

# 广告需求低迷加速行业变局

## ——从广告业务角度看互联网行业一季报

行业动态

### ◆ 行业整体承压，业绩显著分化

从一季度互联网公司广告业务收入数据看，广告行业整体需求出现下滑，行业内公司业绩表现出现显著分化。根据 CTR 数据，2019Q1 全媒体广告刊例花费下降 11.2%。一季度广告收入大于 20 亿人民币的互联网公司中，广告业务同比增速环比出现提升的仅有阿里巴巴；微博 KA/腾讯媒体/腾讯社交/微博 SME 广告增速分别环比 2018Q4 下降了 30.4/20.4/9.8/9.5 pct，增速下滑较为显著；美团/京东/百度等公司广告增速分别环比 2018Q4 下降 3.0/1.0/0.7 pct，广告业务增速基本保持平稳。

### ◆ 广告行业需求与 GDP 同周期变动，广告主预算加速向效果广告转移

广告行业规模增速与名义 GDP 增速基本呈现同周期变动规律，2018 年以来宏观经济处于下行周期，广告行业经营压力凸显。在行业景气周期下行阶段，广告主预算开始加速向效果广告集中。

类电商平台由于广告效果与交易直接挂钩，属于反馈最为直接的效果广告，2019Q1 美团、阿里、京东的广告收入分别增长 45%/31%/27%，继续保持快速增长态势。部分广告主在宏观需求恶化的情况下，甚至考虑削减品牌广告并加码直接与交易相关的广告投放。视频展示类广告平台主要以贴片广告为主，是最典型的品牌展示类广告；2019Q1 爱奇艺广告/腾讯媒体广告分别同比增长 0.9/5.0%，在宏观环境恶化的情况下经营压力较大。

### ◆ 字节跳动的冲击效应

异军突起的字节跳动对行业形成的冲击效应同样不可忽视。根据我们估算，字节跳动旗下的旗舰 APP 抖音在 19 年所产生的广告收入就将达到 475 亿，在 2018 年互联网公司广告收入排行中仅次于阿里/百度/腾讯，高于京东/美团等其他互联网巨头。2019 年字节跳动整体营收目标 1000 亿，预计其广告业务规模将达到 800 亿以上，接近百度/腾讯广告业务收入规模。

### ◆ 投资建议

从宏观角度看，我们认为 2019 年广告行业整体需求仍然存在一定不确定性，广告主投放受年初预算影响仍将保持谨慎；在这样的行业背景下品牌展示类广告预算将加速向效果广告迁移。阿里/京东/美团等电商平台公司由于广告业务直接与用户交易相关，因此在广告行业景气度下滑阶段仍能保持业务规模快速增长；微信朋友圈第三条广告位已全量开放，广告库存大幅增加，微信电商生态通过小程序等形式日渐成熟，交易闭环打通将显著提升广告 ROI 效率。上调阿里巴巴 2020-2022 财年 Non-GAAP 归母净利润为 1,100/1,349/1,614 亿，维持“买入”评级。上调腾讯控股 19-21 年 Non-GAAP 净利润为 990/1,308/1,540 亿，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**1/ 广告市场需求出现超预期下滑；2/ 新兴媒体渠道崛起，对现有广告渠道形成挤压；3/ 字节跳动加剧行业竞争格局。

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS			PE(X)			投资评级
			19E	20E	21E	19E	20E	21E	
BABA.N	阿里巴巴	152	6.3	7.7	9.2	24.2	19.8	16.5	买入
0700.HK	腾讯控股	322	10.7	14.1	17.2	30.1	22.8	18.7	买入
JD.O	京东	26	0.70	1.06	1.43	37.2	24.5	18.2	增持

资料来源：WIND、各公司公告、光大证券研究所预测；

注：股价时间 19 年 5 月 29 日，阿里巴巴数据对应 20-22 财年；

注 2：阿里巴巴/京东股价及 EPS 单位为美元，腾讯股价及 EPS 单位为港币。

## 电商行业：增持（维持）

### 分析师

范佳璐 (执业证书编号：S0930518100002)

021-52523691

[fanjiali@ebsecn.com](mailto:fanjiali@ebsecn.com)

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)

021-52523837

[kongrong@ebsecn.com](mailto:kongrong@ebsecn.com)

### 相关研报

享受下沉红利的新一代电商平台——拼多多 (PDD.O) 投资价值分析报告.....2018-10-31

无惧宏观消费下行风险，关键指标全线超预期——拼多多 (PDD.O) 3Q18 业绩点评.....2018-11-21

电商二十岁：成年人的世界没有容易的事——电商行业首次覆盖报告...2019-02-26

要想富先修路：即时配送网络的基础设施效应——电商行业专题之一...2019-03-10

## 目 录

1、 行业整体承压，业绩显著分化.....	3
2、 广告行业需求与 GDP 同周期变动.....	5
3、 广告主预算加速向效果广告转移.....	6
4、 竞争格局：字节跳动的冲击效应.....	8
4.1、 定量估算角度：预计抖音 2019 年收入 475 亿.....	8
4.2、 营收目标角度：19 年字节跳动广告营收接近百度腾讯.....	9
5、 投资建议：.....	10
6、 风险提示.....	10

近期各大互联网公司相继发布了 2019 年一季报,各大公司广告业务表现的分化成为了市场关注的热点。

从财务数据角度看,广告业务在大多数互联网公司营收结构中占有较大的比例。阿里、百度、腾讯三家巨头公司广告收入占比分别为 57%/80%/19%;而汽车之家、搜狗、趣头条等公司则几乎完全依赖于广告业务获得收入来源。

从业务模式角度看,几乎所有的消费互联网公司从本质上说都是广义的广告公司。无论是电商交易还是游戏娱乐,归根结底都是线上渠道流量的再分配。因此从各大互联网公司财报中广告业务数据中,我们可以发现互联网行业整体流量趋势特征。

因此我们对一季度互联网广告业务数据进行系统性梳理,从而对行业流量趋势形成更准确的认知。

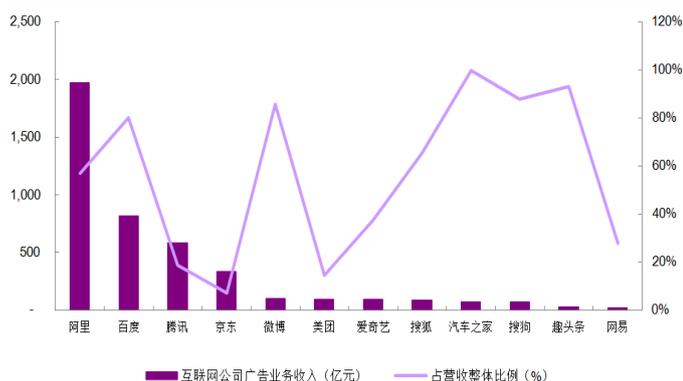
## 1、行业整体承压,业绩显著分化

从一季度互联网公司广告业务收入数据看,广告行业整体需求出现下滑,行业内公司业绩表现出现显著分化。

根据 CTR 数据,2019Q1 全媒体广告刊例花费下降 11.2%,广告刊例支出排名前十的行业中仅有食品、休闲娱乐、交通三个行业广告支出实现增长,其他行业广告支出均出现不同程度下滑。

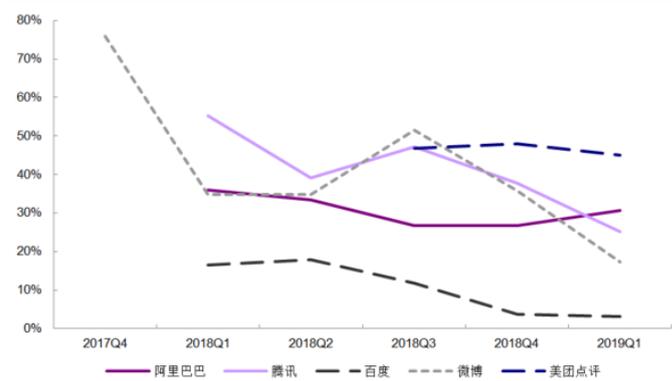
从标杆公司数据看,阿里/腾讯/百度 2018 年广告业务收入分别为 1970/819/581 亿元,仍然是行业内广告业务收入排名前三的公司。从 2018 年开始 BAT 广告业务收入增速均出现不同程度的下降:过去 4 个季度中,阿里/腾讯/百度的广告业务分别由 2018Q1 的 36%/55%/16%下降 2019Q1 的 31%/25%/3%,降幅分别达到 5/14/13 pct。

