

## 版号持续获得，游戏大作储备充分

——网易（9999.HK）23Q3 点评

### 核心观点

- **23Q3 营收 273 亿(yoy+11.6%, qoq+13.6%)**，增长主要系新游《逆水寒》、《巅峰极速》、《全明星街球派对》带来。Q2 毛利率 62.2%(yoy+5.9pp,qoq+2.3pp)，增长主要系网易自研比重相对合作开发等比重提升以及渠道变化带来。销售费用 36 亿(yoy-5.4%,qoq+9.0%); 管理费用 15 亿(yoy+18.16%,qoq+31.98%); 研发费用 43 亿(yoy+9.52%,qoq+11.2%)。Non-GAAP 归母净利润 86 亿(yoy+15.7%,qoq-4.1%)。GAAP 归母净利润 78 亿(yoy+17%,qoq-4.9%)。
- **23Q3 游戏及相关增值服务总收入 218 亿(yoy+16.5%,qoq+15.9%)**，主要系三款新游上线表现强劲，经典的旗舰类游戏产品如《梦幻西游》系列等热度持续。游戏及相关增值服务毛利率 69%（yoy+4pp, qoq+1.6pp）。其中手游收入 158 亿（yoy+32.9%, qoq+24.8%），端游收入 46 亿（yoy-16.2%, qoq+0.4%），Q3 合同负债 141.89 亿（与上期差值+16.70 亿）。已获得版号的新游戏《燕云十六声》、《射雕》、《零号任务》预期将在 2024Q2 前上线。《永劫无间》产品端亦准备充分，静待版号。《蛋仔派对》、《巅峰极速》陆续在海外各地区推进上线。
- **23Q3 云音乐收入 20 亿(yoy-16.3%,qoq+1.2%)**，同比下降主要系直播业务概率道具下架使得社交娱乐服务收入下降；毛利率 27.2%（yoy+13pp,qoq+0.21pp），主要系会员订阅收入的增加，以及成本管理措施的持续改善。预期随着音乐会员收入在收入构成占比中的持续增长，利润率将持续优化。
- **23Q3 有道收入 15 亿(yoy+9.7%,qoq+27.4%)**，主要系学习服务和在线营销服务增长。有道毛利率 55.9%（yoy+1.7pp, qoq+0.21pp）。

### 盈利预测与投资建议

- 公司新游《逆水寒》手游、《巅峰极速》、《全明星街球派对》持续拉动新外部玩家，经典旗舰类游戏流水稳健。获得版号的储备游戏《燕云十六声》、《射雕》、《零号任务》预期在 24Q2 前上线。我们预测公司 23/24/25 年归母净利润为 302/328/392 亿元（原值为 296/323/374 亿元，因调整游戏上线节奏调整盈利预测），EPS 为 9.38/10.19/12.15 元。采用 SOTP 估值，给予目标价 159.49 人民币/176.44 港元，维持“买入”评级。

### 风险提示

新游戏表现不及预期；版号审批不确定性；游戏净利率波动性较大；直播竞争加剧

### 公司主要财务信息

|               | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 87605  | 96496  | 101877 | 114211 | 130251 |
| 同比增长(%)       | 18.92% | 10.15% | 5.58%  | 12.11% | 14.04% |
| 营业利润(百万元)     | 16417  | 19629  | 28207  | 32867  | 40390  |
| 同比增长(%)       | 18.74% | 20.34% | 27.69% | 28.78% | 31.01% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 16857  | 20338  | 30236  | 32847  | 39154  |
| 同比增长(%)       | 39.74% | 20.65% | 48.67% | 8.64%  | 19.20% |
| 每股收益(元)       | 5.23   | 6.31   | 9.38   | 10.19  | 12.15  |
| 毛利率(%)        | 53.62% | 54.69% | 60.79% | 59.94% | 61.87% |
| 净利率(%)        | 19.24% | 21.08% | 29.68% | 28.76% | 30.06% |
| 净资产收益率(%)     | 19.00% | 20.33% | 25.75% | 22.80% | 22.40% |
| 市盈率(倍)        | 34     | 28     | 19     | 17     | 14     |
| 市净率(倍)        | 6      | 5      | 4      | 4      | 3      |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

### 投资评级 买入（维持）

|                      |                  |
|----------------------|------------------|
| 股价（2023 年 11 月 24 日） | 175.2 港元         |
| 目标价格                 | 176.44 港元        |
| 52 周最高价/最低价          | 185.7/94.81 港元   |
| 总股本/流通 H 股（万股）       | 322,362/322,362  |
| H 股市值（百万港币）          | 564,779          |
| 国家/地区                | 中国               |
| 行业                   | 传媒               |
| 报告发布日期               | 2023 年 11 月 27 日 |

### 股价表现

|       | 1 周   | 1 月   | 3 月   | 12 月  |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 绝对表现% | -2.34 | 11.73 | 7     | 67.78 |
| 相对表现% | -2.94 | 8.39  | 10.58 | 68.35 |
| 恒生指数% | 0.6   | 3.34  | -3.58 | -0.57 |



### 证券分析师

|     |                                                                                               |
|-----|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 项雯倩 | 021-63325888*6128<br>xiangwenqian@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860517020003<br>香港证监会牌照：BQP120 |
| 李雨琪 | 021-63325888-3023<br>liyuyi@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860520050001<br>香港证监会牌照：BQP135       |
| 韩旭  | hanxu3@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860523100001                                              |

### 相关报告

|                                                      |            |
|------------------------------------------------------|------------|
| 暑期档新游强力，期待游戏矩阵持续扩张：——网易（9999.HK）23Q2 财报点评            | 2023-09-06 |
| 《逆水寒》超市场预期，期待《蛋仔派对》AI 工具上线：——网易（09999.HK）2023Q2 前瞻   | 2023-07-16 |
| 手游营收表现亮眼，期待《逆水寒》《哈利波特》带来暑期增长：——网易（09999.HK）2023Q1 点评 | 2023-06-26 |

表 1：盈利预测

| 单位：百万/%        | 22A    | 23Q1A  | 23Q2A  | 23Q3A  | 23Q4E  | 23E     | 24E     | 25E     |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入           | 96,496 | 25,046 | 24,011 | 27,270 | 25,550 | 101,877 | 114,211 | 130,251 |
| YOY            | 10.15% | 6.33%  | 3.68%  | 11.64% | 0.77%  | 5.58%   | 12.11%  | 14.04%  |
| 营业成本           | 43,730 | 10,150 | 9,636  | 10,304 | 9,862  | 39,952  | 45,750  | 49,661  |
| 毛利             | 52,770 | 14,897 | 14,377 | 16,964 | 15,688 | 61,926  | 68,461  | 80,590  |
| 毛利率%           | 54.69% | 59.48% | 59.88% | 62.21% | 61.40% | 60.79%  | 59.94%  | 61.87%  |
| 销售费用           | 13,403 | 2,905  | 3,272  | 3,567  | 3,263  | 13,007  | 13,885  | 15,517  |
| 管理费用           | 4,696  | 1,022  | 1,132  | 1,494  | 1,174  | 4,821   | 5,272   | 6,014   |
| 研发费用           | 15,039 | 3,750  | 3,909  | 4,347  | 3,884  | 15,890  | 16,436  | 18,669  |
| 营业利润           | 19,629 | 7,220  | 6,064  | 7,556  | 7,368  | 28,207  | 32,867  | 40,390  |
| 营业利润率%         | 20.34% | 28.83% | 25.26% | 27.71% | 28.84% | 27.69%  | 28.78%  | 31.01%  |
| GAAP 归母净利润     | 20,338 | 6,755  | 8,243  | 7,837  | 7,401  | 30,236  | 32,847  | 39,154  |
| Non-GAAP 归母净利润 | 23,433 | 7,566  | 9,018  | 8,645  | 8,232  | 33,461  | 36,568  | 43,399  |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：主营业务估值（A 股、港股 2023.11.24 收盘价，美股 2023.11.23 收盘价）

| 主营业务 | 股票代码    | USD/CNY |        | 7.1     | USD/HKD |        | 7.8    | HKD/CNY |      | 0.9 | 乘数 2023E |     | 估值方案 |
|------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|------|-----|----------|-----|------|
|      |         | 股权比例    | 估值     | 估值      | 归属网易    | 人民币/每股 | 港币/每股  | 估值占比    |      |     |          |     |      |
|      |         |         | 百万美金   | 百万人民币   | 百万人民币   |        |        |         |      |     |          |     |      |
| 游戏   |         | 100%    | 69,011 | 488,926 | 488,926 | 151.67 | 167.78 | 95%     |      |     | 18.9x    | P/E |      |
| 有道   | DAO.N   | 30%     | 507    | 3,593   | 1,087   | 0.34   | 0.37   | 0%      |      |     |          |     |      |
| 云音乐  | 9899.HK | 61%     | 2,440  | 17,284  | 10,524  | 3.26   | 3.61   | 2%      |      |     |          |     |      |
| 广告   |         | 100%    | 976    | 6,915   | 6,915   | 2.15   | 2.37   | 1%      |      |     | 14.4x    | P/E |      |
| 其他   |         | 100%    | 944    | 6,691   | 6,691   | 2.08   | 2.30   | 1%      | 1.0x |     |          | P/S |      |
| 总值   |         |         | 73,878 | 523,410 | 514,144 | 159.49 | 176.44 | 100%    |      |     |          |     |      |

数据来源：Wind 一致性预期，东方证券研究所

表 3：游戏可比公司估值（PE 估值 2023.11.24 收盘价）

| 代码        | 证券简称 | 总市值（亿） | 营业总收入(百万) |         | 归母净利润（百万） |         | 市盈率 PE |      |
|-----------|------|--------|-----------|---------|-----------|---------|--------|------|
|           |      |        | 23E       | 24E     | 23E       | 24E     | 23E    | 24E  |
|           | 平均   |        |           |         |           |         | 18.9   | 15.3 |
| 0700.HK   | 腾讯控股 | 27,864 | 616,362   | 684,652 | 134,785   | 165,491 | 20.7   | 16.8 |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 497    | 17,746    | 20,501  | 3,262     | 3,830   | 15.2   | 13.0 |
| 002624.SZ | 完美世界 | 250    | 8,503     | 10,015  | 1,130     | 1,483   | 22.1   | 16.9 |
| 603444.SH | 吉比特  | 192    | 4,751     | 5,663   | 1,302     | 1,595   | 14.8   | 12.0 |
| 300002.SZ | 神州泰岳 | 170    | 5,887     | 6,924   | 783       | 942     | 21.7   | 18.0 |

数据来源：Wind 一致性预期，东方证券研究所，HKD/RMB 0.9

**表 4：广告可比公司估值（PE 估值 2023.11.23 收盘价）**

| 代码     | 证券简称 | 总市值（亿） | 营业总收入(百万) |         | 归母净利润（百万） |        | 市盈率 PE |      |
|--------|------|--------|-----------|---------|-----------|--------|--------|------|
|        |      |        | 23E       | 24E     | 23E       | 24E    | 23E    | 24E  |
| BIDU.O | 百度   | 3,016  | 135,695   | 148,176 | 20,944    | 21,258 | 14.4   | 14.2 |

数据来源：Wind 一致性预期，东方证券研究所, HKD/RMB 0.9

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |                |                |                |                |                | 利润表             |        |        |        |        |        |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         | 2021A          | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 单位:百万元          | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
| 现金及现金等价物       | 14,498         | 24,889         | 60,054         | 84,799         | 112,662        | 营业总收入           | 87606  | 96496  | 101877 | 114211 | 130251 |
| 应收款项合计         | 11,576         | 10,451         | 11,034         | 12,370         | 14,107         | 主营业务收入          | 87606  | 96496  | 101877 | 114211 | 130251 |
| 存货             | 965            | 994            | 908            | 1,040          | 1,128          | 其他营业收入          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动资产         | 3,004          | 2,699          | 2,954          | 2,886          | 2,846          | 营业总支出           | 71189  | 76867  | 73670  | 81344  | 89861  |
| 流动资产合计         | 113,120        | 131,603        | 167,521        | 193,665        | 223,315        | 营业成本            | 40635  | 43730  | 39952  | 45750  | 49661  |
| 固定资产净值         | 5,434          | 6,342          | 6,916          | 7,519          | 8,153          | 营业开支            | 30554  | 33138  | 33718  | 35593  | 40200  |
| 权益性投资          | 18,805         | 0              | 0              | 0              | 0              | 营业利润            | 16417  | 19629  | 28207  | 32867  | 40390  |
| 其他长期投资         | 5,879          | 2,974          | 5,182          | 4,678          | 4,278          | 净利息支出           | -1520  | -2150  | -3812  | -4067  | -4061  |
| 商誉及无形资产        | 4,257          | 0              | 0              | 0              | 0              | 权益性投资损益         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 土地使用权          | 4,108          | 4,122          | 4,615          | 4,760          | 4,978          | 其他非经营性损益        | 3168   | 2472   | 3258   | 2603   | 2629   |
| 其他非流动资产        | 2,041          | 27,720         | 10,483         | 13,415         | 17,206         | 非经常项目前利润        | 21104  | 24250  | 35277  | 39537  | 47081  |
| 非流动资产合计        | 40,524         | 41,158         | 27,196         | 30,373         | 34,614         | 非经常项目损益         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>资产合计</b>    | <b>153,644</b> | <b>172,761</b> | <b>194,716</b> | <b>224,037</b> | <b>257,929</b> | 除税前利润           | 21104  | 24250  | 35277  | 39537  | 47081  |
| 应交税金           | 4,537          | 2,813          | 3,878          | 3,743          | 3,478          | 所得税             | 4128   | 5032   | 5246   | 6893   | 8165   |
| 短期借贷及长期借贷到期部分  | 19,352         | 23,876         | 24,114         | 24,356         | 24,599         | 少数股东损益          | 119    | -494   | -203   | -203   | -239   |
| 其他流动负债         | 25,627         | 28,633         | 25,360         | 26,540         | 26,844         | 持续经营净利润         | 16857  | 19713  | 30234  | 32847  | 39154  |
| 流动负债合计         | 50,501         | 56,829         | 54,561         | 55,872         | 56,238         | 非持续经营净利润        | 0      | 625    | 0      | 0      | 0      |
| 长期借贷           | 1,275          | 3,655          | 3,692          | 3,728          | 3,766          | 净利润             | 16857  | 20338  | 30234  | 32847  | 39154  |
| 其他非流动负债        | 2,444          | 3,404          | 2,395          | 2,747          | 2,849          | 优先股利及其他调整项      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 非流动负债合计        | 3,719          | 7,059          | 6,086          | 6,476          | 6,614          | 归母净利润 (GAAP)    | 16857  | 20338  | 30234  | 32847  | 39154  |
| <b>负债合计</b>    | <b>54,220</b>  | <b>63,888</b>  | <b>60,648</b>  | <b>62,348</b>  | <b>62,852</b>  | 归 母 净 利 润 ( non | 16857  | 20338  | 30234  | 32847  | 39154  |
| 归属母公司股东权益      | 95,328         | 104,731        | 130,129        | 157,953        | 191,579        | GAAP )          | 19762  | 23433  | 33461  | 36568  | 43399  |
| 少数股东权益         | 4,096          | 4,142          | 3,940          | 3,736          | 3,497          | EPS ( 摊薄 )      | 5.23   | 6.31   | 9.38   | 10.19  | 12.15  |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>99,424</b>  | <b>108,873</b> | <b>134,068</b> | <b>161,689</b> | <b>195,077</b> | 主要财务比率          |        |        |        |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>153,644</b> | <b>172,761</b> | <b>194,716</b> | <b>224,037</b> | <b>257,929</b> | 会计年度            | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
| <b>现金流量表</b>   |                |                |                |                |                | 成长能力            |        |        |        |        |        |
| 单位:百万元         |                |                |                |                |                | 营业收入增长率         | 18.9%  | 10.1%  | 5.6%   | 12.1%  | 14.0%  |
| 会计年度           | 2021A          | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 营业利润增长率         | 12.9%  | 19.6%  | 43.7%  | 16.5%  | 22.9%  |
| 经营活动现金流        | 24,927         | 27,709         | 25,764         | 32,667         | 37,352         | 归属普通股股东净利增长率    | 39.7%  | 20.6%  | 48.7%  | 8.6%   | 19.2%  |
| 净利润            | 16,857         | 20,338         | 30,234         | 32,847         | 39,154         | 获利能力            |        |        |        |        |        |
| 折旧与摊销          | 3,276          | 2,858          | 0              | 0              | 0              | 毛利率             | 53.6%  | 54.7%  | 60.8%  | 59.9%  | 61.9%  |
| 营运资本变动         | 3,188          | 3,497          | -4,267         | 23             | -1,563         | 净利率             | 19.2%  | 21.1%  | 29.7%  | 28.8%  | 30.1%  |
| 其他非现金调整        | 1,606          | 1,016          | -203           | -203           | -239           | ROE             | 19.0%  | 20.3%  | 25.7%  | 22.8%  | 22.4%  |
| 投资活动现金流        | -7,078         | -7,370         | 13,962         | -3,177         | -4,242         | ROA             | 11.4%  | 12.5%  | 16.5%  | 15.7%  | 16.2%  |
| 出售固定资产收到的现金    | 72             | 41             | 44             | 44             | 44             | 偿债能力            |        |        |        |        |        |
| 资本性支出          | 3,110          | 2,643          | 3,318          | 289            | 494            | 资产负债率           | 35.3%  | 37.0%  | 31.1%  | 27.8%  | 24.4%  |
| 投资减少           | 3,771          | 4,444          | 0              | 0              | 0              | 流动比率            | 224.0% | 231.6% | 307.0% | 346.6% | 397.1% |
| 其他投资活动现金流量净额   | -269           | -324           | 17,237         | -2,932         | -3,791         | 速动比率            | 222.1% | 229.8% | 305.4% | 344.8% | 395.1% |
| 融资活动现金流        | -12,586        | -10,238        | -4,561         | -4,745         | -5,247         | 每股收益            |        |        |        |        |        |
| 债务净增           | 1,708          | 4,845          | 275            | 278            | 281            | 每股经营现金流         | 5.23   | 6.31   | 9.38   | 10.19  | 12.15  |
| 股本增加           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 每股净资产           | 7.73   | 8.60   | 7.99   | 10.13  | 11.59  |
| 支付的股利合计        | 3,508          | 6,724          | 4,838          | 5,023          | 5,528          | 估值比率            | 29.57  | 32.49  | 40.37  | 49.00  | 59.43  |
| 其他筹资活动现金流量净额   | 2,139          | -31            | 0              | 0              | 0              | 估值比率            |        |        |        |        |        |
|                |                |                |                |                |                | P/E             | 34     | 28     | 19     | 17     | 14     |
|                |                |                |                |                |                | P/B             | 6      | 5      | 4      | 4      | 3      |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；  
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。