

# 基金重仓配置仍为低配，市场对游戏板块青睐不减

强于大市 (维持)

——传媒行业跟踪报告

2024 年 01 月 30 日

## 行业核心观点:

2023 年 Q4 SW 传媒行业指数震荡下跌，同期成交量仍处于较高水平，资金较为活跃，估值 (PE-TTM) 仍有较大修复空间。从 2023 年 Q4 的基金重仓配置情况看，SW 传媒行业仍处于低配，游戏板块持续受到市场关注，基金重仓配置集中，抱团现象较为显著。

## 投资要点:

**传媒行业重仓配置维持低配，游戏板块备受市场青睐。**2023 年 Q4 SW 传媒行业的适配比例为 1.85%，基金重仓比例为 0.92%，低配比例为 0.93%。以全部 A 股重仓为基准，2023 年 Q4 SW 传媒二级子板块配置分化，游戏板块备受机构青睐，维持超配。

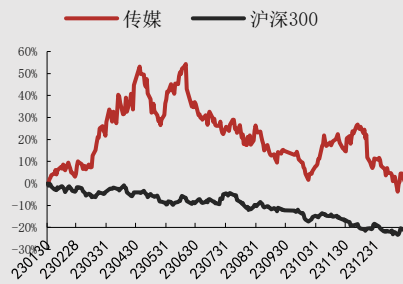
**游戏板块占据前十大重仓股主要部分，市场关注度较高。**从持股市值看，2023 年 Q4 SW 传媒行业的前十大重仓股分别为分众传媒、三七互娱、恺英网络、神州泰岳、吉比特、昆仑万维、世纪华通、巨人网络、芒果超媒、完美世界，由游戏、广告营销、数字媒体组成，游戏占据八席。从行情表现看，受宏观大环境影响，前十大重仓股中除去昆仑万维外，其余标的在 2023 年 Q4 股价实现下跌，昆仑万维涨幅 6.83%。重仓股组成 Q4 较为稳定，分众传媒、三七互娱及恺英网络维持前三位，光线传媒 2023 年首次进入前十大基金重仓股，升至第七位，芒果超媒跌出前十。

**基金重仓配置集中，抱团现象显著。**2023 年 Q4 SW 传媒行业基金前 5、前 10、前 20 大重仓股的市值占整体 SW 传媒行业基金重仓市值的比例分别为 59.28%、75.88%和 90.12%，较 23 年 Q3 环比分别下降 0.72pct，0.12pct，上涨 0.12pct，抱团现象较为显著。

**投资建议:**从 2023 年 Q4 SW 传媒行业的基金重仓配置及估值水平看，传媒行业的机构配置和估值均处于历史较低水平，有较大的提升空间。随着消费娱乐需求的复苏，叠加 AIGC 及 MR 概念的火热，游戏板块的标的受到着重关注，游戏、广告营销领域头部公司是机构关注的核心。**建议关注**版本号储备丰富、布局 AIGC 概念应用的游戏出品企业，梯媒领域优质标的。

**风险因素:**监管政策趋严；新游延期风险；新游表现不及预期；技术发展不及预期；商誉减值风险。

## 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

115 款国产网络游戏获批版号，祖龙终止《阿凡达：重返潘多拉》上线计划  
1 月游戏版号环比连增，IP 及出海回归为此次重点  
苹果 Vision Pro 开启预定，叠纸 3D 乙游全球公测

## 分析师:

夏清莹

执业证书编号:

S0270520050001

电话:

075583223620

邮箱:

xiaqy1@wlzq.com.cn

## 研究助理:

李中港

电话:

17863087671

邮箱:

lizg@wlzq.com.cn

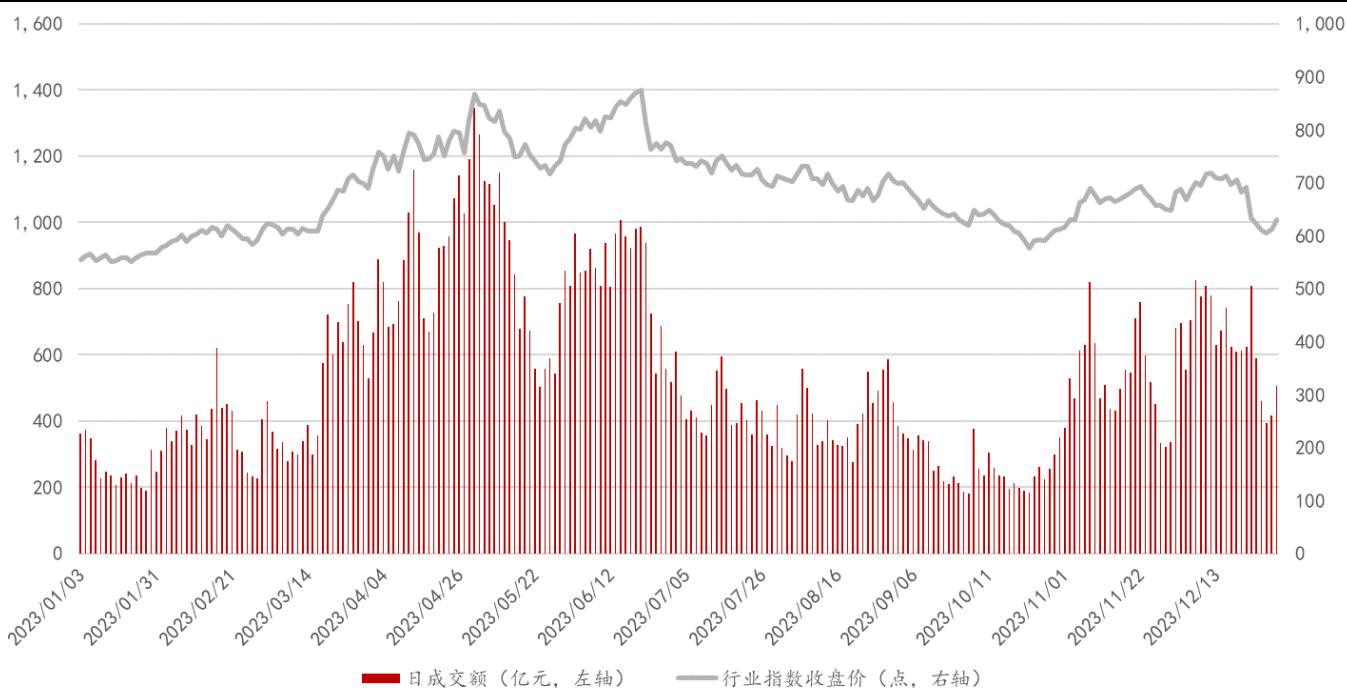
## 正文目录

<b>1 资金活跃度处于近年来较高水平，估值仍有修复空间</b>	<b>3</b>
<b>2 基金重仓比例处历史中下水平，维持头部集中配置偏好</b>	<b>4</b>
2.1 基金重仓比例同比延续上涨趋势，配置仍处于低配	4
2.2 基金重仓标的数量占比过半，集中度保持各行业前列	5
2.3 游戏板块占据前十大重仓股主要部分，市场关注度较高	6
2.4 前十大加/减仓股变动较多，持股数量增加为主要驱动力	7
2.5 子板块：以传媒行业为基准，游戏板块持续受到青睐，广告营销维持超配	9
2.6 基金重仓配置集中，抱团现象显著	10
<b>3 投资建议</b>	<b>10</b>
<b>4 风险提示</b>	<b>11</b>
图表 1: 2023 年申万传媒行业日成交额及行业指数情况	3
图表 2: 申万传媒行业估值 (PE-TTM) 变化趋势 (单位: 倍)	3
图表 3: SW 传媒 2013-2023 年各季度基金重仓超/低配情况	4
图表 4: SW 传媒 19-23 年 Q4 基金重仓超/低配情况	5
图表 5: 各申万一级行业 2023 年 Q4 基金重仓标的数量及占比情况	5
图表 6: 2023 年 Q4 申万传媒行业前十大重仓股情况 (按持股总市值排序)	6
图表 7: 2023 年 Q4 申万传媒行业前十大重仓股情况 (按持股机构数量排序)	6
图表 8: 近 4 个季度传媒行业前十大基金重仓股 (按持股总市值排序)	7
图表 9: 2023 年 Q4 前十大基金加仓股情况 (按持股市值变动数值排序)	7
图表 10: 近 5 个季度传媒行业前十大基金加仓股 (按持股市值变动数值排序)	8
图表 11: 2023 年 Q4 前十大基金减仓股情况 (按持股市值变动数值排序)	8
图表 12: 近 5 个季度传媒行业前十大基金减仓股 (按持股市值变动数值排序)	9
图表 13: 传媒各子板块 23Q1-23Q4 基金重仓超/低配情况 (以 A 股为分母)	9
图表 14: 传媒各子板块 23Q1-23Q4 基金重仓超/低配情况 (以传媒行业为分母)	10
图表 15: 近 5 个季度传媒行业基金重仓前 5、10、20 大重仓股市值占比情况 (按持股市值排序)	10

## 1 资金活跃度处于近年来较高水平，估值仍有修复空间

行业指数震荡下跌，资金较为活跃。申万传媒行业指数四季度末最后交易日12月29日的收盘价为630.49点，较季度初首个交易日10月9日的639.59点微幅下跌1.42%。2023年Q4期间，申万传媒行业指数呈震荡下跌趋势，日均成交额为486.08亿元，相比前一季度增加了100.54亿元；相比2022年Q4增加了288.82亿元。过去两年中，本季度日均成交额仍处于较高水平，资金较为活跃。

图表1: 2023年申万传媒行业日成交额及行业指数情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

行业估值回落，仍有较大修复空间。申万传媒行业指数的估值（PE-TTM）自2020年7月达到近六年最高水平48.08倍以来，一直处于下跌趋势，从2022年Q4开始逐步回升，2023年Q3-Q4有所回落，截至2023年12月29日申万传媒行业的PE-TTM为24.06倍，低于近六年均值水平，处于历史低位，有较大修复空间。

图表2: 申万传媒行业估值（PE-TTM）变化趋势（单位：倍）



资料来源: iFind, 万联证券研究所

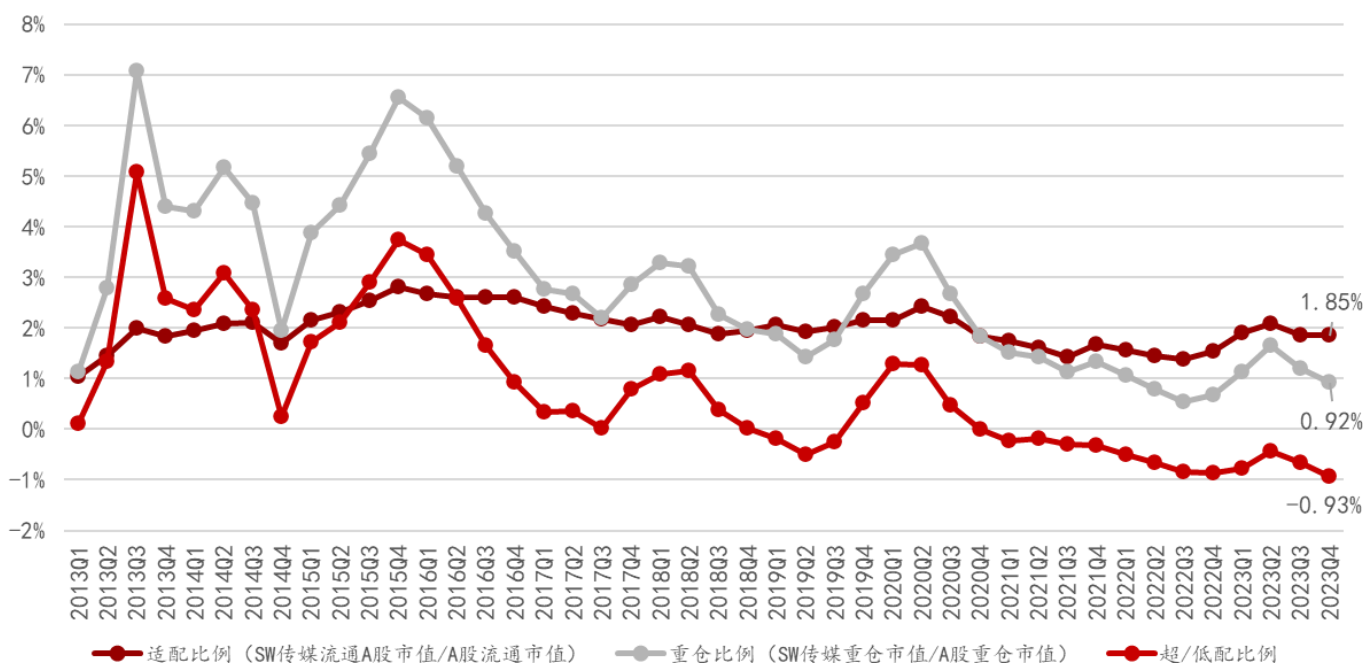
## 2 基金重仓比例处历史中下水平，维持头部集中配置偏好

**样本选取：**截至2024年1月30日，基金的2023年四季度报告已披露完毕。以2021申万传媒行业新分类作为样本，以全部基金作为持仓对象，根据2024年1月30日从iFind提取的数据，对传媒行业2023年Q4的基金重仓情况进行分析。

### 2.1 基金重仓比例同比延续上涨趋势，配置仍处于低配

传媒行业重仓配置维持低配，2023年Q4低配比例有所扩大。从适配比例看，2023年Q4 SW传媒行业的适配比例为1.85%，同比有所上升，环比基本维持，处于历史中下水平，在过去44个季度中排名第31。从基金重仓比例看，2023年Q4 SW传媒行业的基金重仓比例为0.92%，同比延续上升趋势，上涨0.25pct，环比回落0.28pct。由于重仓比例降幅高于行业适配比例，其低配比例较前一个季度有所扩大，由低配0.66%扩至低配0.93%。

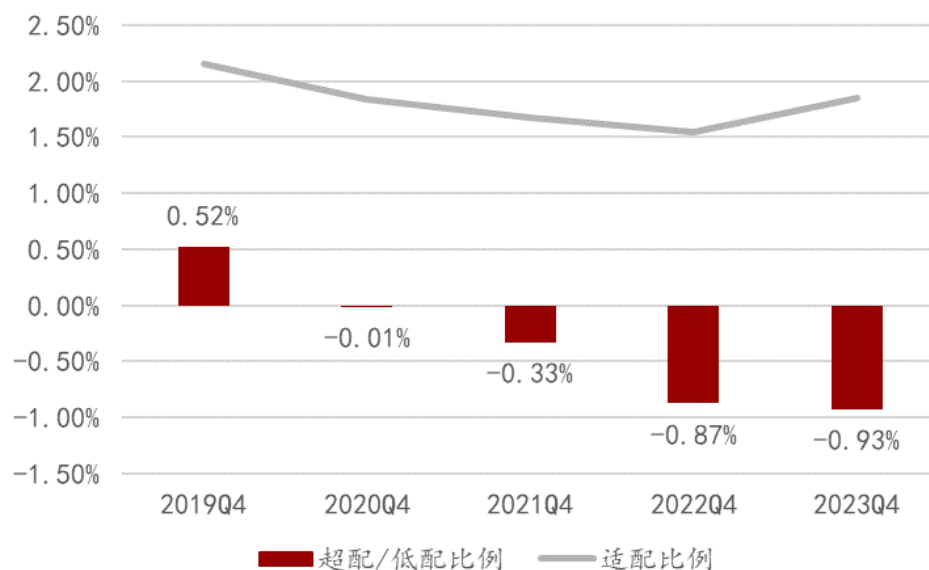
图表3: SW 传媒 2013-2023 年各季度基金重仓超/低配情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

**23Q4维持低配，比例微幅扩大。**2023年Q4 SW传媒行业的基金重仓比例处于低配水平，低配比例为0.93%。近5年同比来看仅有19年SW传媒行业Q4的基金重仓比例为超配，超配了0.52%，此后四年均处于低配状态，23Q4维持低配，比例微幅扩大。

图表4: SW 传媒 19-23 年 Q4 基金重仓超/低配情况

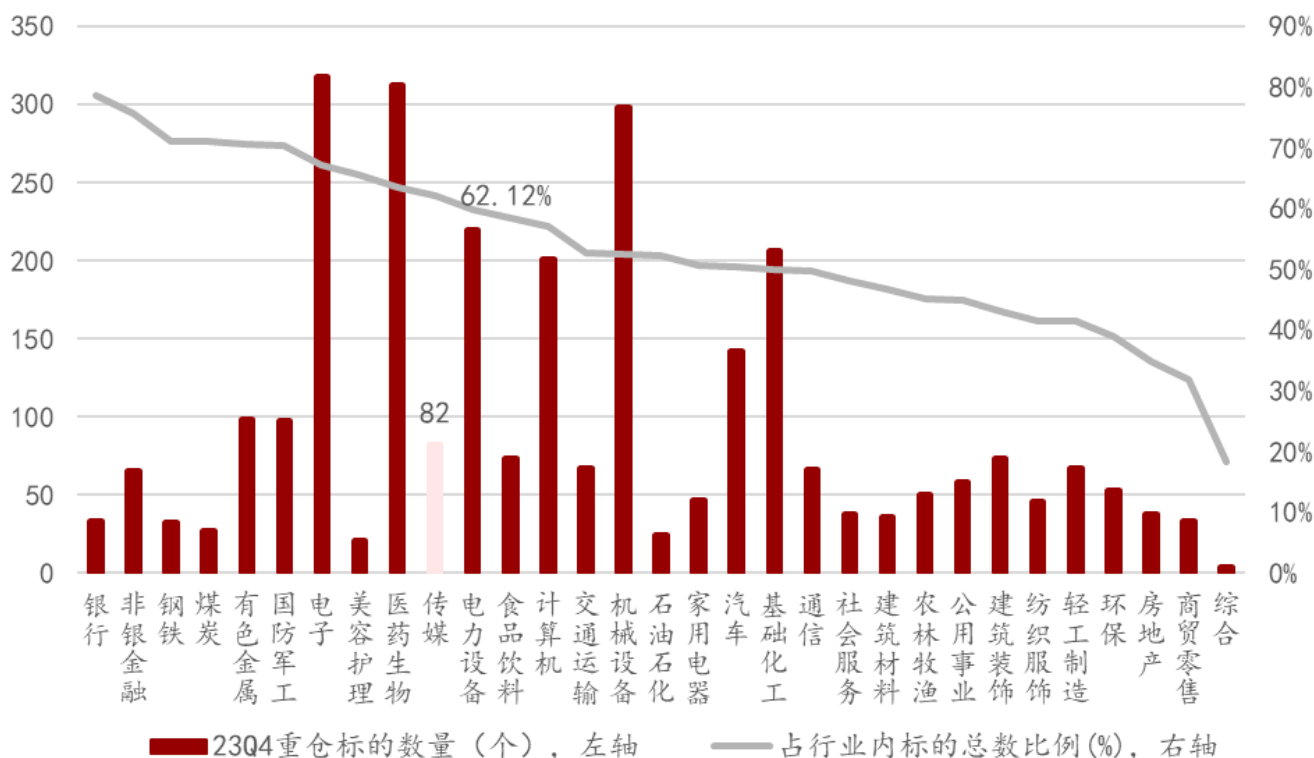


资料来源: iFind, 万联证券研究所

## 2.2 基金重仓标的数量占比过半，集中度保持各行业前列

2023年Q4 SW传媒行业重仓标的数量占比为62.12%，排行第10，集中度有所上升。从SW各一级行业基金重仓的标的数量看，2023年Q4传媒行业基金重仓标的数量为82个，占行业内标的总数的62.12%，较上期增加2.27pct，集中度有所上升，占比在申万31个一级行业中排名第10，保持前列。

图表5: 各申万一级行业 2023 年 Q4 基金重仓标的数量及占比情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所



### 2.3 游戏板块占据前十大重仓股主要部分，市场关注度较高

从持股市值看，2023年Q4 SW传媒行业的前十大重仓股分别为分众传媒、三七互娱、恺英网络、神州泰岳、吉比特、昆仑万维、世纪华通、巨人网络、芒果超媒、完美世界，由游戏、广告营销、数字媒体组成，游戏占据8席。从行情表现看，受宏观大环境影响，前十大重仓股中除去昆仑万维外，其余标的在2023年Q4股价实现下跌，昆仑万维涨幅6.83%。

图表6: 2023年Q4申万传媒行业前十大重仓股情况(按持股总市值排序)

排名	代码	名称	持股总市值(万元)	持股市值季度变动	23Q4 股价变动	所属二级行业
1	002027.SZ	分众传媒	474,930.30	-32.34%	-11.61%	广告营销
2	002555.SZ	三七互娱	314,209.33	-33.98%	-13.32%	游戏II
3	002517.SZ	恺英网络	225,150.64	-42.11%	-11.35%	游戏II
4	300002.SZ	神州泰岳	222,714.39	30.65%	-2.45%	游戏II
5	603444.SH	吉比特	156,663.13	-27.88%	-12.03%	游戏II
6	300418.SZ	昆仑万维	113,357.12	0.65%	6.83%	游戏II
7	002602.SZ	世纪华通	78,237.27	46.27%	-5.23%	游戏II
8	002558.SZ	巨人网络	68,430.78	-37.53%	-13.91%	游戏II
9	300413.SZ	芒果超媒	65,654.57	12.85%	-10.30%	数字媒体
10	002624.SZ	完美世界	64,541.66	-63.07%	-32.96%	游戏II

资料来源: iFind, 万联证券研究所

从持股机构数量看，2023年Q4 SW传媒行业重仓持股机构家数最多的前十个标的分别为分众传媒、三七互娱、昆仑万维、恺英网络、神州泰岳、光线传媒、巨人网络、吉比特、万达电影、芒果超媒，由游戏板块占据主导地位，数字媒体、影视院线及广告营销占比较小，其中重仓分众传媒的基金数量为142个，位列第一。持股机构家数前十大个股中有8家同时为持股市值的前十大重仓股。从行情表现看，持股机构家数前十大个股所有标的2023年Q4股价实现下跌。

图表7: 2023年Q4申万传媒行业前十大重仓股情况(按持股机构数量排序)

排名	代码	名称	持股机构家数	持股市值排名	23Q4 股价变动	所属二级行业
1	002027.SZ	分众传媒	142	1	-11.61%	广告营销
2	002555.SZ	三七互娱	111	2	-13.32%	游戏II
3	300418.SZ	昆仑万维	99	4	-2.45%	游戏II
4	002517.SZ	恺英网络	85	3	-11.35%	游戏II
5	300002.SZ	神州泰岳	61	5	-12.03%	游戏II
6	300251.SZ	光线传媒	49	7	-5.23%	影视院线
7	002558.SZ	巨人网络	30	8	-13.91%	游戏II
8	603444.SH	吉比特	29	10	-32.96%	游戏II
9	002739.SZ	万达电影	28	11	-3.41%	影视院线
10	300413.SZ	芒果超媒	25	14	-10.99%	数字媒体

资料来源: iFind, 万联证券研究所

对比近4个季度SW传媒行业基金重仓情况，游戏板块占据主导地位。按照持股市值排序，前十大重仓股排名较为稳定，在2023年Q4前十大基金重仓股中，分众传媒、三七互娱及恺英网络维持前三位，光线传媒2023年首次进入前十大基金重仓股，升至第七位，芒果超媒跌出前十。此次2023年从Q2开始游戏股比重有所上升，Q3-Q4榜单中游戏股占据八成，我们认为主要是由于游戏版号常态化发放，新游上线节奏稳定，且新游表现良好，整体活跃度回升，市场加强了对游戏板块的关注。

图表8: 近4个季度传媒行业前十大基金重仓股(按持股总市值排序)

排名	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
1	三七互娱	三七互娱	分众传媒	分众传媒
2	分众传媒	恺英网络	三七互娱	三七互娱
3	昆仑万维	分众传媒	恺英网络	恺英网络
4	芒果超媒	神州泰岳	神州泰岳	昆仑万维
5	恺英网络	巨人网络	吉比特	神州泰岳
6	吉比特	吉比特	昆仑万维	世纪华通
7	蓝色光标	姚记科技	世纪华通	光线传媒
8	华策影视	世纪华通	巨人网络	巨人网络
9	遥望科技	昆仑万维	芒果超媒	完美世界
10	神州泰岳	盛天网络	完美世界	吉比特

资料来源: iFind, 万联证券研究所

#### 2.4 前十大加/减仓股变动较多, 持股数量增加为主要驱动力

从持股市值变动数值看, 2023年Q4加仓的前十大个股分别为昆仑万维、上海电影、光线传媒、智度股份、万达电影、汤姆猫、华策影视、易点天下、掌趣科技、华数传媒, 其中昆仑万维、光线传媒同时还是2023年Q4基金持股市值的前十大重仓股。综合持股数量变动、持股基金数量变动和季度行情表现情况看, 前十大加仓股持股市值的增加主要是由持股数量的大额增加所致。

图表9: 2023年Q4前十大基金加仓股情况(按持股市值变动数值排序)

排名	代码	名称	持股市值变动(万元)	持股市值季度变动比例	持股数量变动(万股)	23Q4股价变动	所属二级行业
1	300418.SZ	昆仑万维	52,252.82	30.65%	1,499.20	-2.45%	游戏II
2	601595.SH	上海电影	29,221.88	1129.73%	1,112.48	18.81%	影视院线
3	300251.SZ	光线传媒	24,747.21	46.27%	3,379.89	-5.23%	影视院线
4	000676.SZ	智度股份	15,953.52	27439842.60%	1,827.43	35.14%	广告营销
5	002739.SZ	万达电影	15,116.49	47.21%	1,244.94	-3.41%	影视院线
6	300459.SZ	汤姆猫	12,871.03	586.66%	2,630.10	-5.54%	游戏II
7	300133.SZ	华策影视	11,505.76	97.59%	1,925.29	1.73%	影视院线
8	301171.SZ	易点天下	11,255.80	1628.44%	564.30	14.41%	广告营销
9	300315.SZ	掌趣科技	8,532.15	22.96%	1,146.61	7.07%	游戏II
10	000156.SZ	华数传媒	8,156.25	19239.35%	1,106.92	-4.04%	电视广播II

资料来源: iFind, 万联证券研究所

对比近5个季度传媒行业基金加仓情况, 个股组成环比变动较大。按照持股市值变动值排序, 2023年Q4前十大基金加仓股环比仅昆仑万维、万达电影及光线传媒连续入榜。在历史5个季度的前十大加仓股榜单中, 上海电影、智度股份、易点天下、掌趣科技及华数传媒均为首次入榜, 个股组成环比变动较大。

图表10: 近5个季度传媒行业前十大基金加仓股(按持股市值变动数值排序)

排序	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
1	分众传媒	昆仑万维	三七互娱	分众传媒	昆仑万维
2	吉比特	恺英网络	恺英网络	人民网	上海电影
3	万达电影	三七互娱	巨人网络	光线传媒	光线传媒
4	世纪华通	华策影视	姚记科技	万达电影	智度股份
5	光线传媒	蓝色光标	神州泰岳	昆仑万维	万达电影
6	三七互娱	吉比特	世纪华通	中广天择	汤姆猫
7	遥望科技	神州泰岳	分众传媒	中国电影	华策影视
8	中国电影	中文在线	完美世界	中南传媒	易点天下
9	博纳影业	汤姆猫	盛天网络	长江传媒	掌趣科技
10	新经典	盛天网络	南方传媒	东方明珠	华数传媒

资料来源: iFind, 万联证券研究所

从持股市值变动数值看, 2023年Q4减仓的前十大个股分别为分众传媒、恺英网络、三七互娱、吉比特、神州泰岳、巨人网络、南方传媒、中南传媒、人民网、中文传媒, 由游戏领域、出版及广告营销标的组成。综合持股数量变动、持股基金数量变动和季度行情表现情况看, 前十大减仓股持股市值的减少基本是由于持股数量的减少及股价下跌共同所致。

图表11: 2023年Q4前十大基金减仓股情况(按持股市值变动数值排序)

排名	代码	名称	持股市值变动 (万元)	持股市值季 度变动比例	持股数量变动 (万股)	23Q4 股价 变动	所属二级 行业
1	002027.SZ	分众传媒	-226,968.59	-32.34%	-23,020.48	-11.61%	广告营销
2	002517.SZ	恺英网络	-163,759.25	-42.11%	-10,709.14	-11.35%	游戏II
3	002555.SZ	三七互娱	-161,685.27	-33.98%	-5,226.25	-13.32%	游戏II
4	603444.SH	吉比特	-110,224.22	-63.07%	-214.69	-32.96%	游戏II
5	300002.SZ	神州泰岳	-60,563.37	-27.88%	-3,891.04	-12.03%	游戏II
6	002558.SZ	巨人网络	-41,108.19	-37.53%	-2,322.35	-13.91%	游戏II
7	601900.SH	南方传媒	-36,414.00	-90.34%	-2,261.08	-17.47%	出版
8	601098.SH	中南传媒	-35,589.86	-92.09%	-2,920.00	-15.25%	出版
9	603000.SH	人民网	-31,393.53	-58.09%	-600.05	-27.02%	数字媒体
10	600373.SH	中文传媒	-30,958.18	-83.51%	-2,494.79	5.19%	出版

资料来源: iFind, 万联证券研究所

对比近5个季度传媒行业基金减仓情况, 五成个股连续减仓。按照持股市值变动值排序, 2023年Q4季度传媒行业三七互娱、巨人网络、吉比特、神州泰岳、恺英网络进行连续大额减仓。值得注意的是, 其中分众传媒、三七互娱、吉比特、恺英网络、巨人网络、神州泰岳在经历Q4大额减仓后, 仍为机构重仓配置的前十大重仓股。



图表12: 近5个季度传媒行业前十大基金减仓股(按持股市值变动数值排序)

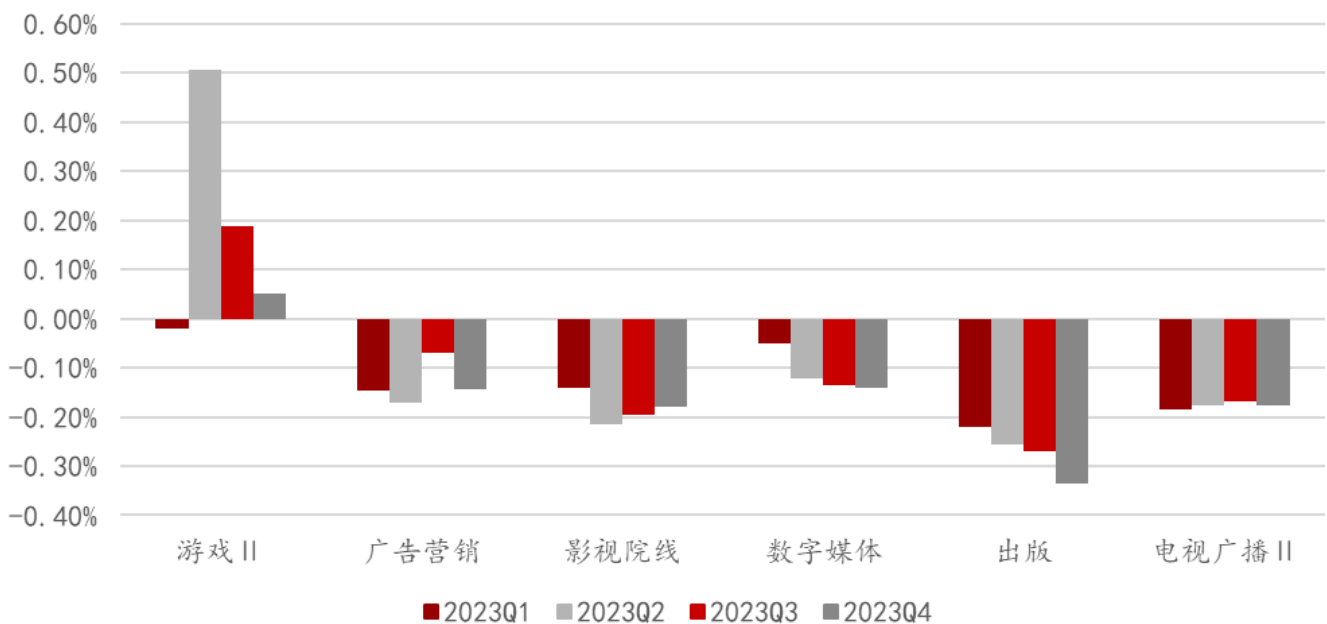
排序	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
1	芒果超媒	分众传媒	芒果超媒	三七互娱	分众传媒
2	中南传媒	光线传媒	昆仑万维	姚记科技	恺英网络
3	三人行	中国电影	遥望科技	巨人网络	三七互娱
4	华策影视	东方明珠	华策影视	恺英网络	吉比特
5	完美世界	新经典	蓝色光标	世纪华通	神州泰岳
6	凤凰传媒	贵广网络	万达电影	神州泰岳	巨人网络
7	宝通科技	中南传媒	汤姆猫	盛天网络	南方传媒
8	奥飞娱乐	浙版传媒	三人行	中文在线	中南传媒
9	华数传媒	浙文互联	光线传媒	吉比特	人民网
10	华扬联众	中信出版	凤凰传媒	完美世界	中文传媒

资料来源: iFind, 万联证券研究所

### 2.5 子板块: 以传媒行业为基准, 游戏板块持续受到青睐, 广告营销维持超配

2023年Q4 SW传媒二级子板块配置分化, 仅游戏板块维持超配。以全部A股为分母计算分析SW传媒各二级子行业的重仓超/低配情况, 得出传媒子板块2023年Q4配置有所分化, 游戏板块维持超配0.05%, 受到市场关注, 其余子板块仍为低配。

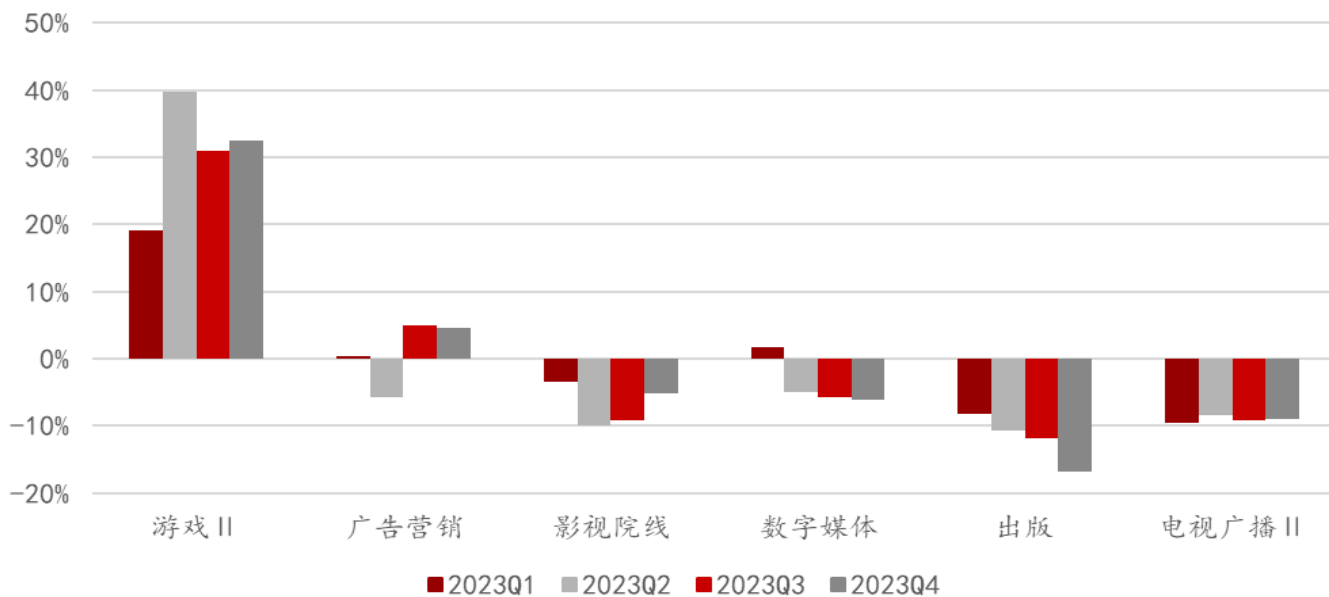
图表13: 传媒各子板块 23Q1-23Q4 基金重仓超/低配情况(以A股为分母)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

游戏板块备受青睐, 广告营销维持超配。以SW传媒行业为分母计算分析SW传媒各二级子行业的重仓超/低配情况, 游戏板块在2023年Q4超配比例微幅上涨, 广告营销板块维持超配, 而其余子板块持续低配。六个传媒子板块中, 游戏板块的超配比例最高, 为32.41%, 反映出游戏板块在Q4持续受到机构青睐, 同时广告营销板块维持超配, 微幅调整为4.57%。

图表14: 传媒各子板块 23Q1-23Q4 基金重仓超/低配情况 (以传媒行业为分母)

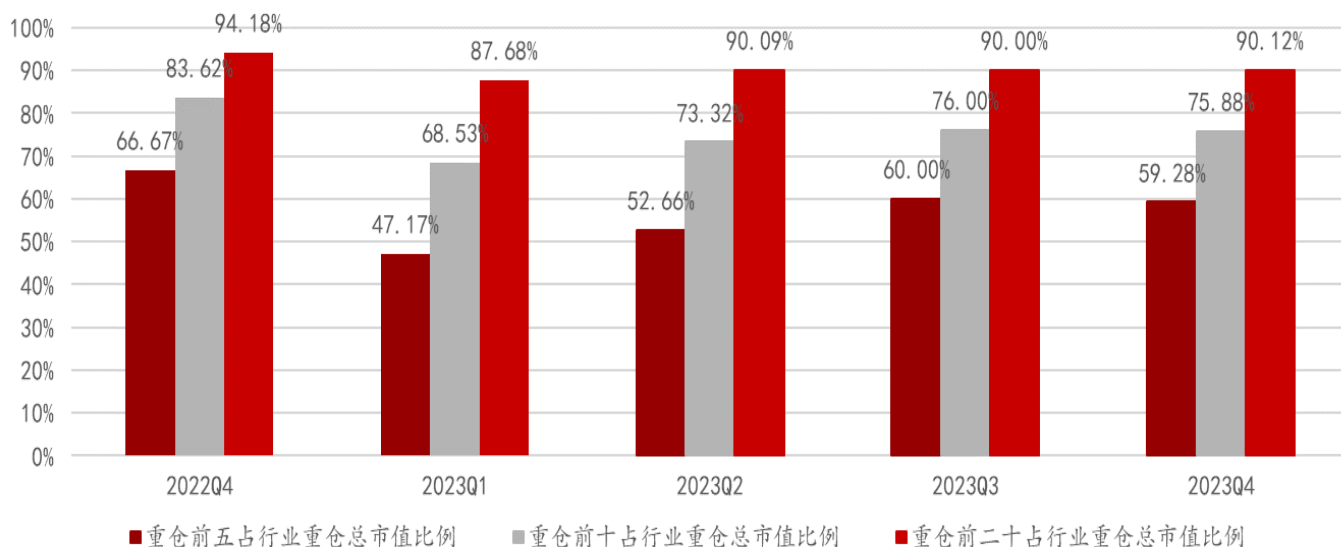


资料来源: iFind, 万联证券研究所

## 2.6 基金重仓配置集中, 抱团现象显著

SW传媒行业基金重仓集中, 抱团现象显著。从近5个季度传媒行业基金前5、前10、前20大重仓股的市值占比可以看出, SW传媒行业整体的重仓配置集中度于2023年Q4微幅调整, 机构仍旧青睐头部企业。2023年Q4 SW传媒行业基金前5、前10、前20大重仓股的市值占整体SW传媒行业基金重仓市值的比例分别为59.28%、75.88%和90.12%, 较23年Q3环比分别下降0.72pct, 0.12pct, 上涨0.12pct, 抱团现象较为显著。

图表15: 近5个季度传媒行业基金重仓前5、10、20大重仓股市值占比情况 (按持股市值排序)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

## 3 投资建议

从2023年Q4 SW传媒行业的基金重仓配置及估值水平看, 传媒行业的机构配置和估值均处于历史较低水平, 有较大的提升空间。随着消费娱乐需求的复苏, 叠加AIGC及

MR概念的火热，游戏板块的标的受到着重关注，游戏、广告营销领域头部公司是机构关注的核心。建议关注版号储备丰富、布局AIGC概念应用的游戏出品企业，梯媒领域优质标的。

#### 4 风险提示

监管政策趋严；新游延期风险；新游表现不及预期；技术发展不及预期；商誉减值风险。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦  
北京西城区平安里西大街28号中海国际中心  
深圳福田区深南大道2007号金地中心  
广州天河区珠江东路11号高德置地广场