

证券研究报告



# 低估值+稳定基本面，AI&出版相互赋能打开价值空间

——出版行业专题

评级：强于大市

长城证券产业金融研究院

研究员：侯宾

执业证书编号：S1070522080001

时间：2023年5月5日

# ◆ 核心观点

- ◆ **出版行业相关政策法规完善，具备发展动能：**国家多次发布出版行业五年计划，目前政策方面着重强调数字化转型升级、加强出海竞争力等方面；同时，国家各部门陆续完善各项法规，包括《出版管理条例》《关于推动出版深度融合发展的实施意见》等，加强对出版行业全产业链监管，提升版权保护意识；此外，国家加大对“全民阅读”的重视程度，大力推动全民阅读工作，根据中国新闻出版研究院数据，国内综合阅读率已有显著提升。
- ◆ **出版行业基本面稳中有升，同时估值具备提升空间：**出版行业整体营收规模维持稳定，头部企业均为国有出版公司，2022年出版行业收入1449亿元，同比增长4.05%，行业CR5为42%，CR10为75%。截至5月4日，出版行业PE（TTM）为23.61，相较此前20X-40X水平仍有估值提升空间。
- ◆ **出版行业与AI有机结合，互相赋能有望提升行业附加值：**AIGC（人工智能生成内容）在出版行业的应用十分广泛，涉及文字出版、音像出版和视频出版等多个领域，并在创作、数据流分发、编辑整理等多个维度提供行业增长动能。同时出版行业拥有大量的文本、音频和视频数据，可以作为AI训练的基础，未来高质量的数据是通用大模型训练的重要资源，出版行业有望赋能大模型的Unsupervised Learning过程，增加行业附加值。
- ◆ **相关标的：**中国科传；皖新传媒；中国出版；中文传媒；凤凰传媒；新华文轩；中文在线；视觉中国；新媒股份；南方传媒等。
- ◆ **风险提示：**AI发展不及预期；出版行业变现不及预期；宏观经济波动影响文化消费需求；出版监管趋严影响相关企业作品发行等。

# 1. 出版行业概况

# 1. 出版行业概况

## 1.1 出版行业政策法规较为完善，助力行业平稳发展

出版行业经历较长发展时间，相关政策法规较为完善：国家多次发布出版行业五年计划，目前政策方面着重强调数字化转型升级、加强出海竞争力等方面；同时，国家各部门陆续完善各项法规，包括《出版管理条例》

《关于推动出版深度融合发展的实施意见》等，加强对出版行业全产业链监管，提升版权保护意识；此外，国家加大对“全民阅读”的重视程度，大力推动全民阅读工作，根据中国新闻出版研究院数据，国内综合阅读率已有显著提升。

图表：出版行业政策概览

政策名称	发布时间	发布单位	主要内容
《新闻出版广播影视“十三五”发展规划》	2017.9	新闻出版广电总局	加快数字化转型升级进程；扩大新闻出版广播影视产品和服务在国际市场的竞争力；推动媒体融合取得新突破等
《中华人民共和国著作权法》	2020.11	国务院	完善作品定义，将“电影作品和以类似摄制电影的方法创作的作品”修改为“视听作品”，并增加“符合作品特征的其他智力成果”的表述；增加有关技术措施和权利管理信息的规定等
《关于做好2021年全民阅读工作的通知》	2020.7	中宣部	大力推动全民阅读工作，基本形成覆盖城乡的全民阅读推广服务体系，国民综合阅读率显著提升
《出版业“十四五时期发展规划”》	2021.12	国家新闻出版署	建成出版强国；出版业供给侧结构性改革深入推进；产业数字化水平迈上新台阶；出版走出去取得新成效；出版领域法规制度体系更加完备，全社会版权保护意识和保护水平明显提高等
《关于推动出版深度融合发展的实施意见》	2022.4	国家新闻出版署	加快推动出版深度融合发展，构建数字时代新型出版传播体系等

资料来源：国家新闻出版署，国务院，广电总局，长城证券产业金融研究院

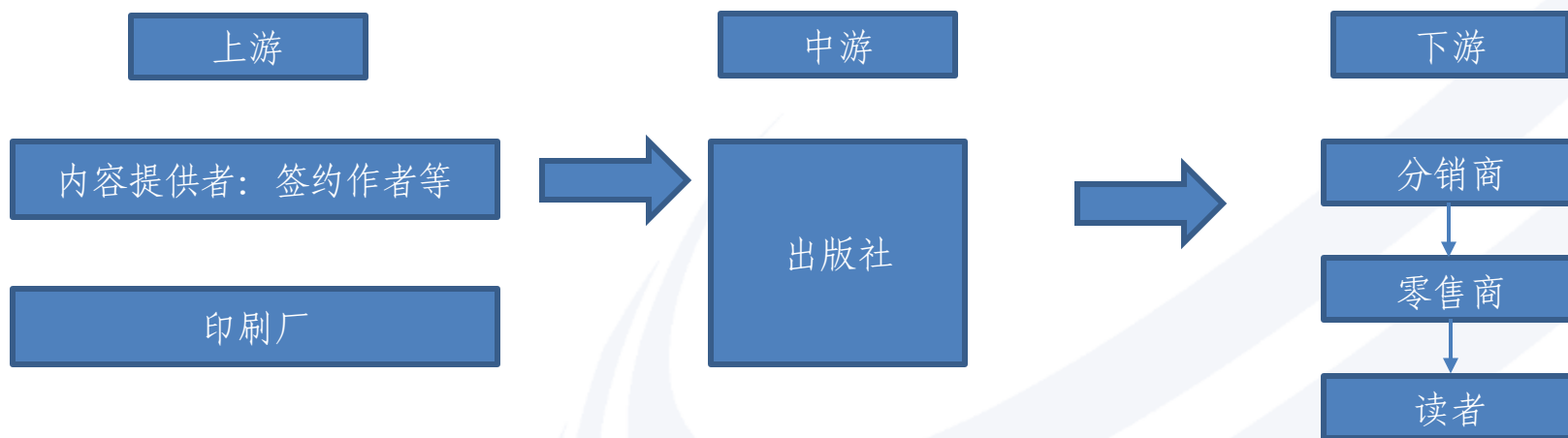
# 1. 出版行业概况

## 1.2 出版行业产业链

出版行业产业链包含“编、印、发、供”四个环节，出版环节占行业整体利润额绝大部分：

- 上游为内容提供商，即作者，以及印刷厂；
- 中游为图书出版社，其中国有控股公司占据主导地位，根据wind数据，国有出版公司2022年营业收入1346亿元，占行业总营收92.4%，主要因出版行业有较高政策壁垒，根据IBISWorld，出版环节占出版产业链利润额70%左右；
- 下游为一级买家图书批发商以及电商渠道等和二级买家个人/企业等。

图表：出版行业产业链



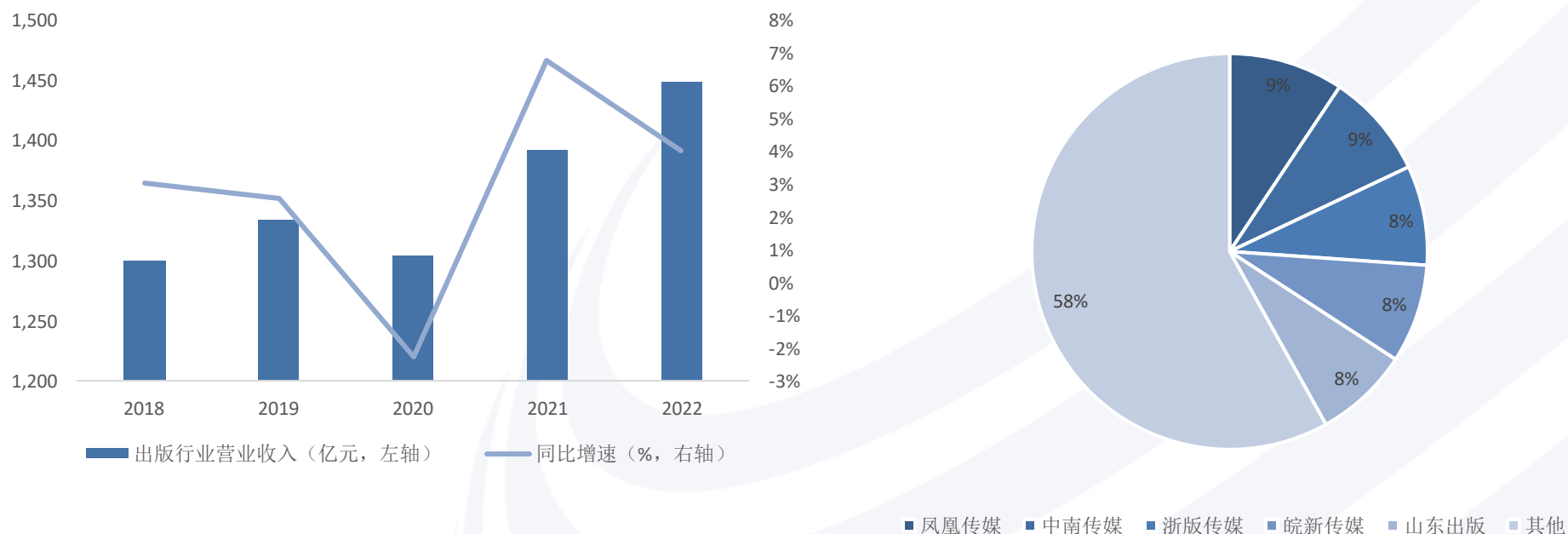
资料来源：IBISWorld，华经情报网，长城证券产业金融研究院

# 1. 出版行业概况

## 1.3 出版行业营业收入近年保持稳定，行业较为集中

出版行业整体营收规模维持稳定，头部企业均为国有出版公司：2022年出版行业收入1449亿元，同比增长4.05%；除2020年疫情影响导致供应链压力变大/线下门店开业困难外，出版行业近五年均维持正增速。行业集中度较高，收入前五企业均为国有出版公司，分别为凤凰传媒、中南传媒、浙版传媒、皖新传媒、山东出版，行业CR5为42%，CR10为75%。

图表：出版行业近五年营收及增速



资料来源：IBISWorld, Ifind, 华经情报网, 长城证券产业金融研究院



# 1. 出版行业概况

## 1.4 出版行业估值水平处于历史中值

出版行业估值处于历史中位，仍有修复空间：近期，受AI概念带动，出版行业估值显著回暖，截至5月4日，申万出版PE（TTM）为23.61x。回顾历史估值水平，受宏观经济承压、疫情反复等因素影响，出版行业估值承压，在20-22年维持在10x-20x的低位水平，远低于此前20x-40x的估值水平（2014-2017年平均PE为31x）。2023年上半年随着AI相关技术发展、应用不断落地，出版行业附加值显著提升，进而带动了行业估值上升，虽有显著修复，但仍处于此前中枢偏下水平，我们认为出版行业在基本面稳定增长、AI加持的成长环境下仍有可观价值提升空间。

图表：出版行业历史PE（TTM）



资料来源：wind，长城证券产业金融研究院

## 2. AI与出版：相互赋能，协同发展



## 2. AI与出版：相互赋能，协同发展

### 2.1 AI如何赋能文字出版

在文字出版领域，AIGC可以用来自动生成文章、报告、书籍等。这使得内容创作变得更为高效，可以帮助出版商大大减少时间成本，并且已经在部分领域形成了应用级落地。

**内容创作：**AIGC可以根据给定的主题、关键词或概念自动生成文章、报告、书籍等。通过机器学习和自然语言处理技术，生成相对高质量的原创内容。

**内容编辑：**自动检测和修正语法错误、拼写错误、标点错误等，同时还可以提供改进文章结构、逻辑和连贯性的建议。

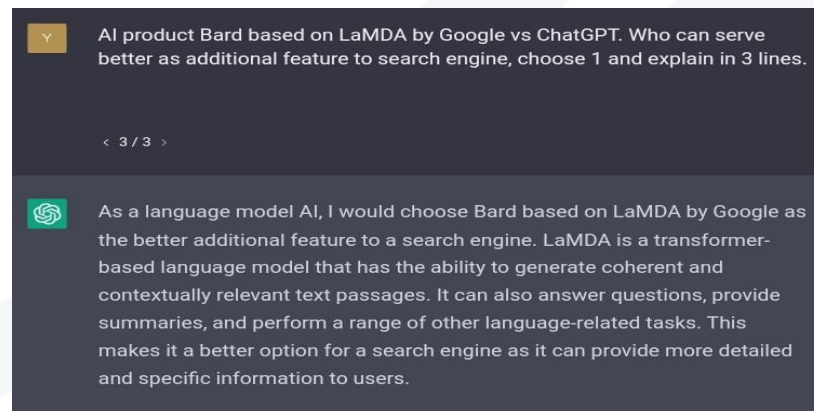
**内容审核：**AIGC可以对提交的文稿进行自动审核，检测是否存在抄袭、不当言论或其他违规内容。

**自动摘要与标签：**AIGC可以自动为文章生成摘要和关键词，方便读者快速了解内容概要，有助于出版商更好地进行内容分类、归档和检索。

**翻译与本地化：**AIGC可以将已有的内容自动翻译成不同语言，以满足全球读者的需求。同时，AIGC还可以对内容进行本地化调整，使其更符合特定地区的文化和语境。



typecho接入百度ai文本审核过滤垃圾评论



Chatgpt自动撰写论文内容

## 2.AI与出版：相互赋能，协同发展

### 2.2 AI如何赋能音像出版

在音像出版领域，AIGC可以为音乐、广播剧和有声书等项目提供创意素材和内容生成。例如，音乐创作领域的AIGC可以帮助作曲家生成新的旋律和和弦进行，而在有声书领域，AIGC可以将文本自动转换为音频，为听众提供更丰富的听觉体验。

**音乐创作：**AI可以根据给定的风格、主题或情感生成新的旋律、和弦进行和节奏,协助作曲家进行编曲、混音和制作。

**有声书制作：**AIGC可以将文本内容自动转换为音频，实现有声书的自动化制作。通过语音合成技术，AIGC可以为不同角色生成各种声音特征，使有声书更加生动和有趣。

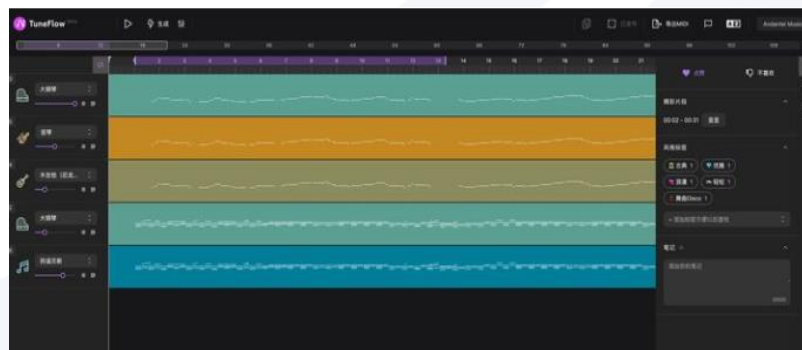
**内容推荐：**AI为音像出版商提供智能推荐系统。通过分析用户的收听历史、兴趣和行为数据，AIGC可以为用户推荐他们可能感兴趣的音乐、

