

芒果超媒 (300413.SZ)

2021 年 01 月 07 日

“视频+内容+电商”融合，小芒打造第二增长曲线

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/1/7
当前股价(元)	68.59
一年最高最低(元)	81.73/38.18
总市值(亿元)	1,221.16
流通市值(亿元)	638.82
总股本(亿股)	17.80
流通股本(亿股)	9.31
近 3 个月换手率(%)	61.7

股价走势图



相关研究报告

《公司信息更新报告-阿里创投或成第二大股东，多业务协同可期》
-2020.11.17

《公司信息更新报告-内容壁垒助力业绩大增，新赛道拓宽成长空间》
-2020.10.31

《公司信息更新报告-剧集综艺优势助力业绩大增，商业模式全面开花》
-2020.10.15

方光耀（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号: S0790520030004

余倩莹（联系人）

yuqianying@kysec.cn

证书编号: S0790120040010

● “明星+品牌+流量+粉丝”四方合力，小芒开启内容电商新征程

公司小芒电商 App 正式上线，并集湖南卫视及芒果 TV 之力为小芒引流。小芒电商植根“明星电商”模式，或实现以货为基础，以明星艺人联名或推荐来聚集流量，以内容为手段来提升用户购买意愿的核心商业闭环，发挥公司在明星、品牌、流量资源等方面的优势，打造明星带货生态，深度挖掘粉丝经济价值，打造公司第二增长曲线。我们假设小芒电商 2021 年仍处于起步推广阶段，2022 年将放量，因此上调 2022 年盈利预测，预测 2020-2022 年归母净利润分别为 18.32、21.80、27.30（前为 25.66）亿元，对应当前股本的 EPS 分别为 1.03、1.22、1.53（前为 1.44）元，当前股价对应 PE 分别为 67、56、45 倍，维持“买入”评级。

● “明星电商”模式独树一帜，独家低价精致好物尽在小芒

我们认为，与小红书相比，小芒的短视频内容以带货为核心，将完成“明星短视频推荐—商品下单购买”的一站式服务；而小红书的图文内容主要为用户自发好物分享，为自有平台商城引流较少，小芒的带货转化率或更胜一筹。与抖音相比，小芒是以电商形态为主，短视频推荐为促销方式的独立电商类 App，用户购物的自主性更强，购物体验或更佳；而抖音本身为短视频内容软件，直播电商仅为后续添加的内嵌变现功能，其本质仍为娱乐视频类 App。与天猫相比，小芒是“小而美”的精致电商，或通过全网价格优势、独家/明星联名/内容衍生商品等方式打造流量爆款；而天猫是大而全的综合性电商，力求品类尽可能全面。

● 内容电商丰富芒果生态，小芒打造第二增长曲线

我们认为，小芒将通过持续迭代优化，释放“明星电商”潜力；将深度运用湖南卫视及芒果 TV 流量优势，通过广告、综艺或电视剧内容植入等形式为小芒引流，提升品牌知名度；或借助阿里巴巴强大的电商供应链，减少前期投入，降低运营风险。我们测算 2021、2022 年小芒电商 GMV 分别为 46、112 亿元。

● 风险提示：视频平台用户增长不及预期的风险；广告业务收入增长不及预期的风险；内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性；电商业务拓展成功与否存在不确定性。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,661	12,501	17,264	24,589	32,937
YOY(%)	223.8	29.4	38.1	42.4	34.0
归母净利润(百万元)	866	1,156	1,832	2,180	2,730
YOY(%)	1093.3	33.6	58.4	19.0	25.3
毛利率(%)	37.0	33.7	36.0	36.0	36.2
净利率(%)	9.0	9.2	10.6	8.9	8.3
ROE(%)	16.3	13.1	17.5	16.0	16.7
EPS(摊薄/元)	0.49	0.65	1.03	1.22	1.53
P/E(倍)	141.1	105.6	66.7	56.0	44.7
P/B(倍)	21.7	13.9	11.7	9.0	7.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1. “明星+品牌+流量+粉丝”四方合力，挖掘粉丝经济新价值	4
1.1. “短视频+粉丝经济”构建“明星电商”新模式	4
1.2. 小芒应运而生，开启内容电商新征程	6
2. 产品分析：明星推荐优质好物，自营商城一键下单	7
3. 竞品对比：“明星电商”模式独树一帜，独家低价精致好物尽在小芒	10
3.1. vs.小红书：小芒以明星推荐为主，自营商城带货属性更胜一筹	10
3.2. vs.抖音：小芒为双列瀑布流展现模式，商城形态更为独立	12
3.3. vs.天猫：小芒走精致而非大而全路线，商品追求品牌低价	15
4. 发展潜力：内容电商丰富芒果生态，小芒打造第二增长曲线	17
5. 盈利预测与投资建议	20
6. 风险提示	20
附：财务预测摘要	21

图表目录

图 1： 2020 年 6 月短视频用户占手机网民的比例达 88%	4
图 2： 2020 年 6 月短视频单日使用时长达 110 分钟，为各类应用中最长	4
图 3： 互联网用户对短视频内容营销接触率更高	4
图 4： 广告主或更多在直播及短视频营销领域增加预算	4
图 5： 2019 年粉丝经济市场规模合计达 634.8 亿元，同比增长 35%	5
图 6： 购买明星代言产品和周边产品是粉丝在追星方面主要的消费选择	5
图 7： 68% 的受访者在过去 12 个月支出 1000 元以上购买明星代言产品（2019.01）	5
图 8： 追星平台用户期待包含资讯、电商、视频等多元化服务的平台	5
图 9： 小芒电商植根“明星电商”模式，是以粉丝经济为基础的内容垂直电商	6
图 10： 2019 年芒果 TV 合作品牌以美妆、婚纱摄影、饮料和个护清洁为主	7
图 11： 年轻女性用户易受内容平台推荐种草而下单消费	7
图 12： 在六大视频网站中，芒果 TV 女性用户占比最高（2020.11）	7
图 13： 芒果 TV 24 岁以下年轻用户占比达 54%，明显高于“优爱腾”（2020.11）	7
图 14： “小芒”下设“关注”、“发现”子栏目，并设置搜索入口	8
图 15： 小芒 App 与芒果 TV 用户体系深度打通	10
图 16： 根据新榜研究院调研，48.40% 的受访者认为视频种草更有效（2019.06）	11
图 17： 图文笔记是 2020 年双十一期间小红书广告主投放首选，护肤美妆类内容占主流	11
图 18： 小芒的短视频内容以带货为核心，将完成“明星短视频推荐—商品下单购买”的一站式服务	11
图 19： 小红书的图文内容主要为用户自发好物分享，为自有平台商城引流较少，设有商品链接的多为广告笔记	12
图 20： 小芒为双列瀑布流展现模式，用户可以自行筛选感兴趣的带货内容	13
图 21： 小芒有独立商城形态进行商品展示	14
图 22： 抖音本身为短视频内容软件，直播电商为后续添加的内嵌变现功能，无独立商城形态	14
图 23： 2019 年汉服同袍年龄以 19-24 岁为主	15
图 24： 2020 年汉服同袍中女性占比达 89.61%	15
图 25： 小芒独辟“潮玩”、“汉服”推荐板块，暂未单独设置用户“点评”板块	15
图 26： 小芒走精致好物路线，潮玩板块与芒果 TV 综艺 IP 深度联动	16
图 27： 小芒商品价格追求优惠，部分商品为全网独家款	17
图 28： 芒果 TV 开屏、贴片、横幅广告为小芒 App 导流	18

图 29: 湖南卫视跨年晚会活动助力小芒 2021 年 1 月 1 日登上 iOS 免费榜-购物类 App 第 18 名 19

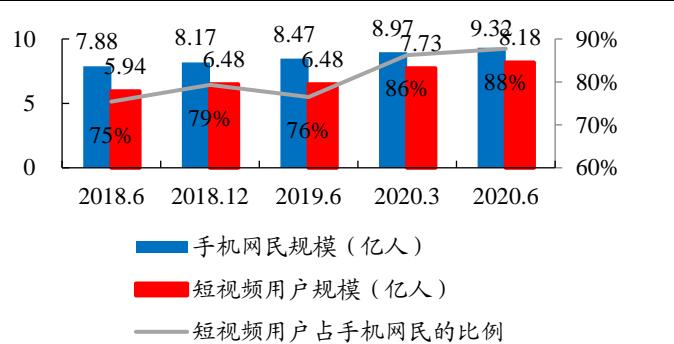
表 1: 小芒 App 涵盖“小芒”、“商城”、“+”、“购物车”、“我的”五大栏目	7
表 2: 小芒部分自营产品价格低于天猫旗舰店、京东、小红书价格	9
表 3: 小芒历史福利活动丰富	10
表 4: 自小芒 App 开启公测以来, 持续进行版本更新迭代	17
表 5: 根据测算结果, 2021 年小芒电商的营业收入或为 32.36 亿元	19
表 6: 根据测算结果, 2022 年小芒电商的营业收入或为 78.08 亿元	19

1. “明星+品牌+流量+粉丝”四方合力，挖掘粉丝经济新价值

1.1. “短视频+粉丝经济”构建“明星电商”新模式

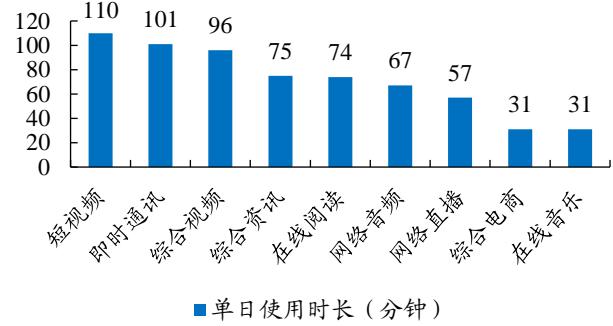
短视频用户规模及用户时长遥遥领先，内容电商为主要变现方式。根据 CNNIC 的数据，2020 年 6 月我国手机网民规模为 9.32 亿人，同期短视频用户规模达 8.18 亿人，短视频在手机网民中的渗透率达到 88%。根据 QuestMobile 的数据，2020 年 6 月短视频类应用用户单日使用时长达 110 分钟，超过即时通讯和综合视频(长视频)，晋升为互联网应用第一大“时间杀器”。而由于视频信息维度比图片文字丰富，能够让消费者更直观浏览商品，更适合种草带货；根据新榜研究院数据，视频种草效果是图文种草的 2 倍，通过内容刺激用户消费需求并绑定商品实现销售转化的视频内容电商模式或将成为主流。

图1：2020年6月短视频用户占手机网民的比例达88%



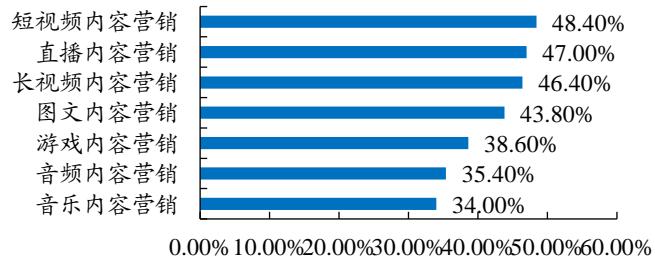
数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图2：2020年6月短视频单日使用时长达110分钟，为各类应用中最长



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

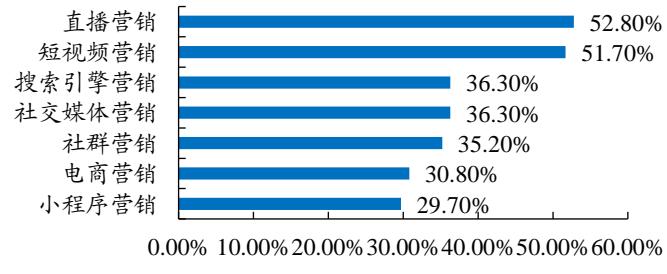
图3：互联网用户对短视频内容营销接触率更高



■ 2020年中国互联网用户对不同内容形式的内容营销接触情况

数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图4：广告主或更多在直播及短视频营销领域增加预算

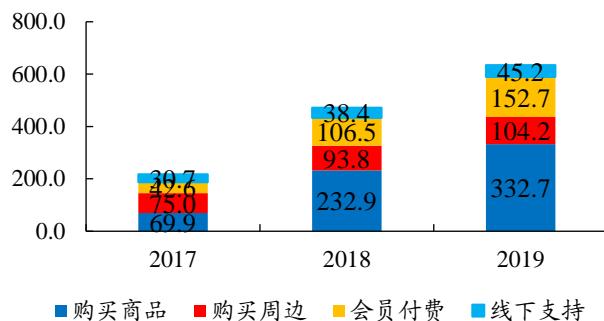


■ 2020年中国广告主未来一年增加预算的线上媒体营销模块

数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

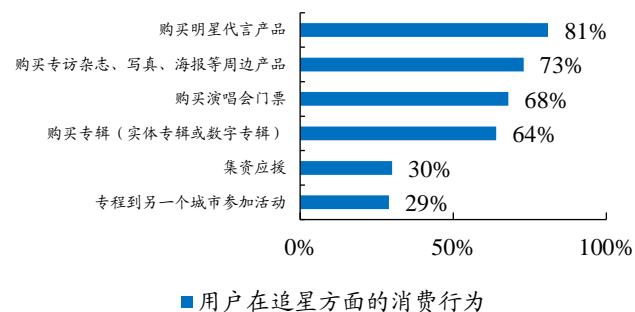
粉丝经济市场空间广阔，粉丝愿意为爱豆买单。根据《2019 偶像产业及粉丝经济白皮书》，2019 年粉丝经济市场规模达 634.8 亿元，同比增长 35%，其中购买明星代言产品和周边产品是粉丝在追星方面主要的消费选择，合计市场规模达 436.9 亿元。粉丝的消费能力亮眼，根据 36Kr 研究院调查数据，68% 的受访者在过去 12 个月支出 1000 元以上购买明星代言产品，粉丝愿意为明星同款支付溢价。

图5: 2019年粉丝经济市场规模合计达634.8亿元,同比
增长35%



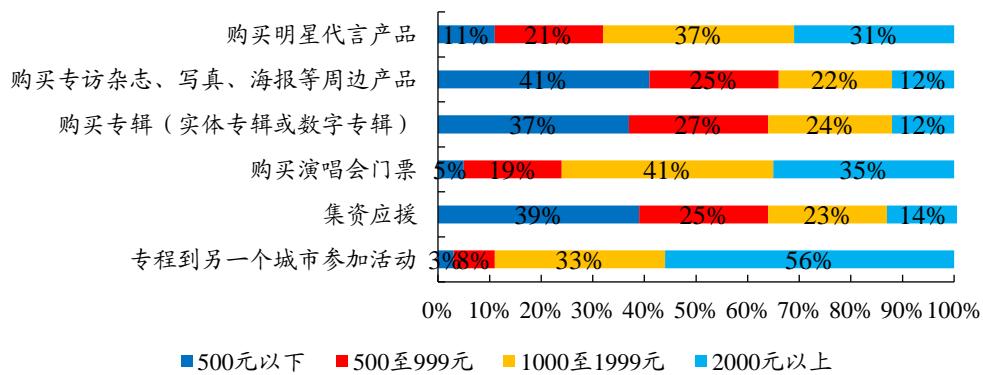
数据来源:《2019偶像产业及粉丝经济白皮书》、开源证券研究所

图6: 购买明星代言产品和周边产品是粉丝在追星方面
主要的消费选择



数据来源:36Kr研究院、开源证券研究所

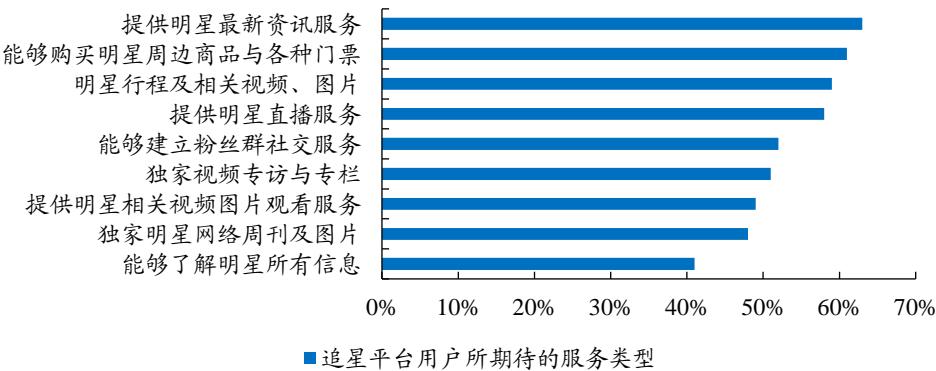
图7: 68%的受访者在过去12个月支出1000元以上购买明星代言产品(2019.01)



数据来源:36Kr研究院、开源证券研究所

“短视频+粉丝经济”的“明星电商”模式或为粉丝经济零售新风口。目前,明星种草主要通过微博图文、直播带货等形式进行,粉丝购买明星代言、周边产品的渠道主要为淘宝、天猫等综合性电商平台。但粉丝在消费中与明星的互动性、商品推荐的真实性和展示形式的多样性需求未被完全满足,市场上仍未出现专注明星带货的内容电商平台。我们认为,“明星电商”模式,一方面能够让明星通过短视频形式进行真切的生活好物分享,以不同于快节奏直播带货的形式拉进与粉丝距离;另一方面能够满足粉丝的消费与互动需求,实现粉丝流量向销量转化。

图8: 追星平台用户期待包含资讯、电商、视频等多元化服务的平台

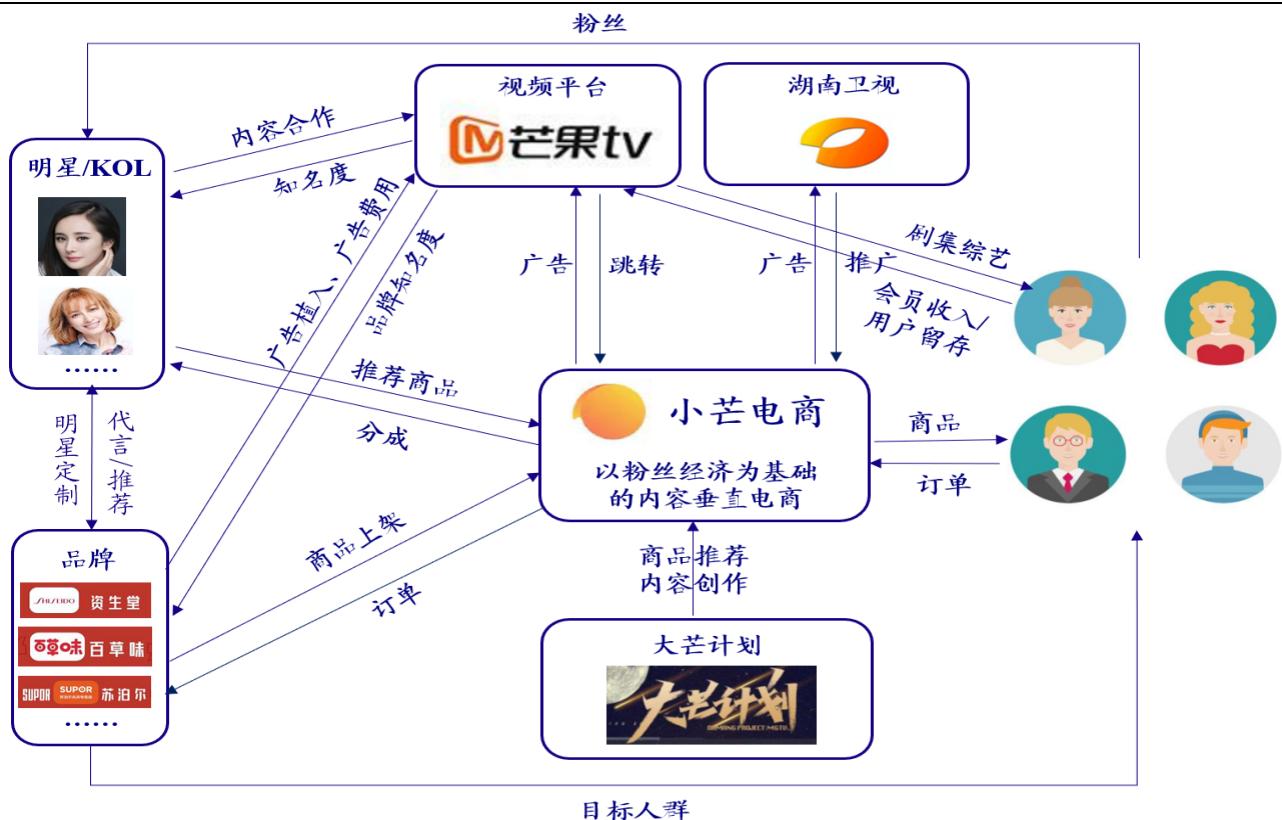


数据来源:36Kr研究院、开源证券研究所

1.2、小芒应运而生，开启内容电商新征程

根据“超媒很芒”官方公众号信息，2020年12月15日公司旗下小芒电商App开启公测，小芒电商是一款通过明星、综艺、专业KOL真实的短视频内容种草推荐，让用户获得更多的生活灵感、完成购物消费的电商App。我们认为，小芒电商植根“明星电商”模式，能够发挥公司在明星资源、品牌资源、流量支持、用户属性等方面的综合优势，打造明星带货生态，深度挖掘粉丝经济价值。

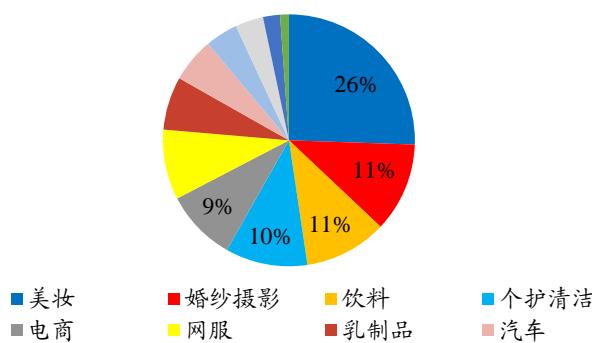
图9：小芒电商植根“明星电商”模式，是以粉丝经济为基础的内容垂直电商



资料来源：小芒 App、芒果 TV、资生堂、百草味、苏泊尔、开源证券研究所

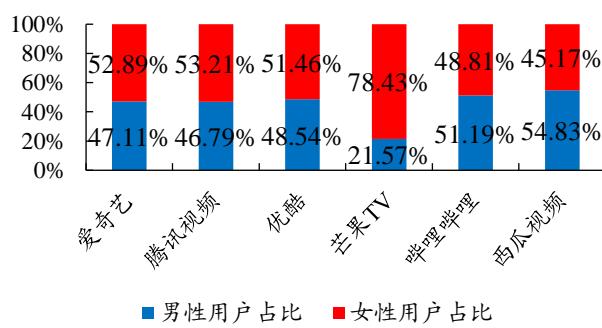
(1) 明星方面，公司合作的各线明星资源丰富，或可通过剧集和综艺附加合约，低成本邀请明星入驻，推荐商品及合作明星联名款商品。**(2) 品牌方面**，公司广告主资源丰富，易获取低价优质好物，且合作品牌以美妆、婚纱摄影、饮料和个护清洁为主，提供的商品更切合年轻女性用户需求。**(3) 流量方面**，可通过芒果 TV 及湖南卫视广告为小芒电商引流，集团内部给予流量支持亦可控制买量成本。此外，或可将优质商品在剧集和综艺中深度植入，探索综艺 IP 带货、明星+KOL 真人秀带货、直播盛典带货等新场景模式。**(4) 粉丝方面**，芒果 TV 用户以年轻女性为主，种草/促销/拼团/直播对她们的影响力大。

图10: 2019年芒果TV合作品牌以美妆、婚纱摄影、饮料和个护清洁为主



数据来源: 九合数据、开源证券研究所

图12: 在六大视频网站中, 芒果TV女性用户占比最高(2020.11)



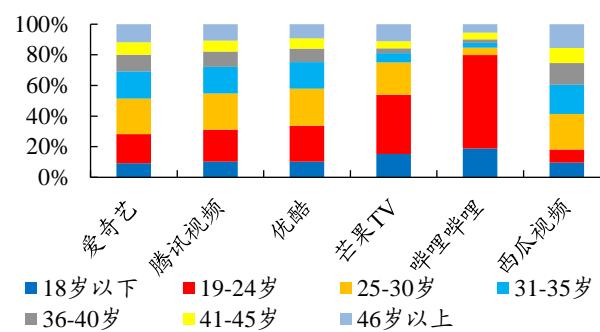
数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

图11: 年轻女性用户易受内容平台推荐种草而下单消费



资料来源: 抖音、快手、哔哩哔哩、小红书、小芒、知乎、豆瓣、识货、值得买、微信、QQ、微博、拼多多、淘宝、唯品会、苏宁易购、考拉海购、开源证券研究所

图13: 芒果TV 24岁以下年轻用户占比达54%, 明显高于“优爱腾”(2020.11)



数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

2、产品分析: 明星推荐优质好物, 自营商城一键下单

在产品架构方面, 小芒App的界面最下方有“小芒”、“商城”、“+”、“购物车”、“我的”五大栏目, 覆盖短视频浏览、商城购物、订单查询等功能, 此外, 用户可通过“+”功能发布UGC图文或短视频内容, 但其发布的内容无法关联商品链接。

表1: 小芒App涵盖“小芒”、“商城”、“+”、“购物车”、“我的”五大栏目

栏目	功能
小芒	子栏目涵盖“关注”、“发现”, 并设置搜索入口。“关注”栏目推送已关注账号发布的短视频内容, “发现”栏目下设“推荐”、“美妆”、“美食”、“家居”、“时尚”、“潮玩”、“汉服”等分区, “推荐”分区自动推送用户可能感兴趣的明星/KOL发布的短视频内容。
商城	商城栏目顶部设置搜索框和商品分类功能, 目前商品主要分为食品、美妆、潮玩、3C数码、电器、饰品、服装、家居、萌宠等九个大类。搜索框下方有食品生鲜、家居生活、限量潮玩、服装服饰、跨境好货五个分区入口, 分别对应不同用户需求。分区入口下面分别为广告窗口和“限时秒杀”窗口, 下拉页面设置不同主题的商品推送。
+	用户可以从相册中自行选择发布图文/短视频内容, 也可以选择重新拍摄或录制内容发布, 但其发布的内容无法关联商品链接。
购物车	主要显示已添加购物车的商品, 下方设有商品推荐分区。
我的	主要是用户功能分区, 同其他购物App设置类似, 界面右上方顶部有“消息中心”、“设置”, 下方有用户信息、订

栏目	功能
单信息和产品推荐界面；不同的是设置有“我的作品”界面，作为用户内容发布和管理的主要功能区。	

资料来源：小芒 App、开源证券研究所

短视频内容方面，(1)“小芒-关注”为用户已关注账号发布的短视频内容，采取单列瀑布流式展现形式，全部视频下方附有购物车，部分视频下方已添加商品跳转链接。**(2)**“小芒-发现-推荐”多为入驻的明星生活分享类短视频，采取双列瀑布流式展现形式，已入驻包括袁咏琳、沈梦辰、李斯丹妮、柳岩、张大大等百位明星艺人，目前 App 上线时间较短，大部分已入驻明星只发布了 1-2 条官宣入驻短视频，部分明星已经开始在小芒分享生活并关联商品链接。**(3)**“小芒-发现-美妆/美食/潮玩/家居/时尚/汉服”等多为 KOL 分享短视频内容，部分关联了商城商品，有跳转链接。

“潮玩”和“汉服”分区是小芒 App 的独特内容，“潮玩”分区内容涵盖拆盲盒、潮玩展览等，增强了趣味性和吸引力；“汉服”分区将汉服的穿着艺术加工，全方位展现了商品的上身效果和特点，相当于更加优质的“买家秀”。**(4)**官方账号“小芒精选”为芒果官方好物推荐账号，主要发布小芒 App 最新热门视频以及精华商品的好物推荐，目前发布好物多为潮玩(盲盒、手办)、芒果大热综艺以及艺人的周边商品、小芒选品等。

图14：“小芒”下设“关注”、“发现”子栏目，并设置搜索入口

“小芒-关注”为用户已关注账号发布的短视频内容，并会向用户推荐“你可能感兴趣的人”



“小芒精选”为芒果官方好物推荐账号



“小芒-发现-推荐”多为入驻的明星生活分享类短视频，采取双列瀑布流式展现形式



“汉服”分区将汉服的穿着艺术加工，全方位展现了商品的上身效果和特点



资料来源：小芒 App、开源证券研究所

商城方面，(1) 品牌方面，已入驻百大品牌，包括资生堂、科颜氏、百草味、苏泊尔、元气森林等，品类涵盖美妆、小家电、食品饮料、服饰等，境内大牌护肤品以小样为主，跨境大牌美妆涵盖 SK-II、资生堂、海蓝之谜、雅诗兰黛等品牌，部分品牌商品为小芒独家商品。**(2)“潮玩”方面**，小芒主要合作的品牌为泡泡玛特、tokidoki (淘奇多奇)、lamtoys 以及黄油猫等，同时还引入《明星大侦探》、《密室逃脱》、《朋友请听好》等热门综艺周边潮玩，形成与芒果 TV 内容的深度联动。**(3) 价格方面**，部分自营产品价格低于天猫旗舰店、京东、小红书价格，具有一定价格优

势。**(4) 客服方面**，客服响应速度极快，但缺失客服保持功能，退出客服聊天即为结束咨询服务。**(5) 目前商品以自营商品为主**，大部分商品包邮且 7 天无理由退换货，跨境商品不支持 7 天无理由退换货。

表2：小芒部分自营产品价格低于天猫旗舰店、京东、小红书价格

品类	品牌	产品	小芒售价(包邮)	淘宝售价	京东售价	小红书售价
食品	a1	a1 云蛋糕 500g	19.9 (新人券后 11.9)	24.9	29.9	30
		a1 网红薯条原味 80g*5	49.9 (新人券后 41.9)	旗舰店无	-	39.9
	精武	精武鸭锁骨 108g	15 (新人券后 7)	19.8	19.8	-
美妆	EVE	精武虎皮凤爪 228g	25 (新人券后 17)	29.8	-	-
		柔肤润泽乳霜 50ml	520 (新人券后 470)	650	-	-
润百颜	LOM	玻尿酸保湿修护面部精华液 30ml	712 (新人券后 632)	890	-	699
		玻尿酸高保湿精华水 300ml	229 (新人券后 199)	229	229 (京东 plus209)	159
	377 小灯管次抛原液 1.5ml*5 支	79 (新人券后 71)	490 (30 支)	399 (30 支)	409 (30 支)	
漫步者	W3 漫威版无线蓝牙耳机	298 (新人券后 268)	319	299	-	-
		W800BT 头戴式蓝牙耳机	186	189	149	-
3C 数码	OPPO	A72 5G 双模 90Hz 屏幕 128G 全面屏全网通手机	1899 (新人券后 1819)	1799	1779	1629
		A8 时尚拍照手机 三摄轻薄手机 4G(4+64G)	999 (新人券后 949)	899	999	829
电器	格兰仕	32 升烤箱 K32-L01	199 (新人券后 169)	189	199	-
		多功能榨汁机 破壁机 WP17001	399 (新人券后 349)	259	279	-
	小熊	家用多功能一体锅 DHG-B50C1	179 (新人券后 169)	109	149	129
饰品	KVK	厨具餐具烘干消毒盒 XDQ-B01Q1	399 (新人券后 349)	219	229	-
		基础毒液耳环	299 (新人券后 269)	249	282 (包括邮费 13)	279
	贰叁饰	三环丝捕气质流苏耳环 (单只)	399 (新人券后 349)	319	412 (包括邮费 13)	379
服装	/Arsis	赵丽颖同款如意扣系列锆石耳钉	168 (新人券后 158)	168	214 (包括邮费 13)	148
		赵丽颖同款如意扣系列锆石项链	216 (新人券后 186)	216	216	196
	蕉下	穹顶系列双面防晒渔夫帽	149 (新人券后 139)	159	159	139
家居	果趣	果趣系列晴雨伞 (三折)	179 (新人券后 169)	179	169	149
		果趣系列晴雨伞 (三折)	179 (新人券后 169)	179	169	149
	流烟昔	今月宋制褙子四件套	179 (秒杀价)	532	-	-
潮玩	冷	令月宋制褙子四件套	179 (秒杀价)	532	-	-
		青梅竹马圆领袍	268 (新人券后 238)	258	-	-
	吉田兔	阳离子干发帽	7.9 (秒杀价)	9.8	-	-
萌宠	三禾	阳离子家用浴巾*2	48 (新人券后 40)	不单卖	74 (四条)	-
		Beautyyouth 系列玉子烧锅	199 (新人券后 169)	189	199	179
	/sanho	Beautyyouth 系列方汤锅	269 (新人券后 239)	299	339	259
潮玩	淘奇多	限量款圣地亚哥 (单个盲盒)	59 (新人券后 51)	55	59	58.9
		限量款彩虹独角兽	199 (新人券后 169)	-	-	-
	/tokidoki	限定款无敌大宙斯	699 (新人券后 619)	639	-	-
萌宠	lamtoys	海绵宝宝派大星半解剖异色 (单个盲盒)	79 (新人券后 71)	74	79	-
		mini 宠物智能喂食器 (304 不锈钢版)	499 (新人券后 449)	469	409	379
	小佩	智能全自动猫厕所	2699 (新人券后 2619)	2669	2429	2479
CACOLL	鸡肉&猪肉猫粮 1.81kg	158 (新人券后 148)	158	158	-	-
	Y	无谷鸡肉配方狗粮 1.81kg	158 (新人券后 148)	158	158	-

资料来源：小芒 App、淘宝 App、京东 App、小红书 App、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

用户方面，(1) 内容发布主体：包括明星/KOL、小芒官方、普通用户等。(2) 消费者：芒果 TV 在“我的”界面设置小芒 App 跳转功能，并曾通过“新人送 188 购物券、整点秒杀商品、下单即可瓜分百万红包、领取芒果 TV 会员、1 亿跨年礼”等福利活动为小芒引流，用户在芒果 TV 内点击下载小芒，可直接用芒果 TV 账号登陆，将小芒 App 与芒果 TV 用户体系深度打通。

表3：小芒历史福利活动丰富

序号	福利	具体操作
1	188 新人优惠券	“小芒” App 绑定手机号即可领取使用
2	瓜分百万红包	下单即可
3	整点秒杀	商城界面，限时加购
4	芒果 TV 7 天 vip	点击进入“小芒” App “商城”界面广告位即可直接领取
5	0.01 元秒杀明侦盲盒	“商城”搜索，即可下单

资料来源：小芒 App、开源证券研究所

图15：小芒 App 与芒果 TV 用户体系深度打通

芒果TV在“我的”界面设置小芒App跳转功能



点击“小芒App”跳转小芒优惠活动信息



点击“马上抢”跳转小芒App下载链接



用户可通过注册过芒果TV的手机号登陆小芒App



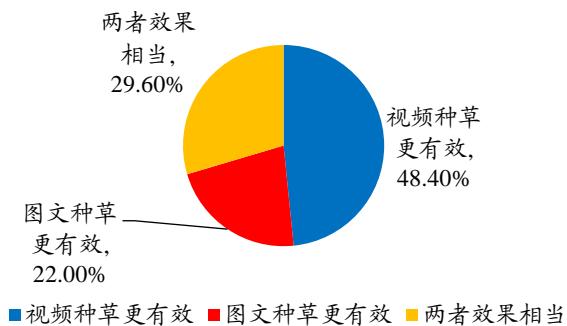
资料来源：小芒 App、芒果 TV、开源证券研究所

3、竞品对比：“明星电商”模式独树一帜，独家低价精致好物尽在小芒

3.1、vs.小红书：小芒以明星推荐为主，自营商城带货属性更胜一筹

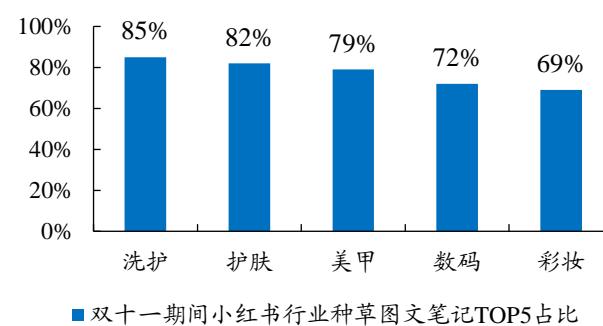
在平台内容方面，小芒以明星创作的短视频为主，小红书以用户创作的图文笔记为主。小芒通过明星艺人推荐来吸引用户眼球，全部采用短视频种草形式，效果更为直接生动，根据新榜研究院数据，48.40%的受访者认为视频种草更有效，是认

图16: 根据新榜研究院调研, 48.40%的受访者认为视频种草更有效 (2019.06)



数据来源: 新榜研究院、开源证券研究所

图17: 图文笔记是 2020 年双十一期间小红书广告主投放首选, 护肤美妆类内容占主流



数据来源: WEIQ、开源证券研究所

在商城购物方面, 小芒以官方自营商品为主, 小红书采取“官方自营福利社+品牌旗舰店”模式。小芒每条短视频下都设置有购物车链接, 内容主可关联商品推荐, 一键跳转自营商城购买, 目前部分明星发布的短视频已关联商品链接。小红书中设有商品链接的多为广告笔记, 点击后跳转品牌旗舰店购买, 普通用户分享类笔记普遍不设置链接, 内容主会建议淘宝、拼多多等搜索商品购买。

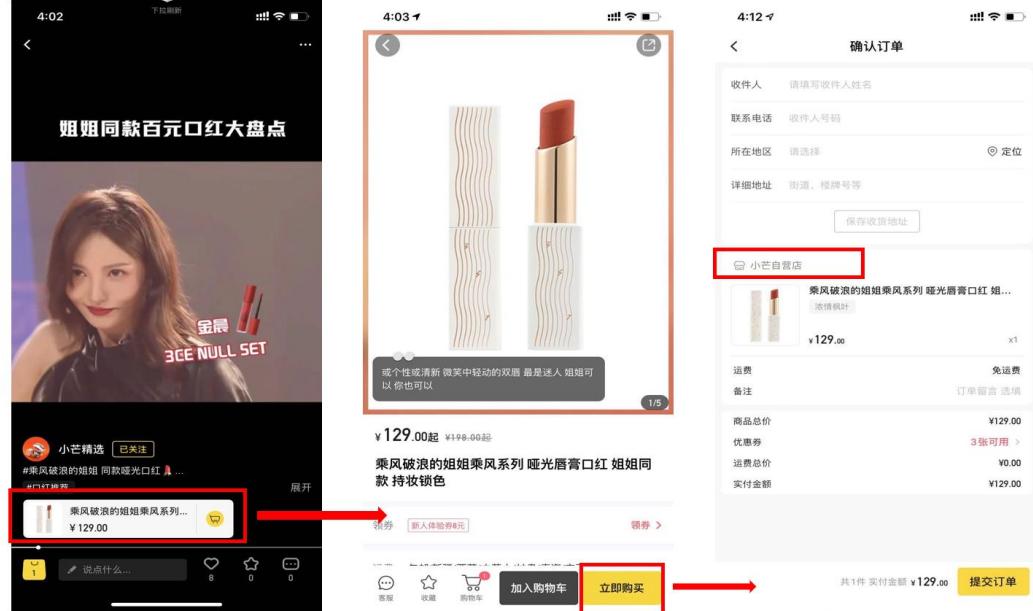
我们认为, 两大 App 的最核心区别在于, 小芒的短视频内容以带货为核心, 将完成“明星短视频推荐—商品下单购买”的一站式服务; 而小红书的图文内容主要为用户自发好物分享, 为自有平台商城引流较少, 小芒的带货转化率或更胜一筹。

图18: 小芒的短视频内容以带货为核心, 将完成“明星短视频推荐—商品下单购买”的一站式服务

小芒每个短视频下方皆有购物车功能, 目前部分明星发布的短视频已关联商品



部分短视频关联商品链接, 点击链接后可跳转自营商城, 进行下单购买

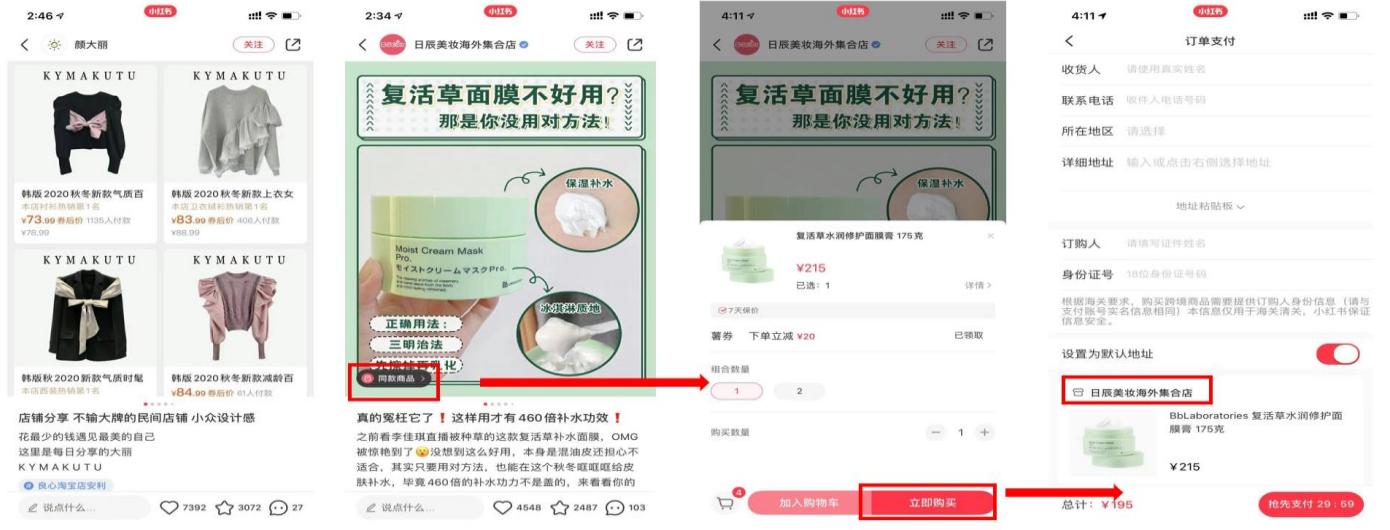


资料来源: 小芒 App、开源证券研究所

图19：小红书的图文内容主要为用户自发好物分享，为自有平台商城引流较少，设有商品链接的多为广告笔记

小红书的图文内容主要为用户自发好物分享，会推荐淘宝、拼多多等平台的店铺、商品。普通用户分享类笔记普遍不设置链接

设有商品链接的多为推广类笔记，点击后跳转品牌旗舰店，进行下单购买



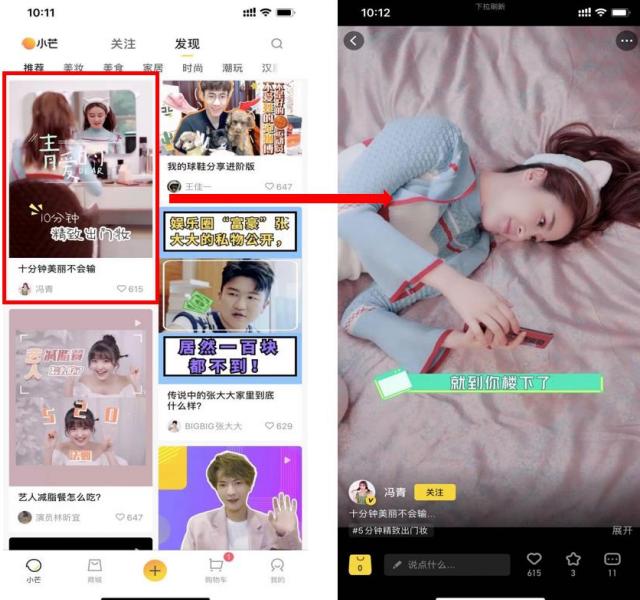
资料来源：小芒 App、开源证券研究所

3.2. vs. 抖音：小芒为双列瀑布流展现模式，商城形态更为独立

在平台内容方面，小芒主界面“发现”栏采用常见的双列短视频瀑布流形式，抖音主界面“发现”及“推荐”栏则是单列滚动式的短视频推荐模式。我们认为，娱乐搞笑类短视频采取单列沉浸式设计，可以使用户直接消费内容，获得连续的、不被打断的沉浸式观看体验，满足用户的娱乐需求；而带货推荐类短视频则更适合采用双列瀑布式设计，从而展示更多的内容，并让用户可以自行筛选感兴趣的内容，尊重用户在购物时的选择权，否则或使用户产生厌烦感。

图20：小芒为双列瀑布流展现模式，用户可以自行筛选感兴趣的带货内容

小芒采用双列短视频瀑布流形式，用户可以自行筛选感兴趣的內容，点击视频后自动进入视频播放界面，完成播放后自动重新播放



抖音采用单列滚动式的短视频推荐模式，进入软件后即自动播放推荐的短视频，完成播放后自动重新播放，用户上滑下滑可切换视频



资料来源：小芒 App、抖音 App、开源证券研究所

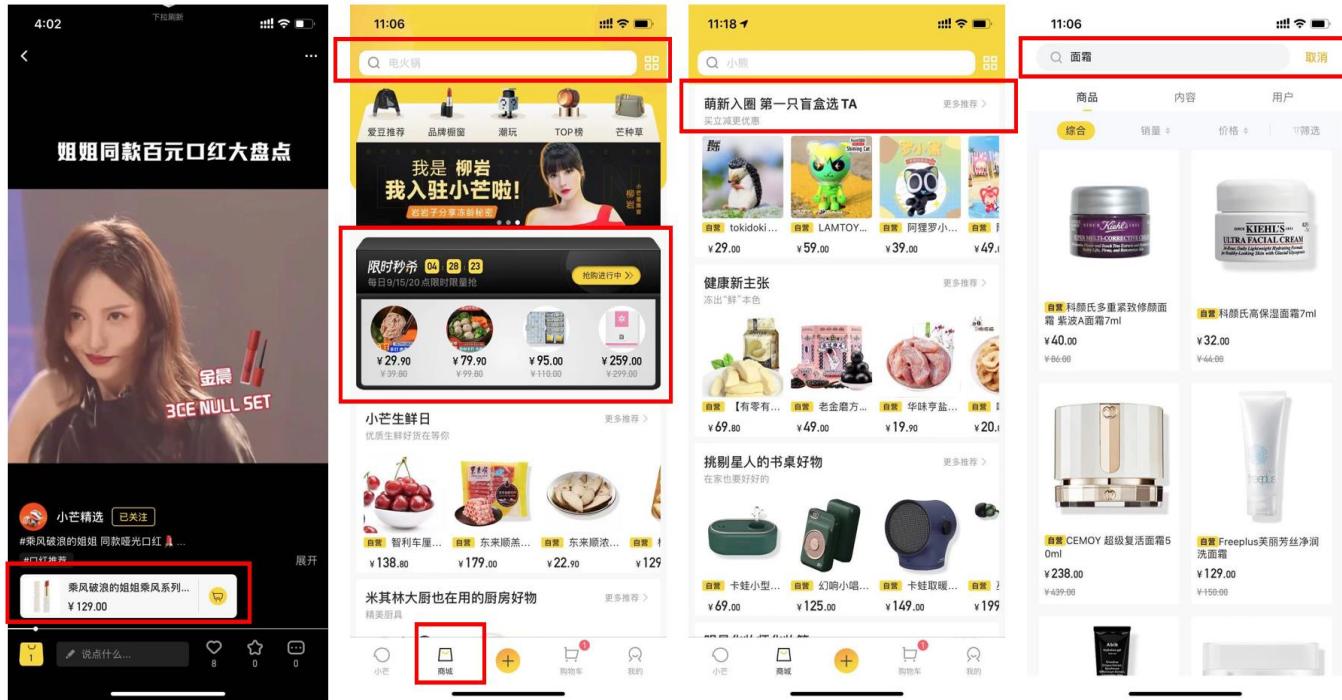
在商城购物方面，小芒有独立商城形态进行商品展示，抖音则无。在小芒，用户一方面可以通过短视频关联的商品链接直接下单，一方面可以通过商城功能进行搜索式和浏览式购物。在抖音，用户主要通过主播直播获取商品和店铺链接，并没有独立商城进行多品类商品展示，但可通过首页搜索栏目进行商品搜索。

我们认为，两大 App 的最核心区别在于，小芒是以电商形态为主、短视频推荐为促销方式的独立电商类 App，用户购物的自主性更强，购物体验或更佳；而抖音本身为短视频内容软件，直播电商仅为后续添加的内嵌变现功能，其本质仍为娱乐视频类 App。此外，抖音用户在下滑观看短视频时的沉浸式娱乐体验或会被直播带货打断，这也或许是公司独立开发小芒 App 而非将商城功能内嵌入芒果 TV 的重要原因。

图21：小芒有独立商城形态进行商品展示

小芒用户可以通过短视频关联的商品链接直接下单

小芒具有独立的商城形态，商城会展开限时秒杀等活动，也会进行分类别商品推荐，用户亦可通过商城顶端搜索栏自主搜索所需商品。

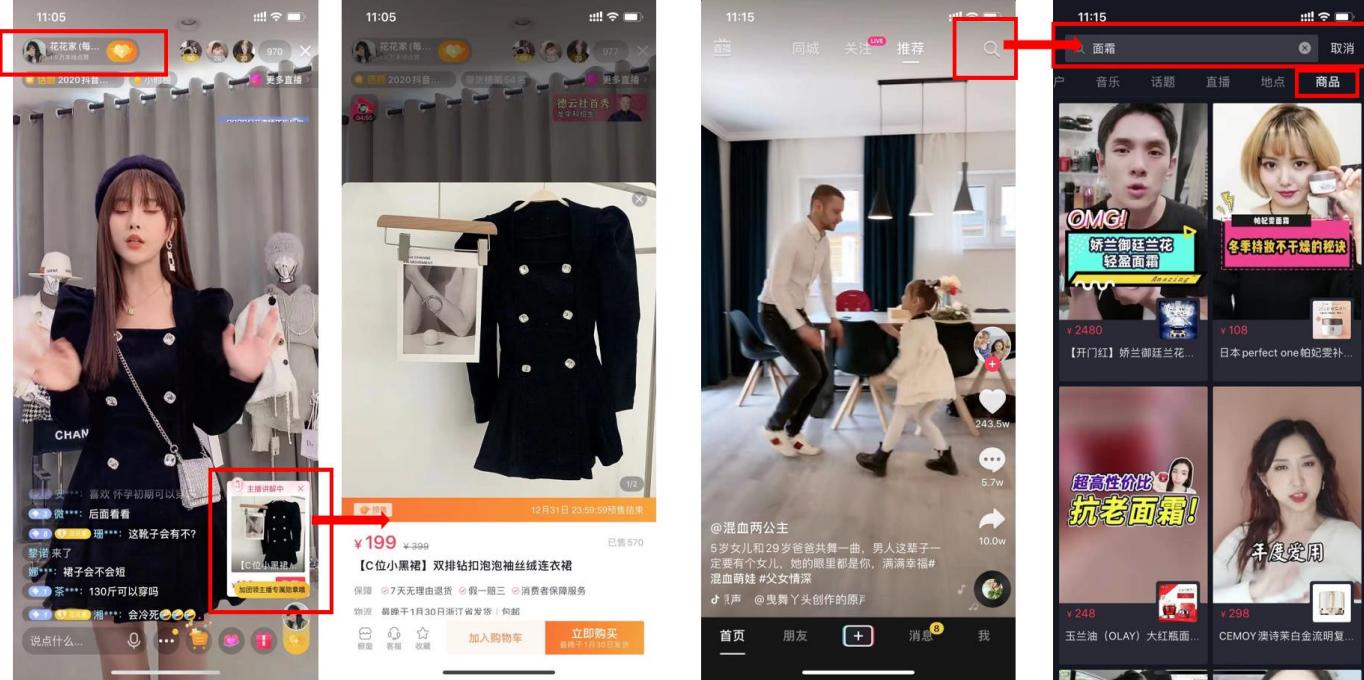


资料来源：小芒 App、开源证券研究所

图22：抖音本身为短视频内容软件，直播电商为后续添加的内嵌变现功能，无独立商城形态

抖音用户主要通过主播直播获取商品和店铺链接

抖音用户可通过首页搜索栏目进行商品搜索，但抖音没有独立的商城进行多品类商品展示



资料来源：抖音 App、开源证券研究所

3.3. vs. 天猫：小芒走精致而非大而全路线，商品追求品牌低价

在平台内容方面，小芒独辟“潮玩”、“汉服”推荐板块，天猫推荐板块涉及生活全方面。我们认为，小芒推荐的潮玩、汉服商品更能迎合当代年轻女性的消费需求，也与芒果 TV 的用户画像更为吻合。而天猫作为综合性电商平台，推荐板块内容更为多样化，或与其用户更加平均的性别及年龄属性有关。此外，天猫单独设置用户“点评”板块，展示用户通过图文形式对已购商品进行的真实评论，同时为其他用户种草/拔草。目前，小芒仅在商品详情页展示用户评论，与 UGC 短视频相结合的用户“点评”功能或独立商品“点评”模块值得期待。

图23：2019年汉服同袍年龄以19-24岁为主

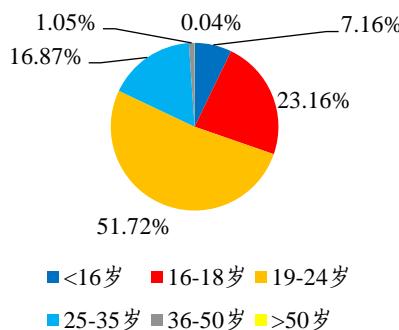
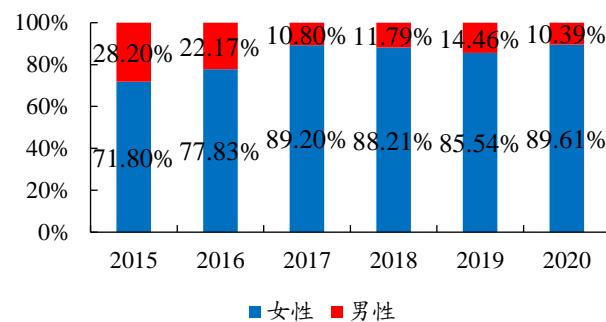


图24：2020年汉服同袍中女性占比达89.61%



数据来源：汉服咨询平台、艾媒数据中心、开源证券研究所

数据来源：汉服咨询平台、艾媒数据中心、开源证券研究所

图25：小芒独辟“潮玩”、“汉服”推荐板块，暂未单独设置用户“点评”板块

小芒独辟“潮玩”、“汉服”推荐板块，迎合年轻都市女性的购物需求



天猫推荐板块涉及生活方方面面



小芒仅在商品详情页展示用户评论



天猫单独设置“点评”板块



资料来源：小芒 App、天猫 App、开源证券研究所

在商城购物方面，小芒走精致好物路线，价格追求全网最低价，天猫商品更为丰富多样。(1)在品类方面，小芒的商品品类主要涉及食品、美妆、潮玩、3C 数码、

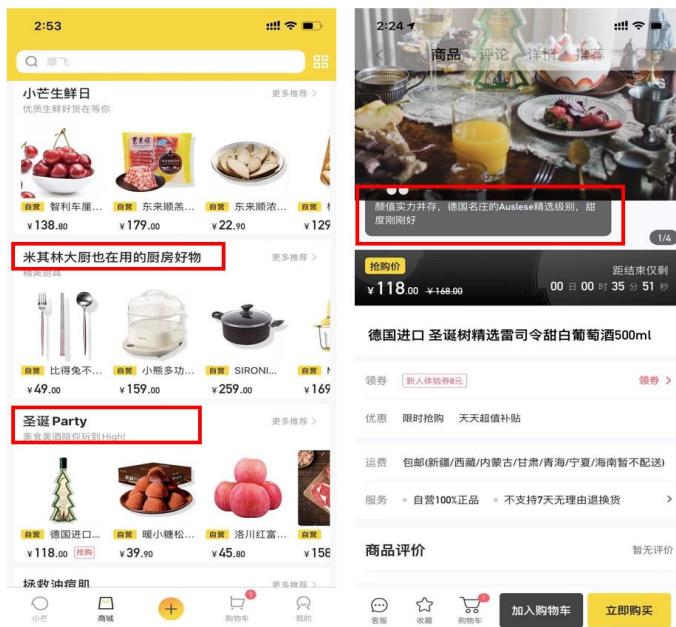
电器、饰品、服装、家具、萌宠等，上架商品多为各品类下精选优质好物，商品数量较天猫少但品质领先，尽显生活格调。商城潮玩板块供应 IP 联名、限量款商品，与芒果 TV 综艺 IP 深度联动。天猫的商品数量丰富，由入驻的官方旗舰店进行商品上架、客服、发货、退换货等服务，更适合有明确消费目的的用户进行搜索式购物。

(2) 在价格方面，小芒商品价格追求优惠，部分商品为全网独家款。我们判断，小芒一方面或利用公司广告主资源，通过与品牌的深度合作获取商品优惠价格，一方面或通过独家定制款、明星联名款等打造全网唯一商品，从而实现全网低价。

我们认为，两大 App 的最核心区别在于，小芒是“小而美”的精致电商，或通过全网价格优势、独家/明星联名/内容衍生商品等方式打造流量爆款；而天猫是大而全的综合性电商，力求产品品类尽可能全面。

图26: 小芒走精致好物路线，潮玩板块与芒果 TV 综艺 IP 深度联动

小芒上架商品多为各品类下精选优质好物，商品数量不多但品质领先，商品推荐语尽显生活格调



小芒商城潮玩板块供应 IP 同款、限时秒杀、限量款、粉系潮玩商品，IP 同款与芒果 TV 王牌综艺 IP 《明星大侦探》《密室大逃脱》深度联动



资料来源：小芒 App、开源证券研究所

图27: 小芒商品价格追求优惠, 部分商品为全网独家款
小芒同款薇诺娜洗面奶价格低于天猫旗舰店价格

百草味旗下坚果大礼包1030g/9款为小芒独家商品, 天猫旗舰店未上架“1030g/9款”规格商品

资料来源: 小芒 App、天猫 App、薇诺娜、百草味、开源证券研究所

4、发展潜力: 内容电商丰富芒果生态, 小芒打造第二增长曲线

App 持续迭代优化, 明星入驻、商品丰富, 释放“明星电商”潜力。自 12 月 15 日小芒 App 开启公测以来, 其通过 UI 设计升级、购买流程优化、支持销售跨境商品等功能更新, 持续优化用户体验。此外, 沈梦辰、白冰、李斯丹妮等明星艺人持续入驻, SK-II、兰蔻、资生堂、科颜氏、海蓝之谜、雅诗兰黛等跨境商品销售, 极大程度丰富了小芒的内容及产品。我们认为, 小芒将实现以货为基础, 以明星艺人联名或推荐来聚集流量, 以内容为手段来提升用户购买意愿的核心模式, 并将充分挖掘粉丝的消费能力, 完成视频至电商的消费转化。

表4: 自小芒 App 开启公测以来, 持续进行版本更新迭代

日期	版本	更新内容
2020/12/3	预订版本: 4.0	—
2020/12/10	版本: 4.0.1	1、首页全新改版, 更好的视觉体验; 2、详情页增加分享按钮, 与亲朋好友共享好内容和好商品更方便; 3、支持内容举报, 为净化互联网贡献你的一次单击
2020/12/13	版本: 4.0.2	1、UI 全面换新 2、用户体验优化
2020/12/14	版本: 4.0.3	1、升级 UI, 为了准备和你的见面, 我们也在努力装扮自己。 2、支持优惠券能力, 运营心情好就会发券, 记得蹲券薅羊毛。 3、优化小芒补贴商品的购买流程, 限量限时, 让抢购更刺激! 4、优化话题, 关注喜欢的话题找起来不费劲。
2020/12/21	版本: 4.0.5	1、优化图片加载方式, 使用图片处理黑科技, 让 APP 内图片打开速度从 2G 时代跨越到 5G 时代。

日期	版本	更新内容
2、视频双击点赞，伸出小手指让爱豆看到你的爱。		
2020/12/28	版本：4.0.6	1、优化社区内话题内容展示，支持拉黑用户、标记不感兴趣的内容，净化你的小芒世界。 2、支持销售跨境商品，集美们最爱的大牌美妆正在保税仓集结，好价不必等大促！ 3、导航栏支持各种维度的分享，喜欢的话题、活动等都能和朋友一起分享。
1、优化社区内话题内容展示，支持拉黑用户、标记不感兴趣的内容，净化你的小芒世界。		
2020/12/30	版本：4.0.7	2、支持销售跨境商品，集美们最爱的大牌美妆正在保税仓集结，好价不必等大促！ 3、导航栏支持各种维度的分享，喜欢的话题、活动等都能和朋友一起分享。
2020/1/5	版本：4.0.8	1、支持在商品大分类下筛选小分类查看商品，让您能轻松找到想要的商品。

资料来源：七麦数据、开源证券研究所

充分借助湖南卫视及芒果 TV 流量优势，集团协同效应或持续显现。小芒平台在湖南卫视 2020-2021 跨年演唱会正式亮相，在“1 亿跨年礼，点燃 2021”主题活动中，用户通过下载小芒 App 下单即可获得芒果种子并 100% 中奖，并可参与新年爆款、新年首发、明星同款、整点限时抢购、秒杀专场等活动。此外，芒果 TV App 也设有小芒的开屏、横幅、贴片等广告，为小芒造势。我们认为，跨年晚会活动给小芒的导流效果显著，后续湖南卫视及芒果 TV 或持续通过广告、综艺或电视剧内容植入等形式为小芒引流，小芒也将通过互联网买量等形式，提升品牌知名度，即将到来的春节期间的推广值得期待。

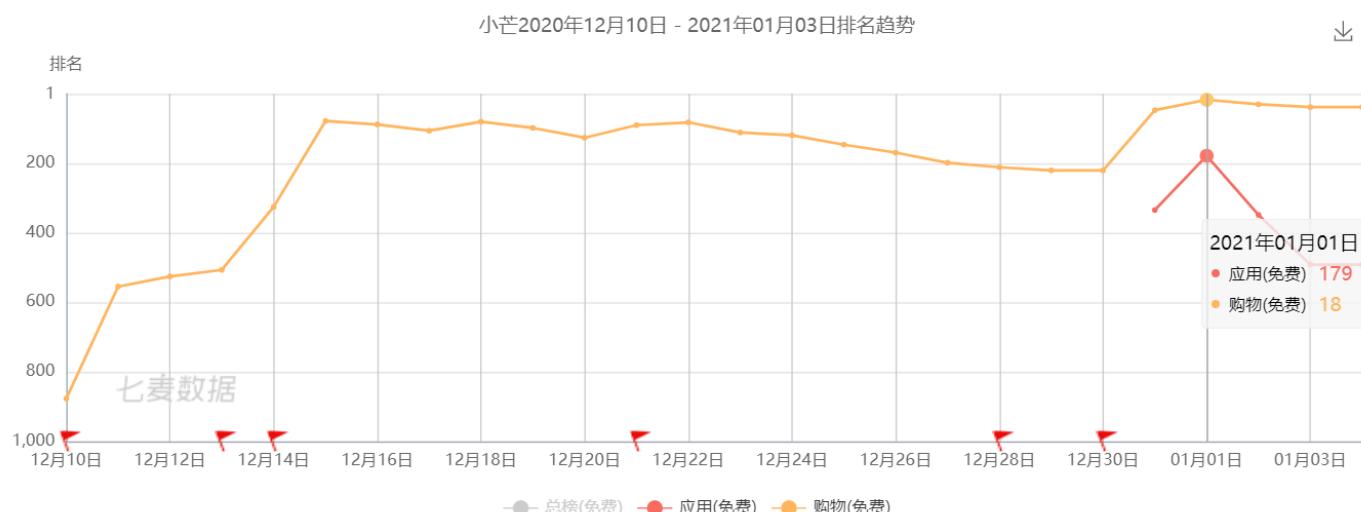
图28：芒果 TV 开屏、贴片、横幅广告为小芒 App 导流

芒果TV开屏、贴片、横幅广告为小芒App导流，点击后可跳转小芒App下载链接/活动页



资料来源：芒果 TV、小芒 App、开源证券研究所

图29: 湖南卫视跨年晚会活动助力小芒 2021 年 1 月 1 日登上 iOS 免费榜-购物类 App 第 18 名



资料来源：七麦数据

成功引入阿里创投成第二大股东，或借助阿里巴巴供应链等优势，轻装上阵助推“小芒电商”起步。一方面，有利于公司探索内容电商的运作模式，阿里强大的品牌商家与头部主播资源或助力公司实现“IP+KOL+品牌”催化反应，兼具品牌传播和效果营销双重价值。另一方面，公司有望借助阿里巴巴强大的电商供应链，减少前期投入，降低运营风险，更聚焦于自身擅长的内容领域，实现与阿里电商业务的协同效应。

我们认为小芒电商前期的大部分流量来自芒果生态内，假设 2021、2022 年小芒电商对于芒果 TV 的用户渗透率分别为 7%、9.5%，并假设芒果 TV2021、2022 年 MAU 分别为 2.64 亿、3.35 亿，则预测 2021、2022 年小芒电商的 MAU 为 0.18 亿、0.32 亿。根据快手招股说明书，快手 2020H1 GMV/MAU 为 226，我们认为小芒电商的商品平均价格较快手更高，故假设 2021、2022 年小芒电商的 GMV/MAU 分别为 250、350。此外，我们假设 2021、2022 年小芒电商的履约率分别为 70%、70%，根据测算结果，2021、2022 年小芒电商的 GMV 或分别为 46 亿元、112 亿元，营业收入或分别为 32.36 亿元、78.08 亿元。

表5: 根据测算结果，2021 年小芒电商的营业收入或为 32.36 亿元

渗透率 履约率	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%
60.00%	19.81	23.77	27.74	31.70	35.66
65.00%	21.46	25.76	30.05	34.34	38.63
70.00%	23.11	27.74	32.36	36.98	41.61
75.00%	24.77	29.72	34.67	39.62	44.58
80.00%	26.42	31.70	36.98	42.27	47.55

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表6: 根据测算结果，2022 年小芒电商的营业收入或为 78.08 亿元

渗透率 履约率	7.50%	8.50%	9.50%	10.50%	11.50%
60.00%	52.84	59.88	66.93	73.97	81.02
65.00%	57.24	64.87	72.51	80.14	87.77

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

履约率 渗透率	7.50%	8.50%	9.50%	10.50%	11.50%
70.00%	61.65	69.86	78.08	86.30	94.52
75.00%	66.05	74.85	83.66	92.47	101.27
80.00%	70.45	79.85	89.24	98.63	108.03

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

公司 2020 年 12 月 15 日正式公测小芒电商 App, 2020 年 12 月 31 日跨年晚会集湖南卫视及芒果 TV 之力为小芒引流。小芒电商植根“明星电商”模式，将实现以货为基础，以明星艺人联名或推荐来聚集流量，以内容为手段来提升用户购买意愿的商业闭环，发挥公司在明星资源、品牌资源、流量支持、用户属性等方面的优势，打造明星带货生态，深度挖掘粉丝经济价值。与小红书相比，小芒以明星推荐为主，自营商城带货属性更胜一筹；与抖音相比，小芒为双列瀑布流展现模式，商城形态更为独立；与天猫相比，小芒走精致而非大而全路线，商品追求品牌及低价。我们看好公司小芒电商在电商零售、品牌营销等方面为公司贡献新利润增长点，实现“明星+商品+内容”催化反应，打造公司第二增长曲线。考虑到 2021 年电商业务仍处于起步和推广阶段，假设 2022 年将放量，我们上调 2022 年盈利预测，预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 18.32、21.80、27.30 亿元(调整前为 18.32、21.80、25.66)，同比分别增长 58.40%、19.00%、25.25%，对应当前股本的 EPS 分别为 1.03、1.22、1.53 元(调整前为 1.03、1.22、1.44)，当前股价对应 PE 分别为 67、56、45 倍，维持“买入”评级。

6、风险提示

- (1) 视频平台用户增长不及预期的风险。公司视频平台用户规模虽处于快速增长阶段，但由于宏观经济环境、平台内容的不确定性，增速可能不及预期。
- (2) 广告业务收入增长不及预期的风险。受到全球新冠肺炎疫情及宏观经济影响，广告主或收缩预算，对公司广告业务或带来不利影响。
- (3) 内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性。公司综艺、剧集等内容制作业务的开展受行业监管政策的影响较大，监管政策的变化对于公司业绩的影响存在不确定性。
- (4) 电商业务拓展成功与否存在不确定性。内容电商行业竞争日益激烈，公司作为新进入者，用户拓展及 GMV 规模或不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8665	11728	18220	26685	34335	营业收入	9661	12501	17264	24589	32937
现金	2526	5064	8951	15624	19539	营业成本	6083	8285	11051	15746	21028
应收票据及应收账款	1434	3092	3159	5745	6182	营业税金及附加	98	96	133	196	263
其他应收款	76	36	119	102	194	营业费用	1801	2141	3014	4719	6324
预付账款	2010	1128	3206	2966	5301	管理费用	462	610	903	1352	2065
存货	2215	1916	3594	4257	6228	研发费用	221	239	363	525	741
其他流动资产	404	491	-809	-2009	-3109	财务费用	-24	-37	-59	-162	-258
非流动资产	3446	5350	5213	4734	3867	资产减值损失	104	-1	-1	-1	-2
长期投资	216	210	200	190	180	其他收益	30	59	0	0	0
固定资产	207	181	291	438	568	公允价值变动收益	0	-1	-1	-1	-1
无形资产	2856	4889	5657	6052	6076	投资净收益	31	6	6	6	6
其他非流动资产	167	70	-935	-1946	-2957	资产处置收益	-0	-0	0	0	0
资产总计	12111	17078	23434	31419	38202	营业利润	977	1178	1865	2220	2780
流动负债	6179	7936	10564	14798	18298	营业外收入	15	26	26	26	26
短期借款	196	350	350	350	350	营业外支出	45	26	26	26	26
应付票据及应付账款	3630	5374	6636	10476	12378	利润总额	947	1178	1865	2220	2780
其他流动负债	2354	2211	3578	3971	5570	所得税	19	20	32	38	47
非流动负债	258	323	394	464	514	净利润	928	1158	1834	2182	2733
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	62	1	2	2	3
其他非流动负债	258	323	394	464	514	归母净利润	866	1156	1832	2180	2730
负债合计	6437	8258	10958	15262	18812	EBITDA	3143	4817	2994	3588	4395
少数股东权益	35	36	38	40	43	EPS(元)	0.49	0.65	1.03	1.22	1.53
股本	990	1780	2280	3280	3280	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	3641	4839	6339	6839	7339	成长能力					
留存收益	923	2080	3497	5183	7295	营业收入(%)	223.8	29.4	38.1	42.4	34.0
归属母公司股东权益	5639	8784	10437	13617	16347	营业利润(%)	1473.2	20.5	58.4	19.0	25.2
负债和股东权益	12111	17078	21434	28919	35202	归属于母公司净利润(%)	1093.3	33.6	58.4	19.0	25.3
						获利能力					
						毛利率(%)	37.0	33.7	36.0	36.0	36.2
						净利率(%)	9.0	9.2	10.6	8.9	8.3
现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	16.3	13.1	17.5	16.0	16.7
经营活动现金流	-377	293	1821	4972	3255	ROIC(%)	14.2	10.9	14.8	12.8	13.0
净利润	928	1158	1834	2182	2733	偿债能力					
折旧摊销	2260	3771	1318	1716	2121	资产负债率(%)	53.1	48.4	46.8	48.6	49.2
财务费用	-24	-37	-59	-162	-258	净负债比率(%)	-36.7	-49.8	-78.5	-108.5	-114.0
投资损失	-31	-6	-6	-6	-6	流动比率	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9
营运资金变动	-509	940	-1267	1242	-1336	速动比率	0.7	1.0	1.0	1.3	1.2
其他经营现金流	-3000	-5532	1	1	1	营运能力					
投资活动现金流	1074	109	124	-31	-148	总资产周转率	1.3	0.9	0.9	0.9	0.9
资本支出	32	156	873	531	143	应收账款周转率	11.7	5.5	5.5	5.5	5.5
长期投资	-200	64	10	10	10	应付账款周转率	3.1	1.8	1.8	1.8	1.8
其他投资现金流	906	329	1008	509	5	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-121	2125	1942	1732	808	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.65	1.03	1.22	1.53
短期借款	160	154	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.21	0.16	1.02	2.79	1.83
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.17	4.93	5.86	7.65	9.18
普通股增加	589	790	500	1000	0	估值比率					
资本公积增加	2963	1198	1500	500	500	P/E	141.1	105.6	66.7	56.0	44.7
其他筹资现金流	-3833	-17	-58	232	308	P/B	21.7	13.9	11.7	9.0	7.5
现金净增加额	577	2526	3887	6673	3914	EV/EBITDA	49.1	31.6	49.9	40.2	32.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn