

2021 年 07 月 09 日

紫光股份 (000938.SZ)

运营商业务拐点已至,海外业务拓展进程超预期

■IT 硬件基础设施龙头, 份额优势凸显产品力。公司布局 “芯-云-网-边-端”, 产品不仅覆盖服务器、交换机、路由器等 IT 硬件基础设施, 而且向智慧屏、PC 等办公终端延伸, 致力于打造全品类的企业 IT 产品矩阵。同时公司积极在产业链纵向拓展, 上游加大芯片研发力度, 自主研发应用于高端路由器的 NP 芯片; 下游向云计算、云服务拓展, 拥有行业领先的紫光云。公司产品主要目标市场包括运营商市场 (主要满足运营商组建基础网络需求) 和企业网市场 (主要满足企业数字化转型需求), 并在企业网市场拥有绝对份额优势。根据 IDC 数据, 2021 年第一季度公司控股子公司新华三在国内企业网硬件市场份额第一 (37.2%)。其中交换机份额超越华为, 份额升至 39.1%; WLAN 份额 31.3%, 连续 12 年份额第一; 路由器份额 32.5% 暂居第二。

■自研芯片实现突破, 运营商市场拐点已至。运营商级高端路由器对性能要求严苛, 自研芯片逐渐成为跻身高端路由器行业的必由之路。根据公司官网, 2021 年是公司自研芯片的商用元年, 公司发布了其自主研发的智擎 600 系列芯片, 采用 16nm 工艺, 拥有 256 个处理核心, 4096 个硬件线程, 能够满足运营商及互联网骨干网络的需要。公司成为国内少数掌握自主可控高端路由器芯片量产能力的国内企业。根据公司官网, 2022 年公司计划推出更高规格的智擎 800 系列, 实现 7nm 制程、处理核心数量超过 500 个、晶体管数量较智擎 600 系列提升 122%, 运营商市场竞争力有望进一步提升。根据公司公告, 2020 年公司运营商业收入 56.58 亿元, 占比 15.40%, 同比增长 67.15%, 发展迅速。根据各运营商官网, 2021 年以来, 公司运营商中标份额持续增长, 拿下多个采集项目中标份额第一。在中国电信服务器集中采购项目中, 华为主动放弃中标, 新华三中标份额较原份额+11ppts 升至 32%。从公司运营商产品竞争力提升和近期中标份额提升两个维度我们判断公司运营商市场拐点已至, 未来在运营商市场占有率有望持续扩大。

■产品力+渠道建设+品牌优势, 海外市场业务拓展超预期。根据公司公告, 公司海外业务因与 HPE 竞业合同直到 2019 年才启动海外扩张战略, 导致其海外市场份额与公司实际产品竞争力不相匹配; 根据公司公告, 截至 2020 年底公司已认证海外合作伙伴 252 家, 覆盖 20 多个国家, 海外销售渠道扩展迅速; 根据公司公告, 2020 年, 新华三海外业务营收 7.18 亿元, 同比增速高达 61.45%, 渠道拓展效果显著。IT 硬件基础设施产业链逐渐东移, 国内外技术差距减小, 成本优势助力中国企业占据市场。根据 IDC 数据, 公司已在亚太地区交换机市场占比 36.2%, 成为主要龙头企业, 未来有望进一步向欧美地区渗透; 同时,

公司深度分析

证券研究报告

PC 及服务器硬件

 投资评级 **买入-A**
维持评级

 6 个月目标价: **30.00 元**

 股价 (2021-07-08) **23.40 元**

交易数据

总市值 (百万元)	66,925.87
流通市值 (百万元)	66,925.87
总股本 (百万股)	2,860.08
流通股本 (百万股)	2,860.08
12 个月价格区间	17.62/51.76 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.26	-9.1	-53.93
绝对收益	6.26	-12.28	-30.52

马天诣

分析师

 SAC 执业证书编号: S1450521030001
 maty@essence.com.cn

相关报告

紫光股份: 芯云合一技术优势凸显, 运营商海外业务两翼齐飞/马天诣	2021-06-02
紫光股份: 2020 年年报点评/马天诣	2021-04-28

新华三作为 HPE 参股子公司（参股比例 49%），在海外享有较高知名度，有望成为打开海外市场的催化剂。

■**投资建议：**公司全 IT 产业链“芯-云-网-边-端”布局完善，企业网市场份额具有绝对优势，并加速向运营商市场和海外市场拓展。公司自研高端路由器芯片实现量产，是少数具备运营商级高端路由器核心技术的国内厂商。且在近期运营商招标中，公司中标份额可见显著提升。从产品竞争力提升和近期中标份额提升两个维度我们判断公司运营商市场拐点已至，未来在运营商市场占有率有望持续扩大。公司海外市场起步较晚，随着海外渠道建设逐步完善海外收入高速增长。凭借优秀的产品力和较高的品牌知名度，海外业务有望打开公司成长第二曲线。我们维持公司 2021-2023 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年的收入分别为 674.12 亿元(+12.91%)、749.70 亿元(+11.21%)、819.94 亿元(+9.37%);预计净利润分别为 21.35 亿元(+12.68%)、24.83 亿元(+16.30%)、28.02 亿元(+12.87%)。维持公司 2021 年 40 倍 PE，维持目标价 30 元，维持“买入-A”投资评级。

■**风险提示：**行业竞争加剧风险；运营商市场发展不及预期；公司海外扩张受疫情反扑影响。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	54,099.1	59,704.9	67,411.5	74,970.1	81,994.4
净利润	1,843.4	1,894.6	2,134.8	2,482.8	2,802.4
每股收益(元)	0.64	0.66	0.75	0.87	0.98
每股净资产(元)	9.85	10.40	11.04	11.78	12.61

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	35.7	34.7	30.8	26.5	23.5
市净率(倍)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.8
净利润率	3.4%	3.2%	3.2%	3.3%	3.4%
净资产收益率	6.5%	6.4%	6.8%	7.4%	7.8%
股息收益率	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%
ROIC	14.5%	14.2%	16.5%	16.9%	18.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 边际变化	6
1.1. 运营商市场业务增速迅猛，中标份额持续上升	6
1.2. 企业网市场份额保持领先，综合实力突出	6
2. 全产业链协同发展，新华三为公司快速发展基石	6
2.1. 新华三——ICT 基础设施龙头，政企领域领跑者	8
2.1.1. 新华三股权变革：对抗思科而生，多次易主，现受控于紫光股份	8
2.1.2. 紫光股份赋能新华三快速发展，新华三成为公司核心资产	9
2.1.3. 新华三：全产品线形成产业链闭环，行业领先的一站式解决方案供应商	10
2.2. 子公司业务多元，覆盖 IT 设备全产业链	10
2.2.1. 紫光云——面向政企行业客户，产品齐全且发展迅速	10
2.2.2. 紫光数码——IT 分销市场份额全国前四，提供强大渠道基础	11
2.2.3. 紫光软件——软硬一体化解决方案服务商，与紫光云形成战略协同	12
3. 高质量布局“芯-云-网-边-端”，受益点多元	12
3.1. 芯片——自研 NP 芯片元年，研发实力强大	12
3.2. 云计算——云计算景气度提升，竞争优势显著	13
3.3. IT 基础设施——多个细分领域龙头地位稳固	14
3.3.1. 路由器——巩固企业级优势，进军运营商市场	14
3.3.2. 交换机——市场规模稳定增长，龙头地位稳固	16
3.3.3. 服务器——行业景气度向好，市场份额不断提升	17
3.3.4. 超融合——渗透率空间巨大，根基深厚有望加速发展	18
3.3.5. WLAN——Wi-Fi 6 加速市场发展，龙头地位助力大幅受益	19
3.3.6. 网络安全——市场处于快速发展阶段，市场份额持续提升	21
3.3.7. SDN——5G 催化 SDN 需求，先发优势稳固头部地位	22
3.4. 商务终端——商务 PC 及智慧屏布局扩展产品矩阵	23
3.4.1. 进军 PC 市场，新产品稳步推进	23
3.4.2. 布局智慧屏，补充终端产品矩阵	24
4. 研发实力+资源渠道+广阔市场空间，运营商业潜力无限	24
4.1. 研发实力领先，自研 NP 芯片推动公司运营商市场份额	24
4.2. 管理层运营商资源经验丰富，为公司拓展运营商市场重要基石	25
4.3. 华为资源倾斜，新华三运营商市场业务拥巨大增量	25
5. 产品力+渠道建设+品牌优势，海外市场拓展进程超预期	26
5.1. 新华三产品力优异，有望复制华为出海成功经验	26
5.1.1. 华为成功抢占思科亚太地区市场份额	26
5.1.2. 行业重心转移、技术差距减小及成本优势助力中国企业占据上风	26
5.1.3. 新华三高产品力或使其复制华为成功，抢占海外市场份额	27
5.2. 公司渠道建设快速，拓展效果显著	28
5.3. 新华三品牌优势助力海外业务发展	29
6. 盈利预测与投资建议	29
7. 风险提示	30

图表目录

图 1：现公司业务全 IT 产业链布局完善	7
图 2：公司实际控制人为教育部	7
图 3：新华三为公司核心资产，各子公司形成战略资源协同	8
图 4：新华三历史沿革	9
图 5：紫光股份赋能新华三快速发展	9
图 6：新华三是公司主要的营收来源（单位：亿元）	10
图 7：新华三是公司主要的净利润来源（单位：亿元）	10
图 8：新华三明星产品图	10
图 9：紫光云平台功能齐全	11
图 10：紫光云经收购前后股权结构对比	11
图 11：紫光云亏损逐步减少	11
图 12：紫光数码营收疫情前持续增长	12
图 13：紫光软件营收疫情前持续增长	12
图 14：芯片战略投入与发展时间线	13
图 15：中国云计算市场保持高增速	13
图 16：私有云市场规模保持高增速	13
图 17：新华三为国内私有云领导者	14
图 18：华三云保持高增速	14
图 19：中国路由器市场规模趋于平稳	15
图 20：国内企业级路由器市场中华为一家独大（2019 年）	15
图 21：2021Q1 国内企业级路由器市场集中度高，新华三排名第二	15
图 22：旗舰机型 CR19000	16
图 23：国内交换机市场规模稳定增长	16
图 24：交换机市场中新华三与华为市场地位接近	16
图 25：S12500 拥有单槽位最大 48*400G 转发能力，支持 SRv6	17
图 26：服务器市场规模稳定提高	17
图 27：2019 年中国服务器市场竞争格局	18
图 28：2020 年国内服务器市场份额进一步向头部聚集	18
图 29：双品牌服务器产品图	18
图 30：超融合市场规模增长迅速	19
图 31：2020 年新华三在我国超融合市场排名暂居第二	19
图 32：中国 WLAN 市场规模保持增长	20
图 33：新华三企业级 WLAN 全球领先	20
图 34：中国信息安全市场规模高速增长	21
图 35：新华三市场份额持续提升	22
图 36：中国 SDN（软件）市场规模增速超过 25%	22
图 37：国内 SDN 新华三市场份额第一（2019 年）	23
图 38：H3C X5-020t 商用台式机搭载酷睿 i9-11900 处理器及 RTX 3080 显卡	23
图 39：H3C Z6-410 商用笔记本搭载酷睿 i7-1165G7 处理器锐炬 Xe 显卡	23
图 40：2020 年中国 PC 出货量同比增长 13%	24
图 41：新华三云屏 H3C MagicHub	24
图 42：MagicHub 可应用于办公室、会议室等场景	24

图 43 : 新华三芯片设计开发基地项目投资合作协议签署仪式.....	25
图 44 : 亚太地区 (除日本) 交换机市场份额华为新华三为龙头 (2018 年)	26
图 45 : 亚太地区 (除日本) 路由器市场份额华为独大 (2018 年)	26
图 46 : 思科收入中约 85% 来自欧美国家, 60% 来自于美洲.....	27
图 47 : 思科近年来相关业务营收增速缓慢.....	27
图 48 : 思科近三财年研发投入无明显增长.....	28
图 49 : 新华三近三年研发投入增长迅速.....	28
图 50 : 新华三海外业务营收增长迅速.....	28
图 51 : 海外渠道拓展迅速, 海外认证合作伙伴翻倍.....	28
图 52 : HPE 近三财年海外市场营收持续下降 (百万美元)	29
表 1 : 近期新华三部分中标情况.....	6
表 2 : 新华三企业网市场地位领先.....	6
表 3 : IT 硬件厂商在私有云领域竞争优势明显.....	14
表 4 : 核心路由器技术壁垒最高	15
表 5 : 新华三高管运营商背景深厚.....	25
表 6 : 2020-2021 年华为部分中标情况.....	26
表 7 : 思科在多个领域均不敌国内厂商.....	27
表 8 : 新华三重要客户覆盖多国多行业.....	29

1. 边际变化

1.1. 运营商市场业务增速迅猛，中标份额持续上升

中标份额持续增长，运营商市场业务增速迅猛。根据各运营商官网，交换机和高端路由器方面，公司在中国移动网络云资源池三期工程数据中心交换机及高端路由器集采项目标包二中首次中标，取得 70% 份额，超越华为中标份额（30%）；中国移动高端路由器和高端交换机集采项目中标份额较上期+10ppts，占比 40%，排名第一，市场地位稳固并进一步提升。服务器方面，公司在中国移动云资源池三期计算型服务器采购项目居标包二市场份额第一，份额较二期+10ppts 升至 70%；在中国电信服务器集中采购项目，华为主动放弃中标，新华三中标份额较原份额+11ppts 升至 32%。

表 1：近期新华三部分中标情况

日期	运营商	项目名称	采购产品	新华三份额	中标排行
2021 年 6 月	中国电信	中国电信服务器集中采购项目	服务器（I 系列）	32% (较原份额+11ppts)	2
2021 年 3 月	中国电信	中国电信服务器集中采购项目	服务器（I 系列）	21%	3
2021 年 6 月	中国移动	中国移动网络云资源池三期工程硬件防火墙集采项目	防火墙产品	31%	2
2021 年 6 月	中国移动	中国移动云资源池三期计算型服务器采购项目	服务器	70%* (较二期+10ppts)	1*
2019 年 10 月	中国移动	中国移动集中网络云资源池二期工程 PC 服务器集采	服务器	60%	1
2021 年 6 月	中国移动	中国移动高端路由器和高端交换机集采项目	高端路由器及高端交换机	40% (较上期+10ppts)	1
2020 年 5 月	中国移动	中国移动高端路由器和高端交换机集采项目	高端路由器及高端交换机	30%	3
2021 年 6 月	中国移动	中国移动网络云资源池三期工程数据中心交换机及高端路由器集采项目	数据中心交换机及高端路由器	70%* (首次中标)	1*

资料来源：各运营商官网，安信证券研究中心；注：*为采购项目中标包二份额与排名

1.2. 企业网市场份额保持领先，综合实力突出

根据 IDC 数据，2021 年 Q1，新华三以 37.2% 占比高居中国企业网市场份额首位，保持领先地位。其中，公司在中国以太网交换机（企业网）市场取得突破，自 2019 年市场份额第二 35.3% 升至 2021Q1 市场份额第一 39.1%，超越华为；在中国企业网 WLAN 市场占比达 31.3%，稳居市场份额第一；在中国路由器（企业网）市场份额居于第二，占比 32.5%，综合实力突出。

表 2：新华三企业网市场地位领先

时间	市场	新华三市场份额	市场份额排名
2021Q1	中国企业网市场	37.2%	1
2021Q1	中国以太网交换机（企业网）市场	39.1% (QoQ+1.8%)	1
2021Q1	中国路由器（企业网）市场	32.5%	2
2021Q1	中国企业网 WLAN 市场	31.3%	1
2021Q1	中国路由器（企业网）市场	32.5%	2
2020	中国以太网交换机（企业网）市场	37.3%	1

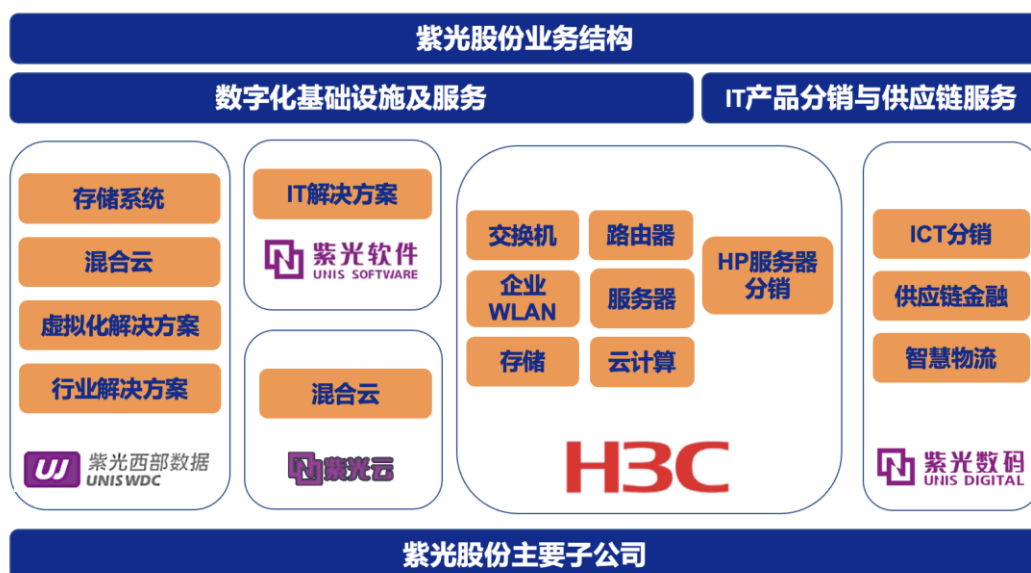
资料来源：IDC，安信证券研究中心

2. 全产业链协同发展，新华三为公司快速发展基石

IT 产业链逐渐布局完备，新华三为公司核心资产。紫光股份成立于 1999 年，为集现代信息系统研发、建设、运营、维护于一体的全产业链服务提供商，战略聚焦 IT 服务领域，致力于

完整且强大的“云—网”产业链，向云计算、移动互联网和大数据处理等信息技术的行业应用领域全面深入。根据公司官网，2016 年前，紫光股份主营业务主要包括 IT 分销（紫光数码）与定制化软件（紫光软件）；2016 年 5 月，公司收购惠与（HPE）旗下香港华三 51% 股权，成立新华三并成为公司经营主体，业务加速增长。近年来，公司不断完善其战略版图，现主营业务分为数字化基础设施及服务与 IT 产品分销与供应链服务两大板块，全 IT 产业链布局完备。

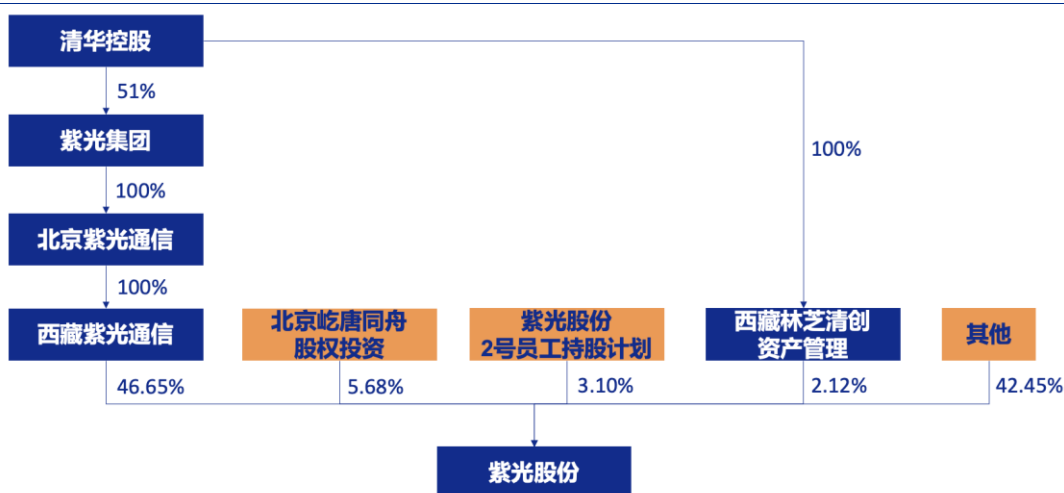
图 1：现公司业务全 IT 产业链布局完善



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

背靠紫光集团，实际控制人为教育部。根据新华网，紫光集团是国内最大的综合性集成电路厂商，在企业级 IT 服务细分领域市场排名国内第一、全球第二，或为公司带来大量资源，帮助公司发展。根据 Wind，截至 2021 年 5 月 27 日，紫光股份实际控制人为中国教育部，通过清华控股间接持股紫光股份共 48.57% 股份。

图 2：公司实际控制人为教育部

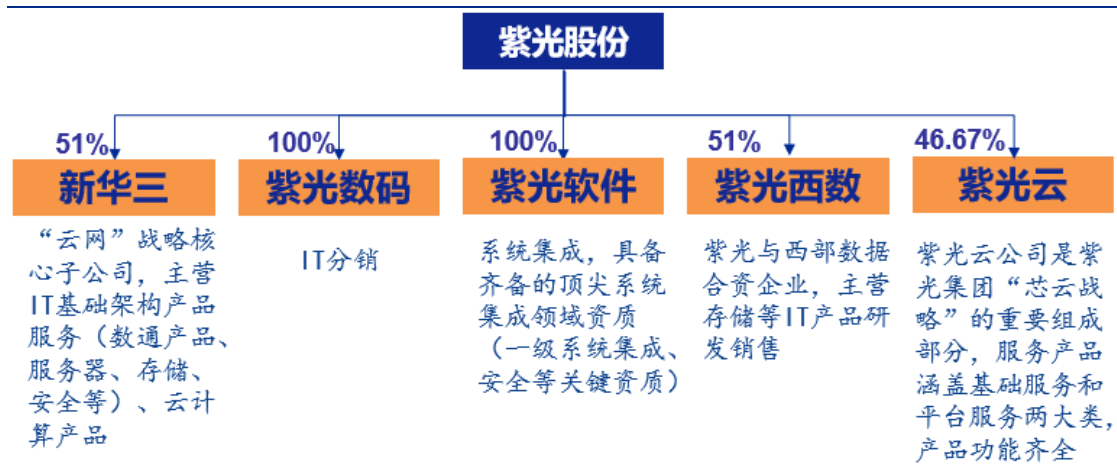


资料来源：公司报告，安信证券研究中心

公司主要子公司形成战略与资源协同。公司主要子公司包括新华三、紫光数码、紫光软件、紫光西数、紫光云等。根据公司官网，新华三是公司云网战略核心，是中国唯二能够提供 ICT 全栈解决方案的供应商；紫光软件具备顶级 ICT 资质，主营业务为软件开发与系统集成，是

公司软件+硬件一体化的基础；紫光数码为 IT 分销公司，为公司产品分销渠道建立奠定良好基础，并为公司营收第二大稳定来源；紫光西数为公司与西部数据成立的合资公司，主营存储产品和系统的研发与销售；紫光云为紫光股份“芯云战略”中重要子公司，公司基于新华三云与智能产品线的能力，聚焦智慧城市运营、公有云研发、运营及销售和产业互联网等业务。

图 3：新华三为公司核心资产，各子公司形成战略资源协同



资料来源：公司报告、公司官网，安信证券研究中心

2.1. 新华三——ICT 基础设施龙头，政企领域领跑者

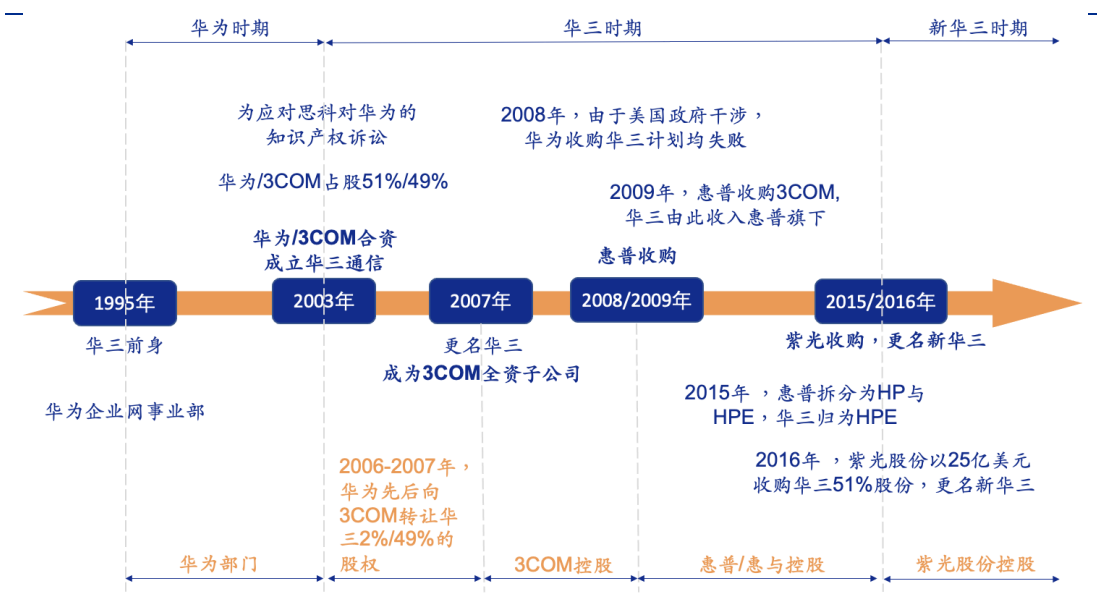
2.1.1. 新华三股权变革：对抗思科而生，多次易主，现受控于紫光股份

第一阶段，对抗思科而生。华三前身为华为企业网事业部，2003 年华为和 3COM 为对抗思科合资成立华三通信，华为/3COM 持股比例分别为 51%/49%。2006-2007 年，华为先后向 3COM 转让华三 2%/49% 的股权，此后，华三成为 3COM 全资子公司。

第二阶段，3COM 经营欠佳，惠普收购华三。2007 年，3COM 因经营不善致使公司进入增长停滞期。2008 年，华为多次尝试收购 3COM，但由于美国政府以企业安全等理由多次干涉，收购均以失败告终。2009 年 11 月，惠普宣布收购 3COM，进军电信设备市场，华三被并入惠普体系。

第三阶段，惠普华三期间发展较为缓慢，紫光股份控股华三。在此期间，华三并未受到惠普战略重视，公司发展较为缓慢；2015 年，惠普任命毛渝南为华三董事长遭绝大多数员工抵制，造成大量人员流失，公司发展受到巨大阻碍。2015 年，惠普正式拆分为两家独立公司运作，分别为惠与（HPE）和惠普（HP Inc.），华三归于 HPE。同年，紫光股份与 HPE 正式宣布合作，收购惠与旗下华三 51% 股权，成为控股股东，股权转让于 2016 年正式完成，成立新华三。

图 4：新华三历史沿革

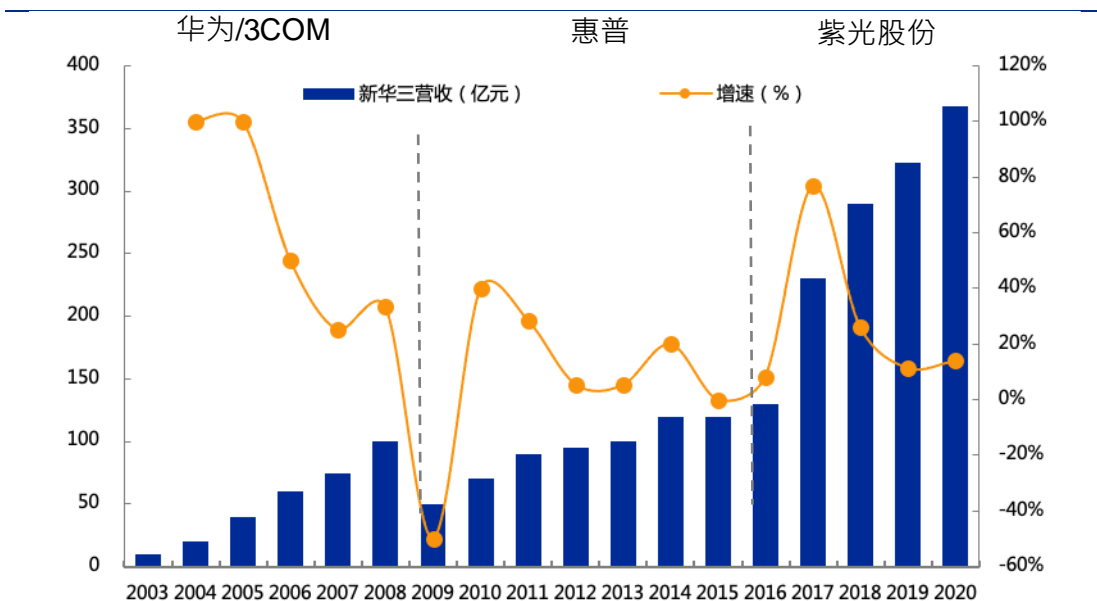


资料来源：公司报告、公司官网，安信证券研究中心

2.1.2. 紫光股份赋能新华三快速发展，新华三成为公司核心资产

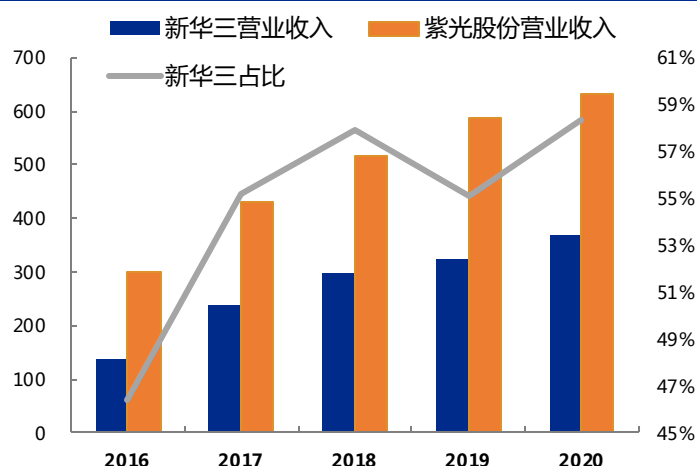
高效整合，新华三成为公司营收及利润主要来源及增长点。2016 年股权转让完成后，新华三与紫光股份进行快速整合；2016-2020 年新华三营收 CAGR 高达 127%，公司赋能新华三进入高速增长模式。2020 年，新华三实现营业收入 367.99 亿元，同比增长 14.08%，净利润 27.70 亿元，同比增长 6.55%。同年合并报表营业收入 597.05 亿元，同比增长 10.36%；归母净利润 18.95 亿元，同比增长 2.78%。同时，新华三逐渐成为紫光股份主要营收来源与净利润增长点，2020 年新华三占紫光股份营收/净利润比例分别为 62%/85%，成为公司核心资产。

图 5：紫光股份赋能新华三快速发展



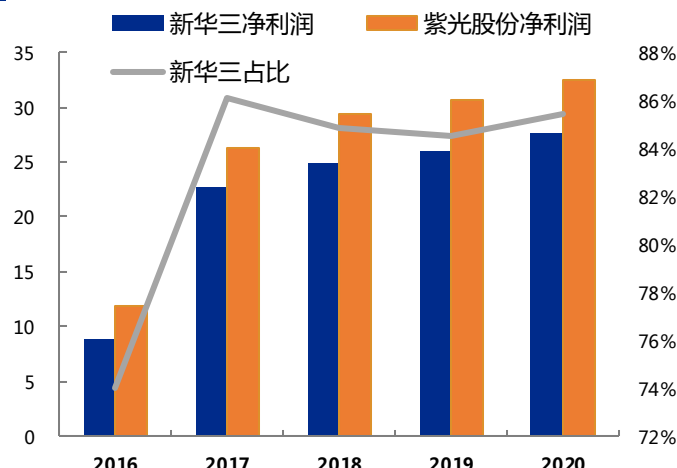
资料来源：公司报告，安信证券研究中心

图 6：新华三是公司主要的营收来源（单位：亿元）



资料来源：公司报告，安信证券研究中心

图 7：新华三是公司主要的净利润来源（单位：亿元）



资料来源：公司报告，安信证券研究中心

2.1.3. 新华三：全产品线形成产业链闭环，行业领先的一站式解决方案供应商

根据公司官网，新华三主营业务共涉及 8 大产品线业务，包括交换机、路由器、WLAN、服务器、存储、安全硬件、云计算（私有云）及服务 SDN，是国内唯二能够提供 ICT 全栈解决方案的供应商之一，且公司可提供云计算所需的全套软硬件设备，形成了相对完整的产业链闭环。

图 8：新华三明星产品图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2.2. 子公司业务多元，覆盖 IT 设备全产业链

2.2.1. 紫光云——面向政企行业客户，产品齐全且发展迅速

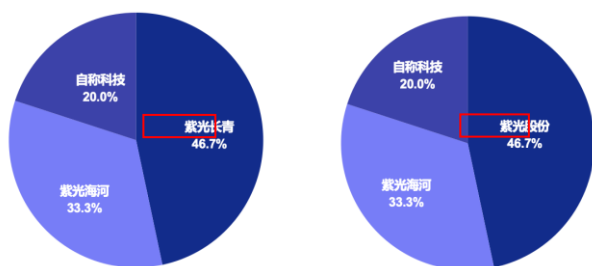
紫光云拓展公司云计算（公有云）实力。根据公司官网，紫光云成立于 2018 年 3 月，其服务产品于同年 12 月开始全面商用。根据公司公告，2020 年 12 月 11 日，紫光股份以 19 亿元收购紫光长青所持有紫光云的全部股份（46.67%），成为紫光云的控股公司，补齐紫光股份云计算版图。紫光云服务产品涵盖基础服务与平台服务两大类，产品功能齐全。其中，基础服务涵盖计算、存储、网络、安全和监控 5 个大类；平台服务包括数据库、大数据、开发测试、人工智能、物联网、视频等类型。紫光云发展迅速，2020 年营收达 6.14 亿，较 19 年增长 124%；未来政企信息化加速发展，公司业务发展空间巨大。

图 9：紫光云平台功能齐全



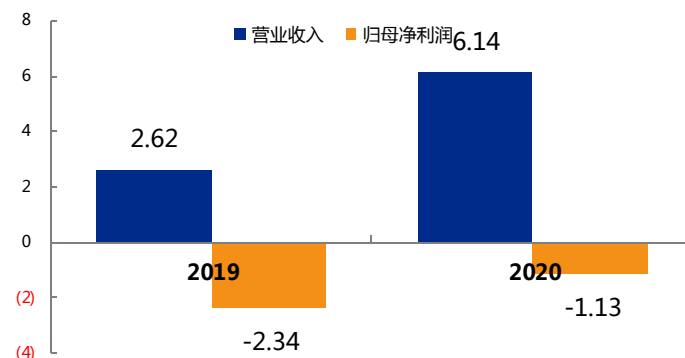
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 10：紫光云经收购前后股权结构对比



资料来源：公司报告，安信证券研究中心

图 11：紫光云亏损逐步减少

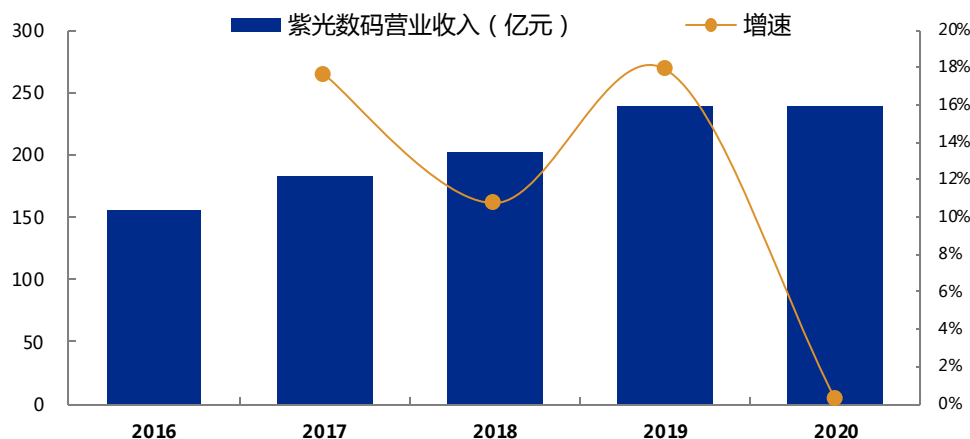


资料来源：公司报告，安信证券研究中心

2.2.2. 紫光数码——IT 分销市场份额全国前四，提供强大渠道基础

紫光数码是紫光股份旗下的供应链综合服务供应商。公司主营业务主要包括 IT 分销服务平台、智慧物流服务平台与供应链金融服务平台。IT 分销服务平台方面，紫光数码为惠普、戴尔、联想、三星、H3C、明基等国际知名 IT 厂商提供增值分销服务，业务领域涉及渠道分销、行业分销、企业客户、系统集成、金融服务等，覆盖大量 IT 市场主流产品。智慧物流服务平台方面，公司依托其在泛 IT 行业的供应链管理优势，为 IT、芯片、通讯、精密仪器和汽配等行业客户提供一站式智慧物流解决方案。此外，公司在供应链金融服务平台方面，借助于分销积累的客户数据，向供应链上下游提供互联网科贷、融资租赁、商业保理等定制式金融服务。由于其业务性质，公司业务受疫情影响较大，增速放缓，但营收仍有绝对值增长；凭其庞大的客户数据和用户渠道基础，疫情后有望迅速恢复。

图 12: 紫光数码营收疫情前持续增长

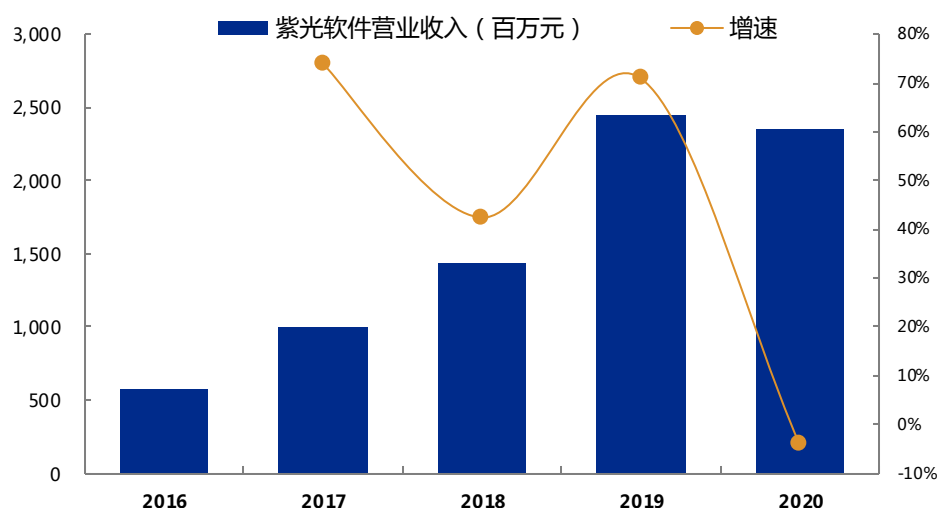


资料来源：公司报告，安信证券研究中心

2.2.3. 紫光软件——软硬一体化解决方案服务商，与紫光云形成战略协同

紫光软件是专业的软件服务与系统集成提供商，技术扎实领先于多个领域。紫光软件主营业务为云计算基础设施建设、大数据应用开发、行业软件开发、IT 系统集成及运维等硬件业务；公司云计算业务技术扎实，坚持产品自主可控原则，走自研开发道路，形成多个符合该行业特点的整体解决方案，在广电、民政、档案等行业的电子政务领域均居于领先地位。紫光软件与紫光云形成资源协同，公司运用其丰富的云计算科研项目经验（如大数据项目、智慧城市等），协助紫光云完成计算管理支撑平台研发，建立了区域电子政务云、中小企业云应用平台和大数据云计算解决方案，有效实现传统软件与系统集成业务同“云计算”平台的对接。

图 13: 紫光软件营收疫情前持续增长



资料来源：公司报告，安信证券研究中心

3. 高质量布局“芯-云-网-边-端”，受益点多元

3.1. 芯片——自研 NP 芯片元年，研发实力强大

新华三实现芯片自主可控，技术实力雄厚。根据公司官网，2019 年 1 月，新华三宣布组建新华三半导体技术有限公司，旨在推出自主研发的芯片。2019 年 4 月 4 日，新华三光导体

成立，芯片设计开发基地开启投资运营，研发内容覆盖 SoC 架构，前端设计及验证，测试设计，后端物理设计、电路设计、封装设计、测试量产等完整流程。2020 年 6 月，新华三完成首款 NP 芯片研发；2021 年 4 月，新华三发布其自主研发的智擎 600 系列。根据公司官网，智擎 660 芯片采用 16nm 工艺，拥有 256 个处理核心，4096 个硬件线程，提供高达 1.2Tbps 的接口吞吐能力，达到运营商及互联网骨干网络要求，研发实力强大。根据公司官网，2022 年，新华三将继续突破核“芯”技术，计划推出更高规格的智擎 800 系列，实现 7nm 制程，处理核心数量超过 500 个，晶体管数量较智擎 600 系列提升 122%。

图 14：芯片战略投入与发展时间线

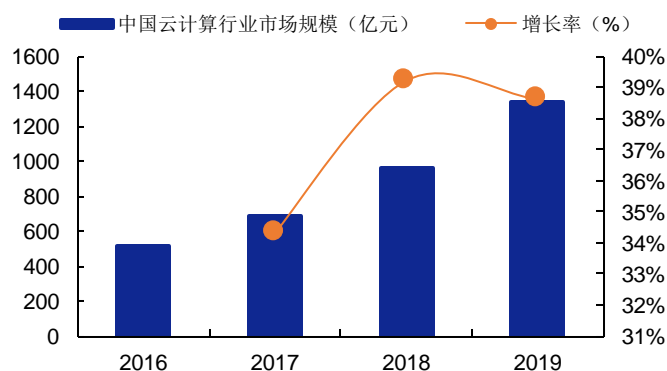


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.2. 云计算——云计算景气度提升，竞争优势显著

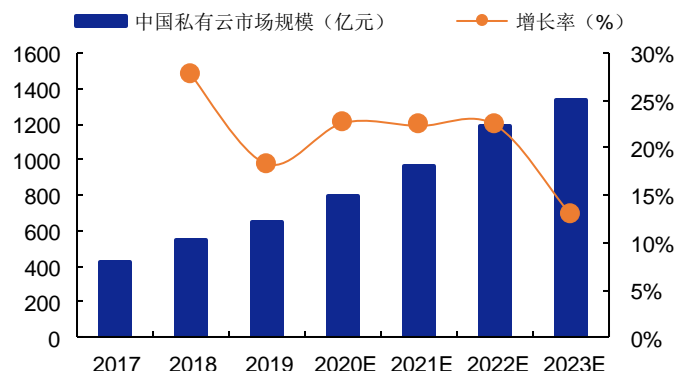
市场需求与政策支持双轮驱动，云计算迎来发展黄金期。根据中国信通院，2017-2019 年我国云计算行业的市场规模增速均在 30% 以上，呈高速增长态势；2019 年，我国云计算市场规模达 1334 亿元，同比增长 38.6%。在后疫情和新基建的推动下，下游需求旺盛；企业上云进程受疫情影响提速，行业景气度进一步提升，预计我国云计算市场规模将持续增长。其中，私有云市场步入快速发展期，2019 年规模为 645 亿；随着私有云的安全性、可靠性和成熟度等方面的进一步完善，国内企业信息化需求的进一步释放，私有云市场进入黄金发展阶段，预计至 2023 年，我国私有云市场规模将达 1337 亿。

图 15：中国云计算市场保持高增速



资料来源：中国信通院，安信证券研究中心

图 16：私有云市场规模保持高增速

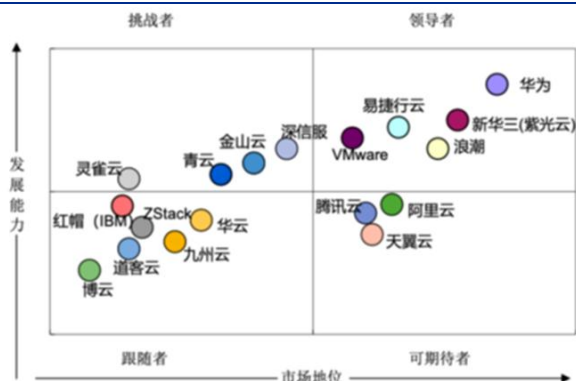


资料来源：中国信通院，安信证券研究中心

国内私有云领导者，云收入保持高速增长。根据赛迪顾问发布的《2020 私有云系统平台市场研究》，中国私有云系统平台市场形成了以数据中心厂商和云厂商为主要参与者的竞争格局，其中领导者厂商包括了新华三、浪潮、华为等，新华三市场地位和发展能力仅次于华为，在市场地位坐标轴位列第二。根据公司官网，截至 2021H1，新华三已覆盖 15 个国家级部委政务云、21 个省级政务云、300+ 地市区县政务云，在金融、教育、电力、媒体等行业拥有 9000+ 用户实践。根据 IDC 数据，华三云 2020 年营收达 61 亿元，同比增长超 30%，保持高速增长；根据中国信通院数据，同期中国私有云市场规模增速约为 22%，华三云增速超越

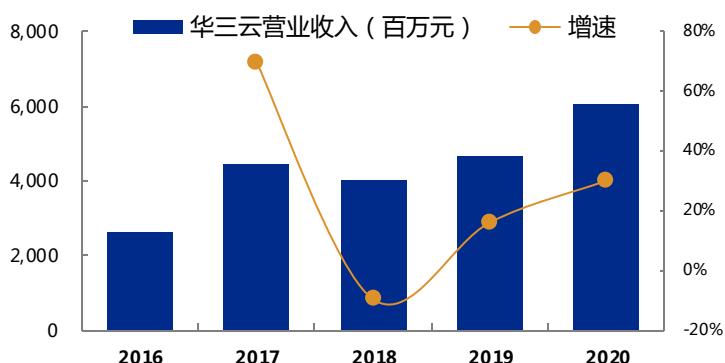
行业整体增速，发展迅速。

图 17：新华三为国内私有云领导者



资料来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

图 18：华三云保持高增速



资料来源：IDC，安信证券研究中心

华三云采用云硬一体化交付，私有云领域竞争优势明显。根据 CCW Research，目前私有云市场中的主流参与者包括 IT 厂商（自行提供硬件并提供定制化集成方案）、系统集成商（外采硬件并提供定制化集成方案）、电信运营商（外采硬件设备并提供标准化程度更高的解决方案）和云创业型公司（以满足客户定制化的需求为主要特色）。根据观研天下数据，私有云下游客户中 70% 为政府、制造业、金融机构等大型企业，IT 硬件厂商云硬一体化的交付模式更能满足其对安全性可靠性的定制化要求。华三云构建了支持公有云、私有云和混合云的全方位云管理平台，兼容国产自主可控软硬件，竞争优势明显，形成了公司在私有云行业的多年领导者地位。

表 3：IT 硬件厂商在私有云领域竞争优势明显

类别	优势	代表厂商
公有云厂商	私有云方案通常采用与公有云相统一的架构，产品经受过公有云大量的用阿里云、腾讯云、华云户使用考验	阿里云、腾讯云、华云
IT 硬件厂商	熟悉企业用户需求，对于行业业务的理解较深，定制化能力强	新华三、华为、曙光、浪潮、联想、中兴
系统集成商	对行业理解深入，应用集成能力强	东软、太极集团、未来国际、神州数码、Vmware
电信运营商	国企背景，拥有网络带宽资源，客户资源丰富，在政务等领域中优势明显。	中国电信、中国联通、中国移动
云创业型公司	以开源或闭源技术为核心的初创型公司为主，产品定制化能力强，技术驱动力、开放合作能力强	EasyStack、青云、九州云、云宏、海云捷迅

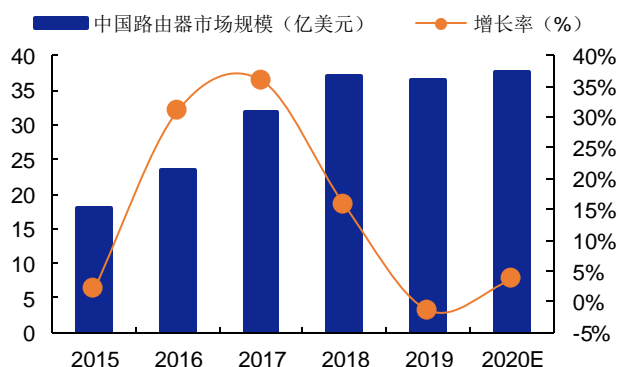
资料来源：CCW Research，安信证券研究中心

3.3. IT 基础设施——个别细分领域超越华为

3.3.1. 路由器——巩固企业级优势，进军运营商市场

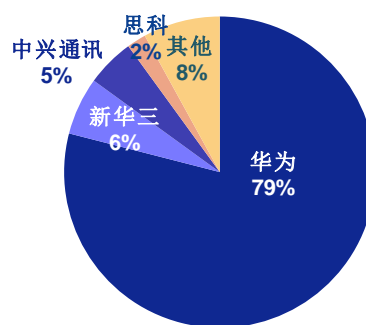
路由器市场规模稳定增长，市场份额华为一家独大。2017/2018 年国内运营商进行路由器大规模采购，随后国内路由器市场增速趋于平稳。根据 IDC 数据，预计 2020 年国内路由器市场规模将达 37.7 亿美元，2026 年市场规模将达 50 亿美元，未来 5 年 CAGR 约为 4.7%。国内路由器市场（仅包括企业级路由器及电信级路由器）华为份额一家独大，2019 年华为市场份额达到 79%，新华三/中兴通讯市场份额仅占 6%/5%。

图 19：中国路由器市场规模趋于平稳



资料来源：IDC，安信证券研究中心

图 20：国内企业级路由器市场中华为一家独大（2019 年）



资料来源：IDC，安信证券研究中心

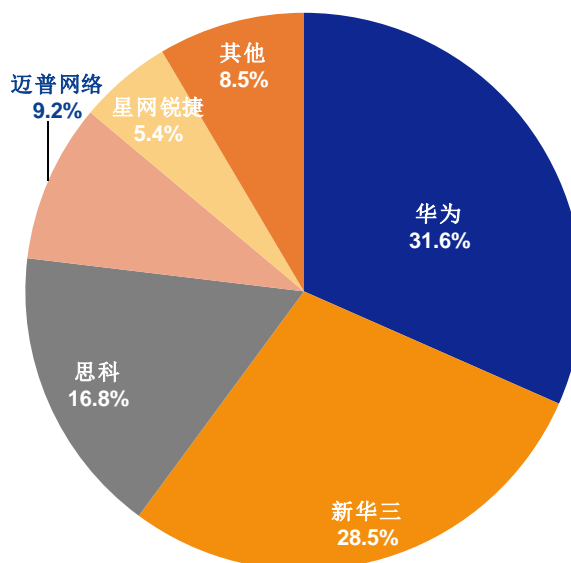
企业级路由器行业技术壁垒高，市场呈现高度集中的状态。根据 IDC 数据，截至 2021 年 Q1，国内企业级路由器市场呈高度集中状态，华为、新华三与思科三家企业市场份额接合计约 77%，其余市场由其他国内网络设备厂商瓜分，国产化明显。烽火通信、腾达科技与迈普通信等国内企业生产的电信级路由器在低端市场具备竞争力，高端市场仍由华为、思科主导，新华三在高端市场的话语权快速提升。

表 4：核心路由器技术壁垒最高

分类	技术壁垒	具体介绍
核心路由器	极高	配置在网络中心位置的路由器。使用核心路由器构建起来的核心网主要负责高速传输与接入网或汇聚网之间的通信数据。
汇聚路由器	高	在规模很大的网络中，往往会在核心网络和接入网络之间构建一个汇聚网络，形成 3 层网状结构。汇聚路由器负责在汇聚网络在汇聚接入网的路由选择信息，完成分组过滤等工作，从而进行多个网络或 WLAN 之间的连接。
接入路由器	中等	距离用户最近位置的路由器，保障用户接入所需网络。接入路由器提供认证、接入控制等功能，一般部署在企业的分支机构或下属部门中。
家用路由器	低	家用电脑上网用的分配器。

资料来源：前瞻研究院，安信证券研究中心

图 21：2021Q1 国内企业级路由器市场集中度高，新华三排名第二



资料来源：IDC，安信证券研究中心

企业级路由器市场新华三入场早，旗舰机型突破高端核心场景。根据公司官网，公司从 1996 年推出中国第一款窄带路由器，目前已拥有全系列路由器产品和解决方案。公司中低端路由

器累计销售已过百万台，高端路由器累计销售达三万余台。公司聚焦高端路由器芯片研发，产品不断升级，核心产品 CR19000 突破运营商市场及企业级客户高端核心场景，已规模应用于上海移动、广东广电、浙江公安、首都机场等客户，成为行业内领先的集群路由器提供商。

图 22：旗舰机型 CR19000

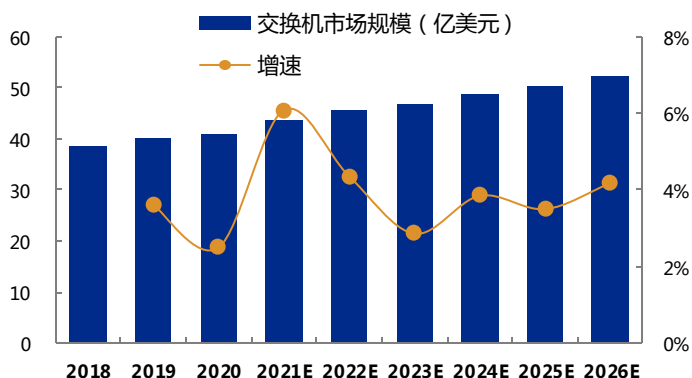


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.3.2. 交换机——市场规模稳定增长，龙头地位稳固

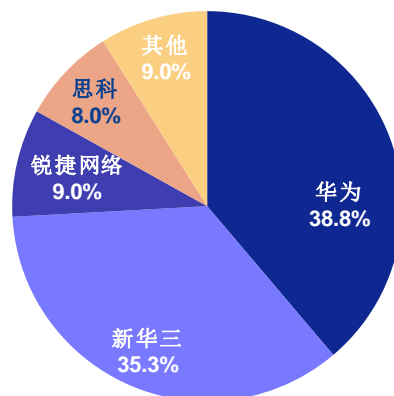
国内交换机市场规模稳定增长，新华三与华为市场地位接近。交换机是基于以太网进行数据传输的多端口网络设备，每个端口都可以连接到主机或网络节点，主要功能为根据接收到数据帧中的硬件地址，把数据转发到目的主机或网络节点。根据 IDC 数据，2020 年中国交换机市场规模为 41 亿美元，预计 2026 年将达到 52.4 亿美元，年均行业增速预计为 4%至 5%。截至 2019 年，我国交换机市场龙头份额稳固，华为/新华三分别占比 38.8%/35.3%。

图 23：国内交换机市场规模稳定增长



资料来源：IDC，安信证券研究中心

图 24：交换机市场中新华三与华为市场地位接近



资料来源：IDC，安信证券研究中心

400G 超宽能力领先，连续三年互联网行业交换机市场份额第一。互联网行业是新华三交换机的传统优势行业，自从 2008 年新华三集团发布了国内第一款面向数据中心领域的核心交换机 S12500 以来，公司交换机产品不断迭代并得到互联网厂商的广泛认可。根据公司官网，腾讯现使用超 500 台新华三 S12500 数据中心交换机，以及超过 2 万台新华三接入交换机；百度现网正广泛使用新华三 S12500X、S9800、S6800、CR16000 核心路由器等数据中心系列产品。根据 IDC 数据，2018 年到 2020 年，新华三交换机互联网市场份额连续三年排名第一，2020 年新达 37.3%。公司 400G 核心交换机优势明显，根据公司官网，新华三自 2016

年就已开启 400G 核心交换机的研发规划，到 2020 年新华三携手以太网测试和测量行业的领导者思博伦通信，完成了业界首个基于 SRv6 性能的大规模 400G 测试，持续领跑行业。

