



2017年08月07日

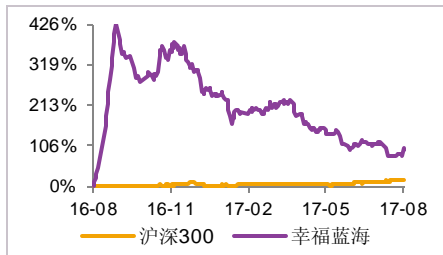
## 增持(首次评级)

当前价: 15.29 元  
目标价: 16.80 16.80 元

分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001  
电话: +86-021-51782239  
邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1538.05	1768.76	2034.07	2339.19
(+/-)	7.01%	15.00%	15.00%	15.00%
归母净利润	112.50	157.31	180.27	219.90
(+/-)	5.07%	39.84%	14.59%	21.98%
EPS(元)	0.302	0.422	0.484	0.590
P/E	50.64	36.22	31.60	25.91

资料来源: 联讯证券研究院

## 幸福蓝海(300528.SZ)

# 【联讯传媒公司深度】幸福蓝海(300528.SZ, 增持)——区域院线领导者, 影视全产业链布局中

### 投资要点

#### ◇ 公司为区域院线领导者

公司控股股东为江苏广电, 为广电系统内唯一一家电影院线, 院线发行及放映业务占比 62.11%。1H17 幸福蓝海院线票房为 8.77 亿元, 市场份额为 3.23%, 全国排名第九, 江苏第一, 区位优势显著。

#### ◇ 电影市场长期向好、渠道下沉及院线整合将使公司受益

中国人均观影次数仍有较大提升空间, 渠道下沉的增量市场为中国票房的新动能。中国 CR3 市占率为 43%, 低于同期北美 CR3 约 10 个百分点, 整合进行时, 领导者公司凭借资本及品牌优势将首先受益。公司品牌优势明显, 单块银幕产出高出全国平均产出 30%。公司的影城建设以江苏为重点, 向长沙、合肥、芜湖等经济发达的二、三、四线城市布局, 为行业趋势受惠者。

#### ◇ 全产业链布局电影业务, 电影制作业务受益于渠道优势

电影制作方面, 公司投资并获得公映许可证的影片共计 16 部, 主导制作和投资的《白日焰火》, 获得了第 64 届柏林电影节金熊奖; 院线渠道方面: 1H17 拥有影院 236 家, 1,362 块银幕, 位居江苏院线第一。公司以下游的院线与影城经营为突破口, 通过下游的持续扩张拉动制作和发行, 贯穿电影投资、制作、宣传和发行等全产业链, 电影制作业务将受益于院线渠道扩张。

#### ◇ 广电基因, 打造国内电视剧精品供应商

公司系广电系统出身, 多部剧在卫视及央视收视率第一, 如 2009 年《人间正道是沧桑》、2010 年《老大的幸福》、2013 年《我是特种兵之火凤凰》和 2015 年《于无声处》等。公司共计出品 62 部电视剧, 以正剧为主, 覆盖当代现实、战争和青春偶像等多种题材, 多次获得全国大奖。我们认为公司凭借精品制作的基因, 正剧爆款可期。

#### ◇ 投资建议

我们首次覆盖幸福蓝海, 给予「增持」的投资评级: 基于, (1) 区域院线领导者, 在全国票房长期向好的情况下, 该等优势可被反映至院线业务; (2) 背靠江苏广电, 大股东实力强劲; (3) 电影全产业链布局, 发挥院线优势, 电影制作业务稳步发展。我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年归属母公司所有者净利润分别为 1.57 亿、1.80 亿和 2.20 亿, 分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 0.42 元、0.48 元和 0.59 元。以 2017 年 PE40.0x 为基准, 目标价设定为 16.80 元, 首次覆盖给予「增持」之投资建议。

#### ◇ 风险提示

中国电影票房增长不达预期。



## 目 录

一、投资摘要 .....	4
(一) 投资评级与估值 .....	4
(二) 关键假设点 .....	5
(三) 有别于大众的认识 .....	5
(四) 股价表现催化剂 .....	5
(五) 核心假设风险 .....	5
二、公司介绍——区域院线领导者，电影与电视协同发展 .....	6
(一) 历史沿革——广告代理起家，逐步转型，布局影视制作与院线经营 .....	6
(二) 股东结构——第一大股东江苏广电持股 53.25% .....	7
(三) 财报回顾——营收 5 年复合增长率为 35%，毛利率维持在 40%以上 .....	7
三、电影票房预计未来 4 年复合增长率为 19.23%，院线步入整合阶段，区域领导者将受益 .....	9
(一) 院线为电影放映主体，分账比例最高 .....	9
(二) 市场容量——2017 年全国票房有望达到 557 亿元，预计未来 4 年复合增长率为 19.23%，三四线城市成为新的增长点 .....	9
(三) 市场格局及趋势——院线一超多强，国内 1H17CR3 市占率为 43% 低于北美的 52%，有望进一步整合 .....	12
四、网台联动，电视剧进入内容为王+渠道致胜 .....	13
(一) 优质内容生产商稀缺，精品剧价格持续上涨 .....	13
(二) 渠道放映集中化，网台联动已成新常态，渠道优势企业将受益 .....	14
五、渠道+内容双轮驱动，公司做足乘法效应 .....	16
(一) 区域院线领导者，强者恒强 .....	16
(二) 广电基因，打造国内影视领域精品供应商 .....	19
六、投资建议 .....	22

## 图表目录

图表 1：历史沿革纵览 .....	6
图表 2：公司控股股东为江苏广电，实际控制人为江苏省人民政府 .....	7
图表 3：1Q17 营业收入同比增速下降 4.21% .....	7
图表 4：1Q17 净利润同比增长 35.2% .....	7
图表 5：公司 2011-1Q17 毛利率及净利率变化趋势 .....	8
图表 6：2011-2016 年公司销售费用率持续上升 .....	8
图表 7：公司电视剧业务逐步向影城放映业务倾斜 .....	8
图表 9：院线为电影放映主体，影院和院线分账比例超过 50% .....	9
图表 10：2007 年-2016 年中国电影票房年复合增长率为 30% .....	10
图表 11：2007 年-2016 年影院数量复合增长率为 20% .....	10
图表 13：中国人均观影次数不足 1 次/年 .....	11
图表 18：国内票房前十院线排名 .....	12
图表 19：中国院线 CR3 市占率低于同时期北美 10 个百分点 .....	13



图表 20: 近年来获准发行电视剧数量下滑.....	14
图表 21: 持有电视剧甲种证机构数量下滑.....	14
图表 22: 精品剧价格上涨, 单集价格十年涨 20 倍.....	14
图表 23: 1H17 电视台收视率前十.....	15
图表 24: 1H2017 年电视剧收视率前十.....	15
图表 25: 2016 年网台联动电视剧收视率较高.....	16
图表 26: 2012-2016 年公司影城复合增长率为 30.3%.....	16
图表 27: 2012-2016 年公司银幕复合增长率为 34.24%.....	16
图表 28: 公司票房从 2012 年的十九位提升到 1H17 的第九位.....	17
图表 29: 江苏省属票房重省, 四年稳居全国第二.....	17
图表 30: 公司计划新投资影城.....	17
图表 31: 院线设备全面升级.....	18
图表 32: 公司非票收入占比低不足 6%.....	18
图表 33: 公司影城卖品收入提升, 毛利率维持在 70%.....	18
图表 36: 江苏广电多年来一直为公司的第一大客户.....	20
图表 37: 公司领导班子实力雄厚, 多系广电系统出身.....	20
图表 38: 公司出品的电视剧收视率与口碑俱佳.....	20
图表 39: 白日焰火获得金熊奖.....	21
图表 40: 公司电影业务投资+制作.....	21
图表 41: 公司捆绑卡司+编剧.....	21
图表 42: 公司影视剧项目储备丰富.....	22
图表 43: 公司历史 PE 区间.....	22
图表 43: 公司历史 PB 区间.....	23
附录: 公司财务预测表.....	24



## 一、投资摘要

(1) 公司为区域院线领导者，电影与电视协同发展：公司控股股东为江苏广电，为广电系统内唯一一家电影院线，主营业务为影视剧制作与发行、院线与影城经营。16 年营收 15.38 亿元，同比增长 7.01%；净利润 1.18 亿元，同比增长 2.96%；院线发行及放映业务占比逐年上升为 62.11%。17 年上半年幸福蓝海院线票房为 8.77 亿元，市场份额为 3.23%，全国排名第九，江苏第一，区位优势显著。

(2) 电影市场长期向好、渠道下沉及院线整合将使公司受益：中国银幕数量已稳居全球首位、人均观影次数仍有较大提升空间，同时渠道下沉的增量市场将给国内票房带来新的增长点，电影市场长期向好。国内 CR3 市占率为 43%，低于同期北美 CR3 约 10 个点，整合趋势明显，领导者公司凭借资本优势及品牌优势将首先受益。公司品牌优势明显，单块银幕产出高出全国平均产出 30%，通过院线设备升级，打造智慧影城。公司的影城建设以江苏为重点，同时向长沙、合肥、芜湖、马鞍山等经济发达的二、三、四线城市积极布局，院线业务将直接受益。

(3) 全产业链布局电影业务，电影制作业务受益于渠道优势：电影制作方面：公司投资并获得公映许可证的影片共计 16 部，主导制作和投资的《白日焰火》，获得了第 64 届柏林电影节金熊奖；院线渠道方面：1H2017 公司共计拥有影院 236 家，1362 块银幕，为江苏区院线领导者，1H2017 公司院线收入 8.77 亿元，市占率为 3.21%，位居全国第九。公司以下游的院线与影城经营为突破口，通过下游业务的持续扩张拉动制作和发行上游业务，贯穿电影投资、制作、宣传、发行等全产业链的运作，发挥协同效应，电影制作业务的规模将受益于院线渠道的优势而扩大。

(4) 广电基因，打造国内电视剧精品供应商：公司系广电系统出身，渠道优势明显，多部剧在卫视及央视收视率第一，2009 年的《人间正道是沧桑》、2010 年的《老大的幸福》、2013 年的《我是特种兵之火凤凰》、2015 年的《于无声处》等。公司共计出品 62 部电视剧，包括 14 部独家投资、15 部主投及 33 部跟投，以正剧为主，覆盖当代现实、战争、青春偶像等多种题材，多次获得全国大奖，其中《我的法兰西岁月》曾获“五个一工程奖”、《于无声处》获电视剧飞天奖及优秀电视剧奖等。我们认为公司凭借精品制作的基因，立足正剧，未来有望打造正剧爆款。

### (一) 投资评级与估值

我们首次覆盖幸福蓝海，给予「增持」的投资评级：基于，(1) 区域院线领导者，在全国票房长期向好的情况下，渠道下沉开启的情况下，该等优势可被反映至院线业务；(2) 背靠江苏广电，专注内容制作，未来有望打造正剧爆款；(3) 电影全产业链布局，发挥院线优势，电影制作业务稳步发展。我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年归属母公司所有者净利润分别为 1.57 亿、1.80 亿和 2.20 亿，分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 0.42 元，0.48 元和 0.59 元，目前股价分别对应 2017 年 PE36.2x 和 2018 年 PE31.6x。我们以 2017 年 PE40.0x 为基准，目标价设定为 16.80 元，首次覆盖给予「增持」之投资建议。



## （二）关键假设点

（1）中国电影票房逐步回暖；（2）全产业链优势明显且渠道优势充分发挥；（3）电视剧内容制作持续精品化。

## （三）有别于大众的认识

区域院线领导者且单块银幕产出较高，意味着不会受单个电影票房的影响且院线业务毛利率较高，市场对该点的认可将提升估值中枢。

## （四）股价表现催化剂

中国电影票房超预期，公司院线收入持续增加为催化剂。

## （五）核心假设风险

- （1）未来中国电影票房表现；
- （2）公司院线拓展情况；
- （3）公司电视剧制作情况。



## 二、公司介绍——区域院线领导者，电影与电视协同发展

公司为广电系统内唯一一家电影院线，是国内知名影视剧制作发行与影院院线经营公司，主营业务为影视剧制作与发行、院线与影城经营。截至 2017 年 6 月底，公司共计拥有影院 236 家，1,362 块银幕。1H17 公司下属幸福蓝海院线票房为 8.77 亿元，市场份额为 3.23%，位居全国第九。2016 年营业收入 15.38 亿元，同比增长 7.01%；净利润 1.18 亿元，同比增长 2.96%；电视剧业务收入占比逐年下降为 23.45%，影城卖品收入维持在 4.90%，电影制作及院线发行、放映收入占比逐年提升，为 64.72%，是业绩主要增长点。

### （一）历史沿革——广告代理起家，逐步转型，布局影视制作与院线经营

公司于 2005 年 11 月成立之初就背靠金主“江苏广电”，以广告代理业务起家；随后通过并购、增资扩展业务线，增加电影、电视剧制作与发行及院线运营的业务；2010 年调整战略目标，整合原有业务，摒弃起家的广告代理业务、退出动画片纪录片及专题片业务、剥离演唱会经纪业务、剥离广电无线的少数股权，开启全面布局影视制作与院线运营业务；2016 年正式在创业板挂牌上市。公司先后被评为“全国文化体制改革先进企业”，“江苏省文明单位”称号，“南京最具投资价值文化企业”；同时，公司首次主投拍摄的电影《白日焰火》获得第 64 届柏林国际电影节“最佳影片金熊奖”、“最佳男演员银熊奖”；2012 年、2014 年和 2016 年三次荣获“全国十佳电视剧制作单位”称号，出品的电视剧兼具社会效益和经济效益双佳，多次获得全国“五个一工程奖”、“飞天奖”、“金鹰奖”等重磅奖项。

图表 1：历史沿革纵览

时间	事件	说明
2005年11月	广告代理起家	江苏广电以货币出资200万元设立蓝海营销，经营广告代理业务，主要代理江苏广电江苏综艺频道、江苏影视频道全天的广告。
2007年12月	业务全面转型	江苏广电通过其持有相关公司（如电视剧业务公司天地纵横、盛世影视及电影业务公司众望影视）的100%股权对蓝海传媒进行增资，公司业务全面转型为电视剧业务及电影业务。
2009年3月	院线业务开启	2009年3月，蓝海传媒收购浙江横店影视娱乐有限公司持有的院线公司前身盛世横店亚细亚院线40%股权；2010年2月，蓝海传媒收购江苏广电持有的院线公司前身蓝海亚细亚院线55%股权，控股院线公司，形成发行人的院线业务并持续经营。
2010年1月	摒弃广告营销业务	1月1日起，公司不再经营广告代理业务。
2011年	业务剥离与退出，全面布局院线运营+影视剧制作与发行	退出动画片业务及纪录片、专题片业务；剥离演唱会经纪业务；剥离广电无线的少数股权。
2011年12月	引入战略投资者，为公司经营保驾护航	13名战略投资者认购公司新增股份的价格均为9.67元/股，分别为天融金、紫金文化、吴秀波和邹静之等。
2016年8月	创业板上市	2016年8月8日，公司在创业板上市。

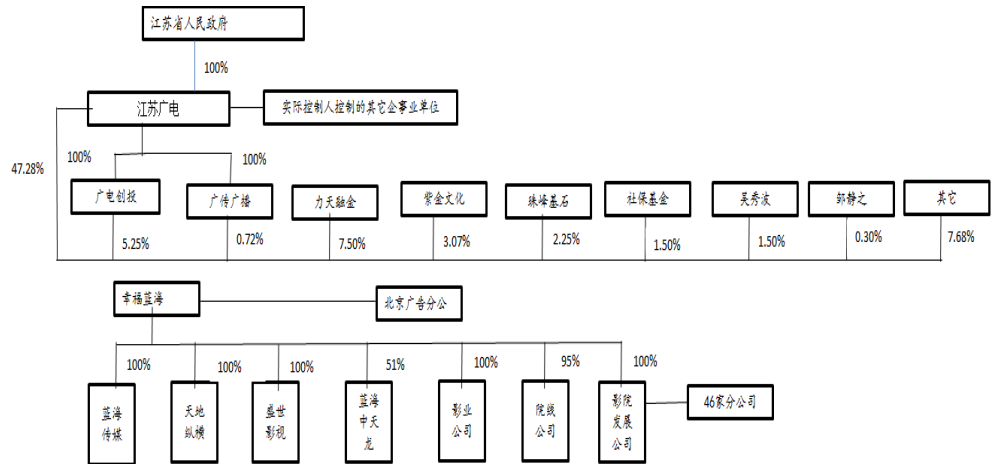
资料来源：联讯证券，公司招股说明书



## （二）股东结构—第一大股东江苏广电持股 53.25%

公司的股权结构较为集中，控股股东为江苏广电，其直接持股比例为 47.28%，通过全资子公司广电创投、广电传媒间接持股 5.25%、0.72%，合计持股 53.25%，公司的实际控制人为江苏省人民政府。江苏广电是国内最早进行电视剧内容产业化制作的省级电视台，公司延续了其内容生产追求责任和品质的优良传统，同时还可以借助其影视剧播出平台及宣传资源，助力项目推广，达到最大的协同效应。

图表 2：公司控股股东为江苏广电，实际控制人为江苏省人民政府

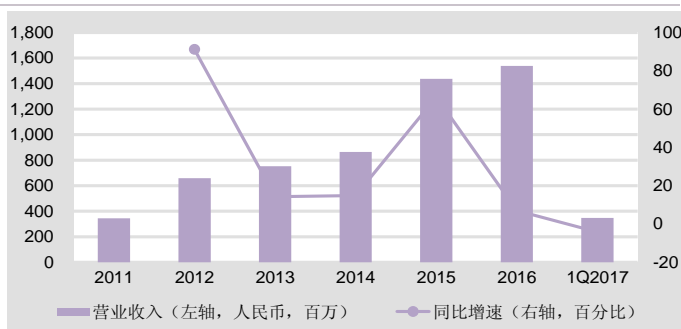


资料来源：联讯证券，公司招股说明书

## （三）财报回顾—营收 5 年复合增长率为 35%，毛利率维持在 40%以上

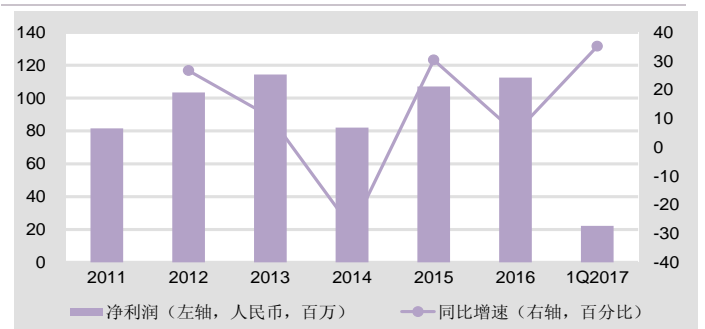
自 2011 年全面布局影视产业链以来，公司的营收和净利润取得快速增长，2011 年-2016 年营业收入复合增长率为 35%，同期归属母公司股东净利润复合增长率为 5.49%。由于 2017 年上半年中国票房收入增速放缓，1Q17 公司营收同比下滑 4.21%；但公司净利润同比增长 35.2%，主要系公司第一季度将闲置资金购买理财产品使得第一季度财务费用同比减少 1914.27%，而公司的银行存款利息及理财产品利息增加。

图表 3：1Q17 营业收入同比增速下降 4.21%



资料来源：联讯证券，wind

图表 4：1Q17 净利润同比增长 35.2%



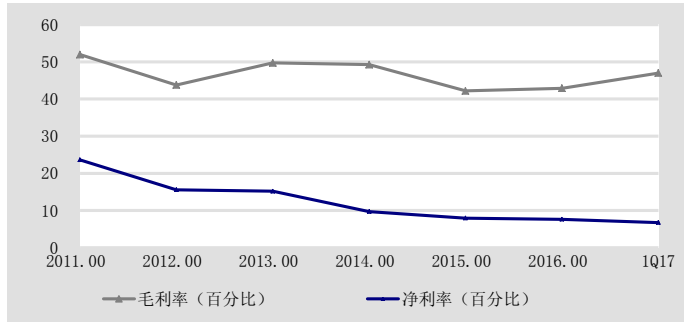
资料来源：联讯证券，wind

公司毛利率 5 年来一直维持在 40%以上，1Q17 毛利率为 47%，主要系毛利率较高的影院放映业务和影视卖品业务营收的增长。但近 5 年净利率持续下降，自 2011 年的 23.62%



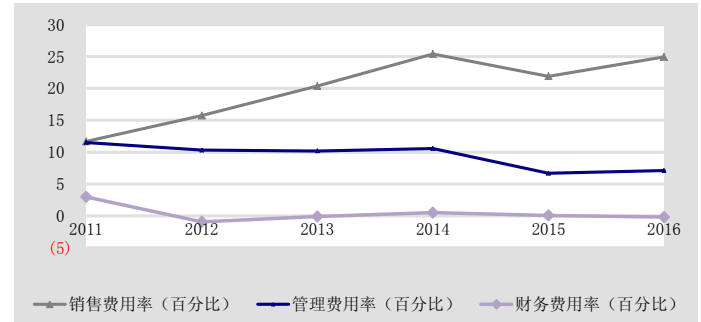
下降到1Q2017的6.76%，主要系公司采取了以资产联合为主，加盟为辅的院线经营模式，使得期间销售费用率自2011年11.67%增加到24.93%，翻了一倍。随着公司新扩张的影城迈入成熟期，且控股影城的占比提高，公司净利率有望提升。

图表 5：公司 2011-1Q17 毛利率及净利率变化趋势



资料来源：联讯证券，wind

图表 6：2011-2016 年公司销售费用率持续上升

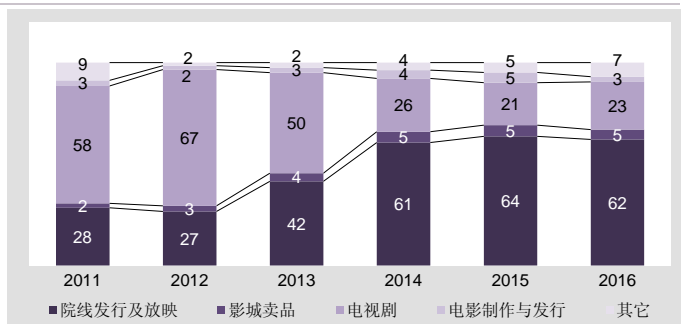


资料来源：联讯证券，wind

公司自业务结构调整以来，始终践行“渠道优先，带动内容”的发展战略，电视剧业务逐步向影城放映业务倾斜。电视剧业务占比从2011年的57.89%下降到2016年的23.45%；院线发行及影城放映业务占比则从2011年的28.45%上升到2016年的62.11%。

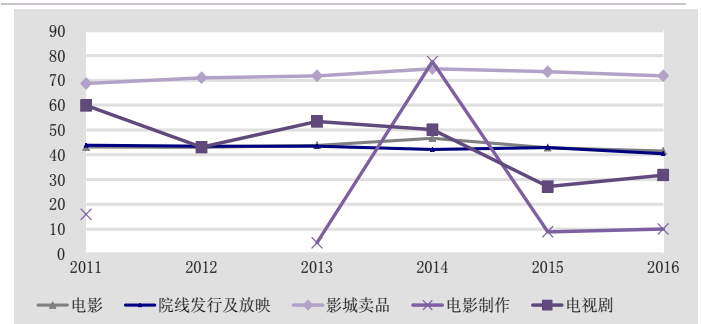
公司业绩的主要增长点是院线发行及放映业务，其毛利率相对稳定，始终维持在40%以上；影城卖品毛利率始终维持在70%以上，有望在放映业务扩张的时候增加整体业绩贡献；公司电影制作毛利率波动较大主要系2014年单片贡献较高导致当年电影业务毛利率较高，其整体规模较小，不会对公司整体业绩有较大影响；公司电视剧业务毛利率下降主要系两部电视剧《草帽警察》和《美丽背后》结转为库存商品，且“4星联播”改为“一剧两星”，在一定程度上对电视剧的盈利产生影响，公司2016年电视剧毛利率为31.8%，为行业平均水平。

图表 7：公司电视剧业务逐步向影城放映业务倾斜



资料来源：联讯证券，wind

图表 8：影城卖品毛利率维持在 70% 以上



资料来源：联讯证券，wind

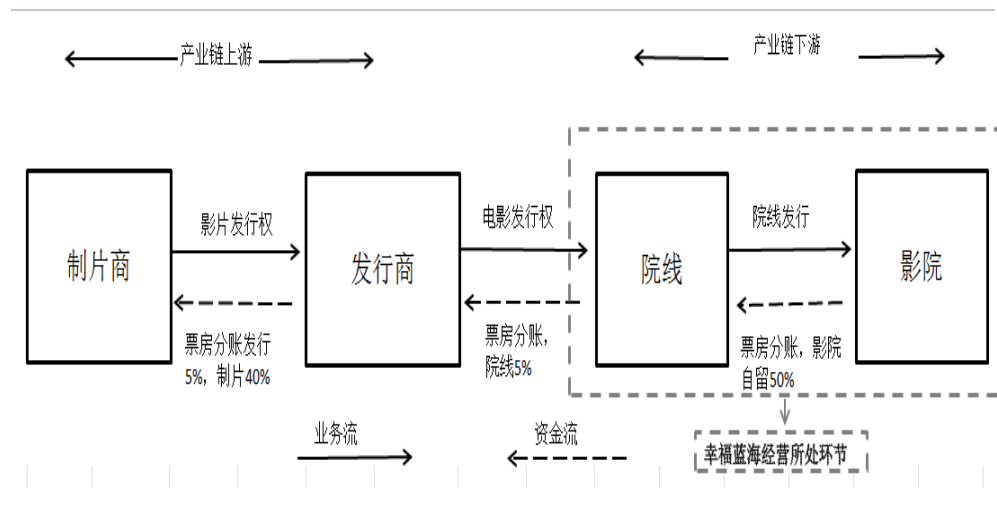


### 三、电影票房预计未来 4 年复合增长率为 19.23%，院线步入整合阶段，区域领导者将受益

#### （一）院线为电影放映主体，分账比例最高

我国的电影产业链自上而下包括制片、制作、发行、放映、衍生等环节，制片主“制”，电影内容优劣由其掌握；宣发主“宣”，负责电影的推广；院线主“排”，为电影排片布阵；影院主“品”，为顾客观影终端，获得消费者感知。院线和影院在产业链中占据重要一环，在票房收益中拿走超过 50% 的分成，目前一些院线公司还向制作、发行等上游环节渗透。

图表 9：院线为电影放映主体，影院和院线分账比例超过 50%



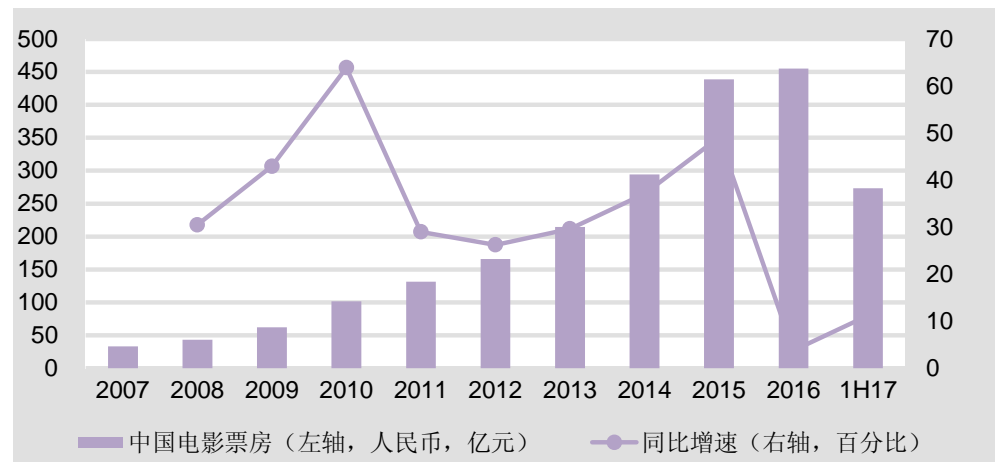
资料来源：联讯证券，艺恩电影智库

#### （二）市场容量—2017 年全国票房有望达到 557 亿元，预计未来 4 年复合增长率为 19.23%。三四线城市成为新的增长点

截止 2017 年 6 月 30 日，中国内地影市累计票房约 273.46 亿元，同比增长 11.20%。纵观过去十年，中国电影票房年复合增速达到了 30%，根据电影票房的基本公式为“票房=观影人次 X 票价”可知，过去十年的增长动力主要来自银幕数的扩张即观影人次的提升，而其他如上座率提升、票价等因素贡献较小。



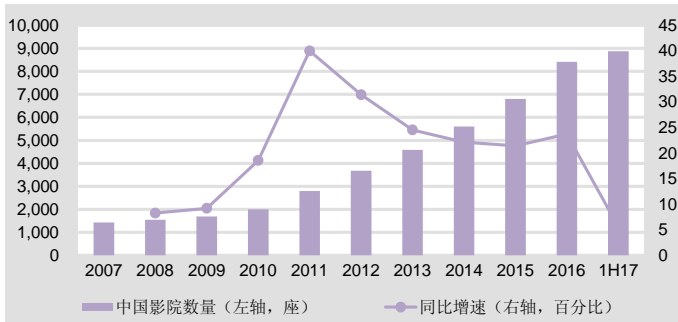
图表 10: 2007 年-2016 年中国电影票房年复合增长率为 30%



资料来源: 联讯证券, 艺恩电影智库

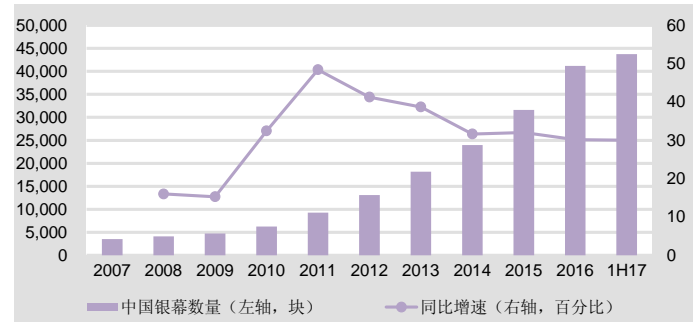
**银幕数量提升至全球首位:** 上半年观影 7.79 亿人次, 同比增长 7.75%; 放映场次达到 4461 万, 同期增长 28.89%。上半年票房的增长主要得益于银幕数量的增长, 新增影院 460 家, 新增银幕 2584 块。凭借我国院线近几年的快速发展, 影院数和银幕数的复合增长率分别为 20%、28%, 中国银幕数量已经达到 4.37 万块, 超过北美 (美国和加拿大) 的 4.35 万块, 稳居全球首位。

图表 11: 2007 年-2016 年影院数量复合增长率为 20%



资料来源: 联讯证券, 广电总局

图表 12: 2007-2016 年银幕数量复合增长率为 28%

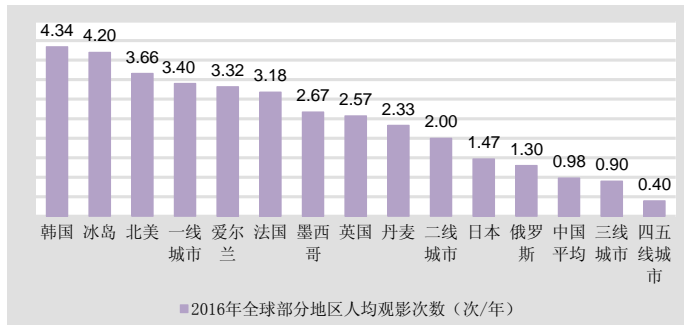


资料来源: 联讯证券, 广电总局

**人均观影次数不足同期北美地区的 30%:** 2016 年, 国内一线到四五线城市的人均观影次数分别为 3.4 次、2.0 次、0.9 次、0.4 次, 一二线城市的观影人次已接近发达国家水平, 三线城市以下还具有较大发展空间。2016 年全国人均观影次数为 0.98, 为同时期韩国的 1/4, 不足北美地区的 30%, 中国仍有较大差距。

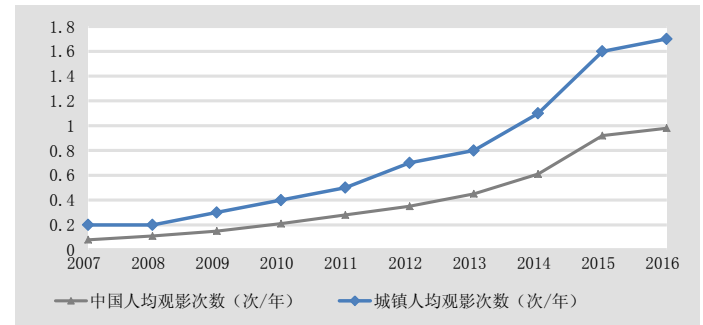


图表 13: 中国人均观影次数不足 1 次/年



资料来源: 联讯证券, 网络资料

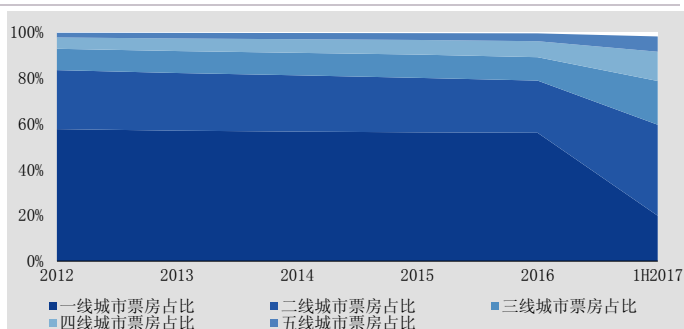
图表 14: 中国人均及城镇人均观影次数逐年递增



资料来源: 联讯证券, 网络资料

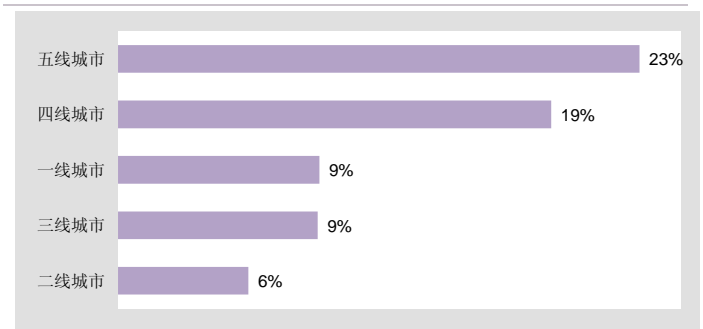
**观影下沉三线以下城市:** 与前几年银幕数量的增长主要集中在大城市不同, 未来我国银幕数量的增长将有很大一部分位于三线以下城市。从票房来看, 三线以下城市票房占比逐年提升, 从 2012 年的 16% 增长到 2016 年的 20%; 从观影人次增速看, 2016 年二线城市增速最慢仅为 8.87%, 而四五线城市的观影人次增速均达到了 20% 左右, 由此可见, 三至五线城市随着经济的发展、银幕渗透率的提升、观影次数的增加将成为未来票房的主要增长来源。

图表 15: 三线以下城市票房占比提升到了 30% 以上



资料来源: 联讯证券, 艺恩电影智库

图表 16: 2016 年各级城市观影人次增速, 四五线城市增速快



资料来源: 联讯证券, 艺恩电影智库

**2017 年全国票房有望达到 557 亿元, 预计未来 4 年复合增长率为 19.23%:** 2017 年下半年进口及国产大片实力突出:《战狼》上映四天已破十亿元;《心理罪》、《芳华》、《正义联盟》、《蜘蛛侠》等重磅大片有望拉动票房持续回暖。2014 年—2016 年上半年票房占全年票房的比例分别为 48.19%、46.14%、54%, 若按平均占比 49.44% 计算, 我们预计 2017 年国内票房为 553.11 亿元, 同比增长 21.50%, 观影人次为 16.36 亿次, 人均观影次数 1.23 次; 到 2020 年国内票房将达到 920 亿元, 4 年复合增长率为 19.23%。



图表 17: 预计未来 4 年国内电影票房复合增长率为 19.23%，2020 年将达到 920 亿元

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
电影票房（人民币，亿元）	455	553	664	787	920
同比增速（%）	4%	22%	20%	19%	17%
观影人次（亿次/年）	13.73	16.36	19.35	22.60	26.07
同比增速（%）	9%	19%	18%	17%	15%
人均观影次数（次）	0.98	1.23	1.45	1.70	1.96

资料来源：联讯证券，艺恩电影智库

### （三）市场格局及趋势—院线一超多强，国内 1H17CR3 市占率为 43% 低于北美的 52%，有望进一步整合

**院线一超多强：**2017 年上半年，国内前十大院线的集中度为 67.26%，相比 2015 年的 66.68% 略有增加。院线领导者—万达院线近 3 年票房占比均维持在 13% 以上，在影视行业内话语权较强，在相对分散的院线行业中占据了绝对优势；第二梯队的大地院线、上海联合、中影星美等票房占比为 5%-8% 的，落后万达院线快一倍的市场份额；第三梯队的横店影视、幸福蓝海等票房占比为 3% 左右，近年来也逐步加快了扩张院线的步伐。

图表 18: 国内票房前十院线排名

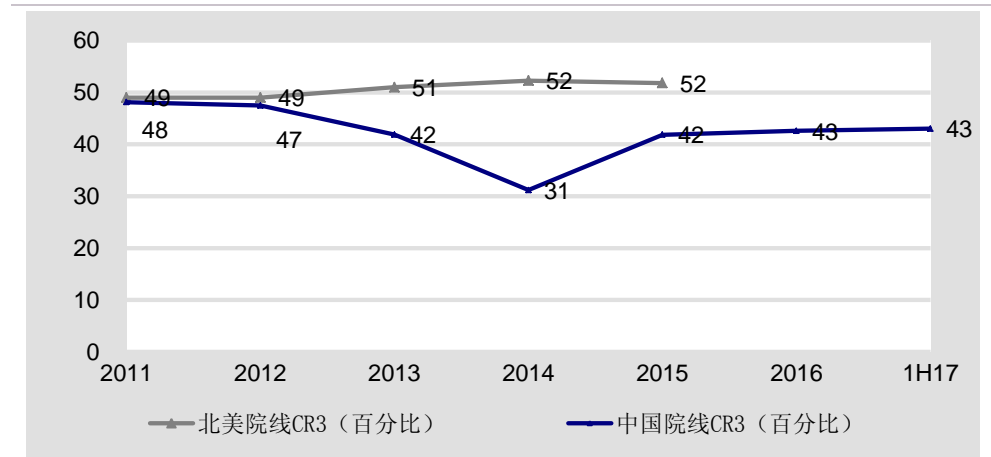
序号	1H17 市场份额 前十大院线	票房（人民币， 亿元）	市场份额	2016 市场份额 前十大院线	票房（人民币， 亿元）	市场份额	2015 市场份额 前十大院线	票房（人民币， 亿元）	市场份额
1	万达院线	36.14	13.22%	万达院线	60.88	13.38%	万达院线	59.66	13.62%
2	大地院线	23	8.41%	大地院线	36.68	8.06%	中影星美	37.73	8.61%
3	上海联合	21.94	8.02%	上海联合	35.68	7.84%	大地院线	35.28	8.05%
4	中影数字	19.74	7.22%	中影星美	34.49	7.58%	上海联合	30.96	7.07%
5	中影南方	19.58	7.16%	中影南方	32.36	7.11%	中影南方	29.76	6.79%
6	中影星美	19.17	7.01%	中影数字	29.49	6.48%	广州金逸	28.86	6.59%
7	广州金逸	14.83	5.42%	广州金逸	27.68	6.08%	中影数字	21.23	4.85%
8	横店影视	12.02	4.40%	横店影视	20.7	4.55%	横店影院	19.77	4.51%
9	幸福蓝海	8.77	3.21%	浙江时代	14.52	3.19%	浙江时代	15.66	3.57%
10	华夏联合	8.73	3.19%	华夏联合	14.44	3.17%	幸福蓝海	13.24	3.02%

资料来源：联讯证券，艺恩电影智库

**国内院线 CR3 市占率为 43%，相较 2015 年北美 CR3 的 52% 较低：**2017 年上半年，我国三大院线万达院线、中国电影、大地院线合计票房总额为 193.9 亿元（中国电影仅考虑其控股的三条院线：中影星美、中影南方新干线、中影数字），市场占有率为 42.61%。相较于 2015 年 183.66 亿元的票房以及 41.92% 的市占率有所提升。对比北美市场，2015 年北美前三大院线 Regal、AMC、Cinemark 共计贡献 52.68 亿美元的票房，市占率达到 52%，而我国院线 CR3 近几年市占率始终维持在 43%，国内院线集中度仍有较大提升空间。



图表 19：中国院线 CR3 市占率低于同时期北美 10 个百分点



资料来源：联讯证券，Bloomberg，艺恩电影智库

**院线资产证券化提速，助推企业开展并购整合：**2016 年大地院线挂牌新三板，接受华谊 8000 万的股权投资；上影、中影、幸福蓝海顺利上市；横店影视 7 月份开启 IPO 之路，这些院线在融资并购方面有了更大的想象空间。与此同时，在票补规模萎缩、人口红利下降和市场泡沫挤出之后，单银幕产出从 2015 年的 139 万元降至 2016 年的 111 万元，而新影院的单银幕产出只有 84 万元，小影院的生存越发艰难。**头部院线可凭借资本效应、品牌认可度、运营效率高等竞争优势在全国或者区域开启整合之路。**

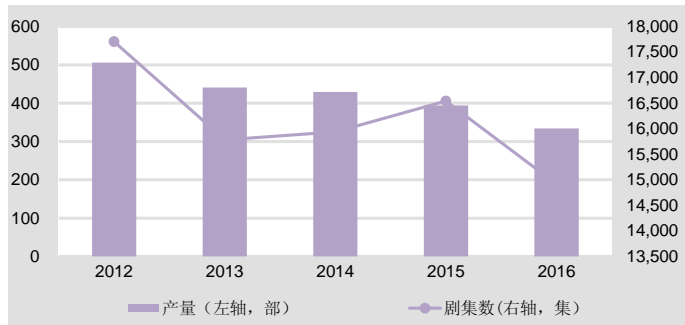
#### 四、网台联动，电视剧进入内容为王+渠道致胜

##### （一）优质内容生产商稀缺，精品剧价格持续上涨

**“提质减量”的总调控方向，优质内容生产商稀缺：**根据广电总局数据，2016 年全国各电视剧制作机构生产完成并获准发行国产电视剧 334 部 14912 集，同比 2015 年减少 60 部、1628 集。2016 年电视剧备案数在上升，获得发行许可数却在下降；同时持有广播电视许可证机构数量也逐年增加，但持有电视剧甲种证机构数量出现下滑。我们认为这与提高供给质量、推动电视剧领域供给侧改革有关，也是电视剧制作生产质量门槛和观众需求的进一步提高使然。

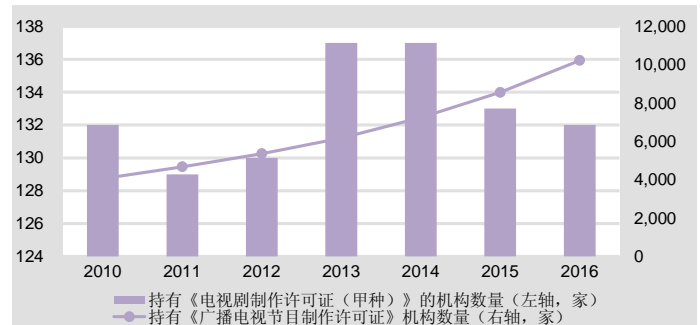


图表 20：近年来获准发行电视剧数量下滑



资料来源：联讯证券，广电总局

图表 21：持有电视剧甲种证机构数量下滑



资料来源：联讯证券，广电总局

**精品剧单集价格 10 年上涨 20 倍，“内容为王”时代来临：2017 年即将播出的《如懿传》90 集卖出 13.5 亿天价，每集价格为 1500 万元；然而 2007 年《金婚》总价格才 0.4 亿，每集价格 70 万元，10 年时间单集价格上涨 20 多倍。我们认为这是由于经过多年发展，电视剧行业市场化程度已经很高，但存在内容制作参差不齐，精品剧稀少，下游需求旺盛的特点造成的，电视剧行业已经步入了内容为王的阶段。**

图表 22：精品剧价格上涨，单集价格十年涨 20 倍

年份	电视剧	总价格（人民币，亿元）	集数	每集价格（人民币，万元）
2007	金婚	0.4	50	70
2008	我的团长我的团	0.7	43	151
2009	潜伏	0.5	30	157
2010	新三国	2.4	95	247
2011	欢乐元帅	1.3	47	281
2012	楚汉传奇	2.4	80	300
2013	辣妈正传	1.9	38	500
2014	琅琊榜	3	54	556
2015	芈月传	4.1	81	500
2016	花千骨	2.29	58	395
2017	人民的名义	2.2	56	392
2017	如懿传	13.5	90	1500
2017	孤芳不自赏	6.2	62	1000
2018	赢天下	4.8	60	800

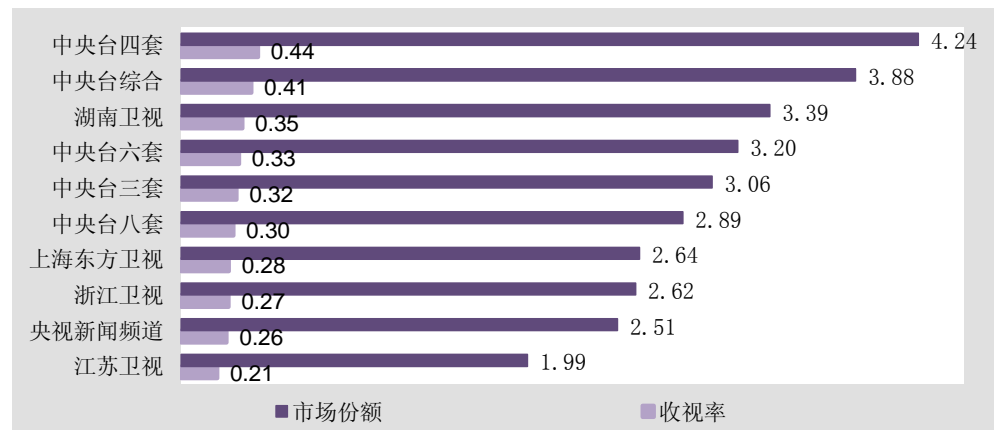
资料来源：联讯证券，公司公告，网络资料

## （二）渠道放映集中化，网台联动已成新常态，渠道优势企业将受益

**电视剧放映渠道集中，央视和一线卫视收视率较高：2017 年上半年电视台收视率前十名，央视占据 6 席，其余四席为一线卫视如：湖南卫视、浙江卫视、上海东方卫视、江苏卫视。新闻、电视剧、综艺，是拉动电视台收视率和影响力的三驾马车，一部高收视的电视剧可以拯救电视台一个季度的收视率，2017 年上半年电视剧收视率前十名多集中在一线卫视（湖南卫视、上海东方卫视）和央视（中央八套）。**



图表 23: 1H17 电视台收视率前十



资料来源: 联讯证券, CSM52

图表 24: 1H2017 年电视剧收视率前十

排序	剧名	频道	收视率(百分比)	市场份额(百分比)
1	人民的名义	湖南卫视	3.661	11.533
2	因为遇见你	湖南卫视	1.93	5.88
3	欢乐颂2	浙江卫视	1.614	5.468
4	欢乐颂2	上海东方卫视	1.584	5.364
5	放弃我抓紧我	湖南卫视	1.525	4.392
6	孤芳不自赏	湖南卫视	1.314	3.863
7	三生三世十里桃花	上海东方卫视	1.288	3.693
8	于成龙	中央电视台综合频道	1.277	4.279
9	青年霍元甲	中央台八套	1.262	3.859
10	守护丽人	上海东方卫视	1.229	3.541

资料来源: 联讯证券, CSM52

**网台联动成新常态，网络剧反哺电视台：**2016 年，多部热门网络剧成功“反哺”电视台黄金档，一线卫视周播剧场成为第二战场。大自制时代，“网络剧”与“电视剧”正打破界限，开启多种合作模式。先网后台、网台联动已成新常态，在玩法上不断创新。



图表 25：2016 年网台联动电视剧收视率较高



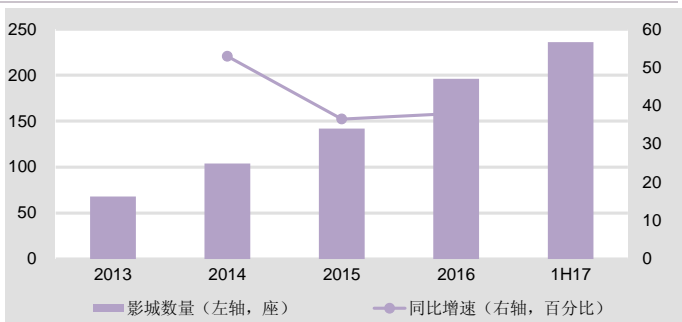
资料来源：联讯证券，艺恩电影智库

## 五、渠道+内容双轮驱动，公司做足乘法效应

### （一）区域院线领导者，强者恒强

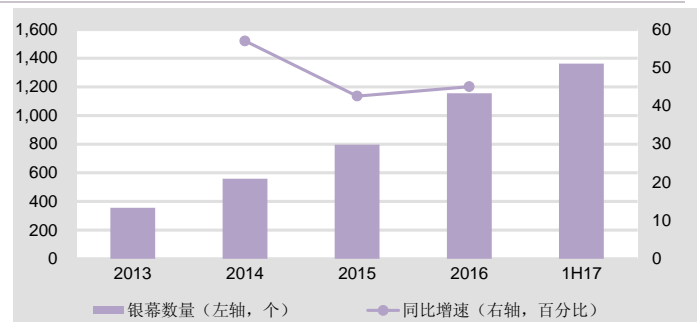
院线扩张加速，单块银幕产出高出全国平均水平的 32%。截至 2017 年 6 月底，公司共计拥有影院 236 家，1362 块银幕，为江苏区院线领导者。2012-2016 年公司影院、银幕复合增长率分别为 30%、34%，而全国影院及银幕复合增速仅为 19%、28%。公司自有影院单银幕产出达 146.9 万，超过全国平均水平的 111 万，且上座率位居全国前列。公司未来计划投资 7.36 亿元在全国 29 个城市新建影城 34 家，新增银幕数 269 块，迅速提升市场份额，计划到 2020 年自有影院超过 100 家，银幕数超过 1000 块，复合增长率分别为 18%、26%。

图表 26：2012-2016 年公司影城复合增长率为 30.3%



资料来源：联讯证券，公司公告

图表 27：2012-2016 年公司银幕复合增长率为 34.24%



资料来源：联讯证券，公司公告

区域优势明显，深耕江苏、面向全国：1H2017 公司院线收入 8.77 亿元，市占率为历史峰值 3.21%，位居全国第九。2015 年度，公司院线收入 13.24 亿元，其中江苏省内票房收入 7.30 亿元，在江苏省市占率为 16.77%，为江苏地区票房排名和市占率第一位。根据艺恩电影智库统计，1H2017 幸福蓝海院线在江苏十三市合计票房达到 4.85 亿，票房



占比为 19.11%，在各大院线中排名第一。公司在江苏省内以及上海、成都、西安等城市开启新建、并购影院计划，力争成为国内领先的院线服务商。

图表 28：公司票房从 2012 年的十九位提升到 1H17 的第九位

年份	公司票房 (亿元)	市占率	全国排名
2012	2.5	1.5%	第十九位
2013	4.9	2.3%	第十五位
2014	4.5	1.5%	第十六位
2015	13.2	3.0%	第十位
2016	14.1	3.1%	第十一位
1H17	8.8	3.2%	第九位

资料来源：联讯证券，艺恩电影智库

图表 29：江苏省属票房重省，四年稳居全国第二

年份	江苏票房 (亿元)	市占率	全国排名
2012	15.2	9.2%	第三位
2013	20.0	9.3%	第二位
2014	27.9	9.5%	第二位
2015	41.7	9.5%	第二位
2016	41.9	9.2%	第二位
1H17	25.2	9.3%	第二位

资料来源：联讯证券，艺恩电影智库

**渠道下沉受益者，加快布局三四线城市：**公司的影城建设以江苏为重点，同时向长沙、合肥、芜湖、马鞍山等经济发达的二、三、四线城市积极布局，分享渠道下沉的红利。公司计划投资新建的 34 家影城，一线城市 4 家，二线城市 9 家（含省会城市），其余 21 家都位于三四五线城市。

图表 30：公司计划新投资影城

单位：平方米、个、万元

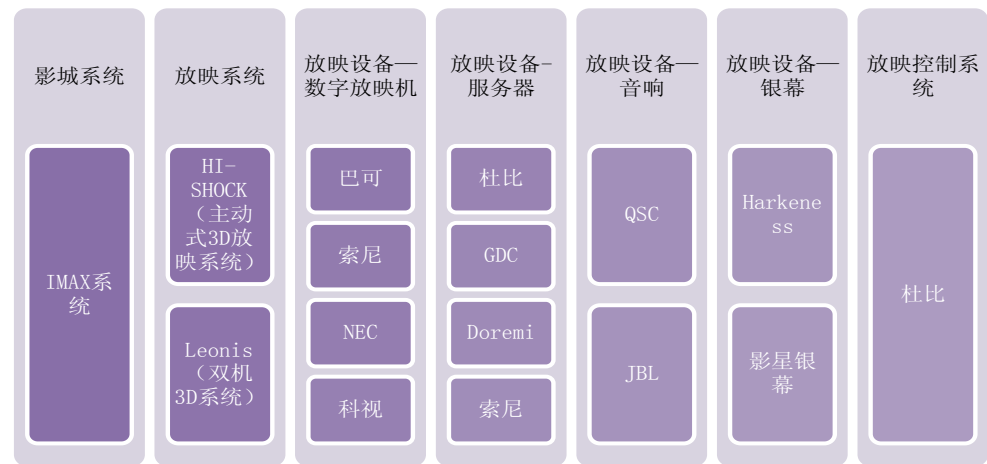
序号	影城	面积	厅数	座位数	预计投资额
1	合肥港汇影城	4,409.00	7	1,417	2,102.74
2	郑州管城影城	7,800.00	7	1,584	1,927.79
3	无锡金太湖影城	5,140.00	7	1,375	1,868.49
4	芜湖侨鸿影城	4,300.00	6	1,467	1,530.87
5	徐州中央影城项目 (IMAX)	3,975.00	7	1,384	3,137.30
6	无锡 T12 影城	3,600.00	7	995	1,330.17
7	南通影城 (IMAX)	5,500.00	8	1,500	2,436.14
8	仁和春天国际广场项目 (IMAX)	8,000.00	11	1,884	4,210.00
9	淮安中央项目 (Imax)	4,350.00	8	1,420	3,108.87
10	武汉雄楚影城	5,500.00	9	1,495	1,945.22

资料来源：联讯证券，招股说明书

**院线设备升级，打造智慧影城：**2017 年上半年公司与 IMAX 新签约 40 家影院，将于 2020 家落成，旗下的 IMAX 影院总数提升到 72 家，成为 IMAX 全球第五大以及亚太第三大院线合作伙伴；自建影院全面采用世界一流技术标准，率先引进美国 MX4D、加拿大 D-BOX 等顶级 4D 设备，4K 超高清放映机安装率超过 50%，多项技术排名全国第一；影城管理采用自主研发的 NOC 管理平台，致力于打造行业领先的“智慧影城”。



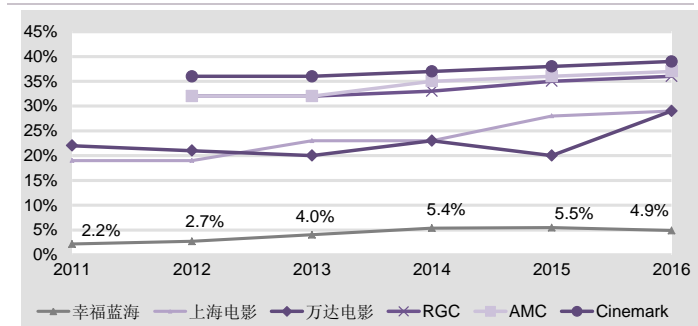
图表 31：院线设备全面升级



资料来源：联讯证券，招股说明书

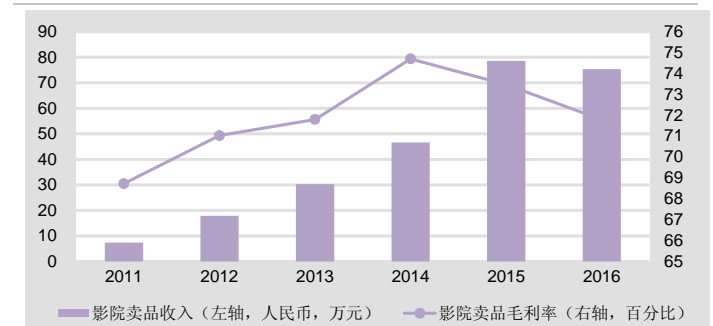
**非票房收入仍有较大提升空间：**公司的非票房收入主要来自于（衍生品、餐饮食品等）、广告收入、场地租赁等多种营收形态，通过搭建自己的电商网站和衍生品销售直营渠道带动收入上涨。自 2012 年开始，公司影城卖品的毛利率维持在 70%，非票房收入占比却不足 6%。对标国内情况来看，万达电影、上海电影的非票收入占比确已接近 30%；而北美的三条院线 Regal、AMC、Cinemark 的非票收入均在 35%-40%的区间内，我们认为公司非票收入占比仍有较大提升空间，在较高毛利率的情况下，将会给公司业绩做出贡献。

图表 32：公司非票收入占比低不足 6%



资料来源：联讯证券，Bloomberg，wind

图表 33：公司影城卖品收入提升，毛利率维持在 70%

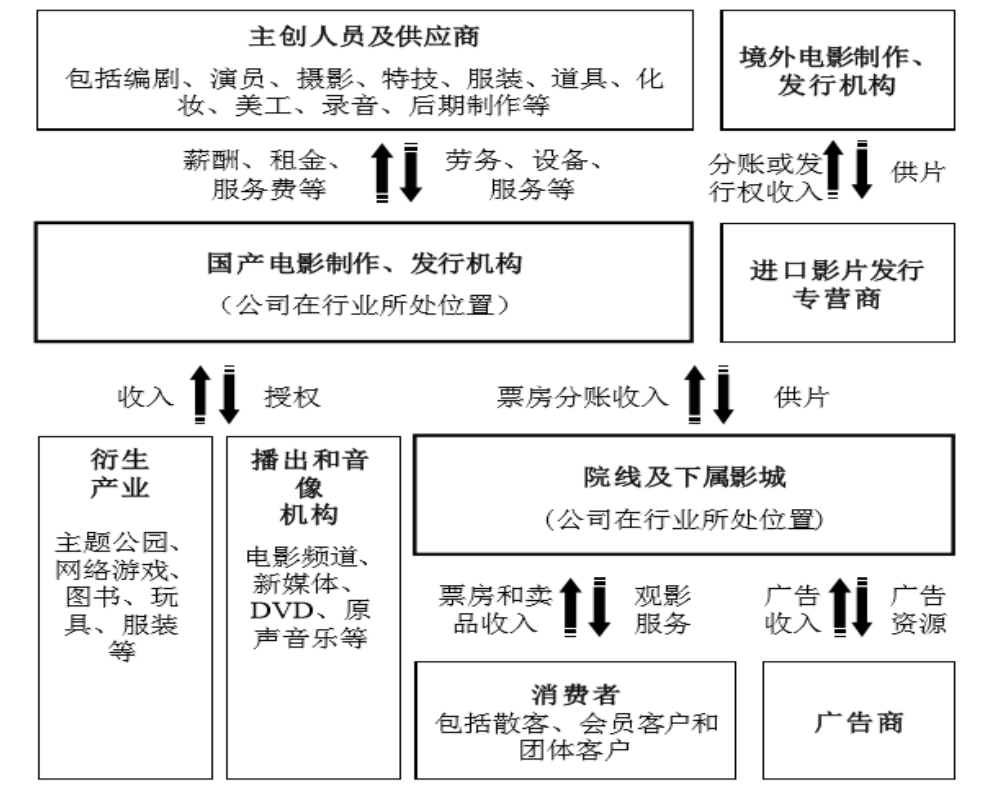


资料来源：联讯证券，wind

**全产业链布局，提升议价能力：**公司以下游的院线与影城经营为突破口，通过下游业务的持续扩张拉动制作和发行上游业务，形成贯穿电影投资、制作、宣传、发行等产业链的多个环节，注重全产业链的整体运作和协同效应，有利于提升公司对影视行业上下游的议价能力。

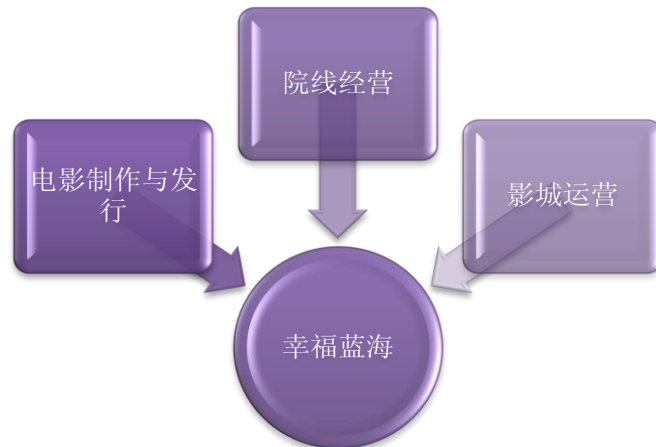


图表 34：公司所处行业位置



资料来源：联讯证券，招股说明书

图表 35：公司所处行业位置



资料来源：联讯证券，招股说明书

## (二) 广电基因，打造国内影视领域精品供应商

**广电系统，资源禀赋优异：**公司隶属于江苏广电，主要领导班子及董事会成员多系广电系统出身，影视从业经验丰富；主要管理和销售人员曾就职于江苏广电电视内容制作和采购部门，熟悉行业运作规律，经验丰富；公司控股股东江苏广电的播放平台江苏卫视多年来收视率一直处于卫视前五名，且系公司的第一大客户，通过联合有助于公司项目推广。江苏广电旗下资源丰富，有石琳影视基地和南京电影制片厂，未来有可能作为优



质资产并入公司。

图表 36: 江苏广电多年来一直为公司的第一大客户

年份	销售金额 (亿元)	销售内容	占营收比重	销售额排名
2013	1.05	电视剧播映权	14%	1
2014	0.31	视剧、电影播映	4%	3
2015	0.97	点数播映权	7%	1
2016	0.97	电视剧播映权	6%	1

资料来源: 联讯证券, 公司公告

图表 37: 公司领导班子实力雄厚, 多系广电系统出身

姓名	现公司职位	江苏广电任职情况
卜宇	董事长	江苏广电党委书记
黄信	董事长	江苏广电总经理
洪涛	董事、总经理	曾任江苏广电影视频道总监
刘为民	监事会主席	江苏广电监察室主任
王宁	监事会	江苏广电 战略规划与媒体融合研究中心副主任
陈小杭	副总兼艺术总监	曾任江苏广电影视娱乐中心制片人

资料来源: 联讯证券, 招股说明书

**精品制造基因, 有望打造正剧爆款:** 截至 2017 年上半年, 公司共计出品 62 部电视剧, 包括 14 部独家投资、15 部主投及 33 部跟投。在电视剧制作方面公司承袭了江苏广电内容生产追求责任和品质的优良传统; 公司的“影视项目投资决策会”由董事会主要成员担任, 其中部分董事系江苏电视台内容产业生产的主要领导, 立项审核阶段即能够结合市场最前沿动向, 立项做到严、稳、准。公司电视剧制作以正剧为主, 收视与口碑俱佳, 覆盖当代现实、战争、青春偶像等多种题材, 其中《我的法兰西岁月》曾获“五个一工程奖”。我们认为公司凭借精品制作的基因, 立足正剧, 未来有望打造正剧爆款。

图表 38: 公司出品的电视剧收视率与口碑俱佳

出品时间	电视剧	获得荣誉	收视率情况
2009	《人间正道是沧桑》	第15届亚洲电视大奖最佳电视剧、第25届中国电视金鹰奖优秀电视剧奖、第16届上海电视节最佳电视剧连续剧金奖	平均收视率2.6%, 打破央视八套开年的记录
2010	《老大的幸福》	最佳电视剧奖、2010年度十佳电视剧	收视率4.63%, 央视一套收视冠军, 全国收视第二
2011	《断刺》	中国电视金鹰奖优秀电视剧奖	平均收视1.38%, 是同题材第一名, 江苏卫视收视冠军
2012	《我们的法兰西岁月》	第十二届精神文明建设“五个一工程”奖、飞天奖长篇电视剧一等奖、金鹰奖优秀电视剧奖	央视一套播出, 收视口碑俱佳
2012	《山楂树之恋》	全国十佳制片优秀电视剧奖	收视率一般
2013	《我是特种兵之火凤凰》	全国十佳制片优秀电视剧奖	江苏卫视、湖南卫视收视冠军, 收视率破2
2014	《精忠岳飞》	第十届中国金鹰电视艺术节优秀电视剧奖、2014横店影视节最佳电视剧奖、	首播成绩1.33%, 汇集人气演员, 收视率较高
2015	《于无声处》	第30届中国电视剧飞天奖优秀电视剧奖、金鹰奖最佳美术奖	央视首播, 收视率稳居同时段第一, 连续多日稳居第一
2017	《最后一张签证》	口碑较好	历史正剧, 收视一般, 已经售出国外版权
2017	《繁星四月》	剧情较好, 口碑不错	收视率江苏卫视前三, 网络点击量超过3亿

资料来源: 联讯证券, 公司公告, 网络资料



**电影业务投资+制作，制作潜力巨大：**公司投资并获得公映许可证的影片共计 16 部，其中 1 部为独家投资，1 部为主投，12 部为跟投，另外还有 2 部为以固定回报形式跟投。公司曾参与投资参与投资《南京！南京！》、《让子弹飞》、《十月围城》、《一步之遥》等电影，均取得了不错的票房成绩，其中《让子弹飞》及《一步之遥》均取得了 5 亿元以上的票房。公司作为《白日焰火》的主要投资方（60%投资比例）兼主导制作方，该部影片获得了第 64 届柏林电影节金熊奖，显示了公司在电影制作、发行行业的潜力巨大。

图表 39：白日焰火获得金熊奖



资料来源：联讯证券，网络资料

图表 40：公司电影业务投资+制作

制作方式	片名
独家制作	《吴仁宝》
主投	《白日焰火》
跟投	《一切都好》、《命中注定》、《三城记》、《栀子花开》、《一步之遥》、《白发魔女之明月天国》、《杀戒》、《愤怒的小孩》、《血滴子》、《鸿门宴传奇》、《让子弹飞》、《武侠》、《秋之白华》、《亲密敌人》

资料来源：联讯证券，招股说明书

**捆绑卡司+编剧，保持长期稳定合作：**公司 2011 年引入战略投资者，著名影视剧制作人、艺人吴秀波认购公司 2% 的股份，且与公司签订协议优先考虑公司制作的电视剧项目；著名影视编剧邹静之认购公司 0.4% 股份且将为公司拓展剧本。通过捆绑优秀演员和编剧，可以使公司未来在影视制作上更具竞争力。

图表 41：公司捆绑卡司+编剧

- 电视剧：《黎明之前》、《请你原谅我》、《心术》、《军师联盟》
- 电影：《北京遇上西雅图》、《不二情书》、《空天猎》
- 荣誉：金鹰电视艺术节最佳表演艺术男演员奖、金鹰奖最受观众喜爱男演员奖、百花奖最佳男主角提名

吴秀波主要影视作品及荣誉



- 电影：《一代宗师》、《大唐玄奘》、《归来》、《赤壁》、《大武生》
- 电视：《康熙微服私访记系列》、《铁齿铜牙纪晓岚系列》、《中国 1945 之重庆风云》、《倾城之恋》
- 荣誉：第 25 届中国电视剧飞天奖优秀编剧奖

邹静之主要编剧作品及荣誉



资料来源：联讯证券，网络资料

**项目储备丰富，未来发展可期：**公司在电影、电视剧领域储备了较多项目，其中电视剧 3 部 114 集，电视剧题材定位鲜明，既有定制剧为十九大献礼的《中国兄弟》，又有知名 IP《海上繁花》，在播出方式上公司将采用网台联动的方式；电影 3 部，其中《两个人的海岛》项目正积极推动中。随着公司资金的逐步到位，电视剧和电影业务有望实现快速增长。



图表 42: 公司影视剧项目储备丰富

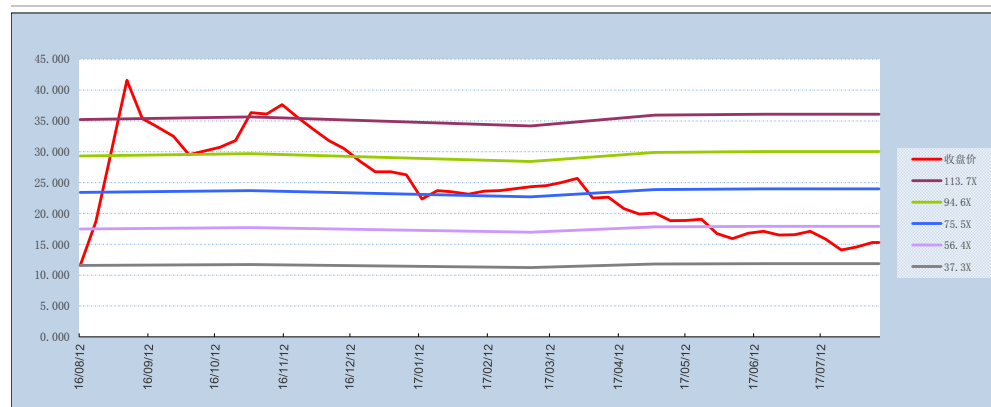
系列	影视剧项目及名称	题材	集/部 (暂定)	进展情况
一、电视剧				
1	《海上繁花》	都市情感剧	40	已杀青, 后期制作
2	《中国兄弟》	励志情感剧	44	后期制作
3	《雪乡绝恋》	现代都市剧	30	后期制作
-	小计		114	-
二、电影				
1	《两个人的海岛》	——	1	积极推进中
2	《好久不见》	——	1	已备案公示
3	《分开旅行》	——	1	已备案公示
	小计		3	-

资料来源: 联讯证券, 公司公告

## 六、投资建议

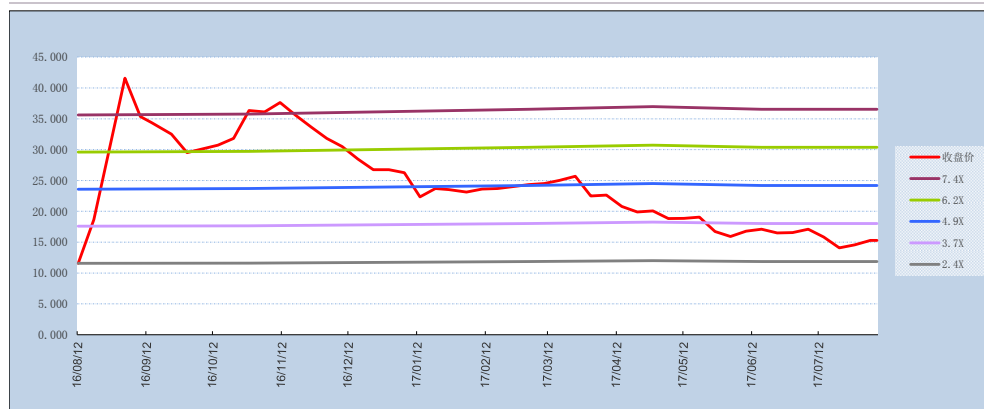
我们首次覆盖幸福蓝海, 给予「增持」的投资评级: 基于, (1) 区域院线领导者, 在全国票房长期向好的情况下, 渠道下沉开启的情况下, 该等优势可被反映至院线业务; (2) 背靠江苏广电, 专注内容制作, 未来有望打造正剧爆款; (3) 电影全产业链布局, 发挥院线优势, 电影制作业务稳步发展。我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年归属母公司所有者净利润分别为 1.57 亿、1.80 亿和 2.20 亿, 分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 0.42 元, 0.48 元和 0.59 元, 目前股价分别对应 2017 年 PE36.2x 和 2018 年 PE31.6x。我们以 2017 年 PE40.0x 为基准, 目标价设定为 16.80 元, 首次覆盖给予「增持」之投资建议。

图表 43: 公司历史 PE 区间





图表 43：公司历史 PB 区间



资料来源：联讯证券，Wind

## 七、风险因素

中国电影票房增长不达预期。





## 分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)