

基金重仓低配比例缩减，游戏板块持续受到青睐

强于大市 (维持)

——传媒行业跟踪报告

2023年08月01日

行业核心观点:

2023年Q2 SW传媒行业指数震荡回升，同期成交量显著上升，资金活跃度大幅增强。2023年Q2传媒行业的估值(PE-TTM)回升，仍有较大修复空间。从2023年Q2的基金重仓配置情况看，SW传媒行业低配比例有所缩减，游戏板块成为市场关注热点，基金重仓配置再次集中，抱团现象有所增强。

投资要点:

传媒行业重仓配置低配比例缩减，未来重仓比例有望提升。2023年Q2 SW传媒行业的适配比例为2.07%，基金重仓比例为1.64%，低配比例为0.42%。以全部A股重仓为基准，2023年Q2 SW传媒二级子板块配置分化，游戏扭转低配至超配。六个子板块中，游戏备受机构青睐。2023年Q2终止低配比例扩大趋势，低配比例有所缩减，我们认为随着2023年AIGC概念逐渐火热，传媒各个子行业头部、中腰部公司均纷纷加强相关布局，并有相应成果推出，基金在传媒行业重仓配置比例将有所提升，有望逐步由低配转为超配。

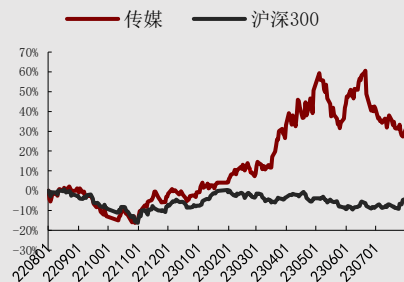
游戏板块占据前十大重仓股主要部分，行情表现整体突出。从持股市值看，2023年Q2 SW传媒行业的前十大重仓股分别为三七互娱、恺英网络、分众传媒、神州泰岳、巨人网络、吉比特、姚记科技、世纪华通、昆仑万维、盛天网络，由游戏、广告营销组成，游戏占据九席。从行情表现看，前十大重仓股中除去分众传媒、昆仑万维外，其余标的在2023年Q2股价实现上涨。重仓股组成Q2变化较大，三七互娱持续重仓股榜单第一位置，恺英网络受资金市场关注升至第二位，分众传媒落至第三，且芒果超媒近四季度首次掉出前十大基金重仓股。

基金重仓配置再次集中，抱团现象有所增强。2023年Q2 SW传媒行业基金前5、前10、前20大重仓股的市值占整体SW传媒行业基金重仓市值的比例分别为52.66%、73.32%和90.09%，较23年Q1环比分别上升5.49/4.79/2.40pct，抱团现象有所增强。

投资建议:从2023年Q2 SW传媒行业的基金重仓配置及估值水平看，传媒行业的机构配置和估值均处于历史较低水平，有较大的提升空间。随着消费娱乐需求的复苏，AIGC概念的火热以及版号常态化发放，游戏板块的标的受到着重关注，游戏、广告营销领域头部公司是机构关注的核心。**建议关注版号储备丰富、布局AIGC概念应用的游戏出品企业，梯媒领域优质标的。**

风险因素:监管政策趋严；新游延期风险；新游表现不及预期；技术发展不及预期；商誉减值风险。

行业相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

23年H1中国游戏产业报告发布, 7月88款游戏获版号

7月份版号稳定常态化发放, 战旗类游戏数量、质量提升

6月新游《逆水寒》表现亮眼, 89款国产游戏版号稳定发放

分析师:

夏清莹

执业证书编号:

S0270520050001

电话:

075583223620

邮箱:

xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理:

李中港

电话:

17863087671

邮箱:

