

# 互联网行业周报（22年第47周）

**超配**

10月中国游戏市场环比回暖，2022年未成年人游戏时长与充值双降

## 核心观点

**指数情况：**11月第四周，恒生科技指数录得下跌，单周跌幅为6.48%。近两周，国内部分地区的疫情有上升趋势，市场担忧疫情或将在短期内扰动经济复苏。同期，纳斯达克互联网指数录得上涨，单周涨幅为0.07%。截至2022年11月25日，恒生科技指数PS-TTM为1.68x，处于恒生科技指数成立以来4.96%分位点。

**个股方面，互联网板块股票全线股价下跌。**其中：港股方面，网易、京东健康、腾讯控股为本周表现相对较好的股票，单周跌幅为3.1%、4.9%、5.1%，跑赢恒生科技指数3.4pct、1.6pct、1.3pct。年初至今，拼多多和京东健康为表现领先的股票，累计涨幅分别为12.8%和3.7%。

**资金流向：腾讯/美团为南向/非南向资金净流入第一。**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、快手-W、小鹏汽车-W、金山软件、阅文集团；非南向资金净流入前五的公司分别为美团-W、京东健康、阿里巴巴-SW、舜宇光学科技、理想汽车-W。

**互联网板块重点新闻：行业新闻：**1) 10月中国游戏市场规模6个月内首次环比正增长；2) 2022未成年人保护进展报告：游戏时长与充值双降，游戏沉迷问题进一步解决。

**公司动态：**1) 腾讯：腾讯大股东Naspers收到美团股份后将视为持有待售资产；2) 京东：京东零售业务组织架构调整；京东集团高管降酬10%至20%不等，将为十几万德邦员工缴齐“五险一金”；3) 阿里巴巴：在河北保定投资成立综合能源公司；4) 美团：vivo体验店与美团闪购达成合作伙伴关系；5) 快手：快手直播间上线相亲功能；6) 其他：饿了么抖音合作首城落地南京，大部分城市已开通抖音小程序。

**投资建议：建议重点关注腾讯、美团、拼多多。**互联网公司陆续披露Q3的业绩，整体来看，多数互联网公司在7、8月取得了较为良好的恢复，9月受疫情反复影响，消费、广告等行业表现有所下滑。去年Q3，部分互联网公司已经进入收入、业绩的低基数，Q3、Q4业绩预期呈现持续复苏走势，有望与降本增效形成共振。我们认为，基本面的复苏是股价的核心驱动力，外部环境是股价的“放大器”。重点推荐**腾讯、网易、阿里巴巴、BOSS直聘**。

**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)	总市值 (亿港元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
0700.HK	腾讯控股	买入	287.2	2,751,829	12.2	14.8	22	18
9999.HK	网易-S	买入	109.3	358,940	7.3	6.8	14	15
9988.HK	阿里巴巴-SW	买入	79.9	216,626	4.4	5.3	16	14
BZ.0	Boss直聘	买入	16.5	7,154	1.9	3.4	62	34

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：徐燕**

021-60375437

xutao@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

《互联网行业动态点评-互联网龙头底部明朗，短期仍有向上空间》——2022-11-15

《互联网行业周报（22年第44周）-恒生科技指数上涨15.63%，联通与腾讯新设合营企业获批》——2022-11-08

《互联网行业2022年11月投资策略-预计Q3业绩高基数效应将消除，业绩持续复苏》——2022-11-04

《互联网行业动态点评-恒生科技单日上涨7.8%，长线投资者建议重点关注》——2022-11-03

《互联网行业周报（22年第43周）-实物商品网上零售额增速回升，天猫首次在抖音开启直播》——2022-11-02

## 内容目录

行情回顾：本周恒生科技指数下跌 6.48%.....	4
周行情回顾.....	4
行业动态：10 月中国游戏市场规模 6 个月内首次环比正增长.....	6
公司动态：京东零售业务组织架构调整.....	7
资金流向：腾讯/美团为南向/非南向资金净流入第一.....	8
南向资金分析.....	8
非南向资金分析.....	9
投资建议.....	9
风险提示.....	10
免责声明.....	11

## 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: 11 月第四周互联网板块重点公司表现.....	5
图 4: 11 月第四周股价跌幅 Top10 的互联网股票 (%) .....	5
图 5: 恒生科技指数 PS-TTM 情况.....	6
图 6: 国内游戏市场月度收入及增速.....	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

