

商业贸易

证券研究报告

2021年12月16日

纯收藏品退潮、虚拟地产起势，NFT 应用探索深化

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

李田

联系人

litiana@tfzq.com

NFT 经历了前期的快速增长后，11 月交易量进一步放缓。从交易量上看，根据 Footprint Analytics 的统计，NFT 的交易量从 8 月的 55 亿美元逐渐下降，11 月的总交易额进一步下降至 24 亿美元，增长率为-27%，主要是一些最大的以太坊 NFT 收藏品的销售势头有所减弱。2021 年 12 月 6 日至 2021 年 12 月 12 日交易数据显示，CryptoPunks (-80%)、Axie Infinity (-26%) 和 The Sandbox (-25%) 为负增长。

NFT 市场稀缺性需要经济生态保证。根据 Chainalysis 的统计在 OpenSea 的 NFT 铸币活动中，非白名单用户只有 20.8% 的用户获得了盈利，而白名单用户盈利比率可达 75.7%。相对应的是，每周活跃的 NFT 集合数量从 3 月初的 193 个上涨到 10 月 24 日的峰值超过 2,300 个。随着用户涌入 NFT 市场，在快速增加的供给环境中，NFT 项目难以普遍具备稀缺性。

类似于白名单，空投、公共领域、代币发行和社区/游戏运营都是保障 NFT 内在价值的重要方式，DAO 开始走向前台带动 NFT 应用的进一步探索，并开始和 NFT 深度结合。NFT 和 DAO 在投资、社交、资历、工会等多种形态上深度融合，特别是治理 DAO 和工会 DAO，我们认为大大拓展了 NFT 的新场景，也为元宇宙中的 NFT 生态摸索了构建思路。

纯数字藏品交易热度退潮、虚拟地产起势，都标志着 NFT 应用探索深化，我们长期看好在去中心化的元宇宙体系中，NFT 有望作为价值承载物。我们认为，多数 NFT 项目不具备投资意义上稀缺性，整体享受的发展红利期有限，背后的经济生态更具持续性的项目，将具备更长远的发展。白名单、空投、公共领域、代币发行等手段广泛应用，游戏、社区类 NFT 项目则借助边玩边赚和运营中具备的稀缺性资源，边玩边赚项目上，我们建议需对经济系统可持续性进行观察，而稀缺性资源上，则需对游戏、社区类 NFT 项目本身做深入研究，避免过度投机；DAO 也加速走上前台，拓展了 NFT 的新场景，也为元宇宙中的 NFT 生态摸索了构建思路，我们认为这一模式或是未来阶段的重要发展方向，值得重点关注。

持续推荐天下秀，我们看好公司长期在构建健康经济生态 NFT 应用上的能力。公司以虹宇宙前瞻探索未来时代红人经济运营和变现机制，虹宇宙的 3D 可视化虚拟社交场景能够让用户近距离与红人 IP 进行互动，使双方联系更加真实立体；虹宇宙集合社交、互动、场景、开放性等优势于一身，能够实现更广阔的变现方式，实现新的内容创作利益分成机制；对于品牌而言，也将受惠于流量的聚集。我们认为，公司现有业务深耕红人新经济领域，长远受益于生活方式的泛娱乐化；公司在区块链技术储备较久，在红人运营端拥有的潜在资产在新的价值环境里有望迎来重估，持续推荐。

风险提示：政策监管、技术路线不确定、安全漏洞、投机性风险广泛存在、用户接受不及预期等

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《商业贸易-行业点评:叮咚买菜：21Q3 营收、利润、盈利指引均大超预期，即时零售快速发展，前置仓模式有望得到验证》2021-11-22
- 《商业贸易-行业点评:商贸行业点评：京东业绩超预期，后二选一时代表履约能力及供应链运营优势构筑公司壁垒、持续成长动能充沛》2021-11-20
- 《商业贸易-行业点评:阿里巴巴 多因素冲击本季度平台电商承压、底部区间关注被忽略的中长期积极因素》2021-11-19

内容目录

1. NFT 生态结构概览：7 大层级，基础设施、垂直应用为起点走向繁荣	3
2. 从近期变化探讨 NFT 背后的经济生态演变	6
2.1. 纯数字藏品交易热度退潮、虚拟地产走热，全面走热到结构性行情的 NFT 市场， 资本仍持续加码	6
2.2. 空投、公共领域、代币发行等在 NFT 应用的探索上进一步深化，DAO 崭露头角 有望进一步带动 NFT 应用	8
3. 投资建议	11
4. 风险提示：	12

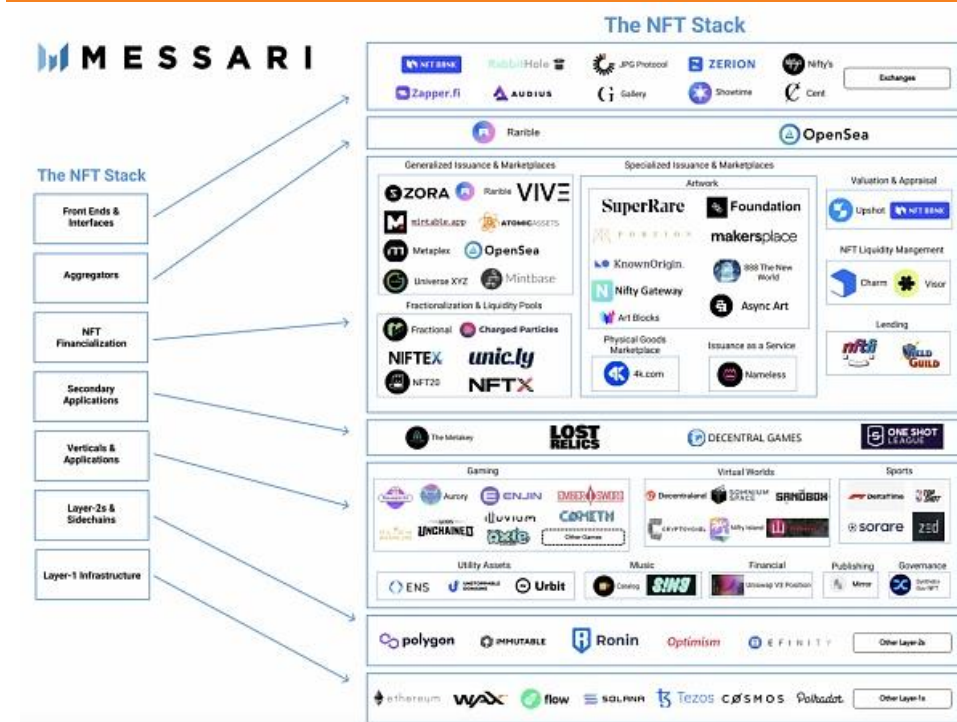
图表目录

图 1：NFT 生态可以理解成 7 个层级	3
图 2：比特币总市值占有率在 2021 年有所下降	3
图 3：以太坊上的侧链和解决方案	4
图 4：基于 Enjin 的 Lost Relics	5
图 5：NFT 交易规模 11 月环比有所下降	6
图 6：NFT 总市值一度创下历史新高	6
图 7：艺术品/藏品的 NFT 项目	7
图 8：NFT 融资热度稳居加密市场前两位	8
图 9：NFT 铸币活动中的 ROI 分布显示白名单用户盈利情况显著好于非白名单用户	8
图 10：代币发行常识的 NFT 项目 CyberKongz	9
图 11：Decentraland Marketplace 土地	10
图 12：DAO 治理模式示意图	10
表 1：NFT 资产主要应用	4
表 2：不同阶段 NFT 项目市值排序	7
表 3：基于 NFT 的 DAO 的主要分类	11

1. NFT 生态结构概览：7 大层级，基础设施、垂直应用为起点走向繁荣

NFT 生态相对复杂，从搭建结构来看，大体可以分为 7 个层级。

图 1：NFT 生态可以理解成 7 个层级

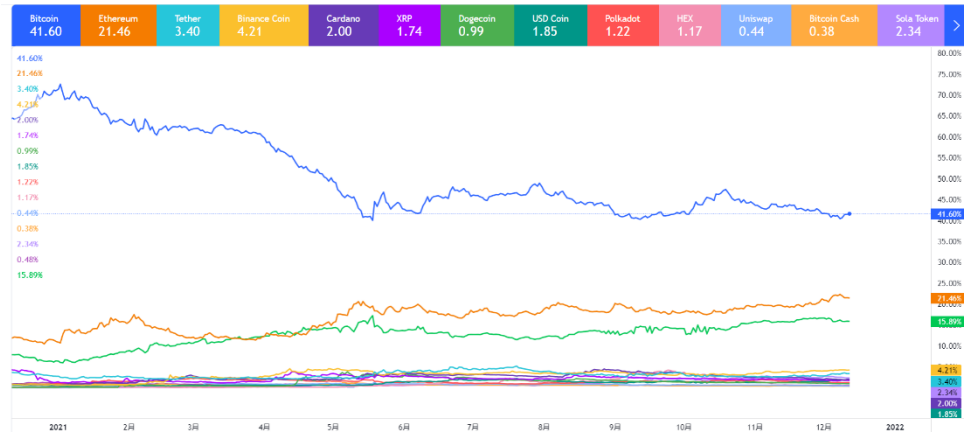


资料来源：Messari，天风证券研究所

(1) 基础设施。到目前为止，NFT 领域一直主要建立在以太坊及一些规模较小的公链或私链上。在以太坊上，大多数 NFT 应用可能需要从以太坊主网依靠侧链或其他解决方案来实现交易，同时依靠以太坊作为结算层。在其他区块链上如 Solana 等，则正在积极构建其 NFT 基础设施，如 Metaplex，使个人能够建立自己的 NFT 店面，并通过可定制的版税分配发布 NFT 收藏品，亦强化了对 defi 的支持。

NFT (包括 Defi) 对加密货币价值生态造成了重要影响。由于比特币对 NFT (包括 defi) 的支持相对不完善，比特币扩张慢于其他加密货币，在加密货币中的市值占比有所下降；而随着以太坊的涨价，交易摩擦成本使得一部分从业者开始使用 solana、Binance 等进行交易，solana、Binance 等加密货币市值快速增长。

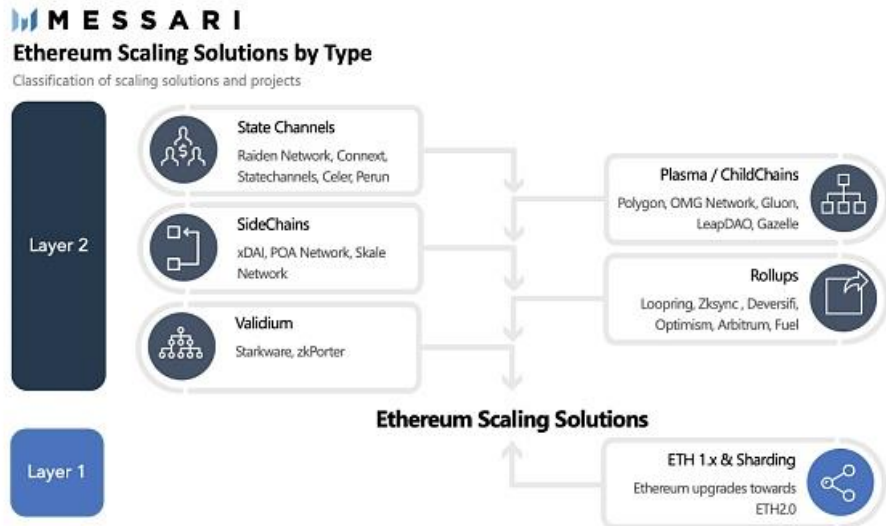
图 2：比特币总市值占有率在 2021 年有所下降



资料来源：Trading view，天风证券研究所

(2) 侧链及解决方案。对接到复杂的应用层，包括收藏品、游戏、体育、虚拟世界、公用事业资产等多样化的 NFT 资产应用上，以以太坊为代表的主链在多种需求难以满足所需要的扩展性，于是进一步拓展了侧链或解决方案。主用于 NFT 的侧链包括 Polygon、OMG Network 等，解决方案则包括 ImmutableX 等。

图 3：以太坊上的侧链和解决方案



资料来源：Messari，天风证券研究所

(3) 垂直应用层。将 NFT 绑定至垂直场景中，实现对资产的确权，这样借助于基础设施或侧链及解决方案层中的流通方案，在垂直场景中的 NFT 资产也实现了相应交易诉求。NFT 的主要应用场景包括收藏品、艺术品、数字世界用品、票务、现实世界资产绑定等。

表 1：NFT 资产主要应用

	NFT 典型应用	介绍
数字内容的资产化	知识产权	包含但不限于收藏品、游戏道具等，帮助其确认、转移所有权。
	元宇宙资产	如虚拟世界可以拍卖地块及特殊物品
包含实体资产或实体资产凭证	金融文件	发票，订单，保险，账单等，可以转变为 NFT，进行交易。
	不动产	不动产 NFT 化后协助确权和流通。
其他	记录和身份证明	可以用来验证身份和出生证明，驾照，学历证书等方面。这些可以用数字形式进行安全保存，而防止被滥用或篡改。
	票务	演唱会门票、电影票、话剧票等等，都可以用 NFT 来标记。所有的票都一样，但是座位号不同。

资料来源：华尔街见闻，天风证券研究所

(4) 辅助应用。辅助应用可以直接在现有的 NFT 应用层基础上构建新的应用场景，从而减少流通损耗、提高交易效率等。和其他虚拟世界无疑将在其生态系统中拥有各种应用程序，例如 RPG 游戏 Lost Relics。

图 4：基于 Enjin 的 Lost Relics



资料来源：lost relics，天风证券研究所

(5) NFT 金融化。NFT 的价值主张在于其独特性，但可替代性对于增加流动性和 NFT 的金融化很重要。迄今为止，专注于 NFT 金融化的项目正试图让不可替代的代币尽可能具有可替代性（和流动性）。大多数旨在增加 NFT 流动性的协议都是通过创建流动性池来实现的，个人可以在其中存入类似的 NFT，或者将个人 NFT 细分以鼓励更大的投机。

(6) 聚合器。以 OpenSea 为代表的，其上聚集了集成各种智能合约和最终的区块链来聚合供应，也有的聚合器针对需求端进行整合。

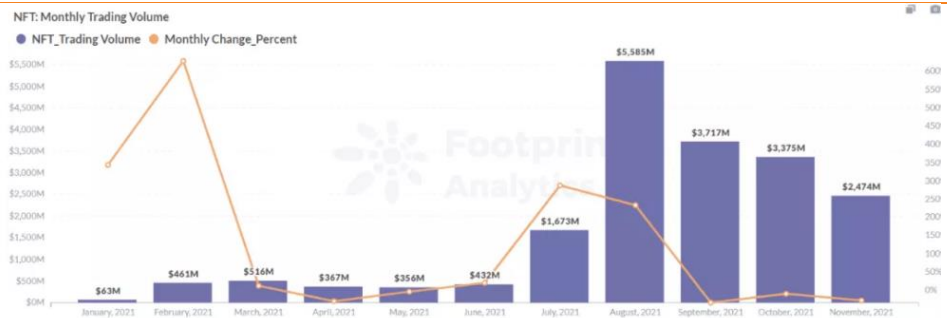
(7) 前端和界面。由于用户端的高转换成本，也有众多参与者在 NFT 钱包、分析平台等进行布局，钱包代表如 Coinbase 钱包和 Rainbow 等钱包均支持 NFT 资产查看功能，Nonfungible、Cryptoslam 和 Nansen 则主要提供市场行情的分析功能。

2. 从近期变化探讨 NFT 背后的经济生态演变

2.1. 纯数字藏品交易热度退潮、虚拟地产走热，全面走热到结构性行情的 NFT 市场，资本仍持续加码

NFT 经历了前期的快速增长后，11 月交易量进一步放缓。从交易量上看，根据 Footprint Analytics 的统计，NFT 的交易量从 8 月的 55.85 亿美元逐渐下降，11 月的总交易额进一步下降至 24.74 亿美元，同比下降 27%，主要是一些最大的以太坊 NFT 收藏品的销售势头有所减弱。2021 年 12 月 6 日至 2021 年 12 月 12 日交易数据显示，CryptoPunks (-80%)、Axie Infinity (-26%) 和 The Sandbox (-25%) 为负增长。

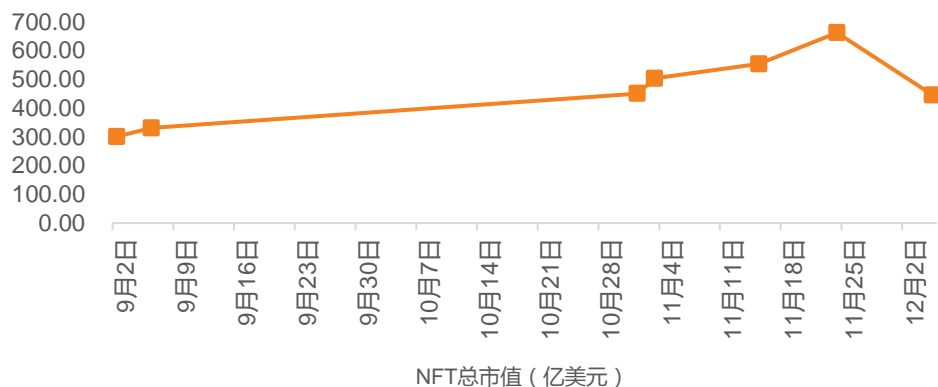
图 5: NFT 交易规模 11 月环比有所下降



资料来源: Footprint Analytics, 天风证券研究所

NFT 市值却在 11 月受元宇宙等项目推动数次创下新高，其后数字资产项目有所回落，其中，虚拟地产等项目热度上升。11 月中，数字藏品整体市值有所下降，元宇宙等项目市值排名则不断提升，以 Decentraland、The Sandbox 和 Axie Infinity 为代表的游戏类占据到了市值前列，其中 Decentraland 11 月 15 日到 12 月 5 日市值增幅达 75%。

图 6: NFT 总市值一度创下历史新高



资料来源: 钜亨网, 天风证券研究所

表 2: 不同阶段 NFT 项目市值排序

	市值第一	市值第二	市值第三
9 月 2 日	Theta Network	Axie Infinity	Chiliz
9 月 7 日	Theta Network	Axie Infinity	Chiliz
11 月 1 日	Axie Infinity	Theta Network	Flow
11 月 3 日	Axie Infinity	Theta Network	Flow
11 月 15 日	Axie Infinity	Theta Network	Decentraland
11 月 24 日	Axie Infinity	Theta Network	Decentraland
12 月 5 日	Decentraland	Axie Infinity	The Sandbox

资料来源: 钜亨网, 天风证券研究所

为何会有这样的现象? 我们认为, 投机逐利仍是现阶段 NFT 投资市场的主导因素, 就投机逐利来看, NFT 虽然保证了数字资产链上的唯一性, 却并未代表代币对应的链下资产的唯一性, 例如, 其图片在链上虽是唯一的, 却并未保障这一图片无法被其他人转载观看, 同时, 也并未保障这一资产的稀缺性。由此, 多种模式在保证 NFT 的稀缺性, 常见的如: ①IP 背书; ②游戏机制保证 NFT 源源不断的需求量; ③通过合作性机制探索新保障发行过程共赢。

基于艺术品/藏品的 NFT 率先起势, 也最先回落, 我们认为这具有一定的合理性。早期的数字藏品, 多注重于机制的探索, 以 Cryptopunks 为例, 其由开发工作室 Larva Labs 创建, 是在以太坊区块链上设定为 NFT 的 10,000 张图像序列。拥有一个 CryptoPunks NFT 意味着你是该像素化身的唯一所有者。CryptoPunks 于 2017 年免费发布。在接下来的三年中, NFT 的数量逐渐增加, 到 2020 年底, 尤其是 2021 年初, 数字收藏品的需求猛增。CryptoPunks 本身最主要的稀缺性在于其是最早期的 NFT 项目之一。这种稀缺性本身并无机制保障, 随着时间推移, 对新的运行机制探索更加深化, 涨幅相对跑输有一定的合理性。

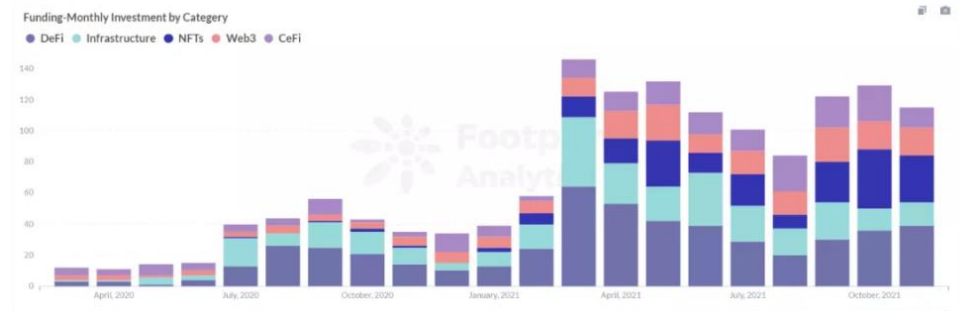
图 7: 艺术品/藏品的 NFT 项目



资料来源: iNFTNews, 天风证券研究所

NFT 市场从全面狂热走向结构性行情, 资本在 NFT 上的投入则进一步加码。2021 年 10 月和 11 月, NFT 稳居加密市场融资方向前两位, 加密市场整体投资则仍以种子轮为主。

图 8: NFT 融资热度稳居加密市场前两位



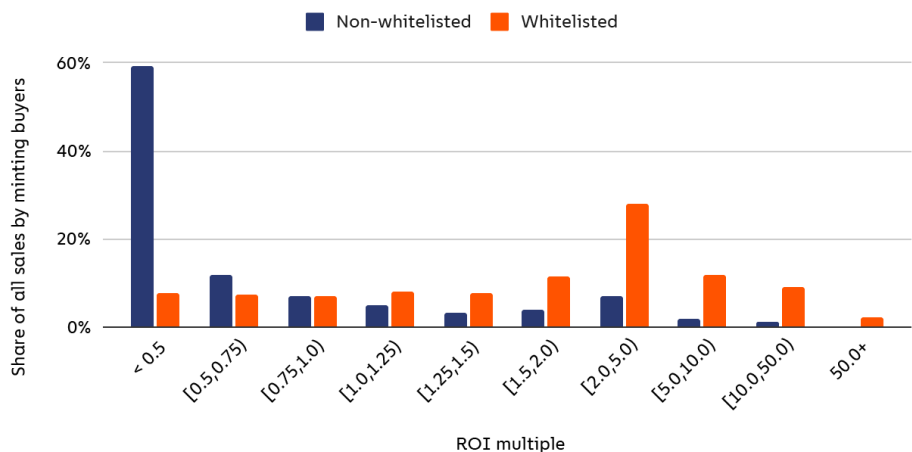
资料来源: Footprint Analytics, 天风证券研究所

2.2. 空投、公共领域、代币发行等在 NFT 应用的探索上进一步深化, DAO 崭露头角有望进一步带动 NFT 应用

印证 NFT 市场稀缺性需要经济生态保证。根据 Chainalysis 的统计,在 OpenSea 的 NFT 铸币活动中,非白名单用户只有 20.8%的用户获得了盈利,而白名单用户盈利比率可达 75.7%。相对应的是,每周活跃的 NFT 集合数量从 3 月初的 193 个上涨到 10 月 24 日的峰值超过 2,300 个。随着用户涌入 NFT 市场,在快速增加的供给环境中,NFT 项目难以普遍具备稀缺性。

图 9: NFT 铸币活动中的 ROI 分布显示白名单用户盈利情况显著好于非白名单用户

Share of NFT minting purchases by ROI range: Whitelisted vs. Non-whitelisted buyers on OpenSea



© Chainalysis

资料来源: Chainalysis, 天风证券研究所

类似于白名单,空投、公共领域、代币发行和社区/游戏运营都是保障 NFT 内在价值的重要方式,空投、公共领域、代币发行的运行机制相对较为简单:

- ① 空投所指的,就是不同的区块链项目、交易所等,将自己的代币免费派发予用户,借

此增加用户数，以作为保留现有用户的诱因。NFT 项目在众多机制上均具备微创新，其价值在于广泛共识的稀缺性，一旦率先扩散开即具备可观的市场影响力，长期看即具备较大的升值空间，在此过程中发行者和所有者即实现了共赢。包括一些最主流的项目，如 Zapper、Zerion 等项目均有望进行空投，这也是反馈社区的重要方式，有助于在社区运营中取得良好的口碑。

②公共领域，即意味着创作者已经“放弃了对项目的所有版权和相关或邻接权”。通过放弃创始人或原始创作者的部分权益，从而推动生态的衍生品创作，从而推动生态的繁荣。例如，CrypToadz 通过这样做，让持有者和崇拜者能够创建、铸造和销售原始项目的衍生品，这些衍生品可以在公开市场上出售或分配给 CrypToadz NFT 持有者。由此，发行者和持有人即实现了共赢。

③代币发行，这是一个极端简化的一类游戏运营的思路，即每个 NFT 资产定期产出加密代币，这些代币可以用于市场出售或花费代币用于新的加密体系运营。

图 10：代币发行尝试的 NFT 项目 CyberKongz



孔兹议会。来源：CyberKongz

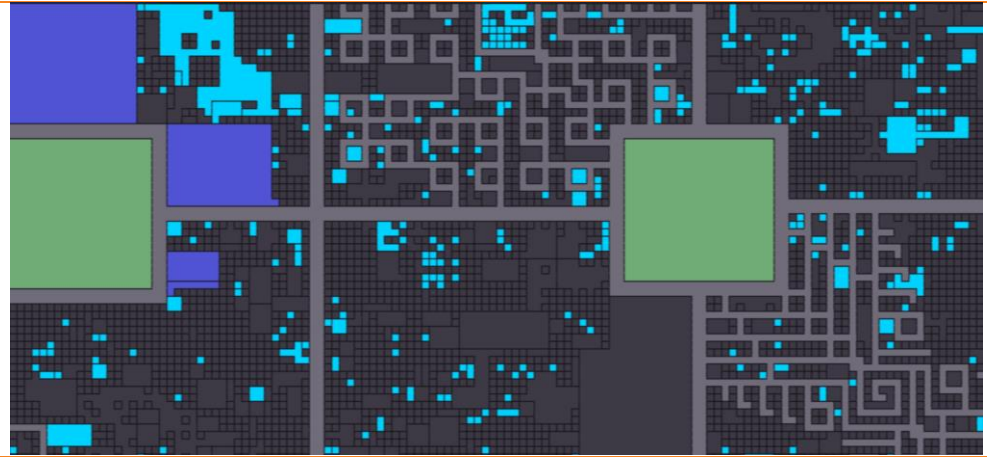
资料来源：比特财经网，天风证券研究所

游戏和社区等社交体系中，一方面游戏运营方会采用“边赚边玩”的策略来鼓励用户活跃和尽可能多元化的 NFT 持有结构，另一方面也有部分资源具备天然的稀缺性。Decentraland、Axie Infinity、Sandbox 等均采用以上一种或多种方式构筑自身的稀缺性：

例如，在 Decentraland 中，交互机制类似《我的世界》的探索类游戏，用户可以在 Decentraland 的主体世界里参观其他玩家拥有的建筑、参与位于各建筑内的活动与游戏、触发一些特殊剧情（捡到收藏品等）、和其他偶遇的玩家通过语音或文字对话，操纵自己的 Avatar 在这个虚拟世界里尽情畅游。而且，用户还可以发挥创造力，通过 Decentraland 提供的制作器（Builder）创建属于自己的建筑，把它置于自己的世界里或对外销售。此外，用户也可以前往市场（MarketPlace）中购买现成的建筑、装备等应用内物品。

Decentraland 中有两种资产：代币为采用 ERC-20 格式的 MANA；LAND 是 Decentraland 内的 3D 虚拟空间，一种以太坊智能合约控制的非同质化（ERC-721）数字资产。LAND 具有一定的稀缺性，其数量与 MANA 严格对应以稳定币价。

图 11: Decentraland Marketplace 土地

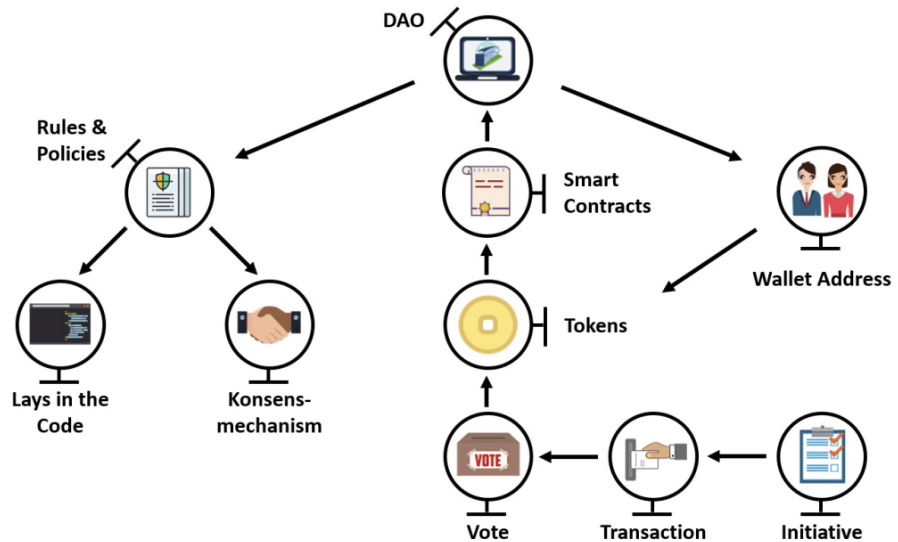


资料来源: Decentraland, 天风证券研究所

在 Decentraland 的历次土地拍卖中, 土地价格呈现出这样的规律: 两个地块到世界中心点 (0,0) 的距离相等, 则离道路越近的地块价值就越高。同时, 人们喜欢孤立的四方地块“私人岛屿”。越靠近道路, 能够展示的可能性越大, 因此价格越高。我们认为, 资产稀缺性相对较高。

从社区运营作为 NFT 的重要一环为起点, DAO 开始走向前台带动 NFT 应用的进一步探索, 并开始和 NFT 深度结合。 DAO, (分布式自治组织, decentralized autonomous organization), 有时也被称为分布式自治公司 (DAC), 是一个以公开透明的计算机代码来体现的组织, 其受控于股东, 并不受中央政府影响。持有通证 (TOKEN) 或投票证明 (NFT) 就拥有投票权, 通证 (TOKEN) & 投票证明 (NFT) 越多占比投票权越大。通过区块链、智能合约发起提案 (提案各种各样, 可以是 DAO 资金相关的也可以是 DAO 人员相关等等) 来协调成员行动和资源, 就是 DAO 组织形式。DAO 被认为在众多场景里, 在自由、公平、效果、效率等治理效果上都有超越传统公司制之处, 引起广泛的关注。

图 12: DAO 治理模式示意图



资料来源：American CryptoFed，天风证券研究所

现阶段的 DAO，仍是链上和链下结合为主，和 NFT 以多种方式深度融合。 DAO 仍处于早期探索阶段，不可避免地从链外吸引用户。如今，NFT 和 DAO 在投资、社交、资历、工会等多种形态上深度融合，特别是治理 DAO 和工会 DAO，我们认为大大拓展了 NFT 的新场景，也为元宇宙中的 NFT 生态摸索了构建思路。

表 3：基于 NFT 的 DAO 的主要分类

基于 NFT 的 DAO 的四大类分类

1. 投资 DAO: 成员集体决策，共同投资、持有、释放 NFT 艺术品，维护「NFT 金库」。
2. 社交 DAO: 基于不同兴趣爱好的有强大社交属性的 DAO 组织，社交 DAO 又分为收藏品 DAO 和创作人 DAO；
3. 治理 DAO: 运用代币治理将权利下放到社区，社区成员可以投票决策管理社区；
4. 公会 DAO: 类似于公司组织和人才库，专为社区成员提供资源、人才、服务等。

资料来源：链闻，天风证券研究所

3. 投资建议

纯数字藏品交易热度退潮、虚拟地产起势，都标志着 NFT 应用探索深化，我们长期看好在去中心化的元宇宙体系中，NFT 有望作为价值承载物。我们认为，多数 NFT 项目不具备投资意义上稀缺性，整体享受的发展红利期有限，背后的经济生态更具持续性的项目，将具备更长远的发展。白名单、空投、公共领域、代币发行等手段广泛应用，游戏、社区类 NFT 项目则借助边玩边赚和运营中具备的稀缺性资源，边玩边赚项目上，我们建议需对经济系统可持续性进行观察，而稀缺性资源上，则需对游戏、社区类 NFT 项目本身做深入研究，避免过度投机；DAO 也加速走上前台，拓展了 NFT 的新场景，也为元宇宙中的 NFT 生态摸索了构建思路，我们认为这一模式或是未来阶段的重要发展方向，值得重点关注。

持续推荐天下秀，我们看好公司长期在构建健康经济生态 NFT 应用上的能力。公司以虹宇宙前瞻探索未来时代红人经济运营和变现机制，虹宇宙的 3D 可视化虚拟社交场景能够让用户近距离与红人 IP 进行互动，使双方联系更加真实立体；虹宇宙集合社交、互动、场景、开放性等优势于一身，能够实现更广阔的变现方式，实现新的内容创作利益分成机制；对于品牌而言，也将受惠于流量的聚集。我们认为，公司现有业务深耕红人新经济领域，长远受益于生活方式的泛娱乐化；公司在区块链技术储备较久，在红人运营

端拥有的潜在资产在新的价值环境里有望迎来重估，持续推荐。

4. 风险提示：

政策监管不确定。目前全球监管环境中 NFT 并未被明确约束。由于 NFT 可以对标实物价值，来为 NFT 的扩展应用层面可能涉及法律不完善的领域，存在政策风险和监管风险。

技术路线不确定。NFT 应用仍在探索深化阶段，应用方向多但多数项目发展红利期较短，暂未形成明确的技术路线。

安全漏洞。区块链技术仍然处于早期阶段，安全事件频发。随 NFT 资产价值积累与项目体量扩大，其运维成本及风险将持续攀升。

投机性风险广泛存在。去中心化模式需面临资产归属及安全问题，交易存在欺诈违约等可能性，导致 NFT 数据元无法托管维护，若无后续交易支撑将引发 NFT 价格下跌。

用户接受不及预期：NFT 概念仍未普及，对于投资者、用户而言门槛较高，进一步扩大市场或存在瓶颈。

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	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com