

否极泰来

——捷成股份 (300182.SZ)

传媒/文化传媒

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

公司是版权行业龙头，版权业务也是公司基石业务，营收占比超过 70%，近三年营收 CAGR 达到 67%，在独立版权运营商中市占率超过 90%。我们认为，未来版权业务增长主要依靠：

- ◆ **内容规模效应下的正向循环，所带来的行业话语权持续提升。** 相比于行业第二的佳韵社，华视网聚电影部数是其 5.3 倍，电视剧集数是其 3.9 倍，动画分钟数是其 87 倍。目前华视网聚在版权运营领域具有绝对优势，已成为连接上游内容制作方和下游渠道不可或缺的一环。
- ◆ **丰富下游渠道所带来的业界顶尖的分发能力。** 近年来新增渠道包括短视频平台、直播平台以及硬件厂商等，由于长视频目前仍是留存用户的重要内容，当流量平台计划增加用户使用时间时，华视网聚自然是其优先的合作选择。
- ◆ **影视制作业务收缩后，现金流资源的持续支持。** 版权运营与影视制作均为现金流驱动型业务，导致前期公司现金流紧张，财务成本节节攀升。在影视制作业务大幅收缩后，公司有望将宝贵的现金流资源投入到版权业务上，从而增加版权业务增长的确定性。

音视频业务近年来受到传统音视频市场萎缩的影响，营收利润均逐年下滑。我们认为 2019 年将是音视频业务的底部，未来随着超高清产业推进，公司根植于广电客户将较快受益于超高清产业推进所带来的采购增量。由公司牵头编写的中国三维声标准已提交审批，若年内批复则公司与 Auro Technologies 所代表的 Auro 3D 技术有望开启替代 Dolby 的进程。

公司上市以来进行了大量并购，市场对其商誉减值的担忧也在积累。随着 18、19 两年连续商誉减值，影视制作业务商誉已完全处理，公司剩余商誉 30.56 亿元，并且其中华视网聚商誉为 29.28 亿元，考虑到其业绩增长相对稳定，我们认为未来商誉减值风险基本消失，未来公司可以轻装上阵。

投资策略：我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 35.64/43.17/48.62 亿元，归属上市公司股东净利润分别为 -21.66/7.06/8.32 亿元，对应 EPS 分别为 -0.84 元/0.28 元/0.33 元，当前股价对应 PE 分别为 无/18.23X/15.51X。根据 2020 年净利润并给予 30X PE 估值，并参考绝对估值，给予目标价 8.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游采购需求降低；上游影视行业下行，导致市场供给减少；超高清行业发展进度不及预期；影视业务进展不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,365.86	5,028.23	3,564.03	4,317.23	4,861.88
增长率 (%)	33.18%	15.17%	-29.12%	21.13%	12.62%
归母净利润(百万元)	1,082.70	91.04	(2,166.54)	706.10	831.63
增长率 (%)	8.93%	-91.59%	-2479.71%	/	17.78%
净资产收益率 (%)	10.94%	0.95%	-27.93%	9.73%	12.12%
每股收益(元)	0.42	0.04	(0.84)	0.28	0.33
PE	12.06	138.15	/	18.23	15.51
PB	1.33	1.33	1.69	1.77	1.88

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

买入(首次)

2020年03月03日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

姚天航

研究助理

yaotianhang@shgsec.com

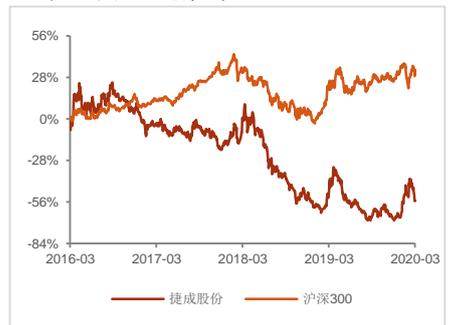
010-56931953

交易数据

时间 2020.03.02

总市值/流通市值(亿元)	119.48/83.1
总股本(万股)	257,496.08
资产负债率(%)	37.85
每股净资产(元)	3.93
收盘价(元)	4.64
一年内最低价/最高价(元)	3.08/7.36

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

内容目录

1. 风险清退 2020 再出发	4
1.1 立足音视频技术 发力版权运营	4
1.1.1 版权运营业务	5
1.1.2 音视频业务	6
1.1.3 影视制作业务	7
1.2 风险逐渐消失 基本面开始改善	8
1.2.1 商誉风险计提完毕	8
1.2.2 现金流情况逐渐向好	9
2. 未来业绩增长逻辑	11
2.1 版权业务：强化平台核心价值	11
2.1.1 市占率提升 垄断地位凸显	11
2.1.2 下游渠道持续扩张	12
2.1.3 现金流改善 减少采购束缚	14
2.2 音视频业务：超高清提供增量空间	15
2.2.1 超高清推动 音视频业务有望触底反弹	15
2.2.2 三维声有望开启替代 Dolby 进程	17
3. 投资建议	19
4. 风险提示	20

图表目录

图 1：2016-2019H1 各项业务营收占比	4
图 2：2016-2019H1 版权业务营收情况（亿元）	5
图 3：公司累计拥有版权数	5
图 4：2016-2019H1 捷成音视频业务及竞争对手营收情况	6
图 5：2016-2019H1 音视频业务营收情况（亿元）	6
图 6：当年播出上映电视剧、电影和网剧数	7
图 7：2016-2019H1 影视业务营收情况（亿元）	7
图 8：公司商誉及减值情况	8
图 9：2016-2019H1 公司经营性现金流情况（亿元）	9
图 10：公司上市以来短期借款数额（亿元）	10
图 11：公司上市以来财务费用（亿元）	10
图 12：公司上市以来应收账款与预付款项情况（亿元）	10
图 13：华视网聚、盛世骄阳、佳韵社营收情况（亿元）	12
图 14：华视网聚、佳韵社内容量对比	12
图 15：华视网聚商业模式	13
图 16：公司影视版权摊销的会计政策	14
图 17：三层环绕声音响布局	18
图 18：Dolby 历年专利费收入	19
图 19：Dolby 全球各地区收入比例	19
表 1：公司上市以来资本运作	4
表 2：2019 半年报预付账款前五名	11
表 3：2019 半年报应收账款前五名	11

表 4: 账龄超过 1 年预付款中各业务板块所占比例.....	11
表 5: 版权运营海外战略布局	13
表 6: 头条系长视频布局历程	13
表 7: 斗鱼长视频布局历程.....	14
表 8: 国家及各省市出台政策	15
表 9: 公司上市以来截至 2018 年公司中标的广电项目 (标注为超高清项目)	17
表 10: 公司业绩拆分表 (万元)	19
表 11: 公司盈利预测表	21

1. 风险清退 2020 再出发

1.1 立足音视频技术 发力版权运营

捷成股份成立于 2006 年 8 月，于 2011 年 2 月上市，公司以音视频技术起家，是国内音视频技术解决方案提供商龙头，并且成为业内第一家独立上市的企业。经过上市后的内生拓展与外延并购，公司目前主要业务板块有版权运营、音视频解决方案、影视制片制作以及营收贡献较少的数字教育业务。

