润同比上涨，其中IT分销业务仍是公司最主要的盈利来源

公司主要从事IT分销业务及云服务。IT分销业务产品包括消费电子和企业IT产品，云服务业务产品包括数云融合（MSP+ISV）、数字化解决方案（ISV）。

受数字经济带动，2023年公司云服务业务及自主品牌业务同比上升幅度较大，带动整体营业收入同比增长3.23%至1196.24亿元，毛利润小幅上涨4.90%至47.70亿元。其中IT分销业务仍是公司最主要的盈利来源；2024年1~3月，消费电子行业复苏，公司各业务均受益，带动营业收入同比增长7.95%至292.72亿元，毛利润同比增长34.29%至13.39亿元，毛利率较上年同期上升0.90个百分点至4.57%。

图表6 公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### IT分销业务

公司IT分销业务主要由全资子公司神州数码（中国）有限公司及其分公司、北京神州数码有限公司、广州神州数码信息科技有限公司、神州数码（深圳）有限公司、神州数码（福州）科技有限公司等负责运营。

公司IT分销产品仍以消费电子和企业增值产品为主，业务较成熟，跟踪期内该业务营业收入、毛利润基本保持稳定，毛利率维持低位

公司分销的产品覆盖面广，包括笔记本、智能手机、打印机、投影仪等在内的消费电子产品，以及服务器、存储、网络设备等企业增值产品。公司对单一产品或品类销售的依赖较小，可根据市场需求快速调整分销产品组合。

2023年受消费电子市场回暖、半导体业务规模增长以及企业级服务器需求增加，带动IT分销业务收入同比增长0.53%，变化不大。但受分销行业定价模式影响，消费端产品定价比较透明（主要基于采购成本设置一定加价空间），且厂商端所提供的定价较为固定，因此同类消费类产品的最终售价差别不大，公司所能获取的利润空间有限。2023年公司IT分销业务毛利率进一步下降0.30个百分点至2.17%。IT分销行业已步入成熟期，公司该业务毛利率或将维持低位，毛利润增速平缓。

图表7 近年公司IT分销业务收入毛利润构成（单位：亿元、%）

类型	2021年		2022年		2023年		2024年1-3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
消费电子	678.54	58.08	671.53	62.02	738.86	67.88	168.75	64.08
企业增值	489.84	41.92	411.21	37.98	349.67	32.12	94.61	35.92
IT分销合计	1168.38	100.00	1082.75	100.00	1088.53	100.00	263.36	100.00
类型	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
消费电子	13.93	2.05	16.59	2.47	16.07	2.17	4.25	2.52
企业增值	19.86	4.05	19.37	4.71	19.38	5.54	5.89	6.23
IT分销合计	33.79	2.89	35.96	3.32	35.45	3.26	10.14	3.85

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司居国内IT分销行业前列，构建了遍布国内1000余座城市、30000余家销售渠道的销售网络，在国内IT分销行业具有很强的竞争力

公司居国内IT分销行业前列，构建了遍布国内1000余座城市、整合30000余家销售渠道的全国销售渠道网络。IT分销行业规模效应明显，头部IT分销商拥有较强的资金优势和渠道优势。公司IT分销业务以产品代理为主要运营模式，目前包括：总经销商/总代理商、授权经销商、特约分销商等。对于主要供应商的主流产品，公司均为总代理经销商。对代理模式的身份界定通常会在代理合同中进行更为详尽的描述；代理合同的通用条款通常包括对经销商的身份定义、产品品类、销售地域、下单方式、结算方式以及渠道政策等内容。下游客户方面，公司作为总代理经销商一般会销售给京东等直接客户，二级经销商，系统集成商等下游客户。

跟踪期内，公司仍以京东为主要销售客户，2023年占IT分销业务收入比重为37.93%，对大客户存在一定依赖。公司IT分销业务货款结算方式未发生改变，消费级产品账期设置在30天左右，企业级业务根据项目不同账期设置3~6个月不等。

图表 8 公司 IT 分销业务前五大客户<sup>4</sup>销售情况（单位：亿元）

2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1-3 月	
客户	销售收入	客户	销售收入	客户	销售收入	客户	销售收入
京东	390.0	京东	359.48	京东	412.85	京东	93.02
广州汇奥通	74.0	远上科技	44.76	广东蓝能	15.69	广东蓝能	28.43
广东蓝能	71.7	广东蓝能	32.64	海康威视	13.40	中孚控股	5.28
RAMAXEL	13.6	星世博	17.64	中孚控股	11.72	海康威视	3.55
远上科技	9.2	融核科技	8.35	翰林汇信息	5.82	维沃移动	3.38
合计	558.6	合计	462.87	合计	459.48	合计	133.66

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司与众多上游知名 IT 品牌厂商包括苹果、华为、戴尔、Intel、联想等建立了长期稳定的合作关系。跟踪期内，手机等消费电子处于换机周期，公司对重要品牌如苹果、华为等采购金额有一定程度上升。

公司 IT 分销业务各类认证较多，其中获得多家海内外如思科、SAS 等厂商产品的总代资格超 280 个，核心代理商资格超 90 个。与上游供应商合作方面，公司一般与供应商签订年度框架协议，包含主要的商务条款如付款政策以及预期和激励政策等。公司每年尽量达成预期以获取厂家的返点，同时保证厂商端份额。信用政策方面，公司与每个供应商之间有所差异，存在预付获取现金返点、现结、30~60 天账期等多种方式，跟踪期内无变化。

图表 9 近年公司向主要供应商采购金额（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
苹果	328.83	271.33	353.61	73.67
华为	132.06	99.01	131.30	28.43
Intel	96.15	97.42	80.92	19.00
戴尔	78.79	79.36	44.29	5.00
联想	52.28	44.71	32.03	4.71
惠普	33.64	34.42	30.67	6.57
思科	13.15	15.99	14.79	2.81
广州城投信息科技有限公司	16.37	11.22	0.78	--
IBM	6.60	5.82	5.25	1.24
华硕	29.93	41.82	35.92	7.92
浪潮	30.20	28.99	29.33	4.82
爱普生	10.64	10.04	10.15	1.69
ORACLE	7.13	7.12	6.22	0.93
希捷	10.91	5.89	17.92	7.16
微软	9.33	6.15	8.92	2.60
锐捷	10.61	9.85	9.59	2.14

<sup>4</sup> 深圳福如海是指深圳市福如海贸易有限公司；RAMAXEL 是指 RAMAXEL INFORMATION LIMITED；融核科技是指融核（上海）科技有限公司；先进数通是指北京先进数通数字科技有限公司；广州汇奥通是指广州汇奥通网络科技有限公司；广东蓝能是指广东蓝能科技有限公司；远上科技是指东莞市远上科技有限公司；星世博是指深圳市星世博科技有限公司；海康威视是指海康威视集团；中孚控股是指中孚控股有限公司；翰林汇信息是指翰林汇信息产业股份有限公司；维沃移动是指维沃移动通信有限公司

