

万达电影 (002739)

证券研究报告

2022年05月09日

疫情反复延缓恢复进展，影院市占率持续提升

万达电影 2021 年实现营收 124.90 亿元，同比增长 98.4%；归母净利润 1.06 亿元，扣非归母净利润 0.13 亿元，20 年均为亏损。22Q1 公司实现营收 34.61 亿元，同比减少 16.01%，归母净利润 0.45 亿元，同比减少 91.42%，扣非归母净利润 0.20 亿元，同比减少 96.13%。21 年疫情反复常态化管控，电影行业尚未完全恢复；22 年初至今国内疫情多点爆发，全国超过半数影院关停，电影行业恢复速度再次放缓，短期业绩承压，后续主要关注疫情防控进展。

院线业务板块，万达领先地位稳固，21 年票房人次恢复好于全国均值，市占率稳步提升。2021 年，全国实现总票房 472.6 亿元，较 19 年同期下降 26.5%，观影人次 11.7 亿，较 19 年同期下降 32.1%，公司实现票房收入 62.2 亿元（不含服务费），较 19 年同期下降 20.6%，观影人次 1.6 亿，较 2019 年同期下降 20.5%。公司旗下影院（含轻资产）全年累计市场占有率为 15.3%，较 2019 年提高 1.2 个百分点，票房、观影人次、市场占有率等核心指标连续 13 年位列全国第一。2022 年公司计划新建 40-50 家影院，并加速推进轻资产管理模式，计划新开业 50-60 家轻资产影院。

21 年澳洲院线亏损幅度较 20 年已明显收窄，HG HoldcoPty Ltd.净亏损为 8914 万元；22Q1 澳洲院线实现票房 2.49 亿元，同比增长 54.7%，观影人次 317.6 万，同比增长 58.8%，22 年澳洲院线各项业务将加速恢复。

影视内容方面，21 年主控影《唐人街探案 3》《误杀 2》等取得优秀表现，万达影视 21 年实现净利润 4.42 亿元；22 年仍有较多电影储备，但部分影片由于疫情延期上映，主要关注疫情进展。2022 年，公司参投电影《奇迹：笨小孩》已于春节档上映，储备影片合家欢系列《哥，你好》、主旋律系列《你是我的春天》《维和防暴队》、科幻系列《外太空的莫扎特》《鬼吹灯天星术》、情感青春系列《想见你》、悬疑剧情系列《寻她》以及亲子动画系列《海底小纵队 2》等影片已基本制作完成，后续将根据市场情况择机上映。

投资建议：22 年以来由于疫情反复等因素，电影行业恢复延缓，行业短期面对压力，但我们认为优质电影龙头的中长期逻辑并未改变，中小企业在行业寒冬中会加速出清，头部公司竞争优势和市场份额有望持续提升。考虑局地疫情反复，行业恢复进度低于前期预期，我们下调公司 22-23 年归母净利润（前值 12.75 亿/16.23 亿元），预计公司 2022-2024 年归母净利润 2.37 亿/11.90 亿/16.27 亿元，对应 23-24 年 PE 分别为 20.6x/15.0x，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响，电影市场恢复进度不达预期，电影项目票房不达预期，影视项目推进延期，经营业绩波动下现金流风险，公司可能无法完成业绩承诺风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,295.48	12,490.35	12,789.56	16,351.09	18,943.98
增长率(%)	(59.21)	98.40	2.40	27.85	15.86
EBITDA(百万元)	2,685.89	2,087.56	2,103.89	3,409.33	3,320.02
净利润(百万元)	(6,668.70)	106.33	236.94	1,189.93	1,626.50
增长率(%)	41.03	(101.59)	122.83	402.20	36.69
EPS(元/股)	(2.99)	0.05	0.11	0.53	0.73
市盈率(P/E)	(3.67)	229.93	103.18	20.55	15.03
市净率(P/B)	2.41	2.74	2.62	2.33	2.02
市销率(P/S)	3.88	1.96	1.91	1.50	1.29
EV/EBITDA	14.10	12.11	7.56	3.65	2.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/影视院线
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.96 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,230.73
流通 A 股股本(百万股)	2,150.92
A 股总市值(百万元)	24,448.75
流通 A 股市值(百万元)	23,574.13
每股净资产(元)	4.05
资产负债率(%)	69.25
一年内最高/最低(元)	17.61/10.25

