

三七互娱 (002555.SZ)

三七互娱 (002555.SZ) 2022 年报暨 2023 一季报点评：业绩逆势上升，海外发行拓宽成长空间

| 财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 16,216 | 16,406 | 18,967 | 21,660 | 23,603 |
| 增长率 yoy (%) | 12.6 | 1.2 | 15.6 | 14.2 | 9.0 |
| 归母净利润 (百万元) | 2,876 | 2,954 | 3,569 | 4,060 | 4,590 |
| 增长率 yoy (%) | 4.2 | 2.7 | 20.8 | 13.8 | 13.0 |
| ROE (%) | 26.2 | 23.6 | 24.9 | 22.6 | 20.7 |
| EPS 最新摊薄 (元) | 1.30 | 1.33 | 1.61 | 1.83 | 2.07 |
| P/E (倍) | 26.0 | 25.3 | 21.0 | 18.4 | 16.3 |
| P/B (倍) | 6.9 | 6.1 | 5.1 | 4.1 | 3.4 |

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价

三七互娱发布 2022 年及 2023Q1 业绩: 公司 2022 年营业收入 164.06 亿元, 同比增长 1.17%; 2022 年公司实现归母净利润 29.54 亿元, 同比增长 2.74%; 实现扣非归母净利润 28.83 亿元, 同比增长 9.76%。2023Q1 实现营业收入 37.65 亿元, 同比下降 7.94%; 实现归母净利润 7.75 亿元, 同比增长 1.92%; 实现扣非归母净利润 6.70 亿元, 同比下降 12.01%。同时, 公司宣布每 10 股派息 4.5 元 (含税)。

长线运营能力优异, 22 年新游上线贡献增量: 公司旗下《斗罗大陆:魂师对决》《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等多款长生命产品为公司稳健发展筑牢根基, 验证公司长线运营优势与多元化转型成果。同时, 22 年公司上线推出《小小蚁国》《空之要塞: 启航》《光明冒险》等产品, 为公司贡献增量收入, 其中《小小蚁国》上线后月流水过亿元, 且上线后流水波动上升。

海外业务发展迅速, 有望成为第二增长曲线: 公司 2022 年境外营业收入 59.94 亿元, 同比增长 25.47%; 占总营收比重 36.54%, 占比持续上升。目前公司在全球市场已形成以 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营为基石的产品矩阵, 打造了《Puzzles & Survival》《云上城之歌》等多款出海标杆产品。根据 Data.ai, 公司在中国游戏厂商出海收入排行榜中于 2023 年 3 月位居第二, 展现公司海外业务强劲实力。

游戏储备丰富, 新游周期即将开启: 公司目前拥有几十款自研/代理游戏储备计划在国内/全球发行。游戏储备品类覆盖全面, 包括 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等。其中《最后的原始人》《凡人修仙传》分别定档于 5 月 6 号以及 5 月 24 号, 同时公司自研游戏《霸业》《扶摇一梦》《龙与爱丽丝》等均已获得国内版号, 有望陆续上线, 建议关注新游戏上线带来的业绩增量。

投资建议: 我们预计 2023-2025 年公司实现营收 189.67/216.60/236.03 亿元; 归母净利润 32.69/40.60/45.90 亿元; EPS 1.61/1.83/2.07 元。对应 PE 分别为 21.0/18.4/16.3 倍。公司主业保持稳定, 同时 23 年有多款新游储备, 海外业务不断发力, 有望创造更高增长空间, 首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示: 宏观经济恢复不及预期; 游戏行业政策变化; 游戏上线进度或表现不及预期; 流量成本提升; 海外竞争加剧。

| 买入 (首次评级) | |
|-----------------------|-----------|
| 股票信息 | |
| 行业 | 传媒 |
| 2023 年 5 月 8 日收盘价 (元) | 33.34 |
| 总市值 (百万元) | 73,943.60 |
| 流通市值 (百万元) | 54,528.42 |
| 总股本 (百万股) | 2,217.86 |
| 流通股本 (百万股) | 1,635.53 |
| 近 3 月日均成交额 (百万元) | 1,645.88 |



作者

分析师 侯宾
执业证书编号: S1070522080001
邮箱: houbin@cgws.com

相关研究

内容目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 1.财务分析 | 3 |
| 1.1 公司营收保持稳定，长生命周期产品筑牢公司根基..... | 3 |
| 1.2 全球化战略不断推进，出海业务成为公司第二增长曲线..... | 3 |
| 1.3 毛利率小幅下滑，期间费率随产品周期自然回落 | 4 |
| 商誉主要为公司运营主体，后续减值风险较低 | 5 |
| 2.公司经营 | 5 |
| 2.1 公司出海业务发展迅速，因地制宜策略得到验证 | 5 |
| 2.2 公司游戏储备丰富，“自研+代理”齐发力 | 6 |
| 2.3 维持发行优势，布局智能投放平台 | 7 |
| 3.投资建议 | 8 |
| 4.风险提示 | 8 |

图表目录

| | |
|------------------------------|---|
| 图表 1: 公司分业务营收结构及总营收同比增速..... | 3 |
| 图表 2: 公司海外业务营收、占比以及同比增速..... | 4 |
| 图表 4: 公司营业成本及毛利率..... | 4 |
| 图表 5: 公司各项期间费率..... | 5 |
| 图表 6: 公司近五年年末公司商誉余额..... | 5 |
| 图表 7: 手游出海排行榜..... | 6 |
| 图表 8: 三七互娱游戏储备..... | 7 |
| 图表 9: “量子”“天机”系统工作机制 | 8 |

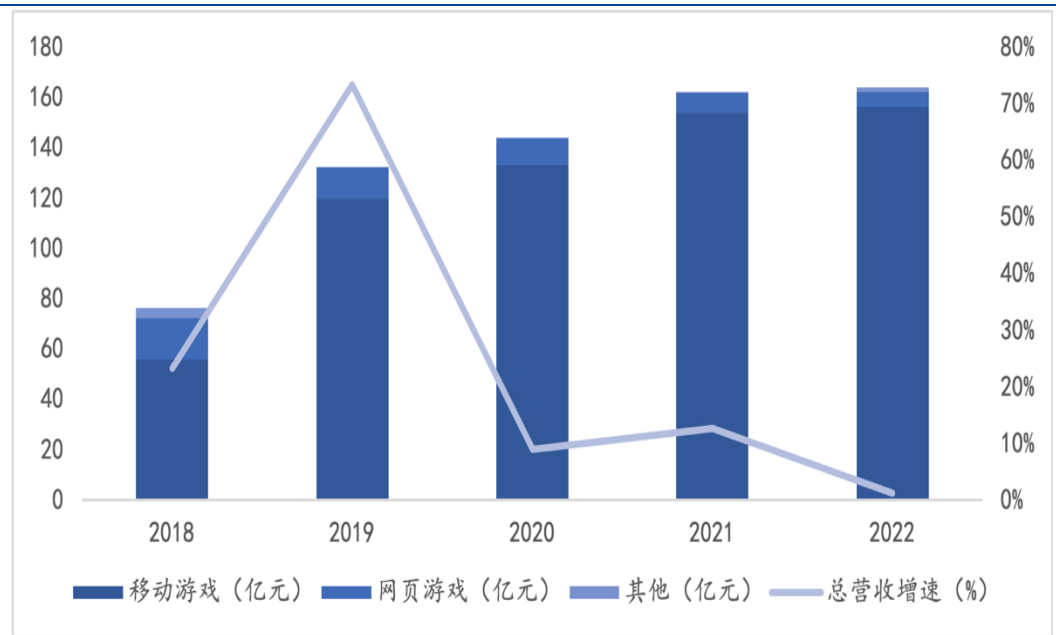
1. 财务分析

公司 2022 年营业收入 164.06 亿元，同比增长 1.17%；23Q1；归母净利润 29.54 亿元，同比增长 2.74%；扣非归母净利 28.83 亿元，同比增长 9.76%。23Q1 营业收入 37.65 亿元，同比下降 7.94%；归母净利润 7.75 亿元，同比增长 1.92%；扣非归母净利 6.70 亿元，同比下降 12.01%。同时，公司宣布每 10 股派息 4.5 元（含税）。

