

# 互联网行业23年度策略 迎接戴维斯双击

行业评级：看好  
2022年12月5日

分析师 谢晨  
邮箱 xiechen@stocke.com.cn  
证书编号 S1230521070004

分析师 陈磊  
邮箱 chenlei01@stocke.com.cn  
证书编号 S1230521090002

研究助理 陈相合  
邮箱 chenxianghe01@stocke.com.cn

研究助理 姚逸云  
邮箱 yaoyiyun@stocke.com.cn

**我们判断，互联网板块将在23年迎来戴维斯双击，利润端和估值端都有所超预期。**

## □ 利润端：

- 经济周期的底部回暖带动顺周期业务
  - 广告、电商等顺周期业务虽经济周期而起
  - 游戏业务或因出行需求增加而有所冲击，23年或见底，为投资良机
- 降本增效的财务回报逐渐体现，尤其是管理费用、研发费用
- 字节跳动在多数领域的份额提升开始低于预期

## □ 估值端：

- 美国流动性或出现拐点
- 政策进一步走向确定性，我们判断市场会逐渐接受政策中性的大前提
- 新技术、新模式的蓄势待发
  - 新技术：如AIGC、AR/VR
  - 新模式：如直播招聘、跨境电商

## □ 投资建议：

我们判断，23年是互联网板块戴维斯双击之年，利润端和估值端都将有超预期表现。从全年维度来看，建议选择低估值、高壁垒、有成长的行业龙头，如腾讯。在行情早期，可以考虑配置股价处于底部、市场分歧较大、基本面有改善的品种，如哔哩哔哩。但在后期，应该切换为具备高成长性、新业务有想象空间的品种，如拼多多（跨境电商逻辑），可关注快手（快招工逻辑）。同时，在全年维度上，我们也应该重视小市值股票的主题性投资机会，主要关注AIGC主题、AR/VR主题。

## □ 风险提示：

- 经营风险：疫管控情优化或对互联网使用时长有负面影响
- 政策风险：中概退市问题依然没得到彻底解决

# 01

## 利润端

经济周期的底部回暖带动顺周期业务，例如：广告、电商

降本增效的财务回报逐渐体现，尤其是管理费用、研发费用

字节跳动在多数领域的份额提升开始低于预期

# 1. 利润端

## 1.1 经济周期的底部回暖带动顺周期业务，如广告、电商，但游戏业务或因出行需求增加而有所冲击

我们根据浙商证券研究所宏观组22年10月24日的报告《万里风云，峰回路转》，认为当前位于本轮经济周期底部，23年或将迎来回暖，这主要是基于制造业、房地产投资拉动和疫情防控优化三个方面的原因的判断。

### 1.1.1 原因1 制造业投资拉动：已经积累较大市场预期差，23年或高增11.4%

当前国际发展环境日趋复杂，产业链安全存在威胁，高端制造产业等瓶颈仍然突出，关键核心技术受制于人的局面没有得到根本性改变，因此相关投资动能充足。整体来看，我们认为制造业资本开支将主要集中在中上游一系列短板领域，全年制造业投资增速大概率实现11.4%，高出22年前三个季度增速0.8个百分点。

### 1.1.2 原因2 地产投资拉动：预计在23年，政策规划+地产需求组合拳将助推地产投资渐进恢复

预计当前楼市需求侧的组合拳将继续发力：一是存量政策在居民预期改善背景下政策可以发挥更好效果。二是预计23年在地产需求端仍有增量政策（一方面部分存量到期政策可续期，另一方面新增政策依然可期如棚改货币化）。

组合拳下，预计23年地产投资增速 1.4%，Q1仍有较大压力，Q2起明显反弹，全年地产季度投资增速分别为：-12.3%、-1%、8.6%和 8.4%。呈逐级递增态势，从Q2开始其明显反弹。

### 1.1.3 原因3 疫情防控持续优化：预计23年全年社会消费品零售总额名义增速将同比显著提升

从第九版防控方案的改进、行程卡去星、全国核酸互认、中国香港试验“0+0”等各方面的努力中，我们可以看出，疫情防控思路的重点之一就是尽量不以严格限制人的流动为代价来控制疫情。

随着我们对于病毒的了解更加深入，防控经验更加丰富，疫情防控水平有望进一步提升，消费场景有望逐渐活跃：一方面，疫情防控会进一步优化，消费场景将逐渐活跃，消费潜力有望释放，但另一方面，由于疫情的反复冲击，居民的收入预期不稳定，预防性储蓄行为增加，居民边际消费倾向下降，消费增速中枢短期内较难回到疫情前水平。

预计23年全年社会消费品零售总额名义增速为6.6%，相较22年显著提升，但仍低于疫前8~9%的增速水平。

# 1. 利润端

## 1.1.2 受益行业分析：广告、电商和游戏

我们判断：经济周期的底部回暖带动顺周期业务，如广告、电商。游戏业务或因出行需求增加而有所冲击，底部是布局良机

### 1.2.1 广告行业：预计23Q2随宏观经济迎来修复

广告行业呈现明显的顺周期特征，一般与GDP增速相关

根据浙商证券宏观组预测，我国23年实际GDP增速可实现5.1%左右，四个季度的实际GDP增速分别为4.0%、7.7%、4.9%和4.0%。预计23Q2后的GDP增速均高于22年

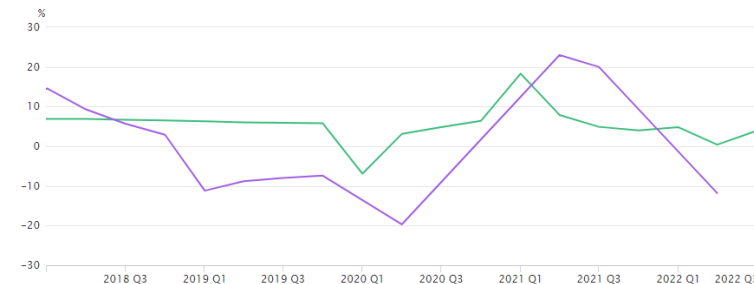
因此我们判断，广告行业将随23Q2经济复苏而迎来修复

### 1.2.2 电商行业：预计23年社零增速回暖将驱动电商增长

预计社零大盘23年迎来较高增速。在经历了22年受疫情影响的疲软期后，预计23年每季度的社零增速都同比增长。原因是随着疫情管控持续优化，消费经营场所更加稳定，消费场景更加丰富，消费潜力有望得到进一步释放。

根据浙商证券宏观组预测，我国23年社会消费品零售总额名义增速为6.6%，从节奏上来看，23年四个季度增速分别为4.4%、10.8%、6.5%和5.3%，Q2因为基数较低成为全年高点。

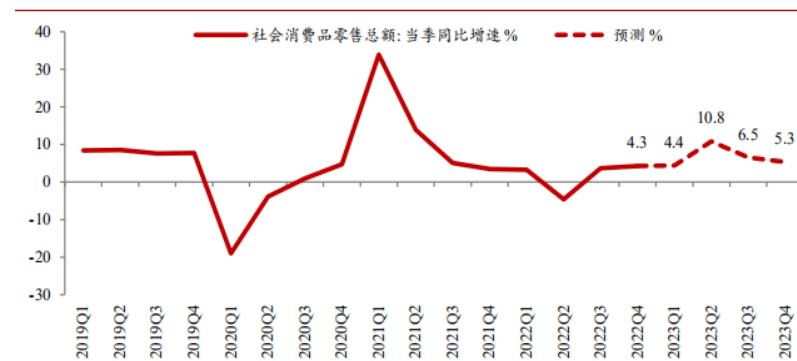
因此我们判断，电商行业将随23Q2社零的高增速而回到之前的较快发展轨道



图：GDP（绿）与广告行业收入增速正相关性较高 资料来源：通联数据，浙商证券研究所

时间段	名义 GDP	实际 GDP	最终消费支出	资本形成总额	净出口
2023 年 Q1	5.9	4.0	6.4	5.5	8.0
2023 年 Q2	8.7	7.7	10.4	6.8	0.0
2023 年 Q3	6.8	4.9	7.3	7.6	-12.0
2023 年 Q4	6.4	4.0	6.7	7.3	-12.0
2023 年	6.9	5.1	7.7	6.6	0.0

图：23年GDP同比增速预测 资料来源：国家统计局，浙商证券研究所



图：社零季度同比增速23Q2达到高点 资料来源：Wind，浙商证券研究所

# 1. 利润端

## 1.2.3 游戏行业：在22年6月，我们提出了游戏行业的景气度时钟模型，建立在用户闲暇时长和可支配收入预期两个维度之上

对于经济周期将如何影响游戏行业，市场有过较多争论。在一个典型的经济下行周期中，市场往往有两种不同的观点，其一是认为闲暇时间的增加，将利好游戏行业，即“口红经济”；另一种观点是认为，游戏作为可选消费，将在经济下行周期中受到抑制

我们认为，两种观点都有可取之处，但又都有所片面，因此我们提出了**游戏行业的景气度时钟模型**

□ **游戏行业景气度时钟模型中，我们基于闲暇时长和景气度正相关，可支配收入预期和景气度负相关的假设，认为游戏行业的景气度周期包含以下四个阶段：**

- 1) 闲暇时间增加+收入预期稳定：经济开始下行，用户消费时长增加，行业景气度提升
- 2) 闲暇时间不变+收入预期下降：消费时长维持高位，但用户付费意愿降低，行业下行
- 3) 闲暇时间减少+收入预期不变：经济开始复苏，消费时间下降，行业处于景气谷底
- 4) 闲暇时间不变+收入预期提升：收入预期抬升，行业景气度重新提升

