

# 海外 2023 年度策略报告

## 互联网的白银时代

投资建议： 强于大市 (维持评级)

上次建议： 强于大市

### 宏观环境利好互联网

美联储加息周期有望渐入尾声，通胀基本得到控制，宏观调控重点开始转向经济增长，同时国内针对互联网板块监管有望回归正常。

互联网行业增长见顶，细分领域竞争加剧。互联网行业用户消费总时长接近天花板，用户增长见顶，细分领域竞争加剧。2023年，短视频、电商、本地生活赛道均竞争激烈，值得关注。

变现侧受益于疫情复苏。随着疫情防控政策放开及政策环境逐步宽松，互联网板块基本面回暖。广告板块波动与消费大盘走势趋同，预计2023年同比增长15%。游戏版号放开，2023年有望表现亮眼。电商板块除了疫情修复外，还有来自直播电商的内生增长，弹性最大，预计同比增长约20%。

降本增效推动业绩增长。经历了2022年宏观环境恶化的特殊时期，各公司均采取措施降本增效，大幅降低营销费用和人员成本。预计降本增效举措仍将是2023年互联网行业主旋律。

人工智能、虚拟现实等技术带来新机遇。苹果MR、AIGC、ChatGPT等新板块已开始成长。苹果MR预计2023年下半年上市；2022年AIGC大放异彩，被Science评为2022年度科学十大突破，有望颠覆现有内容生成模式；ChatGPT大幅提高了AI在人机对话中的准确度和可控性。

### 建议关注

随着政策常规化、美国加息渐进尾声，美国通胀基本得到控制，我们看好互联网行业前景，给予“强于大市”评级。根据公司情况，我们建议关注拼多多 (PDD.O)、BOSS直聘 (2076.HK)、哔哩哔哩 (9626.HK)、爱奇艺 (IQ.O)、阿里巴巴 (9988.HK) 和快手 (1024.HK)。

**风险提示：**国际宏观环境恶化；政策效果不及预期；行业竞争加剧；测算误差风险；

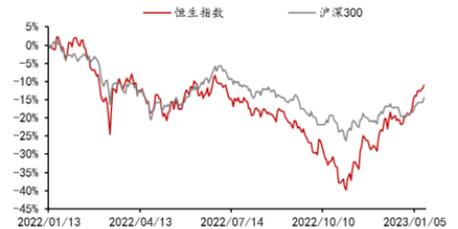
### 建议关注标的

简称	EPS			PE			CAGR-3	评级
	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
哔哩哔哩	-16.98	-19.32	-11.76	-8.06	-7.10	-11.68	73.31	买入
BOSS直聘	-2.33	0.36	1.23	-63.53	225.43	65.73	56.81	/
拼多多	1.55	5.40	6.48	100.65	30.24	25.19	78.81	/
爱奇艺	-1.11	-0.04	0.12	-5.95	-143.23	51.70	31.10	/
阿里巴巴	2.87	3.88	5.11	31.10	25.06	18.99	26.61	/
快手	-20.37	-3.17	-1.02	-3.37	-20.26	-62.74	27.13	/

数据来源：公司公告，除哔哩哔哩采用国联证券研究所预测外，其他均采用wind一致预测，股价取2023年1月13日收

盘价；EPS单位：元

### 相对大盘走势



分析师：陈梦瑶

执业证书编号：S0590521040005

邮箱：cmy@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《中央经济会议利好互联网企业港股行业》  
2022.12.19

## 正文目录

1	宏观环境利好互联网.....	4
1.1	通胀预期下行叠加美联储加息收尾.....	4
1.2	国内监管已回归正常.....	6
2	行业业绩随着疫情防控放开修复.....	7
2.1	细分领域竞争加剧.....	7
2.2	变现侧受益于疫情复苏.....	14
2.3	各大公司降本增效改善营收状况.....	20
2.4	新的成长赛道小荷才露尖尖角.....	20
3	投资建议.....	26
3.1	成长型公司.....	27
3.2	逆境反转公司.....	27
4	风险提示.....	28

## 图表目录

图表 1:	美国 CPI 同比与 PCE 同比.....	4
图表 2:	2022H2 全球供应链压力下行.....	5
图表 3:	2022H2 房租实时成交价格有所回落.....	5
图表 4:	2022H2 国债隐含的通胀预期下行.....	5
图表 5:	消费者通胀预期.....	5
图表 6:	通胀领先指标 ISM 指数显著回落.....	6
图表 7:	新经济企业注册数量攀升.....	6
图表 8:	Tiktok 营业收入 (亿美元) 及增速 (%).....	6
图表 9:	Shein 全球 GMV 及 APP 下载量.....	7
图表 10:	Temu 美国区下载榜排名.....	7
图表 11:	新赛道应用示例.....	7
图表 12:	2018-01 至 2022-08 互联网日均使用总时长及增速.....	8
图表 13:	2022 年 8 月互联网主要赛道日均总时长.....	8
图表 14:	2018-01 至 2022-08 互联网主要赛道日均时长.....	9
图表 15:	2022 年 9 月中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比.....	9
图表 16:	2022 年 9 月短视频 APP 月活用户规模 TOP10 & 月人均使用时长.....	10
图表 17:	人均日均使用时长 (分钟).....	10
图表 18:	2021 年微信视频号统计数据.....	11
图表 19:	视频号生态自然流转.....	11
图表 20:	视频号内容生态丰富.....	12
图表 21:	电商行业 GMV (亿元) 及增速.....	12
图表 22:	2017-2021 年中国电商市场 GMV 份额占比变化.....	12
图表 23:	直播电商平台 GMV 份额变化.....	13
图表 24:	拼多多人均 GMV 及增速.....	13
图表 25:	拼多多年度活跃买家及增速.....	13

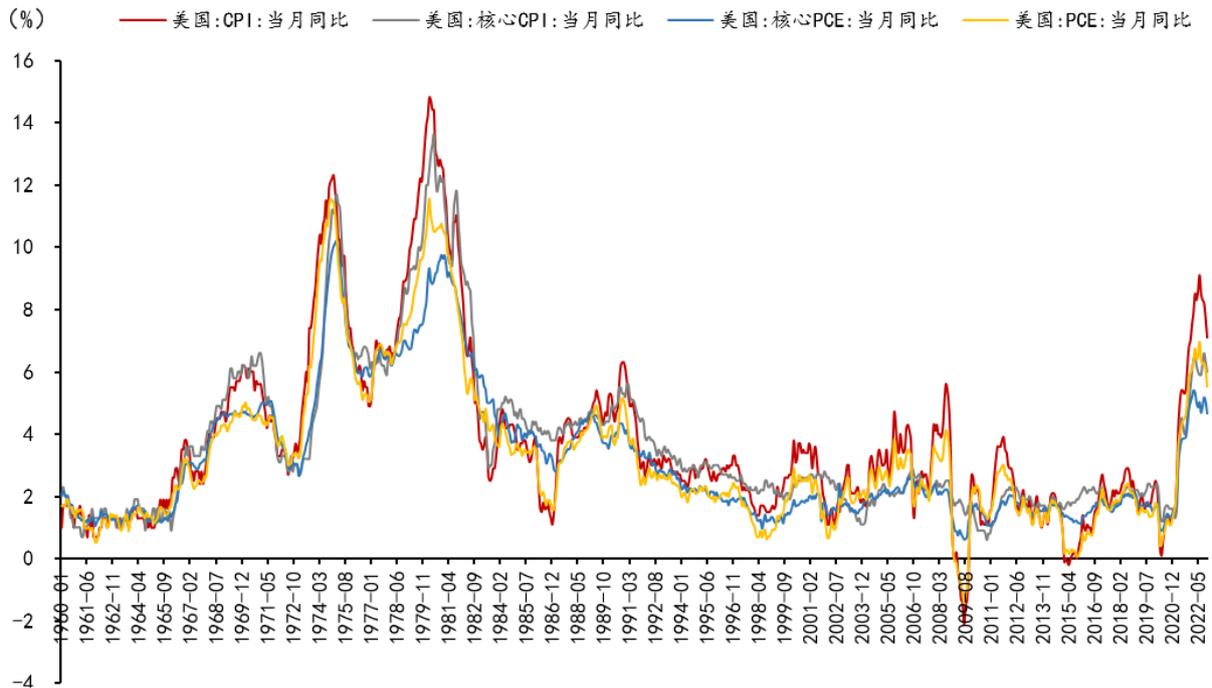
图表 26: 抖音团购入口 .....	14
图表 27: 互联网广告市场总体收入规模 (亿元) .....	14
图表 28: 全媒体平台广告市场花费变化 .....	14
图表 29: 社零增速与广告刊例费增速拟合 .....	15
图表 30: 中国互联网广告市场规模同比变化 (%) .....	15
图表 31: 社消零售总额及同比增速 .....	15
图表 32: 互联网广告市场规模测算 .....	16
图表 33: 移动游戏占据游戏流水大盘主力 .....	16
图表 34: 2022 年移动游戏规模及玩家数短期承压 .....	16
图表 35: 中国自研游戏海内外市场收入及增速 .....	17
图表 36: 2019-2022 年版号 (含进口版号) 发放情况 .....	17
图表 37: 主要游戏厂商 2023 年重点游戏 (已获版号) .....	18
图表 38: 直播电商、货架电商 GMV (万亿元) .....	19
图表 39: 电商行业 GMV (万亿元) 测算 .....	19
图表 40: 互联网公司调整策略 .....	20
图表 41: VR、AR 及 MR 效果图 .....	21
图表 42: VR、AR 及 MR 综合对比 .....	21
图表 43: 全球虚拟 (增强) 行业发展历程 .....	22
图表 44: 全球 VR 出年度货量 (万台) .....	22
图表 45: 2022 年 Q2 全球 VR 份额 .....	22
图表 46: GPT 特点及发展历程 .....	23
图表 47: 2019-2026 年中国对话式 AI 行业市场规模 (亿元) .....	24
图表 48: 利用 AIGC 创作的获奖作品《太空歌剧院》 .....	24
图表 49: AIGC 历史沿革 .....	25
图表 50: AIGC 赛道近期融资情况 .....	25
图表 51: AIGC 应用视图 .....	26
图表 52: 盈利预测 .....	26

## 1 宏观环境利好互联网

### 1.1 通胀预期下行叠加美联储加息收尾

美国此前通胀水平处历史高位，CPI 高居不下。2022 年 10 月 13 日美国劳工部公布：9 月美国 CPI 同比+8.2%，高于市场预期的 8.1%；核心 CPI 同比+6.6%，预期+6.5%，再创 1982 年 8 月以来的最高纪录。

图表 1：美国 CPI 同比与 PCE 同比

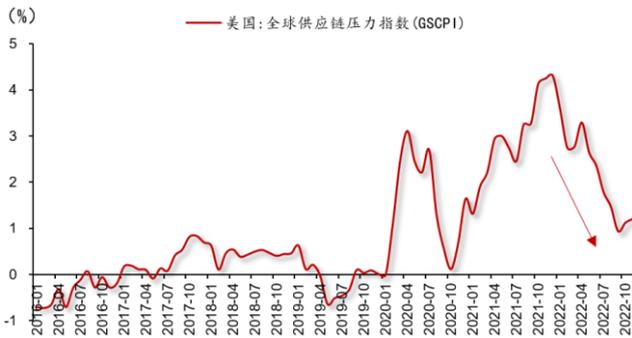


资料来源：wind，国联证券研究所整理

**此前美国史诗级通胀受供需共同影响：**需求侧来看，居民现金补贴、基建法案等大规模的财政刺激、前期宽松的货币政策拉动 CPI；供给端来看，疫情下供应链瓶颈约束、俄乌冲突带来能源食品短缺、劳动力市场供需失衡等因素叠加加剧通胀水平。

**2022H2 以来，商品通胀缓解，服务通胀水平回落。**商品通胀方面，疫情管控放松，叠加供应链修复等因素，商品通胀有所缓解。下半年以来，全球供应链压力进一步缓释，美国供应链约束放松。服务通胀方面，由于房屋租金价格、医疗服务、交通价格的统计方法会导致数据有部分滞后，服务通胀虽仍高企，但房租实时成交价格已有所回落。

图表 2：2022H2 全球供应链压力下行



资料来源：wind，国联证券研究所整理

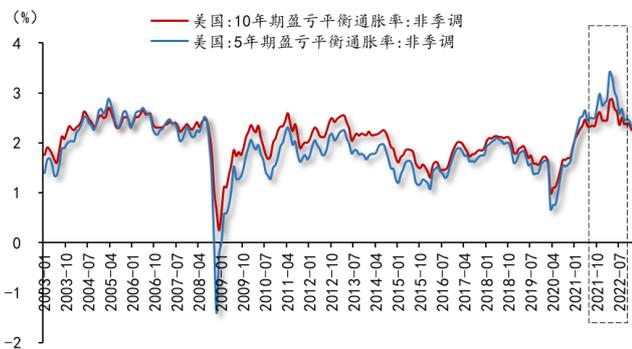
图表 3：2022H2 房租实时成交价格有所回落



资料来源：Zillow，国联证券研究所整理

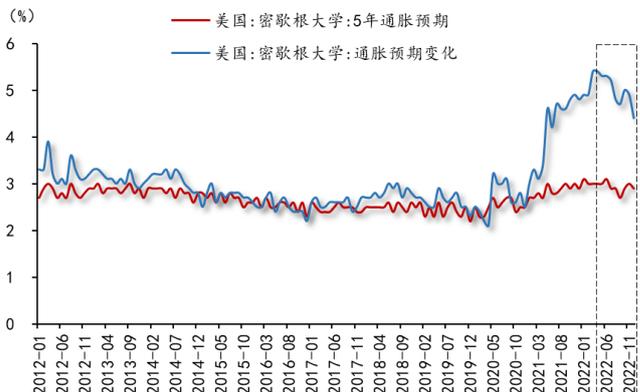
**通胀预期下行，美国高通胀有望降温。**不论是从对消费者的调查，还是从市场交易传递的信号来看，美国的通胀预期均已见顶回落。从 2020 年 4 月开始，美国 5 年期和 10 年期盈亏平衡通胀率便开始迅速增长，并于 2022 年 3 月达到峰值。随后便开始逐渐回落，2022 年年底通胀率回到 2021 年初的水平，通胀情况逐步改善。

图表 4：2022H2 国债隐含的通胀预期下行



资料来源：wind，国联证券研究所整理

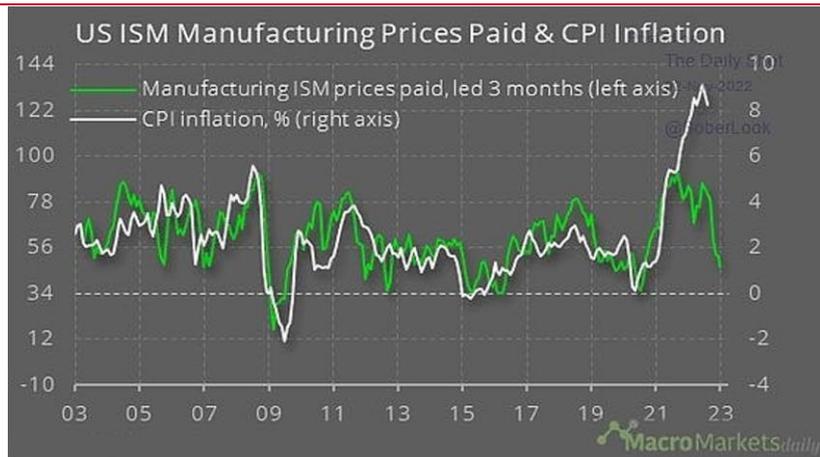
图表 5：消费者通胀预期



资料来源：wind，国联证券研究所整理

**随着美国经济下行压力增强及通胀缓和，美联储加息有望放缓，进入尾声。**由于此前导致通胀超预期的因素可能已经被充分预计、服务通胀的韧性又与统计因素有关，叠加通胀领先指标 ISM 已明显回落，美国通胀可能正在走过顶峰。美联储加息力度有望持续走弱，全球经济压力有望得到缓释。

图表 6: 通胀领先指标 ISM 指数显著回落



资料来源: ISM, BLS, 国联证券研究所

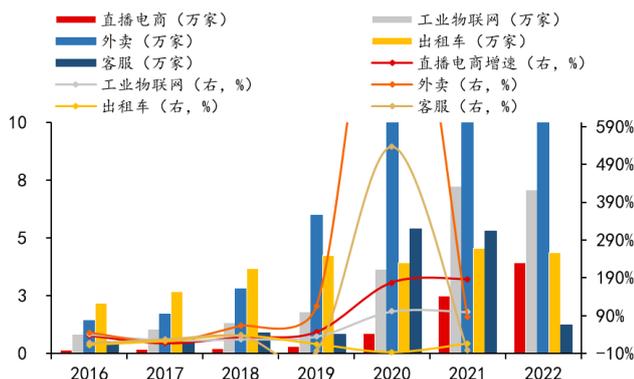
## 1.2 国内监管已回归正常

**政策逐步宽松, 平台经济迎来常态化监管阶段。**2022 年 12 月, 中共中央经济工作会议指出, 支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。抓住全球产业结构和布局调整过程中孕育的新机遇, 勇于开辟新领域、制胜新赛道。

过去两年, 我国对资本监管的总体方针是反垄断、防止资本无序扩张以及反不正当竞争。本次会议则强调针对平台的各项集中专项整改已进入尾声, 对平台经济实施常态化监管, 推进其高质量发展。2022 年 4 月游戏版号重启, 2022 年 6 月 BOSS 直聘、满帮恢复新用户注册等事件均释放出互联网监管有望渐入尾声的信号。

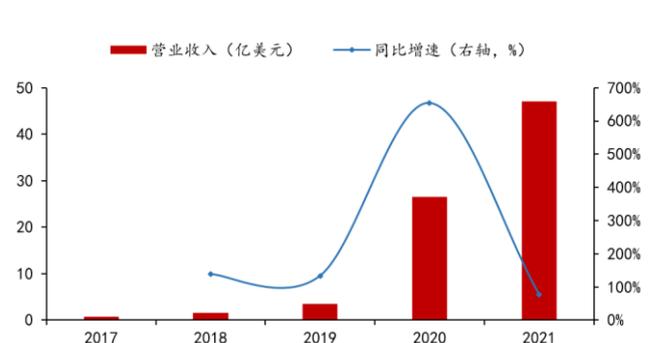
**疫情冲击下平台经济提供大量就业岗位, 互联网出海为国际竞争增加砝码。**根据企查查数据, 2020 年以来直播电商、外卖等相关企业注册数量激增, 贡献大量工作岗位。同时, 中国互联网在国际化进程中极具竞争优势, 根据 Business of APPs, 2021 年 TikTok 营收同比高增 78% 至 46.97 亿美元, 迅速拓展边界; 根据 Statista, 至 2021 年 SheIn 全球 GMV 已达 191 亿美元, 全球下载量 1.77 亿次; 拼多多出海平台 Temu 亦表现亮眼。

图表 7: 新经济企业注册数量攀升



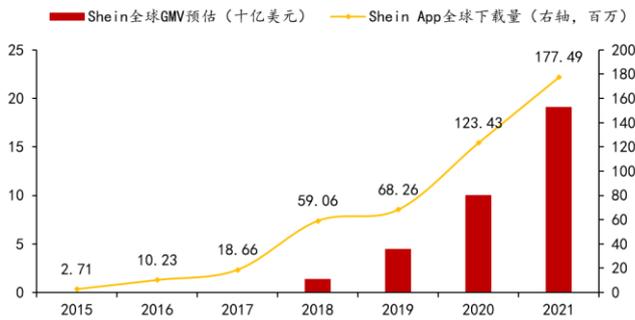
资料来源: 企查查, 国联证券研究所整理 (注: 截止 2022/10/22)

图表 8: Tiktok 营业收入 (亿美元) 及增速 (%)



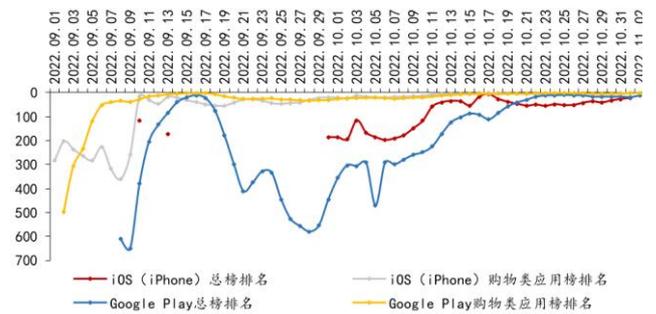
资料来源: Business of Apps, 国联证券研究所整理

图表 9: Shein 全球 GMV 及 APP 下载量



资料来源: Statista, 国联证券研究所整理

图表 10: Temu 美国区下载榜排名



资料来源: data.ai, 国联证券研究所整理

**数字经济启航, 技术革新带来新机遇。** 数字经济的大力发展为以互联网、大数据、人工智能、云计算等为代表的数字技术带来重大利好, 苹果 MR、AIGC、chatGPT 等新板块已开始成长, 新赛道下的新机遇有望释放较大市场空间。

图表 11: 新赛道应用示例



资料来源: TMT 观察网, 腾讯新闻, 微信公众号: 穿云寻恒星, 国联证券研究所整理

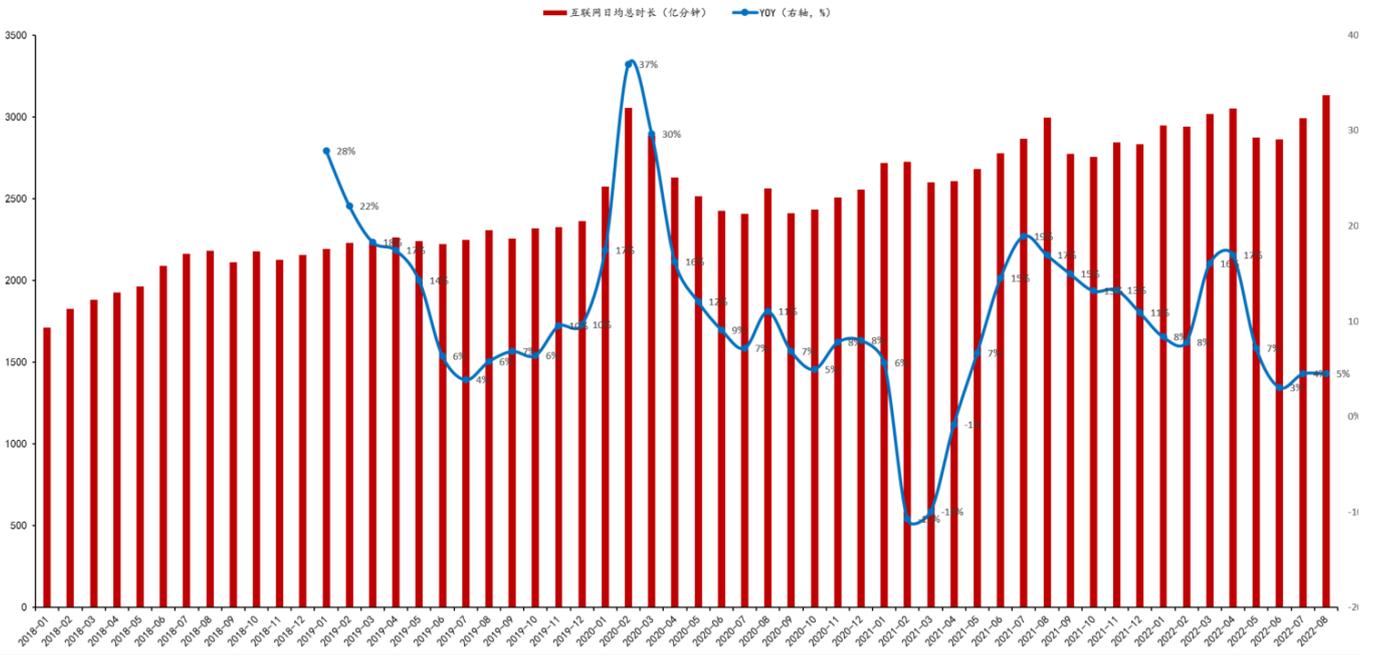
## 2 行业业绩随着疫情防控放开修复

### 2.1 细分领域竞争加剧

#### ➤ 互联网行业用户消费总时长接近天花板, 增速放缓

互联网行业用户消费总时长见顶。2022 年 8 月, 国内互联网行业用户消费日均总时长 (DAU\*人均使用时长) 为 3132.01 亿分钟, 同比增长 4.5%, 增速缓慢, 已经回落至个位数增长, 互联网行业的用户消费总时长见顶。

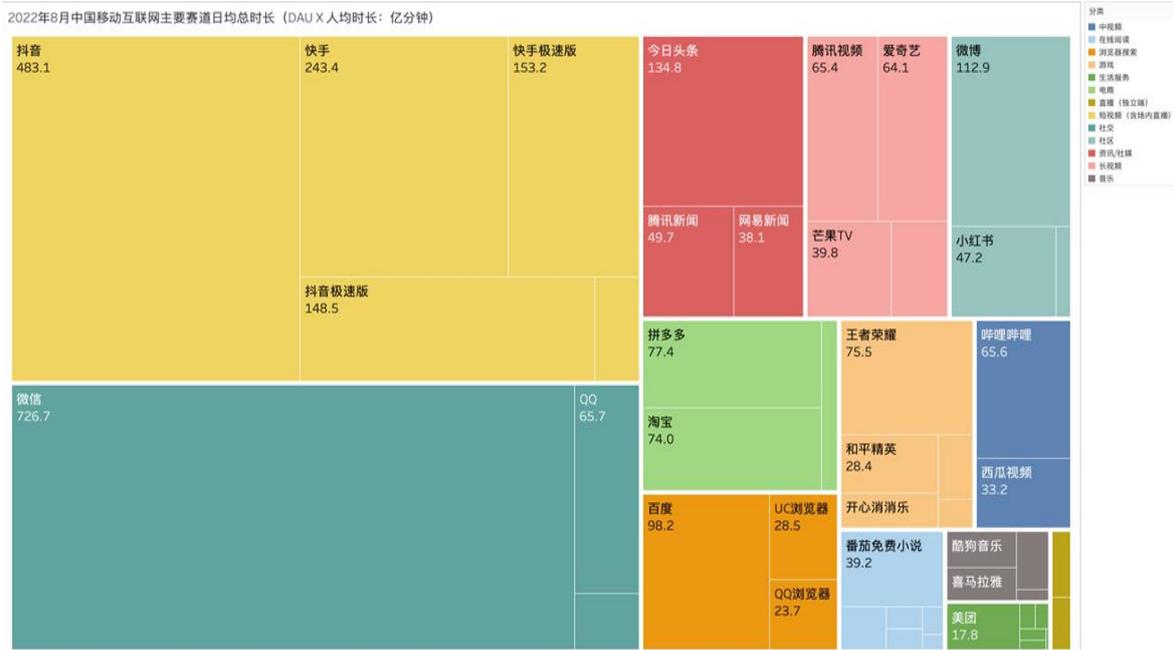
图表 12: 2018-01 至 2022-08 互联网日均使用总时长及增速



资料来源: QuestMobile, 国联证券研究所整理

短视频已成为互联网绝对大赛道, 2021年后增速放缓。2022年8月中国短视频的用户日均使用时长达 1050.5 亿分钟, 占比 34%。第二大赛道为微信和 QQ 主导的社交板块, 2022年8月达 810.06 亿分钟, 第一、二赛道合计占比 59%, 遥遥领先其余赛道。

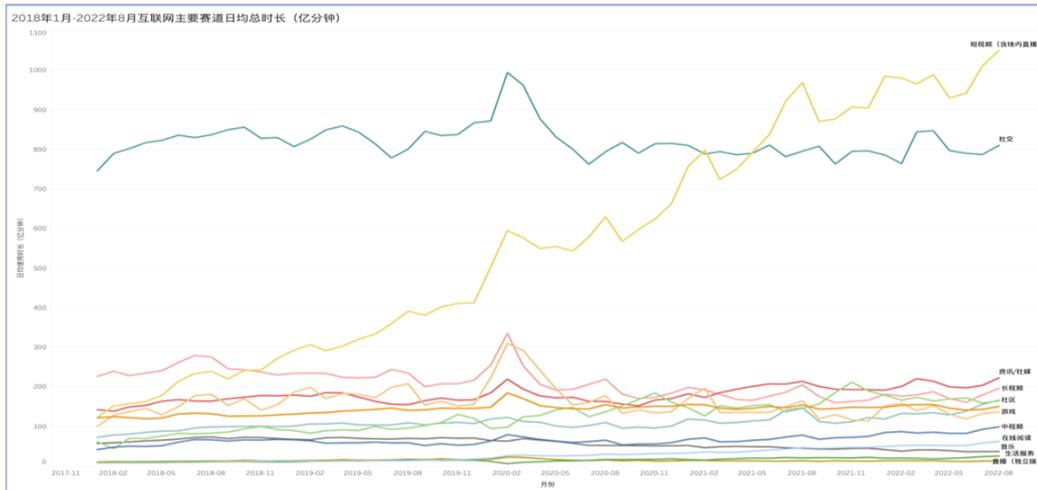
图表 13: 2022 年 8 月互联网主要赛道日均总时长



资料来源: QuestMobile, 国联证券研究所整理

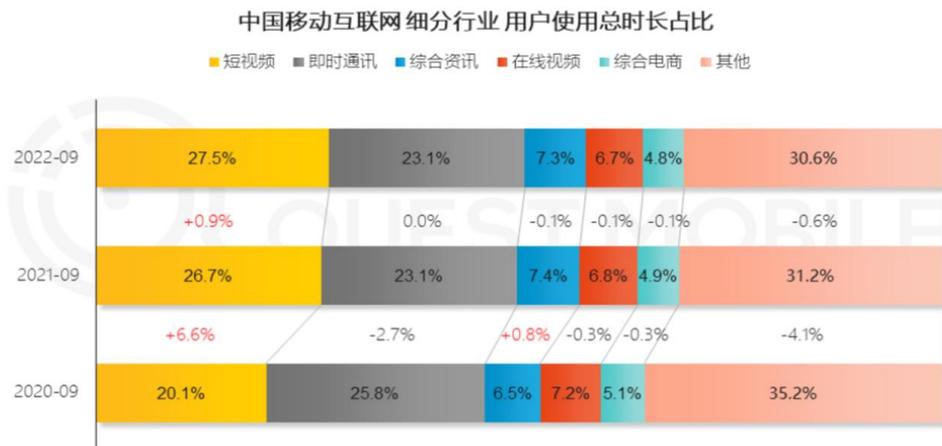
2021 年开始，随着短视频赛道绝对体量的增大，短视频赛道的增速开始逐步放缓，2022 年 8 月，短视频赛道日均使用时长同比增速仅剩 8%。截止 2021 年 9 月，中国移动互联网细分行业中短视频用户使用总时长在过去一年的占比从 20.1% 提高到了 26.7%。而 2022 年 9 月同期，短视频用户使用总时长在过去一年占比的绝对值只增加了 0.9%，增速明显放缓。

图表 14：2018-01 至 2022-08 互联网主要赛道日均时长



资料来源：QuestMobile，国联证券研究所整理

图表 15：2022 年 9 月中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比



资料来源：QuestMobile，国联证券研究所

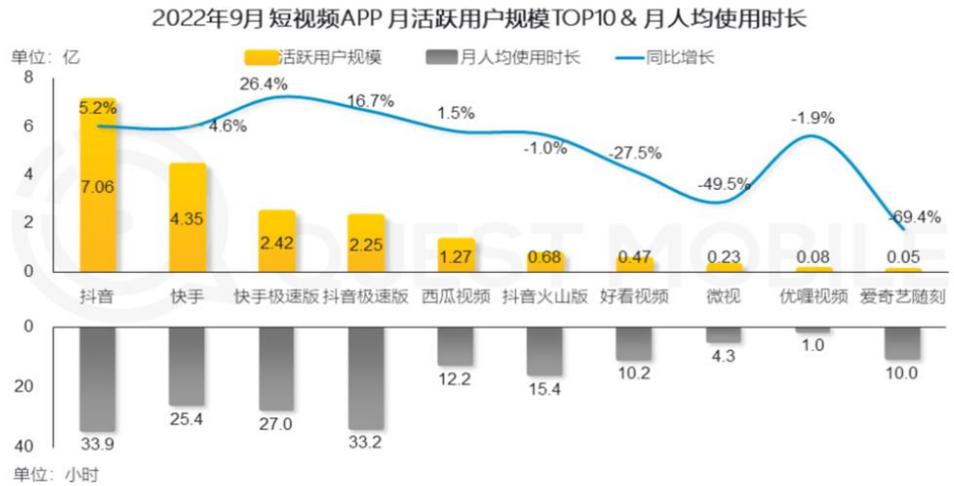
➤ 平台之间竞争成为主线

互联网行业增长见顶，短视频、电商和本地生活赛道竞争成关键词。短视频领域，后起之秀微信视频号发展迅速，赛道竞争格局再度演变。电商领域，直播电商份额持续提升，2023 年有望迎来新突破。本地生活领域，抖音 2022 年增加了团购、外卖业务，发展迅速，2023 年本地生活服务市场或迎变局，美团核心业务或受冲击。

(1) 短视频：视频号未来可期

微信视频号搅动短视频行业竞争格局。经过多年的发展，短视频行业已经形成了抖音系、快手系两大阵营，其中抖音系占据绝对优势。抖音系构建矩阵式产品体系全面覆盖，在月活用户规模以及月人均使用时长均位列第一，龙头地位凸显。快手系凭借其下沉市场优势，稳居第二。

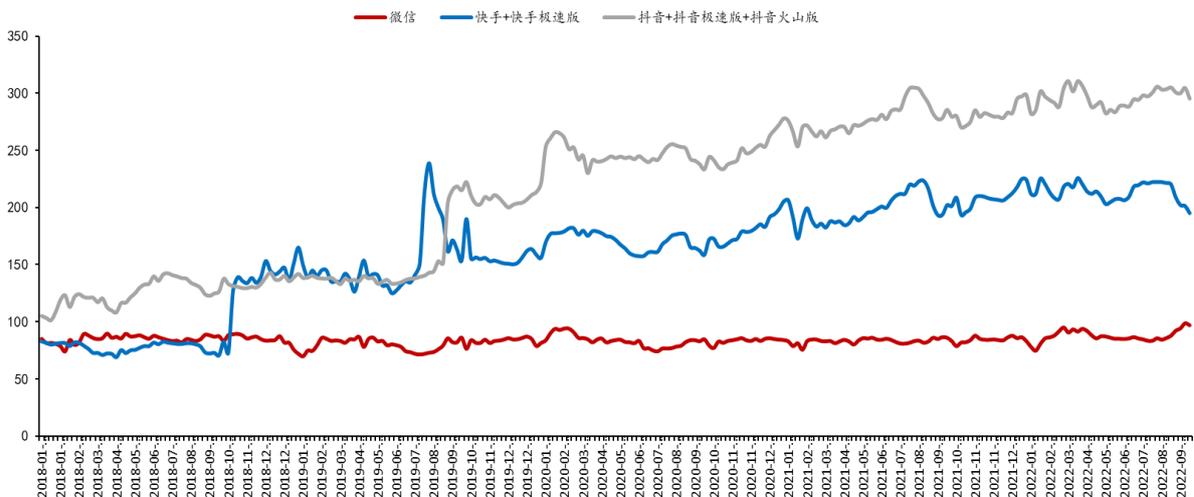
图表 16：2022 年 9 月短视频 APP 月活跃用户规模 TOP10 & 月人均使用时长



资料来源：QuestMobile，国联证券研究所

2020 年 1 月，视频号上线，腾讯开始进入短视频市场。随着产品不断打磨和完善，依托于微信强大的社交关系链和用户规模，视频号开始迅速增长。

图表 17：人均日均使用时长（分钟）



资料来源：QuestMobile，国联证券研究所整理

人均日均使用时长上涨幅度可观。视频号作为短视频平台的后起之秀，2020 年 2 月刚刚开启内测，2020 年 6 月全面开放，依托微信天然的庞大用户群体，开放当月就达到了 2 亿日活量，成为微信有史以来用户量增长最快的业务。依托微信，视频号

异军突起，2021 年视频号日均使用时长超 35 分钟，较 2020 年增长 84%。

图表 18：2021 年微信视频号统计数据



资料来源：视灯研究院，国联证券研究所

日活用户和日活跃创作者数增长迅速。微信视频号 2022 年 12 月 DAU 已经达到 3.64 亿，宽口径来看，12 月 DAU 达到 4 亿。

如此亮眼的数据与视频号先后推出的 59 项核心更新密不可分，这一年视频号在与公众号、小程序、企业微信全面互联的基础上实现了“原子化组件”的蜕变，作为信息载体在微信生态各触点自然流转，激活流量链路，塑造新场景与新需求，为直播带货、直播电商与品牌自播提供良好的增长基础。

图表 19：视频号生态自然流转



资料来源：视灯研究院，国联证券研究所

日活跃创作者数和日均视频上传量同比增长超过 100%，未来具有更大的潜力。2022 年，微信视频号日活跃创作者数和日均视频上传视频量同比涨幅均超过 100%，万粉及以上创作者数量增长 308%，点赞 10 万以上的爆款内容增长 186%，平台原创内容播放量同比提升 350%。这个数量也说明视频号内容变得更加丰富了，根据视频号统计，2022 年视频号泛娱乐内容播放量超过 185%，泛生活内容同比增长 291%，泛知识内容同比增长 109%；泛资讯内容也同比增长了 237%。随着腾讯对视频号持续的战略投入，视频号未来可期。

图表 20: 视频号内容生态丰富



资料来源: 微信公开课 PRO 版, 国联证券研究所

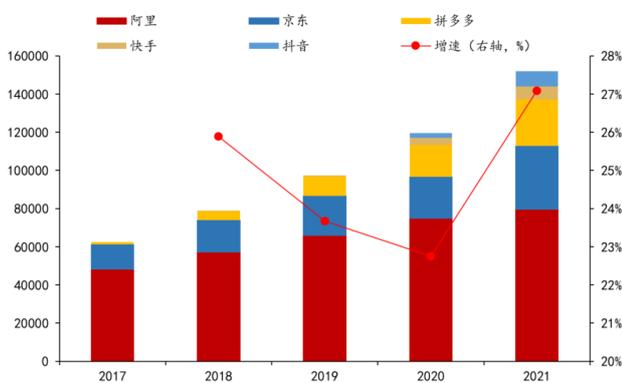
视频号是腾讯的重要项目。2022 年底, 视频号凭借亮眼表现获得马化腾重点表扬, 集团也将视频号强调为重点战略领域。可以预见, 视频号将获得集团更多的资源扶持, 其发展未来可期。

(2) 电商: 竞争终局仍在演变。

电商行业直播电商、拼多多持续发力, 阿里市场份额降低。近两年, 以抖音、快手为代表的直播电商快速崛起, 抢占阿里份额; 同时, 拼多多等平台持续高增, 也侵蚀了部分阿里市场份额。不过, 直播电商的增速已经有所下滑, 预计 2024 年竞争格局将逐步稳定。

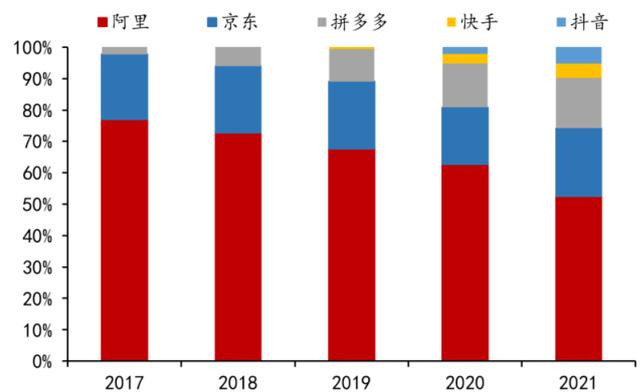
由于电商行业具有较强头部效应, 我们将阿里、京东、拼多多、快手、抖音 5 家大厂 GMV 之和近似为行业大盘。2021 年, 我国电商行业订单口径 GMV 同比增长 27.09% 至 15.2 万亿元。新平台抖音、快手份额持续增长, 抢占阿里份额。2021 年阿里 GMV 份额同比下滑 10.2pct 至 52.5%, 京东、拼多多、快手、抖音市占率则同比依次提升 3.6pct/2.1pct/ 1.3pct/3.2pct。

图表 21: 电商行业 GMV (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, LatePost, 华尔街见闻, 金融界, 财新网, 观察者, 国联证券研究所测算

图表 22: 2017-2021 年中国电商市场 GMV 份额占比变化

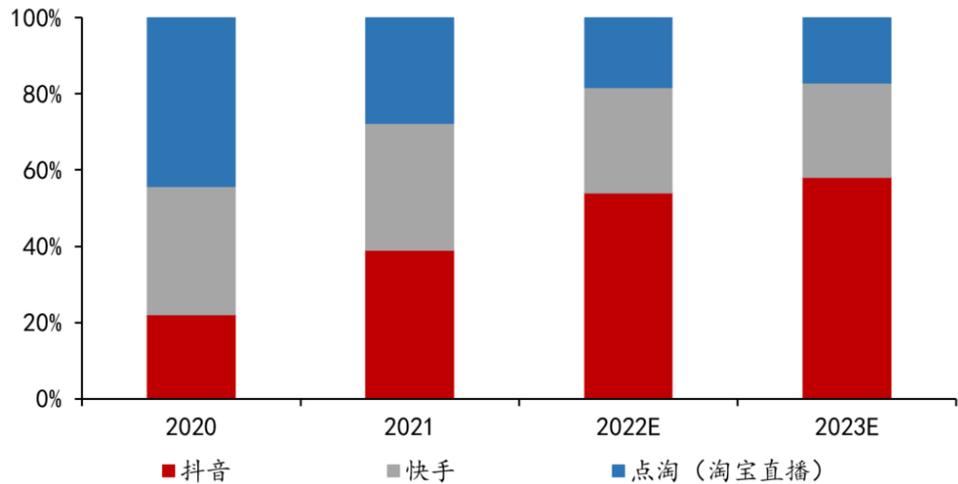


资料来源: 公司公告, LatePost, 华尔街见闻, 金融界, 财新网, 观察者, 国联证券研究所测算

直播电商格局从“三足鼎立”演变为“一超两强”。从 2018 年开始, 直播电商经历了四年高速发展, 市场格局也逐渐演变, 抖音电商乘势崛起, 2022 年预计抖音电商 GMV 份额占比超过 50%。抖音凭借超级流量平台加码电商业务, 同时布局货架电商补

齐短板。

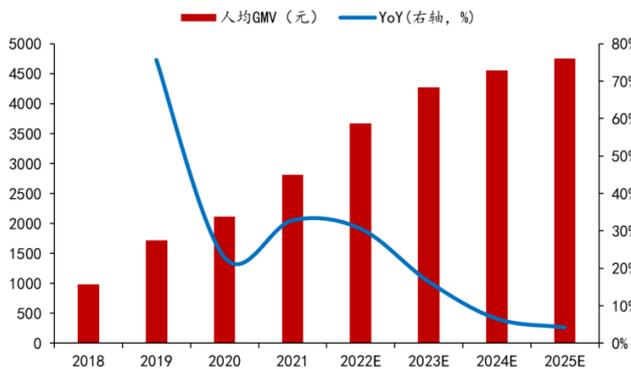
图表 23: 直播电商平台 GMV 份额变化



资料来源: 公司公告, LatePost, 华尔街见闻, 金融界, 财新网, 观察者, 国联证券研究所测算

**拼多多降本提效, 进军海外, 持续抢占市场份额。**拼多多高效提速发展, 得益于年度活跃买家数以及人均 GMV 的增长, 拼多多 GMV 份额仍保持较好的增长势头。2021 年拼多多人均 GMV 值同比增长 32.85% 至 2809.95 元, 年度活跃买家同比增长 10.19% 至 8.69 亿人。细分来看, 拼多多的用户购买频次、客单价仍有上涨空间, 将助力公司收入持续增长。

图表 24: 拼多多人均 GMV 及增速



资料来源: 公司公告, 逍遥投资笔记, 国联证券研究所预测

图表 25: 拼多多年度活跃买家及增速



资料来源: 公司公告, 逍遥投资笔记, 国联证券研究所预测

2022 年 9 月, 拼多多打造的跨境电商平台 Temu 在海外正式上线, 自 9 月上线以来, 下载量已突破千万。根据点点数据统计, Temu 在 11 月、12 月连续两月跃居 App store 下载榜榜首, Google play 排名第二, 12 月总计下载量超过 633 万次, 环比上升 4.4%。预计 2023 年拼多多量、价将继续提升。

### (3) 本地生活: 抖音与美团竞争加剧。

抖音发力本地生活, 美团行业地位受到挑战。2022 年年初, 抖音开始掘金本地

生活赛道，业务包含团购、外卖。抖音在团购领域重点发力，2022年下半年抖音本地生活增速较快。随着2023年抖音集团持续发力本地生活赛道，我们认为抖音的增长或冲击美团业务营收。

图表 26: 抖音团购入口



资料来源：抖音 APP，国联证券研究所

## 2.2 变现侧受益于疫情复苏

➤ 广告：受疫情影响短期承压，与社零同频变动，修复可期

互联网广告增速放缓，全媒体广告受疫情影响承压。历经移动互联网起势的高增后，互联网广告规模增速放缓。根据中关村互动营销实验室数据，2021年中国互联网广告总体收入同比增长9.31%至5435亿元，增速同比下滑4.54pct。

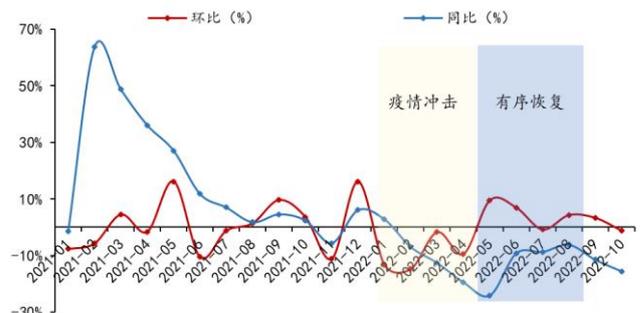
同时，受疫情冲击，2022年全媒体广告刊例费下滑，互联网广告景气度短期下行。根据CTR数据，2022年1-10月广告市场花费同比减少11.2%，但伴随国内市场逐步稳定及疫情放开后需求侧的修复，广告板块或将有序复苏。

图表 27: 互联网广告市场总体收入规模 (亿元)



资料来源：中关村互动营销实验室，国联证券研究所整理

图表 28: 全媒体平台广告市场花费变化

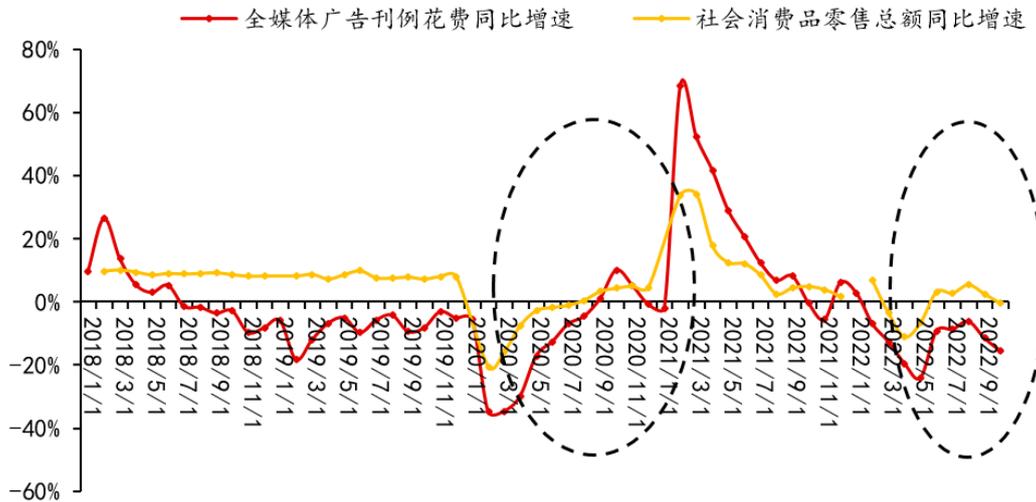


资料来源：CTR 媒介智讯，国联证券研究所整理

广告板块波动与消费大盘走势趋同，随疫后消费景气度修复，广告行业有望持续

**提振。**从第一轮疫情修复走势来看，社零为先行指标，疫情结束后先维持稳健增速，后展现出较强增长力；本轮疫情修复步伐已稳健推进，先行指标表现已回暖，广告刊例费降幅已逐步收窄。此外，各地疫情陆续放开叠加第一波感染峰值结束有望有效刺激消费，带动 2023 年全媒体广告刊例费增速转正，为互联网广告扩容。

图表 29：社零增速与广告刊例费增速拟合



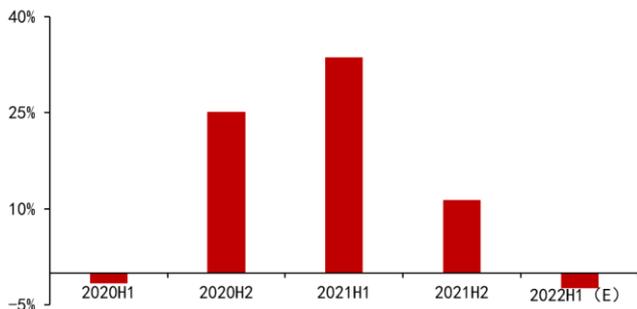
资料来源：CTR 媒介智讯，Wind，国联证券研究所整理

我们预计 2023 互联网广告总体收入可达 6188 亿元，核心假设如下：

QuestMobile 营销研究院测算 2022H1 互联网广告收入同比下降 2.3%，我们预计下半年随疫情放开需求可恢复至上年同期水平，综合来看，预计 2022 全年收入同比下滑 1%至 5381 亿元。

参考社零修复趋势，2021 年全年社零同比增长 12.5%，2023 年同为疫后恢复之年，考虑到疫情防控政策已全面放开，叠加低基数等因素，预计其增速可达 15%。预计 2023 年互联网广告市场收入与社零同频增长，可达 6188 亿元。

图表 30：中国互联网广告市场规模同比变化 (%)



资料来源：QuestMobile 营销研究院，国联证券研究所整理（注：数据为 QM 结合财报及 AD INSIGHT 广告洞察数据库估算结果）

图表 31：社消零售总额及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表 32: 互联网广告市场规模测算

年份	中国互联网广告总体收入 (亿人民币)	同比增速 (%)
2017	2975	
2018	3694	24.17%
2019	4367	18.22%
2020	4972	13.85%
2021	5435	9.31%
2022E	5380.65	-1.00%
2023E	6187.75	15.00%

资料来源: 中关村互动营销实验室, 国联证券研究所预测

➤ 游戏: 版号政策释放利好, 储备产品蓄势待发

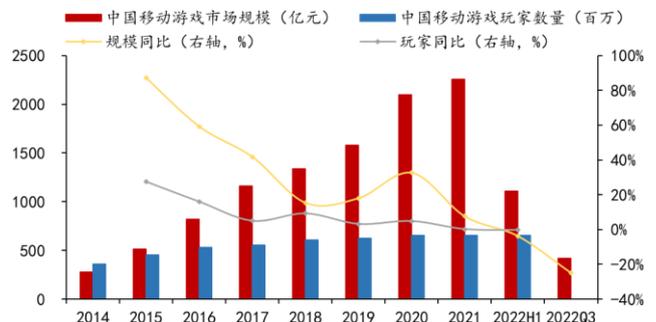
移动游戏为市场主力军, 宏观压力及产品周期导致游戏板块短期下行。2021 年中国移动游戏市场规模同比增长 7.57% 至 2255 亿元, 贡献游戏市场规模的 76%, 稳居游戏市场主力。2022 年行业承压, 需求侧看, 疫情及经济环境压力下游戏需求疲软; 供给侧看, 版号的滞后效应使得新产品供给不足, 同时存量产品表现自然下滑。根据伽马数据, 2022Q1-Q3 中国移动游戏市场实际销售收入 1521.18 亿元, 同比下降 10.65%, 2022H1 中国移动游戏玩家数量达 6.55 亿人, 同比微降 0.22%。

图表 33: 移动游戏占据游戏流水大盘主力



资料来源: 伽马数据, 国联证券研究所整理

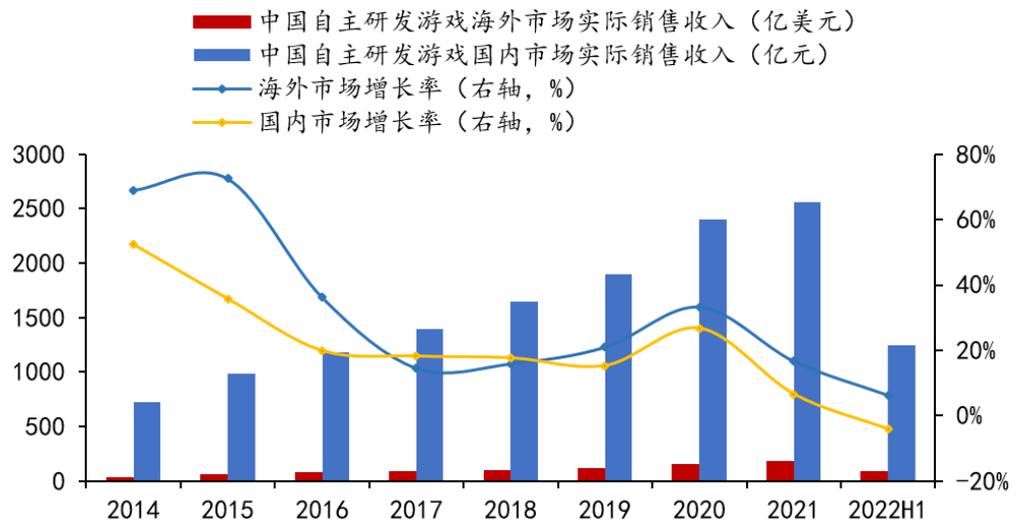
图表 34: 2022 年移动游戏规模及玩家数短期承压



资料来源: 伽马数据, 国联证券研究所整理

游戏出海为各厂商重要战略, 各厂商持续布局海外市场。2022H1 中国自主研发游戏海外销售收入同比增长 6.16% 至 89.89 亿美元, 同期国内销售收入同比下降 4.25%。自 2019 年起自研游戏海外市场增速持续超越国内增速, 国际化或成板块重要驱动。

图表 35：中国自研游戏海内外市场收入及增速



资料来源：伽马数据，国联证券研究所整理

版号放开后大厂作品陆续释放，后续作品储备丰富，2023 年新游有望贡献亮眼表现。2022 年 12 月共发放国产、进口版号 128 个，环比大幅提升 83%。2022 年版号重启，4-12 月共发放版号 512 个（含 44 个进口版号），腾讯、网易、朝夕光年、哔哩哔哩、心动公司等厂商有多款游戏获批。2021 年 8 月至 2022 年 3 月版号寒冬已过，获批的新游有望于 2023 陆续上线，为大盘带来源头活水。供给侧复苏，疫情放开、宏观环境回暖也有望持续刺激需求，板块后市表现可期。

图表 36：2019-2022 年版号（含进口版号）发放情况



资料来源：国家新闻出版署，国联证券研究所整理

**图表 37: 主要游戏厂商 2023 年重点游戏 (已获版号)**

关联厂商	游戏	类型
腾讯	桃园深处有人家 (预计 2023 年 3 月上线)	模拟经营
腾讯	合金弹头: 觉醒	FPS
腾讯	彩虹坠入	解谜游戏
腾讯	劲乐幻想	音乐手游
腾讯	手工星球	沙盒
腾讯	艾兰岛	动作冒险
腾讯	地下城与勇士手游	横板格斗
腾讯	黎明觉醒	开放世界生存
腾讯	健康保卫战	塔防游戏
腾讯	全境封锁 2	开放世界射击
腾讯	重生边缘	科幻策略射击
腾讯	宝可梦大集结 (进口版号)	策略竞技
腾讯	无畏契约 (进口版号)	FPS
腾讯	命运方舟 (进口版号)	冒险解谜
腾讯	大航海时代: 海上霸主 (进口版号)	策略
腾讯	饥荒: 新家园 (进口版号)	生存冒险
网易	隐世录	卡牌 RPG
网易	大话西游: 归来	放置类回合制手游
网易	全明星街球派对	篮球竞技
网易	巅峰极速	赛车竞速
网易	幻想生活 (进口版号)	动作角色扮演
网易	突袭: 暗影传说 (进口版号)	虚幻 RPG
朝夕光年	晶核 CoA	动作 RPG
朝夕光年	原界之罪	动作
朝夕光年	航海王: 梦想指针	3D 互动冒险
朝夕光年	神仙道 3	卡牌策略
哔哩哔哩	宝石研物语: 伊恩之石 (已上线)	二次元 RPG
哔哩哔哩	暖雪手游	Roguelike 动作
哔哩哔哩	非匿名指令	二次元回合制卡牌
哔哩哔哩	斯露德	二次元弹幕射击
哔哩哔哩	暗影火炬城	动作
心动公司	火力苏打	多英雄射击
心动公司	退休模拟器	角色扮演

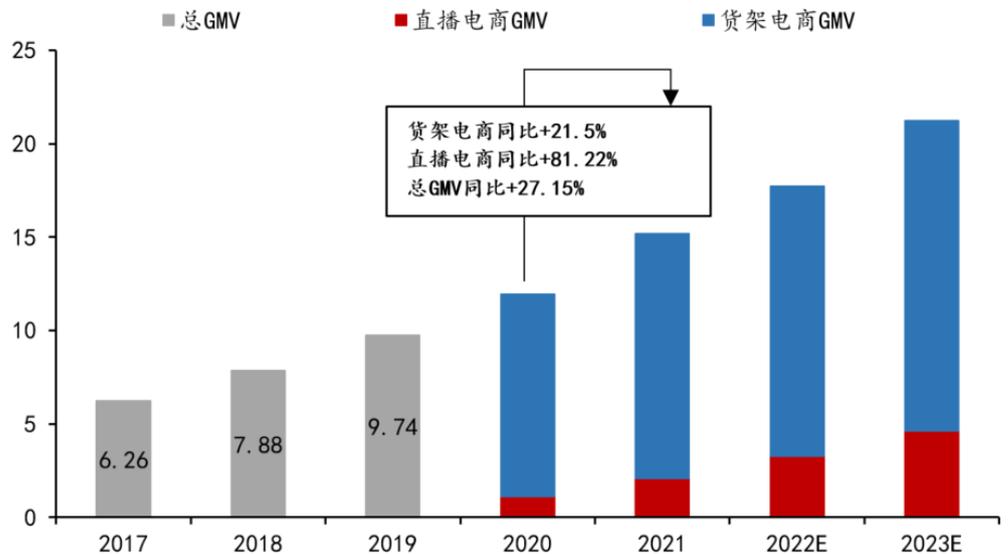
资料来源: 游戏新知, 国联证券研究所整理

### ➤ 电商: 存量时代下直播电商贡献主要动力

**直播电商贡献行业重要增量。**通过头部大厂 GMV 加和, 我们测算 2021 年订单口径 GMV 同比增长 27.15% 至 15.2 万亿元, 在存量市场下依旧保持相对较高增速。2021 年直播电商 GMV 同比+81.22% 至 2.05 万亿元, 成为电商总 GMV 增长的强劲动力。我们测算了 2020-2023E 各直播电商平台 GMV, 预计 2023 年抖音、快手、点淘直播电商 GMV 依次同比增加 50%/25%/30% 至 2.65/1.13/0.78 万亿元, 2020-2023E 直播电商 GMV CAGR 可高达 59.09%, 成电商行业增长核心驱动。

根据“电商总 GMV=直播电商 GMV+货架电商 GMV”，可得货架电商数据。2021 年货架电商增速 21.50%，低于整体增速 27.15%，可知直播电商为主要增长点。

图表 38：直播电商、货架电商 GMV（万亿元）



资料来源：各公司公告，晚点 LatePost，华尔街见闻，财新网，观察者，金融界，国联证券研究所测算

我们预计 2023 年电商行业 GMV 可同比增长 19.51% 达 21.20 万亿元，核心假设如下：

货架电商：参考 2021 年增速，考虑到 2022 疫情影响，预计货架电商 GMV 2022 同比增长 10% 至 14.47 万亿元，2023 疫情放开后同比增长 15% 至 16.64 万亿元。

直播电商：随着抖音电商基数的增加，增速或逐步放缓，预计抖音电商 2023 年 GMV 增速为 50% 至 2.65 万亿元；假设 2023 年快手、点淘 GMV 增速为 25%、30%，可得 2023 直播电商 GMV 同比增长 39.51% 至 4.56 万亿元。

根据“电商总 GMV=货架电商 GMV+直播电商 GMV”，可得 2023 电商 GMV 同比增长 19.51% 至 21.20 万亿元。

图表 39：电商行业 GMV（万亿元）测算

年份	总 GMV	总增速	直播电商 GMV	直播电商增速	货架电商 GMV	货架电商增速
2017	6.26					
2018	7.88	25.89%				
2019	9.74	23.67%				
2020	11.96	22.78%	1.13		10.83	
2021	15.21	27.15%	2.05	81.22%	13.16	21.50%
2022E	17.74	16.64%	3.27	59.27%	14.47	10.00%
2023E	21.20	19.51%	4.56	39.51%	16.64	15.00%

资料来源：各公司公告，晚点 LatePost，华尔街见闻，财新网，观察者，金融界，国联证券研究所测算

## 2.3 各大公司降本增效改善营收状况

**降本增效，平台利润端仍可持续改善。**互联网平台经济已初步形成规模效应，通过聚焦核心业务、降本增效实现盈利的改善，或将是互联网企业最为可行的举措。从2021年四季度开始，国内互联网行业开启了降本增效的浪潮，通过人员优化（冗余人员裁撤）、成本控制、业务调整（边缘业务关停）等措施改善公司利润率，取得了初步成效，预计降本增效仍是2023年互联网行业的主题。

**图表 40：互联网公司调整策略**

年份	调整策略
阿里	<ul style="list-style-type: none"> <li>降本增效，组织人事调整，截止 2022Q3 人员调整超 1.5 万人</li> <li>发力自营电商，深化平台价值；专注用户体验打造货架电商护城河</li> <li>整合物流资源，“送货上门”菜鸟显雄心</li> <li>阿里云雷霆手段大调整，张勇直接负责云业务</li> </ul>
腾讯	<ul style="list-style-type: none"> <li>降本增效，收缩业务战线，聚焦核心业务</li> <li>PCG、CSIG 等事业群人员调整，裁撤小鹅拼拼等十多款长期亏损战略价值不高的产品</li> <li>视频号、游戏出海、腾讯云承载鹅厂增长新希望</li> </ul>
哔哩哔哩	<ul style="list-style-type: none"> <li>调整组织，人员优化，裁员比例 30%，包括直播、主站等业务</li> <li>降本增效，缩减业务成本、UP 主分成、管理支出等</li> <li>聚焦核心业务，加码短视频，重视游戏自研</li> </ul>
爱奇艺	<ul style="list-style-type: none"> <li>裁员减产降成本，会员涨价增收入</li> <li>携手长视频，合作共赢</li> <li>提质减量，聚焦头部内容投入，持续打造优质内容固立身之本</li> </ul>
京东	<ul style="list-style-type: none"> <li>去肥增瘦，京东物业出售，京喜收缩，人员优化 10%-30%</li> <li>刘强东回归，人事和组织调整，高层大降薪</li> <li>全面布局，押注即时零售新赛道</li> </ul>
美团	<ul style="list-style-type: none"> <li>持续降低成本和支出，提升运营效率，三大业务人员均优化</li> <li>科技助力，开拓即时零售万亿蓝海，“明日达”+闪购打造美团业务增长新引擎</li> </ul>
字节跳动	<ul style="list-style-type: none"> <li>去肥增瘦，教育、游戏业务启动大裁员，大力教育裁员近 80%，识区、抖音盒子等关停</li> <li>打造全域兴趣电商，提升品牌自播占比，加码本地生活</li> </ul>
百度	<ul style="list-style-type: none"> <li>降本增效，人员优化，AIG、MEG 等业务调整，裁员比例 10%-15%</li> <li>加码人工智能、云计算、区块链、元宇宙、自动驾驶等新业务，构建多元业务增长曲线</li> </ul>

资料来源：消金界、每日经济新闻、钛媒体、LatePost、走马财经、价值研究所、新浪科技，国联证券研究所整理

## 2.4 新的成长赛道小荷才露尖尖角

### ➤ 苹果 MR 将是元宇宙重要里程碑

**混合现实 MR (Mixed Reality)，是 AR 和 VR 技术的升级。**混合现实是将现实场景信息与虚拟环境相结合，在虚拟世界、现实世界以及用户之间搭起一个交互反馈的信息回路，以增强用户体验的真实感。相比于 AR 和 VR，MR 能够更好地处理虚拟数字内容和现实物理世界的空间关系，并能让人以更为本能的交互方式同数字内容进行互动。

图表 41：VR、AR 及 MR 效果图



资料来源：搜狐新闻（天搜大观），国联证券研究所整理

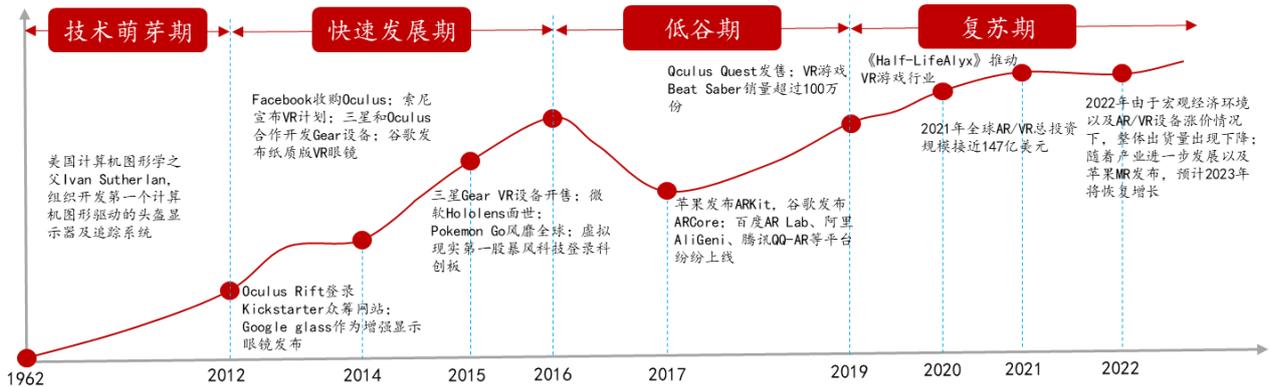
图表 42：VR、AR 及 MR 综合对比

	AR	MR	VR
定义	增强现实技术，是对现实的增强，是虚拟影像和现实影像的融合。AR 技术具有虚拟现实融合、实时交互、三维注册三大特征。其中三维注册是最重要的特征。	AR 和 VR 技术的升级。将现实场景信息与虚拟环境相结合，在虚拟世界、现实世界以及用户之间搭起一个交互反馈的信息回路，以增强用户体验的真实感。	虚拟现实，是一种可以创建和体验虚拟世界的计算机仿真系统；它利用计算机生成一种模拟环境，能够使用户沉浸到该环境中；虚拟现实技术是仿真技术的重要方向。
体验	通过技术手段在现实中实现“幻觉”，实现虚实融合。	让人以更为本能的交互方式同数字内容进行互动	封闭式、沉浸式体验，用户与虚拟现实世界实时交互
设备	虚拟场景生成单元、透射式头盔显示器、头部跟踪设备和交互设备	头显、感应器等	头显、感应器、手柄、外设场景设备
原理	利用计算机对现实世界的理解并绘制虚拟图像，强调与真实环境的融合。强调虚拟对象与实物目标对象的属性关系	将虚拟世界和真实世界合成一个无缝衔接的虚实融合世界，其中的物理实体和数字对象满足真实的三维投影关系，强调虚拟对象与目标对象的空间关系	利用计算机仿真系统模拟外界环境，呈现的都是虚拟对象
应用	军事、汽车（AR-HUD）、旅游等	工业、教育、展览等	游戏、直播、虚拟社交等

资料来源：亿欧智库，国联证券研究所整理

虚拟现实行业在 2016 年经历资本热潮后，由于时机及技术的不成熟逐步降温。随着资金、政策及技术的驱动，2020 年以来迎来广泛关注。2022 年由于宏观经济环境以及涨价因素或出现短暂下滑。随着元宇宙风口到来，以及云计算、AI、5G 技术的成熟，叠加 Facebook、谷歌、华为、字节等巨头大力投入，有望加速 AR/VR/MR 产业在不同应用领域落地，2023 年有望迎来新一轮增长。

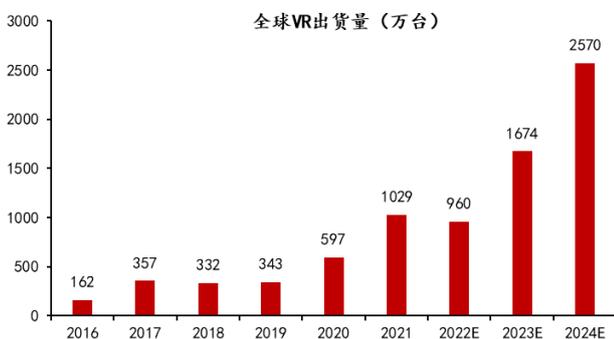
图表 43：全球虚拟（增强）行业发展历程



资料来源：亿欧智库，国联证券研究所整理

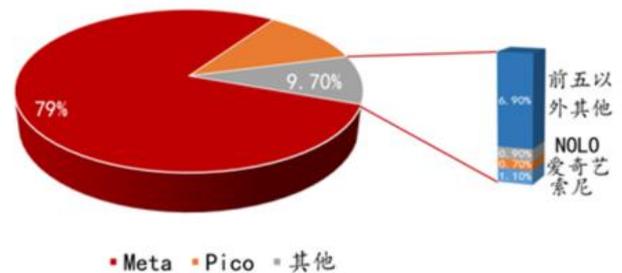
**Meta 一家独大，苹果 MR 的推出有望打破现有格局。**2022 年，受宏观经济环境、厂家提价等因素影响，全球 VR 设备出货量出现下滑，预计在 960 万台左右，同比下降 6.7%。不过 Meta 的市场占有率由 2021 年的 78% 上升至 84.6%，牢牢占据榜首位置。2022 年抖音集团旗下 PICO 以 11.3% 的市占率位列第二，全球出货量第三至五名的市占率相似，约占 1%~2%。

图表 44：全球 VR 出年度出货量（万台）



资料来源：WellsenXR，国联证券研究所整理（注：不含 VR 盒子）

图表 45：2022 年 Q2 全球 VR 份额



资料来源：WellsenXR，国联证券研究所整理

预计 2023 年市场有望重新恢复增长态势。索尼、苹果等消费电子巨头将在今年推出重磅产品，尤其是苹果将要推出的 MR 设备备受期待。得益于苹果自研芯片、操作系统的力量，叠加苹果强大的内容生态能力，有望引领行业发展。预计未来数年 AR/VR 头显都有望保持 50% 以上的持续增长，有望在 2024 年达到 2570 万台的出货量。

#### 2.4.2 突破式创新技术——ChatGPT

ChatGPT 是基于 GPT3-5 的免费对话模型，是基于 GPT-3 的进一步创新。通过引入强化学习模型，大幅提高了 AI 在人机对话时的准确度和可控性。ChatGPT 上线五天其全球用户数量便突破百万。

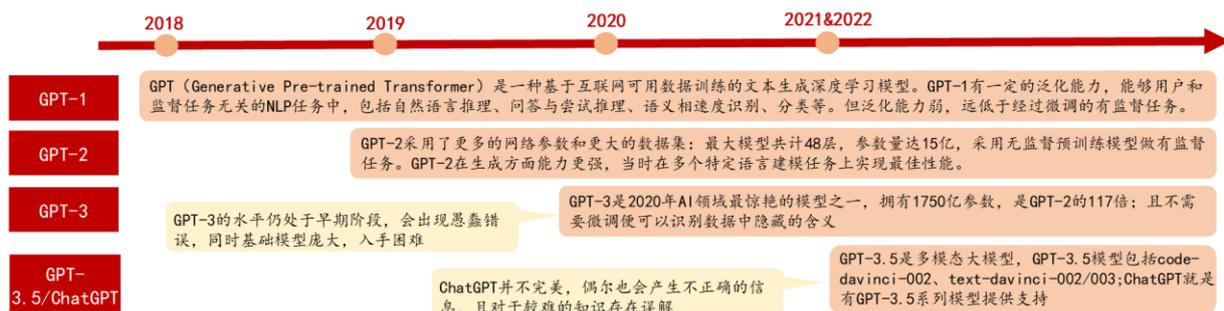
ChatGPT 核心能力：

- (1) 具有记忆能力，更好的理解用户问题，可实现连续多轮对话；
- (2) 准确性大幅提升，回答更加全面，同时可主动承认错误、发现无法回答的问题；
- (3) 具备识别非法和偏见的机制，针对不合理提问提示并拒绝回答；
- (4) 理解用户需求并创造内容，甚至可以协助进行代码编写。

当然 ChatGPT 还存在很多局限性，如逻辑性、准确性不足，偶尔会给出看似正确但荒谬的答案。虽然目前的 ChatGPT 无法给我们生产方式带来根本性的变革，但可以改变人们与计算机的互动方式。Chat-GPT 有望在 2023 年迎来更多的应用落地，如智能创作、智能客服、语音工作助手等。

**GPT 是以 Transformer 为基础模型，使用预训练技术得到通用的文本模型。**目前，已经公布论文的有文本预训练 GPT-1，GPT-2，GPT-3 以及图像预训练 iGPT，还有未发布的多模态模型 GPT-4，ChatGPT 则是 GPT-4 之前发布的预热模型，也被称为 GPT-3.5。

图表 46：GPT 特点及发展历程



资料来源：微信公众号“工技模型算法”、“阿法免研究笔记”，国联证券研究所整理

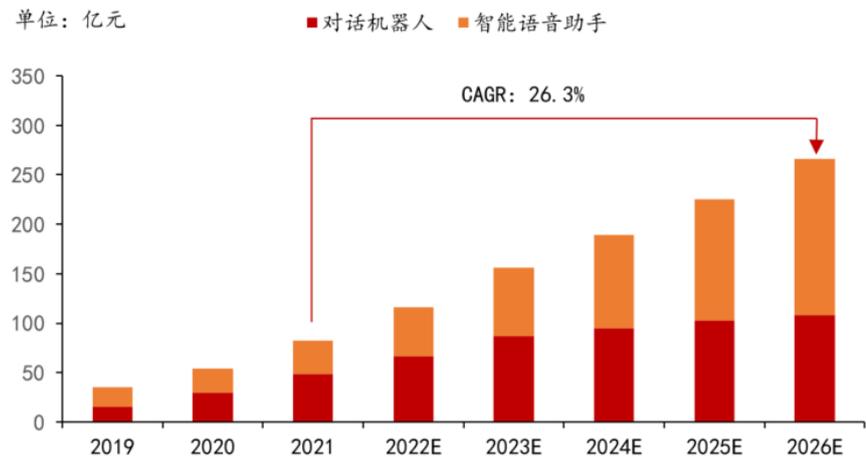
**短期商业化能力不足，长期看好。**ChatGPT 的对话能力吸引力广泛关注，商业化方面也在积极探索，ChatGPT 可能的场景包括：

- (1) 自然语言处理场景相关应用：由于 ChatGPT 强大的语言理解能力，当前 NLP 应用的所有领域，包括信息抽取、机器翻译、智能写作、智能客服等，都有望得到较大增强。
- (2) 编程机器人：作为对话式大型语言模型，ChatGPT 擅长回答用户提出的问题，其中最关键的是 ChatGPT 具备与编程相关的基础知识。可以将 ChatGPT 打造成编程问答机器人，根据用户的需求 debug，大幅改善用户编程质量。
- (3) 智能创作：尽管 ChatGPT 只是一个对话式的语言模型，本身不能生成多模态内容，但可以把它输出的结果作为一个中间变量输入其他模型，从而进一步拓展其功能。例如，通过 ChatGPT 和 Stable Diffusion 的结合使用，能够生成艺术性极强的画作。

不过短期来看，AI 大模型训练的高成本以及 ChatGPT 本身局限性或阻碍 ChatGPT

的商业化落地，但 C 端场景如智能客服有望率先迎来变革。智能客服属于对话式 AI 场景，当前中国对话式 AI 市场处于快速增长阶段，预计在 2026 年中国对话式 AI 市场规模有望出现跨越式增长，5 年年均复合增长率有望达到 26.3%。因此，随着 GPT 不断优化和完善，其商业化前景值得期待。

图表 47：2019–2026 年中国对话式 AI 行业市场规模（亿元）



资料来源：沙利文，头豹研究院《2021 年中国对话式 AI 市场报告》，国联证券研究所整理

### ➤ 2022 年度科学十大突破——AIGC

**AIGC (AI Generated Content) AI 内容生成**，指通过 AI 技术来自动或辅助生成内容。AIGC 是继 PGC 和 UGC 之后新型的内容创作方式，是 2022 年人工智能领域最具吸引力的技术。AIGC 技术的成熟标志着 AI 已经进入到此前被视为“人类独占”的领域，如艺术表达、科学发现，也因此被 Science 评为 2022 年度科学十大突破之一，2022 年也被成为 AIGC 元年。利用 AIGC 创作的《太空歌剧院》甚至获得了 2022 年美国科罗拉多州举办的数字艺术家竞赛数字艺术类别的冠军。正如 Science 评价，AIGC 是人工智能领域的重要突破，或颠覆现有内容生产模式。可以实现以十分之一的成本，以百倍千倍的生产速度，去生成 AI 原创内容。

图表 48：利用 AIGC 创作的获奖作品《太空歌剧院》



资料来源：澎湃新闻图片，国联证券研究所整理

AIGC 的发展大致可以分为早期萌芽阶段、沉淀积累阶段以及快速发展阶段，在 2022 年受到广泛关注。布局相关技术的 AI 公司备受资本青睐，获得大量风投资金。

图表 49: AIGC 历史沿革



资料来源：中国信息通信研究院和京东探索研究院，国联证券研究所整理

AIGC 赛道火热，资金快速涌入。根据 36 氪数据统计，2020 年以来短短两年多时间里，AIGC 赛道获得的风投投资增长了四倍，在 2022 年更是达到了 21 亿美元，2022 年也被称为“AIGC 元年”。随着技术的更新迭代，我们预计 2023 年 AIGC 赛道迎来新一轮产业化。

图表 50: AIGC 赛道近期融资情况

公司简称	融资轮次	融资金额	投资机构
聆心智能	天使轮	数千万元	连星资本，图灵创投和智谱 AI
红棉小冰	B 轮	10 亿元	未知
Jasper	A 轮	1.25 亿美元	Insight Partners 领投
Stability AI	种子轮	1.01 亿美元	Coatue、光速创投等
智谱 AI	B 轮	数亿元	君联资本、启明创投等
慧夜科技	Pre-A+ 轮	数千万元	高瓴资本、顺为资本等
公司简称	融资轮次	融资金额	投资机构

资料来源：36 氪、AI 科技评论、金融界、财讯网，国联证券研究所整理

我们推测，AIGC 有望推动如下领域发展和变革：

AIGC+媒体：人机协同生产，推动媒体融合，写稿机器人、采访助手、视频字幕生成、语音播报、AI 合成主播；

AIGC+电商：推进虚实融合，营造沉浸体验，商品 3D 模型、虚拟主播等；

AIGC+影视：拓展创作空间，提升作品质量，AI 剧本创作、AI 合成人脸和声音、AI 创作角色和场景、AI 自动生成影视预告片；

AIGC+娱乐：扩展辐射边界，获得发展动能，AI 换脸、AI 作曲等；

AIGC+其他：推进数实融合，加快产业升级，教育医疗等。

图表 51：AIGC 应用视图



资料来源：中国信息通信研究院和京东探索研究院，国联证券研究所

### 3 投资建议

随着宏观环境改善、疫情复苏以及国内监管政策的转向，我们认为 2023 年互联网赛道有望迎来新一轮增长。从当前估值水平来看，很多公司处于较低水平，有较大修复空间。根据 1 月 13 号收盘价测算 2023 年腾讯和拼多多的市盈率分别为 21.79 倍、25.19 倍，阿里、爱奇艺的市销率分别为 2.05 倍和 1.25 倍，从数据来看这些互联网公司仍有较大修复空间。因此，2023 年我们看好互联网板块。

图表 52：盈利预测

股票代码	证券简称	总市值	22E 营收 (亿元)	23E 营收 (亿元)	22E 净利润 (亿元)	23E 净利润 (亿元)	23PE	23PS
0700.HK	腾讯控股	30621.11	5612.59	6283.23	1127.62	1405.29	21.79	4.87
9988.HK	阿里巴巴-SW	20569.17	8974.69	10036.38	820.77	1083.00	18.99	2.05
3690.HK	美团-W	9136.17	2193.99	2826.96	(79.88)	61.52	148.50	3.23
PDD.O	拼多多	8253.05	1279.37	1610.38	272.93	327.58	25.19	5.12
9618.HK	京东集团-SW	6680.42	10597.32	12199.99	117.12	201.12	33.22	0.55
1024.HK	快手-W	2774.71	936.04	1117.77	(136.99)	(44.23)	(62.74)	2.48
9626.HK	哔哩哔哩-W	753.80	218.77	252.14	(77.28)	(47.02)	(16.03)	2.99
FUTU.O	富途控股	516.83	63.06	76.13	24.41	30.65	16.86	6.79
IQ.O	爱奇艺	387.73	289.67	309.08	(2.71)	7.50	51.68	1.25
2076.HK	BOSS 直聘	430.03	126.24	167.58	3.25	12.97	33.16	2.57

资料来源：wind，国联证券研究所整理（注：总市值对应 2023/1/13 收盘价，除哔哩哔哩为国联证券研究所测算，22、23 年营收及净利润为 wind 一致预测）

我们建议关注两种类型的公司：1) 仍在成长期或者找了明确第二增长曲线的公司；2) 逆境反转型公司，这类公司之前遇到了一些困难，但是随着疫情放开、宏观环境改善，公司自身也努力走出困境。

### 3.1 成长型公司

#### ➤ 拼多多

拼多多用户购买频次以及客单价均有上涨空间，叠加对品牌商家的有力政策，拼多多国内业务仍有增长空间。其次通过降本增效等措施，仍有较大利润释放空间。同时，海外业务 Temu 增长势头强盛，有望衍生出第二增长曲线，建议关注。

#### ➤ Boss 直聘

当前公司已经名列白领招聘领域的第一名，基本面稳固。结合疫情放松迎来复工，公司 2023 年有望进一步增长。同时，随着公司切入万亿蓝领市场，有望为公司打造第二增长曲线，建议关注。

### 3.2 逆境反转公司

#### ➤ 阿里巴巴

主营电商业务方面，预计 2023 年直播电商将进一步抢占传统电商份额，但随着腰部主播崛起以及头部主播的多平台布局，阿里直播电商地位有望改善。同时蚂蚁集团整改已基本收尾，利好集团。

#### ➤ 哔哩哔哩

竞争格局基本稳定，通过降本增效、组织优化等措施，利润端有望持续改善。广告市场随着疫情复苏，短视频 Storymode 业务有望开辟公司的商业化新天地，带来盈亏平衡。

盈利预测、估值与评级：我们预计 2022-2024 年公司可实现营收 218.77/252.14/296.42 亿元，yoy+13%/15%/18%，2022-2024 年 CAGR 为 16.4%。预计 2022-2024 可实现净利润-77.28/-47.02/-5.50 亿元，对应 EPS 分别为-19.32/-11.76/-1.38 元。参考快手、谷歌两家可比公司，给予公司 2023 年 PS 3X，按 2023/1/13 日 1 港元对人民币 0.8613 元计，2023 年公司合理市值为 756 亿元人民币/878 亿港元，对应目标价 184 元/214 港元，维持“买入”评级。

#### ➤ 快手

直播基本盘稳定，直播电商业务有较大空间，有望在直播电商大盘占据一席之地。叠加广告业务转暖，2023 年看好公司业务增长，盈利有望改善，建议关注。

#### ➤ 爱奇艺

公司不断改善经营效率，聚焦核心业务，提质减量，持续打造爆款产品，会员数量迎来持续攀升。同时，长视频市场格局逐渐稳定，会员价格提升有望改善公司营收状况，建议关注。

## 4 风险提示

### 1) 国际宏观环境恶化:

国际宏观环境恶化，俄乌冲突升级等，如中美对抗加剧，美国对我国互联网平台企业进行打压，与我国加速脱钩，可能对我国互联网公司造成不利影响。

### 2) 政策效果不及预期

当前中央出台了一系列措施促进经济发展，但相关政策落地实施效果有待验证，有可能不及预期，影响互联网公司业务增长。

### 3) 行业竞争加剧

我国互联网发展迅速，但市场格局还未稳固，很多领域仍存在激烈竞争。如果互联网平台间通过价格战抢占市场份额，可能会导致企业利润端下滑。

### 4) 测算误差风险

报告中相关测算为国联证券研究所测算，可能有测算误差，仅代表国联证券研究所观点。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 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；韩国市场以柯斯达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指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695