

**【广发传媒&海外】网易(NTES.O)/网易-S(09999.HK)**

**在线教育、云音乐保持高增长；出海收入再创新高，二次元卡牌《黑潮之上》跻身畅销榜前列**

**核心观点：**

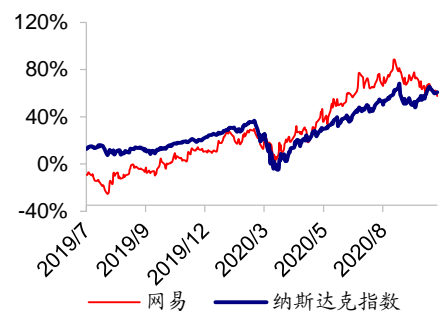
- **公司披露三季度业绩：**2020Q3 公司实现营收 186.58 亿元，同增 27.48%，毛利润 98.86 亿元，同增 25.61%，毛利率同减 0.79pct 至 52.98%。由于游戏和有道教育的营销推广投入加大，三季度销售费用 34.43 亿元（YOY+112.58%），管理费用 7.84 亿元（YOY+3.98%），研发费用 27.89 亿元（YOY+28.99%）。20Q3 调整后归母净利润 36.69 亿元（YOY-22.36%）。由于期间人民币汇率持续升值，游戏国内 iOS 端和海外的收入均采用美元结算，若剔除汇率因素影响，税前利润同比正增长 14%。
- **游戏收入增长稳健，出海产品再创佳绩；有道教育 K12 课程销售加速增长，暑期营销导致亏损加大。**20Q3 游戏业务实现收入 138.62 亿元，同增 20.17%。其中，手游收入 100.78 亿元（YOY+23.1%），端游收入 37.84 亿元（YOY+13.1%），游戏业务毛利率 63.61%，环比减少 0.16pct。根据 Sensor Tower 数据显示《荒野行动》7~8 月先后与日本知名 IP“东京食尸鬼”和“一拳超人”联动，8 月份重回日本 iOS 畅销榜首，单月海外收入达到 7800 万美元，创历史新高。有道教育实现营收 8.96 亿元，同增 9.92%。由于暑期加大广告投放力度，有道教育单季度调整后亏损扩大至 8.66 亿元。云音乐订阅收入和 Look 直播保持快速增长，三季度新业务营收同增 41.56%。
- **投资建议：**公司从二季度开始进行多款西游 IP 的矩阵式营销投放，在头部游戏激烈竞争的环境中，保持旗舰产品的流水稳定。11 月 20 日上线的二次元策略卡牌《黑潮之上》跻身 iOS 畅销榜前列，后续产品中《天谕手游》已进入终测，将于 21 年春节前上线。有道教育和云音乐收入增长动力强劲，由于营销费用增加，相应的盈利时点有所延后。我们预计公司 20~22 年调整后归母净利润为 164.1/178.5/233.3 亿元，根据 SOTP 算得每股合理价值为 116.9 美元/ADS，181.29 港元/股，维持“买入”评级。

● **风险提示：**进口游戏版号难以获得，版权费用持续增长，新课研发失败。  
**盈利预测：** 18 年追溯调整，本文“元”代表人民币，美元/人民币汇率：6.58

单位：百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	51179	59241	74393	94258	111768
增长率(%)	15.2%	15.8%	25.6%	26.7%	18.6%
GAAP-归母净利润	6152	21238	13620	14057	18807
增长率(%)	-42.5%	245.2%	-35.9%	3.2%	33.8%
Non GAAP 归母净利润	10761	15663	16408	17852	23327
Non GAAP EPS 元/ADS	15.92	23.18	24.28	26.42	34.52
市盈率 (Non-GAAP)	38.63	26.54	25.34	23.29	17.82
ROE (%)	13.60	34.56	18.06	15.50	17.00

公司评级	买入-N/买入-H
当前价格	93.51 美元/142.20 港元
合理价值	116.90 美元/181.29 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-11-23

**相对市场表现**



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

**相关研究：**

网易(NTES.O)/网易 2020-08-16

善，买量发行和出海开拓值得期待

网易 (NTES.O) :净利润增长 2020-05-21

强劲，教育业务毛利改善明显

网易 (NTES.O) :聚焦游戏主 2020-03-02

业，“新品周期+出海扩张”

双轮驱动

联系人：

吴桐 021-38003662

wutong@gf.com.cn

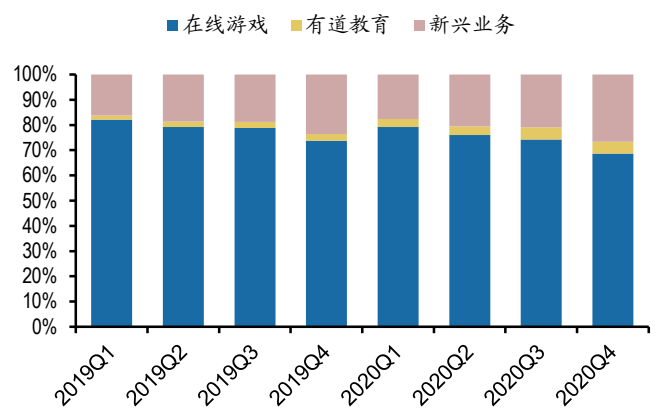
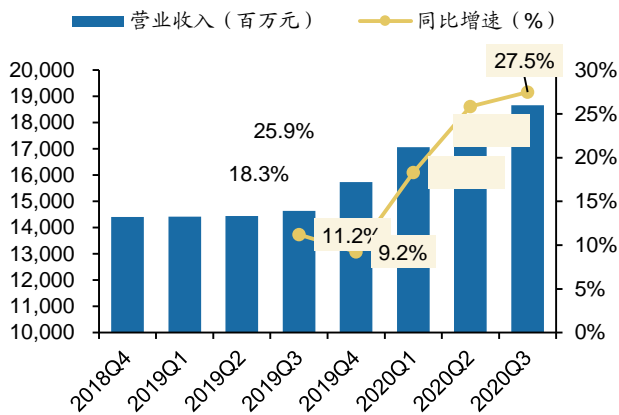
## 一、汇兑损失和销售费用致利润率阶段性下滑，有道教育、云音乐增长强劲

2020Q3公司实现营业收入186.58亿元，同增27.48%，毛利润98.86亿元，同增25.61%。毛利率同减0.79pct至52.98%。由于游戏和有道教育的营销推广投入加大，三季度产生销售费用34.43亿元(YOY+112.58%)，管理费用7.84亿元(YOY+3.98%)，研发费用27.89亿元(YOY+28.99%)，期间费用率同增6.61pct。由于19Q3出售考拉业务形成85.96亿元的非经常性损益，20Q3的GAAP-归母净利润同比下滑76.45%至29.98元，Non-GAAP归母净利润36.69亿元(YOY-22.36%)。

由于Q3期间人民币汇率持续升值，而公司的国内iOS端游戏和出海游戏的流水均为美元结算，若剔除汇率因素影响，公司的税前利润同比正增长14%。

图1: 网易调整前后单季度营收(百万元)和增速(%)

图2: 网易调整后单季度各业务营收占比(%)

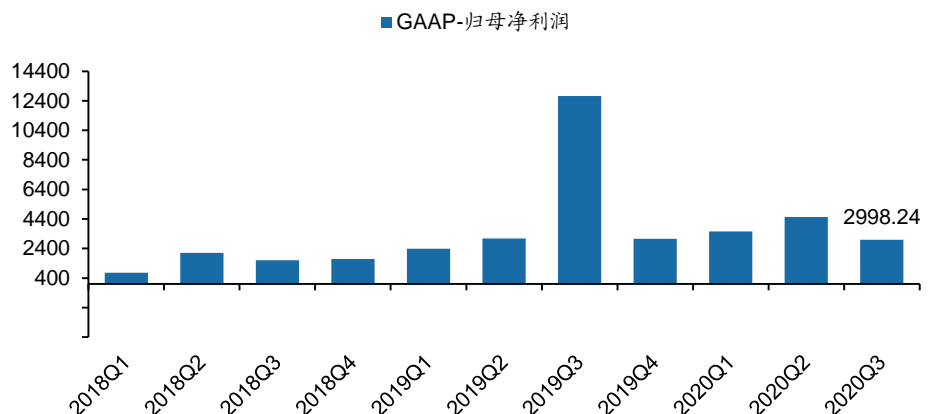


数据来源: 网易17/18/19季报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 网易19/20季报, 广发证券发展研究中心

注: 18Q3\Q4数据剔除考拉电商同步调整

图3: 网易单季度GAAP净利润走势(百万元, 货币单位: 人民币)



