

## 系列化管线拓展，流量、收入增长概率提升

——芒果超媒 2021 年三季度报点评

## 核心观点

- **Q3 芒果超媒营收稳定。**2021 年第三季度公司营收 37.78 亿元 (yoy+2.19%)，归母净利润 5.29 亿元 (yoy+3.99%)，毛利率 40.82% (yoy+0.59pp)，研发费用 0.7 亿 (yoy+125.14%)。营收同比增长主要系《披荆斩棘的哥哥》带来，Q4 有影视剧《婆婆的镯子》、《第十二秒》，综艺《披荆斩棘的哥哥》、《女儿们的恋爱 4》等贡献增量。根据 QM 数据，Q3 芒果 TV 平均 MAU 为 2.36 亿人，环比提升 13.62%，Q3 平均 DAU/MAU 为 17.22%，环比增加 0.15pp，月活跃用户数和用户粘性均有提高。
- **Q3 网综影视剧表现亮眼，新设纪录片工作室，未来综艺矩阵规划注入新动力。**继《乘风破浪的姐姐》后，《披荆斩棘的哥哥》(播放量 35.9 亿)收获广泛关注，N 代综系列《密室大逃脱》第三季(播放量 10.9 亿)、《女儿们的恋爱》第四季(播放量 14.6 亿)、《妻子的浪漫旅行》第五季(播放量 5.6 亿)也取得优异成绩。2022 年芒果 TV 布局六大综艺带，储备综艺和影视剧主题多元，自成一体的发展布局值得期待。

## 财务预测与投资建议

- 公司系列化综艺管线日益丰富，为平台流量营收增长概率带来提升。22 年音乐、推理、职场、情感等多维细分市场将持续拓展，叠加电视剧季风剧场的开辟，我们预测芒果超媒 21/22/23 年归母净利润分别为 24.07/30.65/36.56 亿元(21/22 年原预测值为 24.75/30.11 亿元，根据三季报情况调整盈利预测)，对应每股收益为 1.29/1.64/1.95 元。根据可比公司 2021 年调整后 p/e 均值 44x，我们给予公司目标价 56.63 元，维持“增持”评级。

## 风险提示

行业监管严格，市场竞争激烈，劣迹艺人风险

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,501	14,006	17,718	21,363	25,180
同比增长(%)	29.4%	12.0%	26.5%	20.6%	17.9%
营业利润(百万元)	1,178	2,006	2,430	3,141	3,748
同比增长(%)	20.5%	70.4%	21.1%	29.3%	19.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,156	1,982	2,407	3,065	3,656
同比增长(%)	33.6%	71.4%	21.4%	27.4%	19.3%
每股收益(元)	0.62	1.06	1.29	1.64	1.95
毛利率(%)	33.7%	34.1%	36.3%	37.6%	37.8%
净利率(%)	9.2%	14.2%	13.6%	14.3%	14.5%
净资产收益率(%)	16.0%	20.5%	20.5%	21.9%	22.1%
市盈率	64.3	37.5	30.9	24.3	20.3
市净率	8.5	7.0	5.8	4.9	4.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。


**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

**投资评级** 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月02日)	39.76 元
目标价格	56.63 元
52周最高价/最低价	92.85/37.02 元
总股本/流通A股(万股)	187,072/93,136
A股市值(百万元)	74,380
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2021年11月03日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.63	-8.79	-28.6	-49.44
相对表现	3.69	-10.92	-24.42	-50.08
沪深300	-2.06	2.13	-4.18	0.64



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 项雯倩  
021-63325888\*6128  
xiangwenqian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517020003  
香港证监会牌照：BQP120

**证券分析师** 李雨琪  
021-63325888-3023  
liyuci@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520050001  
香港证监会牌照：BQP135

