

【广发海外】阅文集团 (00772.HK)

利好频出支撑反弹，继续关注边际变化

核心观点:

1. 手游《新斗罗大陆》5个月4亿流水，我们测算对业绩影响约10%。6月27日阅文游戏发布会上公布旗下《新斗罗大陆》5个月实现4亿流水。《新斗罗大陆》是阅文首款定制开发并自主发行的动作卡牌手游，于18年8月底首发上线，目前位居IOS畅销榜50名左右，卡牌游戏前6，处于上升态势。

阅文游戏未来将继续围绕头部IP改编游戏，通过自主定制和授权合作，成立IP联盟，联合业界，充分扩大IP价值。阅文游戏于15年开始布局和探索IP游戏产品的定制与发行，逐渐积累包括CP团队的选择、IP游戏的改编、发行方面的经验。阅文游戏与37手游、极光网络、中手游、米娅游戏等多家业界知名合作方联合成立IP联盟，旨在共同推进头部IP游戏的开发制作。

2. 免费阅读APP用户快速增长，付费阅读保持优势。免费阅读：飞读小说于5月底开始推广，用户量快速提升，月活用户接近1,500万。付费阅读：QQ阅读全景用户量超8千万，4月QQ阅读整体用户和付费用户月人均使用时长分别为505分钟和762分钟，不仅在阅读行业居首，在泛娱乐行业典型APP中也靠前，超过视频、音乐等领域的头部产品。免费阅读与付费阅读重合用户占比不到1成，与付费模式形成互补。(以上数据来自Questmobile)

3. 古装剧播出有所松动，关注新丽储备剧上线进展。新丽19H1上映2部电影+1部剧，亦有部分递延收入将为上半年贡献业绩；储备剧中《庆余年1》《狼殿下》已取得发行许可证，《精英律师》在拍摄中；2部电影将于暑期档上映。储备《麻雀2之惊蛰》《天龙八部》《斗罗大陆》《鹿鼎记》等剧。

4. IP授权改编策略调整，挖掘更多潜力作品进行改编，提升授权作品数量。跟投项目包括《黄金瞳》(已在爱奇艺播出)、《庆余年》等。

5. 近期利好频出，手游贡献增量，拟6个月内回购不超过5亿港元股份，古装剧播出松动，考虑到网文及影视监管仍偏严，维持“增持”评级。预计19~21年归母净利润分别为人民币12.37亿元、15.50亿元、18.61亿元，EPS分别为人民币1.21元、1.52元、1.82元，当前股价对应19~21年PE分别为26倍、21倍和17倍，维持合理价值为42.4港元。网文作为中国文娱产业重要源头，其价值仍未充分释放，短期内容监管增加影视业务波动，目前股价处于底部区域，边际改善推动股价反弹，后续关注《庆余年》等剧播出进展，免费模式用户增长，手游流水增长。

6. 风险提示：网文阅读时长下降；盗版影响付费意愿；广告收入增长不达预期；重点剧目延播致业绩波动；新丽业绩不达预期，导致商誉减值风险。

盈利预测:

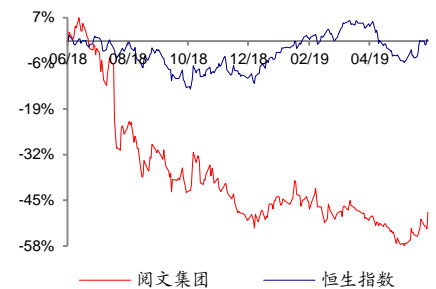
(人民币)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,095	5,038	8,839	10,748	12,611
增长率(%)	60.2%	23.0%	75.4%	21.6%	17.3%
EBITDA(百万元)	680	922	1,790	2,147	2,499
净利润(百万元)	556	911	1,237	1,550	1,861
增长率(%)	1416.0%	63.7%	35.9%	25.2%	20.1%
EPS(元/股)	0.54	0.89	1.21	1.52	1.82
市盈率(P/E)	58	35	26	21	17
市净率(P/B)	3	2	2	2	1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	36.8 港元
合理价值	42.4 港元
前次评级	增持
报告日期	2019-07-01

