



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 全产业链巨头蓄势待发

### ——新文化（300336）深度报告

2016年10月24日

强烈推荐/首次

新文化 深度报告

#### 报告摘要：

**公司全渠道 IP 开发体系逐渐成型。**新文化以电视剧业务起家，2014 年开始发展电影业务。后投资七煌科技布局游戏电竞。虽并购千足文化遇挫，但综艺布局野心初显。我们认为公司未来将构建**电影+电视剧/网剧+综艺+游戏的全渠道 IP 开发体系**。依靠优质的 IP 资源和全渠道开发体系，公司有望在未来成为优质内容+全渠道布局的全产业链综合集团。

**与大手合作，未来内容端潜力巨大。**新文化与大手资讯开启深度合作，获得大手旗下《轩辕剑》、《明星志愿》、《仙剑》、《大富翁》系列的 IP 开发权。我们认为对传媒行业来说，IP 仍然是核心竞争力所在，未来公司旗下内容端优势明显，只待公司渠道开发落地。

**收购户外广告龙头，并购创祀网络开始户外 LED 新模式。**一方面，公司并购户外广告龙头都金香与达可斯。另一方面，公司并购创祀网络借助其跨屏互动服务开启户外广告新模式，并且提高了公司的议价能力。此外，借助与公司影视团队更加紧密的合作，将广告向影视植入、影视节目赞助等内容端销售延伸，提高公司为广告商全渠道多领域服务能力。

**公司盈利预测及投资评级。**当下传媒行业边际增速下滑，行业整体市盈率处于历史较低水平。我们预计公司**2016年-2018年**营业收入分别为13.1亿元、16.8亿元和19.8亿元，归属于上市公司股东净利润分别为3.4亿元、4.5亿元和5.2亿元；净利增速分别为36.8%、31.2%和17.7%；每股收益分别为0.63元、0.83元和0.97元，对应PE分别为31.9、24.3和20.6倍。鉴于公司优秀的IP资源、全渠道开发体系的逐渐成型和户外LED业务的稳定增长，我们预计公司未来增速仍将高于行业平均，给予公司市盈率50倍，未来6个月目标价31.5元。给予公司“强烈推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	620.69	1,026.09	1,310.12	1,680.66	1,981.04
增长率(%)	28.85%	65.31%	27.68%	28.28%	17.87%
净利润(百万元)	121.38	248.27	339.58	445.53	524.18
增长率(%)	5.94%	104.54%	36.78%	31.20%	17.65%
净资产收益率(%)	11.72%	9.37%	11.92%	13.90%	14.46%
每股收益(元)	0.63	0.47	0.63	0.83	0.97
PE	31.94	42.81	31.86	24.28	20.64
PB	3.73	4.08	3.80	3.38	2.99

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

#### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

#### 联系人：

#### 季龙飞

010-66554090

jilf@dxzq.net.cn

#### 刘巍放

010-66554151

liuwf@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间(元)	20.4-27.28
总市值(亿元)	109.66
流通市值(亿元)	91.19
总股本/流通A股(万股)	53755/44702
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.82

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

1. 新文化-全产业链传媒巨头 .....	4
2. 优质 IP 带领新文化起航 .....	5
2.1 IP 热潮的兴起 .....	5
2.2 新文化与大宇资讯深度合作打开 IP 资源宝库 .....	7
3. 全渠道 IP 开发体系逐渐成形 .....	9
3.1 电影业务开始发力，助力新文化扬帆起航 .....	10
3.1.1 电影票房持续增长，行业二八效应愈发明显 .....	10
3.1.2 新文化电影业务逐渐发力，今年电影业务有望爆发 .....	12
3.2 电视剧传统业务下半年有望迎来爆发。 .....	13
3.2.1 电视剧产量稳定，单剧价格逐年增长。 .....	13
3.2.2 下半年电视剧/网剧业务有望迎来爆发 .....	15
3.3 收购行业龙头，布局户外 LED 业务 .....	17
3.3.1 户外 LED 行业竞争格局稳定 .....	17
3.3.2 收购行业龙头加速布局户外 LED .....	18
3.4 综艺野心不变，游戏布局加码 .....	19
3.4.1 综艺成为 2016 年增长最快的子行业 .....	19
3.4.2 新文化综艺野心初显，遇挫但方向不变 .....	20
3.4.3 收购七煌布局电竞产业 .....	21
4. 盈利预测及估值 .....	23
5. 风险提示 .....	24
5.1 项目运营风险 .....	错误!未定义书签。
5.2 业务整合风险 .....	错误!未定义书签。

## 表格目录

表 1:国内外知名 IP 价值推算 .....	6
表 2:原著粉丝数与改编产品粉丝数对比 .....	7
表 3:大宇 IP 变现电视剧端变现能力突出 .....	8
表 4:2016 年以来电影票房排行榜 .....	12
表 5:新文化 2016 年上映电影计划 .....	13
表 6:电视剧单集价格逐年上涨 .....	14
表 7:新文化影视剧出品计划 .....	16
表 8:优质综艺节目收视情况 .....	19
表 9:新文化综艺节目播出情况 .....	20
表 10:与千足文化合作的综艺节目一览 .....	21
表 12: 同类型传媒上市公司市盈率比较表 .....	24
表 13: 公司盈利预测表 .....	25

## 插图目录

图 1:新文化公司情况.....	4
图 2:新文化 2015 年收入构成 .....	4
图 3:新文化 09-15 年各版块收入占比变化 .....	4
图 4:新文化毛利率净利率变化 .....	5
图 5:新文化各业务毛利率变化 .....	5
图 6:大字旗下游戏 .....	7
图 7:新文化的 IP 全渠道开发模式 .....	9
图 8:新文化历年业务构成 .....	9
图 9:中国电影票房及增长 .....	10
图 10:中国银幕数量及增长率 .....	10
图 11:中国文化产业增速与居民消费增速比较 .....	11
图 12:不同票房区间影片数量与票房占比 .....	11
图 13:国产电影、进口电影前 8 月票房增速 .....	11
图 14:剔除票补因素的票房增速 .....	11
图 15:国产电视剧发行量与交易金额比较 .....	14
图 16:有线电视用户规模与网络视频用户规模比较 .....	14
图 17:新文化电视剧业务增速及毛利 .....	15
图 18:《潜伏在黎明之前》收视情况 .....	15
图 19:媒体行业细分 .....	17
图 20:户外 LED 广告市场规模及增速。 .....	17
图 21:2015 年户外 LED 广告市场份额 .....	17
图 22:达可斯 LED 屏幕沈阳地区分布 .....	18
图 23:创祀网络跨屏互动广告 .....	18
图 24:人均日收视时长及变化率 .....	19
图 25:综艺收视占比及增长率 .....	19
图 26:烙印传媒海外内容资源 .....	21
图 27:中国游戏市场规模及增速 .....	22
图 28:七煌科技 .....	22

## 1. 新文化-全产业链传媒巨头

新文化是一家主要从事影视剧制作、发行，户外广告业务并逐步向综艺、游戏等领域延伸的股份制企业集团。公司通过不断优化内容和团队建设，实现内容产出和规模的快速增长。利用资本优势，进行传媒产业链横向纵向延伸，扩大产能规模，布局相关产业。公司全面布局电影+电视剧/网剧+综艺+游戏，力图打造全方位的 IP 开发渠道，使旗下 IP 开发效益最大化，也将受益于同一 IP 不同渠道开发的互惠共生。

图 1:新文化公司情况



资料来源: 东兴证券研究所, 万得

公司以电视剧业务为起点，2013 年之前电视剧业务占据公司总收入的 95%以上。2014 年开始，电影业务逐渐发力；2015 年收购户外 LED 广告公司郁金香和达可斯并成为其收入的重要组成部分。未来公司还将逐步拓展综艺节目，游戏等其他业务力求成为全渠道开发的综合性传媒巨头。

图 2:新文化 2015 年收入构成

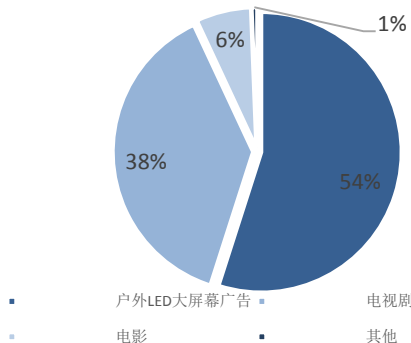
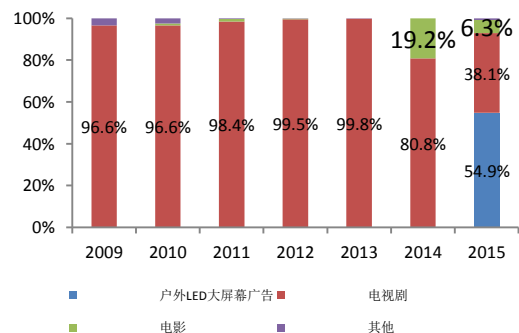


图 3:新文化 09-15 年各版块收入占比变化



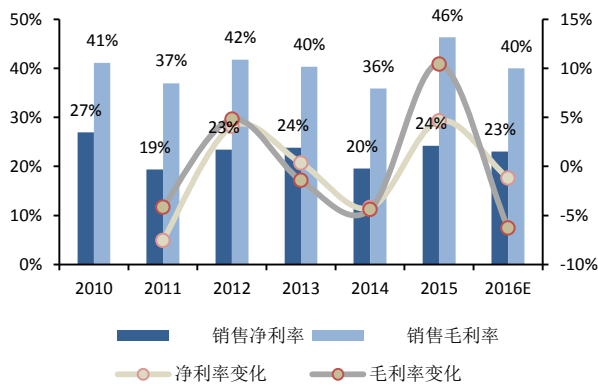
资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

公司 2016 年上半年营业收入 5.47 亿, 同比增长 26.3%; 归属于母公司净利润 1.16 亿, 同比增长 5.8%; 每股收益 0.216 元。公司 1-6 月营收增长的主要原因为电影业务的爆发。归属于母公司的净利润增长主要由于出售哇棒移动传媒和政府补助带来的非经常性损益。公司扣非归母净利润同比下降 23.9%, 主要原因为营业成本的上升和三项费用率的上升。预计未来随着行业的转暖, 公司盈利能力将逐渐复苏。

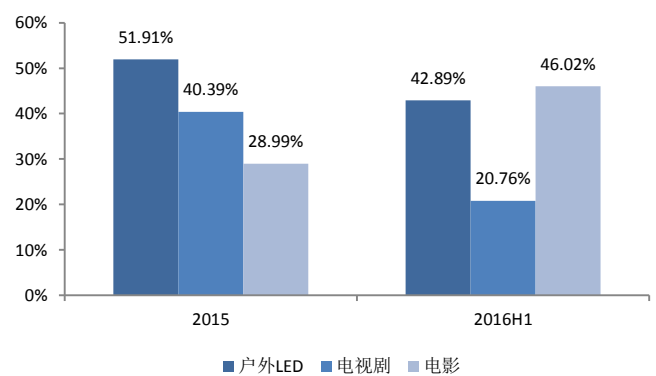
针对公司上半年营收增长 26.3%但扣非归母净利下跌 23.9%, 我们发现, 公司 2016 年上半年毛利率 35%, 相比 2015 年下降了 11 个百分点。净利率 21%, 比 2015 年下降了 3 个百分点。我们认为, 公司毛利率下降的主要原因为户外 LED 业务和电视剧业务毛利皆有所回落。其中电视剧业务毛利率下降 19.5 个百分点, 户外 LED 业务毛利率下降 9 个百分点。虽然 LED 业务毛利下滑但其毛利率仍可达到 43%, 高于公司整体毛利率, 因此我们认为, 电视剧业务的低迷才是公司毛利整体下跌的重要原因。此外, 虽然电影业务毛利率大幅提升, 但由于其占整体业务比重较小, 因此公司整体毛利依然呈现下降趋势。考虑到影视剧行业边际收入大部分转化为利润, 未来公司利润率可否反弹将直接取决于公司影视产品收入情况。我们预计公司 2016 年毛利率将低于去年, 但此趋势有望在 2017 年有所改观, 公司电视剧业务毛利将缓慢复苏至行业平均水平 35%左右, 户外 LED 业务毛利率也将复苏至 45%左右。

图 4:新文化毛利率净利率变化



资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

图 5:新文化各业务毛利率变化



资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

## 2. 优质 IP 带领新文化起航

### 2.1 IP 热潮的兴起

从 2014 年开始, 资本对 IP 的追逐达到了近似于疯狂的程度, IP 的原始价格从十万级涨到千万级。我们认为当下的 IP 热潮主要有三个原因:

- ◆ **行业增速过快，对文化类产品消费需求远远高于内容的产量增速，导致供需失衡。**伴随着中国经济的飞速发展，人们可支配收入的提高，文化娱乐产业消费需求近年来极速增长。与此对应的，内容产出的增速远远低于需求。当逐利的资本看到了供需错配，就会大举进入并四处寻找可以生成产品的内容。因此，许多年前的优质 IP 会被再度发掘，被资本竞相追逐。
- ◆ **拥有一定知名度的 IP 也会使产品的宣发环节更加顺利。**知名 IP 的作用不仅使得内容粉丝变成增量的产品消费者，那些只是听说过 IP 却并非粉丝的人在接收到产品的宣传信息后，也会更大比例的转化为产品的消费者。
- ◆ **IP 热还源自于资本方的避险诉求。**文化类产品可以分成两个层面来看，即内容和渠道。渠道是产品的表现形式，可以是电影、电视剧、游戏。而内容是这款产品本身的故事、情节、人物等。一款文化产品的成功取决于两者的共同作用，缺一不可。而优质的 IP 因为在其他渠道已经获得成功，等于让公司稳获了一半的成功率。因此，资本追逐优质 IP 的目的是降低自己产品失败的概率，寻求相对确定的受益。

表 1:国内外知名 IP 价值推算

IP	类型	IP 价值
魔兽	网游改编电影	 <p>《魔兽》中国区玩家 750 万，带来电影增量粉丝在 500 万人左右，受此带动增量观影超 1000 万人次，按平均票价 37 元和 35% 制片分成估算，其电影国内版权价值应该在 1.29 亿左右。</p>
盗墓笔记	网络文学改编电视剧、电影	 <p>《盗墓笔记》书籍销量累积 2000 万册，带来增量粉丝数在 700 万人左右，增量观影人次在 1050 万人次。按平均票价 35 元，33% 的制片分成比例。其电影版权价值在 1.21 亿左右。</p>

资料来源：东兴证券研究所，百度。

IP 热给人们带来足够的产品且满足了资本方获得相对安全的投资受益的同时，也带来的许多隐忧。

- ◆ **IP 账面价值与潜在价值或存在差距。**简而言之就是 IP 昂贵，靠其带动的产品消费无法覆盖购买 IP 的成本。以电影为例：当下一个热门 IP 价值不会低于千万，超出的成本需要大概三千万的增量票房，按照票价 30 元来计算，需要一百万的增量观众。我们认为当下可被拍成电影且能带来百万增量粉丝观看的 IP 不会超过 10 个。而现在中国千万级的 IP 已超过 30 个。

- ◆ **IP 过度开发，产品良莠不齐。**IP 的多维度开发是一把双刃剑。一方面可以加深人们对某一 IP 的印象甚至当某一渠道开发的产品大获成功之后会带动 IP 本身粉丝数量的增长。另一方面，开发者的急功近利会导致产品效果远低于原著作品口碑，甚至会毁掉原 IP 在人们心目中的形象。前者的典型是《琅琊榜》，后者的例子是《长安乱》。

表 2:原著粉丝数与改编产品粉丝数对比

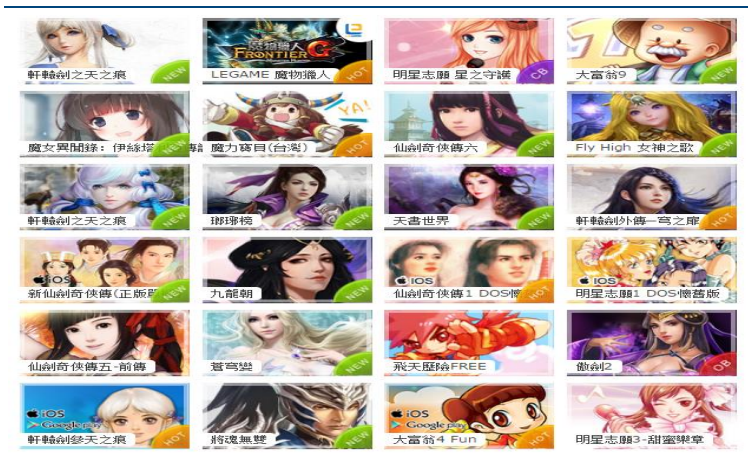
IP	类型	潜在受众
琅琊榜	网络文学改编电视剧	《琅琊榜》起点中文网的点击量 460 万，共 174 章，考虑 6 小时外重复点击，读者约为 2.3 万人。而电视剧网络点击量 104 亿，共 54 集，潜在观众 1.9 亿。
喜乐长安	韩寒小说《长安乱》改编电影	韩寒的《长安乱》书籍销售 160 万册，而改编的电影《喜乐长安》票房 165 万元，总观众约 5 万人。

资料来源：东兴证券研究所，起点中文网，猫眼

## 2.2 新文化与大宇资讯深度合作打开 IP 资源宝库

大宇资讯是最早创办的华人游戏公司，1988 年发行第一套游戏《灭》；1990 年发行第一套中国风格 RPG 游戏《轩辕剑》引起了海内外极大的反响。而后在研发新产品的同时，逐渐打开韩国和日本市场；1995 年推出在华人游戏史中具有里程碑意义的作品《仙剑奇侠传》；而后依靠着《轩辕剑》和《仙剑奇侠传》两条主线，衍生出多代优秀产品。此外，公司旗下知名 IP 还包括《大富翁》、《明星志愿》、《飞天历险》、《魔力宝贝》等。据不完全统计，大宇从创立至今，发行游戏已超过百款。旗下拥有多个知名游戏 IP。

图 6:大宇旗下游戏



资料来源: 东兴证券研究所, 大宇资讯官网

大宇旗下游戏变现能力惊人, 曾与唐人影视联合出品了《仙剑奇侠传》、《仙剑奇侠传3》和《轩辕剑三外传-天之痕》三部电视剧, 都成为了同期收视率冠军。

表 3: 大宇 IP 变现电视剧端变现能力突出

IP	类型	上映时间	游戏销售量	电视剧播放量	介绍
仙剑奇侠传	游戏改编电视剧	2005年	官方统计台湾销量 39.2 万套 (大陆正版销量约 40 万套, 盗版销量约 2000 万套)	首播平均收视率 11.3%, 收视份额近 30%	 <p>《仙剑奇侠传》作为国内第一部由 RPG 游戏改编的电视剧, 曾捧回 11.3% 的平均收视率创下神话。08 年《仙剑奇侠传》在河北卫视取得独家上星权以最高 4.6%, 平均 3.8 的收视率, 超越往常收视近 130%, 创下河北卫视开台以来最高收视率, 两个月内又在同一黄金时间段回放三次。</p>
仙剑奇侠传 3	游戏改编电视剧	2009年	官方统计两地销量共 53.4 万套 (盗版销量约 500 万套)	山东平均收视率 11% 浙江平均收视率 6.6%	 <p>《仙剑奇侠传 3》在山东播出时, 同时段节目收视排名居榜首, 单集平均收视率高达 11%, 同时段收视份额占尽将近三分之一水平, 最高点收视率达到 13%。在杭州首播以来, 平均收视率达 6.6, 接近浙江省各频道电视剧全年最高, 收视份额也始终保持在第一。</p>



轩辕 剑之 天之 痕	游戏改 编电视 剧	2012 年	18 万套 (大陆 正版销量约 40 万套, 盗版销量 500 万套)	全国平均收视 率超过 3%
---------------------	-----------------	-----------	--	------------------



《轩辕剑之天之痕》首周收视率突破 3%, 成为当年电视剧收视之王。网络播放量 3.45 亿, 观看人数约一千万人。

资料来源: 东兴证券研究所, 百度, 艺恩咨询

因为相关电视剧为原游戏的衍生品, 且电视剧并不具备如《琅琊榜》的增量粉丝效应, 我们依旧使用游戏销量作为 IP 价值的重要参考。根据游戏的销量我们估计《仙剑奇侠传》与《轩辕剑》电影 IP 潜在价值大约分别为 1.7 亿与 4300 万左右。

2014 年, 新文化与大宇资讯开展深度合作, 共同开发大宇旗下 IP《仙剑奇侠传》、《轩辕剑》、《大富翁》和《明星志愿》等 IP。其中与爱奇艺合作网剧《明星志愿》将于 2016 年 9 月上映, 电视剧《轩辕剑汉之云》已开拍, 《轩辕剑》大电影也已即将启动。预计未来公司将显著受益于内容端的发力。

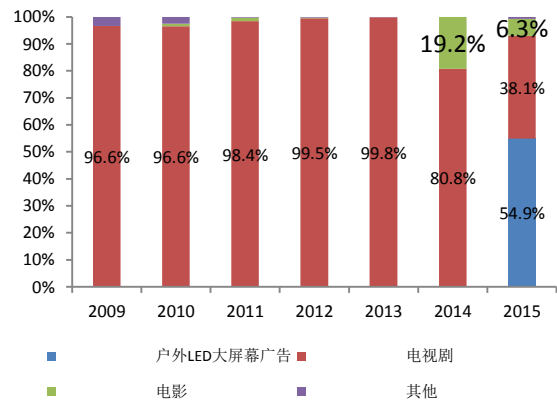
### 3. 全渠道 IP 开发体系逐渐成形

公司全面布局电影+电视剧/网剧+综艺+游戏。力图打造全方位的 IP 开发渠道, 使旗下 IP 开发效益最大化, 也将受益于同一 IP 不同渠道开发的互惠共生。

2013 年之前, 电视剧是新文化的主要收入贡献板块, 常年占比超过新文化总收入的 95% 以上。2014 年电影端开始发力, 2015 年并购郁金香和达可斯使得户外 LED 业务成为公司营收的重要组成部分。目前公司营收由电影、电视剧和户外广告三大业务贡献。此外, 新文化正在试水布局综艺节目制作, 未来还将布局游戏开发业务打造全方位无死角的全渠道内容开发。

图 7: 新文化的 IP 全渠道开发模式

图 8: 新文化历年业务构成



资料来源: 东兴证券研究所

资料来源: 东兴证券研究所, 公司年报

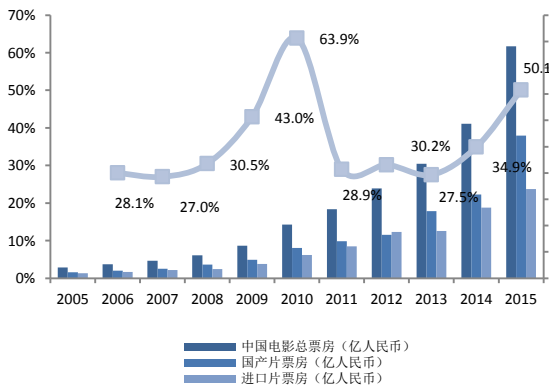
### 3.1 电影业务开始发力，助力新文化扬帆起航

#### 3.1.1 电影票房持续增长，行业二八效应愈发明显

中国电影产业过去十年高速增长，票房总量从 2005 年的 20.5 亿增长至 2015 年的 440.7 亿，年复合增长率达 36%。行业保持高速增长的原因包括：

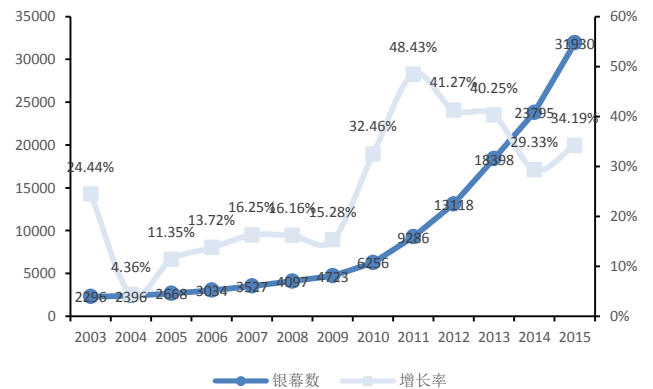
- ◆ 人均可支配收入的增长使得人们在满足温饱之后开始寻求其他层次的需求；
- ◆ 自 2003 年国内院线与制片相应政策逐渐放开，市场准入门槛下降，充分竞争；
- ◆ 优质影片数量增长，配合院线等基础设施过去几年急速扩张。

图 9: 中国电影票房及增长



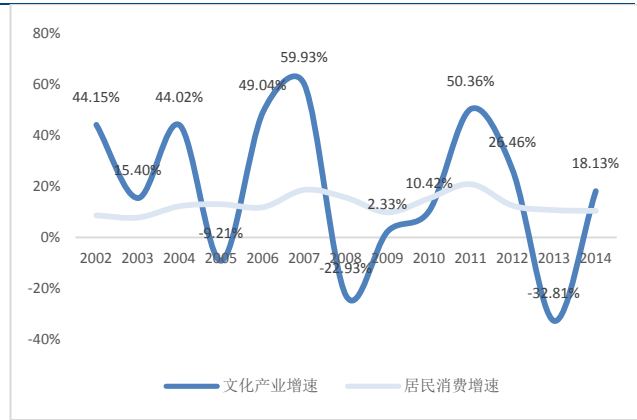
资料来源: 东兴证券研究所, 猫眼

图 10: 中国银幕数量及增长率



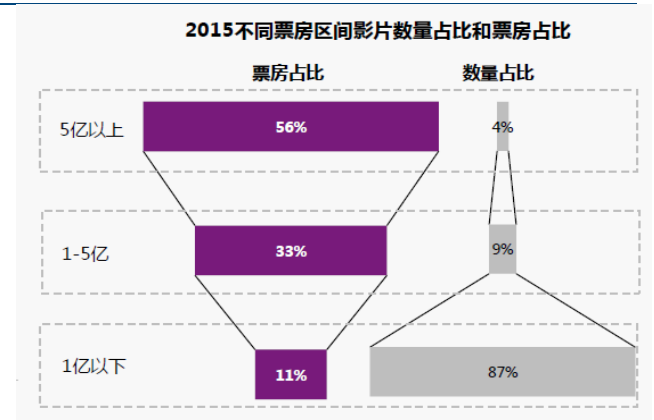
资料来源: 东兴证券研究所, 艺恩

图 11: 中国文化产业增速与居民消费增速比较



资料来源: 东兴证券研究所, 万得

图 12: 不同票房区间影片数量与票房占比



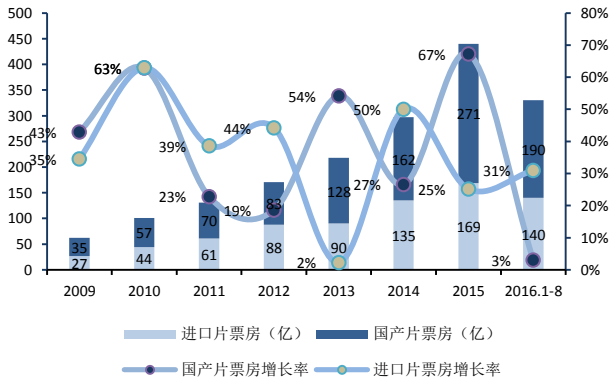
资料来源: 东兴证券研究所, 艺恩咨询

2016 年以来, 春节期间票房增速较高, 但 4-8 月票房减速甚至多个月份出现负增长。根据以上方式分拆 2016 年前 8 个月的票房, 我们认为主要原因在于:

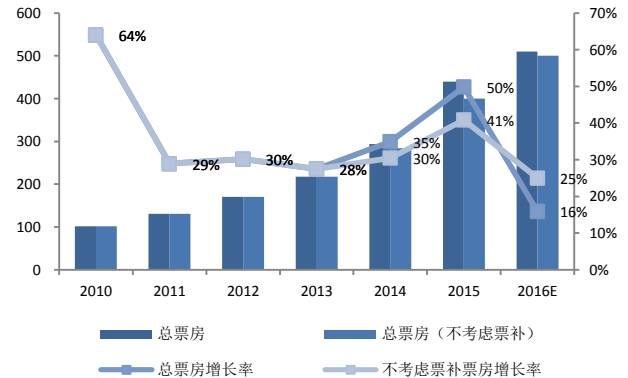
- ◆ 场均人次数量降幅较大, 反应今年国产电影品质不佳。今年前八个月场均观影人次从 2015 年的 24 人下降至 20 人, 也低于过去 4 年的均值 23 人。场均人次的下降反应了今年电影尤其是国产电影品质不佳。截止前八个月, 中国总票房 330 亿, 其中进口片票房 140 亿, 国产票房 190 亿。前九个月进口片票房同比增长 30.7%, 保持过去几年的高增长, 但国产片票房同比增长率仅为 2.9%, 减速明显。
- ◆ 票补乘数下降成为今年票房减速的另一主因。我们预计 2015 年票补大约在 40 亿左右, 相应票补乘数为 1.1。今年以来由于网络售票终端格局逐渐确立, 恶性竞争逐渐变少, 预计今年票补逐渐下降至 10 亿左右, 对应票补乘数在 1.03 左右, 此系数的陡降将直接影响今年总票房表现。此外, 若不考虑票补去年实际票房应在 400 亿, 增速在 35% 左右, 今年假设不考虑票补票房达 500 亿, 增速也将达到 25% 左右, 增速下降并未非常明显。

图 13: 国产电影、进口电影前 8 月票房增速

图 14: 剔除票补因素的票房增速



资料来源: 东兴证券研究所, 豆瓣



资料来源: 东兴证券研究所

同时, 电影产业二八效应愈发明显, 少数电影占据绝大部分票房已成趋势。据统计, 2015 年中数量占比仅 4% 的电影占据了 56% 的总票房。我们认为未来能够抓住大片的公司将成为电影行业的胜者。

### 3.1.2 新文化电影业务逐渐发力, 今年电影业务有望爆发

自 2014 年起, 新文化电影业务开始显著增长并成为其收入中重要的一部分。

**2015 年新文化参与制作与发行的电影票房在 3 亿左右。**其中, 参与发行了《黄金福将》、《最美的时候遇见你》、《妈咪侠》、《有种你爱我》等电影作品。参与制作了任贤齐、贾静雯主演的怀旧爱情电影《十七岁》、反应山村教育的《旗》等。同时公司也跟业内专业电影制作公司合作参投了口碑良好的《解救吾先生》。

**2016 年新文化分别参投了《美人鱼》和《绝地逃亡》总票房约为 43 亿显著高于 2015 参与电影的 3 亿总票房。**其中《美人鱼》票房 33 亿, 成为中国历史票房排行榜冠军。《绝地反击》则签订了 10 亿的保底协议。公司投资大电影的战略显露无疑。我们认为未来公司主导的电影《轩辕剑》有望将公司的电影业务带入新的高度。

表 4: 2016 年以来电影票房排行榜

年度排名	电影名称	总票房 (亿)
1	美人鱼	33.9
2	疯狂动物城	15.3
3	魔兽	14.7
4	美国队长 3: 英雄内战	12.4
5	西游记之孙悟空三打白骨精	12
6	澳门风云 3	11.1
7	功夫熊猫 3	10
8	奇幻森林	9.8
9	星球大战: 原力觉醒	8.25

10

绝地逃亡

8.08

资料来源: 东兴证券研究所, 豆瓣网

**表 5:新文化 2016 年上映电影计划**

电影名称	制作进度	主创&演员	预计或已上映时间
《美人鱼》	制作完成	导演: 周星驰 主演: 邓超、林允、张雨绮、罗志祥	2016 年 2 月 8 日
《绝地逃亡》	制作完成	导演: Renny Harlin 主演: 成龙、范冰冰、Johnny Knoxville	2016 年暑期档
《绝命反击》	制作完成	导演: 厄尼·巴巴拉什 主演: 尚格云顿、Darren Shahlavi、John Ralston	2016 年
《同城邂逅》	制作完成	导演: 程中豪、王凯 主演: 姜潮、周韦彤	2016 年 3 月 11 日
《寻找心中的你》	制作完成	导演: 刘伟恒 主演: 梁咏琪、李克勤、黄又南、吴千语	2016 年 3 月 18 日
《魔都爱之十二星座》	制作完成	导演: 唐昱 主演: 白茹、秦炎仕、马路、唐汉霄、段昊辰、成峻、李玉婷	未确定
《初恋时光》	制作完成	导演: 殷国君 主演: 黄又南、邓紫衣、叶山豪、王妍苏	未确定
《轩辕剑》	前期策划	监制: 江志强	未确定

资料来源: 东兴证券研究所, 公司财报

## 3.2 电视剧传统业务下半年有望迎来爆发。

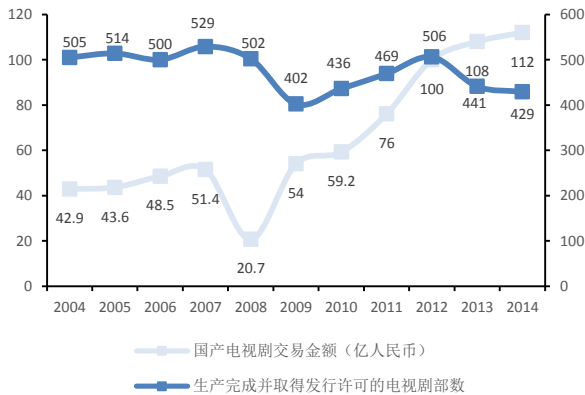
### 3.2.1 电视剧产量稳定, 单剧价格逐年增长。

电视剧行业过去几年呈现量稳价升的态势, 每年完成并取得发行许可的电视剧部数在 450 部左右, 而成交金额逐年上涨。我们认为:

- ◆ 电视剧上映量未来仍将保持波动, 发行量不会大范围增长;

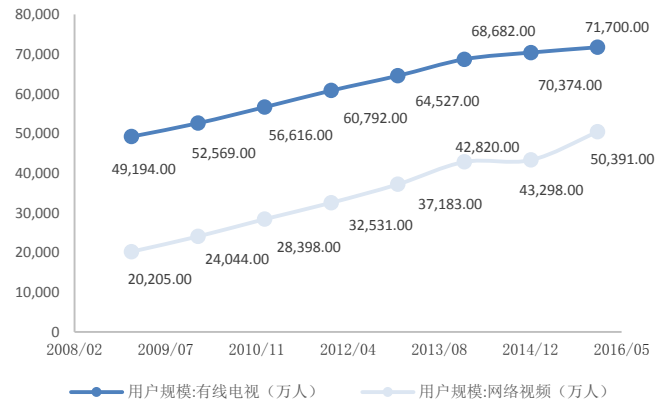
- ◆ 单剧价格有望持续走高。且未来增长潜力较大;
- ◆ 网络终端将逐渐取代电视终端成为影视剧的新战场。

图 15: 国产电视剧发行量与交易金额比较



资料来源: 东兴证券研究所, 万得

图 16: 有线电视用户规模与网络视频用户规模比较



资料来源: 东兴证券研究所, 万得

表 6: 电视剧单集价格逐年上涨

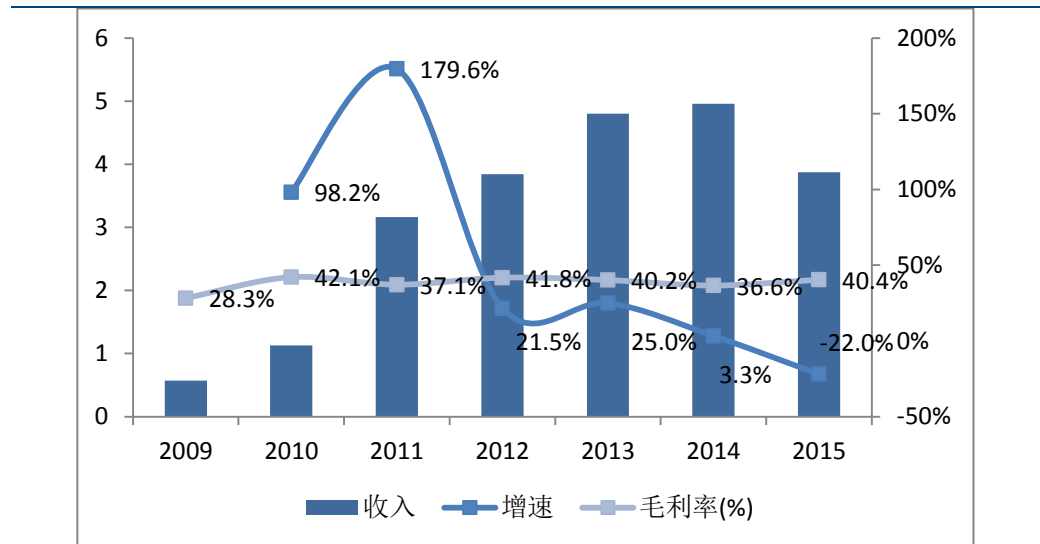
年份	电视剧名称	制作公司	价格 (万元/集)	出售形式
2007	《士兵突击》	电广传媒	20	多轮播映权
2008	《闯关东》	山影	60	首轮卫视播映权
2009	新版《三国》	北京典范文化	160	四家卫视首轮播映权
2010	《借枪》	省广电+青雨影视	200	四家卫视首轮播映权
2011	《心术》	耀客传媒	200	四家卫视首轮播映权
2012	《天龙八部》	华策影视	130-185	独家首轮播映权
2013	《一代枭雄》	新文化	260	四家卫视首轮播映权
2014	《武则天》	唐德影视	250	大陆境内独家首轮卫星电视播映权
2015	《琅琊榜》	儒意欣欣	600	两家卫视首轮播映权
2016	《如懿传》	新丽传媒	1500	两家卫视首轮播映权 网络独播权

资料来源: 东兴证券研究所, 公开资料

### 3.2.2 下半年电视剧/网剧业务有望迎来爆发

公司 2014 年以来电视剧业务占比逐渐缩小，绝对值也逐渐缩小。系归因于公司业绩转型将更多精力投放在电影、综艺、户外广告之中。我们认为公司未来在电视剧板块将进行精品化改革，发行数量变少但质量上升。

图 17:新文化电视剧业务增速及毛利



资料来源：东兴证券研究所，公司年报

2016 年公司已有两部精品剧播出。

- ◆ 柳岩、毛林林、周一围主演的年代情感剧《两个女人的战争》3 月 15 日起在山东卫视、江西卫视联合播出。该剧在今年 3 月的“2015 年度江苏电视剧颁奖礼”中荣获江苏（扬州地区）2015 年度收视冠军奖。
- ◆ 杨烁、胡军、甘婷婷、郭珍霓等人出演的经典谍战大剧《潜伏在黎明之前》于 3 月 22 日登陆浙江卫视中国蓝剧场，并同步在乐视网播出。本剧凭借着紧凑的剧情、严密的逻辑播出后收获了众多好评。

另外年代情感轻喜剧《八九不离十》于 3 月 26 日在天津文艺频道全国地面首播。

图 18:《潜伏在黎明之前》收视情况



分享到:  0

近期收视率排行

#### 潜伏在黎明之前收视率

类型: 近代革命/谍战/动作/剧情 地区: 内地 导演: 余丁/谢泽

主演: 杨烁 甘婷婷 胡军 吴刚 苏可 郭珍霓 康华 李亭哲 李思博 马岩 赵滨 严飞 吴春燕 沈冲 戴晋

首播平台	首播日期	首播收视率	收视率份额	收视率排名
浙江卫视	2016-03-22	0.631	1.706	12

浙江卫视

播出日期	收视率	市场份额	播出日期	收视率	市场份额
2016-03-22	0.631	1.706	2016-03-27	1.048	2.945
2016-03-23	0.628	1.688	2016-03-28	0.938	2.611
2016-03-24	0.826	2.226	2016-03-29	0.962	2.594
2016-03-25	0.809	2.376	2016-03-30	0.919	2.550
2016-03-26	0.851	2.392	2016-03-31	0.733	2.074

资料来源: 东兴证券研究所, 豆瓣网

公司未来有多部优质影视剧将上映。2016年5月经典游戏改编电视剧《轩辕剑之汉之云》开拍, 预计明年初上映。2016年9月与爱奇艺合作网剧《明星志愿》上映。我们认为从下半年开始, 随着旗下优质剧目逐渐上映, 相关业务收入也将大幅增长。

表 7: 新文化影视剧出品计划

序号	电视剧名称	预计集数	题材类型	制作进度	主创人员或演员	预计开拍时间
1	长梦留痕	42	近代传奇	后期制作	导演: 苏万聪; 主演: 吴卓羲、韩在硕、程砚秋	
2	我的老爸是卧底	45	近代其他	后期制作	导演: 赵立军; 主演: 孙松、闫学晶	
3	轩辕剑之汉之云	40	古代传奇	前期策划		2016年上半年
4	别动我的男人	30	当代都市	前期策划		2016年下半年
5	追爱英雄传	30	当代都市	前期策划		2016年下半年
6	再造千金	40	当代都市	前期策划		2016年下半年
7	冒牌女神	40	当代都市	前期策划		2016年下半年
8	新封神榜	50	当代都市	前期策划		2016年下半年



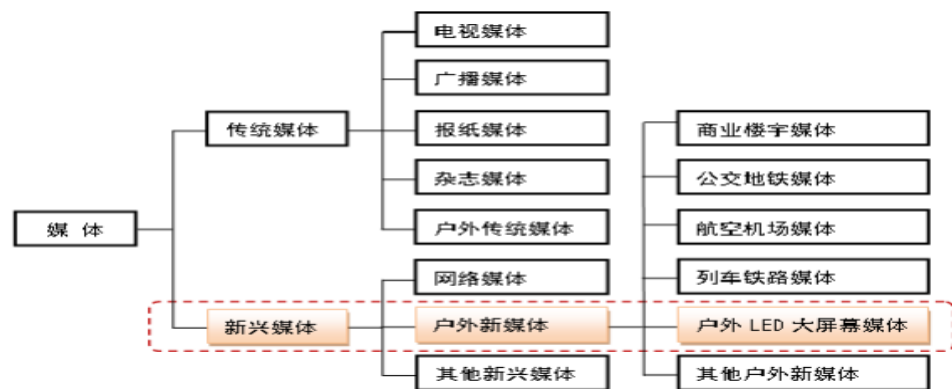
9	人间情意	36	当代都市	前期策划	2016年
10	大商战	30	当代都市	前期策划	2016年

资料来源: 东兴证券研究所, 公司财报

### 3.3 收购行业龙头, 布局户外 LED 业务

#### 3.3.1 户外 LED 行业竞争格局稳定

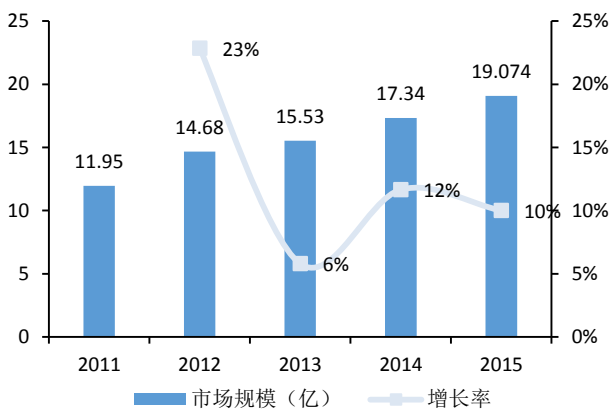
图 19: 媒体行业细分



资料来源: 东兴证券研究所, 公司财报

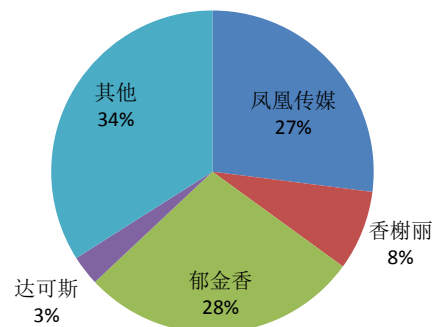
户外 LED 广告是一种新型媒体广告形式, 利用发光二极管拼成广告字样或图片, 具有高节能、寿命长、多变幻等一系列优势。它主动发光的特点使得广告远距离分辨率依然很高。此类广告一般位于核心商圈、交通枢纽和黄金地段。户外 LED 大屏幕媒体细分领域与 2011 年高速增长过后, 进入平稳增长期。

图 20: 户外 LED 广告市场规模及增速。



资料来源: 东兴证券研究所, 公开资料

图 21: 2015 年户外 LED 广告市场份额



资料来源: 东兴证券研究所, 公开资料

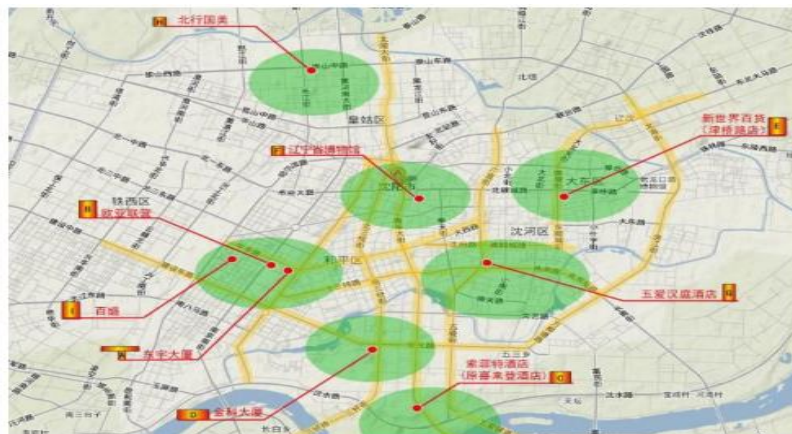
### 3.3.2 收购行业龙头加速布局户外 LED

郁金香作为中国最大的户外 LED 广告公司, 旗下运营户外 LED 屏幕 232 块, 面积达 32385 平方米, 覆盖全国 90 个城市并吸引了包括汽车、食品饮料、手表、化妆品等等各行业龙头公司的广告投放。

达可斯为东北部户外 LED 市场的龙头企业, 其精耕沈阳市场, 2014 年收购时运营 9 块自有 LED 屏、代理 17 块 LED 屏。将在未来几年投资 6000 万元增加自有屏幕 12 块。

目前, 一线城市的户外 LED 市场已经趋向饱和, 但二三线城市商圈的屏幕媒体资源依然有很大的开发空间。公司通过收购郁金香和达可斯, 立足一线市场, 深挖二三线城市, 网络化布局, 形成规模优势, 巩固其在 LED 市场的龙头地位。

图 22: 达可斯 LED 屏幕沈阳地区分布



资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

我们预计郁金香和达可斯在未来 2 年也会完成业绩承诺, 带来的公司净利润分别为 14124/17295 万元。

**创祀网络与户外 LED 业务协同开启户外广告新模式。**公司在 2015 年收购了跨屏互动营销服务提供商创祀网络, 并在上海为 SK-II 进行了多屏联动广告。在广告播放过程中, 公司位于徐家汇的 LED 屏同时播放 SK-II 广告, 与此同时用户可以通过手机参与到互动中来, 这为公司开拓了新的广告投放模式, 并且提高了公司的议价能力。借助与公司影视团队更加紧密的合作, 将广告向影视植入、影视节目赞助等内容端销售延伸, 提高公司为广告商全渠道多领域服务能力。

图 23: 创祀网络跨屏互动广告



资料来源: 东兴证券研究所, 百度

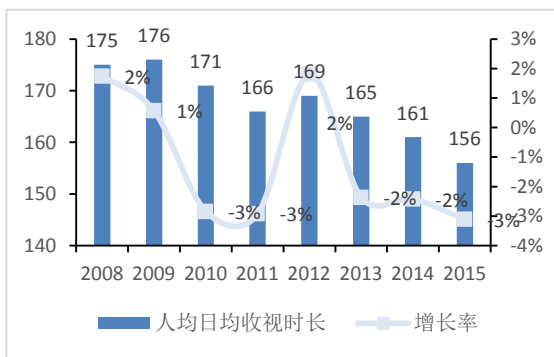
### 3.4 综艺野心不变, 游戏布局加码

#### 3.4.1 综艺成为 2016 年增长最快的子行业

2009 年以来, 人均收视时长开始缓慢减少, 但综艺节目的市场份额却大幅上升, 从 2010 年的 10.1% 快速增长到 2015 年的 13%。

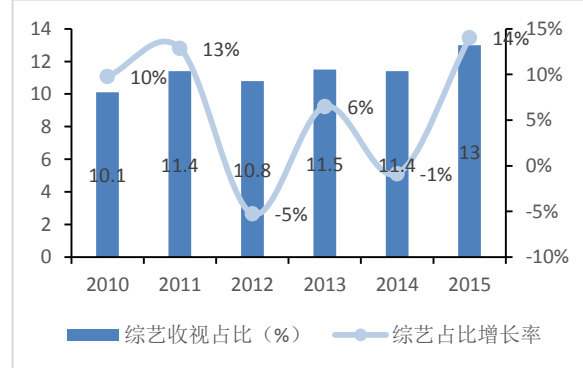
近年来综艺市场出现了《爸爸去哪儿》《极限挑战》《中国好声音》等多部现象级综艺栏目, 大幅提升了播出平台的收视率和广告收入, 同时也引爆了综艺行业, 各大卫视和互联网平台纷纷加大了对综艺节目的需求。目前, 电视台自主制作和传统外包模式已较难满足不断增长的需求, 进而出现了包盘经营、共同经营等新的合作方式。新的模式打破了原有只收取制作费收入瓶颈, 内容方可适当取得广告收益分成, 这极大地提高了内容方的盈利能力。

图 24: 人均日收视时长及变化率



资料来源: 东兴证券研究所, 万得

图 25: 综艺收视占比及增长率



资料来源: 东兴证券研究所, 万得

表 8: 优质综艺节目收视情况

名称	播放平台		收视率
极限挑战	东方卫视、优酷 土豆		平均收视率 2%， 最高收视破 3%。
爸爸去哪儿	湖南卫视、芒果 TV		平均收视率 2.531%
中国好声音	浙江卫视		第三季决赛收视 率 5.613%
奔跑吧兄弟	浙江卫视		第一季平均 2.63%，第二季平 均 4.77%。

资料来源：东兴证券研究所，百度

### 3.4.2 新文化综艺野心初显，遇挫但方向不变

公司从 2014 年开始布局综艺领域，2014 年公司参投了《两天一夜》和《造梦者》，其平均收视率都破了 2%。2014 年底，公司参投英翼文化 32% 的股权，并取得了其电视节目的优先投资权。

表 9: 新文化综艺节目播出情况

栏目名称	类型	播出平台
股市天天向上	财经	宁夏卫视、第一财经
金星撞火星	脱口秀	星空卫视
黄金五比一	财经	宁夏卫视、第一财经
职场好榜样	求职节目	宁夏卫视、第一财经
好声音后传之酷我真声音	访谈类	浙江卫视
梦想下一战	财经	第一财经
梦想合伙人	财经	北京卫视

今天吃什么	美食	东方卫视
大交易	财经	第一财经

资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

2015年3月, 公司出资510万元与烙印文化共同设立艺鼎文化。烙印传媒专注于为合作伙伴提供海内外影视剧、动漫、记录片、综艺等版权资源, 其核心团队有深厚的政策把握能力和专业化的运营能力。通过与烙印文化合作, 公司可以引进海外优秀的综艺栏目并通过公司专业团队制作发行, 打造有内涵的综艺节目。

**图 26: 烙印传媒海外内容资源**



	推荐度: ★★★★★ 【情比金坚(Reality)】 十二位单身男女为了寻找爱情, 开始了一场极具诱惑的危... [详情] 类型: 现实真人秀
	推荐度: ★★★★★ 【富二代的穷日子】 类型:
	推荐度: ★★★★★ 【疯狂感动你】 类型:
	推荐度: ★★★★★ 【整蛊专家】 类型:
	推荐度: ★★★★★ 【两性之争】 类型:
	推荐度: ★★★★★ 【冠军属于谁呢】 类型:
	推荐度: ★★★★★ 【战斗合唱团】 类型:

资料来源: 东兴证券研究所, 公开资料

今年, 公司与千足文化深度合作, 打造了四款收视率破1%的综艺栏目, 其中井柏然、王凯、萧敬腾、王嘉尔、杨烁、白敬亭加盟的《我们战斗吧》有望成为一款现象级综艺栏目。

**表 10: 与千足文化合作的综艺节目一览**

栏目名称	播出平台	播出或预计播出日期	收视率
《二胎时代》	北京卫视	2016年1月1日	1.02%
《二十四小时》	浙江卫视	2016年1月22日	1.07%
《花漾梦工厂》	山东卫视	2016年2月21日	1%
《我们战斗吧》	江苏卫视	2016年7月15日	1.70%

资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

### 3.4.3 收购七煌布局电竞产业

目前我国的游戏产业已达到1407亿元, 一直保持高速增长。其中我国电子竞技产业发展最为迅猛, 2015年产业规模已达269亿相较2014年增长19%, 用户规模1.2

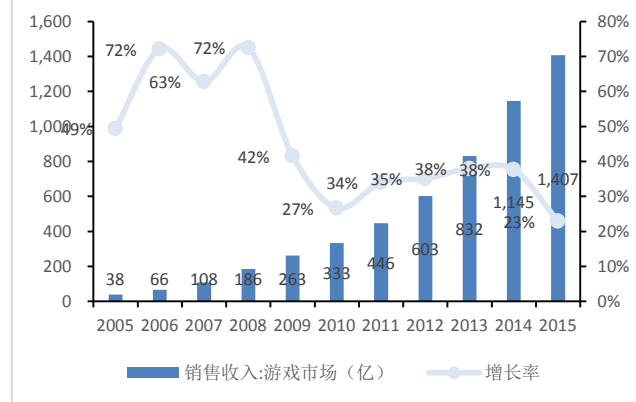
亿人同比增长 50%，截止 2016 年 6 月我国电竞用户进一步增加至 1.7 亿。我们认为未来电竞产业增速将领先于其他类游戏，电竞用户有望成为最大的游戏群体。

公司 2016 年以自有资金 5000 万元入股上海七煌信息科技有限公司 10.87% 的股份，开始布局电竞领域。

七煌是国内领先的电子竞技公司，主要业务包括：

- ◆ 电竞内容制作。在各大电竞直播平台上转播国内外电竞赛事、发布教学和解说视频；
- ◆ 电竞艺人经纪。旗下签有主播笑笑、七号、Mini 和淑仪等；
- ◆ 电竞相关的综艺节目制作。为爱奇艺等视频网站长期供应电竞类的谈话和综艺节目，如：《七黄五狼黑》，《抗韩中年人》等；
- ◆ 电竞赛事运营。曾七煌科技已获 OnGameNet 旗下所有节目在中国国内的版权，通过专业解说和优秀技术团队为用户带来高质量的比赛直播；
- ◆ 建立了电竞游戏的产学研基地。开展产业开发、线下比赛、教育培训、衍生品销售等电竞产业链相关的线下业务。

图 27: 中国游戏市场规模及增速



资料来源：东兴证券研究所，万得

图 28: 七煌科技



资料来源：东兴证券研究所，百度

公司在游戏领域目前布局较少，未来公司有望加速布局游戏产业并与旗下 IP 深度融合。新文化在游戏业务中将有两条发展主线：

- ◆ 借助与大字合作成立的公司仙境网络，逐步开始挖掘大字深厚的游戏 IP 资源。
- ◆ 以收购七煌作为起点，逐渐布局电子竞技领域。

未来公司依靠优质 IP 和全渠道联动, 有望助力游戏领域发展并使之成为公司收入的重要组成部分。

## 4. 盈利预测及估值

电影业务:

参考春节期间上映的《美人鱼》票房, 新文化收入预计约为 7500 万。下半年上映的《绝地逃亡》收入预计约为 2200 万和其他预计 2016 年上映的电影, 我们预计估算今年新文化电影业务收入约为 1.17 亿元, 比上年同期增长 72%。预计《轩辕剑》大电影将于 2017 年上映。因此, 我们预计电影业务收入 2016/2017/2018 年增长率分别为 83%/20%/20%。

电视剧业务:

今年上半年公司影视剧业务收入 1.8 亿元, 同比增长 1%, 毛利率较低仅为 20.76%。但公司下半年将上映大 IP 网剧《明星志愿》, 我们预计今年影视剧业务将略微增长 5%, 且毛利率将逐渐恢复。明年随着《轩辕剑汉之云》的上映和今年的较低基数, 我们预计明年电视剧业务有望大幅增长。我们预计未来三年影视剧业务的增长率分别为 3.3%/20%/10%。毛利率维持在 35%-39%之间。

户外广告业务:

郁金香与达可斯与 2015 年并表, 并承诺 2016/2017 年净利润分别不低于 14124 万元、17295 万元。公司 2015 年实现了业绩承诺, 因此对公司未来两年实现业绩承诺保持信心。我们预计公司 2016/2017/2018 年业绩增速分别为 24.4%/22.5%/10%。毛利率将稳定在 50%-52%之间。

其他业务:

我们预计未来公司将在综艺节目和游戏领域加速布局, 其中《轩辕剑》系列 IP 并没有在游戏端开发, 具有影游联动的可能。综艺节目虽并购千足文化被否, 不排除未来二次上会和寻求其他方式大范围涉足综艺节目的可能。因此我们预计未来游戏与综艺节目 2016/2017/2018 年营收分别为 0.20/1.10/1.50 亿元。

公司整体:

综合公司几大业务板块的盈利预测, 我们预计新文化 2016 年-2018 年营业收入分别为 13.1 亿元、16.8 亿元和 19.8 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 3.4 亿元、4.5 亿元和 5.2 亿元; 净利增速分别为 36.8%、31.2%和 17.7%; 每股收益分别为 0.63 元 0.83 元和 0.97 元, 对应 PE 分别为 31.9、24.3 和 20.6 倍。鉴于公司优秀的 IP 资源、全渠道开发体系的逐渐成型和户外 LED 业务的稳定增长, 我们预计公司未来增速仍将高于行业平均, 因此给予公司市盈率 50 倍, 未来 6 个月目标价 31.5 元。给予公司“强烈推荐”评级。

表 11：同类型传媒上市公司市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2015PE	2016PE	2017PE	2018PE
300336.SZ	新文化	20.12	0.47	0.57	0.78	0.87	42.40	35.29	25.79	23.13
300291.SZ	华录百纳	23.4	0.38	0.58	0.75	0.9	62.12	40.43	31.02	26.06
300133.SZ	华策影视	14.3	0.44	0.38	0.5	0.62	32.79	37.25	28.83	23.09
300104.SZ	乐视网	46.85	0.31	0.5	0.8	1.14	151.77	94.38	58.93	41.02
	平均 PE						72.27	51.66	36.01	28.2

资料来源：WIND、东兴证券研究所

## 5. 风险提示

**项目运营风险。**公司主营业务中电影和影视剧板块投资存在一定风险，其中电影投资与收益不确定性较强，风险略大。此外，影视剧/电影产品收入独立性较强，优质项目的扎堆出现或导致业绩波动较大。

**业务整合风险。**公司逐渐开启多元化布局，期间或存在资源整合失败风险与新业务运营风险。



**表 12: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1241	2212	3138	4451	5023	<b>营业收入</b>	621	1026	1310	1681	1981
货币资金	214	260	797	1406	1365	<b>营业成本</b>	398	551	694	885	1036
应收账款	355	1042	1077	1381	1628	营业税金及附加	3	17	20	25	30
其他应收款	3	1	2	2	3	营业费用	32	61	72	92	114
预付款项	87	201	305	438	594	管理费用	21	51	55	71	83
存货	438	612	761	970	1135	财务费用	-3	10	17	14	20
其他流动资产	2	26	34	45	54	资产减值损失	17.44	28.85	20.00	20.00	20.00
<b>非流动资产合计</b>	162	1510	1252	1236	1220	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	46	41	41	41	41	投资净收益	-0.14	8.63	6.00	6.00	6.00
固定资产	26.36	135.27	119.20	103.14	87.08	<b>营业利润</b>	152	315	438	579	684
无形资产	0	1	1	0	0	营业外收入	9.63	15.23	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	0	23	0	0	0	营业外支出	0.04	0.28	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	1403	3723	4390	5687	6243	<b>利润总额</b>	162	330	453	594	699
<b>流动负债合计</b>	309	1016	636	776	913	所得税	40	82	113	149	175
短期借款	99	472	0	0	0	<b>净利润</b>	121	248	340	446	524
应付账款	149	227	266	340	397	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	25	80	132	200	279	归属母公司净利润	121	248	339	445	524
一年内到期的非	0	19	19	19	19	EBITDA	152	357	471	609	720
<b>非流动负债合计</b>	44	39	800	1600	1600	<b>EPS (元)</b>	0.63	0.47	0.63	0.83	0.97
长期借款	21	0	800	1600	1600	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	353	1055	1523	2464	2601	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	14	19	19	20	20	营业收入增长	28.85%	65.31%	27.68%	28.28%	17.87%
实收资本 (或股	192	538	538	538	538	营业利润增长	7.87%	107.18%	38.78%	32.27%	18.11%
资本公积	482	1490	1490	1490	1490	归属于母公司净利	36.78%	31.20%	36.78%	31.20%	17.65%
未分配利润	282	500	687	932	1220	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1036	2648	2847	3203	3623	毛利率 (%)	35.89%	46.31%	47.00%	47.33%	47.70%
<b>负债和所有者权</b>	1403	3723	4390	5687	6243	净利率 (%)	19.56%	24.20%	25.92%	26.51%	26.46%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	8.65%	6.67%	7.73%	7.83%	8.39%	
<b>经营活动现金流</b>	-118	-52	66	-74	97	<b>偿债能力</b>					
净利润	121	248	340	446	524	资产负债率 (%)	25%	28%	35%	43%	
折旧摊销	2.61	31.78	0.00	16.12	16.12	流动比率	4.02	2.18	4.93	5.73	5.50
财务费用	-3	10	17	14	20	速动比率	2.60	1.58	3.74	4.48	4.26
应收账款减少	0	0	-34	-305	-247	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	52	67	79	总资产周转率	0.48	0.40	0.32	0.33	0.33
<b>投资活动现金流</b>	-69	-600	228	-14	-14	应收账款周转率	2	1	1	1	1
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.57	5.46	5.32	5.55	5.38
长期股权投资减	0	0	219	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	0	9	6	6	6	每股收益 (最新摊	0.63	0.47	0.63	0.83	0.97
<b>筹资活动现金流</b>	71	689	243	697	-125	每股净现金流 (最新	-0.60	0.07	1.00	1.13	-0.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	5.39	4.93	5.30	5.96	6.74
长期借款增加	0	0	800	800	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	96	346	0	0	0	P/E	31.94	42.81	31.86	24.28	20.64
资本公积增加	-96	1008	0	0	0	P/B	3.73	4.08	3.80	3.38	2.99
<b>现金净增加额</b>	-115	37	537	609	-41	EV/EBITDA	24.75	30.91	23.00	18.10	15.38

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所 表格中数字字体统一成 arial

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 季龙飞

悉尼科技大学会计学金融学双硕士；土木工程学士。台湾元大证券一年行业研究经验。曾在互联网领域创业。

### 刘巍放

北京大学数学科学学院金融数学系本科及硕士，曾供职平安银行投资银行部从事权益类投融资项目

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。