

2025 年 09 月 11 日

游戏，下一个创新药

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

简宇涵（分析师）

jianyuhan@kysec.cn

证书编号：S0790525050005

● 坚定牛市思维，双轮驱动，科技为先

市场突破后，我们对于指数的长期趋势仍维持乐观判断：（1）坚定牛市思维，证券化率视角下，当前估值仍有上行空间，持续看好。（2）市场结构呈现【**双轮驱动**】，一是全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，二是“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情。（3）不应该在积极的市场中做“惊弓之鸟”，应“**坚守自我，科技为先**”。（4）风格上，看好成长板块，在市场风险偏好高位，成长更易跑出超额。（5）如果有投资者相对畏高，对于想寻找除了前期涨幅累积较多的光模块、PCB、创新药、科创芯片、液冷以外的低位品种进行高低切，我们认为当前应该重点关注游戏、传媒、互联网、华为产业链(消费电子)、电池等品种。

● 科技行情下，硬件先行、软件跟上；游戏是软件领域的高弹性品类

科技行情下，硬件和软件应用是两个永恒的主题。在科技产业周期中，硬件与软件始终呈现“**硬件先行、软件跟上**”的客观规律。复盘 1990s 美国互联网革命、2010s 中国移动互联网时代，均存在硬件公司先拔估值，软件应用公司后跟上的现象。

游戏作为软件领域的高弹性品类，其高弹性源于商业模式。游戏的商业模式，前期依靠项目投入和积累，后期迎来产品上市步入较长的收获期，循环往复。游戏行业的商业模式具备四大特征，“高投入、高风险、高回报，长周期”。

● 游戏，下一个创新药

为什么游戏是下一个创新药？游戏与创新药行业在商业模式的相似：前期依靠管线/项目投入和积累，后期一旦产品上市，将步入较长的收获期，循环往复。二者在研发投入、爆款依赖和现金流结构等方面类似，均展现出“高投入、高风险、长周期、高弹性与强监管”等特征。因此，游戏享有创新药的优势或具备共同点：①业绩兑现期的盈利二阶导较高，由于存在前期的管线/项目积累，创新药和游戏一旦进入收获期，营收增速和盈利增速抬升快、幅度大；②基金仓位相对较低，具备较大提升空间，Q2 基金超配比例 0.18%。

然而，因行业属性差异形成独特逻辑：①相对创新药，游戏暂时缺乏强势的催化剂，导致游戏涨势相对创新药较为温和。②现金流形态存在差异，游戏上市后，收入一般集中于上线初期，后续依赖运营延缓衰减。

● 策略视角下，当下游戏的行业边际变化较大

当下，游戏行业正经历较大的边际变化。DDM 框架下，潜在提升估值的边际变化有：①游戏行业正经历从“一波流换皮产品”转向“长周期项目”，行业现金流久期提升；②AI 改革游戏的商业运行模式和内容，游戏投资 ROE 或显著提升；③消费习惯的变化，从物质消费到情绪消费。提升业绩的边际变化有：①新品周期释放，短期景气度提升；②业绩拐点到来，兑现期的盈利二阶导显著提升。

● **风险提示：**行业竞争加剧风险；市场波动风险、行业技术变化风险。

相关研究报告

《港股补涨契机中的资产掘金机会——投资策略专题》-2025.9.10

《机构关注度环比回升：基础化工、农林牧渔、家用电器——机构调研周报跟踪》-2025.9.8

《行业分化下，市场的配置思路发生变化——投资策略周报》-2025.9.7

目 录

1、 坚定牛市思维，双轮驱动，科技为先	3
2、 游戏，下一个创新药	4
2.1、 科技共舞下，硬件先行，软件跟上，游戏隶属软件	4
2.2、 游戏与创新药具备相似处与区别	6
2.3、 策略视角下，当下游戏行业正发生较大的边际变化	7
3、 游戏标的梳理	9
4、 风险提示	10

图表目录

图 1： 当前 A 股证券化率仍不及前两轮“指数牛”	3
图 2： 1995-2000 年美国互联网革命，英特尔和 IBM 为代表的硬件公司率先拔估值，随后甲骨文为代表的软件公司跟上	4
图 3： 2011-2015 年中国移动互联网时代，半导体和光学光电子为代表的硬件行业率先拔估值，随后游戏和 IT 服务为代表的软件行业跟上	4
图 4： 游戏行业的商业模式如下，包括 IP、游戏研发、游戏运营、游戏平台、游戏用户	5
图 5： 游戏开发成本攀升至前所未有的水平	5
图 6： 移动应用商店内容严重饱和	5
图 7： 复盘创新药行情，基金仓位底部逐步抬升	6
图 8： 从基金配置视角，目前游戏的基金仓位相对较低	6
图 9： A 股游戏板块内，相关标的梳理如下（单位：亿元）	9

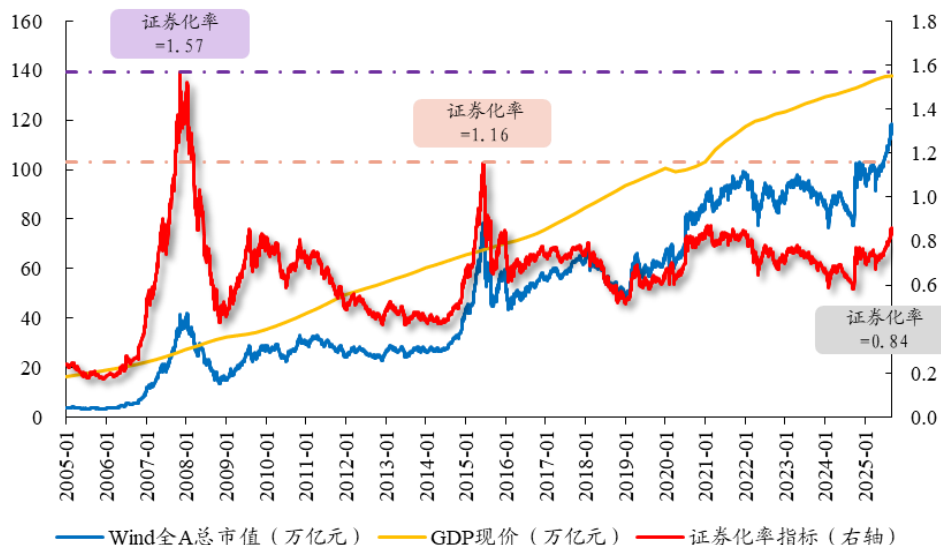
1、坚定牛市思维，双轮驱动，科技为先

市场突破后，我们对于指数的长期突破仍维持乐观判断：（1）坚定牛市思维，证券化率视角下，当前估值仍有上行空间，持续看好。（2）市场结构呈现【双轮驱动】，一是全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，二是“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情。（3）不应该在积极的市场中做“惊弓之鸟”，应“坚守自我，科技为先”。（4）风格上，看好成长板块，在市场风险偏好高位，成长更易跑出超额。（5）如果有投资者相对畏高，对于想寻找除了前期涨幅累积较多的光模块、PCB、创新药、科创芯片、液冷以外的低位品种进行高低切，我们认为当前应该重点关注游戏、传媒、互联网、华为产业链(消费电子)、电池等品种。

（1）证券化率视角下，当前估值空间充足，仍持续看好

对比过去显著指数牛，当前估值空间充足。我们于 2025 年 8 月 22 日发布的报告《证券化率看牛市估值》中指出，将证券化率指标（股市总市值与 GDP 之比）作为识别估值高点的有效参考工具。在 2005-2007 年与 2014-2015 年的指数牛阶段，该指标分别上升至 1.57 和 1.16。当前证券化率为 0.84，整体估值或仍有一定上行空间。

图1：当前 A 股证券化率仍不及前两轮“指数牛”



数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）市场双轮驱动，科技为先

我们多篇报告一直明确：市场的结构是【双轮驱动】：其一为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，其二为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情。在双轮驱动行情下，“坚守自我，科技为先”尤为重要。

科技板块内，如果有投资者相对畏高，对于想寻找除了前期涨幅累积较多的光模块、PCB、创新药、科创芯片、液冷以外的低位品种进行高低切，我们认为当前应该重点关注游戏、传媒、互联网、华为产业链(消费电子)、电池等品种。

2、游戏，下一个创新药

科技行情下，硬件和软件应用是两个永恒的主题。在科技产业周期中，硬件与软件始终呈现“硬件先行、软件跟上”的客观规律。复盘 1990s 美国互联网革命、2010s 中国移动互联网时代，均存在硬件公司先拔估值，软件应用公司后跟上的现象。

游戏作为应用领域的高弹性品类，其高弹性源于商业模式。游戏的商业模式，前期依靠项目投入和积累，后期迎来产品上市步入收获期，循环往复。游戏行业的商业模式具备四大特征，“高投入、高风险、高回报，长周期”。

为什么游戏是下一个创新药？游戏与创新药行业在商业模式的相似，二者在研发投入、爆款依赖和现金流结构等方面类似，均展现出“高投入、高风险、长周期、高弹性与强监管”等特征。因此游戏享有创新药的优势或相同点：①业绩兑现期的盈利二阶导相对较高；②基金仓位相对较低。

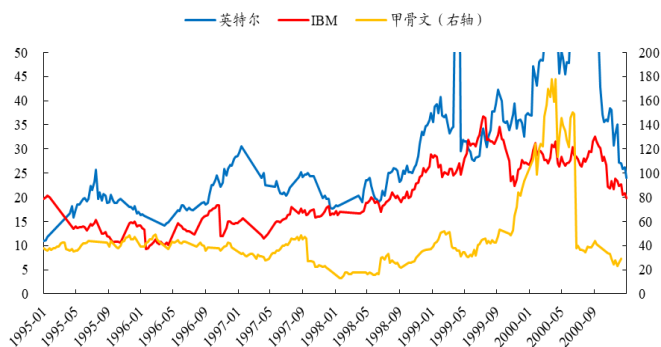
但同时也因行业属性差异形成独特逻辑：①相对创新药，游戏暂时缺乏强势的催化剂。②现金流形态存在差异，游戏上市后，收入一般集中于上线初期，后续依赖运营延缓衰减。

策略视角下，游戏发生了怎样的边际变化？DDM 框架下，**估值提升视角**：①游戏行业正经历从“一波流换皮产品”转向“长周期项目”，行业现金流久期提升；②AI 改革游戏的商业运行模式和内容，游戏投资 ROE 或显著提升；③消费习惯的变化，从物质消费到情绪消费。**业绩提升视角**：①新品周期释放，景气度提升概率高；②业绩拐点到来，兑现期的盈利二阶导显著提升。

2.1、科技共舞下，硬件先行，软件跟上，游戏隶属软件

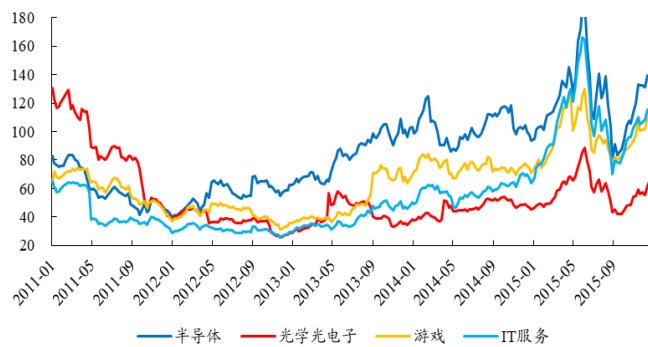
在科技产业周期中，硬件与软件始终呈现“硬件先行、软件跟上”的客观规律。复盘美国及中国科技产业历次发展浪潮，无论是美国互联网革命（1990s-2000s），还是中国移动互联网时代（2010s），“硬件先行，软件跟上”的产业轮动规律确实存在，且与技术创新、资本投入和市场渗透的逻辑紧密相关。以 90 年代的美国互联网革命为例，在基础协议层和用户交互层等技术突破后，随着政策驱动光纤网络、路由器等基础设施建设，资本开支周期上行，互联网从科研工具走向大众化、商业化，互联网的渗透率提升，为后续软件和应用普及奠定基础。

图2：1995-2000 年美国互联网革命，英特尔和 IBM 为代表的硬件公司率先拔估值，随后甲骨文为代表的软件公司跟上



数据来源：彭博、开源证券研究所 注：纵坐标为 PE（TTM）

图3：2011-2015 年中国移动互联网时代，半导体和光学光电子为代表的硬件行业率先拔估值，随后游戏和 IT 服务为代表的软件行业跟上

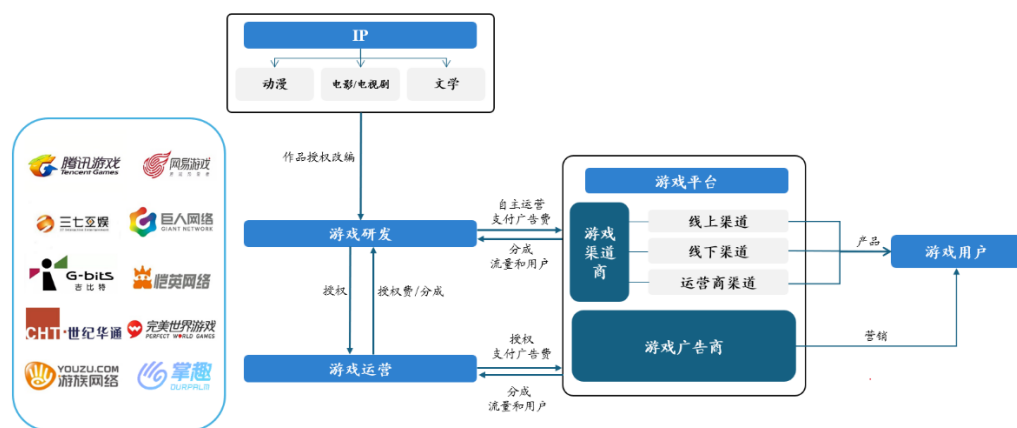


数据来源：Wind、开源证券研究所 注：纵坐标为 PE（TTM）

游戏作为应用领域的高弹性品类，其高弹性源于商业模式。软件领域的细分方向数量较多，可大致分为基础软件、企业应用以及面向个人的消费类应用，游戏隶属面向个人的消费类应用。相较其他消费类应用，游戏是软件领域的高弹性品类，其高弹性源于商业模式。游戏行业的商业模式具备四大特征，“高投入、高风险、高回报，长周期”。

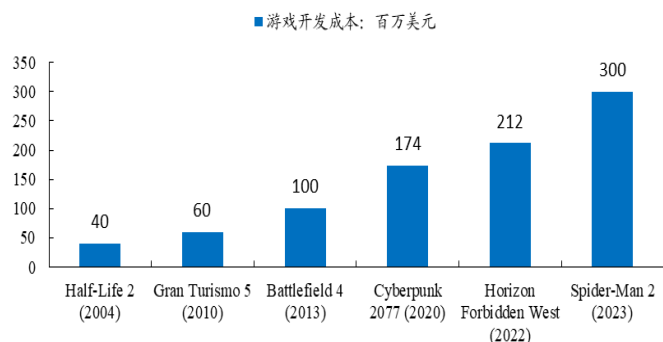
游戏的商业模式，造就了游戏行业“高投入、高风险、高回报，长周期”的特征。按游戏行业的环节及参与玩家，可分成 IP、游戏开发、游戏运营、游戏平台、游戏用户。高投入主要体现在游戏开发环节；近年来，尽管疫情后游戏市场增长乏力，游戏开发成本却持续大幅提升。高风险体现在游戏市场内容严重饱和，新款游戏的脱颖而出难度不断提升，竞争加剧。高回报和长周期体现在游戏用户的黏性以及具备较强的付费意愿。

图4：游戏行业的商业模式如下，包括 IP、游戏研发、游戏运营、游戏平台、游戏用户



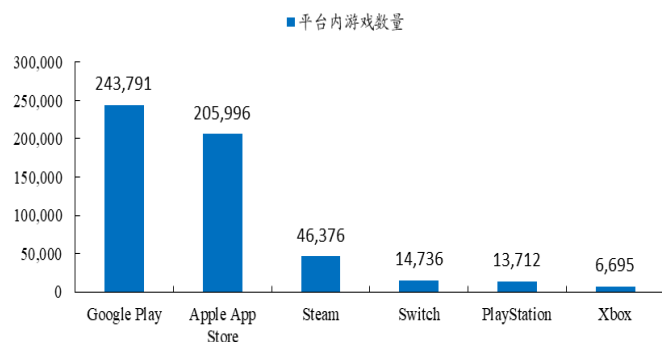
资料来源：各公司官网、开源证券研究所

图5：游戏开发成本攀升至前所未有的水平



数据来源：EE Times China、Omdia、开源证券研究所

图6：移动应用商店内容严重饱和



数据来源：EE Times China、Omdia、开源证券研究所 注：数据为2025年7月

2.2、游戏与创新药具备相似处与区别

在商业模式上，游戏行业与创新药行业存在显著的相似性，前期依靠项目投入和积累，后期迎来产品上市步入收获期，循环往复。游戏与创新药行业在商业模式的相似，导致二者在研发投入、爆款依赖和现金流结构等方面相似，但同时也因行业属性差异形成独特逻辑。

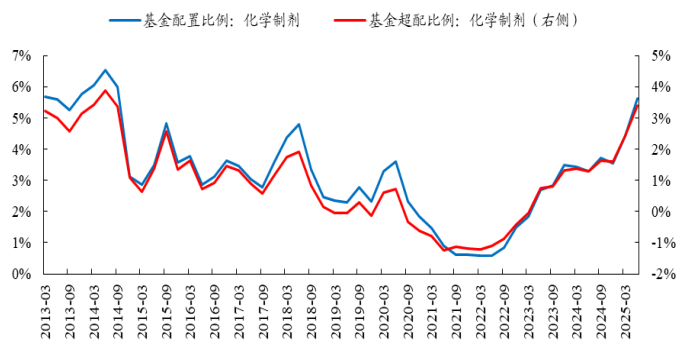
两个行业的商业模式本质，彰显“高投入、高风险、长周期、高弹性与强监管”等特征。在研发驱动与爆款依赖下，易导致前中期投入强度高、中后期风险较大，游戏行业依赖“创意+技术”研发，创新药以“靶点发现+临床验证”为核心，两者均需持续投入研发，爆款产品一旦上市，易给公司带来较为长期的现金流，且是公司营收的重要组成部分。高弹性和强监管体现在产品上市均面临相对较高的失败风险，游戏或因吸引力不足、竞争较多和宣传效果不佳导致收入较为平淡，创新药或因临床表现不佳导致上市失败，二者均受政策强监管。

基于相似的商业模式，游戏或是下一个创新药。在“高投入、高风险、高回报，长周期”的商业模式下，游戏与创新药具备一定相似度，享有创新药的优势：

(1) **业绩兑现期的盈利二阶导相对较高。**由于存在前期的管线/项目积累，创新药和游戏一旦进入收获期，营收增速和盈利增速抬升快、幅度大，盈利二阶导相对较高。

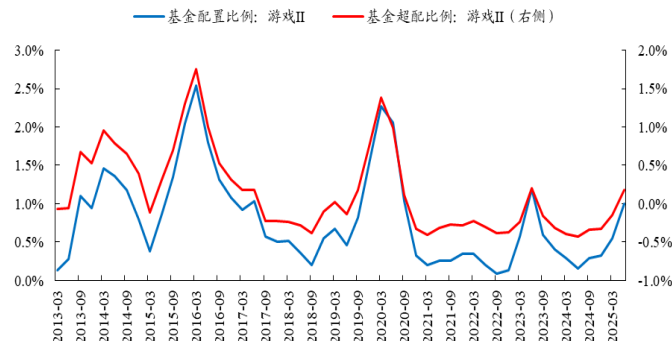
(2) **基金仓位相对较低。**无论是基金配置比例，还是基金超配比例，游戏均处于相对较低的位置，2025 年 Q2 末基金配置比例 0.99%，基金超配比例 0.18%，处于相对较低的位置，前两轮游戏的基金超配比例最高可达 1.75%、1.39%。回顾创新药行情前，对应基金仓位也存在相对较低的特征，在 2025 年创新药上涨过程，基金配置比例及超配比例不断抬升。

图7：复盘创新药行情，基金仓位底部逐步抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：从基金配置视角，目前游戏的基金仓位相对较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

由于行业属性差异，游戏和创新药也存在区别：

(1) **相对创新药，游戏暂时缺乏强势的催化剂。**2025 年，在海外百亿美元 BD 大单的刺激，国产创新药板块连续大幅上涨。然而，目前为止，游戏暂时缺乏强有力的催化剂。

(2) **现金流形态存在差异。**游戏上市后，收入一般集中于上线初期，后续依赖运营延缓衰减。创新药上市后，收入爬坡期长，3-7 年达峰，现金流可预测性强。

2.3、策略视角下，当下游戏行业正发生较大的边际变化

策略视角下，游戏行业正经历较大的边际变化。按照 DDM 框架，不同的边际变化将对游戏行业的分子端业绩、分母端估值将产生积极影响。其中，分母端估值对游戏板块的重要性较高。

估值提升视角：

(1) **游戏行业正经历从“一波流换皮产品”转向“长周期项目”，行业现金流久期提升，行业估值或具备提升空间**

游戏行业正经历从“一波流换皮产品”向“长周期项目”的战略转型，这一趋势显著提升了行业现金流久期，即未来现金流的持续性和稳定性显著提升，并重塑了行业的财务结构和竞争格局。过往，部分游戏公司专注于休闲游戏的流量变现，类似三消类游戏，开发周期短，用户获取成本低，但需高频更新维持热度，形成了“流量即收益”的轻资产模型，该模式属于“一波流产品”，难以持续提供稳定且长期的现金流，导致行业估值难以维持在较高水平。

(2) **AI 改革游戏的商业运行模式和内容，游戏投资 ROE 或显著提升，产品力得以创新导致价值量提升**

AI 技术正深度重构游戏产业的商业模式与内容生产链条，推动行业从“高成本、高风险”向“高效能、高价值”转型，显著提升产品力与投资回报率 ROE。在 AI 自动化工具的帮助下，开发效率存在跃迁的可能，成本结构或得到优化，游戏投资的 ROE 或显著提升。内容生产力突破，例如智能 NPC，玩家交互从“选项点击”升级为“自然对话”，游戏产品力不断创新，价值量显著提升。

(3) 消费习惯的变化：从物质消费到情绪消费

目前，中国消费正步入深层次转型期，消费习惯从物质消费逐渐转向情绪消费，当前中国消费呈现出更为突出的情绪化特征，消费者倾向于通过消费进行心理补偿与情绪释放，并愈发重视本土文化的认同感与价值共鸣。这与日本“第四消费时代”特征类似，在日本经济低增速以及人口老龄化下，日本动漫产业逆势扩张。国内游戏属于情绪消费，在该消费趋势下，或具备较广阔的前景。

业绩提升视角：

(1) 新品周期释放，景气度提升概率高

游戏行业正迎来新一轮景气度上行周期，新品供给释放、政策红利与技术赋能共同推动行业增长确定性提升。政策红利持续释放，游戏版号审批加速，2025 年 1-7 月国产游戏版号发放 884 款，月均审批量超 120 款，供给端持续优化。游戏新品周期密集释放，头部厂商储备丰富，长周期产品占比提升。游戏行业景气度上行是“政策松绑×新品放量×出海扩张加速”的三重共振。

(2) 业绩拐点到来，兑现期的盈利二阶导显著提升

游戏行业当前正处于业绩拐点后、兑现期前，兑现期下盈利二阶导显著提升，这一趋势由政策松绑、技术革新、新品周期及全球化扩张共同驱动。盈利二阶导的影响因素包括政策红利释放供给端动能、技术革命降本增效、新品周期与长线运营共振、出海扩张速度，以上因素共同影响着游戏行业盈利增速的加速度。

3、游戏标的梳理

相较其他产业链，游戏产业链相对较短，且游戏公司同时负责从游戏开发到游戏运营等重要环节。国内游戏板块包含较多标的，按类别分类，除去非上市标的，可分成 ETF、A 股、港股。

游戏 ETF 内，按规模大小排序，华夏中证动漫游戏 ETF(159869.OF)排名靠前，截至至 9 月 10 日规模达 80.57 亿元，管理费率 0.50%，托管费率 0.10%。根据 ETF 费率比较，华泰柏瑞中证动漫游戏 ETF(516770.OF)的费率相对较低，管理费率 0.30%，托管费率 0.06%。

A 股游戏板块内，按市值大小，ST 华通、巨人网络、恺英网络、三七互娱、吉比特、完美世界排名靠前，其中除 ST 华通外，均为华夏中证动漫游戏 ETF 的重仓股。我们于 2025 年 9 月 7 日《行业分化下，市场的配置思路发生变化》报告中提出，在居民资金入市方式变化下，ETF 权重股或强于微盘股。因此，游戏板块内，我们更倾向从 ETF 权重股里进行择股。

港股游戏板块内，按市值大小，腾讯控股、网易、哔哩哔哩、心动公司等排名靠前。与 A 股游戏公司比较，港股游戏公司盈利增速的相对更靠前，业绩或更占优。港股心动公司 2025 年中报营收增速 38.79%，归母净利润增速 268.04%，业绩亮眼。

图9：A 股游戏板块内，相关标的梳理如下（单位：亿元）

分类	代码	证券简称	市值/规模	2025中报营收	2025中报营收增速	2025中报归母净利润	2025中报归母净利润增速
ETF	159869.OF	华夏中证动漫游戏ETF	81				
	516010.OF	国泰中证动漫游戏ETF	20				
	516770.OF	华泰柏瑞中证动漫游戏ETF	2				
A股	002602.SZ	ST华通	1,401	172.07	85.50%	26.56	129.33%
	002558.SZ	巨人网络	851	16.62	16.47%	7.77	8.27%
	002517.SZ	恺英网络	507	25.78	0.89%	9.50	17.41%
	002555.SZ	三七互娱	491	84.86	-8.08%	14.00	10.72%
	603444.SH	吉比特	345	25.18	28.49%	6.45	24.50%
	002624.SZ	完美世界	331	36.91	33.74%	5.03	384.52%
港股	0700.HK	腾讯控股	58,120	3645.26	13.69%	1,034.49	15.56%
	9999.HK	网易-S	7,255	567.20	8.37%	189.02	31.33%
	9626.HK	哔哩哔哩-W	837	143.41	21.62%	2.10	115.47%
	2400.HK	心动公司	390	30.82	38.79%	7.55	268.04%
	9890.HK	贪玩	83	20.05	-37.86%	6.02	257.21%
	0799.HK	IGG	53	24.82	-0.51%	3.22	-2.85%

资料来源：Wind、开源证券研究所 注：标橙为华夏中证动漫游戏 ETF 的重仓股

4、风险提示

行业竞争加剧风险

市场波动风险

行业技术变化风险

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn