

天娱数科 (002354.SZ)

领先布局数字人营销, AIGC 赋予成长机遇

增持

核心观点

公司主营游戏和流量业务。公司前身为2010年成立的天神互动,目前已构筑了数据流量和数字竞技两大业务板块。流量方面,公司围绕数据要素“聚合-流通-应用”的产业链路,整合AIGC、数字人等前沿科技,提供全链路智能营销服务;游戏方面,公司开创“棋牌+电竞”模式,以AIGC游戏互动引擎为底座,为全球玩家带来低门槛、高质量的数字竞技体验。数字效果流量业务收入占比七成以上,为主要收入来源,数字竞技业务毛利率超过70%。财务方面,2022年由于重度游戏出表公司收入同比下降1.2%至17.4亿元;归母净利润为-2.8亿元,主要由于计提资产减值损失1.5亿元;2023年一季度收入4.7亿元,同比下降4.7%;归母净利润0.1亿元,同比提升11.9%。

业务协同发展,具备“数据+算法+场景”核心优势。公司通过庞大的游戏和数据流量用户积累了海量的数据,并依托海量数据不断开发迭代算法,创造商业价值,还发挥数据库、算法库、知识库等资源优势,建造生态园区吸引企业入园,让不同来源的优质数据在新的业务需求和场景中汇聚融合,实现双赢、多赢的数据要素价值转化,逐步构建起“数据要素+智能算法+场景应用”的数据流量全栈闭环体系,为公司推动数字经济业务快速发展聚合了丰富的应用场景资源。

数字经济推动数据要素和AIGC快速发展,有望放大公司优势。数据要素方面,2022年12月中共中央、国务院发布了“数据二十条”,为数据要素的发展提供制度保障和政策指引。AIGC方面,2022年底至今国内外的多家企业陆续发布各自的大模型,AIGC科技底座加强,公司“MetaSurfing-元享智能云平台”领先布局数字人,并于2023年2月接入百度文心一言的能力加速推动数字人与用户的互动;“魔方Mix-AIGC短视频智能营销助手”应用AIGC提升了短视频的制作和投放效率,有望实现迅猛增长。此外,AIGC还将赋能游戏业务,实现降本增效。

风险提示:应用落地不及预期;参股公司亏损或减值等。

投资建议:公司前瞻布局数字人业务,AIGC赋能有望打开成长新机遇,首次覆盖予以“增持”评级。我们预计公司2023/24/25年归母净利润分别为0.63/1.77/2.47亿元,同比增速122%/180%/40%;摊薄EPS=0.04/0.11/0.15元,当前股价对应同期PE=161/58/41x。公司在数据、场景等领域具备较好资源储备,AIGC赋能内容生产与数字人商业价值放大,首次覆盖予以“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,764	1,743	2,358	3,146	3,889
(+/-%)	77.1%	-1.2%	35.3%	33.4%	23.6%
净利润(百万元)	43	-283	64	180	253
(+/-%)	-72.1%	-762.1%	-122.7%	180.8%	40.4%
每股收益(元)	0.03	-0.17	0.04	0.11	0.15
EBIT Margin	-2.9%	-2.7%	2.8%	6.6%	7.5%
净资产收益率(ROE)	1.6%	-12.0%	2.7%	7.2%	9.4%
市盈率(PE)	239.3	-36.0	158.4	56.4	40.2
EV/EBITDA	-329.4	-287.8	174.0	58.8	41.6
市净率(PB)	3.81	4.32	4.25	4.04	3.79

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·游戏 II

证券分析师:张衡

021-60875160

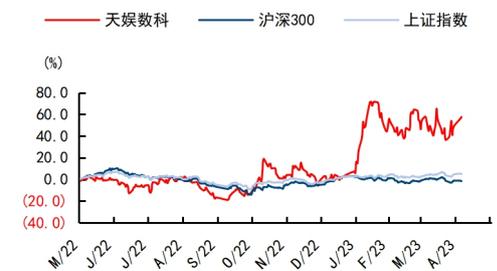
zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	
收盘价	6.30元
总市值/流通市值	10424/10189百万元
52周最高价/最低价	7.27/3.20元
近3个月日均成交额	1506.43百万元

市场走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

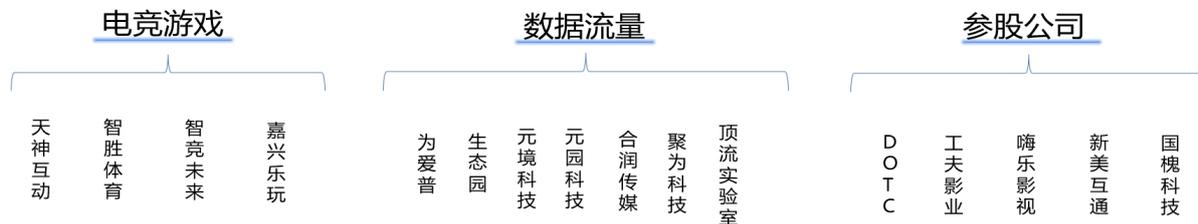
公司主营游戏和流量业务

页游起家后通过并购拓展业务版图，数字化与智能化能力持续提升。公司前身为天神互动（2010年成立），首款产品为《傲剑》；2014年7月公司上市后持续通过收购扩展业务版图，截至目前已构筑了数据流量与数字竞技量大业务板块，数字化与智能化能力不断拓展延伸。

流量方面，公司提供全链路智能营销服务。围绕数据要素“聚合-流通-应用”的产业链路，不断整合 AIGC、虚拟数字人等前沿科技，为各行各业提供涵盖数据分析、用户洞察、流量分发、投放优化、创意提效、品牌运营的全链路智能营销服务。目前，公司的流量业务主要分为数字效果营销和品牌内容营销，数字效果营销主要通过自有媒体平台（爱思助手）和合作媒体平台（抖音、快手、小红书）提供信息推广服务，品牌内容营销方面，公司基于“数据智能+网络协同”，构建了涵盖影视剧、电梯媒体、综艺、栏目授权的全场景营销体系，实现了品牌内容营销的“千人千面”，长期服务五粮液、习酒、京东、君乐宝、链家等一线企业。

游戏方面，公司拥有庞大的用户群体，开创了“棋牌+电竞”模式。公司以 AIGC 游戏互动引擎为底座，基于多元游戏组合、多维宣发渠道，持续深耕全球数字竞技市场，为全球玩家带来低门槛、高质量的数字竞技体验。目前，公司在电竞游戏方面布局的公司包括天神互动、智胜体育、智竞未来、嘉兴乐玩，聚焦休闲竞技赛道（休闲游戏与电子竞技相融合）。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

前十大股东合计持股 18.7%，无实际控制人。截至 2023 年一季度末，第一大股东朱晔持股 5.3%，公司前十大股东合计持股 18.7%，股权较为分散。

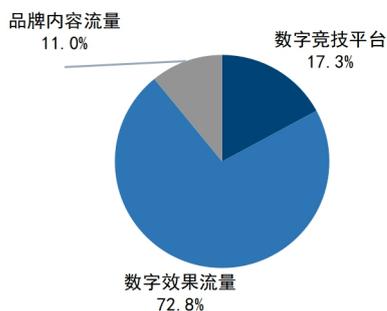
表1: 前十大股东持股情况 (截至 2023 年第一季度末)

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
朱晔	87,720,280	5.3
为新有限公司	54,486,678	3.3
张宇	41,450,000	2.5
王玉辉	26,921,702	1.6
香港中央结算有限公司	26,720,805	1.6
石波涛	24,604,666	1.5
上海诚自投资中心(有限合伙)	15,599,998	0.9
金元顺安基金管理有限公司	14,311,525	0.9
朱杰	9,080,900	0.6
张先云	8,747,200	0.5
合计	309,643,754	18.7

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

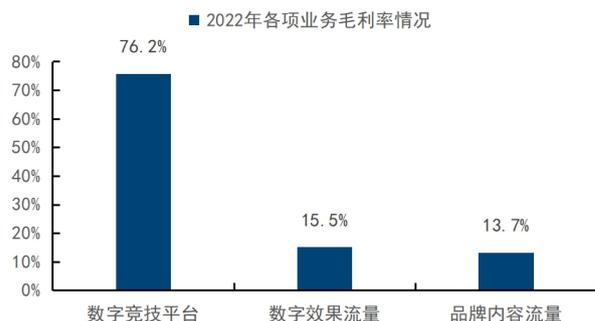
数字效果流量业务收入占比七成以上, 数字竞技业务毛利率较高。1) 从收入构成看, 占比最高的为数字效果流量业务, 2022 年占比 72.8%; 数字竞技平台/品牌内容流量收入占比分别为 17.3%/11.0%。2) 从毛利率看, 数字竞技业务毛利率最高, 2022 年数字竞技毛利率为 76.2%, 高于数字效果流量 (15.5%) 和品牌内容流量 (13.7%)。

图2: 公司 2022 年分项业务收入占比



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司 2022 年分项毛利率情况



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

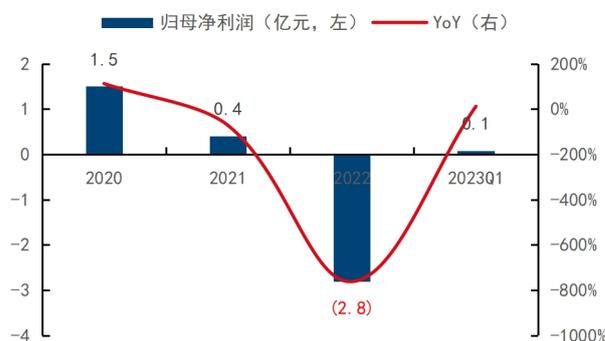
2021 年后经营重回正轨, 2023 年一季度净利润提升 12%。1) 从中长期财务表现来看, 公司近年收入有一定波动, 2020 年 12 月司法重整后, 2021 年实现收入 17.6 亿元, 同比增长 77.1%, 归母净利润 0.4 亿元, 同比下降 72.1%, 主要由于参股公司亏损; 随着重度游戏出表, 2022 年收入下降 1.2%至 17.4 亿元, 其中游戏收入下降 91.8%至 0.2 亿元、数字效果流量收入提升 18.4%至 15.0 亿元、品牌内容流量收入下降 3.1%至 1.9 亿元; 归母净利润为-2.8 亿元, 同比下降 762.1%, 2022 年资产减值计提为 1.5 亿元, 其中对 DotC 公司计提减值 1.07 亿元。2) 从近期看, 2023 年第一季度公司收入 4.7 亿元, 同比下降 4.7%; 归母净利润 0.1 亿元, 同比提升 11.9%。公司的经营性现金流净额为 0.2 亿元, 同比提升 126.9%。

图4: 公司营业收入及变化情况



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司归母净利润及变化情况



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

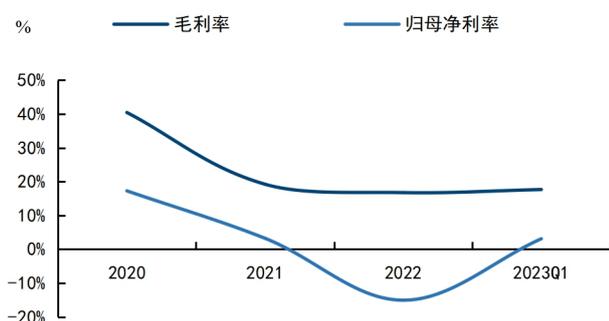
表2: 2022 年参股公司及资产计提情况

公司名称	公司类型	主要业务	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	持股比例	计提减值准备(亿元)
DotC United Inc	参股公司	软件和信息技术服务业	2.33	-3.24	42.0%	-1.07
嘉兴乐玩网络科技有限公司	参股公司	软件和信息技术服务业	2.03	1.05	33.7%	/

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

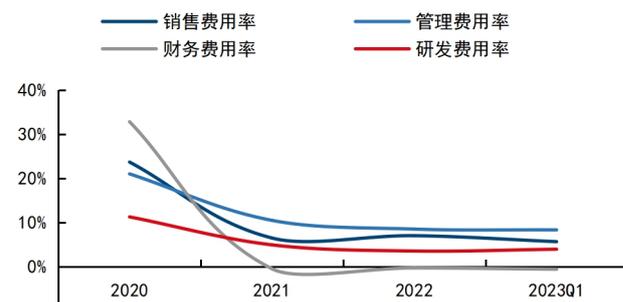
业务结构变化导致 2022 年毛利率下降, 2021 年后费用率控制较好。毛利率方面, 公司 2022 年的毛利率同比下降 2.5 个百分点至 16.8%, 主要由于业务结构的变化, 但游戏业务在聚焦休闲竞技游戏后毛利率大幅提升 29.6 个百分点至 76.2%; 费用率方面, 2021 年起控制较好, 公司 2022 年整体期间费用率为 19.0%, 同比下降 2.7 个百分点, 销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.1%/8.6%/-0.2%/3.6%, 分别同比+0.5%/-2.0%/+0.2%/-1.4 个百分点。

图6: 公司毛利率、归母净利率及变化情况



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司费用率及变化情况



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

AIGC 有望放大公司数字人及场景落地优势

业务协同发展, 在数据、算法、场景方面具备较好优势

公司以海量数据为基础，以智能算法为驱动，以丰富场景为载体，积极运用新技术、新手段、新理念，构筑了数据流量与数字竞技两大业务板块，将“数字化”与“智能化”能力不断拓展延伸，推动数实融合发展，致力于发展成为数字科技领军企业。

公司的游戏业务目前主要以“棋牌+电竞”的模式运营。游戏板块旗下的主要公司有天神互动、智胜体育、智竞未来、嘉兴乐玩，全面布局棋牌类游戏、页游和手游。1) 天神互动以页游起家，现已发展为页游与手游并举的复合型游戏厂商。公司专注网页网游和移动网游的领先研发和发行。在产品研发方面，出品了《傲剑》、《飞升》、《苍穹变》、《梦幻Q仙》等多款热门网页网游产品以及《苍穹变》手游、《全民破坏神》等多款代表性移动网游产品，深受玩家好评。在发行方面，公司与主要游戏运营平台建立了紧密的合作伙伴关系，其中包括腾讯、百度、360等，并在台湾、越南、印尼、马来西亚、韩国等海外地区发行游戏。2) 智胜体育采用“休闲+电竞”模式，满足不同年龄和不同人群对游戏的需求。休闲场永久免费，玩家可随时畅玩众多精品休闲游戏；竞技场凭券入场，玩家可以凭借高超技术获得多种奖励，可以为游戏开发者创造收益，不为广告变现牺牲用户体验。3) 智竞未来也采用“棋牌+电竞”，2020年上线《德州扑克大师》，后将陆续推出斗地主、麻将、象棋等更多棋牌游戏。4) 嘉兴乐玩为国内领先的游戏开发与发行公司，有效夯实了公司在棋牌游戏领域的综合实力。

图8: 天神互动发展历程



资料来源：天神娱乐官网，国信证券经济研究所整理

公司的数字效果营销业务主要依托自有平台和合作媒体平台，为商家、内容创作者和应用开发者提供全链路数字化解决方案。1) 自有媒体平台方面，公司旗下爱思助手是国内一线的移动应用市场与手机管理工具，为用户提供百万正版软件、热门游戏、铃声、高清壁纸等，收入模式主要包括 CPA（按新增下载并有效激活用户数量与客户结算）、CPT（按广告的投放市场收费）。2022年移动应用分发平台新增注册用户数超 2,700 万人，总注册用户数达 2.86 亿人，持续为抖音、快手、小红书等头部应用提供推广服务。2) 合作媒体平台方面，公司聚焦抖音、快手平台，通过“魔方 Mix-AIGC 短视频智能营销助手”为品牌商家提供以展示

效果营销的数字化解决方案。基于超 400 万条短视频素材等数据积累,结合 GPT、DALL-E2 等 AI 大模型技术,一方面通过提升回归预测能力推动了投放效率提升,另一方面通过 AI 视频窗边模块实现 AI 披露混剪,解决短视频制作耗时长、响应慢等同店,有效提高了广告素材制作效率和质量。2022 年,公司获得抖音巨量引擎平台优秀合作伙伴奖励、保险直播行业全国第一、共擎奖 2022 年度服务突破奖;快手方面,公司获得快手 KA 代理商综合能力展示案例大赛银奖。3) 此外,公司前瞻布局数字人,打造了“MetaSurfing-元享智能云平台”,自研并整合了多模态智能生成、智能绑定、智能解算、智能学习等多类型智能算法,用 AIGC 加速构建数字人拟人化的外在与智能化的内在,让数字人、虚拟物品和虚拟世界更加真实,使元宇宙各类元素和用户产生深度互动,用 AIGC 推动元宇宙迈入智能时代。基于“MetaSurfing-元享智能云平台”打造的国内首个文化出海的国风虚拟数字人“天妤”,已成为国内虚拟数字人头部 IP 并取得全网粉丝近 550 万、全网视频播放量超 4 亿、抖音点赞超 2,600 万的破圈成绩,被人民日报、中国日报、新华网、光明日报、中国文化报等中央主流媒体多次报道,并先后为网易手游倩女幽魂、新能源汽车品牌集度汽车等进行代言。

在品牌内容营销方面,公司基于“数据智能+网络协同”,构建了涵盖影视剧、电梯媒体、综艺、栏目授权的全场景 AI 内容营销体系。2022 年,公司成功操盘完成了热门影视剧《不会恋爱的我们》与光良酒业、《平凡之路》与君乐宝、《女士的品格》与辉山乳业,以及大型综艺《辽视春晚》《欢乐饭米粒》与辉山乳业、京东、光良酒业等品牌的内容整合营销。

公司经过多年积累,具备数据、算法和场景优势,构建起“数据要素+智能算法+场景应用”的闭环体系。公司通过庞大的游戏和数据流量用户积累了海量的数据,并依托海量数据不断开发迭代算法,创造商业价值,还发挥数据库、算法库、知识库等资源优势,建造生态园园区吸引企业入园,让不同来源的优质数据在新的业务需求和场景中汇聚融合,实现双赢、多赢的数据要素价值转化,逐步构建起“数据要素+智能算法+场景应用”的数据流量全栈闭环体系,为公司推动数字经济业务快速发展聚合了丰富的应用场景资源。

数字经济推动数据要素和 AIGC 快速发展,有望放大公司优势

数字经济快速发展,数据要素、元宇宙和 AIGC 迎来发展契机,而公司积累了数据、算法、场景三大优势,有望实现快速成长。1) 2022 年 12 月,中共中央、国务院发布了“数据二十条”,为数据要素的发展提供制度保障和政策指引。此外,AIGC 技术取得突破性进展,2022 年底至今,国内外的多家企业陆续发布各自的大模型,这些大模型涵盖了自然语言处理、计算机视觉、语音识别、知识图谱、多模态融合等多个领域,模型参数量达到数千亿甚至数万亿级别,展现了十分强大的生成能力和创造力,在搜索引擎、社交媒体、电商平台、教育培训、医疗健康等多个行业场景中已开始有效应用。2) 在数据流量方面,公司“MetaSurfing-元享智能云平台”领先布局数字人,并在 2023 年 2 月接入百度文心一言的能力,加速构建数字人拟人化的外在与智能化的内在。此外,“魔方 Mix-AIGC 短视频智能营销助手”应用 AIGC 提升了短视频的制作和投放效率,有望实现迅猛增长。3) 在游戏方面,公司将在扩大用户数、完善产品矩阵和赛事体系、提升变现能力的同时,运用 AIGC 降本增效,为玩家带来更多突破想象力的产品。

投资建议: AIGC 有望放大“数据+算法+场景”优势,首次覆盖予以“增持”评级

我们假设 2023-2025 年公司的数字竞技平台业务收入增速分别为 25%、30%、26% (考虑游戏版号重启以及线下、线上赛事活动逐步复苏,数字经济业务 23 年开始

重启较高增速)，对应毛利率稳中有升、分别为 50%、52%、53%；数字效果流量业务收入增速分别为 35%、30%、18%（考虑公司较低的业务基数以及外部环境改善之下广告主投放需求上升，维持 23/24 年较高增速），对应毛利率分别为 12%、10%、10%（考虑效果广告行业状况，毛利率稳中略降）；AIGC 有利于内容生产和降本增效，预计品牌内容流量业务收入增速分别为 40%、60%、50%（考虑品牌主对数字人需求提升以及当前较低的基数水平），对应毛利率分别为 18%、25%、25%（考虑收入提升下的规模效应，毛利率有所提升）；费用率方面，考虑营收规模增长，预计 23-25 年销售费用率及管理费用率有所下降。

表3: 分项业务收入、毛利率及费用率预测

	2022	2023E	2024E	2025E
数字竞技平台	302	377	490	618
YoY	-42%	25%	30%	26%
毛利率	47%	50%	52%	53%
数字效果流量	1268	1712	2226	2627
YoY	260%	35%	30%	18%
毛利率	13%	12%	10%	10%
品牌内容流量	192	269	430	645
YoY	54%	40%	60%	50%
毛利率	15%	18%	25%	25%
销售费用率	7.1%	6.0%	4.0%	3.6%
管理费用率	8.5%	7.8%	6.0%	5.9%

资料来源: wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值: 我们预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 0.63/1.77/2.47 亿元, 同比增速-122%/180%/40%; 摊薄 EPS=0.04/0.11/0.15 元, 当前股价对应同期 PE=161/58/41x。公司领先布局 AIGC+数字人, 我们选取同样具备场景落地优势的二级市场上市公司中文在线 (AIGC+网络文学)、昆仑万维 (大模型+浏览器等场景落地)、汤姆猫 (AIGC+游戏) 作为估值参照系, 估值处于 50-85x PE 估值区间; 考虑天娱数科正处于业务转型期, 22 年以来业绩呈现加速增长趋势同时在数字人领域布局领先, 我们给予公司 24 年 55-65xPE 目标估值, 对应合理股价 6.05-7.15 元; 公司在数据、场景等领域具备较好资源储备, AIGC 赋能内容生产与数字人有望实现商业价值放大, 首次覆盖予以“增持”评级。

表4: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS					PE				
					2020	2021	2022	2023E	2024E	2020	2021	2022	2023E	2024E
300364.SZ	中文在线	增持	20.09	147	0.07	0.14	(0.50)	0.24	0.29	300	148	(41)	85	69
300418.SZ	昆仑万维	增持	63.98	765	4.18	1.29	0.96	1.13	1.28	15	49	66	56	50
300459.SZ	汤姆猫	增持	8.54	300	0.21	0.20	0.13	0.17	0.19	40	42	68	51	44

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

- 1) 业绩低于预期风险;
- 2) AIGC 等新技术导入低于预期风险;
- 3) 宏观经济波动风险;
- 4) 资产损失计提风险等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	403	321	3000	3000	3000	营业收入	1764	1743	2358	3146	3889
应收款项	286	343	60	80	99	营业成本	1425	1451	1916	2561	3138
存货净额	24	25	455	609	746	营业税金及附加	1	3	4	6	7
其他流动资产	46	60	14	19	23	销售费用	115	123	141	126	140
流动资产合计	1341	761	3541	3719	3880	管理费用	186	149	184	199	253
固定资产	69	62	66	95	111	研发费用	88	63	47	47	58
无形资产及其他	2	5	104	194	275	财务费用	(7)	(4)	21	51	51
投资性房地产	824	839	839	839	839	投资收益	90	(28)	3	3	3
长期股权投资	1349	1096	1097	1097	1098	资产减值及公允价值变动	(32)	(151)	15	15	0
资产总计	3586	2764	5649	5946	6203	其他收入	(81)	(46)	(47)	(47)	(58)
短期借款及交易性金融负债	14	10	2769	2820	2798	营业利润	20	(204)	62	174	245
应付款项	178	179	141	188	231	营业外净收支	34	(40)	0	0	0
其他流动负债	174	153	268	345	421	利润总额	54	(244)	62	174	245
流动负债合计	367	342	3179	3353	3450	所得税费用	(3)	18	3	9	12
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	15	21	(5)	(15)	(21)
其他长期负债	458	21	21	23	28	归属于母公司净利润	43	(283)	64	180	253
长期负债合计	458	21	21	23	28	现金流量表 (百万元)					
负债合计	825	363	3200	3376	3478	净利润	43	(283)	64	180	253
少数股东权益	75	47	53	53	38	资产减值准备	(2151)	66	11	35	31
股东权益	2686	2353	2396	2517	2687	折旧摊销	18	10	12	23	35
负债和股东权益总计	3586	2764	5649	5946	6203	公允价值变动损失	32	151	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(7)	(4)	21	51	51
每股收益	0.03	(0.17)	0.04	0.11	0.15	营运资本变动	(2189)	(478)	(13)	(17)	(6)
每股红利	0.02	0.03	0.01	0.04	0.05	其它	2157	(41)	(6)	(35)	(45)
每股净资产	1.62	1.42	1.45	1.52	1.62	经营活动现金流	(2090)	(575)	53	171	268
ROIC	-4.42%	-4.12%	1%	4%	6%	资本开支	0	84	(112)	(162)	(162)
ROE	1.59%	-12.02%	3%	7%	9%	其它投资现金流	(82)	570	0	0	0
毛利率	19%	17%	19%	19%	19%	投资活动现金流	88	907	(113)	(162)	(163)
EBIT Margin	-3%	-3%	3%	7%	8%	权益性融资	(3)	39	0	0	0
EBITDA Margin	-2%	-2%	3%	7%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	77%	-1%	35%	33%	24%	支付股利、利息	(27)	(55)	(21)	(60)	(84)
净利润增长率	-72%	-762%	-123%	181%	40%	其它融资现金流	2013	(342)	2760	50	(21)
资产负债率	25%	15%	58%	58%	57%	融资活动现金流	1956	(413)	2738	(9)	(105)
股息率	0.3%	0.5%	0.2%	0.6%	0.8%	现金净变动	(46)	(82)	2679	0	0
P/E	239.3	(36.0)	158.4	56.4	40.2	货币资金的期初余额	449	403	321	3000	3000
P/B	3.8	4.3	4.2	4.0	3.8	货币资金的期末余额	403	321	3000	3000	3000
EV/EBITDA	(329.4)	(287.8)	174.0	58.8	41.6	企业自由现金流	0	(434)	(63)	4	94
						权益自由现金流	0	(776)	2681	15	33

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032