

# 春节档有望高增长，战略调整基本面拐点显现，上调评级

买入 (上调)

2020年02月06日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,725	2,294	2,164	2,512
同比 (%)	95.2%	-15.8%	-5.7%	16.1%
归母净利润 (百万元)	842	-2,415	1,086	1,338
同比 (%)	113.8%	-386.8%	145.0%	23.2%
每股收益 (元/股)	0.24	-0.68	0.31	0.38
P/E (倍)	15.23	-5.31	11.81	9.59

## 投资要点

- **春节档历来是旺季，特殊假期背景下产品活跃度有望大超去年同期。**从1月初至今，Outfit7在IOS平台上的下载量出现快速增长，且当前仍处于较高水平。《我的汤姆猫2》在IOS平台上的下载量从2019年11月5日的14406提升至2020年1月28日的60386，同期《汤姆猫英雄跑酷》下载量从12059提升至2020年1月27日的55756。虽然该数据仅代表IOS平台的情况，但由于公司在IOS平台没有买量，因此我们预计安卓平台增长趋势也将同样明显。春节档历来是公司旺季，这与休闲游戏本身的特点有关，节假日下载及打开均会更加频繁。2020年春节由于疫情的特殊情况，假期延长，将直接提升产品活跃程度、延长活跃时长。
- **新兴市场下载量领先，有望驱动公司全球DAU持续增长。**2019年印度/巴西/俄罗斯/印尼等地区iOS与Google Play游戏综合下载量排名中，Outfit7分别位列1/3/4/4，而上述地区均为全球移动应用市场快速增长的新兴市场。预计2020年全球移动广告支出仍将有26%的同比增速，由于公司领先IP及全球运营实力，将获益于全球新兴市场成长的红利。
- **并购Outfit7后产品矩阵进一步丰富，快速迭代。**公司陆续开发和运营了超过20款休闲移动应用，在已有头部产品持续优化、升级的基础上，不断向中、重度游戏领域延伸，提升产品总的DAU及变现能力，公司产品年DAU增速都在双位数水平。
- **接入头条穿山甲广告系统，广告变现效率有望快速提升。**公司与头条穿山甲广告系统合作，主要集中在四个方面：1)公司是头条认证MCN；2)公司接入头条穿山甲广告平台；3)公司在头条平台上为公司品牌广告主做广告投放；4)未来潜在的全球化合作。基于头条算法及资源优势，将有助于公司广告变现效率的提升，接入后公司广告单价持续增长。
- **战略再聚焦，2020年轻装上阵。**为优化公司资源配置与资产结构，聚焦核心业务，提升公司中长期盈利能力，2019年公司将原精细化工业业务相关子公司股权对外出售。哲信移动互联网应用发行业务也处于战略收缩状态，公司拟对包括杭州哲信在内的相关资产计提商誉减值。公司2020年将全面聚焦汤姆猫IP的运营，全力推进线上、线下多维变现。
- **上调评级至“买入”。**公司预计2019年将有较大额度的商誉减值及资产减值，但完成前述战略调整后，我们预计2020年将迎来基本面向上的拐点。预计2019/2020/2021年归母净利润分别为-24.2/10.9/13.4亿元，对应2020/2021年PE分别为12/10倍，估值相对可比公司优势显著！
- **风险提示：**新品上线不及预期；移动广告增速不及预期；市场系统性风险；股权质押比例较高，若市场出现大幅波动，将有被动卖出风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	3.62
一年最低/最高价	2.26/5.24
市净率(倍)	1.80
流通A股市值(百万元)	8212.78

## 基础数据

每股净资产(元)	2.01
资产负债率(%)	37.03
总股本(百万股)	3543.54
流通A股(百万股)	2268.72

## 相关研究

- 1、《金科文化 (300459.SZ): Q3 业绩符合预期，静待汤姆猫系列IP衍生变现潜力释放》
- 2、《金科文化 (300459.SZ): 业绩符合预期，并表Outfit7助力业绩高增长》
- 3、《金科文化 (300459.SZ): IP多元变现逐步落地，有望推动业绩超预期》

## 内容目录

<b>1. 春节档数据亮眼，长期潜力依然突出</b> .....	<b>4</b>
1.1. 春节档历来是销售旺季，特殊假期背景下产品活跃度有望远超去年同期 .....	4
1.2. 新兴市场下载量领先，有望驱动公司全球 DAU 持续增长 .....	5
<b>2. Outfit7 年内新品值得期待，广告变现效率持续提升</b> .....	<b>6</b>
2.1. Outfit7 在 2020 年产品值得期待，做深变现、做大品牌 .....	6
2.2. 接入穿山甲广告系统，提升广告变现效率 .....	7
<b>3. 战略再聚焦，2020 年轻装上阵</b> .....	<b>8</b>
3.1. 剥离原化工业务 .....	8
3.2. 杭州哲信业务调整 .....	9
3.3. 长期可期待线下业态变现等 .....	9
<b>4. 盈利预测及投资建议</b> .....	<b>10</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 图表目录

图 1: 《我的汤姆猫 2》近三个月下载量估算	4
图 2: 春节档历来是公司全年推广的旺季, 搜索指数创新高 (中国地区, 关键词: 汤姆猫)	5
图 3: APP Annie 预计 2020 年全球移动广告支出仍将有 26% 的同比增速	6
图 4: 穿山甲联盟 eCPM 是美国的 2-2.5 倍	7
图 5: 公司发展历程中的主要节点	8
图 6: Outfit7 的主要变现方式	8
图 7: 公司汤姆猫乐园项目, 预计今年开出将近 10 家线下乐园 (包括直营、加盟)	9
表 1: Outfit7 作为开发商在 iOS 上在线的排名前 10 产品	4
表 2: 在全球移动 APP 主要增长国家中公司排名均领先 (按下载量)	5
表 3: Outfit7 在收购前的主要产品及收入 (单位: 元)	6
表 4: 公司 2020 年预计上线的主要产品	7
表 5: A 股可比游戏公司估值情况	10

## 1. 春节档数据亮眼，长期潜力依然突出

### 1.1. 春节档历来是销售旺季，特殊假期背景下产品活跃度有望远超去年同期

根据七麦数据统计，当前 Outfit7 作为开发商在 iOS 上在线的产品一共有 28 款，其中在游戏免费榜上排名前十的产品分别为：

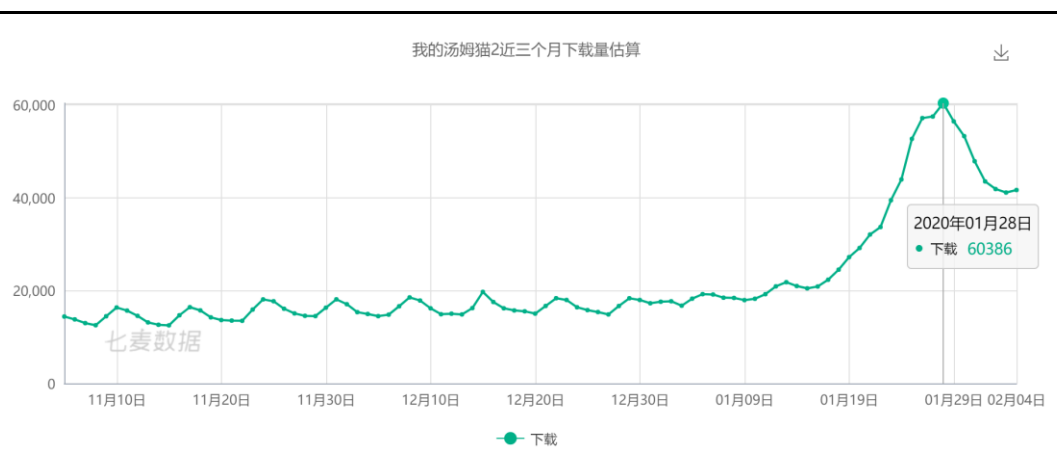
表 1: Outfit7 作为开发商在 iOS 上在线的排名前 10 产品

排名	应用	应用/游戏总榜排名	分类排名
1	我的汤姆猫 2	57/游戏(免费)	10/模拟游戏(免费)
2	汤姆猫英雄跑酷	61/游戏(免费)	18/休闲游戏(免费)
3	汤姆猫跑酷	85/游戏(免费)	19/动作游戏(免费)
4	我的安吉拉	197/游戏(免费)	34/模拟游戏(免费)
5	我的汤姆猫	267/游戏(免费)	44/模拟游戏(免费)
6	汤姆猫水上乐园	509/游戏(免费)	93/益智解谜(免费)
7	我的汉克狗	542/游戏(免费)	92/模拟游戏(免费)
8	汤姆猫的摩托艇 2	602/游戏(免费)	160/休闲游戏(免费)
9	拼图挑战	643/游戏(免费)	46/桌面游戏(免费)
10	会说话的汤姆猫 2	692/应用(免费)	61/娱乐(免费)

