

计算机行业

专题

行业公司研究—计算机行业—

证券研究报告

用友和金蝶，现状与未来？

——数字经济 SaaS 专题：行业深度报告

 分析师：程兵 S1230522020002
 分析师：田杰华 S1230520110001
 chenbing@stocke.com.cn

行业评级

计算机

看好

报告导读

企业服务市场最具市场空间和增长潜力的软件赛道之一，作为国内企业服务市场的领先厂商，用友网络和金蝶国际加速推进云转型，布局平台、生态，在数智化、国产化新机遇下，企业服务市场高景气将持续。

投资要点

□ 云转型进程：用友云收入增速快，金蝶订阅占比更高

2021年，用友和金蝶云服务收入占比分别为60%、65%，云进程齐头并进。2017-2021年，用友和金蝶云服务收入CAGR分别为90%、48%，用友云的收入增速更快。转型成效方面，以订阅收入作为主要指标，2021年，用友和金蝶的订阅收入分别为16.5和15.7亿元，占云收入的比例分别为31%和57%，云订阅合同负债分别为8.5和13.6亿元，占总合同负债的比例分别为54%和79%，金蝶云的订阅占比更高。我们认为，这与双方客户市场的定制化需求程度以及所处云转型的阶段有关。长远来看，订阅比例的上升将是共同的趋势。

□ 市场现状：正面竞争影响毛利，长期市场空间仍广阔

2021年，用友在大型、中小企业的云收入占比分别为70%和17%，增速分别为45%、127%；金蝶大型、中小企业的云收入占比分别为14%和约80%，增速分别是103%、约40%。随着用友加速向中型市场下沉，金蝶在大型企业市场加大投入，市场竞争态势或持续，2019-2021年，用友毛利率下降4个百分点左右，金蝶下降超过15个百分点。同时，金蝶在费用投入上更大，长期销售+研发费用率维持70%左右（用友平均约38%）。由此，2017-2021年，金蝶收入CAGR达到16%，同期用友云+软收入CAGR为12%。竞争策略差异化的背后，或许是双方市场的客户需求、价格敏感度等因素不同导致。展望未来，在数智化、国产化大浪潮下，国内企业服务市场龙头市占率提升空间仍然相当广阔，“占市场”或仍将是其最主要战略选择之一。

□ 战略规划：BIP 或 EBC，均强调平台生态、产业互联

ERP 未来的方向，无论是用友的 BIP（商业创新平台，Business Innovation Platform），或者金蝶的 EBC（企业业务能力，Enterprise Business Capability），强调的都是平台与生态建设，目标是做产业互联网大时代的生态中心，其核心价值是（1）**数据价值**：整合产业链上下游，共享产业数据，提升产业链价值。

（2）**生态价值**：借助生态中开发者伙伴的产品，以更好的服务客户，扩大平台组件的价值。2020年以来，双方开始加大投入 PaaS 平台，目前平台战略在推广初期，产生的收入体量占比不高，未来的生态竞争将是主要方向。

□ 投资建议

数智化、国产化大浪潮下，国内企业级服务市场高景气可期，其中，用友网络和金蝶国际等企业服务厂商加大投入，抢抓时代机遇，营业收入有望持续增长。建议重点关注用友网络、金蝶国际，关注赛意信息、鼎捷软件等。

□ 风险提示

宏观经济影响下游需求，市场竞争加剧，产品创新不及预期等

相关报告

- 1《浙商计算机 2022 年度策略：软件定义，景气优先》2021.12.20
- 2《计算机行业专题：“数字新能源化”的两大变局_20211209》2021.12.09
- 3《网络安全行业专题：历次网络安全宣传周那些事儿》2021.10.09
- 4《网络安全行业点评：数据安全政策步入行业细化阶段》2021.10.06
- 5《计算机行业更新报告：国庆假期计算机行业新闻精选_20211006》2021.10.06

报告撰写人：程兵/田杰华

联系人：刘熹

正文目录

1. 用友金蝶：共同的云，不同的云	3
2. 市场策略：分层经营，市场趋同	8
3. 战略规划：平台生态，目标一致	11
4. 投资建议：	13
5. 风险提示：	14

图表目录

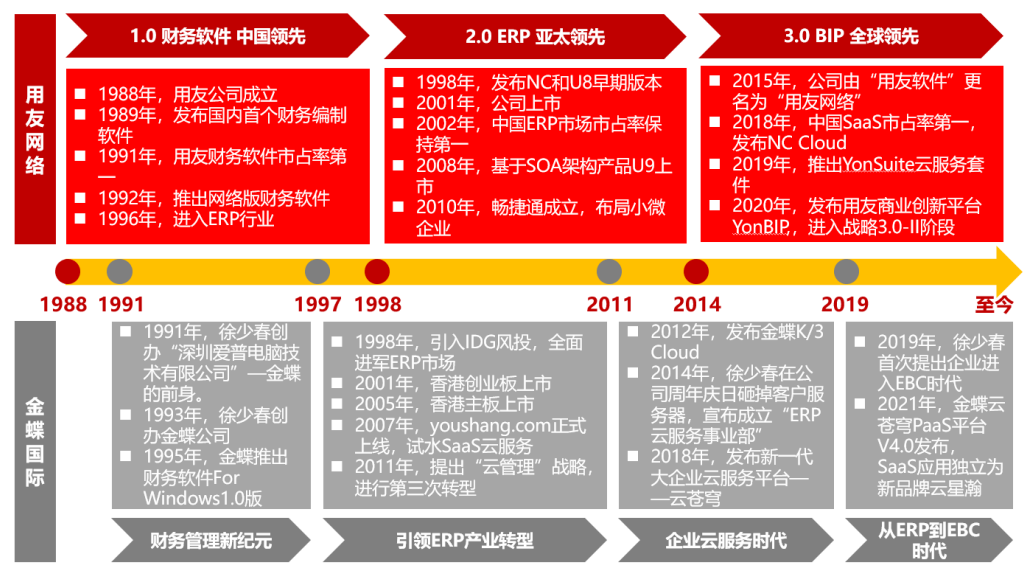
图 1: 用友和金蝶历史沿革	3
图 2: 用友网络主要产品和服务	4
图 3: 金蝶国际核心战略：平台+财务&人力&税务+生态	4
图 4: 用友网络和金蝶国际营业收入对比（单位：亿元，%）	5
图 5: 用友网络和金蝶国际归母净利润对比（单位：亿元，%）	5
图 6: 用友网络和金蝶国际毛利率对比（单位：%）	5
图 7: 用友网络和金蝶国际经营净现金流对比（单位：亿元，%）	5
图 8: 用友网络和金蝶国际云服务收入对比（单位：亿元，%）	6
图 9: 用友网络和金蝶国际云收入指标对比（单位：亿元，%）	6
图 10: 用友网络和金蝶国际研发费用对比（单位：亿元，%）	6
图 11: 用友网络和金蝶国际销售费用对比（单位：亿元，%）	6
图 12: 用友网络和金蝶国际员工人数对比（单位：人，%）	7
图 13: 中国企业数量分层统计	8
图 14: 2021 年用友网络和金蝶国际分层云收入（单位：亿元）	9
图 15: 2021 年用友网络和金蝶国际分层云收入增速（单位：%）	9
图 16: 用友网络和金蝶国际云服务用户数（单位：万）	9
图 17: 用友网络和金蝶国际小微企业云服务用户数（单位：万）	9
图 18: 2019 年中国经营管理业务类 SaaS 市场份额	10
图 19: 2018 年中国高端 ERP 市场格局	10
图 20: BIP 和 EBC 共同的方向是产业链数字化	11
图 21: YonBIP 采用统一的平台底座	12
图 22: 金蝶云·苍穹——新一代企业级 PaaS 平台	12
表 1: 用友网络和金蝶国际云服务均采用分层经营体系	8
表 2: 我国企业级服务市场空间预测	10
表 3: 相关公司估值	13

1. 用友金蝶：共同的云，不同的云

1) 共同的云——云计算大时代，云转型是双方共同的选择。

- **1988年-1997年，共同起步于财务管理领域。**用友网络和金蝶国际均以财务管理软件起家，1988年，用友网络成立。1991年，金蝶前身“深圳爱普电脑公司”成立，同年，用友财务管理软件居国内市占率第一名。
- **1997年-2011年，用友网络在ERP产业市占率领先。**1996年，用友网络率先进入ERP产业，1998年金蝶全面进军企业管理软件市场。2002年，用友网络在中国ERP市场市占率第一名。
- **2011年-2019年，金蝶加速推进云转型。**2012年，金蝶开启云转型，2014年，徐少春在公司周年庆上亲手砸掉客户的服务器，以示全面云转型的决心，同年，用友也快速推进云转型。2019年，用友决心停售NC产品，在云转型上走的更为坚定。
- **2019年-至今，共同加大平台和生态业务。**2020年，用友发布YonBIP，进入战略3.0-II阶段。2021年，金蝶云苍穹PaaS平台4.0版本发布。面对产业互联网的大时代，双方共同开启新的征程。

图 1：用友和金蝶历史沿革

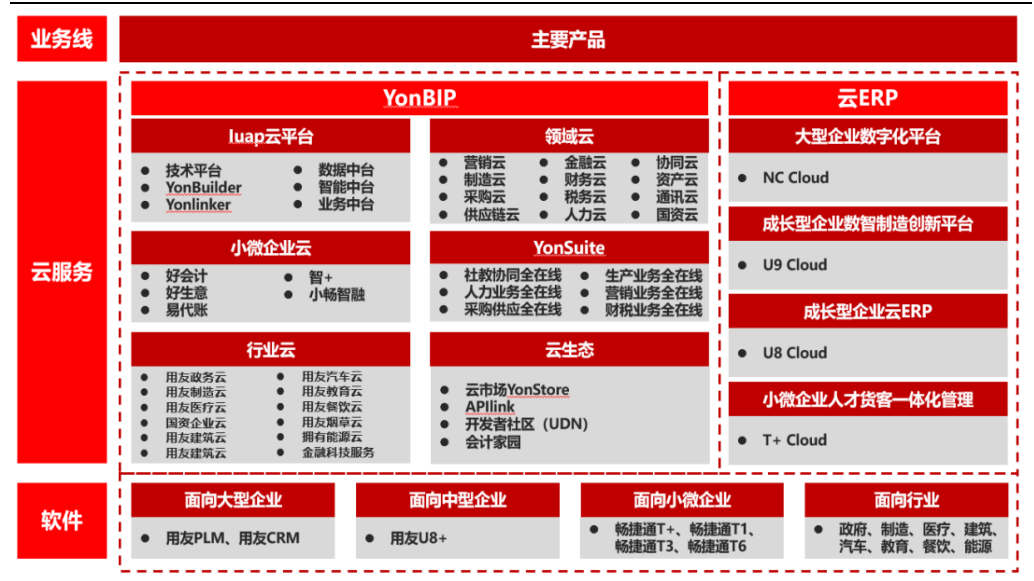


资料来源：用友网络、金蝶国际官网，浙商证券研究所

2) 不同的云：用友网络和金蝶国际在云转型节奏、云订阅占比、投入力度等多角度不同。

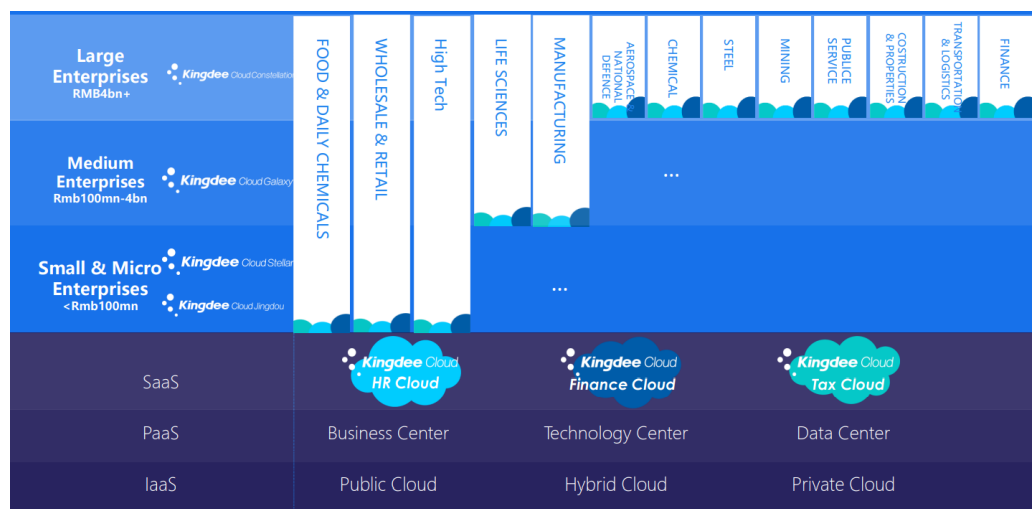
- **用友网络：**产品主要包括软件业务、YonBIP、云ERP三大类，覆盖财务、人力、协同、营销、采购、供应链、制造、研发、平台服务等领域。
- **金蝶国际：**产品主要包括云苍穹、云星瀚、EAS Cloud、云星空、云星辰、精斗云、KIS云等，覆盖财务、人力、供应链、税务、制造、全渠道、发票、协同办公等领域。

图 2：用友网络主要产品和服务



资料来源：用友网络官网，浙商证券研究所

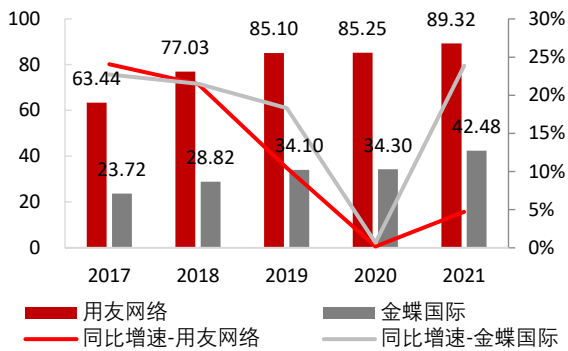
图 3：金蝶国际核心战略：平台+财务&人力&税务+生态



资料来源：金蝶国际官网，浙商证券研究所

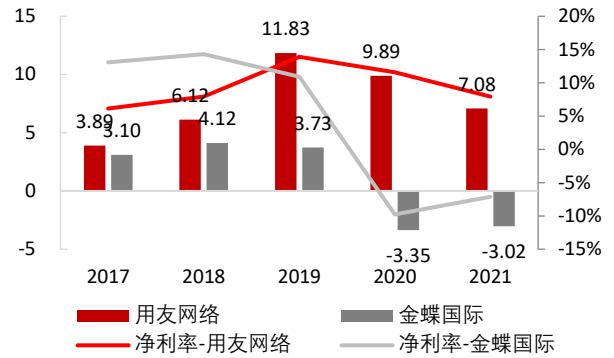
用友网络净利润表现更优，金蝶国际营收增速更高。（1）营业收入：2021年，用友网络实现营收89.32亿元，2017-2021年CAGR为8.93%，其中云+软件营收86.41亿元，2017-2021年CAGR为11.75%；金蝶国际实现营收42.48亿元，2017-2021年CAGR为15.68%。（2）归母净利润：2020、2021年，双方的归母净利润均出现大幅度下降，主要由于双方毛利率下降，且费用投入加大导致。

图 4：用友网络和金蝶国际营业收入对比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

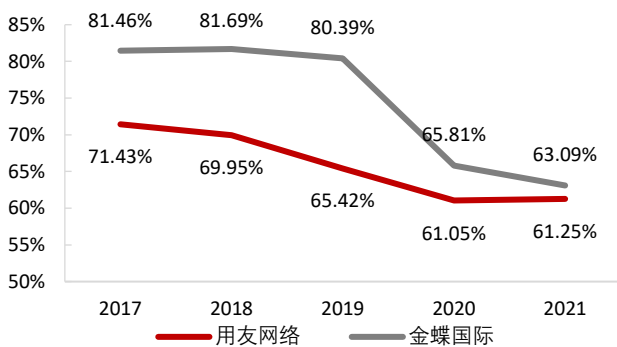
图 5：用友网络和金蝶国际归母净利润对比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

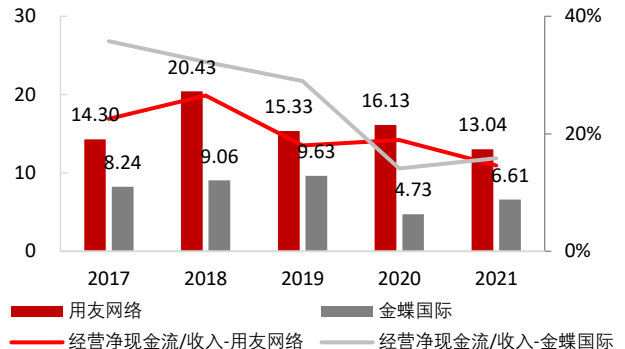
毛利率降幅明显，现金流受到影响。（1）**毛利率**：2020-2021 年，用友网络和金蝶国际毛利率均出现不同程度的下降，其中，金蝶国际毛利率对比 2019 年以前下降达 15 个百分点，用友的毛利率对比 2017 年也降幅超过 10 个百分点。（2）**现金流**：2020-2021 年，用友网络和金蝶国际的现金流质量对比 2018 年均出现不同程度的下降，2021 年，用友网络和金蝶国际经营活动净现金流分别为 13.04 和 6.61 亿元，经营活动净现金流/收入比值分别为 14.60%和 15.83%。

图 6：用友网络和金蝶国际毛利率对比（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

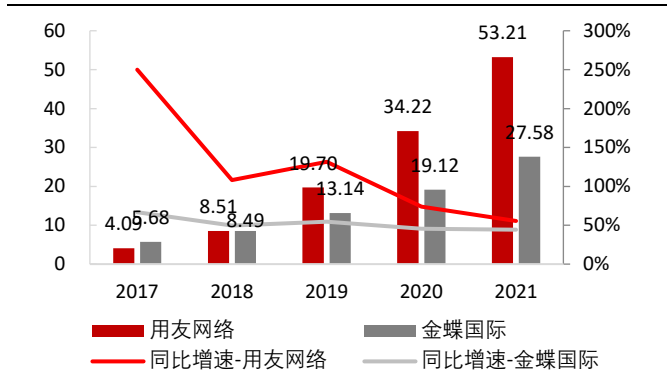
图 7：用友网络和金蝶国际经营净现金流对比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

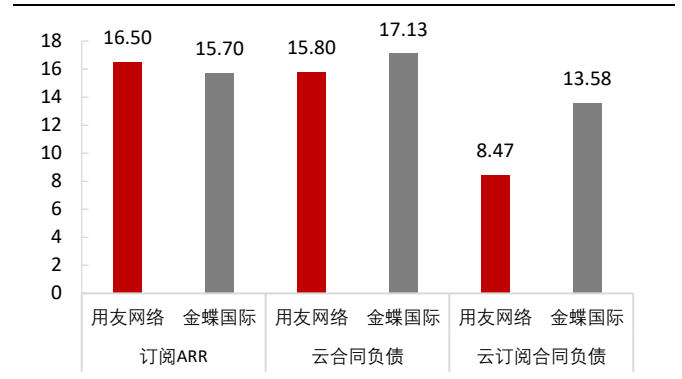
用友网络云收入增速更高，金蝶国际云订阅占比更大。（1）**云收入**：2021 年，用友网络的云服务业务收入达到 53.21 亿元，同比增长 55.47%，2017-2021 年 CAGR 为 89.92%；金蝶国际的云服务业务收入达到 27.58 亿元，同比增长 44.24%，2017-2021 年 CAGR 为 48.44%。（2）**云订阅**：2021 年，用友网络和金蝶国际的云订阅 ARR 收入分别为 16.5 亿元和 15.7 亿元，占云收入的比例分别为 31%和 57%；云订阅合同负债分别为 8.47 和 13.58 亿元，占云合同负债的比例分别为 54%和 79%。我们认为，订阅收入占比的差异与双方客户市场的定制化需求程度，以及双方所处的云转型阶段或相关。长远来看，订阅比例的上升将是共同的趋势

图 8：用友网络和金蝶国际云服务收入对比（单位：亿元，%）



资料来源：用友网络、金蝶国际公司年报，浙商证券研究所

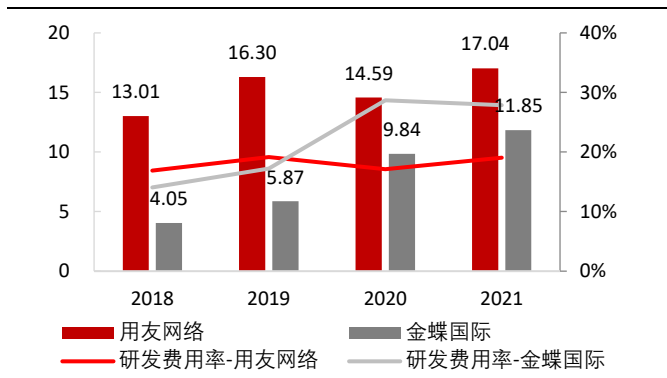
图 9：用友网络和金蝶国际云收入指标对比（单位：亿元，%）



资料来源：用友网络、金蝶国际公司年报，浙商证券研究所

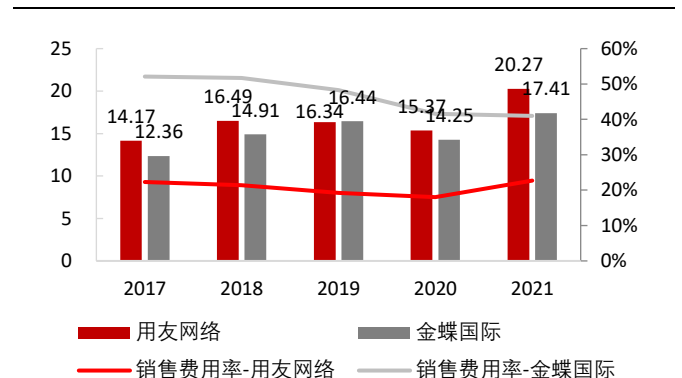
用友网络投入绝对值更大，金蝶国际的投入比例更高。（1）研发费用：2021年，用友网络和金蝶国际的研发费用分别为 17.04、11.85 亿元，研发费用率分别为 19.07%、27.89%，三年前双方的研发费用率分别为 16.88%和 14.06%。（2）销售费用：2021年，用友网络和金蝶国际的销售费用分别为 20.27、17.41 亿元，销售费用率分别为 22.70%、40.99%，同比增速分别为+4.68pct、-0.56pct，金蝶国际销售费用率常年超过 40%，2020 年以来，金蝶国际销售费用占比有所下降，用友网络的销售费用占比提升明显。

图 10：用友网络和金蝶国际研发费用对比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

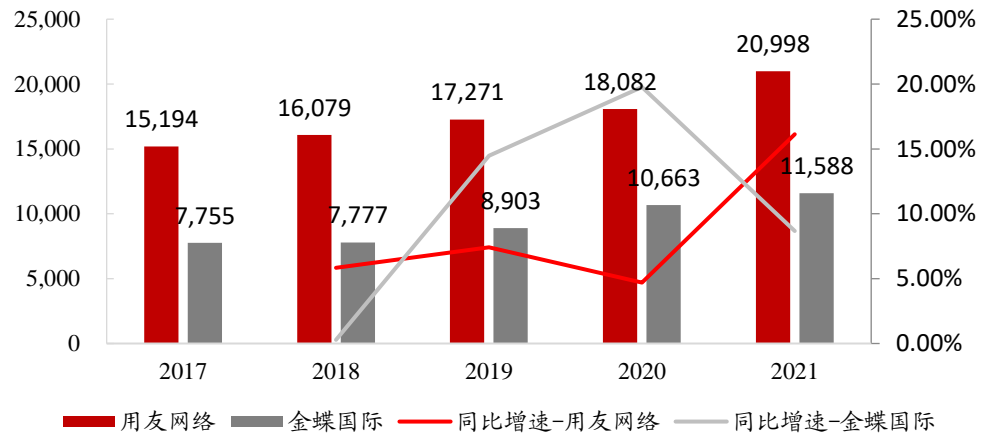
图 11：用友网络和金蝶国际销售费用对比（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

用友网络和金蝶国际的人员增长节奏或有所区别。2021年，用友网络和金蝶国际的员工人数分别为 20998 人、11588 人，分别同比增长 16.13%、8.67%，用友网络人员增速更高，而在 2019-2020 年，金蝶国际的员工平均增速 17%，用友的员平均增速 6%，从数据上看，2019-2020 年是金蝶员工数量增长的大年，而 2021 年是用友员工数量增长的大年，双方或体现出不一样的发展节奏。

图 12：用友网络和金蝶国际员工人数对比（单位：人，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 市场策略：分层经营，市场趋同

1) 分层经营：用友网络和金蝶国际采取类似的分层经营体系。主要云产品如下：

- **大型企业市场：**用友网络（YonBIP、NC Cloud），金蝶国际（云星瀚、金蝶 EAS Cloud）。
- **中型企业市场：**用友网络（Yonsuite、U9 Cloud、U8 Cloud 等），金蝶国际（云星空）。
- **小微企业市场：**用友网络（好会计，好生意，易代账，T+Cloud 等），金蝶国际（云星辰、精斗云、金蝶 KIS 云）
- **统一 PaaS 平台：**用友网络（iuap 云平台），金蝶国际（云苍穹）

表 1：用友网络和金蝶国际云服务均采用分层经营体系

主要产品	用友网络	金蝶国际
大型企业市场	YonBIP, NC Cloud	云·星瀚, 金蝶 EAS Cloud
中型企业市场	Yonsuite, U9 Cloud, U8 Cloud	云·星空
小微企业市场	好会计, 好生意, 易代账, T+Cloud	云·星辰, 精斗云, 金蝶 KIS 云
统一的 PaaS 平台	iuap 云平台	云·苍穹

资料来源：用友网络、金蝶国际公司年报，浙商证券研究所

图 13：中国企业数量分层统计

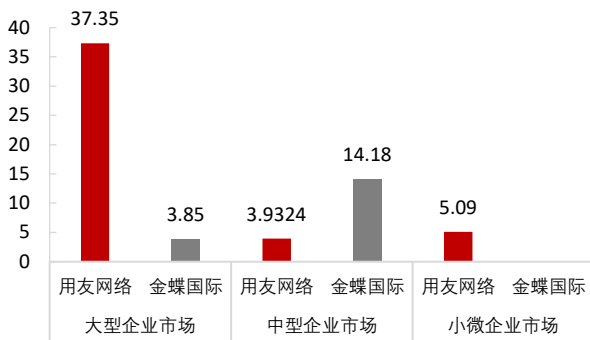
Enterprise market segment	Amount	SaaS demand	Transformation Driver
Large Annual Revenue >Rmb10bn	1000+ 217 with Rmb100bn annual revenue	Localization, Platform Sharing service, Industry specific	Strategic innovation, Product and service innovation, Business operation
Medium Large Rmb2-10bn	10k+	Localization, Platform Industry specific, Business scenario	Strategic innovation, Product and service innovation, Business operation
Medium Rmb20mn-2bn	500k+	Platform Industry specific, Business scenario	Product and service innovation, Business operation
Small Rmb3-20mn	15mn+	Single application, Scenario (digital marketing), Business/Finance/Tax integration	Business operation
Micro <Rmb3mn	20mn+	Scenario (digital marketing), Business integration Accounting service	Business operation
Individual Business <Rmb1mn	88mn+	Single application, Accounting service	Business operation

资料来源：中国 500 强企业发展报告，金蝶投资者交流，浙商证券研究所

2) 用友网络和金蝶国际的市场重合度逐渐提升，根据公司披露数据，2021 年，

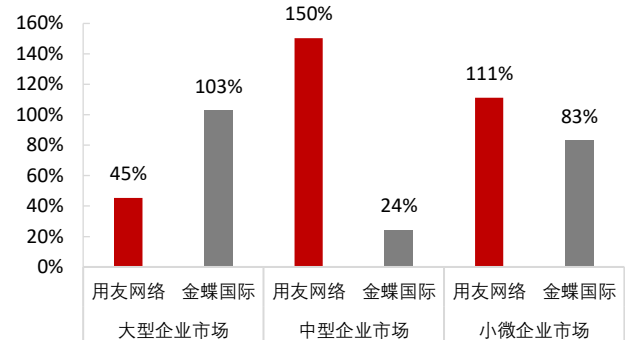
- **用友网络：**大型企业市场云收入 37.35 亿元，同比增长 45%，占云收入的比重达到 70%，在中型和小微企业市场的增速分别为 150%和 111%，在中小型市场的发力明显，同时，公司发布 U9 Cloud 产品将进一步助力中型市场持续高增。
- **金蝶国际：**大型和中型市场分别实现收入 3.85 和 14.18 亿元，增速分别为 103%和 24%，占云收入的比重分别为 14%和 51%，金蝶大型市场加大投入力度，未来大型市场的竞争将更趋激烈。

图 14：2021 年用友网络和金蝶国际分层云收入（单位：亿元）



资料来源：用友网络、金蝶国际公司年报，浙商证券研究所

图 15：2021 年用友网络和金蝶国际分层云收入增速（单位：%）

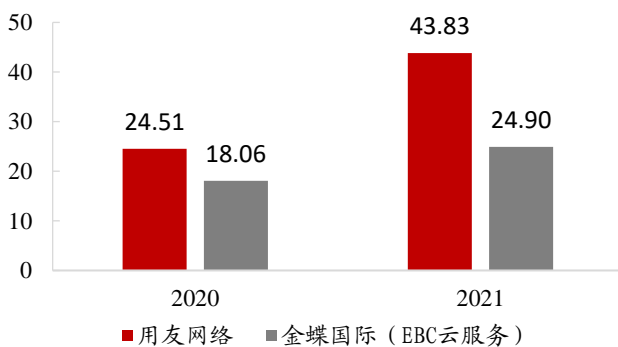


资料来源：用友网络、金蝶国际公司年报，浙商证券研究所

畅捷通付费用户数增加明显，大型市场双方增速接近。2021 年，

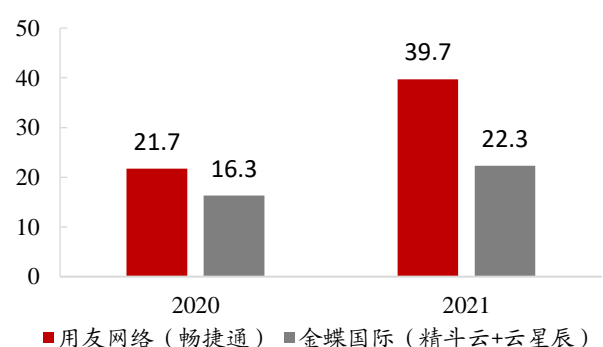
- **用友网络**：云服务累计付费客户数达 43.83 万家，同比增长 79% (+19.32 万)，其中畅捷通云服务累计付费客户数达 39.7 万家，同比增长 83% (+18 万)，计算大型、中型等企业云服务累计客户数为 4.13 万家，同比增长 47% (+1.31 万)。
- **金蝶国际**：EBC 相关业务（云苍穹、云星瀚、云星空、云星辰、精斗云）累计付费客户数达 24.9 万家，同比增长 38% (+6.84 万)，其中精斗云+云星辰累计付费客户数达 22.3 万家，同比增长 37% (+6 万)，大型、中型等企业云服务（云苍穹、云星瀚、云星空）累计客户数为 2.6 万家，同比增长 48% (+0.84 万)。

图 16：用友网络和金蝶国际云服务用户数（单位：万）



资料来源：用友网络、金蝶国际公司年报，浙商证券研究所，注：金蝶国际用户仅统计云苍穹、云星瀚、云星空、云星辰、精斗云

图 17：用友网络和金蝶国际小微企业云服务用户数（单位：万）



资料来源：用友网络、金蝶国际公司年报，浙商证券研究所

3) 市场空间

企业服务市场总量空间 2000 亿元+。根据用友网络、金蝶国际投资者交流报告，目前我国大型企业、中大型企业、中型企业、小型企业、微型企业分别超过 0.1、1、40、1500、2000 万家，我们结合用友网络和金蝶国际产品销售情况，假定未来大型企业、中

大型企业、中型企业、小型企业、微型企业采购企业管理软件平均客单价为 2000、500、10、0.3、0.1 万元，预计我国企业服务市场规模超过 2000 亿元

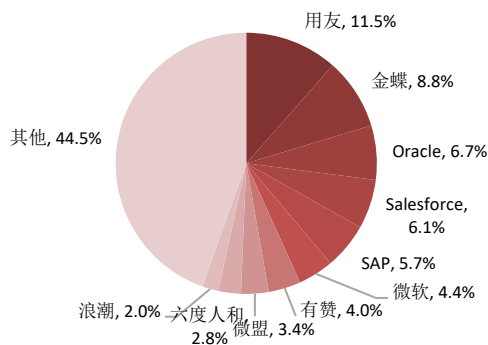
表 2：我国企业级服务市场空间预测

企业类型	企业规模	企业数量（万家）	企业平均管理软件投入（万元/年）	市场规模（亿元/年）
大型企业	>100 亿元	0.1	2000	200
中大型企业	20 亿元-100 亿元	1	500	500
中型企业	2000 万元-20 亿元	50	10	500
小型企业	300 万元-2000 万元	1500	0.3	450
微型企业	<300 万元	2000	0.1	200
个体户	<100 万元	8800	0.02	176
合计		12351.1		2026

资料来源：用友网络、金蝶国际投资者交流，中国 500 强企业发展报告，浙商证券研究所

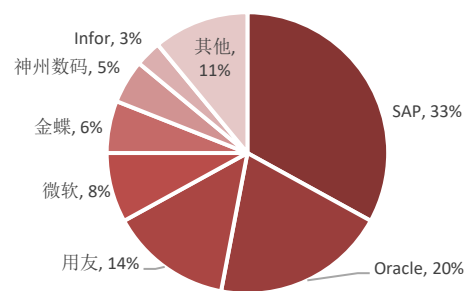
企业级服务龙头的市场份额提升空间至少一倍。根据中国前瞻产业研究院数据，2018 年，中国高端 ERP 市场中，SAP、Oracle、微软等海外厂商合计市场份额超过 60%。根据海比研究数据，2019 年，中国经营管理类 SaaS 市场份额中，用友网络和金蝶国际市场份额分别为 11.5%和 8.8%，居第一、二名。结合以上数据，我们认为国内企业级服务龙头的市场份额仍具备较大的增长空间。

图 18：2019 年中国经营管理业务类 SaaS 市场份额



资料来源：海比研究，浙商证券研究所

图 19：2018 年中国高端 ERP 市场格局



资料来源：中国前瞻产业研究院，浙商证券研究所

3. 战略规划：平台生态，目标一致

EBC 或者 BIP，核心是平台、生态，目标是产业链数字化。其核心价值是（1）**数据价值**：整合产业链上下游，共享产业数据，提升产业链价值。（2）**生态价值**：借助生态中开发者伙伴的产品，以更好的服务客户，扩大平台组件的价值。

（1）2019 年，金蝶云全球用户大会上，首发《2019 产业互联网白皮书》，提出企业数字化已从 ERP 时代进入 EBC（企业业务能力，Enterprise Business Capability）时代。EBC 由五大数字化平台构筑五种业务能力：**链接客户的能力，链接员工的能力，链接伙伴的能力，链接万物的能力，数据驱动的能力**。金蝶云·苍穹定位于新一代 EBC 平台，助力企业实现从信息化向数字化、智能化的转变。

（2）2020 年，用友网络正式推出新一代商业创新平台 YonBIP，提出从 ERP 到 BIP（商业创新平台，Business Innovation Platform），将是商业发展的新趋势。BIP 是利用新一代数字化和智能化技术，赋能企业通过数字化、智能化，开展产品与业务创新，组织与管理变革，重构/构建企业发展力的平台型、生态化多元服务体。BIP 对于企业客户的核心价值具体表现在：**业务在线经营，企业结网，业务智能化驱动，快速商业创新等**。

图 20：BIP 和 EBC 共同的方向是产业链数字化

	过去	未来
用友提法	ERP Enterprise resource planning	BIP Business Innovation Platform
金蝶提法	ERP Enterprise resource planning	EBC Enterprise Business Capability
我们认为	企业数字化 流程优化、提高企业效率 流程驱动 企业级应用、企业内协同	产业链数字化 互联共享、提高产业链效率 数据驱动 社会化协同、产业互联网

资料来源：浙商证券研究所

平台是生态繁荣生长的土壤。

- **YonBIP——新一代商业创新平台**：开放的平台与架构，以技术平台为底座，以数据中台、智能中台、业务中台为核心，基于统一的平台和公共服务，整体提高领域、行业产品开发效率和质量，成为用友及生态未来整体业务的统一平台，支撑企业服务产业生态伙伴共享共创。
- **金蝶云苍穹——新一代企业级 PaaS 平台**：金蝶所有 SaaS 的统一平台，采用中台思想，沉淀技术、数据和业务能力，围绕一体化低代码家族、企业级云原生、数据智能应用的三大核心技术体系，赋能企业重构数字战斗力。

图 21: YonBIP 采用统一的平台底座



资料来源: 用友网络官网, 浙商证券研究所

图 22: 金蝶云·苍穹——新一代企业级 PaaS 平台



资料来源: 金蝶国际官网, 浙商证券研究所

生态战略加速推进。

- **用友网络:** 截至 2021 年年末, 公司战略生态以用友 BIP 为核心, 通过推进战略联盟、集成与被集成、云市场、服务一体化、平台化运营的融合战略, 落地力合、犇放、扬升、千寻、汇智五大生态计划, 合作的商业伙伴超 2200 家, ISV 伙伴 970 家 (包含畅捷通 ISV 伙伴 530 家), 专业服务伙伴超 370 家, 合作银行超 1700 家, 云市场应用商城 YonStore 入驻伙伴超 10,000 家, 入驻产品超 15,000 款, 上市融合产品 126 款。
- **金蝶国际:** 截至 2021 年 12 月, 金蝶生态战略目标和生态布局更加清晰, 金蝶的生态体系已覆盖近 6000 家伙伴, 基于苍穹 PaaS 平台构建的生态 ISV 产品覆盖智能制造、交通物流、批发零售、金融、生命科学、建筑与地产、公共服务、教育、现代农牧、政府与公共事业等 10 个行业, 同时有近 1000 个生态 ISV 产品已上架应用市场。

4. 投资建议：

企业级服务市场是我国软件产业最具增长潜力和增长空间的赛道之一，国际上已涌现出多个万亿市值企业。现阶段，我国企业级服务市场正迎来数智化、国产化等大机遇，用友网络、金蝶国际等国内领导厂商有望充分受益。建议关注**用友网络**、**金蝶国际**、**赛意信息**、**鼎捷软件**等企业级服务厂商。

表 3：相关公司估值

业务	股票名称	营业收入（亿元）			PS			营收 CAGR
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021-2023E
600588.SH	用友网络	89.32	112.41	139.42	8.97	7.13	5.75	24.94%
300687.SZ	赛意信息	19.34	25.95	34.51	4.86	3.62	2.72	33.61%
300378.SZ	鼎捷软件	17.88	21.50	25.40	2.58	2.14	1.81	19.18%
0268.HK	金蝶国际	42.48	52.17	65.68	11.41	9.29	7.38	24.35%

资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：股价为 2022 年 3 月 24 日收盘价，盈利预测均为 wind 一致预期

5. 风险提示：

1、宏观经济影响下游需求。企业服务行业以 2B 商业模式为主，如果宏观经济下行，下游企业盈利困难，将削弱其对管理软件升级和更新的需求。

1、市场竞争加剧。更多厂商（含大型互联网公司）进入企业互联网（To B）市场，将导致企业级服务产业竞争加剧，带来价格竞争、人才争夺等风险。

2、产业创新不及预期。行业厂商持续加大研发创新投入，如果厂商对用户需求的预测判断失误，市场表现不及预期，将导致公司资源的浪费和企业竞争力下降。

4、政策落地不及预期。SaaS 市场受国家数字经济、云计算等政策驱动明显，未来若相关政策落地不及预期，或将导致企业数字化转型进程放缓。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>