

市场价格 (人民币): 23.80 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	22.18
已上市流通 A 股(亿股)	15.40
总市值(亿元)	527.85
年内股价最高最低(元)	34.75/16.24
沪深 300 指数	4909
深证成指	14451



## 相关报告

- 1.《Q2 环比回暖,魂师对决 8 月流水或超 7 亿-三七互娱中报点评》, 2021.8.31
- 2.《魂师对决:深度贴近 Z 世代顶流"斗罗动画"-三七互娱游戏点评》, 2021.6.30
- 3.《稳抓“前浪”进击“后浪”, 21 年走出 α 行情-三七互娱深度跟踪...》, 2020.11.20

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号: S1130520040001  
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

伍兆丰 联系人  
wuzhaofeng@gjzq.com.cn

## Q3 业绩超预期,关注 Q4 斗罗和 P&amp;S 利润释放

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,227	14,400	17,205	20,411	23,296
营业收入增长率	73.30%	8.86%	19.48%	18.63%	14.14%
归母净利润(百万元)	2,115	2,761	2,709	3,470	4,017
归母净利润增长率	109.69%	30.56%	-1.88%	28.09%	15.77%
摊薄每股收益(元)	1.001	1.307	1.221	1.565	1.811
每股经营性现金流净额	1.48	1.21	1.00	1.64	1.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.09%	45.73%	25.62%	27.42%	26.66%
P/E	26.90	23.89	19.49	15.21	13.14
P/B	8.09	10.93	4.99	4.17	3.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司 10 月 29 日发布 21 年三季度报告, Q3 营收 45.7 亿元, 同比增长 39%, 环比增长 23%; 归母净利润为 8.7 亿元, 同比增长 55%, 环比增长 18%; Q3 扣非归母净利润为 8.8 亿元, 同比增长 81%, 环比增长 39%。

## 点评

- **Q3 利润超预期, 营收保持较高增速:** Q3 归母净利润为 8.67 亿元, 超预期上限 (8.46 亿元) 2%; 营收环比增长 23%, 而业绩预告环比增长超 15%。
- **国内:《魂师对决》广告 ROI 较高, 有望驱动 Q4 和 22Q1 业绩提升:** 公司自研游戏《斗罗大陆: 魂师对决》在全球陆续上线后表现优异。《魂师对决》广告投放呈现缓慢下降趋势, 反映出游戏广告 ROI 较高, 推动销售费用率改善, Q3 销售费用率为 54.41%, 同比下降 10.36pcts。我们认为《魂师对决》较高的 ROI 与稳定的流水, 有望推动 Q4 和 22Q1 利润的加速释放。
- **海外:《P&S》逐步进入变现期, 叠加 P&S-like 迭代产品, 有望贡献长线利润增量。**《P&S》在美国地区逐渐稳定在 iOS 畅销榜 30 名左右, 我们认为游戏逐渐进入变现期, 参考海外 SLG 较长生命周期, 《P&S》有望持续贡献利润增量, 同时后续 P&S-like 的题材持续迭代, 有望进一步提升公司业绩。
- **品类突破: 关注公司自研全球卡牌类和三国 SLG 品类的突破, 带动业绩成长。**公司海外内有 MMO、SLG、卡牌、SIM 四个品类产品储备 40 款, 后续关注公司重点自研全球性卡牌游戏《代号: C6》和自研三国题材 SLG《代号: 三国 BY》在卡牌和三国 SLG 赛道的突破。

## 投资建议

- 国内《斗罗大陆: 魂师对决》与海外《P&S》表现良好, 已逐渐进入利润释放期, 后续 P&S-like 迭代产品与重点自研产品推出, 有望推动持续增长。预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润为 27.1/34.7/40.2 亿元, 对应 EPS 为 1.22/1.57/1.81 元, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 买量成本超预期; 新游戏不及预期; 出海市场竞争加剧; 政策监管风险

## 内容目录

一、业绩要点&展望	3
1.1 Q3 归母净利润超预告上限	3
1.2 国内端：《斗罗大陆：魂师对决》表现较好，较高 ROI 有望推动 Q4 和 22Q1 利润进一步释放	3
1.3 海外市场：《Puzzles & Survival》突破海外 SLG 赛道，后续利润释放叠加迭代产品推出有望加速海外业绩成长	5
1.4 品类突破：关注全球性自研卡牌《代号 C6》，三国类自研 SLG《代号三国 BY》的表现	8
二、财务数据：Q3 业绩保持高速增长，销售费用同比有所改善	8
2.1 营收端	8
2.2 毛利端	9
2.3 费用端	10
2.4 净利润端	10
三、投资建议	11
四、风险提示	11

## 图表目录

图表 1: 《魂师对决》国内 iOS 畅销榜排名情况	3
图表 2: 《魂师对决》上线后预估 iOS 流水稳定性高于同类竞品（美元）	4
图表 3: 《魂师对决》上线后广告投放衰退指数递减速度慢于同类竞品	4
图表 4: 魂师对决 ios 预估收入与广告投放情况	5
图表 5: 21H1 中国手游出海 Top30 中 SLG 数量	6
图表 6: 21H1 手游出海 Top30 中 SLG 产品的厂商占比	6
图表 7: 《Puzzles & Survival》在美国、日本地区表现较好	6
图表 8: 热门出海 SLG 游戏《王国纪元》生命周期较长，业绩水平保持稳定	7
图表 9: 《P&S》美国地区 iOS 畅销榜趋势	7
图表 10: 海外爆款卡牌游戏 AFK 美国地区 iOS 畅销榜稳定在 60 名左右	8
图表 11: 公司 1Q18-3Q21 季度营业收入及增长率	9
图表 12: 公司 1Q18-3Q21 季度毛利润&增长率	9
图表 13: 公司 1Q18-3Q21 毛利率情况	10
图表 14: 公司 3Q18-3Q21 季度三费率	10
图表 15: 公司 1Q18-3Q21 归母净利润以及同比增长情况	11