资料来源: 网易 17/18/19 季报, 广发证券发展研究中心

2020Q3公司实现营业收入186.58亿元，同增27.48%，毛利润98.86亿元，同增25.61%，毛利率同减0.79pct至52.98%。由于游戏和有道教育营销推广投入加大，20Q3销售费用34.43亿元（YOY+112.58%），管理费用7.84亿元（YOY+3.98%），研发费用27.89亿元（YOY+28.99%），期间费用率同增6.61pct。得益于游戏增长和新业务毛利率改善，Q3实现GAAP-归母净利润29.98元（YOY-76.45%），Non-GAAP归母净利润36.69亿元（YOY-22.36%）。

分业务来看，2020Q3游戏业务实现收入138.62亿元，同比增长20.17%。其中，手游收入100.78亿元（YOY+23.1%），端游收入37.84亿元（YOY+13.1%），手游占比72.7%（同比增加1.7pct，环比增加0.4pct），游戏业务毛利率63.61%，环比减少0.16pct，同比减少0.21pct。出海产品再创佳绩，根据Sensor Tower数据显示《荒野行动》7~8月先后与日本知名IP“东京食尸鬼”和“一拳超人”联动，8月份重回日本iOS畅销榜首，单月海外收入达到7800万美元，创历史新高。

有道教育实现营收8.96亿元，同比增长158.96%。其中，线上课程服务和智能设备销售业务实现营收7.63亿元，同比增长239.1%、环比增长46.8%，主要是因为K12付费人次增长以及成年学生的客单价提升驱动。线上营销业务实现营收1.32亿元，同比增长9.8%，疫情后广告收入有所回暖。教育业务的毛利率45.93%，同比增加20.13pct，环比增加0.76pct。

得益于网易云音乐的付费用户数快速增长，云音乐的直播和广告等多元变现模式发展良好，三季度新业务实现营收39.00亿元，同比增长41.56%。而由于广告业务成本抬升，毛利率环比减少1.7pct至16.83%。

表1：网易分业务营业收入和毛利率情况（百万元，货币单位：人民币）

营业收入 (百万元)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	YoY(%)	QoQ(%)
在线游戏	11850					13828	13862	20.18%	0.24%
有道教育	226	323	346	410	541	623	896	159.04%	43.76%
新兴业务	2346	2692	2755	3720	3003	3733	3900	41.57%	4.47%
营业总收入	14422	14448	14636				18658	27.48%	2.60%

毛利率(%)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	同比增减 (pct)	环比增减 (pct)
在线游戏	63.72%	63.08%	63.83%	63.10%	64.11%	63.77%	63.61%	-0.21	-0.16
有道教育	23.43%	32.86%	25.80%	29.83%	43.54%	45.17%	45.93%	20.13	0.76
新兴业务	5.71%	15.53%	15.21%	20.57%	15.84%	18.53%	16.83%	1.62	-1.70
总体毛利率	53.65%	53.55%	53.78%	52.18%	54.96%	53.85%	52.98%	-0.79	-0.86

数据来源：网易19、20年季报，广发证券发展研究中心

与此前盈利预测相比，我们的调整事项如下：

(1) 游戏业务方面，三季度公司在国内上线了《阴阳师：妖怪屋》（iOS畅销榜50~150名）、《实况球会经理》（iOS畅销榜200~300名）、《猎手之王》（iOS畅销榜300~500名）、《时空中绘旅人》（iOS畅销榜30~150名）等多题材和玩法的新品，但流水

贡献相对较少，市场期待度较高的《哈利波特：魔法觉醒》、《天谕手游》、《暗黑破坏神：不朽》、《隐世录》等头部产品或因产品调优或因版号原因未能上线，我们下调2021年的游戏业务收入增速至19.11%至552.93亿元。多款储备新品将在2021H1陆续上线，其中，《天谕》手游已在10月29日进入终测，预计将在2021年春节前完成发布，适当上调21年游戏收入增速至23.18%。

另外，公司从二季度开始加大传统旗舰产品的买量投入，销售费用环比有所增长：Q3网易整体销售费用环比增加11.21亿元，剔除有道增加的销售费用后大约有4.2亿元的增量（主要为游戏产生），初步估算得游戏业务费用率环比提升2.52pct。考虑到各渠道平台的用户获客成本均处于增长态势，且Q4头部游戏竞争激烈，预计Q4游戏业务的销售费用率环比略增。

