

完美世界 (002624.SZ)

新游表现出色，业绩反转可期

核心观点:

- 事件:** 完美世界于 1 月 17 日发布公司 2024 年度业绩预告, 业绩预告显示, 公司 2024 年营业收入预计实现 55-56 亿元, 归母口径下预计亏损 11-13 亿元, 扣非亏损 11.2-13.2 亿元。分业务看, 游戏业务归母口径下预计亏损 6.5-7.5 亿元, 扣非亏损 6.1-7.1 亿元。影视业务归母口径下预计亏损 3-4 亿元, 扣非亏损 4-5 亿元。
- 转型及业务梳理导致多项减值, 影响公司 24 年业绩。** 公司业绩预告显示, 公司全面梳理自身产品线, 游戏业务方面, 关停旗下《完美新世界 (Perfect New World)》、《灵笼》、《代号 Lucking》、《代号新世界》等多款在研项目并计提损失, 同时《一拳超人: 世界》、《乖离性百万亚瑟王: 环》等收缩规模, 开发中的资产计提减值等。影视业务方面, 公司 24 年播出的部分影视剧实际销售价格低于预期, 同时计提存货减值等因素, 导致公司影视业务 24 年亏损。游戏和影视业务的多项因素综合导致了公司 24 年的亏损。
- 新游改善公司业绩, 降本增效成果有望显现。** 公司新游《诛仙世界》已于 12 月 19 日正式上线, 业绩预告披露其公测首 30 天流水超 4 亿元。考虑到该产品无需渠道分成, 利润率预计高于手游。此外新品《异环》有望 2025 年上线, 提振业绩预期。公司于 24 年收缩产品线, 员工数量有所减少, 费用支出有望降低。
- 盈利预测与投资建议。** 公司管理研发体系持续优化, 费用支出明显降低。我们预计公司 24~26 年归母净利润-12.31/8.07/15.36 亿元。我们预计公司核心产品《异环》将于 25 年下半年上线, 对公司的业绩贡献预计主要体现在 26 年; 由于该产品对公司的业绩贡献较大, 采用 26 年的业绩作为参考更加合理。参考可比公司, 我们给予公司 26 年 14x PE 估值, 对应每股合理价值为 11.09 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示。** 版号风险、流水不及预期、行业竞争加剧。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7670	7791	5513	6916	8831
增长率 (%)	-10.0%	1.6%	-29.2%	25.5%	27.7%
EBITDA (百万元)	1479	858	86	1215	2288
归母净利润 (百万元)	1377	491	-1231	807	1536
增长率 (%)	273.1%	-64.3%	-350.5%	165.6%	90.3%
EPS (元/股)	0.72	0.26	-0.63	0.42	0.79
市盈率 (P/E)	17.67	45.54	-	23.31	12.25
ROE (%)	15.0%	5.5%	-15.1%	9.0%	14.5%
EV/EBITDA	16.35	25.64	203.11	13.47	6.49

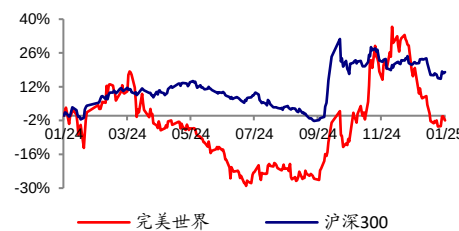
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	9.70 元
合理价值	11.09 元
前次评级	买入
报告日期	2025-01-20

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

分析师:

章驰



SAC 执证号: S0260523080001



021-38003814



gfzhangc@gf.com.cn

请注意, 章驰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

完美世界 (002624.SZ): 老	2024-04-29
游戏流水承压, 期待新品上线	
完美世界 (002624.SZ): 24	2024-04-17
年储备产品丰富, 持续优化管理提效	
完美世界 (002624.SZ): 多	2024-02-07
款重磅 IP 大作, 期待新品上线	

目录索引

一、游戏市场整体改善，《诛仙世界》上线表现稳定.....	4
二、组织优化降本增效，费用环比有望降低.....	5
三、《异环》测试广受好评，提振公司预期	7
四、盈利预测与投资建议.....	8
五、风险提示	10

