



东兴证券
DONGXING SECURITIES

专注于互联网营销服务领域的稀缺标的

——腾信股份（300392）

2014 年 08 月 22 日

建议申购

腾信股份

新股定价

主要观点：

- **互联网营销服务行业处于高速成长期。**互联网营销服务行业因互联网浪潮而生，正逐渐替代传统媒体营销服务行业，大趋势景气向上，享受高成长增速。预计到 2017 年全球互联网广告市场规模将达到 1853 亿美元，2013 年-2017 年全球互联网广告市场年增长率将保持 13% 左右；预计到 2017 年中国互联网广告市场规模将达到 2852 亿元，中国互联网广告市场年增长率将保持 27% 左右；中国互联网公关市场也将随着社交网络的普及不断成长。
- **腾信股份在互联网营销服务领域具有较深的护城河，IPO 后有利于公司借助资本市场的力量进一步提升竞争力从而享受更大的市场份额。**目前国内的互联网营销服务行业市场分散，竞争充分。腾信股份自成立后十余年一直专注于互联网营销服务，积累了较强的服务模式优势、营销技术优势、客户优势、媒介资源优势，同时公司拥有国内领先的创意团队。此次 IPO 募投项目均围绕公司主业进行，随着项目陆续建成，公司综合竞争力将进一步提升。未来公司有望借助资本市场的力量保持领先优势，实现强者恒强，在中国高速成长的互联网营销行业中享受更大的市场份额。
- **盈利预测及投资建议：**预计公司 2014 年和 2015 年 EPS 分别为 1.57 元和 1.78 元，可比公司 2013 年、2014 年和 2015 年 PE 分别为 33.6 倍、35.3 倍和 28 倍，考虑到最新的新股发行规则和公司的实际情况，建议新股询价区间为 36 - 37 元，对应 2013 年业绩的 PE 为 30 - 31 倍左右。我们认为公司是 A 股互联网营销领域具有较大成长潜力的稀缺投资标的，预计上市后合理估值区间在 35 - 40 倍，对应股价为 42 - 48 元。
- **风险提示：**大客户流失风险，应收账款发生坏账的风险，互联网媒介资源价格上涨的风险，客户要求返点或者互联网媒介公司改变返点政策的风险。

财务指标预测

指标	12A	13A	14E	15E	16E
营业收入（百万元）	672.93	692.71	764.47	866.55	1007.05
增长率（%）	7.09%	2.94%	10.36%	13.35%	16.21%
净利润（百万元）	60.33	77.42	110.35	127.01	165.88
增长率（%）	4.20%	28.32%	42.53%	15.10%	30.61%
每股收益（元）	23.27%	23.67%	26.16%	23.07%	23.39%
净资产收益率（%）	1.26	1.61	1.57	1.78	2.37

沈悦明

010-66554047

shenym@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514050002

蒋佳霖

010-66554033

jiangjl@dxzq.net.cn

询价区间

36.0-37.0

上市首日定价区间

42.0-48.0

发行上市资料

总股本（万股）	4800.00
发行量（万股）	1600.00
发行日期	2014-08-29
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	招商证券股份有限公司
预计上市日期	2014-08-29

发行前财务数据

每股净资产（元）	6.81
净资产收益率（%）	23.67%
资产负债率（%）	35.99%

主要股东和持股比例

徐炜	43.15%
特思尔大宇宙（北京）	32.72%
浙江星月创业投资有	8.46%

目 录

1. 十余年来只做一件事：互联网营销	4
1.1 国内领先的互联网营销服务提供商	4
1.2 公司具有非常成熟的商业模式	5
1.3 公司股权结构明晰，暂未实施股权激励	6
2. 互联网营销服务行业：因互联网浪潮而生	7
2.1 互联网营销服务行业处于高速成长期	7
2.2 互联网营销行业波特五力分析	9
2.3 互联网营销行业的护城河	10
3. 腾信股份：竞争优势明显的稀缺标的	10
3.1 腾信股份通过长期积累建立了较强的竞争优势	10
3.2 募投项目有助于公司竞争力的进一步提升	11
3.3 盈利预测与投资建议	11
4. 风险提示	12

