

中信证券研究部

核心观点



杨泽原
首席计算机分析师
S1010517080002



丁奇
首席云基础设施
分析师
S1010519120003



联系人：李康桥

计算机行业

评级

强于大市（维持）

信创产业发展持续深化，信创核心品类有望继续横向拓宽、纵向下沉，我们测算以区县信创为代表的党政事业单位信创有望进一步打开千亿级空间，区县级信创市场规模或超过市级以上信创市场的三倍，看好信创产业链发展机遇。

■ **信创产业发展持续深化，区县信创有望进一步打开千亿级市场。**2020 年以来，我国信创产业进入发力期，在政策依托下市场空间显著扩大，政企用户需求明显增加。伴随信创产业政策端坚定支撑与外部环境不确定性的双重促进，信创核心品类有望继续横向拓宽、纵向下沉，我们测算以区县信创为代表的党政事业单位信创有望进一步打开千亿级空间，区县级信创市场规模或超过市级以上信创市场的三倍，我们看好信创产业链发展机遇。

■ **相关人数测算：核心信创市场涉及人员或超 3000 万。**考虑到近年政府机关、事业单位人员数量未发生大幅变动，我们参考 2020 年国家统计局数据，按单位属性将国有单位（以政府机关、事业单位为主）就业人员分为三层（*详见正文）：

- 1) **小口径：政府机关。**根据国家统计局，2020 年我国公共管理和社会组织国有单位就业人员共计 1957 万人，以政府机关为代表的国有单位是信创产业最有力的推动群体。
- 2) **大口径：政府机关、事业单位，含教育、卫生等，不含央国企。**根据国家统计局，2020 年我国国有单位就业人员共 5563 万人，此口径以政府机关、事业单位为主。
- 3) **中口径：政府机关、事业单位，不含教育、卫生等，不含央国企。**考虑到教育、卫生、社会保障等领域就业人员数众多，我们预计其信创进展或晚于党政机关及其他事业单位，暂时将其剔除。根据国家统计局，剔除教育、卫生 & 社会保障和社会福利院后，**2020 年中口径国有单位就业人员共 3032 万人**（其中政府机关 1957 万人），我们认为中口径是目前信创产业核心市场。

■ **市场规模测算：中口径 PC、服务器（均含软硬件）合计信创市场空间达 1433 亿，其中市级以上 359 亿、区县 1074 亿。**中口径政府机关&事业单位 PC 台数 2122 万台（其中市级以上、区县级分别 530 万、1592 万台），PC（含软硬件）信创市场空间 955 亿元（其中市级以上、区县级分别 239 亿、716 亿），服务器（含软硬件）信创市场空间 358 亿元（其中市级以上 89 亿、区县级 269 亿）。

- 1) **人数/台套数：**假设市级以上、区县级的政府机关&事业单位人数 1:3，得到中口径市级以上 758 万人、区县级 2274 万人。假设人员-PC 配比 1:0.7，得到中口径市级以上、区县级政府机关&事业单位 PC 台数 530 万、1592 万台，服务器 26.5 万、79.5 万台。
- 2) **按小口径（政府机关）、中口径（政府机关+事业单位，不含教育、卫生）、大口径（政府机关+事业单位）测算：**小中大口径 PC、服务器（均含软硬件）合计信创市场空间分别达 925、1433、2629 亿元。
- 3) **按市级以上、区县层级测算：**按照 1:3 配比，小、中、大口径下，市级以上 PC、服务器（均含软硬件）合计信创市场空间分别达 231、358、657 亿元，区县级分别达 694、1074、1971 亿元。
- 4) **按 PC/服务器品类测算：**中口径下，PC（含软硬件）信创市场空间 955 亿元、服务器（含软硬件）信创市场空间 478 亿元。其中区县级 PC 716 亿元（WPS、操作系统、CPU 分别 96、48、127 亿元），市级以上 PC 239 亿元；区县级服务器（含软硬件）358 亿元（操作系统、CPU、中间件、数据库分别 52、48、20、46 亿元），市级以上服务器 120 亿元。

5) 以 WPS 应用软件为例：参考公开采招 600 元左右定价，我们测算得中口径下，WPS 信创市场空间达 127 亿元，其中市级以上 32 亿元（530 万台）、区县级 96 亿元（1592 万台）。

■ **若考虑行业信创，市场空间将进一步扩大。**根据国家统计局，2020 年我国城镇单位就业人员 17039 万人（不含私营），其中涉及到金融、能源、电力、通信等关键行业的信创推动力相对更强，例如金融业 859 万人，信息传输、软件和信息技术服务业 487 万人，科学研究和技术服务人员 431 万人，电力、热力、燃气及水生产和供应业 380 万人等。我们认为泛国管市场（党政、事业单位信创+行业信创）将是更广阔的空间，本篇报告中暂不进行详细测算。

■ **风险因素：**各级政府财政预算紧张；供应链产能不足；疫情延后招投标、交付、验收进程。

■ **投资策略：**信创产业发展持续深化，信创核心品类有望继续横向拓宽、纵向下沉，其中区县信创有望进一步打开三倍以上千亿级空间。建议关注信创产业链发展机遇，应用软件：**金山办公、用友网络、泛微网络、致远互联、福昕软件**等；CPU：**中国长城（飞腾）、X86 解决方案龙头**等；操作系统：**中国软件（麒麟）、诚迈科技（统信）**等；数据库：**中国软件（达梦）、太极股份（金仓）、海量数据**等；中间件：**东方通、宝兰德**等；服务器/PC：**浪潮信息、中国长城**。

■ 信创市场空间测算：区县信创打开千亿级市场

相关人数梳理：核心信创市场口径测算

信创产业发展持续深化，区县信创市场空间有望达市级以上信创三倍。2020 年以来，我国信创产业进入发力期，在政策依托下市场空间显著扩大，政企用户需求明显增加。伴随信创产业政策坚定支撑与外部环境不确定性的双重促进，以及信创核心品类不断打磨成熟、下沉，我们测算以区县信创为代表的党政事业单位信创有望进一步打开千亿级空间，其中区县信创市场规模或超过市级以上信创市场的三倍，我们看好信创产业链发展机遇。

我们按国管属性将国有就业人员分为以下几层（*行业分类口径来自《国民经济行业分类(GB/T4754-2017)》）：

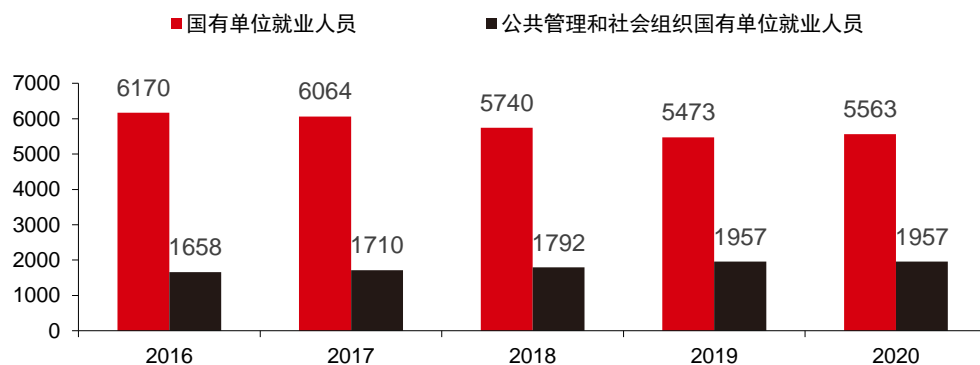
1) **小口径 1957 万人：政府机关工作人员**。政府机关是信创产业最大推动力之一，根据国家统计局，2020 年我国公共管理和社会组织国有单位就业人员 1957 万人。根据人社部，2016 年全国共有公务员 719 万人，我们估算截至 2020 年公务员人数不超过 800 万。

- **公共管理、社会保障和社会组织**：根据国家标准化管理委员会办公室 2017 年印发的《国民经济行业分类(GB/T4754-2017)》，其中分类 S “公共管理、社会保障和社会组织” 包含——中国共产党机关、国家机构、人民政协/民主党派、社会保障、群众团体/社会团体和其他成员组织、基层群众自治组织及其他组织 6 类。

