

# 互联网传媒

## 就地过年或再度催生“宅经济”，腾讯代表社交游戏龙头有望明显受益

**2020 年回顾：疫情成就最强手游春节档，高 DAU、强社交的《王者荣耀》与《和平精英》表现强劲**

2020 年一季度受春节及疫情持续影响，国内手游行业迎来用户时长与收入的显著提升，1Q20 手游用户总时长同比增长约 42% (vs. 6% in 1Q19, 2% in 4Q19)，手游市场规模同比增长 46% (vs. 22% in 1Q19, 15% in 4Q19)，季度收入规模为历史最高。而《王者荣耀》及《和平精英》作为用户规模 Top2 的头部游戏叠加强社交属性最为受益，DAU 和时长份额明显提升，根据我们的计算，1Q20《王者荣耀》与《和平精英》两款游戏合计占据中国手游行业用户总时长的约 65%，同比和环比均进一步提升，并且稳居 iOS 畅销榜 Top2。

**受益于疫情催生的“宅经济”，1Q20 腾讯游戏收入增长及递延收入超预期**

1Q20 腾讯实现游戏收入 465.5 亿元，同比增长 33.0%，增速为 2018 年以来最高，环比增长 27.9%，其中手游收入同比增长 63.9%至 347.6 亿元，环比增长 33.5%，主要是受益于疫情持续影响下用户居家及线上时长大幅提升，以及同比新增《和平精英》收入贡献。截至 1Q20 末的递延收入达到 837 亿元，同比增加 69.2%，较上季度末增加 37.4%，环比净增 228 亿元，季度净增规模为历史最高。

**2021 年春节：就地过年或再度催生“宅经济”，腾讯代表社交游戏龙头有望明显受益**

今年春节疫情防控提倡“就地过年”，有望催生新一轮“宅经济”。就地过年限制跨地区人员流动，减少走亲访友频率，有望显著提升居民居家时长，而游戏作为线上娱乐和社交方式预计将继续受益。结合当前手游格局和新游情况，我们认为《王者荣耀》与《和平精英》有望延续去年春节的强劲表现，再次实现流水高峰，【腾讯控股】作为强社交属性游戏龙头仍将是受益于“宅经济”的游戏公司，其他关注中概股【网易、心动、祖龙】，A 股【三七、完美、吉比特】等。

**风险提示：**就地过年对居家时长影响不及预期，游戏行业竞争加剧，监管风险，新游上线进度不及预期

证券研究报告

2021 年 01 月 26 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

周奕纯

分析师

SAC 执业证书编号：S1110519070005  
zhouyichun@tfzq.com

张爽

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517070004  
zhangshuang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

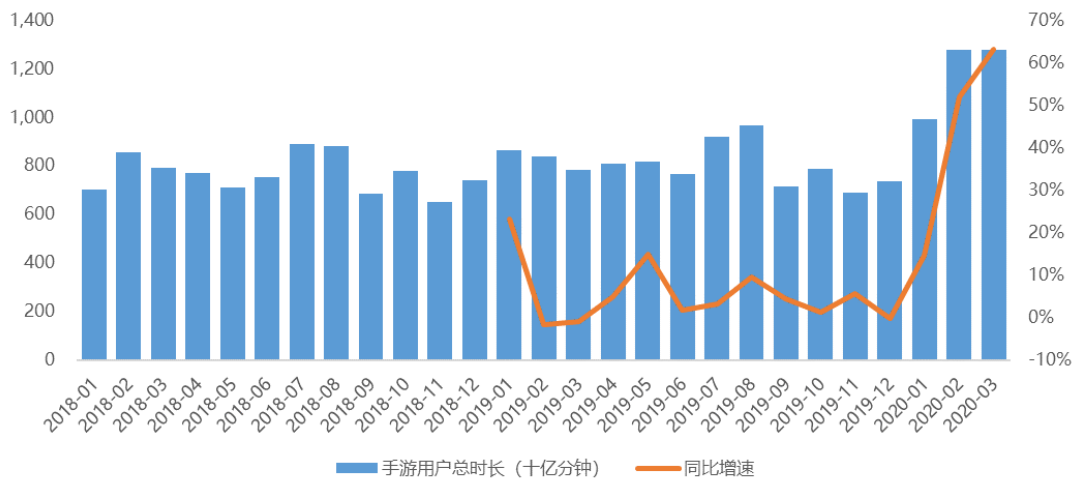
相关报告

- 1 《互联网传媒-行业深度研究:产品精品趋势不改，关注细分领域突围》 2021-01-07
- 2 《互联网传媒-行业投资策略:2021 年度策略：高景气赛道关注龙头，超额价值来自格局变化》 2020-12-21
- 3 《互联网传媒-行业点评:关注底部低估值修复，高度和持续性取决产品竞争力和业绩预期》 2020-12-02

## 2020 年回顾：疫情成就最强手游春节档，《王者荣耀》、《和平精英》驱动腾讯游戏超预期

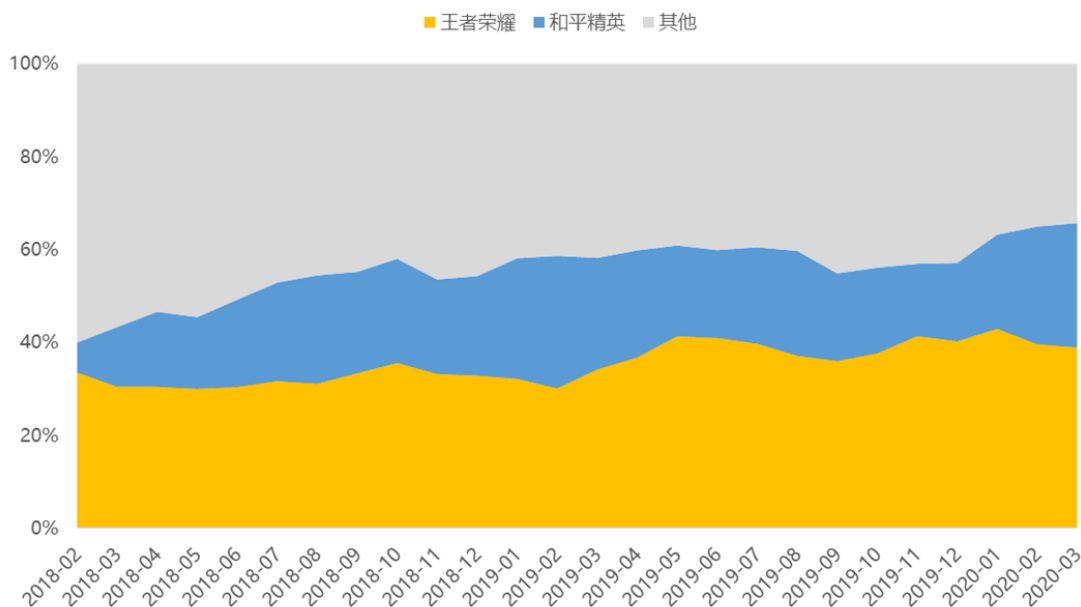
2020 年春节叠加疫情造就最强手游档期，高 DAU、强社交的《王者荣耀》与《和平精英》表现强劲。2020 年一季度受春节及疫情持续影响，国内手游行业迎来用户时长与收入的显著提升，根据 QuestMobile 数据，1Q20 手游用户总时长同比增长约 42% (vs. 6% in 1Q19, 2% in 4Q19)；游戏工委数据显示，1Q20 手游市场规模同比增长 46% (vs. 22% in 1Q19, 15% in 4Q19)，季度收入规模为历史最高。而《王者荣耀》及《和平精英》作为用户规模 Top2 的头部游戏叠加强社交属性最为受益，DAU 和时长份额明显提升，基于 QuestMobile 数据计算，1Q20《王者荣耀》与《和平精英》两款游戏合计占据中国手游行业用户总时长的约 65%，同比和环比均进一步提升，并且稳居 iOS 畅销榜 Top2。

