

传媒

证券研究报告

2020 年 06 月 16 日

长视频行业 19 年&20Q1 总结：芒果代表平台景气度向上，制作公司逐步走出寒冬

长视频平台行业：疫情宅家明显提升长视频观看需求，爱奇艺剧集及芒果自制综艺具备领先优势。19 年全网剧上新数量降低，但累计有效播放同比增长 4%，爱奇艺全年上新剧集最多；20Q1 剧集有效播放同比增长 9%，其中芒果 TV 增量明显，同比增长 98%。19 年上新综艺 276 部，同比缩减 47 部，爱奇艺的版权综艺数量最多达 71 部，芒果 TV 自制综艺数量达 45 部。20Q1 上新综艺及有效播放基本保持稳定。受益疫情宅家，平台 20Q1 整体活跃用户增长，爱奇艺及腾讯视频平均 MAU 均同比增长 8%，优酷视频同比下降 2%，芒果 TV 同比增长 53%。3 月随着复工，长视频平台 MAU 有所回落，芒果 3 月环比回落程度相对较低。20 年 3 月，爱奇艺 MAU 为 5.72 亿，腾讯视频 MAU 为 5.36 亿，优酷 MAU 为 3.82 亿，芒果 TV MAU 为 1.68 亿。

长视频平台财务及业务数据：爱奇艺付费会员保持领先，芒果基于细分人群快速增长。芒果超媒 19 年营收同比增长 29.40%，归母净利润同比增长 33.59%；20Q1 营收同比增长 9.74%；归母净利润同比增长 14.82%；爱奇艺 20Q1 营收同比增长 9.4%，归母净利为亏损 28.75 亿元，亏损幅度为 37.6%。付费业务方面，20Q1 爱奇艺订阅会员数净增 1200 万至 1.19 亿，腾讯视频净增 600 万至 1.12 亿，两家平台付费率提升至接近 21%。芒果 TV 未披露一季度未会员数，19 年底付费会员为 1837 万，付费率为 13.7%，我们认为芒果 TV 在 20Q1 会员数及付费率也将有明显提升。

电视剧行业：18、19 年处于调整期，备案及发行数量明显下行；疫情影响下 Q1 拍摄停滞，20 年 4 月复工加速。19 年全国电视剧总备案数量为 905 部，同比下降 22.2%；古装剧备案明显减少，19 年数量同比下降超 62%；现实题材剧目备案超过 90%。20 年 1-4 月电视剧备案同比下降 19%，4 月开始备案有所恢复，同比下降幅度收窄至 12%。20 年 1-5 月开机剧目的总量较同比下滑近 50%。随着疫情逐步稳定，4 月开始电视剧拍摄复工进度加快。

电视剧制作公司财务数据：行业调整期业绩磨底，寒冬后有望逐步修复，华策影视 Q1 业绩拐点初现。19 年四家电视剧制作公司营收同比下降 52.7%，归母净利润-19.6 亿元。19 年整体毛利率 7.3%，同比下降 20.2pct，主要由于演员成本及剧集售价 18 年开始调整，19 年处于高成本和低售价的错配情况。20Q1 毛利率有所恢复，同比上升 4.0pct。19 年制作公司整体应收、预收及存货余额下降趋势，同时应收账款周转率在 18、19 年持续下降，账款回收周期拉长。20Q1 具有储备的华策、欢瑞、唐德预收余额均有提升。制作公司在 18、19 年均较为集中的减值处理，降低后续风险。

股价走势及估值：芒果平台属性享受高估值，制作公司处于估值历史低位区间。前期深度报告推荐长视频平台芒果超股价体现强劲走势，体现出公司基本面的高认同度以及优质平台稀缺性。电视剧制作公司 17、18 年均处在股价下行通道，19 年底有所反弹。从估值走势看，芒果超媒 PE (TTM) 一直处于 30x 以上，19 年底开始超过 50x。制作公司估值则从 16 年开始明显下行，19 年估值有所恢复，但是仍处于历史偏低位区间。

投资建议：长视频平台方面，Q1 付费会员数高速增长，广告投放需求有所影响，但我们认为平台 Q2 广告环比有望改善。其中【芒果超媒】作为 A 股稀缺渠道内容一体化平台，以精尖自制能力和合作生态驱动高增长，重磅综艺《乘风破浪的姐姐》6 月 12 日已上线，作为传媒标杆级公司持续重点推荐；【爱奇艺】新上线星钻会员体系，强化基于精品内容的超前点播逻辑，关注 ARPU 值提升效果；一并关注【哔哩哔哩、新媒股份】。制作公司近年经历行业调整、业绩磨底及减值释放，我们认为影视龙头有望从寒冬中逐步走出，并在长期受益于长尾出清，推荐储备丰富的电视剧龙头【华策影视】、关注受益视频需求增加【捷成股份】，低估值【慈文传媒、欢瑞世纪】。

风险提示：疫情对宏观经济及居民收入影响，付费会员增速放缓，广告主投放意愿波动风险，节目上线进度低于预期，应收存货减值风险以及现金流压力，内容监管

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

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

蓝全 联系人
lantong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《传媒-19 年&20Q1 总结-广电篇：国网整合及广电 5G 建设贯穿全年，坚定看好价值重估》 2020-06-01
- 2 《传媒-电影行业 19 年&20Q1 复盘及展望—影城复工在即，板块拐点可期》 2020-05-31
- 3 《传媒-19 年&20Q1 传媒财报总结-游戏篇：高增长兑现，现金流质优，关注暑假期间新游表现》 2020-05-25
- 4 《传媒-19 年&20Q1 传媒财报总结-营销篇：经历疫情低谷，已见边际恢复》 2020-05-18
- 5 《传媒-19 年&20Q1 财报总结（总览篇）：商誉质押压力减弱，现金流持续改善；疫情影响当期，中期复苏可期》 2020-05-11
- 6 《传媒-“宅家”视频需求大增，新增供给延迟，高现金库存影视龙头优势凸显》 2020-02-09
- 7 《传媒-芒果超媒（300413）：顶尖自制，中移入局，与众不同逆势成长？》 2019-07-11

内容目录

1. 长视频平台行业概况：爱奇艺剧集&芒果综艺优势突出，Q1 平台整体受益明显	4
1.1. 剧集：爱奇艺上新数量及播放量领先，芒果 Q1 显著增长	4
1.2. 综艺：芒果独播综艺数量及占比提升，Q1 部分项目延期，Q2 市场有望逐步恢复	6
1.3. 活跃用户及使用时长：疫情宅家带动 Q1 平台活跃度提升，芒果及 B 站时长提升明显	7
2. 长视频平台财务及运营分析：芒果 TV 高速增长，爱奇艺会员全网领先	9
2.1. 整体财务表现：芒果 19 年增长亮眼，爱奇艺营收稳步提升	9
2.2. 业务数据：Q1 均体现付费会员受益、广告承压趋势，Q2 芒果广告有望率先回暖	10
3. 电视剧行业概况：19 年及 20Q1 备案及发行剧集减少，20 年 4 月复工加速	12
3.1. 电视剧备案和发行：行业调叠加疫情下数量明显减少，现实题材为主流	12
3.2. 电视剧开机情况：1-5 月开机总量同比下降近 50%，4 月起加速恢复	13
3.3. 行业三度联合倡议引导合理发展，共克时艰	13
4. 电视剧制作公司财务分析：行业调整期业绩磨底，寒冬后有望逐步修复	14
4.1. 成长能力：近两年业绩承压，20Q1 华策率先走出拐点	14
4.2. 盈利能力：17-19 年利润率下行，20Q1 有所恢复	16
4.3. 营运能力：应收账款周转率逐年下降，但应收余额均有降低	18
4.4. 经营性现金流：各公司现金流相对 18 年均有改善	19
4.5. 资产及信用减值：18、19 年集中进行商誉及坏账减值，后续风险降低	20
5. 股价走势与估值：芒果平台属性享受高估值，制作公司处于估值历史低位区间	21
6. 投资建议	22

图表目录

图 1：2018、2019 年全网上新剧集部数（单位：部）	4
图 2：2018、2019 年全网上新剧集数（单位：集）	4
图 3：2019 年分平台上新剧部数（单位：部）	4
图 4：20Q1 分平台上新剧部数（单位：部）	4
图 5：2018、2019 年全网剧集有效播放（亿）	5
图 6：19Q1、20Q1 全网剧集有效播放（亿）	5
图 7：20Q1 各平台剧集有效播放（亿）	5
图 8：20Q1 各平台上新剧有效播放（亿）	5
图 9：20Q1 剧集艺恩播映指数前十	5
图 10：2019 年全平台综艺上新数量	6
图 11：2019 年全平台独播综艺上新数量及播放占比	6
图 12：2019 年全平台综艺上新数量	6
图 13：2019 年上新综艺各平台版权&自制综艺分布	6
图 14：20Q1 四大平台综艺有效播放（亿）	7
图 15：20Q1 综艺艺恩播映指数前十	7

图 16: 爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果 TV MAU (单位: 万人) 对比	8
图 17: 爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果 TV DAU (单位: 万人) 对比	8
图 18: 爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果 TV、哔哩哔哩月使用时长 (单位: 亿分钟) 对比	8
图 19: 芒果超媒 2019Q1-2020Q1 单季度营业收入 (亿元)	9
图 20: 芒果超媒 2019Q1-2020Q1 单季度归母净利润 (亿元)	9
图 21: 爱奇艺营业收入 (亿元) 及增速 (17Q1-20Q1)	10
图 22: 爱奇艺归母净利 (亿元) 及亏损幅度 (17Q1-20Q1)	10
图 23: 2017-2019 年芒果 TV 会员收入 (亿元)	11
图 24: 2017-2019 年爱奇艺付费收入 (亿元)	11
图 25: 2017-2019 年芒果 TV 广告收入 (亿元)	12
图 26: 2017-2019 年爱奇艺广告收入 (亿元)	12
图 27: 2016-2019 电视剧备案数变化	12
图 28: 2016-2019 电视剧备案集数变化	12
图 29: 2019、2020 年 1-4 月电视剧拍摄备案部数	13
图 30: 电视剧制作公司整体 2017-2019 及 19Q1、20Q1 营收、归母净利润和扣非后净利润及变化	14
图 31: 电视剧制作公司 2018、2019 及 20Q1 营收 (单位: 亿元)	15
图 32: 电视剧制作公司 2018、2019 及 20Q1 归母净利润 (单位: 亿元)	15
图 33: 电视剧制作公司 2018、2019 及 20Q1 扣非后净利润 (单位: 亿元)	15
图 34: 电视剧制作公司 2017-2019 及 19Q1、20Q1 营收、归母净利润和归母扣非净利润同比变化	16
图 35: 电视剧制作公司整体 2017-2019 及 19Q1、20Q1 毛利率、净利润变化	16
图 36: 电视剧制作公司 2017-2019 及 19Q1、20Q1 毛利率、净利润变化	17
图 37: 2017-2019 年电视剧制作公司电视剧业务营收 (单位: 亿元, 新增完美世界) ..	17
图 38: 2017-2019 年电视剧制作公司电视剧业务毛利率 (新增完美世界)	17
图 39: 2017-2019 年电视剧制作公司艺人经纪业务营收 (单位: 亿元)	18
图 40: 2017-2019 年电视剧制作公司艺人经纪业务毛利率	18
图 41: 电视剧制作公司 2018、2019 及 20Q1 应收账款期末余额变化 (单位: 亿元)	18
图 42: 电视剧制作公司 2018、2019 及 20Q1 预收账款期末余额变化 (单位: 亿元)	19
图 43: 电视剧制作公司 2018、2019 及 20Q1 存货期末余额变化 (单位: 亿元)	19
图 44: 电视剧制作公司 2017-2019 年及 19Q1、20Q1 应收账款周转率、存货变周转率 ..	19
图 45: 电视剧制作公司 2017-2019 及 19Q1、20Q1 经营性净现金流量 (单位: 亿元) ..	20
图 46: 电视剧制作公司 2017-2019 年资产减值损失及坏账损失 (单位: 亿元)	20
图 47: 芒果传媒 PE 走势变化 (TTM, 剔除负值)	21
图 48: 华策影视、慈文传媒 PE 走势变化 (TTM, 剔除负值)	22
表 1: 爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 年度付费用户数及同比增速对比	11
表 2: 爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 年度付费率对比	11
表 3: 长视频产业链公司股价走势	21
表 4: A 股上证综指、创业板指、传媒指数及美股纳斯达克中国股指数走势	21

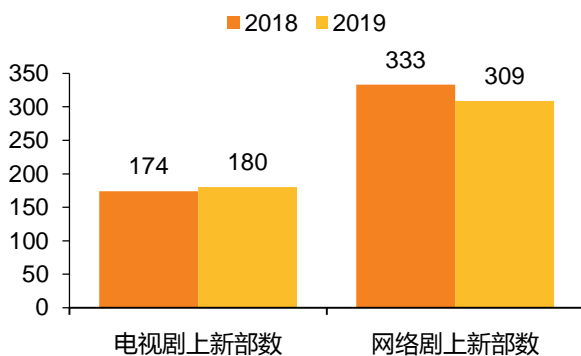
1. 长视频平台行业概况：爱奇艺剧集&芒果综艺优势突出，Q1 平台整体受益明显

1.1. 剧集：爱奇艺上新数量及播放量领先，芒果 Q1 显著增长

根据云合数据统计，2019 年全网上新剧为 489 部，相比 2018 年减少 18 部，2019 年上新集数为 14,462 集，同比下降 2.5%。除分账网剧、竖屏剧外，2019 共上新 390 部剧，相比 18 年增长 21 部。

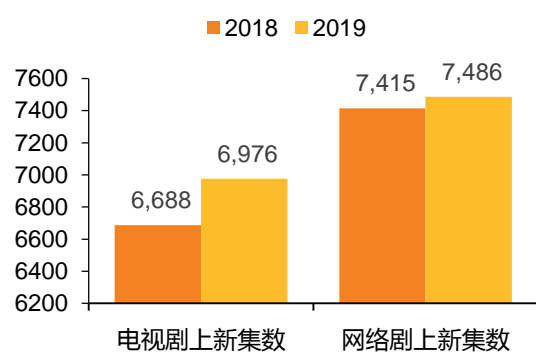
分平台来看，2019 年和 20Q1 爱奇艺上新数量领先。19 年爱奇艺共上新 257 部剧，腾讯视频上新 198 部，优酷上新 167 部，芒果 TV 上新 117 部。20Q1 爱奇艺上新 52 部，腾讯视频上新 32 部，优酷上新 37 部，芒果 TV 上新 19 部。

图 1：2018、2019 年全网上新剧集部数（单位：部）



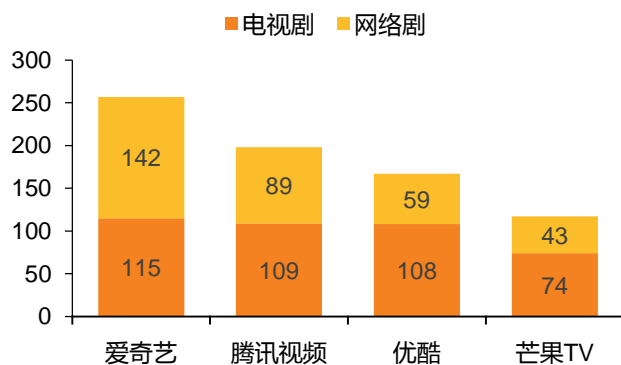
资料来源：云合数据，天风证券研究所

图 2：2018、2019 年全网上新剧集集数（单位：集）



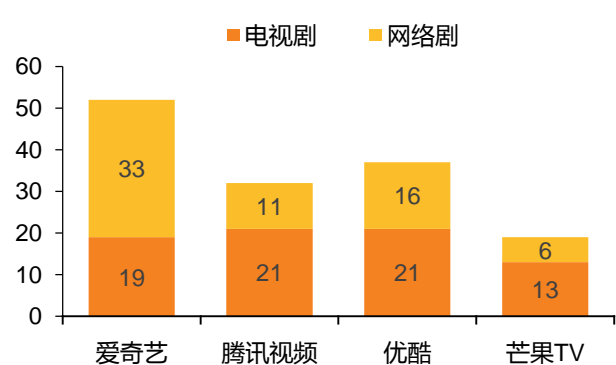
资料来源：云合数据，天风证券研究所

图 3：2019 年分平台上新剧集部数（单位：部）



资料来源：云合数据，天风证券研究所

图 4：20Q1 分平台上新剧集部数（单位：部）

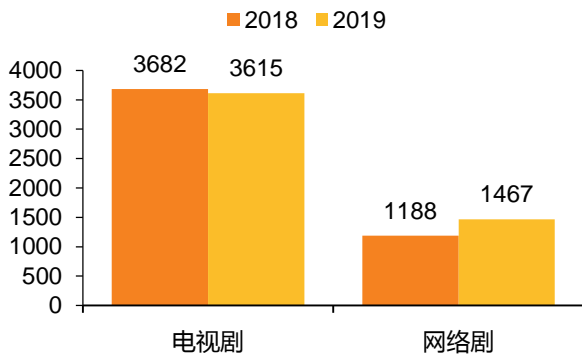


资料来源：云合数据，天风证券研究所

根据云合数据，2019 年全网连续剧累计有效播放值同比增长 4%。其中，电视剧有效播放 3615 亿，略有下滑；网络剧有效播放 1467 亿，同比增长 23%。

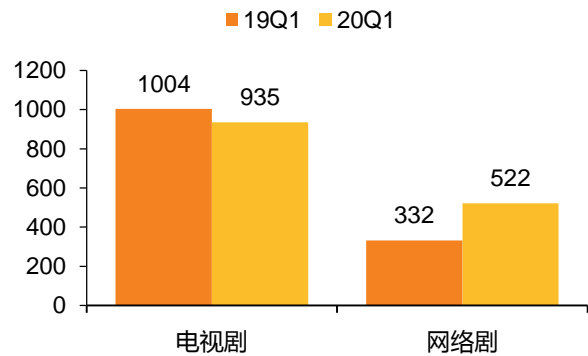
2020Q1 全网剧集有效播放 1457 亿，同比增长 9%，网络剧有效播放达 522 亿，同比增长 58%，占比由 25% 增至 36%，其中芒果在《下一站是幸福》带动下有效播放大幅提升。具体有效播放数据：爱奇艺为 627 亿，同比增长 17%；腾讯视频为 491 亿，同比增长 1%；优酷为 279 亿，同比增长 15%；芒果 TV 为 42 亿，同比增长 98%。

图 5：2018、2019 年全网剧集有效播放（亿）



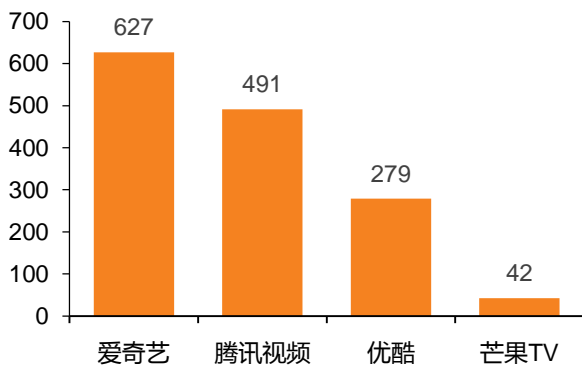
资料来源：云合数据，天风证券研究所

图 6：19Q1、20Q1 全网剧集有效播放（亿）



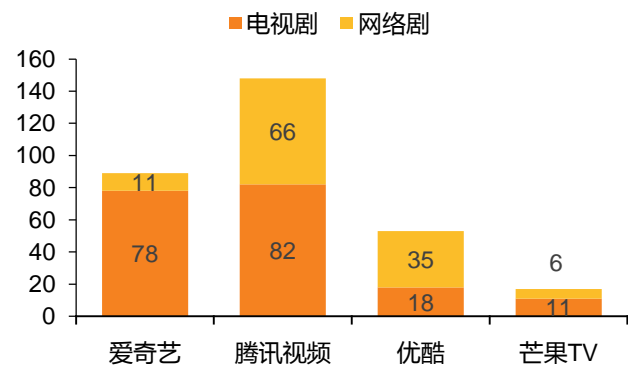
资料来源：云合数据，天风证券研究所

图 7：20Q1 各平台剧集有效播放（亿）



资料来源：云合数据，天风证券研究所

图 8：20Q1 各平台上新剧有效播放（亿）



资料来源：云合数据，天风证券研究所

从 20Q1 剧集的艺恩播映指数来看项目综合热度，腾讯、爱奇艺的剧集播映热度上前十占比更多，与前述的整体有效播放趋势吻合。

图 9：20Q1 剧集艺恩播映指数前十

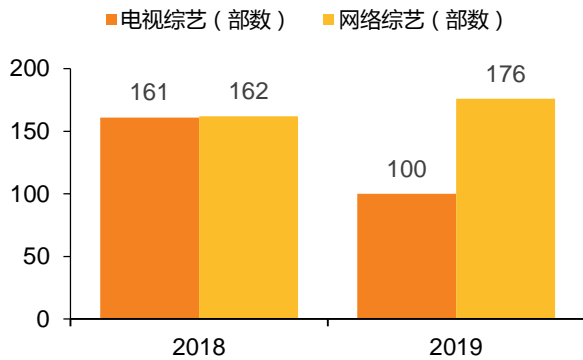
序号	剧集名称	播映指数	播放量	平台
1	安家	80.9	63.5亿	腾讯
2	冰糖炖雪梨	79.7	-	优酷
3	如果岁月可回头	77.2	8.3亿	爱奇艺、优酷、芒果TV、腾讯
4	三生三世枕上书	77	77.0亿	腾讯
5	鬓边不是海棠红	76.8	-	爱奇艺
6	不完美的她	75.8	1.3亿	爱奇艺、腾讯
7	完美关系	75.6	34.9亿	爱奇艺、芒果TV、腾讯
8	无心法师第三季	74.7	7.2亿	爱奇艺、优酷、腾讯
9	锦衣之下	74.2	26.4亿	爱奇艺、芒果TV、腾讯
10	重生	73.7	-	优酷

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

1.2. 综艺：芒果独播综艺数量及占比提升，Q1 部分项目延期，Q2 市场有望逐步恢复

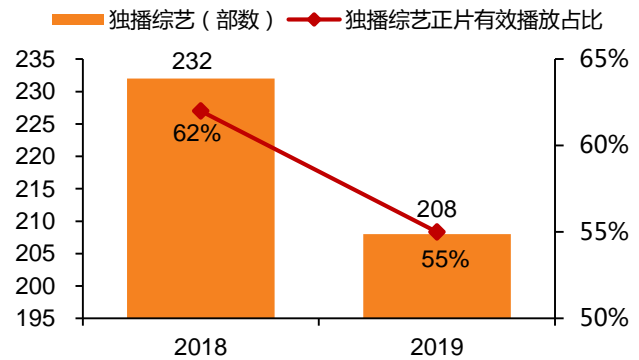
2019 年上新综艺 276 部（含衍生综艺 36 部），同比 2018 年缩减 47 部；电视综艺、网络综艺有效播放占比较 2018 年基本持平。2019 年全平台独播综艺上新数量及正片有效播放占比呈现缩减趋势，独播综艺共上新 208 部（含衍生综艺 36 部），同比减少 24 部。20Q1 上新综艺基本保持稳定。

图 10：2019 年全平台综艺上新数量



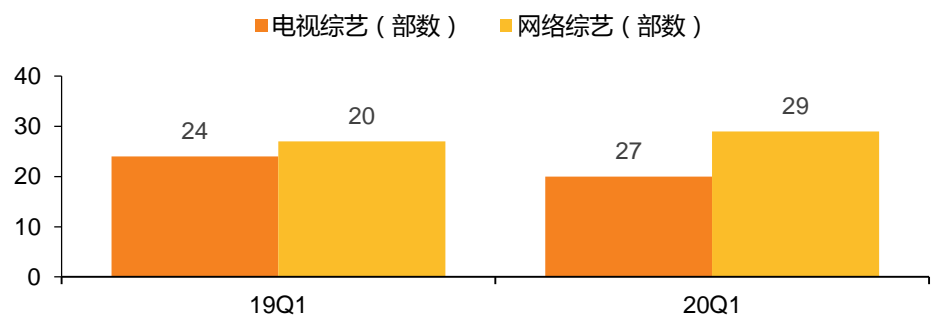
资料来源：云合数据、天风证券研究所

图 11：2019 年全平台独播综艺上新数量及播放占比



资料来源：云合数据、天风证券研究所

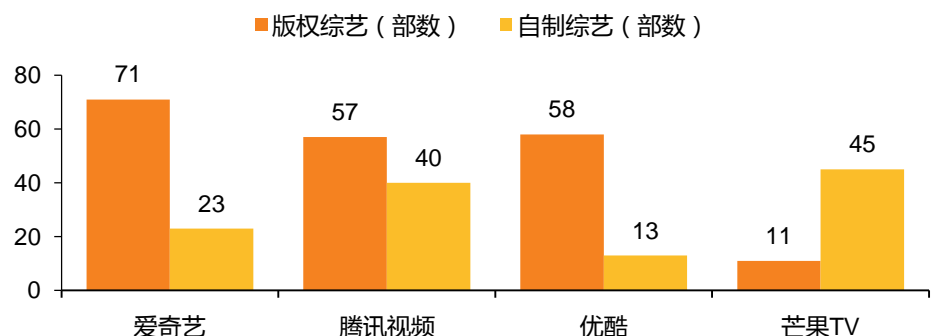
图 12：19Q1 及 20Q1 全平台综艺上新数量



资料来源：云合数据、天风证券研究所

2019 年上新综艺中，爱奇艺的版权综艺高居榜首多达 71 部，芒果 TV 自制综艺数量领先，高达 45 部。

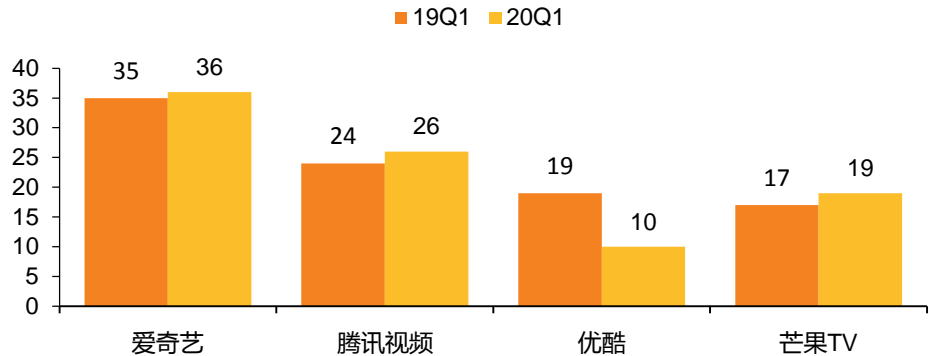
图 13：2019 年上新综艺各平台版权&自制综艺分布



资料来源：云合数据、天风证券研究所

2020Q1 全网综艺有效播放 91 亿，爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 有效播放基本维持稳定，优酷下滑明显。其中爱奇艺同比增加 1%，腾讯视频同比增加 7%，芒果 TV 同比增加 7%。

图 14：20Q1 四大平台综艺有效播放（亿）



资料来源：云合数据、天风证券研究所

从 20Q1 综艺的艺恩播映指数来看项目综合热度，芒果 TV 的综艺仍占优势。

图 15：20Q1 综艺艺恩播映指数前十

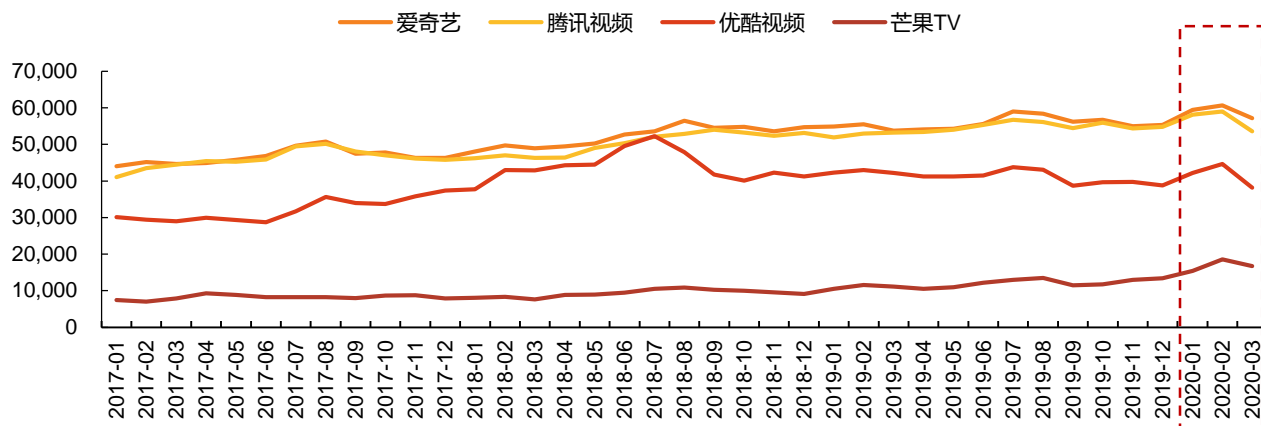
序号	综艺名称	播映指数	播放量	平台
1	青春有你第二季	70.7	-	爱奇艺
2	王牌对王牌第五季	66	13.3亿	腾讯
3	歌手·当打之年	65.4	10.2亿	腾讯、芒果TV
4	朋友请听好	65.1	11.3亿	芒果TV
5	我们的乐队	58.2	4.8亿	芒果TV
6	周游记	57.1	6.0千万	芒果TV
7	明星大侦探第五季	56	21.0亿	芒果TV
8	欢乐喜剧人第六季	55.7	4.2亿	腾讯
9	声临其境第三季	54.4	7.1亿	芒果TV
10	潮流合伙人	53.9	-	爱奇艺

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

1.3. 活跃用户及使用时长：疫情宅家带动 Q1 平台活跃度提升，芒果及 B 站时长提升明显

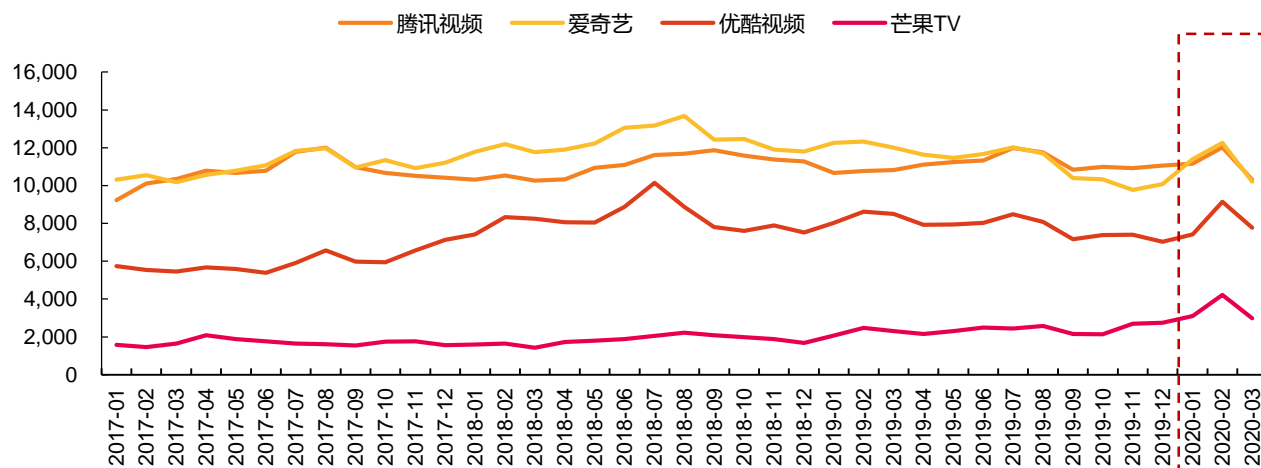
受益于疫情影响，长视频平台 Q1 整体活跃用户有所增长。20Q1 长视频平台平均 MAU 方面，爱奇艺及腾讯视频均同比增长 8%，优酷视频同比下降 2%，芒果 TV 同比增长 53%。3 月随着复工复产，长视频平台 MAU 有所回落，芒果 3 月环比回落程度相对较低。20 年 3 月，爱奇艺 MAU 为 5.72 亿，腾讯视频 MAU 为 5.36 亿，优酷视频 MAU 为 3.82 亿，芒果 TV MAU 为 1.68 亿。

图 16：爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果 TV MAU（单位：万人）对比



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

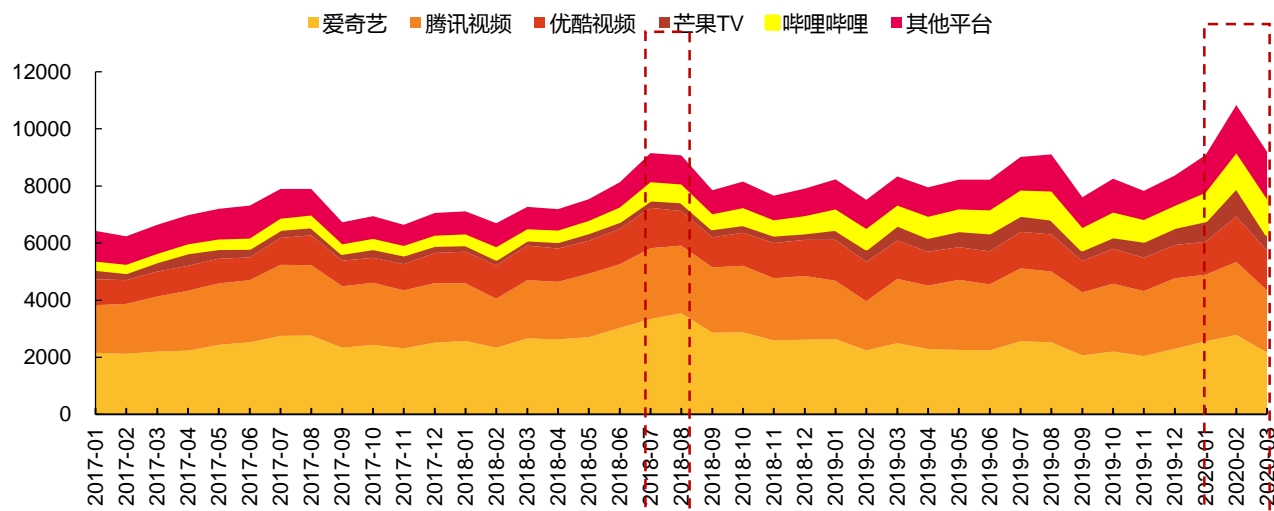
图 17：爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果 TV DAU（单位：万人）对比



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

从用户总时长来看，细分领域视频平台如哔哩哔哩和芒果 TV 时长增长较为明显。

图 18：爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果 TV、哔哩哔哩月使用时长（单位：亿分钟）对比



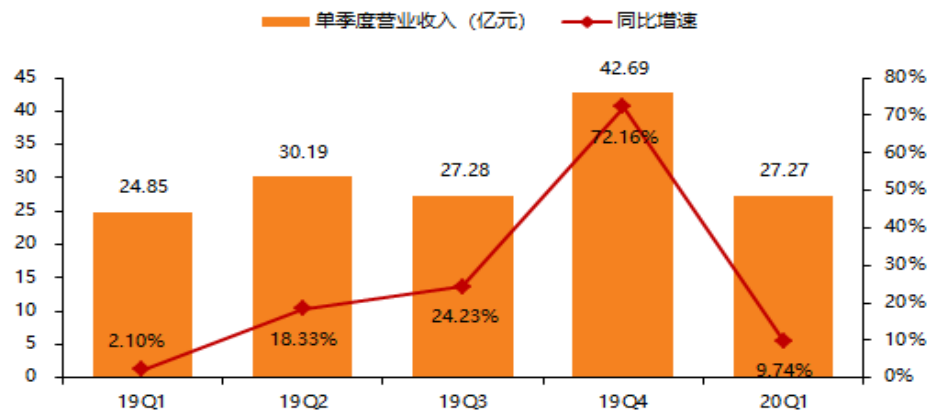
资料来源：Questmobile，天风证券研究所

2. 长视频平台财务及运营分析：芒果 TV 高速增长，爱奇艺会员全网领先

2.1. 整体财务表现：芒果 19 年增长亮眼，爱奇艺营收稳步提升

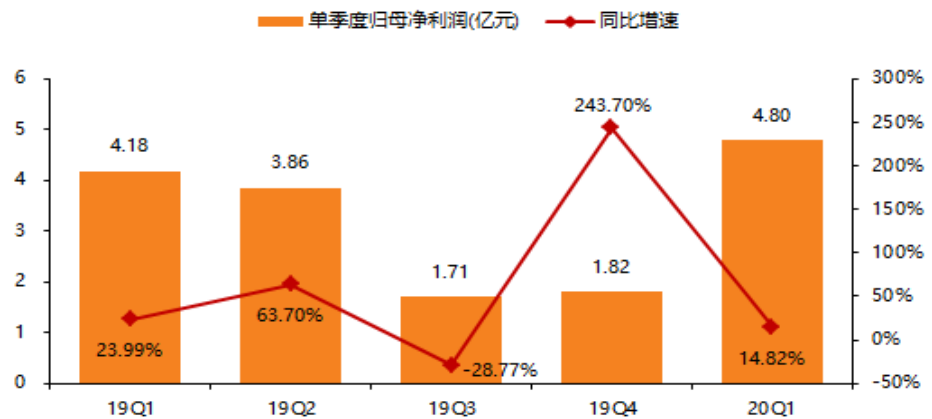
芒果超媒：2019 年实现营收 125.01 亿元，同比增长 29.40%；归母净利润 11.56 亿元，同比增长 33.59%；扣非后归母净利润为 10.93 亿，同比增长 280.09%。2020Q1 实现营收 27.27 亿元，同比增长 9.74%；归母净利润 4.80 亿元，同比增长 14.82%，归母扣非净利润 4.41 亿元，同比增长 7.16%。营收主要受到疫情下部分综艺延期对广告有所影响，及媒体零售收入同比下降拖累，单独分拆平台营业收入同比 10.76%，其中付费会员数及会员收入大幅提升。

图 19：芒果超媒 2019Q1-2020Q1 单季度营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

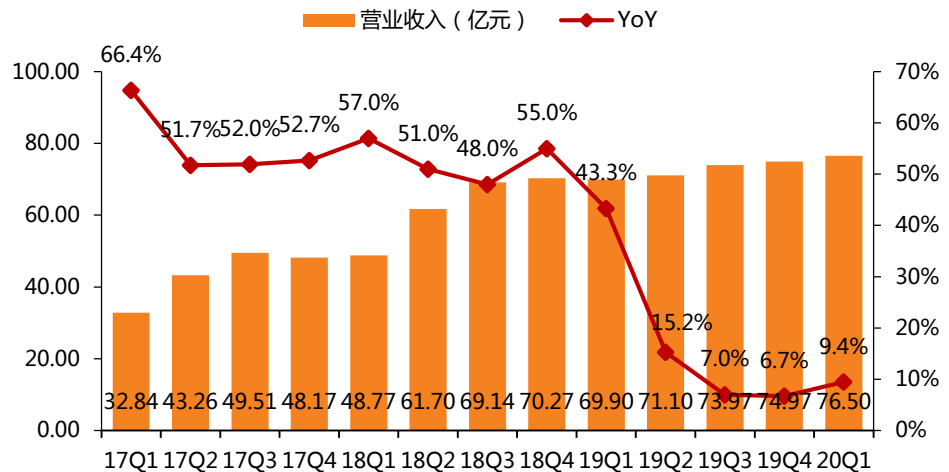
图 20：芒果超媒 2019Q1-2020Q1 单季度归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

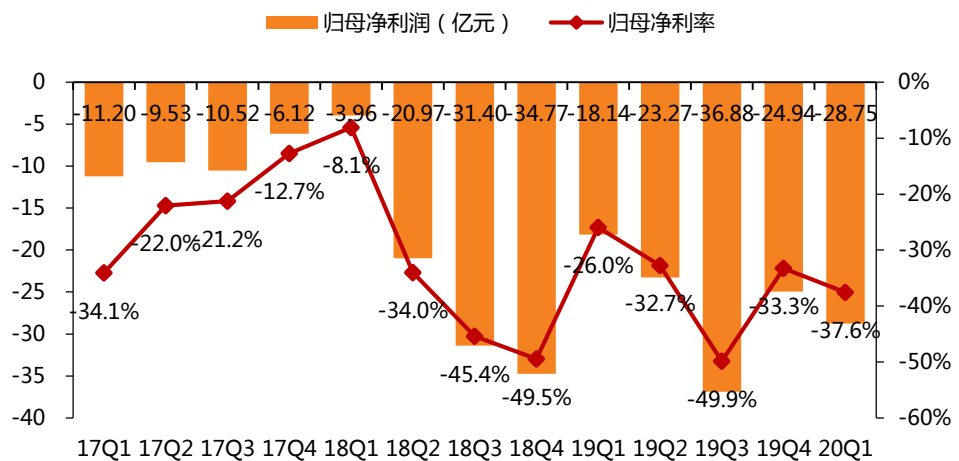
爱奇艺：2020Q1 爱奇艺实现营业收入 76.5 亿元，同比增长 9.4%，环比增长 2.0%，主要是因为疫情影响下付费订阅收入超预期增长。2020Q1 归母净利为亏损 28.75 亿元，亏损幅度为 37.6%，主要是因为广告收入下滑所致。

图 21: 爱奇艺营业收入 (亿元) 及增速 (17Q1-20Q1)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所; 注: 2018 年收入变更了披露口径, 收入增速为调整后增速

图 22: 爱奇艺归母净利润 (亿元) 及亏损幅度 (17Q1-20Q1)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.2. 业务数据: Q1 均体现付费会员受益、广告承压趋势, Q2 芒果广告有望率先回暖

付费业务方面, 2019 年爱奇艺、腾讯视频及芒果 TV 年底付费会员分别为 1.07 亿、1.06 亿、1837 万, 爱奇艺及腾讯视频付费率均为 19.3%, 芒果 TV 付费率为 13.7%, 相比爱奇艺及腾讯视频仍有提升空间。

20Q1 爱奇艺订阅会员数净增 1200 万至 1.19 亿, 腾讯视频净增 600 万至 1.12 亿, 两家平台付费率提升至接近 21%。芒果 TV 未披露一季度末会员数, 但根据 Questmobile 的 MAU 变化情况(具体数据见上文), 我们认为芒果 TV 在 20Q1 会员数及付费率也将有明显提升。

表 1：爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 年度付费用户数及同比增速对比

	2017	2018	2019	20Q1
爱奇艺付费用户数（万）	5,080	8,740	10,690	11,890
同比增速		72.0%	22.3%	22.8%
腾讯视频付费用户数（万）	5,400	8,900	10,600	11,200
同比增速		64.8%	19.1%	25.8%
芒果 TV 付费用户数（万）	451	1,075	1,837	-
同比增速		138.4%	70.9%	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

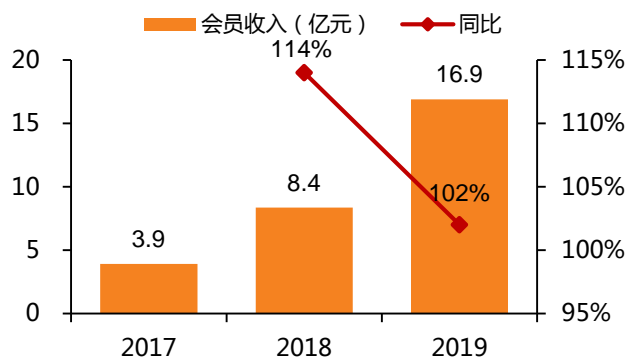
表 2：爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 年度付费率对比

	2017	2018	2019	20Q1
爱奇艺	11.0%	16.0%	19.3%	20.8%
腾讯视频	11.8%	16.8%	19.3%	20.9%
芒果 TV	5.7%	11.8%	13.7%	-

资料来源：Questmobile，公司公告，天风证券研究所；注：付费率以年底 MAU 及付费用户数计算

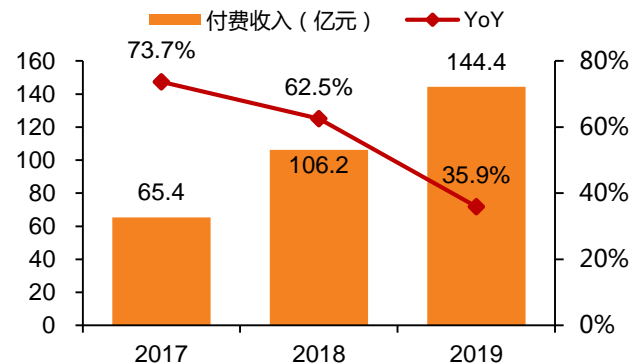
爱奇艺 2019 年实现付费收入 144 亿元，同比增长 35.9%；20Q1 付费业务收入 46.3 亿元，同比增长 34.5%，环比增长 20.0%。2019 年芒果超媒会员收入 16.9 亿元，同比增长 102%；20Q1 未披露，我们预计芒果超媒会员收入将继续高增长。

图 23：2017-2019 年芒果 TV 会员收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所，注：2017/2018 年数据根据 2019 年反推所得

图 24：2017-2019 年爱奇艺付费收入（亿元）



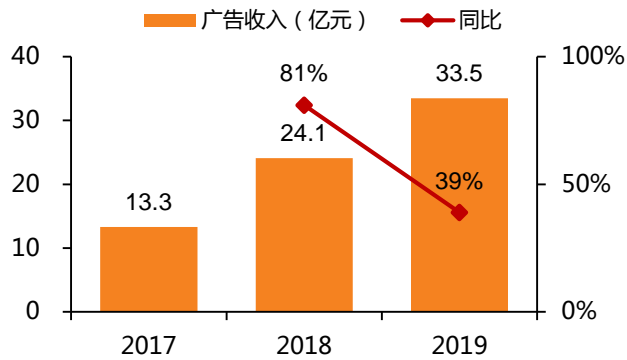
资料来源：公司公告，天风证券研究所

广告业务上，2019 年芒果超媒互联网视频平台广告收入 33.5 亿元，同比增长 39%。爱奇艺 19 年广告收入为 82.7 亿元，同比下降 11.3%。

受疫情影响，宏观经济下行以及企业停工等因素，造成企业品牌广告投放需求有所减少，另一方面，综艺等娱乐类节目录制及上线延迟也推迟了 20Q1 部分广告收入的确认，视频平台广告收入在 20Q1 均受到影响。20Q1 爱奇艺广告收入 15.4 亿元，同比下滑 27.5%。

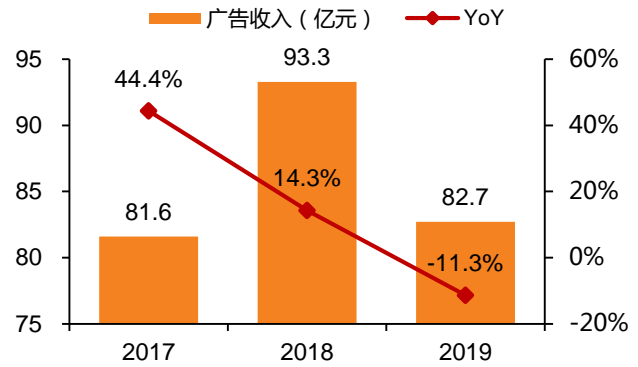
20Q2 随着国内疫情逐步稳定，企业复工，综艺上线恢复正常节奏，我们认为视频平台广告收入在二季度有望恢复，特别是芒果超媒多部综艺如《乘风破浪的姐姐》等在 Q2 上线，有望带动广告收入恢复高增长。

图 25：2017-2019 年芒果 TV 广告收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：2017-2019 年爱奇艺广告收入（亿元）



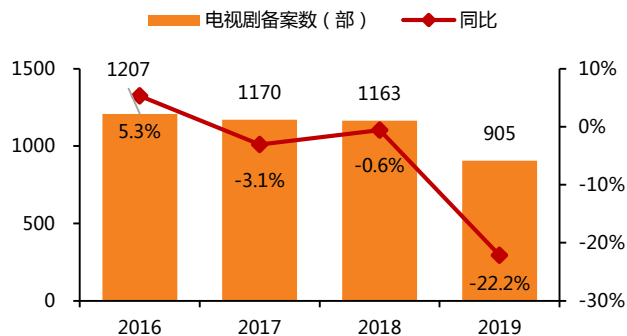
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 电视剧行业概况：19 年及 20Q1 备案及发行剧集减少，20 年 4 月复工加速

3.1. 电视剧备案和发行：行业叠加疫情下数量明显减少，现实题材为主流

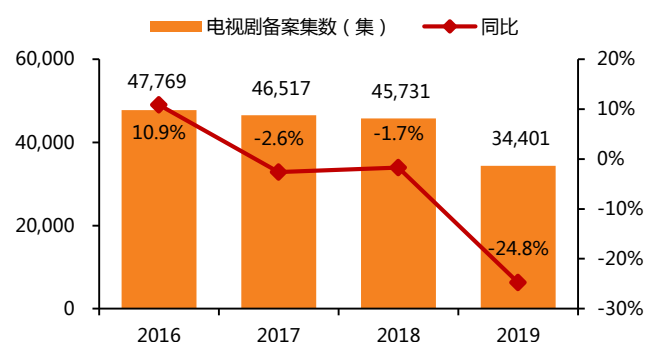
2019 年，全国电视剧总备案数量为 905 部，同比下降 22.2%，共 34,401 集，同比下降 24.8%。题材方面，受到政策调控方向影响，古装剧备案明显减少，19 年已备案古装剧 68 部，占比仅 7.5%，数量同比下降超 62%；现实题材剧目备案超过 90%。

图 27：2016-2019 电视剧备案数变化



资料来源：广电总局，天风证券研究所

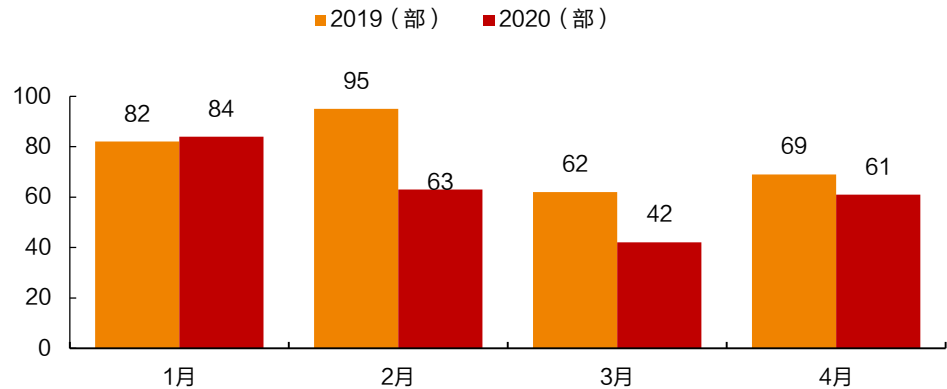
图 28：2016-2019 电视剧备案集数变化



资料来源：广电总局，天风证券研究所

20 年 1-4 月电视剧备案总量 250 部，相较 2019 年同期下降 19%，4 月开始备案有明显恢复。其中，1 月份备案剧目 84 部，2 月份备案剧目 63 部，相较 1 月份环比下降 25%；3 月份备案剧目 42 部，相较 2 月份环比下降 33%。20 年 4 月电视剧备案共 61 部，环比 3 月有明显提升，相比 19 年 4 月同比下降 12%。

图 29：2019、2020 年 1-4 月电视剧拍摄备案部数



资料来源：广电总局，天风证券研究所

发行许可证发放情况看，2019 年，全国生产完成并取得《国产电视剧发行许可证》的剧目共 254 部、10646 集，较 2018 年的 323 部、13726 集分别同比下降 21.4%、22.4%。分题材来看，**现实题材**剧目共计 177 部 7004 集，分别占总部数、集数的 69.7%、65.8%；**历史题材**剧目共计 73 部 3475 集，分别占总部数、集数的 28.7%、32.6%；**重大题材**剧目共计 4 部 167 集，占总部数、集数均为 1.6%。

20Q1，全国各类电视剧制作机构共计生产完成并获准发行国产电视剧 38 部、1546 集，较 19Q1 的 42 部、1809 集分别同比下降 9.5%、14.5%。分题材来看，**现实题材**剧目共计 22 部 833 集，分别占总部、集数的 57.9%、53.9%；其中，当代题材共计 22 部 833 集。**历史题材**剧目共计 15 部 633 集，分别占总部、集数的 39.5%、40.9%；其中，近代题材共计 9 部 342 集，分别占总部、集数的 23.7%、22.1%，古代题材共计 6 部 291 集，分别占总部、集数的 15.8%、18.8%。**重大题材**剧目 1 部 80 集，分别占总部、集数的 2.6%、5.2%；其中，重大历史题材 1 部 80 集。

3.2. 电视剧开机情况：1-5 月开机总量同比下降近 50%，4 月起加速恢复

2019 年累计有 330 部影视剧作品开机，其中 8 月份开机数达到顶峰为 42 部，2 月份开机数最少为 15 部。

根据电视剧鹰眼统计，20 年 1-5 月开机剧目的总量较同比下滑近 50%。20Q1 仅 16 部新剧开机，其中，14 部集中在 1 月份开机，2 月份无新增开机剧目，3 月份各大剧组陆续复工，月底迎来 2 部开机剧目。从题材来看，古装剧开机 5 部。随着疫情逐步稳定，4 月开始电视剧拍摄复工进度加快，20 年 4 月 1 日至 5 月 20 日共约有 35 部项目开机。

3.3. 行业三度联合倡议引导合理发展，共克时艰

5 月 7 日，正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒等六家影视公司以及腾讯视频、爱奇艺、优酷三家视频平台发布了“关于开展团结一心、共克时艰、行业自救行动”的联合倡议，这也是在 2018 年影视行业进入收缩调整期之后，六家影视制作公司与三家视频平台发布的第三次联合倡议。

本次倡议指出，据不完全统计，疫情期间，近 60 个剧组停拍、100 个项目延迟，预计 2020 年电视剧产量同去年相比将减少 30%，广告收入平均跌幅超 30%以上，一季度 6600 多家影视文化机构注销。

倡议提出，规范剧集长度，提倡制作不超过 40 集，鼓励 30 集以内的短剧创作；提倡勤俭节约，加强演职人员薪酬管理，共降成本，共克时艰。

行业自救协议再次对于行业倡导严格规范，一方面有利于行业在艰难时期降低成本度过难

关,另一方面也有助于电视剧行业在资本泡沫退去后,恢复市场合理定价,聚焦精品内容,有助于具备优质内容生产力的龙头公司不断提升优势。

4. 电视剧制作公司财务分析：行业调整期业绩磨底，寒冬后有望逐步修复

我们选取影视业务占主体的华策影视、慈文传媒、欢瑞世纪和唐德影视四家电视剧制作公司作为样本进行整体分析（完美世界旗下完美影视在电视剧营收细分中分析）。

4.1. 成长能力：近两年业绩承压，20Q1 华策率先走出拐点

整体表现：2019 年四家电视剧制作公司实现营收 42.3 亿元，同比下降 52.7%，归母净利润 -19.6 亿元，扣非后净利润-20.8 亿元。

20Q1 四家电视剧制作公司实现营收 8.9 亿元，同比下降 8.8%，归母净利润 0.8 亿元，同比上升 796.0%，扣非后净利润 0.7 亿元，去年同期为-0.2 亿元。

图 30：电视剧制作公司整体 2017-2019 及 19Q1、20Q1 营收、归母净利润和扣非后净利润及变化

	2017	2018	2019	19Q1	20Q1
营业收入（亿元）	96.6	89.3	42.3	9.8	8.9
同比增速	23.9%	-7.5%	-52.7%	-14.3%	-8.8%
归母净利润（亿元）	16.4	-14.9	-19.6	0.1	0.8
同比增速	37.7%	-190.4%	-31.9%	-94.2%	796.0%
扣非后净利润（亿元）	14.9	-16.3	-20.8	-0.2	0.7
同比增速	40.9%	-209.3%	-27.7%	-116.1%	-439.3%

资料来源：wind、天风证券研究所

分公司看，19 年成长性表现：

华策影视 19 年实现营收 26.3 亿元，同比下降 54.6%，归母净利润-14.7 亿元，同比下降 794.6%，扣非后净利润-15.8 亿元，同比下降 1407.9%；

慈文传媒 19 年实现营收 11.7 亿元，同比下降 18.4%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 115.1%，扣非后净利润 1.6 亿元，同比增长 114.7%；

欢瑞世纪 19 年实现营收 5.4 亿元，同比下降 59.3%，归母净利润-5.5 亿元，同比下降 269.8%，扣非后净利润-5.5 亿元，同比下降 298.8%；

唐德影视 19 年实现营收-1.1 亿元，同比下降 130.9%，归母净利润-1.1 亿元，扣非后净利润-1.0 亿元，相比 18 年亏损有所收窄。

20Q1 成长性表现：

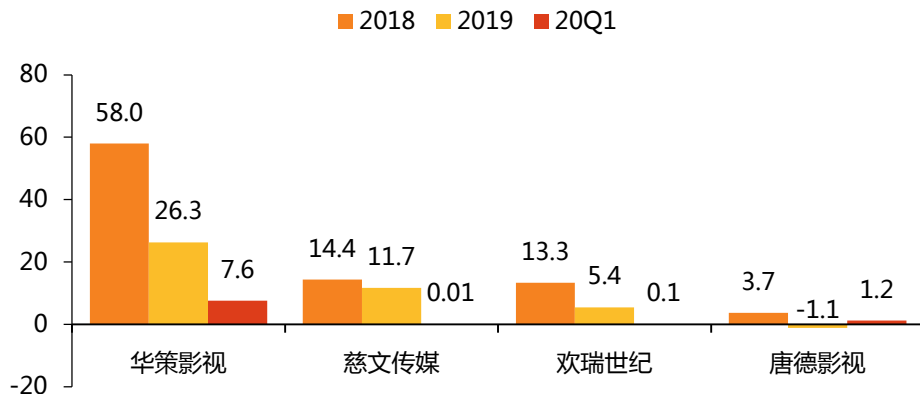
华策影视 20Q1 实现营收 7.6 亿元，同比上升 3.6%，归母净利润 1.1 亿元，同比上升 204.9%，扣非后净利润 0.9 亿元，同比上升 980.8%；

慈文传媒 20Q1 实现营收 0.01 亿元，同比下降 99.1%，归母净利润-0.2 亿元，同比下降 346.1%，扣非后净利润-0.2 亿元，同比下降 430.4%；

欢瑞世纪 20Q1 实现营收 0.1 亿元，同比下降 79.6%，归母净利润 0.1 亿元，同比上升 31.2%，扣非后净利润 0.3 亿元，同比上升 191.5%；

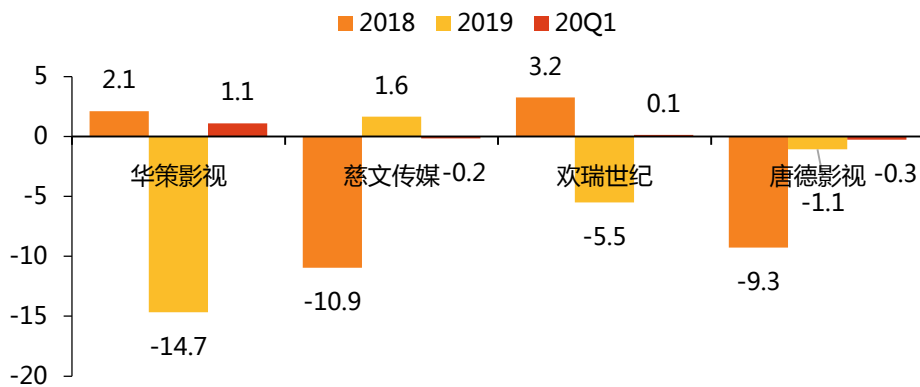
唐德影视 20Q1 实现营收 1.2 亿元，同比上升 259.3%，归母净利润-0.3 亿元，扣非后净利润-0.3 亿元，相比 19Q1 亏损有所收窄。

图 31：电视剧制作公司 2018、2019 及 20Q1 营收（单位：亿元）



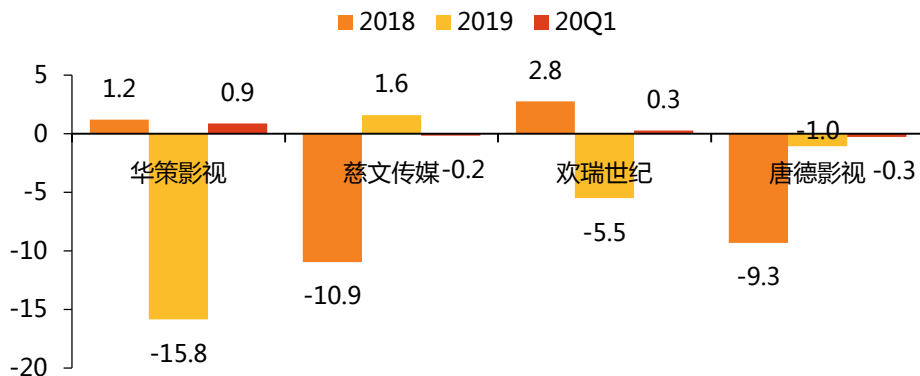
资料来源：wind、天风证券研究所

图 32：电视剧制作公司 2018、2019 及 20Q1 归母净利润（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 33：电视剧制作公司 2018、2019 及 20Q1 扣非后净利润（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 34：电视剧制作公司 2017-2019 及 19Q1、20Q1 营收、归母净利润和归母扣非净利润同比变化

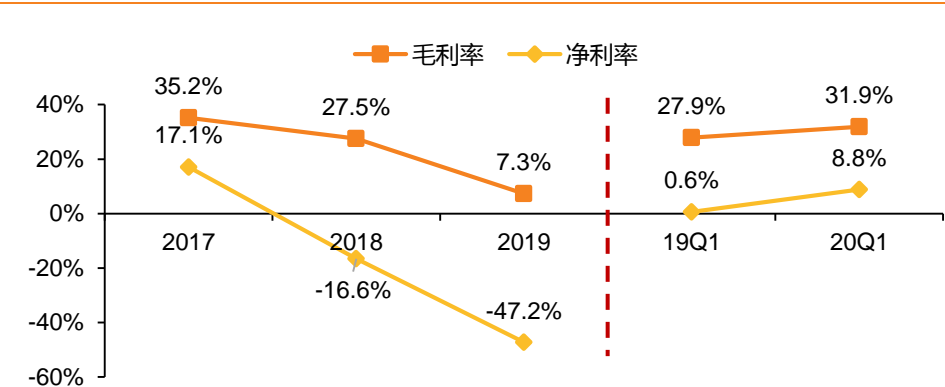
		2017	2018	2019	19Q1	20Q1
营业收入	华策影视	18%	11%	-55%	24%	4%
	慈文传媒	-9%	-14%	-18%	-46%	-99%
	欢瑞世纪	112%	-15%	-59%	-27%	-80%
	唐德影视	50%	-69%	-131%	-82%	259%
归母净利润	华策影视	33%	-67%	-795%	0%	205%
	慈文传媒	41%	-368%	115%	-93%	-346%
	欢瑞世纪	66%	-20%	-270%	30%	31%
	唐德影视	8%	-582%	88%	-280%	39%
扣非后净利润	华策影视	45%	-78%	-1408%	-59%	981%
	慈文传媒	39%	-383%	115%	-94%	-430%
	欢瑞世纪	59%	-24%	-299%	2558%	192%
	唐德影视	9%	-617%	89%	-283%	39%

资料来源：wind、天风证券研究所

4.2. 盈利能力：17-19 年利润率下行，20Q1 有所恢复

整体表现：四家电视剧制作公司整体 19 年毛利率 7.3%，同比下降 20.2pct，净利率-47.2%，同比下降 30.6pct；20Q1 毛利率 31.9%，同比上升 4.0pct，净利率 8.8%，同比上升 8.2pct。

图 35：电视剧制作公司整体 2017-2019 及 19Q1、20Q1 毛利率、净利润变化



资料来源：wind、天风证券研究所

分公司看，19 年盈利能力表现：

华策影视 19 年毛利率为 18.9%，同比下降 7.0pct，净利率-56.1%，同比下降 60.4pct；慈文传媒 19 年毛利率为 23.8%，同比上升 13.7pct，净利率 13.4%，同比上升 90.1pct；欢瑞世纪 19 年毛利率为-6.3%，同比下降 65pct，净利率-102.1%，同比下降 126.4pct；唐德影视因为 19 年营收为负，所以毛利率和净利率不具参考性。

20Q1 盈利能力表现：

华策影视 20Q1 毛利率 31.6%，同比上升 5.7pct，净利率 14.3%，同比上升 9.5pct；慈文传媒 20Q1 毛利率 107.7%，同比上升 92.5pct，净利率-1123.2%，同比下降 1126.7pct；欢瑞世纪 20Q1 毛利率 85.8%，同比下降 7.3pct，净利率 121.9%，同比上升 103pct；唐德影视 20Q1 毛利率 27.4%，同比上升 8.9pct，净利率-24.0%，同比上升 114.5pct。

图 36：电视剧制作公司 2017-2019 及 19Q1、20Q1 毛利率、净利润变化

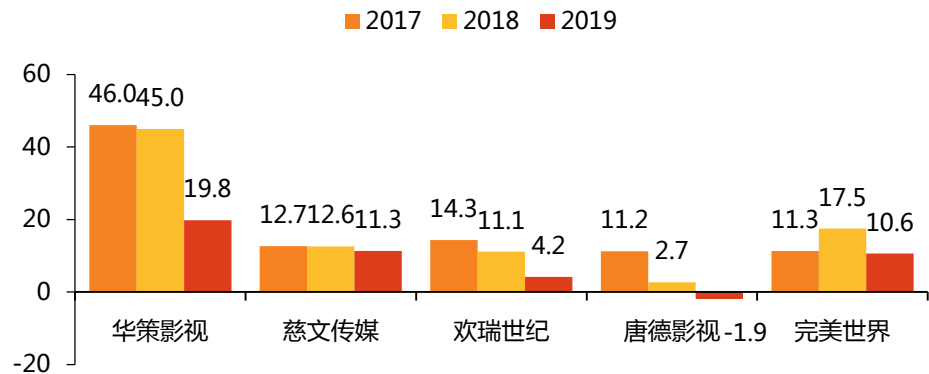
		2017	2018	2019	19Q1	20Q1
毛利率	华策影视	26.6%	25.9%	18.9%	25.9%	31.6%
	慈文传媒	44.9%	10.1%	23.8%	15.2%	107.7%
	欢瑞世纪	44.6%	58.7%	-6.3%	93.1%	85.8%
	唐德影视	47.5%	8.7%	-	18.5%	27.4%
净利率	华策影视	12.1%	4.3%	-56.1%	4.8%	14.3%
	慈文传媒	24.7%	-76.7%	13.4%	3.5%	-1123.2%
	欢瑞世纪	26.0%	24.3%	-102.1%	18.9%	121.9%
	唐德影视	16.3%	-256.2%	-	-138.5%	-24.0%

资料来源：wind、天风证券研究所，注：唐德影视 19 年营收为负

分业务来看，电视剧业务，华策影视 19 年实现营收 19.8 亿元，毛利率 15.5%；慈文传媒实现营收 11.3 亿元，毛利率 22.8%；欢瑞世纪实现营收 4.2 亿元，毛利率-35.8%；完美世界实现营收 10.6 亿元，毛利率 32.3%。

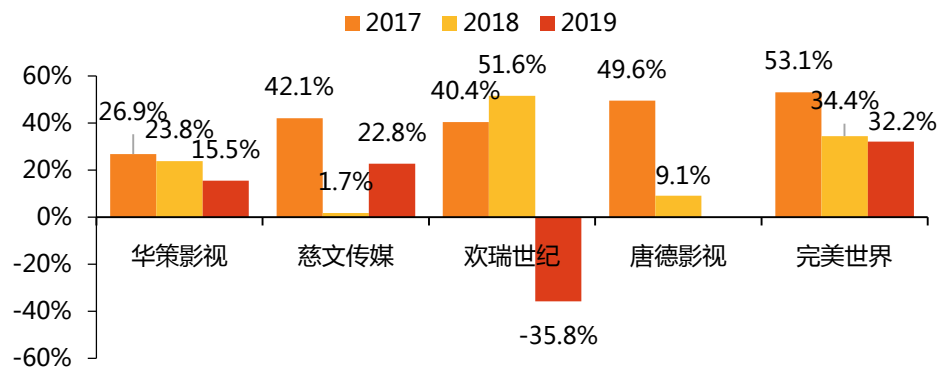
艺人经纪业务，华策影视 19 年实现营收 1.5 亿元，毛利率 53.3%；慈文传媒实现营收 0.1 亿元，毛利率 60.9%；欢瑞世纪实现营收 1.2 亿元，毛利率 94.4%；唐德影视实现营收 0.02 亿元，毛利率 28.3%。

图 37：2017-2019 年电视剧制作公司电视剧业务营收（单位：亿元，新增完美世界）



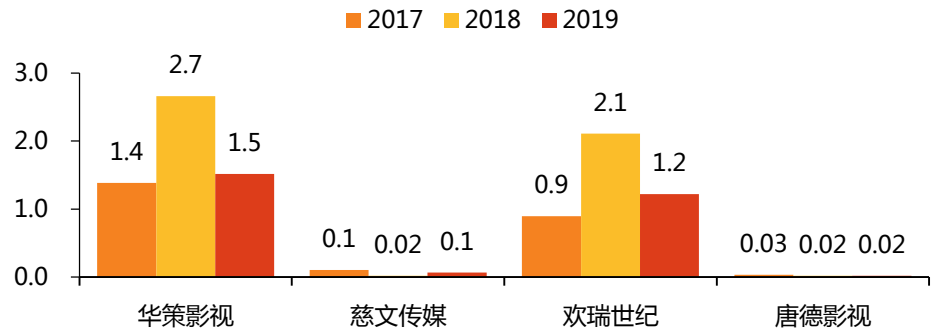
资料来源：wind、天风证券研究所

图 38：2017-2019 年电视剧制作公司电视剧业务毛利率（新增完美世界）



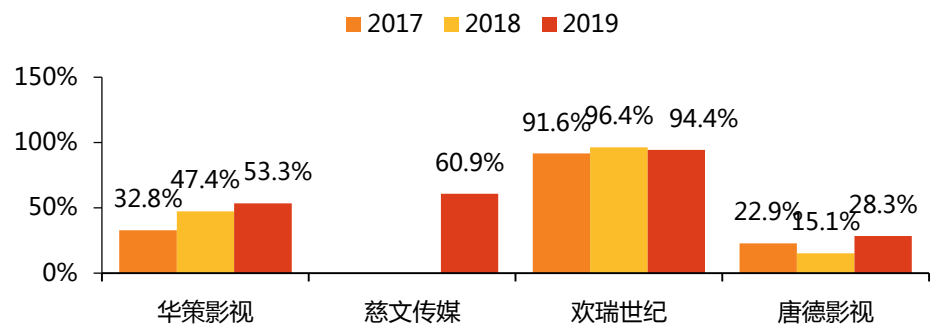
资料来源：wind、天风证券研究所，注：唐德影视 19 年电视剧营收为负

图 39：2017-2019 年电视剧制作公司艺人经纪业务营收（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 40：2017-2019 年电视剧制作公司艺人经纪业务毛利率



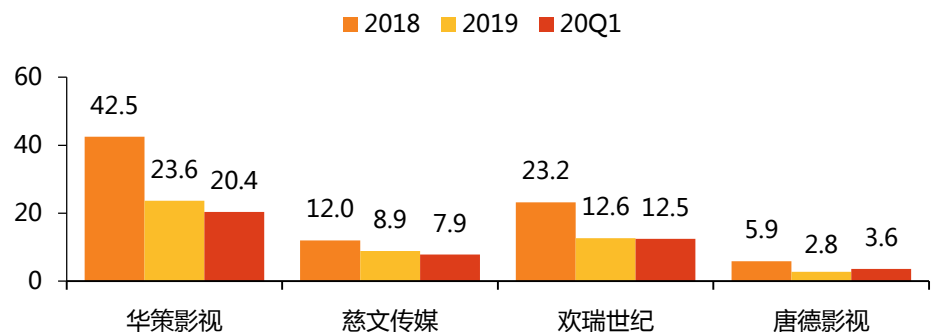
资料来源：wind、天风证券研究所

4.3. 营运能力：应收账款周转率逐年下降，但应收余额均有降低

19 年受到限价、70 周年献礼题材方面限制，电视剧制作公司整体体现出应收、预收及存货余额下降趋势，同时应收账款周转率在 18、19 年持续下降，账款回收周期拉长。

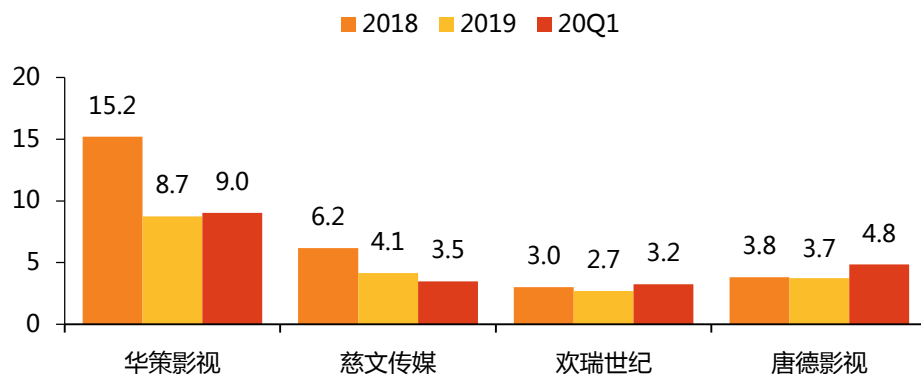
20Q1 具有储备的华策、欢瑞、唐德预收余额均有提升，慈文由于年底剧拍摄进度及新剧开机受到影响，预收则有所下降。

图 41：电视剧制作公司 2018、2019 及 20Q1 应收账款期末余额变化（单位：亿元）



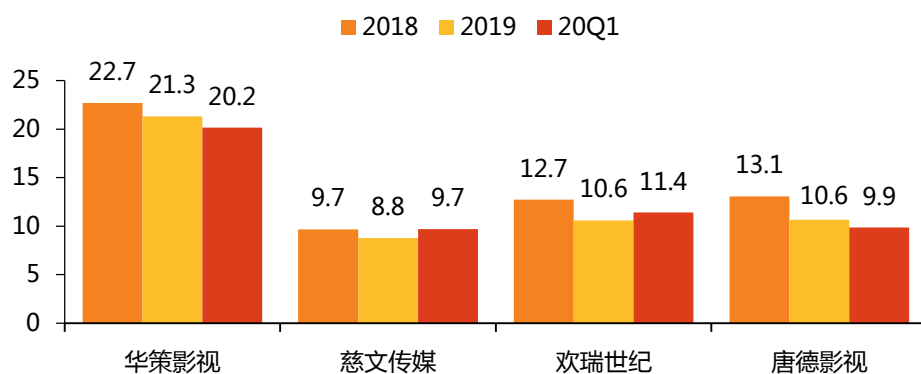
资料来源：wind、天风证券研究所

图 42：电视剧制作公司 2018、2019 及 20Q1 预收账款期末余额变化（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 43：电视剧制作公司 2018、2019 及 20Q1 存货期末余额变化（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 44：电视剧制作公司 2017-2019 年及 19Q1、20Q1 应收账款周转率、存货变周转率

		2017	2018	2019	19Q1	20Q1
应收账款周转率	华策影视	1.5	1.4	0.8	0.2	0.3
	慈文传媒	1.3	1.1	1.1	0.1	0.002
	欢瑞世纪	1.3	0.7	0.3	0.03	0.009
	唐德影视	1.4	0.4	-0.3	0.1	0.4
存货周转率	华策影视	1.7	1.7	1.0	0.3	0.3
	慈文传媒	0.9	1.2	1.0	0.1	-0.0001
	欢瑞世纪	1.5	0.5	0.5	0.003	0.002
	唐德影视	0.6	0.3	0.3	0.02	0.1

资料来源：wind、天风证券研究所

4.4. 经营性现金流：各公司现金流相对 18 年均有改善

分公司看，19 年现金流情况：

华策影视 19 年经营活动产生现金流量净额为 12.5 亿元，同比增长 316.7%；

慈文传媒 19 年经营活动产生现金流量净额为 2.2 亿元，去年同期为-1.0 亿元；

欢瑞世纪 19 年经营活动产生现金流量净额为-0.1 亿元，去年同期为-6.5 亿元；

唐德影视 19 年经营活动产生现金流量净额为 2.0 亿元，去年同期为-0.9 亿元。

20Q1 现金流情况：

华策影视 20Q1 经营活动产生现金流量净额为 0.6 亿元，去年同期为-0.8 亿元；
 慈文传媒 20Q1 经营活动产生现金流量净额为-0.5 亿元，去年同期为 0.03 亿元；
 欢瑞世纪 20Q1 经营活动产生现金流量净额为-0.2 亿元，去年同期为-0.5 亿元；
 唐德影视 20Q1 经营活动产生现金流量净额为-1.1 亿元，去年同期为-1.7 亿元。

图 45：电视剧制作公司 2017-2019 及 19Q1、20Q1 经营性净现金流量（单位：亿元）

		2017	2018	2019	19Q1	20Q1
经营性现金流量净额（亿元）	华策影视	7.1	3.0	12.5	-0.8	0.6
	慈文传媒	1.6	-1.0	2.2	0.03	-0.5
	欢瑞世纪	-4.3	-6.5	-0.1	-0.5	-0.2
	唐德影视	-1.8	-0.9	2.0	-1.7	-1.1

资料来源：wind、天风证券研究所

4.5. 资产及信用减值：18、19 年集中进行商誉及坏账减值，后续风险降低

电视剧制作公司在 18、19 年均有较为集中的减值处理，账面商誉较高的慈文和华策分别在 18 年和 19 年计提了商誉减值，华策同时在 19 年计提了应收坏账及存货减值准备，降低后续风险。

图 46：电视剧制作公司 2017-2019 年资产减值损失及坏账损失（单位：亿元）

		2017	2018	2019
资产减值损失（亿元）	华策影视	0.5	2.8	13.1
	慈文传媒	1.2	8.5	-0.5
	欢瑞世纪	0.6	1.4	3.6
	唐德影视	2.2	6.8	-5.3
其中：坏账损失（亿元）	华策影视	0.2	2.0	-
	慈文传媒	1.2	-0.2	-
	欢瑞世纪	0.4	1.4	-
	唐德影视	0.5	5.9	-
其中：存货跌价损失（亿元）	华策影视	0.3	0.4	1.6
	慈文传媒	-	-0.001	-
	欢瑞世纪	-	-	0.4
	唐德影视	0.3	0.7	0.2
其中：商誉减值损失（亿元）	华策影视	-	0.1	8.5
	慈文传媒	-	8.7	-
	欢瑞世纪	-	-	-
	唐德影视	-	0.1	-

资料来源：wind、天风证券研究所，注：“-”表示收入

5. 股价走势与估值：芒果平台属性享受高估值，制作公司处于估值历史低位区间

从长视频产业链公司股价走势来看，长视频平台芒果超股价体现强劲走势，体现出公司基本面的高认同度以及 A 股优质平台稀缺性。爱奇艺 19 年涨幅较高达到 42%，20 年则有所调整。

电视剧制作公司 17、18 年均处在股价下行通道，19 年底随着传媒板块情绪提升获得阶段性较大涨幅，其中慈文传媒在 19 年 12 月单月涨幅高达 54%。20 年影视剧储备更为丰富的华策影视则在板块股价调整中相对跌幅较小。

表 3：长视频产业链公司股价走势

证券代码	证券简称	2019 年涨跌幅 (%)	2020 年 Q1 涨跌幅 (%)	2020 年 1-5 月涨跌幅 (%)
300413.SZ	芒果超媒	60.6	24.7	51.6
IQ.O	爱奇艺	42.0	-15.7	-21.4
300133.SZ	华策影视	-17.3	-10.1	-7.6
002343.SZ	慈文传媒	34.3	-33.4	-34.4
000892.SZ	欢瑞世纪	5.3	-18.2	-24.8
300426.SZ	唐德影视	-8.8	-32.3	-19.1

资料来源：wind，天风证券研究所

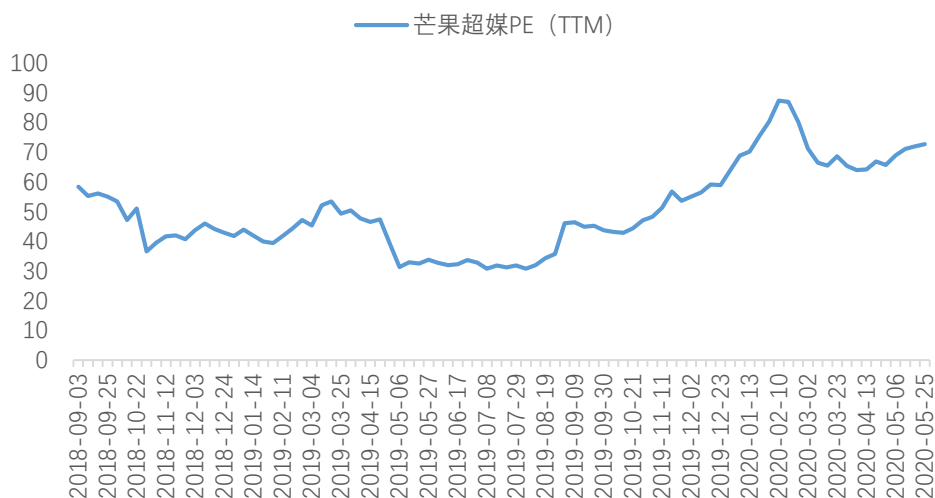
表 4：A 股上证综指成份、创业板指成份、传媒指数成份及美股纳斯达克中国股指数走势（区间涨跌幅，算数平均）

板块	2019 年涨跌幅 (%)	2020 年 Q1 涨跌幅 (%)	2020 年 1-5 月涨跌幅 (%)
上证综指成份	23.9	-4.9	0.1
创业板指成份	57.4	3.1	15.8
传媒指数（中信）	21.7	-9.7	-4.2
NASDAQ 中国股	-5.4	-18.5	-11.6

资料来源：wind，天风证券研究所

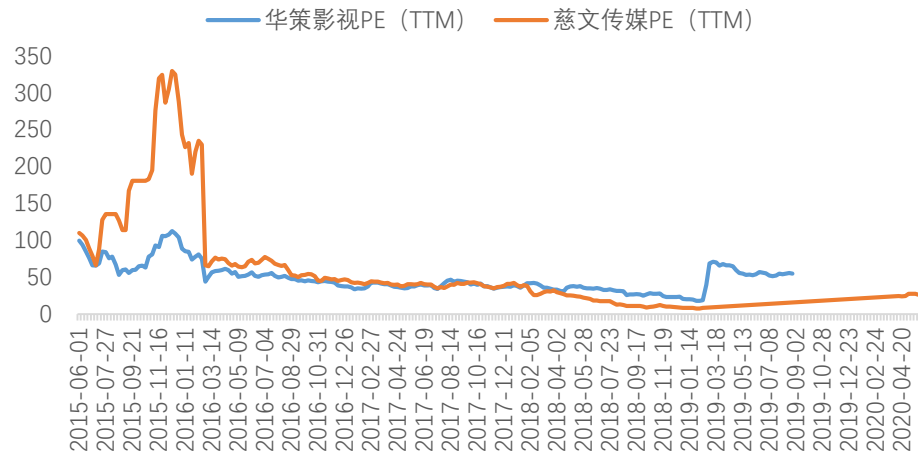
从估值走势看，芒果超媒 PE（TTM）一直处于 30x 以上，19 年底开始超过 50x。制作公司估值则从 16 年开始明显下行，19 年估值有所恢复，但是仍处于历史偏低位区间。

图 47：芒果传媒 PE 走势变化（TTM，剔除负值）



资料来源：wind，天风证券研究所；芒果估值区间选取芒果系资产并表后 TTM 恢复并表水平的时间段

图 48：华策影视、慈文传媒 PE 走势变化（TTM，剔除负值）



资料来源：wind，天风证券研究所

6. 投资建议

长视频平台方面，Q1 付费会员数高速增长，广告投放需求有所影响，但我们认为平台 Q2 广告环比有望改善。其中【芒果超媒】作为 A 股稀缺渠道内容一体化平台，以精尖自制能力和合作生态驱动高增长，重磅综艺《乘风破浪的姐姐》6 月 12 日已上线，作为传媒标杆级公司持续重点推荐；【爱奇艺】新上线星钻会员体系，强化基于精品内容的超前点映逻辑，关注 ARPU 值提升效果；一并关注【哔哩哔哩、新媒股份】。制作公司近年经历行业调整、业绩磨底及减值释放，我们认为影视龙头有望从寒冬中逐步走出，并在长期受益于长尾出清，推荐储备丰富的电视剧龙头【华策影视】、关注受益视频需求增加【捷成股份】，低估值【慈文传媒、欢瑞世纪】。

风险提示：

疫情对宏观经济及居民收入影响。疫情冲击对后续宏观经济可能带来持续影响，企业经营承压对于就业及居民收入带来负面冲击。

视频平台付费会员增速放缓，广告主投放意愿波动风险。随着视频平台付费会员数量提升，以及渗透率提升，后续付费会员增速面对放缓风险；宏观经济压力下，品牌广告主投放意愿有降低风险。

综艺及剧集上线进度低于预期。疫情影响下，Q1 综艺及剧集拍摄延期，复工后仍然面临由于艺人排期或资金等带来拍摄进度不及预期情况。

制作公司应收存货减值风险以及现金流压力。制作公司 19 年进行部分减值，但电视剧公司业务特点决定行业仍存在应收账款及存货减值风险，以及现金流压力。

内容监管。影视剧、综艺等文化产品由于直接面向受众，涉及价值传播，因而监管要求较为严格，如产品不符合监管规则，有需修改延期或无法播出的风险。

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，相对同期沪深 300 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，相对同期沪深 300 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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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