

互联网行业周报（23年第13周）

阿里巴巴组织变革，微软探索 Bing chat 广告

超配

核心观点

指数情况：3月第五周，恒生科技指数单周涨幅为1.87%。本周指数上涨幅度回调，主要受此前AIGC概念上涨过快，市场情绪逐渐回归冷静的影响。此外，中美关系持续变化对互联网公司带来冲击，市场仍然较为谨慎。同期，纳斯达克互联网指数录得上涨，单周涨幅为4.43%。截至2023年3月31日，恒生科技指数PE-TTM为39.19x，处于成立以来36.43%分位点。

个股方面，互联网板块股票多数股价上涨。港股方面，阿里巴巴、京东集团、快手为本周表现前三，单周涨幅为17.7%、8.3%、6.2%。年初至今，SEA、金山软件、贝壳为累计涨幅前三，累计涨幅分别为66.3%、48.1%、35.0%。

资金流向：腾讯、美团分别为南向、非南向净流入第一。在恒生科技指数成分股中，南向资金净流入前五的公司分别为腾讯控股、美团-W、哔哩哔哩-W、联想集团、金山软件；非南向资金净流入前五的公司分别为美团-W、理想汽车-W、舜宇光学科技、中芯国际、小米集团-W。

互联网板块重点新闻：

人工智能动态：1) 英国发布人工智能监管白皮书，概述了针对ChatGPT等人工智能治理的五项原则；2) 微软宣布将在必应chat中放置广告；3) 腾讯正研发类ChatGPT聊天机器人。

公司动态：1) 腾讯：企业微信将对一些基础功能收费。2) 阿里巴巴宣布组织变革，构建“1+6+N”的组织结构；3) 京东产发、京东工业拟独立上市；4) 网易《梦幻西游：时空》上线；5) 美团将于近期正式上线面向To B市场的业务“美团企业版”。

投资建议：基于春节期及一季度各公司业务的恢复节奏，我们的推荐顺序如下：1) 第一梯队：春节期间游戏、支付业务表现强劲的互联网龙头**腾讯**；预计随消费复苏，显著受益的电商公司**拼多多**；受益于版本号常态化，以及新游戏《蛋仔派对》持续表现优异的游戏龙头**网易**；2) 第二梯队：受益于消费复苏的电商龙头**阿里巴巴**；3) 第三梯队：受益于线下消费需求及游戏广告复苏的互联网公司**美团**、**快手**。

风险提示：政策风险，疫情反复的风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险，游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (港元/美元)	总市值 (百万港元/美元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
0700.HK	腾讯控股	买入	385.4	3,687,870	15.7	18.0	21	19
PDD.O	拼多多	买入	72.0	714,911	7.7	10.0	16	12
9999.HK	网易-S	买入	140.2	58,653	7.3	8.0	17	15
9988.HK	阿里巴巴-SW	买入	97.8	263,748	6.5	7.6	13	11
3690.HK	美团-W	买入	133.8	106,385	2.3	4.6	51	26
1024.HK	快手	买入	56.2	30,988	0.2	2.9	205	17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业周报

互联网

超配 · 维持评级

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

S0980520080008

联系人：王颖婕

wangyingjie1@guosen.com.cn

联系人：徐燕

021-60375437

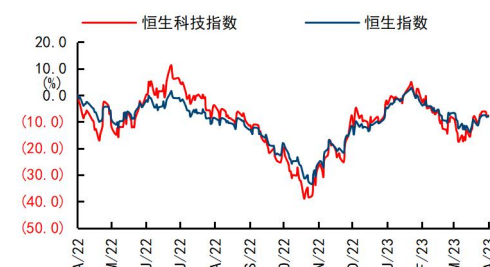
xutao@guosen.com.cn

联系人：陈淑媛

021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《互联网行业周报（23年第12周）-ChatGPT推出插件功能，3月游戏版号发布》——2023-03-31
 《互联网行业周报（23年第11周）-1-2月线上零售总额同比增长6.2%，百度文心一言发布》——2023-03-26
 《游戏行业快评-今年首批进口版号下发，多款二次元游戏获批》——2023-03-21
 《互联网行业周报（23年第10周）-哔哩哔哩调入港股通，TVB淘宝直播带货》——2023-03-14
 《互联网行业周报（23年第9周）-广电总局加强短视频管理，京东百亿补贴于3月6日全面上线》——2023-03-07

内容目录

行情回顾：本周恒生科技指数上涨 1.87%	4
人工智能动态：微软宣布将在必应 chat 中放置广告	6
公司动态：阿里巴巴宣布组织变革，构建“1+6+N”的组织结构	7
资金流向：腾讯、美团分别为南向、非南向净流入第一	8
南向资金分析	8
非南向资金分析	8
投资建议	9
风险提示	10

图表目录

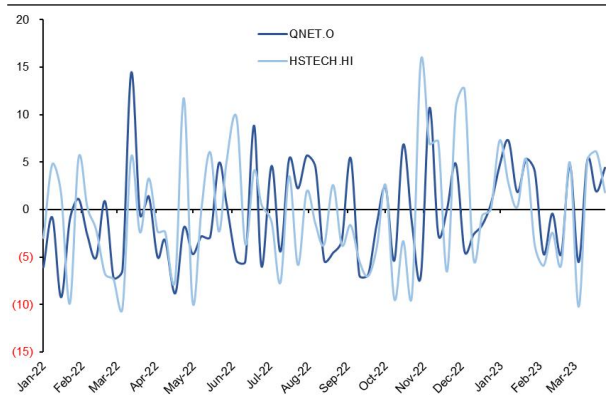
图 1: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数周度涨跌幅	4
图 2: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数周度走势	4
图 3: 3 月第五周互联网板块重点公司表现	5
图 4: 3 月第五周股价涨幅 TOP10 的互联网股票 (%)	5
图 5: 3 月第五周股价下跌的互联网股票 (%)	5
图 6: 恒生科技指数 PE 情况	6
表 1: 恒生科技指数成分股中南向资金净流入/流出 (百万港元) 及占日均流通市值比重 Top 10	8
表 2: 恒生科技指数成分股中非南向资金净流入/流出 (百万港元) 及占日均流通市值比重 Top 10	9
表 3: 相关公司盈利预测及估值	10

行情回顾：本周恒生科技指数上涨 1.87%

指数情况：3月第五周，恒生科技指数录得上涨，单周涨幅为1.87%。本周指数上涨幅度回调，主要受此前AIGC概念上涨过快，市场情绪逐渐回归冷静的影响。此外，中美关系持续变化对互联网公司带来冲击，市场仍然较为谨慎。

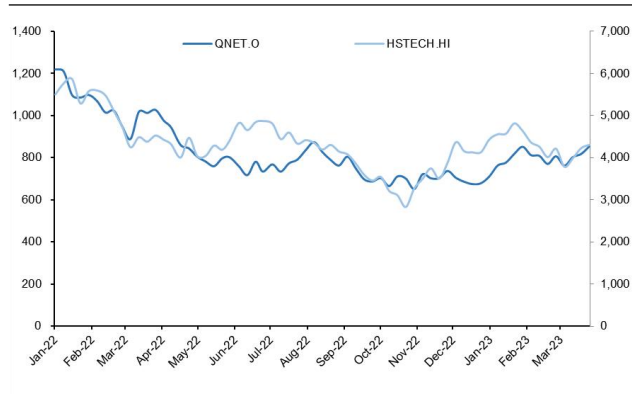
同期，纳斯达克互联网指数录得上涨，单周涨幅为4.43%。

图1：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数周度涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数周度走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

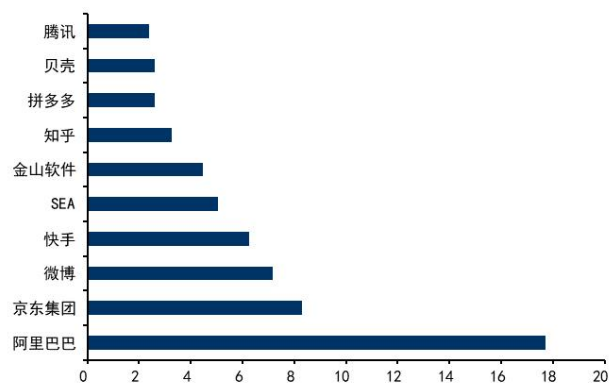
个股方面，互联网板块股票多数股价上涨。其中：

- 1) 港股方面，阿里巴巴、京东集团、快手为本周表现前三的股票，单周涨幅为17.7%、8.3%、6.2%，跑赢恒生科技指数15.8pct、6.4pct、4.4pct。
- 2) 美股方面，微博、SEA为本周表现前二的股票，单周涨幅为7.2%、5.1%，跑赢纳斯达克指数3.8pct、1.7pct。
- 3) 年初至今，SEA、金山软件、贝壳为累计涨幅前三的股票，累计涨幅分别为66.3%、48.1%、35.0%。

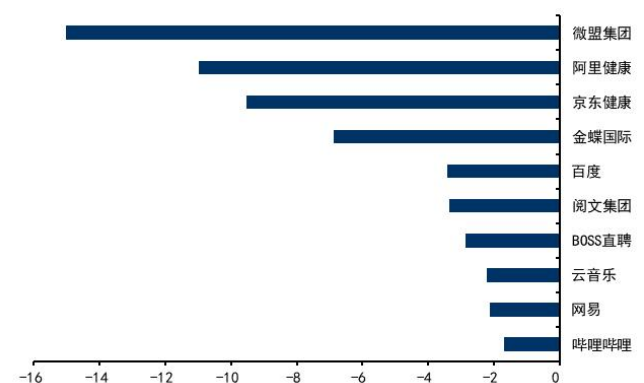
图3: 3月第五周互联网板块重点公司表现

细分板块	证券代码	证券名称	周涨跌幅	与所在指数对比	年初至今涨跌幅	收盘价	市值 (亿人民币)
阅读	0772. HK	阅文集团	-3.3	-5.2	33.66	40.5	360
	0700. HK	腾讯控股	2.4	0.5	21.62	385.8	32,316
游戏	9999. HK	网易	-2.1	-4.0	20.90	138.0	3,967
	SE. N	SEA	5.1	1.7	66.35	86.6	3,317
社区	BILI. O	哔哩哔哩	-1.7	-5.0	-0.80	23.5	689
	1024. HK	快手	6.2	4.4	-14.92	60.5	2,293
	9899. HK	云音乐	-2.2	-4.1	-14.65	66.2	123
	WB. O	微博	7.2	3.8	4.92	20.1	358
	ZH. N	知乎	3.3	-0.1	-2.31	1.3	56
平台	BZ. O	BOSS直聘	-2.9	-6.2	-6.58	19.0	581
	BEKE. N	贝壳	2.6	-0.8	34.96	18.8	1,588
	3690. HK	美团	2.4	0.5	-17.86	143.5	7,841
	BIDU. O	百度	-3.4	-6.8	31.95	150.9	3,640
电商	9988. HK	阿里巴巴	17.7	15.8	16.41	100.4	18,616
	9618. HK	京东集团	8.3	6.4	-21.89	172.0	4,757
	6618. HK	京东健康	-9.5	-11.4	-18.15	58.4	1,626
	0241. HK	阿里健康	-11.0	-12.8	-14.59	5.7	672
	PDD. O	拼多多	2.6	-0.7	-6.93	75.9	6,595
SaaS	0268. HK	金蝶国际	-6.9	-8.7	-24.01	12.7	387
	3888. HK	金山软件	4.5	2.6	48.08	38.7	461
	2013. HK	微盟集团	-15.0	-16.9	-27.03	4.9	118

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 3月第五周股价涨幅 TOP10 的互联网股票 (%)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 3月第五周股价下跌的互联网股票 (%)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从市销率和市盈率看, 恒生科技指数估值处于成立以来偏低水平: 截至 2023 年 3 月 31 日, 恒生科技指数 PE-TTM 为 39.19x, 处于恒生科技指数成立以来 36.43% 分位点; PS-TTM 为 2.12x, 处于恒生科技指数成立以来 28.57% 分位点。

图6: 恒生科技指数 PE 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

人工智能动态：微软宣布将在必应 chat 中放置广告

英国发布人工智能监管白皮书,概述了针对 ChatGPT 等人工智能治理的五项原则。3月29日,英国政府发布针对人工智能产业监管的白皮书,概述了针对 ChatGPT 等人工智能治理的五项原则:安全性和稳健性、透明度和可解释性、公平性、问责制和管理,以及可竞争性。在接下来的12个月里,监管机构将向相关组织发布实用指南,以及风险评估模板等其他工具,制定基于五项原则的一些具体规则。

微软宣布将在必应 chat 中放置广告。微软在3月30日发布的一篇博客文章中提到将要在必应聊天中放置广告的消息,具体包括以下方面:1)扩展的悬停体验,将鼠标悬停在来自发布者的链接上将显示来自该发布者的更多链接,为用户提供更多参与方式并为发布者的网站带来更多流量。2)对于 Microsoft Start 的合作伙伴,在聊天回答旁边放置 Microsoft Start 上许可的丰富内容,帮助推动更多用户参与 Microsoft Start 上的内容,将与合作伙伴分享广告带来的收入。同时还将在聊天体验中放置广告,与那些对聊天响应有贡献的内容的合作伙伴分享广告收益。

腾讯正研发类 ChatGPT 聊天机器人。3月30日澎湃新闻消息,腾讯集团高级执行副总裁、云与智慧产业事业群 CEO 汤道生向澎湃新闻记者表示,腾讯正在研发类 ChatGPT 聊天机器人。对于腾讯的聊天机器人是集成到 QQ、微信,还是通过腾讯云向 B 端用户服务,汤道生表示:“都会有。”关于下一代互联网的话题,微软、字节跳动、Meta、字节跳动等科技公司均已收缩 VR/AR 的团队,如何看待全真互联网、元宇宙似乎正逐渐褪去,汤道生表示,XR 只是元宇宙的一个形态,这里面还有很多不同的应用,不是带着头盔挡住眼睛才叫元宇宙。

公司动态：阿里巴巴宣布组织变革，构建“1+6+N”的组织结构

企业微信将对一些基础功能收费。3月24日，企业微信发布公告，自2023年6月22日起，每个企业可免费获得2000位的外部联系人规模。若超过该规模，向使用公司收取每人0.1元/年的费用。（外部联系人规模是指成员可添加的客户、可添加的外部联系人、可邀请进群的客户和可邀请进群的外部联系人去重后的最大值）3月22日，企业微信还在上海遍召私域代运营服务商开会，向行业推荐了另一个收费项目“获客助手”，支持各大公司将自己的企业微信变成一个短链接，放置在微信内/外，这个“外”也包含外部网站。每添加成功一个私域用户，企业微信将收取1元人民币。

阿里巴巴宣布组织变革，构建“1+6+N”的组织结构。3月28日，阿里巴巴宣布组织变革，构建“1+6+N”的组织结构，在阿里巴巴集团之下，设立阿里云智能、淘宝天猫商业、本地生活、国际数字商业、菜鸟、大文娱等六大业务集团和多家业务公司，实行各业务集团和业务公司董事会领导下的CEO负责制，对各自经营结果负总责，未来具备条件的业务集团和公司，都有独立融资和上市的可能。

网易《梦幻西游：时空》上线。根据公司官网，《梦幻西游：时空》于2023年3月22日10:00开放下载。《梦幻西游：时空》于2023年2月获批版号，是《梦幻西游》手游在电脑上唯一正式版本，与《梦幻西游》手游账号数据互通，同时支持账号密码登录和扫码登录两种方式。

天猫加码新品战略，联合小米等品牌启动81天百亿新品计划。电商报消息，在日前举行的中国新品消费盛典现场，天猫联合欧莱雅、薇诺娜、小米、雷蛇、李宁、蕉下等品牌开启81天“百亿新品计划”，从3月31日到6月18日，在不到3个月时间里共同打造100亿规模的新品。据天猫官方数字显示，2022年，天猫上涌现了50000个成交百万级新品，相当于平均每天就有136个百万新品诞生，千万新品的成交达成时间进一步缩短了9天，同时有500个品牌斩获过亿新品。

TVB 淘宝第二场直播成交额 7320 万元。36氪消息，TVB于3月30日在淘宝直播间开展的第二场直播带货全场销售额突破7320万元，是首播的三倍多；累计观看690万人次，直播间共计涨粉超过10万。

京东产发、京东工业拟独立上市。3月30日，京东发布公告，拟分拆京东产发、京东工业于联交所独立上市，分拆后公司将继续间接持有京东产发、京东工业50%以上股权。

美团将于近期正式上线面向To B市场的业务“美团企业版”，定位企业消费赛道。根据36氪消息，美团企业版会为企业客户提供消费服务和管理方案，包括用餐、差旅、打车等。美团企业版负责人康凯为企业业务部总经理，在餐饮外卖领域有十年以上的企业服务经验。他向美团核心决策小组S-team成员、美团高级副总裁、到家事业群总裁王莆中汇报。目前，美团企业版团队规模已有数百人，且在快速扩张中。据了解，此次美团企业版的发布是希望将美团对C端用户的服务能力，逐步输出给B端企业用户。

资金流向：腾讯、美团分别为南向、非南向净流入第一

我们以恒生科技指数成分股为样本，基于港股通/中介机构持股数据变动，对互联网板块的资金流入及流出情况进行分析。

南向资金分析

在恒生科技指数成分股中，南向资金净流入前五的公司分别为腾讯控股、美团-W、哔哩哔哩-W、联想集团、金山软件；以南向资金净流入占日均流通市值比重计，前五的公司分别为小鹏汽车-W、金山软件、哔哩哔哩-W、阅文集团、联想集团。

南向资金净流出前五的公司分别为理想汽车-W、舜宇光学科技、中芯国际、小米集团-W、金蝶国际；以南向资金净流出占日均流通市值比重计，前五的公司分别为金蝶国际、舜宇光学科技、中芯国际、理想汽车-W、众安在线。

