



传媒互联网研究分析框架

分析师：陈铮娴

执业编号：S0300516090001

电话：021-51759911

邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

2019年11月11日



目录

1	中国传媒行业（移动）互联网属性强	3
2	中国移动互联网进入存量市场，头部化趋势延续	7
3	流量和资本为核心壁垒	9
4	投资策略——交易内容，持有渠道	12
5	中国电影产业——头部化和产业链一体化为趋势	14
6	中国院线产业——集中度提升为趋势，领导者有望录得溢价	24
7	中国游戏产业——头部化和研运一体化为趋势	32
8	中国付费视频产业——掌握头部内容的平台型公司为首选股	38



1 传媒行业（移动）互联网属性强

全球超级APP均诞生于各维度的互联网变现模式

- ▶ 随智能手机普及及移动流量均价下降，移动端成为用户获取资讯及娱乐的主流媒介。
- ▶ 全球来看，超级APP基本有移动广告、数字内容、电子商务、O2O和金融服务几个主要的流量变现方式。

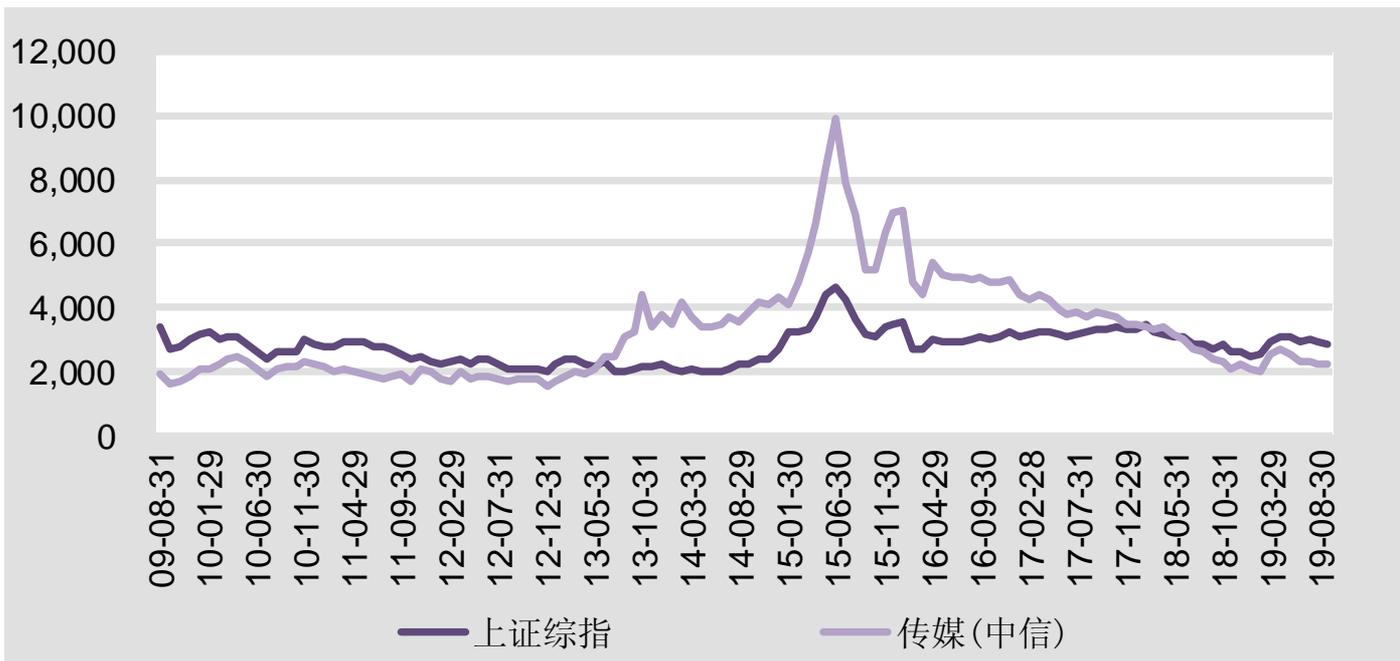
全球超级APP分布





传媒板块于2015年牛市大幅赢指数，经历了连续4年的回调

2009年至今，中信传媒指数（月度）VS同期上证综指



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



目前A股主流传媒互联网公司估值已回落至合理区间

A股主流传媒互联网公司估值一览

证券代码	证券简称 内容	股价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PB (倍)			PB (倍)	PS (倍)	PBG (倍)	
					2018	2019F	2020F	2021F	2018	2019F	2020F				2021F
内容															
300251.SZ	光线传媒	9.48	29.3	274	0.47	0.39	0.34	0.40	20.2	24.1	28.1	23.5	2.9	10.3	(4.8)
300027.SZ	华谊兄弟	4.59	27.9	130	(0.39)	0.19	0.23	0.25	(11.8)	23.9	19.9	18.1	1.4	2.6	(0.1)
300133.SZ	华策影视	6.47	17.6	112	0.12	0.12	0.25	0.35	53.9	53.5	25.6	18.5	1.6	2.8	1.2
000802.SZ	北京文化	8.50	7.2	62	0.45	0.59	0.66	0.75	18.8	14.5	12.9	11.3	1.1	4.2	0.8
002343.SZ	慈文传媒	7.98	4.7	37	(2.30)	0.41	0.57	N.A.	(3.5)	19.3	14.0	N.M.	2.3	2.6	N.M.
	内容平均								31.0	27.1	20.1	17.9	1.8	4.5	1.0
院线															
002739.SZ	万达电影	14.98	20.8	318	0.74	0.61	0.77	0.89	20.4	24.5	19.5	16.8	2.0	2.0	3.6
600977.SH	中国电影	13.42	18.7	255	0.80	0.70	0.77	0.87	16.8	19.3	17.5	15.5	2.1	2.5	7.3
603103.SH	横店影视	14.65	6.3	92	0.71	0.49	0.58	0.70	20.6	30.1	25.2	20.9	3.7	3.3	(70.1)
601595.SH	上海电影	13.66	3.7	52	0.63	0.68	0.76	1.02	21.7	20.2	18.0	13.4	2.1	4.3	1.2
	院线平均								20.7	23.5	20.0	16.2	2.5	3.0	4.0
游戏															
002602.SZ	世纪华通	9.01	59.6	527	0.43	0.47	0.60	0.66	21.0	19.1	14.9	13.6	2.7	4.2	1.2
002624.SZ	完美世界	29.85	12.9	381	1.30	1.63	1.90	2.14	23.0	18.3	15.7	14.0	3.8	4.5	1.0
002555.SZ	三七互娱	19.07	21.1	389	0.47	0.99	1.16	1.31	40.6	19.2	16.5	14.6	5.4	3.3	0.5
600373.SH	中文传媒	11.73	13.8	165	1.18	1.30	1.47	1.60	9.9	9.0	8.0	7.3	1.1	1.3	0.8
603444.SH	吉比特	262.80	0.7	188	10.06	12.35	14.51	16.46	26.1	21.3	18.1	16.0	5.6	9.2	1.2
002174.SZ	游族网络	14.83	8.9	133	1.15	1.28	1.53	1.82	12.9	11.6	9.7	8.1	2.3	3.2	0.7
300418.SZ	昆仑万维	14.66	11.5	170	0.88	1.09	1.27	1.41	16.7	13.4	11.6	10.4	2.8	4.1	0.8
300113.SZ	顺网科技	18.96	6.9	136	0.46	0.67	0.76	0.95	41.2	28.4	24.8	20.1	3.9	7.0	1.0
002425.SZ	凯撒文化	5.90	8.1	48	0.34	0.59	0.78	0.93	17.4	10.0	7.6	6.4	1.1	3.7	0.3
300031.SZ	宝通科技	12.08	4.0	49	0.69	0.90	1.11	1.38	17.4	13.4	10.9	8.8	1.8	1.8	0.5
	游戏平均								22.6	16.4	13.8	11.9	3.1	4.3	0.8
互联网															
300413.SZ	芒果超媒	28.70	17.8	520	0.92	0.65	0.85	1.01	31.2	44.2	33.7	28.4	6.2	4.5	13.9
002027.SZ	分众传媒	5.96	146.8	878	0.40	0.13	0.22	0.28	14.9	44.4	27.7	20.9	5.1	7.2	(4.1)
300785.SZ	值得买	130.01	0.5	71	2.39	2.21	2.69	3.31	54.4	58.8	48.3	39.3	12.8	10.3	5.1
000681.SZ	视觉中国	20.46	7.0	140	0.46	0.47	0.59	0.73	44.6	43.4	34.7	28.1	4.4	15.7	2.6
603533.SH	掌阅科技	14.47	4.0	58	0.35	0.33	0.35	0.40	41.3	44.1	41.3	36.0	4.8	2.9	9.3
	互联网平均								37.3	47.0	37.2	30.5	6.7	8.1	7.7
出版															
601098.SH	中南传媒	11.64	18.0	212	0.69	0.75	0.82	0.91	16.9	15.6	14.2	12.8	1.5	2.0	1.6
603000.SH	人民网	19.68	11.1	221	0.19	0.28	0.37	0.48	103.6	69.3	53.2	41.2	7.1	9.6	1.9
601900.SH	南方传媒	8.77	9.0	79	0.73	0.85	0.94	1.06	12.0	10.3	9.4	8.3	1.3	1.3	0.8
600757.SH	长江传媒	5.96	12.1	73	0.60	0.68	0.79	0.87	9.9	8.8	7.6	6.9	1.0	1.1	0.7
603096.SH	新经典	58.18	1.4	80	1.77	2.00	2.32	2.72	32.9	29.1	25.1	21.4	4.0	7.7	1.9
600088.SH	中视传媒	12.69	4.0	52	0.29	0.39	0.48	0.55	44.1	32.2	26.7	23.1	3.9	5.4	1.3
600229.SH	城市传媒	6.70	7.0	48	0.50	0.58	0.62	0.69	13.5	11.5	10.7	9.7	1.6	1.9	1.0
	出版平均								30.3	25.2	21.0	17.6	2.9	4.1	1.3
广电															
600637.SH	东方明珠	8.73	34.3	306	0.59	0.59	0.62	0.64	14.8	14.7	14.1	13.6	1.0	2.1	5.1
600037.SH	歌华有线	8.79	13.9	124	0.50	0.53	0.51	N.A.	17.6	16.5	17.2	N.M.	0.9	4.4	N.M.
300070.SZ	新媒股份	114.67	1.3	147	2.13	2.76	3.62	4.46	53.8	41.6	31.7	25.7	8.6	15.1	1.5
	广电平均								30.9	24.3	21.0	19.6	3.5	7.2	3.3

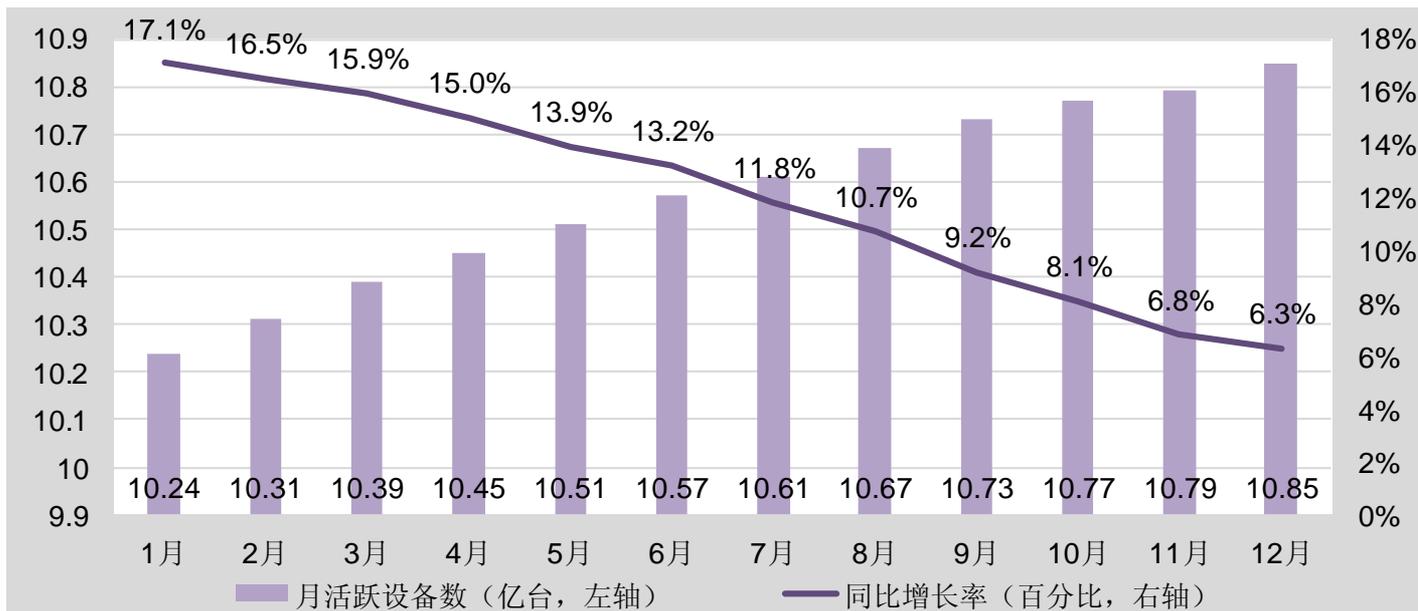


2 中国移动互联网进入存量市场， 头部化趋势延续



中国移动互联网进入存量市场，头部化趋势延续

2018年按月移动互联网设备活跃数及环比增速



资料来源: Questmobile, 联讯证券研究院



3 流量和资本为核心壁垒



流量和资本为核心壁垒——利好市场份额领导者

- ▶ 中国移动互联网领域已进入存量市场，流量和资本为核心壁垒，或已有巨额流量赢得资本青睐巩固份额，或凭借资本支持扫量赢得市场。
- ▶ 存量市场下，增量是小的，存量价值上升，意味着中长尾参与者相对劣势，行业进入壁垒变高，集中度提升为趋势。
- ▶ 关注两类公司：
 - ▶ (1) 流量和资本兼而有之，譬如BATJ+；
 - ▶ (2) 拥有流量吸引到资本，如爱奇艺（IQ.O）、抖音、哔哩哔哩（BILI.O）以及斗鱼等，该类标的的共同特质是区别于已有的BATJ+，于某一细分领域建立了前瞻的领导地位。



BATJ+主导背景下的选股思路——高壁垒的市场份额领导者

- ▶ BATJ+构筑了具有中国特色的互联网土壤，合计拥有逾七成的流量，凭借强劲流量（平台型模式）和巨额资本（先发优势带来的资金沉淀），不断在产业链相关领域延伸（横向或纵向并购），我们认为除BATJ+外，未来行业内的公司大致可分为如下几类。
 - ▶ （1）精品工作室类（类似动漫领域的吉卜力工作室），该类标的主要风险在于创始人缺位后的可持续性和业绩的波动性；
 - ▶ （2）垂直领域的细分市场领导者，可能成为BATJ+的潜在收购标的；
 - ▶ （3）傍BATJ+大腿的垂直领域份额领先者，成为BATJ+体外产业链的一部分，与BATJ+既有竞争也有合作，譬如华策影视（300133.SZ）制作的头部网络剧在爱奇艺平台上播出（爱奇艺也有自制剧）。



4 投资策略：交易内容，持有渠道



沿产业链的选股思路——交易内容，持续渠道

- ▶ 传媒本质是互联网，互联网的核心壁垒是流量和资本，因此长线来看，高壁垒的流量引擎才具有长期投资价值。
- ▶ 渠道拥有海量客户，客户对内容有多样化的选择，内容具备创作属性，天生是分散的（类似项目制），因此内容类标的，交易属性较强。
- ▶ 由此，我们的投资策略可概括为——交易内容，持有渠道。



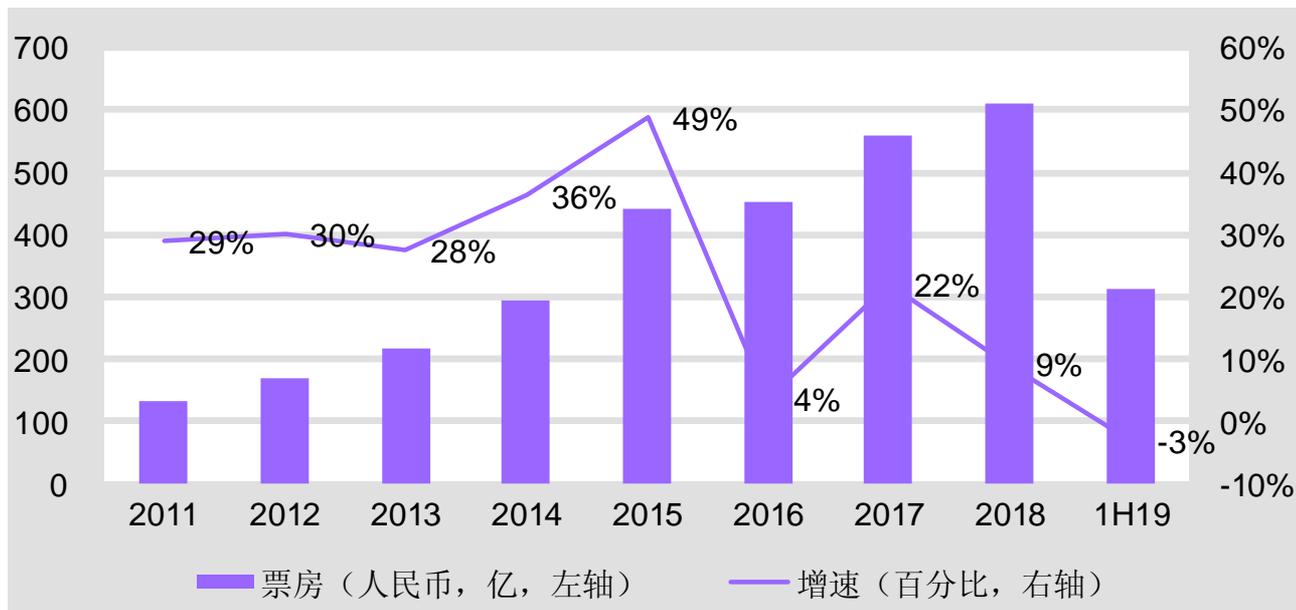
5 中国电影产业：头部化和产业链一体化为趋势



中国电影产业进入成熟期，预估未来三年票房复合增长率为10%左右

- ▶ 截止2019年6月底，中国电影票房312亿元，已成为全球第一大电影市场。预估未来三年票房复合增长率为10%左右。

2011年至2019年上半年中国电影票房及同比增速



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

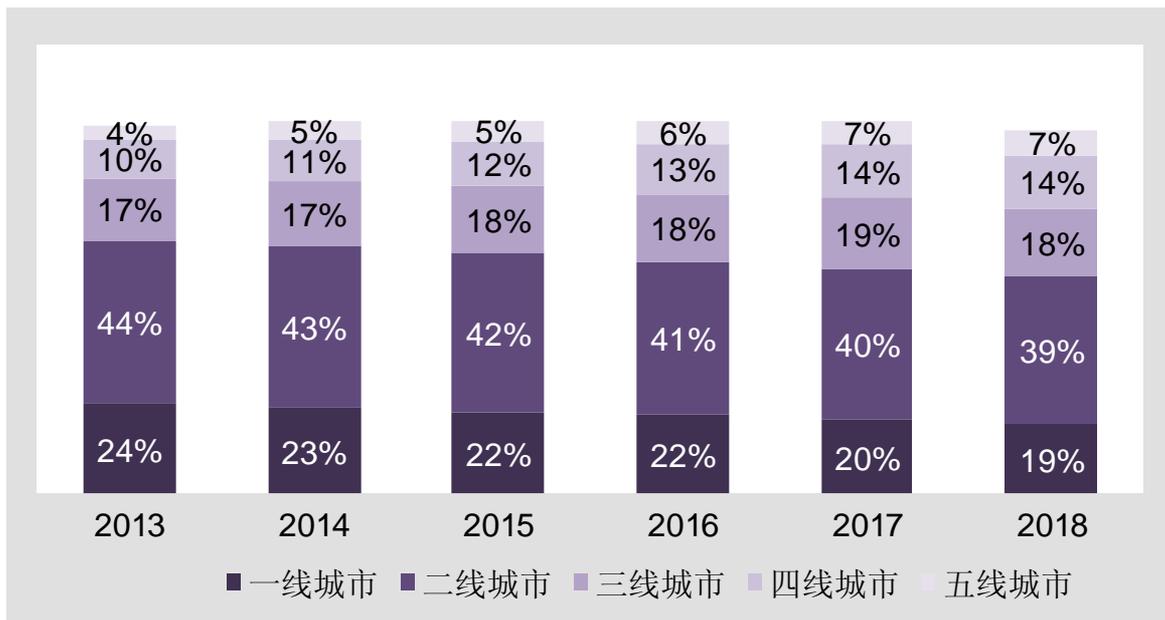


联讯证券

城镇化进程带动观影人次提升

目前中国城市化率为57%，成熟市场平均为80%，具较大提升空间。预计随城市化推进及院线渠道下沉，三线及以下城市观影人次有望进一步增长，成为票房增长的主要动能。

2013年至2018年分城市类别票房占比

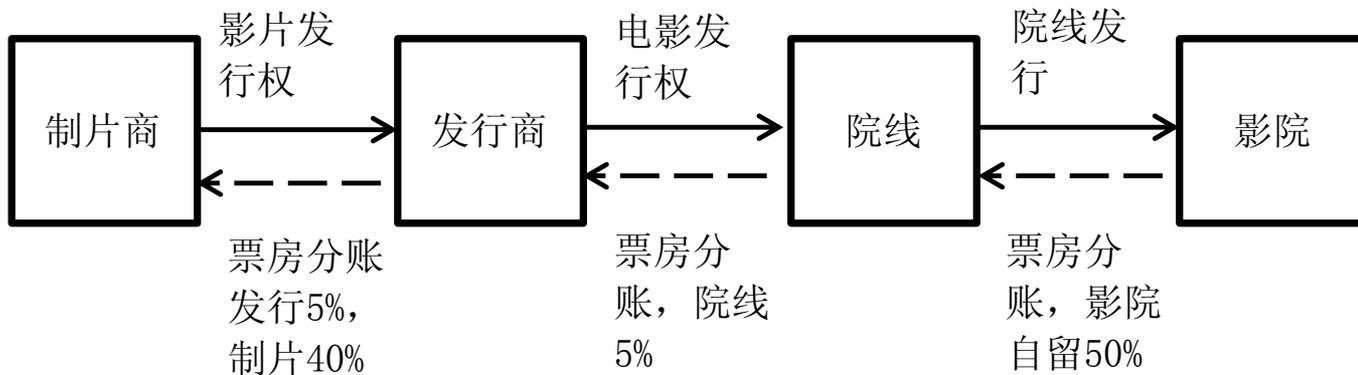


资料来源：艺恩资讯，联讯证券研究院



中国电影产业链概览之一：制片商、发行商、院线和影院为核心环节

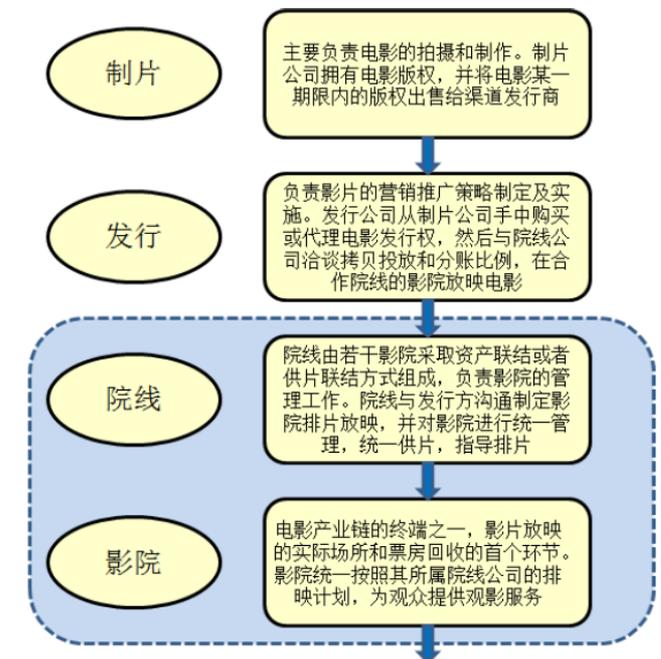
中国电影产业链概览之一



资料来源：联讯证券研究院

中国电影产业链概览之二：制片商、发行商、院线和影院为核心环节

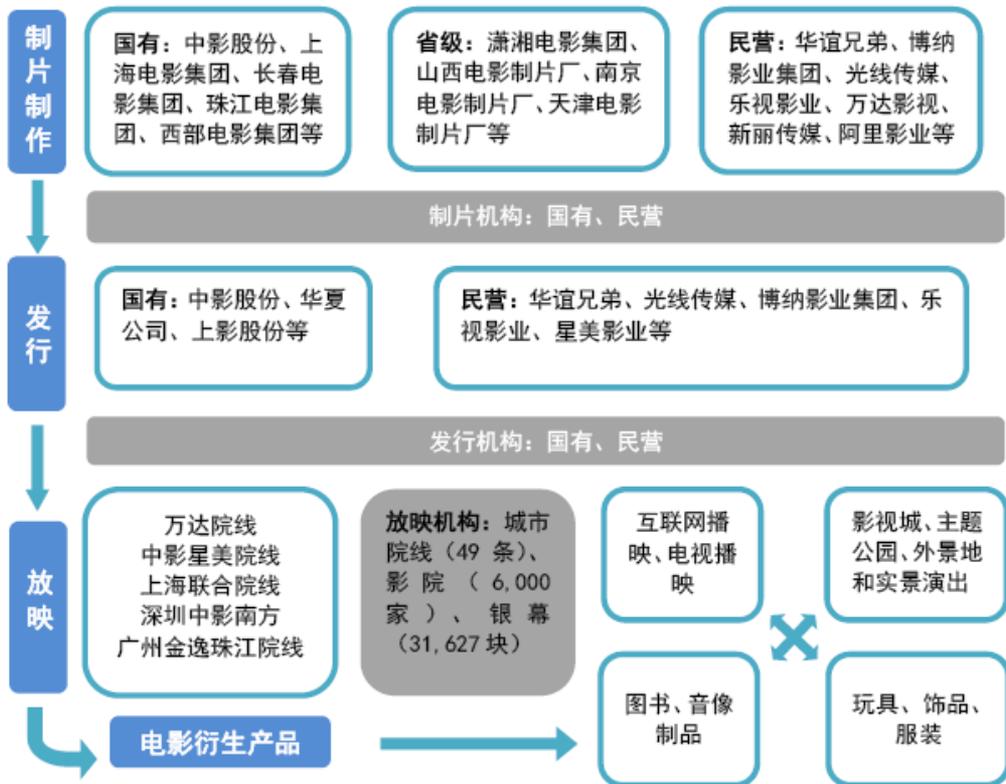
中国电影产业链概览之二





中国电影产业链概览之三：轻资产化，全产业链布局为趋势

中国电影产业链概览之三





电影爆款的盈利能力惊人——内容类标的具交易属性

▶ 爆款盈利能力惊人，以《红海行动》为例，投资额5亿，票房36.5亿，净利润31.5亿，净利润率630%。

《红海行动》投资方概况及利润一览

序号	出品公司	投资比例	投资额
1	北京博纳影业		
2	霍尔果斯博纳文化传媒	20%	1亿
3	博纳影视娱乐		
4	博纳影业集团		
5	中国人民解放军海政电视艺术中心	-	-
6	星梦工厂	10%	5,000万
7	英皇影业	10%	5,000万
8	鹿港文化	10%	5,000万
9	华夏电影	5%	2,500万
10	北京演艺集团	5%	2,500万
11	大地时代文化	5%	2,500万
12	霍尔果斯金逸影业	5%	2,500万
13	浙江横店影业	5%	2,500万
14	阿里巴巴影业	5%	2,500万
15	咪咕文化	5%	2,500万
16	捷成世纪文化	5%	2,500万
17	星空、东海电影集团等	约10%	约5,000万
	投资额合计	100%	5亿
	票房	-	36.5亿
	净利润	-	31.5亿
	净利润率	630%	

资料来源：猫眼，联讯证券研究院



联讯证券

爆款带来交易性机会

以《战狼2》为例，正式上映时间为2017年7月下旬，对应标的为北京文化（000802.SZ），在上映后8个交易日最高涨幅为67%。

《战狼2》上映期间，对应标的北京文化股价走势一览



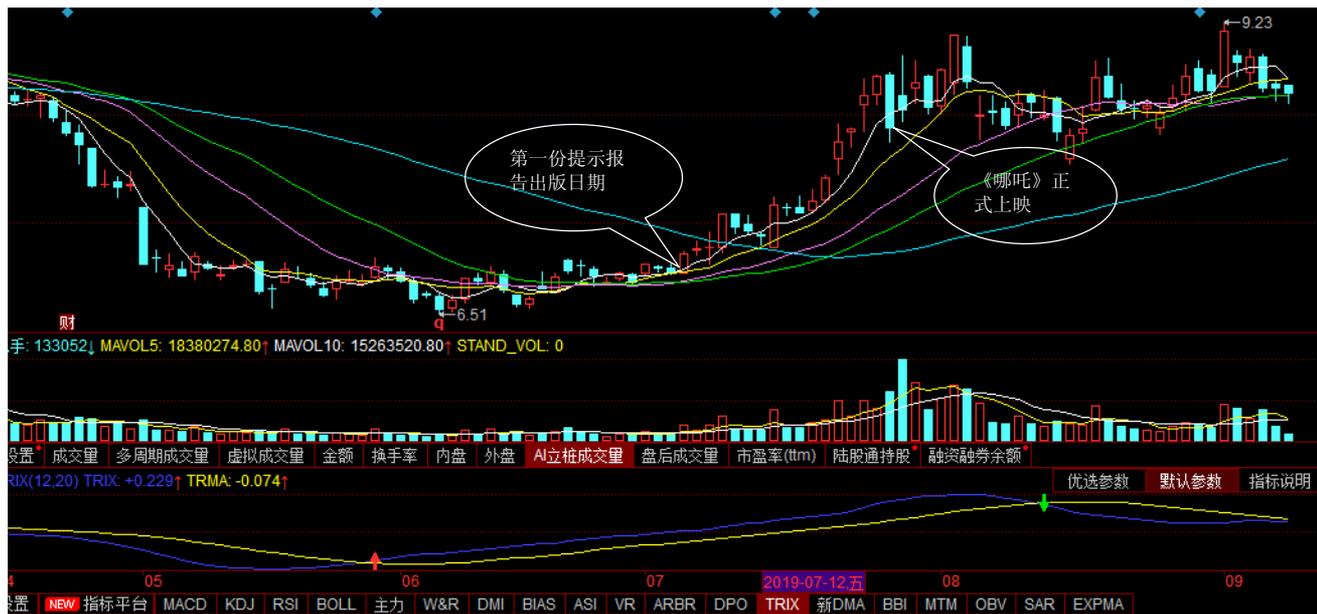
资料来源: Wind, 联讯证券研究院



依据该逻辑，我们提示光线传媒的投资机会

- ▶ 以《哪吒》为例，正式上映时间为2019年7月26日，我们分别于7月9日和7月19日出版报告，提示对应标的的光线传媒的投资机会。自报告出版之日起至股价最高点，录得28%的收益率。

《哪吒》上映期间，对应标的光线传媒股价走势一览



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



光线传媒（300251.SZ）——中国动漫电影领导者

- ▶ 公司致力于中国头部精品内容的创作，其业务涵盖制作、发行及互联网票务，其制作/发行的影片票房市场份额逾三成。
- ▶ 亮点一：公司于动漫电影领域布局前瞻，其投资几乎已涵盖中国顶级动漫制作团队。
- ▶ 亮点二：《中国神话系列》电影已有大致时间表，意味着盈利更为稳定可见，抬升估值中枢。
- ▶ 动漫电影效益放大性好，动漫形象成名后不会索取更高片酬，也不会长大，譬如永远的《猫和老鼠》及迪士尼（DIS.N）的《漫威系列》等。
- ▶ 下一步动漫大片《姜子牙》即将于1Q20上映，可酌机布局交易性机会。



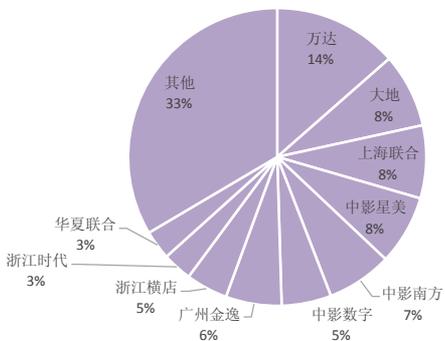
6 院线行业——集中度提升为趋势，领导者有望录得溢价



中国院线市场集中度提升为趋势， 份额争夺相对激烈

中国院线市场份额领导者份额相近

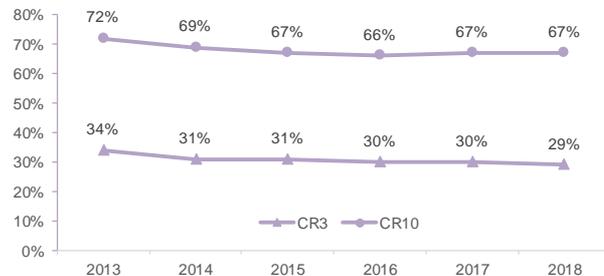
中国电影票房市场份额



资料来源：艺恩资讯 联讯证券研究院

中国院线票房集中度基本稳定

中国电影票房CR3和CR10



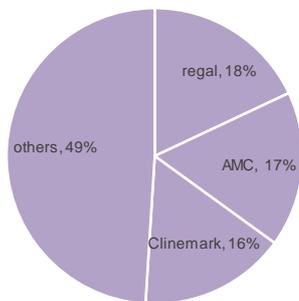
资料来源：艺恩资讯 联讯证券研究院



美国电影票房CR3为51%，且持续提升中

美国份额前三大院线

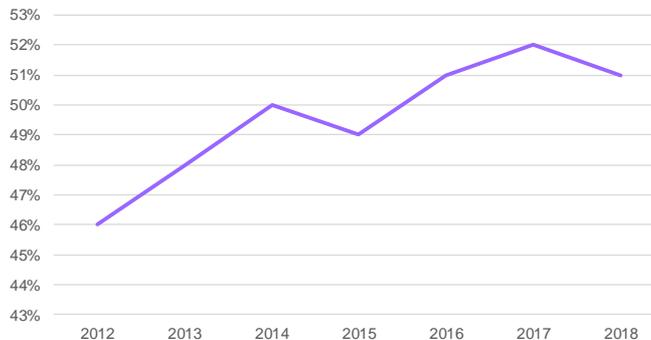
美国院线票房市场份额



资料来源：艺恩资讯 联讯证券研究院

北美院线集中度稳步提升中

中国电影票房CR3和CR10



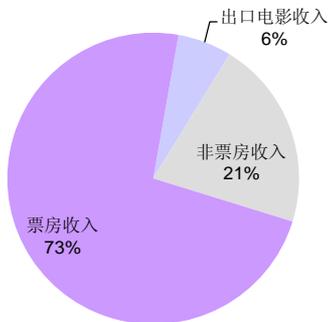
资料来源：艺恩资讯 联讯证券研究院



中美类比显示，非票业务具极大提升空间

2018年中国票房占整体院线收入的73%

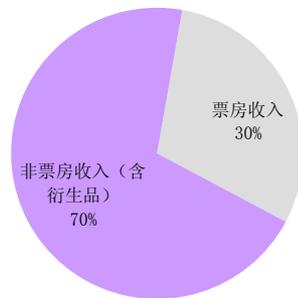
2018年中国院线收入构成



资料来源：猫眼微影 联讯证券研究院

美国非票房收入占比明显高于中国

2018年美国院线收入构成



资料来源：艺恩资讯 联讯证券研究院



联讯证券

并购为行业集中度提升的重要引擎

产业链相关方及互联网巨头为院线行业并购的主要参与者，意在获得市场份额提升和产业链协同效应。

院线重要并购事件

序号	收购时间	投资方	标的
1	2015/6/2	万达电影	Hoyts(澳大利亚)
2	2015/6/26	万达电影	重庆世茂等15家公司
3	2015/11/30	当代东方	中广院线
4	2016/2/3	万达电影	大连奥纳影城、北斗星投资
5	2016/5/9	阿里影业	大地影院
6	2016/5/16	当代东方	华彩天地
7	2016/8/22	阿里影业	杭州星际
8	2016/9/13	完美世界	今典院线、今典影城、今典文化
9	2016/10/16	中影集团	大连华臣
10	2016/12/6	汉鼎宇佑	太平洋营业、乐清时代、杭州星影
11	2016/12/12	长城影视	博纳影业
12	2017/1/1	阿里影业	南京派瑞
13	2017/1/1	恒大	美嘉欢乐影城
14	2017/1/25	大地影院	橙天嘉禾
15	2017/3/9	大地院线	恩施高德
16	2017/3/7	保利文化	行星文化
17	2017/3/30	当代东方	威利斯影院
18	2017/7/1	华谊兄弟	大地院线
19	2017/9/1	华人文化	UME国际影城
20	2017/9/30	橙天嘉禾	嘉年华影业(新加坡)

资料来源：艺恩资讯，联讯证券研究院



影城资产的核心壁垒——资金实力和商业地产的经营能力

- ▶ 影城商业模式类似商业地产。
- ▶ 固定成本偏高，租金成本占比逾三成，在整个产业链中为相对重资产的行业，资金实力为重要壁垒（扩张或并购）。
- ▶ 通过周边配套设备/产品/服务为影院引流，实现票房及非票收入增长。要求具备良好的商业地产经营能力。
- ▶ 现金流节奏渐入佳境（类似商业地产）。



院线经营——选址为重点

- ▶ 城市维度：消费能力、平均票价和观影人次等指标。
- ▶ 容量：3公里范围内若有30万人口可支撑1家影院，50万可支撑2家。
- ▶ 此外进入商业地产也考虑配套设施，餐饮休闲娱乐等。



万达电影（00739.SZ）——中国院线行业份额领导者

- ▶ 公司连续十年稳居中国院线市场票房份额第一。
- ▶ 具备雄厚的商业地产背景。



7 中国游戏行业——头部化和研运一体为趋势



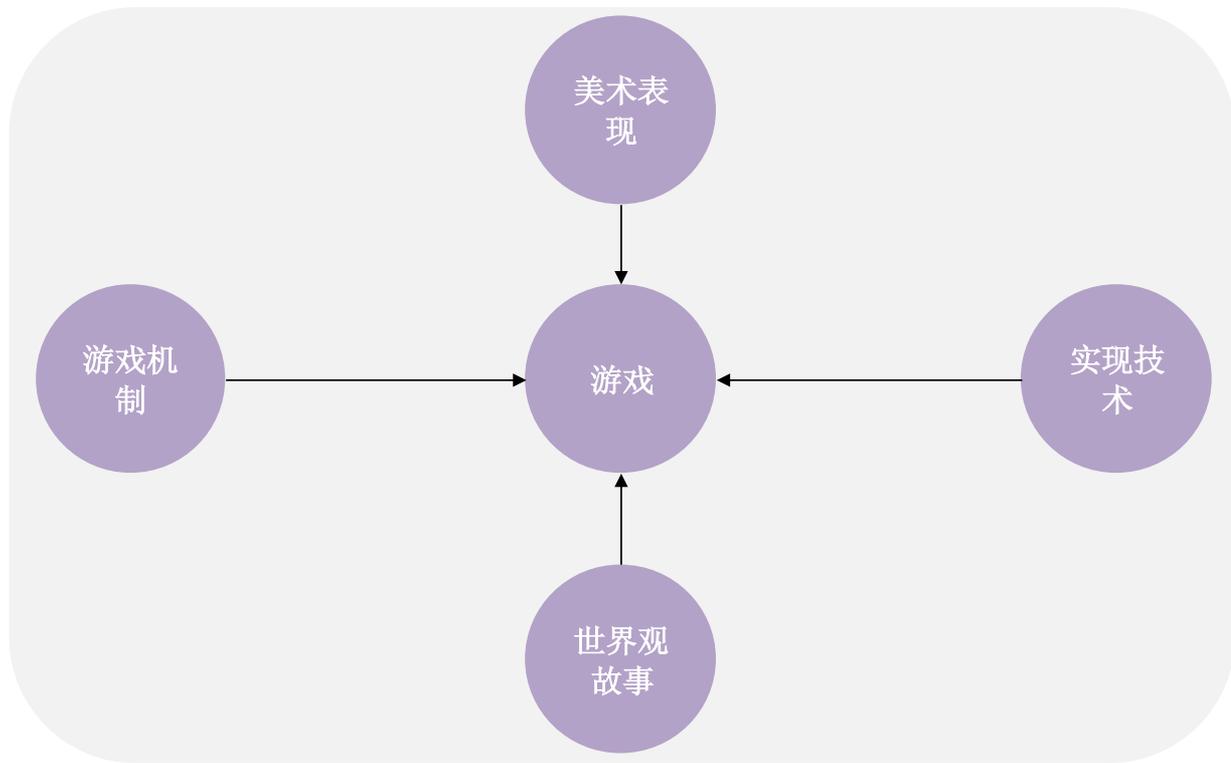
中国游戏产业链概览：研发商、发行商和运营商为核心环节

中国游戏产业链概览





游戏四要素：游戏机制、实现技术、世界观和美术表现





中国游戏行业之国际比较：免费的游戏，收费的道具

- ▶ 中国游戏行业PC端向移动端迁徙的趋势延续。
- ▶ 游戏品类：中国以移动游戏、客户端游戏和网页游戏为主导；国际上以PC和Console为主。
- ▶ 盈利模式：中国游戏免费/道具收费；国际上付费购买和下载为主。
- ▶ 社交：中国更注重联网与PvP；国际上单机和联网并重。
- ▶ 研发重心：中国以道具与数值体系为主；国际上注重视觉效果和玩法体验。
- ▶ 市场格局：中国的发行由大型渠道公司垄断；国际上大IP研发/发行公司和大量独立创新团队。
- ▶ 渠道：中国以线上为主；国际上线上平台与线下零售并重。
- ▶ 用户年龄段：中国用户年龄段以16至30岁为主；国际上20至40岁更成熟。
- ▶ 产品文化：中国局限于亚洲，国际产品全球渗透力强。



中国游戏市场格局分析：头部厂商以平台和大IP精品取胜，中部厂商以研运一体或发行/渠道优势突围

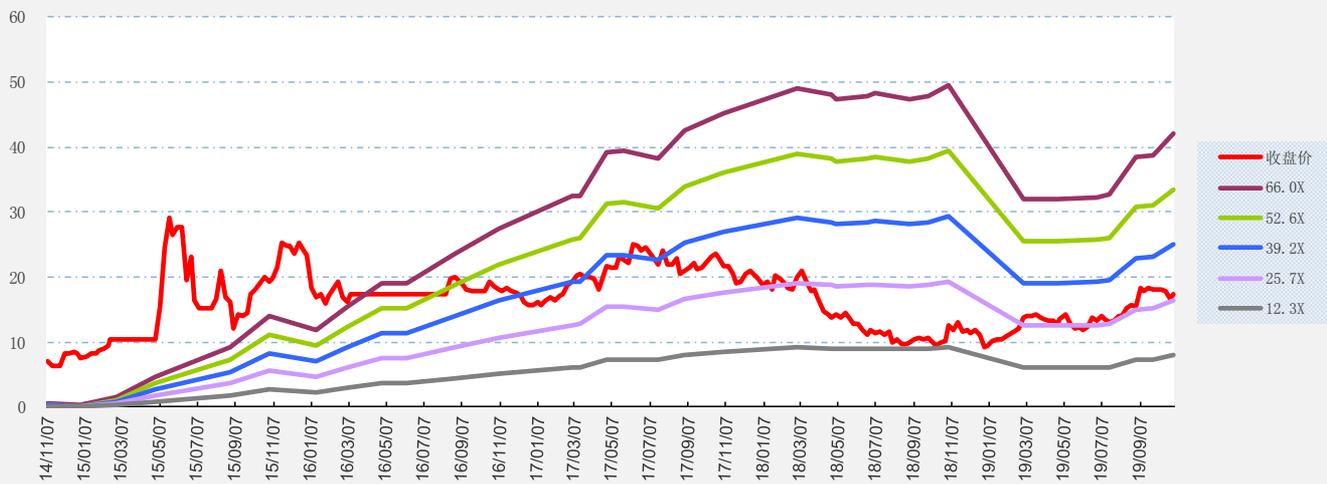
- ▶ 中国游戏厂商头部主导特质明显：目前腾讯（700.HK）和网易（NTES.N）收入合计约占七成，第二梯队则主要是研运一体化公司，游戏发行商和游戏渠道商。两大头部参与者产品策略亦有差别，腾讯依靠巨大流量（微信和QQ）最大化产品价值，网易以大IP走精品细分品类路线吸引用户。
- ▶ 中尾部厂商策略：（1）研运一体化厂商，如三七互娱（002555.SZ），采取的策略主要有客户端游戏改移动端游戏，多元化产品布局，单一产品聚焦；（2）游戏发行商，如中国手游和昆仑万维（300418.SZ）；（3）游戏渠道商，如应用宝、百度（BIDU.O）、360（601313.SH）、UC九游和小米。
- ▶ IP策略：IP的来源主要有网文、影视和动漫等，游戏的IP变现价值大。IP对于游戏厂商特别是移动游戏而言，价值在于降低产品上线初期的客户获取成本。
- ▶ 中国游戏产业的产品趋势：移动游戏仍处于高增期，然行业准入门槛提升，客户端游戏改移动游戏和二次元游戏为近2至3年的热点；产品趋于重度化；移动游戏玩家对美术效果、人设和剧情追求进一步精品化。
- ▶ 头部参与者持续收割中尾部客户：Questmobile数据显示，各规模区间MAU的APP数量均呈下滑态势，显示用户集中度进一步提升。



内容类相关标的——三七互娱 (002555.SZ)，VR/AR和云游戏可期

- 为领先二线蓝筹，研运一体商业模式提供足够用户粘性，精细化运营和丰富IP储备，持续稳定现金流可期。AR/VR游戏已有储备，为加拿大的Achiart和上海天舍文化，天舍的自营真人密室游戏“L的密室”上海已正式运营逾两年。目前股价对应2019年PE19倍。总市值365亿。

三七互娱PE区间 (TTM)



说明：基于2019年10月31日收盘价
资料来源：Wind、联讯证券研究院

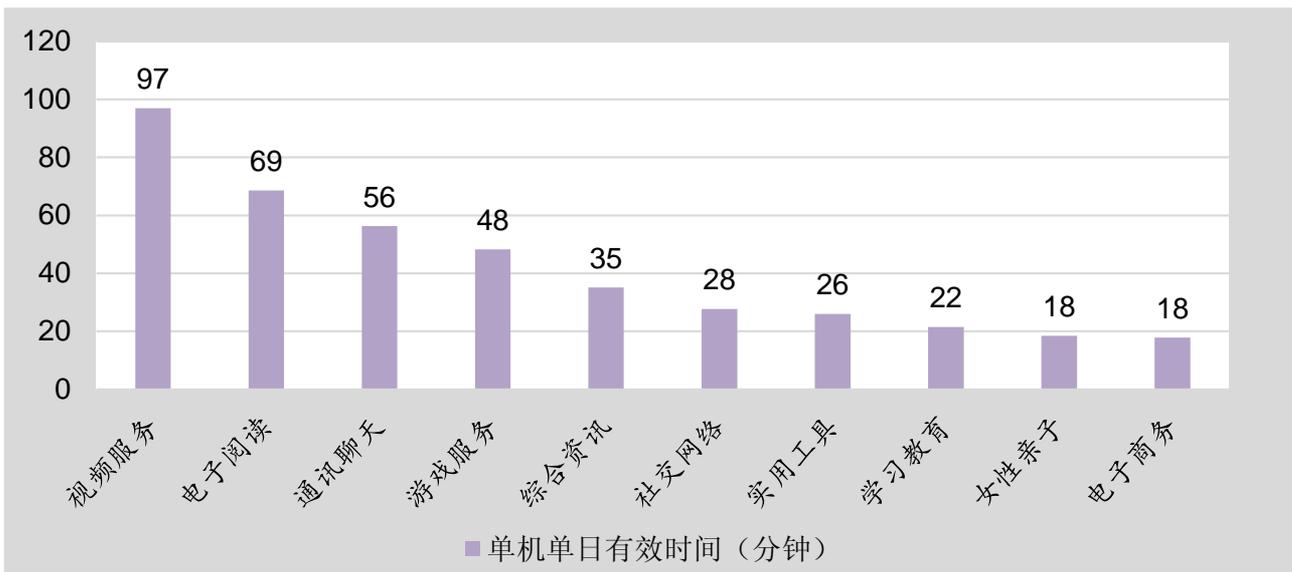


8 中国视频付费行业——平台型公司为首选股



视频占用中国用户最多的互联网在线时间

2018年12月中国移动端主要互联网服务类别单机单日有效时间



资料来源: QuestMobile, 联讯证券研究院



中国视频付费市场为高增期，广告和内容付费为主要收入贡献者

中国视频付费市场为高增期



资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券研究院

广告和内容付费为主要收入贡献者



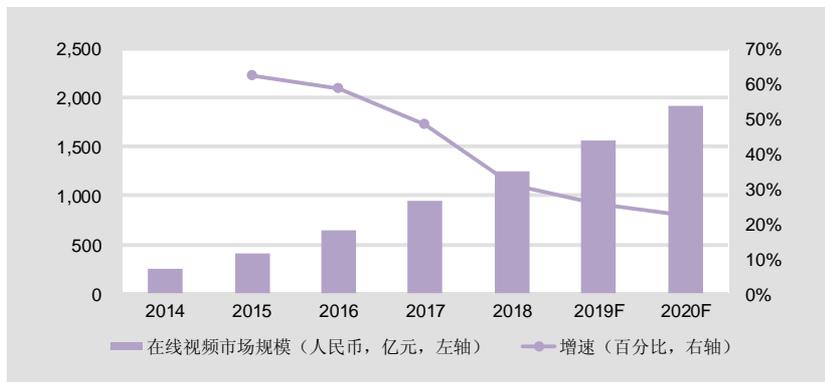
资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券研究院



中国视频付费用户基数庞大，且正快速增长

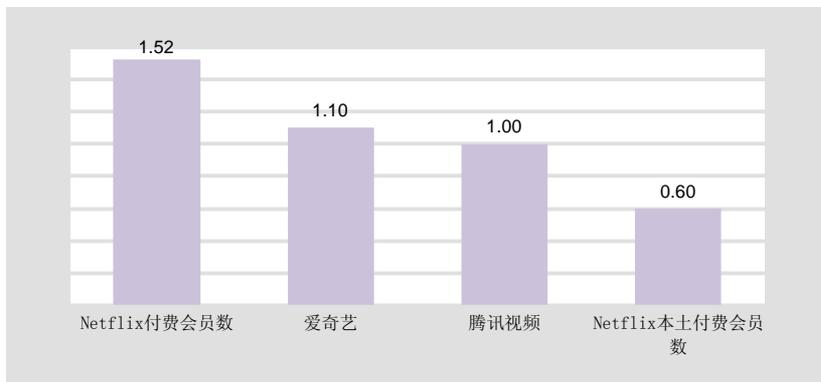
- ▶ 中国视频付费用户规模经历了井喷式的增长从2013年的80万到2017年的突破一亿，年复合增长率达120%。目前爱奇艺和腾讯视频各自付费会员数量均已超过一亿，远超过Netflix在2Q19财报中公布的6,010万美国本土付费会员数量。

中国视频付费用户数预估按年增长超过25%



资料来源: 艾瑞咨询, 联讯证券研究院

中国视频付费用户数目前已超越Netflix本土会员数



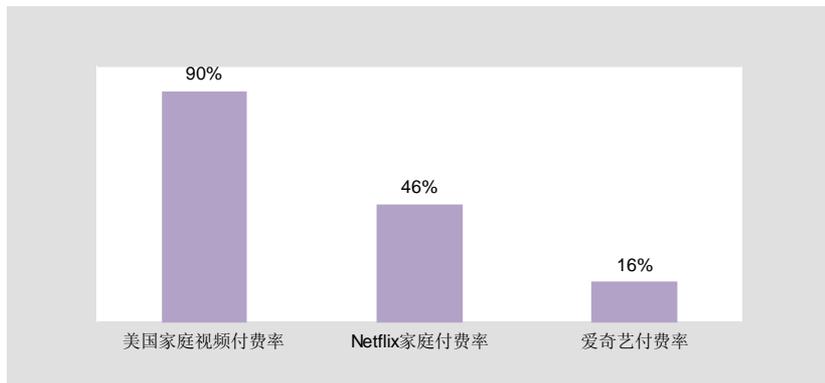
资料来源: 艾瑞咨询, Netflix, 联讯证券研究院



类比成熟市场美国，中国拥有庞大的视频付费基数和较低的付费率，意味着行业上行空间极大

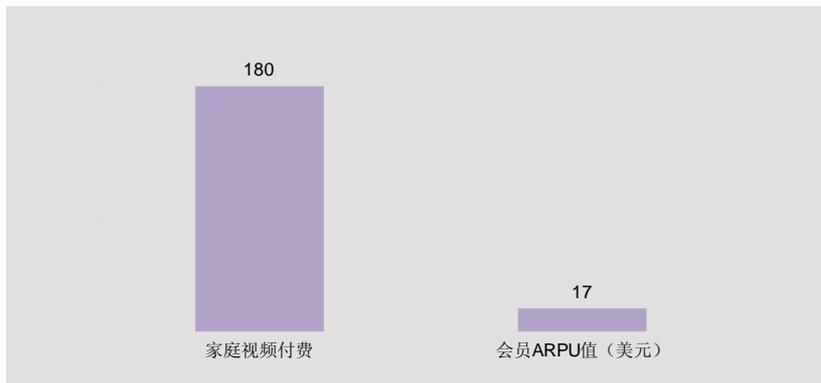
- ▶ 中国市场份额第一的爱奇艺（IQ.O）付费率为16%，远低于美国家庭视频付费率90%；同期ARPU值也不足美国的十分之一。

中国和美国视频付费率比较



资料来源：艾瑞咨询， 联讯证券研究院

中国和美国视频ARPU值比较

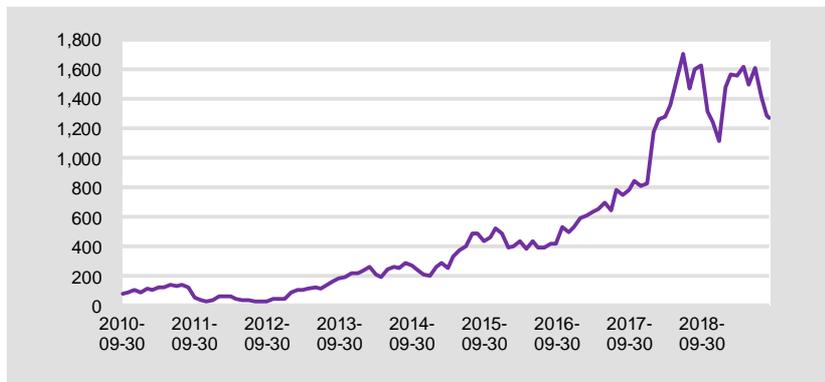


资料来源：艾瑞咨询， Netflix， 联讯证券研究院



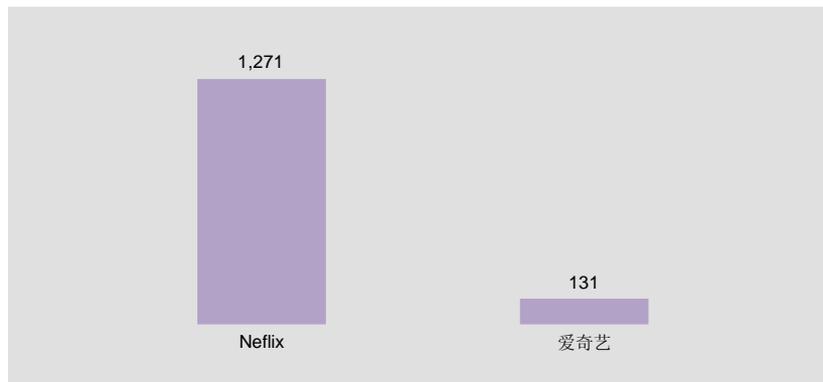
Netflix自上市以来市值涨幅逾15倍，目前爱奇艺市值约为同期Netflix的十分之一

Netflix上市以来市值走势（美元，亿）



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

Netflix和爱奇艺市值比较（美元，亿）



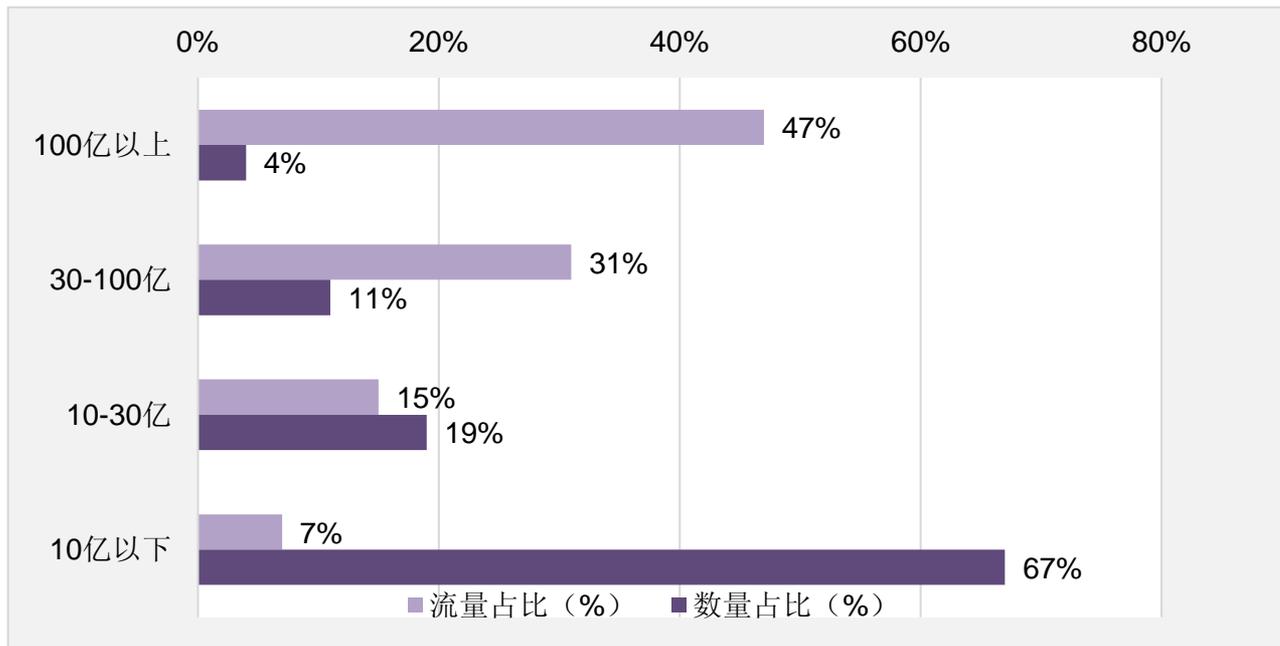
资料来源: Netflix, 爱奇艺, 联讯证券研究院



中国视频内容头部化趋势明显

- ▶ 2018年网络播放量超过100亿次的头部剧达到12部，仅占全年电视剧播出量的4%，却贡献了高达47%市场流量，86%的长尾部剧只获得了22%的市场空间。

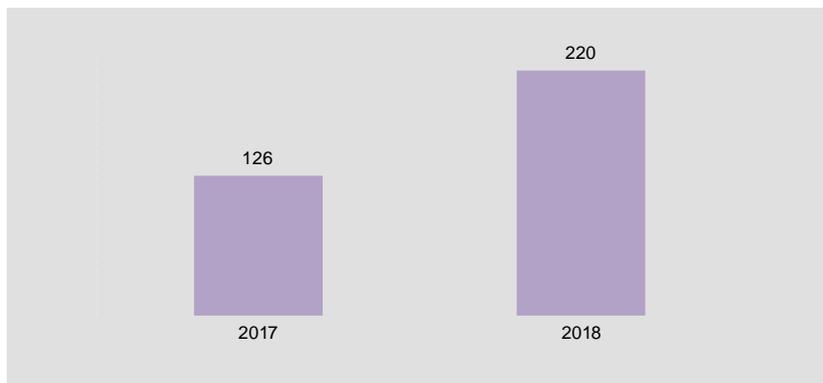
2018年占影视剧总量4%的百亿级头部剧播放流量占比45%





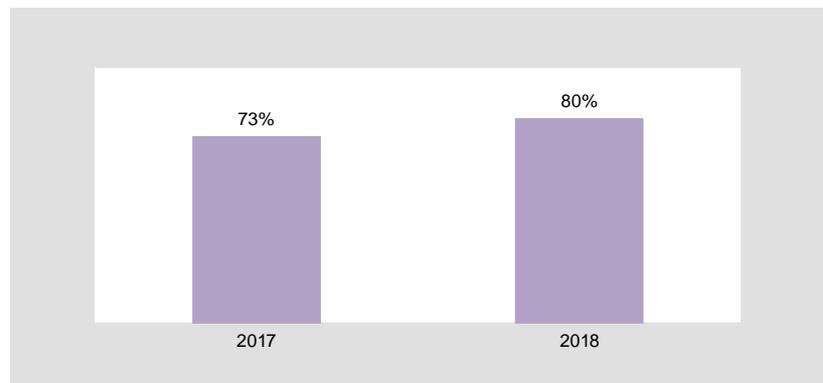
头部领导者持续加大内容投入以圈定粉丝

爱奇艺内容投入（人民币，亿）



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

爱奇艺内容开支占营收比重（百分比）

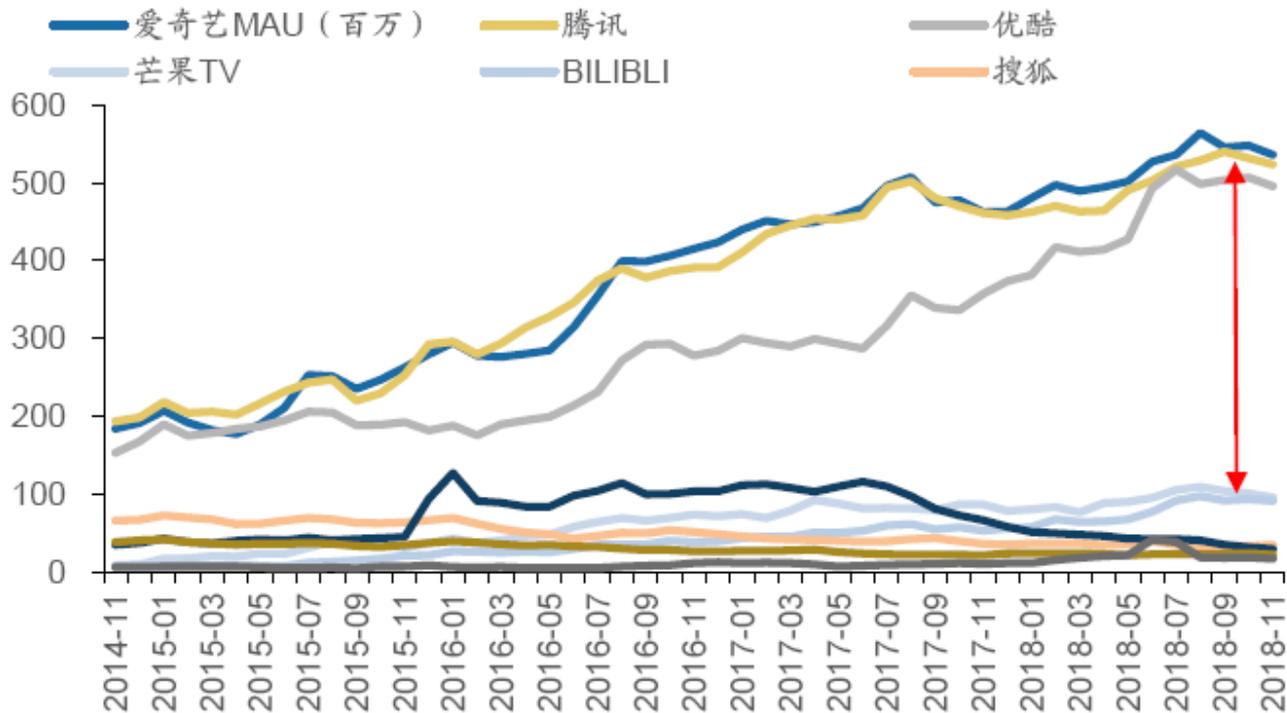


资料来源：公司资料，联讯证券研究院



中国视频内容格局一览：爱优腾为第一梯队，芒果和B站稳居第二

中国主流视频网站MAU一览



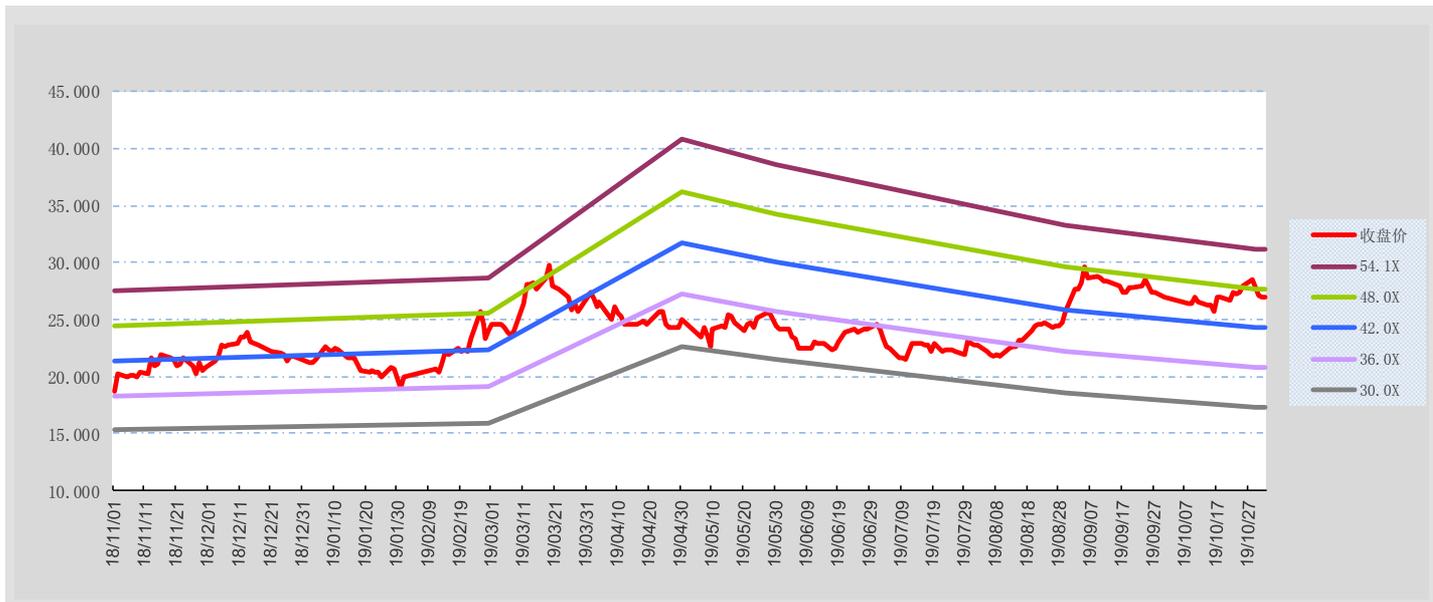
资料来源：芒果超媒，联讯证券研究院



内容类相关标的——芒果超媒 (300413.SZ)， 高清视频

- ▶ 公司稳居中国视频网站第四，为湖南广电视频业务唯一平台，拥有湖南卫视自制电视剧和综艺的独播权。1H19芒果TV付费会员数同比增长150%，目前股价对应2019年PE41倍。总市值481亿。

芒果超媒PE区间 (TTM)



说明：基于2019年10月31日收盘价
资料来源：Wind、联讯证券研究院

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。