

## 利润短期承压，关注高景气细分领域

### ——计算机行业深度报告

强于大市(维持)

2022 年 05 月 18 日

#### 投资要点:

**2021 年计算机行业营收增速大幅回暖，利润表现欠佳：**2021 年计算机行业共实现营业收入 10327.29 亿元，整体法下同比增长了 15.30%；实现归母净利润 452.75 亿元，整体法下同比下降 9.68%。行业整体毛利率、净利率分别为 26.85%和 4.38%，分别同比下降了 1.07pct、1.21pct。行业费用率有所上升，主要是由于研发费用率同比提升了 0.37pct，显示了行业在利润端承压的情况下仍然保持了较高的研发投入。经营性现金流量净额为 381.16 亿元，同比下降 55.70%。

**2022 年 Q1 计算机行业营收增速放缓，利润下滑程度较大：**2022 年 Q1 计算机行业实现营业收入 2095.80 亿元，整体法下同比增长了 14.77%，较 21 年 Q1 的增速同比下降了 17.44pct；实现归母净利润 25.02 亿元，整体法下同比下降 58.50%。行业整体毛利率、净利率分别同比下降了 1.39pct、3.17pct。费用率整体小幅上升，其中研发费用率同比提升 1.66pct。经营性现金流净流出程度加大。

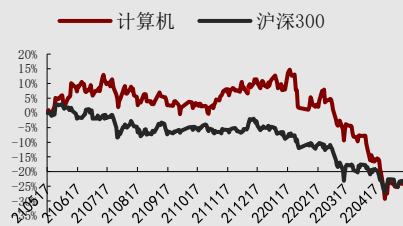
**车联网、智能制造、信创等细分板块业绩表现较好：**2021 年车联网、人工智能、信创板块的营收增速表现最好，增速分别为 32.26%、30.26%和 29.30%。22 年 Q1 单季度，车联网、智能制造、人工智能板块的营收增速表现最好，分别为 38.44%、34.62%和 26.51%。利润端来看，智慧交通、金融 IT、车联网板块 2021 年归母净利润增速表现最好；信创、智能制造和教育信息化板块 2022 年 Q1 归母净利润增速表现最好。

**22 年 Q1 计算机行业基金持仓水平处于历史低位：**计算机行业 2022 年 Q1 基金重仓占比为 3.58%，较 2021 年 Q1 同比下降了 1.88pct，较 2021 年 Q4 环比下降了 0.77pct。对比计算机行业流通市值占全部 A 股流通市值的比例，低配了 0.37pct。对比近 10 年来的基金重仓持股比例，计算机行业 22 年 Q1 的持仓水平已经处于历史低位。22Q1 基金加仓的前十大个股主要分布在智能驾驶、金融科技和信创领域。

**投资建议：**21 年行业薪酬的整体上涨导致利润端短期承压，2022 年 Q1 的疫情反复也对计算机行业造成了一定影响。预计随着疫情影响削弱，行业增速恢复的同时，前期人力成本的高投入将逐渐消化，利润有望迎来拐点。建议重点关注相关领域公司订单及资本开支变动情况。我们重点推进下游需求旺盛且处于产业变革期的车联网、智能制造板块，以及政策持续利好的信创、金融科技板块。

**风险因素：**全球地缘政治风险；宏观经济波动风险；技术推进不达预期；行业 IT 资本支出低于预期；行业人员增速过快带来的业绩不确定性。

#### 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

#### 相关研究

飞利浦战略入股创业慧康，通用汽车与红帽达成合作

大众汽车软件公司宣布采用高通 SoC，一季度全球云服务支出高速增长

政策驱动下数字政府建设有望加速

分析师：夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583228231

邮箱：xiaqyl@wlzq.com.cn

研究助理：王景宜

电话：13277970182

邮箱：wangjy@wlzq.com.cn

## 正文目录

<b>1 2021 年业绩：营收增速回暖明显，盈利能力有所下降</b>	<b>4</b>
1.1 营收增速回暖，中大规模标的增速优于整体	4
1.2 利润端小幅下降，负增速公司数量增加	5
1.3 毛利率、净利率均下降，研发投入力度加大	6
1.4 经营性现金净流量同比下降	8
1.5 车联网、人工智能、信创板块营收增速表现较好	8
1.6 智慧交通、金融 IT、车联网板块归母净利润增速表现较好	9
<b>2 2022Q1 业绩：营收增速放缓，利润下滑幅度较大</b>	<b>10</b>
2.1 营收同比增速放缓，负增速公司占比提升	10
2.2 利润整体降幅较大，盈利能力有所下滑	11
2.3 车联网、智能制造、人工智能领域营收增长较快	14
2.4 信创、智能制造、教育信息化板块归母净利润增长较快	15
<b>3 细分板块分析</b>	<b>16</b>
3.1 金融 IT：收入增速较快，人员加速扩张使利润端短期承压	19
3.2 车联网：受益于汽车智能化加速推进	19
3.3 信息安全：收入增长趋势良好，利润短期承压	19
3.4 信创：营收增速较快，利润表现分化	19
3.5 智能制造：营收增速验证行业高景气度，Q1 或受疫情影响	20
3.6 云计算：SaaS 收入稳健增长，云基础设施增速较快	20
<b>4 计算机行业基金持仓配置比例下行，已处历史低位</b>	<b>21</b>
4.1 计算机行业重仓占比下行，处于低配水平	21
4.2 基金配置计算机行业标的数量处于较低水平	21
4.3 计算机行业前十大重仓股组成较为稳定	22
4.4 基金配置加减仓具备一定的周期性	23
4.5 基金持仓集中度仍然较高，抱团现象仍存	24
<b>5 投资建议</b>	<b>25</b>
<b>6 风险因素</b>	<b>25</b>
图表 1：计算机行业 2019-2021 营业收入情况	4
图表 2：计算机行业 19Q4-21Q4 营业收入情况	4
图表 3：计算机行业 2021 年分规模营收表现对比	4
图表 4：2020 年计算机行业营收增速分布	5
图表 5：2021 年计算机行业营收增速分布	5
图表 6：计算机行业 2019-2021 归母净利润情况	5
图表 7：计算机行业 19Q4-21Q4 归母净利润情况	5
图表 8：计算机行业 2019-2021 扣非归母净利润情况	6
图表 9：计算机行业 19Q4-21Q4 扣非归母净利润情况	6
图表 10：2020 年计算机行业归母净利润增速分布	6
图表 11：2021 年计算机行业归母净利润增速分布	6
图表 12：计算机行业 2019-2021 净利率情况	7
图表 13：计算机行业 2019-2021 净利率情况	7
图表 14：计算机行业 2019-2021 销售费用情况	7
图表 15：计算机行业 2019-2021 管理费用情况	7

图表 16:	计算机行业 2019-2021 研发费用情况	8
图表 17:	计算机行业 2019-2021 经营性现金流情况	8
图表 18:	计算机行业 2020-2021 年主要细分板块营收增速情况	9
图表 19:	计算机行业 2020-2021 主要细分板块归母净利润增速情况	10
图表 20:	计算机行业 2020-2022Q1 营业收入情况	11
图表 21:	2021 年 Q1 计算机行业营收增速分布	11
图表 22:	2022 年 Q1 计算机行业营收增速分布	11
图表 23:	计算机行业 20-22Q1 归母净利润情况	12
图表 24:	计算机行业 20-22Q1 扣非归母净利润情况	12
图表 25:	计算机行业 2020-2022Q1 毛利率情况	13
图表 26:	计算机行业 2020-2022Q1 净利率情况	13
图表 27:	计算机行业 2020-2022Q1 销售费用情况	13
图表 28:	计算机行业 2020-2022Q1 管理费用情况	13
图表 29:	计算机行业 2020-2022Q1 研发费用情况	14
图表 30:	计算机行业 2020-2022Q1 经营性现金净流量情况 (亿元)	14
图表 31:	计算机行业 2021-2022Q1 各主要细分板块营收增速情况	15
图表 32:	计算机行业 2021-2022Q1 各主要细分板块归母净利润增速情况	16
图表 33:	计算机行业 2020-2022Q1 细分板块重点公司业绩增速情况	16
图表 34:	计算机行业 2020-2022 年 Q1 细分板块重点公司毛利率及净利率情况	17
图表 35:	计算机行业基金持仓配置情况	21
图表 36:	各申万行业 2022Q1 基金持仓标的数量及占比情况	22
图表 37:	计算机行业 2022 年 Q1 前十大重仓股 (按持股市值排序)	22
图表 38:	计算机行业 2022 年 Q1 十大重仓股 (按持股基金数量排序)	23
图表 39:	计算机行业近四个季度前十大重仓股 (按持股市值排序)	23
图表 40:	计算机行业 2022Q1 绝对市值基金加仓前十个股	24
图表 41:	计算机行业 2022Q1 绝对市值基金减仓前十个股	24
图表 42:	近四季度计算机行业前 5、前 10、前 20 个股市值占比	25

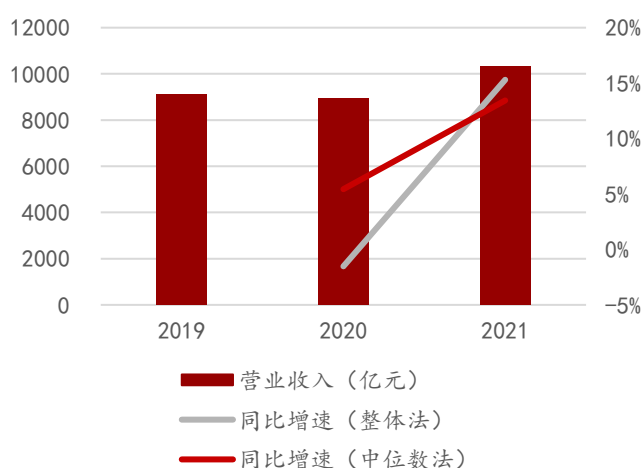
## 1 2021 年业绩：营收增速回暖明显，盈利能力有所下降

计算机行业2021年年报及2022年一季报已披露完毕。我们以SW计算机行业为基础，以2019-2022Q1为样本的时间区间，最终选取了259个标的作为此次分析样本（因部分数据缺失不具有可比性，剔除了47个标的）。由于计算机行业各标的规模差异较大，我们将同时对比整体法和中位数法两种增速表现，以便能够更好的反映出计算机行业的真实增速变化及结构化特征，避免单一大规模标的对行业整体的影响过大。

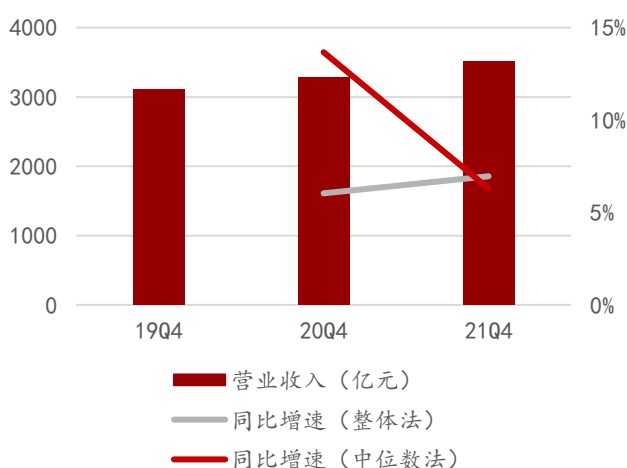
### 1.1 营收增速回暖，中大规模标的增速优于整体

21年全年营收增速回暖明显，Q4增速有所放缓。2021年计算机行业共实现营业收入10327.29亿元，整体法下同比增速由2020年的-1.52%提升至2021年的15.30%；中位数法下，2021年营业收入增速为13.43%，较去年同期增速提升了8pct；整体法增速和中位数法增速基本相当，反应出计算机行业分化现象缓解；两种方法下计算机行业增速均较去年同期显著提升，主要原因是疫情情况好转，行业基本恢复正常运转。但21Q4的营收增速有所放缓，中位数法下同比下降7.37pct，一方面是由于20年Q1-Q4的收入基数依次上升，另一方面是由于21年三季度末疫情在全国多次散点爆发，行业内相当一部分公司的项目交付进度受到影响。

图表1：计算机行业2019-2021营业收入情况



图表2：计算机行业19Q4-21Q4营业收入情况



资料来源：iFinD，万联证券研究所

资料来源：iFinD，万联证券研究所

中大规模标的营收表现较好，增速优于行业整体。按照2021年营业收入规模划分，大规模标的（营收大于等于50亿）共37个，占比14.29%；中大规模标的（营收大于等于20亿且小于50亿）共46个，占比17.76%；中等规模标的（营收大于等于10亿且小于20亿）共62个，占比23.94%；中小规模标的（营收大于等于5亿且小于10亿）共50个，占比19.31%；小规模标的（营收小于5亿）共64个，占比24.71%。其中，2021年数量上仅占比14.29%的大规模标的贡献了72.27%的营收，同时实现了19.07%的营收增速。而中小规模标的营收增速明显弱于中型以上企业，反映了疫情后行业马太效应加剧，市场头部集中的趋势更为明显。

图表3：计算机行业2021年分规模营收表现对比

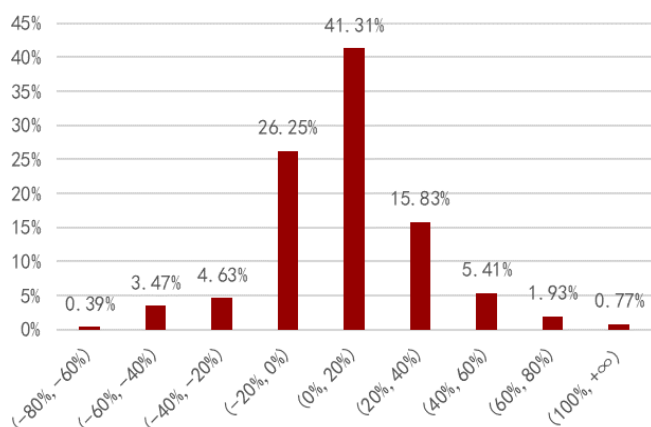
2021 营收规模	标的数量及占比	2020 营业收入 (亿元)	2020 营收占比	2020 营收增速	2021 营业收入 (亿元)	2021 营收占比	2021 营收增速
<5 亿	64 (24.71%)	216.79	2.42%	-6.67%	212.86	2.06%	-1.81%

≥ 5 亿, < 10 亿	50 (19.31%)	358.00	4.00%	-14.47%	363.09	3.52%	1.42%
≥ 10 亿, < 20 亿	62 (23.94%)	800.05	8.93%	11.67%	871.99	8.44%	8.99%
≥ 20 亿, < 50 亿	46 (17.76%)	1314.21	14.67%	7.62%	1416.27	13.71%	7.77%
≥ 50 亿	37 (14.29%)	6268.04	69.98%	-3.68%	7463.07	72.27%	19.07%

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

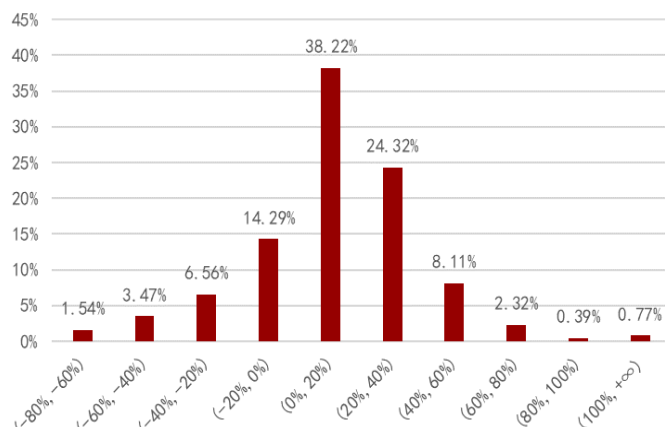
**计算机行业营收增速分布整体右移, 正增速占比增加。**将2021年计算机行业的营业收入增速进行区间分布, 可以看到2021年计算机行业各标的的营业收入增速集中分布在 (0, 20%) 的区间, 占比为38.22%。其中, 增速大于0的公司占比从65.25%上升至74.13%; 20%到40%这一区间占比较去年同期上升8.49个百分点。

图表4: 2020年计算机行业营收增速分布



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表5: 2021年计算机行业营收增速分布

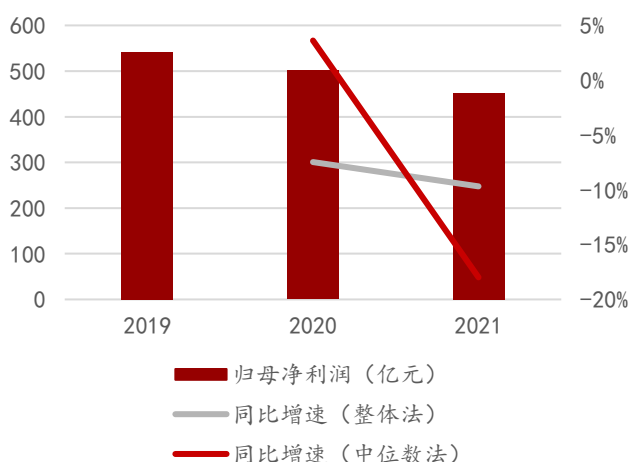


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

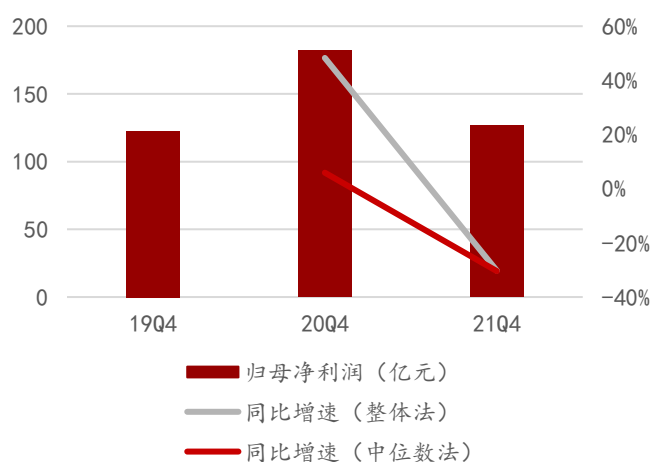
## 1.2 利润端小幅下降, 负增速公司数量增加

**2021年归母净利润同比小幅下降, Q4降幅明显。**2021年计算机行业整体实现归母净利润452.75亿元, 整体法下同比下降9.68%。中位数法下同比增速为-17.99%, 较20年同比下降了21.61pct。Q4单季度来看, 计算机行业整体实现归母净利润126.83亿元, 整体法下同比下降30.24%, 中位数法下同比下降30.41%。

图表6: 计算机行业2019-2021归母净利润情况



图表7: 计算机行业19Q4-21Q4归母净利润情况



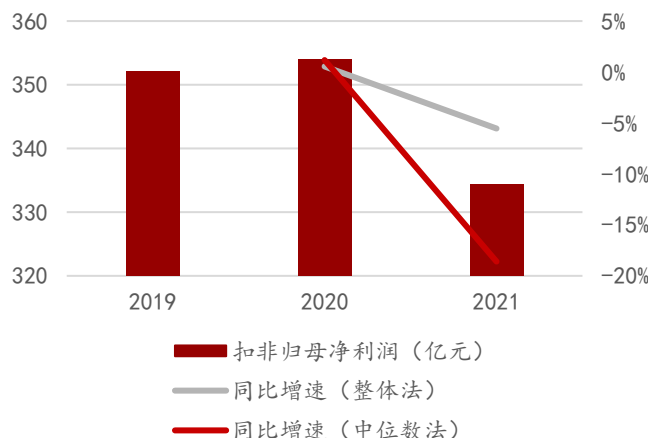


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

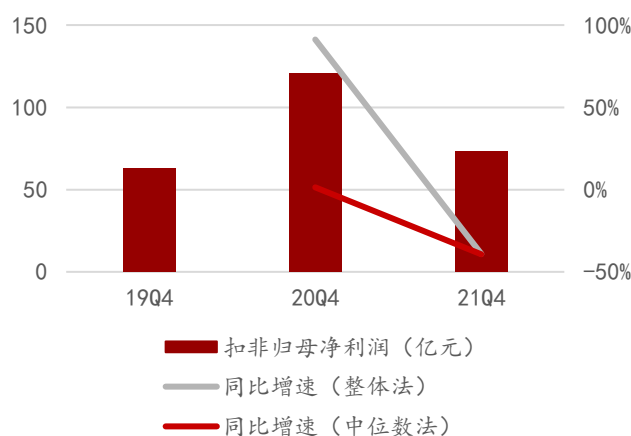
资料来源: iFinD, 万联证券研究所

扣非归母净利润与归母净利润表现相当。2021年计算机行业整体实现扣非归母净利润334.42亿元, 整体法下同比下降5.54%。中位数法下同比下降18.60%。Q4单季度来看, 计算机行业整体实现扣非归母净利润73.37亿元, 整体法下同比下降39.07%, 中位数法下同比下降39.33%。

图表8: 计算机行业2019-2021扣非归母净利润情况



图表9: 计算机行业19Q4-21Q4扣非归母净利润情况

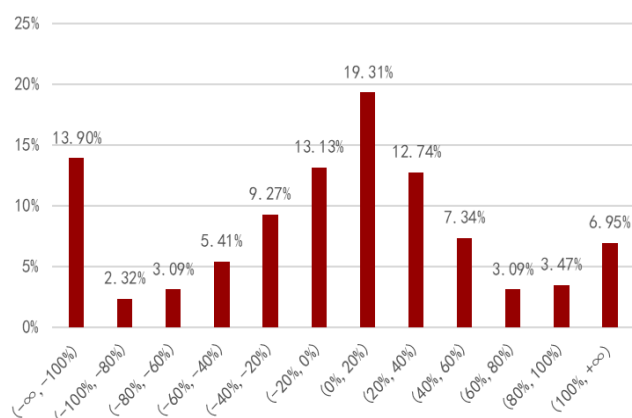


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

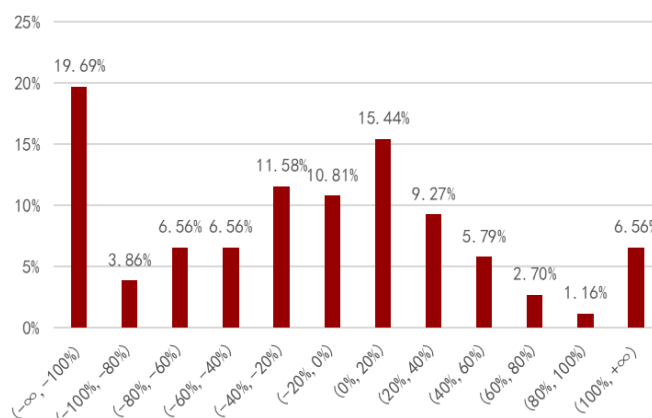
资料来源: iFinD, 万联证券研究所

计算机行业归母净利润增速分布整体左移。将2021年计算机行业的归母净利润增速进行区间分布, 可以看到2021年计算机行业各标的的利润增速分布较2020年呈现明显的左移。21年归母净利润下滑的公司有153家, 占比59.07%, 这一比例较20年同比提升了11.97pct。

图表10: 2020年计算机行业归母净利润增速分布



图表11: 2021年计算机行业归母净利润增速分布



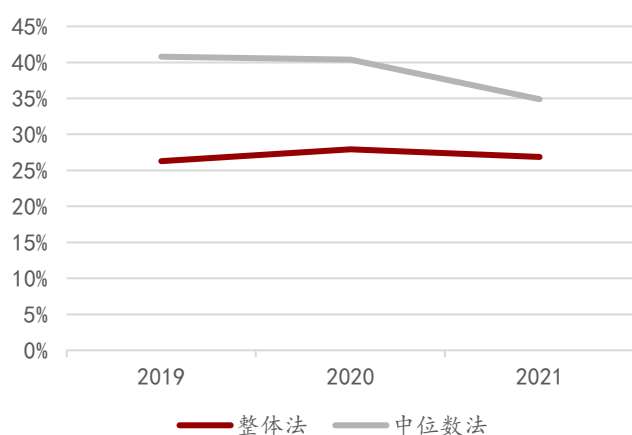
资料来源: iFinD, 万联证券研究所

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

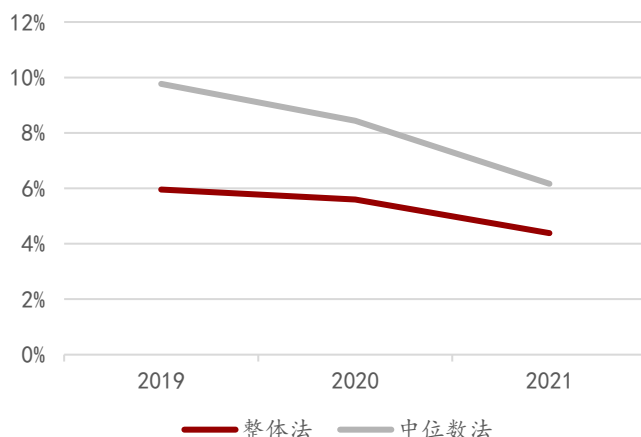
### 1.3 毛利率、净利率均下降, 研发投入力度加大

毛利率、净利率均呈现下降趋势。2021年计算机行业整体毛利率为26.85%, 同比下降1.07pct; 中位数法下毛利率为34.88%, 同比下降5.52pct。毛利率下降的行业共性原因主要是IT人员薪酬的上涨; 部分涉及到硬件业务的公司还存在上游原材料价格上涨的问题。净利率方面, 行业整体法下的净利率为4.38%, 同比下降1.21pct; 中位数法下净利率为6.16%, 同比下降2.27pct。除毛利率下滑之外, 行业净利率的下降还受到研发投入以及资产减值等方面的影响。

图表12: 计算机行业2019-2021毛利率情况



图表13: 计算机行业2019-2021净利率情况

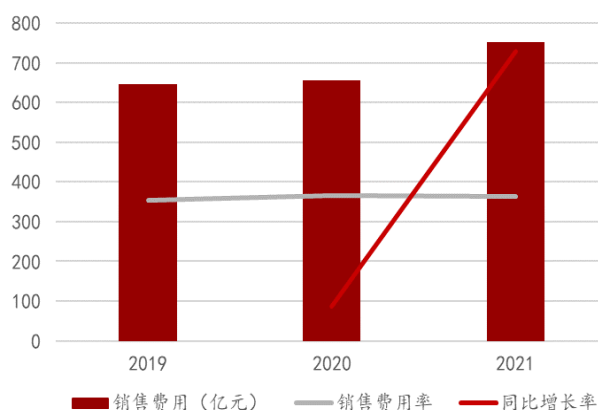


资料来源: iFind, 万联证券研究所

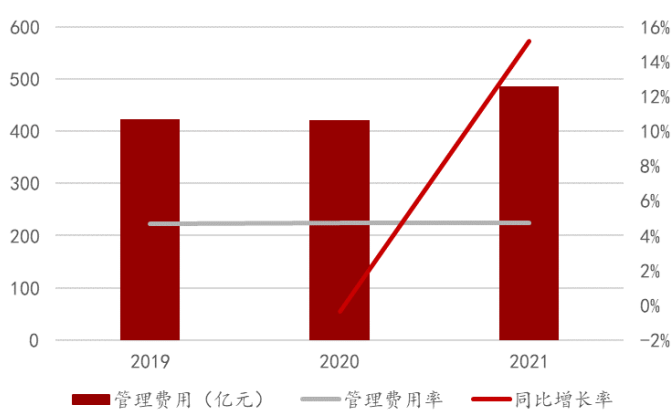
资料来源: iFind, 万联证券研究所

**销售、管理费用率均持平。**2021年计算机行业实现销售费用752.50亿元, 全年销售费用率为7.29%, 较20年同期的7.33%变化不大; 21年全行业实现管理费用485.85亿元, 管理费用率为4.70%, 较20年同期的4.71%几乎持平。

图表14: 计算机行业2019-2021销售费用情况



图表15: 计算机行业2019-2021管理费用情况

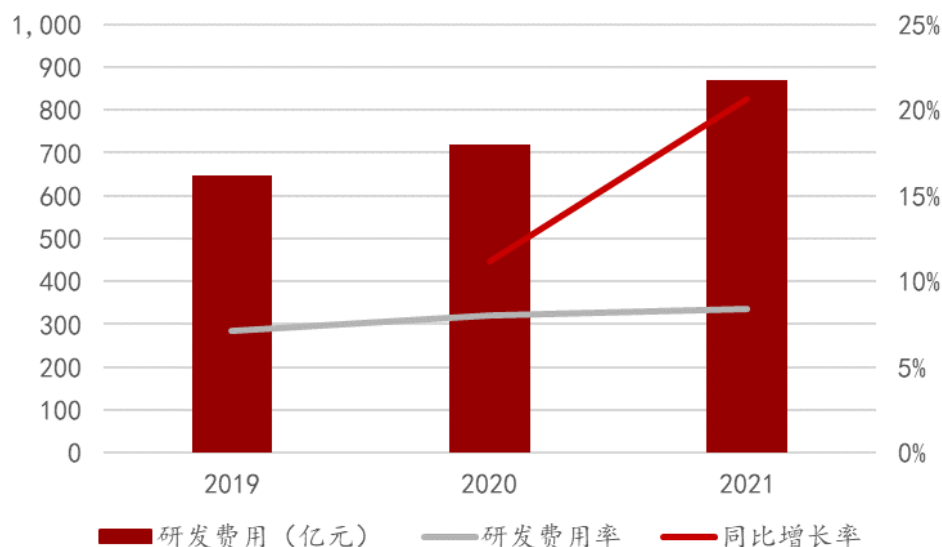


资料来源: iFind, 万联证券研究所

资料来源: iFind, 万联证券研究所

**研发投入持续加大。**2021年计算机行业研发费用合计为869.42亿元, 同比增长20.65%。整体法下研发费用率为8.42%, 同比提升0.37pct。行业的研发费用率已连续三年同比提升, 表明疫情并未对计算机行业的研发投入节奏造成较大影响, 行业内公司整体具备较强的发展信心。

图表16: 计算机行业2019-2021研发费用情况

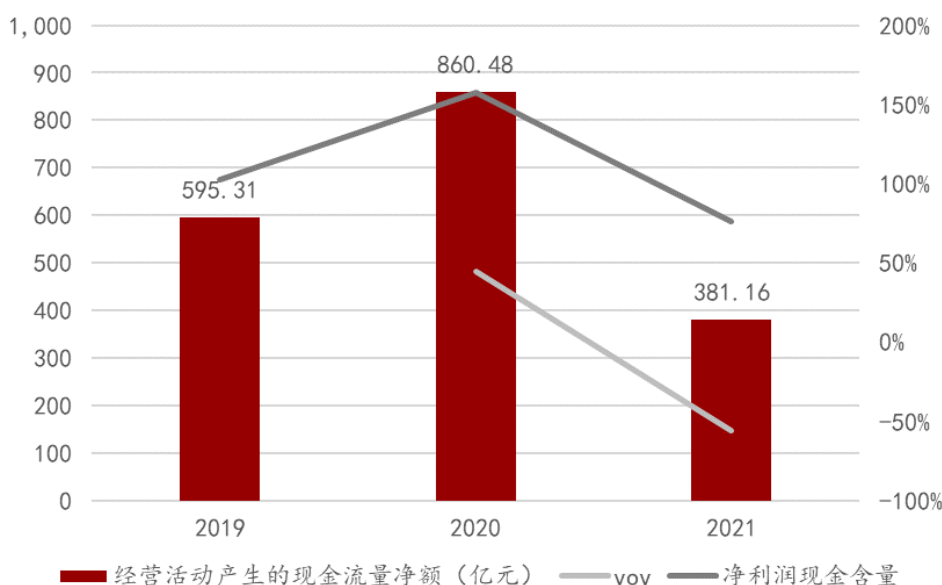


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

#### 1.4 经营性现金净流量同比下降

经营性现金净流量表现较差。2021年计算机行业经营活动产生的现金流量净额为381.16亿元,同比下降55.70%。经营性现金流量净额/净利润的比值为76.16%,同比下降81.35pct。经营性现金流表现不佳的主要原因是疫情影响下部分项目实施和回款受阻,同时行业薪酬上涨、原材料缺货下企业备货增加导致经营性现金流出增幅较大。

图表17: 计算机行业2019-2021经营性现金流情况



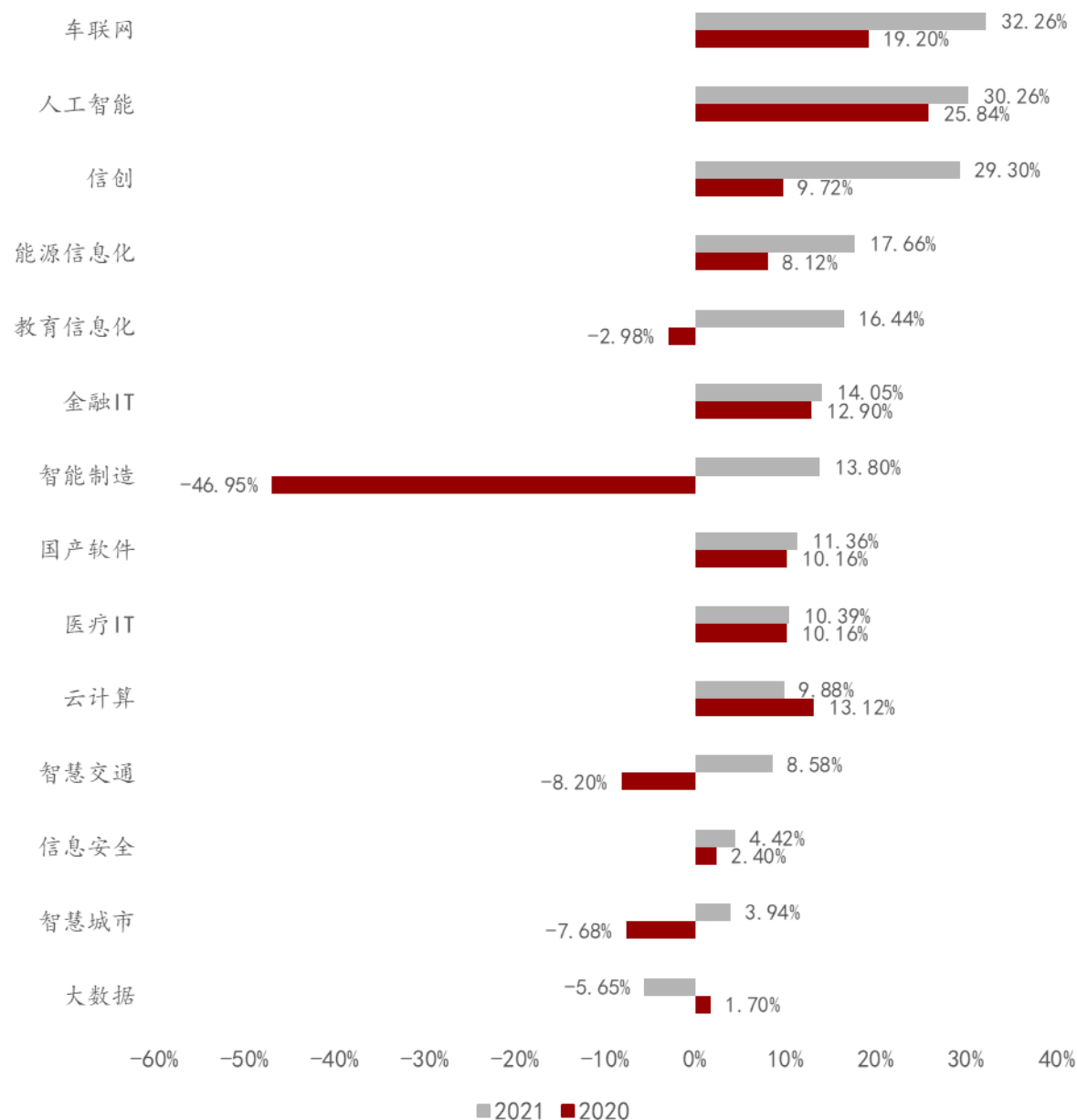
资料来源: iFinD, 万联证券研究所

#### 1.5 车联网、人工智能、信创板块营收增速表现较好

2021年车联网、人工智能、信创细分板块营收增速表现最好。其中,车联网板块营收增速为32.26%,较去年同期上升6个百分点,排名第一;人工智能板块营收增速为30.26%,较去年同期上升4.42个百分点,排名第二;此外信创、能源信息化、教育信息化、智能制造细分板块增速表现较好,大幅优于2020年营收增速。2021年除大数据板块以外,其他细分板块均实现正增长。



图表18: 计算机行业2020-2021年主要细分板块营收增速情况

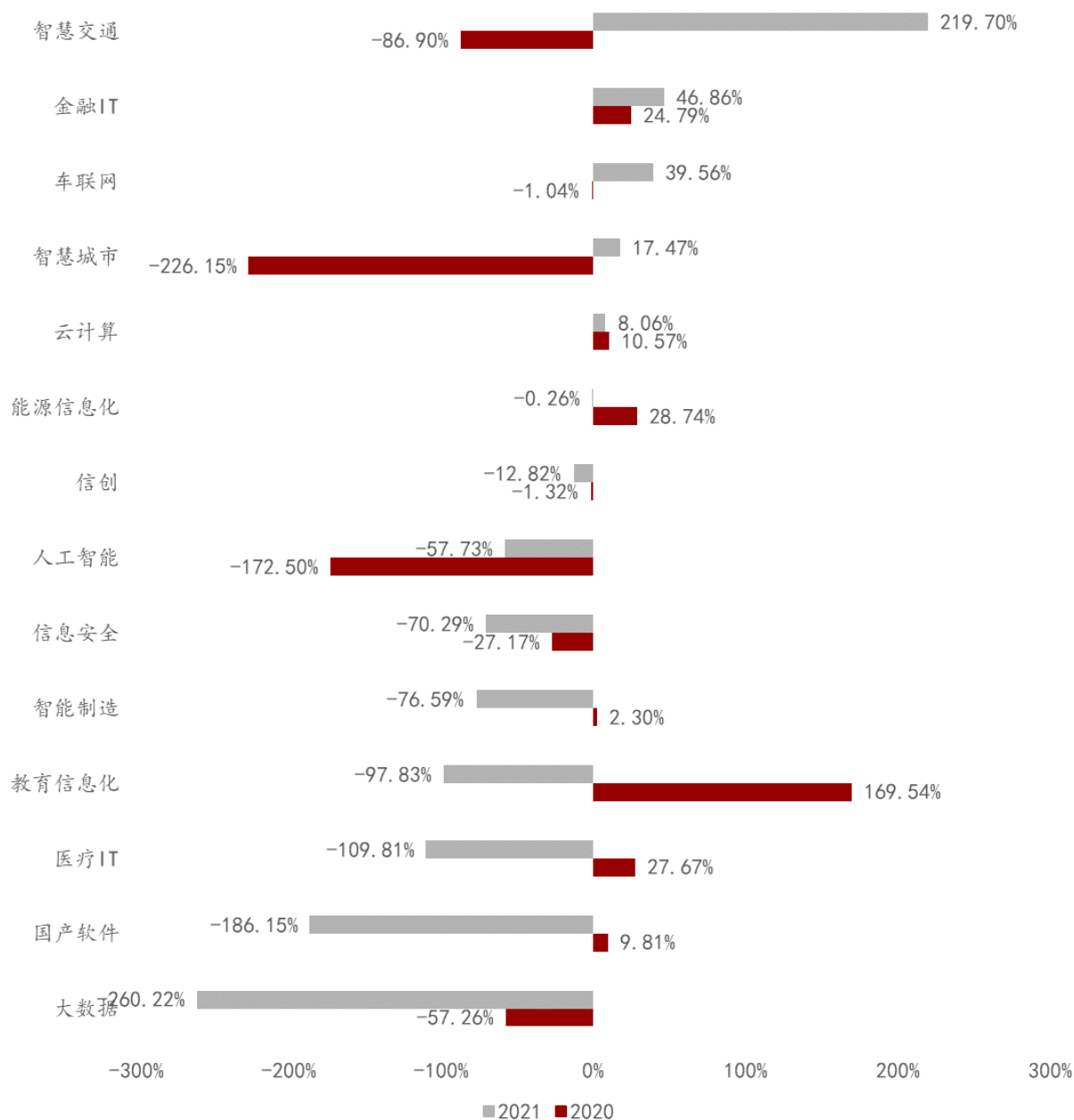


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

### 1.6 智慧交通、金融IT、车联网板块归母净利润增速表现较好

2021年智慧交通、金融IT、车联网细分板块归母净利润增速表现最好。其中,智慧交通板块增速为219.70%,较20年的增速由负转正,排名第一;金融IT板块增速为46.86%,较去年同期上升22.06个百分点,排名第二;此外车联网、智慧城市的归母净利润增速实现由负转正,大幅优于2020年增速表现。

图表19：计算机行业2020-2021主要细分板块归母净利润增速情况



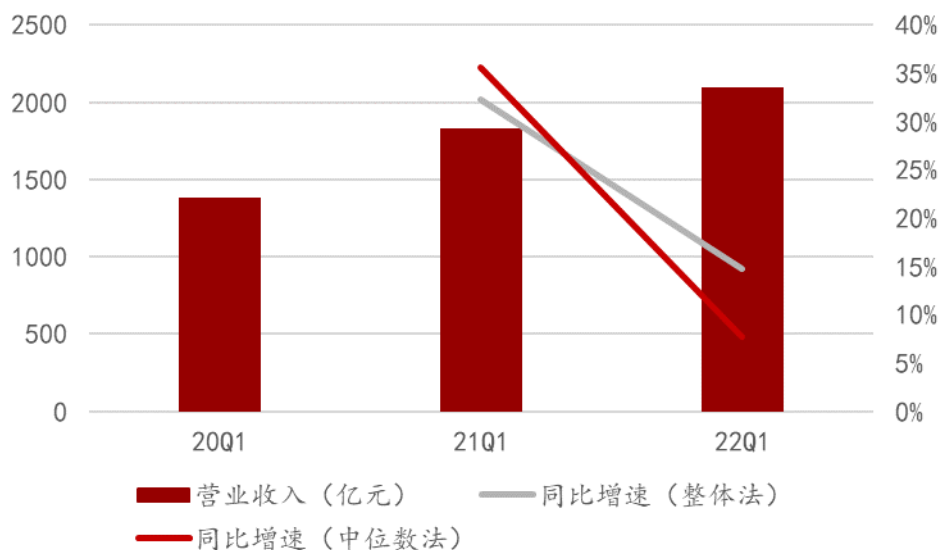
资料来源：iFinD，万联证券研究所

## 2 2022Q1 业绩：营收增速放缓，利润下滑幅度较大

### 2.1 营收同比增速放缓，负增速公司占比提升

2022年Q1行业营收增速回落，分化现象较为显著。2022年Q1计算机行业共实现营业收入2095.80亿元，整体法下同比增速由21年Q1的32.22%下降至14.77%，增速同比下降了17.44pct；中位数法下，2022年Q1的营业收入增速为7.74%，较去年同期增速下降了27.78pct。整体法和中位数法下行业增速差异较大，反映行业内分化现象显著。行业增速大幅回落的主要原因是20年Q1为疫情爆发初期，造成收入基数较低，而21Q1疫情影响消退，行业实现了恢复性的高增长。

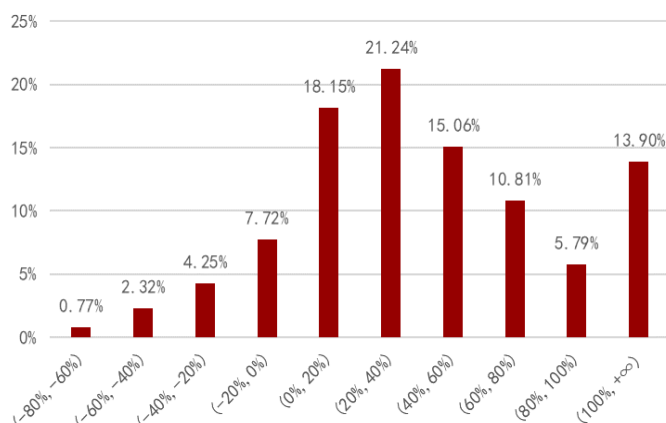
图表20: 计算机行业2020-2022Q1营业收入情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

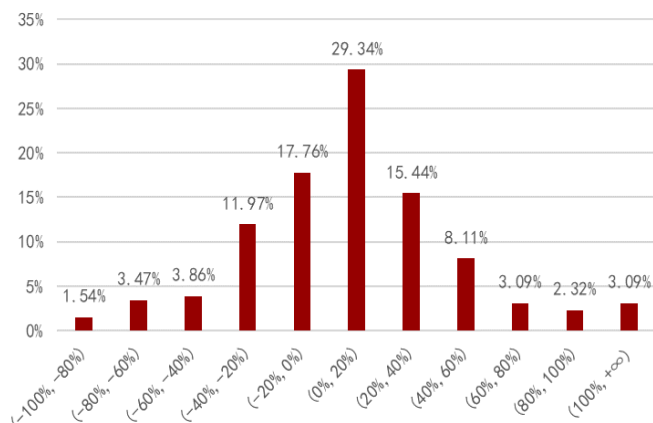
**22Q1营收增速呈现正态分布, 整体增速左移。**将2022年Q1计算机行业的营业收入增速进行区间分布, 可以看到2022年Q1计算机行业各标的的营业收入增速整体呈现正态分布, 增速为0-20%之间的标的数量最多, 占比为29.34%。对比21年Q1的营收增速分布, 可见行业整体的营收增速呈现明显的左移趋势。其中, 38.61%的公司营业收入出现了负增长, 这一比例较21Q1同比提升了23.55%。

图表21: 2021年Q1计算机行业营收增速分布



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表22: 2022年Q1计算机行业营收增速分布

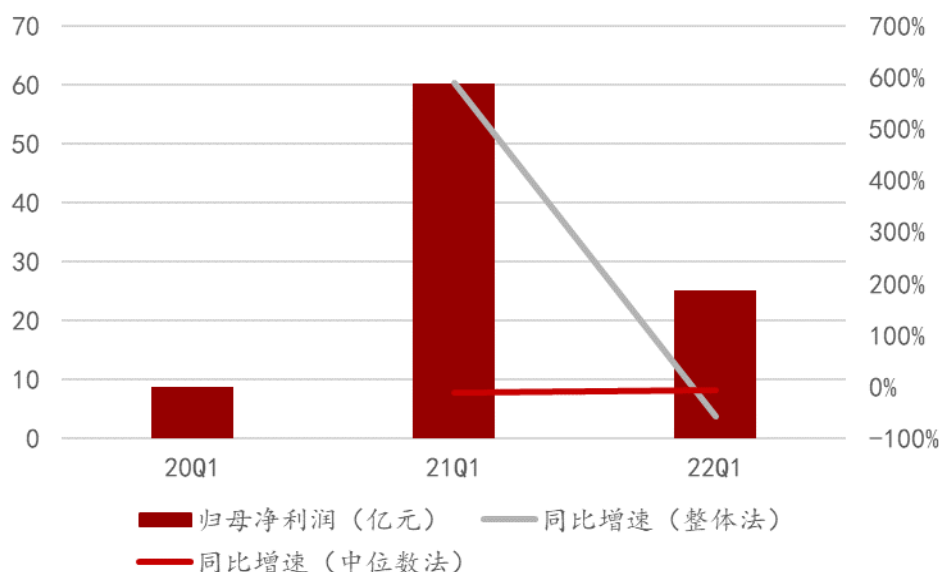


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

## 2.2 利润整体降幅较大, 盈利能力有所下滑

**22Q1归母净利润下滑程度较大, 分化现象显著。**2022年Q1计算机行业共实现归母净利润25.02亿元, 整体法下同比增速由21年Q1的587.97%转为-58.50%, 增速同比下降了646.46pct; 中位数法下, 2022年Q1的营业收入增速为-6.95%, 较去年同期增速提升了4.99pct。整体法和中位数法下行业增速差异较大, 反映行业内分化现象显著。

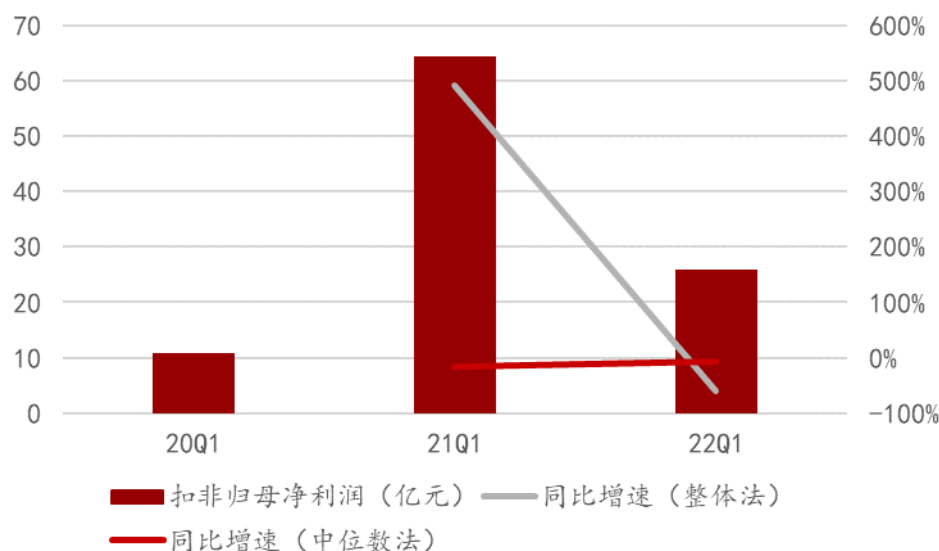
图表23: 计算机行业20-22Q1归母净利润情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

**22Q1扣非净利润与归母净利润表现相当。**2022年Q1计算机行业共实现扣非后归母净利润25.88亿元,整体法下同比增速由21年Q1的491.94%转为-59.79%,增速同比下降了551.74pct;中位数法下,2022年Q1的营业收入增速为-7.32%,较去年同期增速提升了9.45pct。22Q1扣非净利润与归母净利润表现相当,表明非经常性因素对利润端影响较小。

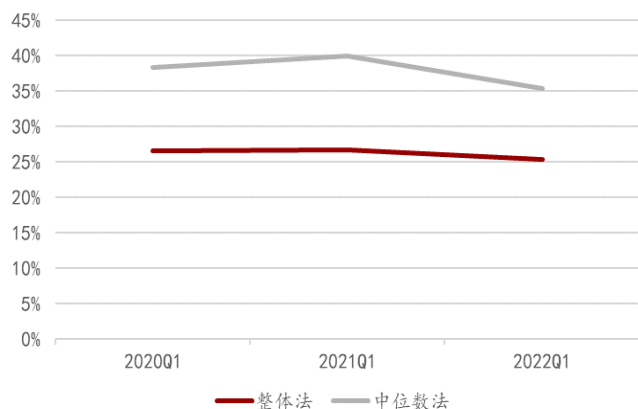
图表24: 计算机行业20-22Q1扣非归母净利润情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

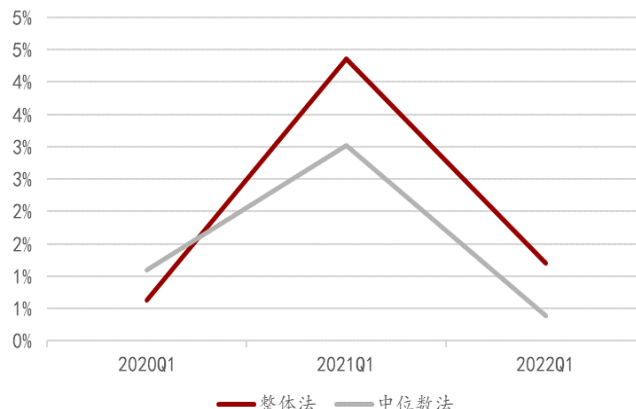
**2022Q1毛利率、净利率同比下降明显。**2022年Q1计算机行业整体毛利率为25.33%,同比下降1.39pct;中位数法下毛利率为35.41%,同比下降4.54pct。净利率方面,行业整体法下的净利率为1.19%,同比下降3.17pct;中位数法下净利率为0.39%,同比下降2.63pct。

图表25: 计算机行业2020-2022Q1毛利率情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

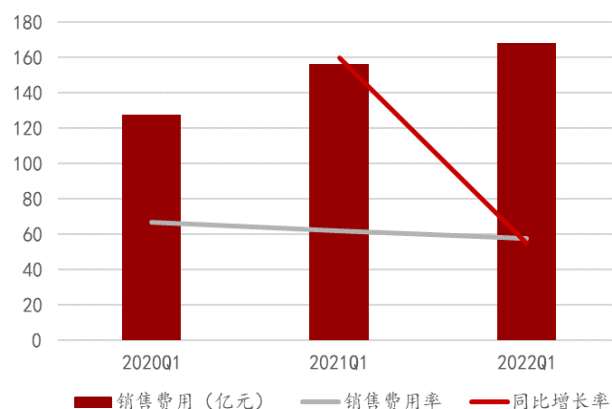
图表26: 计算机行业2020-2022Q1净利率情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

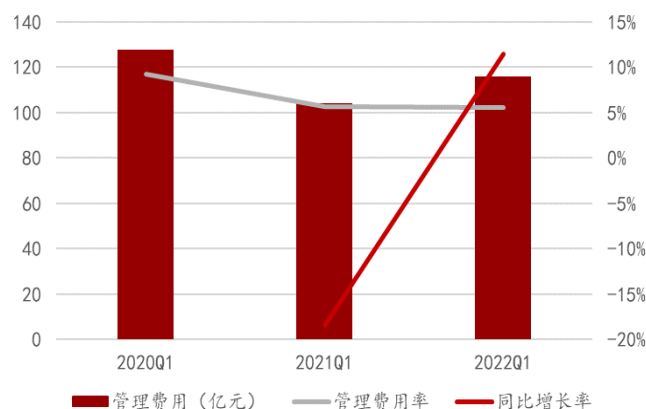
**销售、管理费用率有所下降。**2022年Q1计算机行业实现销售费用167.99亿元, 全年销售费用率为8.02%, 较21年Q1同比下降了0.53pct; 实现管理费用116.11亿元, 管理费用率为5.54%, 较21年Q1同比下降了0.16pct。

图表27: 计算机行业2020-2022Q1销售费用情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表28: 计算机行业2020-2022Q1管理费用情况

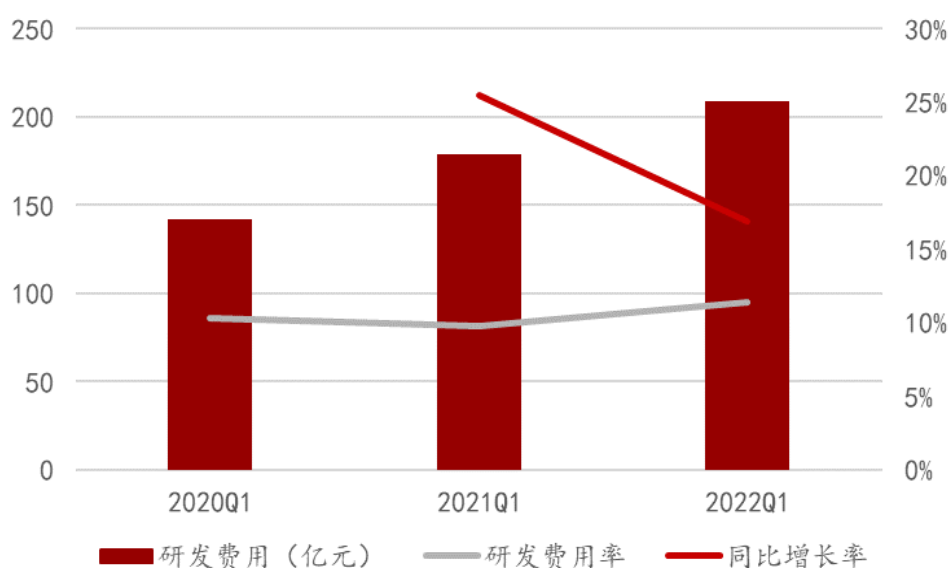


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

**研发费用率同比上升。**2022年Q1计算机行业研发费用合计为209.03亿元, 同比增长16.95%。整体法下研发费用率为11.45%, 同比提升1.66pct。行业的研发费用与收入增长存在一定程度的错配, 高研发投入有望在未来带来收入的高速增长。



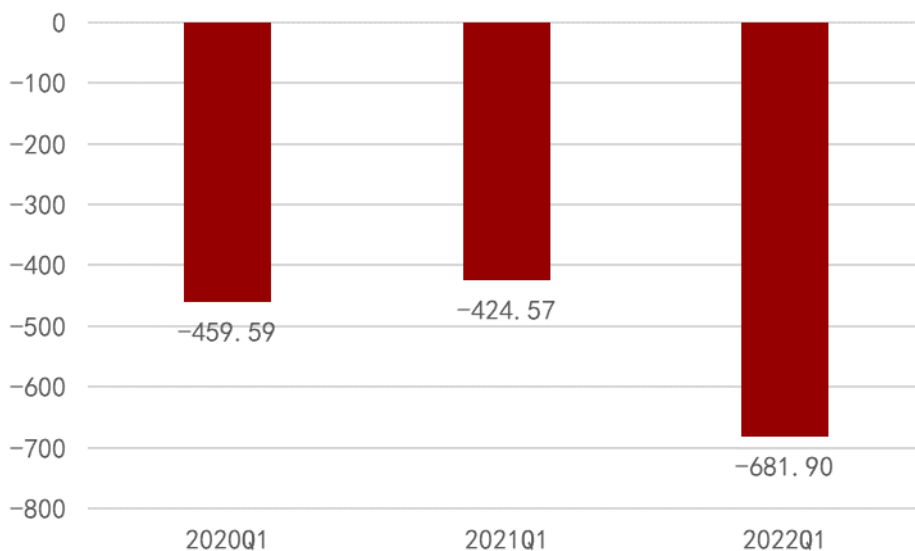
图表29: 计算机行业2020-2022Q1研发费用情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

**2022Q1经营性现金流较上年同期表现较差。**2022年Q1计算机行业经营性净现金流净额为-681.90亿元,持续三年同期为负,主要是受到行业现金流的季节性影响。经营性现金流量净额较去年同期下降较多,主要原因是偶发疫情的不稳定因素及员工薪酬的支出涨幅较大。

图表30: 计算机行业2020-2022Q1经营性现金净流量情况 (亿元)

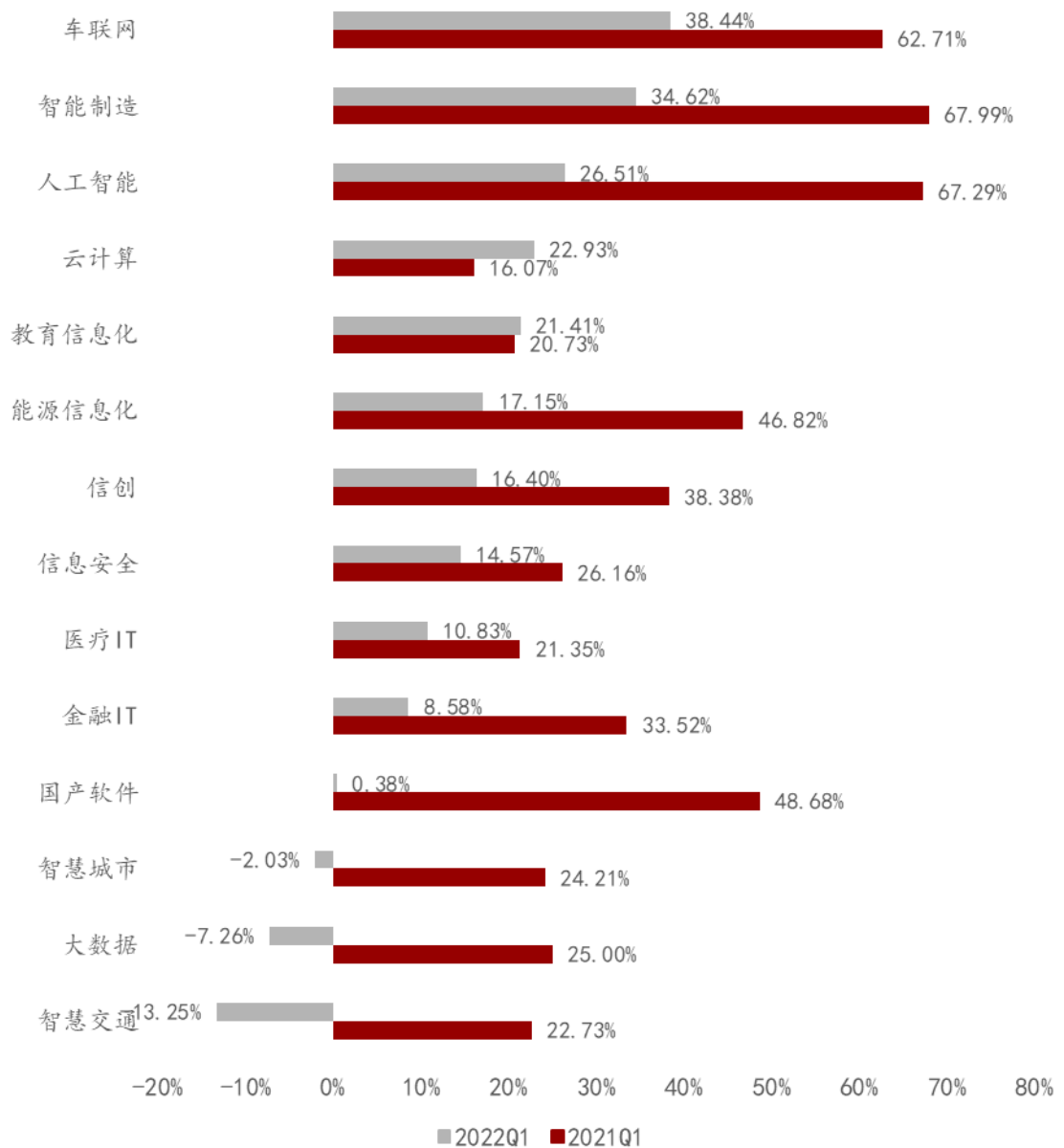


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

### 2.3 车联网、智能制造、人工智能领域营收增长较快

**2022年Q1车联网、智能制造、人工智能板块营收增速表现最好。**其中,车联网板块营收增速为38.44%,排名第一,但增速较去年同期下降了24.28个百分点;智能制造板块营收增速为34.62%,排名第二,增速较去年同期下降了33.37个百分点;行业整体营收增速下降,仅云计算、教育信息化的营收增速较21年Q1同比提升。

图表31：计算机行业2021-2022Q1各主要细分板块营收增速情况

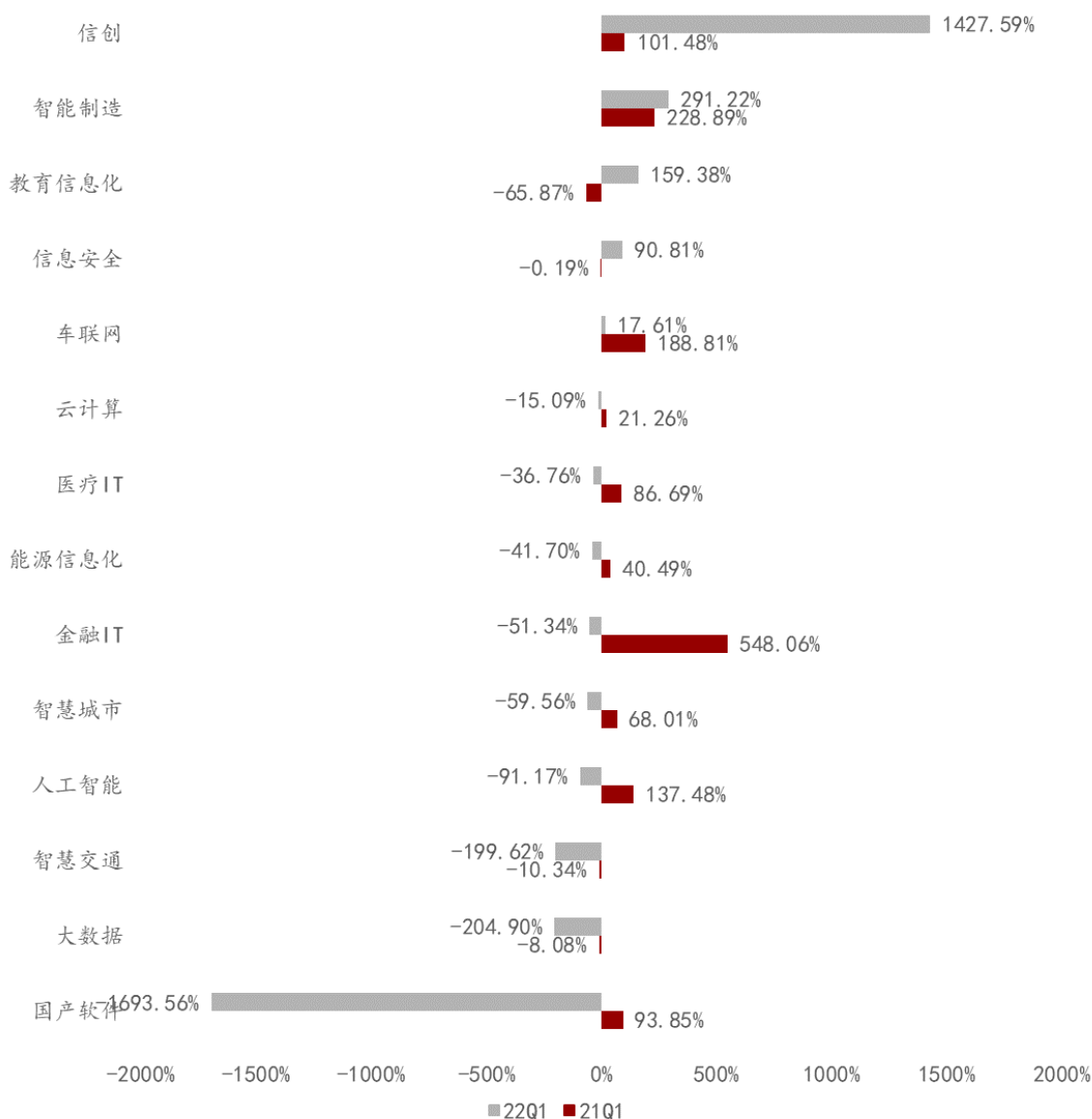


资料来源：iFind，万联证券研究所

#### 2.4 信创、智能制造、教育信息化板块归母净利润增长较快

2022年Q1信创、智能制造、教育信息化细分板块归母净利润增速表现最好。其中，信创板块归母净利润增速为1427.59%，较20年的增速大幅提升，排名第一；智能制造板块增速为291.22%，较去年同期上升62.33个百分点，排名第二；此外教育信息化和信息安全板块的归母净利润增速同样较高，且大幅优于去年同期增速。

图表32: 计算机行业2021-2022Q1各主要细分板块归母净利润增速情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

### 3 细分板块分析

图表33: 计算机行业2020-2022Q1细分板块重点公司业绩增速情况

细分板块	证券简称	20 营收 yoy	21 营收 yoy	20 归母净 利润 yoy	21 归母净 利润 yoy	21Q1 营收 yoy	22Q1 营收 yoy	21Q1 归母 净利润 yoy	22Q1 归母 净利润 yoy
金融 IT	神州信息	5%	6%	27%	-21%	-4%	-6%	33%	-20%
	京北方	36%	33%	58%	-16%	70%	20%	117%	-54%
	长亮科技	18%	1%	72%	-47%	28%	63%	148%	-183%
	高伟达	8%	20%	-602%	118%	278%	-73%	602%	-88%
	科蓝软件	11%	25%	22%	-38%	36%	16%	155%	5%
	宇信科技	12%	25%	65%	-13%	65%	-3%	-601%	106%

	金证股份	16%	18%	49%	-30%	56%	9%	142%	-207%
	恒生电子	8%	32%	-7%	11%	46%	30%	475%	-124%
	顶点软件	3%	44%	-15%	27%	58%	38%	32%	13%
	财富趋势	21%	19%	37%	18%	84%	-20%	152%	-14%
	同花顺	63%	23%	92%	11%	38%	-3%	34%	-34%
车联网	道通科技	32%	43%	32%	1%	62%	13%	78%	-42%
	鸿泉物联	46%	-11%	27%	-67%	104%	-49%	92%	-172%
	启明信息	2%	-32%	39%	-68%	33%	81%	30%	50%
	四维图新	-7%	42%	-191%	139%	32%	20%	38%	126%
	德赛西威	27%	41%	77%	61%	78%	54%	312%	39%
	锐明技术	3%	6%	21%	-87%	12%	-4%	-226%	-204%
	中科创达	44%	57%	87%	46%	79%	46%	65%	41%
信息安全	格尔软件	20%	37%	-19%	40%	46%	88%	12%	-134%
	安恒信息	40%	38%	45%	-90%	58%	27%	-188%	-51%
	奇安信	32%	40%	32%	-66%	102%	45%	1%	10%
	天融信	-20%	-41%	0%	-43%	-64%	43%	39%	32%
	卫士通	13%	17%	4%	47%	379%	123%	44%	50%
	启明星辰	18%	20%	17%	7%	120%	12%	5%	-29%
	美亚柏科	15%	6%	29%	-17%	19%	17%	29%	-84%
	绿盟科技	20%	30%	33%	14%	47%	35%	25%	-154%
	深信服	19%	25%	7%	-66%	79%	5%	50%	-439%
信创	中国软件	27%	40%	10%	11%	69%	50%	-2%	35%
	中科曙光	7%	10%	39%	41%	-3%	10%	38%	40%
	神州数码	6%	33%	-11%	-62%	34%	19%	31%	21%
	中国长城	33%	23%	-17%	-36%	178%	-9%	44%	26%
	东方通	28%	35%	73%	2%	489%	-47%	160%	-290%
	诚迈科技	42%	52%	-65%	-49%	112%	49%	56%	-341%
智能制造	中望软件	26%	36%	35%	51%	52%	1%	53%	-440%
	汉得信息	-8%	13%	-24%	200%	11%	9%	46%	1859%
	鼎捷软件	2%	20%	17%	-8%	24%	14%	67%	2%
	维宏股份	9%	98%	-56%	103%	174%	15%	156%	-73%
	赛意信息	29%	40%	165%	28%	59%	29%	268%	28%
云计算	用友网络	0%	5%	-16%	-28%	11%	5%	95%	-2932%
	金山办公	43%	45%	119%	19%	108%	12%	179%	-18%
	优刻得	62%	18%	-1718%	-85%	72%	-26%	-415%	-8%
	紫光股份	10%	13%	3%	13%	36%	14%	9%	35%
	浪潮信息	22%	6%	58%	37%	4%	48%	77%	38%
	石基信息	-9%	-3%	-118%	-608%	1%	-6%	9%	-26%
	广联达	14%	41%	41%	100%	52%	35%	45%	42%

资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表34: 计算机行业2020-2022年Q1细分板块重点公司毛利率及净利率情况

细分板块	证券简称	毛利率(%)				净利率(%)			
		2020	2021	2021Q1	2022Q1	2020	2021	2021Q1	2022Q1

金融 IT	神州信息	17.09	17.09	19.49	19.43	4.45	3.31	1.92	1.62
	京北方	27.95	23.58	24.27	19.92	12.04	7.55	7.55	2.91
	长亮科技	50.27	42.15	50.53	40.08	15.27	8.02	7.03	-3.57
	高伟达	19.08	16.99	7.91	23.15	-35.45	5.44	2.02	0.90
	科蓝软件	42.71	34.73	38.07	39.61	5.83	2.88	2.71	2.45
	宇信科技	35.15	34.15	31.59	37.61	15.19	10.62	-6.31	0.39
	金证股份	23.53	19.65	26.94	17.23	6.30	3.75	3.18	-3.13
	恒生电子	77.09	72.99	72.28	70.36	31.68	26.63	22.45	-4.24
	顶点软件	72.85	69.33	72.69	70.78	31.00	27.33	2.60	2.13
	财富趋势	86.72	86.59	83.06	79.19	87.44	86.33	85.77	92.74
车联网	同花顺	91.66	91.42	83.74	83.98	60.62	54.45	31.97	21.73
	道通科技	64.30	57.65	62.23	58.94	27.45	19.47	24.26	12.33
	鸿泉物联	47.21	41.80	43.38	32.32	19.36	7.29	15.55	-21.82
	启明信息	24.29	22.32	16.49	11.94	8.16	3.84	3.57	2.96
	四维图新	65.54	59.89	60.89	63.29	-14.41	3.99	-8.70	1.90
	德赛西威	23.39	24.60	25.04	23.96	7.62	8.70	11.19	10.12
	锐明技术	42.32	36.31	35.26	30.68	14.60	1.83	-7.50	-23.77
信息安全	中科创达	44.22	39.40	45.73	41.40	16.88	15.68	13.94	13.52
	格尔软件	55.12	51.72	74.28	30.97	12.83	13.04	-32.68	-40.78
	安恒信息	68.97	63.96	51.77	51.35	10.14	0.76	-68.56	-81.45
	奇安信	59.57	60.01	63.79	59.24	-8.04	-9.55	-117.65	-72.93
	天融信	37.37	59.41	59.95	67.64	7.01	6.86	-36.00	-17.11
	卫士通	35.48	37.92	42.23	34.69	6.77	8.54	-26.95	-6.10
	启明星辰	63.87	65.99	60.74	68.51	22.05	19.64	-14.91	-17.28
	美亚柏科	57.60	58.37	64.04	55.28	15.70	12.26	-11.49	-18.06
	绿盟科技	70.43	61.39	65.92	63.32	14.98	13.21	-18.66	-35.22
信创	深信服	69.98	65.49	66.47	58.86	14.83	4.01	-8.80	-45.26
	中国软件	30.93	29.76	41.49	37.50	0.92	0.73	-15.46	-6.73
	中科曙光	22.13	23.74	19.58	20.81	8.09	10.34	4.11	5.23
	神州数码	3.90	3.35	3.90	3.88	0.68	0.19	0.65	0.66
	中国长城	22.62	20.90	20.43	20.84	6.42	3.36	-5.09	-4.13
	东方通	79.94	76.96	85.80	67.53	38.16	28.74	16.57	-59.58
	诚迈科技	23.48	22.33	23.78	18.89	6.28	2.10	-3.66	-10.85
智能制造	中望软件	98.76	97.87	97.36	97.89	26.39	29.36	6.79	-22.85
	汉得信息	33.79	25.74	24.16	29.28	2.64	7.01	2.72	48.83
	鼎捷软件	66.35	66.30	57.84	58.19	8.11	6.27	-6.04	-5.20
	维宏股份	63.45	53.81	57.13	49.52	13.90	14.30	18.80	4.35
	赛意信息	34.90	35.33	24.87	28.05	12.71	11.60	2.85	2.84
云计算	用友网络	61.05	61.25	47.09	49.11	11.60	7.92	-1.07	-30.74
	金山办公	87.70	86.91	89.74	86.53	38.84	31.74	39.75	28.89
	优刻得	8.57	3.36	2.87	4.99	-13.96	-21.83	-18.50	-26.78
	紫光股份	19.85	19.52	18.35	21.93	3.17	3.18	2.04	2.43
	浪潮信息	11.70	11.44	12.60	3	2.33	2.99	2.07	1.93
	石基信息	40.78	38.59	42.30	45.25	-2.04	-14.88	6.79	5.35
	广联达	88.49	83.95	89.81	85.41	8.37	11.88	9.19	9.69



资料来源: iFind, 万联证券研究所

### 3.1 金融 IT: 收入增速较快, 人员加速扩张使利润端短期承压

银行IT板块公司21年营收整体增速较快, 京北方、宇信科技、科蓝软件及高伟达营业收入均达20%以上。但整个板块出现了较为普遍的收入与利润错配, 21年和22Q1多个重点公司都出现了毛利率的大幅下滑。主要原因是21年银行数字化转型以及金融信创推进带来的下游需求旺盛, 使银行IT公司对人才的竞争加剧, 以较高的薪酬进行了大量的人员招聘, 导致人力成本增长较快。22Q1延续了21年的刚性成本支出, 而收入端受深圳、上海等地疫情影响有所放缓。收入和成本端的双重挤压使22Q1归母净利润同比下滑较大。但多家公司的年报显示截至21年底其在手订单充足, 显示行业景气度较好。预计疫情好转后银行IT行业收入增速有望恢复, 同时伴随互联网等行业招聘热度降低, 行业人力成本有望逐渐消化, 推动毛利率逐步回暖。

证券IT板块, 21年行业内重点公司的营业收入均实现较快增长, 而22Q1增速较21Q1均放缓, 但恒生电子和顶点软件仍然保持了较高的收入增速。22Q1收入增速放缓的主要原因是20年证券IT公司受疫情影响较大, 形成了收入的低基数。恒生电子、顶点软件的毛利率均明显下滑, 主要是由于人员规模扩张较快, 导致人力成本上涨所致。金证股份的毛利率下滑主要是由于21年起公司实行新会计准则, 成本计算口径发生变化。

### 3.2 车联网: 受益于汽车智能化加速推进

车联网板块重点公司2021年和2022Q1营收表现分化。受益于智能座舱加速渗透带来的需求增长, 下游客户以乘用车为主的德赛西威、中科创达和四维图新三家车联网公司2021年和22Q1均实现收入和利润的高速增长, 且21年营收增速较20年同比提升。其中四维图新在2021年和22年Q1均实现了归母净利润同比扭亏为盈。而商用车车联网公司鸿泉物联、锐明技术由于下游商用车销量严重下滑、后装市场受疫情影响招投标节奏放缓等影响, 收入短期承压。叠加上游原材料缺货涨价的影响, 利润端承压更为严重。随着汽车智能化程度的不断提升, 基于智能座舱、智能驾驶的软件需求将持续释放, 预计乘用车车联网公司的收入还将保持高速增长。商用车车联网方面, 需密切关注下游商用车销量变化和疫情对招投标节奏的影响。

### 3.3 信息安全: 收入增长趋势良好, 利润短期承压

收入端来看, 2021年信息安全行业公司收入增速普遍较高, 格尔软件、奇安信、卫士通等多家公司收入增速较20年同比有所上升。行业收入增长提速的主要原因是2021年包括《数据安全法》、《个人信息保护法》在内的信息安全监管政策频出, 催生政府和重要企业的大量合规需求。21年Q1同样由于20年的收入低基数影响, 导致营收增速有所回落。利润端来看, 板块内公司归母净利润普遍下降或增速放缓, 主要原因是多数公司出于对行业景气度的积极判断进行了超前的费用投入。短期来看, 俄乌冲突中屡现的网络攻击事件有望加大政策对信息安全的重视程度。预计信息安全行业还将保持较高的收入增速, 前期的费用投入有望被收入的高增长消化。中长期来看, 我国的信息安全与发达国家相比还存在较大差距, 随着企业的重视程度不断提升, 将会产生更多对信息安全的自发需求。

### 3.4 信创: 营收增速较快, 利润表现分化

收入端来看, 2021年信创公司的营收增速较快, 除中科曙光外均达到20%以上, 主要是由于2020年疫情使信创的招投标节奏放缓, 2021年行业需求恢复, 党政信创继续深化的同时, 下半年金融、电信行业信创试点开启, 对国产软硬件进行了批量采购。利润端来看, 信创公司经营分化明显, 中国软件、中科曙光和诚迈科技2021年归母净利

润增速同比上升，其余三家则同比下降。22Q1归母净利润分化持续，中国软件和中科曙光延续优质业绩表现。但Q1占信创公司全年业绩比重较小，且项目招投标具有季节性，需密切关注后续党政、金融及电信行业对国产软硬件的招投标情况。

### 3.5 智能制造：营收增速验证行业高景气度，Q1 或受疫情影响

受益于制造业的数字化升级和工业软件的国产替代，智能制造板块公司21年普遍实现了较高的收入增速，相较于20年收入增速同比大幅提升。利润端来看，除了鼎捷软件归母净利润下滑外，其余公司均实现了较高的利润增速。22年Q1，板块内公司的营业收入增速较去年同期均出现了明显下滑，除了20年收入低基数的影响外，部分公司还受到了疫情影响，如中望软件的教育业务收入因疫情而加大了实施和验收难度。其他公司的项目实施交付也受到了不同程度的影响。预计随着疫情影响减弱，制造业逐渐复苏，下游需求有望迎来全面恢复。疫情或将催化行业进行数字化、智能化转型的步伐，智能制造有望加速渗透。

### 3.6 云计算：SaaS 收入稳健增长，云基础设施增速较快

2021年云SaaS相关公司用友网络、金山办公、石基信息和广联达的收入增速较2020年均有所提升，其中用友网络和金山办公云收入占比提升较快。Q1在较高的前期基数下行业增速有所回落，但整体仍保持了稳健增长的趋势。云基础设施厂商浪潮信息和紫光股份受益于东数西算以及云厂商资本开支的回升，21年Q1营业收入分别实现了48%、14%的较高增速。

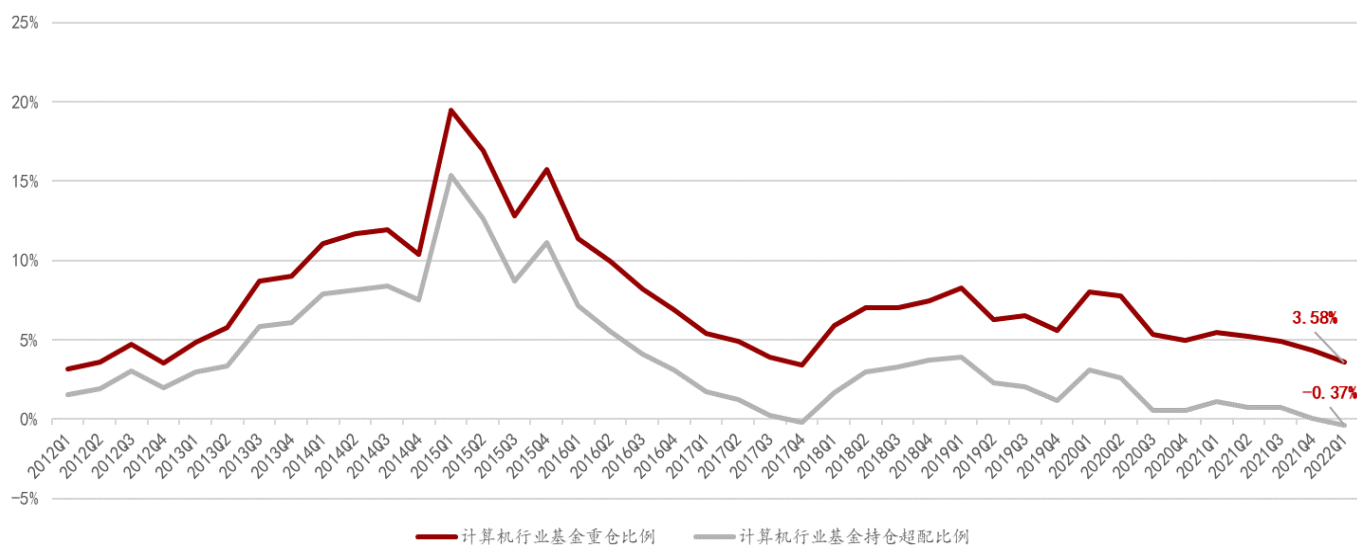
## 4 计算机行业基金持仓配置比例下行，已处历史低位

目前计算机行业2022Q1的基金持仓情况披露完毕，我们以2022年4月30日为节点选取申万计算机行业作为样本，以基金、基金管理公司作为持仓机构对象，根据iFind数据统计，使用偏股型基金的持仓数据对计算机行业的基金2022年Q1的持仓情况进行如下分析。

### 4.1 计算机行业重仓占比下行，处于低配水平

计算机行业2022年Q1基金重仓持股比例为3.58%，低配了0.37pct。计算机行业2022年Q1基金重仓占比为3.58%，较2021年Q1同比下降了1.88pct，较2021年Q4环比下降了0.77pct。对比计算机行业流通市值占全部A股流通市值的比例，2022年Q1计算机行业基金重仓的适配比例为3.94%，低配了0.37pct。对比近10年来的基金重仓持股比例，计算机行业22年Q1的持仓水平已经处于历史低位。

图表35：计算机行业基金持仓配置情况

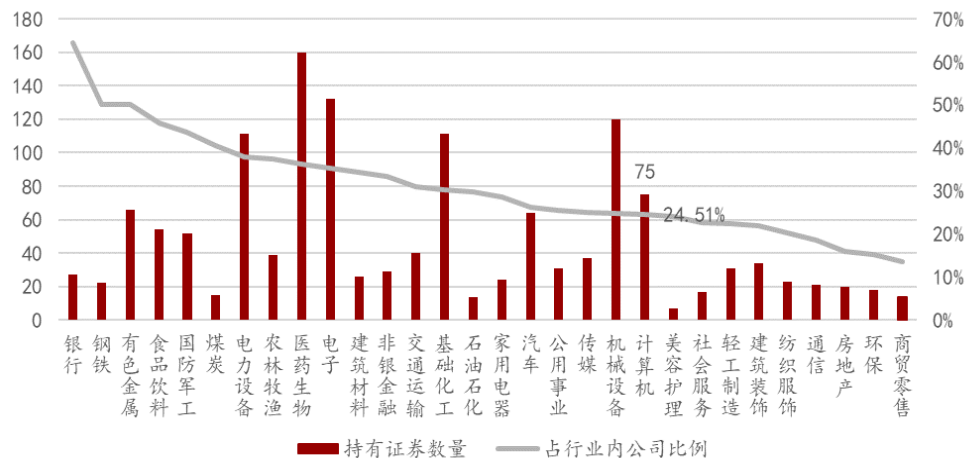


资料来源：iFind，万联证券研究所

### 4.2 基金配置计算机行业标的数量处于较低水平

2022年Q1计算机行业基金持仓标的数量为75个，占比24.51%，排名第21。2021年Q2基金持计算机行业75个标的，占计算机行业整体标的数量的24.51%，在申万各一级行业中排名第21，处于较低水平。

图表36: 各申万行业2022Q1基金持仓标的数量及占比情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

### 4.3 计算机行业前十大重仓股组成较为稳定

从持股市值看, 2022年Q1计算机行业的前十大重仓股分别为海康威视、广联达、中科创达、恒生电子、德赛西威、深信服、四维图新、浪潮信息、金山办公、科大讯飞。重仓股持股市值多数环比下降, 主要是由于22年Q1计算机行业出现较大的股价回撤。其中, 四维图新、金山办公和科大讯飞在Q1股价下跌的同时持股市值环比上升。

图表37: 计算机行业2022年Q1前十大重仓股 (按持股市值排序)

排序	代码	名称	持股市值 (万元)	持股市值变动比例	22Q1 股价变动
1	002415.SZ	海康威视	2,447,276.11	-34.89%	-21.64%
2	002410.SZ	广联达	725,986.74	-17.18%	-22.41%
3	300496.SZ	中科创达	594,012.63	-15.13%	-28.33%
4	600570.SH	恒生电子	429,719.71	-50.50%	-28.46%
5	002920.SZ	德赛西威	408,189.33	-4.74%	-10.52%
6	300454.SZ	深信服	338,976.74	-48.68%	-41.59%
7	002405.SZ	四维图新	281,196.79	147.62%	-12.25%
8	000977.SZ	浪潮信息	270,860.59	-21.19%	-24.23%
9	688111.SH	金山办公	267,586.40	36.23%	-29.18%
10	002230.SZ	科大讯飞	224,723.97	65.84%	-11.31%

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

从持股的基金数量看, 2022年Q1计算机行业持股基金数前十大个股分别为海康威视、德赛西威、广联达、恒生电子、中科创达、四维图新、宝信软件、浪潮信息、科大讯飞、金山办公。持股基金数前十大个股有九家同时为持股市值的前十大重仓股。

图表38: 计算机行业2022年Q1十大重仓股（按持股基金数量排序）

排序	代码	名称	持股机构数	持股市值排名
1	002415.SZ	海康威视	63	1
2	002920.SZ	德赛西威	32	5
3	002410.SZ	广联达	28	2
4	600570.SH	恒生电子	28	4
5	300496.SZ	中科创达	25	3
6	002405.SZ	四维图新	20	7
7	600845.SH	宝信软件	18	15
8	000977.SZ	浪潮信息	17	8
9	002230.SZ	科大讯飞	17	10
10	688111.SH	金山办公	16	9

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

对比近四个季度计算机行业基金重仓情况, 前十大重仓股组成变化不大。其中, 海康威视、广联达、中科创达、恒生电子、德赛西威、深信服连续四个季度位列前十大重仓股。四维图新近4个季度以来首次进入机构前十大重仓股。比较2021Q2、2021Q3和2021Q4, 前十大重仓股排名虽有所变化, 但组成基本相同, 均为各细分行业产品化程度较高、商业模式较好的优质企业。

图表39: 计算机行业近四个季度前十大重仓股（按持股市值排序）

排名	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
1	海康威视	海康威视	海康威视	海康威视
2	深信服	广联达	广联达	广联达
3	广联达	深信服	恒生电子	中科创达
4	恒生电子	恒生电子	中科创达	恒生电子
5	中科创达	中科创达	深信服	德赛西威
6	金山办公	大华股份	大华股份	深信服
7	宝信软件	宝信软件	德赛西威	四维图新
8	科大讯飞	安恒信息	浪潮信息	浪潮信息
9	卫宁健康	用友网络	卫宁健康	金山办公
10	德赛西威	德赛西威	同花顺	科大讯飞

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

#### 4.4 基金配置加减仓具备一定的周期性

从持股市值变动看, 2022年Q1获基金加仓的前十大个股分别为四维图新、科大讯飞、金山办公、航天宏图、东方通、中科曙光、新点软件、中科软、新大陆、京北方。其中四维图新、金山办公、科大讯飞为22Q1基金持股市值的前十大重仓股。综合持股数量变动和股价变动情况来看, 绝对市值的变动大多是由持股数量的上升驱动, 仅有中科曙光和京北方的基金持股数量和股价同时提升。从细分行业来看, 基金加仓的前十大个股主要分布在智能驾驶、金融科技和信创领域。



图表40: 计算机行业2022Q1绝对市值基金加仓前十个股

排序	代码	名称	持股市值变动 (万元)	持股市值变动 比例	持股数量变动 (万股)	22Q1 股价变动
1	002405.SZ	四维图新	167,637.93	147.62%	20,128.62	-12.25%
2	002230.SZ	科大讯飞	89,218.89	65.84%	4,825.51	-11.31%
3	688111.SH	金山办公	71,159.10	36.23%	1,425.91	-29.18%
4	688066.SH	航天宏图	66,804.93	114.73%	1,813.91	-5.19%
5	300379.SZ	东方通	39,790.50	369.18%	2,395.48	-28.51%
6	603019.SH	中科曙光	26,314.88	1122.91%	965.25	7.69%
7	688232.SH	新点软件	20,571.48	908.47%	568.21	-7.50%
8	603927.SH	中科软	13,634.19	649.45%	605.14	-4.97%
9	000997.SZ	新大陆	11,867.69	201.57%	1,054.36	-7.06%
10	002987.SZ	京北方	11,156.48	228.03%	408.58	25.02%

资料来源: iFind, 万联证券研究所

从持股市值变动看, 2022年Q1减仓的前十大个股分别为海康威视、恒生电子、大华股份、深信服、道通科技、卫宁健康、同花顺、广联达、用友网络、中科创达。其中基金对广联达及中科创达持股市值的下降主要是由于股价的下跌所致, 实际持股数量有所增加。

图表41: 计算机行业2022Q1绝对市值基金减仓前十个股

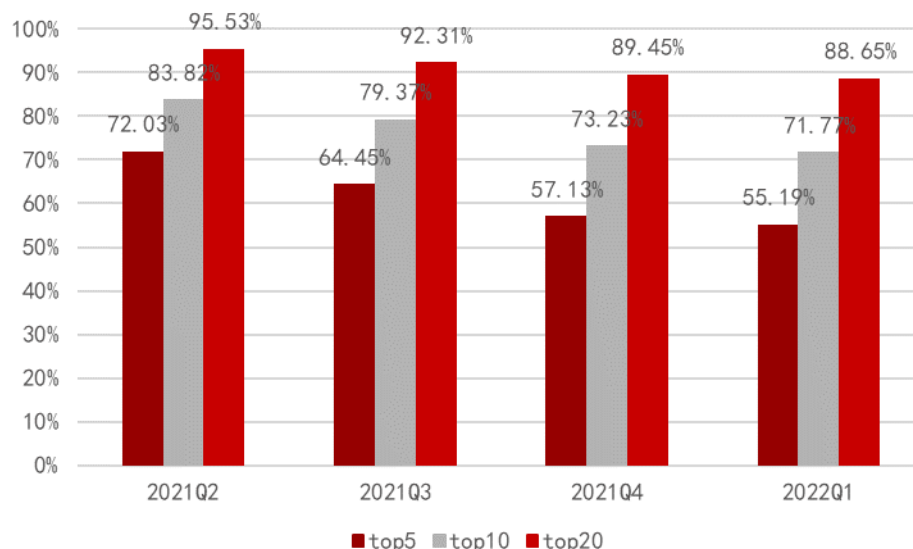
排序	代码	名称	持股市值变动 (万元)	持股市值变动 比例	持股数量变动 (万股)	22Q1 股价变动
1	002415.SZ	海康威视	-1,311,257.23	-34.89%	-12,147.75	-21.64%
2	600570.SH	恒生电子	-438,430.83	-50.50%	-4,303.32	-28.46%
3	002236.SZ	大华股份	-419,881.34	-83.17%	-16,367.42	-29.51%
4	300454.SZ	深信服	-321,516.67	-48.68%	-421.41	-41.59%
5	688208.SH	道通科技	-266,515.41	-95.46%	-3,189.70	-51.12%
6	300253.SZ	卫宁健康	-162,180.80	-47.94%	-1,430.39	-43.97%
7	300033.SZ	同花顺	-155,194.32	-48.69%	-497.41	-33.74%
8	002410.SZ	广联达	-150,548.37	-17.18%	924.89	-22.41%
9	600588.SH	用友网络	-140,620.43	-54.10%	-1,975.89	-36.18%
10	300496.SZ	中科创达	-105,893.81	-15.13%	919.98	-28.33%

资料来源: iFind, 万联证券研究所

#### 4.5 基金持仓集中度仍然较高, 抱团现象仍存

计算机行业基金持仓抱团程度有所缓解。2022年Q1计算机行业基金持仓前5、前10、前20个股市值占整体计算机行业基金持仓市值的比例分别为55.19%、71.77%、88.65%, 较2021年Q4分别下降了1.94pct、1.46pct、0.80pct, 行业配置集中度已经连续四个季度下降, 表明资金逐步开始寻求多元化配置。

图表42: 近四季度计算机行业前5、前10、前20个股市值占比



资料来源: iFind, 万联证券研究所

## 5 投资建议

21年行业薪酬的整体上涨导致利润端短期承压, 2022年Q1的疫情反复也对计算机行业造成了一定影响。预计随着疫情影响削弱, 行业增速恢复的同时, 前期人力成本的高投入将逐渐消化, 利润有望迎来拐点。**建议重点关注相关领域公司订单及资本开支变动情况。我们重点推进下游需求旺盛且处于产业变革期的车联网、智能制造板块, 以及政策持续利好的信创、金融科技板块。**

## 6 风险因素

全球地缘政治风险;

宏观经济波动风险;

技术推进不达预期;

行业IT资本支出低于预期;

行业人员增速过快带来的业绩不确定性。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场