

2020年02月14日

捷成股份 (300182.SZ)

## 轻装上阵，预计将受益于5G商用落地

■**受益于超高清视频产业规划。**公司系音视频技术供应商出身，主要为广电用户提供从采集到节目编排的一体化解决方案，市场份额处于行业前列。面向5G，公司积极布局超高清视频的技术研发，2018年下半年中标央视超高清制作岛、4K演播室等多个项目。超高清视频产业政策不断加码，2019年3月1日，工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》，广东、北京、上海、青岛等城市也推出了相应的超高清视频产业规划，下游客户需求开始起步，公司作为头部供应商有望从中受益。

■**平台入局方增加，将有效提振对长视频版权的需求。**公司旗下拥有版权运营商龙头华视网聚，截止2019Q3集成新媒体电影版权7415部，电视剧1569部，动画片1009部，拥有丰富的优质版权资源。从产业格局来看，下游新平台加速入局：1)以华为视频为代表的新入局方；2)短视频平台入局长视频领域。我们判断，平台入局方增加将拉动对长视频版权的需求，预期华视网聚将受益于版权端需求提振，业绩持续增长。

■**预计将计提大额商誉，轻装上阵。**公司在2015-2016年通过外延并购积累了较高的商誉。根据2019年业绩预告披露，公司拟继续计提约16.56亿商誉减值，商誉账面价值将减少至30.46亿，并且主要由收购版权运营龙头公司华视网聚而形成（占比96.13%），预期商誉减值风险将显著降低。

■**投资建议：**公司在技术端受益于超高清视频产业规划，我们判断现在正处于4G向5G的过渡期，平台入局方增加将有效拉动对长视频版权的需求，具备较高的业绩弹性，我们预计公司2019年-2021年的归母净利润为-23.6亿、6.3亿、7.9亿，对应EPS为-0.92元、0.25元、0.31元。考虑到公司技术、长视频版权均持续受益于5G商用落地的产业化过程，给予“买入-A”的投资评级。

■**风险提示：**5G推进节奏低于预期、超高清产业规划的落地进度低于预期、影视受行业调整及疫情影响超预期、商誉减值风险。

## 公司分析

证券研究报告

行业应用软件

投资评级 **买入-A**

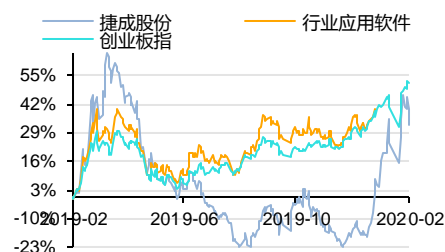
首次评级

股价 (2020-02-14) **5.65元**

### 交易数据

总市值(百万元)	14,548.53
流通市值(百万元)	10,119.34
总股本(百万股)	2,574.96
流通股本(百万股)	1,791.03
12个月价格区间	3.28/7.01元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.67	29.25	-19.16
绝对收益	14.6	52.29	33.25

**焦娟**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001  
jiaojuan@essence.com.cn  
021-35082012

**陈旻**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519100002  
chenmin1@essence.com.cn

**李雪雯**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519090005  
lixw3@essence.com.cn

### 相关报告

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,365.9	5,028.2	3,738.7	4,352.8	5,211.1
净利润	1,074.4	93.6	-2,359.4	631.2	792.8
每股收益(元)	0.42	0.04	-0.92	0.25	0.31
每股净资产(元)	3.81	3.81	2.92	3.04	3.20
<b>盈利和估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
市盈率(倍)	14.3	163.6	-6.5	24.3	19.3
市净率(倍)	1.6	1.6	2.0	2.0	1.9
净利润率	24.6%	1.9%	-63.1%	14.5%	15.2%
净资产收益率	10.9%	1.0%	-31.4%	8.1%	9.6%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	2.1%	2.6%
ROIC	12.9%	1.9%	-18.1%	12.8%	11.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 捷成股份：深耕音视频技术与版权内容</b> .....	<b>5</b>
1.1. 公司历程：以音视频技术起家，兼具技术与版权内容端实力.....	5
1.2. 财务概况：预计将计提大额商誉，轻装上阵.....	6
<b>2. 音视频技术：头部供应商，受益于超高清视频产业规划</b> .....	<b>8</b>
2.1. 深耕音视频技术，系行业头部供应商.....	8
2.2. 受益于超高清视频产业规划，有望增厚业绩.....	9
<b>3. 版权运营：龙头地位稳固，受益于平台方增加对版权需求的拉动</b> .....	<b>11</b>
3.1. 卡位版权运营，龙头地位进一步稳固.....	11
3.2. 受益于平台方增加对长视频版权的需求，同时积极拓展海外发行市场.....	13
<b>4. 其他业务：影视剧战略性收缩，智慧教育成效初现</b> .....	<b>15</b>
4.1. 影视剧：受行业调整影响，影视剧业务战略性收缩.....	15
4.2. 智慧教育：业务布局有序推进，成效逐步显现.....	15
<b>5. 投资建议</b> .....	<b>16</b>
5.1. 盈利预测.....	16
5.2. 估值分析.....	17
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>17</b>

## 图表目录

图 1：捷成股份历史沿革.....	5
图 2：公司股权结构及部分子公司构成.....	6
图 3：2015-2019Q3 营业收入及同比增速.....	6
图 4：2015-2019Q3 归母净利润及同比增速.....	6
图 5：2015-2018 主营业务收入（亿）.....	7
图 6：2016-2018 年主营业务结构变化.....	7
图 7：2015-2019Q3 主营业务毛利率.....	7
图 8：受摊销政策影响影视版权运营及服务毛利率的变化.....	7
图 9：2015-2019Q3 三项费用率.....	8
图 10：2015-2019E 商誉账面价值.....	8
图 11：电视台业务流程及对应的系统需求.....	9
图 12：Fraunhofer IIS 与捷成世纪为中国 3D 音频标准定义的解码器.....	11
图 13：版权运营产业链.....	11
图 14：2014-2015 电视剧版权采购数量市场份额.....	12
图 15：2014-2015 电影版权采购数量市场份额.....	12
图 16：公司版权资源库持续丰富（单位：部）.....	12
图 17：华视网聚与佳韵社内容数量对比（单位：部）.....	12
图 18：华为视频&西瓜视频.....	14
图 19：YouTube 上的旗舰频道“捷成华视—偶像剧场”.....	14
图 20：捷成文化教育传播生态.....	15
表 1：受采购成本摊销政策影响下的影视版权运营及服务毛利率变化推演.....	7
表 2：2019 年子公司商誉构成.....	8
表 3：主要产品与服务中竞争厂商.....	9
表 4：各省市超高清视频产业发展计划.....	10

