

# 引力传媒 (603598)

证券研究报告

2020年11月03日

## 立足数字营销扩张边界，短视频业务增长已现端倪

### 成立 15 年搭建营销全服务链，短视频营销今年取得重大成果

引力传媒成立于 2005 年，历经品牌营销、内容营销、数字营销、数字商业等发展阶段，从传统营销向数字化整合营销转型。公司通过并购迅速扩展业务边界，2017 年收购珠海视通，2018 年收购上海致趣，2019 年切入效果营销与短视频市场，提高公司数字营销业务规模和竞争优势。2020 年 10 月引力传媒 MCN 第二总部正式入驻杭州未来科技城，开启引力传媒直播电商新征程。目前短视频营销已取得初步成果，2020 年前三季度，公司短视频广告和内容电商业务收入达到 8.85 亿元，预计全年保持高速增长，今年新增合作蚂蚁集团、小米等科技巨头，持续开拓头部客户保持狼性。

### 商誉减值影响 19 年业绩，20 年短视频营销业务发力，利润拐点已至

公司收入 2019 年 30 亿元，剔除商誉减值影响后，归母净利润 1.1 亿元，同比增长 87.02%；2020 年 Q1-Q3，公司实现收入 35.10 亿元，同比增长 72.59%，短视频业务发展取得成效；2020 年 Q1-Q3，公司实现归母净利润 7230.62 万元，同比增长 18.18%，其中 Q3 收入 15.41 亿元，同比增长 67.6%，环比增长 29.4%，归母净利润 4487 万元，同比增长 33.5%，环比增长 140%，利润拐点已现。公司 Q4 与媒介确认全年返点比例，叠加电商带货等高毛利率业务，我们预测 Q4 收入利润有望继续保持环比同比明显增长。

### 紧抓抖音快手短视频头部媒介红利，人货场竞争优势助力公司拓展 MCN

上游客户方面，公司积累大量品牌商资源，服务品牌企业 500 余家。在业务拓展过程中，公司将积累的客户资源优势逐步转变为供应链资源优势，与国内头部快消、健康、3C、美妆等多家知名品牌企业进行在抖音、快手和小红书等平台独家供应链合作，提升市场拓展能力；

合作网红方面，公司目前已孵化“老实人小黑”等红人号，并签约陈志朋、邓莎等明星网红，季报披露公司全网粉丝约 1.5 亿，旗下抖音 MCN 机构“磁力科技”账号矩阵粉丝数已突破 1 亿，后续增长值得期待；

场景和流量把控方面，公司长期合作媒体超过 300 家，并获芒果“最佳代理伙伴”、腾讯“竞价突出绩优奖”等多个奖项，公司积极拓展短视频新媒体，与抖音、快手合作。2020 年前三季度，公司短视频营销与内容电商团队规模已近 200 人，完成新媒体与内容电商全产业链服务能力建设。

**投资建议：**短视频叠加 MCN 业务拓展，2020 年为公司利润拐点，2021 年持续释放增长动能，我们预计引力 20-22 年营业收入分别为 51.0 亿/78.0 亿/103.7 亿元，归母净利润 1.3 亿/2.5 亿/4.0 亿元，对应公司 2021/2022PE 17/10 倍，利用可比公司 21E 30X 平均 PE，给予引力传媒 75 亿市值估值，目标价格 27.60 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**政策性风险，市场竞争风险，短视频业务推进不及预期风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,147.13	2,999.80	5,100.00	7,796.60	10,371.28
增长率(%)	21.87	(4.68)	70.01	52.87	33.02
EBITDA(百万元)	68.38	482.84	160.06	317.71	501.64
净利润(百万元)	56.63	(210.99)	125.77	250.10	398.48
增长率(%)	(15.15)	(472.58)	(159.61)	98.86	59.33
EPS(元/股)	0.21	(0.78)	0.46	0.92	1.47
市盈率(P/E)	73.12	(19.62)	32.92	16.56	10.39
市净率(P/B)	7.33	11.87	8.37	5.60	3.68
市销率(P/S)	1.32	1.38	0.81	0.53	0.40
EV/EBITDA	35.09	9.44	27.13	11.96	8.33

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/营销传播
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	14.77 元
目标价格	27.60 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	270.62
流通 A 股股本(百万股)	267.86
A 股总市值(百万元)	3,997.10
流通 A 股市值(百万元)	3,956.34
每股净资产(元)	1.56
资产负债率(%)	77.76
一年内最高/最低(元)	24.68/7.38

### 作者

文浩	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
翟一柠	联系人
zhaiyining@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 公司概况：数字营销发力，短视频营销取得突破</b> .....	<b>4</b>
1.1. 发展历程：传统营销向数字营销升级，短视频业务探索中突破.....	4
1.2. 股权结构与实际控制人稳定，高管人员经验丰富.....	4
1.3. 财务分析：商誉减值影响 19 年业绩，20 年头条等短视频营销业务发力.....	5
<b>2. 业务分析：数字营销升级，MCN 业务快速发展，实现业务双线增长</b> .....	<b>8</b>
2.1. 品牌营销：与品牌企业和媒体保持长期稳定合作关系.....	9
2.2. 效果营销：效果类广告市场快速增长，拓展与字节系、腾讯系媒体合作，强化营销服务优势.....	10
2.3. 短视频营销：全网粉丝总量达 1.5 亿，实现规模性收入.....	11
2.4. 内容电商：迈入直播电商市场，形成公司第二增长曲线.....	11
<b>3. 竞争优势：网络营销基础牢固，数字化整合营销转型成功</b> .....	<b>16</b>
3.1. 客户优势：维持客户长期合作关系，表现出市场拓展能力.....	16
3.2. 媒体优势：传统媒体合作稳定，短视频新媒体合作关系进一步拓展.....	16
3.3. 内容优势：数据结合内容，合力推动短视频营销.....	17
3.4. 技术优势：重视大数据，AI 营销等前沿技术.....	18
<b>4. 财务预测及投资建议：数字营销为基，MCN 业务蓄势待发</b> .....	<b>19</b>
4.1. 财务预测：归母净利润 1.3 亿/2.5 亿/4.0 亿元，对应 PE 17/10 倍.....	19
4.2. 可比公司估值.....	20
4.3. 风险提示.....	21

## 图表目录

图 1：引力传媒发展历程.....	4
图 2：引力传媒股权结构.....	4
图 3：公司营业收入及同比增速.....	6
图 4：公司归母净利润及同比增速.....	6
图 5：公司分季度营业收入及同比增速.....	6
图 6：公司分季度归母净利润及同比增速.....	6
图 7：营销公司 2020 年三个季度收入增速对比.....	6
图 8：公司毛利率及净利率水平.....	7
图 9：公司费用率水平.....	8
图 10：引力传媒支付宝营销示例.....	9
图 11：中国直播电商市场规模及预测（亿元）.....	11
图 12：引力传媒 MCN 杭州总部.....	12
图 13：引力传媒 MCN 杭州总部.....	12
图 14：陈志朋直播截图.....	13
图 15：京东、引力 2020 微山湖大闸蟹文化节.....	14

