

2021年02月08日

反垄断指南落地，科技平台巨头迎有序创新

科技反垄断跟踪系列

事件概述：

2月7日国家市场监管总局网站重磅发布《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》。

▶ 平台反垄断指南正式落地，节奏符合预期

早在2020年12月11日，中央政治局会议就曾要求重点强化反垄断和防止资本无序扩张。而在12月16日召开的中央经济工作会议中，也将强化反垄断和防止资本无序扩张作为2021年经济工作中的八项重点任务之一。本次《指南》颁布正是高层对于平台反垄断工作的进一步深化、细化落实，整体节奏符合预期。

▶ 《指南》信号意义明确，重点关注四方面

- 1、新一轮反垄断制裁已开启，科技/互联网平台将是监察重点。
- 2、平台经济已经包罗万象，《指南》适用于各行各业与平台经济的交集，将会公平、全面地监督所有厂商，既无漏网之鱼、也无特定针对。
- 3、部分消费者已在热议的垄断性行为将被重点整治，包括但不限于：不公平价格行为、低于成本销售、拒绝交易、限定交易、搭售或者附加不合理交易条件、差别待遇、“二选一”、数据垄断、大数据杀熟等。
- 4、高层定调，平台创新对于总体经济和个体生活均有积极贡献，反垄断政策旨在促进平台经济规范有序创新健康发展。

▶ 海外经验佐证，反垄断意在推动科技巨头有序创新

全球科技巨头遭受反垄断调查和处理不鲜见，市值多数只是短暂影响，后创新高居多。我们回顾1960年以来的各种科技巨头的垄断事件，每家科技巨头市值当时受到较大影响，但长期看市值依然跑赢指数（IBM除外）。且每次反垄断事件后，都没有明显影响科技IPO，融资等节奏。

积极拥抱产业变化，科技转型才是长期增长动力。多数科技巨头在遭受反垄断调查或被分拆相关业务后，积极做强其核心业务或顺应科技行业发展规律转型，最终实现业绩和市值新高。可见，反垄断并不会对一家巨头的核心竞争力造成毁灭性打击，最重要的是拥抱产业变化，顺应需求方向。

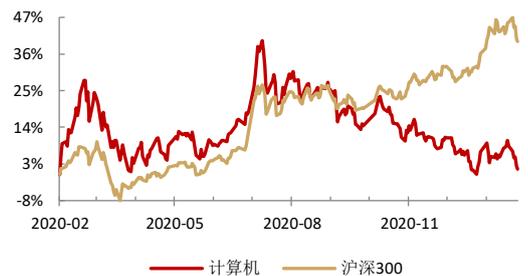
我国科技产业正处于第一轮垄断形成期，《指南》出台引导我国科技巨头有序创新、健康发展。我国科技业起步较晚，但经过2010年后的互联网红利，第一批垄断性科技公司正在形成，但还远没有达到当时海外科技巨头的垄断程度。

风险提示：反垄断新政推进超预期，头部平台厂商转型、创新不及预期。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：刘泽晶

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话：

分析师：刘忠腾

邮箱：liuzt1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050001

联系电话：0755-82533391

分析师：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090002

联系电话：

正文目录

1. 反垄断指南落地符合预期，引导平台经济有序发展.....	3
2. 官方解读五大方面，清晰界定平台垄断行为.....	4
3. 他山之石：美国经验验证反垄断意在鼓励科技创新，国内互联网巨头成长空间仍在.....	7
4. 风险提示.....	10

图表目录

图表 1 《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》发布.....	3
图表 2 《指南》正式稿与征求意见稿关键对比.....	6
图表 3 近年来全球主要国家科技领域反垄断事件.....	7
图表 4 1995-1996 年 AT&T 公司受反垄断诉讼跑输标普 500 和纳指.....	8
图表 5 AT&T 上市以来整体上跑赢标普 500 和纳指.....	8
图表 6 2000 年后微软公司受累于反垄断诉讼和互联网泡沫.....	8
图表 7 1994 年以来微软公司远远跑赢标普 500 和纳指.....	8
图表 8 1995-1996 年 IBM 公司受反垄断诉讼大幅跑输标普指数.....	9
图表 9 1968 年以来 IBM 公司远远跑赢标普 500，但跑输纳指.....	9
图表 10 国外部分领域科技巨头格局.....	9
图表 11 国内部分领域科技巨头格局.....	9
图表 12 全球与中国科技巨头对比：发展阶段与技术开放度对比.....	10

1. 反垄断指南落地符合预期，引导平台经济有序发展

2月7日国家市场监督管理总局网站重磅发布《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》。《指南》强调反垄断法及配套法规规章适用于所有行业，对各类市场主体一视同仁、公平公正对待，旨在预防和制止平台经济领域垄断行为，促进平台经济规范有序创新健康发展。

图表 1 《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》发布



资料来源：国家市场监督管理总局、华西证券研究所

事实上，早在 2020 年 12 月 11 日，中央政治局会议就曾要求重点强化反垄断和防止资本无序扩张。而后在 12 月 16 日召开的中央经济工作会议中，也将强化反垄断和防止资本无序扩张作为 2021 年经济工作中的八项重点任务之一，要求健全数字规则，完善平台企业垄断认定等方面的法律规范，加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断行为。判断本次《指南》颁布正是高层对于平台反垄断工作的进一步深化、细化落实，整体节奏符合预期。

近年来我国平台经济迅速发展，头部互联网下平台引领业态、模式不断创新，对于推动经济高质量发展、满足人民日益增长的美好生活需要发挥了重要作用。但不容忽视的是，关于平台经济领域经营者要求商家“二选一”、大数据杀熟、未依法申报实施经营者集中等涉嫌垄断问题的反映和举报日益增加。此类行为损害了市场公平竞争和消费者合法权益，不利于充分激发全社会创新创造活力、促进平台经济创新发展、构筑经济社会发展新优势和新动能。

针对此类问题，结合习近平总书记强调的“以良法善治保障新业态新模式健康发展”，我们认为全面落实平台反垄断指南势在必行。此前我国《反垄断法》的制度、框架适用于平台经济领域经营者。但由于平台经济商业模式日趋复杂，涉及范围广，专业性强，高层此次针对性地推出《指南》，明确平台经济领域反垄断执法原则，为平台厂商的合规经营提供更加明确的指引，促进平台经济规范有序创新健康发展。

2. 官方解读五大方面，清晰界定平台垄断行为

值得注意的是，国家市场监管总局网站在颁布《指南》的同时，也披露了相应的官方解读。解读中重点指出：《指南》以《反垄断法》为依据，强调平台经济领域的垄断行为应当适用《反垄断法》及有关配套法规、规章、指南等，释放互联网平台不是反垄断法外之地的明确信号。从内容结构上来看，《指南》与《反垄断法》的结构高度契合，由总则、垄断协议、滥用市场支配地位、经营者集中、滥用行政权力排除限制竞争和附则等六章组成，共 24 条。

根据官方解读，涉及平台经济领域的《反垄断法》适用问题进行了细化解读，核心内容有以下五方面（具体条款删减及分析列于图表 2）。

1、总则。一是明确指南的目的和依据，突出促进平台经济规范有序创新健康发展的宗旨，同时界定《指南》涉及的相关基础概念。二是提出反垄断执法机构对平台经济开展反垄断监管应当坚持保护市场公平竞争、依法科学高效监管、激发创新创造活力、维护各方合法利益的原则。三是考虑到平台经济的复杂性，对相关商品市场、相关地域市场界定作了详细的阐释，强调相关市场界定在各类案件中的作用，同时坚持应当进行个案分析。

2、垄断协议。一是分析了垄断协议的执法思路，明确垄断协议的形式，特别是对其他协同行为作出了具体的解释。二是结合平台经济特点，对经营者达成或者实施垄断协议的具体方式、执法考量因素等作出说明，明确了经营者可能利用技术手段、数据、算法、平台规则等方式达成横向垄断或者纵向垄断协议，阐述了相关案件的分析思路。三是对轴辐协议的原理进行了说明，提出了该类协议适用《反垄断法》的分析思路。**四是对认定经营者通过数据、算法、平台规则等方式实施协同行为和宽大制度等作了细化规定。**

3、滥用市场支配地位。《指南》重点关注平台经济领域经营者市场支配地位的认定和平台经济领域常见的滥用市场支配地位行为。一是阐述了滥用市场支配地位行为反垄断执法的通常做法，分析时需要体现《反垄断法》框架体系。二是详细列举了认定或者推定经营者具有市场支配地位的考量因素，包括经营者的市场份额、相关市场竞争状况、经营者控制市场的能力、经营者的财力和技术条件、其他经营者的依赖程度、市场进入难易程度等。**三是逐一细化滥用市场支配地位行为表现形式，如不公平价格行为、低于成本销售、拒绝交易、限定交易、搭售或者附加不合理交易条件、差别待遇等，有针对性地回应“二选一”、数据垄断、大数据杀熟等社会广泛关注的热点问题，增强法律制度的可操作性和可预期性，促进平台经济领域各类市场主体依法合规经营。**

4、经营者集中。《指南》主要对平台经济领域经营者集中的特殊性进行了深入阐述。一是在申报标准方面，根据行业惯例、收费方式、商业模式、平台经营者的不同作用，对不同类型的平台经营者营业额的计算方式予以区分，提高经营者判断交易是否达标的准确性。同时，明确协议控制架构的经营者集中属于反垄断审查范围。二是明确了国务院反垄断执法机构高度关注的涉及平台经济领域经营者集中类型，特别强调上述经营者集中即使未达到申报标准，但具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，国务院反垄断执法机构将依法调查处理。三是对涉及平台经济的经营者集中进行反垄断审查时，要以《反垄断法》第二十七条规定为基础，并充分考虑平台经济的特点，在判断市场份额、市场控制力、集中对市场进入的影响等方面，具体考量因素与传统行业有所区别。四是明确对附加限制性条件的经营者集中，可以附加剥离资产等结构性条件，也可以附加开放网络、数据或者平台等行为性条件，或者附加结构性条件和行为性条件相结合的综合性条件。

5、滥用行政权力排除、限制竞争。《指南》主要细化了平台经济领域涉及限定交易、妨碍商品自由流通、招标采购限制、投资或者设立分支机构限制、强制经营者从事垄断行为、制定含有排除、限制竞争内容的规定等滥用行政权力排除、限制竞争

的表现形式，要求对制定涉及平台经济领域市场主体经济活动的规章、规范性文件和
其他政策措施等应当进行公平竞争审查，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，
更好发挥政府作用。

综合来看，我们认为《指南》及其配套解读的信号意义明确，可以重点总结为以
下几点：

- 1、新一轮反垄断制裁已经开启，科技/互联网平台将是监察的重点；
- 2、平台经济已经包罗万象，《指南》适用于各行各业与平台经济的交集，将会
公平、全面地监督所有厂商，既无漏网之鱼、也无特定针对。
- 3、部分消费者已在热议的垄断性行为将被重点整治，包括但不限于：不公平价
格行为、低于成本销售、拒绝交易、限定交易、搭售或者附加不合理交易条件、差
别待遇、“二选一”、数据垄断、大数据杀熟等。
- 4、高层定调，平台创新对于总体经济和个体生活均有积极贡献，反垄断相关政
策旨在促进平台经济规范有序创新健康发展。

图表 2 《指南》正式稿与征求意见稿关键对比

条款	《征求意见稿》	《指南》正式稿	对比要点
第七条 纵向垄断协议	<p>平台经济领域经营者与交易相对人可能通过下列方式达成固定转售价格、限定最低转售价格等纵向垄断协议：</p> <p>(一) 利用技术手段对价格进行自动化设定；</p> <p>(二) 利用平台规则对价格进行统一；</p> <p>(三) 利用数据和算法对价格进行直接或间接限定；</p> <p>(四) 利用技术手段、平台规则、数据和算法等方式限定其他交易条件，排除、限制市场竞争。</p>	<p>平台经济领域经营者与交易相对人可能通过下列方式达成固定转售价格、限定最低转售价格等纵向垄断协议：</p> <p>(一) 利用技术手段对价格进行自动化设定；</p> <p>(二) 利用平台规则对价格进行统一；</p> <p>(三) 利用数据和算法对价格进行直接或间接限定；</p> <p>(四) 利用技术手段、平台规则、数据和算法等方式限定其他交易条件，排除、限制市场竞争。</p>	<p>《指南》正式稿新增“平台经营者要求平台内经营者在商品价格、数量等方面向其提供等于或者优于其他竞争性平台的交易条件的行为可能构成垄断协议，也可能构成滥用市场支配地位行为”，判断主要针对部分电商平台要求商户强制采用“全网最低价”的行为。</p>
第十三条 低于成本销售	<p>具有市场支配地位的平台经营者，可能滥用市场支配地位，没有正当理由，以低于成本的价格销售商品，排除、限制市场竞争。</p> <p>平台经营者低于成本销售可能具有以下正当理由：</p> <p>(一) 在合理期限内为发展平台内其他业务；</p> <p>(二) 在合理期限内为促进新商品进入市场；</p> <p>(三) 能够证明行为具有正当性的其他理由。</p>	<p>具有市场支配地位的平台经营者，可能滥用市场支配地位，没有正当理由，以低于成本的价格销售商品，排除、限制市场竞争。</p> <p>平台经济领域经营者低于成本销售可能具有以下正当理由：</p> <p>(一) 在合理期限内为发展平台内其他业务；</p> <p>(二) 在合理期限内为促进新商品进入市场；</p> <p>(三) 在合理期限内为吸引新用户；</p> <p>(四) 在合理期限内开展促销活动；</p> <p>(五) 能够证明行为具有正当性的其他理由。</p>	<p>《指南》正式稿加入了“在合理期限内为吸引新用户”、“在合理期限内开展促销活动”，判断对于业务获客、促销的合理行为进行了放宽，拓宽了低于成本销售的允许范畴。</p>
第十七条 差别待遇	<p>具有市场支配地位的平台经济领域经营者，可能滥用市场支配地位，无正当理由对交易条件相同的交易相对人实施差别待遇，排除、限制市场竞争。分析是否构成差别待遇，可以考虑以下因素：</p> <p>(一) 基于大数据和算法，根据交易相对人的支付能力、消费偏好、使用习惯等，实行差异性交易价格或者其他交易条件；</p> <p>(二) 基于大数据和算法，对新老交易相对人实行差异性交易价格或者其他交易条件；</p> <p>(三) 实行差异性标准、规则、算法；</p> <p>(四) 实行差异性付款条件和交易方式。</p> <p>平台经济领域经营者实施差别待遇行为可能具有以下正当理由：</p> <p>(一) 根据交易相对人实际需求且符合正当的交易习惯和行业惯例，实行不同交易条件；</p> <p>(二) 针对新用户的首次交易在合理期限内开展的优惠活动；</p> <p>(三) 基于平台公平、合理、无歧视的规则实施的随机性交易；</p> <p>(四) 能够证明行为具有正当性的其他理由。</p>	<p>具有市场支配地位的平台经济领域经营者，可能滥用市场支配地位，无正当理由对交易条件相同的交易相对人实施差别待遇，排除、限制市场竞争。分析是否构成差别待遇，可以考虑以下因素：</p> <p>(一) 基于大数据和算法，根据交易相对人的支付能力、消费偏好、使用习惯等，实行差异性交易价格或者其他交易条件；</p> <p>(二) 实行差异性标准、规则、算法；</p> <p>(三) 实行差异性付款条件和交易方式。</p> <p>平台经济领域经营者实施差别待遇行为可能具有以下正当理由：</p> <p>(一) 根据交易相对人实际需求且符合正当的交易习惯和行业惯例，实行不同交易条件；</p> <p>(二) 针对新用户在合理期限内开展的优惠活动；</p> <p>(三) 基于平台公平、合理、无歧视的规则实施的随机性交易；</p> <p>(四) 能够证明行为具有正当性的其他理由。</p>	<p>《指南》正式稿不再将《征求意见稿》中的“基于大数据和算法，对新老交易相对人实行差异性交易价格或者其他交易条件”作为差别待遇考虑因素。此外，将《征求意见稿》中“针对新用户的首次交易在合理期限内开展的优惠活动”，改为“针对新用户在合理期限内开展的优惠活动”。判断主要是在一定程度上放松了对“大数据杀熟”的认定。</p>

资料来源：国家市场监督管理总局，华西证券研究所

3. 他山之石：美国经验验证反垄断意在鼓励科技创新，国内互联网巨头成长空间仍在

全球科技巨头遭受反垄断调查和处理不鲜见，市值多数只是短暂影响，后创新高居多。我们回顾 1960 年以来的各种科技巨头的垄断事件，每家科技巨头市值当时受到较大影响，但长期看市值依然跑赢指数（IBM 除外）。且每次反垄断事件后，都没有明显影响科技 IPO，融资等节奏。

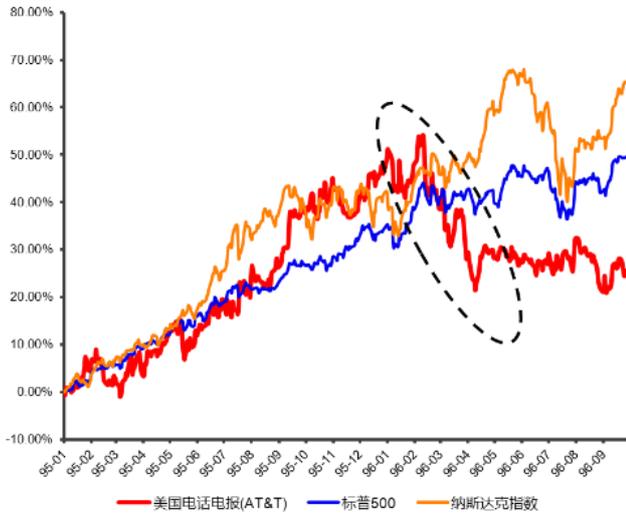
- 短期看，AT&T 公司受诉讼影响跑输大盘；长期看，AT&T 公司受益通信产业升级实现成长。
- 短期看，微软公司受诉讼和互联网泡沫破裂跑输纳指；长期看，15-16 年后微软公司成功实现云化转型，远远跑赢指数。
- 短期看，IBM 公司受诉讼影响跑输标普 500 指数；长期看，IBM 跑赢标普 500 指数，但远远落后于纳指。
- **转向国内视角：**2020 年 11 月 10 日，国家市场监督管理总局公布了《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》。此后四大互联网腾讯、阿里、美团、京东应声下跌，但后续走势依旧强劲。

图表 3 近年来全球主要国家科技领域反垄断事件

国家	公司	事件
美国	谷歌	2010年11月，欧盟对谷歌展开正式反垄断调查，以确定谷歌是否滥用其在搜索市场的主导地位，2012年7月，欧盟与谷歌展开和解谈判。
		2012年，美国联邦贸易委员会（FTC）发起过对谷歌的垄断调查。
		2020年，美国司法部提起了一桩反垄断案，指控谷歌通过反竞争手段，维护其在搜索引擎和线上广告领域的垄断地位。
	亚马逊	2019年7月，美国司法部宣布对亚马逊展开反垄断调查
	Facebook	2019年，美国联邦贸易委员会（FTC）对Facebook对多年来侵犯隐私的调查，Facebook同意支付50亿美元的罚款。
苹果	2005年，约800万消费者向苹果公司提起集体诉讼，声称苹果维持数字音乐市场垄断地位的手段损害了他们的利益，索赔3.51亿美元。	
	2019年，美国最高法院判决苹果在AppStore反垄断案中败诉，允许i-Phone用户向苹果公司起诉，要求获得3倍于他们的损害赔偿	
韩国	三星	2018年，中国反垄断执法机构启动了对三星、镁光、海力士等公司的反垄断调查，主要是存储芯片价格异常上涨。
日本	索尼	2016年，美国司法部反垄断部门日前要求索尼提供其SRAM业务的有关信息。
中国	腾讯	2012年4月，360公司在广东对腾讯滥用市场支配地位行为提起反垄断诉讼。
	-	2020年11月，市场监管总局出台《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》

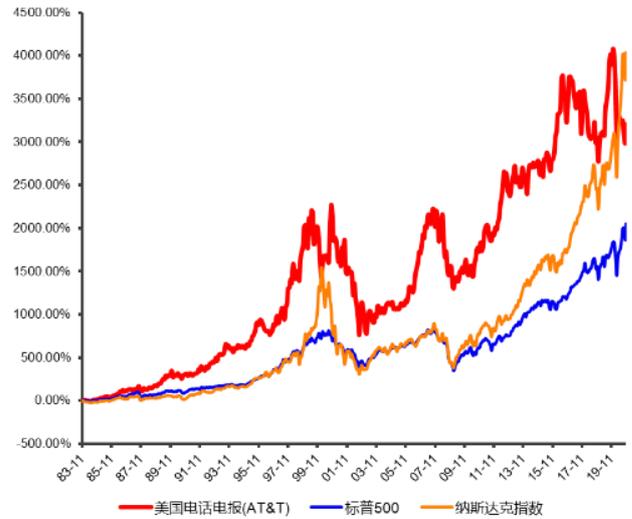
资料来源：CSDN，华西证券研究所

图表 4 1995-1996 年 AT&T 公司受反垄断诉讼跑输标普 500 和纳指



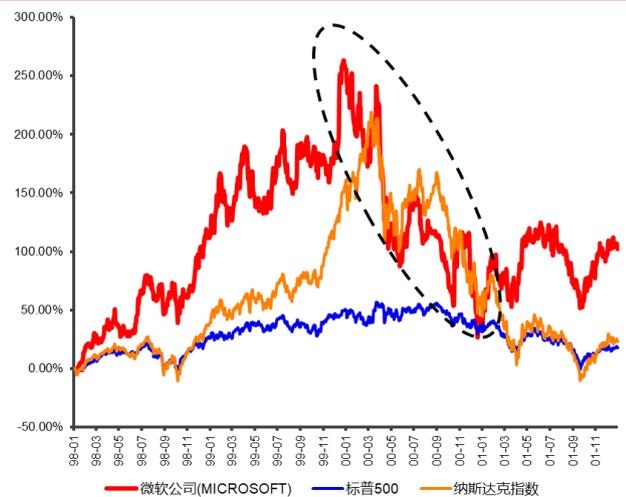
资料来源: wind, 彭博, 华西证券研究所

图表 5 AT&T 上市以来整体上跑赢标普 500 和纳指



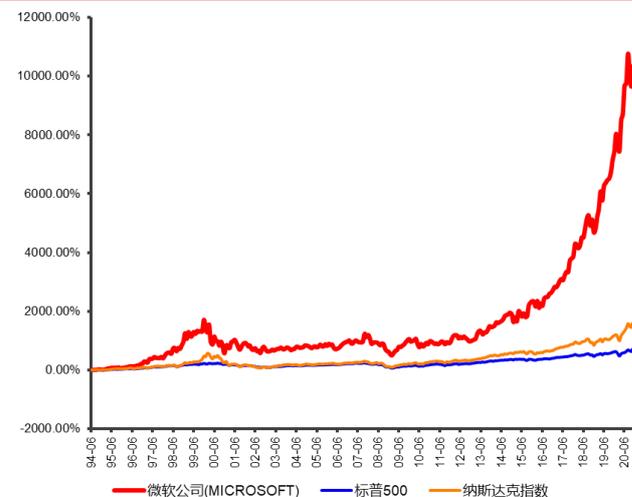
资料来源: wind, 彭博, 华西证券研究所

图表 6 2000 年后微软公司受累于反垄断诉讼和互联网泡沫



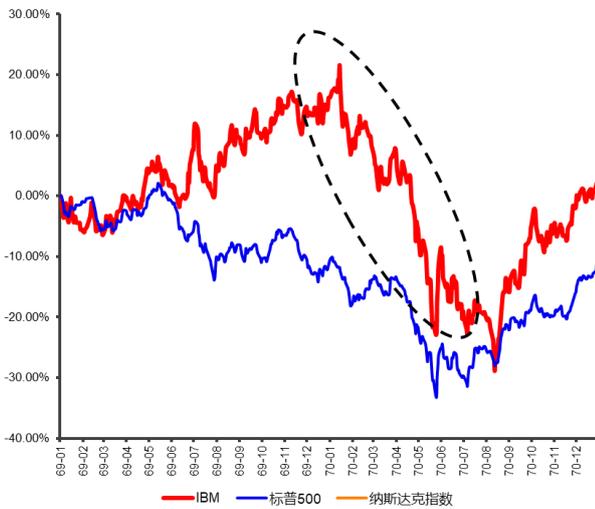
资料来源: wind, 彭博, 华西证券研究所

图表 7 1994 年以来微软公司远远跑赢标普 500 和纳指



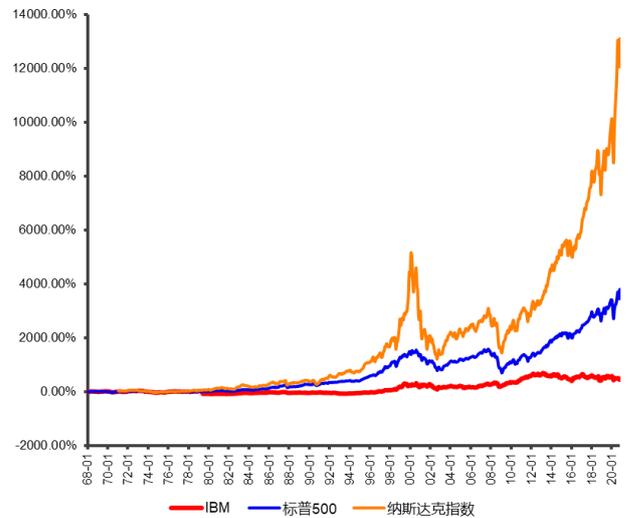
资料来源: wind, 彭博, 华西证券研究所

图表 8 1995-1996 年 IBM 公司受反垄断诉讼大幅跑输标普指数



资料来源: wind, 彭博, 华西证券研究所

图表 9 1968 年以来 IBM 公司远远跑赢标普 500, 但跑输纳斯达克指数



资料来源: wind, 彭博, 华西证券研究所

科技业的反垄断往往出现在封闭生态造成的市场和价格垄断，我们认为出台反垄断指南是政府担心巨头长期垄断抑制创新和新应用的推广，不在打击某家公司。但如果科技巨头自身积极创新变革，则反垄断意义不大。

积极拥抱产业变化，科技转型才是长期增长动力。我们看到多数科技巨头在遭受反垄断调查或被分拆相关业务后，积极做强其核心业务或顺应科技行业发展规律转型，最终实现业绩和市值新高。可见，反垄断并不会对一家巨头的核心竞争力造成毁灭性打击，最重要的是拥抱产业变化，顺应需求方向。

我国科技产业正处于第一轮垄断形成期，《指南》出台引导我国科技巨头有序创新、健康发展。我国科技业起步较晚，但经过 2010 年后的互联网红利，第一批垄断性科技公司正在形成，但还远没有达到当时海外科技巨头的垄断程度。我们认为《指南》的出台意在预防平台公司的可能的垄断，引导平台经济有序创新，而非打压行业或特定公司。

图表 10 国外部分领域科技巨头格局

业务领域	主导商	可对比的竞争方
云计算	亚马逊	微软
北美在线零售	亚马逊	无
专业领域社交网络	微软 (LinkedIn)	WHAT APP
办公软件	微软	Salesforce
桌面操作系统	微软	IOS
移动设备	苹果	HAUWEI
在线广告	谷歌	Facebook
移动操作系统	谷歌	苹果
搜索引擎	谷歌	无
消费级社交网络	Facebook	无

资料来源: CFA 美股研究社, 公司财报, 华西证券研究所

图表 11 国内部分领域科技巨头格局

业务领域	主导商	可对比的竞争方
云计算	阿里巴巴	腾讯
小微贷款	阿里巴巴	京东
网络零售	阿里巴巴	京东
在线游戏	腾讯	网易
在线视频	腾讯	阿里巴巴
餐饮外卖	美团	阿里巴巴
在线广告	阿里巴巴	百度
在线支付	阿里巴巴	腾讯
搜索引擎	百度	三六零
消费级社交网络	腾讯	无

资料来源: 前瞻经济学人, IDC, 云计算视界, 华西证券研究所

图表 12 全球与中国科技巨头对比：发展阶段与技术开放度对比

对比维度	海外科技巨头					本土科技巨头			
	苹果	亚马逊	微软	谷歌	Facebook	阿里巴巴	腾讯	美团	百度
营收(亿元)	18700	19570	10125	11292	4932	5097	3772	976	1074
三年营收CAGR	7%	28%	18%	22%	37%	48%	35%	96%	15%
净利润(亿元)	3911	808	3135	2396	1290	1494	933	由负转正	21
三年净利CAGR	7%	70%	30%	21%	22%	51%	31%	/	-43%
发展阶段	成熟期	快速成长期	较快成长期	较快成长期	较快成长期	快速成长期	快速成长期	快速成长期	成熟期
业务结构	主营智能手机、智能电脑等移动终端产品	主营在线零售等	主营操作系统、办公软件等电脑软件	主营搜索引擎、在线广告、云计算等	主营社交网络、在线广告等	主营网络零售、移动支付、云计算等	主营在线游戏、在线视频、移动支付、云计算等	主营餐饮、外卖、旅游民宿等	主营搜索引擎、在线广告等
技术及业务生态	软硬一体化的封闭生态，始终把握对软件和硬件的控制，并视其为护城河	兼具封闭的大零售生态，以及开放的AWS云基础设施平台	封闭的软件生态体系，曾高举知识产权大旗反对Linux等开源模式，但当前开始部分转向开源	典型开放生态模式，手机硬件/应用商店/操作系统/PC浏览器均开放生态	封闭社交平台与第三方开发者合作时强调会可控制性，先后封杀Snapchat、Wonder等	对部分合作伙伴开放应用场景及数据，目前至少有73款开源产品	社交产品生态较封闭，如微信入口多开放给腾讯系或者相关公司，封杀过拼多多/钉钉	产品生态较封闭，支付优先采用美团月付和银行卡，构建全栈技术体系，覆盖前端、后台、系统、算法等	拥有内容开源的百家号等产品，新开发的Apollo平台技术开源，合作对象广泛
技术开放度	低	一般	一般	高	低	较高	较高	一般	较高

资料来源：公开资料、华西证券研究所

4. 风险提示

反垄断新政推进超预期，头部平台厂商转型、创新不及预期。

分析师与研究助理简介

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

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究从业经验，深耕云计算和信创产业。

孔文彬（分析师）：金融学硕士，3年证券研究经验，主要覆盖金融科技、人工智能、网络安全研究方向。

分析师承诺

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

评级说明

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

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

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

华西证券免责声明

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

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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