

# 芒果超媒 (300413)

证券研究报告

2021年11月01日

## 核心平台稳健增长，顺应监管树立主流新媒体标杆

芒果超媒 21Q1-Q3 实现营收 116.31 亿元，同比增长 22.81%；归母净利润 19.80 亿元，同比增长 22.84%；扣非后净利润 19.72 亿元，同比增长 35.91%。单季度拆分，21Q3 单季度营收 37.78 亿元，同比增长 2.19%；归母净利润 5.29 亿元，同比增长 3.99%；扣非后净利润 5.31 亿元，同比增长 11.78%。

公司 Q3 收入略提升，但核心主平台芒果 TV 互联网视频业务继续保持稳健增长。21Q1-Q3 芒果 TV 互联网视频业务营业收入 87.82 亿元，同比增长 33.24%；由于公司优化组织架构，将芒果影视、芒果娱乐、芒果互娱科技调整为主平台芒果 TV 的子公司，目前正处于业务整合、转型期，各项主要经营指标同比有所下降。综合来看，三季报整体业绩符合预期。

毛利率及净利率同比均提升，反馈出芒果 TV 平台运营效率不断提高。21Q3 单季度毛利率 40.81%，同比提升 0.58 pct，净利率 14.0%，同比提升 0.29 pct。

21Q3 公司播出多部热门综艺及剧集，《哥哥》获好评助力继续放大 IP 影响力。重磅综艺《披荆斩棘的哥哥》8 月 12 日上线，获得流量及口碑双丰收，聚焦离婚题材的《再见爱人》也获热烈反响；“芒果季风”剧场《我在他乡挺好的》获得好评。

2022 年内容储备发布，六大综艺带，百余部 IP 亮相，奠定明年增长基础。综艺方面，“综 N 代”与创新综艺齐头并进。“综 N 代”储备包括《乘风破浪的姐姐 3》、《披荆斩棘的哥哥 2》、《大侦探 7》、《密室大逃脱 4》等。综艺新赛道包括全新音乐竞演节目《声生不息》、创新悬疑推理节目《推理开始了》，离婚男女社交观察类真人秀《春日迟迟再出发》等。剧集方面，“芒果季风计划”继续聚焦精品短剧，已筹备《张卫国的夏天》《妻子的选择》等多部作品；此外，芒果 TV 还发布了《尚食》《少年派 2》等头部剧集。

**投资建议：**芒果在长视频平台领域竞争力不断提升，剧集新业态、电商、线下娱乐等积极推进，有助用户破圈及多元变现模式探索。近期由于文娱领域监管收紧，公司股价有所调整，但我们认为芒果核心业务仍健康发展，同时芒果为国有背景的媒体平台，受益国有媒体融合以及民企互联网反垄断政策，以及坚持价值观引领。公司已公告阿里拟协议转让持有的 5.01% 股权，受让方为国资背景的湖南财信精果，一方面本次转让后，芒果国有背景继续增强，另一方面 47.56 元/股的溢价转让也显示出市场对公司的价值认可。考虑 Q3 业绩及后续项目节奏，我们下调公司 21-23 年归母净利润至 24.0 亿/30.5 亿/36.7 亿（前值 25.9/32.7/40.6 亿），同比增速分别为 21.1%/27.1%/20.2%，对应 21-23 年 PE 为 30.6x/24.0x/20.0x，维持买入评级。

**风险提示：**会员及流量增长不达预期，综艺影视项目进度不达预期，广告主投放意愿具有不确定性，行业监管趋严，互联网平台监管趋严。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,500.66	14,005.53	16,416.02	20,274.25	23,857.83
增长率(%)	29.40	12.04	17.21	23.50	17.68
EBITDA(百万元)	5,119.88	6,487.44	5,279.89	7,007.38	8,511.74
净利润(百万元)	1,156.29	1,982.16	2,400.58	3,051.91	3,667.59
增长率(%)	33.59	71.42	21.11	27.13	20.17
EPS(元/股)	0.62	1.06	1.28	1.63	1.96
市盈率(P/E)	63.42	37.00	30.55	24.03	19.99
市净率(P/B)	8.35	6.93	4.94	4.17	3.51
市销率(P/S)	5.87	5.24	4.47	3.62	3.07
EV/EBITDA	11.23	19.07	12.48	8.45	6.99

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/互联网传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	39.2 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,870.72
流通 A 股股本(百万股)	931.36
A 股总市值(百万元)	73,332.26
流通 A 股市值(百万元)	36,509.18
每股净资产(元)	9.00
资产负债率(%)	35.52
一年内最高/最低(元)	93.01/37.02

