

完美世界 (002624.SZ)

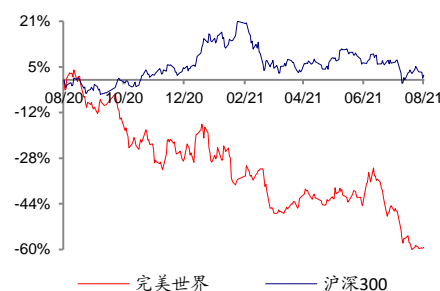
短期业绩承压，新游戏表现亮眼

核心观点:

- 业绩概况:** 公司 2021 年 H1 扣非归母净利润为 0.38 亿元，归母净利润 2.58 亿元，同降 79.72%。游戏业务实现营业收入 34.1 亿元，同降 21.75%，实现毛利润 21.24 亿元，毛利率 62.31%。影视业务方面，公司积极去库存，共有 8 部影视剧在本期确认收入，实现收入 7.29 亿元，毛利润 1.49 亿元，毛利率 20.44%。按季度来看，公司 2021 年 Q2 实现营收 19.76 亿元，毛利润为 10.44 亿，毛利率为 52.84%；Q2 实现归母净利润-2.07 亿元，净利率为-10.46%，同比下降 131.48%；扣非后归母净利润-2.8 亿元。非经常损益主要来源于出售了海外制作 MMO 主机游戏《Magic》的团队，产生 2.7 亿亏损。
- 《梦幻新诛仙》表现亮眼，老游戏维持稳定。** 本期上线的新游戏《梦幻新诛仙》表现优异，上线后在畅销榜平均排名为 7.57 名，首月流水实现 5 亿元，定位为长线运营的产品，每天流水超千万，表现较为稳定。公司四款头部 MMO 产品排名：《新诛仙》排名 56 名，《完美世界手游》排名 40 名，《新笑傲江湖》排名为 52 名，《新神魔大陆》排名为 80 名，充分证明公司精品游戏研发能力和长线运营能力。
- 盈利预测与投资建议:** 公司在传统 MMO 领域稳居国内一线梯队，多款老牌游戏流水和排名稳，公司在积极尝试“MMO+X”，“卡牌+X”两个方向，向更年轻、更聚焦、更长线化发展。从短期来看，《梦幻新诛仙》具有不俗的长线运营潜力，将会在未来持续释放利润，公司今年新游戏除《幻塔》年内上线的确定性较强之外，大部分游戏将于明年上线，收入将在明年兑现。从长期来看，公司积极突破舒适圈，寻求多元化品类布局有助公司长期业绩成长。预计 21~23 年归母净利润 13.09/23.68/28.50 亿元，由于公司今年业绩受到减值一次性影响，我们认为基于公司 2022 年业绩估值更为合理。参考可比公司给予 22 年 20xPE 对应每股合理价值为 24.41 元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 版号风险，流水低于预期，行业竞争加剧风险

公司评级	买入
当前价格	14.66 元
合理价值	24.41 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-18

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610

kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

完美世界 (002624.SZ): 长线运营能力强, 品类创新加速	2021-05-23
完美世界 (002624.SZ): 游戏保持稳健增长, 影视资产风险已基本释放	2021-02-01
完美世界 (002624.SZ): 业绩增长稳健, 《新神魔》稳定性优于预期	2020-10-30

联系人:

朱国源 021-38003663

zhuguoyuan@gf.com.cn

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,039	10,225	10,756	12,845	14,772
增长率 (%)	0.1%	27.2%	5.2%	19.4%	15.0%
归母净利润 (百万元)	1,503	1,549	1,309	2,368	2,850
增长率 (%)	-11.9%	3.0%	-15.5%	80.8%	20.4%
EPS (元/股)	1.14	1.20	0.68	1.22	1.47
市盈率 (P/E)	33.46	27.85	21.92	12.12	10.07
ROE (%)	15.8%	14.3%	10.6%	16.1%	16.3%
EV/EBITDA	34.24	16.71	13.96	10.76	8.06

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

目录索引

一、业绩短期承压，看好后续游戏储备.....	4
二、盈利预测和投资建议.....	8
三、风险提示.....	9

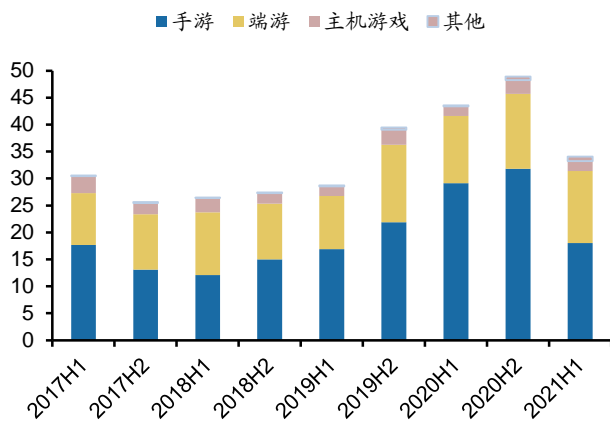
图表索引

图 1: 完美世界客户端、移动、主机游戏营收 (亿元)	4
图 2: 完美世界按季度费用率 (%)	4
图 3: 完美世界单季度营收 (亿元) 和增速 (%)	5
图 4: 完美世界单季度归母净利 (亿元) 和增速 (%)	5
图 5: 完美世界头部游戏产品的 iOS 端畅销榜排名走势	6
表 1: 完美世界 2021Q2 财务指标拆解	5
表 2: 完美世界游戏游戏储备	6
表 3: 2021-2023 年完美世界核心业务收入预测	8
表 4: 国内主要游戏上市公司的估值情况 (Wind 一致预期, 注: 统计时间: 2021 年 8 月 18 日, 货币单位: 人民币)	9

一、业绩短期承压，看好后续游戏储备

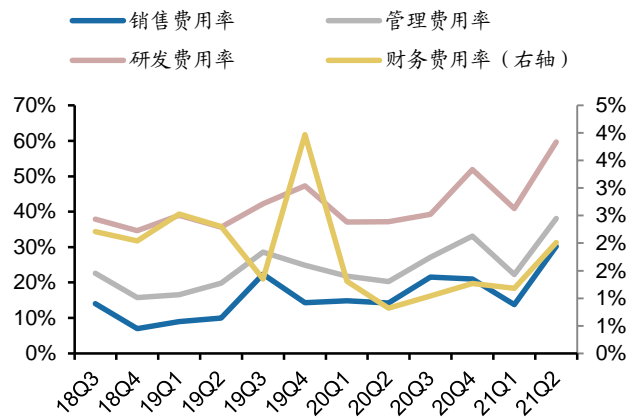
2021年半年报业绩概况：公司2021年H1扣非归母净利润为0.38亿元，同比下降96.68%。归母净利润2.58亿元，同比下降79.72%。游戏业务实现营业收入34.1亿元，同比下降21.75%。其中，2021年上半年公司实现手游收入18.04（YOY-38.08%）及端游收入13.38（YOY+7.32%），由于20年疫情期间手游收入高基数，以及老游戏流水自然下滑，上半年新游上线日期较晚，手游收入同比下滑明显。游戏业务实现毛利润21.24亿元，毛利率62.31%，同比下降2.77pct；影视业务方面，公司积极去库存，共有8部影视剧在本期确认收入。影视业务实现收入7.29亿元，毛利润1.49亿元；毛利率20.44%，同比下降16.46pct。

图1：完美世界客户端、移动、主机游戏营收（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

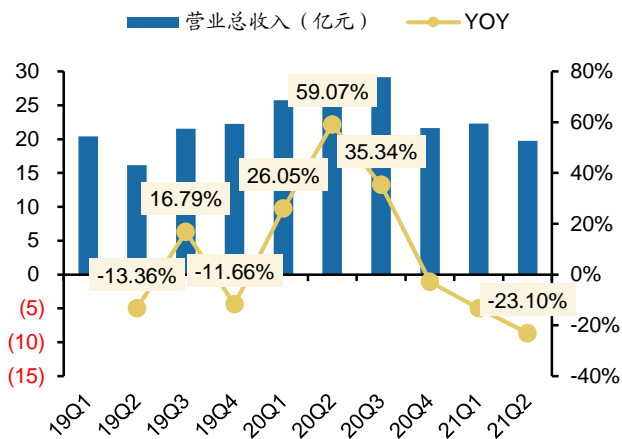
图2：完美世界按季度费用率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

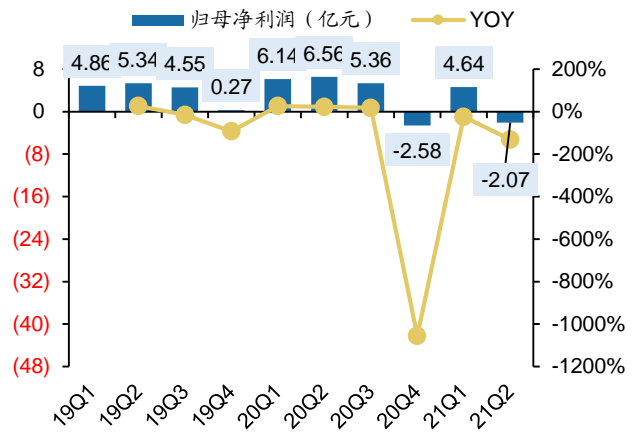
2021年二季度业绩概况：公司2021年Q2实现营收19.76亿元，同比下降23.10%；21Q2毛利润为10.44亿，同比下降31.32%，毛利率为52.84%；Q2实现归母净利润-2.07亿元，净利率为-10.46%，同比下降131.48%；扣非后归母净利润-2.8亿元，同比下降150.53%。非经常损益主要来源于处置子公司及联营企业部分股权收益。费用方面，公司21Q2销售费用为5.97亿元，同比增长63.50%，销售费用率30.22%，同增加16.01pct；管理费用1.55亿元，同比增长0.40%，管理费用率7.85%，同增加1.84pct；财务费用0.40亿元，同比增加89.61%，财务费用率2.01%，同增加1.19pct；研发费用4.27亿元，同比下降2.15%，研发费用率21.61%，同增加4.63pct。

图3: 完美世界单季度营收 (亿元) 和增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 完美世界单季度归母净利润 (亿元) 和增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

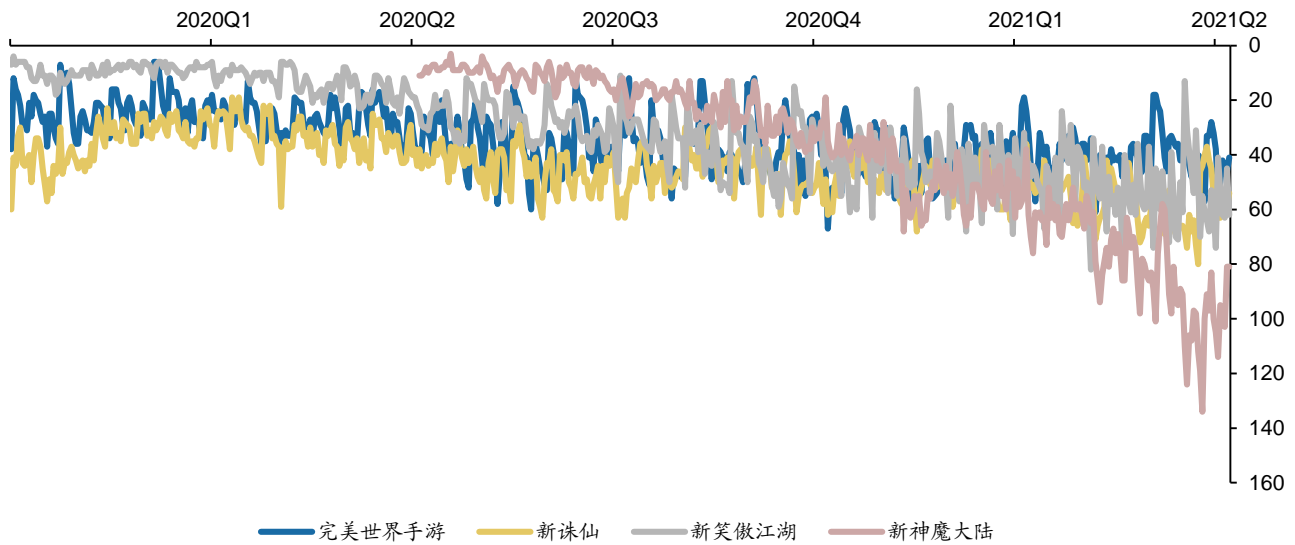
表1: 完美世界2021Q2财务指标拆解

财务指标	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	环比变动 (pct)	同比变动 (pct)
毛利率 (%)	48.49%	62.37%	59.16%	56.92%	63.84%	56.56%	52.84%	-3.72	-6.32
销售费用率 (%)	14.33%	14.88%	14.21%	21.54%	21.00%	13.75%	30.22%	16.47	16.01
管理费用率 (%)	10.58%	6.95%	6.01%	5.59%	12.06%	8.53%	7.85%	-0.68	1.84
研发费用率 (%)	22.41%	15.22%	16.98%	12.15%	18.81%	18.61%	21.61%	3.00	4.63
财务费用率 (%)	3.97%	1.31%	0.82%	1.04%	1.27%	1.18%	2.01%	0.83	1.19
营业利润率 (%)	-9.29%	26.00%	26.00%	18.59%	-11.64%	23.17%	-12.79%	-3.52	-33.91
归母净利率 (%)	1.22%	23.86%	25.55%	18.37%	-11.93%	20.81%	-10.46%	-31.27	-36.01
扣非归母净利率 (%)	-14.93%	23.24%	21.57%	17.78%	-29.02%	14.26%	-14.17%	-28.43	-35.74

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

《梦幻新诛仙》表现亮眼, 老游戏总体稳定。本期上线的新游戏《梦幻新诛仙》表现优异, 上线后在畅销榜平均排名为7.57名, 首月流水超5亿元, 定位为长线运营的产品, 每天流水超千万, 表现较为稳定。公司的四款MMORPG头部产品情况: 《新诛仙》(2018年3月上线) 二季度畅销榜日均排名为56名, 《完美世界手游》(2019年3月上线) 二季度畅销榜日均排名为40名, 《新笑傲江湖》(2019年12月上线) 的二季度畅销榜日均排名为52名, 《新神魔大陆》(2020年7月上线) 的二季度畅销榜日均排名为80名, 保持每年产出并积累一款头部产品, 充分证明公司精品游戏研发能力和长线运营能力。

图5: 完美世界头部游戏产品的iOS端畅销榜排名走势



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

《幻塔》有望年内上线。手游《幻塔》于7月15日开启付费测试, 留存数据表现优异, 预计将在年内上线; 《天龙八部2》已开启封闭测试, 《一拳超人: 世界》将于11月开启测试, 竖版MMO《完美世界: 诸神之战》作为《完美世界手游》的补充, 7月20日在海外推出, 8月国内首次测试, 这几款游戏都有望于年内上线。出海方面, 《战神遗迹》Q3上线港澳台, Q4上线日韩地区。明年公司储备还包括在ChinaJoy展出大受好评的《新诛仙》端游以及航海王IP的ARPG手游等。

表2: 完美世界游戏游戏储备

游戏名称	研发/发行	版本号	上线时间	类型	测试进度	TAPTA P 评分	TAPTAP 预约量	游戏简介
幻塔	自研	有	2021Q3	开放世界 MMORPG	2021/7/15 限量删档计费测试	6.4	1058940	《幻塔》是完美世界游戏旗下 Hotta Studio 自主研发并打造的轻科幻开放世界手游。高自由度世界探索玩法、轻科幻美术风格、多样场景互动解谜元素与自由职业战斗, 讲述有关拯救与毁灭的末世故事。
天龙八部 2 手游	自研	无	2021H2	MMORPG	开放预约	8.8	25258	《天龙八部 2 手游》是一款由金庸正版授权的 3D 真武侠 MMORPG 手游。通过写实风格、次世代研发技术, 力求将武侠世界中的人、物、景、光极致还原, 为玩家打造一个前所未有的真实江湖。
完美世界: 诸神之战	自研	有	2021H2	竖版 MMO		7.3	1847	《完美世界: 诸神之战》是由《完美世界》手游核心团队基于完美世界 IP 打造的官方竖版 3D 手游。游戏延续十六年不变的情怀, 结合创新的竖屏操作以及轻量化设计, 呈现原汁原味的完美世界体验。
Project: 棱镜	自研	无	2021H2	二次元沙盒 RPG 卡牌		8.4	104128	《Project: 棱镜》是由完美世界游戏自研的一款科幻异星开放世界+手游。
一拳超人: 世界	自研	无	2021H2	3D 动作	7月初黑盒测			《一拳超人: 世界》是一款融合了小队讨伐怪人、箱庭世界探索等全新玩法的角色扮演动作手游, 游

								戏高度还原并补充了动漫中描绘的英雄与怪人对立的灾害世界。
梦间集 2	自研	无	2023	二次元 3D, 女性向		9.0	102941	《梦间集 2》将高品质国风与后科幻赛博元素融于一身, 在延续梦间集 IP 矩阵国风精神内核基础上, 融入科技、机械、人工智能等赛博元素, 为玩家创造出一个独具魅力的中国风赛博世界。
代号 MA 百万亚瑟王	自研	无	2022	多人协同 CCG, 二次元 IP		9.8	49282	《代号 MA》是百万亚瑟王系列第一款放置类卡牌游戏, 同时在探索系统中还能体会到 Roguelike 的随机玩法
黑猫奇闻社	自研	无	2021H2	互动解谜		9.3	145516	都市奇幻解谜手游《黑猫奇闻社》, 都市传说和互动解谜的奇妙结合, 多分支多结局
新诛仙世界 (双端)	自研	有	2022	MMORPG		6.2	2805	诛仙 IP 全新作品《新诛仙世界》预计上线 PC 和移动双端, 游戏凭借着 UE4 引擎所打造出的极致画面为玩家带来了极为出色的演出效果。
Perfect New World (PC)	自研	无	2022	动作				《Perfect New World》是一款面相全球的 3A 品质的动作向主机游戏, 新作会采用《完美世界》IP 的大世界架构, 让完美世界 IP 得以延续
完美新世界	自研	无	2023	开放世界 MMORPG			—	《完美新世界》手游是一款中世纪魔幻风格的大型开放世界 MMORPG。
诛仙 2	自研	无	2022	MMORPG, 云游戏			—	《诛仙 2》新的故事、玩法、技术都会在这款游戏中一一呈现
香蜜沉沉烬如霜	自研	无	2022	大世界 RPG			—	—
代号: 火山	自研	无	2022	策略休闲 RPG			—	
代号: R	自研	无	2022	互动叙事 RPG			—	
Project Bard	自研	无	2022	二次元卡牌			—	ProjectBard 游戏是由完美世界推出的一款国风水墨二次元角色扮演游戏。
CODE NAME: X	代理	无	2022	JRPG			—	由殿堂级日系 IP 女神异闻录改编新作《CODE NAME: X》, 打造正统本格 JRPG 手游, 本次是其在全球范围内首次移动端授权。
逐光之旅 (PC)	自研	无	2022	横板跳跃	7 月 8 日 Steam 试玩		—	《逐光之旅》是由微光工作室开发的一款深海题材的横版平台跳跃游戏。
代号: 档案	自研	无	2022	叙事解谜			—	代号档案是一款以 Lovecraft 小说的原创主题为基础, 以原创和本地化的克苏鲁故事为背景, 以逼真的卡通风格场景为基础, 并结合文字冒险和策略卡牌的游戏。

数据来源: 完美世界官网, 广发证券发展研究中心

二、盈利预测和投资建议

公司储备的游戏项目丰富，2021年内有望上线《幻塔》。另外还有《天龙八部2》（已开启封闭测试），《一拳超人：世界》（将于11月开启测试），竖版MMO《完美世界：诸神之战》等。出海方面，《战神遗迹》Q3上线港澳台，Q4上线日韩地区。明年公司储备还包括《新诛仙》端游以及航海王IP的ARPG手游等。影视业务方面，2021年5月播出的《光荣与梦想》，获得了收视和口碑的双丰收，此外，公司储备的《舍我其谁》《昔有琉璃瓦》《月里青山淡如画》《和平方舟》《山河表里》等影视作品正在制作。

表 3：2021-2023 年完美世界核心业务收入预测

项目	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
公司收入 (百万元)	6159	7930	8034	8039	10,225	10,756	12,845	14772
YoY	26.7%	28.8%	1.3%	0.1%	27.2%	5%	19%	15%
游戏业务	4676	5622	5370	6817	9250	9964	12016	13981
YoY	25%	22%	-4%	27%	36%	8%	21%	16%
移动网络游戏	2155	3079	2711	3881	6094	7094	8868	10553
YoY	45%	43%	-12%	43%	57%	16%	25%	19%
毛利率	59%	63%	75%	75%	83%	65%	64%	64%
影视业务	1483	2308	2644	1222	975	792	829	791
YoY	27%	56%	15%	-54%	-20%	-19%	5%	-5%

数据来源：完美世界财报，广发证券发展研究中心

投资建议：公司在传统MMO领域稳居国内一线梯队，多款老牌MMO游戏流水和排名稳定，给予公司进行在新领域尝试的基本盘。公司在积极尝试“MMO+X”、“卡牌+X”两个方向，向更年轻、更聚焦、更长线化发展。从短期来看，六月份上线的回合制MMO《梦幻新诛仙》具有不俗的长线运营潜力，将会在未来持续释放利润，公司的游戏储备除《幻塔》年内上线的确定性较强之外，大部分游戏将于明年上线，且游戏的收入贡献大部分将在明年兑现。从长期来看，公司积极突破舒适圈，转型寻求多元化品类布局有助于公司长期业绩成长。预计21~23年归母净利润13.09/23.68/28.50亿元，由于公司今年业绩收到减值的一次性影响，我们认为基于公司2022年业绩估值更为合理。参考可比公司给予22年20xPE对应每股合理价值为24.41元，维持“买入”评级。

表 4: 国内主要游戏上市公司的估值情况 (Wind 一致预期, 注: 统计时间: 2021 年 8 月 18 日, 货币单位: 人民币)

代码	行业	公司名称	总市值 (亿元)	EPS(元/股)					P/E				
				(按 Wind 一致预期)									
				19A	20A	21E	22E	23E	19A	20A	21E	22E	23E
09999.HK	游戏 研发 &运 营商	网易	3710.56	6.15	3.49	4.65	5.42	6.33	17.47	30.76	23.11	19.83	16.98
002555.SZ		三七互娱	390.57	0.95	1.24	1.31	1.59	1.84	18.47	14.15	13.45	11.07	9.58
603444.SH		吉比特	293.93	11.26	14.56	21.94	25.38	29.60	36.32	28.09	18.64	16.11	13.82
300315.SZ		掌趣科技	98.99	0.13	0.11	0.35	0.39	0.00	27.23	31.23	10.34	9.21	-
09990.HK		祖龙娱乐	60.78	0.15	-0.93	0.74	1.30	2.11	50.93	-	10.14	5.73	3.53

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、风险提示

- 1. 版号风险:** 公司游戏业务面临严格监管政策, 若游戏版号发放不及预期, 将对公司业绩造成不利影响。
- 2. 流水不及预期风险:** 公司收入增长的核心驱动来自游戏业务, 若游戏上线时间延迟、流水表现不及预期, 将影响公司业绩表现。
- 3. 行业竞争加剧风险:** 游戏行业进入成熟期后增速放缓, 市场竞争日趋激烈。公司盈利情况可能受到竞争加剧带来的不利影响。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,132	7,885	10,661	12,911	16,282
货币资金	2,526	2,943	3,278	4,207	6,378
应收及预付	2,897	1,742	2,855	3,403	3,901
存货	1,760	1,027	1,881	2,214	2,480
其他流动资产	2,950	2,172	2,647	3,086	3,523
非流动资产	6,497	7,622	7,014	7,079	7,076
长期股权投资	1,914	2,768	2,768	2,768	2,768
固定资产	364	354	355	338	304
在建工程	48	275	275	275	275
无形资产	214	190	288	382	471
其他长期资产	3,958	4,035	3,327	3,315	3,258
资产总计	16,629	15,507	17,674	19,990	23,358
流动负债	4,800	4,204	3,236	3,506	3,822
短期借款	1,139	784	484	284	184
应付及预收	1,092	757	1,341	1,591	1,809
其他流动负债	2,569	2,663	1,411	1,631	1,829
非流动负债	1,701	121	813	467	640
长期借款	225	23	23	23	23
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,476	98	790	444	617
负债合计	6,501	4,325	4,049	3,973	4,462
股本	1,365	2,012	2,910	2,910	2,910
资本公积	2,325	1,962	2,018	2,018	2,018
留存收益	5,859	7,045	8,355	10,722	13,572
归属母公司股东权益	9,515	10,835	13,265	15,633	18,483
少数股东权益	614	347	360	384	413
负债和股东权益	16,629	15,507	17,674	19,990	23,358

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,039	10,225	10,756	12,845	14,772
营业成本	3,142	4,057	4,292	5,051	5,658
营业税金及附加	31	32	34	40	46
销售费用	1,145	1,831	1,936	2,299	2,644
管理费用	685	757	860	1,028	1,182
研发费用	1,504	1,589	1,829	2,184	2,511
财务费用	206	113	137	131	103
资产减值损失	707	969	43	42	36
公允价值变动收益	427	413	413	413	413
投资净收益	229	196	215	220	222
营业利润	1,342	1,628	1,408	2,564	3,088
营业外收支	4	28	30	36	41
利润总额	1,346	1,657	1,437	2,599	3,129
所得税	-101	152	115	208	250
净利润	1,447	1,504	1,322	2,391	2,878
少数股东损益	-56	-44	13	24	29
归属母公司净利润	1,503	1,549	1,309	2,368	2,850
EBITDA	1,674	2,155	1,927	2,396	2,917
EPS (元)	1.14	1.20	0.68	1.22	1.47

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,023	3,693	-1,575	1,731	2,351
净利润	1,447	1,504	1,322	2,391	2,878
折旧摊销	142	197	121	153	186
营运资金变动	402	1,627	-2,753	-436	-366
其它	33	364	-265	-377	-347
投资活动现金流	-1,994	-453	414	-245	-247
资本支出	-445	-571	-232	-464	-469
投资变动	-1,564	-28	-413	-413	-413
其他	15	146	1,058	632	635
筹资活动现金流	-1,427	-2,794	525	-557	66
银行借款	-292	-931	-300	-200	-100
股权融资	3	17	-16	0	0
其他	-1,139	-1,880	842	-357	166
现金净增加额	-1,398	445	-636	930	2,170
期初现金余额	3,852	2,468	2,943	2,307	3,237
期末现金余额	2,468	2,852	2,307	3,237	5,407

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	0.1%	27.2%	5.2%	19.4%	15.0%
营业利润增长	-29.1%	21.4%	-13.5%	82.1%	20.4%
归母净利润增长	-11.9%	3.0%	-15.5%	80.8%	20.4%
获利能力					
毛利率	60.9%	60.3%	60.1%	60.7%	61.7%
净利率	18.0%	14.7%	12.3%	18.6%	19.5%
ROE	15.8%	14.3%	10.6%	16.1%	16.3%
ROIC	23.1%	24.4%	19.1%	21.6%	25.8%
偿债能力					
资产负债率	39.1%	27.9%	24.2%	20.9%	19.9%
净负债比率	10.8%	5.2%	3.0%	1.6%	0.9%
流动比率	2.11	1.88	2.99	3.41	4.01
速动比率	1.63	1.55	2.31	2.66	3.24
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.64	0.67	0.72	0.71
应收账款周转率	3.72	5.43	4.29	4.29	4.29
存货周转率	1.61	2.91	2.28	2.28	2.28
每股指标 (元)					
每股收益	1.14	1.20	0.68	1.22	1.47
每股经营现金流	1.48	1.84	-0.81	0.89	1.21
每股净资产	7.24	8.38	6.34	7.56	9.03
估值比率					
P/E	33.46	27.85	21.92	12.12	10.07
P/B	6.10	3.52	2.33	1.96	1.64
EV/EBITDA	34.24	16.71	13.96	10.76	8.06

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。