

蓝帽子 (BHAT.O)

证券研究报告

2020 年 05 月 25 日

蓝帽子——面向广阔蓝海，保持高速增长

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

主营业务保持高毛利高增速

从 2016 年至 2019 年公司营业收入复合增长率达 36%，净利润复合增长率则达到 52%。公司战略发展高毛利板块，2019 年毛利分别为 87%和 66%的移动游戏和互动玩具游戏系列占公司营收 90%以上。

主营业务市场发展空间广阔，公司成长潜力较大

公司选择以 AR 产品为立足核心，深耕 AR 游戏、AR 玩具、AR 教育等发展潜力较大且高增速的市场。公司本身规模相较于整个广阔市场很小，故公司整体业绩未来增长潜力较大。

自主研发创新，多项技术专利

公司坚持自主研发创新，获得多项国际国内技术专利，多项知识产权。

低市盈率低市净率构筑高安全边际

截止 2020 年 5 月 20 日美股收盘价格 1.03 美元，对应 EPS0.26 美元/股，公司市盈率仅为 4.0，市净率仅为 0.81 倍，对标美股可比公司平均 21.99 倍的市盈率，价值相对低估。

盈利预测与投资建议

预计公司 2020-2022 年营业收入为 2843、3326、3901 万美元，同比增速为 19.32%、16.97%、17.30%。公司毛利率为 68.93%、69.29%、69.65%。归母净利润为 1055、1246、1476 万美元，同比增速为 15.95%、18.13%、18.42%，EPS 为 0.301、0.356、0.422 美元。给予公司 18 倍市盈率，预计目标价格 7.56 美元。首次覆盖给予“买入”评级

风险提示：由于疫情影响，2020 年第一季度收入将下降 20%至 25%；新产品将推迟到二季度或三季度发布。游戏 IP 过气：由于市场上游戏 IP 竞争较为激烈，想要维持游戏 IP 热度，必须保持不断研发投入。美股继续大跌：美股若继续大跌，公司股票价格也可能受到影响而下挫。受瑞幸数据造假影响，市场对中概股的投资会更加谨慎，且不排除针对中概股出台更严格的监管措施、相关基金限制中概股投资头寸等情形出现，股价可能承压。



内容目录

1. 公司概况.....	3
1.1. 业务简介	3
1.2. 公司历史成长表现	3
2. 公司主要业务市场发展空间广阔.....	3
2.1. 公司主要产品介绍	3
2.1.1. 游戏	3
2.1.2. 衍生品及玩具	5
2.2. 公司业务发展方向及市场空间	6
2.2.1. 衍生品玩具市场	6
2.2.2. AR 游戏玩具市场	6
2.2.3. AR 教育互动市场	7
2.3. 坚持研发，积累技术壁垒	7
2.4. 各板块业务情况	7
3. 盈利预测与投资建议	8
3.1. 盈利预测	8
3.2. 投资建议	9
4. 风险提示	10

图表目录

图 1：公司利润表摘要	3
图 2：AR 飞车	4
图 3：AR 欠揍虫	4
图 4：AR 互动游戏授课环节	5
图 5：AR 互动游戏授课环节	5
图 6：儿童互动产品	5
图 7：青少年创新产品	6
图 8：各版块业务财务数据	8
表 1：盈利预测表	9
表 2：对比估值表	9

1. 公司概况

1.1. 业务简介

蓝帽子互动娱乐科技（“蓝帽子”）是中国领先的增强现实（“AR”）互动娱乐玩具及游戏的开发商、生产商及运营商。蓝帽子自主研发具有 AR 技术和移动游戏功能的创新玩具和互动教育内容，赋予传统玩具和教育产品全新的生命力和互动形式，以虚拟、现实相结合的表现形式，为儿童及青少年提供寓教于乐的沉浸式娱乐和学习体验。蓝帽子的发展战略方向有三个，分别是 AR 游戏玩具、AR 互动体验店加盟连锁和学前幼儿园智慧教室。

AR 玩具方面，蓝帽子目前的主打产品有“AR 飞车”、“AR 欠揍虫”等，主要是在传统的汽车、瓢虫等玩具实物上加以创新，将红外感应、声控等技术与智能手机上的 AR 游戏结合，继而加强游戏体验感；AR 线下互动体验店的开设顺应了“体验式零售”趋势；智慧教室的铺设背后则是庞大的教育市场。

1.2. 公司历史成长表现

公司营业收入从 2016 年度 9.35 百万美元以复合增长率 36% 的速度增长至 2019 年 23.83 百万美元；2016 年至 2019 年间，净利润复合增长率则达到 52%，净利润增速高于营业收入增速，增长过程中，无非经常性损益，利润质量高。（单位：百万美元）

图 1：公司利润表摘要

	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报
期间跨度	12个月	12个月	12个月	12个月
数据来源	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
日利润表摘要				
营业总收入	23.83	18.53	14.14	9.35
同比(%)	28.62	31.01	51.24	
营业总支出	14.29	10.21	8.20	6.53
营业利润	9.54	8.32	5.94	2.82
同比(%)	14.75	39.92	110.93	
税前利润	9.59	8.52	6.08	3.06
同比(%)	12.49	40.21	98.70	
净利润	9.10	7.92	5.12	2.57
同比(%)	14.92	54.53	99.08	
非经常性损益				
扣非后归属母公司股东的净利润	9.10	7.92	5.12	2.57
同比(%)	14.92	54.53	99.08	
研发支出	1.03	0.29	0.36	0.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 公司主要业务市场发展空间广阔

2.1. 公司主要产品介绍

2.1.1. 游戏

（1）手机游戏

2018 年四季度公司推出“全民斗鱼”，获得消费者好评，使得 2019 年度整年游戏板块业务营收大幅增加。

(2) AR 游戏

《AR 飞车》突破传统游戏模式,打破手机屏幕界限,将实体 mini 四驱飞车放在手机屏幕上。在游戏过程中,赛车跟随玩家操作而变化,例如吃到金币车体会震动、车灯会亮起、轻按飞车顶部即可实现跳跃等,让玩家在游戏与现实中都能体验“机车震动与轰鸣”,欣赏“炫酷车灯”,就像置身于真实的赛车场景中。

图 2: AR 飞车



资料来源:公司官网,天风证券研究所

《AR 欠揍虫》,这款游戏在红外感应技术的基础上,加强了手机 APP 与玩具实体的互动。在 AR 模式中,欠揍虫能够根据不同的事件情境做出不同反应,产品将 AR 技术、原创设计玩具和 APP 游戏结合,从而将真实世界与电脑塑造的虚拟形象叠加,在感官上延伸了用户的场景体验。

图 3: AR 欠揍虫



资料来源:公司官网,天风证券研究所

除了《AR 飞车》《AR 欠揍虫》外,蓝帽子还根据国内市场中不同年龄段消费者对 AR 产品的需求,自研了《AR 魔盒》以及《Fidolle: 青空誓约》等产品。

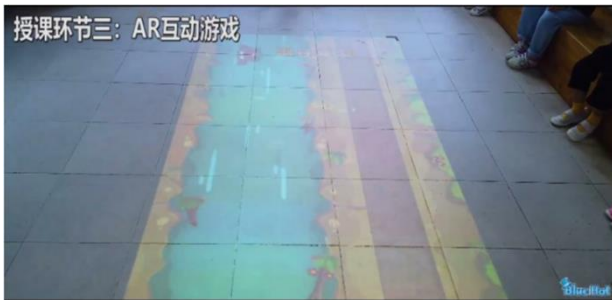
2.1.2. 衍生品及玩具

(1) 蓝帽子教育产品由蓝帽子学前教育研究院幼教专家团队设计开发,并将公司在 AR 领域应用的前沿技术引入学前教育,为 3-6 岁的儿童提供寓教于乐的沉浸式学习体验,满足学校教育和家庭教育的双重需求。

公司于 2019 年 10 月在中国厦门开设了首个基于游戏的学习中心,以该公司的 AR 游戏和教育内容为特色,旨在为 1 至 7 岁的儿童提供跨健康、语言、社交和情感、科学和艺术科目的沉浸式学习体验。

在 2019 年第四季度,蓝帽子推出了一系列沉浸式教育产品,利用 AR 技术为中国学前教育创造了一个充满活力和吸引力的模式。

图 4: AR 互动游戏授课环节



资料来源:公司官网,天风证券研究所

图 5: AR 互动游戏授课环节



资料来源:公司官网,天风证券研究所

(2) 蓝帽子儿童互动产品,通过 AR 技术赋能传统玩具,增强产品的可玩性、互动性和教育性,培养孩子的想象力和创造力。

图 6: 儿童互动产品



资料来源:公司官网,天风证券研究所

(3) 蓝帽子青少年创新产品设计并融入公司在 AR 领域的前沿技术和多种专利技术,同时孵化自有 IP 成为当代年轻人的新宠。

图 7：青少年创新产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2. 公司业务发展方向及市场空间

2.2.1. 衍生品玩具市场

根据新闻出版广电总局公布，2015 年中国游戏产业收入已经达到 1407 亿人民币。相比欧美国家，中国过去一个很大的问题是盗版多，这使得正版没有价值，随着版权保护等问题的不断完善，中国游戏衍生品的价值将迎来较大发展机会。

据国际授权业协会 LIMA 发布的《全球授权业市场调查报告》数据，2015 年中国泛娱乐衍生品以及授权收益约 76 亿美元，人均 5 美元，而美国则人均 400 美元。但仅仅 3 年过去，据艾瑞咨询《2018 年中国动漫行业研究报告》显示，2014 年我国泛二次元用户规模 1.49 亿，而 2018 年则达到 3.5 亿，且目标消费人群人均每年花费 1500 元左右人民币，这是一个市场规模达到近千亿级的市场，3 年就翻了 10 倍，并且仍在快速增长。

2.2.2. AR 游戏玩具市场

（1）玩具市场

根据产业信息网预测，目前玩具市场规模尚未触及天花板，仍具较大的增长空间，预计未来将以 5.7% 的年平均增速增长。2016 年全球玩具市场销售额为 820 亿美元，预计未来市场规模将以平均每年 5.7% 的增速增长，至 2020 年，全球玩具销售额将达 1023 亿美元。北美及亚太地区为全球最主要的两大玩具市场，保持逐年增长的趋势；中国、墨西哥、土耳其、印度尼西亚、阿联酋、泰国等新兴市场增速较高，中国依靠庞大的市场规模，将是未来全球玩具市场规模增量的主要来源。因此从市场空间来看，全球玩具市场仍具备较大的增长潜力。

新兴玩具市场的儿童平均玩具消费额远低于成熟玩具市场，2016 年中国、巴西、俄罗斯、墨西哥、印度等新兴市场的儿童平均玩具消费额分别为 43 美元、65 美元、79 美元、38.1 美元、1 美元，而美国、日本的儿童平均玩具消费额都在 300 美元以上，新兴市场在平均玩具消费额上与成熟市场存在较大差距，但随着新兴市场的经济发展，平均玩具消费额将快速释放，将为全球市场销售额提供持续增长的动力。

（2）AR 游戏市场

AR 的定义：增强现实(Augmented Reality)技术是一种将虚拟信息与真实世界巧妙融合的技术，广泛运用了多媒体、三维建模、实时跟踪及注册、智能交互、传感等多种技术手段，将计算机生成的文字、图像、三维模型、音乐、视频等虚拟信息模拟仿真后，应用到真实世界中，两种信息互为补充，从而实现真实世界的“增强”。

根据智通财经报告显示预计到 2024 年,AR 市场规模有望达 1200 亿美元。5 年复合增长率,或高达 181.3%。

(3) “AR+玩具”市场

“AR+玩具”这一全新的儿童学习范式让市场开始重新审视玩具这个具有潜力的市场。在全球玩具及 AR 两大市场的加持下,基于 AR 技术的互动式玩具份额占比从 2013 年的不足 2.5% 提升至 2018 年的 11%,其复合增长率远高于整体的玩具市场。不过 AR 玩具不同于传统玩具,从目前整体市场成熟程度来看,AR 玩具方兴未艾,仍然有待开发。而在市场普遍开发程度不高的背景下,蓝帽子却能首创 AR 互动玩具,率先形成完整的技术与产品体系,在市场上建立明显的品牌识别。

2.2.3. AR 教育互动市场

据《2018 中国少儿家庭洞察白皮书》估算,2018 年中国儿童消费市场规模已突破 4.5 万亿元。并且,得益于 2016 年以来开放的二胎政策,这一市场还在朝着更大的体量高速增长。数据显示,截至 2018 年,我国 0-14 岁的儿童数量达到 2.5 亿人。提到儿童,便不得不提“玩具”与“教育”。在消费逻辑上,前者让儿童的消费意愿变得单一且强烈,后者则反映出作为实际消费决策者——父母们对“寓教于乐”的诉求。在此市场需求下,具有互动教育功能的智能玩具,逐渐成为这个万亿消费蓝海中最大的商机之一。

据艾媒咨询预测,2020 年中国幼儿园数量有望突破 30 万所,因此公司产品的潜在市场规模较大。公司提供独特的产品,相信这些产品对中国的学龄前儿童非常有吸引力,并且可以根据学校的个人需求进行定制。公司与公立和私立幼儿园合作,课程和产品由公司的教育专家团队设计,他们对市场需求非常了解。

未来 10 年,国内人口基数、城镇化、消费升级、家庭教育等要素的发展将支撑幼儿教育市场走向新的台阶。市场的旺盛需求与有限的优质教育资源供给引发的矛盾,则将促使今后稀缺地优质教育资源产生高额溢价。

2.3. 坚持研发,积累技术壁垒

国际玩具巨头对专利技术的高度重视。而国内本土的玩具企业要想达到头部公司的高度,就必须打破 OEM 代工的固有模式,依托专利技术,打造自主 IP 品牌。对于一家公司而言,树立品牌并不容易。“品牌”二字并非贴标签就能形成,一个被消费者认可的品牌,需要经过长时间市场的检验,在竞争中脱颖而出。而要想赢得竞争,就需要品牌方拥有独家的技术。立足于现阶段消费者对玩具的创新、智能及交互性等新需求,蓝帽子在品牌建设上,选择了 AR 作为发展核心,确立了以“AR 玩具”为主的全新的游戏与玩具形式,在目前国内 AR 玩具仍以 AR 卡片类型为主的大环境下,创新性地推出两款核心产品《AR 欠揍虫》和《AR 飞车》。

从《AR 飞车》和《AR 欠揍虫》不难看出蓝帽子对自研和创新的坚持。实际上,对于一家拥有品牌及自研能力的公司而言,跟风者或许能复制其产品的外观,却无法复制其 IP 背后的品牌驱动力和技术累积。经过 10 年的积累,目前公司的知识产权组合已包括 178 项授权专利,44 项处于申请中的专利、14 项 PCT 国际专利、71 个注册商标、645 个艺术品版权以及 27 个软件版权。2020 年 3 月,Blue Hat 的“基于光强度识别的交互式系统”从美国专利商标局获得美国专利号 US 10512836 B2。公司在 AR 技术、游戏和教育内容的自主研发实力为业内翘楚。

2.4. 各板块业务情况

从下表中可以看出公司整体增长主要归因于互动玩具(游戏系列)和手机游戏销量的增加。2019 财政年度,互动玩具(游戏系列)的销售收入为 2115 万美元,较 2018 年 12 月 31 日同期的 1690 万美元增长 425 万美元,增幅为 25.2%;移动游戏较 2018 年同期由 111 万美元增长至 252 万美元,增长 141 万美元,增幅为 127%。互动玩具(动画系列)营收下降是公司主动进行经营策略调整的结果,公司经营重心不断从互动玩具(动画系列)向互动玩具(游戏系列)转移。采取此策略的原因,主要是由于公司看好 AR 游戏及游戏衍生品的较大

市场和丰厚的利润空间。另外，公司将不断扩张互动玩具游戏系列中的 AR 教育板块，计划将产品从 2019 年的合作的 30 所学校推广到至少 100 所学校中去。

图 8：各版块业务财务数据

单位：万美元	2019	2018	2017
营业收入占比			
移动游戏	10.57%	5.99%	0.92%
互动玩具动画系列	0.67%	2.81%	7.50%
互动玩具游戏系列	88.75%	91.20%	91.65%
利润占比			
移动游戏	13.48%	7.97%	1.24%
互动玩具动画系列	0.49%	1.13%	4.64%
互动玩具游戏系列	86.03%	90.82%	94.23%
营业收入			
移动游戏	252	111	13
互动玩具动画系列	16	52	106
互动玩具游戏系列	2115	1690	1296
营业收入合计	2383	1853	1414
成本			
移动游戏	33	12	2
互动玩具动画系列	8	38	65
互动玩具游戏系列	717	561	463
成本合计	758	611	530
毛利			
移动游戏	219	99	11
互动玩具动画系列	8	14	41
互动玩具游戏系列	1398	1128	833
毛利合计	1625	1242	884
毛利率			
移动游戏	0.87	0.89	0.85
互动玩具动画系列	0.50	0.27	0.39
互动玩具游戏系列	0.66	0.67	0.64
总毛利率	0.68	0.67	0.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前来看，互动玩具游戏系列在公司的营收和利润占比在 85 成以上，除此之外，主要是增长迅速和毛利率最高的移动游戏版块。从前文分析可以看出，互动玩具游戏系列的市场较有发展潜力，而且公司历史发展势头良好，当前规模适中，可见的发展瓶颈距离较远，故未来较可能保持增长。

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测

蓝帽子公司所在 AR 教育互动、AR 游戏玩具领域近年来发展迅速，同时考虑到公司在这些领域有较强大研发实力和开发经验，大概率可以推测毛利率较高的移动游戏板块业务和占比较大互动玩具游戏系列业务业绩能够跟随市场快速增长。由于之前公司这两块业务规模相对较小，2018、2019 年营收增速比较高，在之后的三年里由于公司业务规模有所上升我们适当下调这两块业务增速，因此假设公司 2020-2022 年移动游戏板块业务营收增速为 60%、30%、30%，互动玩具游戏板块业务营收增速为 15%、15%、15%。与此同时，公司还主动收缩毛利率较低的互动玩具动画系列业务，因此假设互动玩具动画板块业务营收增速为 -50%、-40%、-30%。我们综合预计公司 2020-2022 年营业收入为 2843、3326、3901 万美元，同比增速为 19.32%、16.97%、17.30%。

同时我们预计 2020-2022 期间公司费用率相对稳定，销售费用率与 2018、2019 年水平相当维持在 4%、4%、4%，管理费用率与 19 年保持一致维持在 20%、20%、20%，研发费用率比 2018、2019 年略增长维持在 5%、5%、5%，财务费用率 0.7%、0.7%、0.7%，综合以上信息，计算出公司毛利率为 68.93%、69.29%、69.65%。归母净利润为 1055、1246、1476 万美元，

同比增速为 15.95%、18.13%、18.42%，EPS 为 0.301、0.356、0.422 美元。

表 1：盈利预测表

单位：万美元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1853	2383	2843	3326	3901
yoy	31.05%	28.60%	19.32%	16.97%	17.30%
移动游戏	111	252	403	524	681
yoy	753.85%	127.03%	60.00%	30.00%	30.00%
互动玩具动画系列	52	16	8	5	3
yoy	-51%	-69%	-50%	-40%	-30%
互动玩具游戏系列	1690	2115	2432	2797	3217
yoy	30.40%	25.15%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本	611	753	883	1022	1184
yoy	15.28%	23.24%	17.31%	15.64%	15.89%
毛利率	67.03%	68.40%	68.93%	69.29%	69.65%
营业支出	391	676	845	988	1159
销售费用率	4.10%	3.80%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用率	16.50%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
研发费用率	1.56%	4.30%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	-1.00%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
净利润	792	910	1055	1246	1476
yoy	54.69%	14.90%	15.95%	18.13%	18.42%

资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 投资建议

关于估值方法，我们采用相对估值法，选取同在美股的 TAKE-TWO 互动软件、动视暴雪、艺电公司为可比公司。TAKE-TWO 互动软件公司是一家全球性的互动软件游戏开发、发行和经销商，2017、2018、2019 年 ROE 分别是 8.49%、13.92%、18.92%。动视暴雪股份有限公司是一家美国视频游戏开发商、出版发行商和经销商拥有许多热门 IP，2017、2018、2019 年 ROE 分别是 2.94%、17.42%、12.44%。艺电公司是一家互动娱乐软件公司，主要经营各种电子游戏的开发、出版以及销售业务，2017、2018、2019 年 ROE 分别是 25.94%、24.10%、20.53%。上述三家企业业务与蓝帽子公司相似，且历史 ROE 较为接近，故选为可比企业。

2022 年可比公司的平均 PE 为 21.99 倍，出于谨慎考虑，给予公司 2022 年 18 倍市盈率，预计目标价格 7.56 美元。首次覆盖给予“买入”评级。

目前，现价离目标价差距比较大，考察原因主要有以下 3 点：1. 中美关系紧张，影响中概股股价；2. 受瑞幸数据造假影响，市场对中概股不信任程度加剧。投资者可能担心该板块中的个股，再次被类似事件拖累，投资会更加谨慎。同时，不排除美国市场针对中概股出台更严格的监管措施、基金在风控条款中限制投资中概股仓位等。上述因素，可能会使股价承压；3. 当前受疫情影响，美股有下跌风险。在此背景下，潜在风险较大的资产更容易被市场低估。

蓝帽子 IPO 上市时，机构定出的股价为 4 美元。公司近两年仍有发展，间接说明上述估值有一定合理性。未来当市场恢复正常水平时，其估值有望逐渐回归正常水平。

表 2：对比估值表

股票代码	股票简称	市值（美元）	2020.5.19 股价（美元）	EPS(美元)				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
TTWO.O	TAKE-TWO	161.00	142.24	4.83	4.70	4.33	5.94	29.45	30.26	32.84	23.94

互动软件											
ATVI.O	动视暴雪	563.00	73.03	2.25	2.71	2.99	3.45	32.46	26.95	24.42	21.17
EA.O	艺电	343.00	118.54		4.82(实际)	4.98	5.68		24.08	23.80	20.87
平均值								30.95	27.10	27.02	21.99
BHAT.O	蓝帽子	0.37	1.06	0.26	0.30	0.36	0.42	7.75	3.52	2.98	2.51

资料来源: wind, bloomberg, 天风证券研究所

4. 风险提示

疫情影响: 由于疫情影响, 2020 年第一季度收入预计将下降 20%至 25%; 新产品将推迟到二季度或三季度发布。

游戏 IP 过气: 由于市场上游戏 IP 竞争较为激烈, 想要维持游戏 IP 热度, 必须保持不断研发投入。

美股继续大跌: 美股若继续大跌, 公司股票价格也可能受到影响而下挫。

瑞幸数据造假事件对中概股股价造成负面影响: 受瑞幸数据造假影响, 市场对中概股的投资会更加谨慎, 且不排除针对中概股出台更严格的监管措施、相关基金限制中概股投资头寸等情形出现, 股价可能承压。

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，相对同期标普 500 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，相对同期标普 500 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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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