斑马	6.14	6.56	4.61	1.04
VMware	3.32	3.10	3.07	0.36
新华三	20.40	28.41	25.36	4.72

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 云服务

受数字经济带动，企业数字化转型需求增加，跟踪期内公司云服务业务收入及毛利润进一步上涨，但受云转售业务占比较高影响，业务毛利率有所下滑

公司云服务业务主要由子公司北京神州数码云计算有限公司、上海云角信息技术有限公司负责运营。主要包括云管理服务（MSP）、数字化解决方案（ISV）、云转售业务（AGG）三项业务。

2023年受数字经济带动，企业数字化转型需求增加，同时神州数码积极践行“数云融合”战略，在云服务、数据服务、数据安全、数据资产、内容生成、数字营销等领域构建了多项自主知识产权产品，数云融合完成以AI和数据为核心的能力迭代，带动云服务业务营业收入同比增长37.98%至69.31亿元，毛利润同比增长20.90%至8.12亿元。但毛利率较低的云转售业务占比较高，整体云服务业务毛利率下滑至11.72%。

图表 10 近年公司云计算和数字化转型服务收入毛利润构成（单位：亿元、%）

类型	2021年		2022年		2023年		2024年1-3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
数云融合 (MSP+ISV)	4.47	11.51	6.63	13.20	11.16	16.10	3.66	21.71
云转售	34.38	88.49	43.60	86.80	58.15	83.90	13.19	78.29
合计	38.85	100.00	50.23	100.00	69.31	100.00	16.85	100.00
类型	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
数云融合 (MSP+ISV)	2.34	52.26	3.60	54.24	4.71	42.23	1.13	30.78
云转售	2.88	8.39	3.12	7.17	3.41	5.87	0.81	6.11
合计	5.22	13.43	6.72	13.38	8.12	11.72	1.93	11.47

资料来源：公司提供，东方金诚整理

#### 1.数云融合 (MSP+ISV)

公司拥有多云平台和混合云架构的云管理服务能力，同时跟踪期内数云融合产品线持续丰富，数字化转型解决方案能力进一步提升

神州数码是国内少数能够提供全周期云管理的全栈式服务商，通过其自主研发的云管理平台，可以基于多云平台和混合云架构的服务能力，为客户提供包括咨询、迁移、运维、部署等一系列专业云管理服务。公司拥有云服务全牌照资质，通过了IDC、ISP、ICP在内的多项云服务认证。此外公司与多位云厂商保持良好的合作关系，云管理服务能力已经覆盖全球五大公有云（AWS、Azure、Aliyun、谷歌云、腾讯云）及华为云、中国移动云、京东智联云等国内主流公有云厂商，具备从云到端完善的技术研发和方案服务能力。

此外，公司自研TDMP数据脱敏系统、Bluenic数据平台和Jarvis人工智能知识平台持续为包括零售、快消、汽车、文旅、金融等行业世界五百强企业在内的广大客户提供行业数字化



解决方案。跟踪期内，公司数云融合产品线持续丰富，数据安全产品方面推出了分类分级清单、差异化动态脱敏和数据共享管理等新功能，产品获云安全联盟大中华区（CSA GCR）颁发的《CSA 2023 安全创新奖》，中国网络安全审查技术与认证中心颁发的《中国国家信息安全产品认证》（增强级）等；公司布局生成式 AI，人工智能产品 Jarvis 正式升级为一站式大模型集成和运营平台--“神州问学”，目前已经对接了数十家主流大模型，并发布了慧阅读、慧解析、慧问答等多个敏捷应用，进一步提升公司数字化转型解决方案能力。同时，公司合并高科数聚助力汽车行业数字化转型和数智化升级，投资山石网科拓展产品在云计算、信创及网络安全市场的应用广度。

**受益于云上数据高速增长带动企业上云及数字化转型需求增长，跟踪期内数云融合业务收入规模大幅上涨，毛利率维持在较高水平**

数云融合业务属于纯服务型业务，以人工成本为主，帮助客户上云、云迁移、维护以及特殊的数字化需求方案定制实施，定价会基于公司投入的资源以及客户业务难易程度而有所变化。2023 年公司数云融合业务收入 11.16 亿元，同比增长 68.25%，毛利率为 42.23%，较上年同期下滑 12.02 个百分点，主要系项目变动所致，但仍处于较高水平，是公司云服务业务利润提供重要支撑。

## 2.云转售 (AGG)

**云转售业务仍是公司云服务业务最主要的收入来源，依托于丰富的云资源，跟踪期内公司云转售业务收入规模仍保持增长，但该业务性质类同分销，毛利率有所下降**

借助云服务全牌照优势，公司与微软、AWS、阿里云、华为等全球云资源提供商展开深度合作，为海外云资源提供商进入国内市场提供渠道，丰富客户选择。公司云资源池较丰富，可为客户提供 IaaS、PaaS、SaaS 等各类主流产品的对接和转售服务，业务性质类同分销。公司按客户需求为客户开通云服务账号并充值或预先购买云资源再按客户使用量结算等。主要销售的产品为华为和阿里等公有云资源、Adobe、VMware、Autodesk 品牌软件等。根据客户结算方式的不同，公司分别以客户服务开通确认函件、云资源消耗用量情况确认收入。

跟踪期内，公司云转售业务实现快速发展，成为公司云服务业务收入的主要增量。2023 年，云转售业务营业收入同比增长 33.38%至 58.15 亿元。受云转售业务竞争加剧影响，当期毛利率为 5.87%，较上年同期下滑 1.30 个百分点，预计未来云转售业务毛利率或保持下降趋势。

图表 11 近年公司云转售业务向主要云厂商采销情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月	
阿里云	收入	0.78	1.64	1.28	0.41
	成本	0.58	1.38	1.03	0.32
AWS	收入	0.57	0.18	0.26	0.06
	成本	0.47	0.17	0.24	0.05
腾讯云	收入	0.06	0.38	0.12	0.00
	成本	0.03	0.23	0.10	0.00
华为云	收入	9.95	12.48	12.59	1.68
	成本	9.15	11.88	12.20	1.58

Autodesk	收入	3.54	4.3	4.77	1.35
	成本	3.25	3.92	4.41	1.27
Adobe	收入	3.67	4.26	4.79	0.98
	成本	3.44	4.04	4.46	0.90
VMware	收入	3.56	3.56	3.27	0.42
	成本	3.40	3.33	3.08	0.41
微软	收入	2.24	2.02	3.61	1.49
	成本	2.19	1.98	3.58	1.48