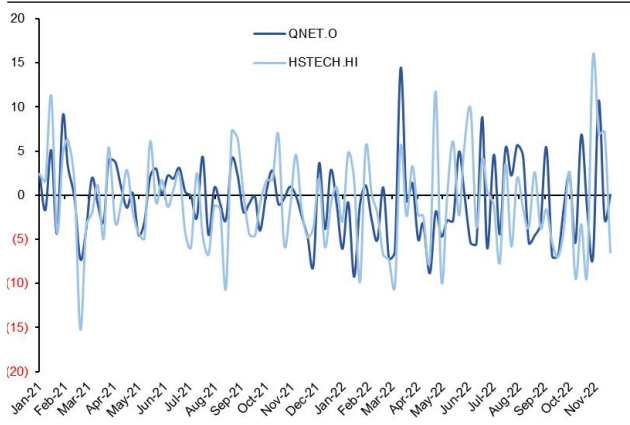
## 行情回顾：本周恒生科技指数下跌 6.48%

### 周行情回顾

**指数情况：**11月第四周，恒生科技指数录得下跌，单周跌幅为6.48%。近两周，国内部分地区的疫情有上升趋势，11月23日-27日，全国每日新增本土确诊病例超过3000例；11月16日-27日，全国每日新增本土无症状感染超过2万例。市场担忧疫情或将在短期内扰动经济复苏。

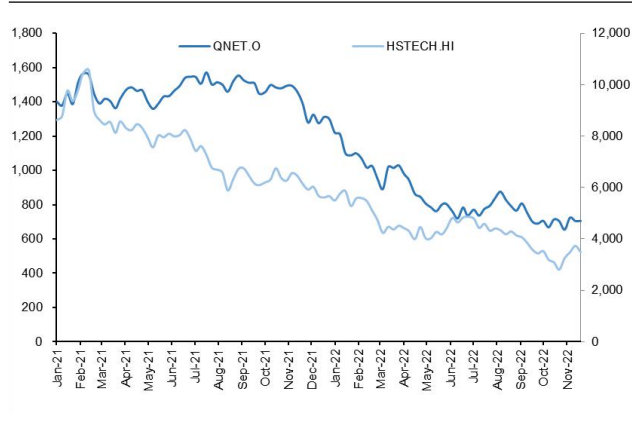
同期，纳斯达克互联网指数录得上涨，单周涨幅为0.07%。

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，互联网板块股票全线股价下跌，其中：

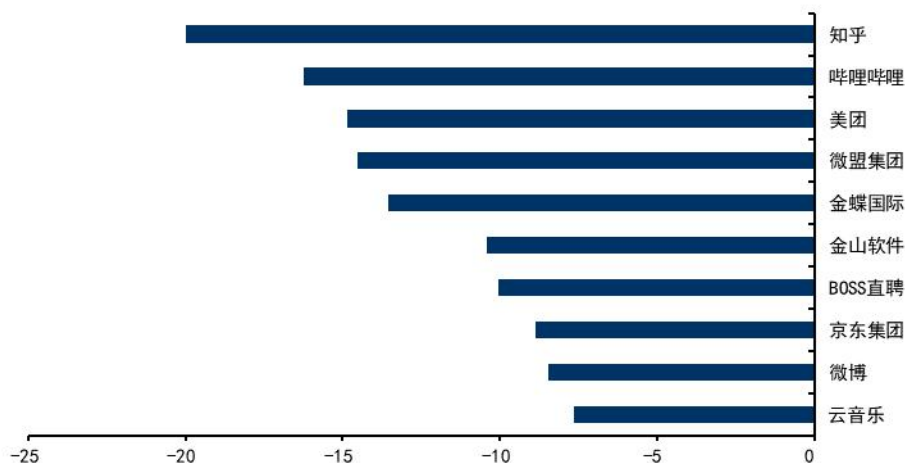
- 1) 港股方面，网易、京东健康、腾讯控股为本周表现相对较好的股票，单周跌幅为3.1%、4.9%、5.1%，跑赢恒生科技指数3.4pct、1.6pct、1.3pct。
- 2) 年初至今，拼多多和京东健康为表现领先的股票，累计涨幅分别为12.8%和3.7%。

图3: 11月第四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	-5.5	0.8	-47.76	25.6	238
	0700. HK	腾讯控股	-5.1	1.3	-38.14	273.0	23,888
游戏	9999. HK	网易	-3.1	3.4	-33.18	104.0	3,119
	SE. N	SEA	-4.6	-5.3	-75.72	54.3	2,161
	BILI. O	哔哩哔哩	-16.2	-17.0	-73.43	12.3	362
社区	1024. HK	快手	-6.4	0.0	-29.49	50.8	1,995
	9899. HK	云音乐	-7.6	-1.2	-57.64	66.5	128
	WB. O	微博	-8.5	-9.2	-57.46	13.2	229
	ZH. N	知乎	-20.0	-20.7	-81.95	1.0	47
	BZ. O	BOSS直聘	-10.1	-10.8	-58.94	14.3	444
平台	BEKE. N	贝壳	-3.5	-4.2	-28.98	14.3	1,327
	3690. HK	美团	-14.8	-8.4	-39.40	136.6	7,721
	BIDU. O	百度	-2.7	-3.4	-37.25	93.4	2,334
	9988. HK	阿里巴巴	-6.5	-0.0	-37.13	74.8	14,459
	9618. HK	京东集团	-8.9	-2.4	-25.76	198.7	5,668
电商	6618. HK	京东健康	-4.9	1.6	3.66	63.7	1,850
	0241. HK	阿里健康	-5.3	1.2	-15.48	5.6	688
	PDD. O	拼多多	-6.3	-7.0	12.78	65.8	5,931
	0268. HK	金蝶国际	-13.5	-7.1	-47.83	12.5	397
SaaS	3888. HK	金山软件	-10.4	-3.9	-31.94	23.2	289
	2013. HK	微盟集团	-14.5	-8.0	-48.54	4.1	95

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

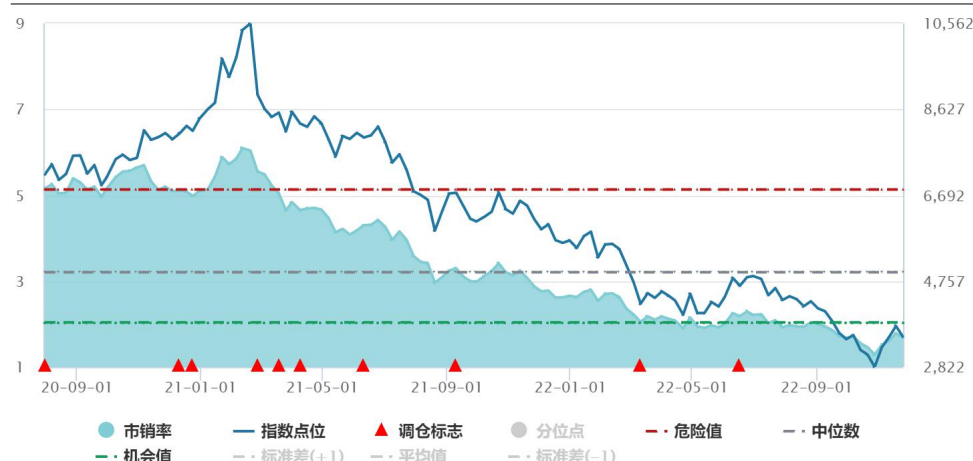
图4: 11月第四周股价跌幅 Top10 的互联网股票 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从市销率看, 恒生科技指数估值处于成立以来较低值: 截至 2022 年 11 月 25 日, 恒生科技指数 PS-TTM 为 1.68x, 处于恒生科技指数成立以来 4.96%分位点。

图5: 恒生科技指数 PS-TTM 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 行业动态：10 月中国游戏市场规模 6 个月内首次环比正增长

中国游戏市场 10 月销售收入超 197 亿元，6 个月内首次环比正增长。2022 年 11 月 23 日，伽马数据发布了《2022 年 10 月游戏产业报告》。2022 年 10 月中国游戏市场规模达 197.68 亿元，环比增长 4.66%，同比下降 18.10%。近 6 个月以来首次出现环比正增长。其中，移动游戏市场实际销售收入 135.55 亿元，环比由负转正。10 月付费时长变长，7 天国庆长假带动用户活跃时长增加；移动游戏产品流水普遍高于上月，头部移动产品《火影忍者》《率土之滨》带来较多增量。

图6: 国内游戏市场月度收入及增速



资料来源: 中国游戏产业研究院&伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

**2022 未成年人保护进展报告：游戏时长与充值双降，游戏沉迷问题进一步解决。**11 月 22 日，中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院联合伽马数据共同发布了《2022 中国游戏产业未成年人保护进展报告》。报告研究显示：1）超七成未



成年人每周游戏时长在 3 小时以内,未成年人游戏沉迷问题已得到进一步解决。2) 未成年人游戏总时长、消费流水等数据极大幅度减少。3) 近三成未成年人游戏充值减少。4) 游戏企业防沉迷系统覆盖九成以上未成年游戏用户。5) 超 85%家长允许孩子在监护下适度游戏。6) 现存未成年游戏用户的家长中, 35%以上允许孩子用自己身份证注册账号。7) 未成年人保护工作需多方协同, 注重未成年人健康网络习惯的培养。

## 公司动态：京东零售业务组织架构调整

**腾讯大股东 Naspers 收到美团股份后将视为持有待售资产。**11 月 23 日南方都市报消息, 腾讯南非大股东 Naspers 发布公告显示, “腾讯 2022 年 11 月 16 日宣布, 明年将向股东派发美团股份。收到股份后, 我们会将其(美团股份)视为持有待售股份。”

**京东零售业务组织架构调整。**11 月 24 日晚点 Lastpost 消息, 京东零售多个事业群现人事变动: 原 3C 家电事业群拆分为家电家居事业群和电脑通讯事业群, 原负责人姚彦中调任大商超全渠道事业群等。

**京东集团高管降酬 10%至 20%不等, 将为十几万德邦员工缴齐“五险一金”。**11 月 22 日界面新闻消息, 京东集团创始人、董事会主席刘强东在给全体员工的邮件中表示, 要逐步将外包员工转化为德邦自己的员工, 自 2023 年 1 月 1 日起逐步为其缴齐五险一金。同时, 为了提高基层员工福利待遇、尽量减轻公司压力, 邮件中提及, 自 2023 年 1 月 1 日起京东集团高级管理人员的现金薪酬降低 10%-20%不等, 职位越高降得越多。

**阿里巴巴在河北保定投资成立综合能源公司。**11 月 24 日界面新闻消息, 天眼查 App 显示, 11 月 22 日, 华能保定综合能源有限公司成立, 法定代表人为周明, 注册资本 300 万元人民币, 经营范围包括发电业务、输电业务、供(配)电业务。该公司由华能河北清洁能源有限责任公司和阿里巴巴(中国)网络技术有限公司分别持股 70%、30%。

**vivo 体验店与美团闪购达成合作伙伴关系。**11 月 23 日信息时报消息, vivo 年度旗舰新品 X90 系列发布会宣布 vivo 体验店与美团闪购达成合作伙伴关系, 美团 vivo 体验店将同步上新 X90 系列新品, 用户通过美团或美团外卖 App 下单, 可享受最快 30 分钟送达服务。为保障新品上市后首销效果及用户体验, 10 月便开始启动 vivo 体验店全面入驻工作。目前, 全国 184 座城市、超 2000 家 vivo 体验店已上线入驻美团。

**韵达快运上线快手电子面单。**11 月 25 日北京商报消息, 韵达快运快手电子面单于 11 月 24 日正式上线。韵达相关负责人向北京商报记者表示, 韵达快运与快手平台合作后, 快手的商家可以选择韵达快运发货, 在双方接口打通后, 可以显示韵达快运物流轨迹。

**快手直播间上线相亲功能。**11 月 25 日 36 氪消息, 快手直播间上线“相亲角”功能, 可为主播打造相亲功能。此外, 快手还在“热门活动”中推出“婚庆”频道, 主要展示“婚礼现场”“婚纱照”等短视频内容。此外, 北京快手科技有限公司日前发生工商变更, 经营范围新增“婚姻介绍服务”。

**饿了么抖音合作首城落地南京, 大部分城市已开通抖音小程序。**11 月 26 日新榜消息, 近日, 饿了么与抖音的合作迎来实质性进展——双方此前宣布将开展的“即看、即点、即达”本地生活场景体验已率先在南京落地, 首批商家包括南京大牌

档、小厨娘、喜姐炸串等多家本地头部连锁经营品牌，部分全国连锁品牌以及南京本地中小商户，预计覆盖约 2000 余家南京门店。与此同时，“饿了么外卖”抖音小程序，日前也已在全国大部分城市开通，抖音用户可通过搜索“饿了么”等关键词找到入口。

## 资金流向：腾讯/美团为南向/非南向资金净流入第一

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、快手-W、小鹏汽车-W、金山软件、阅文集团；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、快手-W、金山软件、阅文集团、腾讯控股。

南向资金净流出前五的公司分别为美团-W、舜宇光学科技、理想汽车-W、金蝶国际、瑞声科技；以南向资金净流出占日均流通市值比重计，前五的公司分别为美团-W、瑞声科技、金蝶国际、明源云、舜宇光学科技。

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
1	0700. HK	腾讯控股	软件服务	2, 215	9868. HK	小鹏汽车-W	汽车	23. 85%
2	1024. HK	快手-W	软件服务	950	1024. HK	快手-W	软件服务	0. 51%
3	9868. HK	小鹏汽车-W	汽车	790	3888. HK	金山软件	软件服务	0. 43%
4	3888. HK	金山软件	软件服务	143	0772. HK	阅文集团	媒体及娱乐	0. 21%
净流入 5	0772. HK	阅文集团	媒体及娱乐	55	0700. HK	腾讯控股	软件服务	0. 08%
6	0981. HK	中芯国际	半导体	52	0981. HK	中芯国际	半导体	0. 05%
7	0241. HK	阿里健康	药品及生物科技	16	0020. HK	商汤-W	软件服务	0. 02%
8	0020. HK	商汤-W	软件服务	10	0241. HK	阿里健康	药品及生物科技	0. 02%
9	6060. HK	众安在线	保险	0. 1	6060. HK	众安在线	保险	0. 00%
净流出 1	3690. HK	美团-W	软件服务	-3, 209	3690. HK	美团-W	软件服务	-0. 41%
2	2382. HK	舜宇光学科技	工业工程	-146	2018. HK	瑞声科技	工业工程	-0. 34%
3	2015. HK	理想汽车-W	汽车	-119	0268. HK	金蝶国际	软件服务	-0. 23%
4	0268. HK	金蝶国际	软件服务	-106	0909. HK	明源云	软件服务	-0. 15%
5	2018. HK	瑞声科技	工业工程	-70	2382. HK	舜宇光学科技	工业工程	-0. 15%
6	6690. HK	海尔智家	家庭电器及用品	-48	2015. HK	理想汽车-W	汽车	-0. 10%
7	0992. HK	联想集团	资讯科技器材	-41	6690. HK	海尔智家	家庭电器及用品	-0. 07%
8	1810. HK	小米集团-W	资讯科技器材	-40	1833. HK	平安好医生	医疗保健设备和服务	-0. 06%
9	0285. HK	比亚迪电子	资讯科技器材	-23	1347. HK	华虹半导体	半导体	-0. 06%
10	1347. HK	华虹半导体	半导体	-21	0992. HK	联想集团	资讯科技器材	-0. 05%

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、京东健康、阿里巴巴-SW、舜宇光学科技、理想汽车-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、瑞声科技、京东健康、金蝶国际、众安在线。

非南向资金净流出前五的公司分别为腾讯控股、快手-W、小鹏汽车-W、金山软件、阅文集团；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、快手-W、金山软件、阅文集团、腾讯控股。

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
净流入	1	3690. HK	美团-W	软件服务	3,216	3690. HK	美团-W	软件服务	0.41%
	2	6618. HK	京东健康	药品及生物科技	527	2018. HK	瑞声科技	工业工程	0.34%
	3	9988. HK	阿里巴巴-SW	软件服务	314	6618. HK	京东健康	药品及生物科技	0.26%
	4	2382. HK	舜宇光学科技	工业工程	146	0268. HK	金蝶国际	软件服务	0.23%
	5	2015. HK	理想汽车-W	汽车	118	6060. HK	众安在线	保险	0.16%
	6	0268. HK	金蝶国际	软件服务	106	2382. HK	舜宇光学科技	工业工程	0.15%
	7	6690. HK	海尔智家	家庭电器及用品	102	0909. HK	明源云	软件服务	0.15%
	8	2018. HK	瑞声科技	工业工程	70	6690. HK	海尔智家	家庭电器及用品	0.15%
	9	1810. HK	小米集团-W	资讯科技器材	44	2015. HK	理想汽车-W	汽车	0.10%
	10	6060. HK	众安在线	保险	40	1833. HK	平安好医生	医疗保健设备和服务	0.06%
净流出	1	0700. HK	腾讯控股	软件服务	-2,156	9868. HK	小鹏汽车-W	汽车	-23.90%
	2	1024. HK	快手-W	软件服务	-891	1024. HK	快手-W	软件服务	-0.48%
	3	9868. HK	小鹏汽车-W	汽车	-791	3888. HK	金山软件	软件服务	-0.43%
	4	3888. HK	金山软件	软件服务	-143	0772. HK	阅文集团	媒体及娱乐	-0.21%
	5	0772. HK	阅文集团	媒体及娱乐	-55	0700. HK	腾讯控股	软件服务	-0.08%
	6	0981. HK	中芯国际	半导体	-51	0981. HK	中芯国际	半导体	-0.05%
	7	0241. HK	阿里健康	药品及生物科技	-15	0020. HK	商汤-W	软件服务	-0.02%
	8	0020. HK	商汤-W	软件服务	-11	0241. HK	阿里健康	药品及生物科技	-0.02%

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

互联网公司已经陆续披露 Q3 的业绩，整体来看，多数互联网公司在 7、8 月取得了较为良好的恢复，9 月受疫情反复影响，消费、广告等行业表现有所下滑。去年 Q3，部分互联网公司已经进入收入、业绩的低基数，Q3、Q4 业绩预期呈现持续复苏走势。

困境中，我们也看到了向好的迹象：

1) 国内的政策环境在持续扭转：例如游戏版号重启以来，获得版号的游戏数量在逐次增加，大厂腾讯、网易实现了“0 的突破”。

2) Q3 以来，基本面在逐渐复苏：复苏节奏来看，本地生活>电商>效果广告>品牌广告、订阅制娱乐产品。

3) 高基数效应消除：去年 Q3 对反垄断、游戏、广告等行业的政策已经逐渐体现在业绩中，收入增速恢复与降本增效形成共振，Q3 开始业绩增速有望继续向好。

我们认为，基本面的复苏才是股价的核心驱动力，外部环境是股价的“放大器”。结合复苏节奏及基本面，我们重点推荐的公司为：**腾讯、网易、阿里巴巴、BOSS 直聘**。

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 (港元/ 美元)	EPS			PE			PB (MRQ)
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
0700. HK	腾讯控股	买入	287.2	13.0	12.2	14.8	20	22	18	3.29
9999. HK	网易-S	买入	109.3	6.0	7.3	6.8	17	14	15	3.08
2013. HK	微盟集团	增持	4.4	-0.2	-0.4	-0.1	-18	-11	-29	2.83
3690. HK	美团-W	买入	163.6	-2.5	0.1	2.0	-60	1666	74	7.17
1024. HK	快手	买入	56.6	-4.5	-1.5	1.2	-11	-36	42	5.41
9988. HK	阿里巴巴-SW	增持	79.9	2.8	4.4	5.3	26	16	14	1.60
0241. HK	阿里健康	增持	6.4	-0.02	-0.02	0.01	-293	-293	586	5.23
6618. HK	京东健康	买入	68.1	-0.3	0.3	0.5	-184	231	122	4.37
9888. HK	百度集团-SW	增持	101.6	3.7	3.6	5.3	25	26	18	1.17
9618. HK	京东集团-SW	买入	218.8	-1.1	2.0	5.0	-176	98	40	2.91
9899. HK	云音乐	买入	73.9	-5.0	-1.9	-0.2	-14	-35	-357	1.78
TME. N	腾讯音乐	增持	6.6	2.6	2.9	3.1	18	16	15	1.70
BZ. O	Boss 直聘	买入	16.5	2.0	1.9	3.4	60	62	34	4.13
PDD. O	拼多多	买入	78.4	1.4	4.6	5.4	103	31	26	6.57
ZH. N	知乎	买入	1.1	-1.2	-2.1	-1.3	-13	-7	-12	0.75
WB. O	微博	无评级	14.7	3.1	2.3	2.6	34	47	41	1.08
BEKE. N	贝壳	无评级	15.1	1.9	1.0	3.7	56	104	29	1.93
SE. N	SEA	无评级	54.3	-3.8	-4.4	-2.8	-101	-89	-138	4.83

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）；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