

资产管理业研究专题

股权投资市场数据概览及趋势展望

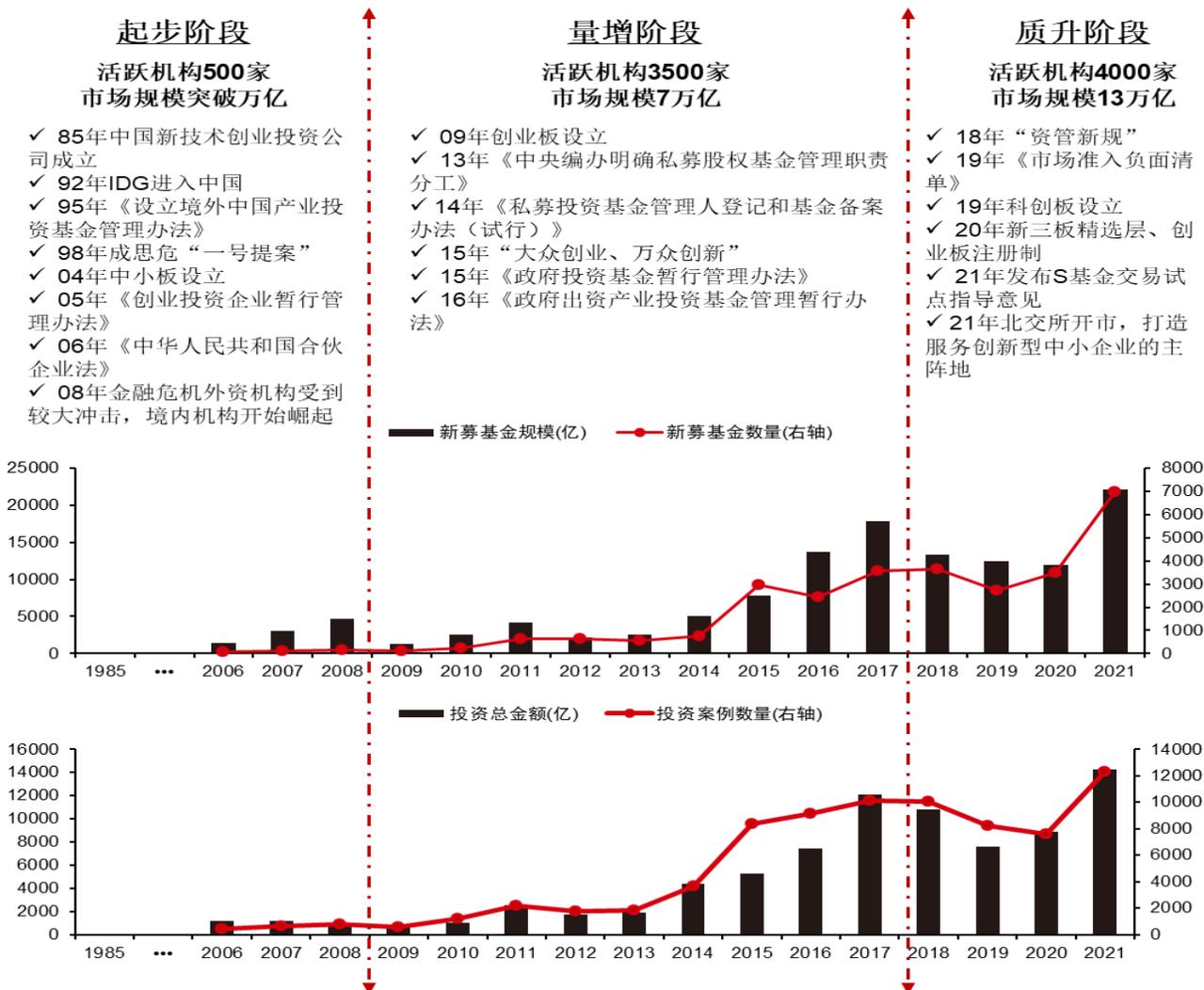
赵文荣、刘笑天、汤可欣、王博隆

中信证券研究部 量化与配置大组

2022年7月28日

一、创新时代的股权市场格局

中国股权投资市场三十年历程、三大发展阶段



资料来源：财政部，发改委，商务部，外管局，证监会，基金业协会，深交所，上交所，清科研究中心，中信证券研究部

- 在“质升阶段”，中国股权投资市场成为促进新旧动能转换的“发动机”、推动经济结构优化的“助推器”、优化资源配置的“催化剂”和服务实体经济发展的“生力军”。
- 2018年“资管新规”落地，金融去杠杆的大背景下，影子银行信用收缩，股权投资市场也结束了非理性繁荣，募资规模、投资金额出现回调。随着19年科创板设立、20年创业板注册制改革的完成、21年北京交所开市，IPO退出方式迎来重大利好。
- 在“质升阶段”，管理人的投资能力、风险控制、投后管理变得愈发重要，随着尾部机构的逐步出清，头部机构的规模效应日益凸显。截至2021年底，私募证券、创业投资基金管理人约1.5万家，其中活跃机构约4000家，产品数量约4.5万只，资本资产规模超13万亿。

中国股权投资市场正从“量的增长”走向“质的提升”

投资方向

- 新增投资额的9成以上将投向硬科技、高端制造、大健康、新能源与新消费领域

投资风格

- 投稳、投早、投未来，将成为投资主旋律

资金来源

- LP的长线资金占比将逐步提升，政府引导资金和险资是重要的增长点

机构格局

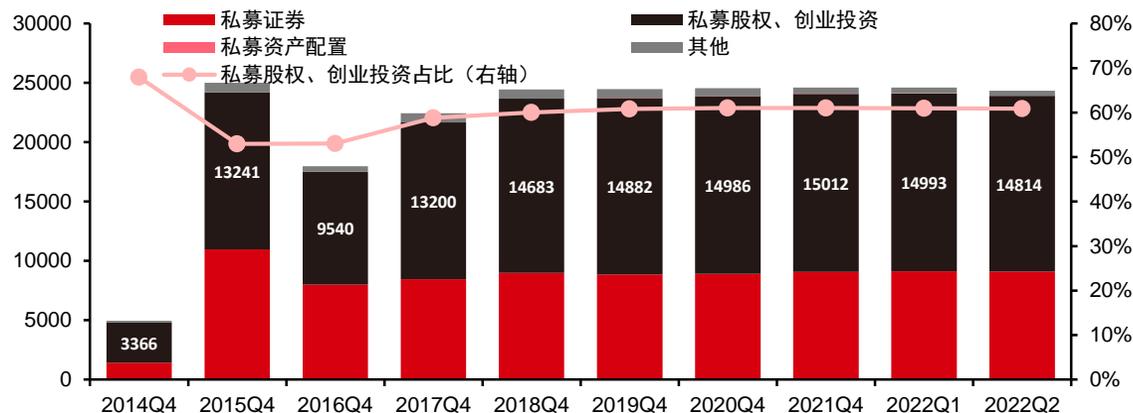
- 投资机构的优胜劣汰仍将持续，头部化格局强化，市场生态将不断净化

中介参与

- 专业化的中介服务，将成为市场发展的重要推动力

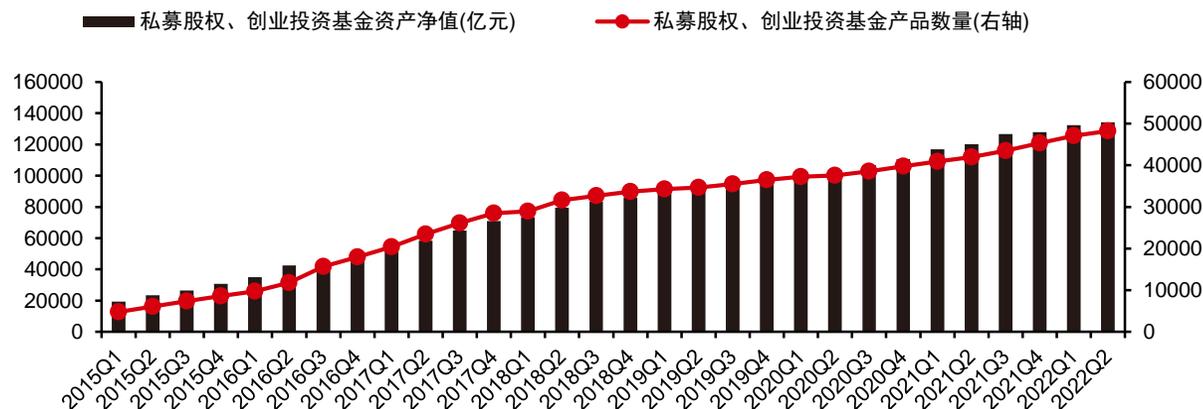
行业规模：7年管理规模增6倍，产品数量涨9倍

中国私募基金行业管理人数量统计



资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部

中国股权投资市场的产品数量、管理规模统计



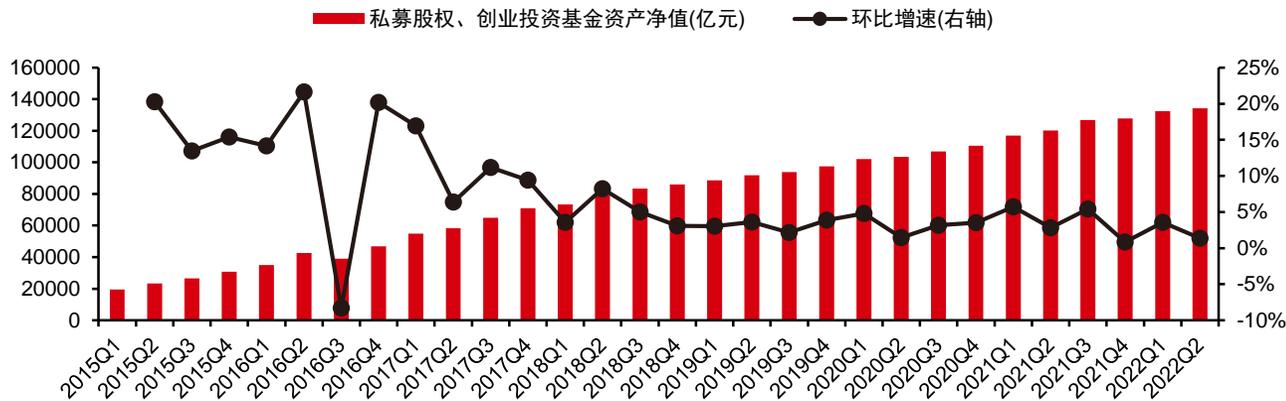
资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部

