

【广发传媒&海外】中手游(00302.HK)

IP 生态布局深化, 海外收入大幅增长

核心观点:

- **公司披露 2021 半年报:** 2021H1 公司营收 21.8 亿元 (YOY+27%), 调整后净利润为 4.02 亿元 (YOY+17.6%)。2021H1 销售费用总额 2.25 亿元 (YOY+119%), 管理费用 (不含研发费用) 0.60 亿元 (YOY-31%), 研发费用 1.24 亿元 (YOY+55%)。根据 Sensor Tower 数据,《新射雕》在马来西亚游戏畅销榜的平均排名约为 11 名, 在新加坡畅销榜平均排名为 21, 中手游 21H1 海外收入为 2.2 亿元, 同比大幅增长。
- **IP 生态布局深化, 收购+投资提升研发实力。** 截至 2021H1, 公司拥有 50 个授权 IP 和 68 个自有 IP, 相比于 2020 年底增加 8 个授权 IP。公司完成了对北京软星的全资收购, 提升仙剑 IP 掌控权。对外投资方面, 8 月公司完成了对班图网络、新芮互娱、麦吉信息、龙卷风网络的投资; 自研方面, 中手游成立满天星工作室, 为巨人网络巨火工作室原班团队, 核心成员参主导了《巨人》端游, 目前该工作室正在研发大型次世代开放世界 MMO 游戏《仙剑奇侠传: 零》。目前, 公司已形成三个研发子公司、四个自研工作室、近 30 个对外投资工作室的布局。
- **盈利预测与投资建议:** 发挥 IP 游戏生态核心竞争力, 看好 IP 生态给公司带来长期增长。由字节独代的《航海王热血航线》、自主发行《斗罗大陆: 斗神再临》上线后均取得良好市场表现。公司下半年的游戏储备包括自研仙剑 IP 端游《仙剑奇侠传七》、ARPG《镇魂街》、卡牌手游《仙剑奇侠传之挥剑问情》、程良奇团队在研的卡牌游戏《我的御剑日记》。长期来看, 公司通过收购+投资提升研发实力, 加强 IP 生态建设。公司与 B 站达成战略合作, 对公司的独占性 IP 拥有优先合作权; 与华为游戏在深度联运、IP 衍生品及品牌等领域开展合作, 预计 21-23 年调整后归母净利润 9.63/11.53/13.05 亿元, 参考可比公司给予 21 年 12xPE, 算得每股合理价值为 5.02 港元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** IP 无法获得授权; 游戏版号延期; 新游戏流水不及预期。

盈利预测: 注: 净利润、EPS 均为 NON-GAAP 口径, 汇率 HKD/CNY 为 1.20

货币单位: 人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3038	3820	5472	6361	7461
增长率 (%)	90%	26%	43%	16%	17%
归母净利润 (百万元)	613	807	963	1153	1305
增长率 (%)	83%	32%	19%	20%	13%
EPS (元/股)	0.22	0.29	0.35	0.42	0.47
市盈率 (Non-GAAP)	13.35	10.14	8.50	7.10	6.27
ROE (%)	6.6%	14.4%	15.7%	15.9%	15.4%
EV/EBITDA	23.83	11.72	4.74	6.66	6.22

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

3.55 港元

合理价值

5.02 港元

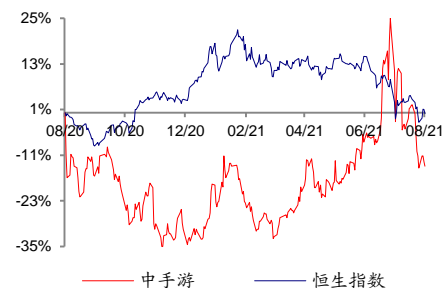
前次评级

买入

报告日期

2021-08-27

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:

- 【广发海外】中手游 (00302.HK): B 站战略入股中手游,《航海王: 热血航线》上线后表现优异 2021-05-02
- 【广发传媒&海外】中手游 (00302.HK): 新射雕港澳台流水破亿,《航海王: 热血航线》即将上线 2021-03-26
- 【广发传媒&海外】中手游 (00302.HK): 以 IP 赋能为核心, 形成游戏研运新生态 2020-09-10

联系人:

朱国源 021-38003663

zhuguoyuan@gf.com.cn

目录索引

一、21H1 实现调整后净利 4 亿元，海外收入大幅增长	4
二、IP 生态布局深化，海外收入大幅增长。	6
三、盈利预测和投资建议.....	7
四、风险提示	9

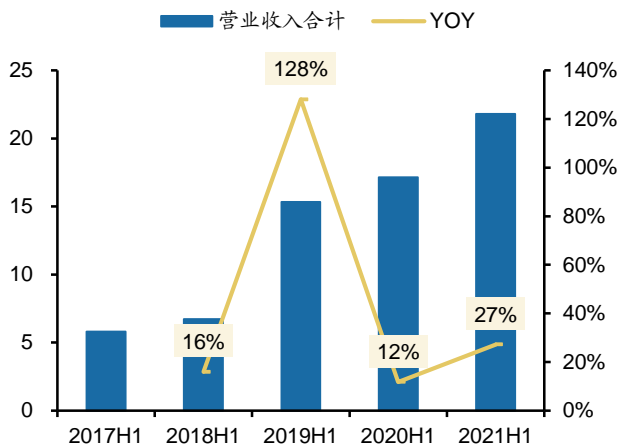
图表索引

图 1: 中手游年度营收 (亿元) 和增速 (%)	4
图 2: 中手游各业务营收占比 (%)	4
图 3: 2018H1~2021H1 年中手游期间费用率走势 (%) (管理费用不含研发费用)	4
图 4: 中手游 GAAP 净利润走势 (亿元, 货币单位: 人民币)	4
图 5: 《航海王热血航线》畅销榜排名	5
图 6: 《真三国无双霸》畅销榜排名	5
图 7: 《新射雕群侠传之铁血丹心》新马地区游戏畅销榜排名	5
表 1: 中手游分业务营业收入和毛利率情况 (亿元, 货币单位: 人民币)	6
表 2: 2021 年下半年中手游推广重要游戏	6
表 3: 中手游分业务营业收入和毛利率情况 (亿元, 货币单位: 人民币)	7
表 4: 游戏行业可比公司的估值情况 (统计日期: 2021 年 8 月 25 日)	8

一、21H1 实现调整后净利 4 亿元，海外收入大幅增长

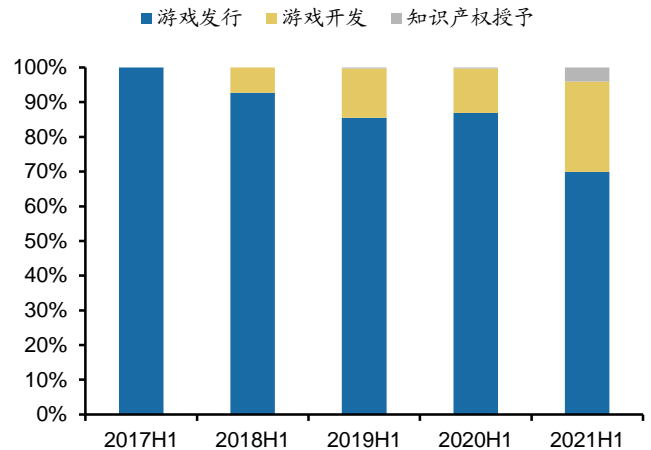
21年半年报概要：2021年H1公司实现营业收入21.80亿元，同比增长27%，毛利润8.40亿元，同增57.9%，毛利率提升7.50pct至38.51%，调整后净利润为4.02亿元（YOY+17.6%）。公司在2021年H1产生的销售费用总额2.25亿元（YOY+119%），销售费用率增加主要系《新射雕群侠传之铁血丹心》在海外，《斗罗大陆：斗神再临》在国内进行推广。管理费用（不含研发费用）为0.6亿元（YOY-31%），研发费用1.24亿元（YOY+55%），主要系公司加强自研的布局，研发投入增加所致。2021H1公司新注册用户达5801.4万，同增6.7%，平均每月活跃用户数为1908.4万人，同增26.8%，平均月付费用户数为144.2万人，同增27.0%，ARPPU达到251.9元。

图1：中手游年度营收（亿元）和增速（%）



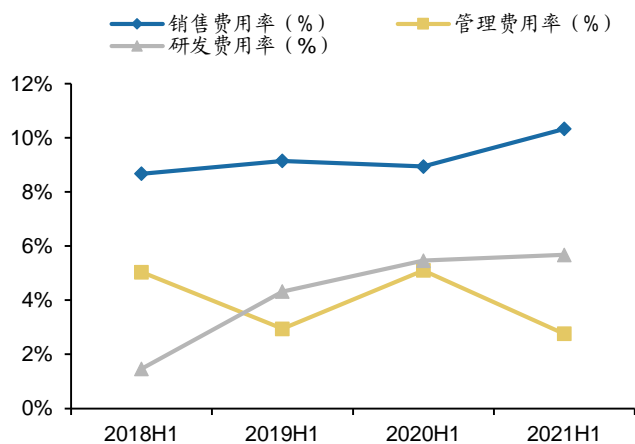
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：中手游各业务营收占比（%）



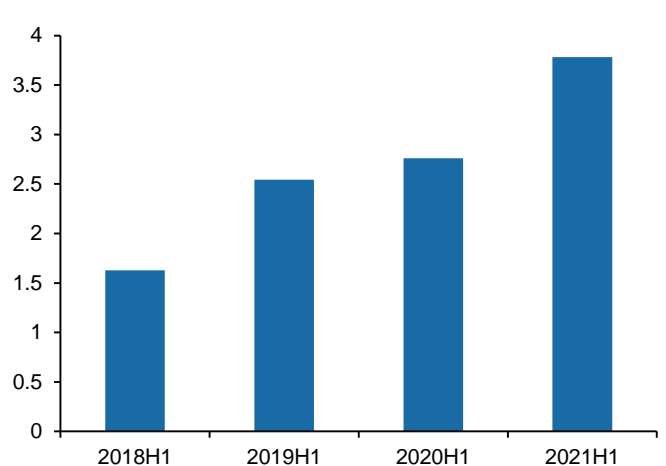
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：2018H1~2021H1年中手游期间费用率走势（%）
（管理费用不含研发费用）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：中手游GAAP净利润走势（亿元，货币单位：人民币）

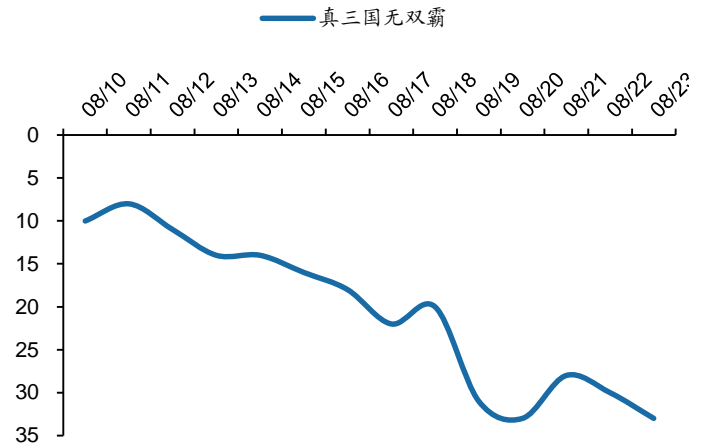
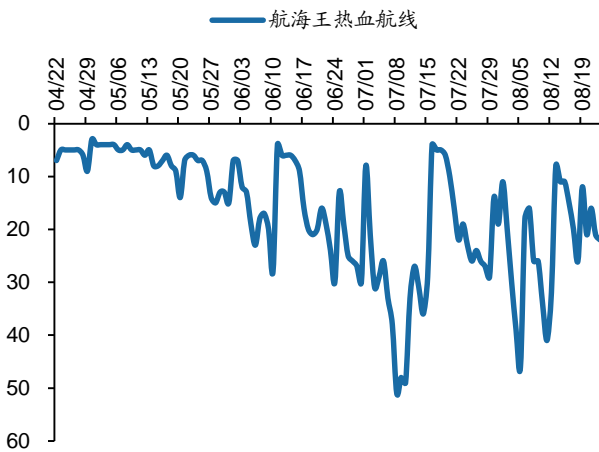


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分业务来看，2021H1游戏发行业务实现收入15.3亿元，同比增长2%。21年上半年字节跳动独代发行的航海王ARPG手游《航海王热血航线》在畅销榜排名稳定，上线后的平均排名为17名。自主发行的卡牌手游《斗罗大陆：斗神再临》上线后取得良好市场表现，首月流水破1亿元。由腾讯代理的无双品类手游《真三国无双霸》在8月10日上线后在iOS畅销榜平均排名为21名。长线运营的《航海王强者之路》在8月23日也进入了畅销榜前100名。

图5: 《航海王热血航线》畅销榜排名

图6: 《真三国无双霸》畅销榜排名

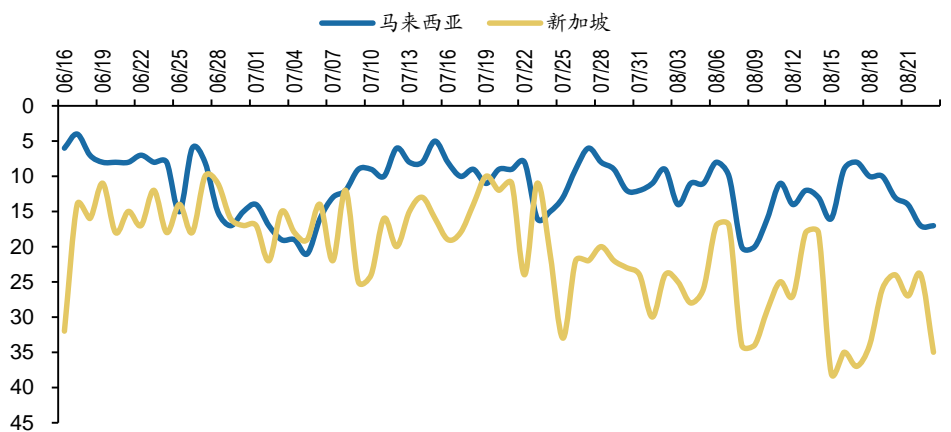


数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

海外收入取得较大突破，2021H1海外收入达到2.2亿元，同比增长6250%，海外收入占比提升9.87pct至10.08%。去年暑期在国内上线的《射雕群侠传之铁血丹心》今年年初上线港澳台地区，6月16日登陆东南亚市场后进入新马地区的AppStore免费榜单榜首，根据Sensor Tower数据，《新射雕群侠传之铁血丹心》在马来西亚地区的游戏畅销榜的平均排名为11名，在新加坡的平均排名为21名。

图7: 《新射雕群侠传之铁血丹心》新马地区游戏畅销榜排名



资料来源: Sensor Tower, 广发证券发展研究中心

游戏开发业务实现收入5.67亿元，同比增长157%。2021年H1自研手游《仙剑奇侠传：九野》和页游《血饮传说》上线，也取得不俗的表现。知识产权授予业务实现营收0.88亿元，同比增长2013%，主要系仙剑IP通过线下漫展、泡泡玛特盲盒、精品模玩，提升仙剑IP在年轻群体的影响力。

表1: 中手游分业务营业收入和毛利率情况 (亿元, 货币单位: 人民币)

营业收入	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1
游戏发行	6.24	13.07	14.89	15.25
游戏开发	0.49	2.18	2.21	5.67
知识产权授予	0.00	0.04	0.04	0.88
营业总收入	6.73	15.29	17.14	21.80
毛利润	2.38	5.33	5.32	8.40
毛利率	35.45%	34.86%	31.01%	38.51%
Non-GAAP 归母净利润	1.71	2.79	3.42	4.02
Non-GAAP 归母净利率	25.48%	18.23%	19.94%	18.43%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、IP 生态布局深化, 海外收入大幅增长。

IP生态布局深化, 收购+投资提升研发实力。截至2021年6月30日, 公司拥有50个授权IP和68个自有IP, 共118个IP, 相比于2020年底增加8个授权IP。此外, 中手游以6.4亿元对价完成对北京软星的全资收购, 增加对仙剑IP的掌控权。对外投资方面, 8月公司完成了对班图网络、新芮互娱(《修真聊天群》手游)、麦吉信息(《吞噬星空》手游)、龙卷风网络的投资; 自研方面, 中手游成立满天星工作室, 为巨人网络巨火工作室原班团队, 核心成员参主导了《巨人》端游、《仙侠世界》系列端, 目前该工作室正在研发大型次世代开放世界MMO游戏《仙剑奇侠传: 零》。目前, 中手游已形成三个研发子公司、四个自研工作室、近30个对外投资工作室的布局。

2021年下半年中手游推广的重要游戏包括, 自研仙剑IP端游《仙剑奇侠传七》将于10月15日上线官网, 10月20日上线Wegame, 顶级人气国漫《镇魂街》IP改编的首款3D ARPG动作手游, 《新射雕》团队研发的卡牌手游《仙剑奇侠传之挥剑问情》、程良奇团队在研的卡牌游戏《我的御剑日记》都将于下半年上线。

表2: 2021年下半年中手游推广重要游戏

名称	研发/发行	版本号	预计上线时间	类型	游戏测试进度	TAPTAP 评分	TAPTAP 预约量
镇魂街: 天生为王	代理	无	2021Q4	ARPG	5月20日限量删档测试	8.9	340682
仙剑奇侠传7(PC)	自研	无	2021Q3	ARPG	10月15日官方渠道上线, 20日上线Wegame		
雷霆霸业3	代理	无	2021Q3	MMORPG			
仙剑奇侠传之挥剑问情	代理	无	2021Q3	卡牌		8.6	115158
三国志曹操传	代理	无	2021Q4	策略			
我的御剑日记	代理	无	2021Q3	CCG		9.3	132834
幻想神姬	代理	有	2021Q4	卡牌	花火测试2020年11月21日结束	7.8	316513
仙剑客栈2(PC版)	自研	无	2021Q3	PC端游			
大富翁10(Switch版)	自研	无	2021Q3	主机游戏	8月26日上线switch		
号令皇城	代理	无	2021Q3	MMORPG			
山海志异	代理	有	2021Q4	MMORPG			

亮剑：我的独立团	代理	无	2021Q4	策略		7.8	3025
新烈焰皇城	代理	无	2021Q4	MMORPG			
全明星激斗	自研	有	2021Q4	卡牌	4月29日-5月7日删档计费测试	7.4	32006
吞噬星空：黎明	代理	无	2021Q3	ARPG		9.3	107681

资料来源：七麦数据，taptap，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

与此前盈利预测相比，我们的调整事项如下：

在游戏发行业务上，2021年至今，由字节跳动独代发行的航海王ARPG手游《航海王热血航线》、自主发行的卡牌手游《斗罗大陆：斗神再临》表现突出。公司下半年的游戏储备包括自研仙剑IP端游《仙剑奇侠传七》、国漫《镇魂街》IP改编的ARPG手游、《新射雕》团队研发的卡牌手游《仙剑奇侠传之挥剑问情》、程良奇团队在研的卡牌游戏《我的御剑日记》都将于下半年上线。此外，《新射雕群侠传之铁血丹心》在港澳台、新马地区上线后的卓越流水表现，未来将有多款游戏出海，包括《新射雕》将陆续登陆越南韩国泰国，《家庭教师》上线韩国，《仙剑7》海内外同步上线，2022上半年《真三国无双霸》上线日韩，推动公司海外发行收入的增长。由于老游戏投入力度减小，营收增长有限，更注重利润回收，但被海外业务的发展所抵消，我们维持2021年游戏发行业务收入至41.7亿元，同比增长40%。

游戏开发业务上，往期自研手游《传奇世界之雷霆霸业》、《龙城传奇》以及棋牌类手游外加本期上线的《仙剑奇侠传：九野》和《血饮传说》保障自研游戏收入。文脉互动自研的储备游戏有《代号：城主天下》、《传奇世界之雷霆霸业》第三代手游及多款H5页游。由满天星工作室自研的战略级产品仙剑开放世界游戏将于2023年上线。大宇和零点工作室也将有几款游戏上线，预期明年自研的收入和利润将上升。

知识产权授予业务上，中手游完成了对北京软星的全资收购，对仙剑IP运营的掌控权增加，未来可以实施多领域全方位的IP开发策略，扩大IP的影响力。由此，我们上调2021年知识产权授予业务收入至2.8亿元，同比增长150%。

表3：中手游分业务营业收入和毛利率情况（亿元，货币单位：人民币）

营业收入	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
游戏发行	14.00	25.53	29.78	41.69	49.19	55.10
游戏开发	1.78	4.21	7.30	10.22	11.76	12.93
知识产权授予	0.18	0.62	1.12	2.80	2.65	6.57
营业总收入	15.96	30.36	38.20	54.72	63.61	74.61
毛利润	5.32	10.83	12.23	20.04	23.01	26.94
毛利率	33.36%	35.67%	32.02%	36.63%	36.18%	36.11%
Non-GAAP 归母净利润	3.35	6.11	8.07	9.63	11.53	13.05
Non-GAAP 归母净利率	21.02%	20.12%	21.12%	17.60%	18.13%	17.49%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 4: 游戏行业可比公司的估值情况 (统计日期: 2021 年 8 月 27 日)

公司名称	总市值 (亿元)	EPS (元/股) (其他公司按市场一致预期)					PE				
		19A	20A	21E	22E	23E	19A	20A	21E	22E	23E
祖龙娱乐	71.76	0.15	-0.93	0.74	1.30	2.11	50.08	-7.87	9.97	5.64	3.48
吉比特	287.46	11.26	14.56	19.43	22.85	27.15	35.52	27.47	20.59	17.51	14.73
世纪华通	437.47	0.31	0.40	—	—	—	19.15	14.85	-	-	-
完美世界	281.68	0.77	0.80	0.93	1.34	1.58	18.74	18.19	15.69	10.80	9.20
三七互娱	379.48	0.95	1.25	1.31	1.59	1.84	17.94	13.67	13.07	10.76	9.31
游族网络	114.94	0.28	-0.20	0.00	0.00	0.00	44.80	-	-	-	-
中文传媒	137.40	1.27	1.33	1.45	1.64	1.80	7.96	7.61	6.99	6.19	5.62
宝通科技	56.54	0.77	1.04	1.39	1.70	2.02	18.54	13.70	10.23	8.38	7.04
掌趣科技	98.72	0.13	0.22	0.35	0.39	0.00	27.15	16.01	10.32	9.18	-
心动公司	162.81	0.72	0.02	-0.06	0.43	0.96	47.05	1782.94	-	79.56	35.18
IGG	75.28	0.14	0.23	0.93	0.97	0.91	45.68	27.86	6.75	6.51	6.95
网易-S	4068.61	6.15	4.26	4.65	5.44	6.35	19.19	27.71	25.34	21.69	18.56
腾讯控股	37666.60	9.83	12.79	16.69	19.59	9.83	39.52	30.38	23.28	19.82	16.92
创梦	54.66	0.27	-0.34	0.05	0.21	0.27	15.52	-	86.22	19.43	11.47

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

投资建议:

IP生态布局深化, 收购+投资提升研发实力。截至2021年6月30日, 公司拥有50个授权IP和68个自有IP, 共118个IP, 相比于2020年底增加8个授权IP。此外, 中手游完成了对北京软星的全资收购, 对仙剑IP运营的掌控权增加。对外投资方面, 8月公司完成了对班图网络、新芮互娱(在研《修真聊天群》手游)、麦吉信息(在研《吞噬星空》手游)、龙卷风网络的投资; 自研方面, 中手游成立满天星工作室, 为巨人网络巨火工作室原班团队, 核心成员参主导了《巨人》端游、《仙侠世界》系列端游, 目前该工作室正在研发大型次世代开放世界MMO游戏《仙剑奇侠传: 零》。目前, 中手游已形成三个研发子公司、四个自研工作室、近30个对外投资工作室的布局。

短期来看, 中手游上半年多款游戏表现优异, 未来产品储备丰富。由字节独代的ARPG手游《航海王热血航线》、自主发行的卡牌手游《斗罗大陆: 斗神再临》上线后均取得良好市场表现。公司下半年的游戏储备包括自研仙剑IP端游《仙剑奇侠传七》、国漫《镇魂街》IP改编的ARPG手游、《新射雕》团队研发的卡牌手游《仙剑奇侠传之挥剑问情》、程良奇团队在研的卡牌游戏《我的御剑日记》等。长期来看, 公司通过收购+投资提升研发实力, 不断拓宽IP储备, 加强IP生态建设, 与B站达成战略合作, 对公司的独占性IP拥有优先合作权; 与华为游戏在深度联运、IP衍生品及品牌等领域开展合作, 公司不断发挥IP游戏生态核心竞争力, 看好IP生态给公司带来长期增长。预计21~23年调整后归母净利润9.63/11.53/13.05亿元, 参考可比公司给予21年12xPE, 算得每股合理价值为5.02港元/股, 维持“买入”评级。

四、风险提示

(1) IP无法获得授权。中手游主要发行第三方开发的游戏，其中许多游戏根据获得授权的IP开发。若无法获得IP授权，将会对公司的游戏发行产生负面影响。

(2) 游戏版号延期。中国发行游戏需要取得国家新闻出版署的批准并报文化和旅游部备案，游戏是否能够按照计划上市发行存在较大的政策不确定性，若公司不能及时取得版号，或对业务和经营将产生不利影响。

(3) 游戏流水不及预期。公司大部分游戏均以免费下载加增值付费的模式从游戏玩家中获得流水，但是游戏是否能够吸引玩家并鼓励玩家更多付费购买虚拟物品存在较大的不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2581	3010	4676	5771	7015
货币资金	771	795	1643	2403	3233
应收及预付	1600	2215	2833	3168	3582
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	209	0	200	200	200
非流动资产	2627	3321	3615	4060	4605
长期股权投资	128	105	122	142	162
固定资产	5	6	7	8	11
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	155	155	175	194	224
其他长期资产	2340	3055	3311	3715	4207
资产总计	5208	6331	8291	9830	11620
流动负债	1284	1464	2335	2723	3196
短期借款	442	451	721	838	983
应付及预收	687	841	1362	1590	1867
其他流动负债	154	172	252	295	346
非流动负债	213	66	233	273	320
长期借款	163	0	145	170	199
应付债券	17	13	24	28	33
其他非流动负债	32	53	64	75	88
负债合计	1497	1530	2568	2996	3516
股本	2	2	2	2	2
资本公积	3602	4703	5566	6657	7877
留存收益					
归属母公司股东权益	3604	4704	5567	6658	7879
少数股东权益	108	96	132	176	226
负债和股东权益	5208	6331	8291	9830	11620

利润表

单 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3038	3820	5472	6361	7461
营业成本	1953	2597	3467	4059	4766
销售费用	230	341	547	572	671
管理费用	577	404	547	636	746
研发费用	161	209	328	382	448
利息收入	-14	-35	-16	-18	-22
公允价值变动收益	106	0	0	0	0
投资净收益	8	-13	12	15	15
营业利润	378	430	906	1089	1270
营业外收支	-4	-50	-27	-32	-37
利润总额	374	380	879	1057	1233
所得税	-100	-27	-100	-121	-138
国际准则-归母净利润	251	701	863	1043	1195
少数股东损益	-5	-11	36	43	50
基于股份薪酬开支	328	106	100	110	110
NON-GAAP-归母净利润	613	807	963	1153	1305
GAAP-EBITDA	341	496	1008	1204	1389
GAAP-EBIT	286	413	922	1108	1292
GAAP-EPS (元/股)	0.09	0.25	0.32	0.39	0.45

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	310	624	1102	1078	1206
净利润	344	717	999	1207	1383
折旧摊销	78	105	109	113	122
营运资金变动	-372	-80	83	-135	-178
其它	261	-118	-89	-107	-122
投资活动现金流	-1319	-885	-508	-417	-499
资本支出	-244	-125	-108	-117	-131
投资变动	-296	-160	-228	-300	-368
其他	-779	-390	-172	0	0
筹资活动现金流	1635	330	254	99	123
银行借款	373	-12	270	117	145
股权融资	1273	374	0	0	0
其他	-11	-32	-16	-18	-22
现金净增加额	627	24	848	760	830
期初现金余额	144	771	795	1643	2403
期末现金余额	771	795	1643	2403	3233

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	90.4%	25.7%	43.2%	16.2%	17.3%
营业利润增长	-2.9%	107.3%	39.3%	20.9%	14.5%
归母净利润增长	-19	179	23	20	14
获利能力					
毛利率	35.7%	32.0%	36.6%	36.2%	36.1%
净利率	8.1%	18.1%	16.4%	17.1%	16.7%
ROE	6.6%	14.4%	15.7%	15.9%	15.4%
ROIC	15.0%	17.5%	23.5%	25.8%	26.7%
偿债能力					
资产负债率	28.7%	24.2%	31.0%	30.5%	30.3%
净负债比率	61.8%	54.6%	40.3%	40.1%	31.9%
流动比率	0.50	0.49	0.50	0.47	0.46
速动比率	1.71	1.70	1.69	1.81	1.89
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.52	0.60	0.73	1.28
应收账款周转率	4.24	3.43	3.77	3.75	8.15
存货周转率	—	—	—	—	—
每股指标 (元)					
每股收益 (NonGAAP)	0.22	0.29	0.35	0.42	0.47
每股经营现金流	0.11	0.23	0.40	0.39	0.44
每股净资产	1.34	1.73	2.07	2.47	2.93
估值比率					
P/E	13.35	10.14	8.50	7.10	6.27
P/B	2.20	1.70	1.43	1.20	1.01
EV/EBITDA	23.83	11.72	4.74	6.66	6.22

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。