

## 游戏与互联网金融双轮驱动， 平台成长路径明晰

昆仑万维(300418.SZ)

推荐 维持评级

核心观点：

### 1. 事件

22 日晚公司公布 14 年年报：14 年公司实现营业收入 193,414.58 万元，同比增长 28.09%；实现扣非后净利润 32,105.91 万元，同比增长 29.85%。

### 2. 我们的分析与判断

公司明确提出游戏业务与互联网金融双轮发展的战略目标，积极打造“泛娱乐”的娱乐消费产业链，公司互联网增值服务进入快速发展阶段。我们强烈看好公司海外游戏运营平台的稀缺性，以及公司未来坚定进行平台化与消费金融的战略布局，继续给予“强烈推荐”评级。

#### (一) 全球游戏网络成形，坐享“走出去”红利

公司 2009 年开始布局海外游戏团队，构建“总部发行+海外子公司”的运营架构，实现境外业务快速扩张。2014 年度境外主营业务收入达到 14.44 亿元，较 2013 年度增长 28.61%。15 年公司将进一步夯实全球游戏发行网络的实力，一方面提高境外游戏分发收入，另一方面为引入境外优质游戏 IP 和后期 IP 授权业务布局。

#### (二) 推广 1Mobile，打造最顶级的移动端入口

公司旗下 1mobile 是建立在安卓平台上，提供第三方应用软件的服务平台，共具有 20 种语言版本，是安卓系统最大的第三方应用商店之一。14 年平台月活 1400 万，同比增长 35.6%，月均分发 1.2 亿次，主要来自于用户频次的提升以及新地区的拓展。未来公司将进一步推广 1mobile，以提高软件分发收入和为游戏板块导流的目的。作为移动应用的分发渠道，1mobile 的平台聚集效应明显。

#### (三) 参投细分龙头，积极布局互联网金融

公司明确提出 15 年重点布局互联网金融。目前公司已参投信达天下、趣分期、随手科技三家互联网金融细分领域龙头，离打造综合性互联网平台的目标尚有距离，外延扩张值得期待。

### 3. 投资建议

在不考虑参投项目的情况下，我们预计公司 15-16 年归属母公司净利润 4.26/5.34 亿元，约合 EPS1.52/1.91 元。看好公司 500 亿市值成长空间，建议“买入”评级。

### 4. 风险提示

政策风险、市场竞争风险、团队流失、项目进度不达预期等

分析师

殷睿

☎: 0755-83214197

✉: yinrui@chinastock.com.cn

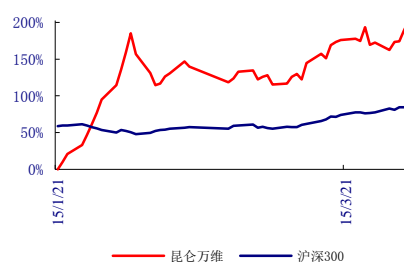
职业资格证书编号: s0130514110002

市场数据

2015-04-22

A 股收盘价(元)	140.10
A 股一年内最高价(元)	149.50
A 股一年内最低价(元)	24.36
上证指数	4398.49
市盈率	92.55
总股本(万股)	28000.00
实际流通 A 股(万股)	7000.00
限售的流通 A 股(万股)	21000.00
流通 A 股市值(亿元)	98.07

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

相关研究

- 《公司点评研究报告-昆仑万维(300418)-参股随手记，互联网金融全速前进\_20150413》
- 《公司点评研究报告-昆仑万维(300418)-投资趣分期，强势介入互联网金融\_20150406》
- 《公司深度研究报告-昆仑万维(300418)-加速“走出去”，打造海外小腾讯\_20150331》

## 一、游戏全球化布局，马太效应日渐显现

### （一）手游同比增长 90%，成为现金牛业务

公司发行游戏共 24 款，具有代表性的产品有：《啪啪三国》、《海岛奇兵》、《放开那三国》、《剑魂之刃》等，其中：手机游戏业务收入 13.44 亿元，较上年同期增长 89.84%，手游业务收入占比达到 69.5%，成为公司主要的业绩贡献部门。14 年手游业务快速增长主要来自于两方面：第一，国内市场推出海外引进的优质游戏 IP，如《海岛奇兵》、《剑魂之刃》；第二，国内游戏的境外发行数量大幅上升，特别是《啪啪三国》、《放开那三国》等为代表的手机游戏在港澳台、日韩、东南亚市场表现良好。

