

三七互娱 (002555.SZ)

Q2 利润超预期, 产品多元化+海外逻辑再强化

核心观点:

- 2022H1&Q2 业绩概况:** 公司 2022H1 实现营收 80.92 亿元 (YOY+7.34%), 实现归母 16.95 亿元, 净利率为 20.73%, 扣非归母 16.43 亿元, 扣非净利率为 20.31%。Q2 公司实现营收 40.03 亿元 (YoY+7.58%), 实现归母 9.35 亿元, 归母净利率为 23.36%, 主要二季度游戏广告竞争激烈程度下降, 公司在流量运营上具有较强的能力, 销售费用 20.33 亿元, 销售费用率环比减少 5.62pct 至 50.79%。
- 海外市场收入持续增长, 占比再创新高。** Q2 公司海外收入 30.33 亿元 (我们预计海外收入 Q1~14 亿, Q2~16 亿, 环比提升), 占总营收的 37.48%, 境外收入同比增长 48.31%, 得益于全球发行的《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等多款游戏表现优秀。国内游戏坚定精品化和多元化。2022H1 年实现国内游戏收入 50.60 亿元, 占收入比重 62.52%。
- 盈利预测与投资建议。** 产品多元化+海外逻辑再强化, 长线运营游戏能力逐步提升。公司海外收入同比增速接近 50%, 海外收入占比逐渐提升至 1/3 以上, 海外游戏研运能力突出, 利润端逐渐兑现。国内方面, 公司在 Q2 新产品较少的情况下, 收入环比略有下滑, 但实现了利润增长, 长线运营能力进一步验证。在产品储备方面, 公司国内有 20 款, 海外有 16 款待上线产品, 自研产品比例进一步提升, 重点游戏 SLG《霸业》、SLG《小小蚁国》(定档 9.24) 将在近两个月上线, 将为公司下半年业绩贡献增量。公司国内和海外均具有优势, 战略转型后具备国内的稳健性和海外业务成长性。我们调整公司 2022~2024 年归母净利润至 34.38/38.63/42.78 亿元, 同比增长 19.6%/12.4%/10.7%, 考虑到公司精品化+多元化逻辑进一步强化, 参考可比公司给予 2022 年 22xPE, 算得每股合理价值为 34.1 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。** 版号风险、流水不及预期风险、行业竞争加剧风险。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	14,400	16,216	17,204	19,840	22,710
增长率 (%)	8.9%	12.6%	6.1%	15.3%	14.5%
归母净利润 (百万元)	2,761	2,876	3,438	3,863	4,278
增长率 (%)	30.6%	4.2%	19.6%	12.4%	10.7%
EPS (元/股)	1.31	1.30	1.55	1.74	1.93
市盈率 (x)	23.89	20.84	13.01	11.58	10.46
ROE (%)	45.7%	26.7%	24.1%	21.4%	19.2%
EV/EBITDA (x)	21.51	18.16	9.99	8.40	6.80

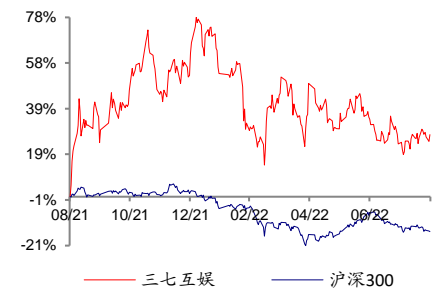
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	20.17 元
合理价值	34.1 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-31

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:

三七互娱 (002555.SZ): 业绩增长强劲, 员工持股彰显信心	2022-04-30
三七互娱 (002555.SZ): 国内强韧性, 海外高潜力	2022-03-20
三七互娱 (002555.SZ): “精品化+多元化+全球化”战略深化, 延展长期空间	2021-11-01

联系人:

卢丝雨 010-59136610

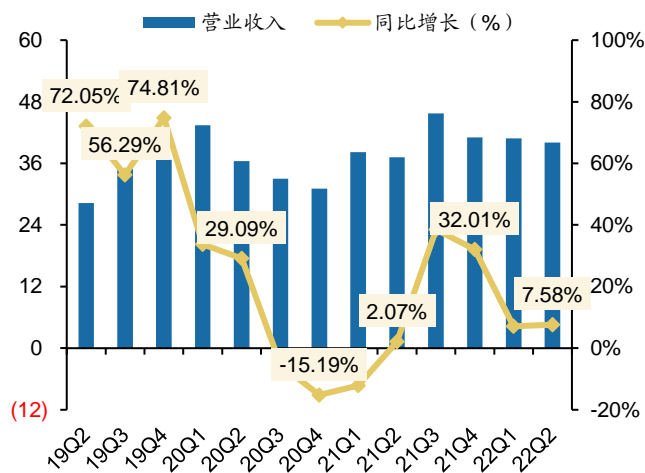
lusiayu@gf.com.cn

一、Q2利润超预期，产品多元化+海外逻辑再强化

2022H1 年业绩概况：公司 2022H1 实现营收 80.92 亿元 (YOY+7.34%)，毛利 68.32 亿元 (YOY+6.45%)，毛利率同比下降 0.71pct 至 84.43%，实现归母净利润 16.95 亿元 (YOY+98.56%)，净利率为 20.73%，扣非归母净利润为 16.44 亿元 (YOY+157.68%)，扣非净利率为 20.32%。2022H1 公司销售费用 43.40 亿元 (YOY-9.31%)，销售费用率 53.63%，同比下降 9.84pct；管理费用 2.09 亿元 (YOY-5.78%)，管理费用率 2.58%；研发费用 4.97 亿元 (YOY-26.23%)，研发费用率 6.14%。

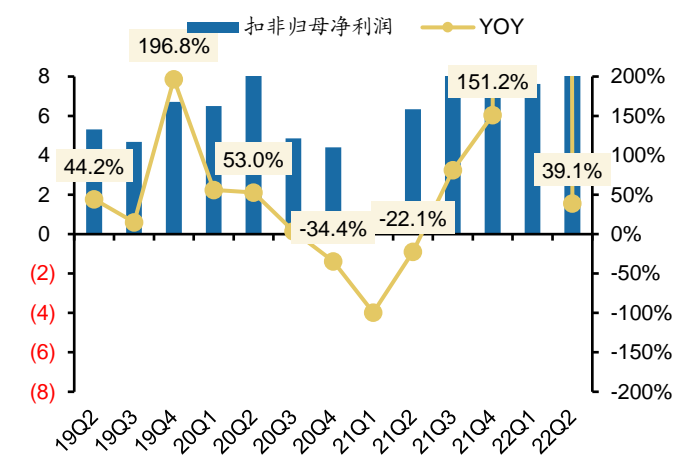
2022 年 Q2 业绩概况：公司 2022Q2 实现营收 40.03 亿元 (YoY+7.58%)，毛利润 33.03 亿元 (YOY+5.89%)，毛利率 82.52%，实现归母净利润 9.35 亿元 (YOY+26.90%)，归母净利率为 23.36%，归母净利率环比涨幅明显主要二季度上线新游戏较少，游戏广告竞争激烈程度下降，且公司在流量运营上具有较强的能力，销售费用 20.33 亿元 (QoQ-11.86%，YoY+2.43%)，销售费用率环比减少 5.62pct 至 50.79%；管理费用 1.01 亿元 (QoQ-6.59%，YoY-15.01%)，管理费用率环比减少 0.12pct 至 2.52%；研发费用 2.21 亿元 (QoQ-19.79%，YoY-36.59%)，研发费用率环比减少 1.22pct 至 5.53%。

图1：三七互娱单季度营收（亿元）和增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

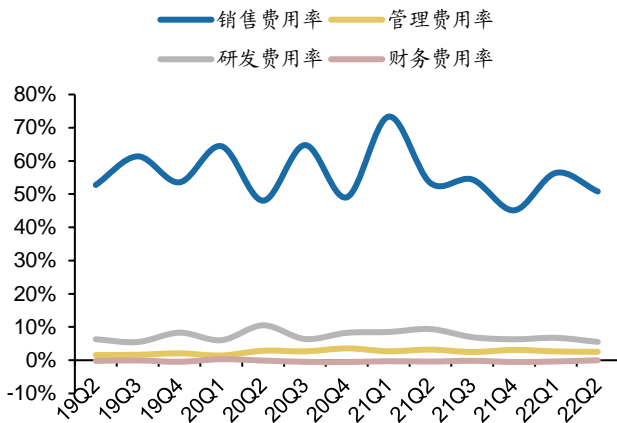
图2：三七互娱单季度扣非归母净利润（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

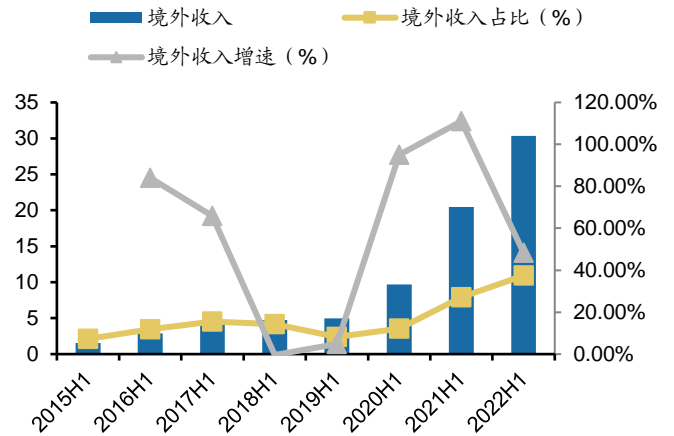
海外市场收入持续增长，占比再创新高。22Q2公司实现海外收入30.33亿元（我们预计海外收入Q1~14亿，Q2~16亿，环比提升），占总营收的37.48%，境外收入同比增长48.33%，得益于全球发行的《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等多款游戏表现优秀，流水增长较好。公司2022年在中国游戏厂商出海收入排行榜中上升至第三位，其中《Puzzles & Survival》全球累计流水已经超过42亿元，《云上城之歌》是今年韩国市场收入最高的国内出海手游。

图3: 三七互娱单季度期间费用率走势 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 三七互娱境外收入 (亿元)、占比及增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

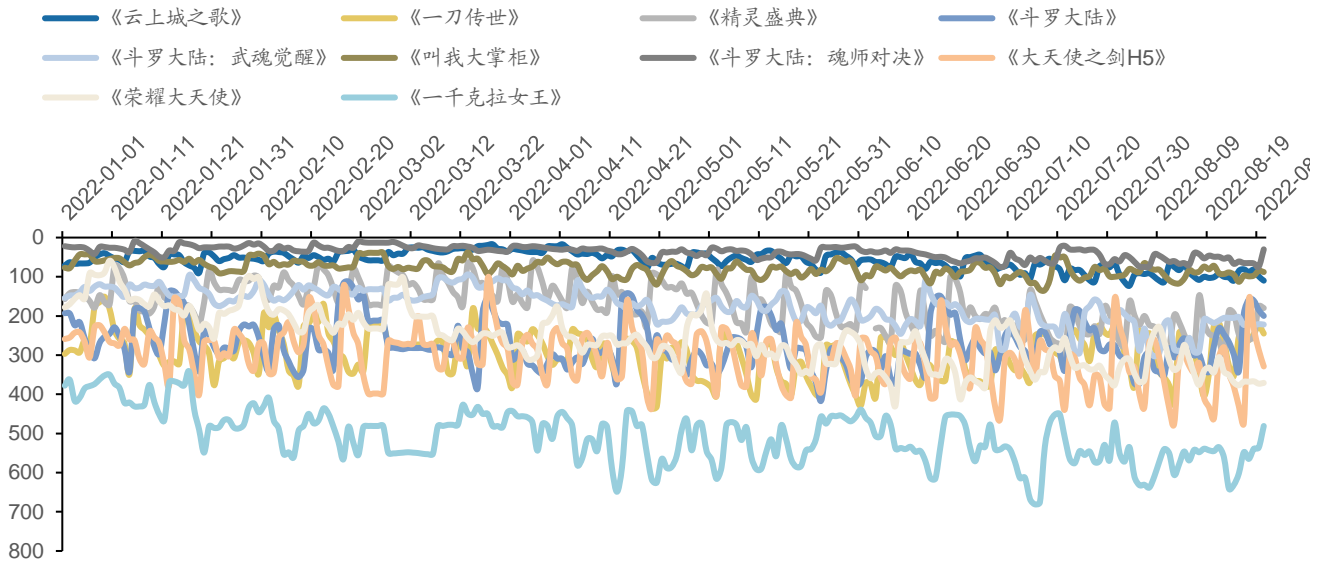
表1: 三七互娱2021Q2~2022Q2财务指标拆解

财务指标	2021Q2	2022Q1	2022Q2	环比变动 (pct)	同比变动 (pct)	2021H1	2022H1	同比变动 (pct)
毛利率 (%)	83.84%	86.29%	82.52%	-3.77	-1.32	85.14%	84.43%	-0.71
销售费用率 (%)	53.35%	56.41%	50.79%	-5.62	-2.55	63.48%	53.63%	-9.84
管理费用率 (%)	3.19%	2.64%	2.52%	-0.12	-0.67	2.94%	2.58%	-0.36
研发费用率 (%)	9.37%	6.74%	5.53%	-1.22	-3.85	8.94%	6.14%	-2.79
财务费用率 (%)	-0.40%	-0.37%	-0.02%	0.35	0.38	-0.34%	-0.19%	0.15
资产减值损失率 (%)	0.00%	0.00%	-0.27%	-0.27	-0.27	0.00%	-0.13%	-0.13
其他、投资净收益/营业收入 (%)	0.69%	0.04%	1.27%	1.24	0.58	0.98%	0.65%	-0.33
营业利润率 (%)	21.47%	20.80%	24.99%	4.19	3.52	13.33%	22.87%	9.54
归母净利率 (%)	19.80%	18.58%	23.36%	4.78	3.56	11.32%	20.95%	9.62
扣非归母净利率 (%)	17.04%	18.63%	22.03%	3.40	5.00	8.46%	20.32%	11.85

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

国内游戏坚定精品化和多元化。2022H1年实现国内游戏收入50.6亿元, 占收入比重62.52%。自研卡牌《斗罗大陆: 魂师对决》上线一年以来表现出了较强的流水持续性和稳定性, 2022年以来平均排名为37, 7月更新周年庆版本。《斗罗大陆: 魂师对决》在研发过程中形成了一套可继承和不断迭代的体系, 为公司的精品化战略打下坚实基础。代理二次元MMO《云上城之歌》, 2022年以来平均排名为58名, 畅销榜平均排名持续稳定。此外, 国风模拟经营游戏《叫我大掌柜》位列畅销榜前100, 2022年以来平均排名为79名。

图5: 三七互娱主要游戏产品的iOS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

公司深耕MMO、SLG、卡牌、模拟经营赛道, 未来公司储备有20款国内发行产品(自研7款), 16款海外发行产品(自研8款, 占比50%), 包括MMORPG《代号魔幻M》《代号古风》《代号3D版WTB》等, SLG《霸业》《代号GOE》《小小蚁国》等, 卡牌类《代号D8》《空之要塞: 启航》《上古王冠》等, 模拟经营《代号旧时光》《代号森林》《代号合伙人》。自研三国题材SLG手游《霸业》已有版号, 代理游戏中有6个也有版号, 分别是航海射击题材MMO《梦想大航海》、未来科技题材MMO《曙光计划》、写实蚂蚁题材SLG《小小蚁国》、三国蒸汽朋克题材卡牌游戏《空之要塞: 启航》、异世界冒险题材卡牌手游《光明冒险》和回合放置卡牌游戏《最后的原始人》。

表 2: 2022 年三七互娱储备游戏 (标蓝为游戏已经有版号)

名称	研发/发行	版号	地区	类型	题材	TAPTAP 评分	TAPTAP 预约量
代号魔幻 M	自研	无	国内+海外	MMORPG	西方魔幻	——	——
代号古风	自研	无	国内+海外	MMORPG	唯美古风	——	——
代号 3D 版 WTB	自研	无	国内+海外	MMORPG	Q 版 3D	——	——
代号斗罗 MMO	自研	无	国内+海外	MMORPG	斗罗 IP		
代号 XXZ	代理	无	国内+海外	MMORPG	创新 MMO		
代号魔幻 K 计划	代理	无	国内+海外	MMORPG	西方魔幻		
不朽觉醒	代理	有	海外	MMORPG	西方魔幻		
梦想大航海	代理	有	国内	MMORPG	航海射击	——	
曙光计划	代理	有	国内	MMORPG	未来科技	——	

霸业	自研	有	国内+海外	SLG	三国题材	—	—
代号 GOE	自研	无	国内+海外	SLG	中世纪历史	—	
代号 G2	自研	无	国内+海外	SLG	西方题材		
代号 S	代理	无	海外	SLG	西方魔幻		
小小蚁国	代理	有	国内	SLG	蚂蚁		
代号三国 CB	代理	无	国内	SLG	三国题材		
代号 DG	代理	无	国内	SLG	中世纪城建/轻度消除		
代号 D8	自研	无	国内+海外	卡牌	神话		
空之要塞: 启航	代理	有	国内+海外	卡牌	蒸汽朋克	8.8	
上古王冠	代理	有	海外	卡牌	魔幻		—
铁杆三国	代理	有	海外	卡牌	三国		
光明冒险	代理	有	国内	卡牌	创新融合		
最后的原始人	代理	有	国内	卡牌	回合放置		
代号二次元 ZQ	代理	无	国内	卡牌	二次元		
代号旧时光	代理	无	海外	模拟经营	经商题材	—	—
代号森林	代理	无	国内	模拟经营	农场类		
代号合伙人	代理	无	国内	模拟经营	写实商业		

资料来源：七麦数据，taptap，广发证券发展研究中心

二、盈利预测和可比公司估值

公司上半年受国内游戏版号影响，Q2 国内收入依靠老游戏长线运营，新游增量贡献较少，国内收入环比略降，但海外表现亮眼，整体收入保持环比略下滑。我们认为下半年公司储备的游戏版号丰富，自研方面拥有海外已经发行的 SLG《霸业》，已经获得版号将上线国内，此外还有代理的 SLG《小小蚁国》已经在海外验证蚂蚁题材的吸金能力，已国内定档 9 月 24 日，以及其他代理的产品 MMO《梦想大航海》、MMO《曙光计划》、卡牌《空之要塞：启航》、卡牌《光明冒险》和卡牌最后的原始人》都已经获得版号，预计这些游戏上新之后将为下半年国内游戏流水贡献明显增量。海外方面头部产品《Puzzles & Survival》表现稳定，《云上城之歌》在日韩地区表现亮眼，今年已上线几款新产品正处于买量爬坡阶段，未来即将上线海外的游戏储备丰富，自研产品比例进一步提升。我们调整 22~24 年公司营业收入至 172.04 亿元、198.40 亿元和 227.1 亿元，分别同比增长 6.1%/15.3%/14.5%。

表 3：三七互娱营业收入分拆（百万元，%）

游戏业务分拆	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,209.44	4,622	5,629	7,247	13,227	14,399.7	16,216.5	17,204	19,840	22,710
网页游戏	3,670.35	2,949	2,299	1,646	1,232	1,080	829	536	509	484
移动游戏	514.07	1,639	3,284	5,582	11,989	13,296	15,364	16,644	19,306	22,202
增速（%）	1423.6%	9.8%	21.8%	28.8%	82.5%	8.9%	12.6%	6.1%	15.3%	14.5%
网页游戏	1310.2%	-19.7%	-22.0%	-28.4%	-25.2%	-12.3%	-23.2%	-35.3%	-5.0%	-5.0%

移动游戏	3306.7%	218.9%	100.3%	70.0%	114.8%	10.9%	15.6%	8.3%	16.0%	15.0%
毛利率 (%)	62.8%	67.5%	69%	79%	86.6%	87.8%	84.8%	86.5%	86.2%	86.3%
网页游戏	68.8%	70%	67%	72%	75.8%	75.7%	71.1%	82.8%	78.0%	78.0%
移动游戏	18.3%	62%	76%	81%	87.7%	88.8%	85.6%	89.3%	86.5%	86.5%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

投资建议: 产品多元化+海外逻辑再强化, 长线运营游戏能力逐步提升。公司海外收入同比增速接近50%, 海外收入占比逐渐提升至1/3以上, 海外游戏研运能力突出, 经验丰富, 逐渐在利润端兑现海外优异表现。国内方面, 公司在Q2新产品较少的情况下, 收入环比略有下滑, 但实现了利润率增长, 长线运营能力进一步验证。在产品储备方面, 公司国内有20款, 海外有16款待上线产品, 自研产品比例进一步提升, 重点游戏SLG《霸业》、SLG《小小蚁国》(定档9.24)将在近两个月上线, 将为公司下半年业绩贡献增量。公司国内和海外均具有优势, 战略转型后具备国内的稳健性和海外业务成长性。我们调整公司2022~2024年归母净利润至34.38/38.63/42.78亿元, 同比增长19.6%/12.4%/10.7%, 考虑到公司精品化+多元化逻辑进一步强化, 参考可比公司给予2022年22xPE, 算得每股合理价值为34.1元/股, 维持“买入”评级。

表 4: 三七互娱可比公司估值情况 (注: 统计时间: 2022 年 8 月 30 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				
				(其他公司按 Wind 一致预期)									
				20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E
09999.HK	游	网易	4013.52	3.75	5.17	5.60	6.44	7.24	32.55	23.64	21.83	18.97	16.89
603444.SH	戏	吉比特	200.51	14.56	20.43	21.46	25.28	28.94	19.16	13.65	13.00	11.04	9.64
002624.SZ	研	完美世界	297.40	0.80	0.19	0.95	1.08	1.25	19.21	80.56	16.16	14.17	12.28
09990.HK	发	祖龙娱乐	27.22	-0.94	-0.38	-0.38	-0.12	0.48	-	-	-	-	7.03

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、风险提示

- 1. 版本号风险。** 公司游戏业务面临严格监管政策, 若游戏版本号发放不及预期, 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。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,800	9,187	12,121	15,697	19,874	经营活动现金流	2,928	3,659	3,311	3,709	4,234
货币资金	1,777	4,619	7,000	9,500	12,666	净利润	3,036	2,850	3,401	3,822	4,232
应收及预付	2,165	2,320	2,334	2,715	3,104	折旧摊销	117	200	215	246	280
存货	0	0	0	0	0	营运资金变动	-123	626	-324	-320	-230
其他流动资产	1,859	2,249	2,787	3,481	4,103	其它	-102	-17	18	-39	-48
非流动资产	4,764	5,250	5,768	6,164	6,333	投资活动现金流	-610	-1,083	-1,025	-942	-758
长期股权投资	361	509	509	509	509	资本支出	-1,071	-340	-707	-672	-488
固定资产	923	892	1,088	1,318	1,352	投资变动	-151	-396	-500	-500	-500
在建工程	4	78	104	-128	-172	其他	612	-348	182	230	230
无形资产	1,108	1,088	1,384	1,782	1,960	筹资活动现金流	-2,628	287	96	-268	-310
其他长期资产	2,368	2,683	2,683	2,683	2,683	银行借款	889	467	112	-253	-304
资产总计	10,564	14,437	17,889	21,861	26,206	股权融资	0	2,983	0	0	0
流动负债	4,498	3,399	3,425	3,606	3,763	其他	-3,518	-3,163	-16	-14	-6
短期借款	889	446	557	304	0	现金净增加额	-361	2,844	2,381	2,500	3,166
应付及预收	1,471	1,773	1,729	1,981	2,265	期初现金余额	2,135	1,774	4,619	7,000	9,500
其他流动负债	2,138	1,181	1,138	1,321	1,498	期末现金余额	1,774	4,618	7,000	9,500	12,666
非流动负债	0	181	181	181	181						
长期借款	0	20	20	20	20						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	0	161	161	161	161						
负债合计	4,499	3,580	3,605	3,787	3,943						
股本	2,112	2,218	2,218	2,218	2,218						
资本公积	115	2,979	2,979	2,979	2,979						
留存收益	3,960	6,062	9,525	13,357	17,592						
归属母公司股东权	6,037	10,774	14,237	18,069	22,304						
少数股东权益	28	84	47	5	-41						
负债和股东权益	10,564	14,437	17,889	21,861	26,206						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	14,400	16,216	17,204	19,840	22,710	成长能力					
营业成本	1,758	2,466	2,321	2,730	3,116	营业收入增长	8.9%	12.6%	6.1%	15.3%	14.5%
营业税金及附加	42	38	38	39	45	营业利润增长	21.8%	0.1%	15.0%	12.3%	10.7%
销售费用	8,213	9,125	9,419	10,872	12,536	归母净利润增长	30.6%	4.2%	19.6%	12.4%	10.7%
管理费用	366	463	574	615	749	获利能力					
研发费用	1,113	1,250	1,226	1,587	1,817	毛利率	87.8%	84.8%	86.5%	86.2%	86.3%
财务费用	-23	-55	-7	-7	-7	净利率	21.1%	17.6%	19.8%	19.3%	18.6%
资产减值损失	-193	-36	-184	-180	-180	ROE	45.7%	26.7%	24.1%	21.4%	19.2%
公允价值变动收益	196	78	80	80	80	ROIC	39.1%	22.1%	22.0%	19.6%	18.0%
投资净收益	155	123	102	150	150	偿债能力					
营业利润	3,256	3,261	3,749	4,210	4,662	资产负债率	42.6%	24.8%	20.2%	17.3%	15.0%
营业外收支	-7	-12	2	5	6	净负债比率	74.2%	33.0%	25.2%	21.0%	17.7%
利润总额	3,249	3,248	3,751	4,215	4,668	流动比率	1.29	2.70	3.54	4.35	5.28
所得税	213	398	350	394	436	速动比率	1.07	2.39	3.25	4.03	4.93
净利润	3,036	2,850	3,401	3,822	4,232	营运能力					
少数股东损益	275	-26	-37	-42	-46	总资产周转率	1.36	1.12	0.96	0.91	0.87
归属母公司净利润	2,761	2,876	3,438	3,863	4,278	应收账款周转率	12.36	12.83	12.83	12.83	12.83
EBITDA	3,025	3,074	3,842	4,242	4,727	存货周转率	—	—	—	—	—
EPS (元)	1.31	1.30	1.55	1.74	1.93	每股指标 (元)					
						每股收益	1.31	1.30	1.55	1.74	1.93
						每股经营现金流	1.39	1.65	1.49	1.67	1.91
						每股净资产	2.86	4.86	6.42	8.15	10.06
						估值比率					
						P/E	23.89	20.84	13.01	11.58	10.46
						P/B	10.93	5.56	3.14	2.48	2.01
						EV/EBITDA	21.51	18.16	9.99	8.40	6.80

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：高级研究员，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 卢丝雨：高级研究员，硕士，毕业于上海交通大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张丰淇：研究员，硕士，毕业于伦敦政治经济学院，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 毛玥：研究员，上海交通大学管理学硕士，2022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。