

名臣健康 (002919)

第二曲线蓄势待发，期待新游上线释放业绩弹性

买入（维持）

2022 年 08 月 23 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	744	1,057	1,451	1,686
同比	9%	42%	37%	16%
归属母公司净利润（百万元）	133	228	420	526
同比	31%	71%	84%	25%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.78	1.33	2.46	3.08
P/E（现价&最新股本摊薄）	34.55	20.22	10.98	8.76

投资要点

■ **布局游戏开启新增长，营收净利双高增。**公司是老牌日化企业，自 2020 年起，通过外延并购布局游戏研发与发行业务。游戏业务现已成为公司利润主要来源，拉动业绩回暖。2019/2020/2021 年公司实现营收 5.17/6.81/7.44 亿元，同比增长-5.27%/31.52%/9.34%，归母净利润 0.23/1.02/1.33 亿元，同比增长-22.20%/343.04%/30.57%，毛利率 38.52%/42.45%/50.38%，归母净利率 4.46%/15.02%/17.94%。公司预计 2022H1 归母净利润为 0.23-0.31 亿元，同比下降 68.66%-76.74%，业绩短期承压主要系日化业务受疫情影响，利润略有降低；游戏业务受版号停发影响，新游接续不力，同时搭建游戏发行业务致利润承压。

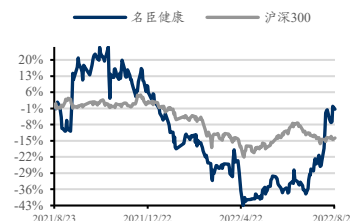
■ **新一轮产品周期到来，静待新游上线释放业绩。**公司全资游戏子公司海南华多、杭州雷焰核心团队经验丰富，且均有月流水峰值过亿的长生命周期产品，后续新游值得期待。公司储备有 MMOARPG《我的战盟》、二次元卡牌《锚点降临》、模拟经营卡牌《创星之王》（暂定名）、《九州之下》《至尊无极》及暂未披露名称的 1 款 SLG 和 1 款 MMORPG 游戏等。其中，《九州之下》《至尊无极》已上线，目前处于推广期，公司预计《我的战盟》（已有版号）将于 2022Q3 上线；《锚点降临》（暂未取得版号）将先于海外市场发行，截至 2022 年 8 月 19 日，《锚点降临》TapTap 评分 8.5 分，预约数超 68 万，持续关注产品上线时间及流水表现。

■ **看好喀什奥术并表，再添业绩增长动能。**公司拟收购喀什奥术 100% 股权，喀什奥术拥有超 150 名在岗人员，核心团队经验丰富，以研发 ARPG 游戏为主，目前在研项目包括委托方为中手游的《镇魂街：天生为王》，和委托方为字跳网络的《境·界 刀鸣》。两款游戏均为大 IP 授权产品，其中《镇魂街：天生为王》测试数据良好，处于等待版号上线阶段；《境·界 刀鸣》为日本三大热血漫之一《死神》IP 的授权游戏，于海内外拥有广泛的 IP 受众群体，流水表现值得期待。公司已支付 30% 股权转让价款，但因《镇魂街》未取得版号，收购尚未提交股东大会审议，因此尚未并表。持续关注《镇魂街》版号及喀什奥术并表进展，看好新游上线后流水分润持续增厚公司营收及利润规模。

■ **盈利预测与投资评级：**受版号影响，2022H1 公司新游接续不力，我们下调此前盈利预测并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2023 年公司 EPS 分别为 1.33/2.46 元（此前为 4.51/5.48 元），预计 2024 年 EPS 为 3.08 元，对应当前股价 PE 分别为 20/11/9 倍。看好游戏业务作为公司第二增长曲线，成长逻辑逐步兑现，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**喀什奥术收购失败风险，新游上线延期风险，日化市场竞争加剧风险，游戏行业监管风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.97
一年最低/最高价	16.98/48.56
市净率(倍)	4.34
流通 A 股市值(百万元)	4,548.82
总市值(百万元)	4,611.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.22
资产负债率(% ,LF)	19.83
总股本(百万股)	170.99
流通 A 股(百万股)	168.66

相关研究

《名臣健康(002919): 名臣健康: 加码游戏研发，期待第二曲线游戏业务前景》

2021-11-17

内容目录

1. 布局游戏开启新增长，营收净利双高增	4
2. 持续补齐研运能力，静待新游上线释放业绩	6
2.1. 积极推进游戏业务，外延并购补齐研运能力	6
2.2. 新一轮产品周期到来，喀什奥术有望并表再添增长动力	8
3. 盈利预测与投资评级	11
4. 风险提示	11

