

证券研究报告—动态报告

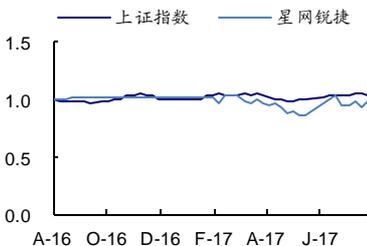
信息技术

通信

星网锐捷(002396)
增持

昨收盘: 18.94 元 (维持评级)

2017年08月15日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	539/530
总市值/流通(百万元)	10,211/10,045
上证综指/深圳成指	3,209/10,291
12个月最高/最低(元)	21.17/16.41

相关研究报告:

《星网锐捷-002396-重大事件快评: 资产收购获批文, 内部整合进入收官阶段》——2017-07-28
 《星网锐捷-002396-静水流深的 ICT 方案供应商》——2017-07-10

证券分析师: 程成

电话: 0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001
联系人: 汪洋
 电话: 010-88005317
 E-MAIL: wangyang7@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析
迷你 KTV 市场有望爆发, 星网视易占据优势
● 迷你 KTV 成为孤独经济与碎片化消费新宠

自 2016 年以来, 一种类似电话亭式的迷你 KTV 设备悄然抢占各大商场、影院、游戏厅等公共场所。由于迎合了“孤独经济”与“碎片时间消费”两大风口, 迷你 KTV 市场发展态势如火如荼。相对于传统 KTV, 迷你 KTV 具有收费灵活、自助式服务、便于分享等优点, 备受年轻人青睐。据艾媒咨询统计, 2016 年中国线下迷你 KTV 市场规模已达到 16.5 亿元, 2019 年市场规模有望突破 120 亿元, 未来三年复合增速超过 90%, 增幅超过 6 倍。

● 产品同质性强, 市场仍处于跑马圈地阶段

星网锐捷全资子公司星网视易作为国内领先的 KTV 联网娱乐点播系统供应商, 于今年 6 月发布“多唱 K 吧”产品, 正式进军迷你 KTV 市场。目前国内投放的迷你 KTV 设备在 3 万台左右, 相对于几十万甚至上百万台的市场容量, 仍有较大空间。由于迷你 KTV 产品具有较强盈利能力, 成本回收周期短, 受到众多公司追捧。据测算, 单台设备每月创收在 6000 元左右, 扣除维护费、场地租金、设备折旧费后, 利润约 2000 元。然而, 当前各大厂商产品同质性强, 投放规模差异不大, 市场仍处于跑马圈地阶段, 行业龙头仍不见端倪。

● 借助上市公司平台, 星网视易有望占据优势

迷你 KTV 市场行业竞争者较多, 但大多属于初创型企业, 星网视易背靠上市公司平台, 凭借在 KTV 行业内十余年的经验积累, 有望占据优势, 迷你 KTV 产品也有望成为公司继传统 KTV 系统方案之后, 新的业绩增长点。

● 迷你 KTV 成为新的业绩亮点, 维持“增持”评级

我们认为迷你 KTV 将成为公司新的业绩亮点, 预计公司 17-19 年营业收入分别为 71.80/91.52/117.69 亿元, 归母净利润分别为 3.79/4.46/5.30 亿元, 摊薄前当前股价对应的 PE 为 28/24/20 倍; 考虑本次收购升腾资讯和星网视易少数股东权益后, 17-19 年备考净利润分别为 4.50/5.46/6.69 亿元, 摊薄后当前股价对应的 PE 为 25/21/17 倍, 维持“增持”评级, 建议重点关注。

● 风险提示: 迷你 KTV 市场竞争加剧; 迷你 KTV 市场监管政策风险。
盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,517	5,688	7,180	9,152	11,769
(+/-%)	24.0%	25.9%	26.2%	27.5%	28.6%
净利润(百万元)	262	319	379	446	530
(+/-%)	8.5%	21.8%	18.8%	17.6%	18.8%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.59	0.70	0.83	0.98
EBIT Margin	11.5%	10.6%	6.3%	6.5%	6.5%
净资产收益率(ROE)	10.0%	11.1%	12.8%	14.5%	16.6%
市盈率(PE)	38.9	32.0	28.0	23.9	20.1
EV/EBITDA	19.9	17.2	26.4	22.2	18.9
市净率(PB)	3.9	3.5	3.58	3.46	3.33

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

迷你 KTV 成为孤独经济与碎片化消费新宠	3
市场有望爆发，设备商纷纷跑马圈地	4
迷你 KTV 如雨后春笋般涌现，市场规模翻番增长	4
产品同质性强，市场仍处于跑马圈地阶段	5
迷你 KTV 市场运营模式及盈利成本分析	6
借助上市公司平台，星网视易有望占据优势	7
盈利预测与投资建议	9
风险提示	9
附表：财务预测与估值	10
国信证券投资评级	11
分析师承诺	11
风险提示	11
证券投资咨询业务的说明	11

图表目录

图 1：星网视易多唱 K 吧外观图	3
图 2：迷你 KTV 市场影响力指数	5
图 3：迷你 KTV 市场规模及预测	5
表 1：迷你 KTV 与传统 KTV 比较	4
表 2：各大迷你 KTV 设备商品牌及规模	4
表 3：迷你 KTV 行业并购重组案例	5
表 4：迷你 KTV 设备横向比较	6
表 5：迷你 KTV 运营模式比较	7
表 6：迷你 KTV 收费标准	7

迷你 KTV 成为孤独经济与碎片化消费新宠

自 2016 年以来,一种类似电话亭式的迷你 KTV 设备悄然抢占各大商场、影院、游戏厅等公共场所。由于迎合了“孤独经济”与“碎片时间消费”两大风口,迷你 KTV 有望在短期内成为百亿级市场。

迷你 KTV 是一个汇聚唱歌、录歌、分享、交友等功能于一体的智能自助娱乐终端。一个标准的迷你 KTV 拥有 2-3 平米封闭玻璃房,配备触屏播控系统、耳机、麦克风、空调及灯光等设备,可供 1-2 人进行 K 歌。用户通过扫描二维码即可进入点歌系统,选择时段,通过手机进行支付,非常便捷。

图 1: 星网视易多唱 K 吧外观图



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所分析师整理

迷你 KTV 主要定位在孤独经济和用户碎片化时间消费两大群体。一个人吃饭、一个人看电影、一个人逛公园,“一人份”的消费需求越来越突出,迷你 KTV 迎合了一个人 K 歌的需求。如果把传统 KTV 里面 K 歌比作一群人的孤单,那么迷你 KTV 里面 K 歌则是一个人的狂欢。

此外,迷你 KTV 也逐渐成为碎片化时间消费的新宠。当你在餐馆门口排队等待用餐,离电影开场还要两小时,早到车站一钟头,除了玩玩手机游戏外,迷你 KTV 也许是个新选择。

迷你 KTV 打造一种全新的 K 歌体验。相对于传统 KTV,迷你 KTV 便捷灵活,自助式服务,环境相对安静,唱完之后扫码支付,还能轻松分享给朋友,符合当下移动互联网风格,备受青睐。

表 1: 迷你 KTV 与传统 KTV 比较

	传统 KTV	迷你 KTV
使用面积	大、中、小包间	2-3 平米
收费标准	按时间收费，一般以一小时起，不足一小时按一小时收费	按曲目收费或按实际使用时间灵活计费
参与人数	少则 1-2 人，多则 10-20 人	1-2 人
营业场所	专门娱乐场所	商场等公共场所角落
时间占用	以小时为单位的整块时间	不固定的碎片化时间
用户体验	环境嘈杂，适合社交娱乐	环境相对安静，适合练歌、录歌

资料来源：互联网，国信证券经济研究所分析师整理

市场有望爆发，设备商纷纷跑马圈地

迷你 KTV 如雨后春笋般涌现，市场规模翻番增长

不到两年时间里，迷你 KTV 品牌正如雨后春笋般涌现，截至目前已有十家公司推出了迷你 KTV 产品。

星网锐捷全资子公司星网视易作为国内领先的 KTV 联网娱乐点播系统供应商，于 2017 年 6 月发布“多唱 K 吧”2017 新品，正式进军迷你 KTV 市场。

目前市场投放的迷你 KTV 设备在 3 万台左右，各家厂商规模不一，但相对于几十万甚至上百万台的市场容量来看，都难以称雄。

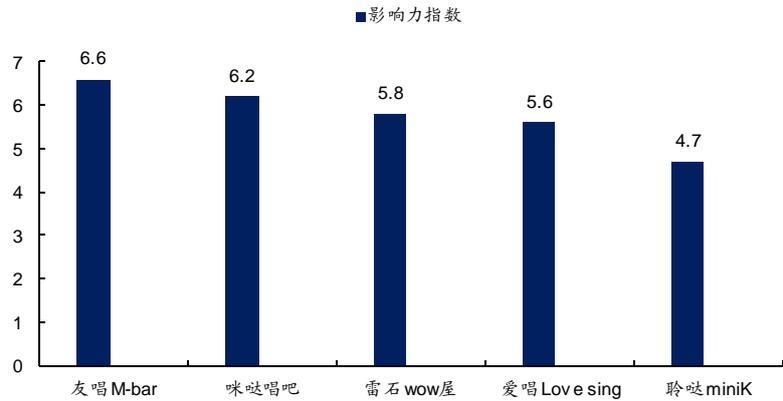
表 2: 各大迷你 KTV 设备商品牌及规模

公司名称	迷你 KTV 品牌	设备规模
友宝在线（前沿科技）	友唱 m-bar	超过 6000 台
北京唱吧（艾美科技）	咪哒/唱吧	超过 6000 台
北京雷石	雷石 wow 屋	超过 1000 台
广州千惠	歌神/嗨 D	超过 1000 台
深圳玩美	录萌棚	超过 500 台
搜狗科技	聆塔 miniK	超过 500 台
星网锐捷（星网视易）	多唱 K 吧	超过 500 台
广州友咪哒	友咪哒	N/A
福建海媚	易 K 地带	N/A
四川音创	阿 Q-MIC	N/A
爱唱	爱唱 love sing	N/A

资料来源：慧聪音响灯光网，国信证券经济研究所分析师整理

从市场关注度来看，据艾媒咨询报告，行业关注度前三名的厂商分别为友唱 m-bar、咪哒、雷石。星网视易的多唱 K 吧由于推出较晚，仍处于追赶阶段。

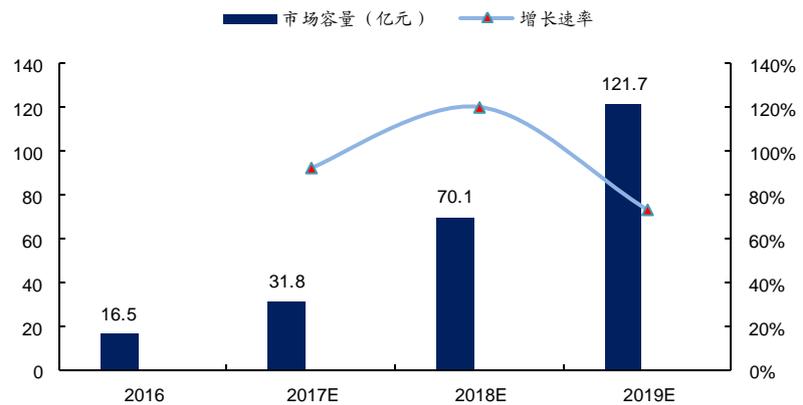
图 2: 迷你 KTV 市场影响力指数



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

迷你 KTV 市场有望爆发, 未来三年复合增速超过 90%。据艾媒咨询统计, 2016 年中国线下迷你 KTV 市场规模达到 16.5 亿元, 2019 年市场规模有望突破 120 亿元, 未来三年复合增速超过 90%, 增幅超过 6 倍。

图 3: 迷你 KTV 市场规模及预测



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

迷你 KTV 市场的爆发式增长, 吸引不少资金追捧, 过去一年行业内出现多起并购重组事件。2016 年 7 月, 雷石 wow 屋从尚势资本和正和岛基金成功完成 B 轮融资, 金额在亿元级别; 2017 年 2 月, 唱吧对咪哒 miniK 进行战略投资, 金额在千万元级别; 2017 年 5 月友宝在线宣布以 1.2 亿元完成对友唱的收购。

表 3: 迷你 KTV 行业并购重组案例

品牌商	融资轮次	投资方	投资时间	融资规模
友唱 M-bar	并购	友宝在线	2017.05	1.2 亿
雷石 wow	B 轮	尚势资本, 正和岛基金	2016.07	亿元及以上人民币
咪哒 miniK	战略投资	唱吧	2017.02	数千万人民币级别

资料来源: 公司新闻, 36Kr, 国信证券经济研究所分析师整理

产品同质性强, 市场仍处于跑马圈地阶段

我们认为, 迷你 KTV 市场空间较大, 但当前各大厂商产品同质性较强, 投放规

模差异不大，市场仍处于跑马圈地阶段，行业龙头仍不见端倪。

各家厂商生产的迷你 KTV 设备无论在产品外观、配套设备、使用流程、基本功能等方面都大同小异。

表 4: 迷你 KTV 设备横向比较

性能对比	友唱 M-bar	雷石 wow屋	多唱 K吧
占地面积	2-3 m ²	2-3 m ²	2.55 m ²
功率	200W (不含空调)	500W (不含空调)	200W (不含空调)
网络		4G 网络	可使用网线 (标配一台路由) 或 4G 网络
配套设备	显示屏、触摸屏, 座椅, 头戴式耳机、麦克风	显示屏、触摸屏, 座椅, 头戴式耳机、麦克风	显示屏、触摸屏, 座椅, 头戴式耳机、麦克风
功能	唱歌, 录音, 分享, 游戏互动	唱歌, 录歌, 分享	唱歌, 录歌, 分享, 交友
灯光	炫彩迎宾地灯		房顶地面渐变色彩, 嵌入魔球, 动感灯带
座椅	2 个高脚凳	2 个高脚凳+1 高凳	2 个
智能空调控制	支持	支持	支持
消毒方式	消毒灯, 无人时消毒	话筒套消毒	紫外线消毒
支付方式	移动支付	游戏币支付, 移动支付	移动支付、Q 币支付
安全性能	防爆玻璃, 防摔提示	防爆玻璃	15mm 钢化防爆玻璃, 防摔椅子, 工业级电源
隔音性能	共振能量吸收式天花板	支持	支持
收费模式	包时	包时、包曲	包时
专业录音设备	支持	支持	支持
真实棚效	Hi-End 级声学扩散墙打造真实棚效	采用英国 XTA 处理器同级别音响设计	专业级效果器
曲库数量	近 10 万首	本地 4T 容量, 云端 29 万+歌曲	本地 3T 硬盘/5 万首, 云端 30 万首
USB 充电	付费后可充电		付费后可充电
附加功能	预定, 虚拟包房社交互动, 游戏, 酷跑唱将, 达人榜, 麦霸 PK 大赛		专业 K 米评分, 声控游戏, K 歌赛事, 唱将、和声、搞怪玩法

资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所分析师整理

为了迅速扩大市场规模, 各大设备商纷纷借助媒体力量, 通过从线上向线下引流的方式来吸引潜在用户。

友唱 M-bar 和腾讯旗下全民 K 歌携手, 开发了“麦霸大赛”活动及专门的“酷跑唱将”游戏, 从线上引流, 最终转换为线下的实体消费。

咪哒 miniK 先后和湖南卫视《超级女声》及 CCTV《讲述》栏目合作, 分别担任海选展示台和“音乐避风小屋”角色, 在重视娱乐信息的观众心里留下了较为深刻的印象。

星网视易作为具有 10 年传统 KTV 娱乐行业服务经验的 K 场霸主, 则打通星网视易传统经营型 K 场经营管理系统, 实现 K 场 K 米联网娱乐平台同多唱 K 吧平台的融合, 让多唱 K 吧成为 K 场的前端营销触角和热点, 以此推广迷你 KTV 品牌多唱 K 吧。

迷你 KTV 市场运营模式及盈利成本分析

迷你 KTV 运营模式有两种, 分别是销售模式和联营 (加盟) 模式。销售模式指设备厂商向客户收取一次性设备销售安装费用, 后期收取设备维护费和歌曲版权费; 联营 (加盟) 模式指加盟商支付部分设备使用费或设备租金, 后期运营收入由运营商和加盟商按一定比例分成。

表 5: 迷你 KTV 运营模式比较

	咪哒	有唱	wow 屋	多唱 K 吧
销售模式				
售价 (元/台)	28800	23600	18600	21800 / 23800
单台服务费	第一年免费, 第二年起 3000 元/年	300 元/月 (无线套餐再加 100 元/月)	300 元/月	3600 元/年
单台联营报价	18800 元	押金 3000/台	因城市各异	
联营 (加盟) 模式				
厂商分成比例	分成 20%, 其中: 公司 10% 歌曲版权 5% 服务费 5%	2000 元以内抽取保底 600 元, 2000 元以上分抽 30%, 4000 元以上分抽 5%	因城市各异	暂无联营模式
售后维护				
联营期限	不固定	一年一签	不固定	
安装费用	商家付费	500 元/台	商家付费	

资料来源: 公司网站, 中国网, 国信证券经济研究所分析师整理

星网视易目前主打两款产品, 普通产品售价在 21800 元/台, 升级产品售价在 23800 元, 在市场同类产品定价适中。

当前迷你 KTV 定价策略比较灵活, 一种是按歌曲点播数量收费, 平均单曲价格为 4-5 元; 另一种是按照时长收费, 平均每小时 30-80 元不等。

表 6: 迷你 KTV 收费标准

运营模式	友唱 M-bar	咪哒唱吧	雷石 wow 屋
按时间付费	15 分钟 20 元 30 分钟 30 元 60 分钟 58 元 包月套餐 66 元(每天可唱 0.5 小时)	15 分钟 30 元 60 分钟 80 元	15 分钟 10 元 30 分钟 18 元 60 分钟 35 元 120 分钟 65 元
按单曲付费	无此付费模式	无此付费模式	1 首 4 元 3 首 10 元 7 首 20 元 10 首 30 元

资料来源: 南方都市报, 国信证券经济研究所分析师整理

迷你 KTV 的收入跟上座率有关, 上座率跟地段选取有关。位于繁华商圈或大学附近的迷你 KTV 常有排队上座情况, 有效使用时间可达 6-7h/天; 较差地段普通商圈的迷你 KTV 偶有闲置, 有效使用时间只有 1-2h/天。

盈利与成本分析假设:

- 1、单台迷你 KTV 成本: 20000 元
- 2、单台迷你 KTV 有效使用时间: 4h/天
- 3、单台迷你 KTV 每小时价格: 50 元

站在设备运营商角度, 根据上述假设, 单台设备每月创收在 6000 元左右, 扣除 300 元维护费, 3000 元租金 (含电费、网费) 及 500 元设备折旧费, 利润约 2000 元, 一年即能收回投入。

借助上市公司平台, 星网视易有望占据优势

迷你 KTV 市场空间较大, 但各大厂商产品同质性较强, 规模差异不大, 星网视易有望凭借在行业内十余年的经验积累, 占据优势。

星网视易从事视频通讯相关产品与解决方案研发, 是国内领先的视频通讯应用系统集成供应商, 连续 9 年在 KTV 市场占有率第一, 市场覆盖 40 多个国家和地区, 服务娱乐场所已超过 6 万家, 联网 KTV 场所超 14000 家, 联网平台用户数突破 6600 万。

公司推出的“多唱 K 吧”产品在音效选择、音量均衡、评分系统等方面别具特色。“多唱 K 吧”产品集成了多项核心技术，尤其是对于“歌曲音量均衡”的把控近乎完美；在音效的选择上，独具匠心地设置了“唱将”、“和声”等模式，能根据不同的歌曲风格对演唱声音进行优化，大大提升了用户的沉浸式体验；在歌曲智能评分上，在高品质的海量正版曲库基础上，加入多维歌曲评分技术，从音准、旋律、节奏、音色等各方面进行综合评分，更精准、更具参考价值。

此外，在产品管理、运营等方面，“多唱 K 吧”具有一定竞争优势。从产品管理方面，“多唱 K 吧”具有全程自助化的移动管理终端，设备实时联网管理，随时随地后台查看消费情况、设备运行、故障处理等，并实现自助套餐及价格配置、系统广告投放等一系列功能；在产品运营方面，“多唱 K 吧”无缝对接星网视易现有传统娱乐平台，进行线下和线上双重导流。

我们认为，虽然迷你 KTV 市场行业竞争者较多，但大多属于初创型企业，星网视易背靠上市公司平台，凭借在 KTV 行业内十余年的经验积累，有望成为公司继传统 KTV 系统方案之后，新的业绩增长点。

盈利预测与投资建议

我们认为迷你 KTV 将成为公司新的业绩亮点，预计公司 17-19 年营业收入分别为 71.80/91.52/117.69 亿元，归母净利润分别为 3.79/4.46/5.30 亿元，摊薄前当前股价对应的 PE 为 28/24/20 倍；考虑本次收购升腾资讯和星网视易少数股东权益后，17-19 年备考净利润分别为 4.50/5.46/6.69 亿元，摊薄后当前股价对应的 PE 为 25/21/17 倍，维持“增持”评级，建议重点关注。

风险提示

- 1、迷你 KTV 市场竞争加剧；
- 2、迷你 KTV 市场监管政策风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2001	2201	2421	2663	营业收入	5688	7180	9152	11769
应收款项	1224	1546	1970	2533	营业成本	3223	4065	5169	6646
存货净额	1035	1313	1673	2154	营业税金及附加	54	68	87	111
其他流动资产	188	237	302	389	销售费用	1091	1436	1830	2354
流动资产合计	4448	5297	6366	7739	管理费用	957	1157	1472	1891
固定资产	464	504	536	563	财务费用	(16)	(40)	(30)	(18)
无形资产及其他	203	295	387	479	投资收益	13	13	13	13
投资性房地产	601	601	601	601	资产减值及公允价值变动	(10)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	33	41	49	57	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5750	6739	7940	9439	营业利润	382	498	627	789
短期借款及交易性金融负债	120	442	806	1212	营业外净收支	235	235	235	235
应付款项	1204	1528	1947	2506	利润总额	617	733	862	1024
其他流动负债	691	884	1126	1449	所得税费用	60	71	84	99
流动负债合计	2015	2854	3878	5167	少数股东损益	238	283	332	395
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	319	379	446	530
其他长期负债	34	34	34	34					
长期负债合计	34	34	34	34	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2049	2888	3912	5201	净利润	319	379	446	530
少数股东权益	818	882	957	1047	资产减值准备	(14)	(1)	0	0
股东权益	2883	2969	3071	3191	折旧摊销	107	57	63	69
负债和股东权益总计	5750	6739	7940	9439	公允价值变动损失	10	10	10	10
					财务费用	(16)	(40)	(30)	(18)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(245)	(134)	(188)	(248)
每股收益	0.59	0.70	0.83	0.98	其它	68	66	75	89
每股红利	0.46	0.54	0.64	0.76	经营活动现金流	245	376	406	450
每股净资产	5.35	5.51	5.70	5.92	资本开支	(142)	(197)	(197)	(197)
ROIC	10%	10%	12%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	11%	13%	15%	17%	投资活动现金流	(150)	(205)	(205)	(205)
毛利率	43%	43%	44%	44%	权益性融资	25	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	6%	7%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(247)	(293)	(345)	(409)
收入增长	26%	26%	27%	29%	其它融资现金流	485	322	364	406
净利润增长率	22%	19%	18%	19%	融资活动现金流	17	29	19	(3)
资产负债率	50%	56%	61%	66%	现金净变动	112	200	220	242
息率	2.3%	2.8%	3.2%	3.8%	货币资金的期初余额	1889	2001	2201	2421
P/E	33.3	28.0	23.9	20.1	货币资金的期末余额	2001	2201	2421	2663
P/B	3.7	3.6	3.5	3.3	企业自由现金流	48	137	214	317
EV/EBITDA	27.0	26.4	22.2	18.9	权益自由现金流	533	495	605	739

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 18681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	胡家杰 13902452709 hujiajie@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		