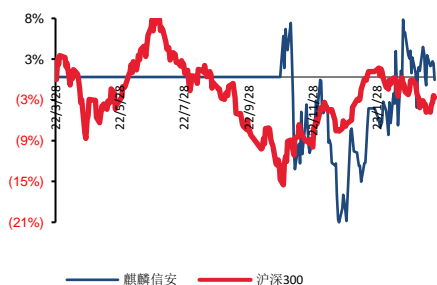


计算机 软件开发

快速成长的国产操作系统技术服务商

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	53/11
总市值/流通(百万元)	11,325/2,425
12 个月最高/最低(元)	232.84/170.52

证券分析师：曹佩

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520080001

报告摘要

国产操作系统提供商。公司自成立以来一直专注于为党政、电力、国防等行业客户提供操作系统、信息安全、以及云计算等 IT 软件产品及服务，其由创始人直接控股，股权结构合理核心成员履历背景优秀。业绩方面，公司三季度以来业绩高速增长，同时持续投入研发，销售毛利率较高。

受益国产化需求，云计算及操作系统业务充满潜力。政策推动下，信创产业高速增长。云计算领域，瘦终端机是云计算发展方向，中国瘦终端机出货量稳定增长，相关产品充满潜力。操作系统领域，基于 Linux 程序开发环境的操作系统市场份额占比较大，竞争格局方面操作系统行业市场主要由海外寡头占据。数据安全领域，目前中国数据安全行业市场规模将达到 97.5 亿元，竞争格局方面市场集中度逐渐降低，玩家数量逐渐增多。

公司深耕产业多年行业理解深，研发驱动产品生态建设良好。公司深耕产业多年，持续进行研发方面的投入。公司在多地设立了研发中心，同时拥有多项专利。在高研发的驱动下公司在产品方面建立了完善的软件生态，在操作系统、服务器、芯片、云终端等多个领域和各企业完成了产品适配工作。此外公司在国防、电力、党政等行业深耕多年，深刻的行业理解也使公司在行业内具有一定的先发优势。

华为开源合作伙伴，开源欧拉生态建设者。操作系统作为基础软件产业的核心环节之一，构建良好生态尤为重要。公司操作系统采用 Linux 开源架构，积极参与基于 Linux 内核构建的华为开源欧拉生态体系建设。随着华为开源生态圈的不断扩大，公司有望在产品适配方面受益。

投资建议：公司在多个行业内深耕多年，目前正在操作系统，服务器、芯片、云终端等产品方面建立了良好的产品生态，产品具有一定的先发优势，未来在研发驱动下公司产品有望获得更大市场。操作系统业务方面，公司积极参与华为开源欧拉生态建设；云计算业务方面，瘦终端是未来发展方向，公司紧跟云计算发展趋势。在国产化浪潮的持续推进下，公司业务有望高增。预计 2022-2024 年公司的 EPS

分别为 2.41/3.02/3.79 元，给予“买入”评级。

风险提示：公司操作系统及云计算业务落地不及预期；信创进展不及预期；行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	338.00	400.36	524.88	688.71
(+/-%)	46.17%	18.45%	31.10%	31.21%
净利润(百万元)	111.55	127.60	159.83	200.48
(+/-%)	12.78%	14.39%	25.26%	25.44%
摊薄每股收益(元)	2.11	2.41	3.02	3.79
市盈率(PE)	101.53	88.75	70.86	56.49

资料来源：iFind，太平洋证券

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

1. 国产 IT 软件服务提供商，业绩持续增长	5
1.1 国产 IT 软件服务提供商	5
1.2 公司股权结构合理，核心团队科班出身	7
1.3 业绩高速增长，研发费用率高	8
2. 信创促使公司迎来发展良机	10
2.1 政策驱动，信创市场迎来高速发展	10
2.2 操作系统是国产软件生态的重要基石	11
2.3 数据安全储存需求受益政策刺激	15
2.4 瘦终端：桌面端云计算发展方向	18
3. 研发驱动的开源欧拉生态建设者	21
3.1 持续进行研发方面的投入	21
3.2 深耕电力、国防行业	21
3.3 华为开源合作伙伴，开源欧拉生态建设者	22
4. 投资建议	24
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 麒麟信安发展历程	5
图表 2: 麒麟信安产品矩阵	6
图表 3: 公司产品结构图	6
图表 4: 公司业务收入按产品分类占比	7
图表 5: 麒麟信安股权结构	7
图表 6: 公司管理层简介及履历背景	8
图表 7: 公司营业收入及同比增速	9
图表 8: 公司归母净利润及同比增速	9
图表 9: 公司销售毛利率变动	9
图表 10: 公司研发费用变动及同比增速	10
图表 11: 我国信创产业市场规模及增速	11
图表 12: 国产软件生态体系	12
图表 13: 国产操作系统市场占比不高	12
图表 14: 2018 年全球服务器操作系统使用份额	13
图表 15: 2020-2022 年上半年中国服务器操作系统装机量(万套)	13
图表 16: 2022 年上半年中国服务器操作系统市场产品结构	14
图表 17: 2020 年我国 LINUX 服务器操作系统收入市场份额	14
图表 18: 2018-2021 年中国信息安全行业收入规模及增长率	16
图表 19: 2014-2023 年中国数据安全市场规模及增长率预测	16
图表 20: 2010-2021 年全球信息安全专利申请人集中度——CR10 (单位: %)	16
图表 21: 截止 2022 年 1 月全球信息安全行业专利申请数量 TOP10 申请人 (单位: 项)	16
图表 22: 2020 年中国信息安全设备市场份额 (单位: %)	17
图表 23: 2016-2021 年大数据安全市场规模及增速(亿元)	17
图表 24: 2017-2023 年中国私有云市场规模及增长率	18
图表 25: 2015-2024 年中国云桌面整体解决方案销售量及增长率	18
图表 26: 瘦终端与胖终端对比表	19
图表 27: 中国瘦客户机和 VDI 云终端市场规模预测	20
图表 28: 2021 年中国瘦客户机市场竞争格局 (单位: %)	20
图表 29: 公司生态圈	21
图表 30: 产品支持多样性设备	23
图表 31: 产品覆盖全场景应用	23
图表 32: 产品具有完整开发工具链	24
图表 33: 开源欧拉社区成员单位	24

1. 国产 IT 软件服务提供商，业绩持续增长

1.1 国产 IT 软件服务提供商

国产 IT 操作系统提供商。公司成立于 2015 年 4 月，主要向国防企事业单位及大型国有企业提供国内专业基础平台软件产品和服务。2019 年 6 月，公司入选 2019 年湖南省移动互联网重点企业名单。公司自成立以来产品如麒麟信安云桌面系统、麒麟信安操作系统与多家企业如联想、华为、中国航天时代等完成了产品兼容互认证，同时中标国家电网、中国人寿保险等多项电子化设备采购项目。公司积极参与开源社区建设，发布了基于 openEuler 22.03 LTS 版本的商业发行版——麒麟信安操作系统 V3.5.1 等多项产品。2022 年 10 月，公司首次发行股票并且在科创板上市。

图表 1：麒麟信安发展历程

时间	事件
2015 年 3 月	麒麟有限公司成立，注册资本为 2,000 万元。
2019 年 12 月	参加华为鲲鹏计算产业生态大会，展示基于飞腾处理器的麒麟信安操作系统以及云桌面系统。
2020 年 3 月	麒麟信安操作系统 V3（欧拉版）正式发布。
2020 年 4 月	麒麟信安操作系统通过华为云(鲲鹏)认证,正式加入华为凌云伙伴计划。
	麒麟信安云桌面一体机助力中国人民银行安全办公。
	麒麟信安顺利完成广州调度省地配一体化电网运行智能系统（二期）项目实施。
2020 年 12 月	成为 openEuler 社区首届理事会成员。
2021 年 8 月	麒麟信安凭借操作系统、云计算业务入围 2021 数字生态信创服务商百强榜。
	麒麟信安操作系统 V3、麒麟信安服务器操作系统 V3、麒麟信安桌面操作系统 V3 与中望软件中望 CAD 2021 Linux 版完成兼容认证，共同打造国产操作系统+CAD 解决方案。
2022 年 6 月	麒麟信安中标国家电网有限公司 2022 年数字化项目第一次设备招标采购项目。
	麒麟信安加入中国首个桌面操作系统根社区 openKylin。
2022 年 10 月	麒麟信安首次公开发行股票并且在科创板上市。
2022 年 11 月	麒麟信安操作系统、麒麟信安操作系统(HCS 版)、麒麟信安操作系统配套服务、麒麟信安操作系统配套服务(HCS 版)正式上架华为云云商店。
2022 年 12 月	公司正式发布麒麟信安 Kiran 桌面环境的 openEuler 发行版—Eulaceura。
	成为 openEuler 社区白金捐赠人，总经理刘文清当选 openEuler 社区委员会常务委员、副主席。

资料来源：公司招股说明书，公司公众号，太平洋证券研究院

深耕操作系统，云计算及信息安全领域。公司主要服务于国防、电力、党政等关键行业客户。2021 年公司主要业务为操作系统、云计算和信息安全服务，占总收入的比例分别为 20.77%/27.16%/49.89%。操作系统方面，公司发布了具有高安全性，高可用性，强实时性，深度定制的麒麟信安操作系统服务器版；具备自研 Kiran 桌面环境，支持主流应用软件等的麒麟信安操作系统桌面版；具备内生安全，供应链可靠；微秒级实时功能的麒麟信安工控操作系统。云计算方面，公司具有麒麟信安云桌面系统，麒麟信安超融合一体机，麒麟信安云平台，麒麟信安云终端等产品；信息安全方面，

公司的主要产品麒麟信安天机存储加密系统可基于商用密码技术实现用户身份鉴别、数据安全存储及数据完整性校验等，构建以商用密码为基础的数据安全防护体系。此外公司还为党政，能源，职教等行业客户提供多种解决方案，以解决客户遇到的多种问题。

图表 2：麒麟信安产品矩阵

产品中心	操作系统	麒麟信安操作系统服务器版	具备高安全性，高可用性，强实时性，深度定制等特点的服务器操作系统。
		麒麟信安操作系统桌面版	具备自研Kiran桌面环境，支持主流应用软件，兼容主流软件开发环境，具有丰富系统工具的桌面版操作系统。
		麒麟信安操作系统工控操作系统	具备内生安全，供应链可靠；微秒级实时功能；MB级系统大小，灵活定制；易于维护等特点的工控操作系统。
	云计算	麒麟信安云桌面系统	具备自主创新，高安全性，高可用性，强兼容性的全国产化应用方案，广泛应用于党政军、能源、教育、医疗等行业以及标准办公、作战指挥、装备管理、训练管理、多网融合等场景。
		麒麟信安超融合一体机	产品具备高性价比，快速部署，技术融合快，安全稳定，自主安全等特点。
		麒麟信安云平台	公司云平台基于图形化web控制台管理配置，支持远程维护云服务器系统，支持云服务器的快照、备份、迁移、克隆等，全面适配各国产软硬件。
信息安全	麒麟信安云终端	产品型号覆盖麒麟信安云终端KYT-XP70；KYT-XP50；KYT-X582；KYT-X570；KYT-X380；KYT-X360；KYT-X140；KYT-R802；KYT-P200。	
	麒麟信安天机存储加密系统	基于国产安全操作系统开发，符合国家商用密码标准，且已通过国家密码管理局商用密码产品测评的数据加密产品。	
解决方案	党政	信创云桌面解决方案	解决Win7停服给党政领域和关键信息基础设施等单位带来的安全隐患。
		安全云办公	构建“云+端”的服务平台，将服务器端资源弹性按需、快速敏捷地为用户交付各种类型业务系统（OA、邮件、ERP等）、各种办公桌面（windows、麒麟操作系统）。
		警务办公解决方案	在智慧警务建设框架指引下围绕监管职能需求构建务实、高效的智慧公安云桌面办公体系，助推警务工作向智能化、移动化、一体化转变，实现解放警力、方便群众、节约资源、提升效率的目标，进一步提升公安机关核心战斗力。
	能源	CenOS透明应用解决方案	采用自主创新的国产操作系统对现有用户网内运行的CentOS进行升级替换，保障提高底层信息安全。
		电力调度解决方案	深度定制全新电力调度安全云工作站解决方案模式，解决电力行业延长距离受限，无法集中管理，采购/使用成本高，安全风险高等问题。
	职教	职业教育云教室解决方案	云教室借助云桌面管理平台轻松应对复杂桌面环境下的各种需求；用户拥有独立桌面；产品投资成本低；能够有效保证系统和数据安全。
		3D应用解决方案	麒麟信安云桌面3D解决方案能够灵活扩容，广泛支持市面主流3D应用类软件，同时适用多场景，能够集中管理加密数据。

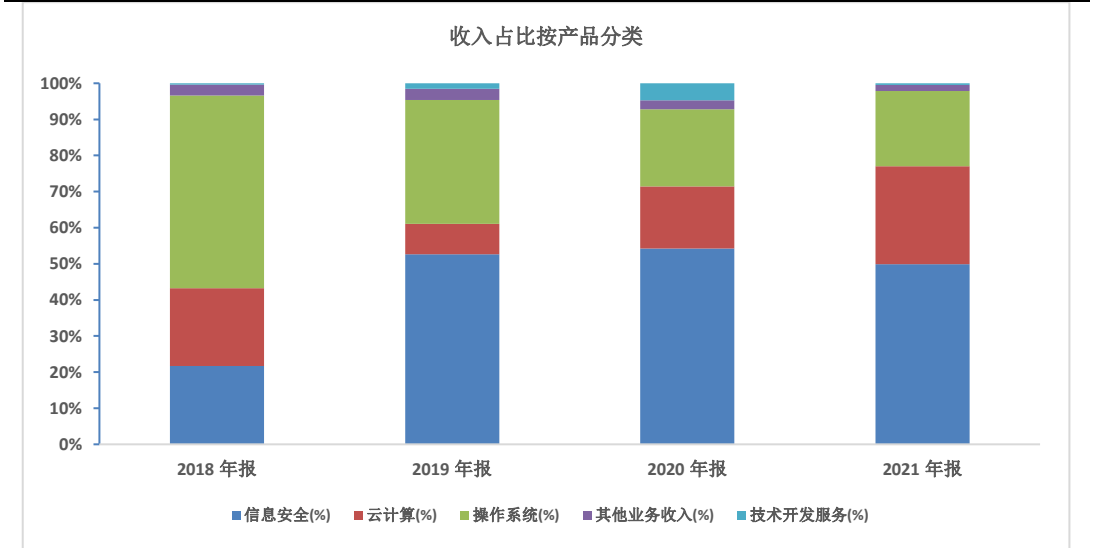
资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

图表 3：公司产品结构图



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

图表 4: 公司业务收入按产品分类占比

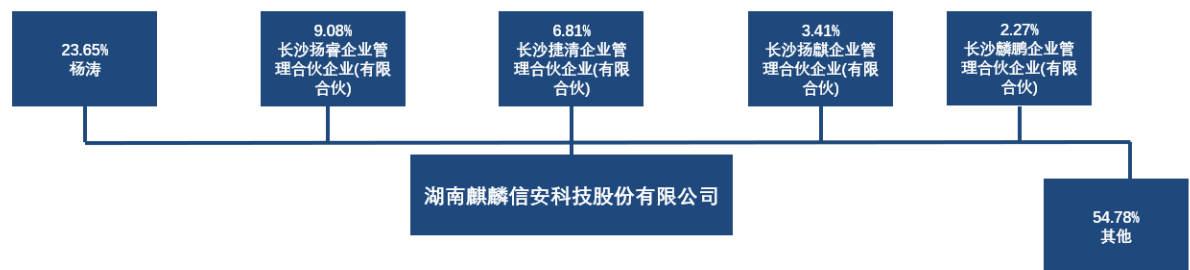


资料来源: 同花顺 iFind, 太平洋证券研究院

1.2 公司股权结构合理，核心团队科班出身

公司股权结构合理。公司实控人为创始人杨涛，持股比例 23.65%。此外，持有公司比例较大的长沙扬睿(持股比例 9.08%)，长沙捷清(持股比例 6.81%)，长沙扬麒(持股比例 3.41%)，长沙麟鹏(持股比例 2.27%)等均为公司的员工持股平台。公司股权结构合理。

图表 5: 麒麟信安股权结构



资料来源: iFind, 太平洋证券研究院

核心团队专业能力较强，履历背景好。公司管理层均具有专业背景，为科班出身。公司董事长兼创始人杨涛先生为国防科技大学计算机专业博士研究生学历；总经理刘文清先生为中国科学院软件研究所计算机应用技术专业博士研究生学历；副总经理任启毕业于北京航空航天大学软件工程专业，为硕士研究生学历；副总经理申锬铠毕业

于湖南师范大学计算数学专业；副总经理陈松政毕业于国防科技大学计算机软件与理论专业，也为硕士研究生学历。上述管理层中杨涛，刘文清，和陈松政先生同时也是公司核心技术成员。科班出身的核心管理团队保证了管理层深刻理解公司业务，能够站在专业的角度制定公司战略，同时也从一定程度上保证了公司的研发能力。除了学历背景，公司管理层同时拥有良好的履历背景。