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 自主品牌

公司自主品牌业务主要由下属孙公司神州鲲泰（厦门）信息技术有限公司、北京神州数码云科信息技术有限公司及武汉神州数码云科网络技术有限公司<sup>5</sup>等负责运营。

公司围绕华为鲲鹏系列全面布局自主品牌产品，但产品竞争力依赖外购原材料，且部分产品产能利用率偏低，未来产能释放存在一定不确定性

公司自主品牌以硬件设备为主<sup>6</sup>，分为自主网络产品和自主计算产品（主要是服务器）。自主网络产品下游主要分为职业教育板块和国际业务板块，产品包括交换机、无线机等，用于职教学校实验室、校园网的配置等，由代工厂代工；自主计算产品下游行业包括运营商、金融行业、政府和国防，产品由自有工厂生产，主要围绕华为鲲鹏芯片打造神州鲲泰系列品牌。

华为鲲鹏处理器是华为自主研发的基于 ARM 架构的企业级系列处理器产品，其在核心数、内存通道数等指标方面较国内主流自主 CPU 处于相对领先地位。公司基于与华为的长期合作，率先进入鲲鹏产业链做整机组装业务，以华为鲲鹏生态为核心推出神州鲲泰系列服务器。跟踪期内，公司聚焦 AI 算力，并完成了定制化、可适配国内主流 GPU 的 AI 服务器的研发、生产及交付。神州鲲泰自研 AI 服务器适用于大模型推理、视频识别等多种 AI 应用场景，可通过计算资源智能管理软件动态分配算力资源。

目前公司自主品牌共有 2 个生产基地，其中神州鲲泰厦门生产基地正常运转，基地内部有 PC 组装线 2 条，产能可达到 22.46 万台/年，产品包括搭载鲲鹏、龙芯及飞腾芯片的台式机。服务器生产线 1 条，产能为 4.68 万台/年，产品以神州鲲泰服务器品牌为主；合肥生产基地尚处于建设中，为“神码转债”募投项目，建成后将新增 PC 产能 30 万台、服务器产能 15 万台和网络产品产能 30 万台。

但公司自主品牌产品性能依赖外购的芯片等核心原材料，且信创行业目前尚处于培育阶段，政府客户的 PC 换新需求有限，而产品消费端市场竞争力较弱。2023 年公司自主品牌 PC 产品产能利用率有所提高，但仍处于较低水平，不足 10%。服务器产能利用率保持上升趋势，2023 年提升至 77.01%。目前信创行业仍以政策导向为主，未来需求扩张或将不及预期。合肥工厂新建产线投产后新增产能的有效释放将面临一定风险，产能消化存在难度。

<sup>5</sup> 神州鲲泰（厦门）信息技术有限公司及武汉神州数码云科网络技术有限公司为北京神州数码云科信息技术有限公司子公司。而北京神州数码云科信息技术有限公司为合肥神州数码信创控股有限公司全资子公司，属于神州数码孙公司。

<sup>6</sup> 公司自主品牌业务还包括 OEM 的软件产品。2020 年以前，自主品牌业务主要以由代工厂代工的产品为主。2020 年 7 月起逐渐加入由公司自有工厂生产的 pc 及服务器产品，带动自主品牌业务收入规模扩张。

图表 12 近年公司自产产品产能利用情况（单位：台）

	项目	2021年	2022年	2023年	2024年1-3月
PC	产能	224640	224640	224640	56160
	产量	6023	419	21872	2098
	产能利用率	2.68%	0.19%	9.74%	3.74%
服务器	产能	46800	46800	46800	11700
	产量	12086	26967	36043	7299
	产能利用率	25.82%	57.62%	77.01%	62.38%

资料来源：公司提供，东方金城整理

跟踪期内，公司自主品牌鲲泰服务器获得运营商、政府多个订单，自主品牌收入规模进一步增长，业务毛利率变动不大，但核心原材料依赖外采，公司自主品牌业务核心竞争力有待提高

公司自主品牌鲲泰服务器持续获得来自运营商、政府、金融大客户的订单。跟踪期内，神州鲲泰产品入围中国移动、中国联通、中国电信集采项目；中标建设银行、交通银行等国有及股份制大行项目；中标福建省、厦门市、新疆维吾尔自治区、宁夏回族自治区全电发票项目；入围南方电网 2023 年信息类软硬件设备集采项目，公司跟踪期内自主品牌服务器产品销量增速明显，自主品牌业务营业收入 2023 年同比增长 48.95%至 38.29 亿元，毛利率变动不大，为 10.45%。预计未来伴随信创行业发展，IT 产品国产化替代进一步提升，带动公司自主品牌业务规模有所扩大。

细分来看，公司自产的服务器和 PC 成本端原材料占比均超过 80%，其中核心原材料如芯片、主板、内存、硬盘等全部来源于外采，并由公司进行组装。原材料价格随产品型号、市场供需等原因有所波动，且公司鲲鹏系列产品为中标集采订单主动低价出售，导致跟踪期内鲲鹏服务器产品毛利率有所降低；2023 年 PC 产品销量上升明显，毛利率转正至 6.56%，但未来公司自主品牌 PC 产品利润空间存在较大不确定性；公司网络产品以外包方式委托加工，2023 年毛利率有所上升，相较于 PC 及服务器产品较高，2023 年为 44.15%。

图表 13 近年公司自主品牌<sup>7</sup>主要硬件销售情况（单位：台）

	项目	2021年	2022年	2023年	2024年1-3月
PC	销量	5141	702	17767	1514
	毛利率	6.75%	-6.35%	6.56%	2.86%
服务器	销量	12100	21430	33786	10476
	毛利率	7.98%	11.13%	9.54%	9.51%
网络产品	销量	149111	150345	172432	22619
	毛利率	43.38%	38.42%	44.15%	44.80%

资料来源：公司提供，东方金城整理

<sup>7</sup> 此表未展示 OEM 产品，以软件为主。

## 未来发展

公司在建、拟建项目后续投资仍具一定规模，若下游需求不及预期，公司拟建项目产能释放或将面临不确定性

公司目前在建工程以“神码转债”募投项目为主，其中神州鲲泰生产基地项目已有部分资金投入，一期工程已经基本建设完毕，目前处于试生产阶段。该项目投资总额为 6.54 亿元，建设期为 3 年，建成后公司将新增 SMT 智能化生产车间，提高生产自动化程度。同时新增 1 年组装 15 万台服务器、30 万台 PC 和 30 万网络产品的产能。但信创行业以政策导向为主，下游需求规模存在较大不确定性，公司产能消化有一定难度。此外，数云融合实验室项目、信创实验室项目仍处于预研阶段，尚未发生项目支出。

图表 21 2024 年 3 月末公司在建、拟建项目（单位：亿元）

项目名称	总投资额	截至 2024 年 3 月末已投资	资金来源
神州鲲泰生产基地项目	6.54	1.20	募投+自有资金
数云融合实验室项目	2.32	0	募投+自有资金
信创实验室项目	3.31	0	募投+自有资金
合计	12.17	1.20	-

资料来源：公司提供，东方金城整理

## 公司治理与战略

公司建立了较为完善的法人治理结构，管理制度较为完善，能较好保障公司经营活动有序开展，跟踪期内无重大变化

公司法人治理结构主要由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成，跟踪期内无重大变化。期间，因公司整体工作安排，辛昕辞任董事及董事会专门委员会的职务；孙丹梅辞任监事职务，由谭爽担任；郭为由总裁职务改聘为首席执行官；叶海强辞任常务副总裁并担任副董事长职务；王冰峰由副总裁改聘为总裁、董事；刘昕辞任董事会秘书职务；因公司整体战略发展规划，李岩、李京、周鹏、郑东、杨明朗、汤凯、朱丽英、韩啸辞任副总裁职务。

公司建立了较为完整的内部组织结构，设立了 AEG、IIG、CBG 和政企 BG 四个业务群组分别负责应用电子业务、信息技术应用创新业务、IT 分销及增值服务业务与云计算和数字化转型业务、政企大客户业务，同时设立了中台、技术研究院等多个部门，制定了采购管理、销售管理、财务管理、担保管理、投资管理等制度，保障经营活动有序开展。公司对分、子公司实行统一管理，少数投资公司采用外派财务经理的方式监管其经营情况。资金管理方面，对于 100% 控股的分、子公司，由公司资金部负责归集，集团统收统支，统一融资，并根据各法人主体的需求调配资金。对于合资公司，不是由集团进行无障碍的统一调拨。合资公司体内，进行统一的资金管理。合资公司与上市公司之间资金调拨需要争得少数股东同意后，方可进行资金调拨并正常结算利息。

近年公司严格遵守环境保护政策，在实际研发、生产、销售、服务过程中不产生污染物，在数字化建设中打造多样化的节能、低碳、绿色、环保、高效的运行模式。近年来，公司未发生过人员伤亡事故，未受到过安全生产方面的相关处罚。

## 未来公司积极推进数云融合和信创两大战略业务，持续提升自身的数智能化能力，推动数字经济发展

未来公司积极推进数云融合和信创两大战略业务。一方面公司将以神州问学AI平台为核心，升级数云融合产品及解决方案，构造基于数云融合新技术范式的技术体系，在云、大数据和生成式AI等领域不断突破，不断累积和形成数据资产。围绕数据和AI场景，建立数智化的解决方案，打造数云融合的核心竞争力；另一方面，在信创领域，公司将进一步提升研发能力和营销能力，全面提升产品市场竞争力，致力于成为领先的信创基础设施提供商。公司将持续推出覆盖通用计算、AI等类型的新产品，并探索AI一体机等创新型产品和解决方案。此外，神州数码国际业务总部已正式落户深圳市神州数码国际创新中心(IIC)。公司将以“中国场景+全球领先技术”孵化原始创新、拓展海外影响力、提升海外服务和交付能力。公司将依托自主品牌产品、专业云服务、成熟解决方案，充分利用全球厂商资源优势 and 营销渠道优势，携手全球合作伙伴赋能海外客户数字化转型。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2023年审计报告及2024年1~3月未经审计的合并财务报表。信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对公司2023年的财务数据进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。

2023年公司因非同一控制下企业合并增加北京高科数聚技术有限公司(以下简称:高科数聚)及其子公司及领航动力信息系统有限公司(以下简称:领航动力)及其子公司,因设立增加子公司PT Gopomelo Cloud Indonesia公司。因注销清算减少广州神州数码有限公司、贵州神州数码云计算有限公司。截至2023年末,公司纳入合并报表范围的子公司共69家。

### 资产构成与质量

跟踪期内,公司资产规模呈上升趋势,资产结构以流动资产为主,截至2024年3月末,公司应收账款、预付款项和存货合计占流动资产比例为80.73%,对资金形成较大占用

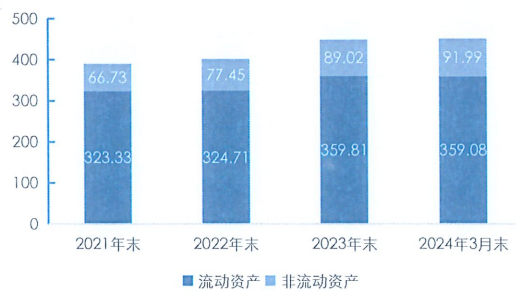
跟踪期内,公司资产规模呈上升趋势,资产结构仍以流动资产为主。2023年末公司资产总额同比增长11.61%至448.84亿元,2024年3月末公司资产总额进一步增至451.06亿元,流动资产分别占资产总额的80.17%和79.61%。

跟踪期内,公司流动资产总额有所增长,2023年末为359.81亿元,以货币资金、应收账款、预付款项和存货为主,2023年末上述四项合计占流动资产比重分别为15.69%、31.38%、14.70%和34.29%。公司货币资金主要是银行存款,2023年货币资金同比增长30.61%至56.45亿元,主要系“神码转债”完成发行收到募集资金所致。其中受限货币资金共计1.26亿,占总货币资金的2.23%,主要系用于保函保证金、履约保证金、因诉讼冻结的资金等;同期,公司应收账款账面价值同比增长29.34%至112.92亿元,主要系自主品牌直接客户业务量增长,客户业务回款相对较慢,以及领航动力、高科数聚纳入合并范围所致。2023年末公司应收账款共计提坏账准备7.06亿元,计提比例5.89%。公司前五大客户应收账款余额占总应收账款余额的

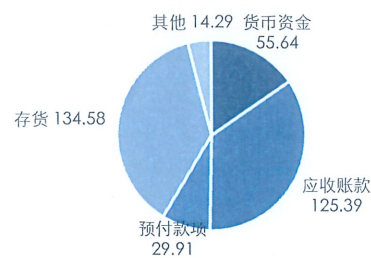
13.45%，集中度一般。公司应收账款周转率为 11.95 次，较上年有所下降；公司预付款项主要是货款，2023 年末小幅下降至 52.91 亿元，主要系公司结合自身业务特性，聚焦于存货管理精细化，提高库存管理水平，提升存货使用效率，受此影响公司采购备货减少所致；公司存货小幅下降至 123.38 亿元，其中包含商品房<sup>8</sup>22.09 亿元，其余部分以 IT 产品为主。公司当期库存商品计提跌价准备 3.68 亿元，存货周转率为 9.25 次，存货周转率较上年同期有所提升。

2024 年 3 月末，流动资产为 359.08 亿元，较 2023 年末变动不大，其中预付款项较 2023 年末下降 23.00 亿元，部分预付款项转入至存货，导致存货增加 11.20 亿元，应收账款增加 16.47 亿元，其余科目变动较小。

图表 14 公司资产构成情况（单位：亿元）



图表 15 2024 年 3 月末流动资产构成（单位：亿元）



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
货币资金	46.14	43.22	56.45	55.64
应收账款	83.44	87.30	112.92	125.39
预付款项	34.80	57.71	52.91	29.91
存货	145.54	124.95	123.38	134.58
<b>流动资产合计</b>	<b>323.33</b>	<b>324.71</b>	<b>359.81</b>	<b>359.08</b>
长期股权投资	2.03	2.61	6.85	6.79
投资性房地产	2.13	49.55	48.45	48.45
无形资产	22.88	2.37	6.09	5.97
商誉	9.57	9.57	13.26	13.26
<b>非流动资产合计</b>	<b>66.73</b>	<b>77.45</b>	<b>89.02</b>	<b>91.99</b>
<b>资产总计</b>	<b>390.06</b>	<b>402.16</b>	<b>448.84</b>	<b>451.06</b>

资料来源：公司提供，东方金城整理

跟踪期内公司非流动资产有所增加，2023 年末同比增长 14.95%至 89.02 亿元，主要由投资性房地产和商誉构成，合计占非流动资产的比重为 69.32%。其中投资性房地产主要系公司深圳湾超级总部基地一期及二期工程，2023 年整体已完工竣备，计入投资性房地产的账面价值为 46.25 亿元，未来大部分用于出租或出售获得收入。2024 年一季度深圳湾超级总部基地的租金收入为 308.85 万元，已计入其他业务收入；同期公司商誉增长至 13.26 亿元，主要系当期收购

<sup>8</sup> 2017 年 6 月 27 日，公司参加深圳市南山区深圳湾超级总部基地挂牌竞买事宜，竞得宗地编号为 T207-0052 的土地使用权。2017 年 7 月 17 日，本公司与深圳市规划和国土资源委员会南山管理局签署了《深圳市土地使用权出让合同书》，合同约定土地用途为商业服务业用地，本公司将可用于销售部分占用土地成本计入开发成本。该项目已于 2017 年 11 月 23 日开工，截至 2023 年 12 月 31 日深圳湾超级总部基地一期及二期工程已完成竣工联合（现场）验收，拟用于出售部分的房屋建筑物整体工程成本自开发成本转入库存商品-商品房核算。2023 年初开发成本共 18.90 亿元。

领航动力 100%股权和高科数聚 46.31%股权<sup>9</sup>产生。另外，公司长期股权投资增长至 6.85 亿元，主要系当期公司购买山石网科通信技术股份有限公司（以下简称“山石网科”）的 21537000 股股份，截至 2023 年末，公司持有山石网科 11.95%的股份。

2024 年 3 月末，公司非流动资产小幅增至 91.99 亿元，主要科目变化不大。公司受限资产包括货币资金、存货、无形资产、投资性房地产和应收款项融资，受限金额合计为 36.69 亿元，占总资产 8.14%，占净资产 38.26%。

图表 16 2024 年 3 月末受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	账面价值	受限金额	受限原因
货币资金	55.64	0.11	未决诉讼被冻结的资金、因开立信用证受限制定期存款、保函、信用证及银行承兑汇票保证金
存货	134.58	11.17	长期借款抵押
无形资产	19.48	4.70	长期借款抵押
投资性房地产	48.45	20.26	长期借款抵押
应收款项融资	2.89	0.46	银行承兑汇票质押
合计	261.05	36.69	--

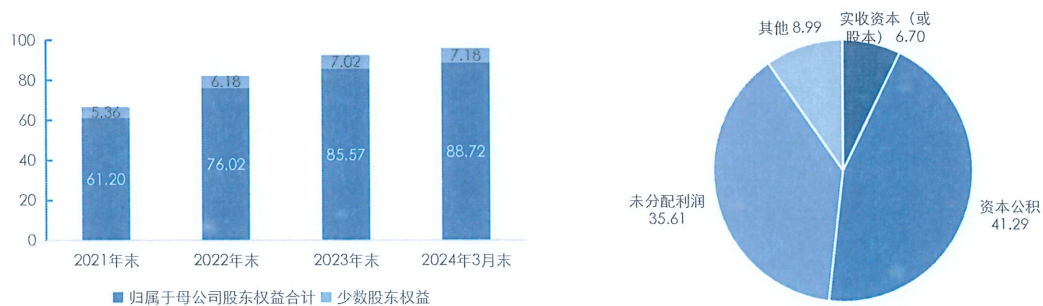
资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 资本结构

受益于经营积累，跟踪期内公司所有者权益增加，其中资本公积和未分配利润占比较大

受益于经营积累，2023 年末公司所有者权益同比增长 12.65%至 92.59 亿元，主要由未分配利润和资本公积构成。其中未分配利润同比增长 31.24%至 35.61 亿元，资本公积变动不大，为 41.29 亿元。其余科目变动较小。2024 年 3 月末，受公司经营积累带动未分配利润增长，导致公司所有者权益增至 95.90 亿元。

图表 17 公司所有者权益情况及 2023 年末构成（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，受运营资金需求增加及“神码转债”发行影响，公司全部债务规模增幅较大，短期有息债务占比较高，债务负担较重，未来面临一定债务集中偿付压力

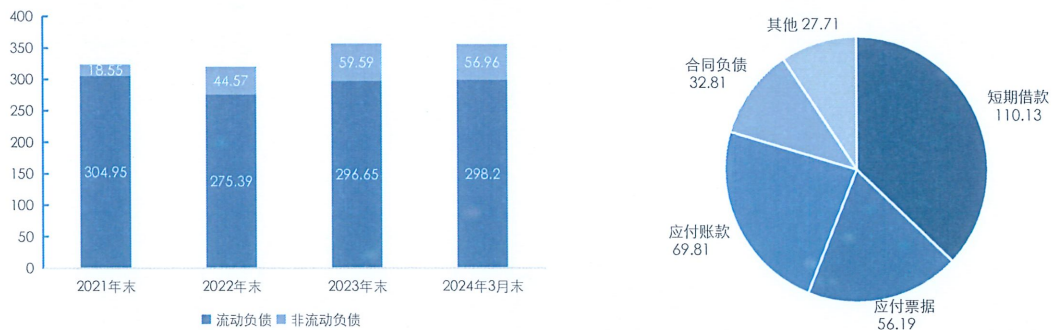
<sup>9</sup> 公司之子公司北京云计算于 2023 年非同一控制下收购领航动力 100%股权产生，合并对价 450,000,000.00 元，北京云计算应享有的领航动力可辨认净资产公允价值为 144435900.86 元，差额 305564,099.14 元计入商誉；公司于 2023 年非同一控制下收购高科数聚 46.31%股权产生，合并对价 10485000.00 元，公司应享有的高科数聚可辨认净资产公允价值为 41075505.40 元，差额 63774,494.6 元计入商誉。

跟踪期内,公司负债总额有所增长,2023年末、2024年3月末分别为356.24亿元和355.16亿元,构成上仍以流动负债为主,占比超过83.00%。

公司流动负债保持增长,2023年末为296.65亿元,主要由短期借款、应付票据、应付账款和合同负债构成,2023年末上述四项合计占流动负债的比重为90.66%。公司短期借款以保证借款和票据贴现为主,2023年公司业务增长,资金需求增加,短期借款同比增长32.21%至110.13亿元,其中公司加大了票据贴现融资,保证借款为70.73亿元,票据贴现为38.61亿元。公司应付票据主要为银行承兑汇票,2023年末同比下降16.06%至56.19亿元,主要系当期采用票据为结算方式的采购付款减少。应付账款为应付货款,当期同比增长10.24%至69.81亿元。公司合同负债主要是预收货款,2023年末同比下降3.38%至32.81亿元,主要系当期公司采用预收款结算的订单减少所致。2024年3月末,公司流动负债为298.20亿元,较2023年末变化不大。其中短期借款增加10.24亿元,合同负债减少9.48亿元,其余科目变化较小。

公司非流动负债有所增长,2023年为59.59亿元,以长期借款和应付债券为主。其中长期借款<sup>10</sup>以抵押借款为主,主要以深圳市南山区深圳湾超级总部基地土地使用权进行抵押,2023年末长期借款账面余额同比增长7.04%至43.89亿元,变动较小。应付债券主要系当期发行的“神码转债”,2023年末账面余额为12.31亿元。2024年3月末,公司非流动负债为56.96亿元,较2023年末下降2.63亿元,主要系长期借款转移至一年内到期的非流动负债中而较2023年末下降2.96亿元所致,其余科目变化较小。

图表 18 公司负债构成情况及 2023 年末流动负债构成情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

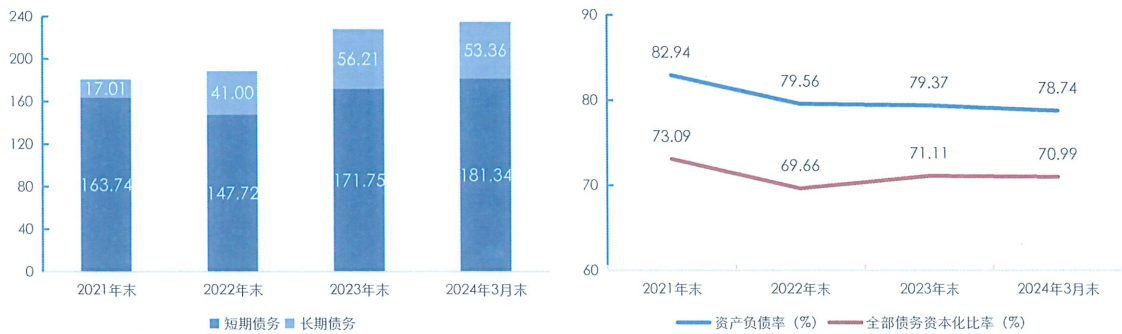
跟踪期内,伴随“神码转债”发行及短期借款增加,公司债务规模进一步上涨,其中2023年末短期债务171.75亿元,同比增长16.27%,主要系短期借款大幅上涨。长期债务同比增长37.08%至56.21亿元。截至2023年末,公司存续有息债务的平均融资成本约为3.7%。

同期,公司资产负债率及全部债务资本化比率变化不大,仍处于较高水平,公司债务负担较重。以2024年3月末存续债务情况来看,公司在2024年4~12月需偿还有息债务166.86亿元,债务主要集中于2024年到期,存在一定集中偿付压力。

<sup>10</sup> 截至2023年12月31日,抵押借款包括本公司之子公司神码中国2023年1月16日自汇丰银行(中国)有限公司借入的两年期长期借款余额475,740,000.00元,利率为3M EURIBOR加1.40%,以深圳市南山区深圳湾超级总部基地土地使用权进行抵押,由本公司提供担保;神码中国2022年8月16日至2023年4月11日,分次累计自汇丰银行(中国)有限公司借入长期借款共计358,930,000.00元,利率为sofr+1.69%,以深圳市南山区深圳湾超级总部基地土地使用权进行抵押;神码中国向汇丰银行(中国)有限公司贷款产生相关安排费以及其对应的代扣代缴增值税的分摊费作为借款费用冲减长期借款,合计39,104,260.25元,该费用将在借款期间计入损益。



图表 19 近年末公司有息债务及杠杆率情况（单位：亿元）



债务到期时间	短期借款到期 偿还金额	应付票据本金 到期偿还金额	一年内到期的 非流动负债	长期借款到 期偿还金额	应付债券 到期偿还	小计
2024年4~12月	106.48	55.46	4.92	--	--	166.86
2025年	13.90	--	0.59	40.93	--	55.41
2026年	--	--	--	--	--	--
2027年及以后	--	--	--	-	12.43	12.43
合计	120.37	55.46	5.51	40.93	12.43	234.70

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2024 年 3 月末，公司不存在对外担保。

### 盈利能力

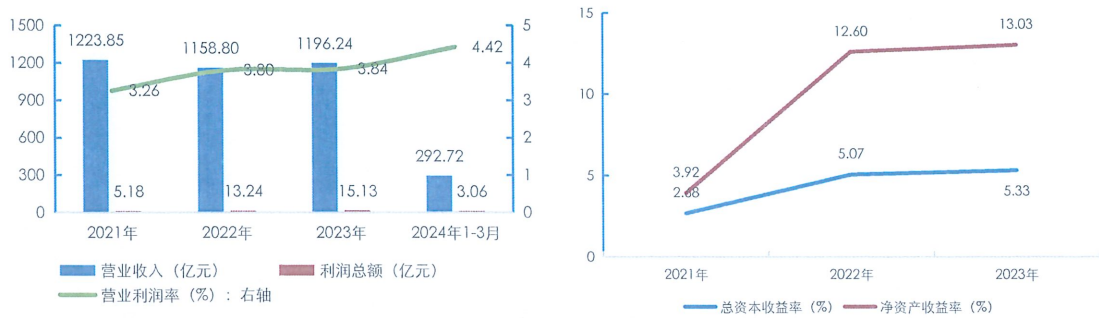
跟踪期内，云服务及信创相关需求增长，公司营业收入及毛利润有所增加，预计伴随数字经济发展，公司盈利仍有望维持增长

跟踪期内，数字经济发展较好，带动公司云转售、云管理及数字化转型解决方案等市场需求持续增长，同时公司自主品牌系列产品获得了多个运营商和政府行业大订单，2023 年整体营业收入同比增长 3.23% 至 1196.24 亿元，毛利润同比增长 4.90% 至 47.70 亿元，毛利率较上年上升 0.07 个百分点。

公司期间费用率控制在 3.00% 以内。其中销售费用占比较大。2023 年销售费用同比小幅增长 4.56%，主要系公司销售规模扩张，职工薪酬费用增加所致。同期公司研发费用有所增加，主要系公司加大云服务业务及信创业务研发投入所致。财务费用当期同比下降 11.83%，主要系汇兑收益所致。2023 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.33% 和 13.03%，较上年小幅上涨，公司盈利能力小幅提升。

2024 年 1~3 月，公司营业收入同比增长 7.95% 至 292.72 亿元，毛利率增至 4.57%。预计伴随数字经济发展，公司云服务业务及自有品牌业务仍能持续发力，公司盈利仍有望维持增长。

图表 20 公司盈利能力情况



资料来源：公司提供，东方金城整理

### 现金流

因公司采购备货增多，2023 年以来经营性净现金流转为净流出，未来在建和拟建项目以募投项目为主，投融资压力尚可控

2023 年，公司信创业务规模上涨，资金需求增加，现金回款速率减弱，存货转化为现金的金额较少，导致公司经营性净现金流大幅减少并转为净流出。同期公司现金收入比为 115.33%。当期公司投资性活动产生的现金流净流出规模扩大，为-10.80 亿元，主要系公司投资山石网科、领航动力、高科数聚以及深圳湾超级总部基地项目投入所致。公司筹资活动净现金流大幅净流入，主要系“神码转债”及借款净额增加所致。

2024 年 1~3 月，公司经营活动产生的净现金流为-2.52 亿元，投资活动产生的净现金流为-1.89 亿元，筹资活动产生的净现金流为 4.37 亿元。预计 2024 年伴随数字经济发展，公司经营活动产生的净现金流有望转正，投资活动主要以募投项目为主，筹资活动前现金流有望上升。

图表 21 公司现金流情况 (单位：亿元)



资料来源：公司提供，东方金城整理

### 偿债能力

跟踪期内，公司流动比率、速动比率有所上升。当期公司采购备货致使经营性现金流大幅减少为负，对流动负债无法形成保障。公司 EBITDA 利息倍数下滑，EBITDA 对利息的保障程度有所下降；全部债务/EBITDA 同比上升，EBITDA 对全部债务的保障能力有所减弱。

截至 2024 年 3 月末，公司未受限的货币资金 55.53 亿元，短期有息债务 181.34 亿元，货币资金无法覆盖短期有息债务；2023 年，公司经营性净现金流为-1.51 亿元，分配股利或利润、偿付利息所支付的现金为 12.66 亿元，经营性净现金流无法覆盖同期的利息和股利支出。投资性净现金流为-10.80 亿元，筹资活动前净现金流为-12.31 亿元。预计伴随国内数字经济持续发展以及信创行业持续扩容，公司云服务业务和自主品牌业务收入规模有望保持增长趋势。公司依靠自身较强的市场地位和完善的营销网络将对经营收入提供较强支撑，且预计未来投资支出减少，筹资活动前净现金流将有所好转。

同时，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2024 年 3 月末，公司银行授信总额为 415.41 亿元，未使用的授信额度为 175.79 亿元，可覆盖公司未来一年到期的刚性债务，且公司为上市公司，融资渠道较为通畅。

截至 2024 年 3 月末，公司持有上市公司神州数码控股有限公司 (0861.HK) 3.49%的股权、山石网科 (688030.SH) 12.16%的股权、迪信通 (6188.HK) 1.65%的股权，未质押市值合计约 4.74 亿元，同时还持有卓越信通 (831779.NQ) 17.76%的股权。

图表 22 公司偿债能力主要指标 (单位: %、倍)

指标名称	2021 年 (末)	2022 年 (末)	2023 年 (末)	2024 年 3 月 (末)
流动比率	106.03	117.91	121.29	120.42
速动比率	58.30	72.54	79.70	75.28
经营现金流动负债比	-0.51	3.04	-0.51	-
EBITDA 利息倍数	1.56	2.67	2.51	-
全部债务/EBITDA	17.26	10.39	10.79	-
资产负债率	82.94	79.56	79.37	78.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2024 年 5 月 15 日，公司本部在银行已结清和未结清贷款履约方面均无不良信用记录<sup>11</sup>。截至本报告出具日，公司在债券市场发行的债券“神码转债”尚未到转股日、付息日。

### 抗风险能力及结论

跟踪期内，公司居国内 IT 分销行业前列，销售网络遍布国内多座城市，销售渠道丰富，客户包括京东等电商平台以及多个企业级客户，在国内 IT 分销行业仍具有很强的竞争力；公司云服务领域资质完备，云管理服务能力覆盖全球五大公有云及国内主流公有云厂商，并借助渠道优势快速扩张云服务业务规模，受益于数字经济需求带动，2023 年公司云服务业务收入及毛利润均实现同比增长；公司基于与华为的长期合作，率先进入鲲鹏产业链做整机组装业务，跟踪期内自主品牌鲲泰服务器持续获得来自运营商及政府订单，业务收入规模进一步增长，未来有望成为公司新的盈利增长点；公司持有神州控股、山石网科等上市公司股权，同时与银行合作

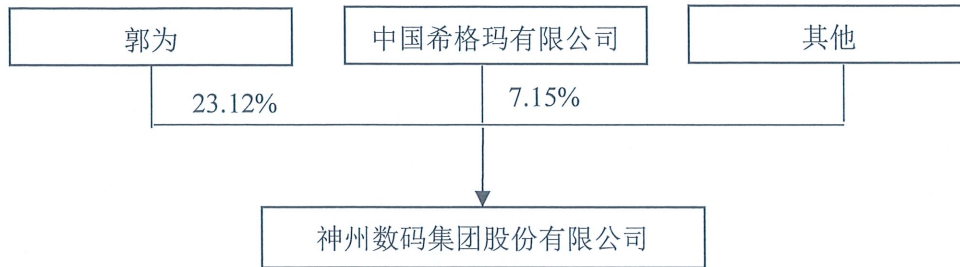
<sup>11</sup> 往期存在的被追偿业务及短期借款中的不良类账户、关注类账户均发生在 2016 年以前，即壳公司深信泰丰引起。

关系良好,截至 2024 年 3 月末未使用银行授信额度为 175.79 亿元,且公司作为 A 股上市公司,直接融资渠道畅通。

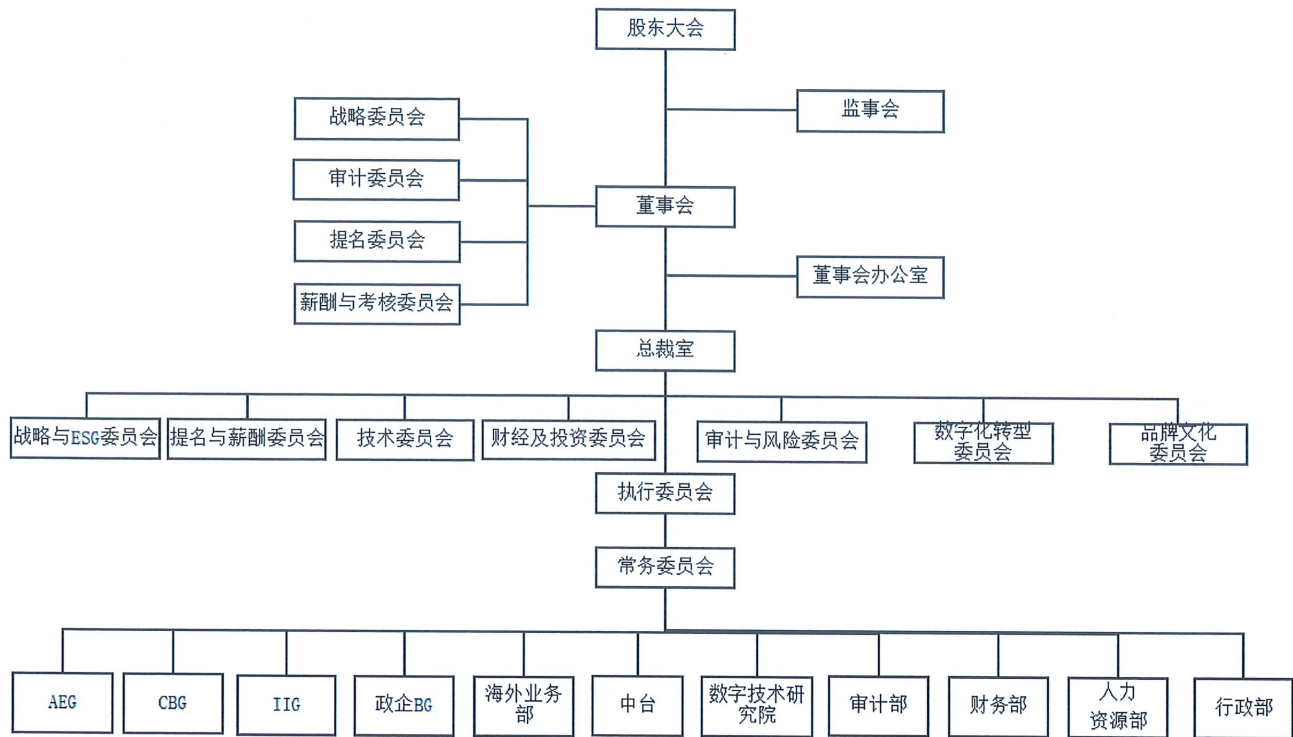
同时,东方金诚关注到,公司自主品牌业务以整机组装为主,核心零部件来源于外采,自身核心竞争力有待提高,且目前部分产品产能利用率仍偏低,未来产能释放存在一定不确定性;截至 2024 年 3 月末,公司应收账款、预付款项和存货合计占流动资产比例为 80.73%,对资金形成较大占用;跟踪期内公司全部债务持续增加,短期有息债务占比较高,面临一定债务集中偿付压力,同时因当期公司采购备货致使经营性现金流转为净流出,对负债的保障程度减弱。

综上所述,东方金诚维持神州数码主体信用等级为 AA,评级展望为稳定,基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估,东方金诚维持“神码转债”的信用等级为 AA。

附件一：截至 2024 年 3 月末神州数码股权结构图



附件二：截至 2024 年 3 月末神州数码组织结构图



### 附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2021年	2022年	2023年	2024年3月
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额 (亿元)	390.06	402.16	448.84	451.06
所有者权益 (亿元)	66.56	82.20	92.59	95.90
负债总额 (亿元)	323.50	319.96	356.24	355.16
短期债务 (亿元)	163.74	147.72	171.75	181.34
长期债务 (亿元)	17.01	41.00	56.21	53.36
全部债务 (亿元)	180.74	188.73	227.96	234.70
营业收入 (亿元)	1223.85	1158.80	1196.24	292.72
利润总额 (亿元)	5.18	13.24	15.13	3.06
净利润 (亿元)	2.61	10.36	12.06	2.50
EBITDA (亿元)	10.47	18.17	21.13	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-1.56	8.36	-1.51	-2.52
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-2.89	-1.61	-10.80	-1.89
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	10.27	-6.09	26.27	4.37
毛利率 (%)	3.35	3.92	3.99	4.57
营业利润率 (%)	3.26	3.80	3.84	4.42
销售净利率 (%)	0.21	0.89	1.01	0.85
总资本收益率 (%)	2.71	5.23	5.33	-
净资产收益率 (%)	3.92	12.60	13.03	-
总资产收益率 (%)	0.67	2.58	2.69	-
资产负债率 (%)	82.94	79.56	79.37	78.74
长期债务资本化比率 (%)	20.35	33.28	37.77	35.75
全部债务资本化比率 (%)	73.09	69.66	71.11	70.99
货币资金/短期债务 (%)	28.18	29.26	32.87	30.68
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-2.46	3.58	-5.40	-
流动比率 (%)	106.03	117.91	121.29	120.42
速动比率 (%)	58.30	72.54	79.70	75.28
经营现金流动负债比 (%)	-0.51	3.04	-0.51	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.56	2.67	2.51	-
全部债务/EBITDA (倍)	17.26	10.39	10.79	-
应收账款周转率 (次)	-	13.57	11.95	-
存货周转率 (次)	-	8.23	9.25	-
总资产周转率 (次)	-	2.93	2.81	-
现金收入比 (%)	112.62	114.19	115.33	107.95

## 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{应收账款净额} + \text{应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+折旧+摊销  
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

评级方法为《重型装备制造企业信用评级方法及模型》(RTFC007201907)



## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。