

# 【广发传媒&海外】爱奇艺 (IQ)

## 持续盈利趋势，短视频版权合作带来新收入

### 核心观点：

- **公司发布 22Q3 季报：**22Q3 总收入 74.7 亿元，YoY/QoQ -2%/+12%，分业务来看，会员收入稳健，广告业务受宏观扰动较大，短视频版权合作驱动其他收入增长。毛利率同比/环比提升 16pct/2pct 达到 24%。调整后归母净利润 1.87 亿元（21Q3 为亏损 14 亿元，22Q2 为盈利 7825 万元）。调整后归母净利润率 3%（21Q3 为 -18%，22Q2 为 1%）。公司从 2Q22 持续运营现金流转正，本季度运营现金流为 1.96 亿元，上季度为 4736 万元，去年同期为 -21 亿元。
- **会员收入保持稳健，广告业务受宏观扰动较大，短视频版权合作驱动其他收入增长。**22Q3 会员收入 42 亿元，YoY/QoQ -2%/-2%。会员数 1.01 亿（YoY/QoQ -4%/+3%），会员 ARM 为 13.9 元（YoY/QoQ +2%/-4%）。22Q3 广告收入 12.5 亿元，YoY/QoQ -25%/+4%，宏观经济仍拖累广告。其他收入 12.8 亿元，YoY/QoQ +27%/+84%，受短视频合作驱动。
- **深化降本增效，助力利润率不断提升。**22Q3 内容摊销成本为 43 亿元，YoY/QoQ -19%/+10%，内容成本占营收 58%，同环比继续收缩。销售和管理费用为 9.8 亿元（YoY -21%），占收入比 13%（21Q3/22Q2 分别为 16%/12%）。研发费用为 4.8 亿元（YoY -30%），占收入比为 6%（21Q3/22Q2 分别为 9%/7%）。
- **盈利预测与投资建议：**公司内容 ROI 持续提升带来业务毛利率优化，三个季度持续盈利，自由现金流首个季度转正。3 季度末会员数受优质内容驱动重回增长。我们调整 2022-23 收入预测至 289 亿元、315 亿元，同比增长 -6%、9%。预计 2022-23 年 NonGAAP 归母净利润为 8.2 亿元和 22.5 亿元。参考可比公司估值，给予爱奇艺 22 年收入对应 1.7x PS 估值，公司合理价值为 7.96 美元/ADS，维持“买入”评级。
- **风险提示：**广告恢复不及预期，会员低于预期、竞争格局恶化的风险等。

### 盈利预测：EPADS、归母净利润为 NonGAAP 口径

货币单位：人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	29,707	30,554	28,871	31,486	32,978
增长率(%)	2%	3%	-6%	9%	5%
EBITDA（百万元）	11,275	12,082	13,569	15,671	16,329
归母净利润（百万元）	-5,445	-4,487	819	2,247	2,738
EPADS（元）	-7.36	-5.64	0.96	2.47	2.84
市销率 (P/S)	0.51	0.50	0.53	0.49	0.46
ROE	-74%	-108%	-11%	37%	19%
EV/EBITDA	1.80	1.68	1.49	1.29	1.24

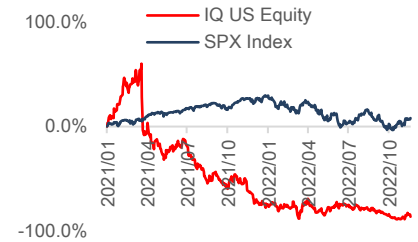
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心；注：报告使用人民币

### 公司评级

买入

当前价格	2.48 美元
合理价值	7.96 美元
前次评级	买入
报告日期	2022-11-24

### 相对市场表现



### 分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

### 相关研究：

- 【广发传媒&海外】爱奇艺 (IQ) :会员收入稳健增长，持续盈利 2022-09-04
- 【广发传媒&海外】爱奇艺 (IQ) :会员 ARM 持续提升，首个季度实现盈利 2022-05-29
- 【广发传媒&海外】爱奇艺 (IQ) :内容重质运营增效，降成本优架构收窄亏损 2022-03-03

### 联系人：

周喆 010-59136890

zhouzhe@gf.com.cn

注：本文的货币单位如无特别注明，单位均为人民币，汇率采用美元:人民币为7.16:1

**爱奇艺发布2022Q3季报：**3Q22爱奇艺总收入达74.7亿元，YoY/QoQ-2%/+12%，一致预期为72.9亿。分业务来看，会员收入稳健，广告业务受宏观扰动较大，短视频版权合作驱动其他收入业务线增长。

(1) 会员收入为42亿元，YoY-2%，QoQ-2%，季度日均会员数为1.01亿，同比去年1.05亿下降4%，环比较2Q22的9830万人有增长。ARM（月均会员ARPU）为13.9元，同比提升2%，环比回落4%。

(2) 广告受宏观和疫情扰动同比/环比-25%/+4%，本季度收入为12.5亿元。

(3) 内容分销收入为7亿元，YoY+16%。

(4) 其他收入为12.8亿元，同比增加27%，环比增加84%，主要受短视频版权合作收入驱动。

本季度毛利率持续提升至24%，去年同期为7%，上季度为21%。内容成本为43亿元，同比下降19%，环比提升10%，内容成本占收入比降低至58%，上季度为59%，去年同期为70%。可控的内容成本输出更高ROI的剧集，驱动业务毛利率的持续优化。

整体运营成本为15亿元，环比上季度13亿元有所提升，较去年同期19亿元下降25%。

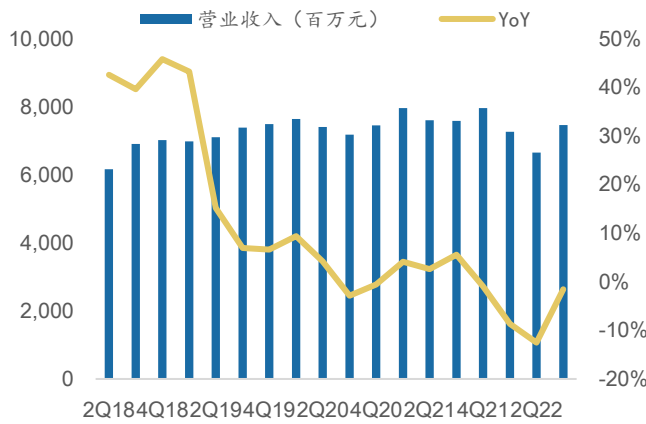
运营利润率达4%，去年同期为-18%，上季度为2%，运营利润率在毛利率的推动下环比持续优化。

调整后归母净利润1.87亿元，去年同期为亏损14亿元，上季度为7825万元，市场一致预期为6800万元，超一致预期。调整后归母净利润率为3%，去年同期为-18%，上季度为1%。

## 一、总营收环比增加，开始展现盈利的确定性

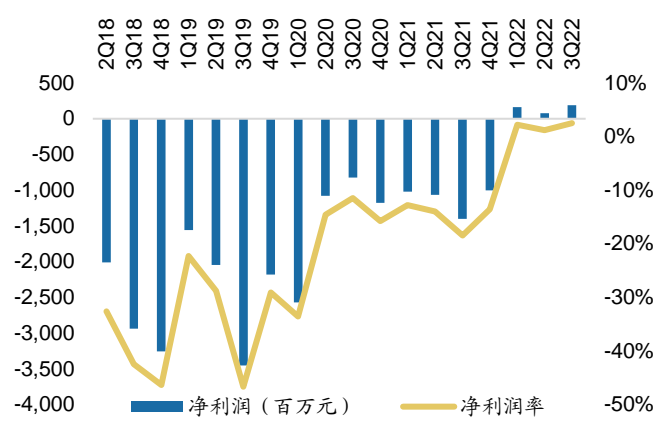
公司3Q22总收入达74.7亿元，YoY/QoQ-2%/+12%，一致预期为72.9亿元。公司non-GAAP归母净利润为1.87亿元，去年同期为亏损14亿元，上季度为7825万元，市场一致预期为6800万元。调整后归母净利润率为3%，去年同期为-18%，上季度为1%。收入端来看，会员收入稳健，广告业务受宏观扰动较大，通过和短视频合作也带来新的收入来源，一定程度减少广告下滑带来的影响。利润端来看，公司持续促进内容ROI提升，聚焦提质减量，non-GAAP归母净利润端实现盈利，持续盈利的确定性开始展现。

图1：爱奇艺营业收入情况推移（18Q2-22Q3）



数据来源：爱奇艺财报，广发证券发展研究中心

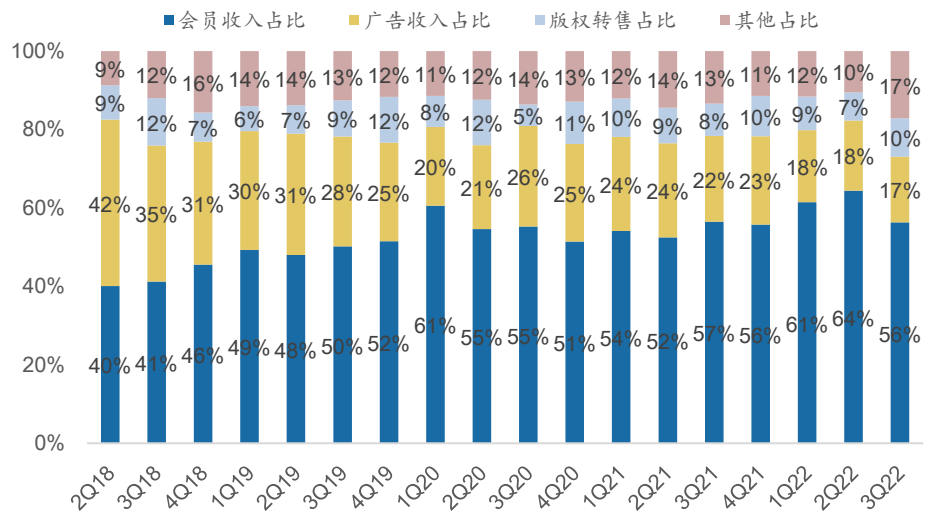
图2：爱奇艺经调整归母净利润及净利率情况推移（18Q2-22Q3）



数据来源：爱奇艺财报，广发证券发展研究中心

收入结构总体稳定，其他收入占比明显提升。本季度会员收入占比下滑，占总收入的56%，占比环比下降8pct；广告收入占总收入比重继续下滑，环比下滑1.2pct，版权转售和其他收入占收入比上升，分别环比提升2.6pct和6.7pct。

图3：爱奇艺营收各项构成推移（18Q2-22Q3）



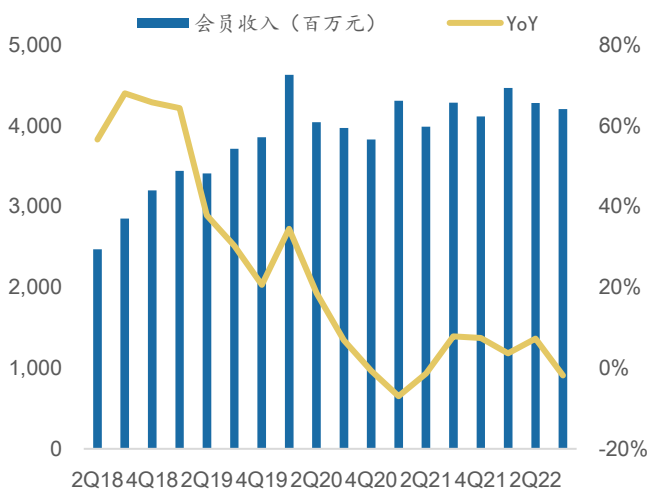
数据来源：爱奇艺财报，广发证券发展研究中心

## 二、会员数小幅提升，会员收入保持稳健

22Q3会员收入为42亿元，YoY/QoQ -2%/ -2%。季度日均会员数为1.01亿，同比去年1.05亿下降4%，环比2Q22的9830万人增长3%。ARM（月均会员ARPU）为13.9

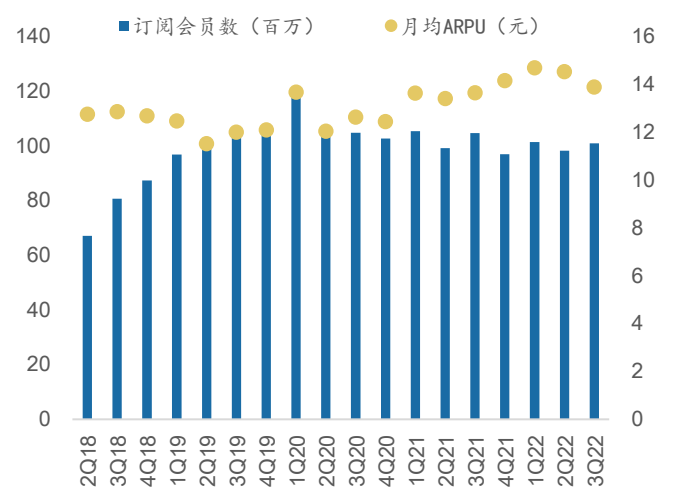
元，同比提升2%，环比回落4%。公司3季度末会员数达1.06亿，较二季度末增长超1000万，主要受8月上线的多个优质内容拉动，会员数恢复增长。

图4：爱奇艺会员收入及增速（18Q2-22Q3）



数据来源：爱奇艺财报，广发证券发展研究中心

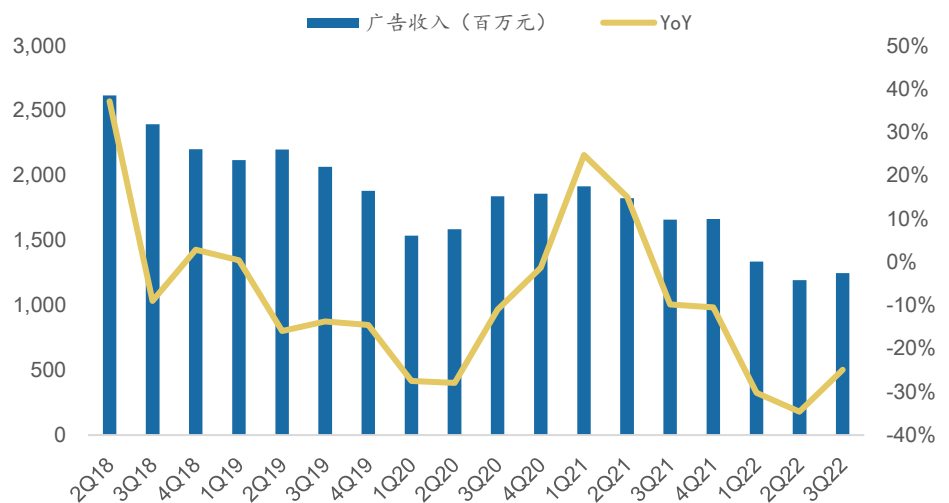
图5：爱奇艺订阅会员数（左轴）及ARPU值（右轴）（18Q2-22Q3）



数据来源：爱奇艺财报，广发证券发展研究中心；注：4Q21开始披露口径为季度平均值，月均ARPU为会员收入/季度平均会员数/3个月得出，其他周期的披露口径是季度末会员时点值， $ARPU = \text{会员收入} / \text{两个季度末算数平均值会员数} / 3$ 个月。

22Q3广告收入为12.5亿元，YoY/QoQ -25%/+4%。受宏观经济环境影响，广告收入同比降幅收窄，环比增加。

图6：爱奇艺广告收入及增速（18Q2-22Q3）

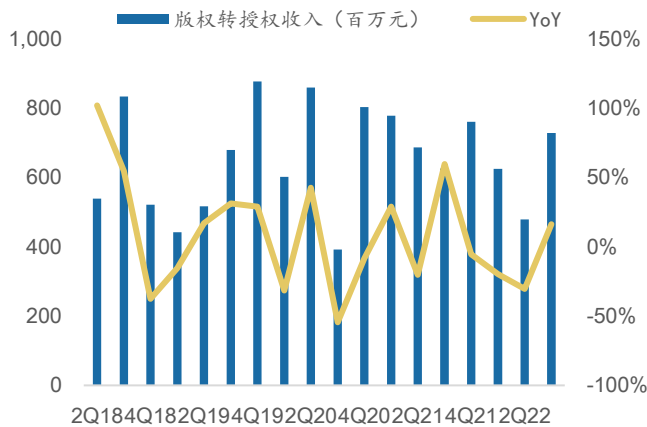


数据来源：爱奇艺财报，广发证券发展研究中心

22Q3内容分销收入为7亿元，YoY/QoQ +16%/+52%。主要由于版权互换的价值增加所致。

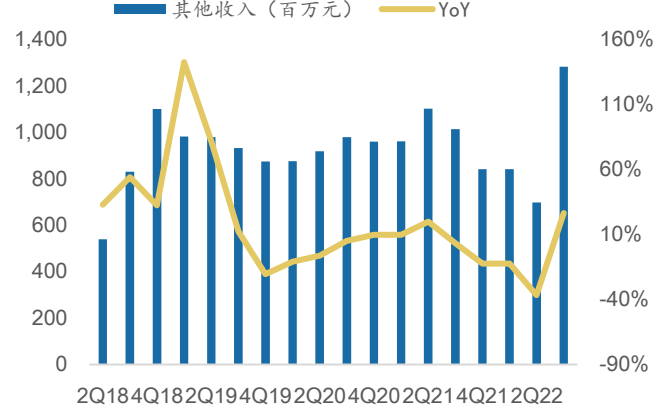
其他收入为12.8亿元，YoY/QoQ +27%/+84%。环比增加了近6亿收入，同比增加近3亿收入，主要受短视频版权合作带来的新增收入驱动。

图7：爱奇艺内容分发收入及增速（18Q2-22Q3）



数据来源：爱奇艺财报，广发证券发展研究中心

图8：爱奇艺其他收入及增速（18Q2-22Q3）



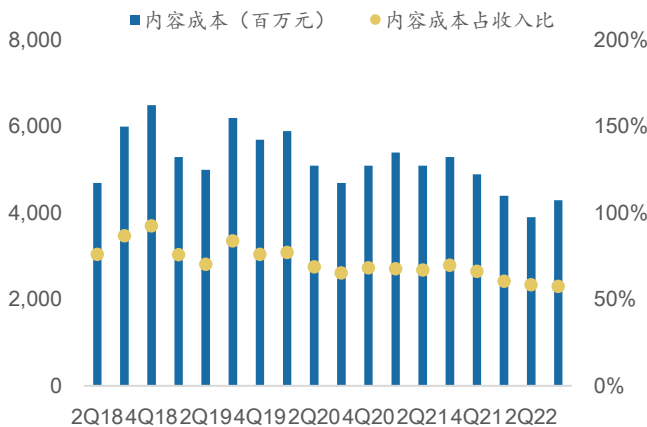
数据来源：爱奇艺财报，广发证券发展研究中心

### 三、毛利率持续改善，深化降本增效

22Q3公司内容摊销成本为43亿元，YoY/QoQ -19%/+10%，内容成本占营收比为58%，同比和环比均继续收缩。主要由于内容战略的优化和运营效率的提高。可控的内容成本输出更高ROI的剧集，驱动业务毛利率的持续优化。

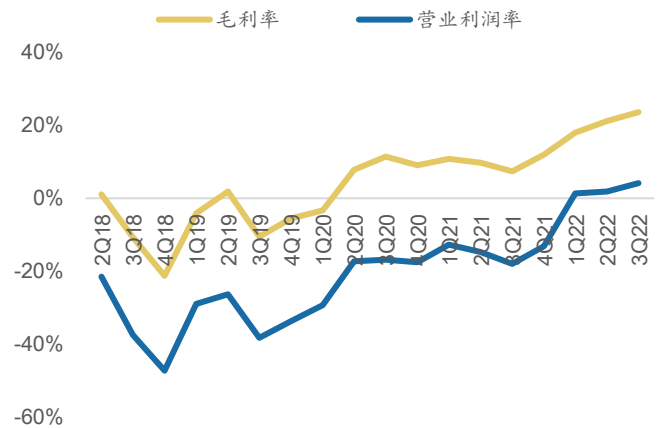
22Q3毛利率同比/环比提升16pct/2pct达到24%，得益于内容成本的持续优化和其他业务费用的降本增效。公司毛利率在过去五个季度持续增长，从21Q3的7%增长到21Q4的12%，22Q1的18%，22Q2的21%，再到本季度的24%。

图9：爱奇艺内容成本占营收比（18Q2-22Q3）



数据来源：爱奇艺财报，广发证券发展研究中心

图10：爱奇艺毛利率和营业利润率推移



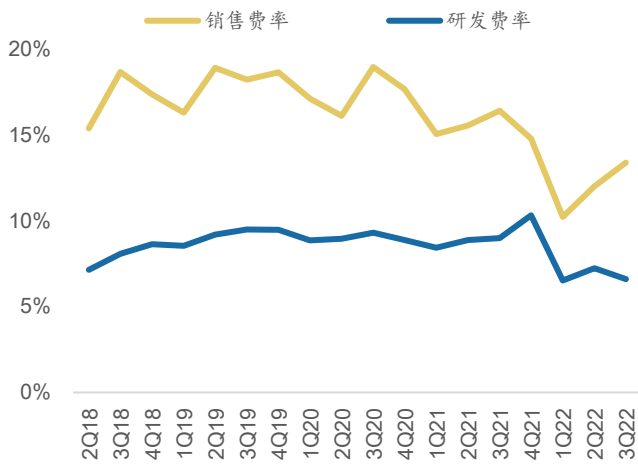
数据来源：爱奇艺财报，广发证券发展研究中心

22Q3销售和管理费用为9.8亿元，YoY-21%，占收入比为13%（21Q3/22Q2分别为16%/12%）。主要由于营销费用、股权激励费用和人员相关补偿费用的减少。

研发费用为4.8亿元，YoY-30%，占收入比为6%（21Q3/22Q2分别为9%/7%）。主要由于人员相关补偿费用的减少。

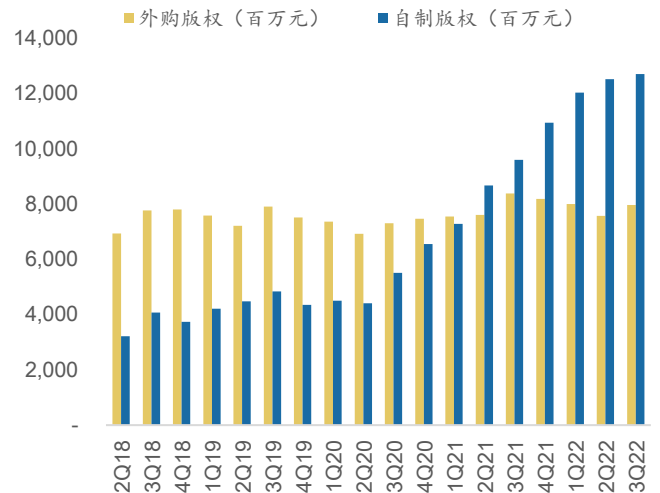
公司储备的版权构成上，自制版权和外购版权均有所增加。公司持续投入自制版权，自制版权资产继续增加，外购版权资产自22Q1持续下滑以来有小幅提升。

图11：爱奇艺销售费用率和研发费用率推移



数据来源：爱奇艺财报，广发证券发展研究中心

图12：资产负债表的部分外购版权和自制版权推移



数据来源：爱奇艺财报，广发证券发展研究中心

#### 四、原创内容取得突破，平台具备健康增长能力

优质头部原创内容成为财务业绩持续改善的重要因素。剧集方面，22Q3上线的剧集中65%为爱奇艺原创剧集，达到历史最高水平，三季度会员收入贡献Top3剧集分别为《苍兰诀》、《罚罪》、《天才基本法》。同时，爱奇艺原创内容推出内容热度值5年来产生了6部热度破万剧集，其中包括三季度推出的《苍兰诀》和《罚罪》。综艺方面，《中国说唱巅峰对决》采用“会员抢先看”模式，跻身22Q3会员收入贡献前五，在爱奇艺2022年上线的节目中，《一年一度喜剧大赛2》成为招商金额最高的综艺节目。原创戏剧方面，爱奇艺在供给量、收入、爆款率和口碑上均取得新的突破，根据云合数据，9月份爱奇艺独播戏剧有效播放市场份额稳居第一，超过第二三名的总和。IP协同效应方面，与剧集《苍兰诀》基于同一IP开发的同名原创动漫的会员收入稳居暑期动漫频道第二位。国际站方面，恋恋剧场头部剧集《苍兰诀》及剧集《请君》均受到海外观众的青睐，同时Lazada和Realme在泰国对恋恋剧场进行了冠名赞助。

## 五、盈利预测和投资建议

会员业务稳健，广告仍承压，但公司内容能力持续提升带来版权授权和其他业务变现能力的提升。我们调整公司2022-2023营业收入预测至289亿元和315亿元，同比增速对应为-6%、9%。其中，（1）会员收入预计在2022-23年达到174亿元、184亿元人民币，同比增长4%、6%。（2）广告收入预计在2022-23年为51亿元和55亿元，同比增速对应为-28%和8%，广告较宏观复苏有一定滞后性，复苏趋势较慢。（3）内容分销收入预计在2022-23年实现25亿元、30亿元，同比增长-13%和20%，短期内容供给导致分销收入有小幅波动，随着自制内容占比提升，长期仍会保持增长。（4）其他收入，含游戏、IP授权等业务，目前这部分收入包含和短视频合作带来的授权收入，3季度该业务增量明显，预计2022-23年达到39亿元和46亿元，同比增长0%和18%。

表 1: 爱奇艺分业务收入预测 (2022E-2024E)

单位 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总营收	29,707	30,554	28,871	31,486	32,978
YoY	2%	3%	-6%	9%	5%
会员收入	16,491	16,714	17,377	18,394	19,495
YoY	14%	1%	4%	6%	6%
广告收入	6822	7067	5100	5488	5488
YoY	-18%	4%	-28%	8%	0%
版权分销	2660	2856	2475	2980	3278
YoY	6%	7%	-13%	20%	10%
其他	3734	3918	3919	4624	4716
YoY	-1%	5%	0%	18%	2%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

内容成本优化较为明显，我们预计2022-23年内容摊销成本为168亿元和174亿元，占收入比分别达到58%和55%，同比增速对应为-19%和4%。预计公司SG&A在2022-23年分别达到35亿元、38亿元；R&D在2022-23年分别为19亿元和22亿元。据此对应的2022-23年毛利率分别为22%和25%，运营利润率分别为3%和6%。综上，我们预计2022-2023年NonGAAP口径净利润为8.2亿元和22.5亿元人民币。参考海外流媒体PS估值在2-4x，结合短期爱奇艺广告增长承压对收入增速带来的压力，我们给予2022年收入对应1.7x PS估值，认为公司的合理价值为68.6亿美元，对应为7.96美元/ADS(1ADS对应7股普通股)，维持“买入”评级。

表 2: 爱奇艺各项费用预测 (2022E-2024E)

单位 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业成本	27,884	27,513	22,636	23,474	24,003
YoY	-8%	-1%	-18%	4%	2%

内容成本	20,800	20,700	16,781	17,390	17,884
YoY	-6%	0%	-19%	4%	3%
内容成本占收入比	70%	68%	58%	55%	54%
毛利润	1,823	3,041	6,319	8,012	8,975
毛利率	6%	10%	22%	25%	27%
销售和行政费	5,188	4,725	3,451	3,750	3,862
占收入比	17%	15%	12%	12%	12%
研发费用	2,675	2,795	1,943	2,226	2,399
占收入比	9%	9%	7%	7%	7%
运营利润	-6,041	-4,479	925	2,036	2,714
运营利润率	-20%	-15%	3%	6%	8%
经调整归母净利润	-5,445	-4,487	819	2,247	2,738
经调整归母净利率	-18%	-15%	3%	7%	8%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 3: 爱奇艺可比公司对比估值

公司名称	市值 (LC mn)	收入 (LC mn)			净利润 (LC mn)			PS (x)			PE (x)		
		22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
Netflix	129,723	31,606	34,046	37,895	5,113	5,438	6,905	4.1	3.8	3.4	25.4	23.9	18.8
Disney	180,264	91,170	97,793	106,296	7,356	9,544	11,197	2.0	1.8	1.7	24.5	18.9	16.1

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：可比公司取 Bloomberg 一致预期，股价为 2022 年 11 月 23 日收盘价。

## 六、风险提示

广告业务因宏观经济疲弱结合疫情反复扰动，恢复不及预期的风险；会员业务因提价导致会员数下滑或难以持续提升会员 ARPU，导致收入天花板低于预期的风险；出现新的玩家或导致竞争格局恶化的风险等。

资产负债表		单位：亿元人民币				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	222.90	115.24	125.19	157.67	237.38	
货币资金	109.15	29.97	31.98	40.94	131.68	
应收及预付	68.60	60.14	61.56	79.81	66.51	
存货	10.35	9.31	12.00	12.00	12.00	
其他流动资产	34.80	15.81	19.65	24.91	27.18	
<b>非流动资产</b>	258.95	309.48	232.03	245.67	253.93	
长期股权投资	32.03	30.35	39.46	51.29	61.55	
固定资产	13.93	13.45	16.06	15.92	15.88	
在建工程	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00	
无形资产	6.27	5.45	6.97	7.01	7.05	
其他长期资产	206.72	260.23	169.54	170.44	167.45	
<b>资产总计</b>	<b>481.85</b>	<b>424.72</b>	<b>357.22</b>	<b>403.34</b>	<b>491.31</b>	
<b>流动负债</b>	248.55	224.76	148.23	179.03	152.69	
短期借款	38.75	41.18	24.69	26.26	27.16	
应付及预收	127.85	150.15	92.95	121.14	94.14	
其他流动负债	81.94	33.44	30.59	31.63	31.40	
<b>非流动负债</b>	138.87	143.23	187.45	186.62	237.78	
长期借款	119.27	126.52	178.52	178.52	230.52	
应付债券	9.77	7.81	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	9.82	8.90	8.93	8.09	7.26	
<b>负债合计</b>	<b>387.41</b>	<b>367.99</b>	<b>335.68</b>	<b>365.65</b>	<b>390.47</b>	
股本	0.003	0.004	0.004	0.004	0.004	
资本公积	476.87	496.42	496.42	496.42	496.42	
留存收益	-384.31	-444.55	-479.74	-463.59	-400.44	
归属母公司股东权	94.44	56.73	21.54	37.69	100.84	
少数股东权益	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	
<b>负债和股东权益</b>	<b>481.85</b>	<b>424.72</b>	<b>357.22</b>	<b>403.34</b>	<b>491.31</b>	

利润表		单位：亿元人民币				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	297.07	305.54	288.71	314.86	329.78	
营业成本	-278.84	-275.13	-225.52	-234.74	-240.03	
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
销售费用	-51.88	-47.25	-34.51	-37.50	-38.62	
管理费用	-26.75	-27.95	-19.43	-22.26	-23.99	
利息支出	-10.66	-13.50	-7.21	-7.27	-7.27	
利息收入	1.57	1.19	0.59	1.41	1.70	
公允价值变动收益	1.90	1.44	-2.36	1.92	1.92	
投资净收益	-2.24	-4.46	-1.70	-0.12	-0.12	
<b>营业利润</b>	<b>-69.84</b>	<b>-60.12</b>	<b>-1.42</b>	<b>16.31</b>	<b>23.37</b>	
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
利润总额	-69.84	-60.12	-1.42	16.31	23.37	
所得税	-0.23	-0.97	-0.95	-2.51	-3.97	
<b>国际准则-净利润</b>	<b>-70.07</b>	<b>-61.09</b>	<b>-2.37</b>	<b>13.79</b>	<b>19.40</b>	
少数股东损益	0.31	0.61	0.26	0.32	0.32	
<b>NonGAAP 归母净利润</b>	<b>-54.5</b>	<b>-44.9</b>	<b>8.2</b>	<b>22.5</b>	<b>27.4</b>	
国际准则-EBITDA	112.75	120.82	135.69	156.71	163.29	
NonGaapEPS/ADS(元)	<b>-7.36</b>	<b>-5.64</b>	<b>0.96</b>	<b>2.47</b>	<b>2.84</b>	

现金流量表		单位：亿元人民币				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>-54.11</b>	<b>-59.52</b>	<b>-9.18</b>	<b>30.68</b>	<b>15.20</b>	
净利润	-70.07	-61.09	-2.37	13.79	19.40	
折旧摊销	171.96	167.66	134.70	132.02	131.42	
营运资金变动	-166.13	-175.86	-141.52	-115.13	-135.61	
其它	10.14	9.77	0.00	0.00	0.00	
<b>投资活动现金流</b>	<b>1.59</b>	<b>12.62</b>	<b>-4.73</b>	<b>-15.92</b>	<b>-23.18</b>	
资本支出	-3.86	-4.01	-7.69	-7.71	-7.74	
投资变动	-10.15	-4.05	-9.11	-11.84	-10.26	
其他	15.60	20.68	12.06	3.63	-5.18	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>93.74</b>	<b>-29.59</b>	<b>15.92</b>	<b>-5.80</b>	<b>98.71</b>	
银行借款	3.40	11.40	-23.86	1.57	0.90	
债券融资	44.42	-2.48	-15.17	-7.37	-7.37	
股权融资	0.10	2.68	0.00	0.00	0.00	
其他	45.83	-41.19	54.95	0.00	105.18	
<b>现金净增加额</b>	<b>40.31</b>	<b>-78.66</b>	<b>2.00</b>	<b>8.97</b>	<b>90.74</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>69.10</b>	<b>109.41</b>	<b>29.97</b>	<b>31.98</b>	<b>40.94</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>109.41</b>	<b>30.75</b>	<b>31.98</b>	<b>40.94</b>	<b>131.68</b>	

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	2.5%	2.9%	-5.5%	9.1%	4.7%
营业利润增长	-	-	-	-	43%
归母净利润增长	-	-	-	-	41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	6%	10%	22%	25%	27%
净利率	-24%	-20%	-1%	4%	6%
ROE	-74%	-108%	-11%	37%	19%
ROIC	-175%	-61%	2%	100%	4003%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	80%	87%	94%	91%	79%
净负债比率	34%	-5%	-24%	-99%	-94%
流动比率	90%	51%	84%	88%	155%
速动比率	90%	51%	84%	88%	155%
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	62%	72%	81%	78%	67%
应收账款周转率	418%	475%	474%	445%	451%
存货周转率	0%	0%	0%	0%	0%
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-8.14	-7.09	-0.28	1.60	2.25
每股经营现金流	-6.91	-1.07	3.56	1.77	5.18
每股净资产	10.97	6.59	2.50	4.38	11.71
<b>估值比率</b>					
P/S	0.51	0.50	0.53	0.49	0.46
P/B	0.32	0.36	0.43	0.38	0.31
EV/EBITDA	<b>1.80</b>	<b>1.68</b>	<b>1.49</b>	<b>1.29</b>	<b>1.24</b>

## 广发传媒行业研究小组

- 旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周 喆：高级研究员，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 卢 丝 雨：高级研究员，硕士，毕业于上海交通大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张 丰 淇：研究员，硕士，毕业于伦敦政治经济学院，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 毛 玥：研究员，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 杨 琳 琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。