

2025H1 业绩向好，2025Q2 游戏板块表现突出

——传媒行业 2025 上半年业绩综述

强于大市 (维持)

2025 年 09 月 17 日

行业核心观点:

2025H1 业绩向好，2025Q2 业绩同比显著回暖。营收端，传媒行业 2025H1 营业收入同比由 2024H1 的增长 2.47% 扩大增长至 3.86%，总营收 2548.56 亿元，归母净利润也有所回升，同比增长 28.85% 至 217.80 亿元，整体业绩向好。毛利率保持平稳，同比上升 0.84pct 至 32.90%；**费用端**，管理费用率较为稳定，销售费用率持续上涨至 13.26%，净利率同比上升 1.64pct 至 8.65%；**分季度同比来看**，2025Q2 传媒行业整体营业收入同比增长 2.53% 至 1290.30 亿元。归母净利润同比大增 20.31% 至 107.03 亿元；**分季度环比来看**，2025Q2 传媒行业整体营业收入环比上升 2.55%，归母净利润保持平稳，符合周期趋势。

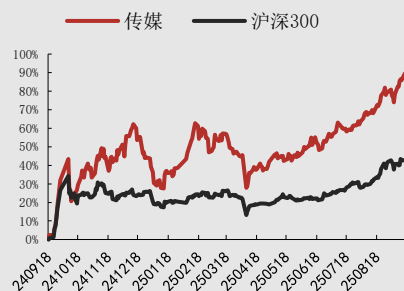
投资要点:

游戏：(1) 2025H1 营收扩大增长，归母净利润探底回升。2025H1 游戏板块实现营收 544.52 亿元，同比上涨 22.17%，持续扩大增长态势，归母净利润同比探底回升，上升 74.95% 至 80.52 亿元。利润端上升主要由于板块龙头公司 ST 华通、完美世界等在本期持续深耕核心产品运营与自研 IP 迭代，同时受爆款游戏贡献与新游版本更新影响产生收入规模大幅增长，同时冰川网络等公司通过降本增效策略使销售费用等大幅下降，促使 2025H1 游戏板块整体盈利能力增强。毛利率与净利率分别上升 0.37pct/4.13pct 至 67.80%/14.74%。**(2) 2025Q2 营业收入大幅增长，归母净利润止跌回升。**2025Q2 游戏板块实现营收 277.33 亿元，同比上涨 22.41%。归母净利润止跌回升，同比大涨 104.47% 至 45.69 亿元，其中 ST 华通旗下游戏表现突出，为游戏板块 2025 年 Q2 业绩回升贡献主要力量。盈利能力方面，毛利率小幅度增长，上升 2.25pct 至 68.55%，净利率回升 6.80pct 至 16.38%。

影视院线：(1) 2025H1 营收、归母净利润有所回升。2025H1 电影市场表现较为良好，影视院线板块实现营收 196.89 亿元，同比上升 15.24%。归母净利润回升，同比增长 7.67 亿元至盈利 17.76 亿元，主要原因是 Q1 光线传媒爆款电影《哪吒之魔童闹海》票房表现优异，公司业绩显著增长，拉动板块回升；毛利率与净利率分别上升 0.82pct/3.49pct 至 28.94%/8.98%。**(2) 2025Q2 营业收入同比下降，归母净利润亏损扩大。**2025Q2 影视院线板块营收缩减，同比下降 21.50% 至 55.73 亿元，归母净利润降至 -5.92 亿元，延续下跌趋势，从公司层面来看，相较于一季度，二季度头部、腰部作品均有所缺失，整体票房表现不及预期，导致营收和利润双双下跌。盈利能力方面，毛利率下滑 2.76pct 至 18.18%，净利率亦延续下滑趋势，同比下降 5.79pct 至 -11.24%。

数字媒体：(1) 2025H1 营收稳定，归母净利润有所下滑。2025H1 数字媒体板块实现营收 119.38 亿元，同比下降 4.06%。归母净利润为 7.68 亿元，同比大幅下降 27.39%。主要原因在于板块内近 7 成公司归母净利

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

8 月游戏版号发放量创新高，腾讯《卡厄思梦境》及 bilibili《逃离鸭科夫》获批移动端次新品、成熟产品表现优异，游戏市场 7 月环比增长 8.14%

7 月十一款重点新游上线，三七互娱《斗罗大陆：猎魂世界》表现亮眼

分析师:

夏清莹

执业证书编号:

S0270520050001

电话:

(0755) 8322 3620

邮箱:

xiaqy1@wlzq.com.cn

分析师:

李中港

执业证书编号:

S0270524020001

电话:

17863087671

邮箱:

lizg@wlzq.com.cn

润同比均有所减少。盈利能力方面，毛利率及净利率下滑 0.72pct/1.86pct 至 35.98%/6.51%。**(2) 2025Q2 营收与归母净利润双双承压。**2025Q2 数字媒体板块实现营收 63.96 亿元，同比下跌 3.60%。归母净利润为 4.02 亿元，同比下降 40.37%。盈利能力方面，毛利率同比上升 0.45pct 至 37.19%，净利率则同比下降 3.69pct 至 6.39%。

广告营销：(1) 2025H1 营收持续修复，归母净利润微幅下降。2025H1 广告营销板块实现营收 838.54 亿元，同比上涨 4.44%，归母净利润同比下降 4.20% 至 29.85 亿元。盈利能力方面，毛利率下滑 0.87pct 至 11.55%，净利率同比下降 0.31pct 至 3.58%。**(2) 2025Q2 营业收入增长，归母净利润有所下降。**2025Q2 广告营销板块实现营收 452.22 亿元，同比上升 11.06%。归母净利润下降 14.50% 至 14.84 亿元。盈利能力方面，毛利率延续下滑趋势，同比下跌 1.26pct 至 11.38%，净利率亦同比下降 0.99pct 至 3.32%。

广播电视：(1) 2025H1 营收持续下滑，归母净利润亏损进一步扩大。2025H1 广播电视板块实现营收 208.47 亿元，同比下跌 0.83%，归母净利润为 -2.13 亿元，板块内多数公司业绩表现较差，亏损进一步扩大。其中，贵广网络 2025H1 由于应收账款周转停滞，信用减值放大亏损，导致归母净利润亏损进一步扩大至 5 亿元以上。盈利能力方面，毛利率上升 0.16pct 至 24.30%，净利率下滑 0.45pct 至 -0.67%。**(2) 2025Q2 营业收入、归母净利润同比仍处于下行区间，但下滑幅度已有所减缓。**2025Q2 广播电视板块实现营收 110.55 亿元，同比下跌 0.01%，归母净利润为仍处于亏损，为 -1.25 亿元，下滑幅度有所减缓。盈利能力方面，毛利率上升 1.46% 至 24.57%，净利率下滑 0.54pct 至 -0.59%。

