

汤姆猫 (300459.SZ)

头部游戏 IP 运营商, AIGC 场景落地优势显著

增持

核心观点

研运一体的全栖 IP 运营商, 海外业务占比八成。公司前身为浙江时代金科过氧化物有限公司, 2017 年收购汤姆猫, 2018 年取得领先移动互联网企业 Outfit7 100%的股权 (此公司于 2010 年推出第一款汤姆猫游戏), 2019 年剥离化工业务。广告业务为公司的主要收入来源, 2022 年占比 75%, 游戏/新商业服务/授权/媒体影视业务分别占比 11%/7%/4%/2%; 分地区看, 海外/国内收入分别占比 79%/21%。财务方面, 广告和游戏发行业务中长期稳健成长, 2022 年至 2023 年一季度受地缘政治、宏观经济、合作广告平台份额下降的短期影响, 近年来公司净利率维持 25%以上的较高水平。

以“会说话的汤姆猫家族”IP 为核心, 线上下生态完善。线上方面, 推进游戏、动漫影视及部分线上教育产品, 休闲移动应用全球累计下载量超过 200 亿次, 月活用户约 4 亿人次, 游戏产品连续十年稳居全球游戏 IP 下载榜榜首; 公司的广告业务依托庞大的用户数量, 与头部广告营销服务商合作获取广告主营销需求, 获取广告收入。线下方面, 布局 IP 衍生品业务以及主题乐园、汤姆猫之家等连锁业态, IP 生态圈布局完善、行业地位领先。

新游戏上线强化全栖 IP 生态圈, 人工智能应用持续推进。1) 2023 年公司将积极推进《种地勇者》《汤姆猫闯乐园》《汤姆猫图画册》《绿帽子历险记》《沼泽激战 2》《音速快跑》《音速快跑 2》等产品的上新工作, 其中《种地勇者》4 月在国内上新后迅速登上多个游戏榜单前列。2) AIGC 方面, 公司的国内研发团队已将“汤姆猫”IP 形象植入 AI 交互产品功能原型当中, 加入了语音识别、语音合成、性格设定、内容过滤等功能, 测试了语音交互、连续对话等产品性能, 初步验证了相关技术实现的可行性, 并正式着手应用产品的开发; 公司海外研发团队借助 ChatGPT 等预训练语言模型, 积极推进“会说话的汤姆猫家族”IP 旗下移动应用 AI 化内容玩法与交互体验的创新, 目前已接入测试 OpenAI 所提供的 Embeddings 等技术服务, 推进相关产品的研发工作。

风险提示: 应用落地不及预期; 国际政治经济风险等。

投资建议: 稀缺全栖 IP 运营商, AIGC 时代有望实现价值放大, 首次覆盖予以“增持”评级。我们预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 6.86/8.13/9.92 亿元, 同比增速 56%/19%/22%; 摊薄 EPS=0.2/0.23/0.28 元, 当前股价对应同期 PE=48/41/34x。公司为领先的全栖 IP 运营商, 线上下生态圈布局完善, AIGC 落地应用有望显著提升商业化深度与广度, 首次覆盖予以“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,941	1,633	1,910	2,260	2,709
(+/-%)	7.4%	-15.9%	16.9%	18.3%	19.9%
净利润(百万元)	708	440	686	813	992
(+/-%)	-5.9%	-37.9%	55.9%	18.6%	22.0%
每股收益(元)	0.20	0.13	0.20	0.23	0.28
EBIT Margin	44.8%	33.0%	40.6%	39.8%	40.1%
净资产收益率 (ROE)	19.9%	11.3%	15.8%	16.6%	17.9%
市盈率 (PE)	46.4	74.6	47.9	40.4	33.1
EV/EBITDA	35.7	52.8	40.5	33.9	27.6
市净率 (PB)	9.21	8.46	7.56	6.72	5.92

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

证券分析师: 张衡

021-60875160

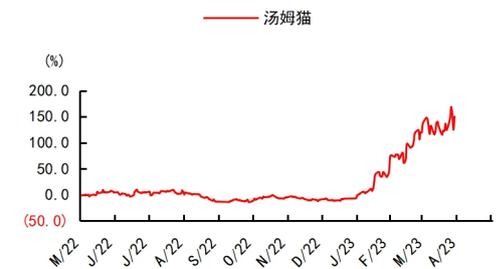
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	
收盘价	8.70 元
总市值/流通市值	30588/26107 百万元
52 周最高价/最低价	9.35/2.95 元
近 3 个月日均成交额	3425.41 百万元

市场走势



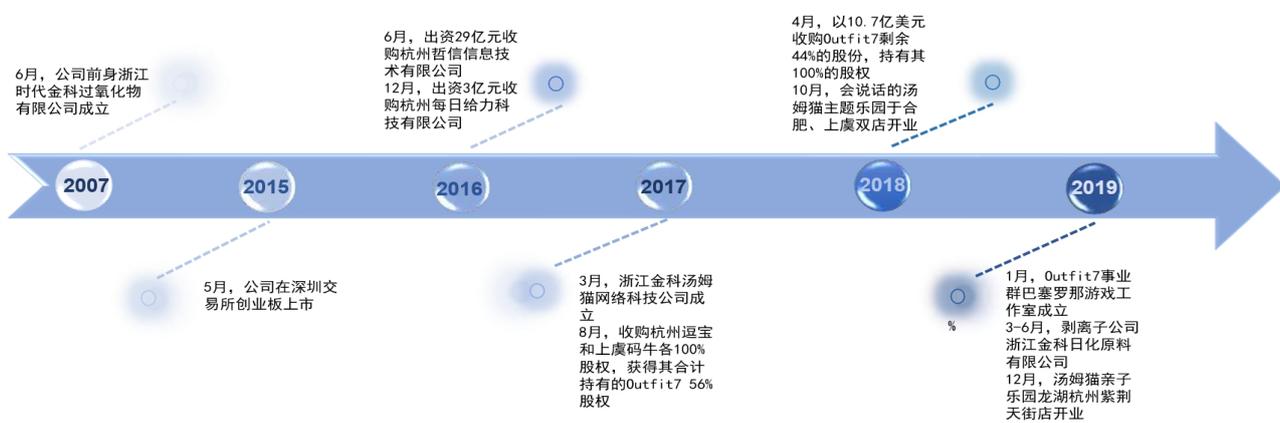
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

研运一体的全栖 IP 运营商，海外业务占比八成

研运一体的全栖 IP 运营商，线上线下布局完善。公司前身为浙江时代金科过氧化物有限公司，成立于 2007 年 6 月，2015 年 5 月在深圳证券交易所创业板上市，同年收购湖州吉昌化学有限公司。2017 年，浙江金科汤姆猫网络科技有限公司成立，同年收购杭州逗宝和上虞码牛各 100% 股权，获得其合计持有的领先移动互联网企业 Outfit7 56% 股权（此公司于 2010 年推出第一款汤姆猫游戏），2018 年 4 月取得 Outfit7 100% 的股权，2018 年 10 月汤姆猫主题乐园于合肥、上虞店开业，2019 年剥离子公司浙江金科日化原料有限公司。目前，公司已成为以“会说话的汤姆猫家族”为核心的全栖 IP 运营商，是一家线上与线下、娱乐与教育、衍生品与授权、乐园与专卖店协同发展的互联网生态型企业。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

实际控制人为朱志刚，前十大股东持股 28.0%。截至一季报，公司实际控制人、董事长朱志刚持股 8.9%，前十大股东合计持股 28.0%，股权集中度较低。

表1：前十大股东持股情况（截至 2023 年一季度末）

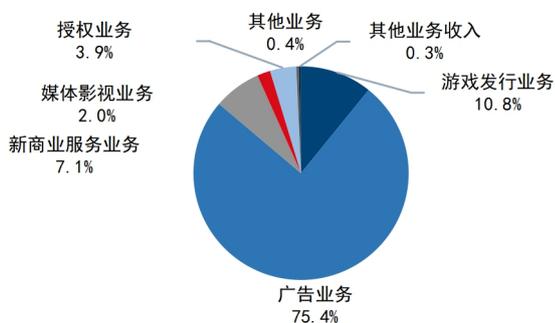
股东名称	股东性质	持股比例 (%)	持股数量
朱志刚	境外自然人	8.91%	313,252,288.00
绍兴上虞朱雀股权投资合伙企业（有限合伙）	其他	8.33%	292,886,689.00
王健	境内自然人	8.27%	290,836,096.00
金科控股集团有限公司	境内非国有法人	6.30%	221,392,852.00
陈君	境内自然人	1.51%	53,000,000.00
香港中央结算有限公司	境外法人	1.25%	43,979,515.00
基本养老保险基金一二零二组合	其他	0.74%	26,076,990.00
王孝安	境内自然人	0.53%	18,740,328.00
吴丹	境内自然人	0.51%	17,853,467.00
中国工商银行股份有限公司—华安逆向策略混合型证券投资基金	其他	0.49%	17,068,400.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

广告业务为主要收入来源，海外业务占比较高。1) 分业务来看，广告业务是公司主要的收入来源，占比 75.4%；游戏发行/新商业服务业务分别占比 10.8%/7.1%；授权/媒体影视业务收入分别为 3.9%/2.0%；其他业务占比不足 1%。2) 分地区来

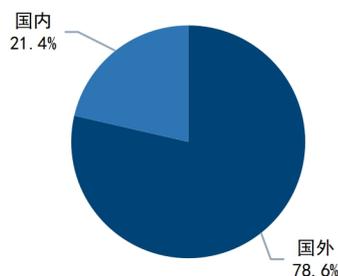
看，海外收入占比接近八成。2022 年国外收入占比 78.6%，近年占比持续提升，国内收入占比 21.4%。

图2：2022 年分业务收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：2022 年分地区收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心广告和游戏发行业务中长期稳健成长，2022 年收入受短期影响。1) 从长期财务表现看，公司在 2019 年 3-6 月剥离化工业务后，2020 年整体收入下降但核心业务广告和游戏发行收入分别保持 12%、14%的同比增长，2021 年分别保持 14%、7%的同比增长；2022 年由于版号发放限制及宏观经济因素收入有一定下降；利润方面，2020 年剥离化工业务后归母净利率维持 30%~40%的高水平，但 2022 年由于宏观经济影响净利率下降至 26.9%。2) 从近期看，公司 2023 年第一季度收入 3.4 亿元，同比下降 26.5%，主要由于国际地缘政治、宏观经济因素、合作广告平台市场份额的影响；由于人工智能交互终端产品以及《汤姆猫闯乐园》等新游戏的开发导致费用率上升，归母净利润 1.0 亿元，同比下降 44.0%。

图4：2020-2023Q1 收入与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

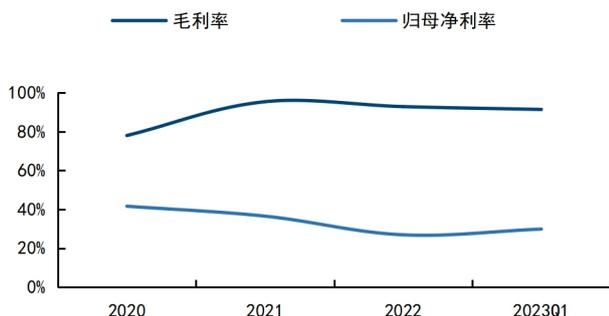
图5：2020-2023Q1 归母净利润与变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

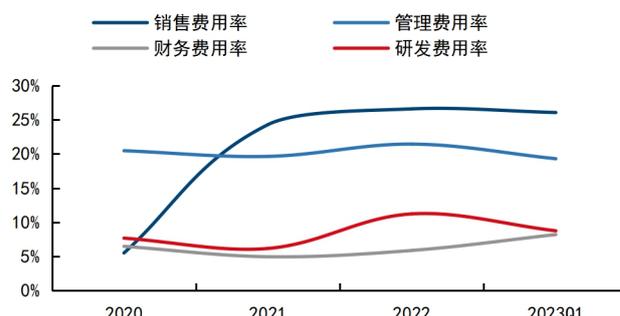
公司的毛利率和净利率处于较高的水平。毛利率方面，公司的毛利率较高且呈提升趋势，从 2020 年的 77.9% 提升至 2022 年的 92.8%，年均增长 7.4 个百分点；2023 年第一季度毛利率 91.3%。费用率方面，销售和研发费用率占比较高，2022 年整体期间费用率为 65.1%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 26.6%/21.4%/5.9%/11.2%，分别同比增长 2.3%/1.8%/1.0%/5.1 个百分点。

图6: 2020-2023Q1 毛利率与归母净利率变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 2020-2023Q1 各项费用率变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

线上下生态较为完善, 人工智能应用持续推进

以“会说话的汤姆猫家族”为核心, 线上下打造全栖 IP 生态

公司是以“会说话的汤姆猫家族”为核心, 线上推进游戏、动漫影视及部分线上教育产品, 线下布局 IP 衍生品业务以及主题乐园、汤姆猫之家等连锁业态, 打造全栖 IP 生态运营商。游戏和广告是目前最主要的变现方式, 收入占比超过 85%。

图8: 汤姆猫业务简介

业务名称	游戏发行业务	广告业务	新商业服务业务	媒体影视业务	授权业务
业务介绍	<p>主要指移动休闲游戏的发行和运营, 公司拥有数百款轻度休闲手游产品以及各类寓教于乐产品的研发创新, 全球市场下载量85亿余次, 月活跃用户4亿, 全球日活跃用户5000万, 覆盖超过150个国家和地区。2022年, 公司游戏发行业务收入1.8亿元, 占比10.8%。</p>	<p>主要基于大数据分析技术以及庞大的用户基数, 精准定向的用户画像, 全球渠道精准触达, 实时分析投放效果, 为广告商提供更精准、更智能的定制化广告投放服务。2022年, 公司广告业务收入12.3亿元, 占比75.4%。</p>	<p>主要指公司围绕IP, 所打造的线下室内亲子主题乐园、主题商业综合体、IP主题酒店等。2022年, 公司新商业服务业务收入1.2亿元, 占比7.1%。</p>	<p>主要指公司根据IP“会说话的汤姆猫”制作系列化的动画影视作品, 在优酷、YouTube等视频平台上线了动画片, 系列动画在全球150余个国家和地区播放, 全网累计播放量超过230亿次。2022年, 公司的媒体影视业务收入0.3亿元, 占比2.0%。</p>	<p>以自主研发、IP 授权开发等方式推出了涵盖婴童用品、儿童玩具以及生活家居用品等多元品类的IP 衍生品及联名产品。2022年, 公司授权业务收入0.6亿元, 占比3.9%。</p>
业务图解					

资料来源: 公司年报、公司官网, 国信证券经济研究所整理

分业务来看:

1) 游戏发行业务 2022 年在公司的收入占比约为 10.8%, 公司拥有数百款轻度休闲手游产品及各类寓教于乐产品的研发创新, 在全球市场 150 个国家和地区发行, 公司系列休闲移动应用全球累计下载量超过 200 亿次, 月活用户 (MAU) 约 4 亿人次, 根据第三方数据平台 data.ai 的报告显示, 2013-2022 年, 公司旗下“会说话的汤姆猫家族”IP 系列游戏产品连续十年稳居全球游戏 IP 下载榜榜首。

图9：“会说话的汤姆猫家族” IP 系列游戏产品连续十年稳居全球游戏 IP 下载榜单首



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

2) 游戏内广告业务 2022 年在公司的收入占比为 75.4%，公司依托庞大的用户数量和活跃用户，与 Google、Meta（原名 Facebook）、Mobvista、ironSource、字节跳动旗下穿山甲、Smaato、华为、OPPO 等全球多家知名广告营销服务商合作获取广告主营销需求，通过向其移动应用用户展示获取广告收入。

3) 新商业服务业务 2022 年在公司的收入占比为 7.1%，主要指公司围绕 IP，所打造的线下室内亲子主题乐园、主题商业综合体、IP 主题酒店等，丰富了汤姆猫的消费互动场景，打造亲子品牌，持续丰富“会说话的汤姆猫家族”IP 文化内涵。

4) 媒体影视业务：公司在动漫领域创作高品质内容，被翻译成 32 种不同的语言，在全球 200 多个国家和地区播放，全球累计播放量超过 1000 亿次，加强了 IP 价值。

5) 授权业务 2022 年收入占比 3.9%，目前主要是以自主研发、IP 授权开发等方式，推出了涵盖婴童用品、儿童玩具以及生活家居用品等多元品类的 IP 衍生品及联名产品。在 IP 授权领域，公司与品牌方之间签署授权协议，并根据合同约定收取相关授权许可费用。与此同时，近年公司以“自营+城市合伙人”的双轮驱动模式，先后在安徽合肥、阜阳、绍兴、杭州、宁波、广东珠海、内蒙古呼和浩特、新疆库车、江苏盐城、山东日照等城市落地 IP 主题乐园消费业态。通过沉浸式的空间场景、丰富的游乐项目及高标准的服务。而公司的自营门店主要通过提供游玩体验服务出售票卡和售卖授权衍生品实现收入；城市合伙人门店则通过 IP 授权、空间设计、工程监理、场地装修、运营管理等服务获得相关收入。

新游戏上线强化全栖 IP 生态圈，人工智能应用持续推进

游戏业务推进，IP 持续强化。2023 年，游戏业务方面，公司将积极推进《种地勇者》《汤姆猫闯乐园》《汤姆猫图画册》《绿帽仔历险记》《沼泽激战 2》《Sonic Dash: Endless Running（暂译名：音速快跑）》《Sonic Dash 2: Sonic Boom（暂译名：音速快跑 2）》等产品的上线工作。其中，《汤姆猫闯乐园》《汤姆猫图画册》为公司海外团队研发的游戏产品，目前均处于研发过程中；而《种地勇者》则是由公司国内团队研发的一款融合了收集、探险、建造等多种玩法元素的 RPG 游戏，该产品于 2023 年 1 月获得版号，并于 4 月正式上线国内市场，凭借多元融合玩法、丰富的游戏内容、精美的画风以及流畅的用户体验，该产品一经上线迅速登上 iOS 模拟及角色扮演、taptap 热门榜等多个游戏榜单前列，市场表现良好；《音速快跑》《音速快跑 2》《沼泽激战 2》等游戏为公司代理运营的产品，上述产品目前均处于版号申请过程中，公司将根据版号获取情况推进相关产品的国内上线计划。

全栖 IP 生态布局充分，人工智能应用有望逐步落地。公司拥有全球知名的 IP 与庞大的用户基数、领先的移动广告运营机制和高效的变现机制、充足的研发人才储备以及线下场景布局，线上线下变现场景完善，具备稀缺性。人工智能领域，公司国内外团队同步在推进相关产品的研发工作。其中，公司的国内研发团队已将“汤姆猫”IP 形象植入 AI 交互产品功能原型当中，加入了语音识别、语音合成、性格设定、内容过滤等功能，测试了语音交互、连续对话等产品性能，初步验证了相关技术实现的可行性，并正式着手应用产品的开发；公司海外研发团队借助 ChatGPT 等预训练语言模型，积极推进“会说话的汤姆猫家族”IP 旗下移动应用 AI 化内容玩法与交互体验的创新，目前已接入测试 OpenAI 所提供的 Embeddings 等技术服务，推进相关产品的前期研发工作。

投资建议：稀缺全栖 IP 运营商，AI 时代有望实现价值放大，首次覆盖予以“增持”评级

暂不考虑 AIGC 对公司产品及商业化影响，我们假设 2023-2025 年公司的广告业务收入增速分别为 15%、18%、20%（考虑国内外经济增长情况），对应毛利率分别为 98%、98%、98%（游戏业务成本波动影响微弱）；游戏发行业务收入增速分别为 20%、18%、20%，对应毛利率分别为 95%、95%、95%（游戏业务成本波动影响微弱）；新商业服务业务收入增速分别为 100%、30%、30%（考虑国内线下娱乐复苏以及店面扩张等因素）；媒体影视业务收入增速分别为 5%、5%、5%（保持稳定）；授权业务收入增速分别为 20%、15%、10%；其他业务收入增速分别为 30%、15%、15%。合计核心业务收入增速分别为 19%、18%、20%，整体成本约占收入的 7%。

表2: 分项业务收入及毛利率情况

	2022	2023E	2024E	2025E
广告业务收入	1232	1416	1671	2006
YoY	-17%	15%	18%	20%
毛利率	98%	98%	98%	98%
游戏发行业务收入	176	212	250	300
YoY	-34%	20%	18%	20%
毛利率	95%	95%	95%	95%
新商业服务收入	62	124	161	209
YoY	-47%	100%	30%	30%
媒体影视业务收入	35	37	39	41
YoY	9%	5%	5%	5%
授权业务收入	83	100	115	127
YoY	29%	20%	15%	10%
其他业务收入	16	21	24	28
YoY	41%	30%	15%	15%
核心业务收入合计	1605	1910	2260	2709
YoY	-19%	19%	18%	20%
核心业务成本合计	112	131	155	185
营收%	7%	7%	7%	7%
其中: 人工工资	36	43	51	61
营收%	2%	2%	2%	2%
其中: 材料采购	41	49	58	69
营收%	3%	3%	3%	3%

资料来源: wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值:我们预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 6.86/8.13/9.92 亿元, 同比增速 56%/19%/22%; 摊薄 EPS=0.2/0.23/0.28 元, 当前股价对应同期 PE=48/41/34x。公司具备稀缺头部游戏 IP, 线上下生态圈布局完善; 汤姆猫为代表的游戏产品具备良好的 AIGC 落地场景, 并在新科技加持之下商业化深度和广度均有望显著提升, 首次覆盖予以“增持”评级。从可比公司上来看, 我们选择具备 AIGC 场景落地优势的标的作为参考, 当前昆仑万维、万兴科技分别对应 23 年 48x、178x 动态 PE, 参考可比公司估值水平以及公司稀缺的头部 IP 资源和落地场景优势, 给予 23 年 40-60x PE 目标估值, 对应合理股价 8-12 元。

表3: 可比公司估值表

公司	公司	投资	昨收盘	总市值	EPS				PE			
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
300418.SZ	昆仑万维	增持	54.3	649	4.18	1.29	0.97	1.13	13	42	56	48
300459.SZ	汤姆猫	增持	7.84	276	0.21	0.20	0.17	0.20	37	39	46	40
300624.SZ	万兴科技	无	140.4	188	0.96	0.21	0.32	0.79	146	669	439	178

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 万兴科技为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
现金及现金等价物	885	623	600	618	636	营业收入	1941	1633	1910	2260	2709
应收款项	225	466	49	58	69	营业成本	91	118	131	155	185
存货净额	5	4	29	35	42	营业税金及附加	7	8	10	11	14
其他流动资产	27	37	11	13	16	销售费用	472	435	458	542	623
流动资产合计	1143	1131	689	724	763	管理费用	381	350	306	380	461
固定资产	299	332	341	397	436	研发费用	119	183	229	271	339
无形资产及其他	295	288	430	544	635	财务费用	96	96	59	46	26
投资性房地产	4284	4073	4073	4073	4073	投资收益	8	29	3	3	3
长期股权投资	872	419	420	420	421	资产减值及公允价值变动	(34)	(19)	15	15	0
资产总计	6894	6242	5953	6158	6328	其他收入	(110)	(171)	(229)	(271)	(339)
短期借款及交易性金融负债	1445	1285	1093	733	218	营业利润	757	465	735	872	1064
应付款项	91	93	9	11	13	营业外净收支	(7)	(1)	0	0	0
其他流动负债	798	574	100	118	139	利润总额	750	464	735	872	1064
流动负债合计	2334	1952	1202	862	369	所得税费用	42	25	51	61	74
长期借款及应付债券	952	385	385	385	385	少数股东损益	(0)	(1)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	42	23	23	23	23	归属于母公司净利润	708	440	686	813	992
长期负债合计	994	408	408	408	408	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3328	2360	1610	1270	777	净利润	708	440	686	813	992
少数股东权益	1	0	2	2	0	资产减值准备	21	(14)	0	2	1
股东权益	3565	3882	4341	4886	5551	折旧摊销	144	128	75	105	131
负债和股东权益总计	6894	6242	5953	6158	6328	公允价值变动损失	34	19	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	96	96	59	46	26
每股收益	0.20	0.13	0.20	0.23	0.28	营运资本变动	(170)	(292)	(140)	5	3
每股红利	0.03	0.03	0.06	0.08	0.09	其它	(21)	13	1	(2)	(3)
每股净资产	1.01	1.10	1.23	1.39	1.58	经营活动现金流	715	294	608	909	1124
ROIC	16.94%	10.18%	14%	16%	19%	资本开支	0	(22)	(212)	(262)	(262)
ROE	19.87%	11.34%	16%	17%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	95%	93%	93%	93%	93%	投资活动现金流	(21)	432	(213)	(262)	(263)
EBIT Margin	45%	33%	41%	40%	40%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	52%	41%	45%	44%	45%	负债净变化	(711)	(567)	0	0	0
收入增长	7%	-16%	17%	18%	20%	支付股利、利息	(122)	(91)	(226)	(268)	(327)
净利润增长率	-6%	-38%	56%	19%	22%	其它融资现金流	1145	329	(192)	(360)	(516)
资产负债率	48%	38%	27%	21%	12%	融资活动现金流	(522)	(987)	(418)	(629)	(843)
股息率	0.4%	0.3%	0.7%	0.8%	1.0%	现金净变动	173	(262)	(23)	18	18
P/E	46.4	74.6	47.9	40.4	33.1	货币资金的期初余额	712	885	623	600	618
P/B	9.2	8.5	7.6	6.7	5.9	货币资金的期末余额	885	623	600	618	636
EV/EBITDA	35.7	52.8	40.5	33.9	27.6	企业自由现金流	0	324	325	546	714
						权益自由现金流	0	85	87	150	178

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032