图表 6：公司管理层简介及履历背景

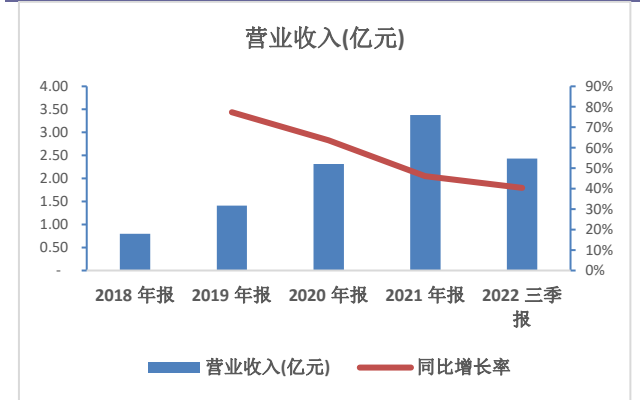
姓名	职务	简介	简历背景
杨涛	董事长	杨涛先生，国防科技大学计算机专业博士研究生学历，高级工程师。	曾任中国人民解放军信息工程大学电子技术学院教员，中国人民解放军海军计算技术研究所工程师、高级工程师，北京华盾信安企业咨询有限公司执行董事，湖南麒麟信息工程有限公司执行董事，湖南麒麟信息技术有限公司执行董事，湖南麒麟信安科技股份有限公司执行董事、董事长，湖湘促进中心理事长，郑州航空工业管理学院客座教授等职位。
刘文清	总经理	刘文清先生，中国科学院软件研究所计算机应用技术专业博士研究生学历。	曾任中国科学院信息安全工程技术研究中心总工程师；中标软件有限公司副总经理（其中 2007 年 9 月至 2009 年 9 月，复旦大学管理学院进修 EMBA）；天津南大通用数据技术股份有限公司副总经理；湖南麒麟信安科技股份有限公司总经理；湖南麒麟信安科技股份有限公司董事；湖湘促进中心副理事长；湖南省鲲鹏生态创新中心副总经理等职位。
任启	副总经理	任启先生，毕业于北京航空航天大学软件工程专业，硕士研究生学历。	曾任北京高新达通科技发展有限公司研发工程师；北京华盾信安企业咨询有限公司项目经理、销售总监；江南信安（北京）科技有限公司副总经理；湖南麒麟信息工程有限公司副总裁；原天津麒麟信息技术有限公司副总裁；湖南麒麟信安科技股份有限公司副总经理；湖南麒麟信安科技股份有限公司董事。
申锟铠	副总经理	申锟铠先生，毕业于湖南师范大学计算数学专业，硕士研究生学历。	曾任北京华盾信安企业咨询有限公司工程师、研发部经理；北京天融信科技有限公司部门经理、产品总监；湖南麒麟信息工程有限公司事业部总经理、公司副总经理；湖南麒麟信安科技股份有限公司副总经理；湖南麒麟信安科技股份有限公司董事。
陈松政	副总经理	陈松政先生，毕业于国防科技大学计算机软件与理论专业，硕士研究生学历。	曾任中国人民解放军海军某部队助理工程师；国防科技大学计算机学院安全可信研究室主任；原天津麒麟信息技术有限公司高级工程师；湖南麒麟信息工程有限公司技术总监；麒麟有限董事；湖南麒麟信安科技股份有限公司副总经理。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

1.3 业绩高速增长，研发费用率高

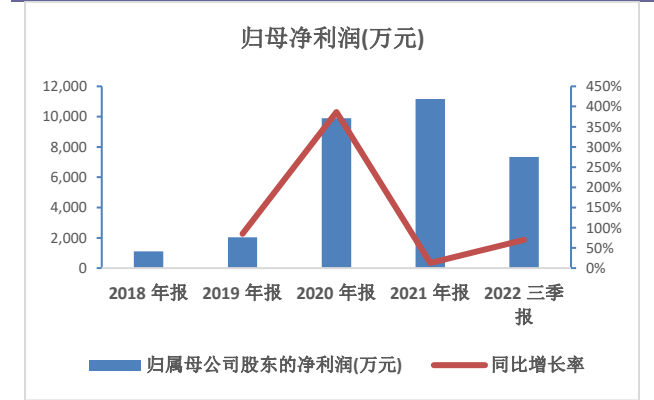
业绩高速增长，销售毛利率较高。公司处于高速增长态势，2021 年公司营收为 3.38 亿元，同比增长 46%；2022 年前三季度营收 2.43 亿元，同比增长 40%。2018-2021 年营收年均复合增长率 61.66%。2021 年公司实现归母净利润 1.12 亿元，同比增长 12.78%；2022 年前三季度归母净利润 7334.52 万元，同比增长 70.05%。2018-2021 年归母净利润年均复合增长率 116.51%。公司毛利率一直较高，2018-2021 年毛利率保持在 70%左右，盈利能力较强。

图表 7：公司营业收入及同比增速



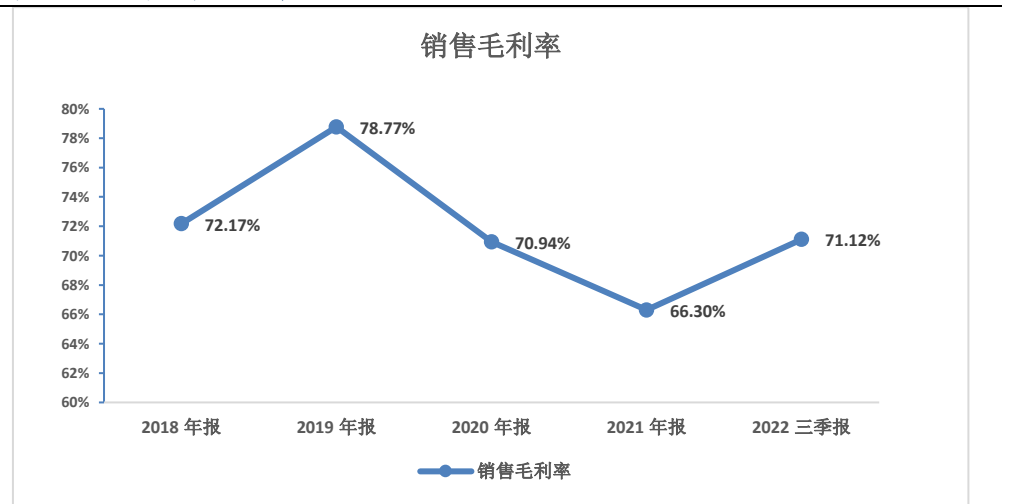
资料来源：同花顺 iFind, 太平洋研究院整理

图表 8：公司归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺 iFind, 太平洋研究院整理

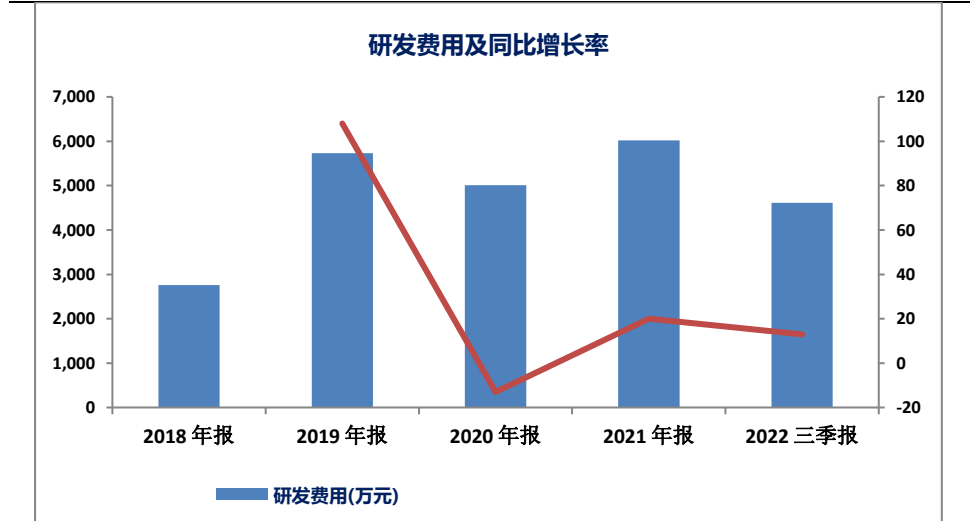
图表 9：公司销售毛利率变动



资料来源：同花顺 iFind, 太平洋证券研究院

公司重视研发，研发费用率较高。2019-2022 年三季报公司的研发费用持续提升，研发费用率分别为 40.56%/21.68%/17.81%/18.94%。公司研发费用率保持在较高水平。人员方面，2019-2021 年公司的研发人员分别为 135/165/212 人，截止 2021 年 12 月 31 日，公司研发人员共 217 人，占员工总数的 42.8%。其中本科学历 173 人，占比 80%；硕士及以上学历共 35 人，占比 16.1%。专利方面，截止 2022 年 10 月，公司拥有发明专利 25 项，软件著作权 167 项，参与承担了 2 项“核高基”课题及 2 项“基础软件项目”国家课题和其他多项省、市级重大科研项目。公司成立以来一直注重研发。

