

# 吉比特 (603444.SH)

## 问道手游企稳回升，最强蜗牛 ROI 超预期

### 核心观点：

- **业绩概况：**公司发布三季报，Q3 单季度实现营业收入 6.40 亿元，环比下滑 4.3%，同比增长 32.2%；毛利率同减 17.94pct 至 74.93%，主要由于高毛利率的《问道手游》流水下滑以及从 20Q2 开始将代理游戏的 CP 分成支出不作摊销，直接确认为当期营业成本。由于 9 月多款新品上线，销售费用率同增 3.06pct 至 15.78%。管理费用率同比增加 0.84pct 至 8.39%，发费用率同比下降 1.08pct 至 14.97%。最终，20Q3 实现归母净利润 2.45 亿元 (YoY+19.65%，QoQ+7.36%)，前三季度累计归母净利润 7.95 亿元，同增 18.6%。
- **《问道手游》运营问题拖累 Q3 业绩，周年版上线后企稳回升。**公司长线运营旗舰产品《问道手游》在 5 月份出现运营问题后，iOS 畅销榜排名从第 7 名持续下降至 46 名，拖累公司 Q3 业绩表现。但 9 月旬的国庆新版本上线后，经营数据逐步企稳回升，有望在 Q4 恢复正常。
- **《最强蜗牛》稳居畅销榜前列，业绩贡献突出。**根据七麦数据统计，联营公司青瓷科技发行的《最强蜗牛》在 Q3 期间的平均 iOS 畅销榜排名为 8.6 名，iOS 单端的流水预估 4.5 亿元，预计全平台流水超过 10 亿元。从财报数据来看，单三季度吉比特来自联营公司贡献投资收益算得 2.25 亿元，Q3 单季度净利润 2.2 亿元，《最强蜗牛》ROI 表现显著优于其他买量产品。
- **投资建议：**短期来看，公司新品陆续上线，其《不朽之旅》和《魔渊之刃》的表现相对突出，储备产品《逍遥》和《场》热度较高，流水表现值得期待；期来看，放置游戏 增长空间已被打开，公司在以“玩法”为核心的产品上有丰富的运营经验和产品储备，我们预计 20~22 年归母净利润为 11.2/14.1/16.6 亿元，给予 21 年 28xPE 算得合理价值为 550 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**流水低于预期、新游戏发失败风险；资产减值风险

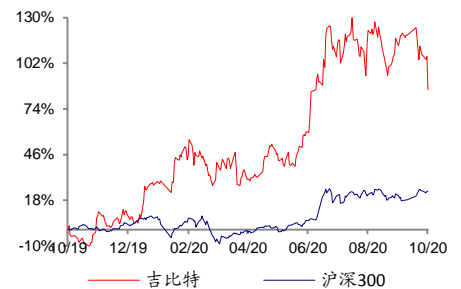
### 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,655	2,170	2,982	3,822	4,642
增长率 (%)	14.9	31.2	37.4	28.2	21.4
EBITDA (百万元)	983	1,253	1,642	2,052	2,518
归母净利润 (百万元)	723				
增长率 (%)	18.6	11.9	37.8	26.6	17.2
EPS (元/股)	10.06	11.26	15.52	19.64	23.03
市盈率 (P/E)	14.71	26.51	32.73	25.86	22.06
ROE (%)	24.9%	26.3%	26.7%	25.2%	22.8%
EV/EBITDA	10.35	16.53	20.84	15.87	12.09

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心，EPS 按照最新股本计算

公司评级	买入
当前价格	507.97 元
合理价值	550 元
前次评级	买入
报告日期	2020-10-23

### 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

### 相关究：

- 吉比特 (603444.SH) : 蓄势待发，《魔渊之刃》等新品即将上线 2020-08-18
- 吉比特 (603444.SH) : 《最强蜗牛》引爆市场，放置游戏弹性提升 2020-07-22
- 吉比特 (603444.SH) : 《问道》手游疫情下超预期，公司现金流仍强劲 2020-04-24

