

2021年12月30日

证券研究报告·公司动态跟踪报告

博瑞传播 (600880) 传媒

当前价: 6.83 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

“文交所+智慧教育+游戏”并举，转型发展进行时

投资要点

- **事件:** 1) 12月20日, 博瑞传播旗下参股公司每日经济新闻与红棉小冰公司合作推出 AI 虚拟主播, 正式上线全球首个 7X24 小时播出的全 AI 智慧电视栏目; 2) 12月23日, 公司旗下的成都文化产权交易所(成都文交所)正式启动全国首家数字文化产权交易平台, 未来有望联合头部区块链企业进行跨链合作, 将确权与交易结合, 为市场交易提供坚实保障; 3) B 站拟战略入股公司子公司漫游谷。
- **虚拟人整体市场天花板较高, 服务型虚拟人规模最大。**根据《虚拟数字人深度产业报告》披露, 预计到 2030 年我国虚拟人整体市场规模将达到 2700 亿元。虚拟人可按照产业应用细分为服务型与身份型; 其中身份型主要指虚拟偶像等, 而服务型主要为拥有工种的虚拟形象, 例如虚拟主播、虚拟客服等。根据该报告数据显示, 身份型虚拟人市场规模 2030 年或将增长至 1745 亿元, 为最大的虚拟人细分市场, 潜在空间依旧广阔。
- **参股公司联手红棉小冰, 虚拟主播成效已现。**博瑞传播参股公司每日经济新闻于 2021 年 5 月 10 日建立战略合作伙伴关系, 形成“传播领域+AI 领域”优势互补, 联合构建智能化的财经信息产品。红棉小冰前身为微软小冰团队, 其小冰框架是全球承载交互量最大的完备人工智能框架之一。从 AI 写稿、交易所公告信息抓取到虚拟主播宣读稿件, 双方合作逐步深化。我们认为, 在 AI 持续升级迭代下, 虚拟主持人未来应用场景广泛, 财经媒体内容分发体系或将迎来重构, 人工成本将得到有效控制, 虚拟主播发展空间值得期待。
- **背靠成都传媒集团和国家图书馆, 结合区块链打造资产确权新篇章。**公司背靠成都传媒集团和国家图书馆, 依托各大公共和民间博物馆、文旅部下属各大文化机构等推进文交所平台发展, 数字文化资源储备丰富; 成都文交所为全国在营的约 12 家文交所中唯一的数字文化产权交易所, 未来或将结合区块链等技术, 助力优质数字文化资源版权确认, 有望构筑完整的全国文化数字交易生态系统, 未来想象空间较大。
- **全资子公司公开挂牌增资扩股引入战投, B 站为意向投资方。**2013 年 10 月, 公司增发价值 10 亿股收购漫游谷; 漫游谷是中国页游行业的领先开发者, 成立以来, 陆续推出《英雄之门》等多款知名页游, 随后完成由页游研发向手游研运战略转型, 完成《全民主公》等十余款手游, 为国内一线手游研发商之一。此次 B 站拟增资入股, 有望与其游戏业务产生较强的协同效应, 或将利用 B 站流量与社区文化优势助力公司发展提速。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年公司归母净利润为 0.83 亿元、1 亿元、1.13 亿元, 对应 PE 分别为 80 倍、67 倍、59 倍。公司“文交所+智慧教育+游戏”多业务并举, 参股公司成都文交所与每日经济新闻战略布局元宇宙, 合作方技术实力行业领先, 建议关注。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险, 宏观经济下行风险, 智慧教育业务进展不及预期风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	533.36	579.81	689.58	844.43
增长率	25.26%	8.71%	18.93%	22.46%
归属母公司净利润(百万元)	85.66	83.38	99.66	112.70
增长率	29.70%	-2.67%	19.53%	13.09%
每股收益 EPS(元)	0.08	0.08	0.09	0.10
净资产收益率 ROE	2.96%	2.78%	3.26%	3.58%
PE	78	80	67	59
PB	2.28	2.24	2.18	2.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

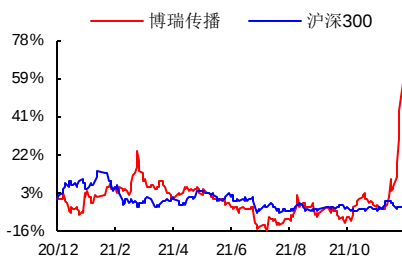
分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.93
流通 A 股(亿股)	10.93
52 周内股价区间(元)	3.24-6.83
总市值(亿元)	74.67
总资产(亿元)	35.67
每股净资产(元)	2.71

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司财务分析	1
2 主营业务分析	2
3 公司元宇宙业务分析	4
3.1 虚拟人市场规模	4
3.2 每日经济新闻 AI 虚拟主播	5
4 盈利预测与估值	6
5 风险提示	7

图 目 录

图 1: 公司 2016 年以来营收及增速情况.....	1
图 2: 公司 2016 年以来归母净利润及增速情况	1
图 3: 公司 2016 年以来毛利率变动情况.....	2
图 4: 公司 2016 年以来费用率变动情况.....	2
图 5: 公司 2021H1 主营业务收入结构.....	2
图 6: 2016 年以来公司主营业务结构变化	2
图 7: 公司 2017 年以来学校业务收入情况	3
图 8: 公司 2017 年以来智慧教育主营收入情况	3
图 9: 公司 2017 年以来游戏板块业务收入情况	3
图 10: 公司 2017 年以来广告板业务收入情况.....	3
图 11: 公司 2017 年以来小贷业务收入情况	4
图 12: 公司 2017 年以来楼宇租赁业务收入情况	4
图 13: 人工智能小冰	5
图 14: 2030 年虚拟人整体市场规模 (亿元)	5
图 15: 小冰框架	5
图 16: 小冰联合每日经济新闻推出虚拟主持人.....	5

表 目 录

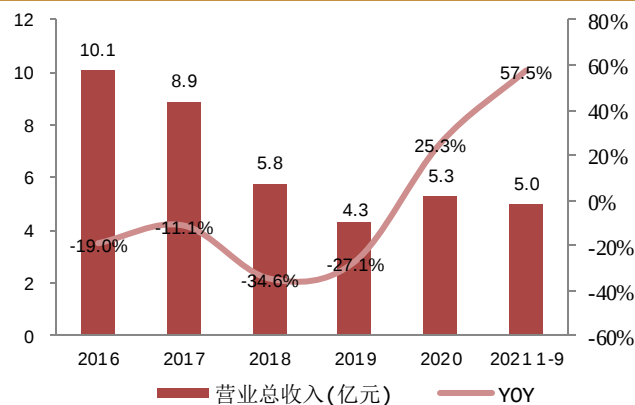
表 1: 分业务收入及毛利率	6
表 2: 可比公司估值.....	7
附表: 财务预测与估值	8

1 公司财务分析

营业收入逐步恢复，净利润表现平稳。公司 2016-2019 年营收逐年降低，2020 年实现营业总收入 5.33 亿，同比增长 1.08 亿，增幅 25.3%，主要系本期公司户外媒体广告业务、网游业务规模扩大，以及合并范围发生变化，相应的合并收入增加；2021 前三季度，公司实现营收 5 亿，同比增长 57.5%，主要原因是系公司上年末完成对四川生学教育科技有限公司的 60% 股权收购，合并范围发生变化所致；2020 年实现归母净利润 0.86 亿元，同比增长 29.7%。

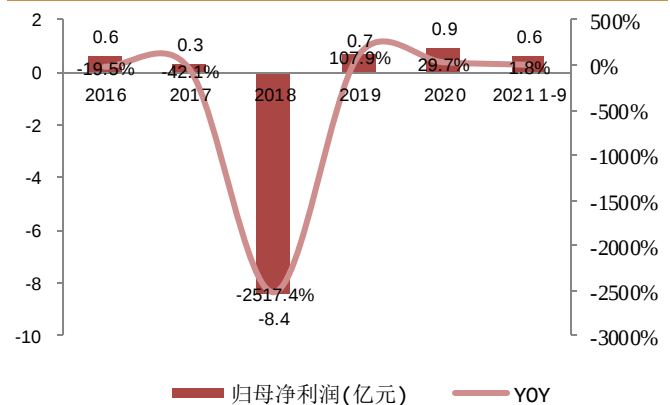
2021 年前三季度归母净利润 0.6 亿元，较 2020 同期增长 1.8%，公司盈利能力略有回升，主要为合并范围的增加致收入大幅增加，收入结构的变化以及上年同期享受疫情期间减免优惠政策致上期相关成本费用较本期减少等原因综合影响所致；2021Q3 单季度归母净利润 0.22 亿元，较 2020 同期下降 14.6%，系上年受疫情影响，部分业务集中在三季度释放导致基数较高。

图 1：公司 2016 年以来营收及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2016 年以来归母净利润及增速情况

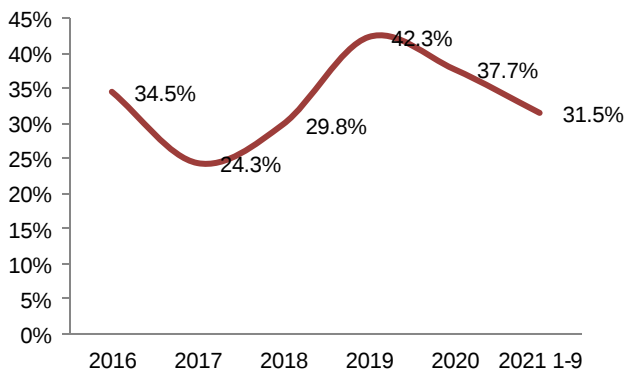


数据来源：公司公告，西南证券整理

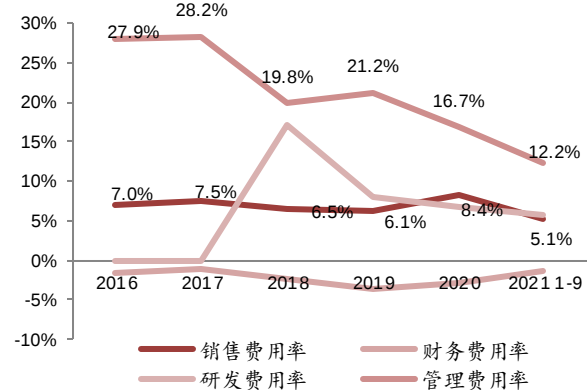
毛利率方面，2020 年，公司实现毛利 1.82 亿元，毛利率下降至 37.71%；毛利率下滑主要系占比较大的广告业务毛利率同比下降 13.35pp，拉低了公司整体毛利率。2021 前三季度，公司毛利为 1.84 亿元，毛利率下滑 7.34pp 至 31.48%；总体毛利率下滑主要系上年末完成对四川生学教育科技有限公司 60% 的股权收购，合并范围发生变化，以及户外广告、游戏、教育业务收入增加，相应成本增加所致，总体上看，营业成本增幅大于营收增速。

费用率方面，2020 年，公司管理费用率下降至 18.5%，研发费用率略微下降至 7.3%，财务费用率略微上涨至 -3.2%，销售费用率上涨至 9.3%；管理费用率和研发费用率下降主要系报告期内营业收入业务规模上升所致，销售费用率上涨主要系本期完成一定的股权收购，相应的合并销售费用增加所致；

2021 前三季度，公司四费率均出现不同程度变化，管理费用率下降至 12.2%，研发费用率下降至 5.7%，销售费用率略微增长至 5.1%；管理费用率下降主要系管理费用支出略微上涨，而营业收入大幅增加。

图 3：公司 2016 年以来毛利率变动情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

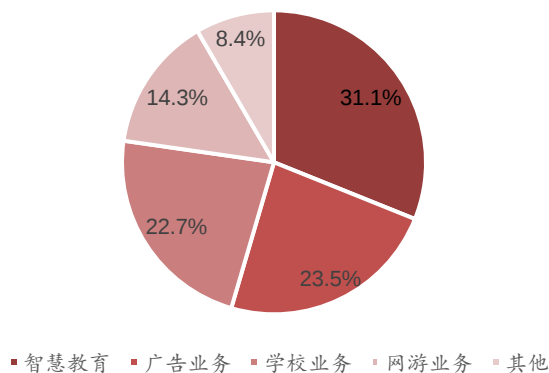
图 4：公司 2016 年以来费用率变动情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

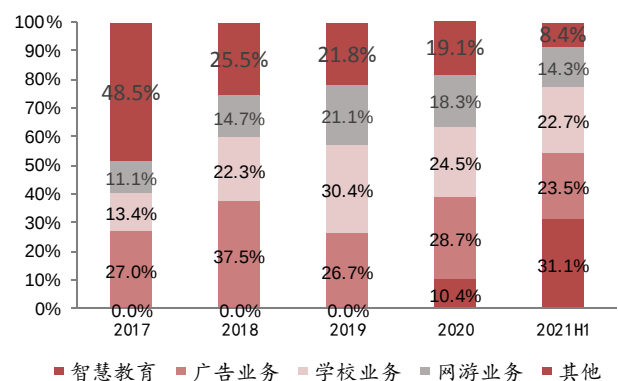
2 主营业务分析

报告期内，公司实现营业总收入 3.18 亿元，较上年同期增长 61.7%；归母净利润 3505 万元，较上年同期增长 15.5%。营业收入本期数较上期数增加 69.7%，营业成本本期数较上期数同比增长 83.9%，主要系 2020 年末完成对生学教育公司 60%的股权收购，合并范围发生变化，以及户外广告、游戏、教育业务收入增加相应成本增加所致。

公司主营业务主要分为三大板块：1) 教育业务：学校教育、智慧教育和课外培训；2) 游戏业务：自研游戏产品、与游戏运营平台联合运营游戏项目；3) 以竞拍、自建等方式获取经营户外广告业务，并同时兼顾楼宇租赁及小额贷款业务。

图 5：公司 2021H1 主营业务收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

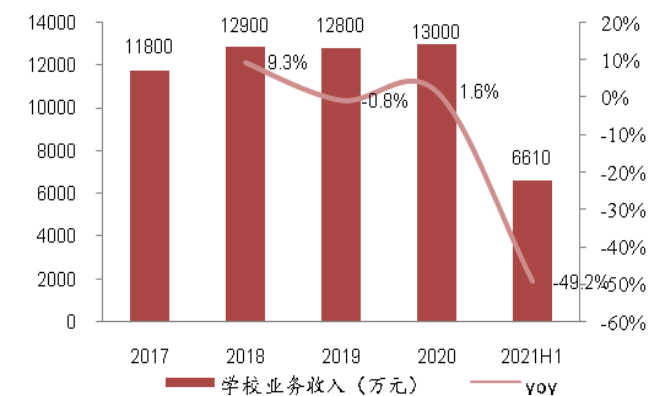
图 6：2016 年以来公司主营业务结构变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

加码教育教学，积极响应国家政策。报告期内，公司学校教育及培训业务实现营收 6613 万元，同比增加 952 万元；实现净利润 1610 万元，同比增加 149 万元。公司积极相应民促法及“双减”政策，全面落实教育板块内部改革整合工作。根据公司半年报披露，上半年树德博瑞学校教学业绩稳定，2021 年度秋季招生规模与上年度基本相同，奠定学校下一阶段的良性运转的生源基础。

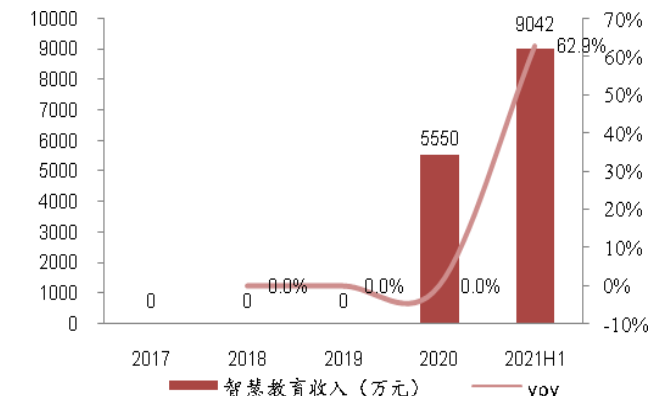
智慧教育项目开新篇。2021H1, 生学教育收入 9042 万元; 实现净利润 676 万元。2021H1, 生学教育持续加码区域化教育服务类支撑项目, 主推大运村及南充中学的信息化建设项目, 新签单金额 1.69 亿元 (+152.2%); 与此同时, 公司重点打造“生命教育”产品线, 助力“生命教育”品牌效应积淀。

图 7: 公司 2017 年以来学校业务收入情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 公司 2017 年以来智慧教育主营收入情况

