

2023年08月21日

云与信创双轮驱动，IT龙头问鼎神州

神州数码(000034)

核心观点：

► 神州数码，领先的数字化转型合作伙伴

神州数码致力于成为领先的数字化转型合作伙伴。自成立以来，便以“数字中国”为初心和使命，坚持“理念领先、技术领先、实践领先”。公司转型效果显著。根据公司官网数据，公司已有30000+生态伙伴，连续十余年蝉联IT分销、IT增值分销第一名，中国第三方云管理服务市场(2021年)第三名，中国信创服务器企业排行榜(2022)第九名，信创PC企业排行榜(2022)第8名。云与信创战略业务成效初显，根据公司2023年H1业绩快报，云计算及数字化转型业务收入预计同比增长30%-40%，自主品牌业务收入预计同比增长80%-90%。我们判断公司在公司信创大背景下，其云计算和自主品牌业务增速有望持续。

► 行业信创落地提速，深度绑定华为开启全新增长曲线

神州数码坚定“大华为”战略，生态合作已经迈入“深水区”。2018年，神州数码携手华为公司举办“神州华世，大有可为”，2020年，神州数码首个鲲鹏系列在厦门落成投产，此后，公司与华为合作关系进一步紧密，并于2021年成为华为同舟共济合作伙伴；2023年公司向不特定对象发行可转换公司债，我们判断其鲲鹏产业链持续扩产。行业信创在即，政策端，信创推广从试点进入常态化阶段，可以预见，打好科技仪器设备、操作系统和基础软件国产化攻坚战仍是未来发展的主旋律，行业信创仍是重点方向；产业端，通过梳理近期信创行业招标结果，我们判断，国产信创产品落地领域越来越广，生态适配总数进一步飞升，改善国产生态持续加速。以金融和运营商为例，下半年有望进入信创订单释放期，神州鲲泰服务器有望借助华为生态大放异彩。

► 云与数字化转型加速发展，注入优质成长动能

2022年，神州数码开创性地提出“数云融合”战略方向，围绕企业数字化转型的关键要素，着力在云原生、数字原生、数云融合关键技术上架构产品和服务能力。其技术优势明显，其云管理服务MSP业务有效解决客户云上全生命周期需求，同时，数字化解决方案ISV业务支持AI方案多场景落地。此外，公司云计算服务经验成熟，公司已累计为超过300家中大型企业提供云服务(其中世界五百强客户超50家)，累计迁移超过15000台云服务器，管理超过10000台云服务器，同时积累了包括大数据、物联网、人工智能、混

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	29.51
股票代码：	000034
52周最高价/最低价：	34.27/16.0
总市值(亿)	197.49
自由流通市值(亿)	162.30
自由流通股数(百万)	549.98



分析师：刘泽晶
邮箱：liuzj1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520020002
联系电话：

合现实、智能制造、视频云、云桌面、行业专有云等 17 类自主知识产权的公有云解决方案并实现了重点行业解决方案产品化。

投资建议

公司在信创服务器、云服务等方面具备领先优势，将受益于行业信创、云计算等产业高速发展。给予公司 2023-2025 年营收预测 1230.94/1331.19/1400.68 亿元，给予公司 2023-2025 年归母净利润预测 12.35/15.03/18.00 亿元，给予公司 2023-2025 年 EPS 预测 1.85/2.25/2.69 元。2023 年 8 月 21 日总市值为 197 亿元，对应股价 29.51 元，对应 PE 为 16.0/13.1/11.0 倍，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

中美关系不确定风险、AI 建设不及预期风险、行业竞争加剧风险、信创进程低于预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	122,385	115,880	123,094	133,119	140,068
YoY (%)	32.9%	-5.3%	6.2%	8.1%	5.2%
归母净利润(百万元)	249	1,004	1,235	1,503	1,800
YoY (%)	-60.1%	303.1%	23.0%	21.7%	19.8%
毛利率 (%)	3.4%	3.9%	4.2%	4.4%	4.6%
每股收益 (元)	0.39	1.57	1.85	2.25	2.69
ROE	4.1%	13.2%	14.4%	14.9%	15.2%
市盈率	76.49	18.85	15.99	13.14	10.97

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 神州数码：IT 分销龙头，云+信创开启全新成长曲线.....	5
1.1. 神州数码，领先的数字化转型合作伙伴.....	5
1.2. 股权结构集中，围绕产业链深度布局.....	5
1.3. 三大业务协同发展，云+信创增速可观.....	6
1.4. 净利润稳定增长，云+信创毛利率趋于稳定.....	8
1.5. 鲲鹏产业链持续扩产，不断深化“数云融合”战略.....	9
2. 行业信创落地提速，深度绑定华为开启全新增长曲线.....	10
2.1. 深度绑定华为，生态合作已经迈入“深水区”.....	10
2.2. 鲲鹏展翅，异腾万里，华为持续加码国产软硬件生态.....	10
2.3. 行业信创在即，神州鲲泰有望大放异彩.....	14
3. 云与数字化转型加速发展，注入优质成长动能.....	17
3.1. 云计算市场稳定增长，数字化转型驱动变革.....	17
3.2. “数云融合”战略赋能产业，构筑企业核心壁垒.....	19
3.3. 云管理服务 MSP——解决客户云上全生命周期一切需求.....	20
3.4. 数字化解决方案 ISV—— AI 技术助力方案多场景落地.....	22
4. IT 分销业务龙头，生态发展如火如荼.....	24
4.1 深耕 IT 分销 20 年，建立起坚实的资金底座.....	24
4.2 生态基础扎实，分布广泛.....	25
4.3 聚合共生数字生态，助力各行业数字化转型.....	26
4. 盈利预测.....	29
5. 风险提示.....	31

图表目录

图表 1 公司发展历程图.....	5
图表 2 公司股东结构及参股公司示意图(截止到 8 月 16 日).....	6
图表 3 公司参股控股公司及相关业务介绍.....	6
图表 4 公司产品业务线.....	7
图表 5 公司营收规模(亿元).....	8
图表 6 公司毛利规模(亿元).....	8
图表 7 公司营收规模(亿元)及增速.....	8
图表 8 公司三大业务毛利率.....	8
图表 9 公司三费情况.....	9
图表 10 公司归属于母公司净利润及增速.....	9
图表 11 公司产品业务线.....	9
图表 12 神州数码与华为合作示意图.....	10
图表 13 2023 年全球计算产业投资额(美元).....	11
图表 14 2023 年计算产业投资空间(亿美元).....	11
图表 15 鲲鹏 920 芯片.....	11
图表 16 TaiShan200 服务器.....	11
图表 17 鲲鹏计算产业定义.....	12
图表 18 鲲鹏计算产业发展阶段.....	12
图表 19 一云两翼双引擎+开放生态.....	12
图表 20 鲲鹏+异腾，战略投入“双引擎”.....	12
图表 21 鲲鹏芯片产品体系演进.....	13
图表 22 鲲鹏全栈开放，使能全产业伙伴创新.....	13
图表 23 异腾 910 与异腾 310 对比.....	13

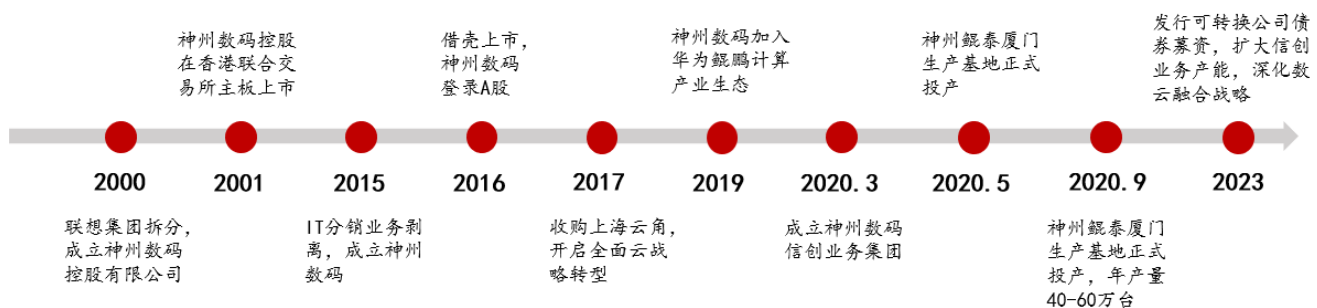
图表 24 昇腾全栈 AI 软硬件平台.....	13
图表 25 主流 CPU 对比.....	14
图表 26 “二十大”报告独立章节系统阐述安全.....	14
图表 27 2022 年 12 月中共中央政治局会议召开.....	14
图表 28 近期信创相关政策及新闻梳理.....	16
图表 29 中信银行通用基础设施集采项目具体产品及采购金额.....	17
图表 30 中国电信 AI 算力服务器 (2023-2024 年) 集采.....	17
图表 31 全球云计算市场规模及增速 (亿美元)	18
图表 32 中国云计算市场规模及增速 (亿元)	18
图表 33 中国数字化转型规模及增速 (亿美元)	18
图表 34 云计算及数字化转型业务营收 (亿元)	19
图表 35 云计算及数字化转型业务毛利率.....	19
图表 36 数云融合: 企业数字化转型方法框架.....	19
图表 37 全栈式云 MSP 服务.....	21
图表 38 2022H1 中国云运维管理服务市场份额占比.....	21
图表 39 2022H2 中国云运维管理服务市场份额占比.....	21
图表 40 OpenAI、Azure、Jarvis 产品对比.....	22
图表 41 神州数码成为阿里云首批产业战略合作伙伴.....	23
图表 42 Bluenic 产品架构图.....	24
图表 43 2018-2022 年 IT 分销业务营收 (亿元)	25
图表 44 2018-2022 年 IT 分销业务毛利率.....	25
图表 45 2018-2022 年各业务营收占比.....	25
图表 46 2022 年 IT 分销业务结构.....	25
图表 47 神州数码 IT 分销业务部分合作伙伴.....	26
图表 48 神州数码与华为深化战略合作签约仪式.....	26
图表 49 神州数码获得的京东集团颁发的奖项.....	26
图表 50 神州数码千帆计划介绍.....	27
图表 51 千帆计划层级.....	27
图表 52 千帆计划层级权益介绍.....	27
图表 53 神州数码数字中国服务联盟发展历程.....	28
图表 54 数字中国服务联盟中部分生态伙伴.....	28
图表 55 公司收入拆分预测.....	29
图表 56 可比公司估值.....	30

1. 神州数码：IT 分销龙头，云+信创开启全新成长曲线

1.1. 神州数码，领先的数字化转型合作伙伴

神州数码致力于成为领先的数字化转型合作伙伴：自成立以来，便以“数字中国”为初心和使命，坚持“理念领先、技术领先、实践领先”，不断推动自身数字化转型，打造数字化最佳实践，以数字技术和服务为企业客户赋能。神州数码控股集团于2000年从联想拆分成立，2015-2016年成功分拆上市，并于2017年实行云战略转型，2018年正式宣布启动“大华为”战略，此后不断强化与华为合作，2020年神州数码首个基于鲲鹏处理器的自主品牌服务器和PC地神州鲲泰正式投产，此后神州数码持续深化云与信创的转型，持续布局新创产业。2023年公司向不特定对象发行可转换公司债，其目的是深化信创、数云融合的战略，同时扩建神州鲲泰生产基地。