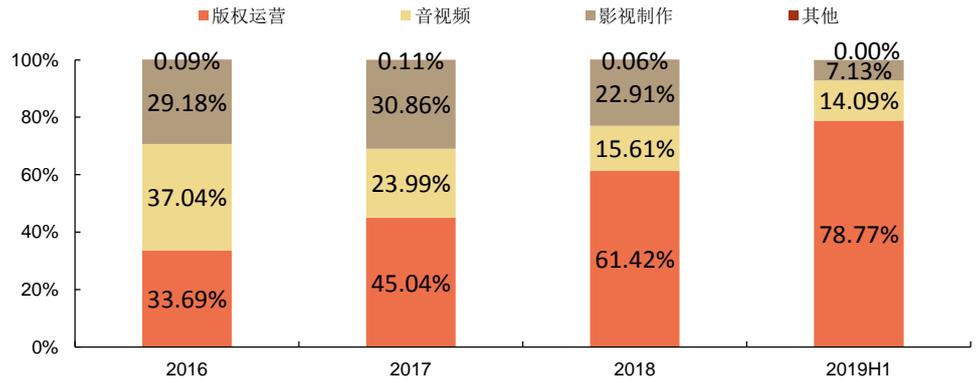
表1：公司上市以来资本运作

时间	事件
2011 年 2 月	在深圳证券交易所成功上市，成为业内第一家独立上市的企业
2012 年 3 月	收购北京冠华荣信、北京极地、成都捷成优联、广东华晨部分股权；出资注册成立北京捷成世纪数码科技有限公司
2013 年 7 月	增资控股北京博威廉技术有限公司、瑞达昇科技（大连）有限公司
2013 年 10 月	收购冠华荣信、广东华晨、捷成优联、极地信息公司剩余股权
2014 年 2 月	收购华视网聚文化传媒有限公司 20% 股权
2014 年 7 月	收购中映高清、安信华、国科恒通公司部分股权
2015 年 4 月	收购东阳瑞吉祥和北京中视精彩 100% 股权
2015 年 4 月	收购星纪元公司 30% 股权
2015 年 12 月	并购华视网聚 80% 股权获审核通过
2016 年 3 月	收购新奥特云视部分股权，构建完善的全媒体融合云平台
2016 年 6 月	参股比利时 Auro Technologies 技术公司 20% 股权、世优(北京)科技 25% 股权
2016 年	公司在影视内容板块陆续投资了中喜合力 30% 的股权、宏禧聚信 20% 的股权、星纪元 55% 的股权，交易完成后，公司持有中喜合力 30% 股权、宏禧聚信 20% 的股权，星纪元 90% 的股权
2019H1	公司旗下华视网聚全资收购天下卫视

资料来源：公司官网，申港证券研究所

目前版权业务是公司的着力所在，自 2015H2 收购华视网聚剩余 80% 股份以来，版权业务营收占比逐年提升，2019H1 营收占比超过 70%，版权业务运营主体华视网聚创始人陈同刚也于 2018 年 9 月成为上市公司总经理，彰显公司业务发展方向的重心。

图1：2016-2019H1 各项业务营收占比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.1.1 版权运营业务

公司版权运营业务主要通过全资子公司华视网聚来开展。华视网聚从上游内容出品方购买电影、电视剧、动漫，通过整合运营，发行给各视频平台、手机 App 等下游平台。进入上市公司体系后，华视网聚业绩增长迅猛，营收 CAGR 为 67%。

图2：2016-2019H1 版权业务营收情况（亿元）

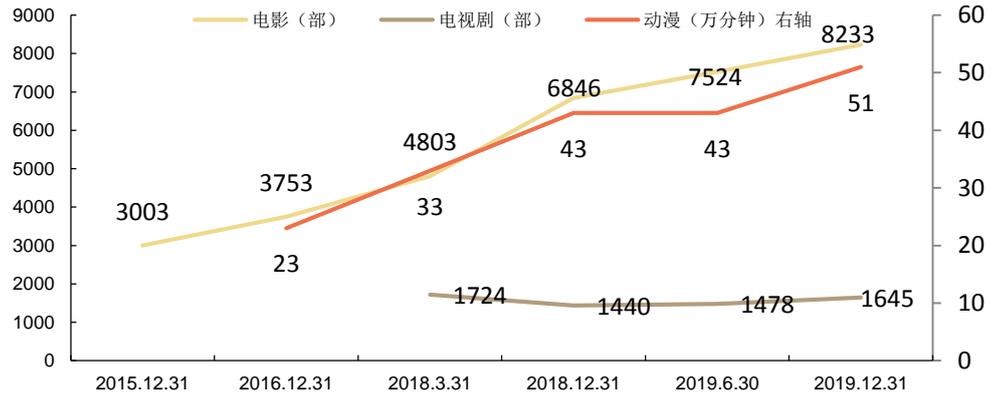


资料来源：Wind，申港证券研究所

在版权运营业务中，公司处于链接上游内容出品方与下游新媒体渠道方之间的发行平台的地位。对于中间平台而言，其价值主要在于汇集上下游之间分散的需求。

- ◆ 对于上游，即内容集成。截至 2019 年末，公司拥有新媒体电影版权 8233 部，电视剧 1645 部、52795 集，动画片 1041 部、合计 51 万分钟。自公司 2014 年收购华视网聚 20% 股份开始布局版权业务后，公司所拥有电视剧、电影版权数增长稳定，并且每年上映、播出的影视作品采购比例逐渐增大，近年来，公司采购的新上映电影版权数已达到了市场规模的 60% 以上，在内容集成上具有绝对优势；
- ◆ 对于下游，即渠道开拓。公司已经构建了全媒体、全终端的发行集群，去各类新媒体渠道保持稳定的合作关系，包括视频网站及移动端、电视服务运营商（广电、IPTV、OTT）、电信运营商（移动、联通、电信自有 App）、硬件厂商渠道（华为视频、微鲸电视等）、直播平台、短视频平台等。

图3：公司累计拥有版权数



资料来源: 公司年报, 公司公告, 申港证券研究所

1.1.2 音视频业务

音视频业务是公司的传统业务, 公司在行业内深耕多年, 也是业内第一家独立上市的龙头企业。公司产品线覆盖音视频技术解决方案、围绕高清、4K 的制播技术系统、媒体资产管理系统、信息安全系统、智能监控系统等。历史上公司音视频业务典型案例包括中央人民广播电台全台网系统、国家广播电影电视总局电影频道节目高清制作系统、国家新闻出版广电总局版权监管平台等。公司主要客户以国内宣传系统为主, 包括广电、新闻出版等, 多年的行业经验下也建立了良好的政府关系。

行业格局上, 业内其他公司主要是索贝、中科大洋、新奥特。其中中科大洋为上市公司大恒科技子公司, 新奥特为港股上市公司。同样, 受行业景气度下降影响, 三家公司业绩基本为下滑趋势, 但公司在行业内市占率基本保持稳定。

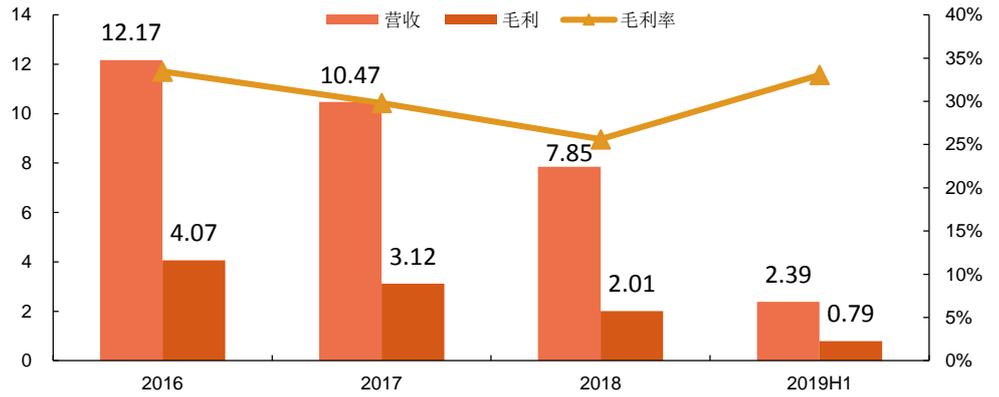
图4: 2016-2019H1 捷成音视频业务及竞争对手营收情况



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

近年来, 由于传统的音视频业务市场规模萎缩, 公司该板块收入与毛利率也相应下滑。2019年3月, 工信部等六大部委联合发布了《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》, 随后央视总台、各省政府也推出了相应细分规划, 政府对于超高清产业的积极推进将为行业带来增量, 公司作为行业龙头也将受益。

图5: 2016-2019H1 音视频业务营收情况 (亿元)



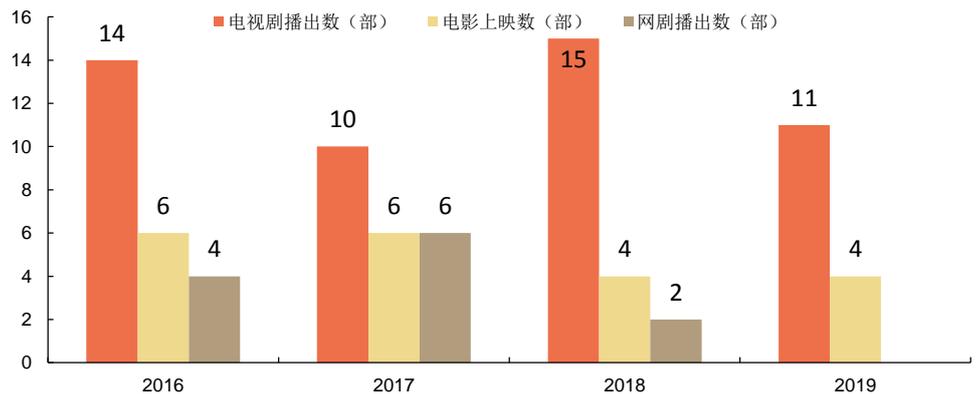
资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.1.3 影视制作业务

公司影视制作业务目前仍处于战略收缩的态势。自 2018 年下半年起，由于影视行业景气度较低以及公司战略调整的主观因素，公司影视内容制作收入大幅下滑，2018 年影视制作业务毛利为负。2019 年，行业受政策影响无明显边际变化，当年公司投资的影视作品中，播出电视剧 11 部，上映电影 4 部，无网剧上线，相比往年收缩明显。我们预计影视制作业务未来仍保持低投入的状态，并且影视业务相对应的子公司星纪元、瑞吉祥、中视精彩等商誉已基本减值完毕。

我们注意到，公司目前预付款项中仍有超过 5 亿元投资预付款，大部分款项未及时结算的原因是影视剧还处在制作阶段或发行阶段，若未结算项目可在 2020 年结算，则未来这部分在产品仍可贡献部分业绩。

图6：当年播出上映电视剧、电影和网剧数



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图7：2016-2019H1 影视业务营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.2 风险逐渐消失 基本面开始改善

2017-2019 年公司商誉和现金流问题为市场所担心, 并且正是由于商誉减值的影响, 公司净利润持续下滑。公司 2019 年公司预计计提商誉减值准备约 16.56 亿元, 影视制作业务商誉基本减值完毕, 我们认为未来公司商誉减值风险基本消失。经营性现金流也有所好转, 我们预计随着影视制片业务的持续收缩, 这项业务在应收预付上造成的现金流压力逐渐减小, 未来现金流状态将持续向好。

1.2.1 商誉风险计提完毕

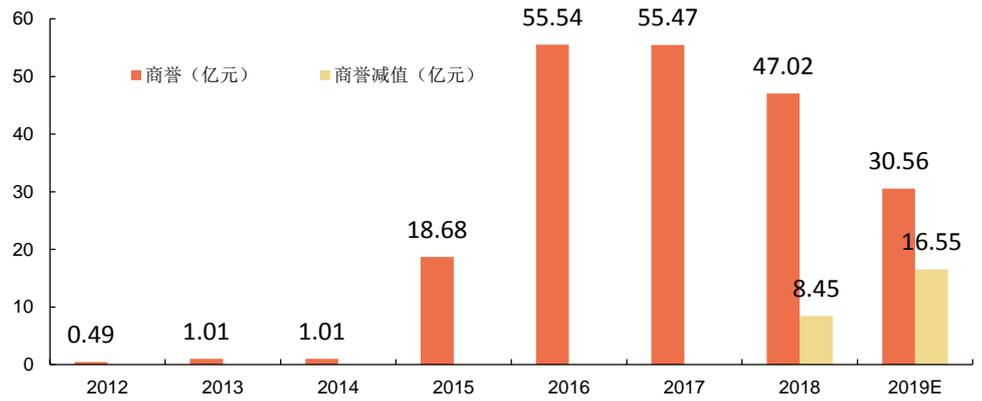
公司上市以来进行了大量并购, 由于并购业务多为轻资产运营, 与此相对应的商誉也在持续累积。在 2015 年 12 月, 华视网聚正式成为全资子公司后, 公司的商誉达到顶点 55.54 亿元。

2018、2019 年公司均进行了商誉减值, 其中:

- ◆ 2018 年, 中视精彩全额商誉减值 7.52 亿元, 瑞吉祥减值 0.76 亿元, 此外音视频业务的捷成优信与极地信息也进行不到 1000 万元的减值;
- ◆ 2019 年原本预计制作或播出上映的多部影视作品未达预期, 影视业务继续呈亏损趋势。公司初步预计瑞吉祥计提商誉减值 9.4 亿元, 星纪元计提商誉减值准备约 6.71 亿万元。另外, 音视频技术板块冠华荣信预计商誉减值 0.45 亿元。

自此, 公司剩余商誉 30.56 亿元, 并且其中华视网聚商誉为 29.28 亿元, 考虑到其业绩增长相对稳定, 我们认为未来商誉减值风险基本消失。

图8: 公司商誉及减值情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.2.2 现金流情况逐渐向好

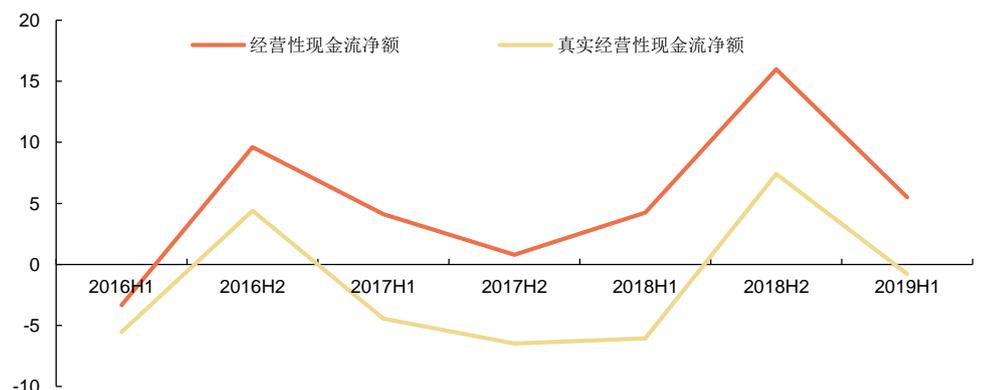
从公司经营性现金流情况来看,公司自 2016H1 之后,经营性现金流净额均为正,但我们认为公司的经营性现金流净额是失真的。对于版权业务来说,当期分销的版权回收款计入营业收入,在现金流量表中体现为——销售商品、提供劳务收到的现金;当期采购的版权计入无形资产,在现金流量表中体现为——购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金,为投资性现金支出,每年版权产生的无形资产摊销计入营业成本。

在公司当前的业务构成下,采购版权发生的现金支出是直接和生产经营相关的,所以我们认为经营活动产生的现金流量净额已经不能真实地反映公司地经营现金流情况。在此我们提出了真实经营性现金流的概念:

真实经营性现金流=经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

以半年为维度统计公司的真实经营性现金流,可以看到公司收购华视网聚 80%股份交易于 2015 年 12 月正式完成,版权业务开始并表,自 2017 年始,公司开始加大版权业务的投入,公司经营性现金流与真实经营性现金流偏差有所放大。并且自 2018H2 起影视业务开始收缩,经营性现金流紧张情况得到缓解。

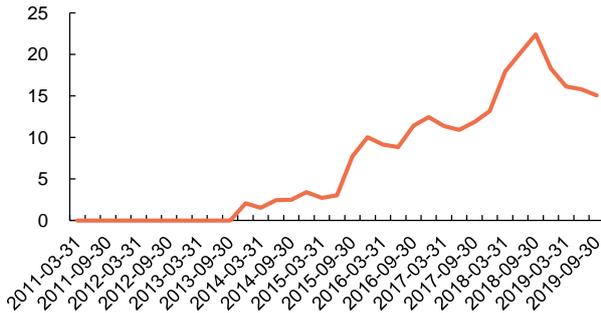
图9: 2016-2019H1 公司经营性现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

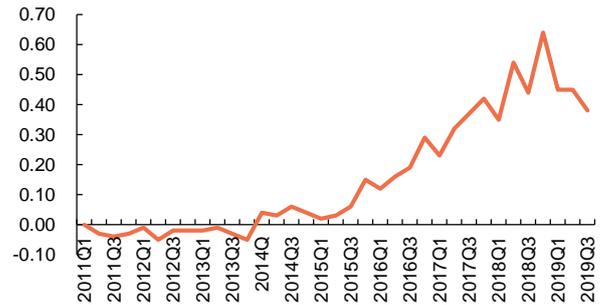
面对现金流紧张, 公司只有寻求外部融资来解决问题, 并且自 2017 年初定增新规出台后, 市场上定增几乎消失, 公司加码间接融资所带来的后果就是财务费用的节节攀升。2018 年公司财务费用达到 1.97 亿元, 相比当年 16.9 亿元毛利润, 其对公司盈利能力影响巨大。与现金流好转相对应的是, 短期借款金额与财务费用双双降低, 盈利能力边际改善。

图10: 公司上市以来短期借款数额 (亿元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图11: 公司上市以来财务费用 (亿元)

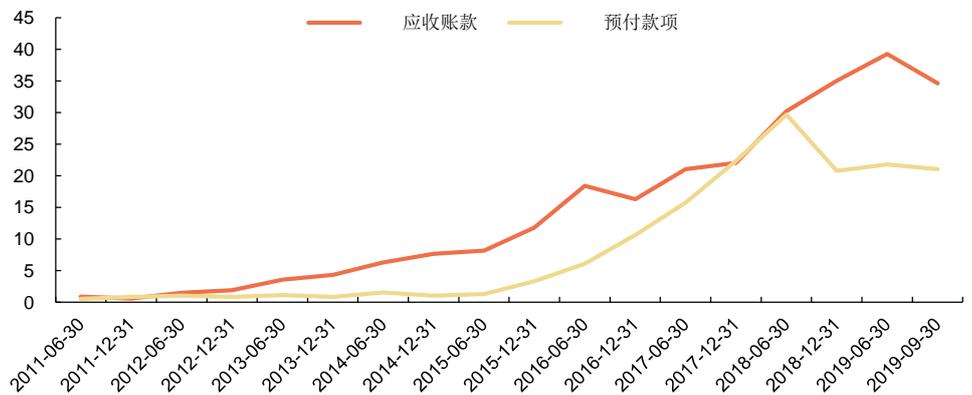


资料来源: Wind, 申港证券研究所

我们认为现金流改善最主要的因素还是影视业务的收缩, 我们梳理了公司历史应收与预付数据, 这两项财务指标均从 2016 年后开始飙升, 与公司业务开展以及现金流情况直接相关。从 2019 半年报数据来看, 其中应收账款主要产生于版权业务中, 并且前四均为视频网站, 我们认为由于版权业务结算周期较短, 且对方多为资本雄厚的视频网站以及国有公司, 应收方面造成的现金流压力是小于预付的。

而反观预付账款, 大部分为影视制作业务所产生, 以 2019 半年报数据, 公司预付前五名中有三项为影视业务产生, 超过一年的预付款项中有 78% 的金额来自于影视业务。当然, 这也是和影视业务的特性相关, 公司在参投影视项目需要在早期支付项目投资款, 在制作完毕、发行放映后方可回款。总体来说, 我们认为随着影视业务持续收缩, 公司现金流回暖的趋势也可持续。

图12: 公司上市以来应收账款与预付款项情况 (亿元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表2：2019 半年报预付账款前五名

公司名	预付金额 (亿元)	占总预付比例	所属板块
江苏狮冠影业有限公司	2.27	10.43%	影视制作
霍尔果斯京华影视文化传播有限公司	1.43	6.55%	影视制作
浙江南北湖梦都影业有限公司	1.05	4.81%	版权运营
霍尔果斯嘉博影视投资有限公司	0.9	4.12%	影视制作
霍尔果斯挚友影业有限公司	0.83	3.78%	版权运营
合计	6.48	29.69%	

资料来源：公司公告，申港证券研究所

表3：2019 半年报应收账款前五名

公司名	应收金额 (亿元)	占总应收比例	所属板块
北京奇艺世纪科技有限公司	6.62	15.14%	版权运营
优酷信息技术 (北京) 有限公司	4.77	10.92%	版权运营
湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司	3.52	8.07%	版权运营
北京风行在线技术有限公司	1.74	3.99%	版权运营
东方明珠新媒体股份有限公司	1.32	3.03%	版权运营
合计	17.98	41.45%	

资料来源：公司公告，申港证券研究所

表4：账龄超过 1 年预付款中各业务板块所占比例

业务板块	预付金额 (亿元)	占比
影视制片	0.9	14.29%
版权运营	4.96	78.73%
音视频	0.44	6.98%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

2. 未来业绩增长逻辑

我们认为，公司未来业绩的增长点在于主要在于版权业务稳定增长，以及超高清推进下广电体系采购需求增加对传统音视频业务的推进。

2.1 版权业务：强化平台核心价值

2.1.1 市占率提升 垄断地位凸显

在版权市场上，除大型视频网站之外，版权中间商主要公司有华视网聚、佳韵社、盛世骄阳。并且这三家公司均在 2014-2015 年被上市公司所并购，其中佳韵社为华策影视持股 98% 子公司，盛世骄阳为皇氏集团全资子公司。2014 年，三家市占率分别为华视网聚 30%、盛世骄阳 53%、佳韵社 17%，然而三家占比在华视网聚成为捷成全资子公司以来变化巨大。

2018 年华视网聚实现营收 30.88 亿元，而佳韵社只有 0.97 亿元，双方拉开了数量级的差距，而盛世骄阳在 2018 年 6 月由于经营不善被皇氏集团剥离出上市公司体系。同样，在内容储量上，华视网聚也是遥遥领先，相比于佳韵社，华视网聚电影部数是其 5.3 倍，电视剧集数是其 3.9 倍，动画分钟数是其 87 倍。目前华视网聚在

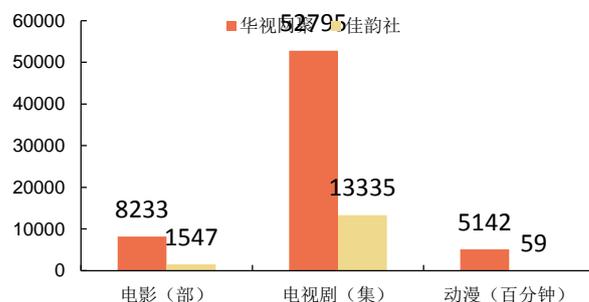
版权运营领域具有绝对优势, 已成为该连接上游内容制作方和下游渠道不可或缺的一环。

