



中信证券研究部

核心观点



裘翔
联席首席策略师
S1010518080002



杨家骥
策略分析师
S1010521040002

元旦后全国各地疫情快速“过峰”，刺激政策频出推动经济加速修复，叠加 2023 年 1 月下旬即将进入年报预告披露的高峰期，2023 年盈利预期成为当前更加重要的评价因素。基于中信证券研究部最新观点，我们梳理出 2023 年具备业绩弹性的五条主线，包括 1) 出行链+地产链；2) 后疫情时代长期复苏的医药子行业；3) 互联网+数字经济；4) 前期业务推进受阻的细分行业；5) 高成长的“四大安全”主题，具体行业逻辑和相关个股详见正文。文末更新了 2022 年 A 股行情综述，供投资者参考。

- **主线一：关注消费复苏和地产企稳的高频数据验证。**回顾 2022 年四季度，A 股行情主要围绕疫情放开和地产托底的政策预期展开；展望 2023 年，我们认为消费复苏和地产企稳不仅是具备业绩弹性的主线，也是宏观经济向上的主要推动力，是其他主线盈利复苏的前提假设。具体来看，出行链业绩弹性较大的环节包括餐饮、酒店、免税、景区、机场、运动品牌；地产链建议重点关注开发商，以及产业链上下游具备价格弹性的纯碱、浮法玻璃，需求明显改善的工程机械、重卡，成本和需求同时改善的炼化&煤化工。
- **主线二：从新冠防治、到后疫情时代持续复苏的医药细分领域。**医药板块受疫情影响，内部结构分化十分显著，伴随主要城市疫情快速“过峰”，当前市场对业绩的预期已经渡过新冠的预防、治疗阶段，开始进入后疫情时代行业盈利长期修复的环节，其中 2023 年具备业绩弹性的细分领域包括前期受疫情限制使用场景的药品、医疗器械（高值耗材、IVD）、消费医疗服务。
- **主线三：互联网+数字经济有望为经济复苏注入活力。**回顾 2016-2017 年的经济复苏周期中，地产政策刺激和移动互联网浪潮为两大重要驱动力，其中互联网在提供就业岗位、创造增量需求方面做出重要贡献。2022 年底中央经济工作会议旗帜鲜明支持数字经济和平台企业发展，我们预计互联网和数字经济有望在 2023 年的经济复苏过程中继续扮演重要角色。其中互联网平台受益于消费复苏和龙头降本增效的持续推进，业绩有望逐季改善，细分领域包括 OTA、本地生活服务、电商、游戏、广告；数字经济相关行业包括计算机（云化、安全领域）、通信设备。
- **主线四：关注前期受疫情影响业务推进受阻的细分行业。**前期的疫情管控除了对需求端的影响，还有对人流、物流、业务场景的限制，导致部分需现场安装、调试、售后服务的公司无法正常确认订单收入，从而对公司经营造成较大影响。展望 2023 年，前期受疫情压制业务场景的公司现在或面临订单的加速落地，或对公司盈利贡献更大的弹性。典型代表行业包括电子（安防、消电供应商）、机械自动化、通信设备（组网业务）、计算机（政务信息化、医疗信息化、网安）。
- **主线五：基于政策支持和产业逻辑，推荐高成长的“四大安全”主题。**展望 2023 年，在宏观经济正式进入复苏区间之后，结构性“成长”有望重回市场主线。上一轮产业爆发空间已经被市场充分消化，地缘冲突缓和的预期下，供需错配带来的产业盈利扩张或将告一段落，我们认为下一个阶段

政策重点扶持的行业将成为新的结构性“成长”方向。结合二十大报告的整体规划，我们认为“四大安全”可以形成新一轮具备业绩弹性的主线。包括能源资源安全中的**储能、光伏风电（辅材、设备环节）、合成生物**，科技安全中的**数字经济和半导体（设计、制造）**，国防安全中的**导弹产业链、航空发动机产业链**，以及粮食安全中的**种业和生物育种**。

- **风险因素：**疫情影响超预期；中美科技贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧。

目录

关注消费复苏和地产企稳的高频数据验证.....	5
出行链：主要城市疫情“达峰”后消费复苏提速，龙头降本增效提升份额.....	5
地产链：刺激政策不断出台，支撑行业年内逐季修复.....	8
从新冠防治、到后疫情时代持续复苏的医药细分领域.....	10
互联网+数字经济有望为经济复苏注入活力.....	12
关注前期受疫情影响业务推进受阻的细分行业.....	14
基于产业逻辑推荐高成长的“四大安全”细分行业.....	15
附录-2022 年行情综述.....	17
指数走势.....	17
风格比价.....	18
动态估值.....	19
场内杠杆.....	19
风险因素.....	20

插图目录

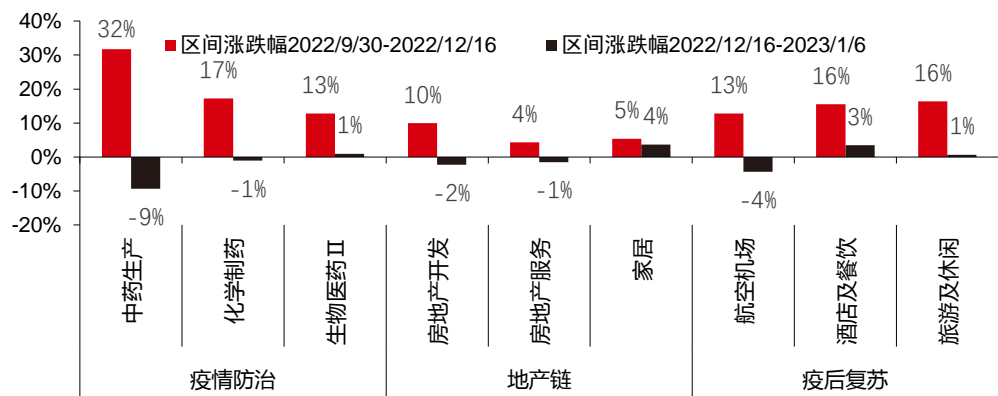
图 1：A 股市场 2022Q4 开始主要围绕疫情和地产政策预期展开.....	5
图 2：新加坡首轮“达峰”历时 2 个月，然后 2 个月回落至低位.....	6
图 3：日本首轮“达峰”历时 2 个月，然后 1.5 个月回落至低位.....	6
图 4：奥密克戎占据主流之后，新加坡 2022 年经历 3 轮疫情.....	6
图 5：奥密克戎占据主流之后，日本 2022 年经历 3 轮疫情.....	6
图 6：2023 年一线城市地铁客运量快速回升.....	7
图 7：国内航班执飞数量也延续此前的恢复态势.....	7
图 8：2023 年预测净利润变化-出行链龙头（除机场），亿元.....	8
图 9：2023 年预测净利润变化-出行链龙头（机场），亿元.....	8
图 10：中国人民银行的新发放住房贷款利率及平均利率%.....	9
图 11：贝壳研究院跟踪的百城首套及二手按揭利率.....	9
图 12：2023 年预测净利润变化-开发商龙头，亿元.....	10
图 13：2023 年预测净利润变化-开发商以外地产链龙头，亿元.....	10
图 14：新冠疫情的预防和治疗在 2022Q4 有过明显的涨幅.....	11
图 15：2022 年年底中央经济工作会议以来市场刚开始演绎疫后复苏长逻辑.....	11
图 16：2023 年预测净利润变化-后疫情时代具备盈利弹性的龙头股，亿元.....	12
图 17：棚改货币化之后地产开发投资快速增长.....	13
图 18：上轮经济复苏过程中互联网平台对就业的拉动作用.....	13
图 19：2023 年预测净利润变化-互联网龙头，亿元.....	14
图 20：2023 年预测净利润变化-数字经济龙头，亿元.....	14
图 21：2020.01-2021.01 美国外科手术量占 2019 年数量的比例.....	15
图 22：A 股工业和 TMT 单季度净利润同比增速（4MMA）.....	16
图 23：主要宽基指数 2022 年走势.....	17
图 24：中信风格指数 2022 年走势.....	18