2) **大口径 5563 万人：政府机关+事业单位（含教育、卫生等）**。根据国家统计局，2020 年我国国有单位就业人员共计 5563 万人，整体以政府机关、事业单位为主，不包含央国企。

- **国有单位就业人员**：国家统计局显示，该分类包含公共管理和社会组织国有单位、教育、卫生、社会保障和社会福利业，以及各行业共计 19 大类就业人员。

图 1：我国国有单位就业人员及公共管理和社会组织国有单位就业人员（万人）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

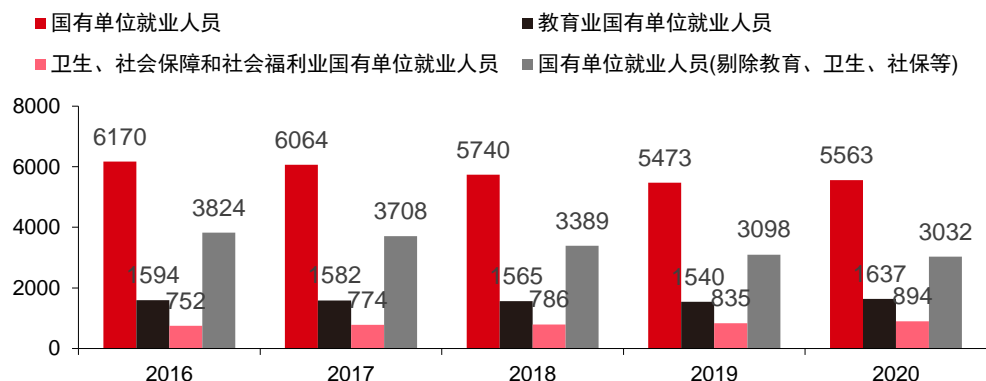
图 2：国家统计局按行业分类国有单位就业人员（万人）

| 指标 | 2020年 | 2019年 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ① 国有单位就业人员(万人) | 5563 | 5473 | 5740 | 6064 | 6170 |
| ① 农林牧渔业国有单位就业人员(万人) | 58 | 100 | 173 | 236 | 242 |
| ① 采矿业国有单位就业人员(万人) | 18 | 15 | 17 | 34 | 45 |
| ① 制造业国有单位就业人员(万人) | 46 | 39 | 73 | 124 | 159 |
| ① 电力、燃气及水的生产和供应业国有单位就业人员(万人) | 102 | 114 | 134 | 160 | 176 |
| ① 建筑业国有单位就业人员(万人) | 89 | 80 | 113 | 154 | 185 |
| ① 交通运输、仓储及邮电通信业国有单位就业人员(万人) | 108 | 132 | 264 | 353 | 366 |
| ① 信息传输、计算机服务和软件业国有单位就业人员(万人) | 26 | 20 | 25 | 27 | 34 |
| ① 批发和零售业国有单位就业人员(万人) | 48 | 43 | 61 | 72 | 82 |
| ① 住宿和餐饮业国有单位就业人员(万人) | 21 | 21 | 26 | 32 | 35 |
| ① 金融业国有单位就业人员(万人) | 69 | 89 | 126 | 143 | 149 |
| ① 房地产业国有单位就业人员(万人) | 22 | 16 | 20 | 26 | 32 |
| ① 租赁和商务服务业国有单位就业人员(万人) | 96 | 99 | 104 | 117 | 118 |
| ① 科学研究、技术服务和地质勘查业国有单位就业人员(万人) | 152 | 150 | 183 | 206 | 215 |
| ① 水利、环境和公共设施管理业国有单位就业人员(万人) | 122 | 130 | 168 | 196 | 204 |
| ① 居民服务和其他服务业国有单位就业人员(万人) | 12 | 12 | 19 | 18 | 21 |
| ① 教育业国有单位就业人员(万人) | 1637 | 1540 | 1565 | 1582 | 1594 |
| ① 卫生、社会保障和社会福利业国有单位就业人员(万人) | 894 | 835 | 786 | 774 | 752 |
| ① 文化、体育和娱乐业国有单位就业人员(万人) | 85 | 82 | 92 | 99 | 103 |
| ① 公共管理和社会组织国有单位就业人员(万人) | 1957 | 1957 | 1792 | 1710 | 1658 |