lizg@wlzq.com.cn

正文目录

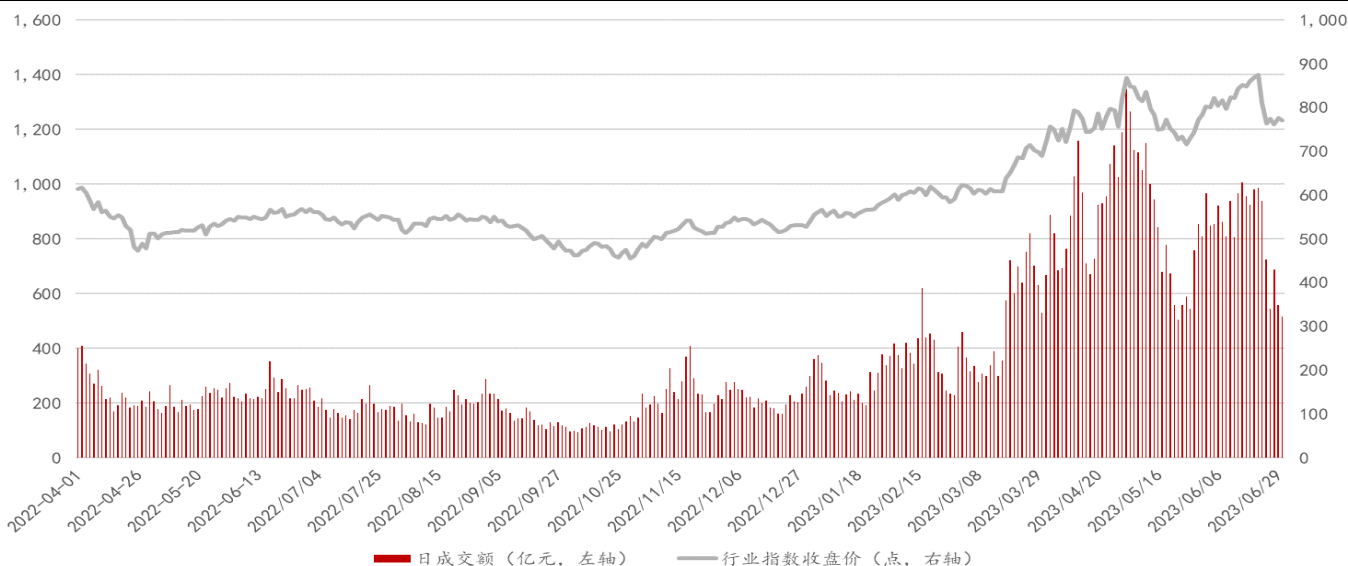
1 资金活跃度大幅增强，估值仍有修复空间	3
2 基金重仓比例处历史中等水平，维持头部集中配置偏好	4
2.1 基金重仓比例同比、环比上升，配置低配比例显著缩减	4
2.2 基金重仓标的数量占比过半，集中度位于各行业前列	5
2.3 游戏板块占据前十大重仓股主要部分，行情表现整体突出	6
2.4 前十大加/减仓股变动较多，持股数量、股价变动共同驱使	7
2.5 子板块：以传媒行业为基准，游戏板块持续受到青睐，广告营销、数字媒体落至低配	9
2.6 基金重仓配置再次集中，抱团现象有所增强	10
3 投资建议	11
4 风险提示	11

图表 1: 申万传媒行业日成交额及行业指数情况	3
图表 2: 申万传媒行业估值 (PE-TTM) 变化趋势 (单位: 倍)	3
图表 3: SW 传媒 2013-2023 年各季度基金重仓超/低配情况	4
图表 4: SW 传媒 19-23 年 Q2 基金重仓超/低配情况	5
图表 5: 各申万一级行业 2023 年 Q2 基金重仓标的数量及占比情况	5
图表 6: 2023 年 Q2 申万传媒行业前十大重仓股情况 (按持股总市值排序)	6
图表 7: 2023 年 Q2 申万传媒行业前十大重仓股情况 (按持股机构数量排序)	6
图表 8: 近 4 个季度传媒行业前十大基金重仓股 (按持股总市值排序)	7
图表 9: 2023 年 Q2 前十大基金加仓股情况 (按持股市值变动数值排序)	7
图表 10: 近 5 个季度传媒行业前十大基金加仓股 (按持股市值变动数值排序)	8
图表 11: 2023 年 Q2 前十大基金减仓股情况 (按持股市值变动数值排序)	8
图表 12: 近 5 个季度传媒行业前十大基金减仓股 (按持股市值变动数值排序)	9
图表 13: 传媒各子板块 22Q3-23Q2 基金重仓超/低配情况 (以 A 股为分母)	9
图表 14: 传媒各子板块 22Q3-23Q2 基金重仓超/低配情况 (以传媒行业为分母)	10
图表 15: 近 5 个季度传媒行业基金重仓前 5、10、20 大重仓股市值占比情况 (按持股市值排序)	10

1 资金活跃度大幅增强，估值仍有修复空间

行业指数震荡回升，资金活跃度大幅增强。申万传媒行业指数2023年6月30日的收盘价为770.62点，较2023年3月31日的724.68点上涨6.34%。2023年Q2期间，申万传媒行业指数呈震荡回升趋势，日均成交额为867.14亿元，相比前一季度大幅增加了477.36亿元；相比2022年Q2增加了631.63亿元。过去四个季度中，本季度日均成交额最大，市场资金活跃度大幅增强。

图表1: 申万传媒行业日成交额及行业指数情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

行业估值回升，仍有较大修复空间。申万传媒行业指数的估值（PE-TTM）自2020年7月达到近六年最高水平48.08倍以来，一直处于下跌趋势，从2022Q4开始逐步回升，截至2023年7月28日申万传媒行业的PE-TTM为28.73倍，超过近六年均值水平，但仍处于历史低位，有较大修复空间。

图表2: 申万传媒行业估值（PE-TTM）变化趋势（单位：倍）



资料来源: iFind, 万联证券研究所

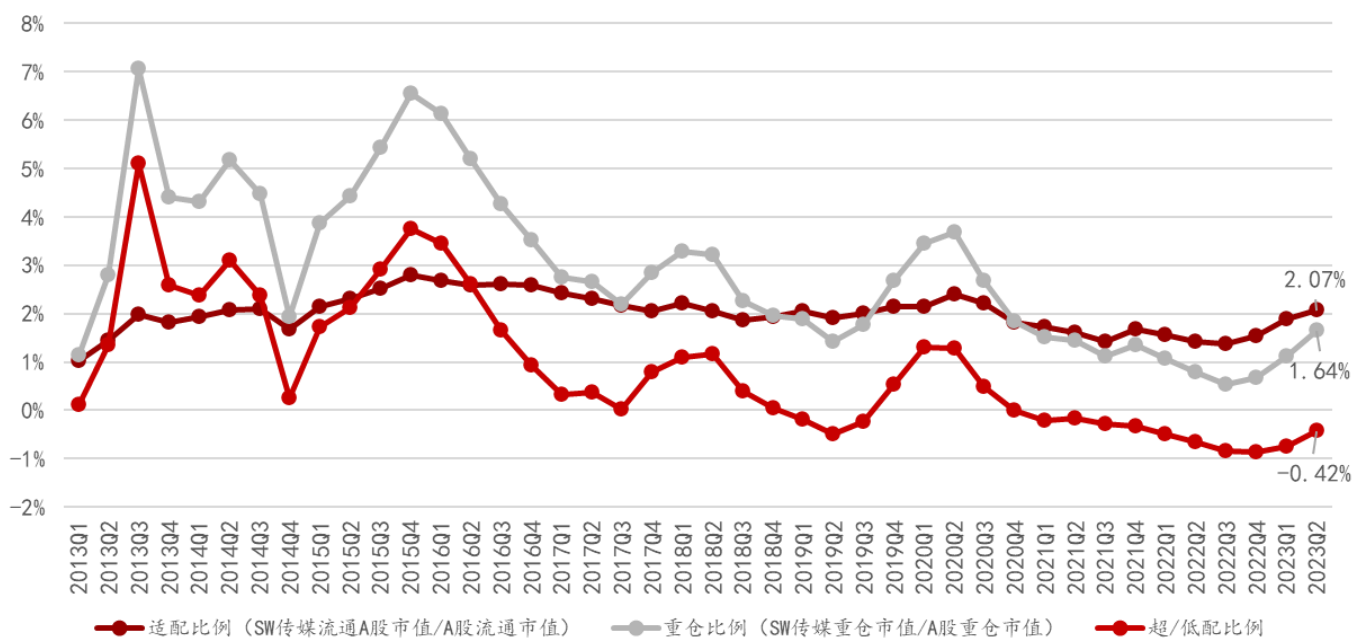
2 基金重仓比例处历史中等水平，维持头部集中配置偏好

样本选取：截至2023年7月31日，基金的2023年二季度报告已披露完毕。以2021申万传媒行业新分类作为样本，以全部基金作为持仓对象，根据2023年7月31日从iFind提取的数据，对传媒行业2023年Q2的基金重仓情况进行分析。

2.1 基金重仓比例同比、环比上升，配置低配比例显著缩减

传媒行业重仓配置维持低配，2023年Q2低配比例略微缩减。从适配比例看，2023年Q2 SW传媒行业的适配比例为2.07%，同比及环比均上升，回升趋势较为显著，处于历史中等水平，在过去41个季度中排名第19。从基金重仓比例看，2023年Q2 SW传媒行业的基金重仓比例为1.64%，同比、环比延续2023年Q1上升趋势，分别上涨0.86pct、0.52pct。由于重仓比例增幅高于行业适配比例，其低配比例较前一个季度有所缩减，由低配0.75%缩减至低配0.42%。

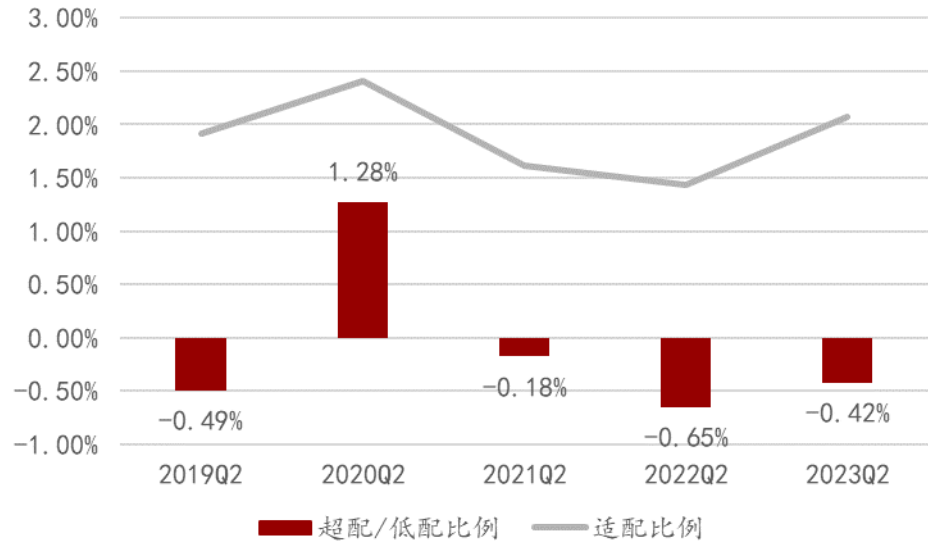
图表3: SW传媒 2013-2023 年各季度基金重仓超/低配情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

SW传媒行业随着AIGC概念火热，重仓配置有望向超配转变。2023年Q2 SW传媒行业的基金重仓比例处于低配水平，低配比例为0.42%。近5年同比来看仅有20年SW传媒行业Q2的基金重仓比例为超配，超配了1.28%，此后三年均处于低配状态，23Q2终止低配比例扩大趋势，低配比例有所缩减。我们认为随着2023年AIGC概念逐渐火热，传媒各个子行业头部、中腰部公司均纷纷加强相关布局，并有相应成果推出，基金在传媒行业的重仓配置比例将有所提升，有望逐步由低配转为超配。

图表4: SW 传媒 19-23 年 Q2 基金重仓超/低配情况

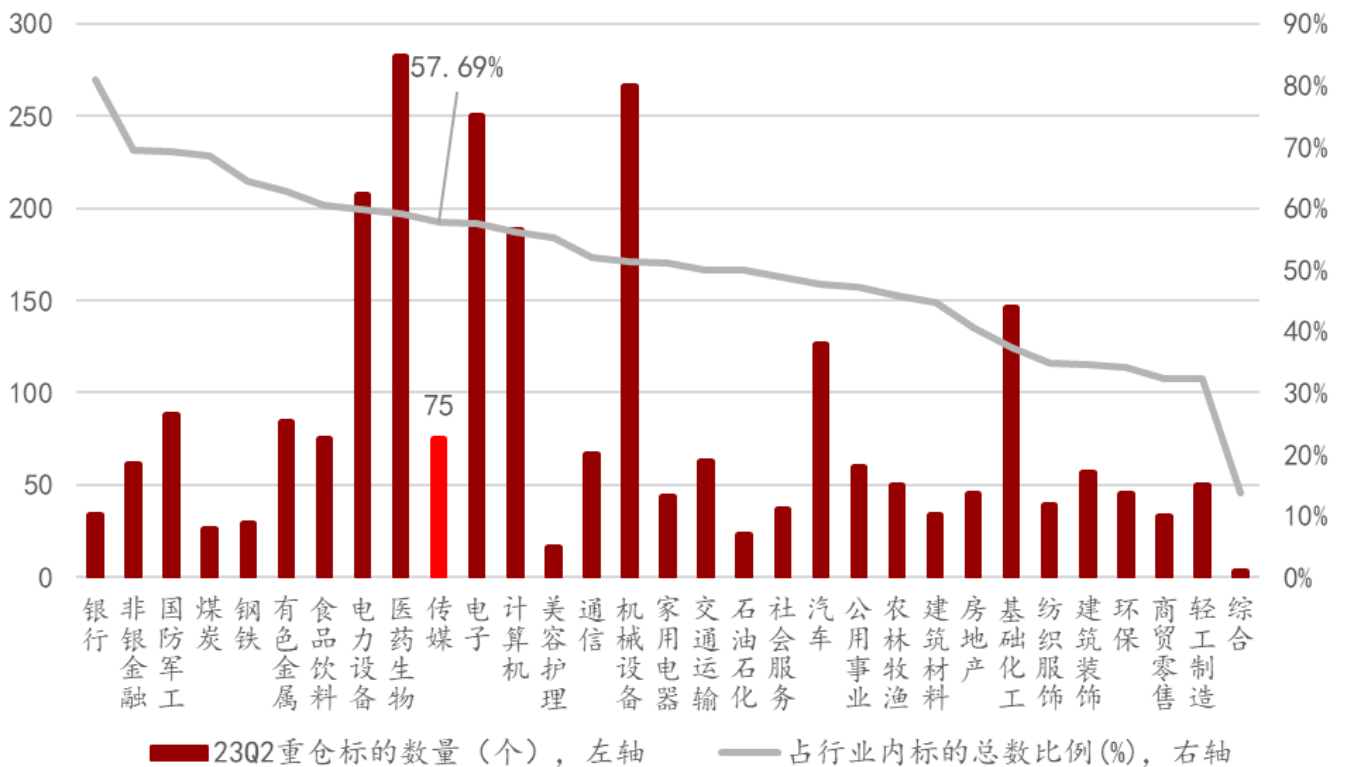


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

2.2 基金重仓标的数量占比过半，集中度位于各行业前列

2023年Q2 SW传媒行业重仓标的数量占比为57.69%，排行第10，集中度有所下降。从SW各一级行业基金重仓的标的数量看，2023年Q2传媒行业基金重仓标的数量为75个，占行业内标的总数的57.69%，较上期减少3.38pct，集中度有所下降，占比在申万31个一级行业中排名第10，仍处于前列。

图表5: 各申万一级行业 2023 年 Q2 基金重仓标的数量及占比情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

2.3 游戏板块占据前十大重仓股主要部分，行情表现整体突出

从持股市值看，2023年Q2 SW传媒行业的前十大重仓股分别为三七互娱、恺英网络、分众传媒、神州泰岳、巨人网络、吉比特、姚记科技、世纪华通、昆仑万维、盛天网络，由游戏、广告营销组成，游戏占据九席。从行情表现看，前十大重仓股中除去分众传媒、昆仑万维外，其余标的在2023年Q2股价实现上涨，涨幅最大的是姚记科技，上涨了77.96%，其次则是盛天网络，涨幅49.86%。

图表6: 2023年Q2申万传媒行业前十大重仓股情况(按持股总市值排序)

排名	代码	名称	持股总市值(万元)	持股市值季度变动	23Q2 股价变动	所属二级行业
1	002555.SZ	三七互娱	893,653.84	137.80%	24.57%	游戏II
2	002517.SZ	恺英网络	520,547.49	109.50%	29.98%	游戏II
3	002027.SZ	分众传媒	455,778.52	29.38%	-0.91%	广告营销
4	300002.SZ	神州泰岳	306,586.49	199.31%	49.09%	游戏II
5	002558.SZ	巨人网络	276,369.85	673.00%	37.71%	游戏II
6	603444.SH	吉比特	243,251.94	5.49%	3.66%	游戏II
7	002605.SZ	姚记科技	225,672.11	1279.30%	77.96%	游戏II
8	002602.SZ	世纪华通	207,027.46	271.37%	26.08%	游戏II
9	300418.SZ	昆仑万维	156,889.81	-47.77%	-13.89%	游戏II
10	300494.SZ	盛天网络	129,466.01	119.13%	49.86%	游戏II

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

从持股机构数量看，2023年Q2 SW传媒行业重仓持股机构家数最多的前十个标的分别为三七互娱、恺英网络、神州泰岳、分众传媒、姚记科技、巨人网络、吉比特、芒果超媒、盛天网络、昆仑万维，由游戏板块占据主导地位，数字媒体和广告营销占比较小，其中重仓三七互娱的基金数量为313个，位列第一。持股机构家数前十大个股中有9家同时为持股市值的前十大重仓股。从行情表现看，持股机构家数前十大个股除去分众传媒、昆仑万维、芒果超媒外，其余标的2023年Q2股价实现上涨。

图表7: 2023年Q2申万传媒行业前十大重仓股情况(按持股机构数量排序)

排名	代码	名称	持股机构家数	持股市值排名	23Q2 股价变动	所属二级行业
1	002555.SZ	三七互娱	313	1	24.57%	游戏II
2	002517.SZ	恺英网络	202	2	29.98%	游戏II
3	300002.SZ	神州泰岳	123	4	49.09%	游戏II
4	002027.SZ	分众传媒	119	3	-0.91%	广告营销
5	002605.SZ	姚记科技	103	7	77.96%	游戏II
6	002558.SZ	巨人网络	99	5	37.71%	游戏II
7	603444.SH	吉比特	82	6	3.66%	游戏II
8	300413.SZ	芒果超媒	66	12	-8.16%	数字媒体
9	300494.SZ	盛天网络	57	10	49.86%	游戏II
10	300418.SZ	昆仑万维	56	9	-13.89%	游戏II

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

对比近4个季度SW传媒行业基金重仓情况，游戏板块Q2占据主导地位。按照持股市值排序，前十大重仓股排名变化较大，在2023年Q2前十大基金重仓股中，三七互娱持续重仓股榜单第一位置，恺英网络受资金市场强烈关注升至第二位，分众传媒落至第三，且芒果超媒近四季度首次掉出前十大基金重仓股。此次2023年Q2榜单中游戏股占据九成，我们认为主要是由于AIGC在游戏领域逐步实现应用，同时游戏版号常态化发放，

新游上线节奏稳定，市场加强了对游戏板块的关注。

图表8: 近4个季度传媒行业前十大基金重仓股（按持股总市值排序）

排名	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
1	分众传媒	分众传媒	三七互娱	三七互娱
2	芒果超媒	芒果超媒	分众传媒	恺英网络
3	三七互娱	三七互娱	昆仑万维	分众传媒
4	光线传媒	吉比特	芒果超媒	神州泰岳
5	凤凰传媒	光线传媒	恺英网络	巨人网络
6	遥望科技	遥望科技	吉比特	吉比特
7	中南传媒	凤凰传媒	蓝色光标	姚记科技
8	吉比特	中南传媒	华策影视	世纪华通
9	完美世界	万达电影	遥望科技	昆仑万维
10	昆仑万维	完美世界	神州泰岳	盛天网络

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

2.4 前十大加/减仓股变动较多，持股数量、股价变动共同驱使

从持股市值变动数值看，2023年Q2加仓的前十大个股分别为三七互娱、恺英网络、巨人网络、姚记科技、神州泰岳、世纪华通、分众传媒、完美世界、盛天网络、南方传媒，由游戏、出版、广告营销领域的标的组成。其中三七互娱、恺英网络、巨人网络、姚记科技、神州泰岳、世纪华通、分众传媒、盛天网络同时还是2023年Q2基金持股市值的前十大重仓股。综合持股数量变动、持股基金数量变动和季度行情表现情况看，前十大加仓股持股市值的增加主要是由持股数量的增加和股价的上涨共同所致。

图表9: 2023年Q2前十大基金加仓股情况（按持股市值变动数值排序）

排名	代码	名称	持股市值变动 (万元)	持股市值季 度变动比例	持股数量变动 (万股)	23Q2 股价 变动	所属二级 行业
1	002555.SZ	三七互娱	517,859.54	137.80%	12,411.87	24.57%	游戏II
2	002517.SZ	恺英网络	272,077.26	109.50%	12,553.86	29.98%	游戏II
3	002558.SZ	巨人网络	240,617.05	673.00%	12,701.17	37.71%	游戏II
4	002605.SZ	姚记科技	209,310.74	1279.30%	4,239.32	77.96%	游戏II
5	300002.SZ	神州泰岳	204,153.83	199.31%	11,025.08	49.09%	游戏II
6	002602.SZ	世纪华通	151,279.85	271.37%	18,015.94	26.08%	游戏II
7	002027.SZ	分众传媒	103,501.74	29.38%	15,650.28	-0.91%	广告营销
8	002624.SZ	完美世界	70,756.40	126.69%	4,214.51	1.32%	游戏II
9	300494.SZ	盛天网络	70,384.73	119.13%	3,243.90	49.86%	游戏II
10	601900.SH	南方传媒	70,303.50	上期无机构 持股，无变 动比例	3,427.77	115.72%	出版

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

对比近5个季度传媒行业基金加仓情况，个股组成环比变动较大。按照持股市值变动值排序，2023年Q2前十大基金加仓股环比仅三七互娱、恺英网络、神州泰岳、盛天网络连续入榜。在历史5个季度的前十大加仓股榜单中，分众传媒、巨人网络、姚记科技均为首次入榜，个股组成环比变动较大。

图表10: 近5个季度传媒行业前十大基金加仓股(按持股市值变动数值排序)

排序	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
1	遥望科技	凤凰传媒	分众传媒	昆仑万维	三七互娱
2	吉比特	中南传媒	吉比特	恺英网络	恺英网络
3	万达电影	恺英网络	万达电影	三七互娱	巨人网络
4	光线传媒	山东出版	世纪华通	华策影视	姚记科技
5	利欧股份	皖新传媒	光线传媒	蓝色光标	神州泰岳
6	完美世界	捷成股份	三七互娱	吉比特	世纪华通
7	元隆雅图	天娱数科	遥望科技	神州泰岳	分众传媒
8	读者传媒	风语筑	中国电影	中文在线	完美世界
9	兆讯传媒	中国科传	博纳影业	汤姆猫	盛天网络
10	捷成股份	盛天网络	新经典	盛天网络	南方传媒

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

从持股市值变动数值看, 2023年Q2减仓的前十大个股分别为芒果超媒、昆仑万维、遥望科技、华策影视、蓝色光标、万达电影、汤姆猫、三人行、光线传媒、凤凰传媒, 由广告营销、影视院线、数字媒体、出版、游戏领域的标的组成。其中仅昆仑万维为2023年Q2基金持股市值的前十大重仓股。综合持股数量变动、持股基金数量变动和季度行情表现情况看, 前十大减仓股持股市值的减少基本是由于持股数量的减少及股价下跌共同所致。

图表11: 2023年Q2前十大基金减仓股情况(按持股市值变动数值排序)

排名	代码	名称	持股市值变动 (万元)	持股市值季 度变动比例	持股数量变动 (万股)	23Q2 股价 变动	所属二级 行业
1	300413.SZ	芒果超媒	-154,137.52	-54.91%	-3,838.02	-8.16%	数字媒体
2	300418.SZ	昆仑万维	-143,518.34	-47.77%	-2,505.71	-13.89%	游戏II
3	002291.SZ	遥望科技	-110,112.58	-99.42%	-7,256.67	-13.59%	广告营销
4	300133.SZ	华策影视	-101,333.21	-78.01%	-12,351.60	-10.34%	影视院线
5	300058.SZ	蓝色光标	-92,676.93	-70.28%	-9,740.87	1.15%	广告营销
6	002739.SZ	万达电影	-86,667.24	-90.69%	-5,973.31	-12.31%	影视院线
7	300459.SZ	汤姆猫	-59,051.58	-95.85%	-7,073.71	-21.33%	游戏II
8	605168.SH	三人行	-34,057.59	-79.36%	-172.04	-18.98%	广告营销
9	300251.SZ	光线传媒	-30,156.34	-60.46%	-3,172.75	-8.48%	影视院线
10	601928.SH	凤凰传媒	-23,510.04	-27.85%	-2,797.73	10.44%	出版

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

对比近5个季度传媒行业基金减仓情况, 减仓股组成重复率较低。按照持股市值变动值排序, 2023年Q2季度传媒行业基金减仓股前十大公司仅光线传媒连续大额减仓。值得注意的是, 昆仑万维在经历Q2大额减仓后, 仍为机构重仓配置的前十大重仓股。

图表12: 近5个季度传媒行业前十大基金减仓股(按持股市值变动数值排序)

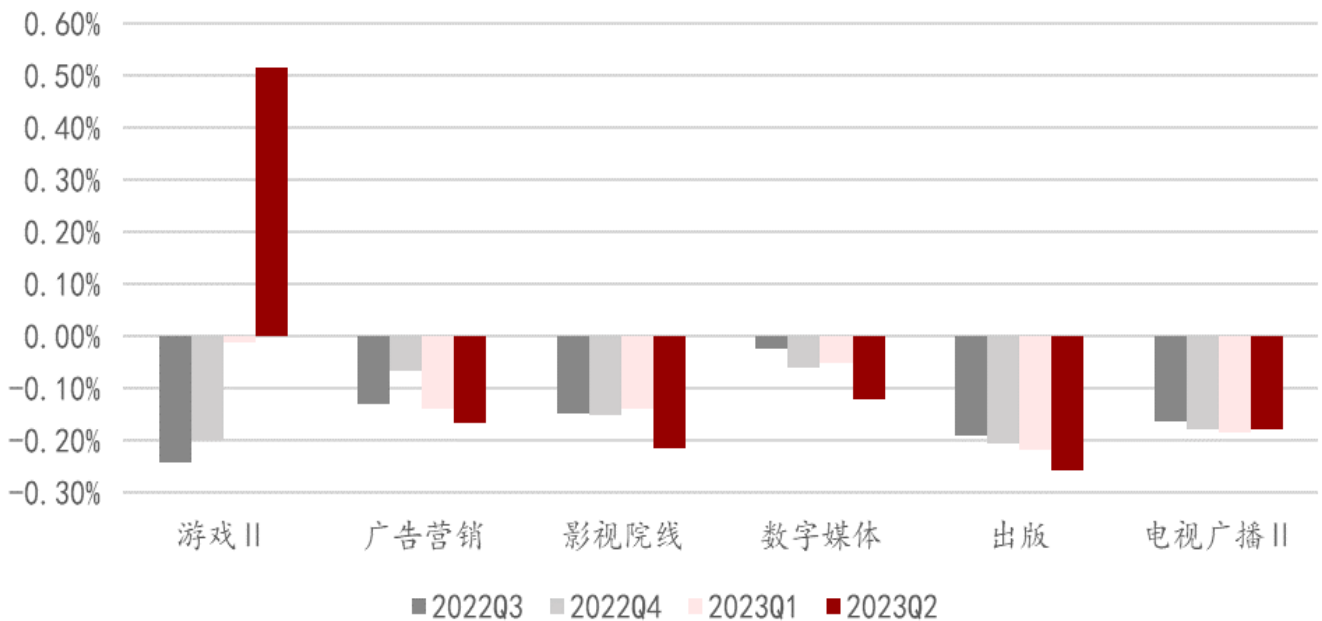
排序	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
1	三七互娱	分众传媒	芒果超媒	分众传媒	芒果超媒
2	分众传媒	三七互娱	中南传媒	光线传媒	昆仑万维
3	视觉中国	芒果超媒	三人行	中国电影	遥望科技
4	联创股份	遥望科技	华策影视	东方明珠	华策影视
5	蓝色光标	吉比特	完美世界	新经典	蓝色光标
6	三人行	三人行	凤凰传媒	贵广网络	万达电影
7	世纪华通	姚记科技	宝通科技	中南传媒	汤姆猫
8	芒果超媒	光线传媒	奥飞娱乐	浙版传媒	三人行
9	巨人网络	视觉中国	华数传媒	浙文互联	光线传媒
10	凤凰传媒	华策影视	华扬联众	中信出版	凤凰传媒

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

2.5 子板块: 以传媒行业为基准, 游戏板块持续受到青睐, 广告营销、数字媒体落至低配

2023年Q2 SW传媒二级子板块配置分化, 游戏扭转低配至超配。以全部A股为分母计算分析SW传媒各二级子行业的重仓超/低配情况, 得出传媒子板块2023年Q2配置有所分化, 游戏板块扭转低配至超配0.52%, 受到市场关注, 其余子板块仍为低配, 其中电视广播低配有所缩窄。

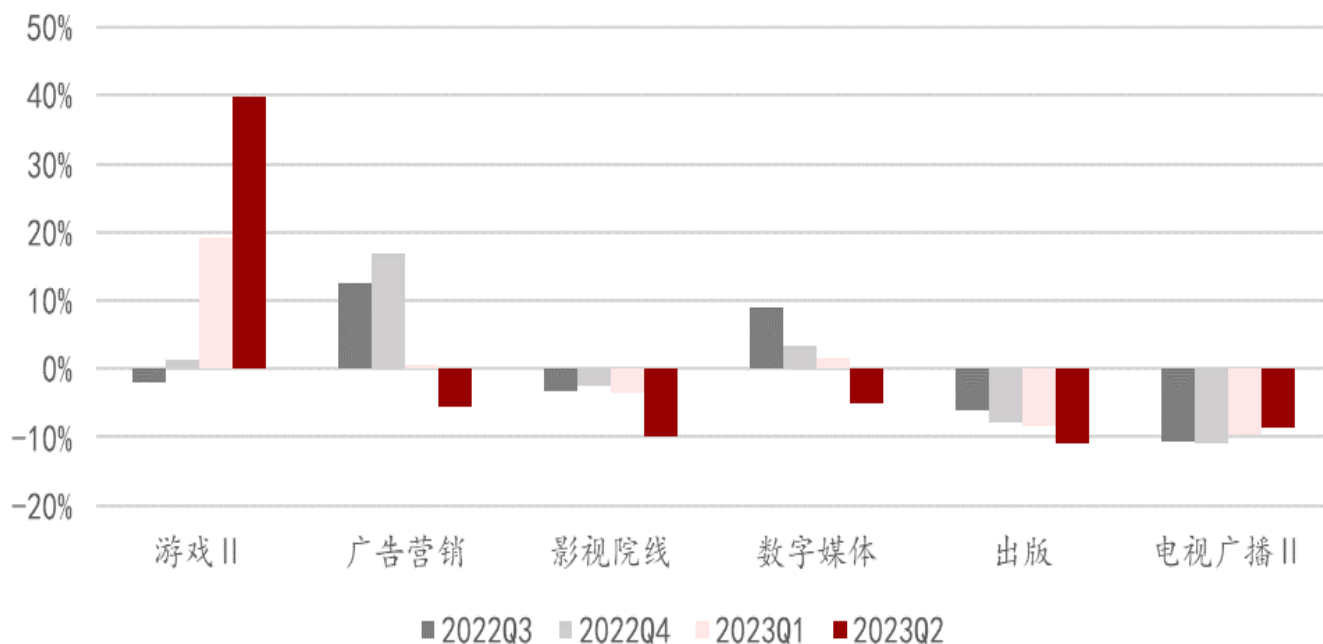
图表13: 传媒各子板块 22Q3-23Q2 基金重仓超/低配情况(以A股为分母)



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

游戏板块备受青睐, 广告营销、数字媒体落至低配。以SW传媒行业为分母计算分析SW传媒各二级子行业的重仓超/低配情况, 游戏板块在2023年Q2超配比例再次大幅上升, 广告营销板块、数字媒体落至低配, 其余子板块则连续4个季度均为低配。六个传媒子板块中, 游戏板块的超配比例最高, 为9.85%, 反映出游戏板块在Q2持续受到机构青睐。

图表14: 传媒各子板块 22Q3-23Q2 基金重仓超/低配情况 (以传媒行业为分母)

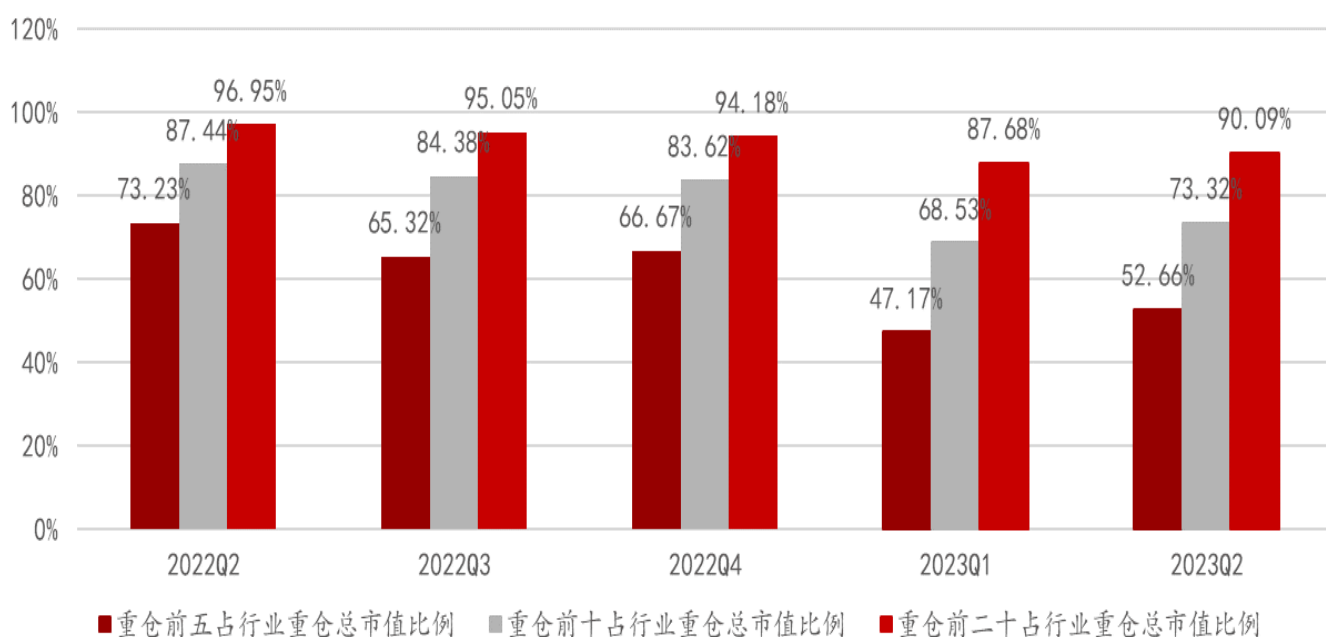


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

2.6 基金重仓配置再次集中, 抱团现象有所增强

SW传媒行业基金重仓有所集中, 抱团现象有所增强。从近5个季度传媒行业基金前5、前10、前20大重仓股的市值占比可以看出, SW传媒行业整体的重仓配置集中度于2023年Q2有所上升, 机构对头部企业青睐性增强。2023年Q2 SW传媒行业基金前5、前10、前20大重仓股的市值占整体SW传媒行业基金重仓市值的比例分别为52.66%、73.32%和90.09%, 较23年Q1环比分别上升5.49/4.79/2.40pct, 抱团现象有所增强。

图表15: 近5个季度传媒行业基金重仓前5、10、20大重仓股市值占比情况 (按持股市值排序)



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

3 投资建议

从2023年Q2 SW传媒行业的基金重仓配置及估值水平看，传媒行业的机构配置和估值均处于历史较低水平，有较大的提升空间。随着消费娱乐需求的复苏，叠加AIGC概念的火热，游戏板块的标的受到着重关注，游戏、广告营销领域头部公司是机构关注的核心。建议关注版本号储备丰富、布局AIGC概念应用的游戏出品企业，梯媒领域优质标的。

4 风险提示

监管政策趋严；新游延期风险；新游表现不及预期；技术发展不及预期；商誉减值风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。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。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场