

【广发海外】网龙 (00777.HK)

游戏继续高增长，教育变现多元化

核心观点：

- **公司披露 2019 年业绩公告，业绩实现高增长。**收入和归母净利分别实现 57.93 亿元 (+15%) 和 8.07 亿元 (+48%)。受益于游戏强劲增长，毛利率同比提升 6.1pct；销售费用率同比略增，管理费用率和研发费用率同比略减。
- **游戏收入和业绩均高增长。**19 年收入和经营性分类利润分别实现 33 亿 (+39.4%) 和 19.23 亿 (+51.3%)，毛利率略升至 95.9%，销售费用率同比提高 1.9pct，管理费用率和研发费用率分别下降 3.2pct 和 2.5pct。端游和手游收入分别同比+38.3%和 46.8%。《魔域》IP 游戏收入同比+39.2%，《英魂之刃》和《征服》收入同比+32.5%和 66.3%。**储备多款有版号手游**，《终焉誓约》由 B 站独代，预计暑期上线，《魔域传说》H5、《英魂王座》、《英魂之刃战略版》预计 20H2 上线；另外，《魔域 2》、《决战巨神峰》等手游在版号审批中。
- **教育：**19 年收入同比-6.6%至 23.95 亿，剔除 18Q2 莫斯科订单收入的高基数影响，收入同比+12%；经营性分类亏损 5.24 亿，同比扩大主要是普米 18Q2 高基数+Edmodo 全年并表+贸易战加税；毛利率基本持平 29.8%。**普米：**19Q2 新产品推出驱动 19H2 收入环比+20%，埃及项目首批试点订单正在部署中。**国内：**SaaS 开始变现，普米国内订单开始落地，101PPT 月活设备数达 100 万。
- **维持“买入”评级。**预计 20~21 年归母净利分别为 11.56 亿元、14.87 亿元，当前股价对应 PE 分别为 8.4 倍、6.5 倍。根据 SoTP，游戏业务给予 20 年 10 倍 PE，国内教育给予 20 年 10 倍 PE，普米给予 20 年 15 倍 PE，Edmodo 按此前收购估值的 70% 估值，得到合理价值 37.7 港元/股。**核心游戏仍增长，多款新游待上线，在线教育行业需求激增，公司教育开始多点变现，融资为新项目落地及潜在投资并购提供弹药。**
- **风险提示：**老游戏增长放缓，新游表现不达预期；普米新项目落地及收入确认时间导致收入波动，国内教育业务进展不达预期，亏损扩大。

盈利预测：

(人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,038	5,793	6,785	7,989	9,395
增长率(%)	30.2%	15.0%	17.1%	17.7%	17.6%
EBITDA(百万元)	594	832	1,305	1,720	2,225
归母净利(百万元)	546	807	1,156	1,487	1,895
增长率(%)	-	48.0%	43.2%	28.6%	27.5%
EPS (元/股)	0.97	1.43	2.05	2.64	3.36
市盈率 (P/E)	17.8	12.0	8.4	6.5	5.1
市净率 (P/B)	2.0	1.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	56.9	40.6	25.9	19.6	15.2

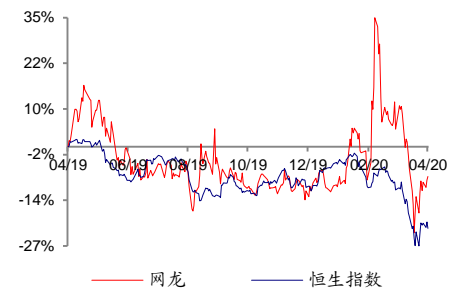
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：EPS 按最新股本计算

公司评级

买入

当前价格	18.9 港元
合理价值	37.7 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-04-02

相对市场表现



分析师：

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004



SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发海外】网龙 (00777.HK) : 游戏强劲，在线教育迎风起航 2020-02-26
- 【广发海外】网龙 (00777.HK) : 游戏强劲增长，教育将开启多点变现 2019-08-29
- 【广发海外】网龙 (00777.HK) : 游戏增长超 40%，教育经营向好，仍被低估 2019-04-09

备注：报告中货币除特别说明外均为人民币；汇率采用 1 人民币兑 1.10 港元

公司披露2019年全年业绩公告，业绩好于预期。收入和归母净利润分别实现人民币57.93亿元(+15%)和8.07亿元(+48%)，游戏收入和业绩均实现高增长，教育剔除18Q2莫斯科订单收入的高基数影响也实现同比增长。受益于游戏强劲增长，毛利率同比提升6.1pct；销售费用率同比略增，管理费用率和研发费用率同比略减。拟派息0.25港元/股。

