

## 公司研究

## 《问道》长线运营延续出色表现，重磅新游有望增厚公司业绩

## ——吉比特（603444.SH）2020 年报点评

## 要点

**事件：**吉比特公布 2020 全年业绩。2020 年实现营收 27.4 亿元，同比增长 26.4%，归母净利润 10.5 亿元，同比增长 29.3%，经营现金流 15.3 亿元，同比增长 18.2%。拟向全体股东每 10 股派发现金股利 120 元，分红率达 82.4%。

**点评：**公司收入增长主要由《问道手游》及新游《最强蜗牛》（港澳台版）、《魔渊之刃》等上线带动所致。1) 公司营业成本同比增长 87.0% 至 3.8 亿元：公司为青瓷数码研发并运营的《最强蜗牛》提供推广服务，推广支出计入成本；游戏授权金摊销增加；2Q20 起外部研发商的游戏分成支出不再进行摊销。期间费用率同比提升 3 pcts 至 36.4%，毛利率下滑 4.5 pcts 至 86.0%：销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.9%/8.6%/15.7%/1.2%（同比+0.5/+0.1/+0.4/+2.0 pcts），其中财务费用主要因汇率波动导致汇兑损失增加；销售费用同比增长 32.9% 至 3.0 亿元，主要因新老游戏加大营销推广力度，4Q20 销售费用率环比下滑 2.8 pcts 至 13.0%，未来买量成本有望随产品差异化趋稳；研发费用同比提升 29.6% 至 4.3 亿元，保持稳定增长。

《问道手游》贡献稳定流水，《最强蜗牛》开辟放置类新赛道。1) 核心 IP 产品《问道手游》贡献稳固基本盘：上线运营近 5 年，2020 年 iOS 游戏畅销榜排名保持在 20-30 名，截至 2020 年末，累计注册用户超 4,500 万；2) 《最强蜗牛》开辟放置类新赛道：子公司青瓷研发运营的放置游戏《最强蜗牛》自 2020 年 6 月上线以来，iOS 游戏畅销榜排名均在前 30 名，未来将给公司贡献投资收益。

公司游戏新品储备丰富，重磅新品《一念逍遥》、《摩尔庄园》有望增厚公司业绩。自研修仙放置类新游《一念逍遥》1Q21 上线后持续火爆，上线次日便跃升至 iOS 游戏免费榜第 1 和畅销榜第 5，上线后基本稳定在畅销榜 10 名左右，七麦数据预估 iOS 近 7 日日均流水约 49.7 万美元。国民级 IP 产品《摩尔庄园》iOS 商店预计 Q2 发布，截至 3 月 29 日游戏官网预约玩家数量超过 648 万，TapTap 评分 9.3 分。此外，2021 年公司新产品储备丰富，《复苏的魔女》、《精灵魔塔》、《冒险与深渊》、《石油大亨》、《魔法洞穴 2》、《军团》等游戏均已取得版号，有望增厚公司业绩。

**盈利预测、估值与评级：**公司长线运营能力强，核心长周期 IP《问道》贡献稳定基本盘；21 年自研修仙放置类新游《一念逍遥》持续火爆，国民级 IP 产品《摩尔庄园》预计 Q2 发行，有望为业绩增长提供强劲动力。我们预计 21-22 年归母净利 14.75/17.40 亿元（与上次预测+9.7%/10.5%），新增 23 年归母净利预测 20.00 亿元，现价对应 PE 17/15/13 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**游戏流水增长不及预期，行业政策收紧，买量成本持续上升

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,170.37	2,742.29	3,833.89	4,424.84	4,965.71
营业收入增长率	31.16%	26.35%	39.81%	15.41%	12.22%
净利润（百万元）	809.19	1,046.41	1,475.01	1,740.02	2,000.43
净利润增长率	11.93%	29.32%	40.96%	17.97%	14.97%
EPS（元）	11.26	14.56	20.52	24.21	27.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.35%	27.52%	33.40%	31.95%	30.22%
P/E	31	24	17	15	13
P/B	8	7	6	5	4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截至 2021-03-30