作者

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

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《万达电影-公司点评:疫情影响 21 年恢复程度，22 年关注电影市场回暖进展》2022-01-28
- 《万达电影-季报点评:疫情局地反复业绩承压，院线市占率保持提升》2021-11-04
- 《万达电影-半年报点评:影城市占率持续提升，内外并举提升盈利能力》2021-09-04

内容目录

1. 财报数据分析	3
2. 2021 年业务回顾及 2022 年经营计划	6
2.1. 院线电影放映业务	6
2.1.1. 院线恢复进度好于行业平均，市占率稳步提升	6
2.1.2. 规模稳步扩张，积极推进轻资产模式	6
2.1.3. 2022 年计划	6
2.2. 影视投资制作与发行业务	6
2.2.1. 电影投资、制作与发行	6
2.2.2. 电视剧投资、制作与发行	7
2.3. 网络游戏发行与运营业务	7
2.4. 广告与传媒业务	7
3. 投资建议	7

图表目录

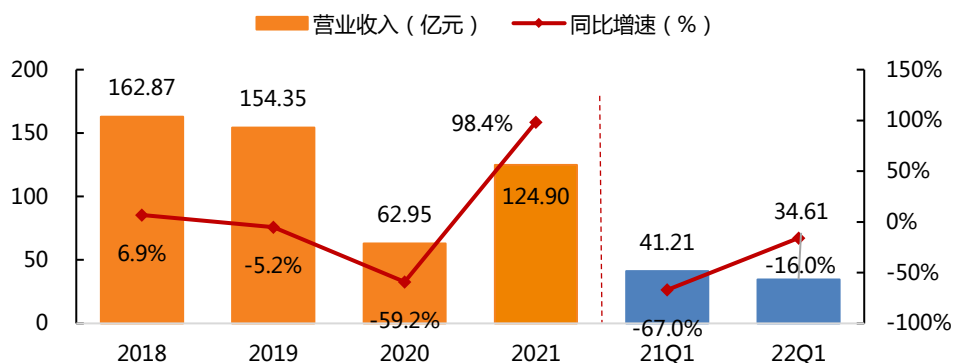
图 1: 万达电影 2018-2021 年, 2021Q1 及 2022Q1 营业收入 (亿元) 及增速 (2018 为追溯调整后业绩)	3
图 2: 万达电影 2018-2021 年, 2021Q1 及 2022Q1 归母净利润 (亿元) 及增速 (2018 为追溯调整后业绩)	3
图 3: 万达电影 2020Q1-2022Q1 单季度营业收入 (单位: 亿元)	3
图 4: 万达电影 2020Q1-2022Q1 单季度归母净利润 (单位: 亿元)	4
图 5: 万达电影 2019 年-2021 年, 2021Q1 和 2022Q1 整体业务毛利率变化情况	4
图 6: 万达电影 2020 和 2021 年分项业务收入比重 (分产品)	5
图 7: 万达电影 2019 年-2021 年, 2021Q1 及 2022Q1 费用率	6
表 1: 万达电影境外子公司 2021 年经营情况	4
表 2: 万达电影 2021 年分业务营业收入、营业成本、毛利率及变动情况	5

1. 财报数据分析

万达电影 2021 年实现营收 124.90 亿元，同比增长 98.4%；归母净利润 1.06 亿元，扣非归母净利润 0.13 亿元，20 年均为亏损。

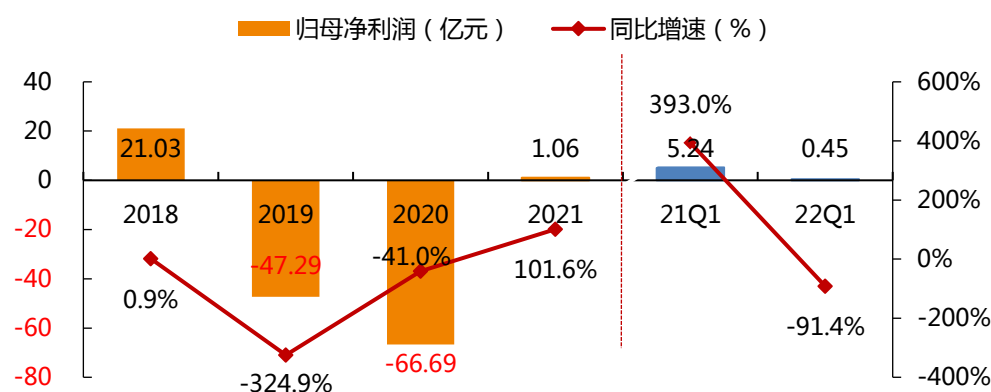
22Q1 公司实现营收 34.61 亿元，同比减少 16.01%，归母净利润 0.45 亿元，同比减少 91.42%，扣非归母净利润 0.20 亿元，同比减少 96.13%。

图 1：万达电影 2018-2021 年，2021Q1 及 2022Q1 营业收入（亿元）及增速（2018 为追溯调整后业绩）



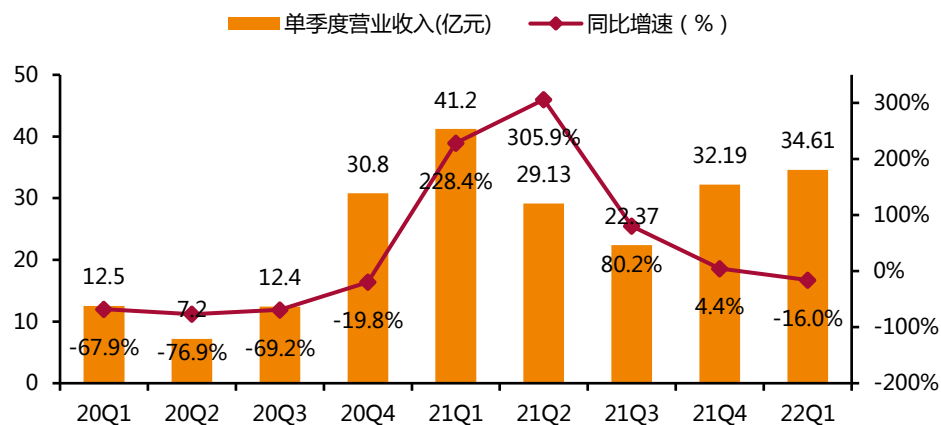
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：万达电影 2018-2021 年，2021Q1 及 2022Q1 归母净利润（亿元）及增速（2018 为追溯调整后业绩）



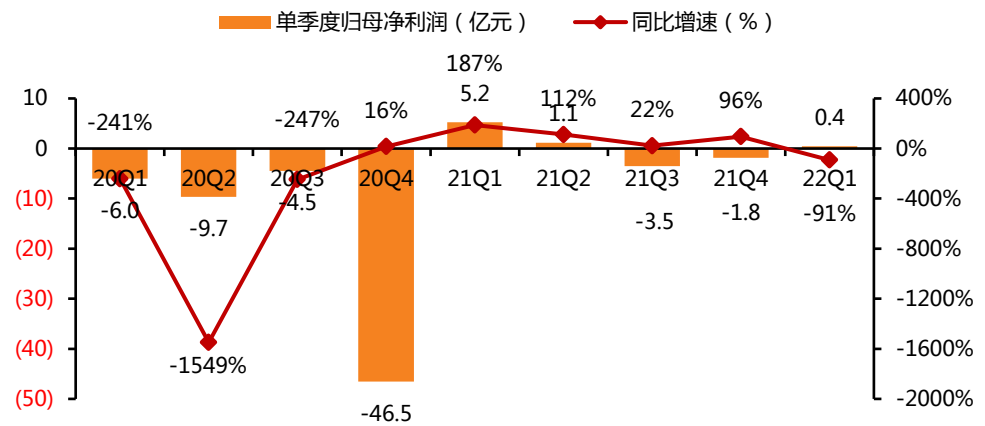
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：万达电影 2020Q1-2022Q1 单季度营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4: 万达电影 2020Q1-2022Q1 单季度归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2021 年公司旗下澳洲院线票房约 7.4 亿元, 观影人次约 945 万。境外子公司 HG Holdco Pty Ltd. 实现营收 16.84 亿元, 净利润-0.89 亿元。

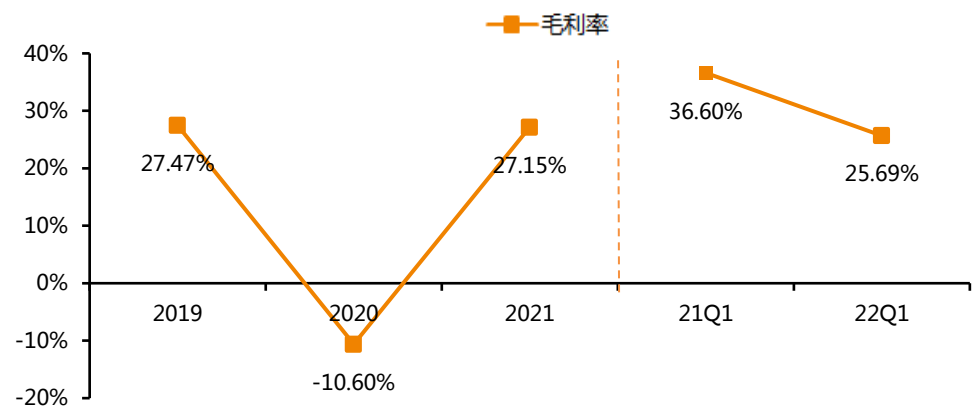
表 1: 万达电影境外子公司 2021 年经营情况

公司名称	主要业务	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	净利润 (亿元)
HG Holdco Pty Ltd.	影院运营, 影片发行和电影屏幕广告业务	91.75	22.01	16.84	-1.26	-0.89

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2021 年公司毛利率为 27.2%, 同比上升 37.8pct, 其中国内业务毛利率 25.98%, 同比上升 35.72pct; 境外业务毛利率 34.64%, 同比上升 49.39pct; 2022Q1 毛利率 25.69%, 同比下降 10.91pct

图 5: 万达电影 2019 年-2021 年, 2021Q1 和 2022Q1 整体业务毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分业务方面，

2021 年观影实现营收 70.75 亿元，同比上升 123.14%，毛利率 4.87%，同比上升 46.08pct；广告实现营收 10.55 亿元，同比上升 76.48%，毛利率 47.57%，同比上升 37.07pct；商品、餐饮销售业务实现营收 15.03 亿元，同比上升 122.33%，毛利率 63.49%，同比上升 23.77pct。

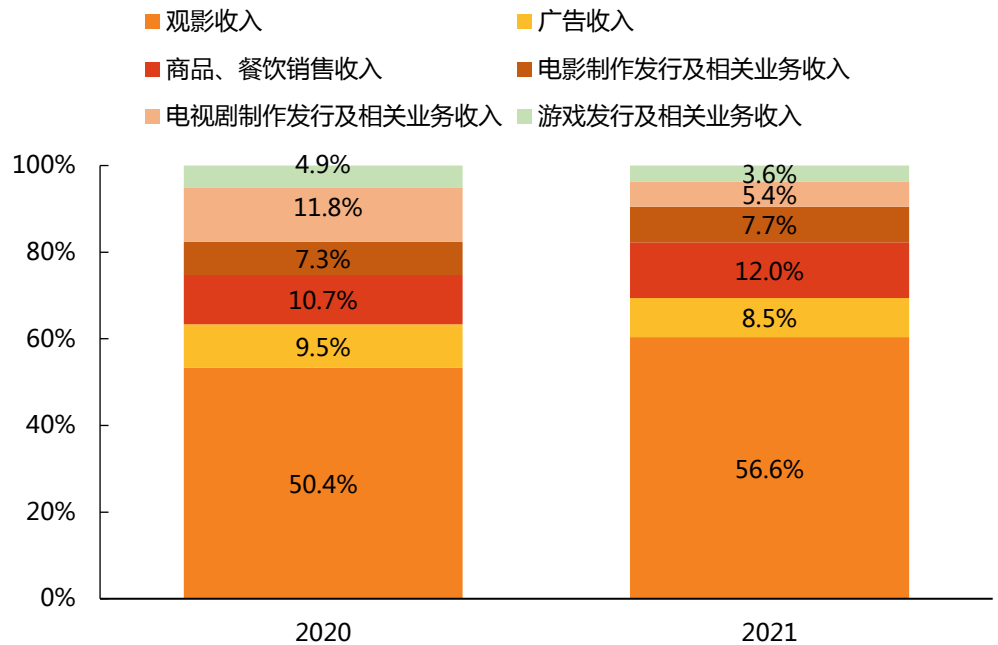
电影、电视剧、游戏相关业务分别实现营收 9.65 亿元、6.72 亿元、4.44 亿元。

表 2：万达电影 2021 年分业务营业收入、营业成本、毛利率及变动情况

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
观影收入	70.75	67.30	4.87%	123.14%	50.31%	46.08pct
广告收入	10.55	5.53	47.57%	50.31%	46.08%	37.07pct
商品、餐饮销售收入	15.03	5.49	63.49%	122.33%	34.69%	23.77pct
电影制作发行及相关业务收入	9.65	3.79	60.68%	111.35%	0.50%	43.37pct

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：万达电影 2020 和 2021 年分项业务收入比重（分产品）

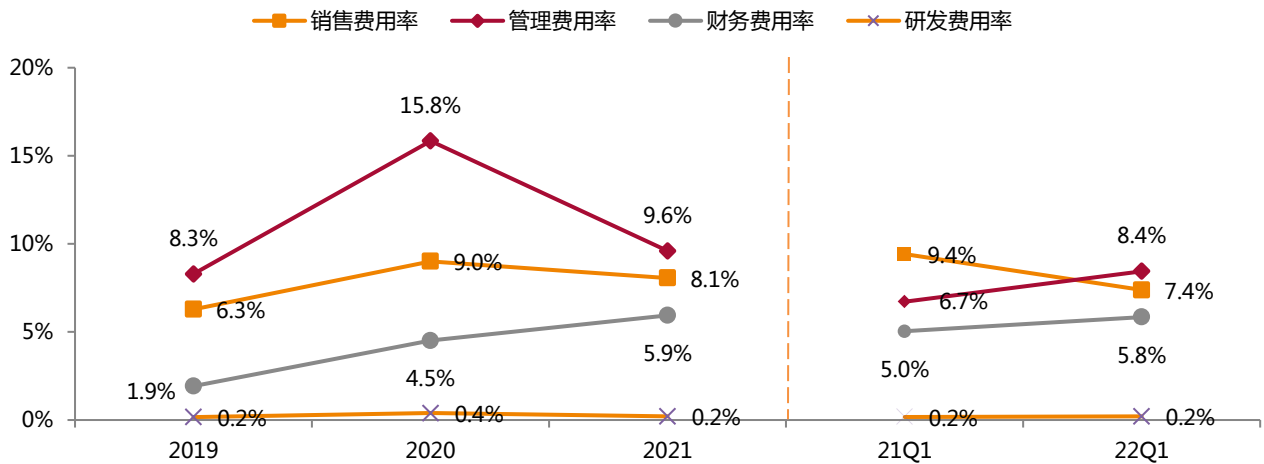


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2021 年公司销售费用为 10.07 亿元，销售费用率为 8.1%，同比下降 1.0pct；管理费用 11.99 亿元，管理费用率为 9.6%，同比下降 6.2pct；研发费用 0.25 亿元，研发费用率 0.2%，同比下降 0.2pct，财务费用 7.42 亿元，财务费用率 5.9%，同比上升 1.4pct。

22Q1 公司销售费用 2.55 亿元，销售费用率 7.4%，同比下降 2.0pct；管理费用 2.92 亿元，管理费用率 8.4%，增长 1.7pct；研发费用 0.07 亿元，研发费用率 0.2%，同比增长 0.03pct；财务费用 2.02 亿元，财务费用率 5.8%，同比上升 0.8pct。

图 7: 万达电影 2019 年-2021 年, 2021Q1 及 2022Q1 费用率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 2021 年业务回顾及 2022 年经营计划

2.1. 院线电影放映业务

2.1.1. 院线恢复进度好于行业平均, 市占率稳步提升

2021 年, 公司院线业务板块回暖, 恢复程度好于行业平均。2021 年, 全国实现总票房 472.6 亿元, 较 2019 年同期下降 26.5%, 观影人次 11.7 亿, 较 2019 年同期下降 32.1%, 公司实现票房收入 62.2 亿元(不含服务费), 较 2019 年同期下降 20.6%, 观影人次 1.6 亿, 较 2019 年同期下降 20.5%。21 年澳洲院线实现票房 7.4 亿元, 观影人次 945 万, 亏损幅度较 2020 年已明显收窄。

21 年公司旗下影院(含轻资产)全年累计市场占有率为 15.3%, 较 2019 年提高 1.2 个百分点, 票房、观影人次、市场占有率等核心指标连续 13 年位列全国第一。

2.1.2. 规模稳步扩张, 积极推进轻资产模式

2021 年, 公司继续加强全国影院布局, 轻重并举拓展经营规模。21 年公司新开业自营影院 61 家, 关停经营效率较差的影院 9 家。自建影院外, 公司持续优化非万影院项目发展策略, 与一、二线城市重点商业客户合作, 拓展高端品牌寰映影院。轻资产方面, 全年完成意向签约影院约 200 家, 新开业 45 家。

截至 2021 年 12 月 31 日, 公司国内拥有已开业影院 790 家, 6,750 块银幕, 其中直营影院 699 家, 6,063 块银幕, 轻资产影院 91 家, 687 块银幕。公司旗下共拥有 IMAX 银幕 385 块、杜比影院 46 家以及自有高端品牌 PRIME 影院 133 家。同时公司下属澳洲院线拥有境外影院 56 家, 493 块银幕。

2.1.3. 2022 年计划

2022 年公司计划新建 40-50 家影院, 并加速推进轻资产管理模式, 计划新开业 50-60 家轻资产影院。管理方面, 公司将积极争取各项政策支持, 持续推动租费减免, 降低成本和经营管理费用, 有效应对疫情反复可能带来的不确定性和风险。

2.2. 影视投资制作与发行业务

2.2.1. 电影投资、制作与发行

2021 年, 万达影视主投主控的《唐人街探案 3》《海底小纵队: 火焰杯》《大头儿子和小头

爸爸 4》《罐头小人》《陪你很久很久》《误杀 2》及参投的《我和我的父辈》等 9 部电影先后上映，其中春节档电影《唐人街探案 3》实现票房 45.2 亿元，打破多项中国影史纪录，贺岁档电影《误杀 2》实现票房 11.2 亿元，两部影片均进入 2021 年上映国产电影票房前十。

2022 年，公司参投电影《奇迹：笨小孩》已于春节档上映，储备影片合家欢系列《哥，你好》、主旋律系列《你是我的春天》《维和防暴队》、科幻系列《外太空的莫扎特》《鬼吹灯天星术》、情感青春系列《想见你》、悬疑剧情系列《寻她》以及亲子动画系列《海底小纵队 2》等影片已基本制作完成，后续将根据市场情况择机上映。

2.2.2. 电视剧投资、制作与发行

2021 年，受疫情和行业政策影响，全年电视剧上线数量有所减少，但剧集整体质量逐步提升，新媒诚品主投主控及参与投资的《妈妈在等你》《号手就位》《与君歌》《雁归西窗月》《亲爱的爸妈》《一见倾心》《亲爱的孩子们》和《一念时光》共 8 部剧集先后在多个卫视或网络平台播出，均获得较好的口碑和收视成绩。

2022 年，新媒诚品其主投主控及参与投资制作的《最灿烂的我们》《谢谢你医生》《爱的二八定律》《沉香如屑》等多部剧集预计将陆续播出。

2.3. 网络游戏发行与运营业务

2021 年，面临行业监管趋严、版号审核再次收紧等外部挑战，公司贯彻“先海外、再国内”发行战略。互爱互动新发行游戏 8 款，新取得版号 3 款，其中海外发行卓见成效，在港澳台、东南亚地区成功发行了《圣斗士星矢》《关于我转生成为史莱姆这档事》《全战天下》等产品。同时，国内发行重点 IP 游戏《圣斗士星矢：正义传说》，并成为互爱互动发行首月流水最高的产品。

2022 年 4 月，国产游戏版号自 2021 年暂停核发后迎来重启，互爱互动的“虚树迷宫”产品版号获批。《未来足球》《秦时明月》《天元突破》等多款游戏预计将发行上线。

2.4. 广告与传媒业务

2021 年，受疫情之下观影人次下降及宏观经济下行压力影响，映前广告市场恢复较慢，万达传媒收入未达到预期。21 年万达传媒与中粮集团建立战略合作，为中粮集团提供一站式整合营销方案；携手一汽集团开启生态合作新模式，将品牌与体验、消费相融合，创新经营。与此同时，21Q4 万达传媒代理了部分万达广场内外广告媒体业务，结合万达集团旗下电影、体育等多项营销资源，为广告客户提供更有效、精准和全方位的融合营销服务。

2022 年，万达传媒将加强与重点客户战略合作，降本增收，提升整体盈利能力，努力完成经营目标。

3. 投资建议

22 年以来由于疫情反复等因素，电影行业恢复延缓，行业短期面对压力，但我们认为优质电影龙头的中长期逻辑并未改变，中小企业在行业寒冬中会加速出清，头部公司竞争优势和市场份额有望持续提升。考虑局地疫情反复，行业恢复进度低于前期预期，我们下调公司 22-23 年归母净利润（前值 12.75 亿/16.23 亿元），预计公司 2022-2024 年归母净利润 2.37 亿/11.90 亿/16.27 亿元，对应 23-24 年 PE 分别为 20.6x/15.0x，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响，电影市场恢复进度不达预期，电影项目票房不达预期，影视项目推进延期，经营业绩波动下现金流风险，公司可能无法完成业绩承诺风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,979.02	4,026.96	5,872.99	7,847.73	12,479.19
应收票据及应收账款	1,874.37	1,867.40	1,898.42	2,189.35	2,020.42
预付账款	717.20	802.25	1,294.37	1,187.81	1,612.11
存货	1,766.73	1,630.47	1,877.66	2,275.60	2,409.31
其他	1,275.16	1,085.98	1,179.28	1,265.37	1,259.67
流动资产合计	10,612.49	9,413.06	12,122.72	14,765.86	19,780.70
长期股权投资	71.69	73.26	73.26	73.26	73.26
固定资产	2,545.80	2,493.52	1,388.38	283.24	0.00
在建工程	45.78	106.99	106.99	106.99	106.99
无形资产	955.37	877.20	785.74	694.28	602.82
其他	9,244.92	16,195.57	11,958.69	13,155.57	11,635.57
非流动资产合计	12,863.57	19,746.53	14,313.05	14,313.33	12,418.63
资产总计	23,476.06	29,159.58	26,435.77	29,079.20	32,199.33
短期借款	4,643.60	3,110.04	3,000.00	3,000.00	3,000.00
应付票据及应付账款	1,838.98	1,762.09	1,903.12	2,126.17	2,209.12
其他	4,758.78	3,229.81	7,708.42	6,894.42	9,278.66
流动负债合计	11,241.36	8,101.94	12,611.53	12,020.59	14,487.79
长期借款	0.00	2,155.20	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	288.39	8,418.24	4,353.32	6,385.78	5,369.55
非流动负债合计	288.39	10,573.44	4,353.32	6,385.78	5,369.55
负债合计	13,194.17	20,083.86	16,964.85	18,406.37	19,857.33
少数股东权益	141.72	147.67	152.50	176.79	262.39
股本	2,230.73	2,230.73	2,230.73	2,230.73	2,230.73
资本公积	10,838.53	10,838.53	10,838.53	10,838.53	10,838.53
留存收益	(3,011.08)	(3,953.26)	(3,716.32)	(2,526.39)	(899.89)
其他	81.99	(187.94)	(34.52)	(46.82)	(89.76)
股东权益合计	10,281.89	9,075.72	9,470.92	10,672.83	12,342.00
负债和股东权益总	23,476.06	29,159.58	26,435.77	29,079.20	32,199.33

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(6,841.35)	116.17	236.94	1,189.93	1,626.50
折旧摊销	1,275.63	1,829.02	1,196.60	1,196.60	374.70
财务费用	297.64	823.08	760.65	959.09	1,118.38
投资损失	(46.21)	0.87	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	961.05	1,376.90	1,939.40	(133.72)	2,442.57
其它	4,835.37	(1,165.01)	4.84	24.28	85.61
经营活动现金流	482.12	2,981.03	4,118.42	3,216.17	5,627.76
资本支出	(3,400.19)	(7,250.41)	4,064.92	(2,032.46)	1,016.23
长期投资	(25.13)	1.57	0.00	0.00	0.00
其他	2,575.80	5,685.99	(4,044.92)	2,052.46	(996.23)
投资活动现金流	(849.52)	(1,562.85)	20.00	20.00	20.00
债权融资	75.78	(1,280.35)	(2,445.81)	(1,249.13)	(973.36)
股权融资	2,975.64	(269.93)	153.42	(12.30)	(42.94)
其他	(160.56)	(823.46)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,890.86	(2,373.74)	(2,292.40)	(1,261.43)	(1,016.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
现金净增加额	2,523.46	(955.57)	1,846.02	1,974.74	4,632.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,295.48	12,490.35	12,789.56	16,351.09	18,943.98
营业成本	6,963.11	9,098.81	9,424.82	11,158.02	12,586.33
营业税金及附加	116.76	330.24	332.53	425.13	492.54
营业费用	567.14	1,006.95	908.06	1,242.68	1,401.85
管理费用	997.17	1,198.67	1,215.01	1,308.09	1,515.52
研发费用	25.06	27.11	26.86	29.43	28.42
财务费用	283.98	741.84	760.65	959.09	1,118.38
资产减值损失	(4,480.99)	(109.05)	(35.00)	(35.00)	(35.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	46.21	(0.87)	20.00	20.00	21.00
其他	8,708.43	119.23	(160.00)	(180.00)	(180.00)
营业利润	(6,931.39)	77.42	266.64	1,393.65	1,966.94
营业外收入	21.67	31.79	32.00	32.00	32.00
营业外支出	31.38	36.98	30.00	30.00	31.00
利润总额	(6,941.09)	72.23	268.64	1,395.65	1,967.94
所得税	(99.74)	(43.94)	26.86	181.43	255.83
净利润	(6,841.35)	116.17	241.78	1,214.21	1,712.11
少数股东损益	(172.65)	9.84	4.84	24.28	85.61
归属于母公司净利润	(6,668.70)	106.33	236.94	1,189.93	1,626.50
每股收益(元)	(2.99)	0.05	0.11	0.53	0.73

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-59.21%	98.40%	2.40%	27.85%	15.86%
营业利润	53.50%	-101.12%	244.41%	422.67%	41.14%
归属于母公司净利润	41.03%	-101.59%	122.83%	402.20%	36.69%
获利能力					
毛利率	-10.60%	27.15%	26.31%	31.76%	33.56%
净利率	-105.93%	0.85%	1.85%	7.28%	8.59%
ROE	-65.77%	1.19%	2.54%	11.34%	13.46%
ROIC	-48.73%	17.17%	-277.43%	266.65%	-179.89%
偿债能力					
资产负债率	56.20%	68.88%	64.17%	63.30%	61.67%
净负债率	19.69%	26.86%	-11.54%	-31.46%	-63.56%
流动比率	0.82	0.99	0.96	1.23	1.37
速动比率	0.69	0.82	0.81	1.04	1.20
营运能力					
应收账款周转率	3.01	6.68	6.79	8.00	9.00
存货周转率	3.21	7.35	7.29	7.87	8.09
总资产周转率	0.25	0.47	0.46	0.59	0.62
每股指标(元)					
每股收益	-2.99	0.05	0.11	0.53	0.73
每股经营现金流	0.22	1.34	1.85	1.44	2.52
每股净资产	4.55	4.00	4.18	4.71	5.42
估值比率					
市盈率	-3.67	229.93	103.18	20.55	15.03
市净率	2.41	2.74	2.62	2.33	2.02
EV/EBITDA	14.10	12.11	7.56	3.65	2.89
EV/EBIT	18.48	28.87	17.52	5.63	3.25

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 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