

时代变了 华为腾讯争端背后 新渠道崛起 产品为王时代已来

——游戏行业跟踪报告

投资观点

行业事件：1)2021年1月1日上午，华为游戏中心社区发布公告，因腾讯游戏于2020年12月31日单方面就双方合作做出重大变更，华为要求暂停相关合作，将腾讯游戏从华为平台下架；**2)**腾讯游戏回应称，因华为手机游戏平台与腾讯游戏的《手机游戏推广项目协议》未能如期续约，导致相关产品被突然下架。之后双方积极沟通协商；**3)**2020年1月1日晚，华为应用市场重新上架了腾讯系游戏。

点评：我们认为华为与腾讯游戏之争主要是由于当下玩家对内容要求越来越高，行业逻辑已从渠道为王逐渐转变为产品为王，渠道与内容侧博弈进一步加剧，游戏产业链利益蛋糕预计将重新划分，研发商话语权将逐步提升。本次事件或将引发行业的多米诺骨牌效应，不排除未来或有更多游戏厂商要求安卓渠道降低分成比例；一方面近年来有新的渠道诞生，一方面传统渠道对玩家影响力逐渐降低，优质内容的议价能力将持续提升，游戏行业利益格局重新分配存在可行性。

1、渠道与内容侧博弈加剧。a) 智能机增长红利的消退，版号总量调控的大环境下，国内游戏已经步入精品化竞争。在新品供应有限的情况下，用户和收入正在加速向头部游戏企业以及精品游戏集中，带来的影响是优质内容产品市场议价权显著提升，渠道侧重要性逐渐下降；b) 由于安卓手机厂商收取分账过高、渠道限制多，2020年《原神》《万国觉醒》多款游戏放弃安卓传统渠道。

2、我们认为游戏行业中具有强研发实力的内容商及新渠道公司将受益。行业利益格局将重新分配，内容价值持续提升。内容厂商未来有更大的选择余地和更强的话语权，头部游戏有望引领游戏行业渠道分成模式变革。a) 国内游戏企业在中国的安卓应用商店上所能获得收益明显偏低，考虑到精品游戏研发投入近年陡增，过亿元研发费将更为常见，CP要求提高分成比例存在一定必然性；b) 游戏推广新渠道和新模式兴起：字节跳动入局，TapTap平台兴起，精品内容的全渠道投放成为趋势。游戏发行推广更加依赖新渠道和买量平台，应用商店的地位逐渐削弱，B站、TapTap、快手、抖音等成为游戏重要发放渠道；c) 行业利益蛋糕或再切分，研发商或将分得更多蛋糕：根据2020年手游市场规模，测算得到游戏研发商行业安卓渠道分成收入中间情形为176-257亿元，相对目前安卓渠道收入增幅达60%-233%，业绩弹性凸显。

投资建议：游戏行业利益格局将面临蛋糕重新划分，新渠道价值凸显，精品内容厂商话语权提升，利润弹性或将逐步体现。近来游戏板块已大幅调整，当前板块估值已具备优势，长期我们仍然看好游戏行业，特别是头部精品内容厂商和新渠道公司。我们推荐【腾讯控股】【完美世界】【三七互娱】【吉比特】，关注【心动网络】【哔哩哔哩】【掌趣科技】【电魂网络】。

风险提示：政策风险，流量红利见顶，行业竞争加剧

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
002555.SZ	三七互娱	31.23	1.00	1.40	1.77	31	22	18	买入
002624.SZ	完美世界	29.50	1.16	1.21	1.46	25	24	20	买入
0700.HK	腾讯控股	564.00	9.86	13.70	17.17	38	42	34	买入
603444.SH	吉比特	426.00	11.26	15.75	18.70	38	27	23	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-12-31 (汇率 1HKD=0.84164RMB)

互联网与传媒 买入 (维持)

作者

分析师：孔蓉

执业证书编号：S0930517120002

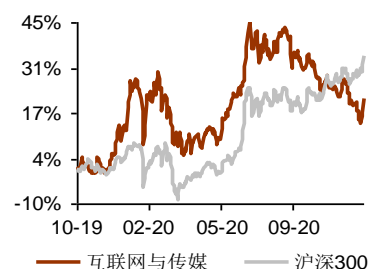
021-52523837

kongrong@ebscn.com

联系人：王凯

wangkai8@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目录

1、华为下架腾讯游戏后重新上架 2020 年多款游戏放弃安卓传统渠道	3
1.1、渠道内容侧博弈加剧 或将引发多米诺骨牌效应	3
1.2、渠道内容博弈历程回顾：国内外游戏厂商相继要求提高分成比例 米哈游《原神》、莉莉丝《万国觉醒》放弃华为等传统安卓渠道.....	3
2、优质内容自带流量 产品为王时代已来.....	6
2.1、优质内容自带流量 新渠道新模式崛起 行业利益格局将再分配.....	6
2.2、渠道与内容侧博弈 利益格局生变 研发商或将切分多少蛋糕？	8
3、盈利预测&投资建议	9
4、风险提示.....	10

1、华为下架腾讯游戏后重新上架 2020 年多款游戏放弃安卓传统渠道

1.1、渠道内容侧博弈加剧 或将引发多米诺骨牌效应

我们认为华为与腾讯游戏之争主要是由于当下玩家对内容要求越来越高，存量的游戏行业竞争格局下，行业逻辑已从渠道为王逐渐转变为产品为王，渠道与内容博弈进一步加剧，游戏产业链利益蛋糕预计将重新划分，内容研发话语权将逐步提升。1) 2021 年 1 月 1 日上午，华为游戏中心社区发布公告，因腾讯游戏于 2020 年 12 月 31 日 17 点 57 分单方面就双方合作做出重大变更，导致双方的继续合作产生重大障碍，华为要求暂停相关合作，将腾讯游戏从华为平台下架；2) 腾讯游戏回应称，因华为手机游戏平台与腾讯游戏的《手机游戏推广项目协议》未能如期续约，导致 2021 年 1 月 1 日凌晨腾讯游戏的相关产品被突然下架。之后腾讯游戏积极与华为手机游戏平台沟通协商；3) 2020 年 1 月 1 日晚间，根据财联社消息，华为应用市场重新上架了腾讯系游戏，华为应用市场可以重新下载腾讯系游戏。

我们认为腾讯重要游戏大作有极强的口碑效应，目前华为应用市场渠道在整体腾讯游戏发行渠道占比小，即使未来产品再发生下架，玩家仍可继续通过官网、腾讯微信渠道、IOS 渠道等进行下载，核心因素是玩家跟着优质内容走。

此外，腾讯的示范效应或将引发行业的多米诺骨牌效应，不排除未来或有更多游戏厂商要求安卓渠道降低分成比例；一方面近年来有新的渠道诞生，一方面传统渠道对玩家影响力逐渐降低，优质内容的议价能力将持续提升，游戏行业利益格局重新分配存在可行性。

图 1：华为游戏中心宣布全面下架腾讯游戏



资料来源：证券时报

图 2：华为应用市场重新上架腾讯游戏



资料来源：财联社

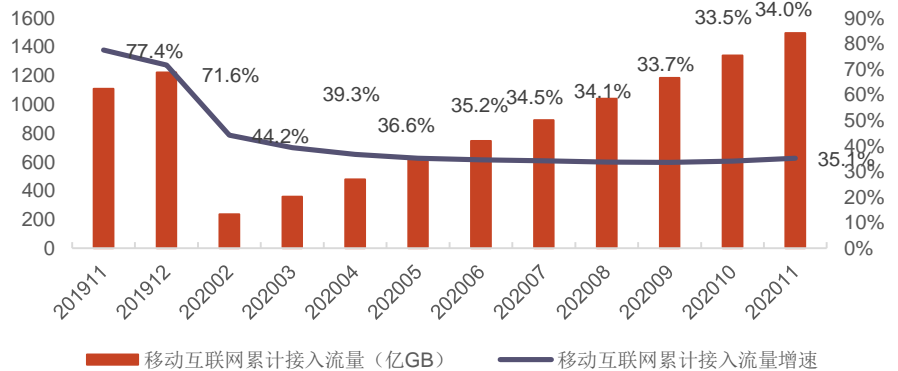
1.2、渠道内容博弈历程回顾：国内外游戏厂商相继要求提高分成比例 米哈游《原神》、莉莉丝《万国觉醒》放弃华为等传统安卓渠道

智能机增长红利的消退、版号收紧后优质游戏供给稀缺而渠道侧增长放缓。

1) 全球智能机增长红利已消失。根据工信部统计，移动互联网接入流量增速放缓，进而影响智能手机的潜在用户数减少。2020 年第三季度，全球五大厂商售给终端用户的智能手机销量呈现负增长。

2) 版号总量调控的大环境下,国内游戏已经步入精品化竞争。在新产品供应有限的情况下,用户和收入正在加速向头部游戏企业以及精品游戏集中,带来的影响是优质内容产品市场议价权显著提升。a) 根据 GameLook 的最新统计数据,2020 全年共发放版号 1316 个、相比 2019 年发放 1570 个版号减少了 16.2%; b) 中小游戏厂商生产经营压力加剧,2018 年全国注销、吊销的游戏公司数量为 9705 家,2019 年达到 18710 家。虽然 2019 年游戏版号解冻,但有限的版号在大量积压的游戏前依然僧多粥少,倒逼游戏大厂通过游戏精品化来争取高爆率,中小厂商投入大资本打造高质量游戏的风险相对更高,因此精品化意愿相对较低。

图 3:移动互联网累计接入流量(亿 GB)及增速



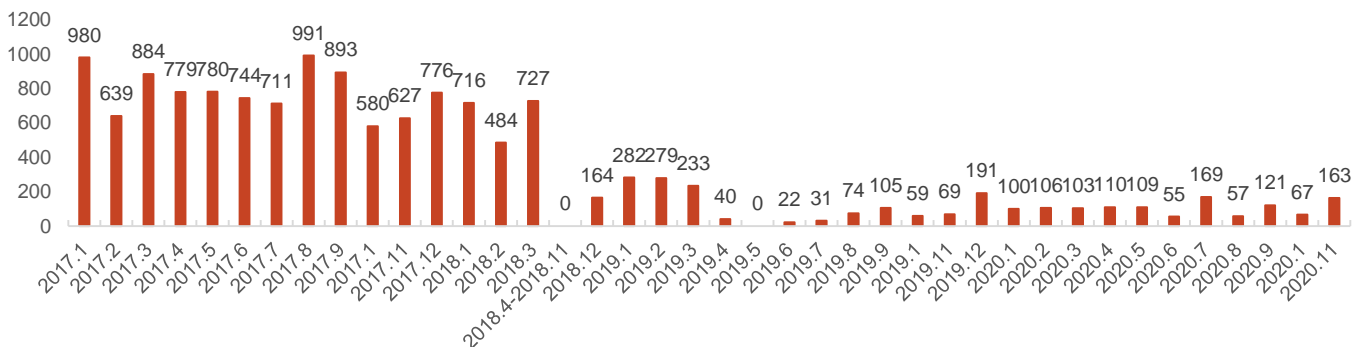
资料来源:工信部,光大证券研究所

表 1:主要手机厂商销售情况

厂商	2020 年第三季度销售量 (千部)	2020 年第三季度市场份额	2019 年第三季度销售量 (千部)	2019 年第三季度市场份额	2020 年第三季度同比增长
三星	80816.0	22.0%	79056.7	20.3%	2.20%
华为	51830.9	14.1%	65822.0	16.9%	-21.30%
小米	44405.4	12.1%	32927.9	8.5%	34.90%
苹果	40598.4	11.1%	40833.0	10.5%	-0.60%
OPPO	29890.4	8.2%	30581.4	7.9%	-2.30%
其他	119117.4	32.5%	139586.7	35.9%	-14.70%
合计	366658.5	100%	388807.7	100%	-1.80%

资料来源:Gartner,光大证券研究所

图 4:国产游戏版号数量



资料来源:国家新闻出版署,光大研究所

移动互联网及智能手机用户红利渐失后，存量市场竞争下，国内外渠道、内容侧博弈，今年国内多款重要游戏主动放弃安卓主流渠道：1) 2019年6月，腾讯对渠道上要求将原有的五五分成的比例改为三七分成；2) 2019年11月网易要求旗下的《梦幻西游三维版》与安卓开始进行三七分成；3) 2020年8月13日，《堡垒之夜》在App Store下架，Epic要求与苹果谷歌改变三七分成的现状；4) 由于米哈游未能与华为、小米等传统应用商店达成合作条款，旗下二次元游戏大作《原神》公测日（9月28日）无法准时上架华为游戏中心和小米游戏中心，研发商与传统应用商店渠道矛盾进一步激化。《原神》是二次元游戏大厂米哈游400人团队历时3年制作的内产优质二次元游戏，首款国产PC和手机双端数据互通游戏，全渠道预约量超1700万；5) 苹果于2020年11月18日宣布明年将推出App Store小型企业计划。这项计划里，如果应用程序开发商此前一年的收入低于100万美元，苹果将调低APP抽成比例，从原本的30%削减至15%。不难看出渠道商的话语权在降低，而内容商的话语权在不断升高。

图5：游戏CP与渠道分成比例争端历史事件时间线



资料来源：光大证券研究所整理

为什么部分游戏厂商选择放弃传统安卓渠道？

1) 安卓手机厂商收取的分账过高，达总流水的50%。华为公司在中国市场与海外市场采取了不同的分成比例，其国内Android市场是5:5，而在海外市场华为采用的是3:7的分成比例。相比之下，iOS App Store、Google Play和Steam都只收取30%，Epic Game Store更是只收取12%；2) 安卓渠道限制多，例如使用渠道账号体系。

图6：华为应用市场联运服务协议

3.4 以下是您与应用市场联运服务基于RSRA的分成比例：

业务	开发者应用类型	分成比例（华为-开发者）		备注
		中国大陆	其他国家或地区	
付费应用	教育	20%:80%	20%:80%	这些收入分成规则和比例将适用于以下所有情况： (1) 应用功能或内容：例如应用的无广告版本，或免费版中不提供的新功能或服务。 (2) 订阅服务：例如在线播放音乐、视频、图书或其他媒体服务；数字出版物（包括与实体刊物捆绑销售的数字内容）；以及社交网络服务。 (3) 数字内容：包括但不限于游戏币、宝石、额外的生命或回合、特殊道具或装备、角色或虚拟形象，以及额外的关卡、游戏时间或信息内容产品。
	游戏	30%:70%	30%:70%	
	影音娱乐、实用工具、社交通讯、新闻阅读、拍摄美化、美食、出行导航、旅游住宿、购物比价、商务、儿童、金融理财、运动健康、便捷生活、汽车、主题个性	30%:70%	30%:70%	
应用内购买的内容及服务或数字内容	教育	20%:80%	20%:80%	华为分成比例包含AppTouch平台运营方的分成比例
	游戏	50%:50%	30%:70%	
	影音娱乐、实用工具、社交通讯、新闻阅读、拍摄美化、美食、出行导航、旅游住宿、购物比价、商务、儿童、金融理财、运动健康、便捷生活、汽车、主题个性	30%:70%	30%:70%	
AppTouch	会员订阅	不涉及	70%:30%	以相关业务合作协议为准
	单次付费业务	不涉及	60%:40%	
其他业务	—	—	—	—

资料来源：华为文档中心，光大证券研究所

2、优质内容自带流量 产品为王时代已来

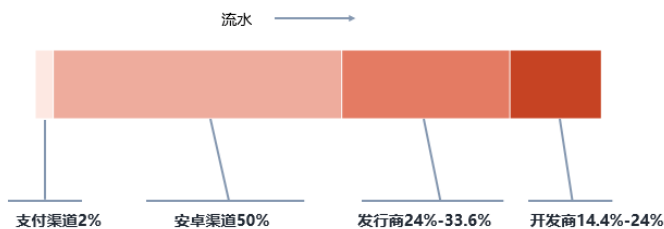
我们认为游戏行业中具有强研发实力及新渠道公司将受益。行业利益格局将重新分配，内容价值将持续提升。游戏玩家口味愈发追求高质量、精品内容。《原神》《万国觉醒》避开华为等主流安卓渠道印证深耕细分赛道的游戏厂商对大厂造成局部优势、对渠道议价权提升，而华为下架腾讯游戏后重新上架事件也印证了产品为王逻辑的崛起与渠道侧的式微。

2.1、优质内容自带流量 新渠道新模式崛起 行业利益格局将再分配

随着移动互联网用户行为从“搜索”发展到“推荐”，传统应用商店受到用户和优质研发商两方面挤压。可选择发行渠道丰富，优质内容往往自带流量，内容厂商将有更大的选择余地和更强的话语权，头部游戏将有望引领中国的手游渠道分成模式变革。

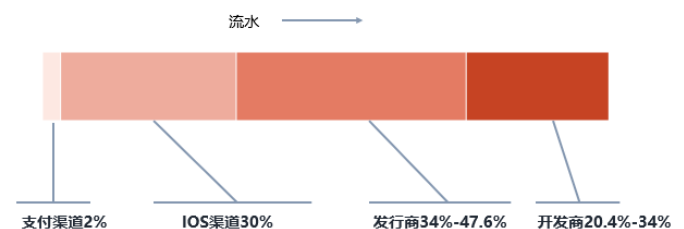
1、安卓高分成比例仍然较高，研发商要求提高分成比例成必然。a) 安卓平台采用“五五分账”，导致游戏开发和发行环节仅获得售价 50% 的分成，利润率远远低于 IOS 等其他平台；b) 2020 年 11 月 18 日，苹果商店宣布让利中小游戏厂商：对于年收入低于 100 万美元的产品，分成比例直接从 30% 降到了 15%，游戏开发商与发行商所占分成可以从 70% 提高至 85%。国内游戏企业在中国的安卓应用商店上所能获得收益明显偏低，考虑到精品游戏研发投入近年陡增，过亿元研发费将更为常见，CP 要求提高分成比例存在一定必然性。

图 7：手游行业安卓渠道利益格局分配



资料来源：产业调研，光大证券研究所

图 8：手游行业 IOS 渠道利益格局分配



资料来源：产业调研，光大证券研究所

2、游戏推广新渠道和新模式兴起。字节跳动入局，TapTap 平台兴起，精品内容的全渠道投放成为趋势。游戏发行推广依赖新渠道和买量平台，应用商店的地位逐渐削弱，B 站、TapTap、快手、抖音等成为游戏重要发放渠道。

1) TapTap 内容渠道成为崛起中的新势力。a) TapTap 采用广告模式变现，广告主通过实时竞价系统竞价，而对于免费游戏不收取分发平台费，内容方毛利率高，是传统安卓渠道的数倍；b) TapTap 模式能够给予内容方更大的营销自由度，其评分和推荐体系也对优质内容和行业健康发展更加有利。内容型渠道的核心在于用户充分参与到平台的内容建设中，筛选机制也来自于用户的真实评价和反馈，用户导向的激励机制倒逼研发商不断推出优质内容产品。

2) B 站成为二次元相关游戏主要分发渠道。a) B 站自 2013 年 12 月起与米哈游等二次元游戏厂商联合运营，B 站相较于传统分发渠道和二次元游戏玩家的匹配度更高，联运经验更丰富，投放效果更好。以最近发行的现象级二次元游戏《原神》为例，B 站的预约用户数量超过两百万，占总预约量的 40%；b) B 站代理的多款二次元手游成绩斐然。2016 年起 B 站代理的二次元手游《Fate/Grand Order》营收超过 20 亿，《公主连结 Re：Dive》2020 年推出后营收超过 10 亿；

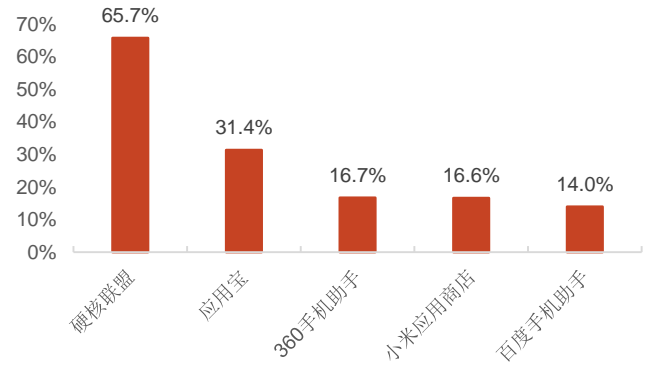
3) 随着移动互联网用户“被动行为”化，买量市场不断膨胀、渠道侧受到进一步挤压。字节跳动对首发游戏采取减免优惠，大力争取优质内容在字节系平台的首发。部分产品通过买量重新掌握了主动权和足够的流量，这吸引了越来越多厂商加入：2019年手游买量规模将超600亿，已超越渠道联运。

图9：手游推广方式：主流新兴渠道与买量发行平台



资料来源：光大证券研究所

图10：硬件厂商与第三方安卓渠道渗透率分布



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

图11：2019年买量游戏趋势图（单位：个）



资料来源：Dataeye

2.2、渠道与内容侧博弈 利益格局生变 研发商或将切分多少蛋糕？

1) 假设渠道商在不同情形下，手游流水分成 50%、40%、30%、20%；2) 假设发行商在不同情形下，渠道后流水分成 70%、60%、50%、40%；

通过以上假设组合，我们进行游戏研发商分成占比双敏感性测算，得到游戏研发商在不同假设情形下的分成占比。我们认为，安卓渠道侧话语权逐渐降低，渠道商分成比例下降大概率逐渐发生，发行商一般承担买量成本，其分成比例让渡或有更多因素需要考虑。若渠道商分成 50%、40%、30%，发行商渠道后分成 70%，则研发商分成占比为总流水的 15%、18%、21%。

表 2：游戏研发商行业分成占比双敏感性测算

		渠道商分成比			
		50%	40%	30%	20%
发行商渠道后分成比	70%	15%	18%	21%	24%
	60%	20%	24%	28%	32%
	50%	25%	30%	35%	40%
	40%	30%	36%	42%	48%

资料来源：光大证券研究所测算，注：本测算不考虑支付渠道、税收、IP 方分成等因素

1) 根据中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会发布的《2020 年中国游戏产业报告》，2020 年中国手游市场规模约为 2096.76 亿元。根据我们游戏产业调研，IOS 渠道单用户付费能力强，安卓渠道用户数量高但单个付费能力较低；苹果渠道流水占比较安卓渠道高，一般游戏安卓渠道占比约为 30%-40%，我们取安卓渠道占比 35% 进行测算，假设手游行业安卓渠道收入为 $2096.76 * 35% = 733$ 亿元；2) 假设渠道商分成占比为 40%、30%，发行商在渠道后分成 60%、50%。

我们测算得到游戏研发商安卓渠道流水分成收入为 176-257 亿元，相比目前安卓渠道 110 亿元有 66 亿元-147 亿元收入增厚，相对目前安卓渠道收入增幅达 60%-233%，业绩弹性凸显。

表 3：游戏研发商行业分成收入双敏感性测算（亿元）

		渠道商分成比			
		50%	40%	30%	20%
发行商渠道后分成比	70%	110	132	154	176
	60%	147	176	205	235
	50%	183	220	257	294
	40%	220	264	308	352

资料来源：光大证券研究所测算，注：本测算不考虑支付渠道、税收、IP 方分成等因素

1) 假设单款游戏流水 3 亿元，该游戏安卓流水为 $3*35%=1.05$ 亿元；2) 假设渠道商分成占比为 40%、30%，发行商在渠道后分成 60%、50%；3) 假设 IOS 渠道分成保持为 30%。

测算得到游戏研发商安卓渠道分成收入为 0.25-0.37 亿元，相比目前安卓渠道 0.16 亿元收入带来 0.09 亿-0.21 亿元的收入增厚；研发商目前总收入 = $(1.95*70%+1.05*50%) * 0.3=0.567$ 亿元；收入增幅为 16%-37%。

表 4：单款游戏产品研发商分成收入双敏感性测算（亿元）

		渠道商分成比			
		50%	40%	30%	20%
发行商渠道后分成比	70%	0.16	0.19	0.22	0.25
	60%	0.21	0.25	0.29	0.34
	50%	0.26	0.32	0.37	0.42
	40%	0.32	0.38	0.44	0.50

资料来源：光大证券研究所测算，注：本测算不考虑支付渠道、税收、IP 方分成等因素

3、盈利预测&投资建议

游戏行业利益格局将面临蛋糕重新划分，新渠道价值凸显，精品内容厂商话语权提升，利润弹性或将逐步体现。a) 近来游戏板块已大幅调整，当前板块估值已具备优势，长期我们仍然看好游戏行业，特别是头部精品内容厂商；b) 我们认为未来买量市场将趋于理性均衡，2021Q1 多款重磅游戏产品将上线，游戏板块估值有望向上修复：其中腾讯《鸿图之下》、《天涯明月刀》已上线，完美世界《梦幻新诛仙》预计 21 年初上线，掌趣科技《街霸：对决》上线后连续 4 日免费榜第 1；我们推荐【腾讯控股】【完美世界】【三七互娱】【吉比特】，关注【心动网络】【哔哩哔哩】【掌趣科技】【电魂网络】。

1) 推荐【腾讯控股】：公司是国内竞争实力最强的游戏研发及发行公司，未来精品研发商话语权提升，公司游戏业务有望在行业格局调整过程中持续受益。腾讯旗下手游《王者荣耀》依旧霸占榜首，《和平精英》和《天涯明月刀》上线后排名位列前十。新上线的《使命召唤手游》上线首日挤进前五；

2) 推荐【完美世界】：精品研发商或将受益于利益蛋糕分配，公司产品线丰富饱满，后续新品持续释放，《梦幻新诛仙》预计 21 年初上线；公司“品效合一”发行策略日趋成熟，推动游戏业务稳步增长，未来海外游戏业务将成看点。

3) 推荐【三七互娱】：转型从买量驱动到产品驱动，或将受益于格局变化。公司未来《荣耀大天使》或将上线。20 年以来手游研发投入大增，通过精品化、多元化研发，储备了多款自主研发产品：《代号 NB》、《代号 DL》、《代号修仙》等。

4) 推荐【吉比特】：精品游戏研发商，或将受益于利益蛋糕再分配。长线运营能力强，口碑老游戏《问道》依然稳定。21 年重要新游，或将上线《一年逍遥》《摩尔庄园》成股价催化。

5) 关注【心动网络】：TapTap 成为渠道崛起中的新势力。TapTap 采用广告模式变现，对于免费游戏不收取分发平台费，内容方获得传统安卓渠道的数倍的高毛利率，用户有望持续增长；给予内容方更大的营销自由度，其评分和推荐体系也对优质内容和行业健康发展更加有利，促进游戏内容平台的生态良性循环。

6) 关注【哔哩哔哩】：B 站成为二次元相关游戏主要分发渠道，公司以优质内容持续破圈，泛二次元年轻用户推动 MAU 同比实现高增长，用户忠诚度、粘性继续保持较高水平；游戏业务稳健增长，VAS 和广告业务均实现翻倍增长，商业化有望加速。

表 5：重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
002555.SZ	三七互娱	31.23	1.00	1.40	1.77	31	22	18	买入
002624.SZ	完美世界	29.50	1.16	1.21	1.46	25	24	20	买入
0700.HK	腾讯控股	564.00	9.86	13.70	17.17	38	42	34	买入
603444.SH	吉比特	426.00	11.26	15.75	18.70	38	27	23	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2020-12-31（汇率 1HKD=0.84164RMB）

4、风险提示

- 1) 政策风险：版号进一步收紧导致游戏供给下滑，政策存在一定不确定性带来相关风险；
- 2) 流量红利消退：中国移动互联网用户数及用户时长基本见顶，对于游戏行业变现效率的提升提出更高要求；
- 3) 竞争加剧：行业内公司竞争加剧，精品化游戏开发支出过高。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