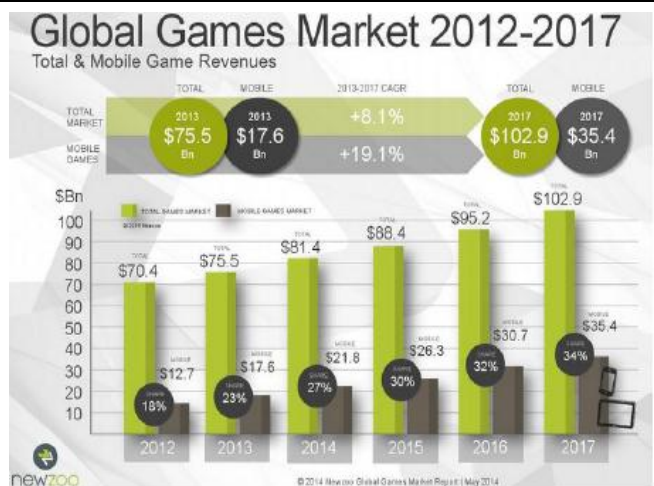
从行业上看，2014 年国内手游市场收入规模为 276.0 亿元，同比增长 86.0%，占网络游戏总营收 24.9%。并且移动游戏将保持 30% 左右的年复合增长率，远高于互联网页面游戏和客户端游戏的增速。考虑到市场环境的变化，公司 15 年将进一步倾斜手游市场，积极研发与代理优质手游产品。公司计划未来三年内推出约 13 款自主研发和 15-20 款代理运营的移动网络游戏产品，形成精品化和多样化的移动网络游戏产品组合，年均发布 10 款游戏。考虑到公司在国内外发行渠道的优势水平，移动网络游戏收入有望保持快速增长，成为公司稳定的现金牛。

图表 1 未来 2 年手游市场增速仍在 30% 以上



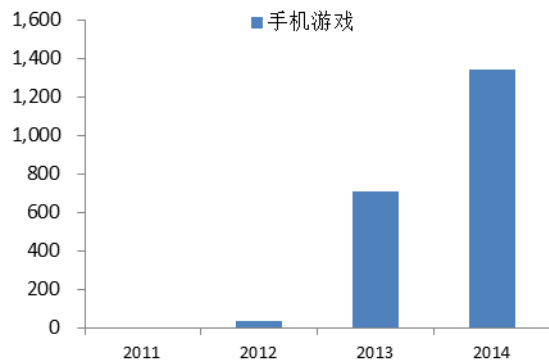
数据来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

图表 2 未来三年全球游戏市场增速保持在 30% 以上



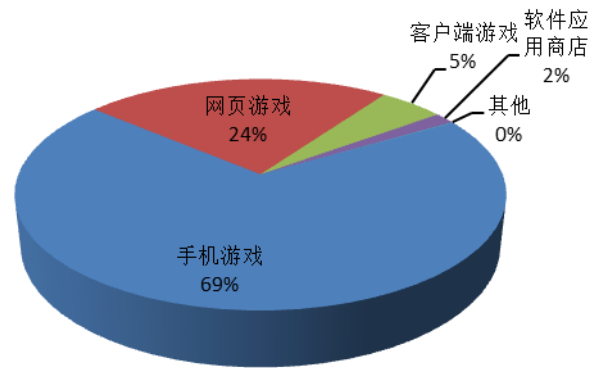
数据来源：newzoo，中国银河证券研究部

图表 3 公司手机网络游戏近几年快速增长



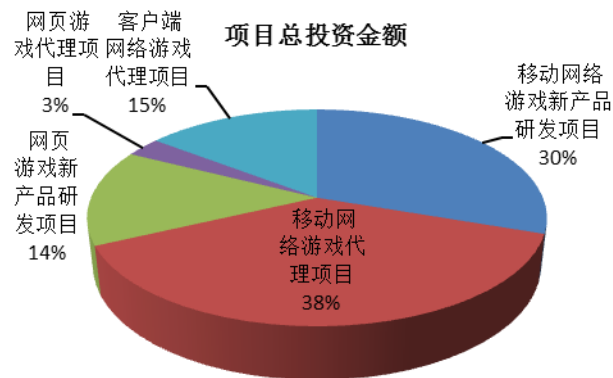
数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 4 14 年底公司手机游戏占比上升至 69%



数据来源: wind, 中国银河证券研究部

图表 5 公司 IPO 募投项目



数据来源: 公司招股书, 中国银河证券研究部

图表 6 公司 14 款研发游戏类型与特色

游戏类型	游戏特色
3D卡牌	日式奇幻背景，以卡牌养成为题材，游戏玩家通过扑克牌的花色进行策略博弈 日式漫画风格的卡牌游戏，以卡牌的养成为题材，以现代魔法学院为背景，以培养少女魔法师对战异界魔物为主线 日式唯美卡通风格，游戏主角为身着传统西式服装和东方服装的唯美少女，以少女养成为主要题材
3D回合制角色扮演类游戏	西式Q版风格，游戏以5个宠物的养成为核心，游戏特色为把传统回合制的繁琐操作修改成简单明快的界面操作 宠物对战回合制游戏，西式卡通风格，以日式奇幻宠物养成为背景，吸引传统核心客户端游戏玩家在移动网络游戏上享受同品 西式卡通搞怪风格，游戏中史莱克、白雪公主、阿拉丁、匹诺曹等经典卡通人物反转成为各种魔法时代的角色，以
3D动作角色扮演类游戏	西式Q版风格，以韩式玄幻为背景，游戏以三个角色同时出战为核心，以推图、通天塔等偏单人玩法为主，相对于该类型传统游戏取消了虚拟摇杆，玩家的战斗难度降低 西式唯美风格的经典重度角色扮演类游戏，以西式玄幻为背景，支持50人同屏对战 传统武侠角色扮演类游戏，采用中式写实的画面风格 质的动作角色扮演类游戏，以骑士手持屠龙枪对抗五头恶龙为主线，借鉴传统客户端MMO类游戏的传统玩法 西式写实风格的PvP游戏，主要面向喜欢纯粹PvP玩法的重度玩家，采用暗黑系游戏风格 武侠题材的动作角色扮演类游戏，玩法以副本和国战为主，适合对武侠题材感兴趣的重度游戏玩家 韩式唯美风格，故事背景为虚构的风之大陆，采用西方历史著名的政治家、军事家、艺术家、科学家为英雄原型，并结合现代动漫风格 以日本战国时代为故事背景，以忍者击杀魔王为游戏主线

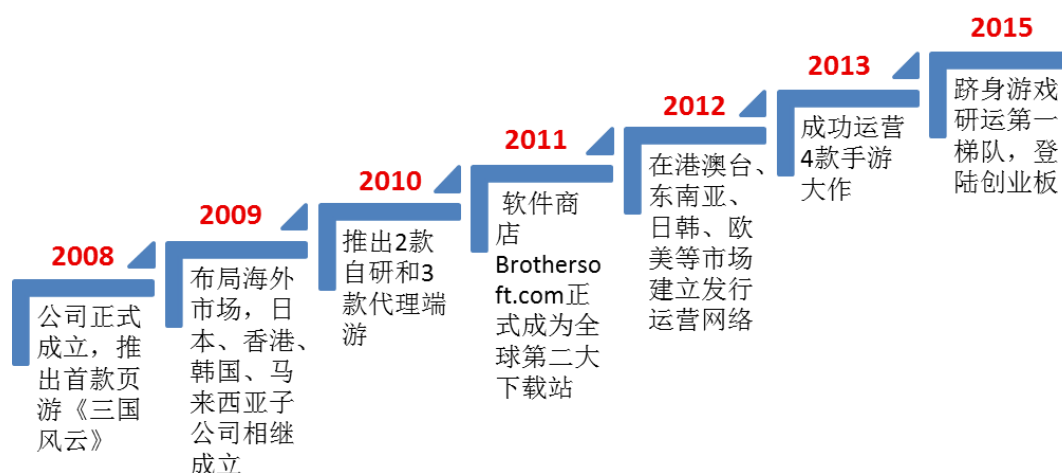
数据来源：公司招股书，中国银河证券研究部

## （二）完善全球游戏发行渠道，打造海外“小腾讯”

公司 2009 年开始布局海外游戏团队，构建“总部发行+海外子公司”的运营架构，实现境外业务快速扩张。2014 年度境外主营业务收入达到 14.44 亿元，较 2013 年度增长 28.61%，境外收入占比达到 75%。是国内最大的游戏海外发行商之一，也是国内游戏公司中海外占比最高的公司。

目前公司拥有的在日韩两国的玩家人数均达到百万以上，已成为韩国和日本网页游戏市场份额的第一名。截止 2013 年，当畅游以 5000 万美元收购昆仑旗下 RC 公司 62.5% 股份时，RC 语音有了超过 2000 万注册用户。2014 年 8 月成功的代理发行了芬兰 Supercell 公司旗下力作《海岛奇兵》(Boom Beach) 的大陆地区安卓版，安卓上线首日达到了 80 万 DAU，UC、91、小米、百度、豌豆荚、当乐等均在首屏或精品推荐位置展示。从 8 月 21 日到 12 月 21 日，仅 360 渠道的累计下载量就高达 1384 万次。证明了公司在安卓市场的发行能力，和渠道间建立了双赢的合作模式。

图表 7 公司 2009 年起布局海外市场，12 年建成全球发行与运营网络



数据来源：中国银河证券研究部

15 年公司将进一步夯实全球游戏发行网络的实力，一方面提高境外游戏分发收入，另一方面为引入境外优质游戏 IP 和后期 IP 授权业务布局。我们认为在国内游戏市场群雄争霸的局面下，公司成功借助海外游戏这片蓝海市场突围而出，并迅速站稳当地市场的前列位置，彰显公司打造全球游戏发行中心的野心。

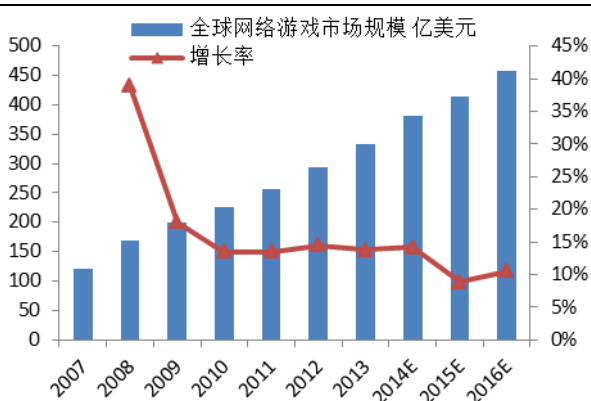
我们认为公司海外发行渠道是公司的核心竞争力：

第一，公司布局海外市场已达 5 年之久，在主要的游戏市场港澳台、日韩、东南亚、欧美等地都建立了子公司以及运营网络，市场根基深入；

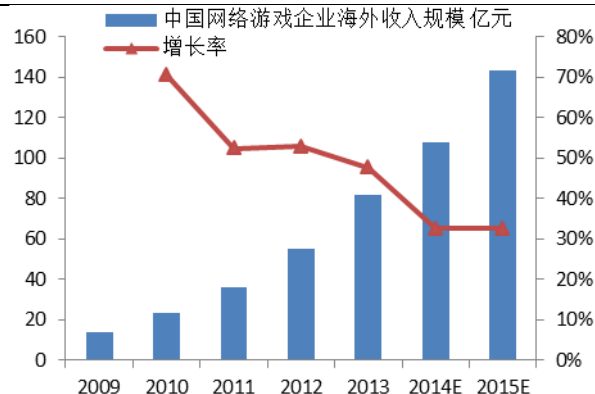
第二，海外游戏市场虽然起步较早，但游戏运营的发展规模和竞争程度却不及中国大陆地区，因此公司已打造出特有的商业模式介入海外市场，能够坐享海外市场发展之东风；

第三，公司在海外运营的实力已成为业界口碑，不仅成为国内游戏主要的出口代理，还积极部署海外游戏入境业务，市场空间广大。

图表 8 全球网络游戏市场规模 15 年来的水平



图表 9 我国网络游戏企业海外收入高速增长

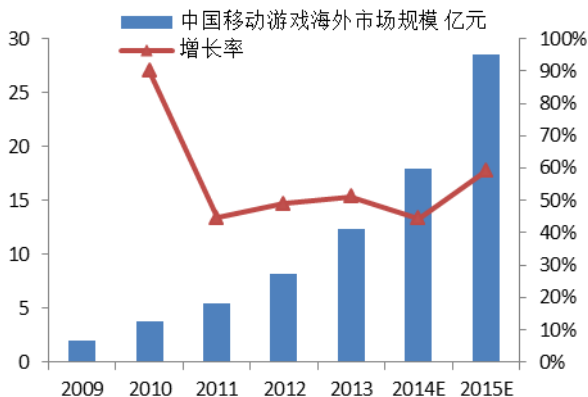




数据来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

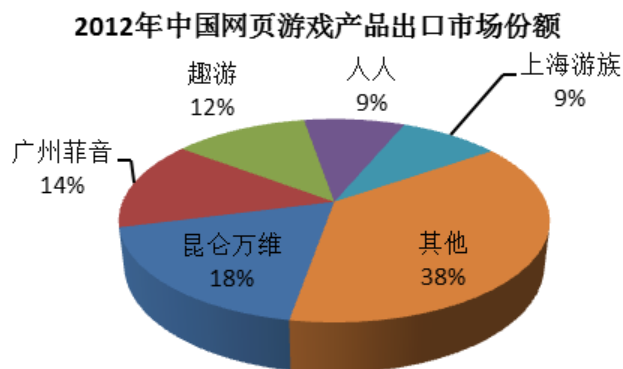
数据来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

图表 10 14 年中国移动游戏的出口增速达到 44%



数据来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

图表 11 12 年昆仑万维是国内最大的游戏出口商



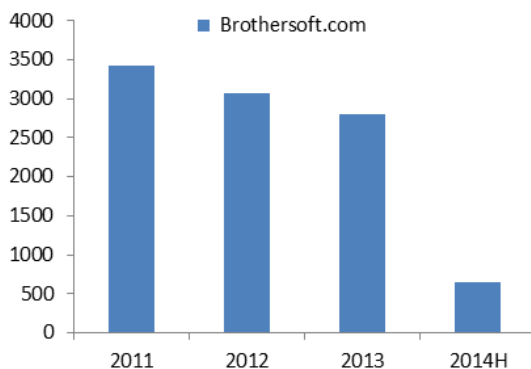
数据来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

## 二、推广 1Mobile，打造顶级移动端入口平台

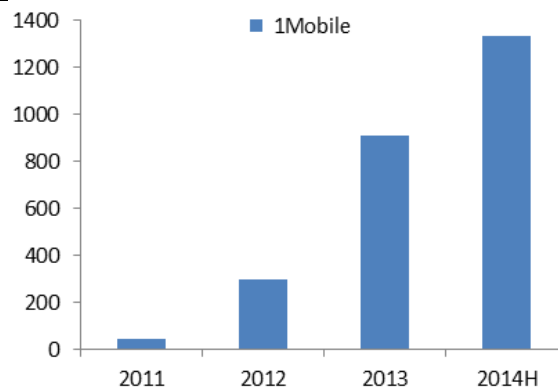
公司旗下有两个应用软件平台 Brothersoft 和 1Mobile 平台。其中 Brothersoft 主要针对 PC 端用户，为各国软件开发者和使用者提供全球化的综合网络软件应用平台。目前该网站提供英语、日语、德语、法语、西班牙语、俄语等六种不同语言服务，已在东南亚和北美地区建立了较好的品牌优势，积累了广泛的用户资源。截至 14 年底，Brothersoft 网站累积下载软件数量超过 180 万款。

1Mobile 是主要针对安卓系统手机用户和手机应用开发者推出的手机应用（包括软件、游戏等）发布与下载服务平台，目前在 1Mobile 平台发布软件的主要为软件开发和游戏开发。1Mobile 安卓应用商店专注于安卓手机平台，为用户收集和推荐安卓平台上最新、最热门、最好玩的的游戏以及各类应用，是安卓系统最大的第三方应用商店之一。

图表 12 Brothersoft 日活跃用户量 14 年下降较大



图表 13 1mobile 的日活跃用户数突破 1300 万



数据来源：招股说明书，中国银河证券研究部

数据来源：招股说明书，中国银河证券研究部

目前该客户端界面支持英语、繁体中文、韩语、日语、德语、法语等 20 种语言版本，根据不同语言市场的实际情况，提供更加精准和个性化的安卓应用下载服务。截至 2014 年底，1Mobile 安卓应用商店收录的软件和游戏总量超过 160 万款，用户总安装量约 1.2 亿，日均登陆用户突破 1000 万，主要来自于用户频次的提升以及新地区的拓展。

