天风证券 TF SECURITIES

# 猫眼娱乐（01896）

证券研究报告
2019 年 08 月 18 日

## 票补大幅下降，平台盈利期已至

猫眼娱乐同比扭亏为盈，净利润表现基本符合我们预期。19H1 实现营业收入 19.85 亿元，同比增长 4.7%；归母净利润 2.62 亿元，去年同期亏损 2.30 亿元；经调整净利润 3.80 亿元，去年同期亏损 0.21 亿元，中报业务亮点：

- **在线娱乐票务业务受影市表现不佳影响同比小幅下滑，但票补大幅减少的情况下，猫眼电影出票市占率同比有所提升。**19H1 在线娱乐票务业务收入 10.83 亿元，同比下滑 5.7%。其中，电影票务业务方面，19H1 全国票房 311.6 亿元，同比下滑 2.7%，观影人次 8.08 亿人，同比下滑 10.3%，受影市表现不佳影响，猫眼电影票务业务收入同比有所下滑，但 19H1 猫眼平台出票 4.04 亿张，占全市场出票张数比例同比提升 0.9pct 至 50.0%，且以交易额计算的市占率相比去年同期 60.9%亦有所提升；此外，现场娱乐票务业务方面，19H1 猫眼现场娱乐票务总交易额 5.5 亿元，同比增长 40.5%。

- **19H1 猫眼主控发行影片实现票房 41 亿元，内容投资持续加码。**猫眼 19H1 娱乐内容服务业务收入 6.66 亿元，同比增长 18.7%。19H1 猫眼主控发行影片包括元旦档票房冠军《来电狂响》、动画电影《白蛇·缘起》、春节档季军《飞驰人生》、清明档冠军《反贪风暴 4》及票房黑马《老师·好》；联合发行影片包括《熊出没·原始时代》、《最好的我们》等。此外，猫眼上半年内容投资成本 1.34 亿元，同比增长 136.6%，投资电影包括春节档冠军《流浪地球》等，电视剧《长安十二时辰》、《老中医》和《逆流而上的你》等。

- **广告主数量提升推动广告服务及其他收入同比大幅增长。**19H1 猫眼实现广告服务及其他收入 1.56 亿元，同比增长 78.1%。猫眼得益于六大流量入口及活跃度较高的小程序矩阵，已成为国内最头部的文娱媒体之一，猫眼媒体内容点击量在抖音、微博等主流平台名列前茅，全网粉丝量约 2 亿人，同时猫眼还与 9500 多家影院深入合作，并在 42 个城市、130 多个核心商圈、460 多所高校拥有超过 100 万曝光点位，19H1 猫眼为通用汽车、百胜集团、京东等多家知名企业提供整合营销服务。

**收入结构变化致毛利率同比下滑 2.8pct，票补减少及管理费用控制较好使净利率同比大幅改善。**猫眼 19H1 毛利率为 59.8%，同比下滑 2.8pct，主要由于：1）19H1 低毛利率的娱乐内容业务收入占比由 29.6%提升至 33.5%；2）随着业务规模扩大，互联网基础设施成本同比增长 11.9%。费用方面，19H1 公司销售及营销费用（主要为票补）6.11 亿元，同比下滑 46.7%，费用率为 30.8%，同比下降 29.7pct；管理费用 1.85 亿元，费用率 9.3%，同比下降 1.5pct。费用率大幅下降推动猫眼 19H1 净利率同比提升 25.2pct 至 13.0%，实现扭亏为盈。

**投资建议：**受内外部因素影响，上半年影市表现不佳，猫眼在成长类业务支撑下 19H1 收入逆势取得正增长，同时票补减少促使利润率大幅改善，平台实现扭亏为盈符合我们前期预期。但由于娱乐电商业务收入增长不及预期以及所得税率超预期，我们将猫眼娱乐 2019-2020 年收入预测由 44.20 亿元/51.29 亿元调整至 41.09 亿元/45.28 亿元，净利润由 5.64 亿元/8.97 亿元调整至 4.17 亿元/6.26 亿元，经调整净利润由 7.39 亿元/10.85 亿元调整至 6.92 亿元/9.15 亿元，当前市值对应 2019/2020 年经调整净利润 P/E 16.7x/12.7x，维持“买入”评级及目标价 18.55 港币/股，对应 2020 年经调整净利润 P/E 为 20x。

**风险提示：**电影市场票房增速不达预期，票补减少不及预期，项目进展不及预期。

### 投资评级

| | |
|---|---|
| 行业 | 消费者服务业/媒体及娱乐 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 11.46 港元 |
| 目标价格 | 18.55 港元 |

### 基本数据

| | |
|---|---|
| 港股总股本(百万股) | 1,126.27 |
| 港股总市值(百万港元) | 12,907.00 |
| 每股净资产(港元) | 29.18 |
| 资产负债率(%) | 38.09 |
| 一年内最高/最低(港元) | 18.32/9.88 |

### 作者

**文浩** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com
**张爽** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com
**蓝仝** 联系人
lantong@tfzq.com

### 股价走势

资料来源：贝格数据

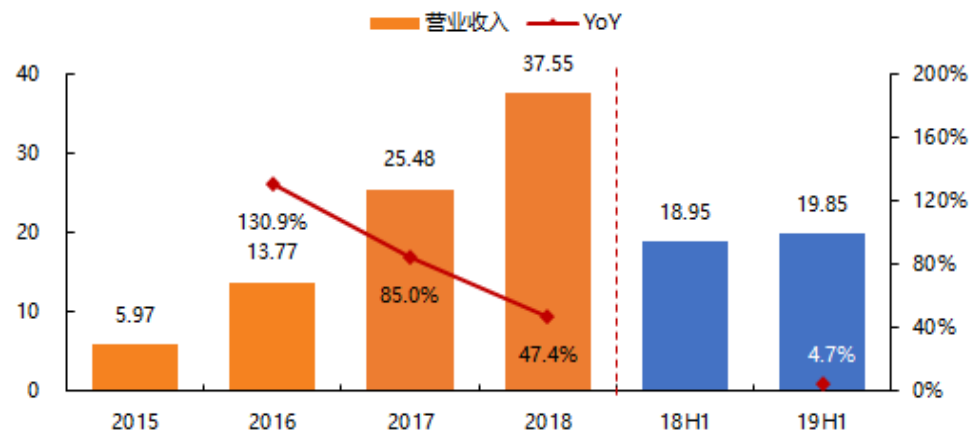
### 相关报告

1 《猫眼娱乐-公司深度研究:数据赋能娱乐，纵深打开空间》 2019-06-20

## 1. 财报解读

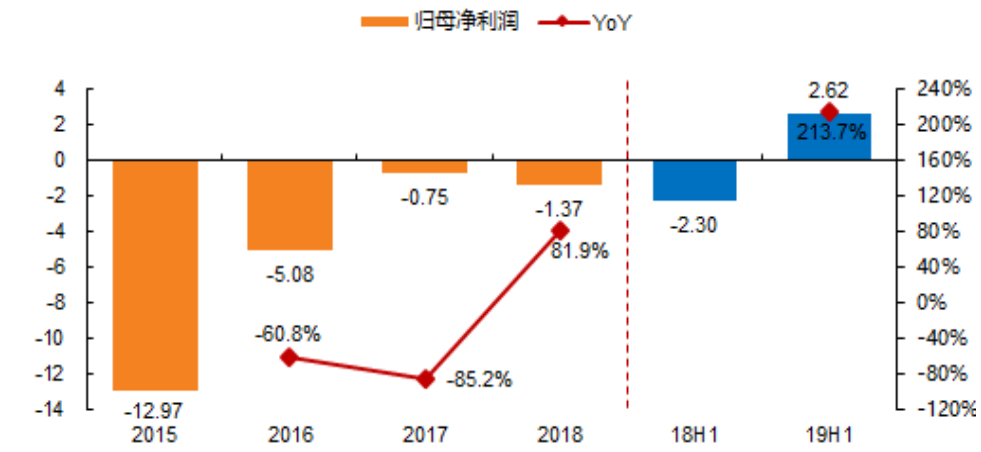
**猫眼娱乐同比扭亏为盈，净利润表现基本符合我们预期。**猫眼娱乐 2019 年上半年实现营收 19.85 亿元，同比增长 4.7%；归母净利润 2.62 亿元，去年同期亏损 2.30 亿元；经调整净利润 3.80 亿元，去年同期亏损 0.21 亿元。

**图 1：猫眼娱乐 2015-2018 年、18H1 和 19H1 营业收入及同比增速（亿元）**



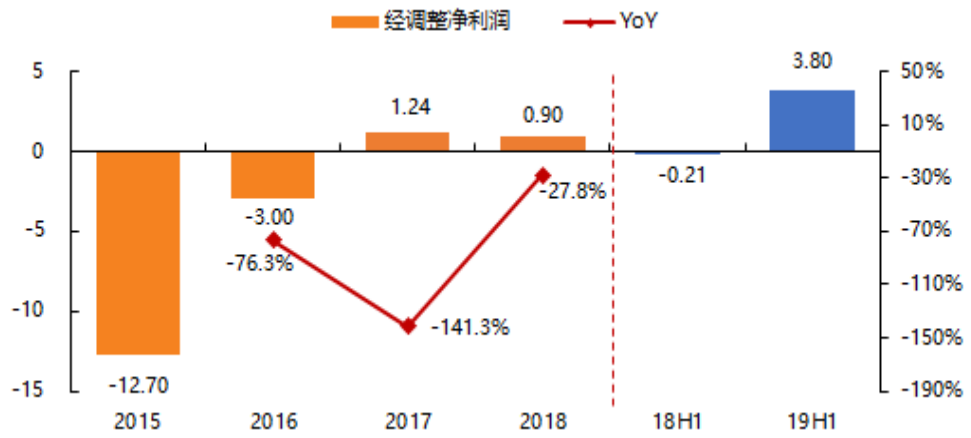

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**图 2：猫眼娱乐 2015-2018 年、18H1 和 19H1 归母净利润及同比增速（亿元）**




资料来源：公司公告，天风证券研究所

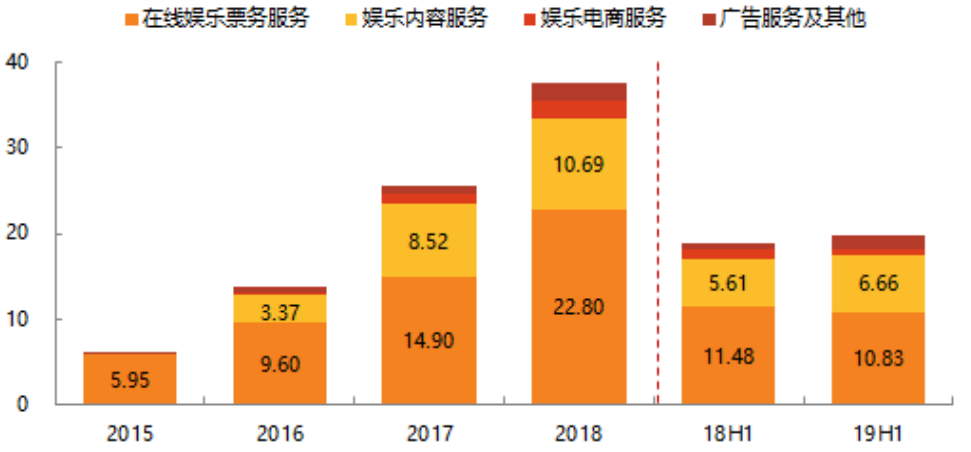
图 3：猫眼娱乐 2015-2018 年、18H1 和 19H1 经调整净利润及增速（亿元）




资料来源：公司公告，天风证券研究所

**分业务看，**19H1 在线娱乐票务业务收入 10.83 亿元，同比下降 5.7%，占总收入比为 54.6%；娱乐内容服务业务收入 6.66 亿元，同比增长 18.7%，占总收入比为 33.5%；娱乐电商业务收入 0.80 亿元，同比下降 19.2%，占总收入比为 4.0%；广告服务及其他收入 1.56 亿元，同比增长 78.1%，占总收入比为 7.9%。

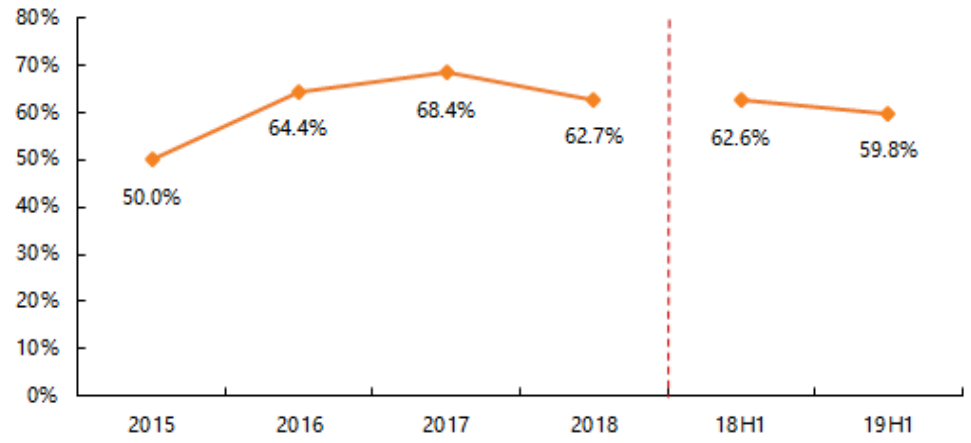
图 4：猫眼娱乐 2015-2018 年、18H1 和 19H1 收入分业务拆分（亿元）




资料来源：公司公告，天风证券研究所

**毛利率方面**，19H1 毛利率 59.8%，同比下滑 2.8pct；公司毛利率相比去年有所下滑主要是因为：1）19H1 低毛利率的娱乐内容业务收入占比由 29.6%提升至 33.5%；2）随着业务规模扩大，互联网基础设施成本同比增长 11.9%。

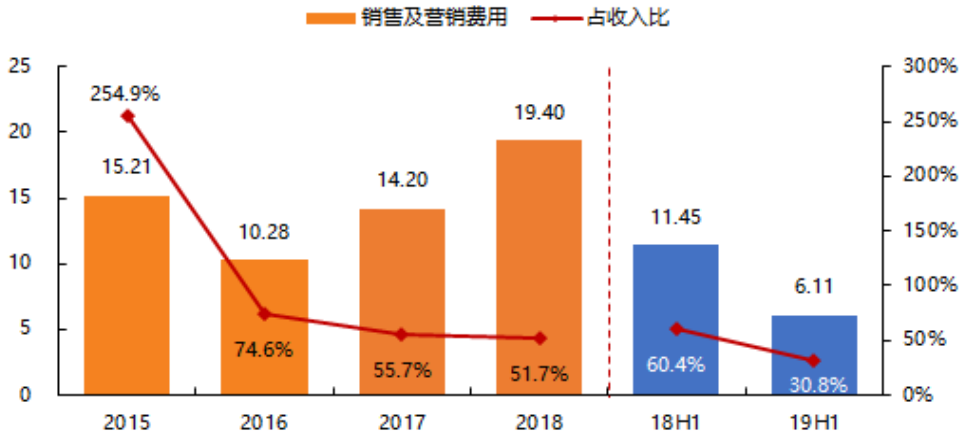
图 5：猫眼娱乐 2015-2018 年、18H1 和 19H1 毛利率情况




资料来源：公司公告，天风证券研究所

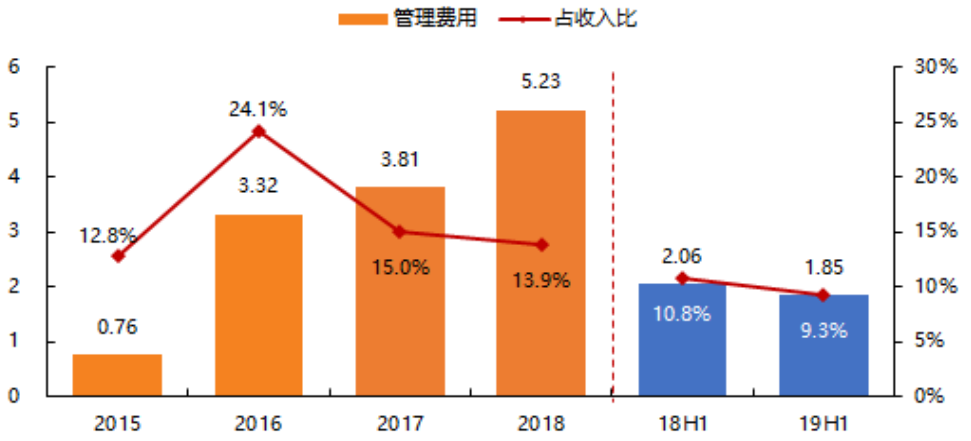
**费用方面**，19H1 公司销售及营销费用 6.11 亿元，同比下滑 46.7%，费用率为 30.8%，同比下降 29.6pct；管理费用 1.85 亿元，费用率下降 1.5pct 至 9.3%。

图 6：猫眼娱乐 2015-2018 年、18H1 和 19H1 销售及营销开支情况及费用率（亿元）




资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：猫眼娱乐 2015-2018 年、18H1 和 19H1 管理费用情况及费用率（亿元）



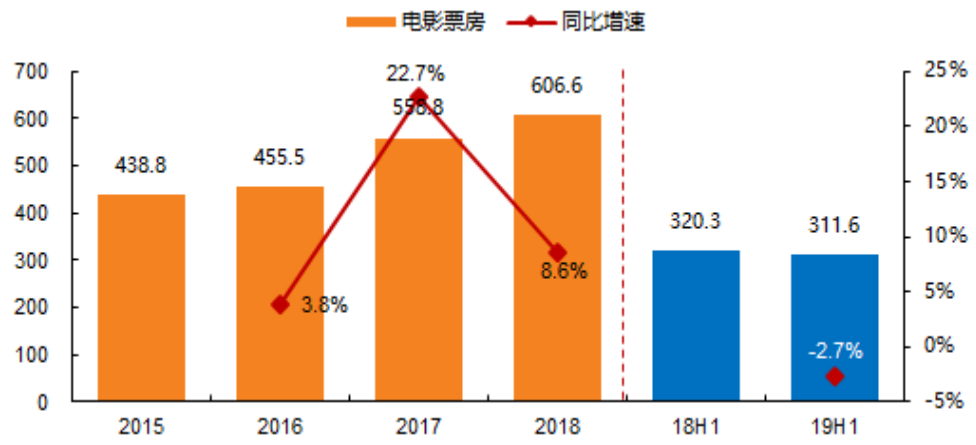

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 2019 年上半年业务回顾及发展计划

### 2.1. 在线娱乐票务服务

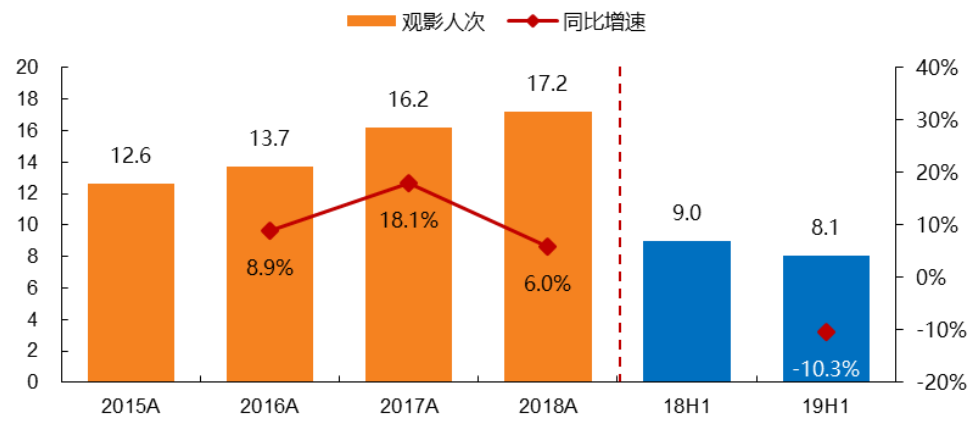
猫眼娱乐 19H1 在线娱乐票务业务收入 10.83 亿元，同比下降 5.7%，占总收入比为 54.6%。其中，电影票务业务方面，19H1 全国票房 311.6 亿元，同比下滑 2.7%，其中服务费 24.0 亿元，同比增长 16.2%，观影人次 8.1 亿人，同比下滑 10.3%。根据公司公告，按 2019 年上半年电影票务总交易额统计，其市场占有率超过 60%，且比去年同期仍有提升。根据猫眼专业版 APP 出票量统计，2019 年上半年猫眼出票张数占总出票张数比为 50.0%，同比提升 0.9pct。此外，现场娱乐票务业务获得了高速成长，其总交易额达 5.5 亿元，同比增长 40.5%。

图 8：2015-2018 年、18H1 和 19H1 电影票房及同比增速（亿元）



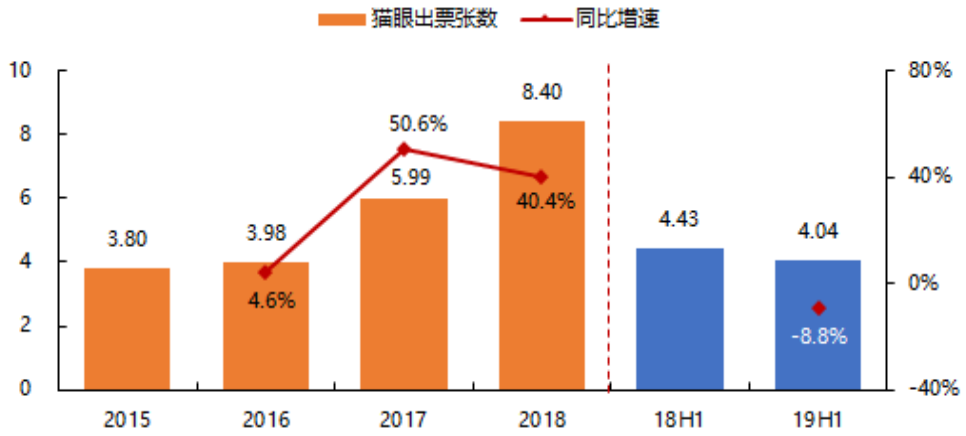

资料来源：艺恩电影智库，天风证券研究所

图 9：2015-2018 年、18H1 和 19H1 观影人次及同比增速（亿人）



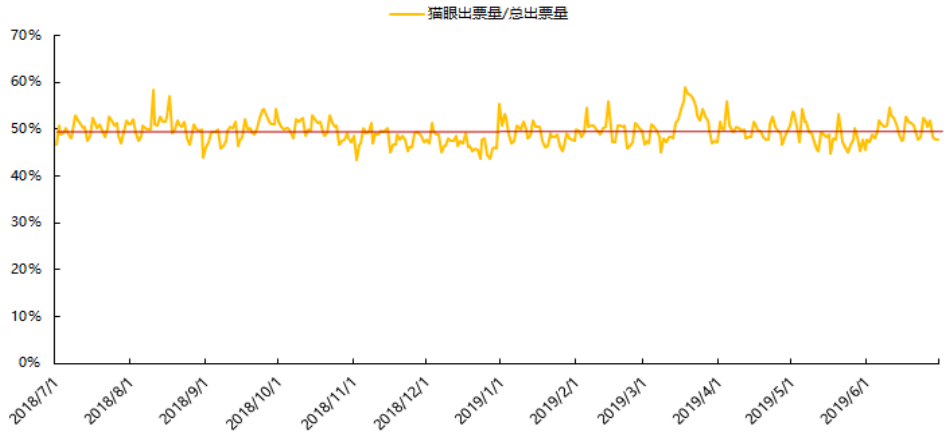

资料来源：艺恩电影智库，天风证券研究所

图 10：2015-2018 年、18H1 和 19H1 猫眼出票张数及同比增速（亿张）




资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所

**图 11：18H2-19H1 猫眼电影票出票量占总出票份额**




资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所

## 2.2. 娱乐内容服务

猫眼娱乐 19H1 娱乐内容服务业务收入 6.66 亿元，同比增长 18.7%，占总收入比为 33.5%。

**电影方面**，2019 年上半年猫眼主发行的《来电狂响》为元旦档票房冠军，《白蛇•缘起》为 2019 年上半年猫眼评分影史第一的国产动画电影，《飞驰人生》为春节档票房季军，《反贪风暴 4》为清明档票房冠军。除此之外，联合发行的《熊出没•原始时代》为春节档动画电影冠军，《最好的我们》为端午档票房冠军。由公司参与投资的《流浪地球》为 2019 上半年票房冠军。

**图 12：2019 年上半年猫眼主发行影片**

| 序号 | 影片 | 上映日期 | 票房（亿） | 参与方式 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 飞驰人生 | 2019-02-05 | 17.16 | 发行/出品 |
| 2 | 反贪风暴4 | 2019-04-04 | 7.95 | 发行/出品 |
| 3 | 来电狂响 | 2018-12-28 | 6.40 | 发行/出品 |
| 4 | 白蛇：缘起 | 2019-01-11 | 4.50 | 发行/联合出品 |
| 5 | 老师·好 | 2019-03-22 | 3.53 | 发行/出品 |
| 6 | 一吻定情 | 2019-02-14 | 1.73 | 发行/出品 |

资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所

**图 13：2019 年上半年猫眼参与影片**

| 序号 | 影片 | 上映日期 | 票房（亿） | 参与方式 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 流浪地球 | 2019-02-05 | 46.54 | 联合出品 |
| 2 | 大黄蜂 | 2019-01-04 | 11.47 | 其他 |
| 3 | 熊出没：原始时代 | 2019-02-05 | 7.14 | 出品/联合发行 |
| 4 | 新喜剧之王 | 2019-02-15 | 6.24 | 出品 |
| 5 | 最好的我们 | 2019-06-06 | 4.11 | 联合出品/联合发行 |
| 6 | “大”人物 | 2019-01-10 | 3.79 | 联合出品 |
| 7 | 廉政风云 | 2019-02-05 | 1.14 | 联合出品/联合发行 |
| 8 | 风中有朵雨做的云 | 2019-04-04 | 0.65 | 联合出品 |
| 9 | 妈阁是座城 | 2019-06-14 | 0.50 | 联合发行 |
| 10 | 无所不能 | 2019-06-05 | 0.35 | 其他 |
| 11 | 秦明·生死语者 | 2019-06-14 | 0.30 | 出品 |
| 12 | 狗眼看人心 | 2019-04-20 | 0.18 | 联合发行 |

资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所

**电视剧、网络剧方面**，公司联合出品的《长安十二时辰》是 2019 上半年热度最高的网络剧集之一，同时还参与了《老中医》、《逆流而上的你》等优秀的电视剧作品。

**图 14：2019 年上半年猫眼参与剧集**

| 序号 | 剧集 | 播出日期 | 参与方式 | 播放平台 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 启航 | 2019-01-09 | 联合出品 | CCTV1/优酷/爱奇艺/搜狐/腾讯 |
| 2 | 逆流而上的你 | 2019-02-12 | 出品 | 湖南卫视/优酷/爱奇艺/腾讯/乐视 |
| 3 | 老中医 | 2019-02-21 | 联合出品 | CCTV1/优酷/爱奇艺/腾讯 |
| 4 | 长安十二时辰 | 2019-06-27 | 联合出品 | 优酷 |

资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所

展望 2019 年下半年，公司参与影片包括已上映的《银河补习班》、《使徒行者 2》以及《扫毒 2：天地对决》等，将上映姚晨、袁弘主演的《送我上青云》，雷佳音、汤唯主演的《吹哨人》以及成龙主演的《龙牌之谜》等多部优质影片。

**图 15：2019 年下半年猫眼参与影片**

| 序号 | 影片 | 上映时间 | 出品公司 | 导演 | 主演 | 参与方式 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 银河补习班 | 2019-07-18 | 天津橙子映像，猫眼微影，光线影业，登峰国际 | 邓超，俞白眉 | 邓超，白宇，任素汐 | 出品/发行 |
| 2 | 使徒行者2 | 2019-08-07 | 嘉映春天，邵氏兄弟，耳东影业，猫眼微影，阿里巴巴影业（北京），嘉映文化，华夏电影，优酷电影，新疆烈火文化，天下一电影，大名娱乐，影聚天际 | 文伟鸿 | 张家辉，古天乐，吴镇宇 | 出品/发行 |
| 3 | 送我上青云 | 2019-08-16 | 坏兔子影业，华夏电影，安乐电影，万诱引力甲，完美威秀，猫眼微影，北京无限自在，天津突燃影业，北京听海拾贝，和和（上海）影业，迈特文化，北京不那么空文化 | 滕丛丛 | 姚晨，袁弘 | 出品/联合发行 |
| 12 | 合法伴侣 | 2019年8月 | 上海尚世，上海三次元，英皇影业，猫眼微影，英国泽风 | 黄雷 | 李治廷，张榕容，白客 | 出品/发行 |
| 4 | 吹哨人 | 2019-09-12 | 佳文映画，安乐电影，完美威秀娱乐（香港），腾讯影业，天津十间影视传媒有限公司，猫眼微影，中英电影文化基金有限公司，北京和禾和文化传媒有限责任公司，火麦影视，洲际金玛文化，华文映像（北京） | 薛晓路 | 雷佳音，汤唯，齐溪 | 出品 |
| 5 | 大约在冬季 | 2019年 | 恐龙影业，横店影业，猫眼影业，文投控股，雪漫舍影业，腾讯影业 | 王维明 | 马思纯，霍建华，魏大勋 | 出品 |
| 6 | 第十一回 | 2019年 | 嘉博文化，猫眼微影，中国电影，腾讯影业，霍尔果斯业余时间，嘉博文化，东申（上海）影业，淘票票，随远迁乔，中投银发，中外名人鼎恒影业，汉裕国际，宁洋影业（广州） | 陈建斌 | 陈建斌，周迅，大鹏 | 出品 |
| 7 | 怪物先生 | 2019年 | 上海柠萌影视传媒有限公司，哥伦比亚电影制作（亚洲）有限公司，猫眼微影 | 黄智亨 | 余文乐，春夏，惠英红 | 出品 |
| 8 | 俑之城 | 2019年 | 华强方特（深圳），猫眼微影，腾讯影业，方特影业，横店影业，大地电影，北京金逸嘉逸 | 丁亮，林永长 | 谭笑，周子瑜 | |
| 10 | 闻烟 | 2019年 | 剧角映画，剧魔影业，寰亚电影 | 泷田洋二郎 | 韩庚，张国立，许晴 | 出品 |
| 11 | 京剧猫：霸王折 | 2019年 | 北京璀璨星空文化，猫眼微影 | 许刚 | 杨鸥，李正翔 | 出品 |
| 13 | 风林火山 | 2019年（香港上映） | 嘉映影业，邵氏影业，银都机构，猫眼微影 | 麦浚龙 | 梁家辉，金城武，刘青云 | 出品/联合发行 |
| 14 | 爵迹2 | 2019年 | 乐视影业，最世文化，原力影业，和力辰光，无锡爱美神，腾讯影业，乾坤星宇（福建），猫眼微影，浙江博地影视，麦颂影视 | 郭敬明 | 范冰冰，吴亦凡，陈学冬 | 出品 |
| 15 | 扫毒2天地对决 | 2019-07-05 | 银都机构，晟格传媒，寰宇娱乐，广州英明文化 | 邱礼涛 | 刘德华，古天乐，苗侨伟 | 联合出品/联合发行 |
| 16 | 灰猴 | 2019-07-23 | 北京星普文化，华谊兄弟，佛山工匠影业，浙江艺霏传媒 | 张璞 | 王大治，高峰，王靖云 | 联合出品 |
| 17 | 鼠胆英雄 | 2019-08-02 | 大德影业，索宝（北京）国际影业，夸克传媒，文投控股，文韵华夏 | 束焕，邵丹 | 岳云鹏，佟丽娅，田雨 | 发行 |
| 18 | 龙牌之谜 | 2019-08-16 | 中国电影，耀莱影视，财纳国际影视，费季索夫美梦有限公司，CTB电影，马林斯娱乐，俄罗斯电影集团 | 伊哥·斯坦普陈科 | 成龙，阿诺德·施瓦辛格 | 联合发行 |
| 19 | 赛尔号大电影7：疯狂机器城 | 2019-08-20 | 淘米动画，众合千澄影业，江苏省广播电视集团 | 王章俊 | 胡谦，李晔，罗玉婷 | 联合出品 |
| 20 | 保持沉默 | 2019-08-23 | 中央新闻电影记录厂，迅光年文化，光线影业，中汇影视 | 周可 | 周迅，吴镇宇，祖峰 | 联合出品 |
| 21 | 早安公主 | 2019-09-06 | 耳东影业，墨客行影业，天江建信（北京）影视，上海正夫影视，冠宇影业 | 吕柯憬 | 田雨，朱颜曼滋 | 发行 |
| 22 | 罗小黑战记 | 2019-09-12 | 北京基因映画，北京寒木春华动画，北京卓然影业 | MTJJ木头 | 山新，郝翔海 | 联合出品 |
| 23 | 小Q | 2019-09-20 | 星皓影业 | 罗永昌 | 任达华，梁咏琪，罗仲谦 | 联合发行 |
| 24 | 一级指控 | 2019年 | 深圳鲲鹏影视，北京无限自在，春秋博纳，新锐传媒，火尚文化 | 黄国辉 | 方中信，廖启智，谭耀文 | 联合出品/发行 |

资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所

此外，2019 年下半年公司还将推出多部由知名演员主演的剧集。郭晓冬、吴谨言主演的《你是我的答案》将于 9 月在湖南卫视播出，此外还有陈宝国、秦海璐、斯琴高娃等主演剧集上映。

图 16：2019 年下半年猫眼参与剧集

| 序号 | 影片 | 预计上映时间 | 导演 | 主演 | 播出平台 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 你是我的答案 | 2019-09-09 | 韩青 | 郭晓冬、吴谨言 | 湖南卫视 |
| 2 | 老酒馆 | 2019年 | 刘江 | 陈宝国、秦海璐 | - |
| 3 | 父亲的草原母亲的河 | 2019年 | 康洪雷 | 斯琴高娃、阿云嘎 | - |
| 4 | 战警 | 2019年 | 李轩 | - | - |

资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所

## 2.3. 娱乐内容服务

猫眼 19H1 广告服务及其他收入 1.56 亿元，同比增长 78.1%，占总收入比为 7.9%；娱乐电商业务收入 0.80 亿元，同比下降 19.2%，占总收入比为 4.0%。

2019 年上半年，广告服务及其他收入取得了大幅提高，比去年同期增长 78.1%，主要是由于广告商数量增加。这得益于营销平台和资金服务平台的持续建设，培育了更加丰富的娱乐整合营销玩法，拥有覆盖社交、电商、生活消费所有场景的 6 大流量入口（微信、QQ、美团、大众点评、猫眼、格瓦拉），以及活跃度较高的小程序，公司成为国内头部文娱媒体之一，媒体内容的点击量在抖音、微博等主流平台名列前茅，全网粉丝量 2 亿左右；公司还与 9500 多家影院深入合作，并在 42 个城市、130 多个核心商圈、460 多所高校拥有 100 万+曝光点位。

娱乐电商服务收入下降主要是由于 2019 年上半年总票房以及观影人次较 2018 年上半年有所减少，食品和饮料销售下滑导致。

# 3. 投资建议

受内外部因素影响，上半年影市表现不佳，猫眼在成长类业务支撑下 19H1 收入逆势取得正增长，同时票补减少促使利润率大幅改善，平台实现扭亏为盈符合我们前期预期。但由于娱乐电商业务收入增长不及预期以及所得税率超预期，我们将猫眼娱乐 2019-2020 年收入预测由 44.20 亿元/51.29 亿元调整至 41.09 亿元/45.28 亿元，净利润由 5.64 亿元/8.97 亿元调整至 4.17 亿元/6.26 亿元，经调整净利润由 7.39 亿元/10.85 亿元调整至 6.92 亿元/9.15 亿元，当前市值对应 2019/2020 年经调整净利润 P/E 16.7x/12.7x，维持“买入”评级及目标价 18.55 港币/股，对应 2020 年经调整净利润 P/E 为 20x。

图 17：可比公司估值表

| | 代码 | 公司名称 | 币种 | 总市值（亿） | PE | | | | 净利润 CAGR | 19PEG |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | |
| | 1896.HK | 猫眼娱乐 | 港币 | 129 | 56.8 | 16.7 | 12.7 | 10.7 | 25.3% | 0.7 |
| A股 | 002739.SZ | 万达电影 | 人民币 | 311 | 24.0 | 17.4 | 15.3 | 13.6 | 13.0% | 1.3 |
| | 603103.SH | 横店影视 | 人民币 | 88 | 27.4 | 25.2 | 22.4 | 19.0 | 15.2% | 1.7 |
| | 002905.SZ | 金逸影视 | 人民币 | 36 | 23.1 | 20.6 | 16.1 | 13.8 | 22.4% | 0.9 |
| | 600977.SH | 中国电影 | 人民币 | 251 | 16.8 | 17.5 | 16.0 | 14.4 | 10.3% | 1.7 |
| | 601595.SH | 上海电影 | 人民币 | 62 | 26.3 | 22.1 | 19.1 | 16.2 | n.a | n.a |
| | 300251.SZ | 光线传媒 | 人民币 | 241 | 17.6 | 29.3 | 24.6 | 21.6 | 16.5% | 1.8 |
| | 300027.SZ | 华谊兄弟 | 人民币 | 115 | n.a | 20.1 | 16.1 | 16.3 | 11.2% | 1.8 |
| | 平均值 | | | | 22.5 | 21.7 | 18.5 | 16.4 | | 1.5 |
| 港股 | 1970.HK | IMAX CHINA | 港币 | 57 | 16.3 | 14.7 | 13.4 | 11.9 | 11.0% | 1.3 |
| | 1060.HK | 阿里影业 | 港币 | 349 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a |
| | 平均值 | | | | 16.3 | 14.7 | 13.4 | 11.9 | | 1.3 |

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

**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，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 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，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 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 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|---|---|---|---|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |