

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50588666-8081

## 互动影像产品的价值在哪里? 从《隐形守护者》说起

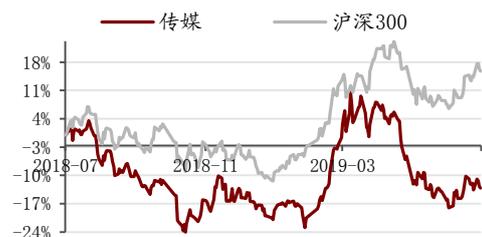
——传媒行业专题研究

### 证券研究报告-行业专题研究

同步大市 (维持)

传媒相对沪深 300 指数表现

发布日期: 2019 年 07 月 05 日



#### 相关报告

1 《文化传媒行业月报: 高质量国产电影缺失导致电影市场不振, 持续关注低估值游戏公司》 2019-07-01

2 《传媒行业半年度策略: 5G 商用化更进一步, 抓住新技术带来行业机会》 2019-06-14

3 《文化传媒行业月报: 6 月电影市场增长可期, 继续关注低估值游戏公司龙头》 2019-06-03

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

#### 投资要点:

● **如何定义互动影像产品:** 对于互动影像内容到底属于“可以玩的影视作品”还是“影视化的游戏产品”并没有非常严格的定义与区分, 多取决于用户的主观感受, 监管部门也并未对此类产品做出明确的划分。通常来说, 电影电视剧的特点是观众站在第三人视角被动接受剧情, 缺乏互动性; 而游戏则是强调主动性、交互性。对于判断互动影像内容到底属于游戏范畴还是影视范畴, 我们认为应当根据其互动内容占比以及分支线丰富性做具体考量。

部分互动影像产品虽然在体验上偏向游戏产品, 但在进行分类时可能不会被划分为游戏类产品, 因此也可规避部分游戏行业特有的政策性风险。

由于国内对于影视和游戏采用不同的监管标准, 未来此类型产品到底应当按照游戏的监管标准还是影视的监管标准仍有待观察和探索。

● **拓展互动影像产品的意义:** 在当下 Z 世代成为互联网主流用户群体的前提下, 传统的只能使观众被动接受剧情走向的单一线性表现手法已经无法再满足 Z 世代个性化的需求, 需要通过高自由度的方式自主选择剧情的后续发展, 比起扮演“观众”的角色, Z 世代更享受作为“主角”带来的参与感。所有剧情发展的走向全部是用户基于自身的价值观选择而导致的结果, 因此用户也能获得更深的沉浸感和情感的共鸣。

对于内容制作方来说, 互动影像产品在挖掘用户价值以及商业变现上也有许多创新点: (1) 创新形式的影视互动作品可以提高会员的转化率; (2) 大幅提高对用户时间的占据; (3) 通过衍生互动影像作品为正剧提供新的营销话题与手段; (4) 深度挖掘用户营销价值。

● **投资评级:** 仔细观察近年来文娱行业的转变, 不论是直播、游戏或短视频, 都不断在强调屏幕内外的互动性, 从国内外的视频网站巨头对互动影视的布局也可看出对这一垂直领域正在引起市场的兴趣。而未来互动的形式可能不仅限于与影视的结合, 更有可能延伸到文字、图片、音乐等领域。

我们认为, 互动影像作品作为一个新兴的垂直领域, 该类型产品的出现并不会取代传统的电影或电视剧, 而是填补影视与游戏两种娱乐方式中间的空白地带, 互动影像作品的目的其实是拓宽影视行业的边

界，通过新的产品形态实现创新。

虽然目前受制于技术、成本、产品形态等因素的限制，互动影像产品的表现仍然存在许多的不足，但是随着更多形态更加成熟也更受市场欢迎的产品出现，互动影像产品就会拥有更多的可能性。