**语音识别与转录：**AIGC可以将音频内容自动转换为文本，方便用户检索和阅读。此外，这也为音像内容的翻译、编辑和分发提供了便利。

**广播剧创作：**基于自然语言处理技术，AIGC可以生成有趣的故事情节和对话，并根据角色设定自动生成特定的声音特征，为广播剧提供更丰富的声音表现。



AI制作有声书相关应用



TuneFlow AI合成音乐界面

## 2.AI与出版：相互赋能，协同发展

### 2.3 AI如何赋能视频出版

在音像出版领域，AIGC可以为音乐、广播剧和有声书等项目提供创意素材和内容生成。例如，音乐创作领域的AIGC可以帮助作曲家生成新的旋律和和弦进行，而在有声书领域，AIGC可以将文本自动转换为音频，为听众提供更丰富的听觉体验。

**动画制作：**通过深度学习和计算机图形学技术，AI可以模仿人类艺术家的创作风格，为动画师提供创意灵感。此外，AIGC还可以自动执行一些繁琐的动画制作任务，如绑定骨骼、生成动画片段等，从而提高动画制作的效率。

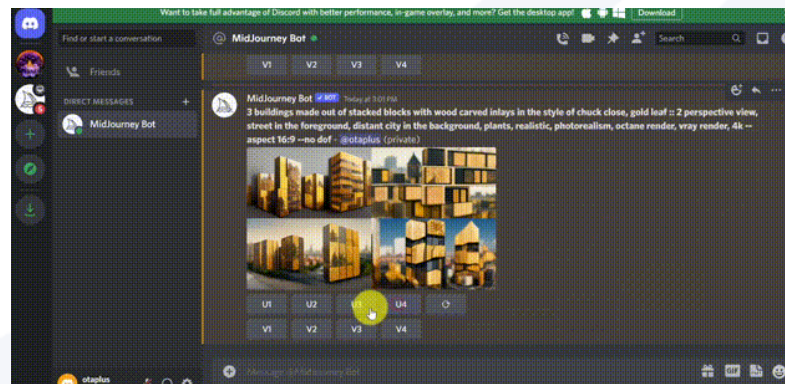
**特效制作：**借助计算机视觉技术，AI可以识别视频中的物体和场景，然后生成适当的特效，提高特效制作的效率。

**视频剪辑：**AIGC可以为视频编辑人员提供自动剪辑建议，如选择合适的切换点、镜头和音乐等。通过分析视频内容、节奏和情感，AIGC可以生成专业水平的剪辑方案，从而提高视频剪辑的效率。

**视频转码与分发：**AIGC可以自动将视频转换为不同格式和分辨率，以满足不同设备和网络条件的需求。此外，AIGC还可以根据用户的观看习惯、设备性能等因素，为用户提供优化的视频流。



AI生成主播形象相关应用



Mid journey自动生成相关图片

## 2. AI与出版：相互赋能，协同发展

### 2.4 出版行业如何赋能AI发展

通用大模型日渐成为AI发展的风向标与核心竞争赛道，其在初期的训练方式为无监督学习（Unsupervised Learning），它是一种让计算机自主探索数据结构和规律的学习方法。就像我们平时让孩子在乐高积木世界里自由发挥，而不提前告诉他们积木如何组合一样。Open AI的Chat gpt系列通用大模型随着版本更迭其学习材料所用的数据量更大、参数值更高、AI性能更完善。最新一代的Chat gpt4的学习材料来自于维基百科、书籍、新闻、博客等多种渠道。

无监督学习不依赖于标注数据，意味着不需要耗费大量的人力和时间为每个数据点添加标签。相比有监督学习，无监督学习在数据准备阶段的成本更低。但同时，无监督学习对数据的数量、准确度、质量有着较高的要求。

Open AI 通用模型	学习材料	参数量
GPT-1	5GB	1.17亿
GPT-2	40GB	15亿
GPT-3	45TB	1750亿
GPT-4	1PB	1.8万亿

随着中国公司自研大模型建设的推进，高质量的中文数据资源日益稀缺，占有数据、获取数据的能力已经成为核心竞争力之一。

而出版行业可以为通用大模型训练提供高质量的数据集，出版行业拥有大量的文本、音频和视频数据，这些数据可以作为AI训练的基础。通过提供这些高质量的数据集，出版行业可以帮助AI更好地理解人类语言和文化

### 3. 出版行业标的介绍



## 3. 出版行业标的介绍

### 3.1 中国科传

中国科传近三年走势以及近三年及一期业绩（亿元）：



	2020	2021	2022	23Q1
营业收入	25.24	26.33	27.09	4.5
归母净利	4.65	4.86	4.69	0.43
扣非净利	4.51	4.50	4.38	0.43

中国科传23Q1营收4.5亿元，同增21.66%；归母净利润0.43亿元，同增124.95%；扣非归母净利润0.43亿元，同增127.44%。

公司业务覆盖图书出版、期刊、出版物进出口、知识服务业务等，公司作为综合性科技出版机构，服务于各领域专业人士，准入门槛较高，公司目前出版期刊超500种，形成了一定集群效应。此外，公司深入推动融合发展，在专业学科知识库、数字教育云服务、医疗健康大数据、期刊融合平台四大业务方向上持续发力且已经取得一定成效。国际传播力方面，公司再度入围“全球出版50强”，位列第38名，排名逐年攀升，海外影响力逐年升高。

截至2023年5月4日，根据wind数据，公司PE（TTM）为73.33x，高于行业平均水平。

数据来源：wind，长城证券产业金融研究院

## 3. 出版行业标的介绍

### 3.2 皖新传媒

皖新传媒近三年走势以及近三年及一期业绩（亿元）：



	2020	2021	2022	23Q1
营业收入	88.51	101.12	116.87	30.97
归母净利	6.14	6.40	7.08	3.38
扣非净利	6.18	5.71	6.87	2.69

皖新传媒23Q1营收30.97亿元，同增11.43%；归母净利润3.38亿元，同增12.16%；扣非归母净利润2.69亿元，同降17.56%；22年分红比例为51.99%。从营收占比看，皖新传媒是出版行业内第四大公司。

公司是安徽省唯一一家拥有教材发行资质的公司，承担安徽省中小学教材发行业务，为公司提供坚实基本盘。此外，公司注重提升数字化程度，推进多种电商营销模式为一体的新零售体系，助力获客渠道、流量入口的提升，“皖新云书店”在172家门店上线应用，月访问量达8万人次。此外，公司打造现代物流业与电商、现代制造业、现代农业等产业的跨界融合新模式，不断拓展供应链业务服务领域，22年供应链及物流服务业务实现营收39.37亿元，同比增长29.5%。

截至2023年5月4日收盘，根据wind数据，公司PE（TTM）为23.27x，略低于行业平均水平。

数据来源：wind，长城证券产业金融研究院



## 3. 出版行业标的介绍

### 3.3 凤凰传媒

凤凰传媒近三年走势以及近三年及一期业绩（亿元）：



	2020	2021	2022	23Q1
营业收入	121.35	125.17	135.96	32.36
归母净利	15.96	24.57	20.82	4.83
扣非净利	13.16	13.71	17.91	4.59

凤凰传媒23Q1营收32.36亿元，同增1.25%；归母净利润4.83亿元，同增1.77%；扣非归母净利润4.59亿元，同增12.51%；22年分红率达61%。从营收占比看，凤凰传媒是出版行业内第一大公司。公司教育出版业务稳健，同时与中移动达成战略合作共探多维立体化出版发展方向。

公司位列2022年“全球出版50强”第10位，提前完成“十四五”规划目标，是中国出版业唯一进入世界前十的公司。公司加快数字化转型，目前通过传统的业务转型升级布局数据中心、新媒体、文化消费综合体、影视剧等相关新兴产业，同时凤凰出版融合发展智库入选国家新闻出版署自2022年1月起组织实施出版智库高质量建设计划，是全国唯一一家专注出版融合发展的智库机构。整体来看，公司行业龙头地位显著。