图 1：国内手游用户总时长及同比增速（2018 年 1 月-2020 年 3 月）



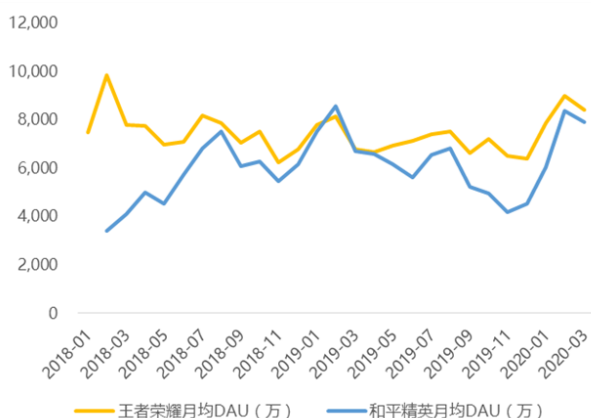
资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 2：《王者荣耀》与《和平精英》占国内手游用户时长份额（2018 年 2 月-2020 年 3 月）



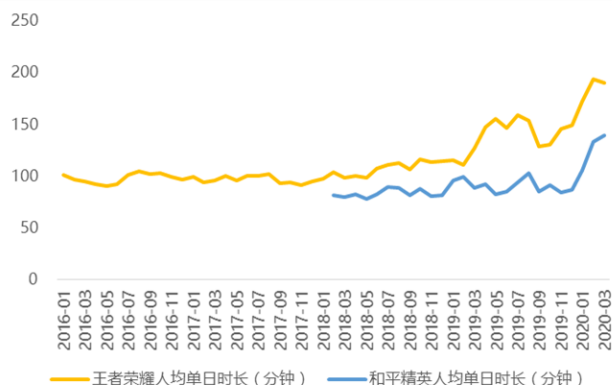
资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 3:《王者荣耀》与《和平精英》月均 DAU (2018 年 1 月-2020 年 3 月)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 4:《王者荣耀》与《和平精英》人均单日使用时长 (2016 年 1 月-2020 年 3 月)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 5: 2020 年春节 iOS 中国游戏畅销榜 10 (2020 年 1 月 24 日-30 日)

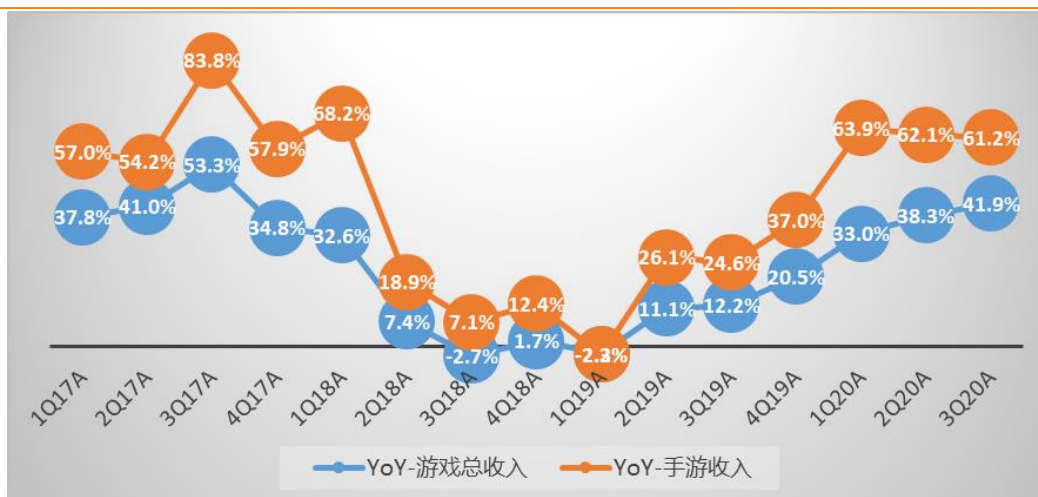
日期	第1名	第2名	第3名	第4名	第5名	第6名	第7名	第8名	第9名	第10名
01.30	王者荣耀	和平精英	剑与远征	三国志-战略版	梦幻西游	QQ飞车	阴阳师	火影忍者	穿越火线	崩坏3
01.29	王者荣耀	和平精英	剑与远征	三国志-战略版	梦幻西游	QQ飞车	火影忍者	阴阳师	穿越火线	崩坏3
01.28	王者荣耀	和平精英	剑与远征	三国志-战略版	QQ飞车	梦幻西游	阴阳师	穿越火线	新笑傲江湖	崩坏3
01.27	王者荣耀	和平精英	剑与远征	QQ飞车	三国志-战略版	梦幻西游	崩坏3	阴阳师	穿越火线	火影忍者
01.26	王者荣耀	和平精英	剑与远征	QQ飞车	崩坏3	三国志-战略版	阴阳师	梦幻西游	穿越火线	完美世界
01.25	王者荣耀	和平精英	剑与远征	QQ飞车	阴阳师	三国志-战略版	梦幻西游	火影忍者	Fate	穿越火线
01.24	王者荣耀	和平精英	剑与远征	QQ飞车	火影忍者	梦幻西游	阴阳师	三国志-战略版	率土之滨	穿越火线

资料来源: 七麦数据, 天风证券研究所

注: 蓝框为腾讯游戏, 红框为网易游戏。

受益于疫情催生的“宅经济”，一季度腾讯游戏增长超预期，递延收入及净增额创新高。1Q20 腾讯实现游戏收入 465.5 亿元，同比增长 33.0%，增速为 2018 年以来最高，环比增长 27.9%，其中手游收入同比增长 63.9%至 347.6 亿元，环比增长 33.5%，主要是受益于疫情持续影响下用户居家及线上时长大幅提升，以及同比新增《和平精英》收入贡献。截至 1Q20 末，腾讯递延收入达到 837 亿元，同比增加 69.2%，较上季度末增加 37.4%，环比净增 228 亿元，季度净增规模为历史最高。

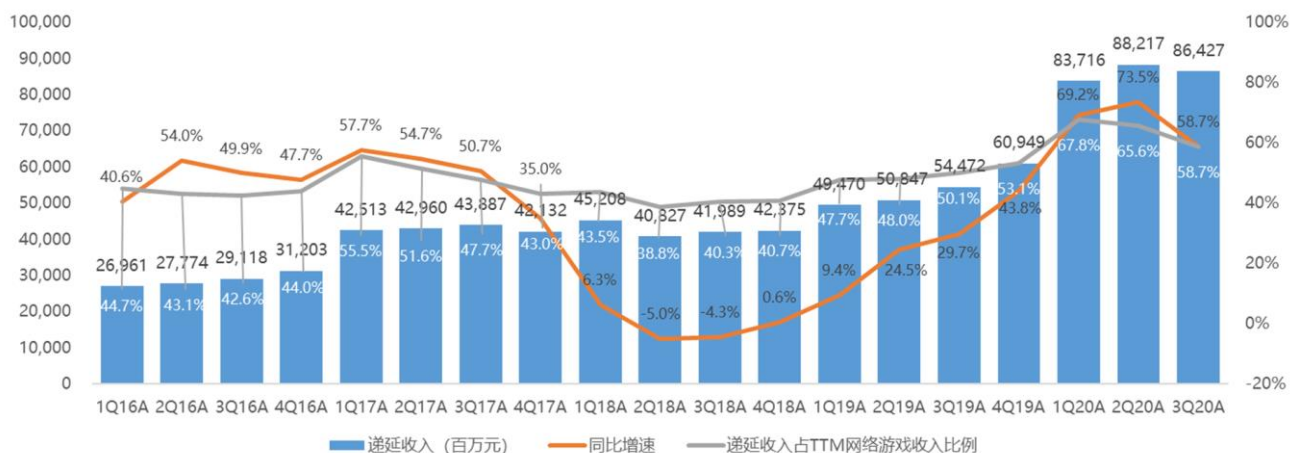
图 6：腾讯游戏收入及手游收入同比增速（1Q17A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：包括社交网络业务部分。

图 7：腾讯递延收入、同比增速及占 TTM 游戏收入比例（1Q16A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2021年春节：就地过年或再度催生“宅经济”，腾讯代表社交游戏龙头有望明显受益

今年春节疫情防控提倡“就地过年”，有望催生新一轮“宅经济”。就地过年通过限制跨地区人员流动，减少走亲访友频率，有望显著提升居民居家时长，而游戏作为线上娱乐和社交方式预计将继续受益。

根据 App Store 新游预约列表，今年春节前将上线的手游主要包括《梦想新大陆》(祖龙娱乐研发，腾讯发行，1月27日上线)、《影之刃3》(1月28日上线)、《一念逍遥》(吉比特研发，雷霆游戏发行，2月1日上线)、《重生细胞》(B站独家代理，2月3日上线)等。

结合当前手游格局和新游情况，我们认为《王者荣耀》与《和平精英》有望延续去年春节的强劲表现，再次实现流水高峰，腾讯作为强社交属性游戏龙头仍将是受益于“宅经济”的游戏公司。

图 8：2021 年 1 月下旬 iOS 中国游戏畅销榜 10 (2021 年 1 月 18 日-24 日)

日期	第1名	第2名	第3名	第4名	第5名	第6名	第7名	第8名	第9名	第10名
前天	王者荣耀 ▲1	和平精英 ▼1	梦幻西游 ▶0	三国志-战略版 ▲1	穿越火线 ▼1	天涯明月刀 ▶0	万国觉醒 ▲1	火影忍者 ▼1	原神 ▶0	天谕 ▶0
01.23	和平精英 ▶0	王者荣耀 ▶0	梦幻西游 ▶0	穿越火线 ▶0	三国志-战略版 ▲2	天涯明月刀 ▼1	火影忍者 ▼1	万国觉醒 ▲2	原神 ▼1	天谕 ▼1
01.22	和平精英 ▲1	王者荣耀 ▼1	梦幻西游 ▲1	穿越火线 ▲24	天涯明月刀 ▼2	火影忍者 ▲23	三国志-战略版 ▼2	原神 ▼1	天谕 ▼3	万国觉醒 ▼2
01.21	王者荣耀 ▶0	和平精英 ▶0	天涯明月刀 ▲1	梦幻西游 ▼1	三国志-战略版 ▶0	天谕 ▲2	原神 ▼1	万国觉醒 ▼1	大话西游 ▶0	荣耀天使 ▶0
01.20	王者荣耀 ▶0	和平精英 ▶0	梦幻西游 ▶0	天涯明月刀 ▶0	三国志-战略版 ▶0	原神 ▶0	万国觉醒 ▲1	天谕 ▼1	大话西游 ▶0	荣耀天使 ▲1
01.19	王者荣耀 ▶0	和平精英 ▶0	梦幻西游 ▶0	天涯明月刀 ▲1	三国志-战略版 ▼1	原神 ▶0	天谕 ▶0	万国觉醒 ▲1	大话西游 ▲2	率土之滨 ▲3
01.18	王者荣耀 ▶0	和平精英 ▶0	梦幻西游 ▲1	三国志-战略版 ▼1	天涯明月刀 ▲2	原神 ▼1	天谕 ▼1	使命召唤手游 ▶0	万国觉醒 ▲1	荣耀天使 ▲2

资料来源：七麦数据，天风证券研究所

注：蓝框为腾讯游戏，红框为网易游戏。

## 游戏行业头部公司未来产品储备丰富

图 9：腾讯游戏 pipeline

序号	游戏名称	手/端/主机	游戏类型	自研/代理	上线进度	TapTap评分	版本号
1	地下城与勇士手游	手游	2D横版ARPG	代理	原定2020年8月12日上线，延期待定	1.5	Y
2	英雄联盟手游	手游+主机	MOBA	自研	2020年10月27日在海外部分地区公测，全球不同地区陆续开放	9.5	N
3	英雄联盟电竞经理	手游	卡牌	自研	已开放预约	8.0	N
4	宝可梦大集结	手游+Switch	MOBA	联合研发	2021年1月15日开启安卓限量删档测试	-	N
5	代号：启程	手游	-	自研	2020年11月1日王者荣耀五周年庆典公布IP新游	-	-
6	代号：破晓	手游	动作	自研	2020年11月1日王者荣耀五周年庆典公布IP新游	-	-
7	梦想新大陆	手游	RPG	代理	定档2021年1月27日全平台上线	8.8	Y
8	秦时明月世界	手游	3DMORPG	自研	定档2021年3月26日全平台上线	8.4	Y
9	光与夜之恋	手游	模拟经营恋爱	自研	2020年8月21日开启限量删档付费测试	8.5	Y
10	征服与霸业	手游	SLG	独家代理	2021年1月22日开启删档测试，预计2021年3月16日上线	9.5	Y
11	真·三国无双 霸	手游	ARPG	代理	2021年1月22日开启“破军测试”	8.8	Y
12	荣耀新三国	手游	SLG	独家代理	2020年10月27日开启iOS+安卓双端测试	8.4	N
13	庆余年	手游	MMORPG	独家代理	2020年7月24日开启限量测试	9.0	Y
14	从前有座灵剑山手游	手游	MMORPG	代理	2020年12月14日完成“开仙流程优化”测试	8.5	N
15	代号三国	手游	融合策略卡牌	代理	2020年12月10日开启首次测试	9.6	N
16	诺亚之心	手游	MMORPG	代理	已开放预约	8.1	Y
17	小森生活	手游	模拟经营	代理	预计2021年Q1上线	8.5	Y
18	胡桃日记	手游	二次元模拟经营	代理	2020年12月开启共研测试	9.2	Y
19	全民奇迹2	手游	MMORPG	代理	2021年1月5日完成删档测试，预计2021年4月1日上线	7.2	Y
20	俄罗斯方块环游记	手游	休闲益智	代理	2020年12月18日完成删档付费“远航测试”	8.9	Y
21	比特大爆炸	手游	3D飞行射击	独家代理	2021年1月21日开启限量删档“破风测试”	8.5	Y
22	金属对决	手游	机甲格斗	自研	2020年3月24日开启安卓限量测试	9.1	N
23	格莉斯的旅程	手游	冒险解谜	代理	已开放预约	9.7	N
24	大主宰：大千世界	手游	MMORPG	自研	已开启首次招募	-	N
25	合金弹头 代号：J ( 待定 )	手游	射击	自研	-	-	-
26	卧龙吟2	手游	SLG	代理	-	-	Y
27	健康保卫战	手游	功能游戏/休闲塔防	自研	2020年7月完成删档测试	9.7	N
28	星露谷物语	手游	模拟经营	代理	已开放预约	4.3	N
29	尖塔奇兵	手游	DBG卡牌	代理	2020年7月29日中国港澳地区iOS上线	8.7	N
30	迷失之地乱斗	手游	物理弹射对战	自研	2020年10月22日开启首次安卓限量删档不付费测试	6.8	N
31	传奇天下	手游	MMO	代理	2020年12月23日开启精英玩家品鉴会暨线下测试	6.4	Y
32	黎明觉醒	手游	FPS	自研	2020年9月16日开启安卓删档“曙光测试”	7.9	Y
33	奇门之上	手游	Roguelike动作	代理	2021年1月22日开启限量删档测试	9.2	Y
34	毛线先生	手游	冒险解谜	代理	已开放预约	9.5	N
35	文明火种	手游	策略	代理	已开放预约	8.6	Y
36	银之守墓人：对决	手游	二次元卡牌策略RPG	代理	已开放预约	7.7	Y
37	极地诡梦	手游	生存冒险	代理	已开放预约	9.7	N
38	洛菲斯的呼唤	手游	Roguelike卡牌	代理	已开放预约	8.7	N
39	奇奥英雄传	手游	卡牌	代理	2021年1月22日开启限量删档测试	9.4	Y
40	北方绝境	手游	塔防	代理	已开放预约	9.1	N
41	奇喵的画家	手游	消除	代理	已开放预约	9.8	N
42	小小寻梦星球	手游	冒险解谜	代理	已开放预约	9.7	N
43	暗夜破晓：契约	手游	RPG	独家代理	2020年10月9日开启测试	4.9	Y
44	数码宝贝：新世纪	手游	卡牌	代理	已开放预约	7.9	N
45	未剑二	手游	横版RPG	自研	2020年12月24日开启删档测试	9.9	Y
46	小猫爱消除	手游	消除养成	代理	已开放预约	-	Y
47	神角技巧	手游	沙盒冒险	代理	2021年1月22日开启安卓限时删档不付费测试	9.0	Y
48	武林闲侠	手游	放置卡牌	独家代理	2021年1月8日完成首次测试	6.8	Y
49	中国式家长	手游	模拟养成	代理	2020年9月25日开启安卓删档测试	6.6	N
50	石器时代	手游	MMORPG	代理	iOS已上线	4.3	N
51	天堂II：革命	手游	MMORPG	代理	-	5.9	N
52	极品飞车OL手机版	手游	竞速	代理	-	-	Y
53	愤怒的小鸟：梦幻岛	手游	消除	代理	-	6.1	Y
54	手工星球	端游+手游	MMO沙盒冒险	代理	2020年Q4开启测试	7.9	Y-手游
55	艾兰岛	端游+手游	沙盒	代理	2020年12月29日开启首次PC+安卓双端体验技术性测试	8.9	Y-端游
56	代号：SYN	端游+主机	射击	自研	-	-	-
57	轩辕剑柒	端游	即时战斗	代理	-	-	N
58	武侠乂贰：浪迹天涯	端游	沙盒	代理	-	-	N
59	火源计划	端游	FPS	代理	-	-	Y
60	虚幻争霸	端游	MOBA	代理	-	-	N
61	百变球球	端游	动作射击	代理	-	-	Y
62	堡垒之夜	端游	FPS	代理	-	-	N
63	生存王者	端游	FPS	代理	-	-	N
64	绝地求生	端游	FPS	代理	国服已开放预约	-	N
65	罗博造造	端游	沙盒	代理	-	-	N
66	万智牌：竞技场	端游	TCG卡牌	代理	2020年1月14日完成国服公测	9.6	N
67	无限法则	端游	FPS	自研	-	-	N
68	穿越火线HD	端游	FPS	代理	已开放预约；2020年8月6日开启热血体验	-	N
69	冠军盛典	端游	MOBA	代理	-	-	Y
70	彩虹六号：围攻	端游	FPS	代理	-	-	N
71	坎巴拉太空计划	端游	沙盒	代理	-	-	Y
72	代号LN	端游	FPS	自研	2019年6月16日完成第二次技术测试	7.5	-
73	代号“L计划”	-	格斗	自研	2019年10月16日英雄联盟全球十周年庆典公布	-	-

资料来源：公司公告，微信游戏，腾讯游戏 2020 年度发布会，TapTap，国家新闻出版署，天风证券研究所

图 10: 网易游戏 pipeline

序号	游戏名称	手/端/主机	游戏类型	自研/代理	上线进度	TapTap评分	版本号
1	无尽的拉格朗日	手游	策略	自研	2020年6月11日开启海外安卓首测	-	Y
2	哈利波特：魔法觉醒	手游	卡牌RPG	联合研发	2021年1月22日完成删档测试，预计年内上线	6.2	Y
3	The Lord of the Rings: Rise to War	手游	策略	联合研发	2020年7月在澳大利亚和菲律宾开启首轮BETA测试	-	N
4	超激斗梦境	端游	2.5D动作MMORPG	自研	2020年9月25日完成终极测试	-	Y
5	倩女幽魂隐世录	手游	二次元RPG	自研	2020年10月30日开启代码超越测试（限量删档）	9.0	Y
6	暗黑破坏神：不朽	手游	MMOARPG	联合研发	2020年8月内测，12月在澳大利亚开启小规模技术测试	7.1	N
7	宝可梦大探险	手游	休闲收集对战	联合研发	2019年10月5日完成终极寻宝测试	6.4	N
8	忘川风华录	手游	二次元国风RPG	自研	2020年12月25日开启限量删档“当归测试”	8.9	Y
9	漫威超级战争	手游	MOBA	联合研发	2019年12月19日国际服上线	7.6	Y
10	漫威对决	手游	卡牌	联合研发	2020年Q3在中国港澳台和新马泰印菲上线	8.8	N
11	星战前夜：无烬星河	手游	沙盒MMO	联合研发	2020年8月13日海外市场上线	8.5	N
12	代号：Onmyoji Idol Project	手游	偶像养成	自研	2020年5月20日网易游戏年度发布会公布阴阳师IP手游	9.5	-
13	代号：世界	端游	MMORPG	自研	2020年5月20日网易游戏年度发布会公布阴阳师IP游戏	9.8	-
14	逆水寒手游	手游	MMORPG	自研	2020年5月20日网易游戏年度发布会公布	8.3	N
15	Westworld: Awakening	VR	VR	独家代理	2020年Q4上线	-	N
16	陈情令	手游	二次元国风卡牌	联合研发	2020年1月16日开启初见首测	4.0	N
17	有杀气童话2	手游	MMORPG	自研	2020年11月12日开启“云间城堡”测试	7.1	Y
18	Disorder	手游	团队竞技射击	自研	2020年6月14日完成先遣测试（不付费删档）	7.8	N
19	月神的迷宫	手游	二次元Roguelike	代理	2020年11月26日开启首次安卓删档不付费“上弦月”测试	7.9	Y
20	代号：诸神黄昏	手游+端游+主机	开放世界MMORPG	自研	已开放预约	6.5	-
21	伊格效应	手游	二次元卡牌JRPG	自研	已开放预约	8.5	N
22	代号：T	手游	赛博朋克RPG	自研	2020年5月20日网易游戏年度发布会公布	-	-
23	王牌竞速	手游	竞速	自研	2020年12月25日开启“燃擎测试”	6.8	Y
24	永劫无间	端游	多人动作竞技	自研	2021年1月小规模共研测试，3月国服大规模内测，暑期全球同步上线	-	Y
25	故土Nostos	端游+VR	VR开放世界	自研	2019年12月7日Steam全球上线，6日国服不删档不付费限量测试	9.0	N
26	超凡先锋	手游	FPS战术竞技	自研	2021年1月22日开启限量删档“夺金首测”	8.4	N
27	三国诛将录	手游	动作	代理	2017年11月10日完成首测	6.8	Y
28	逗斗火柴人	手游	MMO格斗	自研	2019年7月海外首发	7.9	N
29	代号：邪神	手游	经营养成战术	-	2020年11月20日开启首次安卓限量不付费删档共研测试	3.2	-
30	蛋仔派对	手游	休闲竞技	自研	已开放预约	8.8	N
31	战争怒吼	手游	战术对抗	代理	2020年12月10日开启先锋测试（安卓删档不付费）	8.5	Y
32	最后的秘密	手游	文字冒险	自研	已开放预约	10.0	N
33	洪荒文明	手游	SLG	自研	2018年12月27日开启航海测试	8.0	N
34	完售物语	手游	日系SRPG	代理	2019年10月17日开启第一次冶炼测试（安卓不付费限量删档）	9.0	N
35	萌王ex	手游	3D二次元ATM	代理	2017年5月5日完成启萌测试（二测）	7.4	Y

资料来源：公司公告，2020 网易游戏 520 发布会，网易游戏会员 App，网易大神 App，网易游戏官网，TapTap，国家新闻出版署，天风证券研究所

## 风险提示

**就地过年对居家时长影响不及预期。**就地过年主要是限制跨地区人员流动，减少走亲访友频率，我们预计有望显著提升居民居家时长。如果春节期间居民较多地选择本地外出活动，居家时长的提升情况可能低于我们预期。

**游戏行业竞争加剧。**腾讯在国内手游行业的市场份额稳居第一，核心产品《王者荣耀》与《和平精英》长期占据畅销榜 Top2。近年来，字节跳动、阿里巴巴为代表的流量巨头加大游戏领域布局，同时原先专注于出海的优秀游戏公司亦开始拓展国内市场，游戏行业竞争进一步加剧。

**监管风险。**近年来，游戏行业监管趋严，包括未成年人防沉迷等相关规定陆续出台。游戏公司需要理解并遵循监管要求，确保游戏产品、运营等各方面合法合规。未来行业监管可能存在收紧的风险。

**新游上线进度不及预期。**包括由于版号审批进度不及预期、监管方面问题（例如防沉迷系统不符合监管要求）等导致新游戏未能按照计划时间上线。



## 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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com