

# 紫光学大 (000526)

证券研究报告

2021 年 04 月 20 日

## 线上占比提升，巩固“双螺旋”模式优势

2020 年营业收入 24.3 亿元，同比减少 18.79%。

2020 年营业收入 24.3 亿元，同比减少 18.79%。4 月 19 日，紫光学大公布年度报告，2020 年营收 24.3 亿元，同比减少 18.79%，其中 Q1 营收 6 亿，同比减少 20.94%；Q2 营收 6.96 亿，同比减少 25.2%；Q3 营收 6.39 亿，同比减少 14.04%；Q4 营收 4.94 亿，同比减少 11.48%。归母净利润 0.44 亿元，同比增加 215.09%，其中 Q1 归母净利润-0.16 亿，同比减少 735.1%；Q2 归母净利润 0.6 亿，同比减少 34.67%；Q3 归母净利润-0.13 亿，同比增加 55.51%；Q4 归母净利润 0.13 亿，同比增加 126.47%；20 年扣非后归母净利润-0.8 亿，同比减少-17111.33%。

公司子公司学大教育 2020 年营收 24.65 亿元(其中教育培训业务收入 23.94 亿元)，同比减少 18.16%，净利润 1.77 亿，同比增加 23.60%。

截至报告期末，学大教育有 532 家教学点，覆盖了全国 30 个省，110 个城市，员工人数近 11,000 人，其中专职教师约 6000 人，形成较为强大教学网络。

按地域划分，2020 年紫光学大来自于东部地区收入 14.33 亿元(占比 58.98%)，同比减少 20.31%；来自于中部地区的收入为 3.2 亿元(占比 13.19%)，同比减少 22.90%；来自于西部地区的收入为 6.76 亿元(占比 27.83%)，同比减少 13.07%。

### 维持盈利预测，给予买入评级

我们认为紫学未来盈利能力有很大的提升空间，主要依据包括：1) 股权变动后学大与紫学关系更紧密，股权治理理顺，净利率提升；2) 公司关联借款有望通过定增解决，财务负担将大大降低；3) 疫情客观上刺激线上教学发展，激活学大网校业务。我们预计学大业务 2021-23 年收入分别为 38.5 亿、46.1 亿、55.17 亿；净利分别为 2.0 亿、3.0 亿、3.6 亿；PE 分别为 18x、12x、10x。

**风险提示：**招生不及预期，核心高管流失，市场竞争激烈

| 财务数据和估值     | 2019     | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 2,991.94 | 2,429.88 | 3,849.66 | 4,609.59 | 5,516.77 |
| 增长率(%)      | 3.43     | (18.79)  | 58.43    | 19.74    | 19.68    |
| EBITDA(百万元) | 231.55   | 202.16   | 363.78   | 517.81   | 616.58   |
| 净利润(百万元)    | 13.87    | 43.69    | 200.49   | 300.07   | 359.58   |
| 增长率(%)      | 7.06     | 215.09   | 358.92   | 49.67    | 19.83    |
| EPS(元/股)    | 0.12     | 0.37     | 2.08     | 3.12     | 3.74     |
| 市盈率(P/E)    | 317.40   | 100.73   | 17.93    | 11.98    | 10.00    |
| 市净率(P/B)    | 44.38    | 31.33    | 10.55    | 5.61     | 3.59     |
| 市销率(P/S)    | 1.47     | 1.81     | 0.93     | 0.78     | 0.65     |
| EV/EBITDA   | 13.64    | 25.97    | 4.83     | 6.29     | (0.46)   |

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   | 37.37 元  |
| 目标价格   | 元        |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 117.76      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 96.20       |
| A 股总市值(百万元)   | 4,400.79    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,594.81    |
| 每股净资产(元)      | 1.36        |
| 资产负债率(%)      | 96.56       |
| 一年内最高/最低(元)   | 89.42/35.14 |

### 作者

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 刘章明                       | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110516060001 |     |
| liuzhangming@tfzq.com     |     |
| 孙海洋                       | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110518070004 |     |
| sunhaiyang@tfzq.com       |     |

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

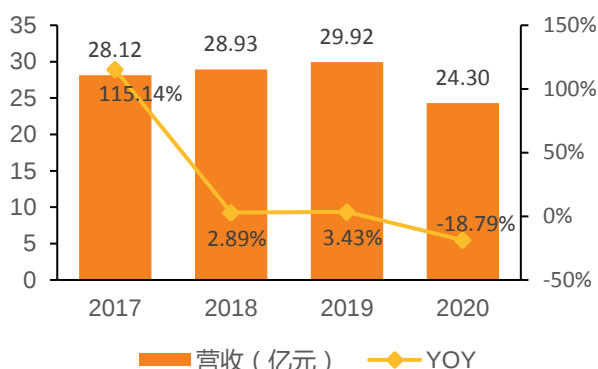
- 《紫光学大-公司点评:定增获准助力重生，盈利能力持续优化》2020-12-01
- 《紫光学大-半年报点评:疫情短暂影响当期业绩，重振旗鼓稳步成长》2020-08-26
- 《紫光学大-首次覆盖报告:股权理顺，结构改善，期待腾飞》2020-07-26

**2020 年营业收入 24.3 亿元，同比减少 18.79%。**4 月 19 日，紫光学大公布年度报告，2020 年营收 24.3 亿元，同比减少 18.79%，其中 Q1 营收 6 亿，同比减少 20.94%；Q2 营收 6.96 亿，同比减少 25.2%；Q3 营收 6.39 亿，同比减少 14.04%；Q4 营收 4.94 亿，同比减少 11.48%。归母净利 0.44 亿元，同比增加 215.09%，其中 Q1 归母净利-0.16 亿，同比减少 735.1%；Q2 归母净利 0.6 亿，同比减少 34.67%；Q3 归母净利-0.13 亿，同比增加 55.51%；Q4 归母净利 0.13 亿，同比增加 126.47%；20 年扣非后归母净利润-0.8 亿，同比减少-17111.33%。

**公司子公司学大教育 2020 年营收 24.65 亿元（其中教育培训业务收入 23.94 亿元），同比减少 18.16%，净利润 1.77 亿，同比增加 23.60%。**

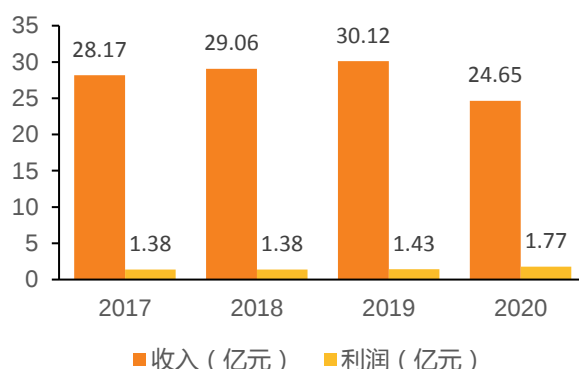
截至报告期末，学大教育有 532 家教学点，覆盖了全国 30 个省，110 个城市，员工人数近 11,000 人，其中专职教师约 6000 人，形成较为强大教学网络。

图 1：2020 年紫光学大实现营业收入 24.30 亿元，同比减少 18.79%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

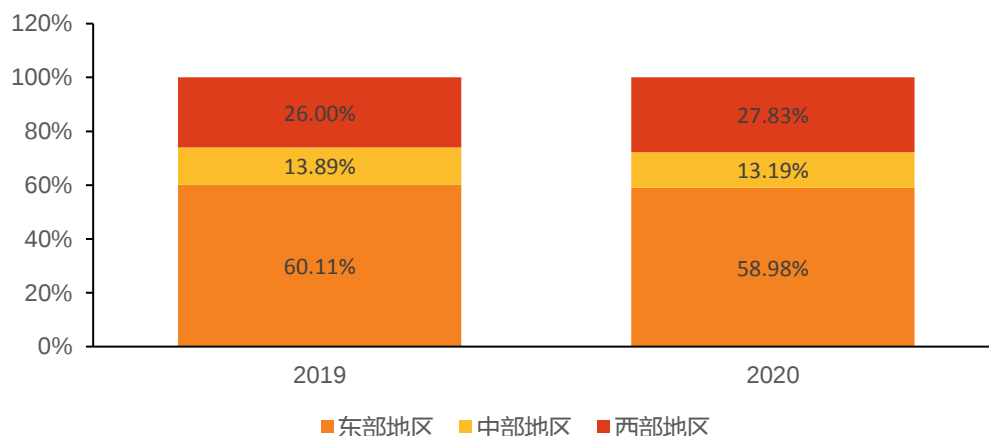
图 2：学大教育历年收入利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**按地域划分**，2020 年紫光学大来自于东部地区收入 14.33 亿元（占比 58.98%），同比减少 20.31%；来自于中部地区的收入为 3.2 亿元（占比 13.19%），同比减少 22.90%；来自于西部地区的收入为 6.76 亿元（占比 27.83%），同比减少 13.07%。

图 3：20 年紫光学大 58.98%的收入来自于东部地区

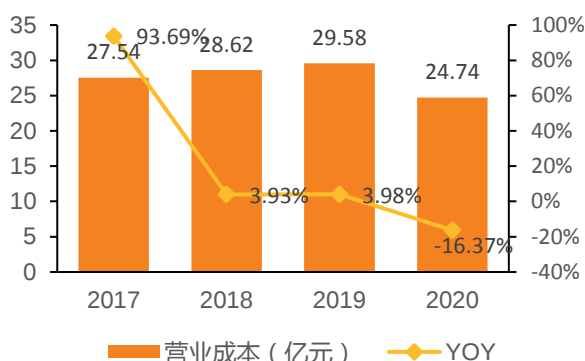


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**从营业成本来看**，2020 年紫光学大营业总成本 24.74 亿，同比减少 16.37%。与营业收入对应，营业成本主要来自于教育培训服务费，2020 年的成本为 17.81 亿元，同比减少 17.32%，

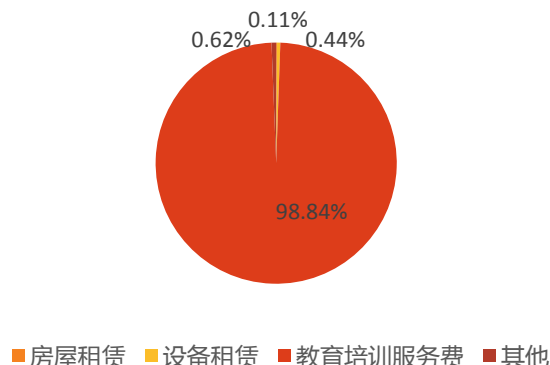
占营业成本的 98.84%，房屋租赁费用占 0.11%，设备租赁费用占 0.44%。

图 4：2020 年营业总成本 24.74 亿，同比减少 16.37%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：2020 教育培训服务费占营业成本的 98.84%



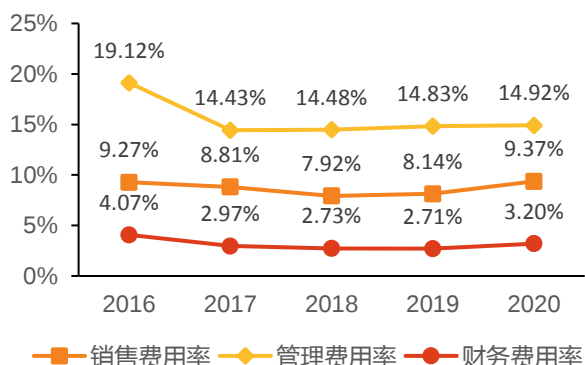
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 年毛利率 25.83%，同比减少 1.45pct。

分产品看：2020 年房屋租赁毛利率 69.82%，同比增长 0.00pct；设备租赁毛利率-3.61%，同比减少 15.13%；教育培训服务费毛利率 25.59%，同比减少 1.45pct。

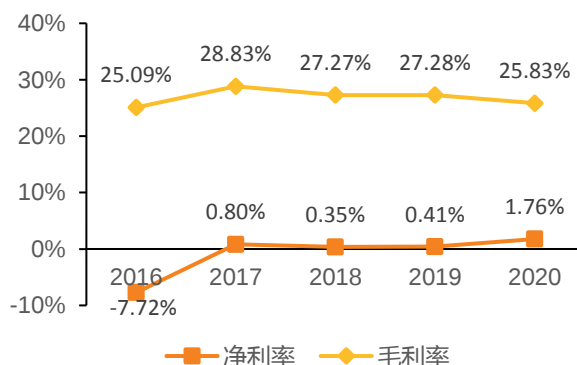
分地区看：2020 年东部地区毛利率 24.98%，同比减少 1.41pct；中部地区毛利率 21.52%，同比减少 3.12pct；西部地区毛利率 29.65%，同比减少 1.10pct。

图 6：20 年销售费用率 9.37%，管理费用率 14.92%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：20 年毛利率 25.83%，同比减少 1.45pct。

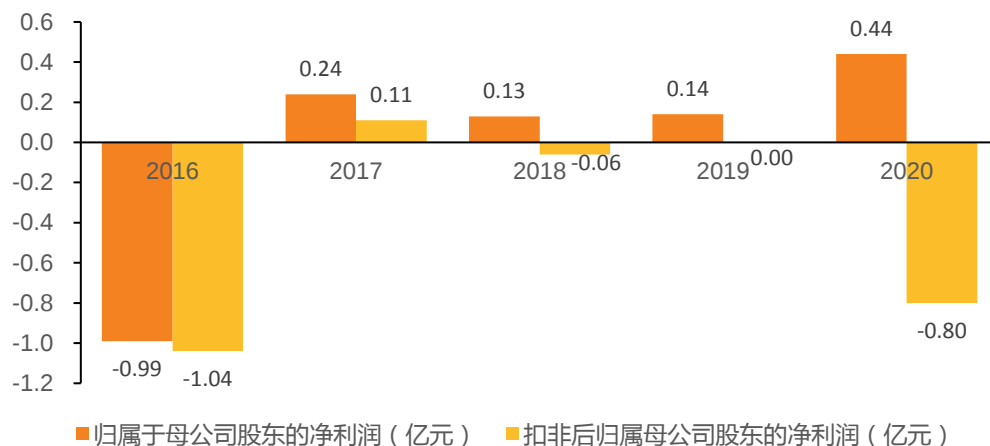


资料来源：wind，天风证券研究所

本期期间费用率有所下降，具体来看：2020 年销售费用率 9.37%，同比增长 1.23pct；管理费用率(包含研发费用)14.92%，同比增加 0.09pct；财务费用率 3.20%，同比增长 0.49pct。

2020 年归母净利润 0.44 亿，同比增加 215.09%；2020 年归母净利润率 1.80%，同比增加 1.33pct。

图 8：20 年归母净利润 0.44 亿，同比减少 215.09%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

学大教育业务以个性化教育教学培训辅导为主，为国内 K12 范畴有辅导需求的学生提供个性化的教育培训服务，授课模式主要包括“一对一辅导”、“个性化小组辅导”、全日制文化 课辅导、线上网校等，公司已经拥有遍布全国主要一二线城市的个性化学习中心网络。

#### ● 学大网校暨“双螺旋”业务

公司 2014 年启动“E 学大”以来，不断用科技赋能拓展教学系统，以达到覆盖各版本教材及中小学全部课程，精选学大线下近 6000 名优秀全职教师，运用多终端全程监测教学进程的个性化智能教育目标，实现 360° 全程服务。

2019 年，公司正式推出“双螺旋”战略，倾力打造“双螺旋”教育模式，学生自主选择线上线下交付方式，报告期内，为应对突如其来的新冠肺炎疫情，公司迅速将既有业务转为线上教学模式，最大程度地保障公司业务交付并推动“双螺旋”战略加速发展。

#### ● 个性化产品矩阵

公司基于个性化教育培训理念，在学科类教育产品之外，不断拓展产品种类及形式，目前已经形成艺考文化课培训辅导课程、新高考相关培训辅导课程，以及包括国际教育、全日制中小学教育培训服务和素质拓展等在内的拓展型培训辅导产品矩阵。

**维持盈利预测，给予买入评级。**我们认为紫学未来盈利能力有很大的提升空间，主要依据包括：1) 股权变动后学大与紫学关系更紧密，股权治理理顺，净利率提升；2) 公司关联借款有望通过定增解决，财务负担将大大降低；3) 疫情客观上刺激线上教学发展，激活学大网校业务。我们预计学大业务 2021-23 年收入分别为 38.5 亿、46.1 亿、55.17 亿；净利分别为 2.0 亿、3.0 亿、3.6 亿；PE 分别为 18x、12x、10x。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金             | 817.68          | 1,030.10        | 1,453.24        | 368.77          | 3,580.24        |
| 应收票据及应收账款        | 38.68           | 37.71           | 54.88           | (67.46)         | (80.73)         |
| 预付账款             | 49.68           | 17.36           | 104.66          | 40.40           | 125.22          |
| 存货               | 0.05            | 0.68            | 0.44            | 0.24            | 0.42            |
| 其他               | 550.93          | 200.06          | 451.52          | 471.57          | 473.44          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1,457.02</b> | <b>1,285.91</b> | <b>2,064.74</b> | <b>813.51</b>   | <b>4,098.59</b> |
| 长期股权投资           | 29.32           | 55.32           | 55.32           | 55.32           | 55.32           |
| 固定资产             | 135.88          | 193.04          | 198.82          | 188.30          | 168.00          |
| 在建工程             | 88.14           | 60.61           | 19.85           | (4.60)          | (19.27)         |
| 无形资产             | 56.60           | 55.33           | 42.45           | 29.56           | 16.67           |
| 其他               | 1,829.33        | 1,864.90        | 1,760.48        | 1,674.34        | 1,647.33        |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,139.27</b> | <b>2,229.21</b> | <b>2,076.93</b> | <b>1,942.92</b> | <b>1,868.04</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>3,596.29</b> | <b>3,515.11</b> | <b>4,141.67</b> | <b>2,756.43</b> | <b>5,966.64</b> |
| 短期借款             | 1,650.00        | 1,585.88        | 0.00            | 316.53          | 0.00            |
| 应付票据及应付账款        | 0.05            | 0.05            | 1.73            | 0.48            | 0.82            |
| 其他               | 1,842.17        | 1,786.45        | 3,818.55        | 1,766.30        | 5,039.58        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3,492.22</b> | <b>3,372.38</b> | <b>3,820.28</b> | <b>2,083.30</b> | <b>5,040.41</b> |
| 长期借款             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 78.35           | 0.00            |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他               | 13.02           | 10.72           | 13.02           | 12.26           | 12.00           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>13.02</b>    | <b>10.72</b>    | <b>13.02</b>    | <b>90.60</b>    | <b>12.00</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>3,505.25</b> | <b>3,383.10</b> | <b>3,833.30</b> | <b>2,173.91</b> | <b>5,052.40</b> |
| 少数股东权益           | (8.13)          | (8.44)          | (32.49)         | (58.39)         | (86.27)         |
| 股本               | 96.20           | 96.20           | 96.20           | 96.20           | 96.20           |
| 资本公积             | 58.08           | 58.08           | 58.08           | 58.08           | 58.08           |
| 留存收益             | 0.48            | 44.16           | 244.66          | 544.73          | 904.30          |
| 其他               | (55.58)         | (57.99)         | (58.08)         | (58.08)         | (58.08)         |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>91.05</b>    | <b>132.01</b>   | <b>308.36</b>   | <b>582.53</b>   | <b>914.23</b>   |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3,596.29</b> | <b>3,515.11</b> | <b>4,141.67</b> | <b>2,756.43</b> | <b>5,966.64</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2019            | 2020            | 2021E             | 2022E             | 2023E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-----------------|
| 净利润            | 12.32           | 42.78           | 200.49            | 300.07            | 359.58          |
| 折旧摊销           | 130.20          | 137.70          | 20.34             | 20.34             | 20.34           |
| 财务费用           | 79.72           | 75.30           | 27.12             | 3.14              | (3.25)          |
| 投资损失           | (19.52)         | (73.40)         | (38.56)           | (38.56)           | (38.56)         |
| 营运资金变动         | 277.86          | 1,036.79        | 1,903.12          | (1,761.54)        | 3,160.78        |
| 其它             | (231.88)        | (1,051.86)      | (4.05)            | (4.90)            | (5.87)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>248.71</b>   | <b>167.30</b>   | <b>2,108.47</b>   | <b>(1,481.45)</b> | <b>3,493.02</b> |
| 资本支出           | 95.34           | 109.05          | (29.83)           | (26.75)           | (27.27)         |
| 长期投资           | 13.91           | 26.00           | 0.00              | 0.00              | 0.00            |
| 其他             | (365.22)        | 111.73          | (42.40)           | 31.99             | 137.34          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(255.96)</b> | <b>246.79</b>   | <b>(72.23)</b>    | <b>5.24</b>       | <b>110.08</b>   |
| 债权融资           | 1,650.00        | 1,585.88        | 0.00              | 394.88            | 0.00            |
| 股权融资           | (81.01)         | (80.21)         | (27.22)           | (3.14)            | 3.25            |
| 其他             | (1,816.43)      | (1,678.30)      | (1,585.88)        | 0.00              | (394.88)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(247.44)</b> | <b>(172.64)</b> | <b>(1,613.09)</b> | <b>391.74</b>     | <b>(391.63)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00              | 0.00              | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(254.69)</b> | <b>241.45</b>   | <b>423.15</b>     | <b>(1,084.48)</b> | <b>3,211.47</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2,991.94</b> | <b>2,429.88</b> | <b>3,849.66</b> | <b>4,609.59</b> | <b>5,516.77</b> |
| 营业成本             | 2,175.67        | 1,802.34        | 2,848.75        | 3,388.05        | 4,044.89        |
| 营业税金及附加          | 14.56           | 3.63            | 3.85            | 4.61            | 5.52            |
| 营业费用             | 243.49          | 227.70          | 346.47          | 366.46          | 440.79          |
| 管理费用             | 396.62          | 315.27          | 284.88          | 322.67          | 386.17          |
| 研发费用             | 47.07           | 47.35           | 80.84           | 89.89           | 103.72          |
| 财务费用             | 81.08           | 77.80           | 27.12           | 3.14            | (3.25)          |
| 资产减值损失           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 公允价值变动收益         | (1.80)          | (4.55)          | 20.00           | 21.00           | 22.00           |
| 投资净收益            | 19.52           | 73.40           | 38.56           | 38.56           | 38.56           |
| 其他               | (32.05)         | (194.51)        | (117.12)        | (119.12)        | (121.12)        |
| <b>营业利润</b>      | <b>47.78</b>    | <b>81.46</b>    | <b>316.31</b>   | <b>494.33</b>   | <b>599.48</b>   |
| 营业外收入            | 0.73            | 4.38            | 5.20            | 5.20            | 4.86            |
| 营业外支出            | 5.36            | 7.92            | 0.10            | 0.10            | 0.10            |
| <b>利润总额</b>      | <b>43.15</b>    | <b>77.92</b>    | <b>321.41</b>   | <b>499.43</b>   | <b>604.24</b>   |
| 所得税              | 30.84           | 35.15           | 144.97          | 225.26          | 272.54          |
| <b>净利润</b>       | <b>12.32</b>    | <b>42.78</b>    | <b>176.44</b>   | <b>274.17</b>   | <b>331.70</b>   |
| 少数股东损益           | (1.55)          | (0.91)          | (24.05)         | (25.90)         | (27.87)         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>13.87</b>    | <b>43.69</b>    | <b>200.49</b>   | <b>300.07</b>   | <b>359.58</b>   |
| 每股收益（元）          | 0.12            | 0.37            | 2.08            | 3.12            | 3.74            |

| 主要财务比率         | 2019      | 2020     | 2021E    | 2022E     | 2023E     |
|----------------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|
| <b>成长能力</b>    |           |          |          |           |           |
| 营业收入           | 3.43%     | -18.79%  | 58.43%   | 19.74%    | 19.68%    |
| 营业利润           | -19.58%   | 70.48%   | 288.31%  | 56.28%    | 21.27%    |
| 归属于母公司净利润      | 7.06%     | 215.09%  | 358.92%  | 49.67%    | 19.83%    |
| <b>获利能力</b>    |           |          |          |           |           |
| 毛利率            | 27.28%    | 25.83%   | 26.00%   | 26.50%    | 26.68%    |
| 净利率            | 0.46%     | 1.80%    | 5.21%    | 6.51%     | 6.52%     |
| ROE            | 13.98%    | 31.11%   | 58.82%   | 46.82%    | 35.94%    |
| ROIC           | 6.69%     | 32.98%   | 53.86%   | -18.25%   | 107.91%   |
| <b>偿债能力</b>    |           |          |          |           |           |
| 资产负债率          | 97.47%    | 96.24%   | 92.55%   | 78.87%    | 84.68%    |
| 净负债率           | 914.17%   | 421.00%  | -471.28% | 4.48%     | -391.61%  |
| 流动比率           | 0.42      | 0.38     | 0.54     | 0.39      | 0.81      |
| 速动比率           | 0.42      | 0.38     | 0.54     | 0.39      | 0.81      |
| <b>营运能力</b>    |           |          |          |           |           |
| 应收账款周转率        | 85.57     | 63.62    | 83.16    | -733.07   | -74.45    |
| 存货周转率          | 73,209.96 | 6,673.57 | 6,890.95 | 13,732.99 | 16,849.85 |
| 总资产周转率         | 0.83      | 0.68     | 1.01     | 1.34      | 1.26      |
| <b>每股指标（元）</b> |           |          |          |           |           |
| 每股收益           | 0.12      | 0.37     | 2.08     | 3.12      | 3.74      |
| 每股经营现金流        | 2.11      | 1.42     | 17.90    | -12.58    | 29.66     |
| 每股净资产          | 0.84      | 1.19     | 3.54     | 6.66      | 10.40     |
| <b>估值比率</b>    |           |          |          |           |           |
| 市盈率            | 317.40    | 100.73   | 17.93    | 11.98     | 10.00     |
| 市净率            | 44.38     | 31.33    | 10.55    | 5.61      | 3.59      |
| EV/EBITDA      | 13.64     | 25.97    | 4.83     | 6.29      | -0.46     |
| EV/EBIT        | 17.61     | 35.04    | 5.12     | 6.55      | -0.48     |

## 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       | 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 |