

# 受舆论事件影响中报利润微降，未来聚焦大客户业绩有望持续改善

——视觉中国中报点评

半年报点评

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

## ● 公司图片主业营收上半年持平，二季度下滑 15.24%

2019年上半年，公司营业收入40,214万元，同比下降16.49%，归属母公司股东净利润13,256万元，同比下降3.1%。其中，公司核心主业“视觉内容与服务”收入39,835万元，同比增长0.1%。受411事件影响，公司2019年二季度图片主业收入同比下滑15.24%。

## ● 公司四类客户占比稳定，互联网平台和媒体客户增速靓丽

2019年上半年，公司四类客户企业客户、媒体、广告营销与服务、互联网平台等的收入占比分别为37%、30%、18%、15%，受411事件影响企业客户的收入占比出现了下降。但互联网平台和媒体客户的收入占比在提升，这主要是互联网平台和媒体客户的应用场景增长带来图片需求增长。2019年上半年，公司互联网平台和媒体客户的收入增长均在30%左右。

## ● 公司直接客户数增长31%有所放缓，未来将聚焦大客户

2019年上半年，与公司直接签约的合作客户数同比增长31%。而2018年上半年，公司合作客户总数同比增长48%。公司的直接客户数增长放缓，主要与二季度411事件影响有关。因此，公司的客户开拓策略发生了调整，未来公司将聚焦大客户开发，提高大客户的渗透率，保持公司业务的稳健性，减少舆论风险。展望下半年，公司将继续加强对市场营销的投入，定向开放重点行业，聚焦大客户，通过“内容+技术”的优质服务获得业务的增长。

## ● 看好公司图片行业龙头地位及正版化空间广阔，维持“强烈推荐”评级

考虑到公司聚焦大客户，客户整体增速会放缓，我们下调视觉中国2019-2021年营收分别为10.78(-4.03)亿元、13.95(-6.01)亿元、18.09亿元，同比增长9.17%、29.31%、29.75%；实现归母净利润分别为3.65(-2.17)亿元、4.78(-3.58)亿元、6.48亿元，同比增长13.72%、30.98%、35.47%；对应2019-2021年EPS分别为0.52元、0.68元、0.93元。公司图片版权龙头优势不变，维持“强烈推荐”评级。

## ● 风险提示：版权保护不及预期，市场下行风险

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	815	988	1,078	1,395	1,809
增长率(%)	10.75	21.27	9.17	29.31	29.75
净利润(百万元)	291	321	365	478	648
增长率(%)	35.48	10.45	13.72	30.98	35.47
毛利率(%)	65.9	64.7	63.4	64.5	65.1
净利率(%)	35.7	32.5	33.9	34.3	35.8
ROE(%)	12.0	11.5	11.6	13.3	15.3
EPS(摊薄/元)	0.42	0.46	0.52	0.68	0.93
P/E(倍)	53.5	48.5	42.6	32.5	24.0
P/B(倍)	6.1	5.4	4.8	4.2	3.6

## 强烈推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2019.08.16
收盘价(元):	22.22
一年最低/最高(元):	16.6/33.02
总股本(亿股):	7.01
总市值(亿元):	155.67
流通股本(亿股):	3.1
流通市值(亿元):	68.98
近3月换手率:	159.92%

### 股价一年走势



### 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	18.92	6.42	-32.14
绝对	16.39	5.53	-18.91

### 相关报告

《牵手微博，继续卡位互联网小B及C端用户市场》

《核心主业盈利增速超四成，全年有望持续高增长态势》2018-10-30

《剥离亿迅资产组将获收益约5600万元，未来将全面聚焦图片主业》2018-10-09

《净利润增幅43%超预期，企业客户数大增76%促全年业绩高成长》2018-08-30

《设计素材板块正式上线，夯实客户粘性增强业务收入弹性》2018-08-22

## 目 录

1、 公司图片主业营收上半年持平，二季度下滑 15.24%	3
2、 公司毛利率稳定，三费下降研发费用继续增长	4
3、 公司四类客户占比稳定，互联网平台和媒体客户增速靓丽	4
4、 公司直接客户数增长 31%有所放缓，未来将聚焦大客户	5
5、 500px 营收增长超 70%，研发增加致利润亏损稍有扩大	6
6、 版权内容资源竞争优势持续加强，加强内容审核拓展视频领域	7
7、 盈利预测及风险提示	8
7.1、 盈利预测	8
7.2、 投资建议	8
8、 风险提示	8
附： 财务预测摘要	10

## 图表目录

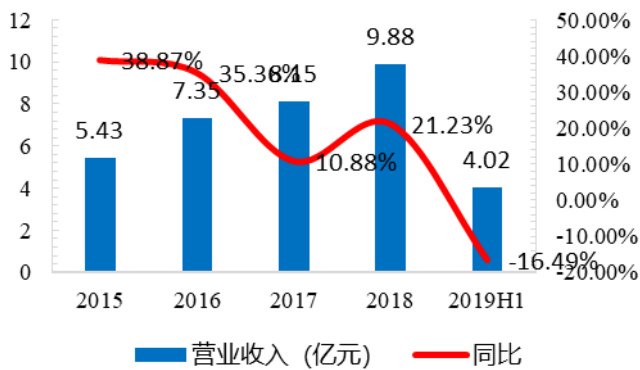
图 1: 公司近 5 年收入及增长率	3
图 2: 公司近 5 年净利润及增长率	3
图 3: 公司图片主业近 5 年收入及增长率	3
图 4: 2018Q2-2019Q2 年公司图片主业收入及增长率	3
图 5: 近 5 年公司视觉内容及服务业务毛利率	4
图 6: 近 5 年公司三费率情况	4
图 7: 公司研发投入及增速	4
图 8: 2019H1 公司核心主业四类客户收入占比情况	5
图 9: 2018-2019 年公司直接客户增速情况对比	5
图 10: 500px 近 3 年营收情况	7
图 11: 500px 近 3 年净利润情况	7
表 1: 公司聚焦大客户策略的具体举措	6
表 2: 可比公司素材品牌及资源量情况	7

## 1、公司图片主业营收上半年持平，二季度下滑 15.24%

2019年上半年,公司合并层面营业收入40,214万元,较2018年同期下降16.49%,归属母公司股东净利润13,256万元,较2018年同期下降3.1%。其中,公司核心主业“视觉内容与服务”实现营业收入39,835万元,同比增长0.1%。报告期内,核心主业占上市公司总收入99%。

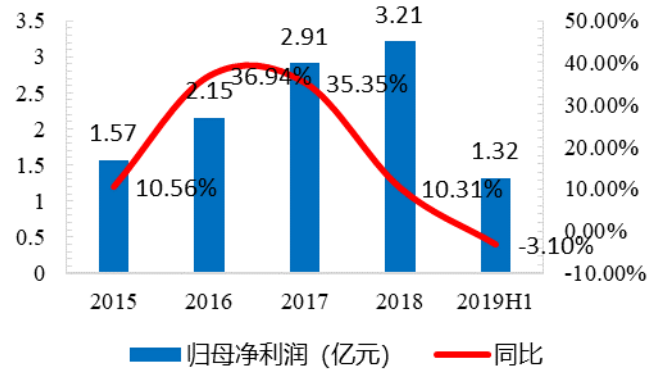
公司营收和利润下滑主要是由于公司剥离了软件信息业务亿迅资产组和广告业务上海卓越,以及411事件(2019年4月11日,因媒体质疑公司图片版权权属问题,天津市网信办对其立案调查,公司主动暂停网站服务并整改,最终公司受罚30万元,于5月12日恢复网站运营)对公司二季度图片主业的影响较大所致。

图1: 公司近5年收入及增长率



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图2: 公司近5年净利润及增长率

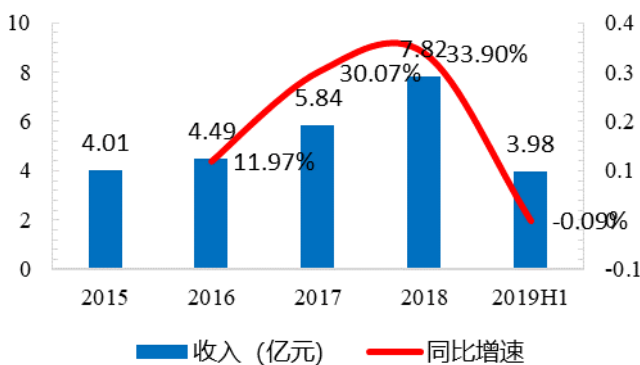


资料来源: wind, 新时代证券研究所

单看二季度,公司营收2.3亿元,同比2018年的3.26亿元下滑26.8%;归母净利润7500万元,同比2018年的9688万元下降22.56%。

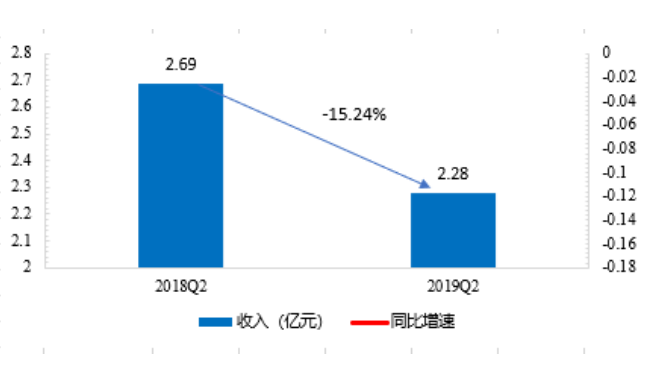
就公司图片主业来说,按照公司核心主业占公司总收入比例99%计算,二季度公司图片业务营收为2.28亿元;2018年二季度,公司核心主业占公司总收入82.64%,2018年二季度公司总收入3.26亿元,由此得出2018年二季度公司图片主业收入为2.69亿元。综上,我们可以测算出公司2019年二季度图片主业收入同比下滑15.24%  $((2.28-2.69)/2.69)$ 。

图3: 公司图片主业近5年收入及增长率



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图4: 2018Q2-2019Q2年公司图片主业收入及增长率



资料来源: wind, 新时代证券研究所

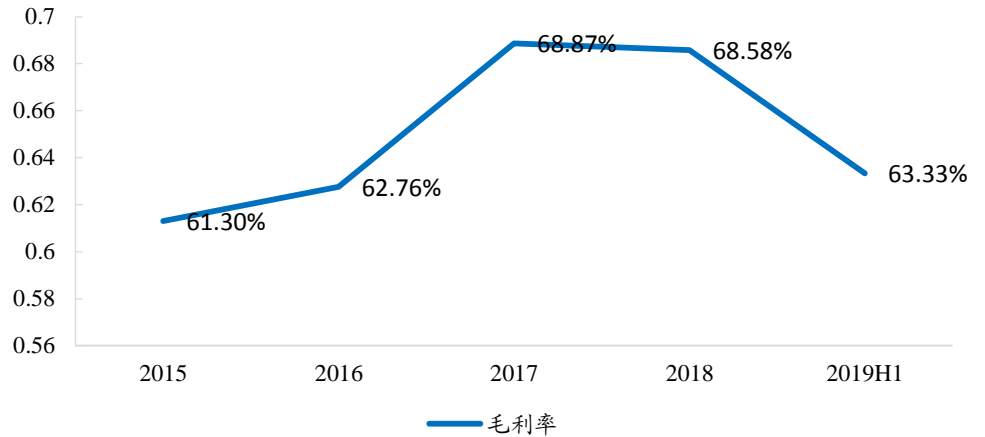
事实上,公司二季度业务受411事件影响时间持续有一个多月,期间公司业务开展基本处于停滞状态,5月下旬才开始逐渐恢复。因此重大利空事件影响,公司二季度图片业务收入下滑幅度尚低于20%,这已表明公司业务有较强的韧性,比市

市场预期要好。

## 2、公司毛利率稳定，三费下降研发费用继续增长

2019年上半年，公司的视觉内容与服务业务(核心主业)毛利率为63.33%，同比微降0.99%。

图5：近5年公司视觉内容及服务业务毛利率

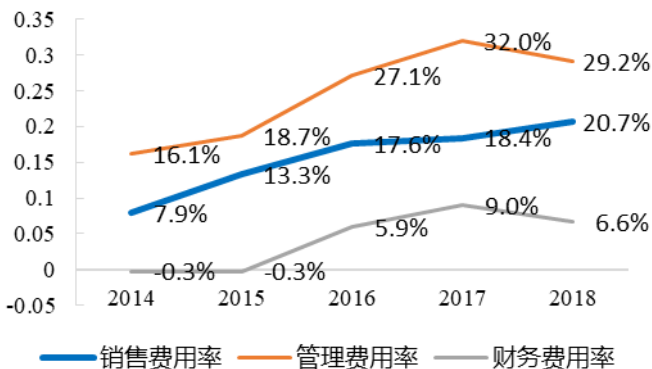


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2019年上半年，受剥离亿迅资产组和上海卓越等公司，以及411事件影响，公司期间费用明显下降。公司销售费用4620.5万元，同比下滑31.49%；管理费用5060.2万元，同比增长3.24%；财务费用1041.29万元，同比下降35.64%。