出版：(1) 2025H1 营收下跌，归母净利润回升。2025H1 出版板块实现营收 640.76 亿元，同比下跌 8.44%。归母净利润为 84.12 亿元，同比增长 16.33%，子板块多数公司归母净利润表现较好。盈利能力方面，毛利率维持稳定，微幅上涨 0.04pct 至 34.64%，净利率上升 2.85pct 至 13.44%。**(2) 2025Q2 营业收入下降，归母净利润止跌回升。**2025Q2 出版板块实现营收 330.51 亿元，同比下跌 12.29%。归母净利润止跌回升，同比上 6.76% 至 49.64 亿元。盈利能力方面，毛利率同比微幅下降 0.54pct 至 35.27%，净利率同比上涨 2.75pct 至 15.47%。

投资建议：2025H1 传媒板块整体业绩表现回升向好，板块表现有所分化，2025 年 Q2 游戏板块业绩表现显著回升，从中长期来看，预计随着内容供给逐步恢复，AI 等技术赋能持续深化，叠加政策支持及消费回暖预期，行业景气度有望得到修复。**建议关注影视院线、游戏等领域业绩表现亮眼的公司，并关注布局数字资产、应用 AIGC 相关技术的公司。**

风险因素：政策环境变化；消费复苏不及预期；市场竞争加剧；创新技术应用不及预期；商誉减值风险。

正文目录

1 传媒行业：2025H1 业绩向好，2025Q2 业绩同比显著回暖	5
2 子板块：多数板块业绩承压，游戏板块显著回升	6
2.1 游戏：2025H1 归母净利润探底回升，2025Q2 业绩显著回暖	6
2.2 影视院线：2025H1 营收、归母净利润有所回升，2025Q2 板块业绩表现疲 软	7
2.3 数字媒体：2025H1 归母净利润下滑，2025Q2 业绩依旧承压	8
2.4 广告营销：2025H1 及 2025Q2 归母净利润均有所下降	9
2.5 广播电视：2025H1 营收持续下滑，2025Q2 业绩下滑幅度有所缩减	10
2.6 出版：2025H1 营收有所下跌，归母净利润回升，2025Q2 归母净利润止跌 回升	11
3 投资建议	12
4 风险提示	12

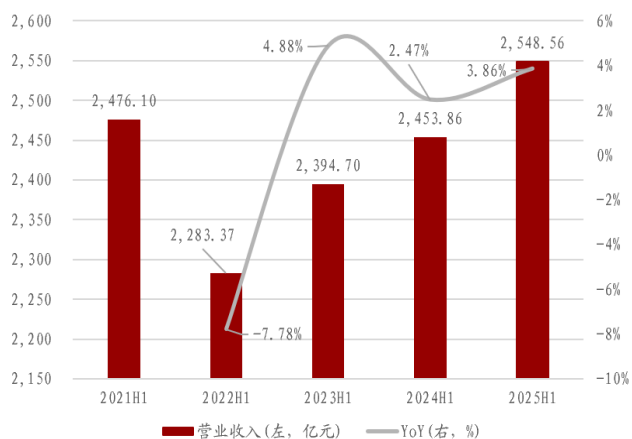
图表 1：2021H1-2025H1 营收情况	5
图表 2：2021H1-2025H1 归母净利润情况	5
图表 3：2021H1-2025H1 三费情况	5
图表 4：2021H1-2025H1 毛利率/净利率/期间费用率	5
图表 5：2020Q2-2025Q2 营收环比增速	6
图表 6：2020Q2-2025Q2 归母净利润环比变动情况	6
图表 7：2021Q2-2025Q2 传媒板块营收、归母净利润同比变动情况	6
图表 8：游戏板块 2021H1-2025H1 营收与归母净利润情况	7
图表 9：游戏板块 2021H1-2025H1 毛利率与净利率情况	7
图表 10：游戏板块 2021Q2-2025Q2 营收及归母净利润情况	7
图表 11：游戏板块 2021Q2-2025Q2 毛利率与净利率情况	7
图表 12：影视院线板块 2021H1-2025H1 营收与归母净利润情况	8
图表 13：影视院线板块 2022H1-2025H1 毛利率与净利率情况	8
图表 14：影视院线板块 2021Q2-2025Q2 营收及归母净利润情况	8
图表 15：影视院线板块 2021Q2-2025Q2 毛利率与净利率情况	8
图表 16：数字媒体板块 2021H1-2025H1 营收与归母净利润情况	9
图表 17：数字媒体板块 2021H1-2025H1 毛利率与净利率情况	9
图表 18：数字媒体板块 2021Q2-2025Q2 营收及归母净利润情况	9
图表 19：数字媒体板块 2021Q2-2025Q2 毛利率与净利率情况	9
图表 20：广告营销板块 2021H1-2025H1 营收与归母净利润情况	10
图表 21：广告营销板块 2021H1-2025H1 毛利率与净利率情况	10
图表 22：广告营销板块 2021Q2-2025Q2 营收及归母净利润情况	10
图表 23：广告营销板块 2021Q2-2025Q2 毛利率与净利率情况	10
图表 24：广播电视板块 2021H1-2025H1 营收与归母净利润情况	11
图表 25：广播电视板块 2021H1-2025H1 毛利率与净利率情况	11
图表 26：广播电视板块 2021Q2-2025Q2 营收及归母净利润情况	11
图表 27：广播电视板块 2025Q2 毛利率与净利率情况	11
图表 28：出版板块 2021H1-2025H1 营收与归母净利润情况	12
图表 29：出版板块 2021H1-2025H1 毛利率与净利率情况	12
图表 30：出版板块 2021Q2-2025Q2 营收及归母净利润情况	12

图表 31: 出版板块 2021Q2-2025Q2 毛利率与净利率情况	12
---	----

1 传媒行业：2025H1 业绩向好，2025Q2 业绩同比显著回暖

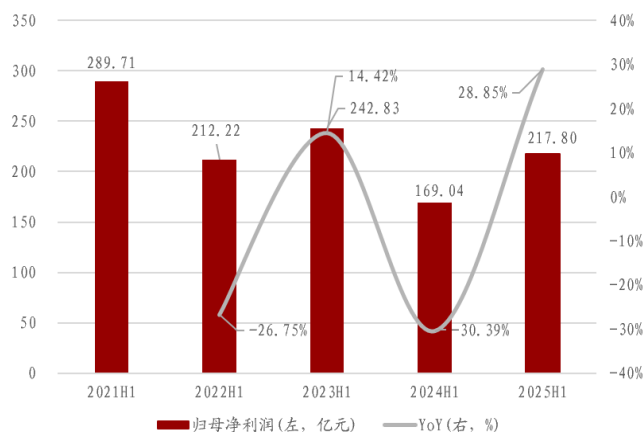
2025H1营收稳健增长，归母净利润回升向好。营收端，传媒行业2025H1营业收入同比由2024H1的增长2.47%扩大增长至3.86%，总营收2548.56亿元，归母净利润也有所回升，同比增长28.85%至217.80亿元，整体业绩向好。毛利率保持平稳，同比微幅上升0.84pct至32.90%；**费用端**，管理费用率较为稳定，销售费用率持续上涨至13.26%，净利率同比上升1.64pct至8.65%。