### 作者

文浩 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070004  
zhangshuang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《芒果超媒-半年报点评:21H1 广告及运营商亮眼，下半年优质内容推动下会员可期》 2021-08-22
- 2 《芒果超媒-公司点评:《哥哥》综艺官宣，剧集渐入佳境，国有媒体平台更注重价值引领》 2021-08-09
- 3 《芒果超媒-年报点评报告:优质内容驱动用户规模，运营效率提升盈利能力》 2021-04-26

## 内容目录

1. 财报数据分析 .....	3
2. 业务分析 .....	6
2.1. 互联网视频平台运营 .....	6
2.2. 互联网视频平台内容 .....	7
3. 投资建议 .....	8

## 图表目录

图 1: 芒果超媒 2017-2020 年, 20Q1-Q3 和 21Q1-Q3 营业收入及增速 .....	3
图 2: 芒果超媒 2017-2020 年, 20Q1-Q3 和 21Q1-Q3 归母净利润及增速 .....	3
图 3: 芒果超媒 20Q1-21Q3 单季度营业收入 .....	4
图 4: 芒果超媒 20Q1-21Q3 单季度归母净利润 .....	4
图 5: 芒果超媒 2017-2020 年, 20Q1-Q3 和 21Q1-Q3 整体业务毛利率、净利率变化情况 .....	5
图 6: 芒果超媒 2017-2020 年, 20Q1-Q3 和 21Q1-Q3 费用率变化情况 .....	5
图 7: 国内主要视频平台 MAU (单位: 百万, 201801-202109) .....	6
图 8: 国内主要视频平台 DAU (单位: 百万, 201801-202109) .....	6
图 9: 2021Q3 四大平台剧集正片有效播放同比变化 .....	7
图 10: 2021Q3 四大平台综艺有效播放同比变化 .....	7
图 11: 芒果 TV2022 全年自制综艺节目编排表 .....	8

## 1. 财报数据分析

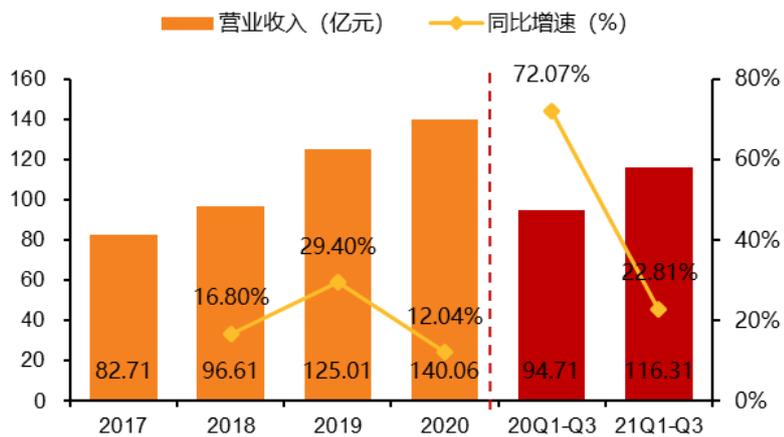
注：为保持同口径对比，以下财务数据均采用【调整后】的数据。

芒果超媒 21Q1-Q3 实现营收 116.31 亿元，同比增长 22.81%；归母净利润 19.80 亿元，同比增长 22.84%；扣非后归母净利润为 19.72 亿元，同比增长 35.91%。

单季度拆分，21Q3 单季度实现营收 37.78 亿元，同比增长 2.19%，环比下降-1.72%；归母净利润 5.29 亿元，同比增长 3.99%，环比下降 21.95%；扣非后归母净利润 5.31 亿元，同比增长 11.78%，环比下降 20.63%。

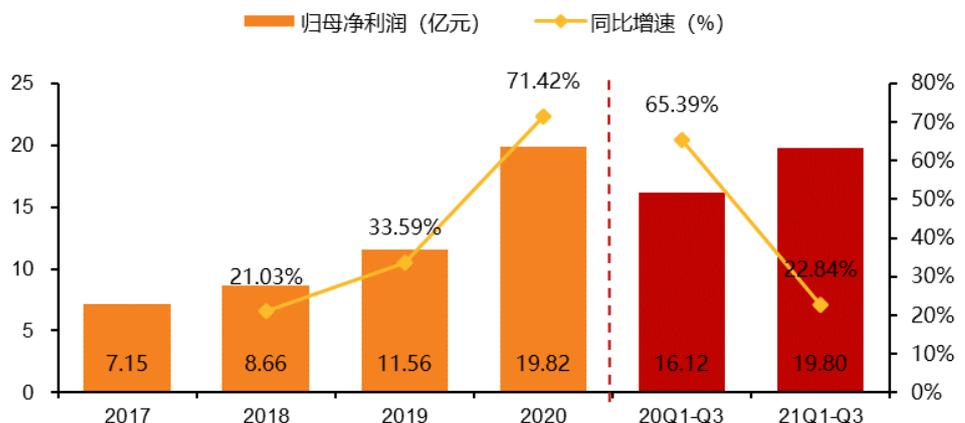
21Q1-Q3 公司核心主平台芒果 TV 互联网视频业务营业收入 87.82 亿元，同比增长 33.24%，对应 21Q3 单季度收入 28.84 亿元（21H1 收入 58.98 亿元），核心平台继续保持稳健增长；其他业务上，由于公司优化组织架构，将芒果影视文化有限公司、湖南芒果娱乐有限公司、上海芒果互娱科技有限公司三家子公司调整为主平台芒果 TV 的子公司，分别聚焦季风剧场自制、综艺内容创新和实景娱乐运营，目前正处于业务整合、转型期，各项主要经营指标同比有所下降。公司三季报整体业绩符合预期。

图 1：芒果超媒 2017-2020 年，20Q1-Q3 和 21Q1-Q3 营业收入及增速



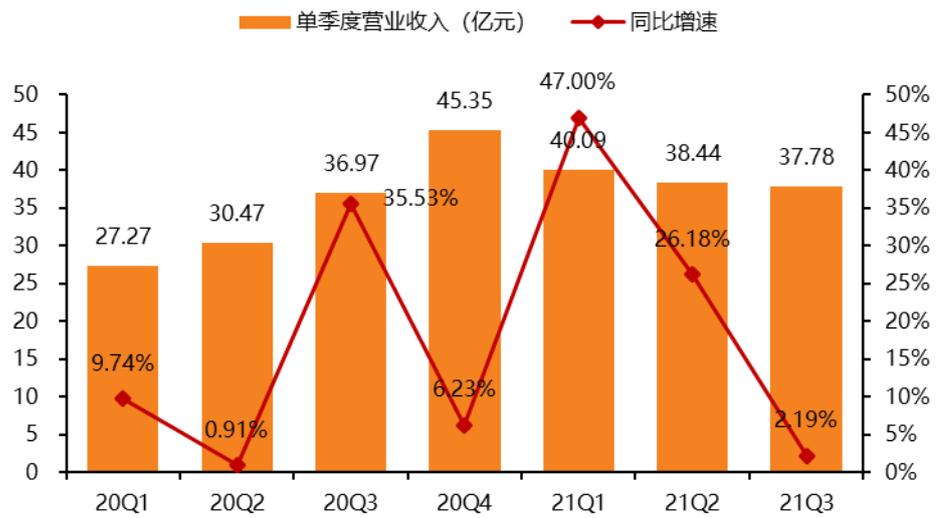
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：芒果超媒 2017-2020 年，20Q1-Q3 和 21Q1-Q3 归母净利润及增速



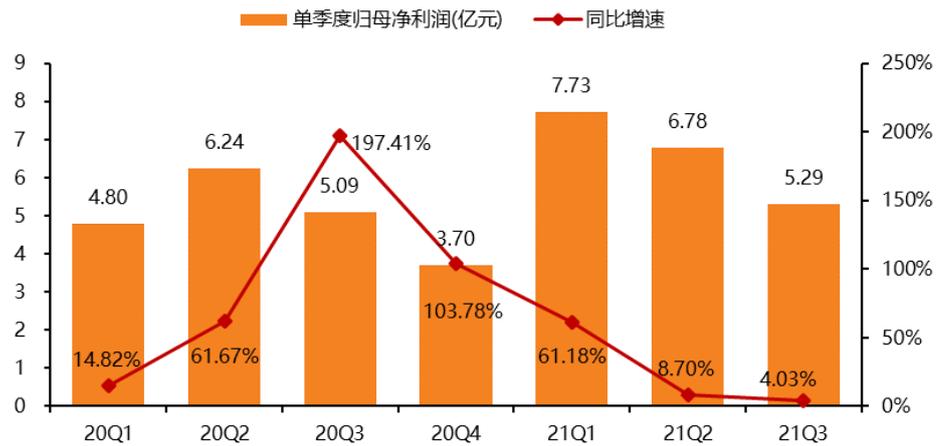
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：芒果超媒 20Q1-21Q3 单季度营业收入



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：芒果超媒 20Q1-21Q3 单季度归母净利润

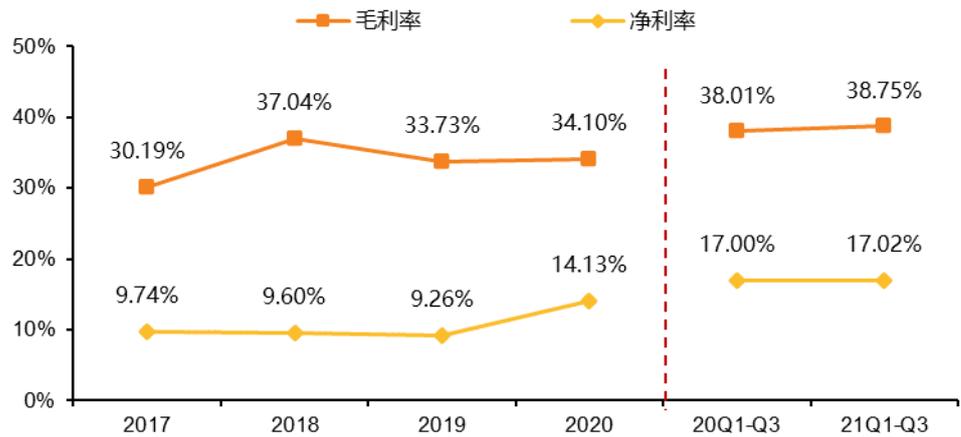


资料来源：公司公告、天风证券研究所

毛利率方面，公司 2021Q1-Q3 毛利率为 38.75%，同比增加 0.74pct，净利率为 17.02%，同比增加 0.02pct。

单季度拆分，21Q3 毛利率 40.81%，同比增加 0.58pct，净利率 14.00%，同比增加 0.29pct。

图 5：芒果超媒 2017-2020 年，20Q1-Q3 和 21Q1-Q3 整体业务毛利率、净利率变化情况

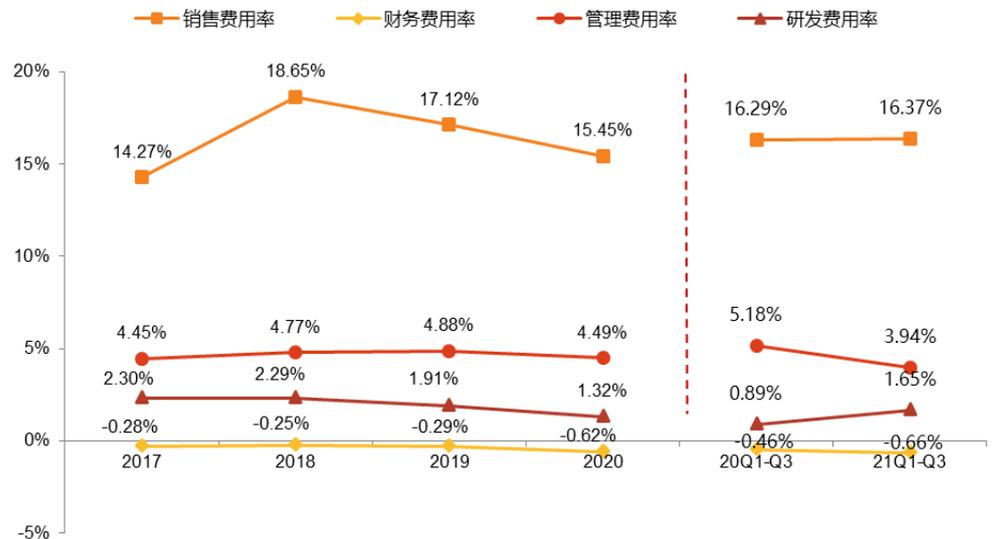


资料来源：公司公告、天风证券研究所

四项费用方面,2021Q1-Q3 公司销售费用 19.05 亿元,同比增长 23.43%,销售费用率 16.37%,同比增加 0.08pct;管理费用 4.59 亿元,同比下降 6.42%,管理费用率 3.94%,同比下降 1.23pct;财务费用-7650.66 万元,同比下降 74.54%,财务费用率-0.66%,同比下降 0.19pct;研发费用 1.92 亿元,同比增加 128.57%,研发费用率 1.65%,同比增加 0.76pct。

单季度拆分,21Q3 公司销售费用 7.80 亿元,同比增长 7.26%,销售费率为 20.64%,同比增加 0.97pct;管理费用 1.48 亿元,同比下降-33.43%,管理费用率 3.91%,同比下降 2.09pct;财务费用-3302.53 万元,同比下降 113.75%,财务费用率-0.87%,同比下降 0.46pct;研发费用 6957.67 万元,同比增加 125.14%,研发费用率 1.84%,同比增加 1.01pct。

图 6：芒果超媒 2017-2020 年，20Q1-Q3 和 21Q1-Q3 费用率变化情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

现金流方面,2021 前三季度公司经营性现金流净额为 3.25 亿元,同比下降 9.94%。

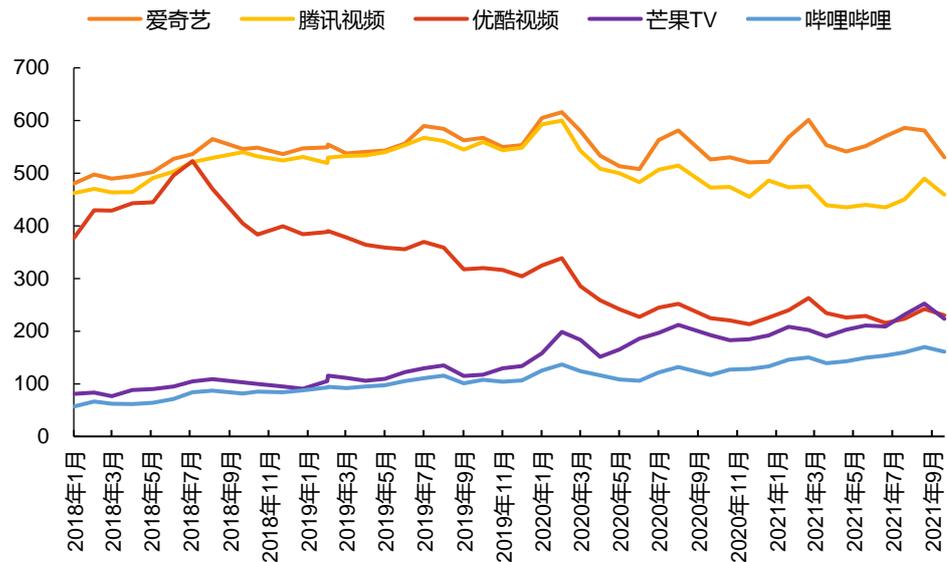
## 2. 业务分析

### 2.1. 互联网视频平台运营

21Q3 公司播出多部热门综艺及剧集,《披荆斩棘的哥哥》8月12日上线,获得高热度和好评,全网首档聚焦离婚题材的真人秀《再见爱人》等节目也获热烈反响;影视剧方面,“芒果季风”剧场《我在他乡挺好的》获得好评,首部季风网剧《天目危机》8月18日上线。

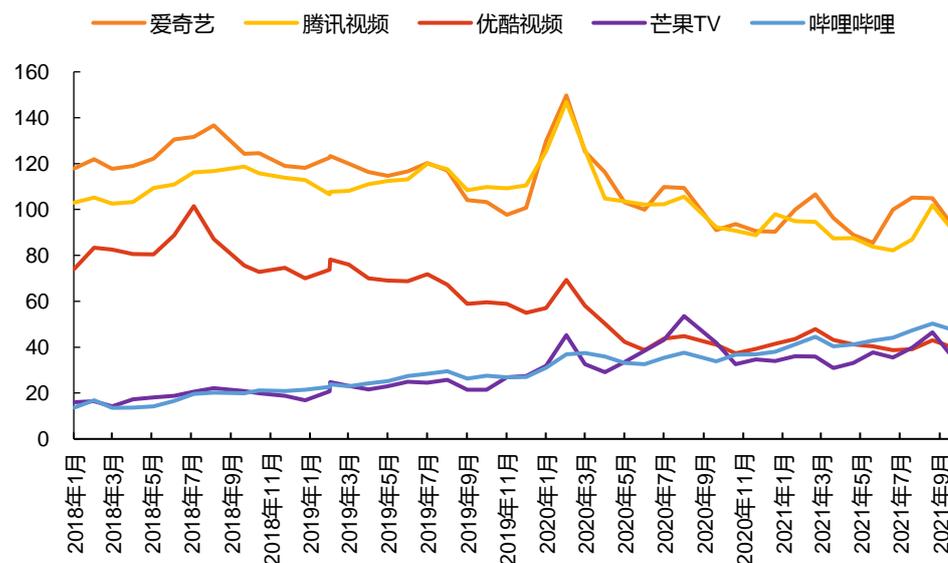
芒果TV平台用户上,21年8月,随着重点综艺等上线,优质内容带动芒果TV的活跃用户提升,9月由于暑期结束等综艺原因,活跃用户有所回落。

图7: 国内主要视频平台 MAU (单位: 百万, 201801-202109)



资料来源: Questmobile, 天风证券研究所

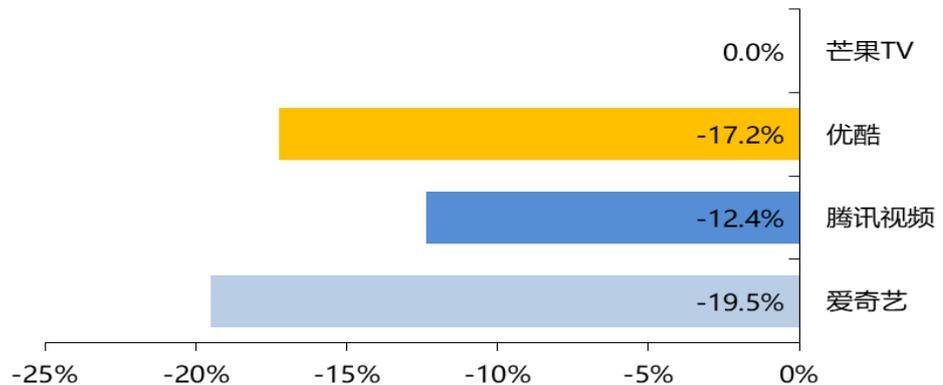
图8: 国内主要视频平台 DAU (单位: 百万, 201801-202109)



资料来源: Questmobile, 天风证券研究所

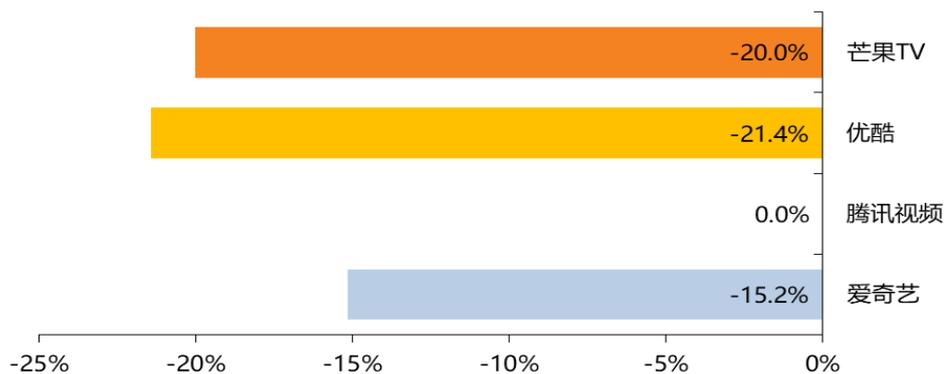
平台播放量上，芒果 21Q3 剧集正片有效播放同比持平，其他三大平台剧集有效播放均同比下降；芒果 21Q3 综艺有效播放同比有所下滑。

图 9：2021Q3 四大平台剧集正片有效播放同比变化



资料来源：云合数据，天风证券研究所

图 10：2021Q3 四大平台综艺有效播放同比变化



资料来源：云合数据，天风证券研究所

## 2.2. 互联网视频平台内容

芒果 TV 始终坚持内容为王。目前公司已有 21 个节目制作团队、25 个影视制作团队和 30 家战略合作工作室。内容储备方面，芒果 TV 在 10 月召开招商会发布 2022 年片单计划，综艺及剧集储备丰富，类型多元，为明年公司的业务发展奠定良好基础。

综艺方面，“综 N 代”与创新综艺齐头并进。“综 N 代”《乘风破浪的姐姐》第三季将重磅回归；《披荆斩棘的哥哥》第二季将在延续第一季水准的基础上开拓创新；推理烧脑综艺《大侦探》第七季、《密室大逃脱》第四季也将强势回归；其他“综 N 代”储备还包括《妻子的浪漫旅行 6》《再见爱人 2》《女儿们的恋爱 5》《婆婆和妈妈 3》等。

综艺新赛道上，全新音乐竞演节目《声生不息》发布，延续《披荆斩棘的哥哥》“大湾区”概念，以粤港金曲来致敬时代精神，该节目将由芒果 TV 与香港 TVB 联合打造，《歌手》原班人马洪啸团队匠心制作。同时还有国内首档综艺连续剧式创新悬疑推理节目《推理开始了》，离婚男女社交观察类真人秀《春日迟迟再出发》等多款新综艺。

剧集方面，“芒果季风计划”继续聚焦精品短剧赛道，已筹备《张卫国的夏天》《妻子的选择》《江照黎明》《非凡医者》《礼物》《大宋少年志 2》《长风少年词》《消失的孩子》《第

19层》《寂静证词》《火星孤儿》等多部作品。

芒果TV还发布了一众头部现象级剧《尚食》《少年派2》《男朋友典当行》《千秋令》《落花时节又逢君》《天下长河》《春花厌》等，以及爆款潜力股《燃情大地》《深潜》《法医秦明》《我才不要和你做兄弟》《捕梦人》《屠户家的小娘子》《心理大师》《冰球少年》《热血神探》等剧集。

图 11：芒果 TV2022 全年自制综艺节目编排表

	Q1	Q2	Q3	Q4
音乐竞演节目带	《声生不息》	《乘风破浪的姐姐3》	《披荆斩棘的哥哥2》	/
迷综推理节目带	《大侦探7》	《密室大逃脱4》	《推理开始了》	《少年三国志》
婚恋情感节目带	《全职爸爸》 《春日迟迟再出发》	《妻子的浪漫旅行6》	《再见爱人2》	《女儿们的恋爱5》
生活治愈节目带	《朋友请听好2》	《热血少年行》	/	《超人气法律对谈》
职场生存节目带	/	《致富女人》	《无名英雄》	《你好外交官》
新国潮节目带	/	/	《无名之辈》 《好优美的中国话》	《天下第医》

资料来源：新浪综艺，天风证券研究所

### 3. 投资建议

芒果在长视频平台领域竞争力不断提升，剧集新业态、电商、线下娱乐等积极推进，有助用户破圈及多元变现模式探索。近期由于文娱领域监管收紧，公司股价有所调整，但我们认为芒果核心业务仍健康发展，同时芒果为国有背景的媒体平台，受益国有媒体融合以及民企互联网反垄断政策，以及坚持价值观引领。公司已公告阿里拟协议转让持有的 5.01% 股权，受让方为国资背景的湖南财信精果，一方面本次转让后，芒果国有背景继续增强，另一方面 47.56 元/股的溢价转让也显示出市场对公司的价值认可。考虑 Q3 业绩及后续项目节奏，我们下调公司 21-23 年归母净利润至 24.0 亿/30.5 亿/36.7 亿(前值 25.9/32.7/40.6 亿)，同比增速分别为 21.1%/27.1%/20.2%，对应 21-23 年 PE 为 30.6x/24.0x/20.0x，维持买入评级。

**风险提示：**会员及流量增长不达预期，综艺影视项目进度不达预期，广告主投放意愿具有不确定性，行业监管趋严，互联网平台监管趋严。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,064.22	5,336.32	7,872.07	14,607.43	14,505.63
应收票据及应收账款	3,092.47	2,976.70	671.31	3,270.91	1,368.11
预付账款	1,127.73	1,398.35	3,853.52	1,880.82	4,864.75
存货	1,916.38	1,660.32	4,175.08	2,634.44	5,797.52
其他	527.23	1,553.12	902.92	993.30	1,204.56
<b>流动资产合计</b>	<b>11,728.03</b>	<b>12,924.81</b>	<b>17,474.89</b>	<b>23,386.90</b>	<b>27,740.57</b>
长期股权投资	210.44	22.88	22.88	22.88	22.88
固定资产	180.61	186.92	177.89	168.86	159.83
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	4,889.42	6,051.72	5,199.41	3,306.73	542.38
其他	69.72	79.37	53.55	25.12	3.93
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,350.18</b>	<b>6,340.89</b>	<b>5,453.74</b>	<b>3,523.60</b>	<b>729.03</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,078.21</b>	<b>19,265.70</b>	<b>22,928.64</b>	<b>26,910.50</b>	<b>28,469.60</b>
短期借款	349.82	39.79	440.00	450.00	600.00
应付票据及应付账款	5,374.32	5,929.38	2,823.73	5,777.77	3,497.38
其他	2,211.45	2,618.07	4,511.97	2,736.96	3,038.27
<b>流动负债合计</b>	<b>7,935.59</b>	<b>8,587.23</b>	<b>7,775.70</b>	<b>8,964.73</b>	<b>7,135.66</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	322.66	57.24	280.00	320.00	400.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>322.66</b>	<b>57.24</b>	<b>280.00</b>	<b>320.00</b>	<b>400.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,258.25</b>	<b>8,644.48</b>	<b>8,055.70</b>	<b>9,284.73</b>	<b>7,535.66</b>
少数股东权益	36.10	33.24	34.09	40.20	47.55
股本	1,780.38	1,780.38	1,870.72	1,870.72	1,870.72
资本公积	4,838.94	4,838.94	6,838.94	6,838.94	6,838.94
留存收益	7,003.48	8,807.60	12,968.13	15,714.85	19,015.67
其他	(4,838.94)	(4,838.94)	(6,838.94)	(6,838.94)	(6,838.94)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,819.96</b>	<b>10,621.22</b>	<b>14,872.93</b>	<b>17,625.77</b>	<b>20,933.95</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>17,078.21</b>	<b>19,265.70</b>	<b>22,928.64</b>	<b>26,910.50</b>	<b>28,469.60</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,157.50	1,979.34	2,400.58	3,051.91	3,667.59
折旧摊销	3,770.62	4,435.89	2,861.34	3,901.72	4,773.37
财务费用	16.38	13.55	(115.42)	(82.44)	(85.32)
投资损失	(6.47)	(80.79)	(2.34)	(4.00)	(4.00)
营运资金变动	1,095.04	(120.31)	(2,980.98)	2,069.66	(6,331.42)
其它	(5,740.20)	(5,646.70)	0.84	6.12	7.35
<b>经营活动现金流</b>	<b>292.87</b>	<b>580.97</b>	<b>2,164.02</b>	<b>8,942.95</b>	<b>2,027.57</b>
资本支出	5,682.09	5,656.68	1,777.24	1,960.00	1,920.00
长期投资	(5.11)	(187.55)	0.00	0.00	0.00
其他	(5,567.65)	(5,275.09)	(3,774.90)	(3,956.00)	(3,916.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>109.34</b>	<b>194.03</b>	<b>(1,997.66)</b>	<b>(1,996.00)</b>	<b>(1,996.00)</b>
债权融资	360.22	39.79	443.47	454.62	602.70
股权融资	2,024.78	86.62	2,205.77	82.44	85.32
其他	(260.32)	(628.24)	(279.85)	(748.66)	(821.38)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,124.68</b>	<b>(501.84)</b>	<b>2,369.38</b>	<b>(211.59)</b>	<b>(133.36)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,526.88</b>	<b>273.16</b>	<b>2,535.75</b>	<b>6,735.36</b>	<b>(101.80)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>12,500.66</b>	<b>14,005.53</b>	<b>16,416.02</b>	<b>20,274.25</b>	<b>23,857.83</b>
营业成本	8,284.74	9,230.29	10,503.73	12,902.26	15,177.53
营业税金及附加	96.43	21.98	25.73	38.52	45.33
营业费用	2,140.68	2,164.42	2,633.13	3,218.73	3,753.53
管理费用	610.14	629.20	673.99	792.96	901.06
研发费用	239.30	184.38	273.23	304.11	334.01
财务费用	(36.58)	(86.62)	(115.42)	(82.44)	(85.32)
资产减值损失	(0.62)	(36.80)	(110.00)	(84.00)	(88.00)
公允价值变动收益	(1.37)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.47	80.79	2.34	4.00	4.00
其他	(16.25)	(188.50)	105.69	48.00	56.00
<b>营业利润</b>	<b>1,177.73</b>	<b>2,006.40</b>	<b>2,423.59</b>	<b>3,132.11</b>	<b>3,759.69</b>
营业外收入	25.84	26.89	11.45	10.80	10.80
营业外支出	26.04	46.54	31.96	32.00	32.00
<b>利润总额</b>	<b>1,177.53</b>	<b>1,986.75</b>	<b>2,403.08</b>	<b>3,110.91</b>	<b>3,738.49</b>
所得税	20.03	7.41	1.66	52.89	63.55
<b>净利润</b>	<b>1,157.50</b>	<b>1,979.34</b>	<b>2,401.42</b>	<b>3,058.03</b>	<b>3,674.94</b>
少数股东损益	1.22	(2.82)	0.84	6.12	7.35
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,156.29</b>	<b>1,982.16</b>	<b>2,400.58</b>	<b>3,051.91</b>	<b>3,667.59</b>
每股收益(元)	0.62	1.06	1.28	1.63	1.96

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	29.40%	12.04%	17.21%	23.50%	17.68%
营业利润	20.52%	70.36%	20.79%	29.23%	20.04%
归属于母公司净利润	33.59%	71.42%	21.11%	27.13%	20.17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.73%	34.10%	36.02%	36.36%	36.38%
净利率	9.25%	14.15%	14.62%	15.05%	15.37%
ROE	13.16%	18.72%	16.18%	17.35%	17.56%
ROIC	35.31%	47.27%	43.97%	40.56%	104.76%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.36%	44.87%	35.13%	34.50%	26.47%
净负债率	-53.33%	-49.87%	-49.95%	-80.30%	-66.41%
流动比率	1.48	1.51	2.25	2.61	3.89
速动比率	1.24	1.31	1.71	2.31	3.08
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.52	4.62	9.00	10.29	10.29
存货周转率	6.05	7.83	5.63	5.95	5.66
总资产周转率	0.86	0.77	0.78	0.81	0.86
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.62	1.06	1.28	1.63	1.96
每股经营现金流	0.16	0.31	1.16	4.78	1.08
每股净资产	4.70	5.66	7.93	9.40	11.16
<b>估值比率</b>					
市盈率	63.42	37.00	30.55	24.03	19.99
市净率	8.35	6.93	4.94	4.17	3.51
EV/EBITDA	11.23	19.07	12.48	8.45	6.99
EV/EBIT	41.84	59.57	27.24	19.06	15.91

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com