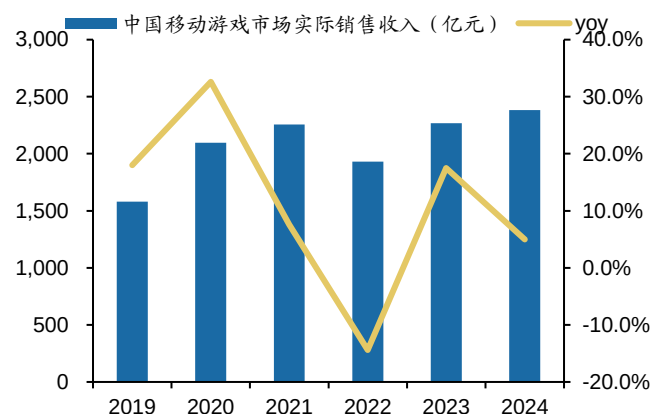
图表索引

图 1: 2018-2024 中国移动游戏市场实际销售收入及同比增速 (亿元)	4
图 2: 2019~2024 中国客户端游戏市场实际销售收入 (亿元)	4
图 3: 诛仙世界用户年龄分布及 TGI 指数.....	4
图 4: 诛仙世界用户性别分布及 TGI 指数.....	4
图 5: A 股游戏公司员工总数及研发&管理费用合计 (右轴)	5
图 6: 完美世界 2021Q1-2024Q3 管理及研发费用	5
图 7: 完美世界 2018-2024 年公司员工薪酬	5
图 8: 完美世界 2018-2024 年公司人员规模	6
图 9: 完美世界 2018-2024 年公司人均薪酬	6
图 10: 完美世界组织架构及在研产品 (截至 2025 年 1 月 17 日)	6
表 1: 部分二次元开放世界产品上线一年期表现	7
表 2: 完美世界收入及利润预测 (单位: 百万元)	9
表 3: 国内主要游戏上市公司的估值情况 (Wind 一致预期, 统计时间: 2025 年 1 月 17 日, 货币单位: 人民币)	9

一、游戏市场整体改善，《诛仙世界》上线表现稳定

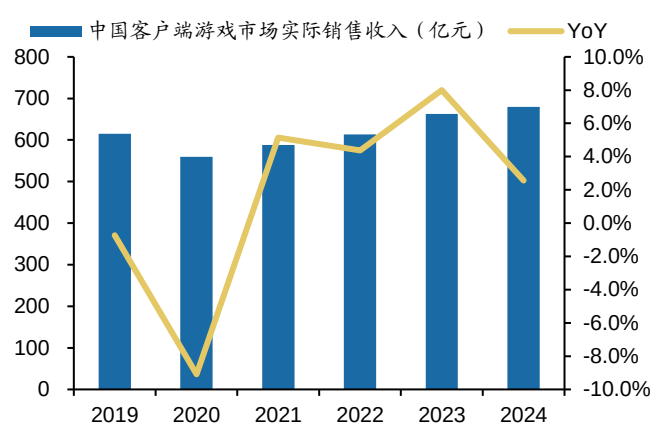
游戏市场有所复苏，客户端持续增长。根据伽马数据及游戏工委报告显示，版号发放常态化后，中国移动游戏市场呈现温和增长的态势。其中2024年中国移动游戏市场实际销售收入达到2382.17亿元，同比增长5.01%，2019-2024年移动游戏收入CAGR为8.54%。2024年我国客户端游戏市场实际销售收入679.81亿元，同比增长2.56%，虽然整体增速放缓，但客户端游戏在2021年以来持续增长，受版号影响较小，体现出客户端产品的长线能力。

图 1：2018-2024中国移动游戏市场实际销售收入及同比增速（亿元）



数据来源：伽马数据，游戏工委，广发证券发展研究中心

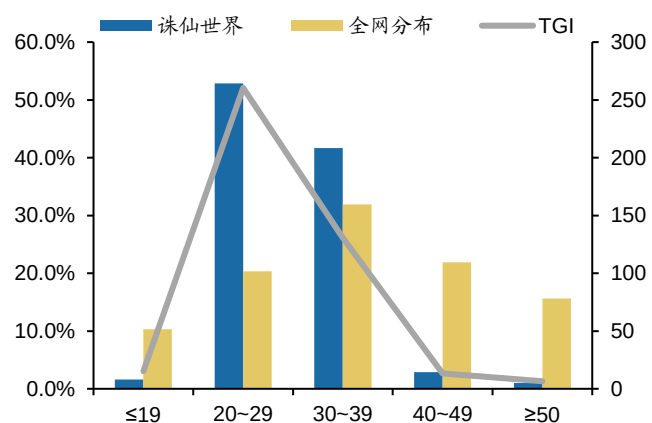
图 2：2019~2024中国客户端游戏市场实际销售收入（亿元）



数据来源：伽马数据，游戏工委，广发证券发展研究中心

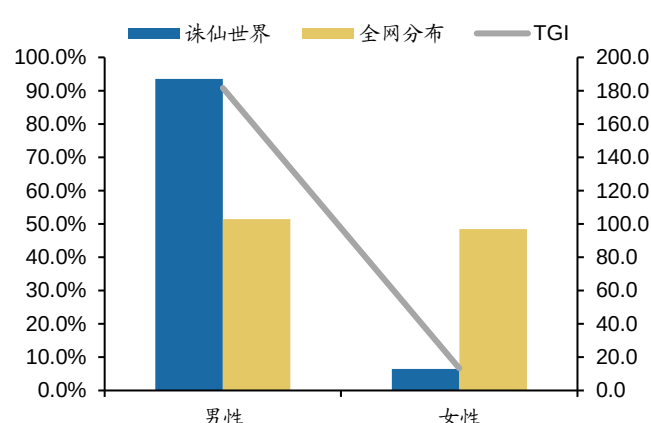
《诛仙世界》上线表现稳健，关注版本更新迭代情况。根据公司业绩预告，《诛仙世界》是公司擅长的MMORPG赛道，产品品质优秀，为游戏的长线运营夯实了基础，有望成为公司又一款基石产品。该产品已于2024年12月19日正式上线，公测首30天流水超4亿元。根据百度指数，《诛仙世界》用户画像主要为20-39岁的男性，画像仍然较为年轻。我们认为，月卡付费类MMO若能保证较好的运营能力，能够在较长时间内保持稳定的流水，同时客户端游戏由于没有渠道分成，产品利润率较高，上线有望带动公司业绩表现。

图 3：诛仙世界用户年龄分布及TGI指数



数据来源：百度指数，广发证券发展研究中心（时间取自 2024 年 12 月 19 日至 2025 年 1 月 17 日）

图 4：诛仙世界用户性别分布及TGI指数

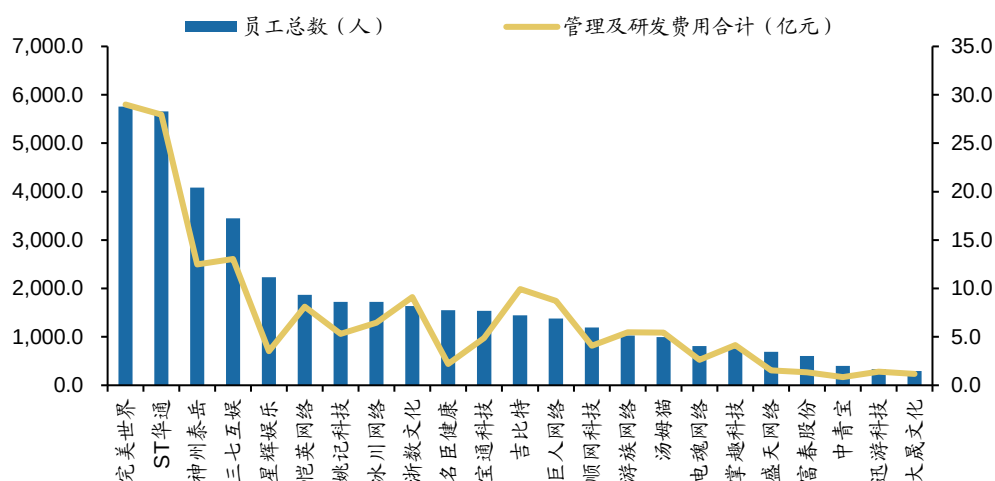


数据来源：百度指数，广发证券发展研究中心（时间取自 2024 年 12 月 19 日至 2025 年 1 月 17 日）

二、组织优化降本增效，费用环比有望降低

公司于2024年开启较大幅度人员缩减，完美世界作为研发人员规模较高的公司，其员工薪酬较高，从而利润表中管理及研发费用较高。与A股其他游戏公司横向对比，截至2023年，完美世界是A股人员规模最高且研发及管理费用合计最高的游戏公司，2023年研发及管理费用合计达到29亿元。

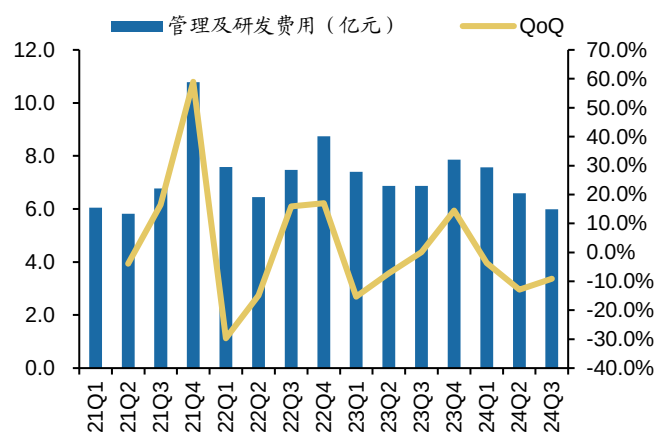
图 5：A股游戏公司员工总数及研发&管理费用合计（右轴）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

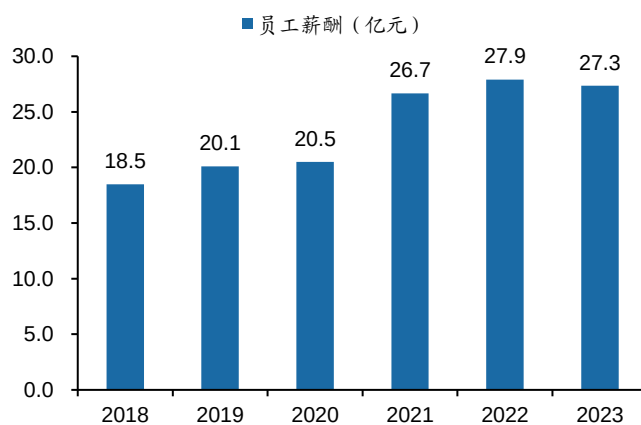
公司2024年中报指出，公司拥抱市场变化，着眼长期发展，调整产品布局，聚焦核心优势项目，并据此进行人才梯队梳理及人员优化。我们预计完美世界人员规模将有较为明显的收缩。公司2024Q2、2024Q3费用端已经逐步下降。此前公司人员规模由2018年约4300人增加至2023年5754人，同时人均薪酬由39.91万元增加至46.3万元，总薪酬支出由18.5亿元/年增长至27.3亿元/年。随着公司自身员工人数的收缩，公司员工薪酬支出有望减少，费用端下滑有望持续。

图 6：完美世界2021Q1-2024Q3管理及研发费用



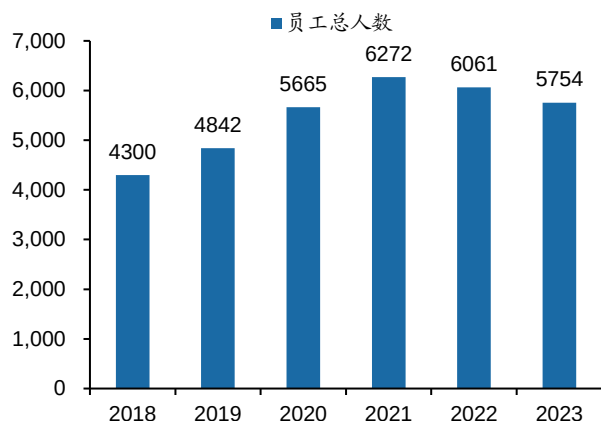
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：完美世界2018-2024年公司员工薪酬



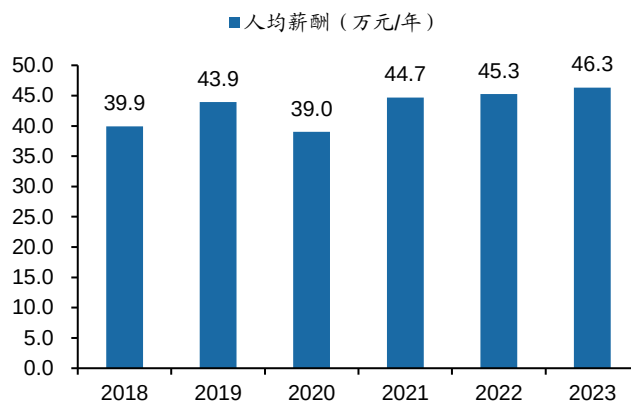
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：完美世界2018-2024年公司人员规模



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：完美世界2018-2024年公司人均薪酬



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

持续优化组织结构，工作室管理效率提升。2023年12月，根据Gamelook报道，公司改变“项目中心—工作室—孵化中心”三层研发架构，保留项目中心下的游戏工作室，各工作室之间资源倾斜较为平衡。2024年，公司进一步调整优化自身项目，于2024年12月23日以3450万美元（约合2.5亿元人民币）出售旗下乘风工作室。该项出售有望实现1.2亿元归属母公司股东净利润。出售后，公司研发规模进一步收缩。

图 10：完美世界组织架构及在研产品（截至2025年1月17日）



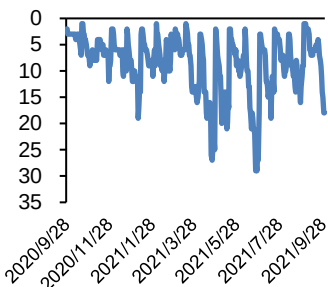
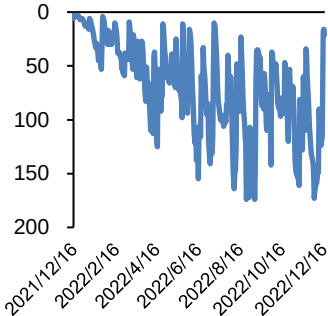
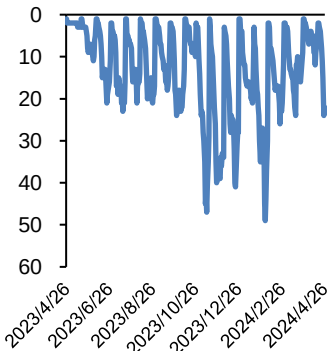
数据来源：完美世界官网，Gamelook，完美世界股份有限公司关于出售资产的公告，广发证券发展研究中心

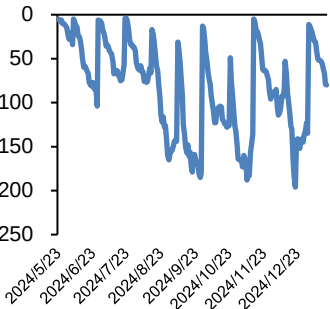
三、《异环》测试广受好评，提振公司预期

根据公司业绩预告，公司超自然都市开放世界RPG游戏《异环》已于2024年11月首测，广受玩家好评，在创新品类突破、拓宽用户群体、全球化出海等方面，有望为公司打开新局面。从用户关注度来看，《异环》首曝PV在哔哩哔哩的播放量达到967万，同时产品“奇点测试”PV、“奇点测试”招募PV及首次实机演示PV播放量均超过百万级。这表明有较多玩家持续关注该产品的研发进展及测试情况。对比来看，公司前作产品《幻塔》官方号截至2025年1月最高播放量为188.9万，公司2023年业绩说明会公告披露其上线1年多流水超过30亿元，我们认为关注度明显高于《幻塔》的《异环》上线后流水弹性值得期待。

从市场表现来看，二次元开放世界产品具备较高的成功率，米哈游旗下《原神》、《崩坏·星穹铁道》等产品打开了行业上限，提高了二次元品类市场空间；同时后发产品《幻塔》、《鸣潮》等均有出色的商业化表现。我们认为，公司积极推进《异环》等二次元品类研发，由于玩家前期待度高，上线成为爆款的概率有望提升，提振公司业绩预期。

表 1：部分二次元开放世界产品上线一年期表现

	研发投入	规模体量	画面表现	畅销排名
原神	研发时长：3 年 团队规模：团队规模超过 500 人 资金投入：数以亿计	大型开放世界游戏，包括广阔的世界地图以及剧情文本量，目前已更新 6 个国家的地圖与剧情。截至 5.1 版本更新完成后，pc 端游戏本体+汉语语音占用空间约为 80.91GB	画面表现：接近 3A 级大作的画面表现，高清动态背景和流畅的动态效果 玩法设计：开放世界玩法，结合角色组合搭配和环境互动的战斗模式，还提供了丰富的活动玩法和小游戏	
幻塔	研发时长：3 年	大型开放世界游戏，包括广阔的世界地图以及剧情文本量。游戏世界由 5 个地区组成，仅就星岛区域，全面探索也需要至少 20 个小时	画面表现：《幻塔》有精致的卡通渲染风格，虚幻引擎加持下二次元的世界也可以栩栩如生。废土科幻世界观下，集合了多种风格题材，既有宏伟的自然景观，也有高耸的钢铁巨兽。游戏自然风光的表现水准颇高，原画画质下，能感受每一帧的风吹草动和波光粼粼。	
崩坏：星穹铁道	具体投入未详细披露，作为米哈游自研的银河冒险策略游戏，参考原神研发投入而言，其投入规模较大	大型开放世界冒险策略游戏，拥有大量的设定于星穹铁道中的地图和剧情资源，多样的策略对战副本和人物角色设计。截至 2.4 版本，PC 版预下载资源包体大小约 14GB，移动端大小约 11GB	画面表现：游戏拥有高质量的画面、剧情和音乐。游戏的剧情画面在手游中处于领先地位，无论是过场动画还是角色建模都十分出色 玩法设计：作为开放世界冒险策略游戏，核心玩法由策略战斗、角色扮演和卡牌收集三部分构成，还提供了丰富的探索内容，让玩家体验瑰丽的世界观	

鸣潮	团队规模数百人；具体投入未详细披露，预计投入数以亿计	作为二次元开放世界 ARPG 游戏，拥有庞大而精美的地图、丰富的剧情和角色设计，许多各具特色的副本及支线任务，丰富了玩家的游戏体验	画面表现：PC 端上，结合 NVIDIA DLSS 技术，在不同分辨率下都能提供出色的性能表现 玩法设计：开放世界动作游戏，包括自由度的动作战斗玩法与丰富多样的开放世界探索	
----	----------------------------	---	---	---

数据来源：各游戏官网，17173 游戏，IGN，bilibili 游戏，七麦，广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

盈利预测：由于受到研发节奏的影响及公司自身业务重新梳理影响，公司2024年业绩明显承压，业绩预告显示2024年公司营业收入预计55-56亿元，对应四季度营收预计为14.3-15.3亿元；公司预计归母口径下亏损11-13亿元，扣非亏损11.2-13.2亿元，对应四季度归母口径下预计亏损约7.1-9.1亿元。

其中，游戏业务归母口径下亏损6.5-7.5亿元，扣非亏损6.1-7.1亿元。主要由于关停预期收益不佳的在研项目《完美新世界（Perfect New World）》、《灵笼》、《代号 Lucking》、《代号新世界》等带来的减值损失4亿元；《一拳超人：世界》、《乖离性百万亚瑟王：环》测试不及预期，缩减规模，造成人员裁撤、保底分成、无形资产减值等亏损2.8-3.2亿元；游戏相关投资企业减值损失2.6-3.0亿元；此外《诛仙世界》收入递延导致了当期的项目亏损。

影视业务24年亏损3-4亿元，扣非亏损4-5亿元。主要包括已上线剧集亏损1亿元、存货跌价准备计提5000-7000万元、坏账5000-7000万元及影视投资损失1-1.4亿元。

展望来看，由于公司新游《诛仙世界》正式上线，同时公司CS Major赛事成功举办，旗下电竞类游戏《CS:GO》流水预计有所提升，我们预计公司客户端类游戏将在2025年有明显增长，预计客户端类产品2024-2026年收入分别为23.22、35.76、30.61亿元；移动游戏有望受《异环》上线驱动，考虑到《幻塔》上线后出色的流水表现，及《异环》高于《幻塔》的用户关注度，我们预计《异环》有望获得优于《幻塔》的上线表现。据此我们预计2024-2026年移动游戏收入分别为29.24、30.6、55.0亿元；此外还有少部分游戏相关其他收入，游戏收入合计为52.86、66.76、86.06亿元。影视剧业务预计有所收缩，考虑到24年剧集确认较少，我们预测公司2024-2026年影视业务收入分别为2.27、2.4、2.25亿元。

毛利率方面，由于客户端《诛仙世界》通过官网下载，我们预计该游戏无需支付渠道分成，毛利率相对较高，有望带动公司整体毛利率在25年有所提升，同时移动端新品《异环》上线后毛利率将略有下滑。预计公司2024-2026年毛利率分别为57.8%、63.5%、62%。

费用方面，25年公司新游《诛仙世界》及储备产品《异环》产品体量较大，可能产生一定销售费用，我们预计销售费用同比提升，同时由于24年公司推进降本增效，

减少多个在研产品，预计研发费用将有明显减少。

综上，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为55.13、69.16、88.31亿元，归母净利润分别为-12.31、8.07、15.36亿元。

表 2：完美世界收入及利润预测（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
诛仙世界收入测算	—	—	95	1,334	928
端游收入-除诛仙世界	1,903	2,212	2,227	2,242	2,133
端游合计	1,903	2,212	2,322	3,576	3,061
异环收入测算	—	—	—	760	2,565
移动收入-除异环	5,061	4,086	2,924	2,300	2,935
移动游戏合计	5,061	4,086	2,924	3,060	5,500
其他收入	279	371	40	40	46
游戏业务收入	7,242	6,669	5,286	6,676	8,606
影视&其他业务收入	428	1,121	227	240	225
总收入	7,670	7,791	5,513	6,916	8,831
毛利	5,290	4,651	3,187	4,395	5,474
毛利率	69.0%	59.7%	57.8%	63.5%	62.0%
销售费用	1,109	1,195	882	1,245	1,281
管理费用	734	705	827	657	707
研发费用	2,290	2,195	1,764	1,660	1,678
财务费用	32	2	17	17	21
营业利润	1,473	896	-1,433	906	1,770
净利润	1,400	583	-1,256	824	1,568
少数股东损益	22	91	-25	16	31
归母净利润	1,377	491	-1,231	807	1,536

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

投资建议：公司管理研发体系持续优化，费用支出明显降低，新品《诛仙世界》上线提升业绩确定性。我们预计公司24~26年归母净利润-12.31/8.07/15.36亿元。我们预计公司核心产品《异环》将于25年下半年上线，对公司的业绩贡献主要体现在26年，由于该产品对公司的业绩贡献较大，采用26年的业绩作为参考更加合理，参考可比公司，我们给予公司26年14xPE估值，对应每股合理价值为11.09元，维持“买入”评级。

表 3：国内主要游戏上市公司的估值情况（Wind一致预期，统计时间：2025年1月17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				
				(按 Wind 一致预期)									
				22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E
002555.SZ	游戏	三七互娱	327.80	1.33	1.46	1.21	1.37	1.50	11.10	10.13	12.22	10.81	9.85
603444.SH		吉比特	149.56	20.28	15.62	12.75	15.33	17.28	10.24	13.29	16.28	13.54	12.01
300002.SZ		神州泰岳	227.46	0.28	0.46	0.67	0.71	0.82	41.98	25.47	17.24	16.26	14.17

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

版号风险：公司游戏业务面临严格监管政策，若游戏版号发放不及预期，将对公司业绩造成不利影响。

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。

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行业竞争加剧影响，盈利水平可能下跌。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,378	6,809	5,960	7,668	10,205
货币资金	2,987	3,018	3,232	4,291	5,762
应收及预付	1,319	1,352	884	1,397	1,669
存货	1,562	1,270	751	830	1,539
其他流动资产	510	1,169	1,094	1,150	1,236
非流动资产	9,258	7,680	7,280	6,742	6,210
长期股权投资	2,614	1,921	1,639	1,268	819
固定资产	340	321	297	264	222
在建工程	0	1	2	3	4
无形资产	153	137	119	99	109
其他长期资产	6,151	5,299	5,223	5,108	5,057
资产总计	15,636	14,489	13,241	14,410	16,416
流动负债	4,117	3,464	3,043	3,347	3,759
短期借款	351	421	317	213	167
应付及预收	375	350	229	381	499
其他流动负债	3,392	2,693	2,498	2,754	3,094
非流动负债	2,043	1,600	1,600	1,600	1,600
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,043	1,600	1,600	1,600	1,600
负债合计	6,160	5,064	4,643	4,947	5,359
股本	2,012	2,012	1,940	1,940	1,940
资本公积	1,690	1,695	1,595	1,595	1,595
留存收益	6,192	6,017	5,386	6,235	7,798
归属母公司股东权益	9,159	8,956	8,154	9,002	10,565
少数股东权益	317	469	444	460	491
负债和股东权益	15,636	14,489	13,241	14,410	16,416

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7670	7791	5513	6916	8831
营业成本	2420	3139	2326	2521	3357
营业税金及附加	33	24	17	21	27
销售费用	1109	1195	882	1245	1281
管理费用	734	705	827	657	707
研发费用	2290	2195	1764	1660	1678
财务费用	32	2	17	17	21
资产减值损失	-53	-38	-700	-41	-26
公允价值变动收益	236	468	-35	15	15
投资净收益	177	-147	-303	63	22
营业利润	1473	896	-1433	906	1770
营业外收支	13	9	6	9	11
利润总额	1486	905	-1427	915	1782
所得税	86	322	-171	92	214
净利润	1400	583	-1256	824	1568
少数股东损益	22	91	-25	16	31
归属母公司净利润	1377	491	-1231	807	1536
EBITDA	1479	858	86	1215	2288
EPS (元)	0.72	0.26	-0.63	0.42	0.79

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,155	762	752	782	1,359
净利润	1,400	583	-1,256	824	1,568
折旧摊销	347	319	367	340	411
营运资金变动	-280	-213	561	-275	-644
其它	-311	73	1,080	-106	24
投资活动现金流	1,362	130	-263	382	158
资本支出	-207	-487	-277	3	-258
投资变动	1,509	522	352	301	379
其他	60	95	-338	78	37
筹资活动现金流	-3,022	-898	-275	-104	-46
银行借款	852	817	-104	-104	-46
股权融资	6	0	-172	0	0
其他	-3,881	-1,715	0	0	0
现金净增加额	-388	29	214	1,060	1,470
期初现金余额	3,374	2,986	3,015	3,229	4,289
期末现金余额	2,986	3,015	3,229	4,289	5,759

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-10.0%	1.6%	-29.2%	25.5%	27.7%
营业利润	885.9%	-39.2%	-260.1%	163.2%	95.4%
归母净利润	273.1%	-64.3%	-350.5%	165.6%	90.3%
获利能力					
毛利率	68.4%	59.7%	57.8%	63.5%	62.0%
净利率	18.2%	7.5%	-22.8%	11.9%	17.8%
ROE	15.0%	5.5%	-15.1%	9.0%	14.5%
ROIC	8.9%	3.0%	-2.3%	7.0%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	39.4%	35.0%	35.1%	34.3%	32.6%
净负债比率	65.0%	53.7%	54.0%	52.3%	48.5%
流动比率	1.55	1.97	1.96	2.29	2.71
速动比率	1.01	1.30	1.41	1.73	2.02
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.54	0.42	0.48	0.54
应收账款周转率	7.83	8.59	9.60	7.07	7.64
存货周转率	4.91	6.14	7.34	8.33	5.74
每股指标 (元)					
每股收益	0.72	0.26	-0.63	0.42	0.79
每股经营现金流	0.60	0.39	0.39	0.40	0.70
每股净资产	4.72	4.62	4.20	4.64	5.45
估值比率					
P/E	17.67	45.54	-	23.31	12.25
P/B	2.69	2.56	2.31	2.09	1.78
EV/EBITDA	16.35	25.64	203.11	13.47	6.49

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：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
 章 驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
 罗 悦 纯：高级分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
 黄 静 仪：研究员，华东师范大学硕士，2024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47 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	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27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。