



东兴证券
DONGXING SECURITIES

网红经济：渐具马太效应，平台占据优势

——传媒系列报告之6

2020年05月08日

看好/维持

传媒

行业报告

分析师	石伟晶 电话：010-66554067 邮箱：shi_wj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518080001
研究助理	辛迪 电话：010-66554067 邮箱：xindi@dxzq.net.cn	

投资摘要：

网红经济渐具马太效应。网红经济是以网红与粉丝关系为核心的商业模式，并形成较为成熟产业链。网红的背后均有专业的MCN机构，为网红提供内容制作、流量曝光等支持，形成成熟的商业运作体系，主要的变现模式有电商、广告、直播打赏、内容付费、签约费等。网红经济商业模式类似于明星工业。相比明星是大众偶像，目前大部分网红的粉丝数量有限，影响力局限在小众群体。因此，大部分网红的马太效应不够强烈，其变现效率和盈利能力要弱于明星。网红经济在发展过程中出现的一个重要变化是在带货主播领域出现超级网红。我们认为，随着网红经济发展至后期，互联网媒体平台方具有流量优势，其有动机催化头部网红，将其打造为超级网红，并借助其影响力实现平台流量变现。

网红映射用户群体差异化需求。网红是一种人格化的内容形式，不同类型的网红辐射的受众群体有所不同，显示不同受众群体在网络内容的需求动机上是差异化的。因此，我们基于马斯洛需求理论，将网红划分为颜值类、情绪类、达人类、领袖类、虚拟IP等5类。700位网红中，其中虚拟IP类网红为62人、领袖类网红为17人、达人类为402人、情绪类109人、颜值类110人。可以看到，受众对网红的欣赏动机多停留于归属需求层次。

多品类具有打造超级网红机会。

- 1) 网红数量排在前十的标签分别为搞笑（90位网红）、动漫（64位）、美女（64位）、音乐（49位）、帅哥（46位）、游戏（30位）、美妆（30位）、电影（30位）、服装（29位）、美食（29位）；
- 2) 粉丝数量排在前十的标签分别为搞笑（8.98亿人次）、美女（5.89亿人次）、音乐（4.49亿人次）、帅哥（4.07亿人次）、动漫（3.90亿人次）、美食（2.96亿人次）、游戏（2.93亿人次）、宠物（2.44亿人次）、美妆（2.17亿人次）、服装（1.75亿人次）；
- 3) 搞笑、动漫、音乐、美妆、美食、宠物品类的头部网红粉丝数已经超过4000万，处于第一梯队，优势较为显著；
- 4) 搞笑、美女、游戏、服装、宠物、时尚、帅哥等品类单粉丝点赞数超过10，显示该品类粉丝粘性较强；
- 5) 游戏、美食、亲子、宠物等新品类仍存在较强的粉丝红利，具有较强的成长性。

投资建议：

- 1) 一般而言，MCN孵化培养的网红作为小众互联网群体偶像，影响力的马太效应并不显著；但带货主播薇娅及李佳琦在淘宝平台中心化流量支持下，进化为超级网红，显示出强烈的马太效应。可以看到，网红经济发展到后期，平台方具有打造超级网红的动机和实力；
- 2) 长短视频、音乐、音频、文学、游戏、直播等领域的互联网媒体平台方较为受益于网红经济模式，具体表现为，通过与MCN机构合作实现平台流量聚集和提升，或自主培养扶持网红，将其打造为平台超级网红，提升平台变现效率。

相关标的：哔哩哔哩、斗鱼、虎牙直播、腾讯音乐、阅文集团、掌阅科技。

风险提示：文化产业政策监管趋严、个别网红存在自身道德品质问题、网红商业变现能力不稳定等。

目 录

1. 网红经济渐具马太效应	3
1.1 网红经济是以网红与粉丝关系为核心的商业模式	3
1.2 网红经济 VS 明星经济	4
1.3 打造超级网红是网红经济发展趋势	5
2. 网红映射用户群体差异化需求	6
3. 多品类具有打造超级网红机会	8
3.1 搞笑类网红数量和粉丝数量最多	8
3.2 搞笑、动漫、音乐、美妆、美食、宠物等品类头部网红处于第一梯队	9
3.3 搞笑、美女、游戏、服装、宠物、时尚、帅哥等品类的粉丝粘性较强	10
3.4 游戏、美食、亲子、宠物等品类具有较强的成长性	10
4. 投资建议	11
5. 风险提示	12
6. 相关报告汇总	13

插图目录

图 1： 网红诞生的互联网媒体平台	3
图 2： 网红经济产业链	4
图 3： 明星工业产业链	4
图 4： 2019 年双 11 当天淘宝直播主播热度 TOP15	5
图 5： 网红经济下获客成本与用户 ARPU 对比	5
图 6： 基于马斯洛需求理论对网红进行分类	6
图 7： 数量前 20 的网红标签	8
图 8： 2019 年前 20 类网红累计粉丝总数（万人）	9
图 9： 网红数量前 20 的品类内粉丝数量分布（万人）	9
图 10： 头部品类单粉丝点赞数情况	10
图 11： 品类内粉丝水平显著提升比例	10

