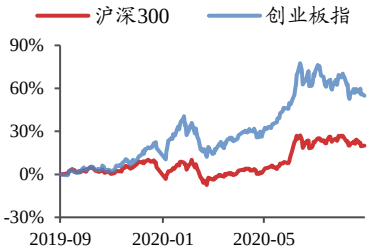
2020 年 09 月 29 日

开源晨会 0929

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	1.54
采掘	1.12
食品饮料	0.87
电气设备	0.71
房地产	0.7

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	-2.65
纺织服装	-2.34
医药生物	-1.86
国防军工	-1.74
通信	-1.47

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【策略】周期价值：身在灰暗，心向光明——重构的博弈系列三——投资策略专题-20200928

回到最本源的价值与成长的定义中去思考，低估值具有交易结果的客观性，但成长股可能存在分歧。我们有理由相信部分低估值板块受到了共同宏观环境的影响，低估值背后顺周期可能是最重要的因素。

【宏观】超大城市落户松动，背后的宏观逻辑——宏观经济专题-20200927

上海放松高校毕业生落户限制、北京完善积分落户制度等，助力高端人才集聚。

行业公司

【电气设备】电池日引领新一波创新，看好龙头强强联手——行业周报-20200927

新产品、技术进步仍是行业成长的最大动力，板块处于再次布局的时间窗口，后面仍是资本市场的主线，但这一波投资机会可以更关注周期性环节、二线公司的弹性；长期的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链。

【房地产】行业融资政策继续从严，上海落户政策边际放松——行业周报-20200927

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。我们建议四季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

【传媒】国庆娱乐时间将至，游戏、电影迎来新品驱动——行业周报-20200927

1）重磅新游陆续上线叠加国庆或吸引游戏用户回流，推升行业增速及板块估值

2）《夺冠》票房符合预期，仍乐观看待国庆档电影票房表现

3）媒体融合持续推进，关注融媒体龙头及广电系公司

【商贸零售：吉宏股份(002803.SZ)】合资设立电商 SaaS 服务平台吉喵云，向“卖水人”转型升级——公司信息更新报告-20200928

公司发布公告，与杭州喆众、易营宝合资成立杭州吉喵云网络科技有限公司（其中吉宏股份持股 55%），法人由公司跨境电商负责人王亚朋担任。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 6.39/8.66/11.53 亿元，对应 EPS 为 1.69/2.29/3.05 元，当前股价对应 PE 为 24/18/14 倍，维持“买入”评级。

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】拟定增及引战，巩固内容优势，生态建设再加码——公司信息更新报告-20200928

1、公司发布非公开发行预案，扩大优质内容产能，维持“买入”评级

2、控股股东拟通过转让股权引入战略投资者，发挥协同效应，加码生态建设

3、筑牢内容自制壁垒，发力内容电商业务，打开业绩增长空间

研报摘要

总量研究

【策略】周期价值：身在灰暗，心向光明——重构的博弈系列三——投资策略专题-20200928

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

价值跑赢成长的“天时”

我们回到最本源的价值与成长的定义中去思考，我们发现：传统的价值因子中，隐含了市场认知层面的定价，低估值具有交易结果的客观性。但成长股的鉴定可能存在分歧，因为通过财务指标筛选出来的成长股并不完全被投资者所认可，“赛道”同样重要。历史数据显示，信用扩张、利率上行与 PPI 上行构成了价值股系统性跑赢成长的宏观背景，我们有理由相信部分低估值板块受到了共同宏观环境的影响，低估值背后顺周期可能是最重要的因素。结合了低估值+顺周期的周期价值股成为我们讨论的重点，其股价的收益来源成为当下应该关注的重点。

周期价值股收益来源：估值修复与盈利弹性

传统的周期价值股收益来源主要是估值修复与盈利弹性，但一般分为两个阶段：在复苏早期，往往是估值修复与盈利贡献共同作用，经济复苏一定程度帮助周期价值股修复其被不断压缩的估值水平；但进入行情中期，盈利弹性放大，对于增长持续性的担忧让市场往往不对盈利进行充分定价，此时估值往往在股价上升过程中不断下降。相对来看，经济复苏期周期价值股是整个价值跑赢成长的重要力量，其相对收益往往分为两个阶段：宽信用阶段来自更大的盈利弹性和较小的估值收缩，而一旦进入紧信用区间后，市场整体下行杀估值，而周期行业由于盈利仍然在上升通道，成为了股价下行的安全垫。值得一提的是，期间估值变化的行业分化是不同的，房地产、银行为代表的行业，由于盈利的滞后反应，大多数时候体现为数据统计上的“估值驱动”，但其实背后隐含了政策与盈利预期的变化。

价值的再成长：价值重估的可遇与可求

成长与价值之间本不存在不可跨越的鸿沟。低估值的其背后往往存在宏观政策的压制与行业逻辑变化导致长期成长性不被看好。“便宜有便宜的道理”从整体来看正确，但对于个别来看未必正确；从静态来看正确，但从变化来看就未必正确。行业的低点往往是格局改善的契机，享受这种改善的公司会在新一轮景气上行周期中被重新定价。在 2016-2017 年宏观经济复苏带来的行业景气回升中，白酒中龙头企业成为从投资驱动走向经济活动+消费升级双驱动的周期成长定价资产。值得注意的是，其实 2013 年对于白酒行业不看好的逻辑至今是成立的，低估值在当下部分个股中仍然存在。周期价值要回归成长定价，需要在周期上行中完成。

低估值+顺周期是当下价值行情的核心把握点

周期价值股的估值修复当下已经发生，后续来看盈利贡献将成为价值股跑赢成长股的核心驱动力。即使投资者怀疑经济复苏持续性，周期价值股同样会因为较低估值水平获得相对收益。我们同时建议投资者去寻找传统行业中优质公司，处在变化中的房地产、化工、工程机械等领域的再定价机遇。

风险提示：国内宏观经济超预期下行；测算误差；海外疫情失控

【宏观】超大城市落户松动，背后的宏观逻辑——宏观经济专题-20200927

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006| 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

上海放松高校毕业生落户限制、北京完善积分落户制度等，助力高端人才集聚

上海放松毕业生落户限制、北京计划数字经济人才积分落户等，符合户籍渐进改革规律。继 2019 年广州、深

圳放宽落户限制以来，近期北京和上海也陆续调整落户政策。北京于 7 月完善落户制度，9 月提出综合运用积分落户等吸引数字经济人才；上海扩大可直接落户的本科生和硕士、博士毕业生的范围。上海等超大城市放松落户限制，符合当前特大、超大城市放宽落户条件的户籍渐进改革要求。

近年人才争夺“白热化”下，一线城市本科毕业生就业比例持续下降、人才净流出迹象明显，户籍制度改革迫切性上升。北京、上海、天津等是全国重要的创新聚集地，对中高端人才需求较大、占全国中高端人才总需求的 4 成左右。但近年来，伴随二、三线城市大力推行人才政策，本科毕业生在一线城市就业的比例从 2015 届的 26%降至 2019 届的 20%，职场人才净流出率也在攀升、2019 年至 0.58%。

有序放宽除个别超大城市外的城市落户限制之外，提高都市圈内人员落户便捷性、缓解中心城市人口集聚压力，也是户籍制度改革的重要方向。人口向大城市和都市圈集聚，是城市发展的一般规律。但我国发展较快的长三角都市圈，人口密度仅 4200 人/km2，远低于东京都市圈（8700 人/km2）；同时，都市圈时空失衡、“内极密外极疏”特征显著。加快都市圈内落户便捷性，或将是重要方向。

2020 年初以来，都市圈内城市户籍准入年限同城化累计互认、居住证互认制度等已陆续启动，有助于提高大都市圈对人才吸引力。2020 年 4 月以来，中央提出探索在城市群率先实现准入年限同城化累计互认、户口通迁、居住证互认制度等。截至目前，广州、宁波等先后发文予以落实。伴随更多城市开启互认、公共资源配置模式转变，大都市圈人员流动效率、对外部人口吸引力或将进一步增强。