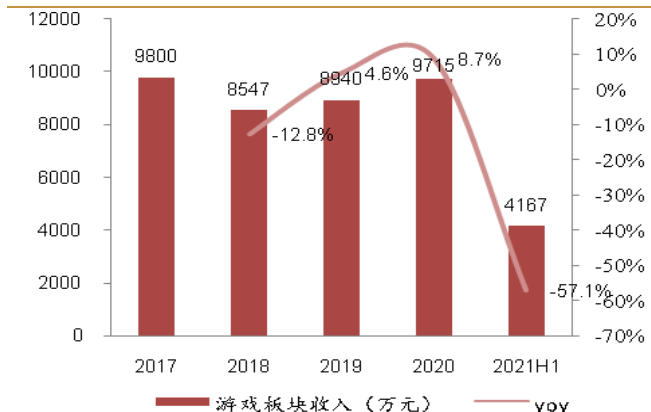


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

游戏板块调整升级, 积极谋求海外市场布局。2021H1, 公司游戏业务整体实现营业收入 4167 万元, 同比增加 323 万元; 实现净利润 -656 万元, 同比减亏 217 万元。毛利率由 55.5% 下滑至 40.4%。公司强化游戏团队力量, 逐步整合漫游谷与梦工厂的协同运营; 公司保存量、拓增量, “在营游戏平稳运行+新游开发提速” 齐头并进; **游戏出海进行时**, 《全民主公》在越南市场已进行本地化对接。

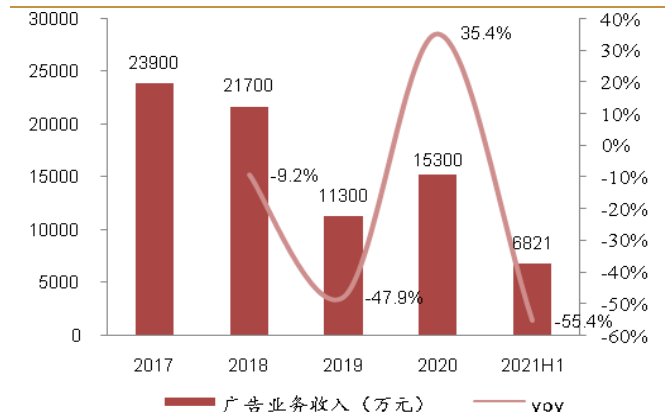
广告业务板块着重化解历史遗留问题, 积极布局新媒体领域。2021H1, 博瑞眼界实现营业收入 6568 万元, 同比增加 1588 万元; 实现净利润 597 万元, 同比增加 145 万元; 毛利率由 9.18% 上涨至 10.3%。公司快速处理亏损媒体, 化解历史遗留问题; 同时积极拓展新业务, 包括公交媒体代理和经营, 互联网广告代理合作, 新媒体领域等。

图 9: 公司 2017 年以来游戏板块业务收入情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 10: 公司 2017 年以来广告板业务收入情况

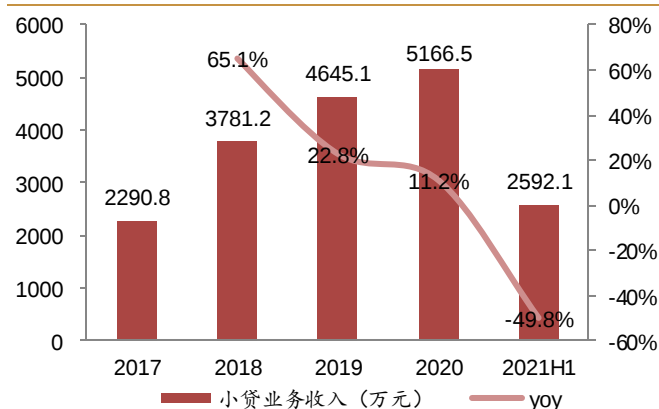


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

小贷业务加快不良贷款清收，推动金融科技化。报告期内，公司小贷业务实现营业总收入 2592 万元，同比增加 133 万元；实现净利润 1273 万元，同比减少 860 万元，毛利率由 95.4% 下滑至 75.12%，下滑主要系上年同期逾期贷款清收取得成效，转回已计提的贷款减值损失，从而影响净利润增加所致，剔除该项影响，博瑞小贷本期实现的净利润较上年同期基本持平。

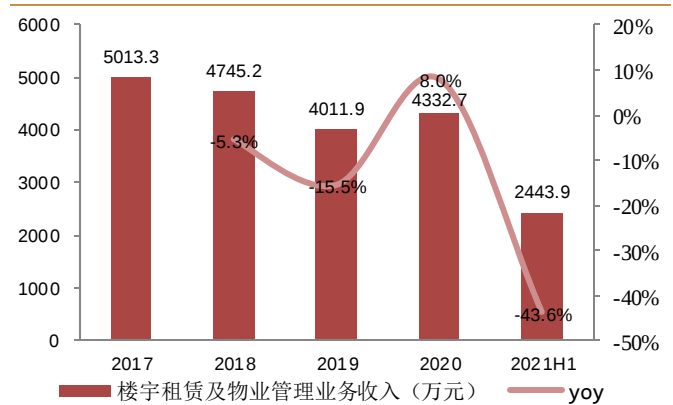
楼宇租赁业务经营稳中有升。报告期内实现营业收入 2589 万元，同比增加 486 万元；实现净利润 666 万元，同比增加 244 万元。上半年，麦迪亚置业针对到期客户实施点对点营销，续租签约工作成效显著，楼宇出租率基本稳定。同时梳理并处置相关闲置资产，实现资产效益最大化。

图 11：公司 2017 年以来小贷业务收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司 2017 年以来楼宇租赁业务收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 公司元宇宙业务分析

3.1 虚拟人市场规模

从技术类型来分：虚拟人可分为 AI 实时或离线驱动型（计算机算法）、真人驱动型（动作捕捉）；从应用场景来分：虚拟人可分为身份型虚拟人（虚拟偶像、真人数字替身等）与服务型虚拟人（各类 AI 助手、虚拟主持人、虚拟客服等）

根据量子位《虚拟数字人深度产业报告》显示，预计 2030 年整体市场规模将达到 2700 亿元，其中身份型虚拟人将在未来发展中占据主导地位达到约 1750 亿元，服务型虚拟数字人则相对稳定发展，总规模也将超过 950 亿元。

服务型虚拟数字人主要有两大核心功能，分别是替代真人服务和多模态 AI 助手：

1) 替代真人服务：国内各大平台目前在内容生产方面，多倾向于进行新闻播报的虚拟数字人设计；在简单交互方面，多关于虚拟主播、虚拟教师、导航导览、展览介绍等特定细分市场；

2) 多模态 AI 助手：国外重点发展特定场景下的多模态助手，用于医疗顾问、个性理财顾问、购物客服等领域上提供情感上的联系，并且高度追求虚拟数字人外表的逼真度。通用化的虚拟数字人助理目前仍处于初级阶段，以语音 AI 助手为主流，预测在技术成熟之后将迎来爆发式增长。

图 13：人工智能小冰



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 14：2030 年虚拟人整体市场规模（亿元）



数据来源：量子位，西南证券整理

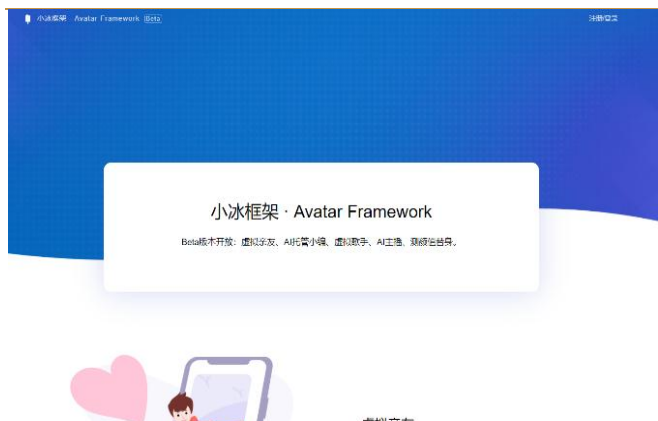
3.2 每日经济新闻 AI 虚拟主播

《每日经济新闻》是博瑞传播参股子公司成都每经传媒有限公司主要业务之一，2021 年 12 月 20 日，小冰公司公布全新的数字孪生虚拟人技术，联合每日经济新闻，将首批应用该技术的虚拟主持人，与“每经 AI 电视”一同正式上线。

小冰框架作为全球承载交互量最大的完备人工智能框架之一，技术覆盖自然语言处理、计算机语音、计算机视觉及人工智能内容生成等。目前，小冰框架的 Avatar Framework Beta 版本已开放多种虚拟人类生产线：虚拟亲友、AI 托管小编、虚拟歌手、AI 主播等。

“每经 AI 电视”为全球首个全天候不间断播出的 AI 视频节目，小冰框架首次实现播报视频全流程的无人化操作。节目中的虚拟主播训练数据来自两位知名财经主播 N 小黑和 N 小白，随后叠加小冰深度神经网络渲染技术，使虚拟主播的整体自然度大幅提升。小冰框架小样本学习技术，助力虚拟人的训练周期大幅缩短，同时自然降低后续大量的人工制作成本，未来或将大大拓展虚拟人后端应用边界。

图 15：小冰框架



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 16：小冰联合每日经济新闻推出虚拟主持人



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司广告业务积极调整经营思路，预计 2021-2023 年收入增速为 0.5%、4%、7%，毛利率分别为 9%、10%、11%。

假设 2：预计公司学校业务 2021-2023 年收入增速分别为-10%、3%、5%，毛利率稳定至 37%。

假设 3：预计公司网游业务 2021-2023 年收入增速分别为 0%、3%、5%，毛利率稳定至 50%。

假设 4：生学教育持续推进区域化教育服务类支撑项目，预计公司智慧教育业务将保持快速增长，2021-2023 年收入增速分别为 112%、80%、60%，毛利率分别为 27%、30%、30%。

假设 5：其他业务平稳运行。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
广告业务	收入	152.5	153.3	159.4	170.6
	增速	35.0%	0.5%	4.0%	7.0%
	毛利率	9.18%	9.0%	10.0%	11.0%
学校业务	收入	130.5	117.5	121.0	127.0
	增速	1.6%	-10.0%	3.0%	5.0%
	毛利率	40.30%	37.0%	37.0%	37.0%
网游业务	收入	97.2	97.2	100.1	105.1
	增速	8.7%	0.0%	3.0%	5.0%
	毛利率	55.5%	50.0%	50.0%	50.0%
租赁业务	收入	43.3	43.7	45.9	49.6
	增速	8.0%	1.0%	5.0%	8.0%
	毛利率	95.40%	95.0%	95.0%	95.0%
小贷业务	收入	51.7	50.7	51.7	53.7
	增速	11.2%	-2%	2%	4%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
智慧教育	收入	55.5	117.5	211.5	338.4
	增速		112%	80.0%	60.0%
	毛利率	30.5%	27.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	533.36	579.8	689.6	844.4
	增速	25.3%	8.7%	18.9%	22.5%
	毛利率	43.7%	39.6%	39.1%	38.0%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值:

预计 2021-2023 年公司归母净利润为 0.83 亿元、1 亿元、1.13 亿元。公司“文交所+智慧教育+游戏”多业务并举，参股公司成都文交所与每日经济新闻均战略布局元宇宙，合作方技术实力行业领先，建议关注。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002607.SZ	中公教育	7.73	0.37	0.14	0.36	0.50	94.0	56.9	21.4	15.5
002261.SZ	拓维信息	8.34	0.04	0.12	0.17	0.21	164.6	69.3	49.2	39.5
003032.SZ	传智教育	21.47	0.18	0.28	0.47	0.60	--	75.3	45.5	35.7
002027.SZ	分众传媒	8.22	0.27	0.42	0.51	0.60	36.2	19.4	16.2	13.8
300494.SZ	盛天网络	19.37	0.25	0.55	0.84	1.21	58.0	34.9	23.0	16.0
平均值							88.2	51.2	31.1	24.1

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

市场竞争加剧的风险，宏观经济下行风险，智慧教育业务进展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	533.36	579.81	689.58	844.43	净利润	90.16	86.05	103.87	117.46
营业成本	300.05	350.02	420.07	523.73	折旧与摊销	44.72	42.87	42.87	42.87
营业税金及附加	9.43	10.49	12.39	15.17	财务费用	-15.41	0.80	1.13	1.32
销售费用	44.59	57.98	34.48	42.22	资产减值损失	-1.42	-1.42	-1.42	-1.42
管理费用	89.14	144.95	103.44	126.67	经营营运资本变动	167.17	-182.78	6.65	-9.73
财务费用	-15.41	0.80	1.13	1.32	其他	-189.14	-93.99	-15.62	-16.90
资产减值损失	-1.42	-1.42	-1.42	-1.42	经营活动现金流净额	96.07	-148.47	137.49	133.59
投资收益	14.61	80.00	0.00	0.00	资本支出	-168.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	29.40	14.70	17.15	18.38	其他	-17.26	94.70	17.15	18.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-185.78	94.70	17.15	18.38
营业利润	124.09	111.68	136.64	155.13	短期借款	8.76	-8.76	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.67	2.30	0.94	0.46	长期借款	2.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	119.42	113.98	137.59	155.59	股权融资	0.42	0.00	0.00	0.00
所得税	29.26	27.93	33.71	38.13	支付股利	-21.87	-17.13	-16.68	-19.93
净利润	90.16	86.05	103.87	117.46	其他	16.76	-17.18	-1.13	-1.32
少数股东损益	4.50	2.67	4.21	4.76	筹资活动现金流净额	6.92	-43.08	-17.81	-21.25
归属母公司股东净利润	85.66	83.38	99.66	112.70	现金流量净额	-82.79	-96.84	136.83	130.72
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	839.78	742.94	879.77	1010.50	成长能力				
应收和预付款项	291.55	387.09	448.90	550.71	销售收入增长率	25.26%	8.71%	18.93%	22.46%
存货	8.04	10.53	12.90	16.54	营业利润增长率	75.23%	-10.00%	22.35%	13.53%
其他流动资产	16.01	16.08	19.12	23.42	净利润增长率	30.95%	-4.56%	20.71%	13.08%
长期股权投资	413.34	413.34	413.34	413.34	EBITDA 增长率	61.66%	1.28%	16.28%	10.33%
投资性房地产	565.29	565.29	565.29	565.29	获利能力				
固定资产和在建工程	225.72	206.47	187.22	167.96	毛利率	43.74%	39.63%	39.08%	37.98%
无形资产和开发支出	471.51	451.31	431.11	410.91	三费率	22.18%	35.14%	20.16%	20.16%
其他非流动资产	722.71	719.29	715.88	712.46	净利率	16.90%	14.84%	15.06%	13.91%
资产总计	3553.96	3512.34	3673.54	3871.13	ROE	2.96%	2.78%	3.26%	3.58%
短期借款	8.76	0.00	0.00	0.00	ROA	2.54%	2.45%	2.83%	3.03%
应付和预收款项	163.99	143.89	183.86	233.55	ROIC	14.66%	12.91%	14.56%	17.13%
长期借款	2.84	2.84	2.84	2.84	EBITDA/销售收入	28.76%	26.79%	26.20%	23.60%
其他负债	335.52	270.75	304.79	355.16	营运能力				
负债合计	511.12	417.48	491.49	591.55	总资产周转率	0.16	0.16	0.19	0.22
股本	1093.33	1093.33	1093.33	1093.33	固定资产周转率	2.35	2.69	3.52	4.78
资本公积	826.85	826.85	826.85	826.85	应收账款周转率	3.75	3.10	3.40	3.31
留存收益	992.06	1058.31	1141.29	1234.07	存货周转率	38.75	30.25	30.65	31.18
归属母公司股东权益	2929.15	2978.49	3061.48	3154.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.26%	—	—	—
少数股东权益	113.69	116.37	120.58	125.33	资本结构				
股东权益合计	3042.84	3094.86	3182.06	3279.58	资产负债率	14.38%	11.89%	13.38%	15.28%
负债和股东权益合计	3553.96	3512.34	3673.54	3871.13	带息债务/总负债	2.27%	0.68%	0.58%	0.48%
					流动比率	2.83	3.68	3.51	3.28
					速动比率	2.81	3.65	3.47	3.25
					股利支付率	25.53%	20.55%	16.73%	17.69%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	153.39	155.35	180.65	199.31	每股收益	0.08	0.08	0.09	0.10
PE	77.86	79.99	66.92	59.18	每股净资产	2.68	2.72	2.80	2.88
PB	2.28	2.24	2.18	2.11	每股经营现金	0.09	-0.14	0.13	0.12
PS	12.50	11.50	9.67	7.90	每股股利	0.02	0.02	0.02	0.02
EV/EBITDA	22.42	22.71	18.77	16.36					
股息率	0.33%	0.26%	0.25%	0.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn