

牵手淘宝切入电商图片场景，进一步拓展小B端市场新蓝海

——视觉中国 公司点评

公司点评

胡皓 (分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

姚轩杰 (分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

马笑 (联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

● 事件:

视觉中国4月19日晚间发布公告,公司全资子公司华盖创意(天津)视讯科技有限公司,与淘宝(中国)软件有限公司于近日签订了《战略合作协议》。合作双方开展关于创意素材方面的深度合作,互授优先权益,共同打造在电商领域的正版素材授权平台;同时,华盖创意(天津)向淘宝中国提供优质设计师资源辅助“鹿班智能设计平台”开展素材筛选、素材标注、定制创作等工作。

● 开拓电商应用场景,切入1000万电商卖家视觉创意需求业务:

我们测算,假设1000万电商卖家当中,活跃卖家占比15%,仅有活跃卖家上新品,每月有活跃卖家150万家,每家每周新上1件商品,每个商品描述需要3张图,则需要450万张图片,那么一年就有2亿张图片的市场需求。其中有相当比例需要用到根据商品特点进行设计的创意图片。此类创意图片需求就是视觉中国想拓展的业务增量,此外,电商卖家还有视觉设计、拍摄,视觉广告营销服务等延伸业务需求。

● 牵手BAT积极抢占自媒体和中小企业的小B端蓝海市场:

依托于互联网平台生长的中小企业及自媒体是图片版权市场巨大的潜在客户。本次合作是公司持续扩大、夯实与互联网平台(大流量入口)战略合作的又一重要举措此前,公司陆续与搜索引擎(百度、搜狗)、广告平台(百度霓裳、阿里汇川)、自媒体平台(腾讯企鹅号、百度百家号、阿里大鱼号、一点/凤凰大风号)完成了合作协议签约,部分平台已经完成后台数据对接。

● 看好图片行业付费红利的长期逻辑,维持“强烈推荐”评级:

我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为2.90亿元、3.96亿元和5.08亿元。考虑到公司大企业客户和小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,我们对公司维持“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。

财务摘要和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	543	735	945	1,295	1,770
增长率(%)	38.8	35.5	28.5	37.0	36.7
净利润(百万元)	157.6	215	290	396	508
增长率(%)	11.1	36.2	35.3	36.2	28.4
毛利率(%)	57.7	58.5	59.1	59.8	59.3
净利率(%)	29.0	29.2	30.7	30.5	28.7
ROE(%)	8.1	9.9	9.5	11.4	12.7
EPS(摊薄/元)	0.22	0.31	0.41	0.56	0.73
P/E(倍)	115.12	84.5	62.5	45.9	35.7
P/B(倍)	8.72	7.9	5.6	5.0	4.4

强烈推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.04.19
收盘价(元):	24.99
一年最低/最高(元):	13.98/28.99
总股本(亿股):	7.01
总市值(亿元):	175.07
流通股本(亿股):	2.8
流通市值(亿元):	69.94
近3月换手率:	264.12%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	5.93	51.24	34.04
绝对	-1.22	39.42	42.8

相关报告

《牵手地方媒体龙头,开拓区域性图片市场增量创造新盈利点》2018-04-19

《百度图片区块链平台上线提速行业正版化,视觉中国为其合作方》2018-04-12

《收购500px加固内容护城河,迈向全球化行业龙头》2018-02-27

《图片市场高速增长获国际巨头认可 龙头企业搭“顺风车”》2018-02-26

《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

1、事件

视觉中国 4 月 19 日晚间发布公告，公司全资子公司华盖创意（天津）视讯科技有限公司，与淘宝（中国）软件有限公司于近日签订了《战略合作协议》。

合作主要内容为：淘宝中国给予华盖创意天津战略优先的权益，双方开展关于创意素材方面的深度合作，共同打造在电商领域的正版素材授权平台；华盖创意（天津）将通过“鹿班智能设计平台”向淘宝中国及其用户开放，授权使用创意素材。同时，华盖创意（天津）向淘宝中国提供优质设计师资源辅助“鹿班智能设计平台”开展素材筛选、素材标注、定制创作等工作。