□ **过往启示：当使用时钟模型来对照研究 20 年起的行业发展趋势，会发现确有一些阶段，用本时钟模型非常好解释**

- 阶段1：20Q1 疫情：释放闲暇时长红利，行业景气度高涨
- 阶段2：22Q2 奥密克戎疫情：时长增长，收入预期不振，行业增收疲软

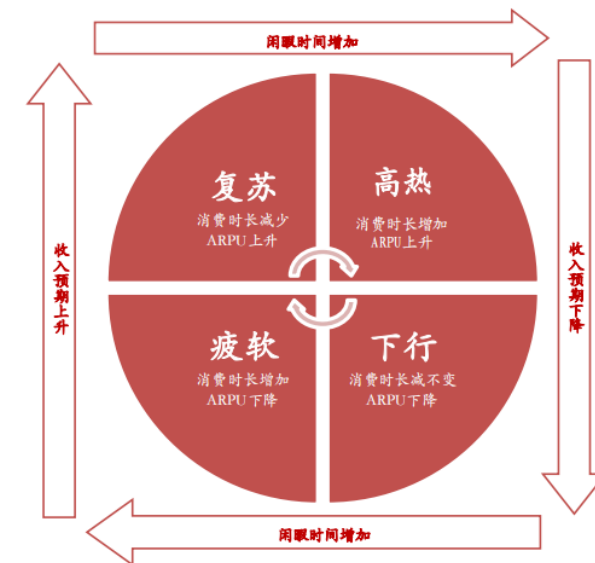
□ **展望未来：23年或迎来游戏行业或见底，迎来最佳投资机会**

根据模型，我们判断若23年疫情阶段性完结，或出现游戏行业的景气度最低谷，届时：

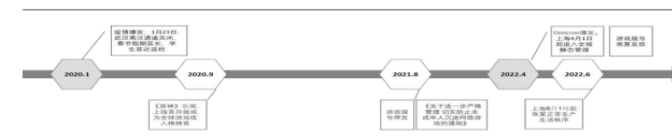
**需求端：**根据模型，随着复工复产，大众的线上时间将收挤压，闲暇时间将明显下降，收入预期尚不能同比提升。在这样的情况下，游戏行业的景气度将受到一定的挑战。此时将迎来行业需求端最底部

**供给端：**我们同时看到，版号重开对行业有较大的积极性影响，随着新游戏的上线，供给端的逐渐繁荣或能抵消需求端的不振

综上根据我们的模型，若23年疫情阶段性完结，游戏行业的景气度低谷或到来，届时为最佳投资机会



图：游戏行业景气度时钟模型 资料来源：浙商证券研究所



图：游戏行业事件时间轴 资料来源：浙商证券研究所

# 1. 利润端

## 1.3 降本增效的财务回报逐渐体现

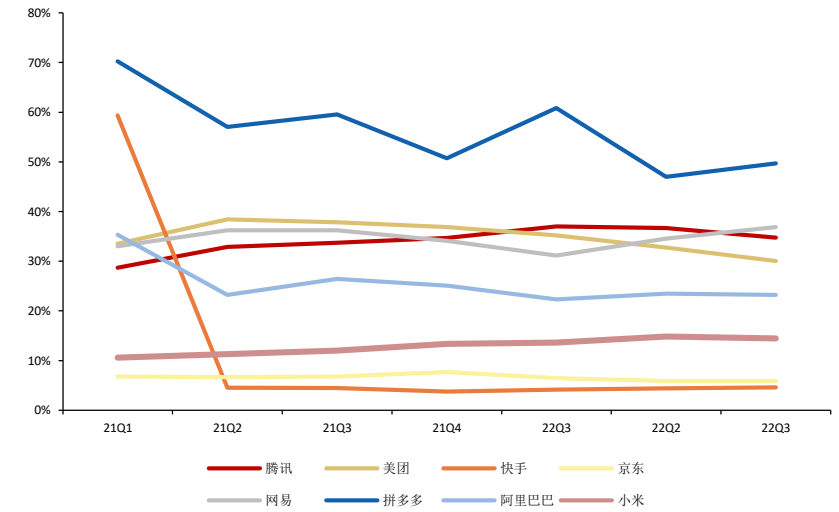
我们同样看到，互联网行业厂商整体采取降本增效战略，在多家互联网大厂的财报里我们都能看到“降本增效”字样。伴随着降本增效的背景下，控费和人员优化成为近一年来的主题词

### 1.3.1 费用方面

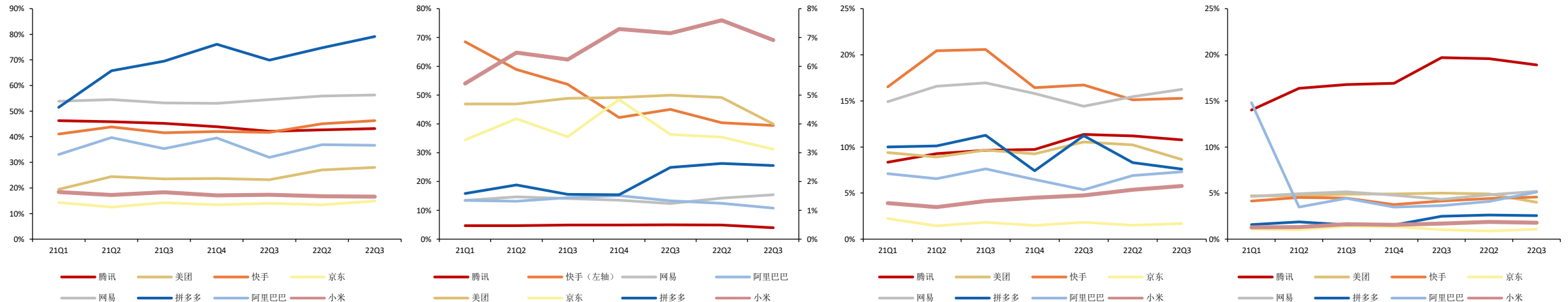
- 销售费用优化最为明显，除网易外，21年底以来，销售费用率基本均有不同程度下滑，美团下降最为明显
- 研发费用优化次为明显，网易、小米、阿里巴巴上升，其他公司自21年底以来基本处于下降区间，网易、阿里巴巴研发费用的上升可能是因为人员优化产生的一次性费用，小米则是因为开了新业务（汽车）
- 管理费用方面，总体保持稳定，其中21年初的阿里巴巴的高基数是因为反垄断费的罚款
- 最终，从总体费率来看，21年底以来，除网易、小米、快手微增，其他大厂总体下降

### 1.3.1 人员方面

- 我们根据公司财报数据，看到美团、腾讯、小米、快手的员工人数有较为明显的下降，21年底以来分别降幅为9.56%、1.82%、1.67%、1.67%
- 阿里巴巴小幅上升，较21年上升1.38%。我们判断京东系整体也有所上升，这和其一线人员部分计入上市公司有关



图：各大厂总体费用率 资料来源：Wind，浙商证券研究所



图：自左向右，主要互联网大厂毛利率、销售费用率、研发费用率、管理费用率 资料来源：Wind，浙商证券研究所

# 1. 利润端

## 1.4 字节跳动在多数领域的份额提升开始低于预期

字节跳动管理层释放压缩招聘计划信息，预示公司战略由扩张导向转为利润导向，广告和电商是字节的重要业务板块，我们认为未来公司在这些领域的份额提升情况将低于预期

### 1.4.1 字节跳动的目标由全面扩张转向利润导向

22年以前，字节的员工规模经历了快速的膨胀，仅20年一年内员工规模就由6万人扩张至10万人，公司主要通过短期大规模的资本与人力投资来助推新业务扩张，以抢占市场份额



7月21日，字节跳动CEO梁汝波更新个人OKR

显示字节跳动将根据业务形势更新人力计划

计划内容：大幅降低22-23年招聘计划，降低组织规模增速，并提升组织效率，表明公司去肥增瘦倾向明显

### 1.4.2 基于此，我们认为字节未来在广告和电商业的份额增长会低于预期

招聘计划的压缩预示着字节从强调扩张向利润导向的转移，公司未来的目标将由追求市场份额扩张转向降本增效，因此在份额上的提升将不如以往激进，增长开始低于预期



# 02

## 估值端

- 美国流动性或出现拐点
- 政策进一步走向确定性
- 新技术、新模式的蓄势待发

### 2.1 美国流动性或出现拐点

#### 2.1.2 22年美联储加息缩表，货币流动性受限

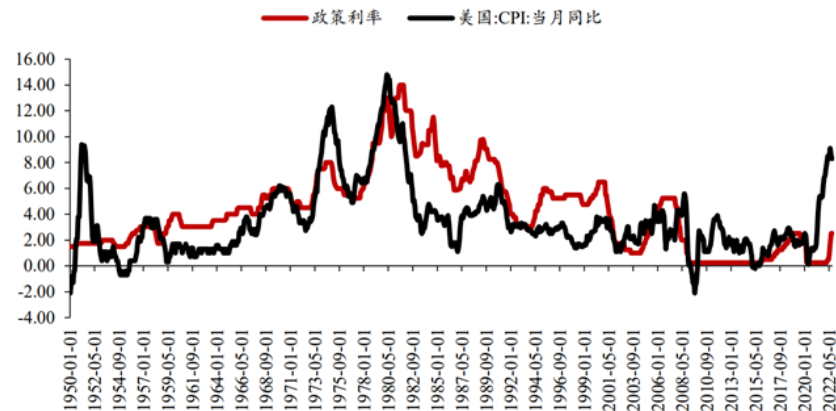
- 疫情开始后，美国实行扩张性货币政策，国内有效需求增加，叠加疫情持续、全球供应链受到冲击
- 供需冲击导致21年美国通胀水平不断上行，导致22年美联储加息缩表，货币流动性受限

