

传媒行业

行业研究/深度报告

从知乎十年发展看问答社区的建设与商业化

—传媒行业深度研究报告

深度研究报告/传媒行业

2021年4月27日

报告摘要:

一、核心观点

➤ 如何看待知乎在问答社区行业的独特地位?

知乎是一个标志性的问答社区，用户可以在知乎上共享知识、经验和见解，并找到自己的答案，而图文内容是用户在知乎上生产和消费的主要内容形式。知乎目前在国内问答社区中营收规模和市占率居于第一位，基本没有可替代的同类产品，知乎作为一个知识分享的问答社区有其独一无二性。截止20Q4，知乎平台上的内容创作者累计达到4,310万，平均每月有330万活跃内容创作者，月均活跃用户数达7,570万，日活用户平均每天打开知乎6.2次，平均每月互动次数为6.757亿次。

➤ 作为问答社区行业龙头，知乎如何商业化?

2020年知乎实现营业收入13.52亿元，同比增长101.76%；其中广告、会员付费、内容商务解决方案、其他（主要为在线教育与电子商务）分别实现营收8.43/3.2/1.36/0.53亿元，占比62%/24%/10%/4%。1)从营收结构来看，广告和会员付费为知乎目前的收入主流，2020年二者营收占比合计约为86%。2)从收入增速来看，内容商务解决方案与其他业务增长极为迅速，2020年同比增长21,088%与1,083%；广告与会员付费也保持较快的增长，同比增长46%与264%。3)如何看待知乎未来的商业化进程？我们以三年为周期，预计2020~2022年广告将成为驱动知乎收入增长的核心引擎；会员付费自2019年起高速增长，目前对收入贡献有限，但基于知乎问答社区的内容生态，预计2023~2026年有望接力广告成为新的增长看点。

➤ 如何看待知乎目前仍处于亏损中?

毛利及毛利率方面，2019~2020年知乎分别实现毛利3.17、7.58亿元，毛利率从55.08%上升至64.06%，从毛利及毛利率来看，知乎营收能够较好地覆盖其成本。净利及净利率方面，2020年知乎全年净亏损5.18亿元，较2019年净亏损9.99亿元有较大幅度减少，净利率也从-149.02%上升至-38.27%。净利润的亏损主要是营销开支较大，2019~2020年销售费用分别为7.66、7.35亿元，销售费用率分别高达114.31%及54.34%。我们预计随着知乎收入规模的不断扩大与上市后费用率的逐渐下降，公司有望不久实现盈利。

二、投资建议

我们认为互联网问答社区目前处于用户规模和商业化的初始阶段。基于问答社区的内容生态，广告、知识付费、电商、教育等商业化变现方式均有望蓬勃生长，行业规模仍有较大增长空间。目前知乎在问答行业处于绝对领先地位，尚无直接竞争对手。从整个内容互联网行业来看，随着互联网公司用户规模逐渐触达上限，我们看好优秀的内容公司凭借其沉淀的用户与内容资源实现持续增长。推荐芒果超媒，建议关注知乎、哔哩哔哩。

三、风险提示

用户增长不及预期，盈利能力不及预期，内容质量下降导致公司竞争力下降

盈利预测与财务指标

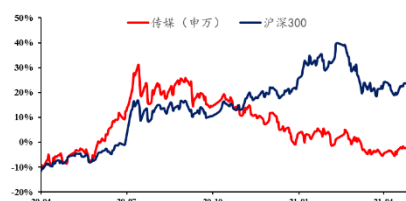
代码	重点公司	现价 4月26日	EPS			PE			评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
ZH	知乎	10.35	-2.83	-	-	-3.67	-	-	/
300413	芒果超媒	65.9	1.11	1.32	1.60	59.37	49.92	41.19	推荐
9626	哔哩哔哩	905.0	-10.41	-10.36	-7.61	-86.94	-87.36	-118.92	/

资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 未覆盖标的盈利预测来自 wind 一致预期; 知乎现价单位为美元, 芒果超媒现价单位为人民币, 哔哩哔哩现价单位为港元。

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 钟奇

执业证号: S0100518110001

电话: 010-85127513

邮箱: zhongqi@mszq.com

相关研究

目录

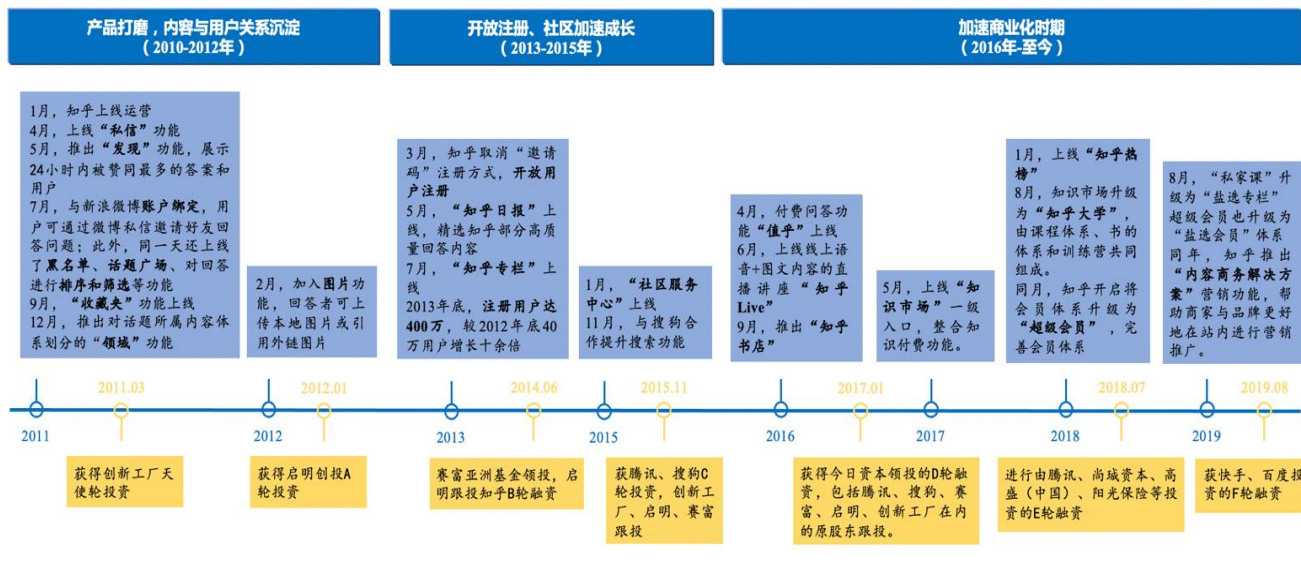
1	问答社区行业：知乎十年发展史	3
1.1	发展历程	3
1.2	产品与用户	3
1.3	融资历程及股权结构	4
1.4	核心管理团队	5
2	从知乎看问答社区商业模式：广告和会员付费为主要变现路径	6
2.1	广告业务	7
2.1.1	广告形式：开屏页、信息流广告为主，游戏、社交婚恋与电商广告投放占比过半	7
2.1.2	广告收入：稳定增长，单用户广告收入提升空间大	8
2.2	会员付费：会员收入与付费率快速增长，知识付费栏目搭建“盐选会员”体系	9
2.3	内容商务解决方案：基于推荐系统的精准营销服务，市场认可度不断提升	11
2.4	其他业务：主要收入来自在线教育与电子商务	12
3	财务情况分析	13
4	投资建议	15
5	风险提示	15
	插图目录	16
	表格目录	16

1 问答社区行业：知乎十年发展史

1.1 发展历程

从 2010 年成立至今，知乎的发展历程大致可以分为三个阶段：（1）首先是 2010-2012 年的邀请制时期，这一时期知乎维持着小众、分享高质量知识内容的社区氛围，同时这段时期也是知乎进行产品打磨、内容与用户关系沉淀的关键时期；（2）2013 年 4 月，知乎开放注册后，用户数快速增长，从 2012 年底的 40 万注册用户猛增至 2013 年底的 400 万，增长近十余倍，这一时期的知乎无论是用户圈层还是内容领域都在极速的扩张，社区也步入加速成长时期；（3）2016 年，随着知识付费概念的兴起，知乎也推出了如“值乎”、“知乎 Live”等多项知识付费功能，之后同时搭建起从“超级会员”到“盐选会员”的会员体系；此外，知乎也在 2018 年参考微博热搜推出了知乎“热榜”功能；19 年底，知乎开始向商家和品牌提供“内容商务解决方案”的营销体系，进一步扩充平台的广告价值；多项功能及服务的推出加速了知乎的商业化进程。

图1：知乎发展历程



资料来源：知乎招股说明书，知乎 APP，知乎官网，民生证券研究院

1.2 产品与用户

产品：知乎是一个标志性的问答社区，用户可以在知乎上共享知识、经验和见解，并找到自己的答案，而图文内容是用户在知乎上生产和消费的主要内容形式。截止 2020 年 12 月 31 日，知乎社区累计拥有 3.532 亿条内容，其中包括 3.153 亿条问答，多元化的内容涵盖了 1,000 多个垂直行业和 571,000 个主题。在知乎平台上的内容创作者累计达到 4,310 万，到 20Q4 平均每月有 330 万活跃内容创作者。

用户：20Q4，知乎的月均活跃用户数达 7,570 万，与 19Q4 月均 5,690 万活跃用户数相比，增长 33%。在社区活跃度上，日活用户平均每天打开知乎 6.2 次，平均每月互动次数为 6.757

亿次。在用户结构上，截止 2020 年 12 月，月活用户中有 43.1% 为女性用户；月活跃用户中 52.6% 来自一线与新一线城市，21.2% 来自二线从城市；此外，78.7% 的月活用户年龄在 30 岁以下。

表1: 知乎月活用户情况

	2019	2020	2019Q4	2020Q4
MAU (万)	4,800	6,850	5,690	7,570
同比		42.71%		33.04%
移动端 MAU (万)	-	-	4,430	6,420
同比		-		44.92%
移动端用户占比			69.00%	84.80%
付费用户数 (万)	57	236	100	300
同比		314.04%		200.00%
付费率	1.19%	3.45%	1.76%	3.96%

资料来源：知乎招股说明书，民生证券研究院

1.3 融资历程及股权结构

从 2011 年 1 月至 2019 年 8 月，知乎进行了从天使轮到 F 轮的共 8 轮融资，合计募资约 9.2 亿美元。投资方包括创新工厂、启明创投、赛富投资资金、腾讯、快手、百度等。

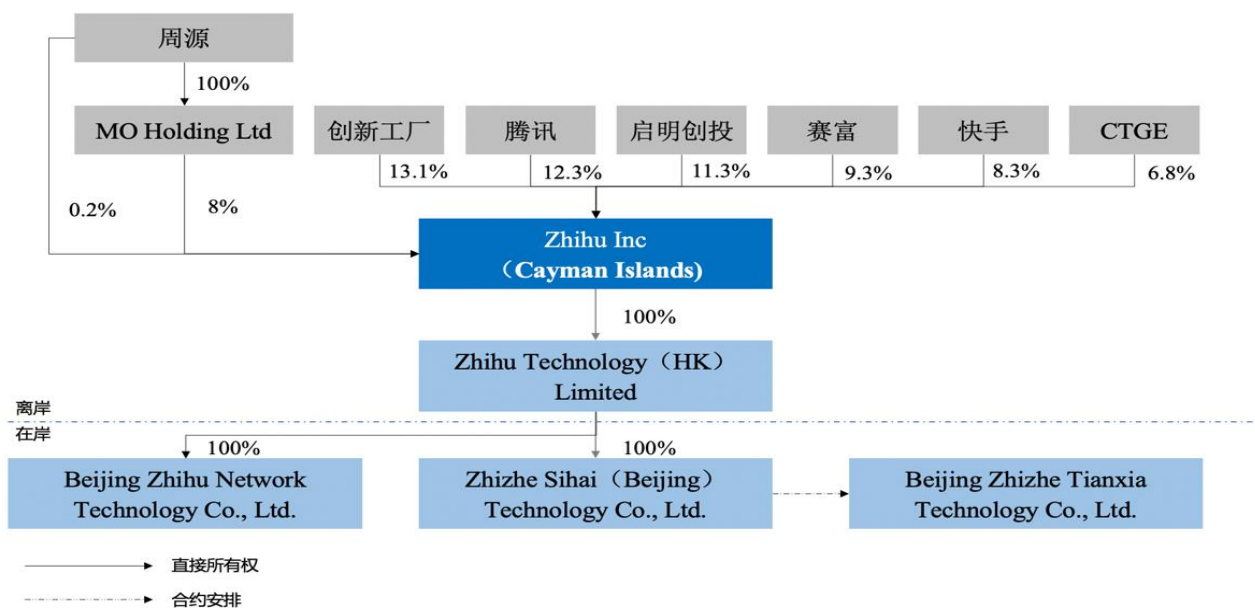
表2: 知乎 2011-2019 年融资情况

时间	轮次	融资金额	投资方
2011 年 3 月	天使轮	100 万人民币	创新工厂
2012 年 1 月	A 轮	100 万美元	启明创投
2014 年 6 月	B 轮	2,200 万美元	赛富投资基金、启明创投
2015 年 9 月	C 轮	5,500 万美元	腾讯、搜狗、赛富投资基金、启明创投、创新工厂
2017 年 1 月	D 轮	1 亿美元	今日资本、腾讯、搜狗、启明创投、创新工厂
2017 年 3 月	D1 轮	3,500 万美元	STAR WINNER LIMITED、腾讯、搜狗、启明创投、赛富投资基金
2018 年 7-9 月	E 轮	2.7 亿美元	CTGE、腾讯、尚城资本、海松资本、Mercer Investment、光源资本、Joyful Investment Cayman Limited、阳光保险
2019 年 8 月	F 轮	4.34 亿美元	快手、腾讯、百度

资料来源：知乎招股说明书，企查查，民生证券研究院；注：知乎招股书仅披露有过去三年证券发行历史，即 2017 年 3 月起 D1 轮及后续融资情况；天使轮至 D 轮融资数据来自企查查

截止 2021 年 2 月，周源作为知乎创始人，持有 475,279 股 A 类股票及 19,227,592 股 B 类股票，合计持股 8.2%；并通过十倍投票权的 B 类股票获得 46.6% 投票权，从而成为知乎实际控制人。除周源外，公司其余高管共持有 3,603,990 股 A 类股票，合计持股 1.4%。机构股东方面，前六大机构股东分别为创新工厂（持股 13.1%）、腾讯（持股 12.3%）、启明创投（持股 11.3%）、赛富投资基金（持股 9.3%）、快手（持股 8.3%）、CTGE（持股 6.8%）

图2: 知乎股权结构图



资料来源: 知乎招股说明书, 民生证券研究院

1.4 核心管理团队

公司管理团队结构稳定, 高管有丰富的行业及技术经验。核心管理团队方面, 公司创始人周源担任 CEO, 李大海任 CTO, 孙伟任 CFO。周源自 2010 年创立知乎以来担任 CEO, 在互联网和媒体领域有超 15 年的经验, 对互联网内容行业有出色的敏锐度和远见; 李大海曾于云云网、豌豆荚担任工程总监及搜索技术主管, 有着丰富的技术经验; 孙伟在担任知乎首席财务官前有近 8 年的投行业务工作经验, 后出任蜜芽首席财务官, 有近 15 年财务相关经验。

表3: 知乎核心管理团队

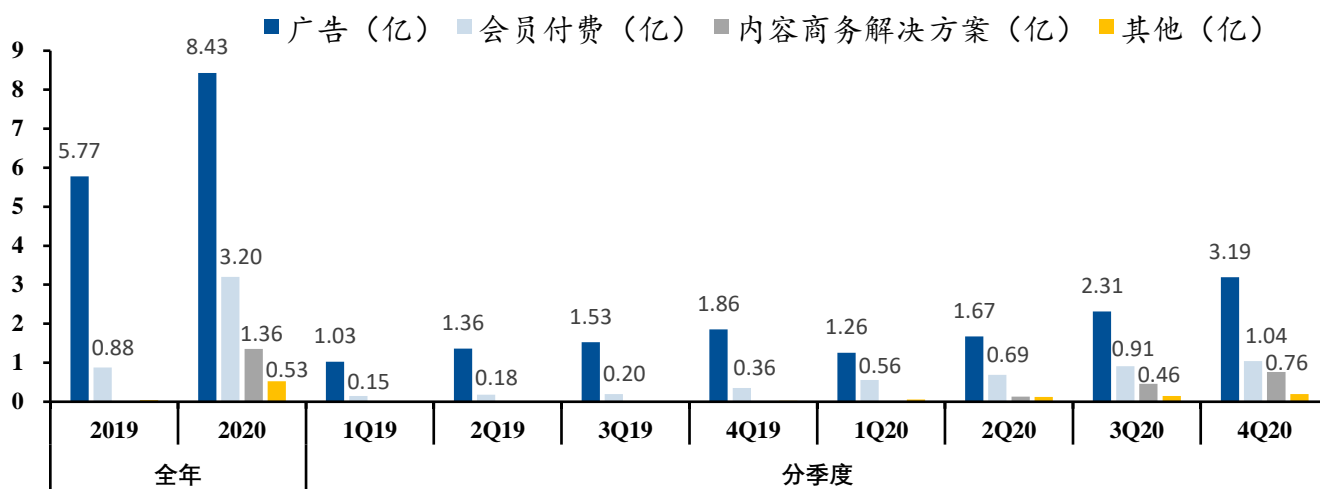
姓名	年龄	职位/职称	加入日期	履历
周源	40	创始人、董事长、CEO	2010 年 8 月	2007-2008 年, 在 IT Management World 从事记者工作 2008-2010 年, 创立北京诺博特科技信息技术有限公司, 为电子商务业务开发大数据分析 2010-至今, 创立知乎并担任首席执行官
李大海	40	执行董事、CTO	2015 年 12 月	2002-2010 年, 担任谷歌中国软件工程师 2010-2013 年, 担任搜索引擎公司云云网工程总监 2014-2015 年, 担任应用程序商店豌豆荚搜索技术主管 2015.12-2018.04, 担任知乎高级副总裁 2018.05-至今, 担任知乎首席技术官
孙伟	42	执行董事、CFO	2018 年 11 月	2006-2010 年, 在德意志银行香港分行担任高级律师 2010-2012 年, 担任工银国际高级副总裁 2013-2014 年, 于私募股权基金工作 2014-2018 年, 担任蜜芽 (Mia.com 母婴产品在线零售平台) 首席财务官 2018.11-至今, 担任知乎首席财务官