相对市场表现



分析师:

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004



SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外】阅文集团 2019-03-20
(00772.HK):免费阅读+广告将带来增量,阅文+新丽齐发力IP运营

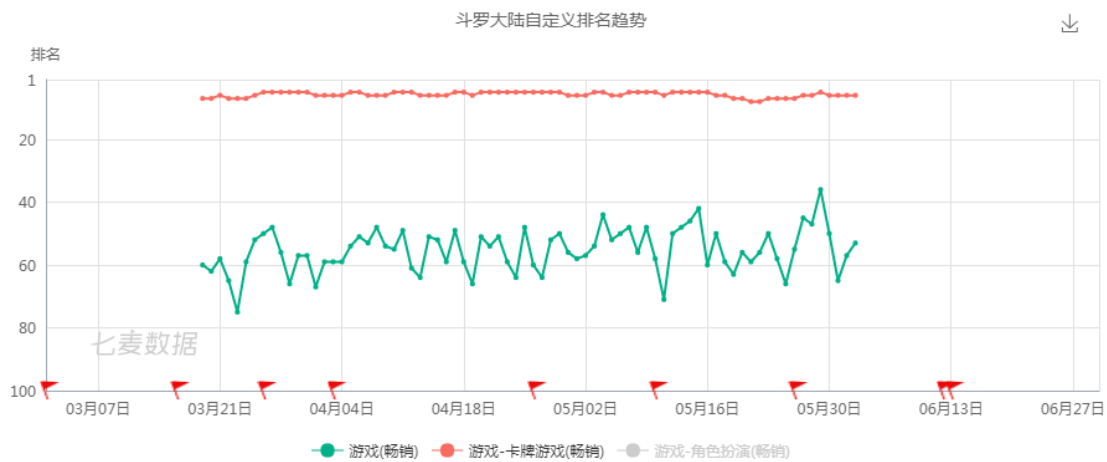
【广发海外】阅文集团 2018-10-09
(0772.HK)深度报告—网文领导平台,IP运营起航

正文:

1. 手游《新斗罗大陆》5个月4亿流水，我们测算对利润影响约10%。6月27日阅文游戏发布会上公布旗下《新斗罗大陆》5个月实现4亿流水。《新斗罗大陆》改编自唐家三少经典小说，是阅文首款定制开发并自主发行的动作卡牌手游，于18年6月底上线iOS测试，8月底首发上线，目前位居iOS畅销榜50名左右，卡牌游戏前6，处于上升态势。

阅文游戏未来将继续围绕头部IP改编游戏，通过自主定制和授权合作，成立IP联盟，联合业界，充分扩大IP价值。阅文游戏于15年开始布局 and 探索IP游戏产品的定制与发行，逐渐积累包括CP团队的选择、IP游戏的改编、发行方面的经验。

图 1: 《新斗罗大陆》位居iOS游戏畅销榜TOP60，卡牌游戏TOP6



数据来源: 七麦数据、广发证券发展研究中心

2. 免费阅读APP用户快速增长，付费阅读保持优势。免费阅读: 飞读小说于5月底开始推广，用户量快速提升，5月活用户接近1,500万。付费阅读: QQ阅读全景用户量超8千万，4月QQ阅读整体用户和付费用户月人均使用时长分别为505分钟和762分钟，不仅在阅读行业居首，在泛娱乐行业典型APP中也靠前，超过视频、音乐等领域的头部产品。

免费阅读与付费阅读重合用户占比不到1成，与付费模式形成互补，扩大行业规模。免费阅读主要针对价格敏感的非付费用户，根据Questmobile数据，典型免费小说APP七猫与掌阅、QQ阅读APP的重合用户数占七猫免费小说比例分别为9.5%、6.7%。