#### 2.1.2 从通胀规律判断，23Q3存在降息可能

- 规律：1950年至今，美国曾经历12轮较为完整的加降息周期，除1974年加息周期以外均存在一个共性规律：即每一轮降息周期启动时，通胀水平均低于政策利率水平
- 从单月增速来看，中性估计美国CPI可能最早在Q3即满足美联储降息的“隐性标准”

**结论：下半年通胀进一步回落后存在降息可能性**

图：美联储政策利率和通胀的共性关系（%，1982年以前为贴现率，此后为联邦基金利率）



资料来源：Wind, Fred, 浙商证券研究所

## 2. 估值端

### 2.2 国内监管政策进一步走向确定性，市场会逐渐接受政策中性的大前提

综合近期政策内容，我们认为互联网板块的国内监管政策已趋于稳定，监管的主旨在于促进互联网行业的长期健康有序发展

#### 治理阶段：

- 2020.12 中央政治局会议：“强化反垄断和防止资本无序扩张”
- 2021.02 国务院反垄断委员会印发：《平台经济领域的反垄断指南》

#### 缓和阶段：

- 2021.04 中央政治局会议：“加强和改进平台经济监管，促进公平竞争”
- 2021.12 中央经济工作会议：“要发挥资本作为生产要素的积极作用，同时有效控制其消极作用” “要为资本设置‘红绿灯’ ”
- 2022.03.16 刘鹤副总理主持召开国务院金融委会议：“有关部门要通过规范、透明、可预期的监管，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力”

#### 治理告一段落，引导正确发展阶段：

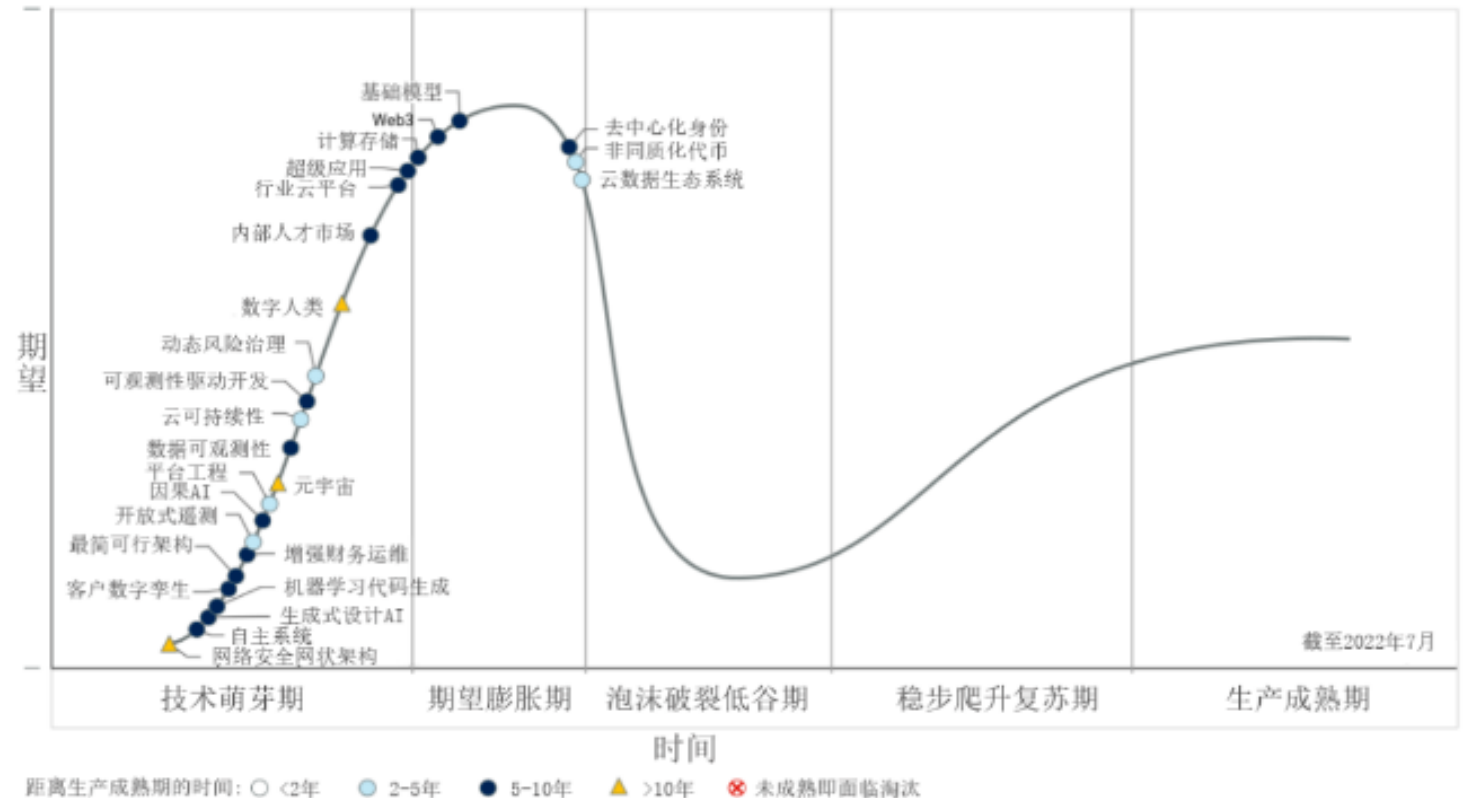
- 2022.04 中央政治局会议：“促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”
- 2022.07 中央政治局会议：“要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批‘绿灯’投资案例”
- 2022.11 党的二十大报告：“加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合”

- 总体来说，互联网相关的政策面经历了三个阶段
- 在经历了20年底至21年初的治理阶段，21年中到22年3月的缓和阶段后22年4月开始，相关政策明显开始主动引导有序发展
- 政策面导向逐渐明晰，政策将趋于常态化、可预期化，我们判断市场会逐渐接受政策中性的大前提

### 2.3 新技术、新模式的蓄势待发

- 新技术和新模式的诞生的一直是估值强催化剂
- 如下图，一般新技术的期望均存在高峰和低谷，但后期逐步趋稳
- 我们认为，当前时间点，一些新技术和新模式已经蓄势待发
  - 新技术如AIGC、VR/AR等
  - 新模式如直播招聘、跨境电商等
- 随着技术和商业化的成熟，未来有望成为较强催化剂

2022年新兴技术成熟度曲线

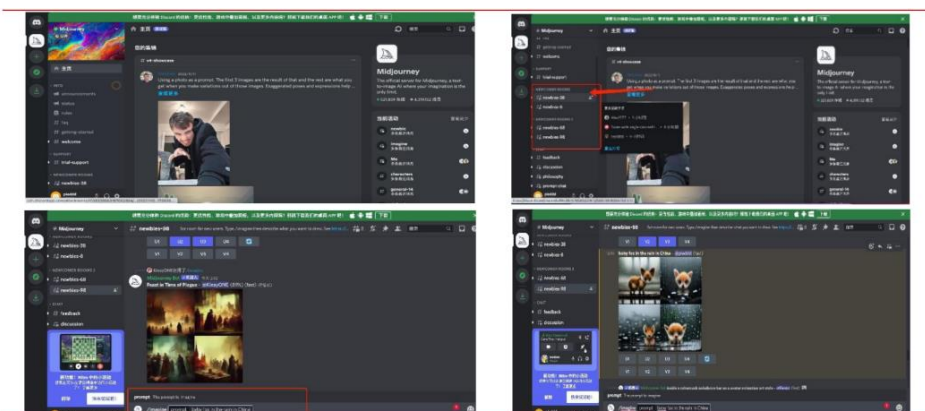


图：22年7月版新技术列举 资料来源：Gartner，浙商证券研究所

## 2. 估值端

### 2.3.1 新技术—AIGC：22年被称为AIGC元年

8月，凭借AI绘画作品《太空歌剧院》，参赛者没有绘画基础却获得美国科罗拉多州新兴数字艺术家竞赛一等奖，引发热议。Stable Diffusion、Midjourney等AI绘画应用推动技术进入民用领域，几月内产出效果便有直观改善，被设计师、游戏工作室等广泛用于辅助生产，**生产力变革来临**



#### 关键技术实现突破，技术有望转为生产力

2022年扩散模型在内的关键技术实现突破，从仅可生成文字到支持文字转图片，技术可用性显著提高，AIGC技术有望直接转化为生产力。AI绘画使用的新一代模型可以处理的模态大为丰富且支持跨模态产出，可支持AI插画，文字生成配套营销视频等常见应用场景

#### 商业化前景广阔，C端逐步推广，B端变现仍在探索阶段

近年来，AI绘画产品不断丰富，体验持续提升。例如，AI绘图软件Stable Diffusion各渠道累计日活用户超过1000万，面向消费者的DreamStudio则已获得了超过150万用户，AI绘画已在C端积累大量用户

目前，AI绘画产品目前少有营收或实现盈利，C端消费者付费意愿较低，B端变现模式各公司仍在探索阶段，如左图，目前已经有少量实例，未来变现能力有望进一步提升

资料来源：Stable Diffusion, 浙商证券研究所

图：AI绘画流程示意图 资料来源：Stable Diffusion, 浙商证券研究所

行业	应用方式	实例
广告行业	借助 AI 制作宣传素材	《时尚芭莎》36 周年纪念 AI 海报
设计行业	AI 辅助包装设计、服装设计出图	阿里助力犀牛智造推出 AI 设计平台
营销定制行业	借助 AI 生成营销素材	百家号自动生成视频功能
漫画/动漫行业	配文自动生成漫画、插画、视频	AI 绘制《漠河舞厅》MV
游戏行业	AI 辅助角色、道具、场景设计	日本游戏开发者使用 Midjourney 生成素材开发横版射击游戏

资料来源：钛媒体，百家号，时尚芭莎，新智元，腾讯网，浙商证券研究所

图：AI绘画商业化示例 资料来源：钛媒体，百家号，时尚芭莎，新智元，腾讯网，浙商证券研究所

## 2. 估值端

### 2.3.2 新技术—虚拟现实：AR/VR/MR等虚拟现实技术目前或已经历完“低谷期”，进入“复苏期”

根据著名咨询机构Gartner对技术成熟度和商业化过程的分类，一个新产品从萌芽到成熟生产，分为：技术萌芽期、期望膨胀期、泡沫破裂低谷期、稳步爬升复苏期、生产成熟期

根据腾讯产业院的研究，虚拟现实技术现在或已处于爬升复苏期。商业化愈发临近，新产品或为行情催化剂

近期的新品包括，国内的PICO和海外的苹果

#### □ PICO 4 上线：国产VR领军品牌，催化剂产品推进行业生态建设

- 22年9月，PICO推出第四代穿戴式VR头显设备，搭载PICO VR视频/健身/游戏等功能，上线两周内售出4.6万台，受消费者一致好评
- 根据IDC数据，21年全球AR/VR头显出货量达1123万台，同比增长92.1%；其中，VR头显出货量达1095万台，21年VR硬件市场，PICO市占率全球第二，国内第一
- PICO 4有望成为国内VR发展催化剂，促进AR/VR软硬件生态发展

#### □ 苹果MR产品：虚拟现实技术布局深厚，看好后续MR产品表现

- 苹果虚拟现实技术积淀深厚。17年，苹果推出AR开发平台AR Kit；目前，该平台已有14000+ App为苹果用户提供AR服务，充分展现了苹果在AR/VR产业的战略布局。
- 23年苹果有望发布其第一代MR头显产品
- 作为全球电子消费品龙头品牌，该产品有望重新定义AR/VR用户体验，并拉动新一轮产业技术创新及生态建设



图：VR/AR产业链的技术成熟度曲线 资料来源：腾讯产业研究院，浙商证券研究所



图：PICO 4宣传资料 资料来源：Pico 官网，浙商证券研究所



图：AR Kit 宣传资料 资料来源：Apple 官网，浙商证券研究所

## 2. 估值端

### 2.3.3 新模式—直播招聘：25年千亿市场规模，转化率尚在探索阶段

快手的直播蓝领招聘模块“快招工”起量迅速，有望通过解决蓝领招聘的痛点问题，推动蓝领招聘视频化、直播化。

**快招工在线蓝领招聘新模式推动线上化率提升，预计2025年规模超千亿**

- 在线招聘各细分业态差异较大，白领金领招聘需求多样化、个性化
- 蓝领招聘供需标准化程度高，供不应求且求职频率相对更高
- 快手直播模式能更好地满足招聘方对“量”的需求，以及求职者对于“信任”的需求，天然适合蓝领招聘市场

快手结合直播和推荐匹配算法，打造蓝领招聘新模式，推动提升蓝领招聘线上化率，我们测算2025年在线蓝领招聘规模超千亿

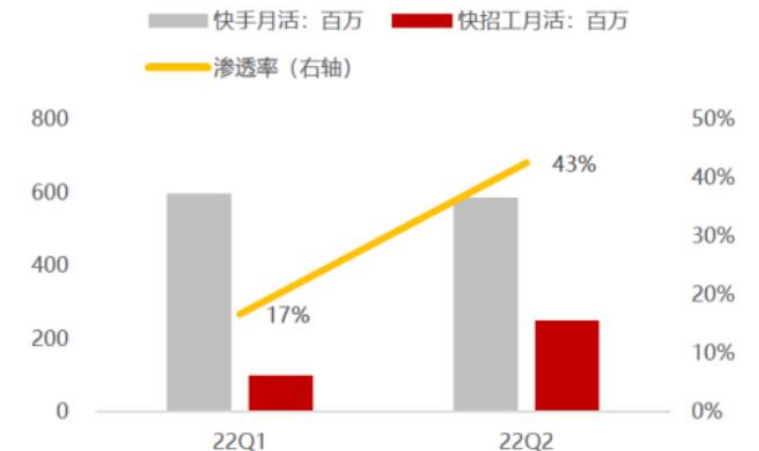
**快招工“高频+直播+社区”，服务轻量化，变现方式明确**

- 快手通过高频短视频带动低频“快招工”，有效降低广告营销的成本
- 通过在视频流中插入招聘类直播内容，快招工用户渗透率迅速提升
- 22Q2快招工月活用户达到2.5亿，月活用户渗透率为43%，环比提高26个百分点
- 由于快招工不涉及后续履约环节，公司较难跟踪实际入职转化人数，因此判断变现模式为广告变现，即主播（中介）通过投流的方式吸引更多用户，快手赚取广告收入