资料来源：国家统计局

3) 中口径 3032 万人：政府机关+事业单位（剔除教育、卫生等）。考虑到教育、卫生、社会保障等领域就业人员数众多，我们预计其信创进展或晚于党政机关及其他事业单位。根据国家统计局，2020 年教育业国有单位就业人员 1637 万人、卫生&社会保障和社会福利院国有单位就业人员 894 万人，剔除教育、卫生等后国有单位就业人员共计 3032 万人（其中 1957 万政府机关人员），该部分有望成为中期信创产业核心动力。

图 3: 剔除教育、卫生、社保和社会福利业后的国有单位就业人员数 (万人)

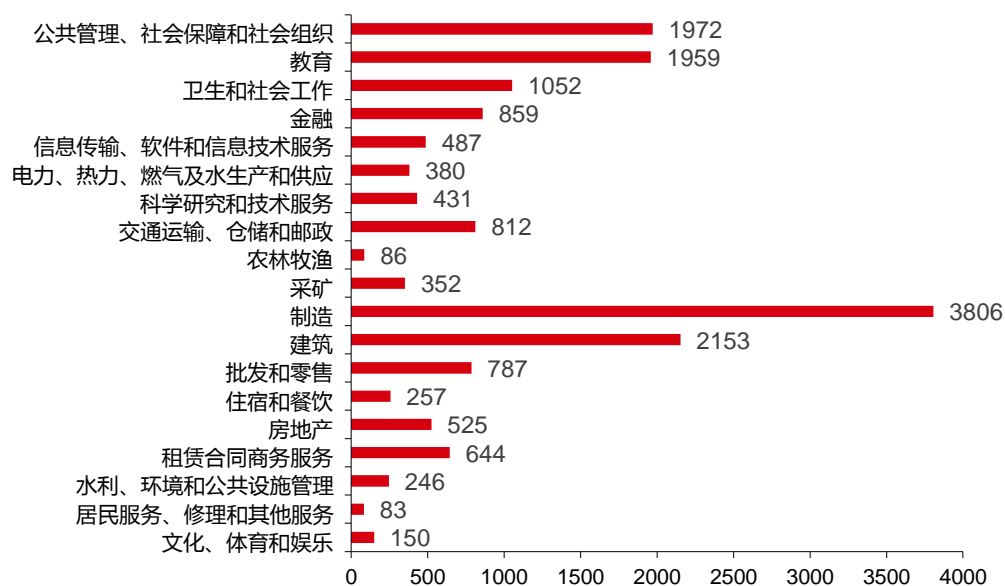


资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

4) 更广阔空间 (党政、事业单位信创+行业信创): 根据国家统计局, 2020 年我国城镇单位就业人员 17039 万人 (不含私营), 口径较大, 包含上述国有单位及其他央企、国企等非私营单位, 其中涉及到金融、能源、电力、通信等关键行业的信创推动力相对更强。例如金融业城镇单位就业人员 859 万人, 信息传输、软件和信息技术服务业城镇单位就业人员 487 万人, 科学研究和技术服务人员 431 万人, 电力、热力、燃气及水生产和供应业城镇单位就业人员 380 万人等, 本篇报告中我们暂不进行详细测算。

- **城镇单位就业人员:** 指在各级国家机关、政党机关、社会团体及企业、事业单位中工作, 取得工资或其他形式的劳动报酬的全部人员。包括在岗职工、再就业的离退休人员、民办教师以及在各单位中工作的外方人员和港澳台方人员、兼职人员、借用的外单位人员和第二职业者。不包括离开本单位仍保留劳动关系的职工。

图 4: 2020 年我国城镇单位就业人员及各行业人数结构 (万人)



