

# 游戏行业的三重催化剂

## ——行业深度报告

✍️ : 谢晨 执业证书编号: S1230521070004  
☎️ : 陈磊 执业证书编号: S1230521090002  
✉️ : xiechen@stocke.com.cn

### 行业评级

互联网行业

看好

### 报告导读

我们认为游戏行业面临三重催化剂：1、版号重启带来销售费用率的下行周期，或达18个月；2、供给侧出清带来的研发费用率下行周期，或达3年以上；3、正在爆发的手游出海行业，我们看好发行模式的代表三七互娱，研发模式的代表网易。

### 投资要点

#### □ 第一重催化剂，版号重启，开启销售费用率的下行周期

版号重启后，销售费用率将进入18个月左右的下行周期。我们看到，由于版号暂停，近期新游数量较少，一旦有公司获得版号，将在买量、营销上获得较高的ROI，带动公司营销费用率长期下行。但随着版号的逐渐外发，新游戏变多，赛道逐渐变得拥挤，这一红利将逐渐消失。我们结合过往经验判断，这一周期约为18个月。

#### □ 第二重催化剂，供给侧出清，开启研发费用率的下行周期

我们认为，随着行业空间的触顶、监管层对游戏管理的收紧，有大量平台型公司对游戏业务进行了裁撤，这将带来供给侧的大幅出清。随着供给侧的出清，从业者薪酬将长期下行，带动行业龙头研发费用率将进入3年或更久的下行周期。

#### □ 第三重催化剂，正在爆发的手游出海

海外市场空间广阔，出海已进入高速增长期。目前主要有两种成功模式，第一是以高效率发行为核心壁垒的“发行模式”，代表如三七互娱；第二是以高品质研发为核心壁垒的“研发模式”，代表如腾讯，网易，从股价弹性角度我们看好网易。

- **发行模式：核心壁垒是高效率发行，代表是三七互娱。**我们认为，具备全球发行能力的发行公司，其壁垒被市场严重低估。实际上，全球发行的壁垒远高于国内发行。第一，大多数公司无法建立自己的海外发行团队，尤其对于小语种市场，ROI过低。第二，具备全球发行能力的公司，在上游项目竞争上，将远强于只具备特定区域发行能力的公司。

对于三七互娱而言，《Puzzles & Survival》的成功，既是三七强大发行能力的体现（品类选择环节需要发行能力进行测试），又进一步加强了三七的发行能力（积累了大量素材和算法）。有望成为发行模式的绝对龙头。

- **研发模式：核心壁垒是高品质研发，代表是腾讯、网易，从股价弹性角度我们更看好网易。**我们认为，如果把游戏研发拆分成创意生产和工业化制作两个大类，腾讯、网易已经是全球在工业化制作前二的公司。游戏的工业化制作壁垒极高。第一，大量素材、代码、体系可以复用；第二，工艺壁垒极高，技能、知识主要体现为团队经验、磨合程度，难以被短时间模仿；第三，游戏技术还在快速发展，所以腾讯、网易也依然在快速进化，这样落后的公司就难以追赶。

对于网易而言，以强悍的研发能力为抓手，向外获取大量优质IP、顶级合

### 相关报告

报告撰写人：谢晨

联系人：陈磊

作方，从而进一步加深游戏出海的研发能力。在经济下行的大环境中，公司游戏流水相对稳定，且《哈利波特》海外版、《暗黑》手游年内有望上线，或进一步完成从中国游戏龙头到全球游戏龙头的蜕变。

#### □ 投资建议

**三七互娱：**我们看好公司未来 2 年的出海业务，22-23 年或在收入端放量增长。出海业务前景广阔，壁垒坚实，更长期来看，或可再造一个三七。我们之前发布报告，预计公司 22-23 年实现归母净利润 33.3/37.4 亿元，对应 P/E 为 16.1/14.3 倍。考虑到版号重启对业绩的带动，市场对海外业务壁垒的低估，我们或上修 22 年盈利预测 5%-10%，23 年盈利预测 10%-15%（详见后续跟踪报告）。我们给予公司 2022 年 25 倍估值，对应目标市值 833 亿元，对应目标价格 37.5 元，上行空间 55.6%，维持“买入”评级。

**网易：**我们预计公司 22/23/24 年实现归母净利润 200/246/296 亿元，同比增长 1.30%/23.1%/20.3%，当前股价对应 P/E 为 20.0/16.2/13.5 倍。我们认为公司今年业绩确定性较强，主要来自于《哈利波特》海外版进程的高度确定。另外《暗黑》手游的全球上线也值得期待。我们看好公司在海外游戏上的长期竞争力，有望在 3-5 年成为非中国地区前二的手游厂商。考虑到版号重启对业绩的带动，市场对海外业务壁垒的低估，我们给予公司 22 年 25 倍估值，对应市值 5005 亿=6156 亿港币，对应股价 178 港币，对比现价有 25.1%空间，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

版号政策低于预期的风险，如每年版号授予数量低于预期、版号品类限制低于预期；

地缘政治带来出海业务风险，如游戏被整体下架；

寄予期望的潜在爆款产品失败的风险，最有可能发生的是 SLG 产品的用户空间触顶。

## 正文目录

1. 游戏行业面临三重催化剂.....	4
2. 第一重催化剂，版号重启，开启销售费用率的下行周期.....	4
3. 第二重催化剂，供给侧出清，开启研发费用率下行周期.....	4
3.1. 第一次版号冲击：18 版号政策后，小公司批量倒闭，但供给侧并未真正出清.....	5
3.2. 第二次版号冲击：21 版号政策后，平台型公司的游戏业务在收缩，供给真正出清.....	6
4. 第三重催化剂，正在爆发的手游出海.....	7
4.1. 发行模式：核心壁垒是高效率发行，代表是三七互娱.....	7
4.2. 研发模式：核心壁垒是高品质研发，代表是腾讯、网易.....	9
5. 业绩测算与投资建议.....	10
6. 风险提示.....	10

## 图表目录

图 1: 18Q4-21Q3 三七互娱营业收入及增速.....	4
图 2: 18Q1-21Q3 三七互娱销售费用率.....	4
图 3: 近年来倒闭的游戏公司数量（单位：家）.....	5
图 4: 2017-2019 年月度版号发放数量（单位：个）.....	6
图 5: 2014-2021 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及其增速.....	7
图 6: 《Puzzles & Survival》4 月 11 日全球畅销榜排名情况.....	8
表 1: 部分平台公司 2021 年中以来游戏业务裁撤情况.....	6
表 2: 创意生产和工业化制作的区别.....	9
表 3: 海外头部游戏 IP+腾讯网易研发的手游不完全统计.....	9

## 1. 游戏行业面临三重催化剂

我们认为，游戏行业经历一年多的调整，已接近谷底。未来将有三重催化剂，促使行业龙头公司持续向上。1、版号重启带来销售费用率的下行周期，或达 18 个月；2、供给侧出清带来的研发费用率下行周期，或达 3 年以上；3、正在爆发的手游出海行业。

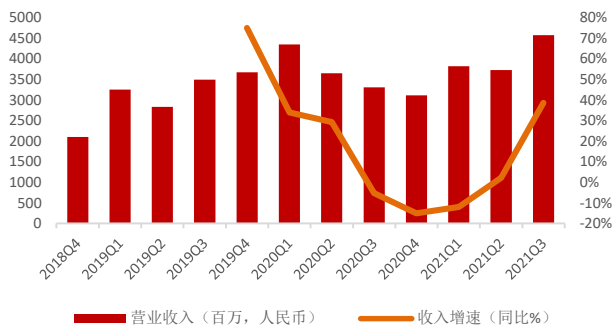
我们认为，现在是整体游戏板块配置的最佳时点，其中尤其应该重视具有出海逻辑的公司。我们认为，具有高效率发行能力的三七互娱，具有高品质研发能力的网易，有望成为这一轮游戏板块底部反转的龙头。

### 2. 第一重催化剂，版号重启，开启销售费用率的下行周期

版号重启后，销售费用率将进入 18 个月左右的下行周期。我们看到，由于版号暂停，近期新游数量较少，一旦有公司获得版号，将在买量、营销上获得较高的 ROI，带动公司营销费用率下行（由于新游戏早期营销费用率高，体现在财报上或要等一两个季度）。但随着版号的逐渐外发，新游戏变多，赛道逐渐变得拥挤，这一红利将逐渐消失。

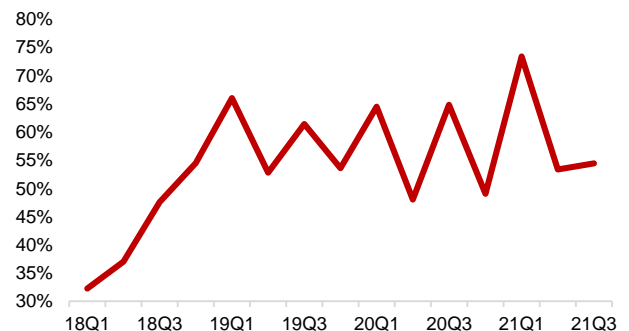
我们结合过往经验判断，这一周期约为 18 个月。我们复盘 19 年 1 月重开版号后，三七互娱的销售费用率，可以印证我们的结论。虽然新品节奏对单季度销售费用率有一定的扰动（游戏项目刚上线时，营销费用占比项目收入较高，后期占比将逐渐下降），但总体而言，销售费用率大概在 20 年 Q2 触底（20Q4 的低销售费用率，来自于主动缩减投放，所以收入增速也下降，不能代表营销上的高 ROI）

图 1：18Q4-21Q3 三七互娱营业收入及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：18Q1-21Q3 三七互娱销售费用率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3. 第二重催化剂，供给侧出清，开启研发费用率下行周期

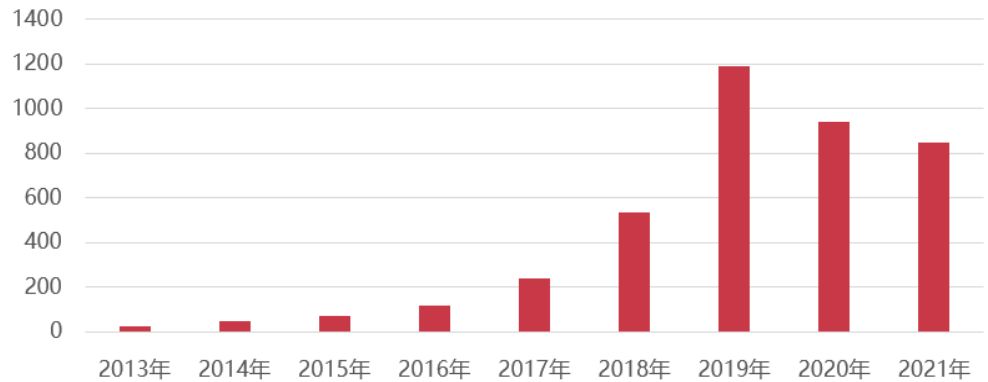
我们认为，随着行业空间的触顶、监管层对游戏管理的收紧，有大量平台型公司对游戏业务进行了裁撤，这将带来供给侧的大幅出清。随着供给侧的出清，行业龙头公司的研发费用率有望进入下行周期，周期或在 3 年甚至更久。

供给侧出清总体分为两个阶段：1、**第一阶段**：18 年版号政策后，小公司批量倒闭。但随着字节、快手等公司在游戏业务上的激进扩张，行业供给侧的竞争并没有得到本质性缓解；2、**第二阶段**：21 年版号政策后，大量平台型互联网公司裁撤游戏业务，竞争格局有望得到真正缓解。

### 3.1. 第一次版号冲击：18 版号政策后，小公司批量倒闭，但供给侧并未真正出清

18 年的版号停发始于 3 月，共持续 10 个月。行业内小公司出现了批量倒闭。但由于字节、快手等互联网平台型公司在游戏业务上的激进扩张，行业供给侧的竞争格局并没有得到本质性的缓解，人员成本继续大幅上升。

图 3：近年来倒闭的游戏公司数量（单位：家）



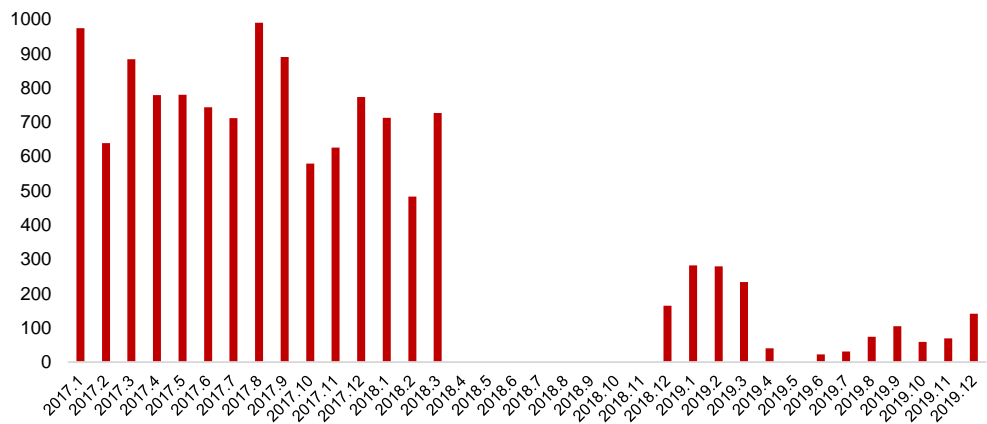
资料来源：企查查，浙商证券研究所

18 年游戏版号审批停止的直接原因是相关机构职能分工的变化，间接原因是彼时网络游戏快速发展，未成年人沉迷和过度消费情况普遍。这些原因导致了 18 年 3 月至 18 年 12 月持续约十个月的版号停发。

由于版号停发，大量小型游戏公司因此倒闭。我们认为，小公司出现倒闭潮的原因是，大量小公司做的都是类型手游，产品体量较小，成本不高，品质一般，存活周期很短，付费点前置，主要通过短周期、高周转的模式盈利。而版号停发对这种模式进行了毁灭性的打击，因此小公司出现了倒闭潮。

同时我们注意到，19 年年初版号重启后，小公司倒闭潮仍在继续。根据企查查数据，游戏公司倒闭数量 17/18/19 年分别达约 240、530 和 1150 家，三年均有 100% 以上增速。我们认为，主要原因有两点：首先，版号发放虽正常化，但数量远不及 2018 年前。17-18 年期间平均月版号发放量在 800 款上下，而 19 年月版号发放数量峰值仅 141 款。17 年全年版号发放数量为 9386 款，18 年下降至 2064 款，19 年下降至 1355 款。其次，大公司专业人才众多，对监管的要求把握更加精准，也更容易得到监管的认可，故更加容易获得版号。而小公司在审核趋严的情况下，获得版号难度大幅增加。

图 4：2017-2019 年月度版号发放数量（单位：个）



资料来源：国家新闻出版署，浙商证券研究所

虽然大量小厂倒闭，但供给侧的竞争并没有出现本质性缓解，主要是部分互联网平台型公司在游戏行业激进扩张，这造成了人员薪酬等核心生产要素成本继续提升。例如，字节跳动在 19 年 1 月成立了朝夕光年，至 22 年，人员规模已经达到 2000 余人。另外一家短视频行业巨头快手也在 19 年前后持续布局游戏业务，至 21 年 3 月，已有 3 大工作室，我们估计员工数在 1000 左右。而且由于字节、快手的高薪抢人，行业大厂纷纷提高薪酬待遇以保持员工稳定性。

### 3.2. 第二次版号冲击：21 版号政策后，平台型公司的游戏业务在收缩，供给真正出清

21 年的版号停发从 7 月开始，22 年 4 月 11 日恢复，接近 9 个月。这一轮版号政策以及背后的监管收紧，使得大量平台型互联网公司退出游戏业务，这或将造成行业供给侧的真正出清，从而使得人员成本出现长期下降，带动研发费用率进入下行周期。同时，我们认为，龙头企业之间维持现有人才的“囚徒困境”会导致研发费用率下行速度非常慢。

我们看到，自 21 年 7 月版号停发以来，随着监管对游戏的进一步收紧，叠加互联网监管下平台型公司的基本面下行，大量平台型公司对游戏业务进行了裁撤。由于行业里面也没有新的进入者，我们认为，这意味着供给侧的真正出清。

表 1：部分平台公司 2021 年中以来游戏业务裁撤情况

公司	游戏业务裁撤情况
百度	2021 年年底正式确定关停游戏业务
哔哩哔哩	游戏部门裁员比例接近 20%，研发团队裁员人数较多，部分员工年终奖仅有半个月工资
爱奇艺	研究院、游戏中心和运营部门大部分人员被裁
字节	轻度游戏团队 Ohayoo 裁员，重度游戏团队尚未裁员

资料来源：中国经营报，钛媒体，松果财经，浙商证券研究所

我们判断，随着供给侧出清，行业整体的研发费用率将进入下行周期，持续 3 年或更久，主要来自于人员成本的下降。随着大量平台型公司裁减游戏业务，游戏行业的人才需求将出现下降，但游戏人才的供给依然充裕。而且，游戏行业从业者有一个特点，就是大量职位的从业技能较为特殊，与其他互联网行业差距巨大，难以相互跳转，这将带来从

业者平均薪酬的长期下降。如游戏策划与互联网产品、游戏程序与互联网程序、游戏美术与互联网 UI 均有大量差异，并不容易转行。

但另一方面，我们认为，从业者薪酬的下行周期会非常漫长。一方面，从供给侧看，龙头企业之间维持现有人才的“囚徒困境”会导致下行速度非常慢，具体而言，腾讯、网易等大厂都不会在短期大幅降薪，以免人才流向其它公司。但长期的供大于求，还是会造成用人成本的下降，我们看到，其实腾讯今年在全公司层面，也已经提出了“降本增效”的口号。另一方面，从需求侧看，需求反转的拐点难以看到，VR/AR、元宇宙等行业的兴起或带来人才需求的反转，但都需要非常长的时间。

#### 4. 第三重催化剂，正在爆发的手游出海

海外市场空间广阔，出海已进入高速增长期，后期有进一步加速增长的可能性。目前主要有两种成功模式，第一是以高效率发行为核心壁垒的“发行模式”，代表如三七互娱；第二是以高品质研发为核心壁垒的“研发模式”，代表如腾讯、网易，从股价弹性角度我们看好网易。

海外市场空间广阔，已进入高速增长期，后期有进一步加速增长的可能性。根据中国游戏产业报告数据，21 年中国游戏海外市场收入达 180 亿，相比 19 年的复合增速达 25%（考虑到 20 年有疫情因素加速，故用 2 年复合增速），如果再减去没有增长的端游页游，增速会更高。同时我们认为，后期有进一步加速成长的可能性，主要是随着国内版号的收紧，以及未来监管的不确定性，国内游戏公司在立项之初，就按照全球化发行进行计划，这将带来未来优质产品的进一步增加。

图 5：2014-2021 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及其增速



资料来源：游戏工委，浙商证券研究所

在手游出海赛道上，有两种成功模式，第一是以高效率发行为核心壁垒的“发行模式”，代表如三七互娱；第二是以高品质研发为核心壁垒的“研发模式”，代表如腾讯、网易，其中，从股价弹性角度我们更看好网易。

##### 4.1. 发行模式：核心壁垒是高效率发行，代表是三七互娱

我们认为，具备全球发行能力的发行公司，其壁垒被市场严重低估。我们认为，市场对壁垒低估的来源，来自于国内发行行业的相对低壁垒。因为市场已经见证了大量以发行

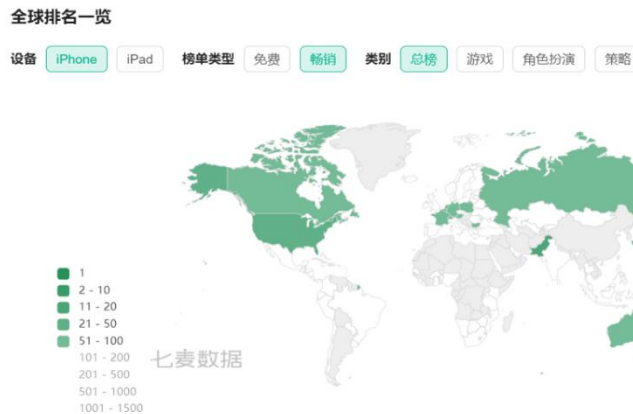
见长的公司，被快速成功模仿，如中手游。也见证了大量的研发公司自建发行业务，取得了成功，如莉莉丝。

但实际上，全球发行的壁垒远高于国内发行。第一，大多数公司无法建立完整的海外发行团队，尤其对于小语种市场，ROI 过低。譬如泰国手游市场，一年仅 5 亿美金规模，如果自建发行团队覆盖泰国市场，往往不能回本。只有手握大量游戏的发行商，才能取得正收益。第二，具备全球发行能力的公司，在上游项目竞争上，将远强于只具备特定区域发行能力的公司。在本轮版号监管之前，游戏公司立项之时，主要还是针对国内市场，海外市场的收益只是锦上添花。但在监管之后，游戏公司立项之初，就瞄准全球市场，这时候，拥有全球发行能力的公司，在项目竞争上将远强于只具备特定区域发行能力的公司，因为游戏研发商也希望一站式解决全球发行问题。

对于三七互娱而言，已经具备高壁垒的全球发行能力，已经形成了强发行-好项目-更强发行的正循环。有望成为发行模式的绝对龙头。

三七互娱已经建立了全球化的发行能力。我们观察到，公司海外大作《Puzzles & Survival》已经进入北美、欧洲、澳洲、中东、日本等多个市场的 iOS 畅销榜前 100。而东南亚市场是公司的传统优势市场，只是因为三消玩法在东南亚接受度低的问题，使得本款游戏表现一般。

图 6: 《Puzzles & Survival》4 月 11 日全球畅销榜排名情况



资料来源：七麦数据，浙商证券研究所

从《Puzzles & Survival》看三七互娱的发行能力成长路径：《Puzzles & Survival》的成功，既是三七强大发行能力的体现，又进一步加强了三七的发行能力。根据公司财报，从 20 年 8 月上线，到 21 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，进入过 52 个地区 iOS 畅销榜前十。

首先，《Puzzles & Survival》的成功是三七强大发行能力的体现。《Puzzles & Survival》的立项，来自于三七对蓝海市场的快速勘测，然后对投资的研发商进行深度定制。《Puzzles & Survival》成功的一大核心点，在于可以利用休闲游戏的玩法，解决 SLG 买量成本过高的问题。在立项之初，为了确认这一猜测，三七可以通过自身强大的发行能力去进行市场验证。

其次，《Puzzles & Survival》的成功，进一步加强了三七的发行能力。《Puzzles & Survival》的成功发行，为三七积累了大量的买量素材。这些买量素材，未来在类似的游



戏、人群上都具有复用价值。而通过三七智能投放、智能运营系统的投放、运营，三七的系统也变得更加强大。

我们判断，三七的海外收入将持续高增长，21/22/23 年分别达到 57.4/87.6/116.7 亿，同比增长 168%/52.6%/33.1%。考虑到 23 年及以后，或有更多优质手游交给三七发行，一旦其中出现爆款，收入预期有进一步调高的可能性。

## 4.2. 研发模式：核心壁垒是高品质研发，代表是腾讯、网易

我们认为，市场对研发模式下的龙头公司腾讯、网易在手游工业化上的实力也略有低估。我们把游戏研发按照环节拆分成创意生产和工业化制作两个部分，腾讯、网易已经是全球在手游工业化制作前二的公司，从股价弹性角度我们更看好网易。

游戏研发过程可以拆分为创意生产、工业化制作两个大类。前者主要包括剧情策划、核心玩法等，较为非标，是海外头部厂商，如动视暴雪、育碧等公司的相对优势领域。后者主要包括技术美术、数值体系等，较为标准化，是腾讯、网易的相对优势领域。

**表 2：创意生产和工业化制作的区别**

	典型环节	核心竞争力	优势方
创意生产	剧情策划、核心玩法	创意文化、开放的公司体系	海外头部厂商
工业化制作	海外头部厂商	素材和代码积累、经验积累	腾讯、网易

资料来源：浙商证券研究所

目前腾讯、网易已经是全球在手游工业化制作商前二的公司。我们可以看到，有大量海外头部厂商，将头部游戏 IP 授权给腾讯、网易做手游开发。在某种程度上就是优势互补，海外的创意优势+腾讯网易的工业化优势。

**表 3：海外头部游戏 IP+腾讯网易研发的手游不完全统计**

公司	版权方	IP	游戏	上线时间（含预期）
腾讯	动视	使命召唤	CODM	2021.12
腾讯	KRAFTON	PUBG	PUBG: Mobile	2019.5
腾讯	EA	极品飞车	极品飞车手游	
腾讯	育碧	彩虹六号	彩虹六号手游	2023
网易	暴雪	暗黑破坏神	暗黑破坏神：不朽	2022Q2
网易	Codemasters	巅峰极速	巅峰极速	
网易	暴雪	魔兽世界	魔兽世界手游	
网易	Behaviour Interactive	黎明杀机	Dead by Daylight Mobile	2021.5

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我们认为，游戏的工业化制作壁垒极高。第一，有大量的素材、代码、体系可以复用，做类似的游戏可以节省大量成本；第二，工艺壁垒极高，技能、知识主要体现为团队经验、磨合程度，难以被短时间模仿，也很难通过招聘少数员工而进行追赶。第三，游戏技术还在快速发展，随着互联网公司向元宇宙方向努力，对于美术、动画、声效的探索会越来越深。所以腾讯、网易也依然在快速进化，这样落后的公司就难以追赶。

对于网易而言，以强悍的研发能力为抓手，向外获取大量优质 IP、顶级合作方，从而进一步加深游戏出海的研发能力。在经济下行的大环境中，公司游戏流水相对稳定，且《哈利波特》海外版、《暗黑》手游年内有望上线，我们预期前者前 12 个月流水可达 30 亿人民币左右，后者前 12 个月流水可达 50 亿左右。随着两款顶级游戏在海外上线，网易或进一步完成从中国游戏龙头到全球游戏龙头的蜕变。

## 5. 业绩测算与投资建议

**业绩测算核心假设：**1、国内游戏业务的营销费用率在 22 年出现下降，23 年基本平稳，24 年出现回升；2、国内游戏业务的研发费用率缓慢下行；3、海外收入高速增长，但早期利润率较低。

**三七互娱：**我们看好公司未来 2 年的出海业务，22-23 年或在收入端放量增长。出海业务前景广阔，壁垒坚实，更长期来看，或可再造一个三七。我们之前发布报告，预计公司 22-23 年实现归母净利润 33.3/37.4 亿元，对应 P/E 为 16.1/14.3 倍。考虑到版号重启对业绩的带动，市场对海外业务壁垒的低估，我们或上修 22 年盈利预测 5%-10%，23 年盈利预测 10%-15%（详见后续跟踪报告）。我们给予公司 2022 年 25 倍估值，对应目标市值 833 亿元，对应目标价格 37.5 元，上行空间 55.6%，维持“买入”评级。

**网易：**我们预计公司 22/23/24 年实现归母净利润 200/246/296 亿元，同比增长 1.30%/23.1%/20.3%，当前股价对应 P/E 为 20.0/16.2/13.5 倍。我们认为公司今年业绩确定性较强，主要来自于《哈利波特》海外版进程的高度确定。另外《暗黑》手游的全球上线也值得期待。我们看好公司在海外游戏上的长期竞争力，有望在 3-5 年成为非中国地区前二的手游厂商。考虑到版号重启对业绩的带动，市场对海外业务壁垒的低估，我们给予公司 22 年 25 倍估值，对应市值 5005 亿=6156 亿港元，对应股价 178 港币，对比现价有 25.1%空间，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

版号政策低于预期的风险，如每年版号授予数量低于预期、版号品类限制低于预期；

地缘政治带来出海业务风险，如游戏被整体下架；

寄予期望的潜在爆款产品失败的风险，最有可能发生的是 SLG 产品的用户空间触顶。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>