2、开拓电商应用场景，切入 1000 万电商卖家视觉创意素材

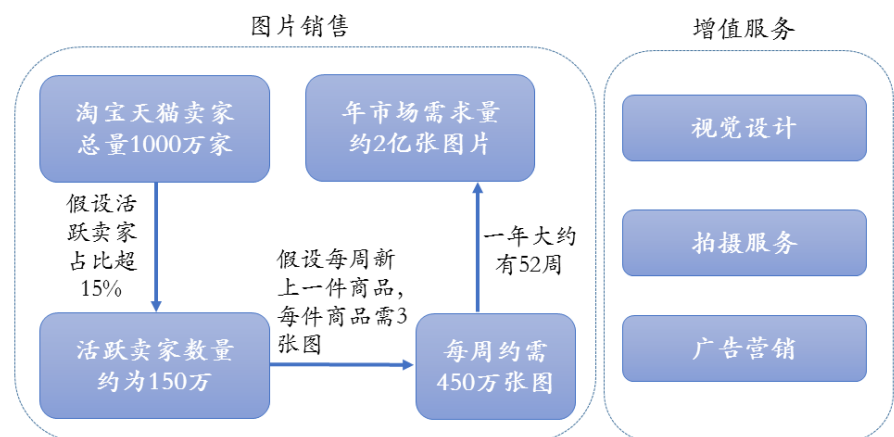
需求业务

淘宝中国为阿里巴巴“鹿班智能设计平台”的运营方，为用户提供专业创意设计服务，提供创意模板及创意素材服务。其中，“鹿班设计平台”是由阿里巴巴智能设计实验室自主研发的一款设计产品，基于图像智能生成技术，可以显著提高传统的设计工作的工作效率。根据用户输入的设计需求，机器经过规划、行动等多轮大规模计算，生成符合用户需求和专业标准的视觉图像。

根据艾瑞咨询的数据，2017 年淘宝天猫的卖家数量累计已突破 1000 万个，活跃卖家数量占比超 15%。事实上，在淘宝和天猫的电商平台上，海量的卖家每周或每月都有成千上万件的商品上新，而呈现方式 99% 都是图片和文字。这创造了非常巨大的视觉创意素材服务需求。

我们测算，假设仅有活跃卖家上新，每月有活跃卖家 150 万家，每周新上 1 件商品，每个商品描述需要 3 张图，则需要 450 万张图片。那一年就有 2 亿张图片的市场需求量。这里面有部分为淘宝卖家自己拍摄或者商品自带的展示广告图片，但还有相当比例需要用到根据商品特点进行设计的创意图片。此类创意设计图片需求就是视觉中国想拓展的业务增量。此外，电商卖家除了用图片展示产品之外，还有视觉设计、拍摄，视觉广告营销服务等一系列延伸业务需求，这个市场空间也是非常巨大的，视觉中国这样的龙头视觉服务公司能提供全套解决方案。

图1： 电商行业视觉服务需求预测



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所测算

视觉中国通过与淘宝合作新开拓的电商新零售应用场景，有利于公司进一步覆盖电商行业，提升获客能力，并有利于公司在图像大数据、人工智能领域提升核心竞争力。此次协议的签署符合公司的长远战略规划，将对公司的发展产生积极影响。

3、牵手 BAT 积极抢占自媒体和中小企业的小 B 端蓝海市场

伴随着移动互联网的快速发展，各类垂直网站、电商、APP、微信公众号、直播等众多新媒介的出现使得版权图片的需求量迅速增加，通过 BAT 等互联网平台的中介角色，图片版权交易平台可以触及未被发掘的中小企业客户。依托于互联网平台生长的中小企业及自媒体构成了图片版权市场巨大的潜在客户。

本次合作是公司持续扩大、夯实与互联网平台（大流量入口）战略合作的又一重要举措。此前，公司陆续与搜索引擎（百度、搜狗）、广告平台（百度霓裳、阿里汇川）、自媒体平台（腾讯企鹅号、百度百家号、阿里大鱼号、一点/凤凰大风号）完成了合作协议签约，部分平台已经完成后台数据对接。

具体情况如下：

2017 年 2 月 18 日，公司与凤凰网旗下的一点资讯签署战略合作协议，视觉中国把正版的图片、素材、音乐以及视频与“凤凰号&一点号”的后台打通，全面开放给自媒体。一点资讯是国内重要的新媒体资讯平台，用户量 3.3 亿、日活 5200 万，入驻自媒体超过 15 万家。

2017 年 2 月 27 日，公司与腾讯签署战略合作协议，视觉中国向腾讯网媒开放全部正版图片、视频、音乐资源，将与腾讯一起服务数十万自媒体用户，为自媒体用户提供优质正版内容，共同构建自媒体共赢生态圈。

2017 年 4 月 12 日，公司与百度签署战略合作协议，视觉中国向百度全面开放 PGC 版权资源库（图片、视频、音频），接入并服务于所有“百度系产品”（手机百度、百家号、贴吧社区、百度百科等），为 C 端用户、内容创作者、商业广告客户提供最优质正版内容资源。双方将在图片搜索建立深度合作，以显著提升 C 端用户图片搜索体验为核心目标，开展包括但不限于在图片搜索的优先排序、垂直内容专区、C 端用户个性化推送、数据共享等合作。