伴随超大城市及大都市圈户籍改革推进，大都市圈高端人才集聚有望加速，成为实现经济高质量发展、产业结构加快转型的重要驱动。我国长三角和粤港澳都市圈，地均 GDP 也均在 1 亿元/平方公里以上，经济活力较强；人才向大都市圈加速集聚，将形成经济高质量发展的重要增长极。与此同时，长三角重点发展高端装备、粤港澳大力发展信息技术等，还将为中国全方位产业转型提供重要动力。

中观行业：商品房成交面积增加，玻璃价格指数下跌，国际原油结算价下跌

【下游】商品房成交面积增加，土地市场量跌价涨。30 城商品房成交面积增加 16.3%，一、二、三线城市成交面积均增加；土地成交溢价率下降 9.9 个百分点。

【中游】钢价下跌，水泥价上涨、玻璃价下跌。Myspic 钢价综指收于 141.44，周环比下跌 0.8%，水泥价格上涨 0.9%、玻璃价格下跌 0.1%。橡胶价格上涨 2.4%。

【上游】原油价格下跌，有色金属价格全部下跌。布伦特和 WTI 原油价格分别下跌 2.9%、2.1%，LME3 个月铜铝铅锌价格分别下跌 4.4%、1.9%、4%、6.8%。

风险提示：国内外宏观经济、政策思路等出现大幅调整。

行业公司

【电气设备】电池日引领新一波创新，看好龙头强强联手——行业周报-20200927

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 李若飞（分析师）证书编号：S0790520050004

周观点：特斯拉电池日激发创新，龙头优势进一步凸显

1）新能源汽车行业：新产品、技术进步仍是行业成长的最大动力，本周（2020 年 9 月 21 日至 2020 年 9 月 25 日）特斯拉电池日充分彰显这一效应：特斯拉从电池材料、电芯、系统等各个维度对产业提出了创新点，部分创新虽不一定会在近期量产，但必将推动行业创新加速，贝特瑞、宁德时代、当升科技等研发能力较强的公司受益。从景气度看，国内外景气度共振向上，看好二线环节、企业的弹性，比如电解液产业链、电池二线公司。板块处于再次布局的时间窗口，后面仍是资本市场的主线，但这一波投资机会可以更关注周期性环节、二线公司的弹性；长期的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链。2）光伏行业：我们看好硅料、硅片两个环节，通威股份、隆基股份在这两个环节优势明显，后续两者投资力度加大、合作加强，将进一步加强其核心竞争力，提升行业集中度。从

景气度看，行业处于较好的投资窗口期：目前行业长期、短期景气度都是向上，长期发展预期由于十四五规划等政策因素进一步提升；短期看，装机季度增速加速向上。后面关注景气度的扩散，可以关注新技术、新应用创新：跟踪支架、BIPV、储能等。投资方面，中长期关注公司全球竞争力和创新带来的格局变化，隆基股份等龙头受益，短期关注硅料、逆变器、玻璃等环节的弹性机会，通威股份、阳光电源等受益。

硅片王者牵手硅料龙头，促进供应链成长、进一步提升龙头地位

2020 年 9 月 25 日隆基与通威双双发布公告，主要内容包括了投资合作和多晶硅料供需合作。隆基股份是全球光伏龙头，管理层对行业理解深刻，技术积淀深厚，成本控制能力强，在硅片和组件环节均具龙头地位。而通威股份在多晶硅料方面处于行业一流水平，生产安全、生产成本管控能力都极强。在电池环节，通威也是引领着行业的进步，在主流 PERC 方面拥有先进产能，同时积极布局异质结电池。此次进一步深化投资合作以及多晶硅供给合作，两者优势环节的能力将充分得到体现，有利于促进供应链成长同时控制成本以提升龙头地位，未来前景可期。

板块和公司跟踪

新能源汽车行业层面：特斯拉电池日发布“无极耳”电池及 Model S Plaid。

新能源汽车公司层面：孚能科技获 1712 万元政府补助。

光伏行业层面：隆基与通威加强战略合作。

光伏公司层面：隆基与曲靖、丽江两地签订投资协议。

风电公司层面：明阳智能管理层增持。

风险提示：新技术发展超预期、疫情导致需求低于预期、新能源市场竞争加剧。

【房地产】行业融资政策继续从严，上海落户政策边际放松——行业周报-20200927

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（联系人）证书编号：S0790120060038

房住不炒基调不变，长效机制持续完善，维持行业看好评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前房地产板块估值有所修复，板块 PE-TTM 为 8.81 倍，但仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议四季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

政策：行业融资政策继续从严，上海户籍政策打开缺口

1）中央政策：旧房改造、产业经济是工作重点，行业融资政策仍然从严。住建部全面推进脱贫攻坚农村危房改造；发改委发文促进特色小镇规范健康发展，要求实行清单管理……，对以“特色小镇”之名单纯进行大规模房地产开发的，要坚决淘汰除名。此外，监管部门要求试点房企在 2023 年 6 月 30 日前完成降负债目标；此前，融资“三条红线”2020 年 9 月起已在 12 家房企试点实施，房企每月 15 日前需提交监管部门下发的监测表。融资政策从严后，能有效控制行业风险，促进市场更为平稳发展，同时另一方面，未来行业格局相对稳定，房企弯道超车难度加深，强者恒强成为不可逆趋势。2）地方政策，长春调控升级，包括：本年度宅地供应同比增长 10%以上；继续实施商品住房价格指导；调整信贷政策，首套首付不得低于 3 成，二套不得低于 4 成，三套及以上停贷等（此前首套 2 成、二套 3 成、三套不贷）。公积金政策方面，东莞调整住房公积金贷款和提取，将停止受理物业管理费提取。户籍政策方面，上海发布落户新政，将之前“仅清华、北大应届毕业生可直接落户”的政策，范围扩大至在沪“世界一流大学建设高校”，即包括上海交大、复旦、同济、华师大；博士、“双一流”硕士符合基本申报条件即可落户。户籍政策打开缺口，有效吸引高精尖人才落户，从而使人口结构得到优化，推动城市发展更为健康、更富活力。周内政策调控领域全面，地方因城施策自主权较大，但调控的最终目的均是保持当地市场平稳健康发展。

成交：一二手单周成交同比略有回落，但整体改善趋势不变

1）新房：2020 年第 39 周，全国 32 城成交面积 467 万平米，同比下降 15%，环比下降 12%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 15777 万平米，累计同比下降 4%，增速降幅仍在收敛。2）二手房：2020 年第 39 周，全国 9 城成交面积为 125 万平米，同比增速-13%，前值 3%；年初至今累计成交面积 4493 万平米，同比增速-5%，与前值持平。

资金：单周发债规模有所回落、发行利率略有分化

2020 年第 39 周，信用债发行 154.8 亿元，同比减少 11%，环比增加 210%，平均加权利率 5.12%，环比增加 101BPs；海外债发行 9 亿美元，同比减少 24%，环比增加 141%，平均加权利率 6.79%，环比增加 376BPs。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【传媒】国庆娱乐时间将至，游戏、电影迎来新品驱动——行业周报-20200927

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 陈俊希（分析师）证书编号：S0790520080002 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

重磅新游陆续上线叠加国庆或吸引游戏用户回流，推升行业增速及板块估值

随着此前在海外市场大获成功的莉莉丝发行的 SLG 手游《万国觉醒》于 9 月 23 日开启内地全平台公测，以及 9 月 28 日米哈游开放世界大作《原神》将全球全平台同步公测，两大新作在各大流量平台的大规模买量叠加国庆假期的到来，或带来游戏整体用户的回流和时长的回升；另外，10 月份还将有腾讯自研的首款 3D 武侠题材 MMORPG 手游大作《天涯明月刀》和祖龙研发、腾讯代理的沙盘 SLG 手游大作《鸿图之下》（定档 10 月 21 日）上线，而吉比特代理的模拟经营 IP 大作《摩尔庄园》、完美世界自研自发的 3D 回合制 RPG 游戏《梦幻新诛仙》也有望于 Q4 上线，多款大作的上线或推升手游行业收入增速。近期或由于市场担心疫情后手游行业从 Q2 开始收入环比和同比增速不断下行，以及高基数下 2021 年 Q1 同比增速不容乐观，游戏板块持续调整，但重磅新游的陆续上线或打消市场疑虑，当前游戏板块估值性价比较高，在行业增速有望上行情况下，估值仍具备提升空间。我们建议加大配置后续新游上线有望推升业绩增速的游戏龙头，重点推荐完美世界、姚记科技，其他受益公司包括腾讯控股、吉比特、网易、三七互娱、心动公司、创梦天地、中手游、掌趣科技、世纪华通、游族网络等。

《夺冠》票房符合预期，仍乐观看待国庆档电影票房表现

9 月 25 日《夺冠》上映开启 2020 年国庆档，作为以中国女排辉煌历史为主线、弘扬女排精神为核心内涵的体育题材电影，在经历场外风波、剧情删减和多次调档后，截至 9 月 27 日 18 时，猫眼数据显示实现 1.59 亿票房，考虑到上映后的三天只有 9 月 26 日为休息日，我们认为票房符合预期，人们观影意愿延续了《八佰》的热度，同时《夺冠》豆瓣评分达到 7.3，我们认为达到上乘之作的标准，后续随着国庆假期来临，《夺冠》票房有望持续增长；国庆档其他几部新片《姜子牙》（猫眼想看人数 136 万+）、《我和我的家乡》（猫眼想看人数 39 万+）、《急先锋》（猫眼想看 28 万+）有望接力。我们对于国庆档票房仍持乐观预期，维持此前观点，即头部新片带动下，院线、影院广告公司业绩从 Q2、Q3 至 Q4 持续反转的确定性增强，电影板块进入底部修复第三阶段，院线板块及影院广告公司超额收益或更高，受益公司包括万达电影、中国电影、上海电影、横店影视、金逸影视、幸福蓝海、分众传媒、华谊兄弟、光线传媒。

媒体融合持续推进，关注融媒体龙头及广电系公司

新华社 9 月 26 日报道，近日中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加快推进媒体深度融合发展的意见》，融媒体龙头迎来加快发展机遇；9 月 24 日，中国广电网络股份有限公司创立大会召开，标志着“全国一网”股份公司组建工作任务基本完成，全国有线电视网络整合取得突破性成效。建议积极关注融媒体龙头及广电系公司，重点推荐芒果超媒，受益公司包括人民网、新华网、东方明珠。

风险提示：电影上映、游戏上线时间或出现调整；疫情的发展及对线上线下娱乐时长的影响仍存在不确定性；电影票房或游戏流水低于预期。

【商贸零售：吉宏股份(002803.SZ)】合资设立电商 SaaS 服务平台吉喵云，向“卖水人”转型升级——公司信息更新报告-20200928

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 符超然（联系人）证书编号：S0790120080062

事件：合资成立吉喵云，布局跨境电商 SaaS 服务平台业务

公司发布公告，与杭州喆众、易营宝合资成立杭州吉喵云网络科技有限公司（其中吉宏股份持股 55%），法人由公司跨境电商负责人王亚朋担任。我们认为，公司跨境社交电商业务核心竞争力突出、行业高景气；SaaS 业务的落地推进，是公司电商模式的重要升级，长期看有望进一步提升竞争力和成长性。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 6.39/8.66/11.53 亿元，对应 EPS 为 1.69/2.29/3.05 元，当前股价对应 PE 为 24/18/14 倍，维持“买入”评级。

东南亚电商 SaaS 服务需求大，吉喵云有望提供一站式跨境电商解决方案

东南亚地区电商市场空间广阔，但也存在地域割裂分散、各国宗教语言文化差异大等问题，使得大量国内中小跨境电商企业在经营上遇到了语言不通、物流困难等诸多痛点。公司敏锐把握市场痛点，通过合资成立吉喵云以承接潜在的海量东南亚电商 SaaS 服务需求。本次合作方易营宝，是跨境电商领域知名的 SaaS 营销服务提供商，服务内容涵盖智能建站、大数据处理分析、海外广告智能投放、智能翻译等，已先后为超过 10000 家付费企业客户提供 SaaS 服务。吉宏股份本次通过合资成立吉喵云构建 SaaS 服务平台，有望充分发挥公司在流量、数据上积累的优势以及易营宝在 SaaS 产品开发运营上的优势，为国内中小企业提供包括选品、采购、建站、投放、翻译、物流配送等一站式东南亚跨境电商解决方案。

扬帆东南亚电商蓝海，加速从“掘金者”向“卖水人”升级

公司现已成为东南亚跨境电商单页营销模式龙头。长期看，公司基于社交营销思维的单页电商模式在供应链选品、精准买量投放和管理方面优势突出，且竞争壁垒将随着经验和数据沉淀愈加深厚。未来随着一带一路战略推进，越来越多国内跨境电商卖家切入东南亚市场，SaaS 服务蛋糕有望持续扩大。公司合资设立吉喵云搭建 SaaS 平台，在模式上加速从“掘金者”向“卖水人”转型升级，长期来看有望进一步提升公司跨境电商业务的竞争力和成长性，期待下一步“惊喜”。

风险提示：国内外电商市场竞争加剧、广告主预算减少、政策变化等。

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】拟定增及引战，巩固内容优势，生态建设再加码——公司信息更新报告-20200928

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

公司发布非公开发行预案，扩大优质内容产能，维持“买入”评级

公司发布 2020 年度向特定对象发行 A 股股票预案，拟发行不超过 0.94 亿股，拟募集资金总额不超过 45 亿元。其中，40 亿元投入内容资源库扩建项目，用于 6 部 S 级影视剧的网络独家版权采购、11 部 A 级影视剧自制（定制）、18 部 S 级综艺自制；5 亿元投入芒果 TV 智慧视听媒体服务平台项目，用于搭建芒果 TV 智能内容制作、加工、分发等平台。我们认为，此次非公开发行募资一方面有利于公司扩大优质剧集及综艺产能，丰富内容产品层次，进一步实现用户出圈，增加会员和广告收入；另一方面有利于增强公司研发能力和内容制作智能化，最大化平台生产效率，并加码互动剧开发。我们看好公司突出的内容制作能力从综艺复刻至剧集，叠加场景化内容营销模式，业绩有望实现高增长，我们维持此前盈利预测不变，预测公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 16.83/20.32/24.22 亿元，对应当前股本的 EPS 为 0.95/1.14/1.36 元，当前股价对应 PE 为 68/57/48 倍，维持“买入”评级。

控股股东拟通过转让股权引入战略投资者，发挥协同效应，加码生态建设

公司控股股东芒果传媒拟通过本次非公开发行转让 0.94 亿股（占本次发行前公司股份总数的 5.26%）引入战略投资者。公司曾于 2019 年 5 月引入中国移动子公司成为第二大股东，发挥双方在 IPTV、OTT 等业务上的协同效应，并深化芒果 TV 与咪咕视频自制内容的合作，效果显著。我们认为，此次股权转让及引战若完成，有利于公司与战略投资者实现业务协同，巩固公司内容优势的同时，不断丰富和完善芒果生态建设，提升变现能力。

筑牢内容自制壁垒，发力内容电商业务，打开业绩增长空间

公司储备有《了不起的儿科医生》、《暗恋橘生淮南》、《掌中之物》等优质剧集和《超级学徒》、《明星大侦探 6》、《朋友请听好 2》等精品综艺。我们认为，公司剧集产能持续放量，有望接力精品综艺实现内容出圈，推动会员数持续较快增长并提升 ARPPU；搭建“小芒电商”发力内容电商，有望通过“大芒计划 2.0”实现“IP+KOL+品牌”催化反应，业绩持续增长空间仍较大。

风险提示：行业竞争加剧的风险；视频平台用户增长不及预期的风险；广告业务收入增长不及预期的风险；内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性。

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn