

服务内容为王风头正盛，品牌化与全球化龙头趋势起飞



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **行业向上，板块分化。**受益于居民日益增长的文化需求，传媒行业仍保持相对较高增长，截止 2016 年传媒行业总产值达 1.6 万亿，持续保持高增长（+19.1%）。细分行业分化，其中移动互联网增值服务、网络广告、网络游戏市场收入规模和增速均居前列，其中移动互联网增值服务 4400 亿，同增 39.7%，网络广告收入 2890 亿，同增 29.7%，网络游戏 1900 亿，同增 25.3%，17 年继续高速增长。综合考虑子行业增速和估值水平，游戏板块、广告营销行业中的龙头个股具备投资价值。
- **“移动升级”红利触顶，内容化、中重度化为互联网未来趋势。**至 2016 年手机网民达 6.95 亿，占网民 95%，中国这一波网民增长浪潮伴随着高度的移动化同步，网民“移动升级”的红利空间触顶。从时间维度上，单网民时间量也达到饱和。在网民红利触顶的分水岭期，用户定位为有一定互联网经验的“非小白用户”，中重度化的内容需求、线上线下更加便捷、效率、一体化是未来大趋势。商业模式上，游戏、广告仍为互联网目前主流变现方式。**1) 游戏行业**，短期看，龙头公司进入新一轮产品周期，业绩有望爆发，中长期看，王者荣耀培育轻度用户中重度化以及手游年轻化趋势下，游戏行业将步入第二阶段，中重度化支撑行业发展；**2) 广告行业市场格局持续分化**，移动化、数字化趋势持续进行，另一方面线下生活圈媒体性价比凸显，保持高速增长。
- **服务品牌化、资本全球化，教育龙头红利期到来。**庞大教育人口基数奠定基础，而人口结构化红利、城镇化加速带来的新生人口增速，和与之匹配的服务需求增多则是教育行业近年最大的亮点。展望 2018 年，我们认为“服务品牌化”、“资本全球化”为教育行业未来两大趋势。简单总结，1) 品牌化趋势明显：对于教育行业来说，信息泛滥、低质量和同质化的内容面临淘汰和洗牌，品牌——由产品质量+服务构筑的竞争力显得越发重要。消费者越来越明显为有品牌的教育服务产品买单，原有龙头企业将凭借品牌优势+资源优势实现跨领域整合，进一步构筑其竞争壁垒；2) 教育由其特殊的政策性影响，资本全球化或将发展为必然趋势。

投资建议与投资标的

- **广告、游戏、教育板块中的品牌化、全球化龙头公司具备长期投资价值。**1) 游戏：首推，具有流量优势和研发多元化的行业龙头，建议关注如腾讯、网易；其次，处于新产品周期的 A 股龙头公司，建议关注完美世界；2) 广告行业，看好具有资源属性，受益广告结构性变化的行业龙头，推荐分众传媒。3) 教育行业，围绕教育行业品牌和服务升级主线，我们依次建议关注 K12 课外辅导（新东方）、K12 民办学校（中泰桥梁、枫叶教育）。

风险提示

- 经济增长放缓、买量成本增长过快、管理不足导致品牌受损

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

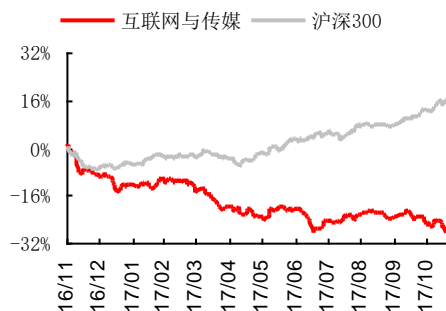
行业

互联网与传媒

报告发布日期

2017 年 11 月 29 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

项雯倩

xiangwenqian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020003

目 录

一、市场回顾：	6
1.1 估值处于历史低位，逐步回归合理	6
1.2 细分板块行情均出现下滑	6
1.3 游戏、广告行业营收/净利保持高增速	7
二、行业向上，板块分化	8
2.1 行业总体规模继续向上，细分行业分化	8
2.2 游戏：手游增速强劲，龙头格局稳固	9
2.3 广告营销：新媒介、新触达，广告市场格局的重构及分化	11
2.4 教育：服务升级升温，品牌化龙头符合消费受众	13
三、“移动升级”红利触顶，内容化、中重度化为趋势	15
3.1 趋势观察：网民“移动升级”红利触顶，巨头“产品流量矩阵”形成，内容化、中重度化为趋势	15
3.2 游戏行业：二线龙头复苏、手游中重度化	17
3.3 广告营销：移动数字化持续进行，线下生活圈媒介稳中有升	24
3.4 AR 引领新方向	27
四、教育：服务品牌化、资本全球化，龙头红利期到来	28
4.1 需求层面，人口结构化红利带来行业发展新机遇	28
4.2 18 年变量：继续观察行业洗牌力度，或推动龙头市占率提升超预期	31
4.3 服务品牌化、资本全球化为两大趋势	31
4.4 英语外教市场井喷增长，关注独角兽成长	34
五、投资策略及重点关注公司	36
5.1 游戏	36
5.2 广告营销	37
5.3 教育	37
风险提示	38

图表目录

图 1：2017 年初至今各行业指数涨跌幅比较（%）	6
图 2：A 股传媒板块细分行业全年涨跌幅（%）	7
图 3：A 股传媒板块细分行业估值情况	7
图 4：2011-2016 年中国传媒产业总值与年增长率	8
图 5：传媒子行业收入及增长率	9
图 6：网络游戏行业收入及增速	10
图 7：移动游戏保持高增速	10
图 8：端游市场回暖	10
图 9：页游市场持续下滑	10
图 10：腾讯网易市占率持续提升	11
图 11：2017 第三季度 TOP10 手游	11
图 12：互联网成为第一大众媒介	11
图 13：移动端拉动互联网广告持续增长	12
图 14：BAT 广告收入在互联网广告市场份额	12
图 15：BAT 广告在移动端市场份额	12
图 16：传统广告刊例花费同比（2013-2017）	13
图 17：不同媒体前三季度广告刊例花费同比	13
图 18：2010-2020 年我国教育市场规模（亿人民币）及增速	14
图 19：2015-2020 教育培训市场规模（亿人民币）及增速	14
图 20：新东方教学点扩张情况	15
图 21：好未来教学点扩张情况	15
图 22：移动互联网人口基数庞大	16
图 23：平均每天上网时长（分钟）	16
图 24：互联网公司 TOP100APP 产品月活情况	17
图 25：互联网公司产品流量矩阵（移动端）	17
图 26：互联网龙头抢占时间趋于饱和	17
图 27：相对比例中重度手游保持高增速	18
图 28：绝对比例中重度游戏并未下滑	18
图 29：端转手成功率高（畅销榜排名数据）	19
图 30：2016 腾讯游戏最受欢迎 TOP30	19
图 31：传奇霸业流水及开服数	20
图 32：TOP 端游流水情况	20
图 33：端游进化历程	22
图 34：梦幻西游玩家年龄分布	23

图 35: 诛仙手游玩家年龄分布	23
图 36: 天天消消乐玩家年龄分布	23
图 37: 天天酷跑玩家年龄分布	23
图 38: 王者荣耀玩家年龄分布	24
图 39: 皇室战争玩家年龄分布	24
图 40: 互联网广告移动端发展	25
图 41: 百度移动端广告收入占比	25
图 42: 微博来自中小广告主收入情况	25
图 43: 微博中小广告主规模情况	25
图 44: 传统广告刊例花费同比 (2015-2017)	26
图 45: 不同媒体前三季度广告刊例花费同比	26
图 46: 2015Q4-2017Q2 iPhone 出机量 (万台)	27
图 47: 国内 AR 市场规模	27
图 48: 网易 AR 解密游戏《悠梦》	28
图 49: AR MOBA 类游戏《The Manchines》	28
图 50: 梦龙与视+AR 营销	28
图 51: 汽车之家与亮风台 AR 营销	28
图 52: 2001-2018 北上出生人口大幅增长	29
图 53: 2001-2018 广深 (户籍) 出生人口大幅增长	29
图 54: 2013-2016 年居民人均教育文化娱乐支出情况	30
图 55: 一二线城市 K12 课外辅导支出大幅增长	30
图 56: 教育细分行业竞争格局及民办化程度	31
图 57: 新东方新增点及增速	32
图 58: 新东方 K12 单季人次及同比增速	32
图 59: 好未来新增点及增速	32
图 60: 好未来单季人次及同比增速	32
图 61: VIPKID 营收及师生数量	35
图 62: VIPKID 单季营收情况及环比增速	35

表格 1：龙头公司部分核心产品	19
表格 2：梦幻西游和王者荣耀游戏 TGI	21
表格 3：梦幻西游和王者荣耀游戏类型 TGI	21
表格 4：分众分季度业绩拆分	26
表格 5：主要二线城市出生人口（万人）（杭州、南京、武汉、苏州、大连、厦门、济南为户籍数据）	29
表格 6：港股/美股教育公司上市情况	33
表格 7：A 股教育板块拟上市公司	34
表格 8：1 对 1 在线青少年英语教育市场竞争格局	35

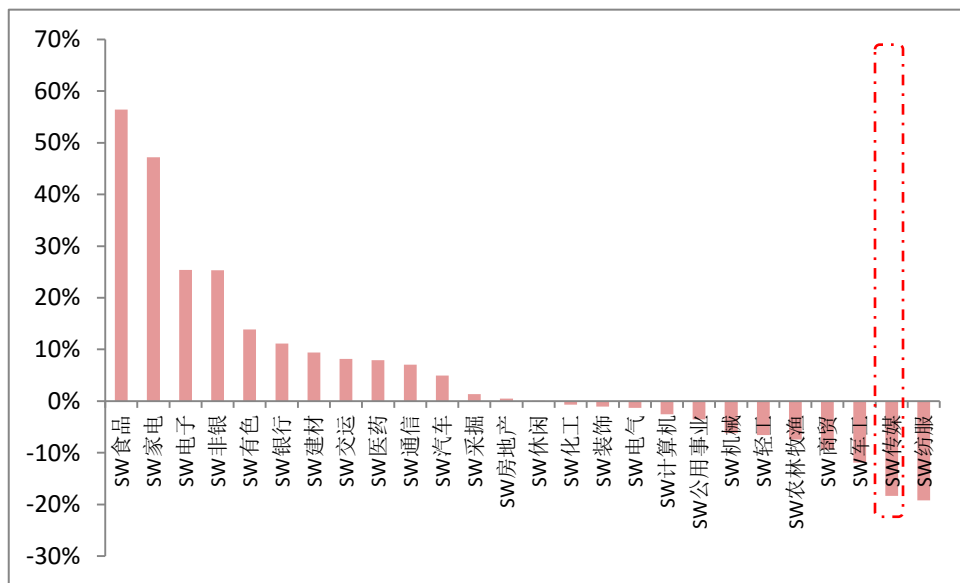
一、市场回顾：

1.1 估值处于历史低位，逐步回归合理

自 2017 年初至今，政策监管趋严，“业绩驱动”成为股价表现核心因素。业绩稳定，确定性高的蓝筹股持续得到市场关注，前期估值偏高、外延并购为主的传媒板块估值中枢持续下调，大幅跑输大盘。截止 2017 年 11 月 20 日，申万传媒指数整体跌幅达 18.35%，跑输大盘 39%，位列所有行业指数排名倒数第 2 位。

展望 2018 年板块行情，传媒互联网行业当前估值已回落至 37X(PE-TTM)，较板块高点(2015.06)的 120X (PE-TTM) 和年初 44X (PE-TTM)，估值回落至历史水平低位。一方面，政策监管趋严，以外延粗放式业绩增长方式终结，估值已逐步消化；另一方面，移动互联网普及大背景下，居民消费意愿（付费情况）和多元化需求持续加强，传媒板块有望分享消费结构转变的红利。2018 年传媒互联网板块，主要推荐行业维持高增长、集中度稳步提升的子行业和业绩确定性高的行业龙头。

图 1：2017 年初至今各行业指数涨跌幅比较（%）



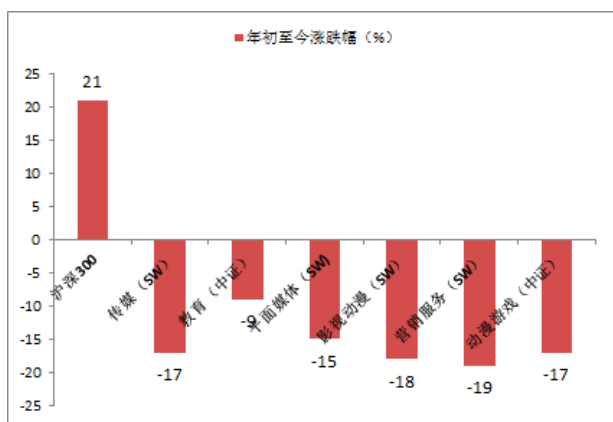
资料来源：WIND（截止至 11.20），东方证券研究所

1.2 细分板块行情均出现下滑

从细分行业年初至今涨跌幅角度，各板块均位于-9%至-20%之间，扣除教育板块科大讯飞影响，细分板块跌幅均在 15%-20%区间，大幅度跑输大盘。其中游戏/营销/教育（包括科大讯飞影响）板块分别下跌 17%/19%/9%，相对跑输大盘 38%/40%/30%，

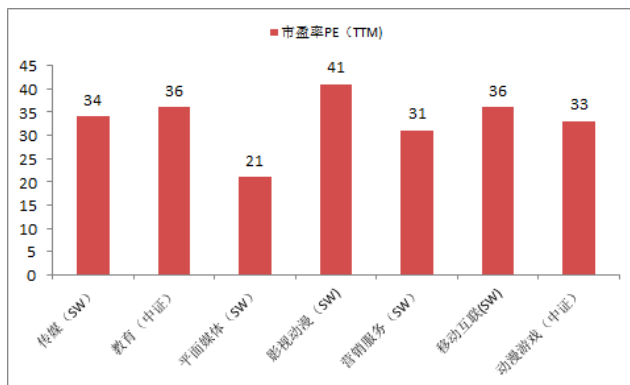
从估值角度，2017 年细分板块进一步走低。截止 10 月 31 日，各板块市盈率位于 21X 至 41X，其中平面媒体估值最低，为 21X。CS 教育指数市盈率为 35X，估值水平较 2016 年底下降 19.25%，目前市盈率达到历史最低位，教育板块估值进一步消化。CS 动漫游戏市盈率 33X，估值水平较 2016 年底下降 20.11%，目前市盈率达到历史最低位，游戏板块估值进一步消化。SW 营销服务市盈率 31X，估值水平较 2016 年底下降 26.27%。

图 2：A 股传媒板块细分行业全年涨跌幅（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：A 股传媒板块细分行业估值情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

1.3 游戏、广告行业营收/净利保持高增速

细分行业营收普遍增长，盈利能力分化，游戏、营销保持高增速。2017 年前三季度，平面媒体行业实现营收/净利 618.94 亿/85 亿，分别同比减少 2%和增长 24%；影视动漫行业实现营收/净利 410.42 亿/63.46 亿，分别同比增长 10%/2%；营销服务行业实现营收/净利 791.93 亿/79.26 亿，分别同比增长 23%/12%；移动互联网服务行业实现营收/净利 547.16 亿/107.27 亿，分别同比增长 35%/39%；有线电视网络行业实现营收/净利 377.34 亿/47.98 亿，分别同比增长 7%和减少 16%；互联网信息服务（剔除上海钢联，下同）行业实现营收/净利 210.51 亿/13.09 亿，分别同比减少 30%/57%。

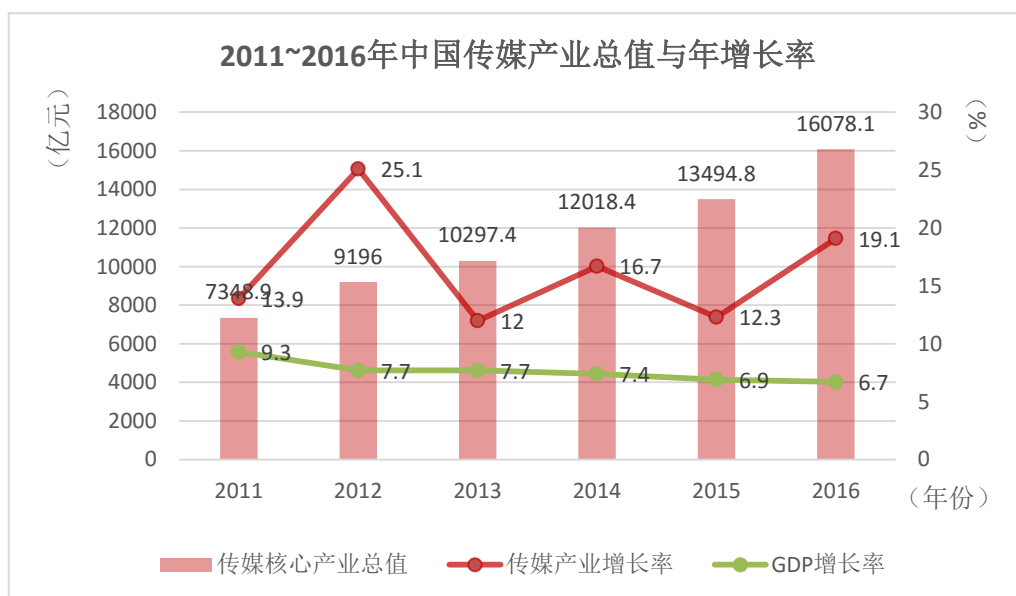
综合考虑子行业增速和估值水平，游戏板块、广告营销行业中的龙头个股具备投资价值。首先，游戏板块、广告营销行业均保持着 20%以上行业增速，处于各细分行业之首；其次游戏板块、广告营销行业集中度高，BAT 和网易在互联网（游戏、广告）领域，占据着绝对份额（游戏 CR2 达 75.5%，移动广告 CR3 达 80%），分众占生活圈媒介市占率达 80%，龙头公司将享受行业增长红利，维持营收业绩高增长，具备投资价值。

二、行业向上，板块分化

2.1 行业总体规模继续向上，细分行业分化

截止 2016 年，传媒行业总产值达 1.6 万亿，持续保持高增长（+19.1%）。2011 年-2016 年中国 GDP 增长率从 9.3% 下降至 6.7%，国内经济结构面临着向服务业等第三产业转型。受益于居民日益增长的文化需求，传媒行业仍保持相对较高增长。

图 4：2011-2016 年中国传媒产业总值与年增长率



资料来源：中国传媒产业报告，东方证券研究所

细分行业分化，移动互联网增值服务/网络广告/网络游戏市场收入规模和增速均居前列，分化趋势延续，其中移动互联网增值服务 4400 亿，同比增长 39.7%，网络广告收入 2890 亿，同比增长 29.7%，网络游戏 1900 亿，同比增长 25.3%，17 年继续高速增长。传统媒介下滑趋势延续，其中报纸广告 175 亿，同比下跌 28.3%，期刊广告 70 亿，同比下跌 16.1%。

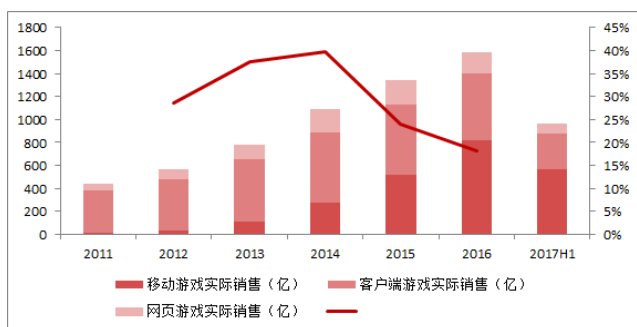
图 5：传媒子行业收入及增长率


资料来源：中国传媒产业报告，东方证券研究所

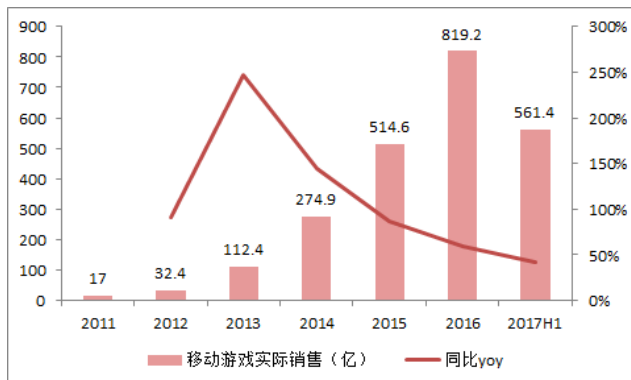
整体来看，高增速细分板块中，龙头加速效应愈加凸显，其中 BAT 在移动互联网广告占比超 82%，腾讯网易在移动游戏占比超 75%。龙头强者恒强趋势符合互联网逻辑下的马太效应，流量向头部汇聚，龙头公司流量矩阵布局完善，行业地位稳固。

2.2 游戏：手游增速强劲，龙头格局稳固

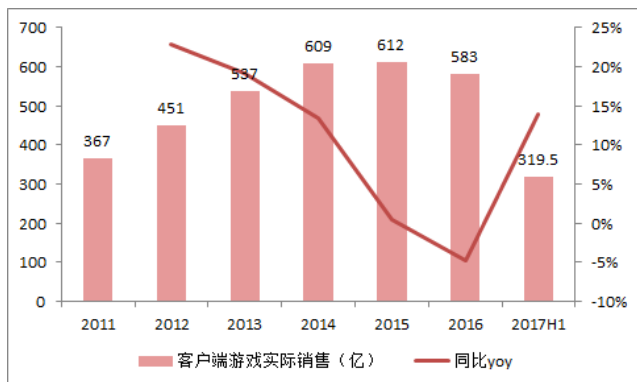
2016 年，网络游戏行业总收入 1589 亿，同增 18%，其中移动/PC 端/页游分别收入 819/583/187 亿，占比分别为 51.5%/36.7%/11.8%，移动游戏收入首次超过 PC 端游戏。2017 年上半年，移动游戏受益于王者荣耀和其他细分品类发展，仍然保持 42% 增速至 561 亿；客户端游戏受益 LOL 和 CF 等电子竞技游戏高活跃，出现回暖态势同比增长 14% 至 320 亿，页游市场持续下滑，达 85 亿。

图 6：网络游戏行业收入及增速


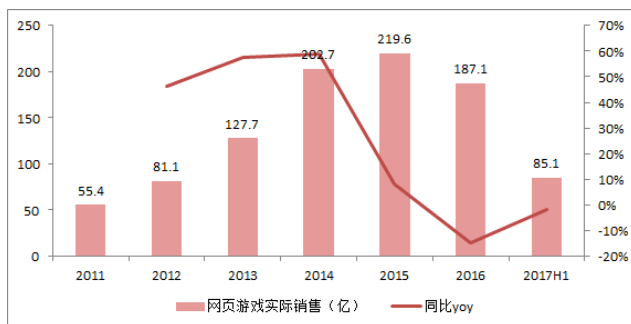
数据来源：伽马数据，东方证券研究所

图 7：移动游戏保持高增速


数据来源：伽马数据，东方证券研究所

图 8：端游市场回暖


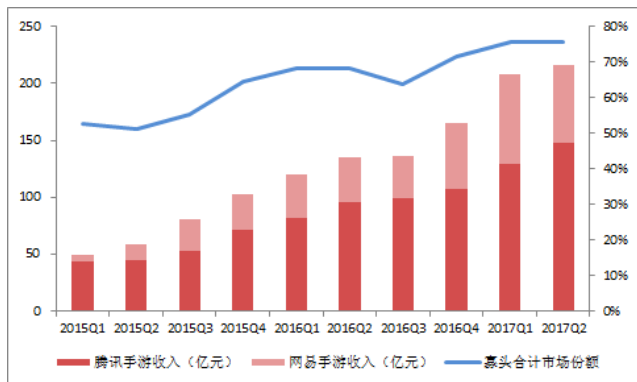
数据来源：伽马数据，东方证券研究所

图 9：页游市场持续下滑


数据来源：伽马数据，东方证券研究所

腾讯网易市占率高达 75.5%，霸榜 TOP10 手游，突破项目制瓶颈。2017H1 腾讯网易手游业务合计 423.8 亿，占比 75.5%，较 2016 年上升 7.5 个百分点。在 TOP10 手游排行榜，从研发角度，腾讯占 2 个、网易占 4 个；从发行角度，腾讯占 6 个，网易占 4 个，腾讯网易继续垄断 TOP10 手游排行。整体上看，17 年上半年腾讯网易爆款产品多，产品换挡期短，对新品类反应速度快，短期二者市占率处于高位，长期来看，腾讯网易仍将保持较高市占率（60%-80%）。

图 10：腾讯网易市占率持续提升



数据来源：伽马数据，东方证券研究所

图 11：2017 第三季度 TOP10 手游

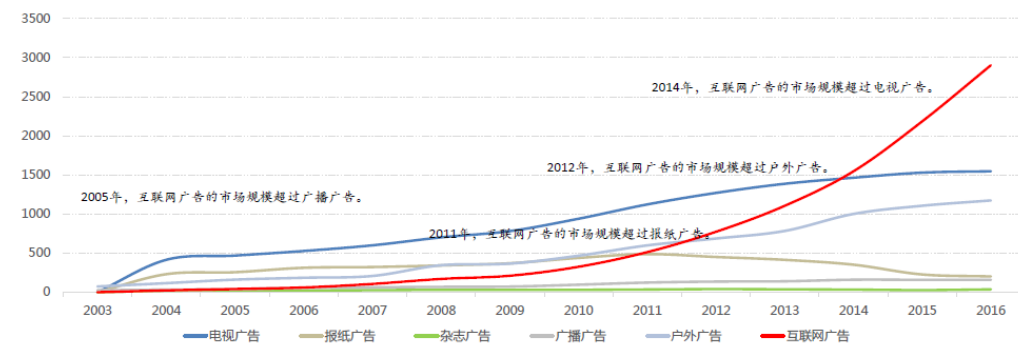


数据来源：伽马数据，东方证券研究所

2.3 广告营销：新媒介、新触达，广告市场格局的重构及分化

互联网成为第一大众媒介，移动端高速增长带动行业增长。2016 年我国广告市场规模共 6489 亿，同增 8.6%。其中互联网广告市场规模 2903 亿，占比 45%，同增高达 33%，成为第一大众媒介；电视广告市场规模 1547 亿，占比 25.7%，基本持平；户外广告市场规模 1174 亿，占比 19.5%，小幅增长 7%。主要得益于生活圈广告持续投放；报纸、杂志和广播广告的市场规模分别为 202 亿、36 亿和 158 亿，均出现不同程度下滑。广告市场结构逐步发生变化，互联网广告（尤其是移动互联网广告）和生活圈媒介广告保持高速增长。

图 12：互联网成为第一大众媒介

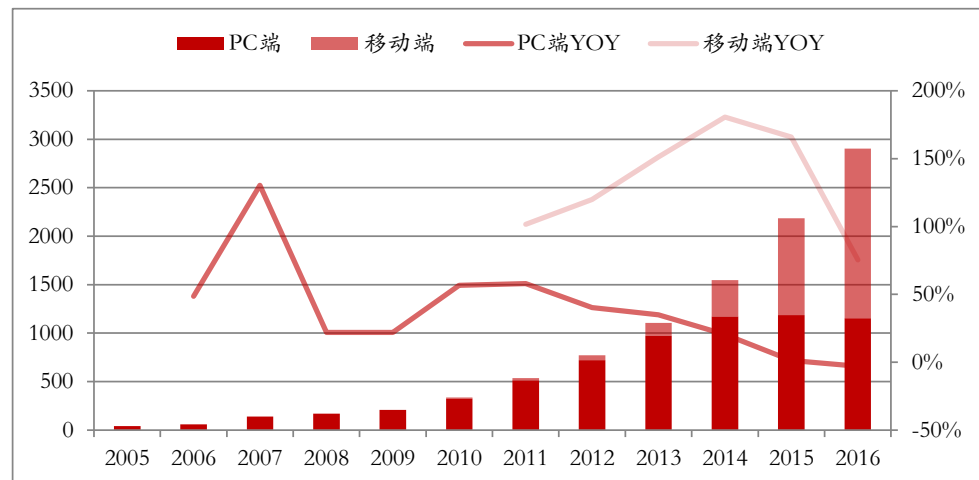


资料来源：艾瑞咨询，广电总局，东方证券研究所

互联网广告移动端市场首次超过 PC 端，行业进入移动互联网二阶段，2016 年中国互联网广告总收入规模为 2902 亿，增速达 33%。其中 PC/移动端广告收入规模分别为 1153/1750 亿，增速分别为 -3%/75.4%。网民红利已在“最优市场”触顶，行业上半场野蛮生长期已过，PC 大趋势已过，

而随着用户消费习惯的养成，短视频、原生信息流等新类型的普及，移动广告市场未来仍可保持保增长。

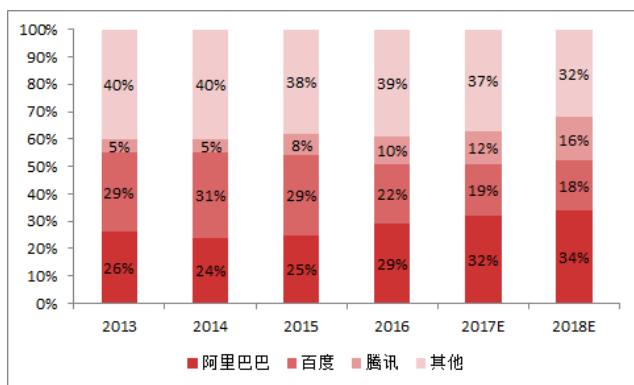
图 13：移动端拉动互联网广告持续增长



资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

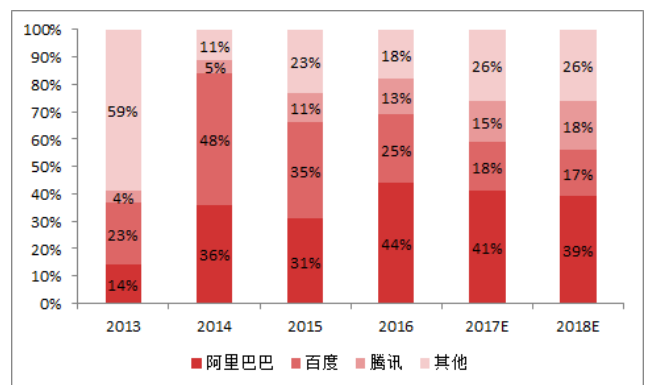
BAT 占据互联网广告半壁江山，移动端布局流量优势凸显。根据年报和艾瑞咨询数据显示，阿里、百度、腾讯广告收入占整体互联网广告市场的 29%、22%、10%，合计占比达 61%；在移动端，阿里、百度、腾讯的广告收入份额分别分 44%、25%和 13%，合计占比高达 82%，移动端集中度显著高于 PC 端。随着平台化公司在移动端流量布局优势越来越明显，广告占比进一步提升可能性较大，BAT 市占率有望继续提高。

图 14：BAT 广告收入在互联网广告市场份额



数据来源：BAT 年报，艾瑞咨询，东方证券研究所

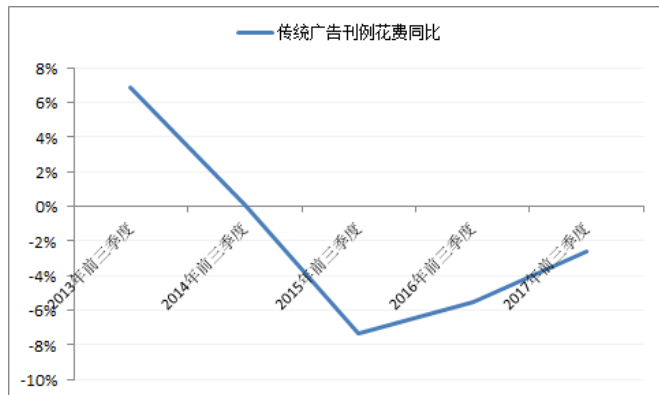
图 15：BAT 广告在移动端市场份额



数据来源：BAT 年报，艾瑞咨询，东方证券研究所

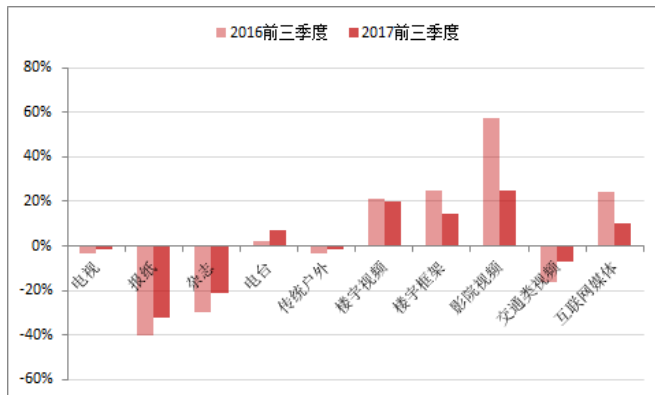
消费升级与生活圈媒介受众高度重合，“生活圈媒介”保持强劲。以楼宇视频、楼宇框架、影院视频为代表的生活圈广告保持较高增速，2017 年前三季度生活圈媒介仍保持高速增长，楼宇视频和影院视频同比增涨仍达 20%，楼宇框架广告增长 17%。分众传媒作为生活圈广告龙头，垄断楼宇视频、楼宇框架广告，并逐步向影院视频广告发展，受益于生活圈广告崛起。

图 16：传统广告刊例花费同比（2013-2017）



资料来源：CTR，东方证券研究所

图 17：不同媒体前三季度广告刊例花费同比

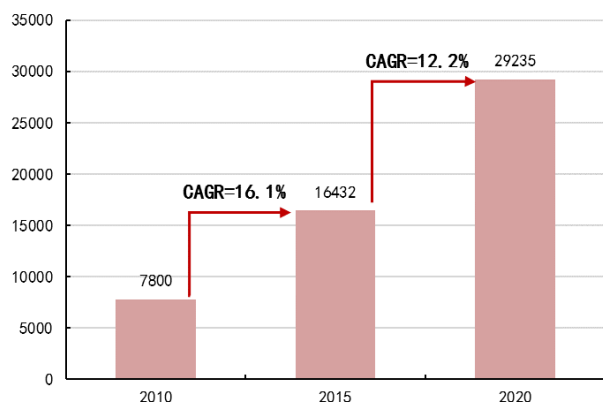


资料来源：CTR，东方证券研究所

2.4 教育：服务升级升温，品牌化龙头符合消费受众

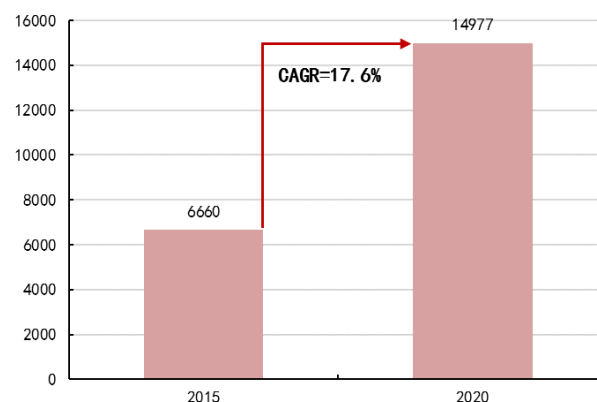
根据智研咨询发布的《2016-2022 年中国教育市场运行态势及投资战略研究报告》，2015-2020 年我国教育市场总体规模将从 16432 亿人民币增长至 29235 亿人民币，复合年均增长率达到 12.2%，其中教育培训细分市场增速快于行业整体增速，CAGR 将达到 17.6%，并于 2020 年达到 14977 亿人民币。我们认为行业增速一部分来自于人口红利，更重要的是，服务升级大背景下，我国消费者会愿意为教育服务模式买单，尤其优质服务。

图 18：2010-2020 年我国教育市场规模（亿人民币）及增速



数据来源：《2016—2022 年中国教育市场运行态势及投资战略研究报告》

图 19：2015-2020 教育培训市场规模（亿人民币）及增速

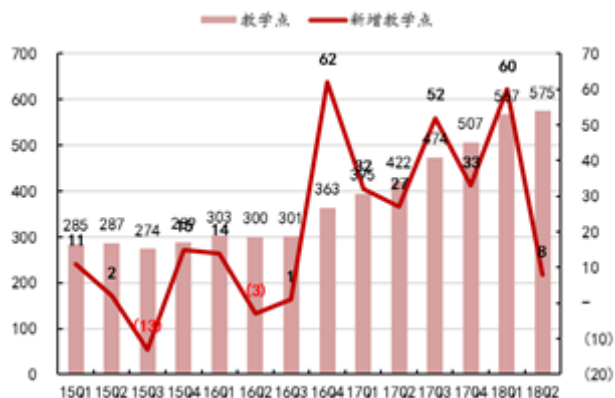


数据来源：《2016—2022 年中国教育市场运行态势及投资战略研究报告》

教育服务品牌化趋势明显，龙头公司具备加速发展优势。教育细分行业中以培训行业最为成熟，已有 20 年+的发展经历。可以发现该细分行业品牌化趋势日益明显，品类定位明确、已占领用户心智龙头公司正在进入新一轮的扩张，挤压着中小企业市场份额。以 K12 培训市场龙头新东方和好未来为代表，两家均加速扩张步伐，季度环比新增教学点数量中枢明显抬升，人次/收入增速快速匹配，业绩大幅领先行业平均水平。

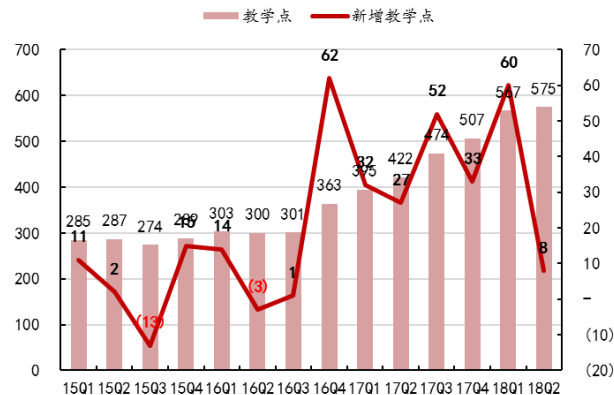
- 从教学点增速看，好未来从 16Q4 起开启扩张模式，平均单季扩点 39 个，创上市以来历史新高（13-16Q3，单季平均扩点 2 个）；新东方 16Q4 开启扩张模式，平均单季扩点 29 个，与 10-13 财年扩张期持平，并显著快于 14-16 财年（单季平均扩点 2 个）；
- 从参培人次看，好未来从 16Q2 起单季招生人数同比增速开始加快并提升至 50% 以上，新东方从 16Q2 起 trailing K12 单季招生人数同比增速由 20% 提高至 40% 以上，均创历史新高；
- 从营收增速看，好未来单季营收同增从 17 财年开始提升至 50% 以上，并保持在 70% 上下，达到历史新高；新东方从 17 财年开始恢复至 20% 以上，并逐渐接近 13 财年之前的高点。

图 20：新东方教学点扩张情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 21：好未来教学点扩张情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

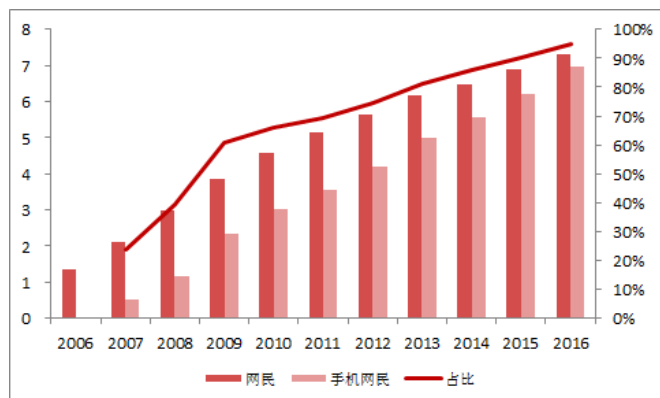
三、“移动升级”红利触顶，内容化、中重度化为趋势

3.1 趋势观察：网民“移动升级”红利触顶，巨头“产品流量矩阵”形成，内容化、中重度化为趋势

已进入移动互联网二阶段，从争夺用户数量过渡到争夺用户时间。2007 年起移动互联网迅速发展，至 2016 年手机网民达 6.95 亿，占网民 95%，中国这一波网民增长浪潮伴随着高度的移动化同步，网民“移动升级”的红利空间触顶。从时间维度上，时间量也达到饱和。从 2013 年起，用户每天平均上网时长基本停滞，近四年维持在 220 分钟左右。

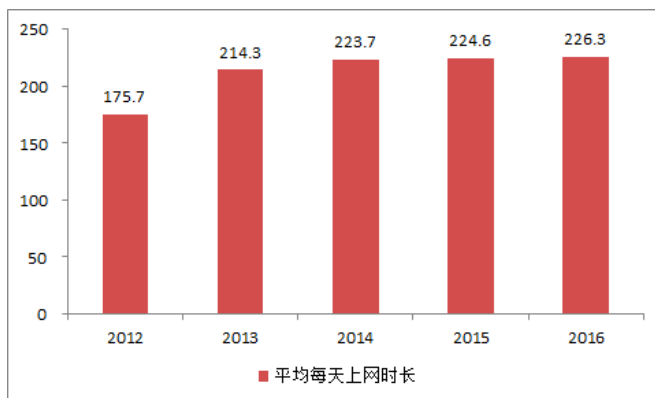
内容化、中重度化为趋势。在网民红利触顶的分水岭期，用户定位为有一定互联网经验的“非小白用户”，甚至资深用户。低价在产品购买要素中的位置会降低。我们认为未来中重度化的内容需求、线上线下更加便捷和效率的一体化是未来大趋势，增加用户的粘性、用户需求更深层次的满足愈发成为移动互联网的新方向。从巨头角度，增量用户的获取更为困难，巨头将重心从“拓展新用户”转为“精耕老用户”，守住价值越来越高的存量市场。

图 22：移动互联网人口基数庞大



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

图 23：平均每天上网时长（分钟）

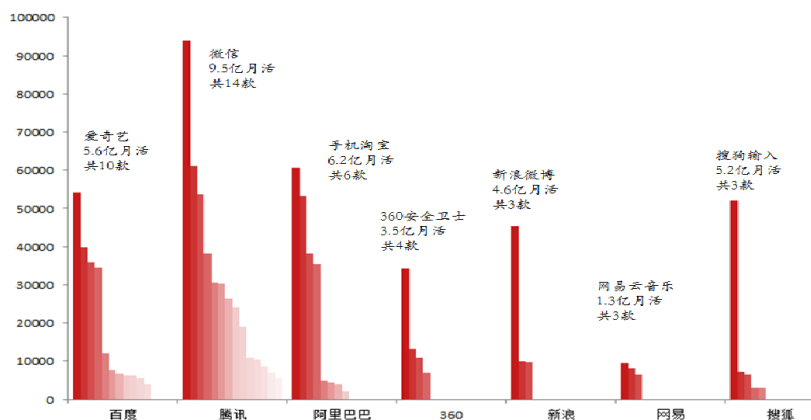


资料来源：CNNIC，东方证券研究所

互联网龙头公司移动端流量矩阵布局基本完成，从内容端加大用户黏性，实现用户时间上的中重度化是未来趋势。1) 主流互联网公司已完成移动端转型，分别涉足搜索、安全、社交、新闻、输入法的众多领域；2) BAT 三大巨头移动端产品流量矩阵已形成。根据我们统计，以 BAT 为代表的梯队，TOP100 月活 APP 产品分别占据 10 款、6 款、14 款，其中百度最高月活 APP 爱奇艺月活数超 5 亿，腾讯系微信月活位列 APP 之首，高达 9.8 亿，阿里最高月活 APP 手机淘宝活跃数也达 6 亿，互联网龙头公司流量产品众多、月活规模庞大，深挖壁垒。以网易、360、新浪、搜狗为代表的互联网第二梯队，TOP100 月活 APP 产品也均有 3-4 款，最高月活 APP 活跃数均在 4-5 亿（网易在 1 亿），紧随第一梯队。随着用户数到达瓶颈，加大内容端投入，增强用户黏性，提高用户价值（广告和游戏等变现）成为未来互联网公司角逐的主要方向。

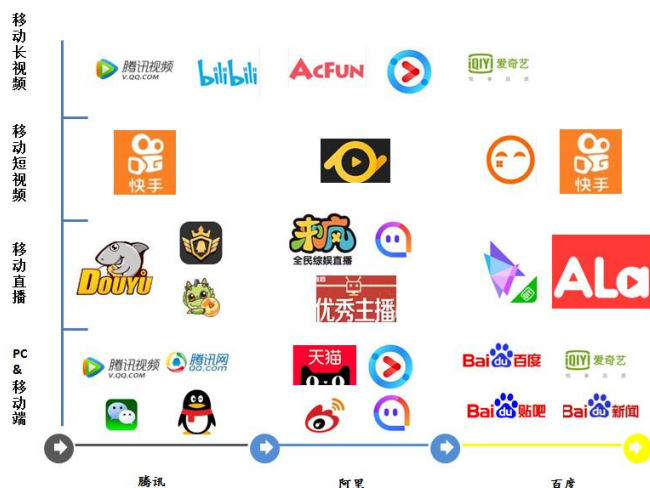
游戏、广告为互联网媒体最主流的流量变现方式，未来各大互联网公司在视频、原生信息流、内容端布局，将成为新的亮点。移动端视频方面，17 年 10 月，爱奇艺月活 5.6 亿（+19%），腾讯视频月活 5.4 亿（+54%），优酷月活 3.4 亿（+17%）；视频、内容端，巨头逐步发力。

图 24：互联网公司 TOP100APP 产品月活情况



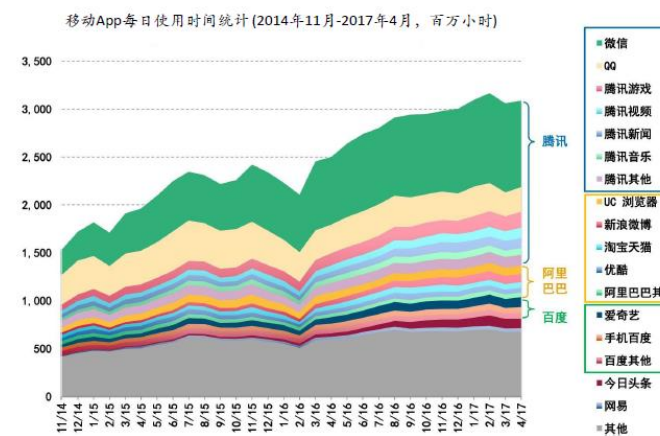
数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 25：互联网公司产品流量矩阵（移动端）



资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 26：互联网龙头抢占时间趋于饱和

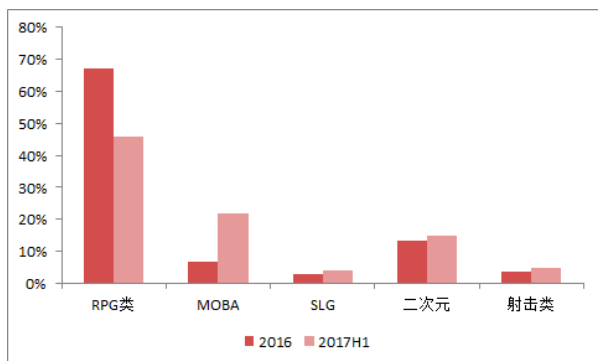


资料来源：Questmobile，东方证券研究所

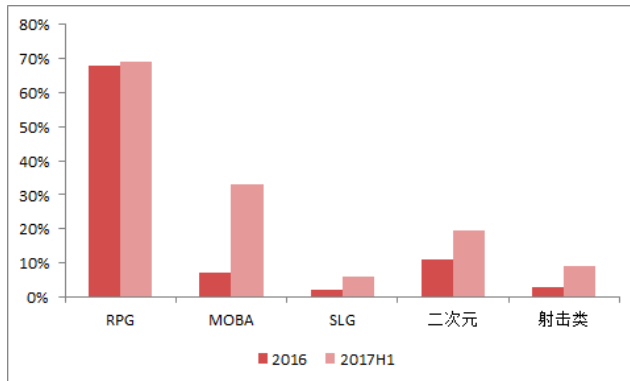
3.2 游戏行业：二线龙头复苏、手游中重度化

展望 2018 年，我们认为“二线龙头复苏”和“手游中重度化”是两大趋势。趋势一，经过 17Q3 普遍产品延期的阵痛期，A 股二线龙头公司迎来核心新品上线潮，将大幅带动公司业绩。趋势二，王者荣耀的培育作用和玩家结构年轻化都促使手游中重度化，FPS、SLG 等中重度化游戏持续受益。

由于轻度休闲游戏和独立游戏盈利能力有限，手游市场收入主要由以 PRG 为代表的重度游戏（包括类传奇游戏）和以 MOBA / FPS 为代表的中重度游戏组成。1) **重度手游占据着 46% 的市场份额，仍然为手游最大细分市场。**并且在《王者荣耀》的挤压下，2017 上半年重度手游市场在绝对值上并未出现下滑，相对保持稳定，重度游戏市场也是 A 股二线龙头公司主要优势领域。随着核心新产品上线，二线龙头业绩复苏。2) **中重度游戏占比持续提升，成为手游高速增长推动力。**从 2017 年上半年各游戏收入占比的变化中，我们也可以看到 MOBA、SLG、二次元等中重度游戏收入占比明显提升。其中 MOBA 占比 22%、SLG 占比约 4%，二次元游戏占比达 15%。中重度化趋势在 17Q3 延续，从 17Q3 流水数据观察，SLG 游戏占比迅速提升，其中乱世王者月流水超 3 亿、胡莱三国超 2 亿，进入 TOP10 梯队。

图 27：相对比例中重度手游保持高增速


数据来源：伽马数据，东方证券研究所

图 28：绝对比例中重度游戏并未下滑


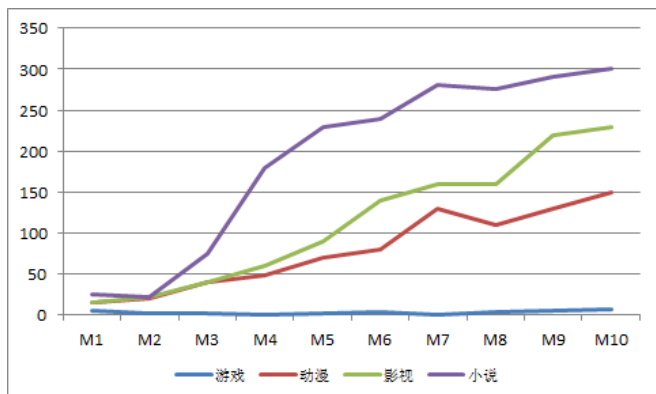
数据来源：伽马数据，东方证券研究所

趋势之一：二线龙头复苏

二线龙头公司核心产品确定性高。核心产品（集中在重度 PRG 类游戏）主要是指 1) 爆款游戏的同数值体系、同游戏类型；2) 公司内测数据较好、资源投入高的产品，具体表现为端转手、页转手等作品（同期不产生竞争）。龙头公司核心产品具有良好的数值体系和稳定的用户玩家，爆款率高。2017Q3 A 股龙头游戏公司前核心产品均已运行一年有余，新产品延期，导致业绩低于预期。FY17Q4 及 FY18 龙头游戏公司核心产品集体上线，将迎来新一轮爆发周期。

根据伽马数据统计，不同 IP 转成移动游戏中，端游页游成功率最高、霸榜时间最长，而动漫、影视、小说 IP 的手游在第二个月畅销榜排名快速衰减。我们汇总腾讯游戏最受欢迎端游 TOP30 发现，TOP30 端游的手游产品最高畅销榜排名均在 TOP5 内，在 1 年以上的上线时间内均保持着 TOP30 成绩。此外，像永恒纪元这类，延续公司游戏风格和数值体系的游戏也有着较好表现。

图 29：端转手成功率高（畅销榜排名数据）



数据来源：伽马数据，东方证券研究所

图 30：2016 腾讯游戏最受欢迎 TOP30

排名	游戏名称	公司	得票数	手游最高排名	当前手游排名
5	新天龙八部	畅游	636358	2	10
6	剑网	西山居	579919	1	11
8	梦幻西游	网易	545829	1	2
9	征途	巨人网络	538887	1	28
10	诛仙	完美世界	531518	3	32
17	问道	吉比特	355255	2	30
27	完美世界	完美世界	113328	-	-
30	笑傲江湖	完美世界	37441	-	-

数据来源：App Annie，东方证券研究所

核心产品确定性高体现在两个方面：1) **数值体系**。通常来说，美术、IP 都是“敲门砖”，用户是否被游戏吸引（表现为用户的留存率）都取决于数值和系统的设计，根据公司披露，《永恒纪元》的留存率比“页转手”游戏高 50%以上，足以说明爆款游戏数值系统的价值。2) **核心玩家**。龙头公司研运一体化，在垂直领域积累了大量忠实玩家和渠道信息（精准推广），产品可以通过更新换代续接玩家需求。

经过对核心产品上线时间梳理，我们发现 17Q4 至 2018 上半年 A 股龙头公司将有大量核心产品集中上线（腾讯网易产出高，产品周期较短）。这部分核心产品均是端转手、页转手产品，其原始端游、手游均排名 TOP 级别，预计手游将有良好表现。

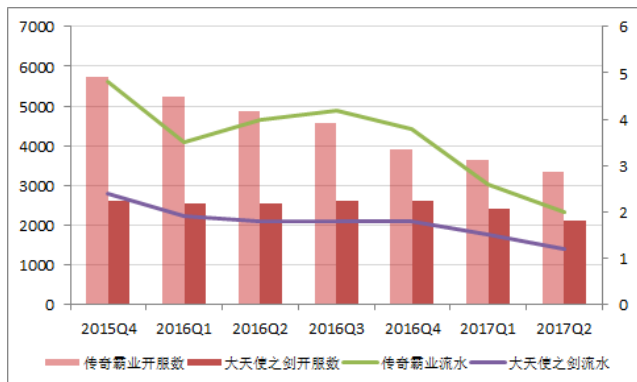
表格 1：龙头公司部分核心产品

游戏厂商	产品名称	端页游热度	类型	预计上线时间
巨人网络	征途 2	端游 TOP 9	MMORPG	2017 年 Q4
游族网络	女神联盟：天堂岛	Facebook 最受欢迎页游	卡牌	2017 年 Q4
	天使纪元	—	ARPG	2017 年 11 月
三七互娱	武易	—	MMORPG	2017 年 11 月
	传奇霸业	两年蝉联页游前三	MMORPG	2017 年 11 月
完美世界	完美世界	端游 TOP 27	MMORPG	2018 年 H1
	笑傲江湖	端游 TOP 30	MMORPG	2018 年 H1

资料来源：游戏鹰眼，东方证券研究所

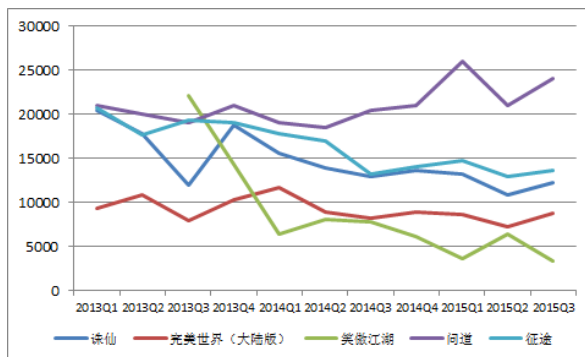
以三七和完美世界产品为例。（1）三七互娱：11 月上线的《传奇霸业》手游蝉联页游畅销榜前三，2016 年页游流水超 15 亿，从开服数和流水均远超大天使之剑页游（永恒纪元原型机大天使之剑 H5 原型），其手游官网预约数超 2500 万，有望成为超永恒纪元的爆款手游（永恒纪元全年流水超 31.5 亿）。（2）完美世界：端游《完美世界》、《笑傲江湖》均排腾讯最受欢迎手游 TOP30，季度流水位于 5000 万-1 亿之间，火爆程度和流水仅次于诛仙、征途。

图 31：传奇霸业流水及开服数



数据来源：9K9K，东方证券研究所

图 32：TOP 端游流水情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

趋势之二：手游中重度化

中重度化培育和手游用户年轻化都推动手游中重度化进行，MOBA / FPS / SLG 等细分品类最为受益。中重度游戏对玩法和研发实力要求高，但对 IP 需求较小，具有生命周期长、竞争激烈等特点。首先，研发实力强、品类多元化的游戏龙头公司将持续受益；其次，在细分领域具有路径优势的公司也将受益细分品类市场快速扩张。

➤ 后王者荣耀时代，中重度化持续进行

随着王者荣耀对轻度玩家的培育和新增青少年玩家，手游品类呈现中重度化趋势。中重度化手游包括 Moba、SLG、FPS 等众多品类。手游中重度化将对 1) 支撑行业保持较高速度增长，手游中重度化将提升用户 ARPU，增加玩家黏性和时长；2) 促进手游多元化，目前我国手游销售收入主要还来自于 RPG 类产品（约 50% 以上），手游中重度化将促进手游类型多元化，增强国内游戏出海实力。

王者荣耀当之无愧成为 2017 年的爆款游戏，月活跃用户超 2 亿，日活跃用户达 5700 万，季度流水超 55 亿，俨然成为“国民级手游”，越来越多的轻度游戏玩家、女性玩家“入坑”王者荣耀。王者荣耀培育大量轻度手游玩家接受中重度游戏，在王者荣耀浪潮逐步褪去的过程中，受培育的手游玩家将尝试中重度游戏，即王者荣耀推动手游中重度化。

我们通过 TGI（目标群体指数），即反映目标群体在特定研究范围内的强势或弱势。来衡量对比 RPG 和 MOBA 类游戏玩家，在“弃坑”后会选择什么类型游戏。（TGI 不足 100，是因为非轻度游戏之间具有较强替代关系）

TGI 指数 = [目标群体中具有某一特征的群体所占比例 / 总体中具有某特征群体所占比例] * 标准数

从具体游戏角度，我们发现，以梦幻西游为代表的重度 RPG 类玩家中梦幻诛仙、天龙八部、大话西游等重度 RPG 类游戏 TGI 较高，即“弃坑”梦幻西游，重度玩家更倾向于继续“入坑”其他重

度 RPG 类游戏。以王者荣耀为代表的 MOBA 类玩家中时空召唤（银汉出品 MOBA 类游戏）、Gangstar（侠盗猎车手）等中重度游戏 TGI 较高，表明“弃坑”王者荣耀，中重度玩家倾向于尝试不同的中重度游戏。

表格 2：梦幻西游和王者荣耀游戏 TGI

序号	梦幻西游		王者荣耀	
	游戏	TGI	游戏	TGI
1	梦幻诛仙	64.79	时空召唤	11.19
2	天龙八部	30.77	Gangstar4	10.88
3	大话西游	27.77	GTA：VC	10.86
4	少年西游记	25.18	穿越火线	10.37
5	绝世唐门	24.34	GTA：SA	10.37
6	龙之牧场	18.99	弹弹堂	10.01
7	赛尔号超级英雄	18.68	造梦西游 OL	9.73
8	问道	18.30	泰拉瑞亚	9.64
9	航海王强者之路	17.88	自由之战	9.41
10	花千骨	17.41	天天炫斗	9.36

资料来源：易观千帆，东方证券研究所

从游戏类型上，我们发现，以梦幻西游为代表的重度 RPG 类玩家中放置类、ARPG、卡牌类游戏 TGI 较高，同样梦幻西游玩家更倾向于重度游戏。以王者荣耀为代表的中重度玩家中 FPS、格斗、策略类游戏 TGI 加高，同样王者荣耀玩家更倾向于其他中重度游戏。

表格 3：梦幻西游和王者荣耀游戏类型 TGI

序号	梦幻西游		王者荣耀	
	游戏	TGI	游戏	TGI
1	放置类	12.89	FPS	8.80
2	ARPG	12.55	格斗	7.47
3	卡牌对战	10.60	桌游	7.04
4	动作冒险	10.31	TCG	6.79
5	格斗	9.33	动作冒险	6.77
6	TPS	8.70	策略	5.92
7	横版射击	7.16	沙盒	5.85
8	策略	7.10	TPS	5.83
9	MOBA	7.03	卡牌	5.16
10	回合解谜	7.02	ARPG	5.16

资料来源：易观千帆，东方证券研究所

➤ 手游用户年轻化，推动中重度化进程

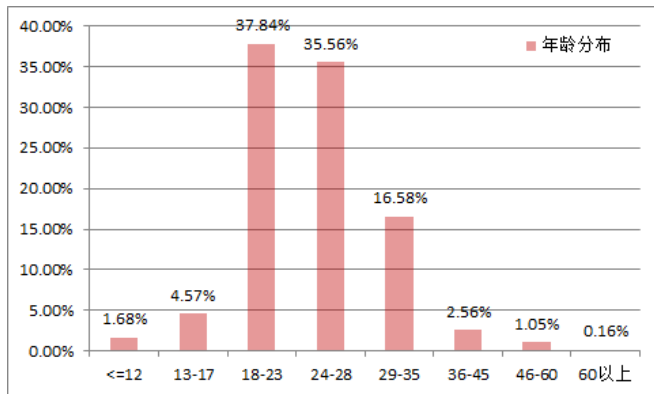
手游本质上并未改变游戏的玩法和模式，主要改变的是游戏的场景。我们认为，端游页游的品类变化趋势和更迭对手游品类有着一定的指导意义。影响的方式主要有两种：1) 端游、页游游戏品类的变化反映了玩家内在的游戏需求变化，从数值碾压到竞技 PK，从慢节奏到快节奏；2) 对于大量成年手游玩家，青少年时期的游戏培养有着深远影响（IP 和游戏类型）。我们发现，整理中国网络游戏近 20 年发展，首先是以传奇为代表的 MMORPG 火爆，之后经历穿越火线这类射击类游戏的高峰，再到 MOBA 时代 DOTA、LOL、DOTA2 的更迭，在此期间包括炉石传说等卡牌竞技类游戏也有相当的热度。手游游戏品类的发展也延续端游发展趋势。

图 33：端游进化历程

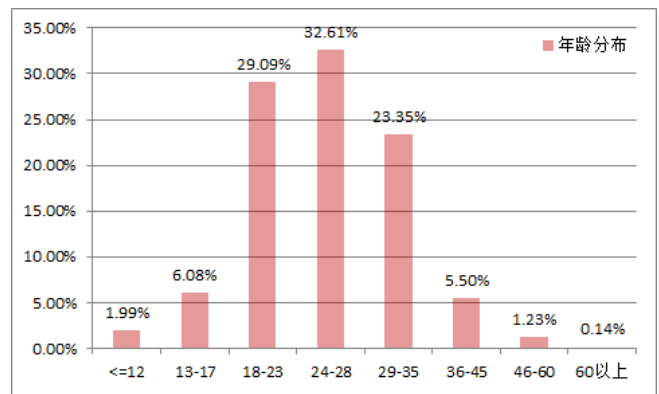


资料来源：东方证券研究所

从玩家年龄结构角度，我们分析不同游戏类型用户玩家的构成，以分析在新增用户年轻化的趋势下，何种品类游戏有望突围。以梦幻西游、诛仙手游为例，MMORPG 手游用户集中在 18-23、24-28、29-35 三个年龄阶段，其中 18-23 是各手游类型玩家最多的阶段，此外，我们可以发现 MMORPG 游戏主力年龄结构在 24-35 区间，较其他游戏类型用户年龄结构偏大。

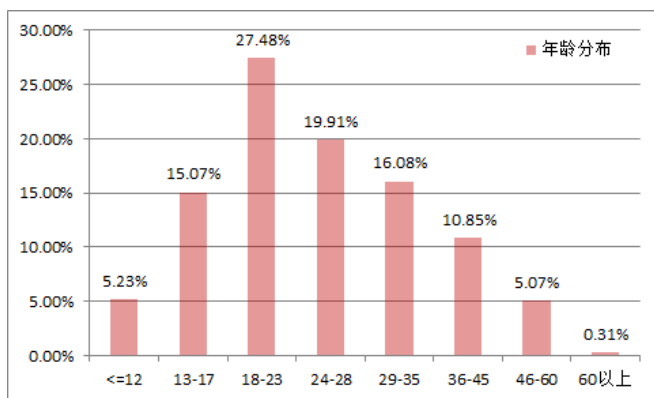
图 34：梦幻西游玩家年龄分布


数据来源：腾讯浏览指数，东方证券研究所

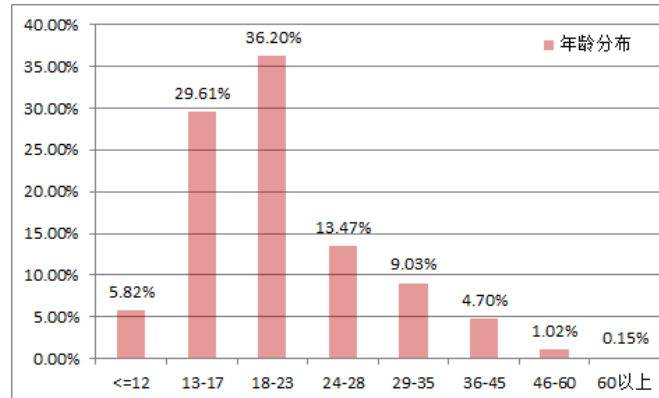
图 35：诛仙手游玩家年龄分布


数据来源：腾讯浏览指数，东方证券研究所

以天天消消乐、天天酷跑为例，休闲类游戏用户集中在 13-23，年龄结构偏轻，并且分布更为长尾。天天消消乐、天天酷跑 12-23 用户达 42.5%、65.81%，36-60 以上用户达 16.23%、5.87%。休闲类游戏受众更广（长尾），用户更为年轻。

图 36：天天消消乐玩家年龄分布


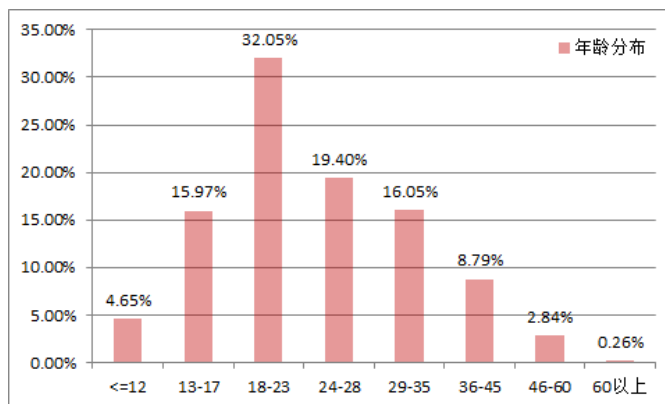
数据来源：腾讯浏览指数，东方证券研究所

图 37：天天酷跑玩家年龄分布


数据来源：腾讯浏览指数，东方证券研究所

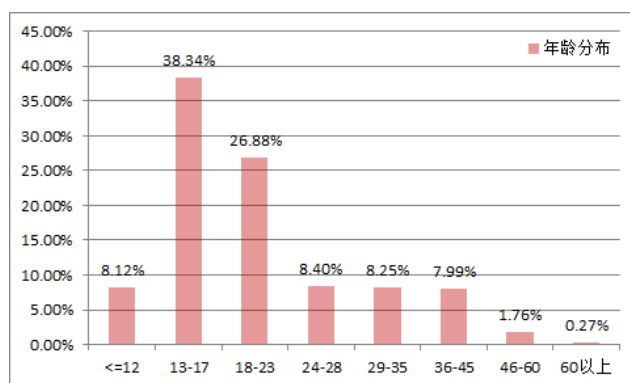
以王者荣耀、皇室战争为代表的 MOBA、SLG 等中重度游戏，玩家集中在 13-23 区间。王者荣耀、皇室战争位于 12-23 之间用户分别为 48.02%、65.22%，在各类游戏中占比最大，值得注意的是中重度游戏也是 12 岁以下用户占比最多的游戏之一。

图 38：王者荣耀玩家年龄分布



数据来源：腾讯浏览指数，东方证券研究所

图 39：皇室战争玩家年龄分布



数据来源：腾讯浏览指数，东方证券研究所

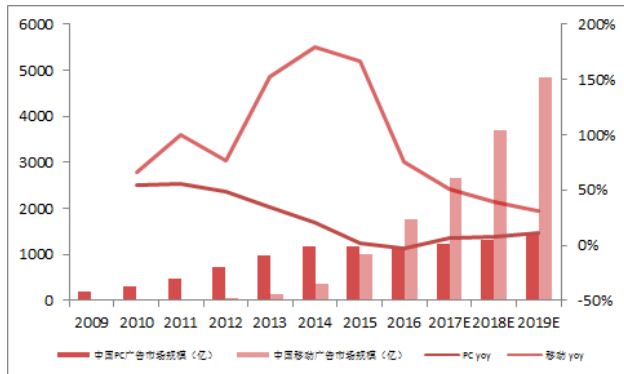
综上所述，从年龄结构上“中重度游戏 < 轻度游戏 < 重度游戏”，随着移动互联网人口红利减弱，手游新增用户集中在手机新增用户（即青少年用户），在品类上更符合青少年偏好的游戏未来将有增量空间。

3.3 广告营销：移动数字化持续进行，线下生活圈媒介稳中有升

我们认为移动化、数字化仍将是 18 年广告营销行业的主旋律。移动互联网广告保持高增速，一方面，用户行为习惯变更，移动互联网占据用户绝大部分时间，移动互联网广告抢占大量 PC 端广告市场份额；另一方面，移动互联网广告帮助 LBS 等技术在广告领域应用，汇聚众多中小广告主，更加高效解决中小广告主痛点。

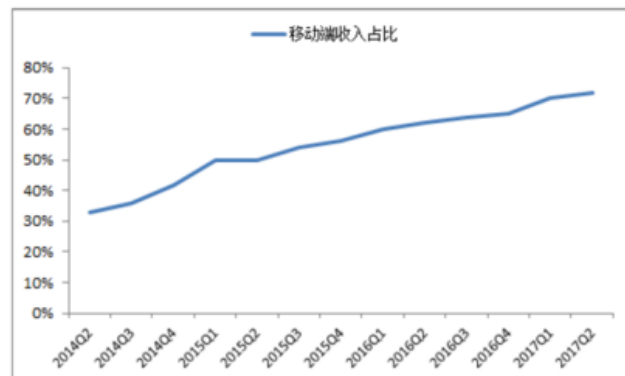
1) 移动互联网广告成为互联网广告最主要部分，未来多元化新品类将带动移动端继续高增速。广告营销移动化趋势明显，2017Q2 其中百度移动端广告收入贡献超 70%，腾讯移动端广告收入占比超 90%，移动互联网广告成为互联网广告增长主要驱动力。根据艾瑞咨询预测，未来移动互联网广告市场规模有望超过 5000 亿。其中信息流、短视频，该类更好满足用户需求，提升体验程度的新品类将是行业增长点。其中 10 月今日头条 APP 月活数 1.6 亿，同比增长 36.8%，移动端增长强劲，信息流广告收入从 2012 年起步，至 16 年已达 60 亿营收。短视频活跃用户数发展迅速，10 月快手月活跃用户数 1.44 亿，同比增长 85%，西瓜视频月活跃用户数 1.1 亿，同比增长 280%，端视频成为行业新“时间杀手”，其广告价值将逐步显现。

图 40：互联网广告移动端发展



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

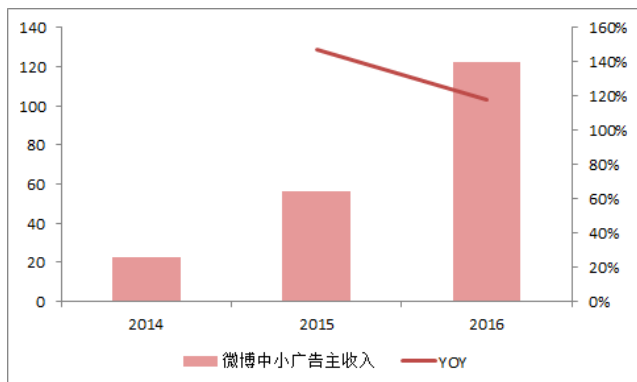
图 41：百度移动端广告收入占比



数据来源：百度年报，东方证券研究所

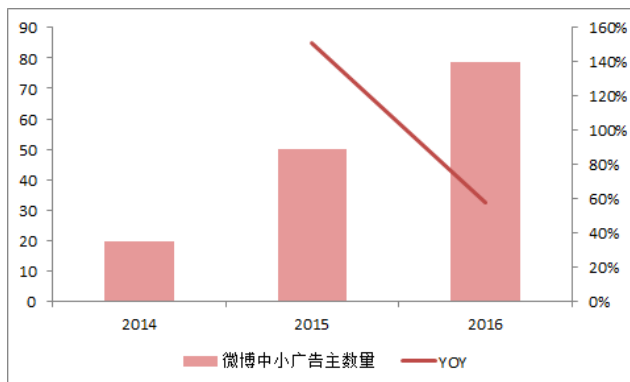
移动互联网广告高效性为中小广告主提供更多选择，尤其是基于 LBS 等技术的广告针对性强、效果显著，推动本地广告主持续增加。以 LBS 为例，具有精准对焦目标受众、实时灵活投放等特点，大大降低了本地中小广告主的投放门槛，近年来中小广告主规模和投放金额增长迅速，给广告行业投放带来新的增量。

图 42：微博来自中小广告主收入情况



数据来源：微博，东方证券研究所

图 43：微博中小广告主规模情况



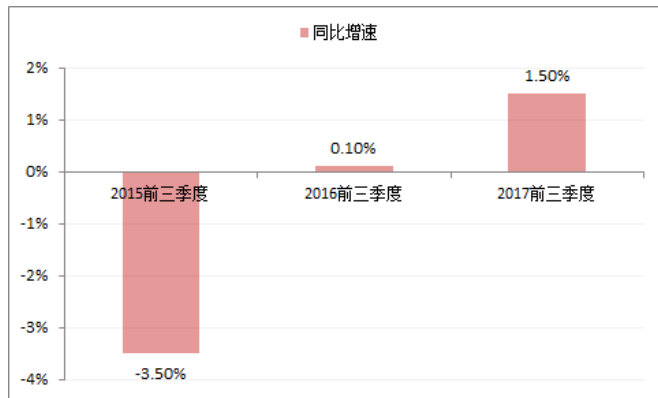
数据来源：微博，东方证券研究所

2) 线下生活圈媒介稳中有升，契合大时代消费升级

在线流量价格持续上升，生活圈媒体作为线下媒体的“性价比”凸显，成为传统媒体主要增量。行业来看，根据 CTR 数据，2017 年前三季度中国广告市场进一步向好，刊例价涨幅 1.5%，较 2015 年、2016 年明显提升，其中传统线下媒体继续负增长，生活圈媒体增长依旧强劲，2017 年前三季度楼宇视频/框架/影院同比增速分别达 19.8%/14.5%/24.8%，环比增速均高于上半年，其中 2017

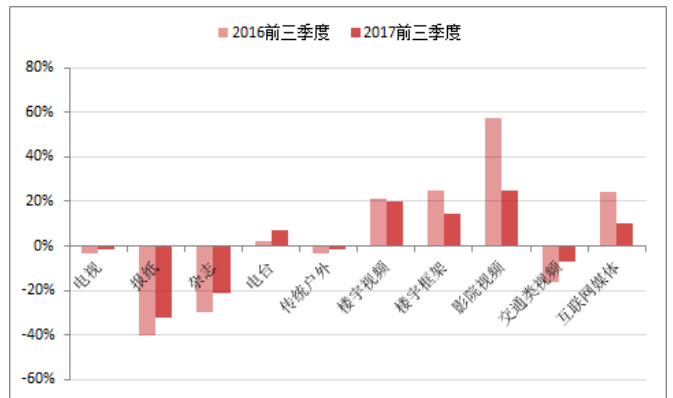
年 7-8 月楼宇视频花费 YOY+21.3%、+19.2%（17H1 为+18.9%）；楼宇框架花费 YOY+19.2%、20.1%（2017H1 为 10%）；影院媒体花费 YOY+32.9%、32.2%（2017H1 为 19%），

图 44：传统广告刊例花费同比（2015-2017）



资料来源：CTR，东方证券研究所

图 45：不同媒体前三季度广告刊例花费同比



资料来源：CTR，东方证券研究所

互联网和消费升级产品贡献“生活圈媒介”强劲增长。互联网方面，互联网自身内部品类（电商、外卖、二手车、共享单车等）竞争激烈的整体环境没有改变。短期反馈效果明显加长期效果体现（品牌塑造仍需要长期持续的投入）推动广告主持续投放。此外，**受益消费升级的新兴消费品已成为新增长点。**分众传媒作为生活圈绝对垄断者，公司收入端增速加快，公司单季收入增速加速（Q1yoy+15%、Q2yoy+14%、Q3yoy+18%），Q2/Q3 单季扣非后利润增速均达 38%，Q4 预计内生利润增速中值仍可维持 35%。

表格 4：分众分季度业绩拆分

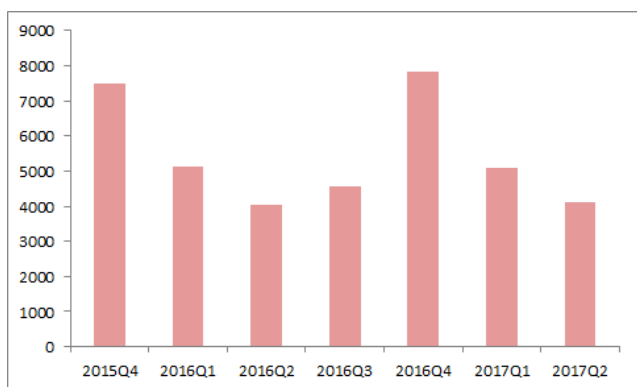
	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4 下限	17Q4 上限
营业总收入	2105	2822	2615	2671	2420	3220	3089		
同比 yoy					15%	14.1%	18%		
归母净利润	649	1252	1246	1304	1107	1426	1377	1570	1670
同比 yoy					70.4%	13.9%	10.5%	20.4%	28.1%
非经常损益	26	278	309	206	342	83	83		
扣非归母净利	623	973	937	1098	765	1343	1294		
同比 yoy					22.8%	38.0%	38%		

资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.4 AR 引领新方向

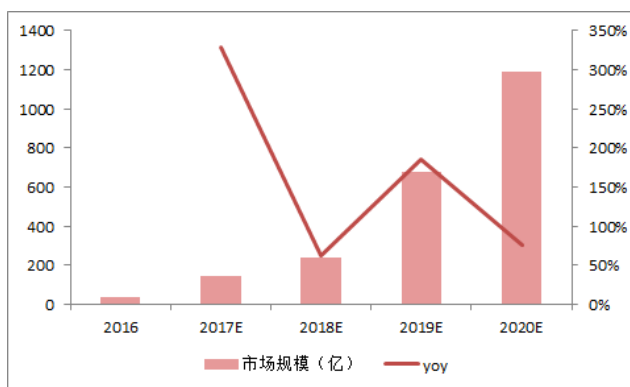
2017 年 6 月的苹果 WWDC2017 开发者大会上，苹果发布移动端 AR 开发平台 ARKit，是苹果在 AR 布局的首次落地。苹果谷歌分别发布 ARKit 和 ARCore，实现移动端 AR 大规模普及。苹果谷歌分别在 iOS11 系统和 Pixel2 手机上实现 AR 功能，将带来 5 亿潜在苹果 AR 用户、1 亿潜在安卓 AR 用户。巨大的用户基数将促进 AR 软件和内容的高速增长，AR 生态系统将不断完善。

图 46：2015Q4-2017Q2 iPhone 出货量（万台）



数据来源：苹果年报，东方证券研究所

图 47：国内 AR 市场规模



数据来源：微博，东方证券研究所

ARKit 和 ARCore 降低 AR 开发门槛，在不加硬件设备基础上实现 AR 应用。硬件等内容，内容看硬件，是 AR 不能快速普及的痛点。苹果谷歌大幅降低研发门槛，有助于 AR 移动端内容产品爆发。

- **游戏：**全新的形式和玩法，有望率先成为 C 端爆发的手机 AR 应用。AR 提供虚拟与真实的结合，极大丰富了游戏的玩法，此前《Pokemon Go》创下全年 70 亿流水的佳绩。目前大多数 AR 游戏玩法停留在轻度独立游戏（如解密类悠梦），可玩性较低，氪金能力较低。我们认为未来 AR 游戏领域的 FPS、SLG 等游戏有望出现爆款。

图 48：网易 AR 解密游戏《悠梦》



数据来源：微博，东方证券研究所

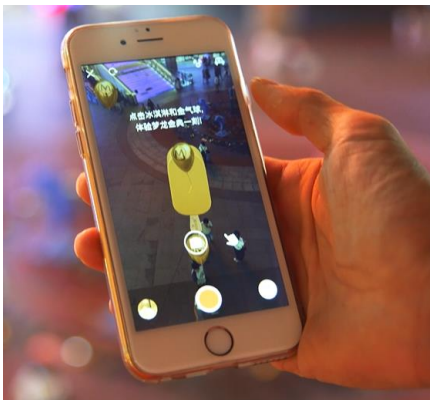
图 49：AR MOBA 类游戏《The Manchines》



数据来源：微博，东方证券研究所

- 营销：盈利模式清晰，全新的流量入口。与传统广告相比，AR 营销具有新颖、互动，现阶段成本低，潜在用户大。微信、梦龙、奥迪等众多企业都尝试这一崭新的推广新产品。

图 50：梦龙与视+AR 营销



数据来源：微博，东方证券研究所

图 51：汽车之家与亮风台 AR 营销



数据来源：微博，东方证券研究所

四、教育：服务品牌化、资本全球化，龙头红利期到来

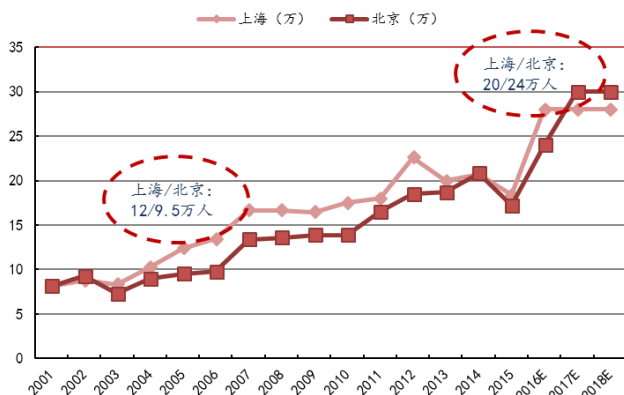
4.1 需求层面，人口结构化红利带来行业发展新机遇

庞大的刚需基础（2016 年，全国各类教育在校生规模超 2.55 亿，其中 K12 教育阶段在校生人数达到 1.66 亿）奠定了教育行业未来繁荣发展的根本逻辑，而人口结构化红利、城镇化加速带来的新生人口增速，和与之匹配的服务需求增多则是教育行业近年最大的亮点。跟随人口流动、区域性中心城市的崛起，人口在一二线城市集中、优质教育资源向核心城市聚拢的趋势正逐步加强，高密

度的适龄教育人口降低了教育机构的获客成本，提高了教育资源的利用效率，为培养区域性乃至全国性教育龙头提供了可能。

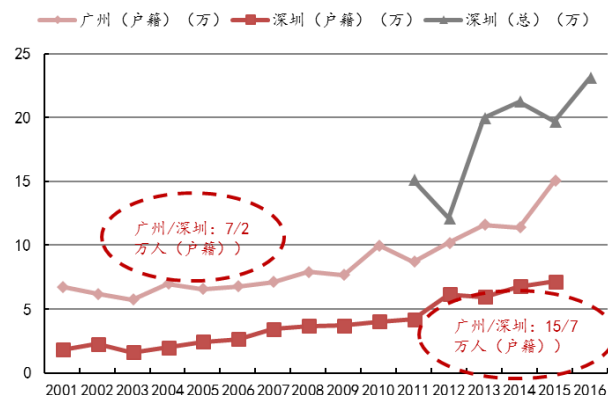
- **2010-2015 年，北京/上海/广州/深圳一线城市出生人口翻倍**，复合年均增速分别达到 4.35%/1%/8.57%/12.15%，2015 年出生人口分别达到 17.2/18.4/15/7 万人（其中广深为户籍人口数），根据统计，四个一线城市人口增速平均值高于全国 6 倍。北京/上海/深圳峰值年出生人口预计将达到 30/28/24 万，人口向大城市集中的趋势将进一步加快。

图 52：2001-2018 北上出生人口大幅增长



数据来源：国家统计局，各市统计年鉴，东方证券研究所

图 53：2001-2018 广深（户籍）出生人口大幅增长



数据来源：国家统计局，各市统计年鉴，东方证券研究所

- **大部分二线城市出生人口增速快过全国，中东部尤其明显。**从二线城市来看，以天津 (4.31%)、南京 (3.27%)、苏州 (2.43%)、大连 (6.33%)、厦门 (5.78%)、无锡 (2.14%) 为代表的东部城市 and 以武汉 (6.03%)、长沙 (8.29%)、合肥 (11.91%)、郑州为代表的中部城市增速较快。5 年复合年均增速为全国的 2~12 倍。

表格 5：主要二线城市出生人口（万人）（杭州、南京、武汉、苏州、大连、厦门、济南为户籍数据）

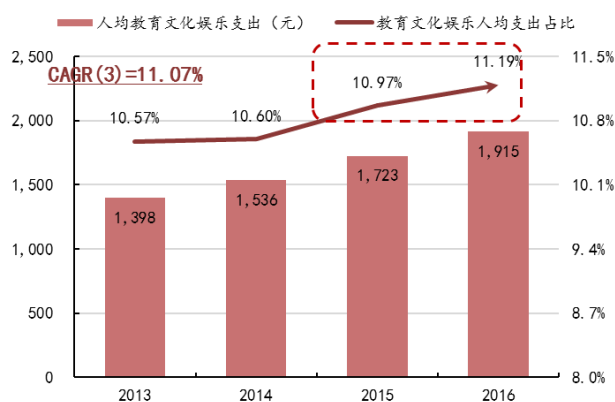
	天津	重庆	杭州	南京	武汉	苏州	大连	厦门	西安	长沙	宁波	无锡	沈阳	青岛	合肥	郑州	石家庄	西宁
2005	7.75	30.66	5.72	4.53	5.23	4.85	3.161	1.60	7.67	6.75	4.52	3.31	4.94	7.55	4.53	6.5	11.63	2.59

2006	8.12	36.57	5.78	4.41	6.16	4.63	3.1392	1.78	8.13	6.30	4.17	3.05	4.86	7.01	5.6	6.6	13.11	2.39
2007	8.66	44.66	6.02	5.14	6.34	4.86	4	1.99	8.27	6.43	4.68	3.34	5.81	7.65	5.3	6.8	12.64	2.58
2008	9.31	43.26	6.13	5.03	6.81	4.78	3.9	2.41	8.47	7.11	4.62	3.27	5.48	6.89	5.12	7	14.15	2.37
2009	9.98	40.82	6.24	4.93	6.83	4.97	3.9	2.13	8.47	6.98	4.51	3.25	5.22	6.3	5	7	14.31	2.41
2010	10.34	62.83	6.96	5.74	7.85	5.84	3.9	2.19	8.23	7.17	4.88	3.65	5.44	6.85	5.47			
2011	11.39	41.27	7.03	5.83	8.84	5.87	4.1	1.83	8.25	7.58	4.61	3.57	5.57	6.58	7.6	8.3	13.16	2.43
2012	12.11	36.76	7.73	6.56	9.27	6.81	5.1	2.81	8.64	8.27	5.00	4.27	6.26	7.49	8.93	8.7	13.02	2.45
2013	11.95	35.81	7.09	6.40	9.27	6.74	4.2	3.08	8.2	8.34	4.93	4.14	5.81	7.05	8.45	9	13.55	2.27
2014	12.24	39.74	8.97	7.13	10.08	7.68	6.6	3.29	8.7	10.19	5.64	4.93	7.19	9.58	9.33	9.6	14.09	3.01
2015	-	37.34	7.06	6.74	10.51	6.58	5.3	2.90	8.8	10.67	4.86	4.06	4.89	6.29	9.6	9.8	12.44	2.93
CAGR5	4.31%	-9.88%	0.29%	3.27%	6.03%	2.43%	6.33%	5.78%	1.35%	8.29%	-0.09%	2.14%	-2.11%	-1.69%	11.91%	-	-	-
CAGR10	5.21	1.99%	2.12%	4.05%	7.23%	3.11%	5.30%	6.12%	1.38%	4.68%	0.73%	2.05%	-0.10%	-1.81%	7.80%	4.19%	0.68%	1.26%

资料来源：各市统计年鉴，各市发展公报，东方证券研究所

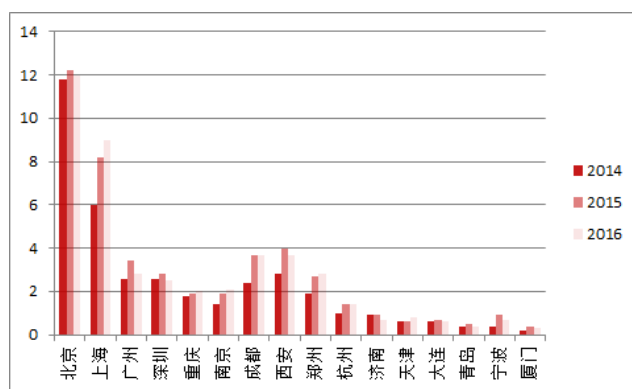
教育作为服务消费的一类，其代表了新服务模式下居民对精神文化领域的更高追求，通过接受更优质、多元化的教育，寻求更上层的个人发展渠道，获得精神上的富足越来越成为构成居民消费的重要成分。随着城镇化父母成为教育消费的主力军，他们对子女教育的重视程度大大超过前代父母，教育消费升级已经催生了教育产业细分赛道的产生与分化，并大幅拉高了教育市场规模的天花板。

图 54：2013-2016 年居民人均教育文化娱乐支出情况



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 55：一二线城市 K12 课外辅导支出大幅增长



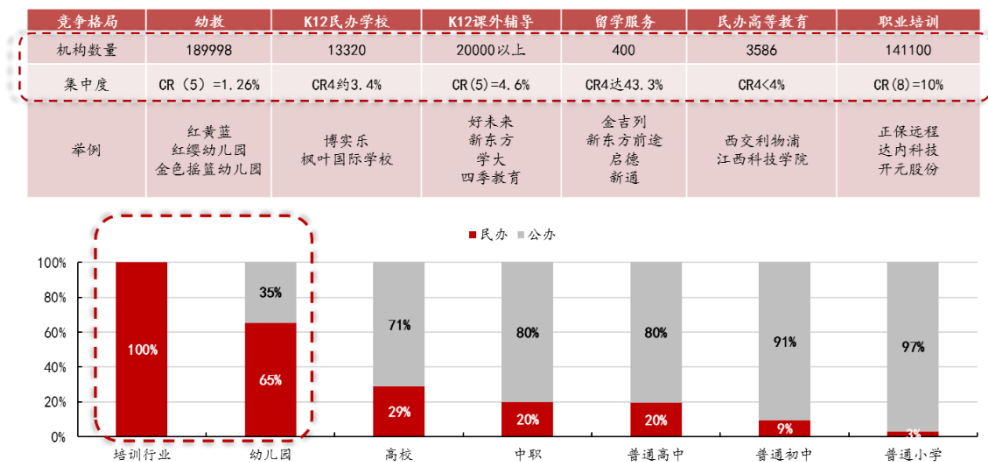
数据来源：国家教育发展事业统计公告，银联智策大数据，东方证券研究所

4.2 18 年变量：继续观察行业洗牌力度，或推动龙头市占率提升超预期

民促法落地，行业洗牌力度超预期。《民办教育促进法》修正案在今年 9 月 1 日正式生效，在新民促法大背景下，目前行业洗牌力度超预期，主要体现在：国际学校准入及管理政策趋严、培训机构整顿加速。我们认为，需求端变好已经是市场认可的大逻辑，而供给端，若行业政策 18 年持续收严，将从产业层面加快分化速度。

产业规范化时间缩短，加速产业分化，龙头市占率有望提升。民促法大背景下，产业政策有所倾斜——产业规范化加速，向龙头公司加速集中（龙头公司规范化程度高），非学历制整合进度快于学历制，龙头公司整合及扩张力度将加强。

图 56：教育细分行业竞争格局及民办化程度



数据来源：东方证券研究所

4.3 服务品牌化、资本全球化为两大趋势

展望 2018 年，我们认为“服务品牌化”、“资本全球化”为教育行业未来两大趋势。简单总结，1) **品牌化趋势明显**：对于教育行业来说，信息泛滥、低质量和同质化的内容面临淘汰和洗牌，品牌——由产品质量+服务构筑的竞争力显得越发重要。消费者越来越明显为有品牌的教育服务产品买单，原有龙头企业将凭借品牌优势+资源优势实现跨领域整合，进一步构筑其竞争壁垒；2) **资本市场全球化趋势明显**：教育由其特殊的政策性影响，资本全球化或将发展为必然趋势。

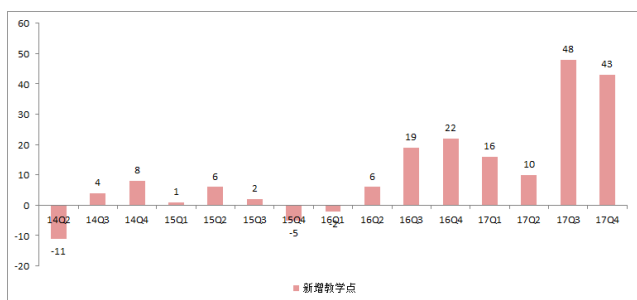
趋势之一：服务品牌化，助力龙头公司加速扩张

品牌是指给拥有者带来溢价、产生增值的一种无形资产，品牌的护城河就是消费者的忠诚度，越是领先和知名的品牌，投入相同的营销力度，收获的市场份额提升比小品牌大更多，即消费者的忠诚度具有马太效应。

对于教育行业来说，信息泛滥、低质量和同质化的内容面临淘汰和洗牌，品牌——由产品质量+服务构筑的竞争力显得越发重要。消费者越来越明显为有品牌的教育服务产品买单，原有龙头企业将凭借品牌优势+资源优势实现跨领域整合，进一步构筑其竞争壁垒

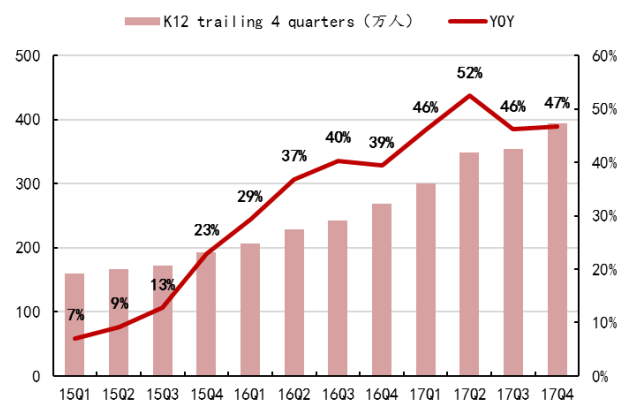
从细分行业来看，K12 培训行业商业模式最为成熟，完全竞争市场时间较长，已到消费者对品牌认知阶段，可以看出行业内具备品牌的龙头公司（好未来、新东方）近年扩点速度以及人次增长速度加速，而同期小机构扩张反而更难。后期可以预见，教育其他细分行业也会经历该阶段。

图 57：新东方新增点及增速



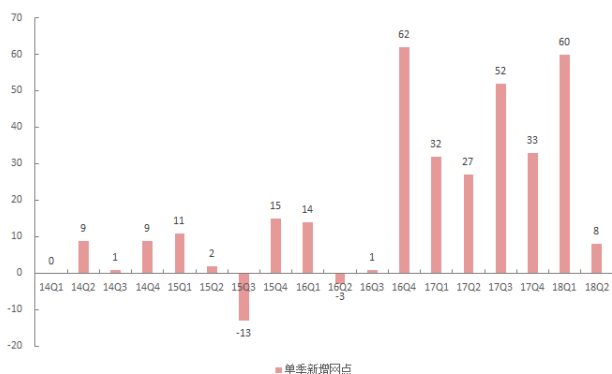
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 58：新东方 K12 单季人次及同比增速



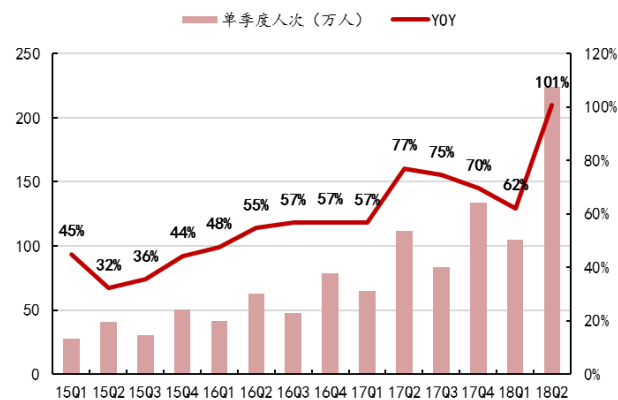
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 59：好未来新增点及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 60：好未来单季人次及同比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

趋势之二：资本全球化，教育资本市场发展路径

教育资本全球化成为行业大趋势，我们预计港美股先行，A股预计18-20年形成板块。①港股/美股教育公司上市加速，港股板块主要涉及学历教育；美股教育迎来中概股第二波，幼教/课外辅导等诸多细分赛道龙头教育陆续上市；②2018-2020年A股市场教育龙头公司拟IPO后形成板块。

- **17-18年：教育市场海外资本化进程加速**，17年初至今有4家教育公司在港股市场上市，分别是睿见教育、宇华教育、民生教育、新高教集团；有4家教育公司在美股市场上市，分别是博实乐、红黄蓝、瑞思学科英语、四季教育。同时分别有3家/1家教育公司在港交所/SEC提交IPO文件，龙头公司证券化节奏加快超年初预期，谋求海外上市成为今年教育市场证券化的重要特征，目前，港股教育板块上市公司7家，美股教育中概股上市公司9家，基本形成板块格局。

表格 6：港股/美股教育公司上市情况

市场	细分赛道	公司名称	上市时间	学校数量	区域分布	学校性质
港股	幼教	千百度	2017/7/24（并购）	36	华北、华东	幼儿园
	K12	枫叶教育	2014/11/28	46	全国	幼、小、初、高
		睿见教育	2017/1/26	6	华南为主	幼、小、初、高
	K12+高等	宇华教育	2017/2/28	25	河南	幼、小、初、高、本
		成实外教育	2016/1/15	6	成都	幼、小、高、本
		21世纪教育	2017/10/23（申请）	1（民办高校）6（培训学校） 8（幼儿园）	河北	幼、小、初、高辅导
	高等	民生教育	2017/3/22	4	重庆、内蒙	本、高职
		中教控股	2017/8/29（申请）	3	江西、广东	高职
		新高教	2017/4/27	2	云贵	高职
		新华教育	2017/11/1（申请）	60多	全国20多省市，长三角	本、中职
美股	幼教	红黄蓝	2017/9/27	255（幼儿园）、853（早教中心）	全国	幼儿园
	K12	瑞思学科英语	2017/10/20	56（直营）、190（加盟）	全国	幼小中英语培训
		四季教育	2017/11/9	33	华东为主	课外辅导
		博实乐	2017/5/18	51	广东为主	幼小初高
		安博教育	2017/8/28（申请）	41	华东华中	课外辅导、K12学校

资料来源：东方证券研究所

- **18-20年：A股市场教育资本化进程有望提速**。根据统计，目前共有9家教育公司正接受上市辅导并拟登陆A股市场，细分行业覆盖幼教、K12、职业教育、教育信息化。就拟上市公司规模来看，既有全国性的教育龙头，也有细分赛道的龙头公司。在考虑IPO上市准备期后，我们预期18-20年A股市场将迎来教育公司集中上市潮，各细分赛道龙头公司完成资本化进程，A股市场教育板块有望基本形成。

表格 7：A 股教育板块拟上市公司

细分赛道	公司名称	校区/机构分布	业务情况	业绩
幼教	亿童文教	总部武汉，北京、杭州、深圳等 23 个培训中心	幼教龙头，市占率 1%	2016 年营收/净利润 5.29/1.2 亿，分别同比增长 29.8%/72.4%
K12 培训	佳一教育	主要在江苏淮安，全国共 25 个教学点	二、三线城市颇具品牌影响力的教育机构	2016 年营收/净利润 7646 万/2052 万，分别同比增长 22.7%/21.2%
职业教育	华图教育	近 500 家直营分校，省会城市覆盖率 100%，地级城市覆盖率 90%，已延伸到县级	公务员培训第一，市占率 66%	2016 年营收/净利润 19.2/3.56 亿，分别同比增长 42.2%/67.9%
	中公教育	2015 年全国培训分布 470 多个	公务员培训两大巨头之一，2015 年向职业教育进军	2015 年 1-8 月营收 10.46 亿，净亏损 6394.89 万
企业管理培训	行动教育	6 家全资子公司，2 家控股子公司，3 家孙公司，直接、简介控制 17 家公司/企业	已累计为数万家企业提供管理培训服务，主要以中小企业为主	2016 年实现营收/净利润 2.61 亿/6635.92 万，分别同比增长 12.57%/218.47%
	威科姆	1 家联营企业，6 家子公司	国家火炬计划重点高新技术企业、软件产业基地骨干企业，拥有博士后科研工作站和院士工作站。	2016 年营收/净利润 3.54 亿/2127.78，分别同比下降 11.81%/46.06%
教育信息化	颂大教育	全资或控股子公司 9 家，参股公司 6 家	高新技术企业、创新型试点企业、湖北省信息服务业优秀企业、教育部教育信息化协同创新企业	2016 年营收/净利润 3.52 亿/5346.95 万，分别同比增长 38.97%/67.44%
	锐取信息	纳入合并 1 家子公司	国内领先的专业化多媒体录播系统提供商	2016 年实现营收/净利润 1.35 亿/1872.71 万，分别同比增长 1.63%/2.4%
	中教股份	纳入合并 1 家子公司	北京市科委认定的高新技术企业、中国教学仪器设备行业协会会员	2016 年实现营收/净利润 1.66 亿/3118.48 万，分别同增 6.94%/-23.55%

资料来源：Wind，东方证券研究所

4.4 英语外教市场井喷增长，关注独角兽成长

过去一年，在线教育领域融资突然井喷，融资记录频频被刷新：自学霸君、猿辅导、英语流利说、作业帮等相继宣布上亿美元融资，而就在 8 月 23 日，VIPKID 就刷新融资记录，其完成了 2 亿美元 D 轮融资。高金额的融资背后是机构对模式的认可。以直播技术为代表的基础设施建设正趋完善、新生代家长渐成消费主力军，行业的驱动力日渐明朗。

庞大用户群体提供增长驱动力，行业前景开阔。根据艾瑞咨询的数据，2016 年在线少儿英语用户规模 321.5 万人，未来几年将以 30% 以上的速度保持增长，至 2019 年将达 793.9 万人，相比 2016 年实现翻倍增长。根据我们简单测算，目前行业平均客单价大约为 15000 元，并假设每年以 10% 增长，市场将由 16 年的 482 亿增长至 2019 年的 1585 亿，市场空间将是目前的 3 倍左右，CAGR 超过 45%，行业高速发展值得期待。

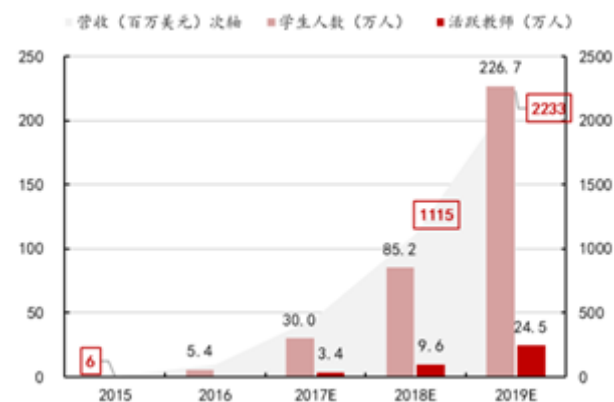
在线英语外教市场井喷式增长，在线平台 5 年走过传统机构 10 年发展历程。在线英语外教市场兴起于 2013 年前后，目前市场主要参与者是 VIPKID、51Talk、VIPjr、哒哒英语，合计用户数大约 50 万人，根据用户数和客单价简单估算，17 年 4 家机构合计营收规模将达 50-100 亿规模。仅 VIPKID 单家 17 年全年预期营收将达 50 亿，创立仅四年，营收规模已是传统教育巨头好未来历时十三年（好未来 2016 财年营收 6.2 亿美元）才能达到的成绩。

表格 8：在线青少年英语教育市场竞争格局

公司	VIPKID	51Talk	VIPjr	哒哒英语
创立	2013	2011	2017 (VIPABC 少儿分拆)	2013
定位	在线少儿英语高端消费	网上平价英语学习	青少年在线教育	优质在线青少年英语
师资	全北美外教	亚裔+欧美	全欧美外教	全欧美外教
课程	根据 CCSS 美国小学课程标准编制	自然拼读，新概念英语等	独家研发 DCGS 动态课程系统，牛津大学出版社教材	香港朗文国际版 PLE，美国加州 wonders
收费	20000 左右	14000 左右	15000-20000	18000 左右
用户	20 万以上	15 万以上	10 万以上 (包括母公司)	数万
教师	3 万以上	1 万以上	15000 以上 (包括母公司)	2 万以上
营收	1-7 月营收超 20 亿，预计全年达到 50 亿	上半年营收 3.51 亿，同比增长 107.77%	-	未公开
2017				
融资	3.25 亿美元	4560 万美元 (上市)	数亿美元	数亿人民币

资料来源：Wind，东方证券研究所

对接北美名师解决跨地域性需求，VIPKID 领跑市场。VIPKID 主推全北美外教 1 对 1 在线授课，对接北美 400 万母语教师和中国 1.5 亿学员，供给和需求有效匹配。截至最新数据，VIPKID 平台北美外教数量超过 3 万，付费学员数超过 20 万，运营全球 32 个国家和地区，每月平台课时量达 219 万节。2015Q1 至今，VIPKID 营收保持高增长，季度环比增速保持在 70% 以上，显著快于行业整体增速。2017 年 1-7 月 VIPKID 营收超 20 亿，7 月单月营收超 4 亿。该类细分市场龙头值得高度关注，具备爆发性。

图 61：VIPKID 营收及师生数量


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 62：VIPKID 单季营收情况及环比增速


数据来源：公司公告，东方证券研究所

五、投资策略及重点关注公司

5.1 游戏

围绕着手游行业“二线龙头复苏”及“中重度化”主线，我们建议精选以下方向的龙头公司布局：

- **兼具流量优势和研发多元化（尤其是中重度品类）的行业寡头：**腾讯（具有微信、手 Q 等顶尖流量入口，应用宝位列应用商店第一，研发能力出众，研发涵盖全品类游戏，SLG\MOBA 类出众），网易（具有网易音乐、有道等流量入口，研发能力出众，有梦幻西游、阴阳师等爆款游戏，研发覆盖全品类，MOBA\FPS 类即将推出）；
- **处于新产品周期的 A 股龙头游戏公司：**完美世界（端转手标杆，泛娱乐龙头，研发实力出众，核心产品完美世界、笑傲江湖将于 18 年上线）等；

腾讯（00700.HK，未评级）

- 1) **全球收入最高的游戏公司，并且收购 Supercell、Roit 等多家知名游戏公司。**2017H1 手游收入 277 亿，市占率高达 49%，端游手游市占率国内第一。公司运营 CF、LOL、DNF 等多款知名端游，并研发《王者荣耀》等爆款手游。
- 2) **研发、运营、渠道三位一体。**渠道上，旗下应用宝覆盖活跃设备超 2 亿台、微信活跃用户超 9 亿，卡位手游流量入口；研发上，公司拥有《王者荣耀》、《乱世王者》、《穿越火线》等多款爆款游戏；运营上，公司内测导量大，产品成功率高。公司持续享受行业规模扩大红利，并且产品多元化，受益于手游中重度化。

网易（NTES，未评级）

- 1) **世界级游戏龙头，以“精品”、“态度”等作出全方位、差异化的互联网服务。**公司手握网易邮箱亿级账户资源，由门户网站+游戏主要业态不断向其他工具渗透，形成精品化产品矩阵。
- 2) **聚焦精品研发，高质量高产出。**公司爆款打造、持续运营能力远超同行，在游戏业务上与腾讯差异化布局。公司研发投入 30 余亿，人才储备积累超过十年，大型工作室数量是腾讯 3 倍，足见研发实力强劲。

完美世界(002624，未评级)

- 1) **老牌端游厂商，从传播力和产品力角度，是国内最具品牌力的游戏公司之一。**1) 公司拥有 13 年游戏开发运营经验，技术和研发实力均居行业前列；2) 善于借助各项资源提升传播力，包括参与 APEC 等顶级政商会议、“影游联动”主动创造话题。
- 2) **核心壁垒是 IP 储备及运营能力和研发实力。**IP 方面，公司具有“诛仙”等多款端游和金庸四部众多优质经典 IP，并通过精细化运营研发游戏生命周期，从而大幅降低市场推广费用。研

发实力方面，公司是 A 股研发人员最多、研发投入最多的游戏龙头，强大研发实力造就高成品率。

5.2 广告营销

除互联网外，推荐关注符合品牌定位升级的线下生活圈媒介行业，我们认为分众作为生活圈媒体龙头将持续受益行业和客户分化。

分众传媒(002027, 买入)

公司收入端增速加快，广告市场格局分化逻辑得到验证。公司收入端增长加速，广告市场格局分化逻辑得到验证。公司单季收入增速加速（Q1yoy+15%、Q2yoy+14%、Q3yoy+18%），“长期品牌广告+短期强制刺激”已被更多广告主认可。除互联网保持投放外，传统国产品牌已逐步转移品牌预算至分众媒介渠道。

四季度内生业绩有望保持高增速。截至目前，公司政府补助低于去年同期（17 年 1-3Q6.5 亿&16 年 1-3Q8.3 亿）。公司预计 Q4 单季归母净利润为 15.6-16.6 亿，同增 20%-28%，由于 10 月至今未公告大额政府补贴。我们预计 Q4 政府补贴约 1.5 亿。剔除政府补贴影响，17Q4 归母净利润为 14.4-15.4 亿元，同增 31%—40%。

维持买入评级。因行业需求旺盛，我们维持 17/18 年归母净利 55.2/65.9 亿，对应 EPS0.45/0.54 元，PE27/23 倍，维持“买入”评级。

5.3 教育

围绕教育行业品牌及服务升级主线，我们建议布局龙头公司，推荐 K12 课外辅导培训行业及 K12 民办教育、国际教育行业。

新东方 (EDU, 未评级)

(1) 全国性教育龙头，业绩增速加快。截止 2017 财年，新东方教学网点覆盖 62 座城市，拥有 77 所学校和 778 家学习中心，学员达 485.8 万人次，同比增长 33.3%。2017 财年实现营收 18.27 亿美元，净利润 2.76 亿美元，分别同比增长 23.6%/22.6%，相比去年增速有所提升，毛利率和净利率维持在 58.3%/15.3%的行业领先水平。

(2) 深度转型 K12 成效显著，网点扩张提速。17 财年 K12 业务营收 10.16 亿美元，占比从 16 财年的 49.0%上升至 55.6%，培训人次达 394.4 万人，同比增长 46.7%。16 财年教学点总数平均每季度环比增长 6 个，17 财年大幅提升至 22 个，至 18 财年一季度，教学点总数达到 899 家，新网点逐步进入成熟期，学员人次高增长率有望保持。

(3) 低价班+双师课堂提升获客能力，挖掘三四线城市市场。配合全国扩张步伐，17 年新东方在 38 个城市开展夏季推广活动，对新生提供多科目低价试用课程，试用人数达到 55.4 万人，同比增长超两倍，学生留存率由上年 40%提升至 50%。17 年 3 月双师学校事业部从集团拆分独立运行，

17 财年共开设 6 个双师课堂，18 财年将继续覆盖 5-10 座三四线城市，并采用集团内部共建模式实现成熟师资输出、低成本快速建校。

枫叶教育 (1317, 未评级)

(1) 拥有 22 年办学经验及 75 所各类学校，是中国国际教育领军者之一。专注于 K-12 阶段教育，已有 22 年办学实践经验，目前已在国内外 20 个城市开办枫叶国际学校 75 所，学生规模突破 26000 人。

(2) 定位中产阶级家庭，重点布局二三线城市，实行高性价比的集中差异化竞争。枫叶教育学前、小学、初中、高中学费分别是前五大国际学校学费均值的 15%、15%、15%、26%，加拿大 BC 省高中课程费用只有国外的 25%，同时教学质量和服务不断升级，近三年世界百强大学录取率维持在 50%+，品牌口碑较好。

(3) 较早涉足 PPP 模式，扩张经验领先行业。枫叶教育从 2012 年开始采取合作分成及租赁的轻资产模式进行扩张，截止 2017 年 9 月已有 25 所轻资产学校，占全部学校的三分之一。

中泰桥梁(002659, 未评级)

(1) A 股首家国际教育公司，坐拥稀缺资源辐射全国。目前，公司旗下朝阳凯文、海淀凯文两所国际学校师资硬件条件优越，大股东海淀国资委具备资源优势，公司具备潜力打造以 K12 国际学校为核心，立足于一线城市且逐步辐射全国经济发达地区的国际教育产业链。

(2) 2017H1 实现教育收入 2465 万元，海淀凯文学校首次确认学费收入，教育业务走上正轨。同期预收学费达 9660 万元，主要包括 2017 年海淀凯文学校部分学生的学费，对比 2017H1 确认 2465 万元教育业务收入，9660 万元预收款显示出公司教育业务强劲盈利能力。

(3) 推进剥离原桥梁主业，国际教育龙头可期。公司正剥离新中泰 100%股权，本次交易顺利完成，公司将彻底剥离亏损的桥梁钢结构业务，集中力量发展国际学校及教育相关业务，成为 A 股最纯正教育公司。

风险提示

- 经济增长放缓风险

经济增长放缓对互联网广告行业和游戏业务存在着影响，经济增长及转型有助于提升居民消费水平、加大新经济广告主投放意愿，若经济出现波动，将对广告、游戏等板块产生影响。

- 买量成本增长过快

移动互联网人口红利减弱，买量成本持续上升，每激活用户价格安卓端成本达 50-60 元，IOS 成本达 70-80 元。如果买量成本进一步上升，将对游戏公司和外购流量的广告公司产生巨大影响。

- 管理不足导致品牌受损风险

教育行业品牌至关重要，如果教育公司管理上存在漏洞，导致品牌受到损害，将对公司招生服务产生重大影响，从而大幅影响业绩。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

