

## 传媒

### 游戏出海：中国游戏市场的重要增长极

#### ► 国产游戏海外市占率已超过10%，有望持续提升

中国自主研发的游戏海外市场实际销售收入从2019年的116亿美元增至2023年的164亿美元，4年CAGR为9.04%，高于全球游戏市场增速。从市占率角度看，自2019年起，国产游戏海外收入已占比超过10%。主要系：在全球游戏市场移动化趋势显著的背景下，中国游戏公司在移动游戏的研发、运营上具有先发优势，因此连续推出了大体量头部移动游戏产品，推动出海收入规模持续增长。

#### ► 中国游戏出海的竞争优势：成熟的移动游戏研运管线

中国游戏厂商主要竞争优势在于：移动游戏先发优势下，形成了成熟的研发、运营管线。**1) 研发节奏上**，由于移动OS迭代较快、手游商业模式多为live-ops，手游内容迭代速度要快于买断制端游，而国内游戏公司的内容迭代效率更高。**2) 商业化设计上**，移动游戏的付费模式以F2P（免费使用）+IAP（游戏内购）为主，而国内研发商在数值系统、付费设计层面经验丰富。**3) 工程师红利下**，国内厂商拥有更大规模的研发团队和人员储备。

#### ► 游戏出海空间广阔，细分品类、长尾地区仍有增长潜力

我们认为，未来中国游戏出海的主要驱动力来自于：**1) 海外游戏市场“移动化”进程**：国内手游占游戏市场规模近75%，而全球手游占游戏市场规模仅45%，仍有较大渗透空间。**2) 在细分品类中渗透率提升**：未来国内游戏公司有望在SLG、MMO等传统优势品类之外拓宽能力圈，在休闲、博彩，甚至更长尾的体育竞技等品类渗透率提升。**3) 在长尾国家/地区渗透率提升**：除美日等T1市场外，国产游戏在长尾国家/地区的市占率仍有望提升。

#### ► “出海”成为国内游戏公司重要战略，有望成为重要业绩增量

自2018年起，随着国内市场增速放缓叠加版号趋严，出海逐步成为国内多个游戏公司的战略重心。A股游戏公司中，从出海收入绝对值来看，三七互娱、世纪华通、昆仑万维、神州泰岳海外年收入均达到30亿以上；从海外收入占比来看，汤姆猫、昆仑万维、神州泰岳、游族网络、宝通科技的出海收入占比超过60%。我们认为，随着国内游戏公司先发优势进一步巩固，以及在休闲品类、长尾市场的进一步渗透，出海收入占比有望持续提升。

#### ► 投资建议

我们认为，基于国内游戏公司在移动游戏研运方面的先发优势，国产游戏的海外市场规模有望持续提升。在公司战略层面重视，产品优势和政策激励的三重驱动下，游戏出海有望成为国内游戏公司的重要业绩增量。建议关注在游戏出海方面布局较早、收入占比较大的神州泰岳、昆仑万维、三七互娱。

**风险提示：**监管政策趋严的风险，游戏流水表现不及预期风险，海外地缘政治风险。

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：陈梦瑶  
执业证书编号：S0590521040005  
邮箱：cmy@glsc.com.cn  
分析师：丁子然  
执业证书编号：S0590523080003  
邮箱：dingzr@glsc.com.cn  
联系人：周砾灵  
邮箱：zhoull@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《传媒：未来已来，关注新时代技术革命》  
2023.12.20  
2、《传媒：从2023游戏产业年会看游戏行业新趋势》  
2023.12.17

## 正文目录

1. 中国游戏出海市占率已超过 10%，有望持续提升.....	3
2. 中国游戏出海的竞争优势：成熟的移动游戏研发管线 .....	4
3. 游戏出海增长空间广阔，关注细分品类/地区机会 .....	7
4. 上市公司布局梳理：出海收入占比有望进一步提升 .....	8
5. 风险提示 .....	9

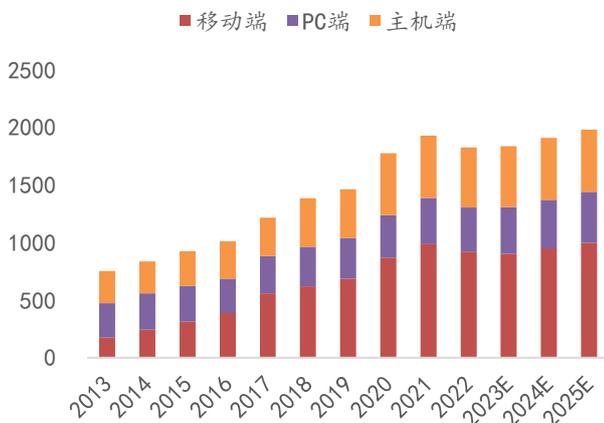
## 图表目录

图表 1： 历年全球游戏市场规模（亿美元）-分平台 .....	3
图表 2： 历年全球移动游戏市场规模（亿美元）及占比.....	3
图表 3： 中国自研游戏出海市场规模及增速 .....	4
图表 4： 中国自研游戏出海市占率变化 .....	4
图表 5： 2021 年全球及海外主要游戏市场热门游戏 TOP10-按 MAU 和收入.....	4
图表 6： 腾讯天美工作室&Supercell 历年新游戏推出节奏对比 .....	5
图表 7： 手游 F2P+IAP 商业模式：不同类型用户规模、付费金额占比.....	6
图表 8： 全球四大主要游戏品类 Top10 中，国产游戏占比.....	7
图表 9： 日本、美国、英国、巴西 iOS 游戏畅销榜 Top20 游戏及其中的国产游戏占比 .....	8
图表 10： 主要游戏上市公司 2022 年海外营收体量及占比 .....	9

## 1. 中国游戏出海市占率已超过 10%，有望持续提升

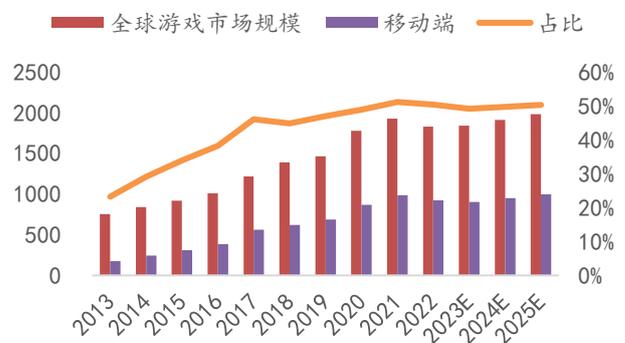
全球游戏市场整体景气度向上，移动化趋势显著。近 4 年来，全球游戏市场规模从 2019 年的 1462 亿美元增至 2023 年预测的 1840 亿美元，4 年 CAGR 5.92%。其中 2020-2021 年全球疫情期间居家红利下用户游戏时长增长，叠加通胀驱动游戏市场规模高增；2022-2023 年全球游戏市场在 20-21 年高基数之上呈现下滑趋势。分平台来看，全球移动游戏市场规模从 2019 年的 687 亿美元增至 2023 年预测的 904 亿美元，4 年 CAGR 7.1%，高于行业整体增速。从渗透率来看，自 2021 年起，移动端游戏在整体游戏市场中的占比超过 50%。

图表1：历年全球游戏市场规模（亿美元）-分平台



资料来源：Newzoo，国联证券研究所

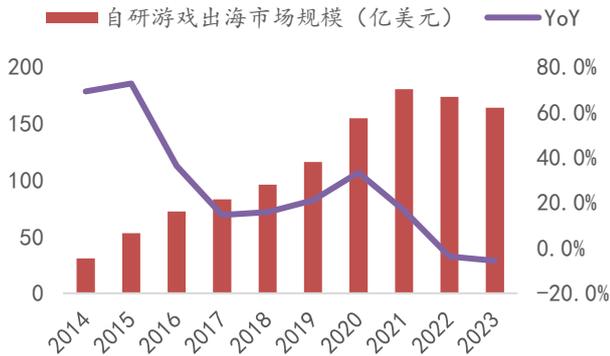
图表2：历年全球移动游戏市场规模（亿美元）及占比



资料来源：Newzoo，国联证券研究所

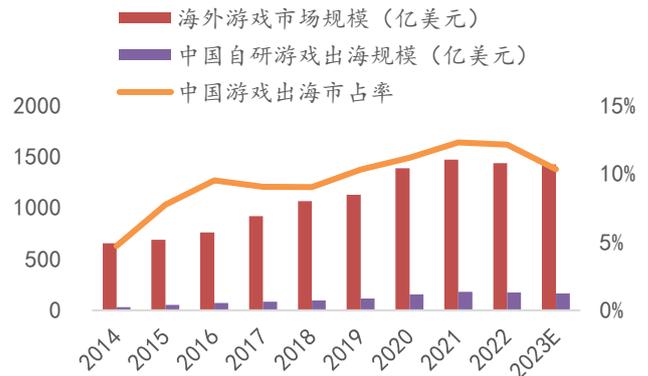
中国游戏出海市占率整体呈现增长趋势，海外市占率超过 10%。中国自主研发的游戏海外市场实际销售收入从 2019 年的 116 亿美元增至 2023 年的 164 亿美元，4 年 CAGR 为 9.04%，高于全球市场增速。我们认为主要原因系，在全球游戏市场移动化趋势显著的背景下，中国游戏公司在移动游戏的研发、运营上具有先发优势，因此连续推出了大体量头部移动游戏产品，推动出海收入规模持续增长。其中 2023 年国产游戏海外市场收入 163.66 亿美元，同比略降。我们认为主要系供给侧缺乏头部新游，老游戏流水同比下降。

图表3：中国自研游戏出海市场规模及增速



资料来源：Newzoo，伽马数据，国联证券研究所

图表4：中国自研游戏出海市占率变化



资料来源：Newzoo，伽马数据，国联证券研究所

## 2. 中国游戏出海的竞争优势：成熟的移动游戏研发管线

海外游戏市场呈现移动化、重度化趋势，国内厂商优势显著。一方面，玩家对更深度玩法和更高品质的追求始终存在，通过低门槛的休闲游戏培养在移动设备上玩游戏的习惯后，新兴玩家会逐步接受中重度手游。另一方面，重度手游也满足了核心玩家在移动时代以轻量级的游戏设备获得硬核游戏体验的需求。尤其对于年轻一代的游戏玩家而言，其在触屏设备上玩复杂的重度游戏，就像上一代玩家用游戏手柄和键盘鼠标操作游戏一样自然。而移动设备的性能升级则打破了技术限制，使重度游戏在手机和平板上也能呈现很好的效果，重度手游的流行更加水到渠成。从产品角度看，多个国家/地区畅销榜上，中重度优秀均排名前列。

图表5：2021年全球及海外主要游戏市场热门游戏TOP10 - 按MAU和收入

全球		美国		日本	
按 MAU	按收入	按 MAU	按收入	按 MAU	按收入
《PUBG MOBILE》	《ROBLOX》	《ROBLOX》	《ROBLOX》	《Disney Tsum Tsum》	《Uma Musume Pretty Derby》
《ROBLOX》	《Genshin Impact》	《Among Us!》	《Candy Crush Saga》	《Pokémon GO》	《Monster Strike》
《Candy Crush Saga》	《Coin Master》	《Pokémon GO》	《Free Fire》	《Monster Strike》	《Fate/Grand Order》
《Free Fire》	《Honour of Kings》	《Candy Crush Saga》	《Coin Master》	《Puzzle & Dragons》	《Professional Baseball Spirits A》
《Among Us!》	《Candy Crush Saga》	《Call of Duty: Mobile》	《Pokémon GO》	《Uma Musume Pretty Derby》	《Puzzle & Dragons》
《Ludo King》	《PUBG MOBILE》	《Minecraft Pocket Edition》	《Homescapes》	《Pikmin Bloom》	《Knives Out》
《Minecraft Pocket Edition》	《Pokémon GO》	《Subway Surfers》	《Genshin Impact》	《機動戦士ガンダム U.C. ENGAGE》	《Pokémon GO》
《Subway Surfers》	《Uma Musume Pretty Derby》	《Wordscapes》	《Clash of Clans》	《Toon Blast》	《Dragon Quest Walk》

《Call of Duty: Mobile》	《Game For Peace》	《BitLife》	《Call of Duty: Mobile》	《Project Sekai Colorful Stage! feat. Hatsune Miku》	《Genshin Impact》
《Pokémon GO》	《Homescapes》	《Clash Royale》	《PUBG MOBILE》	《ドラゴンクエストけしけん!》	《Dragon Ball Z Dokkan Battle》

资料来源: data.ai, 国联证券研究所整理  
 注: 红色背景为中重度游戏

**中国游戏公司的竞争优势: 成熟的移动游戏研发管线。**我们分为研发节奏、商业化设计、团队规模三个层面展开分析。

**1) 研发节奏上,**由于移动 OS (操作系统) 迭代较快、手游商业模式多为 live-ops 等因素, 手游内容迭代速度要快于买断制端游, 而国内游戏公司的内容迭代效率更高。以腾讯天美工作室和芬兰游戏公司 Supercell 进行对比, 二者核心业务均为移动游戏研运, 在新游供给速度上, Supercell 在 2018 年底推出《荒野乱斗》后有 2 年时间无新游上线, 整体研发速度较慢; 而腾讯天美工作室尽管近三年上新速度有所放缓, 相较而言但仍然有更多的新游供给。

图表6: 腾讯天美工作室&Supercell 历年新游戏推出节奏对比

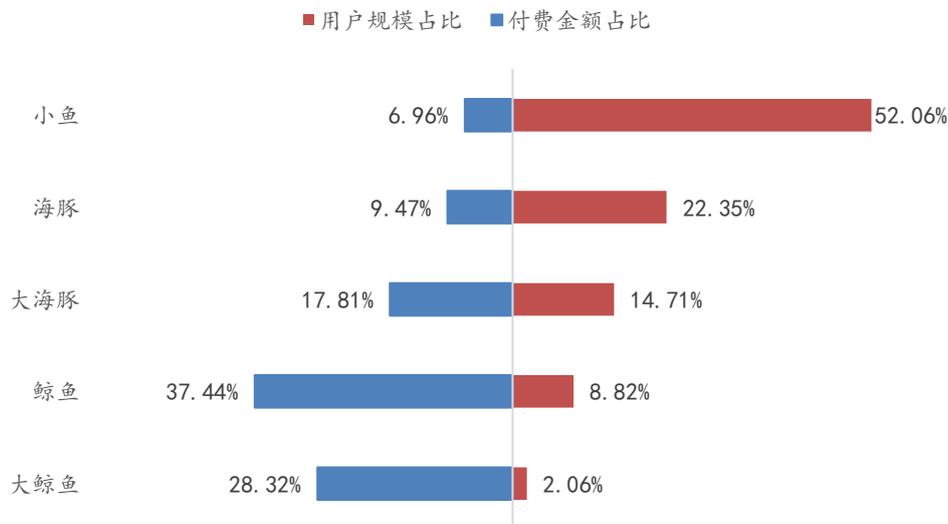
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
腾讯天美工作室当年新游	《Arena of Valor》	《魂斗罗: 归来》	《QQ 飞车手游》	《使命召唤 手游》			《重返帝国》	
	《御龙在天 手游》	《乱世王者》	《圣斗士星 矢》	《一起来捉妖》				《Honor of Kings》
	《天魔幻想》	《疯狂贪吃蛇》	《斗破苍穹: 斗帝之路》	《长空暗影》	无	《宝可梦大集结》		《合金弹头: 觉醒》
	《天天酷跑 3D》		《消除者联盟》	《见》				《元梦之星》
			《绝地求生: 全军出击》					
Supercell 当年新游	《皇室战争》	无	《荒野乱斗》	无	无	《Clash Quest》		《Squad Busters》
						《Clash Mini》		《Floodrush》

《Clash  
Heroes》  
《Everdale》

资料来源：腾讯天美工作室，Supercell，国联证券研究所

2) 商业化设计上，不同于 PC/主机游戏以零售为主的商业模式，移动游戏的付费模式以 F2P（免费使用）+IAP（游戏内购）为主，而国内研发商在移动游戏数值、付费设计层面经验丰富。手游 F2P+IAP 的商业模式相比于海外厂商擅长的 PC/主机游戏买断制的盈利能力更强。从原理上看，手游 F2P 的免费增值模式充分挖掘了消费者剩余：先通过免费方式获得所有潜在客户，再将定价权交给用户，让用户通过 IAP 方式充分根据自己的支付意愿付费。一方面，鲸鱼玩家可以不受限制地“豪掷千金”，撑起收入的主要部分；另一方面，充分发挥“长尾效应”，数量众多的付费意愿较低的用户也能累积出大规模收入，从而扩展了盈利空间。

图表7：手游 F2P+IAP 商业模式：不同类型用户规模、付费金额占比



资料来源：Autodev，国联证券研究所

3) 团队规模上，国内厂商拥有更大规模的研发团队和人员储备。其背后原因系，国内游戏行业的快速增长期兴起于移动互联网浪潮之后，因此互联网大厂的参与和国内工程师红利均推升了研发团队规模。以腾讯天美工作室群与国外手游大厂 Supercell 为例，在团队规模上，Supercell 的员工数量维持在 300-400 人，头部游戏《部落冲突》团队规模仅有 30-40 人，游戏上线后的长线运营受到团队规模的限制；而腾讯天美工作室群的团队规模在千人以上。

### 3. 游戏出海增长空间广阔，关注细分品类/地区机会

我们认为，未来中国游戏出海的主要驱动力来自于：

1) 海外移动游戏大盘增长：国内手游占游戏市场规模近 75%，而全球手游占游戏市场规模仅 45%，仍有较大渗透空间。近年来，疫情催化下海外手游市场增长率显著高于整体游戏市场，叠加内容端优质供给，端游、主机游戏用户向手游的转化率有望持续提升。

2) 国产游戏渗透率提升：2023 年海外游戏市场规模 1421 亿美元，其中国产游戏出海收入 164 亿美元，仍有较大渗透空间。其中包括：

1) 细分品类中渗透率提升：全球四大游戏品类中，目前国产手游在策略品类优势显著，泛 RPG 品类渗透率也较高；但在休闲类、博彩类（市场规模占比均超过 10%）的涉猎较浅。主要原因系策略、RPG 品类和国内玩家的偏爱较为一致，国内游戏公司的研发经验得以被复用至海外。而其他品类在国内相对小众，厂商起步也较晚，未来仍有较大的渗透空间。其中超休闲、棋牌博彩等品类中，目前已有途游《捕鱼大作战》、麦吉太文《Project Makeover》等先发的成功案例。未来国内游戏公司有望拓宽能力圈，在休闲、博彩，甚至更长尾的体育竞技等品类渗透率提升。

图表8：全球四大主要游戏品类 Top10 中，国产游戏占比

策略类：8+2款	RPG类：2款	超休闲类：无	棋牌&博彩类：1款
1 王者荣耀 腾讯	1 赛马娘 CyberAgent	1 Merge Master Homa Games	1 Coin Master Moon Active
2 三国志·战略版 网易互娱	2 Lineage W NEXON	2 Bridge Race SUPERSONIC STUDIOS	2 Bingo Blitz Playtika
3 万国觉醒 莉莉丝	3 命运-冠位指定 Aniplex	3 Fill The Fridge Take Two Interactive	3 Slotomania Playtika
4 部落冲突 Supercell	4 怪物弹珠 GungHo	4 Going Balls SUPERSONIC STUDIOS	4 Lightning Link Casino Slots Pragmatic Play
5 State of Survival FunPlus	5 梦幻西游 网易	5 Count Masters TapPlay	5 DoubleDown Casino Double Down Interactive LLC
6 Evony: The King's Return TOP GAMES	6 Puzzles & Survival 三七互娱	6 DOP 4 Sapient Games	6 Cashman Casino Pragmatic Play
7 英雄联盟手游 Riot Games & 腾讯	7 智龙迷城 Gameloft	7 Tiles Hop Aniplex	7 捕鱼大作战 途游
8 皇室战争 Supercell	8 Lineage M NEXON	8 Find the Alien MOJOJOJO	8 Cash Frenzy Spartan
9 口袋奇兵 江苏互娱	9 七龙珠Z爆裂大战 BANDAI NAMCO	9 Antistress Johndale	9 Huuuge Casino Slots Huuuge Games Ltd
10 王国纪元 IGG	10 奥丁：神叛 Ketchapp	10 Snake.io Ketchapp	10 Jackpot World Spartan

资料来源：Sensor Tower，国联证券研究所整理

注：1) 统计口径：

各品类游戏 2022 年全球 top20，其中策略、RPG、棋牌&博彩类统计口径为收入，超休闲类口径为下载量；

各品类划分采取 Sensor Tower 口径，其中 RPG 为狭义划分，若按泛 RPG 统计，国产游戏占比则更高；

2) 红色方框为：国内公司自研的游戏；

3) 棕色方框为：国内公司参与，但并非全自研的游戏；或由国内公司控股的外国企业自研（如 Supercell）。

II) 长尾国家/地区渗透率提升: 除美日等 T1 市场外, 国产游戏在长尾国家/地区的市占率仍有望提升。如德、法游戏市场规模仅次于韩国, 但目前出海游戏的德语、法语本地化人才仍较为稀缺。

图表9: 日本、美国、英国、巴西 iOS 游戏畅销榜 Top20 游戏及其中的国产游戏占比

日本: 5款	美国: 4+3款	英国: 4+2款	巴西: 2+5款
1. モンスターストライク XFLAG	1. MONOPOLY GO! Scopely	1. MONOPOLY GO! Scopely	1. Roblox Roblox
2. プロ野球スピリッツA KONAMI	2. Royal Match Dream Games	2. Coin Master Moon Active	2. Coin Master Moon Active
3. ワマ娘 プリティーダービー Cygames	3. Candy Crush Saga King	3. Royal Match Dream Games	3. Candy Crush Saga King
4. あんさんぶるスターズ!! Music Happy Elements	4. Roblox Roblox	4. Candy Crush Saga King	4. Royal Match Dream Games
5. eFootball™ 2024 KONAMI	5. Whiteout Survival Century Games	5. Roblox Roblox	5. Gardenscapes Playrix
6. Pokémon Sleep Pokémon	6. Coin Master Moon Active	6. Gardenscapes Playrix	6. Clash Royale Supercell
7. ドラゴンクエストウォーク SQUARE ENIX	7. Gardenscapes Playrix	7. Whiteout Survival Century Games	7. eFootball™ 2024 KONAMI
8. Monster Hunter Now Niantic	8. Pokémon GO Niantic	8. Homescapes Playrix	8. Clash of Clans Supercell
9. ONE PIECE トレジャークルーズ BANDAI NAMCO Entertainment	9. Call of Duty®: Mobile Activision Publishing	9. Clash of Clans Supercell	9. Garena Free Fire Garena Online
10. パズル&ドラゴンズ GungHo Online Entertainment	10. Clash of Clans Supercell	10. Pokémon GO Niantic	10. EA SPORTS FC™ MOBILE 24 SOCCER Electronic Arts
11. Royal Match Dream Games	11. Homescapes Playrix	11. Fishdom Playrix	11. Fishdom Playrix
12. Honkai Star Rail miHoYo	12. Age of Origins: Tower Defense Carnel Games	12. PUBG MOBILE Tencent	12. Call of Duty®: Mobile Activision Publishing
13. ONE PIECE バウンティラッシュ-アクションゲ BANDAI NAMCO Entertainment	13. Fishdom Playrix	13. EA SPORTS FC™ 24 Companion Electronic Arts	13. Homescapes Playrix
14. Fate/Grand Order Aniplex	14. Toon Blast Peak	14. Ivory Top Games	14. Shumble Guys Scopely
15. 妖怪行動! スマホ版/トロワ Hottelose	15. Jackpot Party - Casino Slots Williams Interactive	15. Candy Crush Soda Saga King	15. Brawl Stars Supercell
16. ドット勇者 三時のおやつと昼寝付きの冒険 EFUN	16. Ivory Top Games	16. Township Playrix	16. Ivory Top Games
17. Pokémon GO Niantic	17. Puzzles & Survival 37Games	17. EA SPORTS FC™ MOBILE 24 SOCCER Electronic Arts	17. MONOPOLY GO! Scopely
18. Genshin Impact 3rd Anniversary miHoYo	18. Township Playrix	18. Call of Duty®: Mobile Activision Publishing	18. Total Battle: Empire Wars MMO Scorewarrior
19. #コンパス【数独推理解析システム】 NHN PlayArt	19. Clash Royale Supercell	19. eFootball™ 2024 KONAMI	19. League of Legends: Wild Rift Riot Games
20. ディズニーツィステッドワンダーランド Aniplex	20. Lightning Link Casino Slots Product Madness	20. Project Makeover Magic Tavern	20. Whiteout Survival Century Games

资料来源: 七麦数据, 国联证券研究所整理

注: 1) 红色方框为: 国内公司自研的游戏;

2) 棕色方框为: 国内公司参与, 但并非全自研的游戏, 包括: I) 由国内公司控股的外国企业自研 (如 Supercell), II) 由国内、海外公司共同研发 (如《CODM》), III) 由海外公司的国内分部研发 (如《Free Fire》);

3) 取 2022 年 10 月 31 日数据。

#### 4. 上市公司布局梳理: 出海收入占比有望进一步提升

“出海”成为国内游戏公司重要战略, 收入占比有望持续提升。自 2018 年起, 国内游戏市场规模增速逐步放缓, 叠加版号等监管政策趋严, 出海逐步成为国内多个游戏公司的战略重心。如腾讯成立出海发行品牌 Level Infinite, 近年已成功推出《PUBGM》《幻塔》《胜利女神: 妮姬》等多个全球头部项目; 网易在 2022 年一季度业绩会上表示, 届时网易海外市场营收占比已超过 10%, 未来希望占比能达到 40%-50%。A 股游戏公司中, 从出海收入绝对值来看, 三七互娱、世纪华通、昆仑万维、神州泰岳海外收入年收入均达到 30 亿以上; 从占比来看, 汤姆猫、昆仑万维、神州泰岳、游戏网络、宝通科技的出海收入占比均超过 60%, 成为主要的营收来源。我们认为,

随着国内游戏公司先发优势进一步巩固，以及在休闲品类、二三线国家/地区的进一步渗透，出海收入占比有望持续提升。

**图表10：主要游戏上市公司 2022 年海外营收体量及占比**

股票代码	公司名称	2022 年营收 (亿元)	2022 年海外营收 (亿元)	海外营收占比
300459.SZ	汤姆猫	16.33	12.84	79%
300418.SZ	昆仑万维	47.36	36.72	78%
300002.SZ	神州泰岳	48.06	33.12	69%
002174.SZ	游族网络	19.81	12.69	64%
300031.SZ	宝通科技	32.59	20.71	64%
300315.SZ	掌趣科技	12.13	6.75	56%
300299.SZ	富春股份	4.03	1.84	46%
002555.SZ	三七互娱	164.06	59.94	37%
002602.SZ	世纪华通	114.75	40.4	35%
300494.SZ	盛天网络	16.58	4.9	30%
0700.HK	腾讯控股	*1707	*468	*27%
002354.SZ	天娱数科	17.12	3.83	22%
002425.SZ	凯撒文化	6.21	1.1	18%
603258.SH	电魂网络	7.91	1.15	15%
300533.SZ	冰川网络	20.46	2.94	14%
002624.SZ	完美世界	76.7	9.27	12%
603444.SH	吉比特	51.68	2.59	5%
002605.SZ	姚记科技	39.15	1.50	4%
002558.SZ	巨人网络	20.38	0.12	1%
002517.SZ	恺英网络	37.26	0.16	0%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

注：其中腾讯控股取 2022 年游戏收入，海外游戏收入及占比

## 5. 风险提示

监管政策趋严的风险，游戏流水表现不及预期风险，海外地缘政治风险。

### 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。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