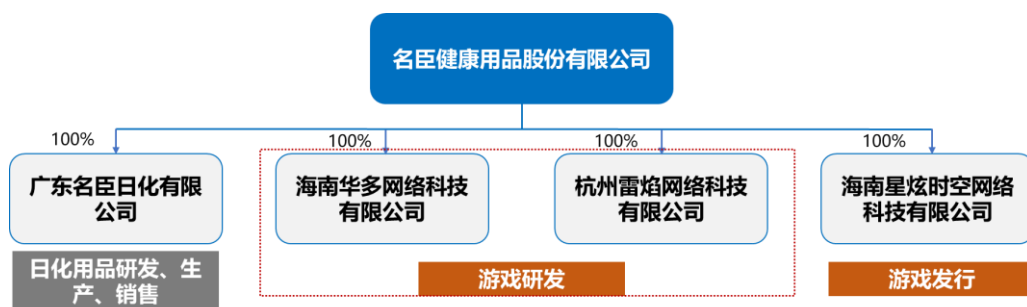
图表目录

图 1:	公司业务结构（截至 2022 年 8 月 22 日）	4
图 2:	公司各业务营收规模及同比增速（单位：亿元，%）	4
图 3:	公司各业务营收占比	4
图 4:	公司各业务毛利（单位：亿元）	5
图 5:	公司毛利率及净利率	5
图 6:	公司营业收入及同比增速	5
图 7:	公司归母净利润及同比增速	5
图 8:	公司游戏业务研发及发行端布局（截至 2022 年 8 月 22 日）	6
图 9:	公司研发人员数量	6
图 10:	公司研发费用及研发费用率	6
图 11:	海南华多《王者国度》MAU 及 ARPU	7
图 12:	海南华多《王者国度》月流水	7
图 13:	杭州雷焰《百龙霸业》MAU 及 ARPU	7
图 14:	杭州雷焰《百龙霸业》月流水	7
图 15:	镇魂街 IP 授权产品：《镇魂街：武魂躯》iOS 端月净收入峰值 166 万美元	10
图 16:	死神 IP 授权产品：《境界-魂之觉醒：死神》iOS+Googleplay 月净收入峰值\$318 万	10
图 17:	3 款死神 IP 授权产品的净收入地区分布	11
表 1:	公司部分产品储备（截至 2022 年 4 月）	8
表 2:	《镇魂街：天生为王》《境·界 刀鸣》项目详情	9
表 3:	《镇魂街》动画作品表现	9

1. 布局游戏开启新增长，营收净利双高增

老牌日化公司，外延并购布局游戏业务。公司成立于 1994 年，深耕日化行业，成功推出“蒂花之秀”“美王”等品牌。2020 年公司收购海南华多、杭州雷焰 2 家游戏公司，布局游戏研发，2021 年公司新设子公司海南星炫时空，拓展游戏发行业务，拟收购喀什奥术加码游戏研发。截至 2022 年 8 月 22 日，收购喀什奥术事项已通过董事会决议，且公司已支付 30% 预付款，但尚未提交股东大会审议，因此尚未并表。

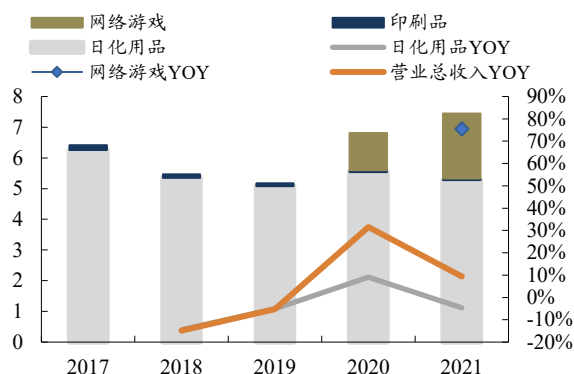
图1：公司业务结构（截至 2022 年 8 月 22 日）



数据来源：公司公告，天眼查，东吴证券研究所

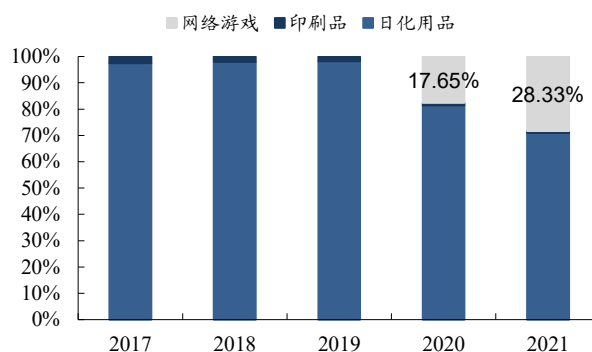
日化业务维稳，游戏业务增厚营收。2019/2020/2021 年公司实现营收 5.17/6.81/7.44 亿元，同比增长-5.27%/31.52%/9.34%，2020 年营收同比增速转正主要得益于 2020 年 8 月收购的海南华多、杭州雷焰两家游戏公司贡献增量，2020/2021 年公司游戏业务分别贡献营收 1.20/2.11 亿元，占营收的 17.65%/28.33%。

图2：公司各业务营收规模及同比增速（单位：亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

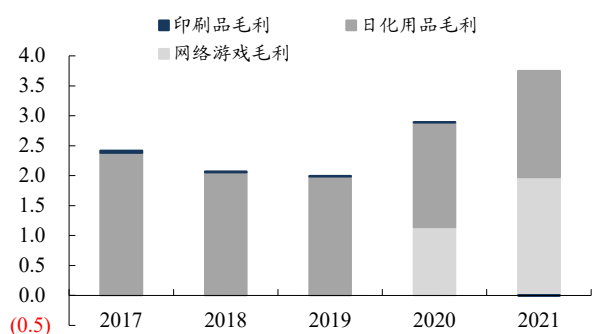
图3：公司各业务营收占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

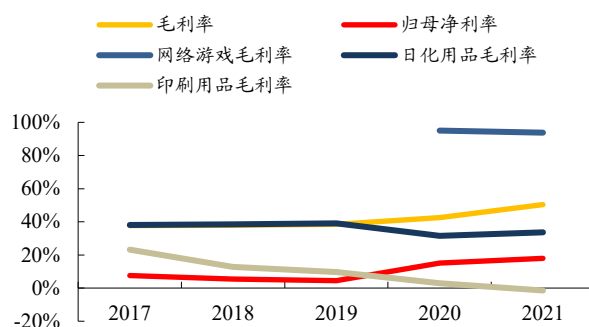
游戏业务贡献过半毛利，拉动公司盈利能力提升。2019 年及之前，公司毛利率稳定在 38% 左右，2020 年高毛利率游戏业务并表后，2020/2021 年公司毛利率提升至 42.45%/50.38%，归母净利率提升至 15.02%/17.94%，其中 2020/2021 年游戏业务毛利率分别为 95.03%/93.77%，毛利润贡献占比分别为 39.51%/52.73%，已超越日化用品业务，成为公司利润的主要来源。

图4：公司各业务毛利（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

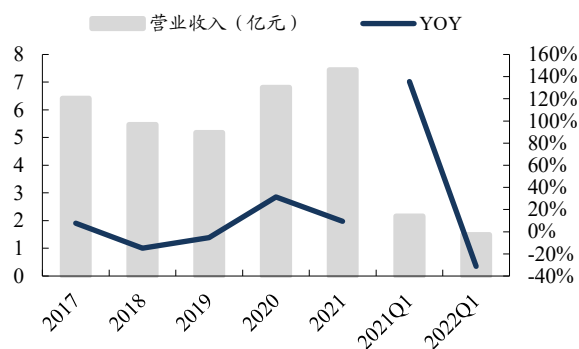
图5：公司毛利率及净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

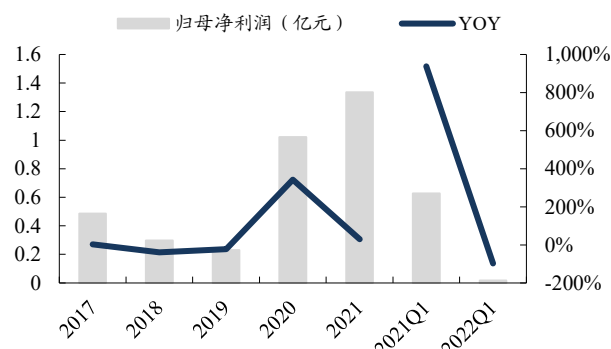
2022H1 业绩短期承压，看好下半年游戏业务业绩释放。2022Q1 公司实现营业收入 1.49 亿元 (yoy-31.24%)，归母净利润 0.02 亿元 (yoy-97.39%)，公司预计 2022H1 归母净利润为 0.23-0.31 亿元，同比下降 68.66%-76.74%，业绩短期承压主要系：1) 日化业务：受疫情及主要原材料价格上涨影响，收入同比下滑，利润略有降低；2) 游戏业务：老游流水自然衰退，收入及利润贡献减少，新游受版号停发影响上线进度不及预期，此外，公司积极布局海外市场和游戏发行业务，前期投入致利润承压。展望 2022 年下半年，新游有望陆续上线贡献增量，同时海外市场拓展及发行业务有望逐步贡献收入利润，公司业绩有望逐步修复。

图6：公司营业收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：公司归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

回购股份拟用于股权激励或员工持股计划，彰显发展信心。公司于 2022 年 4 月 27 日通过《关于回购公司股份方案的议案》，拟回购股份用于实施股权激励计划或员工持股计划，回购股份资金总额不低于人民币 5,000 万元（含）且不超过人民币 10,000 万元（含），回购股份价格不超过人民币 24.79 元/股，预计回购股份占公司已发行总股本的 1.18%-2.36%。

2. 持续补齐研运能力，静待新游上线释放业绩

2.1. 积极推进游戏业务，外延并购补齐研运能力

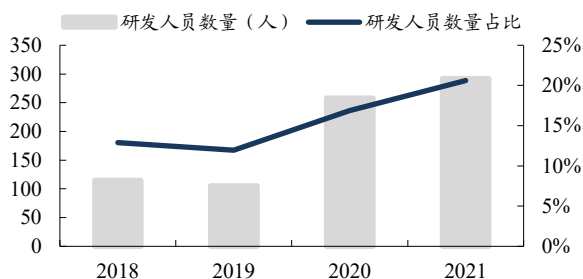
研运端齐发力，游戏业务布局愈发完善。研发端，公司于 2020 年先后收购海南华多、杭州雷焰，并于 2021 年拟收购心源互动持有的喀什奥术 100% 股权，进一步补齐研发阵容。发行端，公司于 2021 年成立海南星炫时空，并于 2022H1 先后收购、成立冰翼网络、飞游互动、慕辰网络等，板块布局逐步完善。2019-2021 年及 2022Q1 公司研发费用分别为 1553/4627/9851/2353 万元，研发费用率分别为 3.00%/6.80%/13.24%/16.36%，呈上升趋势，我们认为公司游戏板块布局尚处前期，我们预计后续研发费用仍将稳步提升，同时随着公司切入游戏发行业务，我们预计后续销售费用也将有所增加。

图8：公司游戏业务研发及发行端布局（截至 2022 年 8 月 22 日）



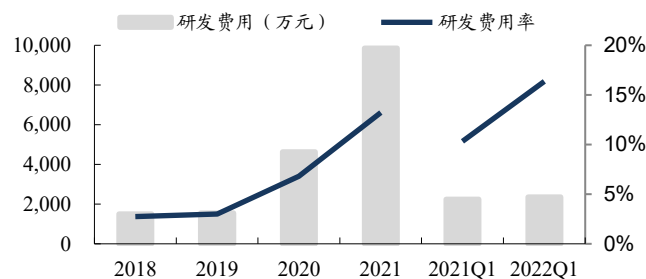
数据来源：天眼查，东吴证券研究所

图9：公司研发人员数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

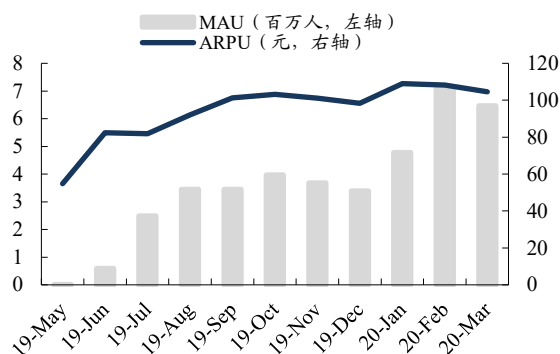
图10：公司研发费用及研发费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

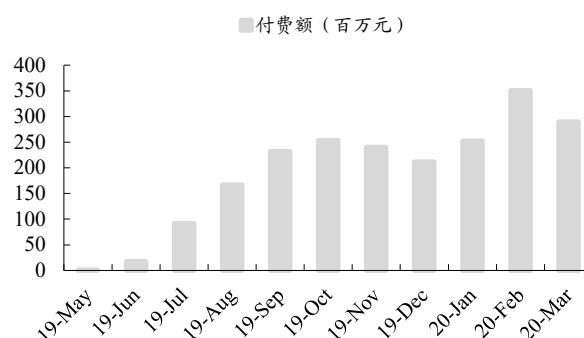
研发端：海南华多及杭州雷焰团队经验丰富，过往产品表现出色。1) 海南华多：成立于 2018 年，核心团队具有 10 年以上行业经验，已上线运营的《王者国度》最高月流水达 3.5 亿元，验证海南华多于 MMORPG 品类的研发能力。2) 杭州雷焰：核心团队具有 12 年以上从业经验，已上线产品《百龙霸业》等表现出色，其中《百龙霸业》月流水一度超 1 亿元。

图11：海南华多《王者国度》MAU 及 ARPU



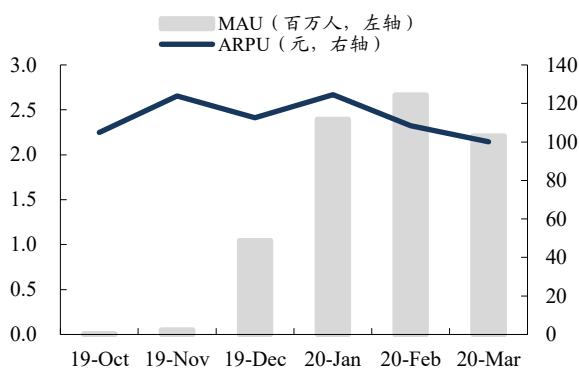
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：海南华多《王者国度》月流水



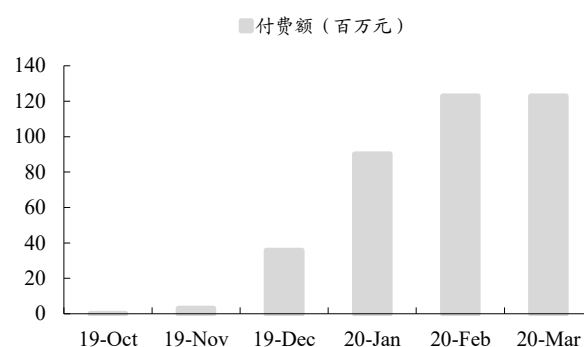
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：杭州雷焰《百龙霸业》MAU 及 ARPU



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：杭州雷焰《百龙霸业》月流水



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

发行端持续完善，有望逐步贡献营收利润。2021 年公司出资设立海南星炫时空，拓展游戏发行业务，2022 年上半年公司陆续收购广州冰翼网络、慕辰网络、上海雪见泽等游戏发行公司，出资设立飞游互动等公司，其中冰翼网络是国内手游联运平台，上海雪见泽侧重二次元发行，所代理发行的二次元 SRPG《迷雾公式》已于 2022 年 7 月 8 日开测，截至 2022 年 8 月 19 日 TapTap 评分 6.4 分，预约量超 10 万。通过收购成熟发行公司，出资设立公司拓展团队，公司将逐步从授权运营转变为自研自发自发，并尝试对外代理发行，培育营收新增长点。

2.2. 新一轮产品周期到来，喀什奥术有望并表再添增长动力

产品储备丰富，后续增长动能充足。公司产品线充沛，新游为海南华多、杭州雷焰的优势品类，有望于 2022-2023 年陆续上线，稳步释放业绩。根据公司 2021 年年报，公司储备有 MMOARPG《我的战盟》、二次元卡牌《锚点降临》、模拟经营卡牌《创星之王》（暂定名）、《九州之下》《至尊无极》及暂未披露名称的 1 款 SLG 和 1 款 MMORPG 游戏。其中，《九州之下》《至尊无极》已上线，目前处于推广期，公司预计《我的战盟》（已有版号）将于 2022Q3 上线；《锚点降临》（暂未取得版号）将先于海外市场发行，截至 2022 年 8 月 19 日，《锚点降临》TapTap 评分 8.5 分，预约数超 68 万，流水表现值得期待。

表1：公司部分产品储备（截至 2022 年 4 月）

游戏名称	项目进展	游戏类型	有无版号
我的战盟	优化调试阶段，计划 2022Q3 上线	MMOARPG	有
锚点降临	优化调试阶段，预计年内先于海外发行	二次元卡牌	无
创星之王（暂定名）	中期研发阶段	模拟经营卡牌	未知
九州之下	海外市场推广期		无
至尊无极	国内市场推广期		有
游戏《SLG》	研发后期	SLG	未知
游戏《MMORPG》	研发后期	MMORPG	未知

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

拟收购喀什奥术，游戏研发实力再增强。根据公司 2021 年 10 月 31 日公告，公司拟收购喀什奥术 100% 股权，交易对手方为心源互动。心源互动以研发 3D 动作 RPG 游戏为主，曾与腾讯、Bilibili、中手游、星辉娱乐、百田互动，以及日本集英社等海内外知名企业达成良好合作关系，已推出产品有《失忆之城》《超神学院》等。喀什奥术成立于 2020 年 12 月，承接了心源互动多年积累形成的建制完整、梯队合理的游戏研发团队，拥有超 150 名在岗人员，骨干团队经验丰富，与行业龙头建立了良好的合作关系。

喀什奥术目前在研产品包括委托方为中手游的《镇魂街：天生为王》，以及委托方为字节跳动（为字节跳动（香港）有限公司境内全资子公司）的《境·界 刀鸣》，截至 2021 年 10 月 31 日，喀什奥术已累计收取开发费用、预付分成款和奖励金 7550 万元，产品上线后将持续获得流水分润。

表2: 《镇魂街: 天生为王》《境·界 刀鸣》项目详情

	《镇魂街: 天生为王》	《境·界 刀鸣》
委托方	深圳中手游网络科技有限公司	北京字跳网络技术有限公司
知识产权归属	合作开发过程的所有成果所有权归中手游、喀什奥术和版权方共同所有	合作游戏的所有权利与权益归字跳网络所有
版本交付时间	2021 年 10 月 31 日前, 乙方按甲方要求提供游戏产品的简体中文版本	2021 年 9 月 30 日提交 Demo, 2023 年 2 月 17 日前交付海外首个 OBT 版本, 2023 年 9 月 22 日交付中国大陆 OBT 版本
开发费用及预付分成款	合计 2,700 万元, 另外奖励金 300 万 (视产品交付质量是否支付)	合计 11,000 万元, 另外奖励金 1,000 万 (视产品交付质量是否支付)
收入分成	在各国家或地区商业化运营后, 按国家、地区和发行模式, 喀什奥术可获得游戏收入 7%-18% (视不同国家、地区及发行模式而定)	在各国家或地区商业化运营后, 按不同国家或、地区划分, 喀什奥术可获得游戏收入 13%-17% (视不同国家、地区及条件而定)
完成进度	国家新闻出版署已于 2021 年 3 月 24 日受理游戏版号申请; 2021 年 5 月 20 日进行不计费删档测试	已向委托方提交 Demo 版本

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

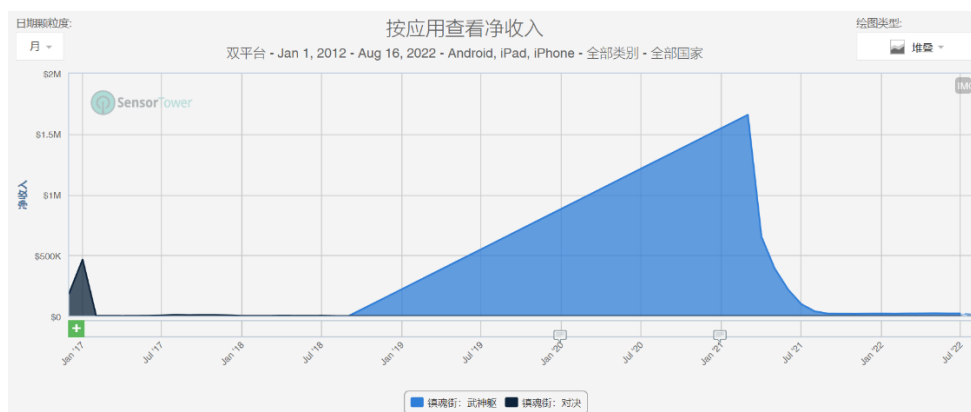
《镇魂街: 天生为王》: 依托知名 IP, 静待版号取得后释放增量。《镇魂街: 天生为王》为国内知名动漫 IP《镇魂街》正版授权的 3DARPG 手游,《镇魂街》作为知名国漫 IP, 受众面广, 其第一季、第二季动画在 B 站评分分别为 9.1/7.4 分, 播放量达 5.5/3.4 亿, 弹幕数 373/190 万。《镇魂街: 天生为王》已于 2021 年 5 月 20 日进行不计费删档测试, 首日共导入 14855 个新增用户, 次留 57.72%, 3 留 44.87%, 7 留 29.04%, 测试数据出色。产品版号申请于 2021 年 3 月 24 日得到受理, 原定于 2022 年 1 月上线, 但受版号停发影响, 延期上线 (截至 2022 年 8 月 210 日尚未取得版号)。截至 2022 年 8 月 19 日,《镇魂街: 天生为王》TapTap 评分为 8.7 分, 预约量超 38 万。

表3: 《镇魂街》动画作品表现

	B 站评分	B 站播放量	B 站弹幕数
镇魂街第一季	9.1 分	5.5 亿	373.1 万
镇魂街第二季	7.4 分	3.4 亿	190.4 万

数据来源: Bilibili, 东吴证券研究所

图15: 镇魂街 IP 授权产品:《镇魂街: 武魂躯》iOS 端月净收入峰值 166 万美元

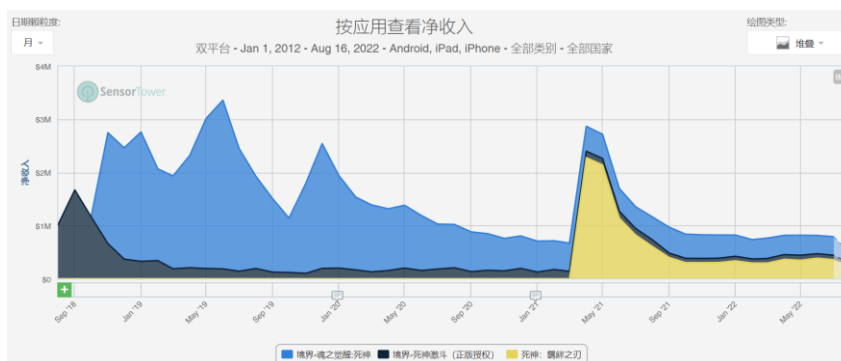


数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

注: 净收入为 iOS 端流水扣除 30%渠道费

《境·界 刀鸣》: 日漫大 IP 正版授权, 海内外受众广, 流水值得期待。2022 年 7 月, 喀什奥术研发、字跳网络旗下日漫《BLEACH》IP 手游《SS15》已完成著作权申请, 并命名为《境·界 刀鸣》。《BLEACH》(《死神》) 作为和《火影忍者》《海贼王》齐名的三大热血漫之一, 在全球范围内 IP 受众广泛, 此前的授权游戏产品在中国港台地区、韩国、美国均取得不错的流水表现, 月净收入峰值曾达 318 万美元(中国大陆地区仅含 iOS 端)。《境·界 刀鸣》作为《死神》的又一 IP 授权产品, 海内外市场的流水表现均值得期待, 游戏计划于 2023 年完成开发并上线运营, 结合动漫内容及喀什奥术擅长的游戏品类, 我们预计《境·界 刀鸣》会是一款 ARPG 手游。

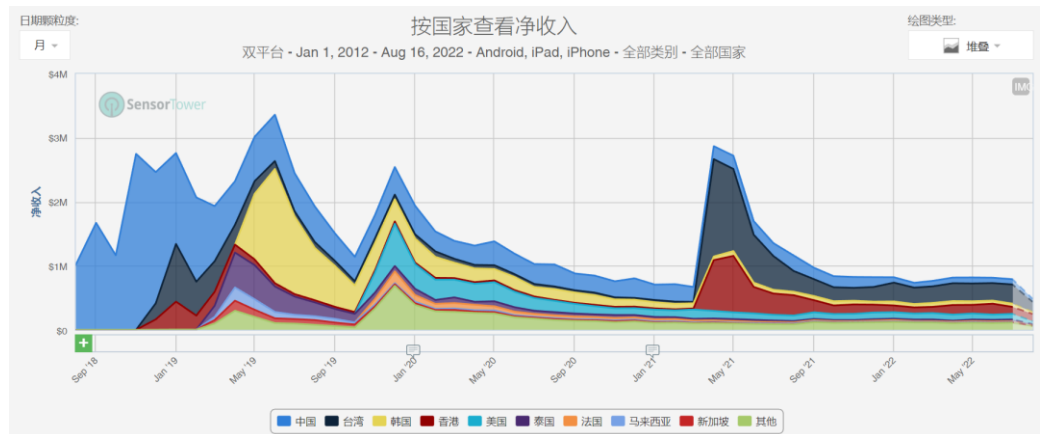
图16: 死神 IP 授权产品:《境界-魂之觉醒: 死神》iOS+Googleplay 月净收入峰值\$318 万



数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

注: 净收入为 iOS 端+Google Play 流水扣除 30%渠道费, 其中中国大陆地区仅有 iOS 端

图17: 3款死神 IP 授权产品的净收入地区分布



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

注：为《境界-死神激斗》《境界-魂之觉醒：死神》《死神：羁绊之刃》三款游戏产品净收入的国家/地区分布，净收入口径为 iOS 端+Google Play 流水扣除 30%渠道费，其中中国大陆地区仅有 iOS 端

看好喀什奥术并表后，增厚公司营收及利润规模。公司已支付 30%股权转让价款，并将分别于股权转让通过股东大会审议、《镇魂街：天生为王》上线且流水达 5000 万、《境·界 刀鸣》上线且流水达 5000 万后的五个工作日内支付股权转让款的 30%、20%、20%。截至 2022 年 8 月 19 日，由于《镇魂街：天生为王》暂未取得版号，喀什奥术并购事项尚未提交股东大会审议，因此喀什奥术尚未并表。积极关注《镇魂街：天生为王》版号进度，我们认为在其取得版号后，喀什奥术并表节奏有望加快，并看好其并表带来较大业绩弹性。

3. 盈利预测与投资评级

受版号影响，2022H1 公司新游接续不力，我们下调此前盈利预测并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2023 年公司 EPS 分别为 1.33/2.46 元（此前为 4.51/5.48 元），预计 2024 年 EPS 为 3.08 元，对应当前股价 PE 分别为 20/11/9 倍。看好游戏业务作为公司第二增长曲线，成长逻辑逐步兑现，维持“买入”评级。

4. 风险提示

喀什奥术收购失败风险，新游上线延期风险，日化市场竞争加剧风险，游戏行业监管风险。

名臣健康三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	672	966	1,427	1,974	营业总收入	744	1,057	1,451	1,686
货币资金及交易性金融资产	263	515	841	1,300	营业成本(含金融类)	369	442	551	618
经营性应收款项	262	312	426	494	税金及附加	7	10	13	15
存货	133	121	136	152	销售费用	83	122	167	185
合同资产	0	0	0	0	管理费用	71	116	131	152
其他流动资产	14	19	24	28	研发费用	99	137	167	185
非流动资产	299	307	315	320	财务费用	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	1	1	2
固定资产及使用权资产	75	76	77	78	投资净收益	22	0	0	0
在建工程	7	7	7	7	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	8	11	13	14	减值损失	-15	0	0	0
商誉	118	118	118	118	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	8	12	16	营业利润	127	231	425	532
其他非流动资产	87	87	87	87	营业外净收支	1	0	-1	-1
资产总计	970	1,274	1,741	2,294	利润总额	128	230	424	532
流动负债	193	218	265	292	减:所得税	-6	2	4	5
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	6	6	6	净利润	133	228	420	526
经营性应付款项	77	73	83	85	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	44	53	66	74	归属母公司净利润	133	228	420	526
其他流动负债	67	86	111	128	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.78	1.33	2.46	3.08
非流动负债	19	21	21	21	EBIT	104	230	—	—
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	133	261	—	—
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	50.38	58.14	62.06	63.36
租赁负债	19	19	19	19	归母净利率(%)	17.94	21.58	28.94	31.22
其他非流动负债	0	2	2	2	收入增长率(%)	9.34	42.02	37.34	16.16
负债合计	213	239	287	313	归母净利润增长率(%)	30.57	70.85	84.14	25.31
归属母公司股东权益	758	1,035	1,455	1,981					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	758	1,035	1,455	1,981					
负债和股东权益	970	1,274	1,741	2,294					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	80	240	364	496	每股净资产(元)	6.20	6.05	8.51	11.59
投资活动现金流	50	-50	-48	-47	最新发行在外股份(百万股)	171	171	171	171
筹资活动现金流	-77	51	0	0	ROIC(%)	14.80	24.77	33.09	30.21
现金净增加额	52	242	316	449	ROE-摊薄(%)	17.62	22.04	28.87	26.57
折旧和摊销	29	30	30	30	资产负债率(%)	21.90	18.76	16.46	13.65
资本开支	-15	-35	-34	-33	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.55	20.22	10.98	8.76
营运资本变动	-70	-33	-105	-75	P/B(现价)	4.35	4.46	3.17	2.33

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

