

海外周报 (2022.4.11 - 2022.4.15)

证券研究报告

2022年04月18日

22Q1 业绩期来临关注疫情拐点，国内游戏版号核发恢复期待供给改善

本周(2022年4月11日至4月15日,下同)恒生指数-1.62%。本周道琼斯工业指数-0.78%;标普500指数-2.13%;纳斯达克指数-2.63%。

本周初国家新闻出版总署批准了去年7月以来的首批游戏版号(共45个),我们认为对于行业政策预期以及基本面具有较明显的积极意义,期待国内游戏版号核发回归常态化后,行业新游戏供给弹性明显改善。我们预计未来游戏供给呈精品化趋势,中长期更加看好头部厂商的开发运营能力,短期关注2022 pipeline 释放弹性。近期局部疫情及出行管控政策,预计一定程度上将促进线上游戏大盘时长和付费增长,新游戏供给恢复则有望进一步拉动用户增长和付费意愿提升。游戏板块估值处于低位,短期受益于“宅家红利”,国内版号核发恢复后基本面预期上修,叠加游戏出海维持较高增长,基本面和估值有望双双修复。

版号情况和涉及上市公司如下:吉比特(603444.SH):端游《塔猎手》《盒裂变》;游族网络(002174.SZ):《少年三国志:口袋战役》;三七互娱(002555.SZ):《梦想大航海》;中青宝(300052.SZ):Switch《铸时匠》;心动公司(2400.HK):《派对之星》;创梦天地(1119.HK):《小心火烛》;友谊时光(6820.HK):《零号遗迹》。

国内平台经济治理加强网络直播、短视频等领域监管。本周广电总局公告将加强网络视听节目平台游戏直播管理,各类网络视听节目均不得直播未经主管部门批准的网络游戏,加强游戏直播内容播出管理,预计对游戏直播行业有所影响,对于头部游戏厂商影响有限。本周网信办通知,将联合税务总局、市监总局联合开展“清明·整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动,包括低俗违规内容整治、加强账号管理和打赏管理、整治营销带货虚假宣传和偷逃税问题、整治恶意营销问题等。

海外HFCAA跟踪,本周再有12家中概股列入暂定名单,微博转入正式名单。目前正式名单共有6家中概股公司,暂定名单共有17家中概股公司。持续关注中美监管机构沟通进展及官方表态、美国加速法案进展、中概股战略性回港趋势。

总体而言,2022年一季度业绩期即将来临,一方面,关注“宅家红利”、版号核发恢复、宏观消费放缓综合影响下对于游戏基本面的温和促进趋势,同时关注局部地区疫情对于本地生活(供给)、电商(物流)、广告(部分行业广告主需求)行业的阶段性影响,不排除部分公司22H1业绩市场预期或仍有调整。另一方面,持续关注,局部疫情缓解后,线下复工进度和消费场景恢复,以及传导至线上广告的投放预算的潜在回升趋势,按边际复苏节奏/弹性排序,我们预计本地生活>电商>广告。建议关注:1)游戏行业向好,短期基本面韧性较强,关注网易、腾讯;2)局部疫情缓解后,本地生活、电商或有望较快恢复,关注美团、京东、拼多多、阿里巴巴;3)线上广告行业静待需求改善,关注结构性份额增长的平台,如快手、哔哩哔哩等。我们认为本周海外市场关注:1)美国实际利率趋近于转正,且全球供应链来看,突发的疫情仍对出口国的生产构成压力,从而全球通胀压力在供给下或难以得到短期缓解。2)海外科技巨头一季报即将一周后陆续发布,我们认为从消费信贷和中小企业复苏速度来看,电商整体增速或好于广告增速,但消费电子受通胀压力仍然明显,海外科技巨头我们建议首要关注亚马逊与微软。

风险提示:1、海外疫情控制不及预期;2、中美贸易摩擦;3、互联网监管趋严风险;4、流动性环境收紧超预期;5、海外市场竞争加剧。

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002
kongrong@tfzq.com

王梦恺 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521030002
wangmengkai@tfzq.com

杨雨辰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521110001
yuchenyang@tfzq.com

李泽宇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520110002
lizeyu@tfzq.com

曹睿 联系人
caorui@tfzq.com

1. 周观点：

本周（2022年4月11日至4月15日，下同）恒生指数-1.62%。本周道琼斯工业指数-0.78%；标普500指数-2.13%；纳斯达克指数-2.63%。

中国人民银行决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率

为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，决定于4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。

游戏版号时隔8个月恢复发放首批45款游戏获批

国家新闻出版署11日晚间公布4月国产网络游戏审批名单，共45款游戏获得版号，这是自2021年7月以来，该部门审批通过的第一批国产网络游戏。虽然两大游戏厂商腾讯和网易均不在此次名单之中，但受此消息激励，A股、港股上市游戏类股12日普遍大涨。

滴滴出行拟从美股退市，下月召开特别股东大会

滴滴出行宣布，特别股东大会将于5月23日晚上7时召开。就公司的美国存托股票(ADS)从纽约证券交易所的自愿退市进行投票。公司表示，正在全力配合中国的网络安全审查，将尽快完成退市；为更好地配合网络安全审查整改措施，故暂不会申请在其他地方上市。

投资建议：本周初国家新闻出版总署批准了去年7月以来的首批游戏版号（共45个），我们认为对于行业政策预期以及基本面具有较明显的积极意义，期待国内游戏版号核发回归常态化后，行业新游戏供给弹性明显改善。我们预计未来游戏供给呈精品化趋势，中长期更加看好头部厂商的开发运营能力，短期关注2022 pipeline 释放弹性。近期局部疫情及出行管控政策，预计一定程度上将促进线上游戏大盘时长和付费增长，新游戏供给恢复则有望进一步拉动用户增长和付费意愿提升。游戏板块估值处于低位，短期受益于“宅家红利”，国内版号核发恢复后基本面预期上修，叠加游戏出海维持较高增长，**基本面和估值有望双双修复。**

版号情况和涉及上市公司如下：吉比特（603444.SH）：端游《塔猎手》《盒裂变》；游族网络（002174.SZ）：《少年三国志：口袋战役》；三七互娱（002555.SZ）：《梦想大航海》；中青宝（300052.SZ）：Switch《铸时匠》；心动公司（2400.HK）：《派对之星》；创梦天地（1119.HK）：《小心火烛》；友谊时光（6820.HK）：《零号遗迹》。

国内平台经济治理加强网络直播、短视频等领域监管。本周广电总局公告将加强网络视听节目平台游戏直播管理，各类网络视听节目均不得直播未经主管部门批准的网络游戏，加强游戏直播内容播出管理，**预计对游戏直播行业有所影响，对于头部游戏厂商影响有限。**本周网信办通知，将联合税务总局、市监总局联合开展“清朗·整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动，包括低俗违规内容整治、加强账号管理和打赏管理、整治营销带货虚假宣传和偷逃税问题、整治恶意营销问题等。海外HFCAA跟踪，本周再有12家中概股列入暂定名单，微博转入正式名单。目前正式名单共有6家中概股公司，暂定名单共有17家中概股公司。**持续关注中美监管机构沟通进展及官方表态、美国加速法案进展、中概股战略性回港趋势。**

总体而言，2022 年一季报业绩期即将来临，一方面，关注“宅家红利”、版号核发恢复、宏观消费放缓综合影响下对于游戏基本面的温和促进趋势，同时关注局部地区疫情对于本地生活（供给）、电商（物流）、广告（部分行业广告主需求）行业的阶段性影响，不排除部分公司 22H1 业绩市场预期或仍有调整。另一方面，持续关注，局部疫情缓解后，线下复工进度和消费场景恢复，以及传导至线上广告的投放预算的潜在回升趋势，按边际复苏节奏/弹性排序，我们预计本地生活>电商>广告。建议关注：1) 游戏行业向好，短期基本面韧性较强，关注网易、腾讯；2) 局部疫情缓解后，本地生活、电商或有望较快恢复，关注美团、京东、拼多多、阿里巴巴；3) 线上广告行业静待需求改善，关注结构性份额增长的平台，如快手、哔哩哔哩等。

我们认为本周海外市场关注：1) 美国实际利率趋近于转正，且全球供应链来看，突发的疫情仍对出口国的生产构成压力，从而全球通胀压力在供给下或难以得到短期缓解。2) 海外科技巨头一季报即将一周后陆续发布，我们认为从消费信贷和中小企业复苏速度来看，电商整体增速或好于广告增速，但消费电子受通胀压力仍然明显，海外科技巨头我们建议首要关注亚马逊与微软。

风险提示：1、海外疫情控制不及预期；2、中美贸易摩擦；3、互联网监管趋严风险；4、流动性环境收紧超预期；5、海外市场竞争加剧。

2. 港美股 22Q2 业绩前瞻预测：

代码	公司	市值	收入预测							
			22Q1E预测		22Q1E预测 Non-GAAP净		2022E预测		2022E预测 Non-GAAP净	
			收入	同比	利润	同比	收入	同比	利润	同比
0700.HK	腾讯	35,989	144,100	7%	25,832	-22%	611,298	9%	126,264	2%
3690.HK	美团	9,595	45,011	22%	-5,202	/	223,963	25%	-10,521	/
1024.HK	快手	2,718	20,518	21%	-5,523	/	98,245	21%	-10,453	/
9888.HK	百度	3,659	30,232	7%	4,557	6%	140,360	13%	21,158	12%
9626.HK	BILI	798	5,376	38%	-1,660	/	25,716	33%	-6,322	/
9999.HK	网易	5,200	22,793	11%	4,772	-6%	99,131	13%	20,415	3%
6618.HK	京东健康	1,637	/	/	/	/	43,497	42%	1,510	0%
SE.N	Sea Ltd	598	2,940	67%	-675	/	13,867	39%	-2,199	/

资料来源：彭博、天风证券研究所

注：除Sea的市值、财务数据单位为百万美元，其余公司的市值、财务数据单位均为百万港元

3 公司财报与新闻

3.1 本周重要公司部分新闻

表 1：本周重点公司部分新闻

公司/组织	时间	重要新闻信息	数据来源
国家新闻出版署	2022/4/11	国家新闻出版署公布 4 月国产网路游戏审批名单，共 45 款游戏获得版号，这是自 2021 年 7 月以来，该部门审批通过的第一批国产网路游戏。虽腾讯和网易均不在此次名单之中，但受此消息激励，A 股、港股上市游戏类股 12 日普遍大涨。	yahoo!股市
Epic Games	2022/4/11	游戏开发商 Epic 宣布了一轮 20 亿美元的融资，据称将用于“推进公司建立元宇宙并支持其持续增长”。据报道，这些资金来自索尼和乐高集团投资集团 KIRKBI。作为最近一轮融资的一部分，索尼和 KIRKBI 都投资了 10	IT 之家

		亿美元。	
GoTo	2022/4/11	印度尼西亚互联网公司 GoTo 正式登陆印度尼西亚证券交易所(IDX), 发行价 338 印尼盾, 当日盘中股票一度触达 412 印尼盾/股的高点, 市值最高超过 300 亿美元。GoTo 业务涵盖电商、物流、金融和按需服务, 一定程度上可将其视为“淘宝+美团+滴滴+支付宝”的结合。公司计划利用此次募股的 11 亿美元在新加坡和越南等东南亚国家继续扩张。	天下网商
深圳市人民政府、厦门市商务局、厦门市财政局	2022/4/12	3月25日, 深圳表示安排5亿元资金发放消费券, 推动以数字人民币红包形式发放。同日, 深圳市龙岗区表示将向全体居民发放2000万数字人民币消费券。31日, 深圳市福田区发布政策, 将向市民群众发放总额为1亿元的消费券和消费补贴, 其中, 5000万元消费券将会以数字人民币的形式, 分别在5月、8月分批向全市市民发放。厦门市也鼓励各区使用数字人民币发放消费券。培养大众形成使用数字人民币支付的习惯。	移动支付网
字节 Pico	2022/4/14	曾获 2021 年度 ETR 最佳多人虚拟现实内容奖的《维京战鼓 (Ragnarock) 》正式登陆 Pico Store 平台。该游戏是一款以北欧海盗风格为主基调的击鼓节奏应用, 体验类似 VR 版太鼓达人。此外游戏支持公开或私人两种多人模式, 最多可邀请六位好友激情对战。	新浪 VR
华为	2022/4/14	上海清算所官网信息显示, 华为拟发行人民币 30 亿元、期限为 180 天的超短期融资券, 将于 18 日上市流通。据不完全统计, 这是华为今年来第五次融资活动。此前华为已融资逾 140 亿元, 总额高于往年。在华为坚持不上市的情况下, 发债等方式成为华为重要筹资管道。	上海证券报
Meta	2022/4/14	Meta 首席技术官 Andrew Bosworth 在社交平台上发帖表示, 该公司正在开发其 Horizon Worlds 社交元宇宙平台的 Web 版, 一旦发布平台费用将仅为 25%, 远低于该公司最近的货币化策略计划, 该策略从平台创作者每笔交易中抽成比例可能高达 47.5%。	比特币网
中国人民银行	2022/4/15	为支持实体经济发展, 促进综合融资成本稳中有降, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 决定于 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点 (不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构)。为加大对小微企业和“三农”的支持力度, 对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行, 在下调存款准备金率 0.25 个百分点的基础上, 再额外多降 0.25 个百分点。本次下调后, 金融机构加权平均存款准备金率为 8.1%。	人民银行网站
Twitter	2022/4/15	社交平台推特 Twitter 董事会 15 日一致通过“毒丸防御”股东权利计划, 阻止特斯拉创办人马斯克收购该公司。有关计划将维持至 2023 年 4 月 14 日。据美国证券交易委员会 (SEC) 文件显示, 马斯克 14 日提议以每股 54.20 美元收购 Twitter 股票, 对 Twitter 估值达 430 亿美元, 并表示这是他最高也是最终的出价。	法国国际广播电台
滴滴	2022/4/16	滴滴出行宣布, 特别股东大会将于 5 月 23 日晚上 7 时召开。就公司的美国存托股票 (ADS) 从纽约证券交易所的自愿退市进行投票。公司表示, 正在全力配合中国的网络安全审查, 将尽快完成退市; 为更好地配合网络安全	东网

Epic Games	2022/4/16	<p>审查整改措施，故暂不会申请在其他地方上市。</p> <p>Core 是一款免费且目前仅限 Windows PC 的应用程序，可在 Epic Games Store 上找到。据报道，从今年夏天开始，用户可以在 iOS 和 Mac 上使用虚幻引擎创建和玩游戏。iOS、macOS 和 Windows 版本的 Core 应用程序之间将支持跨平台。将类似元宇宙的游戏带入手机的平台。</p>	IT 之家
Microsoft	2022/4/16	<p>据 Business Insider 报道，微软希望推出一个新的广告计划，让品牌商可以在免费的 Xbox 游戏中放置广告内容。并预计在今年第三季度，投放置赛车游戏的广告牌上，或以头像皮肤或视频形式的广告呈现，具体形式尚未明确。消息来源还声称，微软不会从这些广告中分成，而是通过建立 Xbox 广告网络，以便制作免费游戏的开发商获得收入。</p>	IT 之家

资料来源：yahoo!股市、IT之家、天下网商、移动支付网、新浪 VR、上海证券报、比特网、人民银行网站、法国国际广播电台、东网，天风证券研究所

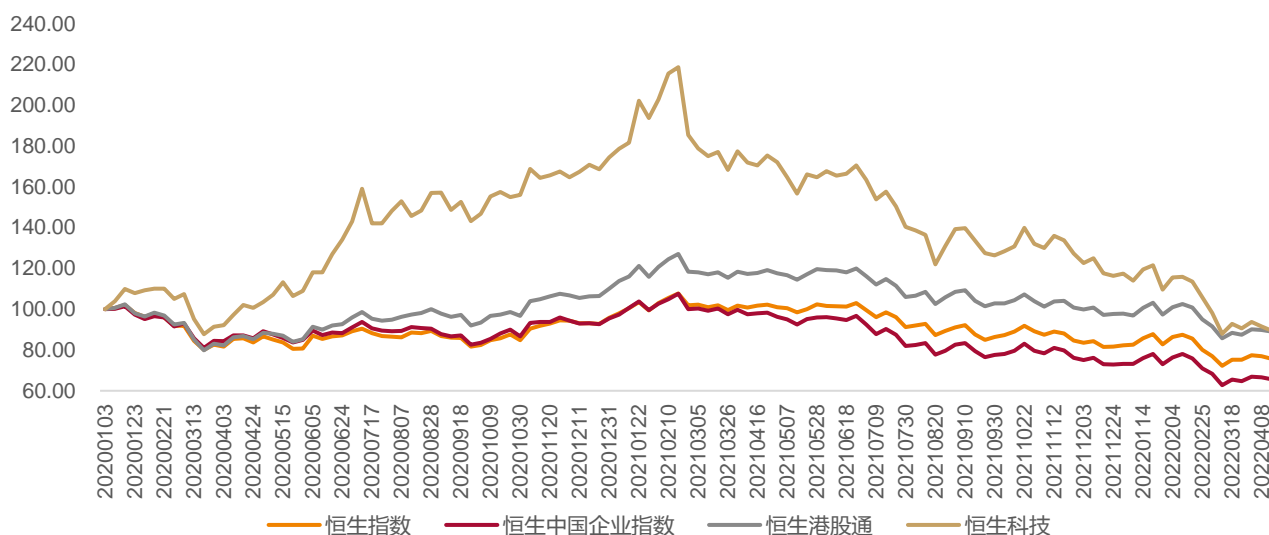
4 港股及美股市场综述及估值变化

4.1 本周恒生指数-1.62%，纳斯达克指数-2.63%

本周（2022年4月11日至4月15日，下同）恒生指数收盘 21518.08 点，-1.62%。本周道琼斯工业指数收盘 34451.23 点，-0.78%；标普 500 指数收盘 4392.59 点，-2.13%；纳斯达克指数收盘 13351.08 点，-2.63%。

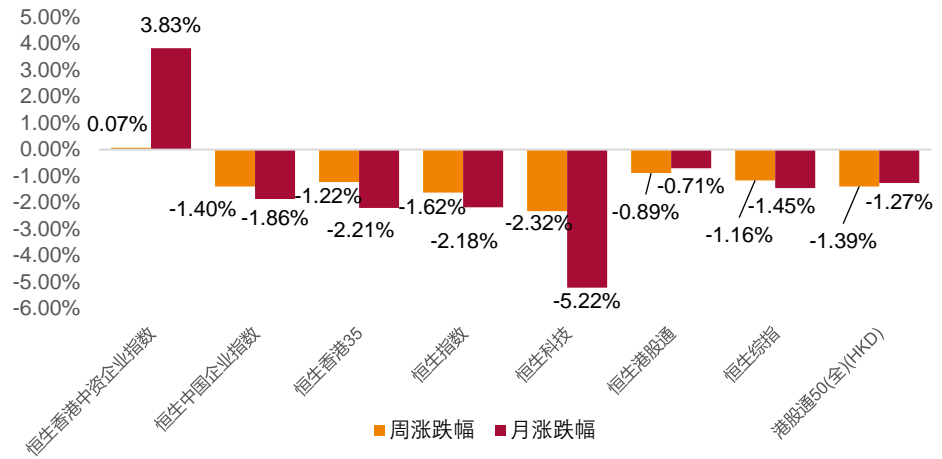
香港市场：

图 1：恒生指数、恒生国企指数、恒生港股通指数走势（20200107 定基数 100）



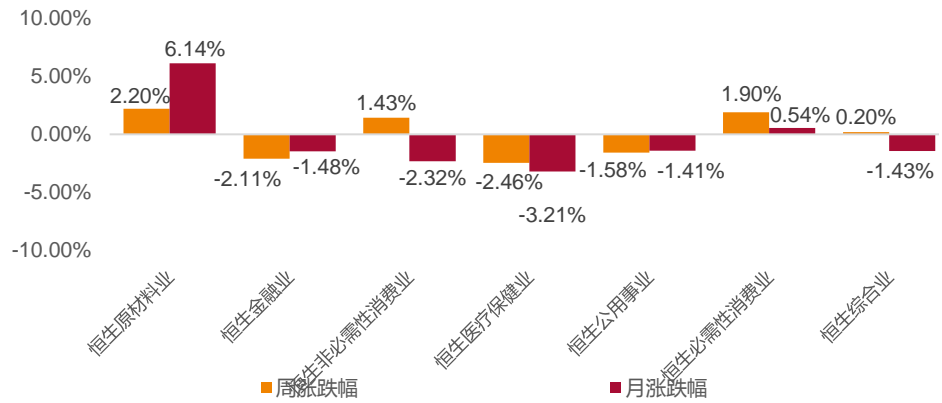
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：港股主要指数涨跌幅



资料来源: Wind、天风证券研究所

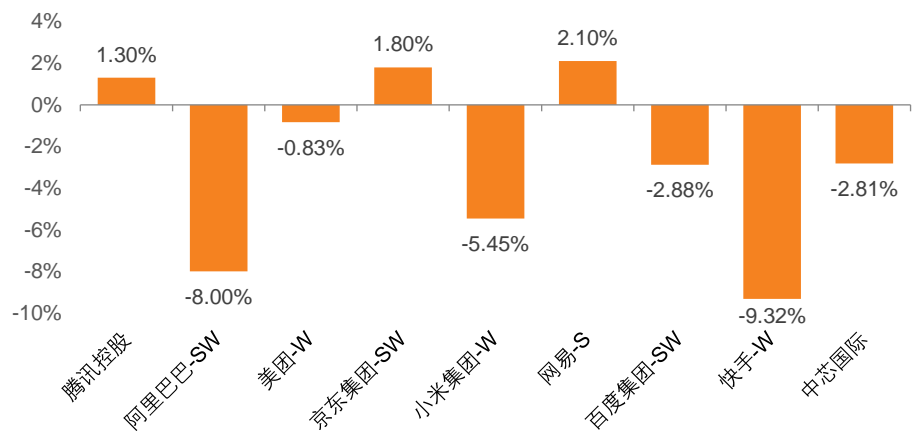
图 3: 恒生综合行业指数涨跌幅



资料来源: Wind、天风证券研究所

本周部分科技股中腾讯 1.30%，阿里巴巴-8.00%，美团-0.83%，京东 1.80%，小米 -5.45%，网易 2.10%，百度-2.88%，快手-9.32%，中芯国际-2.81%。

图 4: 港股科网股本周涨跌幅

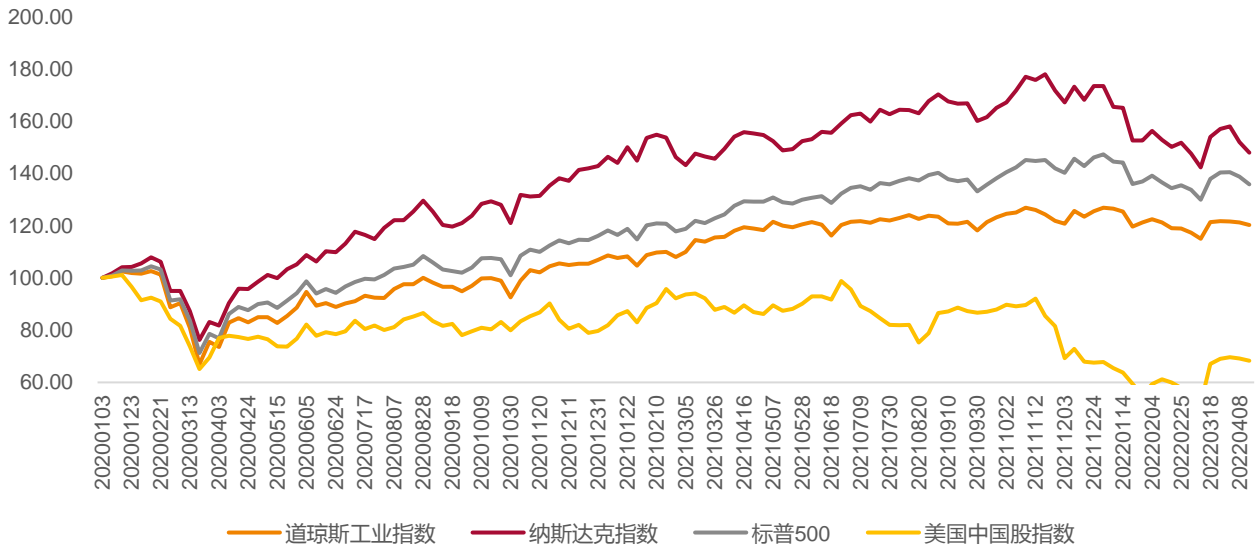


资料来源: Wind、天风证券研究所

美股市场:

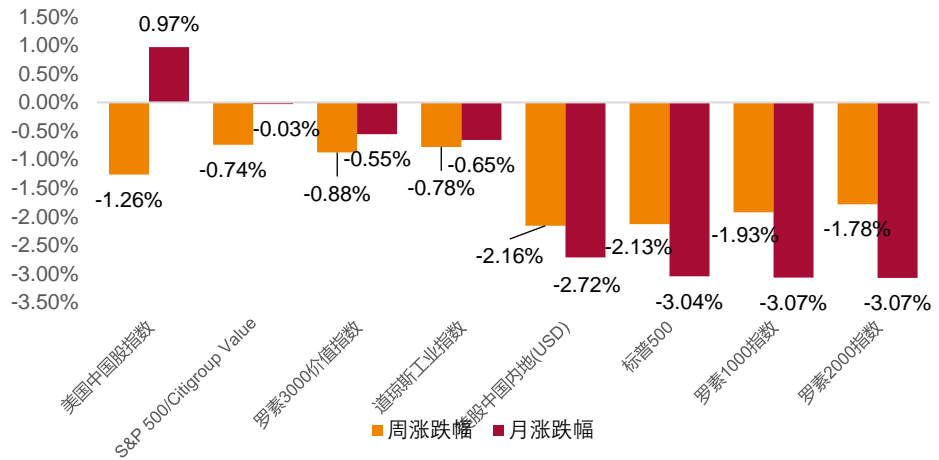
本周标普 500 行业指数涨幅前三为材料 (+0.69%)、工业 (+0.43%)、能源 (+0.32%)；
 涨幅后三为信息技术 (-3.82%)、通信设备 (-3.00%)、医疗 (-2.93%)。

图 5：道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数、美国中国股指数走势 (20200107 定基数 100)



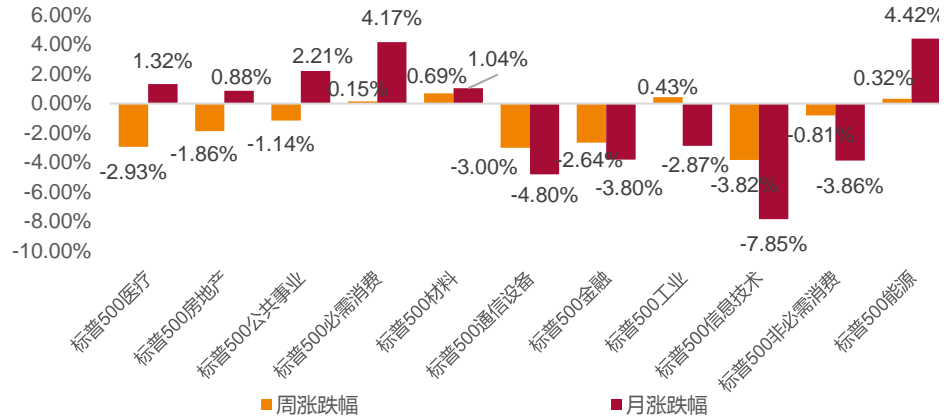
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：美股主要指数涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

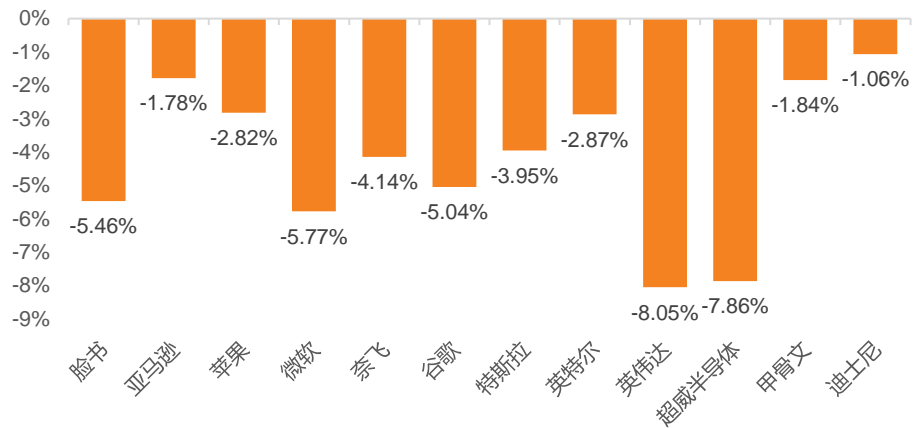
图 7：标普 500 指数行业指数涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

本周, FAAMNG 中 FACEBOOK-5.46%, 亚马逊-1.78%, 苹果-2.82%, 微软-5.77%, 奈飞-4.14%, 谷歌-5.04%。此外, 特斯拉-3.95%, 英特尔-2.87%, 英伟达-8.05%, 超威半导体-7.86%, 甲骨文-1.84%, 迪士尼-1.06%。

图 8: 美股部分科技股本周涨跌幅



资料来源：Wind、天风证券研究所

4.2.南向资金

上周 (2022 年 4 月 11 日至 4 月 15 日) 港股通 5 个交易日共净买入 0.34 亿元。

本周港股通净买入美团-W (约汇总 17.60 亿元), 中国海洋石油 (约汇总 15.78 亿元), 腾讯控股 (约汇总 7.97 亿元), 中国移动 (约汇总 6.37 亿元), 贵州茅台 (约汇总 6.20 亿元); 净卖出东方财富 (约汇总 4.85 亿元), 五粮液 (约汇总 4.90 亿元), 工商银行 (约汇总 5.45 亿元), 建设银行 (约汇总 5.49 亿元), 恒瑞医药 (约汇总 6.87 亿元)。

从活跃板块来看, 今年以来的南向资金主要流向可选消费、信息技术、能源、医疗保健、电信服务, 年初至今净买入金额分别达到 319.18 亿元、277.02 亿元、104.47 亿元、80.56 亿元、47.31 亿元。

表 1: 港股通十大股票持仓变动

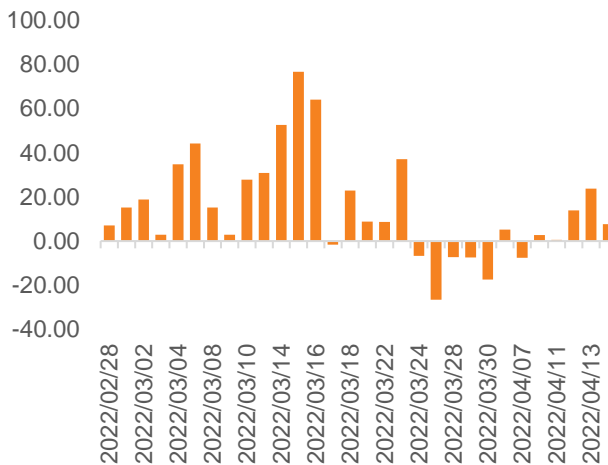
排序	证券代码	证券简称	本周增减持数量 (股数)
1	0700.HK	腾讯控股	-1,767,480
2	0939.HK	建设银行	-79,077,710

3	1398.HK	工商银行	-100,134,000
4	0005.HK	汇丰控股	255,200
5	0941.HK	中国移动	14,557,300
6	3690.HK	美团-W	10,354,087
7	0883.HK	中国海洋石油	70,545,115
8	1810.HK	小米集团-W	-8,104,000
9	1088.HK	中国神华	8,270,170
10	0981.HK	中芯国际	-7,924,300

资料来源: Wind, 天风证券研究所

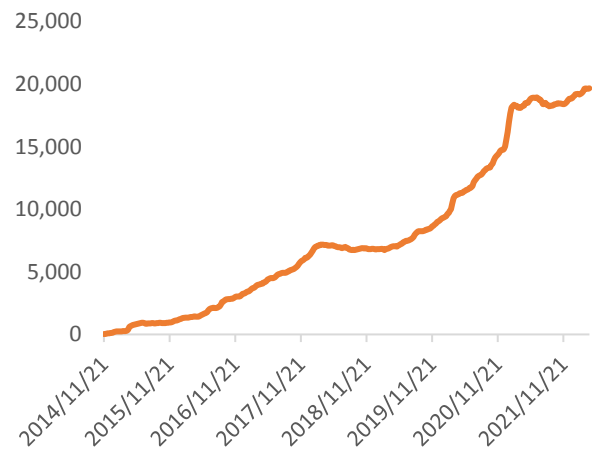
截止 4 月 14 日, 港股通累计净买入约 1.97 万亿港元, 持仓市值 TOP5 分别为腾讯控股 (约 2461.56 亿港元)、建设银行 (约 1378.30 亿港元)、工商银行 (约 1079.31 亿港元)、汇丰控股 (约 1035.03 亿港元)、中国移动 (约 994.58 亿港元)。港股通持仓占比 TOP5 分别为保利物业 (约 65.15%)、山东墨龙 (约 65.11%)、东方证券 (52.39%)、天津创业环保股份 (约 48.7%)、中州证券 (约 47.71%)。

图 9: 最近 30 个交易日港股通净买入 (亿元)



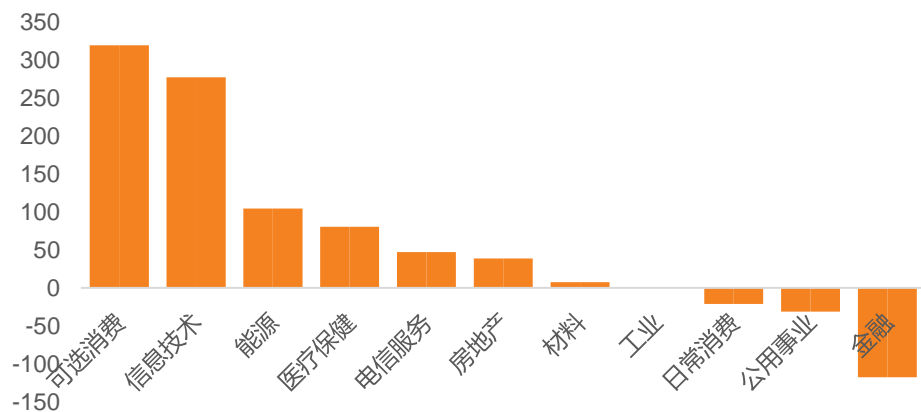
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 港股通累计净买入 (亿元)



资料来源: Wind 天风证券研究所

图 11: 年初以来南向资金净买入 (分板块, 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com