

公司研究

21Q1 新游集中上线致净利短期承压，业绩有望年内释放

——三七互娱 (002555.SZ) 2020 年报及 2021 一季报点评

要点

事件: 2020 年全年营业收入达 144.00 亿元,同比增长 8.86%,归母净利润 27.61 亿元,同比增长 30.56%; 公司 2021Q1 营业收入达到 38.18 亿元,同比下降 12.09%, 环比上升 22.75%, 归母净利润为 1.17 亿元, 同比下降 83.98%, 环比下降 76.68%。

点评: 公司 20 年手游收入占比进一步提升,海外收入增幅明显,推动全年业绩稳定增长。1) 2020 年移动游戏收入达 132.96 亿元,同比增加 10.90%, 占营业收入比例由 2019 年的 90.64% 增加至 92.33%。2) 2020 年海外收入为 21.43 亿元,同比上升 104.34%, 占比达 14.88%。《Puzzle & Survival》2021M2 全球流水超过 1 亿元人民币, 公司 2021Q1 海外收入占比已接近 20%。

公司 2021Q1 新游推广抬高销售费用,业绩短期承压。 1) 2021Q1 公司销售费用达 28.00 亿元,同比上升 0.06%, 环比上升 83.60%, 销售费用率为 73.35%, 环比上升 24.31pct。2) 公司一季度进入新产品高频发布期,三款核心手游上线,叠加 2020Q4 海外新上线手游仍处于推广期, 公司通过买量策略进行大规模营销, 推升 2021Q1 销售费用。

2021Q1 三款新游表现不俗,手机 IOS 端首日下载量均破 10 万。 1) 2021.01.06 上线手游《荣耀大天使》手机 IOS 端首日下载量达 239106 次。2) 2021.02.15 上线手游《绝世仙王》手机 IOS 端首日下载量达 126607 次。3) 2021.03.16 上线手游《斗罗大陆:武魂对决》手机 IOS 端首日下载量达 309294 次。

公司储备产品矩阵品类丰富,多元化已有成效。 1) 公司逐步从“单核 (MMORPG)” 转向“双核 (MMORPG+SLG) + 多元 (其他游戏类型)” 战略布局。从公司目前已公布的储备产品阵列来看, SLG 的占比已与 MMORPG 相近。2) 公司 SLG、模拟经营等长周期游戏收入占比从 2020 年的 10% 已提升至 2021Q1 的 15%。

盈利预测、估值与评级: 公司 2021Q1 所推出手游推广费用将在年内逐步收回, 预计年内业绩有望企稳后向上修复; 公司产品矩阵逐步丰富, 未来业绩波动性有望降低, 成长确定性提升。考虑产品周期以及新游戏推广带来的影响, 我们下调 21/22 年的净利预测至 30.1/35.3 亿元 (与上次预测-19%/-23%), 新增 23 年净利预测 40.4 亿, 对应 PE 16/14/12x; 全年业绩短期承压后有望释放, 且公司研发实力不断提升, 维持“买入”评级。

风险提示: 游戏版号审批收紧风险, 玩家流失风险, 新游研发进度不及预期风险。

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)	13,227	14,400	17,361	20,553	23,719
营业收入增长率	73.30%	8.86%	20.56%	18.39%	15.40%
净利润 (百万元)	2,115	2,761	3,008	3,532	4,044
净利润增长率	109.69%	30.56%	8.93%	17.45%	14.48%
EPS (元)	1.00	1.31	1.36	1.59	1.82
ROE (归属母公司) (摊薄)	30.09%	45.73%	26.10%	24.82%	23.39%
P/E	22	17	16	14	12
P/B	6.6	7.7	4.2	3.4	2.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-30, 注: 2021 年 3 月后总股本增加至 2,218 百万股, 此前为 2,112 百万股。

买入 (维持)

当前价: 22.06 元

作者

分析师: 付天姿

执业证书编号: S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

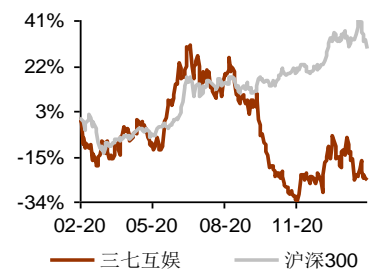
联系人: 王凯

wangkai8@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.18
总市值(亿元):	489.26
一年最低/最高(元):	21.26/51.08
近 3 月换手率:	99.76%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.04	-24.76	-38.60
绝对	-4.13	-23.85	-37.69

资料来源: Wind

1、新游推广抬高销售费用，业绩短期承压

1.1、2020 业绩表现出色，2021Q1 短期业绩承压

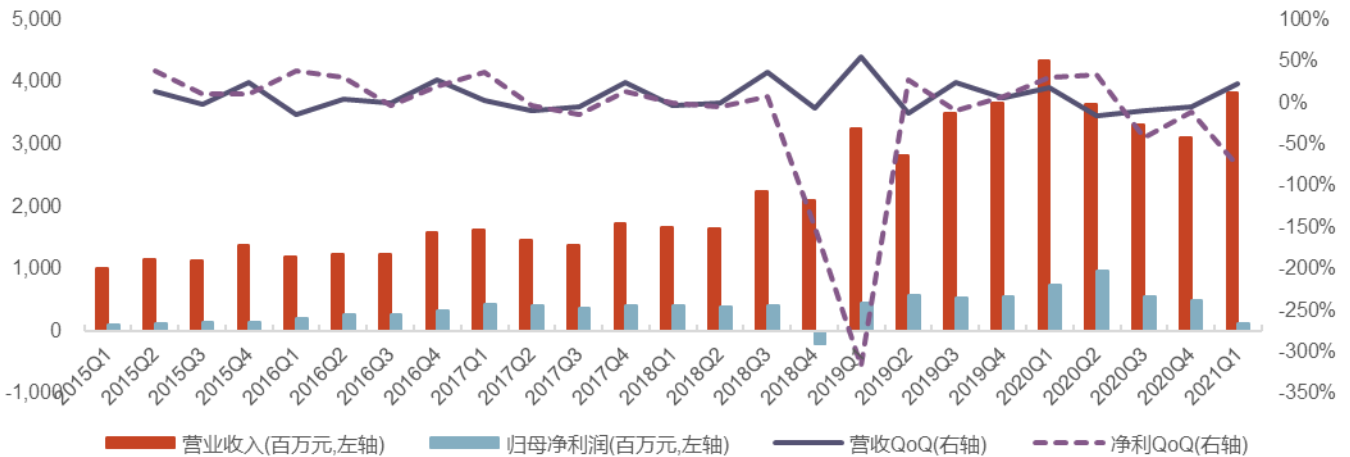
公司 2020 年全年营业总收入达 144.00 亿元,同比增长 8.86%,归母净利润 27.61 亿元,同比增长 30.56%。2021Q1 营业收入达到 38.18 亿元,同比下降 12.09%,环比上升 22.75%,归母净利润为 1.17 亿元,同比下降 83.98%,环比下降 76.68%。

1) 2020 全年营业收入同比增长 8.86%，归母净利润同比增长 30.56%，新老游戏同时发力。a) 公司 2020 年推出《大天使之剑》、《云上城之歌》等重点手游，驱动业绩上升。b) 经典老游戏《精灵盛典》、《永恒纪元》提供稳定基本盘。

2) 2021Q1 净利润承压，同比环比双降，主要受一季度销售费用率上升影响。公司一季度进入新产品高频发布期，三款核心手游《荣耀大天使》、《绝世仙王》、《斗罗大陆:武魂觉醒》2021Q1 陆续上线，叠加 2020Q4 海外新上线手游《Puzzle & Survival》及《叫我大掌柜》仍处于推广期，公司通过买量策略进行大规模营销，2021Q1 每日买量素材数量显著超过 2020 年同期水平，2021Q1 销售费用率受此影响大幅提高。

