

2020 年年报点评：符合市场预期，营销业务有望维持强劲增长，首次给予“买入”评级 买入（首次）

2021 年 03 月 25 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002
021-60199793

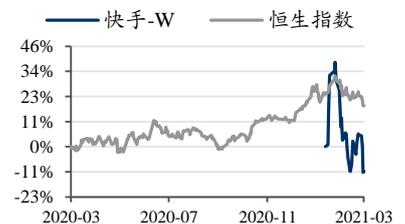
zhoulj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|----------|--------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 58,776 | 85,701 | 127,062 | 179,965 |
| 同比（%） | 50 | 46 | 48 | 42 |
| 归母净利润（百万元） | -116,635 | -7,800 | 1,113 | 14,240 |
| 同比（%） | 494 | -93 | -114 | 1,179 |
| 每股收益（元/股） | -28.04 | -1.88 | 0.27 | 3.42 |
| P/E（倍） | -8 | -119 | 834 | 65 |

投资要点

- **事件：**2020 年公司实现总收入 588 亿元（本文除特别说明，均指人民币元，yoy+50.2%），2020Q4 总收入 181 亿元（yoy+52.7%）。2020 年录得经营亏损 103 亿元，经营利润率为-17.6%，2019 年则录得经营利润 6.89 亿元，经营利润率为 1.8%。公司业绩符合市场预期。
- **业绩主要由线上营销服务及其他服务（包括电商）增长驱动。**2020 年线上营销服务收入由 2019 年的 74 亿元增加 194.6%至 219 亿元，每名 DAU 平均线上营销服务收入由 2019 年的 42.3 元增加 95.3%至 2020 年的 82.6 元，2020Q4 线上营销服务成为公司最大收入来源。2020 年直播平均月付费用户为 5,760 万，相比 2019 年同比增长 17.8%，每月直播付费用户平均收入在 2020 年为 48.0 元，2019 年为 53.6 元。由于政策限制大额打赏、连麦打榜减少等影响，2020Q4 直播打赏收入出现下滑。
- **我们预计广告营销业务将维持强劲增长。**我们预计公司 2021 年广告营销业务的效率有望进一步提升，包括数据积累使得效果更匹配、平台营销品牌的提升、与内容创作者合作、扩张销售团队以拓展客户品类、拓展品牌广告客户、广告联盟等都将有望带来成长空间。同时由于广告业务占比提升，公司 2020 年毛利率提升至 40.5%，同比提升 4.4pct，2020Q4 为 47.0%，同比提升 7.9pct，我们预计后续毛利率仍将进一步提升。
- **电商业务成交额及商业化仍有较大提升空间。**快手平台上促成的电商交易的商品交易总额由 2019 年的 596 亿元大幅增至 2020 年的 3,812 亿元，平均重复购买率由 2019 年的 45%进一步增至 2020 年的 65%，持续提升的高复购率彰显了平台的互动信任价值，也为后续更多商业化可能奠定基础。2021 年增长看点在于流量的增长及品类的扩张，好物联盟的推出将加速公司电商业务闭环管理，商业化能力有望进一步提升。
- **长期看好短视频赛道成长红利及公司商业化能力提升。**我们预计快手仍有望提升在行业中的市场份额，2021Q1 春节期间快手在直播内容、IP 建设方面的努力值得肯定。且海外视频社交整体落后于中国，成长红利依然明显，有望成为公司第二成长曲线。我们判断当前仍处于平台商业化早期，基于短视频和直播使用时长的增长带来的行业红利，以及公司在产品及运营上的优化，商业化程度及效率有望进一步提升。
- **首次评级，给予“买入”评级。**由于营销业务占比快速提升，毛利率较我们此前预期提升速度更快，我们预计 2021/2022/2023 年 EPS 为 -1.88/0.27/3.42 元。当前市值对应 2021-2023 年 PS 分别为 11/7/5 倍，综合绝对、相对 PS 两种估值方法，出于谨慎性原则取低，给予公司 2021 年 364 港币/股目标价，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争格局恶化，用户增长不及预期，商业化不及预期。

股价走势



市场数据

| | |
|--------------|---------------|
| 收盘价(港元) | 266.00 |
| 一年最低/最高价 | 248.20/417.80 |
| 市净率(倍) | -5.82 |
| 港股流通市值(百万港元) | 1106275.92 |

基础数据

| | |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元) | -42.76 |
| 资产负债率(%) | 406.92 |
| 总股本(百万股) | 4158.93 |
| 流通股本(百万股) | 4158.93 |

相关研究

- 1、《快手-W (1024.HK)：用户破圈迅猛，商业化能力快速提升》2021-02-05

1. 2020 年平台用户高增长延续，时长同比增长 17%

2020 年快手所有中国应用程序及小程序的平均 DAU 及平均 MAU 分别为 3.081 亿及 7.770 亿。

2020 年，快手应用的平均 DAU 及平均 MAU 分别为 2.646 亿及 4.811 亿，分别同比增长 50.7% 及 45.6%。

图 1: 快手应用的平均 DAU

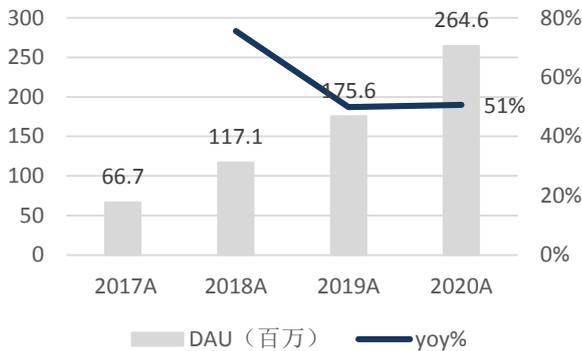
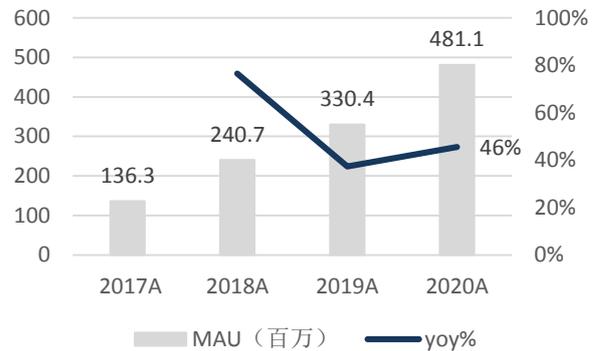


图 2: 快手应用的平均 MAU

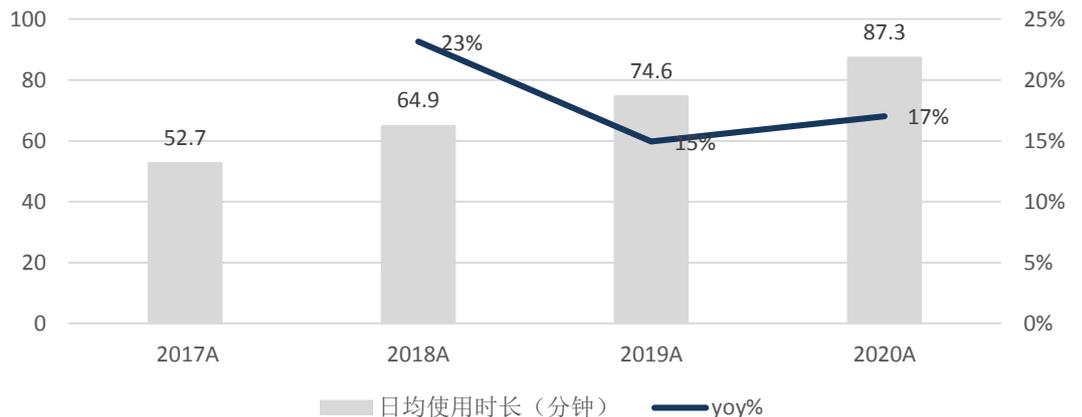


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

快手应用的每位 DAU 日均使用时长由 2019 年的 74.6 分钟增加 17.0% 至 2020 年的 87.3 分钟。

图 3: 快手应用 2020 年的每位 DAU 日均使用时长同比增长 17%

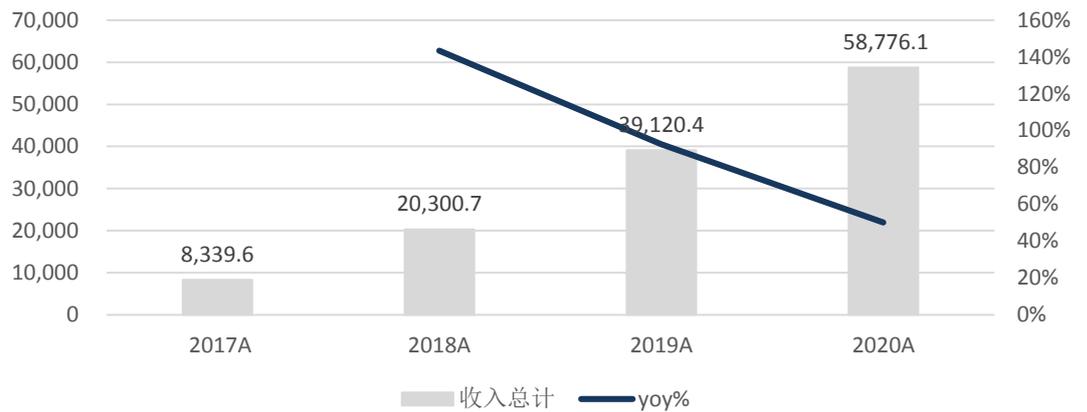


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 营销业务同比增长 194.6%，直播打赏业务趋于平稳

2020 年公司总收入 588 亿元(yoy+50.2%)，2020Q4 总收入 181 亿元(yoy+52.7%)，主要是由于线上营销服务及其他服务(包括电商)的强劲增长所致。

图 4: 公司 2020 年收入同比增长 50.2% (单位: 百万元)

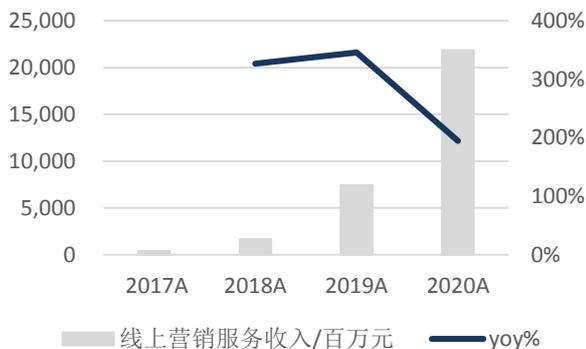


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

线上营销服务实现强劲增长。2020 年线上营销服务的收入由 2019 年的 74 亿元增加 194.6% 至 219 亿元。每名 DAU 平均线上营销服务收入由 2019 年的 42.3 元增加 95.3% 至 2020 年的 82.6 元。

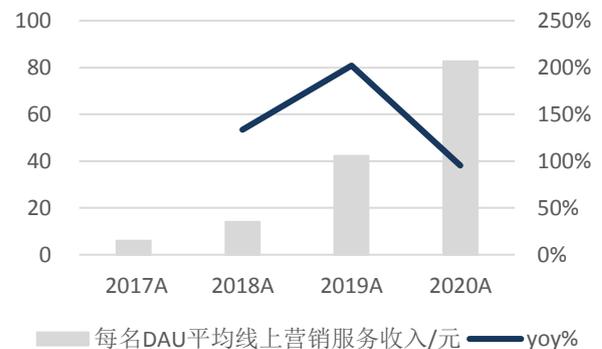
2020Q4 线上营销服务成为公司最大的收入来源, 其收入占比首次超过直播业务, 收入由 2019 年第四季度的 32 亿元增加 170.1% 至 2020Q4 的 85 亿元。营销业务的增长主要是由于用户群体扩大吸引更多线上营销客户及公司凭借强大的人工智能及大数据实力提升线上营销服务的有效性。

图 5: 快手 2020 年营销收入同比增长 194.6%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 快手 2020 年每个 DAU 的平均营销收入高增长



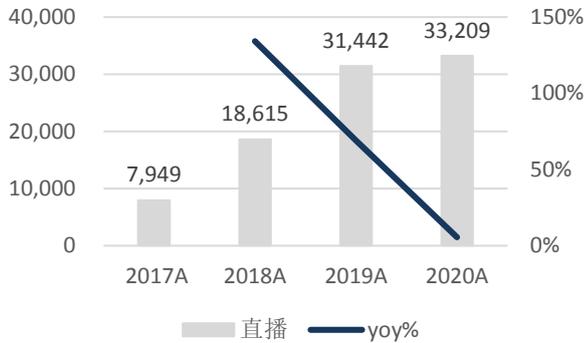
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

直播平均月付费用户持续增长。2020 年直播业务收入占总收入的 56.5%。快手应用上进行超 17 亿次直播。2020 年直播收入由 2019 年的 314 亿元增长 5.6% 至 332 亿元。2020 年全年直播平均月付费用户为 5,760 万, 自 2019 年的 4,890 万增长 17.8%。每月直播付费用户平均收入在 2020 年为 48.0 元, 2019 年为 53.6 元。

2020 年 Q4 直播业务收入为 79 亿元, 2019 年同期为 85 亿元, 主要是由于用户群体扩大使每月直播付费用户平均收入由 2019Q4 的 56.6 元变为 2020Q4 的 51.8 元。直播平

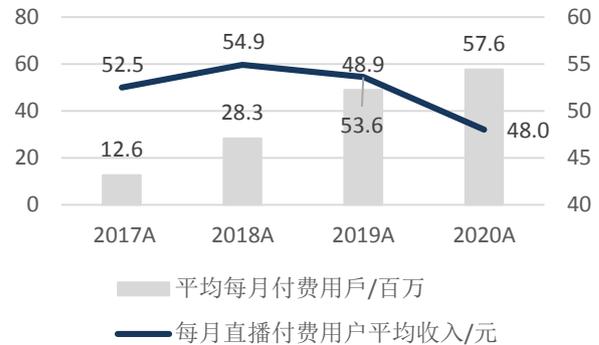
均月付费用户自 2019 年同期的 5,020 万增至 5,080 万。

图 7: 快手 2020 年直播业务收入同比增长 5.6% (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 8: 快手直播业务平均每月付费用户 (左轴) 及每户平均收入 (右轴)

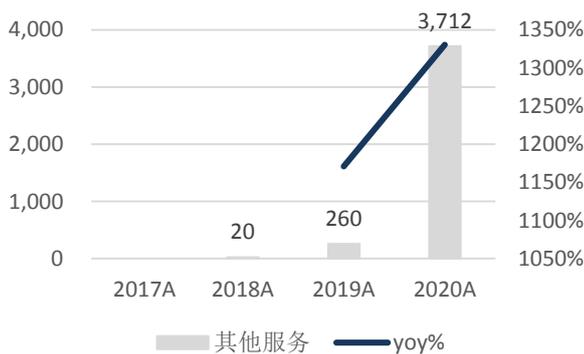


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

剩余 6.3% 的收入来自其他服务, 主要包括电商服务, 在 2020 年亦取得快速增长。其他服务收入由 2019 年的 259.5 百万元增加超过 13.3 倍至 2020 年的 37 亿元, 主要是由于电商业务扩展所致。快手平台上促成的电商交易的商品交易总额由 2019 年的 596 亿元大幅增至 2020 年的 3,812 亿元。平均重复购买率由 2019 年的 45% 进一步增至 2020 年的 65%。

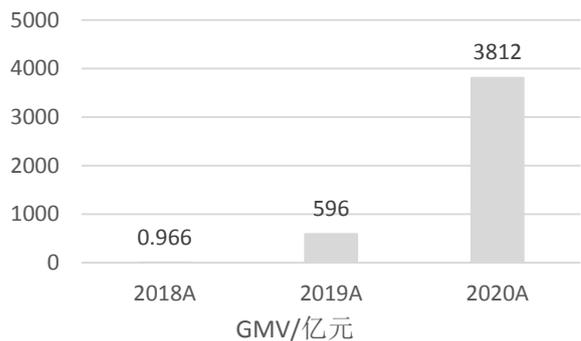
其他服务收入由 2019 年第四季度的 181.2 百万元增加 831.5% 至 2020 年同期的 17 亿元。

图 9: 快手其他服务 (包括电商) 快速增长 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 10: 快手 GMV 保持快速增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

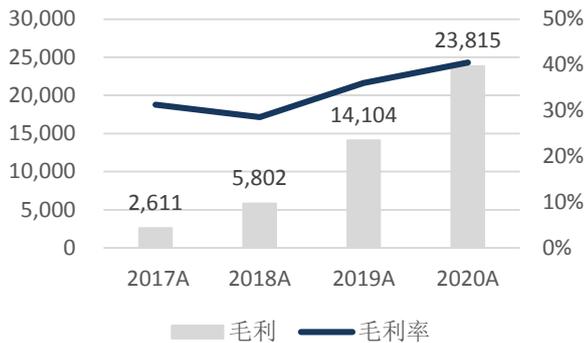
3. 毛利率快速提升, 费用率维持高位

销售成本由 2019 年的 250 亿元增加 39.8% 至 2020 年的 350 亿元:

毛利率由 2019 年的 36.1% 增至 2020 年的 40.5%，主要原因是线上营销服务及电商业务等其他业务扩充，使得公司直播收入占总收入的百分比下降，因此与主播的收入分成及相关税款占总收入百分比减少。

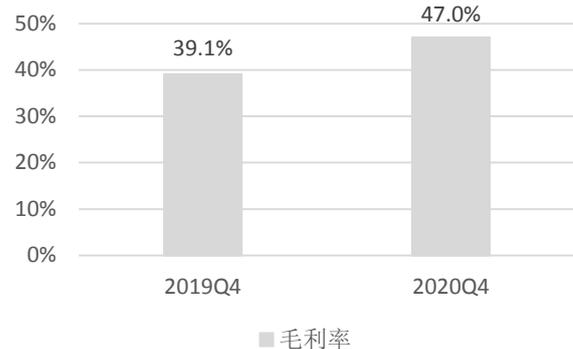
季度方面，毛利由 2019Q4 的 46 亿元增加 83.5% 至 2020Q4 的 85 亿元，毛利率由 2019Q4 的 39.1% 增至 2020 年同期的 47.0%

图 11: 快手 2020 年毛利率持续提升 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 12: 快手 2020Q4 毛利率提升明显

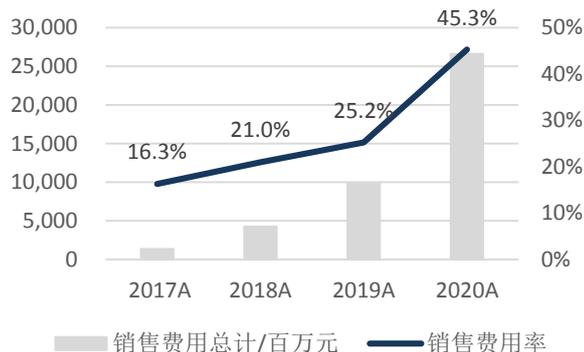


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

销售费用由 2019 年的 99 亿元增加 169.8% 至 2020 年的 266 亿元, 销售费用率由 25.2% 增加至 45.3%，主要是由于营销、品牌推广及广告活动增加所致。2020Q4 销售费用 68 亿元, 同比增长 58.2%，销售费用率为 37.5%，同比提升 1.3pct。

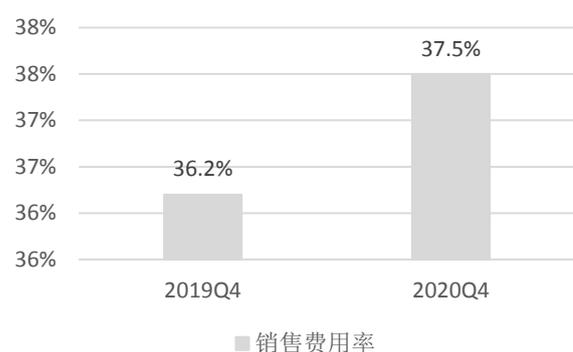
2020 年品牌推广及广告开支增加, 主要是由于推广快手极速版及其他应用程序的营销开支以及品牌推广活动开支增加所致。

图 13: 快手销售费用及占营收比重



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 14: 快手 20Q4 销售费用达到 37.5%, 同比提升 1.3pct



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

行政开支由 2019 年的 8.65 亿元增加 93.8% 至 2020 年的 17 亿元, 研发开支由 2019 年的 29 亿元增加 122.4% 至 2020 年的 65 亿元。

季度方面, 行政开支由 2019Q4 的 2.93 亿元增加 103.4% 至 2020 年同期的 5.95 亿元。

研发开支由 2019Q4 的 8.95 亿元增加 171.6% 至 2020 年同期的 24 亿元。

图 15: 快手管理费用及占营收比重 (单位: 百万元)

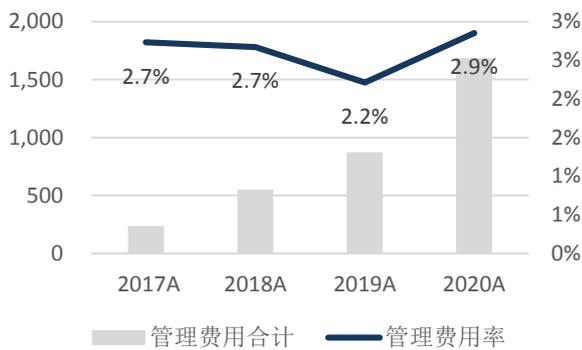
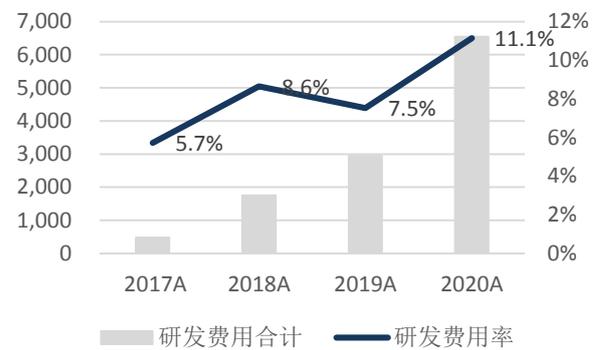


图 16: 快手研发费用及占收入比重 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司 2020 年录得经营亏损 103 亿元, 经营利润率为-17.6%, 2019 年则录得经营利润 6.89 亿元, 经营利润率为 1.8%。

2020 年的经营亏损主要是由于为扩大用户群及提升用户参与度、提高品牌认知度及发展整体生态系统而增加销售及营销开支所致。

2020 年 Q4 录得经营亏损 14 亿元, 经营利润率为-7.6%, 2019 年同期则录得经营亏损 9.75 亿元, 经营利润率为-8.2%。

2020 年全年经调整 EBITDA (未经审计) 为-36.17 亿元, 去年同期为 35.91 亿元。

4. 盈利预测及投资建议

我们预计直播打赏业务未来增长将趋于稳健, 2021/2022/2023 年增速分别为-4.1%/5.1%/4.0%;

线上营销业务是当前公司整体增长的主要贡献来源, 我们看好未来公司广告业务的增长潜力, 预计 2021/2022/2023 年增速分别为 104.0%/72.5%/54.0%。

我们预计公司未来随着广告及其他业务占比提升, 毛利率有望提升, 2021/2022/2023 年毛利率分别为 50.1%/56.1%/60.2%。

我们预计公司 2021/2022/2023 年收入分别为 857.01/1,270.62/1,799.65 亿元, 同比增速分别为 45.8%/48.3%/41.6%, 经调整净利润分别为-78.0/11.1/142.4 亿元。

表 1: 快手核心假设 (单位: 百万元)

| | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 直播 | 18,615.1 | 31,442.3 | 33,209.1 | 31,833.9 | 33,444.7 | 34,792.5 |
| <i>Yoy</i> | 134.2% | 68.9% | 5.6% | -4.1% | 5.1% | 4.0% |
| 线上营销服务 | 1,665.1 | 7,418.5 | 21,854.5 | 44,586.2 | 76,911.1 | 118,443.1 |
| <i>Yoy</i> | 326.3% | 345.5% | 194.6% | 104.0% | 72.5% | 54.0% |
| 其他服务 | 20.4 | 259.5 | 3,712.4 | 9,281.1 | 16,706.0 | 26,729.6 |
| <i>Yoy</i> | | 1170.9% | 1330.6% | 150% | 80% | 60% |
| 收入总计 | 20,300.7 | 39,120.4 | 58,776.1 | 85,701.2 | 127,061.8 | 179,965.2 |
| <i>Yoy</i> | 143.4% | 92.7% | 50.2% | 45.8% | 48.3% | 41.6% |
| 毛利 | 5,802.2 | 14,103.6 | 23,814.6 | 42,931.8 | 71,222.5 | 108,342.1 |
| 毛利率 | 28.6% | 36.1% | 40.5% | 50.1% | 56.1% | 60.2% |
| 销售费用率 | 21.0% | 25.2% | 45.3% | 46.5% | 43.7% | 41.3% |
| 管理费用率 | 2.7% | 2.2% | 2.9% | 2.7% | 2.5% | 2.3% |
| 研发费用率 | 8.6% | 7.5% | 11.1% | 11.5% | 10.8% | 10.3% |

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

绝对估值下, 基于 DCF 模型下我们的核心假设如下:

表 2: DCF 估值核心假设

| 资产贴现率 | |
|--------------|-------|
| 行业 Beta | 1.000 |
| 无风险利率 Rf | 3.2% |
| 市场组合平均收益率 Rm | 7.0% |
| 风险溢价 | 3.8% |
| 资产贴现率 | 7.0% |
| 永续增长率 | 3.0% |

资料来源: wind, 东吴证券研究所

基于 DCF 估值模型计算, 我们得出上市公司的合理股权价值为 14,002.47 亿元, 对应目标价为 401 港币 (汇率: 1 港币=0.8392 人民币)。

表 3: DCF 估值计算核心假设及结果 (单位: 百万元)

| | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 永续阶段 | 合计 |
|----------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|-----------|-----------|
| 销售收入 | 85,701 | 127,062 | 179,965 | 233,955 | 292,444 | 350,932 | 403,572 | 464,108 | 533,724 | 587,096.45 | | |
| yoy | 46% | 48% | 42% | 30% | 25% | 20% | 15% | 15% | 15% | 10% | | |
| 销售费用 | 39,810 | 55,576 | 74,294 | 70,186 | 73,111 | 70,186 | 80,714 | 92,822 | 106,745 | 117,419 | | |
| 管理费用 | 2,348 | 3,170 | 4,121 | 4,679 | 5,849 | 7,019 | 8,071 | 9,282 | 10,674 | 11,742 | | |
| 研发费用 | 9,822 | 13,751 | 18,564 | 23,395 | 29,244 | 35,093 | 40,357 | 46,411 | 53,372 | 58,710 | | |
| 经营利润 | -8,278 | -133 | 12,980 | 44,214 | 69,889 | 101,414 | 116,626 | 134,119 | 154,237 | 169,661 | | |
| FCFF | -7,890 | -1,943 | 8,438 | 38,205 | 62,986 | 94,231 | 119,703 | 144,178 | 171,224 | 201,607 | 2,806,749 | 3,637,489 |
| PV(FCFF) | -7,890 | -1,768 | 6,991 | 28,812 | 43,236 | 58,877 | 68,078 | 74,637 | 80,680 | 86,469 | 1,203,810 | 1,641,933 |

资料来源: wind, 东吴证券研究所预测

相对估值下, 我们选择 PS 估值方法, 因为我们认为公司短期在收入上具有相对更高的能见度。基于公司的产品属性及收入构成, 我们认为可参考视频及社交行业上市公司估值, 高成长的中视频上市公司(哔哩哔哩为代表)及高壁垒的社交赛道(腾讯控股、Facebook)拥有更高的 PS 估值水平。短视频行业在当前具有更高的成长性及商业化潜力, 我们认为其行业估值应高于长视频及直播行业, 同时考虑到快手的社交粘性以及未来三年收入高增长的确切性, 我们参考社交平台估值, 给予公司 2022 年 10 倍 PS, 对应目标价为 364 港币(汇率: 1 港币=0.8392 人民币)。

综合绝对、相对两种估值方法, 出于谨慎性原则取低, 我们最终给予公司 364 港币目标价。

公司当前估值已经具有较高性价比, 首次评级, 给予“买入”评级。

表 4: 可比公司估值 (收盘价截止 2021 年 3 月 24 日, 字节跳动基于公开报道)

| 赛道 | 公司 | 代码 | PS_TTM |
|-----|----------|-----------|--------|
| 长视频 | 芒果超媒 | 300413.SZ | 7 |
| 长视频 | 爱奇艺 | IQ.O | 5 |
| 长视频 | netflix | NFLX.O | 9 |
| 中视频 | 哔哩哔哩 | BILI.O | 22 |
| 短视频 | 字节跳动 | 一级融资 | 7 |
| 直播 | 欢聚 | YY.O | 2 |
| 直播 | 陌陌 | MOMO.O | 1 |
| 直播 | 映客 | 3700.HK | 1 |
| 社交 | Facebook | FB.O | 10 |
| 社交 | 腾讯控股 | 0700.HK | 11 |

资料来源: wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

1、短视频用户增速放缓的风险

行业未来的竞争将依然激烈，但短视频平台全行业的渗透率已经步入中后期。

2、内容创作者流失的风险

若平台未能吸引、培养及留住内容创作者，或内容创作者不再贡献内容或所提供内容对其他用户的价值下降，则访问平台的用户数量及用户参与度或会下降。

3、商业化进展低于预期的风险

直播打赏收入增速可能继续下滑，而直播电商业务盈利能力提升需要公司在产品和运营方面的持续创新，营销业务的进展也视平台在内容运营及广告招商能力方面的不断突破。

4、社区文化的维护和创新不到位的风险

如果平台无法维持独特的社区文化和充满活力的生态系统，或未能留住现有业务伙伴或吸引新业务伙伴，或无法紧跟用户偏好或行为变化，或无法持续技术创新或设计出符合用户预期的功能，则公司的业务、财务状况、经营业绩及前景可能受到不利影响。

快手-W 三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|----------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 31528 | 77136 | 88039 | 116284 | 销售收入 | 58776 | 85701 | 127062 | 179965 |
| 现金及现金等价物 | 20392 | 62823 | 69447 | 93837 | 销售成本 | 34961 | 42769 | 55839 | 71623 |
| 交易性金融资产 | 3690 | 4097 | 4038 | 2416 | 毛利 | 23815 | 42932 | 71222 | 108342 |
| 应收账款及票据 | 4713 | 6873 | 10190 | 14432 | 其他收入-净额 | 533 | 770 | 1141 | 1617 |
| 存货 | 0 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业开支 | 34839 | 51980 | 72497 | 96979 |
| 其他流动资产 | 2733 | 3343 | 4365 | 5598 | 其中: 销售费用 | 26615 | 39810 | 55576 | 74294 |
| 非流动资产 | 20619 | 22958 | 25674 | 27359 | 管理费用 | 1677 | 2348 | 3170 | 4121 |
| 固定资产 | 7206 | 8433 | 9754 | 10457 | 研发费用 | 6548 | 9822 | 13751 | 18564 |
| 无形资产 | 6448 | 7559 | 8955 | 9936 | 营业利润 | -10492 | -8278 | -133 | 12980 |
| 其他非流动资产 | 6966 | 6966 | 6966 | 6966 | 加: 财务收入 | 0 | 408 | 1256 | 1389 |
| 资产总计 | 52147 | 100093 | 113714 | 143643 | 减: 财务费用 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 23185 | 31095 | 43603 | 59292 | 加: 权益性投资损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 11544 | 14122 | 18438 | 23650 | 其他非经营性损益 | -106674 | 0 | 0 | 0 |
| 应交税金 | 488 | 711 | 1055 | 1494 | 除所得税前利润 | -117201 | -7870 | 1123 | 14369 |
| 其他流动负债 | 11153 | 16262 | 24110 | 34148 | 减: 所得税 | -566 | -71 | 10 | 129 |
| 非流动负债 | 189012 | 189012 | 189012 | 189012 | 合并报表净利润 | -116635 | -7800 | 1113 | 14240 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司所有的净利润 | -116635 | -7800 | 1113 | 14240 |
| 其他非流动负债 | 189012 | 189012 | 189012 | 189012 | 经调整归母净利润 | -7949 | -7800 | 1113 | 14240 |
| 负债合计 | 212197 | 220108 | 232615 | 248304 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 归属母公司股东权益 | -160050 | -120015 | -118902 | -104662 | 每股收益(元) | -28.04 | -1.88 | 0.27 | 3.42 |
| 负债和股东权益 | 52147 | 100093 | 113714 | 143643 | 每股净资产(元) | 12.54 | 24.07 | 27.34 | 34.54 |
| | | | | | 发行在外股份(百万股) | 4,159 | 4,159 | 4,159 | 4,159 |
| | | | | | ROE (%) | 73 | 6 | -1 | -14 |
| | | | | | 毛利率 (%) | 41 | 50 | 56 | 60 |
| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 销售净利率 (%) | -198 | -9 | 1 | 8 |
| 经营活动现金流 | 2289 | -1098 | 11108 | 26511 | 资产负债率 (%) | 407 | 220 | 205 | 173 |
| 投资活动现金流 | -4867 | -4305 | -4484 | -2121 | 收入增长率 (%) | 50 | 46 | 48 | 42 |
| 筹资活动现金流 | 19290 | 47835 | 0 | 0 | 净利润增长率 (%) | 494 | -93 | -114 | 1179 |
| 现金净增加额 | 16395 | 42432 | 6624 | 24390 | P/E | -8 | -119 | 834 | 65 |
| | | | | | P/B | -6 | -8 | -8 | -9 |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所, 汇率: 1人民币=1.1916港元

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>