

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

传媒

互联网

**名臣健康 (002919)**

快评

**增持**

(首次评级)

2021年07月20日

## 转型游戏，关注新品表现

证券分析师：张衡 证券分析师：姜明 证券分析师：夏妍	021-60875160  021-60933162	zhangheng2@guosen.com.cn jiangming2@guosen.com.cn xiayan2@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521010004 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030003
----------------------------------	----------------------------------	---	---

### 事项：

公司是本土民族日化品牌，外延并购进军游戏。公司近年优化产品结构，调整销售渠道，初现成效，2020年日化业务营业收入实现逆势增长，业绩稳中有升。公司于2020年8月份以自有资金收购海南华多100%股权、杭州雷焰100%股权。根据业绩对赌，海南华多2020年4-12月、2021年度和2022年度累计实现的净利润不低于9100万元，杭州雷焰2020年4-12月、2021年度和2022年度累计实现的净利润不低于10900万元。根据公司公告，2020年海南华多和杭州雷焰8月完成交割，9月开始并表，海南华多实现营业收入2848.04万，实现净利润1916.41万；杭州雷焰实际实现营业收入9163.26万，实现净利润6484.07万。

### 国信传媒观点：

- 1) 两家游戏子公司已上线游戏《百龙霸业》、《王者国度》尚处于生命周期内18-24个月内，对标的公司2020至2021年营收及利润表现起到较好的支撑；
- 2) 杭州雷焰储备游戏《我的战盟》与已上线的爆款游戏《百龙霸业》运营模式相同，海南华多在研产品MMORPG手游项目系现有产品《王者国度》的迭代产品，《王者国度》及《百龙霸业》的研发及运营经验，有望对拟上线的游戏提供借鉴；
- 3) 两家游戏子公司团队核心成员均拥有8年以上的游戏行业经验，核心团队成员相对稳定，研发团队配置均衡，涵盖了游戏策划、美术音乐、技术运维、产品发行等专业人才。

投资建议：在游戏产品推动之下，预计公司21-23年归母净利润2.77/3.66/4.58亿，EPS为2.27/3.00/3.75元，最新股价对应PE为18/14/11X，对比可比公司平均估值，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：日化主业下滑风险；业绩对赌不达标；经营管理风险；监管政策风险等。

### 评论：

#### ■ 公司概况：本土民族日化品牌，外延并购进军游戏

名臣健康成立于1994年，2015年成立股份制公司，2017年12月公司于深交所上市，公司最具有美誉度的品牌公司“美王”1997年推出，2001年推出“蒂花之秀”。自1991年“美加净”商标被庄臣以合资方式收购以来，中国日化市场十多个优秀的民族品牌先后被外资收购，公司自成立以来就扎根日化行业，以三、四线城市为立足点，打造具有中国本土特色的民族品牌。公司经销网络遍布全国，截至2020年底公司产品零售网点数量为4万家左右。

本土自主品牌逐步被宝洁、联合利华等国际品牌收购，国内独立自主品牌相对成长受限，公司主业增长乏力，18-19年公司利润下滑明显，2020年8月公司通过外延并购收购海南华多和杭州雷焰进入游戏行业。

图 1: 名臣健康发展历程



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

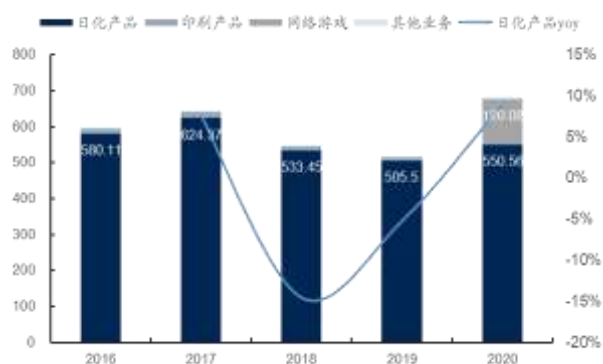
### 公司主业: 日化品和游戏双主业并进

公司主营业务包括日化用品和游戏业务。其中日化业务主要产品包括洗发水、护发素、沐浴露、啫喱水及护肤品等。公司主要产品品牌包括“蒂花之秀”、“美王”等。其中蒂花之秀和美王为公司主打品牌, 致力于为广大消费者提供高性价比产品; 高新康效、依采品牌专注于为特定消费者提供具有特殊功效的针对性产品, 如具有去屑、柔顺等功能的洗发水; 初萃是针对性解决肌肤敏感问题护理产品; 力效品牌专注于为消费者提供家居清洁类的产品; 盈蔻是公司近两年的主推产品, 甄选进口的鱼子酱原料为配方, 从香型、产品功效到外观颜值、性价比, 都致力于民族高端洗护的发展之本。