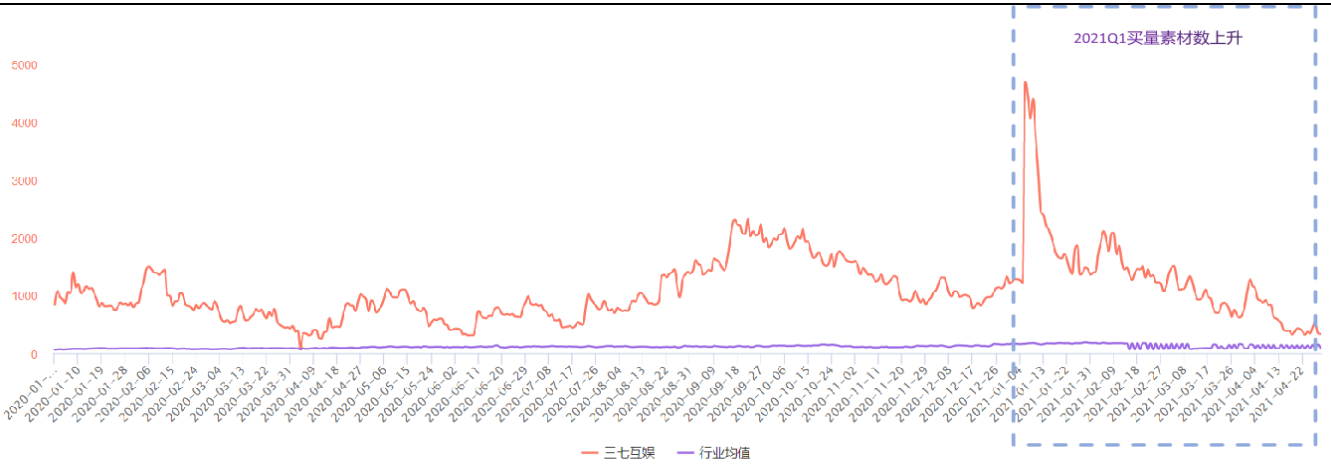
我们认为，2021Q1 新游推广带来的新增流水将逐季体现，持续回收推广成本，并且随着国内及海外新游戏项目的逐步盈利，短暂承压的业绩有望在 2021 年内得到释放。

图 1：2015Q1-2021Q1 公司营收及归母净利润情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：2020.01.01-2021.04.29 三七互娱每日买量素材数（组）变化



资料来源：Data Eye

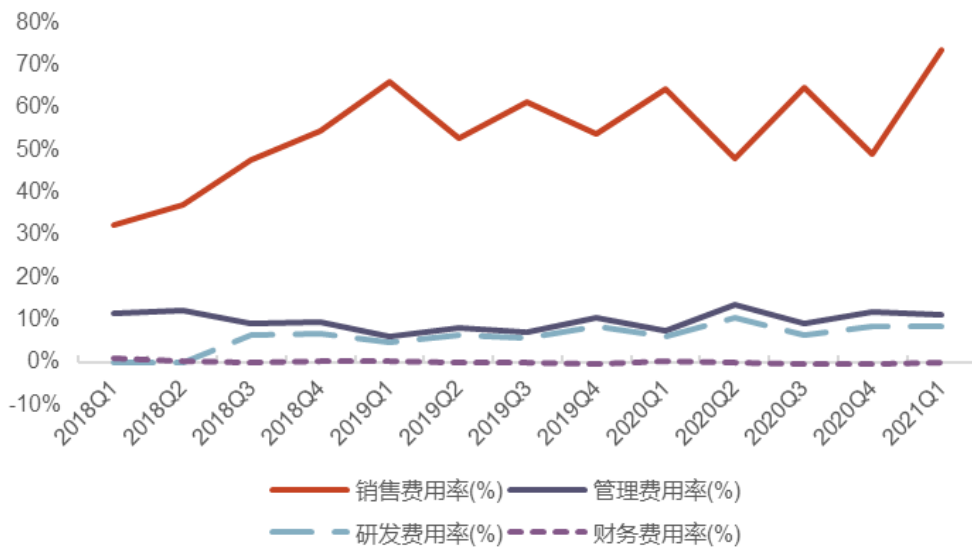
注：统计公司范围为上市主体芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司及其旗下子公司安徽尚趣玩网络科技有限公司、三七互娱（上海）科技有限公司、广州三七互娱科技有限公司、海南连弘网络科技有限公司；行业均值：行业投放素材均值，总投放素材数 / 投放公司数

1.2、新游推广加大销售费用率，持续加码研发端实力

公司 2021Q1 销售费用以及费用率上升主要系三款新游戏上线推广导致。公司 2020 全年公司销售费用达 82.13 亿元，同比上升 6.15%，销售费用率为 57.03%。2021Q1 公司销售费用达 28.00 亿元，同比上升 0.06%，环比上升 83.60%，销售费用率为 73.35%，环比上升 24.31pct。

公司持续补强研发实力，研发费用及研发人员数保持高速增长。公司 2020 全年研发费用达 11.13 亿元，同比上升 35.73%。2020 年公司研发人员数量已升至 2343 人，同比上升 48.10%。2021Q1 公司研发费用达 3.25 亿元，同比上升 24.04%，环比上升 26.55%，研发费用率为 8.51%，环比上升 0.26pct。

图 3：2018Q1-2021Q1 公司期间费用率变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

公司加大研发力度，未来有望推出多款精品游戏。手游行业发展进入新阶段，玩家对于手游品质要求愈发提高。2020Q4 公司在苏州成立研发子公司，主要进行女性向品类研发；2021Q1 在厦门成立研发分部，以吸引美术人才及模拟经营品类人才。

公司 2020 全年公司管理费用达 3.66 亿元，同比上升 64.86%，主要系 2020H1 办公大楼转固折旧费上升。2021Q1 公司管理费用达 1.03 亿元，同比上升 65.98%，主要系公司规模及效益提升使员工的薪酬费用及股份激励增加。

表 1：三七互娱研发费用及研发人员情况

	2019 年	2020 年	变动比例
研发人员数量 (人)	1,582	2,343	48.10%
研发人员数量占比	56.14%	57.68	1.54pct
研发投入金额 (百万)	814	1,112	36.66%
研发费用率	6.16%	7.73%	1.57pct

资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.3、净利率下滑，经营现金流受销售费率影响

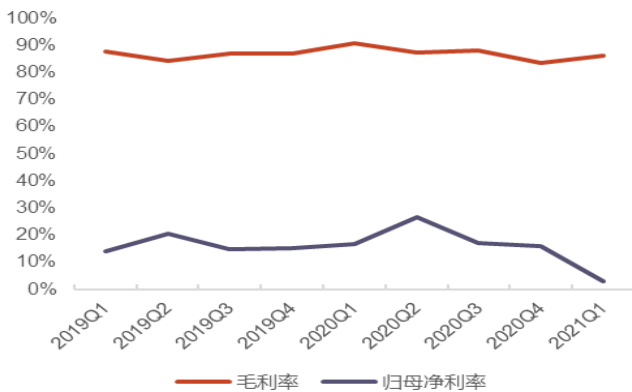
公司 2021Q1 净利率为 3.06%，同比下降 13.72pct，环比下降 13.04pct，主要受公司 2021Q1 销售费用率显著提升所致。2021Q1 毛利率为 86.40%，同比下降 4.43pct，环比上升 2.72pct。

2021Q1 经营活动产生的现金流量净额为 6.73 亿，同比下降 61.63%，减少 10.81 亿元，主要系：1) 因收入同比下降导致销售商品、提供劳务收到的现金较 2020Q1 减少 7.86 亿元；2) 因 2021Q1 支付职工薪酬增加，支付给职工以及为职工支付的现金较 2020Q1 增加 2.00 亿元。

2021Q1 投资活动产生的现金流量净额为 1.20 亿，较 2020Q1 增加 14.02 亿元，上年同期为-12.8 亿元，主要系：1) 2021Q1 处置股权收回投资款较上年同期增加 1.60 亿元；2) 2020Q1 支付购买土地使用权款项 8.58 亿元，2021Q1 无相关现金流出；3) 购买理财及赎回理财产品净额较 2020Q1 减少现金流出 5.13 亿元。

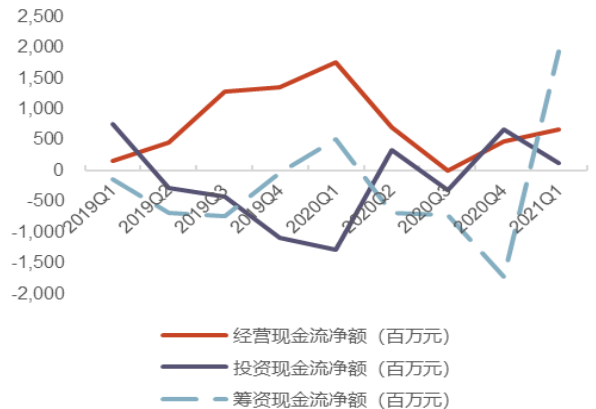
2021Q1 筹资活动产生的现金流量净额为 19.28 亿，而 2020Q1 为 5.1 亿元，主要系：1) 2021Q1 新增发行股份吸收投资收到现金 29.29 亿元；2) 2021Q1 归还银行承兑汇票款 6.56 亿元；3) 支付收购子公司广州三七网络科技有限公司少数股权款 5.74 亿元。

图 4：2019Q1-2021Q1 公司毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：2019Q1-2021Q1 公司现金流情况



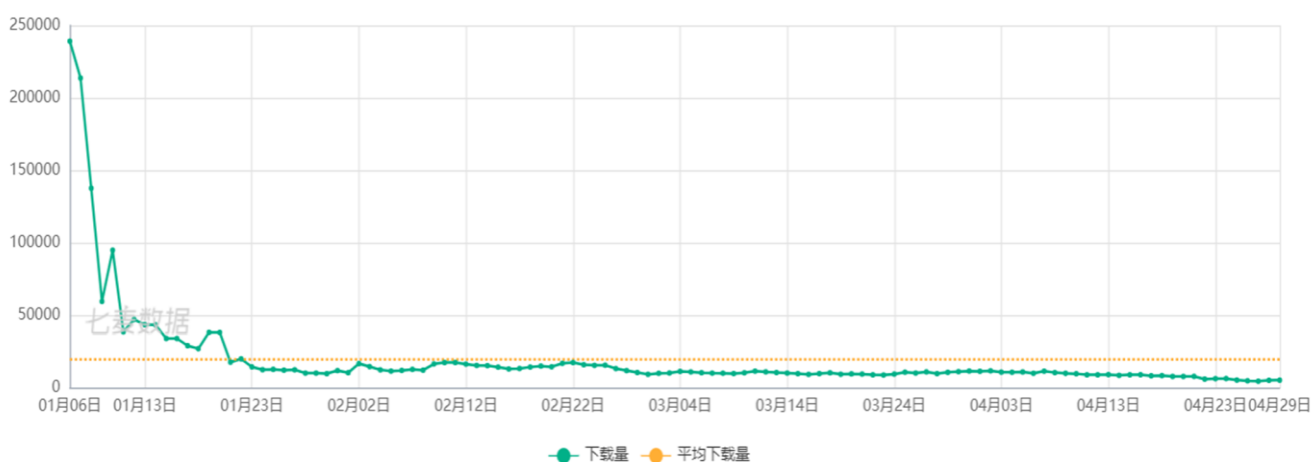
资料来源：Wind，光大证券研究所

2、产品矩阵多元化，生命周期有望延长

2.1、2021Q1 三款新游表现不俗，手机 IOS 端首日下载量均破 10 万

公司 2021Q1 上线三款手游表现不俗，特别是 2020M3 上线手游《斗罗大陆：武魂对决》手机 IOS 端首日下载量破 30 万。1) 2021.01.06 上线手游《荣耀大天使》手机 IOS 端首日下载量达 239106 次，2021.01.06 至 2021.04.29 每日平均下载次数达 19346 次。2) 2021.02.15 上线手游《绝世仙王》手机 IOS 端首日下载量达 126607 次，2021.02.15 至 2021.04.29 每日平均下载次数达 22479 次。3) 2021.03.16 上线手游《斗罗大陆：武魂对决》手机 IOS 端首日下载量达 309294 次，2021.03.16 至 2021.04.29 每日平均下载次数达 55323 次。

图 6：2020.01.06-2021.04.29 《荣耀大天使》手机 IOS 端每日下载量（次）



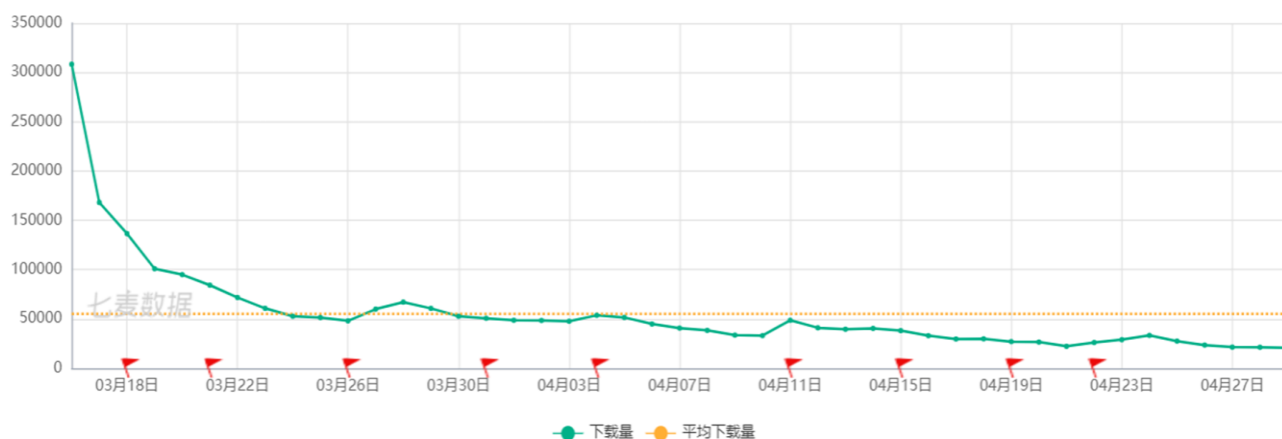
资料来源：七麦数据

图 7：2020.02.15-2021.04.29 《绝世仙王》手机 IOS 端每日下载量（次）



资料来源：七麦数据

图 8: 2020.03.16-2021.04.29 《斗罗大陆: 武魂对决》手机 IOS 端每日下载量 (次)

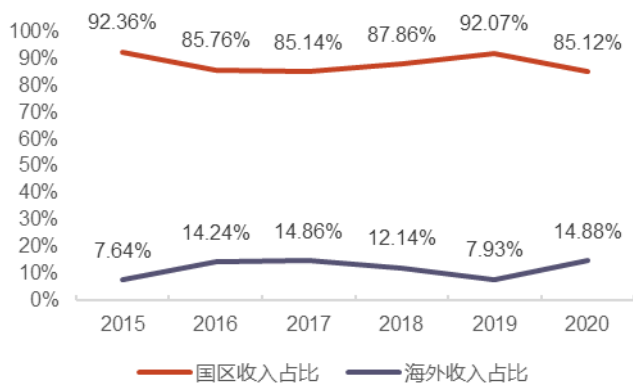


资料来源: 七麦数据

2.2、 移动游戏占比持续上升, 海外布局打造第二条增长曲线

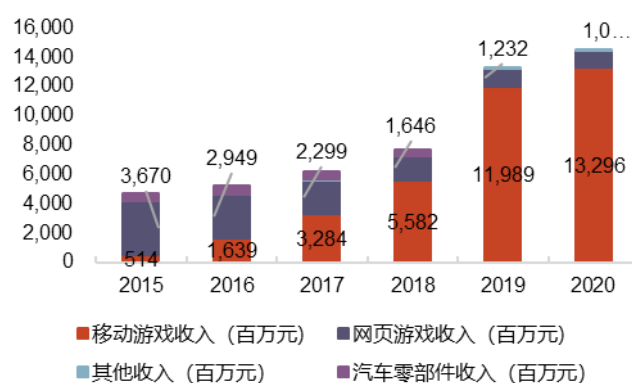
公司在手游端持续发力, 已由传统网页游戏发行公司转型为具备移动游戏研发和运营能力的“研运”一体化公司。1) 移动游戏收入达 132.96 亿元, 同比增加 10.90%, 占营业收入比例由 2019 年的 90.64% 增加至 92.33%。2) 网页游戏收入达 10.80 亿元, 较 2019 同比减少 12.34%, 占总营收 7.5%。

图 9: 2015-2020 三七互娱收入构成(按区域区分)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

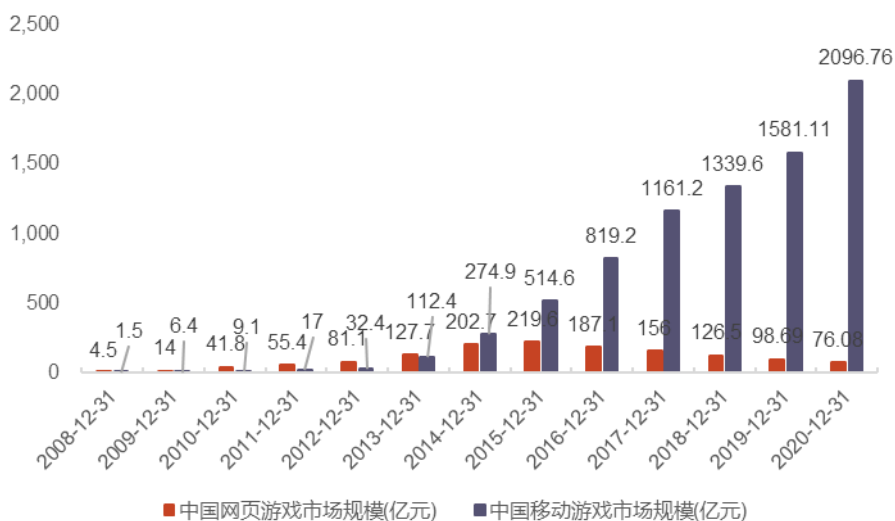
图 10: 2015-2020 三七互娱收入构成(按产品类型区分)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

公司海外游戏发行品牌正在逐步建立, 海外市场收入有望为公司打造第二条增长曲线。区域上来看, 海外收入为 21.43 亿元, 同比上升 104.34%, 占比达 14.88%。公司公告显示, 2021Q1 全球发行手游《Puzzle & Survival》及《叫我大掌柜》表现亮眼, 《Puzzle & Survival》2021M2 全球流水超过一亿元人民币, 在该两款手游的带动下, 公司 2021Q1 海外收入占比已接近 20%。

图 11：2008-2020 中国移动游戏及网页游戏市场规模



资料来源：伽马数据，光大证券研究所

2.3、“双核”+“多元化”产品布局，公司业绩将更具确定性

公司产品矩阵的不断丰富，公司逐步从“单核（MMORPG）”转向“双核（MMORPG+SLG）+多元（其他游戏类型）”战略布局。从公司目前已公布的储备产品阵列来看，SLG 的占比已与 MMORPG 相近，SLG 相较 MMORPG 游戏产品周期更长，成本回收曲线更为平滑。公司公告显示，在《江山美人》及《叫我大掌柜》等游戏带动下，公司 SLG、模拟经营等长周期游戏收入占比从 2020 年的 10% 已提升至 2021Q1 的 15%。

我们预计，未来三七互娱游戏产品矩阵中 SLG 类等长生命周期游戏占比或将持续上升，公司业绩波动幅度或将减小，成长确定性有望增强。

表 2：三七互娱 2021 预计上线游戏（包含 2021Q1 已上线游戏）

游戏名称	游戏类型	上线时间	TapTap 评分	TapTap 关注人数
荣耀大天使	MMORPG	2021.01.06	3.0	9 万
一千克拉女王	女性向	2021.01.22	6.0	3 万
绝世仙王	MMORPG	2021.02.09		
斗罗大陆：武魂觉醒	卡牌+SLG	2021.03.16	3.7	29 万
斗罗大陆：魂师对决	卡牌+MMOPG	2021.05.10	8.3	23 万
叫我大掌柜(国服)	模拟经营	2021Q2	7.4	13 万
代号 BY	SLG			
传世之光	MMORPG			
代号 LH	MMORPG			
最后的原始人	卡牌			
异能都市	MMORPG			
代号 WZ	SLG			
兵人指挥官	SLG			

资料来源：公司公告，TapTap，光大证券研究所

注：TapTap 评分及关注观测时间为 2021.04.29，部分游戏未登陆 TapTap

3、盈利预测

公司 2021Q1 所推出手游推广费用将在年内逐步收回,预计年内业绩有望企稳后向上修复;公司产品矩阵逐步丰富,未来业绩波动性有望降低,成长确定性提升。考虑产品周期以及新游戏推广带来的影响,我们下调 21/22 年的净利预测至 30.1/35.3 亿元(与上次预测-19%/-23%),新增 23 年净利预测 40.4 亿,对应 PE 16/14/12x;全年业绩短期承压后有望释放,且公司研发实力不断提升,维持“买入”评级。

4、风险分析

游戏版号审批收紧风险

公司游戏产品上线公测需要国家新闻出版广电总局批准并发放版号,若国家游戏产业政策收紧,版号批准放缓,公司产品推出可能受阻,进而影响公司正常经营。

玩家流失风险

若游戏经营不当或游戏品质无法满足玩家,导致玩家流失,游戏产品成本回收将受阻。

新游上线进度不及预期风险

游戏产品具有一定生命周期,若新游戏上线进度不及预期,导致游戏产品发行真空期过长,公司业绩或将承压。

表 3: 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)	13,227	14,400	17,361	20,553	23,719
营业收入增长率	73.30%	8.86%	20.56%	18.39%	15.40%
净利润(百万元)	2,115	2,761	3,008	3,532	4,044
净利润增长率	109.69%	30.56%	8.93%	17.45%	14.48%
EPS(元)	1.00	1.31	1.36	1.59	1.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.09%	45.73%	26.10%	24.82%	23.39%
P/E	22	17	16	14	12
P/B	6.6	7.7	4.2	3.4	2.8

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2021-04-30,注:2021 年 3 月后总股本增加至 2,218 百万股,此前为 2,112 百万股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,227	14,400	17,361	20,553	23,719
营业成本	1,776	1,758	2,453	2,875	3,294
折旧和摊销	20	66	59	69	78
税金及附加	46	42	51	62	71
销售费用	7,737	8,213	9,884	11,681	13,457
管理费用	222	366	442	523	603
研发费用	820	1,113	1,341	1,588	1,833
财务费用	-15	-23	-10	-80	-121
投资收益	111	155	160	170	180
营业利润	2,672	3,256	3,575	4,298	5,021
利润总额	2,696	3,249	3,578	4,301	5,024
所得税	279	213	271	368	480
净利润	2,417	3,036	3,308	3,932	4,544
少数股东损益	302	275	300	400	500
归属母公司净利润	2,115	2,761	3,008	3,532	4,044
EPS(元)	1.00	1.31	1.36	1.59	1.82

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,258	2,928	3,189	3,676	4,246
净利润	2,115	2,761	3,008	3,532	4,044
折旧摊销	20	66	59	69	78
净营运资金增加	-674	-333	393	522	518
其他	1,797	434	-271	-448	-393
投资活动产生现金流	-1,043	-610	-388	-255	-220
净资本支出	-366	-1,071	-350	-350	-350
长期投资变化	469	361	0	0	0
其他资产变化	-1,147	100	-38	95	130
融资活动现金流	-1,602	-2,628	1,600	-747	-862
股本变化	-13	0	106	0	0
债务净变化	-399	608	-889	0	0
无息负债变化	968	1,039	804	519	515
净现金流	620	-361	4,401	2,674	3,164

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	86.6%	87.8%	85.9%	86.0%	86.1%
EBITDA 率	22.2%	23.5%	19.7%	20.1%	20.3%
EBIT 率	21.4%	22.7%	19.3%	19.7%	19.9%
税前净利润率	20.4%	22.6%	20.6%	20.9%	21.2%
归母净利润率	16.0%	19.2%	17.3%	17.2%	17.0%
ROA	23.8%	28.7%	20.3%	19.8%	19.0%
ROE (摊薄)	30.1%	45.7%	26.1%	24.8%	23.4%
经营性 ROIC	59.6%	62.9%	53.9%	56.1%	57.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	28%	43%	27%	25%	23%
流动比率	2.44	1.29	2.49	2.89	3.31
速动比率	2.44	1.29	2.49	2.89	3.31
归母权益/有息债务	25.00	6.79	-	-	-
有形资产/有息债务	30.05	8.75	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末总股本计算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	10,145	10,564	16,266	19,891	23,967
货币资金	2,153	1,777	6,178	8,852	12,016
交易性金融资产	2,043	1,321	1,321	1,321	1,321
应收帐款	1,288	1,165	1,401	1,658	1,914
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	85	85	101	118	135
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	126	452	526	606	685
流动资产合计	6,355	5,800	10,984	14,252	18,006
其他权益工具	120	295	295	295	295
长期股权投资	469	361	361	361	361
固定资产	47	923	1,054	1,231	1,336
在建工程	797	4	107	159	276
无形资产	17	1,108	1,166	1,192	1,217
商誉	1,615	1,589	1,589	1,589	1,589
其他非流动资产	271	31	179	179	179
非流动资产合计	3,790	4,764	5,283	5,638	5,961
总负债	2,852	4,499	4,414	4,933	5,448
短期借款	0	889	0	0	0
应付账款	1,419	1,078	1,505	1,764	2,021
应付票据	300	393	549	643	737
预收账款	197	0	0	0	0
其他流动负债	72	45	75	107	138
流动负债合计	2,600	4,498	4,412	4,931	5,446
长期借款	250	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0	0
非流动负债合计	251	0	2	2	2
股东权益	7,294	6,065	11,852	14,958	18,518
股本	2,112	2,112	2,218	2,218	2,218
公积金	301	115	3,211	3,565	3,969
未分配利润	4,711	3,960	6,244	8,596	11,252
归属母公司权益	7,029	6,037	11,524	14,229	17,290
少数股东权益	264	28	328	728	1,228

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	58.49%	57.04%	56.94%	56.84%	56.74%
管理费用率	1.68%	2.54%	2.54%	2.54%	2.54%
财务费用率	-0.11%	-0.16%	-0.06%	-0.39%	-0.51%
研发费用率	6.20%	7.73%	7.73%	7.73%	7.73%
所得税率	10%	7%	8%	9%	10%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.20	0.37	0.44	0.51
每股经营现金流	1.54	1.39	1.44	1.66	1.91
每股净资产	3.33	2.86	5.20	6.42	7.80
每股销售收入	6.26	6.82	7.83	9.27	10.69

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	22	17	16	14	12
PB	6.6	7.7	4.2	3.4	2.8
EV/EBITDA	15.7	13.8	12.9	10.4	8.5
股息率	1.4%	0.9%	1.7%	2.0%	2.3%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE