

【广发传媒&海外】爱奇艺 (IQ)

行业监管趋稳下头部内容将进入下一轮投资周期，中期公司会员业务或将量价齐升

| 公司评级 | 买入 |
|------|--------------|
| 当前价格 | 19.52 美元/ADS |
| 合理价值 | 22.49 美元/ADS |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2019-11-10 |

核心观点:

公司发布 19Q3 季报: 公司 19Q3 收入同增 7% 达到 74.0 亿元，归母净利润亏损同比扩大至 -36.9 亿元，上个季度 19Q2 的亏损额约为 -23.3 亿元，净利率同比扩大至 -49.9% (上一季度 19Q2 约为 -33%)。公司订阅会员环比增长 556 万至 1.06 亿人，其中 99.2% 为付费会员。

1) 19Q4 指引增速约为 -2%~4%，会员收入占比达到 50%

19Q4 指引收入增速达到 -2%~4% 至 68.6~72.8 亿元，我们认为随着监管周期回暖趋于平稳，公司储备的较多古装大剧以及综艺内容有望迎来释放期，19Q4 起公司业绩稳定向好。19Q3 归母净利润亏损同比扩大至 -36.9 亿元。净利率约为 -50%。主要系内容成本占收入比重上升至 83.8% 左右。

2) 订阅会员 19Q2 增量 556 万，未来或将进入提价周期

公司 19Q3 会员收入同比增长 30% 至 37.2 亿元，订阅会员数净增长约 556 万达到 1.06 亿人，以移动 MAU 为口径计算的渗透率环比上升至 18.7%。未来 3 年内，视频人口中付费率的提升仍是公司的主逻辑，而在价格上，公司未来一方面会降低打折促销力度来提升 ARPU 值，另外一方面则也在积极考虑提升名义价格。除此之外我们认为基于 VIP 体系的差异化定价也将是未来可能提升 ARPU 值的重要途径之一。

投资建议: 考虑到广告收入下降幅度较大，我们调整公司的 2019-2020 年预测营业收入至 286 亿和 341 亿元，同比增长 14% 和 19%。归母净利润分别为 -115 亿元和 -80 亿元。中长期来看，公司在长视频网站的竞争中已经取得了一定的优势，特别是在头部内容和会员上有望保持第一名的位置，逐步向产业链上游拓展，培养自身的制作力量。参考可比公司平均估值水平，给予公司对应 2019 年收入约 4X 左右的 PS 估值，对应合理价值为 22.49 美元/ADS，仍维持“买入”评级。

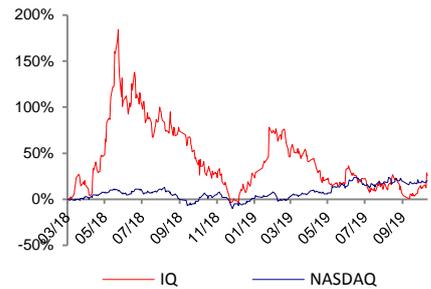
风险提示: 广告业务压力、成本过高风险、融资成本较高风险、监管风险

盈利预测:

| 货币单位: 人民币 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入 (亿元) | 174 | 250 | 286 | 341 | 428 |
| 增长率 (%) | 55% | 44% | 14% | 19% | 26% |
| EBITDA (亿元) | -30 | -82 | -100 | -60 | -16 |
| 公司归母净利润 (亿元) | -37 | -91 | -115 | -80 | -39 |
| 公司 EPS (元/ADS) | -5.14 | -12.46 | -15.87 | -11.01 | -5.39 |
| 市销率 (P/S) | 5.72 | 3.98 | 3.47 | 2.92 | 2.32 |
| 市净率 (P/B) | 4.92 | 2.22 | 2.13 | 1.59 | 1.16 |

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

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

分析师:

朱可夫



SAC 执证号: S0260518080001



0755-23942152



zhukefu@gf.com.cn

请注意, 朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 【广发传媒&海外】爱奇艺 (IQ):19Q2 内容成本收入比降至 70%, 但强监管周期下收入增长降速明显 2019-08-21
- 【广发传媒&海外】爱奇艺 (IQ): 广告拖累业绩; 会员成最大营收增长引擎 2019-05-18
- 爱奇艺 (IQ): 会员驱动收入, 产业格局改善带来成本下行 2019-03-14

(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:人民币约为7:1)

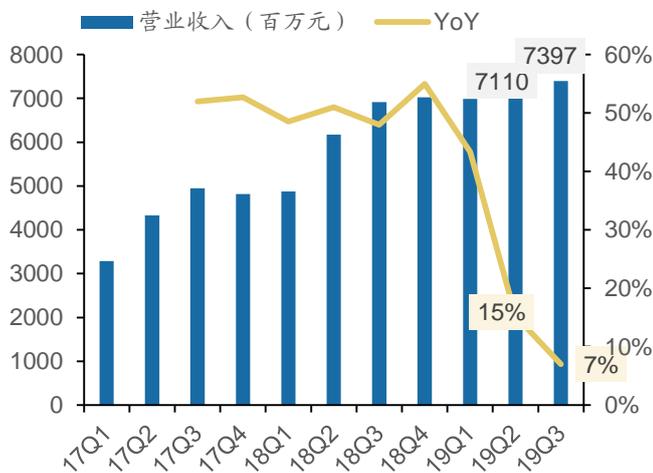
爱奇艺发布19Q3季报: 公司收入同增7%达到74.0亿元, 归母净利润亏损同比扩大至-36.9亿元, 上个季度19Q2的亏损额约为-23.3亿元, 净利率同比扩大至-49.9%(上一季度19Q2约为-33%)。公司订阅会员环比增长556万至1.06亿人, 其中99.2%为付费会员。

1、19Q4指引增速约为-2%~4%，会员收入占比达到50%

公司19Q3收入同增7% (环比增长4%) 至74.0亿元, 处于此前19Q3业绩指引(72.1-76.3亿元)的中段基本符合市场预期。19Q4指引收入增速达到-2%~4%至68.6~72.8亿元, 比此前市场预期高出1pct左右。我们认为随着监管周期回暖趋于平稳, 公司储备的较多古装大剧以及综艺内容有望迎来释放期, 19Q4起公司业绩稳定向好。

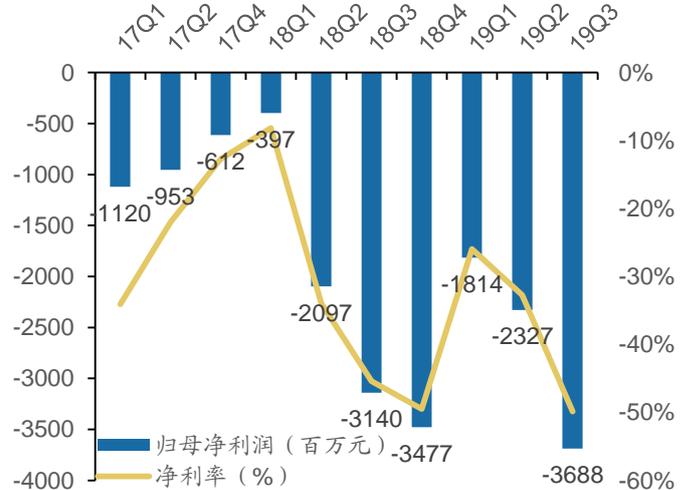
利润端, 公司经营利润上亏损额为-28.3亿元, 同比去年同期的-20.3亿元有所扩大, 环比上季度的-18.7亿元净利润同样有所扩大, 归母净利润亏损同比扩大至-36.9亿元。净利率约为-50%, 相比去年18Q3的-45%左右降低了5pct。

图1: 爱奇艺营业收入情况推移



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

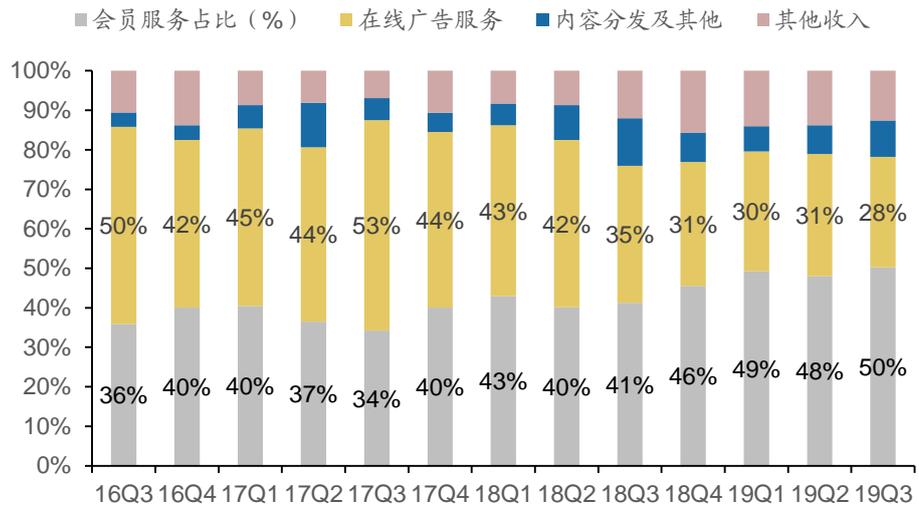
图2: 爱奇艺归母净利润情况推移



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

各项收入构成中, 会员收入占比提升至历史新高的50%, 目前已经占据公司收入的半壁江山; 广告收入环比下滑3pct至28%, 主要系广告市场整体不景气有关, 公司在电话会议中透露后续将通过GPS、互动广告、精准投放等广告工具来提升广告效率。另外内容分发收入和其他收入分别占比9%和13%。从目前的情况来看, 我们预计公司中短期各项业务中仍是会员增速最快。

图3: 爱奇艺营收各项构成推移

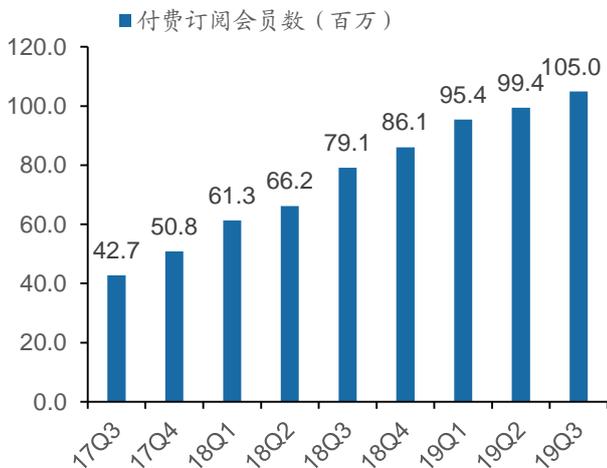


数据来源: 公司季报, eMarketer, 广发证券发展研究中心

2、广告收入表现效果好于品牌, 会员未来期待量价齐升局面维持

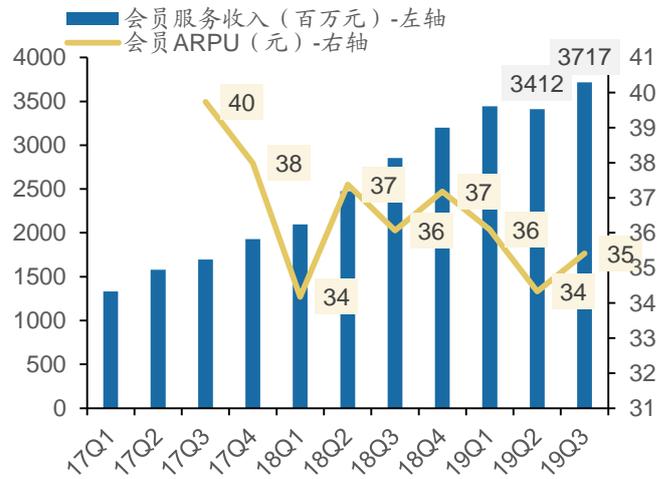
公司19Q3会员收入同比增长30%至37.2亿元, 环比增速约为9%, 环比层面上出现了量价齐升的情况, 19Q3的会员净增量约为556万, 环比19Q2的395万略有提升, 目前公司的会员数量达到1.06亿人, 其中99.2%为付费会员, 以移动MAU为口径计算的渗透率环比上升0.8pct至18.7%。而由于Q3包含暑期, 众多重磅内容推出抬升了公司的会员均价, 19Q3会员的ARPU值环比上升1.08元至于35.4元/人/季度。未来3年内, 视频人口中付费率的提升仍是公司的主逻辑, 而在价格上, 公司在电话会议中强调一方面会降低打折促销力度来提升ARPU值, 另外一方面则也在积极考虑提升名义价格。除此之外, 我们认为基于VIP体系的差异化定价也将是未来可能提升ARPU值的重要途径之一。

图4: 爱奇艺订阅会员数量稳步上升



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

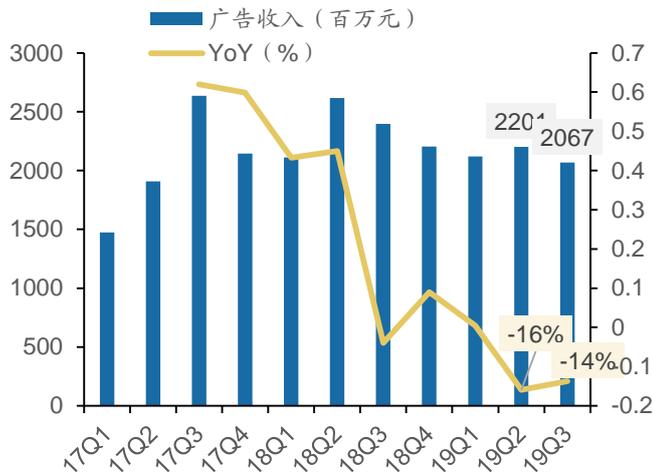
图5: 爱奇艺会员季度ARPU值维持稳定



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

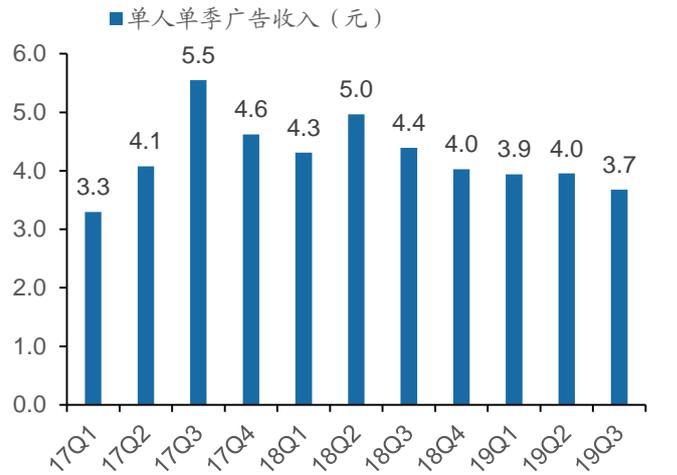
公司广告收入同比下滑14%至于20.7亿元，降幅相比19Q2的-16%有所缩窄；公司按照移动端月活口径计算单人广告ARPU值约为3.7元/季，环比19Q2的4.0元/季度下滑0.3元左右。当前公司的广告收入增长瓶颈主要在于广告主预算而非广告库存，从下滑幅度而言效果广告表现领先于品牌广告。19Q3公司广告库存利用率出现了一定程度上的下滑，公司Q3推出的广告创新产品《中国新说唱》互动视频广告让广告展示量提升了38%之多，此外公司也将利用优化的GPS工具和其他AI技术来优化广告效果。我们预计品牌广告和公司的上线头部内容仍处于强绑定关系，整体广告环境低迷的情况下，19Q4开始头部内容上线或是公司广告业务转暖的观察时点。

图6: 爱奇艺19Q3广告收入和增速情况



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图7: 爱奇艺单人单季广告收入从18Q3开始下滑



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

另外，公司内容分发收入同比降18%至6.8亿元，环比增长31.4%；考虑到Q3一般为全年的旺季，我们预计19Q4上线的内容或不足以支撑内容分发收入的高增长。另外其他收入（主要系游戏和衍生品收入）同比增长12%至9.3亿元，环比略有下滑。公司并购的SkyMoon受到版号影响，发行的手游数量偏少，随着版号政策整体常态化，我们预计明年公司的游戏产能将恢复正常。

图8: 爱奇艺19Q3内容分发收入同降18%至6.8亿元



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图9: 爱奇艺其他收入19Q3同比增长12%至9.3亿元

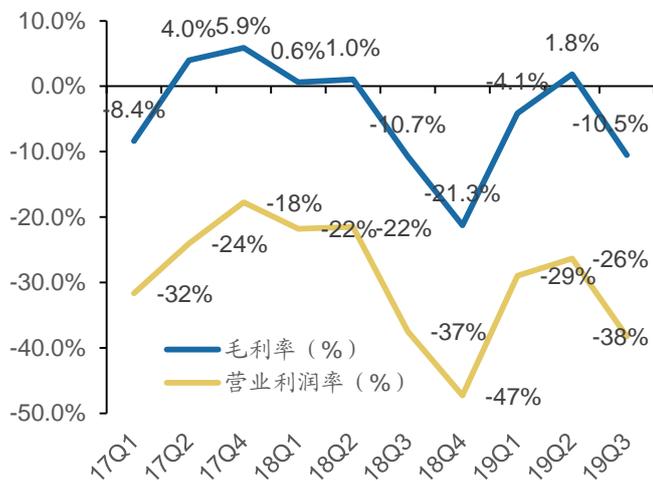


数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

3、成本端和其他财务表现：内容成本占收入比重重新上升至84%，版权储备扩大

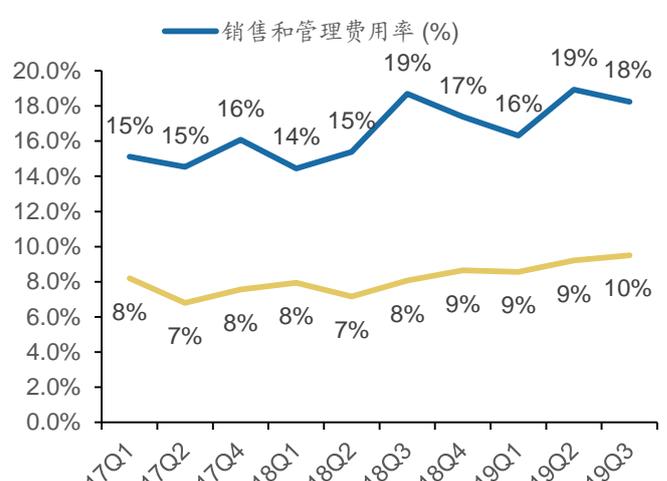
公司营业成本同比提升7%达到81.8亿元，毛利率环比下滑约12.3pct达到-10.5%。主要原因系公司的内容成本在19Q3重新达到了62亿元之多，占收入比重迅速上升13.5pct达到83.8%左右，公司在电话会表示考虑到后续顶级内容的采购，该比例在19Q4或许仍将保持在高位，内容成本占收入比重19Q1-Q3目前累计约为77%，已经有了明显下行的趋势，我们预计2020年公司 will 力求将内容成本控制在70%左右。19Q3公司营业利润率环比下滑12pct至-38%。费用率上，公司销售和管理费用率下降0.7pct至18.2%，研发费用率上升0.3pct至9.5%。公司账上授权内容和自制内容版权分别为79.1亿元和48.5亿元，环比增速分别为10%和8%，说明公司19Q3整体在内容的采购战略上较为激进，考虑到2020年的政策环境或环比改善，我们认为明年整体公司的版权库储备仍将持续上行。

图10：爱奇艺毛利率和营业利润率推移



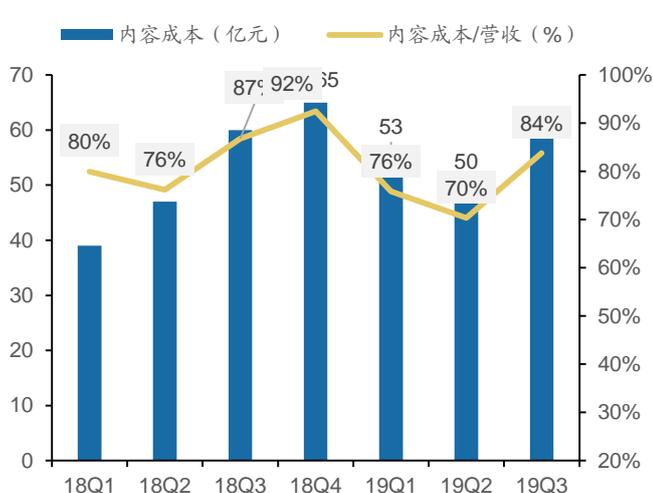
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图11：爱奇艺销售费用率和研发费用率推移



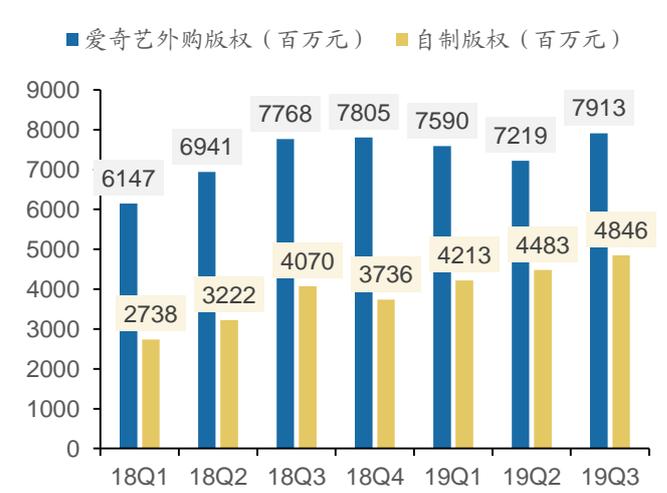
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图12：爱奇艺19Q2内容成本占收入比重降至70%



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图13：资产负债表的部分外购版权和自制版权推移

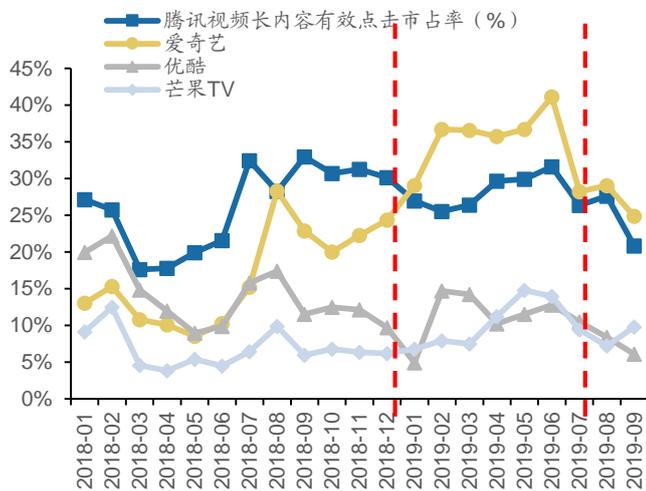


数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

4、头部长内容有效点击率上Q3优势略缩小，独家内容带动会员渗透率提升

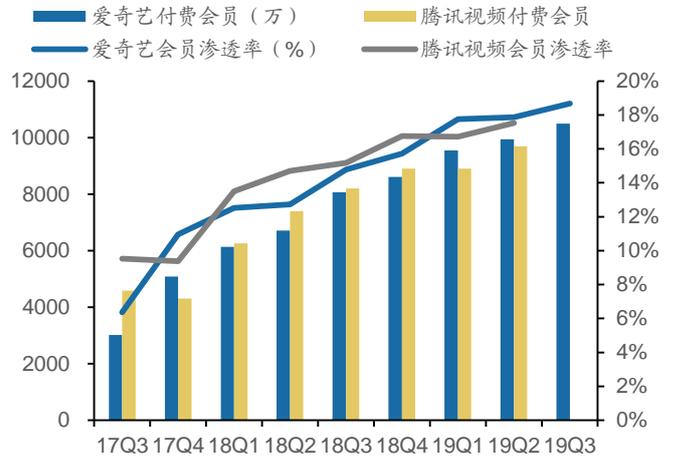
根据云合数据，公司的头部内容有效点击市占率持续领先竞争对手。由于2019年7月份开始，云合仅披露Top10内容的有效点击市占率，因此数据出现了部分下降扰动，但整体来看，公司的头部内容市占率持续高于竞争对手，我们综合比较各家平台Top10内容来看，2019年9月公司的长视频市占率约为24.9%稳居第一，腾讯市占率约为20.8%，两家长视频平台的差距有所缩小，另外还有芒果TV（9.8%）和优酷（6.1%）分列三四名。考虑到公司19Q4-20Q1在剧集端主要还将有《庆余年》、《剑王朝》等头部古装大戏带动，综艺端有《奇葩说6》等头部强项综艺，我们认为公司和腾讯在独家内容上双寡头趋势已经形成。根据2019年爱奇艺世界大会透露，公司的制作团队扩张迅速，在剧集、综艺、文学、短视频、其他娱乐内容等方面均有核心工作室的布局，未来自制内容或将持续发力。

图14: 爱奇艺头部长内容有效点击市占率19Q3第一



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图15: 爱奇艺19Q3会员渗透率达到18.7%



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

5、盈利预测和投资建议

公司未来最大的业绩增长动力仍来自会员数量和ARPU值的双升，明年公司会员套餐折扣缩减和名义价格调整或将是最大看点，我们调整公司的2019-2020年预测营业收入至286亿和341亿元，同比增长14%和19%。归母净利润分别为-115亿元和-80亿元，净亏损率逐步收窄（-40%和-23%）。中长期来看，公司在长视频网站的竞争中已经取得了一定的优势，特别是在头部内容和会员上有望保持第一名的位置，逐步向产业链上游拓展，培养自身的制作力量。参考可比公司平均估值水平，给予公司对应2019年收入约4X左右的PS估值，对应合理价值为22.49美元/ADS，仍维持“买入”评级。

风险提示:

经济周期带来的广告业务压力、内容成本不能快速下降的风险、融资成本较高的风险、会员业务天花板低于预期的风险、竞争格局恶化的风险等。

附录

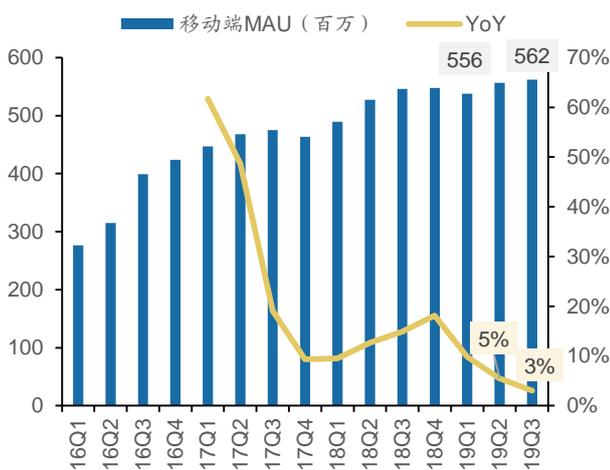
表 1: 爱奇艺 19Q1 业绩与市场一致预期比较

| 单位: 百万元 | 18Q3A | 19Q1A | 19Q2A | 19Q3A | 19Q3 | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|------------------|---------------|
| | | | | | 市场一致预期 11月05日 | 实际 VS 一致预期 |
| 总收入 | 6914 | 6990 | 7110 | 7397 | 7231 | 2% |
| QoQ (%) | 12% | -1% | 2% | 4% | | |
| YoY (%) | 48% | 43% | 15% | 7% | | |
| 主营业务成本 | -7655 | -7277 | -6981 | -8176 | -8193 | 0% |
| 毛利率 | -10.7% | -4.1% | 1.8% | -10.5% | -13.3% | 2.8pct |
| 运营利润 | -2591 | -2026 | -1872 | -2832 | -3065 | 8% |
| QoQ (%) | -95% | 39% | 8% | -51% | | |
| 运营利润率 (%) | -37% | -29% | -26% | -38% | -42% | 4.1pct |
| 归母净利润 | -3140 | -1814 | -2327 | -3688 | -3808 | 3% |
| QoQ (%) | -50% | 48% | -28% | -58% | | |
| YoY (%) | | | | | | |
| 调整后净利润率 (%) | -45% | -26% | -33% | -50% | -53% | 2.8pct |
| 经调整稀释后每 ADS 收益 (RMB) | -4.34 | -2.52 | -3.22 | -5.04 | -3.32 | 52% |
| 下一个季度收入指引 | | 19Q4 E | 19Q4 E | | 预期 | 中枢差距 |
| | | 68.6 | 72.8 | | 70 | 1% |

数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

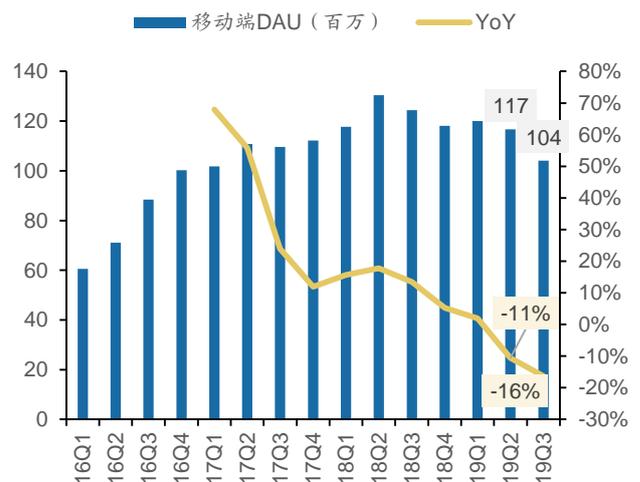
注: 截止 2019 年 11 月 5 日

图 16: 爱奇艺移动端 MAU 推移 (单位: 百万人)



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

图 17: 爱奇艺移动端 DAU 推移 (单位: 百万人)



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位: 亿元 | | | | | | 单位: 亿元 | | | | | |
| 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 57.01 | 198.53 | 193.74 | 340.07 | 543.02 | 经营活动现金流 | 40.12 | 28.84 | 20.05 | 77.62 | 97.49 |
| 货币资金 | 7.33 | 45.86 | 23.65 | 159.90 | 351.90 | 净利润 | -37.37 | -90.61 | -115.34 | -80.02 | -39.22 |
| 应收及预付 | 33.59 | 55.86 | 59.99 | 76.06 | 92.16 | 折旧摊销 | 87.65 | 149.80 | 187.91 | 208.03 | 221.64 |
| 存货 | 8.19 | 11.64 | 12.80 | 14.08 | 15.49 | 营运资金变动 | -7.35 | -35.74 | -52.52 | -50.39 | -84.93 |
| 其他流动资产 | 7.90 | 85.18 | 97.30 | 90.03 | 83.48 | 其它 | -2.81 | 5.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产 | 145.00 | 249.06 | 271.58 | 286.11 | 310.04 | 投资活动现金流 | -106.61 | -209.49 | -161.25 | -142.96 | -144.87 |
| 长期股权投资 | 5.68 | 25.72 | 25.72 | 25.72 | 25.72 | 资本支出 | -102.20 | -140.42 | -149.13 | -150.23 | -151.41 |
| 固定资产 | 12.49 | 16.18 | 16.60 | 17.02 | 18.76 | 投资变动 | -5.55 | -280.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 1.14 | 210.94 | -12.12 | 7.27 | 6.55 |
| 无形资产 | 4.28 | 16.78 | 19.07 | 20.24 | 20.48 | 筹资活动现金流 | 64.18 | 240.92 | 118.99 | 201.59 | 239.37 |
| 其他长期资产 | 122.56 | 190.38 | 210.20 | 223.13 | 245.08 | 银行借款 | 44.56 | 38.51 | 4.39 | 6.67 | 10.70 |
| 资产总计 | 202.01 | 447.60 | 465.33 | 626.18 | 853.07 | 股权融资 | 0.46 | 149.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债 | 116.26 | 198.12 | 216.60 | 262.56 | 300.00 | 其他 | -1.43 | 3.90 | 128.25 | 195.75 | 229.50 |
| 短期借款 | 3.09 | 31.30 | 35.69 | 42.36 | 53.07 | 现金净增加额 | -2.31 | 60.28 | -22.21 | 136.25 | 192.00 |
| 应付及预收 | 88.05 | 130.50 | 133.63 | 157.06 | 163.24 | 期初现金余额 | 9.64 | 7.33 | 45.86 | 23.65 | 159.90 |
| 其他流动负债 | 25.11 | 36.32 | 47.27 | 63.14 | 83.69 | 期末现金余额 | 7.33 | 67.61 | 23.65 | 159.90 | 351.90 |
| 非流动负债 | 2.93 | 67.92 | 182.52 | 377.43 | 606.09 | | | | | | |
| 长期借款 | 0.02 | 47.12 | 175.37 | 371.12 | 600.62 | | | | | | |
| 应付债券 | 0.00 | 12.81 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 其他非流动负债 | 2.90 | 7.98 | 7.14 | 6.31 | 5.47 | | | | | | |
| 负债合计 | 119.18 | 266.04 | 399.11 | 639.99 | 906.09 | | | | | | |
| 股本 | 0.000 | 0.003 | 0.003 | 0.003 | 0.003 | | | | | | |
| 资本公积 | 6.01 | 396.66 | 396.66 | 396.66 | 396.66 | | | | | | |
| 留存收益 | -149.24 | -216.30 | -331.64 | -411.66 | -450.88 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 82.83 | 181.56 | 66.21 | -13.81 | -53.02 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 202.01 | 447.60 | 465.33 | 626.18 | 853.07 | | | | | | |

| 利润表 | | | | | | 主要财务比率 | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 单位: 亿元 | | | | | | 至 12 月 31 日 | | | | | |
| 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | |
| 营业收入 | 173.78 | 249.89 | 285.89 | 340.63 | 428.43 | 成长能力 | | | | | |
| 营业成本 | -173.87 | -271.33 | -306.79 | -330.75 | -367.31 | 营业收入增长 | 55% | 43.8% | 14.4% | 19.1% | 25.8% |
| 营业税金及附加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业利润增长 | 22% | 140% | 29% | -31% | -51% |
| 销售费用 | -26.75 | -41.68 | -52.89 | -59.61 | -70.69 | 归母净利润增长 | 22% | 142% | 27% | -31% | -51% |
| 管理费用 | -12.70 | -19.95 | -25.73 | -27.25 | -34.27 | 获利能力 | | | | | |
| 研发费用 | -2.78 | -0.95 | -5.43 | -8.38 | -10.17 | 毛利率 | 0% | -9% | -7% | 3% | 14% |
| 财务费用 | 0.83 | 2.14 | 1.74 | 4.59 | 12.80 | 净利率 | -22% | -36% | -40% | -23% | -9% |
| 资产减值损失 | 4.03 | -7.78 | -10.98 | 1.92 | 1.92 | ROE | -45% | -50% | -174% | 580% | 74% |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | -0.17 | -1.39 | -1.33 | 0.00 | ROIC | -42% | -47% | -131% | 57% | 8% |
| 投资净收益 | -37.44 | -89.82 | -115.58 | -80.18 | -39.30 | 偿债能力 | | | | | |
| 营业利润 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产负债率 | 59% | 59% | 86% | 102% | 106% |
| 营业外收支 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净负债比率 | 3% | 27% | 817% | 556% | 1384% |
| 利润总额 | -37.44 | -89.82 | -115.58 | -80.18 | -39.30 | 流动比率 | 49% | 100% | 89% | 130% | 181% |
| 所得税 | 0.08 | -0.79 | 0.23 | 0.16 | 0.08 | 速动比率 | 49% | 100% | 89% | 130% | 181% |
| 净利润 | -37.37 | -90.61 | -115.34 | -80.02 | -39.22 | 营运能力 | | | | | |
| 少数股东损益 | 0.00 | -0.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 总资产周转率 | 86% | 56% | 61% | 54% | 50% |
| 归属母公司净利润 | -37.37 | -91.10 | -115.34 | -80.02 | -39.22 | 应收账款周转率 | 591% | 559% | 494% | 501% | 509% |
| EBITDA | -29.89 | -82.29 | -100.19 | -59.76 | -16.46 | 存货周转率 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| EPS (元) | -5.14 | -12.46 | -15.87 | -11.01 | -5.39 | 每股指标 (元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | -5.14 | -12.46 | -15.87 | -11.01 | -5.39 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 3.97 | 2.76 | 10.68 | 13.41 | 22.75 |
| | | | | | | 每股净资产 | 11.39 | 24.97 | 9.11 | -1.90 | -7.29 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 5.72 | 3.98 | 3.47 | 2.92 | 2.32 |
| | | | | | | P/B | 4.92 | 2.22 | 2.13 | 1.59 | 1.16 |

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。
朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
叶敏婷：联系人，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：联系人，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018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 1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 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。