“免费阅读+广告”将为阅文带来增量，通过与广告联盟（百度、腾讯控股、字节跳动等）合作并分成的方式获得收入。阅文优势是拥有丰富的内容资源和独有的渠道优势，目前飞读小说包含百万册海量精品小说文学，覆盖各类题材，包含当下热门精品内容，如《武动乾坤》《斗罗大陆》等，除飞读小说APP外，还可通过手Q、QQ浏览器等渠道向用户推送免费内容。

图2: 典型移动阅读APP月活用户规模

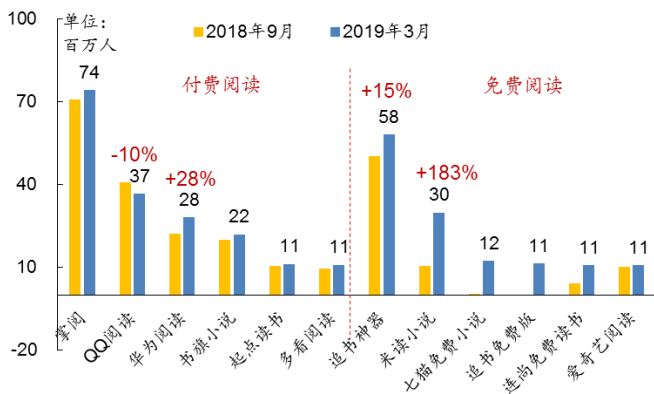
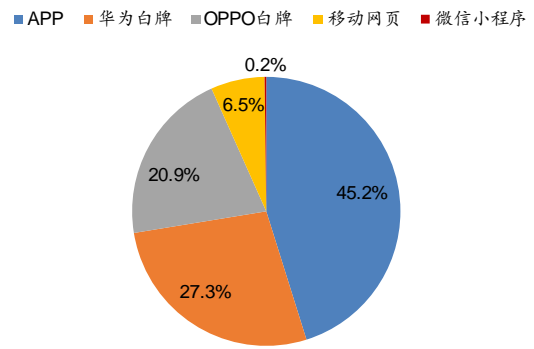


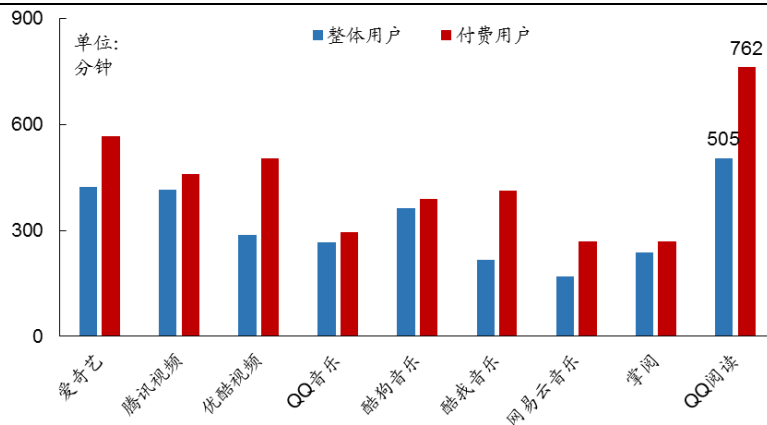
图3: 2019年3月QQ阅读全景流量用户规模分布



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

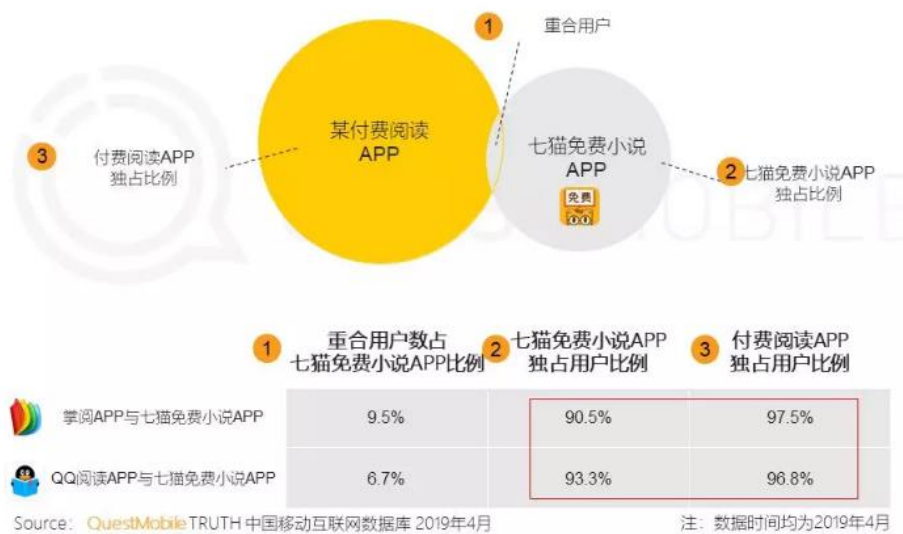
数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图 4: QQ阅读在泛娱乐行业典型APP中, 月人均使用时长最长



数据来源: Questmobile、广发证券发展研究中心 注: 2019年4月数据

图 5: 免费模式与付费模式用户重合度小



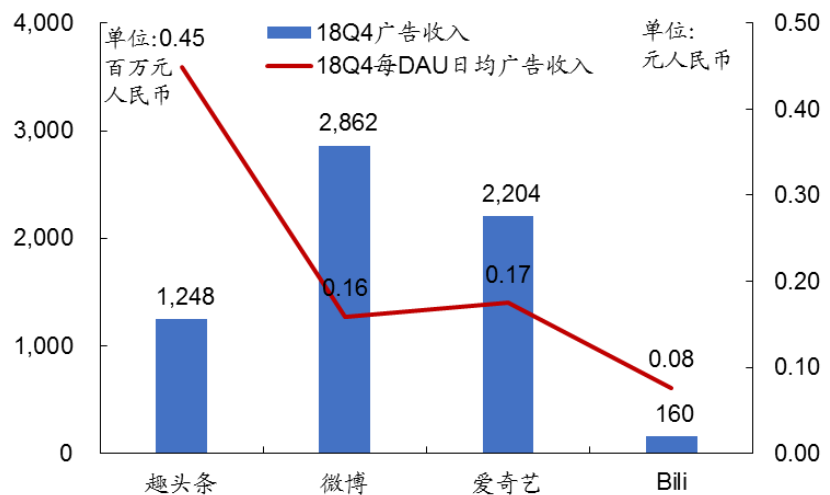
数据来源: Questmobile、广发证券发展研究中心

图 6: 飞读小说iOS图书类APP下载榜排名



数据来源: 七麦数据、广发证券发展研究中心

图 7: 代表APP广告收入及每DAU日均广告收入对比



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

3. 古装剧播出有所松动, 关注新丽储备剧上线进展。新丽19H1上映2部电影+1部剧, 亦有部分递延收入将为上半年贡献业绩; 储备剧种《庆余年1》《狼殿下》已取得发行许可证, 《精英律师》在拍摄中; 2部电影将于暑期档上映。

表 1: 新丽储备的重点影视剧项目

项目	进展情况	播出平台	主创	集数	题材
芝麻胡同	2019 年 2 月播出	北京卫视/东方卫视/爱奇艺/腾讯视频	刘家成执导, 何冰、王鸥、刘蓓领衔主演	55	
庆余年 I	已取得发行许可证, 预计 2019 年播出	腾讯视频	孙皓执导, 王倦改编, 张若昀、李沁、陈道明、吴刚、辛芷蕾、宋轶等主演	52	古代宫廷
雪中悍刀行 I	2018 年上半年开机	湖南卫视	郑晓龙导演, 主演李光洁	50	古代武打
斗罗大陆 I	2018 年 12 月开拍		导演杨振宇, 编剧王倦	40	古装玄幻
狼殿下	已取得发行许可证		孟凡执导, 王大陆、李沁等主演	58	古装狭义
天龙八部	2019 年 1 月开机		于荣光执导, 杨祐宁、白澍等主演	60	武侠
精英律师	2019 年 5 月开机		刘进执导, 靳东、蓝盈莹主演		当代都市
麻雀 2 之惊蛰	2019 年 2 月开机		张若昀、王鸥等主演		谍战
鹿鼎记			张一山、白雪等主演		
余罪 3、4		爱奇艺	导演刘进, 主演张一山、吴优、常戎	30	犯罪
恋人之街	2018 年 5 月开机			45	当代都市
血色浪漫				42	现代都市
赘婿			腾讯影业、阅文集团与新丽传媒合作		

数据来源: 新丽招股书, 新丽官方, 国家广播电影电视总局, 百度百科, 广发证券发展研究中心

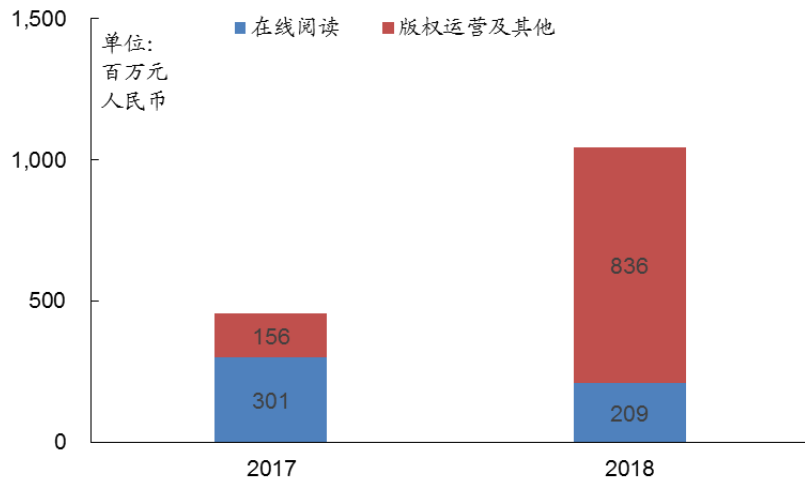
表 2: 新丽储备的电影及进展

电影项目	进展情况	票房
2018 年		
西虹市首富	2018 年 7 月 27 日上映, 参投	
李茶的姑妈	2018 年 9 月 30 日上映, 参投	
2019 年储备项目		
来电狂响	2018 年 12 月 28 日上映	6.4 亿元
一吻定情	2019 年 2 月 14 日上映	1.73 亿元
素人特工	2019 年 7 月 12 日上映	
秘密访客	郭富城/段奕宏主演	
诛仙	2019 年 8 月 8 日上映, 王大陆、张榕容等主演	
余罪	预计 2020 年上映	
搜神记		
雪中悍刀行 I	预计 2020 年上映	
将夜 I		
精忠岳飞		

数据来源: 新丽招股书, 新丽官方, 猫眼专业版, 广发证券发展研究中心

4. IP授权改编策略调整：头部IP侧重与其他公司合作，联合投资开发；挖掘更多潜力作品进行改编，提升授权作品数量。18年投资的6个项目开始贡献收入，今年预期超过8个项目会在未来2年贡献收入，部分项目陆续播出，比如《黄金瞳》（在爱奇艺播出）、《庆余年》（与新丽合作）。

图 8：阅文各业务递延收入



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 3：阅文参投/授权改编的部分重点剧目

原作品名/剧名	播出时间	播出平台	主要制作方	备注
《择天记》	2017年			联合出品
《国民老公》	2018.01	腾讯视频	企鹅影视、领誉传媒、开泰时代、阅文集团等	参投
《萌妻食神》	2018.04	腾讯视频	企鹅影视、兴格传媒	阅文授权 IP
《扶摇皇后》	2018.06	浙江卫视/腾讯视频	柠萌影业、企鹅影视	阅文独家版权
《武动乾坤》	2018.08	东方卫视、优酷	深蓝影业、优酷视频、世纪伙伴、悦凯影视、阅文集团	参投
《凰权》 (《天盛长歌》)	2018.08	湖南卫视/爱奇艺/ 芒果TV	华策、东申影业、好麦文化、中文在线、新影联文化	阅文授权 IP
《夜天子》	2018.08	腾讯视频	东仑传媒	阅文授权 IP
《斗破苍穹》	2018.09	湖南卫视/腾讯视频	阅文、腾讯、万达	参投
《将夜》	2018.10	腾讯视频	阅文集团、金色传媒、猫片、天神娱乐、企鹅影视、腾讯影业	参投
《你和我的倾城时光》	2018.11	东方卫视/浙江卫视/ 腾讯视频/爱奇艺	光彩影业、御嘉影视、杭州巨鲸、愚恒影业、阅文集团等	参投
《黄金瞳》	2019.02	爱奇艺	阅文集团、腾讯影业等	参投
《庆余年》	预计 19H1	首季完成制作	阅文集团、腾讯影业、新丽传媒、深蓝影业等	参投

数据来源：公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

5. 近期利好频出，手游贡献增量，拟6个月内回购不超过5亿港元股份，古装剧播出松动，考虑到网文及影视监管仍偏严，维持“增持”评级。预计19~21年归母净利润分别为人民币12.37亿元、15.50亿元、18.61亿元，EPS分别为人民币1.21元、1.52元、1.82元，当前股价对应19~21年PE分别为26倍、21倍和17倍，维持合理价值为42.4港元。网文作为中国文娱产业重要源头，其价值仍未充分释放，短期内内容监管增加影视业务波动，目前股价处于底部区域，边际改善推动股价反弹，后续关注《庆余年》等剧播出进展，免费模式用户增长，手游流水增长。

6. 风险提示：网文阅读时长下降；盗版影响付费意愿；广告收入增长不达预期；重点剧目延播致业绩波动；新丽业绩不达预期，导致商誉减值风险。

表 4: 阅文利润简表

(百万元人民币)	2017	2018	2019E	2020E	17H1	17H2	18H1	18H2
营业收入	4,095	5,038	8,839	10,748	1,924	2,171	2,283	2,755
营业成本	2,020	2,480	4,664	5,748	962	1,058	1,086	1,394
其他收益净额	111	339	100	100	51	60	148	191
销售费用	965	1,293	1,812	2,085	467	498	527	766
管理费用	684	726	1,078	1,268	324	387	335	392
除税前溢利	646	1,078	1,440	1,797	244	402	606	472
归属母公司净利润	556	911	1,237	1,550	212	344	506	405
Non-GAAP 归母净利润	722	900	1,252	1,555	301	421	483	417
EPS(元/股)	0.54	0.89	1.21	1.52	0.21	0.34	0.49	0.40
Non-GAAP EPS(元/股)	0.71	0.88	1.23	1.52	0.29	0.41	0.47	0.41
主要比率	2017	2018	2019E	2020E	17H1	17H2	18H1	18H2
毛利率	50.7%	50.8%	47.2%	46.5%	50.0%	51.3%	52.4%	49.4%
销售费用率	23.6%	25.7%	20.5%	19.4%	24.3%	22.9%	23.1%	27.8%
管理费用率	16.7%	14.4%	12.2%	11.8%	16.8%	17.8%	14.7%	14.2%
税前利润率	15.8%	21.4%	16.3%	16.7%	12.7%	18.5%	26.6%	17.1%
所得税率	12.9%	15.3%	13.8%	13.5%	12.4%	13.1%	16.8%	13.5%
归属母公司净利率	13.6%	18.1%	14.0%	14.4%	11.0%	15.9%	22.2%	14.7%
NonGAAP 净利率	17.6%	17.9%	14.2%	14.5%	15.6%	19.4%	21.2%	15.1%
YoY	2017	2018	2019E	2020E	17H1	17H2	18H1	18H2
营业收入	60.2%	23.0%	75.4%	21.6%	92.5%	39.4%	18.6%	26.9%
归属母公司净利润	1416.0%	63.7%	35.9%	25.2%		835.4%	138.6%	17.6%
Non-GAAP 归母净利润	746.7%	24.8%	39.1%	24.1%			60.9%	-1.0%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 5: 阅文分业务简表

营业收入(百万元人民币)	2017	2018	2019E	2020E	17H1	17H2	18H1	18H2
在线阅读	3,490	3,828	4,166	4,654	1,634	1,856	1,851	1,977
自有平台+自营渠道	3,025	3,165	3,304	3,572	1,417	1,608	1,568	1,597
第三方平台收入	465	663	862	1,082	216	249	283	380
版权运营	386	1,003	4,351	5,753	156	230	317	686
其他	219	207	322	341	135	173	115	190
合计	4,095	5,038	8,839	10,748	1,924	2,171	2,283	2,755
收入增速	2017	2018	2019E	2020E	17H1	17H2	18H1	18H2
在线阅读	76.8%	9.7%	8.8%	11.7%	125.9%	48.4%	13.3%	6.5%
自有平台+自营渠道	75.5%	4.6%	4.4%	8.1%	128.7%	45.6%	10.6%	-0.7%
第三方平台	86.0%	42.6%	30.0%	25.5%	108.8%	69.9%	30.8%	52.9%
版权运营	55.9%	160.1%	333.8%	32.2%	43.3%	65.7%	103.6%	198.4%
其他		-5.5%	55.3%	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	60.2%	23.0%	75.4%	21.6%	92.5%	39.4%	18.6%	26.9%
收入占比	2017	2018	2019E	2020E	17H1	17H2	18H1	18H2
在线阅读	85.2%	76.0%	47.1%	43.3%	84.9%	85.5%	81.1%	71.8%
自有平台+自营渠道	73.9%	62.8%	37.4%	33.2%	73.7%	74.1%	68.7%	58.0%
第三方平台	11.4%	13.2%	9.8%	10.1%	11.2%	11.5%	12.4%	13.8%
版权运营	9.4%	19.9%	49.2%	53.5%	8.1%	10.6%	13.9%	24.9%
其他	5.4%	4.1%	3.6%	3.2%	7.0%	8.0%	5.0%	6.9%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
营业成本/总收入	2017	2018	2019E	2020E	17H1	17H2	18H1	18H2
内容成本	31.3%	30.4%	20.0%	19.1%	30.4%	32.0%	32.6%	28.5%
内容制作成本	1.4%	5.4%	24.9%	27.5%				
在线阅读分销成本	5.8%	3.9%	2.1%	1.8%	6.4%	5.2%	4.6%	3.3%
无形资产摊销	2.7%	2.2%	1.3%	1.1%	3.0%	2.4%	2.5%	2.0%
确认为开支的实物存货成本	3.5%	3.2%	2.0%	1.8%	3.5%	3.6%	3.0%	3.4%
其他成本	4.6%	4.1%	2.5%	2.3%	4.7%	7.2%	4.9%	3.5%
合计	49.3%	49.2%	52.8%	53.5%	50.0%	48.7%	47.6%	50.6%
毛利率	2017	2018	2019E	2020E	17H1	17H2	18H1	18H2
合计	50.7%	50.8%	47.2%	46.5%	50.0%	51.3%	52.4%	49.4%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

	单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,434	14,278	13,678	16,419	19,375
货币资金	8,156	8,824	9,347	10,544	11,834
应收及预付	1,056	2,440	1,957	2,383	2,802
存货	222	130	606	805	956
其他流动资产	0	2,884	1,768	2,687	3,783
非流动资产	5,703	13,557	13,429	13,381	13,427
长期股权投资	609	681	817	981	1,177
固定资产	36	48	53	58	62
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	4,501	12,141	11,710	11,292	10,888
其他长期资产	557	687	849	1,051	1,301
资产总计	15,137	27,835	27,107	29,800	32,802
流动负债	1,764	6,596	4,605	5,691	6,766
短期借款	0	1,385	100	100	100
应付及预收	657	1,131	1,492	1,897	2,254
其他流动负债	1,107	4,080	3,013	3,694	4,412
非流动负债	710	2,823	2,846	2,899	2,961
长期借款	475	380	480	580	680
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	235	2,443	2,366	2,319	2,281
负债合计	2,475	9,420	7,451	8,589	9,727
股本	1	1	1	1	1
资本公积	12,453	17,355	17,355	17,355	17,355
留存收益	168	1,048	2,286	3,836	5,697
归属母公司股东权益	12,621	18,403	19,641	21,191	23,052
少数股东权益	42	12	15	20	24
负债和股东权益	15,137	27,835	27,107	29,800	32,802

	单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,095	5,038	8,839	10,748	12,611
营业成本	2,020	2,480	4,664	5,748	6,830
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	965	1,293	1,812	2,085	2,333
管理费用	684	726	1,078	1,268	1,425
财务费用	(69)	(52)	15	19	26
资产减值损失	26	(37)	0	0	0
公允价值变动收益	111	339	100	100	101
投资净收益	66	111	70	70	71
营业利润	615	1,115	1,485	1,856	2,224
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	646	1,078	1,440	1,797	2,168
所得税	83	165	199	243	304
净利润	563	912	1,241	1,555	1,865
少数股东损益	7	2	4	5	4
归属母公司净利润	556	911	1,237	1,550	1,861
EBITDA	680	776	2,022	2,780	3,542
EPS (元)	0.54	0.89	1.21	1.52	1.82

	单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	886	918	2,016	1,476	1,637
净利润	556	911	1,237	1,550	1,861
折旧摊销	176	146	405	390	376
营运资金变动	308	(21)	419	(458)	(591)
其它	(154)	(118)	(45)	(6)	(9)
投资活动现金流	(433)	(177)	(262)	(326)	(403)
资本支出	(133)	(183)	22	22	24
投资变动	(300)	6	(284)	(348)	(427)
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	6,725	(180)	(1,230)	46	56
银行借款	(345)	(7,335)	(1,185)	100	100
股权融资	6,931	4,902	0	0	0
其他	140	2,254	(45)	(54)	(44)
现金净增加额	7,178	562	524	1,197	1,290
期初现金余额	405	8,156	8,824	9,347	10,544
期末现金余额	8,156	8,824	9,347	10,544	11,834

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	60%	23%	75%	22%	17%
营业利润增长	1549%	81%	33%	25%	20%
归母净利润增长	1416%	64%	36%	25%	20%
获利能力					
毛利率	51%	51%	47%	47%	46%
净利率	14%	18%	14%	14%	15%
ROE	4%	5%	6%	7%	8%
ROIC	4%	5%	7%	8%	8%
偿债能力(%)					
资产负债率	16.3%	33.8%	27.5%	28.8%	29.7%
净负债比率	3.1%	6.3%	2.1%	2.3%	2.4%
流动比率	5.3	2.2	3.0	2.9	2.9
速动比率	5.2	2.1	2.8	2.7	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	6.3	3.9	5.1	5.9	5.8
存货周转率	2.0	3.0	1.0	2.0	3.0
每股指标(元)					
每股收益	0.54	0.89	1.21	1.52	1.82
每股经营现金流	0.87	0.90	1.97	1.44	1.60
每股净资产	12.35	18.00	19.21	20.73	22.55
估值比率					
P/E	57.8	35.3	26.0	20.8	17.3
P/B	2.5	1.7	1.6	1.5	1.4

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：广发证券海外宏观首席分析师。南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港(地区)汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国(港股)可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘娇：海外消费品高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略组研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进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	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@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。

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。