表 5: 2019 年部分新增的版权内容.....	13
表 6: 盈利预测.....	16
表 7: 可比公司估值.....	17

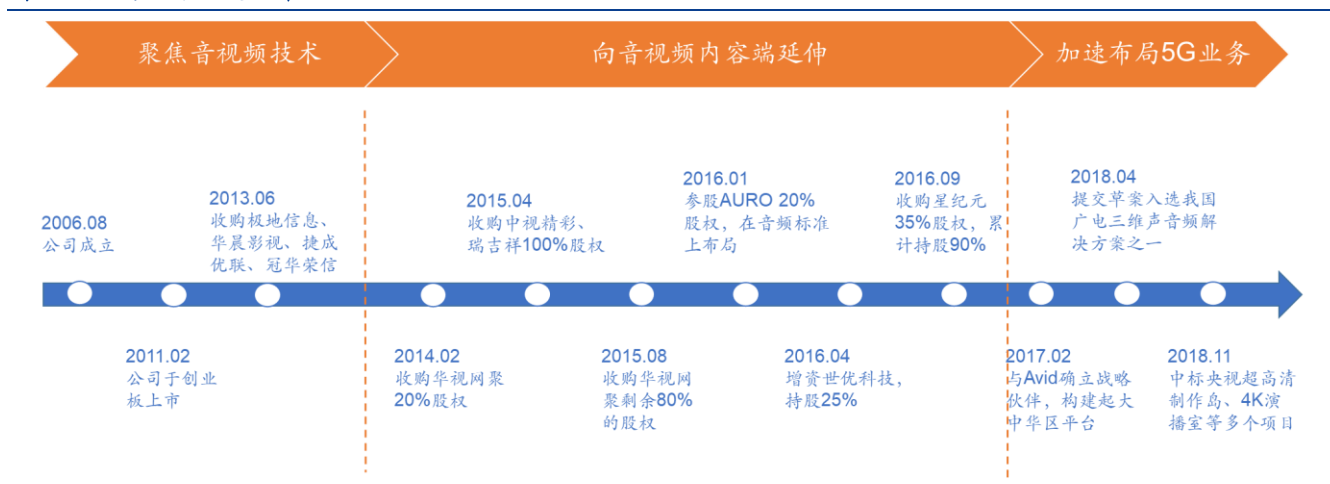
## 1. 捷成股份：深耕音视频技术与版权内容

### 1.1. 公司历程：以音视频技术起家，兼具技术与版权内容端实力

公司于 2006 年成立，2011 年于创业板上市，目前公司集中于两个方向拓展业务均具有领先的行业地位：一是在技术端，为央视等广电、政府客户提供音视频整体解决方案，市场份额居于行业前三；二是在内容端，公司覆盖从内容制作到版权分发的多个产业链环节，其中旗下华视网聚占据版权分发龙头地位。面向 5G，公司兼具技术与版权内容实力，有望受益于 5G 商用落地的产业化进程，实现快速增长。

从发展历程来看，公司主要经历了三个阶段：**1) 2006-2013 年，深耕音视频技术领域。**公司自 2006 年成立以来主营业务便为面向广电等客户提供基于音视频的技术解决方案，并于 2011 年凭借该业务成功上市。上市后通过收购基地信息、华晨影视、捷成优联、冠华荣信完善音视频技术产业链；**2) 2014-2016 年，外延并购奠定内容端行业地位。**公司以收购华视网聚 20% 为起点，开始从音视频技术延伸至内容领域，收购了包括中视精彩、瑞吉祥、星纪元等影视制作公司，并增持华视网聚剩余 80% 的股权，奠定了在内容制作、版权分发的行业地位；**3) 2016 年起，加速布局 5G 业务。**面临行业技术升级，2016 年 2 月，公司参投 AURO 获得 20% 股权，开始在音频标准上发力，后续牵头制定了三维声标准草案；2018 年 11 月，公司中标央视超高清制作岛、4K 演播室，进一步推进 5G 业务的布局。

图 1：捷成股份历史沿革

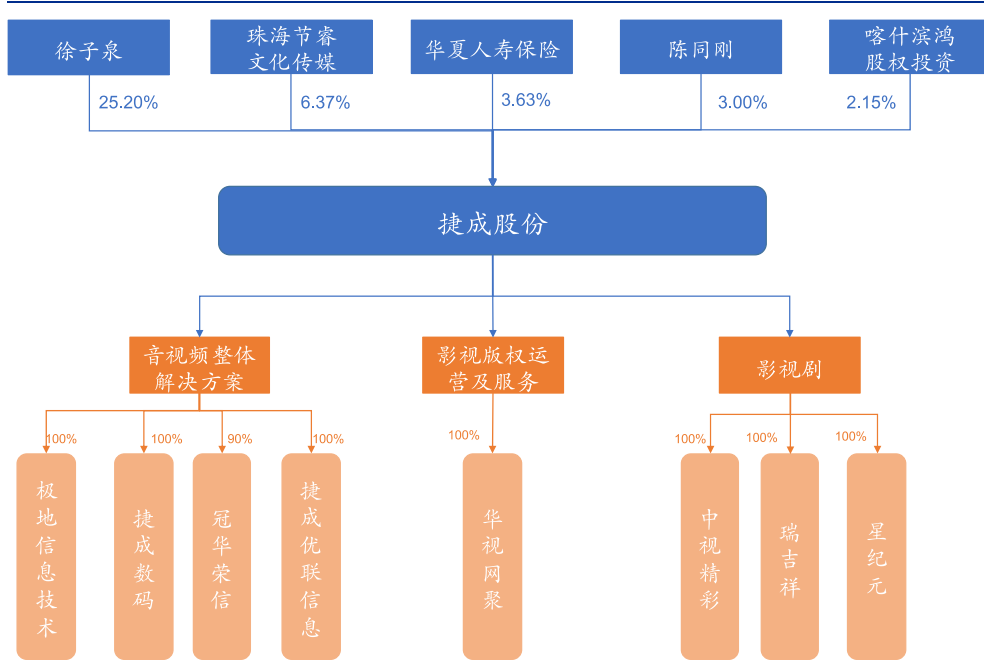


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**实控人具备深厚的广电背景。**截止 2019Q3，公司前五大股东依次为徐子泉、珠海节睿、华夏人寿保险、陈同刚、喀什滨鸿，持股比例为 25.20%、6.37%、3.63%、3.00%、2.15%。徐子泉为公司实际控制人，曾任国家广电总局科技委电视专业委员会特邀委员，中国电影电视技术协会常务理事，并荣获 2008 年度广电行业“十大企业风云人物”、中国广播电视设备工业协会授予的“科技创新优秀企业家”等多个荣誉称号，具有较高的行业地位与丰富的广电系资源禀赋。

截止 2018 年底，公司共有 41 家子公司，包括技术公司捷成数码、冠华荣信，版权运营商华视网聚，影视剧制作公司中视精彩、瑞吉祥、星纪元等。

图 2：公司股权结构及部分子公司构成

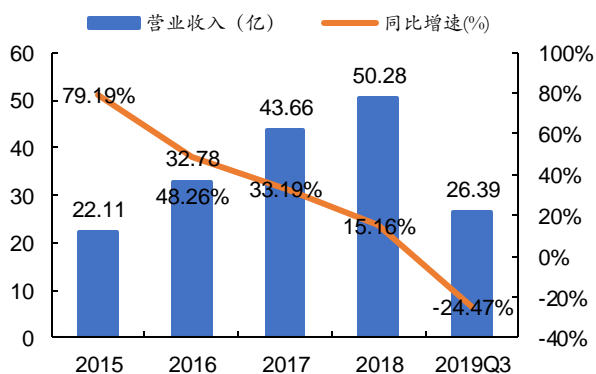


资料来源：Wind，安信证券研究中心（注：截止 2020 年 1 月 6 日，珠海节睿已减持至 3.37%）

## 1.2. 财务概况：预计将计提大额商誉，轻装上阵

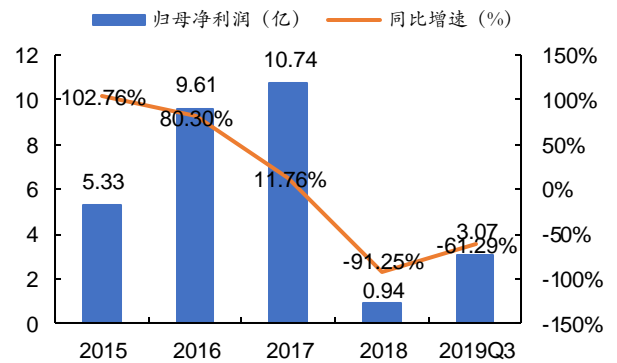
**营收与归母净利润增速回落。**2018 年公司实现营业收入 50.28 亿，同比增速为 15.16%；归母净利润为 0.94 亿，同比增速为-91.25%，归母净利润下滑主要系计提 8.45 亿商誉减值。2019Q3 公司实现营业收入 26.39 亿，同比增速为-24.47%；归母净利润为 3.07 亿，同比增速为-61.29%。2019Q3 营收与归母净利润进一步回落，业绩处于相对较低水平。

图 3：2015-2019Q3 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

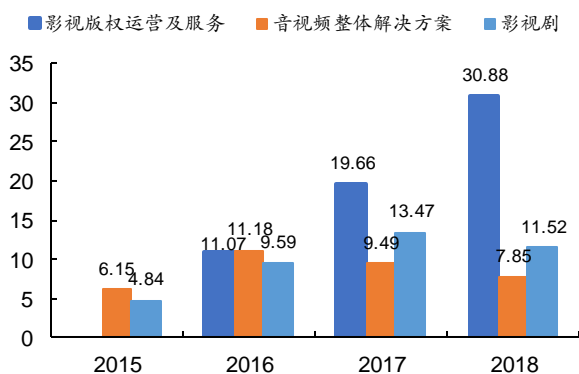
图 4：2015-2019Q3 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

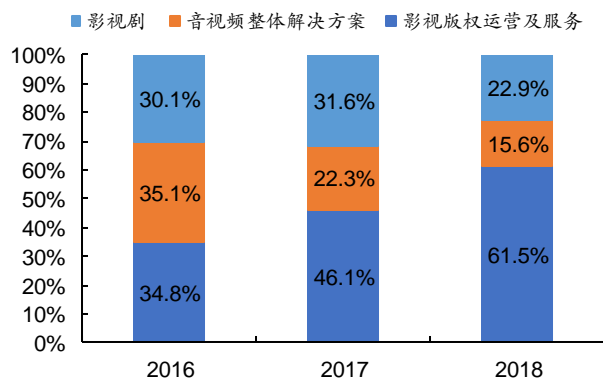
公司主营业务包括影视版权运营及服务、音视频整体解决方案、影视剧三部分，2018 年营业收入分别为 30.88 亿、7.85 亿、11.52 亿。从趋势来看，公司作为版权分发龙头公司业务持续增长，2015-2018 年影视版权运营及服务收入的复合增速为 71.23%；传统音视频整体解决方案业务连续下降，趋势有待扭转；受到行业调整影响，影视剧业务有所下滑。整体来看，版权分发业务占比提升，逐步取代音视频技术成为公司最重要业务，2018 年影视版权运营及服务、音视频整体解决方案、影视剧的占比分别为 61.5%、15.6%、22.9%。

图 5：2015-2018 主营业务收入（亿）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

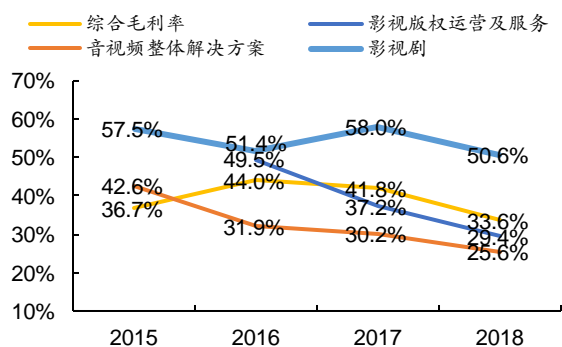
图 6：2016-2018 年主营业务结构变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

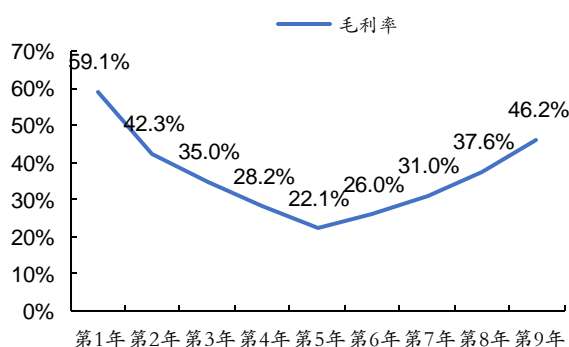
2018 年影视版权运营及服务、音视频整体解决方案、影视剧毛利率分别为 29.4%、25.6%、50.6%，均较前期有所下滑。其中影视版权运营及服务毛利率下滑主要受摊销政策影响（采购成本摊销期限多为 5 年，摊销比例依次为 50%、20%、10%、10%、10%），随着版权运营收入增加，毛利率有望回升；音视频整体解决方案业务毛利率短期下滑，预期后续将受益于超高清视频项目的落地得以改善；影视剧业务主要受到大环境影响也呈现下滑状态。综上，2018 年公司综合毛利率为 33.6%，

图 7：2015-2019Q3 主营业务毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：受摊销政策影响影视版权运营及服务毛利率的变化



资料来源：安信证券研究中心（注：毛利率数据基于表 1 测算）

表 1：受采购成本摊销政策影响下的影视版权运营及服务毛利率变化推演

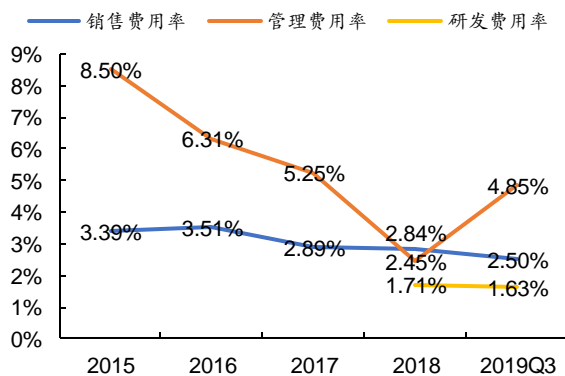
单位	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	第 9 年
当期收入合计	11.50	11.65	11.85	12.10	12.43	12.86	13.41	14.14	15.08
版权销售收入	11	11	11	11	11	11	11	11	11
版权运营收入	0.50	0.65	0.85	1.10	1.43	1.86	2.41	3.14	4.08
当期成本合计	5	7	8	9	10	10	10	10	10
采购成本	10	10	10	10	10	10	10	10	10
第 1 年采购成本摊销	5	2	1	1	1				
第 2 年采购成本摊销		5	2	1	1	1			
第 3 年采购成本摊销			5	2	1	1	1		
第 4 年采购成本摊销				5	2	1	1	1	
第 5 年采购成本摊销					5	2	1	1	1
第 6 年采购成本摊销						5	2	1	1
第 7 年采购成本摊销							5	2	1
第 8 年采购成本摊销								5	2
第 9 年采购成本摊销									5
毛利	6.5	4.65	3.85	3.10	2.43	2.86	3.41	4.14	5.08
毛利率	59.1%	42.3%	35.0%	28.2%	22.1%	26.0%	31.0%	37.6%	46.2%

资料来源：安信证券研究中心（注：数据仅用于演算过程，不同于实际业务数据。假设：每年采购成本为 10 亿；当期销售收入为 11 亿；第 1 年版权运营收入为 0.5 亿，后续年平均增速为 30%。）

费用率下滑,控费能力突出。2018 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 2.84%、2.45%、1.71%, 合计费用率为 7%, 费用率水平较低。从趋势来看, 三项费用率较于前期处于持续下滑状态, 表明公司具备较强的控费能力。

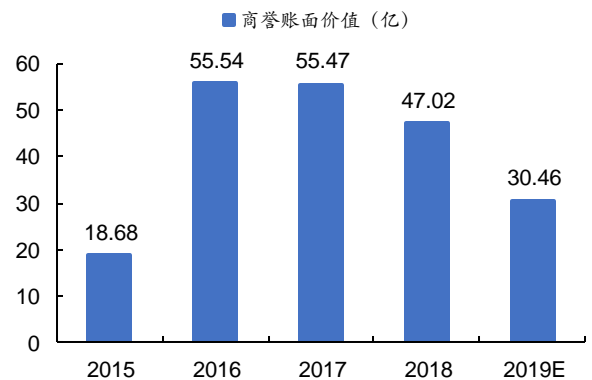
拟计提大额商誉减值, 影视剧子公司商誉逐步消化。公司因外延并购积累了大额的商誉, 受到影视行业调整影响, 2018 年公司计提商誉减值 8.45 亿元, 主要系计提中视精彩商誉减值 7.52 亿与瑞吉祥影视的商誉减值 0.76 亿, 是公司业绩下滑的主要原因。根据 2019 年业绩预告披露, 公司拟计提约 16.56 亿商誉减值, 主要来自于瑞吉祥影视 (9.40 亿)、星纪元影视 (6.71 亿), 进一步降低因并购影视子公司而造成的商誉减值风险。预期 2019 年底, 公司商誉将减至 30.46 亿, 剩余商誉主要由收购版权运营龙头公司华视网聚而形成 (占比 96.13%)。

图 9: 2015-2019Q3 三项费用率



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 10: 2015-2019E 商誉账面价值



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心 (注: 2019 年已扣除业绩预告中所披露的计提商誉)

表 2: 2019 年子公司商誉构成

子公司	主营业务	商誉形成原因	期初商誉账面价值 (亿)	预计 2019 年计提商誉减值	预计 2019 年期末商誉账面余额
北京冠华荣信	系统集成	2013 年收购其 61% 股权	0.44	0.44	0
东阳瑞吉祥影视	影视剧制作	2015 年收购	9.40	9.40	0
捷成华视网聚	版权运营	2016 年收购剩余 80% 的股份	29.28	-	29.28
星纪元影视文化	影视剧出品	2016 年股权增持至 90%	7.89	6.71	1.18

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 2. 音视频技术: 头部供应商, 受益于超高清视频产业规划

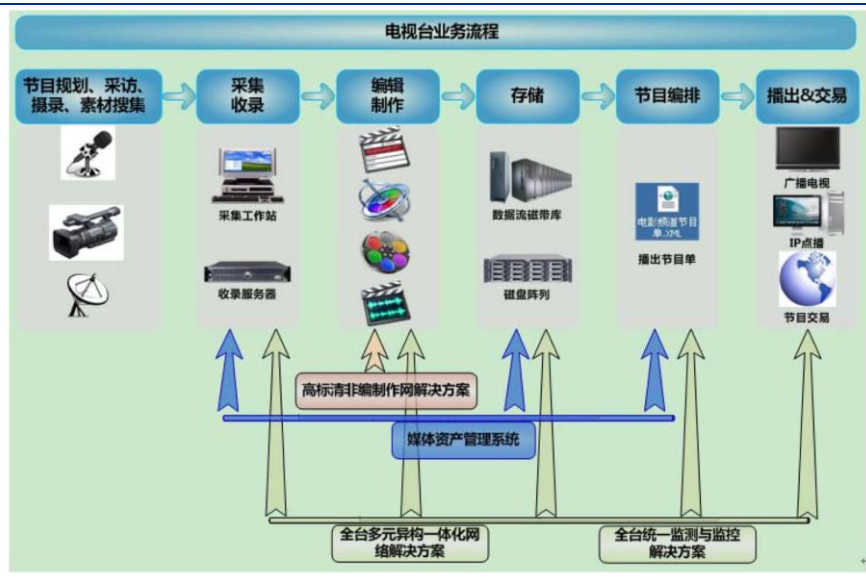
### 2.1. 深耕音视频技术, 系行业头部供应商

公司自成立以来便深耕于音视频技术领域, 面向广电 (包括中央电视台、北京电视台、上海文广集团、湖南广播电视台、广东广播电视台等)、部队 (中国人民解放军电视宣传中心)、机关、院校等客户, 为其提供覆盖音视频采集、编辑制作、存储、节目编排、播放交易等全链路的业务服务能力及一站式的解决方案。

音视频技术行业格局相对分散, 除头部几家企业外, 剩余市场份额主要由中小企业分割。根据招股说明书披露, 头部公司包括索贝数码、中科大洋、捷成世纪、新奥特等公司。各家供应商在各自领域各有优势, 捷成世纪在多个细分产品中都是主要参与厂商, 特别是在编目服务与全台统一监测与监控解决系统供应上, 处于行业首位。



图 11：电视台业务流程及对应的系统需求



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 3：主要产品与服务中竞争厂商

主要产品与服务	主要竞争厂商
媒体资产管理系统	中科大洋、索贝数码、捷成世纪、新奥特
编目服务	捷成世纪、中科大洋、索贝数码、新奥特
高标清非编制作网解决方案	中科大洋、索贝数码、捷成世纪、新奥特
全台一体化网络解决方案	中科大洋、索贝数码、捷成世纪、新奥特
全台统一监测与监控解决系统	捷成世纪

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

## 2.2. 受益于超高清视频产业规划，有望增厚业绩

在既有市场格局下，业绩增量主要来源于技术迭代。以史为鉴，2010 年前后，广电行业开始了一批标清转高清、数字化改造的设备升级更换潮，受益于下游产业的升级迭代，2011-2012 年公司实现营收 4.71 亿、7.27 亿，同比增长 59.39%、54.21%。站在向 5G 转型的过渡期，公司有望从两个方向增厚业绩：1) 超高清视频产业政策不断加码，下游客户需求开始起步；2) 公司牵头三维声音频标准制定，预计后续将通过终端收取专利费而增厚业绩。

超高清视频产业政策持续推出。2019 年 3 月 1 日，工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》提出，到 2020 年，中央广播电视总台和有条件的地方电视台开办 4K 频道，不少于 5 个省市的有线电视网络和 IPTV 平台开展 4K 直播频道传输业务和点播业务，实现超高清节目制作能力超过 1 万小时/年。此外，广东、湖南、北京、上海、青岛等城市也陆续推出超高清视频产业发展计划，下游客户的需求开始起步。

**表 4：各省市超高清视频产业发展计划**

省市/部委	发展计划主要内容
工信部、国家广电总局、中央广播电视总台	到 2020 年，4K 电视终端销量占电视总销量的比例超过 40%；建立较为完善的超高清视频产业标准体系；中央广播电视总台和有条件的地方电视台开办 4K 频道，不少于 5 个省市的有线电视网络和 IPTV 平台开展 4K 直播频道传输业务和点播业务，实现超高清节目制作能力超过 1 万小时/年；4K 超高清视频用户数达 1 亿；在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域开展基于超高清视频的应用示范。
广东省	到 2020 年，超高清视频产业迅速发展，总体规模超 6000 亿，骨干企业 4K 电视机年产量达 3000 万台，4K 电视机销量占比超 40%，4K 芯片国内市场占比超 60%，4K 面板产能、4K 机顶盒出货量全国领先，4K 摄像机、监视器等采编播专用设备形成产业化能力。
安徽省	到 2022 年，全省超高清视频产业体系总体规模超过 3000 亿，4K 产业生态基本完善，8K 显示器件、集成电路、应用终端等关键技术产品研发和产业化取得突破，在国内外市场占据重要市场份额。
湖南省	实施“112 工程（建成一园、培育一链、实现产业规模两千亿）”，到 2022 年，将马栏山视频产业园打造成为国际竞争力的“中国 V 谷”，构建“制造+内容+传输+应用”的全产业链体系，推动湖南称为全国超高清产业集聚区和示范引领区。
北京市	推动北京超高清视频关键核心技术取得突破、产品创新可控、内容制作国际领先、示范应用国际同步、产业聚集规模效应，实现 2022 年北京冬奥会、冬残奥会 4K 超高清电视全程直播，8K 超高清试验直播。
上海市	到 2022 年，通过创新应用引领，产业规模突破 4000 亿元，培育一批具有国际竞争力的头部企业，建设领先的超高清视频产业内容中心、领先的超高清视频产业芯片研发中心、领先的超高清视频产业标砖专利中心、领先的超高清视频产业创新中心，形成具有核心竞争力、资源要素集聚的产业生态圈。
重庆市	到 2020 年，超高清视频总体产业规模将达到 1000 亿元，4K 用户数达 400 万户，实现全市 40% 以上家庭可以收看 4K 电视节目。
青岛市	超高清视频产业总规模超过 1000 亿元，建成 4K 产业生态体系，8K 关键技术产品研发和产业化取得突破。骨干企业 4K 电视机年产量达到 1500 万台、8K 电视机年产量达到 100 万台，成为国内重要的超高清视频终端机设备生产基地。
深圳市	鼓励广电和电信运营商优化套餐产品、降低资费水平、大力培育发展 4K 用户，扩大 4K 用户规模，对运营商年度新增 4K 用户，按照每万用户 20 万元标准予以支持。

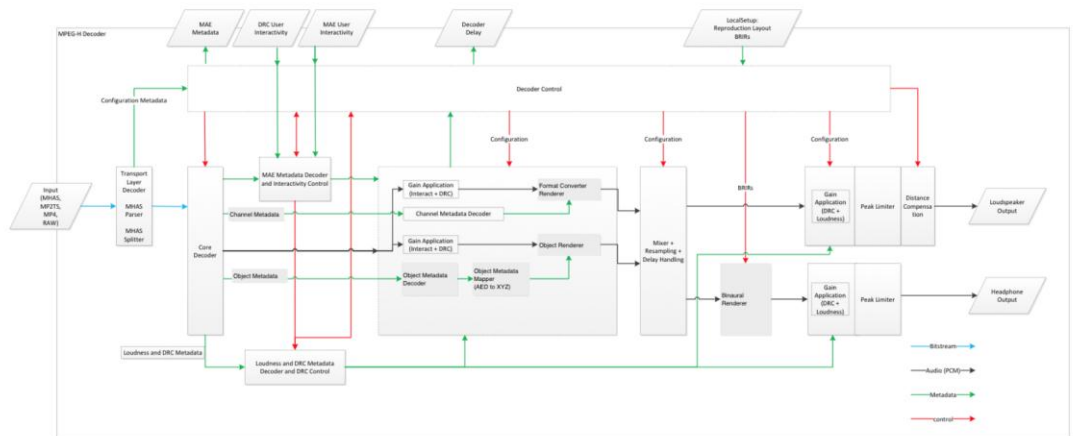
资料来源：安信证券研究中心

公司已经形成了完整的产品线，涵盖了广电超高清“采、编、播、管、存”全流程的一站式解决方案。作为先行试点，公司为央视设计建设了超高清系统的制作与包装系统，保障了央视 4K 试验频道的顺利上线。凭借“央视超高清制作岛 1、2、3 项目案例”在中国超高清视频产业联盟 2018 年会优秀案例评选中获得“产品与解决方案创新奖”。公司为 2019 年春晚节目提供方案设计和技术支持，保障了中央电视台主现场 MR 混合现实包装、深圳分会场现场制作、井冈山分会场现场制作和长春分会场现场制作，春晚高清插播节目制作和重播节目制作、春晚 4K 重播节目制作。

公司系三维声音标准制定牵头方。与超高清视频的视觉效果相匹配，技术的升级对于音频标准也提出了更高的要求，公司在 2016 年参股 AURO 20% 的股权，开始布局参与三维声标准的拟订。2018 年中国国际广播电视信息网络展览会(CCBN)上披露，MPEG-H 电视音频系统被 AVS 3D 音频工作组推选为我国广电三维声音候选解决方案之一，捷成世纪则作为制作+渲染标准草案提供方。

根据公告，公司已经确定为中国三维声标准在制作、编解码领域的唯一提供商，现已经进入标准化文档编写阶段。2019 年 12 月 31 日，工信部公开征求对《超高清视频标准体系建设指南（2019 版）》的意见，或将意味着包括三维声音在内的标准体系即将发布，预计后续公司作为专利持有方将获得终端设备使用该技术的专利费用，有望增厚业绩。

图 12: Fraunhofer IIS 与捷成世纪为中国 3D 音频标准定义的解码器



资料来源：电子工程专辑，安信证券研究中心

### 3. 版权运营：龙头地位稳固，受益于平台方增加对版权需求的拉动

#### 3.1. 卡位版权运营，龙头地位进一步稳固

版权运营商处于产业链中游，上下游入局方众多。版权运营商处于产业链的中游，上游为影视制作公司，包括外部影视内容制作公司如华策影视、光线电影、慈文传媒，也包括公司旗下收购的中视精彩、瑞吉祥、星纪元等内容制作公司；下游面向 B 端客户，涵盖不同终端的多个平台，包括有线电视台、IPTV、OTT、互联网视频网站等。

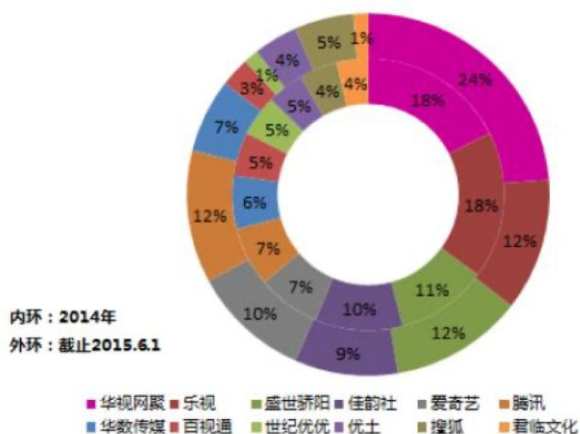
图 13: 版权运营产业链



资料来源：安信证券研究中心

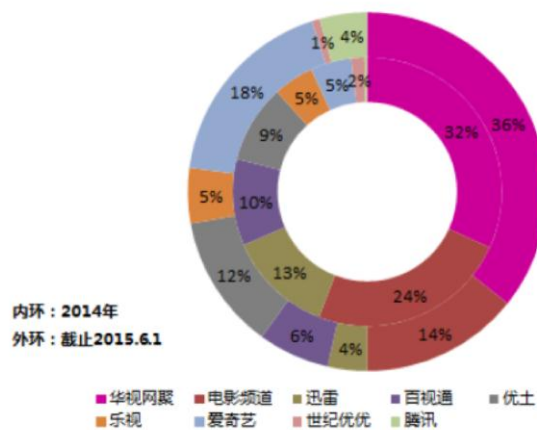
华视网聚卡位版权运营商，占据龙头地位。相对于上下游众多参与方，从事版权运营服务的公司数量相对较少，市场上主要的竞争者包括华视网聚、盛世骄阳、佳韵社等，根据艺恩咨询最新数据，2015 年华视网聚电视剧版权采购数量占比为 24%，电影版权采购数量占比为 36%，相较于 2014 年分别提高 6pct、4pct，处于行业龙头地位。

图 14：2014-2015 电视剧版权采购数量市场份额



资料来源：艺恩咨询

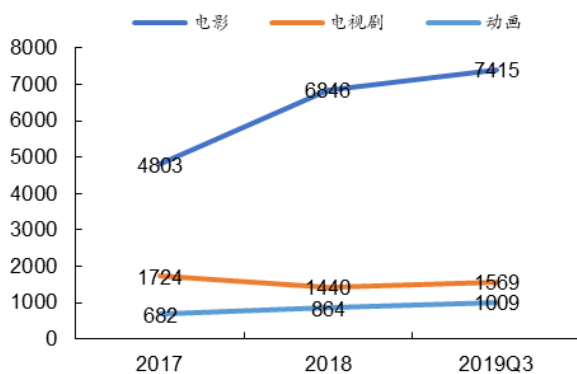
图 15：2014-2015 电影版权采购数量市场份额



资料来源：艺恩咨询

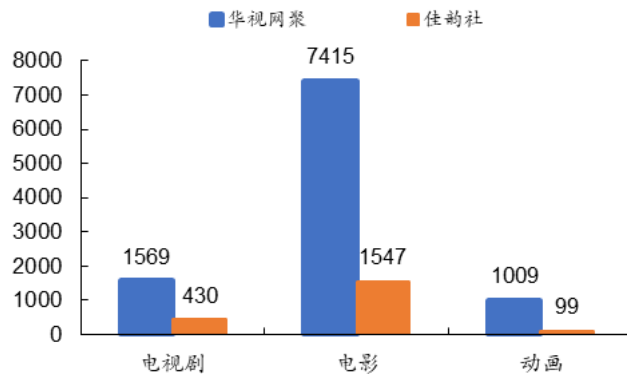
被收购后借助母公司力量，龙头地位进一步巩固。华视网聚被收购后借助捷成股份资本力量，持续加大版权采购力度，截止 2019Q3，旗下集成新媒体电影版权 7415 部；电视剧 1569 部，52051 集，其中，大陆播出权利电视剧 29107 集，海外播出权利 11134 集，全球权利 11734 集；动画片 1009 部，共计 497896 分钟。与此同时，盛世骄阳、乐视因经营不善导致版权资源数量下滑，目前竞争者主要为佳韵社。根据官网披露，截止 2019 年底，佳韵社拥有电视剧 430 部、1547 部电影、99 部动漫，与华视网聚相比版权内容数量差距较大。