图表 10：公司研发费用变动及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，太平洋证券研究院

2. 信创促使公司迎来发展良机

2.1 政策驱动，信创市场迎来高速发展

数字经济浪潮下，信创产业推进尤为重要。根据《“十四五”数字经济发展规划》，数字经济是继农业经济、工业经济之后的主要经济形态，是以数据资源为关键要素，以现代信息网络为主要载体，以信息通信技术融合应用、全要素数字化转型为重要推动力，促进公平与效率更加统一的新经济形态。在数字经济建设过程中，政策着重强调坚持把创新作为引领发展的第一动力，突出科技自立自强的战略支撑作用，促进数字技术向经济社会和产业发展各领域广泛深入渗透，推进数字技术、应用场景和商业模式融合创新，形成以技术发展促进全要素生产率提升、以领域应用带动技术进步的发展格局。在数字经济发展过程中，信创产业作为科技自立自强的基础产业被着重强调。

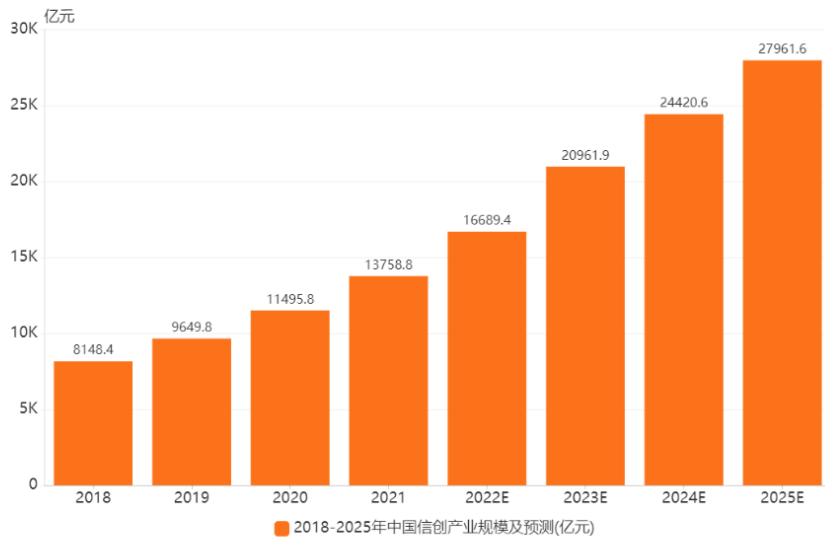
国内外政策频发，政策催化信创产业加速扩张。2022 年下半年以来美国对中国在科技方面持续进行封锁。2022 年 8 月 9 日，美国政府通过《2022 年芯片和科学法案》，其中芯片相关条款为芯片行业提供 527 亿美元的直接补贴以及研发资助，同时提供 25% 的税收抵扣，金额约 240 亿美元；2022 年 8 月 31 日，英伟达公告称其 26 日收到美国政府通知，对公司未来向中国(包括中国香港地区)和俄罗斯公司出口用于人工智能和高性能计算的 GPU A100 和即将推出的 H100 集成电路实施新的许可要求，限制还包括英伟达未来任何峰值性能和芯片对芯片的 I/O 性能均等于或大于 A100 的阈值的产品；2022 年 10 月初，美国 BIS

宣布对向中国出口先进人工智能（AI）和超级计算芯片制造、生产设备以及所需的某些工具实施新限制。此外 2022 年 12 月，美国还将长江存储，寒武纪等 36 家实体列入“黑名单”。在美国持续的科技封锁下，中国政府在政策方面大力支持信创产业。2022 年 10 月，党的第二十次全国代表大会着重强调了科技创新，会议报告指出“必须坚持科技是第一生产力，人才是第一资源，创新是第一动力”，坚持“科技自立自强”，“以国家战略需求为导向，集聚力量进行原则性引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战”。2022 年 12 月的中央经济工作会议再次强调科技政策要聚焦自立自强，要“布局实施一批国家重大科技项目，完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位。提高人才自主培养质量和能力，加快引进高端人才。”政策催化下，信创产业规模不断扩大。

信创产业市场规模较大，增速较快。根据艾媒咨询数据显示，我国信创产业规模自 2018 年以来连续四年上涨，在 2020 年就已突破 1 万亿元。2018-2021 年我国信创产业年均复合增长率约 19.1%。我国信创产业市场规模较大，整体增速较快。

图表 11：我国信创产业市场规模及增速

2018-2025年中国信创产业规模及预测



数据来源：iiMedia Research(艾媒咨询)

资料来源：艾媒咨询，太平洋证券研究院

2.2 操作系统是国产软件生态的重要基石

我国基础软件生态主要包括操作系统，数据库，中间件，其中操作系统是国产软件生态的重要基石。我国基础软件生态中操作系统 Windows、Android 占据全球桌面和移动端 OS 主要领导地位，国产操作系统有 Linux 内核发行版操作系统如麒麟 OS、统信 UOS、麒麟

信安等；数据库方面，Oracle、IBM、微软占据主要市场，国产数据库有如南大通用、武汉达梦、人大金仓、神州通用等；中间件方面 IBM、Oracle 占据主要市场，国产中间件厂商有东方通、宝兰德、普元信息、中创股份等。

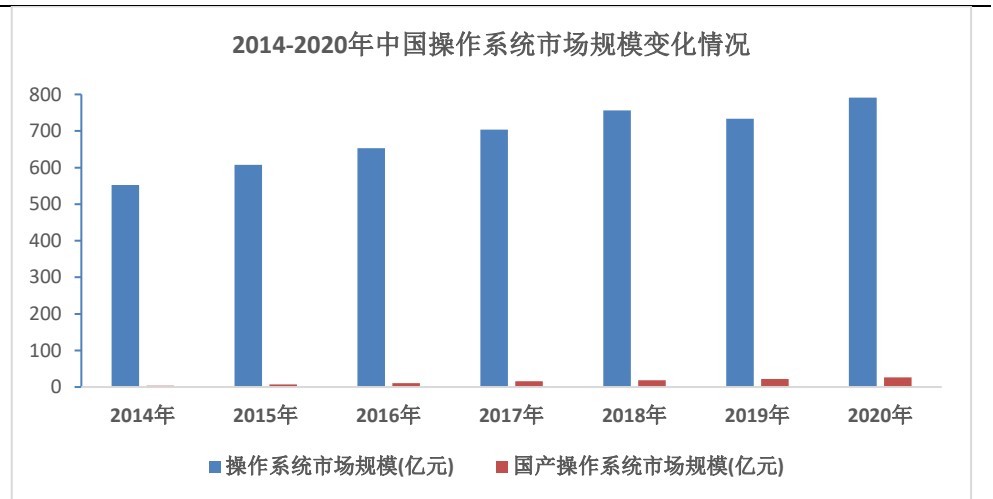
图表 12：国产软件生态体系

基础软件	操作系统	Windows、Android 占据全球桌面和移动端 OS 领先地位。 Linux 内核发行版操作系统，麒麟 OS、统信 UOS、麒麟信安等。
	数据库	Oracle、IBM、微软；国产数据库如南大通用、武汉达梦、人大金仓、神州通用等。
	中间件	IBM、Oracle；国产中间件厂商如东方通、宝兰德、普元信息、中创股份、金蝶天燕等。

资料来源：东西智库，太平洋证券研究院

我国操作系统整体市场规模庞大，国产操作系统增长迅速。目前中国操作系统市场规模较大，截止 2020 年市场规模约 791.1 亿元，2014-2020 年市场规模复合年增长率约 6.16%，整体来看市场规模较大。2020 年国产操作系统的市场规模约 26.68 亿元，2014-2020 年市场规模复合年均增长率为 40.56%，目前占操作系统市场总规模比例不高，但增速较快。