图 25: 中信一级行业 2022 年涨跌幅.....	18
图 26: 创业板指/沪深 300 比价.....	19
图 27: 300 非周/300 周期比价.....	19
图 28: 中信一级行业动态估值.....	19
图 29: 平均两融维持担保比例与成交占比.....	20

■ 关注消费复苏和地产企稳的高频数据验证

回顾 2022 年四季度，A 股行情主要围绕疫情和地产政策预期展开。2022Q4 的政策预期行情可以分为几个阶段：1) 10 月份政策尚未落地，但市场围绕“疫情防控”和“稳增长”的预期先行；2) 11 月第二周中央政治局常委会部署疫情防控的“新二十条”，央行出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展，政策基调明确，市场开始围绕政策利好的疫情防控、地产链、以及消费复苏三条主线展开；3) 12 月中旬中央经济工作会议召开之后，政策预期告一段落，我们预计消费复苏和地产企稳将成为 2023 年最大的主线，但“新十条”之后北京、广州等城市受疫情第一轮冲击，也导致 A 股市场进入观察适应期，上述三条主线回归震荡调整，直到元旦过后各地疫情快速“过峰”，市场才开始继续围绕疫后的复苏路径进行配置。

图 1：A 股市场 2022Q4 开始主要围绕疫情和地产政策预期展开



资料来源：Wind，中信证券研究部

展望 2023 年，预计消费复苏和地产企稳不仅是具备业绩弹性的主线，也是宏观经济向上的主要推动力，我们认为这是其他主线盈利复苏的前提假设。分开来看：

1、消费板块前期受疫情压制最为直接，预计 2023 年业绩弹性最大的为出行链，包括餐饮、酒店、免税、景区、机场、运动品牌；

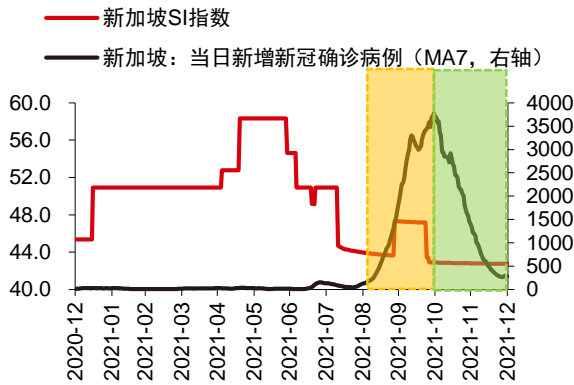
2、地产链则建议重点关注开发商，以及在基建地产需求带动下，产业链上下游细分行业关注具备价格弹性的纯碱、浮法玻璃，需求明显改善的工程机械、重卡，成本和需求同时改善的炼化&煤化工。

出行链：预计主要城市疫情“达峰”后消费复苏提速，龙头降本增效提升份额

2023 年消费基本面修复为大概率事件，不确定性在于疫情的反复程度。消费长周期来看受居民可支配收入水平的影响，短期则主要是疫情对消费场景的影响，考虑到“新十条”之后，政策不确定性消除，宏观经济和居民收入也有望进入修复通道，因此展望 2023 年消费的复苏路径过程中，不确定性更多来自于疫情的扰动。以亚洲 2 个代表性国家、新加坡和日本为例，防疫放开模式有所差异，但防疫政策放开之后第一轮大规模感染从爆发

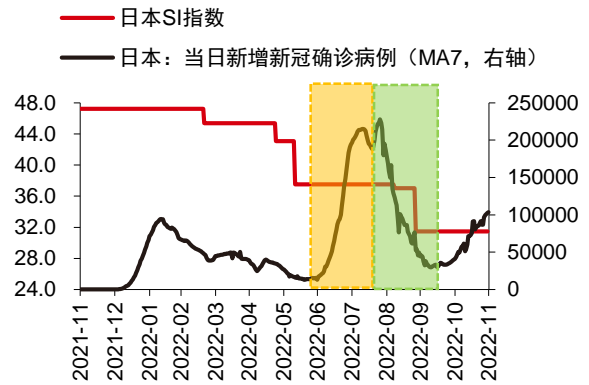
到峰值经历的时间通常都在 2 个月左右，此后，再经历 1.5-2 个月基本可以回落至较低水平，而且在奥密克戎毒株占主导的 2022 年，由于其变异速度较快、免疫逃逸能力较强，日本和新加坡一年之内均出现 3 轮感染高峰。

图 2：新加坡首轮“达峰”历时 2 个月，然后 2 个月回落至低位



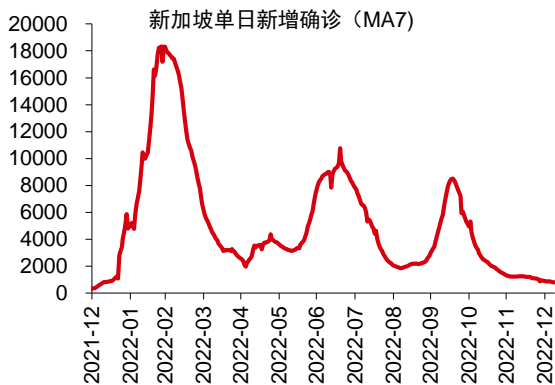
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：日本首轮“达峰”历时 2 个月，然后 1.5 个月回落至低位



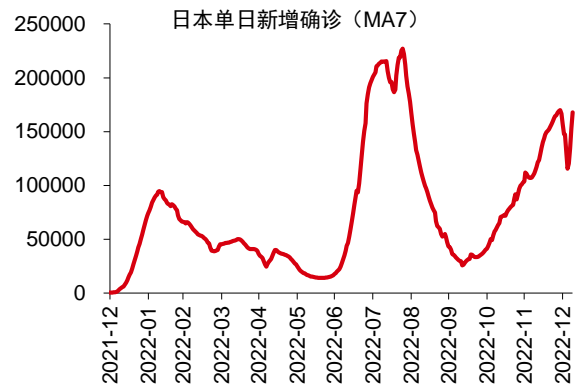
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：奥密克戎占据主流之后，新加坡 2022 年经历 3 轮疫情



资料来源：Wind，中信证券研究部

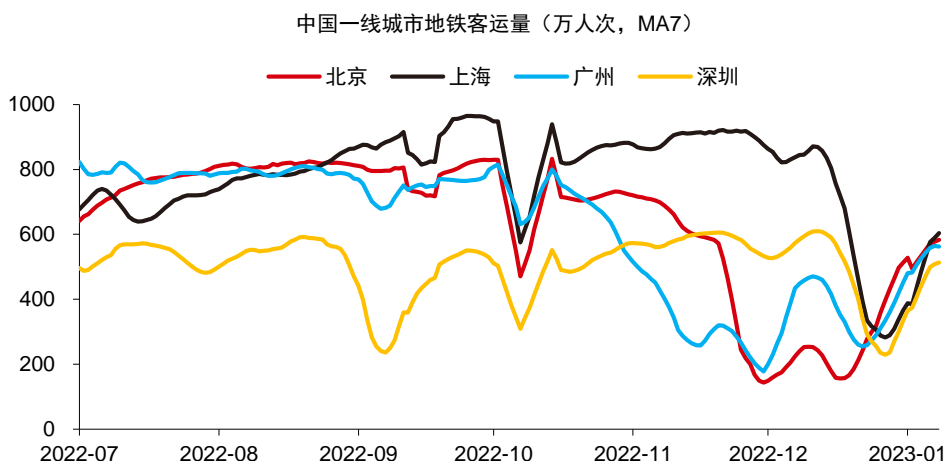
图 5：奥密克戎占据主流之后，日本 2022 年经历 3 轮疫情



资料来源：Wind，中信证券研究部

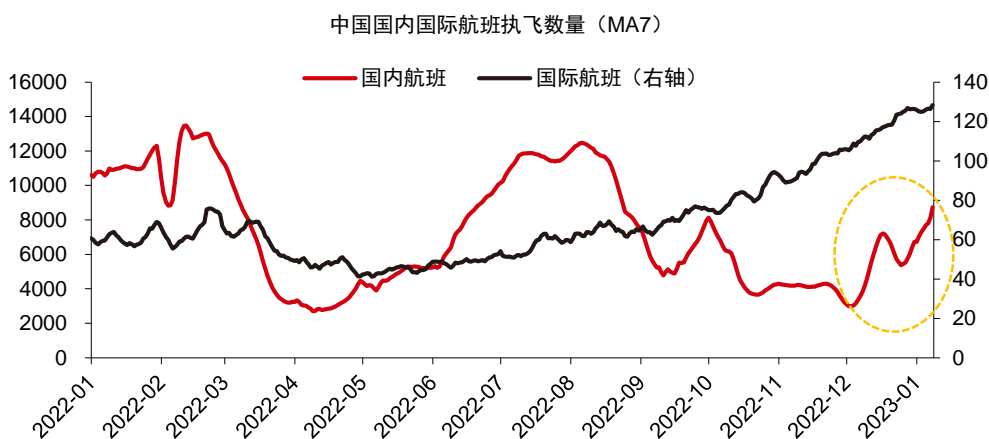
从 2022 年底中国疫情防控放开后第一轮疫情“冲击”情况来看，主要城市“达峰”速度超预期，2023 年元旦假期居民旅游数据也恢复至去年同期水平，预计疫情防控放开对消费的冲击相较国外更小。从出行高频数据情况来看，全国主要城市在 2023 年元旦前后已相继度过疫情快速感染的阶段，相比国外平均 2 个月左右的达峰时间明显缩短，从元旦期间消费出行情况来看，假期全国国内旅游出游 5271.34 万人次，跟 2022 年同期持平，同程旅行数据显示，元旦假期酒店的异地订单达 67.6%（2022 年同期为 51.3%）、跨城用车订单达 22.7%（2022 年同期为 10.8%），跨区域流动意愿明显回升。总体而言，相较此前市场普遍预期的春节前后全国各地陆续度过疫情流行顶峰，当前的“过峰”进度比预期更早，疫情对生产、消费和经营的扰动时间比预期更短。

图 6：2023 年一线城市地铁客运量快速回升



资料来源：Wind，中信证券研究部；2023 年截至 1 月 8 日

图 7：国内航班执飞数量也延续此前的恢复态势



资料来源：Wind，中信证券研究部

当前居民出行信心正在重塑，元旦假期的跨省游、长线游也显示出底部复苏态势，因此看好 2023 年出行链的价格弹性和业绩弹性，具体来看，细分行业及逻辑包括：

1) **餐饮**：主要城市疫情逐渐达峰之后，本地消费中 fastest 复苏的品种，且头部品牌在疫情期间维持了展店节奏，当前有望通过降本提效进一步提升竞争力，相关个股关注**九毛九、海伦司、海底捞、奈雪的茶**。

2) **酒店**：供给端相对刚性且疫情期间出清较为明显，同程旅行数据显示 2023 年元旦假期酒店订单量增长 32%、均价提升 7%，显示长途性需求正在快速恢复，相关个股建议关注**华住、锦江酒店、首旅酒店**。

3) **免税**：基于中国人奢侈品消费增长以及消费回流的长期逻辑并未发生变化，海口海关数据显示元旦离岛免税逐步回暖，相关个股建议关注**中国中免**。

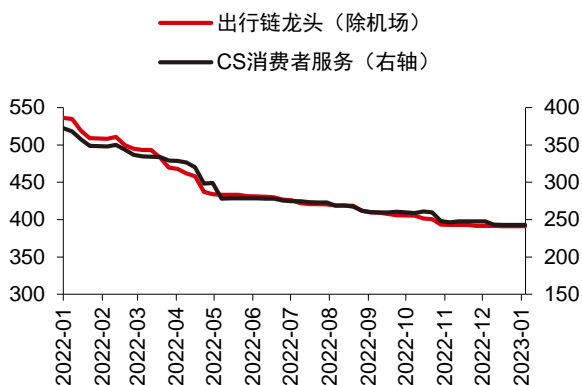
4) **景区**：由于国内疫情防控政策的进一步放开，跨省游、长线游正有序恢复，相关个股建议关注**中青旅、天目湖、宋城演艺**。

5) **机场**：未来 5 年供给端刚性，需求弹性或带来票价弹性，交通部初步预期 2023 年春运客流量将恢复至 2019 年同期的 70.3%，叠加国际航线持续恢复，我们预计航司龙头基本面将大幅改善，相关个股建议关注**春秋航空、上海机场、南方航空、白云机场、美兰空港、中国国航**。

6) **运动品牌**：受益于线下客流开始逐步恢复，运动产品销售均价也有改善空间，相关个股建议关注**安踏体育、李宁**。

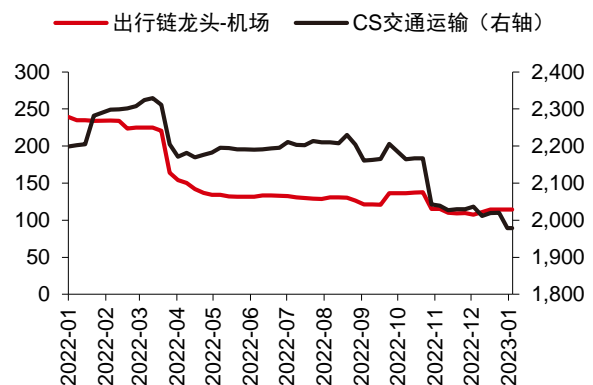
考虑到疫情的不确定性，后续仍需密切跟踪重点数据，来更新国内消费实际复苏的进展，包括：1) 春节假期数据（海南免税销售额，全国旅游接待人次，重点监测景区数据）同比 2019 年的恢复程度；2) 商场百货的经营数据，餐饮外卖、到店餐饮和休闲娱乐同比增速回升；3) 2023 年 4 月份上市公司对于当年业绩的指引；4) 旅游淡旺季数据恢复情况；5) 618 电商大促数据等。

图 8：2023 年预测净利润变化-出行链龙头（除机场），亿元



资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部 注：龙头指正文提及的公司，下同

图 9：2023 年预测净利润变化-出行链龙头（机场），亿元



资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部

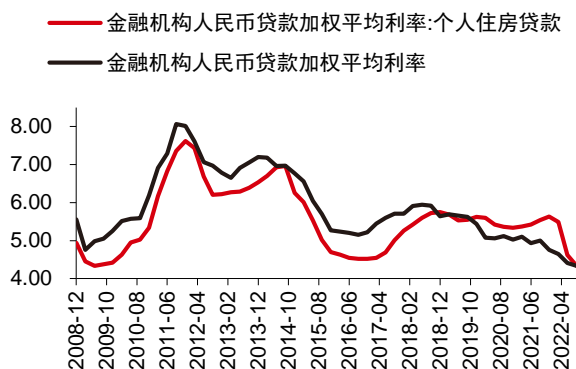
地产链：刺激政策不断出台，支撑行业年内逐季修复

2022 年 11 月以来地产行业进入政策的密集落地期。2022 年 11 月份“三支箭”相继落地，表明政策层面对于房企的扶持态度。2022 年 12 月中央经济工作会议提出把支持住房改善视为扩大内需的重要任务，居民的改善性住房需求是刺激总需求的重要抓手，再次明确了政策的向上拐点。2023 年开年以来，住建部部长接受央视采访时称对首套房需要应大力支持，中国人民银行建立常态化差别化住房信贷政策利率下限决定机制，我们预计大量城市首套房利率下限将会取消，推动利率持续下行，直到市场完全复苏。

在积极的政策信号下，我们预计 2023 年房地产市场前低后高，销售复苏较早，开发投资复苏预计较晚。根据中信证券研究部地产组认为不断累积的政策，叠加疫后复苏的经济基本面，将在春节后陆续带动区域市场复苏；并预计 2023 年全国商品房销售额同比增

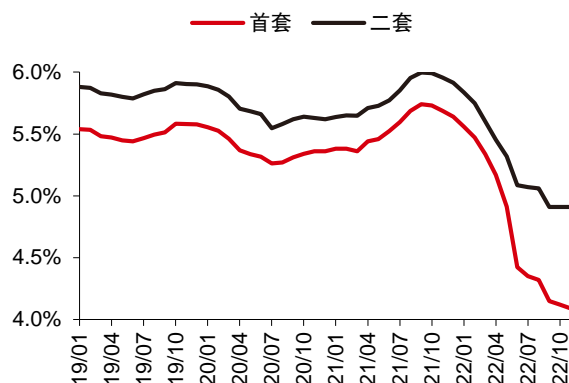
长 4.7%，其中 2023 年四季度单季有望同比增长超过 15%，前低后高态势明显。企业信心确实不足，保交付和保信用政策需要时间推进，所以我们认为 2023 年开发投资仍将出现小幅负增长，但 2024 年房地产开发投资可能重归增长通道。

图 10：中国人民银行的新发放住房贷款利率及平均利率%



资料来源：Wind，中国人民银行，中信证券研究部

图 11：贝壳研究院跟踪的百城首套及二手按揭利率



资料来源：贝壳研究院，中信证券研究部

2023 年伴随地产行业年内修复，预计**地产开发商**龙头将直接受益；在地产需求带动下，产业链上下游细分行业建议关注具备价格弹性的**纯碱、浮法玻璃**，需求明显改善的**工程机械、重卡**，成本和需求同时改善的**炼化&煤化工**。

1) **地产开发商**：2022 年仍积极拿地的开发商料将更加受益，这部分龙头公司销售数据或将明显好于行业平均水平，市占率提升速度或快于 2022 年；相关个股建议关注**万科 A(万科企业)**、**华发股份**、**金地集团**、**陆家嘴**、**华侨城**、**金融街**、**滨江集团**、**华润置地**、**美的置业**、**龙湖集团**。

2) **纯碱**：地产竣工端格局最好的化工品，预计 2023 年供给相对刚性，目前库存较低，需求修复过程中具备价格弹性，相关个股建议关注**远兴能源**、**三友化工**、**山东海化**。

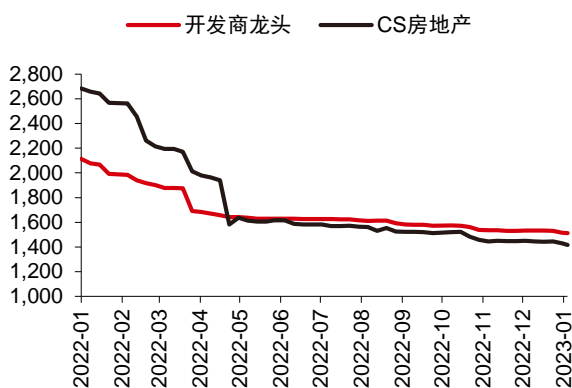
3) **浮法玻璃**：地产竣工端格局最好的建材品类，2022 年产能退出规模超预期，我们预计 2023 年库存持续下降的过程中具备价格弹性，相关个股建议关注**旗滨集团**、**信义玻璃**、**南玻 A**。

4) **工程机械**：预计 2023 年国内需求逐步向好，电动化在工程机械领域有所进展，相关个股建议关注**三一重工**、**恒立液压**。

5) **重卡**：稳增长政策、更新替换周期到来、出口快速增长等因素叠加，重卡有望走出行业底部，中信证券研究部汽车组预计 2023 年重卡销量约 90 万辆（同比+32%），相关个股建议关注**中国重汽**、**威孚高科**、**中集车辆**。

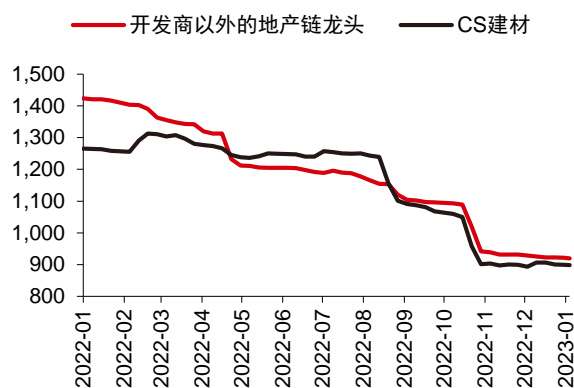
6) **炼化&煤化工**：成本端价格相对稳定，看好 2023 年需求回暖带动大宗品盈利逐步修复，相关个股建议关注**宝丰能源**、**卫星化学**、**东方盛虹**、**恒力石化**、**荣盛石化**。

图 12: 2023 年预测净利润变化-开发商龙头, 亿元



资料来源: Wind 一致预期, 中信证券研究部

图 13: 2023 年预测净利润变化-开发商以外地产链龙头, 亿元



资料来源: Wind 一致预期, 中信证券研究部

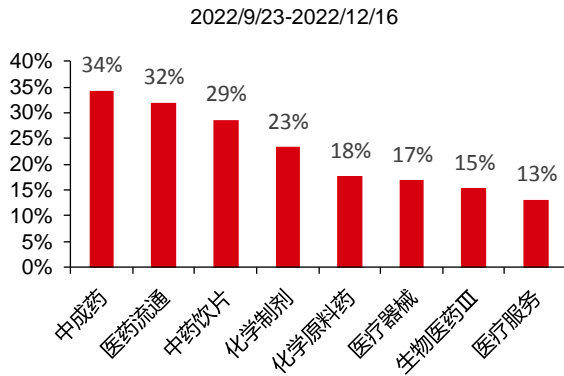
■ 从新冠防治、到后疫情时代持续复苏的医药细分领域

医药板块受疫情影响, 内部结构分化十分显著, 整体来看, 根据不同时期疫情防治的不同特征, 医药的基本面复苏进展及 A 股行情可以拆分为 3 个阶段:

- 1) **新冠预防**, 受益细分行业包括特效药、疫苗、核酸检测;
- 2) **新冠治疗**, 受益细分行业包括化学原料药、中药, 药店、抗原、消费医疗器械;
- 3) **后疫情时代持续复苏的细分领域**, 包括药品、医疗器械、民营医院、医疗服务等等;

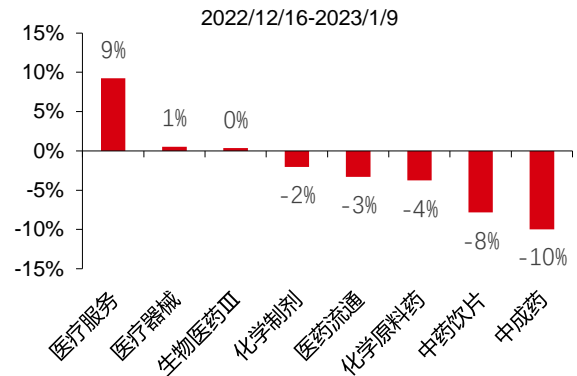
从 A 股行业走势来看, 2022 年 9 月下旬医药开始反弹, 直到 12 月初疫情防控完全放开, 中信三级行业中涨幅靠前的中成药、医药流通、中药饮片、化学制剂、化学原料药均为新冠的预防和治疗受益行业, 但中央经济工作会议之后的市场整固阶段, 包括 12 月 26 日联防联控机制综合组宣布自 2023 年 1 月 8 日起将新型冠状病毒感染从“乙类甲管”调整为“乙类乙管”, 标志着新冠防控进入第 3 阶段, 医疗服务、器械、生物医药开始取得超额收益。

图 14：新冠疫情的预防和治疗在 2022Q4 有过明显的涨幅



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：2022 年年底中央经济工作会议以来市场刚开始演绎疫后复苏长逻辑



资料来源：Wind，中信证券研究部

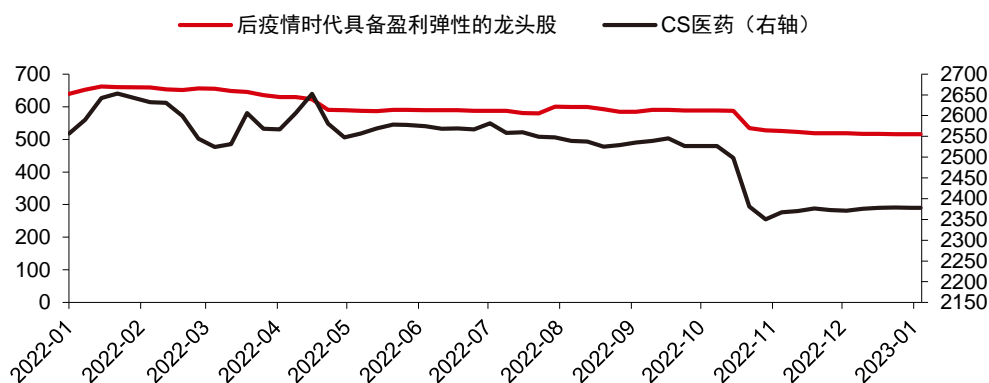
中信证券研究部医疗健康组认为，后疫情时代医药行业的长期复苏过程中，2023 年具备业绩弹性的有以下三个细分领域：

1) **药品**前期受疫情压制使用场景，2023 年有望迎来复苏。在疫情发生初期，2020 年是对药品领域冲击最大的一年，样本医院销售额同比下滑 13%，抗感染、呼吸和中枢神经领域药品受疫情影响较大，抗肿瘤、血液系统等急需药物受疫情影响较小。疫情防控放开后手术量有望企稳回升，推动麻醉用药板块加速恢复。同时住院量增加有望带动输液产品销售增长，看好创新输液产品。肿瘤药为刚需产品受疫情影响程度较小，未来有望保持稳健增长。相关个股建议关注恒瑞医药、翰森制药、复星医药、石药集团、丽珠集团、恩华药业、百济神州、君实生物-U、信达生物、荣昌生物、诺诚健华-U、艾力斯-U。

2) **医疗器械**可以分为 2 个层次，包括短期应对新冠后续潜在多轮冲击的 ICU 建设，还有长期稳步推进的医疗新基建，带动设备、高值耗材、IVD 等环节持续成长。相关个股建议关注迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、澳华内镜、开立医疗、海泰新光、海尔生物、奕瑞科技、翔宇医疗、健麾信息、艾隆科技、诺唯赞、新产业、安图生物、拱东医疗、昌红科技、亚辉龙、万孚生物、东方生物、惠泰医疗、微电生理、心脉医疗、南微医学、佰仁医疗、康基医疗。

3) **消费医疗服务**行业和消费行业逻辑十分接近，受益于疫情管控进一步放松、诊疗复苏，预计消费医疗板块业绩确定性增强，其中眼科赛道和齿科赛道疫情后将快速增长，相关个股建议关注爱尔眼科、固生堂、海吉亚、锦欣生殖。

图 16：2023 年预测净利润变化-后疫情时代具备盈利弹性的龙头股，亿元

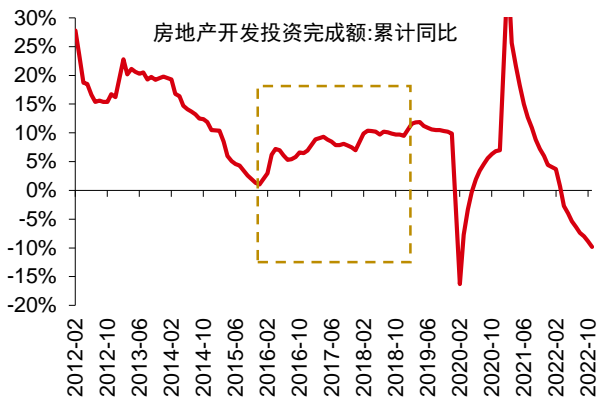


资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部

互联网+数字经济有望为经济复苏注入活力

回顾 2016-2017 年这一轮典型的经济复苏周期中，地产政策刺激和移动互联浪潮为两大重要驱动力。2016 年对宏观经济和企业盈利影响最为显著的政策有棚改货币化、供给侧改革，对产业链上下游盈利修复做出很大贡献。除此以外，经过 2013-2015 年移动互联浪潮中企业数字化率和商业模式变革的加速，2016 年开始基于互联网平台的商业模式开始成型，根据国家发改委创新和高技术发展司副司长孙伟在 2019 年 8 月政策例行吹风会中披露数据，2018 年互联网平台应用生态带动就业机会累计超过 6000 万个，这一数据在随后几年仍然不断提升，包括 IT 技术人员、外卖骑手、快递员、网约车司机、主播等，这一数据在随后几年仍在持续扩张。据国家统计局披露，截止 2021 年底，中国灵活就业者已经有 2 亿人，其中约有 1300 万名外卖骑手，已经占到全国人口基数的近 1%。站在当前时点客观评价，互联网平台在 2016-2017 年经济复苏过程中，除了直接带动的灵活就业，同时对物流等基础设施的建设也间接带动了大量就业，例如很多出口导向的小企业，可以通过完善的物流直接将过剩产能对接至 C 端客户，相关产业工人人均收入的提升，也为经济上行注入了更多活力。

图 17：棚改货币化之后房地产开发投资快速增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18：上轮经济复苏过程中互联网平台对就业的拉动作用

数据年度	数据发布方	互联网对经济的实际带动效果
2018年	国家发改委	2018年互联网平台应用生态带动就业机会累计超过6000万个
2018年	饿了么，美团	2018年饿了么蜂鸟300万注册骑手；美团270万骑手
2019年	交通运输部	截至2019年2月，全国已经发放了网约车驾驶员证68万本
2019年	国家邮政局	2019年快递业从业人员超过300万，新增社会就业20万人以上

资料来源：详见图中表格第二列（转引自 Wind），中信证券研究部

除了互联网平台对经济的推动，我们认为 2023 年数字经济将成为新的增长点。2022 年 12 月 19 日《中共中央国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》发布，“数据二十条”的发布可能意味着国内将加速推进数据要素市场化建设，加快构建以数据为关键要素的数字经济，为深化创新驱动、推动高质量发展、推进国家治理体系和治理能力现代化提供有力支撑。

政策层面，2022 年 12 月中央经济工作会议旗帜鲜明支持数字经济和平台企业发展，平台经济监管转为常态化监管。本次会议照旧旗帜鲜明地强调“要大力发展数字经济”，预计未来我国数字经济的发展将围绕数字产业化、产业数字化、数字新基建和提高数字经济治理体系四方面不断做强做优做大。与此同时，针对数字经济的重要创造主体平台企业，会议也有非常正面的表述。一方面，本次会议再度明确了平台经济监管已转为常态化，要“提升常态化监管水平”。2022 年 7 月的中央政治局会议上就已提到“对平台经济实施常态化监管”。未来平台经济监管将以“资本红绿灯”的形式进行常态化监管。另一方面，会议明确了支持平台经济发展的具体方向，即“支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手”。我们认为国家未来希望平台企业更多聚焦在非民生领域 to B 端的模式创新、硬科技突破以及产品出海，同时也要加强灵活就业和新业态形态劳动者权益保障。我们认为 2022 年中央经济工作会议的核心，是鼓励各方主体在本轮经济复苏中发挥更加积极的作用，因此互联网平台+数字经济的基本面修复趋势是明确的。

相关行业层面，互联网平台公司大都具备消费属性，因此和国内消费复苏密切相关，2023 年上述平台收入端有望获得直接促进，叠加互联网公司降本增效的持续推进，业绩有望保持逐季修复的趋势，具体来看：

1) OTA 和本地生活服务属于出行链中的互联网公司，且头部公司在出行需求恢复的过程中业绩弹性更大，相关个股关注美团-W，携程集团-S、同程旅行；

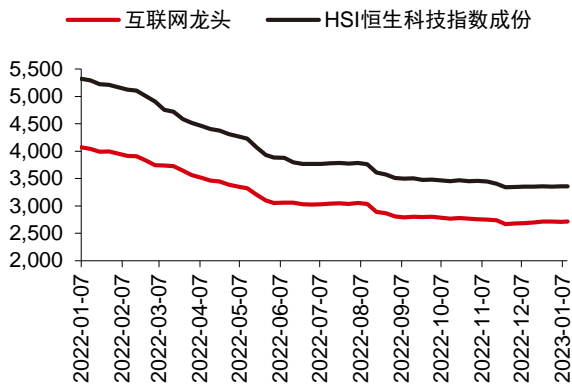
2) 电商、游戏、广告属于顺周期属性的互联网公司，在政策没有明显压制、消费复苏的背景下，有望通过自身降本增效提升盈利水平，同时监管层已在虚拟现实、数字经济、文化数字化等领域出台了促进政策，有望为互联网公司打开新的收入增量，相关个股关注阿里巴巴-SW、腾讯控股、快手-W、哔哩哔哩、阅文集团、网易-S、心动公司。

国内互联网上市公司主要集中在港股，但数字经济相关产业有较多 A 股计算机（软硬件）通信（硬件）公司进行基础设施建设的支持：

1) 计算机相关的数字经济，关注数字安全与数字化。一方面，外部环境、宏观政策、内部现状等多重因素叠加，“大安全”有望成为计算机板块核心战略主线之一；另一方面，2023 年计算机板块有望开启新一轮以“数字化”为代表的创新周期，建议重点关注云化、智能化、产业互联化三种形态。相关个股包括金山办公、海光信息、中国软件、深信服、奇安信、用友网络、金蝶国际、石基信息、中科创达、广联达、恒生电子、科大讯飞、华大九天。

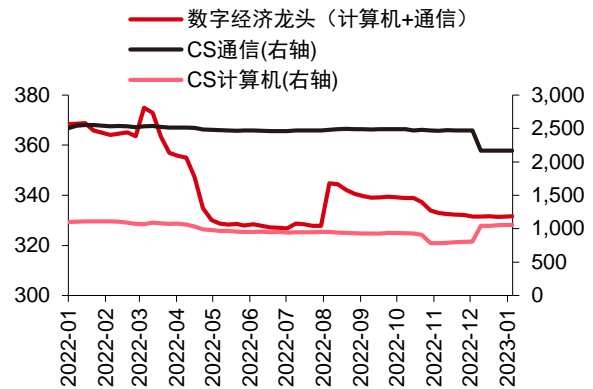
2) 通信 ICT 设备、IDC、光通信是数字经济基础设施的核心，有望受益于平台经济健康持续发展与企业 IT 开支恢复，实现利润修复，相关个股包括紫光股份、英维克、奥飞数据、中兴通讯、长飞光纤、亨通光电、中际旭创、天孚通信、科华数据。

图 19：2023 年预测净利润变化-互联网龙头，亿元



资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部

图 20：2023 年预测净利润变化-数字经济龙头，亿元



资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部

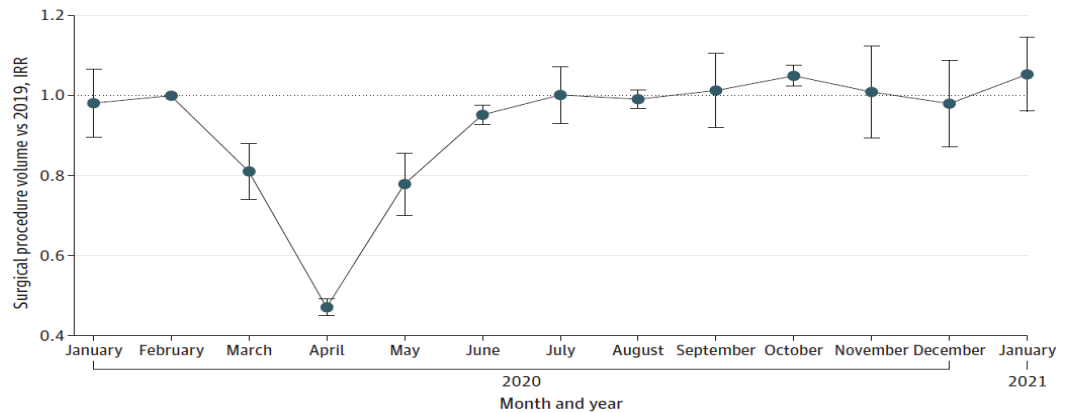
■ 关注前期受疫情影响业务推进受阻的细分行业

消费板块受新冠疫情影响最为直接，也是 2022Q4 疫情管控放开之后实际超额收益最为显著的板块，但除了疫情对需求端的影响，还有很多产业/行业因为疫情对人流、物流、业务场景的限制，导致既有订单无法按正常节奏落地、无法确认收入，从而对公司经营造成较大影响，这部分公司并不会直接受益于疫情管控的放松，甚至需求复苏对利润的增量贡献更加重要，但展望 2023 年，前期受压制需求/订单的回补或对公司盈利贡献更大的弹性。

第三条主线中，医疗器械中的高值耗材、IVD 明显受疫情对诊疗需求的压制。疫情管控期间，医疗器械行业有订单、但难以上门装配，而且在疫情放开之后，短期来看，新冠患者人数快速增加的就诊需求仍然压制常规医疗资源；中期来看，ICU 科室建设带动相关设备和耗材需求激增，可以预见 2023 年全年，全国医疗机构将进入医疗设备采购的高峰期，特别是综合 ICU 必备设备采购需求将持续激增；长期来看，医疗新基建仍将稳步推进，器械行业、尤其受益于诊疗复苏的高值耗材及常规 IVD 有望体现业绩弹性，具体标的详见

第二条主线。

图 21：2020.01-2021.01 美国外科手术量占 2019 年数量的比例



资料来源：JAMA Network Open. 2021;4(12):e2138038. 注：纵坐标为发生率比（IRR），误差条为 95%置信区间

制造和科技产业整体受益于前期疫情的精准防控，大部分工厂、生产环节在疫情背景下也能有维持较高生产率，但部分需现场安装、调试、售后服务的环节受疫情影响非常明显，典型代表包括电子、机械、通信的硬件（设备）环节，还有计算机的软件环节：

1) 电子行业典型代表包括安防、消费电子解决方案供应商，相关个股包括大华股份、大族激光、大族数控；

2) 机械行业主要集中在工业自动化、叉车、机床、刀具，相关个股包括安徽合力、杭叉集团、埃斯顿、绿的谐波、汇川技术、怡合达、伊之密、科德数控。

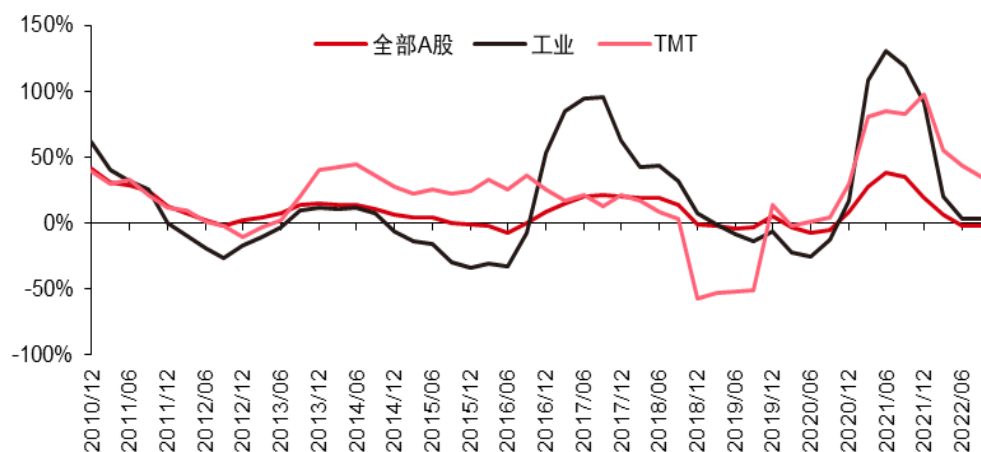
3) 通信行业受疫情限制人员流通、组网等业务无法开展的主要在设备类公司，相关个股包括紫光股份、锐捷网络、中兴通讯。

4) 计算机受疫情影响无法现场推进的包括政务信息化、医疗信息化、网安，相关个股包括新点软件、税友股份、卫宁健康、万达信息、深信服、奇安信、启明星辰。

■ 基于产业逻辑推荐高成长的“四大安全”细分行业

过去 10 年的两轮“成长”行情具有鲜明的时代特征，并体现在 A 股盈利的弹性上。回顾过去十年 A 股行情，“成长”在不同时期有着不同的内涵，例如 2013-2015 年的“成长”体现为国内移动互联网产业的爆发，A 股市场大量 TMT 公司在 2013 年宏观弱复苏背景下率先实现估值的修复，后来通过并购实现快速的外生增长，成为当时“成长”行情的主线；2020 年以来的“成长”则体现为新能源产业的爆发，中国在疫情防控的相对优势下，制造业生产受疫情冲击很小，因此在全球供应链中发挥了重要的作用。但综合来看，不论 2013-2015 年的 TMT，还是 2020 年以来的制造业（尤其能源相关），其“成长”属性不仅仅体现在产业特征上，更体现在上市公司盈利层面。

图 22: A 股工业和 TMT 单季度净利润同比增速 (4MMA)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

展望 2023 年, 在宏观经济正式进入复苏区间之后, 结构性“成长”有望重回市场主线。上一轮产业爆发空间已经被市场充分消化, 地缘冲突缓和的预期下, 供需错配带来的产业盈利扩张或将告一段落, 我们认为下一个阶段的“成长”将具有明确政策导向, 尤其在海外流动性边际宽松、国内经济复苏和结构调整的过程中, 有望获得政策重点扶持的行业将成为新的结构性“成长”方向。结合二十大报告对未来 5 年的整体规划, **我们认为“四大安全”可以形成新一轮具备业绩弹性的主线。**

1) 能源资源安全领域, 重点关注储能、光伏风电(辅材、设备环节), 2023 年有望维持高出出货量, 也受益于的新基建的政策支持, 且 2023 年一季度有望看到排产改善的积极信号。相关个股关注阳光电源、福斯特、福莱特、东方电缆、天顺风能、新强联。此外, 合成生物作为新兴产业, 重点关注华恒生物、嘉必优。

2) 科技安全领域, 除了主线三中的数字经济, 其他重点推荐半导体(设计、制造), 相关个股包括恒玄科技、卓胜微、唯捷创芯、北京君正、晶晨股份、中颖电子、兆易创新、中芯国际、华虹半导体。

3) 国防安全领域, 重点推荐导弹产业链、航空发动机产业链, 相关个股包括中航高科、航发控制、新雷能、菲利华、航天电器、国博电子、雷电微力、盟升电子、中航重机、抚顺特钢、航发控制、图南股份、派克新材。

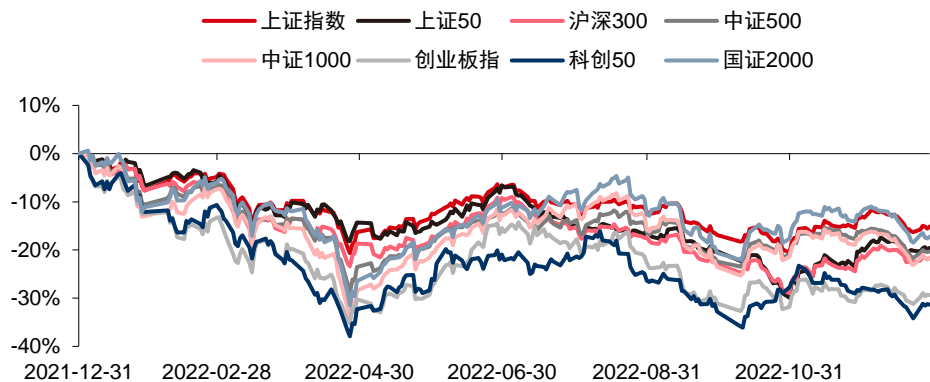
4) 粮食安全领域, 关注种业及生物育种龙头, 相关个股包括大北农、登海种业、苏垦农发。

附录：2022 年行情综述

指数走势

宽基指数表现为 2019 年以来最差，已接近 2018 年熊市的表現。2022 年经历了 1-4 月以成长股的估值去化为主的调整，5-6 月的超跌反弹，7-8 月的大小市值轮动，9 月的快速调整以及 10-12 月的宽幅震荡。整体来看，2022 年主要宽基指数的涨跌幅分别为上证指数 (-15.1%)、上证 50 (-19.5%)、沪深 300 (-21.6%)、中证 500 (-20.3%)、中证 1000 (-21.6%)、创业板指 (-29.4%)、科创 50 (-31.3%)、国证 2000 (-15.1%)。2022 年各宽基指数表现为 2019 年以来最差，已接近 2018 年熊市的表現，也均低于发布以来的年涨跌幅 25%分位水平。

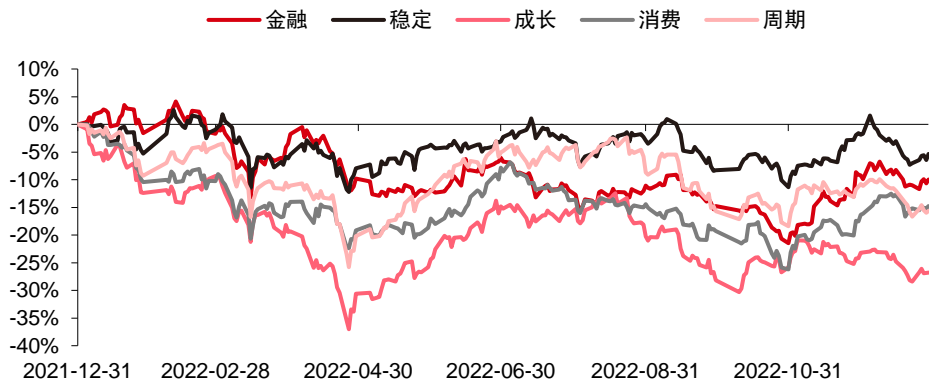
图 23：主要宽基指数 2022 年走势



资料来源：Choice，中信证券研究部

金融、消费延续了 2021 年的负涨幅，稳定风格相对有韧性。由于风格指数行业权重更加集中，因此涨跌分化相比宽基指数也更加明显。2022 年 1-4 月，以中字头央企为主的稳定风格、以大金融房地产为主的金融风格在调整过程中防御属性更强。5 月至 8 月中旬，成长/周期弹性更大且相对抗跌。8 月下旬至 10 月末，各风格均呈现震荡下跌。11-12 月，金融/稳定风格相对表现较好。整体来看，2022 年风格指数的涨跌幅分别为稳定 (-5.3%)、金融 (-9.9%)、消费 (-14.8%)、周期 (-15.6%)、成长 (-26.8%)。2022 年各风格指数表现为 2019 年以来最差但好于 2018 年，金融、消费延续了 2021 年的负涨幅。稳定风格相对有韧性，其余风格指数年涨幅低于 2005 年以来 25%分位水平。

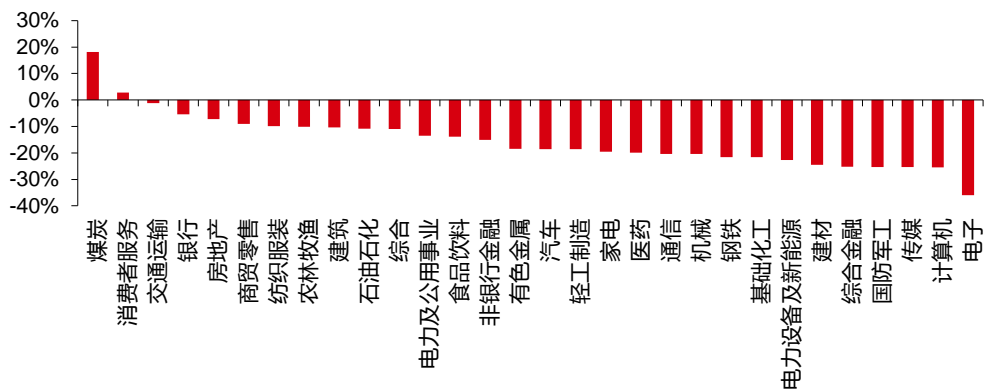
图 24：中信风格指数 2022 年走势



资料来源：Choice，中信证券研究部

中信一级行业层面，2022 年涨幅靠前的 5 个行业分别为煤炭（18.1%）、消费者服务（2.8%）、交通运输（-1.2%）、银行（-5.4%）、房地产（-7.3%）。涨幅靠后的 5 个行业分别为电子（-35.9%）、计算机（-25.4%）、传媒（-25.3%）、国防军工（-25.3%）、综合金融（-25.2%）。30 个一级行业中，仅有 2 个年涨跌幅为正，仅有煤炭超过了 2005 年以来的年涨跌幅中位数，整体情况为 2019 年以来最差，略好于 2018 年的一级行业全面下跌。