图13: 华视网聚、盛世骄阳、佳韵社营收情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所 (注: 盛世骄阳于 2018 年 6 月剥离出上市公司, 财务数据不披露)

图14: 华视网聚、佳韵社内容量对比



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

我们认为, 华视网聚的成功一方面和管理层在采购上的独到眼光与分销上的努力开拓, 另一方面, 华视网聚被并购时间最晚, 估值最高, 背负的对赌利润也最高, 上市公司给予了充分的资源去竞争, 作为现金流驱动的行业, 公司层面的大力支持至关重要。

实际上, 当华视网聚市占率大幅提高后, 其与视频平台之间的关系也不只是简单的版权交易关系, 双方之间存在版权置换与代为采购, 即对于某平台想要独家播放的内容, 可能平台采购后将非视频平台端的权利销售给华视网聚, 反之亦可。无论是置换还是代买的结果都是持续丰富公司的版权库, 进一步加强其行业地位, 提高其 在其他渠道中的话语权。

2.1.2 下游渠道持续扩张

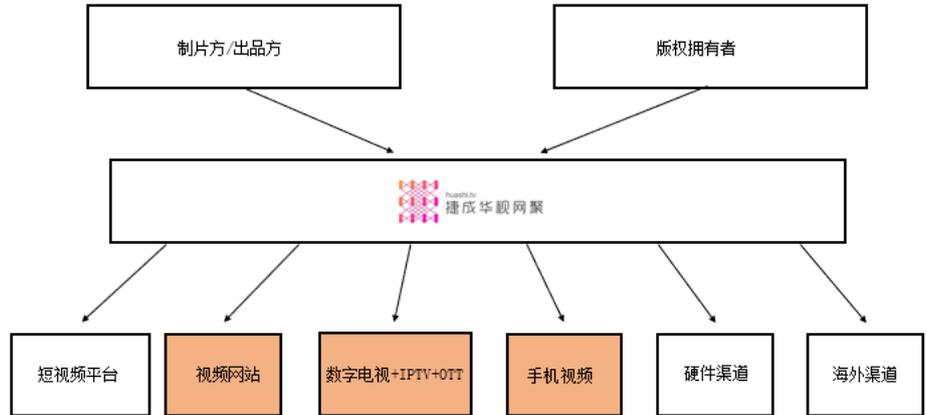
互联网经济的一个重要特征是边际成本递减, 对于版权业务也不例外, 所以拓展更多的渠道变得尤为重要。根据 2015 年公司重组预案, 当时华视网聚的主要发行渠道是视频平台 (优爱腾芒、PPTV、风行网等等)、广电渠道 (有线电视、IPTV 播控牌照方、OTT 牌照方) 以及手机视频 (天翼视讯、咪咕视讯等)。近年来公司努力拓展新的发行渠道, 截至目前, 新增渠道包括:

- ◆ 头条系 (西瓜视频), 2020 年春节档的《囡妈》事件高调宣告了头条系向长视频领域战略布局, 而早在 2018 上半年西瓜视频已与华视网聚达成合作;
- ◆ 直播平台 (虎牙、斗鱼), 游戏直播平台中新开长视频专区;
- ◆ 硬件渠道 (华为视频, 所有华为手机内置 App), 华视网聚是华为视频独家内容合作伙伴;
- ◆ 海外渠道, 自 2017 年起, 公司优质内容相继登陆 200 多个国家和地区, 并与海外视频网站形成长期合作关系, 后在 YouTube 建立专属频道, 2019 年下半年公司节目销售已全面占领东南亚市场, 并成功与 Netflix 签约合作, YouTube 平台旗舰频道“捷成华视-偶像剧场”订阅突破 100 万, 成为 YouTube 金牌频道, 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。

实际上，短视频平台、直播平台等新的互联网渠道的打通，一方面是公司努力拓展的结果，也是公司行业地位使然，由于长视频目前仍是留住用户使用时间的重要内容，当流量平台计划增加用户使用时间时，华视网聚自然是其优先的合作选择。

图15：华视网聚商业模式



资料来源：申港证券研究所

此外，一些原有渠道所发生的边际变化，未来也有可能对版权业务产生利好。2020年2月13日，中宣部发布文件《全国有线电视网络整合实施方案》，宣告被提及已久的广电全国一网正式进入加速阶段。公司版权业务原覆盖二十余省，若如计划在2021年前，将全国三十余张自主运营的广电网络整合成为统一运营的国网，将增加版权的分发效率，增加运营收益，节省管理费用。

表5：版权运营海外战略布局

时间	海外布局动向
2016年	戛纳电影节、多伦多电影节等公司购买了百余部海外影片的数字版权，为后续数字发行及海量片库积蓄力量。优质内容相继登陆台湾、香港、东盟十国、日韩、凤凰卫视欧美台、HBO卫星频道、以及非洲，覆盖200多个国家和地区。
2017年	与viki、Dramafever等欧美视频网站达成量约，形成长期合作关系。独家引进发行部分国际精品动画片，并与迪士尼合作引进一大批优质经典动画电影内容，引进海外国宝级动画全权IP。
2018年	面向海外观众发布视频内容9300多支，YouTube订阅数超过百万，建立亚马逊“Jetsen”专区。拓展了内容结构，引入了美剧、日剧、泰剧以及纪录片等多元化类型。动漫方面，继与时代华纳的特纳电视部门合作之后，与迪士尼达成业务合作。
2019H1	旗下华视网聚全资收购天下卫视，其建立了全美唯一无线播出的粤语频道-44.4天下卫视粤语台；动漫方面，达成了与美泰的战略合作。
2019Q3	动漫方面，达成贝肯熊等数十部头部IP的独家合作，俄罗斯头部IP螺丝钉、咪好一家内容的战略合作。
2019H2	节目销售全面占领东南亚市场，并成功与Netflix签约合作；YouTube平台旗舰频道“捷成华视-偶像剧场”订阅突破100万，成为YouTube金牌频道，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。

资料来源：公司年报，申港证券研究所

表6：头条系长视频布局历程

敬请参阅最后一页免责声明

时间	长视频布局动向
2018.8	西瓜视频宣布投入 40 亿元进军自制综艺领域，其与银河酷娱共同打造的首档脱口秀类综艺《头号任务》已于 2019 年 7 月播出。
2019.1	字节跳动公司旗下影视板块落户厦门，思明区、火炬高新区与北京字节跳动有限公司签订合作协议，西瓜视频制作基地将落户软件园一期。
2019.3	字节跳动入股泰洋川禾，被视作进军艺人经纪领域的一大步。
2019.4	抖音宣布与安乐影片、万达影视、光线影业、阿里影业、新丽电影、英皇电影 6 家影视公司达成战略合作，抖音方面表示，未来与影视公司将在音乐推广、内容宣发等方面展开合作，包括电影的前期筹备、内容植入、数据分析、热点营销等多个方向。
2019.6	在上海电影节期间，今日头条内容生态总经理洪绯宣布推出“联合制片人”计划，本计划主要针对短节目内容招募，拿出价值 10 亿元的流量对联合制片人进行商业化的支持。
2019	字节跳动联合出品了《唐人街探案 3》、《我和我的祖国》；西瓜视频和华视网聚、佳韵社、华策影视等多家影视制作与发行单位达成了版权的合作协议。
2020.1	字节跳动与欢喜传媒合作，《囡妈》在头条系 APP 线上首播；欢喜传媒影视资源全部上线头条系 APP。