在现有的上市公司中，芒果超媒、爱奇艺等视频网站平台已经相继有互动影像产品上线，开始了对互动影视领域的探索，而对于本身就具备丰富影视制作经验与能力的影视公司来说，也可以在影视剧拍摄制作过程中加入游戏化的设计理念实现在互动影视领域的布局。因此维持行业“同步大市”投资评级。

**风险提示：行业监管风险；行业发展不及预期**

## 1. 什么是《隐形守护者》？

### 1.1. 《隐形守护者》简介

《隐形守护者》是由 New One Studio 制作的一款创新性互动影像作品，剧情改编自橙光游戏《潜伏之赤途》。玩家扮演的角色“肖途”是一名爱国青年，加入中共地下党后化名“胡蜂”长期从事潜伏工作，在日军、上海帮派、军统以及内部间谍等多方面周旋，为抗日战争情报工作做出巨大贡献。

《隐形守护者》全程采用真人拍摄的方式，以定格图像为主，辅以少量动态真人影视片段。因此相比传统的游戏或影视的单一位置，《隐形守护者》在体验上更接近于电影与游戏的结合体。《隐形守护者》共设置“扶桑安魂曲”、“美丽世界”、“丧钟为谁而鸣”以及“红色芳华”4个完全不同的主要结局以及上百个普通结局（多为玩家被敌人谋杀、活埋等潜伏失败的结局），玩家需要根据故事的推进做出不同的选择，这些选择将影响玩家后续的剧情发展，其中部分选择甚至会导致主角走上完全不同的人生道路。

图 1：《隐形守护者》截图



资料来源：《隐形守护者》、中原证券

图 2：《隐形守护者》截图



资料来源：《隐形守护者》、中原证券

### 1.2. 《隐形守护者》的评价

凭借精良的画面，优质的演员演技以及配音效果，情节跌宕起伏的剧本，《隐形守护者》在各平台上架后均收获大量好评。其中 Steam 平台上线后共获得超过 29000 条测评，好评率为 79%，在 WeGame、TapTap、豆瓣等网站的评分也都获得了非常正面的评价。

通过分析各平台玩家给出差评的主要原因，可以发现主要集中在：（1）网络卡顿导致的剧情播放不流畅；（2）Steam 平台玩家不满于 6-10 章节在 Steam 平台的首发时间落后于腾讯 WeGame 平台；（3）对于人物感情选择较为单一不满。

表 1：《隐形守护者》在各平台评价

平台	评分	测评数量	好评率	主要差评原因
Steam	-	29990	79.7%	（1）网络卡顿；（2）对于剧情中人物感情线索安排不满；（3）不满于 6-10 章节首发于腾讯

				WeGame 平台而非 Steam 平台
WeGame		8764	95.0%	对于剧情中人物感情线索安排不满
iOS	4.4 分	3855	-	(1) 网络卡顿; (2) 对于两段式收费方式不满
TapTap	9.5 分	11611	-	网络卡顿
豆瓣	9.7 分	12815		

资料来源: Steam、Wegame、App Store、TapTap、豆瓣、中原证券

注: 数据截止至 2019 年 7 月 4 日

对比好评与差评后发现, 玩家对于《隐形守护者》的剧情、演员演技、配音效果等内容存在高度认可, 对于剧情中人物产生了情感共鸣; 而差评多集中在无关内容与品质的其他领域, 即使在给出差评的用户中也不乏大量对于《隐形守护者》品质认可的评价。

我们认为《隐形守护者》收获大量好评主要有几个原因:

(1) 用心的前期剧本修改+精心的后期制作

《隐形守护者》的剧本是基于范特西制作的《潜伏之赤途》进行剧本化改编而成, 在获得版权授权后制作团队用了 4 个月的时间针对原作脚本反复修改多次, 尽可能展现原汁原味的精彩剧情, 将传统抗日题材做到直击心灵。在完成拍摄后又用了近一年的时间花在了后期制作与调整上, 将图片的表现力制作至不逊于视频的水平。

(2) 较强的代入感和情感共鸣

相比于被动接受剧情的影视或采用二次元画面的游戏来说, 由于《隐形守护者》采用了全程真人拍摄的手法, 因此使玩家在体验的过程中拥有更好的代入感和沉浸感。许多玩家在评价时表示在体验完全部剧情后依然无法释怀, 能够深切感受到战争年代中个人为了生存选择的无奈以及为抗战胜利奉献青春与生命的信念。

(3) 性格鲜明的人物设定+符合人物设定的演员和配音

《隐形守护者》中除了主角肖途之外, 还塑造了 4 名女主角以及若干配角角色, 每个角色都拥有非常鲜明且迥异的性格特点。

《隐形守护者》中还设置了鲜花与鸡蛋榜, 用户可以通过向喜欢的角色赠送鲜花以及向讨厌的角色“砸鸡蛋”的方式来表达对角色的好恶。其中仅 4 名女主角就收获了近 50 万朵鲜花, 也印证了优秀的人物设定能够更好地使促使玩家投入真情实感。

图 3: 《隐形守护者》鲜花榜



资料来源:《隐形守护者》、中原证券

图 4: 《隐形守护者》鸡蛋榜



资料来源:《隐形守护者》、中原证券

在角色的选取上,制作方虽然并未采用大牌的演员阵容,但都很符合人物的特质,也能够很好地演绎出每个角色在不同时期的精神状态与心理变化。同时在配音上,《隐形守护者》也都选取了经验丰富的配音演员,在体验上没有任何的出戏感。

(4) 较为新颖的模式

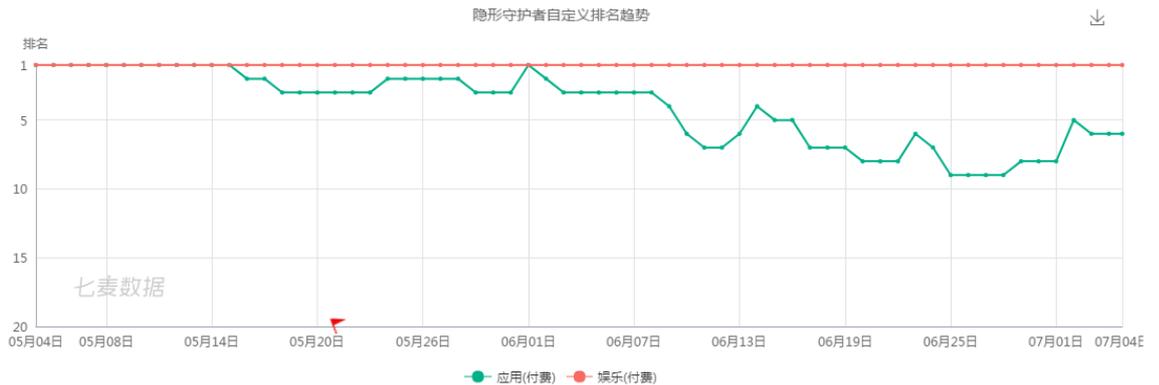
作为一个细分领域的产物,《隐形守护者》是目前国内为数不多的能够较为成熟、完整地实现将真人影视与互动性结合的产品,因此在体验上也能感受到创新性和新奇感。

1.3. 《隐形守护者》的销量情况

虽然《隐形守护者》并未通过官方渠道公布过实际销量情况,但我们以同在 Steam 发行的优质国产游戏《太吾绘卷》作为参考,《太吾绘卷》制作人于 2018 年 12 月在其微博公布《太吾绘卷》销量突破 100 万份,而截止至 2019 年 6 月,Steam 平台上《太吾绘卷》测评数量约为 21000 余篇,其中好评约 18600 篇,略低于《隐形守护者》,考虑到在《太吾绘卷》销量突破百万后仍有半年时间释放部分长尾销量,因此预估 Steam 平台国内玩家的好评数量/游戏销量比例接近 2%。

以 2%的比例作为计算口径,《隐形守护者》在 Steam 平台的实际销量可能为 120 万套左右。而除了 Steam 平台,隐形守护者在腾讯 Wegame 平台也有近 8300 条测评记录,若同样以 2%的比例计算,Wegame 平台销量很可能接近 42 万套。考虑到《隐形守护者》自 5 月 3 日发布以来始终位于 App Store 付费应用榜前十,同时其在安卓手机端也有发售,预计《隐形守护者》在全部平台的销量可能达到 250 万套左右。

图 5: 《隐形守护者》app store 付费榜排名



资料来源: 七麦数据, 中原证券

在收费策略上,《隐形守护者》采用二段买断式收费,用户首次付费下载 1-5 章节,第 6-10 章节以 DLC 形式由玩家自由选择是否购买后续章节。同时用户也可购买内置的鲜花(售价 1 元/朵)来支持自己所喜爱的角色。

表 2:《隐形守护者》全平台销售价格

平台	1-5 章	6-10 章	打包优惠价
Steam	28	38	58
Wegame	26	38	56
iOS	18	30	-
安卓	18 (腾讯视频会员 12)	30 (腾讯视频会员 24 元)	-

资料来源: Steam、Wegame、App Store、腾讯视频、中原证券

注: 未考虑促销活动带来的折扣

若以 50 元的 ARPU 值计算,不考虑渠道分成以及促销折扣因素的影响,《隐形守护者》全平台流水约为 1.25 亿元,以《隐形守护者》千万级别的制作成本来说,用心的制作不但带来了口碑的发酵,也带来了商业上的回报。

## 2. 其他的互动影像内容产品

对于影视互动概念的试水可以追溯到 1967 年的捷克斯洛伐克电影《Kinoautomat》,电影在放映至选择点时,观众可以通过投票形式选择主角下一步行动,工作人员根据现场统计结果再决定接下来的播放片段。但受于技术、成本、理念等因素限制,虽然《Kinoautomat》在多个场景给予了观众选择的权利,但最终所有的选择都会指向同一个电影结局。

而在近几年尤其是 2018 年以后,不论是国内还是国外都纷纷上线或宣布即将上线各类互动影像产品,其中不乏部分产品形态已经相对比较完善的作品。

### 《黑镜: 潘达斯奈基》

美国流媒体网站 Netflix 围绕其著名 IP《黑镜》制作了一款衍生互动剧集《黑镜: 潘达斯奈基》并于 2018 年 12 月 28 日上线。《黑镜: 潘达斯奈基》拥有大量剧情分支以及 5 种不同的主

要结局。在播放至某些选择节点时会出现 2 个选项，若未及时作出选择，剧情将根据默认的选项继续播放。如果以所有默认选项为准，《黑镜：潘达斯奈基》的播放时长约为 90 分钟，但所有支线与结局构成的总交互时长则达到了 312 分钟。换言之，如果要体验所有的分支剧情和结局需要约 5 个小时。

图 6：《黑镜：潘达斯奈基》



资料来源：Bilibili、《黑镜：潘达斯奈基》、中原证券

上线以后，《黑镜：潘达斯奈基》在豆瓣的评分为 6.9 分，在 IMDb 的评分为 7.3 分，从整体评价来看，虽然对于形式和剧本内容存在争议，但《黑镜：潘达斯奈基》在影视互动方面的尝试对这个细分赛道的发展提供了一种可能。

### 《你的荒野求生》

除了《黑镜：潘达斯奈基》之外，Netflix 还在 2019 年 4 月上线了另一个互动影响产品《你的荒野求生》（《You vs Wild》）。《你的荒野求生》是围绕著名户外节目 IP《荒野求生》（《Man vs Wild》）制作，主持人依然沿用了《荒野求生》的主持人贝尔格里尔斯。《你的荒野求生》依然是采用了关键时点 2 选 1 的剧情推进方式。

图 7：《你的荒野求生》



资料来源：豆瓣、《你的荒野求生》、中原证券

虽然《黑镜：潘达斯奈基》和《你的荒野求生》都是 Netflix 出品的互动影像作品，并且都选择了“IP+衍生”的题材，选项上也基本都是采用“2选1”的形式，但两者在产品核心上并不完全一致。

《你的荒野求生》在每集最开始都会预设一项任务目标，在整个过程中所有的交互选项只是为了帮助主持人完成预设的最终目标；《黑镜：潘达斯奈基》则会根据不同选项引导至不同结局，在风格上更加开放。

除了上述两个互动影视产品之外，还有一些风格定位更偏向于游戏的互动影音产品如《底特律：变人》、《重雨（Heavy Rain）》、《夜班（Late Shift）》等。

图 8：《底特律：变人》



资料来源：Bilibili、《底特律：变人》、中原证券

图 9：《夜班》



资料来源：Steam、《夜班》、中原证券

而在国内方面，近几年也开始不断有互动影视内容的试水产品出现在市场上：

### 《古董局中局之佛头起源》

在 2018 年末，配合网剧《古董局中局》的上线，衍生互动影视内容《古董局中局之佛头起源》也于 2019 年 1 月同步上线，《古董局中局之佛头起源》共设置 3 个不同的结局，用户通过对内容的互动选择可以左右剧情走向。除了比较典型的“2选1”的互动形式之外，《古董局中局之佛头起源》还添加了 QTE（快速反应事件）的互动形式。

根据相关新闻采访显示，《古董局中局之佛头起源》的复玩率达到 35.5%，即有 35.5% 的观众在通关影片后选择再重新回到选项处选择观看不同的内容与结局。

图 10：《古董局中局之佛头起源》



资料来源：《古董局中局之佛头起源》、中原证券

图 11：《古董局中局之佛头起源》



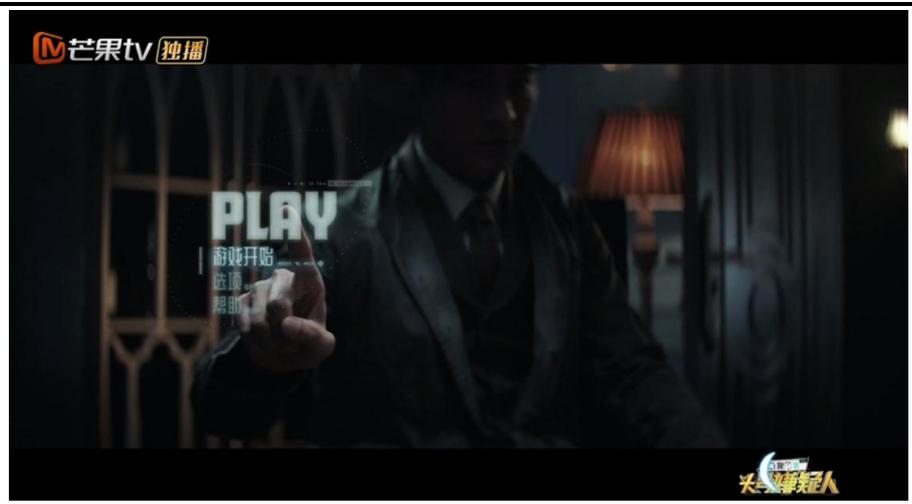
资料来源：《古董局中局之佛头起源》、中原证券

从体验上来说，由于整体流程时间较短，分支选择也不够丰富，因此《古董局中局之佛头起源》更偏向于为网剧《古董局中局》所制作的衍生宣传物料，而非一个独立的互动影像产品。但从这种角度，《古董局中局之佛头起源》为现在影视剧的宣传营销也提供了一种新的思路，即在拍摄正剧过程中利用现有摄影棚与道具，仅需要多拍摄几条额外的镜头再通过剪辑形成互动内容产品便可为影视内容提供更为新颖的宣传方式。

### 《明星大侦探之头号嫌疑人》

《明星大侦探之头号嫌疑人》是围绕芒果TV自制综艺节目《明星大侦探》衍生制作的互动微剧，于2019年1月18日正式上线，共分为6集。用户在体验过程中需要通过收集证据并进行推理找出最终的犯罪嫌疑人。

图 12: 《明星大侦探之头号嫌疑人》



资料来源：《明星大侦探之头号嫌疑人》、中原证券

与《古董局中局之佛头起源》采用通过互动选项的方式决定剧情进程的方式不同，《明星大侦探之头号嫌疑人》的互动环节主要体现在剧情之外的线索搜集、案件推理等环节，对于用户的体验来说，更加“烧脑”。

除了目前已经上线的产品之外，三大视频网站也已经纷纷宣布在互动影视领域有所布局，其中部分项目已经杀青，预计将在不久的将来陆续上新，包括爱奇艺的《他的微笑》、《一零零一》；优酷的《大唐女法医》以及腾讯视频的《拳拳四重奏》。

### 3. 将电影游戏化还是将游戏电影化？

对于互动影像内容到底属于“可以玩的影视作品”还是“影视化的游戏产品”并没有非常严格的定义与区分，多取决于用户的主观感受，监管部门也并未对此类产品做出明确的划分。通常来说，电影电视剧的特点是观众站在第三人视角被动接受剧情，缺乏互动性；而游戏则是强调主动性、交互性。对于判断互动影像内容到底属于游戏范畴还是影视范畴，我们认为应当根据其互动内容占比以及分支线丰富性做具体考量。

以《底特律：变人》为例，其主要发售的平台为游戏平台，虽然采用了真人动作捕捉的制作方式，但在最终的画面表现上依然使用了 CG 动画以及更偏向于游戏化的感官体验。并且其超大量的分支选择已经超出了普通互动影视作品所能承载的数量。使得《底特律：变人》的核心用户群体画像更偏向于游戏玩家而非影视观众。

与之相对的，采用真人画面并且剧情支线选择相对较少的《古董局中局之佛头起源》、《黑镜：潘达斯奈基》则是更偏向于影视化作品的表达。

更值得注意的一点是《隐形守护者》虽然在体验上与游戏产品非常类似，并且其在 PC 端发售的平台是 Steam 和 Wegame 两个游戏发售平台。但在移动端方面，苹果手机 App Store 中对《隐形守护者》的应用分类则是“娱乐 App”而非“游戏 App”，安卓手机则是干脆直接内置于腾讯视频应用之中。换言之，部分互动影像产品虽然在体验上偏向游戏产品，但在进行分类时可能不会被划分为游戏类产品，因此也可规避部分游戏行业特有的政策性风险。

由于国内对于影视和游戏采用不同的监管标准，未来此类型产品到底应当按照游戏的监管标准还是影视的监管标准仍有待观察和探索。

## 4. 拓展互动影像内容的意义

### 4.1. 从用户角度出发

在当下 Z 世代成为互联网主流用户群体的前提下，传统的只能使观众被动接受剧情走向的单一线性表现手法已经无法再满足 Z 世代个性化的需求，需要通过高自由度的方式自主选择剧情的后续发展，比起扮演“观众”的角色，Z 世代更享受作为“主角”带来的参与感。例如《明星大侦探之头号嫌疑人》，用户不光要感受剧情的推进，还要根据收集到的线索进行分析判断，此时，用户不再是一名单纯的观众，而是一名剧中人，参与感自然也更加强烈。

其次，内容互动的核心并不是单纯的与屏幕进行指令的交互，而是需要让用户达到深度沉浸感，所有剧情发展的走向全部是用户基于自身的价值观选择而导致的结果，因此用户也能获得更深的沉浸感和情感的共鸣。

因此从各个角度来看，添加了互动的影视内容要比传统影视内容更具备趣味性，用户的注意力也更集中。

### 4.2. 从内容制作方角度出发

对于内容制作方来说，为什么要开拓互动影像这一品类，即互动影像的价值在哪里？我们认为在产品的商业变现以及用户挖掘上，互动影视内容存在着较多可挖掘的创新点：

- (1) 通过互动影像产品直接获利：以《隐形守护者》为例，通过采用类似游戏产品的销售形式实现制作方直接收益的增加。

- (2) 创新形式的影视互动作品可以提高会员的转化率：以《明星大侦探之头号嫌疑人》为例，《明星大侦探之头号嫌疑人》是根据国内综艺节目《明星大侦探》制作出的衍生互动微剧。相关话题在微博上讨论达到 133.9 万，阅读量为 3.6 亿。有许多用户在微博反馈为了该作品特意开通芒果 TV 会员；同时由于互动影像的交互性高度依赖于内容制作方与平台方，也杜绝了盗版资源对产品带来的损害。可见互动影像内容可以成为视频网站拉新以及增加会员转化的工具。
- (3) 大幅提高对用户时间的占据：通常播放一部影视作品时间在 90-120 分钟左右，而加入了互动内容则可以大幅拓宽影像作品的时间，以《黑镜：潘达斯奈基》为例，原本仅需要 90 分钟的播放时间通过添加分支选项与结局的方式增加至 312 分钟。在当下视频平台激烈的商业竞争中，互动影像产品为抢夺用户时间提供了新的工具。
- (4) 通过衍生互动影像作品为正剧提供新的营销话题与手段：衍生互动影像作品《古董局中局之佛头起源》为其正剧《古董局中局》提高了关注度；加入了互动元素的《忘忧酒馆 3》则是《新剑侠情缘手游》的 IP 衍生剧。在为正剧的营销服务商，互动影像作品提供了新的可能性。
- (5) 深度挖掘用户营销价值：《黑镜：潘达斯奈基》在部分互动的选择中提供了许多广告植入的可能。例如在早餐时选择吃哪种品牌的麦片，在主人公前往目的地的路上选择听哪张专辑等。这些选项并不会对剧情走向产生显著的影响，但却存在着广告价值。同时由于用户的选择都是基于自身喜好以及价值观等主观因素构成，这些由用户选择组成的大量数据也能够作被内容制作方收集并作为重要的营销工具。

除了商业价值之外，互动内容通过多支线多结局甚至开放结局的方式拓宽了创作者创作的空间，避免单一线性剧情发展的“套路化”，使创作者在制作剧本的过程中拥有了更大的自由性，当然，也带来了更多的挑战。

## 5. 投资评级

仔细观察近年来文娱行业的转变，不论是直播、游戏或短视频，都不断在强调屏幕内外的互动性，从国内外的视频网站巨头对互动影视的布局也可看出对这一垂直领域正在引起市场的兴趣。而未来互动的形式可能不仅限于与影视的结合，更有可能延伸到文字、图片、音乐等领域。

我们认为，互动影像作品作为一个新兴的垂直领域，该类型产品的出现并不会取代传统的电影或电视剧，而是填补影视与游戏两种娱乐方式中间的空白地带，互动影像作品的目的其实是拓宽影视行业的边界，通过新的产品形态实现创新。

虽然目前受制于技术、成本、产品形态等因素的限制，互动影像产品的表现仍然存在许多的不足，但是随着更多形态更加成熟也更受市场欢迎的产品出现，互动影像产品就会拥有更多

的可能性。

在现有的上市公司中，芒果超媒、爱奇艺等视频网站平台已经相继有互动影像产品上线，开始了对互动影视领域的探索，而对于本身就具备丰富影视制作经验与能力的影视公司来说，也可以在影视剧拍摄制作过程中加入游戏化的设计理念实现在互动影视领域的布局。因此维持行业“同步大市”投资评级。

## 6. 风险提示

### （1）行业监管风险

由于目前互动影像作品这个品类到底属于游戏范畴还是影视范畴未有定论，在监管上还处于相对空白的领域，因此在监管上存在着不确定性。

### （2）行业发展不及预期

互动影像还属于新兴领域，存在着投入大、风险高的特点，如果后续产品无法获得市场认可，行业的发展信心会受到较大影响。

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。