我们预测：24年快手收入达1437亿，其中快招工占约4.1%



图：快手招聘直播间 资料来源：快手App，浙商证券研究所



图：快招工月活及月活渗透率 资料来源：快手公告，浙商证券研究所

## 2. 估值端

### 2.3.4 新模式—跨境电商：国内发展路径可复制，开局良好

#### TEMU复制拼多多国内发展路径：低价社交电商

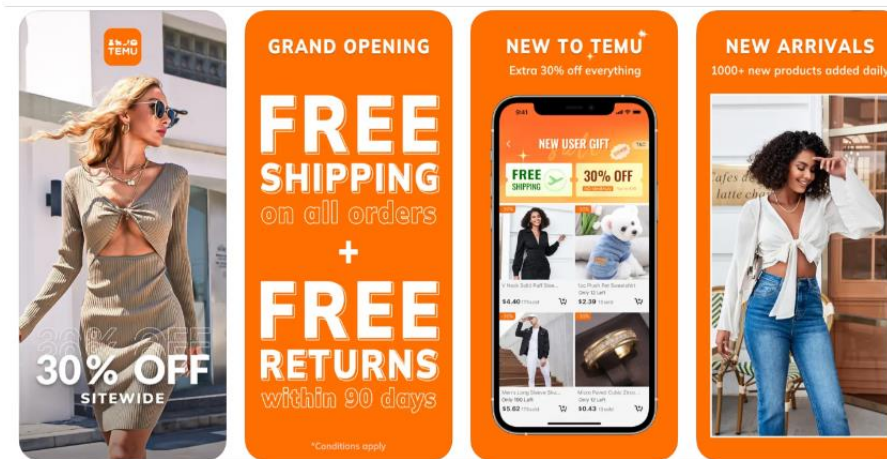
##### 平台运营模式参考国内经验

- 《拼多多跨境平台招商指南》显示，商家入驻无需缴纳任何费用，0元入驻，0佣金，且后续具体选品、定价以及一系列的物流履约服务将由拼多多方面负责
- 低价包邮模式下Temu物流成本可控，标准快递下，大部分订单提供包邮服务
- 营销策略继续倚重社交裂变。Temu准备上线“砍一刀”功能，用户可通过WhatsApp、Messenger、Facebook等平台分享链接并获得相应奖励，社交裂变模式获取新用户
- 物流暂时选用美国邮政，价格相对低廉

#### TEMU开局表现良好，运营数据强劲

目前Temu海外扩张强劲，根据36氪数据，22年11月初，自9月上线一月有余：

- 登顶美国APP Store免费购物应用榜单第一
- 日均GMV突破了150万美元
- 入驻商家数量近3万个
- SKU在30万~40万个
- 涵盖了24个一级类目



图：Temu页面 资料来源：Temu 官网，浙商证券研究所



## 3. 风险提示

### 3.1 疫管控情优化或对互联网使用时长有负面影响，进而使得收入不及预期

**发生概率：**低，游戏业务的影响已有部分预期，但其他子行业也有可能受影响

**出现节奏/时点：**出行需求增加初期，大概在Q1-Q2

**判断依据：**从美国来看，疫情恢复后，22H1，手游行业收入下跌约9%，主要就是因为时长下降

**作用机理：**出行需求增加，互联网时长下降。从作用来看

- 我们认为，对时长更大的可能是结构性的影响，对于偏碎片化的应用，如短视频、微博、搜索引擎，影响不大
- 但对于偏整块时间的应用，如部分游戏，长视频，则影响较大
- 从海外来看，由于广告业务受经济恢复正面影响较大，主要影响的是游戏业务

**影响程度：**若上述情况发生，我们预计23E的游戏和广告业务收入都将受到影响，但是广告业务或好于游戏业务

**跟踪方法：**跟踪QuestMobile等第三方数据

## 3. 风险提示

### 3.2 中概退市问题依然没得到彻底解决

**发生概率：**低，市场预期并不充分

**出现节奏/时点：**全年都有可能

**判断依据：**中美博弈大背景下，依然有可能出现波折

**作用机理：**中概退市预期上升后，市场会担心港股的流动性不够承载这一类公司

**影响程度：**首先影响港美股估值差，其次港股公司增加之后，或损失一定流动性

**跟踪方法：**对海外政策进行紧密跟踪

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>