- 截至2022年2季度末，私募基金行业的管理人数量合计24330家，其中私募股权、创业投资基金管理人14814家，在全部私募管理人中占比60.9%。

- 截至2022年2季度末，私募股权、创业投资基金约4.8万只，同比增长15%；管理规模13.4万亿，同比增长11.6%。

管理规模稳步增长，管理人结构趋于集中

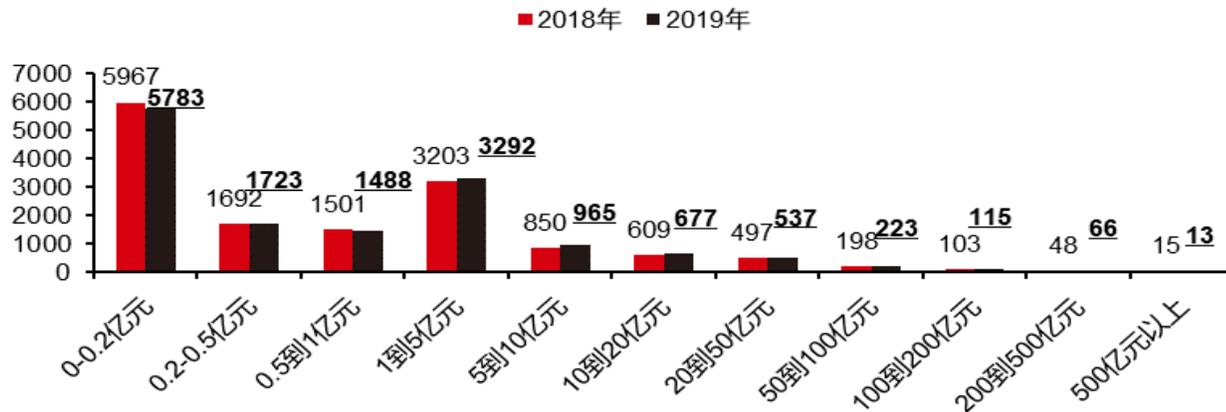
中国股权投资市场的管理规模增速情况



资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部

- 2018年以来股权投资市场管理规模平稳增长。19、20、21年、22H1规模同比增速分别为13.3%、13.5%、15.6%、11.6%。

各个管理规模区间内的管理人数量对比



资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部

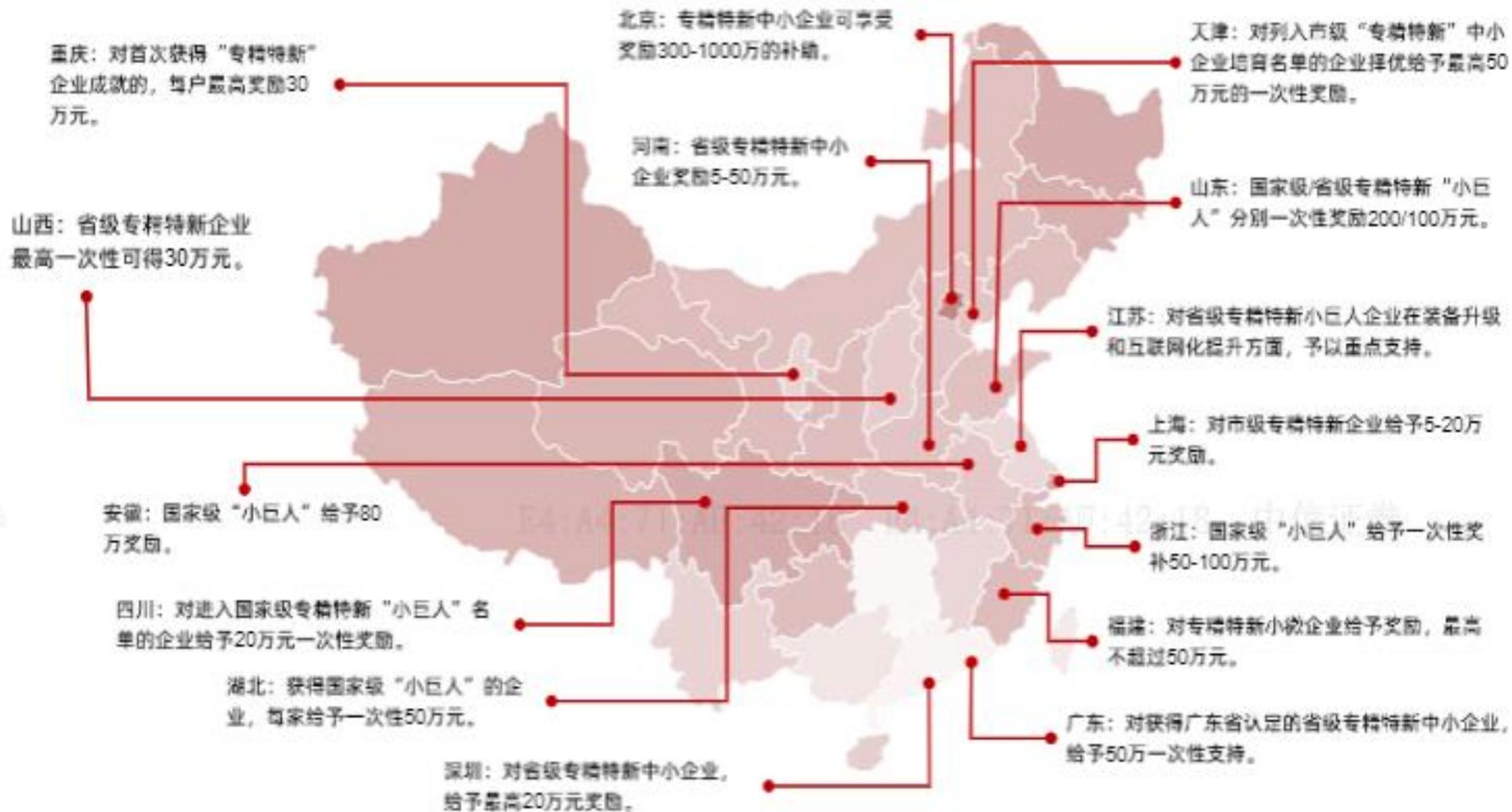
- 机构头部化特征明显，头部管理人的管理规模呈上升趋势。头部管理人的管理规模呈上升趋势，2018年管理规模在10亿以上、20亿以上、50亿以上的管理人数量分别为1470家、861家、364家，2019年分别增至1631家、954家、417家。

积极政策环境：实现共同富裕需要推进产业升级

- 政策逻辑在于加快发展现代产业体系，推进产业升级，实现共同富裕
 - 实现共同富裕要求我国大力推进科技创新，加快发展现代产业体系
 - 提升科技创新能力、建设制造强国，发展创新型中小企业是重要一环

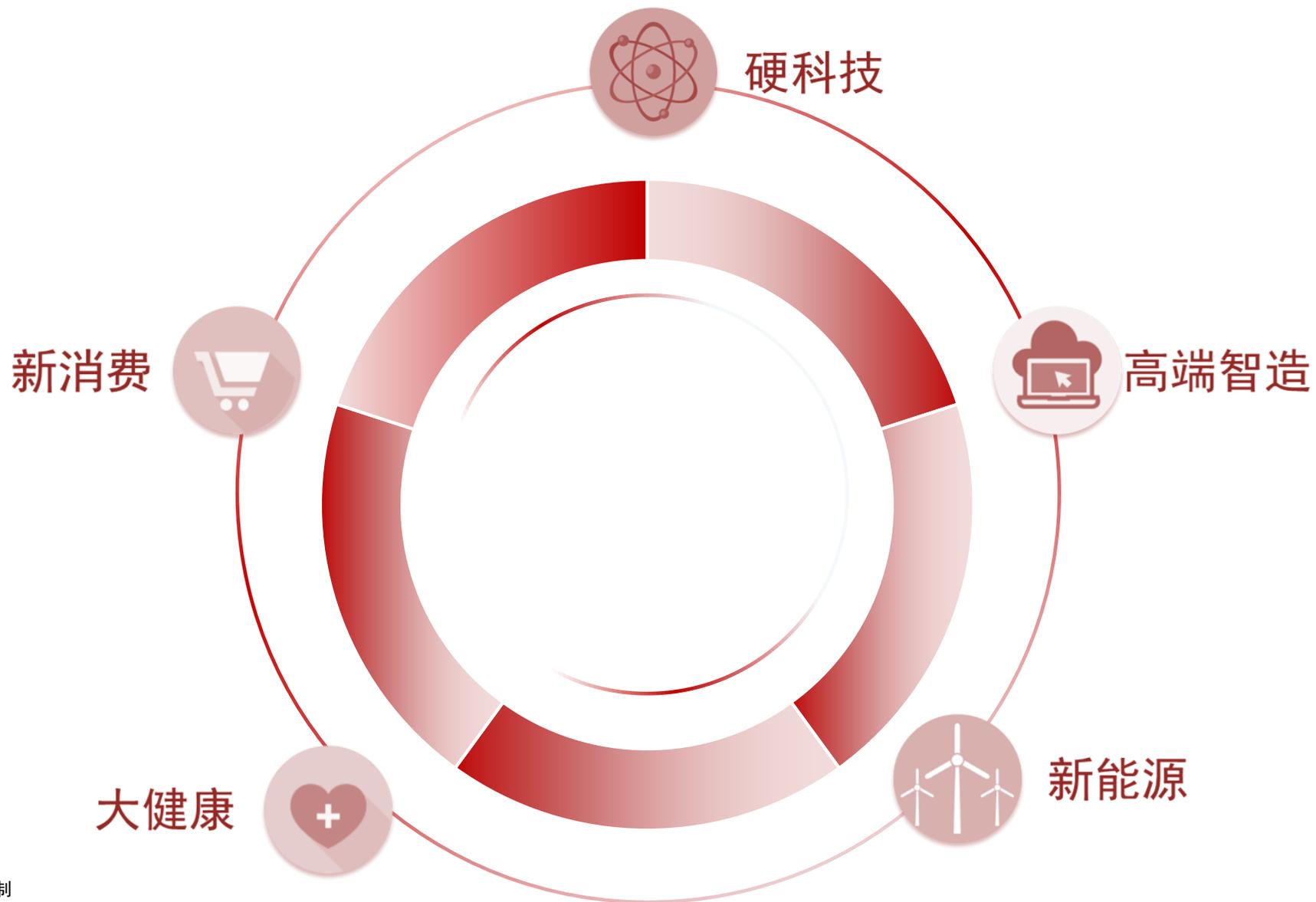
规划	时间	详情
《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	2010年10月	国务院指出用20年时间使以下七大产业达到世界先进水平： 节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车
中国制造2025	2015年9月	一 提高国家制造业创新能力：完善制造业创新体系、加强关键核心技术研发等 二 推进信息化与工业化深度融合：推进制造过程智能化，加快发展智能制造装备和产品等 三 强化工业基础能力： 大力发展核心基础零部件（元器件）等工业“四基” 四 加强质量品牌建设：加快提升产品质量，推进制造业品牌建设 五 全面推行绿色制造：加大先进节能环保技术、工艺和装备的研发力度，加快制造业绿色改造升级 六 大力推动重点领域突破发展：重点发展新一代信息技术、高端装备等战略重点产业 七 深入推进制造业结构调整：推动传统产业向中高端迈进， 促进大企业与中小企业协调发展，发展一批专业化“小巨人”企业，引导大企业与中小企业通过专业分工、服务外包等多种方式协作 八 积极发展服务型制造和生产性服务业
《国民经济和社会发展的第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	2021年3月	第八章《深入实施制造强国战略》指出： 一 加强产业基础能力建设：实施产业基础再造工程，加快补齐基础零部件及元器件、基础软件、基础材料、基础工艺和产业技术基础等瓶颈短板。 二 提升产业链供应链现代化水平：巩固提升高铁、电力装备、新能源、等领域全产业链竞争力； 推动中小企业提升专业化优势，培育专精特新“小巨人”企业和制造业单项冠军企业。 三 推动制造业优化升级：深入实施智能制造和绿色制造工程，发展服务型制造新模式，推动制造业高端化智能化绿色化。
北京证券交易所	2021年9月	将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。 与沪深交易所相比，北交所的服务对象更早、更小、更新，同时将构建层层递进的市场结构。