## 买入（维持）

当前价：351.96 元

## 作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

联系人：王凯

wangkai8@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	0.72
总市值(亿元):	252.90
一年最低/最高(元):	296.34/671.6
近 3 月换手率:	268.51%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.52	-23.72	-35.30
绝对	10.30	-17.06	-14.64

资料来源：Wind

## 相关研报

净利润增速小于营收增速 待毛利率回升及新游上线——吉比特（603444.SH）2020 年三季度业绩点评（2020-10-23）

# 目 录

1、业绩保持增长，新游买量致成本上升 .....	4
2、《问道》延续出色表现，重磅新游有望增厚公司业绩 .....	6
2.1、《问道手游》贡献稳定流水，《最强蜗牛》开辟放置类新赛道 .....	6
2.2、《一念逍遥》成为放置类新爆款，《摩尔庄园》有望 Q2 上线 .....	7
3、盈利预测与投资建议 .....	8
4、风险分析 .....	8

## 图目录

图 1: 2011-2020 年吉比特营收、成本逐年变化 (亿元, %)	4
图 2: 2011-2020 年吉比特归母净利润逐年变化 (亿元, %)	4
图 3: 2011-2020 年吉比特毛利率、净利率变化	5
图 4: 2011-2020 年吉比特费用率情况	5
图 5: 1Q18-4Q20 吉比特费用率变化情况	5
图 6: 2011-2020 年吉比特现金流情况 (亿元)	5
图 7: 2020 年《问道手游》iOS 总榜及游戏畅销榜排名变动	6
图 8: 2020 年《最强蜗牛》iOS 游戏畅销榜排名变动	6
图 9: 2021 年《一念逍遥》上线以来 iOS 游戏畅销榜排名变动	7

## 表目录

表 1: 吉比特 2020 年主要财务指标变化	4
表 2: 2021 年吉比特主要储备新产品情况表	8

## 1、业绩保持增长，新游买量致成本上升

2020 全年公司实现营收 27.4 亿元，同比增长 26.4%，归母净利润 10.5 亿元，同比增长 29.3%，经营现金流 15.3 亿元，同比增长 18.2%。

公司收入增长主要由《问道手游》及新游《最强蜗牛》（港澳台版）、《魔渊之刃》、《不朽之旅》等上线带动所致。公司营业成本同比增长 87.0%至 3.8 亿元，主要由于：1) 公司为青瓷数码研发并运营的《最强蜗牛》提供推广服务，推广支出计入成本；2) 新上线游戏多为外部代理产品，游戏授权金摊销增加；3) 2Q20 起外部研发商的游戏分成支出不再进行摊销。

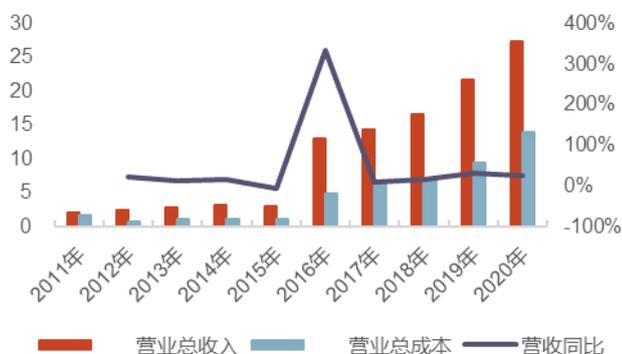
期间费用率同比提升 3.0 pcts 至 36.4%，毛利率下滑 4.5 pcts 至 86.0%：1) 销售费用同比增长 32.9%至 3.0 亿元，销售费用率提升 0.5 pcts 至 10.9%，主要因公司自主运营平台雷霆游戏上线多款新游以及《问道手游》等存量产品加大营销推广力度，游戏推广支出增加；4Q20 销售费用率环比下滑 2.8pcts 至 13.0%，未来买量成本有望随产品差异化趋稳；2) 研发费用同比提升 29.6%至 4.3 亿元，研发费用率提升 0.4 pcts 至 15.7%，保持稳定增长；3) 管理费用同比上升 26.9%至 2.3 亿元，主要由于投资业务对应奖金增加、增加办公楼相应折旧；4) 财务费用增长 300.8%至 0.3 亿元，主要因汇率波动导致汇兑损失增加。

表 1：吉比特 2020 年主要财务指标变化

科目	本期数 (亿元)	上年同期数 (亿元)	变动比例 (%)
营业收入	27.42	21.70	26.35
营业成本	3.84	2.05	86.99
销售费用	2.99	2.25	32.93
管理费用	2.35	1.85	26.87
财务费用	0.34	-0.17	300.83
研发费用	4.31	3.32	29.62
经营活动产生的现金流量净额	15.33	12.97	18.19
投资活动产生的现金流量净额	4.09	-1.60	355.76
筹资活动产生的现金流量净额	-5.49	-8.51	35.50

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 1：2011-2020 年吉比特营收、成本逐年变化 (亿元, %)



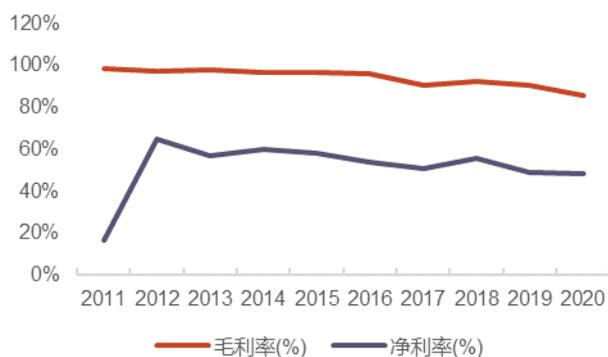
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：2011-2020 年吉比特归母净利润逐年变化 (亿元, %)



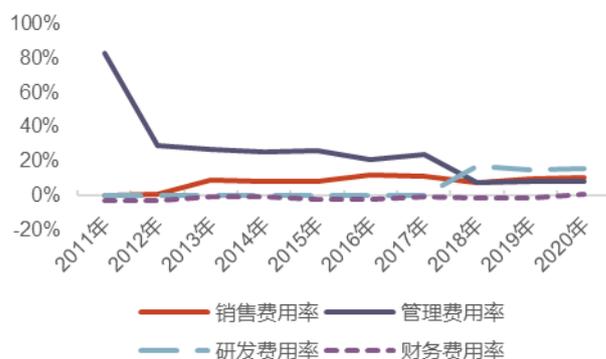
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：2011-2020 年吉比特毛利率、净利率变化



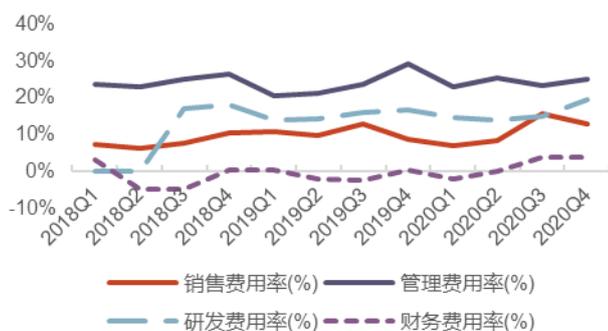
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：2011-2020 年吉比特费用率情况



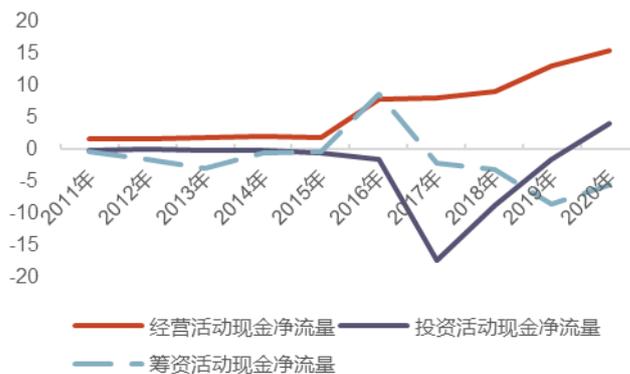
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：1Q18-4Q20 吉比特费用率变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：2011-2020 年吉比特现金流情况 (亿元)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

**经营现金流增速小于营业收入增速。**2020 年公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 18.2%至 15.3 亿元，小于营收增速，主要由于：1) 代理游戏分成及授权金摊销增加；2) 《魔渊之刃》、《不朽之旅》等多款新游上线以及《问道手游》等存量产品加大营销推广力度，游戏推广支出增加。

此外，投资现金流量净额同比大幅增加 355.8%至 4.1 亿元，**主要由于公司赎回与购买理财产品的差额增加以及本期处置股权收入增加**；筹资活动产生现金流量净额同比增加 35.5%至-5.5 亿元，**主要由于股利支付金额较上年同期减少。**

## 2、《问道》延续出色表现，重磅新游有望增厚公司业绩

### 2.1、《问道手游》贡献稳定流水，《最强蜗牛》开辟放置类新赛道

公司核心 IP 产品《问道手游》上线近 5 年表现依然稳定，贡献稳固基本盘。2020 年《问道手游》iOS 游戏畅销榜排名基本在 20-30 名之间，平均排名第 26 名，最高至该榜单第 6 名；自 2021 年以来，《问道手游》已进行 6 次更新，3 月 30 日游戏畅销榜最新排名 19 名。截至 2020 年末，累计注册用户超 4,500 万，公司长周期运营能力持续凸显。

图 7：2020 年《问道手游》iOS 总榜及游戏畅销榜排名变动



资料来源：七麦数据，光大证券研究所

公司品类创新得突破，《最强蜗牛》未来将给公司贡献投资收益。子公司青瓷研发和运营的放置游戏《最强蜗牛》自 2020 年 6 月上线以来，iOS 游戏畅销榜排名基本保持在前 30 名，开辟放置类游戏新赛道。

图 8：2020 年《最强蜗牛》iOS 游戏畅销榜排名变动



资料来源：七麦数据，光大证券研究所

## 2.2、《一念逍遥》成为放置类新爆款，《摩尔庄园》有望 Q2 上线

继续发力放置类产品，《一念逍遥》差异化竞争优势明显。2021年2月1日，吉比特旗下星云工作室自研，雷霆游戏发行的水墨风格放置修仙新品《一念逍遥》上线，区别于市面上大多数放置类游戏玩法单一：1)《一念逍遥》独创真实 AI 挂机玩法，玩家离线后，角色也会驻在离线前停留的秘境，进行真实战斗获得在线收益；2)在交互上加入宗门乱战、跨服对战等社交玩法，挂机后也能与其他玩家产生实时交互。后续还将围绕养成与社交进行更新，增加用户黏性、延长游戏的生命周期。

《一念逍遥》成为放置类新爆款，预计贡献业绩增长强劲动力。游戏上线次日便跃升至 iOS 游戏免费榜第 1 和畅销榜第 5；上线后基本稳定在 iOS 游戏畅销榜 10 名左右，据七麦数据，截至 3 月 30 日，iOS 近 7 日日均流水约为 49.7 万美元，产品后续流水表现及收入贡献值得期待。