图表 13：国产操作系统市场占比不高

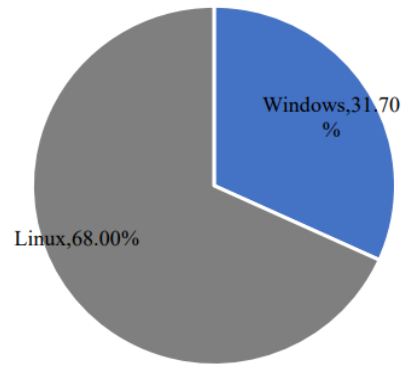


资料来源：华经产业研究院，太平洋证券研究院

全球服务器操作系统市场上 Linux 操作系统占比较高。由于 Linux 开源架构能够更好的建立开源软件生态，同时具有灵活定制，结构层次清晰，运行效率高，运维成本低，安全性高等特点，目前全球服务器操作系统市场上 Linux 操作系统所占份额较高。根据 IDC 在 2018 年的统计数据，全球服务器操作系统市场收入份额中 Linux 操作系统占比约 68%。

图表 14: 2018 年全球服务器操作系统使用份额

2018 年全球服务器操作系统使用份额 (付费+免费)

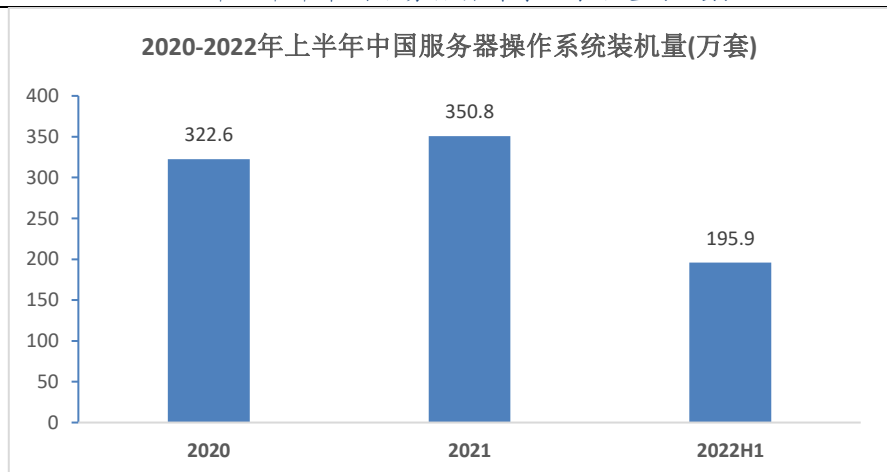


数据来源: IDC

资料来源: IDC, 太平洋证券研究院

中国服务器操作系统装机量逐年增大, Linux 操作系统占比最大。国内来看, 中国服务器操作系统装机量逐年增高。2022 上半年装机量 195.9 万套, 2021 年全年装机量 350.8 万套, 较 2020 年增长 8.74%。产品结构来看, Linux 操作系统占比最大, 产品占比约 79.2%。

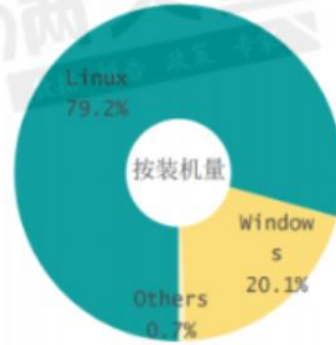
图表 15: 2020-2022 年上半年中国服务器操作系统装机量(万套)



资料来源: 赛迪顾问, 太平洋证券研究院

图表 16: 2022 年上半年中国服务器操作系统市场产品结构

图 3 2022 年上半年中国服务器操作系统市场产品结构

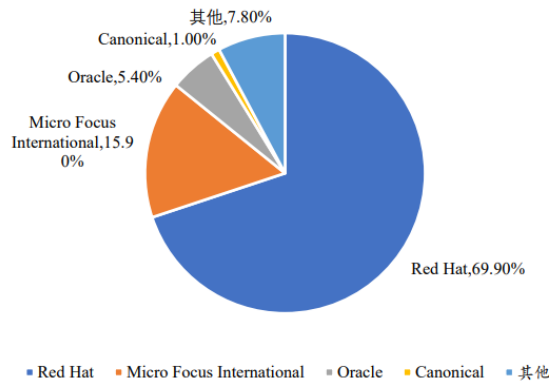


资料来源: 赛迪顾问, 太平洋证券研究院

竞争格局来看我国 Linux 服务器操作系统收入份额中海外服务器占比最大。目前在传统 PC 桌面操作系统领域 Windows 桌面操作系统在国内市场占有主导地位。服务器领域 Linux 在服务器操作系统领域占有较高市场份额。目前我国操作系统主要基于 Linux 等开源软件来发展, 国产服务器操作系统对标 RedHat OS 研发, 国产桌面操作系统对标 Windows 系统研发。竞争格局来看, 根据 Gartner 2020 年发布的全球软件市场收入分析报告, 中国 Linux 服务器操作系统 Red Hat (RHEL) 市场收入份额为 69.9%, Micro Focus International (SUSE) 市场收入份额为 15.90%, Oracle 市场收入份额为 5.4%, Canonical (Ubuntu) 市场收入份额为 1%, 其他品牌市场份额为 7.8%。综合来看海外服务器操作系统占据绝大部分市场份额。

图表 17: 2020 年我国 Linux 服务器操作系统收入市场份额

2020 年我国 Linux 服务器操作系统收入市场份额



数据来源: Gartner 全球软件市场收入分析报告

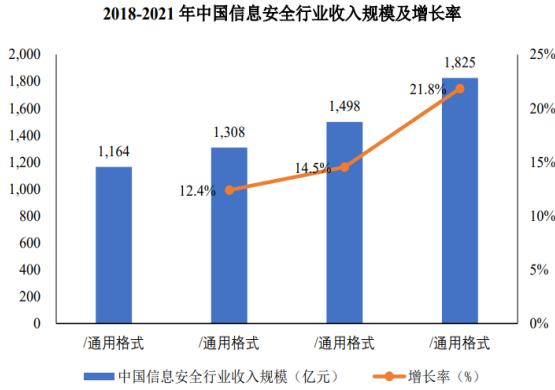
资料来源: IDC, Gartner 全球软件市场收入分析报告, 太平洋证券研究院

2.3 数据安全储存需求受益政策刺激

我国数据安全储存需求受政策刺激。政府在信息安全，数据安全，以及密码方面均颁布了相应的支持政策。2019 年国家颁布实施等保 2.0 政策，第三级和第四级安全要求明确需采用密码技术保证重要数据在存储过程中的保密性。2021 年《国务院办公厅关于印发全国一体化政务服务平台移动端建设指南的通知》强调“加强数据安全，强化用户隐私保护，严格规范用户信息采集，保障用户知情权、选择权和隐私权。”2022 年，中共中央国务院颁布《关于加快建设全国统一大市场的意见》，意见指出应“加快培育数据要素市场，建立健全数据安全、权利保护、跨境传输管理、交易流通、开放共享、安全认证等基础制度和标准规范，深入开展数据资源调查，推动数据资源开发利用。”国务院《关于落实政府工作报告重点工作分工的意见》中指出，应“强化网络安全，数据安全和个人信息保护”。除上述各项法规外，政府还颁布了《网络安全法》《数据安全法》《关键信息基础设施安全保护条例》《个人信息保护法》等法律法规，从基础制度、基础法律层面对信息安全的重要性及保护方式进行规定。我国数据安全储存需求目前深度受益政策支持。

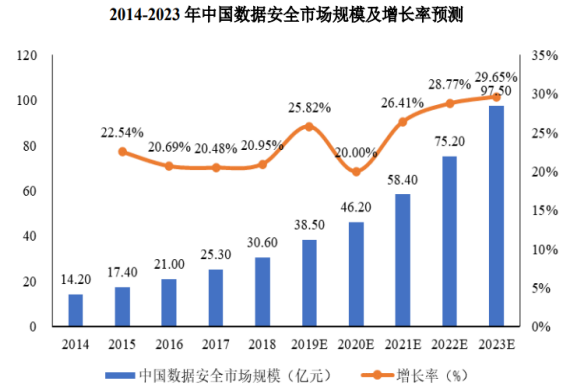
市场规模来看，国内数据安全产业市场规模较大，增速较快。根据 IDC 数据，截止 2019 年全球信息安全行业市场规模约 1092 亿美元，同比增长 13.4%。国内信息安全市场方面，我国信息安全市场保持了较高的营业收入规模及增速。2018 年收入规模为 1,164 亿元，2021 年收入规模增长至 1,825 亿元，复合增长率达到 16.17%。其中，数据安全是信息安全的重要组成部分。根据头豹研究院数据统计，我国数据安全市场规模呈现逐年增长的趋势，增长率保持在 20% 以上。2014 年中国数据安全行业市场规模仅为 14.20 亿元，到 2018 年增长到 30.60 亿元，预计到 2023 年中国数据安全行业市场规模将达到 97.5 亿元，2014-2023 年复合增长率将达到 23.87%。总体来看，公司信息安全与数据安全业务所处市场空间规模较大，增速较快。