地方政策呵护：针对“专精特新”中小企业的奖励扶持政策



资料来源：各政府机构官网，灼鼎咨询，中信证券研究部

新一轮技术革命正在重构创新版图、重塑经济结构



二、观变局：数字角度的特征与趋势

募资端：四化趋势

- 头部化、规范化、本土化、国资化

投资端：两端强化，新经济受宠

- 投早投强两端强化，专精特新倾向显著

管理端：新核心竞争力

- 全面和专业的投后管理成为核心竞争力

退出端：IPO主导退出，股权投资渗透IPO

- IPO退出成为主流，VC/PE渗透率逐步提高

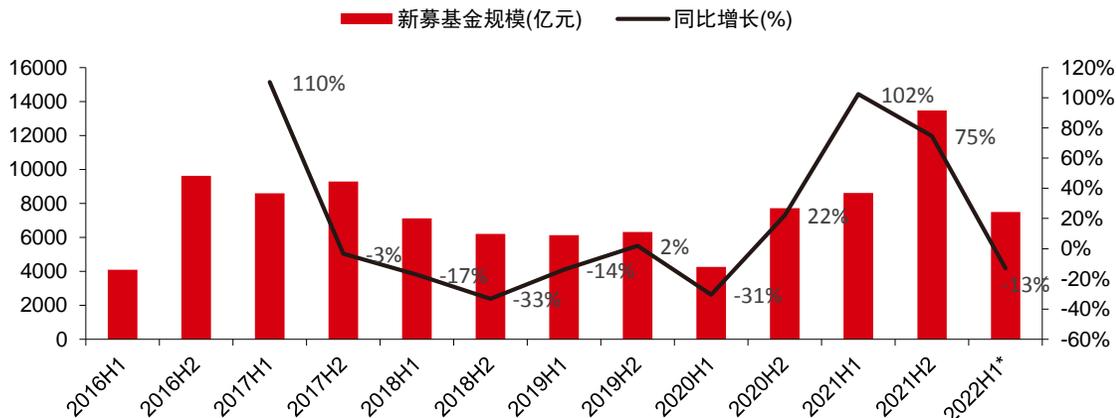
中国股权投资市场基金募集情况



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部，注：2022H1的数值依托于清科数据库拟合而来

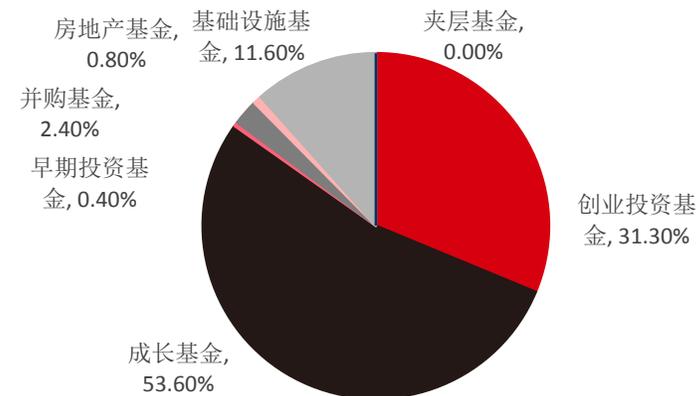
- 受疫情和外资影响，2022年上半年募资基金数量和金额均出现下滑。2022年H1，我们估算股权市场约2600支基金完成新一轮募集，同比下降10%；估算披露的新募基金规模合计约7500亿元人民币，同比下降13%。
- 创投基金占比快速扩张，政策引导促进创投快速发展。募资基金类型仍然是以成长基金和创业投资基金为主，从2021到2022Q1的结构变化来看，创业投资基金的数量占比提升了10pcts、金额占比提升了0.4pcts。

中国股权投资市场新募基金规模（亿）



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部 注：2022H1的数值依托于清科数据库拟合而来

2022Q1 新募基金类型分布变化（金额占比）

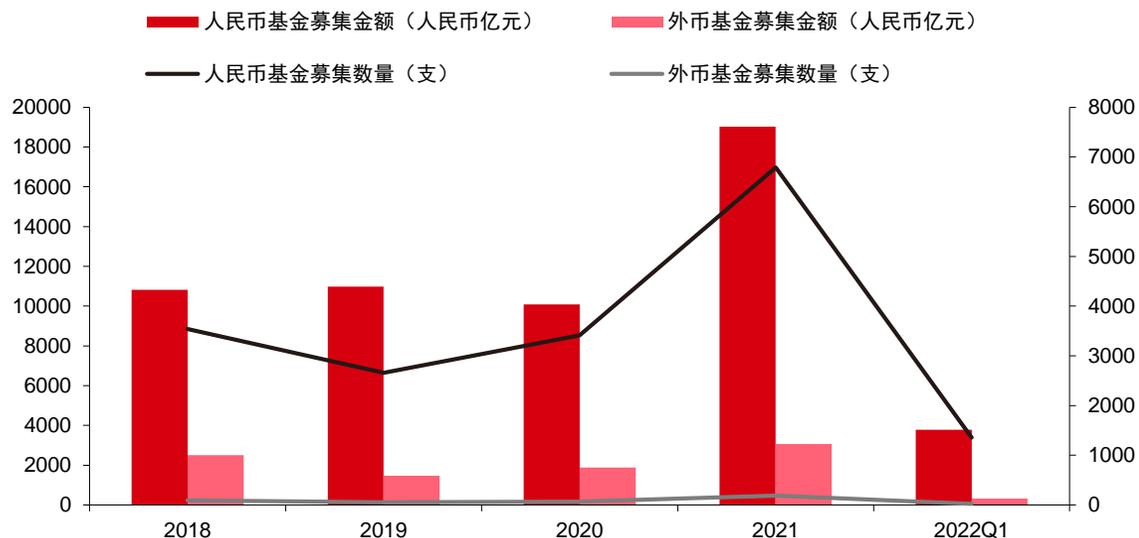


资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

募资：剔除外资影响，本土资本平稳；头部资本国有化

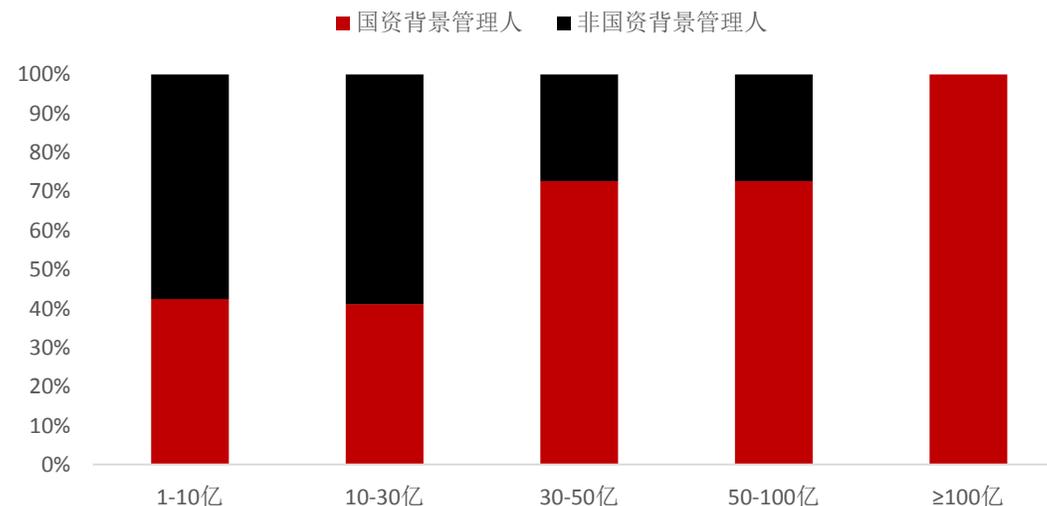
- 外币基金出现募资困难，主因是退出受阻和国际形势的不确定性，本土资本稳中有升：中国公司赴美上市受阻，外币基金常用的退出方式不再通畅，外币基金投资中国热情降低。2022Q1，人民币新募基金数量和规模分别上升1.4%和11.6%，稳中有升；外币新募基金数量和规模分别下降57.4%和62.6%，且新募基金多为往年大额美元基金的新一轮募资，新设大额外币基金稀缺。
- 在政策指引下，募集的大额人民币基金管理人主要为国资背景。随着人民币基金规模越大，国资背景管理人的管理规模占比也随之提升，百亿人民币基金则全部为国资背景。

2018-2022Q1中国国权投资市场基金募资币种分布



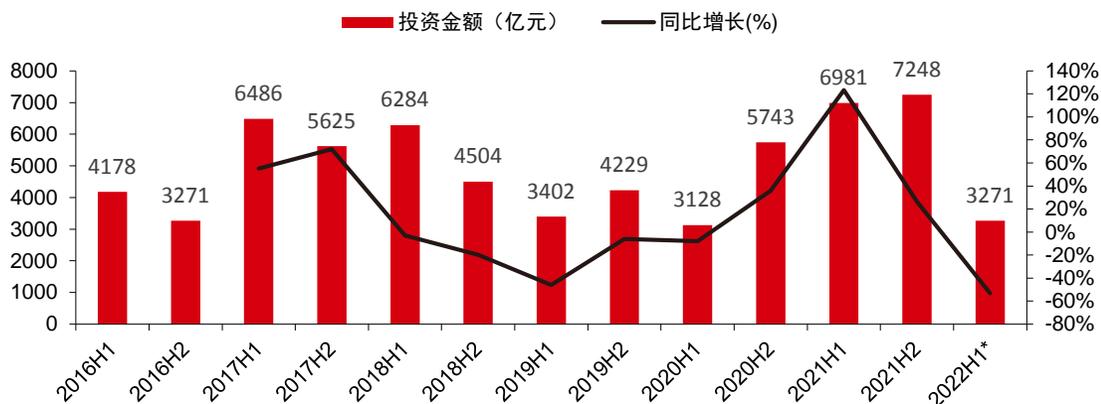
资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

2022Q1中国股权投资市场各规模人民币基金国资背景管理人占比



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

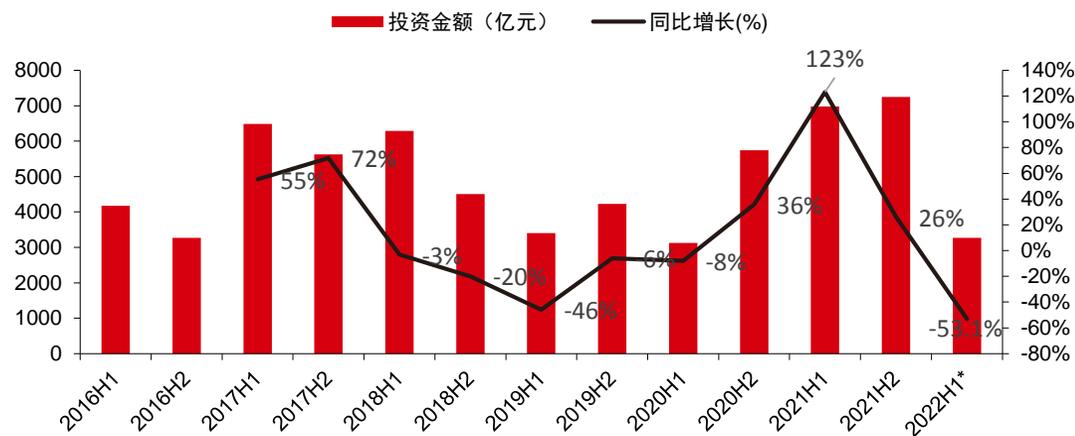
中国股权投资市场的投资金额情况



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部，注：2022H1的数值依托于清科数据库拟合而来

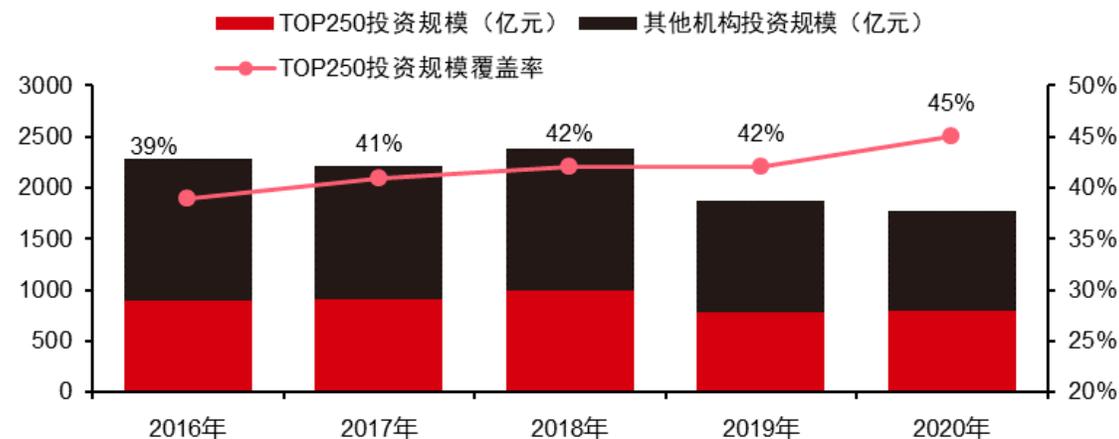
- 2022年上半年我国股权市场的投资次数和金额都锐减，投资活力有待在下半年回补和明年进一步释放。2022H1，VC/PE市场共发生约3420起投资案例，同比下降44%，其中披露的投资金额约3271亿人民币，同比下降53%。
- 头部管理人的投资规模覆盖率逐年提升。以CVSource选取的2016~2019年入围榜单的250家头部机构为例：2020年头部机构投资规模覆盖率达45.1%，同比提升3个百分点，截至2020年，头部机构投资规模覆盖率逐年上升。

中国股权投资市场披露的投资案例数情况



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部 注：2022H1的数值依托于清科数据库拟合而来

“Top250”管理人投资规模及市场覆盖率

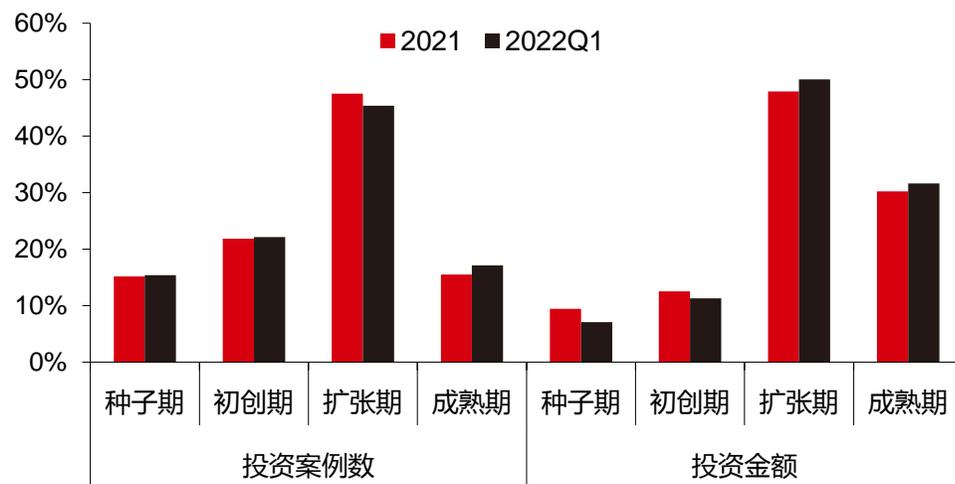


资料来源：CVSource投中数据，中信证券研究部

投资：机构的投资偏好呈现两极化状态

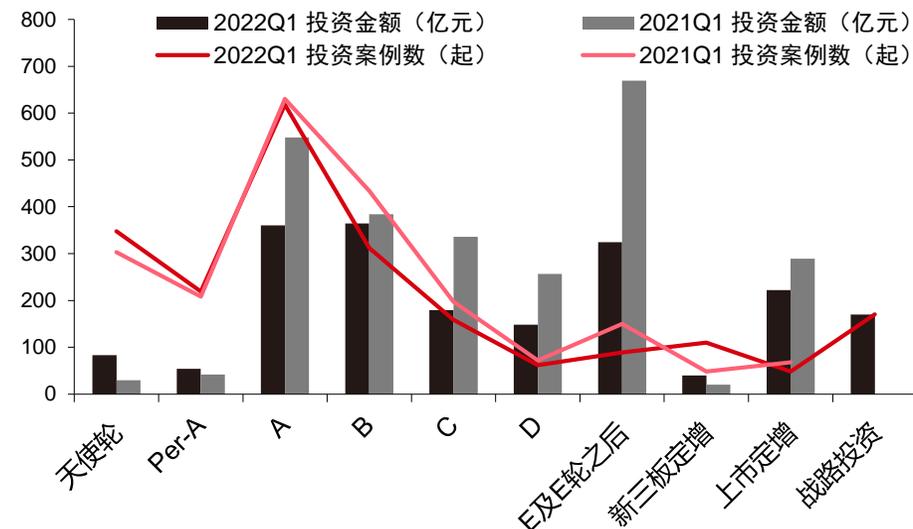
- 一方面积极寻找种子项目，在资金端明显加注天使轮及Pre-A的项目。
- 另一方面偏好盈利性更优的成熟期公司，偏爱定增和战略投资，把握确定性。

2022Q1 VS 2021中国股权投资市场投资阶段占比分布



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

2022Q1 VS 2021Q1中国股权投资市场投资轮次分布



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

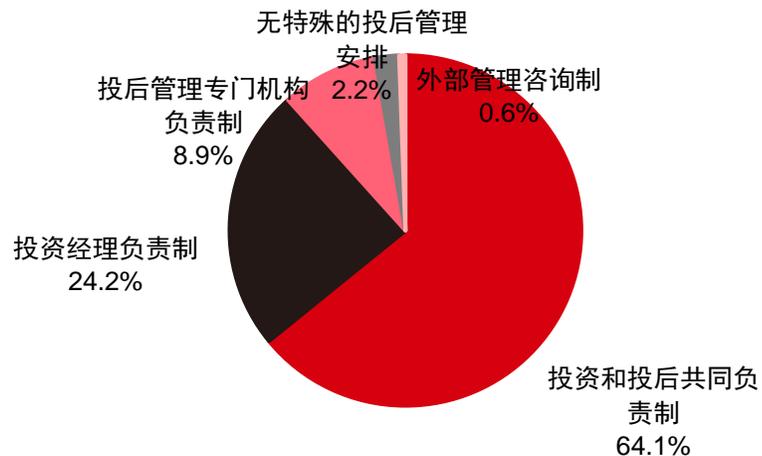
投资：经济结构转型升级，投资转向科技、医药等新经济领域

- 2017~2021年期间，生物技术及医疗健康、半导体及电子设备、IT、互联网等行业在绝大部分年份中均处于投资金额前5的位置。

2017~2021年历年投资金额行业分布前5位

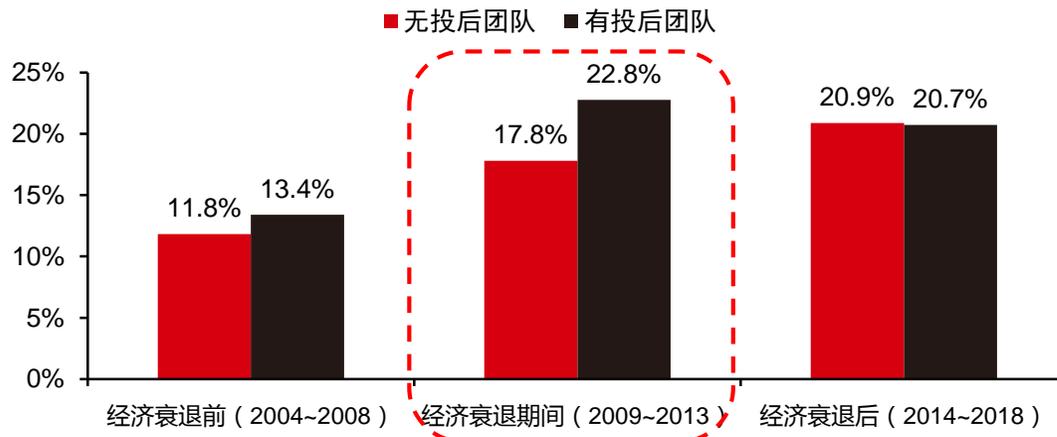
2017年		2018年		2019年		2020年		2021年	
行业	占比								
半导体及电子设备	14.9%	金融	22.0%	IT	28.4%	IT	20.8%	生物技术/医疗健康	17.6%
电信及增值业务	13.9%	互联网	11.8%	互联网	16.6%	生物技术/医疗健康	16.0%	半导体及电子设备	17.5%
互联网	12.0%	IT	9.8%	生物技术/医疗健康	15.6%	互联网	11.4%	IT	15.9%
金融	8.0%	生物技术/医疗健康	9.1%	半导体及电子设备	9.1%	半导体及电子设备	11.2%	互联网	10.8%
生物技术/医疗健康	7.3%	物流	8.3%	机械制造	6.0%	机械制造	4.5%	物流	5.9%

股权投资市场管理人的投后管理方式分布



资料来源：中国证券投资基金业协会2020年调查问卷，中信证券研究部

危机前中后期有无投后团队的投资收益率（IRR）对比

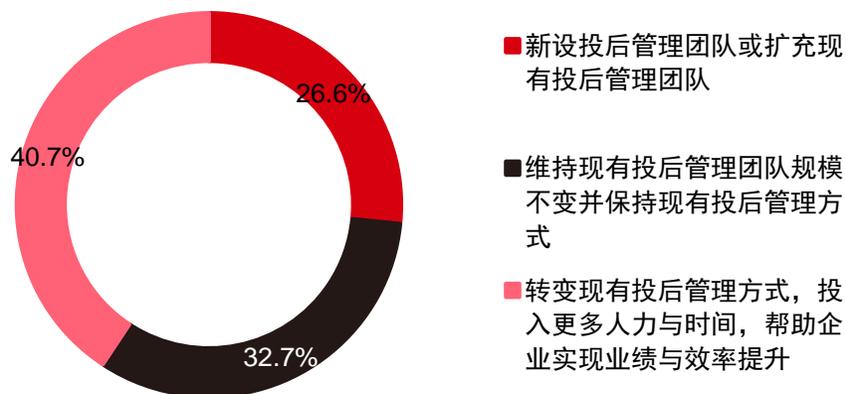


资料来源：Preqin，中国证券投资基金业协会，中信证券研究部

- 投后管理方式包括投资经理负责制、投后管理专门机构负责制、投资和投后共同负责制、外部管理咨询制四类，其中投资和投后管理共同负责制是行业主流（64.1%，来自据中国证券投资基金业协会2020年调查问卷，后同）且比前一年度（61.4%）进一步提升。

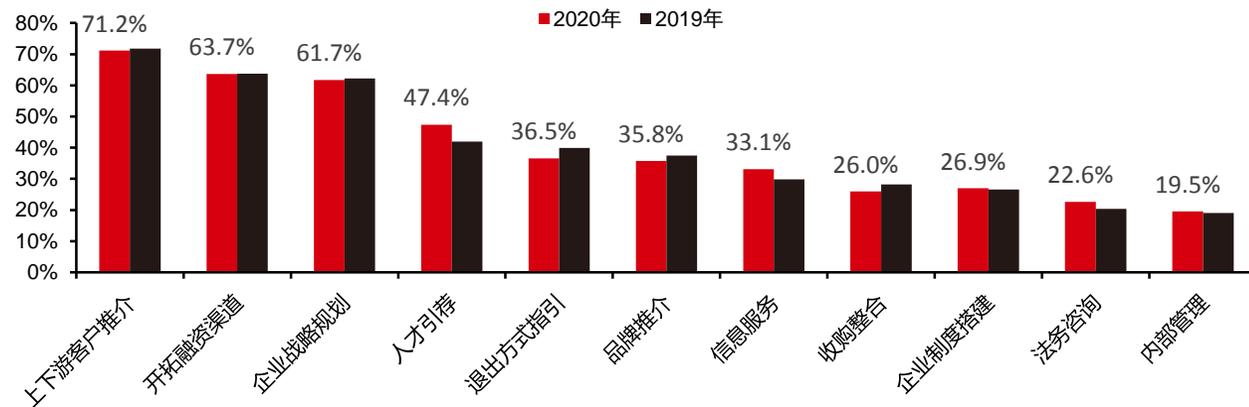
- 在股权投资市场从“量增阶段”迈向“质升阶段”的过程中，市场持续优胜劣汰，投后管理能力将成为核心竞争力，投后管理的重要性与日俱增。根据Preqin的统计数据，在经济衰退期间，有投后团队项目的平均IRR为22.8%，远高于无投后团队项目的平均IRR（17.8%）。

股权投资市场管理人对于投后管理工作的未来计划



资料来源：中国证券投资基金业协会2020年调查问卷，中信证券研究部

股权投资市场管理人为被投企业提供的投后增值服务



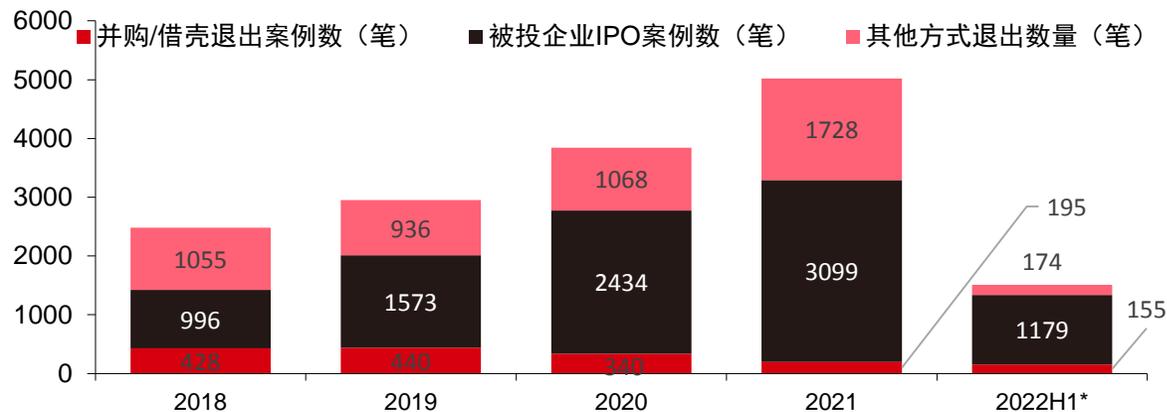
资料来源：中国证券投资基金业协会2020年调查问卷，中信证券研究部

- 投后管理的重要性和专业性越来越被重视。良好的投后管理能够与投前决策形成闭环、互相促进，根据中国证券投资基金业协会2020年的调查，约67%的管理人表示将进一步强化投后管理工作。

- 投后管理涵盖广泛，为被投企业提供的增值服务日益丰富。上下游客户推介、开拓融资渠道和企业战略规划是投后服务中最为核心的三项内容。人才引荐环比提升明显。

退出：IPO退出案例数占比增加，境内上市账面回报率持续提升

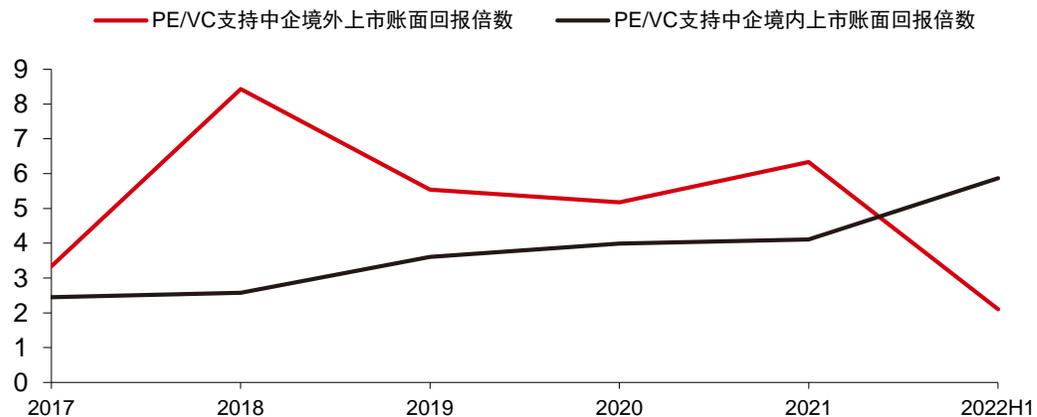
中国股权投资市场的退出情况



资料来源：清科研究中心，中信证券研究部 注：2022H1的数值依托于清科数据库拟合而来

- 外部环境的压力已经从募资端扩展到退出端，退出难度持续升级，IPO仍是主流的退出方式。2022H1，中国股权投资市场共计发生约1508笔退出案例，同比下降19.8%，其中IPO退出案例数占比达到78%。

2017-2022H1支持中企境内外上市账面回报倍数



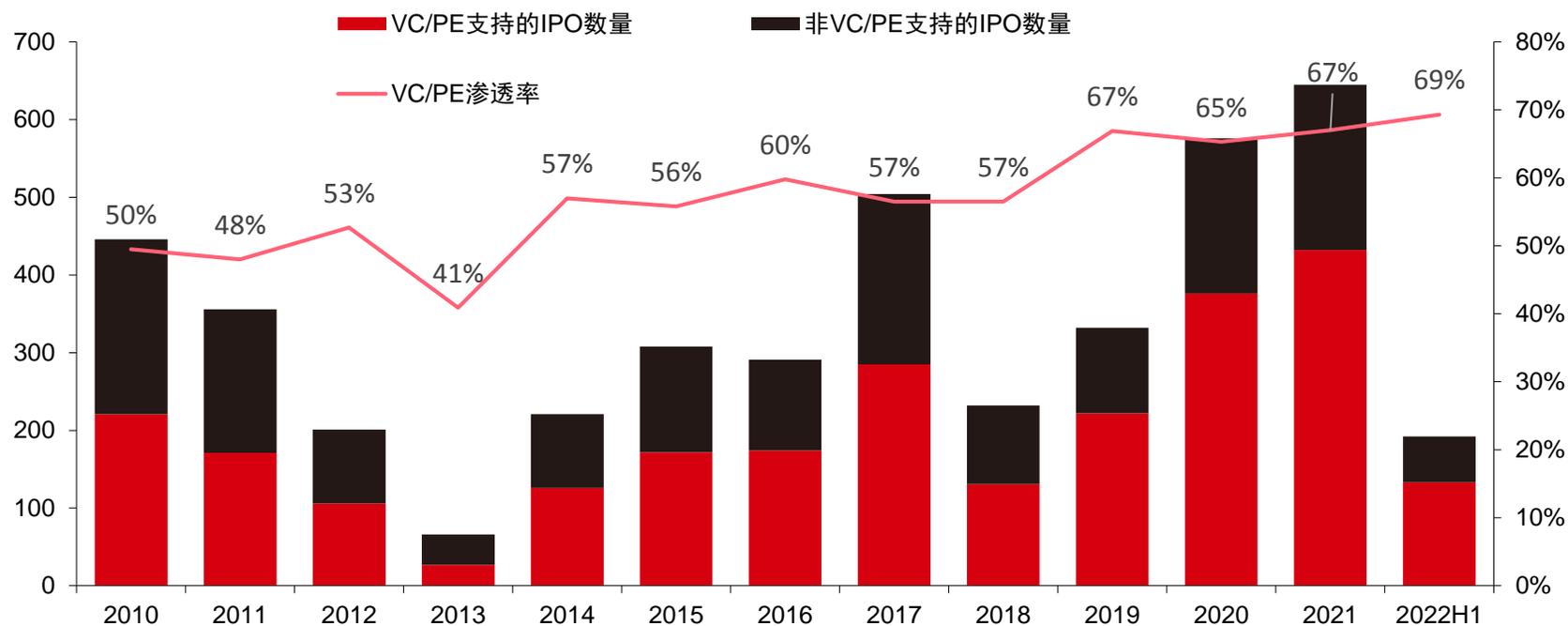
资料来源：清科研究中心，中信证券研究部

- 2022年上半年，中企境内上市账面回报率均创新高。境内上市账面回报率持续提升，但受国际形势和政策影响，赴美IPO数量大幅减少，且回报率显著下降。

退出：全面注册制强化一二级市场联动，股权投资渗透率接近七成

- 全面注册制背景下，VC/PE渗透率长期呈上升趋势，2022年上半年，IPO的股权投资渗透率创新高，达69.3%。其中，科创板的VC/PE渗透率攀升至90.6%、北交所和上交所主板的VC/PE渗透率也超过68%，高于其他板块。

历年新上市企业的股权投资渗透率



三、投未来：产业变迁远景展望

一、新经济：产业升级需要活用资本、鼓励创新

■ 提高直接融资占比、发展创新型中小企业是产业升级的重要一环

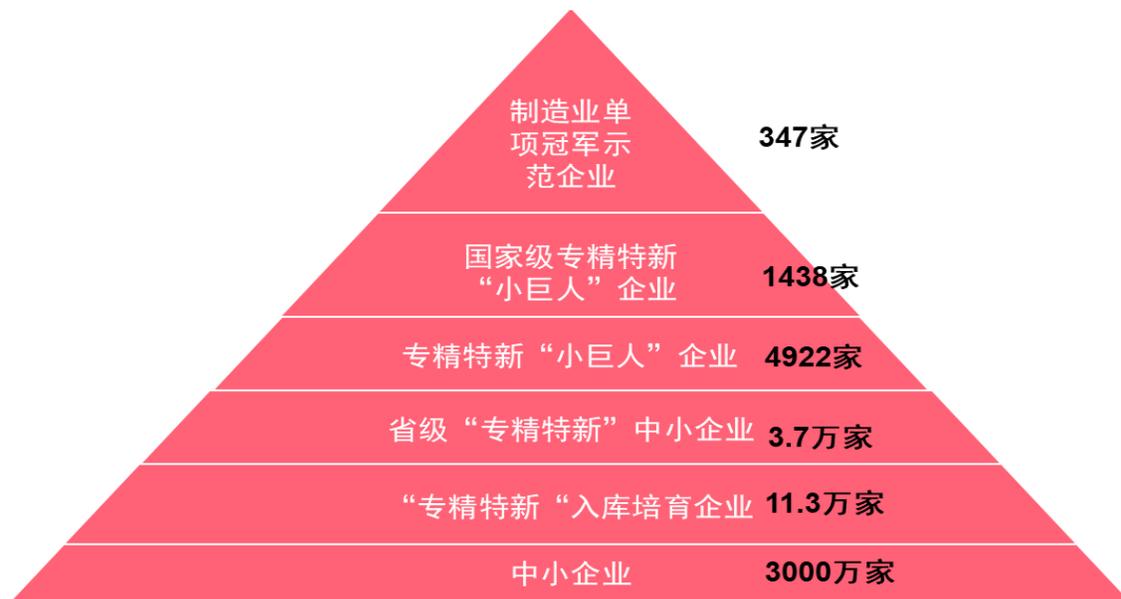
➢ 我国致力于培育创新型中小企业

- 创新型中小企业融资难、融资贵，更适合直接融资
- 就存量融资结构而言，截至2019年底我国直接融资占比36.3%，较发达经济体仍然偏低

➢ 推动产业转型升级、提升直接融资占比是一体两面的发展趋势

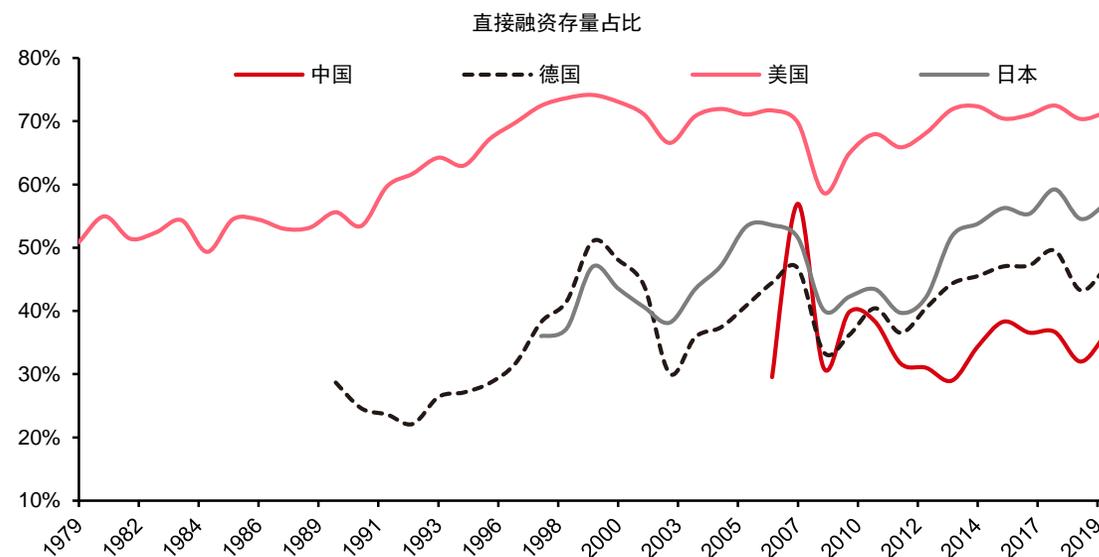
- 我国设立北交所就是打造服务创新型中小企业主阵地

我国致力于培育创新型中小企业



资料来源：工信部，中信证券研究部；中小企业数量为2018年底数据

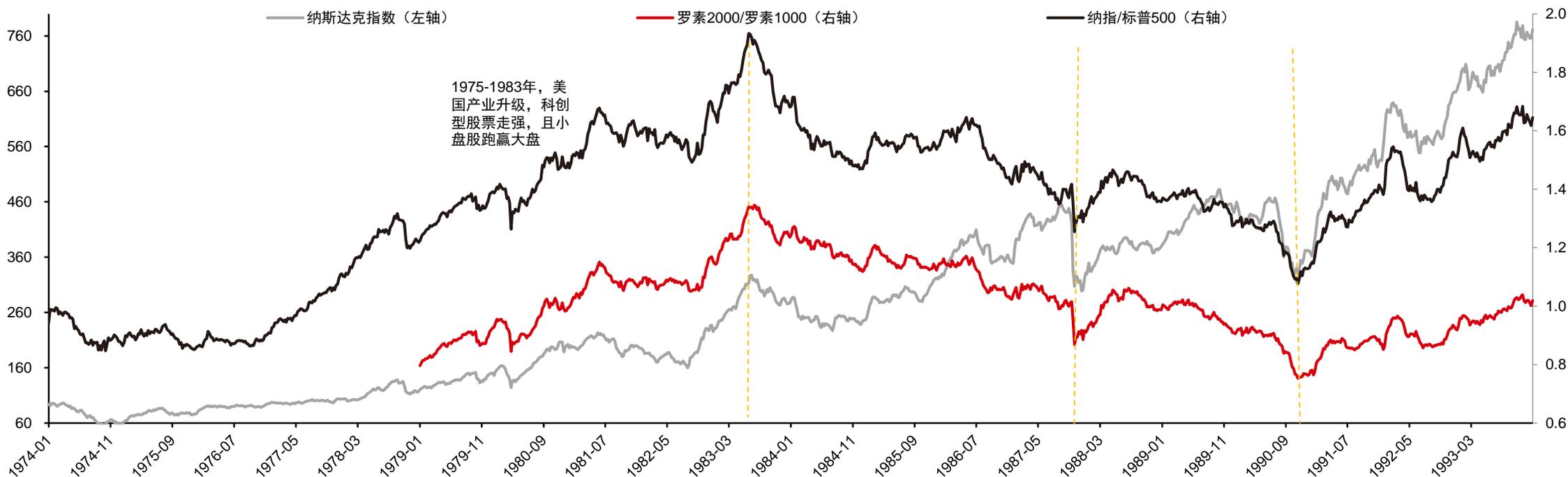
我国直接融资占比相对偏低



资料来源：BIS、世界银行，中信证券研究部，直接融资存量占比=（股票市值总和+非金融企业债券存量）/（股票市值总和+非金融企业债券存量+非金融企业信贷存量）

- 产业转型升级背景下，纳斯达克成立，开启科创类中小企业近十年牛市
 - 产业转型升级进程中，美国诞生了一大批中小型科创企业（以“硅谷”为代表）
 - 1971年2月8日，美国全国证券交易商协会创建纳斯达克（NASDAQ），为中小企业提供融资平台
 - 1974-1983年，美国科创型中小股票迎来了近十年的长牛

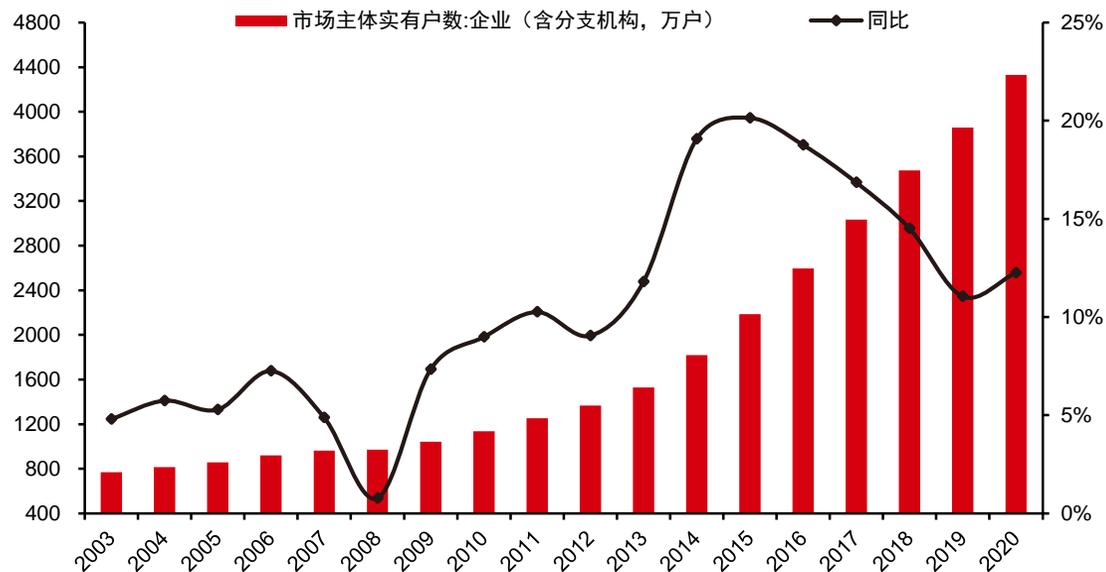
美国1970年代科技创新型中小股票迎来长牛



二、工程师红利+人口红利2.0：经济“新常态”背后新的竞争优势

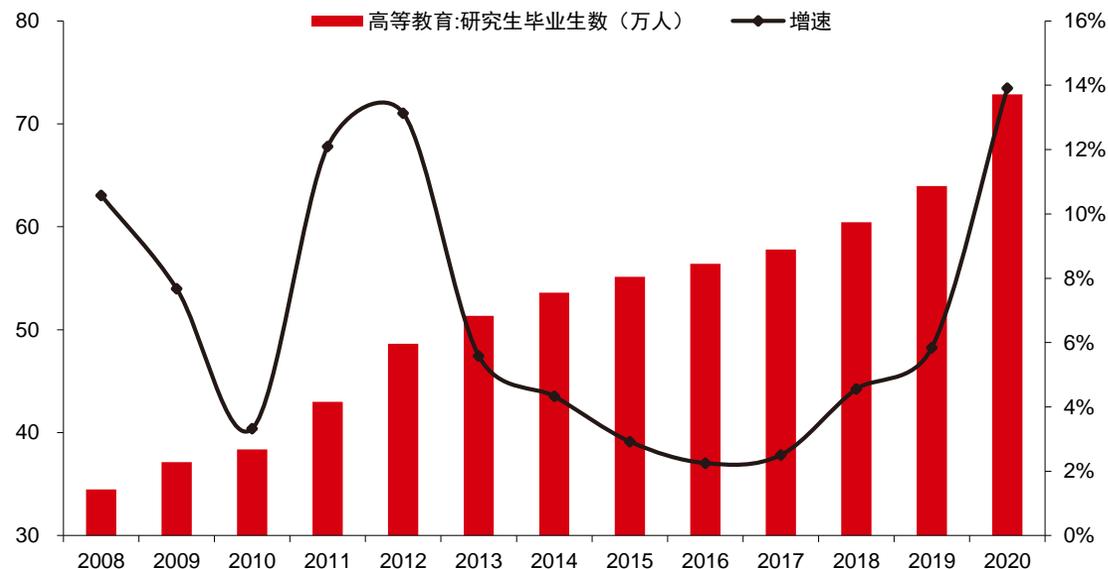
- 在新一轮工业革命中，我国逐步积累起“创新应用”优势：
 - 第一，我国工程师、企业家数量足够多，人力资本优势逐步显现，创新能力逐渐变强；
 - 第二，我国市场纵深广、层次多，消费者需求多元，新应用、新产品更容易在我国快速铺开；
 - 第三，我国拥有完整的现代工业体系、配套服务设施，有利于新产品设计的快速投产与应用。

我国企业家数量众多



资料来源：国家工商总局，中信证券研究部

我国工程师红利逐步形成



资料来源：Wind，中信证券研究部

出口结构调整是产业升级的重要组成部分

■ 产业升级的同时，我国持续推进出口结构的调整

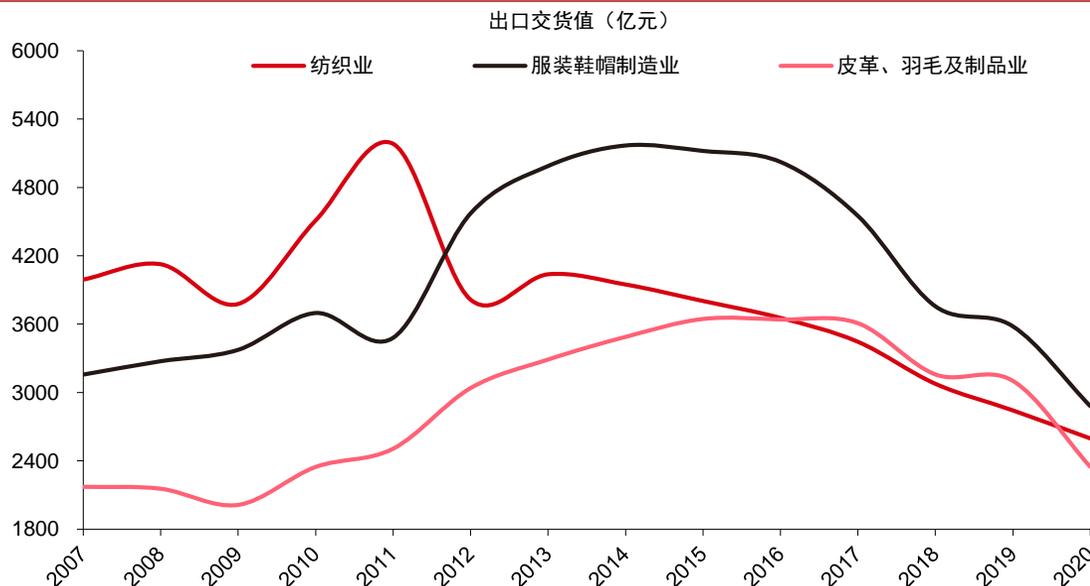
➢ “量增”已经不能作为我国外贸高质量增长的最主要动力

- 作为世界第一大贸易国，我国的传统优势在弱化，加之国外贸易保护主义扰动、东南亚等国的部分产品竞争力加强，需要推进行出口结构调整

➢ 2010年后我国在推动产业升级的同时，也致力于出口结构的优化调整

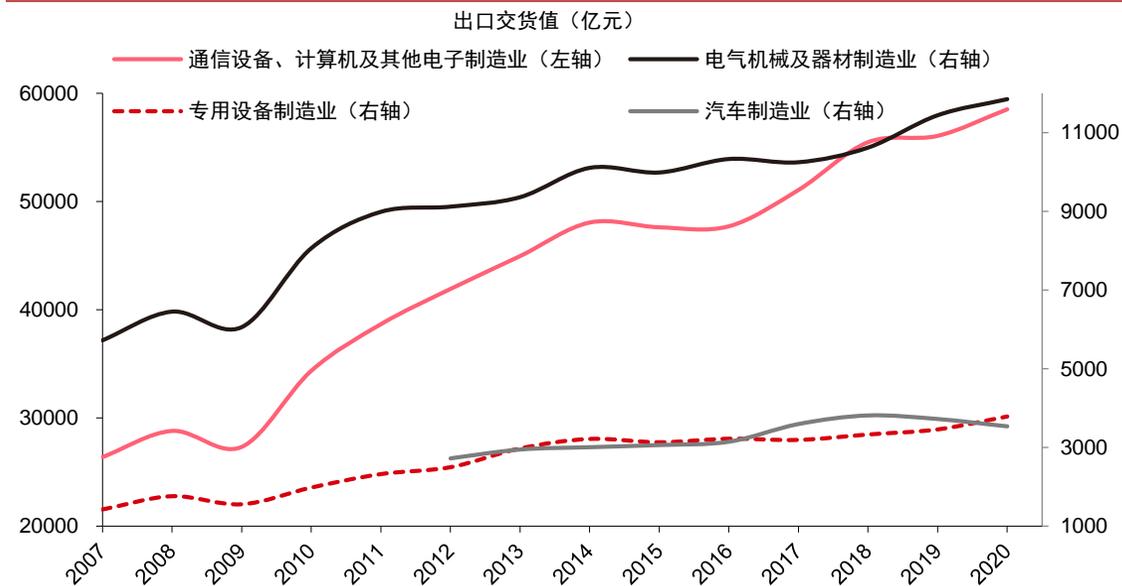
- 科技创新、质量提升、品牌塑造将成为我国外贸增长的核心动力
- 我国一些高技术制造业已初步建立全球竞争优势，例如光伏设备、锂离子电池、特高压、面板、LED、机电、汽车零部件、工程机械

2014年后我国劳动密集型行业出口呈明显下降趋势



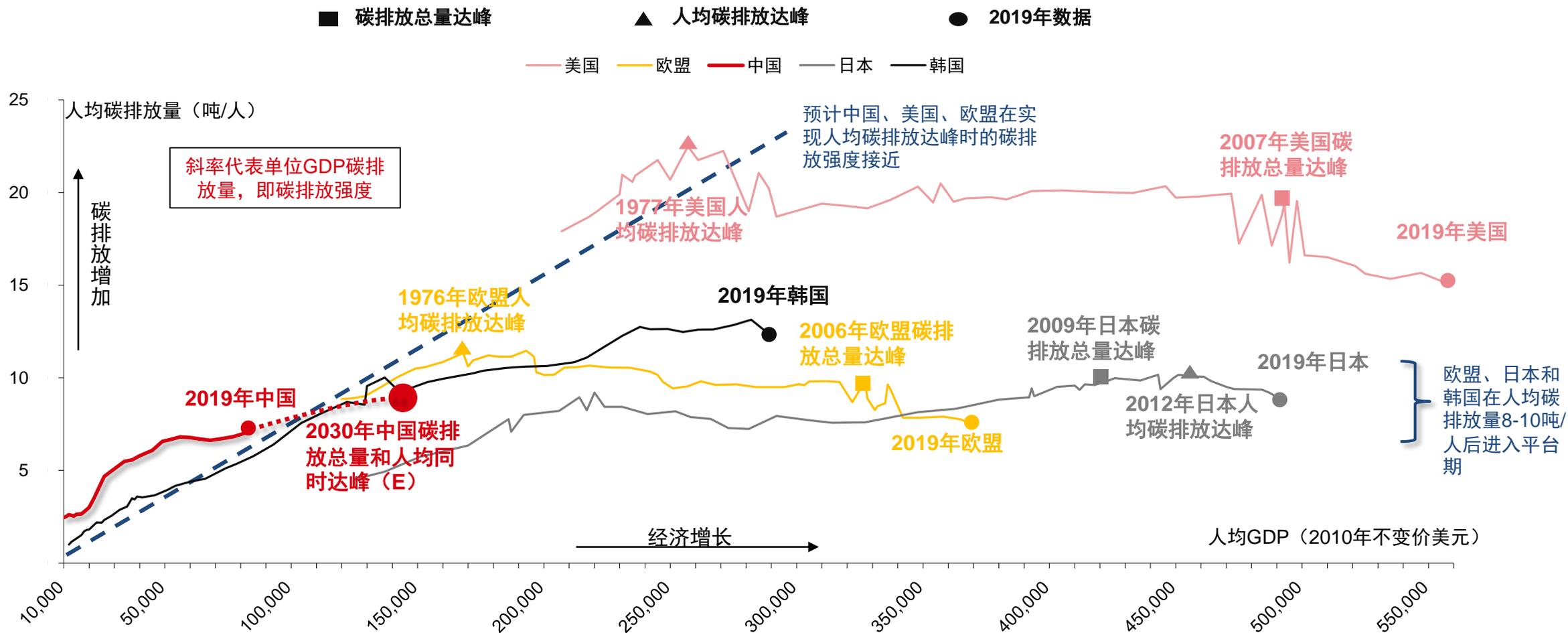
资料来源：Wind，中信证券研究部

我国技术、资本密集型行业出口不断上升



资料来源：Wind，中信证券研究部

三、双碳嬗变：预计2030年中国碳达峰时人均GDP较低，但人均碳排放或已近平台期



资料来源：Wind，世界银行，中信证券研究部政策研究团队预测

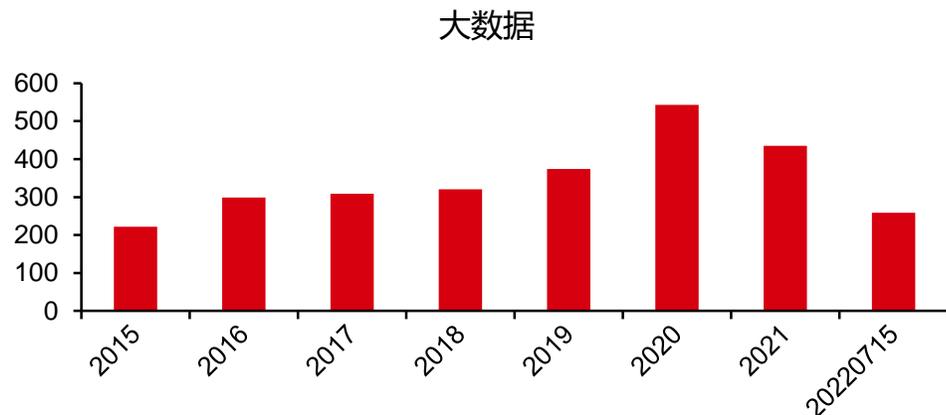
碳中和的实现路径：核心是能源生产和消费的脱碳



资料来源：Wind，国家统计局，联合国，CEADs，中信证券研究部

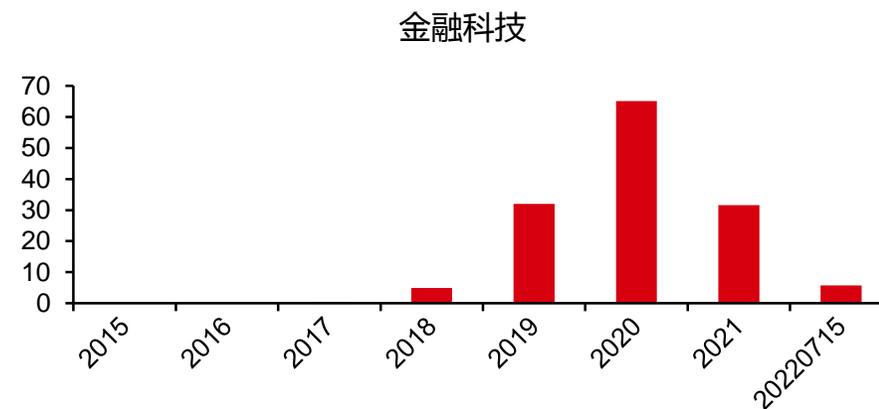
四、数字化产业：更加朴实和更具可实施性的迭代方向

大数据概念政策力度年化统计



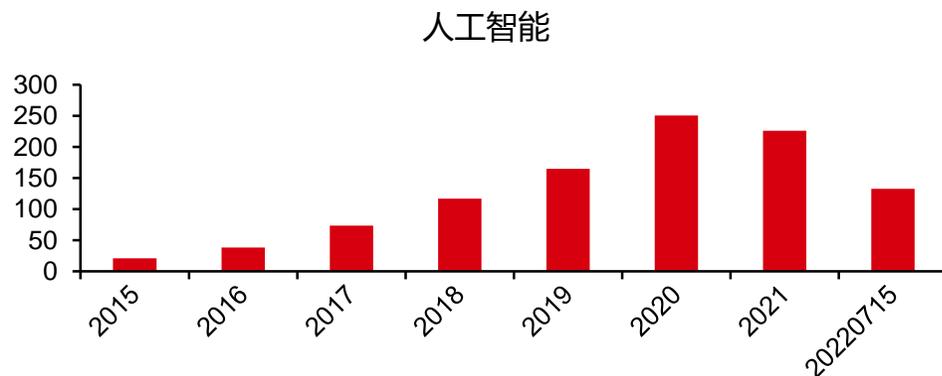
资料来源：中国政府网，其他各政府官网，中信证券研究部 注：2022年截至7月15日

金融科技概念政策力度年化统计



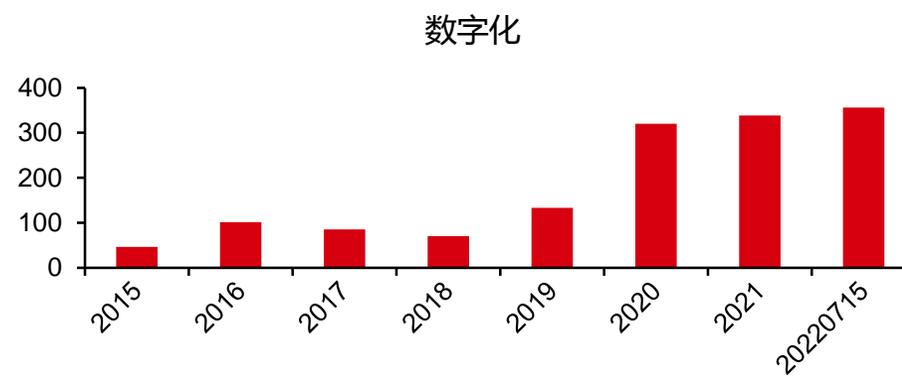
资料来源：中国政府网，其他各政府官网，中信证券研究部 2022年截至7月15日

人工智能概念政策力度年化统计



资料来源：中国政府网，其他各政府官网，中信证券研究部 注：2022年截至7月15日

数字化概念政策力度年化统计

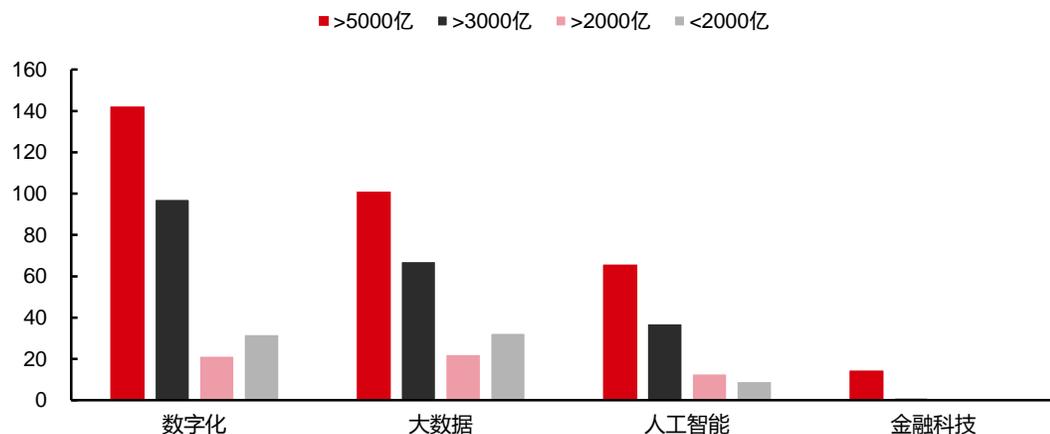


资料来源：中国政府网，其他各政府官网，中信证券研究部 注：2022年截至7月15日

数字化浪潮：政策驱动力度空前

- 数智化政策推动力度与各省财政收入呈现一定的正相关。
- 数字化推动力度最高Top5：广东、湖南、浙江、上海、山东。

2022年数字化概念政策力度年化统计



资料来源：各地政府机构官网，中信证券研究部 注：以2020年省级行政区财政收入分类；截至2022/7/15。

2022年以来数字化概念政策力度年化统计

2021省财政收入	行标签	数字化	大数据	人工智能	金融科技
>5000亿	广东省	142.44	101.21	65.89	14.61
	浙江省	74.92	17.37	9.74	2.25
	上海市	42.94	30.46	19.70	1.53
	山东省	38.17	27.61	18.76	0.88
	江苏省	26.53	21.59	11.32	0.47
>3000亿	北京市	13.26	16.63	13.69	1.31
	湖南省	97.44	67.30	37.20	1.28
	安徽省	25.66	27.77	21.52	1.25
	福建省	30.46	37.19	16.35	1.31
	四川省	21.65	25.68	6.60	0.18
>2000亿	河南省	31.04	24.27	13.44	0.48
	河北省	12.23	13.67	6.61	0.31
	湖北省	21.46	22.22	12.91	1.16
	重庆市	23.89	39.85	12.38	0.94
	山西省	14.34	14.73	6.34	0.09
	辽宁省	14.60	9.99	3.62	
	陕西省	15.28	11.47	5.34	
	云南省	20.58	17.29	6.26	0.62
	江西省	11.48	11.95	4.13	0.62
	内蒙古	6.73	8.11	2.23	
<2000亿	广西省	31.93	32.59	9.24	0.18
	贵州省	14.79	37.95	6.75	0.70
	吉林省	17.88	15.74	5.06	0.84
	天津市	12.46	7.15	8.86	0.20
	甘肃省	17.76	15.90	6.86	
	黑龙江省	12.33	10.38	5.59	
	宁夏	3.36	2.80	3.14	0.09
	新疆	3.54	3.14	0.24	0.09
	海南省	3.75	3.60	0.89	
	西藏	0.76	1.95	0.98	
	青海省	2.71	2.34	0.79	

资料来源：各地政府机构官网，中信证券研究部 注：以2020年省级行政区财政收入分类；截至2022/7/15。

- 国际政经风险；
- 疫情传播风险；
- 政策调整风险。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

赵文荣（量化与配置首席分析师）

执业证书编号：S1010512070002

刘笑天（组合配置分析师）

执业证书编号：S1010521070002

汤可欣（数据科技分析师）

执业证书编号：S1010520120002

王博隆（数据科技分析师）

执业证书编号：S1010522050005

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd.，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624, 电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2022版权所有。保留一切权利。