

会畅通讯 (300578)

证券研究报告

2019年04月07日

云视频软硬件布局，教育信息化等行业视频应用空间巨大

事件：公司近期发布 2019Q1 业绩预告及第二期股权激励方案

点评：

一、2019Q1 净利润 3500-3677 万元，全年有望超预期高增长；股权激励方案绑定三方，利于长期发展

公司 2019Q1 同比增长 490.81%-520.68%，主要源于公司视频会议快速增长以及收购的明日实业、数智源于 1 月份并表。公司 2018 年净利润同比下滑较大，但股权激励和重组费用将近 1900 万，如果加回费用，公司 2018 年业务实现净利润 3700 万，较 2017 同比增长 8.8%。展望未来，低毛利的电话会议下滑幅度有望放缓，而高毛利的视频会议持续受益行业快速增长，公司语音及视频会议业务未来整体将快速增长。我们预计随着国内企业 SaaS 趋势加速发展，国内云视频会议市场潜在发展空间巨大。

公司公布第二期股权激励方案，此次激励计划拟授予激励对象限制性股票 600 万股。激励对象共计 172 人，包括公司（含子公司）高级管理人员及其他员工。此次激励计划包括了收购标的三方的核心员工，利于长期发展。

二、5G 时代，视频是核心应用，行业渗透空间大，短期看教育信息化发展

展望 5G 时代，高清视频将是核心应用。中国移动在近期的 5G 应用宣传场景中，包括了超高清视频会议、5G 远程教学、5G 远程医疗等 8 个场景。视频应用的赛道足够长，长期空间广阔。

从短期看，教育信息化中的双师课堂处于快速拓展期，不仅包括 K12 学校，课外辅导机构中新东方、好未来等都在拓展双师课堂模式。公司依靠明日实业+数智源协同，在此领域的应用空间巨大。新东方成立了全资子公司“双师东方”；学而思的双师课堂学生已有近万人，同时 2018 成立了双师课堂为主的未来魔法校。高思教育预计 2018 年双师课堂在全国布局达到 5000+ 间，而在未来几年，双师课堂将覆盖全国一至六线城市，课堂将达 50 万间。

三、会畅+明日+数智源，协同拓展视频行业应用市场蓝海，期待实现突破

此次重组收购数智源和明日实业，公司在云视频会议硬件端及垂直行业实现布局，从产品和行业应用双向拓宽公司市场。未来将持续受益从企业向行业应用的渗透，教育信息化、医疗等领域持续提升空间巨大。

从各自产品和应用市场来看，三者的产品和市场互补性高：会畅提供的是大型商业企业的云视频账号，数智源提供政府、教育等垂直行业的视频会议及应用解决方案，明日实业提供视频硬件终端。三个产品结合后，横向来看，将从已有的商业企业客户拓展到政府、教育信息化、医疗等行业相关客户；纵向来看，原有的云视频账号客单价相对较低，依靠明日的视频终端，将显著提升单客户价值。公司协同价值将在未来两年内逐渐显现。

明日实业产品广泛应用于政务系统、网络教育、远程医疗以及会议办公等领域，其中下游教育客户占比较高。数智源在海关和教育领域的经验丰富。期待明日的视频硬件+数智源的解决方案能够实现教育信息化市场突破。

四、盈利预测及估值：预计公司 2018 年净利润 0.18 亿元，不包括未来可能新的股权激励费用，由于收购于 2019 并表，因此上调公司 2019-2020 年净利润由 0.6、0.81 亿元至 1.78、2.23 亿元，对应目前市值 2019、2020 年 PE 分别为 24 和 19 倍。考虑低估值及长期成长性，上调公司评级由“增持”到“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、国内云视频进程低于预期；整合不及预期

投资评级

行业	通信/通信运营
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	25.21 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	167.42
流通 A 股股本(百万股)	60.50
A 股总市值(百万元)	4,220.76
流通 A 股市值(百万元)	1,525.20
每股净资产(元)	2.35
资产负债率(%)	16.36
一年内最高/最低(元)	51.25/13.22

作者

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

王俊贤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002
wangjunxian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《会畅通讯-公司点评:重组无条件过会，云视频软硬件布局正式完成》 2018-12-10
- 《会畅通讯-首次覆盖报告:畅享云视频会议大趋势，打造软硬一体化产品布局》 2018-08-05

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	252.18	267.15	225.25	771.19	951.57
增长率(%)	0.79	5.93	(15.68)	242.37	23.39
EBITDA(百万元)	32.46	40.82	17.31	202.32	253.22
净利润(百万元)	31.48	34.25	18.33	177.95	223.02
增长率(%)	(5.69)	8.79	(46.47)	870.63	25.33
EPS(元/股)	0.19	0.20	0.11	1.06	1.33
市盈率(P/E)	134.60	123.72	231.13	23.81	19.00
市净率(P/B)	32.42	14.71	9.75	6.92	5.07
市销率(P/S)	16.80	15.86	18.81	5.49	4.45
EV/EBITDA	0.00	60.53	240.78	20.81	15.06

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 2019Q1 业绩预告靓丽，全年有望超预期高增长

公司公告 2018 年业绩快报，预计 2018 年实现营业收入 2.25 亿元，同比下滑 15.61%；归属母公司净利润 1833.12 万元，同比下滑 46.48%。根据公司公告，公司重组收购的数智源、明日实业 2018 年尚未并表，于 2019 年 1 月并表，收入、净利润在 2018 年并未体现。

公司 2019Q1 实现归属母公司净利润 3500-3677 万元，同比增长 490.81%-520.68%，实现靓丽高增长。主要源于公司视频会议业务快速增长以及收购的明日实业、数智源于 1 月份并表。

公司 2018 年营业收入下滑主要受到电话会议市场下滑影响，2018 年上半年电话会议同比下滑 30.59%。主要是电话会议客户逐渐向视频客户迁移，2018 年上半年网络会议同比增长 26.84%。公司净利润同比下滑较大，但是报告期股权激励和重组费用将近 1900 万，如果加回股权激励和重组费用，公司 2018 年业务实现净利润 3700 万，较 2017 同比增长 8.8%。

在收入大幅下滑情况下，公司实际业务能够实现净利润增长主要是网络会议毛利率大幅高于电话会议，2018 年上半年网络会议毛利率较电话会议高近 30 个百分点，达到 70.66%。展望未来，低毛利的电话会议下滑幅度有望放缓，而高毛利的网络会议持续受益云视频会议行业，维持快速增长，公司整体盈利能力有望迅速恢复并迎来快速增长。

视频会议分为硬件和软件服务部分。我们预计随着企业 SaaS 趋势加速发展，未来国内单个企业用户的云成本将较传统企业会议成本降低，而上云的企业用户数量将显著扩大，国内云视频会议市场潜在发展空间巨大。

公司公布第二期股权激励方案，此次激励计划拟授予激励对象限制性股票 600 万股。激励对象共计 172 人，包括公司（含子公司）高级管理人员及其他员工。此次激励计划包括了收购标的三方的核心员工，利于长期发展。其中首次授予的业绩考核目标为：第一个解锁期限，以 2017 年扣非净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 250%；以 2017 年扣非净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 310%；以 2017 年扣非净利润为基数，2019、2020、2021 年净利润累计增长率不低于 900%。

2. 5G 时代，视频是核心应用，行业渗透空间巨大，短期看教育信息化的双师课堂快速发展

展望 5G 时代，高清视频将是核心应用。中国移动在近期的 5G 应用宣传场景中，包括了超高清视频会议、5G 远程教学、5G 远程医疗等 8 个场景。视频应用的赛道足够长，长期空间广阔。

超高清视频会议：在运营商提供的 5G 网络下，云网融合、云端互动、多屏合一、VoI TE 互联互通、超高清、低时延等功能，超高清视频会议得以实现。

图 1：5G 应用——超高清视频会议



资料来源：中国移动，天风证券研究所

图 2：5G 应用-远程教育



资料来源：中国移动，天风证券研究所

从短期看,教育信息化中的双师课堂处于快速拓展期。视频应用在教育行业的应用,如 K-12 双师课堂。主讲教师通过线上视频直播的方式对幼、小、初、高学生进行学科辅导,课堂老师则在线下配合主讲老师开展教学。学生仍需到教室,通过屏幕观看教学视频,课上通过触控一体机、答题器、点阵笔等设备与主讲老师进行互动。