表格目录

表 1：募集资金投资项目	11
表 2：公司盈利预测表	11
表 3：行业估值比较	12

插图目录

图 1：腾信股份收入结构及毛利率	4
图 2：腾信股份下游客户结构	4
图 3：互联网广告服务采购模式	5

图 4：互联网公关服务采购模式.....	5
图 5：非广告代理类和广告代理类客户收入情况	6
图 6：媒体资源采购返点是腾信股份的主要毛利来源	6
图 7：公司目前股权结构.....	7
图 8：2011 - 2017 年全球分媒体广告市场规模（百万美元）	8
图 9：1996 - 2013 年美国互联网广告市场规模（百万美元）	8
图 10：2010 - 2017 年中国互联网广告市场规模（亿元）	9
图 11：2010 - 2013 年中国公关服务市场规模（亿元）	9

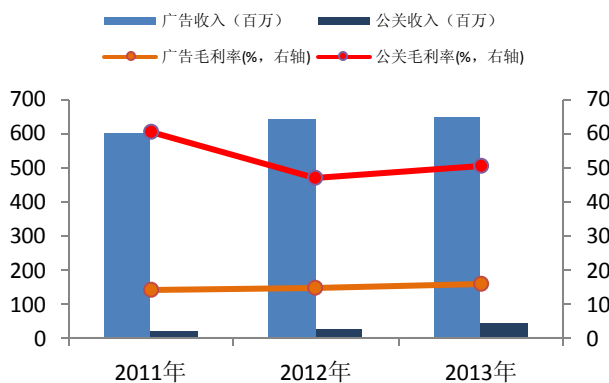
1. 十余年来只做一件事：互联网营销

1.1 国内领先的互联网营销服务提供商

公司是国内最早涉足互联网营销领域的公司之一，十年来一直专注于该领域，并深刻的了解中国互联网发展环境和中国互联网营销的演变趋势，以技术为内核，以创新为使命，为客户提供高效的互联网整合解决方案。经过十多年的发展，公司凭借独创领先的互动技术平台、专业独特的策略洞察力、强大高效的资源整合力和科学严谨的服务执行力，能为客户提供基于互联网的整合营销和特色互动营销等一整套的解决方案。多年来，公司的服务得到了客户和业内的广泛好评，屡获大奖，不仅证明了自己，也为客户赢得了荣誉。公司目前已经形成了以北京总部为中心，以上海、广州和深圳三地分公司为依托，辐射全国的服务格局。无论在规模和发展速度上，都稳居行业前列。公司的互联网营销业务由互联网广告服务和互联网公关服务两部分构成，其中互联网广告服务是公司的主要收入来源。

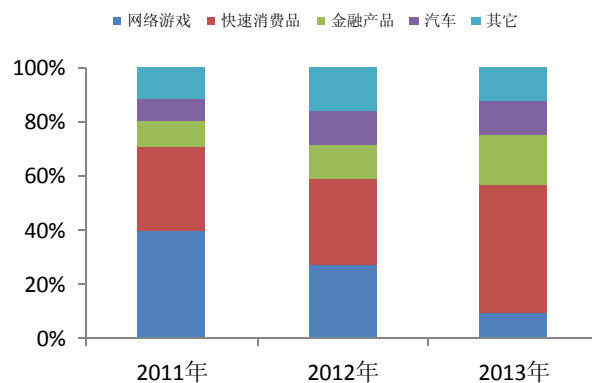
公司的服务客户涉及游戏、网服、家电、IT、金融、汽车和快消等各个领域。2009年前，公司收入的主要来源于以腾讯游戏等为主的网络游戏客户（2009年公司70%以上的收入来源于该行业），由于网络游戏客户存在着行业发展变缓，自身波动性大，游戏产品生命周期短导致收款风险大，以及部分客户利润薄等原因，公司自2010年起实施了客户结构战略调整，逐步降低网络游戏客户服务比重，同时积极发展行业投放量增长迅速、整体营销费用巨大且稳定、利润相对高、财务风险小的快速消费品、金融和汽车等相关行业客户。经过三年的战略调整，公司目前的客户结构得到了优化。2013年，公司前五大客户占公司收入比重的76.88%，分别是伊利股份（43.07%）、中国建设银行（12.90%）、北京迪爱慈广告（9.76%），竞技世界网络（6.36%）和飞利浦中国（4.79%），其中伊利股份是公司最重要的客户。

图 1：腾信股份收入结构及毛利率



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 2：腾信股份下游客户结构



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

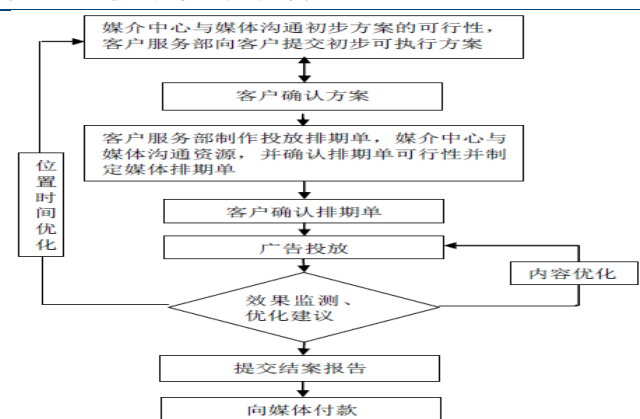
1.2 公司具有非常成熟的商业模式

互联网营销行业是互联网行业的一个分支，跟随互联网行业的成长而成长。互联网行业“开放+免费+盈利”的模式深刻的影响着互联网营销行业。腾信股份是链接下游企业广告客户和互联网媒介公司的桥梁，通过专业的互联网营销服务为下游企业广告客户提供一站式的广告服务从而获取广告订单，然后再向上游互联网媒介公司集中采购媒介资源，公司的毛利主要来源于上游媒介公司的媒体资源采购返点。腾信股份的这一商业模式体现了公司对互联网行业的潜在运行规律的深刻理解，是亚当斯密的社会分工理论和帕累托改进理论的完美结合，实现了下游企业广告客户、上游互联网媒介资源和互联网用户的三赢局面，使得社会效率得到提高。

上游媒介资源采购：公司不事先买断互联网媒介资源，而是根据客户需求进行媒介采购，公司一般直接向互联网媒介或其代理商进行资源采购，少数情况下会通过广告联盟或者广告网络商采购部分展示类媒介资源。目前国内主要互联网媒介资源价格较为透明，公司采购的媒介资源价格体系通过参考各家媒介对外公布的刊例价并在协商基础上确定，采购的互联网媒介价格构成主要包括刊例价、折扣和返点，搜索类媒介资源通常以 CPC 方式计费，展示类媒介资源按照 CPD 或者 CPM 方式计费。公司对于预计投放量较小的互联网媒介，通常在项目执行过程中实际需要投放时直接进行媒介购买；对于预计投放量较大的互联网媒介，公司通过与其签署框架协议，约定意向投放金额，明确在该意向投放金额下可以获得的刊例价折扣，以及不同实际投放金额下可以获得的配送资源和返点政策。

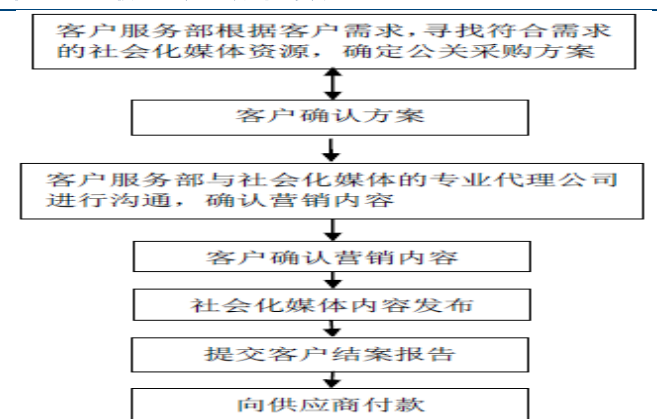
下游广告订单获取：公司主要通过招投标的方式获取业务订单。客户在招投标过程中通常会根据各服务商的行业地位、比稿方案评价、技术评价、价格等因素进行综合评分，最终选择中标的服务商。公司的各类业务合同签订过程相同，主要包括竞标方式和议标方式两种。公司向客户销售采取和公司从媒体方采购相同的模式进行计费，即以何种方式采购互联网媒介资源就以相同的计价方式出售服务，如公司以 CPD 方式采购了展示类媒介资源位客户提供营销服务，则以 CPD 的方式向公司客户收费。

图 3：互联网广告服务采购模式



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 4：互联网公关服务采购模式

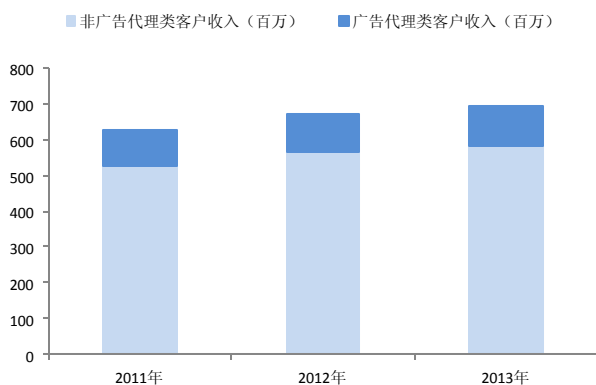


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

收入与盈利：公司做为互联网营销服务商，主要通过互联网广告和互联网公关业务获取收入和利润，在财务数据上，媒体资源采购返点是公司的主要毛利来源。公司的广告客户可以分为广告代理类客户和非广告代理类客户，非广告代理类客户构成公司收入的主要来源。非广告代理类客户是实际使用公司服务的最终客户，如伊利股份、建设银行等；广告代理类客户不是公司服务的最终用户，广告代理类客户通常是广告代理公司，与公司直接签署合同，将其承接的部分互联网营销业务交由公司实施，如北京迪爱慈广告有限公司。公司与广告代理类客户之间的销售模式、定价方法、结算方法、收入确认时点、信用政策与其他类型客户并无区别。公司与客户签署“互联网营销服务合同”或“网络广告合同”向客户收取服务费用，收入确认方式按照广告收入或者服务收入进行确认。由于目前国内在互联网进行广告投放的客户大多是大客户，这列客户对互联网营销服务商的议价能力较强，部分客户会要求互联网营销商按照互联网媒介给予的最低折扣进行报价，但通常情况下，客户不会要求互联网营销服务商让出媒介资源采购返点，以换取互联网营销服务商更专业的一站式互联网营销服务，在这种情况下，媒介资源采购返点成为互联网服务商毛利的主要构成部分。

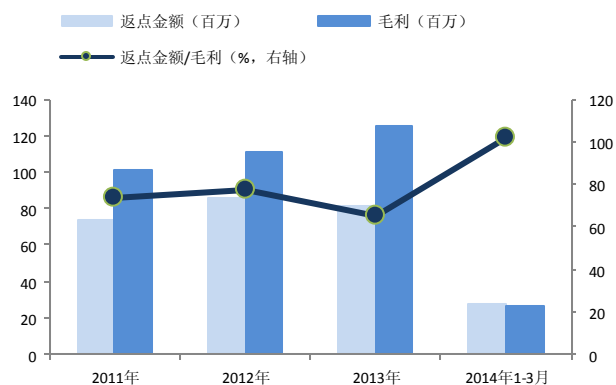
互联网媒介采购成本的返点比例分为固定比例和阶梯式的返点比例，对于约定阶梯式的采购返点比例，采购金额越大返点比例越高。公司依据向互联网媒介的月度采购额，计算应享受的返点比例，直接冲减互联网媒介采购成本。由于采购额变化会导致返点比例变化，公司对于返点的计算按月计提，按季度调整。这种模式下，公司一旦通过前期的客户积累，使得客户和公司的粘性增加后，随着后期订单的增加，毛利将具有较大的上行弹性。

图 5：非广告代理类和广告代理类客户收入情况



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 6：媒体资源采购返点是腾信股份的主要毛利来源



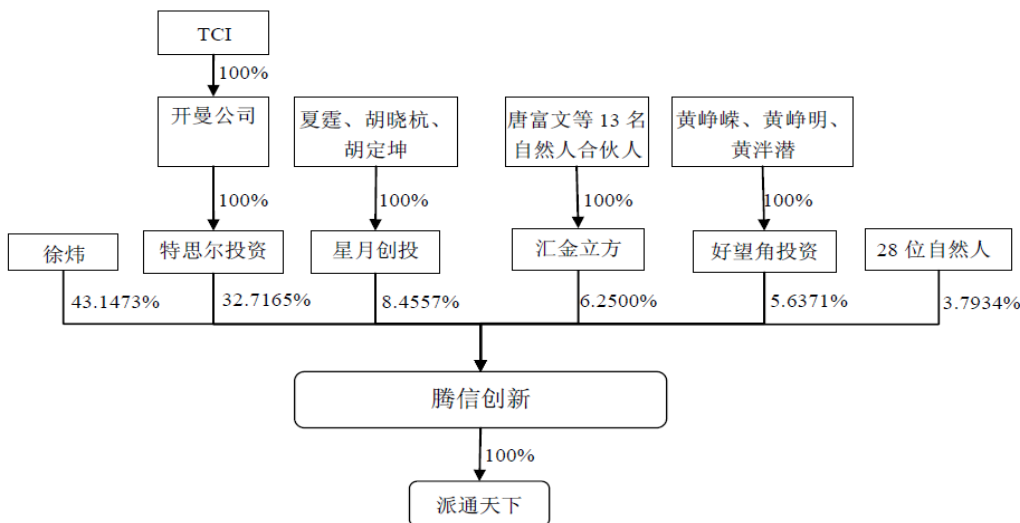
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.3 公司股权结构明晰，暂未实施股权激励

公司发行前总股本 4800 万股，董事长徐炜持股 2071 万股，持股比例为 43.15%，为公司的实际控制人。除徐炜外，前五大股东为特思尔投资（32.72%）、星月创投（8.46%）、汇金立方（6.25%）、好望角投资（5.64%）。本次拟发行 1600 万股，发行后公司股本扩充为 6400 万股，徐炜的持股比例将下降为 32.36%，仍为公司的最大股东和实际控

制人。发行后，大股东徐炜股份将承诺锁定期为 3 年，小非承诺锁定期为 1 年。

图 7：公司目前股权结构



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2. 互联网营销服务行业：因互联网浪潮而生

2.1 互联网营销服务行业处于高速成长期

互联网行业包括终端厂商、运营商、互联网服务商等上下游产业。互联网服务商提供包括互联网技术服务、内容服务、第三方服务（包括营销外包服务）、相关产品咨询和售后服务等多种服务形式。近年来，互联网服务业发展迅速，各类服务商数量持续增长。互联网营销服务作为互联网服务的一种形式，市场规模不断扩大，发展迅猛。从公司所面临的行业细分来看，互联网营销服务市场可以分为互联网广告市场和互联网公关市场。

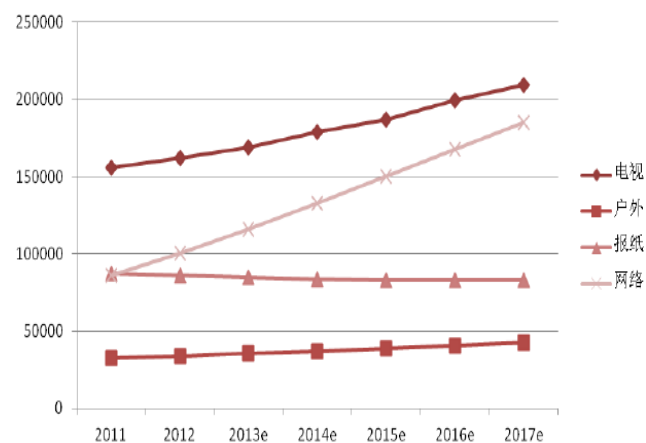
互联网广告市场：预计到 2017 年全球互联网广告市场规模将达到 1853 亿美元，2013 年-2017 年全球互联网广告市场年增长率将保持 13% 左右；预计到 2017 年中国互联网广告市场规模将达到 2852 亿元，中国互联网广告市场年增长率将保持 27% 左右。自 1995 年开始，国际上就出现了提供互联网广告服务的相关机构。到 2000 年，国外互联网广告服务已经发展成为成熟、正规的行业。根据 PWC 的数据，2012 年全球互联网广告市场规模达到 1002 亿美元，同比增长 17%，占全球广告市场规模的比重达到 20%，预计到 2017 年这一比重将进一步提高至 29%，接近电视广告市场规模。美国目前是全球最大的互联网广告市场，其市场规模从 1996 年的 2.68 亿美元增长为 2013 年的 428 亿美元，复合增长率为 34.77%，目前已经超越报纸、无线电视和有线电视成为美国的第二大广告媒体。

中国的互联网广告正处于高速发展阶段。2007 年-2011 年，我国的互联网广告市场规模从 106 亿元增长到 513 亿元，除去 2009 年经济危机的影响，市场增长率基本保持在 55%。2012 年，中国互联网广告市场规模为 753 亿元，2013 年则达到 1100 亿元，同比增速为 46%，根据 Magna Global 和优盟中国联合发布的预测报告，2014 年中国互联网广告收入将超过电视广告收入。同时，随着智能终端设备的普及、用户数量的不断增加以及移动广告平台的不断涌现，移动互联网营销市场持续快速增长。2013 年，移动营销市场规模为 155.2 亿元，预计到 2017 年将达到 1277 亿元，2014-2017 年复合增速为 69.4%。

我国的互联网媒介种类具有分散化特征，多样化程度较高，所拥有的用户集中度较低，互联网用户需求的多元化使流量出现分散化趋势，使得企业对各类网络媒介投放价值的判断难度进一步增加。在此情况下，绝大多数企业在进行互联网营销时更加重视互联网广告服务商为其提供专业的广告服务，达到降低营销成本和提高营销效率的目的，使得互联网广告服务商的市场增速高于互联网广告市场的整体增速。

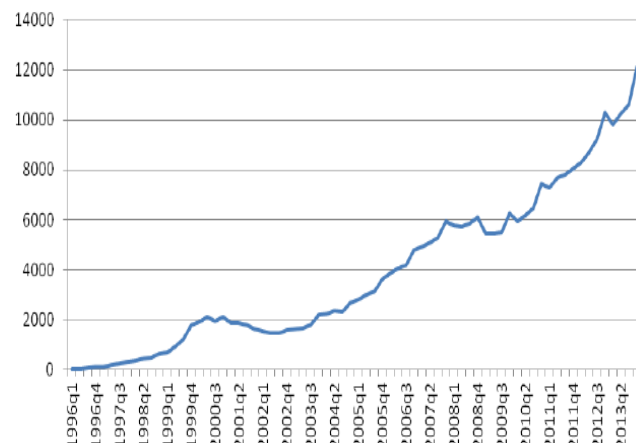
互联网公关市场：2013 年中国公关服务市场的市场规模为 341 亿元，2011 年-2013 年年复合增长率为 14.52%，互联网公关越来越受到企业客户的重视。2000 年以来，中国公关服务市场得到了蓬勃发展，市场规模不断扩大，公关服务公司的营业规模和公司数量逐年递增。在公关市场的细分领域，网络公关业务呈现较快增长势头。随着微博、微信等社会化媒体的快速、深入发展，互联网公关已经成为客户非常认可的重要传播手段，借助这些社会化媒体，可以有效的传播企业形象、建立与用户有效沟通的渠道，提升品牌知名度。

图 8：2011 - 2017 年全球分媒体广告市场规模（百万美元）

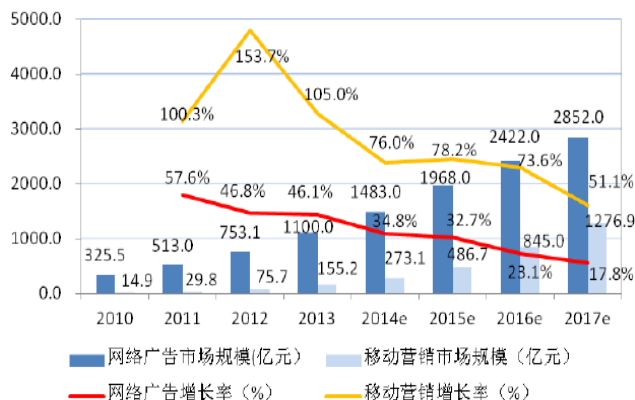


资料来源：PWC，东兴证券研究所

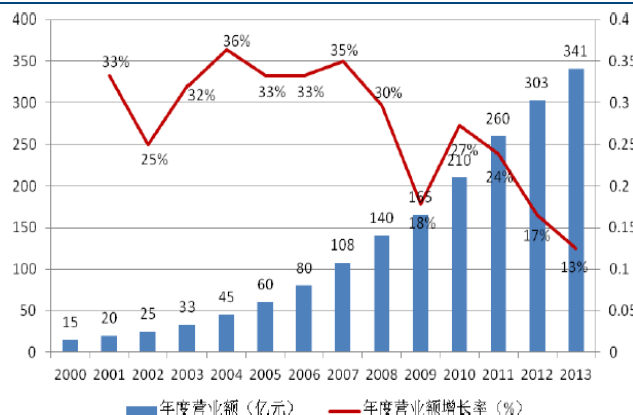
图 9：1996 - 2013 年美国互联网广告市场规模（百万美元）



资料来源：IAB&PWC，东兴证券研究所

图 10：2010–2017 年中国互联网广告市场规模（亿元）


资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图 11：2010–2013 年中国公关服务市场规模（亿元）