表1: 恒生科技指数成分股中南向资金净流入/流出（百万港元）及占日均流通市值比重 Top 10

	排序	股票代码	股票名称	恒生二级行业	南向净流入	股票代码	股票名称	恒生二级行业	南向净流入/日均流通市值
净流入	1	0700. HK	腾讯控股	软件服务	6,146	9868. HK	小鹏汽车-W	汽车	3.79%
	2	3690. HK	美团-W	软件服务	2,897	3888. HK	金山软件	软件服务	2.08%
	3	9626. HK	哔哩哔哩-W	软件服务	1,136	9626. HK	哔哩哔哩-W	软件服务	1.80%
	4	0992. HK	联想集团	资讯科技器材	1,101	0772. HK	阅文集团	媒体及娱乐	1.16%
	5	3888. HK	金山软件	软件服务	1,097	0992. HK	联想集团	资讯科技器材	1.06%
	6	0020. HK	商汤-W	软件服务	723	0020. HK	商汤-W	软件服务	1.04%
	7	0772. HK	阅文集团	媒体及娱乐	497	3690. HK	美团-W	软件服务	0.37%
	8	1024. HK	快手-W	软件服务	466	1024. HK	快手-W	软件服务	0.23%
	9	9868. HK	小鹏汽车-W	汽车	285	0700. HK	腾讯控股	软件服务	0.17%
	10	0241. HK	阿里健康	药品及生物科技	82	0241. HK	阿里健康	药品及生物科技	0.10%
净流出	1	2015. HK	理想汽车-W	汽车	-316	0268. HK	金蝶国际	软件服务	-0.30%
	2	2382. HK	舜宇光学科技	工业工程	-259	2382. HK	舜宇光学科技	工业工程	-0.25%
	3	0981. HK	中芯国际	半导体	-212	0981. HK	中芯国际	半导体	-0.20%
	4	1810. HK	小米集团-W	资讯科技器材	-143	2015. HK	理想汽车-W	汽车	-0.19%
	5	0268. HK	金蝶国际	软件服务	-134	6060. HK	众安在线	保险	-0.18%
	6	6060. HK	众安在线	保险	-63	0285. HK	比亚迪电子	资讯科技器材	-0.10%
	7	0285. HK	比亚迪电子	资讯科技器材	-50	1810. HK	小米集团-W	资讯科技器材	-0.06%
	8	6690. HK	海尔智家	家庭电器及用品	-30	1347. HK	华虹半导体	半导体	-0.06%
	9	1347. HK	华虹半导体	半导体	-25	6690. HK	海尔智家	家庭电器及用品	-0.04%
	10	9618. HK	京东集团-SW	软件服务	-12	9618. HK	京东集团-SW	软件服务	0.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：南向资金净流入/流出额根据每日港股通持股数量变动额及当日收盘价估算加总）

非南向资金分析

在恒生科技指数成分股中，非南向资金净流入前五的公司分别为美团-W、理想汽车-W、舜宇光学科技、中芯国际、小米集团-W；以非南向资金净流入占日均流通市值比重计，前五的公司分别为美团-W、金蝶国际、舜宇光学科技、中芯国际、理想汽车-W。

非南向资金净流出前五的公司分别为腾讯控股、哔哩哔哩-W、金山软件、联想集

团、商汤-W；以非南向资金净流出占日均流通市值比重计，前五的公司分别为小鹏汽车-W、金山软件、哔哩哔哩-W、阅文集团、商汤-W。

表2: 恒生科技指数成分股中非南向资金净流入/流出（百万港元）及占日均流通市值比重 Top 10

排序	股票代码	股票名称	恒生二级行业	非南向净流入	股票代码	股票名称	恒生二级行业	非南向净流入/ 日均流通市值
1	3690. HK	美团-W	软件服务	30,963	3690. HK	美团-W	软件服务	3.99%
2	2015. HK	理想汽车-W	汽车	316	0268. HK	金蝶国际	软件服务	0.30%
3	2382. HK	舜宇光学科技	工业工程	259	2382. HK	舜宇光学科技	工业工程	0.25%
4	0981. HK	中芯国际	半导体	248	0981. HK	中芯国际	半导体	0.23%
净流入	5	1810. HK	小米集团-W	174	2015. HK	理想汽车-W	汽车	0.19%
6	0268. HK	金蝶国际	软件服务	134	0285. HK	比亚迪电子	资讯科技器材	0.096%
7	0285. HK	比亚迪电子	资讯科技器材	50	1810. HK	小米集团-W	资讯科技器材	0.07%
8	6690. HK	海尔智家	家庭电器及用品	29	1347. HK	华虹半导体	半导体	0.06%
9	1347. HK	华虹半导体	半导体	27	6060. HK	众安在线	保险	0.05%
10	6060. HK	众安在线	保险	19	6690. HK	海尔智家	家庭电器及用品	0.04%
1	0700. HK	腾讯控股	软件服务	-3,388	9868. HK	小鹏汽车-W	汽车	-3.79%
2	9626. HK	哔哩哔哩-W	软件服务	-1,136	3888. HK	金山软件	软件服务	-2.03%
3	3888. HK	金山软件	软件服务	-1,074	9626. HK	哔哩哔哩-W	软件服务	-1.80%
4	0992. HK	联想集团	资讯科技器材	-1,066	0772. HK	阅文集团	媒体及娱乐	-1.16%
净流出	5	0020. HK	商汤-W	-722	0020. HK	商汤-W	软件服务	-1.04%
6	0772. HK	阅文集团	媒体及娱乐	-497	0992. HK	联想集团	资讯科技器材	-1.03%
7	1024. HK	快手-W	软件服务	-457	1024. HK	快手-W	软件服务	-0.22%
8	9868. HK	小鹏汽车-W	汽车	-285	0241. HK	阿里健康	药品及生物科技	-0.10%
9	0241. HK	阿里健康	药品及生物科技	-82	2018. HK	瑞声科技	工业工程	-0.10%
10	6618. HK	京东健康	药品及生物科技	-44	0700. HK	腾讯控股	软件服务	-0.09%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理(注: 非南向资金净流入/流出额根据每日中介机构持股数量变动额及当日收盘价估算加总)

投资建议

基于春节期及一季度各公司业务的恢复节奏，我们的推荐顺序如下：

- 1) 第一梯队：春节期间游戏、支付业务表现强劲的互联网龙头**腾讯**；预计随消费复苏，显著受益的电商公司**拼多多**；受益于版号常态化，以及新游戏《蛋仔派对》持续表现优异的游戏龙头**网易**；
- 2) 第二梯队：受益于消费复苏的电商龙头**阿里巴巴**；
- 3) 第三梯队：受益于线下消费需求及游戏广告复苏的互联网公司**美团**、**快手**。

表3: 相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB (MRQ)
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
0700. HK	腾讯控股	买入	385.4	12.1	15.7	18.0	28	21	19	4.6
9999. HK	网易-S	买入	140.2	6.9	7.3	8.0	18	17	15	3.9
2013. HK	微盟集团	增持	4.8	-0.5	-0.1	0.1	-8	-30	84	5.6
3690. HK	美团-W	买入	133.8	0.5	2.3	4.6	257	51	26	5.8
1024. HK	快手	买入	56.2	-1.4	0.2	2.9	-36	205	17	5.5
9988. HK	阿里巴巴-SW	买入	97.8	6.4	6.5	7.6	13	13	11	1.9
0241. HK	阿里健康	增持	5.8	-0.02	-0.02	0.01	-254	-254	508	4.8
6618. HK	京东健康	买入	57.5	0.8	1.0	1.0	61	52	49	3.6
9888. HK	百度集团-SW	增持	142.9	7.5	8.2	9.5	17	15	13	1.6
9618. HK	京东集团-SW	增持	159.0	8.9	9.6	12.0	16	15	12	2.1
9899. HK	云音乐	买入	66.8	-0.5	1.7	4.8	-107	35	12	1.6
TME. N	腾讯音乐	增持	7.6	2.9	3.1	3.4	18	17	15	1.9
BZ. O	Boss 直聘	买入	18.7	1.8	3.0	4.9	70	43	26	5.0
PDD. O	拼多多	买入	72.0	6.9	7.7	10.0	18	16	12	5.4
VIPS. N	唯品会	增持	15.1	11.2	12.1	12.8	9	9	8	1.9
ZH. N	知乎	买入	1.3	-1.9	-1.1	0.1	-9	-16	251	1.0
WB. O	微博	增持	18.2	2.3	2.3	2.5	8	8	7	1.3
BEKE. N	贝壳	无评级	18.9	2.4	4.3	5.6	54	30	23	2.4
SE. N	SEA	无评级	84.1	-1.3	2.1	2.8	-63	40	30	8.3

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理。注: 无评级公司使用彭博一致预期; Boss 直聘、腾讯音乐为每 ADS 调整后净利润 (每 ADS=2 股); 唯品会为每 ADS 调整后净利润 (每 ADS=0.2 股); 知乎为每 ADS 调整后净利润 (每 ADS=0.5 股); 贝壳为每 ADS 调整后净利润 (每 ADS=3 股)

风险提示

政策风险, 疫情反复的风险, 短视频行业竞争格局恶化的风险, 宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险, 游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032