图 9：2021 年《一念逍遥》上线以来 iOS 游戏畅销榜排名变动



资料来源：七麦数据，光大证券研究所

《鬼谷八荒》PC 版表现优异，成为 2021 国产独立游戏新爆款。2021 年初公司在 Steam 平台上线了世界沙盒修仙端游《鬼谷八荒》，首月全球销量超 180 万份，位列 Steam 全球热销榜前 2 名及全球热门游戏榜前 10 名，最高至 Steam 全球热门游戏榜第 3 名，全球最高同时在线人数超过 18 万。

公司后续新游可期，重点关注新游《摩尔庄园》上线。由淘金互动研发、雷霆游戏发行的国民级 IP 产品《摩尔庄园》主打 3D 社区养成，截至 3 月 29 日游戏官网显示预约玩家数量超过 648 万，TapTap 评分 9.3 分，《摩尔庄园》于 3 月 26 日开启 8 天安卓全渠道删档付费测试，测试规模 20 万人，iOS 商店预计 2Q20 正式上线。此外，2021 年公司代理产品储备丰富，《复苏的魔女》、《精灵魔塔》、《冒险与深渊》、《石油大亨》、《魔法洞穴 2》、《军团》、《地下城堡 3：魂之诗》等游戏均已取得版号，在商业化上更加侧重。

表 2：2021 年吉比特主要储备新产品情况表

序号	游戏	类型	开发商	版号	TapTap 评分	TapTap 预约
1	摩尔庄园	3D 社区养成类	淘米网络	已取得	9.3	124.4 万
2	军团	Roguelike	大象工作室	已取得	9.7	6.3 万
3	魔法洞穴 2	Roguelike	Dustin Auxier	已取得	9.2	7.6 万
4	石油大亨	模拟经验类	Gamous	已取得	7.7	17.6 万
5	复苏的魔女	二次元 RPG 手游	皮克喵工作室	已取得	8.6	21.1 万
6	精灵魔塔	Roguelike 爬塔类	普雷依特	已取得	9.1	1.7 万
7	冒险与深渊	放置养成类	木七七	已取得	7.0	7.3 万
8	地下城堡 3: 魂之诗	RPG	淘金互动	已取得		

资料来源：公司公告，TapTap，光大证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

公司长线运营能力强，核心长周期 IP《问道》贡献稳定基本盘，新游《最强蜗牛》等表现优异；21 年自研修仙放置类新游《一念逍遥》持续火爆，国民级 IP 产品《摩尔庄园》预计 Q2 发行，有望为业绩增长提供强劲动力。我们预计 21-22 年归母净利 14.75/17.40 亿元（与上次预测+9.7%/10.5%），新增 23 年归母净利预测 20.00 亿元，现价对应 PE 17/15/13 倍，维持“买入”评级。

### 4、风险分析

- 1) **游戏流水表现不达预期**：游戏流水表现的决定因素非常复杂，除游戏本身品质以外，发行方、发行窗口、后续运营等都会影响游戏的生命周期流水表现；
- 2) **行业政策收紧**：2019 年以来监管机构对版号总量的控制较为明显，部分游戏可能因题材、玩法等因素不符合条件导致版号获取缓慢，影响发行节奏；
- 3) **买量成本持续上升**：随着玩家基数和游戏时长红利逐步消退，国内游戏行业增速明显放缓，行业竞争加剧可能导致买量成本持续上升。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,170	2,742	3,834	4,425	4,966
营业成本	205	384	546	615	677
折旧和摊销	27	62	65	73	82
税金及附加	14	18	25	31	35
销售费用	225	299	460	531	596
管理费用	185	235	329	379	426
研发费用	332	431	537	608	670
财务费用	(17)	34	3	(4)	(23)
投资收益	31	115	100	125	150
营业利润	1,230	1,558	2,064	2,415	2,765
利润总额	1,230	1,558	2,064	2,415	2,765
所得税	164	226	289	350	415
净利润	1,066	1,332	1,775	2,065	2,350
少数股东损益	257	285	300	325	350
归属母公司净利润	809	1,046	1,475	1,740	2,000
EPS(按最新股本计)	11.26	14.56	20.52	24.21	27.84

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,297	1,533	1,568	2,080	2,328
净利润	809	1,046	1,475	1,740	2,000
折旧摊销	27	62	65	73	82
净营运资金增加	(1,146)	342	1,029	391	354
其他	1,607	83	(1,002)	(125)	(107)
投资活动产生现金流	(160)	409	(150)	(150)	(100)
净资本支出	(58)	(69)	(200)	(200)	(200)
长期投资变化	322	545	0	0	0
其他资产变化	(424)	(67)	50	50	100
融资活动现金流	(851)	(549)	(565)	(935)	(803)
股本变化	0	(0)	0	0	0
债务净变化	(27)	(28)	301	(229)	0
无息负债变化	84	234	95	162	153
净现金流	293	1,338	853	994	1,425

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	90.5%	86.0%	85.8%	86.1%	86.4%
EBITDA 率	62.3%	55.9%	53.4%	53.4%	53.9%
EBIT 率	60.3%	51.4%	51.7%	51.8%	52.3%
税前净利润率	56.7%	56.8%	53.8%	54.6%	55.7%
归母净利润率	37.3%	38.2%	38.5%	39.3%	40.3%
ROA	24.4%	24.7%	26.5%	25.9%	24.3%
ROE (摊薄)	26.3%	27.5%	33.4%	32.0%	30.2%
经营性 ROIC	49.3%	48.6%	46.2%	46.0%	46.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	21%	21%	23%	18%	17%
流动比率	3.05	3.35	3.20	4.20	4.80
速动比率	3.05	3.35	3.20	4.20	4.80
归母权益/有息债务	48.60	107.71	13.12	50.92	61.90
有形资产/有息债务	67.72	149.59	19.44	72.75	87.99

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	4,369	5,388	6,696	7,984	9,703
货币资金	804	2,144	2,997	3,991	5,449
交易性金融资产	1,278	678	678	678	678
应收帐款	210	195	347	401	455
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	37	102	143	164	187
存货	1	0	0	0	0
其他流动资产	88	26	26	26	26
流动资产合计	2,453	3,256	4,381	5,466	7,017
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	322	545	545	545	545
固定资产	985	866	859	867	885
在建工程	0	0	79	138	182
无形资产	13	7	57	105	152
商誉	4	4	4	4	4
其他非流动资产	31	30	30	30	30
非流动资产合计	1,915	2,131	2,316	2,518	2,686
总负债	934	1,140	1,536	1,469	1,639
短期借款	0	0	229	0	0
应付账款	119	126	180	202	225
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1	0	0	0	0
其他流动负债	230	17	126	185	244
流动负债合计	803	972	1,368	1,301	1,471
长期借款	35	7	7	7	7
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	78	131	131	131	131
非流动负债合计	131	168	168	168	168
股东权益	3,435	4,248	5,160	6,515	8,064
股本	72	72	72	72	72
公积金	1,143	1,173	1,173	1,173	1,173
未分配利润	1,879	2,566	3,178	4,208	5,407
归属母公司权益	3,071	3,803	4,416	5,446	6,644
少数股东权益	364	445	745	1,070	1,420

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.4%	10.9%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用率	8.5%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
财务费用率	-0.8%	1.2%	0.1%	-0.1%	-0.5%
研发费用率	15.3%	15.7%	14.0%	13.8%	13.5%
所得税率	13.3%	14.5%	14.0%	14.5%	15.0%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	5.00	12.00	9.88	11.49	13.08
每股经营现金流	18.04	21.33	21.82	28.94	32.40
每股净资产	42.72	52.92	61.44	75.78	92.12
每股销售收入	30.19	38.16	53.35	61.57	69.10

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	31	24	17	15	13
PB	8.2	6.7	5.7	4.6	3.8
EV/EBITDA	19	17	13	11	9
股息率	1%	3%	3%	3%	4%

## 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

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------