

年报一季报净利增速均超 35%，客户数大幅跃升促未来业绩加速

——视觉中国 年报点评报告

年报点评报告

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

● 图片主业发展稳健，年报一季报净利润增速均超 35%:

根据视觉中国于4月23日晚间发布的年度报告及一季报报告,公司2017年实现营业收入8.15亿元,同比增长10.75%,实现归母净利润2.91亿元,同比增长35.48%,公司拟向全体股东每10股派发现金红利0.42元(含税)。公司2018年一季度实现营业收入1.55亿元,同比增长38.04%,实现归母净利润3991.04万元,同比增长36.25%。

● 核心业务占比进一步提升，平台优势强化毛利率继续增长:

2017年公司核心业务视觉内容与服务业务收入占比相比去年同期提升10.67个百分点至71.66%，毛利率相比去年同期提升0.49个百分点至68.87%；研发投入金额同比增长40.97%，研发费用占比相比去年同期上升1.32个百分点至6.16%，资本化研发投入占研发投入比例为21.94%

● 客户数量大幅跃升，未来业绩加速可期

截至2017年底,获得公司视觉内容授权的国内客户已达10万个。这里面除了大B端的客户群,也有相当比例的自媒体等小B端客户。客户数量级从原来的万级大幅跃升到现在的10万及级别。从直接付费签约的大B客户端来看,2017年公司客户数比2016年同期增长24.7%。媒体、广告公司客户的增长比较平稳,但企业客户数较上年新增48.7%,其中年度长协客户占比超过43%。我们认为,企业客户市场需求仍然旺盛,其发展还处在高速增长期,未来的1-3年公司企业客户数量增速仍将可能维持在约50%的高位。

● 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2018-2020年归母净利润分别为4.00亿元、5.49亿元和7.58亿元。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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	735	815	1,097	1,462	1,962
增长率(%)	35.5	10.8	34.7	33.2	34.2
净利润(百万元)	214.7	291	400	549	758
增长率(%)	36.2	35.5	37.5	37.3	38.1
毛利率(%)	58.5	65.9	66.7	67.9	68.7
净利率(%)	29.2	35.7	36.4	37.5	38.6
ROE(%)	9.9	12.0	11.7	13.8	16.0
EPS(摊薄/元)	0.31	0.42	0.57	0.78	1.08
P/E(倍)	75.06	55.4	40.3	29.4	21.3
P/B(倍)	7.02	6.3	4.5	3.9	3.3

强烈推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.04.23
收盘价(元):	23.0
一年最低/最高(元):	13.98/28.99
总股本(亿股):	7.01
总市值(亿元):	161.13
流通股本(亿股):	2.8
流通市值(亿元):	64.37
近3月换手率:	267.63%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.55	33.85	18.15
绝对	-15.1	19.79	26.79

相关报告

《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》2018-04-19

《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

1、图片主业发展稳健，年报一季报净利润增速均超 35%

根据视觉中国于 4 月 23 日晚间发布年度报告及一季度报告，公司 2017 年实现营业收入 8.15 亿元，同比增长 10.75%，实现归母净利润 2.91 亿元，同比增长 35.48%，扣非净利润 2.88 亿元，同比增长 36.05%，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.42 元（含税）。公司 2018 年一季度实现营业收入 1.55 亿元，同比增长 38.04%，实现归母净利润 3991.04 万元，同比增长 36.25%，扣非净利润 3807.29 万元，同比增长 29.98%。

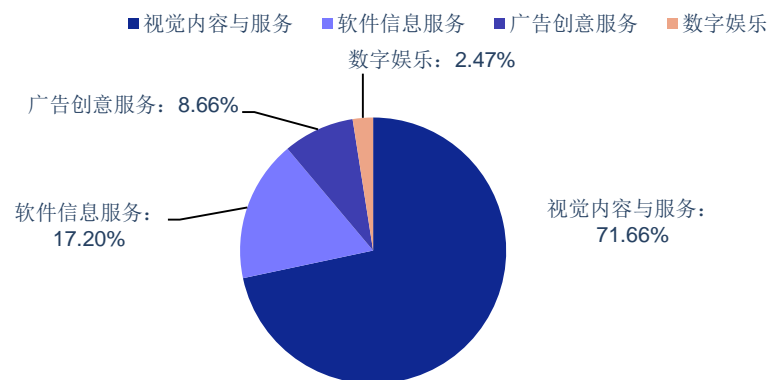
2、核心业务毛利率持续提升，行业龙头地位加固

分业务看，公司核心业务视觉内容与服务业务实现收入 5.84 亿元，同比增长 30.13%，收入占比相比去年同期提升 10.67 个百分点至 71.66%，毛利率相比去年同期提升 0.49 个百分点至 68.87%；软件信息服务业务收入同比增长 17.42%，收入占比相比去年同期提升 0.98 个百分点至 17.20%，毛利率相比去年同期微降 0.45 个百分点至 52.84%；广告创意服务业务收入同比下降 37.37%，收入占比相比去年同期下降 6.66 个百分点至 8.66%，毛利率相比去年同期提升 21.99 个百分点至 62.39%；数字娱乐业务收入同比下降 63.33%，收入占比相比去年同期下降 5.00 个百分点至 2.47%，毛利率相比去年同期提升 54.57 个百分点至 81.19%。

可以看到，2017 年公司的视觉内容与服务业务表现突出，对公司的营收贡献和盈利能力都在加强，广告创业服务和数字娱乐两项业务毛利率大幅提升，共同推动公司综合毛利率相比去年同期提升 7.33 个百分点至 65.86%。

公司近两年毛利率持续提升，验证了我们之前提出的公司图片行业的龙头地位不断加固，上下游议价能力不断加强的逻辑。我们预计未来公司的毛利率还有进一步提升的空间。

图1： 2017 年视觉中国主营业务构成



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

分地区来看，公司近几年在国内业务稳定增长的同时，海外业务规模不断扩大。2017 年公司海外业务同比大幅增长 170.59%，海外业务收入占比相比去年同期提升 2.63 个百分点至 4.46%。2017 年公司国内业务毛利率相比去年同期上升 6.56 个百分点至 64.40%，国外业务毛利率相比去年同期上升 1.66 个百分点至 97.05%。

3、期间费用缓慢增长，技术端研发投入力度加大

费用端来看，公司 2017 年期间费用同比增长 17.40%，期间费用率相比去年同期提升 1.62 个百分点至 28.46%。其中销售费用同比增长 4.21%，销售费用率相比去年同期下降 0.55 个百分点至 8.78%；管理费用同比增长 18.13%，管理费用率相比去年同期上升 0.96 个百分点至 15.35%；财务费用同比增长 53.51%，财务费用率相比去年同期上升 1.20 个百分点至 4.32%，主要系带息负债规模上升所致。

研发投入端，公司 2017 年研发人员数量同比增长 15.38%，研发人员数量占比相比去年同期提升 5.69 个百分点至 24.55%，研发投入金额同比增长 40.97%，研发费用占比相比去年同期上升 1.32 个百分点至 6.16%，资本化研发投入占研发投入比例为 21.94%。

表1：2017 年各项费用支出情况

项目	金额（百万元）	同比增长	占营收比（费用率）
销售费用	71.54	4.21%	8.78%
管理费用	125.03	18.13%	15.35%
财务费用	35.23	53.51%	4.32%
研发支出	50.17	40.97%	6.16%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

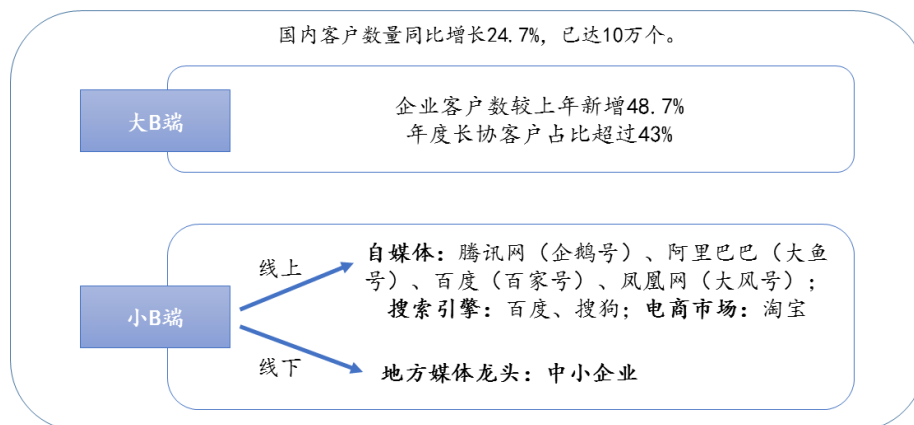
4、客户数量大幅跃升，未来业绩加速可期

截至 2017 年底，获得公司视觉内容授权的国内客户已达 10 万个。这 10 万个客户，有原有的媒体、广告和新兴的互联网平台、大企业客户等大 B 端的客户群，也有相当比例的自媒体等小 B 端客户。这说明公司在客户开发方面迈出了坚实步伐，客户数量级从原来的万级大幅跃升到现在的 10 万及别。值得关注的是，这个时间只用了 1 年（2017 年 4 月才实质开始），未来随着公司对 BAT 各个自媒体、电商、广告系统等各类应用场景的对接，其客户数量级还将继续大幅提升。

从直接付费签约的下游客户端来看，2017 年公司客户数比 2016 年同期增长 24.7%。媒体、广告公司客户的增长比较平稳，但企业客户数较上年新增 48.7%，其中年度长协客户占比超过 43%。公司中报披露的数据是企业客户数量增长 50%。这说明大企业客户的增长是非常迅速的，且高增速持续保持。我们认为，企业客户市场的开发还处在初始阶段，企业客户市场需求仍然旺盛，其发展还处在高速增长期，因此未来的 1-3 年公司企业客户数量增速仍将可能维持在约 50% 的高位。

企业客户高增长的一个重要原因是，公司通过自研的“鹰眼”图像互联网版权保护平台，追踪到公司拥有的图片在网络上的使用情况，更好地锁定潜在的客户并满足其需求，进而对客户进行正版化引导及转化，实现精准获客，大大降低了获客成本，客户数量大幅增长，通过销售+技术+服务驱动业绩增长。

在小 B 端，公司主要通过各大平台对接布局小 B 客户市场，同时培养付费意识，以此来进一步开拓下游的客户市场空间。

图2: 视觉中国图片行业下游布局

资料来源：新时代证券研究所整理

公司在2017年与腾讯网（企鹅号）、阿里巴巴（大鱼号）、百度（百家号）、凤凰网（大风号）等自媒体平台以及百度、搜狗等搜索引擎进行合作，在2018年一季度与淘宝签订战略合作协议切入电商图片市场，又与南方报业合作成立“南方视觉”，借助地方媒体龙头深耕区域性细分市场，通过多种方式对接线上线下各大平台，持续布局中小客户的小B端市场。我们持续看好视觉中国在中小客户“小B”端未来的变现潜力。

表2: 视觉中国与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

5、内容库储备丰富，持续完善内容供应端生态布局

上游内容端来看，截至2017年12月31日，公司拥有的PGC视觉内容的互联网版权交易平台在线提供超过2亿张图片、1,000万条视频素材和35万首各种曲风的音乐或音效，拥有丰富的内容储备，是全球最大同类数字内容平台之一。2018年一季度视觉中国与南方报业合作打造“南方视觉”，拥有一千多万张图片的“南方视觉影像库”进一步丰富了公司的内容库储备。在内容供应方面的布局，公司在2017年底收购500PX公司100%股权，进一步整合及强化了优质自有版权内容。通

过网站、移动应用 app, 500px 覆盖了全球 195 个国家和地区, 包括专业摄影人才、摄影爱好者在内的注册用户超过 1300 万。收购 500px, 使公司与全球近 30 万名供稿人建立了签约合作关系, 拓展了公司不断生产海量全球优质视觉内容的能力, 巩固和强化公司内容的核心竞争力, 进一步加强了公司在图片行业的主导地位, 完善公司的行业生态布局。

通过上游内容储备的不断丰富和内容供应端生态的不断建设和维护, 视觉中国通过优质内容建立竞争壁垒的同时也有望进一步降低内容获取端的边际成本, 进而提升自身的盈利能力。

图3: 海量优质视觉内容高筑竞争壁垒



资料来源: 视觉中国公众号, 新时代证券研究所

图4: 全资收购 500px 完善行业生态布局



资料来源: 视觉中国公众号, 新时代证券研究所

6、未来展望: 持续布局“视觉+产业”战略

2018 年一季度, 百度地图、视觉中国、12301 国家智慧旅游公共服务平台和南方视觉四方签署战略合作协议, 一起探索“广东最佳拍摄点”项目。百度地图通过为“最佳拍摄点”开放流量接口, 同时为“最佳拍摄点”提供导航功能, “南方视觉”及视觉中国借助其图片内容储备及互联网、大数据技术等优势, 而 12301 平台利用旅游平台的资源与各景区、旅行社、旅游论坛等展开商业合作, 四方有望以此合作共同开辟新的变现渠道, 将“广东最佳拍摄点”项目运营好。从长远来看, “最佳拍摄点”的模式也可以复制至全国各地, 通过付费分成、广告收入分成等模式实现商业变现。这是“视觉+产业”战略在旅游行业的尝试。

图5: “最佳拍摄点”合作模式



资料来源: 新时代证券研究所整理

“视觉+产业”战略在教育领域公司同样布局已久。公司从 2015 年开始切入教育行业，开始了“视觉+教育”的布局，先后参与湖北司马彦文化科技有限公司、广东易教优培教育科技有限公司的投资，增强对 K12 教育市场的覆盖。公司希望通过与教育行业的平台型公司，及 K12 教育的优质“流量”入口的战略合作，通过积累的 K12 师生资源，着手打造对 K12 师生教育提升的视觉产品与服务能力，生意模式成型，将优质“视觉”核心业务逐步地拓展到 K12 市场，形成版权 IP 切入教育行业的初步战略布局。

我们看好公司未来持续聚焦核心主业，剥离非核心资产，加速整合核心业务的上下游资源，打造“视觉+生态”，并将核心竞争力与旅游、教育等 2C 产业相结合，充分发挥互联网传媒、旅游、教育等业务板块之间的协同效应，构建“视觉+产业”的战略布局。

7、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 2018-2020 年归母净利润分别为 4.00 亿元、5.49 亿元和 7.58 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。

8、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)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1066	808	1580	1658	2347	营业收入	735	815	1097	1462	1962
现金	468	391	874	877	1143	营业成本	305	278	366	470	614
应收账款	345	352	588	665	1015	营业税金及附加	5	6	3	6	7
其他应收款	35	20	54	45	87	营业费用	69	72	93	124	157
预付账款	4	7	8	11	14	管理费用	106	125	165	219	294
存货	29	29	48	51	78	财务费用	23	35	58	62	62
其他流动资产	185	9	9	9	9	资产减值损失	13	15	19	19	13
非流动资产	2457	3291	3664	4038	4413	公允价值变动收益	1	-1	-0	-0	-0
长期投资	820	1074	1422	1776	2134	投资净收益	54	66	100	106	111
固定资产	6	6	10	15	22	营业利润	270	354	493	667	925
无形资产	8	20	26	33	39	营业外收入	8	0	4	11	12
其他非流动资产	1623	2192	2205	2214	2218	营业外支出	1	0	0	1	1
资产总计	3524	4099	5243	5697	6761	利润总额	276	353	496	677	937
流动负债	616	736	923	904	1278	所得税	46	41	68	95	133
短期借款	22	158	158	158	158	净利润	231	313	427	583	804
应付账款	164	185	274	316	455	少数股东损益	16	22	28	34	46
其他流动负债	430	393	491	430	665	归属母公司净利润	215	291	400	549	758
非流动负债	574	760	666	571	474	EBITDA	286	383	505	678	933
长期借款	236	490	396	300	203	EPS(元)	0.31	0.42	0.57	0.78	1.08
其他非流动负债	339	270	270	270	270						
负债合计	1191	1496	1589	1475	1752						
少数股东权益	36	31	59	92	138	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	74	74	701	701	701	成长能力					
资本公积	1600	1600	1600	1600	1600	营业收入(%)	35.5	10.8	34.7	33.2	34.2
留存收益	620	910	1336	1915	2713	营业利润(%)	27.8	30.8	39.4	35.4	38.7
归属母公司股东权益	2297	2572	3596	4130	4871	归属于母公司净利润(%)	36.2	35.5	37.5	37.3	38.1
负债和股东权益	3524	4099	5243	5697	6761	获利能力					
						毛利率(%)	58.5	65.9	66.7	67.9	68.7
						净利率(%)	29.2	35.7	36.4	37.5	38.6
						ROE(%)	9.9	12.0	11.7	13.8	16.0
						ROIC(%)	7.7	9.2	9.6	11.7	14.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	33.8	36.5	30.3	25.9	25.9
						净负债比率(%)	-3.4	17.1	(6.1)	(7.6)	-13.6
						流动比率	1.7	1.1	1.7	1.8	1.8
						速动比率	1.7	1.1	1.7	1.8	1.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
						应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
						应付账款周转率	2.5	1.6	1.6	1.6	1.6
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.31	0.42	0.57	0.78	1.08
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.55	0.54	0.64	1.02
						每股净资产(最新摊薄)	3.28	3.67	5.13	5.90	6.95
						估值比率					
						P/E	75.06	55.41	40.30	29.36	21.26
						P/B	7.02	6.26	4.48	3.90	3.31
						EV/EBITDA	57.46	44.0	32.1	23.8	17.0

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	234	250	378	450	714
净利润	231	313	427	583	804
折旧摊销	6	0	4	6	8
财务费用	23	35	58	62	62
投资损失	-54	-66	-100	-106	-111
营运资金变动	17	0	-12	-95	-49
其他经营现金流	12	-32	0	0	0
投资活动现金流	-839	-173	-277	-276	-273
资本支出	2	15	24	21	16
长期投资	-540	-299	-349	-357	-359
其他投资现金流	-1378	-457	-602	-611	-615
筹资活动现金流	419	-139	383	-171	-175
短期借款	22	136	0	0	0
长期借款	150	254	-94	-95	(97)
普通股增加	0	0	627	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	247	-529	-150	-76	-78
现金净增加额	-184	-66	483	3	266

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	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@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/>