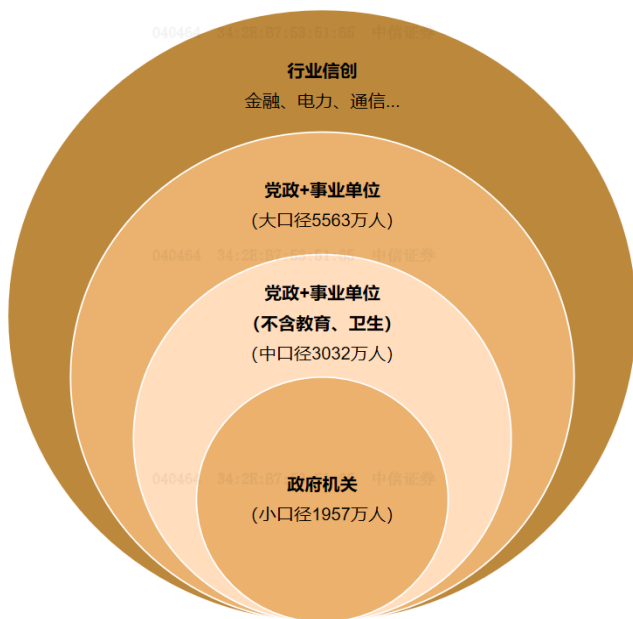
资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

市场空间测算：中口径下 PC、服务器信创空间超 1400 亿元，其中区县超千亿元

党政信创推进顺利，未来有望继续“横向”、“纵向”深化。作为对独立性和数据安全要求最高的细分市场，党政信创开启最早，部委、省、市层面基础软硬件和 PC、应用推进顺利，信创产业后续有望从“横向拓宽”和“纵向下沉”两方面继续发展。

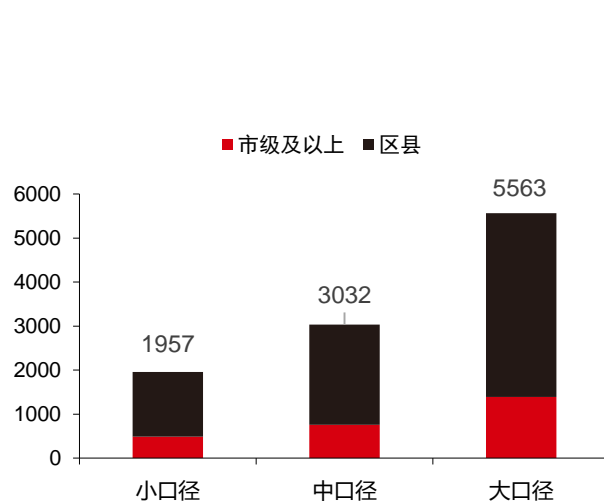
- **横向拓宽：**信创核心品类有望从党政公文向电子政务、事业单位及其他行业加速渗透。参考上文国家统计局数据，我们将党政事业单位信创市场分为三层口径：截至 2020 年，小口径_政府机关人员 1957 万，中口径_政府机关人员+事业单位人员（不含教育、卫生）**3032 万人**，大口径_整体政府机关+事业单位人员 5563 万人。我们认为中口径反映目前核心信创市场，未来有望进一步延伸至大口径以及行业信创的更广阔空间。
- **纵向下沉：**信创核心品类有望进一步向区县层面下沉。根据产业调研，当前阶段信创应用在部委、省、市层面已深入开展，未来有望进一步下沉至区县层面，延展数倍以上的空间。

图 5：不同口径下党政、事业单位信创市场人群



资料来源：国家统计局，中信证券研究部测算

图 6：信创核心品类有望进一步向区县层面下沉



资料来源：国家统计局，中信证券研究部测算

下面我们对党政事业单位信创市场空间进行测算（考虑到政府机关、事业单位人数近年来未发生大幅变动，我们以下均采用 2020 年国家统计局数据）：

- **人数假设 1 - 省市、区县人数比：**区县空间或达市级以上三倍。根据我们产业调研，部分地区市级以上政府机关&事业单位（不含教育、卫生）就业人数与区县级就业人数比重约在 1:3~1:5 之间，我们估算区县信创的空间或是此前省、市级信创体量的 3~5 倍。我们假设市级以上与区县政府机关&事业单位就业人数比重为 1:3，中口径下估算得市级以上人数为 758 万，区县级人数为 2274 万。

- **台套数假设 2 - PC 整机/服务器：**假设政府机关、事业单位人员-电脑配比 1:0.7，以中口径为例我们估算市级及以上 PC 台数 530 万台，区县级 PC 台数 1592 万台。假设 PC 整机与服务器配比 20:1，服务器采用双路 CPU，服务器与中间件配比取 10:1，服务器与数据库配比取 6:1。具体定价见表。

小口径（政府机关人员）：PC、服务器（含软硬件）PC、服务器 1370 万、68 万台，合计对应 924 亿信创市场空间，其中区县市场 693 亿元。具体拆分如下：

1) **合计：**我们测算小口径共 1957 万人，目前对应 PC、服务器台数分别为 1370 万、68 万，PC、服务器（含软硬件）合计市场空间达 924 亿元，其中 PC 616 亿元、服务器 308 亿元。

2) **市级及以上：**目前 PC 整机市场空间达 154 亿元，服务器整机市场空间达 77 亿元；

3) **区县级：**目前 PC 整机 1028 万台、市场空间达 462 亿元（其中 WPS、操作系统、CPU 市场空间分别达 62、31、82 亿元），服务器整机 51 万台、市场空间达 231 亿元（其中操作系统、CPU、中间件、数据库市场空间分别达 33、31、13、30 亿元）。

表 1：小口径下（政府机关）目前各级信创市场空间测算

| 品类 | 估算折后单价(元) | 配比 | 小口径：1957 万人 政府机关 | | | |
|-----|--------------------|-------|---------------------|----------------|--------------|--------------|
| | | | 台/套数 (万) | 市级以上空间 (亿元) | 区县空间 (亿元) | 合计空间 (亿元) |
| PC | 整机（含软硬件） | 4500 | 1370 | 154 | 462 | 616 |
| | 应用软件： 以 WPS 为代表 | 600 | 1370 | 21 | 62 | 82 |
| | PC 操作系统 | 300 | 1370 | 10 | 31 | 41 |
| | PC CPU | 800 | 1370 | 27 | 82 | 110 |
| 服务器 | 整机（含软硬件） | 45000 | 68 | 77 | 231 | 308 |
| | 服务器操作系统 | 6500 | 68 | 11 | 33 | 45 |
| | 服务器 CPU | 3000 | 137 | 10 | 31 | 41 |
| | 中间件 | 25000 | 7 | 4 | 13 | 17 |
| | 数据库 | 35000 | 11 | 10 | 30 | 40 |

资料来源：中信证券研究部测算

中口径（政府机关+事业单位，不含教育、卫生等）：政府机关&事业单位 PC 台数 2122 万台（其中市级以上、区县级分别 530 万、1592 万台），PC（含软硬件）信创市场空间 955 亿元（其中市级以上、区县级分别 239 亿、716 亿）；服务器（含软硬件）信创市场空间 358 亿元（其中市级以上 89 亿、区县级 269 亿）。具体拆分如下：

1) **合计：**以中口径信创 3032 万人计算，对应 PC、服务器台数分别为 2122 万、106 万；PC 整机、服务器合计市场空间达 1433 亿元，其中 PC 955 亿元、服务器 478 亿元；

2) 市级及以上：PC 整机 530 万台、市场空间达 239 亿元（其中 WPS、操作系统、CPU 市场空间分别达 32、42 亿元），服务器整机 26.5 万台、市场空间达 119 亿元（其中操作系统、CPU、中间件、数据库市场空间分别达 17、16、7、5 亿元）；

3) 区县级：PC 整机 1592 万台、市场空间达 716 亿元（其中 WPS、操作系统、CPU 市场空间分别达 96、48、127 亿元），服务器整机 79.5 万台、市场空间达 358 亿元（其中操作系统、CPU、中间件、数据库市场空间分别达 52、48、20、46 亿元）。

表 2：中口径下（政府机关+事业单位，不含教育、卫生等）目前各级信创市场空间测算

| 品类 | 估算折后 单价(元) | 配比 | 中口径：3032 万人 政府机关 | | | |
|-----|--------------------|-------|---------------------|----------------|--------------|--------------|
| | | | 台/套数 (万) | 市级以上空间 (亿元) | 区县空间 (亿元) | 合计空间 (亿元) |
| PC | 整机（含软硬件） | 4500 | 2122 | 239 | 716 | 955 |
| | 应用软件： 以 WPS 为代表 | 600 | 2122 | 32 | 96 | 127 |
| | PC 操作系统 | 300 | 2122 | 16 | 48 | 64 |
| | PC CPU | 800 | 2122 | 42 | 127 | 170 |
| 服务器 | 整机（含软硬件） | 45000 | 106 | 119 | 358 | 478 |
| | 服务器操作系统 | 6500 | 106 | 17 | 52 | 69 |
| | 服务器 CPU | 3000 | 212 | 16 | 48 | 64 |
| | 中间件 | 25000 | 11 | 7 | 20 | 27 |
| | 数据库 | 35000 | 18 | 15 | 46 | 62 |

资料来源：中信证券研究部测算

大口径（政府机关+事业单位，含教育、卫生等）：PC、服务器 3894 万、195 万台，合计对应 2628 亿信创市场空间，其中区县市场 1971 亿元。具体拆分如下：

1) 合计：我们测算大口径信创共 5563 万人，对应 PC、服务器 3894、195 万台；PC、服务器（含软硬件）合计市场空间达 2628 亿元，其中 PC 1752 亿元、服务器 876 亿元；

2) 市级及以上：PC 整机市场空间达 438 亿元，服务器整机市场空间达 219 亿元；

3) 区县级：PC 整机 2921 万台、市场空间达 1314 亿元（其中 WPS、操作系统、CPU 市场空间分别达 175、88、234 亿元），服务器整机 146 万台、市场空间达 657 亿元（其中操作系统、CPU、中间件、数据库市场空间分别达 95、88、37、85 亿元）。

表 3：大口径下（政府机关+事业单位，含教育、卫生等）目前各级信创市场空间测算

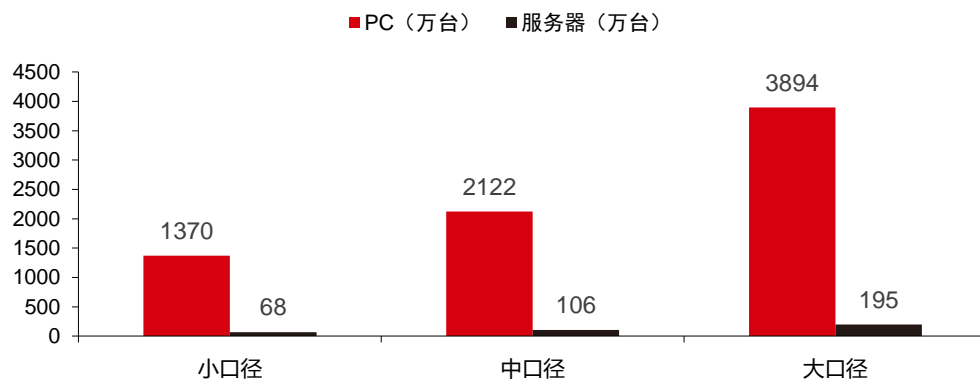
| 品类 | 售价(元) | 配比 | 大口径：5563 万人 政府机关 | | | |
|-----|--------------------|-------|---------------------|----------------|--------------|--------------|
| | | | 台/套数 (万) | 市级以上空间 (亿元) | 区县空间 (亿元) | 合计空间 (亿元) |
| PC | 整机（含软硬件） | 4500 | 3894 | 438 | 1314 | 1752 |
| | 应用软件： 以 WPS 为代表 | 600 | 3894 | 58 | 175 | 234 |
| | PC 操作系统 | 600 | 3894 | 29 | 88 | 117 |
| | PC CPU | 800 | 3894 | 78 | 234 | 312 |
| 服务器 | 整机（含软硬件） | 45000 | 195 | 219 | 657 | 876 |
| | 服务器操作系统 | 6500 | 195 | 32 | 95 | 127 |
| | 服务器 CPU | 3000 | 389 | 29 | 88 | 117 |
| | 中间件 | 25000 | 19 | 12 | 37 | 49 |
| | 数据库 | 35000 | 32 | 28 | 85 | 114 |