资料来源：七麦数据，东吴证券研究所

从 1 月初至今，Outfit7 在 IOS 平台上的下载量出现了大幅增长。我们提取了排名前二的产品，分别是《我的汤姆猫 2》、《汤姆猫英雄跑酷》，其中《我的汤姆猫 2》在 IOS 平台上的下载量从 2019 年 11 月 5 日的 14406 提升至 2020 年 1 月 28 日的 60386，同期《汤姆猫英雄跑酷》下载量从 12059 提升至 2020 年 1 月 27 日的 55756。虽然该数据仅代表 IOS 平台的情况，由于公司在 IOS 平台没有买量，因此我们预计安卓平台增长趋势也将同样明显。

图 1: 《我的汤姆猫 2》近三个月下载量估算

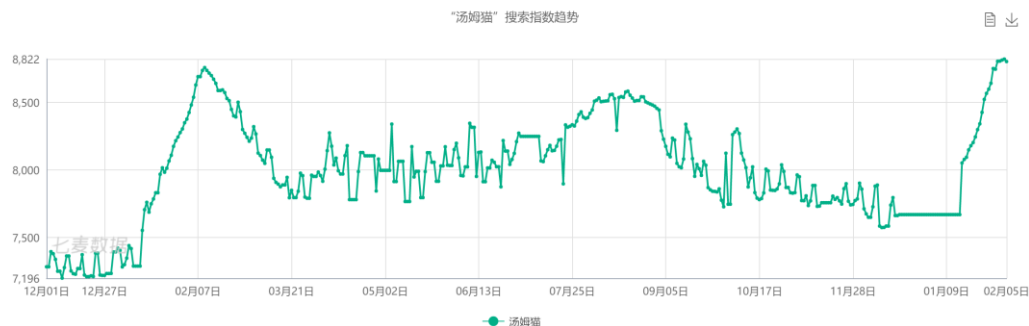


数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

春节档历来是公司旺季，这与休闲游戏本身的特点有关，节假日下载及打开均会更

加频繁。2020 年春节由于疫情的特殊情况，假期延长，将直接提升产品活跃程度、延长活跃时长。

图 2：春节档历来是公司全年推广的旺季，搜索指数创新高（中国地区，关键词：汤姆猫）



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

## 1.2. 新兴市场下载量领先，有望驱动公司全球 DAU 持续增长

2019 年全球 App 下载量创下 2040 亿次的新纪录，全球 App 下载量在过去的 3 年内增长了 45%。其中，下载量的增长主要由印度、巴西和印度尼西亚领衔的新兴市场所推动，而在这三个国家的下载量排名中，Outfit7 均榜上有名。

根据 App Annie 的统计数据，2019 年印度 iOS 与 Google Play 游戏综合下载量排名中，Outfit7 位列第一；2019 年巴西 iOS 与 Google Play 游戏综合下载量排名中，Outfit7 位列第三；2019 年在俄罗斯、印度尼西亚等市场的 iOS 与 Google Play 游戏综合下载量排名中，Outfit7 均位列第四；同时，《我的汤姆猫》、《我的汤姆猫 2》均入围了 2019 年俄罗斯月活用户数排名前十榜单。

表 2：在全球移动 APP 主要增长国家中公司排名均领先（按下载量）

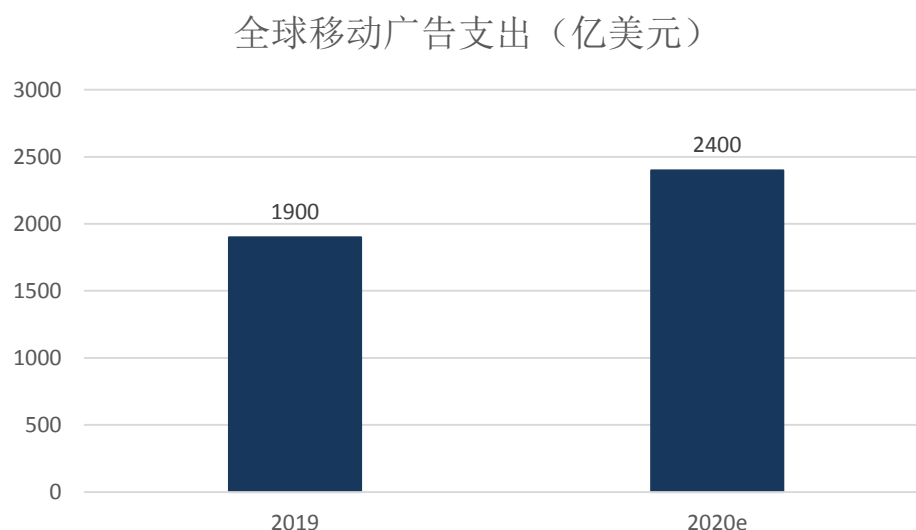
	印度	巴西	印尼
1	<b>Outfit7/塞浦路斯</b>	Voodoo/法国	宝宝巴士/中国
2	Miniclip/瑞士	Good Job Games/土耳其	Sea/新加坡
3	涂鸦移动/中国	<b>Outfit7/塞浦路斯</b>	沐瞳科技/中国
4	Ilyon Dynamics/以色列	Crazy Labs/以色列	<b>Outfit7/塞浦路斯</b>
5	Million Games/印度	Playgendary/德国	Voodoo/法国
6	Gametion/印度	SayGames/白俄罗斯	涂鸦移动/中国
7	Good Job Games/土耳其	Amanotes/越南	Amanotes/越南
8	Timuz/印度	Sea/新加坡	Good Job Games/土耳其
9	Imangi/美国	Miniclip/瑞士	Mobirix/韩国
10	腾讯/中国	动视暴雪/美国	Azur Interactive Games/俄罗斯

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

总结：由于全球移动广告市场的增长，尤其是中国移动游戏市场在 2019 年下半年

的逐步回暖，公司在中国的休闲游戏广告收入增速有望逐步提升，尤其是在春节假期延长的背景下。

图 3: APP Annie 预计 2020 年全球移动广告支出仍将有 26% 的同比增速



数据来源：App Annie，东吴证券研究所

## 2. Outfit7 年内新品值得期待，广告变现效率持续提升

### 2.1. Outfit7 在 2020 年产品值得期待，做深变现、做大品牌

#### 1) 公司的产品逻辑：并购 O7 后产品矩阵进一步丰富，快速迭代

2017 年之前，公司主要贡献收入的产品包括《我的汤姆猫》（2013 年 11 月推出）、《我的安吉拉》（2014 年推出）、《汤姆猫跑酷》（2016 年 6 月推出）、《我的汉克狗》（2017 年 1 月进行全球正式发布）、《会说话的汤姆猫 2》（2011 年推出）等五个，其中 2015 年度平均月活跃用户数为 2.33 亿人，2016 年平均月活跃用户数为 2.64 亿人，2017 年 1-6 月平均月活跃用户数为 3.01 亿人。

表 3: Outfit7 在收购前的主要产品及收入（单位：元）

主要应用产品	2017H1		2016 年		2015 年	
	收入	占比%	收入	占比%	收入	占比%
我的汤姆猫	12,174.27	28.70	25,350.68	37.36	30,165.24	40.12
我的安吉拉	9,051.29	21.33	18,313.96	26.99	25,812.93	34.33
汤姆猫跑酷	8,267.56	19.49	7,267.18	10.71	-	-
我的汉克狗	2,944.58	6.94	25.56	0.04	-	-
会说话的汤姆猫 2	886.78	2.09	2,379.90	3.51	3,388.83	4.50
收入小计	33,324.48	78.55	53,337.28	78.61	59,367.00	78.95

资料来源：公司公告，东吴证券研究所



公司在 2017 年并购 O7 后围绕汤姆猫核心 IP 开发了多款周边产品，产品矩阵更加丰富。

2018 年，公司新发行了《汤姆猫战营》、《汤姆猫摩托艇 2》、《安吉拉时尚泡泡》、《汤姆猫弹弹乐》、《汤姆猫叠叠糕》、《汤姆猫快跑》、《我的汤姆猫 2》、《果冻爆爆乐》等多款移动应用。

2019 年 6 月，公司在全球发行了《汤姆猫英雄跑酷》。

截至目前，公司已陆续开发和运营了超过 20 款休闲移动应用，全球累计下载量超过 100 亿次，月活跃用户数超过 3.7 亿人次。公司在收购后研发的新品在 O7 整体活跃用户中预计贡献过半。2020 年是公司的产品大年，预计将有多款重磅产品上线，进一步提升公司用户规模及变现能力。

表 4：公司 2020 年预计上线的主要产品

定位	游戏名称	进展及类型
深化变现	汤姆猫大冒险	1 月份中国安卓渠道公测
深化变现	汤姆猫荒野派对	2020 年的暑期档上线
深化变现	汤姆猫飞车	年内上，玩法类似跑跑卡丁车
下一代宠物养成	汤姆猫总动员	年内上，5 个核心 IP 同时出现
下一代跑酷游戏	汤姆猫小飞侠	一款比较创新的跑酷游戏

数据来源：调研纪要，东吴证券研究所

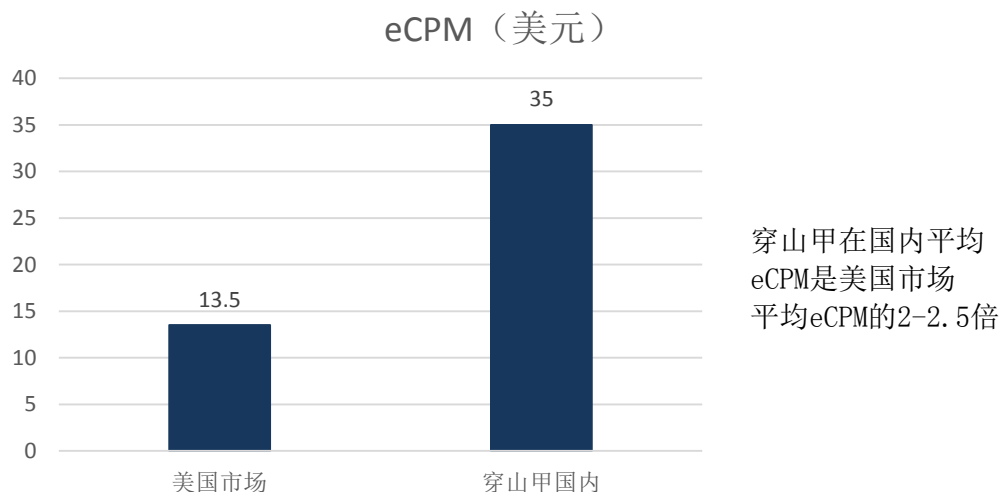
## 2.2. 接入穿山甲广告系统，提升广告变现效率

公司与头条的穿山甲系统合作，主要集中在四个方面：1) 公司是头条认证的 MCN；2) 公司接入头条的穿山甲广告平台；3) 公司在头条平台上为公司品牌广告主做投放；4) 未来潜在的全球化的合作。

穿山甲是巨量引擎旗下全球应用变现与增长平台，合作优质媒体超 30,000 家，日请求突破 405 亿，日均展示达 68 亿，覆盖 7 亿日活用户，为全球应用和广告主提供高效的广告增长和变现解决方案。

凭借高于行业平均水平的 eCPM（穿山甲联盟的平均 eCPM 达到了 35 美元，头部产品可达 50 美元）、填充率和产品能力，穿山甲成为国内可接入激励视频 APP 的变现首选，包含休闲类、策略类、动作类等多种游戏类型。

图 4：穿山甲联盟 eCPM 是美国的 2-2.5 倍



数据来源：穿山甲相关宣传资料，东吴证券研究所

基于头条算法及资源优势，将有助于公司广告变现效率的提升，接入后公司广告单价持续增长。

### 3. 战略再聚焦，2020 年轻装上阵

回顾公司发展历程，公司成立于 2007 年 6 月，于 2015 年 5 月在深圳证券交易所创业板上市，经过多次资产整合，公司当前旗下核心主营业务已完全聚焦于 Outfit7 上。

图 5：公司发展历程中的主要节点

- 2007年06月 浙江时代金科过氧化物有限公司成立（公司前身）
- 2015年05月 深圳证券交易所创业板上市
- 2016年06月 出资29亿人民币收购杭州哲信信息技术有限公司
- 2016年12月 以3亿元人民币全资收购杭州每日给力科技有限公司
- 2017年08月 收购获得其合计持有的Outfit7 56%股权
- 2018年04月 以10.7亿美元收购Outfit7，实现Outfit7 100%控股
- 2018年10月 会说话的汤姆猫主题乐园于合肥、上虞双店开业
- 2019年03月 转让子公司浙江金科日化原料有限公司56%股权
- 2019年06月 转让子公司浙江金科日化原料有限公司44%股权
- 2019年12月 汤姆猫亲子乐园龙湖杭州紫荆天街店开业

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 6：Outfit7 的主要变现方式



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

#### 3.1. 剥离原化工业务

公司原精细化工业务专业从事氧系漂白助剂 SPC 的研发、生产和销售，同时经营 蕙醌、TAED、TC、双氧水、醋酸钠等产品。公司主导产品 SPC 为环境友好型精细化工



新材料，广泛应用于日化洗涤领域，还可应用于环保、印染、造纸、医疗、照相、电镀、化学试剂及有机合成等领域。

为优化公司资源配置与资产结构，聚焦核心业务，提升公司中长期盈利能力，2019年，公司将原精细化工业务相关子公司股权对外出售，当前公司已不再持有化工业务相关资产。

### 3.2. 杭州哲信业务调整

杭州哲信此前以整合长尾流量渠道进行单机休闲游戏产品发行为主要业务，2019年，受版号审核限制，行业有所出清，杭州哲信整体业务收入下滑以及整体发行变现效率的降低。

同时，近年来工信部持续对国内电信运营商的增值业务进行规范、整治，杭州哲信短代支付收入的急剧下滑，盈利能力大幅下降，哲信移动互联网应用发行业务处于战略收缩的状态，2019年公司拟对包括杭州哲信在内的相关资产计提商誉减值。

### 3.3. 长期可期待线下业态变现等

公司以将“会说话的汤姆猫”打造成一个全栖 IP，一个 IP 孵化系统，并形成一个 IP 生态的阶段目标，落实将公司打造成世界知名全栖 IP 生态运营商的战略规划。

除线上的广告、影视等业务，公司正从快速布局亲子主题乐园、汤姆猫之家等业务，线下业务未来有望成为公司收入的重要组成部分。

图 7：公司汤姆猫乐园项目，预计今年开出将近 10 家线下乐园（包括直营、加盟）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测及投资建议

公司预计 2019 年归属于上市公司股东的净利润亏损 23.95 亿元-24.00 亿元，主要原因在于：

- 1) **商誉减值**：拟对包括杭州哲信在内的相关资产计提商誉减值，将对公司 2019 年业绩带来较大影响；
- 2) **应收账款坏账准备**：基于谨慎性原则，经测算预计计提部分资产减值准备；
- 3) **长期股权投资减值损失**：宏观经济形势及行业政策变化的影响，拟计提部分长期股权投资减值准备；
- 4) **无形资产减值损失**：部分项目预计效益较低，相应计提部分无形资产减值。

在前述战略调整后，我们预计公司 2020 年将迎来基本面向上的拐点，**核心预期**：

- 1) 参考全球移动广告市场增速，以及公司当前的发展阶段，我们预计 Outfit7 广告收入及 IP 版权收入在 2019/2020/2021 年收入增速分别为 20%/25%/20%。
- 2) 杭州哲信受到行业监管及通信运营商渠道规范整顿影响，预计收入将有较大幅度下滑，我们预计 2019/2020/2021 年收入增速分别为 -50%/-40%/-30%。
- 3) 原精细化工业业务剥离，预计 2019/2020/2021 年收入增速分别为 -50%/-100%/0%。
- 4) 预计核心主营业务毛利率基本保持稳定，杭州哲信盈利能力有所下滑。
- 5) 随着债务的降低，预计财务费用持续改善，预计 2020 年将继续下降。

综上，预计 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 -24.2/10.9/13.4 亿元，对应 2020/2021 年 PE 分别为 12/10 倍，公司业绩将在 2020 年出现拐点，同时当前估值水平相较 A 股可比游戏公司优势明显，**上调评级至“买入”**。

表 5：A 股可比游戏公司估值情况

股票代码	上市公司	2020/2/5	2019E		2020E		2021E	
		市值	净利润	PE	净利润	PE	净利润	PE
002555	三七互娱	722	21.3	34	25.3	29	29.1	25
002624	完美世界	646	21.3	30	24.6	26	27.2	24
002174	游族网络	238	12.1	20	14.4	17	16.9	14
603444	吉比特	266	9.0	30	10.5	25	12.2	22
<b>300459</b>	<b>金科文化</b>	<b>128</b>	<b>-24.2</b>	<b>-5</b>	<b>10.9</b>	<b>12</b>	<b>13.4</b>	<b>10</b>

数据来源：东吴证券研究所预测

## 5. 风险提示

新品上线不及预期；

移动广告增速不及预期；

市场系统性风险；

股权质押比例较高，若市场出现大幅波动，将有被动卖出风险。

金科文化三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>3,841</b>	<b>3,446</b>	<b>3,608</b>	<b>4,016</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,725</b>	<b>2,294</b>	<b>2,164</b>	<b>2,512</b>
现金	2,466	2,888	2,382	3,212	减:营业成本	794	505	226	245
应收账款	1,105	337	1,023	556	营业税金及附加	17	18	19	20
存货	103	9	41	13	营业费用	171	144	136	158
其他流动资产	167	212	161	234	管理费用	365	298	281	327
<b>非流动资产</b>	<b>8,999</b>	<b>6,131</b>	<b>6,353</b>	<b>6,696</b>	财务费用	140	190	143	105
长期股权投资	728	854	983	1,115	资产减值损失	97	3,500	150	170
固定资产	658	520	462	519	加:投资净收益	-9	15	19	24
在建工程	9	69	101	113	其他收益	0	0	0	0
无形资产	778	877	997	1,138	<b>营业利润</b>	<b>969</b>	<b>-2,347</b>	<b>1,227</b>	<b>1,512</b>
其他非流动资产	6,826	3,811	3,811	3,811	加:营业外净收支	-0	2	1	2
<b>资产总计</b>	<b>12,840</b>	<b>9,577</b>	<b>9,961</b>	<b>10,712</b>	<b>利润总额</b>	<b>969</b>	<b>-2,345</b>	<b>1,229</b>	<b>1,514</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,250</b>	<b>3,310</b>	<b>3,261</b>	<b>3,275</b>	减:所得税费用	66	70	74	91
短期借款	1,651	1,651	1,651	1,651	少数股东损益	62	0	69	85
应付账款	175	12	72	19	<b>归属母公司净利润</b>	<b>842</b>	<b>-2,415</b>	<b>1,086</b>	<b>1,338</b>
其他流动负债	1,424	1,647	1,538	1,605	EBIT	1,178	-2,246	1,307	1,569
<b>非流动负债</b>	<b>2,821</b>	<b>2,044</b>	<b>1,495</b>	<b>957</b>	EBITDA	1,388	-2,131	1,415	1,693
长期借款	2,775	1,997	1,449	911					
其他非流动负债	46	46	46	46	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,071</b>	<b>5,354</b>	<b>4,757</b>	<b>4,231</b>	每股收益(元)	0.24	-0.68	0.31	0.38
少数股东权益	25	25	94	180	每股净资产(元)	1.90	1.18	1.44	1.78
归属母公司股东权益	6,744	4,198	5,110	6,301	发行在外股份(百万股)	1971	3544	3544	3544
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,840</b>	<b>9,577</b>	<b>9,961</b>	<b>10,712</b>	ROIC(%)	9.5%	-27.4%	14.0%	15.6%
					ROE(%)	13.3%	-57.2%	22.2%	22.0%
					毛利率(%)	70.9%	78.0%	89.5%	90.3%
					销售净利率(%)	30.9%	-105.3%	50.2%	53.2%
					资产负债率(%)	47.3%	55.9%	47.8%	39.5%
					收入增长率(%)	95.2%	-15.8%	-5.7%	16.1%
					净利润增长率(%)	113.8%	-386.8%	145.0%	23.2%
					P/E	15.23	-5.31	11.81	9.59
					P/B	1.90	3.06	2.51	2.04
					EV/EBITDA	11.02	-6.68	10.08	7.67

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