资料来源：公开信息，申港证券研究所

表7：斗鱼长视频布局历程

时间	长视频布局动向
	斗鱼 TV 影视专区已全面开放，平台已与多家影视传媒公司达成协议并成功获得影视版权授权。
2015	热播电视剧《太子妃升职记》未映先热，导演组把拍摄全过程“纯天然无添加”的通过斗鱼 TV 直播给观众，更是把发布会直接搬到了直播平台。
2016.3	横店影视城与斗鱼 TV 达成全面合作，斗鱼两位主播身体力行，亲自直播参与花千骨&白子画的同人剧在横店的制作。这次斗鱼 TV 与横店影视的合作，将影视拍摄的过程首次以全程直播的形式展现在观众面前，还原一个真实的横店演员生活。
2017	斗鱼直播 APP 中“娱乐”板块下设有“一起看”栏目，包括电影、电视剧、动漫、综艺、纪录片等分类。

资料来源：公开信息，申港证券研究所

2.1.3 现金流改善 减少采购束缚

版权业务与影视制作业务相比，虽然对现金流占用的期限更短，但是归根到底也是受现金流所驱动的。根据目前公司无形资产的折旧摊销规则，均为加速摊销，其中长期版权来说（大多数版权为五年以上），采用 52111 的规则。采取这种加速比例，其背后蕴藏的道理是，根据公司销售版权的规律，通常为第一年销售收入约占版权总收入的 50%，第二年约占版权总收入的 20%，第三至五年的销售收入约占版权总收入的 30% 左右。

我们可以简化版权业务的模型，在不考虑打包销售的情况下，假设某一影片版权业务毛利率为 30%，则当年只有采购价 65% 的现金回流，单笔交易在当年有 35% 采购价的现金流空缺。实际情况下，第一年销售收入占总收入比可能超过 50%，但只要售价无法覆盖采购价则在当年会造成现金流压力。

图16：公司影视版权摊销的会计政策

版权预计使用寿命	各年摊销比例 (%)				
	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
1年以内 (含1年)	100				
1-2年	50	50			
2-3年	50	30	20		
3-4年	50	30	10	10	
4年以上	50	20	10	10	10

资料来源：公司公告，申港证券研究所

我们认为，版权业务在进入上市公司体系后，获得了强有力的资金支持，这也是华视网聚超越竞争对手，形成垄断性市占率的重要原因之一。但公司近年来同时支持版权运营与影视制作两项现金流驱动型业务较为吃力，现金流紧张，财务成本节节攀升。在影视制作业务大幅收缩后，公司有望将宝贵的现金流资源投入到版权业务上，从而增加版权业务增长的确定性。

此外，公司在 2020 年 1 月披露了与亦庄国投的战略合作协议，其中亦庄国投将以战略投资者身份受让华视网聚部分股份（具体股份数未确定），亦庄国投是实力雄厚的国有资本，此次合作一方面相当于华视网聚进行了一次直接融资，另一方面也代表国有资本对版权业务的认可，进一步补充了现金资源。

2.2 音视频业务：超高清提供增量空间

音视频业务近年来受到传统音视频市场萎缩的影响，营收利润均逐年下滑，我们认为 2019 年将是音视频业务的底部，未来随着超高清产业推进所带来的采购增量以及三维声开启国产替代进程，公司音视频业务将触底回升。

2.2.1 超高清推动 音视频业务有望触底反弹

超高清并非是新事物，早在 2013 年公司便中标“中央电视台新台址 4K 高端制作岛系统”项目，广电体系中歌华有线、天威视讯等公司也在 2015 年开启过 4K NVOD 频道。但是由于缺乏产业链整体发展，上述超高清的尝试并未受到足够的关注。

超高清是 5G 应用中最容易实现的，随着 5G 的逐步推进，超高清内容在生产与传输端的障碍将逐渐消除，超高清发展的路线逐渐明晰。与此同时，国家也出台相应政策推动超高清业务进程。2019 年 3 月 1 日，工信部、广电总局和中央广播电视总台三部门联合推出《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，提出 2022 年超高清视频用户数达 2 亿，产业总体规模超过 4 万亿元，4K 产业生态体系基本完善，8K 关键技术产品研发和产业化取得突破的总体目标。随后，为响应国家要求，各省份及地区相应出台“超高清视频产业发展行动计划”推动省内及地区超高清发展。

2020 年 1 月，工信部、广电总局等部委再次联合发文《视频标准体系建设指南(2019 版)》，相比一年前的《行动计划》提出了更具体细致的目标，进一步表明了政府推进超高清产业发展的决心。

政策名称	发布时间	单位	计划完成目标
《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》	2019.3.1	工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台	2022年,我国超高清视频产业总体规模超过4万亿元,4K产业生态体系基本完善,8K关键技术产品研发和产业化取得突破,形成一批具有国际竞争力的企业
《北京市超高清视频产业发展行动计划(2019-2022)》	2019.5.7	北京市经济和信息化局、北京市广播电视局	2022年有线电视网络落地至少8套4K超高清频道,北京4K电视用户达到500万。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。
《上海市超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》	2019.5.7	上海市经济和信息化委员会、上海市文化和旅游局、上海广播电视台	到2022年,超高清视频产业规模突破4000亿元。再开通4个4K专业付费频道,超高清视频自制内容储备量超过5千小时,多渠道4K版权内容总库容量超过5万小时,超高清视频领域专利累计申请超过3000项
《深圳市8K超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》	2019.9.17	深圳市发展和改革委员会	到2022年将深圳建设成为具有全球影响力的8K技术创新策源地、8K产业发展高地、“AI+5G+8K”应用先导区。核心产业规模突破800亿元,带动相关产业规模达到4000亿元
《广东省超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》	2019.5.1	广东省人民政府办公厅	到2022年,超高清视频产业总体规模超过8000亿元,建成3个世界级超高清视频产业集群,4K电视销量占总销量超过50%,5G用户达2000万户,实现全省80%以上家庭可以收看4K电视节目。骨干企业4K电视机年产量达4000万台,4K、8K电视终端销量占电视总销量的比例分别超过50%、3.6%。提供8套以上4K超高清电视频道传输服务,4K超高清节目储备超过25000小时
《青岛市超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》	2019.4.19	青岛市人民政府办公厅	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及设备生产基地。
《湖南省超高清视频产业发展行动计划(2019-2022)》	2019.4.28	湖南省工业和信息化厅、湖南省广播电视局、湖南省通信管理局、湖南广播电视台	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,将马栏山视频文创产业园打造成为具有国际竞争力的“中国V谷”,构建“制造+内容+传输+应用”的全产业链体系,推动湖南成为全国超高清产业集聚区和示范引领区。
《安徽省超高清视频产业发展行动方案(2019-2022年)》	2019.4.26	安徽省经济和信息化厅、安徽省广播电视局、安徽广播电视台	到2022年,全省超高清视频产业体系总体规模超过3000亿元,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。
《四川省超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》	2019.5.7	四川省推进数字经济发展领导小组办公室	产业总规模有望超过3500亿元;建设国家超高清视听创新基地、超高清视听内容创新云平台,扶持一批反映我省传统文化4K超高清视频创作生产。
《重庆市超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》	2019.5.6	重庆市经信委、重庆市委、市政府	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。
《视频标准体系建设指南(2019版)》	2020.1.6	工信部、广电总局等	到2020年,形成较为完善的超高清视频产业标准体系,制定急需国家标准或行业标准20项以上;到2022年,制定标准50项以上,重点推进广播电视、文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等重点领域行业应用的标准化工作。

资料来源:各部委、各地政府机关网站,申港证券研究所

在产业链中，公司主要提供超高清内容制作相关软硬件。我们认为公司由于根植于广电行业将能较快受益于超高清的发展：

- ◆ 广电体系主要输出终端为电视大屏，而超高清首先利好大屏端。我们测算了不同终端屏幕在 4K/8K 分辨率下的 PPI。在 4K 内容条件下，电视的等效 PPI 将达到目前手机的级别，即肉眼难以分辨像素点，而手机端内容提升至 4K/8K 的边际收益不大；
- ◆ 广电体系背靠政府，政策支持大，资金实力较强；
- ◆ 公司具有良好的与广电体系合作超高清的经验。自 2006 年成立以来，广电体系便是公司主要客户之一，并且自 2013 年起，公司就陆续中标央视超高清项目。

总而言之，我们认为随着超高清产业所带来的采购增量逐步释放，这个因素将成为公司音视频业务增长的主要动力。

表9：公司上市以来截至 2018 年公司中标的广电项目（标注为超高清项目）

时间	完成项目
2011.4	制定广电行业信息安全等级保护标准（GD/J038-2001）
2012.1	承建的中国 3D 电视试验频道在中央电视台正式上线运行；承建的湖北省广播电视总台新闻媒资共享系统正式上线运行，创造了仅用半个月时间便高质高效完成项目实施并实现上线稳定运行的业内奇迹
2012.6	中标北京电视台制播网信息安全系统建设项目，打造全国首个符合广电行业等级保护标准的电视台制播网络安全保障体系
2013.11	中标“中央电视台新台址 4K 高端制作岛系统”项目，将为中央电视台打造国内首套 4K 超高清节目制作系统
2017.1	中标央视 4K 制作系统，正式开启超高清应用项目的研发和落地，同年作为工信部组织的“超高清产业联盟成员”，向业内贡献超高清领域的研究成果和经验
2017.2	陆续中标中央电视台、电影频道播出信号比对项目，是完善我国安全播出手段的又一新的技术创新类型项目
2017.10	中标中央电视台包装制作项目、湖南卫视苹果制作网项目、浙江卫视 AVID 非编网项目、山西 AVID 后期制作网项目、天津电视台 AVID 制作网项目、辽宁电视台 AVID 制作网项目、南宁电视台 AVID 制作网项目等多个省市级制作网项目，高端制作系统的占比份额不断扩大
2018.1	中标浙江卫视全程动态实时编播体系，开创了以一个电视频道为单位的高聚合采、编、播、发技术平台，以实时观看互动数据为依托的目标性节目生产计划和实际生产紧密结合的新模式
2018.7	中标中央台（原中央人民广播电台）高安全性新型制播系统制作、媒资基础设施虚拟化平台，打造目前全国最大规模的专业音频云平台项目
2018.8	中标央视包装岛 4K 在线虚拟系统，为全国超高清产业升级在内容生产和服务端提供了实际系统建设的支持和技术储备，推动了以工信部牵头的超高清产业联盟技术体系架构的完善
2018.11	连续中标央视综艺超高清制作岛和超高清制作岛 3 两个大型 4K 超高清节目生产网络化系统，从全 4K 生产流程上升级实施，为央视整体 4K 建设提供强有力技术和服务的支撑
2019H1	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。

资料来源：公司官网，申港证券研究所

2.2.2 三维声有望开启替代 Dolby 进程

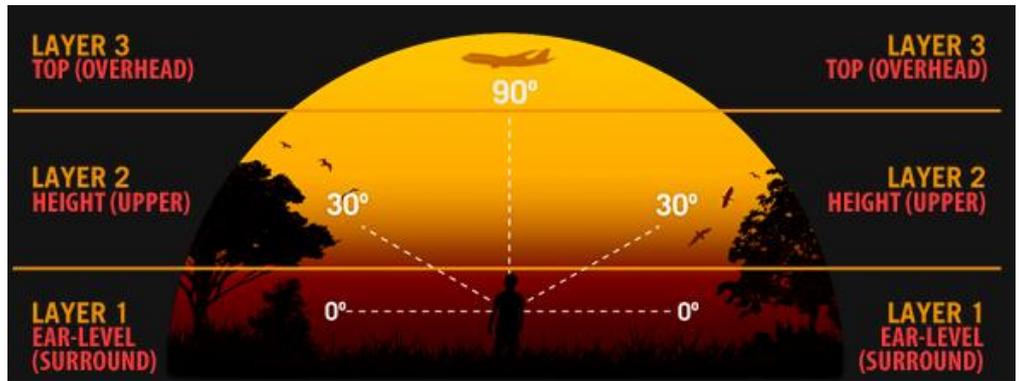
公司 2016 年 2 月收购比利时 Auro Technologies 公司（以下简称“AT”）20% 股权，加速在音频标准方面的布局。AT 是全球领先的音频技术公司，拥有新一代三维声标准 Auro-3D 专利。中国三维声标准，即 C3DA (China 3D Audio)，是基于捷

成世纪/AT 的三维声对象渲染以及双耳渲染器(技术)而成的中国三维声行业标准，由公司牵头编写，经过历时三年的提案、测试、评审、确定技术方案，目前已经正式提交，预计年内可审批完毕至正式发布。

当下可以与 Auro-3D 技术比拟的是 Dolby Atmos 技术，但在应用及体验方面，Auro-3D 具有独特优势，同时改进了 Dolby Atmos 技术所拥有的弊端。Auro-3D 所具有的优势为：

- ◆ 沉浸式声场：Auro-3D 利用特有的三层环绕声音箱布局将每个观众笼罩在逼真的 3D 环绕声场中。这种音频格式带给观众的并非传统的环绕声场模式，而是全新的称之为“沉浸式声场”的概念。

图17：三层环绕声音响布局



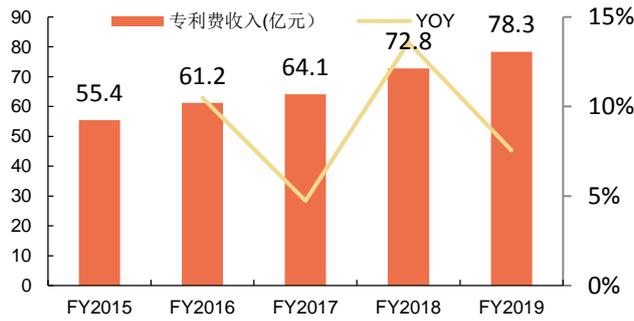
资料来源：AT 官网，申港证券研究所

- ◆ 最佳质量：Auro-3D 是唯一一种能够支持音乐内容创作过程的沉浸式格式。此外，Auro-3D 是市场上唯一支持高分辨率音频（所有频道为 96KHz-24 位）的沉浸式声音格式，它正在迅速成为音乐制作的新标准。
- ◆ 完全兼容：Auro-3D 建议使用 9.1 或 11.1 扬声器布局，以获得最佳播放性能和 Auro 创建的内容的享受，而无需在家中的天花板上安装扬声器；Auro-3D 专门为民用市场引入创新的 Auro-Codec 编码技术，可方便的将这种革命性的 3D 声场格式集成到现有的电影，游戏等音视频素材中，不用进行频谱，带宽或格式的根本改变。
- ◆ 广泛应用：相比更专注于数字电影院和家庭影院的 Dolby Atmos，Auro-3D 现已可应用于影院、视音频系统、车载音响、游戏和移动设备等民用端，可让使用者更直观的感受来自三维声的震撼体验。

基于以上，若中国三维声标准顺利颁布，公司/AT 的 Auro-3D 应用开始推广，对 Dolby 的替代过程将会逐渐开启，动摇 Dolby 在国内立体声业内的垄断地位。2019 年 Dolby 在全球的专利费收入为 78.3 亿元，自 2015 年起，每年的专利费用在逐步增长。此外在 2019 财年，Dolby 在中国的营收占比为 20%，近年来保持相对稳定。

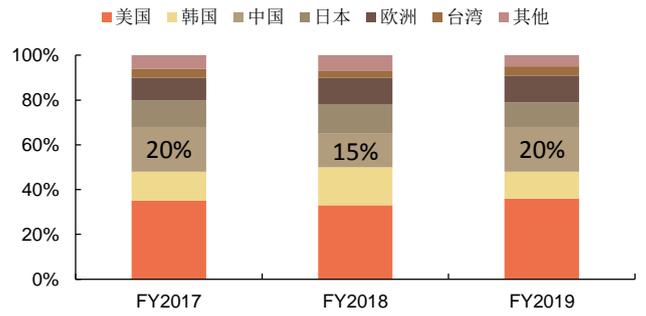
我们预计 15.66 亿元 (78.3*20%) 是所有 Dolby 专利在国内的授权费用，Auro 3D 虽然应用场景超过 Dolby Atmos，但依然应用主要局限在多声道场景中（电影院、家庭影院系统、汽车环境等，手机等消费电子无法支持），实际可替代市场应小于 15.66 亿元。但若可实现替代，仍可在音视频业务相对较低的营收基础上提供客观增速，并且专利授权费用收入可持续性且增长稳定。

图18: Dolby 历年专利费收入



资料来源: Dolby 公告, 申港证券研究所

图19: Dolby 全球各地区收入比例



资料来源: Dolby 公告, 申港证券研究所

3. 投资建议

本次疫情可能导致电影档期推后,从而也推迟了公司采购节奏,但是对于全年来说影片供给量基本不变,并且其他内容方面的采购不受院线停播的影响,故我们认为疫情对公司总体影响较小,

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 35.64/43.17/48.62 亿元,归属上市公司股东净利润分别为-21.66/7.06/8.32 亿元,对应 EPS 分别为-0.84 元/0.28 元/0.33 元,当前股价对应 PE 分别为 无/18.23X/15.51X。由于公司作为版权龙头在市场上缺乏业绩完全类似的对标公司,我们参考影视龙头公司给予 30 倍 PE,以 2020 年业绩预计目标价 8.4 元,首次覆盖给予“买入”评级。

我们对各项业务未来营收预测如下:

表10: 公司业绩拆分表 (万元)

	2019E	2020E	2021E
版权运营业务			
收入	277,964	333,556	366,912
YOY (收入)	-10.00%	20.00%	10.00%
成本	202,913	233,489	253,169
毛利	75,050	100,067	113,743
毛利率	27.00%	30.00%	31.00%
音视频业务			
收入	54,930	68,662	82,395
YOY (收入)	-30.00%	25.00%	20.00%
成本	37,896	48,057	57,668
毛利	17,034	20,606	24,727
毛利率	31.01%	30.01%	30.01%
影视制作业务			
收入	23,038	28,797	35,997
YOY (收入)	-80.00%	25.00%	25.00%
成本	11,058	13,823	17,278
毛利	11,980	14,975	18,718

	2019E	2020E	2021E
毛利率	52.00%	52.00%	52.00%
其他业务			
收入	472	708	885
YOY (收入)	50.00%	50.00%	25.00%
成本	351	566	691
毛利	121	142	194
毛利率	25.60%	20.04%	21.88%

资料来源：申港证券研究所

4. 风险提示

下游采购需求降低；上游影视行业下行，导致市场供给减少；超高清行业发展进度不及预期；影视业务进展不及预期。

表11: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4366	5028	3564	4317	4862	流动资产合计	6746	7965	6240	6983	7467
营业成本	2539	3338	2522	2959	3288	货币资金	1123	542	535	648	729
营业税金及附加	20	20	15	18	21	应收账款	2207	3505	2441	2957	3330
营业费用	126	143	160	194	219	其他应收款	481	1022	724	877	988
管理费用	112	123	143	173	194	预付款项	2233	2077	1951	1803	1639
财务费用	134	197	110	125	140	存货	563	739	559	655	728
资产减值损失	355.57	1059.08	2756.54	50.00	50.00	其他流动资产	35	45	23	34	42
公允价值变动收益	47.74	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	8405	8012	6342	6663	6984
投资净收益	69.65	55.30	69.79	64.91	63.33	长期股权投资	1016	1084	700	720	740
营业利润	1116	153	-2145	777	916	固定资产	147.34	68.56	66.03	63.14	60.07
营业外收入	3.65	0.21	10.00	10.00	10.00	无形资产	1447	1769	2068	2367	2666
营业外支出	3.42	2.05	2.00	2.00	2.00	其他非流动资产	11	43	0	0	0
利润总额	1116	151	-2137	785	924	资产总计	15151	15977	12582	13647	14451
所得税	33	60	30	78	92	流动负债合计	4126	5128	4396	5844	7079
净利润	1083	91	-2167	706	832	短期借款	1317	1828	2590	3763	4949
少数股东损益	8	-3	-10	-10	-10	应付账款	966	1814	1149	1467	1564
归属母公司净利润	1074	94	-2157	716	842	预收款项	284	342	306	263	215
EBITDA	2730	2143	-2027	909	1064	一年内到期的非流动负债	156	281	0	0	0
EPS (元)	0.42	0.04	-0.84	0.28	0.33	非流动负债合计	1199	1037	469	454	454
主要财务比率						长期借款	389	451	451	451	451
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	应付债券	598	316	0	0	0
成长能力						负债合计	5325	6165	4865	6298	7533
营业收入增长	33.18%	15.17%	-29.12%	21.13%	12.62%	少数股东权益	8	5	-5	-15	-25
营业利润增长	10.41%	-86.29%	-	-136.21%	17.96%	实收资本(或股本)	2575	2569	2575	2575	2575
归属于母公司净利润增长	11.75%	-91.28%	-	-133.21%	17.53%	资本公积	4477	4456	4456	4456	4456
获利能力						未分配利润	2703	2685	2554	1240	-138
毛利率(%)	41.83%	33.62%	29.23%	31.45%	32.37%	归属母公司股东权益合计	9818	9806	7721	7363	6942
净利率(%)	24.80%	1.81%	-60.79%	16.36%	17.11%	负债和所有者权益	15151	15977	12582	13647	14451
总资产净利润(%)	7.09%	0.59%	-17.14%	5.25%	5.82%	现金流量表					
ROE(%)	10.94%	0.95%	-27.93%	9.73%	12.12%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
偿债能力						经营活动现金流	491	2023	965	470	615
资产负债率(%)	35%	39%	39%	46%	52%	净利润	1083	91	-2167	706	832
流动比率	1.64	1.55	1.42	1.19	1.05	折旧摊销	1480.54	1793.56	6.53	6.89	7.07
速动比率	1.50	1.41	1.29	1.08	0.95	财务费用	134	197	110	125	140
营运能力						应付帐款减少	-578	-1298	1064	-516	-373
总资产周转率	0.31	0.32	0.25	0.33	0.35	预收帐款增加	180	58	-36	-43	-49
应收账款周转率	2	2	1	2	2	投资活动现金流	-1513	-1914	-819	-316	-317
应付账款周转率	6.27	3.62	2.41	3.30	3.21	公允价值变动收益	48	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	85	-129	452	-18	-19
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.04	-0.84	0.28	0.33	投资收益	70	55	70	65	63
每股净现金流(最新摊薄)	-0.09	-0.24	0.00	0.04	0.03	筹资活动现金流	792	-721	-154	-41	-216
每股净资产(最新摊薄)	3.81	3.82	3.00	2.86	2.70	应付债券增加	1	-282	-316	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	12.06	138.15	-6.05	18.23	15.51	普通股增加	12	-6	6	0	0
P/B	1.33	1.33	1.69	1.77	1.88	资本公积增加	-98	-21	0	0	0
EV/EBITDA	5.27	7.17	-7.68	18.28	16.66	现金净增加额	-230	-612	-8	113	82

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

姚天航，姚天航，中南大学材料科学与工程专业硕士，曾就职于某传媒上市公司历任总裁助理、证券事务代表，原东兴证券传媒研究员，现申港证券传媒研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上