游戏业务主体为海南华多、杭州雷焰, 二者拥有较强的技术开发能力和丰富的市场运营、管理经验, 专注 SLG、MMORPG、二次元等品类, 打造了《王者国度》、《百龙霸业》等产品。

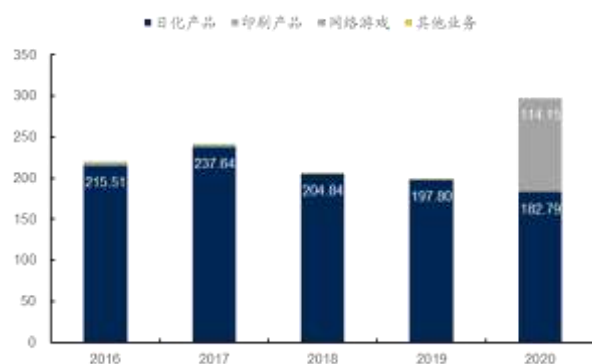
截至 2020 年公司日化业务收入 5.51 亿, 日化业务占比由 2016 年的 97% 降至 2020 年的 81%, 公司游戏业务收入 1.2 亿, 占比 18%; 2020 年公司日化业务毛利润占比 62%, 游戏业务毛利润占比 38%。

图 2: 名臣健康主营业务收入占比情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3: 名臣健康主营业务毛利润占比情况



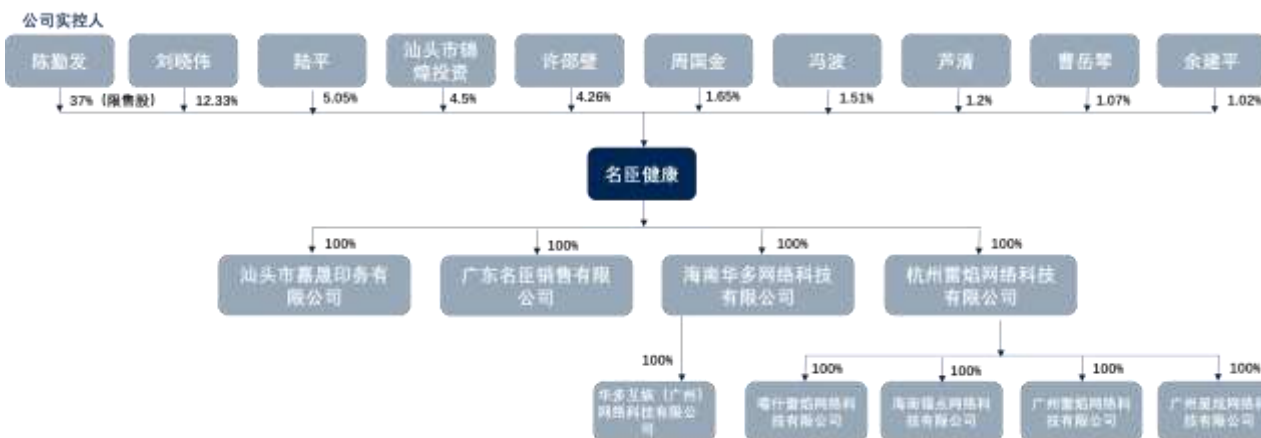
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 股权结构: 持股以自然人为主, 管理层近期发生重大变更

截至 2021 年 6 月 8 日, 公司实控人仍为公司董事长陈勤发, 是公司创始人。持股比例 37%, 为限售股。其他股东以自然人为主, 其中许邵壁、余建平等人均为公司高管。

2021 年 6 月 8 日, 公司经营管理层发生重大变化: 公司董事长由陈勤发变更为陈建名, 并聘任彭小青先生、陈东松先生为公司副总经理, 聘任彭小青先生为公司财务总监, 聘任陈东松先生为公司董事会秘书, 聘任李莹女士为公司内部审计部门负责人。此外, 公司实控人陈勤发于 6 月 8 日将无限售流通股的 12.33% 全部转让给自然人刘晓伟, 目前刘晓伟为公司的第二大股东。

图 4：公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 1：2021 年公司管理层介绍

公司高管	职称	介绍
陈勤发	名臣健康创始人、实控人，原公司董事长	自 2004 年至今担任广东省轻工业协会香精香料化妆品洗涤用品专业分会副会长；2008 年至今担任中国洗涤用品工业协会常务理事、汕头市工商业联合会常务委员；2010 年至今担任中国质量检验协会常务理事；2011 年至今担任中国香精香料化妆品工业协会副理事长、广东日化商会常务理事长；2014 年至今担任中国口腔清洁护理用品工业协会常务理事，历任汕头市第十三届人大代表、汕头市澄海区第九届政协委员、汕头市澄海区第八届政协常务委员等。
陈建名	名臣健康现董事长、总经理、法定代表人	1990 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。2019 年 3 月，任汕头市邕个鸭子母婴用品有限公司总经理；2020 年 12 月，任广州纽歌生物科技有限公司总经理。2020 年 12 月起加入名臣健康，现任公司董事长、总经理。
彭小青	公司副总经理	1970 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。本科学历，会计师，中国注册会计师。历任湖南雪峰水泥集团有限公司审计负责人、财务负责人，广东正中珠江会计师事务所项目助理、部门副经理等职。2013 年 9 月起加入名臣健康，现任公司副董事长、副总经理、财务总监，2020 年 9 月起，兼任子公司海南华多、杭州雷焰董事。
陈东松	公司副总经理、董秘	1970 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。本科学历。曾任职于汕头市第二建筑工程公司、汕头建筑工程总公司广州公司，历任项目经理、财务负责人等。2004 年 10 月起加入公司，历任财务结算二部经理、审计部经理等，现任名臣健康副总经理、董事会秘书兼证券事务部经理，2020 年 9 月起，兼任子公司海南华多、杭州雷焰董事。
李莹	内部审计部门负责人	1973 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。专科学历。曾任职于澄海巧鑫工艺品有限公司，历任业务员、会计主管；2002 年起加入名臣健康，历任财务部主管、财务部经理助理，现任名臣健康审计部经理。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务情况：业务结构调整，游戏业务并表推动经营改善

2016 年-2019 年公司营业收入复合增长率-3.48%，归母净利润复合增长为-16.47%，公司前几年业绩下滑主要因日化市场竞争日益激烈，公司为适应市场主动调整，同时因渠道及产品调整，其相应的市场渠道投入和产品推广投入也有所收缩；2020 年公司实现营收 6.8 亿，同比增长 31.52%，实现归母净利润 1.02 亿，同比增长 343.03%。

2020 年公司经营业绩同比上升的主要原因：一是公司近年优化产品结构，调整销售渠道，初现成效，2020 年日化业务营业收入实现逆势增长，业绩稳中有升；二是合并范围发生变化，公司于 2020 年 8 月份以自有资金收购海南华多 100% 股权、杭州雷焰 100% 股权。自 2020 年 9 月起，2 家公司纳入合并报表范围，9-12 月合计实现 0.84 亿净利润，贡献当年母公司净利润的 82%。

2021Q1 公司实现营业收入 2.17 亿元，同比增长 135.55%，实现归母净利润 6267.6 万元，同比增长 937.66%。公司预计 2021 年上半年实现归母净利润 1~1.2 亿元，同比大增 525.18%-650.22%。

图 5: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

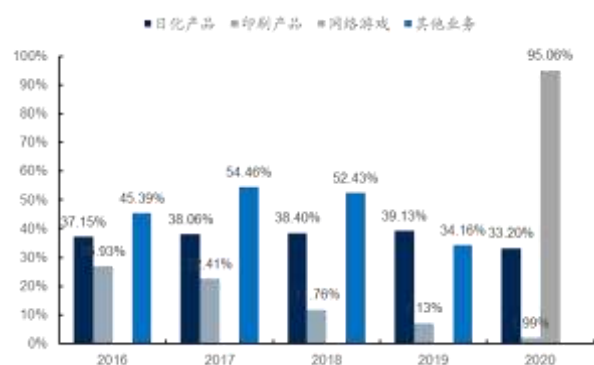
2016-2019 年公司综合毛利率相对平稳, 维持在 38% 上下, 基本与公司日化业务毛利率保持一致, 公司净利率 2016 年的 7.95% 降至 2019 年的 4.46%。公司游戏业务毛利率 95.06%, 显著提升公司 2020-2021Q1 的盈利能力水平。

图 7: 公司毛利率及净利率变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 8: 公司分业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2018-2020 年公司期间费用率呈下降趋势, 主要因收入增速放缓且销售费用率降低, 因 2020 年将运输费归集计入营业成本, 营销促销及相关人员差旅费用大幅度减少所致。2020 年经营活动产生的现金流量净额同比上涨 329.09%, 主要系报告期新增两家子公司销售商品、提供劳务收到的现金纳入合并范围所致。

图 9: 公司费用率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 10: 公司现金流情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理



## ■ 转型游戏：子公司传奇类游戏有较好表现

### 收购预案和业绩表现

2020年8月7日，公司分别与许洪健、杨淑婷签署了《股权转让协议》，公司拟以自有资金现金支付方式收购许洪健持有的海南华多100%股权及杨淑婷持有的杭州雷焰100%股权。其中海南华多100%股权对应收购价款人民币13262万元，杭州雷焰100%股权对应收购价款人民币12869万元，合计交易金额2.61亿。本次交易收购海南华多100%股权产生商誉11571.84万元，收购杭州雷焰100%股权产生商誉12726.52万元。

2020年1-3月，海南华多、杭州雷焰分别实现净利润5163.63万元、2618.83万元，本次交易对方分别承诺，海南华多2020年4-12月、2021年度和2022年度累计实现的净利润不低于9100万元，杭州雷焰2020年4-12月、2021年度和2022年度累计实现的净利润不低于10900万元。

目前海南华多的主要收入来自于《王者国度》，杭州雷焰的主要收入则来自于《百龙霸业》，前述两款游戏产生收入占标的公司各自营业收入的比例超过90%。

**表 2：两家游戏子公司核心产品**

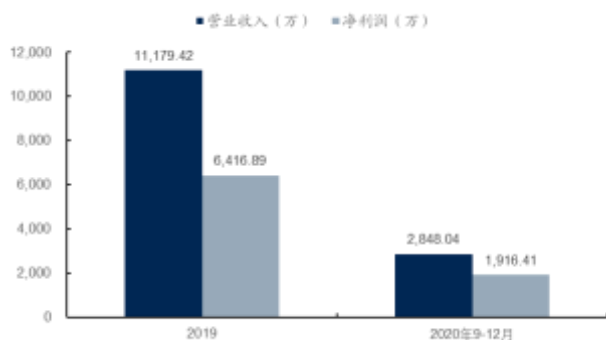
公司主体	游戏名称	目前所处生命周期	游戏类型	运营模式	收费方式
海南华多	王者国度	成熟期	手游	代理运营	道具收费
杭州雷焰	百龙霸业	成长期	手游	代理运营	道具收费

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

根据公司公告，2020年海南华多和杭州雷焰8月完成交割，9月开始并表，海南华多实现营业收入2848.04万，实现净利润1916.41万；杭州雷焰实际实现营业收入9163.26万，实现净利润6484.07万。

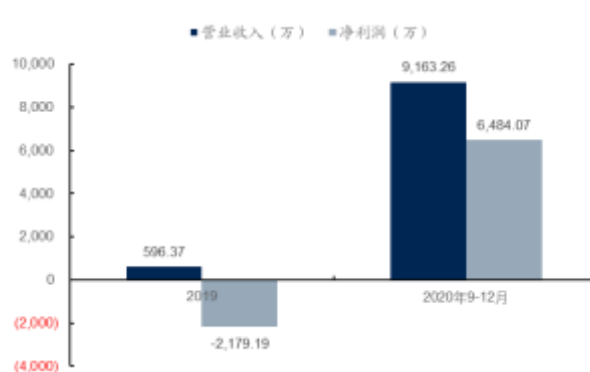
子公司业绩变化主要与关键游戏的生命周期有关：1) 海南华多主要运营游戏《王者国度》的月度流水自2019年8月以来开始持续增长，并于2020年2月到达峰值，后续将有新游持续开发。2) 杭州雷焰的主要游戏《百龙霸业》于2019年底上线，从2019年12月开始充值流水持续增长，2020年3月充值流水较2019年12月增长2.44倍，因而2020年业绩转正。

**图 11：海南华多 2019-2020 年业绩情况**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图 12：杭州雷焰 2019-2020 年业绩情况**



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 海南华多：《王者国度》贡献近两年核心流水

海南华多是一家以移动游戏、网页游戏的研发与运维为核心业务的公司，海南华多核心团队拥有8年以上行业经验，拥有较强的技术开发能力和丰富的市场运作、管理经验。海南华多目前研发重点在于移动游戏，主要类型是MMORPG（大型多人在线角色扮演类）游戏和SLG（战略游戏），产品风格偏向写实，在研储备项目2款，已上线运营的游戏产品取得的成绩有效验证了海南华多高效的研发实力和商业化产品开发能力。

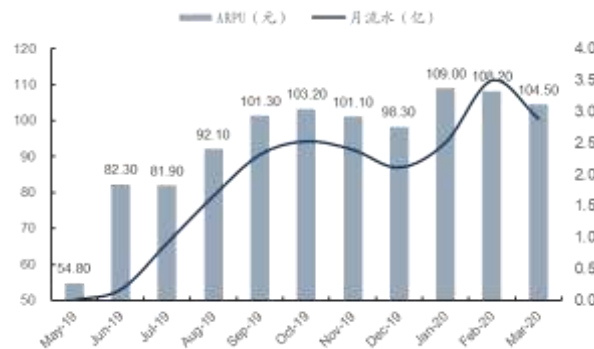
海南华多目前有2款运营上线游戏，分别是1款页游《乱斗乾坤》和1款手游《王者国度》，《乱斗乾坤》于2019年1月正式上线，目前已上线运营19个月，已进入产品的衰退期。海南华多预计到2021年6月左右，该游戏产品生命周期结束，对应产生的流水分成金额极小，该游戏运营权到期对标的公司主营业务不产生实质性影响。其中手游产品《王者国度》2019年5月开服，月流水持续数月过亿元，月峰值流水高达3.5亿元。

图 13: 海南华多《王者国度》月活及付费用户表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 海南华多《王者国度》月流水及 ARPU 表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

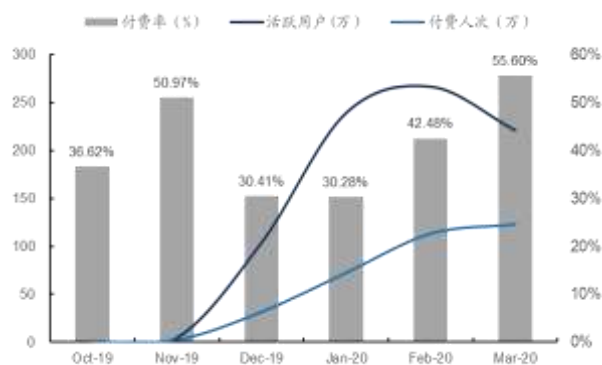
海南华多新游戏上线计划如下: MMORPG 手游项目 1 款, SLG 手游项目 1 款。其中 MMORPG 手游处于内部测试阶段, 目前正在完善系统数值设定以及性能的进一步优化, 而 SLG 手游项目当前正处于基础开发阶段。

### 杭州雷焰:《百龙霸业》处于手游生命周期上升期

杭州雷焰是一家以移动游戏产品的研发和运维为核心业务的公司, 目前已上线运营放置类游戏产品《百龙霸业》以及《群英列传》、《英雄三国志》(H5), 杭州雷焰的核心团队具有 10 年以上的游戏行业从业经验, 公司游戏研发重点在于 MMORPG (大型多人在线角色扮演类)、回合制、卡牌类游戏, 画风包括写实、二次元等品类。

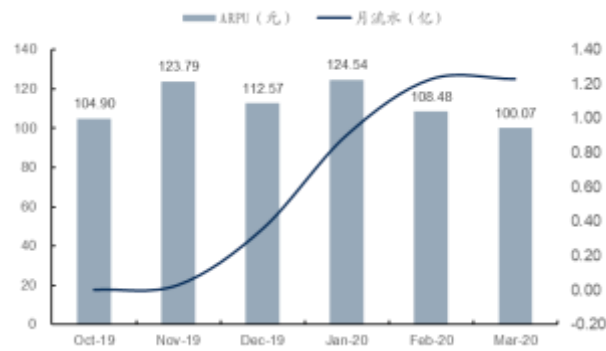
公司当前游戏《百龙霸业》自 2019 年 10 月上线以来表现良好, 月峰值流水超过 1 亿元。目前该款游戏处于手游周期的上升期, 有效贡献杭州雷焰的核心流水。

图 15: 杭州雷焰《百龙霸业》月活及付费用户表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 杭州雷焰《百龙霸业》月流水及 ARPU 表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

杭州雷焰目前在研游戏主要为《我的战盟》(暂定名)和《艾丽丝计划》(暂定名)。《我的战盟》于 2020 年 5 月通过广东省新闻出版局《关于拟同意国产移动网络游戏<我的战盟>请示》(粤新数审[2020]78 号)的出版审核, 正报请国家新闻出版署的最终审批。《艾丽丝计划》目前处于基础开发阶段, 预计 2021 年三季度上线。

### 整体来看:

1) 两家游戏子公司已上线游戏《百龙霸业》、《王者国度》尚处于生命周期内 18-24 个月内, 有助标的公司 2020 至 2021 年预测营业收入及利润的实现。

2) 杭州雷焰储备游戏《我的战盟》与已上线的爆款游戏《百龙霸业》运营模式相同, 海南华多在研产品 MMORPG 手游项目系现有爆款游戏《王者国度》的迭代产品, 《王者国度》及《百龙霸业》的研发及运营经验对拟上线的游戏提供借鉴;

3) 两家游戏子公司团队成员均拥有 8 年以上的游戏行业经验, 核心团队成员相对稳定, 研发团队配置均衡, 涵盖了游戏策划、美术音乐、技术运维、产品发行等专业人才。

■ **投资建议: 关注游戏储备及新品表现, 首次覆盖, 给予“增持”评级**

假设公司日化业务收入增速分别为 9%/10%/11%, 对应毛利率为 33%/33%/33%, 游戏业务收入增速分别为 95%/50%/30%, 对应毛利率分别为 92%/92%/92%, 预计公司 2021-2023 年收入增速为 24%/21%/18%, 综合毛利率为 49.16%/53.15%/55.35%。

**表 3: 名臣健康业务拆分**

	2020	2021E	2022E	2023E
日化业务收入(百万)	550.56	600.11	660.12	732.73
yoy	8.91%	9.00%	10.00%	11.00%
毛利率	33.20%	33.00%	33.00%	33.00%
网络游戏收入(百万)	120.08	234.16	351.23	456.60
yoy		95.00%	50.00%	30.00%
毛利率	95.06%	92.00%	92.00%	92.00%
印刷产品收入(百万)	6.48	5.18	4.15	3.32
yoy	-31.86%	-20.00%	-20.00%	-20.00%
毛利率	1.99%	2.00%	2.00%	2.00%
其他业务收入(百万)	3.45	4.49	5.74	7.29
yoy	40.82%	30.00%	28.00%	27.00%
毛利率		30.00%	30.00%	30.00%

资料来源:国信证券经济研究所整理

预计公司 21-23 年归母净利润 2.77/3.66/4.58 亿, EPS 为 2.27/3.00/3.75 元, 最新股价对应 PE 为 18/14/11X, 对比可比公司平均估值, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

**表 4: 名臣健康盈利预测**

盈利预测及市场重要数据	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	517	681	844	1,021	1,200
(+/-%)	-5.3%	31.5%	24.0%	21.0%	17.5%
净利润(百万元)	23	102	277.07	366.25	458.26
(+/-%)	-22.2%	343.0%	171.0%	32.2%	25.1%
每股收益(元)	0.19	0.84	2.27	3.00	3.75
EBIT Margin	7.7%	22.9%	30.1%	34.1%	36.3%
净资产收益率(ROE)	4.1%	15.6%	32.6%	33.1%	32.1%
市盈率(PE)	216.1	48.8	18.0	13.6	10.9
EV/EBITDA	103.6	30.9	19.9	14.7	11.9
市净率(PB)	8.82	7.61	5.87	4.51	3.50

资料来源:公司资料和国信证券预测

**表 5: 可比公司 PE 估值**

公司代码	公司名称	前收盘价(元)	总市值(亿)	EPS(元)			PE(倍)			投资评级
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
002555.SZ	三七互娱	22.35	502.12	1.32	1.60	1.85	16.96	13.98	12.10	买入
002624.SZ	完美世界	19.19	375.00	1.11	1.48	1.72	17.24	12.98	11.15	买入
603444.SH	吉比特	526.45	381.60	20.69	23.83	27.54	25.45	22.09	19.11	买入
300031.SZ	宝通科技	16.49	63.76	1.39	1.70	2.02	11.85	9.70	8.15	增持
300315.SZ	掌趣科技	4.48	121.05	0.35	0.39	-	12.91	11.49	-	买入

资料来源:wind 一致预测, 国信证券预测, 国信证券经济研究所整理

**风险提示:** 日化主业下滑风险; 业绩对赌不达标; 经营管理风险; 监管风险等。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	199	255	420	643
应收款项	199	277	350	427
存货净额	137	159	184	214
其他流动资产	14	17	20	24
<b>流动资产合计</b>	<b>664</b>	<b>839</b>	<b>1114</b>	<b>1458</b>
固定资产	56	78	96	114
无形资产及其他	15	14	14	13
投资性房地产	144	144	144	144
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>879</b>	<b>1075</b>	<b>1367</b>	<b>1729</b>
短期借款及交易性金融负债	39	13	17	23
应付款项	70	79	89	102
其他流动负债	112	128	146	166
<b>流动负债合计</b>	<b>221</b>	<b>220</b>	<b>253</b>	<b>291</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	3	6	9	12
<b>长期负债合计</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>12</b>
<b>负债合计</b>	<b>224</b>	<b>226</b>	<b>262</b>	<b>303</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	655	849	1106	1427
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>879</b>	<b>1075</b>	<b>1367</b>	<b>1729</b>

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.84	2.27	3.00	3.75
每股红利	0.13	0.68	0.90	1.13
每股净资产	5.37	6.95	9.05	11.68
ROIC	30%	38%	45%	50%
ROE	16%	33%	33%	32%
毛利率	42%	49%	53%	55%
EBIT Margin	23%	30%	34%	36%
EBITDA Margin	25%	31%	35%	37%
收入增长	32%	24%	21%	17%
净利润增长率	343%	171%	32%	25%
资产负债率	25%	21%	19%	18%
息率	0.3%	1.7%	2.2%	2.8%
P/E	48.8	18.0	13.6	10.9
P/B	7.6	5.9	4.5	3.5
EV/EBITDA	30.9	19.9	14.7	11.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>681</b>	<b>844</b>	<b>1021</b>	<b>1200</b>
营业成本	392	429	478	536
营业税金及附加	6	8	10	12
销售费用	75	93	112	132
管理费用	52	60	72	85
财务费用	0	(6)	(8)	(12)
投资收益	8	8	9	10
资产减值及公允价值变动	15	20	15	17
其他收入	(73)	0	0	0
营业利润	105	288	380	474
营业外净收支	(0)	(2)	(2)	(2)
<b>利润总额</b>	<b>105</b>	<b>286</b>	<b>378</b>	<b>472</b>
所得税费用	3	9	11	14
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>102</b>	<b>277</b>	<b>366</b>	<b>458</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>102</b>	<b>277</b>	<b>366</b>	<b>458</b>
资产减值准备	8	6	5	5
折旧摊销	12	8	9	10
公允价值变动损失	(15)	(20)	(15)	(17)
财务费用	0	(6)	(8)	(12)
营运资本变动	(225)	(69)	(65)	(71)
其它	(8)	(6)	(5)	(5)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(125)</b>	<b>196</b>	<b>296</b>	<b>381</b>
资本开支	(30)	(15)	(16)	(16)
其它投资现金流	(12)	(15)	(10)	(10)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(42)</b>	<b>(30)</b>	<b>(26)</b>	<b>(26)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(15)	(83)	(110)	(137)
其它融资现金流	<b>76</b>	<b>(26)</b>	<b>4</b>	<b>6</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>45</b>	<b>(109)</b>	<b>(106)</b>	<b>(132)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(123)</b>	<b>57</b>	<b>164</b>	<b>223</b>
货币资金的期初余额	321	199	255	420
货币资金的期末余额	199	255	420	643
企业自由现金流	(91)	170	266	346
权益自由现金流	(15)	150	278	364



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032