图 25：中信一级行业 2022 年涨跌幅



资料来源：Choice，中信证券研究部

风格比价

当前成长/价值指数比价，在历史上接近 2020 年 7 月水平。除了中信风格指数，我们用两组指标衡量成长/价值的相对走势：第一组是创业板指/沪深 300，采用重要宽基指数进行对比，其中创业板指代表成长，沪深 300 代表价值；另一组是将沪深 300 拆分为 300 非周期（电新、医药为代表的新经济）和 300 周期（包含采掘、金融、地产等传统经济），用于代表 A 股头部 300 家公司的估值分化情况。截至 2022 年 12 月 31 日，创业板指/沪深 300 的指数比价 0.61，位于 2011 年以来 71%分位，接近 2021 年 3-4 月结构化行情的起点；300 非周/300 周期指数比价 1.39，位于 2011 年以来 82%分位，相当于历史上 2020 年 7 月水平。

图 26: 创业板指/沪深 300 比价



资料来源: Choice, 中信证券研究部 注: 截至 2022 年 12 月 31 日

图 27: 300 非周/300 周期比价

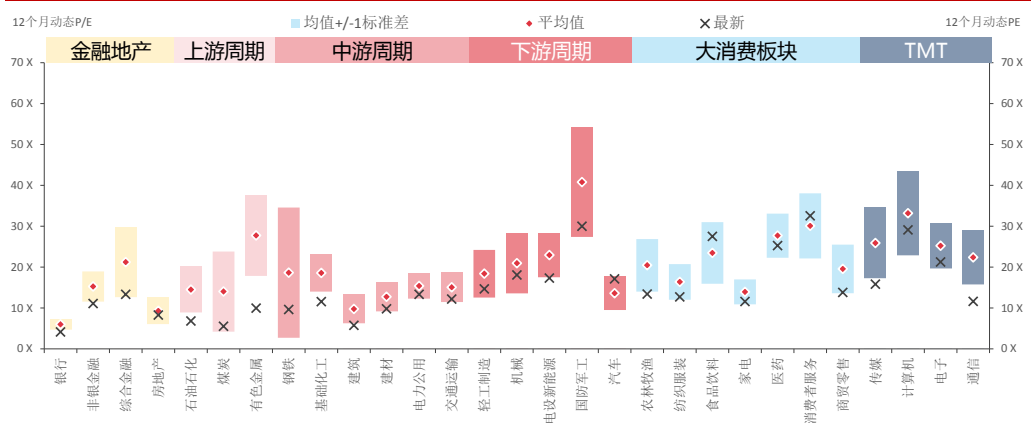


资料来源: Choice, 中信证券研究部 注: 截至 2022 年 12 月 31 日

动态估值

截至 2022 年 12 月 31 日, 22 个中信一级行业动态估值分位数低于 2010 年以来 30% 分位, 具体为银行 (5.3%)、非银金融 (12.8%)、综合金融 (15.4%)、石油石化 (0.4%)、煤炭 (0.0%)、有色金属 (0.1%)、钢铁 (26.0%)、基础化工 (3.3%)、建筑 (1.4%)、建材 (24.5%)、电力公用 (26.9%)、交通运输 (25.2%)、轻工制造 (27.8%)、电设新能源 (12.2%)、国防军工 (19.3%)、农林牧渔 (10.0%)、纺织服装 (27.4%)、家电 (28.5%)、商贸零售 (14.0%)、传媒 (10.4%)、电子 (23.4%)、通信 (1.2%)。最新动态估值超过历史均值的行业有 4 个, 为汽车 (81.1%)、食品饮料 (77.7%)、综合 (72.2%)、消费者服务 (68.5%)。

图 28: 中信一级行业动态估值



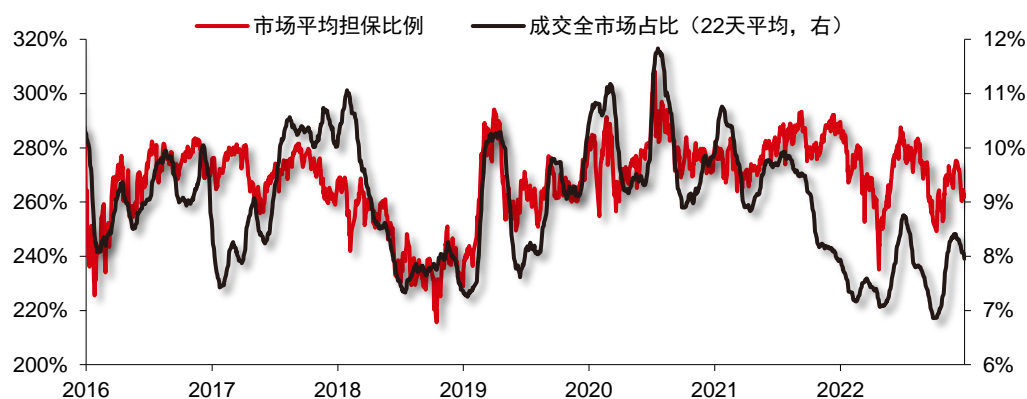
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 截至 2022 年 12 月 31 日

场内杠杆

融资融券方面, 市场平均两融维持担保比例自 2022 年 4 月底开始快速上升后于 7 月 4 日摸高 286% 并开始震荡回落, 10 月 10 日达到阶段性低点 249%, 随后短暂修复至 12 月 5 日的 275%, 截至 2022 年末小幅回调至 263%。整体来看, 2022 年市场平均两融维

持担保比例均值为 270%，相比 2020 年（279%）和 2021 年（280%）有所下降，但高于 2018 年（246%）和 2019 年（265%）的水平，2022 年末水平位于 2013 年以来的 46.1% 分位，处于历史中位。2022 年 4 月的最低点（235%）也明显高于 2015 年（227%）、2016 年（226%）和 2018 年（216%）的市场低点和受迫性卖出压力比较大时的水平。两融交易额占两市成交比重于 2022 年 6 月 30 日达到年内高点 9.4%，震荡下滑至 9 月 30 日达到年内低点 5.7% 后，又上行至 11 月 4 日的 9.1%，截至 2022 年末调整至 6.7%。整体来看，2022 年两融交易额占两市成交比重均值为 7.7%，低于 2013 年以来的历年均值，2022 年末水平位于 2013 年以来的 15.5% 分位，处于历史较低位置。

图 29：平均两融维持担保比例与成交占比



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2022 年 12 月 31 日

■ 风险因素

疫情影响超预期；中美科技贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

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

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

截至本报告发布日，中信证券股份有限公司及其另类投资子公司持有下述公司已发行股份的比例达到或超过 1%：澳华内镜（688212），对应持股业务类别：自营，持股比例：1.63%；另类投资子公司，限售持股比例：1.25%，限售起始日：2021 年 11 月 15 日，限售期：24 个月；中信证券股份有限公司及其另类投资子公司持有下述公司已发行股份的比例达到或超过 1%：万达信息（300168），对应持股业务类别：自营，持股比例：1.56%；中信证券股份有限公司及其另类投资子公司持有下述公司已发行股份的比例达到或超过 1%：海光信息（688041），对应持股业务类别：自营，持股比例：0.31%；另类投资子公司，限售持股比例：1.34%/0.25%，限售起始日：2022 年 08 月 12 日/2022 年 08 月 12 日，限售期：12 个月/24 个月；中信证券股份有限公司及其另类投资子公司持有下述公司已发行股份的比例达到或超过 1%：科德数控（688305），对应持股业务类别：自营，持股比例：0.46%；另类投资子公司，限售持股比例：1.21%，限售起始日：2021 年 07 月 09 日，限售期：24 个月。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。