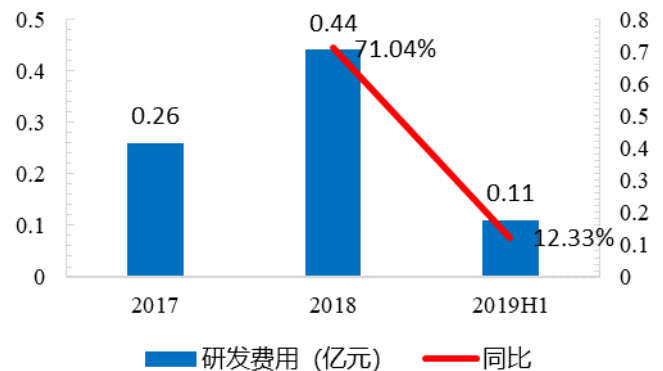
但是，公司研发投入2895.1万元，同比增长12.24%。由于2018年上半年研发投入还包含软件业务亿迅资产组，如果剔除软件业务，公司在视觉内容及服务业务的研发投入增速要高于12.24%。

图6：近5年公司三费率情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

图7：公司研发投入及增速



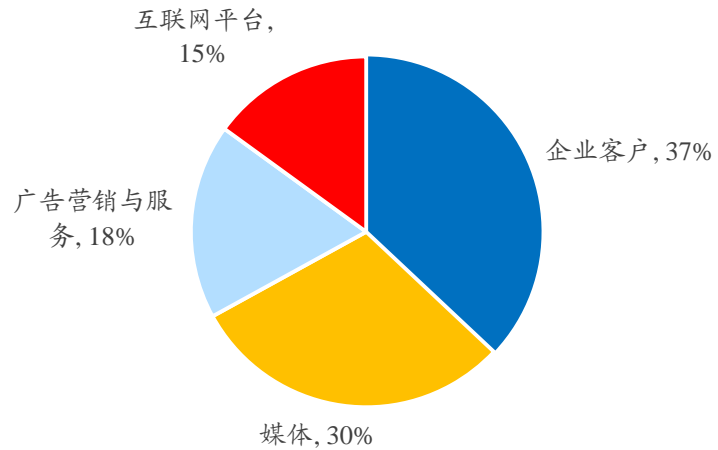
资料来源：wind，新时代证券研究所

## 3、公司四类客户占比稳定，互联网平台和媒体客户增速靓丽

2019年上半年，公司四类客户企业客户、媒体、广告营销与服务、互联网平台等的收入占比分别为37%、30%、18%、15%。而2018年上半年，公司核心主业各业务板块-企业客户、媒体、广告营销与服务、互联网平台等收入占比分别为41%、29%、19%、11%。2018年年报披露，2018年公司核心主业的企业客户、媒体、广告营销与服务、互联网平台客户收入占比分别为40%、29%、20%、11%。

2019年上半年，公司受411事件影响企业客户的收入占比出现了下降，但互联网平台和媒体客户的收入占比在提升，这主要是互联网平台和媒体客户的应用场景增长带来图片需求增长，给公司贡献收入占比增多。2019年上半年，尽管公司受411事件影响，但互联网平台和媒体客户的收入增长均在30%左右。