**证券分析师** 吴丛露  
wuconglu@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520020003  
香港证监会牌照：BQJ931

**联系人** 詹博  
021-63325888\*3209  
zhanbo@orientsec.com.cn

**联系人** 韩旭  
hanxu3@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

一、Q3 实现营收 37.78 亿元，业绩稳定.....	4
1、营收：Q3 实现营收 37.78 亿，同比增长 2.19%.....	4
2、毛利：Q3 毛利率 40.82%，同比增长 0.59pp .....	4
3、费用：Q3 研发费用同比上升 125.14%，财务费用同比下降 113.75% .....	5
4、利润：Q3 归母净利润 5.29 亿，同比增长 3.99%.....	6
二、互联网视频受优质综艺、影视剧拉动.....	6
1、综艺播放量创历史新高，N 代综持续发力。 .....	7
2、电视剧播放量表现稳定，新设纪录片工作室 .....	7
3、内容储备丰富，维持稳定播放量 .....	8
三、新媒体内容制作四季度将波动回升 .....	9
四、盈利预测与投资建议 .....	9
投资建议 .....	9
五、风险提示.....	10

## 图表目录

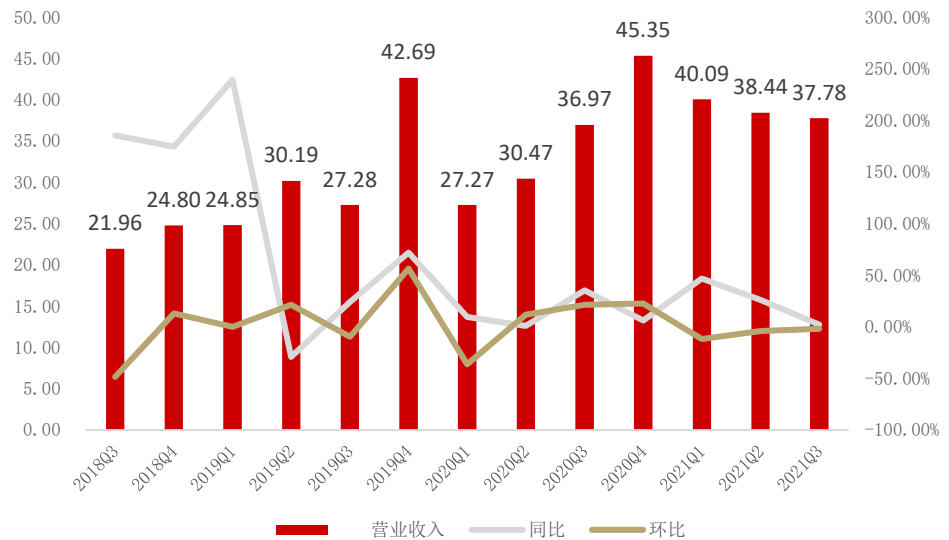
图 1: 芒果超媒营业收入 (亿) .....	4
图 2: 芒果超媒毛利率变化 .....	5
图 3: 芒果超媒费用率变化 .....	5
图 4: 芒果超媒归母净利润变化 (亿) .....	6
图 5: 芒果超媒互联网视频收入变化 (亿) .....	6
图 6: 芒果超媒用户活跃度变化 (万) .....	6
图 7: 芒果超媒综艺播放量 (亿) 和广告数量变化 .....	7
图 8: 芒果超媒电视剧播放量变化 (亿) .....	8
图 9: 芒果超媒新媒体互动活动娱乐内容制作收入 (亿) .....	9
表 1: 芒果超媒 2022 年上线综艺和剧集 .....	8
表 2: 可比公司 PE 估值 (2021.11.02 收盘价) .....	10

## 一、Q3 实现营收 37.78 亿元，业绩稳定

### 1、营收：Q3 实现营收 37.78 亿，同比增长 2.19%

公司 Q3 实现营收 37.78 亿元，同比增长 2.19%，环比下降 1.72%，营收同比增长主要系《披荆斩棘的哥哥》带来。Q4 有影视剧《婆婆的镯子》、《第十二秒》；综艺《披荆斩棘的哥哥》、《女儿们的恋爱 4》等贡献增量。

