

神州数码 (000034)

证券研究报告

2023年08月10日

全球 IT 分销龙头，云与信创开启第二成长曲线

1、全球 IT 分销龙头，布局云计算与信创

神州数码原是神码控股下属的 IT 产品分销业务公司，2016 年成功上市，后续陆续布局云计算和信创业务，目前公司 IT 分销、云计算及数字化转型、自主品牌三大业务齐头并进，近年分销业务增长，云计算与自主品牌高速增长，毛利占比逐年提升，2022 年分别达到 14.78%、5.85%。得益于云计算和自主品牌等新业务盈利能力提升，2022 年公司扣非归母净利润 9.21 亿元，大幅增长 36.09%。

2、自主品牌：布局华为鲲鹏整机，受益信创加速

2020 年以来我国信创产业进入新的阶段，2+8+N 体系推进，党政和金融、运营商等重点行业开始信创规模化应用。中央处理器（CPU）和操作系统（OS）在信创生态中地位重要，其中 CPU 是软件生态底层架构。华为是信创产业重要力量，基于鲲鹏 CPU，打造鲲鹏生态体系，全链条布局自主可控生态。2020 年公司成立全资子公司神州鲲泰，推进华为鲲鹏整机落地，是华为鲲鹏和昇腾整机合作伙伴。公司硬件产品包括服务器、PC、通信产品，多次中标运营商服务器集采项目，支撑金融、能源、互联网等行业应用，受益行业信创加速。

3、云计算：布局云 MSP 和 ISV

根据 IDC 数据，全球公有云 IaaS 市场规模快速增长，2022 年达到 1154.96 亿美元。2021 年中国第三方云管理服务（MSP）市场规模 9.54 亿美元，同比增长 40.2%，预计 2021-2026 年复合增速达到 29%。公司 2017 年战略布局云计算，通过收购上海云角切入云 MSP 市场，目前拥有全栈式云 MSP 服务能力，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，同时公司拥有云服务领域全面牌照资质。公司现有 220 余人的专业云服务团队，截至 2022 年已累计为超过 300 家中大型企业提供服务，团队经验丰富。公司提出“数云融合”战略，打造“MSP+”服务新模式，同时布局云上数字化解决方案（ISV），客户涵盖零售、快消、汽车、文旅、金融等行业。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 1260.17/1372.73/1493.29 亿元，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 12.03/14.05/16.40 亿元，目标市值 281 亿元，目标价 42.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国内 IT 需求不及预期；云计算业务进展不及预期；信创产业进展不及预期；预测具有主观性。

投资评级

行业	计算机/IT 服务 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	28.07 元
目标价格	42.0 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	669.23
流通 A 股股本(百万股)	549.98
A 股总市值(百万元)	18,785.41
流通 A 股市值(百万元)	15,437.83
每股净资产(元)	11.70
资产负债率(%)	77.69
一年内最高/最低(元)	34.27/16.00

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

张若凡 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521090001
zhangruofan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《神州数码-公司深度研究:老牌 IT 巨头，云+自主可控打开新空间》
2017-09-26

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	122,384.88	115,880.02	126,016.88	137,272.89	149,328.86
增长率(%)	32.94	(5.32)	8.75	8.93	8.78
EBITDA(百万元)	1,027.81	2,023.28	2,289.16	2,536.41	2,942.06
归属母公司净利润(百万元)	238.09	1,004.41	1,203.40	1,405.48	1,639.77
增长率(%)	(61.85)	321.85	19.81	16.79	16.67
EPS(元/股)	0.36	1.50	1.80	2.10	2.45
市盈率(P/E)	78.90	18.70	15.61	13.37	11.46
市净率(P/B)	3.09	2.47	2.19	1.93	1.70
市销率(P/S)	0.15	0.16	0.15	0.14	0.13
EV/EBITDA	17.41	8.96	10.10	8.81	7.22

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 神州数码：云计算与信创开启新成长曲线	4
1.1. 国内 IT 分销龙头，布局云计算和信创	4
1.2. 近年业务稳健增长，新业务毛利占比提升	5
2. 自主品牌：布局华为鲲鹏整机，受益信创加速	7
2.1. 信创产业加速，CPU 是生态关键	7
2.2. 建设鲲鹏生态体系，公司是鲲鹏整机重要合作伙伴	9
2.3. 成立全资子公司神州鲲泰，推进鲲鹏和昇腾整机落地	11
3. 云计算：布局云 MSP 和 ISV	14
3.1. 全球公有云 IaaS 和云 MSP 规模快速增长	14
3.2. 公司布局云 MSP 和 ISV，成果显著	14
4. 盈利预测	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：神州数码发展历程	4
图 2：公司三大业务	4
图 3：公司股权结构（截至 2023 年一季报）	5
图 4：公司近年营收与增速	5
图 5：公司近年扣非归母净利润与增速	5
图 6：公司 IT 分销业务营收及增速	6
图 7：云计算及数字化转型业务营收及增速	6
图 8：公司自主品牌业务营收及增速	6
图 9：公司云计算及数字化转型和自主品牌业务毛利占比	6
图 10：公司毛利率	6
图 11：公司各业务毛利率	6
图 12：公司期间费用率	7
图 13：公司管、销、研三费占比	7
图 14：我国信创行业发展历程	7
图 15：信创“2+8+N”体系	8
图 16：信创产业链	8
图 17：主流国产 CPU 对比	9
图 18：鲲鹏计算产业生态	10
图 19：华为鲲鹏硬件整机合作伙伴	11
图 20：华为昇腾整机硬件合作伙伴	11
图 21：神州鲲泰硬件产品	12
图 22：2022 年全球公有云 IaaS 市场格局	14

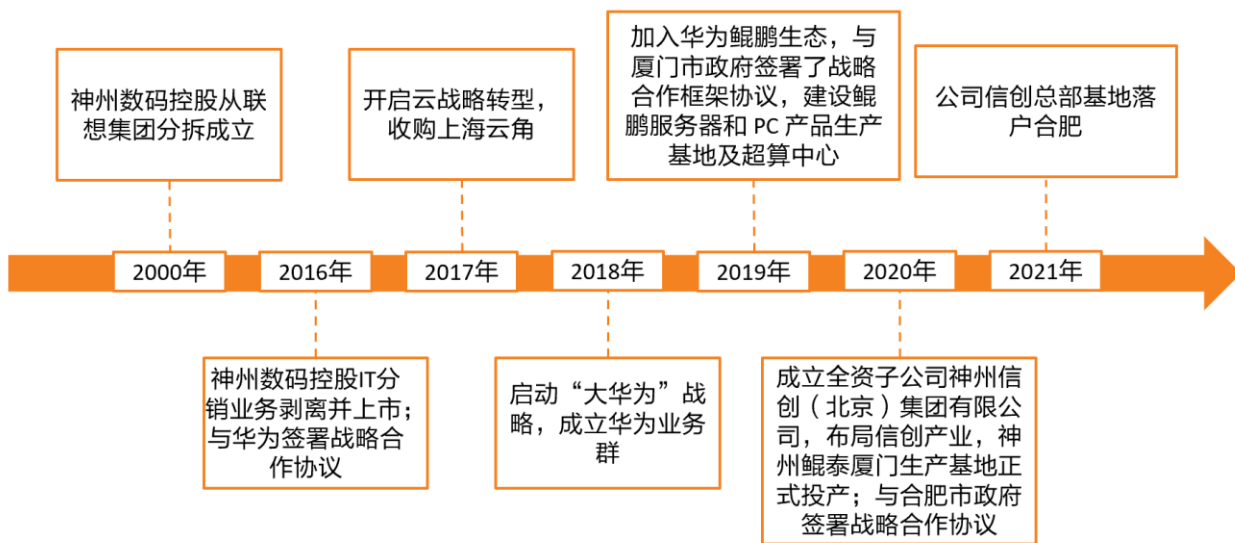
图 23: 2022 年下半年中国公有云 IaaS 市场格局.....	14
图 24: 公司全栈式云 MSP 服务能力.....	15
图 25: 公司获得主流云厂商技术认证.....	15
图 26: 公司 MSP 运营服务团队.....	16
图 27: “数云融合” 架构.....	16
图 28: “神州云 Jarvis 知识管理平台” 应用场景.....	17
表 1: 国内四大信创产业集团.....	9
表 2: 鲲鹏 920 各型号处理器参数.....	10
表 3: 公司服务器中标项目.....	12
表 4: 神州鲲泰行业应用案例.....	13
表 5: 公司营收拆分及预测.....	18
表 6: 可比公司估值.....	18

1. 神州数码：云计算与信创开启新成长曲线

1.1. 国内 IT 分销龙头，布局云计算和信创

神州数码原是神码控股下属的 IT 产品分销业务公司，2016 年成功分拆上市，同年与华为签署战略合作协议；2017 年公司开始云战略转型，收购上海云角；2018 年公司启动“大华为”战略，成立华为业务群；2019 年公司加入华为鲲鹏生态，并与厦门市政府签署了战略合作框架协议，建设鲲鹏服务器和 PC 产品生产基地及超算中心；2020 年成立全资子公司神州信创（北京）集团有限公司，布局信创产业，同年神州鲲泰厦门生产基地正式投产，年产量 40-60 万台；2020 年底年公司与合肥市政府签署战略合作协议；2021 年公司信创总部基地落户合肥，预计 2023 年底神州鲲泰合肥生产基地落成，年产量可达 90 万台。

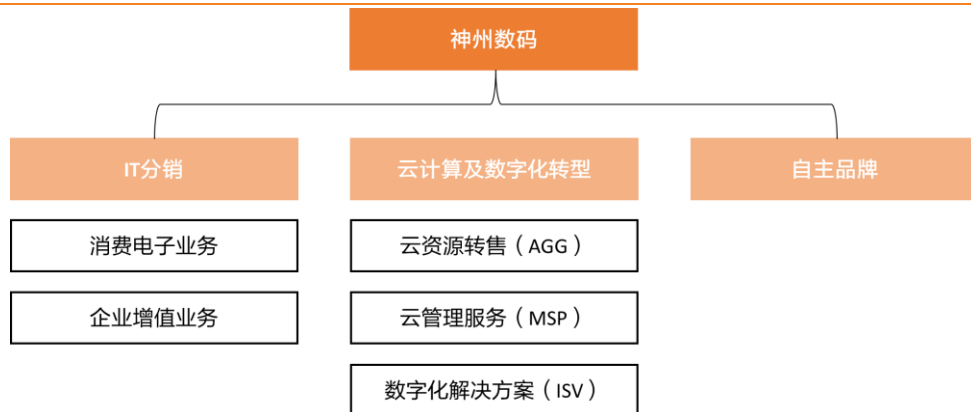
图 1：神州数码发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，神州鲲泰官网，欧易中国官网，wind，天风证券研究所

公司三大业务协同发展。 1) **IT 分销**：公司传统业务，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，供应商包括 IBM、EMC、联想、华为等国际知名 IT 厂商，客户囊括了国美、苏宁、京东等国内知名的零售商和电商平台以及众多企业级客户；2) **云计算及数字化转型**：公司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，业务包括云资源转售（AGG）、云管理服务（MSP）、数字化转型解决方案（ISV）；3) **自主品牌**：产品包括 PC 和服务器，公司自主品牌神州鲲泰服务器覆盖多个行业领域，在北京、武汉、厦门建立三大信创研发基地。

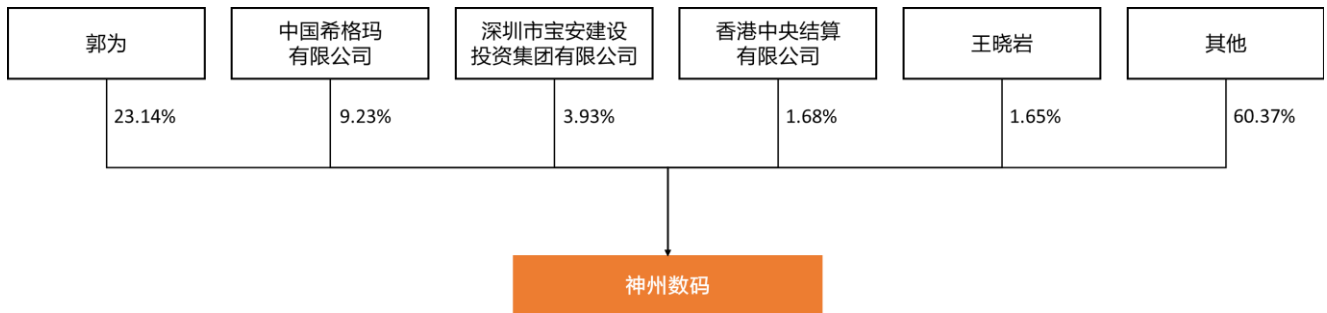
图 2：公司三大业务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司治理结构稳定，建立长效激励机制。郭为是公司董事长和实控人，持股 23.14%。郭为曾就职于联想集团任职，历任公关部和业务部总经理、助理总裁、执行董事、高级副总裁。2000 年联想集团分拆后，郭为历任神码控股总裁、总裁兼首席执行官等职务，目前担任神码控股董事局主席，神码中国董事长兼首席执行官，产业经验丰富。公司分别于 2019 年发布了股票期权与限制性股票激励计划，2022 年发布员工持股计划（草案），2023 年发布股票期权激励计划，建立了长效激励机制，发挥员工的积极性。

图 3：公司股权结构（截至 2023 年一季度）

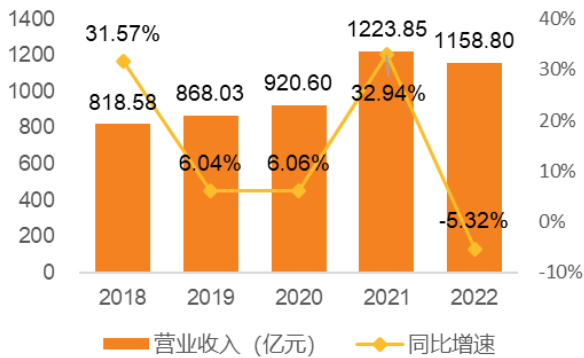


资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 近年业务稳健增长，新业务毛利占比提升

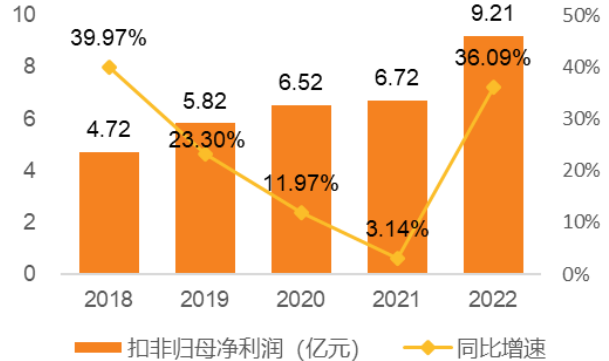
公司业绩稳健增长，内部管理效能提升。2022 年公司实现营收 1158.80 亿元，同比下降 5.32%，我们认为主要源于消费电子不景气及疫情影响企业增值业务，公司 IT 分销业务营收下滑，2021 年公司 IT 分销业务大幅增长 31.79%，主要源于半导体景气度提升下微电子业务营收大幅增长，以及公司内部管理能力进一步提升。2022 年公司扣非归母净利润 9.21 亿元，大幅增长 36.09%，我们认为主要源于云计算和自主品牌等新业务增速较快。

图 4：公司近年营收与增速



资料来源：wind，天风证券研究所

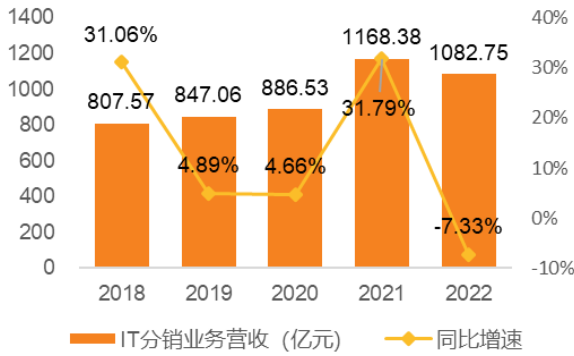
图 5：公司近年扣非归母净利润与增速



资料来源：wind，天风证券研究所

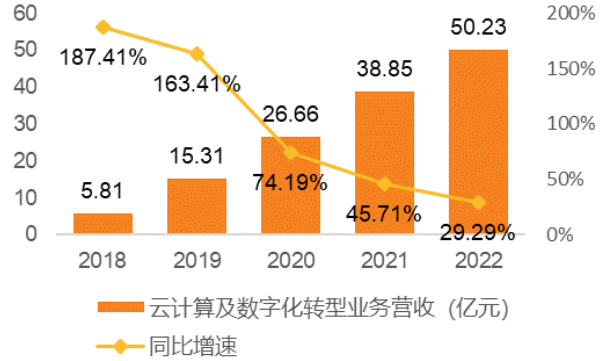
分销业务稳定增长，云计算与自主品牌毛利占比逐年提升。IT 分销业务是公司传统主业，2022 年公司 IT 分销业务营收 1082.75 亿元，同比下降 7.33%，其中消费电子业务营收 671.53 亿元，同比下降 1.03%；企业增值服务业务营收 411.21 亿元，同比下降 16.05%。云计算和自主品牌业务作为公司新布局业务，近年高速增长，2022 年公司云计算及数字化转型 50.23 亿元，同比增长 29.29%，其中云资源转售 (AGG) 业务收入 43.60 亿元、云管理服务 (MSP) 收入 5.18 亿元、数字化转型解决方案 (ISV) 收入 1.45 亿元。2022 年公司自主品牌业务营收 25.70 亿元，同比增长 55.75%，云计算及自主品牌业务毛利占比提升，2022 年分别达到 14.78%、5.85%。

图 6：公司 IT 分销业务营收及增速



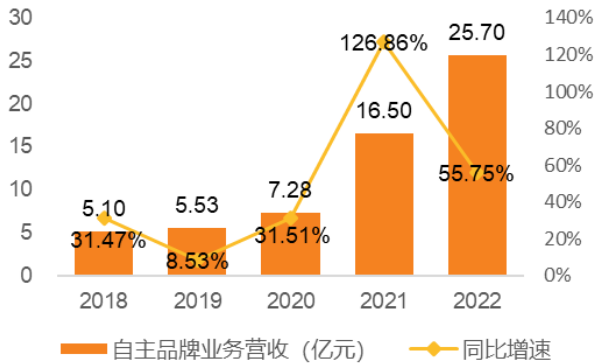
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：云计算及数字化转型业务营收及增速



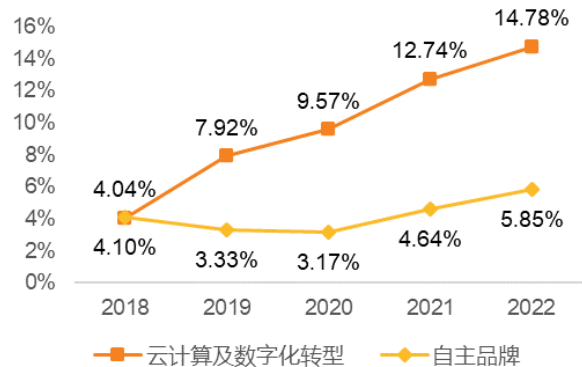
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：公司自主品牌业务营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

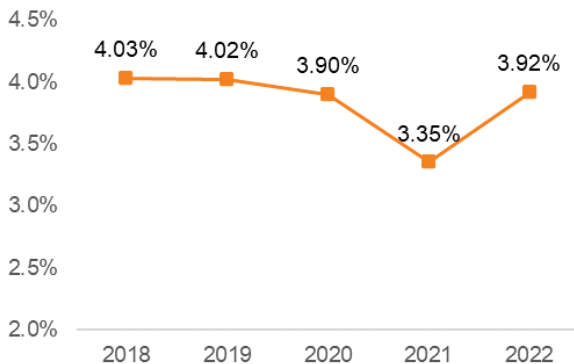
图 9：公司云计算及数字化转型和自主品牌业务毛利占比



资料来源：wind，天风证券研究所

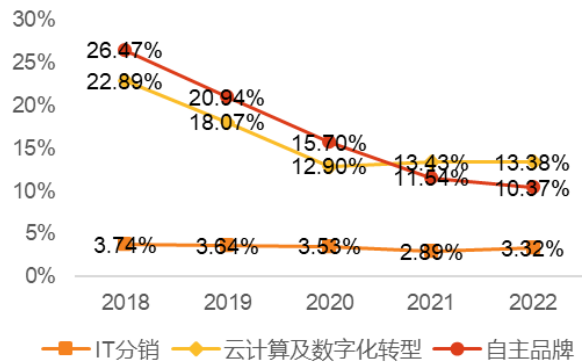
云计算及自主品牌业务毛利率较高,IT 分销业务毛利率提升。2022 年公司整体毛利率 3.92%，同比提高 0.57pct，主要得益于 IT 分销业务毛利率提升 0.43pct，达到 3.32%，IT 分销业务毛利率提升源于公司促进管理效能提升的同时，主动聚焦高价值、高毛利业务。2022 年公司云计算及数字化转型业务毛利率 13.38%，其中云资源转售（AGG）业务毛利率较低，为 7.2%，云管理服务（MSP）业务毛利率 47.5%，数字化转型解决方案（ISV）业务毛利率 78.5%。公司自主品牌业务主要为 PC 和服务器生产和销售，2022 年毛利率 10.37%。

图 10：公司毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

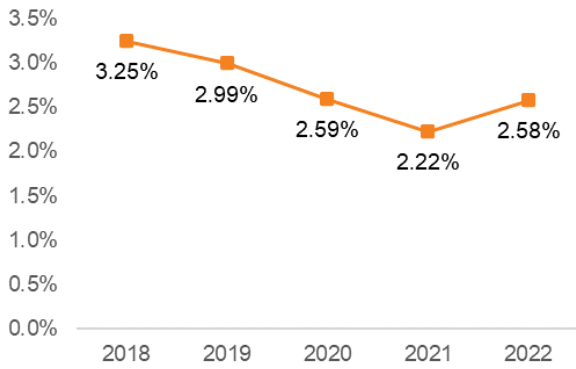
图 11：公司各业务毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

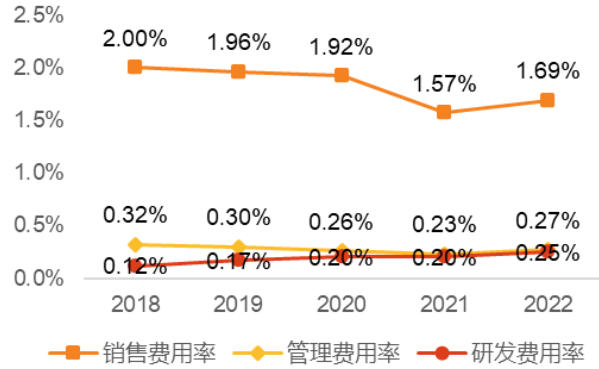
销售费用占比较高，研发费用率逐年提高。2022 年公司期间费用率 2.58%，其中销售费用率 1.69%，管理费用率 0.27%，研发费用率 0.25%，公司近年加大新业务布局，研发费用率逐年提升。

图 12：公司期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：公司管、销、研三费占比



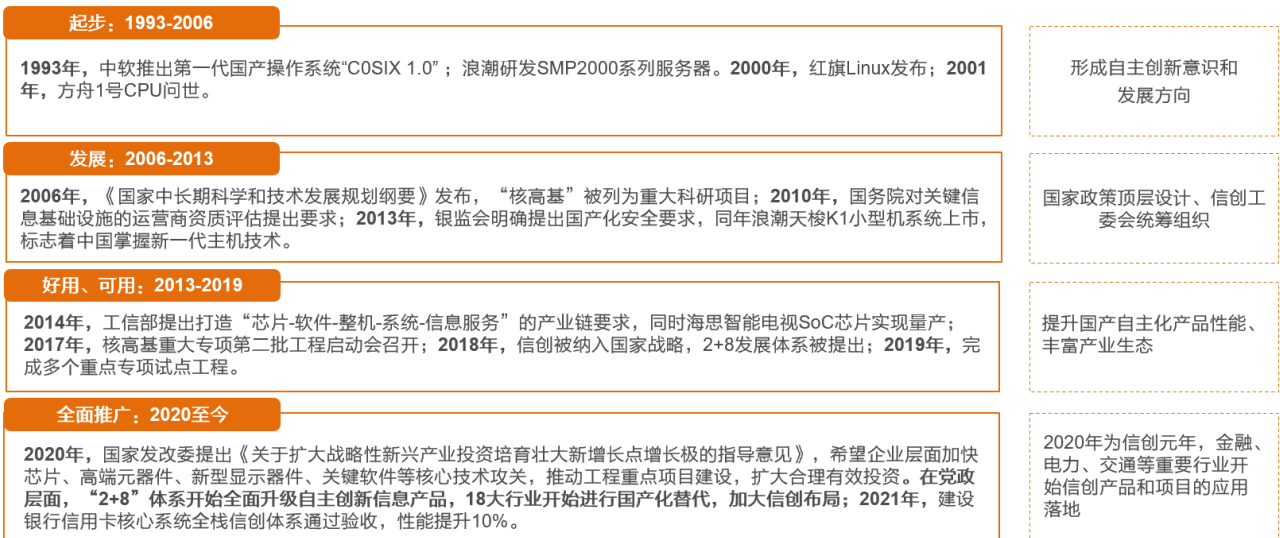
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 自主品牌：布局华为鲲鹏整机，受益信创加速

2.1. 信创产业加速，CPU 是生态关键

信创产业，即**信息技术应用创新产业**，旨在实现信息技术领域的自主可控，保障国家信息安全。自“中兴事件”以来，陆续有中国企业被加入到“美国实体清单”，而美国能够针对中国进行科技封锁，为防止产品和技术断供，保障中美关系紧张背景下 IT 体系安全，信创具有重要意义。

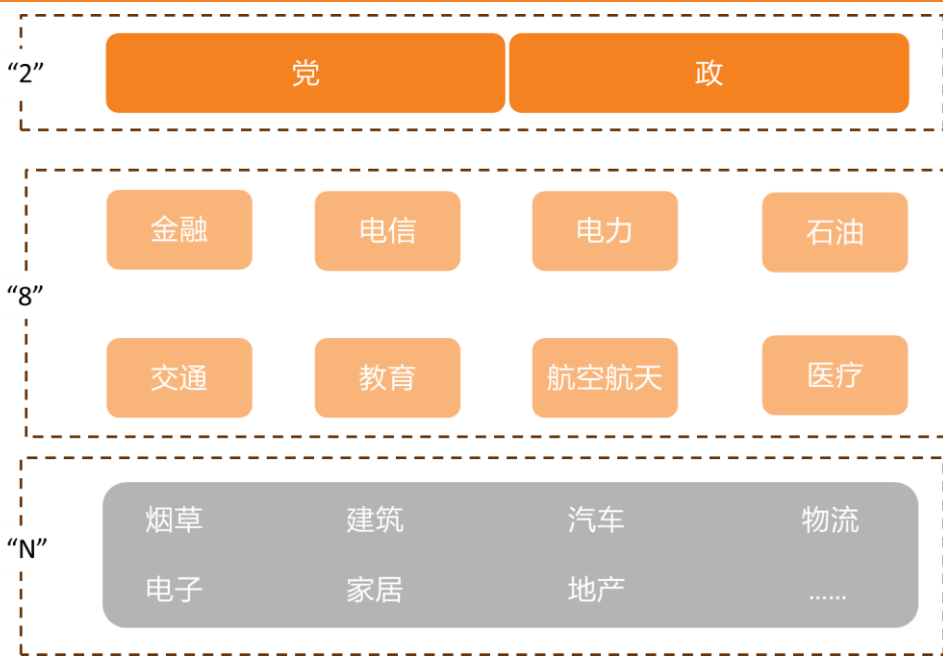
图 14：我国信创行业发展历程



资料来源：亿欧智库，天风证券研究所

2020 年以来我国信创产业进入新的阶段，2+8+N 体系推进。2018 年信创“2+8”发展体系被提出，2020 为信创元年，开始党政层面“2+8”体系开始全面升级信创产品，以金融、电信等为代表的行业信创也进入规模化应用阶段。根据亿欧智库发布的《2022 中国信创产业竞争力研究报告及精选 60 强信创厂商》，信创产业需求侧是指“2+8+N”体系，即党政、八大国民经济支柱产业（金融、电信、交通、电力、石油、航空航天、教育、医疗）和 N 个消费行业。

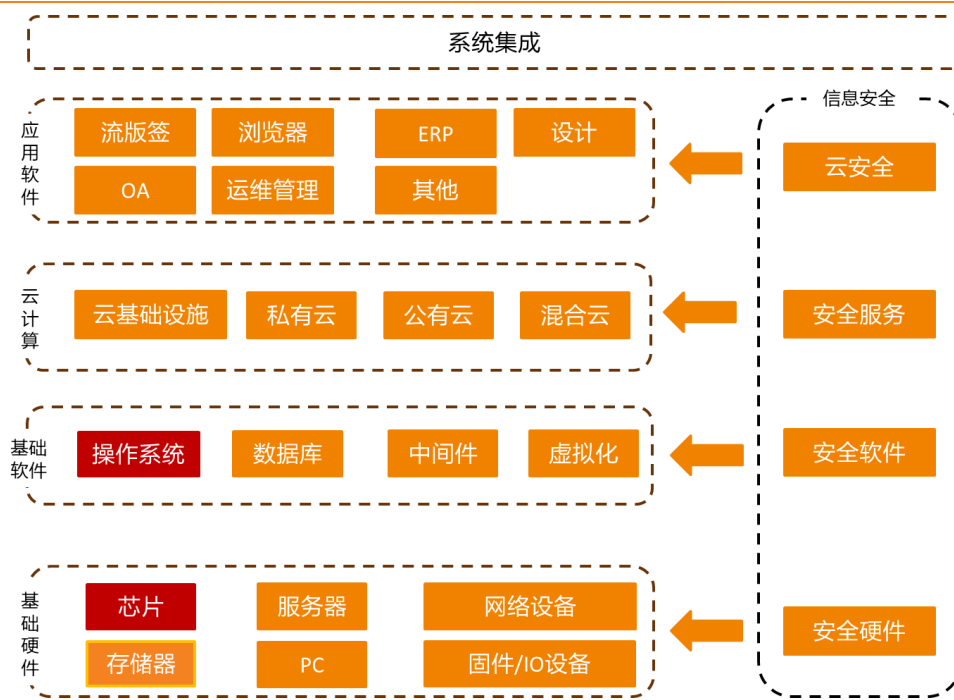
图 15: 信创 “2+8+N” 体系



资料来源: 亿欧智库, 天风证券研究所

信创产业链主要包括基础硬件、基础软件、应用软件、信息安全, 随着新一代信息技术的创新发展, 云服务、系统集成方成为信创产业重要组成部分。我们认为, 在信创生态中, 中央处理器 (CPU) 与操作系统 (OS) 地位重要。

图 16: 信创产业链



资料来源: 亿欧智库, 天风证券研究所

CPU 是软件生态底层架构, 国产 CPU 差距缩小。中央处理器 (Central Processing Unit) 是实现计算机的运算核心和控制核心。主要包括运算器、控制器和寄存器等模块。CPU 指令集是 CPU 中计算和控制计算机系统所有指令的集合, 计算机的程序最终需要转化为“指令”才能在 CPU 上运行。CPU 按照指令集可分为 CISC (复杂指令集) 和 RISC (精简指令集) 两大类, CISC 型 CPU 目前主要是 x86 架构, RISC 型 CPU 主要包括 ARM、RISC-V、MIPS、POWER、Alpha 架构等。国产 CPU 中龙芯、鲲鹏、飞腾、海光采用指令集授权或自研架构, 自主先进程度相对较高。

图 17：主流国产 CPU 对比



资料来源：亿欧智库，天风证券研究所

2.2. 建设鲲鹏生态体系，公司是鲲鹏整机重要合作伙伴

华为是信创产业重要力量，全链条布局自主可控生态。信创最初落地于党政市场，中国电子和中国电科有着丰富的政府项目经验，通过“控股、持股或战略投资”的方式，率先构建了一套较为完善的产业链。中国电子、中国电科、华为、中科院作为率先进入信创产业的公司，已经成为信创巨头，华为立足鲲鹏处理器，聚集外部上下游企业，形成鲲鹏信创生态体系。

表 1：国内四大信创产业集群

	中国电子 CEC (旗下企业)	中国电科 CETC (旗下企业)	华为 (产品及生态企业)	中科院 (旗下企业)
CPU	飞腾（中国长城）	—	鲲鹏	龙芯、海光(中科曙光)
操作系统	麒麟软件（中国软件）	普华软件	openEuler、openHarmony	中科方德
数据库	武汉达梦（中国软件）	人大金仓（太极股份）	openGauss	—
中间件	—	金蝶天燕（太极股份）	华为云 DDM TaiShan、Atlas	—
整机&系统集成	中国长城、中国软件	太极股份	鲲鹏整机：拓维信息、神州数码、广电运通等	中科曙光

资料来源：亿欧智库，wind，天眼查，各公司官网，天风证券研究所

基于鲲鹏 CPU，打造鲲鹏生态体系。鲲鹏 920 处理器是华为在 2019 年 1 月向业界发布的高性能数据中心处理器，具有高性能，高吞吐，高集成，高能效四大特点。鲲鹏 920 采用 7nm 工艺，有四个典型版本，性能最高的 7260 有 64 个内核，工作频率高达 2.6GHz，支持 8 个或者 4 个内存通道 DDR4，典型主频下 SPECint Benchmark 评分超过 930，超出业界标杆 25%。同时能效比优于业界标杆 30%。

表 2: 鲲鹏 920 各型号处理器参数

	7260	5250	5220	3210
核数	64 核	48 核	32 核	24 核
内存通道	8	8	4	4
TDP 功耗	180W	150W	115W	95W
计算核	兼容 Armv8.2 架构, 华为自研核主频最高 2.6GHz			
缓存	L1: 64KB 指令缓存和数据缓存			
	L2: 512KB 每核独立缓存			
	L3: 24~64MB 共享缓存 (1MB 每核)			
内存	8 个或 4 个 DDR4 内存通道/处理器, 最高 3200MHz			
互联	华为 HCCS 互联协议, 支持最高 4 路互联			
I/O	40 PCIe Gen 4.0 lanes			
	2 x 100GE, RoCEv2/RoCEv1, CCIX			
	4 个 USB 3.0, 16 个 SAS 3.0, 2 个 SATA 3.0			

资料来源: 鲲鹏官网, 天风证券研究所

鲲鹏生态: 以鲲鹏处理器为核心, 硬件开放, 软件开源。鲲鹏计算产业基于鲲鹏处理器的基础软硬件设施、行业应用及服务, 涵盖从底层硬件、基础软件到上层行业应用的全产业链条。硬件方面, 围绕鲲鹏处理器, 涵盖包括昇腾 AI 芯片、智能网卡芯片、底板管理控制器 (BMC) 芯片、固态硬盘 (SSD)、磁盘阵列卡 (RAID 卡)、主板等部件以及个人计算机、服务器、存储等整机产品。基础软件方面, 涵盖操作系统、虚拟化软件、数据库、中间件、存储软件、大数据平台、数据保护和云服务等基础软件及平台软件。行业应用方面, 鲲鹏计算产业生态覆盖政府、金融、电信、能源、大企业等各大行业应用, 提供全面、完整、一体化的信息化解决方案。

图 18: 鲲鹏计算产业生态



资料来源: 鲲鹏官网, 天风证券研究所

神州数码是华为鲲鹏和昇腾整机合作伙伴。华为基于“硬件开放、软件开源、使能伙伴、发展人才”的策略推动鲲鹏计算产业发展, 硬件层面提供鲲鹏主板等部件, 使能伙伴发展自有品牌部件/服务器和 PC 等; 软件层面, 使能伙伴发行 openEuler 和 openGauss 商业版。根据鲲鹏官网, 已有 11 家合作伙伴推出基于鲲鹏主板的 PC 和服务器产品; 昇腾整机硬件生态中有 13 家企业。

图 19：华为鲲鹏硬件整机合作伙伴



资料来源：鲲鹏官网，天风证券研究所

图 20：华为昇腾整机硬件合作伙伴



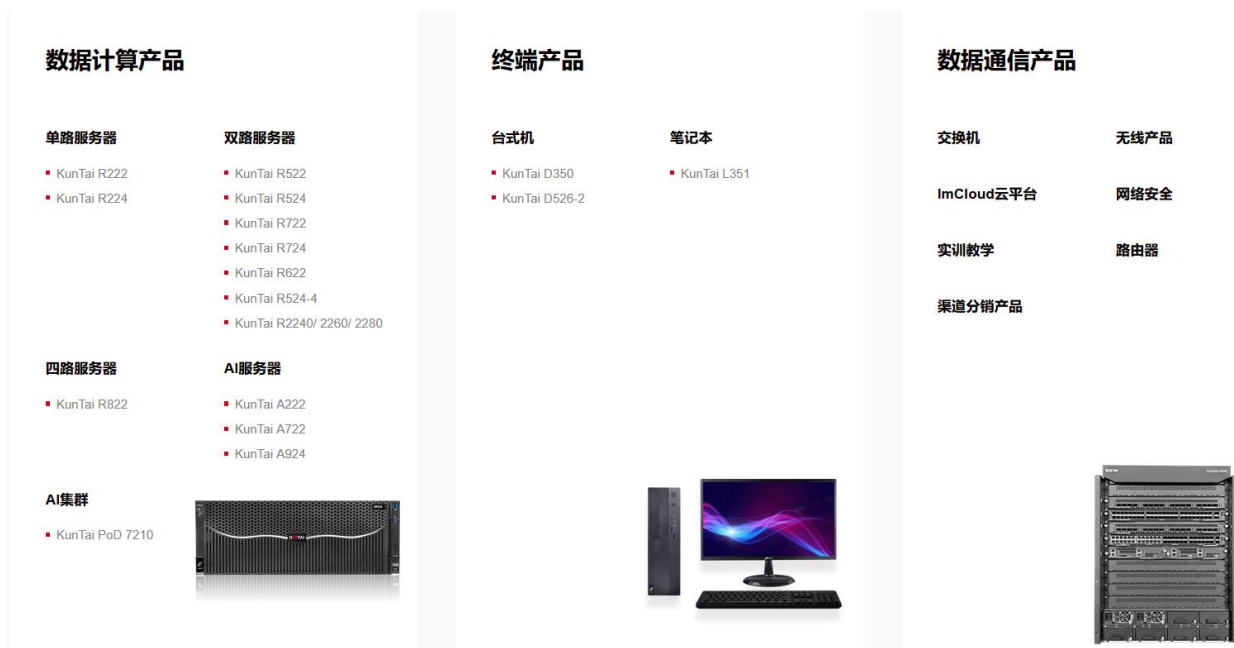
资料来源：昇腾官网，天风证券研究所

2.3. 成立全资子公司神州鲲泰，推进鲲鹏和昇腾整机落地

2020 年公司成立全资子公司神州鲲泰，推进华为鲲鹏整机落地。2018 年，神州数码正式提出“大华为”战略，成立华为业务群；2019 年 11 月，神州数码与厦门市政府签署发展鲲鹏产业生态的战略框架协议；2020 年 5 月，神州鲲泰厦门生产基地正式投产，年产量 40-60 万台；2020 年 9 月，神州数码首发多款基于鲲鹏架构的神州鲲泰系列终端、服务器、解决方案一体机产品；预计 2023 年底，神州鲲泰合肥生产基地落成，年产量可达 90 万台。

神州鲲泰硬件产品包括服务器、PC、通信产品。硬件产品以鲲鹏芯片为核心，服务器产品包括单路、双路、四路通用服务器，以及“鲲鹏 CPU+昇腾 Atlas AI 加速卡”组成的 AI 服务器和 AI 集群产品；PC 产品包括台式机、笔记本等；数据通信产品包括交换机、无线产品等。

图 21：神州鲲泰硬件产品



资料来源：神州鲲泰官网，天风证券研究所

多次中标运营商服务器集采项目，受益行业信创加速。自 2020 年以来，公司多次中标运营商服务器集采项目，包括中国移动《2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购(第 1 批次)》、中国联通《2022 年中国联通通用服务器集中采购项目》等通用服务器采购项目，也包括中国移动《2021 年至 2022 年人工智能通用计算设备集中采购》AI 服务器采购项目。2022 年公司自主品牌业务营收 25.70 亿元，同比增长 55.75%，受益行业信创加速。

表 3：公司服务器中标项目

时间	招标主体	中标项目公告	中标标包	投标报价 (亿元, 不含税)	中标份额
2023/2	中国联通	《2022 年中国联通通用服务器集中采购项目中中标候选人公示》	标包五	9.54	10%
			标包七	4.83	16%
2023/2	中国移动	《中国移动 2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购补充采购第二期中中标候选人公示》		8.15	30%
2022/10	中国移动	《2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购第二批次(标包 7-9) 公示》	标包 9	4.77	30%
2022/9	中国移动	《2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购第二批次(标包 1-6) 中标候选人公示》	标包 4	4.39	22.22%
			标包 5	0.56	27.78%
			标包 6	1.00	27.78%
2022/6	中国移动	《2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购补充采购(第一期)(标包 1、2、3、4) 中标候选人公示》	标包 1	5.61	30%
			标包 2	3.27	10%
			标包 3	4.37	22.22%
2022/2	中国移动	《2021 年至 2022 年 PC 服务器集中采购(第 1 批次)(标包 8、13) 中标候选人公示》	标包 8	23.73	22.22%
2021/12	中国移动	《2021 年至 2022 年人工智能通用计算设备集中采购中标候选人公示》	标包 2	1.49	70%
2020/9	中国联通	《2020-2021 年中国联通通用服务器集中采购项目中中标候选人公示》	标包 4	7.17	15%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

神州鲲泰服务器支撑金融、能源、互联网等行业应用。运营商之外，公司神州鲲泰服务器支持了金融、能源等重点行业信创需求，例如交通银行数据中心生产系统上线扩容项目、国网河南电力物联网数据平台、蚂蚁金服 OceanBase 数据库项目、福建省厦门市鲲鹏超算中心建设项目等，彰显公司能力。

表 4：神州鲲泰行业应用案例

行业	项目名称	项目目标或介绍
金融	交通银行数据中心生产系统上线扩容项目	采用神州鲲泰 R722 服务器，搭载 openEuler 操作系统，运行关系型 GuassDB 数据库和华为云。实现了 ARM 架构与 x86 架构的混合部署。
	某大型金融组织 2020 年第一期 PC 服务器采购项目	采用神州鲲泰 KunTai R722、R522 服务器，179 台服务器计算与存储兼顾
	某大型银行数据中心生产系统上线扩容建设项目	采用分布式集群节点，构建在基于神州鲲泰服务器的架构上
能源	某大型银行网点人脸识别业务改造项目	采用神州鲲泰 KunTai R524 服务器，搭载麒麟操作系统，主要对监控视频流、特征数据等环境提供存储支持
	国网河南电力物联网数据平台	采用神州鲲泰 KunTai R722 服务器，搭载麒麟操作系统，主要为计算服务、特征数据等环境提供存储计算支持
互联网	蚂蚁金服 OceanBase 数据库项目	底座采用 500 台神州鲲泰 KunTai R522 服务器，100 台神州鲲泰 KunTai R722 服务器，实现数据的高稳定，高可用
	第四范式人工智能平台测试项目	采用 200 台神州鲲泰 KunTai A722 服务器，结合第四范式自研 AI 框架，采用集中云大脑，实现智能自动学习，大数据分析，智能人脸穷举，为各行各业提供 AI 相应服务。
	2021 京东国产服务器集采入围项目	底层硬件采用神州鲲泰 KunTai R722 服务器，其搭载的分布式网络存储系统采用可扩展的系统结构，利用多台存储服务器分担存储负荷，利用位置服务器定位存储信息
	2020 百度国产服务器集采入围项目	底层采用神州鲲泰 KunTai R722 高性能服务器作为底座，采用百度一体化混合云操作系统，结合华为高性能交换机，采用 32G HBA 光纤交换机，sas+nas 一体化存储设备
政企	某地平安城市建设联网应用项目	采用神州鲲泰 KunTai A722 服务器，满足 300 路视频监控 AI 人体人脸解析；神州鲲泰 KunTai R724 存储服务器，满足结构化/非结构化数据存放需求
	某地平安城市数据中心扩容项目	采用 HCS 解决方案，底座为神州鲲泰 KunTai R2280 服务器，存储采用神州鲲泰 KunTai ES535 双控 128 缓存设备，虚拟化层采用私有云部署方案，边界采用 200 台神州鲲泰 KunTai R722-E 边缘计算服务器
	福建省厦门市鲲鹏超算中心建设项目	建设一个具备多元算力的市级鲲鹏超算中心，为全市政府部门、各区及招商入驻企业，围绕政务、医疗健康、教育、产业等领域提供海量存储、海量计算、大数据服务、人工智能等服务支持
	国家市场监督管理总局信息中心“十二五”项目	分批采购 100-150 台神州鲲泰 KunTai R722 服务器，逐步上线做替换
科研	某科研机构计算中心系统建设	计算节点采用神州鲲泰 KunTai R2280 服务器，可用于流体机构等并行计算
	某科研机构混合云项目建设	方案采用神州鲲泰 KunTai R722 服务器，结合华为 HCS 云解决方案，为客户解决多地混合云的统一管理，做到资源按需规划，统一管理，多级联动，大数据计算等问题
	某客户数据中心生产系统上线扩容建设	采用神州鲲泰 KunTai R722 服务器，计算能力满足非结构化文本信息挖掘和客户行为实时分析对服务器计算能力的要求，采用固态硬盘，缩短数据分析需求时间，帮助用户进行高校模拟仿真，科学决策
	某地基地人脸识别业务改造	采用神州信创 4U 36 盘位鲲鹏 R524 服务器(鲲鹏 920, 32C 处理器 2 颗、36 块 6T SATA 硬盘)，搭载麒麟操作系统，主要对监控视频流、特征数据等环境提供存储支持

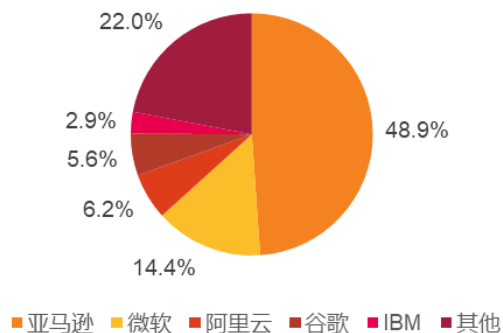
资料来源：神州鲲泰官网，天风证券研究所

3. 云计算：布局云 MSP 和 ISV

3.1. 全球公有云 IaaS 和云 MSP 规模快速增长

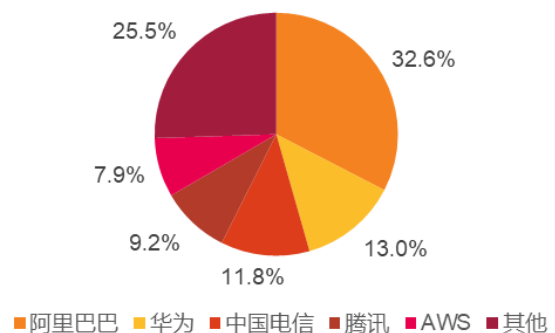
全球公有云 IaaS 市场规模快速增长，2022 年达到 1154.96 亿美元。根据 IDC 数据，2022 年全球云计算 IaaS 市场规模增长至 1154.96 亿美元，同比去年上涨 26.2%。全球 IaaS 市场竞争格局，亚马逊份额达到 48.9%，微软份额 14.4%，阿里云份额 6.2%的，市场排名 6~10 名均为中国公司，分别是华为云、天翼云、腾讯云、移动云和百度云，美国和中国公司包揽了云计算 IaaS 市场 Top10。国内 IaaS 市场来看，2022 年下半年阿里云份额 32.6%，华为云 13.0%，中国电信天翼云 11.8%。

图 22：2022 年全球公有云 IaaS 市场格局



资料来源：IDC, C114 通信网, 天风证券研究所

图 23：2022 年下半年中国公有云 IaaS 市场格局



资料来源：IDC, 网经社, 天风证券研究所

中国云 MSP 市场规模快速增长，预计 2026 年达到 34.1 亿美元。云 MSP (Cloud Management Service Provider)，通常是指对接一家或者多家公有云服务厂商，为企业提供上云、开发、迁移、代管、运维等专业服务。云 MSP 需要具备三个能力：1) 具备云管理平台，便于用户进行资源管理；2) 提供托管服务，要求有相应的运维专家支持；3) 提供专业服务，即向公有云迁移的咨询和实施服务。根据 IDC 发布的《2021 年中国第三方云管理服务市场份额》，2021 年中国第三方云管理服务市场规模达到 9.54 亿美元，同比增长 40.2%。未来随着企业数字化转型逐渐进入“深水区”，将进一步推动云 MSP 市场持续稳健发展，预计 2021 年至 2026 年该市场复合增长率将达到 29.0%，2026 年市场规模预计达到 34.1 亿美元。

3.2. 公司布局云 MSP 和 ISV，成果显著

公司通过收购上海云角切入云管理服务 (MSP) 市场。2017 年公司开始云战略转型，并于当年 12 月，以 2.52 亿元的转让价格收购参股公司上海云角 70% 的股权，上海云角成为公司全资子公司。上海云角是中国领先的云计算增值服务提供商，专注于公有云和混合云平台的迁移、运维和软件开发，为上百家世界 500 强公司和创业公司提供了云计算相关的技术咨询、培训、云运维以及云优化服务，其自主开发的云舶 (CMP) 平台，能够提供跨各种公有云及私有云的监控、计费和资源管理 SaaS 服务，是微软、AWS、阿里云等云厂商的合作伙伴。收购云角有助于获得成熟的云管理平台，快速提高神州数码在云计算领域的技术和服务能力，补充在云资源聚合和云增值服务上的业务布局。

公司拥有全栈式云 MSP 服务能力。基于多云平台和混合云架构的服务能力，神州数码为客户的传统 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。

图 24：公司全栈式云 MSP 服务能力



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司 MSP 服务覆盖全球主流公有云。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，拥有从云到端完善的技术研发、方案服务能力。同时，公司拥有云服务领域全面牌照资质，通过电信与信息服务业务经营许可，CMMI3 级认证，IDC、ISP、ICP、多方通信认证，工信部云服务认证、工信部可信云服务认证（云主机、块存储）、国家信息系统安全等级保护 3 级认证等多项云服务相关认证。

图 25：公司获得主流云厂商技术认证

<p>IaaS/PaaS 认证</p> <ul style="list-style-type: none"> Azure 架构认证 AWS 架构认证 阿里云 ACP 认证 华为云 认证 Oracle IaaS 专业认证 IBM Bluemix 认证
<p>SaaS 认证</p> <ul style="list-style-type: none"> Salesforce 服务认证 SAP 服务认证
<p>IT 技术认证</p> <ul style="list-style-type: none"> TOGAF 企业架构认证 ITIL Foundation 认证

资料来源：公司官网，天风证券研究所

团队经验丰富，拥有大量标杆性成功案例。截至 2022 年底，公司全集团已获得微软、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。现有 220 余人的专业云服务团队，拥有 100+ 微软、亚马逊、阿里云、华为云等顶级云厂商的技术认证，基于多云平台和混合云架构服务能力，为客户提供咨询、迁移、实施、运维等专业 MSP 服务。截至 2022 年，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，积累了大量成功的行业云服务成熟运营经验，以及世界五百强客户为代表的标杆性成功案例方案。

图 26：公司 MSP 运营服务团队



资料来源：公司官网，天风证券研究所

提出“数云融合”战略，打造“MSP+”服务新模式。云原生技术推动了企业的敏捷业务能力构建，数字原生技术使得数据成为驱动企业转型变革的核心资产。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。公司“神州云|云角 MSP+服务”业务已在零售、汽车、医药等行业均有成功实践。

图 27：“数云融合”架构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司布局云上数字化解决方案（ISV）。随着企业上云和数字化进程的不断深入，云上数据将呈现高速增长态势，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。同时，依托多年服务行业头部客户积累的技术实力与丰富经验，公司在数据服务领域中的数据解决方案在多个行业实现落地。

“神州云|Jarvis 知识管理平台”助力客户私有化部署 ChatBot。“神州云|Jarvis 知识管理平台”基于全球领先的人工智能技术平台以及公司企业级市场经验实现智能对话，并在多家世界 500 强企业实现了场景的可行性验证。2022 年公司进一步通过 Google 的 BERT 模型实现可私有化部署的 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。Jarvis 目前已经在多个场景实现了落地。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。

图 28：“神州云Jarvis 知识管理平台” 应用场景

应用场景

- 响应潮汐服务：为企业构建虚拟数字员工，不仅能处理日常咨询，还能应对突发的、大量涌入的问询请求，给出标准解答，节省了设置全职员工的成本。
- 全能办公助理：将多语言阅读、多语言交流、会议速记、图片转文字等人工智能拥有的工作能力赋予每一个员工，令员工有更多精力可投入到高价值工作中。
- 周到用户体验：结合实际场景，用户可便捷地开发出更多功能，例如设定流程节点上的自动通知、会议资料的自动搜索与归类；知识库的快速搭建、快速查询等。

资料来源：神州云官网，天风证券研究所

4. 盈利预测

营收拆分与预测：

- 1) **IT 分销：**IT 分销是公司传统主业，公司业绩与国内消费电子及企业 IT 支出相关，预计公司 2023-2025 年消费电子营收维持 5% 增速，企业增值服务业务维持 8% 增速，IT 分销业务营收增速分别为 6.14%/6.16%/6.18%，毛利率略有提升，分别为 3.34%/3.35%/3.37%；
- 2) **云计算及数字化转型：**公司重点发展 MSP 和 ISV 业务，预计 2023-2025 年公司云转售业务增速分别为 40%/35%/25%，MSP 和 ISV 业务营收增速分别为 50%/45%/35%。公司云计算及数字化转型业务营收分别为 41.33%/36.40%/26.49%，毛利率分别为 13.80%/14.21%/14.68%。
- 3) **自主品牌：**公司自主品牌业务以华为鲲鹏整机业务为主，考虑到信创加速推进，我们预计 2023-2025 年增速分别为 55%/40%/35%，毛利率分别为 10.5%/11.0%/11.5%。
- 4) **其他业务：**预计 2023-2025 年公司其他业务营收与毛利率维持 2022 年水平。

表 5：公司营收拆分及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
IT 分销 (百万元)	116838.04	108274.52	114921.88	122000.30	129539.23
yoy	31.79%	-7.33%	6.14%	6.16%	6.18%
毛利率	2.89%	3.32%	3.34%	3.35%	3.37%
云计算及数字化转型 (百万元)	3884.94	5022.73	7098.50	9682.43	12247.23
yoy	45.71%	29.29%	41.33%	36.40%	26.49%
毛利率	13.43%	13.38%	13.80%	14.21%	14.68%
自主品牌 (百万元)	1650.4	2570.42	3984.15	5577.81	7530.05
yoy	126.86%	55.75%	55.00%	40.00%	35.00%
毛利率	11.54%	10.37%	10.50%	11.00%	11.50%
其他业务 (百万元)	11.5	12.35	12.35	12.35	12.35
yoy	-13.89%	7.36%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	51.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
总营收 (百万元)	122384.88	115880.02	126016.88	137272.89	149328.86
yoy	32.94%	-5.32%	8.75%	8.93%	8.78%
毛利率	3.35%	3.92%	4.16%	4.44%	4.71%

资料来源：wind，天风证券研究所

考虑到公司云计算及自主品牌等新业务占比提升，我们预计 2023-2025 年公司营销研发费用率持续提升，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 12.03/14.05/16.40 亿元。我们选取浪潮信息、中科曙光、天音控股、爱施德作为可比公司，考虑公司传统业务为 IT 分销，给予公司 2024 年 20x PE，目标市值 281 亿元，目标价 42.0 元。

表 6：可比公司估值

股票代码	公司简称	PE		
		2023E	2024E	2025E
000977.SZ	浪潮信息	28.64	22.64	18.77
603019.SH	中科曙光	32.88	25.45	20.38
000829.SZ	天音控股	32.67	27.54	23.19
002416.SZ	爱施德	8.81	7.20	6.19
均值		25.75	20.71	17.13

资料来源：wind，天风证券研究所（注：数据截至 2023 年 8 月 8 日收盘 wind 一致预期）

5. 风险提示

- 1) **国内 IT 需求不及预期。**IT 分销业务是公司传统业务，增长与国内消费电子景气度和企业 IT 支出正相关，若国内 IT 需求不及预期，影响公司 IT 分销业务表现；
- 2) **云计算业务进展不及预期。**公司积极发展 MSP 和 ISV 等云计算业务，若国内云计算产业发展不及预期或公司业务进展不及预期，影响公司云计算业务表现；
- 3) **信创产业进展不及预期。**公司自主品牌业务需求主要来自党政及行业信创，若国内信创产业不及预期，影响公司自主品牌业务表现；
- 4) **预测具有主观性。**我们对信创和云计算行业，以及公司业绩预期有主观性，行业发展和公司业绩有低于预期的风险；

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,614.18	4,321.85	3,057.49	3,875.06	5,029.04
应收票据及应收账款	8,675.03	9,032.56	11,270.16	10,464.71	12,349.42
预付账款	3,480.04	5,770.74	4,264.46	6,635.68	5,187.53
存货	14,553.61	12,494.99	16,356.46	14,981.73	19,010.31
其他	967.57	825.37	933.77	916.33	1,003.49
流动资产合计	32,290.43	32,445.50	35,882.35	36,873.53	42,579.79
长期股权投资	202.93	261.33	261.33	261.33	261.33
固定资产	193.77	193.66	196.63	201.36	202.84
在建工程	1,858.04	216.65	1,216.65	916.65	616.65
无形资产	2,287.85	237.23	233.32	229.31	225.30
其他	2,078.18	6,835.90	6,827.28	6,818.67	6,810.57
非流动资产合计	6,620.76	7,744.77	8,735.22	8,427.31	8,116.68
资产总计	38,953.38	40,216.04	44,617.56	45,300.84	50,696.48
短期借款	9,520.54	8,329.65	9,000.00	9,000.00	9,000.00
应付票据及应付账款	13,531.79	13,026.96	15,783.85	15,510.20	18,433.95
其他	4,092.27	2,786.38	7,241.98	7,039.74	8,159.24
流动负债合计	27,144.61	24,142.99	32,025.82	31,549.94	35,593.19
长期借款	1,700.73	4,100.41	3,000.00	3,000.00	3,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	141.15	356.42	356.42	356.42	356.42
非流动负债合计	1,841.88	4,456.83	3,356.42	3,356.42	3,356.42
负债合计	32,336.97	31,996.06	35,382.24	34,906.36	38,949.62
少数股东权益	535.53	617.94	647.71	682.49	723.06
股本	660.72	668.46	669.23	669.23	669.23
资本公积	3,823.14	4,071.22	4,086.99	4,086.99	4,086.99
留存收益	1,957.22	2,878.67	3,841.39	4,965.77	6,277.59
其他	(360.20)	(16.30)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
股东权益合计	6,616.41	8,219.98	9,235.32	10,394.48	11,746.86
负债和股东权益总计	38,953.38	40,216.04	44,617.56	45,300.84	50,696.48

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	249.77	1,036.02	1,203.40	1,405.48	1,639.77
折旧摊销	88.89	74.23	58.94	62.29	65.54
财务费用	293.54	462.96	688.40	678.25	666.10
投资损失	558.54	43.43	30.00	30.00	20.00
营运资金变动	(1,835.89)	(706.64)	(850.50)	(640.85)	(500.98)
其它	489.02	(73.55)	37.22	63.47	70.71
经营活动现金流	(156.13)	836.47	1,167.46	1,598.63	1,961.14
资本支出	221.61	(3,784.24)	1,058.00	(237.00)	(237.00)
长期投资	(880.40)	58.40	0.00	0.00	0.00
其他	369.65	3,564.78	(2,146.07)	423.98	434.03
投资活动现金流	(289.14)	(161.06)	(1,088.07)	186.98	197.03
债权融资	215.36	(26.15)	(1,118.46)	(678.25)	(666.10)
股权融资	1,149.46	308.49	(225.28)	(289.79)	(338.10)
其他	(337.88)	(891.01)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,026.94	(608.66)	(1,343.75)	(968.04)	(1,004.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	581.67	66.74	(1,264.35)	817.57	1,153.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	122,384.88	115,880.02	126,016.88	137,272.89	149,328.86
营业成本	118,287.47	111,333.03	120,773.52	131,183.15	142,292.28
营业税金及附加	117.33	138.27	150.36	163.79	178.18
销售费用	1,916.50	1,952.61	2,142.29	2,608.18	3,046.31
管理费用	281.82	312.15	352.85	411.82	492.79
研发费用	240.32	291.15	327.64	411.82	492.79
财务费用	273.24	431.68	688.40	678.25	666.10
资产/信用减值损失	(192.67)	(194.89)	(40.00)	(40.00)	(100.00)
公允价值变动收益	(69.13)	9.66	0.00	20.00	20.00
投资净收益	(558.54)	(43.43)	(30.00)	(30.00)	(20.00)
其他	1,598.56	327.25	0.00	0.00	0.00
营业利润	489.98	1,322.54	1,511.82	1,765.87	2,060.43
营业外收入	11.15	5.96	5.96	5.96	5.96
营业外支出	(1.97)	4.83	4.83	4.83	4.83
利润总额	503.10	1,323.67	1,512.95	1,767.01	2,061.56
所得税	253.33	287.65	272.33	318.06	371.08
净利润	249.77	1,036.02	1,240.62	1,448.94	1,690.48
少数股东损益	11.68	31.62	37.22	43.47	50.71
归属于母公司净利润	238.09	1,004.41	1,203.40	1,405.48	1,639.77
每股收益(元)	0.36	1.50	1.80	2.10	2.45

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	32.94%	-5.32%	8.75%	8.93%	8.78%
营业利润	-46.55%	169.92%	14.31%	16.80%	16.68%
归属于母公司净利润	-61.85%	321.85%	19.81%	16.79%	16.67%
获利能力					
毛利率	3.35%	3.92%	4.16%	4.44%	4.71%
净利率	0.19%	0.87%	0.95%	1.02%	1.10%
ROE	3.92%	13.21%	14.01%	14.47%	14.87%
ROIC	3.16%	10.16%	16.31%	15.52%	16.85%
偿债能力					
资产负债率	83.01%	79.56%	79.30%	77.05%	76.83%
净负债率	121.21%	106.06%	103.43%	84.03%	64.53%
流动比率	1.06	1.18	1.12	1.17	1.20
速动比率	0.58	0.73	0.61	0.69	0.66
营运能力					
应收账款周转率	14.90	13.09	12.41	12.63	13.09
存货周转率	10.15	8.57	8.74	8.76	8.79
总资产周转率	3.51	2.93	2.97	3.05	3.11
每股指标(元)					
每股收益	0.36	1.50	1.80	2.10	2.45
每股经营现金流	-0.23	1.25	1.74	2.39	2.93
每股净资产	9.09	11.36	12.83	14.51	16.47
估值比率					
市盈率	78.90	18.70	15.61	13.37	11.46
市净率	3.09	2.47	2.19	1.93	1.70
EV/EBITDA	17.41	8.96	10.10	8.81	7.22
EV/EBIT	18.91	9.25	10.36	9.03	7.38

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com