## 一、业绩要点&展望

### 1.1 Q3 归母净利润超预告上限

- 三七互娱 Q3 实现营收 45.71 亿元；Q3 归母净利润为 8.67 亿元，同比增长 55%，超出此前预告上限（8.46 亿元）2%。主要由于公司游戏具有先投入后回收的特性，随着 Q1 上线的游戏逐渐进入利润回收期，叠加《斗罗大陆：魂师对决》上线后表现较好。

### 1.2 国内端：《斗罗大陆：魂师对决》表现较好，较高 ROI 有望推动 Q4 和 22Q1 利润进一步释放

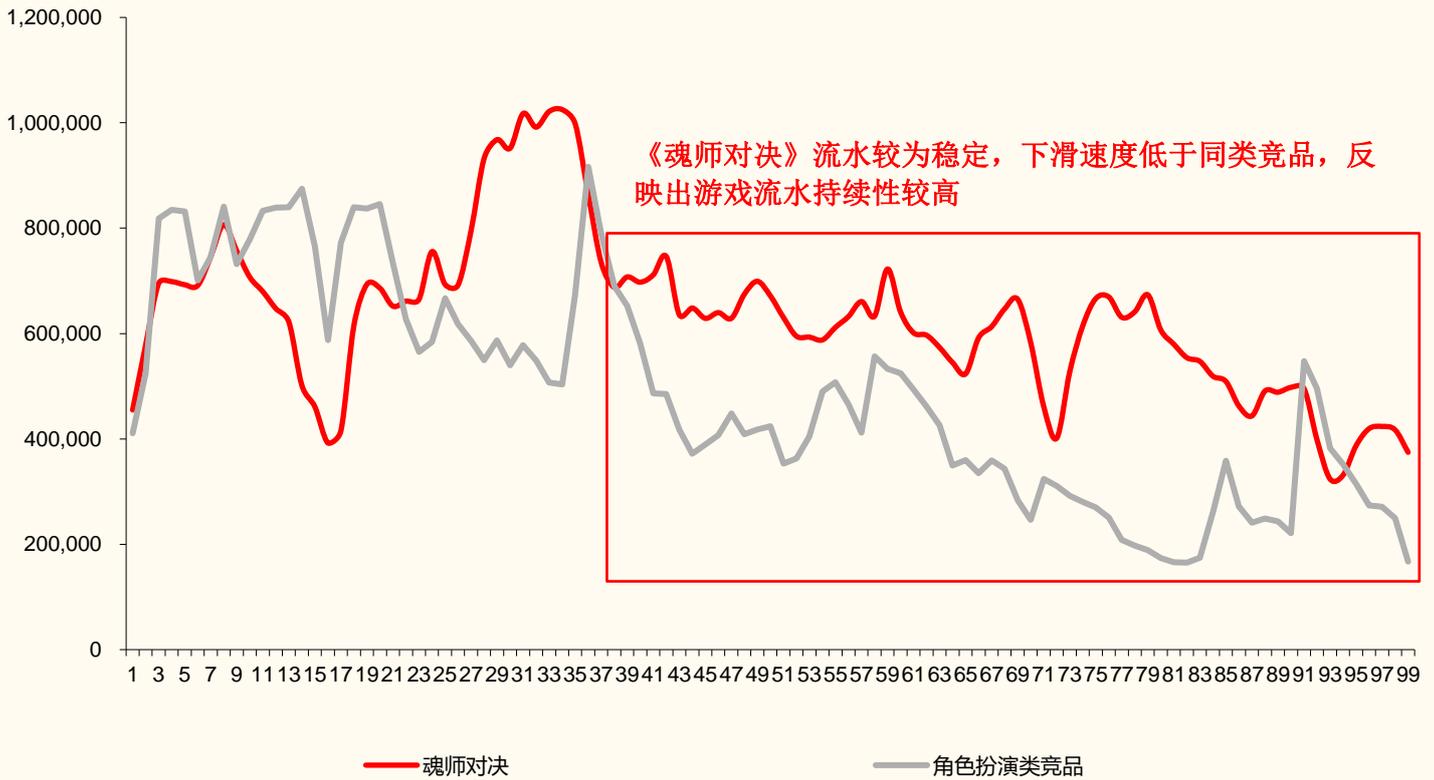
- 公司自研游戏《斗罗大陆：魂师对决》通过对 Z 世代热门的斗罗动画较高的还原以及较为长线的卡牌玩法，在 7 月 22 日上线后表现优异，为后续利润释放打下良好基础。根据七麦数据，目前《魂师对决》稳定在国内 iOS 游戏畅销榜前 10 左右，《魂师对决》较好的表现推动公司 Q3 收入持续提升，公司 Q3 营收 45.71 亿元，同比增长 38.50%，环比增长 22.86%。
- 相比市场同类竞品，《魂师对决》流水的持续性较高。根据七麦数据，《魂师对决》iOS 预估流水降低速度低于同类的角色扮演类竞品，反映出流水的稳定性较高，我们认为《魂师对决》较好的流水表现，为 Q4 的利润释放打下了较好的基础。

图表 1: 《魂师对决》国内 iOS 畅销榜排名情况



来源：七麦数据、国金证券研究所

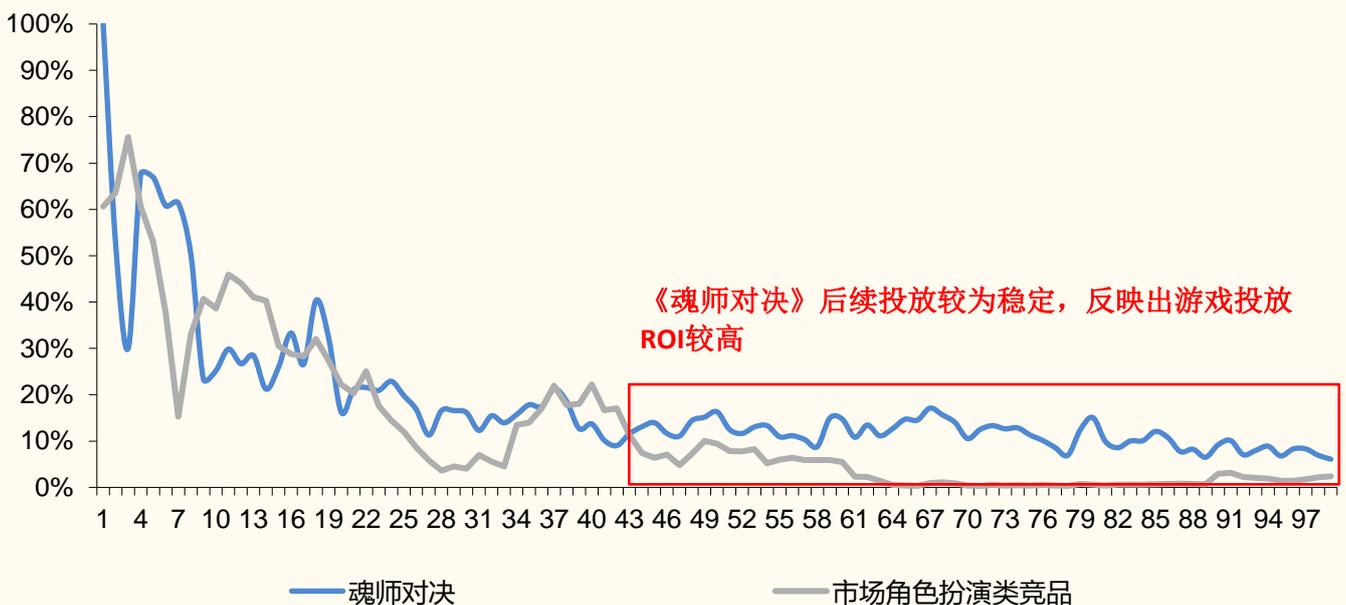
图表 2: 《魂师对决》上线后预估 iOS 流水稳定性高于同类竞品 (美元)



来源: 七麦数据、国金证券研究所

- 《魂师对决》投放 ROI 较高，推动销售费用率同比改善。根据 App Growing，对比市场同类的角色扮演类游戏，《魂师对决》上线后的广告投放衰退速度较慢，反映出广告投放 ROI 较高，能支撑更为稳定的广告投放，推动销售费用率进一步改善，21Q3 销售费用率为 54.41%，同比下降 10.36pcts。

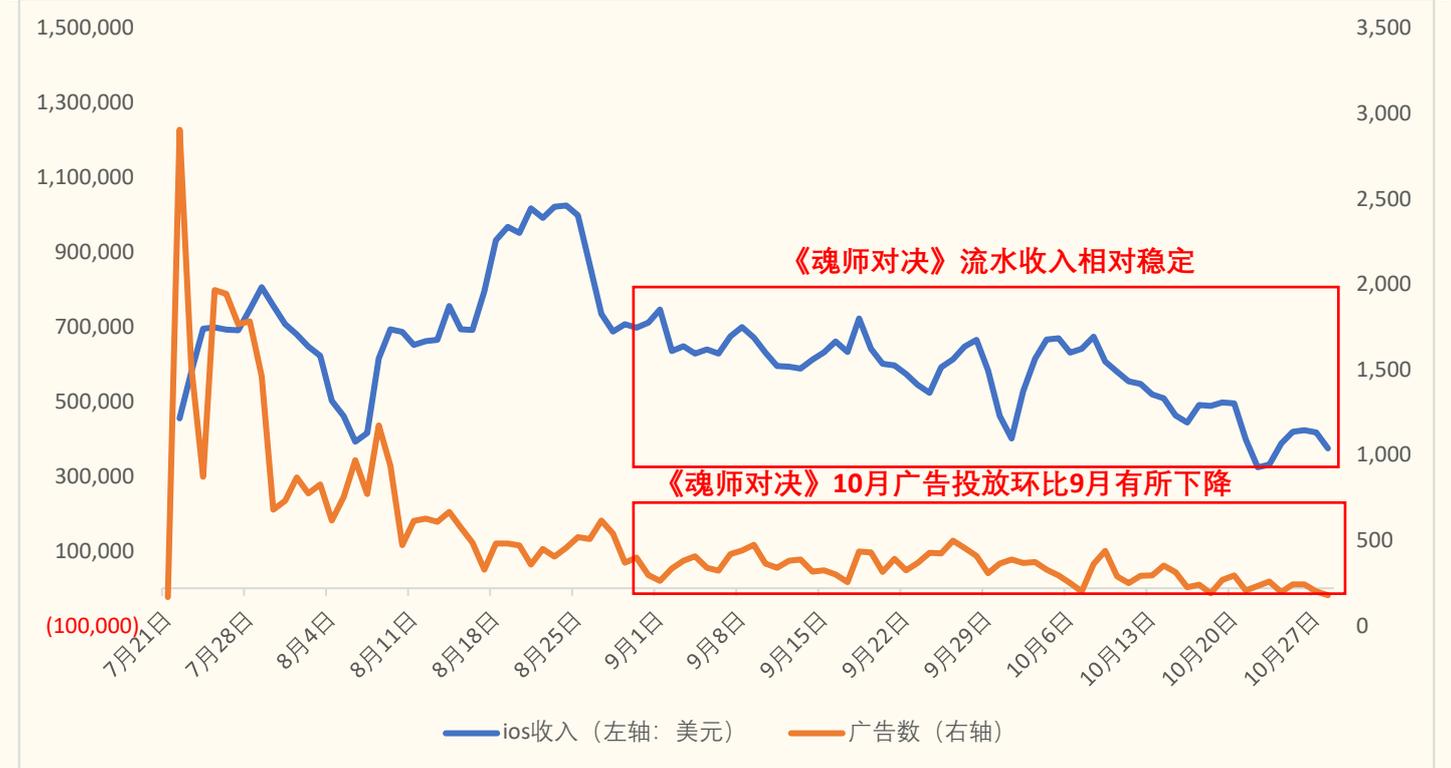
图表 3: 《魂师对决》上线后广告投放衰退指数递减速度慢于同类竞品



来源: App Growing、国金证券研究所

- 《魂师对决》10月广告投放环比有所减少,有望推动Q4和22Q1进一步释放利润。根据七麦数据,《魂师对决》上线后,流水保持较高水平。根据App Growing,《魂师对决》10月广告投放约为2747(已指数化),环比9月的4770(已指数化)有所下滑,我们认为随着投放的减少,游戏运营的主要成本销售费用有望进一步下降,预计《魂师对决》Q4将会进一步释放利润。

图表4: 魂师对决ios预估收入与广告投放情况

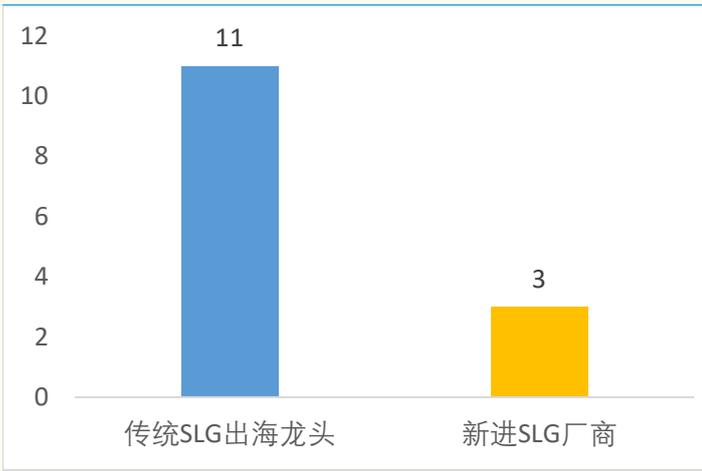


来源: 七麦数据、App Growing、国金证券研究所

### 1.3 海外市场:《Puzzles & Survival》突破海外SLG赛道,后续利润释放叠加迭代产品推出有望加速海外业绩成长

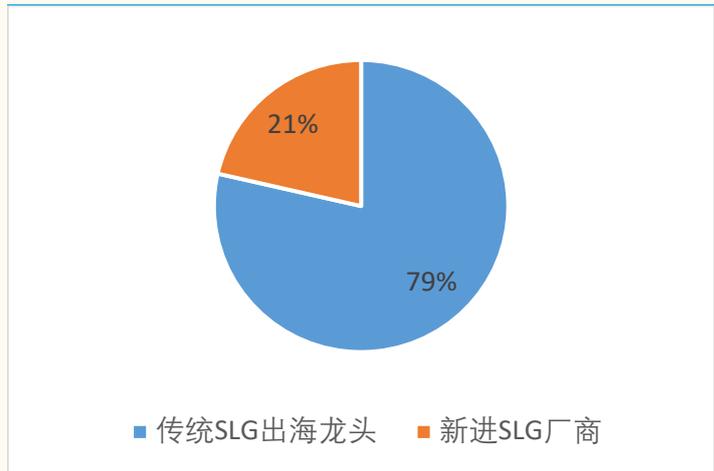
- 传统SLG市场竞争格局稳定,根据Sensor Tower21年上半年中国手游出海收入Top30中,SLG占比约为40%,排名所有品类为第一,传统SLG厂商如趣加、莉莉丝、IGG、龙创悦动等的主力游戏占比达79%,且排名保持稳定,反映出传统SLG市场的竞争格局较为稳定。

图表 5: 21H1 中国手游出海 Top30 中 SLG 数量



来源: Sensor Tower、国金证券研究所

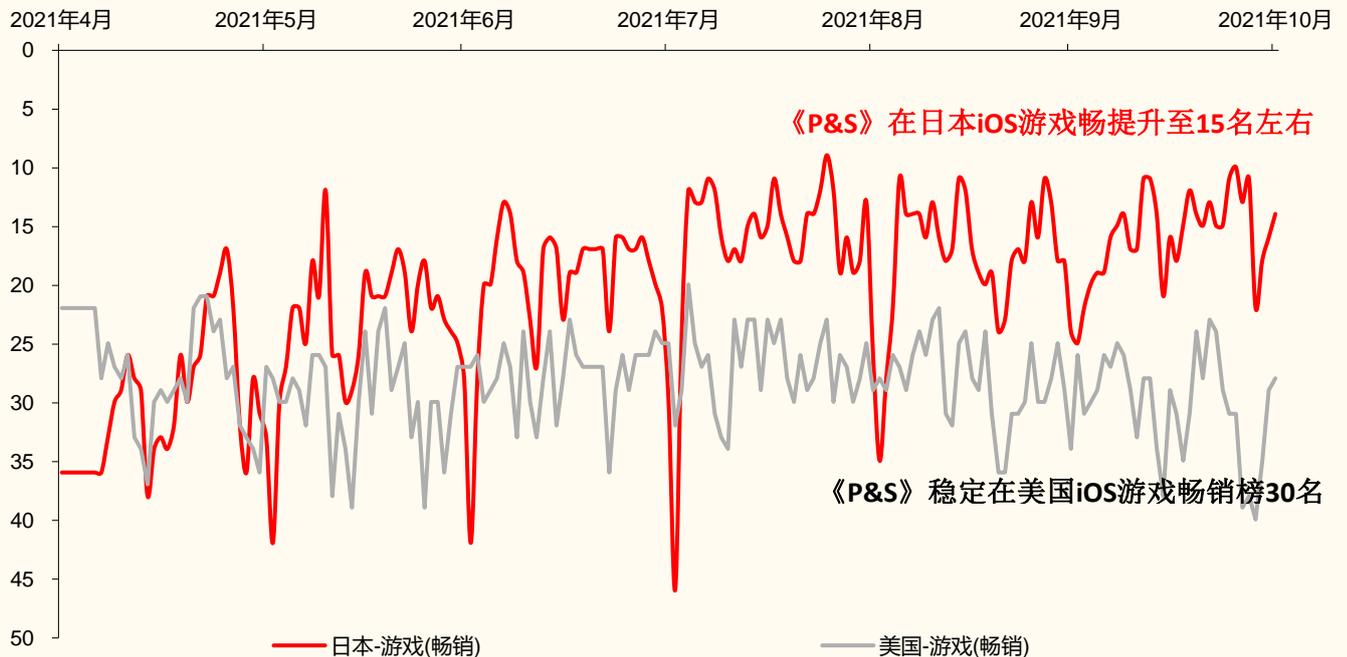
图表 6: 21H1 手游出海 Top30 中 SLG 产品的厂商占比



来源: Sensor Tower、国金证券研究所

- 公司《Puzzles & Survival》凭借 SLG+三消的创新模式成功突围。三七互娱作为较为新进的 SLG 厂商，我们认为公司通过融合长线留存较为稳定的三消玩法，以及题材的迭代，成功推出了主打末日题材的爆款《Puzzles & Survival》，实现了 SLG 赛道的突围，根据公司公告，截止到 2021 年 6 月，《Puzzles & Survival》最高单月流水超 2 亿人民币，累计流水已超 10 亿；根据 Sensor Tower，在 2021 年 9 月中国手游出海收入 Top30 中《Puzzles & Survival》已上升至第 5 名。根据七麦数据，《P&S》在美国地区 iOS 畅销榜长期稳定在 30 名左右，日本地区 iOS 畅销榜排名持续爬坡，目前提升至 15 名左右。

图表 7: 《Puzzles & Survival》在美国、日本地区表现较好

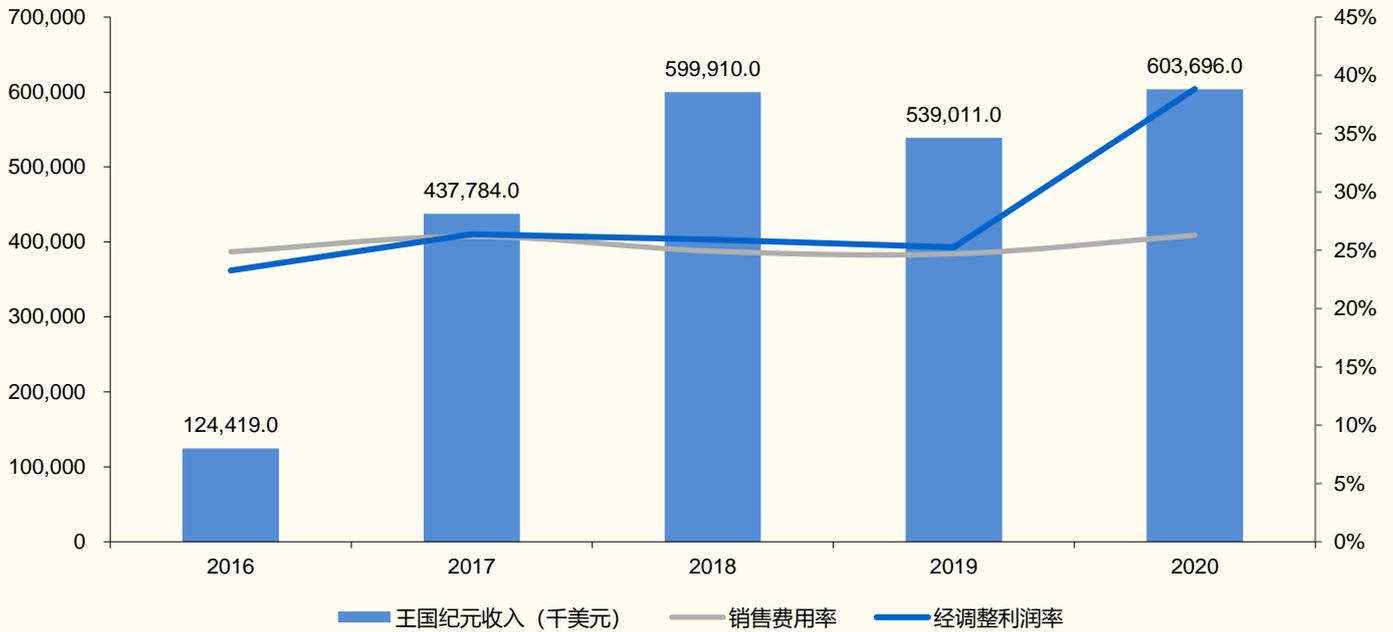


来源: 七麦数据、国金证券研究所

- 参考海外热门 SLG 的长生命周期，《P&S》逐渐释放利润，有望贡献长线利润增量。参考爆款出海 SLG 《王国纪元》，根据 IGG 公司公告，《王国纪元》在结束流水爬坡期后，年流水稳定在 5-6 亿美元，具有较长线的生命周期。根据七麦数据，公司的《P&S》在美国地区，从 21 年 5 月起，iOS 游戏畅销榜排名逐渐稳定在 30 名左右，我们认为随着游戏流水逐渐进

入稳定期,《P&S》将在 Q3 逐渐开始释放利润,而且由于 SLG 较长的生命周期和流水稳定性,《P&S》后续有望贡献长线的利润增量。

图表 8: 热门出海 SLG 游戏《王国纪元》生命周期较长,业绩水平保持稳定



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 9: 《P&S》美国地区 iOS 畅销榜趋势



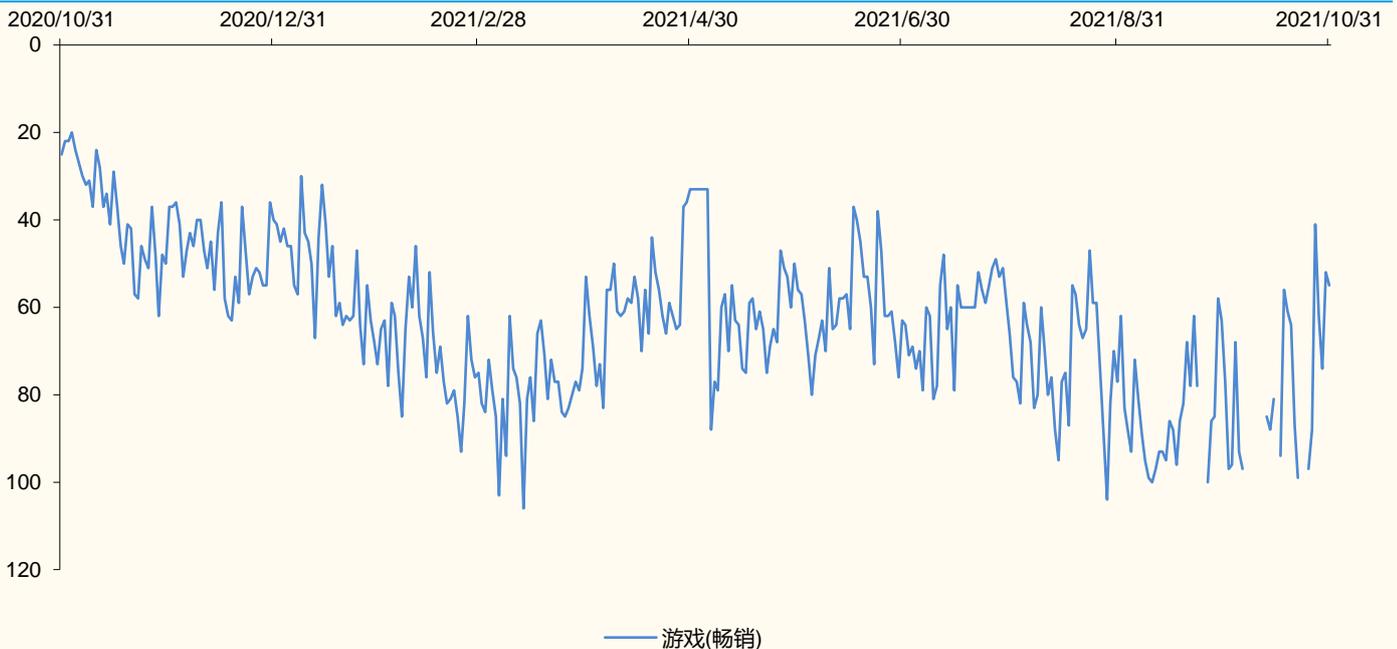
来源: 七麦数据、国金证券研究所

- 《P&S》模式跑通,后续“P&S-like”的迭代产品有望持续推动海外业绩提升。随着《P&S》长线运营保持稳定,我们认为其“SLG+三消”创新模式逐渐跑通,关注公司后续《Puzzles & Survival》的帮派题材迭代等“P&S-like”新品表现,公司未来有望通过对题材的迭代,驱动公司在海外 SLG 赛道的进一步提升。

#### 1.4 品类突破：关注全球性自研卡牌《代号 C6》，三国类自研 SLG《代号三国 BY》的表现

- 根据公司公告，公司海外内有 MMO、SLG、卡牌、SIM 四个品类产品储备 40 款，其中国内 22 款、海外 18 款。
- **SLG 方面：**
  - 1) 三国题材方面，关注公司自研三国 SLG 的表现。《率土之滨》、《三国志战略版》的成功反映出玩家对此类题材 SLG 的喜爱，公司目前尚无三国 SLG 赛道的爆款，我们认为公司后续重点自研 SLG《代号：三国 BY》有望帮助公司加强对三国类 SLG 市场的渗透。
  - 2) 公司投资的 SLG 公司星合互娱推出的主打昆虫题材的《小小蚁国》表现较好，根据 Sensor Tower，《小小蚁国》21 年 8 月收入环比增长 79%，位列中国出海手游收入榜第 33 名，增长榜第 6 名，关注公司后续蚂蚁题材的 SLG 储备产品表现。
- 卡牌类方面，关注公司全球性定位的重点自研产品《代号：C6》带来海外业绩的增量。参考全球性爆款卡牌游戏 AFK（剑与远征），其生命周期较长，且流水水平较为稳定，自 2019 年上线后，最近一年 AFK 稳定在美国 iOS 长线 50 名左右。我们认为公司重点布局全球性自研卡牌游戏《代号：C6》有望带动公司实现海外较为长线的卡牌类赛道的突破，进一步提升海外流水。

图表 10：海外爆款卡牌游戏 AFK 美国地区 iOS 畅销榜稳定在 60 名左右



来源：七麦数据、国金证券研究所

## 二、财务数据：Q3 业绩保持高速增长，销售费用同比有所改善

### 2.1 营收端

- 3Q21 公司营业收入为 45.72 亿元，同比增长 39%，环比增长 23%，而此前公司业绩预告中，预计 Q3 营收环比增长超 15%。我们认为主要由于海外市场的持续推进，以及国内自研游戏《魂师对决》表现较好，推动 Q3 营收保持快速增长。

图表 11: 公司 1Q18-3Q21 季度营业收入及增长率



来源: Wind、国金证券研究所

## 2.2 毛利端

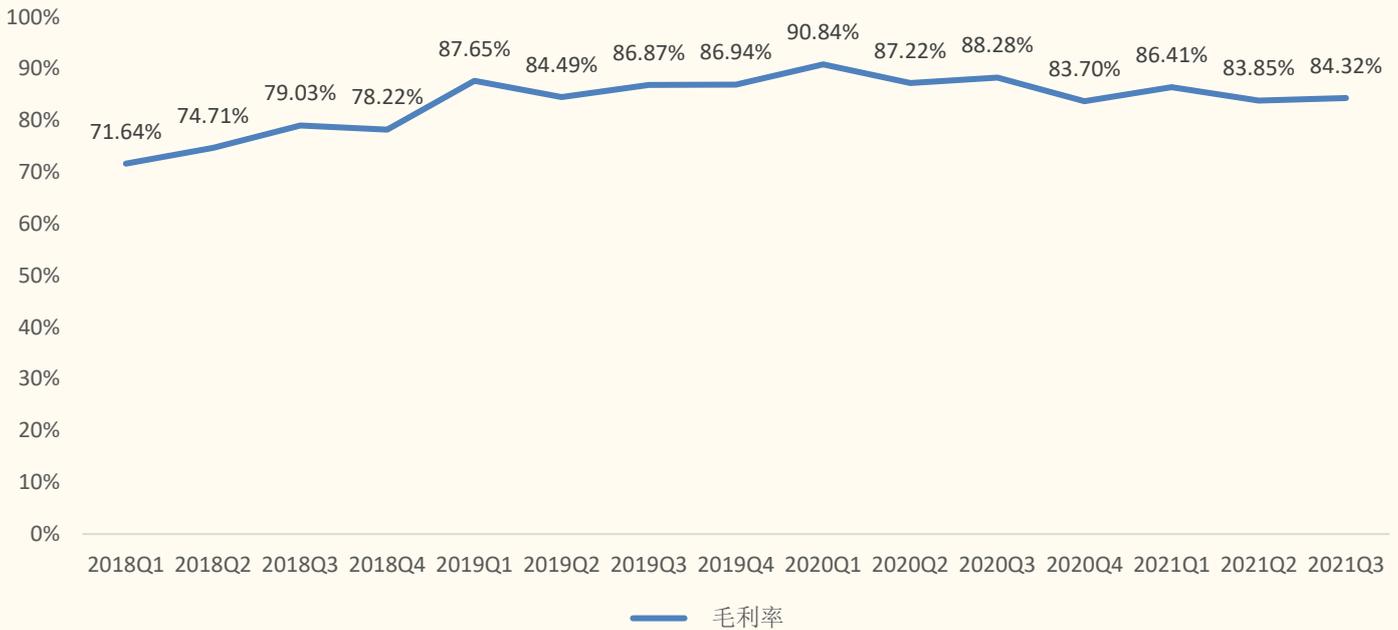
- 3Q 公司毛利润为 38.55 亿元，同比增长 32%，环比增长 24%，毛利率为 84%，环比增长 0.5pcts，公司毛利率趋势保持稳定。

图表 12: 公司 1Q18-3Q21 季度毛利润&增长率



来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 公司 1Q18-3Q21 毛利率情况



来源: Wind、国金证券研究所

### 2.3 费用端

- 公司 3Q 销售费用 24.87 亿元，销售费用率为 54.40%，同比减少 10.37pcts，有较大改善。管理费用率、研发费用率相对保持稳定，3Q 公司管理费用率为 2.47%、研发费用率为 6.96%。

图表 14: 公司 3Q18-3Q21 季度三费率

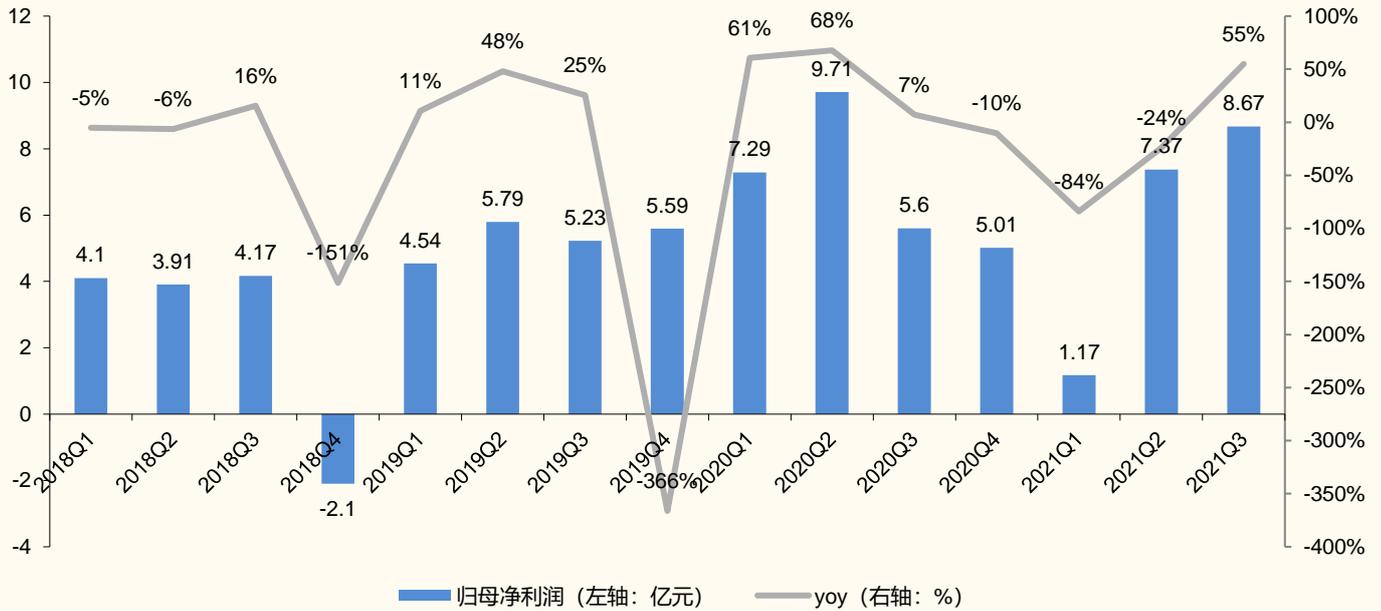


来源: Wind、国金证券研究所

### 2.4 净利润端

- 3Q 公司归母净利润为 8.67 亿元，同比增长 55%，归母净利润率为 18.96%。

图表 15: 公司 1Q18-3Q21 归母净利润以及同比增长情况



来源: Wind、国金证券研究所

### 三、投资建议

- 国内《斗罗大陆：魂师对决》与海外《P&S》表现良好，已逐渐进入利润释放期，后续“P&S-like”迭代产品与重点自研产品推出，有望推动持续增长。预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润为 27.1/34.7/40.2 亿元，对应 EPS 为 1.22/1.57/1.81 元，维持“买入”评级。

### 四、风险提示

- 买量成本超预期；新游戏不及预期；出海市场竞争加剧；政策监管风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	7,633	13,227	14,400	17,205	20,411	23,296	货币资金	1,533	2,153	1,777	3,827	4,736	5,914
增长率		73.3%	8.9%	19.5%	18.6%	14.1%	应收款项	2,091	1,373	1,250	1,603	1,957	2,234
主营业务成本	-1,811	-1,776	-1,758	-2,357	-2,704	-2,982	存货	0	0	0	0	0	0
%销售收入	23.7%	13.4%	12.2%	13.7%	13.3%	12.8%	其他流动资产	558	2,830	2,774	3,664	3,799	3,954
毛利	5,821	11,451	12,642	14,848	17,707	20,315	流动资产	4,182	6,355	5,800	9,094	10,492	12,102
%销售收入	76.3%	86.6%	87.8%	86.3%	86.8%	87.2%	%总资产	49.8%	62.6%	54.9%	61.1%	59.5%	57.8%
营业税金及附加	-33	-46	-42	-52	-61	-70	长期投资	1,675	978	1,028	1,158	1,238	1,308
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	36	844	927	905	1,209	1,892
销售费用	-3,347	-7,737	-8,213	-10,203	-11,818	-13,395	%总资产	0.4%	8.3%	8.8%	6.1%	6.9%	9.0%
%销售收入	43.9%	58.5%	57.0%	59.3%	57.9%	57.5%	无形资产	1,673	1,671	2,769	3,731	4,685	5,632
管理费用	-246	-222	-366	-490	-510	-582	非流动资产	4,214	3,790	4,764	5,794	7,131	8,832
%销售收入	3.2%	1.7%	2.5%	2.9%	2.5%	2.5%	%总资产	50.2%	37.4%	45.1%	38.9%	40.5%	42.2%
研发费用	-538	-820	-1,113	-1,462	-1,633	-1,864	<b>资产总计</b>	<b>8,396</b>	<b>10,145</b>	<b>10,564</b>	<b>14,888</b>	<b>17,623</b>	<b>20,934</b>
%销售收入	7.0%	6.2%	7.7%	8.5%	8.0%	8.0%	短期借款	399	31	889	848	924	1,355
息税前利润 (EBIT)	1,657	2,626	2,908	2,641	3,684	4,403	应付款项	1,191	1,860	2,789	2,600	3,021	3,354
%销售收入	21.7%	19.8%	20.2%	15.4%	18.1%	18.9%	其他流动负债	403	709	820	849	1,009	1,150
财务费用	-17	15	23	-81	-205	-287	流动负债	1,992	2,600	4,498	4,297	4,955	5,858
%销售收入	0.2%	-0.1%	-0.2%	0.5%	1.0%	1.2%	长期贷款	281	250	0	0	0	0
资产减值损失	-1,049	74	188	0	0	0	其他长期负债	9	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-148	196	140	80	70	<b>负债</b>	<b>2,282</b>	<b>2,852</b>	<b>4,499</b>	<b>4,297</b>	<b>4,955</b>	<b>5,858</b>
投资收益	81	111	155	150	145	130	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,973</b>	<b>7,029</b>	<b>6,037</b>	<b>10,573</b>	<b>12,655</b>	<b>15,065</b>
%税前利润	6.6%	4.1%	4.8%	5.0%	3.7%	2.9%	其中：股本	2,125	2,112	2,112	2,218	2,218	2,218
营业利润	770	2,672	3,256	3,014	3,869	4,483	未分配利润	3,332	4,711	3,960	5,585	7,667	10,077
营业利润率	10.1%	20.2%	22.6%	17.5%	19.0%	19.2%	少数股东权益	141	264	28	18	13	10
营业外收支	449	24	-7	2	2	2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,396</b>	<b>10,145</b>	<b>10,564</b>	<b>14,888</b>	<b>17,623</b>	<b>20,934</b>
税前利润	1,219	2,696	3,249	3,016	3,871	4,485	<b>比率分析</b>						
利润率	16.0%	20.4%	22.6%	17.5%	19.0%	19.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-68	-279	-213	-317	-407	-471	<b>每股指标</b>						
所得税率	5.6%	10.4%	6.6%	10.5%	10.5%	10.5%	每股收益	0.475	1.001	1.307	1.221	1.565	1.811
净利润	1,151	2,417	3,036	2,699	3,465	4,014	每股净资产	2.811	3.328	2.858	4.767	5.706	6.793
少数股东损益	143	302	275	-10	-5	-3	每股经营现金净流	0.920	1.479	1.206	0.998	1.641	1.913
归属于母公司的净利润	1,009	2,115	2,761	2,709	3,470	4,017	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.489	0.626	0.724
净利率	13.2%	16.0%	19.2%	15.7%	17.0%	17.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	16.89%	30.09%	45.73%	25.62%	27.42%	26.66%
							总资产收益率	12.01%	20.84%	26.13%	18.20%	19.69%	19.19%
							投入资本收益率	23.02%	31.07%	39.06%	20.66%	24.26%	23.99%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	23.33%	73.30%	8.86%	19.48%	18.63%	14.14%
							EBIT增长率	8.37%	58.43%	10.75%	-9.17%	39.50%	19.51%
							净利润增长率	-37.77%	109.69%	30.56%	-1.88%	28.09%	15.77%
							总资产增长率	-8.34%	20.84%	4.13%	40.93%	18.37%	18.79%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	52.2	35.7	31.1	32.0	33.0	33.0
							存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
							应付账款周转天数	183.8	257.0	259.3	210.0	215.0	215.0
							固定资产周转天数	1.7	1.3	23.4	18.9	18.7	20.8
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-13.96%	-53.67%	-36.42%	-50.05%	-48.81%	-46.30%
							EBIT利息保障倍数	96.9	-176.2	-126.4	32.6	18.0	15.3
							资产负债率	27.18%	28.11%	42.59%	28.86%	28.12%	27.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	7	33	43	101
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.08</b>	<b>1.09</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402