**图8： 2019H1 公司核心主业四类客户收入占比情况**

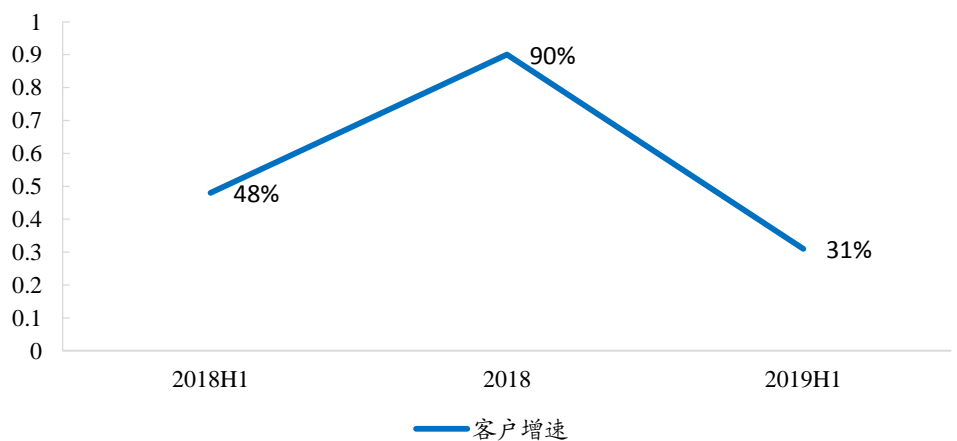


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

#### 4、公司直接客户数增长31%有所放缓，未来将聚焦大客户

2019年上半年，与公司直接签约的合作客户数同比增长31%。而2018年上半年，公司合作客户总数同比增长48%。2018年年报披露，公司的直接签约合作客户总数同比增长90%，达到14,000家以上。这表明今年以来，公司的直接客户数增长放缓，主要与二季度411事件影响有关。

**图9： 2018-2019年公司直接客户增速情况对比**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

由于411事件舆论质疑给公司带来负面影响，公司的客户开拓策略发生了调整，未来公司将聚焦大客户开发，提高大客户的渗透率，增加大客户场景需求的使用量，保持公司业务的稳健性，减少舆论风险。

具体而言，1) 公司将首先充分挖掘大客户全产品、全应用场景的需求，通过提供数字内容资产管理、视频智能剪辑、版权风控、行业图库等一系列依托大数据、人工智能技术的智能服务帮助客户升工作效率、产品体验与内容获取效率，有效促

进客户黏性和升素材使用数量；

2) 针对大客户的需求，开发完成了客户素材的使用管理平台“vcg+”，帮助大客户实现多层次账号管理、权限管理、自助账单生效、授权书与发票的申请，帮助客户高效提升优质内容的使用和管理效率；

3) 为满足企业级大客户的个性化需求，公司也提供定制化的增值服务，包括拍摄服务、设计服务、权利咨询、以及创意众包、传播推广、创意策划等整合营销服务。增值服务加强了对政府机构、品牌企业、旅游行业、体育赛事及娱乐活动的主办方等客户群的服务黏性，2019年上半年，公司抓住新中国成立70周年、一带一路、扶贫攻坚、女足世界杯等重大市场机遇，精耕细作，深挖客户的延展商机，为客户供相关增值服务，满足大客户的个性化需求，为公司带来新的业绩增长；

4) 公司通过与集团大客户建立战略合作关系，签署战略合作协议，深挖集团与分子公司的业务需求，充分发挥公司素材内容全面、智能服务、增值服务的一站式服务能力，以满足客户全方位需求，提升客户的产品体验，赢得与客户的长久合作，夯实我们的客户基础和行业根基。2019年上半年，公司与中航集团等多家集团客户签署了战略合作协议，从而获得该集团公司所有分子公司的业务开发的机会。

**表1: 公司聚焦大客户策略的具体举措**

需求类别	具体措施	达到效果
产品及场景需求	提供数字内容资产管理、视频智能剪辑、版权风控、行业图库等一系列依托大数据、人工智能有效促进客户黏性和升素材技术的智能服务帮助客户升工作效率、产品体验与内容获取效率	使用数量
内容管理需求	开发完成了客户素材的使用管理平台“vcg+”，帮助大客户实现多层次账号管理、权限管理、自助账单生效、授权书与发票的申请	帮助客户高效提升优质内容的使用和管理效率。
增值服务需求	提供定制化的增值服务，包括拍摄服务、设计服务、权利咨询、以及创意众包、传播推广、创意策划等整合营销服务。	满足大客户的个性化需求，为公司带来新的业绩增长。
集团客户需求	与集团大客户建立战略合作关系，签署战略合作协议，深挖集团与分子公司的业务需求，充分发挥公司素材内容全面、智能服务、增值服务的一站式服务能力，以满足客户全方位需求	充分提升客户的产品体验，赢得与客户的长久合作。

资料来源：公司公告、新时代证券研究所测算

而对于近两年公司不断开发的长尾客户，公司继续采取与互联网大平台合作的方式推进海量长尾客户的广泛覆盖。目前，公司分别接入了：搜索引擎(百度、搜狗、360)、自媒体平台(腾讯、百度、阿里巴巴、一点资讯、360、微博云剪)、网络广告平台(百度、阿里、腾讯)、创意设计平台(Cavans、易企秀)等应用场景。2019年上半年，公司继续拓展探索新的应用场景，正在与京东、阿里云、金山WPS等互联网平台展开合作，公司将继续紧抓战略机遇期，依托优质PGC视觉内容核心资源，继续扩大夯实与互联网平台(大流量入口)的战略合作，将优质内容与智能服务技术相结合，提升多渠道分发交付能力，高效拓展长尾市场，促进主营业务的高速增长。

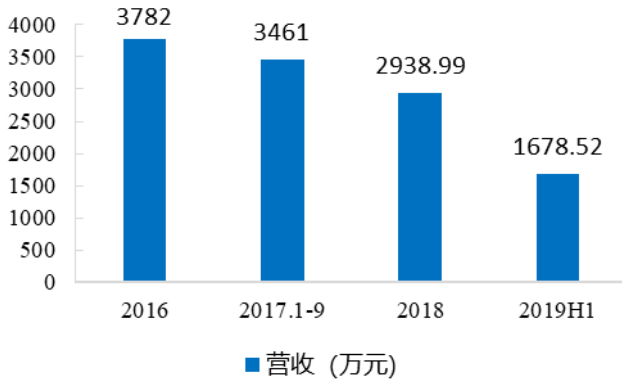
展望下半年，企业客户的正版图片需求的渗透率仍较低，视觉中国的客户数量的增长空间仍然很大。客户质量与数量的持续升是公司收入增长的重要保障。2019年下半年，公司表示，将继续加强对市场营销的投入，定向开放重点行业，聚焦大客户，聚焦互联网平台，通过“内容+技术”的优质服务获得业务的增长。

## 5、500px 营收增长超 70%，研发增加致利润亏损稍有扩大

500px 是公司 2018 年初收购的全球最大的线上摄影社区，是公司优质内容

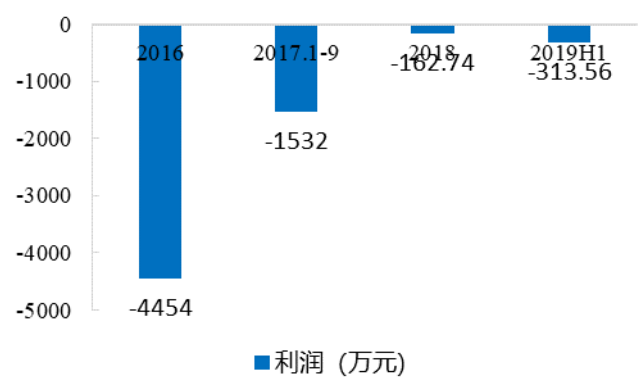
版权库的重要组成部分，也是公司实现全球化业务拓展的重要抓手。通过网站、移动应用 app，500px 覆盖了全球 195 个国家和地区，包括专业摄影人才、摄影爱好者在内的注册用户稳步增长。2019 年上半年，500px 深耕社区模式，实现营业收入 1678.52 万元，同比大幅增长 71.81%；净利润-313.56 万元，2018 年同期为-41.33 万元。本期亏损扩大主要是增加研发投入。

图10: 500px 近 3 年营收情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图11: 500px 近 3 年净利润情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 6、版权内容资源竞争优势持续加强，加强内容审核拓展视频领域

视觉内容的数量、质量、丰富度、全面性以及独家性是公司核心业务增长的关键驱动因素之一，也是公司最重要的竞争壁垒。在版权内容方面，公司多年来通过收购 Corbis 与 500px，及与 Getty Images 独家双向战略合作等方式，持续整合全球优质的 PGC 视觉内容资源。公司目前拥有的视觉版权内容超过 2/3 为高水准的自有或独家内容。无论在编辑类与创意类、图片、视频与音乐、国际与本土、高端与微利等各个方面，公司拥有强大的内容竞争优势。

目前，公司与超过 40 万名签约供稿人以及 240 余家专业版权内容机构合作，公司的互联网内容交易平台在线供并每日更新超过 2 亿张图片、1,500 万条视频素材和 35 万首音乐素材，是全国最大、全球第二的视觉版权内容平台。

表2: 可比公司素材品牌及资源量情况

公司	素材品牌	资源量
视觉中国	华盖创意、汉华易美、东星娱乐、Gettyimage、Cobisimage、500px	和 40 万名签约供稿人及 240 余家知名图片社等机构合作、超过 2 亿张图片、1500 万条视频素材和 35 万首音乐素材。
全景网络	Panoramastock	100 多家著名图片品牌、8000 万张正版图片和 20 万张免费设计素材
东方 IC	图虫创意、美联社、法新社、马格南	独家代理全球 300 多家通讯社和顶尖图片社资源，签约 2 万多合作摄影师、超过 1 亿图片和视频素材、服务上千家中外媒体及广告客户
高品图像(原 Cobis 中国)	高品创意	创意图片 800 多万精品图片

公司	素材品牌	资源量
台湾达志影像	欧洲新闻通讯社(EPA)代理全世界最大的影视素材公司 T3media, 闻图片及百万笔新闻影像及视频素材。Framepool。在线超过百万小时以上	在线提供超过七千万张的创意图片及百万笔新闻影像及视频素材。国内外合作的厂商超过 200 家, 逾千名的记者及摄影师
新华社	新华社图片中心及其杭州子公司、成都子公司和新华影廊公司	库存照片 1500 余万张, 包括 500 余万张珍贵的历史档案图片

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

经过 411 事件后, 公司在版权管理方面加大力度, 严格规范审核流程, 对平台内容和产品服务进行全面筛查审核, 确保权属标示清晰明确, 授权机制合法合规。公司完善了内容审核制度与流程, 成立了独立的内容安全审核团队, 并与人民网建立合作, 整体提升公司内容质量与合规服务能力。

随着智能手机普及、5G 时代的到来, 视频、设计素材成为市场最受欢迎的新型内容形态, 为顺应市场发展趋势, 2019 年上半年继续加大设计素材、视频、音乐、字体业务的投入, 不断整合优质内容, 满足用户内容的需求; 截止 2019 年上半年, 公司新增视频类签约供稿人近千名, 与近 10 家视频、音乐、设计、字体公司签署了素材独家代理协议。

## 7、盈利预测及风险提示

### 7.1、盈利预测

我们对公司的盈利预测进行调整, 主要是由于公司业务受 411 事件影响较大, 但公司商业模式、龙头地位、未来发展趋势没有本质变化, 随着业务逐渐恢复, 公司下半年业绩有望不断改善。

相关财务数据的关键假设如下:

(1) 视觉内容及服务业务: 公司聚焦大客户战略, 减少诉讼维权的风险, 公司业务增速会有所放缓。500PX 业务发展稳健实现盈亏平衡。预计公司 2019-2021 年业务营收增速维持在 20%-30% 之间, 毛利率维持在 65% 左右。

(2) 其他业务: 湖北司马彦、广东易教优培等参股公司业务稳健, 完成业绩承诺; 唱游公司实现盈亏平衡。

### 7.2、投资建议

考虑到公司聚焦大客户, 客户整体增速会放缓, 我们下调视觉中国 2019-2021 年营收分别为 10.78(-4.03)亿元、13.95(-6.01)亿元、18.09 亿元, 同比增长 9.17%、29.31%、29.75%; 实现归母净利润分别为 3.65(-2.17)亿元、4.78(-3.58)亿元、6.48 亿元, 同比增长 13.72%、30.98%、35.47%; 对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.52 元、0.68 元、0.93 元。公司图片版权龙头优势不变, 维持“强烈推荐”评级。

## 8、风险提示

1. 版权保护不及预期。公司主业为版权运营, 版权保护不及预期将会导致盗版变多影响公司营收情况。



2. 市场下行风险。经济下行可能会导致未来可能影响公司的经营业绩和发展潜力。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>808</b>	<b>1010</b>	<b>1318</b>	<b>1555</b>	<b>1948</b>	<b>营业收入</b>	<b>815</b>	<b>988</b>	<b>1078</b>	<b>1395</b>	<b>1809</b>
现金	391	418	1046	1064	1563	营业成本	278	349	395	495	631
应收票据及应收账款合计	352	187	0	0	0	营业税金及附加	6	8	8	11	14
其他应收款	21	186	40	252	126	营业费用	72	81	92	118	153
预付账款	7	30	10	42	25	管理费用	125	114	138	173	227
存货	29	0	33	8	45	研发费用	0	44	32	49	60
其他流动资产	8	188	188	188	188	财务费用	35	26	6	-2	-8
<b>非流动资产</b>	<b>3291</b>	<b>3220</b>	<b>3466</b>	<b>3712</b>	<b>3958</b>	资产减值损失	15	17	23	26	4
长期投资	1074	1253	1483	1714	1944	公允价值变动收益	-1	0	-0	-0	-0
固定资产	6	4	5	8	9	其他收益	4	11	8	9	8
无形资产	20	94	104	115	128	投资净收益	66	33	47	46	44
其他非流动资产	2192	1869	1874	1875	1877	<b>营业利润</b>	<b>354</b>	<b>392</b>	<b>438</b>	<b>579</b>	<b>781</b>
<b>资产总计</b>	<b>4099</b>	<b>4230</b>	<b>4784</b>	<b>5267</b>	<b>5905</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>736</b>	<b>855</b>	<b>458</b>	<b>522</b>	<b>566</b>	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	158	178	178	178	178	<b>利润总额</b>	<b>353</b>	<b>392</b>	<b>438</b>	<b>579</b>	<b>781</b>
应付票据及应付账款合计	185	141	0	0	0	所得税	41	57	57	79	104
其他流动负债	393	536	280	344	389	<b>净利润</b>	<b>313</b>	<b>335</b>	<b>381</b>	<b>499</b>	<b>676</b>
<b>非流动负债</b>	<b>760</b>	<b>466</b>	<b>412</b>	<b>358</b>	<b>304</b>	少数股东损益	22	14	16	21	28
长期借款	490	276	223	169	115	<b>归属母公司净利润</b>	<b>291</b>	<b>321</b>	<b>365</b>	<b>478</b>	<b>648</b>
其他非流动负债	270	189	189	189	189	EBITDA	389	418	449	582	776
<b>负债合计</b>	<b>1496</b>	<b>1320</b>	<b>869</b>	<b>880</b>	<b>870</b>	EPS(元)	0.42	0.46	0.52	0.68	0.93
少数股东权益	31	20	36	56	85						
股本	74	74	701	701	701	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	1600	1614	1614	1614	1614	<b>成长能力</b>					
留存收益	910	1196	1574	2069	2739	营业收入(%)	10.8	21.3	9.2	29.3	29.7
归属母公司股东权益	2572	2890	3879	4331	4951	营业利润(%)	30.8	10.9	11.8	32.1	34.9
<b>负债和股东权益</b>	<b>4099</b>	<b>4230</b>	<b>4784</b>	<b>5267</b>	<b>5905</b>	归属于母公司净利润(%)	35.5	10.4	13.7	31.0	35.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	65.9	64.7	63.4	64.5	65.1
						净利率(%)	35.7	32.5	33.9	34.3	35.8
						ROE(%)	12.0	11.5	11.6	13.3	15.3
						ROIC(%)	26.2	23.2	55.4	58.4	97.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	36.5	31.2	18.2	16.7	14.7
						净负债比率(%)	27.5	18.8	-12.4	-12.7	-23.4
						流动比率	1.1	1.2	2.9	3.0	3.4
						速动比率	1.0	0.9	2.4	2.5	3.0
						<b>营运能力</b>					
						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	3.7	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	1.6	2.1	0.0	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.42	0.46	0.52	0.68	0.93
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.18	0.78	0.45	1.13
						每股净资产(最新摊薄)	3.67	4.13	4.64	5.29	6.17
						<b>估值比率</b>					
						P/E	53.5	48.5	42.6	32.5	24.0
						P/B	6.1	5.4	4.8	4.2	3.6
						EV/EBITDA	41.9	38.6	33.8	26.0	18.8

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，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

## 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同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

## 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	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>