图表1：2021H1-2025H1营收情况



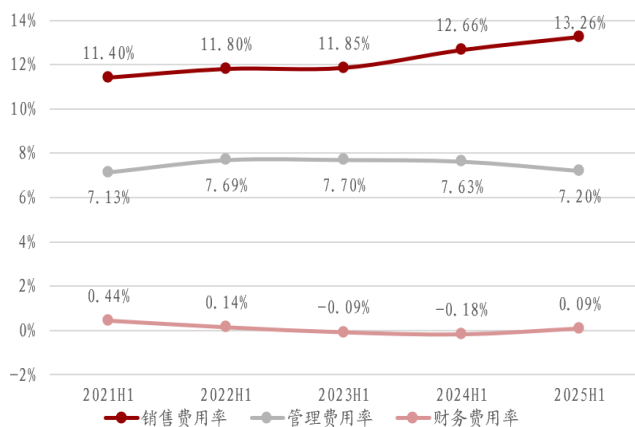
资料来源：iFinD、万联证券研究所

图表2：2021H1-2025H1归母净利润情况



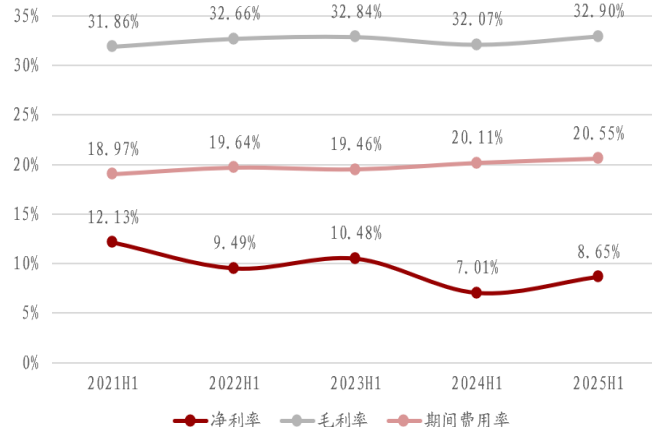
资料来源：iFinD、万联证券研究所

图表3：2021H1-2025H1三费情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

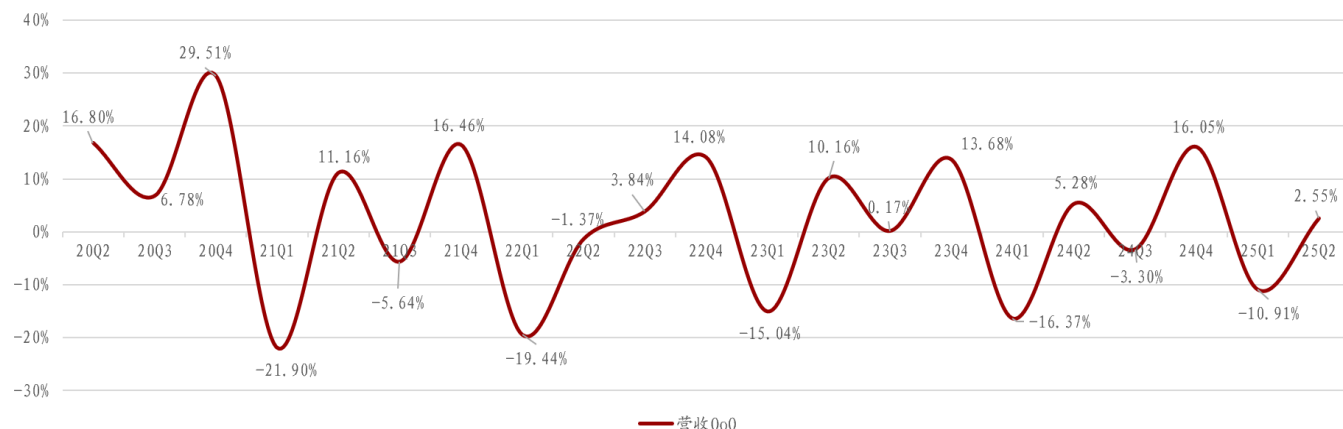
图表4：2021H1-2025H1毛利率/净利率/期间费用率



资料来源：iFinD、万联证券研究所

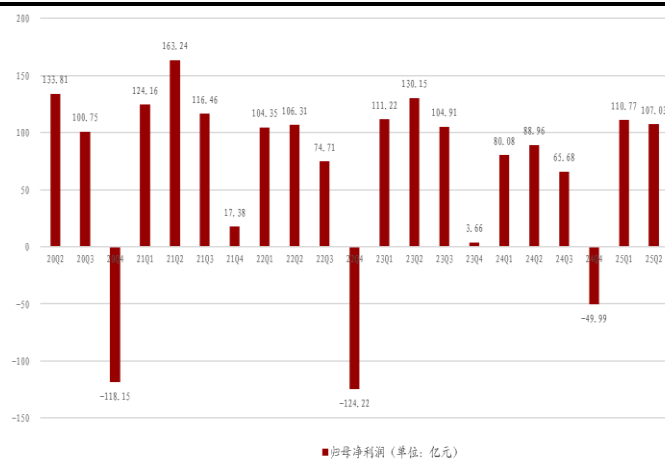
2025Q2 营收、归母净利润同比上涨，环比均呈现周期性变化态势。分季度同比来看，2025Q2 传媒行业整体营业收入同比增长 2.53%至 1290.30 亿元。归母净利润同比大增 20.31%至 107.03 亿元；**分季度环比来看**，2025Q2 传媒行业整体营业收入环比上升 2.55%，归母净利润保持平稳，符合周期趋势。

图表5: 2020Q2-2025Q2营收环比增速



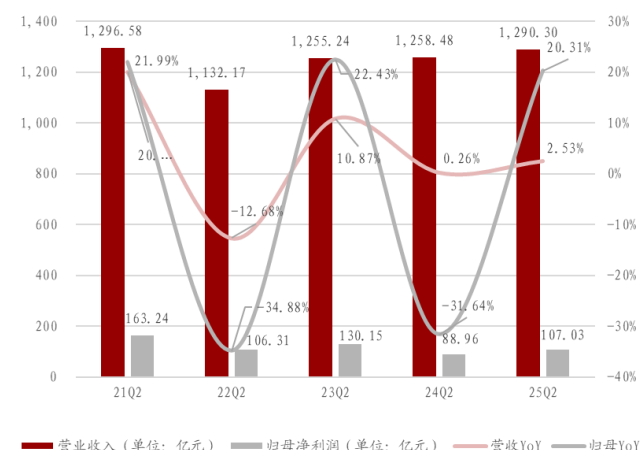
资料来源: iFinD、万联证券研究所

图表6: 2020Q2-2025Q2归母净利润环比变动情况



资料来源: iFinD、万联证券研究所

图表7: 2021Q2-2025Q2传媒板块营收、归母净利润同比变动情况



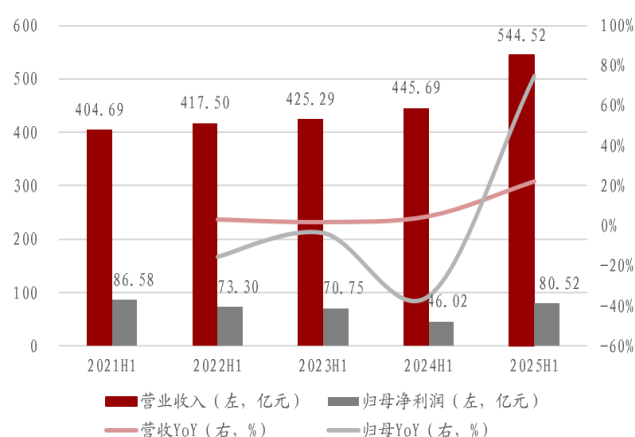
资料来源: iFinD、万联证券研究所

2 子板块: 多数板块业绩承压, 游戏板块显著回升

2.1 游戏: 2025H1 归母净利润探底回升, 2025Q2 业绩显著回暖

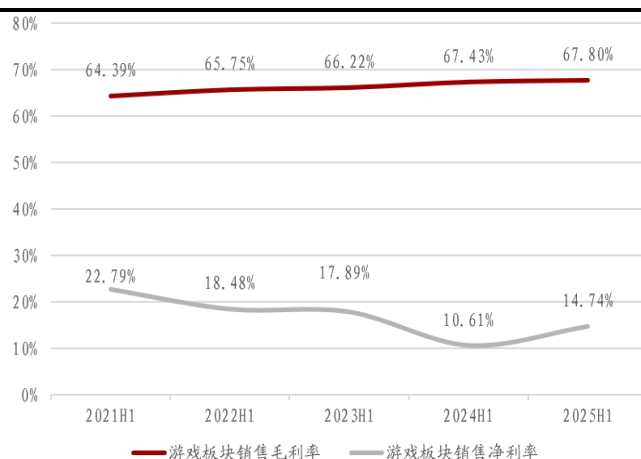
2025H1营收扩大增长, 归母净利润探底回升。2025H1游戏板块实现营收544.52亿元, 同比上涨22.17%, 持续扩大增长态势, 归母净利润同比探底回升, 上升74.95%至80.52亿元。利润端上升主要由于板块龙头公司ST华通、完美世界等在本期持续深耕核心产品运营与自研IP迭代, 同时受爆款游戏贡献与新游版本更新影响产生收入规模大幅增长, 同时冰川网络等公司通过降本增效策略使销售费用等大幅下降, 促使2025H1游戏板块整体盈利能力增强。毛利率与净利率分别上升0.38pct/4.13pct至67.80%/14.74%。

图表8：游戏板块2021H1-2025H1营收与归母净利润情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

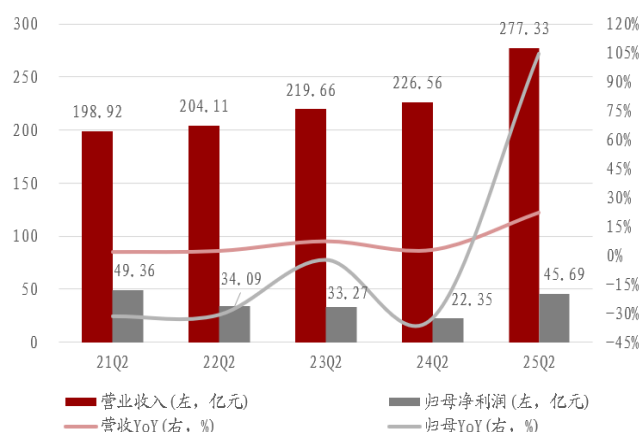
图表9：游戏板块2021H1-2025H1毛利率与净利率情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

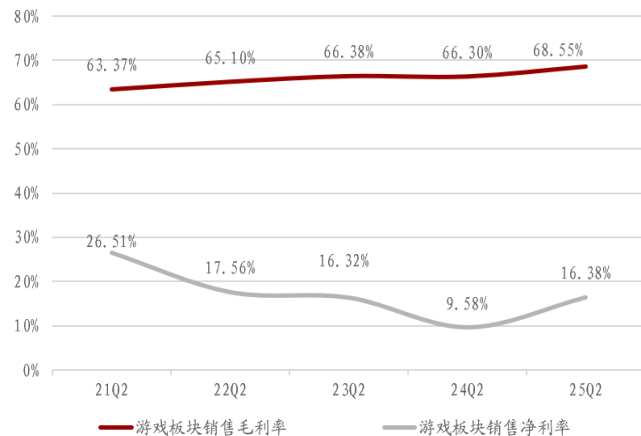
2025Q2营业收入大幅增长，归母净利润止跌回升。2025Q2游戏板块实现营收277.33亿元，同比上涨22.41%。归母净利润止跌回升，同比大涨104.47%至45.69亿元，其中ST华通旗下游戏表现突出，为游戏板块2025年Q2业绩回升贡献主要力量。盈利能力方面，毛利率小幅度增长，上升2.25pct至68.55%，净利率回升6.80pct至16.38%。

图表10：游戏板块2021Q2-2025Q2营收及归母净利润情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