游戏收入和业绩均高增长。19年收入和经营性分类利润分别实现33亿(+39.4%)和19.23亿(+51.3%)，毛利率略升至95.9%，销售费用率同比提高1.9pct，管理费用率和研发费用率分别下降3.2pct和2.5pct。**端游和手游收入分别同比+38.3%和46.8%。**《魔域》IP游戏收入同比+39.2%，新资料片和推广活动驱动MAU+38.8%；《英魂之刃》和《征服》收入同比+32.5%和66.3%，全新玩法推出和与人气动漫《OVERLORD》及《镇魂街》的IP联动助力《英雄之刃》流水大幅增长，《征服》推出多个资料片推动其收入创造历史新高。**储备6款有版号手游**，《终焉誓约》由B站独代，预计暑期上线，《魔域传说》H5、《英魂王座》、《英魂之刃战略版》预计于20H2上线；另外，《魔域2》、《决战巨神峰》等手游在版号审批中。

教育：19年收入同比-6.6%至23.95亿，剔除18Q2莫斯科订单收入的高基数影响，收入同比+12%；经营性分类亏损5.24亿，同比扩大主要是普米18Q2高基数+Edmodo全年并表+贸易战加税；毛利率基本持平29.8%。

普米：2019年平板出货量同比+11.1%，19H2收入环比+20%，主要是19Q2推出的普米新产品ActivPanel在19H2表现强劲；与埃及于年初签订备忘录，负责26.5万间教室的解决方案，根据业绩会高管披露，19Q4第一批100间教室的试点订单已经下达，目前正在埃及部署。

Edmodo：受疫情影响，活跃用户及新注册用户数大幅增长，DAU超过400万。入选联合国教科文组织推荐远程学习平台，2020年3月成为埃及指定的国家级K-12线上学习平台，并立即向埃及全国2,200万学生和100万老师推行；网上作业辅导服务AskMo在19Q4推出，奠定公司通过SaaS模式实现用户群变现。

国内：继续扩大用户规模，开始通过SaaS业务变现。根据网龙官方公众号，SaaS业务落地教育部学校规建中心项目，与北师大签约智慧校园建设项目；福州智慧教育项目累计中标金额近人民币6,000万元，预计将于20H1落地并确认收入；19年12月与中央电化教育馆签署合作协议，在国内初高中推广中央电化教育馆虚拟实验教学服务系统，有望基于SaaS模式在国内2B市场变现。**普米产品：**开始落实普米产品开始在国内大规模普及，首个订单(福州近100间教室)落地。**101PPT：**截至2019年11月30日，101教育PPT累计安装用户数714万，目前月活设备达100万；**网教通平台：**疫情爆发以来MAU增长超过20倍，截至2月10日，网教通平台的日活跃记录突破120万。

近期贝斯特教育融资、上市公司融资，旨在为教育板块新项目落地及潜在收购投资提供弹药，向副董事长梁念坚博士授出购股权，旨在激励高管并推动教育板块增长。

2019年11月，网龙宣布与上达资本达成协议，上达资本将对网龙的教育子公司进行1.5亿美元的战略投资，投资款项将用于支持网龙的产品开发及增长策略，以及为教育领域的潜在收购及投资提供资金。上达资本是一家专注于中国市场的私募股权投资管理公司，于教育领域的投资组合覆盖中国幼儿园、学习中心、K-12国际学校及海外留学服务提供商。上达资本是国内最大的幼儿园品牌红黄蓝最大股东，还投资了国际化教育机构必益教育。作为与上达资本合作的一部分，网龙计划为上达资本的教育投资组合公司网络上的学生、老师及家长提供全套产品及服务，并且将探索与多家上达资本投资组合公司的潜在合作机会。

2020年2月13日，公司以先旧后新方式，以23.7港元股价增发3,300万股公司股份，扣费用后合计募集7.74亿港元资金，主要用于教育业务（尤其是新兴市场）的拨付资金以及在线教育生态的扩张，公司将继续开拓潜在投资机会。

2020年1月24日公司公告，授出630万股购股权，行使价21.07港元/股，其中63.5%由梁念坚博士认购。

维持“买入”评级。预计20~21年归母净利分别为人民币11.56亿元、14.87亿元，当前股价对应PE分别为8.4倍、6.5倍。核心游戏仍增长，多款新游待上线，在线教育行业需求激增，公司教育开始多点变现，融资为新项目落地及潜在投资并购提供弹药。根据分部估值，游戏业务给予2020年10倍PE，国内教育给予2020年10倍PE，普米给予2020年15倍PE，Edmodo按此前收购估值的70%估值（主要考虑尚未盈利，给予70%估值折让），得到合理价值37.7港元/股。