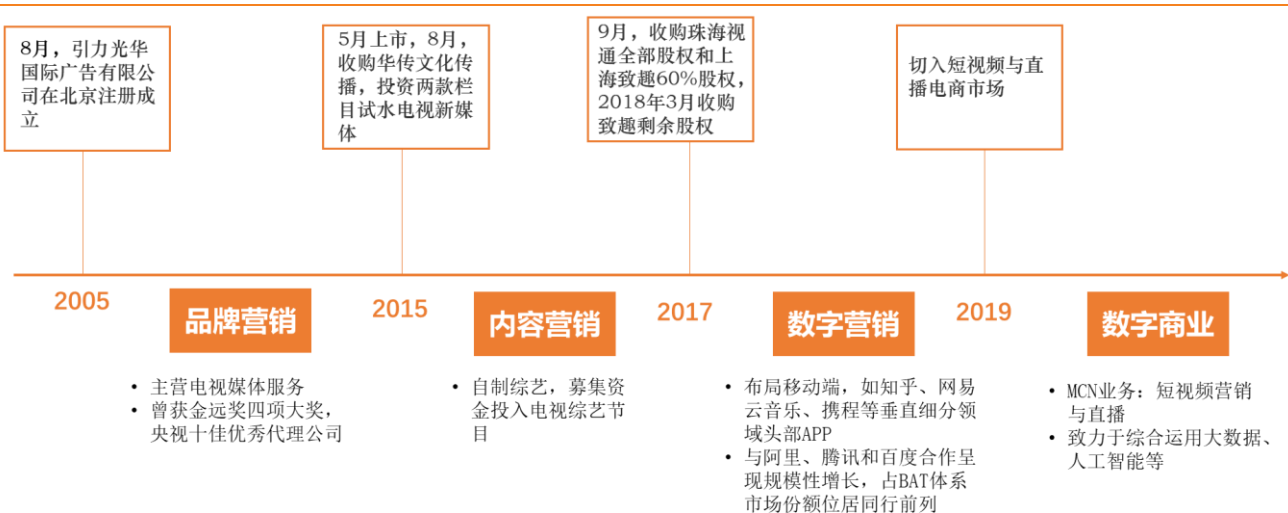
图 16: 引力直播人货场优势明显 .....	15
图 17: 引力传媒官网客户案例示例 .....	16
图 18: 引力传媒获芒果 “最佳代理伙伴” .....	17
图 19: 引力传媒获腾讯奖项 .....	17
图 20: 快手短剧场《黄雀》 .....	18
图 21: “致选” 平台介绍图 .....	19
表 1: 董事会高管人员介绍 .....	5
表 2: 业务收入占比 (2020 年 Q1-Q3) .....	9
表 3: 公司合作客户举例 .....	9
表 4: 短视频业务成果 .....	11
表 5: 公司媒体资源丰富 .....	16
表 6: 引力传媒收入预测 .....	19
表 7: 引力传媒盈利预测 .....	20
表 8: A 股可比公司估值情况 .....	20

## 1. 公司概况：数字营销发力，短视频营销取得突破

### 1.1. 发展历程：传统营销向数字营销升级，短视频业务探索中突破

引力传媒成立于 2005 年，以互联网广告运营和服务为主，公司发展历经品牌营销、内容营销、数字营销、数字商业等阶段，公司在发展过程中快速反应市场变化，从传统营销向数字化整合营销转型。引力光华国际广告有限公司在 2005 年注册成立，成立至今，公司不断扩大在全国市场的布局，先后成立山东、上海等地方公司。随着互联网技术与商业模式的发展，引力传媒向数字化整合营销转型。2015 年探索运用电视新媒体，让营销和策略人员参与前沿广告营销模式，并利用新媒体技术提高观众与栏目的参与性和互动性。引力传媒在 2017 年和 2018 年先后收购珠海视通和上海致趣，珠海视通专注互联网视频内容营销，上海致趣主营移动媒体营销，此次并购意在转型为“内容+技术+营销”的数字化整合营销传播集团。2018 年至今，引力传媒在 AI 与短视频营销、新营销生态模式、OTT 营销的技术化与数据化等方面不断探索。

图 1：引力传媒发展历程

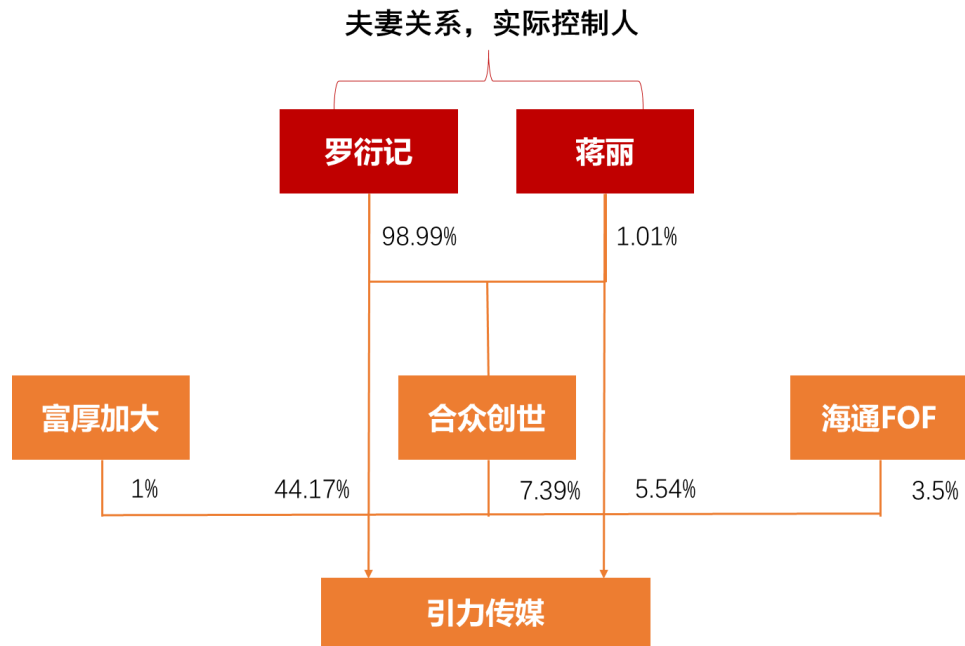


资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 股权结构与实际控制人稳定，高管人员经验丰富

公司股权结构及实际控制人稳定。公司控股股东为董事长罗衍记，截至 20 年三季报，罗衍记持有公司 44.17%股份，蒋丽持有 5.54%股份，北京合众创世管理咨询有限公司持有 7.39%股份，该公司由罗衍记和蒋丽共同持股，其中罗衍记持股比例为 98.99%。

图 2：引力传媒股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

管理人员均任职多年，任职经验丰富，具备相关知识背景。董事长罗衍记具有硕士研究生学历，自公司成立起任公司董事长和总裁；王晓颖自 2008 年起任公司财务总监；李浩自公司成立起加入公司，历任客户总监、营销中心总经理和公司助理总裁，现任公司副总裁；马长兴自 2017 年起历任公司证券事务代表，董事会秘书。

表 1：董事会高管人员介绍

姓名	职务	个人简历
罗衍记	董事长,总裁	硕士研究生学历.自 2005 年 8 月起至今任公司董事长,总裁
王晓颖	董事,财务总监	大学本科学历.自 2008 年 8 月至今任公司财务总监
李浩	董事,副总裁	大学本科学历.2005 年 8 月加入公司,历任公司客户总监,北京营销中心总经理,公司助理总裁,自 2016 年 7 月至今担任公司副总裁
卢闯	独立董事	财务学博士,具有会计学专业教授资格,2007 年 7 月至今任教于中央财经大学会计学院.自 2016 年 8 月至今,任公司独立董事
郭秀华	独立董事	法学博士,法学副教授,律师.曾任北京市中闻律师事务所律师,北京大学企业与公司法研究中心助理研究员,清华大学法学院博士后科研流动站课题研究员,现任北京市炜衡律师事务所合伙人律师,北京工业大学耿丹学院国际商学院副教授,中国商业法研究会理事
郎劲松	独立董事	文学博士.2002 年 7 月至今,就职于中国传媒大学新闻学院,教授,博士生导师
马长兴	董事会秘书	经济学学士;2012 年 4 月至 2017 年 11 月,任北京东方国信科技股份有限公司证券事务代表,2017 年 12 月进入公司担任证券事务代表,2020 年 4 月底至今任本公司董事会秘书.

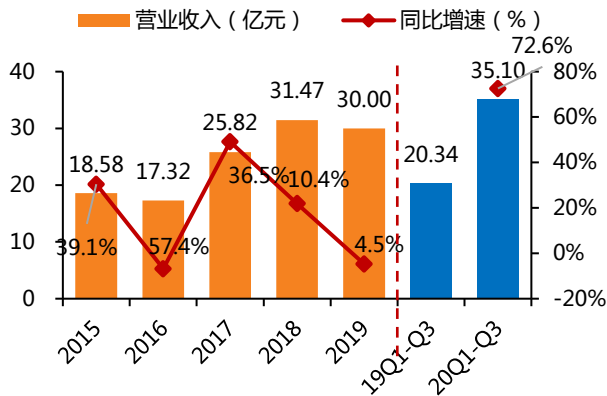
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 财务分析：商誉减值影响 19 年业绩，20 年头条等短视频营销业务发力

公司收入 2019 年达 30 亿元，归母净利润亏损主要为计提商誉减值所致。2019 年公司实现收入 30 亿元，同比下降 4.68%，收入下降主要原因为整体宏观经济环境影响；2019 年归母净利润亏损 2.11 亿元，主要原因为公司 2019 年度计提了商誉减值准备，剔除商誉减值影响后，公司 2019 年度归属于上市公司股东的净利润为 1.1 亿元，同比增长 87.02%，主要原因是业务结构明显优化和管理效率提升带来利润增厚。

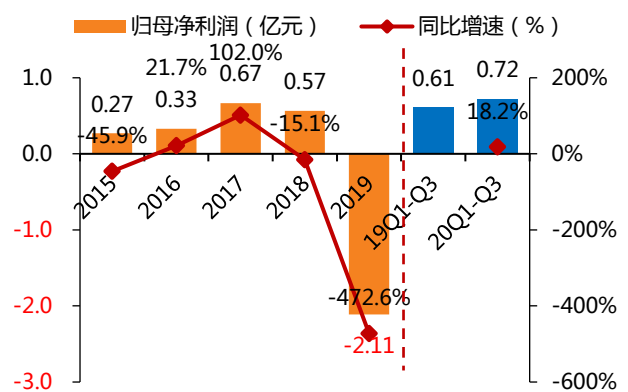
2020 年前三季度实现营业收入 35.1 亿元,同比增长 72.59%,营收规模已超去年全年总量,实现归母净利润 7231 万元,同比增长 18.2%,经营业绩增长显著。2020 年 Q1-Q3,公司实现营业收入 35.1 亿元,较上年同期增长 72.59%,主要原因是短视频业务发展取得成效;2020 年 Q1-Q3,公司实现归母净利润 7231 万元,同比增长 18.2%;其中 Q3 收入 15.41 亿元,同比增长 67.6%,归母净利润 4487 万元,同比增长 33.5%,业绩拐点已现。同时,公司传统营销业务具有一定的季节性,Q4 是与媒介确定全年返点比例结算时间段,叠加电商带货双十一活动,全年业绩可期。

图 3: 公司营业收入及同比增速



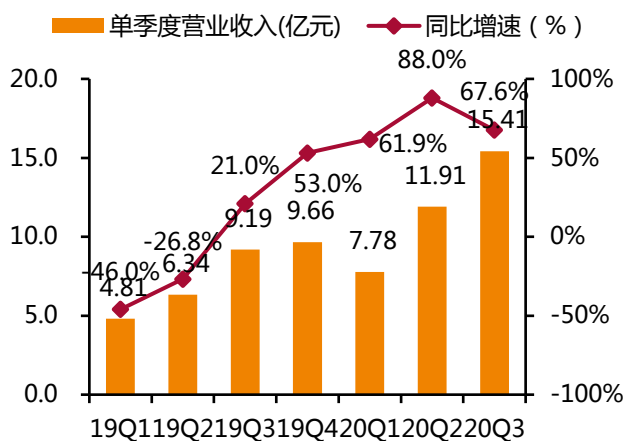
资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 4: 公司归母净利润及同比增速



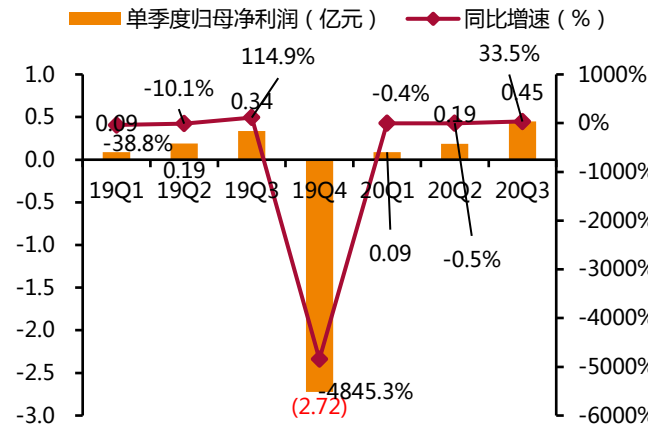
资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 5: 公司分季度营业收入及同比增速



资料来源:公司公告,天风证券研究所

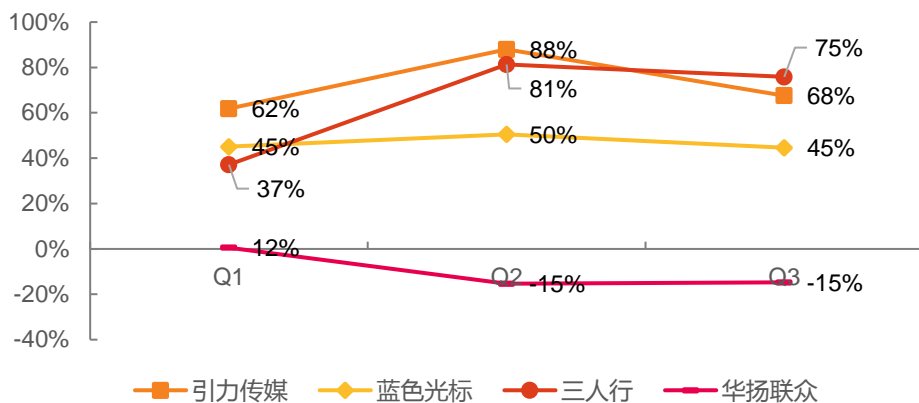
图 6: 公司分季度归母净利润及同比增速



资料来源:公司公告,天风证券研究所

从行业对比看,2020 年前三季度,引力传媒通过信息流效果广告及短视频营销发力,收入增速领跑行业。公司前三季度单季度收入增速分别达到 61.9%、88.0%、67.6%,公司收入增速领跑主要原因是公司效果广告收入增速较高以及短视频业务发展取得成效。

图 7: 营销公司 2020 年三个季度收入增速对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司目前商誉余额 2.73 亿元，已在可控范围。截至 2019 年末，公司已对收购一零二四互动营销顾问(北京)有限公司形成的商誉全额计提减值准备。因收购珠海视通产生的商誉 3.38 亿元，已计提减值 3.17 亿元，余额 0.21 亿元；因收购上海致趣产生商誉 2.52 亿元，2019 年上海致趣业绩完成情况良好，不存在减值。目前商誉余额 2.73 亿元，主要为并购上海致趣产生的商誉。

表 2: 引力传媒 2019 年商誉情况和减值准备 (亿元)

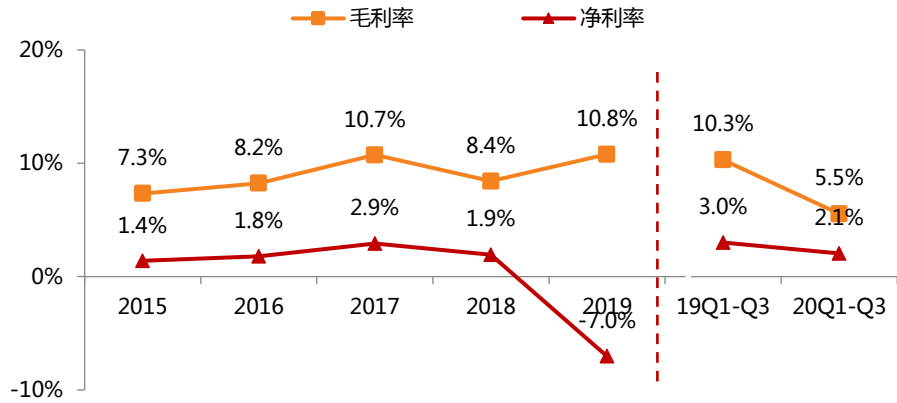
被投资单位名称	账面原值	计提	商誉余额
一零二四互动营销顾问(北京)有限公司	0.12	2019 年 12 月 31 日前 已全额计提减值准备	
珠海视通超然文化传媒有限公司	3.38	3.17	0.21
上海致效趣联科技有限公司	2.52		2.52
合计	6.02		2.73

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

业务转型过程中毛利率与净利率水平有所下降，2020 年前三季度费用率有所下降，业务成型后毛利率有提升空间。2020 年前三季度，业务转型过程中短视频相关业务占比提升，公司整体毛利率有所下降，公司 Q1-Q3 毛利率 5.5%，同比降低 4.8pct，随着公司短视频业务逐渐成型，供应链逐步完善，毛利率有望提高。净利率 2.1%，同比降低 0.9pct。四项费用方面，20Q1-Q3 公司销售费用 0.53 亿元，同比增加 14%，销售费用率 1.50%，同比下降 0.76pct；管理费用 0.41 亿元，同比下降 16.85%，管理费用率 1.16%，同比下降 1.24pct；财务费用 748 万元，同比增加 30.15%，财务费用率 0.21%，同比上升 0.07pct；研发费用 1043 万元，同比下降 32.12%，研发费用率 0.30%，同比下降 0.46pct。

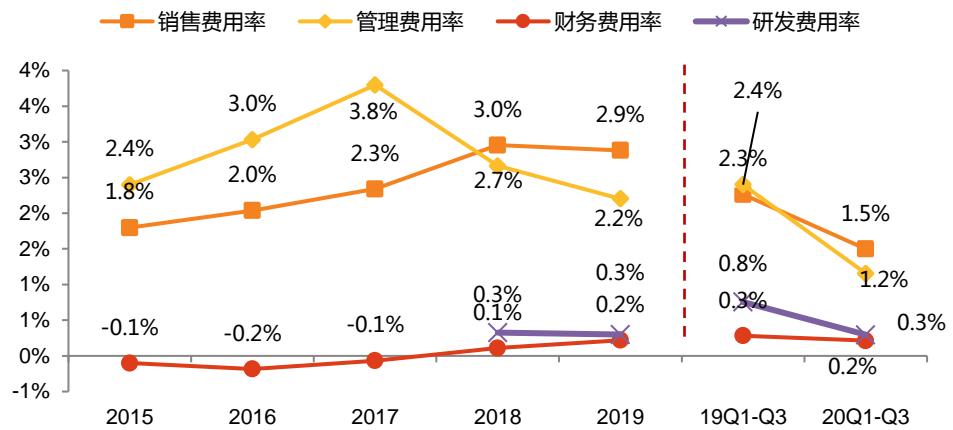
公司四项费用数额基本稳定，费用率的下降主要源于营收水平的上升带来规模效益。公司加大市场开拓力度，提高营业收入规模，扩充销售人员团队，导致销售费用增长；管理费用无明显变化；财务费用上升是由于借款金额增加导致利息支出增加；调整研发人员结构，薪酬规模降低使得研发费用下降；总体来说，公司成本费用管理能力稳定。

图 8: 公司毛利率及净利率水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司费用率水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 业务分析：数字营销升级，MCN 业务快速发展，实现业务双线增长

随着移动互联网发展，引力传媒形成了技术、内容与数据驱动型数字化整合营销模式。目前，公司完成三大业务板块布局：品牌营销、效果营销、短视频营销及电商运营，打造从品牌传播到销售实现的全链路商业服务体系。

**业务结构优化，20 年前三季度短视频广告和内容电商业务收入达到 8.85 亿元。**2019 年以来，公司主营业务由内容营销与数字营销为主的整合营销服务，逐步扩展到更加精准的效果营销和内容电商服务，服务也从创意、设计、传播策略、媒介分发发展到产品销售，健全了全域营销与全链路的商业服务体系。2019 年，公司业务结构明显优化，传统的以影视剧、综艺节目为媒体资源的媒介代理业务占比下降到不足 20%，短视频营销、APP 商业化、信息流广告等新媒体业务占比提高到近 80%。2020 年前三季度，公司品牌营销业务收入 18.60 亿元，效果广告业务收入规模达到 7.64 亿元，短视频广告和内容电商业务收入达到 8.85 亿元，为近百家客户提供直播带货服务。其中，品牌广告收入主要包括为广告主形成品牌优势的营销广告收入以及 APP 商业化收入，效果广告主要是在部分新兴媒体投放的效果类信息流广告，短视频广告主要是在抖音快手等短视频平台通过 KOL 投放的广告。目前，品牌广告与效果广告作为公司基石业务稳定增长；短视频广告与内容电商业务已取得规模性成效，有望持续增长，成为公司的第二增长曲线。



表 2: 业务收入占比 (2020 年 Q1-Q3)

	收入 (亿元)	占比 (%)
品牌营销业务	18.60	53%
效果广告业务	7.64	22%
短视频广告和内容电商业务	8.85	25%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 2.1. 品牌营销: 与品牌企业和媒体保持长期稳定合作关系

品牌营销是公司通过市场营销使用户形成对企业品牌和产品的认知过程, 使用户加深对营销内容的印象, 提高用户对品牌的感知强度。在协助客户品牌营销的过程中, 公司已与 500 余家国内外品牌企业保持长期稳定的合作关系。引力传媒先后服务国内外品牌企业 500 余家, 有近百家企业与公司合作超过 10 年, 包括美的集团、九阳电器、洽洽食品等实体经济领军品牌。随着数字经济的蓬勃发展, 公司客户结构不断丰富, 阿里、腾讯、京东、百度、网易等互联网头部企业、Dior、Burberry、ZARA、玛莎拉蒂、迪士尼等国际品牌、完美日记、敷尔佳、卡姿兰等新品国货品牌都是公司客户。20 年上半年, 公司客户结构进一步优化, 新增合作蚂蚁金服、小米等科技巨头。

表 3: 公司合作客户举例

实体经济	互联网	国际品牌	新品国货
美的集团	蚂蚁金服	Dior	完美日记
九阳电器	小米	Burberry	敷尔佳
蒙牛乳业	学而思	ZARA	卡姿兰
养元饮品	阿里	玛莎拉蒂	
雅迪集团	腾讯	迪士尼	
洽洽食品	京东	施华洛世奇	
	百度		
	网易		
	快手		
	美团		
	拼多多		
	知乎		

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

品牌营销效果显著, 合作项目创历史新高, 验证公司内容营销实力。例如, 在《这就是街舞 3》中, 公司为“支付宝”和“redmi”进行创意内容营销服务; 在线教育方面, 公司新增“学而思”等客户, 并在腾讯视频的热播剧《安家》中为“学而思”提供创意内容营销服务。20 年前三季度, 公司于 100 余部影视剧与综艺节目当中帮助 50 余家客户完成内容创意营销植入服务, 合作项目案例总量创近三年同期最高纪录。

图 10: 引力传媒支付宝营销示例

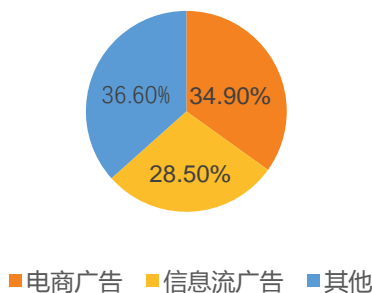


资料来源：非凡软件站，天风证券研究所

## 2.2. 效果营销:效果类广告市场快速增长,拓展与字节系、腾讯系媒体合作,强化营销服务优势

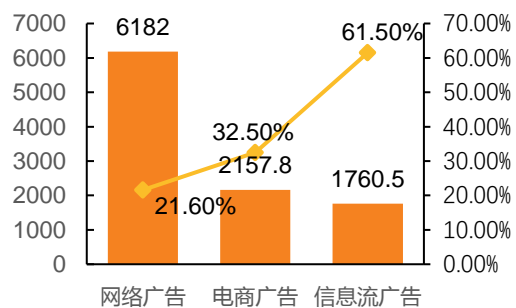
效果营销是指企业按照营销的实际效果来支付推广费用，广告主品效合一的需求成为行业趋势。营销效果通常用销售额、引导数、行动和点击数等指标来表示，作为企业付费的依据。随着效果营销的精准性与转化率不断提升，广告主品效合一的需求成为行业趋势。公司建立了以创意内容和技术数据驱动，电商引流高效转化为特色的创新效果业务。基于近几年与字节系、腾讯等多个流量平台建立的合作关系，公司在效果广告领域有突破性发展，为客户提升广告投放的点击、注册、购买转化，提高投入产出比，为客户带来投放价值。

图 11：2019 年中国网络广告市场构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：2019 中国网络广告市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**并购视通、致趣扩展业务版图，增强公司竞争优势。**2017 年 7 月，引力传媒收购珠海视通，2018 年 6 月完成上海致趣的收购，珠海视通以媒介运营代理业务为主，同时扩展媒体运营业务；上海致趣主营移动媒体营销，拥有 700+品牌客户资源，开发了国内领先的 ERP 系统并对接大量移动媒体的私有交易平台，拥有突出的技术能力和数据积淀。公司并购视通、致趣有效扩展业务版图，增强公司竞争优势。

目前，公司效果营销业务团队已经构建了完整的服务架构，团队规模 120 余人，累计服务 120+ 客户。公司效果营销团队包括销售、运营、短视频工场、媒介、服务五大体系，出品效果短视频内容近万条。累计服务 120+ 客户，包括快手、头条系、水滴保、同程艺龙等，涵盖金融保险、网服、在线教育、彩妆、服装等行业。公司效果广告客户日消耗额峰值突

破 600 万元，发展态势良好。

### 2.3. 短视频营销：全网粉丝总量达 1.5 亿，实现规模性收入

短视频平台迅速发展，为商品和消费者打造丰富的互动方式。公司依托原有客户媒体资源，重点布局短视频营销业务，2019 年业务量突破 7 亿元。引力传媒依托客户、媒体资源和电视网络 IP 积淀，围绕短视频及直播电商等平台，自主孵化和签约红人打造 KOL 矩阵、供应链和媒体整合平台，主要通过广告和内容电商等方式实现商业变现。

2020 年前三季度，公司短视频营销和内容电商团队已近二百人，聚焦内容平台，逐步形成了覆盖各类的红人矩阵。公司聚焦抖音、快手、B 站等内容平台，逐步形成了覆盖剧情、搞笑、游戏、美妆、母婴、汽车、测评等垂类的红人矩阵，全网粉丝总量约 1.5 亿。2020 上半年，累计服务了欧莱雅、珀莱雅、丸美、御泥坊、飞鹤、OLay、汰渍、ARKO、雅迪、九阳等近百家客户，覆盖美妆、母婴、小家电、食品、日用品等，国际、国内一线品牌的数量及合作量持续增长。

表 4: 短视频业务成果

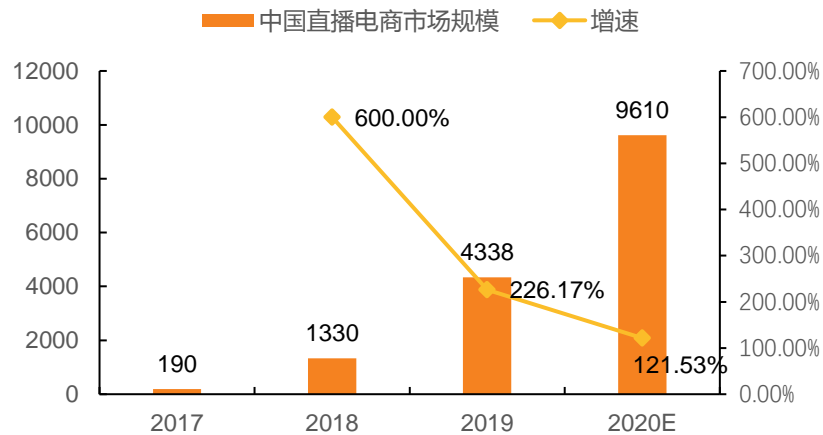
内容平台	覆盖垂类	服务客户
抖音	剧情	欧莱雅
快手	搞笑	珀莱雅
B 站	游戏	丸美
	美妆	御泥坊
	母婴	飞鹤
	汽车	OLay
	测评	汰渍
		雅迪
		ARKO
		九阳

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.4. 内容电商：迈入直播电商市场，形成公司第二增长曲线

信息媒介迭代促使营销方式变迁，电商直播规模迅速成长。随着直播方式的兴起，内容与电商呈现相互融合的趋势。在品效合一的背景下，电商直播开始受到品牌方青睐。电商 MCN 机构在产业链上承担了货的功能或资源整合的功能。2019 年直播电商市场规模已突破 4300 亿元，同比增长 226%。其中头部直播电商平台优势明显，淘宝/快手/抖音 2019 年直播电商交易额 (GMV 口径) 分别达到 2500/1500/400 亿元，同比增长 150%/400%/300%。直播电商行业迅速增长。

图 11: 中国直播电商市场规模及预测 (亿元)



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

引力传媒积极开拓电商业务，针对电商品牌，利用自身的数据优势和投放经验，从数据、消费者和投放效果三方面对电商运营提供策略。公司积极开拓电商运营业务，并于 2020 年初与外部专业公司联合设立控股子公司——九合分子（杭州）科技有限公司，致力于为客户提供面向电商的全面数据化营销解决方案；从数据洞察、消费者资产管理到优化投放效果等服务，旨在更好服务于有强烈增长需求的电商品牌。为客户提供包括 ISV 数据策略服务、ECM 增长服务、IP 电商衔接方案、KOC 社群推广服务在内的多样化电商运营策略服务。

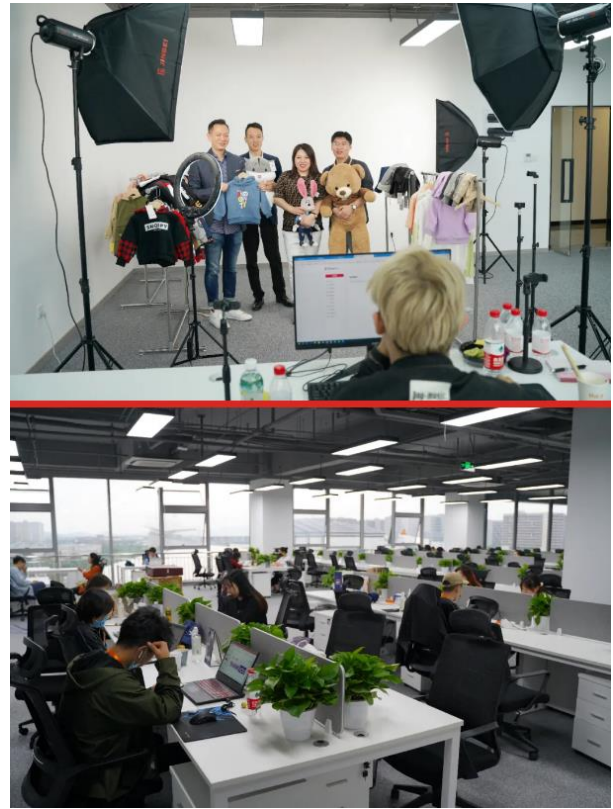
2020 年 10 月 15 日，引力传媒第二 MCN 总部正式入驻杭州未来科技城，开启引力传媒直播电商新征程。截至目前，公司短视频营销与内容电商团队，已在北京、杭州、济南落地，团队规模已达近 200 人，已完成了新媒体与内容电商全产业链服务能力建设，包括红人孵化、内容创意、KOL 营销、直播电商、供应链搭建等；已构建了覆盖美妆、汽车、萌宠、剧情、影视宣发、开箱测评、美食、游戏、动画、摄影等多领域的内容矩阵。

图 12：引力传媒 MCN 杭州总部

图 13：引力传媒 MCN 杭州总部



资料来源：引力传媒官方公众号，天风证券研究所



资料来源：引力传媒官方公众号，天风证券研究所

公司建立子公司磁力科技布局 MCN 业务，目前引力传媒已搭建百位红人与 1.5 亿粉丝的流量矩阵已具备每月百场直播带货的服务能力。截至目前，公司全网粉丝总量约 1.5 亿，引力传媒旗下抖音 MCN 机构“磁力科技”的账号矩阵粉丝数已突破 1 亿，抖音平台视频总播放量达到 197.1 亿，总点赞量达 8.2 亿。公司在短视频生产与分发上，具备平均每月完成近 5000 条短视频的创意制作与分发能力。公司自主孵化和签约的网红超百人，公司新签约了小虎队陈志朋、邓莎等一系列明星、电视台主持人与带货达人等，目前已具备每月百场直播带货的服务能力。其中陈志朋 10 月 21 日带货 218.3 万元，在抖音日榜中位列 22 名。

图 14：陈志朋直播截图



资料来源：抖音直播截图，天风证券研究所

**携手 2020 微山湖大闸蟹文化节布局县域 IP 电商打造。**2020 微山湖大闸蟹文化节新闻发布会于 9 月 25 日举行。通过微山湖大闸蟹文化节，磁力电商将携手微山县政府与京东平台，在未来打造微山县县域 IP 电商，整合现有微山湖特色生鲜及特色产品，深挖微山湖蕴含的文化及品牌价值，深化与供应链资源的协同工作，实现合作共赢。

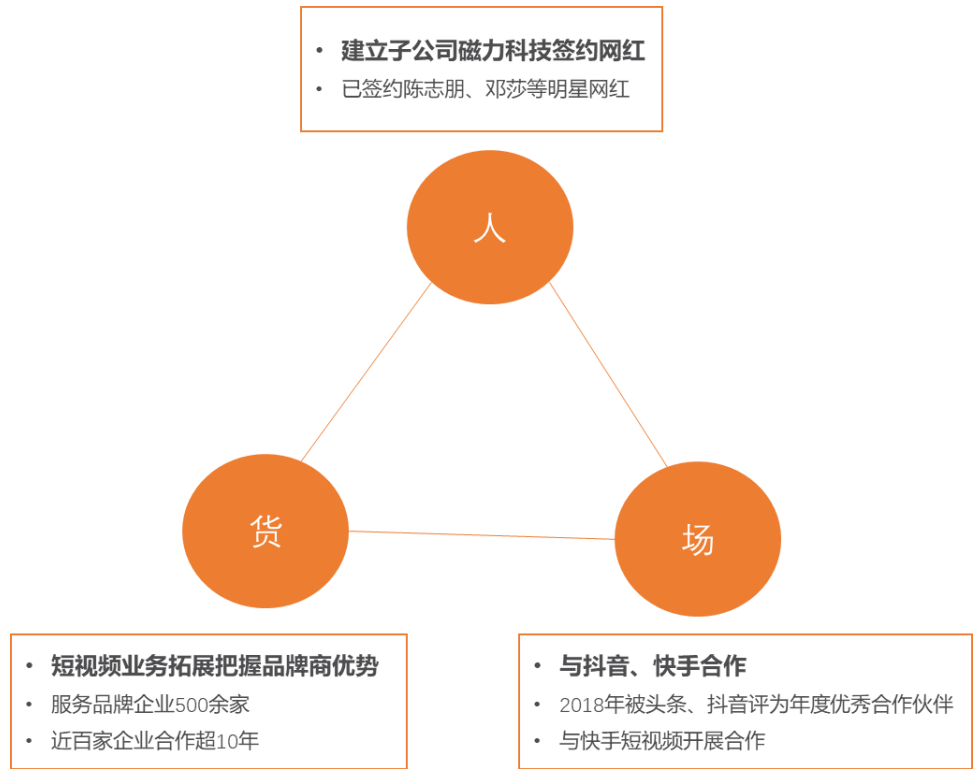
图 15：京东、引力 2020 微山湖大闸蟹文化节



资料来源：引力传媒官方公众号，天风证券研究所

在业务拓展过程中，公司把握人货场竞争优势。在上游客户的把控方面，公司在短视频业务的拓展中把握积累的品牌商优势，将成立至今积累的客户资源优势逐步转变为公司的供应链资源优势，与国内头部快消、健康、3C、美妆等多家知名品牌企业进行在抖音、快手和小红书等平台独家供应链合作；在网红 KOL 的把控方面，目前已签约陈志朋、邓莎等明星网红，公司全网粉丝约 1.5 亿，旗下抖音 MCN 机构“磁力科技”账号矩阵粉丝数已突破 1 亿；在场景与流量的把控方面，公司长期合作媒体超过 300 家，同时积极拓展短视频新媒体，与抖音、快手合作。

图 16：引力直播人货场优势明显



资料来源：公司公告，天风证券研究所绘制

### 3. 竞争优势：网络营销基础牢固，数字化整合营销转型成功

#### 3.1. 客户优势：维持客户长期合作关系，表现出市场拓展能力

公司先后服务国内外品牌企业 500 余家，并与多数客户保持着长期稳定的合作关系，有近百家企业与公司合作超过 10 年，市场拓展能力强。凭借良好的能力和市场口碑，公司的客户不断扩展，在行业变化中，引力传媒积极开拓短视频营销、直播带货等领域，满足客户需求，增大客户粘性。同时，公司常年与 300 多家媒体开展合作，有百家以上媒体与公司合作 10 年以上。公司不断加强与新老客户的合作深度，将成立至今积累的客户资源优势逐步转变为公司的供应链资源优势，利用公司红人矩阵以及私域流量矩阵，帮助客户进行精准的用户触达，并通过短视频内容与直播电商能力帮助客户进行整合营销传播服务与产品销售，市场拓展能力强。

公司强化自身供应链能力，与国内头部快消、健康、3C、美妆等多家知名品牌企业进行在抖音、快手和小红书等平台独家供应链合作。随着公司独家供应链资源的丰富，公司将组建自有网红带货+外部合作网红分销的全平台销售网络，打造特色的直播电商业务模式，支撑公司内容电商业务快速发展。

图 17：引力传媒官网客户案例示例



资料来源：公司官网，天风证券研究所

#### 3.2. 媒体优势：传统媒体合作稳定，短视频新媒体合作关系进一步拓展

公司长期合作媒体超过 300 家，包括传统电视媒体、长视频媒体、互联网媒体和移动媒体，传播形式丰富。公司与媒体的合作形式不断创新，其中和阿里、百度等互联网媒体合作呈现规模性增长，占 BAT 体系市场份额位居同行前列；移动媒体方面，公司与知乎、网易云音乐、酷狗音乐、携程、滴滴出行、马蜂窝、陌陌、抖音、火山等 200 多家垂直细分领域头部 APP 保持合作关系。

表 5：公司媒体资源丰富

传统电视媒体	长视频媒体	互联网媒体	移动媒体
中央电视台	爱奇艺	阿里	知乎
东方卫视	腾讯	百度	网易云音乐
浙江卫视	优酷		酷狗音乐
湖南卫视			携程
北京卫视			滴滴出行
			马蜂窝



陌陌

抖音

快手

火山

资料来源：公司公告，天风证券研究所

获东方“年度十大卓越代理”、芒果“最佳代理伙伴”、腾讯“竞价突出绩优奖”及“招商小而美突破奖”、爱奇艺“核心代理”等众多奖项，印证公司媒体合作实力。10月22日，由东方卫视主办的“逆生长”2021东方卫视开放大会举行，引力传媒凭借其专业创新的服务实力荣膺“2020年度东方卫视十大卓越代理”称号。10月18日，芒果TV2021青春新芒品鉴会在长沙举办，引力荣获“最佳代理伙伴”称号。8月18日，“智慧融合共生未来-2020腾讯广告渠道合作伙伴峰会”在上海隆重召开，引力传媒获腾讯广告渠道生态合作部品牌KA2020年竞价突出绩优奖及招商小而美突破奖等两项大奖。11月29日，由爱奇艺主办的“共创共赢赋能增长”全国渠道大会在上海外滩举行，引力传媒在荣获“核心代理”大奖。

图 18：引力传媒获芒果“最佳代理伙伴”



资料来源：引力传媒官方公众号，天风证券研究所

图 19：引力传媒获腾讯奖项



资料来源：引力传媒官方公众号，天风证券研究所

与抖音、快手等短视频新媒体合作关系进一步拓展。2018年，公司短视频营销案例播放量破10亿，获3000万点赞，并被头条、抖音评为年度优秀合作伙伴；2019年与快手短视频就短视频内容的研发、生产、运营等方面开展合作，尤其就广电电视媒体平台及资源的短视频化深度合作，短视频新媒体合作关系进一步拓展。

### 3.3. 内容优势：数据结合内容，合力推动短视频营销

引力传媒历史上布局影视剧、电视和网络节目内容的研发与制作，以技术、数据结合内容业务板块。2011年起，引力传媒参与投资或独家商务运营影视剧20多部，与爱奇艺、腾讯、优酷、芒果TV等视频平台深度合作，在200多部影视剧中，累计创意、设计400多条原生广告、创意内容和350多条明星播报。2015年至今，公司投资、制作并运营了近10档电视及网络综艺，累计参与160多部综艺节目的商业运营。近年，引力传媒建立了完善的大剧、综艺评估工具及评估体系，搭建数据平台，对视频内容及植入的广告效果进行前期评估、中期监测、后期评价，用数据运营内容业务板块。公司将内容业务的经验积累应用于红人孵化和品质内容的持续生产输出，推动公司快速切入短视频营销业务领域。

与快手联手打造精品短剧，内容优势推动短视频营销。《黄雀》是由引力传媒与快手强强联手，为打造网络竖屏剧的行业标杆而联合出品的精品竖屏剧，10月25日首播，由引力传媒与北京三脚猫文化传媒有限公司联合拍摄制作。第一季共15集，单集3-5分钟，连续故事内容以竖屏视觉呈现，创新内容形式推动短视频营销。

图 20：快手短剧场《黄雀》

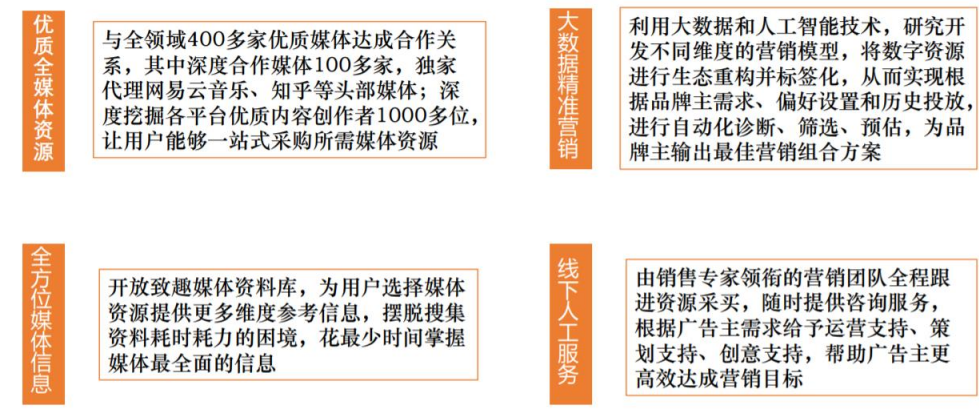


资料来源：快手，天风证券研究所

### 3.4. 技术优势：重视大数据，AI 营销等前沿技术

引力传媒强调公司依托技术、内容和数据驱动发展，目前已形成软件著作权 86 项。公司具有丰富的数据资源积累，自成立伊始即与十几家行业领先的咨询智库及大数据公司开展数据合作。2018 年，公司全资子公司自主开发了“致效”、“致选”等移动端 DSP、DMP 平台，向市场上推出从移动端媒体投放决策到投放实施以及最终数据汇总与分析的全套解决方案，多次获得国内新锐技术营销公司等奖项。2019 年启动“大数据管理平台建设项目”，构建以用户行为特征为核心、跨媒介、跨场景的全域数据管理平台。

图 21: “致选”平台介绍图



资料来源: 致选官网, 天风证券研究所

## 4. 财务预测及投资建议: 数字营销为基, MCN 业务蓄势待发

### 4.1. 财务预测: 归母净利润 1.3 亿/2.5 亿/4.0 亿元, 对应 PE 17/10 倍

我们预计引力传媒 2020-2022 年营业收入分别为 51.0 亿/78.0 亿/103.7 亿元, 同比增长 70.0%/52.9%/33.0%, 归母净利润分别为 1.3 亿/2.5 亿/4.0 亿元, 对应公司 2021/2022PE 17/10 倍。其中:

#### 数字营销业务:

我们预计公司数字营销业务 2020-2022 年营业收入分别为 35 亿/46 亿/59 亿元, 同比增长 34%/29%/25%。其中效果广告乘行业东风高速增长, 我们预计公司效果广告业务 2020-2022 年营业收入分别为 16 亿/24 亿/34 亿元, 同比增长 60%/50%/40%。

#### 短视频及直播带货业务:

我们预计公司短视频及直播带货业务 2020-2022 年营业收入分别为 16 亿/32 亿/45 亿元, 同比增长 116%/100%/40%。行业层面, 直播电商市场高速增长, 2019 年行业同比增速 226%。公司层面, 目前引力传媒已签约陈志朋、邓莎等明星主播, 全网粉丝总量约 1.5 亿, 直播带货已初具雏形。随着公司不断将客户资源优势逐步转变为公司的供应链资源优势, 进行独家供应链合作, 同时通过子公司磁力传媒签约培育更多流量网红, MCN 业务蓄势待发。另外, 随着公司上游独家供应链资源逐步完善, 网红流量资源逐渐丰富, 毛利率具有一定的提升空间。

表 6: 引力传媒收入预测

	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,100.00	7,796.60	10,371.28
同比 (%)	70.0%	52.9%	33.0%
品牌营销 (百万元)	2,500.00	2,996.60	3,511.28
同比 (%)		19.9%	17.2%
效果广告 (百万元)	1,000.00	1,600.00	2,400.00
同比 (%)		60.0%	50.0%
短视频广告和内容电商	1,600.00	3,200.00	4,460.00

业务（百万元）

同比（%） 100% 39.38%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 7：引力传媒盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,999.8	5,100.0	7,796.6	10,371.3
营业成本	2,675.8	4,743.7	7,066.4	9,357.6
营业税金及附加	11.4	22.6	35.3	44.1
销售费用	86.4	86.7	195.9	245.2
管理费用	66.1	76.5	165.5	201.4
研发费用	9.0	15.3	24.1	31.4
财务费用	6.6	5.1	12.1	17.4
资产减值损失	-318.4	-	-	-
公允价值变动收益	-	-0.7	0.1	0.1
投资收益	2.1	3.3	3.5	3.0
汇兑收益	-	-	-	-
营业利润	-198.6	152.7	301.0	477.3
营业外收入	15.3	6.1	8.1	9.8
营业外支出	0.4	0.9	0.8	0.7
利润总额	-183.7	158.0	308.3	486.5
所得税	27.3	23.7	46.3	73.0
税后利润	-211.0	134.3	262.1	413.5
少数股东损益	-	8.5	12.0	15.0
归母净利润	-211.0	125.8	250.1	398.5

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4.2. 可比公司估值

我们选取 A 股上市标的华扬联众、三人行、蓝色光标、星期六、天下秀作为对标公司进行估值分析。其中，华扬联众 2021-2022 年预计净利润对应 PE 分别为 15.81/13.34，三人行 32.54/23.48，蓝色光标为 19.57/16.64，星期六为 31.10/20.46，天下秀为 52.56/36.49，对比引力传媒 2021/2022PE 15/10 倍，我们利用可比公司平均 PE 水平对引力传媒进行估值，可比公司 21E PE 均值为 30X，对应引力传媒 2.5 亿净利润预测，给予引力传媒 75 亿市值估值，对引力传媒首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：A 股可比公司估值情况

证券代码	证券简称	2021 预测净利润 (亿元)	2022 预测净利润 (亿元)	参考总市值 (亿元)	2021PE	2022PE
603598.SH	引力传媒	2.50	3.99	39.95	15.98	10.03
603825.SH	华扬联众	4.39	5.20	69.36	15.81	13.34
605168.SH	三人行	5.36	7.43	174.46	32.54	23.48
300058.SZ	蓝色光标	8.72	10.26	170.64	19.57	16.64
002291.SZ	星期六	4.73	7.19	147.11	31.10	20.46
600556.SH	天下秀	6.09	8.77	319.97	52.56	36.49

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 4.3. 风险提示

- **政策性风险。**新《广告法》出台，对大众媒体和互联网广告的监管力度加强；2019年年初，中国网络视听节目服务协会发布了《网络短视频平台管理规范》及《网络短视频内容审核标准细则》，标志着国家对于短视频行业运营中视频内容的规范化及行业监管的严格，若未来与短视频营销相关的规范制度、网络信息安全、知识产权保护等相关法律实践和监管要求不断更新，可能对公司经营产生不利影响。
- **市场竞争风险。**目前我国广告业市场除了国际 4A 公司、本土上市的广告公司、还有大量的中小型广告公司及新媒体广告公司参与竞争，规模较小、实力较弱的广告公司将逐步被市场淘汰，从全球和国内产业来看，广告产业受技术、平台等因素影响，未来市场竞争格局将被重构，随着市场集中度的提高，市场对大型广告公司愈加依赖。
- **短视频业务推进不及预期风险。**公司发力布局短视频营销及 MCN 业务，目前收入与利润已取得阶段性成果。若受到未来市场环境变化，宏观经济发展不及预期，市场竞争加剧等因素影响，短视频及直播带货业务推进不及预期，可能对公司业绩产生不利影响。

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	192.83	338.54	408.00	623.73	829.70
应收票据及应收账款	543.26	626.19	1,415.58	1,311.11	2,316.03
预付账款	307.49	216.27	705.18	661.14	1,158.42
存货	0.00	0.00	0.56	0.31	0.65
其他	32.41	62.25	101.78	75.94	117.41
<b>流动资产合计</b>	<b>1,075.99</b>	<b>1,243.25</b>	<b>2,631.10</b>	<b>2,672.24</b>	<b>4,422.20</b>
长期股权投资	40.65	42.62	42.62	42.62	42.62
固定资产	5.09	4.26	26.80	69.43	111.10
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	6.77	5.95	5.18	4.41	3.64
其他	631.23	321.10	311.14	315.23	315.74
<b>非流动资产合计</b>	<b>683.75</b>	<b>373.93</b>	<b>421.74</b>	<b>501.29</b>	<b>544.86</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,759.74</b>	<b>1,617.18</b>	<b>3,052.84</b>	<b>3,173.53</b>	<b>4,967.06</b>
短期借款	87.74	80.00	355.44	156.64	614.23
应付票据及应付账款	403.94	539.34	1,093.53	1,360.61	1,895.95
其他	383.87	372.97	665.70	631.46	940.09
<b>流动负债合计</b>	<b>875.55</b>	<b>992.30</b>	<b>2,114.66</b>	<b>2,148.71</b>	<b>3,450.27</b>
长期借款	0.00	87.00	148.40	0.00	108.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	319.81	189.30	286.66	265.26	247.07
<b>非流动负债合计</b>	<b>319.81</b>	<b>276.30</b>	<b>435.06</b>	<b>265.26</b>	<b>355.70</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,195.36</b>	<b>1,268.60</b>	<b>2,549.72</b>	<b>2,413.96</b>	<b>3,805.97</b>
少数股东权益	(0.19)	(0.19)	8.31	20.31	35.35
股本	270.62	270.62	270.62	270.62	270.62
资本公积	8.63	3.82	3.82	3.82	3.82
留存收益	322.73	106.93	224.18	468.64	855.13
其他	(37.41)	(32.60)	(3.82)	(3.82)	(3.82)
<b>股东权益合计</b>	<b>564.38</b>	<b>348.58</b>	<b>503.12</b>	<b>759.57</b>	<b>1,161.10</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,759.74</b>	<b>1,617.18</b>	<b>3,052.84</b>	<b>3,173.53</b>	<b>4,967.06</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	61.15	(210.99)	125.77	250.10	398.48
折旧摊销	2.98	2.79	2.23	4.55	6.94
财务费用	4.77	8.99	5.10	12.13	17.37
投资损失	(5.08)	(2.12)	(3.33)	(3.51)	(2.99)
营运资金变动	(70.74)	(76.01)	(318.47)	368.71	(725.12)
其它	19.01	486.89	7.85	12.10	15.19
<b>经营活动现金流</b>	<b>12.09</b>	<b>209.56</b>	<b>(180.86)</b>	<b>644.08</b>	<b>(290.14)</b>
资本支出	20.10	(183.89)	(37.37)	101.41	68.18
长期投资	(12.45)	1.97	0.00	0.00	0.00
其他	(9.72)	90.53	(19.30)	(177.90)	(115.20)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2.08)</b>	<b>(91.38)</b>	<b>(56.67)</b>	<b>(76.49)</b>	<b>(47.01)</b>
债权融资	217.49	347.44	639.26	305.18	877.66
股权融资	(97.84)	(11.42)	23.68	(12.13)	(17.37)
其他	(122.04)	(302.74)	(355.95)	(644.91)	(317.17)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2.39)</b>	<b>33.28</b>	<b>306.99</b>	<b>(351.86)</b>	<b>543.12</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>7.63</b>	<b>151.45</b>	<b>69.46</b>	<b>215.73</b>	<b>205.97</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>3,147.13</b>	<b>2,999.80</b>	<b>5,100.00</b>	<b>7,796.60</b>	<b>10,371.28</b>
营业成本	2,882.19	2,675.83	4,743.70	7,066.37	9,357.63
营业税金及附加	16.82	11.38	22.63	35.28	44.10
营业费用	92.99	86.43	86.70	195.85	245.22
管理费用	83.84	66.07	76.50	165.46	201.36
研发费用	10.31	8.98	15.30	24.09	31.41
财务费用	3.45	6.60	5.10	12.13	17.37
资产减值损失	10.44	(318.44)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	(0.66)	0.11	0.15
投资净收益	5.08	2.12	3.33	3.51	2.99
其他	(26.77)	659.47	(5.34)	(7.24)	(6.27)
<b>营业利润</b>	<b>68.78</b>	<b>(198.65)</b>	<b>152.74</b>	<b>301.04</b>	<b>477.33</b>
营业外收入	2.86	15.31	6.09	8.09	9.83
营业外支出	1.14	0.35	0.86	0.78	0.66
<b>利润总额</b>	<b>70.50</b>	<b>(183.69)</b>	<b>157.97</b>	<b>308.34</b>	<b>486.50</b>
所得税	9.35	27.30	23.70	46.25	72.97
<b>净利润</b>	<b>61.15</b>	<b>(210.99)</b>	<b>134.27</b>	<b>262.09</b>	<b>413.52</b>
少数股东损益	4.52	0.00	8.51	11.99	15.04
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>56.63</b>	<b>(210.99)</b>	<b>125.77</b>	<b>250.10</b>	<b>398.48</b>
每股收益(元)	0.21	(0.78)	0.46	0.92	1.47

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.87%	-4.68%	70.01%	52.87%	33.02%
营业利润	-25.79%	-388.84%	-176.89%	97.10%	58.56%
归属于母公司净利润	-15.15%	-472.58%	-159.61%	98.86%	59.33%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.42%	10.80%	6.99%	9.37%	9.77%
净利率	1.80%	-7.03%	2.47%	3.21%	3.84%
ROE	10.03%	-60.49%	25.42%	33.83%	35.40%
ROIC	10.56%	-40.29%	43.39%	38.24%	105.50%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	67.93%	78.44%	83.52%	76.07%	76.62%
净负债率	4.37%	2.55%	45.97%	-41.94%	4.13%
流动比率	1.23	1.25	1.24	1.24	1.28
速动比率	1.23	1.25	1.24	1.24	1.28
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.70	5.13	5.00	5.72	5.72
存货周转率	140,668.50	#DIV/0!	18,231.83	17,844.74	21,469.23
总资产周转率	1.66	1.78	2.18	2.50	2.55
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.21	-0.78	0.46	0.92	1.47
每股经营现金流	0.04	0.77	-0.67	2.38	-1.07
每股净资产	2.09	1.29	1.83	2.73	4.16
<b>估值比率</b>					
市盈率	73.12	-19.62	32.92	16.56	10.39
市净率	7.33	11.87	8.37	5.60	3.68
EV/EBITDA	35.09	9.44	27.13	11.96	8.33
EV/EBIT	36.40	9.48	27.51	12.13	8.45

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com