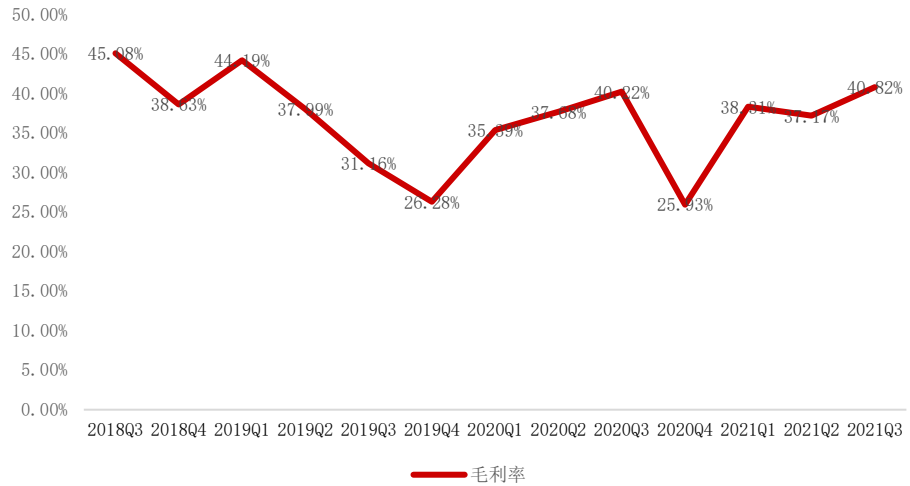
图 1：芒果超媒营业收入（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 2、毛利：Q3 毛利率 40.82%，同比增长 0.59pp

**Q3 芒果超媒毛利润 15.42 亿元，毛利率 40.82%，同比增长 0.59pp，环比增长 3.6pp。** 毛利率的增长得益于芒果 Q3 自制综艺《披荆斩棘的哥哥》、《密室大逃脱（第三季）》以及影视剧《猎狼者》、《我在他乡挺好的》等获得良好口碑和热度。这些作品在成本控制方面表现良好，是报告期内带动会员增长和广告招商收入的主要动力，由此实现毛利率同比、环比不同程度增长。

**图 2：芒果超媒毛利率变化**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

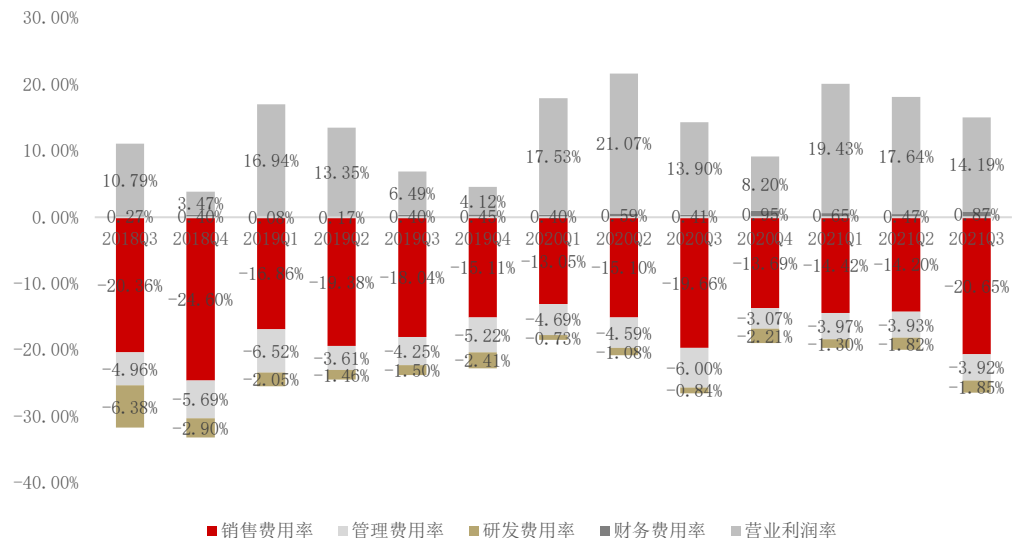
### 3、费用：Q3 研发费用同比上升 125.14%，财务费用同比下降 113.75%

Q3 销售费用 7.80 亿元，同比上升 7.26%，环比上升 42.76%。

Q3 管理费用 1.48 亿元，同比下降 33.43%，环比下降 2.38%。

Q3 研发费用 0.70 亿元，同比上升 125.14%，环比下降 1.23%。

Q3 财务费用-0.33 亿元，同比下降 113.75%，环比下降 86.96%。

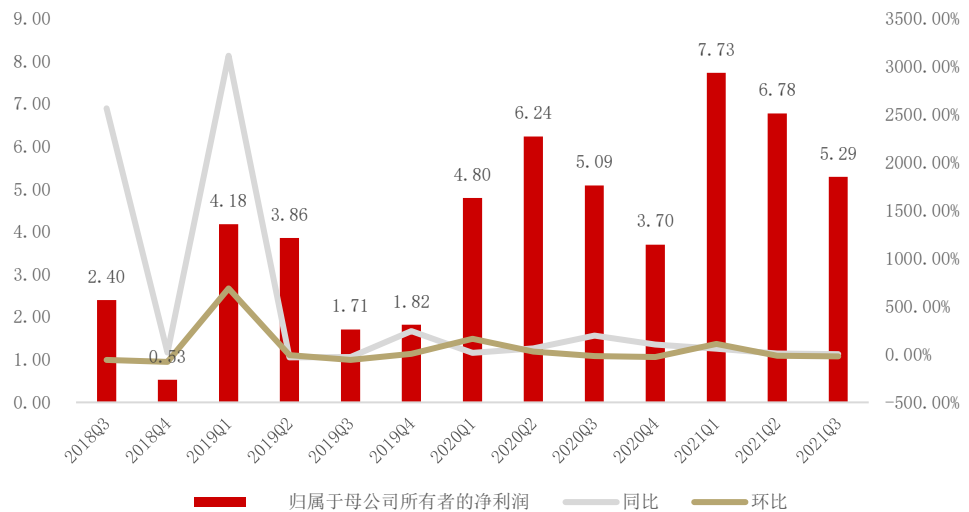
**图 3：芒果超媒费用率变化**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

#### 4、利润：Q3 归母净利润 5.29 亿，同比增长 3.99%

Q3 净利润 5.29 亿，归母净利润 5.29 亿，归母净利润同比增长 3.99%，环比下降 21.98%。同比提升主要系《披荆斩棘的哥哥》、《向往的生活 5》、《密室大逃脱 3》以及影视剧《我在他乡挺好的》、《与君歌》、《猎狼者》优质项目带来。

图 4：芒果超媒归母净利润变化（亿）

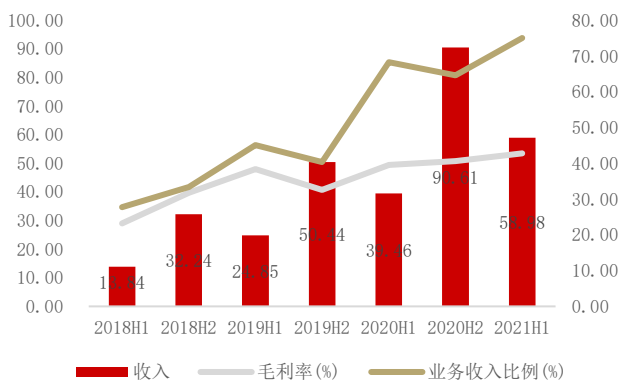


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 二、互联网视频受优质综艺、影视剧拉动

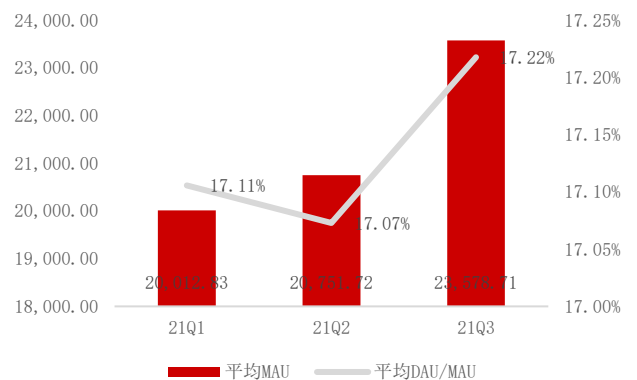
**互联网视频收入表现：** 2021 年 H1 创收 58.98 亿，同比增长 49.46%，Q3 芒果 TV 平均 MAU 为 2.36 亿人，环比提升 13.62%，Q3 平均 DAU/MAU 为 17.22%，环比增加 0.15pp，月活跃用户数和用户粘性均有提高。《披荆斩棘的哥哥》、《密室大逃脱 3》、《我在他乡挺好的》等多部优质资源带动用户及粘性提升。

图 5：芒果超媒互联网视频收入变化（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：芒果超媒用户活跃度变化（万）



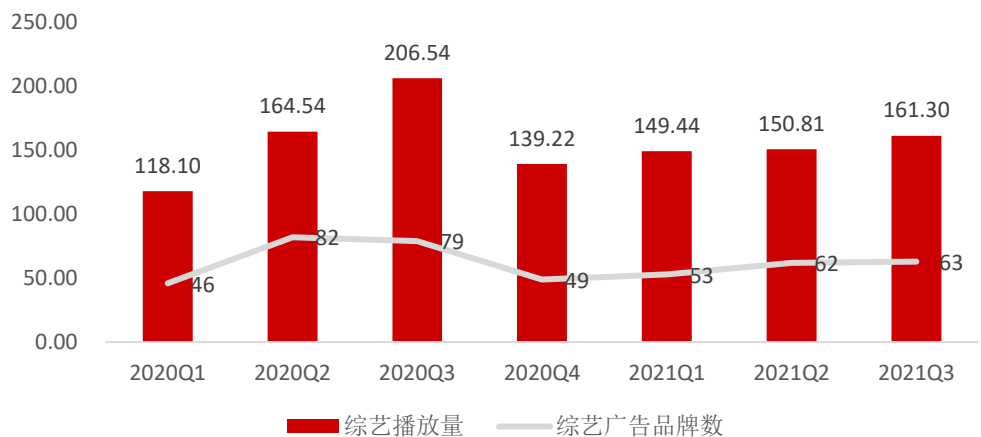
数据来源：Questmobile，东方证券研究所

## 1、综艺播放量创历史新高，N 代综持续发力。

根据骨朵数据，芒果 TVQ3 综艺播放量持续走高，达 161.3 亿，带动广告数量增长。一方面发扬其在推理密综和情感观察类综艺的强项，N 代综系列《密室大逃脱》第三季（播放量 10.9 亿）、《女儿们的恋爱》第四季（播放量 14.6 亿）、《妻子的浪漫旅行》第五季（播放量 5.6 亿）取得优异成绩；另一方面在去年 Q3 启动的“乘风破浪”新领域继续前进，推出男团版音乐选秀综艺《披荆斩棘的哥哥》（播放量 35.9 亿），开启说唱类 N 代综《说唱听我的》第二季（播放量 15.7 亿），重启创意实境游戏类真人秀《全员加速中》第二季，均取得了不俗的反响，有望塑造新增长点。

Q4 除了《披荆斩棘的哥哥》，亦有《女儿们的恋爱 4》、《再见爱人》、《说唱听我的 2》；国潮《小芒种花夜》带动流量。

图 7：芒果超媒综艺播放量（亿）和广告数量变化

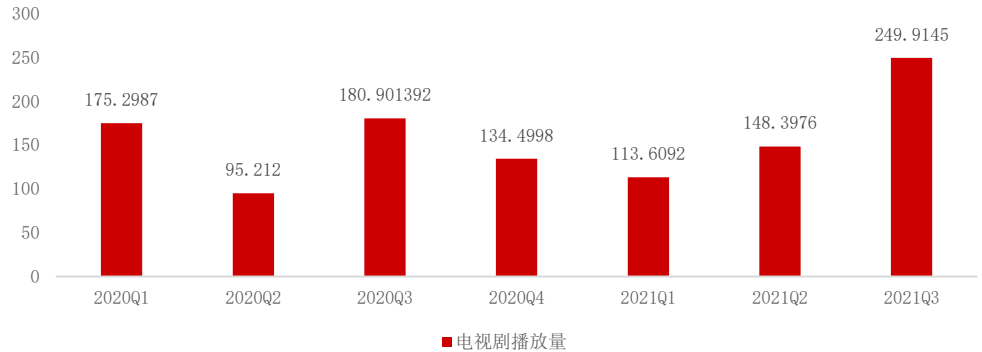


数据来源：骨朵数据，东方证券研究所

## 2、电视剧播放量表现稳定，新设纪录片工作室

芒果 TV 第三季度创新推出国内首个台网联动的“芒果季风”剧场，上线了《对你的爱很美》（播放量 20.2 亿）、《我在他乡挺好的》（播放量 11.6 亿）、《与君歌》（播放量 25.7 亿）等多部影视作品，布局多样化题材。新成立的纪录片工作室相继推出《雕琢岁月》、《党的女儿》、《微光者》等多部主旋律记录片，适应当下监管越来越严格的娱乐行业大环境。

Q4：影视剧《婆婆的镯子》、《第十二秒》、《一纸寄风月》、《好好生活》预期将上线。

**图 8：芒果超媒电视剧播放量变化（亿）**


数据来源：骨朵数据，东方证券研究所

### 3、内容储备丰富，维持稳定播放量

芒果 TV 将在 2022 年布局音乐竞演、迷踪推理、婚恋情感、生活治愈、职场生存、新国潮六类节目带，除老牌综艺外，职场生存类综艺创新聚焦中国外交行业和辅警职业，新国潮涉及动作演员选秀和中医领域，此外还将推出首档文明养宠驯养真人秀《请多关照汪》，新老综艺值得期待。在影视剧方面，芒果 TV 预计推出《花开时节又逢君》、《少年派 2》、《大宋少年志第二季》、《沉睡花园》等近十部影视作品，不乏自带热度的电视剧续季，内容储备充足。

**表 1：芒果超媒 2022 年上线综艺和剧集**

2022 年上线综艺名称	2022 年上线剧集名称
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
迷踪推理节目带	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	妻子的浪漫旅行 6 再见爱人 2 女儿们的恋爱 5 全职爸爸 春日迟迟再出发
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
	胡同 花开时节又逢君 凭栏一片风云起 少年派 2 尚食 冰球少年 大宋少年志第二季 沉睡花园



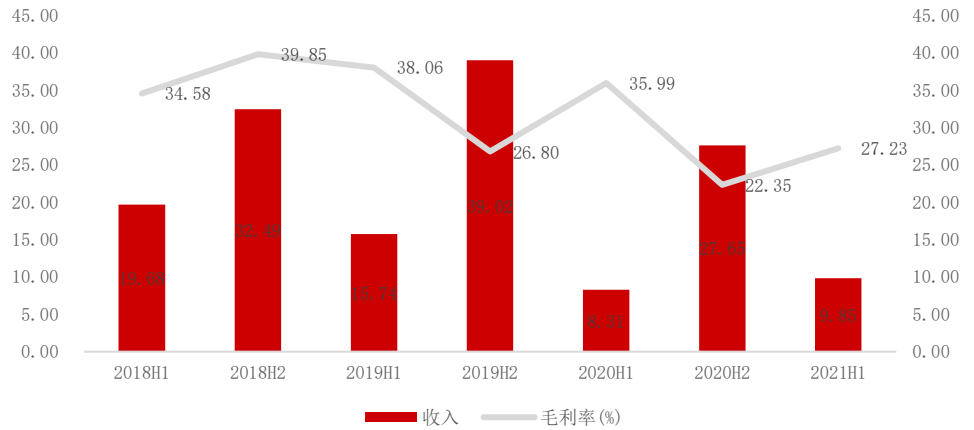
你好外交官  
新国潮节目带  
好优美的中国话  
无名之辈  
天下弟医

资料来源：芒果营销发布会，东方证券研究所

### 三、新媒体内容制作四季度将波动回升

2021H1 新媒体互动娱乐制作收入 9.85 亿元，同比增加 18.52%，增加原因主要是疫情控制后经济复苏影响。

图 9：芒果超媒新媒体互动活动娱乐内容制作收入（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 四、盈利预测与投资建议

#### 投资建议

公司系列化综艺管线日益丰富，为平台流量营收增长概率带来提升。22 年音乐、推理、职场、情感等多维细分市场将持续拓展，叠加电视剧季风剧场的开辟，我们预测芒果超媒 21/22/23 年归母净利润分别为 24.07/30.65/36.56 亿元（21/22 年原预测值为 24.75/30.11 亿元，根据三季报情况调整盈利预测），对应每股收益为 1.29/1.64/1.95 元。根据可比公司 2021 年调整后 p/e 均值 44x，我们给予公司目标价 56.63 元，维持“增持”评级。

**表 2：可比公司 PE 估值（2021.11.02 收盘价）**

	市值	归母净利润（百万美元）				PE			
	(亿美元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
Netflix	3017.26	2761.40	4864.84	5976.78	7700.43	109.27	62.02	50.48	39.18
迪士尼	3092.57	(2442.00)	2665.21	8741.79	11075.15	(126.64)	116.03	35.38	27.92
光线传媒	418	45.47	125.32	167.21	190.75	91.93	33.35	25.00	21.91
星期六	28.51	3.80	86.30	141.38	192.93	751.07	33.04	20.17	14.78
虎牙	21.55	138.13	57.11	99.03	170.35	15.60	37.73	21.76	12.65
调整平均						39.00	44.00	26.00	18.00

资料来源：Bloomberg，Wind 一致性预期，东方证券研究所

## 五、风险提示

### ● 行业监管严格

国家大力推进互联网反垄断进程，禁止网络不正当竞争行为，划出底线，娱乐行业政策持续收紧，监管体系和惩罚机制愈发成熟，若违反国家法律法规或相关监管政策，将接受监管机构的立案调查或处罚，情节严重者会被吊销相关业务资质甚至禁入市场。

### ● 市场竞争激烈

国家着力塑造公平竞争的市场环境，对目前流媒行业的龙头企业有一定打击效应，而中小型流媒发展迅速，头部企业不仅要与其他互联网巨头竞争内容、用户、渠道资源，还要提防后起之秀，难以长期保持优势地位。

### ● 劣迹艺人风险

今年相继爆发的劣迹艺人失德事件对流媒平台乃至整个娱乐行业都造成极大负面影响，流媒行业依托流量、热度变现，业绩极易受舆论影响，国家和社会民众对公众人物失德事件持零容忍态度，一旦发生，涉及作品将面临下降、停机、撤档处理。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,064	5,336	8,556	11,875	17,226	营业收入	12,501	14,006	17,718	21,363	25,180
应收票据、账款及款项融资	3,092	3,141	2,964	3,574	4,213	营业成本	8,285	9,230	11,278	13,327	15,650
预付账款	1,128	1,398	2,183	2,632	3,102	营业税金及附加	96	22	25	107	126
存货	1,916	1,660	2,319	2,569	3,117	营业费用	2,141	2,164	3,012	3,632	4,281
其他	527	1,389	910	928	947	管理费用及研发费用	849	814	1,010	1,282	1,511
<b>流动资产合计</b>	<b>11,728</b>	<b>12,925</b>	<b>16,931</b>	<b>21,577</b>	<b>28,604</b>	财务费用	(37)	(87)	(65)	(96)	(139)
长期股权投资	210	23	217	217	217	资产、信用减值损失	52	89	30	12	25
固定资产	181	187	183	171	153	公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	6	81	2	41	22
无形资产	4,851	5,894	5,107	4,491	2,125	其他	59	153	0	0	0
其他	108	237	72	67	62	<b>营业利润</b>	<b>1,178</b>	<b>2,006</b>	<b>2,430</b>	<b>3,141</b>	<b>3,748</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,350</b>	<b>6,341</b>	<b>5,579</b>	<b>4,946</b>	<b>2,557</b>	营业外收入	26	27	12	22	20
<b>资产总计</b>	<b>17,078</b>	<b>19,266</b>	<b>22,510</b>	<b>26,523</b>	<b>31,161</b>	营业外支出	26	47	28	34	36
短期借款	350	40	100	100	100	<b>利润总额</b>	<b>1,178</b>	<b>1,987</b>	<b>2,414</b>	<b>3,129</b>	<b>3,732</b>
应付票据及应付账款	5,374	5,929	6,242	7,418	8,802	所得税	20	7	7	64	77
其他	2,211	2,618	3,281	3,775	4,293	<b>净利润</b>	<b>1,158</b>	<b>1,979</b>	<b>2,407</b>	<b>3,065</b>	<b>3,656</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7,936</b>	<b>8,587</b>	<b>9,623</b>	<b>11,293</b>	<b>13,195</b>	少数股东损益	1	(3)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,156</b>	<b>1,982</b>	<b>2,407</b>	<b>3,065</b>	<b>3,656</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.62	1.06	1.29	1.64	1.95
其他	323	57	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>323</b>	<b>57</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,258</b>	<b>8,644</b>	<b>9,623</b>	<b>11,293</b>	<b>13,195</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	36	33	33	33	33	成长能力					
实收资本(或股本)	1,780	1,780	1,871	1,871	1,871	营业收入	29.4%	12.0%	26.5%	20.6%	17.9%
资本公积	4,839	4,839	4,839	4,839	4,839	营业利润	20.5%	70.4%	21.1%	29.3%	19.3%
留存收益	2,165	3,969	6,144	8,487	11,223	归属于母公司净利润	33.6%	71.4%	21.4%	27.4%	19.3%
其他	0	(0)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>8,820</b>	<b>10,621</b>	<b>12,887</b>	<b>15,230</b>	<b>17,966</b>	毛利率	33.7%	34.1%	36.3%	37.6%	37.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17,078</b>	<b>19,266</b>	<b>22,510</b>	<b>26,523</b>	<b>31,161</b>	净利率	9.2%	14.2%	13.6%	14.3%	14.5%
						ROE	16.0%	20.5%	20.5%	21.9%	22.1%
						ROIC	14.9%	19.3%	19.9%	21.1%	21.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	48.4%	44.9%	42.7%	42.6%	42.3%
净利润	1,158	1,979	2,407	3,065	3,656	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	3,765	4,427	5,343	7,183	9,439	流动比率	1.48	1.51	1.76	1.91	2.17
财务费用	(37)	(87)	(65)	(96)	(139)	速动比率	1.23	1.30	1.51	1.67	1.92
投资损失	(6)	(81)	(2)	(41)	(22)	营运能力					
营运资金变动	1,066	49	158	332	199	应收账款周转率	5.8	4.7	6.1	6.8	6.7
其它	(5,653)	(5,708)	(25)	12	25	存货周转率	3.9	4.9	5.4	5.2	5.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>293</b>	<b>581</b>	<b>7,816</b>	<b>10,455</b>	<b>13,159</b>	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
资本支出	(2,019)	(1,102)	(4,546)	(6,550)	(7,050)	每股指标(元)					
长期投资	102	188	(194)	0	0	每股收益	0.62	1.06	1.29	1.64	1.95
其他	2,027	1,108	159	41	22	每股经营现金流	0.16	0.33	4.18	5.59	7.03
<b>投资活动现金流</b>	<b>109</b>	<b>194</b>	<b>(4,580)</b>	<b>(6,509)</b>	<b>(7,028)</b>	每股净资产	4.70	5.66	6.87	8.12	9.59
债权融资	8	(10)	0	0	0	估值比率					
股权融资	1,988	0	90	0	0	市盈率	64.3	37.5	30.9	24.3	20.3
其他	129	(491)	(106)	(626)	(780)	市净率	8.5	7.0	5.8	4.9	4.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,125</b>	<b>(502)</b>	<b>(16)</b>	<b>(626)</b>	<b>(780)</b>	EV/EBITDA	13.1	10.1	8.3	6.3	4.9
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	56.4	33.5	27.2	21.1	17.8
<b>现金净增加额</b>	<b>2,526</b>	<b>273</b>	<b>3,219</b>	<b>3,320</b>	<b>5,350</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)