

分众传媒(002027.SZ)

最好的时代：跨越“小年”而增长，细分品牌与渠道共振

强烈推荐（维持）

现价：7.25元

主要数据

行业	影视传媒
公司网址	www.focusmedia.cn
大股东/持股	Media Management Hong Kong Limited/23.34%
实际控制人	江南春
总股本(百万股)	14,678
流通A股(百万股)	14,678
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	1,064
流通A股市值(亿元)	1,064
每股净资产(元)	1.26
资产负债率(%)	29.4

行情走势图



相关研究报告

- 《业绩平稳向上，静待穿越周期》20210826
- 《业绩持续超预期，景气度延续》20210426
- 《3年草根看业绩持续改善，国货品牌崛起助力王者归来》20200921

证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号
S1060520050001
YIYONGJIAN176@pingan.com.cn



平安观点：

- **小年逆势稳步增长，对2022年保持乐观：**1) 客观理解2019年公司业绩的波动，其波动不代表公司具有强周期属性。2018-19年公司处于“产能”扩充期，楼宇点位规模增长80%以上，导致成本大涨。同期公司客户占比最高的互联网行业集体入“下半场”，导致其在分众的广告减少超30亿。经过2019-20年的经营调整，公司已经平稳过渡至以消费行业为主的客户结构。2) 2020-21年疫情依然在反复，而且公司众多下游客户受到政策的重大冲击，比如教培、互联网、游戏、医美等。在疫情背景下2020年营收仅下滑0.32%，2021年上半年公司实现营收增速58.90%，楼宇业务比2018年同期（历史峰值期）高15.2%。公司在此背景下的业绩依然保持稳定增长，足以证明公司的竞争壁垒和业务稳定性。3) 对公司2022年保持乐观，点位规模基本维持稳定，成本端不会对业绩产生压力。营收端预计出现边际变化，下游客户行业政策必然边际改善，另外消费行业持续在细化，细分行业的增量客户依然可期。4) **行业格局恢复稳定，公司龙头地位已不可逆。**在此背景下，公司每年刊例涨价的行为预计能够维持。
- **渠道触达价值递增，细分行业爆发，分众处于最好的时代：**1) 梯媒的“绝对”触达价值递增，渠道价值随城镇化不断上升，国内城镇化的特点是人口的高度社区化，利于梯媒渠道的触达。互联网流量进入“存量”阶段，流量的现状已到了“僧多粥少”而价格飞涨的地步，分众的线下渠道“相对”触达价值亦凸显。线上销售模式逐步线下化，商品走线下如果要做广触达，那分众几乎是不可绕开的渠道。2) 分众的渠道投放有“门槛”，以各领域的头部企业为主，头部企业长期来看稳定性最强，KA模式其实淡化了公司的业务波动。3) 随着国内经济的不断发展，行业的多样性已经非常明显，不再局限于少数产业、少数企业和少数品牌，消费、服务、医疗、先进制造等行业都到了多点开花的阶段。分众的客户也得以多样化，细分行业的头部企业有意愿且有能力投放品牌广告，如近期兴起的新消费，包含了化妆品、医美、食品、饮料等等细分领域的头部公司。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,136	12,097	16,582	19,588	22,520
YOY(%)	-16.6	-0.3	37.1	18.1	15.0
净利润(百万元)	1,875	4,004	6,336	7,504	8,937
YOY(%)	-67.8	113.5	58.2	18.4	19.1
毛利率(%)	45.2	63.2	68.4	70.6	71.7
净利率(%)	15.5	33.1	38.2	38.3	39.7
ROE(%)	13.6	23.5	30.4	29.6	29.1
EPS(摊薄/元)	0.13	0.27	0.43	0.51	0.61
P/E(倍)	56.7	26.6	16.8	14.2	11.9
P/B(倍)	7.7	6.3	5.1	4.2	3.5

- **投资建议及估值：**维持公司盈利预测不变，2021-23 年的利润分别为 63.36 亿、75.04 亿和 89.37 亿，对应目前股价的 PE 分别仅有 16.8 倍、14.2 倍和 11.9 倍。回顾历史，公司在业绩稳定增长期（2016-18 年）的 PE 区间在 20-30 倍，尽管 2019 年公司经营经过波动调整而估值受到影响，但是 2020 年至今公司已经证明了其业绩稳定增长的能力，未来有望保持。我们对公司 2022 年的业绩保持乐观，给予目标价 15.3 元（2022 年 EPS--0.51 元*30 倍 PE），维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1）疫情反复，影院业务持续“关停”，疫情进一步恶化可能影响楼宇广告上刊；2）宏观经济波动，影响广告行业整体恢复，广告主谨慎规划广告预算；3）下游客户所在行业的政策波动；4）竞争突然加剧，如竞争对手获得大金额融资，并且扩大点位规模或者低价抢客户；5）大股东减持。