图表11：游戏板块2021Q2-2025Q2毛利率与净利率情况

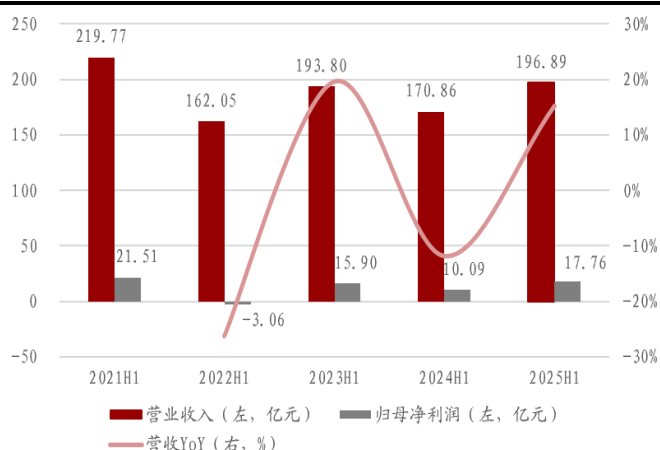


资料来源：iFinD、万联证券研究所

2.2 影视院线：2025H1 营收、归母净利润有所回升，2025Q2 板块业绩表现疲软

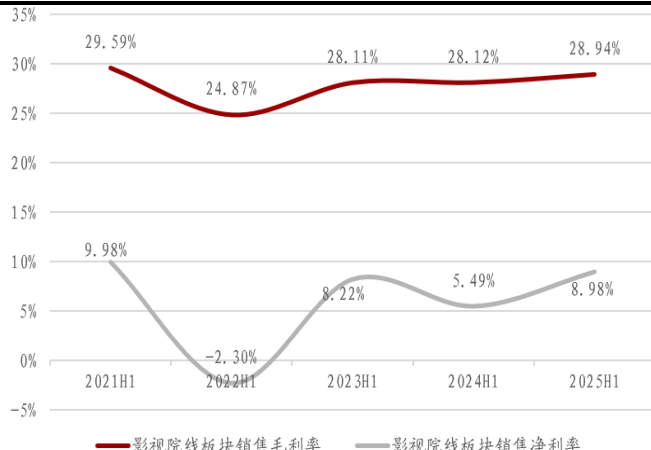
2025H1营收、归母净利润有所回升。2025H1电影市场表现较为良好，影视院线板块实现营收196.89亿元，同比上升15.24%。归母净利润回升，同比增长7.67亿元至盈利17.76亿元，主要原因是Q1光线传媒爆款电影《哪吒之魔童闹海》票房表现优异，公司业绩显著增长，拉动板块回升；毛利率与净利率分别上升0.82pct/3.49pct至28.94%/8.98%。

图表12：影视院线板块2021H1-2025H1营收与归母净利润情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

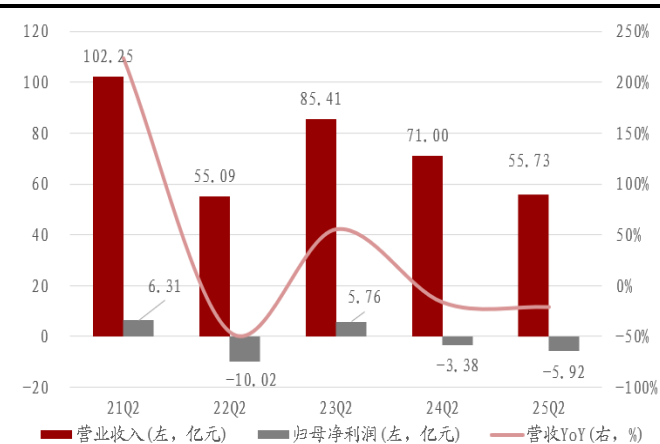
图表13：影视院线板块2022H1-2025H1毛利率与净利率情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

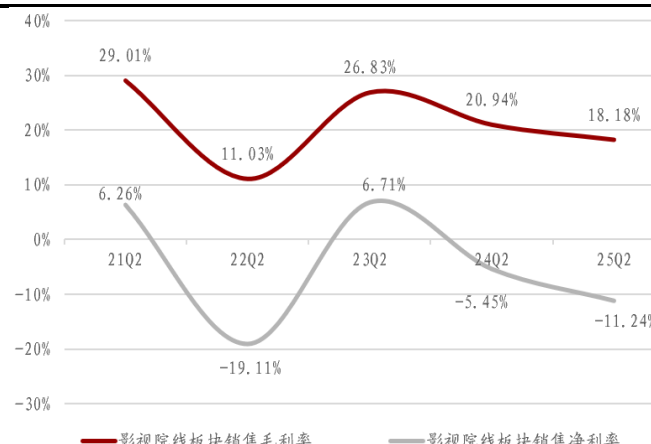
2025Q2营业收入同比下降，归母净利润亏损扩大。2025Q2影视院线板块营收缩减，同比下降21.50%至55.73亿元，归母净利润降至-5.92亿元，延续下跌趋势，从公司层面来看，相较于一季度，二季度头部、腰部作品均有所缺失，整体票房表现不及预期，导致营收和利润双双下跌。盈利能力方面，毛利率下滑2.76pct至18.18%，净利率亦延续下滑趋势，同比下降5.79pct至-11.24%。

图表14：影视院线板块2021Q2-2025Q2营收及归母净利润情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

图表15：影视院线板块2021Q2-2025Q2毛利率与净利率情况

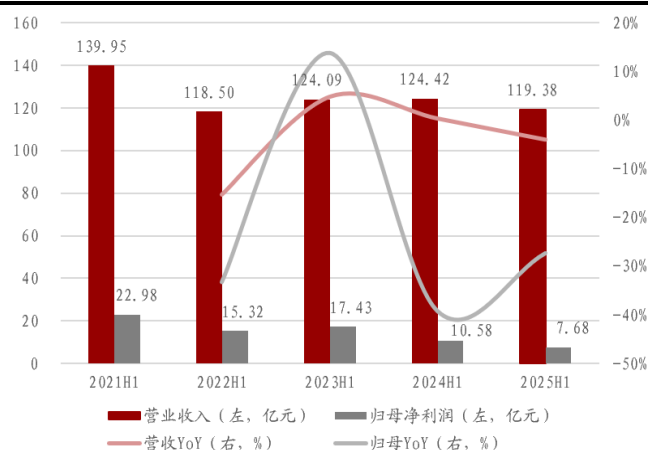


资料来源：iFinD、万联证券研究所

2.3 数字媒体：2025H1 归母净利润下滑，2025Q2 业绩依旧承压

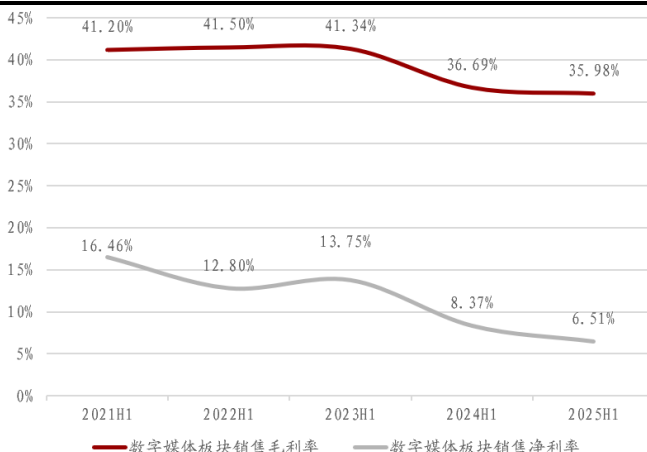
2025H1营收稳定，归母净利润有所下滑。2025H1数字媒体板块实现营收119.38亿元，同比下降4.06%。归母净利润为7.68亿元，同比大幅下降27.39%。主要原因在于板块内近7成公司归母净利润同比均有所减少。盈利能力方面，毛利率及净利率下滑0.72pct/1.86pct至35.98%/6.51%。

图表16: 数字媒体板块2021H1-2025H1营收与归母净利润情况



资料来源: iFinD、万联证券研究所

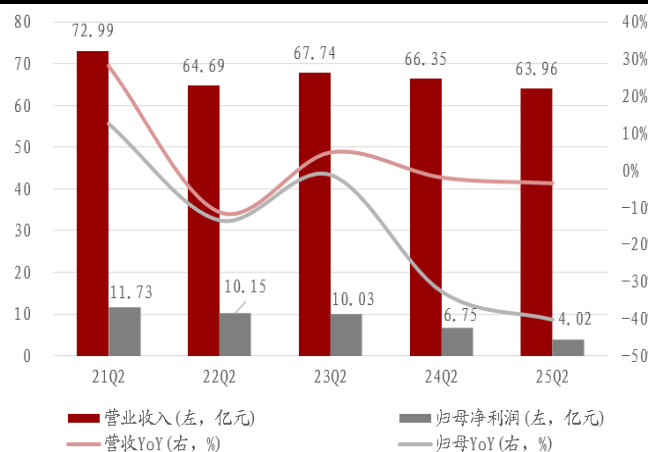
图表17: 数字媒体板块2021H1-2025H1毛利率与净利率情况



资料来源: iFinD、万联证券研究所

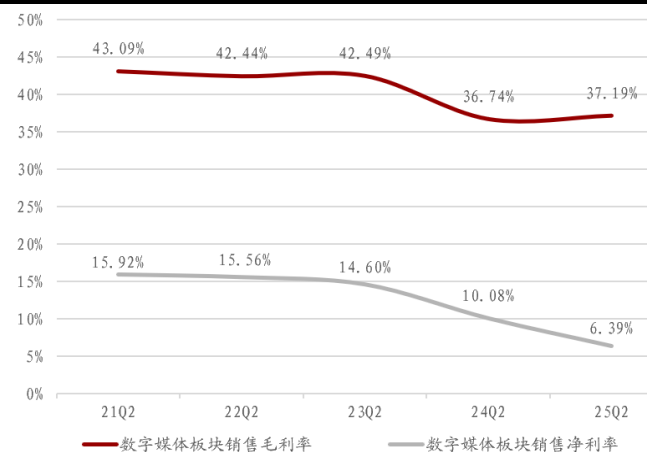
2025Q2营收与归母净利润双双承压。2025Q2数字媒体板块实现营收63.96亿元, 同比下跌3.60%。归母净利润为4.02亿元, 同比下降40.37%。盈利能力方面, 毛利率同比上升0.45pct至37.19%, 净利率则同比下降3.69pct至6.39%。

图表18: 数字媒体板块2021Q2-2025Q2营收及归母净利润情况



资料来源: iFinD、万联证券研究所

图表19: 数字媒体板块2021Q2-2025Q2毛利率与净利率情况

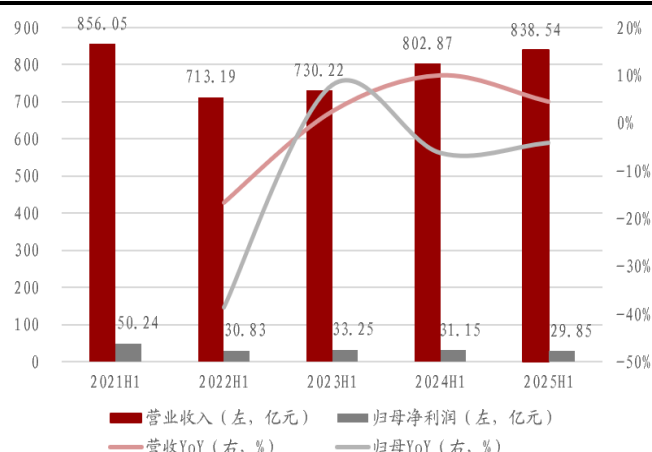


资料来源: iFinD、万联证券研究所

2.4 广告营销: 2025H1及2025Q2归母净利润均有所下降

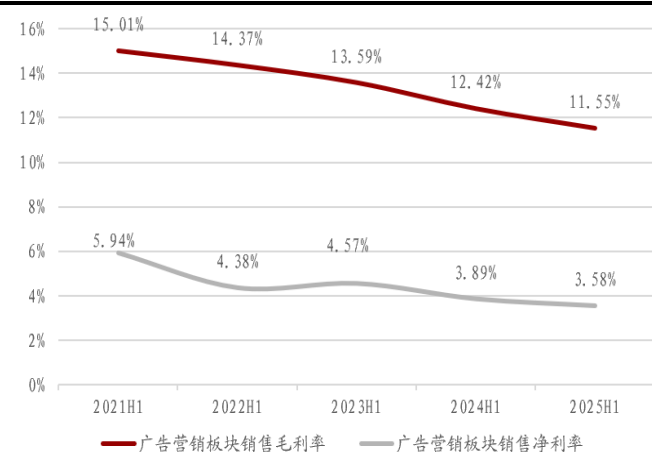
2025H1营收持续修复, 归母净利润微幅下降。2025H1广告营销板块实现营收838.54亿元, 同比上涨4.44%, 归母净利润同比下降4.20%至29.85亿元。盈利能力方面, 毛利率下滑0.87pct至11.55%, 净利率同比下降0.31pct至3.58%。

图表20：广告营销板块2021H1-2025H1营收与归母净利润情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

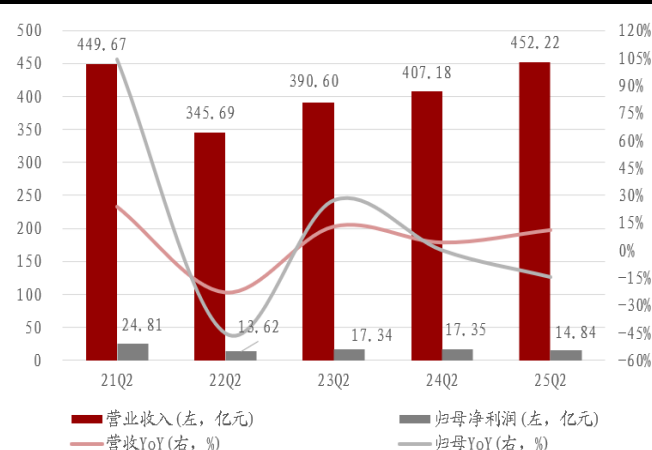
图表21：广告营销板块2021H1-2025H1毛利率与净利率情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

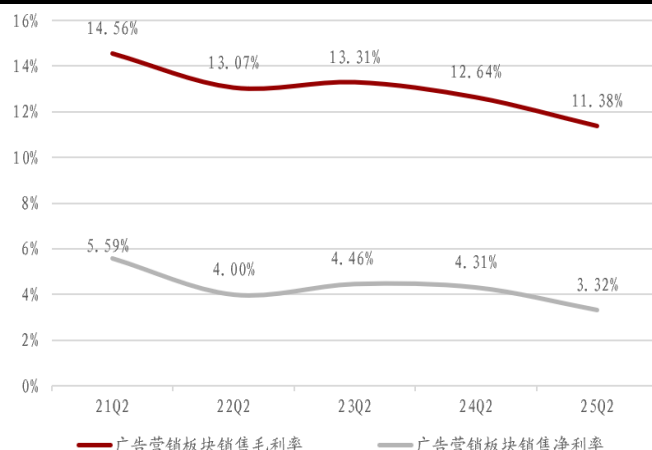
2025Q2营业收入增长，归母净利润有所下降。2025Q2广告营销板块实现营收452.22亿元，同比上升11.06%。归母净利润下降14.50%至14.84亿元。盈利能力方面，毛利率延续下滑趋势，同比下跌1.26pct至11.38%，净利率亦同比下降0.99pct至3.32%。

图表22：广告营销板块2021Q2-2025Q2营收及归母净利润情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

图表23：广告营销板块2021Q2-2025Q2毛利率与净利率情况

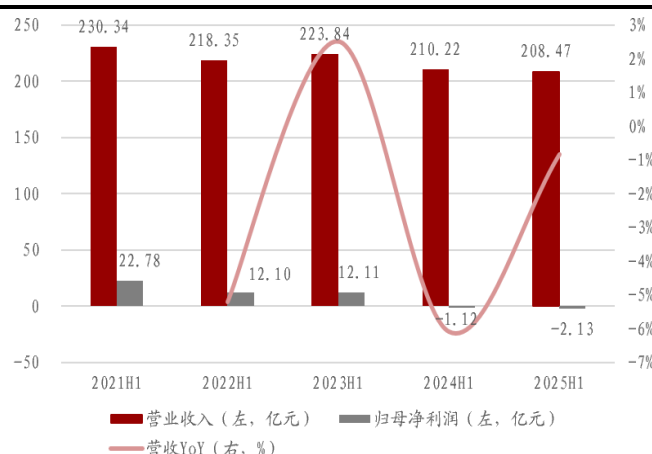


资料来源：iFinD、万联证券研究所

2.5 广播电视：2025H1 营收持续下滑，2025Q2 业绩下滑幅度有所缩减

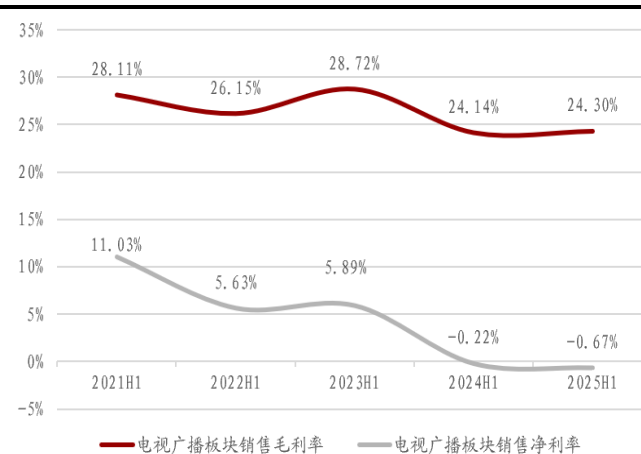
2025H1营收持续下滑，归母净利润亏损进一步扩大。2025H1广播电视板块实现营收208.47亿元，同比下跌0.83%，归母净利润为-2.13亿元，板块内多数公司业绩表现较差，亏损进一步扩大。其中，贵广网络2025H1由于应收账款周转停滞，信用减值放大亏损，导致归母净利润亏损进一步扩大至5亿元以上。盈利能力方面，毛利率上升0.16pct至24.30%，净利率下滑0.45pct至-0.67%。

图表24：广播电视板块2021H1-2025H1营收与归母净利润情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

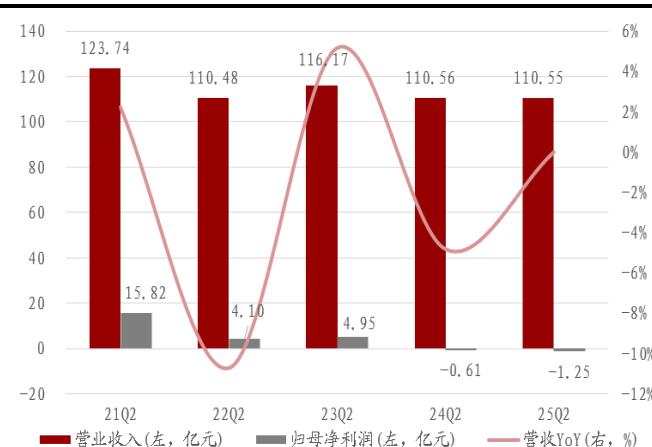
图表25：广播电视板块2021H1-2025H1毛利率与净利率情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

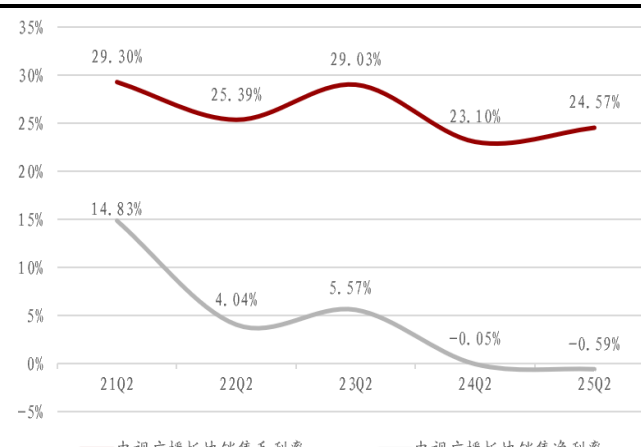
2025Q2营业收入、归母净利润同比仍处于下行区间，但下滑幅度已有所减缓。2025Q2广播电视板块实现营收110.55亿元，同比下跌0.01%，归母净利润为仍处于亏损，为-1.25亿元，下滑幅度有所减缓。盈利能力方面，毛利率上升1.46%至24.57%，净利率下滑0.54pct至-0.59%。

图表26：广播电视板块2021Q2-2025Q2营收及归母净利润情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

图表27：广播电视板块2021Q2-2025Q2毛利率与净利率情况

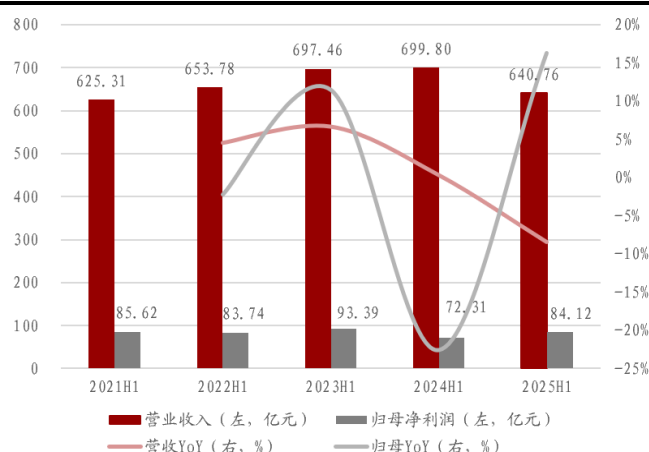


资料来源：iFinD、万联证券研究所

2.6 出版：2025H1 营收有所下跌，归母净利润回升，2025Q2 归母净利润止跌回升

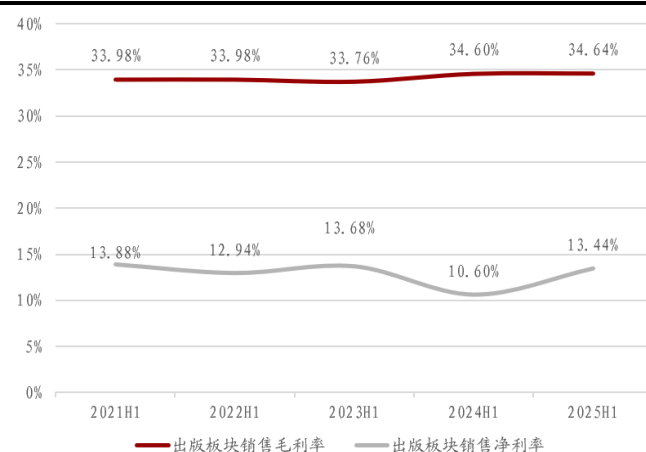
2025H1营收下跌，归母净利润回升。2025H1出版板块实现营收640.76亿元，同比下跌8.44%。归母净利润为84.12亿元，同比增长16.33%，子板块多数公司归母净利润表现较好。盈利能力方面，毛利率维持稳定，微幅上涨0.04pct至34.64%，净利率上升2.85pct至13.44%。

图表28：出版板块2021H1-2025H1营收与归母净利润情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

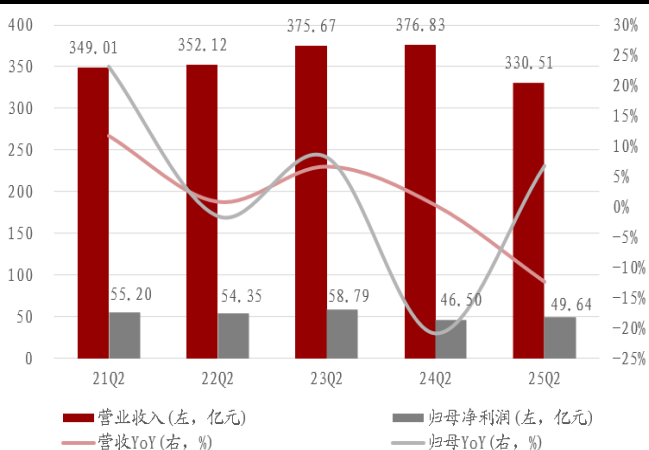
图表29：出版板块2021H1-2025H1毛利率与净利率情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

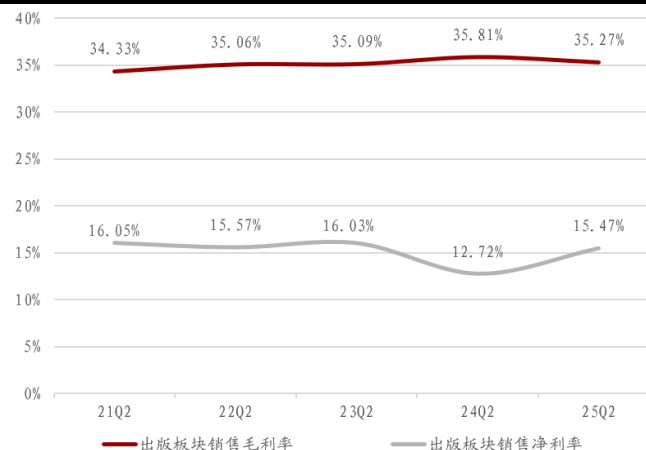
2025Q2营业收入下降，归母净利润止跌回升。2025Q2出版板块实现营收330.51亿元，同比下跌12.29%。归母净利润止跌回升，同比上6.76%至49.64亿元。盈利能力方面，毛利率同比微幅下降0.54pct至35.27%，净利率同比上涨2.75pct至15.47%。

图表30：出版板块2021Q2-2025Q2营收及归母净利润情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

图表31：出版板块2021Q2-2025Q2毛利率与净利率情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

3 投资建议

2025H1传媒板块整体业绩表现回升向好，板块表现有所分化，2025年Q2游戏板块业绩表现显著回升，从中长期来看，预计随着内容供给逐步恢复，AI等技术赋能持续深化，叠加政策支持及消费回暖预期，行业景气度有望得到修复。建议关注影视院线、游戏等领域业绩表现亮眼的公司，并关注布局数字资产、应用AIGC相关技术的公司。

4 风险提示

政策环境变化；消费复苏不及预期；市场竞争加剧；创新技术应用不及预期；商誉减值风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告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客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场