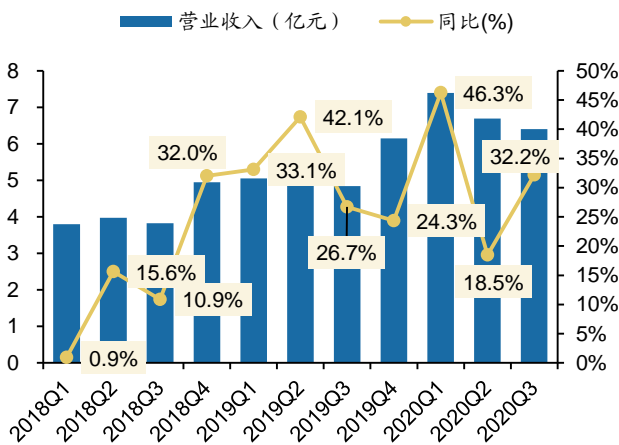
联系人： 吴桐 021-38003662  
wutong@gf.com.cn

## 一、问道运营问题拖累业绩，归母净利润同增 19.7%

公司发布三季报，Q3单季度实现营业收入6.40亿元，环比下滑4.3%，同比增长32.2%；毛利率同减17.94pct至74.93%，主要原因包括（1）高毛利率的《问道手游》流水下滑导致收入占比下降；（2）20Q2开始将代理游戏的CP分成支出不作摊销，直接确认为当期营业成本；（3）9月份新游戏上线导致授权金摊销增加。

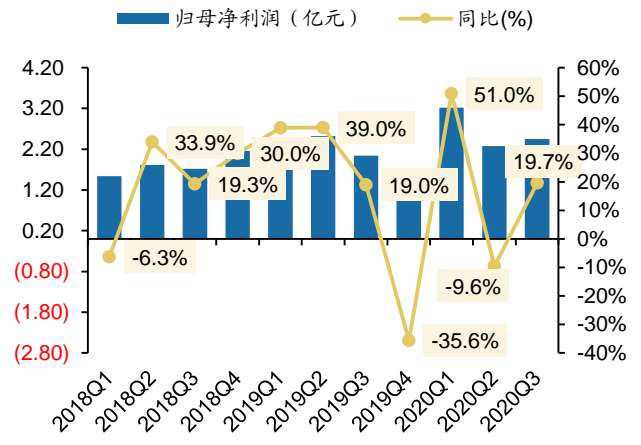
由于9月份《荣耀挥官》、《不朽之旅》和《魔渊之刃》等新品陆续上线，销售费用率同增3.06pct至15.78%。由于广深地区的办公楼资产达到使用状态，开始折旧和摊销，管理费用率同比增加0.84pct至8.39%，发费用率同比下降 1.08pct至14.97%。最终，20Q3实现归母净利润2.45亿元（YoY+19.65%，QoQ+7.36%），前三季度累计归母净利润7.95亿元，同增18.6%，扣非归母净利润同增11%。

图1：吉比特单季度营收（百万元）和增速（%）



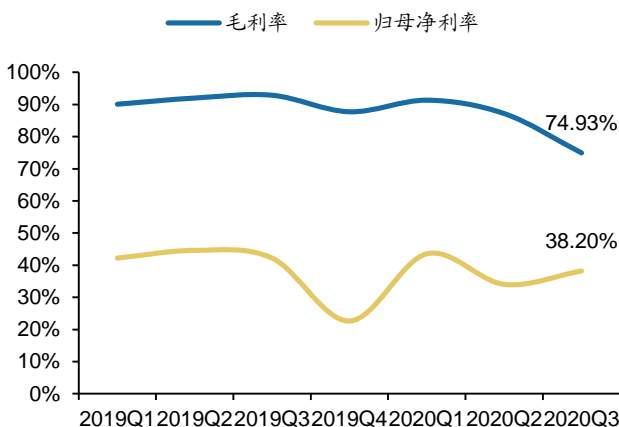
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：吉比特单季度归母净利润（百万元）和增速（%）



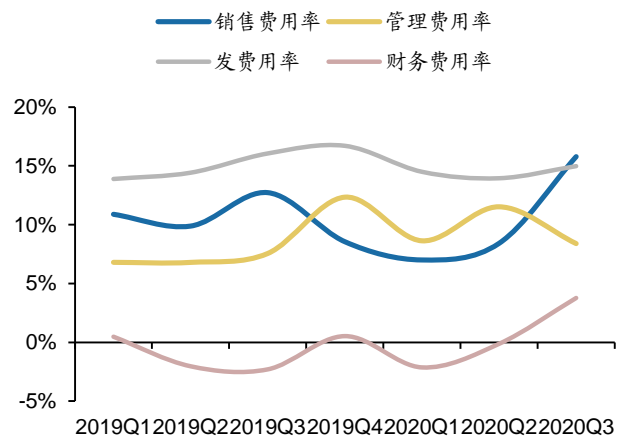
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：吉比特季度毛利率和净利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：吉比特季度费用率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

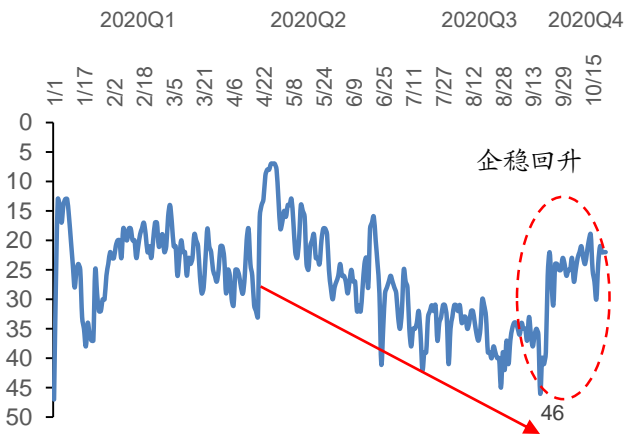
表1: 吉比特2020Q3和2020前三季度财务标拆解

财务标	2019Q3	2020Q2	2020Q3	环比变动 (pct)	同比变动 (pct)	2019 Q1~Q3	2020 Q1~Q3	同比变动 (pct)
毛利率 (-, %)	92.87%	87.18%	74.93%	-12.25	-17.94	91.65%	84.85%	-6.80
销售费用率 (-, %)	12.72%	8.41%	15.78%	7.37	3.06	11.09%	10.20%	-0.89
管理费用率 (-, %)	7.55%	11.52%	8.39%	-3.13	0.84	7.03%	9.50%	2.47
发费用率 (-, %)	16.05%	13.95%	14.97%	1.03	-1.08	14.75%	14.46%	-0.29
财务费用率 (-, %)	-2.30%	-0.13%	3.77%	3.90	6.07	-1.30%	0.36%	1.67
资产减值损失率 (-, %)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00
其他、投资净收益/营业收入 (+, %)	1.39%	-0.42%	19.78%	20.19	18.39	2.89%	6.02%	3.12
营业利润率 (%)	59.55%	53.07%	50.15%	-2.92	-9.40	63.08%	57.28%	-5.81
归母净利率 (%)	42.21%	34.04%	38.20%	4.16	-4.01	55.43%	48.61%	-6.81
扣非归母净利率 (%)	39.56%	30.47%	31.91%	1.44	-7.64	40.73%	30.47%	-10.25

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

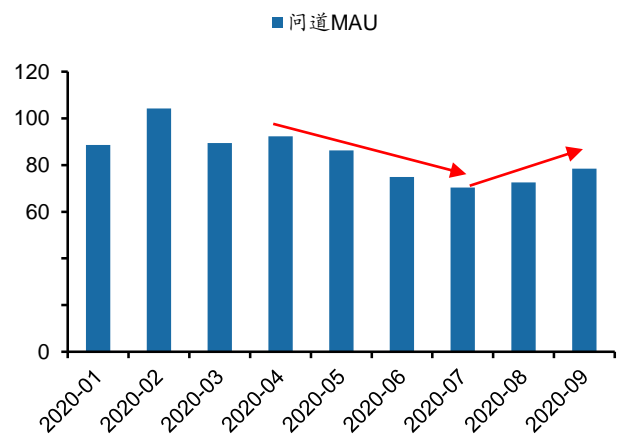
《问道手游》运营问题拖累Q3业绩, 周年版上线后企稳回升。根据七麦数据显示, 公司长线运营的旗舰产品《问道手游》在5月份出现运营问题后, iOS畅销榜排名从峰值第7名持续下降至46名, 月活用户也跌破百万, 拖累公司Q3业绩表现。但9月旬的国庆新版本上线后, 经营数据逐步企稳回升, 有望在Q4恢复正常。

图5: 《问道手游》iOS游戏畅销榜排名走势



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图6: 《问道手游》APP的月活用户走势 (万人)



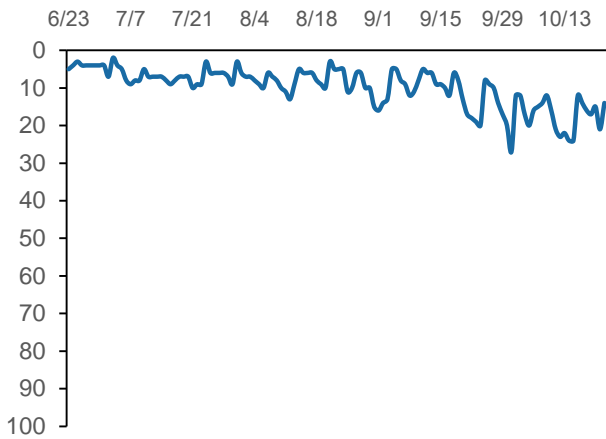
数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

《最强蜗牛》稳居畅销榜前列, 业绩贡献突出。根据七麦数据统计, 联营公司青瓷科技发行的《最强蜗牛》在Q3期间的平均iOS畅销榜排名为8.6名, iOS单端的流水预估4.5亿元, 预计全平台流水超过10亿元。从财报数据来看, 单三季度吉比特来自联营公司贡献投资收益8259万元 (主要为青瓷科技), 根据吉比特持有青瓷的股

到2.2亿元, 《最强蜗牛》的净利率近20%, ROI表现显著优于其他买量产品。

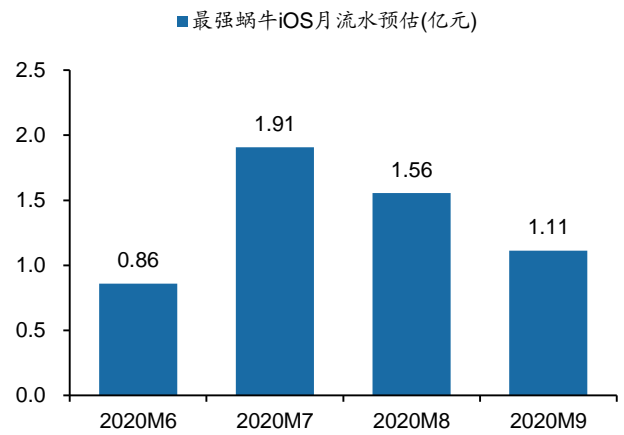
《最强蜗牛》上线至今长达82天位列iOS畅销榜前十, 流水稳定性远超市场预期, 放置类游戏进行买量发行已获得市场印证, 游戏将于10月22日进行全平台公测, 将在华为、OPPO、VIVO等应用商店陆续上线, 有望进一步扩大用户池并延长游戏生命周期。

图7: 《最强蜗牛》iOS游戏畅销榜排名走势



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图8: 《最强蜗牛》iOS月流水预估(万元)

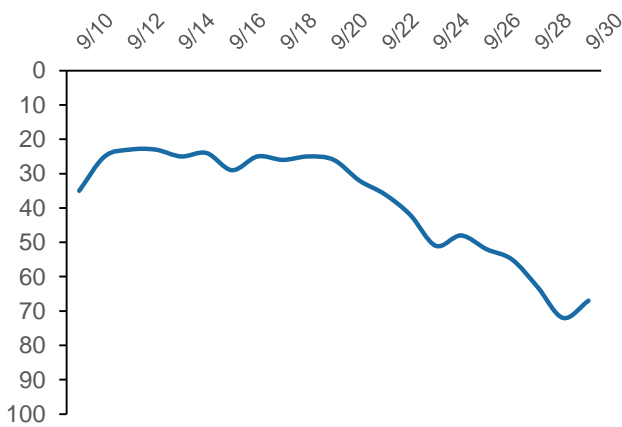


数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

新产品方面, 9月10日上线的暗黑风放置类手游《不朽之旅》上线后10天稳定在畅销榜25名附近, 根据七麦数据显示, 该游戏的首周流水约为3000万元, 首月近8000万元, 单品表现大超市场预期, 放置类游戏的市场红利再次得到印证。

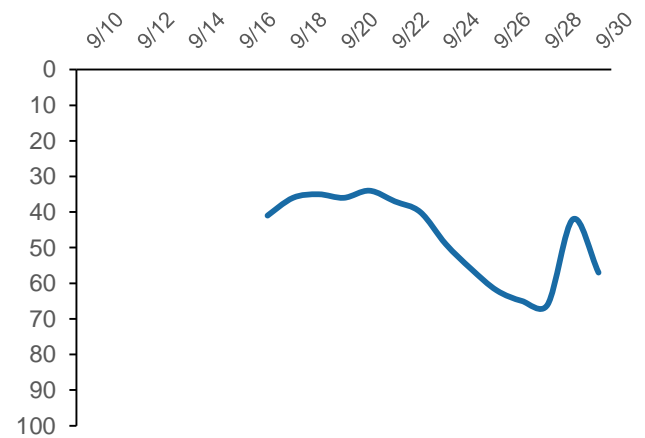
由吉比特参股10%的上海魔剑网络发行的暗黑Roguelike APRG手游《魔渊之刃》属于硬核小众向产品, 在9月17日双平台上线后iOS畅销榜排名在30~40震荡一周后持续下行, 10月22日新版本更新后重新回升至55名, 预计月流水贡献3000~4000万元。

图9: 《不朽之旅》iOS游戏畅销榜排名走势



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图10: 《魔渊之刃》iOS游戏畅销榜排名走势



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

## 彰显长期发展信心

公司发布《2020年股票期权激励计划(草案)》, 本次计划拟向49名激励对象授予72万份股票期权, 首次拟授予的股票期权69万份, 预留3万份期权用于后续激励, 总股权激励授予数量占草案公告日公司总股本的1.00%。

本次股票期权的行权价格确定为本次激励计划草案公告前1个交易日公司股票交易均

价的75%，为每股407.09元，预留部分股票期权的行权价格与首次授予股票期权的行权价格相同。

本次激励对象包括翟健，授予3万份股票期权，占总授予比例4.17%，主管游戏发行和运营，担任雷霆股份董事长、吉游社总经理、海南博约总经理和深圳雷霆科技监事以及深圳雷霆信息总经理。此外，还包括48名游戏开发和运营条线的核心技术人员，共授予66万份股票期权，占授予比例的91.67%。

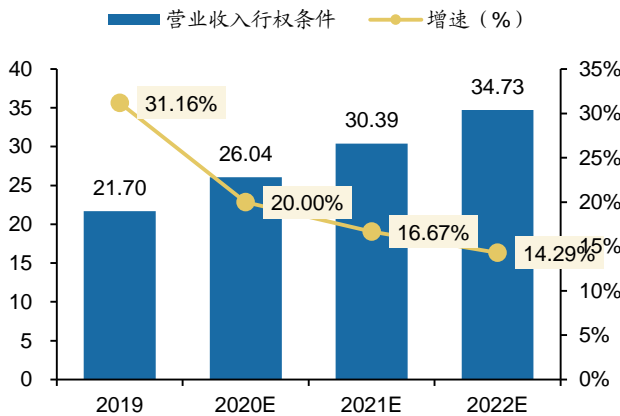
表2: 吉比特2020年股票期权激励草案

姓名	职务	获授股票期权数量(万份)	占拟授予股票期权比例	占公告日总股本比例
翟健	董事	3	4.17%	0.04%
核心技术(业务)人员 (48人)		66	91.67%	0.92%
预留		3	4.17%	0.04%
合计		72	100.00%	1.00%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

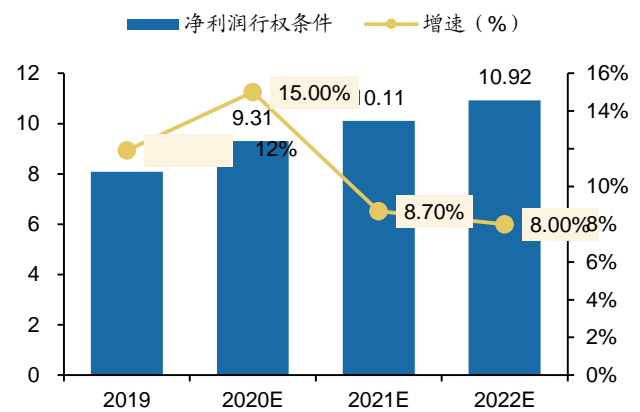
本次股权激励在首次授权日起满12个月后分三期行权，每期行权比例为40%、30%和30%，若预留股权在2020年底前授予，行权期和行权比例与首次授予相同，若在2020年以后授予，则行权期为授予满12个月后分两期行权，每期行权的比例为50%和50%。期权行权条件为：以2019年营业收入为基数，2020~2022年的营业收入增长率分别不低于20%、40%、60%，即营业收入不低于26.04亿、30.39亿、34.73亿元；以2019年净利润为基数，2020~2022年的净利润增长率分别不低于15%、25%、35%，即净利润不低于9.31亿、10.11亿、10.92亿元。

图11: 期权行权的营收要求(亿元)和增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 期权行权的净利润要求(亿元)和增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

首次授予股票期权和预留授予的股票期权 (若预留部分于2020年12月31日前授予, 含2020年12月31日)		
第一个行权期		公司需满足下列两个条件之一: 1.以2019年营业收入为基数, 2020年营业收入增长率不低于20%; 2.以2019年净利润为基数, 2020年净利润增长率不低于15%
第二个行权期		公司需满足下列两个条件之一: 1.以2019年营业收入为

		基数, 2021年营业收入增长率不低于40%; 2.以2019年净利润为基数, 2021年净利润增长率不低于25%
	第三个行权期	公司需满足下列两个条件之一: 1.以2019年营业收入为基数, 2022年营业收入增长率不低于60%; 2.以2019年净利润为基数, 2022年净利润增长率不低于35%
预留授予的股票期权 (若预留部分于2020年12月31日后授予)	第一个行权期	公司需满足下列两个条件之一: 1.以2019年营业收入为基数, 2021年营业收入增长率不低于40%; 2.以2019年净利润为基数, 2021年净利润增长率不低于25%
	第二个行权期	公司需满足下列两个条件之一: 1.以2019年营业收入为基数, 2022年营业收入增长率不低于60%; 2.以2019年净利润为基数, 2022年净利润增长率不低于35%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、盈利预测&投资建议:

由于旗舰产品《问道手游》的运营问题导致Q3业绩不及预期, 同时原预计于Q4上线的部分产品或出现延期, 我们下调2020年营业收入至29.82亿元, 同比增长37%, 同时, 由于代理游戏的CP分成的营业成本确认方式变化, 我们下调自主运营模式的毛利率至78.37%。

表4: 吉比特营业收入和毛利率拆分

营业收入拆分 (百万元)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
联合运营	2.73	713	840	948	1,079	1,593	2,150	2,687
联运同比 (%)			17.86%	12.77%	13.89%	48%	35%	25%
自主运营					881	1,105	1,216	1,337
自主同比 (%)			-7.52%	59.57%	78.31%	26%	10%	10%
授权运营	224.43	228.15	244.26	210	207	218	218	218
授权同比 (%)						5%	0.0%	0.0%
<b>毛利率拆分 (%)</b>								
联合运营毛利率	-291.2%	92.7%	84.3%	91.0%	88.9%	81.63%	82.00%	82.00%
自主运营毛利率	94.5%	90.8%	71.8%	92.4%	91.0%	78.37%	82.00%	82.00%
授权运营毛利率	97.6%	92.7%	85.0%	97.9%	97.4%	99.00%	99.00%	99.00%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**投资建议:** 短期来看, 《最强蜗牛》流水稳定性和ROI超出市场预期, 同时公司9月上线的两款新产品依然取得了不错的成绩, 而《问道手游》因游戏运营事故导致用户流失和游戏充值的负面影响已在国庆大版本更新后逐渐减弱, 各项数据开始企稳回升。看到2021年, 市场期待度较高的放置修仙游戏《一念逍遥》正处于付费测试后的调优阶段, 将择期上线; “经典IP”的大DAU休闲养成游戏《摩尔庄园》的流水表现也值得期待。此外, 经典Roguelike系列作品《地下城堡3》已于10月获得版号。长期来看, 公司的长线运营能力依然突出, 且放置类游戏市场的潜力已被多款产品持续验证, 公司在相关品类上有着丰富的运营经验和产品储备, 有望充分享受品类红利。

考虑到《问道手游》流水仍处于恢复期, 以及头部新品上线时间或推迟, 我们下调公

司2020~2021年的归母净利润至11.2亿元、14.1亿元，分别同比增长37.8%和26.6%。当前股价对应PE估值约为32.73X和25.86X。考虑到公司兼具头部产品带来的弹性和长周期运营能力带来的稳定性，商誉、财务风险和质押风险低于同行，分红率高于同行。我们给予公司21年28xPE的估值水平，对应合理价值约为550元/股，维持“买入”评级。

表5: 国内主要游戏上市公司的估值情况 (统计日期: 2020年10月22日收盘)

代码	行业	公司名称	总市值 (亿元)	EPS(元/股)					P/E				
				(其他公司按市场一致预期)									
				17A	18A	19A	20E	21E	17A	18A	19A	20E	21E
603444.SH		吉比特	365.05	8.48	10.06	11.26	15.52	19.65	59.87	50.49	45.11	32.73	25.86
002602.SZ	游戏	世纪华通	660.30	0.11	0.13	0.31	0.51	0.61	44.59	35.82	29.79	17.25	14.46
002624.SZ		完美世界	567.34	1.29	0.88	0.77	1.24	1.49	22.67	33.25	37.75	23.57	19.67
002555.SZ	发	三七互娱	677.61	0.80	0.48	1.00	1.42	1.69	40.10	67.19	32.04	22.61	18.95
300031.SZ	运	宝通科技	146.44	0.72	1.10	0.28	1.10	1.30	22.33	14.51	57.08	14.52	12.32
300315.SZ	营商	掌趣科技	86.46	0.56	0.68	0.77	1.02	1.38	39.12	31.81	28.34	21.27	15.84

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 其他游戏公司 20~21 年盈利预测采用 WIND 一致预期

## 四、风险提示

新游戏发失败风险, 流水表现低于预期, 游戏买量成本持续上行的风险

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>2,460</b>	<b>2,453</b>	<b>4,273</b>	<b>6,105</b>	<b>8,418</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>905</b>	<b>1,297</b>	<b>3,169</b>	<b>3,798</b>	<b>4,667</b>
货币资金	550	804	2,339	4,004	6,122	净利润	918	1,066	1,354	1,728	2,025
应收及预付	322	246	487	593	738	折旧摊销	12	44	270	335	395
存货	0	1	1	2	2	营运资金变动	21	145	1,689	1,954	2,365
其他流动资产	1,587	1,403	1,446	1,507	1,556	其它	-47	42	-144	-219	-119
<b>非流动资产</b>	<b>1,548</b>	<b>1,915</b>	<b>2,114</b>	<b>2,303</b>	<b>2,356</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-881</b>	<b>-160</b>	<b>-1,629</b>	<b>-2,131</b>	<b>-2,548</b>
长期股权投资	162	322	292	322	322	资本支出	-486	-58	-503	-494	-448
固定资产	30	985	1,199	1,347	1,395	投资变动	-471	-207	0	-30	0
在建工程	474	0	15	25	30	其他	76	105	-1,125	-1,608	-2,099
无形资产	14	13	13	13	13	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-320</b>	<b>-851</b>	<b>-6</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
其他长期资产	868	595	595	595	595	银行借款	-27	-27	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,008</b>	<b>4,369</b>	<b>6,387</b>	<b>8,408</b>	<b>10,774</b>	股权融资	14	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>791</b>	<b>803</b>	<b>1,471</b>	<b>1,765</b>	<b>2,105</b>	其他	-307	-824	-6	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>-297</b>	<b>286</b>	<b>1,535</b>	<b>1,665</b>	<b>2,118</b>
应付及预收	99	120	278	343	421	<b>期初现金余额</b>	<b>788</b>	<b>508</b>	<b>804</b>	<b>2,339</b>	<b>4,004</b>
其他流动负债	693	684	1,194	1,422	1,684	<b>期末现金余额</b>	<b>508</b>	<b>801</b>	<b>2,339</b>	<b>4,004</b>	<b>6,122</b>
<b>非流动负债</b>	<b>86</b>	<b>131</b>	<b>131</b>	<b>131</b>	<b>131</b>						
长期借款	63	35	35	35	35						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	23	95	95	95	95						
<b>负债合计</b>	<b>877</b>	<b>934</b>	<b>1,602</b>	<b>1,895</b>	<b>2,236</b>						
股本	72	72	72	72	72						
资本公积	1,077	1,107	1,107	1,107	1,107						
留存收益	1,815	1,915	3,030	4,442	6,097						
归属母公司股东权益	2,907	3,071	4,182	5,593	7,248						
少数股东权益	224	364	603	919	1,290						
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,008</b>	<b>4,369</b>	<b>6,387</b>	<b>8,408</b>	<b>10,774</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,655</b>	<b>2,170</b>	<b>2,982</b>	<b>3,822</b>	
营业成本	128	205	524	647	795
营业税金及附加	12	14	19	25	30
销售费用	134	225	357	478	534
管理费用	123	185	273	382	464
研发费用	287	332	437	573	696
财务费用	-24	-17	-43	-62	-100
资产减值损失	-25	69	30	0	0
公允价值变动收益	0	13	0	0	0
投资净收益	70	31	180	220	120
<b>营业利润</b>	<b>1,065</b>	<b>1,230</b>	<b>1,594</b>	<b>2,028</b>	<b>2,377</b>
营业外收支	0	0	-5	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,065</b>				
所得税	147	164	235	300	352
<b>净利润</b>	<b>918</b>	<b>1,066</b>	<b>1,354</b>	<b>1,728</b>	<b>2,025</b>
少数股东损益	195	257	239	316	370
<b>归属母公司净利润</b>	<b>723</b>	<b>809</b>	<b>1,115</b>	<b>1,412</b>	<b>1,655</b>
EBITDA	983	1,253	1,642	2,052	2,518
EPS (元)	10.06	11.26	15.52	19.64	23.03

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	14.9%	31.2%	37.4%	28.2%	21.4%
营业利润增长	23.8%	15.5%	29.6%	27.2%	17.2%
归母净利润增长	18.6%	11.9%	37.8%	26.6%	17.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	92.2%	90.5%	82.4%	83.1%	82.9%
净利率	55.5%	49.1%	45.4%	45.2%	43.6%
					22.8%
ROIC	34.8%	73.9%	94.9%	113.0%	150.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.9%	21.4%	25.1%	22.5%	20.8%
净负债比率	2.3%	1.4%	1.0%	0.8%	0.6%
流动比率	3.11	3.05	2.90	3.46	4.00
速动比率	3.08	3.01	2.84	3.39	3.93
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.46	0.52	0.55	0.52	0.48
应收账款周转率	6.80	8.46	7.54	7.97	7.75
存货周转率	241.81	415.88	415.88	415.88	415.88
<b>每股标 (元)</b>					
每股收益	10.06	11.26	15.52	19.64	23.03
每股经营现金流	12.58	18.04	44.09	52.83	64.92
每股净资产	40.45	42.73	58.19	77.83	100.86
<b>估值比率</b>					
P/E	14.71	26.51	32.73	25.86	22.06
P/B	3.66	6.98	8.73	6.53	5.04
EV/EBITDA	10.35	16.53	20.84	15.87	12.09



## 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：高级分析师，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。  
 吴桐：究助理，武汉大学金融学硕士，2018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35 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	香港环干诺道 111 号永安心 14楼 1401-1410室
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、观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、观观点具有直接或间接的联系。

究人员制作本报告的报酬标准依据质量、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/分析的部分论据/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。