2018 年 1 月 12 日，公司子公司汉华易美与搜狗签署战略合作协议。视觉中国向搜狗及其用户开放全平台的图片版权资源库，搜狗为视觉中国图片资源在其搜索引擎平台基于用户使用场景提供优先展示的机会。同时，双方在优质内容素材的正版授权方面达成战略合作。

2018 年 1 月 12 日，公司子公司汉华易美与北京亿幕签署战略合作协议。北京亿幕的第一大股东是微博，运营“微博云剪”。微博云剪是由微博、亿幕联合推出的 PGC 短视频快速生产、版权素材交易、内容分发及多维度数据分析管理的一站式在线 SaaS 平台。

视觉中国向微博云剪开放全部的正版图片、视频、音乐素材，并通过 API 方式提供一站式的交付服务，供平台用户购买使用。其中，视觉中国为微博云剪平台在图片素材行业的战略合作伙伴，享有优先推荐、核心位路等权益。双方共享用户行为及使用链接等数据信息，并一起根据用户需求确定产品服务形态，包括但不限于产品定价、营销推广等。另外，双方将携手构建微博云剪平台的版权保护管理和技术体系。

2018年2月2日，视觉中国与阿里巴巴全资子公司优视科技(中国)有限公司签订了《战略合作协议》。视觉中国向阿里巴巴文娱集团大鱼号媒体平台、汇川广告平台开放正版图片、视频、音乐资源等全部自有内容或获得合法授权的内容，双方共建“大鱼号媒体平台内容资源库”、“汇川广告平台素材资源库”，在平台共建合作领域建立互为优先的合作关系。

同时，视觉中国官方自媒体入驻大鱼号媒体平台，并将整合签约供应商、供稿人(包括摄影师、设计师、艺术家等)入驻大鱼号媒体平台，为用户持续提供优质视觉内容。另外，双方在版权授权方面达成合作。

表1: 公司与BAT等互联网平台合作协议的要点总结

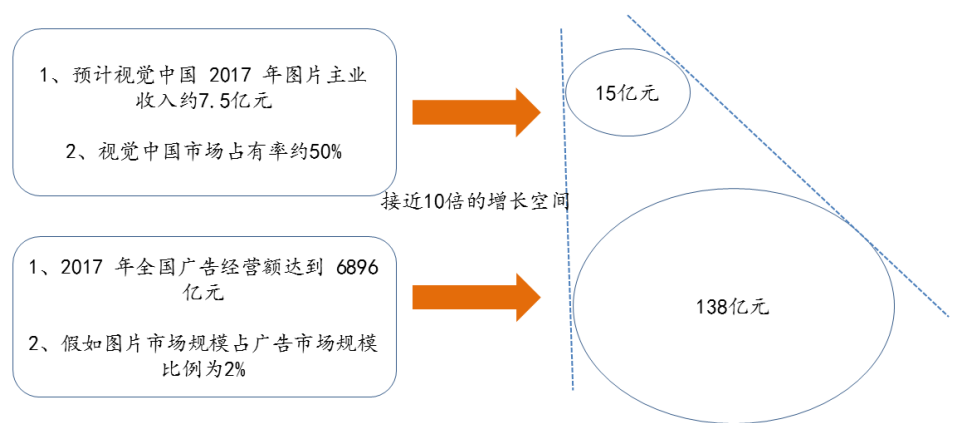
协议对象	签署日期	协议要点
凤凰网	2017年2月18日	向新媒体资讯平台“凤凰号&一点号”开放正版图片、素材、音乐以及视频，共建自媒体生态圈。
腾讯	2017年2月27日	向腾讯网媒开放全部正版图片、视频、音乐，共建自媒体共赢生态圈。
百度	2017年4月12日	向百度全面开放PGC版权资源库，并且通过百度系产品为C端客户提供正版内容资源。
搜狗	2018年1月12日	向搜狗及其用户开放全平台的图片版权资源库，搜狗为视觉中国图片资源在其搜索引擎平台基于用户使用场景提供优先展示的机会。双方在优质内容素材的正版授权方面达成战略合作。
北京亿幕(微博)	2018年1月12日	向旗下运营“微博云剪”开放全部的正版图片、视频、音乐素材，并通过API方式提供一站式的交付服务，供平台用户购买使用。
阿里巴巴	2018年2月2日	向阿里巴巴文娱集团大鱼号媒体平台、汇川广告平台开放正版图片等全部自有内容或获得合法授权的内容，双方共建“大鱼号媒体平台内容资源库”、“汇川广告平台素材资源库”。
淘宝中国	2018年4月19日	双方共同打造在电商领域的正版素材授权平台；视觉中国授权淘宝中国及其用户使用其平台素材，向淘宝中国提供优质设计师资源辅助，开展素材筛选、素材标注、定制创作等工作。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4、图片版权行业尚有10倍市场空间，高成长性将持续

博鳌亚洲论坛向世界发出清晰的信号，中国将进一步加强知识产权保护。这意味着，政策层面将强化知识产权保护的重要性，继续出台IP行业的支持政策。而社会正版化生态环境的向好，需要企业、组织和个人等各方共同努力，拒绝盗版使用正版。

事实上，图片盗版现象是非常严重的。一般而言，欧美成熟市场的图片行业市场规模占广告市场规模比例为2%-3%。2017年全国广告经营额已达到6896亿元，假如中国图片市场规模占广告市场规模比例能达到2%，则图片市场空间约138亿元。然而，实际情况是，2017年中国图片市场规模仅15亿左右。正版图片市场规模占广告市场规模的比例仅有0.1%，这恰恰说明中国的图片盗版极其严重。但从正版化空间来看，从15亿元到138亿元，中国图片市场规模有接近10倍的增长空间，潜力巨大。

图2： 中国图片市场增长空间巨大

资料来源：新时代证券研究所测算

上文提到的 BAT 在图片正版化方面逐步在加强力度，采取各种措施，这表明龙头企业在践行和加强对知识产权的保护，助力图片行业的正版化水平的提升。

我们认为，大企业的知识产权保护意识的提高，将带动其他企业及整个行业的正版化进一步提速，进而提高全社会正版化意识和认识。这也意味着，图片行业正版化的外部环境有了更清晰、长期的利好。

5、 公司未来 3-5 年并行推进大 B 和小 B 端业务扩张，助力业绩加速

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 端和自媒体及中小企业小 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以及与地方媒体龙头合作进一步渗透区域性垂直市场，打开中小企业小 B 端的图片需求市场。前者已经得到市场的验证，后者已初步完成了内容对接和布局。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。在线付费的培养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。

6、 看好图片行业付费红利的长期逻辑，维持“强烈推荐”评级

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 2.90 亿元、3.96 亿元和 5.08 亿元。考虑到公司大企业客户和小 B 客户市场及小微企业的微利图片市场高增长预期逐步释放，并顺应图片正版化带来的付费市场巨大红利增长期，我们对公司维持“强烈推荐”评级。

7、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。

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	1295	1770
现金	629	468	478	371	507	营业成本	229	305	386	520	721
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	49	58	财务费用	-1	23	40	54	74
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	478	617
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	5950	利润总额	212	276	360	488	628
流动负债	332	616	444	768	1288	所得税	41	46	50	68	89
短期借款	0	22	22	29	524	净利润	171	231	310	420	538
应付账款	81	164	147	272	309	少数股东损益	13	16	20	24	31
其他流动负债	250	430	276	466	455	归属母公司净利润	158	215	290	396	508
非流动负债	327	574	528	481	434	EBITDA	205	286	358	486	637
长期借款	85	236	189	142	96	EPS(元)	0.22	0.31	0.41	0.56	0.73
其他非流动负债	241	339	339	339	339						
负债合计	658	1191	972	1249	1722						
少数股东权益	31	36	56	80	111	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
股本	74	74	701	701	701	成长能力					
资本公积	1600	1600	1600	1600	1600	营业收入(%)	38.8	35.5	28.5	37.0	36.7
留存收益	405	620	930	1350	1888	营业利润(%)	74.7	27.8	32.0	34.0	28.9
归属母公司股东权益	2080	2297	3214	3609	4117	归属于母公司净利润(%)	11.1	36.2	35.3	36.2	28.4
负债和股东权益	2770	3524	4242	4939	5950	获利能力					
						毛利率(%)	57.7	58.5	59.1	59.8	59.3
						净利率(%)	29.0	29.2	30.7	30.5	28.7
						ROE(%)	8.1	9.9	9.5	11.4	12.7
						ROIC(%)	6.4	7.7	8.0	10.0	10.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	23.8	33.8	22.9	25.3	28.9
						净负债比率(%)	-21.9	(3.4)	(6.7)	(4.1)	3.8
						流动比率	3.2	1.7	2.7	1.7	1.3
						速动比率	3.2	1.7	2.7	1.7	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	0.73
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.37	0.07	0.69	0.37
						每股净资产(最新摊薄)	2.97	3.28	4.59	5.15	5.88
						估值比率					
						P/E	115.12	84.50	62.45	45.85	35.71
						P/B	8.72	7.90	5.64	5.03	4.41
						EV/EBITDA	87.56	64.6	51.2	37.9	29.4

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	120	234	48	481	256
净利润	171	231	310	420	538
折旧摊销	6	6	4	3	2
财务费用	-1	23	40	54	74
投资损失	-29	-54	-75	-96	-111
营运资金变动	-55	17	-230	100	-246
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	-114	-358

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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业联席首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

姚轩杰，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，曾有阳光私募机构和传媒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	吕莅琪 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/>