

三七互娱(002555)

报告日期: 2025年07月09日

《斗罗大陆: 猎魂世界》等头部游戏催化, 估值有望修复

——三七互娱深度报告

投资要点

- 公司头部游戏《寻道大千》《Puzzles & Survival》等业绩确定性高, 重点新品《斗罗大陆: 猎魂世界》上线在即, 有望超越前作《斗罗大陆: 魂师对决》, 带来营收高增及估值修复。**
 《斗罗大陆: 猎魂世界》是一款基于人气小说《斗罗大陆》打造的高自由度3D开放世界MMORPG手游, 截至2025年7月1日, 官方预约人数已超过1000万, 目前定档2025年7月11日公测。我们回顾了前作, 2021年7月上线的《斗罗大陆: 魂师对决》的表现, 其游戏生命周期高峰时间较长, 《斗罗大陆: 猎魂世界》作为升级版本, 表现值得期待。
- 25Q2起公司业绩持续向上, 《时光大爆炸》《英雄没有闪》等进入利润回收期**
 25Q1《时光大爆炸》《英雄没有闪》等多款新游表现亮眼推动营收环比增长, 其中《时光大爆炸》跻身微信小程序畅销榜前五, 《英雄没有闪》上线后同样迅速冲进App Store畅销榜前五, 并在4月登顶微信小程序畅销榜, 表现出强劲的增长潜力, 25Q2有望进入利润回收期。
- 新游储备丰富, 涵盖MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等多元品类**
 除《斗罗大陆: 猎魂世界》外, 公司还储备有模拟经营类新游《赘婿》、日式Q版MMORPG新游《代号MLK》等, 有望在未来持续带来业绩增量。
- 盈利预测与估值**
 我们预计公司2025-2027年营业收入分别为191/219/253亿元, 同比分别增长9.74%/14.7%/15.1%; 归母净利润分别为27.6/32.8/37.9亿元, 同比增长3.17%/18.8%/15.6%, 当前时间点对应P/E分为14.8/12.5/10.8倍。根据可比公司估值法, 我们采用恺英网络、巨人网络、神州泰岳、完美世界、吉比特作为可比公司, 25E/26E平均P/E估值分别为26.6X/20.5X。我们认为公司新游表现可期、储备丰富, 2025-2026年业绩有望持续增长, 给予公司2026年20X目标P/E估值, 目标市值656亿元, 对应29.7元。
- 风险提示**
 立案处罚未落地、监管趋严、竞争加剧、存量游戏流水下滑、新游上线时间或表现不及预期等风险。

投资评级: 买入(维持)

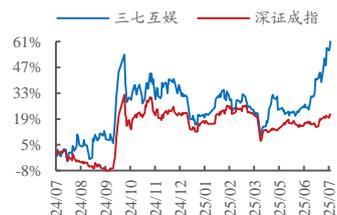
分析师: 冯翠婷
执业证书号: S1230525010001
fengcuiting@stocke.com.cn

分析师: 陈磊
执业证书号: S1230521090002
chenlei01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.90
总市值(百万元)	41,811.29
总股本(百万股)	2,212.24

股票走势图



相关报告

- 《Q3业绩符合预期, 新产品周期将至——三七互娱点评报告》2022.10.31
- 《收入成本周期错配, 致利润同比下降31-42%——三七互娱点评报告》2022.10.12

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,441	19,140	21,949	25,260
(+/-) (%)	5.40%	9.74%	14.68%	15.08%
归母净利润	2,673	2,758	3,276	3,788
(+/-) (%)	0.54%	3.17%	18.80%	15.62%
每股收益(元)	1.21	1.25	1.48	1.71
P/E	15.30	14.83	12.49	10.80

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 191/219/253 亿元，同比分别增长 9.74%/14.7%/15.1%；归母净利润分别为 27.6/32.8/37.9 亿元，同比增长 3.17%/18.8%/15.6%，当前时间点对应 P/E 分为 14.8/12.5/10.8 倍。

根据可比公司估值法，我们采用恺英网络、巨人网络、神州泰岳、完美世界、吉比特作为可比公司，25E/26E 平均 P/E 估值分别为 26.6X/20.5X。我们认为公司新游表现可期、储备丰富，2025-2026 年业绩有望持续增长，给予公司 2026 年 20X 目标 P/E 估值，目标市值 656 亿元，对应 29.7 元。

● 关键假设

- 1) 公司新游如《斗罗大陆：猎魂世界》《赘婿》《代号 MLK》等如期上线；
- 2) 公司新游，尤其是 7 月 11 日上线的《斗罗大陆：猎魂世界》流水、活跃人数等达到或超越市场预期；
- 3) 游戏板块政策面稳定，包括出海政策等。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 头部游戏《寻道大千》《P&S》等业绩稳定，《斗罗大陆：猎魂世界》上线在即，有望超越前作《斗罗大陆：魂师对决》，带来业绩及估值修复；
- 2) 立案处罚落地。

● 风险提示

立案处罚未落地、监管趋严、竞争加剧、存量游戏流水下滑、新游上线时间或表现不及预期等风险。

正文目录

1 公司业绩有望高增，现金流健康、分红比率高	5
2 游戏管线：《斗罗大陆：猎魂世界》上线在即，新游储备丰富	8
2.1 公司游戏储备丰富，涵盖 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等	8
2.2 《斗罗大陆：猎魂世界》产品介绍：国漫 MMORPG 大作	9
3 盈利预测及估值分析	11
4 风险提示	13

图表目录

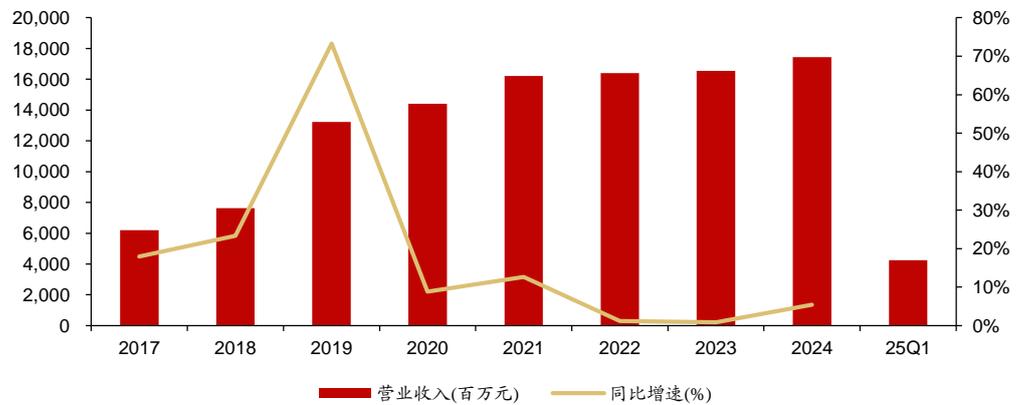
图 1: 公司营业收入及同比增速.....	5
图 2: 公司归母净利润及同比增速.....	5
图 3: 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率.....	6
图 4: 公司季度营业收入及同比增速.....	6
图 5: 公司季度归母净利润及同比增速.....	6
图 6: 公司季度三费率.....	7
图 7: 公司分地区营收及毛利率占比.....	7
图 8: 《斗罗大陆: 猎魂世界》游戏宣传图.....	9
图 9: 《斗罗大陆: 猎魂世界》游戏画面.....	10
图 10: 《斗罗大陆: 魂师对决》App Store 榜单排名.....	11
表 1: 公司近年来分红情况.....	7
表 2: 公司部分游戏管线(主要根据 2024 年年报整理, 预计上线时间为推测).....	8
表 3: 可比公司估值表.....	12
表附录: 三大报表预测值.....	14

1 公司业绩有望高增，现金流健康、分红比率高

公司 2024 年业绩稳健，存量游戏《寻道大千》《Puzzles & Survival》等进入游戏生命周期稳定期；2025 年起，公司进入新游上线周期，25Q1 上线的《时光大爆炸》和《英雄没有闪》处于推广初期，预计将于 25Q2 起贡献利润。同时，公司现金流稳健、现金分红率高，财务指标健康。

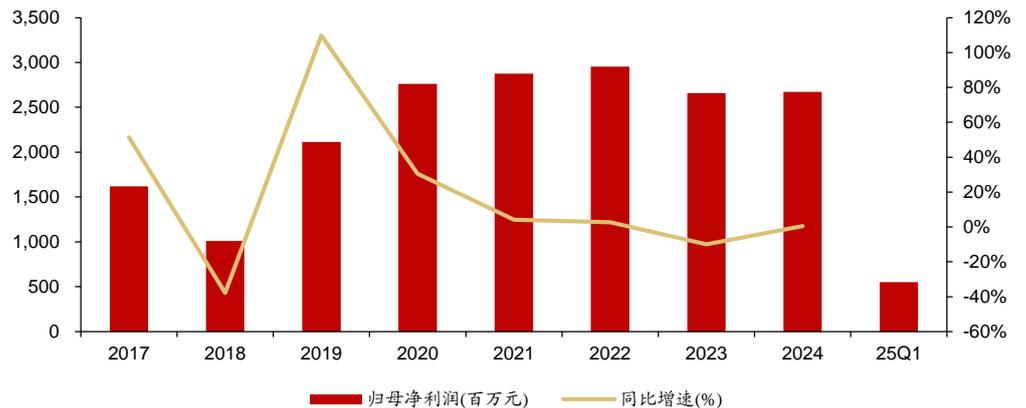
2024 年公司营业收入 174.4 亿元，同比增长 5.4%；归母净利润 26.7 亿元，同比增长 0.54%。其中，24Q4 实现营业收入 41.0 亿元，同比下降 9%；归母净利润 7.76 亿元，同比增长 66%。24Q4 营收略降的同时，净利润实现 66% 的大幅增长，主要系投放端收缩，推动销售费用同比下降。

图1： 公司营业收入及同比增速



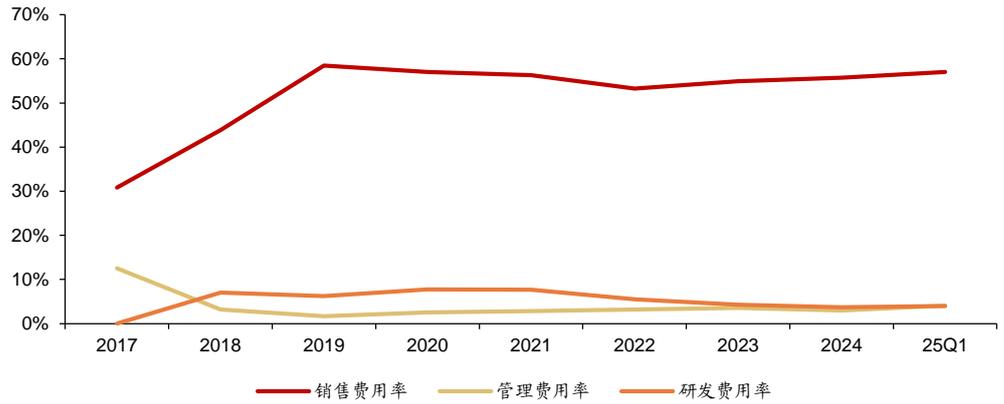
资料来源：iFinD、浙商证券研究所

图2： 公司归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD、浙商证券研究所

图3: 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率



资料来源: iFinD、浙商证券研究所

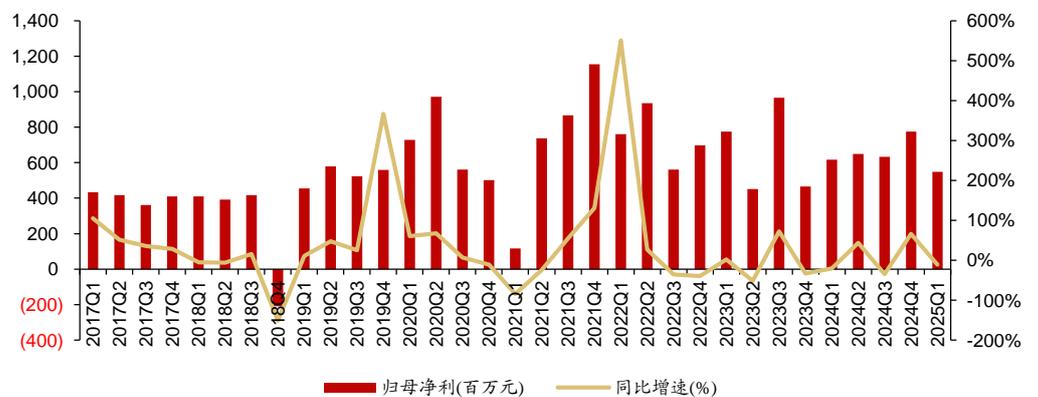
季度数据来看,公司 25Q1 营收 42.43 亿元,同比下降 10.67%; 归母净利润 5.49 亿元,同比下降 10.87%, 主要受产品生命周期影响: 2024 年上线的《寻道大千》等成熟产品流水自然回落, 而 2025 年新游《时光大爆炸》《英雄没有闪》仍处于推广初期, 尚未完全释放业绩。

图4: 公司季度营业收入及同比增速



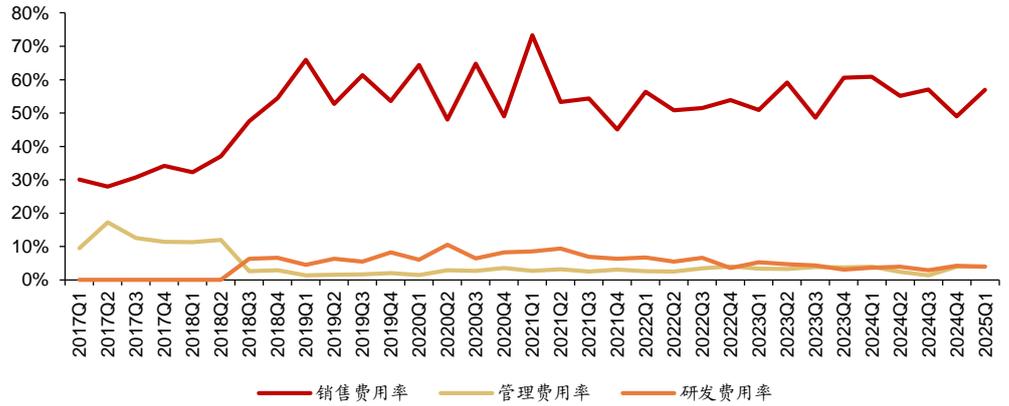
资料来源: iFinD、浙商证券研究所

图5: 公司季度归母净利润及同比增速



资料来源: iFinD、浙商证券研究所

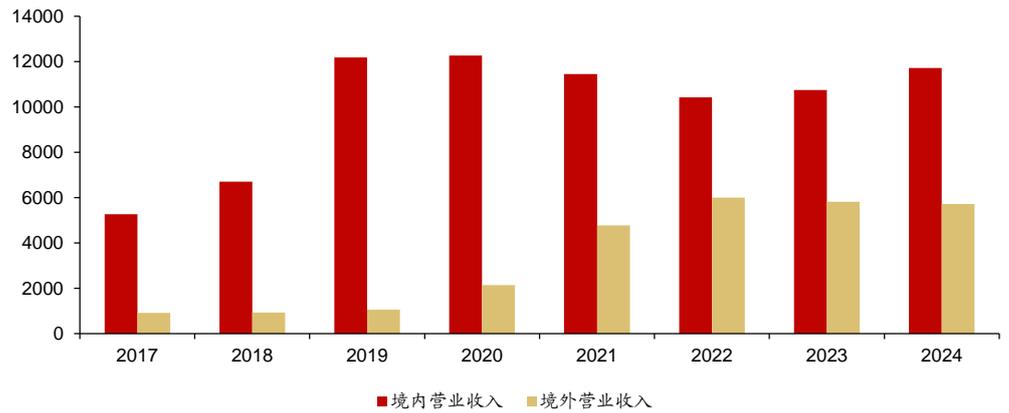
图6: 公司季度三费率



资料来源: iFinD、浙商证券研究所

分地区来看, 2024年国内收入同比增长9.1%至117.2亿元; 海外收入同比略降1.36%至57.2亿元, 核心产品《Puzzles & Survival》自上线以来累计流水超过100亿元, 2024年排名Sensor Tower出海手游收入榜第8名。

图7: 公司分地区营收及毛利率占比



资料来源: iFinD、浙商证券研究所

另外我们看到, 公司近年来积极回报股东, 分红较为频繁, 自2023年起多次在年中或季度末分红, 股息支付率从约30%-84%不等。

表1: 公司近年来分红情况

预案公告日	除权除息日	分红类型	每股股利(税前)	每股收益	股利支付率(%)	分红总额(万元)
2025-05-13	2025-05-27	--	0.21	0.25	84.11	46,194
2025-04-19	2025-05-21	年末分红	0.37	1.21	30.45	81,389
2024-10-31	2024-11-08	--	0.21	0.86	24.34	46,194
2024-08-27	2024-09-04	年中分红	0.21	0.57	36.53	46,194
2024-05-11	2024-05-24	--	0.21	0.28	74.97	46,194
2024-04-20	2024-05-21	年末分红	0.37	1.20	30.61	81,389
2023-08-31	2023-09-28	年中分红	0.45	0.55	80.94	99,240
2023-04-28	2023-06-02	年末分红	0.45	1.34	33.71	99,581
2022-08-31	2022-09-26	年中分红	0.35	0.77	45.79	77,625
2022-04-26	2022-05-27	年末分红	0.37	1.31	28.33	81,458

2021-08-31	2021-11-09	年中分红	0.15	0.39	38.68	33,023
2021-04-30	2021-08-18	年末分红	0.20	1.31	15.95	44,031

资料来源: Wind。浙商证券研究所

2 游戏管线:《斗罗大陆:猎魂世界》上线在即,新游储备丰富

2025年以来,公司有多款新游陆续上线。其中:1)模拟经营类《时光大爆炸》于1月上线,小程序端排名畅销榜前十;2)“开箱+暗黑like”《英雄没有闪》App端于2月上线,3月该游戏在中国内地App Store游戏畅销榜最高冲至第5名,小程序端至畅销榜前五,二者有望于25Q2贡献利润增量。

更重要的是,时隔4年的《斗罗大陆》IP新游《斗罗大陆:猎魂世界》将于2025年7月11日全平台公测,目前预约人数已超1000万。

2.1 公司游戏储备丰富,涵盖MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等

公司聚焦游戏主业,一方面在MMORPG、SLG等赛道形成专业化布局。另一方面,公司在自研品牌的基础上,始终以优质内容为战略方向,通过投资赋能、业务支持等方式与易娱网络、延趣网络等多家游戏研发商深度绑定。

IP方面,公司已储备《斗破苍穹》《诡秘之主》《斗罗大陆》等多个IP的游戏改编版权,为公司构建多元化产品矩阵提供更丰富的内容支撑。

具体来看,公司储备项目包括MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等品类,涵盖包括西方魔幻、东方玄幻、三国、现代、古风等题材在内的多款精品,包括:日式Q版MMORPG《代号MLK》、美式卡通生存SLG《代号XSSLG》、东方玄幻SLG《代号GMSLG》、古风水墨模拟经营《赘婿》等。

表2: 公司部分游戏管线(主要根据2024年年报整理,预计上线时间为推测)

游戏	预计上线时间	研发	是否获得版号	品类
斗罗大陆:猎魂世界	2025/7/11	自研	是	MMORPG
赘婿	25H2-26H1	代理	是	模拟经营
失落之门:序章		自研	是	西方魔幻MMORPG
代号MLK	25H2-26H1	自研		日式Q版MMORPG
代号正奇SLG		自研		写实三国SLG
代号M1		自研		欧美卡通休闲
代号MR		自研		Q版RPG
代号DLXD		自研		Q版玄幻RPG
代号XSSLG		自研		美式卡通生存SLG
代号GMSLG		自研		东方玄幻SLG
极速三国:一秒开战		自研		三国SLG
史诗大陆		代理	是	西方魔幻RPG
赤壁之战2		代理		三国题材SLG
四季城与多米糯		代理	是	奇幻Q版模拟经营
代号破茧		代理		东方玄幻RPG
斗兽战场		代理	是	巨兽题材SLG
从前有座山		代理		东方玄幻MMORPG
代号RS		代理		写实生存SLG

代号 AK	代理	写实微观 SLG
代号 AS	代理	机械巨兽写实 SLG

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2 《斗罗大陆：猎魂世界》产品介绍：国漫 MMORPG 大作

公司的最新开放世界《斗罗大陆》IP 新作《斗罗大陆：猎魂世界》将于 2025 年 7 月 11 日上线，我们认为此款新游从画面和体量上看，具备较强竞争力。

- 开发/发行商：自研
- 拟发行地区：全球
- IP 来源：唐家三少同名小说《斗罗大陆》
- 游戏类型：国漫东方玄幻 MMORPG
- 上线时间：2025 年 7 月 11 日全渠道公测
- 当前预约人数（截至 7 月 1 日）：超 1000 万

图8：《斗罗大陆：猎魂世界》游戏宣传图



资料来源：TapTap、浙商证券研究所

图9: 《斗罗大陆: 猎魂世界》游戏画面



资料来源: Bilibili、浙商证券研究所

我们分析了公司的《斗罗大陆》IP 前作，2021 年 7 月上线的《斗罗大陆: 魂师对决》的畅销榜排名，认为其整体流水具备较强的持续性。具体来说，如下图所示，我们将其在 App Store 上的畅销榜排名分成了四个阶段。

阶段一: 2021 年 7-10 月，游戏上线初期，新玩家涌入与广告投放较高的时期，其在畅销榜总榜和游戏榜上的排名保持个位数高位;

阶段二: 2021 年 10 月至 2023 年 5 月，游戏生命周期青壮年，其在 App Store 畅销榜总榜和游戏榜上的排名大多时间保持在前 25 至前 75 的区间，这个阶段前期的广告投入或已开始收窄，处于利润释放高峰;

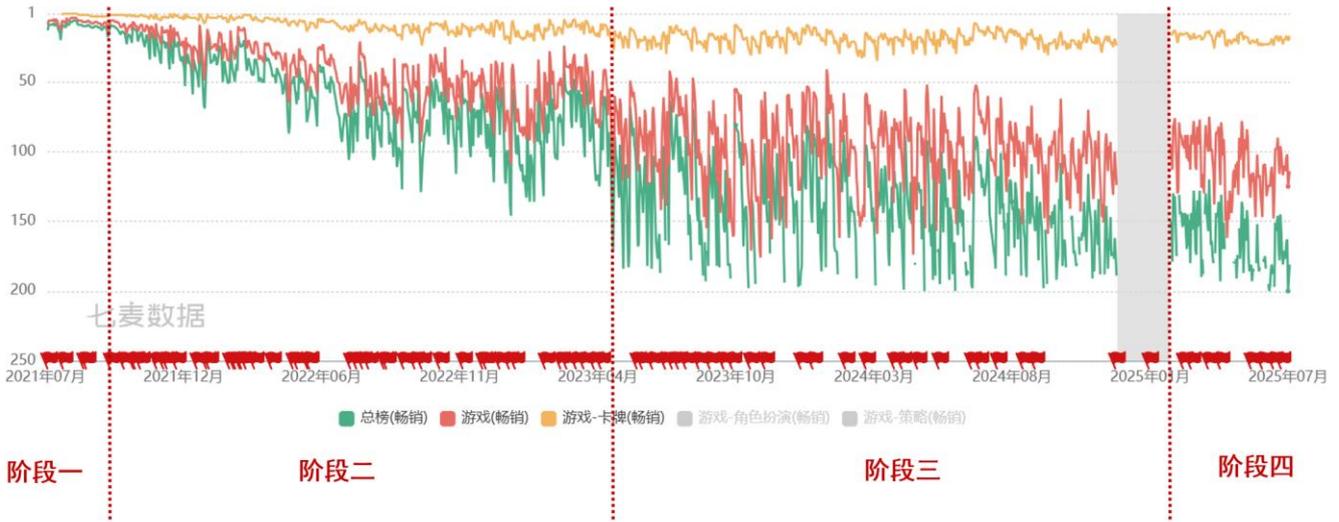
阶段三: 2023 年 5 月至 2024 年 12 月，游戏生命周期稳定期，其在 App Store 畅销榜总榜和游戏榜上的排名大多时间分别保持在前 100-200 名和前 50-150 名，此阶段虽流水可能降低，但是由于前期投入已较为充分，利润率或爬升较快;

阶段四: 2024 年 2 月至今，游戏生命周期中后期，此阶段排名区间与上一阶段相似，但峰值难以超越上一阶段，利润贡献或更小但同样保持较高利润率。

另外我们看到，在细分领域榜单，卡牌游戏畅销榜上，《斗罗大陆: 魂师对决》从上线至今始终处于前 20 水平，显示了其在细分领域赛道较为强势的地位。

我们认为，《斗罗大陆: 猎魂世界》从研发投入和前期宣传片的表现来看，其畅销榜排名特征有望超越前作，有望在上线后更长时间处于游戏生命周期青壮年期。

图10: 《斗罗大陆:魂师对决》App Store 榜单排名



资料来源: 七麦数据, 浙商证券研究所

3 盈利预测及估值分析

核心假设:

我们根据公司游戏上线时间、所处周期预测流水表现, 并假设流水收入转化比, 得出2025-2026年公司核心游戏收入; 公司毛利率预计将随着《斗罗大陆: 猎魂世界》等自研产品收入占比提升而提升; 公司三项费用率方面, 销售费用比例根据新游周期调整, AI赋能下研发费用下调。

综上, 我们预计公司2025-2027年营业收入分别为191/219/253亿元, 同比分别增长9.74%/14.7%/15.1%; 归母净利润分别为27.6/32.8/37.9亿元, 同比增长3.17%/18.8%/15.6%, 当前时间点对应P/E分为14.8/12.5/10.8倍。

根据可比公司估值法, 我们采用恺英网络、巨人网络、神州泰岳、完美世界、吉比特作为可比公司, 25E/26E平均P/E估值分别为26.6X/20.5X。我们认为公司新游表现可期、储备丰富, 2025-2026年业绩有望持续增长, 给予公司2026年20X目标P/E估值, 目标市值656亿元, 对应29.7元。

表3: 可比公司估值表

公司	市值 (亿元)	年度归母净利润 (亿元)				PE			
		2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
恺英网络	416.18	14.62	16.28	21.34	24.10	28.47	25.56	19.50	17.27
巨人网络	486.40	10.86	14.25	16.20	18.21	44.79	34.14	30.02	26.72
神州泰岳	250.82	8.87	14.28	12.83	14.37	28.28	17.57	19.54	17.46
完美世界	287.50	4.91	-12.88	7.07	14.18	58.55	-22.33	40.69	20.28
吉比特	240.42	11.25	9.45	10.46	11.58	21.37	25.44	22.98	20.76
平均值								26.55	20.50

资料来源: Wind、浙商证券研究所;

注: 可比公司盈利预测及估值皆采用 Wind 一致预期, 收盘价按 2025 年 7 月 4 日收盘价

4 风险提示

立案处罚未落地等风险：2023年6月28日，公司收到证监会《立案告知书》，或导致公司被处罚的风险；

监管趋严风险：若游戏行业监管政策趋严，或导致游戏版号数量、商业化程度等收紧，公司业绩增速或下滑；

行业竞争加剧的风险：游戏行业竞争激烈，若头部游戏公司进一步推高研发、发行门槛，或导致公司新游表现下滑；

游戏研发及买量竞争加剧、存量游戏下滑、新游上线时间或表现不及预期等风险：若存量游戏流水、利润率下滑，或新游未能如期上线，或上线后用户规模、商业化表现等较弱，或导致公司业绩增速下滑。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,335	13,318	17,274	21,618
现金	5,059	7,794	11,265	15,138
交易性金融资产	2,249	2,399	2,549	2,699
应收账款	1,213	1,382	1,585	1,754
其它应收款	43	53	61	70
预付账款	730	810	919	1,047
存货	0	0	0	0
其他	1,042	879	894	909
非流动资产	9,247	9,171	9,330	9,508
金融资产类	1,254	1,384	1,514	1,644
长期投资	446	396	411	451
固定资产	1,077	1,074	1,113	1,141
无形资产	1,889	1,823	1,767	1,712
在建工程	0	0	0	0
其他	4,581	4,492	4,524	4,558
资产总计	19,583	22,488	26,603	31,126
流动负债	6,459	6,995	8,246	9,429
短期借款	2,654	3,154	3,754	4,454
应付款项	2,712	2,812	3,320	3,637
预收账款	0	0	0	0
其他	1,093	1,030	1,173	1,339
非流动负债	107	194	347	552
长期借款	0	100	250	450
其他	107	94	97	102
负债合计	6,566	7,190	8,594	9,982
少数股东权益	96	82	66	47
归属母公司股东权	12,921	15,217	17,944	21,097
负债和股东权益	19,583	22,488	26,603	31,126

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,998	2,660	3,816	4,226
净利润	2,664	2,744	3,260	3,769
折旧摊销	211	199	216	235
财务费用	(101)	89	109	134
投资损失	(111)	(96)	(88)	(76)
营运资金变动	261	(241)	311	160
其它	74	(35)	8	4
投资活动现金流	(3,408)	25	(445)	(492)
资本支出	(572)	(73)	(148)	(147)
长期投资	(304)	(230)	(295)	(320)
其他	(2,532)	328	(2)	(24)
筹资活动现金流	(793)	48	100	139
短期借款	1,099	500	600	700
长期借款	(306)	100	150	200
其他	(1,586)	(552)	(650)	(761)
现金净增加额	(1,200)	2,735	3,471	3,873

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,441	19,140	21,949	25,260
营业成本	3,727	4,049	4,596	5,237
营业税金及附加	44	48	55	63
营业费用	9,712	10,757	12,269	14,171
管理费用	516	565	647	745
研发费用	646	708	801	909
财务费用	(161)	13	(8)	(35)
资产减值损失	(56)	(15)	(10)	(7)
公允价值变动损益	(31)	0	0	0
投资净收益	111	96	88	76
其他经营收益	88	96	110	126
营业利润	3,091	3,180	3,777	4,367
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	3,089	3,180	3,777	4,367
所得税	424	436	517	598
净利润	2,664	2,744	3,260	3,769
少数股东损益	(9)	(14)	(16)	(19)
归属母公司净利润	2,673	2,758	3,276	3,788
EBITDA	3,116	3,391	3,985	4,567
EPS (最新摊薄)	1.21	1.25	1.48	1.71

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	5.40%	9.74%	14.68%	15.08%
营业利润	1.65%	2.86%	18.80%	15.62%
归属母公司净利润	0.54%	3.17%	18.80%	15.62%
获利能力				
毛利率	78.63%	78.85%	79.06%	79.27%
净利率	15.33%	14.41%	14.93%	15.00%
ROE	20.69%	18.12%	18.26%	17.95%
ROIC	15.98%	14.84%	14.77%	14.35%
偿债能力				
资产负债率	33.53%	31.97%	32.30%	32.07%
净负债比率	-18.43%	-29.64%	-40.27%	-48.33%
流动比率	1.60	1.90	2.09	2.29
速动比率	1.33	1.66	1.87	2.09
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.91	0.89	0.88
应收账款周转率	12.96	14.75	14.79	15.13
应付账款周转率	2.13	2.41	2.46	2.48
每股指标(元)				
每股收益	1.21	1.25	1.48	1.71
每股经营现金	1.36	1.20	1.72	1.91
每股净资产	5.84	6.88	8.11	9.54
估值比率				
P/E	15.30	14.83	12.49	10.80
P/B	3.17	2.69	2.28	1.94
EV/EBITDA	10.36	10.73	8.44	6.72

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>