（2）有道教育业务上，各项业务收入加速增长。学习服务业务实现营收6.00亿元，同比增长228%，毛利率比Q2提高了2.20pct，主要是因为在线教育的规模效应逐渐凸显；学习产品业务实现营收1.63亿元，同比增长289%。有道词典笔2.0在Q3的出货量约为25万台，环比增长59%，公司计划在Q4推出新款的词典笔。我们上调2020~2021年学习服务与产品的营业收入至28.04/56.48亿元，同比增长229.13%、101.45%；同时，随着学生规模逐渐壮大，在线课程的师资成本得以摊薄，上调20~21年的毛利率分别为48.8%、51.94%。但由于营销费用增加，我们下调2020~2021年有道教育的Non-GAAP归母净利润至-17.55/-19.40亿元。

（3）新业务中，广告和严选电商处于稳定发展期，考虑到网易云音乐的付费率快速提升，直播业务增长迅猛（预计明年有望达到会员收入规模），我们调升2020年新业务的营业收入至158.53亿元，同比增长37.69%。但由于网易云音乐目前仍然处于投入阶段，其收入占比增加会拉低新业务的整体毛利率和盈利能力，调低2020~2021年新业务的毛利率预期。

**表 2：网易 2018~2022 年各业务营业收入（百万元，单位：人民币）和增速（%）**

各业务营业收入	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
在线游戏	40190	46423	55293	68107	78351
			19.11%	23.18%	15.04%
有道教育	732	1305	3247	6151	9247
YOY(%)	60.53%	78.36%	148.85%	89.42%	50.34%
新兴业务	10257	11514	15853	20000	24170
YOY(%)	225.04%	12.25%	37.69%	26.15%	20.85%
收入总计	40190	46423	74393.4	94257.7	111768.3
YOY(%)	10.77%	15.51%	25.58%	26.70%	18.58%

数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

**分部估值：**分部业务计算得到21年网易游戏业务净利润贡献为187.9亿元，参考国内头部游戏公司腾讯控股2021的PE估值为37.42x，世纪华通、完美世界、三七互娱、吉比特等A股游戏公司在2021年的平均PE估值为16.65x，美股游戏公司暴雪、EA、育碧等2021年的平均PE估值为29.22x；我们给予网易游戏业务2021年25x的PE，算得网易游戏业务的分部合理估值为4697亿元。

**表 3: 网易游戏业务盈利预测分拆 (单位: 亿元)**

游戏业务分拆	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
在线游戏毛利润	228.08	255.72	294.48	358.15	423.72
毛利率 (%)	62.86%	63.63%	63.44%	63.72%	62.98%
分摊销售费用	44.94	48.23	46.40	69.90	98.75
销售费用率 (%)	12.39%	12.00%	10.00%	12.64%	14.50%
分摊研发费用	36.28	44.21	46.42	58.09	71.51
研发费用率 (%)	10.00%	11.00%	10.00%	10.51%	10.50%
分摊管理费用	14.51	16.08	16.25	19.35	23.84
管理费用率 (%)	4.00%	4.00%	3.50%	3.50%	3.50%
营业利润	132.35	147.21	185.41	210.82	234.87
净利润	105.88	117.77	142.77	163.40	187.89

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

有道教育已在纽交所独立上市, 预计2020-2022年营业收入为32.47/61.51/92.47亿元, Non-GAAP 归母净利润为 -17.55/-19.40/-9.62 亿元, 对应的 EPS 为 -15.70/-17.35/-8.61元。有道今年趁着在线教育快速提升渗透率的时间窗口, 大幅增加广告投入拉动K12学生及其现金收入超速增长, 导致亏损幅度进一步扩大。长期来看, 公司在技术和自有流量层面具备竞争优势, 课程矩阵逐渐完善、规模效应开始显现, 背靠网易为公司保障充足的现金, 有较大潜力成为在线教育的龙头公司。根据相对估值法, 新东方在线和跟谁学2021年的PS估值分别为9.22倍和8.70倍, 考虑到有道目前的用户总量偏小给予一定的估值折价, 给予公司2021年6倍的PS估值, 并按照58.7%股权比例算得归属于网易公司的合理市值为217亿元。

新业务中, TME给音娱2021年5.3xPS的估值, 并按照62.5%的股权比例折算。网易严选按照2020年0.5xPS进行估值, 广告业务按照2020年10xPE估值,

邮箱、门户网站、CC直播业务暂不予估值, 算得新业务的合理估值为283亿元。

综上所述, 网易分部估值加总 (SOTP) 为5197亿元, 按照近一个月美元对人民币的平均汇率折算, 得到合理估值为116.9美元/股, 181.29港元/股。

**表 4: 游戏、音乐、电商细分行业可比公司的估值情况 (统计日期: 2020 年 11 月 22 日, 折算汇率 CNY/USD=6.58)**

公司名称	总市值 (百万美元)	20 年预计营收 (百万美元)	20 年预计净利润 (百万美元)	PE			PS		
				19A	20E	21E	19A	20E	21E
网易	63191	11308	1920	26.54	26.96	23.29	7.02	5.59	4.41
国内游戏公司									
腾讯控股	726893	66646	15795	53.80	46.02	37.42	13.31	10.91	8.95
完美世界	7645	1622	367	33.47	20.81	17.28	6.26	4.71	3.94
三七互娱	8483	2475	438	26.39	19.35	16.12	4.22	3.43	2.81
世纪华通	8927								
吉比特	4230	466	168	36.29	25.15	20.13	6.34	9.08	7.25
海外游戏公司									
动视暴雪	59363	6388	1803	39.50	32.92	29.24	9.29	8.40	8.41
育碧	11487	1705	346	—	33.16	30.36	6.74	4.23	4.01
Bandai Namco	19442	6900	617	34.98	31.51	29.18	2.82	2.69	2.62

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

EA	35352	5211	1120	11.63	31.56	29.07	6.78	6.39	5.96
音乐流媒体公司									
Spotify	46325	7572	-202	—	—	—	6.33	5.51	4.55
TME	24156	3683	533	41.90	45.30	31.31	7.62	6.68	5.34
在线教育公司									
新东方在线	3946	175	-40	—	—	—	22.51	15.64	10.76
跟谁学	15648	302	94	656.37	227.49	123.14	51.79	17.20	10.30
广告公司									
搜狐	764	1845	-82	—	—	—	0.41	0.39	0.38
百度	46424	15552	1603	155.87	28.97	18.88	2.99	2.98	2.59
新浪	2590	2154	86	—	30.03	19.93	1.20	1.24	1.12

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 其他公司的盈利预测选择Wind和Bloomberg一致预期

表5: 网易各块业务的分部估值表

业务类型	在线游戏	有道教育	新兴及其他业务
21年预计营收(亿元人民币)	681	61.5	200
参考	25x PE	6x PS	音乐: 5.3x PS; 电商: 0.5x PS 广告: 10x PE
分部合理估值(亿元人民币)	4697	217	283
合理总市值(亿元人民币)		5197	
汇率 CNY/USD		6.5786	
合理总市值(亿美元)		790	
		676	
每股合理价值(美元/ADS)		116.9	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

0 2 ADS: 从2020年1月1日开25, 和普通股的比例由: 调整为:

**投资建议: 买量发行初见成效, 围绕“超级IP”打造内容生态。**网易储备游戏丰富, 伴随测试和版号进度陆续发布, 包括MMO-RPG《天谕手游》、《隐世录》、《暗黑破坏神手游》, SLG游戏《无尽的拉格朗日》、《三国诛将录》、《指环王》, 卡牌游戏《哈利波特: 魔法觉醒》、《游戏王: 决斗链接》等, 国风女性向RPG游戏《陈情令》等诸多重磅产品将在明年上线, 其中多款游戏已获得版号, 游戏业绩增长得到保障。

有道趁着在线教育快速提升渗透率的时间窗口, 大幅增加广告投入拉动K12学生及其现金收入超速增长, 导致亏损幅度进一步扩大。长期来看, 公司在技术和自有流量层面具备竞争优势, 课程矩阵逐渐完善、规模效应开始显现, 背靠网易为公司保

的龙头公司。网易云音乐付费率稳步提升,

Look直播流水增长迅猛, 全年有望追平会员预订收入。

我们预计公司2020~2022年总体营业收入分别为743.9、942.3和1117.7亿元, 分别同比增长25.6%、26.7%和18.6%, NON-GAAP归母净利润为164.1、178.5和233.3亿元, 对应PE分别为25.3x/23.3x/17.8x, 根据SOTP算得每股合理价值为116.9美元/ADS, 181.29港元/股, 维持“买入”评级。

### 三、风险提示

- (1) 网络游戏用户增长进入瓶颈，市场规模增速持续下滑。随着越来越多国内游戏公司出海，海外游戏市场的竞争加剧，公司海外业务可能不及预期。
- (2) 受政策监管、产品研发周期、内测情况的影响，公司计划发布的游戏可能出现延迟发行或取消发行的情况，由此影响到该期间公司的业绩情况。
- (3) 未成年人被限制游戏时间，可能对公司的业绩增速产生一定的负面影响。
- (4) 音乐版权费用持续增长，导致网易云音乐面临较大的成本压力。
- (5) 教育业务K12拓展速度不及预期；经济不景气，广告收入面临加速下滑风险。
- (6) 严选电商行业竞争加剧，用户红利期进入尾声。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	687	851	1062	1271	1512
货币资金	50	32	122	132	223
应收及预付	83	93	111	140	166
存货	11	7	11	13	17
其他流动资产	544	720	818	985	1107
<b>非流动资产</b>	183	270	295	369	438
长期股权投资	39	46	0	0	0
固定资产	47	46	43	66	89
在建工程	22	5	0	0	0
无形资产	57	73	31	30	29
其他长期资产	18	100	221	274	320
<b>资产总计</b>	870	1121	1357	1641	1951
<b>流动负债</b>	351	382	477	604	714
短期借款	137	168	211	268	317
应付及预收	12	12	15	19	23
其他流动负债	202	202	250	317	373
<b>非流动负债</b>	4	8	11	13	15
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	8	11	13	15
<b>负债合计</b>	356	391	487	618	729
股本	0	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	440	564	0	0	0
归属母公司股东权益	452	615	754	907	1106
少数股东权益	7.9	11.4	11.4	11.4	11.4
<b>负债和股东权益</b>	870	1121	1357	1641	1951

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	512	592	744	943	
营业成本	-238	-277	-348	-441	-508
销售费用	-69	-62	-107	-151	-173
管理费用	-31	-31	-34	-49	-58
研发费用	-74	-84	-104	-127	-145
利息收入	6	8	16	17	20
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	-22	1306	1582	465	589
<b>营业利润</b>	100	138	150	174	233
营业外收支	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	111	164	174	180	240
所得税	-25	-29	-35	-36	-48
<b>国际准则-净利润</b>	65	214	139	144	192
少数股东损益	-3.3				
基于股份薪酬开支	24.7	23.9	27.9	37.9	45.2
<b>Non-gaap 归母净利</b>	108	157	164	179	233
GAAP-EBITDA	126	182	187	200	266
GAAP-EBIT	105	156	159	163	220
<b>GAAP-EPS(元/ADS)</b>	10	33	21	22	29

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	134	172	227	260	315
净利润	65	214	139	144	192
折旧摊销	21	26	28	37	45
营运资金变动	0	25	-15	19	42
其它	49	-93	74	60	36
<b>投资活动现金流</b>	-136	-221	-183	-278	-236
资本支出	-68	-33	-32	-35	-40
投资变动	-61	-270	-99	-167	-122
其他	-6	82	-53	-76	-74
<b>筹资活动现金流</b>	16	11	15	28	11
银行借款	0	-3	0	0	0
股权融资	43	69	0	0	0
其他	-27	-56	15	28	11
<b>现金净增加额</b>	15	-38	59	10	90
<b>期初现金余额</b>	87	102	64	122	132
<b>期末现金余额</b>	102	64	122	132	223

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	15.2%	15.8%	25.6%	26.7%	18.6%
营业利润增长	-23.2%	38.2%	8.9%	15.9%	34.1%
归母净利润增长	-42.5%	245.2%	-35.9%	3.2%	33.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	53.4%	53.3%	54.3%	53.4%	53.3%
净利率	12.0%	35.8%	18.3%	14.9%	16.8%
ROIC	3.1%	8.7%	7.7%	11.9%	38.9%
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	40.9%	34.9%	35.9%	37.7%	37.4%
净负债比率	-0.2	-0.3	-0.3	0.5	0.5
流动比率	2.0	2.0	2.2	2.2	2.1
速动比率	1.9	1.9	2.2	2.2	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	12.4	14.3	16.0	16.2	15.7
存货周转率	22.4	32.3	40.3	36.5	33.6
<b>每股指标(元)</b>					
Non-GAAP-EPS	15.9	23.2	24.3	26.4	34.5
每股净资产	66.9	90.9	111.6	134.2	163.7
<b>估值比率</b>					
P/E	38.6	26.5	25.3	23.3	17.8
P/B	23.2	6.8	5.5	4.6	3.8
EV/EBITDA	30.8	20.5	19.3	17.8	12.9



## 广发传媒行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。  
 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。  
 徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。  
 吴桐：研究助理，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路 429号泰康保险大厦	香港中环干诺道中111号 永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
 广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。  
 广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
 本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。  
 本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。  
 研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。  
 本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。