截至2023年5月4日收盘，根据wind数据，公司PE（TTM）为18.38x，低于行业平均水平。

数据来源：wind，长城证券产业金融研究院

## 3. 出版行业标的介绍

### 3.4 中南传媒

中南传媒近三年走势以及近三年及一期业绩（亿元）：



	2020	2021	2022	23Q1
营业收入	104.73	113.31	124.65	26.64
归母净利	14.37	15.15	13.99	3.47
扣非净利	11.93	13.11	14.68	3.31

中南传媒23Q1营收26.64亿元，同增10.98%；归母净利润3.47亿元，同增28.68%；扣非归母净利润3.31亿元，同增7.36%；22年公司分红比例为77%。从营收占比看，中南传媒是出版行业内第二大公司。

根据开卷监测数据，报告期内公司在全国综合图书零售市场的实洋占有率为3.16%，在全国网上书店图书零售市场的实洋占有率为3.31%，排名行业第四，2022年公司9种图书累计41次登上开卷零售畅销月榜。同时，公司持续推进融合出版，加大教育数字化转型力度，逐步铺开“E堂好课”“智趣新课后”“阅达教育”等平台建设和推广，积极推动数字教材开发建设工作，稳固教育基本盘的同时开拓数字化机遇。

截至2023年5月4日收盘，根据wind数据，公司PE（TTM）为18.55x，低于行业平均水平。

数据来源：wind，长城证券产业金融研究院

## 3. 出版行业标的介绍

### 3.5 浙版传媒

浙版传媒近三年走势以及近三年及一期业绩（亿元）：



	2020	2021	2022	23Q1
营业收入	98.08	113.96	117.85	26.86
归母净利	11.49	13.17	14.14	1.46
扣非净利	9.94	11.38	12.36	1.23

浙版传媒23Q1营收26.86亿元，同增2.67%；归母净利润1.46亿元，同增17.03%；扣非归母净利润1.23亿元，同增8.26%；22年公司分红比例为55%。从营收占比看，浙版传媒是出版行业内第三大公司。

公司积极拓展线上及新兴渠道，包括电商、短视频+直播等，大力推进新媒体矩阵建设，推动渠道营销平台立体化。其中公司全年线上业务营收31.55亿元，同比增长17.15%。此外，公司通过打造图书数字化发行平台，探索数字藏品，发力在线教育等方式聚焦线上赛道，加快数字变革。

截至2023年5月4日收盘，根据wind数据，公司PE（TTM）为18.55x，低于行业平均水平。

数据来源：wind，长城证券产业金融研究院

## 3. 出版行业标的介绍

### 3.6 山东出版

山东出版近三年走势以及近三年及一期业绩（亿元）：



	2020	2021	2022	23Q1
营业收入	97.50	108.91	112.15	21.72
归母净利	14.02	15.33	16.80	2.12
扣非净利	11.93	13.96	14.75	1.73

山东出版23Q1营收21.72亿元，同增6.54%；归母净利润2.12亿元，同降0.58%；扣非归母净利润1.73亿元，同降6.72%；22年分红比例48.43%。从营收占比看，山东出版是出版行业内第五大公司。

公司扎根山东，山东省是全国的人口大省、经济大省和教育资源大省，幼儿教育、基础教育、职业教育、高等教育为公司教育出版服务提供了广阔的市场空间，夯实公司教育基本盘。创新生态方面，公司积极发展数字版权、研学文旅、智慧教育、融媒体、数字出版及教育服务供应等融合创新业务，利用新技术、新模式加速推进出版产业的融合创新转型，与传统出版行业深度融合，培育和运营相关文化领域及技术服务，进一步增强公司的核心竞争力。

截至2023年5月4日收盘，根据wind数据，公司PE（TTM）为15.83x，低于行业平均水平。

数据来源：wind，长城证券产业金融研究院

### 3. 出版行业标的介绍

#### 3.6 出版行业各公司一季度业绩汇总以及估值情况

	证券代码	公司名称	23Q1营收同比增速（%）	23Q1归母净利润同比增速（%）	23Q1扣非归母净利润同比增速（%）	市值（亿元）	年初至今涨跌幅（%）	市盈率PE(TTM)	2023PE	2024PE	2025PE
大众出版	301231.SZ	荣信文化	-9.37	3.65	-17.47	28.45	60.68	120.90	81.29	71.13	60.53
	301052.SZ	果麦文化	9.36	225.42	20.52	49.01	203.18	97.52	59.77	43.96	31.52
	000719.SZ	中原传媒	6.01	4.89	-7.59	156.75	90.78	15.12	-	-	-
	000793.SZ	华闻集团	-35.33	54.92	9.86	55.92	8.95	-8.52	-	-	-
	002181.SZ	粤传媒	-12.66	-269.43	-284.20	81.97	29.30	273.09	-	-	-
	300364.SZ	中文在线	24.79	-130.32	-139.44	154.16	112.90	-40.24	108.92	82.34	69.13
	300788.SZ	中信出版	3.69	2.57	18.75	74.63	93.83	58.70	33.67	28.59	24.43
	301025.SZ	读客文化	-7.85	-20.59	-94.63	60.25	48.57	99.17	-	-	-
	600229.SH	城市传媒	10.22	10.45	10.64	72.29	52.33	20.95	19.12	16.21	14.06
	600373.SH	中文传媒	-3.86	10.60	-21.93	266.27	105.33	13.51	12.40	11.63	11.03
	600551.SH	时代出版	5.16	6.78	-23.24	70.37	42.73	20.12	-	-	-
	600825.SH	新华传媒	-8.51	343.27	-599.70	63.22	52.39	432.82	-	-	-
	601801.SH	皖新传媒	11.43	12.16	-17.56	173.26	67.18	23.27	22.44	20.52	18.13
	601858.SH	中国科传	21.66	124.95	127.44	361.10	322.57	73.33	68.30	62.84	-
	601949.SH	中国出版	22.56	838.10	100.47	199.75	119.64	29.38	-	-	-
	601999.SH	出版传媒	-5.51	49.20	42.70	47.43	31.45	59.71	-	-	-
	603096.SH	新经典	-0.82	5.63	3.31	41.37	28.07	29.69	23.94	19.96	16.39
	603999.SH	读者传媒	13.85	14.89	99.77	49.94	47.45	57.43	-	-	-
教育出版	000529.SZ	广弘控股	-26.85	-59.34	-63.16	42.85	-16.31	4.83	-	-	-
	300654.SZ	世纪天鸿	31.54	18.52	85.82	61.34	188.06	166.40	134.20	109.24	95.46
	600757.SH	长江传媒	21.35	31.50	25.91	127.31	84.04	15.49	-	-	-
	601019.SH	山东出版	6.54	-0.59	-6.72	265.87	102.87	15.83	14.74	13.93	-
	601098.SH	中南传媒	10.98	28.68	7.36	273.89	52.81	18.55	16.98	15.65	14.52
	601811.SH	新华文轩	4.73	18.01	48.54	198.19	115.32	18.47	17.56	16.45	15.58
	601900.SH	南方传媒	6.80	37.03	-15.39	181.95	144.40	17.56	15.63	14.23	12.02
	601921.SH	浙版传媒	2.67	17.03	8.26	240.67	46.35	16.77	15.32	13.90	12.95
	601928.SH	凤凰传媒	1.25	1.77	12.51	384.28	90.66	18.38	17.36	15.87	13.67
	605577.SH	龙版传媒	-3.95	1.84	2.60	71.47	61.77	14.87	-	-	-
	603230.SH	内蒙新华	11.97	25.73	26.32	60.95	56.30	20.53	-	-	-

数据来源：wind，长城证券产业金融研究  
注：PE、总市值等数据截止至2023年5月4日

AI发展不及预期；

出版行业变现不及预期；

宏观经济波动影响文化消费需求；

出版监管趋严影响相关企业作品发行等。

## 研究员承诺

本报告署名分析师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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 长城证券投资评级说明

### 公司评级：

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；

增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；

中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；

回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

### 行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

# 长城研究 • 与您共成长

长城证券产业金融研究院