资料来源：中国国际公关关系协会，东兴证券研究所

2.2 互联网营销行业波特五力分析

我国的互联网营销行业尚处于成长期，行业较为分散，这一现状使得行业整体的议价能力相对较弱，未来盈利易受到上下游的影响。但是，竞争力较强的企业也更易于在这样的市场环境中跑马圈地，强者恒强，不断成长。

上游互联网媒介公司：上游互联网媒介公司虽然自己也直接与企业客户产生业务往来，但是通过与互联网营销服务企业的合作可以增加其收入来源，并且由于企业客户的需求往往是多元的，单个互联网媒介公司可能并不能完全满足企业客户的需求，因此需要提供一站式服务的互联网营销服务企业进行企业客户需求拆分采购。目前国内的互联网媒介公司数量很多，但是集中度相对较高，而互联网营销公司集中度低，因此相对于媒介公司的议价能力一般。

下游企业客户：目前国内在互联网进行广告投放的客户多是大客户，这类客户对互联网营销服务商的议价能力较强。但是，有技术优势的互联网营销服务商可以提高企业客户的互联网营销效率，具有难以替代的价值。

潜在进入者：互联网营销服务行业需要与上游的互联网媒介资源广泛合作，同时需要投入较大的人力物力进行技术积累，因此处于行业上下游的企业一般不会进入该领域。传统媒介的广告公司可能成为行业的潜在进入者，但是由于传统媒介的广告公司进入行业后不一定能适应互联网行业的生态，另外先发者凭借长期积累的技术等优势保持领先地位，不会受潜在进入者较大的影响。

替代品：互联网媒介广告正不断替代传统媒介的广告，成为企业客户进行广告投放的首选。

竞争格局：互联网营销行业市场化程度较高，行业较为分散，各服务商市场占有率均较低。技术优势、网络媒介资源优势和客户资源优势是行业内竞争着不断扩大市场份额

额的核心优势。

2.3 互联网营销行业的护城河

我国互联网营销服务行业目前的护城河并不深，行业尚处于成长阶段。

客户资源壁垒：互联网营销服务商一方面通过提供高效率、低成本的“一站式”互联网营销服务来吸引大型客户；另一方面通过提高媒介购买量，增加投放渠道丰富性及媒介购买价格优势来吸引中小型客户。同时，各服务商通过技术手段提升营销效果来建立客户资源壁垒。

网络媒介资源壁垒：互联网媒介是传播互联网营销信息的重要渠道，是服务商开展营销服务的核心要素之一。在目前国内网络媒介“分散化”程度加剧的背景下，先发企业凭借大的订单可以建立相对优势的网络媒介资源壁垒。

网络营销技术壁垒：由于各种互联网媒介变化加快，且日趋复杂，互联网广告和公关过程中均涉及海量信息数据的采集、记录、分析、应用和优化，依靠人工难以有效完成，因此互联网营销服务行业对技术能力和技术平台有较高的要求，各服务商都非常重视网络营销技术壁垒的建立。

3. 腾信股份：竞争优势明显的稀缺标的

3.1 腾信股份通过长期积累建立了较强的竞争优势

腾信股份自成立以来一直专注于互联网营销领域，通过长期的积累，建立了较强的竞争优势，公司有望借助资本市场进一步扩大其竞争优势，在高速成长的互联网营销行业中享受更高的市场份额。

整合式互联网营销服务模式优势：公司依托自主研发的技术平台和第三方平台能够做到营销数据采集自主化，数据分析系统化，服务平台化和运营系统化，同时服务内容具有全面性和一站式优势。

互联网营销技术优势：公司搭建了互联网营销决策和标准化服务的七大核心技术平台。

互联网媒介资源优势：公司非常注重与优势互联网媒介保持稳定和持续的战略合作，在媒介购买过程中具有渠道优势。在 2013 年底艾瑞 iUserTracker 监控的我国流量前 50 家互联网媒介中，已经与本公司建立合作关系的网站达 41 家，占比达 82%。公司同时与 SNS、博客、微博、微信等社会化媒体保持了长期友好的合作关系，可以从重要的社会化媒体中获得数据支持和程序对接接口。

客户资源优势：公司培育了较大的客户群，客户质量相对较高，包含大量品牌客户。在信息技术、汽车、快速消费品、家电数码等领域积累了丰富的服务经验。

策略和创意策划优势：公司设有专门的策略部和创意部，拥有业内领先的创意策划团队，经过多年的积累，公司已经形成了独特的创意策略经营思路和创意策略服务机制。

3.2 募投项目有助于公司竞争力的进一步提升

本次募集资金投资项目围绕公司主营业务进行，公司本次募集资金投资项目的实施对公司未来发展具有十分关键的作用，通过募投项目的建设，公司将依托自身的核心技术平台优势，增强公司在互联网营销领域的优势，顺应未来互联网营销的发展趋势，着眼于大型优质客户及中小型客户市场，并储备和开发一批新技术，进一步拓展公司成长空间。项目建成并投入运行后，公司研发、生产和市场能力将得到全面提高，公司的盈利能力也将进一步增强。

表 1：募集资金投资项目

项目名称	募集资金投入情况（万元）			实施方式	核准情况
	T~T+12	T+12~T+24	合计		
互联网营销平台升级改造项目	8477.93	9489.34	17967.27	公司直接实施	超发改[2014]325号
研发中心扩充改造项目	1278.12	1193.86	2471.98	公司直接实施	超发改[2014]325号
移动终端平台项目	1478.64	2156.54	3635.28	公司直接实施	超发改[2014]325号
总部基地建设项目	10710	0	10710	公司直接实施	
补充流动资金项目	4000	0	4000	公司直接实施	
合计	25944.69	12839.74	38784.43		

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.3 盈利预测与投资建议

预计随着募投项目的陆续建成，公司的收入和利润规模进一步提升。预测公司2014-2015年营业收入分别为7.64亿元和8.67亿元，净利润分别为1亿元和1.14亿元，EPS分别为1.57元，1.78元。

表 2：公司盈利预测表

利润表（百万元）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	672.93	692.71	764.47	866.55	1007.05
营业成本	561.70	567.75	619.74	698.60	800.51
营业费用	11.57	13.43	15.29	17.33	20.14
管理费用	15.20	16.64	15.29	17.33	20.14
财务费用	0.08	0.82	22.00	22.00	22.00
营业利润	68.99	84.00	87.51	95.62	125.19
利润总额	68.98	88.65	126.51	145.62	190.19
所得税	8.65	11.23	16.17	18.61	24.31
净利润	60.33	77.42	110.35	127.01	165.88
归属母公司净利润	60.33	77.42	100.35	114.01	151.88
EBITDA	80.07	92.12	110.36	118.46	148.03
EPS（元）	1.26	1.61	1.57	1.78	2.37

资料来源：东兴证券研究所

腾信股份在行业内的可比公司为省广股份、蓝色光标和思美传媒，可比公司 2013 年、2014 年和 2015 年市盈率分别为 33.6 倍、35.3 倍、28 倍。考虑到最新的新股发行规则和公司的实际情况，新股询价区间在 36-37 元的可能性较大，对应 2013 年业绩的市盈率在 30-31 倍左右。我们认为公司所属的互联网营销行业成长性良好，公司 IPO 后有助于公司借助资本市场的力量以不断提升公司的竞争力，从而获取更大的市场份额，公司具有较大的成长潜力，是 A 股较为稀缺的投资标的，预计新股上市后合理估值区间在 35-40 倍，对应股价为 42-48 元。

表 3：行业估值比较

简称	2013 年收入（亿）	2013 年净利润（亿）	毛利率	ROE	2013PE	2014PE	2015PE	市值（亿）
省广股份	55.9	2.9	19.0%	20.9%	32.2	32.7	25.4	139.0
蓝色光标	35.8	4.4	34.5%	17.1%	26.2	33.2	24.9	239.0
思美传媒	16.4	0.8	14.1%	18.0%	42.6	40.0	33.6	41.9
均值					33.6	35.3	28.0	

资料来源：wind, 东兴证券研究所

4. 风险提示

- 1、大客户流失风险
- 2、应收账款发生坏账的风险
- 3、互联网媒介资源价格上涨的风险
- 4、客户要求返点或者互联网媒介公司改变返点政策的风险

分析师简介

沈悦明

同济大学控制理论与控制工程硕士，8 年计算机从业经验，2012 年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

联系人简介

蒋佳霖

计算机行业分析师，清华大学自动化系工学硕士，3 年证券行业从业经验。

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。