

计算机

计算机板块 2024Q1 业绩分析：出海/SaaS/AI 硬件表现优异

计算机板块 2024 年一季度收入与利润增速表现疲软

2024 年 Q1 计算机行业营业收入增长率平均值为 3.44%，相较于 2023 年 Q1 的 9.68% 有所下滑，我们认为 2023 年一季度的收入存在部分 2022 年 Q4 的递延，因此增速较高，约 60% 的计算机公司一季度营收增速为正。与收入端不同的是利润端增速由正转负，24 年一季度整体板块经调整后的归母净利润增速平均值为 -39.06%，上一年同期为 3.69%，中位数同样由正转负，其中不足半数公司实现归母净利润增长、扭亏或减亏。

毛利率持续下行但费用率有所增加，资金利用效率下降，经营性现金流有所流出

2024 年 Q1 计算机行业的平均毛利率为 38.68%，同比减少 1.35pct。费用率整体上行。销售费用率 2024Q1 期间费用率同比小幅上行。销售费用率为 18.86%，同比增长 1.16pct；管理费用率为 18.76%，同比增长 2.4pct；研发费用率为 27.23%，同比增长 2.62pct。我们认为毛利率下行背后或许代表着需求下行背后的竞争加剧和定制化程度加剧，而费用率上行或许是 AI 浪潮来临，众多公司加大研发和销售力度导致。同时，2024 年 Q1 末计算机行业预收账款+合同负债为 1161.20 亿元，占营收比重为 46.48%，较 23 年同期 50.54% 减少 4.06pct，收款能力小幅减少。2024 年 Q1 单季度净现金为 -567.79 亿元，较 23 年同期减少 29.46%，我们认为这背后有净利润下降和营运资金使用效率下降等因素共同导致。

板块业绩分化，出海、SaaS 与 AI 硬件板块业绩表现较好

分板块来看，计算机内部业绩增速分化。出海、SaaS 与 AI 硬件的收入增速与归母净利润增速表现较好，其次是智能车、能源 IT 与工业软件板块。SaaS 板块 24 年 Q1 平均收入增速为 9.12%，但经调整的归母净利润平均增速大幅增长，为 28.66%，比去年同期增长了 43.88pct。出海板块平均收入增速及归母净利润增速三年持续上涨，表现强劲，收入由 22 年 Q1 的 9.19% 增长至 24 年 Q1 的 22.42%，净利润平均增速由 23 年 Q1 的 21.21% 增长至 24 年 Q1 的 42.52%，同比增加 21.31pct；净利润中位数增速由 13.69% 增长至 22.99%，收入与利润呈现出双增长切增速上行。AI 硬件板块 24 年 Q1 平均收入增速由负转正，增速为 29.26%，归母净利润增速中位数显著提升至 11.73%，同比增加 9.51pct，24 年 Q1 经调整的归母净利润平均增速 10.76%，收入与利润都表现出好的增长。

风险提示：宏观经济下行风险、企业 IT 预算支出下行风险、AI 技术创新放缓风险

证券研究报告

2024 年 05 月 10 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

缪欣君

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517080003

miaoxinjun@tfzq.com

刘鉴

联系人

liujianb@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《计算机-行业点评:国产算力板块景气度有望再上一个台阶》 2024-04-30
- 《计算机-行业深度研究:量子加密，一片新蓝海》 2024-04-29
- 《计算机-行业点评:量子产业:全球科技竞赛下一站》 2024-04-08

内容目录

1. 计算机行业 24 年 Q1 板块整体情况分析	4
1.1. 2024Q1 计算机行业收入稳健，但增长率相较于 23Q1 有所下降	4
1.2. 2024Q1 计算机行业利润有所下滑	4
1.3. 2024Q1 计算机行业毛利率水平略有下滑，费用率小幅上行	5
1.4. 2024Q1 计算机行业资金利用效率下降	5
1.5. 2024Q1 计算机行业现金流加速流出	6
2. 2024 年 Q1 计算机细分行业板块总结	6
2.1. 2024Q1 细分板块业绩分化，出海/SaaS/AI 算力业绩居前	6
2.2. 各板块 22Q1-24Q1 营收增长率及归母净利润增长率中位数	8

图表目录

图 1: 2022Q1-2024Q1 计算机行业平均收入增速及增速中位数	4
图 2: 2024Q1 计算机行业收入增速分布	4
图 3: 2022Q1-2024Q1 计算机行业归母净利润中位数及平均增速	5
图 4: 2024Q1 计算机行业净利润增长率分布	5
图 5: 2022Q1-2024Q1 计算机行业平均毛利率	5
图 6: 2022Q1-2024Q1 计算机行业平均费用率	5
图 7: 22Q1-24Q1 计算机行业应收账款+合同资产（亿元）及占营收比重	6
图 8: 22Q1-24Q1 计算机行业预收账款+合同负债（亿元）占营收比重	6
图 9: 2022Q1-2024Q1 计算机行业整体经营性净现金流（亿元）	6
图 10: 2024Q1 计算机各细分板块营收增速平均值	7
图 11: 2024Q1 各细分板块归母净利润增速中位数	7
图 12: 2022Q1-2024Q1 SaaS 板块平均营收增速	8
图 13: 22Q1-24Q1 SaaS 板块经调整净利润平均增速及中位数	8
图 14: 2022Q1-2024Q1 云计算（IaaS）板块平均营收增速	8
图 15: 22Q1-24Q1 云计算板块经调整净利润平均增速及中位数	8
图 16: 2022Q1-2024Q1 AI 软件板块平均营收增速	8
图 17: 22Q1-24Q1 AI 软件板块经调整净利润平均增速及中位数	8
图 18: 2022Q1-2024Q1 AI 硬件板块平均营收增速	9
图 19: 22Q1-24Q1 AI 硬件板块经调整净利润平均增速及中位数	9
图 20: 2022Q1-2024Q1 出海板块平均营收增速	9
图 21: 22Q1-24Q1 出海板块经调整净利润平均增速及中位数	9
图 22: 2022Q1-2024Q1 信息安全板块平均营收增速	9
图 23: 22Q1-24Q1 信息安全板块经调整净利润平均增速及中位数	9
图 24: 2022Q1-2024Q1 金融 IT 板块平均营收增速	10
图 25: 2022Q1-2024Q1 金融 IT 板块归母净利润增速中位数	10

图 26: 2022Q1-2024Q1 医疗 IT 板块平均营收增速	10
图 27: 22Q1-24Q1 医疗 IT 板块经调整净利润平均增速及中位数	10
图 28: 2022Q1-2024Q1 智能车板块平均营收增速	10
图 29: 22Q1-24Q1 智能车板块经调整净利润平均增速及中位数	10
图 30: 2022Q1-2024Q1 电力能源信息化板块平均营收增速	11
图 31: 22Q1-24Q1 电力能源板块经调整净利润平均增速及中位数	11
图 32: 2022Q1-2024Q1 政务 IT 板块平均营收增速	11
图 33: 22Q1-24Q1 政务 IT 板块经调整净利润平均增速及中位数	11
图 34: 2022Q1-2024Q1 工业软件板块平均营收增速	12
图 35: 2022Q1-2024Q1 工业软件板块归母净利润增速中位数	12
图 36: 2022Q1-2024Q1 教育信息化板块平均营收增速	12
图 37: 2022Q1-2024Q1 教育信息化板块归母净利润增速中位数	12

1. 计算机行业 24 年 Q1 板块整体情况分析

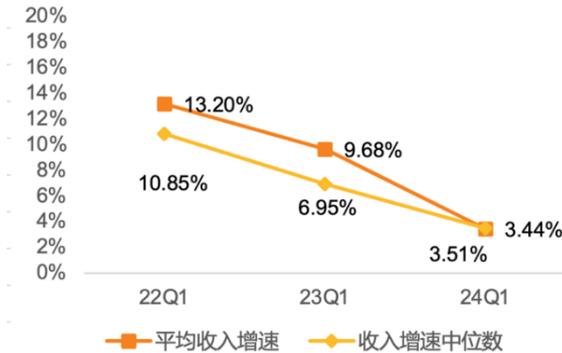
我们以 SW 计算机行业分类为基础，选择了 357 家企业作为此次分析样本。

1.1. 2024Q1 计算机行业收入稳健，但增长率相较于 23Q1 有所下降

2024 年一季度从收入端稳健增长但增速有所下行。我们选择营业收入增长率的中位数和调整后平均值（去除增速最高和最低的 10 家企业）来看，2024 年 Q1 计算机行业营业收入增长率平均值为 3.44%，相较于 2023 年 Q1 的 9.68% 有所下滑，我们认为 2023 年一季度的收入存在部分 2022 年 Q4 的递延，因此增速较高。

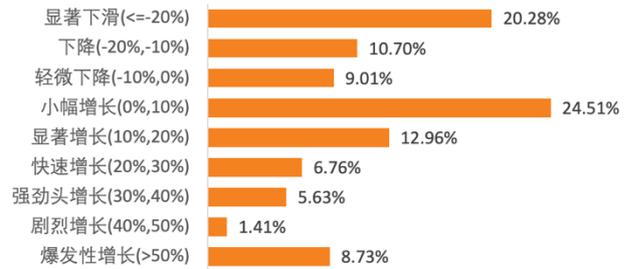
约 60% 的计算机公司一季度营收增速为正。我们以 SW 计算机行业分类为基准，选取 355 个标的作为分析样本，将收入增速划分为图 2 所示的 9 个等级，其中有 60% 的公司实现收入同比增长，其中 8.73% 的公司收入同比增速超过 50%；13.8% 的公司收入增长率介于 20%-50% 区间；37.47% 的公司收入增速落于 0-20% 区间，余下的 40% 企业收入增速出现下滑，20.28% 的企业增速下滑超过 20%。

图 1：2022Q1-2024Q1 计算机行业平均收入增速及增速中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2024Q1 计算机行业收入增速分布



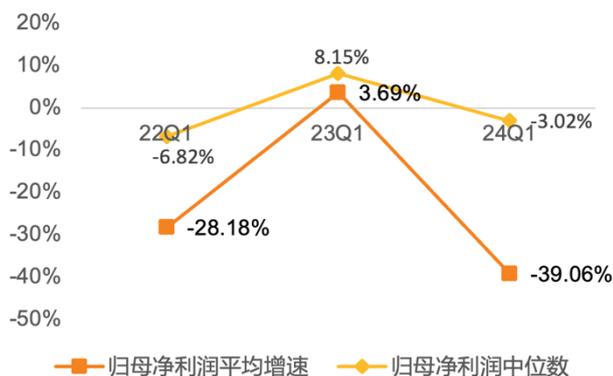
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 2024Q1 计算机行业利润有所下滑

与收入端不同的是利润端增速由正转负。我们同样选择归母净利润增长率的中位数和调整后平均值（去除增速最高和最低的 10 家企业）作为表征指标，行业整体归母净利润下滑较多。24 年一季度整体板块经调整后的归母净利润增速平均值为 -39.06%，上一年同期为 3.69%。

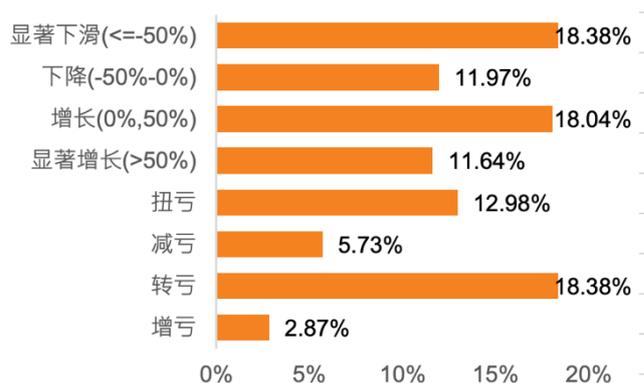
总计 48.39% 的公司实现归母净利润增长、扭亏或减亏。其中 11.64% 的公司归母净利润增长超过 50%，18.04% 的公司净利润增长率介于 0%-50% 区间，12.98% 的公司净利润扭亏，5.73% 的企业归母净利润减亏。

图 3: 2022Q1-2024Q1 计算机行业归母净利润中位数及平均增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 2024Q1 计算机行业净利润增长率分布



资料来源: Wind, 天风证券研究所

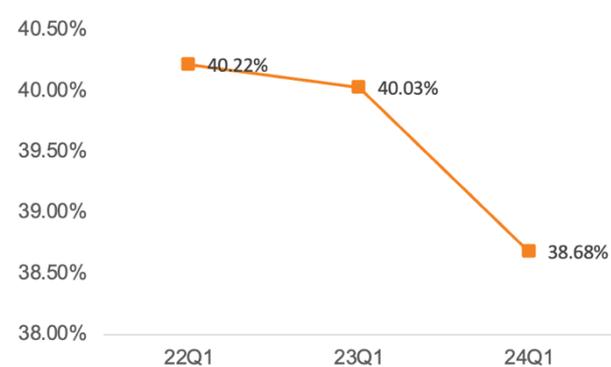
1.3. 2024Q1 计算机行业毛利率水平略有下滑，费用率小幅上行

板块毛利率呈现下滑趋势。2024 年 Q1 计算机行业的平均毛利率为 38.68%，同比减少 1.35pct。

费用率整体上行。销售费用率 2024Q1 期间费用率同比小幅上行。销售费用率为 18.86%，同比增长 1.16pct；管理费用率为 18.76%，同比增长 2.4pct；研发费用率为 27.23%，同比增长 2.62pct。行业整体费用率小幅增长。

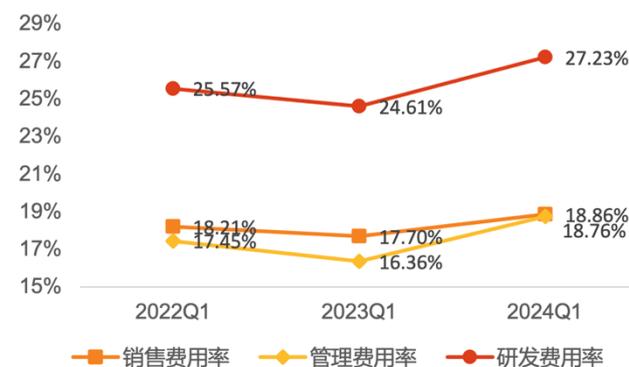
我们认为，毛利率下行背后或许代表着需求下行背后的竞争加剧和定制化程度加剧，而费用率上行或许是 AI 浪潮来临，众多公司加大研发和销售力度导致。

图 5: 2022Q1-2024Q1 计算机行业平均毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 2022Q1-2024Q1 计算机行业平均费用率



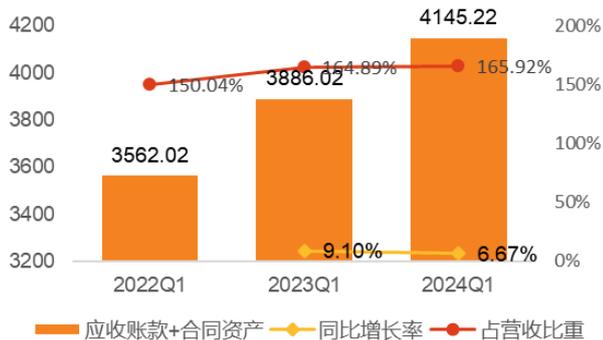
资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.4. 2024Q1 计算机行业资金利用效率下降

2024 年 Q1 末计算机行业应收账款+合同资产为 4145.22 亿元，同比增加 6.67%，占营收比重为 165.92%，较 23 年 Q1 末的 164.89%增长 1.03pct，稍显疲软。

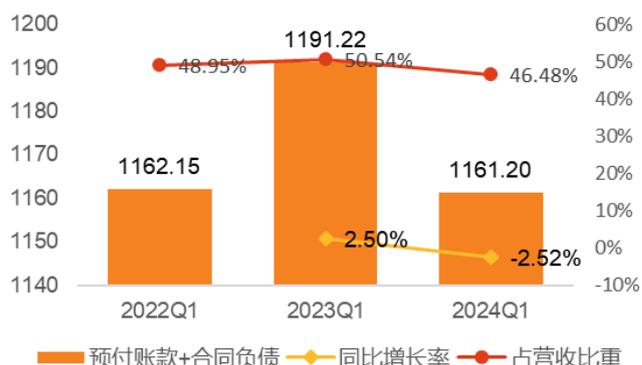
2024 年 Q1 末计算机行业预收账款+合同负债为 1161.20 亿元，同比减少 2.52%；占营收比重为 46.48%，较 23 年同期 50.54%减少 4.06pct，收款能力小幅减少。

图 7：22Q1-24Q1 计算机行业应收账款+合同资产（亿元）及占营收比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：22Q1-24Q1 计算机行业预付账款+合同负债（亿元）占营收比重



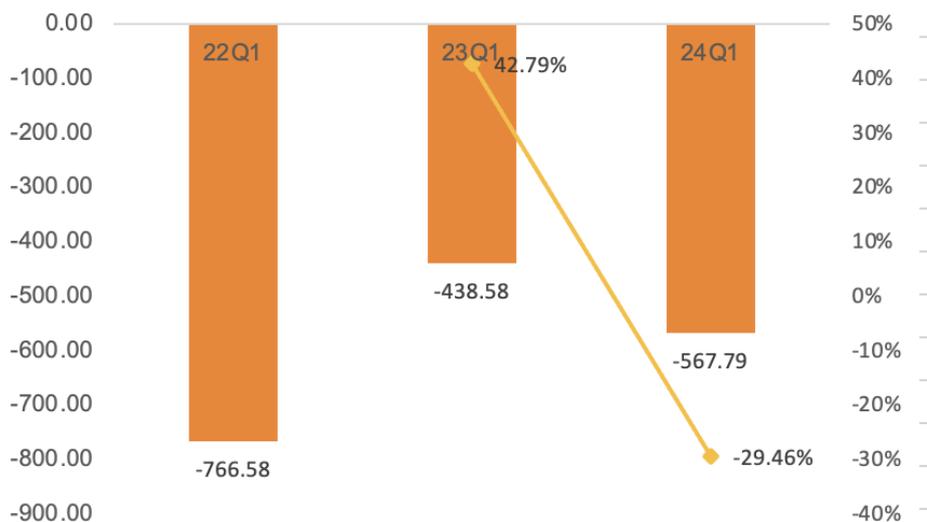
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.5. 2024Q1 计算机行业现金流加速流出

2024 年 Q1 计算机行业的整体经营性净现金流同比下降。2024Q1 单季度净现金流为

-567.79 亿元，较 23 年同期减少 29.46%，我们认为这背后有净利润下降和营运资金使用效率下降等因素共同导致。

图 9：2022Q1-2024Q1 计算机行业整体经营性净现金流（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 2024 年 Q1 计算机细分行业板块总结

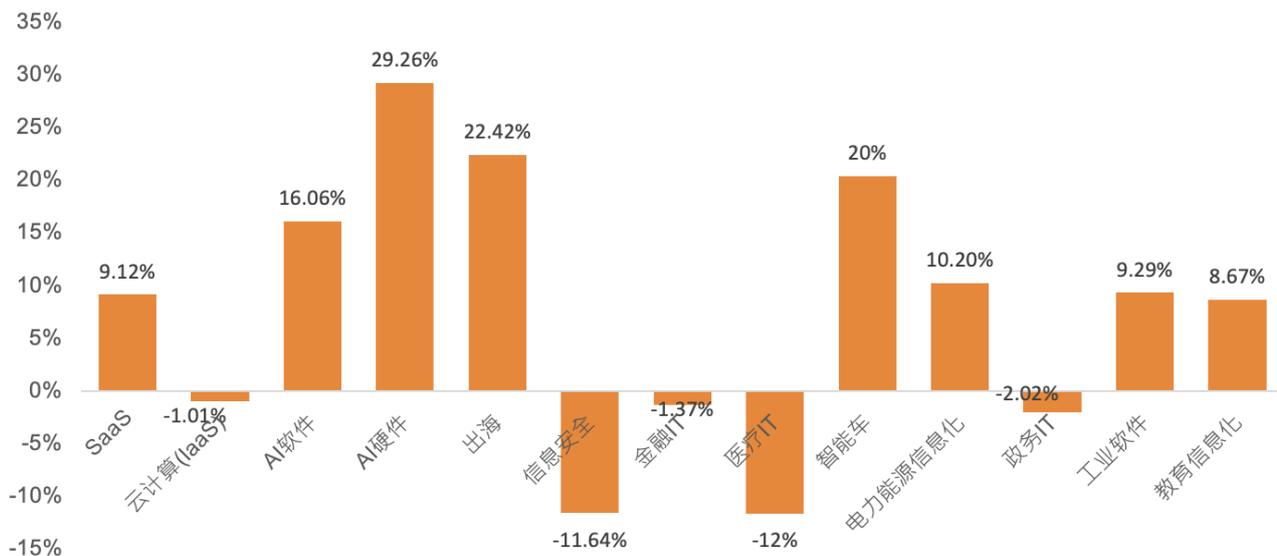
2.1. 2024Q1 细分板块业绩分化，出海/SaaS/AI 算力业绩居前

随着计算机行业新趋势的出现，我们调整了传统分类，将其细分为 13 类，分别为 SaaS、云计算（IaaS）、AI 软件、AI 硬件、出海、信息安全、金融 IT、医疗 IT、智能车、电力能源信息化、政务 IT、工业软件、教育信息化。在计算收入与利润时，我们会用剔除异常值后的营业收入平均增速与经调整的净利润平均增速（去掉一个最低和最高值）和中位数来共同表征板块的业绩状况。

从收入角度来看，有 8 个板块实现了平均收入增速提升，其中 6 个板块位于 0%-20% 增长区间：教育信息化(+8.67%)、SaaS(+9.12%)、工业软件(+9.29%)、电力能源信息化(+10.20%)、AI 软件(+16.06%)；有 3 个板块增速显著增长：出海(+22.42%)、AI 硬件(+29.26%)和智能

车(+20%)。

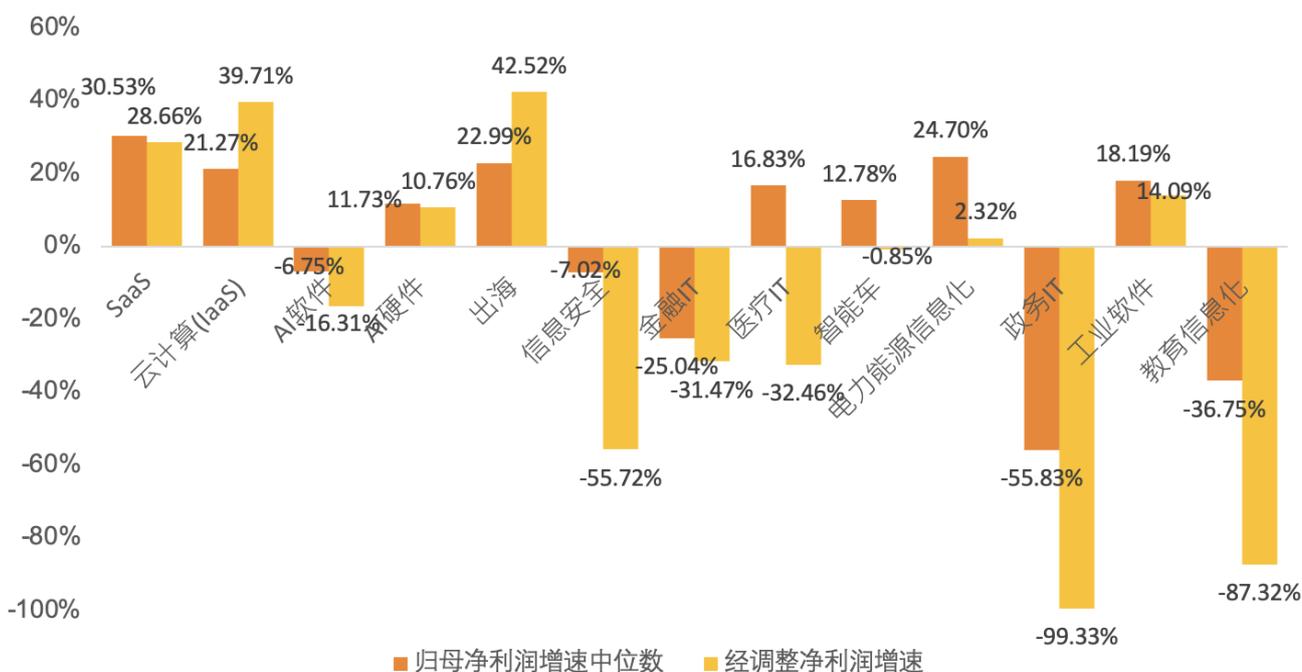
图 10：2024Q1 计算机各细分板块营收增速平均值



资料来源：Wind，天风证券研究所

利润端角度看,5个板块的经调整的归母净利润增速平均值为正:其中2个板块位于10%-20%增长区间:AI硬件(+10.76%)、工业软件(+14.09%);3个板块增速显著:SaaS(+28.66%)、云计算(+39.71%)、出海(+42.52%),同时我们列举了归母净利润增速的中位数,可以看出SaaS(30.53%)、云计算IaaS(21.27%)、出海(22.99%)、AI硬件(11.73%)、电力能源信息化(24.70%)、工业软件(18.19%)、智能车(12.78%)和医疗IT(16.83%)增速为正。除医疗IT与智能车以外,其余板块的经调整归母净利润增速平均值与中位数呈现同向的趋势。

图 11：2024Q1 各细分板块归母净利润增速中位数



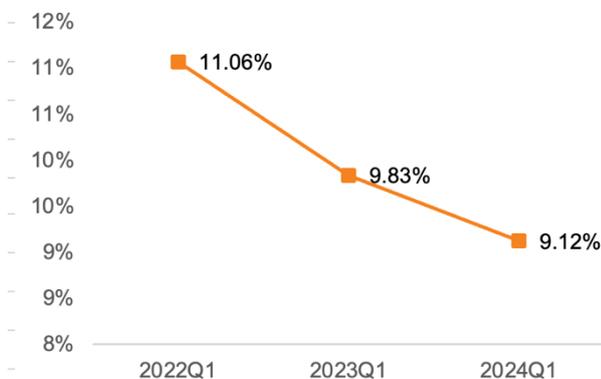
资料来源：Wind，天风证券研究所

综合考虑到收入与利润,我们可以看到出海、SaaS和AI硬件板块是收入与利润都呈现出较好的增长的板块,业绩表现最为优秀,其次是智能车、能源IT与工业软件板块。

2.2. 各板块 22Q1-24Q1 营收增长率及归母净利润增长率中位数

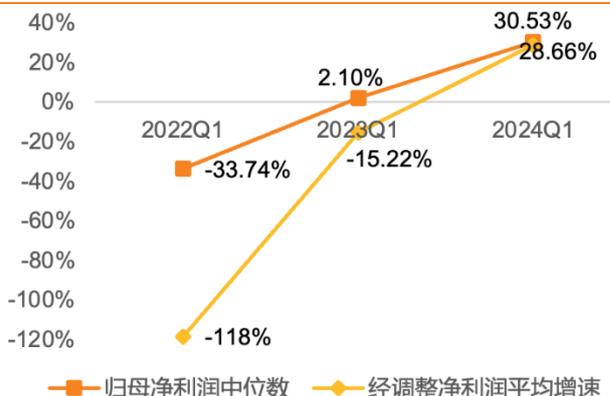
SaaS: 24 年 Q1 平均收入增速为 9.12%，略有回落，但经调整的归母净利润平均增速大幅增长，为 28.66%，比去年同期增长 43.88pct。

图 12: 2022Q1-2024Q1 SaaS 板块平均营收增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

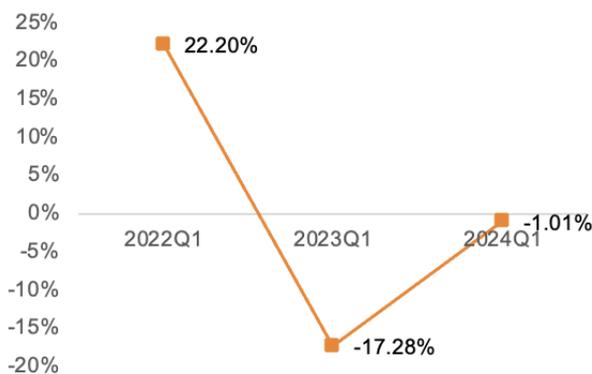
图 13: 22Q1-24Q1 SaaS 板块经调整净利润平均增速及中位数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

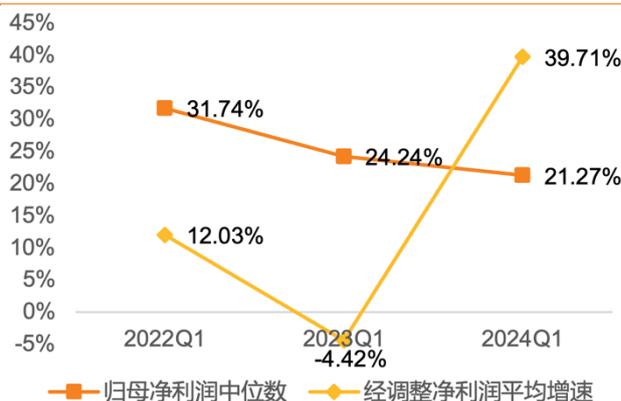
云计算(IaaS): 24 年 Q1 平均收入增速为 -1.01%，经调整的归母净利润平均增速由负转正，为 39.71%，同比增加 44.13pct，但增速中位数为 21.27%有所下滑。

图 14: 2022Q1-2024Q1 云计算 (IaaS) 板块平均营收增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 22Q1-24Q1 云计算板块经调整净利润平均增速及中位数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

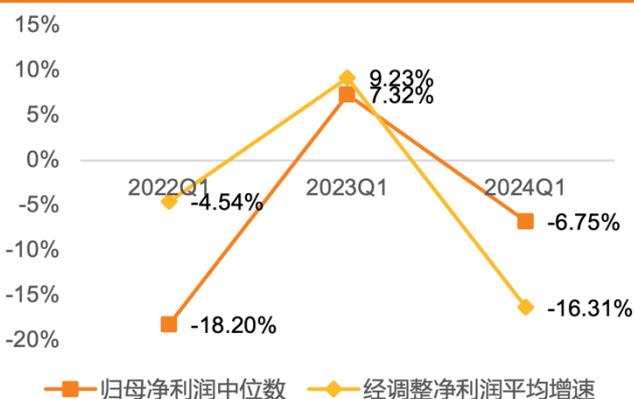
AI 软件: 2024 年 Q1 平均收入增速回升至 16.06%；归母净利润增速中位数由 23 年 Q1 的 7.32% 下滑至 -6.75%，24 年 Q1 经调整净利润平均增速为 -16.31%。

图 16: 2022Q1-2024Q1 AI 软件板块平均营收增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 22Q1-24Q1 AI 软件板块经调整净利润平均增速及中位数

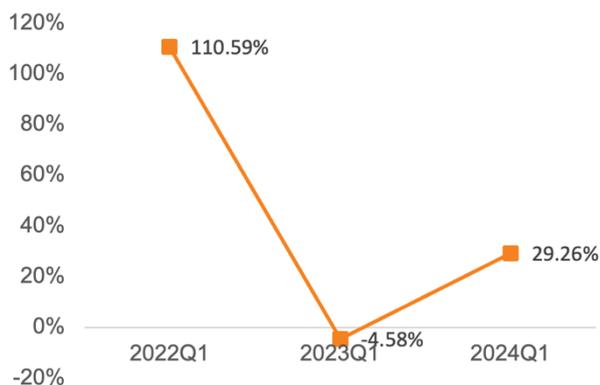


资料来源: Wind, 天风证券研究所

AI 硬件: 24 年 Q1 平均收入增速由负转正，大幅增长至 29.26%，归母净利润增速中位数显

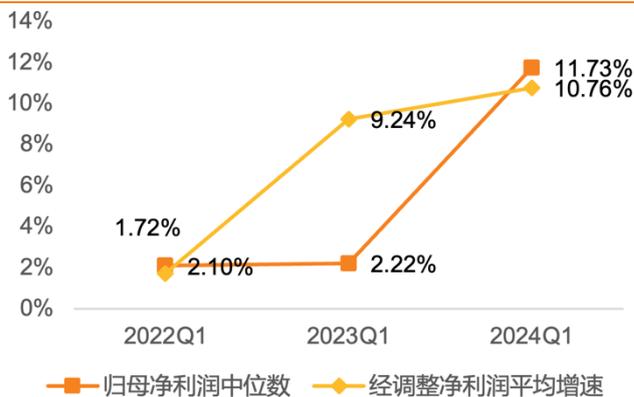
著提升至 11.73%，同比增加 9.51pct；24 年 Q1 经调整的归母净利润平均增速 10.76%。收入与利润都表现出好的增长。

图 18：2022Q1-2024Q1 AI 硬件板块平均营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

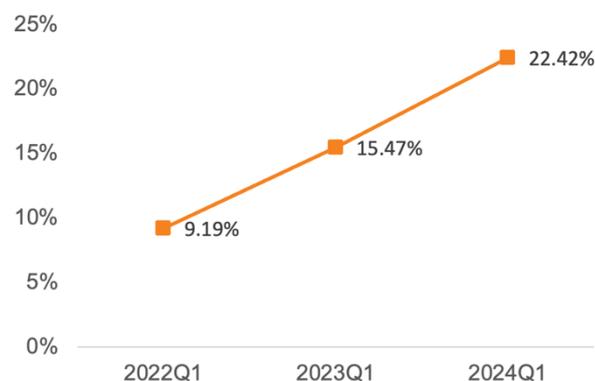
图 19：22Q1-24Q1 AI 硬件板块经调整净利润平均增速及中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

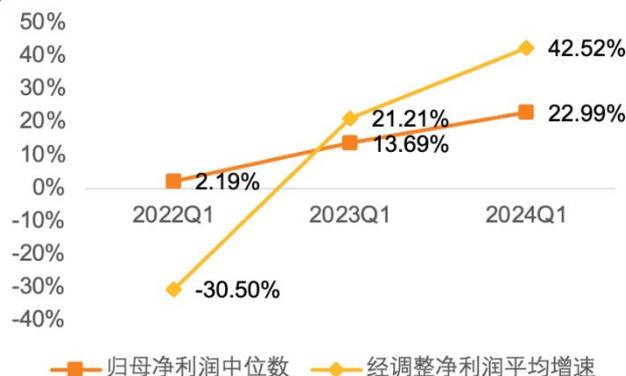
出海：平均收入增速及归母净利润增速三年持续上涨，表现强劲；收入由 22 年 Q1 的 9.19% 增长至 24 年 Q1 的 22.42%，净利润平均增速由 23 年 Q1 的 21.21% 增长至 24 年 Q1 的 42.52%，同比增加 21.31pct；净利润中位数增速由 13.69% 增长至 22.99%，收入与利润呈现出双增长切增速上行。

图 20：2022Q1-2024Q1 出海板块平均营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

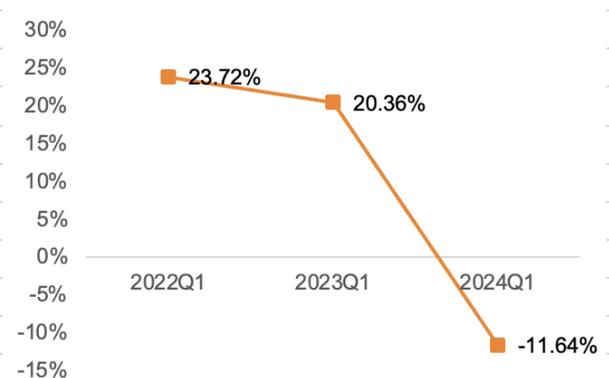
图 21：22Q1-24Q1 出海板块经调整净利润平均增速及中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

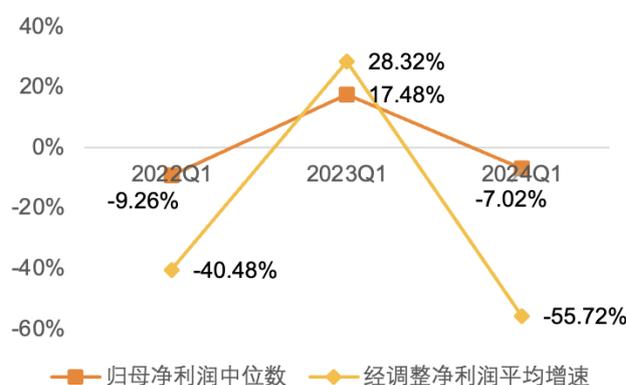
信息安全：平均收入增速三年持续下滑，由 22 年 Q1 的 23.72% 减少至 24 年 Q1 的 -11.64%；归母净利润增长率中位数显著下降至 -7.02%；24 年 Q1 经调整归母净利润大幅下滑至 -55.72%。

图 22：2022Q1-2024Q1 信息安全板块平均营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

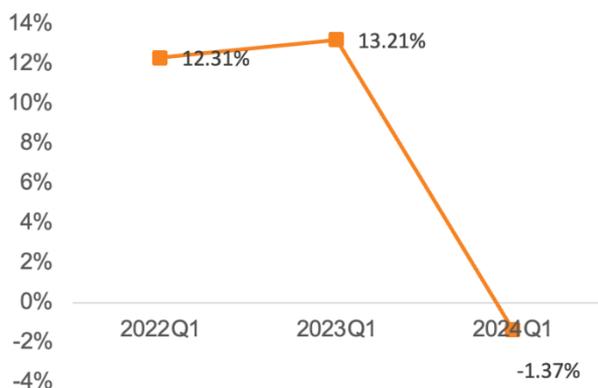
图 23：22Q1-24Q1 信息安全板块经调整净利润平均增速及中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

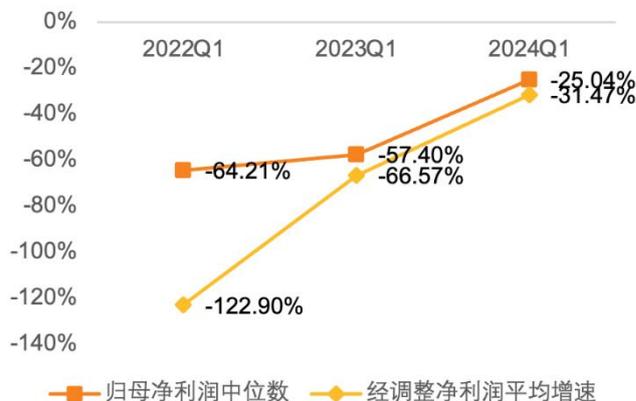
金融 IT: 24 年 Q1 平均收入增速为-1.37%，同比减少 14.58%；归母净利润下滑幅度持续三年收窄，平均值由-122.90%增长至-31.47%，中位数由-64.21%增长至-25.04%。

图 24：2022Q1-2024Q1 金融 IT 板块平均营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

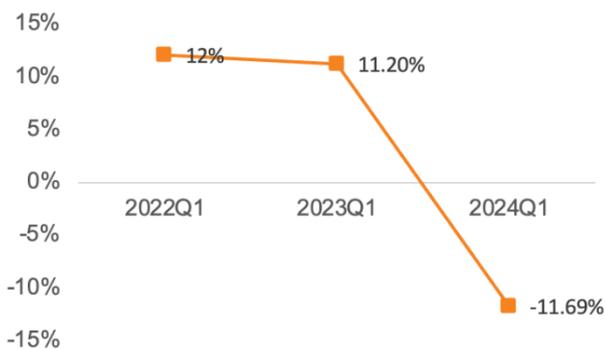
图 25：2022Q1-2024Q1 金融 IT 板块归母净利润增速中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

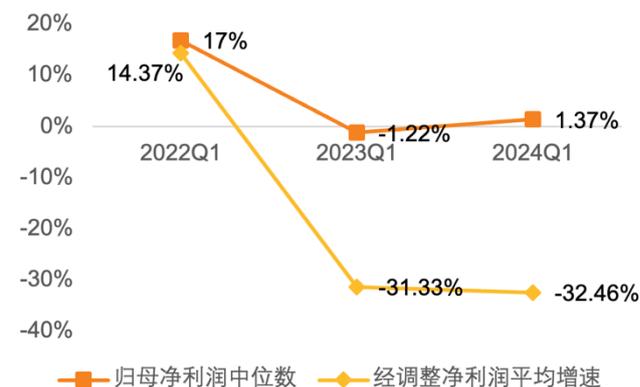
医疗 IT: 平均收入增速连续三年呈下降趋势，24 年 Q1 为-11.69%；24 年 Q1 归母净利润增速中位数实现正增长；24 年 Q1 经调整净利润平均增速基本与 23 年持平，为-32.46%。

图 26：2022Q1-2024Q1 医疗 IT 板块平均营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

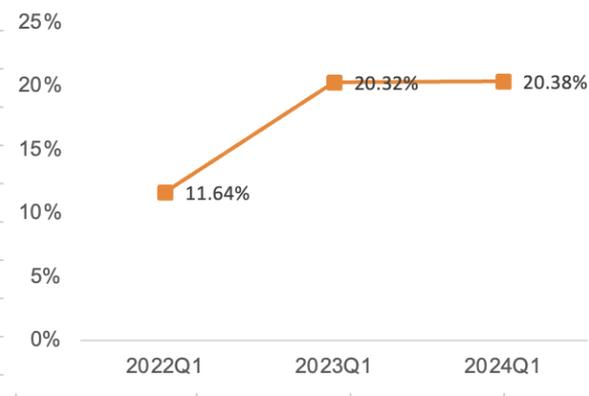
图 27：22Q1-24Q1 医疗 IT 板块经调整净利润平均增速及中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

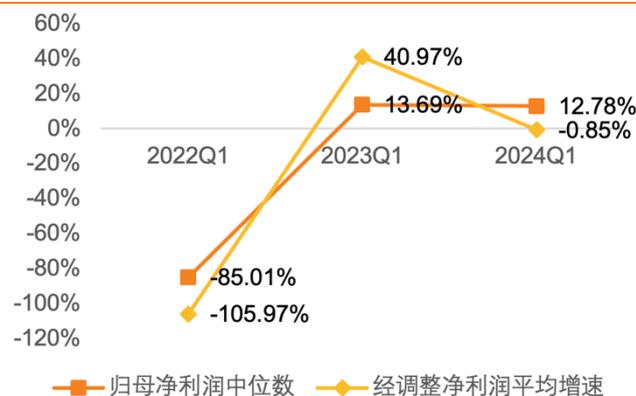
智能车: 24 年 Q1 平均收入增速呈平稳趋势，与 23 年 Q1 基本持平；归母净利润增长率中位数略有回落，同比减少 0.91pct；24 年 Q1 经调整净利润平均增速显著下滑至-0.85%。

图 28：2022Q1-2024Q1 智能车板块平均营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

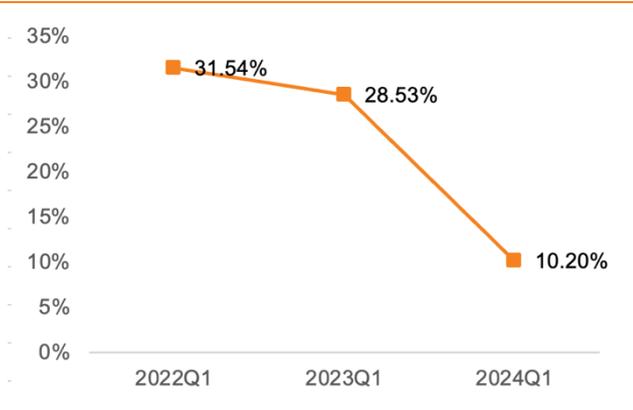
图 29：22Q1-24Q1 智能车板块经调整净利润平均增速及中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

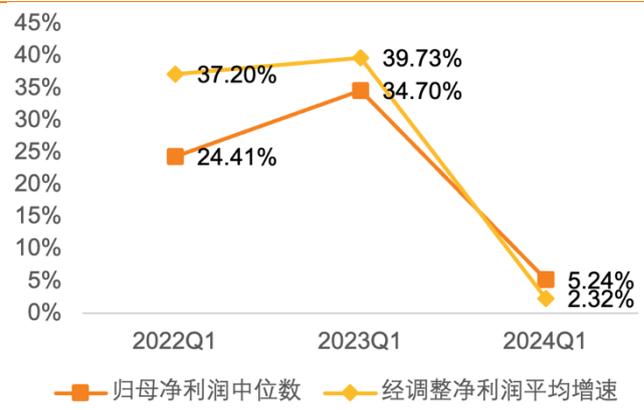
电力能源信息化：平均收入增速连续三年呈下降趋势，24 年 Q1 为 10.20%；经调整归母净利润平均增速及中位数均呈相同趋势，平均增速由 39.73%减少至 2.32%，中位数由 34.70%减少至 5.24%。

图 30：2022Q1-2024Q1 电力能源信息化板块平均营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

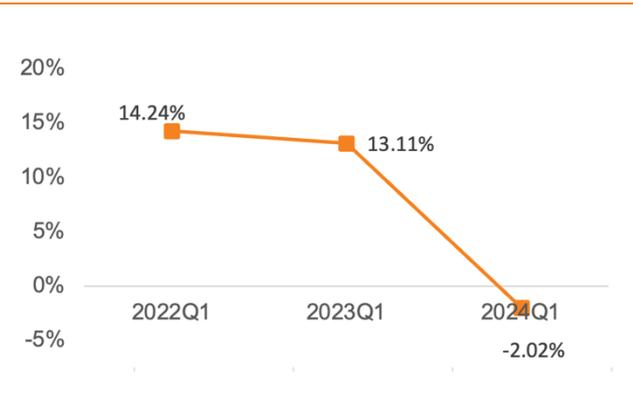
图 31：22Q1-24Q1 电力能源板块经调整净利润平均增速及中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

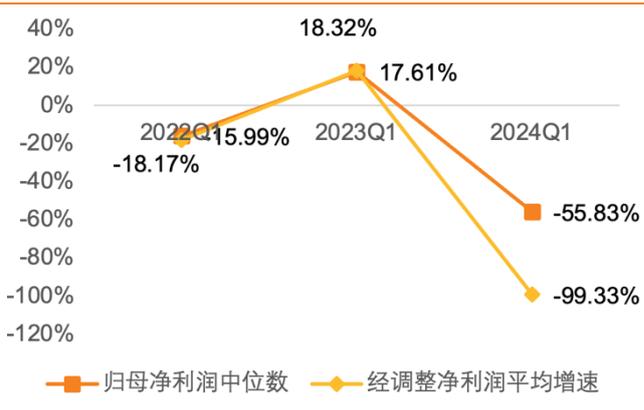
政务 IT：平均收入增速连续三年下滑至-2.02%；归母净利润增速由正转负，中位数由 23 年 Q1 的 17.61%下降至-55.83%；平均值由 23 年 Q1 的 18.32%下降至-99.33%。

图 32：2022Q1-2024Q1 政务 IT 板块平均营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

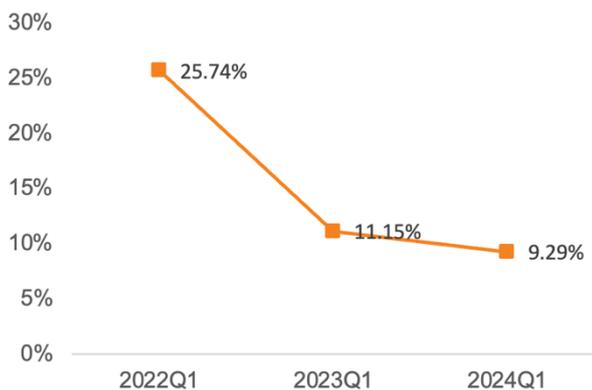
图 33：22Q1-24Q1 政务 IT 板块经调整净利润平均增速及中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

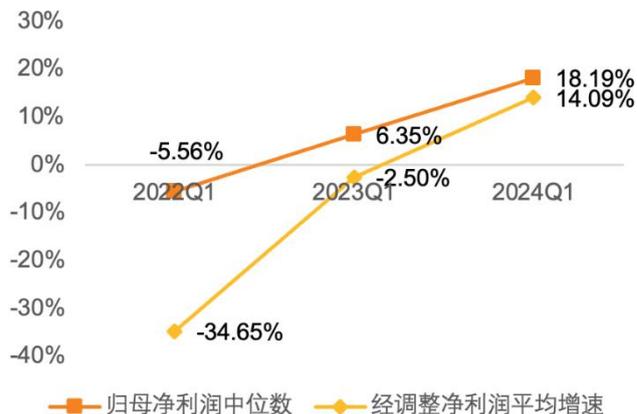
工业软件：平均收入增长率呈回落趋势，由 23 年 Q1 的 11.15%减少至 9.29%，同比减少 1.86pct；归母净利润增速三年持续上行，经调整平均值由 22 年 Q1 的-34.65%增长至 14.09%，中位数由 22 年 Q1 的-5.56%增长至 18.19%。

图 34：2022Q1-2024Q1 工业软件板块平均营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

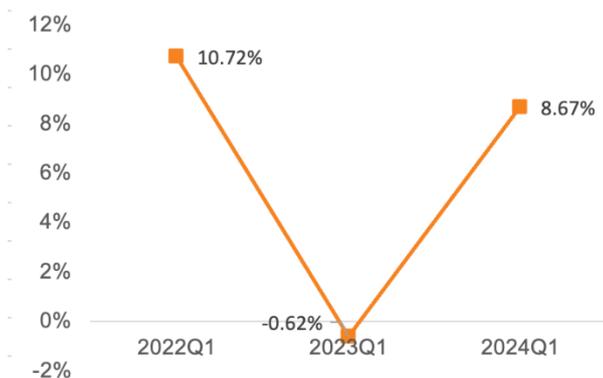
图 35：2022Q1-2024Q1 工业软件板块归母净利润增速中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

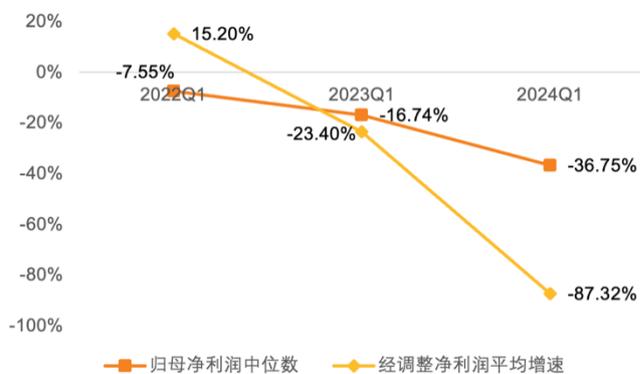
教育信息化：平均收入增速回升明显，由 23 年 Q1 的-0.62%增长至 8.67%；归母净利润增速连续三年下滑，24 年 Q1 中位数为-36.75%，经调整平均值为-87.32%。

图 36：2022Q1-2024Q1 教育信息化板块平均营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：2022Q1-2024Q1 教育信息化板块归母净利润增速中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com