

传媒互联网行业

公司研究/深度报告

长视频内容领军者，充分享受付费市场红利

——慈文传媒（002343.SZ）深度报告

深度研究报告/传媒行业

2018年05月21日

报告摘要：

➤ 深耕影视剧领域十七年，网台联动头部内容领军者

慈文是国内领先的影视剧内容制作方，成立于2001年9月，于2015年9月借壳禾欣股份（002343）上市。作为中国首批被授予电视剧（甲种）制作许可证的民营公司，公司曾出品《神雕侠侣》、《射雕英雄传》、《七剑下天山》、《小鱼儿与花无缺》等系列经典武侠剧；2015-2017年，公司陆续打造《花千骨》、《老九门》、《楚乔传》等现象级精品影视剧，专注创作网台联动模式下头部内容，奠定行业领军地位。

目前，公司设立视骊影视、蜜淘影业和微粒影视等行业一线影视团队，加强影视IP开发制作实力；2015年11月，公司现金收购北京赞成科技100%股权，切入游戏行业。当前公司主营业务涵盖影视剧投资、制作、发行、艺人经纪、游戏等领域。

➤ 未来三年核心看点：长视频市场高景气度持续，公司优质剧储备丰富率先受益

国内视频网站第一梯队会员数量快速增长，长视频市场持续向好。根据腾讯视频公布数据，截止2018年2月28日，付费会员数已达6259万，为国内最大视频付费平台；爱奇艺于今年3月美股上市，招股说明书显示会员数达到6010万。各大平台加强版权采购力度，精品内容有望持续升值。

公司作为国内一线影视内容制作公司，旗下拥有白一骢领衔的视骊影视、出品《楚乔传》、《凉生》的蜜淘影业、出品《极速青春》、《步步生莲》的微粒影视等知名工作室，在精品内容制作领域占据优势。未来三年公司储备头部项目包括：《寻找爱情的邹小姐》、《风暴舞》、《紫川》、《脱骨香》、《大秦帝国》等，未来有望陆续开机运作，为公司后续业绩增长提供保障。

➤ 盈利预测与投资建议

公司作为曾出品《花千骨》、《楚乔传》等精品大剧的行业领先企业，在行业资源、IP储备、制作实力等多方面具备明显优势，同时受益于在线视频平台版权费用预算不断提升，头部剧目版权在未来几年或将持续升值，公司盈利规模有望整体提升。

2018年公司将确定多部S级及A级剧目，储备项目将陆续进入收获期。综合考虑，我们预测公司2018-2020年EPS为1.44/1.74/2.08，对应PE为23/19/16，给予强烈推荐评级。

➤ 风险提示

1、影视剧适销风险；2、游戏业务不达预期。

➤ 盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,666	2,425	3,021	3,519
增长率（%）	-8.8%	45.6%	24.6%	16.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	408	488	591	705
增长率（%）	40.8%	19.5%	21.1%	19.4%
每股收益（元）	1.29	1.44	1.74	2.08
PE（现价）	25.7	22.9	19.0	15.9
PB	4.3	3.6	2.9	2.4

资料来源：公司公告，民生证券研究院

强烈推荐

维持评级

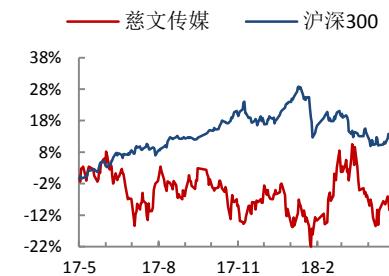
当前价格

33.10

交易数据（2018-5-18）

收盘价（元）	33.10
近12个月最高/最低	40.81/29.37
总股本（百万股）	339.25
流通股本（百万股）	233.33
流通股比例%	69%
总市值（亿元）	112.29
流通市值（亿元）	77.23

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：胡琛

执业证号：S0100513070016

电话：(8610)8512 7645

邮箱：huchen_yjs@mszq.com

研究助理：吴清羽

执业证号：S0100518020002

电话：(8610)8512 7645

邮箱：wuqingyu@mszq.com

相关研究

1、《定增获批缓解资金压力，长期受益于付费市场高增长》20170814

2、《头部剧目网络版权销售确认，后续优质储备项目值得期待》20170810

目录

一、深耕影视剧领域十七年，位居行业领军地位.....	3
(一) 深耕影视剧领域十七年，民营内容制作领军者之一	3
(二) 公司实际控制人及赞成高管积极参与定增，股权长期绑定	3
(三) 业务覆盖泛娱乐全产业链，旗下工作室各有千秋	6
二、2014 年开始积极转型，现已进入快速成长期.....	7
(一) 影视发展历经两阶段，2014 年转型步入高速发展期	7
(二) 三年以来 ROE 领先于同行	9
(三) 公司主营业务增长强劲	10
三、行业前景展望：精品内容持续升值，长视频前景可期.....	13
(一) 传统影视剧产量饱和，付费视频市场有增值空间	13
(二) 2018 年在线视频市场将过千亿，内容制作方持续受益	14
(三) 游戏竞争加剧，影游联动类 IP 具备先发优势	18
四、公司竞争优势	18
(一) 管理团队制作经验丰富	18
(二) 公司具备持续打造精品剧能力	20
五、盈利预测与投资建议	23
六、风险提示	24
图表目录	25
表格目录	26

一、深耕影视剧领域十七年，位居行业领军地位

(一) 深耕影视剧领域十七年，民营内容制作领军者之一

慈文传媒原名无锡慈文影视制作有限公司，成立于 2001 年 9 月，是中国第一批被授予电视剧（甲种）制作许可证的民营公司。成立之初，公司出品了《神雕侠侣》、《射雕英雄传》、《七剑下天山》、《小鱼儿与花无缺》等系列经典武侠剧。2014 年公司率先切入新媒体网剧市场，与腾讯合作制作发行网剧《暗黑者》。2015 年 9 月，慈文传媒成功借壳禾欣股份（002343）上市。2015-2017 年公司陆续打造《花千骨》、《老九门》、《楚乔传》等现象级精品影视剧，奠定行业领军地位。

当前公司主营业务涵盖影视剧投资、制作、发行、艺人经纪、游戏等领域。公司通过设立视骊影视、蜜淘影业和微颗影业等行业一线影视团队，加强影视 IP 开发制作实力；2015 年 11 月，公司通过孙公司上海慈文以现金方式收购北京赞成科技发展有限公司 100% 的股权，切入游戏行业开发影游联动衍生品。

图 1：慈文传媒发展历程



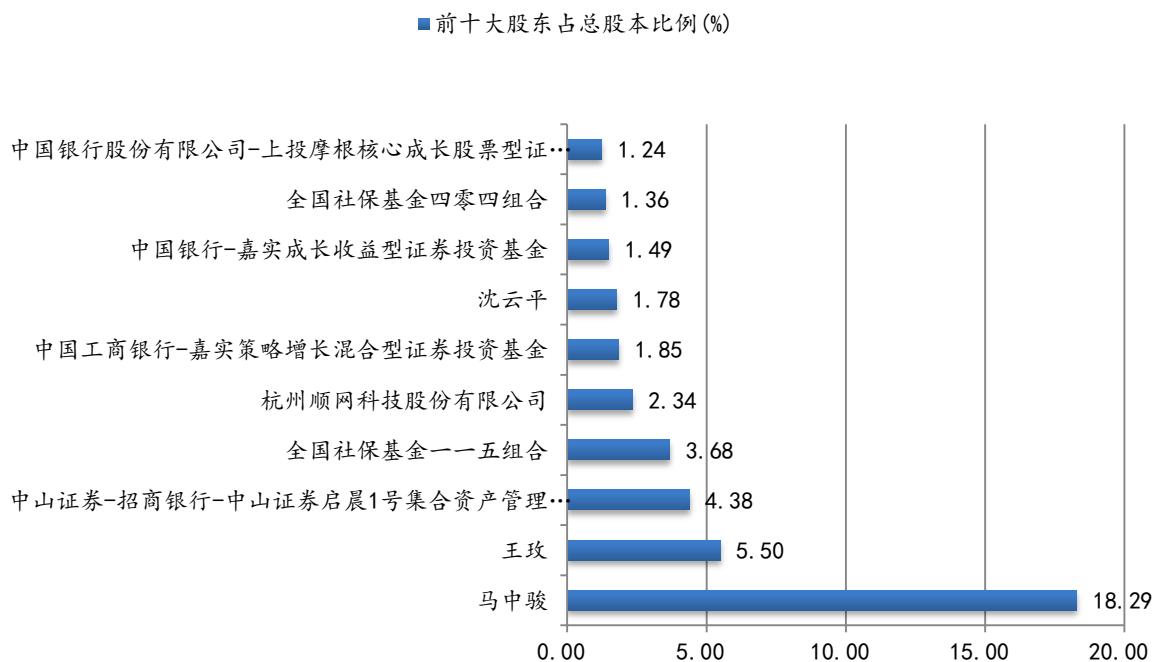
资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 公司实际控制人及赞成高管积极参与定增，股权长期绑定

1、股权结构

根据公司 18 年一季报数据，目前公司第一大股东为董事长马中骏，持股比例 18.29%；第二大股东王玫，持股比例 5.5%。公司股东中，马中骏、王玫、马中骅、叶碧云、王丁等五人为一致行动人，也是公司的实际控制人。

图 2：公司前十大股东股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、2017 年定增 9 亿元，项目开发制作实力持续增强

2017 年 12 月 14 日，公司以 37.66 元/股的价格发行 2474 万股，募资约 9.32 亿元，计划全部用于影视剧及网络剧制作。其中公司实际控制人之一王玫认购 164.8 万股，赞成科技原股东于浩洋认购 292.1 万股，杨志英认购 264.6 万股。除王玫限售期 36 个月外，其他投资人认购的股票限售期为 12 个月，协助公司长期锁定核心管理层人员。

公司控股股东及实际控制人马中骏，于 2017 年 11 月累计增持 30 万股，显示管理层对未来发展信心。

表 1：公司 2017 年 12 月定增发行对象及获配股数

序号	认购对象	配售股份（股）	认购金额（元）
1	王玫	1647902	62,059,989.32
2	无锡市文化发展集团有限公司	2655337	99,999,991.42
3	中山证券有限责任公司	14869888	559,999,982.08
4	于浩洋	2920870	109,999,964.20
5	杨志英	2645779	99,640,037.14
合计		24739776	931,699,964.16

资料来源：公司公告，民生证券研究院

本次定增落资金将全部用于影视剧及网络剧制作，将进一步提升公司影视剧持续开发制作能力，2018及2019年众多头部IP储备项目有望陆续开机。

表 2：非公开发行股票募集资金用途（单位：万元）

项目名称	项目总投资额	公司投资额	募集资金拟投资额
电视剧及网络剧制作	225,400	164,425	93,170
合计	225,400	164,425	93,170

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 3：电视剧及网络剧制作项目

	电视剧	网络剧	合计
项目数量	13 部	4 部	17 部
项目总投资额	212,500 万元	12,900 万元	225,400 万元
公司投资额	158,805 万元	5,620 万元	164,425 万元
募集资金拟投入额	87,550 万元	5,620 万元	93,170 万元
项目时间	2016 年 3 月至 2018 年 12 月		

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 4：非公开发行股票资金投资电视剧和网络剧部分项目

序号	影视剧名称	类型	题材
1	老九门	电视剧	古装
2	梦想年华	电视剧	现代
3	致青春	电视剧	现代
4	特工皇妃	电视剧	古装
5	梦想高飞	电视剧	引进
6	凉生，可不可以不忧伤	电视剧	现代
7	半欢半爱	电视剧	现代
8	寻找爱情的邹小姐	电视剧	现代
9	临界	电视剧	古装
10	回到明朝当王爷	电视剧	古装
11	步步生莲	电视剧	古装
12	岁月忽已暮	电视剧	现代
13	速度	电视剧	现代
14	少年股神	网络剧	网络
15	暗黑者 3	网络剧	网络
16	示铃录 2、3	网络剧	现代

资料来源：公司公告，民生证券研究院

按照收购协议，赞成的业绩对赌将在 2017 年到期。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%。2017 年 12 月，赞成科技高管参与公司 9.32 亿定增项目，意味着将与公司延长绑定期，消除市场担忧。

(三) 业务覆盖泛娱乐全产业，旗下工作室各有千秋

旗下子公司业务遍布泛娱乐全产业。截止 2017 年年底，公司合并财务报表范围内子公司共 20 余家，分别涵盖了电视剧、网络剧、网络大电影、游戏、动漫等多方位的影视类产品。

表 5：公司旗下控股子公司 2017 年经营情况

公司名称	公司类型	营业收入(万元)	营业利润(万元)	净利润(万元)	持股比例
霍尔果斯定坤影视传播有限公司	子公司	107204	40710	40710	100%
无锡慈文传媒有限公司	子公司	3199	17919	19207	100%
新疆赞诚网络科技有限公司	子公司	27883	9100	9100	55%
上海慈文影视传播有限公司	子公司	10082	6056	6449	100%
上海蜜淘影业有限公司	子公司	39604	6989	5238	90%
北京赞成科技发展有限公司	子公司	7284	2317	1980	100%
北京思凯通科技有限公司	子公司	3620	1105	938	100%
上海视骊影视制作有限公司	子公司	2696	263	192	65%
上海慈文信息技术有限公司	子公司	38	17	13	100%
北京思凯通数码科技有限公司	子公司	0	0	0	100%
北京慈文投资管理有限公司	子公司	0	0	0	100%
海南大秦帝国影视传媒有限公司	子公司	0	-35	-35	70%
上海慈文文化经纪有限公司	子公司	1044	6	-52	100%
慈文动画有限公司	子公司	38	61	-70	80%
香港慈文影视传播有限公司	子公司	208	-126	-153	100%
北京慈文电影发行有限公司	子公司	6	-191	-248	74%
东阳市慈缘影视制作有限公司	子公司	0	-404	-299	100%
正视觉国际影视文化发展(北京)有限公司	子公司	609	-325	-316	100%
上海微颗影业有限公司	子公司	0	-456	-456	100%
东阳紫风影视制作有限公司	子公司	2988	-1638	-2068	100%
北京慈文影视制作有限公司	子公司	3118	-4646	-4415	100%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司旗下子公司包括“网剧一哥”白一骢领衔的视骊制作，制作《楚乔传》、《凉生》的蜜淘影业，制作《极速青春》、《步步生莲》的微粒影视等工作室。

表 6：公司旗下主要工作室及代表作

公司	代表项目	类型
视骊制作	《老九门》	台网同播
	《沙海》	台网同播
	《三体》	台网同播
	《爵迹》	台网同播
	《暗黑者》	网剧
	《示铃录》	网剧
	《执念师》	网剧

蜜淘影业	《楚乔传》	台网同播
	《凉生，我们可不可以不忧伤》	台网同播
微粒影业	《极速青春》	台网同播
	《步步生莲》	台网同播
	《弹痕》	台网同播
	《龙城武士》	台网同播

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

二、2014 年开始积极转型，现已进入快速成长期

(一) 影视发展历经两阶段，2014 年转型步入高速发展期

公司的影视业务发展可以分为两个阶段：

第一个阶段（2001 年-2013 年），公司处于传统业务模式发展期，主要从事着以满足电视台需求为主的影视剧制作与发行，即 2B 业务模式。2007 年前主要以武侠和古装剧为主，而 2007 年后影视剧类型逐渐多元化扩展到了谍战，家庭剧等。

第二个阶段（2014 年-至今），公司步入以网生内容为依托的转型升级期，每年保持出品至少一款爆款作品。2014 年，公司首度尝试网络剧，推出国内第一部网剧《暗黑者》。2015 年，公司推出电视剧《花千骨》，以平均收视 2.21%，最高收视 3.89% 的成绩刷新周播剧收视记录，年度点击量超 200 亿次，刷新电视剧网络播放量最高记录。

2016 年，公司出品电视剧《老九门》网台同播，周播剧同时段收视第一，网络播放量日均 2 亿。2017 年 6 月，公司上线女性励志传奇古装剧《楚乔传》创下收视纪录，并被《人民日报》海外版给予肯定。公司预计 2018 年上映《凉生，我们可不可以不忧伤》、《爵迹》、《沙海》等剧。

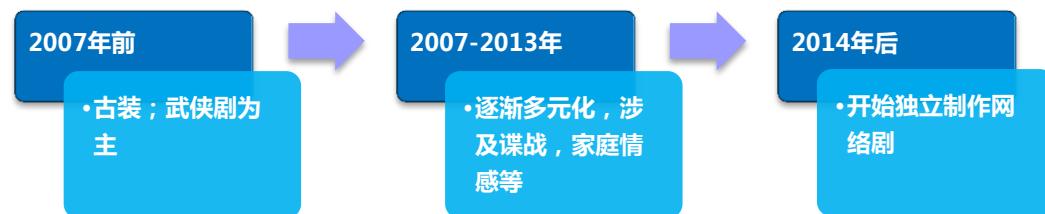
表 7：公司上市后历年战略规划演变

年份	重点战略
2015 年	“价值新塑”：着眼于对精品 IP 深度研发，创造出最具用户活跃度、传播力、影响力高品质泛娱乐内容。
	“全球流转”：顺应时代趋势，从全球市场的泛娱乐产业整体布局着眼，高度重视与全球优势市场和生产力的融合对接，对标世界一流娱乐同行。
	“社群分享”：通过对精品 IP 持续不断地系统研发、生产、营销，在获得渠道、平台、流量资源和价值的同时，聚集海量粉丝。
	“自我革新”：面向“互联网+”和“分享经济”大背景下的时代新机遇下，公司自身的组织架构、管控模式、运营流程体系、人才养成体系和企业文化体系快速融入行业转型、产业融合的资本环境中。
2016 年	加快向“IP 泛娱乐产业优质运营商”的步伐，对 IP 进行全产业链开发，通过影视剧、游戏、周边衍生品、创意广告、内容电商等产品及方式，充分释放 IP 的价值空间。
	坚持走精品化发展之路，加码优质 IP 资源的储备及开发，持续量产头部稀缺内容，以网台联动头部剧为主打，保证业绩稳定增长。
	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。
2017 年	坚持精品原创和 IP 转化并重，重点打造网台联动头部剧。
	拓展付费模式网生内容，培育新的盈利增长点。
	推进“影游联动”，加强自研休闲游戏体系和流量运营。

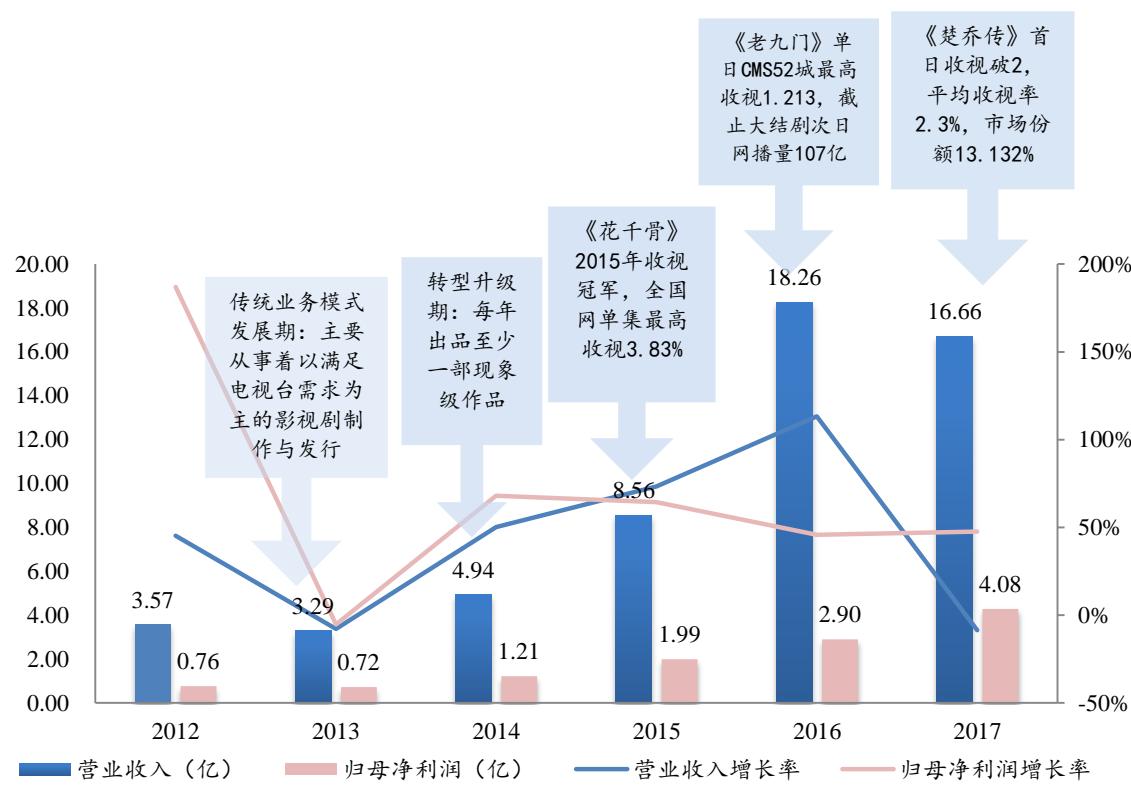
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：影视剧业务发展历程