表格目录

表 1： 2015 年-2019 年网红榜 TOP10	3
表 2： 基于马斯洛需求理论的网红分布	7
表 3： 达人类网红分类	7
表 4： 2018-2019 头部网红排名变化	11
表 5： 头部网红盈利能力及背后公司估值	11
表 6： 互联网媒体平台相关标的	12

1. 网红经济渐具马太效应

1.1 网红经济是以网红与粉丝关系为核心的商业模式

网红经济是以网红与粉丝关系为核心的商业模式。网红的诞生主要受益于互联网媒体平台的发展，例如微博、抖音、快手、B站、虎牙、斗鱼等，目前互联网媒体平台对网民的影响力已经远远超过报纸、杂志、电视等传统媒体。原本普通的草根达人可以凭借其特长获得成千上万粉丝数量，例如美食博主李子柒微博粉丝数超过 2000 万；带货主播薇娅淘宝粉丝数超 1800 万。利用网红和粉丝之间关系孵化出的经济现象称之为网红经济。

图1：网红诞生的互联网媒体平台



资料来源：2019《互联网周刊》&eNet 研究院，东兴证券研究所

网红经济已经形成较为成熟产业链。比较《互联网周刊》评选出的 2015 年和 2019 年网红榜前十名，可以看到，早期部分网红在互联网成名方式具有偶然性或者无意行为，例如王思聪和章泽天。但到 2019 年，网红的背后均有专业的 MCN 机构，为网红提供内容制作、流量曝光等支持，形成成熟的商业运作体系。

表1：2015 年-2019 年网红榜 TOP10

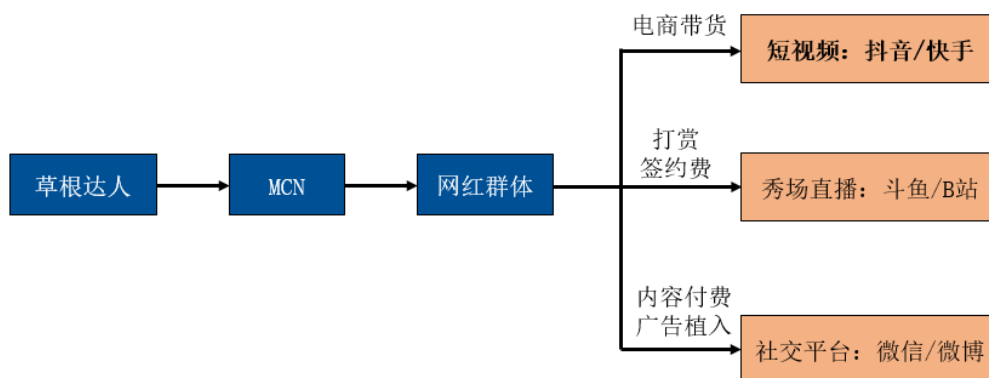
2015 年网红 TOP10	标签	2019 年网红 TOP10	标签
王思聪	知名博主	一禅小和尚	动漫
papi 酱	搞笑	会说话的刘二豆	宠物
天才小熊猫	知名博主	陈翔六点半	搞笑
艾克里里	搞笑	回忆专用小马甲	宠物
回忆专用小马甲	宠物	郭聪明	音乐
叫兽易小星	搞笑	M 哥	音乐
八卦_我实在是太 CJ 了	娱乐	摩登兄弟	帅哥
穆雅斓	搞笑	多余和毛毛姐	搞笑
张大奕	时尚	高火火	帅哥
章泽天	美女	李佳琦 Austin	美妆

资料来源：互联网周刊《2015 年-2019 年网红排行榜》，东兴证券研究所

1.2 网红经济 VS 明星经济

网红经济已经形成多元化盈利模式。MCN 机构也为网红提供商业变现机会和选择，主要的变现模式有电商、广告、直播打赏、内容付费、签约费等。例如，带货网红把粉丝引导到淘宝等网站，通过销售商品变现；有些网红通过在自己的视频里插入广告变现；还有一些游戏主播或者娱乐主播通过打游戏或者表演节目，让粉丝打赏变现。

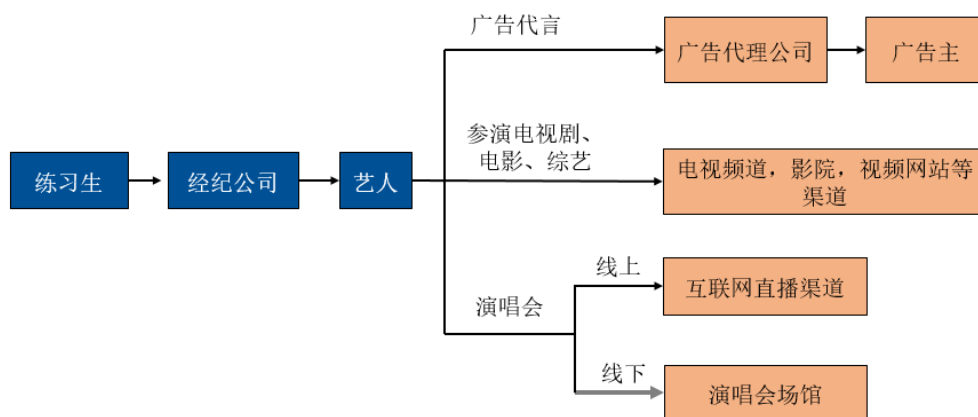
图2：网红经济产业链



资料来源：东兴证券研究所

网红经济商业模式类似于明星工业。韩国明星工业化较为成熟。一般情况下，练习生被经纪公司选拔，经过3-5年训练，出道成为艺人，借助主流媒体渠道，成为大众偶像（明星），之后通过广告、影视剧、演唱会等变现。不同的是，相比明星是大众偶像，目前大部分网红的粉丝数量有限，影响力局限在小众群体。因此，大部分网红的马太效应不够强烈，其变现效率和盈利能力要弱于明星。

图3：明星工业产业链

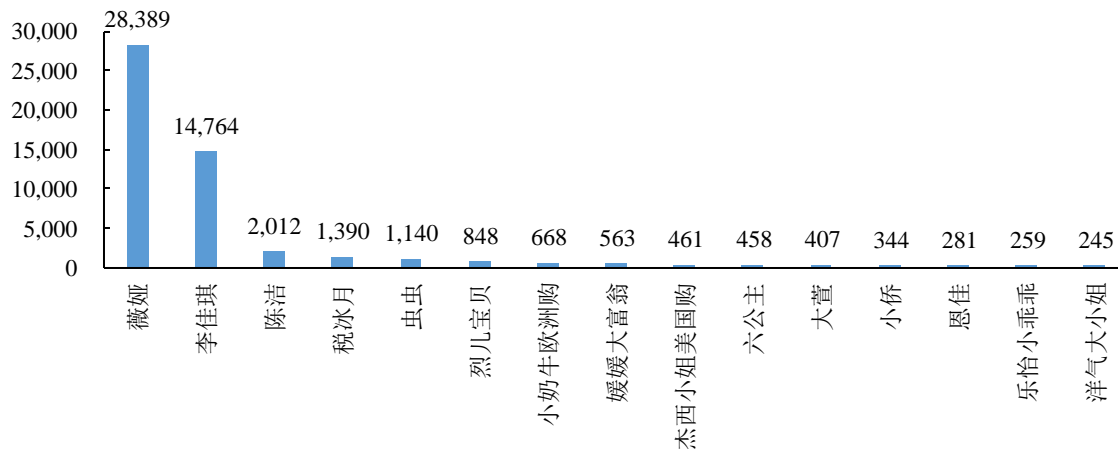


资料来源：东兴证券研究所

1.3 打造超级网红是网红经济发展趋势

超级网红是流量中心化产物。网红经济在发展过程中出现的一个重要变化是在带货主播领域出现超级网红。2019年双11当天淘宝直播主播热度指标看，薇娅与李佳琦热度分别为2.8万和1.5万，远超第三名，其带货金额也大幅领先其他主播。可以看到，带货主播薇娅及李佳琦在淘宝平台中心化流量支持下，进化为超级网红，显示出强烈的马太效应。

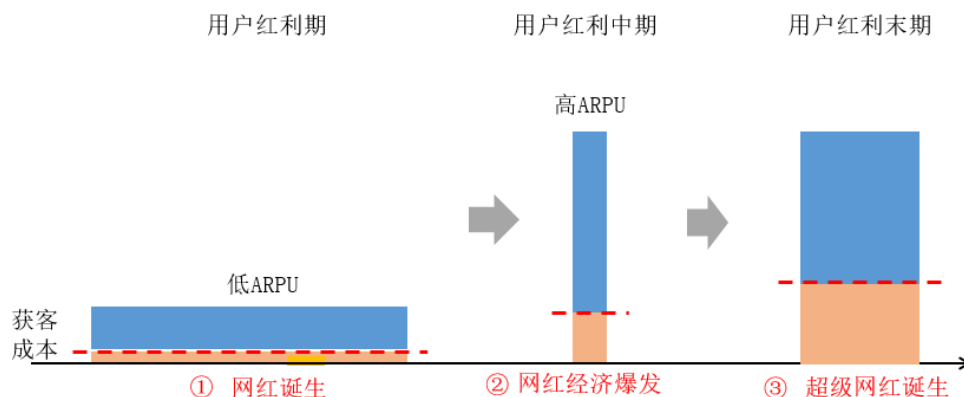
图4：2019年双11当天淘宝直播主播热度TOP15



资料来源：淘宝，东兴证券研究所

打造超级网红是网红经济发展趋势。移动互联网发展早期，彼时处于用户红利期，网红经济开始发展，其优势尚未突出；随着用户获取成本逐步上升，网红的粉丝群体价值相比一般用户更高，网红经济模式的优越性逐步显现，网红经济开始爆发。进入移动互联网成熟阶段，用户红利逐渐消失，头部网红的粉丝规模已经发展壮大。因此，随着网红经济发展至后期，互联网媒体平台方具有流量优势，其有动机催化头部网红，将其打造为超级网红，并借助其影响力实现平台流量变现。

图5：网红经济下获客成本与用户ARPU对比



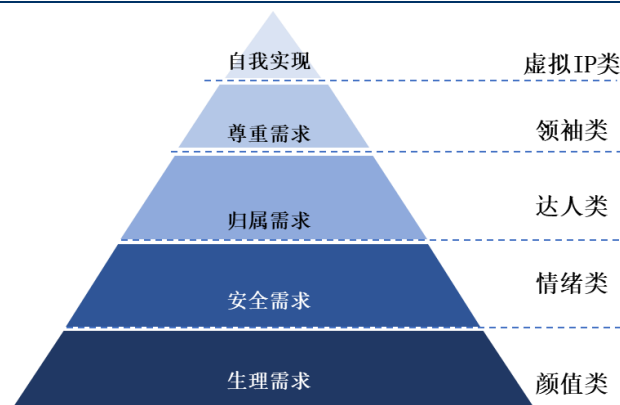
资料来源：东兴证券研究所

2. 网红映射用户群体差异化需求

网红是一种人格化的内容形式，不同类型的网红辐射的受众群体有所不同，显示不同受众群体在网络内容的需求动机上是差异化的。因此，我们基于马斯洛需求理论，将 50 个标签下的 700 位网红进一步划分为 5 类，分别为颜值类、情绪类、达人类、领袖类、虚拟 IP 类。其中，颜值类主要满足人们的审美/审丑需求；情绪类网红提供情绪宣泄的通道，满足用户的安全需求；达人型网红提供独特的生活方式与理念，能够演绎某种专长与技能来提供服务的稀缺性，进而满足人们自身归属感的需要；领袖型网红向人们输入自己的普世价值观，善于从价值观的制高点来辐射受众，满足用户的精神需求；虚拟 IP 类网红传达价值观，满足用户的自我实现需求。

备注：根据互联网周刊《2019 年网红排行榜》披露的网红名单，对 700 名网红进行标签化处理，分为 50 种网红类型。

图6：基于马斯洛需求理论对网红进行分类



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

受众对网红的欣赏动机多停留于归属需求层次。700 位网红中，其中虚拟 IP 类网红为 62 人、领袖类网红为 17 人、达人类为 402 人、情绪类 109 人、颜值类 110 人。目前，过半用户对网红的欣赏动机停留于归属需求层次。相比之下，虚拟 IP 类、领袖类网红数量较少，原因在于这些网红品类门槛较高，需要高质量的内容产出以及社会上的意见领袖。

表2：基于马斯洛需求理论的网红分布

大类	数量	对应标签
虚拟 IP	62	动漫
领袖类	17	评论人、娱乐评论人、知名博主、知名评论人、足球评论员
达人类	402	编剧、表情、测评、宠物、电视剧博主、电影、动漫音乐人、服装、交通汽车、教育、旅游、漫画翻译、漫画家、美食、美食博主、美妆、秒拍达人、母婴育儿博主、亲子、摄影博主、生活技巧、时尚、时尚博主、时尚达人、童话作者、脱口秀译者、微博撰稿人、微博作家、文字博主、舞蹈、星座命理、星座音乐、音乐、游戏、娱乐博主、娱乐漫画家、原创漫画家、运动、中英文化自由撰稿人、自媒体
情绪类	109	搞笑、情感
颜值类	110	美女、帅哥

资料来源：互联网周刊《2019 年网红排行榜》，东兴证券研究所

达人类网红中受众最为广泛的是兴趣类达人。根据擅长领域的不同，达人类网红可继续分为才艺类、兴趣类和技能类，各细分领域所对应的网红数量分别为：才艺类 90 位、技能类 76 位、兴趣类 236 位。

表3：达人类网红分类

大类	数量	对应标签
才艺类	90	音乐、舞蹈、编剧、自媒体、原创漫画家、文字博主、星座音乐、微博撰稿人、动漫音乐人、微博作家、娱乐漫画家、漫画家、中英文化自由撰稿人、漫画翻译、脱口秀译者、童话作者
技能类	76	生活技巧、亲子、教育、测评、母婴育儿博主、摄影博主
兴趣类	236	游戏、美妆、服装、电影、美食、时尚、宠物、交通汽车、运动、旅游、娱乐博主、时尚博主、电视剧博主、秒拍达人、时尚达人、美食博主、星座命理、表情

资料来源：互联网周刊《2019 年网红排行榜》，东兴证券研究所

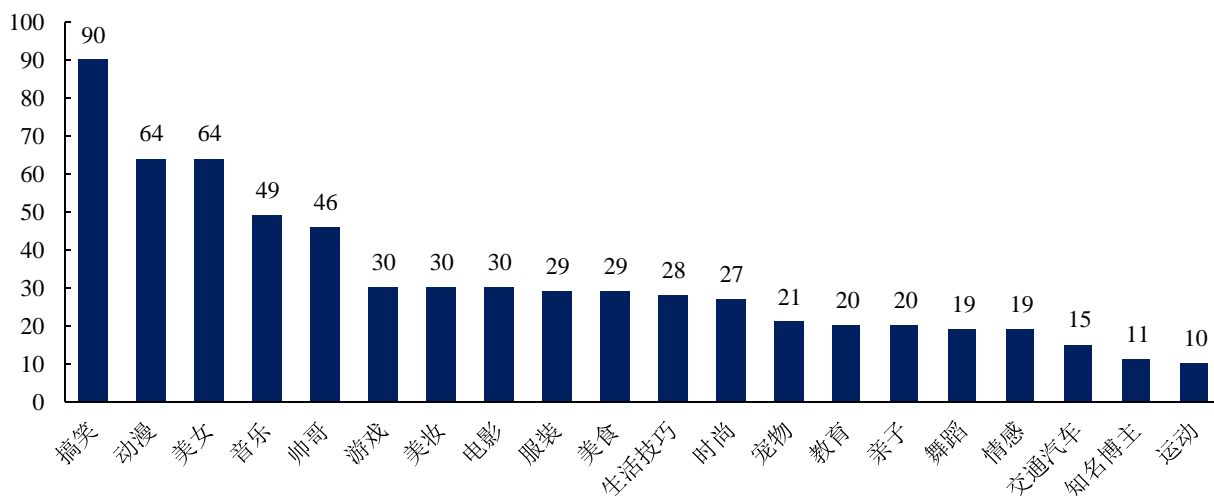
3. 多品类具有打造超级网红机会

根据互联网周刊《2019 年网红排行榜》披露的网红名单，对 700 名网红进行标签化处理，分为 50 种网红类型，并统计名单上 700 位网红在其活跃平台（抖音、微博、B 站等）上的粉丝数、点赞数等关键指标，获得了以下结论。

3.1 搞笑类网红数量和粉丝数量最多

搞笑类网红数量最多。我们用 50 个标签对 2019 年全网最火的 700 名网红进行了标签化处理，其中网红数量排在前十的标签分别为搞笑（90 位网红）、动漫（64 位）、美女（64 位）、音乐（49 位）、帅哥（46 位）、游戏（30 位）、美妆（30 位）、电影（30 位）、服装（29 位）、美食（29 位）、生活技巧（28 位）、时尚（27 位）、宠物（21 位）、教育（20 位）、亲子（20 位）、舞蹈（19 位）、情感（19 位）、汽车（15 位）、知名博主（11 位）、运动（10 位）。

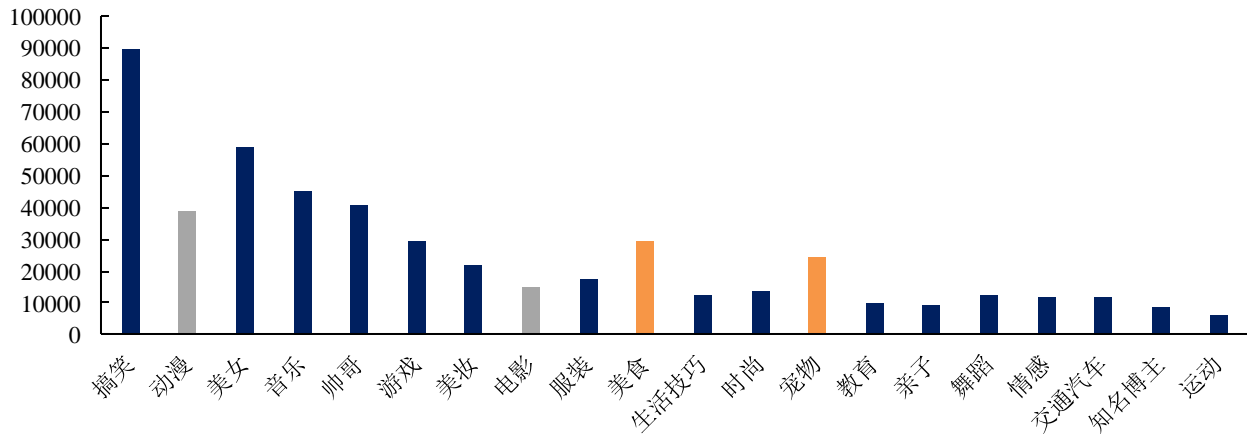
图7：数量前 20 的网红标签



资料来源：2019《互联网周刊》&eNet 研究院，东兴证券研究所

根据粉丝总量排序，动漫与电影排名下降，美食与宠物排名上升。我们统计了图 7 中 20 类网红标签的粉丝总量。可以看到，粉丝数量排在前十的标签分别为搞笑（8.98 亿人次）、美女（5.89 亿人次）、音乐（4.49 亿人次）、帅哥（4.07 亿人次）、动漫（3.90 亿人次）、美食（2.96 亿人次）、游戏（2.93 亿人次）、宠物（2.44 亿人次）、美妆（2.17 亿人次）、服装（1.75 亿人次）。

图8：2019 年前 20 类网红累计粉丝总数（万人）

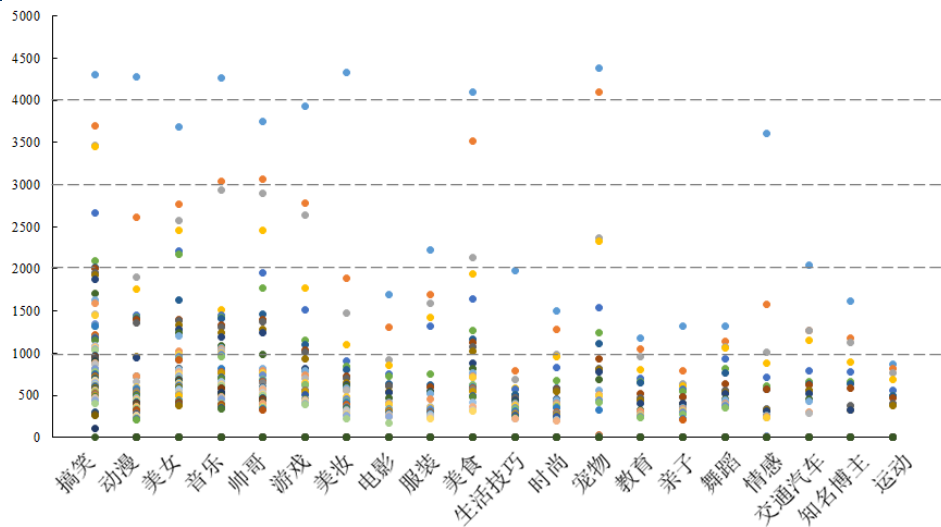


资料来源：抖音，微博，bilibili，东兴证券研究所

3.2 搞笑、动漫、音乐、美妆、美食、宠物等品类头部网红处于第一梯队

搞笑、动漫、音乐、美妆、美食、宠物品类头部网红处于第一梯队。从榜单中网红数量在前 20 的品类，可以发现头部品类竞争格局有较大差异。搞笑、动漫、音乐、美妆、美食、宠物品类的头部网红粉丝数已经超过 4000 万，处于第一梯队，优势较为显著；美女、帅哥、游戏、情感等品类头部网红粉丝数处于 3000-4000 万区间，处于第二梯队；电影、服装、生活技巧、时尚、教育、亲子、舞蹈、运动等品类还未出现较有代表性的头部网红。

图9：网红数量前 20 的品类内粉丝数量分布（万人）

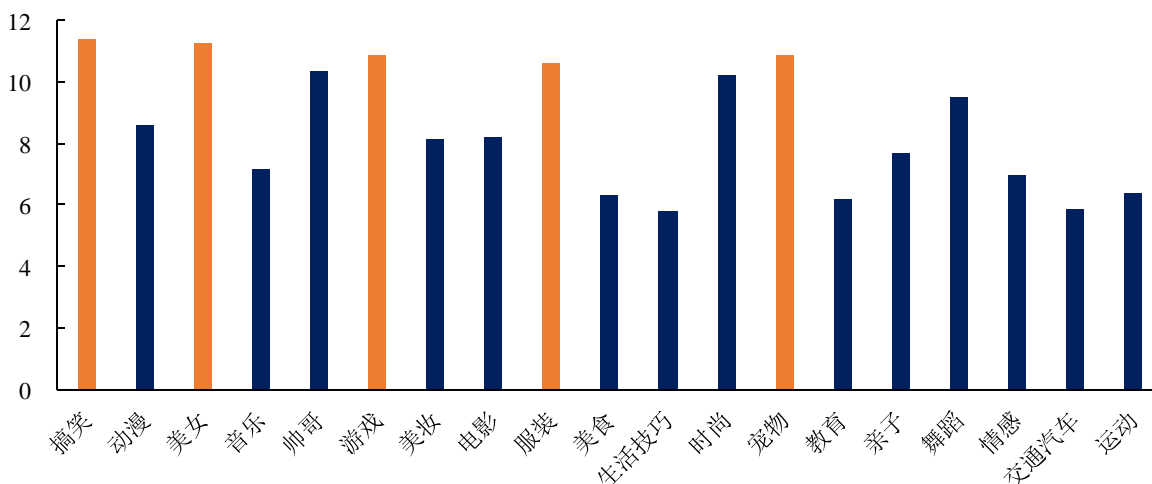


资料来源：抖音，微博，bilibili，东兴证券研究所

3.3 搞笑、美女、游戏、服装、宠物、时尚、帅哥等品类的粉丝粘性较强

搞笑、美女、游戏、服装、宠物、时尚、帅哥等品类的粉丝粘性较强。我们统计了榜单中 605 名网红抖音号的点赞情况，从各品类单用户点赞数来看，搞笑、美女类网红的单粉丝点赞数均超过 11，游戏、服装、宠物、时尚、帅哥等品类的单粉丝点赞数超过 10，粉丝对网红的高互动性证明这些品类具有较强的用户粘性。

图10：头部品类单粉丝点赞数情况

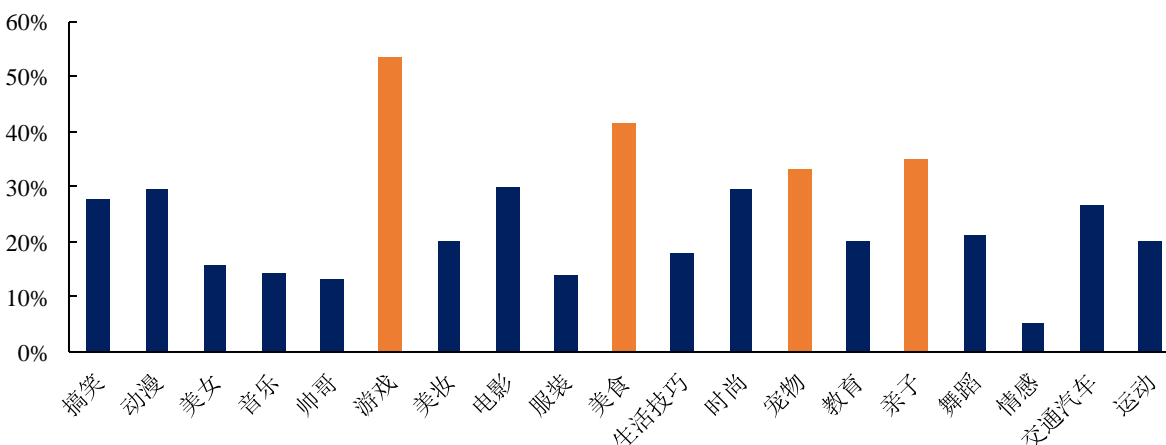


资料来源：抖音，东兴证券研究所

3.4 游戏、美食、亲子、宠物等品类具有较强的成长性

游戏、美食、亲子、宠物等品类具有较强的成长性。我们以榜单中排位临近的 20 名网红粉丝数的中位数作为该排位的基本粉丝水平，构建差值比率指标，发现游戏、美食、亲子、宠物等新品类拥有更快的加速度，可以认为这四个品类仍存在较强的粉丝红利，具有较强的成长性。

图11：品类内粉丝水平显著提升比例



资料来源：抖音，微博，bilibili，东兴证券研究所

4. 投资建议

头部网红迭代较快。2018 年 TOP 40 名单中的网红仅有 7 名还在 2019 年名单的头部位置，其中除冯提莫和费启鸣名次略有提升外，其余 5 位均不同程度下滑。可以看到，用户对网红存在审美疲劳，网红如何维持热度是个考验。

表4：2018-2019 头部网红排名变化

网红名称	标签	2019 年排名	2018 年排名
回忆专用小马甲	宠物	4	1
papi 酱	搞笑	11	2
同道大叔	星座命理	25	5
李子柒	美食	24	7
追风少年刘全有	知名博主	42	8
冯提莫	音乐	12	15
费启鸣	帅哥	22	31

资料来源：互联网周刊《2018 年-2019 年网红排行榜》TOP 40，东兴证券研究所

平台分发机制决定网红的“工龄”。据新榜发布的《2020 年内容产业年度报告》，2019 年，微信月榜 TOP 100 中上榜 10 次的账号占比为 53.2%，淘直播月榜 TOP 100 中上榜 10 次的占比为 9.7%，而抖音则是 1.4%。众多网红借助抖音声名高隆，但抖音的平台属性和分发机制也导致其迭代率高企：在抖音的算法中，热门推荐中出现用户已关注网红作品的概率越来越高，但若网红作品不能长期维持水准，这间接导致了用户取关概率越来越大。

表5：头部网红盈利能力及背后公司估值

网红类型	网红名称	估值/盈利能力
平台方主播	李佳琦 Austin	2019 年双十一销售额超 10 亿
	薇娅	2019 年双十一销售额 27 亿
	陈翔六点半	估值 5000 万（2016 年）
MCN 签约主播	papi 酱	一条贴片广告拍卖价 2200 万，估值 3 亿（2016 年）
	我的前任是极品	蜂群影视估值 1 亿（2017 年）
	同道大叔	同道文化估值 3 亿（2016 年）
	郭斯特	有狐文化估值数亿（2018 年）
	李子柒	品牌估值 5 个亿（2020 年）
	艾克里里	飞博共创估值 10 亿（2019 年）
	张大奕	如涵控股市值 2.62 亿美元（2020 年 5 月 8 日）

资料来源：36 氪，天眼查，东兴证券研究所

投资建议：

- 1) 一般而言，MCN孵化培养的网红作为小众互联网群体偶像，影响力的马太效应并不显著；但带货主播薇娅及李佳琦在淘宝平台中心化流量支持下，进化为超级网红，显示出强烈的马太效应。可以看到，网红经济发展到后期，平台方具有打造超级网红的动机和实力；
- 2) 长短视频、音乐、音频、文学、游戏、直播等领域的互联网媒体平台方较为受益于网红经济模式，具体表现为，通过与MCN机构合作实现平台流量聚集和提升，或自主培养扶持网红，将其打造为平台超级网红，提升平台变现效率。

相关标的：哔哩哔哩、斗鱼、虎牙直播、腾讯音乐、阅文集团、掌阅科技。

表6：互联网媒体平台相关标的

代码	公司名称	细分产业	市值	评级
BILI.O	哔哩哔哩	网络视频	90 亿美元	强烈推荐
DOYU.O	斗鱼	游戏直播	23 亿美元	未评级
HUYA.N	虎牙直播	游戏直播	32 亿美元	推荐
TME.N	腾讯音乐	网络音乐	177 亿美元	强烈推荐
0772.HK	阅文集团	网络文学	353 亿港元	未评级
603533.SH	掌阅科技	网络文学	136 亿元人民币	推荐

资料来源：wind、东兴证券研究所，截至 2020 年 5 月 6 日

5. 风险提示

文化产业政策监管趋严、个别网红存在自身道德品质问题、网红商业变现能力不稳定等。

6. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	传媒系列报告之 5：出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-07
公司深度报告	传媒系列报告之 4：掌阅科技（603533）：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
公司财报点评	掌阅科技：版权业务前景明朗，平台商业化价值持续提升	2020-04-12
公司财报点评	吉比特：核心产品长线运营出色，游戏项目储备充足助力增长	2020-04-10
行业深度报告	传媒系列报告之 3：中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
行业深度报告	电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26
行业事件点评报告	传媒行业报告：国庆档电影票房表现优异，验证电影产业内容为王	2019-10-09
传媒行业周报	【东兴传媒】传媒行业周观点：监管有望更理性化，关注细分行业龙头 20190916	2019-09-16
传媒行业周报	传媒行业报告：央行降准，板块投资机会在于游戏和广电	2019-09-09
传媒行业周报	传媒行业报告：5G 加速 TMT 发展进程，紧抓游戏和广电两个子行业	2019-09-02
传媒行业周报	【东兴传媒】传媒行业周观点：中报密集发布，关注细分行业龙头 20190826	2019-08-26
传媒行业周报	【东兴传媒】传媒行业周观点：中报陆续披露，推荐吉比特完美世界 2019819	2019-08-19
传媒行业周报	传媒行业报告：板块指数触底，中国出版显著低估	2019-08-12
传媒行业周报	【东兴传媒】传媒行业周观点：《哪吒》刷新中国动画电影票房纪录，关注细分赛道龙头公司_20190805	2019-08-05
公司财报点评	中原传媒年报点评：主营业务稳健增长，分红比例提升	2019-04-02
公司深度报告	光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
公司财报点评	光线传媒（300251）：轻装上阵，开启影视项目多元布局	2019-04-24
公司深度报告	【东兴传媒】吉比特（603444）深度报告：研发底蕴深厚，长线运营守正出奇	2019-08-20
公司财报点评	【东兴传媒】吉比特（603444）：业绩持续持续高增长，长线运营守正出奇	2019-08-13
公司报告	中国出版（601949.SH）：业绩增速超预期，企业价值显著低估	2019-08-29
公司深度报告	中国出版（601949）：出版行业“国家队”，三大使命彰显企业价值	2019-04-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

上海交通大学工学硕士。曾任华创证券、安信证券传媒互联网行业分析师，2018 年加入东兴证券。

研究助理简介

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526