

收购 500px 加固内容护城河，迈向全球化行业龙头

——视觉中国 公司事件点评

公司点评

◆ 事件：

视觉中国 2 月 26 日晚间发布公告，公司全资子公司视觉中国香港有限公司拟以 1,700 万美元(约合人民币 10,791.94 万元)收购美国 500PX, INC. 公司 100% 股权。本次收购 500px，是公司继收购 Corbis 资产后全球化战略的又一重要举措，也是公司“社区+内容+交易”商业模式中的重要一环，对视觉中国有重要的战略意义。

◆ 进一步拓展海量全球优质视觉内容资源，公司核心竞争优势再加固。

2015 年 7 月，视觉中国首次以 800 万美元战略投资全球领先的摄影师社区 500px，占其 15.48% 股份，使得公司的创意类高端图片素材数量大幅提升。500px 作为全球顶尖的摄影师社区网站，拥有超过 1,300 万世界各国注册摄影师会员，图片数量超过 1.2 亿张，通过本次收购 500px 100% 股权视觉中国能拥有的图片数量超过 3.8 亿张，图片资源数量将大幅增长了 46%，优质内容资源数量将再上了一个大台阶。其议价能力也会将越来越强，图片行业的主导地位将进一步得到加强，商业护城河会进一步加宽。

◆ 打破垂直社区盈利难魔咒，500px 创新商业模式，未来盈利可期。

500px 社区汇聚全球范围内的专业摄影师、摄影爱好者，目前汇集了全球超过 195 个国家和地区的优秀的摄影专业人才、摄影爱好者。其商业模式是以专业摄影师、摄影爱好者的互联网社群为基础，拓展出面向企业客户和面向会员用户的两种业务模式。公司凭借这种新的商业模式，目前逐渐进入良性循环期，盈利水平开始向好。本次收购，面对中国这个全球最大的市场，500px 的企业客户和会员用户的数量有望快速提升，从而带动公司实现盈利，且盈利额会进一步增长。

◆ 全球化战略再进一步，海外业务增量值得期待。

公司走出国门积极进行全球化布局，并致力于成为全球图片市场的领先企业。2016 年，公司收购了全球第三大图片库 Corbis Images 的全部股权，与全球第一大图片库公司 Getty Images 合资成立 Getty 香港公司，进一步丰富了公司图片内容资源。此次 100% 收购 500px，公司将获得全球的内容发布、传播渠道，更好地满足全球客户日益增长的创意素材和定制内容的需求；同时，通过 500px 全球化的互联网平台，为全球用户提供更专业的 SaaS 创意支持服务。公司的全球化战略更进一步，随着海外客户的开拓，海外业务占比在公司的收入结构有望不断增长，其海外收入将呈现快速增长趋势，为公司创造新的业绩增量。

◆ 把握未来趋势，齐头并进推进高端图片和微利图片市场业务扩张。

根据龙头企业视觉中国的市场份额推算，2016 年国内正版图片市场规模约 14 亿元，但参照美国的图片市场占广告市场规模 2% 的比例来测算，国内图片市场规模应该在 130 亿元，可见国内图片市场的正版化空间巨大。

随着图片版权付费市场的快速发展，图片行业未来发展趋势主要会集中在大企业客户市场和自媒体及小微企业长尾市场。视觉中国顺应行业发展趋势，战略性布局企业大 B 端和自媒体及小微企业小 B 端市场。

强烈推荐（维持评级）

分析师

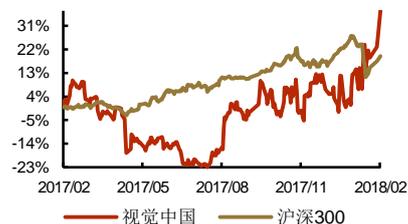
姚轩杰 (执业证书编号：S0280518010001)
010-69004656
yaoxuanjie@xsdzq.cn

联系人

马笑
maxiao@xsdzq.cn

市场数据	时间 2018.02.26
收盘价(元)：	25.4
总股本(亿股)：	7.01
总市值(亿元)：	177.95
一年最低/最高(元)：	13.98/25.89
近 3 月换手率：	182.08%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	27.41	38.45	22.48
绝对	21.41	38.8	41.03

相关研报

拟收购同行业境外公司股权，龙头地位有望进一步巩固

2018-02-07

十八载芳华专注耕耘 缔造图片交易第一平台

2018-02-07

护城河效益显著，未来长期受益于版权技术革新与付费市场红利

2018-01-11

目前，公司通过自主研发的图片版权追踪系统“鹰眼”发掘大企业客户，通过与BAT合作打开其背后的2000万个海量自媒体市场。前者已经得到市场的验证，后者已初步完成了内容对接。经过一两年的培育，我们预计该业务有望带来公司客户数量的爆发式增长，从而带动业绩增长加速。

◆ **看好图片行业付费红利的长期逻辑，维持“强烈推荐”。**

我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为2.90亿元、3.91亿元和4.99亿元。考虑到公司大企业客户和自媒体小B客户市场及小微企业的微利图片市场高速增长预期逐步释放，并顺应图片正版化带来的付费市场巨大红利增长期，给予2018年45倍估值，对应市值180亿，维持“强烈推荐”评级。

◆ **风险提示：**图片正版化进程速度缓慢，行业竞争导致毛利率下滑风险，收购标的业绩不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	543	735	945	1,294	1,770
增长率(%)	38.8	35.5	28.5	36.9	36.7
净利润(百万元)	157.6	215	290	391	499
增长率(%)	11.1	36.2	35.3	34.5	27.8
毛利率(%)	57.7	58.5	59.1	59.4	58.7
净利率(%)	29.0	29.2	30.7	30.2	28.2
ROE(%)	8.1	9.9	9.5	11.3	12.6
EPS(摊薄/元)	0.22	0.31	0.41	0.56	0.71
P/E(倍)	81.10	59.5	41.4	30.8	24.0
P/B(倍)	6.14	5.6	4.0	3.5	3.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

目 录

图表目录.....	3
1、 进一步拓展海量全球优质视觉内容资源，公司核心竞争优势再加固	4
2、 打破垂直社区盈利难魔咒，500px 创新商业模式，未来盈利可期	5
3、 全球化战略再进一步，海外业务增量值得期待	6
4、 把握未来趋势，齐头并进推进高端图片和微利图片市场业务扩张	8
附：财务预测摘要.....	10

图表目录

图表 1： 公司版权交易平台海量数据（截止 2017 年 6 月）	4
图表 2： 视觉中国图片素材数量及收购 500px 后图片素材数量	5
图表 3： 500px 财务数据（元）	5
图表 4： 2016 年-2017 年 1-9 月 500px 营业收入（万元）	6
图表 5： 2016 年-2017 年 1-9 月 500px 净利润（万元）	6
图表 6： 视觉中国各类图片市场占有率.....	7
图表 7： 视觉中国全球化战略历程图	7
图表 8： 2016 年国内正版图片市场规模及预估规模（亿元）	8
图表 9： 视觉中国鹰眼系统及与 BAT 相关合作内容和作用	9

1、进一步拓展海量全球优质视觉内容资源，公司核心竞争力势再加固

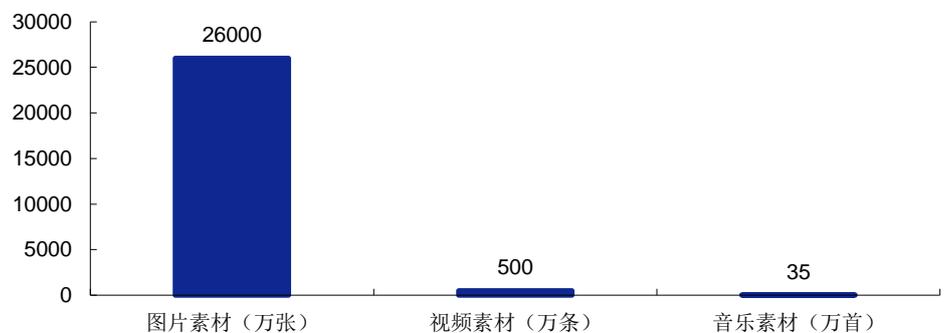
2015年7月,视觉中国以800万美元战略投资全球领先的摄影师社区500px, 占其15.48%股份。双方同时签订了《视觉内容独家授权代理协议》,公司获得500px 图片内容大中华区域专属代理权,使公司的创意类高端图片素材数量大幅提升。另外,双方共同打造专业摄影社区的中文网站和移动App产品,视觉中国摄影师社区500px.me网站以及基于iOS和Android系统的摄影师社区移动客户端都已上线。

通过本次收购500px,公司将全面参与全球摄影师网络平台的运营,大大拓展公司获取海量全球优质视觉内容的能力,不断巩固和强化公司内容的核心竞争力,进一步加强了视觉中国在图片行业的主导地位。

公司自成立以来,一直在持续加强优质图片内容的积累。公司先后与全球第一大图片库Getty Images建立独家代理合作关系、收购大中华区领先的娱乐图片库东星娱乐、收购比尔·盖茨创办的全球第三大图片库Corbis Images,优质图片内容达到全行业领先水平。

截止2017年6月底,公司的版权交易平台拥有超过2.6亿张图片、500万条视频素材和35万首各种曲风的音乐,是全球最大的同类平台之一,建立了强大的内容护城河。

图表1: 公司版权交易平台海量数据 (截止2017年6月)



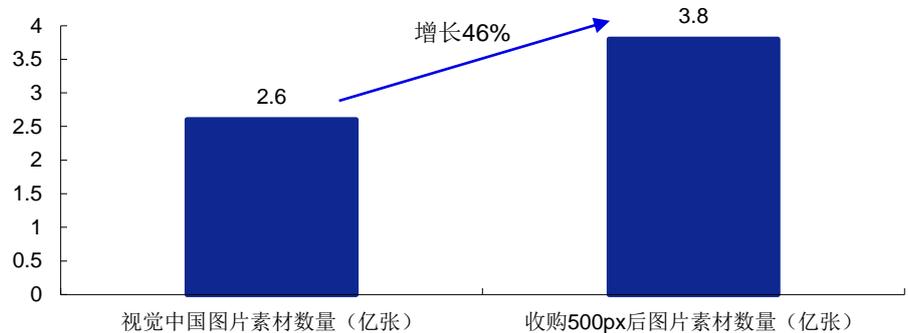
资料来源:公司公告,新时代证券研究所

公司视觉内容主要来源为三部分:(1)自有版权内容,包括子公司华夏视觉、汉华易美的自有内容,东星娱乐、Corbis Images的图片资源;(2)合作供应商内容,包括与Getty Images、500PX等200多家国内外知名图片社等版权机构合作的代理图片内容;(3)签约供稿人提供的内容。截止2017年6月底,公司与18000名供稿人建立了合作关系。公司拥有中国领先的设计师社区(shijue.me)以及摄影师社区(500px.me)。2017年上半年,社区(shijue.me以及500px.me)开通了签约供稿人功能,进一步增强了供稿人的粘性。

而收购500px之后,公司的优质内容资源数量又上了一个大台阶。500px作为全球顶尖的摄影师社区网站,拥有超过1,300万世界各国注册摄影师会员,图

片数量超过 1.2 亿张，特别是高端创意类图片。这样一来，视觉中国能拥有的图片数量超过 3.8 亿张，大幅增长了 46%。

图表2：视觉中国图片素材数量及收购 500px 后图片素材数量



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

其近乎垄断的优质内容资源是公司的核心竞争优势，公司作为图片交易平台型公司，其优质内容资源不断丰富后，平台的议价能力将越来越强。且这种平台公司还具有先发优势，其抢先占据了海量的内容资源，后来者再想进来难度非常大，海量的版权积累和摄影师、客户的积累都不是一朝一夕的事情，也就是说外来者短时间内无法复制，其商业护城河非常之宽。

2、打破垂直社区盈利难魔咒，500px 创新商业模式，未来盈利可期

500px 社区汇聚全球范围内的专业摄影师、摄影爱好者，目前汇集了全球超过 195 个国家和地区的优秀的摄影专业人才、摄影爱好者。其商业模式是以专业摄影师、摄影爱好者的互联网社群为基础，拓展出面向企业客户和面向会员用户的两种业务模式。

面向企业用户的业务主要是视觉内容版权授权服务以及定制拍摄服务，面向会员用户的业务主要是会员订阅服务以及其他增值服务。

500px 在用户服务、版权授权及定制拍摄业务等方面具有丰富的经验并在业界享有美誉。近期，500px 被卫报选为全球十大独立旅游移动端 APP，并且被 Deloitte 评选为加拿大 50 大快速崛起的科技公司。500px 服务的客户包含如谷歌、索尼、AirBnb、Lonely Planet 等全球知名企业。

虽然目前 500px 尚未盈利，但根据其披露的财务数据显示，其亏损额在不断缩窄，说明其盈利水平开始向好，商业模式开始迈过培育期，进入良性循环期。

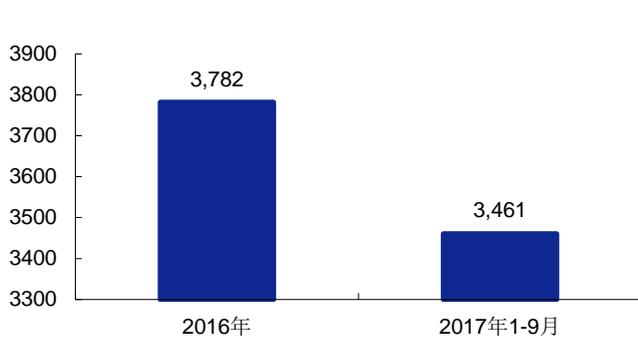
图表3：500px 财务数据 (元)

科目	2016 年 12 月 31 日	2017 年 9 月 30 日
资产总额	57,551,996	36,003,044
负债总额	33,376,318	28,830,357
净资产	24,175,678	7,172,687
应收账款总额	3,262,041	2,503,039

科目	2016年1-12月	2017年1-9月
营业收入	37,818,107	34,607,395
毛利润	24,361,425	25,807,477
净利润	-44,539,241	-15,317,396

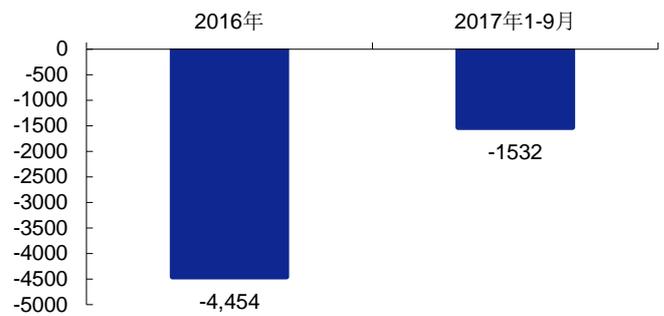
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表4： 2016年-2017年1-9月500px营业收入（万元）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表5： 2016年-2017年1-9月500px净利润（万元）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

作为摄影领域的垂直社区网站，能不能盈利、如何实现盈利？500px的盈利模式带给我们新的思考和启发，并证明垂直社区网站有实现盈利的可能路径。

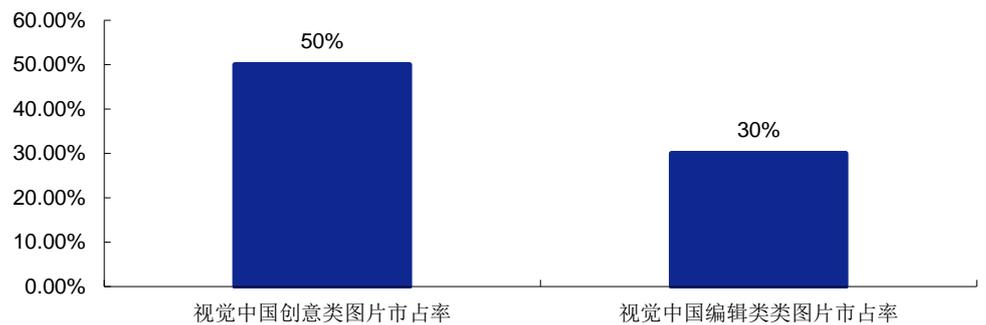
一般而言，大众认为垂直社区网站，就是一个分享社区，盈利模式比较难找，想真正实现盈利比较困难。国内比较大的垂直社区网站，比如知乎、豆瓣、雪球等，有庞大的用户群，但至今尚未实现盈利。最多的盈利模式就是广告模式，但广告模式对用户体验造成一定不利影响，且广告收入能覆盖运营成本的可能性和持续性相对偏低。

但用户群体更窄的摄影社区，500px不是依靠广告，而是创造了新的商业模式（面向企业客户和面向会员用户的两种业务模式），并逐步度过了培养期，开始有了盈利的可预期性。

我们认为，视觉中国收购之后，面对中国这个全球最大的市场，500px的企业客户和会员用户的数量有望快速提升，从而带动公司实现盈利，且盈利额会进一步增长。

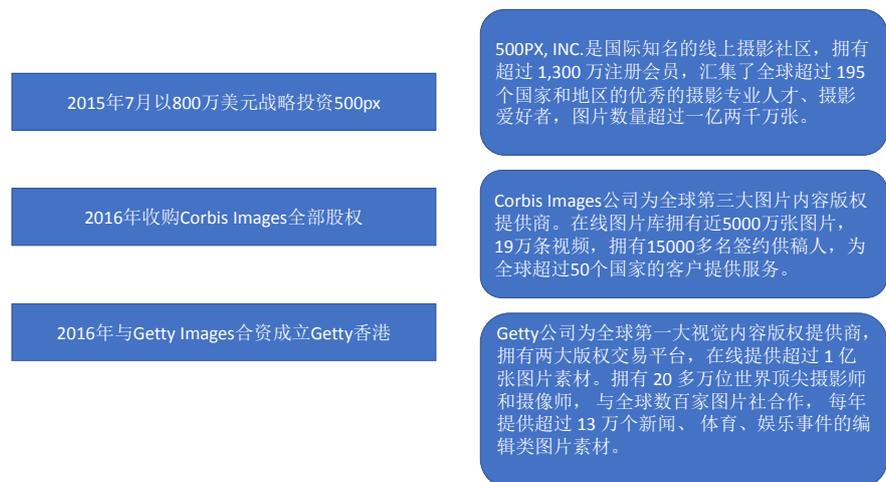
3、全球化战略再进一步，海外业务增量值得期待

经过十八年的专注耕耘，视觉中国在创意类图片及编辑类图片两大领域的市场占有率分别高达50%和30%，综合市场占有率达到40%，在图片版权市场一家独大。随着自身实力的不断壮大，公司开始走向国门，进行全球化布局，致力于成为全球图片市场的领先企业。

图表6：视觉中国各类图片市场占有率

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2015年7月,视觉中国以800万美元战略投资全球领先的摄影师社区500px；2016年,公司收购了全球第三大图片库Corbis Images的全部股权,与全球第一大图片库公司Getty Images合资成立Getty香港公司,进一步丰富了公司图片内容资源。

图表7：视觉中国全球化战略历程图

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

此次100%收购500px,公司将获得全球的内容发布、传播渠道,更好地满足全球客户日益增长的创意素材和定制内容的需求;同时,通过500px全球化的互联网平台,视觉中国将为全球用户提供更专业的SaaS (Software as a Service) 创意支持服务,包括基于大数据、人工智能、时间戳在内的创意工具和能力提升,以及涵盖注册、交易、追溯、保护、艺术品收藏的数字版权服务等。

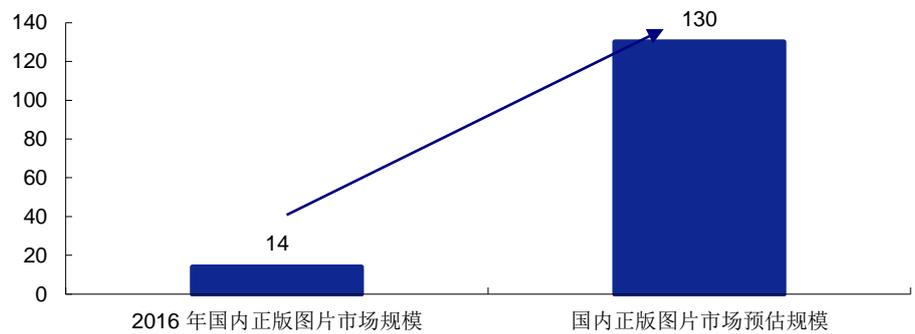
这也意味着公司的全球化战略更进一步,除了夯实优质内容资源外,更重要的是公司的业务版图开始走出国门,为国外客户服务。随着海外客户的开拓,在公司的收入结构中,海外业务占比有望不断增长,其海外收入将呈现快速增长趋势,为

公司创造新的业绩增量。

4、把握未来趋势，齐头并进推进高端图片和微利图片市场业务扩张

根据龙头企业视觉中国的市场份额推算，2016 年国内正版图片市场规模约 14 亿元，但参照美国的图片市场占广告市场规模 2%的比例来测算，国内图片市场规模应该在 130 亿元，可见国内图片市场的正版化空间巨大。基于此，龙头公司视觉中国将长期受益于版权付费市场红利。

图表8：2016 年国内正版图片市场规模及预估规模（亿元）

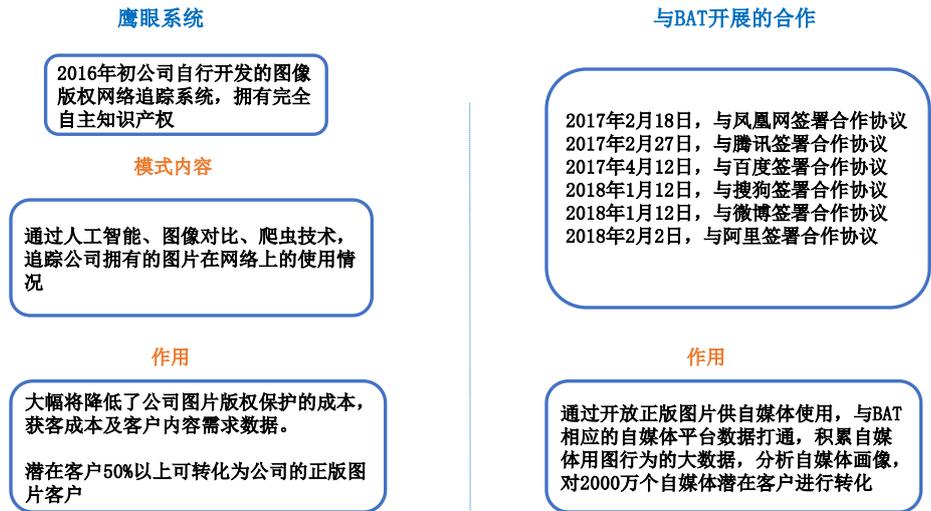


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

随着图片版权付费市场的快速发展，图片行业未来发展趋势主要会集中在大企业客户市场和自媒体及小微企业长尾市场。视觉中国顺应行业发展趋势，战略性布局企业大 B 端和自媒体及小微企业小 B 端市场。

视觉中国“两条腿”走路的策略，其大企业大 B 端和自媒体小 B 端的新业务的推进情况，无疑是公司业绩增长加速及估值空间的提升关键。目前，公司通过自主研发的图片版权追踪系统“鹰眼”发掘大企业客户，通过与 BAT 合作打开其背后的 2000 万个海量自媒体市场。前者已经得到市场的验证，后者已初步完成了内容对接。经过一两年的培育，我们预计该业务有望带来公司客户数量的爆发式增长，从而带动业绩增长加速。这个时间周期已经在互联网视频、图书、音乐产品的付费进程中得到充分证明。

图表9：视觉中国鹰眼系统和与BAT相关合作内容及作用



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1067	1066	1216	1325	1733	营业收入	543	735	945	1294	1770
现金	629	468	478	371	507	营业成本	229	305	386	526	731
应收账款	289	345	470	647	881	营业税金及附加	3	5	3	5	7
其他应收款	17	35	32	59	65	营业费用	52	69	105	149	212
预付账款	17	4	23	14	36	管理费用	73	106	119	168	239
存货	16	29	28	50	59	财务费用	-1	23	40	54	75
其他流动资产	98	185	186	185	186	资产减值损失	5	13	12	17	12
非流动资产	1703	2457	3026	3614	4217	公允价值变动收益	0	1	1	1	1
长期投资	329	820	1382	1965	2562	投资净收益	29	54	75	96	111
固定资产	8	6	7	9	12	营业利润	211	270	357	472	606
无形资产	9	8	9	9	8	营业外收入	1	8	4	11	12
其他非流动资产	1357	1623	1628	1632	1636	营业外支出	0	1	1	1	1
资产总计	2770	3524	4242	4939	5951	利润总额	212	276	360	482	617
流动负债	332	616	444	773	1302	所得税	41	46	50	68	88
短期借款	0	22	22	25	531	净利润	171	231	310	415	529
应付账款	81	164	147	277	312	少数股东损益	13	16	20	24	30
其他流动负债	250	430	276	472	458	归属母公司净利润	158	215	290	391	499
非流动负债	327	574	528	481	434	EBITDA	205	286	358	480	626
长期借款	85	236	189	142	96	EPS (元)	0.22	0.31	0.41	0.56	0.71
其他非流动负债	241	339	339	339	339						
负债合计	658	1191	972	1254	1737	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	31	36	56	80	110	成长能力					
股本	74	74	701	701	701	营业收入(%)	38.8	35.5	28.5	36.9	36.7
资本公积	1600	1600	1600	1600	1600	营业利润(%)	74.7	27.8	32.0	32.3	28.4
留存收益	405	620	930	1345	1874	归属于母公司净利润(%)	11.1	36.2	35.3	34.5	27.8
归属母公司股东权益	2080	2297	3214	3604	4104	获利能力					
负债和股东权益	2770	3524	4242	4939	5951	毛利率(%)	57.7	58.5	59.1	59.4	58.7
						净利率(%)	29.0	29.2	30.7	30.2	28.2
						ROE(%)	8.1	9.9	9.5	11.3	12.6
						ROIC(%)	6.4	7.7	8.0	9.9	10.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	23.8	33.8	22.9	25.4	29.2
						净负债比率(%)	-21.9	(3.4)	(6.7)	(4.2)	4.0
						流动比率	3.2	1.7	2.7	1.7	1.3
						速动比率	3.2	1.7	2.7	1.6	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
						应收账款周转率	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3
						应付账款周转率	3.6	2.5	2.5	2.5	2.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.22	0.31	0.41	0.56	0.71
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.37	0.07	0.69	0.35
						每股净资产(最新摊薄)	2.97	3.28	4.59	5.14	5.86
						估值比率					
						P/E	81.10	59.53	44.00	32.72	25.59
						P/B	6.14	5.56	3.98	3.55	3.11
						EV/EBITDA	61.41	45.8	36.2	27.2	21.4

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	120	234	48	485	244
净利润	171	231	310	415	529
折旧摊销	6	6	4	3	2
财务费用	-1	23	40	54	75
投资损失	-29	-54	-75	-96	-111
营运资金变动	-55	17	-230	110	-250
其他经营现金流	29	12	-1	-1	-1
投资活动现金流	-425	-839	-496	-495	-493
资本支出	8	2	6	5	7
长期投资	-48	-540	-562	-592	-597
其他投资现金流	-466	-1378	-1052	-1082	-1083
筹资活动现金流	677	419	458	-101	-121
短期借款	0	22	0	0	0
长期借款	85	150	-46	-47	(47)
普通股增加	31	0	627	0	0
资本公积增加	532	0	0	0	0
其他筹资现金流	29	247	-122	-54	-74
现金净增加额	370	-184	10	-110	-370

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姚轩杰，中国人民大学硕士，4年投资研究经验，曾有传媒业上市公司的工作经历。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>