目前不仅包括 K12 学校,课外辅导机构中新东方、好未来等都在拓展双师课堂模式,行业多方推动双师课堂快速发展。公司依靠明日实业+数智源协同,在此领域的应用空间巨大。新东方成立了全资子公司“双师东方”;学而思的双师课堂学生已有近万人,同时 2018 成立了双师课堂为主的未来魔法校。精锐教育、凹凸教育、鹦鹉螺、明师教育等大中小机构纷纷入局双师课堂。

好未来旗下未来魔法校成立于 2018 年,提供沉浸式双师课堂体验。优秀教师直播授课,机构辅导老师提供一对一答疑、针对性辅导、查漏补缺、巩固练习等课堂服务。两位老师分工明确。通过线上线下相结合的教学模式,为学生提供更高效、更全面的教学与课程服务。

北京老师直播授课:采用 120 寸光学抗光幕作为超大显示屏,1:1 还原主讲老师真实教学场景,屏幕光线柔和,给予学员舒适的视觉体验。1080P 高清投影,色彩真实,唇音同步。低于 500ms 几乎无延迟教学,让老师和学生之间没有距离,真正让学生体验沉浸式课堂。

主讲学生双向互动:双师教室配备高清摄像头和全向麦克风。主讲老师通过直播间里的大屏幕,与学生进行双向语音互动,还可以一对一提问学生。每个学生配备实时互动的答题器。主讲老师提问,学生用答题器和老师互动,系统记录互动积分,课堂更丰富、更有趣。

图 3: 好未来魔法学校-北京老师直播授课



资料来源:好未来,天风证券研究所

图 4: 好未来魔法学校-主讲学生双向互动



资料来源:好未来,天风证券研究所

高思教育预计 2018 年双师课堂在全国布局达到 5000+间,学生体量超 20 万人;而在未来几年,双师课堂将覆盖全国所有一至六线城市,课堂布局将达 50 万间。

图 5：高思教育-双师课堂预计



资料来源：高思教育，天风证券研究所

3. 会畅+明日+数智源，协同拓展视频行业应用市场蓝海，期待教育信息化市场突破

3.1. 收购打造云视频会议一体化布局

公司以发行股份及支付现金的方式购买视频融合应用解决方案商数智源 85.0006% 股权，交易价格为 3.92 亿元。数智源承诺 2018、2019 及 2020 年度的承诺净利润分别不低于 3250 万元、4000 万元及 5000 万元。

公司以发行股份及支付现金的方式购买明日实业 100% 的股权，交易价格为 6.5 亿元。明日实业承诺 2018、2019 及 2020 年的承诺净利润分别不低于 5000 万元、6000 万元及 7200 万元。

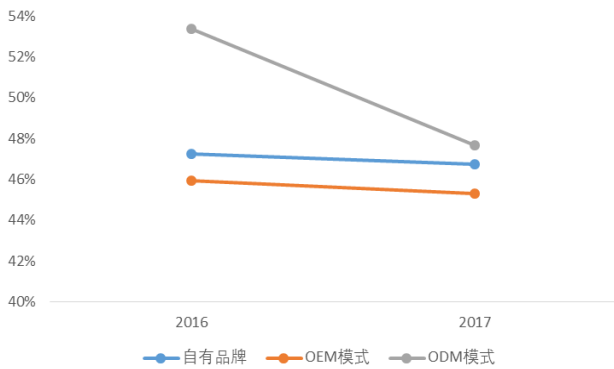
数智源：深耕海关、教育等垂直行业的优秀视频应用解决方案提供商

数智源产品主要以视频融合应用为主，同时围绕自身的软件产品优势开展“视频大数据”应用等产品的销售、集成建设和相关技术服务。数智源 2017 年自主研发视频监控软件收入大幅增长。主要是自 2015 年起数智源主营业务由销售视频监控设备逐步转变为提供视频软件应用开发服务。数智源在海关、教育等领域实现深度覆盖，积累了较为深厚的行业经验积淀，未来有望切入更多行业。

明日实业：国内领先的视频硬件设计制造商，受益 5G 时代高清化趋势

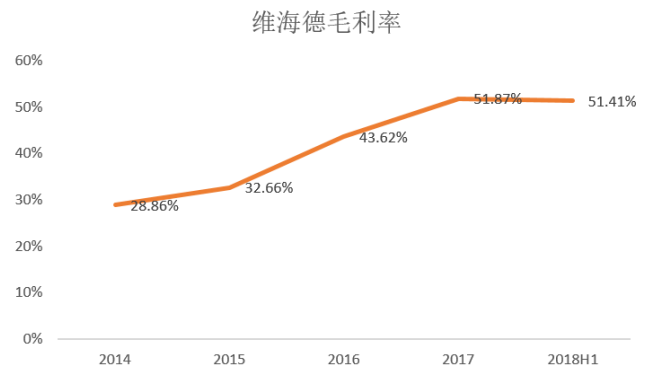
明日实业主要从事信息通信类摄像机、视频会议一体化终端的研究、开发、生产和销售。位于行业前列，主要竞争对手是维海德（三板上市公司）。两家都是从事摄像机产品类研发，毛利率均达到了 50% 左右。从行业普遍高毛利率来看，明日的业务也是技术禀赋比较高的，并不是简单地代工。未来 5G 时代，高清视频摄像头将成为趋势，明日研发多年，已经有 4K 高清产品，未来将显著受益高清化趋势带来的价格大幅提升。

图 6：明日实业毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：维海德毛利率



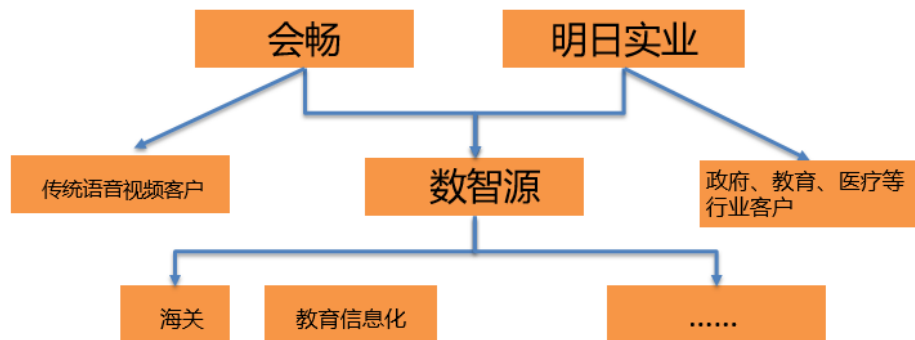
资料来源：wind，天风证券研究所

长期积累的行业经验优势，快速响应客户需求：明日实业成立以来一直致力于视频会议摄像机研究、开发与制造，经过十几年的发展，产品门类齐全，品类丰富，同时深谙行业的发展特征和规律，能够及时的掌握行业与用户的需求变化，适时推出适合客户的产品。明日实业目前与供应商和销售商形成了稳固的合作伙伴关系，优质客户资源包括中兴通讯、视联动力等。除国内市场外，明日实业积极拓展境外市场，境外市场涵盖北美洲、南美洲、欧洲、非洲、亚洲、大洋洲。

此次重组收购数智源和明日实业，公司在云视频会议硬件端及垂直行业实现布局，从产品和行业应用双向拓宽公司市场。未来将持续受益从企业向行业应用的渗透，教育信息化、医疗等领域持续提升空间巨大。

从各自产品和应用市场来看，三者的产品和市场互补性高：会畅提供的是大型商业企业的云视频账号，数智源提供政府、教育等垂直行业的视频会议及应用解决方案，明日实业提供视频硬件终端。三个产品结合后，横向来看，将从已有的商业企业客户拓展到政府、教育信息化、医疗等行业相关客户；纵向来看，原有的云视频账号客单价相对较低，依靠明日的视频终端，将显著提升单客户价值。公司协同价值将在未来两年内逐渐显现。

图 8：会畅+明日+数智源产品和市场布局



资料来源：公司收购预案，天风证券研究所制图

3.2. 协同拓展行业应用市场，短期期待教育信息化市场突破

明日 2018 年上半年第一大客户为视联动力，视联动力在雪亮工程中不同于单向的视频监控，其双向视频会议在雪亮工程中应用广泛，是重要的方案提供商。另外，明日产品在政

务系统、网络教育、远程医疗以及会议办公等领域实现持续渗透，其中教育客户占比较高。

数智源在海关和教育领域的解决防范经验丰富。期待明日的视频硬件+数智源的解决方案能力能够实现教育信息化市场突破。

4. 盈利预测及估值

预计公司 2018 年净利润 0.18 亿元，不包括未来可能新的股权激励费用，由于收购于 2019Q1 月份开始并表，并且 2019Q1 业绩超预期高增长，因此上调公司 2019-2020 年净利润由 0.6、0.81 亿元至 1.78、2.23 亿元。

我们认为：

1、目前语音可比的云通信上市公司包括二六三。二六三对应 2018 年 PE 约为 86 倍，并且二六三业绩波动较大，历史上出现过大幅亏损；

2、如果从企业云服务领域，公司提供的视频会议基于云 SaaS 模式。其他企业服务软件公司如泛微网络，根据 wind 一致预测，其目前对应的 2019 年 PE 为 66 倍。**考虑未来的云化转型，市场给与企业软件服务类型公司估值以高溢价。**

公司随着视频会议占比提升，公司未来三年语音和视频会议整体增速开始提升，复合增速有望达到 30%以上。**考虑行业公司估值和公司业绩增速，我们认为公司传统的语音和视频会议业务应该给予 30 倍以上估值。**

3、视频硬件和市场来看：1、公司视频硬件产品和亿联网络类似。亿联目前主要业务占比较大的仍然是话机，在视频硬件领域同样处于初期的快速发展期，根据我们预测，亿联目前对应 2019 年 PE 为 27 倍。但从分部来看，话机业务估值相对低一点，视频业务由于增速更高，对应估值相应更高。2、从市场来看，公司通过收购明日实业、数智源，未来教育信息化市场将是公司重点，和视源股份、佳发教育所处市场类似。根据 wind 一致预测，视源股份、佳发教育目前对应 2019 年 PE 分别为 38、35 倍。

综上我们认为，公司传统的视频会议软件服务和新拓展的视频硬件、教育信息化市场，其合理估值均在 30 倍以上，而目前公司对应 2019、2020 年 PE 分别为 24 和 19 倍。考虑低估及长期成长性，上调公司评级由“增持”到“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、国内云视频进程低于预期；整合不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	62.20	169.49	82.05	61.69	421.81	营业收入	252.18	267.15	225.25	771.19	951.57
应收账款	73.79	86.89	38.25	390.19	138.46	营业成本	129.77	131.66	101.06	422.59	521.11
预付账款	2.28	5.43	2.99	32.22	11.20	营业税金及附加	0.46	0.38	0.68	2.31	2.85
存货	0.48	0.78	0.56	1.79	1.11	营业费用	51.62	48.75	40.55	69.41	85.64
其他	3.73	0.05	300.80	300.80	300.80	管理费用	41.76	52.41	72.08	80.97	95.16
流动资产合计	142.49	262.65	424.65	786.70	873.37	财务费用	(2.29)	(0.55)	(0.50)	(1.00)	(1.50)
长期股权投资	0.00	68.12	68.12	68.12	68.12	资产减值损失	0.29	1.17	0.00	0.00	0.00
固定资产	21.54	20.80	19.72	18.64	17.57	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.77	4.55	5.00	5.00	5.00
无形资产	2.32	2.00	1.66	1.32	0.99	其他	(1.54)	(9.09)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
其他	5.25	5.35	3.06	1.79	1.00	营业利润	31.34	37.87	16.39	201.90	253.30
非流动资产合计	29.11	96.26	92.56	89.87	87.67	营业外收入	5.20	1.13	4.51	1.00	1.00
资产总计	171.60	358.91	517.21	876.57	961.05	营业外支出	0.02	0.04	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	15.83	0.00	利润总额	36.52	38.96	20.90	202.90	254.30
应付账款	21.99	48.79	17.13	109.65	46.68	所得税	5.04	4.71	2.57	24.96	31.28
其他	13.95	16.25	45.51	114.38	74.95	净利润	31.48	34.25	18.33	177.95	223.02
流动负债合计	35.94	65.04	62.64	239.85	121.63	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	16.12	20.33	0.00	归属于母公司净利润	31.48	34.25	18.33	177.95	223.02
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.19	0.20	0.11	1.06	1.33
其他	4.96	5.78	4.00	4.00	4.00						
非流动负债合计	4.96	5.78	20.12	24.33	4.00	主要财务比率					
负债合计	40.91	70.81	82.76	264.18	125.63	成长能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	0.79%	5.93%	-15.68%	242.37%	23.39%
股本	54.00	73.76	167.42	167.42	167.42	营业利润	-14.94%	20.82%	-56.71%	1131.54%	25.46%
资本公积	4.29	170.84	170.84	170.84	170.84	归属于母公司净利润	-5.69%	8.79%	-46.47%	870.63%	25.33%
留存收益	76.69	248.69	267.03	444.97	668.00	获利能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
其他	(4.29)	(205.19)	(170.84)	(170.84)	(170.84)	毛利率	48.54%	50.72%	55.14%	45.20%	45.24%
股东权益合计	130.69	288.10	434.45	612.39	835.42	净利率	12.48%	12.82%	8.14%	23.07%	23.44%
负债和股东权益总	171.60	358.91	517.21	876.57	961.05	ROE	24.09%	11.89%	4.22%	29.06%	26.70%
						ROIC	47.94%	51.88%	12.31%	48.32%	37.80%
						偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金流量表(百万元)						资产负比率	23.84%	19.73%	16.00%	30.14%	13.07%
净利润	31.48	34.25	18.33	177.95	223.02	净负比率	-31.86%	-7.39%	-22.71%	-2.52%	19.91%
折旧摊销	5.03	4.89	1.41	1.41	1.41	流动比率	3.96	4.04	6.78	3.28	7.18
财务费用	0.00	0.98	(0.50)	(1.00)	(1.50)	速动比率	3.95	4.03	6.77	3.27	7.17
投资损失	(0.77)	(4.55)	(5.00)	(5.00)	(5.00)	营运能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营运资金变动	(15.00)	(12.48)	(250.53)	(219.75)	171.83	应收账款周转率	3.62	3.33	3.60	3.60	3.60
其它	2.88	(0.66)	0.00	0.00	0.00	存货周转率	1,039.95	421.07	334.86	656.97	657.37
经营活动现金流	23.62	22.43	(236.28)	(46.39)	389.76	总资产周转率	1.44	1.01	0.51	1.11	1.04
资本支出	2.46	69.74	1.78	0.00	0.00	每股指标(元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
长期投资	0.00	68.12	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.19	0.20	0.11	1.06	1.33
其他	(5.78)	(206.74)	2.42	5.00	5.00	每股经营现金流	0.14	0.13	-1.41	-0.28	2.33
投资活动现金流	(3.32)	(68.89)	4.20	5.00	5.00	每股净资产	0.78	1.72	2.59	3.66	4.99
债权融资	0.00	0.00	16.12	36.15	0.00	估值比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股权融资	2.29	152.50	128.52	1.00	1.50	市盈率	134.60	123.72	231.13	23.81	19.00
其他	(44.24)	2.22	0.00	(16.12)	(36.15)	市净率	32.42	14.71	9.75	6.92	5.07
筹资活动现金流	(41.95)	154.73	144.64	21.03	(34.65)	EV/EBITDA	0.00	60.53	240.78	20.81	15.06
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	66.21	262.21	20.95	15.15
现金净增加额	(21.64)	108.27	(87.44)	(20.36)	360.11						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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