1.1 公司营收保持稳定，长生命周期产品筑牢公司根基

公司 2022 年营业收入 164.06 亿元，同比增长 1.17%，在 2022 年国内游戏市场承压的大环境下保持正增长；其中移动游戏收入 156.32 亿元，占总收入比重持续上升。公司近五年收入持续增长，18-22 年营收 CAGR 为 21.1%。报告期内，公司旗下《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzles & Survival》《云上城之歌》《叫我大掌柜》《小小蚁国》等多款长生命产品为公司稳健发展筑牢根基，验证公司长线运营优势与多元化转型成果。23Q1 营业收入同比下降 7.94%，主要因公司在报告期内无新游戏上线且老游戏流水保持稳定；展望 23Q2，公司新产品周期将于 5 月开启，其中《最后的原始人》《凡人修仙传》分别定档于 5.6/5.24，可以关注新游戏上线带来的业绩增量。

图表 1: 公司分业务营收结构及总营收同比增速

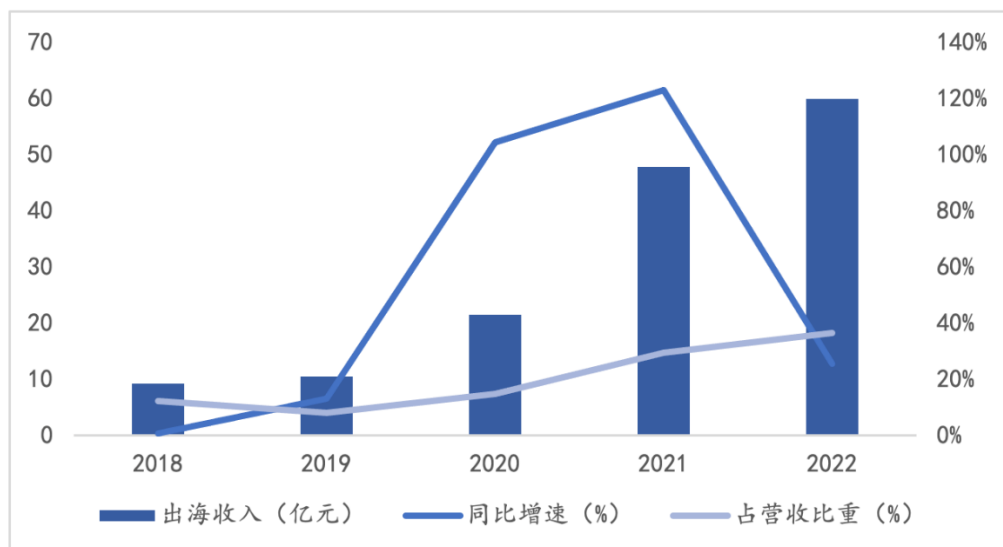


资料来源: 公司历年年报, 长城证券产业金融研究院

1.2 全球化战略不断推进，出海业务成为公司第二增长曲线

公司 2022 年境外营业收入 59.94 亿元，同比增长 25.47%；占总营收比重 36.54%，占比持续上升。目前公司在全球市场已形成以 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营为基石的产品矩阵，打造了《Puzzles & Survival》《云上城之歌》等多款出海标杆产品，位列中国出海游戏厂商第一梯队。据第三方数据机构 Data.ai 数据，报告期内公司在中国游戏厂商出海收入排行榜中排名一路攀升，并于 2023 年 3 月位居第二，展现公司海外业务强劲实力。

图表 2: 公司海外业务营收、占比以及同比增速

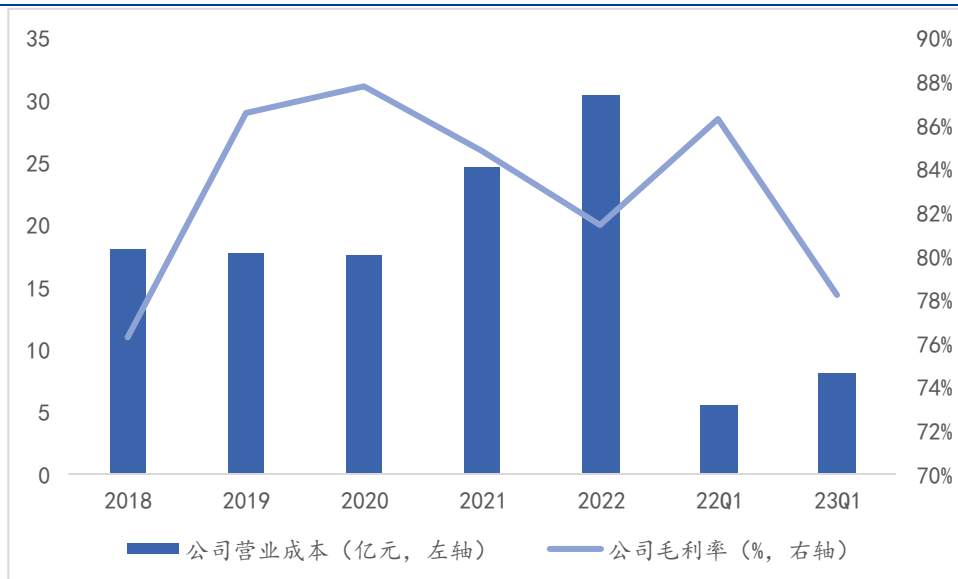


资料来源: 公司历年年报, 长城证券产业金融研究院

1.3 毛利率小幅下滑, 期间费率随产品周期自然回落

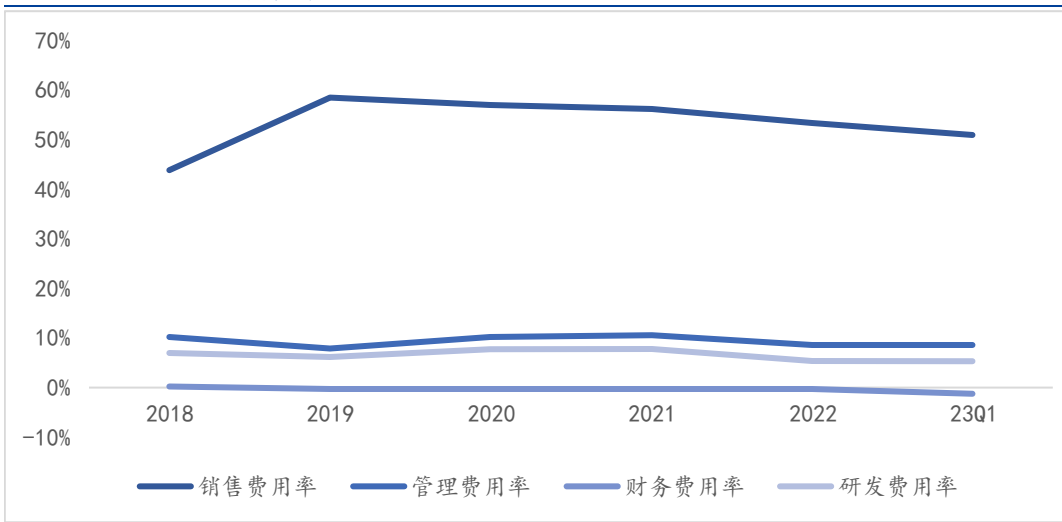
公司 2022 年毛利率 81.4%，同比下降 3.4 pct；销售/管理/研发费用率分别为 53.2%/3.2%/5.5%，同比下降 3.0/-0.4/2.2pct。23Q1 公司毛利率 78.2%，同比下降 8.1pct，销售/管理/研发费用率分别为 50.9%/3.4%/5.3%，同比下降 5.5/-0.7/1.4pct。报告期内公司毛利率有所下滑，主要因公司代理游戏占比提升，导致公司分成成本增加以及毛利率降低。期间费率中，公司积极采取买量模式，以流量运营优势为核心，不断优化“立体营销+精准推送+长线服务”的多元方式，因此销售费用率显著高于其他游戏公司，报告期内因重磅新游戏上线较少且 21 年《荣耀大天使》《斗罗大陆：武魂觉醒》等新游上线导致流量投放费用较高导致销售费用率显著下降，预计未来随着新游戏上线，销售费用率降逐步回升。

图表 3: 公司营业成本及毛利率



资料来源: 公司历年年报, 长城证券产业金融研究院

图表 4: 公司各项期间费率

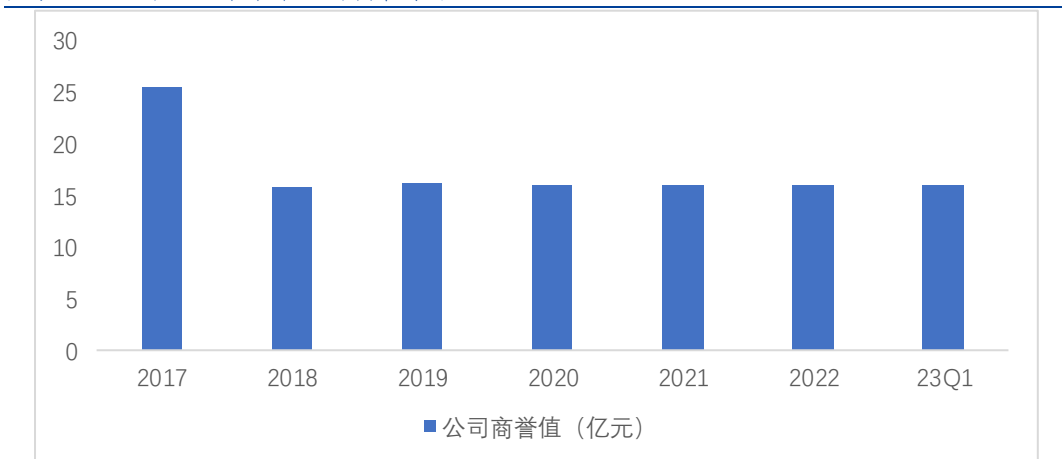


资料来源: 公司历年年报, 长城证券产业金融研究院

商誉主要为公司运营主体, 后续减值风险较低

公司截至 23Q1, 公司商誉 15.89 亿元, 其中主要为三七互娱(上海), 即游戏业务经营主体之一。回顾公司历史商誉减值情况, 主要因公司收购的上海墨鹍因游戏未按时上线, 研发进度不达预期等因素产生商誉减值, 公司已将上海墨鹍出售给字节跳动, 已不构成减值风险。综上, 我们认为公司商誉减值风险减小, 未来对公司业绩产生负面影响可能性较低。

图表 5: 公司近五年年末公司商誉余额



资料来源: 公司历年年报, 长城证券产业金融研究院

2. 公司经营

2.1 公司出海业务发展迅速, 因地制宜策略得到验证

依托于多年游戏出海经验的沉淀, 公司采用“因地制宜”的策略开拓全球市场: 一方面, 公司在产品端因地制宜, 在海外市场形成以 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营为基石的

产品矩阵，并且根据市场的特点，在不同地区重点发行不同类型的游戏；另一方面，公司在发行推广端因地制宜，针对不同市场做定制化的运营和推广，鉴于当地用户特点，在游戏内容和推广素材上做出差异化，更好地获取和留住当地的玩家。在此策略下，公司海外业务发展迅猛，出海业务已成为公司稳健发展的第二驱动力。

多款出海游戏表现优异，持续贡献稳定收入：公司《Puzzles & Survival》《云上城之歌》等游戏海外表现优异，其中《Puzzles & Survival》全球市场多点开花，在中国港澳台、欧美、日本等地表现突出，累计流水已超 60 亿元，位居 Sensor Tower 2022 年中国手游海外收入榜第四；《云上城之歌》成为了 2022 年海外发行商在韩国市场收入最高的手游，同时该位居 Sensor Tower 2022 年中国手游日本市场手游收入增长榜第 3 名。

图表 6: 手游出海排行榜



资料来源: Sensor Tower, 长城证券产业金融研究院

2.2 公司游戏储备丰富，“自研+代理”齐发力

国内多款游戏获批版号，新游将在国内陆续上线：自 23 年 1 月以来，三七互娱自研/代理的多款游戏获批版号。自研方面，《霸业》《扶摇一梦》《龙与爱丽丝》等产品获得版号；代理方面，《凡人修仙传：人界篇》（2023.5.24 公测）《离火之境》《故土与新世界》等产品获得版号。整体来看，公司目前已有游戏确定上线日期，多款游戏获得版号，储备丰富，或将自二季度起陆续上线，为公司业绩贡献增量。

“自研+代理”一齐发力：公司发力自研，目前储备了多款精品化自研手游；除此之外，公司聚焦游戏主业，以优质内容为战略方向，通过资金扶持、业务支撑、投后赋能等多

维度的支持为众多优质的研发商全面赋能，结合代理、定制等方式丰富公司优质产品供给，深化多元化产品布局。

图表 7: 三七互娱游戏储备

| 产品品类 | 产品名称 | 题材与画风 | 发行地区 | 研发商 |
|--------|-------------------|--------------|------|-----|
| MMORPG | 代号魔幻 M | 西方魔幻 | 全球 | 自研 |
| | 代号 3D 版 WTB | Q 版 3D 异世界冒险 | 全球 | 自研 |
| | 代号斗罗 MMO | 东方玄幻 | 全球 | 自研 |
| | 凡人修仙传:人界篇 | 修仙小说 IP | 全球 | 代理 |
| | 曙光计划 | 未来科技 | 全球 | 代理 |
| | 扶摇一梦 | 唯美古风 | 全球 | 自研 |
| | 代号魔幻 K 计划 | 西方魔幻 | 全球 | 代理 |
| | 代号龙骑士 | 日式 Q 版 | 境内 | 代理 |
| | 洪荒异兽录 | 修仙题材 | 境内 | 代理 |
| | 平行轨迹 | 未来都市 | 全球 | 代理 |
| | 离火之境 | 东方玄幻 | 境内 | 代理 |
| SLG | 霸业 | 三国题材 | 境内 | 自研 |
| | 代号 G2 | 西方题材 | 境外 | 自研 |
| | Puzzles & Chaos | 西方魔幻 | 境外 | 代理 |
| | 万乘之国 | 多文明题材 | 境内 | 代理 |
| | 代号三国 CB | 三国题材 | 境内 | 代理 |
| | Bugtopia | 昆虫题材 | 境外 | 代理 |
| | Era of Glory | 多文明题材 | 境外 | 代理 |
| | 代号巨兽 | 巨兽题材 | 境外 | 代理 |
| | 故土与新世界 | 魔幻 Q 版 | 境内 | 代理 |
| | 代号原野 | 史前文明 | 全球 | 代理 |
| | 代号 stpk | 西方魔幻 | 境外 | 代理 |
| 卡牌 | 龙与爱丽丝 | 神话题材 | 全球 | 自研 |
| | 最后的原始人 | 史前文明 | 境内 | 代理 |
| | 代号二次元 ZQ | 东方玄幻 | 境内 | 代理 |
| | 铁杆三国 | 三国题材 | 境外 | 代理 |
| | 空之要塞:启航 | 蒸汽朋克 | 境外 | 代理 |
| | 代号星环 | 星际题材 | 全球 | 代理 |
| 模拟经营 | 织梦森林 | 农场类 | 全球 | 代理 |
| | 金牌合伙人 | 商业题材 | 境内 | 代理 |
| | Yes Your Highness | 中世纪题材 | 境外 | 代理 |
| | 代号琉璃 | 古风题材 | 境外 | 代理 |
| 休闲 | 代号休闲 | 现代度假村 | 境外 | 代理 |

资料来源: 公司 2022 年报, 长城证券产业金融研究院

2.3 维持发行优势，布局智能投放平台

公司不断迭代优化自研的智能投放运营平台，助力提升公司智能化、精细化运营水平，提升发行成效，拉长产品生命周期：其智能化投放平台“量子”可对接所有主流渠道，实现快速投放和自动化投放。该系统投入使用后，游戏产品上线全天广告所耗时间从原来 6 小时缩短到 30 分钟，效率提升 10 倍以上，部分地区智能投放占比已经

超过 60%。智能化运营分析平台“天机”则可对游戏数据进行统计、分析以及预测，提高运营决策效率和效果，提高用户粘性，稳定产品生命周期。该系统累计创建已接入活动 3000 个，对上亿级别的用户进行精细化运营。

图表 8: “量子”“天机”系统工作机制



资料来源: 手游那点事, 长城证券产业金融研究院

3.投资建议

我们预计 2023-2025 年公司实现营收 189.67/216.60/236.03 亿元; 归母净利润 32.52 /41.93/45.22 亿元; EPS 1.47 /1.89/2.0 元。对应 PE 分别为 21.0/18.4/16.3 倍。公司主业保持稳定, 同时 23 年有多款新游储备, 海外业务不断发力, 有望创造更高增长空间, 首次覆盖予以“买入”评级。

4.风险提示

宏观经济恢复不及预期; 游戏行业政策变化; 游戏上线进度或表现不及预期; 流量成本提升; 海外竞争加剧

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 9187 | 10587 | 12490 | 16841 | 19294 |
| 现金 | 4619 | 5129 | 6305 | 10579 | 12560 |
| 应收票据及应收账款 | 1264 | 1434 | 1540 | 1937 | 1807 |
| 其他应收款 | 90 | 87 | 118 | 117 | 139 |
| 预付账款 | 1055 | 855 | 1447 | 1128 | 1707 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 2159 | 3081 | 3081 | 3081 | 3081 |
| 非流动资产 | 5250 | 6509 | 6846 | 7238 | 7606 |
| 长期投资 | 509 | 622 | 731 | 836 | 931 |
| 固定资产 | 892 | 850 | 946 | 1054 | 1130 |
| 无形资产 | 1088 | 1060 | 1218 | 1413 | 1648 |
| 其他非流动资产 | 2761 | 3977 | 3951 | 3935 | 3897 |
| 资产总计 | 14437 | 17095 | 19337 | 24079 | 26900 |
| 流动负债 | 3399 | 4341 | 3887 | 5239 | 4221 |
| 短期借款 | 446 | 901 | 901 | 901 | 901 |
| 应付票据及应付账款 | 1773 | 2204 | 1744 | 2995 | 2044 |
| 其他流动负债 | 1181 | 1237 | 1242 | 1343 | 1276 |
| 非流动负债 | 181 | 441 | 387 | 329 | 267 |
| 长期借款 | 20 | 323 | 268 | 211 | 149 |
| 其他非流动负债 | 161 | 118 | 118 | 118 | 118 |
| 负债合计 | 3580 | 4783 | 4274 | 5569 | 4488 |
| 少数股东权益 | 84 | 129 | 308 | 427 | 487 |
| 股本 | 2218 | 2218 | 2218 | 2218 | 2218 |
| 资本公积 | 2979 | 2777 | 2777 | 2777 | 2777 |
| 留存收益 | 6062 | 7426 | 10166 | 13253 | 16563 |
| 归属母公司股东权益 | 10774 | 12184 | 14755 | 18084 | 21925 |
| 负债和股东权益 | 14437 | 17095 | 19337 | 24079 | 26900 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 3659 | 3557 | 2458 | 5255 | 2927 |
| 净利润 | 2850 | 2910 | 3748 | 4179 | 4650 |
| 折旧摊销 | 171 | 190 | 121 | 140 | 163 |
| 财务费用 | -55 | -74 | -68 | -154 | -254 |
| 投资损失 | -123 | -76 | -116 | -117 | -108 |
| 营运资金变动 | 559 | 286 | -1198 | 1281 | -1487 |
| 其他经营现金流 | 256 | 322 | -29 | -74 | -38 |
| 投资活动现金流 | -1083 | -3330 | -319 | -349 | -391 |
| 资本支出 | 342 | 320 | 349 | 427 | 437 |
| 长期投资 | -389 | -81 | -110 | -104 | -95 |
| 其他投资现金流 | -352 | -2929 | 139 | 183 | 141 |
| 筹资活动现金流 | 287 | -1585 | -963 | -632 | -555 |
| 短期借款 | -444 | 455 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 20 | 303 | -55 | -57 | -62 |
| 普通股增加 | 106 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2864 | -202 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -2259 | -2141 | -908 | -575 | -493 |
| 现金净增加额 | 2844 | -1298 | 1176 | 4274 | 1981 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 16216 | 16406 | 18967 | 21660 | 23603 |
| 营业成本 | 2466 | 3049 | 3014 | 3626 | 3851 |