资料来源: 知乎招股说明书, 民生证券研究院

2 从知乎看问答社区商业模式：广告和会员付费为主要变现路径

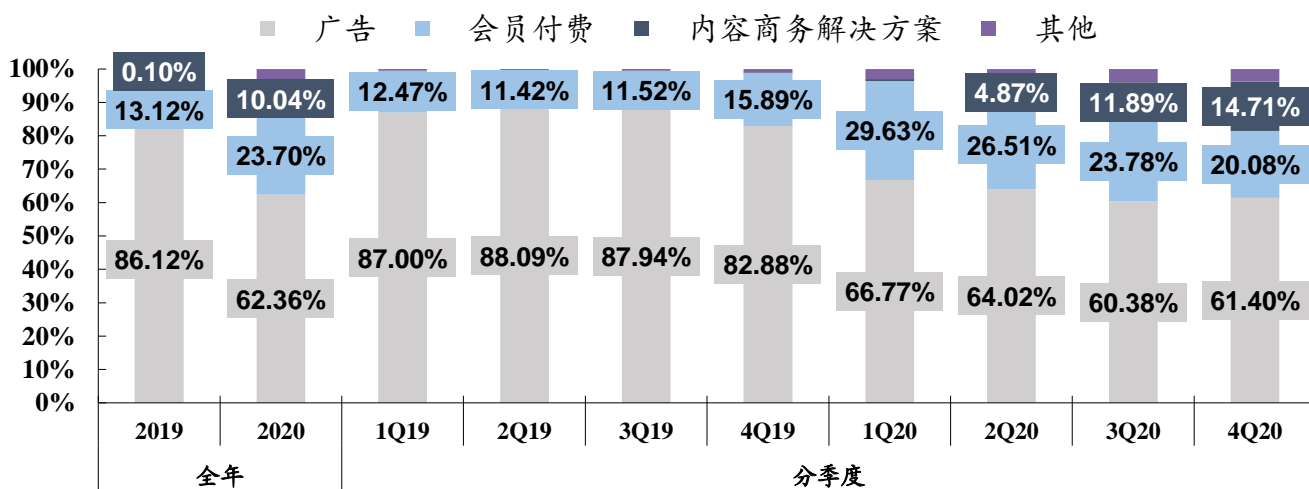
总体来看，2020年知乎实现营业收入13.52亿元，同比增长101.76%；广告、会员付费、内容商务解决方案、其他（主要为在线教育与电子商务）分别实现营收8.43/3.2/1.36/0.53亿元，占比62%/24%/10%/4%。从营收结构来看，广告和会员付费为知乎目前的收入主流，二者营收占比合计约为86%。从收入增速来看，内容商务解决方案与其他业务增长极为迅速，2020年同比增长21,088%与1,083%；广告与会员付费也保持较快的增长，同比增长46%与264%。

图3：知乎2019-2020全年及分季度营业收入变化情况



资料来源：知乎招股说明书，民生证券研究院

图4：知乎2019-2020全年及分季度营收结构变化情况



资料来源：知乎招股说明书，民生证券研究院

2.1 广告业务

2.1.1 广告形式：开屏页、信息流广告为主，游戏、社交婚恋与电商广告投放占比过半

知乎 APP 内常规广告位包括开屏页广告、信息流广告、搜索广告以及横幅广告等，其中以开屏页广告和信息流广告为主。商家和品牌可选择的广告形式包括文字、图像以及视频等，根据 APP Growing 的统计，2020 年知乎内纯文案广告占比 58.28%，图片广告占比 35.51%，视频广告占比 4.66%，这与知乎原生内容多以深度长文为主有关，广告主偏向于采取最符合平台调性的广告形式来触达用户。

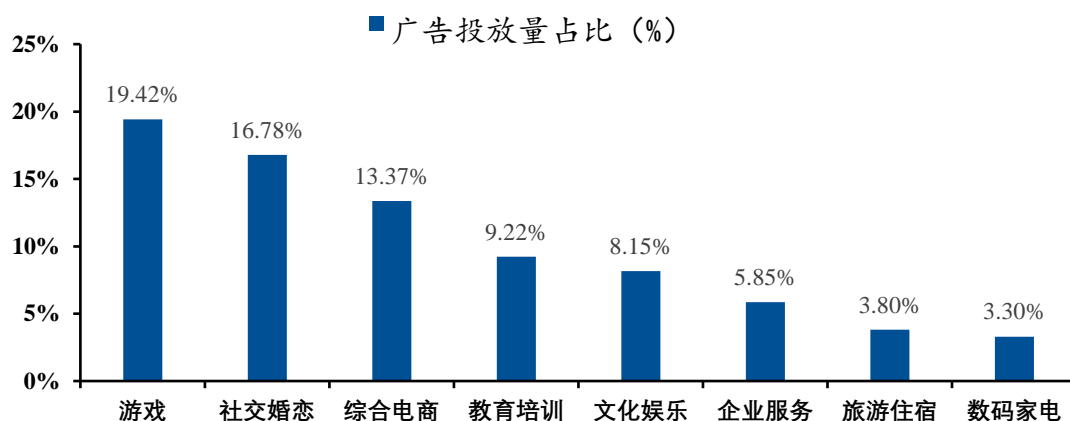
图5: 知乎 APP 内常规广告形式



资料来源：知乎 APP，民生证券研究院

从投放的广告内容来看,根据 APP Growing 的统计，2020 年在知乎内投放的广告以游戏、社交婚恋、综合电商为主，三者合计占比约为 50%，其中游戏占比达 19.42%；教育培训、文化娱乐、企业服务、旅游住宿以及数码家电占据后五位的广告投放量，合计占比约为 30%，其中教育培训占比达 9.22%。

图6: 知乎 2020 年广告投放数分布情况

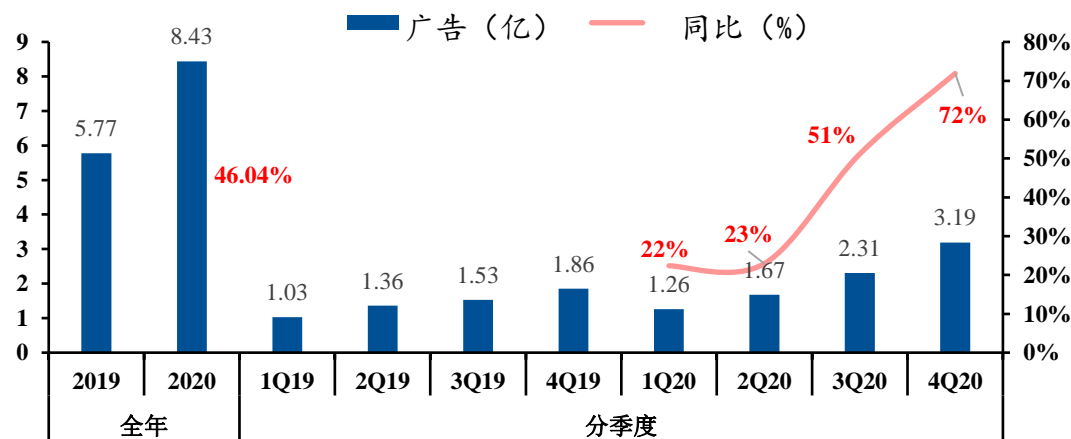


资料来源: APP Growing, 民生证券研究院

2.1.2 广告收入: 稳定增长, 单用户广告收入提升空间大

2020 年, 知乎广告业务营收 8.43 亿元, 同比增长 46.04%, 占总营收 62%。分季度来看, 上半年受疫情影响, 知乎广告业务的收入有所下降, 同比增长也较为缓慢; 下半年广告行业逐渐恢复, 知乎广告业务也实现较为快速的增长, 20Q3/Q4 分别同比增长 51%、72%。

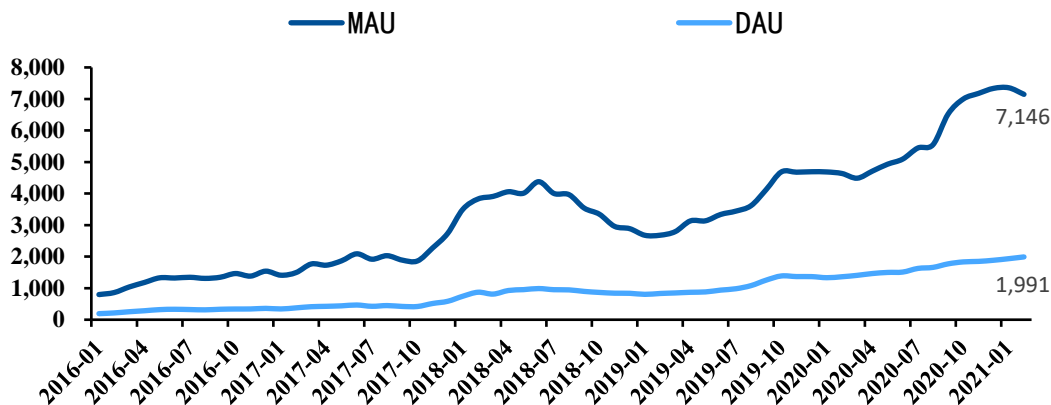
图7: 知乎 2019-2020 全年及分季度“广告业务”收入变化情况



资料来源: 知乎招股说明书, 民生证券研究院

从活跃用户数及单用户广告收入的角度来看, 2019 年知乎实现广告营收 5.77 亿元, 月活用户数 4,800 万人, 单用户广告收入约为 12.03 元; 2020 年实现营收 8.43 亿元, 月活用户数 6,850 万人, 单用户广告收入约为 12.31 元, 知乎广告收入的增长主要由活跃用户数的增长拉动。

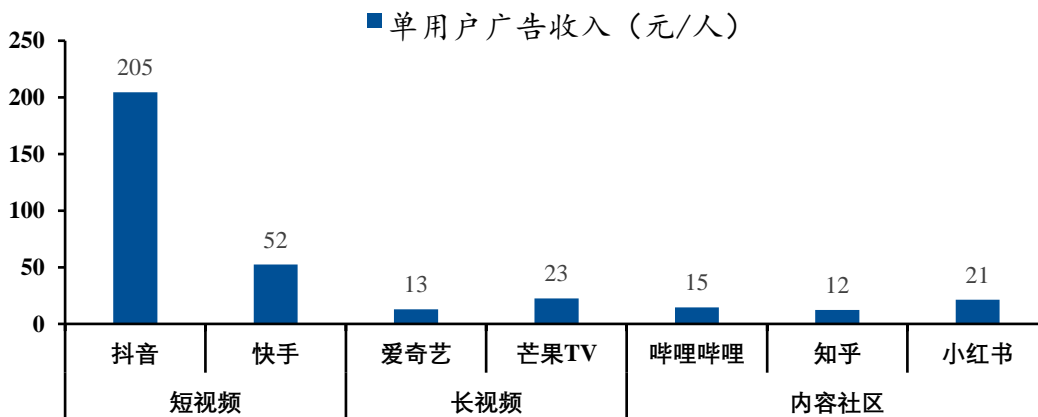
图8: 知乎 2016-01~2020-02 活跃用户数变化情况 (单位: 万)



资料来源: 极光大数据, 民生证券研究院

对比主要内容互联网公司的单用户广告收入, 短视频平台单用户广告收入最高, 抖音快手 2020 年单用户广告收入分别高达 205 元/人、52 元/人; 以哔哩哔哩、知乎、小红书为代表的社区单用户广告收入普遍较低, 要低于 20 元/人, 而知乎 2020 年单用户广告收入约为 12 元/人, 对比同为内容社区的哔哩哔哩及小红书, 仍有较大的提升空间。

图9: 内容互联网公司 2020 年单用户广告收入对比

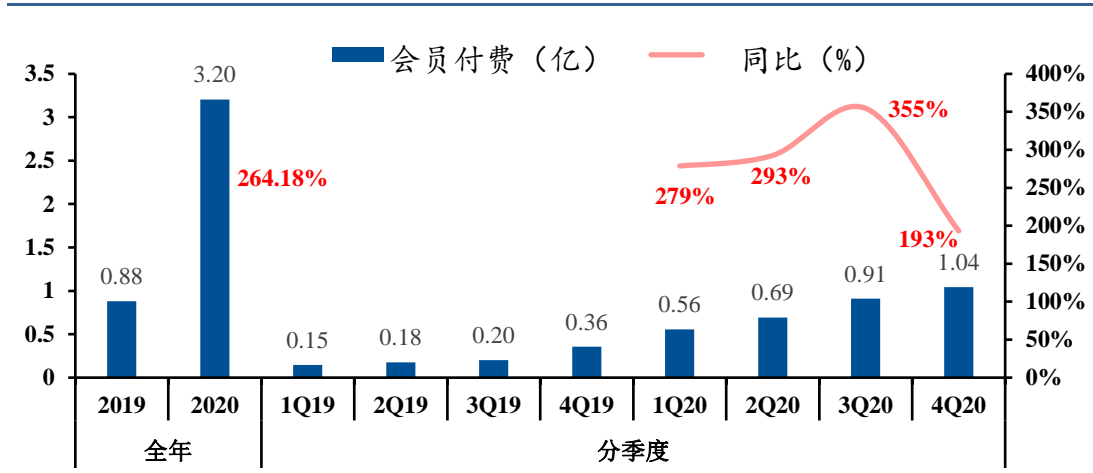


资料来源: 各公司财报, Questmobile, 民生证券研究院; 注: 未上市及 20 年财报未披露企业广告收入为估算值

2.2 会员付费: 会员收入与付费率快速增长, 知识付费栏目搭建“盐选会员”体系

2020 年, 知乎会员付费业务实现营收 3.2 亿元, 同比增长 264.18%; 分季度来看, 从 19Q1 至 20Q4, 会员付费业务均保持较为快速的增长。除会员付费收入外, 知乎的付费会员数也在 20Q4 达 300 万人, 与 19Q4 同期 100 万付费用户数相比, 增长 200%, 会员付费率也从 1.76% 上升至约 4%。会员付费业务成为知乎除广告外第二大营支柱。

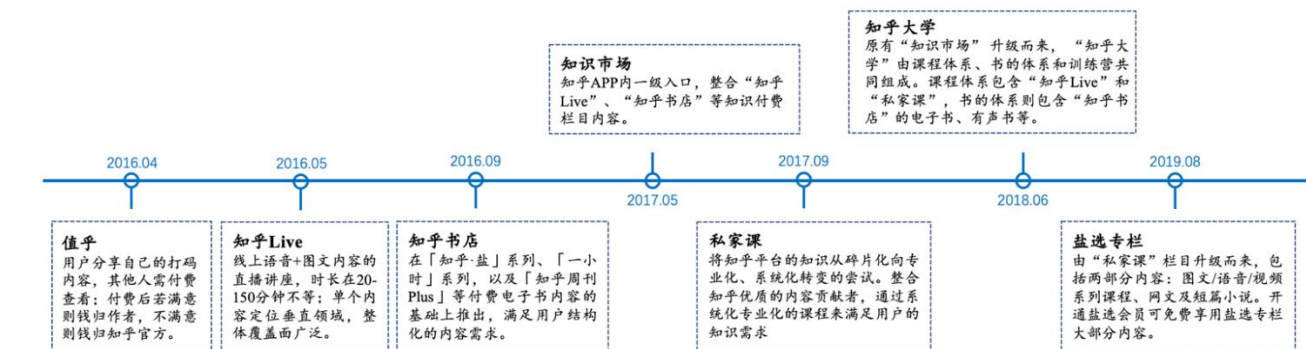
图10: 知乎 2019-2020 全年及分季度“会员付费”收入变化情况



资料来源: 知乎招股说明书, 民生证券研究院

从 2018 年推出会员服务, 到 2020 年会员付费业务实现营收 3.2 亿元, 知乎在知识付费领域离走通盈利模式更近一步。作为综合性的问答平台, 通过平台内高质量内容获取收入一直是知乎较为理想的盈利模式, 事实上自成立以来知乎也从未停止在知识付费领域的探索。2016 年起, 知乎推出了多个知识付费栏目: 2016 年 4 月推出主打付费问答的“值乎”, 5 月上线线上讲座“知乎 Live”, 9 月推出付费电子书内容“知乎书店”; 2017 年 9 月“私家课”栏目上线, 定位为系统化、专业化的课程体系; 2019 年 8 月“私家课”升级为“盐选专栏”, 包含图文/语音/视频系列课程、网文及短篇小说两部分内容。目前知乎已将上述多个知识付费栏目整合进会员服务内, 现在实行的“盐选会员”体系包含 Live 讲座、盐选专栏、读书会、杂志等多个内容模块。

图11: 知乎“知识付费栏目”探索

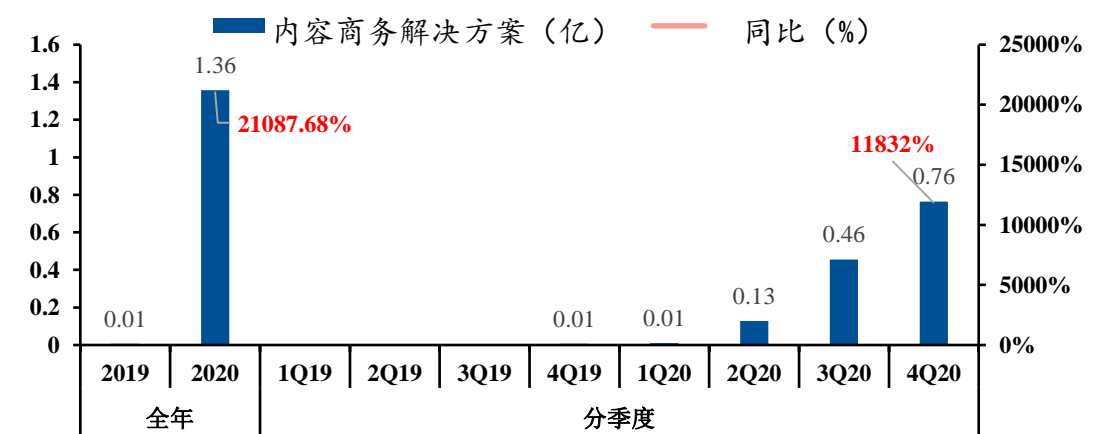


资料来源: 知乎 APP, 知乎官网, 民生证券研究院

2.3 内容商务解决方案：基于推荐系统的精准营销服务，市场认可度不断提升

2020年，“内容商务解决方案”业务实现营业收入1.36亿元，同比增长21,088%，而随着广告主与品牌商不断提升对该种营销方案的认可，“内容商务解决方案”也在20Q3与Q4实现了极为迅速的增长。伴随知乎广告业务的不断增长以及“内容商务解决方案”市场认可度的提高，我们认为该业务在未来有较大的盈利潜力。

图12: 知乎2019-2020全年及分季度“内容商务解决方案”收入变化情况



资料来源：知乎招股说明书，民生证券研究院

知乎2020年初推出的“内容商务解决方案”是基于知乎内部“知+”系统的社区营销推广服务，包括：(1) 协助商家或品牌方制作商业内容，例如邀请创作者根据特定需求制定相关内容；(2) 利用内容分发系统，以高精度向目标受众提供推荐的商业内容，例如将推荐的商业内容设置为“下一个答案”等。以知乎热榜为例，在本次营销推广中，首先由官方账号提出相关问题，而后系统以“提问精选”的形式将其插入到知乎热榜内，创作者在回答相关问题时自然包含对产品的介绍等内容。与传统的商业广告相比，类似的内容商务解决方案可以在不影响用户体验的情况下宣传品牌，同时提高营销的精准度和效率。

图13: 知乎“内容商务解决方案”示例



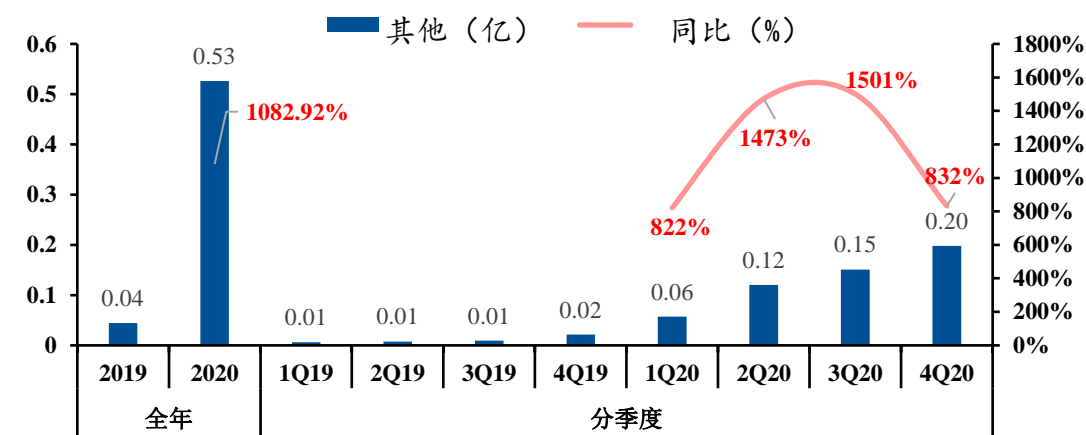
资料来源：知乎 APP，民生证券研究院

2.4 其他业务：主要收入来自在线教育与电子商务

其他业务收入主要来自在线教育与电子商务。对于电子商务，知乎通过将流量导向第三方电子商务平台抽取佣金。例如，创作者可以在回答内插入“好物推荐”，向用户介绍和推荐产品，在产生相关的销售收入后，知乎将与创作者分摊第三方电商平台支付的佣金，根据招股书披露，2020年知乎电子商务的GMV达44亿元，目前主要涵盖数字消费产品、家用电器以及生活时尚产品等品类。对于在线教育，知乎通过向用户提供第三方的在线教育课程，并根据预先约定的佣金率收取佣金，目前销售的课程类别主要是考试辅导和职业培训类课程。

从收入上来看，2020年知乎其他业务实现营收5,300万元，同比增长约1,083%，显示出在线教育与电子商务收入增长的巨大潜力。

图14: 知乎 2019-2020 全年及分季度“其他业务”收入变化情况

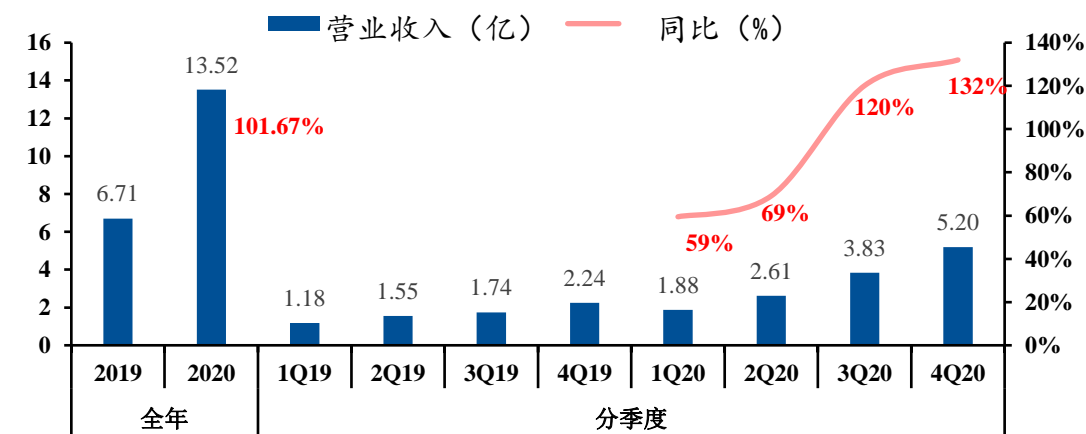


资料来源: 知乎招股说明书, 民生证券研究院

3 财务情况分析

知乎 2019 和 2020 年分别实现营业收入 6.71、13.52 亿元, 2020 年同比增长 101.67%。2020 年营收大幅上升主要是公司各业务均有较大幅度的增长, 广告业务收入从 5.77 亿上升至 8.43 亿, 同比增长 46.1%; 会员付费收入从 0.88 亿上升至 3.2 亿, 同比增长 264.18%; 内容商务解决方案收入从 100 万元上升至 1.36 亿, 同比增长 21,088%。

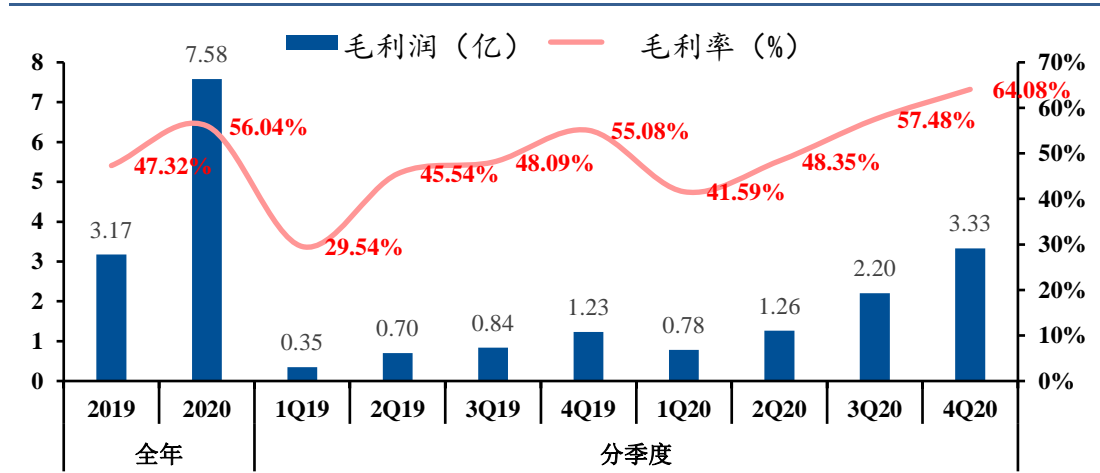
图15: 知乎 2019-2020 全年及分季度营业收入变化情况



资料来源: 知乎招股说明书, 民生证券研究院

毛利及毛利率方面, 2019 年毛利 3.17 亿元, 2020 年实现毛利 7.58 亿元, 公司毛利率基本稳定在 40% 以上。19 及 20 Q4 毛利率同比上行, 19 Q4 公司毛利率 55.08%, 20Q4 毛利率为 64.06%, 同比增长 9pct, 整体毛利率上升。

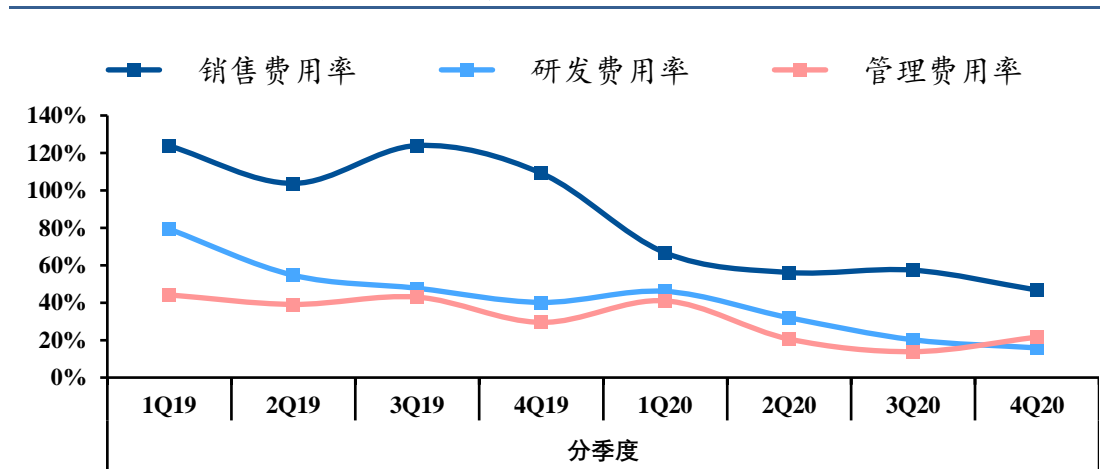
图16: 知乎 2019-2020 全年及分季度毛利润及毛利率变化情况



资料来源: 知乎招股说明书, 民生证券研究院

期间费用率方面, 近两年来公司期间费用率呈逐步下降的趋势, 其中销售费用率的下降最为明显, 主要是促销和广告的支出有所减少; 管理费用率及研发费用率的下降主要是股权激励费用的减少。

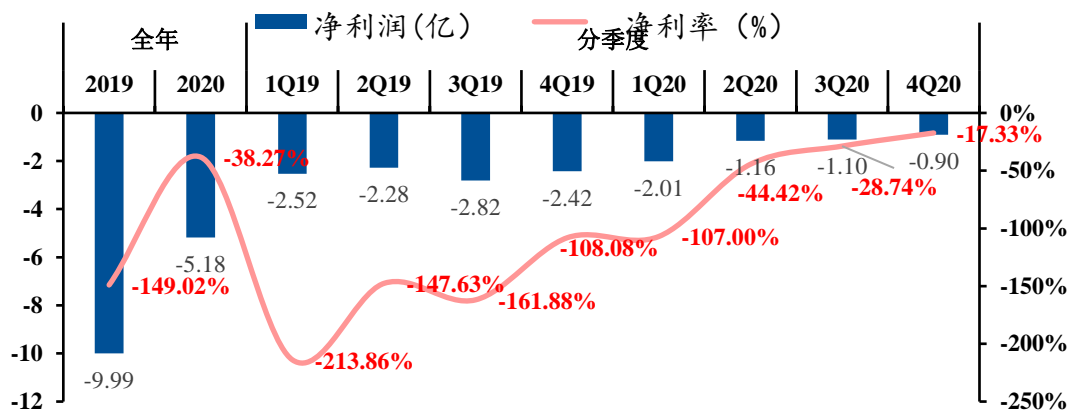
图17: 知乎 2019-2020 全年及分季度费用率变化情况



资料来源: 知乎招股说明书, 民生证券研究院

得益于费用率的下降, 公司近年来亏损幅度不断减小, 2020 年全年净亏损 5.18 亿元, 较 19 年净亏损 9.99 亿元有较大幅度减少, 净利率也从-149.02%上升至-38.27%。我们预计随着收入规模的不断扩大与费用率的逐渐下降, 公司有望在不久实现盈利。

图18: 知乎 2019-2020 全年及分季度净利润及净利率变化情况



资料来源: 知乎招股说明书, 民生证券研究院

4 投资建议

我们认为互联网问答社区目前处于用户规模和商业化的初始阶段。基于问答社区的内容生态, 广告、知识付费、电商、教育等商业化变现方式均有望蓬勃生长, 行业规模仍有较大增长空间。目前知乎在问答行业处于绝对领先地位, 尚无直接竞争对手。从整个内容互联网行业来看, 随着互联网公司用户规模逐渐触达上限, 我们看好优秀的内容公司凭借其沉淀的用户与内容资源实现持续增长。推荐芒果超媒, 建议关注知乎、哔哩哔哩。

5 风险提示

用户增长不及预期, 盈利能力不及预期, 内容质量下降导致公司竞争力下降

插图目录

图 1: 知乎发展历程.....	3
图 2: 知乎股权结构图.....	5
图 3: 知乎 2019-2020 全年及分季度营业收入变化情况.....	6
图 4: 知乎 2019-2020 全年及分季度营收结构变化情况.....	6
图 5: 知乎 APP 内常规广告形式.....	7
图 6: 知乎 2020 年广告投放数分布情况.....	8
图 7: 知乎 2019-2020 全年及分季度“广告业务”收入变化情况.....	8
图 8: 知乎 2016-01~2020-02 活跃用户数变化情况 (单位: 万).....	9
图 9: 内容互联网公司 2020 年单用户广告收入对比.....	9
图 10: 知乎 2019-2020 全年及分季度“会员付费”收入变化情况.....	10
图 11: 知乎“知识付费栏目”探索.....	10
图 12: 知乎 2019-2020 全年及分季度“内容商务解决方案”收入变化情况.....	11
图 13: 知乎“内容商务解决方案”示例.....	12
图 14: 知乎 2019-2020 全年及分季度“其他业务”收入变化情况.....	13
图 15: 知乎 2019-2020 全年及分季度营业收入变化情况.....	13
图 16: 知乎 2019-2020 全年及分季度毛利润及毛利率变化情况.....	14
图 17: 知乎 2019-2020 全年及分季度费用率变化情况.....	14
图 18: 知乎 2019-2020 全年及分季度净利润及净利率变化情况.....	15

表格目录

表 1: 知乎月活用户情况.....	4
表 2: 知乎 2011-2019 年融资情况.....	4
表 3: 知乎 2011-2019 年融资情况.....	5

分析师简介

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。