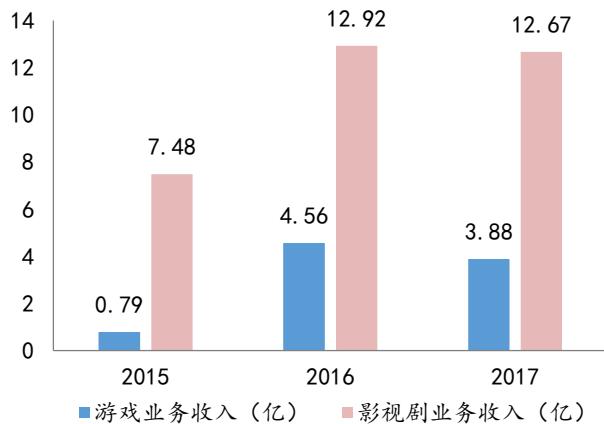


资料来源：民生证券研究院整理

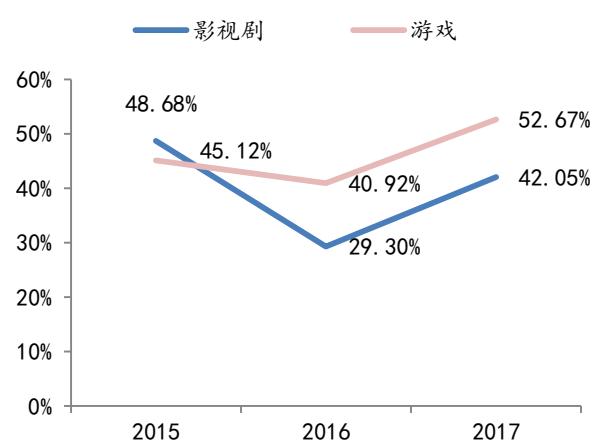
图 4：公司近年业绩情况及大剧上线时间点



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：公司上市后影视业务及游戏业务收入对比


资料来源：wind，民生证券研究院

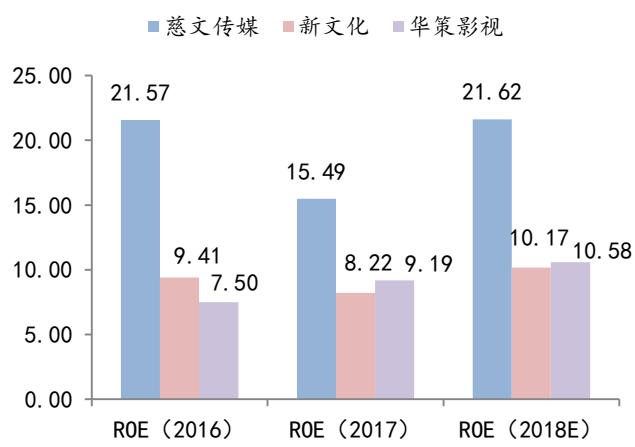
图 6：公司上市后影视业务及游戏业务毛利率对比


资料来源：wind，民生证券研究院

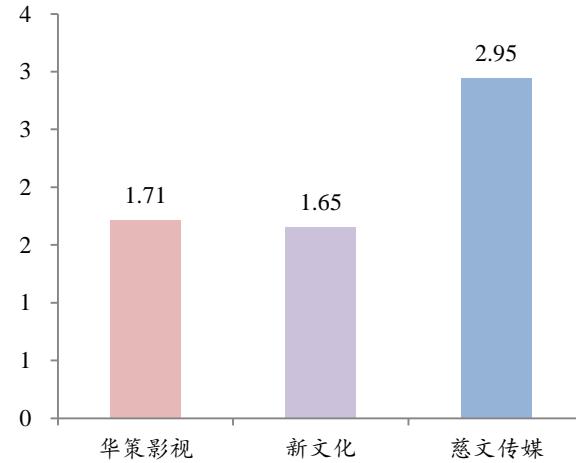
2015-2017 年，公司影视剧业务占总收入比重分别为 87.43%，70.75%，76.08%。公司于 2015 年 11 月全资收购赞成科技，拓展影游联动业务，赞成科技于 2015 年 11 月并表。2015 年、2016 年和 2017 年，赞成科技合并报表中归属于母公司的净利润分别为 8,630.49 万元、12,738.55 万元和 12,018.22 万元，扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别为 8,627.07 万元、12,731.37 万元和 11,924.82 万元，累计业绩承诺实现率分别为 107.84%、112.41% 和 104.01%，均完成业绩承诺。

(二) 三年以来 ROE 领先于同行

公司近年来 ROE 不断提升，位居影视类公司前列。公司 2016-2018 年 ROE 为 21.57%、15.49%、21.62%，类比行业中主营业务相近的华策影视及新文化，公司 ROE 高于行业水平。杜邦分析中，2017 年公司权益乘数 2.95 高于行业类比公司。

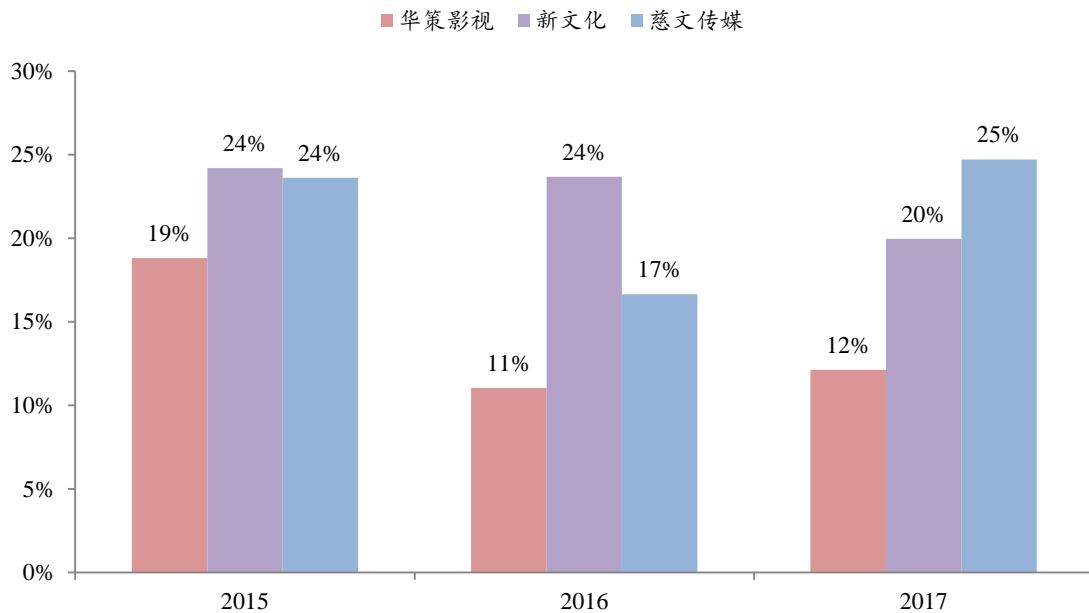
图 7：同类影视公司 2016-2018 年 ROE


资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：同类影视公司权益乘数（杜邦分析）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：同类公司 2015-2017 年销售净利率比较



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(三) 公司主营业务增长强劲

1、电视剧业务：主打网台联动，打造慈文品牌

公司主打网台联动头部剧，2018 年多部 S 级剧集待播。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。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。2018 年慈文将有多部 S 级剧开播或开拍。

表 8：2018 年有望开播或开机剧集

模式	名称	题材	主演	状态
网台联动	凉生，我们可不可以不忧伤	都市	马天宇，钟汉良	待播
网台联动	沙海	探险	吴磊，秦昊	待播
网台联动	爵迹·临界天下	玄幻	郑元畅	待播
网台联动	极速青春	青春	韩东君，徐璐	待播
网台联动	暗黑者 3	刑侦		待播
网台联动	回到明朝当王爷	古代	蒋劲夫，袁冰妍	待播
网台联动	那些年，我们正年轻	革命	杨烁，任程伟	待播
网台联动	左耳	青春	米咪，郑凯	待播
S 级	风暴舞	商战	陈伟霆	2018 开机
S 级	我的检察官女友	都市	马苏	2018 开机
S 级	步步生莲	古装		2018 开机
S 级	脱骨香	爱情		2018 开机
网剧	千门江湖	剧情	宁桓宇，吴晴	2018 开机
网剧	大唐魔盗团	魔幻	吴优；陈希郡	2018 开机

网剧	虐渣手册			2018 开机
网剧	盗墓笔记重启			2018 开机
网台联动	弹痕	军事		预计 2018 开机
网台联动	大秦帝国			预计 2018 开机
网剧	示铃录 2-3	悬疑		预计 2018 开机
网剧	少年股神			预计 2018 开机
网剧	残缺的世界	悬疑		预计 2018 上线
网剧	危险的妻子			预计 2018 上线
网剧	有种爱情叫兄弟	都市		预计 2018 上线
网剧	风芒记			预计 2018 上线
网剧	兽王			预计 2018 上线
网剧	无极乐章			预计 2018 上线

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

表 9：公司 S 级剧目情况介绍（制作子公司、播放平台、播出时间）

序号	影视剧名称	主要制作子公司	播出平台	首播时间
1	花千骨	上海慈文	湖南卫视、爱奇艺、腾讯视频、搜狐、优酷、土豆、芒果 TV、PPTV	2015 年 6 月 9 日-9 月 7 日
2	老九门	视骊制作	东方卫视、爱奇艺	2016 年 7 月 4 日-9 月 12 日
3	楚乔传	蜜淘影业	湖南卫视、爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、搜狐视频、乐视视频、优酷视频	2017 年 6 月 5 日-8 月 1 日
4	凉生，我们可不可以不忧伤	蜜淘影业	湖南卫视，爱奇艺，PPTV	预计 2018 年 5-6 月

资料来源：民生证券研究院整理

2、游戏业务：巩固传统优势，加强协同效应

新增游戏业务主打影游联动。公司 2015 年收购赞成科技 100% 股权，切入游戏市场，加强泛娱乐协同效应。赞成科技主营业务为休闲游戏研发推广，与公司影视 IP 影游联动，拓展影视产业链多元化变现渠道。

3、艺人经纪业务：积极寻求转型升级

积极转型，不断提高旗下艺人知名度。公司旗下签约艺人有：马可、张丹峰、赵茜等，艺人经纪与影视娱乐内容生产和运营密切结合，协同发展。同时公司借助《老九门》等电视剧和网络剧的热播，提升旗下艺人的知名度和商业价值。

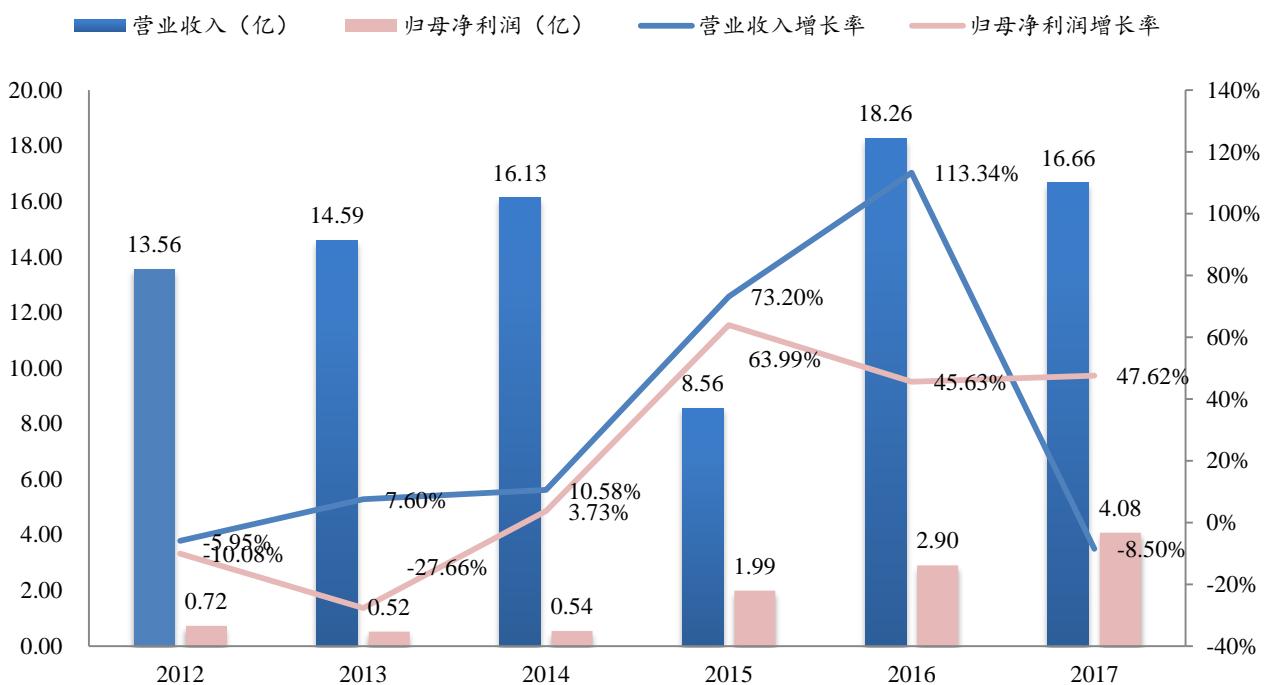
4、主营业务收入持续增长

营收净利皆持续上涨。公司营业总收入自 2012 年的 13.6 亿高速增长到 2017 年的 16.7 亿，2012 年至今的复合增长率为 23.2%，2015 年上市后两年复合增长率达到 39.4%。2015 年-2017 年，归属于母公司的净利润分别为 1.99 亿元，2.90 亿元，4.08 亿元，同比增长率分别为 63.99%，45.63%，以及 40.78%。

影视剧业务占据主导地位，游戏业务成为新收入增长点。业务总收入按行业划分可分为影视收入、游戏产品收入、艺人经纪服务收入以及其他类型收入（包括信息技术服务

业）。公司作为老牌影视制作龙头，影视业收入一直占据主导地位。2012年-2014年影视业占比维持在98%左右，2015年占比为87.43%，2016年占比为70.75%。影视业占比的下降伴随着游戏产品业收入占比的增加。由于2015年公司开展影游联动战略，游戏产品开始出现，并且在2016年占比达24.95%。由于影视项目具有周期性，公司2017半年度影视剧业务收入偏低。

图 10：慈文传媒 2012-2017 年营收及净利润规模及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

5、财务数据优于行业水平

以2017年传媒指数（中信）的财务比率进行对比，公司净资产收益率20.52%远高于传媒指数6.62%；营业收入增长率下降8.79%，低于行业平均营收增长率9.78%；销售毛利率44.85%，超过行业内公司销售毛利率均值32.03%。

表 10：财务比率对比分析（2017 年）

	销售毛利率 (%)	净资产收益率 (%)	营业收入增长率 (%)
慈文传媒	44.85	20.52	-8.79
传媒指数（整体均值）	32.03	6.62	9.78

资料来源：Wind，民生证券研究院

三、行业前景展望：精品内容持续升值，长视频前景可期

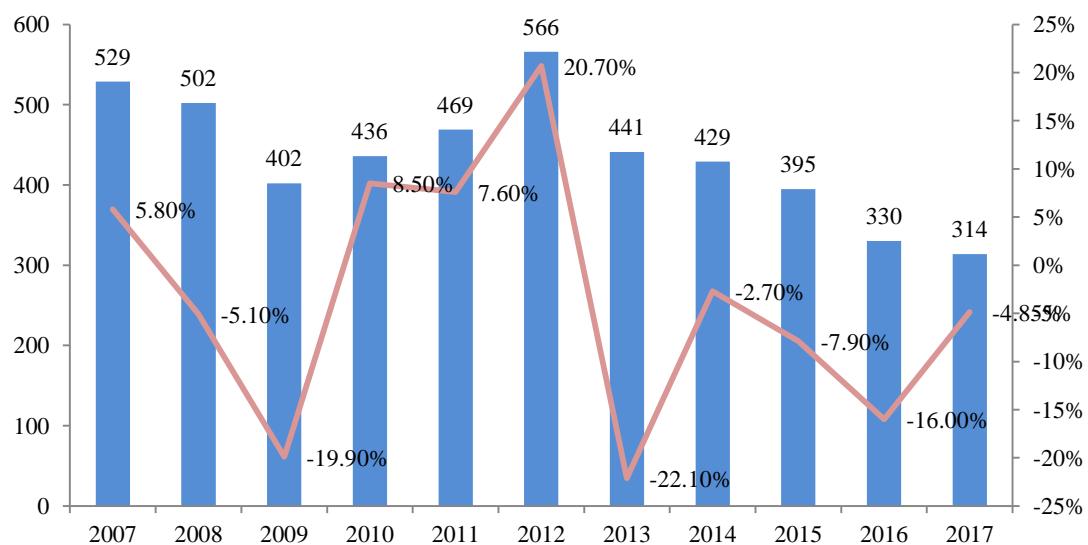
(一) 传统影视剧产量饱和，付费视频市场有增值空间

1、传统电视台影视需求接近饱和

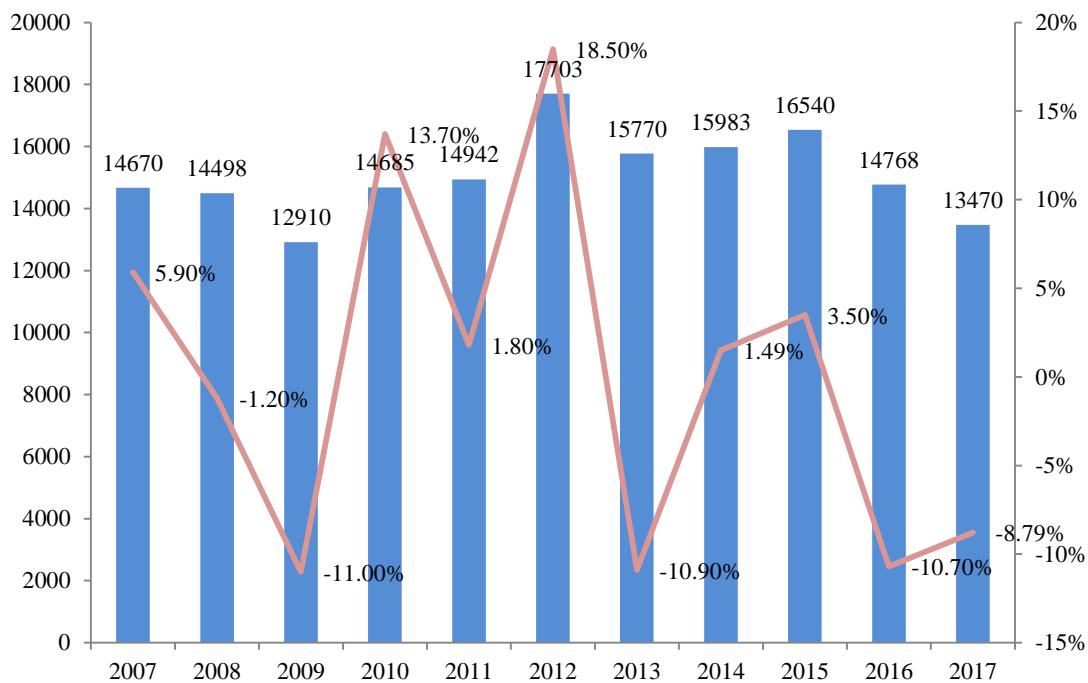
目前，中国传统电视剧产量以及剧集总体处于饱和阶段。2012 年以来，国内电视剧无论是集数还是部数，均呈不同程度的下滑趋势。2017 年电视剧剧集规模为 314 部，同比下滑 4.85%。

造成这一现象的主要原因有：（1）观剧用户从传统电视台向 PC、移动端迁移，造成电视台用户流失；（2）用户流失，带来电视台广告投放收入的减少，电视台购剧能力下降；（3）2015 年开始实施“一剧两星”政策，叠加政策趋严等因素，加速用户和资金向视频平台的迁移。在此背景下，“台网同播”、“网台联动”为电视剧制作商提供新的盈利模式。

图 11：2007-2017 年国内电视剧产量部数



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 12：2007-2016 年国内电视剧产量（集）


资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

(二) 2018 年在线视频市场将过千亿，内容制作方持续受益

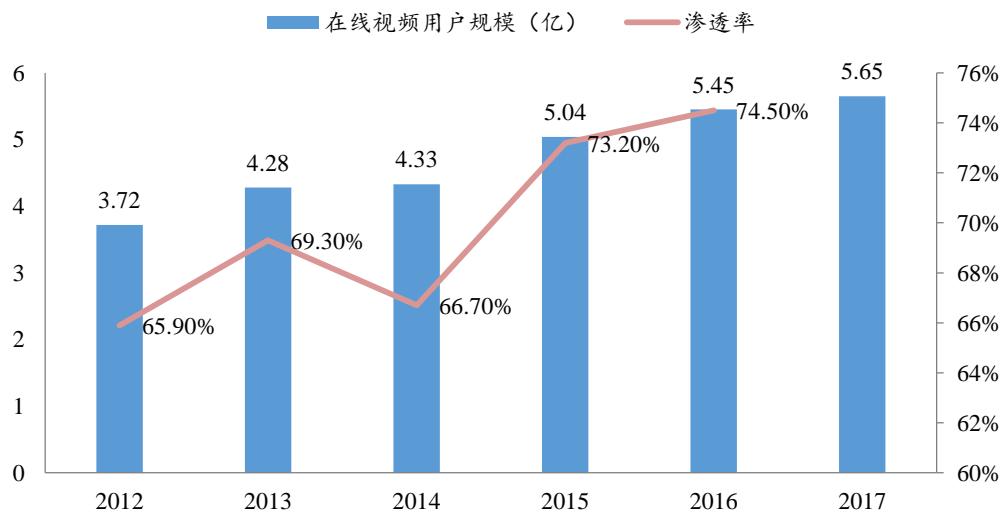
1、2017 年中国在线视频市场规模 864.3 亿元，同比增长 34.7% 发展迅速

互联网技术的发展和普及带来了网络用户的不断攀升以及在线视频行业的迅速发展。截止 2017 年底我国网民数量为 7.31 亿，而在线视频使用率高达 74.5%。2012-2017 年在线视频用户呈现高速增长趋势，2017 年在线视频用户数量为 5.65 亿人，同比增长 3.7%，较 2012 年增长了 51.88%。

2017 年，中国在线视频市场规模为 856 亿元，同比增长 34.7%。根据中国产业信息网数据预测，预计到 2018 年将达到 1129 亿。2017 年在线视频用户数量为 5.65 亿人，同比增长 3.7%，较 2012 年增长了 51.88%。

图 13：2011-2018E 在线视频市场规模及增速


资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 14：2012-2017 年在线视频用户规模及渗透率


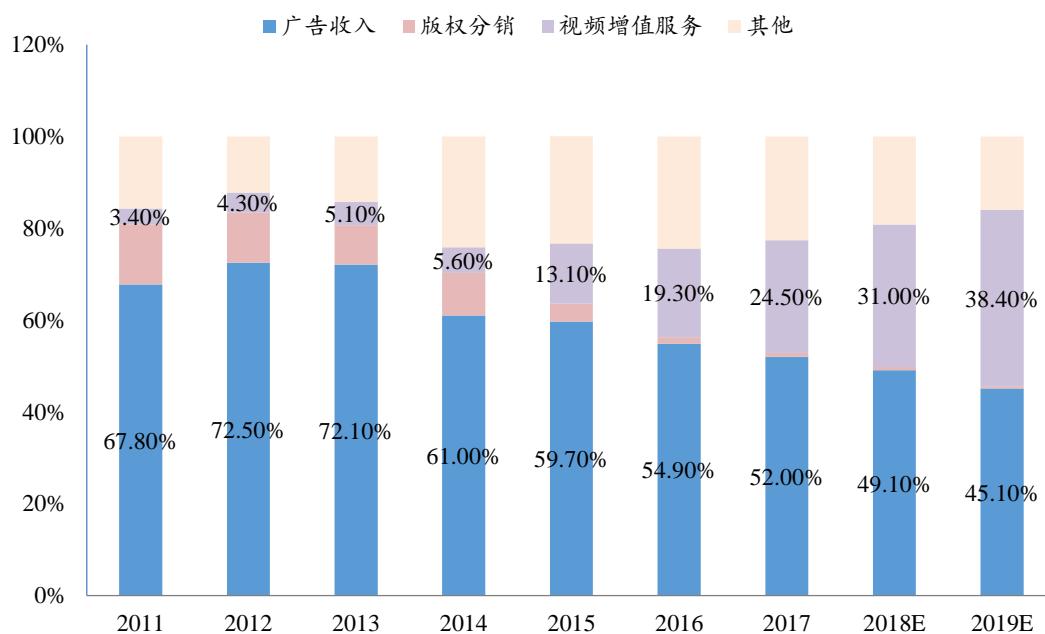
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

2、广告仍为在线付费视频主要盈利模式，2016 年广告贡献高达 54.9%

在线视频行业的收入结构分成广告收入、版权分销、视频增值服务以及其他收入；目前广告收入是在线视频行业的主要盈利模式。根据艾瑞咨询的数据显示，2016 年广告

收入占比仍然高达 54.9%。随着视频平台优质内容的引进以及网站会员业务的成熟，视频增值服务的收入占比已经从 2011 年的 3.4% 增长到 19.3%。预计到 2019 年，用户付费带来的视频增值服务收入将占比 38%，成为视频行业第二大收入来源。

图 15：2011 年-2019 年中国在线视频行业收入构成

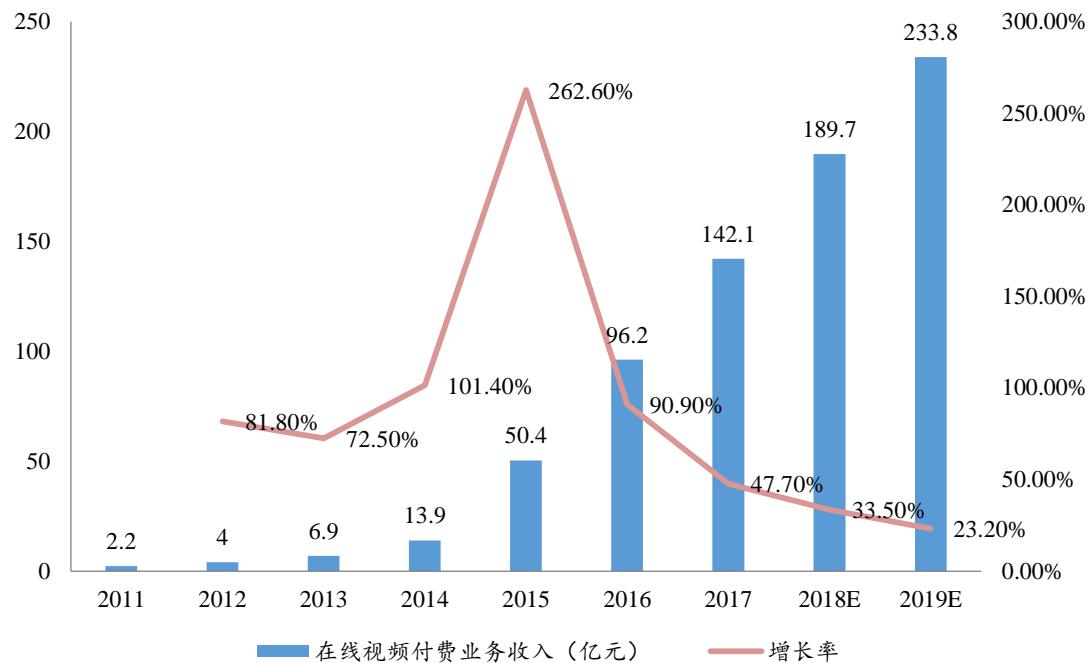


资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

在线视频付费业务收入与付费用户规模历经快速增长阶段后，增速逐步放缓。在线视频付费业务规模由 2011 年的 2.2 亿开始逐步增长到 2016 年的 96.2 亿元，五年复合增长率高达 112.8%。预计 2017 年至 2019 年的市场规模增速将放缓并分别有望达到 142.1 亿，189.7 亿，与 233.8 亿，两年复合增长率有望达到 28.3%。从付费用户规模角度上看，在线视频付费用户规模 2017 年达到约 8000 万用户左右，同比于 2016 年的 7000 万将有 14.3% 的增长。

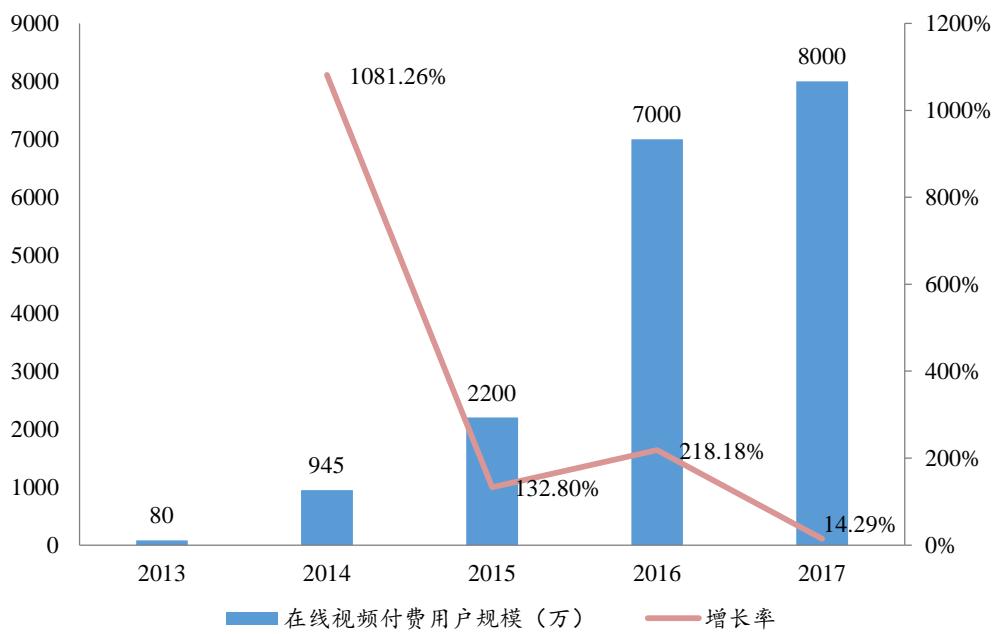
据易凯报告，中国付费视频用户将从 2016 年的 7500 万增长到 2020 年的 2.5 亿，市场规模也将从 2016 年的 108 亿元增长至 2020 年的 600 亿元。

图 16：2011-2019E 在线视频付费业务收入规模及增速



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 17：2013-2017（推測）视频付费用户规模



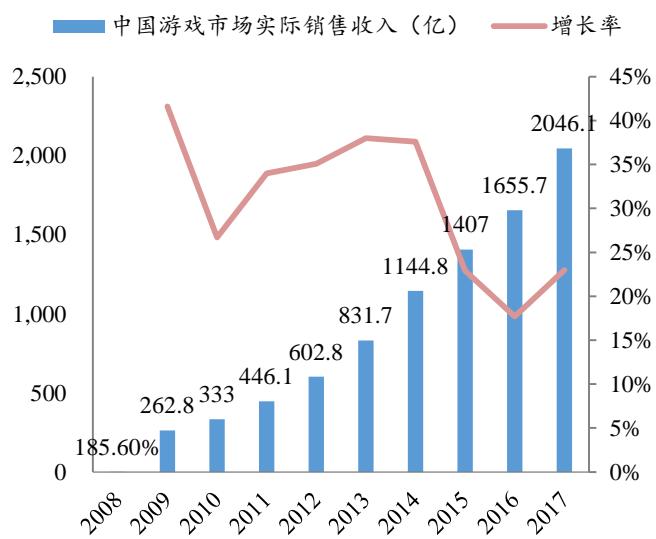
资料来源：艺恩数据，民生证券研究院

(三) 游戏竞争加剧，影游联动类 IP 具备先发优势

2014-2017 年我国游戏市场规模与用户数量持续增长。我国游戏市场规模于 2017 年突破 2000 亿元大关达到 2036 亿，2014 年至 2017 年三年复合增长率达到 21.1%。游戏市场规模增速放缓但仍然能维持 20% 左右的增速。我国游戏用户规模于 2017 年达到 5.83 亿人，2014 年至 2017 年三年复合增长率为 4.1%。用户数量增长已于 2014 年前的高增速放缓到 2017 年的 3%，发掘游戏增量用户难度加大。

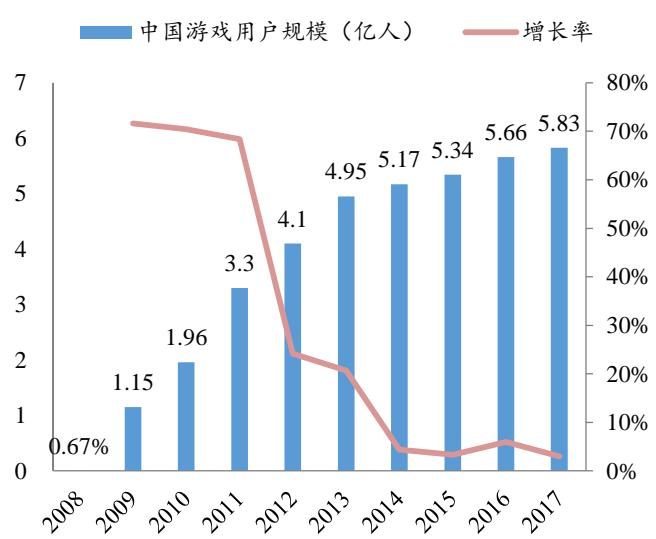
行业新品开发难度加大的背景下，具有影游联动基础的 IP 在游戏改编上具备一定的竞争优势。公司此前已经孵化出花千骨、楚乔传、老九门等在内的系列影视剧 IP，为赞成科技未来影游联动产品的开发奠定良好基础。

图 18：2008-2017 年中国游戏销售规模及增速



资料来源：伽马数据，民生证券研究院

图 19：2008-2017 年中国游戏用户规模及增速



资料来源：伽马数据，民生证券研究院

四、公司竞争优势

(一) 管理团队制作经验丰富

公司高管及制作团队拥有丰富行业经验，公司管理及分工架构明确。公司董事长马中骏是资深出品人和剧作家，90 年代开始涉足影视制作，至今已出品、制作各类影视近百部，具有丰富的电视剧制作经验。公司旗下专业影视人才及团队为观众及行业所认可，拥有“网剧一哥”上海视骊总经理白一骢、上海蜜淘总经理柳苗、微颗影视总经理韩灏为主要管理人员的专业影视剧制作团队。

1、传统影视制作团队：立足传统影视稳步寻求创新

公司传统影视制作团队以北京慈文、慈文电影、上海慈文和紫风影视为代表，自开展业务以来，在立足于传统电视台渠道端业务的同时不断寻求新的影视资源以及业务模式，立足自身特色不断创造具有现实意义的优质作品。

表 11：传统影视制作团队介绍

公司	成立时间	CEO	传统影视剧代表	创新性影视剧
北京慈文	2000.9	魏丽丽	武侠题材：《七剑下天山》、《射雕英雄传》	刑侦剧：《谜砂》、青春爱情：《恋爱真美》
慈文电影	2008.8	马中骏	谍战：《秋喜》	热血青春：《特勤精英》
上海慈文	2009.4		谍战：《枪花》 玄幻：《西游记》	IP 剧：《花千骨》
东阳紫风	2009.11	原向阳	轻喜剧：《再回首》	IP 剧：《回到明朝当王爷》

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、新兴影视制作团队：擅长新媒体影视制作，不断推出年轻化精品

新兴制作团队主打网络剧及面对年轻受众的新颖内容。公司新成立的制作团队主要以视骊制作、蜜淘影业、微颗影业为代表，注入年轻且新颖的优质内容，擅长网络剧以及IP剧制作，成为公司生产年轻化内容的主力。

表 12：新兴影视制作团队介绍

公司名称	成立时间	总经理	代表作
视骊制作	2014.6	白一骢	《暗黑者》、《执念师》、《示铃录》、《老九门》
蜜淘影业	2015.4	柳苗	《楚乔传》、《凉生，我们可不可以不忧伤》、《寻找爱情的你》
微颗影业	2016.1	韩灏	《极速青春》、《龙城武士》

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、游戏制作团队：强化影游联动

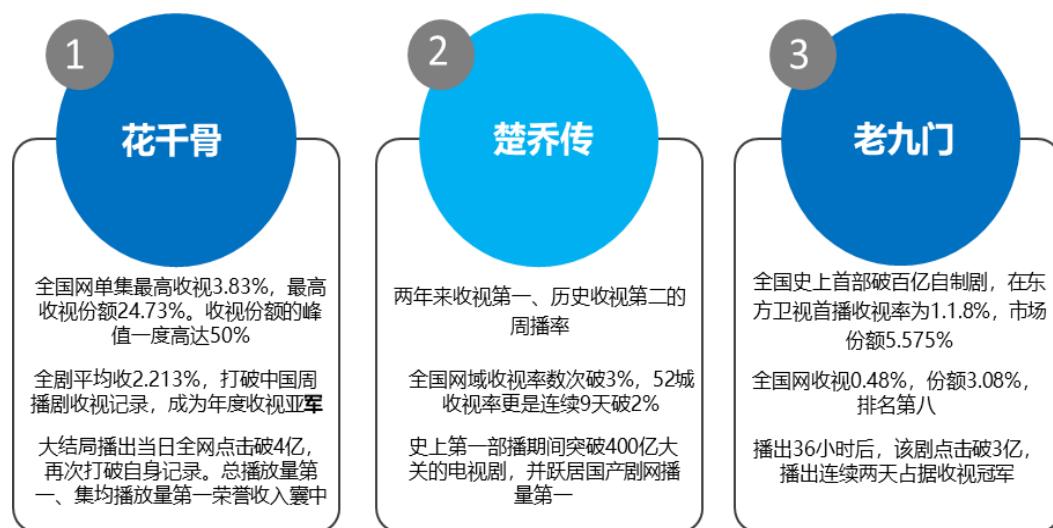
强化“影游联动”，抢占新一轮泛娱乐产业竞争的制高点。公司旗下赞成科技建立了以移动休闲游戏为核心内容产品、以渠道推广能力为核心竞争力的业务体系，系国内移动休闲游戏研发和推广的领先运营商。公司从业务布局上强化“影游联动”战略地位，进行全方位、立体式、规模化地开发和运营精品 IP，对产品进行全面转型升级，深度挖掘流量变现，实现 IP 价值最大化，抢占了新一轮泛娱乐产业竞争的制高点。

(二) 公司具备持续打造精品剧能力

1、旗下精品剧屡创收视及单集销售记录

公司是国内首批被授予电视剧制作经营许可证（甲种）的老牌民营影视公司，自创办以来深耕精品剧制作，每年精品剧频出。以《花千骨》、《老九门》和《楚乔传》为代表的精品大剧创造了优异的成绩。而公司已经确定收入的 S 级大剧此外，S 级大剧《凉生，我们可不可以不忧伤》版权售价（新媒体+电视台）单集超过 1000 万元。

图 20：2015-2017 年公司现象级影视剧



资料来源：艺恩网，民生证券研究院

2、头部 IP 储备丰富

在传统影视公司中最早布局和拓展网生内容。2011 年起，公司率先着手搭建以文学、影视、游戏、动漫为重点的精品 IP 储备库。目前登记在册 IP 共 60 余个，其中包括《花千骨》、《老九门》、《11 处特工皇妃》、《凉生》等优质小说 IP，为公司拓展网生内容打造泛娱乐体系提供优质的 IP 基础。

2017 年度古装谍战大剧《11 处特工皇妃（楚乔传）》上线一周后稳居周播剧榜首，基于高收视率以及优质 IP 效应，慈文传媒计划对《特工皇妃》进行全产业链的开发，并制作了“4321”影视矩阵，在 4 年周期中，完成 3 季电视剧、2 季网剧和 1 部电影，构筑完整特工皇妃世界观，打造现象级影响力。除已上线《特工皇妃》之外，也将以《凉生，我们可不可以不忧伤》、《回到明朝当王爷》等一批以“强 IP+大卡司+大制作”加码优质 IP 资源的储备及开发，持续量产头部稀缺内容，以网台联动头部剧为主，巩固公司在头部内容市场的领先优势。

表 13：2017 年开发 IP 项目情况

剧名	类型	IP 来源	制作情况	合作方/播放平台	状态
左耳	电视剧	饶雪漫《左耳》	8.21 已播出	北京&安徽卫视、优酷、爱奇艺、腾讯、搜狐	
回到明朝当王爷	电视剧	月关《回到明朝当王爷》	后期制作中	/	
凉生，我们可不可以不忧伤	电视剧	乐小米《凉生》	/	拟定湖南卫视/聚力、爱奇艺	在沟通档期
爵迹之临界天下	电视剧	郭敬明《爵迹》	已杀青	爱奇艺	拟定 2018 年播出
沙海	电视剧	南派三叔《沙海》	2017 年 9 月开机	腾讯	拟定 2018 年播放
步步生莲	电视剧	月关《步步生莲》	拟 4 季度开机	/	筹备中
寻找爱情的邹小姐	电视剧	匪我思存《寻找爱情的邹小姐》	拟 4 季度开机	/	筹备中
三体	电视剧	刘慈欣《三体》	筹拍中	/	筹备中
天王之路	电视剧	来个酒《天王之路》	拟 4 季度开机	/	筹备中
暗黑者 3	网络剧	周浩晖《死亡通知单》	审查中	腾讯视频	待播
少年股神	网络剧	紫金陈《少年股神》	拟 2 季度开机	腾讯视频	筹备中
示铃录 2-3	网络剧	尾鱼《怨气撞铃》	拟 2 季度开机	搜狐视频	筹备中
残缺的世界	网络剧	白骨《残缺的世界》	拟 3 季度开机	PPTV	筹备中
有种爱情叫兄弟	网络剧	十八子墨《有种爱情叫兄弟》	拟 4 季度开机	优酷	筹备中
花千骨 2	电视剧	Fresh 果果	剧本完善中	/	筹备中
老九门 2	电视剧	南派三叔	剧本完善中	/	筹备中
楚乔传 2	电视剧	潇湘冬儿	剧本完善中	/	筹备中
回到明朝当王爷番外篇	网络大电影	月关《回到明朝当王爷》	2017.3 开机	乐视	筹备中

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 14：慈文部分 IP 储备情况

小说名称	作者	备注
《花千骨》	果果	网络票选最具知名度和影响力仙侠言情小说第一名，点击破万，畅销百万册。已推出电视剧、网络剧、游戏和衍生品，成为超级 IP 品牌，刷新业内多项记录。
《爵迹》	郭敬明	著名畅销作家郭敬明《幻城》之后最受欢迎和关注度最高的玄幻小说。畅销 300 百万册。根据小说改编的电视剧《临界》正在待播中。
《亵渎》	烟雨江南	网络十年最具知名度和影响力玄幻十佳小说，起点中文网玄幻类最受欢迎和最受读者喜爱第一名，点击千万，畅销百万。
《罗布泊之咒》	周浩晖	网络知名悬疑小说，注明悬疑作家周浩晖代表作，畅销 30 万册。已改编网络剧《暗黑者》，网络点击超 8.5 亿，位居腾讯网络榜首，成为 2014 现象级网络神剧；《暗黑者 2》完美收官，点击已超 13 亿；《暗黑者 3》正在待播中。
《左耳》	饶雪漫	著名青春作家饶雪漫代表作，畅销百万册，影响 86-90 后一代人的青春。根据该小说改编的电视剧正在待播中。
《凉生，我们可不可以不忧伤》	乐小米	知名青春言情作家乐小米代表作，连载八年，成为青春言情现象级作品，五部完结作品畅销 300 万册，数次登上微博热搜榜，《凉生》粉丝百万级别。
《华音流韶》	步非烟	步非烟用十余年心血打造的大陆新武侠经典。
《寻找爱情的邹小	匪我思存	《寻找爱情的邹小姐》是华语最受欢迎言情作家匪我思存出道十年最新力作，甫一上市即登

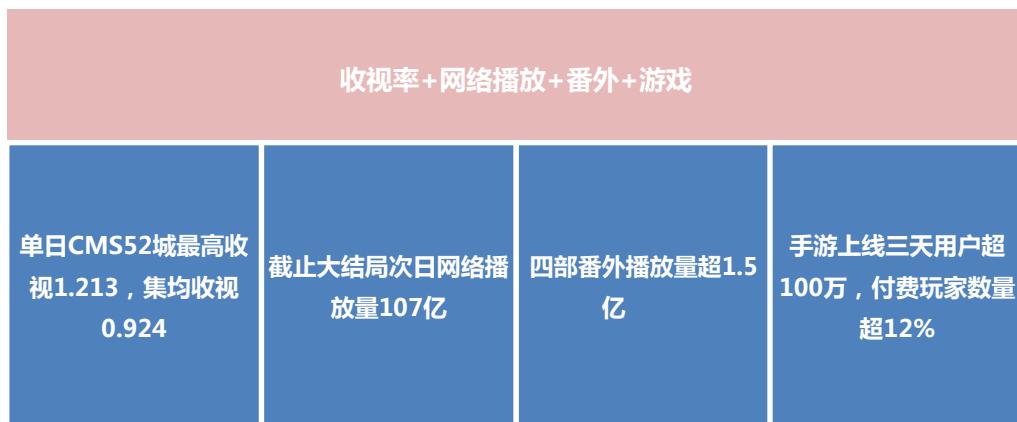
姐》		上各大畅销榜，十场巡回签售见证强大的市场影响力和超高人气。匪我思存与慈文传媒首度联手，以《寻找爱情的邹小姐》为契机，开启知名作家与影视大咖双线战略合作模式，用最优质的资源、最有影响力的平台、最知名的演员、最精良的制作为观众打造年度最具话题热点和最有市场影响力的现象级影视剧。
《怨气撞铃》	尾鱼	人气网络作家尾鱼的现代惊悚悬疑类的言情小说作品。网剧一哥白一骢根据该小说改编的网络剧《示铃录》已开播。
《老九门》	南派三叔	南派三叔被称为中国最会讲故事的小说家，激荡想象力剧情的推崇者，著有《盗墓笔记》系列、《大漠苍狼》、《怒江之战》等，并主持南派小说堂会，策划多部畅销作品。
《回到明朝当王爷》	月关	小说发表之后受到读者热捧，成为“穿越历史小说”类型的代表作，2007年荣登起点年度月票榜榜首，在2009年“网络文学十年盘点”中被评为“十大人气作品”。根据该小说改编的电视剧正在待播中。
《紫川》	老猪	起点中文网西方玄幻类最受欢迎和最受读者喜爱第一名，点击千万。
《步步生莲》	月关	起点白金作者月关携《步步生莲》回归历史小说，上线当月即一一击破各大榜单。S级大剧目前正在待播中。
少年股神	紫金陈	80后怪才首创武侠风格商战小说，缔造“股市江湖”传奇，上千家金融网站推荐。根据该小说改编的网络剧预计2018Q2开机。
《脱骨香》	果果	《花千骨》姐妹篇，由fresh果果创作的一本奇幻武侠类言情小说，2011年由珠海出版社出版发行。预计2018年有望开机。
《11处特工皇妃》	潇湘冬儿	大神级作家潇湘冬儿殿堂级作品，开启女子特工穿越热潮，一经发表就受到万千读者狂热追捧，腾讯读书年度总榜第一，当当网年度销量榜第一。根据该小说改编的电视剧《特工皇妃》正在筹备中。
《暴君，我来自军情九处》	潇湘冬儿	“特工穿越小说”的开山之作，《11处特工皇妃》的姊妹篇。
《天珠变》	唐家三少	首发于起点中文网，2011年由太白文艺出版社出版图书，唐家三少代表作品之一。
《民国有佳人》	江天雪意	以盐业为背景的民国女性励志传奇题材，出版后虚心故事备受读者追捧。
《天朝女提刑》	雪凤歌	女版宋慈的故事，作者雪凤歌，新晋网络人气作家。
《沙漏》	饶雪漫	文字女巫饶雪漫代表作品，其另一作品《左耳》拍摄同名电影取得不俗成绩。
《归离》	十四夜	《归离》为网络作家十四夜所著古代传奇言情小说，《醉玲珑》的前传。作品文字精湛，构思巧妙，剧情迭起，气势磅礴。
《灵飞经》	凤歌	作者凤歌为大陆著名武侠作家，今古传奇暨黄易武侠文学一等奖得主。
《七界传说》	心梦无痕	网络知名作家心梦无痕创作的一部巅峰仙侠小说。2005年9月发表于幻剑书盟、起点中文网、91文学等文学网站，受到众多读者的青睐。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、收购赞成科技，多轮次挖掘IP

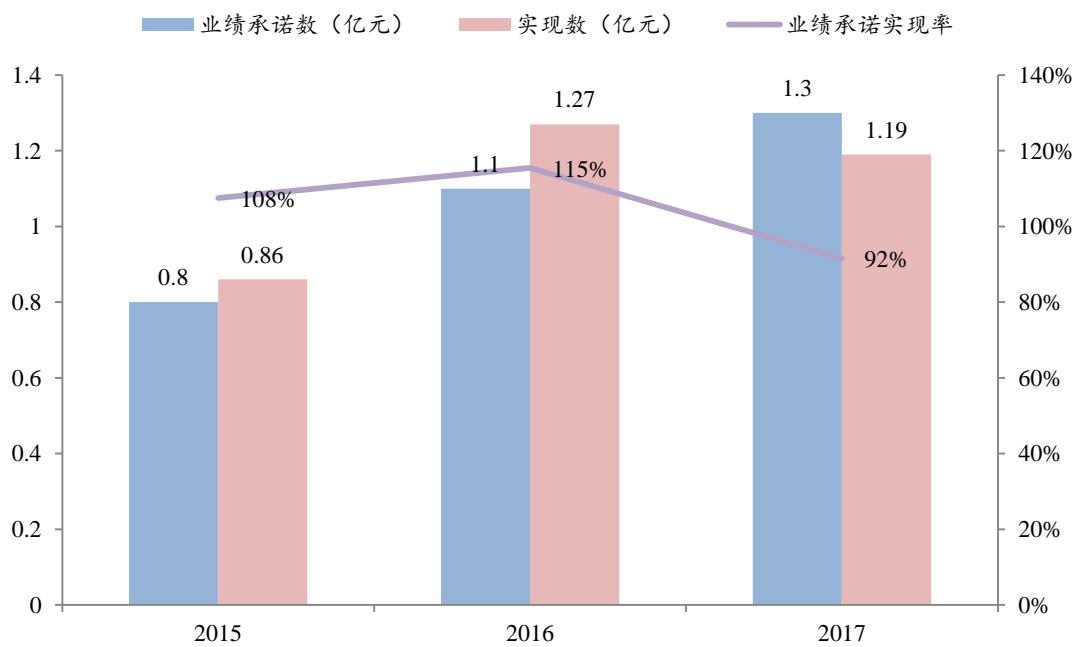
公司具备反复挖掘IP价值实力，影游联动相互协同。收购赞成科技进军游戏邻域后，2016年公司对IP大剧《老九门》进行“网台剧+网大+游戏”多轮次开发，深度挖掘了单一IP的价值。而在2017年《楚乔传》热播期间，公司与顺网科技、西山居、爱奇艺等游戏研发平台和互联网平台联合推出了多类型的同名IP游戏，力求实现IP价值最大化，旗下赞成科技也发挥整体泛娱乐产业中的协同效应。游戏作为精品IP全产业链开发的重要一环，赞成科技营收增长稳定，深度获取IP变现价值。

图 21: 《老九门》IP 横向开发效果



资料来源：艺恩网，民生证券研究院

图 22: 2015-2017 年赞成科技业绩承诺及实现数



资料来源：公司公告，民生证券研究院

五、盈利预测与投资建议

公司作为曾出品《花千骨》、《楚乔传》等精品大剧的行业领先企业，在行业资源、IP 储备、制作实力等多方面具备明显优势，同时受益于在线视频平台版权费用预算不断提升，头部剧目版权在未来几年或将持续升值，公司盈利规模有望整体提升。

2018 年公司将确定多部 S 级及 A 级剧目，储备项目将陆续进入收获期。对比其他可

比上市公司，公司在市值、营收规模、估值等方面具备综合优势，我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 1.44/1.74/2.08，对应 PE 为 23/19/16，给予强烈推荐评级。

表 15：2018-2020 年公司收入预测（百万元）

	2017	2018E	2019E	2020E
影视剧	1267	2114	2630	3156
游戏	388	300	380	352
其他	11	11	11	11
合计	1666	2425	3021	3519
增长率	-8.79%	45.56%	24.58%	16.48%

资料来源：wind，民生证券研究院

表 16：可比公司估值

	上市时间	当前市值	营收规模(2017 年报)	EPS (2018 年)	PE (2018 年)
慈文传媒	2010-01-26	111 亿元	16.66 亿元	1.44	23
华策影视	2010-10-26	193 亿元	52.46 亿	0.45	25
唐德影视	2015-02-17	70 亿	11.80 亿元	1.08	16

资料来源：wind，民生证券研究院

六、风险提示

- 1、影视剧适销风险；2、游戏业务不达预期。

图表目录

图 1: 慈文传媒发展历程	3
图 2: 公司前十大股东股权结构	4
图 3: 影视剧业务发展历程	8
图 4: 公司近年业绩情况及大剧上线时间点	8
图 5: 公司上市后影视业务及游戏业务收入对比	9
图 6: 公司上市后影视业务及游戏业务毛利率对比	9
图 7: 同类影视公司 2016-2018 年 ROE	9
图 8: 同类影视公司权益乘数 (杜邦分析)	9
图 9: 同类公司 2015-2017 年销售净利率比较	10
图 10: 慈文传媒 2012-2017 年营收及净利规模及增速	12
图 11: 2007-2017 年国内电视剧产量部数	13
图 12: 2007-2016 年国内电视剧产量集数	14
图 13: 2011-2018E 在线视频市场规模及增速	15
图 14: 2012-2017 年在线视频用户规模及渗透率	15
图 15: 2011 年-2019 年中国在线视频行业收入构成	16
图 16: 2011-2019E 在线视频付费业务收入规模及增速	16
图 17: 2013-2017 (推测) 视频付费用户规模	17
图 18: 2008-2017 年中国游戏销售规模及增速	18
图 19: 2008-2017 年中国游戏用户规模及增速	18
图 20: 2015-2017 年公司现象级影视剧	20
图 21: 《老九门》IP 横向开发效果	23
图 22: 2015-2017 年赞成科技业绩承诺及实现数	23

表格目录

表 1: 公司 2017 年 12 月定增发行对象及获配股数	4
表 2: 非公开发行股票募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 3: 电视剧及网络剧制作项目	5
表 4: 非公开发行股票资金投资电视剧和网络剧部分项目	5
表 5: 公司旗下控股子公司 2017 年经营情况	6
表 6: 公司旗下主要工作室及代表作	6
表 7: 公司上市后历年战略规划演变	7
表 8: 2018 年有望开播或开机剧集	10
表 9: 公司 S 级剧目情况介绍 (制作子公司、播放平台、播出时间)	11
表 10: 财务利率对比分析 (2017 年)	12
表 11: 传统影视制作团队介绍	19
表 12: 新兴影视制作团队介绍	19
表 13: 2017 年开发 IP 项目情况	21
表 14: 慈文部分 IP 储备情况	21
表 15: 2018-2020 年公司收入预测 (百万元)	24
表 16: 可比公司估值	24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,666	2,425	3,021	3,519
营业成本	919	1,625	2,024	2,348
营业税金及附加	10	8	10	12
销售费用	97	65	82	95
管理费用	68	78	94	109
EBIT	572	649	812	956
财务费用	62	64	62	60
资产减值损失	117	0	0	0
投资收益	(1)	6	1	1
营业利润	419	592	751	897
营业外收支	1	14	11	9
利润总额	420	622	752	897
所得税	8	112	135	162
净利润	412	510	616	736
归属于母公司净利润	408	488	591	705
EBITDA	583	657	819	962
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1491	3518	4206	5004
应收账款及票据	1490	1314	1637	1907
预付款项	48	81	101	117
存货	1181	993	1237	1441
其他流动资产	49	49	49	49
流动资产合计	4263	5958	7234	8523
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	35	35	35	35
无形资产	19	19	19	19
非流动资产合计	1131	121	115	109
资产合计	5394	6079	7349	8632
短期借款	493	493	493	493
应付账款及票据	396	365	455	527
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	2263	2439	2879	3450
长期借款	347	347	347	347
其他长期负债	78	78	78	78
非流动负债合计	425	425	425	425
负债合计	2688	2864	3304	3876
股本	339	338	339	339
少数股东权益	69	91	117	147
股东权益合计	2706	3214	4045	4756
负债和股东权益合计	5394	6079	7349	8632

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	-8.8%	45.6%	24.6%	16.5%
EBIT 增长率	14.1%	13.6%	25.0%	17.7%
净利润增长率	40.8%	19.5%	21.1%	19.4%
盈利能力				
毛利率	44.9%	33.0%	33.0%	33.3%
净利润率	24.5%	20.1%	19.6%	20.0%
总资产收益率 ROA	7.6%	8.0%	8.0%	8.2%
净资产收益率 ROE	15.5%	15.6%	15.0%	15.3%
偿债能力				
流动比率	1.9	2.4	2.5	2.5
速动比率	1.4	2.0	2.1	2.1
现金比率	0.7	1.4	1.5	1.5
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	282.9	197.0	197.0	197.0
存货周转天数	408.6	223.0	223.0	224.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	1.4	1.7	2.1
每股净资产	7.8	9.2	11.6	13.6
每股经营现金流	0.3	2.9	1.3	1.7
每股股利	0.2	0.0	0.1	0.8
估值分析				
PE	25.7	22.9	19.0	15.9
PB	4.3	3.6	2.9	2.4
EV/EBITDA	18.6	13.4	10.0	7.6
股息收益率	0.5%	0.0%	0.3%	2.4%
<hr/>				
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	412	510	616	736
折旧和摊销	128	8	7	6
营运资金变动	(416)	507	(181)	(157)
经营活动现金流	161	989	440	583
资本开支	4	(1,031)	(1)	(1)
投资	(267)	0	0	0
投资活动现金流	(271)	1,038	2	2
股权募资	911	0	247	247
债务募资	35	0	0	0
筹资活动现金流	845	0	247	213
现金净流量	735	2,026	689	798

资料来源：公司公告，民生证券研究院

分析师简介

胡琛，传媒互联网组长，对外经济与贸易大学金融学硕士，2011年7月加入民生证券至今，具有多年传媒互联网行业研究经验。

吴清羽，布里斯托大学经济学硕士，加州州立大学企业金融学士，2015年6月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，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。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层；525000

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。