

富春股份 (300299)

证券研究报告

2020年11月03日

看好 Q4 字节合作 RO 催化经营性利润，明年更可期

事件：公司于 2020 年 10 月 28 日晚上公布 2020 年第三季度报告，公司 2020Q1-Q3 实现营收 3.04 亿元，同比下降 13.73%；归母净利润 0.69 亿元，同比增加 184.54%，扣非后归母净利润 0.15 亿元，同比下降 33.50%。公司前三季度归母净利润增长主要系本期收到上海力珩所欠公司业绩补偿款 4437.03 万元所致

经拆分，20Q3 实现营收 9110.82 万元，同比下降 22.10%，环比下降 15.08%；归母净利润 5100.19 万元，同比增长 1213.35%，环比增长 166.74%；扣非后归母净利润 508.56 万元，同比增长 22.65%。

公司 20Q1-Q3 毛利率 46.67%，同比下降 13.40pct，其中 20Q3 毛利率 47.00%，同比下降 18.03pct，环比下降 9.39pct。公司 20Q1-Q3 净利率 21.38%，同比增加 14.59pct，其中 20Q3 净利率 53.41%，同比增加 50.04pct，环比增加 51.57pct。

公司整体费用情况下降明显。公司 20Q1-Q3 四项费用为 1.23 亿元，同比下降 30.55%，整体费用率同比下降 9.77pct 至 40.34%。其中，销售费用下降系本期销售推广费用减少所致。经拆分，公司 20Q3 四项费用为 0.36 亿元，同比下降 46.54%，环比下降 6.44%，整体费用率 39.43%，同比下降 18.02pct，环比增加 3.64pct。

20Q1-Q3 经营性活动现金流净额 3017.85 万元，同比下降 35.42%，占营收比重为 9.93%，占归母净利润比重为 43.88%。经营性活动现金流净额下降主要系本期购买商品支付工程款增加所致。

富春旗下子公司骏梦自研，字节海外独代首款重度大作《仙境传说 RO：新世代的诞生》于 10 月 15 日上线港澳台地区，成绩优异。产品上线首日登顶台湾 IOS 游戏畅销榜，已连续排名畅销榜第一 15 天；在香港市场，产品从 10 月 19 日开始也已连续排名 IOS 畅销榜第一 11 天；在澳门市场，产品也多次排名 IOS 畅销榜第一，并长期稳定在前三名内。

投资建议：公司三季度符合预期，Q3 4437.03 万业绩补偿款非经贡献有助于对冲 Q4 资产减值对全年的影响，而 10 月 15 日公司旗下子公司骏梦自研，字节海外独代首款重度大作《RO：新世代的诞生》上线港澳台地区，长期排名港澳台三地畅销榜第一，表现优异，该产品有望最快年底最慢 21Q1 上线仙境 IP 受欢迎的东南亚地区，预计单一游戏可为公司 Q4 贡献 3~5 亿的新增流水（东南亚不上线 3 亿起，上线冲 5 亿），假设流水利润转化率 16%，预计经营性利润贡献为 5000~8000 万，而去年下半年经营性利润基数非常低高增长可期，我们预计公司 20-22 年净利润分别为 0.8 亿/4.5 亿/5.9 亿，对应 PE72x/13x/10x，维持“买入”评级。

风险提示：项目上线或流水不达预期、行业竞争加剧及监管趋严等风险

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|------------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 555.25 | 467.67 | 679.01 | 1,173.32 | 1,533.53 |
| 增长率(%) | 4.70 | (15.77) | 45.19 | 72.80 | 30.70 |
| EBITDA(百万元) | 158.39 | 1,143.46 | 118.15 | 506.64 | 652.16 |
| 净利润(百万元) | 57.99 | (560.94) | 83.10 | 449.56 | 586.14 |
| 增长率(%) | (133.86) | (1,067.24) | (114.81) | 440.98 | 30.38 |
| EPS(元/股) | 0.08 | (0.81) | 0.12 | 0.65 | 0.85 |
| 市盈率(P/E) | 102.86 | (10.63) | 71.78 | 13.27 | 10.18 |
| 市净率(P/B) | 4.77 | 11.94 | 10.67 | 6.06 | 3.84 |
| 市销率(P/S) | 10.74 | 12.76 | 8.79 | 5.08 | 3.89 |
| EV/EBITDA | 21.88 | 3.11 | 45.56 | 11.83 | 7.21 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 传媒/互联网传媒 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 8.63 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 691.23 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 615.26 |
| A 股总市值(百万元) | 5,965.31 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,309.71 |
| 每股净资产(元) | 0.68 |
| 资产负债率(%) | 66.64 |
| 一年内最高/最低(元) | 13.42/3.42 |