图 16：公司版权资源库持续丰富（单位：部）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 17：华视网聚与佳韵社内容数量对比（单位：部）



资料来源：公司公告，佳韵社官网，安信证券研究中心（注：华视网聚数据截止 2019Q3，佳韵社数据截止 2019.12）

从内容质量来看，华视网聚覆盖了大量的优质资源。根据 2019 年三季度报披露，华视网聚集成并发行包括国产动画电影巅峰力作《哪吒之魔童降世》，以及为建国 70 周年献礼的三部曲《我和我的祖国》、《中国机长》、《攀登者》，及《烈火英雄》、《银河补习班》等电影作品，集成数量规模占当期新增院线上映影片数量 50% 以上；电视剧包括《小女花不弃》、《逆流而上的你》、《陆战之王》等同步卫视黄金档新剧。同时公司积极引入海外优质内容，2018 年先后引进了《贫民窟的百万富翁》、《敢死队》、《机械师》等进口大片，以及美剧、日剧、泰剧与纪录片等多元化类型，拓展了市场空间。

表 5: 2019 年部分新增的版权内容

名称	上映日期	演员	出品方	播放平台	票房/播放量
<b>电影</b>					
《哪吒之魔童降世》	2019.07.26	-	光线影业、华夏电影	爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、B 站、优酷	50.13 亿
《我和我的祖国》	2019.09.30	葛优、宋佳、刘昊然等	华夏电影、英皇影业	爱奇艺、腾讯视频、B 站、Youtube	31.71 亿
《中国机长》	2019.09.30	张涵予、欧豪、杜江等	博纳影业	爱奇艺、腾讯视频、B 站等	29.12 亿
《攀登者》	2019.09.30	吴京、章子怡、张译等	上海电影	优酷、爱奇艺、腾讯视频、B 站等	10.97 亿
《烈火英雄》	2019.08.01	黄晓明、杜江、谭卓等	凯曼影视文化	1905 电影网、爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、优酷	17.07 亿
《银河补习班》	2019.07.18	邓超、白宇、任素汐等	橙子映像传媒	1905 电影网、爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、优酷	8.78 亿
<b>电视剧</b>					
《小女花不弃》	2019.01.08	林依晨、张彬彬等	背景青春你好文化传媒、完美影视等	腾讯视频、优酷、PP 视频、爱奇艺	45.9 亿
《逆流而上的你》	2019.02.12	马丽、潘粤明、孙坚等	左城右隅影视文化、五光十色影业等	腾讯视频、优酷、PP 视频、爱奇艺	26.5 亿
《陆战之王》	2019.08.26	陈晓、王雷、吴樾等	中国国际电视总公司、华视网聚等	优酷、腾讯视频	22.4 亿

资料来源：公司公告，艺恩咨询，骨朵传媒，安信证券研究中心

### 3.2. 受益于平台方增加对长视频版权的需求，同时积极拓展海外发行市场

下游拥有丰富的客户资源，覆盖全媒体渠道。在下游端，公司拥有三大类客户：1) 搜狐、腾讯、优酷、爱奇艺等互联网视频端客户；2) 有线电视、IPTV、OTT 等大屏端客户；3) 中国移动、中国电信、中国联通等运营商及华为等新入局方，通过对接下游平台，公司的版权内容覆盖到包括互联网、无线、数字电视/IPTV/OTT 等全媒体终端。

从行业层面看，下游的平台入局方持续增加：1) 借助技术与流量成本优势，以华为为代表的技术厂商及三大运营商，希望抢占 5G 先机构建内容平台，切入影视频领域；2) 既有的短视频平台切入长视频领域，对内容需求增加，比如春节期间抖音系以 6.3 亿采购包括《囡妈》在内的内容版权资源。我们判断现在正处于 4G 向 5G 的过渡期，平台入局方增加将有效拉动对长视频版权的需求，公司作为龙头版权运营商将充分受益。

华为与抖音系与公司达成合作，积极采购版权内容。根据公司公告，2019 年公司与华为开展全面内容合作，成为华为视频国产电影、电视剧、动画内容的联合运营合作伙伴，协助华为执行引入第三方内容；在短视频方向，2018 年西瓜视频已与华视网聚等多家影视制作及发行公司达成版权合作。我们预期新平台入局会先采购现存版权资源以扩充平台内容，将提高公司版权运营收入，促进毛利率提升。

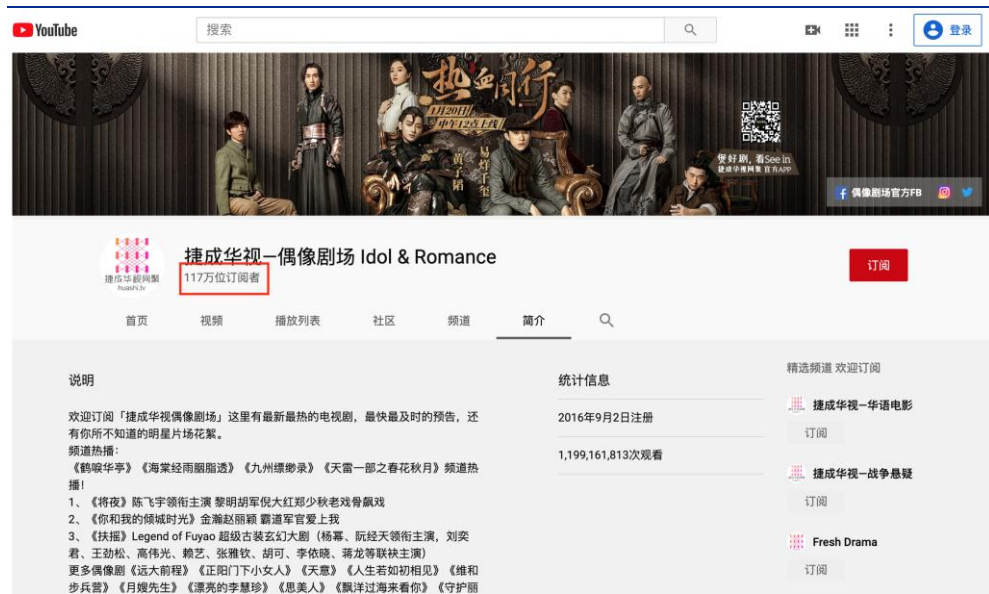
图 18: 华为视频&西瓜视频



资料来源: 华为视频, 西瓜视频, 安信证券研究中心

积极布局海外发行, 进一步拓展下游业务空间。公司建立了遍布全球的发行网络,《扶摇》、《猎毒人》、《将夜》、《你和我的倾城时光》等国内 S 级大片通过华视网聚的发行渠道, 在全球互联网平台、有线电视、卫星电视、地面微波等电视频道, 面向全球 200 多个国家播出。在海外市场覆盖率上, 跻身第一梯队。同时, 公司也在积极促成与新渠道的合作, 根据公司公告, 公司与 Netflix 签约合作, 在东南亚市场发行《九州缥缈录》、《逆流而上的你》、《陆战之王》等国内一线作品。YouTube 平台上旗舰频道“捷成华视—偶像剧场”订阅突破 100 万, 并且相继上线了越南语、阿拉伯语、泰语、印尼语等小语种频道。

图 19: YouTube 上的旗舰频道“捷成华视—偶像剧场”



资料来源: YouTube, 安信证券研究中心

## 4. 其他业务：影视剧战略性收缩，智慧教育成效初现

### 4.1. 影视剧：受行业调整影响，影视剧业务战略性收缩

主要通过中视精彩、瑞吉祥、星纪元开展影视业务，制作能力较为成熟。2016年，公司收购了中视精彩、瑞吉祥、星纪元等影视制作公司，与华视网聚形成协同，构建起从内容制作到版权分发的跨产业链能力。三家子公司都具备丰富的影视剧、综艺节目创作生产经验，且各具特色：1) 中视精彩成立于1998年，是老牌的影视制作公司，主营电视剧的策划、制作与发行业务，剧本创作能力较强，具有丰富的剧本及电视剧著作权储备。代表作品包括《天仙配》、《孔雀东南飞》、《妈祖》等；2) 瑞吉祥成立于2012年，以电视剧投资、制作及发行为核心业务，主要投资拍摄和发行大制作的历史题材剧、青春偶像剧，并代理发行海外引进剧目。代表作品有《十月围城》、《六扇门》、《奶爸当家》等；3) 星纪元成立于2014年，主营影视内容策划、制作和发行，尤为擅长投资拍摄军旅战争题材影视剧，代表作品包括《战狼》、《特警力量》、《云水怒》等。

迫于影视行业调整，公司正逐步收缩影视剧业务。2018年以来，影视行业政策监管趋严，行业面临较大压力，包括收入下滑，账款回收期增长等，为应对行业风险，公司战略性收缩影视剧业务。2019年上半年影视剧业务营收为1.21亿，同比下滑79.38%。根据2019年业绩预告，公司拟计提大额商誉减值，主要来自于瑞吉祥(9.4亿)、星纪元(6.7亿)，正在逐步消化影视剧公司商誉对公司业绩的潜在影响。根据2019年中报披露，影视剧业务营业收入为1.21亿，占比为7.12%，较2018年底下降15.79pct。因此我们判断，影视剧业务受到行业调整与疫情影响，会对业绩造成影响但是程度有限且市场已有预期。

### 4.2. 智慧教育：业务布局有序推进，成效逐步显现

公司依托自身音视频技术、内容制作、数字版权运营的产品布局，2016年底正式将数字云平台服务与运营拓展至教育领域。2018年3月公司非公开发行股票募集7.45亿用于智慧教育及在线教学云平台项目及智慧教育数据中心的建设，在数字云平台基础上进一步升级为智慧教育。根据募投项目资金使用计划披露，公司计划通过两年的时间，在全国20个城市搭建捷成智慧教育平台，依托跟当地教育部门的合作，实现当地小初中学学校的全面覆盖，为各个学校搭建智慧教育系统，同时为当地约50%的学校配备智慧教育课堂设备一套，实现软件搭载与硬件设备配备的无缝对接。

图 20：捷成文化教育传播生态



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

有序推进智慧教育规划，成效逐步显现。根据公司公告，截止 2019 年上半年，公司已在四十多个城市的中小学进行捷成智慧教育云平台、智慧校园、在线课堂、教育院线等应用的推广普及与试点，面向全国 K12 教育领域的合作共建模式已初具规模。平台覆盖学校达到 5600 多所，周活跃用户已达到 450 万以上，部分城市已实现教育服务收入。我们预期智慧教育业务的推进，会为公司带来部分业绩增量。

## 5. 投资建议

### 5.1. 盈利预测

主要盈利预测假设：

#### 1) 收入与毛利率

- 受益于下游平台方增加，预期将增加对长视频内容的需求，公司影视版权运营及服务的运营收入有望快速增长，同时可能会提高毛利率；
- 受益于超高清视频产业规划推动，音视频技术端业务有望获得更多项目订单而增加收入，同时由于超高清视频技术方案处于升级初期，预计毛利率较此前业务相比有所提升；
- 预期影视剧业务战略性收缩，收入将会继续下滑，毛利率维持前期水平；
- 其他业务中，我们预期教育业务逐步推进，初期会有较明显的收入增长。

2) 费用率方面，2019Q3 由于人员增加，管理费用率有所增长，出于谨慎假设费用率小幅增长；

3) 根据业绩预告，预计 2019 年公司将计提 16.11 亿商誉减值准备，经计提后商誉账面价值主要因收购华视网聚而形成，我们判断后续商誉减值风险较低。

综上，公司在技术端受益于超高清视频产业规划，我们判断现在正处于 4G 向 5G 的过渡期，平台入局方增加将有效拉动对长视频版权的需求，具备较高的业绩弹性，我们预计公司 2019 年-2021 年的归母净利润为-23.6 亿、6.3 亿、7.9 亿，对应 EPS 为-0.92 元、0.25 元、0.31 元。

表 6：盈利预测

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	5,028.2	3,738.7	4,352.8	5,211.1
yoy	15.17%	-25.65%	16.43%	19.72%
综合毛利率	33.62%	30.64%	30.25%	29.83%
影视版权运营及服务	3,088.5	2,779.6	3,335.6	4,002.7
yoy	57.08%	-10%	20%	20%
毛利率	29.35%	30%	30%	30%
音视频整体解决方案	784.7	667.0	867.1	1127.2
yoy	-17.35%	-15%	30%	30%
毛利率	25.56%	25%	28%	28%
影视剧	1,151.9	288.0	144.0	72.0
yoy	-14.50%	-75%	-50%	-50%
毛利率	50.59%	50%	50%	50%
其他业务	3.2	4.1	6.1	9.2
yoy	-96.94%	30%	50%	50%
毛利率	20.00%	20%	20%	20%
销售费用率	2.85%	3.08%	3.14%	3.02%
管理费用率	2.44%	4.67%	4.82%	3.98%
财务费用率	3.91%	5.60%	5.19%	4.90%
归属于母公司所有者的净利润	93.6	-2,359.4	631.2	792.8
同比	-91.3%	-2619.6%	-126.8%	25.6%
归母净利润率	1.9%	-63.1%	14.5%	15.2%

资料来源：Wind，安信证券研究中心



## 5.2. 估值分析

公司业务主要分为音视频技术、影视制作、版权运营及服务，我们选取具有相关业务的公司作为可比公司进行估值分析。基于 Wind 一致预期，2020 年音视频技术可比公司平均 PE 为 63.61 倍，影视制作与版权运营可比公司平均 PE 为 37.29 倍。我们预计 2020 年-2021 年归母净利润为 6.31 亿、7.92 亿，对应当前股价的 PE 为 23.8 倍、19.2 倍，低于音视频技术、影视制作与版权运营行业可比公司平均 PE，我们预期公司估值具备提升空间。考虑到公司技术、长视频版权均持续受益于 5G 商用落地的产业化过程，给予“买入-A”的投资评级。

表 7：可比公司估值

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	市值 (亿)	EPS (元)			PE (x)		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
<b>音视频技术</b>									
688039.SH	当虹科技	130.51	104	1.08	1.58	2.32	120.49	82.57	56.25
300079.SZ	数码科技	6.23	89	0.05	0.14	0.28	125.46	44.65	22.30
	行业平均			<b>0.57</b>	<b>0.86</b>	<b>1.30</b>	<b>122.98</b>	<b>63.61</b>	<b>39.28</b>
<b>影视制作&amp;版权运营</b>									
300413.SZ	芒果超媒	51.10	910	0.66	0.85	1.02	77.53	59.54	50.14
002343.SZ	慈文传媒	11.35	53.9	0.41	0.57	0.67	27.5	19.97	16.85
300133.SZ	华策影视	9.18	161	0.02	0.28	0.34	442.91	32.35	26.77
	行业平均			<b>0.22</b>	<b>0.43</b>	<b>0.68</b>	<b>182.65</b>	<b>37.29</b>	<b>31.25</b>

资料来源：Wind，安信证券研究中心（注：统计时间 2020.02.13，EPS、PE 数据为 Wind 一致预期）

## 6. 风险提示

**5G 推进节奏低于预期：**预期公司将受益于 5G 商用落地，如果 5G 推进低于预期，可能会影响公司业绩释放节奏。

**超高清产业规划的落地进度低于预期：**下游超高清视频产业的升级迭代依赖于政策推动，政策落地不及预期可能影响公司的音视频技术业务的收入。

**影视受行业调整及疫情影响超预期：**受到影视行业调整及疫情影响，可能会造成影视制作项目进度放缓、回款期拉长等风险。

**商誉减值风险：**依业绩预告披露，预计公司计提 16.56 亿商誉减值后，商誉账面价值仍剩余 30.46 亿，存在进一步减值的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	4,365.9	5,028.2	3,738.7	4,352.8	5,211.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,539.5	3,338.0	2,593.3	3,036.1	3,656.8	营业收入增长率	33.2%	15.2%	-25.6%	16.4%	19.7%
营业税费	20.4	20.0	18.3	19.6	23.2	营业利润增长率	10.4%	-86.3%	-1445.9	-135.9%	25.0%
销售费用	125.7	143.1	115.2	136.5	157.4	净利润增长率	11.7%	-91.3%	-2619.6	-126.8%	25.6%
管理费用	229.3	122.8	174.5	209.8	207.2	EBITDA 增长率	88.2%	-12.8%	-72.9%	33.7%	21.4%
财务费用	133.6	196.6	209.3	225.9	255.3	EBIT 增长率	11.6%	-67.0%	-561.9%	-152.2%	22.2%
资产减值损失	355.6	1,059.1	2,757.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	25.5%	-82.6%	-1110.3	-138.6%	22.2%
加:公允价值变动收益	47.7	-	-	-	-	投资资本增长率	16.5%	7.7%	-45.6%	41.0%	-13.0%
投资和汇兑收益	69.6	55.3	69.8	64.9	63.3	净资产增长率	8.7%	-0.1%	-23.4%	4.1%	5.0%
<b>营业利润</b>	1,115.5	153.0	-2,059.0	739.8	924.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.2	-1.8	-0.8	-1.3	-1.1	毛利率	41.8%	33.6%	30.6%	30.2%	29.8%
<b>利润总额</b>	1,115.7	151.1	-2,059.8	738.4	923.4	营业利润率	25.6%	3.0%	-55.1%	17.0%	17.7%
减:所得税	33.0	60.1	309.0	110.8	138.5	净利率	24.6%	1.9%	-63.1%	14.5%	15.2%
<b>净利润</b>	1,074.4	93.6	-2,359.4	631.2	792.8	EBITDA/营业收入	72.5%	54.9%	20.0%	23.0%	23.3%
						EBIT/营业收入	27.8%	8.0%	-49.5%	22.2%	22.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
货币资金	1,122.8	542.3	1,480.1	348.2	666.6	固定资产周转天数	13	8	5	1	-1
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	210	262	289	243	255
应收账款	2,688.3	4,526.6	2,142.3	3,106.6	3,471.2	流动资产周转天数	479	527	623	509	476
应收票据	58.4	10.6	47.8	21.0	57.4	应收账款周转天数	187	258	321	217	227
预付账款	2,233.3	2,077.0	816.9	2,932.5	1,507.1	存货周转天数	44	47	57	53	53
存货	562.8	738.8	440.7	843.8	701.6	总资产周转天数	1,147	1,114	1,268	952	844
其他流动资产	80.5	69.5	52.4	67.4	63.1	投资资本周转天数	837	813	875	639	584
可供出售金融资产	66.5	66.2	72.0	68.2	68.8	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	10.9%	1.0%	-31.4%	8.1%	9.6%
长期股权投资	1,015.6	1,084.5	1,084.5	1,084.5	1,084.5	ROA	7.1%	0.6%	-22.9%	5.0%	6.7%
投资性房地产	-	77.5	77.5	77.5	77.5	ROIC	12.9%	1.9%	-18.1%	12.8%	11.1%
固定资产	147.3	68.6	34.8	1.1	-32.6	<b>费用率</b>					
在建工程	10.7	5.6	5.6	5.6	5.6	销售费用率	2.9%	2.8%	3.1%	3.1%	3.0%
无形资产	1,481.3	1,800.5	-762.9	-762.9	-762.9	管理费用率	5.3%	2.4%	4.7%	4.8%	4.0%
其他非流动资产	5,683.8	4,909.0	4,859.7	4,866.9	4,877.4	财务费用率	3.1%	3.9%	5.6%	5.2%	4.9%
<b>资产总额</b>	15,151.3	15,976.6	10,351.7	12,660.6	11,785.4	三费/营业收入	11.2%	9.2%	13.3%	13.1%	11.9%
短期债务	1,317.1	1,828.2	-	555.1	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	1,536.4	2,075.4	1,344.4	1,656.9	1,959.5	资产负债率	35.1%	38.6%	27.4%	38.2%	30.3%
应付票据	-	317.2	41.1	87.2	118.8	负债权益比	54.2%	62.8%	37.6%	61.7%	43.4%
其他流动负债	1,272.5	907.6	667.8	1,151.8	793.4	流动比率	1.64	1.55	2.43	2.12	2.25
长期借款	389.0	451.0	-	656.4	-	速动比率	1.50	1.41	2.21	1.88	2.01
其他非流动负债	810.3	585.7	778.0	724.6	696.1	利息保障倍数	9.08	2.04	-8.84	4.28	4.62
<b>负债总额</b>	5,325.2	6,165.1	2,831.3	4,832.0	3,567.8	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	8.1	5.3	-3.9	-7.5	-15.4	DPS(元)	0.04	-	-	0.12	0.15
股本	2,555.0	2,575.0	2,575.0	2,575.0	2,575.0	分红比率	10.1%	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%
留存收益	7,338.2	7,302.9	4,949.3	5,261.2	5,658.1	股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	2.1%	2.6%
<b>股东权益</b>	9,826.1	9,811.6	7,520.4	7,828.6	8,217.7						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.42	0.04	-0.92	0.25	0.31
净利润	1,082.7	91.0	-2,359.4	631.2	792.8	BVPS(元)	3.81	3.81	2.92	3.04	3.20
加:折旧和摊销	1,953.4	2,362.1	2,597.2	33.7	33.7	PE(X)	14.3	163.6	-6.5	24.3	19.3
资产减值准备	355.6	1,059.1	-	-	-	PB(X)	1.6	1.6	2.0	2.0	1.9
公允价值变动损失	-47.7	-	-	-	-	P/FCF	-1,498.3	-46.4	18.7	-19.2	21.0
财务费用	146.3	209.6	209.3	225.9	255.3	P/S	3.5	3.0	4.1	3.5	2.9
投资损失	-69.6	-55.3	-69.8	-64.9	-63.3	EV/EBITDA	7.3	4.7	19.0	16.5	12.3
少数股东损益	8.3	-2.6	-9.3	-3.6	-7.9	CAGR(%)	-16.6%	105.0%	-233.6%	-16.6%	105.0%
营运资金的变动	-2,454.0	-2,172.7	2,828.3	-2,673.4	1,126.7	PEG	-0.9	1.6	0.0	-1.5	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	490.6	2,022.6	3,196.2	-1,851.0	2,137.2	ROIC/WACC	1.2	0.2	-1.7	1.2	1.1
投资活动产生现金流量	-1,513.1	-1,914.4	69.8	62.7	64.8	REP	1.7	6.1	-1.3	1.5	1.8
融资活动产生现金流量	792.3	-720.6	-2,328.2	656.4	-1,883.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

焦娟、陈旻、李雪雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
	北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
		温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
夏坤		北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn	
曹琰		北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
张莹		北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
姜东亚		北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
张杨		北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
王帅		北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn	
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn	
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn	
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034