1Mobile 是公司综合性互联网增值服务的重要构成，与网络游戏业务板块之间也具有良好的协同效应，为公司推广网络游戏业务提供了有利渠道。通过 1Mobile 在安卓手机平台良好的用户基础，可以向广大用户推广公司的手游产品，为游戏板块积累流量，开拓更多的用户资源，未来公司将进一步推广 1mobile，以提高软件分发收入和为游戏板块导流的目的。作为移动应用的分发渠道，1mobile 的平台聚集效应明显。

### 三、互联网金融布局前瞻，成长路径明晰

公司明确提出 15 年重点布局互联网金融。上市以来，公司已持续多次参投布局信达天下、趣分期、随手科技三家互联网金融细分领域龙头，通过投资移动支付、P2P 小额信贷及网上理财行业的领先企业提前卡位。

未来公司致力于打造综合性的互联网服务平台，实现与网络游戏、软件商店协同发展，提升互联网增值服务水平。公司目前布局互联网金融的最大优势是几千万的活跃游戏用户，一方面公司拥有游戏用户多年的游戏消费信息记录，能够实现个性化地推送互联网金融服务；另一方面该类游戏用户群体中，大部分的学生和白领阶层具备互联网消费与理财的意愿，客户转化能力高。公司已计划通过金融游戏化产品等各种形式转化为互联网金融用户，看好公司互联网金融领域的扩张。

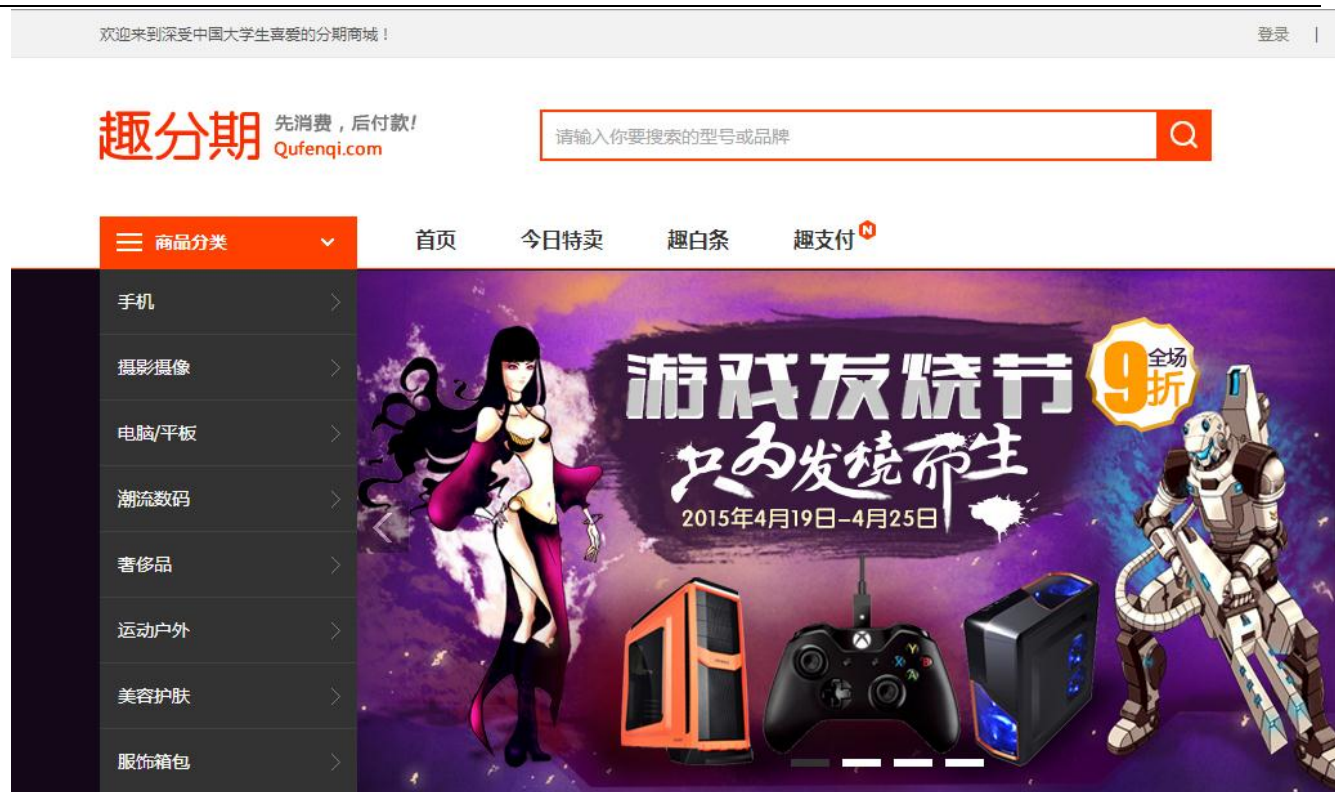
目前公司在手游和页游的国内市场以及海外市场形成较为全面的运营网络，加上已参投的 IP 增值服务平台和力辰光、本地 O2O 公司 DADA、移动互联网金融公司信达天下、趣分期以及随手科技，多点布局已经搭建集娱乐、消费、互联网金融为一体的消费金融型综合平台，未来协同效应发酵值得期待。

#### （一）趣分期

趣分期是面向大学生群体的金融服务平台，覆盖全国近 3000 万大学生用户。目前平台主要产品有是针对男学生的 3C 产品，以及针对女学生的护肤品与服装百货类产品。2014 年全年交易额实现 6.2 亿元，手续费在 14%-15% 左右，年收入实现约 9000 万。截至 2015 年 3 月，平台累计商业化用户 120 万。

看点：趣分期用户与昆仑万维现有游戏用户有很大重合性，互联网金融用户的转化率较高，业务成长前景广大。

图表 14 趣分期平台



数据来源：中国银河证券研究部

## （二）随手科技

随手科技是国内最大的个人理财应用提供商，也是目前唯一成功运营两个理财 APP 产品且保持领先的互联网金融公司。旗下随手记占领国内个人财务管理的入口，用户突破 1.2 亿人，其中小生意群体 2000 万；卡牛信用管家已成为信用卡管理 APP 行业第一，用户超过 2000 万。

随手科技未来的看点在于：（1）公司聚合了零散的、且具备理财需求的个体财务管理需求用户，记账理财式 APP 已经成为小生意群体管理经营流水的主要选择；（2）庞大的用户数据以及短期生意资金的需求为引入定制型金融服务提供可能。按照目前公司已有的小生意用户 2000 万群体，根据贷款需求 15% 的转化率估算，如果平均每人贷款 2 万元，年均需求 1 次，就将产生一个 600 亿规模的小额信贷市场，公司理财业务发展空间广大。



图表 15 随手记网页版入口



数据来源：中国银河证券研究部

### （三）信达天下

北京信达天下成立于 2006 年，是一家提供端到端的互联网信息化运营服务以及移动互联网整体解决方案的公司，其核心成员来自于谷歌、百度、阿里、微软、HP、腾讯等优秀企业。经过 7 年发展，在全国 25 个省市拥有超过 200 人的（移动）互联网资讯、技术、运营、服务团队和广告创意传播团队，拥有 3D-CAM、3D-shore 等多个（移动）互联网领先平台，并为世界 500 强企业中的通信行业、金融行业、文化行业等客户成功提供（移动）互联网产品开发及运营服务。

信达天下推出了多款合作品牌和自有品牌移动互联网金融产品，并积极布局消费金融，具备强大技术实力和互联网金融产品能力。

### （四）Dada Nexus

Dada Nexus 主业是解决最后三公里配送的电商运力平台,未来致力于形成本地 O2O 电商最信赖的物流基础平台。通过建立订单处理系统和培训管理海量配送员,DADA 提供了一个基于“移动+众包+大数据”的整体解决方案,为当前 O2O 本地生活商家和个人商家解决了最大痛点。

看点：Dada 具备庞大的 O2O 数据价值以及物流配送技术，有望实现公司 O2O 配送服务的重要闭环。

## 公司营业预测表

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1076.10	1525.99	1907.94	2296.35	营业收入	1509.99	1927.28	2404.56	2901.76
现金	659.66	1008.81	1212.10	1557.42	营业成本	430.48	558.91	690.11	847.31
应收账款	230.44	251.83	315.06	400.73	营业税金及附加	8.90	32.45	33.06	35.28
其它应收款	37.50	11.38	63.11	24.33	营业费用	601.37	691.00	896.97	1092.83
预付账款	148.50	253.97	317.67	313.87	管理费用	187.94	335.52	389.67	445.52
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	13.07	20.46	15.69	14.12
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	18.95	12.80	23.08	23.56
<b>非流动资产</b>	173.57	179.45	186.43	190.24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	11.95	15.94	19.22	23.60	投资净收益	170.40	56.91	75.77	101.03
固定资产	26.36	29.23	31.64	32.24	营业利润	419.69	333.04	431.76	544.15
无形资产	27.59	31.47	36.02	39.85	营业外收入	22.65	5.74	6.89	8.26
其他	107.66	102.81	99.55	94.55	营业外支出	0.32	0.67	0.53	0.51
<b>资产总计</b>	1249.67	1705.44	2094.38	2486.59	利润总额	442.01	338.10	438.11	551.90
<b>流动负债</b>	396.24	642.59	604.61	461.90	所得税	18.15	8.79	11.11	17.00
短期借款	0.00	310.11	0.00	0.00	净利润	423.87	329.31	427.00	534.90
应付账款	144.05	67.14	244.05	115.95	少数股东损益	0.00	0.20	0.07	0.09
其他	252.19	265.35	360.56	345.96	归属母公司净利润	423.87	329.12	426.93	534.82
<b>非流动负债</b>	0.00	0.11	0.04	0.05	EBITDA	482.63	376.00	478.77	578.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.51	1.18	1.52	1.91
其他	0.00	0.11	0.04	0.05					
<b>负债合计</b>	396.24	642.70	604.64	461.95	<b>主要财务比率</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
少数股东权益	0.00	0.20	0.26	0.35	营业收入	87.30%	27.64%	24.76%	20.68%
归属母公司股东权益	853.43	1062.55	1489.47	2024.29	营业利润	93.95%	-20.65%	29.64%	26.03%
<b>负债和股东权益</b>	1249.67	1705.44	2094.38	2486.59	归属母公司净利润	94.11%	-22.35%	29.72%	25.27%
					毛利率	71.49%	71.00%	71.30%	70.80%
<b>现金流量表</b>					净利率	28.07%	17.09%	17.76%	18.43%
<b>经营活动现金流</b>	370.42	178.52	519.57	322.84	ROE	54.60%	34.35%	33.45%	30.44%
净利润	423.87	329.31	427.00	534.90	ROIC	47.81%	23.17%	27.46%	24.77%
折旧摊销	57.11	49.45	59.11	60.93	资产负债率	31.71%	37.69%	28.87%	18.58%
财务费用	13.07	20.46	15.69	14.12	净负债比率	0.00%	29.18%	0.00%	0.00%
投资损失	-170.40	-56.91	-75.77	-101.03	流动比率	2.72	2.37	3.16	4.97
营运资金变动	107.42	-164.50	93.46	-185.80	速动比率	2.72	2.37	3.16	4.97
其它	-60.64	0.70	0.07	-0.29	总资产周转率	1.44	1.30	1.27	1.27
<b>投资活动现金流</b>	148.52	0.87	9.60	36.58	应收账款周转率	0.15	0.13	0.13	0.14
资本支出	27.27	2.49	3.85	-0.87	应付账款周转率	4.39	5.29	4.44	4.71
长期投资	5.87	3.98	3.28	4.38	每股收益	1.51	1.18	1.52	1.91
其他	181.67	7.34	16.73	40.09	每股经营现金	1.32	0.64	1.86	1.15
<b>筹资活动现金流</b>	-281.83	-140.35	-15.77	-14.11	每股净资产	3.05	3.80	5.32	7.23
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	0.00	68.66	52.93	42.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	0.00	21.27	15.17	11.16
其他	-281.83	-140.35	-15.77	-14.11	EV/EBITDA	-1.37	58.24	44.67	36.39
<b>现金净增加额</b>	237.11	39.04	513.40	345.31					

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**殷睿，研究员行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn