

“微软 AI 大模型”的践行者

➤ **国内首家发布类似 New Bing 的搜索引擎，未来已来。** 3月29日，三六零在发布会揭秘其大模型战略，并实机演示 360 新搜索的功能。在 360 新搜索的互动问答环节，共回答随机提出的七个问题，仅在其中一道题目上有所偏差，然而其准确率仍高达 85%以上。从展示中可以看出，360 新搜索在数据搜集、数据分析以及聊天交互等功能，与国内 AI 大模型已处于相同地位，并作为国内首家以实机演示的方式展现产品能力。

➤ **自身战略核心的差异化造就微软与谷歌 AI 商业模式的不同。** 自 OpenAI 推出 ChatGPT、GPT-4 乃至 Copilot 微软模式不以流量变现为核心，而将 AI 作为赋能置入产品线中。根据 Insider Intelligence，2022 年微软 1980 亿美元的总收入中，广告收入仅占 6%左右，AI 推进带来广告或流量变现收入降低并不会影响微软整体收入，**反而受益于各产品线融合带来量价齐升。** 而回顾谷歌模式，以流量变现为主要盈利点，广告业务占总营收近八成，天然缺少 AI+搜索的动力。ChatGPT 的使用从一定程度上阻止了用户点击带有广告的谷歌链接，从而谷歌目前关键投资之一是利用 AI 技术及自动化提高公司技术基础设施的生产力及效率。

➤ **三六零全面布局 AI 平台微软模式。** 相比百度，三六零具有搜索更绿色干净、恶意点击更少、搜索竞价真实有效、拥有最大的搜索入口浏览器、用户体验好的优势；而本身的广告业务是与自身应用相互绑定，并非百度模式的广告竞价模式。**两者共振下，从而形成三六零在战略上对标微软，在搜索上践行必应。** 在必应推出 New Bing 后，迎来下载量超过七倍的上涨，在当前节点 360 搜索市场有望在新搜索模式的发布后迎来同等增量。而从公司于 C 端、SME 端和 B&G 端的全面布局下，与微软依托场景推出产品和服务的规划不谋而合，后续有望加速战略推进。

➤ **投资建议：**三六零作为国内前二的搜索引擎，在具备海量通用数据之外，着重布局国家与科技巨头算力军备竞赛环节，构建算法+数据+算力三大核心能力，本身即具有 A 股天然的稀缺性。而此次作为国内首家发布类似 New Bing 的搜索引擎并实机演示的大模型企业，有望开启颠覆搜索逻辑的时代大幕。看好公司在本次 AI 行情中的核心地位，预计 2022-2024 年公司收入 95、122、144 亿元，归母净利润-24.49/5.01/11.70 亿元，23-24 年对应 PE 为 240X/103X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**政策落地不及预期风险，行业竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10886	9496	12240	14443
增长率 (%)	-6.3	-12.8	28.9	18.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	902	-2449	501	1170
增长率 (%)	-69.0	-371.4	120.4	133.7
每股收益 (元)	0.13	-0.34	0.07	0.16
PE	130	/	240	103
PB	3.4	3.6	3.6	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

16.85 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

相关研究

- 1.三六零 (601360.SH) 公司点评：ChatGPT 新龙头-2023/02/14
- 2.三六零 (601360.SZ) 动态报告：新业务投入压制短期利润，互联网安全龙头再启程-2022/04/25

目录

1 他山之石：AI 平台的微软模式与谷歌模式	3
1.1 专注于搜索+应用的微软 AI 模式	3
1.2 依托广告业务打造谷歌模式.....	5
2 三六零：AI 平台微软模式践行者	7
2.1 相较百度，三六零更为符合微软模式	7
2.2 三六零：在战略上对标微软，在搜索上践行必应	8
3 投资建议	11
4 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 他山之石：AI 平台的微软模式与谷歌模式

1.1 专注于搜索+应用的微软 AI 模式

微软模式不以流量变现为核心，将 AI 作为赋能置入各产品线。生产力和业务流程、智能云以及个人计算设备为微软的三大核心业务。1) **生产力和业务流程板块**，包括 Office 365、LinkedIn、Dynamics 365、ERP 和 CRM 等；2) **智能云板块**，包括 Azure 云平台、Visual Studio 开发者平台、面向云端服务器的 Windows Server、Nuance 和 GitHub 等；3) **个人计算板块**，涉及 Windows 系统、Surface 硬件、Xbox 游戏主机等。2022 年，部门增长推动收入增加 302 亿美元，增幅为 18%；Office 365 Commercial、LinkedIn 等推动生产力和业务流程收入增加 94.49 亿元，增幅为 18%；Azure 和其他云服务推动智能云收入增长 151.71 亿元，增幅为 25%；个人计算收入受搜索和新闻广告以及 Windows 的推动影响，增长 55.62 亿元，增幅 10%。

表1：微软核心业务

核心业务	2022 年业务增长内容	详情
生产力和业务流程&	Office 商业产品和云服务收入增长 13%	来自 Office 商业产品和云服务 (Office 365 订阅、Microsoft 365 商业订阅的 Office 365 部分和本地许可的 Office) 的收入, 包括 Office、Exchange、SharePoint、Microsoft Teams、Office 365 安全与合规性以及 Microsoft Viva
	Office 消费产品和云服务收入增长 11%	包括 Microsoft 365 消费者订阅、本地许可的 Office 和其他 Office 服务
	Office 365 商业版席位增长 18%	Office 365 Commercial 订阅涵盖的付费用户席位期末的 Office 365 Commercial 席位数量
	Microsoft 365 消费者订阅者增长至 5970 万	期末 Microsoft 365 消费者订阅者数量
智能云	Dynamics 产品和云服务收入增长 25%	包括 Dynamics 365 增长 39%, 包括一组跨 ERP、CRM、Customer Insights、Power Apps 和 Power Automate 的基于云的智能应用程序; 以及本地 ERP 和 CRM 应用程序
	LinkedIn 收入增长 34%	包括人才解决方案、营销解决方案、高级订阅和销售解决方案
	服务器产品和云服务收入增长 28%	包括 Azure 和其他云服务增长 45%; SQL Server、Windows Server、Visual Studio、System Center 和相关的客户端访问许可 ("CAL"); 以及 Nuance 和 GitHub
个人计算设备	Windows OEM 收入增长 11%	通过 OEM 渠道销售 Windows 专业版和非专业版许可证的收入
	Windows 商业产品和云服务收入增长 11%	来自 Windows 商业产品和云服务的收入, 包括 Windows 操作系统的批量许可、Windows 云服务和其他 Windows 商业产品
	Surface 收入增长 3%	Surface 设备和配件的收入
	Xbox 内容和服务收入增长 3%	包括第一方和第三方内容 (包括游戏和游戏内内容)、Xbox Game Pass 和其他订阅、Xbox 云游戏、第三方光盘版权、广告和其他云服务
	搜索和新闻广告收入 (不包括 TAC) 增长 27%	搜索和新闻广告收入, 不包括支付给 Bing Ads 网络发布商和新闻合作伙伴的流量获取成本 ("TAC")

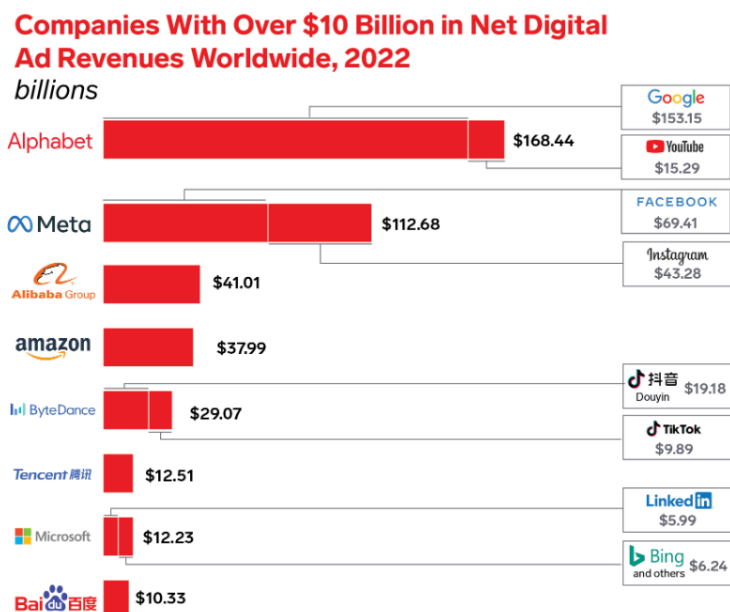
资料来源：微软官网，民生证券研究院

图1：微软 2022 年主营收入和营业利润

(In millions, except percentages)	2022	2021	Percentage Change
Revenue			
Productivity and Business Processes	\$ 63,364	\$ 53,915	18%
Intelligent Cloud	75,251	60,080	25%
More Personal Computing	59,655	54,093	10%
Total	\$ 198,270	\$ 168,088	18%
Operating Income			
Productivity and Business Processes	\$ 29,687	\$ 24,351	22%
Intelligent Cloud	32,721	26,126	25%
More Personal Computing	20,975	19,439	8%
Total	\$ 83,383	\$ 69,916	19%

资料来源：微软官网，民生证券研究院

根据 Insider Intelligence，2022 年微软 1980 亿美元的总收入中，广告收入仅占 6% 左右。Insider Intelligence 预测，微软 2022 年数字广告收入为 122.3 亿美元，仅占全球数字广告总支出的 2.2% 左右，而谷歌去年占数字广告总支出的近 30%。微软推出 AI+搜索是企业 AI 布局的开端，半年内迅速完成各产品线 AI 整合，将 ChatGPT 融入 Bing 搜索、Edge 浏览器和 Copilot 应用等，打造出 Bussiness Chat 等终极软件。AI 推进带来广告或流量变现收入大幅降低并不会影响整体收入，反而受益于各产品线融合带来量价齐升。

图2：2022 年全球数字广告净收入超过 100 亿美元的公司


Note: includes advertising that appears on desktop and laptop computers as well as mobile phones, tablets, and other internet-connected devices, and includes all the various formats of advertising on those platforms; net ad revenues after companies pay traffic acquisition costs (TAC) to partner sites; Alibaba total includes Youku Tudou; ByteDance total does not include smaller properties inside China such as Toutiao and Baike
 Source: eMarketer, Oct 2022
 i279230

INSIDER INTELLIGENCE | eMarketer

资料来源：insiderintelligence，民生证券研究院

1.2 依托广告业务打造谷歌模式

谷歌广告业务贡献近八成。据谷歌 2022 年第四季度财报显示，谷歌服务 (Google Services) Q4 总营收为 678.38 亿美元，同比下滑 2.3%。这部分则由谷歌广告业务和谷歌其他业务 (Youtube 广告、谷歌搜索及其他业务和谷歌网络业务) 两大板块组成。其中，**谷歌广告收入为 590.42 亿美元**，同比下降 3.6%；**谷歌搜索及其他业务第四季度营收为 426.04 亿美元**，上年同期为 433.01 亿美元；**YouTube 广告业务营收为 79.63 亿美元**，上年同期为 86.33 亿美元。作为核心业务，广告业务贡献了总营收的 77.58%。

图3：谷歌 2022 年第四季度财报

Q4 2022 supplemental information (in millions, except for number of employees; unaudited)

Revenues, Traffic Acquisition Costs (TAC) and number of employees

	Quarter Ended December 31,	
	2021	2022
Google Search & other	\$ 43,301	\$ 42,604
YouTube ads	8,633	7,963
Google Network	9,305	8,475
Google advertising	61,239	59,042
Google other	8,161	8,796
Google Services total	69,400	67,838
Google Cloud	5,541	7,315
Other Bets	181	226
Hedging gains (losses)	203	669
Total revenues	\$ 75,325	\$ 76,048
Total TAC	\$ 13,427	\$ 12,925
Number of employees	156,500	190,234

资料来源：美股研究社，民生证券研究院

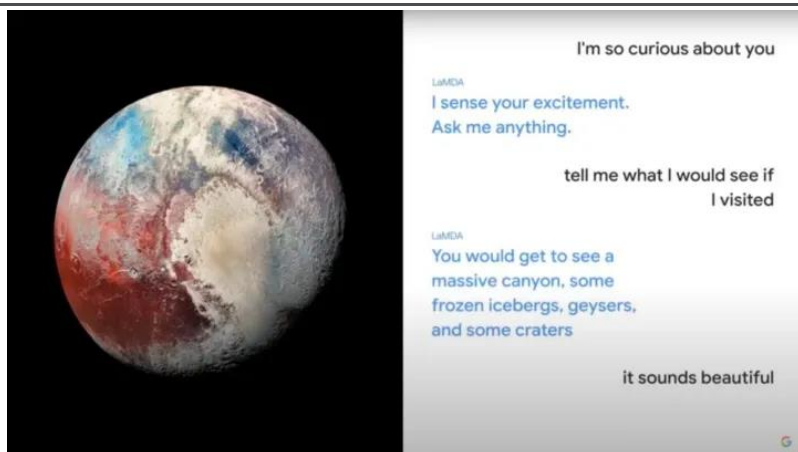
广告业务增速稍有放缓，云业务成为其发展的重要一环。据其财报显示，2022Q4 季度，云业务营收达到 73.2 亿美元，同比增长 32%。目前谷歌云包括为企业客户提供的基础架构和数据分析平台 (GCP，即谷歌云平台)，以及生产力和协作工具 (Google Workspace)，由于客户采用率不断提高，该业务处于长期上升的趋势。与此同时，据 Canalys，谷歌云 2022 年 Q4 全球市场份额排第三，达到 10%，随着其搜索业务的成熟，云业务也被视为谷歌实现增长的最佳选择之一。

前谷歌广告团队负责人 Sridhar Ramaswamy 表示，**ChatGPT 的使用，在一定程度上阻止了用户点击带有广告的谷歌链接。**相比传统的搜索引擎，ChatGPT 一问一答的搜索形式可以使用户更快速直接获取信息。“如果嵌入到微软的必应搜索引擎里，就会没人想用谷歌了。”

为应对此种情况，谷歌在内部名为“Atlas”的云部门下开展了一个“红色代码”的项目，以应对 ChatGPT 可能带来的挑战。该项目的聊天机器人“学徒巴德”，使用了谷歌的对话应用语言模型 LaMDA，可以对最近的事件进行回答，这是

ChatGPT 还没有的功能。在财报电话会议上,谷歌 CFO 露丝·波拉特(Ruth Porat) 也表明“未来投资组合可能会有所改变,公司将缩减办公设施的资本支出,进一步提高整体投资效率。**关键投资之一便是利用 AI 技术及自动化提高公司技术基础设施的生产力及效率。**”

图4: 基于 LaMDA 模型实现的有关冥王星的对话



资料来源: NLPCAB, 民生证券研究院

谷歌作为昔日的流量变现王者,致力于打造全产业链 AI 平台,维护资深流量变现业务体系。谷歌的搜索业务部门在 2022 年的收入为 1624.5 亿美元, **每次查询的平均收入为 1.61 美分**, 基于以流量变现为核心的业务架构, **谷歌没有主动推出单次搜索收入仅为 0.002 美分甚至更低的 AI+ 搜索的动力**。公司在 AI 底层技术布局显著领先, 但应用创新较少, 不愿颠覆流量变现业务的体系。

2 三六零：AI 平台微软模式践行者

2.1 相较百度，三六零更为符合微软模式

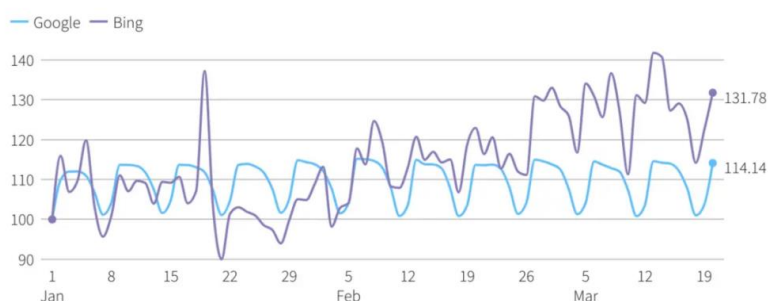
作为国内搜索引擎领头羊的百度与三六零，从诞生之初即与全球搜索龙头谷歌与微软全面对比。百度与谷歌作为国内外搜索引擎市占率最高的厂商，竞价广告业务占比庞大，暂时不具备颠覆搜索引擎格局的推动力。与谷歌相似，百度发布的文心一言产品并未内置到搜索中，可见二者无法舍弃竞价广告业务带来的大额收益，天然缺失创造搜索引擎新格局的核心动力。

与此不同，微软作为全球搜索的第二龙头厂商，对于获取更大的搜索份额一直保持着高度战略规划，从而于全球率先推出改变现有搜索逻辑的 New bing 模式。截至 3 月 20 日的数据显示，自微软在 2 月 7 日推出其人工智能版必应搜索以来，必应的页面访问量上升了 15.8%，而谷歌的页面访问量下降了近 1%。与此同时，应用研究公司 Da-ta.ai 数据显示，在整合人工智能之后，微软 bing 必应的全球应用下载量跃升 7 倍，谷歌搜索应用的下载量同期下降了 2%。

图5：必应页面访问量增长 16%

AI-powered Bing scorches past Google

Bing's traffic growth outperforms Google after Microsoft integrated AI in its search engine in early Feb

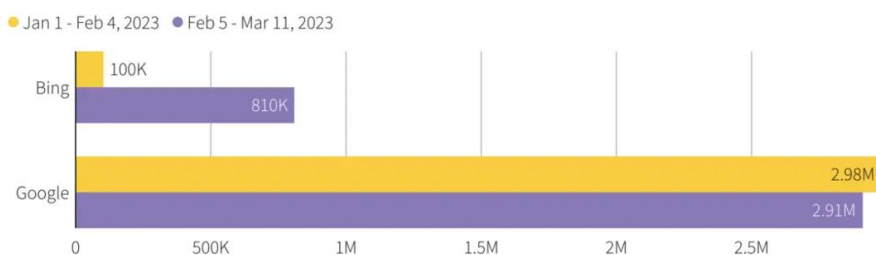


资料来源：Similarweb，民生证券研究院

图6：必应下载量为原来 8 倍

Bing app downloads jump after AI integration

Google app downloads fell 2% after Microsoft embedded OpenAI's GPT into its search engine Bing



资料来源：Data.ai，民生证券研究院

2.2 三六零：在战略上对标微软，在搜索上践行必应

在战略上，三六零全面对标微软，旨在通过 AI 赋能 C、SME 和 B&G 端，全面布局生成式大语言模型技术；在搜索上，全国首家推出践行 New Bing 搜索逻辑的 360 新搜索。穿透三六零自身三大业务：安全业务、互联网业务和智能硬件业务构建公司业务蓝图。随着全球巨头以 ChatGPT 为核心在 AI 领域的注资布局，三六零加大研发投入，近期计划推出一系列类 GPT 的应用产品，同时布局 C 端、SME 端、G 端以及 B 端。

1) **ToC 端**，公司将借鉴微软 New Bing 模式，推出新一代生成式 AI 搜索引擎、AI 浏览器、AI 个人助理等产品；

2) **ToSME 端**，公司将推出生成式 AI 办公套件、AI 企业即时通信工具等 SaaS 化垂直应用，如结合生成式 AI 的即时通讯工具“推推”、“苏打办公套件”等；

3) **ToG&B 端**，公司将国内最完整的安全大数据以及最强大的安全专家能力赋能给 360 安全 AI，计划结合数字安全业务推出企业私有化 AI 服务。

图7：三六零 AI 开放平台



资料来源：三六零官网，民生证券研究院

3月29日，三六零在发布会揭秘其大模型战略，并实机演示 360 新搜索的功能。在 360 新搜索的互动问答环节，共回答随机提出的七个问题，仅在其中一道题目上有所偏差，然而其准确率仍高达 85%以上。从展示中可以看出，360 新搜索在数据搜集、数据分析以及聊天交互等功能，与国内 AI 大模型已处于相同地位，并作为国内首家以实机演示的方式展现产品能力的企业。

图8: 实机演示具有思考性的问题



资料来源: 三六零发布会, 民生证券研究院

图9: 实际演示刚出现的内容-为什么要暂停训练 GPT-5?



资料来源: 三六零发布会, 民生证券研究院

三六零与百度广告模式上的差异化是公司敢于率先改变搜索逻辑的终极底气所在。从两者的广告收入模式中可以看出: 百度高度依赖于竞价广告收入, 而三六零是通过产品赋能广告业务, 将广告业务内嵌于安全“全家桶”产品内。两者

战略布局的差异化决定了百度在舍弃竞价广告而转向新搜索逻辑上存在天然阻力，而三六零为提升搜索份额而更愿意践行微软 New Bing 模式。在当前节点，转变为新搜索逻辑或将直接带来增量。

3 投资建议

三六零的新搜索对标微软的 New bing，具备颠覆搜索引擎的动力与实力。

AI 赋能 C、SME 和 B&G 端，全面布局类 GPT 应用。三六零是互联网算法领域的龙头，安全业务、互联网业务和智能硬件业务是公司三大核心业务。随着全球巨头以 ChatGPT 为核心在 AI 领域的注资布局，三六零也加大研发投入，近期计划推出一系列类 GPT 的应用产品，同时布局 C 端、SME 端、G 端以及 B 端。

1) ToC 端，公司将借鉴微软 New Bing 模式，推出新一代生成式 AI 搜索引擎、AI 浏览器、AI 个人助理等产品；

2) ToSME 端，公司将推出生成式 AI 办公套件、AI 企业即时通信工具等 SaaS 化垂直应用，如结合生成式 AI 的即时通讯工具“推推”、“苏打办公套件”等；

3) ToG&B 端，公司将国内最完整的安全大数据以及最强大的安全专家能力赋能给 360 安全 AI，计划结合数字安全业务推出企业私有化 AI 服务。

三六零作为国内前二的搜索引擎，在具备海量通用数据之外，着重布局国家与科技巨头算力军备竞赛环节，构建算法+数据+算力三大核心能力，本身即具有 A 股天然的稀缺性。而此次作为国内首家发布类似 New Bing 的搜索引擎并实机演示的大模型企业，有望开启颠覆搜索逻辑的时代大幕。看好公司在此次 AI 行情中的核心地位，预计 2022-2024 年公司收入 95、122、144 亿元，归母净利润 -24.49/5.01/11.70 亿元，23-24 年对应 PE 为 240X/103X，维持“推荐”评级。

表2：公司盈利预测表

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10,886	9,496	12,240	14,443
增长率 (%)	-6.3	-12.8	28.9	18.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	902	-2,449	501	1,170
增长率 (%)	-69.0	-371.4	120.4	133.7
每股收益 (元)	0.13	-0.34	0.07	0.16
PE	130	/	240	103
PB	3.4	3.6	3.6	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院；(注：股价为 2023 年 3 月 30 日收盘价)

4 风险提示

政策落地不及预期；行业竞争加剧。

1) **政策落地不及预期：**目前国产软硬件在产品性能和生态上都尚且不及国外巨头，但受益于国产化政策推动市场份额连年提升，若后续国产化支持政策落地进度不及预期，可能会导致国产软硬件推进进度变慢，影响公司业绩增长前景。

2) **行业竞争加剧：**目前国产软硬件尚未呈现出清晰的格局，芯片、数据库、操作系统等行业仍处于高度竞争状态，若后续行业竞争加剧，可能会影响公司的毛利率水平，进而影响相关公司的盈利能力。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10886	9496	12240	14443
营业成本	4105	3785	4759	5342
营业税金及附加	75	110	142	168
销售费用	2233	2489	3076	3384
管理费用	771	752	945	1098
研发费用	3129	3051	3687	4128
EBIT	619	-691	-368	324
财务费用	-686	-601	-657	-708
资产减值损失	-462	-446	-2	-3
投资收益	153	-1424	122	159
营业利润	1158	-1948	547	1350
营业外收支	73	-40	35	20
利润总额	1231	-1988	582	1370
所得税	391	378	87	205
净利润	840	-2366	495	1164
归属于母公司净利润	902	-2449	501	1170
EBITDA	1159	-178	151	861

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	19246	20780	22432	23949
应收账款及票据	2277	1703	2195	2590
预付款项	203	189	238	267
存货	675	622	521	439
其他流动资产	3647	2063	1615	1657
流动资产合计	26048	25357	27001	28903
长期股权投资	6759	3298	3298	3298
固定资产	1392	1589	1571	1504
无形资产	674	683	701	718
非流动资产合计	15992	12736	12736	12686
资产合计	42039	38094	39737	41589
短期借款	5	5	3	2
应付账款及票据	2142	1763	2216	2488
其他流动负债	4312	3155	3882	4329
流动负债合计	6458	4923	6101	6819
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	622	577	547	517
非流动负债合计	622	577	547	517
负债合计	7080	5500	6648	7336
股本	7145	7145	7145	7145
少数股东权益	-47	36	30	24
股东权益合计	34960	32594	33088	34253
负债和股东权益合计	42039	38094	39737	41589

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.28	-12.77	28.90	18.00
EBIT 增长率	-71.11	-211.73	46.75	188.00
净利润增长率	-69.02	-371.42	120.45	133.70
盈利能力 (%)				
毛利率	62.29	60.14	61.12	63.01
净利率	7.72	-24.92	4.04	8.06
总资产收益率 ROA	2.15	-6.43	1.26	2.81
净资产收益率 ROE	2.58	-7.52	1.51	3.42
偿债能力				
流动比率	4.03	5.15	4.43	4.24
速动比率	3.84	4.92	4.25	4.09
现金比率	2.98	4.22	3.68	3.51
资产负债率 (%)	16.84	14.44	16.73	17.64
经营效率				
应收账款周转天数	74.46	65.00	65.00	65.00
存货周转天数	60.04	60.00	40.00	30.00
总资产周转率	0.26	0.25	0.31	0.35
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	-0.34	0.07	0.16
每股净资产	4.90	4.56	4.63	4.79
每股经营现金流	0.02	-0.10	0.22	0.26
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	133	/	240	103
PB	3.4	3.7	3.6	3.5
EV/EBITDA	87.62	-560.90	652.06	112.42
股息收益率 (%)	0.59	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	840	-2366	495	1164
折旧和摊销	541	513	519	537
营运资金变动	-817	-798	703	352
经营活动现金流	166	-748	1551	1864
资本开支	-376	-680	-405	-390
投资	-3114	4517	500	0
投资活动现金流	-318	2332	137	-311
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1970	-45	-32	-31
筹资活动现金流	-2669	-50	-37	-35
现金净流量	-2822	1534	1651	1517

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 微软 2022 年主营收入和营业利润	4
图 2: 2022 年全球数字广告净收入超过 100 亿美元的公司	4
图 3: 谷歌 2022 年第四季度财报	5
图 4: 基于 LaMDA 模型实现的有关冥王星的对话	6
图 5: 必应页面访问量增长 16%	7
图 6: 必应下载量为原来 8 倍	7
图 7: 三六零 AI 开放平台	8
图 8: 实机演示具有思考性的问题	9
图 9: 实际演示刚出现的内容-为什么要暂停训练 GPT-5?	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 微软核心业务	3
表 2: 公司盈利预测表	11
公司财务报表数据预测汇总	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026