值得注意的是，公司教育业务由持股约61.6%的子公司贝斯特持有，2019年11月贝斯特最新融资时的投后估值约13.5亿美元。随着在线教育需求增长，政策逐渐落地，公司教育业务继续夯实，教育板块估值有望提升。

风险提示：老游戏收入增长放缓，新游上线进程及上线后表现不达预期；普米新项目落地及收入确认时间导致收入波动，国内教育业务进展不达预期，继续亏损。

表 1: 网龙分业务表简表

营收(百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
游戏	2,367	3,300	3,937	4,642	1,039	1,328	1,576	1,724
教育	2,566	2,395	2,751	3,249	1,384	1,181	1,049	1,347
合计	5,038	5,793	6,785	7,989	2,470	2,568	2,673	3,121
收入增速	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
游戏	41.5%	39.4%	19.3%	17.9%	29.5%	52.6%	51.6%	29.8%
教育	21.9%	-6.6%	14.8%	18.1%	48.2%	0.9%	-24.2%	14.0%
合计	30.2%	15.0%	17.1%	17.7%	39.1%	22.7%	8.2%	21.5%
收入占比	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
游戏	47.0%	57.0%	58.0%	58.1%	42.1%	51.7%	59.0%	55.2%
教育	50.9%	41.3%	40.5%	40.7%	56.0%	46.0%	39.2%	43.2%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
游戏	95.6%	95.9%	95.8%	95.6%	94.1%	96.7%	96.0%	95.9%
教育	29.9%	29.8%	30.1%	30.4%	30.5%	29.2%	33.6%	26.8%
合计	60.5%	66.5%	67.8%	68.0%	56.8%	64.1%	69.8%	63.8%
经营性分类溢利	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
游戏	1,272	1,923	2,312	2,753	524	747	972	951
教育	-421	-524	-594	-634	-159	-262	-309	-216
经营性分类利润率	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
游戏	53.7%	58.3%	58.7%	59.3%	50.5%	56.3%	61.7%	55.2%
教育	-16.4%	-21.9%	-21.6%	-19.5%	-11.5%	-22.2%	-29.5%	-16.0%

资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 网龙利润表简表

(百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2E
营业收入	5,038	5,793	6,785	7,989	2,470	2,568	2,673	3,121
营业成本	1,990	1,938	2,182	2,560	1,068	922	1,015	922
销售费用	698	916	1,068	1,192	333	365	422	494
研发费用	923	1,075	1,207	1,406	442	481	502	573
行政费用	853	883	957	1,061	410	444	432	451
经营利润	526	778	1,182	1,589	212	315	480	298
净利润	477	703	1,026	1,357	178	299	375	328
归属母公司净利润	546	807	1,156	1,487	201	345	421	386
EPS(RMB 元/股)	0.97	1.43	2.05	2.64	0.36	0.61	0.75	0.69
主要比率	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
毛利率	60.5%	66.5%	67.8%	68.0%	56.8%	64.1%	69.8%	63.8%
销售费用率	13.9%	15.8%	15.7%	14.9%	13.5%	14.2%	15.8%	15.8%
研发费用率	18.3%	18.6%	17.8%	17.6%	17.9%	18.7%	18.8%	18.4%
行政费用率	16.9%	15.2%	14.1%	13.3%	16.6%	17.3%	16.2%	14.5%
营业利润率	10.4%	13.4%	17.4%	19.9%	8.6%	12.3%	18.0%	9.5%
税前利润率	11.3%	15.0%	18.6%	20.9%	9.3%	13.1%	18.1%	12.2%
所得税率	16.1%	18.8%	18.8%	18.8%	23.0%	11.4%	22.4%	14.3%
归属母公司净利率	10.8%	13.9%	17.0%	18.6%	8.1%	13.4%	15.8%	12.4%
YoY	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
营业收入	30.2%	15.0%	17.1%	17.7%	39.1%	22.7%	8.2%	21.5%
归属母公司净利润	-2718%	48.0%	43.2%	28.6%	678.8%	-839.7%	109.7%	12.0%

资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表3: 游戏业务盈利预测

(百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
收入	2,367	3,300	3,937	4,642	1,039	1,328	1,576	1,724
同比增长	41.5%	39.4%	19.3%	17.9%	29.5%	52.6%	51.6%	29.8%
收入占比	47.0%	57.0%	58.0%	58.1%	42.1%	51.7%	59.0%	55.2%
毛利	2,262	3,166	3,771	4,437	978	1,284	1,513	1,652
毛利率	95.6%	95.9%	95.8%	95.6%	94.1%	96.7%	96.0%	95.9%
经营开支	987	1,250	1,488	1,713	469	518	566	683
同比增长	7.6%	26.6%	19.1%	15.1%	8.0%	7.2%	20.8%	31.9%
费用率	41.7%	37.9%	37.8%	36.9%	45.1%	39.0%	35.9%	39.6%
研发	459	558	650	766	222	236	255	302
研发费用率	19.4%	16.9%	16.5%	16.5%	21.4%	17.8%	16.2%	17.5%
销售及市场推广	232	386	465	511	103	129	164	222
销售费用率	9.8%	11.7%	11.8%	11.0%	9.9%	9.8%	10.4%	12.9%
行政	296	306	374	436	144	152	147	159
管理费用率	12.5%	9.3%	9.5%	9.4%	13.8%	11.5%	9.4%	9.2%
经营性利润	1,272	1,923	2,312	2,753	524	747	972	951
同比增长	88.3%	51.3%	20.2%	19.0%	56.9%	119.1%	85.4%	27.3%
经营利润率	53.7%	58.3%	58.7%	59.3%	50.5%	56.3%	61.7%	55.2%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表4: 教育业务盈利预测

(百万元人民币)	2018	2019	2020E	2021E	18H1	18H2	19H1	19H2
收入	2,566	2,395	2,751	3,249	1,384	1,181	1,049	1,347
同比增长	21.9%	-6.6%	14.8%	18.1%	48.2%	0.9%	-24.2%	14.0%
收入占比	50.9%	41.3%	40.5%	40.7%	56.0%	46.0%	39.2%	43.2%
毛利	766	713	827	987	421	345	352	361
同比增长	29.9%	-6.9%	16.0%	19.3%	54.3%	8.9%	-16.5%	4.8%
毛利率	29.9%	29.8%	30.1%	30.4%	30.5%	29.2%	33.6%	26.8%
经营开支	1,130	1,254	1,381	1,560	551.686	577.847	619.33	634.885
同比增长	17.5%	11.0%	10.1%	12.9%	24.1%	11.8%	12.3%	9.9%
占比	44.0%	52.4%	50.2%	48.0%	39.9%	48.9%	59.1%	47.1%
研发	449	491	528	608	215	235	239	252
同比增长	16.1%	9.3%	7.5%	15.0%	16.7%	15.6%	11.4%	7.4%
研发费用率	17.5%	20.5%	19.2%	18.7%	15.5%	19.9%	22.8%	18.7%
销售及市场推广	441	508	578	650	224	217	252	256
同比增长	6.1%	15.3%	13.7%	12.5%	16.7%	-3.0%	12.4%	18.3%
销售费用率	17.2%	21.2%	21.0%	20.0%	16.2%	18.3%	24.0%	19.0%
行政	239	255	275	302	113	126	128	127
同比增长	50.5%	6.4%	7.9%	9.9%	64.2%	40.0%	13.6%	0.0%
管理费用率	9.3%	10.6%	10.0%	9.3%	8.2%	10.7%	12.2%	9.4%
经营性利润	-421	-524	-594	-634	-159	-262	-309	-216
经营利润率	-16.4%	-21.9%	-21.6%	-19.5%	-11.5%	-22.2%	-29.5%	-16.0%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表5: 网龙分部估值

分业务	持股比例	收入(RMB百万元)		净利润(RMB百万元)		PE(X)	各业务估值(RMB百万元)	各业务估值(百万港元)
		2019	2020E	2019E	2020E			
游戏	100.0%	3,300	3,937	1,414	1,750	10	17,502	19,252
教育	61.6%	2,395	2,751				1,678	1,846
国内	61.6%	297	387	24	31	10	190	210
海外								
普米	61.6%	2,024	2,328	121	133	15	1,232	1,355
Edmodo	61.6%						415	457
合计		5,695	6,687				19,339	21,273
							合理价值: 37.7 港元/股	

资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 1.美元对人民币汇率7.00, 人民币兑港元汇率1.10; 2.游戏、VR/AR业务净利润为我们估算值; 3.教育板块为权益估值。

至12月31日	单位: 百万元人民币				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,355	4,089	5,238	6,951	9,124
货币资金	1,483	2,126	2,952	4,265	5,775
应收及预付	796	1,048	1,227	1,444	1,893
存货	267	237	265	307	356
其他流动资产	808	678	794	935	1,099
非流动资产	3,391	3,668	3,760	3,791	3,782
长期股权投资	39	67	76	86	97
固定资产	1,657	1,919	2,119	2,269	2,374
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	825	676	512	331	128
其他长期资产	869	1,006	1,052	1,105	1,184
资产总计	6,746	7,757	8,998	10,742	12,906
流动负债	1,482	1,903	2,085	2,450	2,841
短期借款	155	161	100	100	100
应付及预收	783	981	1,115	1,321	1,546
其他流动负债	544	761	869	1,029	1,195
非流动负债	465	493	569	646	725
长期借款	0	0	100	200	300
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	465	493	469	446	425
负债合计	1,947	2,396	2,653	3,096	3,566
股本	39	39	39	39	39
资本公积	4,894	5,557	5,557	5,557	5,557
留存收益	0	0	1,113	2,544	4,369
归属母公司股东权	4,933	5,596	6,709	8,141	9,965
少数股东权益	-134	-235	-365	-495	-625
负债和股东权益	6,746	7,757	8,998	10,742	12,906

至12月31日	单位: 百万元人民币				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,038	5,793	6,785	7,989	9,395
营业成本	1,990	1,938	2,182	2,560	2,996
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	698	916	1,068	1,192	1,365
管理费用	853	883	957	1,061	1,177
研发费用	923	1,075	1,207	1,406	1,635
财务费用	12	25	20	20	20
资产减值损失	162	332	260	260	210
公允价值变动收益	118	137	80	81	81
投资净收益	-3	-8	-10	-2	-2
营业利润	526	778	1,182	1,591	2,094
营业外收支	54	113	102	102	102
利润总额	568	866	1,264	1,671	2,174
所得税	91	163	238	314	409
净利润	477	703	1,026	1,357	1,765
少数股东损益	-69	-104	-130	-130	-130
归属母公司净利润	546	807	1,156	1,487	1,895
EBITDA	594	832	1,305	1,720	2,225
EPS (元)	0.97	1.43	2.05	2.64	3.36

至12月31日	单位: 百万元人民币				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	694	1,176	1,093	1,464	1,637
净利润	546	807	1,156	1,487	1,895
折旧摊销	186	191	203	210	211
营运资金变动	167	393	-78	-36	-272
其它	-204	-216	-188	-197	-198
投资活动现金流	-646	-397	-288	-232	-193
资本支出	0	0	-241	-178	-113
投资变动	-646	-397	-48	-55	-80
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-143	-130	22	80	66
银行借款	-779	-926	39	100	100
股权融资	384	664	0	0	0
其他	252	132	-17	-20	-34
现金净增加额	-94	649	827	1,313	1,510
期初现金余额	1,578	1,483	2,126	2,952	4,265
期末现金余额	1,483	2,126	2,952	4,265	5,775

主要财务比率

至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力(%)					
营业收入增长	30%	15%	17%	18%	18%
营业利润增长	-1855%	48%	52%	35%	32%
归母净利润增长	-2717%	48%	43%	29%	27%
获利能力					
毛利率	60%	67%	68%	68%	68%
净利率	11%	14%	17%	19%	20%
ROE	11%	14%	17%	18%	19%
ROIC	9%	12%	15%	16%	18%
偿债能力(%)					
资产负债率	28.9%	30.9%	29.5%	28.8%	27.6%
净负债比率	2.3%	2.1%	2.2%	2.8%	3.1%
流动比率	2.26	2.15	2.51	2.84	3.21
速动比率	2.08	2.02	2.39	2.71	3.09
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.75	0.75	0.74	0.73
应收账款周转率	7.12	6.46	6.13	6.14	6.14
存货周转率	10.65	7.68	8.69	8.95	4.00
每股指标(元)					
每股收益	0.97	1.43	2.05	2.64	3.36
每股经营现金流	1.23	2.09	1.94	2.60	2.91
每股净资产	8.75	9.93	11.90	14.44	17.68
估值比率					
P/E	17.75	12.00	8.37	6.51	5.11
P/B	1.96	1.73	1.44	1.19	0.97
EV/EBITDA	56.86	40.59	25.88	19.64	15.18

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 廖凌：首席分析师，海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。7年策略及中小市值研究经验。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，15-18年Asiamoney最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker硬体行业第三名，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名、第4名、第2名（团队）。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2019年新财富最佳机械团队第一名、2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进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	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@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。

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。