www.research.cicc.com

三七互娱

全球布局加深，SLG 周期向上，关注拐点信号



张雪晴，CFA 分析员
传媒
SAC 执证编号：S0080517090001
SFC CE Ref：BNC281
xueqing.zhang@cicc.com.cn



余歆瑶 分析员
传媒
SAC 执证编号：S0080523060010
SFC CE Ref：BSX518
xinyao.yu@cicc.com.cn

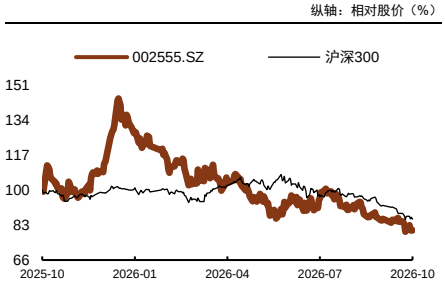


曹嘉扬 联系人
传媒
SAC 执证编号：S0080125070094
jiayang.cao@cicc.com.cn

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
002555.SZ	→ 跑赢行业	人民币 20.50

股票代码	002555.SZ
最新收盘价	人民币 16.08
52 周最高价/最低价	人民币 29.92~15.35
总市值(亿)	人民币 355.7



(人民币 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
营业收入	17,441	15,966	15,558	17,054
增速	5.4%	-8.5%	-2.6%	9.6%
归属母公司净利润	2,673	2,900	2,062	2,840
增速	0.5%	8.5%	-28.9%	37.7%
扣非后净利润	2,591	2,845	1,737	2,711
增速	3.8%	9.8%	-38.9%	56.0%
每股净利润	1.21	1.31	0.93	1.28
每股净资产	5.84	6.12	6.02	6.68
每股股利	1.00	1.03	0.63	0.98
每股经营现金流	1.36	1.60	0.71	1.41
市盈率	13.3	12.3	17.2	12.5
市净率	2.8	2.6	2.7	2.4
EV/EBITDA	9.6	9.8	12.9	9.5
股息收益率	6.2%	6.4%	3.9%	6.1%
平均总资产收益率	13.8%	13.8%	9.4%	12.7%
平均净资产收益率	20.9%	21.9%	15.4%	20.2%

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

业绩回顾

3Q26 收入略好于我们预期，利润低于我们及市场预期

3Q26 收入同增 3%至 40.9 亿元（略好于我们预期 38.5 亿元），扣非归母净利润同降 79%至 1.81 亿元（低于我们预期 4.50 亿元，我们判断主要系公司加大《Last Asylum》《Z Route》等新品销售费用投放），归母净亏损 2.96 亿元，同比转亏，因投资企业智谱股价波动，产生 5.06 亿元非经常性损失。

公司三季度拟每 10 股分红 1 元（含税），对应分红总额 2.2 亿元。

发展趋势

3Q 营收环比改善，SLG 新游驱动流水拐点初现。3Q 收入同增 3%/环增 15%，扭转前一季度环比下行态势。结构性驱动力来自出海 SLG 产品线的企稳回升：根据公司公告，3Q26 策略、休闲品类产品收入 17.3 亿元，同增 59%；境外收入 21.7 亿元，同比增长 59%；我们亦观察到《Last Asylum》自 3Q26 起突破此前海外 iOS 游戏畅销榜震荡区间，并于今年 8 月首次超越公司出海长青产品《P&S》；《Z Route》亦持续高速爬坡。

扣非下滑系新品投入期影响，归母转亏主因非经常性损益。利润端看，主要由于间接投资智谱季度内股价波动导致投资收益出现较大负向冲击，叠加 SLG 新产品尚处投入期、买量费用前置确认（3Q26 销售费率 65.6%，同环增 21/13ppt），共同压低表观利润。

新品周期盈利拐点将至，持续稳健分红回报股东。考虑到新品流水持续向上，我们认为后续季度利润率具备修复弹性。重点提示关注在 27 年新游回本周期、利润释放的机会对盈利端的改善拐点。公司 1~3Q26 合计分红金额 9.02 亿元，占扣非净利润比例 75%，按前三季度年化股息率 3.4%（按 10/29 收盘价），持续落实季度分红回馈股东。

盈利预测与估值

由于已发生的非经常性损失影响且年内买量投入高于预期，我们下调 26/27 年归母净利润 23/4%至 21/28 亿元。现价对应 17/13 倍 26/27 年 P/E。维持跑赢行业评级，因盈利预测调整且行业估值中枢下移，下调目标价 14%至 20.5 元（16x 2027 年 P/E），上行空间 27%。

风险

监管风险；游戏不及预期；市场竞争加剧；AI 应用不及预期。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、引用、复制、传播、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E
利润表				
营业收入	17,441	15,966	15,558	17,054
营业成本	3,727	3,854	3,351	3,579
税金及附加	44	52	50	55
销售费用	9,712	7,760	8,713	8,868
管理费用	516	552	576	597
财务费用	-161	-151	-65	-108
其他	-513	-490	-376	-703
营业利润	3,091	3,409	2,558	3,359
营业外收支	-2	-23	0	0
利润总额	3,089	3,385	2,558	3,359
所得税	424	486	497	521
少数股东损益	-9	-1	-2	-1
归属母公司净利润	2,673	2,900	2,062	2,840
扣非后净利润	2,591	2,845	1,737	2,711
EBITDA	3,456	3,639	2,827	3,685
资产负债表				
货币资金	5,059	4,124	3,151	4,662
应收账款及票据	1,243	1,154	1,124	1,232
预付款项	730	934	812	867
存货	0	475	413	441
其他流动资产	3,304	4,084	4,084	4,084
流动资产合计	10,335	10,770	9,583	11,286
固定资产及在建工程	1,077	920	927	934
无形资产及其他长期资产	8,171	10,625	10,935	10,951
非流动资产合计	9,247	11,545	11,862	11,885
资产合计	19,583	22,315	21,445	23,172
短期借款	2,659	3,971	3,964	3,964
应付账款及票据	3,298	4,008	3,484	3,722
其他流动负债	503	570	530	568
流动负债合计	6,459	8,548	7,978	8,254
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	107	97	15	17
非流动负债合计	107	97	15	17
负债合计	6,566	8,646	7,993	8,271
归母所有者权益	12,921	13,534	13,318	14,768
少数股东权益	96	135	134	132
负债及股东权益合计	19,583	22,315	21,445	23,172
现金流量表				
净利润	2,673	2,900	2,062	2,840
折旧和摊销	197	101	203	216
营运资本变动	349	163	-349	80
其他	-221	374	-337	-10
经营活动现金流	2,998	3,538	1,580	3,127
资本开支	-572	-354	-55	-55
其他	-2,836	-2,529	-160	-63
投资活动现金流	-3,408	-2,883	-215	-117
股权融资	0	9	0	0
银行借款	586	1,312	-7	0
其他	-1,379	-2,012	-2,331	-1,497
筹资活动现金流	-793	-691	-2,338	-1,497
汇率变动对现金的影响	3	-9	0	0
现金净增加额	-1,200	-44	-973	1,512

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	5.4%	-8.5%	-2.6%	9.6%
营业利润	1.6%	10.3%	-25.0%	31.3%
EBITDA	-0.4%	5.3%	-22.3%	30.3%
净利润	0.5%	8.5%	-28.9%	37.7%
扣非后净利润	3.8%	9.8%	-38.9%	56.0%
盈利能力				
毛利率	78.4%	75.5%	78.1%	78.7%
营业利润率	17.7%	21.4%	16.4%	19.7%
EBITDA 利润率	19.8%	22.8%	18.2%	21.6%
净利润率	15.3%	18.2%	13.3%	16.7%
扣非后净利率	14.9%	17.8%	11.2%	15.9%
偿债能力				
流动比率	1.60	1.26	1.20	1.37
速动比率	1.60	1.20	1.15	1.31
现金比率	0.78	0.48	0.39	0.56
资产负债率	33.5%	38.7%	37.3%	35.7%
净债务资本比率	净现金	净现金	6.0%	净现金
回报率分析				
总资产收益率	13.8%	13.8%	9.4%	12.7%
净资产收益率	20.9%	21.9%	15.4%	20.2%
每股指标				
每股净利润(元)	1.21	1.31	0.93	1.28
每股净资产(元)	5.84	6.12	6.02	6.68
每股股利(元)	1.00	1.03	0.63	0.98
每股经营现金流(元)	1.36	1.60	0.71	1.41
估值分析				
市盈率	13.3	12.3	17.2	12.5
市净率	2.8	2.6	2.7	2.4
EV/EBITDA	9.6	9.8	12.9	9.5
股息收益率	6.2%	6.4%	3.9%	6.1%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

三七互娱是国内领先的页游和手游研发和运营公司。公司前身从事汽车零配件制造和销售业务，2014 年、2015 年公司分别收购上海三七 60%、40%的股权，全面进入网络游戏行业。目前主要从事页游和手游的研发、发行和运营业务。2015 年以来，公司以游戏业务为基石，在游戏直播、影视、音乐、动漫等泛娱乐领域广泛布局，投资了风华秋实文化、南广影视、中汇影视等优质公司，同时布局海外游戏市场，形成了以游戏研运为基础，布局泛娱乐、拓展海外市场的整体生态格局。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人发送、转发、传播、复制、转载、摘编、修改等，如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/pdfmaster

图表 1：季度业绩回顾表

（百万元）	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26A	YoY	QoQ	2026E	1-3Q26 as % of 2026
营业收入	**4,243**	**4,243**	**3,975**	**3,505**	**3,720**	**3,554**	**4,091**	**2.9%**	**15.1%**	**15,558**	**73.1%**
毛利润	3,278	3,231	3,055	2,547	2,897	2,739	3,288	7.6%	20.1%	12,208	73.1%
营业利润	607	1,014	1,097	690	1,083	1,166	-384	-135.0%	-132.9%	2,558	72.9%
归母净利润	**549**	**851**	**944**	**556**	**873**	**893**	**-296**	**-131.3%**	**-133.1%**	**2,062**	**71.3%**
全面摊薄每股收益（元）	**0.25**	**0.38**	**0.43**	**0.25**	**0.39**	**0.40**	**-0.13**	**-131.3%**	**-133.1%**		
毛利率	77.3%	76.1%	76.9%	72.7%	77.9%	77.0%	80.4%	3.5ppt	3.3ppt	78.5%	
营业利润率	14.3%	23.9%	27.6%	19.7%	29.1%	32.8%	-9.4%	-37ppt	-42.2ppt	16.4%	
净利润率	12.9%	20.1%	23.8%	15.8%	23.5%	25.1%	-7.2%	-31ppt	-32.4ppt	13.3%	

注：图中毛利润=营业收入-营业成本计算结果，不含税金及附加。
资料来源：公司公告，中金公司研究部

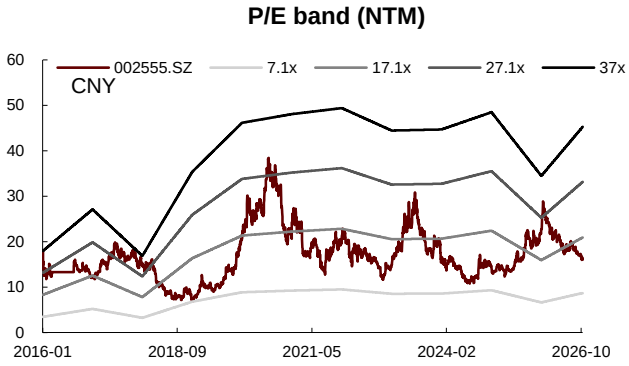
图表 2：季度财报

（百万元）	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	3Q26 YoY	3Q26 QoQ
营业收入	**4,243**	**4,243**	**3,975**	**3,505**	**3,720**	**3,554**	**4,091**	**2.9%**	**15.1%**
营业成本	965	1,012	920	958	823	816	803	-12.6%	-1.5%
毛利润	**3,278**	**3,231**	**3,055**	**2,547**	**2,897**	**2,739**	**3,288**	**7.6%**	**20.1%**
税金及附加	11	13	13	14	11	11	9	-27.2%	-11.4%
销售费用	2,418	1,992	1,789	1,561	1,879	1,885	2,683	50.0%	42.4%
管理费用	172	125	133	122	137	147	141	6.3%	-3.6%
研发费用	169	168	175	173	189	202	225	28.7%	11.5%
财务费用	-41	-46	-39	-25	-24	-7	-19	n.a.	n.a.
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0	0	n.a.	n.a.
信用减值损失	1	-1	1	-8	-1	4	1	-10.4%	-84.0%
投资收益	33	29	83	27	359	657	-661	-897.1%	-200.7%
公允价值变动净收益	17	3	18	-38	15	-1	27	50.5%	n.a.
其他收益	8	5	10	10	6	4	2	-84.2%	-63.5%
营业利润	**607**	**1,014**	**1,097**	**690**	**1,083**	**1,166**	**-384**	**-135.0%**	**-132.9%**
营业外收入	1	0	2	2	1	2	0	-100.0%	-100.0%
营业外支出	10	3	2	13	1	4	5	208.5%	9.7%
税前利润	**598**	**1,011**	**1,097**	**679**	**1,083**	**1,164**	**-386**	**-135.2%**	**-133.2%**
所得税	49	159	153	125	212	272	-82	-153.8%	-130.3%
净利润	**549**	**852**	**944**	**554**	**871**	**892**	**-303**	**-132.1%**	**-134.0%**
少数股东损益	0	0	0	-2	-2	-1	-8	n.a.	n.a.
归母净利润	**549**	**851**	**944**	**556**	**873**	**893**	**-296**	**-131.3%**	**-133.1%**
全面摊薄每股收益	0.25	0.38	0.43	0.25	0.39	0.40	-0.13	-131.3%	-133.1%
毛利率	77.3%	76.1%	76.9%	72.7%	77.9%	77.0%	80.4%	3.5ppt	3.3ppt
销售费用率	57.0%	46.9%	45.0%	44.6%	50.5%	53.0%	65.6%	20.6ppt	12.6ppt
管理费用率	4.0%	3.0%	3.3%	3.5%	3.7%	4.1%	3.5%	0.1ppt	-0.7ppt
研发费用率	4.0%	4.0%	4.4%	4.9%	5.1%	5.7%	5.5%	1.1ppt	-0.2ppt
财务费用率	-1.0%	-1.1%	-1.0%	-0.7%	-0.6%	-0.2%	-0.5%	0.5ppt	-0.3ppt
营业利润率	14.3%	23.9%	27.6%	19.7%	29.1%	32.8%	-9.4%	-37ppt	-42.2ppt
净利润率	12.9%	20.1%	23.8%	15.8%	23.5%	25.1%	-7.2%	-31ppt	-32.4ppt
有效税率	8.2%	15.8%	14.0%	18.4%	19.6%	23.4%	21.4%	7.4ppt	-2ppt

注：图中毛利润=营业收入-营业成本计算结果，不含税金及附加。
资料来源：公司公告，中金公司研究部

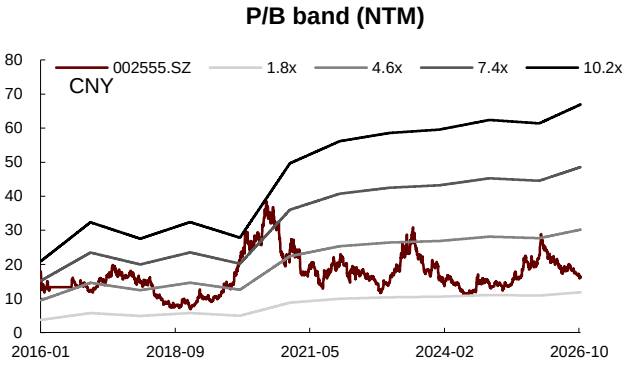
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人（转发、转载、分享、复制、传播）、复制（传播）、修改等，如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

图表 3：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 5：盈利预测调整表

百万人民币	2026E			2027E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
营业收入	14,953	15,558	4.1%	16,388	17,054	4.1%
毛利	11,535	12,157	5.4%	12,652	13,420	6.1%
营业利润	3,318	2,558	-22.9%	3,522	3,359	-4.6%
归属母公司净利润	2,689	2,062	-23.3%	2,971	2,840	-4.4%
每股净利润（元）	1.22	0.93	-23.3%	1.34	1.28	-4.4%
毛利率	77.1%	78.1%	1.0ppt	77.2%	78.7%	1.5ppt
营业利润率	22.2%	16.4%	-5.7ppt	21.5%	19.7%	-1.8ppt
净利润率	18.0%	13.3%	-4.7ppt	18.1%	16.7%	-1.5ppt

资料来源：公司公告，中金公司研究部



本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人（转发、转载、分销）、复制、传播、修改等，如有小道违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

图表 6：可比公司估值表

公司名称	股票代码	交易货币	财报货币	收盘价	市值（百万元）	评级	每股收益（财报货币）			市盈率		
							2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
A 股												
世纪华通*	002602.SZ	CNY	CNY	11.79	86,900	跑赢行业	0.76	1.12	1.29	15.5	10.5	9.1
三七互娱*	002555.SZ	CNY	CNY	16.08	35,573	跑赢行业	1.31	0.93	1.28	12.3	17.2	12.5
完美世界*	002624.SZ	CNY	CNY	10.15	19,691	跑赢行业	0.38	0.50	0.83	26.9	20.4	12.2
吉比特*	603444.SH	CNY	CNY	333.99	24,061	跑赢行业	24.90	27.67	30.34	13.4	12.1	11.0
恺英网络*	002517.SZ	CNY	CNY	15.42	32,944	跑赢行业	0.89	1.27	1.41	17.3	12.1	10.9
巨人网络*	002558.SZ	CNY	CNY	20.06	38,125	跑赢行业	0.92	2.22	2.54	21.7	9.0	7.9
顺网科技*	300113.SZ	CNY	CNY	16.62	11,205	中性	0.62	0.62	0.80	26.8	27.0	20.7
神州泰岳	300002.SZ	CNY	CNY	7.96	15,669	n.a.	0.41	0.52	0.63	19.5	17.5	12.7
掌趣科技	300315.SZ	CNY	CNY	4.44	12,030	n.a.	-0.06	0.04	0.05	N.M.	114.6	87.1
姚记科技	002605.SZ	CNY	CNY	17.32	7,241	n.a.	1.12	1.28	1.37	15.5	14.2	12.6
盛天网络	300494.SZ	CNY	CNY	10.13	4,972	n.a.	0.05	n.a.	n.a.	220.7	N.M.	N.M.
游族网络	002174.SZ	CNY	CNY	10.96	10,746	n.a.	-0.38	0.45	0.48	N.M.	24.1	22.8
宝通科技	300031.SZ	CNY	CNY	23.61	9,893	n.a.	0.50	0.69	0.83	47.8	30.7	28.4
平均值					**23,773**		**2.42**	**3.11**	**3.49**	**25.4**	**25.8**	**20.7**
中值					**15,669**		**0.62**	**0.81**	**1.06**	**17.3**	**17.4**	**12.6**
H 股												
腾讯控股*	00700.HK	HKD	CNY	377.60	2,917,474	跑赢行业	24.32	24.61	25.57	13.9	13.2	12.4
网易*	09999.HK	HKD	CNY	172.40	471,649	跑赢行业	11.60	12.27	13.97	13.3	12.1	10.3
心动公司*	02400.HK	HKD	CNY	36.04	14,819	跑赢行业	3.19	3.22	3.84	10.1	9.7	7.8
祖龙娱乐*	09990.HK	HKD	CNY	1.52	1,037	跑赢行业	-0.05	-0.15	0.12	N.M.	N.M.	10.4
友谊时光*	06820.HK	HKD	CNY	0.33	612	跑赢行业	0.04	0.06	0.07	6.8	4.6	4.0
青瓷游戏*	06633.HK	HKD	CNY	3.10	1,821	跑赢行业	0.18	0.44	0.34	15.8	6.1	7.7
IGG*	00799.HK	HKD	HKD	2.73	2,722	跑赢行业	0.51	0.47	0.50	5.4	5.8	5.5
哔哩哔哩-W*	09626.HK	HKD	CNY	99.50	35,936	跑赢行业	2.69	3.23	3.98	33.2	26.5	20.9
创梦天地	01119.HK	HKD	CNY	0.30	578	n.a.	0.01	n.a.	n.a.	36.2	N.M.	N.M.
中手游	00302.HK	HKD	CNY	0.17	464	n.a.	-0.49	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	N.M.
贪玩	09890.HK	HKD	CNY	7.59	3,330	n.a.	2.83	n.a.	n.a.	2.2	N.M.	N.M.
平均值					**313,677**		**4.08**	**5.52**	**6.05**	**9.8**	**8.7**	**9.9**
中值					**2,722**		**0.51**	**1.85**	**2.17**	**10.1**	**7.9**	**9.1**
美股												
网易*	NTES.US	USD	CNY	112.45	481,597	跑赢行业	52.45	56.95	65.10	15.0	13.2	11.2
哔哩哔哩*	BILI.US	USD	CNY	12.90	36,132	跑赢行业	2.69	3.23	3.98	33.5	26.7	21.1
虎牙*	HUYA.US	USD	CNY	2.11	3,212	跑赢行业	-0.49	0.63	0.96	N.M.	22.4	14.3
ROBLOX*	RBLX.US	USD	USD	53.28	254,702	跑赢行业	-1.51	-0.83	-0.69	N.M.	N.M.	N.M.
TAKE-TWO 互动软件*	TTWO.US	USD	USD	195.29	243,437	跑赢行业	-1.61(a)	-0.25(a)	3.81(a)	N.M.	N.M.	51.3(a)
任天堂-ADR	NTDOY.US	USD	JPY	13.05	447,969	n.a.	n.a.	92.11(a)	94.37(a)	25.0(a)	25.0(a)	21.8(a)
索尼	SONY.US	USD	JPY	25.22	1,002,974	n.a.	n.a.	217.69(a)	231.31(a)	N.M.	18.0(a)	17.2(a)
UNITY SOFTWARE*	U.US	USD	USD	39.50	115,891	跑赢行业	0.93	1.48	2.05	42.5	26.7	19.3
卡普空-ADR	CCOEY.US	USD	JPY	12.13	86,206	n.a.	n.a.	156.60(a)	n.a.	37.4(a)	31.2(a)	N.M.
平均值					**296,902**		**8.74**	**58.62**	**50.11**	**N.M.**	**N.M.**	**9.9**
中值					**243,437**		**0.22**	**3.23**	**3.89**	**15.0**	**22.4**	**18.3**

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期
标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年
A 股收盘于北京时间 2026-10-29；港股收盘于北京时间 2026-10-29；美股收盘于北京时间 2026-10-28
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人客户转发、转载、传播、复制、摘编、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/pdfmaster/

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。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。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、传播、复制、转载、摘编、修改等，如有未经许可进行转载，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/purmaster

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人（转发、转载、传播、复制、传阅、修改等）、机构以进行销售、中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/pdfmaster

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人（转发、转载、存储、复制、传播、修改等）、如有小道消法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanceinfo.com/pdfmaster