| 营业税金及附加 | 38 | 32 | 51 | 54 | 56 |
| 销售费用 | 9125 | 8733 | 10491 | 12013 | 12998 |
| 管理费用 | 463 | 526 | 487 | 605 | 674 |
| 研发费用 | 1250 | 905 | 1185 | 1300 | 1436 |
| 财务费用 | -55 | -74 | -68 | -154 | -254 |
| 资产和信用减值损失 | -36 | -90 | -73 | -101 | -101 |
| 其他收益 | 167 | 133 | 151 | 153 | 151 |
| 公允价值变动收益 | 78 | -40 | 22 | 64 | 31 |
| 投资净收益 | 123 | 76 | 116 | 117 | 108 |
| 资产处置收益 | 3 | 2 | 1 | 2 | 2 |
| 营业利润 | 3261 | 3309 | 4178 | 4663 | 5241 |
| 营业外收入 | 4 | 11 | 12 | 8 | 9 |
| 营业外支出 | 17 | 19 | 13 | 15 | 16 |
| 利润总额 | 3248 | 3302 | 4177 | 4656 | 5234 |
| 所得税 | 398 | 392 | 429 | 477 | 584 |
| 净利润 | 2850 | 2910 | 3748 | 4179 | 4650 |
| 少数股东损益 | -26 | -45 | 179 | 119 | 60 |
| 归属母公司净利润 | 2876 | 2954 | 3569 | 4060 | 4590 |
| EBITDA | 3310 | 3413 | 4201 | 4616 | 5122 |
| EPS (元/股) | 1.30 | 1.33 | 1.61 | 1.83 | 2.07 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 12.6 | 1.2 | 15.6 | 14.2 | 9.0 |
| 营业利润 (%) | 0.1 | 1.5 | 26.3 | 11.6 | 12.4 |
| 归属母公司净利润 (%) | 4.2 | 2.7 | 20.8 | 13.8 | 13.0 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 84.8 | 81.4 | 84.1 | 83.3 | 83.7 |
| 净利率 (%) | 17.6 | 17.7 | 19.8 | 19.3 | 19.7 |
| ROE (%) | 26.2 | 23.6 | 24.9 | 22.6 | 20.7 |
| ROIC (%) | 24.4 | 21.1 | 22.9 | 20.9 | 19.1 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 24.8 | 28.0 | 22.1 | 23.1 | 16.7 |
| 净负债比率 (%) | -38.0 | -31.3 | -33.6 | -50.8 | -51.0 |
| 流动比率 | 2.7 | 2.4 | 3.2 | 3.2 | 4.6 |
| 速动比率 | 2.4 | 2.2 | 2.8 | 2.9 | 4.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.3 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 应收账款周转率 | 13.4 | 12.2 | 12.8 | 12.5 | 12.6 |
| 应付账款周转率 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 1.30 | 1.33 | 1.61 | 1.83 | 2.07 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.65 | 1.60 | 1.11 | 2.37 | 1.32 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 4.86 | 5.49 | 6.65 | 8.15 | 9.89 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 26.0 | 25.3 | 21.0 | 18.4 | 16.3 |
| P/B | 6.9 | 6.1 | 5.1 | 4.1 | 3.4 |
| EV/EBITDA | 20.8 | 20.0 | 16.0 | 13.7 | 11.9 |

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价

免责声明

请仔细阅读本报告末页声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 公司评级 | | 行业评级 | |
|------|----------------------------------|------|-----------------------|
| 买入 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上 | 强于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场 |
| 增持 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间 | 中性 | 预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间 | 弱于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场 |
| 卖出 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上 | | |

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686