图表 18: 2018-2021 年中国信息安全行业收入规模及增长率



资料来源: 工信部, 头豹研究院, 太平洋证券研究院

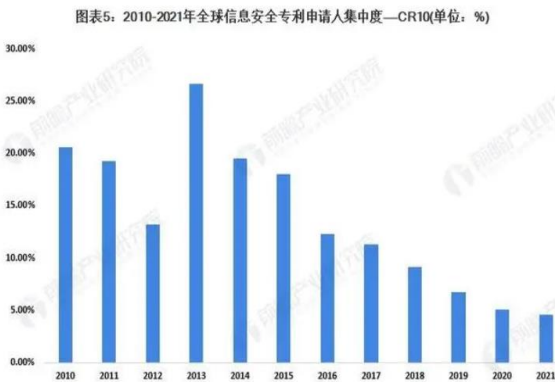
图表 19: 2014-2023 年中国数据安全市场规模及增长率预测



资料来源: 工信部, 头豹研究院, 太平洋证券研究院

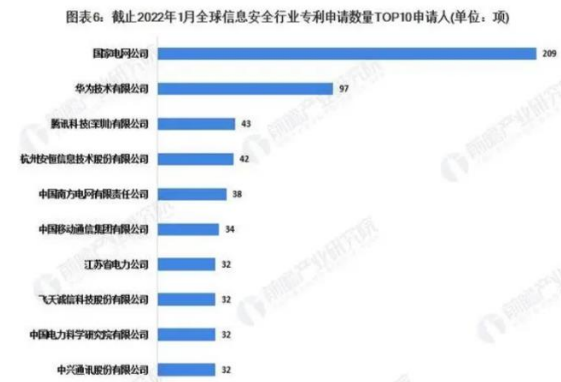
信息安全产业市场集中度逐年降低, 参与者逐年增加。信息安全行业市场竞争格局呈现集中度逐渐降低的态势。在信息安全领域从专利申请数量来看, 信息安全行业领域较为优秀的企业主要有国家电网, 华为, 腾讯, 安恒信息等公司。近年来随着行业的发展, 市场上参与者不断增多, 集中度逐渐降低。尽管市场集中度在逐渐降低, 截止 2020 年中国信息安全设备市场上的主要参与者依旧不多, 主要参与者有深信服, 奇安信, 新华三等, 目前尚未出现能够基本垄断市场的龙头公司。公司业务在信息安全领域所占的市场份额目前依旧不大。

图表 20: 2010-2021 年全球信息安全专利申请人集中度——CR10 (单位: %)



资料来源: 前瞻产业研究院, 太平洋证券研究院

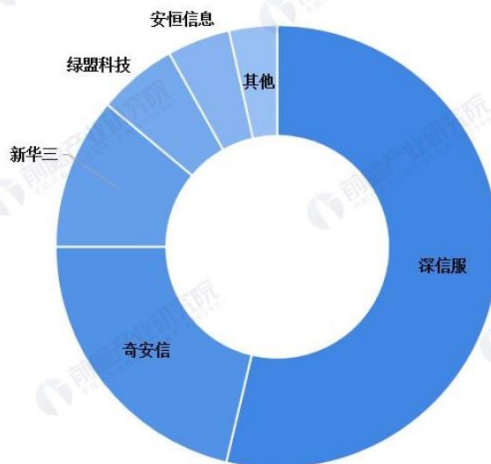
图表 21: 截止 2022 年 1 月全球信息安全行业专利申请数量 TOP10 申请人 (单



资料来源: 前瞻产业研究院, 太平洋证券研究院

图表 22: 2020 年中国信息安全设备市场份额 (单位: %)

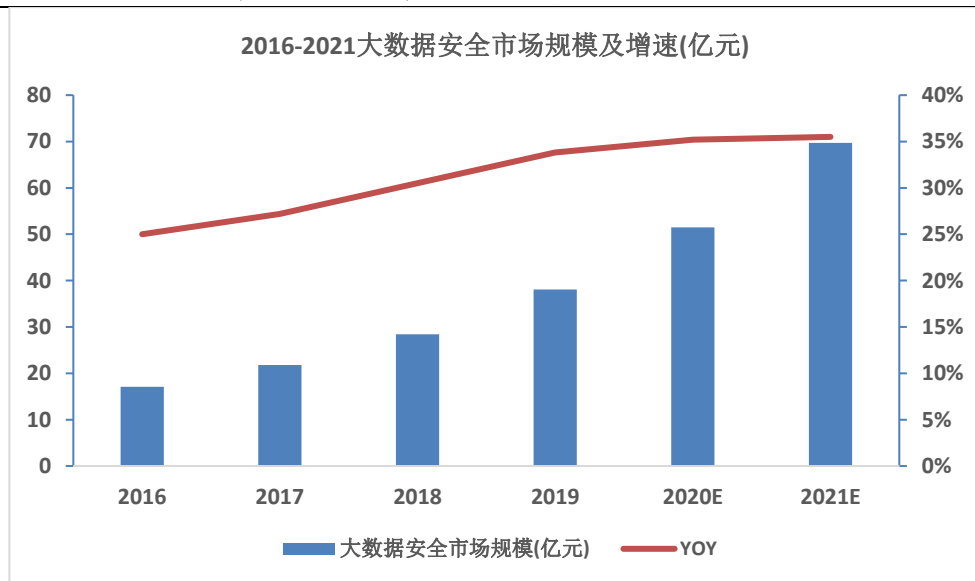
图表 4: 2020 年中国信息安全设备市场份额(单位: %)



资料来源: IDC, 前瞻产业研究院, 太平洋证券研究院

我国数据安全市场规模较大, 同比增速较快。数据安全是信息安全的重要组成部分。从数据安全市场规模来看, 根据赛迪咨询预计 2021 年我国大数据安全市场规模约 69.7 亿, 同比增长 35.5%。2016-2019 年年均复合增长率约 30.61%。我国大数据安全市场总体来看规模较大, 市场增速较快。

图表 23: 2016-2021 年大数据安全市场规模及增速(亿元)



资料来源: 赛迪咨询, 太平洋证券研究院

2.4 瘦终端：桌面端云计算发展方向

云计算行业整体市场扩张迅速，市场空间较大，公司业务相关云桌面市场持续增长。根据美国国家标准与技术研究院（NIST）对云计算的定义，云计算可以实现随时随地、便捷地、按需应变地从可配置计算资源共享池中获取所需的资源（例如网络、服务器、存储、应用及服务），资源能够快速供应并释放，使管理资源的工作量与服务提供商的交互减小到最低限度。按云计算的部署方式分类，云计算可分为公有云、私有云及混合云三类。云计算是新型基础设施的核心环节，也是各种新技术的底座。市场规模方面，2021年我国云计算整体市场规模达到3229亿元，同比增长54.42%。2021年我国私有云市场达到1048亿元，同比增长28.75%。根据信通院预测，预计未来几年我国私有云市场将保持稳定增长，到2023年私有云市场规模将达到1446.8亿元。云桌面业务方面，2015年中国云桌面整体解决方案仅91.90万个，在云计算服务成为新型信息技术基础设施的发展背景下，云计算相关基础设施市场整体提升，2019年中国云桌面整体解决方案销售数量增长至190.50万个，2015至2019年的复合增长率为19.99%。预计2024年中国云桌面整体解决方案销售数量将达到346万个。从整体来看，公司云计算业务的市场空间较大，增速相对较快。

图表 24：2017-2023 年中国私有云市场规模及增长率



资料来源：公司招股说明书，太平洋研究院整理

图表 25：2015-2024 年中国云桌面整体解决方案销售量及增长率



资料来源：公司招股说明书，太平洋研究院整理

云计算时代催生胖终端及瘦终端。云计算时代的到来催生了多种替代传统 PC 办公的终端设备如胖终端，及瘦终端。胖终端及瘦终端一般均采用 X86 架构，瘦终端仅在本地部署操作系统，而应用程序，储存等部署在远端服务器群；胖终端将操作系统，应用程序，数据存储部署在本地，而应用服务和存储数据部署在远端服务器。

图表 26：瘦终端与胖终端对比表

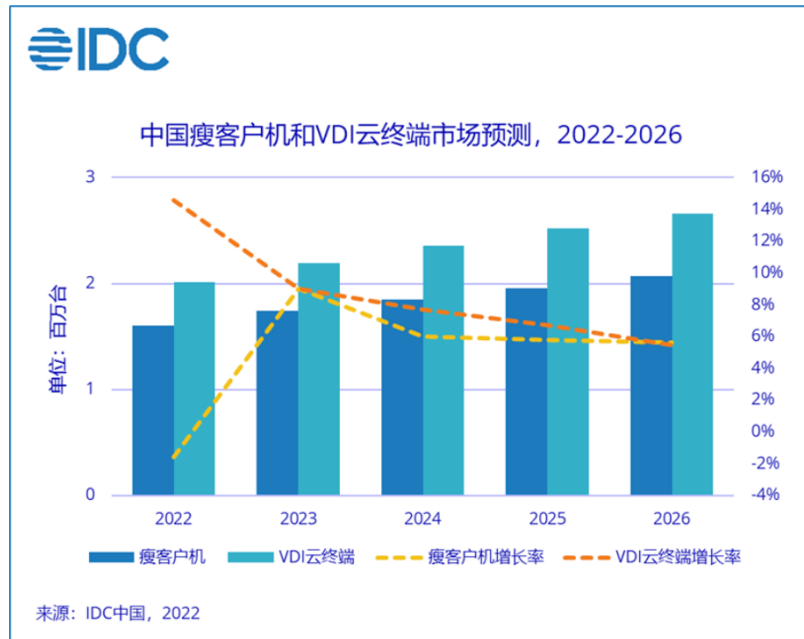
对比维度	瘦终端	胖终端
应用部署与架构	本地仅部署操作系统，远端服务器群部署应用程序，储存等。	操作系统，应用程序，数据存储部署在本地，远端服务器部署应用服务和存储数据。
应用部署的灵活性	本地硬件要求低，只能基于特定操作系统，通过网络运行特定应用程序，对应用程序有特定要求。	对硬件要求高，适用各种灵活软件环境，运行效果好。
用户管理	无法完成本地应用安装，系统采用集中管理，软件升级/安全应用配置与访问在服务器完成。	用户自由度比较大，无法做到桌面设备零管理。
安全性	1.本地无需保存数据，安全性较高，设备故障不造成业务数据丢失。 2.设备无硬盘等本地存储操作，防病毒能力强。	1.本地保存数据，安全性较低，设备故障易造成业务数据丢失。 2.防病毒能力弱。
管理与维护	运维成本低	场景灵活，应用软件安装量大，运维成本高。
功耗	5-15W	100-150W

资料来源：蒋翊生《瘦终端的应用和比较》，太平洋证券研究院

瘦终端是桌面端云计算未来的发展方向。由于具有开发难度低，产品使用简单，运维成本低等特点，基础设施，开发平台，应用软件的云化已成为未来发展方向。随着网络带宽逐渐提升，后端服务器硬件算力不断加强以及云桌面协议的改进，云桌面已逐渐代替传统 PC 终端并在国防，电力，政务等多领域拓展。终端设备选择上，瘦终端应用部署灵活性高，本地数据安全性强，运维成本低等特点尤为突出，成为云桌面未来发展趋势。

国内瘦终端客户机市场出货量稳定增长，主要参与者为国内大厂。据 IDC 最新发布的《2022 年第二季度中国瘦客户机市场跟踪报告》，2022 年上半年中国瘦客户机市场出货量 70.3 万台，同比增长 5.5%；据 IDC 同时发布的《2022 年上半年中国桌面云终端市场跟踪报告》，应用 VDI 解决方案的云终端出货量为 77.1 万台，同比增长 17.2%。IDC 预计至 2026 年中国瘦客户机市场规模将超过 206 万台，五年复合增长率 6.6%；应用 VDI 解决方案的云终端市场规模突破 265 万台，五年复合增长率 7.2%。我国瘦终端客户机市场上前五名为升腾、华为、H3C、国光和实达，合计市场份额达到 80%，升腾实力强劲，连续多年在中国和亚太区市场夺冠，市场份额超过 50%。

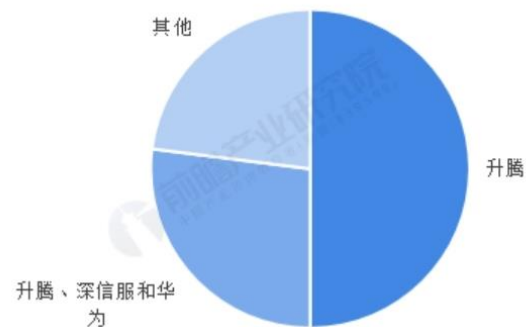
图表 27: 中国瘦客户机和 VDI 云终端市场规模预测



资料来源: IDC 中国, 太平洋证券研究院

图表 28: 2021 年中国瘦客户机市场竞争格局 (单位: %)

图表 4: 2021 年中国瘦客户机市场竞争格局 (单位: %)



资料来源: IDC 前瞻产业研究院

@前瞻经济学人 APP

资料来源: IDC, 前瞻产业研究院, 太平洋证券研究院

3. 研发驱动的开源欧拉生态建设者

3.1 持续进行研发方面的投入

公司持续进行研发方面的投入。公司业务所处行业属于技术密集型行业，为了满足行业客户日益增长的需求，维持产品竞争力，公司近年来不断加大对操作系统、信息安全、云计算领域研发的投入，促进相关产品的更新升级，研发费用保持较高水平。此外在高研发投入下，公司在长沙，西安分别设立了研发中心，负责公司的产品研发及管理工作。专利方面，截止 2022 年 10 月公司已有发明专利 25 项，软件著作权 167 项，参与承担了 2 项“核高基”课题及 2 项“基础软件项目”国家课题和其他多项省、市级重大科研项目。研发方面持续的投入驱动了公司产品的更新。

3.2 深耕电力、国防行业

深耕行业，公司在电力和国防领域有较深的行业理解。电力领域，早在 2011 年公司就针对电力领域操作系统安全可靠运行需求，专门组建了研发团队进行技术攻关。麒麟信安操作系统是较早应用于国家电网及南方电网调度系统的国产操作系统，经过十余年实际应用部署，在电网需求引领下，麒麟信安操作系统不断迭代演进，从系统漏洞挖掘、证书体系建设、内核安全可靠、应用安全监控等多维度发力，目前已成为电力行业主流国产操作系统。国防领域，公司承建了众多国防单位信息化建设项目，并承担了多项国防单位委托的型号装备配套任务和技术预研项目。公司已建立起一支能快速理解并高效响应国防单位多样化需求的专业队伍。公司操作系统、云计算产品、信息安全产品已在安全办公、教育培训、指挥训练、列装设备等国防领域广泛应用部署。

深刻的行业理解使公司建立了良好的产品生态。多年的行业积累也使公司建立了良好的生态。目前公司已经与 60 多家企业建立了生态合作，具体领域包括操作系统，芯片，服务器，云终端，存储，数据库，办公套件，中间件等。产品生态的建设为公司筑起了行业护城河。

图表 29：公司生态圈

操作系统	麒麟信安，麒麟软件，统信软件，中科方德，普华，深度科技，万里红等
芯片	Kunpeng, 飞腾，龙芯，兆芯，申威，海光，北大众志，瑞芯微电子等
服务器	HUAWEI，浪潮，宝德，清华同方，中兴，Lenovo，航天七心，H3C，百信，中科曙光，长城银河等
云终端	龙威中科，长城等
存储	HUAWEI，浪潮，鲸鲨，同有，宏杉科技，Lenovo，中科曙光，鼎甲科

	技等
数据库	达梦数据库, 瀚商软件, 优炫软件, 人大金仓, GBASE, 神州通用等
办公套件	WPS, 永中软件
中间件	金蝶天燕, TongTech, 中创中间件等
流版签	福昕软件等
移动手写终端	汉王
信息安全	实进智, 爱数, 鼎普, 中孚信息, 普世科技, 安天, 江民科技, 瑞星, 卫士通, 北信融, 天融信, 360, 启明星辰等
OA 办公系统	致远互联, 中宏立达, 万户网络, 慧点科技, 泛微网络等

资料来源: 公司官网, 太平洋证券研究院

3.3 华为开源合作伙伴, 开源欧拉生态建设者

生态建设对于操作系统产业发展至关重要。由于操作系统与底层硬件设施, 中间层开发体系, 上层应用等紧密相连存在产品适配问题, 对于操作系统产业而言构建生态显得尤为重要。当操作系统产业规模突破临界点, 用户会随着应用程序的增多而逐渐加入, 应用程序开发商也会因为用户基础而投入更多资源进行与操作系统的适配, 从而形成良性循环。操作系统产业适配的临界点目前在百万级别, 即操作系统厂商能够完成的生态适配能够突破 100 万左右。国产操作系统目前已经由完全自研, 基于海外自研, 逐渐发展成为自主开源社区。

开源软件生态具有很大灵活性, 同时能够节省软件购买成本。公司的 Linux 操作系统是基于 Linux 开源编程架构建立的架构, 其代码是开放的, 具有很高的灵活性。开源架构能够有效提高业务敏捷性, 降低企业业务风险。业务敏捷是指企业能够对市场需求做出快速响应, 而不是简单的敏捷开发。开放资源能够帮助开发者和商人加快软件开发速度, 同时开源技术为企业和开发者提供了加快软件开发速度的途径。成本方面, 开源操作系统能够选择现成的应用模块, 搭建自己需要的应用。

公司的 Linux 开源架构能够帮助公司进行良好的软件生态建设。经过多年的研发及行业实践, 公司基于开源 Linux 技术打造出以安全为特色的国产操作系统发行版, 实现了对 Intel、AMD 等国际商用 CPU 及鲲鹏、飞腾、龙芯、兆芯、海光、申威等国产自主 CPU 的支持, 是国内首批通过公安部信息安全产品检测中心等级保护第四级认证的安全操作系统, 截至目前已连续 7 次通过公安部计算机信息系统安全产品质量监督检测中心等部门的严格评审, 这也是国内自主操作系统当前所达到的最高安全等级。公司安全操作系统的技术能力和应用规模已得到市场充分验证。在 Linux 开源架构的支持下, 公司能够进行有效的操作系统软件生态建设, 形成属于自己的产品壁垒, 从而在市场上占据更高的市场份额。

华为基于 Linux 内核构建开源欧拉生态，公司积极参与开源欧拉生态建设。在生态系统构建对于操作系统产业发展日益重要的今天，华为分别成立了开源鸿蒙和开源欧拉操作系统。其中，开源欧拉生态主要用于服务器级别的基础设施支持以及复杂计算领域的嵌入式开发；开源鸿蒙生态主要偏重于智能，互联网和工业终端设备。目前开源欧拉生态的合作伙伴中战略捐赠人主要包括华为；白金捐赠人包括麒麟信安，麒麟软件，统信软件等；黄金捐赠人主要包括润和软件，软通动力，天翼云等；此外其他公司如 turbolinux, Phytium, ISCAS 等，华为欧拉生态建设良好。公司的开源欧拉能够支持多样性设备如 ARM, X86, RISC-V, SW-64, LoongArch 等主流计算架构；同时操作系统覆盖云原生，大数据，CDN, MEC, 工业控制等全场景应用；公司具有完整的开发工具链，能够基于欧拉 DevKit 进行系统构建和部署，基于欧拉 SDK 进行应用全场景开发。公司是 openEuler 社区理事单位，是首批 openEuler 商业发行版厂商。公司在开源欧拉操作系统方面的积极建设使其操作系统业务能够在未来获得更大的发展空间。

图表 30：产品支持多样性设备



资料来源：OpenEuler 开源社区官网，太平洋证券研究院

图表 31：产品覆盖全场景应用



资料来源: OpenEuler 开源社区官网, 太平洋证券研究院

图表 32: 产品具有完整开发工具链



资料来源: OpenEuler 开源社区官网, 太平洋证券研究院

图表 33: 开源欧拉社区成员单位

战略捐赠人	HUAWEI
白金捐赠人	麒麟信安, 麒麟软件, 统信软件
黄金捐赠人	FUSION, 润和软件, 软通动力, 天翼云, 中国联通, 联通数科, 中国移动
白银捐赠人	H3C, turbolinux
青铜捐赠人	BES, Phytium
学术机构和 非营利组织	ISCAS

资料来源: OpenEuler 开源社区官网, 太平洋证券研究院

4. 投资建议

公司在多个行业内深耕多年, 目前已经在操作系统, 服务器, 芯片, 云终端等产品方面建立了良好的产品生态, 产品具有一定的先发优势, 未来在研发驱动下公司产品有望获得更大市场。操作系统业务方面, 公司积极参与华为开源欧拉生态建设; 云计算业务方面, 瘦终端是未来发展方向, 公司紧跟云计算发展趋势。在国产化浪潮的持续推进下, 公司业务有望高增。预计 2022-2024 年公司的 EPS 分别为 2.41/3.02/3.79 元, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

- (1) 公司操作系统及云计算业务落地不及预期;
- (2) 信创进展不及预期;
- (3) 行业竞争加剧。

资产负债表	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	54.14	130.00	237.63	369.06
应收票据及账款	149.33	166.87	218.77	287.05
预付账款	4.63	7.38	9.68	12.70
其他应收款	1.56	3.59	4.70	6.17
存货	66.25	106.88	137.02	178.23
其他流动资产	182.19	185.28	186.61	188.36
流动资产总计	458.10	599.99	794.41	1041.56
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	39.87	38.74	37.61	36.48
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.62	0.52	0.42	0.31
长期待摊费用	1.31	5.65	4.00	4.00
其他非流动资产	1.63	1.63	1.63	1.63
非流动资产合计	43.43	46.54	43.66	42.42
资产总计	501.53	646.53	838.06	1083.98
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	22.70	26.96	34.56	44.95
其他流动负债	85.14	103.55	134.26	175.41
流动负债合计	107.84	130.51	168.81	220.35
长期借款	29.09	23.83	17.23	11.12
其他非流动负债	4.52	4.52	4.52	4.52
非流动负债合计	33.61	28.35	21.75	15.64
负债合计	141.45	158.86	190.56	236.00
股本	39.63	39.63	39.63	39.63
资本公积	121.93	121.93	121.93	121.93
留存收益	198.51	326.11	485.94	686.42
归属母公司权益	360.07	487.68	647.50	847.98
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	360.07	487.68	647.50	847.98
负债和股东权益合计	501.53	646.53	838.06	1083.98

利润表	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	338.00	400.36	524.88	688.71
营业成本	113.90	140.55	180.19	234.37
税金及附加	3.63	4.00	5.25	6.89
销售费用	47.71	56.05	76.11	99.86
管理费用	25.58	30.03	37.79	51.65
研发费用	60.19	72.06	91.85	118.46
财务费用	4.17	0.96	0.35	-0.37
资产减值损失	-0.91	-1.06	-1.39	-1.82
信用减值损失	-5.31	-3.91	-5.13	-6.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	6.75	6.81	7.00	8.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.03	-0.01	-0.01	-0.01
其他收益	34.70	35.13	35.13	35.13
营业利润	118.01	133.66	168.94	212.42
营业外收入	2.03	3.65	2.00	2.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	120.04	137.31	170.94	214.42
所得税	8.49	9.71	11.11	13.94
净利润	111.55	127.60	159.83	200.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	111.55	127.60	159.83	200.48
EBITDA	134.99	145.16	182.18	223.28
NOPLAT	113.57	125.12	158.30	198.27
EPS(元)	2.11	2.41	3.02	3.79

主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				

现金流量表	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	111.55	85.25	118.58	158.30
折旧与摊销	10.77	6.89	10.89	9.23
财务费用	4.17	0.96	0.35	-0.37
投资损失	-6.75	-6.81	-7.00	-8.00
营运资金变动	-101.87	-43.36	-48.48	-64.18
其他经营现金流	5.52	45.59	44.13	45.13
经营性现金净流量	23.39	88.51	118.46	140.11
资本支出	11.05	10.00	8.00	8.00
长期投资	48.75	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	5.92	3.58	4.12	5.06
投资性现金净流量	43.61	-6.42	-3.88	-2.94
短期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	29.09	-5.26	-6.60	-6.10
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-13.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-55.96	-0.96	-0.35	0.37
筹资性现金净流量	-50.26	-6.22	-6.95	-5.73
现金流量净额	16.74	75.86	107.63	131.43

营收增长率	46.17%	18.45%	31.10%	31.21%
营业利润增长率	16.89%	13.27%	26.40%	25.74%
EBIT 增长率	19.79%	11.32%	23.88%	24.96%
EBITDA 增长率	25.71%	7.54%	25.50%	22.56%
归母净利润增长率	12.78%	14.39%	25.26%	25.44%
经营现金流增长率	-80.38%	278.37%	33.84%	18.27%
盈利能力				
毛利率	66.30%	64.89%	65.67%	65.97%
净利率	33.00%	31.87%	30.45%	29.11%
营业利润率	34.91%	33.39%	32.19%	30.84%
ROE	30.98%	26.17%	24.68%	23.64%
ROA	22.24%	19.74%	19.07%	18.49%
ROIC	-255.74%	66.61%	65.81%	66.40%
估值倍数				
P/E	101.53	88.75	70.86	56.49
P/S	33.51	28.29	21.58	16.44
P/B	31.45	23.22	17.49	13.36
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBIT	89.79	80.12	64.08	50.71
EV/EBITDA	82.62	76.32	60.25	48.62
EV/NOPLAT	98.20	88.54	69.34	54.75

资料来源: iFind, 太平洋证券
注: 单位为百万元。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。