图表 1 公司发展历程图



资料来源：公开资料整理，神州数码官网，华西证券研究所

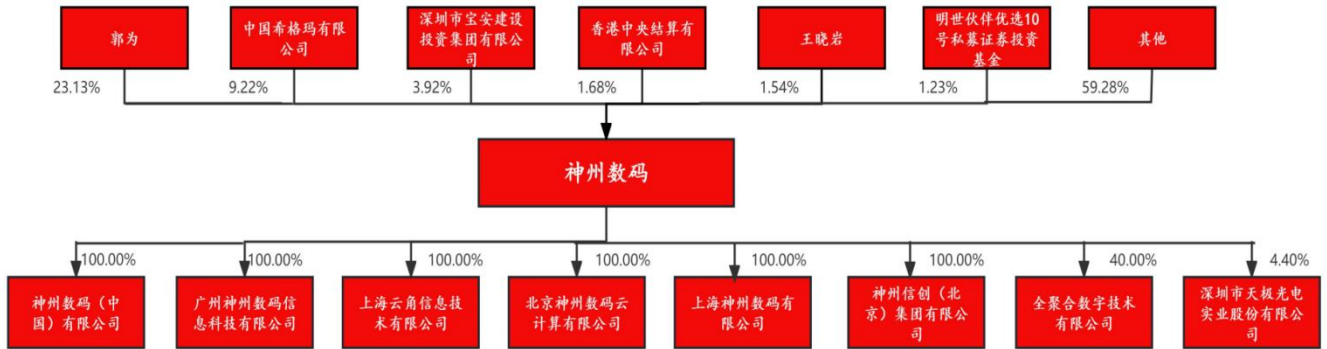
公司转型效果显著，“数云融合”助力数字化转型：公司在2022年，创新发布“数云融合”战略，积极拥抱云原生、数字原生所带来的新技术范式颠覆，助力不同数字化转型阶段。根据公司官网数据，公司已有30000+生态伙伴，连续十余年蝉联IT分销、IT增值分销第一名，中国第三方云管理服务市场(2021年)第三名，中国信创服务器企业排行榜(2022)第九名，信创PC企业排行榜(2022)第8名。

1.2. 股权结构集中，围绕产业链深度布局

公司股权结构相对集中：公司直接控制人郭为直接持有公司股权23.13%股份，是公司董事长、控股股东。

企业高管管理经验丰富：公司董事长郭为获工学硕士学位。曾任泰康人寿保险股份有限公司独立董事、鼎捷软件股份有限公司董事、上海浦东发展银行股份有限公司独立董事、慧聪集团有限公司非执行董事（前称慧聪网有限公司）、中国南方航空股份有限公司非执行独立董事等职务。

图表 2 公司股东结构及参股公司示意图(截止到 8 月 16 日)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

公司围绕主营业务 IT 业务参股(控股)众多公司, 其中包括云角信息技术、神州数码云计算、神州信创等公司, 涉及云技术、软件开发、网络安全、工业控制、IT 基础设施等相关业务, 相关业务协同发展, 彰显公司在 IT 业务下的竞争力。

图表 3 公司参股控股公司及相关业务介绍

控/参股公司	持股比例	主营业务
神州数码(中国)有限公司	100.00%	整合 IT 服务商, 为中国企业提供信息化所需的产品、解决方案和服务
广州神州数码信息科技有限公司	100.00%	系统科技公司、科技发展公司、产品集团、ITS 集团
上海云角信息技术有限公司	100.00%	为企业提供各种基于云平台的产品、服务以及解决方案
北京神州数码云计算有限公司	100.00%	提供广泛的云计算资源, 云应用及云专业化服务
上海神州数码有限公司	100.00%	网络基础建设、应用软件和服务以及供应链管理, 大陆地区最大的 IT 分销商之一
神州信创(北京)集团有限公司	100.00%	集成电路设计; 软件开发; 信息系统集成服务; 互联网数据服务等
全聚合数字技术有限公司	40.00%	数字技术服务; 技术服务、技术开发; 安全服务等
深圳市天极光电实业股份有限公司	4.40%	投资兴办实业、国内商业等
神州云盾信息安全有限公司	控股子公司持股 40.00%	国内领先的网络安全和工业控制安全产品和解决方案提供商
北京卓越信通电子股份有限公司	全资子公司持股 17.76%	生产计算机软硬件, 计算机及网络通信设备的技术开发等
通明智云(北京)科技有限公司	全资子公司持股 15.38%	软件及计算机系统服务等
北京神州慧安科技有限公司	子公司神州数码(中国)和北京神州数码分别持股 22.77%和 4.06%	工业控制网络安全
贰零叁伍科技实验室(深圳)有限公司	全资子公司持股 30.00%	软件开发; 信息系统集成, 数据处理和技术服务等

资料来源: 公开资料整理, 企查查, 华西证券研究所

1.3. 三大业务协同发展, 云+信创增速可观

按照公司主营业务分类，可分为 IT 分销、云服务、自主品牌三大业务，三大主营业务之间协同发展。其中：

- **IT 分销业务：**较为成熟，通过二十年积累而形成的 To B 渠道网络，是公司最重要的战略资源，公司构建了遍布国内 1000 余座城市、覆盖各大垂直行业、整合 30000 余家销售渠道的全国最大 To B 销售渠道网络，其中包括联想、华为、惠普、甲骨文、等国内外主流的 IT 厂商，下游客户囊括了国美、苏宁、京东等国内零售商和电商平台以及众多领域的企业级客户。分销产品包括电脑整机及配件、移动智能、服务器、存储、信息安全等多种 IT 设备。
- **云计算和数字化转型：**公司提出“数云融合”战略，通过云原生等技术，依托强劲的公有云服务能力和对于全球主流云平台架构的深刻理解，拥有从云到端完善的技术研发、方案服务能力，目前已覆盖覆盖全球五大公有云(AWS、Azure、阿里云、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。
- **自主品牌：**公司自主品牌包括服务器、PC、路由器、交换机等产品，公司较早地开展了信创产业布局和自主品牌基础架构产品设计，公司自主品牌神州鲲泰服务器覆盖多个行业领域，目前已经入围了运营商、金融、政企等建设项目。

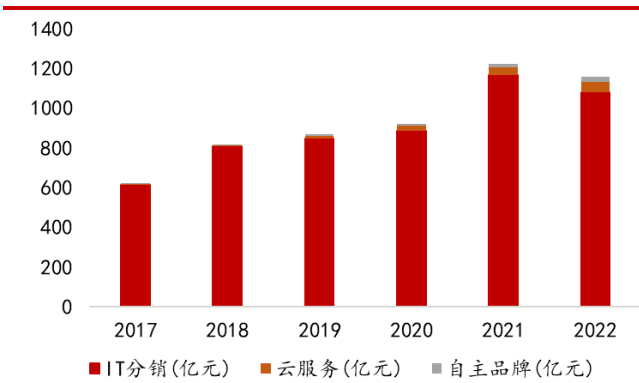
图表 4 公司产品业务线



资料来源：华西证券研究所

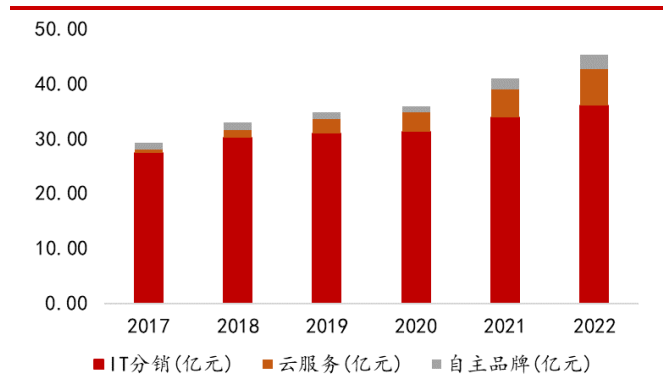
云+信创信创增速可观：从公司主营收入来看，IT 分销、云服务、自主品牌 2022 年收入分别为 1082.75 亿元、50.23 亿元、25.7 亿元，同比增长分别为-7.33%、29.29%、25.7%；从收入占比来看，公司 IT 分销业务占比超九成。而从公司毛利来看，IT 分销、云服务、自主品牌收入分别为 35.96 亿元、6.72 亿元、2.66 亿元，同比增加 6.72%、2.66%。而从收入结构上看，云和信创的毛利占比大幅提升。

图表 5 公司营收规模(亿元)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图表 6 公司毛利规模(亿元)



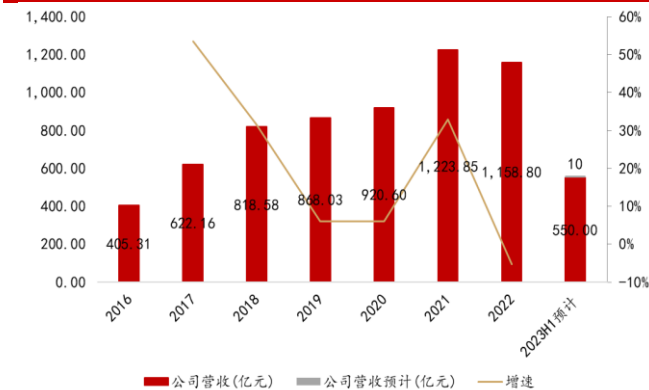
资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.4. 净利润稳定增长, 云+信创毛利率趋于稳定

公司营收稳定增长: 公司 2022 年营收为 1158.8 亿元, 同比下降 5.3%, 其主要原因是 IT 分销销售额下降, 其原因是公司提质增效作为目标战略, 促进管理效能提升的同时, 主动聚焦高价值、高毛利业务。根据公司业绩预报, 公司 2023 年 H1 营收为 550 亿元-560 亿元, 同比下降 4.64%-2.9%。

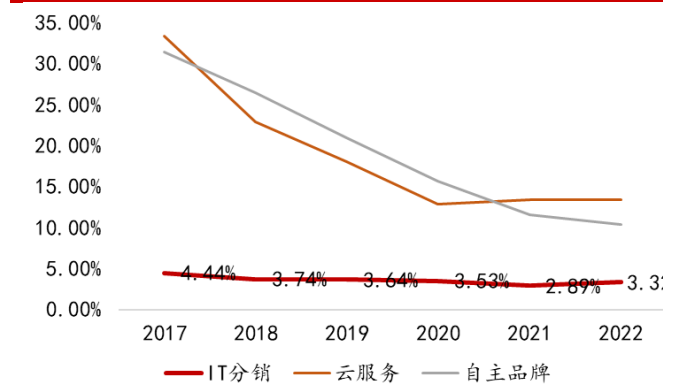
公司三大业务毛利率趋于稳定: 其中, IT 分销业务毛利率稳中有升, 而自主品牌与云服务毛利率趋于稳定, 其下降的主要原因分别是自主品牌中神州鲲泰系列 PC 及服务器占比逐渐增多, 云服务中运转售销售额逐渐增大。

图表 7 公司营收规模(亿元)及增速



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图表 8 公司三大业务毛利率

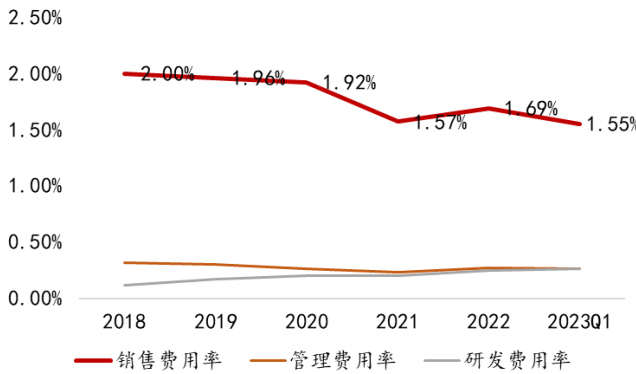


资料来源: Wind, 华西证券研究所

公司研发费用率稳中有升: 公司三费情况稳定, 2022 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 1.69%、0.27%、0.25%, 其中销售费用率与管理费用率呈现下降趋势。公司持续加大 IT 研发投入, 研发费用率稳重有升。

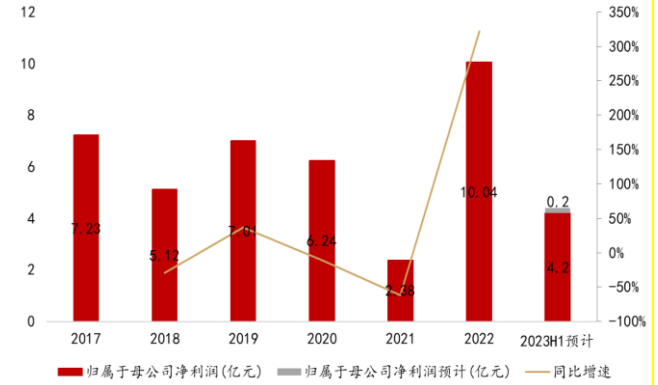
公司归母净利润稳定增加: 公司 2022 年实现归母净利润 10.04 亿元, 同比增加 322%, 其主要原因为 2022 年公司毛利率占比较高业务云服务与自主 IT 品牌销售的增加。根据公司业绩快报, 公司 2023 年 H1 归母净利润预计为 4.2 亿元-4.4 亿元, 同比增加 10.32%-12.88%。

图表 9 公司三费情况



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图表 10 公司归属于母公司净利润及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.5. 鲲鹏产业链持续扩产，不断深化“数云融合”战略

鲲鹏产业链持续扩产，不断深化“数云融合”战略:公司 2023 年发布 2023 年公司向不特定对象发行可转换公司债，其目的是深化信创、数云融合的战略，根据公司 2023 年 5 月发布公告《向不特定对象发行可转换公司债券预案》，公司本次向不特定对象发行可转换公司债券募集资金总额不超过 133,899.90 万用于以下项目建设。

图表 11 公司产品业务线

序号	项目名称	项目总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)
1	神州鲲鹏生产基地项目	65,384.38	57,755.00
2	数云融合实验室项目	23,161.48	12,774.00
3	信创实验室项目	33,076.77	23,942.00
4	补充流动资金	39,428.90	39,428.90
	合计	161,051.53	133,899.90

资料来源: Wind, 华西证券研究所

- **公司持续加深信创布局，扩产服务器产能:**公司将在合肥市包河经济开发区建设生产基地，助力公司扩大信创业务规模，加快信创战略的推进。本项目建成后形成新增 PC 产能 30 万台、服务器产能 15 万台，网络产品产能 30 万台，并实现生产链条的完善，提升公司的综合竞争力。
- **持续深化数云融合:**将以公司“数云融合”战略为出发点，基于云计算底层技术，开发面向泛行业客户的数据管理、运维、分析和应用平台，本项目围绕云原生数据平台、数云融合工作台、数据场景应用架构三个主要方向进行深入研究和开发，并实现软件工具、解决方案、技术维护服务的输出。
- **加大信创研发，建设新创实验室:**依托自身的数字化技术和能力，神州数码拟建设信创实验室，研发新型 DPU (Data Processing Unit, 数据处理器) 算力设备，并在此基础上研发下一代 IaaS 平台和云原生 PaaS 平台。通过本募投项目的实施，神州数码将围绕自主研发的新型算力设备和兼容各类

信创设备的云原生软件环境，构建适应最新 IT 服务资源需求的算力体系，为客户提供完整的云原生算力解决方案和完善的算力体验。

2. 行业信创落地提速，深度绑定华为开启全新增长曲线

2.1. 深度绑定华为，生态合作已经迈入“深水区”

神州数码坚定“大华为”战略，生态合作已经迈入“深水区”：早在2011年，神州数码和华为已有合作动向，神州数码成为华为数通产品经销商，为长期合作奠定了基础；2018年，神州数码携手华为为公司举办“神州华世，大有可为”，我们认为此举正式意味着神州数码宣布正式启动“大华为”战略，当时成为华为第九家全球总经销商；2019年，神州数码与华为在云计算、鲲鹏业务深度战略协作；2020年，神州数码首个鲲鹏系列在厦门落成投产，同年，公司自主产品数码鲲鹏泰系列首发，公司持续深化“云+鲲鹏战略”；此后，公司与华为合作关系进一步紧密，并于2021年成为华为同舟共济合作伙伴；2023年公司向不特定对象发行可转换公司债，我们判断其鲲鹏产业链持续扩产。

图表 12 神州数码与华为合作示意图



资料来源：公开资料整理，神州数码官网，华西证券研究所

2.2. 鲲鹏展翅，昇腾万里，华为持续加码国产软硬件生态

19年，万亿市场呈待挖掘，华为鲲鹏应运而生：技术持续迭代，重塑 ICT 产业体系。新应用、新技术、新计算架构，百亿级联接、爆炸式数据增长将重塑 ICT 产业新格局，催生新的计算产业链条，涌现出新的厂家和新的生态体系。(1) 硬件：服务器及部件、企业存储设备 (2) 软件：操作系统和虚拟化软件、数据库、中间件、大

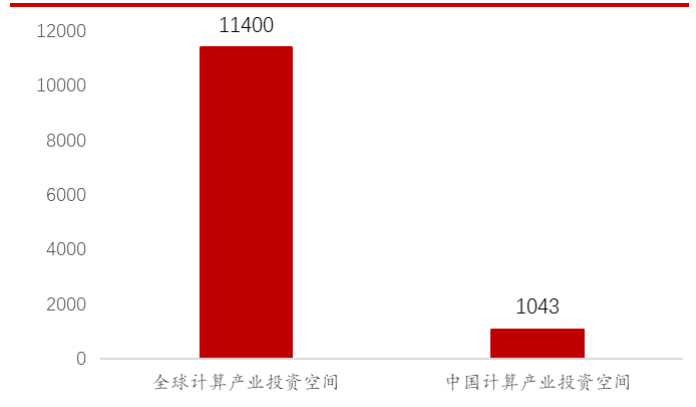
数据平台、企业应用软件 (3) 云服务、数据中心管理服务；IDC 预测，到 2023 年，全球计算产业投资空间 1.14 万亿美元。中国计算产业投资空间 1043 亿美元，接近全球的 10%，是全球计算产业发展的主要推动力和增长引擎。IDC 预测，在数字化浪潮的推动下，基于新一代计算平台，中国的服务器、存储、操作系统、数据库等 IT 企业将迎来巨大的发展机遇。

图表 13 2023 年全球计算产业投资额 (美元)



资料来源：鲲鹏计算产业白皮书，华西证券研究所

图表 14 2023 年计算产业投资空间 (亿美元)



资料来源：鲲鹏计算产业白皮书，华西证券研究所

2019 鲲鹏元年，华为看准时机抢先入局：2019 年 1 月，华为宣布推出鲲鹏 920 以及基于鲲鹏 920 的 TaiShan 系列服务器。基于 ARM 架构，鲲鹏处理器能解决云端、边缘端、计算密集型和数据密集型等多种场景；2019 年 5 月，华为发布全球首个基于自研 ARM 架构的分布式缓存鲲鹏 Redis；2019 年 8 月，华为全面开放鲲鹏主板和整机参考架构，华为聚焦做好鲲鹏处理器，使能合作伙伴优先发展自有品牌的计算产品整机。2019 年 9 月，华为宣布将欧拉 OS 正式开源，并发布鲲鹏开发者套件 DevKit。

图表 15 鲲鹏 920 芯片



资料来源：鲲鹏官网，华西证券研究所

图表 16 TaiShan200 服务器

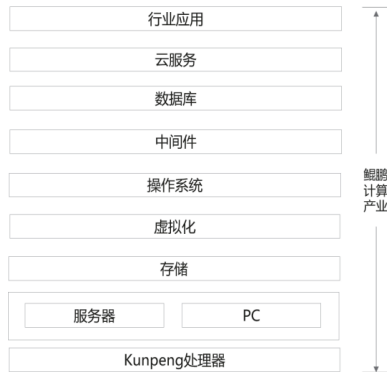


资料来源：鲲鹏官网，华西证券研究所

鲲鹏全栈开放，致力打造国产算力生态。鲲鹏计算产业是基于 Kunpeng 处理器构建的全栈 IT 基础设施、行业应用及服务，包括 PC、服务器、存储、操作系统、中间件、虚拟化、数据库、云服务、行业应用以及咨询管理服务等。华为聚焦于发展 Kunpeng 处理器的核心能力，通过战略性、长周期的研发投入，吸纳全球计算产业的优秀人才和先进技术，构筑 Kunpeng 处理器的业界领先地位，为产业提供绿色节能、安全可靠、极致性能的算力底座。

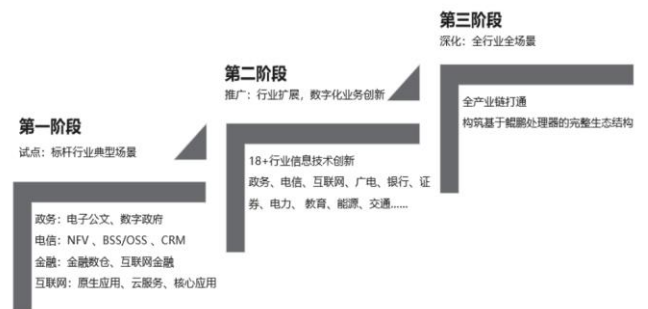
分三阶段构建全行业、全场景鲲鹏计算产业体系。完成鲲鹏计算产业从关键行业试点到全行业、全场景产业链建设目标需分为三个阶段：**第一阶段**：通过在政务、电信、金融和互联网等行业选取典型场景进行产业使能、孵化和试点，通过试点建立产业上下游厂家和用户信心。**第二阶段**：面向政务、电信、互联网、广电、金融证券、电力、能源、交通等行业全面打通产业体系，为行业数字化业务创新提供基础。**第三阶段**：面向全行业、全场景，打通产业链，构筑基于Kunpeng处理器的产业体系。

图表 17 鲲鹏计算产业定义



资料来源：鲲鹏计算产业白皮书，华西证券研究所

图表 18 鲲鹏计算产业发展阶段



资料来源：鲲鹏计算产业白皮书，华西证券研究所

20-21 年，华为持续加码国产软硬件生态，鲲鹏+昇腾构筑最强生态：一云两翼双引擎，构筑开放产业生态。一云：指华为云，通过全栈创新，提供安全可靠的混合云，成为生态伙伴的黑土地，为世界提供普惠算力。两翼：指智能计算业务以及智能数据与存储业务。在智能计算领域，面向端、边、云，提供“鲲鹏+昇腾+x86+GPU”的多样性算力。在智能数据与存储领域，融合了存储、大数据、数据库、AI，围绕数据的全生命周期，让数据的每比特成本最优、让数据的每比特价值最大。双引擎：指围绕“鲲鹏”与“昇腾”打造的两个基础芯片族，构筑异构的计算架构。开放生态：指通过硬件开放和软件开源，使能广大合作伙伴，形成一个开放的产业生态。

图表 19 一云两翼双引擎+开放生态



资料来源：华为云公众号，华西证券研究所

图表 20 鲲鹏+昇腾，战略投入“双引擎”



资料来源：华为云公众号，华西证券研究所

华为鲲鹏 CPU 架构持续演进，支持计算产业持续演进：目前鲲鹏 920 面向数据中心，主打低功耗高性能。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，包含“算、存、传、管、智”五个产品系统体系。规格方面，鲲鹏 920 可

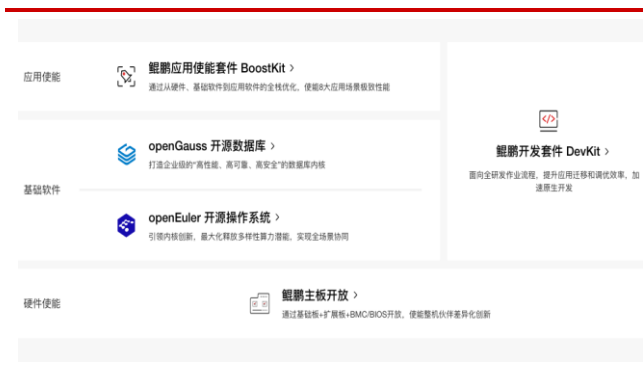
以支持 64 个内核，主频可达 2.6GHz，集成 8 通道 DDR4，集成 100G RoCE 以太网卡。与此同时，鲲鹏 920 支持 PCIe4.0 及 CCIX 接口，可提供 640Gbps 总带宽。根据华为云官微，华为表示鲲鹏 920 大部分性能提升来自优化的分支预测算法和增加的 OP 单元数量，以及改进的内存子系统架构。

图表 21 鲲鹏芯片产品体系演进



资料来源：鲲鹏计算产业白皮书，华西证券研究所

图表 22 鲲鹏全栈开放，使能全产业链创新



资料来源：鲲鹏官网，华西证券研究所

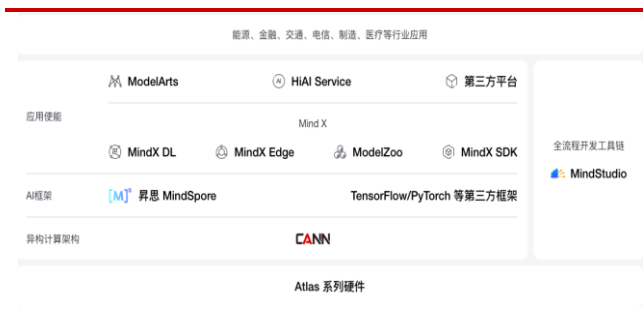
昇腾 AI 芯片，面向“端、边、云”的全场景 AI 基础设施：昇腾 910 和昇腾 310 两款 AI 芯片均使用华为的达芬奇架构，每个 AI 核心可以在 1 个周期内完成 4096 次 MAC 计算，集成了张量、矢量、标量等多种运算单元，支持多种混合精度计算，支持训练及推理两种场景的数据精度运算。基于昇腾系列 AI 处理器和基础软件构建 Atlas 人工智能计算解决方案，包括 Atlas 系列模块、板卡、小站、服务器、集群等丰富的产品形态，打造面向“端、边、云”的全场景 AI 基础设施方案，覆盖深度学习领域推理和训练全流程，可以满足不同场景的大模型计算需求。

图表 23 昇腾 910 与昇腾 310 对比

	昇腾310	昇腾910
特征	华为首款全栈全场景AI芯片	业界算力最强的AI处理器
架构	达芬奇架构3D Cube技术	达芬奇架构3D Cube技术
算力	16 TOPS@INT8, 8 TOPS@FP16	640 TOPS@INT8, 320 TFLOPS@FP16
最大功耗	8W	310W
应用场景	视频分析、智能监控、自动驾驶	自然语言处理、计算机视觉

资料来源：昇腾官网，华西证券研究所

图表 24 昇腾全栈 AI 软硬件平台



资料来源：鲲鹏官网，华西证券研究所

华为鲲鹏 920 优势显著：Huawei Kunpeng 920 处理器是华为自主研发的芯片，采用 7nm 工艺。它采用了 ARMv8 架构，支持全球范围内的系统和应用。鲲鹏 920 的性能表现非常出色，被誉为“礼物级芯片”。鲲鹏 920 具有高扩展性、高安全性、低功耗、高性能等特点，可应用于超级计算机、大型云计算数据中心等领域。其主频最高可达 2.6GHz，具有 64 个核心，配合超强的浮点性能和内存支持，可为大数据处理、AI 计算等任务提供高效且稳定的支持。鲲鹏 920 处理器的独立双精度浮点运算器 (SpF)，可达到 512GFlops 的峰值性能，是目前行业内最先进、最高效的浮点运算器之一。我们认为，鲲鹏相较于其他主流 CPU，竞争优势显著。

图表 25 主流 CPU 对比

	Intel	AMD	飞腾	海思	海光	龙芯	申威
品牌	Xeon6354	EPYC7542	S2500	鲲鹏920-7260	海光7285	企业级3C5000L	申威1621
指令集	x86	x87	ARM	ARM	x90	LoongArch	SW_64
核心数	18	32	64	64	32	16	16
主频	3.0Hz	2.9Hz	2.2Hz	2.6Hz	2.0Hz	2.2Hz	2.0Hz
内存类型	DDR4	DDR4	DDR4	DDR4	DDR4	DDR4	DDR3
内存通道数	8	8	8	8	8	4	8
最高内存频率	3200MHz	3200MHz	3200MHz	2933MHz	2666MHz	3200MHz	2133MHz
PCIe通道数	服务器CPU	服务器CPU	服务器CPU	服务器CPU	服务器CPU	服务器CPU	服务器CPU

资料来源：海光招股书，华西证券研究所

2.3. 行业信创在即，神州鲲泰有望大放异彩

“二十大”明确“安全”的重要战略地位。2022年10月，中共“二十大”正式召开，根据大众日报统计，党的二十大报告中“安全”一词贯穿全篇，共出现了91次，创历年之最。报告第十一部分用专章对维护国家安全和社会稳定进行安排，突出了国家安全在党和国家工作大局中的重要地位。2022年12月，中共中央政治局会议强调“产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强”。二十大报告作为“十四五”期间的重要报告，为后续政策提供了指引。

图表 26 “二十大”报告独立章节系统阐述安全

十一、推进国家安全体系和能力现代化，坚决维护国家安全和社会稳定

国家安全是民族复兴的根基，社会稳定是国家强盛的前提。必须坚定不移贯彻总体国家安全观，把维护国家安全贯穿党和国家工作各方面全过程，确保国家安全和社会稳定。

我们要坚持以人民安全为宗旨，以政治安全为根本，以经济安全为基础，以军事科技文化社会安全为保障，以促进国际安全为依托，统筹外部安全和内部安全、国土安全和国民安全、传统安全和非传统安全、自身安全和共同安全，统筹维护和塑造国家安全，夯实国家安全和稳定基础，完善参与全球安全治理机制，建设更高水平的平安中国，以新安全格局保障新发展格局。

(一) 健全国家安全体系。坚持党中央对国家安全工作的集中统一领导，完善高效权威的国家安全领导体制。强化国家安全工作协调机制，完善国家法治体系、战略体系、政策体系、风险监测预警体系、国家应急管理体系，完善重点领域安全保障体系和重要专项协调指挥体系，强化经济、重大基础设施、金融、网络、数据、生物、资源、核、太空、海洋等安全保障体系建设，健全反制裁、反干涉、反“长臂管辖”机制，完善国家安全力量布局，构建全域联动、立体高效的国家安全防护体系。

(二) 增强维护国家安全能力。坚定维护国家政权安全、制度安全、意识形态安全，加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全，加强海外安全保障能力建设，维护我国公民、法人在海外合法权益，维护海洋权益，坚定捍卫国家主权、安全、发展利益，提高防范化解重大风险能力，严密防范系统性安全风险，严厉打击敌对势力渗透、破坏、颠覆、分裂活动，全面加强国家安全教育，提高各级领导干部统筹发展和安全能力，增强全民国家安全意识和素养，筑牢国家安全人民防线。

资料来源：百度百科，华西证券研究所

图表 27 2022 年 12 月中共中央政治局会议召开

推动经济运行整体好转 实现质的有效提升和量的合理增长——从中央政治局会议看2023年中国经济工作新走向

2022-12-08 09:13 来源：新华社

【字体：大 中 小】 打印 分享 收藏

新华社北京12月7日电 新华社“新华视点”记者

2023年是全面贯彻党的二十大精神开局之年，做好经济工作十分关键。12月6日，习近平总书记主持召开中共中央政治局会议，分析研究2023年经济工作，明确“坚持稳中求进工作总基调”，强调“推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开局起步”。

更好统筹疫情防控和经济社会发展 更好统筹发展和安全

中央政治局会议指出，做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大精神，扎实推进中国式现代化，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全。

资料来源：人民政府网，华西证券研究所

国际局势推动关键技术国产化。长期以来，由于国内产业链核心技术的缺失，国际IT巨头占据了中国市场的大量份额，垄断了中国的数字化基础设施中的基础软硬件。随着国际局势的变化，使得中国信息产业面临“卡脖子”的窘境。截至2023

年3月已有869家企业被列入了美国实体清单，实体清单中企业主要涉及生物技术、物流技术、人工智能等14个新型技术行业。在新地缘政治形势下，信创的战略和经济意义更加凸显，推动关键技术国产化，大力扶持信创产业发展，将有利于构建国家信息安全护城墙。

大安全主线正在兑现，政策落地信创迎来强催化。2023年以来，各大行业、各大省市均在相关信创政策中对“国产化”、“科技自立自强”、“安全”等提出明确支持与要求。2023年8月7号，《学习时报》头版头条刊发国务院国资委党委书记、主任张玉卓署名文章《在推进中国式现代化建设中谱写国资央企新篇章》，文章提出把科技创新摆在“头号工程”的重要位置，突出企业创新主体地位，助力科技强国建设。

我们认为，信创推广从试点进入常态化阶段，可以预见，打好科技仪器设备、操作系统和基础软件国产化攻坚战仍是未来发展的主旋律，行业信创仍是重点方向。

图表 28 近期信创相关政策及新闻梳理

名称	时间	主要内容
《在推进中国式现代化建设中谱写国资央企新篇章》	2023 年 8 月 7 日	《学习时报》头版头条刊发国务院国资委党委书记、主任张玉卓署名提出，把科技创新摆在“头号工程”的重要位置，突出企业创新主体地位，助力科技强国建设。
《加强基础研究，实现高水平科技自立自强》	2023 年 8 月 1 日	第 15 期《求是》杂志发表了中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《加强基础研究，实现高水平科技自立自强》，文章强调，加强基础研究，是实现高水平科技自立自强的迫切要求，是建设世界科技强国的必由之路。
中国信息安全测评中心发布《安全可靠测评工作指南（试行）》	2023 年 7 月 28 日	主要面向计算机终端和服务器搭载的中央处理器（CPU）、操作系统以及数据库等基础软硬件产品，通过对产品及其研发单位的核心技术、安全保障、持续发展等方面开展评估，评定产品的安全性和可持续性，实现对产品研发设计、生产制造、供应保障、售后维护等全生命周期安全可靠性的综合度量和客观评价。
国务院国资委举办中央企业负责人研讨班等会议	2023 年 7 月 13-14 日	强调抓好国有企业改革深化提升行动，助力高水平科技自立自强。
中国交通运输协会联合相关单位《交通运输信息技术应用创新适配测评总体要求》	2023 年 7 月 10 日	规定了交通运输行业信创适配要求和测评要求，包含基础软件和基础硬件适配认定和验证、以及应用软件测评要求。适用于交通运输行业信创适配测评分类范围中的应用软件建设方、应用软件测评需求方及应用软件测评提供方开展信创应用软件测评工作。
中证协《证券公司网络和信息安全三年提升计划（2023-2025）》	2023 年 6 月 9 日	推动证券公司加强网络与信息系统安全稳定运行保障体系和能力建设，提高资本市场网络和信息安全水平，防范化解网络与信息系统安全风险。
北京市印发《北京市关于加快打造信息技术应用创新产业高地的若干政策措施》	2023 年 5 月 10 日	提出实施信创标准创制工程、对重点行业开放应用场景等重要举措。

资料来源：国务院，教育部，第一财经，中国信息安全测评中心，北京市人民政府网，中国证券报，华西证券研究所

信创需求逐渐回暖，招标启动带来业绩释放。金融信创需求高增，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，其中 ARM 芯片服务器预计采购金额为 34.01 亿元，C86 芯片服务器预计采购金额为 10.20 亿元，此外还包括数据中心级别交换路由、防火墙设备等重要基础设施，可以看出 ARM 芯片服务器占据了大部分的招标总额。通过梳理近期信创行业招标结果，我们判断，国产信创产品落地领域越来越广，生态适配总数进一步飞升，改善国产生态持续加速。同时，下游客户一般按年度制定预算计划，下半年有望进入信创订单释放期。我们判断，神州鲲泰服务器有望借助华为生态大放异彩。

图表 29 中信银行通用基础设施集采项目具体产品及采购金额

序号	分类	子分类	预估采购金额 (亿元)
1	服务器	ARM 芯片服务器	34.01
2		C86 芯片服务器	10.2
3	网络设备	数据中心级别交换路由	10
4		非数据中心级别交换路由	1.19
5		防火墙设备	0.99
6		波分设备	1.7
7	存储设备	集中式 ARM 高端存储	3.93
8		分布式 ARM 对象存储	2.34
9		中高端存储光纤交换机	0.9
合计			65.25

资料来源：C114 通信网，华西证券研究所

运营商信创需求同样火爆：根据 C114 讯消息，中国电信 AI 算力服务器（2023-2024 年）集中采购项已批准，公告显示，本项分为 4 个标包，分别为训练型风冷服务器（I 系列）、训练型液冷服务器（I 系列）、训练型风冷服务器（G 系列）、训练型液冷服务器（G 系列）。预估采购规模为 4175 台，I 系列配套 InfiniBand 交换机 1182 台。其中 G 系列为国产服务器，从占比来看，国产 G 系列占比大约为 50%。我们判断，信创国产服务器占运营商招标比重正逐年增加，此外，我们判断中国电信 AI 服务器招标有望成为运营商行业信创落地的前奏信号，相关运营商信创招标有望落地加速。

图表 30 中国电信 AI 算力服务器(2023-2024 年)集采

标包	涉及得主要评估产品品类	产品名称	数量(台)
1	I 系列服务器	主设备-训练型风冷服务器(I 系列)	2073
		配套设备-InfiniBand 交换机	1129
2	I 系列服务器	主设备-训练型液冷服务器(I 系列)	125
		配套设备-InfiniBand 交换机	53
3	G 系列服务器	训练型风冷服务器(G 系列)	1048
4	G 系列服务器	训练型液冷服务器(G 系列)	929

资料来源：C114 通信网，华西证券研究所

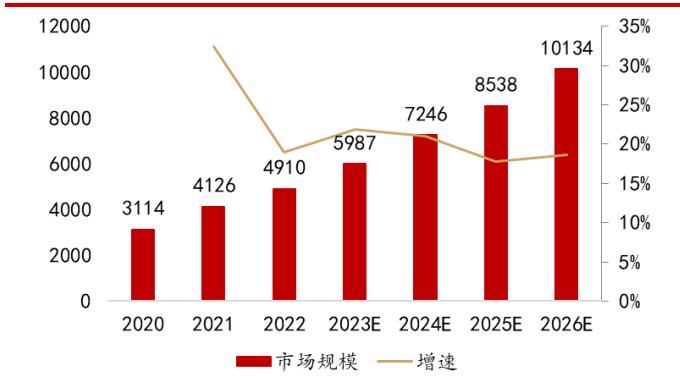
3. 云与数字化转型加速发展，注入优质成长动能

3.1. 云计算市场稳定增长，数字化转型驱动变革

云计算市场规模稳定增长，云计算战略价值持续提升。云计算是信息技术发展和服务模式创新的集中体现，是信息化发展的重大变革和必然趋势。云计算引发了软件开发部署模式的创新，为大数据、物联网、人工智能等新兴领域的发展提供基础支撑。目前各国正加速推进云计算战略，聚焦云计算赋能行业价值。根据 Gartner 数据显示，2022 年全球云计算市场规模达 4,910 亿美元，同比增长 19%，预计在大模型、算力等需求刺激下，市场将保持稳定增长，预计到 2026 年将突破万亿美元。

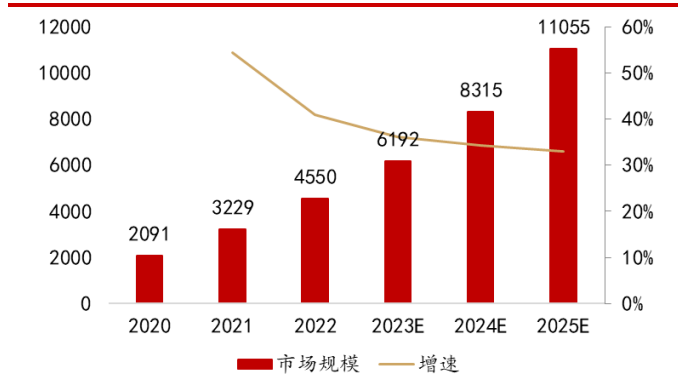
反观中国市场，随着数字化转型进程的深入，数字中国建设上升为国家重要战略目标，而云计算作为新型数字基础设施，已成为新一代信息技术的核心引擎。2022年我国云计算市场规模达到4,550亿元，同比增长40.9%，处于快速发展阶段，预计2025年市场规模将破万亿元。

图表 31 全球云计算市场规模及增速（亿美元）



资料来源：云计算白皮书（2023），华西证券研究所

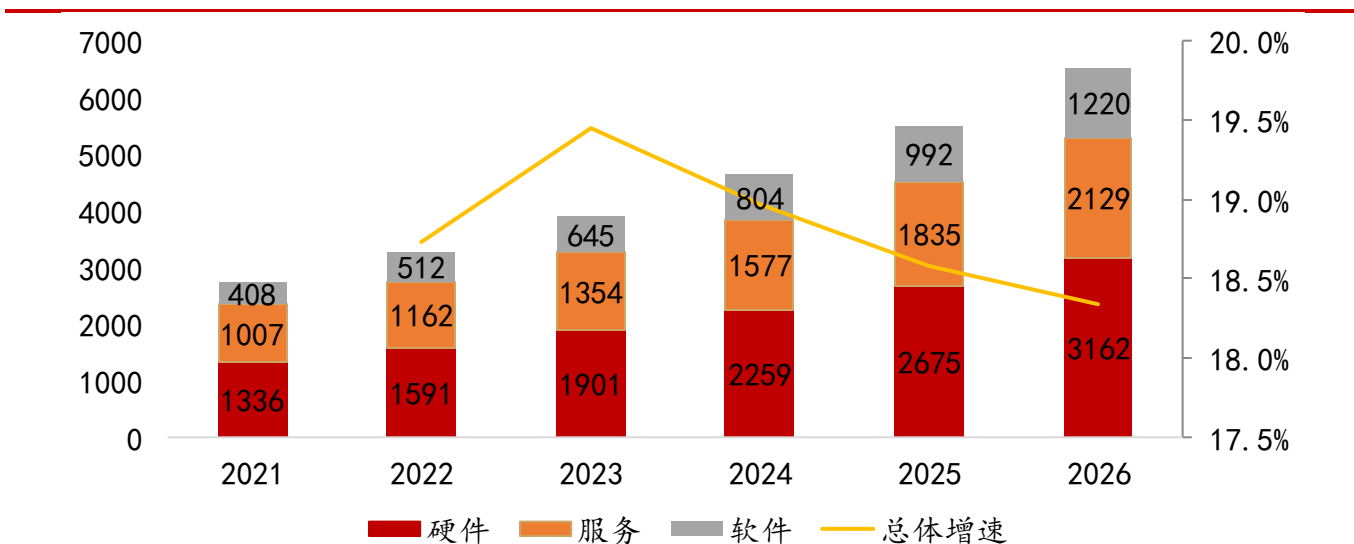
图表 32 中国云计算市场规模及增速（亿元）



资料来源：云计算白皮书（2023），华西证券研究所

数字化转型带动云计算规模持续上行。伴随着政策的扶持，各行各业的终端用户对于数字化转型的需求不断增加，中国的数字化转型市场将保持高速增长态势。IDC最新数据显示，到2026年，中国数字化转型支出规模预计超过6,000亿美元，五年复合增长率将达到17.9%，增速位于全球前列。云计算是实现数字化目标和支持混合工作模式的关键技术，加强云相关市场数字化投入已成为主要趋势。2021年云相关市场支出占数字化转型整体支出的12.7%，2026年占比将接近20%，2021-2026年复合增长率（CAGR）达到27.9%。

图表 33 中国数字化转型规模及增速（亿美元）

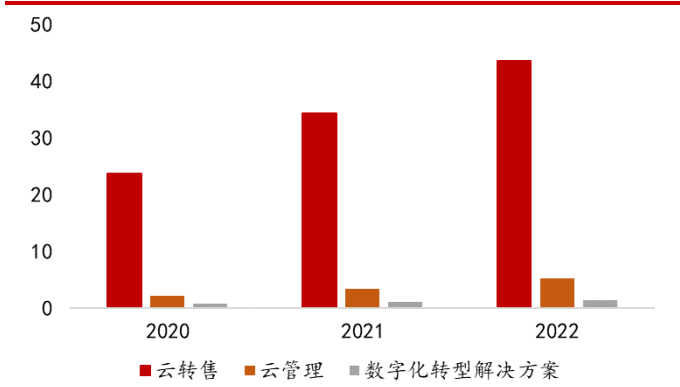


资料来源：IDC，华西证券研究所

公司云计算及数字化转型业务成绩突出。2022年，公司云计算及数字化转型业务成绩突出，实现营业收入50.23亿元。云转售（AGG）为云计算及数字化转型业务

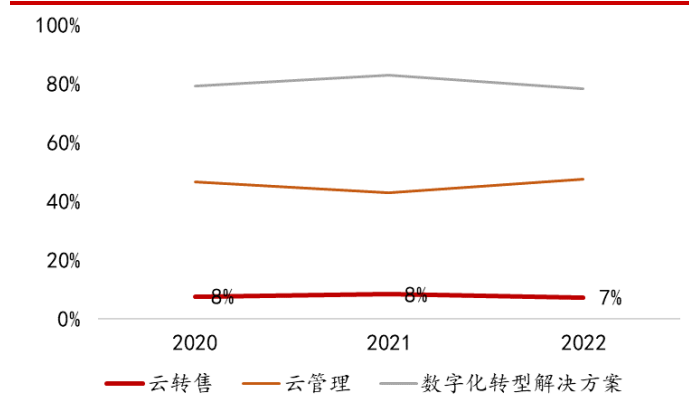
贡献主要营收，云转售（AGG）业务收入 43.60 亿元，同比增长 26.8%；云管理服务（MSP）收入 5.18 亿元，同比增长 50.6%；数字化转型解决方案（ISV）收入 1.45 亿元，同比增长 40.9%。云管理和数字化转型解决方案维持高毛利水准，2022 年毛利率分别达到 79%和 48%，远高于云转售业务，盈利能力较强。

图表 34 云计算及数字化转型业务营收（亿元）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图表 35 云计算及数字化转型业务毛利率



资料来源：公司年报，华西证券研究所

3.2. “数云融合”战略赋能产业，构筑企业核心壁垒

以数据为核心，以价值为驱动。2022 年，基于对数字技术变革的深刻理解和客户需求的精准洞察，神州数码开创性地提出“数云融合”战略方向，围绕企业数字化转型的关键要素，着力在云原生、数字原生、数云融合关键技术上架构产品和服务能力，助力企业级客户通过数据资产化能力和业务敏捷化能力的深度、全面的融合形成企业的数字化竞争力，从而强化企业在市场环境中的韧性，不断地进行业务场景创新，构建新的业务增长引擎，最终推动数字化、智能化转型升级。

图表 36 数云融合：企业数字化转型方法框架



资料来源：神州云官网，华西证券研究所

服务器+云计算优势明显，超算中心效益持续显现。厦门超算中心采用自主品牌神州鲲泰系列服务器，其 8 通道的内存技术具有高核心、高并发、高能效、高内存的

特点，完美匹配高计算效率和绿色计算的需求。依托神州鲲泰服务器以及云计算服务能力的优势，公司强化专有云助力效用，在保证各项性能具有公有云级别成熟度的情况下，兼顾私有云的安全可控，以高标准运行能力更好地满足政企行业性能需求和安全合规等诉求。服务模式上也升级为集咨询规划、建设实施、业务迁移、运营运维到优化改进为一体的全生命周期数字化服务。超算中心面向政府的智慧警务等核心业务进一步扩容，对智慧园区系统为代表的产业数字化转型和国产化支撑能力也进一步提升。

云计算技术优势明显。1) 神州数码是国内少数能够在多云环境下实现 MSP 服务、实现对云平台原生 PaaS 监控以及帮助客户在多云环境下实现数字化应用开发的企业。2) 公司对 3A 等主流云厂商的 IaaS+PaaS 架构和技术非常熟悉，拥有基于 3A 平台、开源平台以及混合云架构的技术服务能力；3) 公司具备从设计，到实施，到开发的全生命周期云专业服务 (CPS) 能力；4) 能够利用自主研发、国内领先的云管理平台，为客户提供自动化的开发运维服务；5) 公司同时还具备为 SAP、Salesforce 等国内外巨头 SaaS 厂商提供交付和实施服务的能力。**技术人员方面**，集团拥有获得微软、AWS、阿里云、Red Hat、Oracle、华为等国内外云相关专业化认证的人员超过 600 人次。

云计算服务经验成熟。神州数码积累了大量成功的行业云服务成熟运营经验，公司已累计为超过 300 家中大型企业提供云服务（其中世界五百强客户超 50 家），累计迁移超过 15000 台云服务器，管理超过 10000 台云服务器。在积累自身业务实力的同时，更帮助企业实现显著的降本增效，全方位、多角度、全生命周期地协助客户基于云计算进行数字化转型。此外，通过长期服务行业顶级客户，公司积累了包括大数据、物联网、人工智能、混合现实、智能制造、视频云、云桌面、行业专有云等 17 类自主知识产权的公有云解决方案并实现了重点行业解决方案产品化。

3.3. 云管理服务 MSP——解决客户云上全生命周期一切需求

解决全生命周期需求，公有云服务能力强劲。云管理服务 (MSP) 是基于多云平台和混合云架构的服务能力，神州数码为客户传统 IT 环境和云原生环境提供咨询、迁移、运维、部署在内的专业服务 (PS) 和托管 (MS) 服务，解决客户云上全生命周期的一切需求。依托强劲的公有云服务能力和对于全球主流云平台架构的深刻理解，公司云管理服务能力已经覆盖全球五大公有云 (AWS、Azure、阿里云、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。

图表 37 全栈式云 MSP 服务

全栈式云MSP服务能力

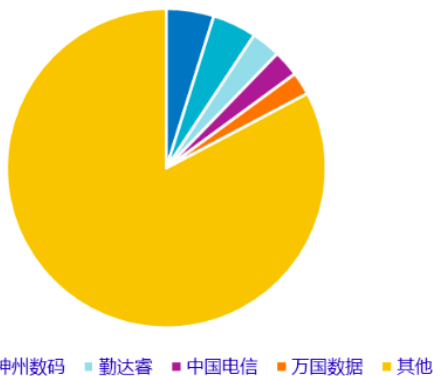


资料来源：神州云官网，华西证券研究所

国内云运维管理服务市场稳居 Top 5。根据 IDC 最新发布的《中国云运维管理服务市场（2022 下半年）跟踪》报告显示，2022 下半年中国云运维管理服务市场整体规模达到 48.1 亿元人民币，同比增长为 16.1%。尽管云运维管理市场较为分散，但头部效应不断显现。其中，神州数码的市场份额占比位列第四，和 2022 年上半年数据相比，仅华为、中国电信和神州数码三家企业在云管理市场上站稳脚跟，维持前五的份额占比。大型服务商不断优化自身云组织架构，整合资源力量并通过服务生态寻求更多市场机会，同时本土服务商深耕优势行业，打磨自有产品并提升服务水平，在整体表现、市场活跃度等方面优于国际服务商。

图表 38 2022H1 中国云运维管理服务市场份额占比

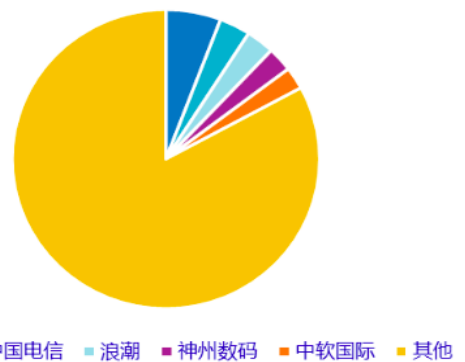
中国云运维管理服务市场份额占比，2022H1



资料来源：IDC，华西证券研究所

图表 39 2022H2 中国云运维管理服务市场份额占比

中国云运维管理服务市场份额占比，2022H2



资料来源：IDC，华西证券研究所

升级打造“MSP+”服务新模式。在“数云融合”的战略下，公司在自身全栈服务能力的基础上打造“MSP+”服务模式。升级后的“神州云|云角 MSP+服务”通过云原生平台，将开发应用的底层架构进行重构，实现承载应用基础设施资源的高弹性和

高可用，最大化利用云原生的技术和优势，帮助客户实现资源的智能调度、运维流程简化和成本控制等目标。

云管理业务在多行业均有成功实践。在零售快消领域，对企业云平台进行重新架构规划，支持“双十一”及“双十二”期间的大规模快速扩容，保证业务平稳运行；在汽车行业，公司设计了近千台服务器规模的混合云平台整体架构，协助客户设计并部署安全方案，并进行等保升级；在能源行业，公司设计整体云端架构，对生产、测试及预生产环境进行隔离，有效保证客户业务连续性管理，降低 IT 托管及运维成本；在医药行业，公司在云端进行容器平台设计及搭建，将资源进行池化管理，所有负载实现了 99.95%的 SLA，部分实现 DevOps。

3.4. 数字化解决方案 ISV——AI 技术助力方案多场景落地

数字化解决方案需求高增，多行业服务经验持续累积。随着企业上云和数字化进程的不断深入，云上的数据将呈现爆炸式增长，带来大量企业云上数字化解决方案（ISV）需求。基于多年服务行业头部客户积累的强大技术实力与丰富经验，公司持续为包括零售、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以物联网、大数据、人工智能等技术为基础且可复制性高的行业数字化解决方案。

➤ 智能对话平台 —— 神州云 | Jarvis 知识管理平台

Jarvis 是基于 Microsoft Azure 领先的 AI 能力，融合多样化的企业应用场景，构建了具有自主知识产权的人工智能知识管理平台。产品实现智能对话，并已在多家世界 500 强企业实现了场景的可行性验证。公司通过 Google 的 BERT 模型实现私有化部署的 ChatBot，使得 Jarvis 能够利用无需预标记的数据进行训练，令企业客户可以在极短时间内上线自己的聊天机器人。

图表 40 OpenAI、Azure、Jarvis 产品对比

OpenAI	Azure OpenAI 服务	JARVIS 平台
在人工智能产业链中的角色		
<ul style="list-style-type: none"> 通用人工智能的初创公司 打造以自然语言大模型为核心竞争力的产品 	<ul style="list-style-type: none"> 为企业提供全线的的人工智能服务 为企业提供在云端的计算服务 希望在生产中使用 OpenAI 的企业和 ISV 	<ul style="list-style-type: none"> 有丰富的企业数云融合解决方案经验 从2018年开始投入企业级人工智能平台的建设 为企业提供具体人工智能在业务场景落地
最终用户体验和适用		
<ul style="list-style-type: none"> 实验和演示网站 - 向所有人开放 有限的 RAI (负责人的人工智能)，没有 SLA 或其他安全/隐私功能 	<p>OpenAI 已有的能力，再加上:</p> <ul style="list-style-type: none"> 以API方式提供需AI能力使用 提供内容过滤和 RAI 检查的应用 提供合规性、数据隐私和安全需求 	<p>可落地的具有高性价比的使用场景:</p> <ul style="list-style-type: none"> 以自然语言交互方式进行智能助理、客服和具有对多种语言沟通和服务。 以自然语言交互方式进行数据提取、治理和数据分析工作 以自然语言配合其他多种人工智能提供企业多种场景的全智能应用
生产环境和企业级就绪性		
有限的企业级功能	<p>已经 GA 发布了</p> <p>Azure Active Dir, 数据驻留与合规性, 数据安全, Azure SLA 保障, 全球可用区, 负责任的人工智能</p>	<ul style="list-style-type: none"> JARVIS 从2018年到现在每年会发布新的版本 JARVIS 为企业提供可落地的人工智能平台为业务部门提供垂直应用场景 JARVIS在智能对话, 知识检索, 自动化营销提供了大量成熟案例

资料来源：神州数码合作伙伴公众号，华西证券研究所

Jarvis 对中文的理解极其出色，在企业的知识问答、情感分析和句子分类等场景下能够达到非常理想的效果。Jarvis 目前已经在多个场景实现了落地。在公司内部，公司已通过 Jarvis 构建了属于神州数码的超级员工，为全员提供法务、风控、财务、人力资源、产品信息等相关的咨询服务。另外，Jarvis 为全球著名医药企业

实现智能虚拟数字员工，协助员工处理复杂的工作流程，并通过对员工加入公司后的所有数据进行人工智能分析，为员工技能提升方向给予建议。未来，Jarvis 团队将进一步在 ChatBot、自然语言处理等领域进行投入和研发，基于数云融合战略方向开发出更完善的人工智能产品。

➤ 数据安全产品 —— 神州云 | TDMP 数据脱敏平台

TDMP 是公司以敏感数据扫描为核心、企业数据分类分级为主线，升级推出的数据安全管控平台，集合数据脱敏、数据库审计、数据分类分级管理、数据安全共享等多个业务子系统的框架，以满足多样性客户场景需求。

目前，TDMP 数据脱敏平台上线阿里云生态集成认证中心，成为首批数据脱敏类独家产品；神州数码数据库审计系统 V1.0 获得公安部销售许可证。公司数据安全产品中中标了河南移动数据库审计项目、河北省税务局数据库脱敏软件项目、长春水利局项目、平安人寿集团扩容项目、广州农村商业银行数据脱敏平台软件采购项目以及农总行扩容等多个项目。

图表 41 神州数码成为阿里云首批产业战略合作伙伴



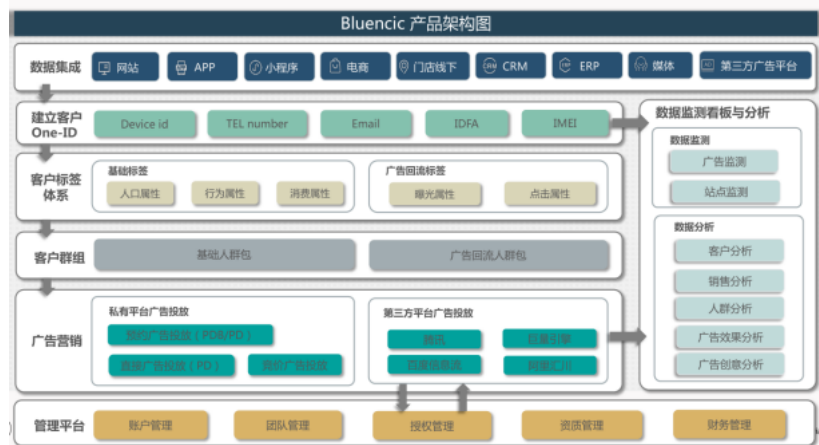
资料来源：神州数码公众号，华西证券研究所

➤ 数据营销产品 —— 神州云 | Bluenic 客户数据平台

Bluenic 搭载云原生和数据原生内核，帮助品牌商们实现以客户为中心和数据驱动的转变。Bluenic 最新一代产品不仅对底层架构进行创新性优化，并且实现了可灵活部署的能力；同时，新增计算标签及人群计算引擎，实现无代码创建，营销人员可将业务需求自行定义、管理、回溯，全生命周期监控管理品牌客户数据资产；除原有客户 360° 画像包含的行为轨迹外，新一代 Bluenic 支持客户将用户标签和图表分析相结合，进行自定义人群分析、人群对比，为实现后续精细化运营提供帮助。

未来，Bluenic 团队将在源数据接入、OneID 生成、后链路私域营销触达和数据回流应用部分继续发力，结合 AI 能力智能提取关键有效的人群信息，赋能再次营销，并且从优化用户体验出发，根据客户旅程提供决策建议，以细分市场和不同受众群体帮助企业提升业务收益。

图表 42 Bluenic 产品架构图



资料来源：神州数码公众号，华西证券研究所

4. IT 分销业务龙头，生态发展如火如荼

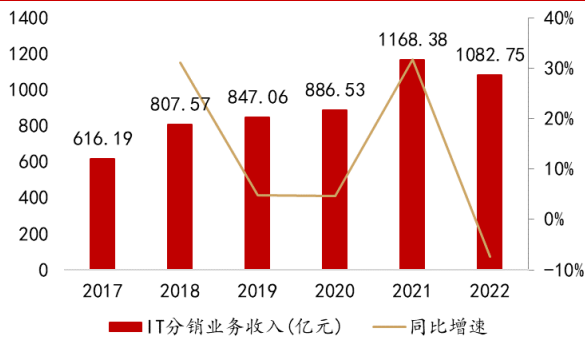
4.1 深耕 IT 分销 20 年，建立起坚实的资金底座

公司为国内 IT 分销行业的龙头企业。深耕中国信息化建设 20 余年，专注于国内企业级 IT 市场，构建了遍布国内 1000 余座城市、覆盖各大垂直行业，整合 30000 余家销售渠道的全国最大 To B 销售网络。公司连续十年蝉联“中国 IT 分销和 IT 增值分销”第一名。与国内外数百家领先的 ICT 及数字科技公司建立紧密的合作关系，将先进的技术理念和产品方案输送到各行各业。

IT 分销为公司业务基石，营收能力较为优秀。公司凭借着客户群体量大，业务渠道广，且触达客户高效，快速响应需求等优势，逐步实现 IT 分销业务营收攀升。从营业数据来看，公司在 2021 年突破千亿元营收大关，2022 年营收约为 1083 亿元。相较于 2018 年 808 亿元，提升了 34%。公司近几年，云服务与自主品牌业务处于蓬勃发展时期，IT 分销业务的稳定收入为该两者以及未来公司计划拓展的其他业务奠定了坚实的资金底座。

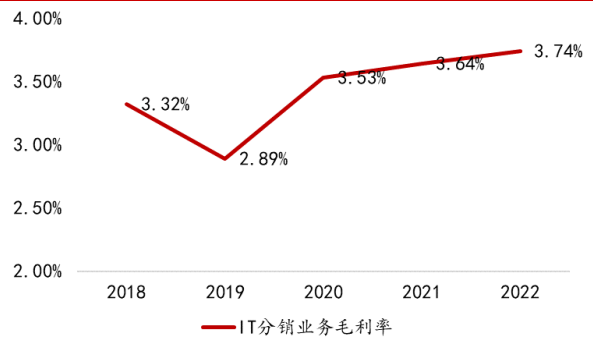
运营能力强大，毛利率稳定并伴有小幅度增长。公司不断强化自身技术优势，重点拓展技术含量足，毛利率水平更高的增值分销业务，持续优化和提升内部管理运营效率。凭借着强大的运营能力使得 IT 营销业务毛利率处于大体稳定的状态，并拥有逐年小幅度攀升的能力。公司年报显示，2022 年与 2021 年公司 IT 分销业务毛利率为 3.75% 与 3.64%。且从 2019 年开始，处于稳定增长的状态。

图表 43 2018-2022 年 IT 分销业务营收(亿元)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图表 44 2018-2022 年 IT 分销业务毛利率

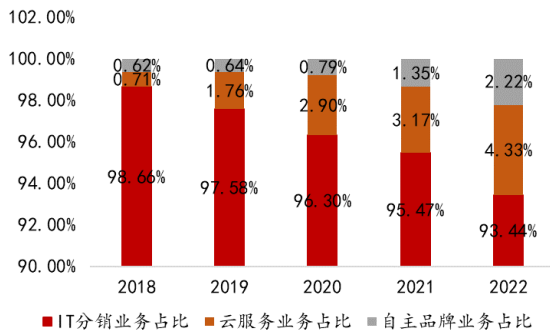


资料来源: Wind, 华西证券研究所

IT 分销业务为公司主要业务, 占比超过九成, 从公司业务营收结构来看, 2021 年 IT 分销业务占比约 95.47%、云服务业务占比约 3.17%、自主品牌业务占比约 1.35%。2022 年 IT 分销业务占比约 93.44%、云服务业务占比约 4.33%、自主品牌业务占比约 2.22%。得益于近年来公司业务转型向云管理、数字化解决方案等业务发展的战略部署, 云服务和自主品牌业务占比升高, 但 IT 分销业务依然为公司收入的主要来源。

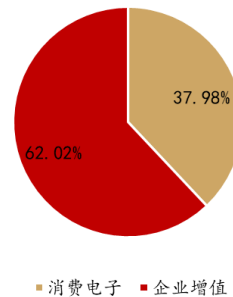
IT 分销业务主要分为两个方面: 消费电子业务和企业增值业务。消费电子业务是指为消费者提供日常生活使用的电子产品, 下游客户大多为零售店、电商平台以及个人消费者等。企业增值业务以企业为下游客户, 即根据企业的需求, 为其提供特定的产品及服务。从营收数据来看, 2022 年消费电子和企业增值业务分别占公司 IT 分销业务的 62% 和 38%。毛利率分别为 2.47% 和 4.71%。

图表 45 2018-2022 年各业务营收占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图表 46 2022 年 IT 分销业务结构



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4.2 生态基础扎实, 分布广泛

公司具备着超出同业水平的能力, 公司通过二十多年的长期耕作和日积月累, 不断的优化公司的产业链和经营模式, 1) 强大的运营能力—毛利率逐步攀升。2) 出色的供应链管理—存货周转率超出同业水平。3) 优秀的融资能力—与金融机构、银行保持着良好关系。

进而公司拥有国内最大的 To B 销售网络渠道。公司众多的优势吸引了更多的合作伙伴的加入。根据 2022 年年报显示, 公司已经整合出了涵盖 30000 余家销售渠道的全国最大 To B 销售渠道网络。根据公司官网显示, 与公司合作的供应商包括联想、华为、惠普、甲骨文等国内外主流的 IT 厂商, 下游客户囊括了国内零售商和电商平

台以及众多领域的企业级客户，例如京东。分销产品包括电脑整机及配件、移动智能、服务器、存储、信息安全等多种 IT 设备。

图表 47 神州数码 IT 分销业务部分合作伙伴



资料来源：神州数码官网，华西证券研究所

- **华为：**与华为同行数十余载。根据神州数码集团公众号显示，神州数码在 2011 年成为华为数通产品总经销商，公司与华为在商用手机、平板电脑、云计算、鲲鹏生态等诸多业务领域开展全面对接，持续加强合作，不断落地创新成果。在 2022 年获得华为“砥砺前行奖”以及“计算优秀整机伙伴奖”。在今年华为中国合作伙伴大会上，斩获“总经销商杰出贡献奖”、“服务销售突出贡献奖”等多项大奖。
- **京东：**为京东稳定的供货及业务服务商。双方合作从 2017 年开始，业务涉及硬件设备采购和仓储物流解决方案等。2019 年京东旗下的全平台计算综合服务提供商京东云授予神州数码子公司神州云计算“钻石企业渠道伙伴”。2022 年在京东招采供应商大会上第五次摘得京东集团供应商奖。双方的紧密合作为京东平台提供了坚实的供货保障，并且为京东整体运营管理效率带来了提升。

图表 48 神州数码与华为深化战略合作签约仪式



资料来源：人民网，华西证券研究所

图表 49 神州数码获得的京东集团颁发的奖项



资料来源：北京物联网智能技术应用协会，华西证券研究所

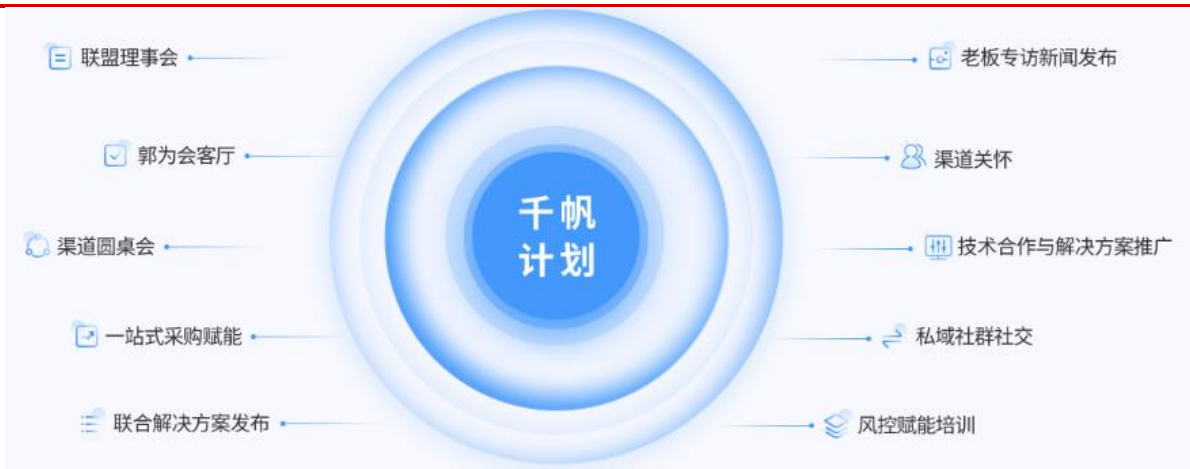
4.3 聚合共生数字生态，助力各行业数字化转型

公司发起“千帆计划”，建立“数字中国服务联盟”。旨在推动行业内伙伴的多维度合作，开展前沿技术的孵化和应用创新，加强企业面对风险时的应对能力，打造聚合共生的数字生态，助力中国各行业的企业数字化转型。

➤ 核心渠道“千帆计划”引领新时代合作，赋能数字化转型

2019年年底，为应对突如其来的疫情和全球严峻的经济市场环境，神州数码推出“千帆计划”核心渠道工作规划，与核心渠道伙伴共同成长，攻克时艰。根据神州数码公众号和官网信息，2021年，正值“十四五”规划的开局之年，神州数码以“新时代新合作”为理念，以“建生态、求增、提效率”为目标，迎来了“千帆计划 2.0”的发布与迭代，千帆计划的核心渠道已经成为集团业绩增长的重要引擎之一。赋能企业数字化转型，为数字中国的建设添薪续力。

图表 50 神州数码千帆计划介绍

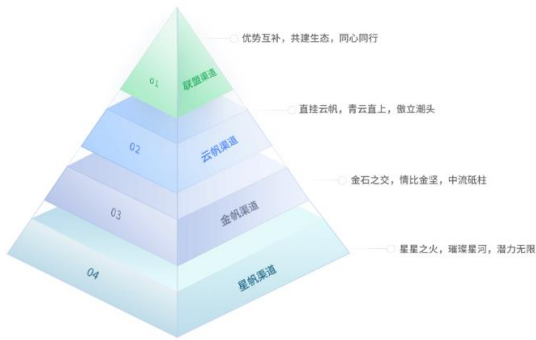


资料来源：神州数码官网，华西证券研究所

目前“千帆计划”共分为四个层级，星帆伙伴、金帆伙伴、云帆伙伴、联盟伙伴。不同层级的伙伴可以享受不同权益，并向下兼容。金帆伙伴可获得临时额度上浮 30%、金融服务 8h 敏捷响应等权益。云帆伙伴享有金帆伙伴所拥有的权益，并且质量获得提升，例如可享受的临时额度提升至 50%等。进而可在金帆伙伴所享权益的基础上获风险咨询、工程师共享等权益。联盟伙伴基础权益进一步提升，并可在前两者基础上进而获得一站式交付、解决方案推广等权益。

图表 51 千帆计划层级

图表 52 千帆计划层级权益介绍



资料来源：神州数码官网，华西证券研究所



资料来源：神州数码合作伙伴公众号，华西证券研究所

➤ “数字中国服务联盟”打造聚合共生的数字生态

2020年11月，“数字中国服务联盟”正式成立。2021年第二次理事会提出建立“共建、共享、共治”理念。2022年提出了全聚合公司计划，并在同年10月完成了全聚合公司注册。根据神州数码合作伙伴公众号消息，2023年3月，随着数字中国服务联盟第五届理事会的正式召开，联盟已从最初的14名初创成员发展到78家各行各业极具实力和代表的中国数字化企业。

图表 53 神州数码数字中国服务联盟发展历程



资料来源：神州数码官网，华西证券研究所

联盟成员聚焦“开放”、“技术”、“服务”三个关键词。1) 推动服务升级，打破组织边界，致力于打造全中国最大的企业级数字化服务平台。2) 通过建立公平、平等的行业发展平台，增强企业优势互补、拓展发展空间、提高产业竞争力。3) 探索总结重点行业数字化转型模式，推动试点示范，宣传发展成果，促进数字中国产业发展壮大。

图表 54 数字中国服务联盟中部分生态伙伴



资料来源：神州数码官网，华西证券研究所

根据神州数码合作伙伴消息，2023年，千帆计划渠道政策重磅发布，对于已加入数字中国服务联盟及云帆合作伙伴推出了业务增量激励，对所有千帆合作伙伴提供重点业务激励。数字中国服务联盟及云帆合作伙伴从神州数码的采购额规模达到目标业绩承诺金额，同比增长部分可享受增量激励返点。千帆伙伴合作重点产品线或服务，如 COE、数据咨询、数据平台、数据安全、大数据咨询和交付、IOT、GISP、云科通明湖等，且达成相应条件后等可享受特别存量激励返点。

激励政策的发布标志着“千帆计划”和“数字中国服务联盟”将步入新的发展阶段，随着新成员数量的增多、业务往来频率的增高和体量的增大，会让成员的技术得到提升、生态构成愈发丰富，进而更好的助力中国数字化转型。

4. 盈利预测

根据公司 2023 年 H1 业绩快报，公司坚定推进数云融合及信创战略，盈利能力和核心竞争力持续增强，云计算及数字化转型业务收入预计同比增长 30%-40%，自主品牌业务收入预计同比增长 80%-90%。我们判断公司在公司信创大背景下，其云计算和自主品牌业务增速有望持续持续。因此关键性假设如下：

- **传统 IT 分销业务：**考虑到公司 IT 分销的龙头地位，我们判断同时公司提质增效战略已初见成效，因此给予企业 IT 分销产品业务与消费电子分销业务 23 年-25 年收入增速分别为 5%、6%、3%与 2%、5%、2.5%。
- **云服务：**考虑到企业上云为大势所趋，同时公司考虑到云与数字化转型加速发展，注入优质成长动能，同时公司重点发力 MSP 与 ISV 业务，因此给予 23-25 年收入增速为 35%、25%、20%。
- **自主品牌：**考虑到公司在信创行业的龙头地位，同时伴随着行业信创在即，国产体系势在必行，公司与华为合作持续深化，因此给予 23-25 年收入增速为 80%、50%、30%。
- **其他业务：**给予 23-25 年收入增速为 5%、5%、5%。

图表 55 公司收入拆分预测

营收:百万元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
企业IT 产品分 销业务	收入	48983.95	41121.19	43177.25	45767.89	47140.92
	yoy	56.82%	-16.05%	5.00%	6.00%	3.00%
	成本	46997.75	39183.77	41126.33	43582.47	44878.16
	毛利率	4.05%	4.71%	4.75%	4.78%	4.80%
消费电子分 销业务	收入	67854.09	67153.33	68496.40	71921.21	73719.25
	yoy	18.18%	-1.03%	2.00%	5.00%	2.50%
	成本	66461.03	65494.54	66790.83	70115.99	71854.15
	毛利率	2.05%	2.47%	2.49%	2.51%	2.53%
云服务	收入	3884.94	5022.73	6780.68	8475.85	10171.03
	yoy	45.71%	29.29%	35.00%	25.00%	20.00%
	成本	3363.09	4350.74	5865.29	7327.38	8787.77
	毛利率	13.43%	13.38%	13.50%	13.55%	13.60%
自主品 牌	收入	1650.40	2570.42	4626.76	6940.13	9022.17
	yoy	126.86%	55.75%	80.00%	50.00%	30.00%
	成本	11.54%	10.37%	10.00%	9.80%	9.50%
	毛利率	30.19%	29.29%	29.50%	29.50%	29.50%
其他业 务	收入	11.50	12.35	12.97	13.62	14.30
	yoy	-13.89%	7.36%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	5.64	0.00	5.19	5.45	5.72
	毛利率	51.00%	100.00%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	收入	122384.88	115880.02	123094.06	133118.71	140067.67
	yoy	32.94%	-5.32%	6.23%	8.14%	5.22%
	成本	118287.47	111333.03	117951.73	127291.29	133690.86
	毛利率	3.35%	3.92%	4.18%	4.38%	4.55%

资料来源：华西证券研究所，

可比公司估值：神州数码属于信创赛道。在A股选取可比公司中科曙光、浪潮信息、中国长城。可比公司平均PE为37.6/24.6/24.3倍高于神州数码。考虑到公司在云与信创相关的影响力与产品力，理应给予公司相对较高估值。

公司在信创服务器、云服务等方面具备领先优势，将受益于行业信创、云计算等产业高速发展。给予公司2023-2025年营收预测1230.94/1331.19/1400.68亿元，给予公司2023-2025年归母净利润预测12.35/15.03/18.00亿元，给予公司2023-2025年EPS预测1.85/2.25/2.69元。2023年8月21日总市值为197亿元，对应股价29.51元，对应PE为16.0/13.1/11.0倍，首次覆盖，给予买入评级。

图表 56 可比公司估值

公司名称	股票代码	收盘价	市值(亿元)	EPS(元)			PE(倍)		
		2023/8/21	2023/8/21	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中科曙光	603019.SH	39.35	575.92	1.37	1.77	2.22	28.7	22.2	17.8
中国长城	000066.SZ	11.16	360.00	0.20	0.07	0.17	54.7	168.1	66.6
浪潮信息	000977.SZ	40.60	597.69	1.38	1.65	1.67	29.5	24.6	24.3
平均值							37.6	71.6	36.2
神州数码	000034.SZ	29.51	197.49	1.85	2.25	2.69	16.0	13.1	11.0

资料来源: Wind, 华西证券研究所, 注: 神州数码为本报告盈利预测, 其余公司均采用 Wind 一致预期, 股价为 2023 年 8 月 21 日收盘价

5. 风险提示

- 1、中美关系不确定风险
- 2、AI 建设不及预期风险
- 3、行业竞争加剧风险
- 4、信创进程低于预期风险

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	115,880	123,094	133,119	140,068	净利润	1,036	1,267	1,555	1,855
YoY (%)	-5.3%	6.2%	8.1%	5.2%	折旧和摊销	112	138	139	125
营业成本	111,333	117,952	127,291	133,691	营运资金变动	-979	592	-779	-894
营业税金及附加	138	148	173	196	经营活动现金流	836	1,983	972	1,141
销售费用	1,953	2,093	2,250	2,339	资本开支	-239	-583	-720	-624
管理费用	312	320	357	378	投资	-125	-180	-203	-215
财务费用	432	458	485	513	投资活动现金流	-161	-829	-987	-902
研发费用	291	295	333	364	股权募资	444	16	0	0
资产减值损失	-139	1	1	2	债务募资	6	100	65	75
投资收益	-43	-62	-64	-63	筹资活动现金流	-609	-156	65	75
营业利润	1,323	1,851	2,262	2,642	现金净流量	130	990	50	313
营业外收支	1	1	1	1	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	1,324	1,852	2,263	2,643	成长能力				
所得税	288	585	709	788	营业收入增长率	-5.3%	6.2%	8.1%	5.2%
净利润	1,036	1,267	1,555	1,855	净利润增长率	303.1%	23.0%	21.7%	19.8%
归属于母公司净利润	1,004	1,235	1,503	1,800	盈利能力				
YoY (%)	303.1%	23.0%	21.7%	19.8%	毛利率	3.9%	4.2%	4.4%	4.6%
每股收益	1.57	1.85	2.25	2.69	净利率	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	2.5%	3.0%	3.3%	3.7%
货币资金	4,322	5,312	5,361	5,675	净资产收益率 ROE	13.2%	14.4%	14.9%	15.2%
预付款项	5,771	3,978	4,879	5,521	偿债能力				
存货	12,495	13,486	14,834	15,290	流动比率	1.18	1.19	1.20	1.23
其他流动资产	9,884	10,455	10,969	11,774	速动比率	0.51	0.56	0.54	0.56
流动资产合计	32,471	33,231	36,043	38,259	现金比率	0.16	0.19	0.18	0.18
长期股权投资	261	321	389	464	资产负债率	79.6%	77.9%	76.2%	73.8%
固定资产	194	201	198	200	经营效率				
无形资产	237	159	95	37	总资产周转率	2.93	3.01	3.06	3.00
非流动资产合计	7,745	8,448	9,239	9,962	每股指标 (元)				
资产合计	40,216	41,678	45,282	48,221	每股收益	1.57	1.85	2.25	2.69
短期借款	8,330	8,390	8,455	8,530	每股净资产	11.37	12.78	15.03	17.72
应付账款及票据	13,027	13,581	14,704	15,493	每股经营现金流	1.25	2.96	1.45	1.70
其他流动负债	6,183	6,031	6,891	7,111	每股股利	0.45	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	27,539	28,001	30,050	31,133	估值分析				
长期借款	4,100	4,100	4,100	4,100	PE	18.85	15.99	13.14	10.97
其他长期负债	356	371	371	371	PB	1.93	2.31	1.96	1.67
非流动负债合计	4,457	4,472	4,472	4,472					
负债合计	31,996	32,473	34,522	35,605					
股本	668	669	669	669					
少数股东权益	618	650	702	757					
股东权益合计	8,220	9,206	10,760	12,616					
负债和股东权益合计	40,216	41,678	45,282	48,221					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。