

买入 (维持)

00799.HK IGG

港股通 (深)

目标价: 7.2 港元

现价: 5.85 港元

拳头游戏下行, 静待新游接棒

2020年2月25日

市场数据

日期	2020-2-24
收盘价(港元)	5.85
总股本(亿股)	12.47
总市值(亿港元)	72.95
净资产(亿美元)	3.21
总资产(亿美元)	4.47
每股净资产(美元)	0.26

数据来源: Wind

相关报告

20190806_老游流水回落, 新游推进势在必行
20190311_《王国纪元》维稳, 新游箭在弦上
20190225_春节后开启买量模式, 新作蓄势待发

海外 TMT 研究

张忆东

兴业证券经济与金融研究院
副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

李文静

liwenjing@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090169

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(千美元)	748,785	682,834	671,235	687,094
同比增长(%)	23.3	-8.8	-1.7	2.4
归母净利润(千美元)	189,177	137,581	147,498	161,730
同比增长(%)	22.0	-27.5	7.2	9.6
毛利率(%)	69.9	69.4	69.4	69.4
净利率(%)	25.3	20.1	22.0	23.5
净资产收益率(%)	66.9	36.0	30.2	26.8
每股收益(港仙)	113	87	93	102
每股派息(港仙)	30	24	26	28

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **2019年业绩前瞻:** 我们预计公司2019年全年营收为6.83亿美元(单位下同), 同比下滑8.81%, 归母净利率20.1%, 相比去年降低5.2个百分点, 主要原因来自销售费用(上升2.2pcts)和研发费用(上升4.1pcts)。预计每股收益为87港仙。
- **两款拳头产品均进入下行阶段。** SLG品类竞争逐渐激烈,《王国纪元》先发优势受威胁。峰值已过,《王国纪元》进入回落阶段。《城堡争霸》热度退散, 预计19、20年MAU&流水将双降。
- **新品类逐渐丰富, 但增量有限, 流水放量还需时间。** 2019年公司发布多款新游, 其中SLG类游戏占比明显降低, IGG在尝试优化游戏结构的路上继续迈进。但发布新游不及预期, 普遍流水偏低。公司2020年还将推出5-10款新游, 将拓展休闲类, MMORPG、FPS等品类, 布局多元化, 蓄力占领细分领域, 目前正处探索过渡阶段。
- **19年为研发投入大年, 研发策略转变。** 截至19H1研发人员占公司总员工数半数以上。2019年公司研发策略有所转变, 更加注重研发周期管理, 并新增约400名研发人员, 40个研发团队, 研发费用预计同比增长35.62%至8625万美元, 研发费用率将达到12.6%, 导致净利率下降5个pcts。
- **集中回购, 彰显投资价值。** 2019年下半年, 公司发生回购48次, 总金额达1.59亿港元, 最低回购价为4.38港元, 最高回购价为8.19港元。
- **投资建议:** 核心游戏进入瓶颈期, 且新游放量还需时间, 我们将19/20年的收入由7.34/7.62亿下调至6.82/6.71亿美元(《王国纪元》收入采用中性预测), 归母净利润由1.46/1.68亿下调至1.38/1.47亿美元, 目标价由8.57港币下调至7.2港元, 对应19/20年8.3x/7.8x PE, 考虑到公司估值目前为行业最低, 并处于历史较低位, 叠加我们对于公司多品类游戏的拓展的期待, 我们继续维持“买入”评级。

风险提示: 全球游戏市场增速不及预期; 老游生命周期较长; 新游戏推出不及预期



报告正文

- **2019 全年业绩前瞻:** 我们预计公司 2019 年全年营收为 6.83 亿美元, 同比下滑 8.81%, 归母净利率 20.1%, 相比去年降低 5.2 个百分点, 主要原因来自销售费用(上升 2.2pcts)和研发费用(上升 4.1pcts)。预计每股收益为 87 港仙。
- **SLG 品类竞争逐渐激烈,《王国纪元》先发优势受威胁。**《王国纪元》于 2016 年 2 月首发, 彼时 SLG 品类市场时机较好, 空间较大。目前游戏运营即将步入第五年, 市场中涌现了更多优秀的 SLG 作品, 比如莉莉丝游戏的《万国觉醒》, 2019Q3 上线表现优异, 出海收入保持四个月前二, 《王国纪元》2019 年下半年出海收入排名降低, 先发优势受到威胁。后续游戏发展与企业研发实力、生态构建与差异化运营都息息相关, 《王国纪元》的先发优势导致其在玩家生态上有更清楚的认知, 运营方面虽然二者均为 SLG 类游戏, 但《王国纪元》玩法上普遍周期更长, 更符合 SLG 类游戏的特点。

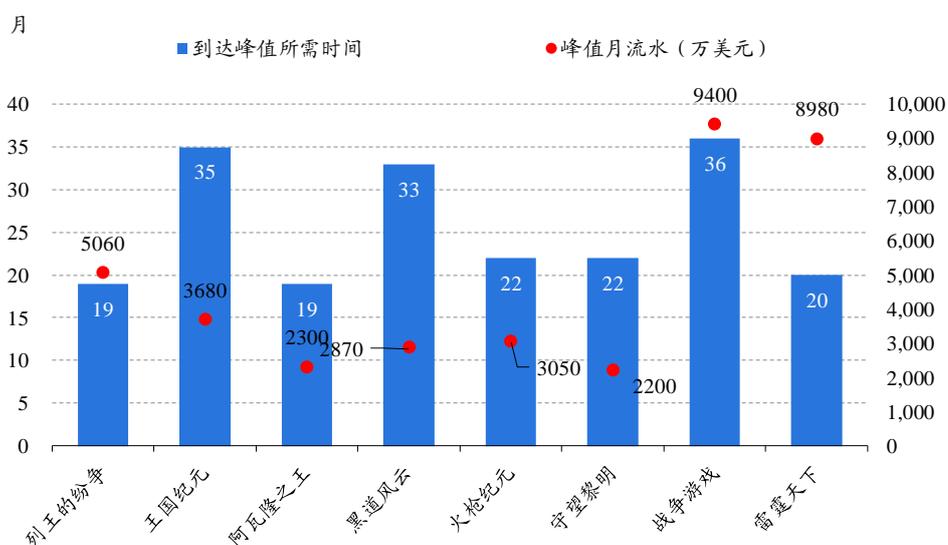
表1、2019 年下半年手游出海收入排名

排名	2019.07	2019.08	2019.09	2019.10	2019.11	2019.12
1	PUBG MOBILE	PUBG MOBILE	PUBG MOBILE	万国觉醒	PUBG MOBILE	PUBG MOBILE
2	荒野行动	无尽对决	万国觉醒	使命召唤手游	万国觉醒	万国觉醒
3	王国纪元	台球城	荒野行动	PUBG MOBILE	使命召唤手游	荒野行动
4	万国觉醒	解锁球	火枪纪元	荒野行动	荒野行动	黑道风云
5	火枪纪元	Block Puzzle Jewel	王国纪元	火枪纪元	火枪纪元	使命召唤手游
6	黑道风云	消消庄园	AFK Arena	王国纪元	王国纪元	王国纪元
7	梦幻模拟战	Beach Clean	黑道风云	黑道风云	黑道风云	火枪纪元
8	消消庄园	弓箭传说	风之大陆	剑与远征	守望黎明	无尽对决
9	阿瓦隆之王	Mobile Legends: Adventure	守望黎明	守望黎明	剑与远征	剑与远征
10	AFK Arena	梦想家居	阿瓦隆之王	阿瓦隆之王	阿瓦隆之王	守望黎明

资料来源: Sensor Tower, 兴业证券经济与金融研究院整理

峰值已过,《王国纪元》进入回落阶段。SLG 游戏普遍存在制作成本较高、回收周期较长的特点, 但其生命周期也相对较长。根据 Sensor Tower 披露的数据, 大部分 SLG 手游在运营 20 个月之后才达到流水峰值, 《王国纪元》作为 SLG 头部手游体现了更长的生命周期, 2019 年 2 月在运营 35 个月之后月流水达到峰值。以 MZ 于 2013 年发布的《战争游戏》的生命周期类比起来, 这款头部 SLG 手游同样花费约 3 年时间达到流水峰值, 此后流水回落未创新高, 但后续三年表现依旧稳定。我们预计《王国纪元》同样自 2019 年开始进入回落周期, 但因为其头部地位预计后续流水稳定中下降。

图1、2017年12月前上市SLG手游月收入峰值&达到峰值所需时间



资料来源: Sensor Tower, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 《城堡争霸》热度退散, 预计19年MAU&流水将双降。据Sensor tower披露,《城堡争霸》2019年1-6月再中国手游海外收入榜单中均有下滑,分别为18/24/25/30/30/29名,此后未上榜出海手游收入Top30。IGG于2019年8月上线《城堡争霸:曙光大陆》,但表现不佳,2020年1月Google Play月流水不到6千美金。《城堡争霸》上线运营即将步入第7年,我们预计该游戏MAU&流水将继续下滑。
- 新游品类逐渐丰富,流水放量还需时间。2019年公司发布多款新游,其中SLG类游戏占比明显降低,许多游戏在SLG的基础上加入RPG的玩法,IGG在尝试优化游戏结构的路上继续迈进。但发布新游普遍流水偏低,仅《王者决断》2020年1月流水达到80万美元。一是因为公司目前处在对于新类别游戏的尝试阶段,二是游戏生命周期的存在,新游的流水放量还需要时间。

表2、2019年新上线游戏

中文名称	类型	题材	发布平台	发布日期	流水(2020.01)	
					Google Play	Itunes
王国迷城	RPG	三消+城建经营+RPG	Android	2019-11-19	\$30k	\$7k
星际文明	SLG	宇宙科幻+建设	Android	2019-11-2	\$20k	<\$5k
遗落辉石	RPG	神话+冒险	Android	2019-10-9	<\$5k	
魔幻的英灵	RPG	战斗+经营+RPG	Android	2019-9-23	\$6k	<\$5k
城堡争霸:曙光大陆	SLG	城堡塔防+大世界探索	Android	2019-8-2	\$6k	<\$5k
英雄复活(阿语)	MMO	传奇+阿拉伯	iOS	2019-7-8		
巨龙国度	SLG	冒险养成+欧美萌系	iOS	2019-7-2	\$7k	\$10k
怒海奇兵	SLG	科幻+海战	iOS	2019-7-1		
阿拉丁灯守护者	MMO	阿拉丁	Android	2019-6-24		
全民造物主	沙盒	动作冒险	iOS	2019-6-13	<\$5k	<\$5k

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

英雄复活(阿语)	MMO	传奇+阿拉伯	Android	2019-5-23		
掘地大冒险	沙盒	动作冒险	Android	2019-5-15	<\$5k	<\$5k
怒海奇兵	SLG	科幻+海战	Android	2019-4-16		
王者决断	SLG	建国+战争	Android	2019-1-14	\$500k	\$300k
苏丹冲突(阿语)	SLG	阿拉伯+中世纪	iOS	2019-1-2	<\$5k	<\$5k

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

根据公司的分享, IGG 预计 20 年会发布 5-10 款新游, 包含大逃杀类、女性游戏、休闲游戏类别, 以休闲类游戏为主。

- **19 年为研发投入大年, 研发策略转变。**截至 19H1, IGG 拥有员工 1609 人, 其中研发人员数达到 800 余人, 占公司总员工数半数以上。2019 年下半年预计研发人员新增约 200 名。全年约增加 400 名研发人员, 研发团队增至 40 个。2019 年公司研发策略有所转变, 更加注重研发周期管理, 对于团队优胜劣汰。全年研发费用预计同比增长 35.62% 至 8625 万美元, 研发费用率将达到 12.6%, 对净利润率影响较大, 预计 2019 年归母净利润率为 20.1%。
- **19H2 集中回购, 对未来信心充足。**公司 2019 年全年共发生 54 次股票回购, 其中下半年发生 48 次, 下半年回购股票数量占全年回购数 87.91%, 下半年回购金额占全年回购金额的 81.54%, 总金额达到 1.59 亿港元。其中八月发生 18 次回购, 回购金额达到 0.97 亿港元。最低回购价为 4.38 港元, 最高回购价为 8.19 港元。

表3、2019 年至今股票回购情况

月度汇总	回购数量	回购次数	回购金额 (HKD)
2019/1	0	0	0
2019/2	0	0	0
2019/3	0	0	0
2019/4	630,000	1	5,887,840
2019/5	1,932,000	5	17,925,730
2019/6	1,411,000	7	12,219,020
2019H1	3,973,000	6	36,032,590
2019/7	0	0	0
2019/8	16,897,000	18	97,390,650
2019/9	5,051,000	10	26,699,130
2019/10	5,150,000	11	25,708,340
2019/11	1,013,000	6	5,238,210
2019/12	795,000	3	4,157,550
2019H2	28,906,000	48	159,193,880
总额	32,879,000	54	195,226,470

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

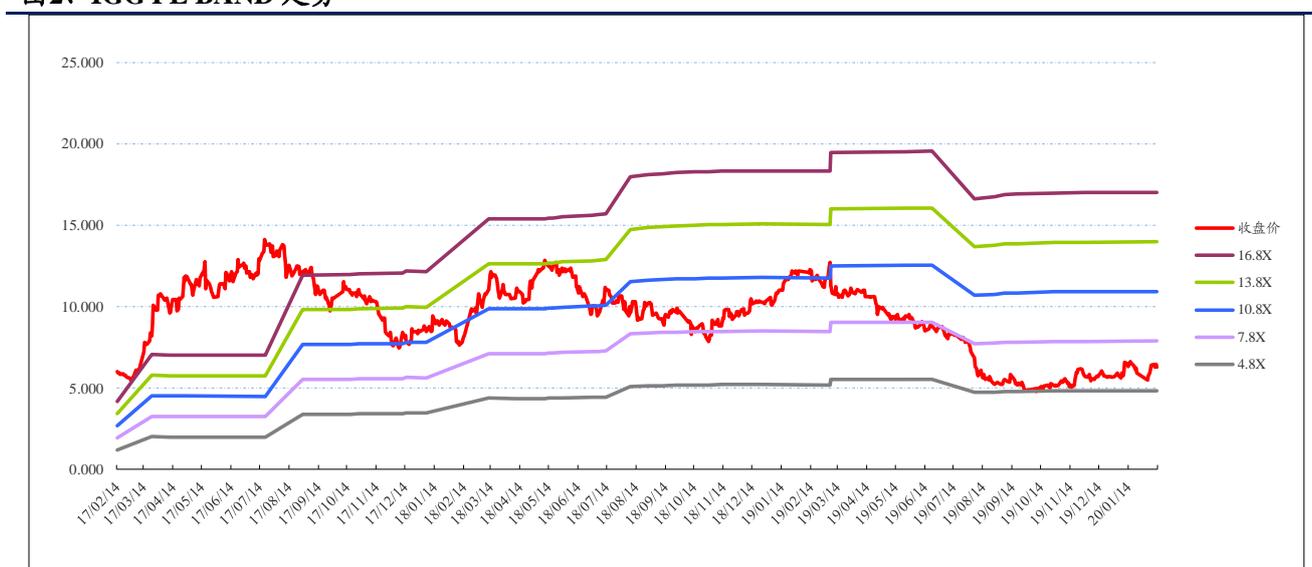
- **估值处于行业低位, 等待市值回调。**IGG 整体 PE 属港股与 A 股游戏厂商中最低, 同时 ROE 处偏高位, 期待市场释放乐观情绪, 估值回调。

表4、可比公司估值(2020-2-24)

代码	公司	股价	市值 亿港元 人民币	EPS			PE			ROE (%)			记账 货币
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
0799.HK	IGG	5.85	72.97	1.13	0.87	0.93	5.18	6.72	6.29	66.9	36	30.2	港元
0302.HK	中手游	3.45	80.39	2.05	0.27	0.30	-	12.75	11.59	17.77	22.1	21.2	港元
2400.HK	心动公司	28.75	123.06	0.74	1.02	1.24	-	28.22	23.27	30.2	30	24	港元
0777.HK	网龙	21.75	115.41	0.92	1.35	1.61	10.24	16.08	13.48	11.06	15.4	15.3	港元
1119.HK	创梦天地	5.3	67.3	0.21	0.34	0.46	25.56	15.47	11.53	7.88	16.4	17.4	港元
	港股			1.01	0.77	0.91	13.66	15.85	13.23	26.76	23.98	21.62	
603444.SH	吉比特	436.2	313.55	10.06	12.56	14.72	14.72	34.73	29.63	28.05	28.1	26.9	人民币
002174.SZ	游族网络	28.67	254.72	1.14	1.28	1.51	16.37	22.40	18.99	23.62	21.1	20.5	人民币
002555.SZ	三七互娱	38.42	811.53	0.47	1	1.17	19.89	38.42	32.84	16.59	29.2	27	人民币
002624.SZ	完美世界	52.6	679.96	1.31	1.6	2	21.46	32.88	26.30	20.43	20.4	19.4	人民币
300418.SZ	昆仑万维	24.8	284.99	0.88	1.14	1.38	14.72	21.75	17.97	15.08	22.1	22.5	人民币
	A股			2.77	3.52	4.16	17.43	30.04	25.15	20.75	24.18	23.26	
	总均值			1.95	2.19	2.58	15.54	22.94	19.19	23.76	24.08	22.44	

资料来源: 汤森路透, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

图2、IGG PE BAND 走势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **投资建议:** 核心游戏进入瓶颈期, 且新游放量还需时间, 我们将 19/20 年的收入由 7.34/7.62 亿下调至 6.82/6.71 亿美元(《王国纪元》收入采用中性预测), 归母净利润由 1.46/1.68 亿下调至 1.38/1.47 亿美元, 目标价由 8.57 港币下调至 7.2 港元, 对应 19/20 年 8.3x/7.8x PE, 考虑到公司估值目前为行业最低, 并处于历史较低位, 叠加我们对于公司多品类游戏的拓展的期待, 我们继续维持“买入”评级。

表5、调整后公司细分游戏预测

	预测					
	2018	2019H1	2019H2	2019E	2020E	2021E
营收预测-手游	748,785	354,666	328,168	682,834	671,235	687,094
王国纪元-中性	599,910	282,099	264,000	546,099	513,333	487,666
王国纪元-悲观	599,910	282,099	237,600	519,699	462,000	438,900
王国纪元-乐观	599,910	282,099	290,400	572,499	564,666	536,433
城堡争霸	110,186	44,699	42,000	86,699	80,630	75,792
其他	38,689	16,468	22,168	38,636	77,272	123,635

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

- **风险提示：**全球游戏市场增速不及预期；核老游生命周期较长；新游戏推出不及预期

附表

资产负债表		单位:千美元			
会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E	
流动资产	337,925	393,552	497,401	580,607	
存货	280	286	281	288	
货币资金	287,547	343,210	447,224	530,206	
贸易应收款	9,397	9,354	9,195	9,412	
应收资金	40,701	40,701	40,701	40,701	
其他流动资产	0	0	0	0	
非流动资产	61,488	101,522	102,851	105,014	
物业、厂房及设备	8,821	42,855	38,684	35,347	
无形资产	461	461	461	461	
于联营公司投资	2,182	2,182	2,182	2,182	
于合营企业投资	5,949	6,949	7,449	7,949	
其他非流动资产	44,075	49,075	54,075	59,075	
资产总计	399,413	495,074	600,252	685,621	
流动负债	117,678	114,624	113,972	83,299	
应付账款	41,409	38,355	37,703	38,594	
其他应付款项及应计费用	0	0	0	0	
应付税项	44,705	44,705	44,705	44,705	
递延收益	31,564	31,564	31,564	0	
非流动负债	353	353	353	353	
递延所得税负债	353	353	353	353	
负债合计	118,031	114,977	114,325	83,652	
储备	282,603	381,662	487,860	604,306	
少数股东权益	-1,221	-1,565	-1,933	-2,337	
股东权益合计	281,382	380,097	485,927	601,969	
负债及权益合计	399,413	495,074	600,252	685,621	

现金流量表		单位:千美元			
会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E	
税前利润	236,381	164,655	179,427	196,739	
经营活动产生现金流量	239,224	145,186	156,313	139,266	
投资活动产生现金流量	-41,023	-51,000	-11,000	-11,000	
融资活动产生现金流量	-131,567	-38,523	-41,300	-45,284	
现金净变动	66,634	55,663	104,014	82,982	
现金的期初余额	221,892	287,547	343,210	447,224	
现金的期末余额	287,547	343,210	447,224	530,206	

利润表		单位:千美元			
会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E	
营业收入	748,785	682,834	671,235	687,094	
营业成本	225,237	208,947	205,398	210,251	
其它收益	9,051	5,356	6,712	6,871	
销售费用	186,592	184,916	177,877	175,209	
管理费用	44,658	41,323	40,274	39,851	
研发费用	63,599	86,254	73,836	70,771	
营业利润	237,710	166,000	180,227	197,539	
所占合营公司利润	-1,329	-1,345	-800	-800	
税前盈利	236,381	164,655	179,427	196,739	
所得税	47070	27417	32297	35413	
税后盈利	189,311	137,238	147,130	161,326	
少数股东损益	134	-344	-368	-404	
归属母公司净利润	189,177	137,581	147,498	161,730	
EPS(港仙)	113	87	93	102	

主要财务比率

会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	23.3	-8.8	-1.7	2.4
营业利润增长率	32.3	-30.2	8.6	9.6
净利润增长率	21.2	-27.3	7.2	9.6
盈利能力(%)				
毛利率	69.9	69.4	69.4	69.4
净利率	25.3	20.1	22.0	23.5
ROE	66.9	36.0	30.2	26.8
偿债能力(%)				
资产负债率	29.6	23.2	19.0	12.2
流动比率	2.9	3.4	4.4	7.0
营运能力(次)				
资产周转率	187	138	112	100
每股资料(分)				
每股收益	14.5	11.0	11.8	13.0
每股净资产	0.2	0.3	0.4	0.5
估值比率(倍)				
PE	5.2	6.8	6.3	5.8
PB	3.5	2.4	1.9	1.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或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信赖依据。