图 1: 各大互联网公司 2018 年广告业务收入规模排名



资料来源: 各公司公告、光大证券研究所

图 2: 各大互联网公司广告业务收入季度同比增速 (%)



资料来源: 各公司公告、光大证券研究所

从互联网上市公司广告业务同比增速的环比变化可以看出各个公司业务表现的结构分化。一季度广告收入大于 20 亿人民币的互联网公司中,广告业务同比增速环比出现提升的仅有阿里巴巴,其他互联网公司广告增速均出现不同

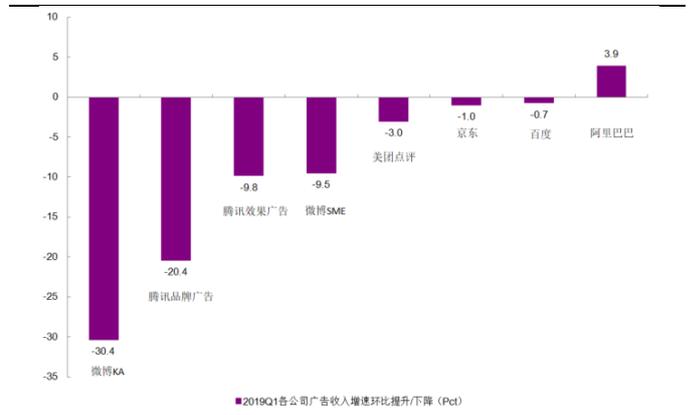
程度下滑，其中微博 KA 广告、腾讯媒体广告、腾讯社交广告、微博 SME 广告增速分别环比 2018Q4 下降了 30.4/20.4/9.8/9.5 pct，增速下滑较为显著；美团点评、京东、百度等公司广告增速分别环比 2018Q4 下降 3.0/1.0/0.7 pct，广告业务增速基本保持平稳。

图 3: 2019Q1 广告刊例花费 Top10 行业支出增幅 (%)



资料来源: CTR、光大证券研究所

图 4: 2019Q1 各公司广告收入增速环比提升/下降 (Pct)



资料来源: 各公司公告、光大证券研究所

表 1: 各大互联网公司广告业务收入及增速

单位: 亿元 (RMB)	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
<b>阿里巴巴</b>	<b>253</b>	<b>351</b>	<b>363</b>	<b>550</b>	<b>344</b>	<b>468</b>	<b>461</b>	<b>698</b>	<b>449.1</b>
YoY(%)					36%	33%	27%	27%	31%
<b>腾讯</b>	<b>69</b>	<b>101</b>	<b>110</b>	<b>124</b>	<b>107</b>	<b>141</b>	<b>162</b>	<b>170</b>	<b>133.8</b>
YoY(%)					55%	39%	47%	38%	25%
媒体广告 (品牌)	25	41	41	41	33	47	51	52	35
YoY(%)					31%	16%	23%	26%	5%
社交广告 (效果)	44	61	69	82	74	94	112	118	99
YoY(%)					69%	55%	61%	44%	34%
<b>百度</b>	<b>147</b>	<b>179</b>	<b>201</b>	<b>204</b>	<b>172</b>	<b>211</b>	<b>225</b>	<b>212</b>	<b>177</b>
YoY(%)					16%	18%	12%	4%	3%
<b>京东</b>	<b>112</b>		<b>142</b>		<b>153</b>		<b>182</b>		<b>81</b>
YoY(%)					37%		28%		27%
<b>微博</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>22</b>
YoY(%)				76%	35%	35%	51%	36%	17%
KA 广告	4.4	5.5	7.3	8.7	8.7	10.4	12.7	14.0	11.5
YoY(%)				96%	60%	42%	73%	62%	31%
SME 广告	6.6	8.5	9.8	10.6	10.1	12.6	13.2	12.2	10.6
YoY(%)				62%	18%	29%	35%	15%	5%
<b>美团点评</b>			<b>30</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>44</b>	<b>46</b>	<b>44.92</b>
YoY(%)							47%	48%	45%
<b>爱奇艺</b>					<b>21</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>21</b>
YoY(%)									0.9%

资料来源: 各公司公告、光大证券研究所

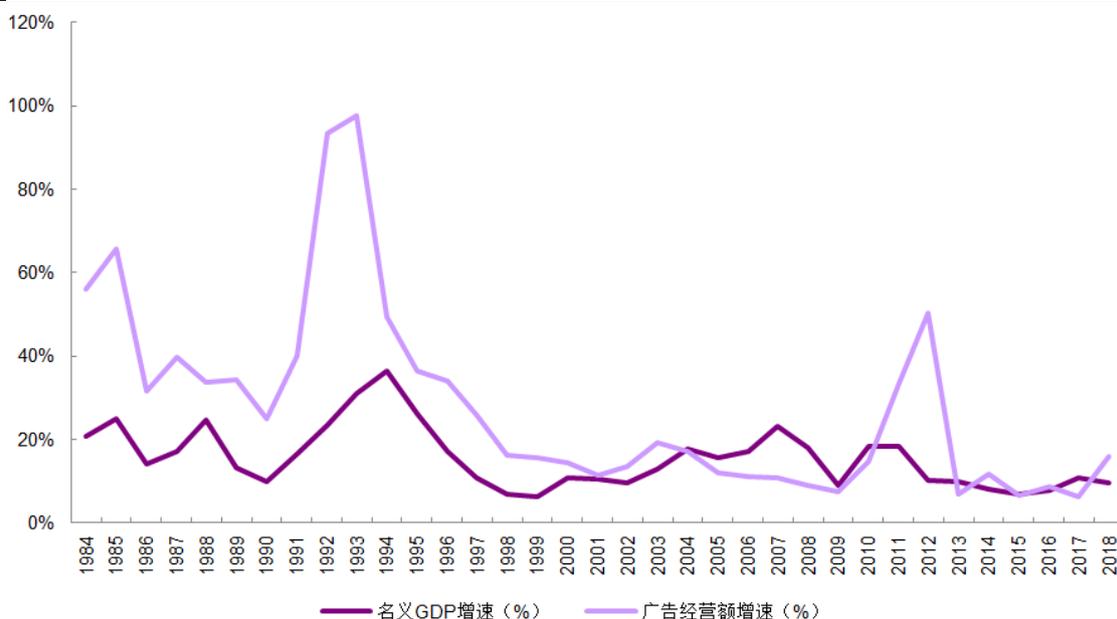
注: 阿里广告收入数据包括商户管理收入及佣金收入; 百度广告收入包括搜索及信息流广告收入; 腾讯广告收入包括社交媒体广告及; 京东广告收入包括第三方商户服务收入 (剔除物流业务收入); 美团点评广告收入即到店业务部门收入。

## 2、广告行业需求与 GDP 同周期变动

广告行业经营状况是宏观经济利润表中销售费用项目的直接体现。从国家市场监督管理总局公布的广告行业经营额数据可以发现，广告行业规模增速与名义GDP增速基本呈现同周期变动规律。企业主在外部环境恶化时削减广告开支，在经营状况改善时加码营销预算。

由于 2018 年以来宏观经济处于下行周期，广告行业经营压力凸显。CTR 数据显示全媒体渠道广告支出从 2018 年 7 月开始出现同比负增长；截至 2019 年 2 月，全渠道广告支出同比增速下滑至接近-20%，广告主投放需求出现大幅回落。从各行业上市公司数据也可以看出广告主投放需求的下滑。以汽车整车行业为例，全行业在 2018Q4 及 2019Q1 单季度销售费用同比增速分别为-13%与-11%。汽车行业作为最大的广告投放行业之一，其景气度的下滑直接对广告行业需求产生了负面影响。

图 5：广告行业规模增速与名义 GDP 近似同周期变动



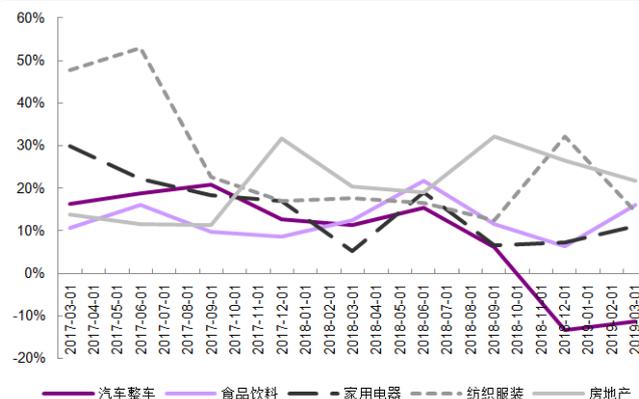
资料来源：国家统计局、国家市场监督管理总局、光大证券研究所

图 6：2018 年开始全媒体渠道广告支出出现负增长



资料来源：CTR、光大证券研究所

图 7：上市公司销售费用同比增速 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

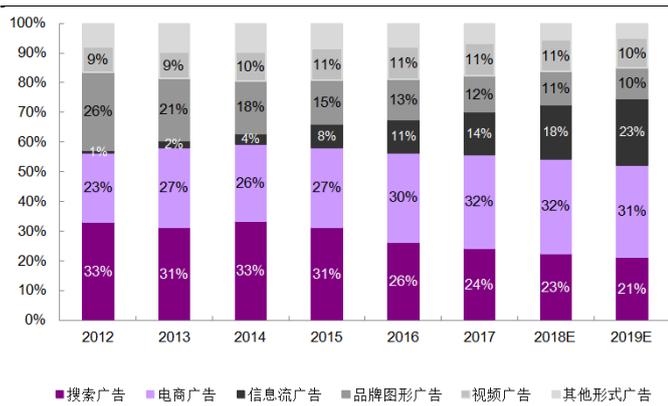
### 3、广告主预算加速向效果广告转移

广告产品的形式主要分为效果广告与品牌广告。典型的效果广告以电商广告、搜索广告、信息流广告为主，按成交收佣金或产生销售线索等方式进行定价，其广告投放能够产生可以量化的效果；而品牌广告主要包括品牌图形广告、视频广告等，主要以展示类形态为主，其投放策略也以增加品牌曝光度为主要目的，与实际成交或销售增长并没有直接关系。

从行业趋势上看，广告主预算由品牌展示广告向效果广告的迁移已经是大势所趋。根据艾瑞咨询数据，以品牌图形广告和视频广告为代表的品牌展示广告份额从2012年的33%逐步下滑至2018年的22%，搜索、电商及信息流广告均在不同程度上能够以CPA/CPS等方式量化的获得广告效果反馈，因此正逐渐被更多的广告主所接受。

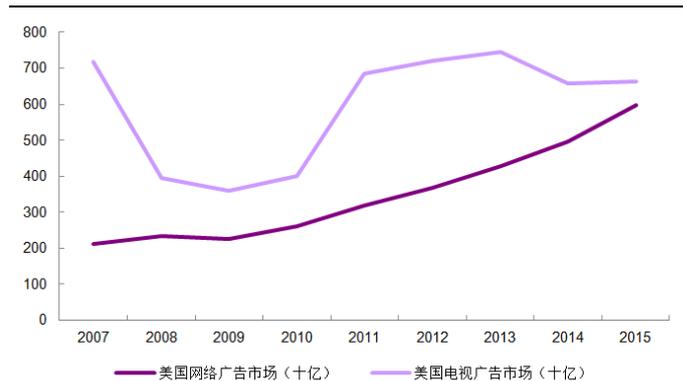
而在外部需求环境不稳定的情况下，广告主预算开始加速向效果广告集中。美国08-09年金融危机时，以搜索/电商等效果广告形态为代表的网络广告市场基本保持平稳，但以品牌展示广告形态为主的电视广告市场却从2007年的7190亿美金下滑到了2009年的3590亿美金，跌幅超过50%。

图 8： 广告市场向效果广告集中



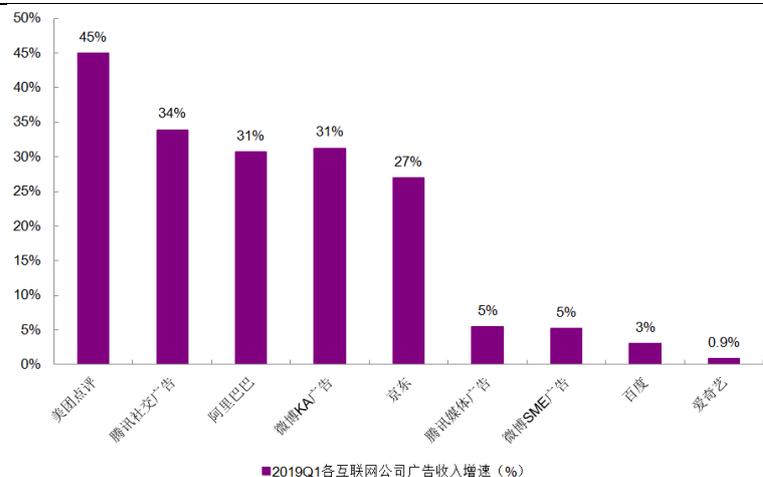
资料来源： 艾瑞咨询、 光大证券研究所

图 9： 美国 08-09 年金融危机时电视广告需求大幅下降



资料来源： 刘鹏《计算广告》、 光大证券研究所

图 10： 2019Q1 各互联网公司广告业务同比增速



资料来源： 各公司公告、 光大证券研究所

从互联网行业公司一季报中也可以看出广告主投放结构的变化。

### **1/ 以电商平台为代表的效果广告继续保持快速增长**

美团点评、阿里巴巴、京东等类电商平台由于广告效果与交易直接挂钩，是反馈最为直接的效果广告，2019Q1 美团、阿里、京东的广告收入分别增长45%、31%、27%，继续保持快速增长态势。部分广告主在宏观需求恶化的情况下，甚至考虑削减品牌展示类广告并加码直接与交易相关的广告投放。

### **2/ 以视频平台为代表的品牌展示类广告增速承压**

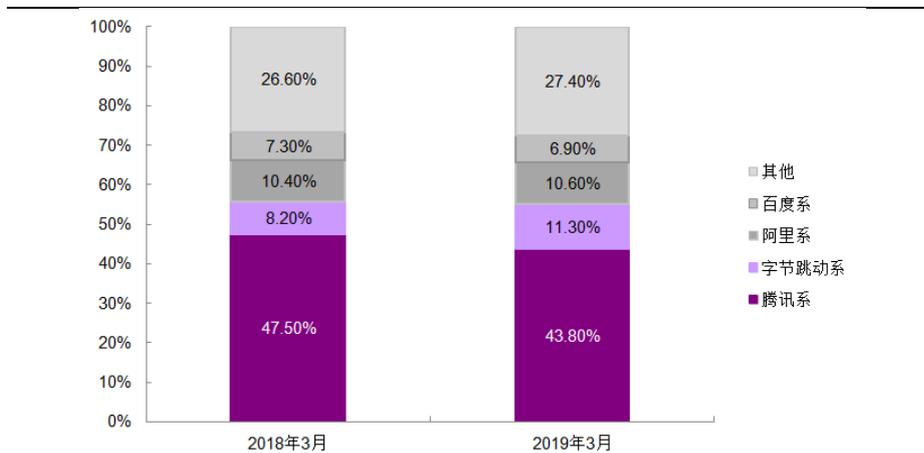
2019Q1 爱奇艺广告业务同比增长 0.9%，腾讯媒体广告（主要包括腾讯视频、天天快报等产品）同比增长 5%。视频平台广告形态以贴片广告为主，是最典型的品牌展示类广告，因此在宏观环境恶化的情况下经营压力较大。爱奇艺在 5 月份重点公布了“框内+信息流”的双引擎效果广告战略，试图通过在效果广告产品形态上的创新，在外部环境不稳定的情况下获得更多的广告主投放预算。

## 4、竞争格局：字节跳动的冲击效应

在竞争格局方面，字节跳动的异军突起对整个行业形成的冲击作用同样不可忽视。今日头条、抖音等现象级 APP 用户规模持续扩张，占用了大量用户时间及注意力；根据 Questmobile 数据，字节跳动系 APP 用户使用时长占比从 2018 年 3 月的 8.2% 大幅提升至 2019 年 3 月的 11.3%，同比提升 3.1pct，包括腾讯、百度以及其他互联网公司的用户使用时间均在不同程度上受到了挤压。同时字节跳动旗下的今日头条、抖音等旗舰产品均从 2018 年开始加速商业化进程，在宏观环境恶化的情况下对广告主投放预算形成挤压。

同时，从产品形态上看，字节跳动旗下产品均以信息流形态为主，从使用场景层面看与新浪微博、天天快报（腾讯）、微信朋友圈等产品形成直接竞争，因此字节跳动对用户时间及广告主预算形成的挤压效应对微博、腾讯等公司的冲击相对更大。

图 11：字节跳动系 APP 用户使用时长占比显著提升



资料来源：Questmobile、光大证券研究所

### 4.1、定量估算角度：预计抖音 2019 年收入 475 亿

我们以定量估算的方法对字节跳动旗下的核心 APP 产品抖音进行收入规模估测。由于字节跳动与抖音尚未上市，难以获得公开数据信息，我们做如下假设：

**1/ 用户层面：**根据《2018 抖音大数据报告》2019 年 1 月抖音 DAU 达到 2.5 亿，预计抖音用户规模在 2019 年继续平稳增长，2019 年平均 DAU 为 2.7 亿；根据 Questmobile 数据，抖音用户每日平均浏览时长 67 分钟；根据产品实测，抖音视频单条长度在 15-30 秒左右，预计单条视频平均播放时长 20 秒；

**2/ 变现层面：**抖音商业化变现方式包括 CPM/CPA/CPS 等多种方式，为了简化计算我们假设公司广告位均以 CPM 的方式进行变现；根据产品实测，广告加载率按 3% 进行计算；根据广告行业经验，平均 CPM 按 80 元/千次展现计算。

根据以上假设估算，仅考虑字节跳动旗下的旗舰 APP 抖音在 19 年所产生的广告收入就将达到 475 亿，在 2018 年互联网公司广告收入排行中仅次于阿里、百度、腾讯，高于京东、美团等其他互联网行业巨头。

表 2：抖音 2019 年营收规模估算关键数据假设

指标	估测值	数据来源
a DAU (亿)	2.7	《2018 抖音大数据报告》、光大证券研究所估测
b 每日平均浏览时长 (分钟)	67	Questmobile、光大证券研究所估测
c 单条视频播放时长 (秒)	20	光大证券研究所估测
d 广告加载率 (%)	3.0%	光大证券研究所估测
e 平均 CPM (元/千次)	80	光大证券研究所估测
f 单日广告收入 (亿元)	1.3	=a*b*(60/c)*d*e/1000
年化广告收入 (亿元)	475	=f*365

资料来源：抖音、Questmobile、光大证券研究所估测

表 3：抖音 2019 年营收规模估算敏感性分析

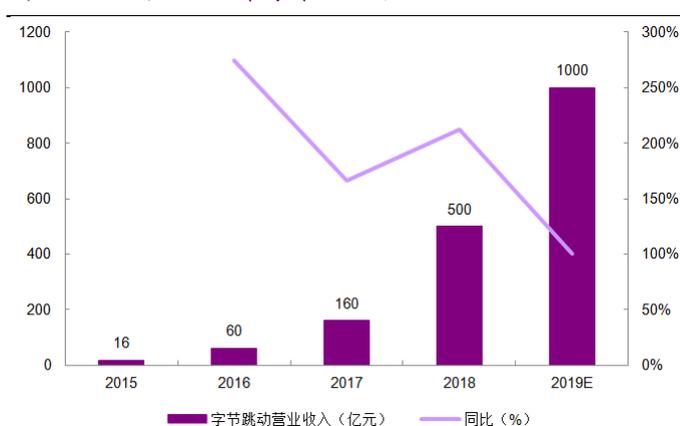
抖音年化广告收入 (亿元)	广告加载率 (%)				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
70	227	347	416	485	555
75	297	371	446	520	594
80	317	396	475	555	634
85	337	421	505	589	673
90	357	446	535	624	713

资料来源：光大证券研究所

## 4.2、营收目标角度：19 年字节跳动广告营收接近百度腾讯

从字节跳动自身的营收目标数据我们也可以看出公司广告业务对广告行业竞争格局的影响。根据《财经》披露数据，字节跳动 2018 年完成营收 500 亿，2019 年营收目标达到 1000 亿。我们假设公司 80% 的收入由广告业务贡献，则公司 2019 年广告业务收入将达到 800 亿，接近百度、腾讯广告收入规模。

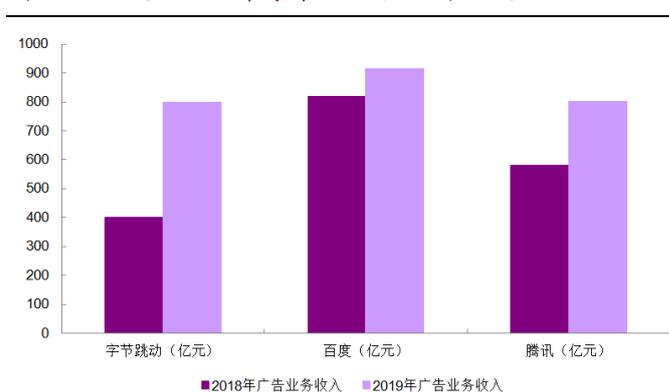
图 12：预计 2019 年字节跳动营收规模 1000 亿



资料来源：《财经》、光大证券研究所

注：根据《财经》，2019 年数据为字节跳动营收目标

图 13：预计 2019 年字节跳动营收与百度腾讯接近



资料来源：《财经》、各公司公告、光大证券研究所预测

注：假设百度 2019 广告收入增速为 Wind 一致预期营收增速；腾讯 2019 广告收入增速为光大证券预测；字节跳动 18-19 广告收入按《财经》营收目标数据，假设广告业务收入占比 80%

## 5、投资建议：

从宏观角度看，我们认为 2019 年广告行业整体需求仍然存在一定不确定性，广告主投放受年初预算影响仍将继续保持谨慎；在这样的行业背景下品牌展示类广告预算将加速向效果广告迁移。阿里/京东/美团等电商平台公司由于广告业务直接与用户交易相关，因此在广告行业景气度下滑阶段仍能保持业务规模快速增长；腾讯微信朋友圈第三条广告位已经全量开放，广告库存大幅增加，微信电商生态通过小程序等形式日渐成熟，交易闭环打通将显著提升广告 ROI 效率。

阿里巴巴：公司用户端仍然受益于三四线城市下沉红利，随着低线城市用户消费习惯向高客单价商品渗透，公司单客户年度消费金额仍将继续提升。电商平台广告产品与交易直接相关，在广告市场低迷背景下仍能继续保持稳健增长。上调公司 2020-2022 财年营收为 5,173/6,886/8,984 亿人民币，Non-GAAP 归母净利润分别为 1,100/1,349/1,614 亿元，维持“买入”评级。

腾讯控股：公司游戏业务预期将受益于《和平精英》等大作上线及季度通行证在经典游戏上的推出，广告业务在库存与 ROI 方面的进步将进一步驱动业务规模增长，上调公司 19-21 年收入预测 3,948/4,943/5,936 亿元，Non-GAAP 净利润 990/1,308/1,540 亿元，维持“买入”评级。

京东：公司第三方商户服务收入在 Q1 继续保持 27% 增速，广告行业需求低迷对公司业务影响较小。公司与腾讯战略合作的继续以及在低线城市的拓展都值得重点关注。我们维持公司 19-21 年 Non-GAAP 经营利润分别为 70.8/106.8/143.8 亿元，维持“增持”评级。

## 6、风险提示

- 1/ 宏观消费环境继续恶化，广告市场需求出现超预期下滑；
- 2/ 新兴媒体渠道崛起，对现有广告渠道形成挤压；
- 3/ 字节跳动加剧行业竞争格局，上市公司市场份额受到进一步威胁。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不将与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