正文目录

一、 小年逆势实现稳步增长，对 2022 年保持乐观	5
1.1 客观理解公司业绩波动	5
1.2 小年逆势实现稳步增长，证明其业务能力和竞争高壁垒.....	5
1.3 对 2022 年保持乐观.....	6
二、 最好的时代：触达价值递增，KA 模式稳“基本盘”&细分行业爆发带来增量	6
2.1 分众的渠道触达价值递增.....	6
2.2 KA 模式稳定公司业务“基本盘”	7
2.3 下游客户细分行业爆发	8
三、 盈利预测及估值	10

图表目录

图表 1 公司楼宇点位及其成本变化	5
图表 2 互联网行业对公司业务贡献 2018 年是顶峰	5
图表 3 公司季度营收情况（亿元）	5
图表 4 楼宇营收情况（亿元）	6
图表 5 分众广告：元气森林苏打气泡水	6
图表 6 分众广告：农夫山泉苏打气泡水	6
图表 7 国内城镇化带来人口高度社区化	7
图表 8 分众渠道的触达能力显著	7
图表 9 分众渠道的触达能力凸显	7
图表 10 分众 LCD 投放门槛：整城投放	8
图表 11 分众 LCD 广告客户分析：以行业头部企业为主	8
图表 12 分众 LCD 统计内已上市广告主营收增速分布	8
图表 13 分众 LCD 统计内已上市广告主销售费用增速分布	8
图表 14 2021H1 Top20 机构投资各行业数量分布（%）	9
图表 15 2020Q1-2021H1 中国消费市场投资事件及金额	9
图表 16 2016-2020 年天猫新品数量及增速	9
图表 17 新品牌登上天猫购物节细分赛道 No.1 的数量	9
图表 18 奶酪品牌：妙飞	10
图表 19 零食品牌：洽洽食品	10
图表 20 彩妆品牌：花西子	10
图表 21 学习硬件品牌：黑白调	10

一、小年逆势实现稳步增长，对 2022 年保持乐观

1.1 客观理解公司业绩波动

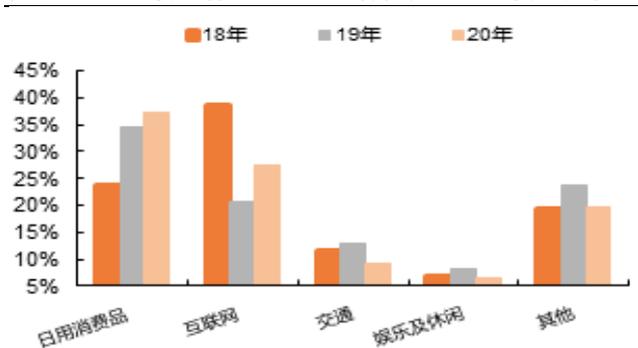
客观理解 2019 年公司业绩的波动，其波动不代表公司具有强周期属性。 1) 2018 年点位扩张带来的成本大福提升，为实现“产能”扩充和竞争卡位，公司从 2018 年中开始大幅新增点位资源（2018 年末楼宇点位较年初增长 82%），导致公司 2019 年租金、设备及人员等刚性成本支出大涨。2) 2018-19 年互联网行业集体进入“下半场”，而互联网行业相关的平台、品牌很多都是分众的广告大户，客户行业趋势大变化对分众形成重大的冲击，2019 年公司互联网行业广告收入同比减少 31.13 亿元。公司 2019 年业绩的波动是成本和营收两方面夹击之下的特殊情况，公司现有点位维持稳定，成本端预计不会出现大波动，而营收端已经度过了互联网行业客户一家独大的局面，已经平稳过渡至以消费行业为主的客户结构。

图表1 公司楼宇点位及其成本变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 互联网行业对公司业务贡献 2018 年是顶峰



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 小年逆势实现稳步增长，证明其业务能力和竞争高壁垒

2020 年在疫情背景下，影院业务基本关闭（该业务 2019 年全年贡献营收近 20 亿元，2020 年仅 4.78 亿元），公司实现营收 120.97 亿元，仅比 2019 年下滑 0.32%，并且在 Q4 实现历史最高季度营收 42.22 亿元。

2021 年疫情依然在反复，广告行业、影院均受到持续性压制，而且公司众多下游客户 2021 年受到政策的重大冲击，比如教培、互联网、游戏、医美等，因此 2021 年还是明显的行业小年。但是 2021 年 H1 公司实现营收 73.27 亿元，比 2018H1（历史高点）高 3.05%。单拆分楼宇业务来看，公司 2021H1 楼宇广告营收 66.54 亿元，比 2018 年同期高 15.2%。根据公司公告，2021Q3 的利润预期中值为 15.55 亿元，高于历史任何年份同期的业绩值。

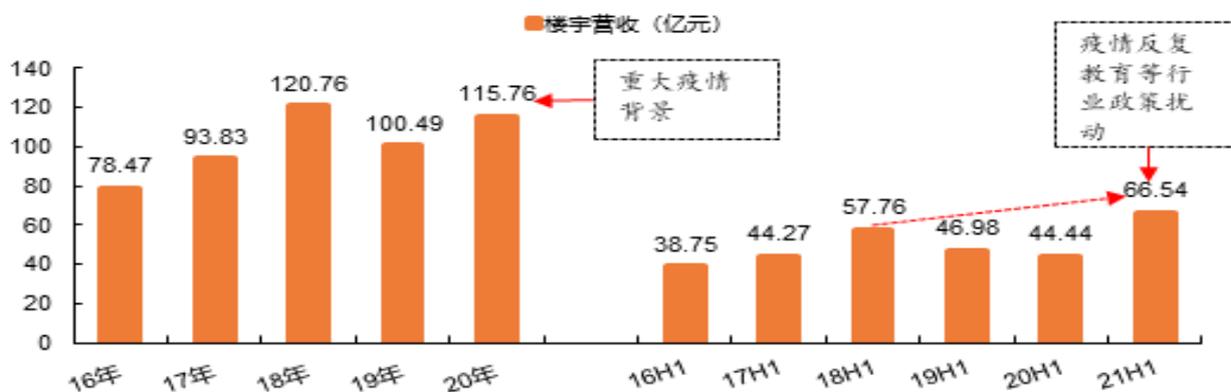
公司在此背景下的业绩依然保持稳定增长，足以证明公司的竞争壁垒和业务稳定性。Q4 是公司业务正常的高峰季，有双 11 电商广告和年末预算翘尾效应等因素，理论上该季度业绩能够稳态发展。根据我们的预测，公司全年业绩预计为 60 亿以上（预测值为 63.36 亿元）。

图表3 公司季度营收情况（亿元）

	Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4
16 年	21.05	28.22	26.15	26.71		6.49	12.52	12.46	13.04
17 年	24.2	32.2	30.89	32.84		11.07	14.26	13.84	20.88
18 年	29.6	41.5	37.67	36.75	营收 (亿)	12.07	21.39	14.63	10.13
19 年	26.11	31.06	31.89	32.3	元)	3.4	4.38	5.82	5.15
20 年	19.38	26.72	32.65	42.22		0.38	7.86	13.79	18.01
21 年	35.93	37.34				13.68	15.32	15.55	

资料来源：wind，平安证券研究所，备注：2021Q3 利润为公司业绩预告中值

图表4 楼宇营收情况 (亿元)



资料来源: wind, 平安证券研究所

1.3 对 2022 年保持乐观

对 2022 年保持乐观: 1) 公司点位规模基本维持稳定, 成本端预计不会对业绩产生压力。2) 营收端预计出现边际变化, 2021 年公司营收增量受下游客户的行业政策影响明显, 特别是大客户较多的教培、互联网等行业, 短期内难以寻找到新的行业大客户进行快速“补位”上刊。但是经过 2021 年的调整, 公司有望在明年开始引入新行业新客户, 增量客户依然可期。3) 新经济企业依然是公司大客户重要来源之一, 2021 年新经济企业赴海外 IPO 的节奏受政策影响而变缓, 但是各新经济企业必然会修改“上市路径”完成 IPO, IPO 融资环境的边际改善对公司是利好。

图表5 分众广告: 元气森林苏打气泡水



资料来源: 分众传媒微信公众号, 平安证券研究所

图表6 分众广告: 农夫山泉苏打气泡水



资料来源: 分众传媒微信公众号, 平安证券研究所

二、最好的时代: 触达价值递增, KA 模式稳“基本盘”&细分行业爆发带来增量

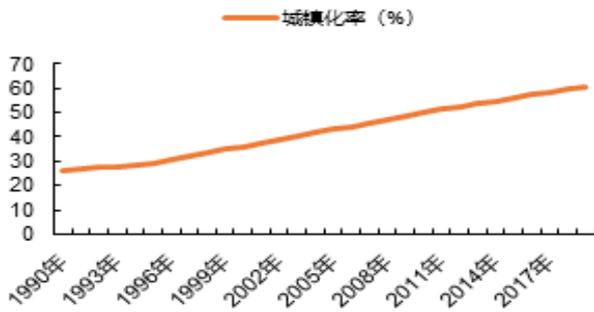
2.1 分众的渠道触达价值递增

梯媒的“绝对”触达价值递增: 媒体渠道价值本质上是对人群的触达价值, 目前有能力在全国范围内实现有效触达的媒体主要是互联网、电视、广播和梯媒等少数渠道。梯媒依附于电梯, 存在于生活社区或者工作商务区, 其渠道价值随城镇化不断上升。国内城镇化(人口口径) 2019 年为 60.60%, 受到国内地产、生活文化等因素的影响, 国内城镇化的特点表现为人口的

高度集中化以及社区化，非常有利于分众梯媒渠道的触达。

广告本身具有“反人性”特点，极少有人愿意主动收看或者收听广告，互联网等广告是“引诱式”触达人群并实现数据化跟踪。而梯媒是“被动式”广告，不论喜好与否都会出现在社区或者商务楼，使其成为线下最有效的广告触达渠道。

图表7 国内城镇化带来人口高度社区化



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 分众渠道的触达能力显著



资料来源: 分众传媒官网, 平安证券研究所

“相对”触达价值亦凸显：1) 互联网流量进入“存量”阶段，并且是多个平台对“存量”的重复覆盖，流量的现状已经到了“僧多粥少”而价格飞涨的地步，例如李佳琦、薇娅等带货主播的“坑位费”不断上涨。2) 线上销售模式逐步线下化，商品前期依靠互联网模式及便宜的流量实现了初步发展，但是线上模式同质化严重且遇到发展瓶颈，线上商品开始往线下发展，比如零食品牌、饮料、化妆品等。目前来看，商品走线下模式如果要做广触达，那分众几乎是不可绕开的渠道。

图表9 分众渠道的触达能力凸显



资料来源: Ipsos, 平安证券研究所

2.2KA 模式稳定公司业务“基本盘”

分众的渠道投放有“门槛”，客户以各领域的头部企业为主：分众的产品形态以“整体”投放为主，LCD 联播网投放的颗粒度甚至是整个城市，框架的投放也是以打包投放为主。整体投放的形式看似不够“精准”，但这正是品牌广告需要的“轰炸式占领心智”效果，集中式“占领”当地当城的消费心智。“整体”式投放需要的广告预算相对大，对客户的要求高，因此一般在分众渠道投放的广告主以上市公司、外资大品牌和新行业已融资企业为主。

根据我们的长期草根研究，以上海单套 LCD 联播网的 15 秒产品为例，其 2019 年年初（公司低谷期）刊例价近 150 万/周

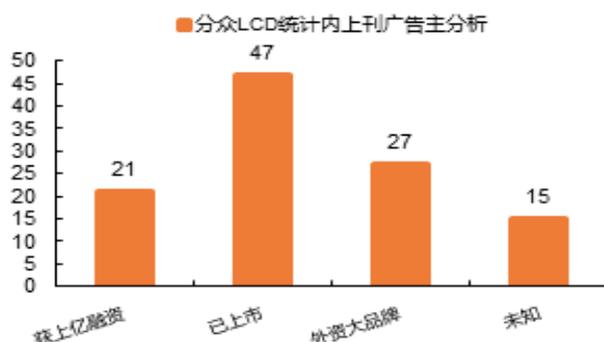
(实际执行价根据不同折扣执行),投放门槛不可谓不高。另外我们统计了分众 2021 年 3-8 月份的 LCD 上刊广告主(上海),共统计 110 个广告主,其中 47 个(比例为 42.7%)是国内上市企业、27 个(比例为 24.5%)是外资大品牌、21 个是(比例为 19.1%)融资过亿的企业。

图表10 分众 LCD 投放门槛:整城投放

省	城市	对应城市				2019年1月刊例	
		A1	A2	A3	A4	15*	5*
直辖市	上海	√	√	√	√	1,498,000	718,000
	北京	√	√	√	√	1,380,000	648,000
广东	广州	√	√	√	√	968,000	478,000
	深圳	√	√	√	√	898,000	428,000
直辖市	重庆	√	√	√	√	558,000	258,000
	天津	√	√	√	√	518,000	229,800
广东	东莞	√	√	√		144,800	70,800
	珠海	√	√			148,000	68,800
	中山	√	√			96,800	46,800
	佛山	√	√			96,800	46,800
	汕头	√				91,800	46,800
	江门	√				91,800	46,800
	惠州	√				84,800	43,800

资料来源:互联网公开资料,平安证券研究所

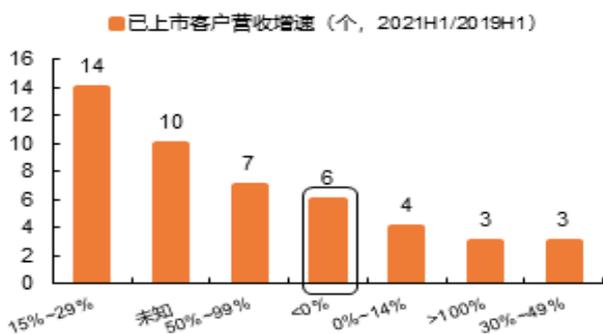
图表11 分众 LCD 广告客户分析:以行业头部企业为主



资料来源:平安证券研究所,备注:统计内广告主限于3-8月份部分城市的随机取样

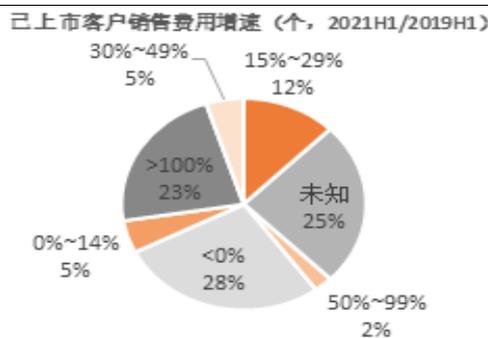
头部企业长期来看稳定性最强,从产业逻辑来看,各领域的头部企业长期业务增速要快于行业平均值,部分行业的头部虹吸效应还在加强,其销售费用或者广告预算一般跟随稳步增长。一般来讲,成熟的头部企业销售费用率是相对稳态的,还在成长中的头部企业销售费用增速更快(抢占市场份额为主)。以我们统计到的 47 个在分众 LCD 上投放的上市企业来讲,对比其 2021H1/2019H1 的营收和销售费用增速,仅有 6 个企业的营收增速是下降趋势,多为传统行业或者行业“掉队者”,如上汽大众、北汽、国美、苏宁易购等,另外仅有 28%的企业销售费用是下降的,大部分的企业营收和销售费用都是稳步增长。

图表12 分众 LCD 统计内已上市广告主营收增速分布



资料来源:wind,平安证券研究所

图表13 分众 LCD 统计内已上市广告主销售费用增速分布



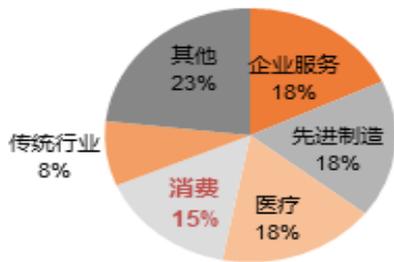
资料来源:wind,平安证券研究所

2.3 下游客户细分行业爆发

随着国内经济的不断发展,行业的多样性已经非常明显,不再局限于地产、汽车等少数支柱产业,消费、服务、医疗、先进制造等行业都到了多点开花的阶段。分众的客户行业也得以拓展,如这两年兴起的新消费,新消费行业内又包含了化妆品、医美、食品、饮料等等细分市场。

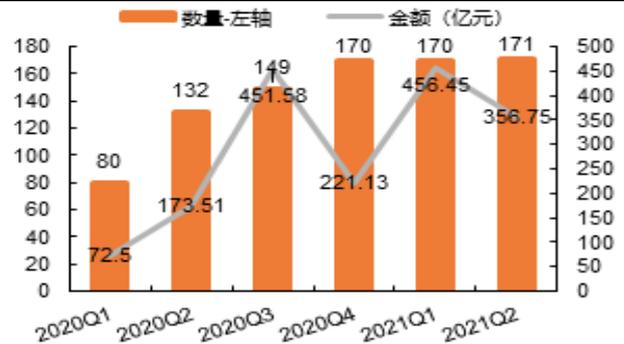
细分行业的爆发因素是综合性的,包括国内人才密度、平台型渠道、供应链完善等。以新消费为例,国内消费品近两年在分众渠道开始大规模投放,一方面是需求分级、升级的需要,另一方面是渠道完备和国内供应链完善,建立在电商渠道上的商品不断增长并且开始走到线下,从追求平台流量走向追求多样化渠道和品牌升级,有能力也有需要在分众打品牌广告。

图表14 2021H1Top20 机构投资各行业数量分布 (%)



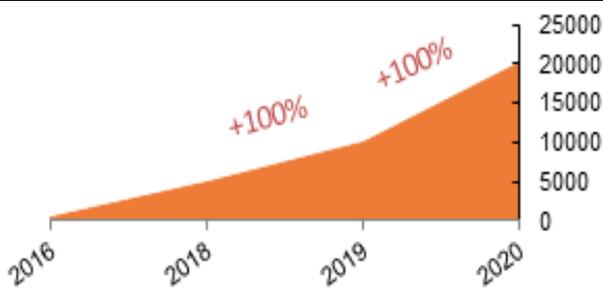
资料来源: 烯牛数据, 平安证券研究所

图表15 2020Q1-2021H1 中国消费市场投资事件及金额



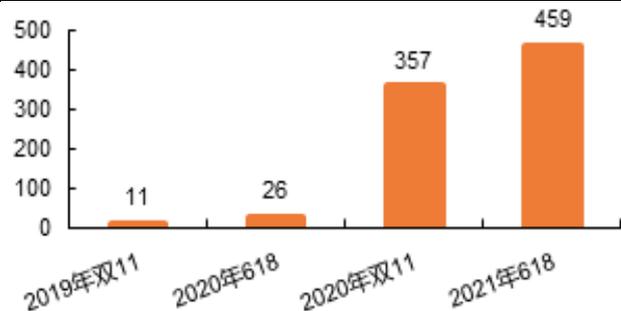
资料来源: IT 桔子, 平安证券研究所, 注: 截至 2021.6.25

图表16 2016-2020 年天猫新品数量及增速



资料来源: 《2020 线上消费新品趋势报告》, 平安证券研究所

图表17 新品牌登上天猫购物节细分赛道 No.1 的数量



资料来源: Marketing 研究院, 平安证券研究所

从我们跟踪情况来看, 近两年上刊频繁的细分行业非常丰富。1) 在线教育品牌, 猿辅导、作业帮、清北网校等, 尽管在线教育被政策整顿, 但这类广告代表了居民不断上升的教育需求。2) 奶制品, 如奶酪类的妙可蓝多、妙飞, 酸奶类的简爱、简醇等, 奶制品行业不再局限于伊利、蒙牛等传统品牌。3) 零食类品牌, 如坚果类的良品铺子、三只松鼠、恰恰食品等。4) 饮料类品牌, 典型如元气森林为代表的气泡水, 还有日加满、东鹏特饮这类功能型饮料等等。5) 化妆品, 彩妆类的完美日记、花西子等, 护肤品类有水密码、悦木之源、润百颜等。

图表18 奶酪品牌:妙飞



资料来源:分众传媒微信公众号,平安证券研究所

图表19 零食品牌:洽洽食品



资料来源:分众传媒微信公众号,平安证券研究所

图表20 彩妆品牌:花西子



资料来源:分众传媒微信公众号,平安证券研究所

图表21 学习硬件品牌:黑白调



资料来源:分众传媒微信公众号,平安证券研究所

三、 盈利预测及估值

维持公司盈利预测不变,2021-23年的利润分别为63.36亿、75.04亿和89.37亿,对应目前股价的PE分别仅有16.8倍、14.2倍和11.9倍。回顾历史,公司在业绩稳定增长期(2016-18年)的PE区间在20-30倍,尽管2019年公司经营经过波动调整而估值受到影响,但是2020年至今公司已经证明了其业绩稳定增长能力,未来有望保持。我们对公司2022年的业绩保持乐观,给予目标价15.3元(2022年EPS=0.51元*30倍PE),维持“强烈推荐”评级。

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11,289	14,092	18,228	23,255
现金	4,730	3,914	5,658	8,828
应收票据及应收账款	3,980	5,451	6,440	7,404
其他应收款	62	94	111	128
预付账款	632	1,205	1,424	1,637
存货	5	4	4	5
其他流动资产	1,881	3,423	4,591	5,254
非流动资产	10,357	11,162	11,967	12,782
长期投资	1,373	1,373	1,373	1,373
固定资产	1,158	977	797	616
无形资产	22	18	14	11
其他非流动资产	7,805	8,794	9,783	10,782
资产总计	21,646	25,254	30,195	36,037
流动负债	4,148	3,952	4,405	4,918
短期借款	50	0	0	0
应付票据及应付账款	455	477	525	582
其他流动负债	3,643	3,475	3,881	4,336
非流动负债	225	267	298	320
长期借款	0	41	73	95
其他非流动负债	225	225	225	225
负债合计	4,374	4,219	4,703	5,238
少数股东权益	255	220	178	128
股本	334	334	334	334
资本公积	467	467	467	467
留存收益	16,216	20,014	24,513	29,871
归属母公司股东权益	17,017	20,815	25,314	30,672
负债和股东权益	21,646	25,254	30,195	36,037

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,223	3,577	6,541	8,041
净利润	4,001	6,300	7,462	8,887
折旧摊销	512	195	195	186
财务费用	-127	-13	-14	-21
投资损失	-310	-300	-300	-300
营运资金变动	636	-2,741	-938	-845
其他经营现金流	511	136	136	136
投资活动现金流	-1,959	-1,860	-1,836	-1,336
资本支出	43	0	-0	0
长期投资	-2,924	0	0	0
其他投资现金流	922	-1,860	-1,836	-1,336
筹资活动现金流	-1,883	-2,533	-2,960	-3,536
短期借款	-0	-50	0	0
长期借款	-802	41	31	22
其他筹资现金流	-1,081	-2,525	-2,992	-3,558
现金净增加额	1,373	-817	1,745	3,170

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12,097	16,582	19,588	22,520
营业成本	4,447	5,235	5,757	6,380
税金及附加	63	83	392	450
营业费用	2,150	2,736	3,330	3,828
管理费用	684	829	979	1,126
研发费用	103	166	215	248
财务费用	-127	-13	-14	-21
资产减值损失	14	0	0	0
信用减值损失	-370	-350	-350	-350
其他收益	301	400	400	400
公允价值变动收益	47	0	0	0
投资净收益	310	300	300	300
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	5,080	7,896	9,348	11,129
营业外收入	12	6	6	6
营业外支出	45	27	27	27
利润总额	5,047	7,875	9,328	11,108
所得税	1,046	1,575	1,866	2,222
净利润	4,001	6,300	7,462	8,887
少数股东损益	-3	-36	-42	-50
归属母公司净利润	4,004	6,336	7,504	8,937
EBITDA	5,432	8,057	9,509	11,272
EPS (元)	0.27	0.43	0.51	0.61

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	-0.3	37.1	18.1	15.0
营业利润(%)	114.7	55.4	18.4	19.0
归属于母公司净利润(%)	113.5	58.2	18.4	19.1
获利能力				
毛利率(%)	63.2	68.4	70.6	71.7
净利率(%)	33.1	38.2	38.3	39.7
ROE(%)	23.5	30.4	29.6	29.1
ROIC(%)	54.2	69.3	59.3	62.8
偿债能力				
资产负债率(%)	20.2	16.7	15.6	14.5
净负债比率(%)	-27.1	-18.4	-21.9	-28.4
流动比率	2.7	3.6	4.1	4.7
速动比率	2.5	3.0	3.6	4.1
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	9.8	11.0	11.0	11.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.43	0.51	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.24	0.45	0.55
每股净资产(最新摊薄)	1.16	1.42	1.72	2.09
估值比率				
P/E	26.6	16.8	14.2	11.9
P/B	6.3	5.1	4.2	3.5
EV/EBITDA	25.2	12.2	10.0	8.1

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033