资料来源：中信证券研究部测算

按不同口径测算，小、中、大口径下目前 PC、服务器整机（含软硬件）合计信创市场空间分别达 925、1433、2629 亿，其中区县信创市场空间分别为 694、1074、1971 亿元，市级以上分别达 231、358、657 亿元。按不同层级测算，中口径下，市级以上 PC、服务器合计信创市场空间达 358 亿元，区县级 PC 整机信创市场空间 716 亿元（WPS、操作系统、CPU 市场空间分别达 96、48、127 亿元），区县级服务器整机市场空间达 358 亿元（操作系统、CPU、中间件、数据库市场空间分别达 52、48、20、46 亿元）。

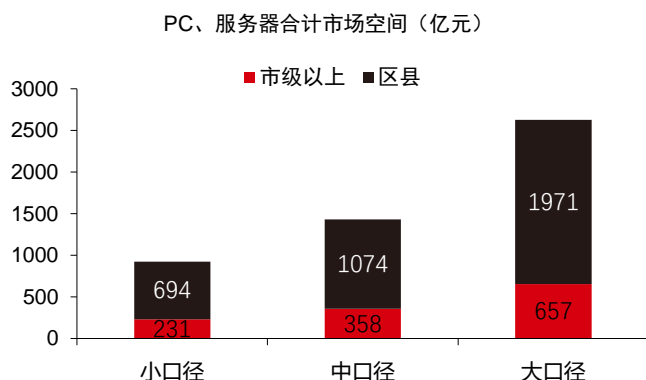
以 WPS 应用软件为例，参考公开采招 600 元左右定价，我们测算得到中口径 WPS 信创市场空间达 127 亿元，其中市级以上 32 亿（530 万台）、区县级 96 亿（1592 万台）。

图 7：不同口径下目前 PC、服务器信创台套数（万）



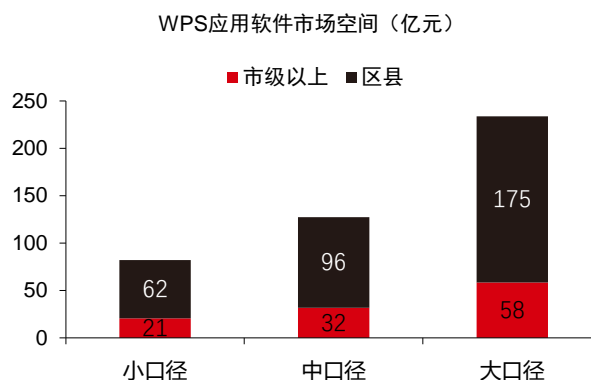
资料来源：中信证券研究部测算

图 8：不同口径下目前 PC、服务器合计信创市场空间（亿元）



资料来源：中信证券研究部测算

图 9：不同口径下目前 WPS 应用软件信创市场空间（亿元）



资料来源：中信证券研究部测算

如考虑行业信创，市场空间将进一步扩大，本篇报告中暂不进行详细测算。

投资建议

2020 年以来，我国信创产业进入发力期，在政策依托下市场空间显著扩大，政企用户需求明显增加。伴随信创产业政策端坚定支撑与外部环境不确定性的双重促进，信创核心品类有望继续横向拓宽、纵向下沉，我们测算以区县信创为代表的党政事业单位信创有望进一步打开千亿级空间，其中区县市场规模或达市级以上的三倍，我们看好信创产业链发展机遇。

建议关注应用软件：金山办公、用友网络、泛微网络、致远互联、福昕软件等；CPU：中国长城（飞腾）、X86 解决方案龙头等；操作系统：中国软件（麒麟）、诚迈科技（统信）等；数据库：中国软件（达梦）、太极股份（金仓）、海量数据等；中间件：东方通、宝兰德等；服务器/PC：浪潮信息、中国长城。

风险因素

政府财政预算紧张，供应链产能不足，疫情延后招投标、交付、验收进程。

1) 政府财政预算紧张：疫情发生以来我国经济压力提升，同时政府在支持以中小微企业为代表的实业中不断贯彻减税降负政策，伴随防疫支出不断发生，政府财政预算面临不确定性。

2) 供应链产能不足：信创产业推进节奏存在不确定性，伴随疫情发展的不确定性，相关产业链供给能力面临考验。

3) 疫情延后招投标、交付、验收进程：除生产端外，疫情对信创产业招投标和落地均可能造成延后影响。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。