

## 传媒

# 在线视频付费用户增长缘何分化？优质独占内容供给是关键！

**评级：增持（维持）**

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师：朱骏楠

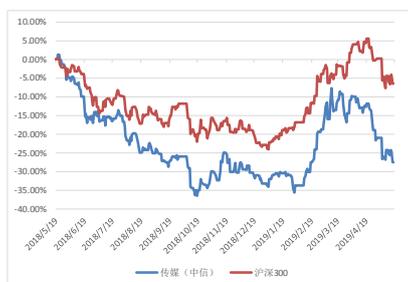
执业证书编号：S0740517080007

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

上市公司数	141
行业总市值(百万元)	1,348,597.
行业流通市值(百万元)	983,329.89

## 行业-市场走势对比



## 相关报告

<<【中泰传媒-周观点】把握回调机会，关注 IPTV&OTT 等景气度较高的行业及个股>>2019.05.12

<<【中泰海外】有才天下猎聘 (6100.HK)：用户拓展拉动营收增长，费用率下降释放盈利空间>>2019.05.10

<<【中泰传媒】2018 年报&2019 一季报总结：营收、净利润增速下滑，重点推荐游戏、营销领域及细分龙头>>2019.05.06

## 重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PE G	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
完美世界	26.36	1.30	1.64	1.86	2.04	20	16	14	13	0.87	买入
吉比特	228.90	10.0	11.53	13.19	15.55	23	20	17	15	1.11	买入
华扬联众	12.62	0.56	1.09	1.52	1.92	23	12	8	7	0.16	买入
芒果超媒	42.10	0.92	1.23	1.55	1.81	46	34	27	23	1.08	未评级
中文传媒	13.00	1.18	1.30	1.44	1.58	11	10	9	8	0.88	买入
新媒股份	82.90	2.13	2.80	3.64	4.54	39	30	23	18	0.79	未评级

备注：芒果超媒盈利预测来自 wind 一致预期

## 投资要点

- **在线视频行业一季度专题解析**
- 截至 2019Q1 末，国内移动互联网月人均单日使用时长超过了 349.6 分钟，接近 6 小时/天，较去年 Q1 增长了 36.8 分钟，在移动用户总量红利基本见顶的情况下，用户时长仍有不错的增长。
- **时长端：短视频占比大幅提升，挤压在线视频用户时长。**根据极光大数据统计显示，2019Q1 短视频用户使用时长占比休闲娱乐 APP 继续提升，达到 36.4%，较去年同期增加 14.4 个百分点，在线视频的用户时长占比进一步被挤压，2019Q1 为 32.2%，较去年同期下降 5.5 个百分点。
- **内容端：电视剧方面**，受到一定政策限制，Q1 在线视频平台上线聚集多为外购版权剧，多平台播出，拉动付费用户效果一般；**综艺方面**，芒果 TV 表现出色，《歌手 2019》、《我家那闺女》、《声临其境第二季》、《妻子的浪漫旅行第二季》等均获得较大关注，爱奇艺自制《青春有你》表现也相对不错。
- **付费用户端：出现一定分化。**根据腾讯与爱奇艺披露的一季报显示，腾讯 2019Q1 付费用户为 8900 万，与去年四季度基本持平，环比零增长，而爱奇艺 2019Q1 付费用户为 9680 万，环比新增 940 万人次，继续保持健康增长。
- **内容成本开支有一定收窄趋势。**根据爱奇艺披露 2019Q1 财报显示，Q1 公司在内容端的开支为 53 亿元，环比下降了 18.5%，占比营收比例为 75.82%，较四季度 92.5% 的占比下降了近 17 个百分点，成本支出有一定下降趋势，不过考虑到部分内容推迟上线的因素，实际成本端下降情况仍需观察 2~3 季度的表现。
- **整体一季度来看，爱奇艺与芒果 TV 表现更为出色。**根据极光大数据的 app 渗透率数据统计来看，芒果 tv 渗透率环比增长 12.7%，爱奇艺也增长了 2%，而腾讯视频仅为 0.2%，优酷录得负增长。从 DAU 数据来看，腾讯视频、优酷 2019Q1 DAU 环比有所下滑，爱奇艺、芒果 tv 均有小幅增长。
- **优质内容供给是当前驱动在线视频平台 DAU 和付费用户增长的核心。**

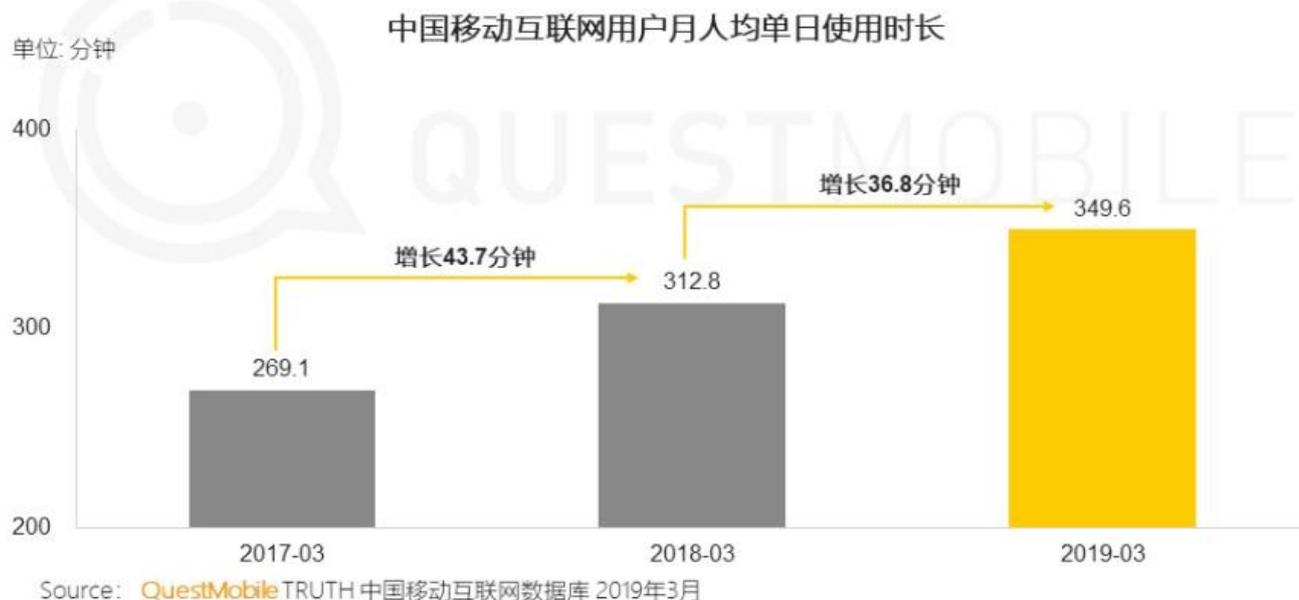
我们认为在行业用户渗透率已经逐渐接近饱和的背景下，如何提高存量用户付费转化率是在线视频平台最重要需要考虑的点，经过了前期的高流量 APP 之间的会员互导后，现阶段驱动增长的核心我们认为就是提供优质的独占内容，付费用户的增长可以大幅提升营收规模，而平衡好内容成本支出与营收增长的关系，则可以保证公司竞争力的持续性。

- 本周传媒板块下跌-4.33%，超过沪深 300 (-2.19%)，中小板 (-2.40%) 及创业板 (-2.75%)，跌幅位于全行业下游水平。
- **传媒板块经历回调，优质个股已呈现较高性价比，我们建议从三条主线把握机会：**
- 游戏方面，建议关注研发型优质标的完美世界+吉比特，以及国内出海龙头中文传媒（智明星通）
- 营销方面，建议关注数字营销龙头华扬联众、蓝色光标，持续关注楼宇广告龙头分众传媒。
- 行业细分龙头及优质国企标的，建议关注新媒股份、中国电影、芒果超媒。
- **风险提示：**1) 股市系统性风险；2) 内容持续盈利风险；3) 行业竞争加剧风险。

## 在线视频行业一季度专题解析

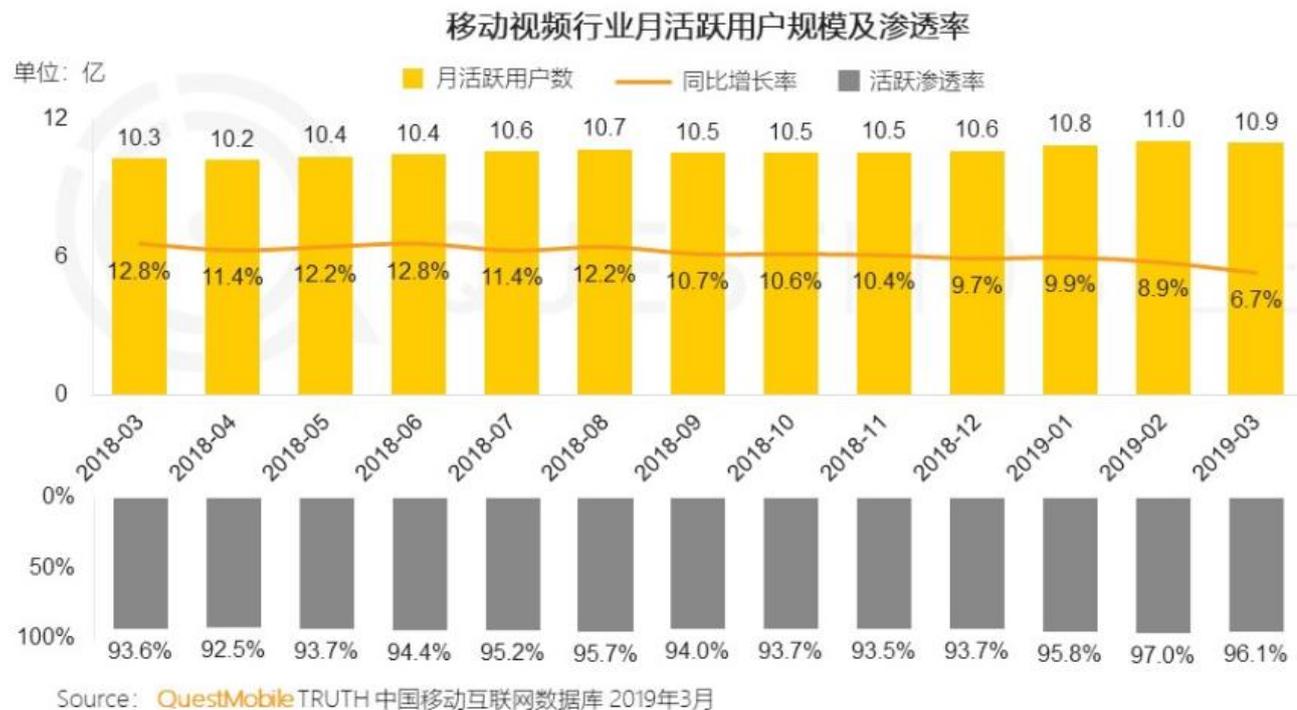
■ 截至 2019Q1 末，国内移动互联网月人均单日使用时长超过了 349.6 分钟，接近 6 小时/天，较去年 Q1 增长了 36.8 分钟，在移动用户总量红利基本见顶的情况下，用户时长仍有不错的增长。

图表 1: 国内移动互联网用户月人均单日使用市场统计



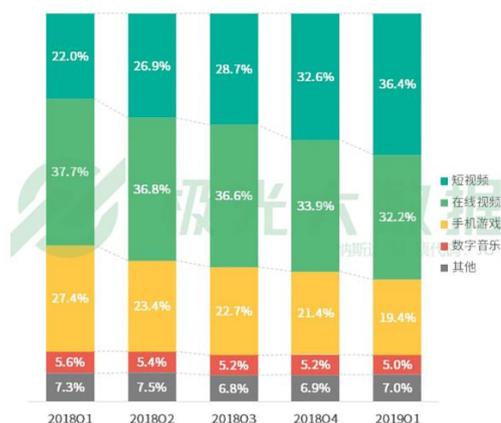
来源: Questmobile, 中泰证券研究所

图表 2: 移动视频行业月活跃用户规模及渗透率



来源: Questmobile, 中泰证券研究所

- 时长端：短视频占比大幅提升，挤压在线视频用户时长。**根据极光大数据统计显示，2019Q1 短视频用户使用时长占比休闲娱乐 APP 继续提升，达到 36.4%，较去年同期增加 14.4 个百分点，在线视频的用户时长占比进一步被挤压，2019Q1 为 32.2%，较去年同期下降 5.5 个百分点。对照 QuestMobile 数据统计结果来看，基本验证了这个结论，短视频 2019 年 3 月的时长同比增量达到 36.6%，而在线视频仅为 5.9%。

**图表 3：休闲娱乐 APP 用户使用时长内部分布**


来源：极光大数据，中泰证券研究所（注：休闲娱乐 APP 包括短视频、在线视频、网络直播、游戏直播、手机游戏、数字音乐、动漫等）

**图表 4：2019 年 3 月用户月总使用时长同比增量占比 TOP10 细分行业**


来源：Questmobile，中泰证券研究所

- 内容端：电视剧方面，受到一定政策限制，Q1 在线视频平台上线聚集多为外购版权剧，多平台播出，拉动付费用户效果一般，《都挺好》（腾讯、爱奇艺、优酷）、《倚天屠龙记》（腾讯独播）、《东宫》（优酷独播）、《招摇》（爱奇艺独播）、《黄金瞳》（爱奇艺独播）表现相对不错；综艺方面，芒果 TV 表现出色，《歌手 2019》、《我家那闺女》、《声临其境第二季》、《妻子的浪漫旅行第二季》等均获得较大关注，爱奇艺自制《青春有你》表现也相对不错，腾讯视频与优酷并未有较大关注度自制综艺推出。**
- 付费用户端：出现一定分化。**根据腾讯与爱奇艺披露的一季报显示，腾讯 2019Q1 付费用户为 8900 万，与去年四季度基本持平，环比零增长，而爱奇艺 2019Q1 付费用户为 9680 万，环比新增 940 万人次，继续保持健康增长。我们认为两家在线视频巨头付费用户增长在 Q1 出现明显分化，主要原因还是在于付费用户的新增更多需要优质内容拉动，一旦优质内容供给有所断档，付费用户转化就会明显受阻。

图表 5:《青春有你》爱奇艺开播后带动 DAU 迅速攀升

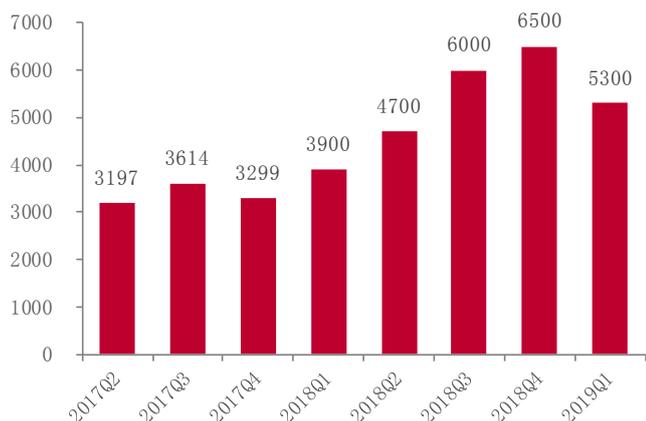


Source: QuestMobile TRUTH 中国移动互联网数据库 2019年3月

来源: Questmobile, 中泰证券研究所

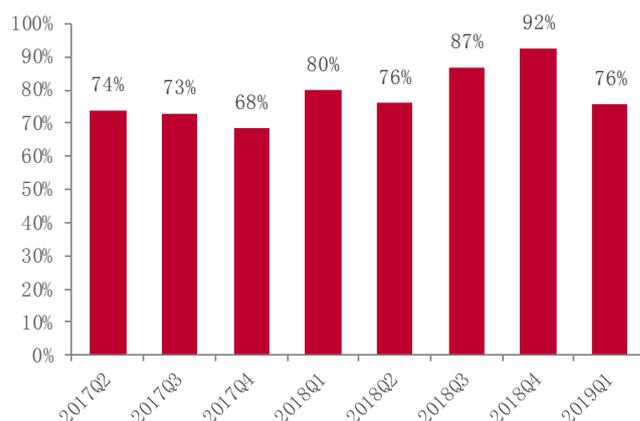
- **内容成本开支有一定收窄趋势。**根据爱奇艺披露 2019Q1 财报显示, Q1 公司在内容端的开支为 53 亿元, 环比下降了 18.5%, 占比营收比例为 75.82%, 较四季度 92.5% 的占比下降了近 17 个百分点, 成本支出有一定下降趋势, 不过考虑到部分内容推迟上线的因素, 实际成本端下降情况仍需观察 2~3 季度的表现。

图表 6: 2017Q2~2019Q1 爱奇艺内容成本开支情况 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

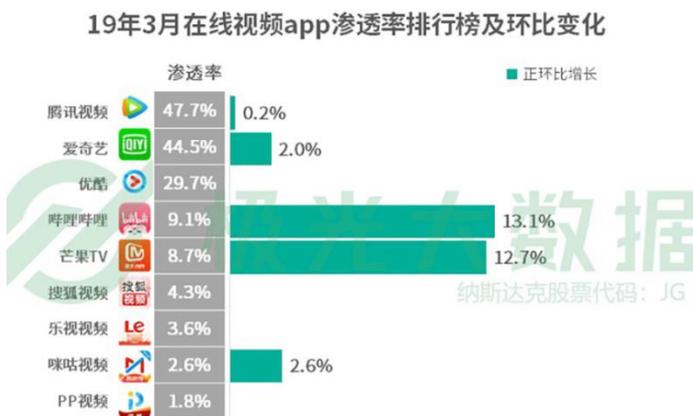
图表 7: 2017Q2~2019Q1 爱奇艺内容成本开支占比营业收入 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

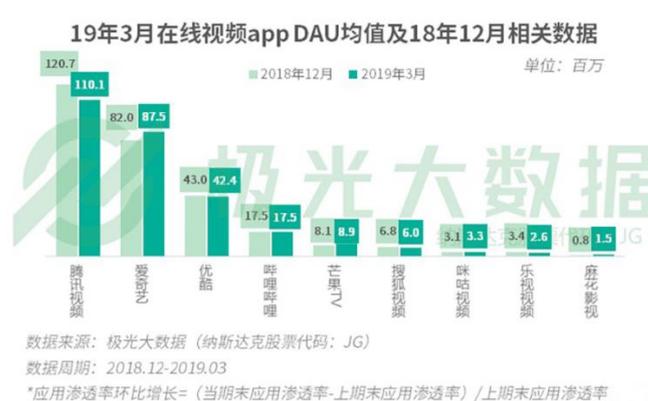
- **整体一季度来看, 爱奇艺与芒果 TV 表现更为出色。**根据极光大数据的 app 渗透率数据统计来看, 芒果 tv 渗透率环比增长 12.7%, 爱奇艺也增长了 2%, 而腾讯视频仅为 0.2%, 优酷录得负增长。从 DAU 数据来看, 腾讯视频、优酷 2019Q1 DAU 环比有所下滑, 爱奇艺、芒果 tv 均有小幅增长。

图表 8: 2019 年 3 月在线视频 APP 渗透率情况



来源: 极光大数据, 中泰证券研究所

图表 9: 2019 年 3 月在线视频 APP DAU 情况对比



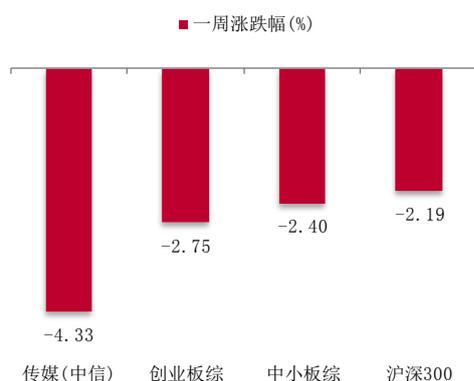
来源: 极光大数据, 中泰证券研究所

- 优质内容供给是当前驱动在线视频平台 DAU 和付费用户增长的核心。我们认为在行业用户渗透率已经逐渐接近饱和的背景下, 如何提高存量用户付费转化率是在线视频平台最重要需要考虑的点, 经过了前期的高流量 APP 之间的会员互导后, 现阶段驱动增长的核心我们认为就是提供优质的独占内容, 付费用户的增长可以大幅提升营收规模, 而平衡好内容成本支出与营收增长的关系, 则可以保证公司竞争力的持续性。

本周行情: 本周传媒板块下跌-4.33%, 跌幅大于沪深300(-2.19%), 中小板(-2.40%)及创业板(-2.75%), 跌幅位于全行业下游水平。

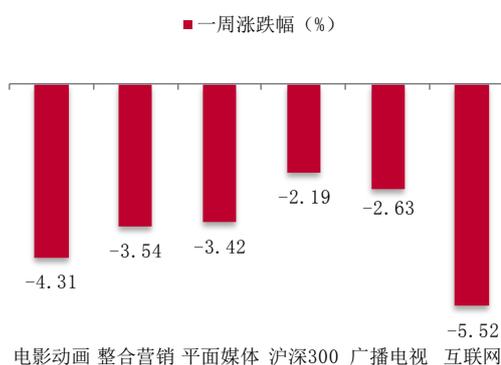
- 从传媒各个细分板块来看, 各板块均出现下跌。互联网板块跌幅最大, 达到-5.52%, 电影动画板块跌幅排名第二, 为-4.31%, 整合营销、平面媒体、广播电视板块跌幅排名3~5位, 分别为-3.54%、-3.42%、-2.63%。
- 从个股来看, 金逸影视上涨16.02%, 位列第一; 天威视讯上涨12.87%, 位列第二; 中潜股份上涨9.31%位列第三。个股跌幅前三: ST富控(-13.89%)、ST东网(-12.50%)、顺网科技(-10.60%)。

图表 10: 传媒板块 VS 沪深300、中小盘、创业板



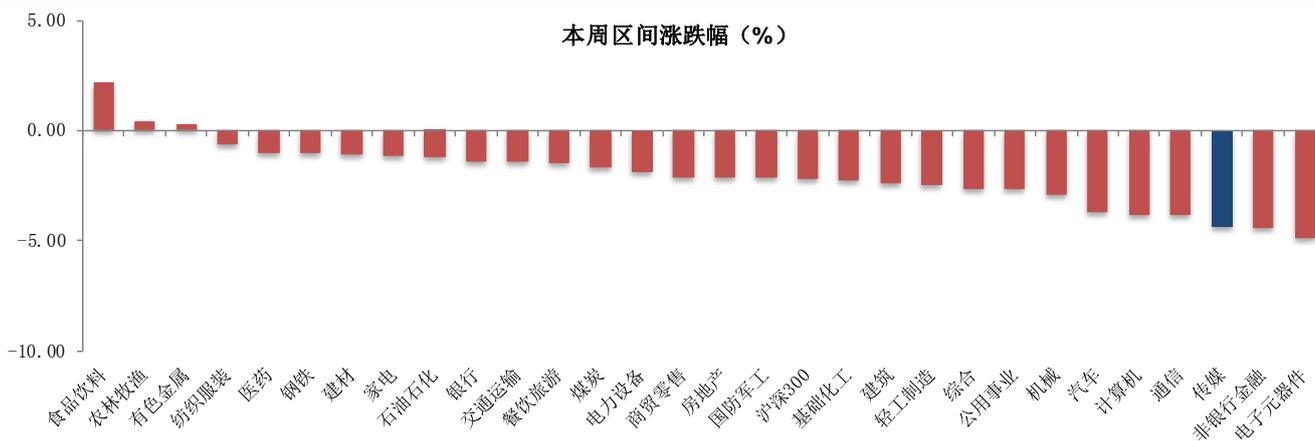
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 11: 媒子版块与沪深300周涨跌幅比较



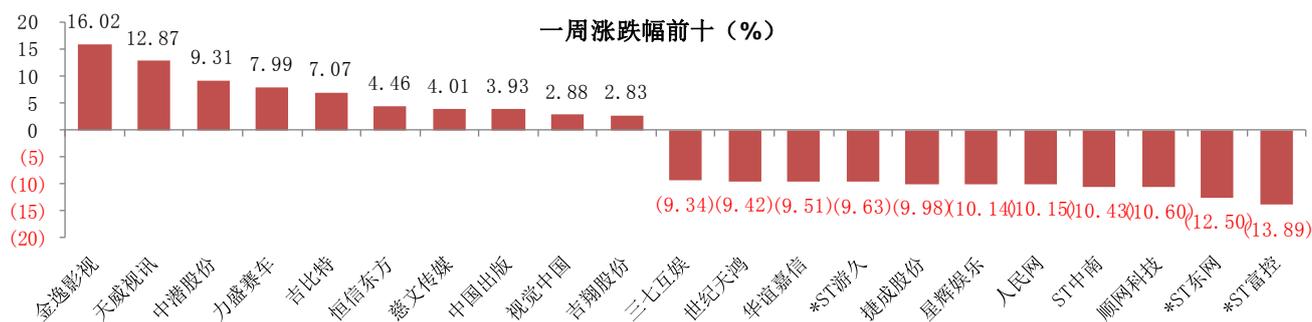
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 12: A 股主要板块一周涨跌幅



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 13: A 股传媒与互联网个股一周涨跌幅



来源: Wind、中泰证券研究所

## 周重点公告:

【爱奇艺】2019 年第一季度经调整每 ADS 亏损 2.52 元，市场预期亏损 2.94 元。一季度营收为 70 亿元，预期为 69.01 亿元。预期二季度净营收 69.1-72.9 亿元，市场预期 75.5 亿元。会员服务收入为 34 亿元人民币（约合 5.134 亿美元），较 2018 年同期增长 64%。这主要归功于优质内容以及多样化的运营措施推动了订阅会员数量强劲增长。

【哔哩哔哩】2019 年第一季度总营收达 13.7 亿元，同比增长 58%，大幅超出市场预期。一季度，B 站月均活跃用户首次破亿，达到 1.01 亿，其中移动端月活用户为 8860 万，分别同比增长 31% 和 39%。平均月度付费用户人数达 570 万人，与去年同期相比增长 132%。移动游戏平均月度付费用户人数达 100 万人，与去年同期相比增长 23%。

## 重大事项:

【当代东方】因信息披露方面不完整、不准确以及重大事项披露不完整、不及时等原因，山西证监局对当代东方投资股份有限公司时任董事长彭志宏、财务总监孙永强、董事会秘书艾雯露采取警示函措施。

【暴风集团】深交所 17 日发布《纪律处分事先告知书》送达公告称，毕士钧在担任暴风集团董事会秘书期间，存在涉嫌违反相关规定的行为，拟对其给予公开谴责的处分。深交所同时表示，《纪律处分事先告知书》仅为本所的初步决定，本所将视相关当事人的申辩情况作出正式处分决定。

## 周重点新闻:

- ◇ **Sensor Tower: 4 月出海发行商及产品收入排名, 莉莉丝紫龙进步大。**据 Sensor Tower 最近发布的 4 月国产手游出海收入榜显示, 腾讯的《PUBG Mobile》已经连续 4 个月稳居冠军, 并且连续两个月的收入超过了 6400 万美元 (折合人民币 4.35 亿元)。另外一款则是网易的《荒野行动》, 凭借在日本市场的强势表现, 该游戏经常稳定在出海收入榜前三名以内。新游戏方面, 有三款产品是第一次进入出海收入

榜，分别是莉莉丝的《AFK Arena》、网易的《明日之后》和点触科技的《叫我万岁爷》。从品类来看，除了《明日之后》属于生存 MMO 之外，其余两款都是已经被验证过的玩法。（来源：gamelook 20190513）

- ◇ **第二批 22 款进口游戏版号公示：腾讯网易完美在列。**国家新闻出版广电总局官网再次更新了“2019 年进口网络游戏审批信息”，共计 22 款产品获得了版号。与上一批的 30 款游戏相比，本批数量少了 8 款。获得版号的 22 款产品中，移动游戏有 15 款、客户端 PC 游戏有 4 款，另外游戏机-PS4 游戏有 2 款、游戏机-Xbox 游戏有 1 款，网页游戏缺席。具体产品和厂商方面，本批次有多款进口游戏值得重点关注：网易的 AVG 恋爱互动叙事游戏《遇见逆水寒》、完美世界代理的《人类一败涂地》和腾讯宣布代理的多边形沙盒模拟游戏《艾兰岛》（来源：gamelook 20190514）
- ◇ **Epic Games store 开放国区，注册购买无障碍。**Epic 旗下的 PC 游戏商店 Epic Games store（以下简称 EGS）已对中国大陆地区开放了用户注册功能、且已支持最主流的支付宝和微信支付。（来源：gamelook 20190515）
- ◇ **深圳市出台全国首个确立的电影票“退改签”标准。**5 月 15 日上午，深圳市消费者委员会召开新闻发布会，通报了深圳市《电影票退改签标准》，这是自去年 9 月中国电影发行放映协会发布了关于《电影票“退改签”规定的通知》后，全国首个确立的电影票“退改签”标准。深圳市消委会指出此标准是综合全深圳市各大影院具体情况制定的。（来源：艺恩 20190516）

## 周票房数据

- 第 17 周（2019.05.06-2019.05.12）：第 17 周总票房 7.16 亿元，其中《大侦探皮卡丘》以 2.75 亿票房排名第一，《复仇者联盟 4：终局之战》回落至第二。

图表 14：2018-2019 周度票房统计



来源：猫眼、中泰证券研究所

■ 即将上映电影情况：5月即将上映的影片有14部。

图表 15: 5月即将上映电影情况统计

电影名称	题材	上映时间	是否进口
过昭关	剧情、儿童、家庭	5月20日	否
真爱不迟到	剧情、爱情	5月20日	否
阿拉丁	爱情、奇幻、冒险	5月24日	是
五月天人生无限公司	纪录片、音乐	5月24日	否
天眼风云	剧情	5月24日	否
哥斯拉2：怪兽之王	动作、科幻、冒险	5月31日	是
托马斯大电影之世界探险记	喜剧、动作、动画	5月31日	是
本回家了	剧情	5月	是
人尽皆知	剧情、悬疑、犯罪	5月	是
冰雪女王4：魔镜世界	动画、奇幻、冒险	5月	是
尺八·一声一世	纪录片、音乐	5月	否
碟仙实录	惊悚、喜剧、犯罪	5月	否
萌宠特工队	动画、冒险、家庭	5月	是
大大哒	喜剧	5月	是

来源：猫眼、中泰证券研究所

■ 电视剧、综艺收视率、网络点击量。上周根据酷云数据显示，湖南卫视、浙江卫视、江苏卫视排名收视率前三，市占率分别为4.75%、3.34%、2.76%。根据艺恩数据，电视剧播放量来看，《封神演义》、《筑梦情缘》、《一场遇见爱情的旅行》排名前三，网络剧播放量排名前三的分别为《致我们暖暖的小时光》、《权力的游戏第八季》、《我只喜欢你》；电视综艺播放量排名来看，《向往的生活第三季》、《奔跑吧第三季》、《极限挑战第五季》排名前三；网络综艺播放量排名前三的分别为《创造营2019》、《我是唱作人》、《忘不了餐厅》。

图表 16: 本周省级卫视周收视率排名

排名	频道	直播关注度	市占率
1	湖南卫视	0.3034%	4.7494%
2	浙江卫视	0.2134%	3.3412%
3	江苏卫视	0.1761%	2.7568%
4	东方卫视	0.1464%	2.2924%
5	北京卫视	0.1439%	2.2527%
6	山东卫视	0.1087%	1.7016%
7	广东卫视	0.0793%	1.2409%
8	安徽卫视	0.0700%	1.0963%
9	黑龙江卫视	0.0646%	1.0112%
10	江西卫视	0.0531%	0.8309%

来源：酷云数据、中泰证券研究所

图表 17: 本周电视剧播放量排名

名称	播放指数	播放量	平台
1 封神演义 上线39天 (65集)	74.8	8.0亿	👁️
2 筑梦情缘 上线11天 (60集)	70.5	4.3亿	👁️
3 一场遇见爱情的旅行 上线27天 (52集)	69.8	2.2亿	👁️
4 破冰行动 上线11天 (48集)	69.8	-	📺
5 如果可以这样爱 上线38天 (46集)	66.6	3.6亿	👁️
6 我们都要好好的 上线10天 (40集)	61.2	1.0亿	👁️
7 都挺好 上线78天 (46集)	60.1	4.2千万	👁️
8 趁我们还年轻 上线35天 (40集)	58.3	4.6千万	👁️
9 知否知否应是绿肥红瘦 上线144天 (78集)	57.8	1.6千万	👁️
10 青春斗 上线55天 (38集)	56.8	2.4千万	👁️

来源: 艺恩数据、中泰证券研究所

图表 19: 本周电视综艺播放量排名

名称	播放指数	播放量	平台
1 向往的生活第三季 上线23天	68.2	1.3亿	👁️
2 奔跑吧第三季 上线22天	66.5	1.7亿	👁️
3 极限挑战第五季 上线6天	59.5	7.0千万	👁️
4 我们的师父 上线49天	55.8	5.3千万	📺
5 快乐大本营2019 上线133天	55.5	7.8千万	📺
6 青春环游记 上线21天	54.8	5.2千万	👁️
7 我家那小子第二季 上线16天	54.7	9.2千万	📺
8 非诚勿扰2019 上线133天	54.6	-	📺
9 经典咏流传第二季 上线110天	54.3	755.1万	👁️
10 爱情保卫战2019 上线137天	54.1	715.8万	👁️

来源: 艺恩数据、中泰证券研究所

图表 18: 本周网络剧播放量排名

名称	播放指数	播放量	平台
1 致我们暖暖的小时光 上线38天 (24集)	83.6	3.6亿	📺
2 权力的游戏第八季 上线33天 (6集)	81.9	1.5亿	📺
3 我只喜欢你 上线19天 (35集)	75.8	2.3亿	👁️
4 铁探 上线47天 (30集)	66	5.3千万	📺
5 新白娘子传奇 上线45天 (36集)	66	-	📺
6 爱上你治愈我 上线31天 (40集)	65.5	3.6千万	👁️
7 绅探 上线30天 (24集)	65.3	1.6亿	📺
8 听雪楼 上线12天 (56集)	64.9	2.7亿	📺
9 夜空中最闪亮的星 上线54天 (44集)	64.6	1.8亿	👁️
10 倚天屠龙记 上线80天 (50集)	60.9	4.2千万	📺

来源: 艺恩数据、中泰证券研究所

图表 20: 本周网络综艺播放量排名

名称	播放指数	播放量	平台
1 创造营2019 上线42天	71.9	3.6亿	📺
2 我是唱作人 上线36天	67.4	-	📺
3 忘不了餐厅 上线18天	63.7	6.7千万	📺
4 密室大逃脱 上线49天	61.2	1.5亿	📺
5 我们是真正的朋友 上线9天	60.5	5.2千万	📺
6 这!就是原创 上线70天	60.4	-	📺
7 拜托了冰箱第五季 上线38天	59.7	6.6千万	📺
8 妻子的浪漫旅行第二季 上线93天	59.1	1.6亿	👁️
9 我和我的经纪人 上线62天	59	7.2千万	📺
10 哈哈农夫 上线78天	58.8	1.5亿	📺

来源: 艺恩数据、中泰证券研究所

- **IOS 免费榜及畅销榜排名**
- 免费榜中，网易的《堡垒前线：创造与破坏》上升到第一位，《全民漂移》排名第二，《旅行串串》排名第三。
- 畅销榜中《王者荣耀》霸榜第一，《和平精英》和《完美世界》位列第二和第三名。

**图表 21: IOS 免费榜排名**

免费榜		竞争趋势	更多
数据更新时间: 16:27			
1	堡垒前线: 破坏与创造 冒险游戏:1名 网易移动游戏	霸榜1天	
2	全民漂移 动作游戏:2名 Joyfort		
3	旅行串串 街机游戏:1名 Kunpo		
4	和平精英 策略游戏:1名 Tencent Mobile Games		
5	战争艺术:赤潮-自走棋 策略游戏:2名 Hero Entertainment ...		
6	王者荣耀 动作游戏:4名 Tencent Mobile Games	▲1	
7	消灭病毒-解压神器98K 街机游戏:3名 Kunpo	▲2	
8	一起来捉妖 游戏:8名 Tencent Mobile Games		
9	火枪英雄 - 多玩法射击游戏大全 冒险游戏:3名 JINPEI CHEN	▲5	
10	三生三世十里桃花 角色扮演:2名 Tencent Mobile Games		

来源: 七麦科技、中泰证券研究所

**图表 22: IOS 畅销榜排名**

畅销榜		竞争趋势	更多
数据更新时间: 16:27			
1	王者荣耀 动作游戏:1名 Tencent Mobile Games	霸榜7天	
2	和平精英 策略游戏:2名 Tencent Mobile Games		
3	完美世界 角色扮演:1名 Tencent Mobile Games		
4	梦幻西游 动作游戏:3名 网易移动游戏		
5	一起来捉妖 游戏:5名 Tencent Mobile Games	▲1	
6	明日方舟 卡牌游戏:1名 鹰角网络	▲1	
7	圣斗士星矢 (腾讯) 角色扮演:3名 Tencent Mobile Games	▲2	
8	火影忍者 动作游戏:4名 Tencent Mobile Games	▼3	
9	阴阳师 策略游戏:4名 网易移动游戏	▼1	
10	穿越火线:枪战王者 策略游戏:5名 Tencent Mobile Games		

来源: 七麦科技、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。