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

股价走势

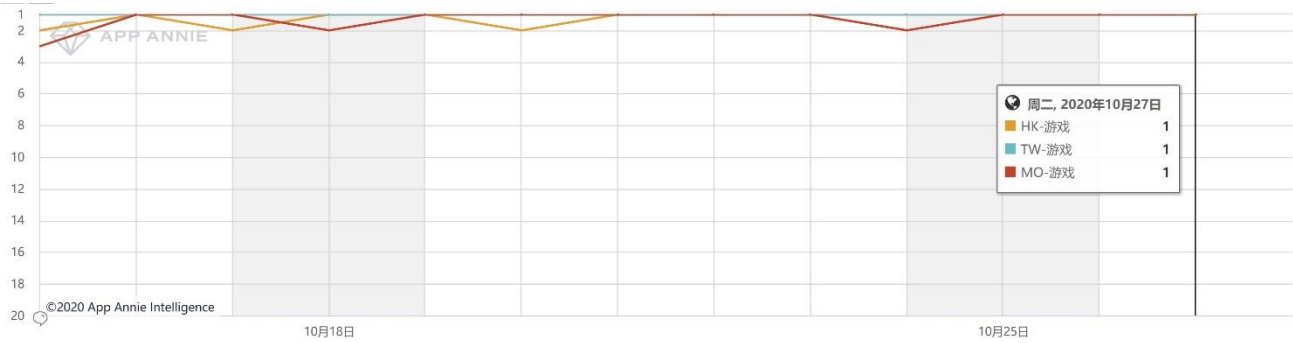


资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《富春股份-公司点评:字节合作游戏上线表现超预期，短期波动不影响中期逻辑，再次重申坚定推荐》 2020-10-18
- 2 《富春股份-公司点评:增强通信实力享 5G 红利，Tiktok 合作的 RO 即将上线》 2020-09-16
- 3 《富春股份-半年报点评:上半年疫情承压，下半年 Tiktok 海外合作的 RO 大作上线弹性可期》 2020-08-27

图 1:《RO:新世代的诞生》港澳台地区畅销榜排名情况



资料来源: App Annie、天风证券研究所

表 1: 富春《仙境传说》IP 系列游戏储备情况

| 游戏名称 | 游戏类型 | 制作商 | 上线进度 |
|-------------------|------|-----------|---------------------------------|
| 《仙境传说 RO: 爱如初见》 | MMO | 与欢乐互娱联合开发 | 已签约腾讯国内独家代理发行(暂未取得游戏版号) |
| 《仙境传说 RO: 新世代的诞生》 | MMO | 自研 | 已签约字节代理海外发行, 10 月 15 日已上线港澳台地区 |
| 《仙境传说 RO: 复兴 H5》 | H5 | 自研 | 已与上海敢客网络签订发行协议, 已于 20 年 5 月开始推广 |

资料来源: 公司公告、TapTap、天风证券研究所

字节跳动合作游戏整理

《RO:新世代的诞生》作为字节跳动全球第一款重度产品,在港澳台地区上线后表现优异,持续占据三地畅销榜排名第一。在台湾市场,产品上线首日登顶 IOS 游戏畅销榜,已连续排名畅销榜第一 15 天;在香港市场,产品从 10 月 19 日开始也已连续排名 IOS 畅销榜第一 11 天;在澳门市场,产品也多次排名 IOS 畅销榜第一,并长期稳定在前三名内。

后续字节跳动将加强对重度游戏的投入,目前储备有 6 款 IP 改编游戏。其中包括中手游研发的两款 IP 产品《全明星激斗》(SNK 系列)、《航海王热血航线》(海贼王);凯撒文化研发的火影忍者 IP 改编 MMORPG 手游《火影忍者:巅峰对决》;雷霆瀚海研发的《雷霆远征》(战锤 40K)、巴别时代研发的国漫 IP 改编 MMORPG 手游《镖人》和上海骏梦研发的《仙境传说 RO:新世代的诞生》(仙境传说)。

表 2: 字节跳动合作游戏整理

| 游戏名 | 游戏类型 | 研发商 | 发行主体 | 阶段 | 是否含 IP | TAPTAP 评分 | TAPTAP 预约人数 |
|--------------|--------|------|---------|------|--------|-----------|-------------|
| 国内市场 | | | | | | | |
| 战争艺术: 赤潮 | 策略 | 游戏科学 | 朝夕光年 | 已上线 | / | | |
| 热血街篮 | 体育 | 竞技世界 | 朝夕光年 | 已上线 | / | | |
| 航海王热血航线 | 动作 | 中手游 | 朝夕光年 | 测试 | 是 | 8.9 | 近 20 万 |
| 全明星激斗 | 卡牌 | 中手游 | 朝夕光年 | 测试 | 是 | 9.1 | 1 万 |
| 战锤 40K: 雷霆远征 | SLG | 雷霆瀚海 | 朝夕光年 | 测试 | 是 | | |
| 镖人 | MMORPG | 巴别时代 | 朝夕光年 | 测试 | 是 | 8.2 | 7.5 万 |
| 灵猫传 | 二次元 | 游梦初心 | 朝夕光年 | 测试 | / | | |
| 火影忍者: 巅峰对决 | MMORPG | 凯撒文化 | 朝夕光年 | 测试 | 是 | 8.3 | 近 18 万 |
| 火力对决 | MOBA | 上禾网络 | 朝夕光年 | 停止开发 | / | | |
| 海外市场 | | | | | | | |
| 仙境传说: 新世代的诞生 | RPG | / | Nuverse | 已上线 | 是 | 8.0 | |
| エデンの扉 | ARPG | / | Nuverse | 已下架 | / | | |

| | | | | | |
|--------------------------|------|---|---------|-----|---|
| Ohana Island:Flower Shop | 模拟经营 | / | Nuverse | 已下架 | / |
| Rosetown Diary | 模拟经营 | / | Nuverse | 已下架 | / |
| 伟大骑士 | RPG | / | Nuverse | 已下架 | / |
| 无限进化：赤潮自走棋 | 策略 | / | Nuverse | 已上线 | / |

资料来源：竞核、天风证券研究所

《RO：新世代的诞生》流水预估

《新世代的诞生》上线后表现已超过骏梦与心动联合研发的《仙境传说 RO：守护永恒的爱》，心动招股说明书显示《守护永恒的爱》17年1月上线，上线2年又5个月，心动公司按照分成比例计算的收入合计约16亿元，游戏全球总流水约32亿元，折合月均超1亿流水。《仙境传说 RO：守护永恒的爱》爆款在前，公司下半年三款《仙境传说》IP游戏有望带动游戏业务回暖，《复兴》已于5月上线推广，《爱如初见》腾讯国内独代待版号落地（7月7日 Gravity 韩国发行上线），《仙境传说：新世代的诞生》将由字节代理港澳台东南亚发行，看好字节海外首次发行重度手游的弹性空间，该游戏有望突破30亿全球流水。

表3：心动运营《仙境传说 RO：守护永恒的爱》各地区分成情况

| 市场 | 上线日期 | 公司角色 | 收益分成安排 | 收入（亿人民币） | | | 游戏周期（截至2019/9/30） |
|-------|---------|-----------|--------|----------|------|------|-------------------|
| | | | | 17 | 18 | 19 | |
| 中国 | 2017.01 | 独家发行商及联运商 | 86.23% | 4.19 | 2.30 | 1.12 | 成熟期 |
| 港澳台 | 2017.10 | 技术支持 | 25.00% | 0.49 | 0.97 | 0.16 | 成熟期 |
| 韩国 | 2018.03 | 技术支持 | 25.00% | - | 0.68 | 0.09 | 成熟期 |
| 东南亚 | 2018.10 | 技术及营运支持 | 45.00% | - | 2.32 | 2.98 | 成熟期 |
| 美洲及澳洲 | 2019.01 | 技术及营运支持 | 43.00% | - | - | 0.69 | 成熟期 |
| 日本 | 2019.06 | 技术支持 | 22.50% | - | - | - | 成长期 |

资料来源：心动公司招股说明书（数据截至2019年9月30日）、天风证券研究所

投资建议

公司三季度符合预期，Q3 4437.03 万业绩补偿款非经贡献有助于对冲 Q4 资产减值对全年的影响，而 10 月 15 日公司旗下子公司骏梦自研，字节海外独代首款重度大作《RO：新世代的诞生》上线港澳台地区，长期排名港澳台三地畅销榜第一，表现优异，该产品有望最快年底最慢 21Q1 上线仙境 IP 受欢迎的东南亚地区，预计单一游戏可为公司 Q4 贡献 3~5 亿的新增流水（东南亚不上线 3 亿起，上线冲 5 亿），假设流水利润转化率 16%，预计经营性利润贡献为 5000~8000 万，而去年下半年经营性利润基数非常低高增长可期，我们预计公司 20-22 年净利润分别为 0.8 亿/4.5 亿/5.9 亿（考虑到 Q4 或有的资产减值，我们调低 20 年盈利预测，原来 20-22 年盈利预测分别为 1.3 亿/4.5 亿/5.9 亿），当前对应 PE72x/13x/10x，维持“买入”评级。

风险提示

项目上线延期；流水不达预期；行业竞争加剧及监管趋严等风险。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 138.28 | 161.74 | 804.18 | 293.33 | 1,487.63 |
| 应收票据及应收账款 | 276.96 | 203.00 | 476.01 | 634.60 | 816.96 |
| 预付账款 | 54.97 | 40.75 | 144.66 | 55.03 | 216.30 |
| 存货 | 0.00 | 5.57 | 3.03 | 2.36 | 3.03 |
| 其他 | 388.14 | 444.32 | 171.94 | 883.84 | 462.60 |
| 流动资产合计 | 858.36 | 855.37 | 1,599.82 | 1,869.17 | 2,986.52 |
| 长期股权投资 | 157.87 | 112.66 | 112.66 | 112.66 | 112.66 |
| 固定资产 | 23.86 | 17.23 | 103.67 | 180.85 | 239.46 |
| 在建工程 | 91.86 | 170.62 | 138.37 | 131.02 | 108.61 |
| 无形资产 | 12.09 | 11.46 | 10.78 | 10.09 | 9.40 |
| 其他 | 1,056.20 | 252.73 | 266.51 | 258.16 | 257.73 |
| 非流动资产合计 | 1,341.87 | 564.71 | 632.00 | 692.78 | 727.87 |
| 资产总计 | 2,200.23 | 1,420.08 | 2,231.97 | 2,562.00 | 3,714.46 |
| 短期借款 | 202.35 | 209.04 | 200.00 | 290.72 | 200.00 |
| 应付票据及应付账款 | 150.66 | 173.15 | 223.56 | 354.53 | 394.50 |
| 其他 | 434.70 | 350.60 | 1,061.40 | 735.92 | 1,383.47 |
| 流动负债合计 | 787.71 | 732.79 | 1,484.96 | 1,381.17 | 1,977.97 |
| 长期借款 | 154.91 | 173.05 | 170.00 | 182.02 | 170.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 4.64 | 5.96 | 9.16 | 6.59 | 7.24 |
| 非流动负债合计 | 159.55 | 179.02 | 179.16 | 188.61 | 177.24 |
| 负债合计 | 947.26 | 911.81 | 1,664.12 | 1,569.78 | 2,155.21 |
| 少数股东权益 | 2.25 | 8.62 | 8.53 | 7.83 | 7.35 |
| 股本 | 727.93 | 710.80 | 691.23 | 691.23 | 691.23 |
| 资本公积 | 433.81 | 283.89 | 283.89 | 283.89 | 283.89 |
| 留存收益 | 522.18 | (211.62) | (131.91) | 293.16 | 860.68 |
| 其他 | (433.21) | (283.43) | (283.89) | (283.89) | (283.89) |
| 股东权益合计 | 1,252.96 | 508.27 | 567.85 | 992.22 | 1,559.25 |
| 负债和股东权益总计 | 2,200.23 | 1,420.08 | 2,231.97 | 2,562.00 | 3,714.46 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 57.78 | (561.06) | 83.10 | 449.56 | 586.14 |
| 折旧摊销 | 19.73 | 12.91 | 6.49 | 10.86 | 14.48 |
| 财务费用 | 31.89 | 25.65 | 25.19 | 28.21 | 27.62 |
| 投资损失 | (237.72) | (250.76) | (37.60) | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | (45.44) | 90.87 | 641.70 | (955.49) | 758.90 |
| 其它 | 216.80 | 786.53 | (21.94) | 22.81 | (8.87) |
| 经营活动现金流 | 43.05 | 104.13 | 696.95 | (444.05) | 1,378.27 |
| 资本支出 | (255.30) | (677.25) | 56.80 | 82.57 | 49.35 |
| 长期投资 | (37.25) | (45.21) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 287.91 | 635.19 | (35.68) | (209.47) | (82.60) |
| 投资活动现金流 | (4.64) | (87.28) | 21.12 | (126.90) | (33.24) |
| 债权融资 | 402.69 | 427.18 | 400.17 | 512.97 | 408.50 |
| 股权融资 | (84.20) | (193.46) | (45.23) | (28.21) | (27.62) |
| 其他 | (507.09) | (266.25) | (430.58) | (424.66) | (531.60) |
| 筹资活动现金流 | (188.59) | (32.53) | (75.63) | 60.10 | (150.72) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (150.19) | (15.67) | 642.44 | (510.85) | 1,194.30 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 555.25 | 467.67 | 679.01 | 1,173.32 | 1,533.53 |
| 营业成本 | 233.50 | 208.89 | 333.73 | 449.31 | 558.21 |
| 营业税金及附加 | 1.83 | 2.03 | 2.72 | 4.69 | 6.13 |
| 营业费用 | 94.80 | 119.52 | 53.78 | 75.30 | 105.42 |
| 管理费用 | 66.44 | 54.74 | 52.00 | 67.60 | 87.88 |
| 研发费用 | 66.17 | 77.50 | 65.88 | 85.64 | 111.33 |
| 财务费用 | 31.97 | 26.27 | 25.19 | 28.21 | 27.62 |
| 资产减值损失 | 362.98 | (733.39) | 75.00 | 18.50 | 18.50 |
| 公允价值变动收益 | 119.16 | 71.69 | (21.84) | 23.50 | (8.39) |
| 投资净收益 | 237.72 | 250.76 | 37.60 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (719.72) | 916.30 | (31.52) | (47.00) | 16.77 |
| 营业利润 | 60.40 | (526.64) | 86.47 | 467.57 | 610.06 |
| 营业外收入 | 0.23 | 0.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 0.47 | 3.77 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 60.17 | (529.88) | 86.47 | 467.57 | 610.06 |
| 所得税 | 2.39 | 31.19 | 3.46 | 18.70 | 24.40 |
| 净利润 | 57.78 | (561.06) | 83.01 | 448.87 | 585.65 |
| 少数股东损益 | (0.21) | (0.12) | (0.09) | (0.69) | (0.48) |
| 归属于母公司净利润 | 57.99 | (560.94) | 83.10 | 449.56 | 586.14 |
| 每股收益(元) | 0.08 | (0.81) | 0.12 | 0.65 | 0.85 |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-----------|-----------|----------|-----------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 4.70% | -15.77% | 45.19% | 72.80% | 30.70% |
| 营业利润 | -133.09% | -971.85% | -116.42% | 440.76% | 30.47% |
| 归属于母公司净利润 | -133.86% | -1067.24% | -114.81% | 440.98% | 30.38% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 57.95% | 55.33% | 50.85% | 61.71% | 63.60% |
| 净利率 | 10.44% | -119.94% | 12.24% | 38.32% | 38.22% |
| ROE | 4.64% | -112.27% | 14.86% | 45.67% | 37.77% |
| ROIC | 7.77% | -44.15% | 18.51% | -2092.24% | 60.60% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 43.05% | 64.21% | 74.56% | 61.27% | 58.02% |
| 净负债率 | 21.10% | 52.23% | -71.15% | 22.14% | -69.21% |
| 流动比率 | 1.09 | 1.17 | 1.08 | 1.35 | 1.51 |
| 速动比率 | 1.09 | 1.16 | 1.08 | 1.35 | 1.51 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 2.04 | 1.95 | 2.00 | 2.11 | 2.11 |
| 存货周转率 | 17,074.42 | 168.06 | 158.05 | 435.34 | 569.12 |
| 总资产周转率 | 0.24 | 0.26 | 0.37 | 0.49 | 0.49 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.08 | -0.81 | 0.12 | 0.65 | 0.85 |
| 每股经营现金流 | 0.06 | 0.15 | 1.01 | -0.64 | 1.99 |
| 每股净资产 | 1.81 | 0.72 | 0.81 | 1.42 | 2.25 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 102.86 | -10.63 | 71.78 | 13.27 | 10.18 |
| 市净率 | 4.77 | 11.94 | 10.67 | 6.06 | 3.84 |
| EV/EBITDA | 21.88 | 3.11 | 45.56 | 11.83 | 7.21 |
| EV/EBIT | 22.71 | 3.12 | 48.21 | 12.08 | 7.37 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |