



2018 年 04 月 03 日

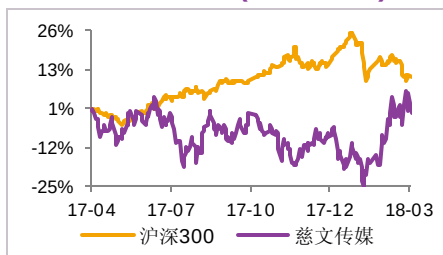
## 买入(首次评级)

当前价: 37.07 元  
目标价: 45.25 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   | 1826.1 | 1670.9 | 3001.1 | 3627.9 |
| (+/-)  | 113.34 | -8.50% | 79.61% | 20.89% |
| 归母净利润  | 290.11 | 422.29 | 616.33 | 750.07 |
| (+/-)  | 45.63% | 45.56% | 45.95% | 21.70% |
| EPS(元) | 0.855  | 1.245  | 1.817  | 2.211  |
| P/E    | 43.36  | 29.78  | 20.40  | 16.77  |

资料来源: 联讯证券研究院

## 慈文传媒(002343.SZ)

# 【联讯传媒公司深度】慈文传媒(002343.SZ, 买入)首次覆盖, 低估值的精品网剧内容提供方

### 投资要点

#### ✧ 受惠中国视频付费业务起飞

中国互联网处于流量红利收割尾声阶段, 开始进入 ARPU 值提升拐点, 头部内容为提升 ARPU 的主要驱动力——黏住用户, 并让用户掏钱。

#### ✧ 精品内容生产商有望溢价

受惠中国付费视频业务起飞, 精品内容生产商有望溢价: 而中国视频三大巨头, 爱奇艺、腾讯视频和优酷土豆份额相近, 背后均为现金流充沛的 BAT 大金主(爱奇艺背后的百度(BIDU.N)稍微差点, 这也是百度第一个上市的部分理由), 这决定了以 BAT 为首的互联网流量入口将大手笔投入头部视频内容领域, 因为内容是黏住用户并让用户付费的重要理由。我们的渠道调研显示 2018 年 BAT 视频内容领域的支出预算同比增速不低于 80% (尚不考虑直投部分)。我们认为他们的首选标的当是头部视频内容平台型企业(而非项目制公司), 这是保证优质头部内容持续输出的理由。由此我们认为, 中国精品视频内容提供方为中国视频付费领域起飞的主要受惠者。

#### ✧ 估值具备吸引力

慈文传媒为具估值性价比之优质内容标的, 且 2018 年和 2019 年处于业绩高增期: 公司目前交易在 2018 年 PE20.4x, 为板块及历史之偏低者, 且 2018 至 2019 年为业绩高增期, 2019 年有《紫川》和《大秦帝国》等大型系列剧为业绩确认提供保障。

#### ✧ 盈利预测与评级

我们首次覆盖慈文传媒给予「买入」的投资评级。我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年的营业收入分别为 16.7 亿、30.0 亿和 36.3 亿, 归属母公司所有者净利润分别为 4.22 亿、6.16 亿和 7.50 亿, 同比增速分别为 46%、46%和 22%, 分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 1.25 元、1.82 元和 2.21 元。目前股价对应 2018 年 PE20.4x, 我们以 2018 年 PE25.0x 为基准, 目标价设定为 45.25 元, 目前股价隐含上涨空间 22%。

#### ✧ 风险提示

影视剧业务竞争加剧, 项目推进不及预期。



## 目 录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 一、投资摘要 .....                              | 4  |
| (一) 投资评级与估值 .....                         | 4  |
| (二) 关键假设点 .....                           | 4  |
| (三) 有别于大众的识别 .....                        | 4  |
| (四) 股价表现催化剂 .....                         | 4  |
| (五) 核心假设风险 .....                          | 4  |
| 二、公司概况：中国领先头部网络剧制作公司 .....                | 4  |
| (一) 公司前 10 大股东 .....                      | 5  |
| (二) 公司业务：精品剧 CP，网生内容先锋探索分账网剧/网大 .....     | 5  |
| 1、得益付费视频网站迅速崛起，重点打造精品头部 .....             | 5  |
| 2、网生内容：网剧/网大商业模式走向 2C，慈文传媒战略性布局分账内容 ..... | 8  |
| 3、游戏：联合顶级游戏 CP，收购赞成科技实现影游联动精细化运作 .....    | 11 |
| 三、公司核心竞争力分析：头部 IP 资源丰富，打造泛娱乐平台 .....      | 13 |
| (一) 平台优势 .....                            | 13 |
| (二) 内容优势 .....                            | 13 |
| (三) 团队优势 .....                            | 13 |
| 四、定增落地减轻资金缺口，后续项目开发得到支持 .....             | 14 |
| 五、股东认购增持，打消市场疑虑；会计估计变更，应收账款坏账计提比例降低 ..... | 15 |
| 七、投资建议 .....                              | 15 |
| 八、风险提示 .....                              | 16 |

## 图表目录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图表 1： 前 10 股东占据 20.3826%股份 .....            | 5  |
| 图表 2： 2011-2019 年中国在线视频行业市场规模 .....         | 6  |
| 图表 3： 2011-2019 年中国在线视频行业收入构成 .....         | 6  |
| 图表 4： 头部内容网络版权采购价格不断提高 .....                | 7  |
| 图表 5： 2014-2019 年中国付费视频用户规模 .....           | 7  |
| 图表 6： 慈文传媒 2012-2016 当年期取得发行许可证的电视剧情况 ..... | 8  |
| 图表 7： 2011-2016 年网络剧播出数量及同比增长 .....         | 9  |
| 图表 8： 2014-2016 年网络剧播放量及同比增长 .....          | 9  |
| 图表 9： 2014-2016 年网络大电影上映 .....              | 9  |
| 图表 10： 2016 年 1-12 月新增网大量及月度播放量走势 .....     | 9  |
| 图表 11： 网大主流供应商 .....                        | 10 |
| 图表 12： 网络大电影制作不同成本区间数量分布（不考虑宣发） .....       | 10 |
| 图表 13： 爱奇艺网大分成模式 .....                      | 11 |
| 图表 14： 慈文传媒影游联动商业模式 .....                   | 12 |
| 图表 15： 慈文传媒及旗下公司负责人履历 .....                 | 14 |



|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图表 16: 会计估计变更前后对比 .....       | 15 |
| 图表 17: 慈文传媒 2017 年披露剧目情况..... | 16 |
| 附录: 公司财务预测表 (百万元) .....       | 18 |



## 一、投资摘要

- (1) 中国互联网处于流量红利收割尾声阶段，开始进入 ARPU 值提升拐点，头部内容为提升 ARPU 的主要驱动力——黏住用户，并让用户掏钱。
- (2) 受惠中国付费视频业务起飞，精品内容生产商有望溢价：而中国视频三大巨头，爱奇艺、腾讯视频和优酷土豆份额相近，背后均为现金流充沛的 BAT 大金主（爱奇艺背后的百度（BIDU.N）稍微差点，这也是百度第一个上市的部分理由），这决定了以 BAT 为首的互联网流量入口将大手笔投入头部视频内容领域，因为内容是黏住用户并让用户付费的重要理由。我们的渠道调研显示 2018 年 BAT 视频内容领域的支出预算同比增速不低于 80%（尚不考虑直投部分）。我们认为他们的首选标的当是头部视频内容平台型企业（而非项目制公司），这是保证优质头部内容持续输出的理由。由此我们认为，中国精品视频内容提供方为中国视频付费领域起飞的主要受惠者。
- (3) 慈文传媒为具估值性价比之优质内容标的，且 2018 年和 2019 年处于业绩高增期：公司目前交易在 2018 年 PE20.4x，为板块及历史之偏低者，且 2018 至 2019 年为业绩高增期，2019 年有《紫川》和《大秦帝国》等大型系列剧为业绩确认提供保障。

### （一）投资评级与估值

我们首次覆盖慈文传媒给予「买入」的投资评级。我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年的营业收入分别为 16.7 亿、30.0 亿和 36.3 亿，归属母公司所有者净利润分别为 4.22 亿、6.16 亿和 7.50 亿，同比增速分别为 46%、46%和 22%，分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 1.25 元，1.82 元和 2.21 元。目前股价对应 2018 年 PE20.4x，我们以 2018 年 PE25.0x 为基准，目标价设定为 45.25 元，目前股价隐含上涨空间 22%。

### （二）关键假设点

电视剧头部内容最在高溢价，目前是头部内容发展黄金时期。

### （三）有别于大众的识别

视频付费业务起飞，产业链内容端率先受惠。

### （四）股价表现催化剂

精品内容购买价格提升。

### （五）核心假设风险

影视剧业务竞争加剧，项目推进不及预期。

## 二、公司概况：中国领先头部网络剧制作公司

慈文传媒主要从事影视剧的投资、制作、发行及衍生业务，移动休闲游戏研发推广和渠道推广业务及艺人经纪业务。公司已形成了以电视剧投资、制作及发行业务为核心业务，以自有 IP 为核心资源，积极延伸拓展电影、游戏和艺人经纪等相关业务领域，并形成了



各业务领域良性互动、协同发展的业务体系。公司深耕各大内容业务板块，整合各类渠道资源，推动各产业模块的协同发展，打造慈文“品牌+”的泛娱乐平台，致力于从传统影视娱乐海量内容提供商升级为新时代以精品 IP 为核心的泛娱乐产业优质运营商。

### （一）公司前 10 大股东

截止 2018 年 3 月 24 日，公司前十大股东合计持股占总股本 20.3826%。

图表1： 前 10 股东占据 20.3826%股份

| 排名 | 股东名称                              | 股东性质   | 持股比例（%） | 持股数量（股）    |
|----|-----------------------------------|--------|---------|------------|
| 1  | 全国社保基金一一五组合                       | A 股流通股 | 3.9744  | 12,500,000 |
| 2  | 杭州顺网科技股份有限公司                      | A 股流通股 | 2.5238  | 7,937,550  |
| 3  | 无锡中科汇盈二期创业投资有限责任公司                | A 股流通股 | 2.1582  | 6,787,673  |
| 4  | 全国社保基金一一二组合                       | A 股流通股 | 2.1324  | 6,706,456  |
| 5  | 沈云平                               | A 股流通股 | 1.9252  | 6,054,998  |
| 6  | 中国工商银行股份有限公司-汇添富移动互联网股票型证券投资基金    | A 股流通股 | 1.6942  | 5,328,527  |
| 7  | 中国建设银行股份有限公司-融通领先成长混合型证券投资基金(LOF) | A 股流通股 | 1.6313  | 5,130,675  |
| 8  | 上海富厚引领投资合伙企业(有限合伙)                | A 股流通股 | 1.5913  | 5,004,865  |
| 9  | 全国社保基金四零四组合                       | A 股流通股 | 1.4632  | 4,601,928  |
| 10 | 中央汇金资产管理有限责任公司                    | A 股流通股 | 1.2886  | 4,052,700  |

资料来源：联讯证券，公司公告

### （二）公司业务：精品剧 CP，网生内容先锋探索分账网剧/网大

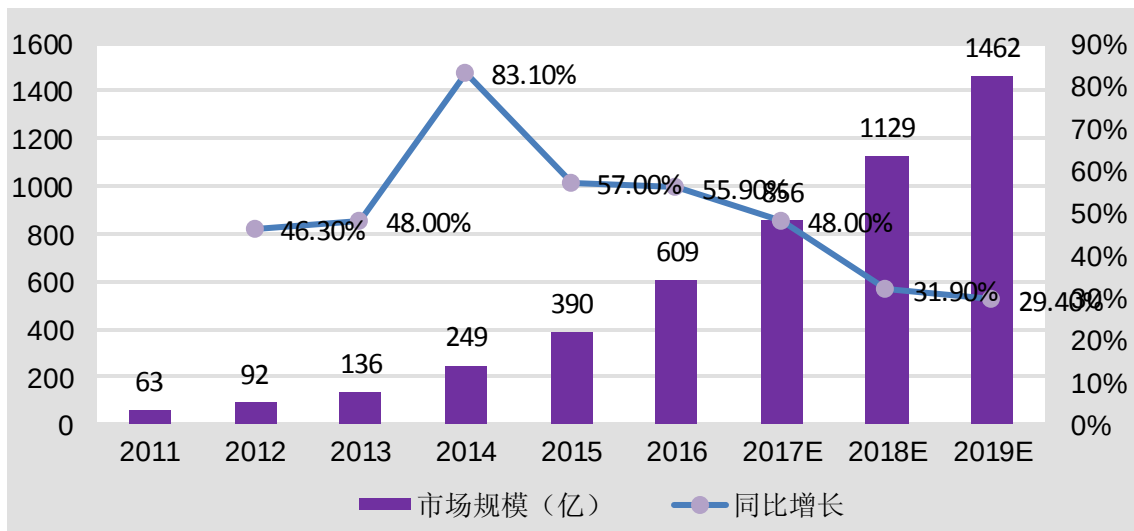
#### 1、得益付费视频网站迅速崛起，重点打造精品头部

##### （1）付费成为视频网站核心收入，头部剧 CP 带来价格上涨红利

在线视频网站逐渐分流电视观众，广告客户也随之从传统媒体转向新媒体，导致电视台的采购能力逐渐下降。在线视频网站的快速成长在近几年表现地愈加突出，根据艾瑞咨询预测，2016 年我国在线视频行业市场规模预计达到 609 亿元，2017 年则有望达到 856 亿元。目前我国在线视频行业收入以广告为主，占比超过 50%，但随着在线视频在其他商业模式上不断探索，广告收入占比有所降低，用户付费收入占比提升，2014 占比仅为 5.6%，2019 占比预计将达到 38.4%。

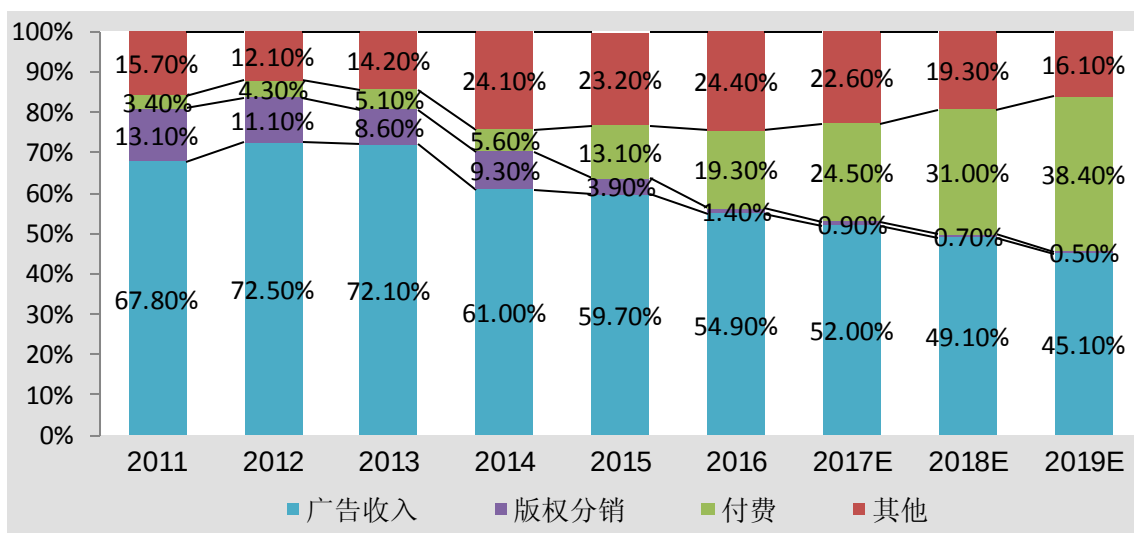


图表2: 2011-2019 年中国在线视频行业市场规模



资料来源: 联讯证券, 艾瑞咨询

图表3: 2011-2019 年中国在线视频行业收入构成



资料来源: 联讯证券, 艾瑞咨询

视频付费用户在 2016 年的爆发性增长为视频网站后续发展提供了巨大的商业空间。根据艺恩咨询数据,截至 2016 年 12 月底,国内视频网站付费用户总规模 7500 万人次,同比增长 241%,预计 2017 年将超 1 亿。从付费视频用户规模的增长路径来看,头部内容是驱动付费视频发展的关键要素。以爱奇艺为例,截至 2016 年 6 月,爱奇艺 VIP 会员突破 2000 万,独家头部内容《盗墓笔记》、《蜀山战纪剑侠传奇》、《太阳的后裔》、《老九门》等推动了爱奇艺 VIP 会员高速增长。逐步成熟的付费会员业务将进一步凸显优质内容价值,网络端版权采购价格一路攀升,网络端单集破 900 万/集的剧目已陆续出现。

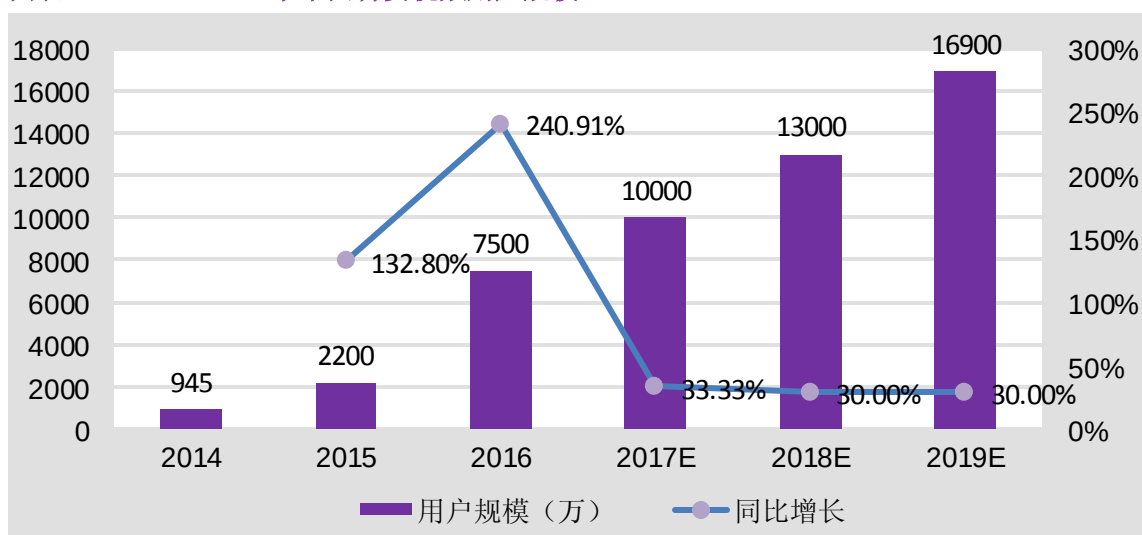


图表4: 头部内容网络版权采购价格不断提高

| 年份   | 电视剧   | 网络端采购价格/集 |
|------|-------|-----------|
| 2017 | 如懿传   | 900 万元    |
| 2017 | 琅琊榜 2 | 800 万元    |
| 2015 | 武媚娘传奇 | 200 万元    |
| 2012 | 甄嬛传   | 30 万元     |
| 2011 | 步步惊心  | 70 万元     |
| 2011 | 宫锁珠帘  | 185 万元    |
| 2010 | 宫     | 35 万元     |
| 2009 | 美人心计  | 1 万元      |
| 2007 | 金婚    | 3000 元    |
| 2006 | 武林外传  | 1250 元    |

资料来源: 联讯证券, 人民网

图表5: 2014-2019 年中国付费视频用户规模



资料来源: 联讯证券, 艺恩网

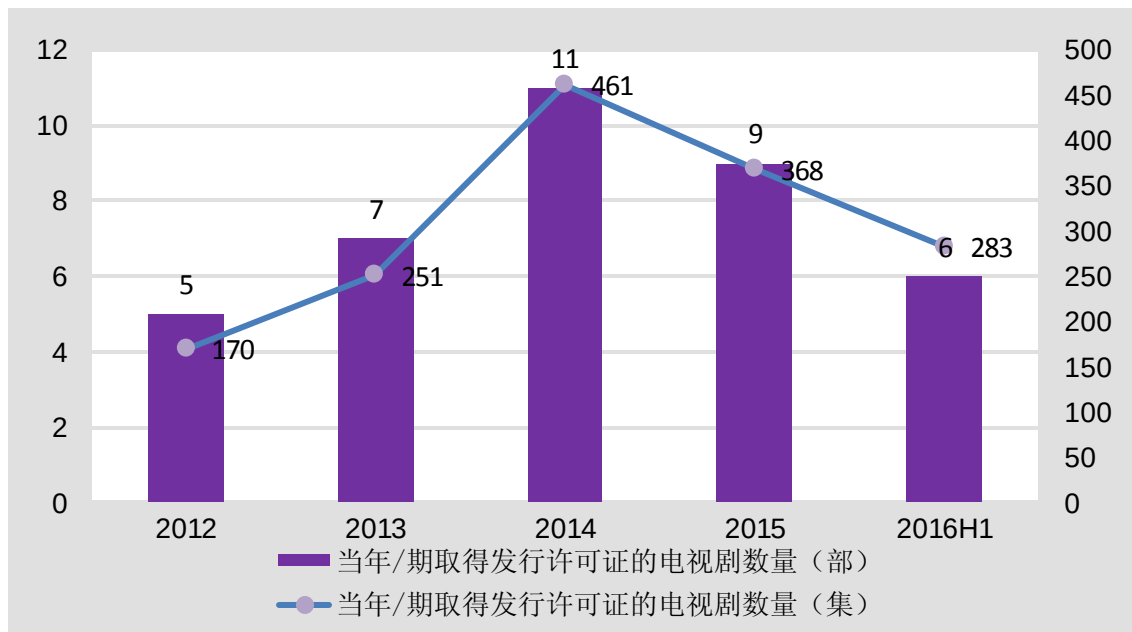
## (2) 敏锐捕捉年轻群体需求, 多年潜心制作精良 IP, 联动泛娱乐产业

经过多年的沉淀, 慈文传媒形成较为稳定的精品输出能力。2016 年慈文传媒有 6 部 283 集电视剧取得发行许可证, 有 5 部 253 集(暂定)电视剧已开机或基本完成摄制, 有 9 部 406 集电视剧在卫视黄金档(《老九门》在东方卫视周播外)和互联网首播,



公司电视剧卫视黄金档播出数量和互联网首播数量继续稳定增长。

图表6： 慈文传媒 2012-2016 当年期取得发行许可证的电视剧情况



资料来源：联讯证券，公司公告

回顾慈文历史，影视剧作品制作精良在收视与口碑形成较好保障。公司成立初期与张纪中等著名导演紧密合作，出品一系列市场影响力颇深的武侠剧，2007 年后以《五号特工组》系列开启谍战剧时代。公司后续作品更趋多元化（如《花千骨》）的同时也能够紧跟主流价值观，反应主流倡导的精神面貌，《老马家的幸福往事》、《剧场》、《谜砂》等均以精品内容和深度内涵获得观众和行业内好评。

面向互联网大潮带来的极大变革以及年轻观众群体迅速崛起，慈文传媒除保持原有擅长的主流价值观电视剧外，积极将制作方向转至更符合年轻人品味的青春、玄幻题材，并基于精品 IP 进行全方位开发，近两年，《花千骨》、《老九门》等 IP 剧佳绩，标志着公司从老牌电视剧制作公司成功突围。

面向未来，公司年轻化 IP 作品将持续不断，2017~2018 即将上映作品包括《特工皇妃》、

《凉生，我们可不可以不忧伤》、《回到明朝当王爷》等 IP 大剧。大女主题材《特工皇妃》即将登陆今年湖南卫视暑期非黄档，先导片 24 小时突破 2000 万点击，微博主话题阅读量突破 15.9 亿，讨论 696.6 万，大 IP+小鲜花+精良制作具备潜力霸屏暑期非黄档。《凉生，我们可不可以不忧伤》已经进入后期阶段，由马天宇、钟汉良、孙怡主演，作为青春现代小说著名 IP，有望再掀收视热潮。

## 2、网生内容：网剧/网大商业模式走向 2C，慈文传媒战略性布局分账内容

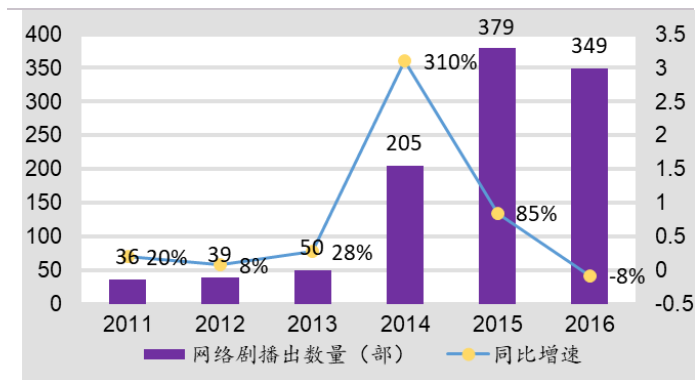
### （1）网络剧：制作精品化，分账网剧改变 2B 商业模式

2016 年网络剧市场由数量野蛮生长转向质量提升，骨朵白皮书数据显示，2016 年中国网络剧数量为 349 部、总播放量达 892 亿，相比 2015 年全年 379 部的数量虽略有下降，但总播放量却是 2015 年的近 2.3 倍。就单部网剧而言，2015 年播放量在 10~20 亿之间的有 8 部，超过 20 亿的仅有 1 部，而在 2016 年播放量在 10~20 亿之间的就有 14 部，超 20 亿的有 9 部，其中，慈文传媒旗下超级 IP 剧《老九门》更是高达 115.04 亿，仅凭



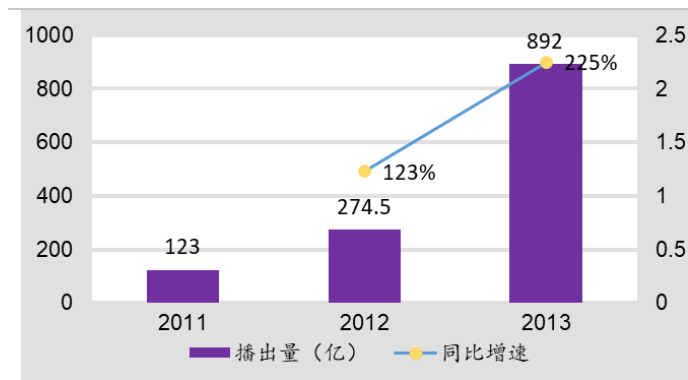
一部作品就占据全年所有网剧总播放量的约 12.9%。

图表7： 2011-2016 年网络剧播出数量及同比增长



资料来源：联讯证券，艺恩咨询

图表8： 2014-2016 年网络剧播放量及同比增长



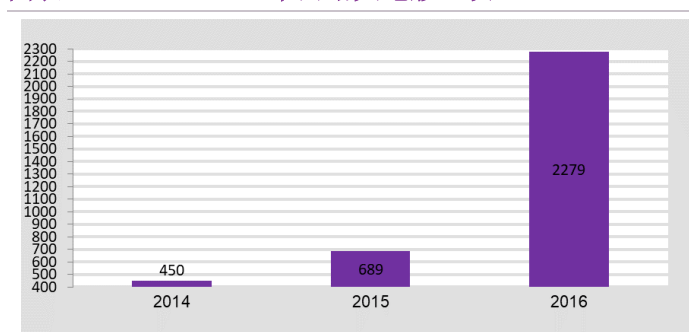
资料来源：联讯证券，智研咨询

头部网络剧播放量优势明显，2016 年 S 网络剧播放量总计 303.67 亿次，占全部网络剧总播放量 34%。从制作趋势上看，网络剧正在向大投入、大制作、IP 方向发展。一方面，慈文传媒、华策影视、正午阳光、新丽传媒等大制作公司纷纷进入网络剧领域，以强劲的制作实力打造高门槛网剧；另一方面，IP 改编网络剧持续升温，2016 年年播放量 TOP9 网络剧中 8 部来自 IP 改编，仅有一部来自原创。

#### (2) 网络大电影：16 年数量井喷，投资门槛提高，分成模式助推内容升级

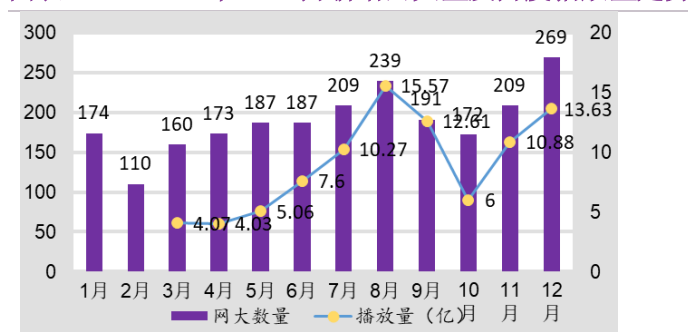
2014 年起，网大因投入少、制作周期短、回报率高、题材宽泛等特点迅速升温。2014 年全网发行的网大数量为 450 部，2015 年攀升至 689 部，对网大行业来说，2016 年更是狂飙突进，网大产量急剧增长，市场得以快速提振。在作品数量上，从 2015 年的 619 部暴增至 2016 年的 2279 部。

图表9： 2014-2016 年网络大电影上映



资料来源：联讯证券，艺恩咨询

图表10： 2016 年 1-12 月新增网大量及月度播放量走势



资料来源：联讯证券，智研咨询

网大行业竞争格局尚未形成，主流供应商如新片场、IFG 互联网电影集团和淘梦网起步较早，靠早期积累已有丰富的网大资源；奇树有鱼和七娱乐虽然起步较晚，但是发展势头迅猛，已推出一系列口碑好人气高的网大作品。一线电影公司在 2015 年下半年起进入网大市场，但多为通过旗下新媒体部门进行网大投资制作，如华谊旗下的华谊创星、华策旗下的华策娱乐科技、博纳旗下的艺星博纳等。相较而言，慈文传媒对网大的重视甚高，一是通过 IP 联动进军网大领域，打造了《老九门》番外篇，二是原创内容也在同步研发，慈文传媒原创内容《哀乐女子天团》即将上映。



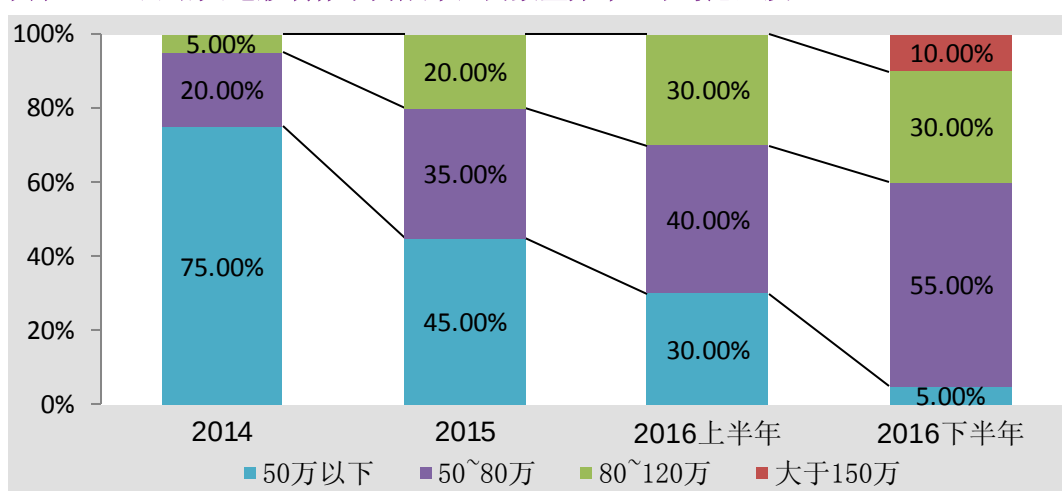
图表11: 网大主流供应商

| 公司名称        | 代表作品                 | 备注                           |
|-------------|----------------------|------------------------------|
| 新片场         | 《错了性别不错爱》、《大风水师》     | 四大主流供应商中第一家挂牌公司，获阿里巴巴和红杉资本投资 |
| IFG 互联网电影集团 | 《青春期》、《上位》、《校花驾到》    | 擅长青春题材，成功推出网大偶像赵奕欢等          |
| 淘梦网         | 《道士出山》系列、《二龙湖浩哥》系列   | 行业早期进入者，成立了淘梦影业              |
| 奇树有鱼        | 《深宫遗梦》、《阴阳先生 2 末代天师》 | 起步最晚但发展迅猛，并与中南影业达成战略合作       |
| 七娱乐         | 《超能太监》、《山炮进城》系列      | 获华谊支持                        |
| 麦田映画        | 《大漠孤侠》、《孙悟空七打九尾狐》等   | 重视原创内容                       |

资料来源: 联讯证券, 公司公告

制作方面，网大制作成本不断提高，2014 年 75%的网大制作成本在 50 万以下，2016 年上半年这一比例则下降到 30%，根据艺恩估计，2016 年下半年 150 万以上高制作成本网大将占比 10%，50 万以下的投资将只有 5%。

图表12: 网络大电影制作不同成本区间数量分布（不考虑宣发）



资料来源: 联讯证券, 公司公告

网大共有三方面的收入来源：1、影片中植入广告的收益；2、影片播放平台付费用户的点击量分成和营销分成，以及移动运营商的分成；3、影片贴片广告 CPM 的分成。单纯广告分成无法抵消专业内容制作方的制作成本和平台运营成本，根据艺恩咨询统计，即使一部 1 亿播放量的电影，CPM 约为 10 万，最高为收益 100 万左右，难以达到用户对于电影内容精品化要求，视频网站保底、买断等模式可能导致片方控制成本且失去利润弹性，亦不利于实现内容升级。在视频网站付费会员规模逐渐扩大，付费习惯养成的趋势下，优质影片采用有效点击分成，将有效推动网大内容升级。

爱奇艺网大片方合作模式为按有效付费点击分成，优质网大可获得高分账，如 2016 年 10 月爱奇艺新上线，慈文传媒出品的网大《老九门之二月花开》由《老九门》原班人马打造，并请到电视剧中主演张艺兴加入，在 IP、演员和投入上均属于较高水平，上线 12 天后分账超过 1000 万元。



图表13: 爱奇艺网大分成模式

| 项目类型 | 分级 | 每次有效点击分账 (元) | 付费期                      | 营销奖励                                                                |
|------|----|--------------|--------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| 独播合作 | A  | 2.5元/有效付费点播; | 6-12月<br>(版权独占期:<br>两个月) | 0.5-1元/有效付费点播, 分成有效期为影片上线首月;<br>(A级和B级网络电影制片方如果自己进行营销将会得到爱奇艺的营销补贴。) |
|      | B  | 2元/有效付费点播;   |                          |                                                                     |
| 全网   | C  | 1.5元/有效付费点播; | 3-12月<br>(授权期: 2年)       | 无                                                                   |
|      | D  | 0.5元/有效付费点播; |                          |                                                                     |

有效付费点播: 付费用户播放单一付费影片超过6分钟的一次或以上的观影行为, 计为1次有效付费点播。

资料来源: 联讯证券, 伊恩咨询

### (3) 纯网内容先锋, 公司率先切入 2C 端付费市场, 将尝试纯分账模式

慈文传媒在 2014 年通过网剧《暗黑者》成为网生内容领域先行者, 并迅速在纯网内容领域脱颖而出, 被誉为“网络剧第一标的”。开篇之作《暗黑者》在 2014 年创下了播放量 4 亿、覆盖独立用户 2100 万的优秀成绩, 播出期间排名网络剧榜单首位。此外,《暗黑者》还获得了 2013-2014 年度中国最佳网络剧“紫勋奖”等殊荣。

2015 年, 慈文与爱奇艺、腾讯视频和搜狐视频等主流网络平台合作, 全年共推出的 3 部网剧《执念师》、《暗黑者 2》和《花千骨 2015》全部进入“2015 年度十大网络剧”榜单。

2016 年,《示铃录》于 2 月 25 日在搜狐视频上线;《执念师 2》于 5 月 20 日在搜狐视频和 PPTV 上线, 全网播放量已破 13 亿次;《暗黑者 3》于 16 年 11 月份开机, 计划 17 年暑期播出。

网络大电影则是公司在网剧业务逐渐成熟的基础上, 拓展的又一泛娱乐内容新热点。公司通过与爱奇艺等一线视频平台合作, 进入网大领域, 提升对单部网大的投资至百万甚至千万级别, 力争推出优质作品。并且, 公司还计划将 VR 运用其中, 聘用专业团队, 建立 VR 盈利模式。

与爱奇艺合作的《老九门》番外篇是公司探索网大的成功作品。公司制作了 4 部《老九门》番外篇网络大电影, 分别为《二月花开》、《虎骨梅花》、《恒河杀树》以及《四屠黄葵》, 其中 3 部番外篇进入 2016 爱奇艺网大分账 TOP12。

公司在深化推进 IP 泛娱乐开发、主打网台联动头部剧的基础上, 将发力 C 端付费模式的网络剧和网络大电影产品, 打造出具有代表性的现象级产品, 树立行业标杆。公司将与各大视频网站深度联动合作, 深化切入网生内容 C 端付费市场, 探索新的盈利增长点。经过前期《老九门》、《暗黑者》、《执念师》、《示铃录》等系列网生产品的市场磨合及经验总结, 公司将加大对网生内容的投资力度, 探索网剧(尝试更多纯分账项目)、网大的 C 端付费产品, 力争在产品模型、播出模式、商业模式、盈利能力等方面树立行业标杆, 进一步巩固公司网生内容龙头企业地位。

### 3、游戏: 联合顶级游戏 CP, 收购赞成科技实现影游联动精细化运作

2017 年, 公司将发挥泛娱乐产业的资源协同效应, 针对系列精品 IP 强化推进“影游联动”。将针对精品 IP《特工皇妃》, 与旗下赞成科技以及顺网科技、西山居、爱奇艺等游



戏研发平台和互联网平台联合推出各类型的同名 IP 游戏，实现 IP 价值最大化。

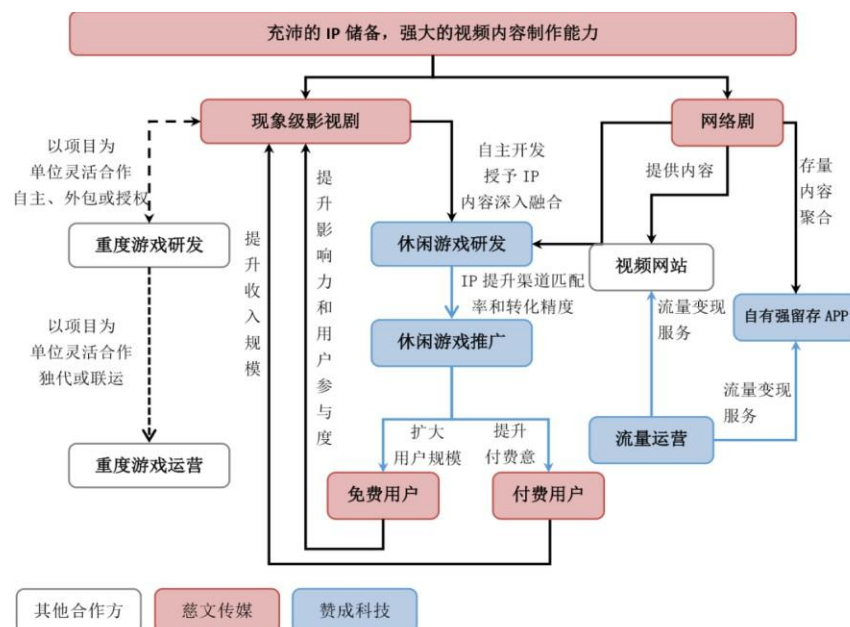
除外部合作强强联合外，2015 年 11 月，慈文传媒以 11 亿元收购赞成科技 100% 股权，通过获取游戏公司资源，完善从 IP 储备开发，到游戏输出兑现的闭合产业链，强化“影游联动”的战略。

赞成科技成立于 2005 年，是国内最早专注于从事移动休闲游戏的研发和推广的移动互联网企业之一。由于游戏业务规模的持续扩大，赞成科技根据产品和渠道特质灵活采用合作分成和流量采购模式进行推广。随着渠道推广经验的持续积累，公司切入流量运营领域，为游戏、阅读、生活服务等细分领域的合作伙伴提供移动数字内容产品的渠道推广服务。

2015 年，赞成科技出品了包括消除类、益智类、棋牌类、捕鱼类、射击类、跑酷类等六大系列逾 20 余款移动休闲游戏产品，与多盟、迅雷、触控等 100 多家国内主流渠道实现合作，整合腾讯广点通、百度等国内主流广告平台进行了大量投放。同时，赞成科技通过自主研发的游戏产品及 SDK 产品不断积累游戏玩家用户，形成了用户营销推广、注册、登录、支付的消费闭环。2017 年，赞成科技将出品 15 款精品休闲游戏、2 款精品 HTML5 游戏及 2 款视频类游戏，同时引进 2-3 款大中型游戏进行外部联合开发或联合运营。在新型社交方面，赞成科技与电信运营商共同打造一个娱乐自媒体互动社交平台“彩视秀”APP，借助公司的影视剧集视频资源发展短视频应用，进一步推进公司在移动互联网上多维度发展的战略目标。

以收购赞成科技为契机，慈文将进一步实现影游互动的精细化运作，对于受众更为广大，影响覆盖面更广且开发风险相对较小的移动休闲游戏，公司将在版权授权允许的前提下全部交由赞成科技开发。

图表14： 慈文传媒影游联动商业模式



资料来源：联讯证券，公司公告



### 三、公司核心竞争力分析：头部 IP 资源丰富，打造泛娱乐平台

#### （一）平台优势

从基本面角度看，电视剧行业集中度和头部剧价格的提升将巩固电视剧龙头地位，电视剧头部公司将迎来发展的黄金时期，而 2018 年春节档高票房高增长亦充分印证头部内容的吸金能力，同时渠道对优质内容的需求将进一步利好电影内容公司。这说明整个头部内容溢价是今年的一大主题，而对于头部内容的购买方式，通过平台的间接控制已成为主要的途径，其中以 BAT 最为代表。

重点在于平台和头部 IP 的储备量。慈文传媒有 20 多个制作人团队，有丰富的影视剧投资、策划、制作、发行的经验，围绕 IP 全产业链，坚持精品原创和 IP 转化，重点打造网台联动头部剧。这两点上无疑是优势所在。

#### （二）内容优势

2017 年公司预计实现营业总收入 16.71 亿元，较上年同期下降 8.50%；预计实现营业利润 3.88 亿元，较上年同期增长 2.66%；预计实现归属于上市公司股东的净利润 4.28 亿元，较上年同期增长 47.62%。主要原因在于：

公司围绕 IP 全产业链，主打网台联动头部剧，拓展付费模式网生内容，协同开展游戏等相关业务，打造慈文“品牌+”的泛娱乐平台，总体进展情况良好。2017 年，公司投资的《决战江桥》、《那年花开月正圆》、《凉生，我们可不可以不忧伤》等多部电视剧实现了收入，公司相关子公司享受税收优惠政策，公司 2017 年度营业利润、利润总额、净利润比上年度同期分别有一定增长。

从 2018 年有望确认报表维度看，S 级大剧《脱骨香》、《我的检察官女友》、《风暴舞》、《步步生莲》、《沙滩》等有望 2018 年确认，2017 年生产的《回明》、《爵迹》、《极速青春》有望在 2018 年 Q1/Q2 确认，2018 年全年各个季度有望实现同比高增长。从后续储备 S 级产品线看，《楚乔传》、《老九门》、《花千骨》三大暑期剧王有望启动续作，《脱骨香》、《弹痕》、《大秦》、中外项目等构筑新 IP 矩阵。

#### （三）团队优势

慈文传媒董事长兼总经理马中骏先生为国家一级编剧，具有丰富的电视剧制作经验，在马中骏带领下的核心团队，大多从慈文传媒成立之初就跟随公司一同发展和成长，对公司、传媒行业 and 市场需求十分了解，为公司发展提供坚实的人才基础。现公司形成了以马中骏先生为核心，魏丽丽（北京慈文）、原向阳（紫风影视）、白一骢（上海视骊）、柳苗（上海蜜淘）、韩灏（微颍）等共同发展的多个团队。

慈文传媒还一直与业内知名导演、编剧、制片人保持紧密合作，并签约部分契合慈文风格的艺人包括王丽坤、马可、张丹峰、林园等。

同时，公司将积极推进国际化战略，与国际一流影视公司合作拍摄影视剧，追求全球主流市场的认同和份额，提升公司在国际市场上的影响力和竞争力。相关合作项目正在沟通商谈中。



图表15: 慈文传媒及旗下公司负责人履历

| 序号 | 姓名  | 职务      | 履历经验                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|----|-----|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 马中骏 | 董事长、总经理 | 资深出品人和剧作家，中国广播电视学会电视制片委员会副会长，首都广播电视节目制作协会常务副会长，“中国电视剧产业二十年突出贡献出品人”称号获得者。90年代初涉足影视制作领域，到目前为止已出品、制作各类影视剧作近百部，从《射雕英雄传》开始与一些著名导演和制片人的合作。此后作品包括《半生缘》，朱德庸著名漫画《双响炮》，《神雕侠侣》和由徐克和张鑫炎导演监制的《七剑下天山》等精品电视剧，2007年以后推向市场的情节剧《五号特工组》和《战后之战》，开创了特工题材类型片的先河。                                                                                 |
| 2  | 白一骢 | 视骊影视总经理 | 中国内地导演、编剧、制片人。2002年，与张纪中合作，担任由金庸同名武侠小说改编，《天龙八部》的编剧。2006年，与戴明宇、孙铎等人共同编剧了武侠电视剧《雪山飞狐》。2015年3月16日，担任制片人的悬疑科幻网络剧《执念师》在搜狐视频播出；同年6月12日，根据南派三叔同名小说改编的网络季播剧《盗墓笔记》在爱奇艺首播，白一骢担任编剧，该剧总播放量超过28.81亿，创下网剧播放量记录；同年8月3日，白一骢担任《暗黑者》系列网络剧第二部的编剧及制片人。2016年，白一骢加盟悬疑网剧《示铃录》担任制片人；2016年7月4日，白一骢再次与南派三叔合作，改编拍摄《老九门》，该剧在东方卫视和爱奇艺同步播出，并在同时段收视率中排名第一。 |
| 3  | 韩颢  | 微颢影视总经理 | 著名策划人、制片人、编剧。曾是CCTV-6电影频道第一代主播。2013年，编剧了电影《照片中的谋杀案》，《献给天堂的比赛》，《六扇门》系列。曾参与负责拍摄《陆小凤》系列、《杨门女将》系列。                                                                                                                                                                                                                             |
| 4  | 原向阳 | 东阳紫风总经理 | 著名制片人。参与制作《宰相刘罗锅》、《铁齿铜牙纪晓岚》、《少年张三丰》、《满汉全席》、《刀客家族的女人》、《新女婿时代》                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 5  | 柳苗  | 蜜淘总经理   | 著名制片人。主导制作《特工皇妃》，《凉生，我们可不可以不忧伤》，《寻找爱情的邹小姐》                                                                                                                                                                                                                                                                                 |

资料来源：联讯证券，公司公告

#### 四、定增落地减轻资金缺口，后续项目开发得到支持

2017年12月14日，公司发布定增成功公告，以37.66元/股的价格发行2474万股，募集资金总额约9.32亿元（扣除各项发行费用后净额为9.11亿元）于2017年12月15日上市。其中：

- 1) 实际控制人一致行动人增持：马中骏董事长夫人王玫以现金认购约0.62亿；
- 2) 游戏子公司股东认购，对赌完成后继续绑定合作：全资子公司赞成科技原股东于浩洋出资1.1亿元认购292万股。根据A股对定增股解禁的新规，定增12个月到期后，定增方出售定增股票不得超过50%，因此，子公司赞成科技在2017年完成对赌业绩后，还将在2018和2019两年间与公司继续合作，业绩可持续稳健提升发展。

除此之外，公司还于17年4月申请发行公司债共计15亿（公开5亿+非公开10亿）。股+债双重筹资将保障公司对于精品内容的投入。



去年底的定增主要用于投入 17 部影视剧的制作，如待开发的《步步生莲》与《邹小姐》已在定增项目中，同时由于本次定增周期较长，17 部中已有 8 部已经制作完成，相关资金可投入到《脱骨香》、《弹痕》等项目的推动，本次定增落地为公司长期发展提供了极其重要的资金支持。

## 五、股东认购增持，打消市场疑虑；会计估计变更，应收账款坏账计提比例降低

2017 年 11 月，公司控股股东及实际控制人马中骏先生，先后两次增持公司股份，金额分别为 590.81 万元、432.69 万元，持有公司股份总额增加 0.10%，占公司总股本的 19.73%，凸显出公司对未来发展前景充满信心。

公司公告，赞成科技原股东于浩洋认购约 1.1 亿，根据减持新规，非公开发行限售期满后 12 个月内减持不得超过持有股份的 50%，意味着赞成可以与慈文再次帮顶 2 年以上的时间，两者之间深度融合打消市场对赞成科技对赌到期后激励的担忧。

公司自 2018 年 1 月 1 日开始，变更应收款项会计估计，主要变化在于对应收账款的坏账计提比例，公司将一年内到期的应收账款计提比例由 5%下调为 1%，2-3 年的应收账款计提比例由 50%下调为 30%。此次会计估计变更，料将减少 18 年及以后年份的资产减值损失。

变更原因在于，公司业务规模扩大，市占率提高，销售收入增长，应收账款相应增加；但公司主要客户为国内各大卫视和视频网站，应收账款风险可控，坏账率较低。同时，公司和相关投资方联合投资的影视剧项目，在由公司负责发行时，公司一般根据实际回款情况定期向其他投资方支付发行分成款项。

图表16： 会计估计变更前后对比

| 账龄             | 变更前          |               | 变更后          |               |
|----------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|                | 应收账款计提比例 (%) | 其他应收款计提比例 (%) | 应收账款计提比例 (%) | 其他应收款计提比例 (%) |
| 1年以内(含1年, 以下同) | 5            | 5             | 1            | 1             |
| 1-2年           | 10           | 10            | 10           | 10            |
| 2-3年           | 50           | 50            | 30           | 30            |
| 3-4年           | 100          | 100           | 50           | 50            |
| 4年以上           | 100          | 100           | 100          | 100           |

资料来源：联讯证券，公司公告

## 七、投资建议

我们首次覆盖慈文传媒给予「买入」的投资评级。我们预估公司 2017 年、2018 年和 2019 年的营业收入分别为 16.7 亿、30.0 亿和 36.3 亿，归属母公司所有者净利润分别为 4.22 亿、6.16 亿和 7.50 亿，同比增速分别为 46%、46%和 22%，分别对应 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 1.25 元，1.82 元和 2.21 元。目前股价对应 2018 年 PE20.4x，我们以 2018 年 PE25.0x 为基准，目标价设定为 45.25 元，目前股价隐含上涨空间 22%。



## 八、风险提示

影视剧业务竞争加剧，项目推进不及预期。

图表17： 慈文传媒 2017 年披露剧目情况

| 2017                 |                   |                 |
|----------------------|-------------------|-----------------|
| 17 年播出或后期电制作中的电视剧    |                   |                 |
| 序号                   | 剧名                | 播出时间            |
| 1                    | 欢喜县令              | 2017/1/8        |
| 2                    | 欢喜知府              | 2017/1/23       |
| 3                    | 楚乔传               | 2017/6/5        |
| 4                    | 左轮手枪              | 2017/6/20       |
| 5                    | 决战江桥              | 2017/7/8        |
| 6                    | 那年花开月正圆           | 2017/8/30       |
| 7                    | 那些年，我们正年轻/梦想年华大三线 | 2017/10/4       |
| 8                    | 左耳                | 已取得发行许可证        |
| 9                    | 回到明朝当王爷           | 后期制作中           |
| 10                   | 凉生，我们可不可以不忧伤      | 后期制作中           |
| 11                   | 速度/极速青春           | 后期制作中           |
| 12                   | 爵迹之临界天下           | 后期制作中           |
| 2017 年后制作中的网剧        |                   |                 |
| 序号                   | 剧名                | 进度              |
| 1                    | 暗黑者 3             | 后期制作中           |
| 2                    | 大唐魔盗团             | 后期制作中           |
| 2017 年播出或后期制作中的网络大电影 |                   |                 |
| 序号                   | 剧名                | 进度              |
| 1                    | 哀乐女子天团            | 2017/6/30       |
| 2                    | 回到明朝当王爷番外篇        | 后期制作中           |
| 2018                 |                   |                 |
| 18 年预计取得发行许可证或开机项目   |                   |                 |
| 序号                   | 剧名                | 进度              |
| 1                    | 沙海                | 2017 年 9 月已开机   |
| 2                    | 步步生莲              | 拟 2017 年 4 季度开机 |
| 3                    | 寻找爱情的邹小姐          | 拟 18Q3 开机       |
| 4                    | 三体                | 拟 2017 年 4 季度开机 |
| 5                    | 天王之路              | 拟 2017 年 4 季度开机 |
| 6                    | 脱骨香               | 拟 2018 年 4 月开机  |
| 7                    | 弹痕                | 拟 2018 年开机      |



|                    |          |                 |
|--------------------|----------|-----------------|
| 8                  | 大秦帝国     | 拟 2018 年开机      |
| 9                  | 紫川       |                 |
| 10                 | 风波舞      |                 |
| 11                 | 我的检察官女友  |                 |
| 2018 年预计上线或开机网络剧   |          |                 |
| 序号                 | 剧名       | 进度              |
| 1                  | 示铃录 2-3  | 拟 2 季度开机        |
| 2                  | 少年股神     | 拟 2 季度开机        |
| 3                  | 残缺的世界    | 拟 2017 年 3 季度开机 |
| 4                  | 危险的妻子    | 拟 2017 年 3 季度开机 |
| 5                  | 有种爱情叫兄弟  | 拟 2017 年 4 季度开机 |
| 6                  | 风芒纪      | 拟 2017 年 4 季度开机 |
| 7                  | 虐渣       | 拟 2017 年 4 季度开机 |
| 8                  | 兽王       | 拟 2017 年 4 季度开机 |
| 9                  | 无极乐章     | 拟 2017 年 4 季度开机 |
| 2018 年预计上线或开机网络大电影 |          |                 |
| 序号                 | 剧名       | 进度              |
| 1                  | 女王之域     | 拟 2 季度开机        |
| 2                  | 幸运扫把星    | 拟 2 季度开机        |
| 3                  | 妃监极盗 1-3 | 拟 2 季度开机        |
| 4                  | 容颜       | 拟 2 季度开机        |
| 5                  | 胸毛妹妹     | 拟 2017 年 3 季度开机 |
| 6                  | J 不可失    | 拟 2017 年 3 季度开机 |
| 7                  | 棒棒糖      | 拟 2017 年 3 季度开机 |
| 8                  | 美伦美奂     | 拟 2017 年 4 季度开机 |
| 2018 年预计上映或开机院线电影  |          |                 |
| 序号                 | 剧名       | 进度              |
| 1                  | 暗黑者      | 拟 2017 年 4 季度开机 |
| 2                  | 大秦帝国     | IP 储备           |

资料来源：联讯证券，公司公告



## 附录：公司财务预测表（百万元）

| 资产负债表      | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   | 现金流量表       | 2016    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|------------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|----------|----------|----------|
| 货币资金       | 663.02  | 2037.90 | 30.01   | 2565.01 | 经营性现金净流量    | 100.12  | 1977.85  | -1963.04 | 2910.21  |
| 应收和预付款项    | 1171.71 | 65.20   | 2171.12 | 532.25  | 投资性现金净流量    | -252.54 | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 存货         | 874.85  | -171.69 | 1583.09 | 123.08  | 筹资性现金净流量    | 607.49  | -602.98  | -44.84   | -375.22  |
| 其他流动资产     | 28.89   | 28.89   | 28.89   | 28.89   | 现金流量净额      | 455.65  | 1374.87  | -2007.88 | 2535.00  |
| 长期股权投资     | 5.89    | 5.89    | 5.89    | 5.89    |             |         |          |          |          |
| 投资性房地产     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 主要财务比率      | 2016    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
| 固定资产和在建工程  | 39.46   | 33.69   | 27.93   | 22.16   | 收益率         |         |          |          |          |
| 无形资产和开发支出  | 1017.13 | 1014.06 | 1010.99 | 1007.91 | 毛利率         | 33.61%  | 41.84%   | 35.00%   | 35.00%   |
| 其他非流动资产    | 7.20    | 3.60    | 0.00    | 0.00    | 三费/销售收入     | 7.97%   | 6.18%    | 5.96%    | 5.77%    |
| 资产总计       | 3808.16 | 3017.54 | 4857.92 | 4285.20 | EBIT/销售收入   | 23.62%  | 35.72%   | 28.88%   | 28.88%   |
| 短期借款       | 467.97  | 0.00    | 147.81  | 0.00    | EBITDA/销售收入 | 24.16%  | 36.46%   | 29.29%   | 29.12%   |
| 应付和预收款项    | 1169.32 | 532.43  | 1766.34 | 783.26  | 销售净利率       | 16.65%  | 26.49%   | 21.53%   | 21.67%   |
| 长期借款       | 425.50  | 425.50  | 425.50  | 425.50  | 资产获利率       |         |          |          |          |
| 其他负债       | 377.00  | 377.00  | 377.00  | 377.00  | ROE         | 21.57%  | 25.77%   | 29.81%   | 28.96%   |
| 负债合计       | 2439.79 | 1334.93 | 2716.65 | 1585.76 | ROA         | 11.32%  | 19.78%   | 17.84%   | 24.45%   |
| 股本         | 441.13  | 441.13  | 441.13  | 441.13  | ROIC        | 23.40%  | 27.89%   | 869.67%  | 29.08%   |
| 资本公积       | 105.44  | 105.44  | 105.44  | 105.44  | 增长率         |         |          |          |          |
| 留存收益       | 798.58  | 1092.41 | 1521.26 | 2043.17 | 销售收入增长率     | 113.34% | -8.50%   | 79.61%   | 20.89%   |
| 归属母公司股东权益  | 1345.15 | 1638.98 | 2067.83 | 2589.74 | EBIT 增长率    | 45.93%  | 38.39%   | 45.22%   | 20.89%   |
| 少数股东权益     | 23.22   | 43.63   | 73.43   | 109.70  | EBITDA 增长率  | 47.04%  | 38.08%   | 44.29%   | 20.18%   |
| 股东权益合计     | 1368.36 | 1682.62 | 2141.27 | 2699.44 | 净利润增长率      | 50.38%  | 45.56%   | 45.95%   | 21.70%   |
| 负债和股东权益合计  | 3808.16 | 3017.54 | 4857.92 | 4285.20 | 总资产增长率      | 41.96%  | -20.76%  | 60.99%   | -11.79%  |
|            |         |         |         |         | 股东权益增长率     | 26.66%  | 21.84%   | 26.17%   | 25.24%   |
|            |         |         |         |         | 经营营运资本增长    | -16.80% | -175.42% | 404.61%  | -106.14% |
| 利润表        | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   | 资本结构        |         |          |          |          |
| 营业收入       | 1826.19 | 1670.96 | 3001.13 | 3627.92 | 资产负债率       | 64.07%  | 44.24%   | 55.92%   | 37.01%   |
| 减：营业成本     | 1212.39 | 971.85  | 1950.74 | 2358.15 | 投资资本/总资产    | 42.14%  | 2.48%    | 55.63%   | 13.63%   |
| 营业税金及附加    | 6.10    | 5.59    | 10.03   | 12.13   | 带息债务/总负债    | 36.62%  | 31.87%   | 21.10%   | 26.83%   |
| 营业费用       | 49.32   | 45.13   | 81.05   | 97.98   | 流动比率        | 1.63    | 3.38     | 1.94     | 3.91     |
| 管理费用       | 57.40   | 52.52   | 94.33   | 114.03  | 速动比率        | 1.10    | 3.65     | 1.13     | 3.75     |
| 财务费用       | 38.84   | 5.61    | 3.48    | -2.81   | 股利支付率       | 0.00%   | 30.42%   | 30.42%   | 30.42%   |
| 资产减值损失     | 84.47   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 收益留存率       | 100.00% | 69.58%   | 69.58%   | 69.58%   |
| 加：投资收益     | 1.23    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |             |         |          |          |          |
| 公允价值变动损益   | -0.81   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 业绩和估值指标     | 2016    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
| 其他经营损益     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EBIT        | 431.27  | 596.82   | 866.68   | 1047.69  |
| 营业利润       | 378.08  | 590.27  | 861.51  | 1048.45 | EBITDA      | 441.25  | 609.27   | 879.12   | 1056.53  |
| 加：其他非经营损益  | 13.32   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EPS         | 0.855   | 1.245    | 1.817    | 2.211    |
| 利润总额       | 391.40  | 590.27  | 861.51  | 1048.45 |             |         |          |          |          |
| 减：所得税      | 87.26   | 147.57  | 215.38  | 262.11  |             |         |          |          |          |
| 净利润        | 304.14  | 442.71  | 646.13  | 786.34  |             |         |          |          |          |
| 减：少数股东损益   | 14.03   | 20.42   | 29.80   | 36.27   |             |         |          |          |          |
| 归属母公司股东净利润 | 290.11  | 422.29  | 616.33  | 750.07  |             |         |          |          |          |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 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 | 010-66235704 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@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)