图 25: S12500 拥有单槽位最大 48*400G 转发能力，支持 SRv6

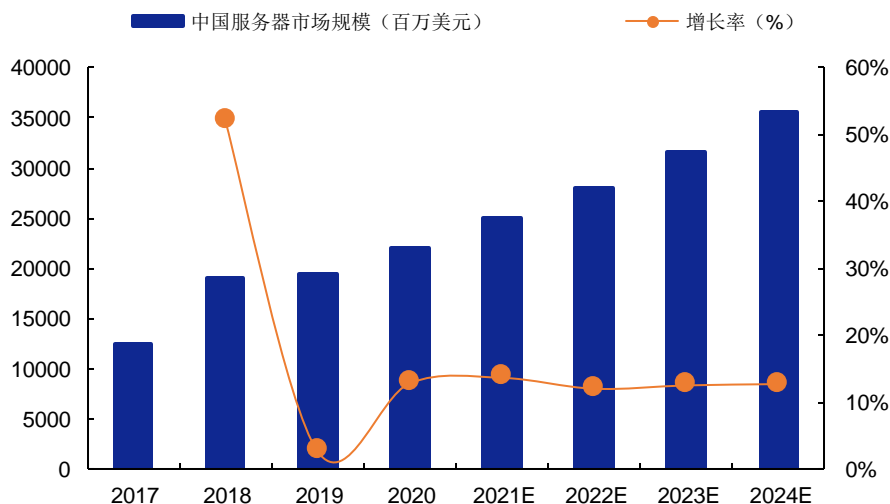


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.3.3. 服务器——行业景气度向好，市场份额不断提升

疫情进一步催化企业上云趋势，行业景气度提升。根据 IDC 数据，2020 年，中国服务器市场出货量为 350 万台，同比增长 9.8%；市场规模达 216.49 亿美元，同比增长 19.0%。其中，X86 服务器仍为服务器主要产品，2020 年出货量为 343.93 万台，同比增长 8.1%；市场规模为 208.23 亿美元，同比增长 17.7%。新冠肺炎疫情的爆发促使许多企业的业务由线下转为线上，企业上云需求加速，加大行业用户对服务器市场的需求，提升行业景气度，加速市场发展；2024 年中国服务器市场规模有望达 348 亿美元。

图 26: 服务器市场规模稳定提高

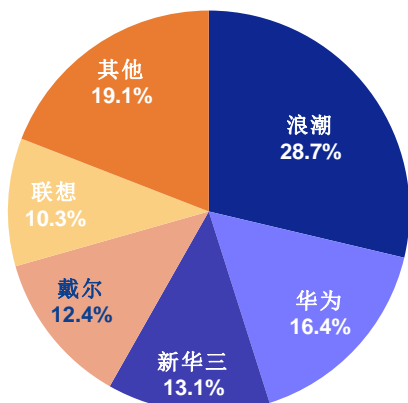


资料来源：IDC，安信证券研究中心

国内头部聚集效应明显，竞争格局进一步优化。根据 IDC 数据，中国服务器市场头部聚集效应明显，且市场份额持续向 TOP3 厂商集中，2020 年 TOP3 厂商总市场份额为 67.6%，较 2019 年 (58.2%) +9.4ppts；其中浪潮拥有最大市场份额 35.6%，其次为华为与新华三，其市场份额较为接近，占比分别为 16.8%/15.2%。近年来，新华三国内服务器市场份额快速提升，2018 年占比第四仅为 10.3%，2019 年升至第三占比 13.1%，发展迅速。随着竞争格局进一步优化，加之华为近年来战略倾斜，或放缓其服务器业务发展，新华三市场空间有望进

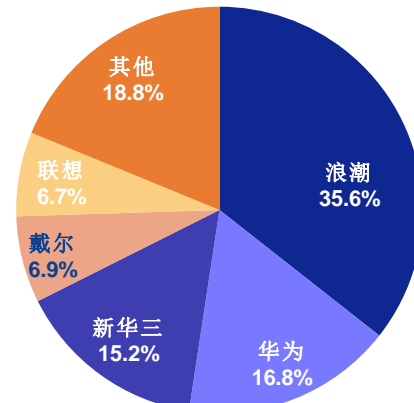
一步提升。

图 27：2019 年中国服务器市场竞争格局



资料来源：IDC，安信证券研究中心

图 28：2020 年国内服务器市场份额进一步向头部聚集



资料来源：IDC，安信证券研究中心

新华三服务器业务双品牌两开花，助力公司全方位发展。根据公司官网，新华三作为惠与品牌服务器产品和技术服务在中国的独家供应商，为中国企业创新 IT 基础架构提供解决方案，主要包括 HPEUNIX 服务器以及新一代小型机架构的 X86 关键业务服务器，同时自主研发 H3CUniServer 品牌服务器，具有高性能、可靠性和扩展性等特点，满足客户需求。

自主研发创造技术壁垒，进入运营商市场。根据公司官网，公司通过自主研发，拥有新技术、全场景化且以应用为驱动的解决方案和产品系列，具有全栈智能、高效架构、产品稳定、弹性塑合架构四大优势。产品包括机架式服务器、刀片服务器、塔式服务器、高密度服务器和关键业务服务器，全面覆盖大数据、虚拟化、云计算等领域业务。由于运营商对于自主可控的重视程度日益增高，公司凭借自研产品将进一步打开收入天花板。

图 29：双品牌服务器产品图



H3C 服务器



HPE 服务器

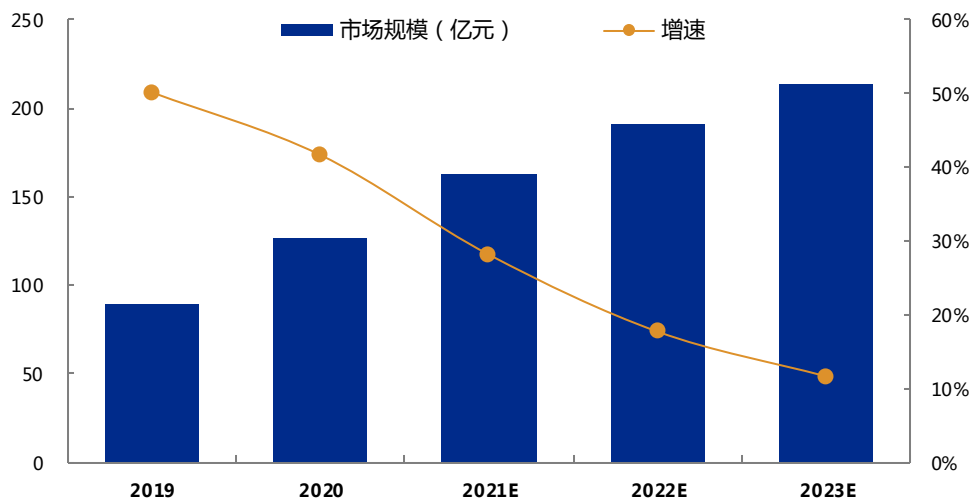
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.3.4. 超融合——渗透率空间巨大，根基深厚有望加速发展

超融合助力华三云、满足客户需求，协助公司扩展云计算市场。传统 IT 技基础设施建设具有规模大、投资多、周期长、落地慢、软件授权繁、存储设备贵的缺点，搭建超融合构架 IT 系统可有效避免上述问题，满足企业“高效率、低成本、易维护、高弹性、高可靠性、高储存性能”的需求。根据 IDC 数据，2020 年全球超融合市场渗透率约为 30%，国内渗透率仍较低，市场空间巨大，未来将保持快速增长。新华三作为具备全栈式核心技术的传统厂商，能够依靠自身在网络设备、服务器、存储以及虚拟化等多方面的积累与渠道优势在市场上把

握更大的话语权，有望在政企、金融等重点行业领域加速拓展市场。

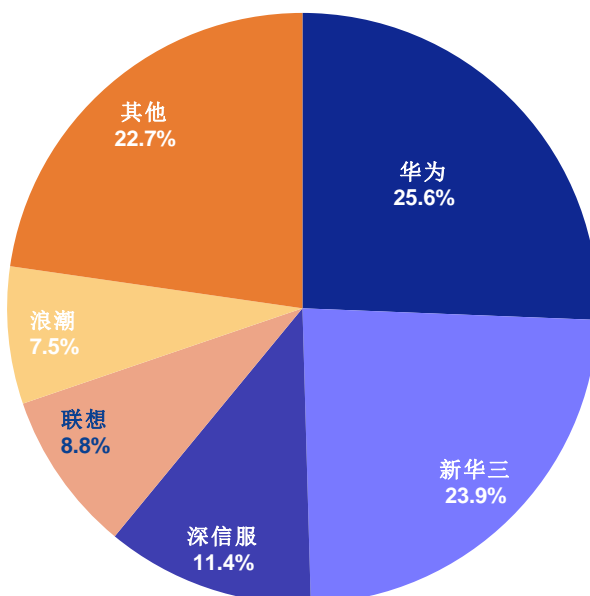
图 30：超融合市场规模增长迅速



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

超融合市场新华三入场早，优势明显。根据公司官网，新华三在 2013 年推出了第一款超融合产品 UIS 超融合一体机，市场根基深厚，且已逐渐在政府、教育、企业以及医疗等多个行业规模部署，用户反馈良好，现已成为国内超融合市场领导者。结合“数字大脑”计划赋能云计算，公司逐渐建立完善的云计算产业生态布局，可进行更好的资源整合，优势明显。根据 IDC 报告，2020 年 TOP3 厂商总市场份额为 60.9%，市场较为集中；新华三与华为占比相近，分别为 23.9%/25.6%。

图 31：2020 年新华三在我国超融合市场排名暂居第二



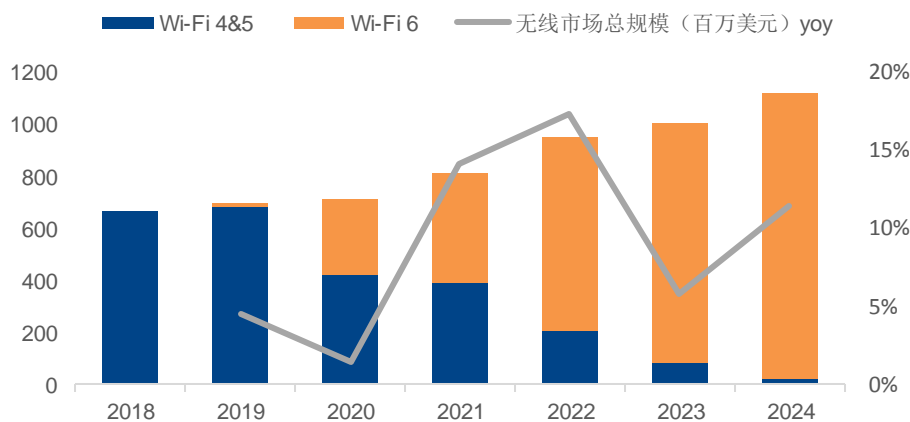
资料来源：IDC，安信证券研究中心

3.3.5. WLAN——Wi-Fi 6 加速市场发展，龙头地位助力大幅受益

Wi-Fi 6 需求随 5G 建设持续增加，带动企业级 WLAN 市场空间增长。2019 年，中国企业级 WLAN 的市场规模到达瓶颈期；随着 5G 商用落地，Wi-Fi 6 进行技术迭代，打开新一轮市场增量。根据 IDC 数据，2020 年，中国 Wi-Fi 6 占总体 WLAN 市场 31.2%，预计未来占比将

持续快速提升并逐渐取代 Wi-Fi 5，市场规模增速水平随之快速回升；预计至 2024 年，中国 WLAN 市场空间将达到 11 亿美元。

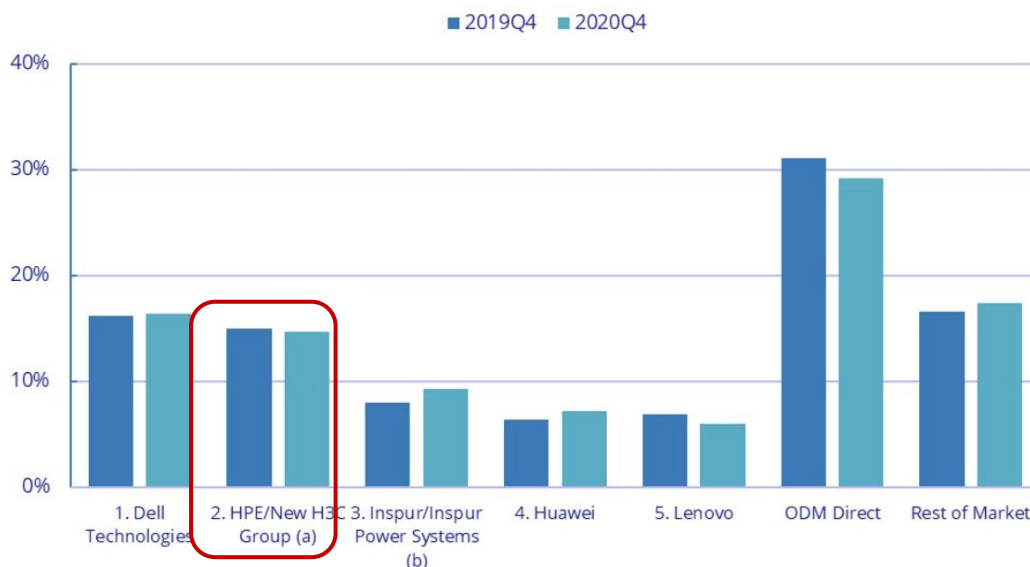
图 32：中国 WLAN 市场规模保持增长



资料来源：IDC，安信证券研究中心

连续 12 年市场份额第一，新华三龙头地位稳定。根据公司官网，自 2009 年起，公司企业级 WLAN 市场占有率连续 12 年保持第一，在该领域处于领导者地位，拥有行业最强的市场能力，并且能引领行业技术创新方向。根据 IDC，2018 年至 2020 年及 2021Q1，公司 WLAN 市场占有率分别为 31.1%/30.9%/31.3%/31.2%，龙头地位稳固；同时，2021Q1 公司在市场主要增长点企业级 Wi-Fi 6 也取得第一市场份额，占比 35.4%。我们认为，随着 Wi-Fi 6 市场进一步释放空间，公司凭其龙头地位有望大幅受益于市场增长。

图 33：新华三企业级 WLAN 全球领先



资料来源：IDC，安信证券研究中心

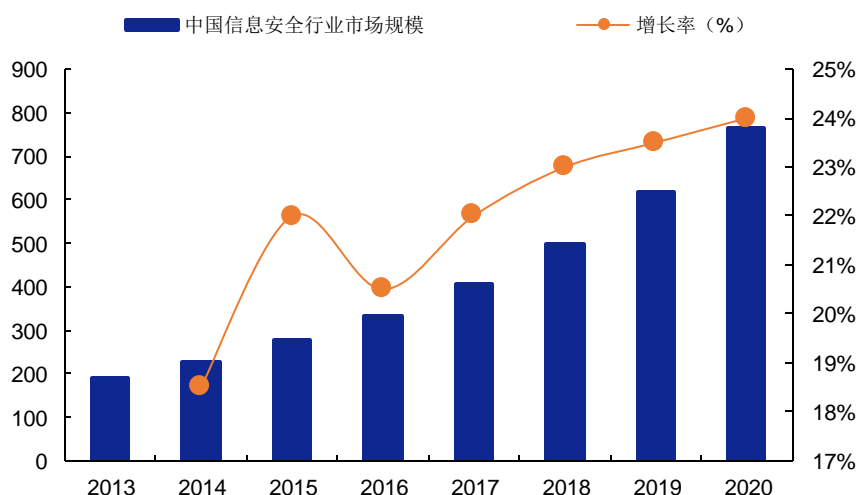
引领技术创新，拥有全场景产品。根据公司官网，2017 年 8 月，新华三集团在全球率先发布首款 Wi-Fi 6 (802.11ax) AP WA6528，并在之后陆续推出全系列多款型产品，在 2019 年成为业界首个实现 Wi-Fi 6 全场景产品覆盖的企业，能够为用户提供高速率、智简运维、物联融合、全面 IP 双栈的 Wi-Fi 6 产品及解决方案。据国际权威评测机构 Tolly Group 发布的对公司 10 款极智 Wi-Fi 6 AP 的评测报告显示，极智 Wi-Fi 6 AP 的多项性能表现卓越，其中 WA6628 5GHz 射频单用户无线吞吐量高达 4.176Gbps，成为截至目前该机构测试过最快

的 Wi-Fi 6 AP。

3.3.6. 网络安全——市场处于快速发展阶段，市场份额持续提升

信息安全市场高速发展，公司信息安全业务潜力巨大。中国信息安全产业快速发展随着信息安全立法的完善和信息安全意识的强化，信息安全产品的需求空间也逐渐提升，为中国信息安全产业持续发展奠定了巨大的市场基础。近几年，中国信息安全产业快速发展，市场规模持续增长。根据 IDC 数据，2020 年中国信息安全行业市场规模约为 766.19 亿元，较 2019 年同比增长 24%，增长速度进一步加快。

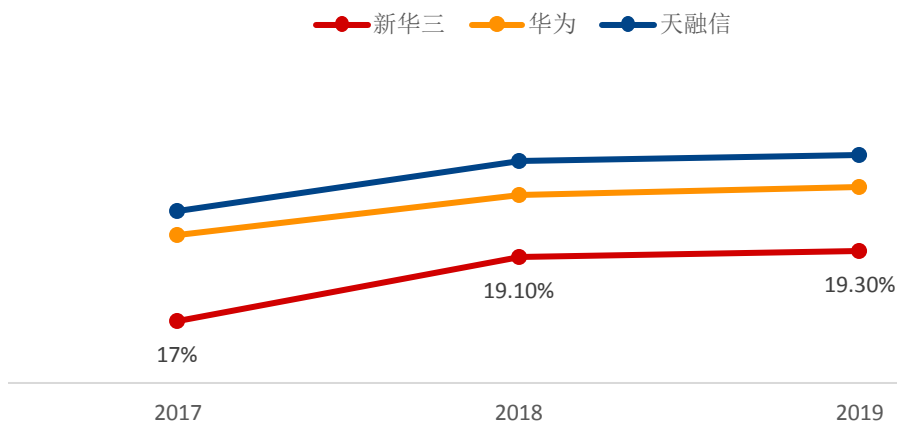
图 34：中国信息安全市场规模高速增长



资料来源：IDC，安信证券研究中心

新华三安全产品应用行业广泛，自主可控撬开政企市场。新华三安全产品线专注于网络安全以及应用安全，为用户提供融合网络和应用的产品与解决方案。公司开发的安全产品覆盖网络层安全、应用层安全以及安全管理三个层面，包括防火墙、VPN、UTM、IPS、ACG、负载均衡、安全管理中心、云安全解决方案、态势感知系统等 300 多款产品，型号涵盖百兆、千兆、万兆和超万兆应用环境，具备了 2~7 层全业务安全防护能力，满足未来云计算、IPv6、Web2.0 等新业务、新应用的时代需求。同时沿着“自主创新+生态共建”的道路，公司强调核心技术自主创新，并打造统一的生态共享平台，为各领域提供完整、专业的安全解决方案。根据 IDC，公司市场份额逐年快速提升，市场份额加速向头部企业（天融信、华为、新华三）聚集。

图 35：新华三市场份额持续提升

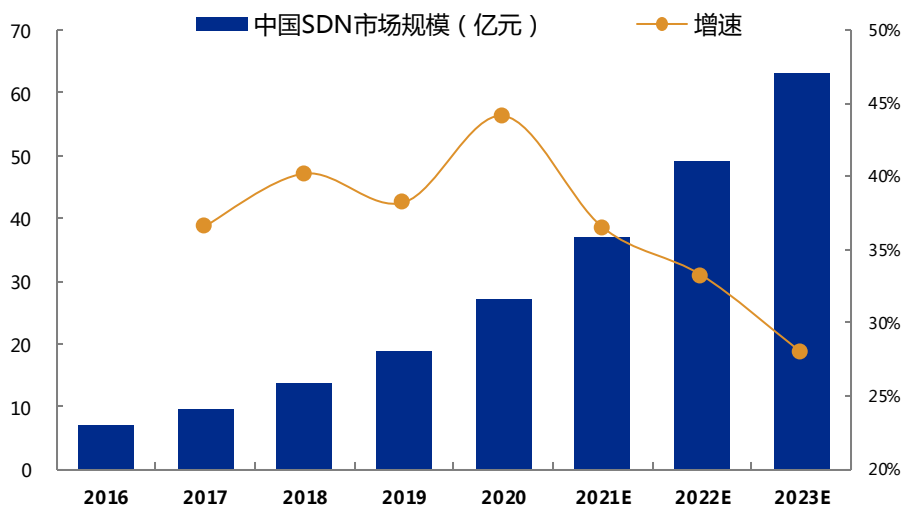


资料来源：IDC，安信证券研究中心

3.3.7. SDN——5G 催化 SDN 需求，先发优势稳固头部地位

5G 网络负载大，催化 SDN 需求大幅提升。SDN 技术的目的是解决电信业务云化的问题，通过架构重构将软件控制层与硬件转发层分离，达到统一调配、灵活部署和节约资本开支的目的。根据 IDC 数据，全球 SDN 市场 2014 年到 2020 年 CAGR 为 53.9%，增长迅速，2020 年 SDN 市场规模达 125 亿美元。根据 CCW Research 数据，2017-2019 年中国 SDN 市场规模呈现逐年增长态势，且增速处于较高水平；2020 年中国 SDN 市场规模达 27.1 亿元，同比增长 44.4%。随着网络负载量的持续增加，预计 SDN 市场规模将在 2023 年超过 60 亿元。

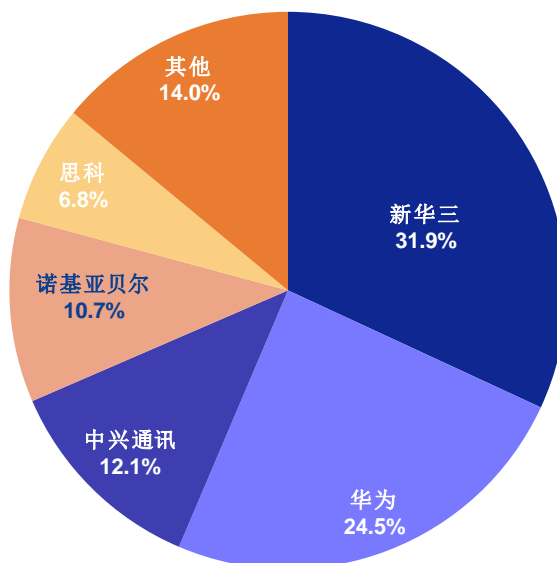
图 36：中国 SDN（软件）市场规模增速超过 25%



资料来源：CCW Research，安信证券研究中心

行业集中度高，新华三市场份额第一。我国 SDN 市场主要参与者为新华三、华为、中兴通讯、诺基亚贝尔、思科等。据 CCW Research 数据，2019 年 Top3 的公司占市场份额达 68.5%，Top5 的公司占市场份额的 86%，市场较为集中；其中新华三的市场份额居于首位，达到 31.9%。我国 SDN 市场的市场集中度处于较高水平，且逐渐向头部玩家集聚。根据公司官网，2020 年新华三国内 SDN 市场份额达 32.2%，稳中有升，市场地位稳固。

图 37：国内 SDN 新华三市场份额第一（2019 年）



资料来源：CCW Research，安信证券研究中心

新华三 SDN 先发优势明显。根据公司官网，新华三自 2012 年开始研发 SDN 相关技术和产品，发布三代 AD-NET 解决方案。在传统网络架构上，公司成功融合了 SDN、NFV、AI 等新技术。公司产品完成了物理设备的虚拟化，业务功能的全覆盖，支持设备级冗余备份，实现 VXLAN 网络下的流量灵活调度以及资源池化，实现资源池的动态调度，网络开放接口，打造开放生态链。根据公司官网，2016-2020 年公司连续五年中国 SDN 软件市场份额第一。有望以 SDN 为契机，深度参与 5G 组网，增加在运营商的市场份额。

3.4. 商务终端——商务 PC 及智慧屏布局扩展产品矩阵

3.4.1. 进军 PC 市场，新产品稳步推进

根据公司官网，2021 年 4 月 9 日，新华三宣布推出两款 PC 产品，全面进军 PC 市场。14 英寸商用笔记本采用航空级铝合金机身、16:10 高色域屏幕、支持 180 度单手开合。商用台式机支持 Wi-Fi 6 无线网卡、支持 3 x PCIe+1 x PCI 扩展、主板原生 VGA+HDMI+DP 三视频接口，客户可三屏办公。

图 38：H3C X5-020t 商用台式机搭载酷睿 i9-11900 处理器及 RTX 3080 显卡



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 39：H3C Z6-410 商用笔记本搭载酷睿 i7-1165G7 处理器锐炬 Xe 显卡

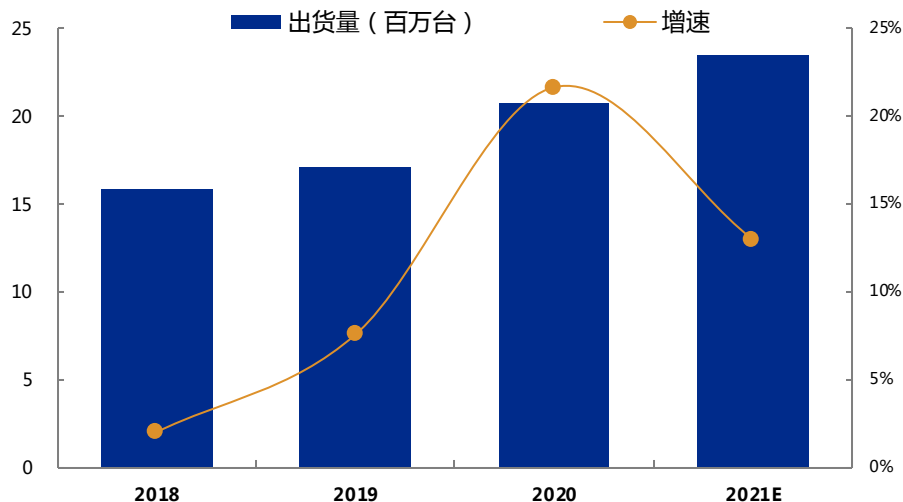


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司瞄准商务 PC 国产化空缺，抢占市场份额。中国数字经济发展白皮书和中国信息通信研究院数据显示，数字经济总体规模逐年稳步上升，在疫情背景催化和数字升级推动下，PC

行业正在面临新一轮的市场需求拉升和应用场景变革。根据 IDC，现阶段商务 PC 市场中，ThinkPad、惠普、戴尔占据绝大多数市场份额，随着国家对自主可控需求的提升，国外厂商发展或受阻，新华三有望受益于商务 PC 国产化趋势。

图 40：2020 年中国 PC 出货量同比增长 13%



资料来源：IDC，安信证券研究中心

3.4.2. 布局智慧屏，补充终端产品矩阵

疫情暴露市场需求，新华三进入市场剑指 TOP2。根据公司官网，2021 年 4 月 9 日，新华三智能终端在 2021 NAVIGATE 领航者峰会期间发布云屏 MagicHub，正式宣布了新华三将全面进军智慧屏市场。MagicHub 搭载摄像头、手写笔、麦克风、扬声器等，可应用于会议管理、视频会议、商业演示、高清投屏等场景。新华三副总裁白浪表示，公司的目标是智慧屏市场份额全国 TOP2。据迪显咨询估算，中国拥有超过两千万间会议室，但智慧屏的现有渗透率只有 4%-5%，预计将形成约 3300 亿的市场。

图 41：新华三云屏 H3C MagicHub



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 42：MagicHub 可应用于办公室、会议室等场景



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

4. 研发实力+资源渠道+广阔市场空间，运营商业潜力无限

4.1. 研发实力领先，自研 NP 芯片推动公司运营商市场份额

公司产品竞争力强，高研发实力使公司市场份额居于前列。运营商对网络设备的流量承担能力、稳定性及技术前瞻性有很高的要求。网络设备供应商需要行业领先的技术实力来应对运

营商对于数据传输速度快、流量大、稳定性强的需求，同时也需要大量的技术研发投入领跑行业技术，以应对运营商对于升级方案的需求。根据公司官网，新华三于 2019 年 5 月在成都设立新华三半导体技术有限公司，聚焦研发自主可控的可编程网络处理器芯片以及基于芯片的高端网络通信产品。

图 43：新华三芯片设计开发基地项目投资合作协议签署仪式



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

自研 NP 芯片量产，推动运营商市场份额进一步提升。根据公司官网，公司自研核心路由器 CR19000 通过三大运营商集采测试并全部中标，现已成功应用于运营商的核心骨干网场景；根据公司官网，新华三在中国移动 2019 年-2020 年高端路由器项目采集中标份额达 70%。随着自研芯片带来产品实力进一步增强，公司在运营商高端路由器市场份额有望快速提升。

4.2. 管理层运营商资源经验丰富，为公司拓展运营商市场重要基石

新华三高管运营商背景丰富，助力公司运营商市场业务。运营商业务主要难点在于打通渠道并需及时满足客户后续需求。根据公司公告，新华三运营商业务由联席总裁韩志刚主管，制定公司运营商业务基调，韩总裁具有中国联通多年工作经验，运营商领域资源与经验丰富。根据公司官网，渠道方面，公司在准直销的基础上引入“渠道伙伴优先”机制，且公司主要高管为运营商业务带来大量市场资源，优势明显；售后服务方面，公司建立新的应答体系，在第一时间解决客户问题，满足客户需求。根据公司公告，2020 年公司成功取得三大运营商投标资格，运营商业务年收入 56.58 亿元，占比 15.40%，同比增长 67.15%。我们认为，公司运营商业务方向明确、资源渠道完备，且运营商业务市场空间大，预计未来公司运营商业绩将保持高速增长。

表 5：新华三高管运营商背景深厚

姓名	职位	通信工作背景	曾任职
于英涛	总裁兼首席执行官	中国联通	中国联通烟台分公司总经理及党委书记、中国联通集团终端管理中心总经理、联通华盛总经理、中国联通集团销售部总经理、中国联通集团浙江省分公司总经理
韩志刚	联席总裁	中国联通	中国联通网络技术研究院院长、通信建设公司执行董事、总经理、中国联合网络通信有限公司副总裁、中国联通网络建设部总经理
黄智辉	联席总裁	惠普主管通信	中国惠普副总裁兼电信行业总经理、大中国区全球客户部总经理、全球副总裁兼通信/能源/互联网/全球大客户部总经理

资料来源：公司报告，安信证券研究中心

4.3. 华为资源倾斜，新华三运营商市场业务拥巨大增量

华为研发重心向鸿蒙+智能汽车倾斜，新华三运营商市场份额有望大幅提升。华为战略重心

倾斜，资源集中于鸿蒙操作系统和智能汽车，打造 1+8+N 万物互联生态。我们认为未来华为的运营商整体业务将更战略聚焦于价值量更高的基站产品；政企领域或战略聚焦云服务和高端数据通信设备，在 PC 服务器、中低端路由交换设备等领域适当收缩。华为战略聚焦策略将瓜分传统业务的投入力度，加之芯片货源问题无法解决，其 To B 业务将大幅收缩，竞争格局或发生历史性变革。根据各运营商官网，交换机方面，华为在 2021 年中国移动交换机采购项目中，中标量排行第二；高端路由器方面，华为在中国移动路由器重新招标中，在高端路由器方面华为全部丢标；服务器方面，华为放弃全部中国电信 GPU 型 I 系列服务器中标份额，相关领域战略收缩明显，为公司带来巨大增长空间。

表 6：2020-2021 年华为部分中标情况

时间	运营商	项目名称	采购产品	华为份额	华为中标排行	订单价值
2020 年	中国电信	2020 年中国电信服务器（I 系列）集采项目	服务器	28%	1	17 亿
2020 年	中国联通	2020-2021 年中国联通通用服务器集中采购项目	服务器	33%	1	17 亿
2020 年	中国联通	2019-2020 年数据中心交换机设备集中采购项目	数据中心交换机	40%	1	30 亿
2020 年	中国移动	中国移动 2020 年 PC 服务器集中采购项目	服务器	31%	1	25 亿
2021 年	中国移动	中国移动 2021 年至 2022 年数据中心管理交换机集中采购项目	数据中心交换机	30%	2	16 亿
2021 年	中国移动	中国移动发布集中网络云资源池三期工程数据中心交换机及高端路由器采购	数据中心交换机及高端路由器	31%	4	-

资料来源：各运营商官网，安信证券研究中心

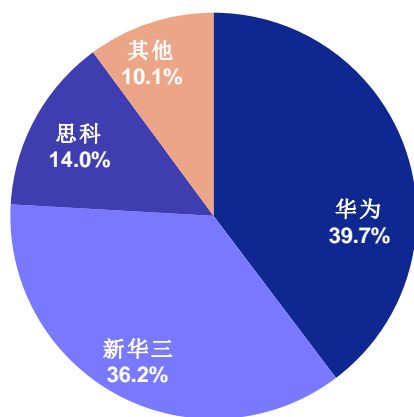
5. 产品力+渠道建设+品牌优势，海外市场拓展进程超预期

5.1. 新华三产品力优异，有望复制华为出海成功经验

5.1.1. 华为成功抢占思科亚太地区市场份额

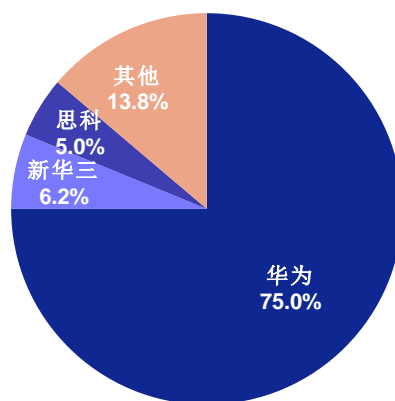
亚太地区竞争中，华为战胜思科占据上风。思科在全球各项网络通信设备领域市占率均为第一，交换机和路由器为其核心领先领域。但是近年来随着华为、新华三等中国网络设备厂商的迅速发展，思科亚太市场份额显著下降。根据 IDC 数据，从全球交换机/路由器市场份额来看，思科的龙头地位受到挤压，市占率从 2012 年的 65% 下滑至 2019 年的 50%。从亚太地区来看，交换机市场中，新华三与华为两强争霸，分别占比 36.2%/39.7%，成为主要龙头企业；路由器市场中，华为称霸亚太地区，占据约 75% 的市场份额，新华三仅占 6.2%，但华为由于芯片供给问题，新华三有望抢占更多市场份额。

图 44：亚太地区（除日本）交换机市场份额华为新华三为龙头（2018 年）



资料来源：IDC，安信证券研究中心

图 45：亚太地区（除日本）路由器市场份额华为独大（2018 年）

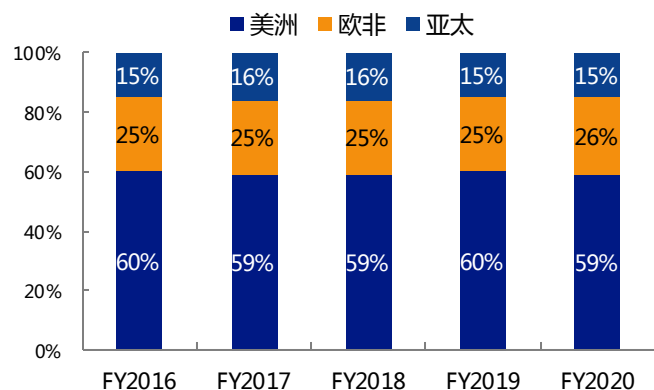


资料来源：IDC，安信证券研究中心

5.1.2. 行业重心转移、技术差距减小及成本优势助力中国企业占据上风

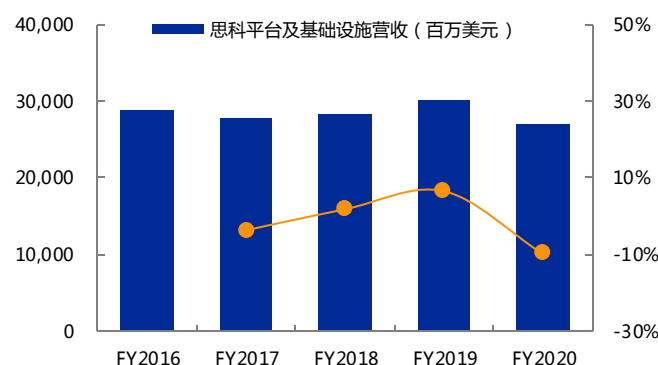
行业重心从欧美向亚太转移，思科出现负增长态势。根据思科公司公告，思科 60% 收入来自于美洲，随着中国的信息化建设进程加快，亚太地区行业增速显著高于欧美；华为发展迅速，在亚太地区迅速扩张市场，在思科发展重心仍在欧美之际建立渠道，成为亚太地区网络设备龙头。思科近五财年相关业务营收年 CAGR 为-1.23%，出现负增长态势。

图 46：思科收入中约 85% 来自欧美国家，60% 来自于美洲



资料来源：公司报告，安信证券研究中心

图 47：思科近年来相关业务营收增速缓慢



资料来源：公司报告，安信证券研究中心

5G 带来弯道超车契机，技术差距逐渐缩小。思科的行业霸主地位主要得益于在 3G、4G 时代的技术积累，借助 5G 发展契机，国内公司与思科技术差距在快速缩小；且国内厂商受地缘政治影响，国产化需求增大，高度重视技术研发工作。根据各公司公告，思科研发人员比例及研发费用率均低于国内厂商，且国内低人力成本提高研发转化率，未来国内厂商有望大幅缩小与思科的技术差距。

表 7：思科在多个领域均不敌国内厂商

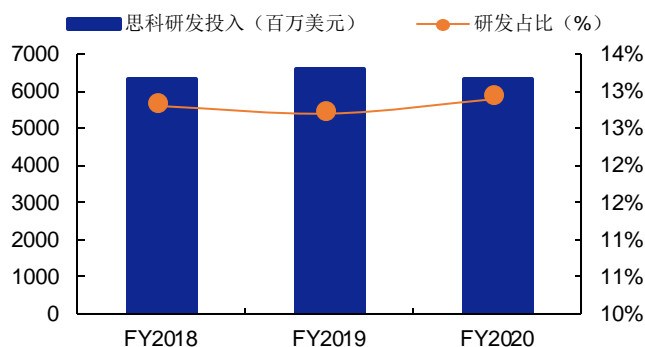
时间	公司	专利数	研发人员数	研发人员比例	研发费用率
截至 FY2020 底	思科	16480	22200	28.65%	12.9%
截至 2020 年底	华为	4 万+组 (10 万+件)	105000+	53.4%	15.9%
截至 2021Q1	新华三	12000+	约 6500+	50%+	11%

资料来源：公司报告、公司官网，安信证券研究中心

5.1.3. 新华三高产品力或使其复制华为成功，抢占海外市场份额

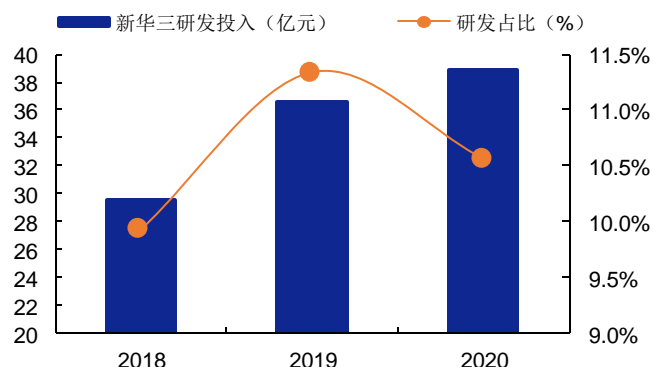
新华三或复制华为成功，渠道建设助力提升全球市场份额。新华三技术与产品质量与华为处于同一梯队，但与华为海外市场拓展相差甚远；新华三海外市场开拓时间较晚（2019 年公司与 HPE 竞业协议到期后才开始发展海外市场），导致现阶段全球市场份额较低。同时，根据思科公司公告，思科作为行业龙头，近 5 年业绩表现平平，营业收入与研发投入均无明显增长，进入企业生命周期中后段。随着新华三技术上不断追赶，渠道高速建设，公司全球市场份额有望大幅提升。

图 48：思科近三财年研发投入无明显增长



资料来源：公司报告，安信证券研究中心

图 49：新华三近三年研发投入增长迅速

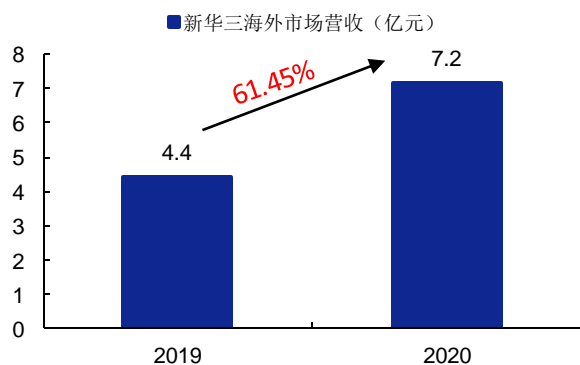


资料来源：IDC，安信证券研究中心，注：新华三研发投入为估算值

5.2. 公司渠道建设快速，拓展效果显著

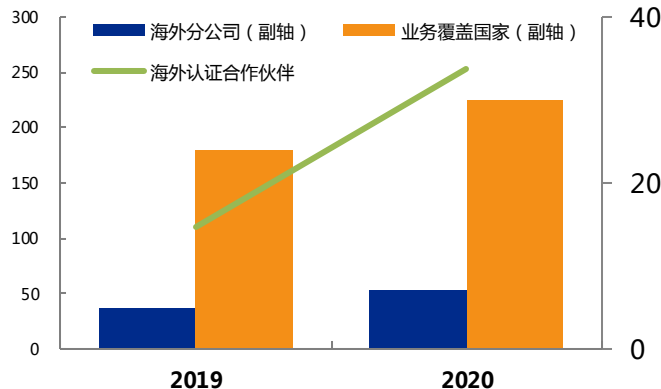
渠道扩展现已初见成效，营收结构有望进一步优化。根据公司公告，2019 年，新华三与惠与竞业协议到期（新华三在海外市场只能贴牌 HPE 销售产品），公司开启海外扩张战略。根据公司官网，从全球范围来看，新华三在欧洲、北美和亚太均有一定的市场，其中，在中国香港、中国澳门和日本已有自主品牌的销售渠道。公司已在马来西亚、泰国、印度尼西亚、巴基斯坦、俄罗斯、哈萨克斯坦和日本 7 个国家重点布局，建立子公司；已认证海外合作伙伴 252 家，覆盖 20 多个国家，海外销售渠道扩展迅速。根据公司公告，2020 年新华三海外业务营收 7.18 亿元，同比增速高达 61.45%，渠道拓展效果显著；公司海外渠道扩展空间较大，预计公司未来将保持高速拓展趋势，海外业务将进一步发展，公司营收结构有望进一步优化。

图 50：新华三海外业务营收增长迅速



资料来源：公司报告，安信证券研究中心

图 51：海外渠道拓展迅速，海外认证合作伙伴翻倍



资料来源：公司报告，安信证券研究中心

表 8：新华三重要客户覆盖多国多行业

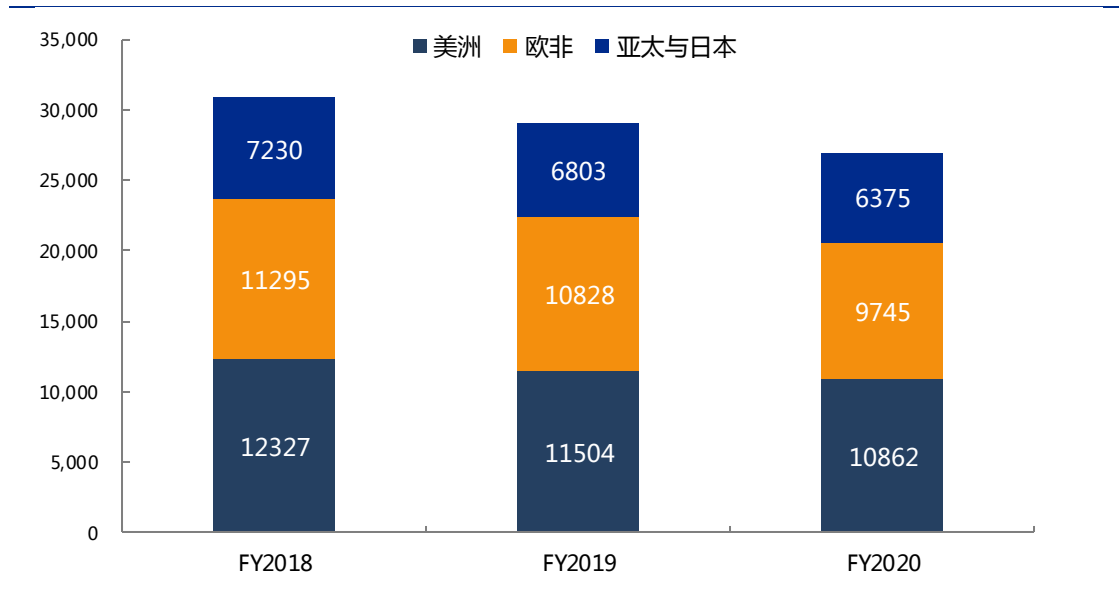
国家	地区重点客户
美国	可口可乐、保洁、梦工惠普、加利福尼亚大学、MIT、弗洛里达大学
法国	欧尚、法国邮政、法国国家铁路公司、雪铁龙
德国	联邦药物与医疗器械所、戴姆勒 AG
西班牙	西班牙电信，西班牙天然气运输公司
韩国	三星电子、韩国国家电算与信息中心、韩华集团
日本	日本电报电话公司(NTT)、常石造船厂、神户大学
澳大利亚	全国教育无线网、布里斯班大学、昆士兰政府
马来西亚	马来西亚行政管理规划署、马来西亚大学
巴西	巴西航空、巴西电信、巴西机场管理局

资料来源：公司报告，安信证券研究中心

5.3. 新华三品牌优势助力海外业务发展

3COM 为公司带来深厚技术沉淀，HPE 赋予丰富海外渠道资源。3COM 原为以太网标准建立者，海外网络设备市场领导者，华三通信承袭 3COM 与华为技术内核，带来深厚的技术沉淀。同时，公司是 HPE 参股子公司，参股比例 49%，HPE 是海外驰名公司，使得公司在海外具有更高知名度。根据 HPE 公司公告，HPE 近年来各地区海外业务营收持续下降，亚太市场尤其明显，2018-2020 财年年均营收下降 6%，为新华三海外拓展留出较大市场空间。

图 52：HPE 近三财年海外市场营销持续下降（百万美元）



资料来源：公司报告，安信证券研究中心

6. 盈利预测与投资建议

公司全 IT 产业链“芯-云-网-边-端”布局完善，企业网市场份额具有绝对优势，并加速向运营商市场和海外市场拓展。公司自研高端路由器芯片实现量产，是少数具备运营商级高端路由器核心技术的国内厂商。且在近期运营商招标中，公司中标份额可见显著提升。从产品竞争力提升和近期中标份额提升两个维度我们判断公司运营商市场拐点已至，未来在运营商市场占有率有望持续扩大。公司海外市场起步较晚，随着海外渠道建设逐步完善海外收入高速增长。凭借优秀的产品力和较高的品牌知名度，海外业务有望打开公司成长第二曲线。我们维持公司 2021-2023 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年的收入分别为 674.12 亿元(+12.91%)、749.70 亿元(+11.21%)、819.94 亿元(+9.37%)；预计净利润分别为 21.35 亿元

(+12.68%)、24.83 亿元(+16.30%)、28.02 亿元(+12.87%)。维持公司 2021 年 40 倍 PE，维持目标价 30 元，维持“买入-A”投资评级。

7. 风险提示

1) 行业竞争加剧风险

随着 5G 商用不断推进以及云计算行业不断发展，网络设备、网络安全及云计算行业市场规模持续扩大，对产品性能要求也逐渐提高。行业内主要企业在研发和销售领域不断加大投入，市场竞争可能会在产品性能、价格等方面全面展开，竞争程度将愈发激烈。尤其在中低端产品市场上，激烈的行业竞争可能会压缩利润空间，降低企业毛利率。

2) 运营商市场发展不及预期

运营商市场业务为我们假设公司的核心增长点，若运营商网络设备方面资本开支不及预期，将放缓公司运营业务发展速度。

3) 公司海外扩张受疫情反扑影响

公司海外现阶段业务重点聚焦于亚太地区，疫情反复情况较为严重，当地通信基建行业或受影响而放缓，影响公司海外业务发展。公司在欧美大洋洲等地区也有部分业务开展，或受到大国博弈的政治因素影响；若中美贸易摩擦加剧，或对公司海外业务造成不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	54,099.1	59,704.9	67,411.5	74,970.1	81,994.4	成长性					
减:营业成本	42,786.7	47,855.9	54,296.4	59,788.6	65,412.1	营业收入增长率	12.0%	10.4%	12.9%	11.2%	9.4%
营业税费	223.5	206.6	202.2	224.9	246.0	营业利润增长率	12.0%	5.2%	10.3%	16.8%	12.9%
销售费用	3,339.6	3,361.4	3,842.5	4,276.3	4,673.7	净利润增长率	8.2%	2.8%	12.7%	16.3%	12.9%
管理费用	760.5	758.9	876.4	977.6	1,065.9	EBITDA 增长率	29.4%	17.8%	-8.8%	24.2%	9.4%
研发费用	3,941.1	3,830.8	4,381.8	4,948.0	5,411.6	EBIT 增长率	31.8%	17.3%	-6.8%	24.7%	9.0%
财务费用	443.5	-228.0	-271.5	-12.4	-196.8	NOPLAT 增长率	3.9%	-12.0%	9.7%	24.7%	9.0%
资产减值损失	-279.7	-485.0	-	-	-	投资资本增长率	-10.2%	-5.3%	21.7%	1.0%	0.4%
加:公允价值变动收益	150.7	-43.5	-0.6	0.3	0.0	净资产增长率	6.1%	5.6%	9.5%	10.1%	10.3%
投资和汇兑收益	9.1	-41.7	-	-	-						
营业利润	3,521.3	3,703.1	4,083.2	4,767.3	5,382.0	利润率					
加:营业外净收支	89.9	91.9	78.2	72.5	80.9	毛利率	20.9%	19.8%	19.5%	20.3%	20.2%
利润总额	3,611.2	3,795.1	4,161.4	4,839.8	5,462.8	营业利润率	6.5%	6.2%	6.1%	6.4%	6.6%
减:所得税	536.5	551.6	603.4	701.8	792.1	净利润率	3.4%	3.2%	3.2%	3.3%	3.4%
净利润	1,843.4	1,894.6	2,134.8	2,482.8	2,802.4	EBITDA/营业收入	7.0%	7.5%	6.1%	6.8%	6.8%
						EBIT/营业收入	6.4%	6.9%	5.7%	6.3%	6.3%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	4	4	3	3	3
货币资金	9,846.8	8,976.6	10,135.3	11,271.8	13,563.4	流动营业资本周转天数	34	20	25	33	30
交易性金融资产	778.5	2,120.4	2,120.4	2,120.4	2,120.4	流动资产周转天数	193	200	192	192	191
应收账款	8,699.9	9,347.4	10,101.4	12,043.4	12,176.8	应收账款周转天数	53	54	52	53	53
应收票据	19.2	37.1	1,028.5	364.3	359.2	存货周转天数	46	53	47	48	49
预付账款	1,100.1	783.1	1,148.9	1,154.2	1,319.6	总资产周转天数	344	342	317	303	294
存货	7,904.5	9,556.9	8,036.7	12,093.3	10,268.6	投资资本周转天数	147	123	117	116	107
其他流动资产	3,218.0	3,983.4	4,423.0	3,874.8	4,093.7						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	6.5%	6.4%	6.8%	7.4%	7.8%
长期股权投资	126.0	171.2	171.2	171.2	171.2	ROA	5.6%	5.5%	5.9%	6.2%	6.9%
投资性房地产	254.4	245.3	245.3	245.3	245.3	ROIC	14.5%	14.2%	16.5%	16.9%	18.2%
固定资产	603.6	610.8	650.1	649.4	608.6	费用率					
在建工程	2.7	42.9	42.9	42.9	42.9	销售费用率	6.2%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%
无形资产	3,595.0	3,917.5	4,008.2	4,087.4	4,161.0	管理费用率	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	18,590.4	19,041.0	17,860.3	18,218.7	18,274.9	研发费用率	7.3%	6.4%	6.5%	6.6%	6.6%
资产总额	54,739.3	58,833.3	59,972.1	66,336.8	67,405.6	财务费用率	0.8%	-0.4%	-0.4%	0.0%	-0.2%
短期债务	4,262.7	3,067.1	3,279.7	1,657.7	-	四费/营业收入	15.7%	12.9%	13.1%	13.6%	13.4%
应付账款	5,410.2	7,530.7	4,837.1	9,587.7	6,535.6	偿债能力					
应付票据	2,577.2	3,036.4	2,019.9	4,275.5	2,608.5	资产负债率	40.9%	41.9%	37.6%	37.9%	32.6%
其他流动负债	8,630.5	9,407.7	10,546.1	8,101.3	11,288.8	负债权益比	69.2%	72.1%	60.2%	61.0%	48.3%
长期借款	-	-	404.9	-	-	流动比率	1.51	1.51	1.79	1.82	2.15
其他非流动负债	1,499.8	1,611.3	1,458.7	1,523.2	1,531.1	速动比率	1.13	1.10	1.40	1.31	1.65
负债总额	22,380.4	24,653.2	22,546.4	25,145.5	21,963.9	利息保障倍数	7.86	-17.94	-14.04	-383.57	-26.35
少数股东权益	4,176.3	4,435.2	5,858.4	7,513.6	9,381.9	分红指标					
股本	2,042.9	2,860.1	2,860.1	2,860.1	2,860.1	DPS(元)	0.11	0.10	0.11	0.13	0.15
留存收益	26,120.7	26,892.6	28,707.2	30,817.6	33,199.6	分红比率	16.6%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	32,358.9	34,180.2	37,425.7	41,191.3	45,441.6	股息收益率	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,074.6	3,243.4	2,134.8	2,482.8	2,802.4	EPS(元)	0.64	0.66	0.75	0.87	0.98
加:折旧和摊销	644.1	709.7	276.0	321.5	367.1	BVPS(元)	9.85	10.40	11.04	11.78	12.61
资产减值准备	390.1	570.7	-	-	-	PE(X)	35.7	34.7	30.8	26.5	23.5
公允价值变动损失	-150.7	43.5	-0.6	0.3	0.0	PB(X)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.8
财务费用	258.0	313.3	-271.5	-12.4	-196.8	P/FCF	11.1	57.9	-50.8	242.7	71.9
投资损失	-9.1	41.7	-	-	-	P/S	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
少数股东损益	1,231.2	1,348.8	1,423.2	1,655.2	1,868.3	EV/EBITDA	15.0	10.8	14.3	11.1	9.8
营运资金的变动	-291.4	2,294.0	-2,970.4	-529.8	-132.1	CAGR(%)	10.4%	12.9%	6.6%	10.4%	12.9%
经营活动产生现金流量	1,698.9	5,067.6	591.5	3,917.6	4,709.0	PEG	3.4	2.7	4.6	2.5	1.8
投资活动产生现金流量	2,165.3	-2,573.7	-242.6	-459.0	-415.1	ROIC/WACC	1.4	1.4	1.6	1.6	1.8
融资活动产生现金流量	130.7	-3,860.6	809.8	-2,322.2	-2,002.2	REP	1.9	1.8	1.5	1.4	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马天诣声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

。本公司不会因

为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	钟玲	上海区域销售经理	15900782242	zhongling@essence.com.cn
	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳区域销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
	聂欣	深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034