付费+免费融合成功，商业化变现能力提升迎来业绩增长拐点

——掌阅科技 2019 年报点评

公司点评

● **事件：**

公司发布 2019 年年报：2019 年实现营业收入 18.82 亿元，同比减少 1.09%；归母净利润 1.61 亿元，同比增长 15.57%；毛利率 37.58%，同比提升 8.12 个百分点。

● **硬件业务出表致营收微降，毛利率大幅提升，四季度业绩亮眼**

2019 年由于硬件业务收入出表，营业收入同比微降 1.09%，若剔除硬件业务影响，2019 年营收同比实现正向增长。版权产品业务增长及商业化增值业务尝试提升公司盈利水平，2019 年毛利率 37.58%，同比提升 8.12 个百分点。2019Q4 实现营业收入 4.96 亿元，同比增长 2.4%；归母净利润 0.53 亿元，同比大幅增长 116.42%。四季度业绩表现亮眼显著提振全年业绩。

● **商业化增值服务初显成效，版权产品持续大幅增长**

2019 年公司数字阅读业务实现营收 15.84 亿元，同比下降 5.55%，毛利 5.6 亿元，同比增长 24.17%。2019 年公司进行商业化增值服务尝试，虽付费阅读收入略有下降，但数字阅读平台商业化增值业务增速较快，业务毛利率同比提升 7.47 个百分点至 35.33%，毛利大幅增长。2019 年公司版权产品业务实现营收 2.62 亿元，同比增长 91.17%，毛利 1.36 亿元，同比增长 86.56%。公司积极拓展分发渠道，向第三方互联网平台、影视公司、游戏公司输出的版权内容增加。

● **MAU 稳定增长达 1.4 亿，引入百度战略投资展开深度合作**

2019 年公司用户规模持续增长，MAU 达到 1.4 亿，同比提升 17%，保持行业领先。公司拟非公开发行募资 7 亿元，引入百度战略投资并就数字内容授权等方面展开深度合作，发行完成后百度将持股 8.8%，成为公司第三大股东。

● **看好公司付费与免费融合的商业化变现模式，维持“推荐”评级**

公司付费与免费模式融合的商业模式初步得到验证，商业化变现能力大大提升，结合公司庞大的用户规模与领先的数字阅读内容生态，有望迎来业绩增长拐点。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 2.83、3.68、4.87 亿元，同比分别增长 75.5%、30.4%、32.3%，对应 PE 分别为 33.1/25.4/19.2 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**免费阅读变现不及预期，用户规模增速下降，行业竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,903	1,882	2,250	2,798	3,587
增长率(%)	14.2	-1.1	19.6	24.4	28.2
净利润(百万元)	139	161	283	368	487
增长率(%)	12.6	15.6	75.5	30.4	32.3
毛利率(%)	29.5	37.6	45.0	46.7	48.5
净利率(%)	7.3	8.6	12.6	13.2	13.6
ROE(%)	12.2	11.7	18.2	19.6	21.3
EPS(摊薄/元)	0.35	0.40	0.70	0.92	1.22
P/E(倍)	67.2	58.1	33.1	25.4	19.2
P/B(倍)	8.4	7.5	6.4	5.3	4.3

推荐（维持评级）

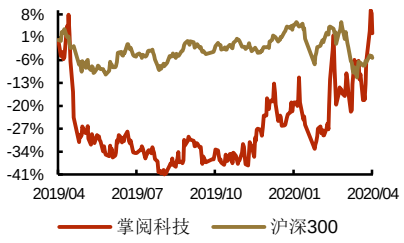
胡皓（分析师）
huhao@xsdzq.cn
证书编号：S0280518020001

马笑（联系人）
maxiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280117100011

殷成钢（联系人）
yinchenggang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120020006

市场数据	时间 2020.04.10
收盘价(元):	23.34
一年最低/最高(元):	13.01/26.3
总股本(亿股):	4.01
总市值(亿元):	93.59
流通股本(亿股):	1.63
流通市值(亿元):	38.08
近 3 月换手率:	415.57%

股价一年走势



相关报告

《月活用户增长 20%，内容持续投入和版权业务发力带来业绩增量》2019-04-24

《APP 平均 MAU 持续增长，业务扩张致毛利率下降》2018-08-29

《掌阅科技：移动数字阅读的领先企业》2018-05-02

目 录

1、 硬件业务出表致营收微降，2019Q4 归母净利润同比大增 116.42%.....3
2、 商业化增值服务初显成效，版权产品持续大幅增长.....4
3、 引入百度战略投资，就数字内容授权等方面展开深度合作.....6
4、 疫情期间在线阅读大幅增长，看好疫情后行业发展.....6
5、 盈利预测.....8
6、 风险提示.....8
附：财务预测摘要.....9

图表目录

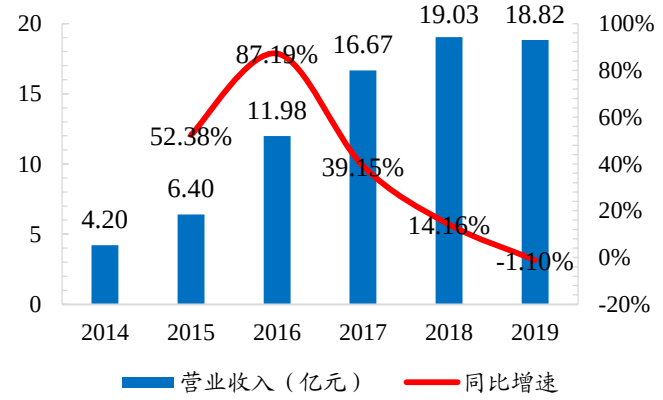
图 1: 硬件业务出表致营收微降 1.1%.....3
图 2: 2019 年归母净利润同比增长 15.57%.....3
图 3: 2019Q4 营业收入同比增长 2.4%.....3
图 4: 2019Q4 归母净利润同比大增 116.42%.....3
图 5: 2019 年销售费用同比增长 47%.....4
图 6: 2019 年 MAU 达 1.4 亿.....4
图 7: 2019 数字阅读营收同比下降 5.55%.....5
图 8: 2019 数字阅读毛利同比增长 24.17%.....5
图 9: 2019 版权产品营收同比增长 91.09%.....5
图 10: 2019 版权产品毛利同比增长 86.56%.....5
图 11: 2019 年数字阅读毛利率提升至 35.33%.....5
图 12: 2020 春节移动阅读 APP 日独立设备数显著上升.....6
图 13: 疫情期间超 7 成用户阅读花费时间比平时多.....6
图 14: 《数字阅读行业战“疫”倡议书》.....7
图 15: 2020 年疫情期间用户阅读小说频率.....7
图 16: 2020 年疫情结束后用户对阅读看法.....7

表 1: 公司财务数据摘要.....8

1、 硬件业务出表致营收微降，2019Q4 归母净利润同比大增 116.42%

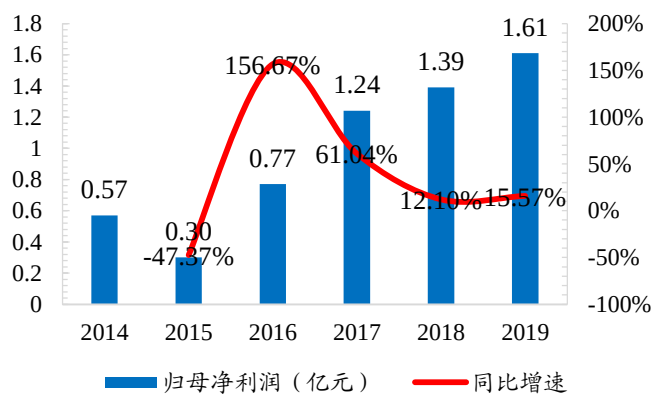
硬件业务出表致营收微降，归母净利润同比增长 15.57%。公司 2019 年实现营业收入 18.82 亿元，由于硬件业务收入出表，同比微降 1.09%，若剔除硬件业务收入影响，2019 年营收同比实现正向增长；2019 年实现归母净利润 1.61 亿元，同比增长 15.57%；版权产品业务增长及商业化增值业务尝试提升公司盈利水平，2019 年毛利率 37.58%，同比提升 8.12 个百分点。

图1： 硬件业务出表致营收微降 1.1%



资料来源：wind，新时代证券研究所

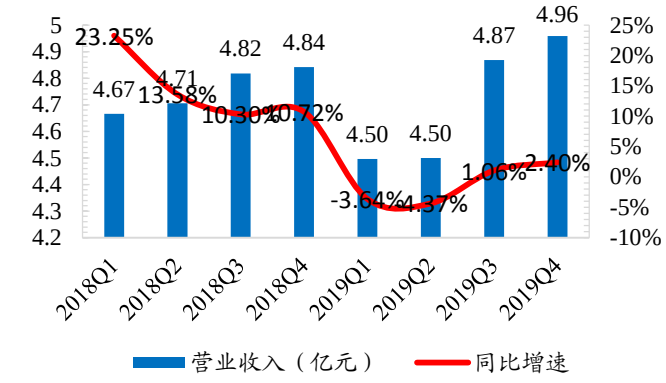
图2： 2019 年归母净利润同比增长 15.57%



资料来源：wind，新时代证券研究所

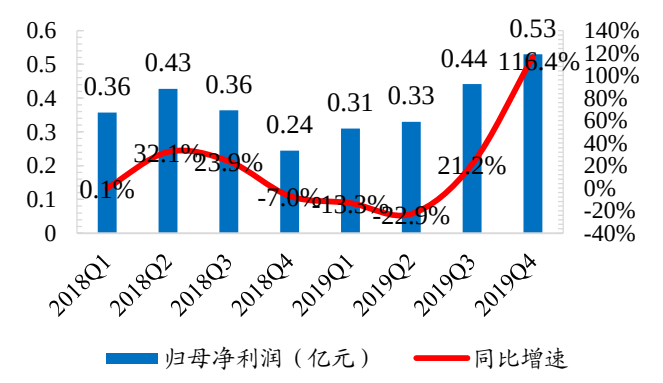
四季度业绩亮眼，归母净利润同比大增 116.42%。2019Q4 实现营业收入 4.96 亿元，同比增长 2.4%；归母净利润 0.53 亿元，同比大幅增长 116.42%，公司四季度业绩表现亮眼显著提振全年业绩。

图3： 2019Q4 营业收入同比增长 2.4%



资料来源：wind，新时代证券研究所

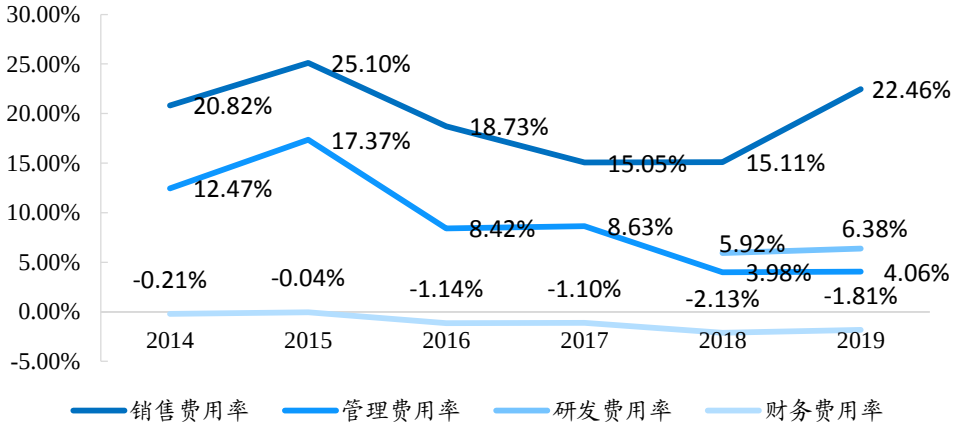
图4： 2019Q4 归母净利润同比大增 116.42%



资料来源：wind，新时代证券研究所

加大用户投入力度，销售费用同比增长 47%。由于公司付费与免费模式相融合的运营战略，2019 年公司加大了用户投放力度，销售费用 4.22 亿元，同比增长 47.03%，销售费用率由 15.11%上涨至 22.46%；同时，公司持续注重技术研发投入，2019 年研发费用为 1.2 亿元，同比增长 6.56%，研发费用率由 5.92%上涨至 6.38%。

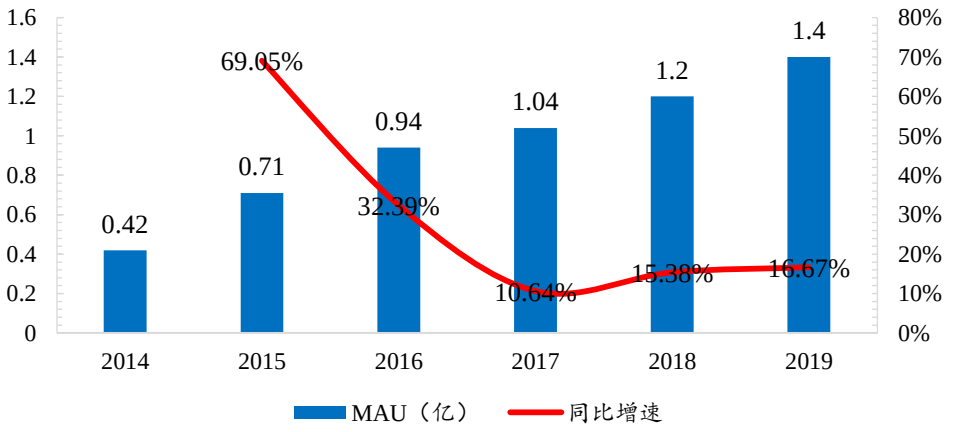
图5： 2019 年销售费用同比增长 47%



资料来源：wind，新时代证券研究所

用户规模不断扩大，MAU 达 1.4 亿。2019 年公司用户规模持续增长，MAU 达到 1.4 亿，同比提升 17%，保持行业领先。

图6： 2019 年 MAU 达 1.4 亿

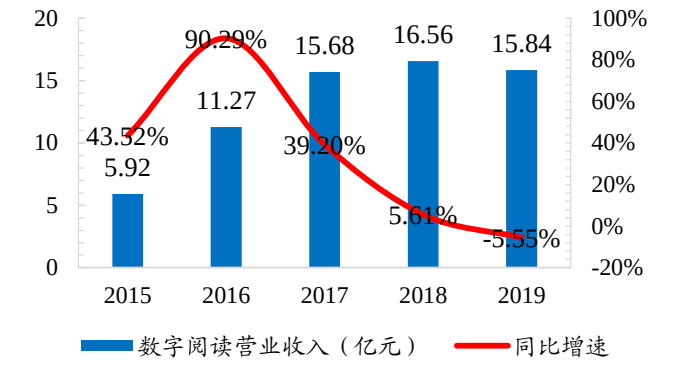


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、 商业化增值服务初显成效，版权产品持续大幅增长

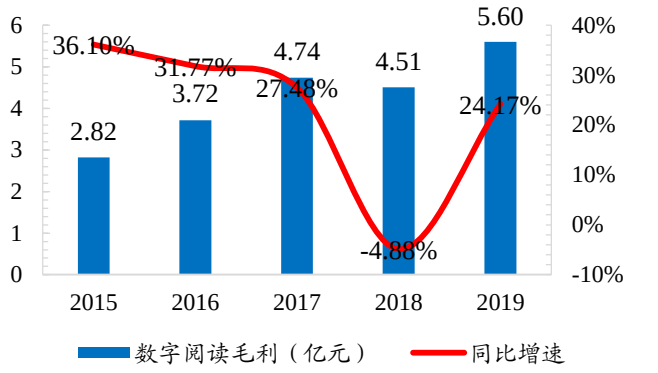
商业化增值服务初显成效，数字阅读毛利高速增长。数字阅读平台收入 15.84 亿元，同比下降 5.55%。报告期内公司不断提升数字阅读相关技术，持续改进产品，提升用户体验同时改进运营模式，公司基于付费和免费模式融合的运营策略，适度尝试商业化增值服务，虽然付费阅读收入略有下降，但数字阅读平台商业化增值业务增速较快，使得数字阅读平台毛利达 5.6 亿元，同比增长 24.17%。

图7： 2019 数字阅读营收同比下降 5.55%



资料来源：wind，新时代证券研究所

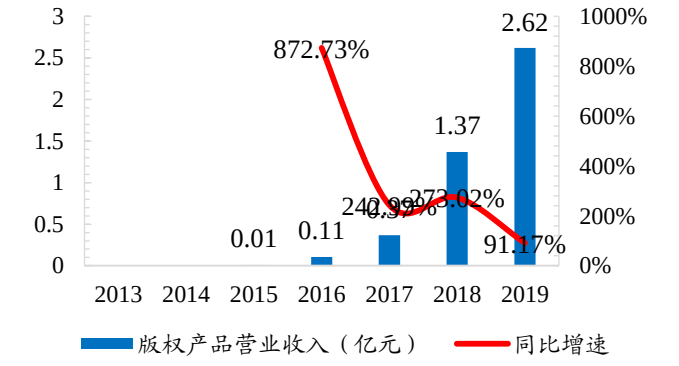
图8： 2019 数字阅读毛利同比增长 24.17%



资料来源：wind，新时代证券研究所

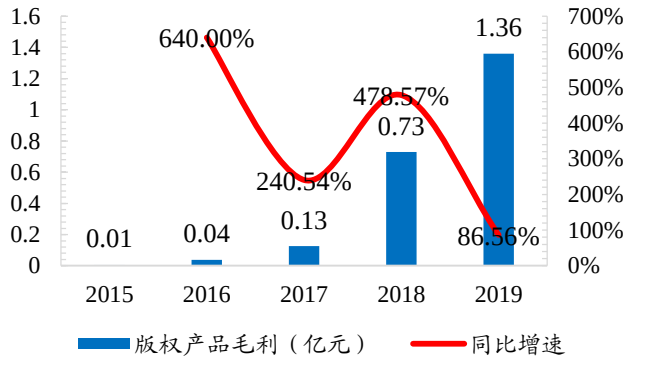
版权业务持续推进，营收毛利大幅增长。版权产品收入 2.62 亿元，同比大幅增长 91.17%，主要是源于公司积极拓展分发渠道，向第三方互联网平台、影视公司、游戏公司输出的版权内容增加所致。同时版权业务成本保持稳定增长，整体业务实现毛利 1.36 亿元，同比增长 86.56%，营收毛利均大幅增长。

图9： 2019 版权产品营收同比增长 91.09%



资料来源：wind，新时代证券研究所

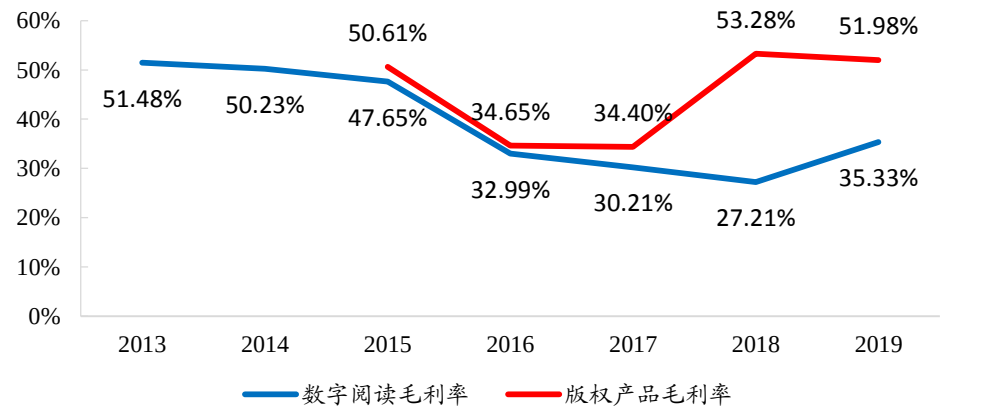
图10： 2019 版权产品毛利同比增长 86.56%



资料来源：wind，新时代证券研究所

数字阅读毛利率显著提升，版权产品毛利率稳定。基于公司付费与免费阅读模式相结合的运营策略初见成效，数字阅读毛利率上涨至 35.33%；2019 年版权产品毛利率 51.98%，趋于稳定。

图11： 2019 年数字阅读毛利率提升至 35.33%



资料来源：wind，新时代证券研究所

3、 引入百度战略投资，就数字内容授权等方面展开深度合作

公司非公开发行募集 7 亿元，完成后百度将持股 8.8%成为第三大股东。2020 年 3 月公司发布非公开发行预案，公司拟发行价格为 18.10 元/股向百瑞翔非公开发行股票，拟募集资金总额不超过 7 亿元，并与百瑞翔投资及其母公司百度集团就战略投资、数字内容授权及深度战略合作等方面展开深度合作，具体合作内容包括:

1. 战略投资合作：百瑞翔投资以现金方式认购公司 2020 年非公开发行 A 股股票的全部股份,**发行完成后,百瑞翔投资将成为公司公司股东，持有公司不超过 8.8%股份;**

2. 内容授权合作：**公司授权百度集团对授权作品进行网络传播，授权期限内版权费用采用净收入分成+保底的方式计算,**保底授权金总额为每期每 12 个月人民币 1 亿元(含税),共三期 36 个月,人民币 3 亿元。

3. 深度战略合作:

（1） 公司版权内容向百度保持全量开放并优先支持百度的版权内容采购需求，且同等条件下百度及其关联方对前述版权内容可优先开发 IP 衍生产品;

（2） 百度将在流量、内容采购及开发、商业化、人工智能、大数据、软件应用等方面给予公司优先支持;

（3） 双方将共同发展数字阅读内容生态,拓展优质 IP 的衍生形式;

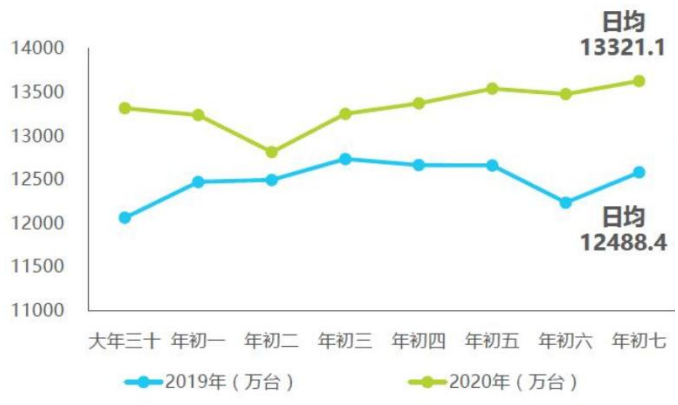
（4） 双方将加强在线教育、智能硬件领域的合作。

（5） 公司将与百度联盟开展商业化变现合作。

4、 疫情期间在线阅读大幅增长，看好疫情后行业发展

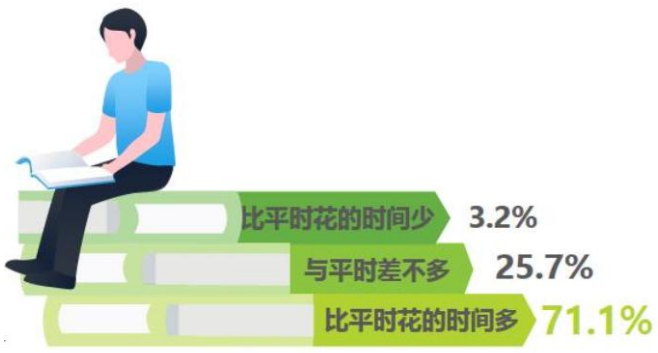
疫情期间移动阅读用户数与平均阅读时长迎来“双击”。根据艾瑞咨询调研数据，受疫情影响，春节假期内移动阅读 APP 日均独立设备数达 1.33 亿台，同比增长 6.67%。同时，疫情期间超 7 成用户在阅读上花费的时间比平时多。25.7%用户表示与平时差不多，仅 3.2%用户比平时花费时间少。

图12： 2020 春节移动阅读 APP 日独立设备数显著上升



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

图13： 疫情期间超 7 成用户阅读花费时间比平时多



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

疫情期间开放阅读资源，吸引新用户养成阅读习惯。中国音像与数字出版协会于 1 月 31 日向全体会员单位发出了《数字阅读行业战“疫”倡议书》，倡议提供免

费阅读服务，2 月 1 日至 2 月 29 日期间，精选优质内容供全国用户免费阅读。倡议参与单位包括掌阅科技、阅文集团、中文在线、咪咕、人民阅读、中信出版等龙头数字阅读公司。免费阅读资源充分吸引新用户，同时 2 月一整月的免费时间使得新用户形成一定阅读习惯，提升免费结束后留存率。

免费阅读期间，60 家数字阅读平台及单位共设置 80 余个免费阅读专区，用户总浏览量超过 52.8 亿人次，总阅读量超过 72.2 亿人次，总阅读时长超过 3.3 亿小时，总下载量超过 2.4 亿次，新增注册用户突破 1 亿。

图14： 《数字阅读行业战“疫”倡议书》



中国音像与数字出版协会
CHINA AUDIO-VIDEO AND DIGITAL PUBLISHING ASSOCIATION

数字阅读行业战“疫”倡议书

各有关数字阅读企业及出版单位：

为学习贯彻习近平总书记关于防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的重要指示精神和党中央、国务院决策部署，由中国音像与数字出版协会数字阅读工作委员会提议，中国音像与数字出版协会发起《数字阅读行业战“疫”倡议书》，呼吁全行业积极响应当前疫情防控工作，集结数字阅读行业力量共同战“疫”，为抗击疫情、稳定民心、增强信心、鼓舞士气贡献力量，发出如下倡议：

一、**提供免费阅读服务。**加强优质内容供给，助力公众充实居家精神文化生活，充分发挥阅读平台的主体责任，为抗击疫情贡献企业社会责任。2020 年 2 月 1 日—29 日，各数字阅读企业精选优质内容供全国用户免费阅读。

二、**传播防疫知识内容。**持续响应社会关切，扎实有效做好舆论引导，助力公众及时了解疫情防护科学知识内容，加快上线并免费传播疫情防护相关专题电子书和有声读物，为疫情防控工作提供有力支撑。

目前新型冠状病毒感染肺炎疫情牵动全国人民的心，值此困难时刻，全国上下一心，众志成城、合力致远、科学防治、共克时艰，病

1/2

毒无情人有情，让我们用阅读传递信心，用知识做好防护，共同书写战“疫”的胜利篇章！

中国音像与数字出版协会
2020 年 1 月 30 日

附：倡议单位名单（排名不分先后，按拼音顺序）

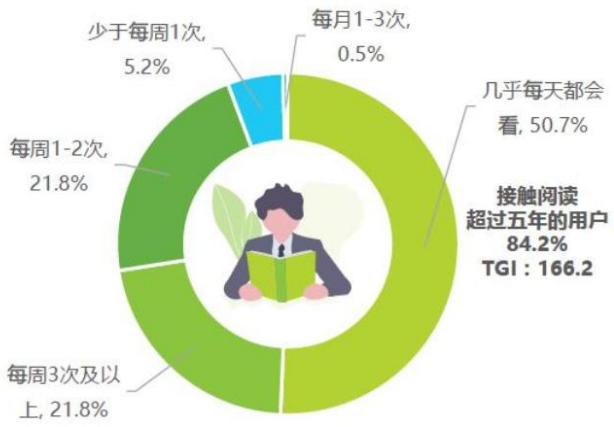
“可知”知识服务平台	咪咕数字传媒有限公司
爱奇艺文学	清华大学出版社（文泉学堂）
北京点众科技股份有限公司	全国高校思想政治工作网
北京方正阿帕比技术有限公司	人民阅读 APP
北京墨岩信息技术有限公司	上海麦克风文化传媒有限公司（蜻蜓 FM）
北京幻想纵横网络技术有限公司	上海喜马拉雅科技有限公司
北京磨铁数盟信息技术有限公司	书旗小说（阿里旗下阅读平台）
北京企鹅童话科技有限公司	四川数字出版传媒有限公司
北京世纪超星信息技术发展有限责任公司	四川文轩在线电子商务有限公司
北京铁血科技股份公司	天府 TV
北京易天新动网络科技有限公司 （塔读文学）	天翼阅读文化传播有限公司
博库数字出版传媒集团	新华书店网上商城
当当云阅读	阅文集团
得到 APP	云阅文学
电子工业出版社有限公司	掌阅科技股份有限公司
豌登读书	浙江毕云文化传播有限公司
高等教育出版社有限公司	智泰数字出版集团有限公司
杭州掌维科技有限公司	中国科学技术出版社有限公司（整科学普及出版社）
黑龙江东北数字出版传媒有限公司	中国农业出版社
晋江文学城	中国少年儿童新闻出版总社
京东读书（北京京东叁佰陆拾度电子商务有限公司）	中国图书进出口（集团）总公司
凯叔讲故事 APP	中国知网
懒人听书	中南大学出版社有限责任公司
连尚文学	中文在线数字出版集团股份有限公司
联通沃悦读科技文化有限公司	中信出版集团

2/2

资料来源：搜狐网，新时代证券研究所

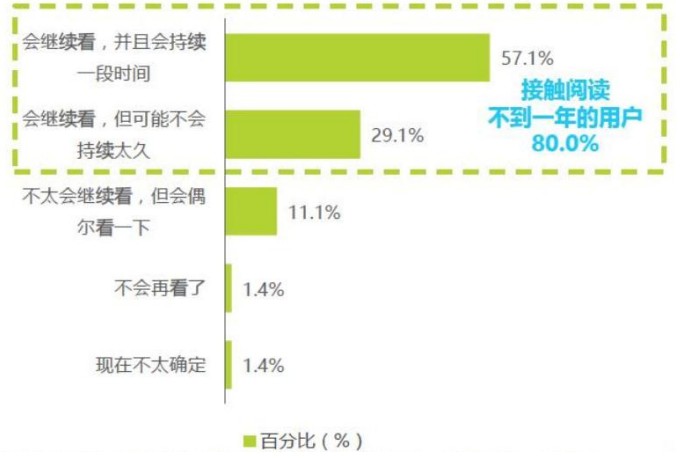
疫情期间用户粘性强，疫情结束后留存率高。疫情期间，50.7%的用户每天都会阅读小说，接触阅读超过 5 年的用户中，84.2%每天都会阅读小说，用户粘性极强。另外，86.2%的用户表示疫情后会继续阅读，80%接触阅读不到一年的用户表示会继续阅读，说明疫情免费阅读期间新用户具有较强的留存率。

图15： 2020 年疫情期间用户阅读小说频率



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

图16： 2020 年疫情结束后用户对阅读看法



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

表1： 公司财务数据摘要

数据类型	科目（百万元）	2015	2016	2017	2018	2019
收入及利润	营业收入	639.67	1197.63	1666.99	1903.15	1882.35
	同比增速	52.44%	87.23%	39.19%	14.17%	-1.09%
	毛利	309.95	394.59	496.03	560.70	707.38
	同比增速	47.02%	27.31%	25.71%	13.04%	26.16%
	归母净利润	29.55	77.01	123.83	139.46	161.17
	同比增速	-48.57%	160.60%	60.80%	12.63%	15.56%
成本及费用	销售费用	160.56	224.26	250.96	287.57	422.82
	销售费用率	25.10%	18.73%	15.05%	15.11%	22.46%
	管理费用	111.14	100.81	143.86	75.73	76.34
	管理费用率	17.37%	8.42%	8.63%	3.98%	4.06%
	研发费用	-	-	-	112.679	120.065
	研发费用率	-	-	-	5.92%	6.38%
	财务费用	-0.28	-13.64	-18.36	-40.54	-34.15
	财务费用率	-0.04%	-1.14%	-1.10%	-2.13%	-1.81%
关键比率	ROE(摊薄)	4.52%	10.57%	12.53%	12.52%	12.98%
	销售毛利率	48.45%	32.95%	29.76%	29.46%	37.58%
	销售净利率	4.62%	6.45%	7.43%	7.15%	7.80%
	资产负债率	17.80%	24.97%	26.91%	29.78%	34.37%
每股指标	EPS(基本)	0.10	0.21	0.33	0.35	0.40
	P/E(TTM)	-	-	143.13	50.51	51.26
	P/B(MRQ)	-	-	18.40	6.41	5.48
	P/S(TTM)	-	-	11.37	3.84	3.63

资料来源：wind，新时代证券研究所

5、 盈利预测

公司付费与免费模式融合的商业模式初步得到验证，商业化变现能力大大提升，结合公司庞大的用户规模与领先的数字阅读内容生态，有望迎来业绩增长拐点。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 2.83、3.68、4.87 亿元，同比分别增长 75.5%、30.4%、32.3%，对应 PE 分别为 33.1/25.4/19.2 倍，维持“推荐”评级。

6、 风险提示

免费阅读变现不及预期，用户规模增速下降，行业竞争加剧等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1372**	**1538**	**1401**	**1896**	**2010**
现金	1032	1199	1079	1359	1425
应收票据及应收账款合计	223	283	180	439	383
其他应收款	5	4	7	7	11
预付账款	55	41	74	68	114
存货	48	0	51	10	65
其他流动资产	9	11	11	12	12
非流动资产	**220**	**374**	**454**	**564**	**675**
长期投资	123	220	333	447	562
固定资产	36	34	28	24	21
无形资产	37	48	22	23	21
其他非流动资产	25	72	71	71	71
资产总计	**1591**	**1912**	**1855**	**2460**	**2684**
流动负债	**474**	**655**	**392**	**715**	**544**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	230	289	86	357	212
其他流动负债	243	365	306	358	332
非流动负债	**0**	**2**	**2**	**2**	**2**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	2	2	2	2
负债合计	**474**	**657**	**394**	**717**	**546**
少数股东权益	4	14	-2	-29	-60
股本	401	401	401	401	401
资本公积	369	380	380	380	380
留存收益	343	460	632	850	1142
归属母公司股东权益	1113	1241	1463	1771	2199
负债和股东权益	**1591**	**1912**	**1855**	**2460**	**2684**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**143**	**309**	**21**	**414**	**200**
净利润	136	147	267	342	456
折旧摊销	27	31	43	20	24
财务费用	-41	-34	-16	-26	-31
投资损失	-12	-38	-27	-30	-29
营运资金变动	-9	177	-246	109	-219
其他经营现金流	42	25	-0	-0	-0
投资活动现金流	**126**	**99**	**-97**	**-100**	**-105**
资本支出	67	37	-32	-5	-4
长期投资	189	140	-113	-114	-115
其他投资现金流	382	276	-242	-218	-224
筹资活动现金流	**-10**	**-9**	**-44**	**-34**	**-30**
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	11	0	0	0
其他筹资现金流	-9	-20	-44	-34	-30
现金净增加额	**265**	**402**	**-120**	**281**	**66**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1903**	**1882**	**2250**	**2798**	**3587**
营业成本	1342	1175	1238	1492	1846
营业税金及附加	5	6	7	9	11
营业费用	288	423	540	700	933
管理费用	76	76	90	113	144
研发费用	113	120	138	175	223
财务费用	-41	-34	-16	-26	-31
资产减值损失	1	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	7	12	11	11	11
投资净收益	12	38	27	30	29
营业利润	**138**	**164**	**289**	**374**	**500**
营业外收入	6	1	4	3	3
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	**143**	**164**	**292**	**377**	**502**
所得税	7	18	26	36	46
净利润	**136**	**147**	**267**	**342**	**456**
少数股东损益	-3	-14	-16	-27	-31
归属母公司净利润	**139**	**161**	**283**	**368**	**487**
EBITDA	139	160	301	361	485
EPS（元）	0.35	0.40	0.70	0.92	1.22

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.2	-1.1	19.6	24.4	28.2
营业利润(%)	3.5	18.1	76.9	29.5	33.4
归属于母公司净利润(%)	12.6	15.6	75.5	30.4	32.3
获利能力					
毛利率(%)	29.5	37.6	45.0	46.7	48.5
净利率(%)	7.3	8.6	12.6	13.2	13.6
ROE(%)	12.2	11.7	18.2	19.6	21.3
ROIC(%)	-180.8	-54.3	1285.7	-452.1	234.1
偿债能力					
资产负债率(%)	29.8	34.4	21.2	29.2	20.3
净负债比率(%)	-92.3	-95.4	-73.7	-77.9	-66.5
流动比率	2.9	2.3	3.6	2.7	3.7
速动比率	2.7	2.3	3.2	2.5	3.4
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	10.0	7.4	9.7	9.0	8.7
应付账款周转率	6.8	4.5	6.6	6.7	6.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.40	0.70	0.92	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.71	0.05	1.03	0.50
每股净资产(最新摊薄)	2.78	3.09	3.65	4.42	5.48
估值比率					
P/E	67.2	58.1	33.1	25.4	19.2
P/B	8.4	7.5	6.4	5.3	4.3
EV/EBITDA	59.7	51.1	27.5	22.1	16.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009 年 4 月加盟光大证券研究所，期间曾获 2010 年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011 年加盟银河证券，2012、2014 年新财富最佳分析师第四名，2015 年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/