

2025 年 02 月 05 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

陈良栋

SAC: S1350524100003

chenliangdong@huayuanstock.com

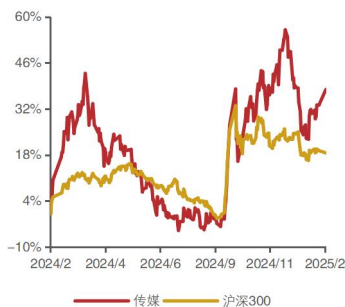
王世豪

SAC: S1350524120005

wangshihao@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



优质内容展现更为凸显的口碑效应

——2025 年春节档电影回顾及展望

投资要点：

- **2025 年春节档总票房达到 91.74 亿元，同比增长 13.98%。**截至 2 月 4 日 16:30，2025 年春节档 8 天总票房达到 91.74 亿元，2024 年春节档总票房为 80.49 亿元。2025 年春节档电影市场供需效率显著提升。在放映场次同比减少 12.22%（347.1 万场）的情况下，观影人次逆势增长 10.16%至 1.8 亿，推动场均人次跃升至 51.86，同比增加 25.49%，观影人次创 2018 年以来最高水平。在档期延长至 8 天的背景下，日均票房达 11.47 亿元，同比增加 13.98%，已连续三年实现增长。2025 年春节档平均票价回升至 50.97 元，同比增长 3.46%。票价弹性空间释放叠加观影人次增长，侧面印证观众对优质内容的付费意愿增强。
- **头部效应显著，观众喜好类型有所分化。**据猫眼专业版，截至 2 月 4 日 16:30，动画电影《哪吒之魔童闹海》以 46.09 亿元票房和 50.2%的票房占比成为今年的现象级影片。《哪吒之魔童闹海》豆瓣评分 8.5，延续前作 IP 的影响力与国民度，验证优质国漫的市场号召力。悬疑喜剧《唐探 1900》以 22.08 亿元票房居第二。《哪吒之魔童闹海》现象级表现的核心驱动力在于口碑裂变与家庭观影刚需的叠加，前作积累的国民级 IP 效应在续作质量加持下形成观影惯性，而春节假期临近释放的全年龄段观影需求，最终实现排片、票房、人次三大指标的螺旋式上升。
- **不同线级城市来看，国内电影市场持续下沉化与结构性调整。**四线城市成为核心增长引擎，据猫眼专业版，截至 2 月 4 日 16:30，四线城市 2025 年春节档总票房 33.56 亿元，票房占比 37%，观影人次 6572.5 万人，2025 年四线城市春节档票房较 2024 年增加 44%，人次增幅达 37%，平均票价首次突破 51 元，呈现低线城市消费升级与市场扩容的双重动能。一线城市尽管平均票价接近 56 元，但票房占比从 2019 年春节档的 12%持续下跌至 2025 年的 10%，人次增速显著低于四线城市。
- **2025 年电影市场展望。**2025 年中国电影市场将呈现"头部 IP 驱动、市场深度下沉、消费场景分化"三大趋势。**1）在内容端**，《哪吒之魔童闹海》标志着国产动画电影迈入"超级 IP 时代"，优质国产 IP 势有望重塑行业逻辑。**2）市场结构层面**，下沉市场有望成为行业增长极。2025 年春节档四线城市 51.0 元的平均票价超越三线城市，6572.5 万人次的规模接近一线城市的 4 倍，"高票价-高人次"双轮驱动，打破了传统下沉市场"低价走量"的认知框架。2025 年春节档 TOP3 影片占据超 80%票房的头部效应，当单部影片冲击 70 亿票房时，观望后续优质影片供给的持续性。
- **投资分析意见。**春节档优质影片的口碑效应更为凸显，建议关注后续有优质内容储备和强内容生产能力的公司。同时，春节档票房强势表现有望带动市场对 25 年全年票房预期的调整，建议关注院线和票务公司的业绩弹性。包括光线传媒、猫眼娱乐、万达电影、阿里影业、上海电影、横店影视、幸福蓝海等。
- **风险提示。**监管风险、观影需求不及预期风险、电影表现不及预期风险。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

内容目录

1. 大盘回顾	4
1.1. 春节档总票房破纪录	4
1.2. 国产原创动画成为国家级文化符号	6
1.3. 下沉化与结构性调整，四线城市成为核心增长引擎	8
2. 2025 年电影市场展望	11
3. 投资分析意见	14
4. 风险提示	15

图表目录

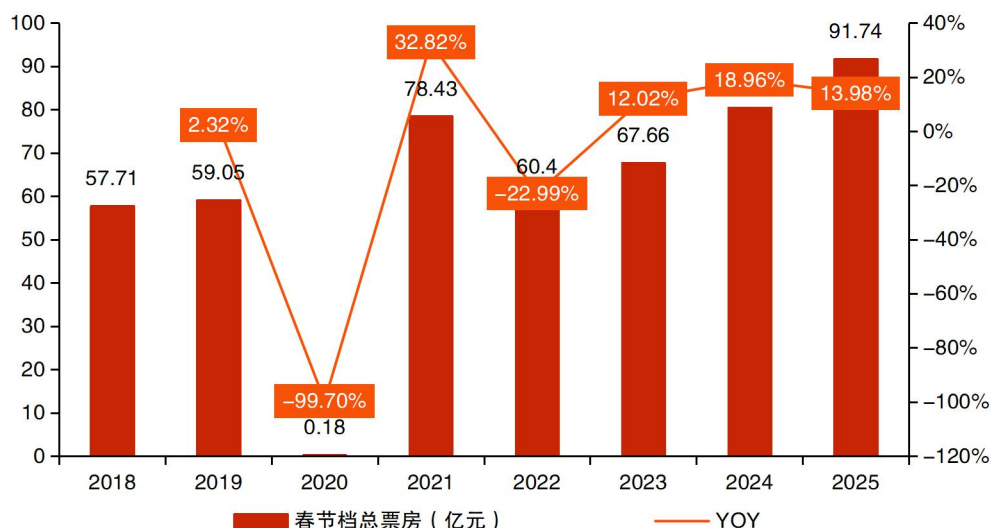
图表 1: 2018-2025 年春节档总票房及增速	4
图表 2: 2018-2025 年春节档观影人次及增速	4
图表 3: 2018-2025 年春节档放映场次及增速	4
图表 4: 2018-2025 年春节档日均票房及增速	5
图表 5: 2018-2025 年春节档场均人次及增速	5
图表 6: 2018-2025 年春节档平均票价及增速	5
图表 7: 2018-2025 年春节档档期天数及影片数	5
图表 8: 2025 年春节档重点影片	6
图表 9: 《哪吒之魔童闹海》日期票房明细	6
图表 10: 2025 年春节档猫眼票房预测 (亿元)	7
图表 11: 《哪吒之魔童闹海》猫眼票房走势预测	7
图表 12: 中国电影票房总榜 TOP10	8
图表 13: 2019-2025 年春节档不同线城市总票房 (亿元)	8
图表 14: 2019-2025 年春节档不同线城市票房占比 (%)	8
图表 15: 2019-2025 年春节档不同线城市观影总人次 (万人)	9
图表 16: 2019-2025 年春节档不同线城市平均票价 (元)	9
图表 17: 2025 年春节档 TOP10 影投公司	9
图表 18: 2025 年春节档 TOP10 院线公司	10
图表 19: 2025 年已定档影片 (截至 2025 年 5 月 1 日)	11

1. 大盘回顾

1.1. 春节档总票房破纪录

2025 年春节档总票房达到 91.74 亿元，同比增长 13.98%。截至 2 月 4 日 16:30，2025 年春节档 8 天总票房达到 91.74 亿元，2024 年为 80.49 亿元。2025 年春节档电影市场供需效率显著提升。在放映场次同比减少 12.22%（347.1 万场）的情况下，观影人次逆势增长 10.16%至 1.8 亿，推动场均人次跃升至 51.86，同比增加 25.49%，观影人次创 2018 年以来最高水平。在档期延长至 8 天的背景下，日均票房达 11.47 亿元，同比增加 13.98%，已连续三年实现增长。票价与需求形成正向循环。2025 年春节档平均票价回升至 50.97 元，同比增长 3.46%。票价弹性空间释放叠加观影人次增长，侧面印证观众对优质内容的付费意愿增强。

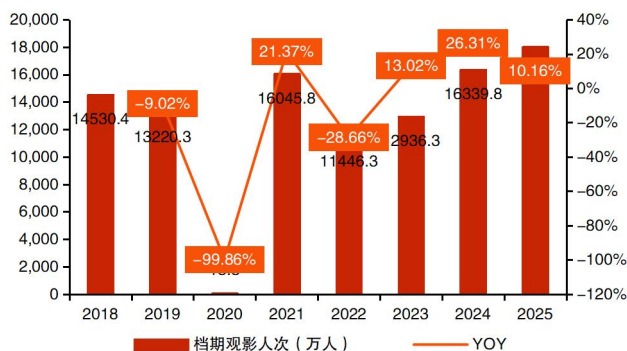
图表 1：2018-2025 年春节档总票房及增速



资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

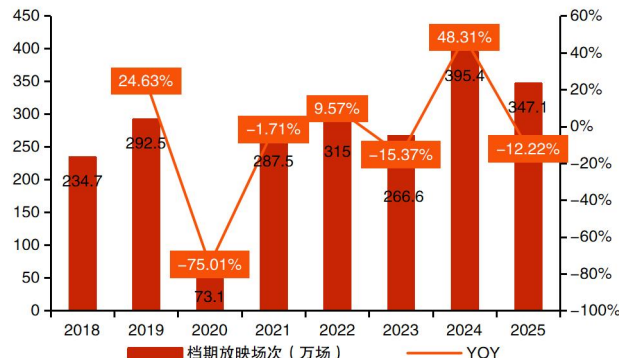
注：数据截至 2025 年 2 月 4 日 16:30，2021 年同比数据基数为 2019 年（下同）

图表 2：2018-2025 年春节档观影人次及增速



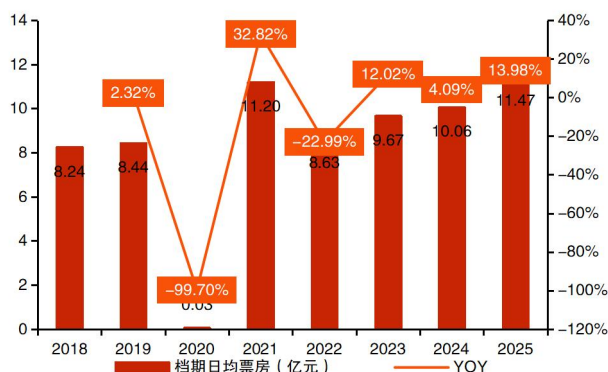
资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

图表 3：2018-2025 年春节档放映场次及增速



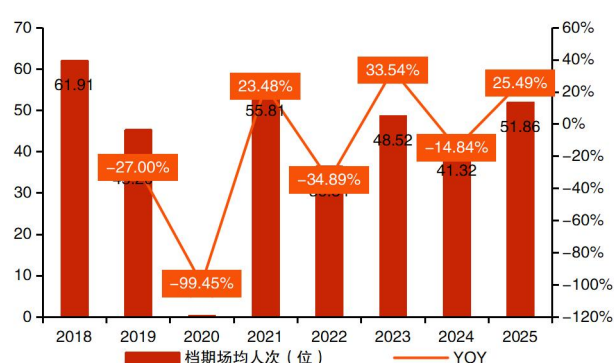
资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

图表 4：2018-2025 年春节档日均票房及增速



资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

图表 5：2018-2025 年春节档场均人次及增速



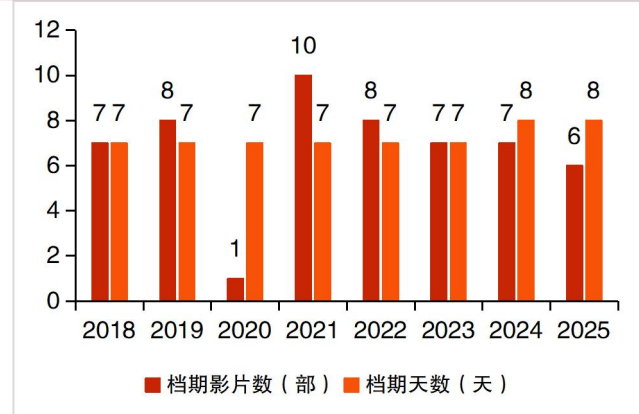
资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

图表 6：2018-2025 年春节档平均票价及增速



资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

图表 7：2018-2025 年春节档档期天数及影片数



资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

头部效应显著，观众喜好类型有所分化。据猫眼专业版，截至 2 月 4 日 16:30，动画电影《哪吒之魔童闹海》以 46.09 亿元票房和 50.2% 的票房占比成为今年的现象级影片。《哪吒之魔童闹海》豆瓣评分 8.5，延续前作 IP 的影响力与国民度，验证优质国漫的市场号召力。悬疑喜剧《唐探 1900》以 22.08 亿元票房稳居第二。我们认为，IP 续作仍是票房主力，但面临创新考验。观众喜好有所分化，动画类型持续占据家庭消费场景，高口碑作品在票价弹性空间内仍能撬动市场潜力。

图表 8：2025 年春节档重点影片

电影名称	上映时间	影片类型	票房 (亿元)	票房占比 (%)	场均人次 (次)	平均票价 (元)	豆瓣评分
哪吒之魔童闹海	2025/1/29	喜剧/剧情/ 动画	46.09	50.2%	73.4	51.1	8.5
唐探 1900	2025/1/29	喜剧/悬疑	22.08	24.0%	51.5	50.7	6.5
封神第二部：战火西岐	2025/1/29	神话/史诗/ 战争/动作	9.82	10.7%	39.4	52.2	6.1
射雕英雄传：侠之大者	2025/1/29	武侠	5.85	6.3%	42.4	49.0	5.5
熊出没·重启未来	2025/1/29	动画/科幻/ 冒险/喜剧	5.03	5.4%	34.5	49.0	7.1
蛟龙行动	2025/1/29	剧情/动作/ 战争	2.67	2.9%	23.6	51.6	6.4

资料来源：猫眼专业版，豆瓣电影，华源证券研究所

注：豆瓣评分和票房数据截至 2025 年 2 月 4 日 16:30

1.2. 国产原创动画成为国民级文化符号

《哪吒之魔童闹海》连续大幅逆跌，排片、票房、人次三大指标的螺旋式上升。自 2025 年 1 月 29 日点映后，《哪吒之魔童闹海》票房持续逆势攀升。据猫眼专业版，《哪吒之魔童闹海》首日以 4.87 亿元票房和 26.9% 的票房占比开局，1 月 31 日起进入增长通道，单日票房连续四日突破 6.18 亿、7.31 亿、8.12 亿和 8.41 亿元，票房占比从 46.8% 跃升至 68.3%，排片占比更以日均约 5pct 的增幅从 30.9% 扩张至 47.5%。同时，场均人次始终稳定在 70 人以上，上座率受排片增加影响有所降低，但仍显著高于行业平均水平。具体来看，《哪吒之魔童闹海》排片从 11.7 万场增至 22.2 万场，场均人次仅下降约 5 人，综合票价维持在 50-52 元，影片兼具市场容量与票价韧性。

我们认为，《哪吒之魔童闹海》现象级增长态势的核心驱动力在于口碑裂变与家庭观影刚需的叠加，前作积累的国民级 IP 效应在续作质量加持下形成观影惯性，而春节假期临近释放的全年龄段观影需求，最终实现排片、票房、人次三大指标的螺旋式上升。

图表 9：《哪吒之魔童闹海》日期票房明细

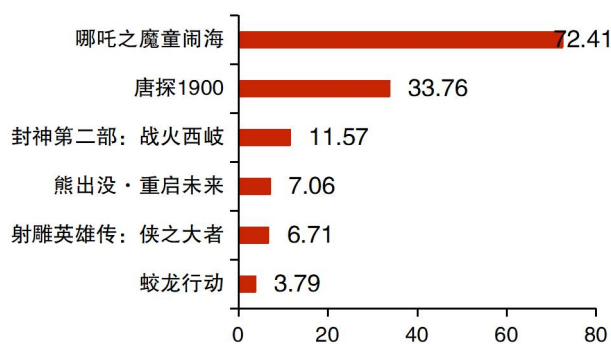
日期	综合票房 (万元)	票房占比	场次 (万)	排片占比	人次 (万人)	人次占比	场均人次 (人)	综合票价 (元)	上座率
2025/1/29	48742.77	26.9%	11.7	23.2%	948.3	26.9%	80.4	51.4	58.1%
2025/1/30	48019.4	35.4%	12.3	25.2%	927.8	35.2%	74.9	51.8	53.3%
2025/1/31	61889.78	46.8%	15.1	30.9%	1196.6	46.4%	79.2	51.7	56.2%
2025/2/1	73120.8	57.3%	18.3	38.2%	1420.9	56.8%	77.4	51.5	53.6%
2025/2/2	81187.89	63.6%	20.6	43.5%	1589.2	63.0%	76.9	51.1	52.7%
2025/2/3	84146.92	68.3%	22.2	47.5%	1663.2	67.9%	74.8	50.6	51.2%

资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

《哪吒之魔童闹海》预测总票房超 70 亿元，有望刷新影史冠军。据猫眼专业版 2 月 3 日预测，《哪吒之魔童闹海》上映 60 天总票房预计达到 72.41 亿元，有望问鼎中国影史票房总冠军。我们认为，其本质上是国民 IP 价值、市场供需关系与档期红利共振的结果。作为 2019 年爆款《哪吒之魔童降世》的续作，前作以 50.35 亿元票房奠定的观众基础与情感黏性，为续集提供了天然的流量入口，而 8.5 分的豆瓣高口碑则验证了创作团队在叙事与技术层面的升级，形成“IP 情怀+品质护航”的双重保险。

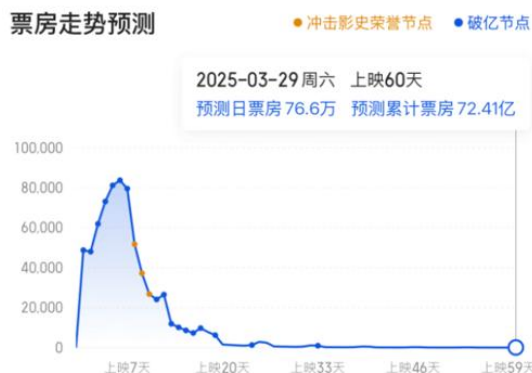
从市场表现看，影片上映后连续逆跌的票房曲线打破传统档期衰减规律，其排片占比从 23.2% 升至 47.5% 的过程中，场均人次始终稳定在 74 人以上，上座率长期超 50%。动画类型持续占据家庭消费场景，春节档的家庭观影刚需进一步放大了动画类型的先天优势，51 元左右的平均票价远超票房榜其他影片，若延续当前日均超 8 亿元的票房效率，叠加春节假期后的长尾效应，影片有望突破以 70 亿量级重塑中国电影市场天花板。

图表 10：2025 年春节档猫眼票房预测（亿元）



资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所
注：预测数据 2 月 3 日发布，下同

图表 11：《哪吒之魔童闹海》猫眼票房走势预测



资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所
注：预测影片上映 60 天总票房

图表 12：中国电影票房总榜 TOP10

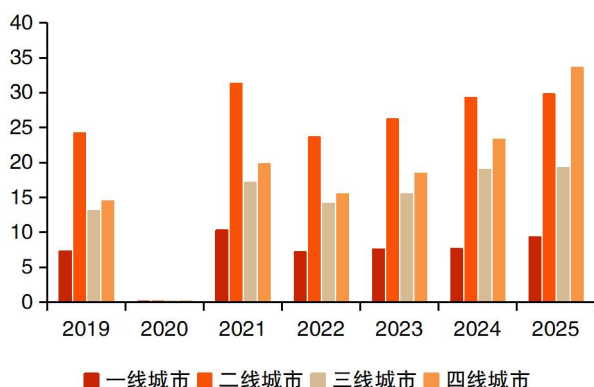
排名	电影名称	上映日期	票房（亿）	平均票价	场均人数
1	长津湖	2021-09-30	57.75	46	22
2	战狼 2	2017-07-27	56.94	35	37
3	你好，李焕英	2021-02-12	54.13	44	24
4	哪吒之魔童降世	2019-07-26	50.35	35	23
5	流浪地球	2019-02-05	46.87	44	29
6	满江红	2023-01-22	45.44	49	24
7	唐人街探案 3	2021-02-12	45.23	47	29
8	哪吒之魔童闹海	2025-01-29	44.21	51	70
9	复仇者联盟 4：终局之战	2019-04-24	42.50	48	23
10	长津湖之水门桥	2022-02-01	40.67	49	19

资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所
注：数据截至 2025.02.04

1.3. 下沉化与结构性调整，四线城市成为核心增长引擎

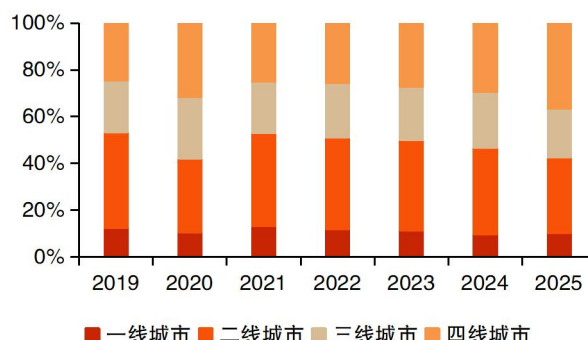
不同线级城市来看，国内电影市场持续下沉化与结构性调整。四线城市成为核心增长引擎，据猫眼专业版，截至 2 月 4 日 16:30，四线城市 2025 年春节档总票房 33.56 亿元，票房占比 37%，观影人次 6572.5 万人，2025 年四线城市春节档票房较 2024 年增加 44%，人次增幅达 37%，平均票价首次突破 51 元，呈现低线城市消费升级与市场扩容的双重动能。一线城市尽管平均票价接近 56 元，但票房占比从 2019 年春节档的 12%持续下跌至 2025 年的 10%，人次增速显著低于四线城市，反映出一线市场的天花板效应。

图表 13：2019-2025 年春节档不同线级城市总票房（亿元）



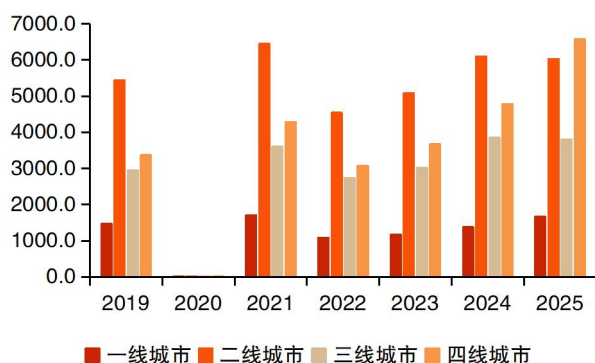
资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

图表 14：2019-2025 年春节档不同线级城市票房占比（%）



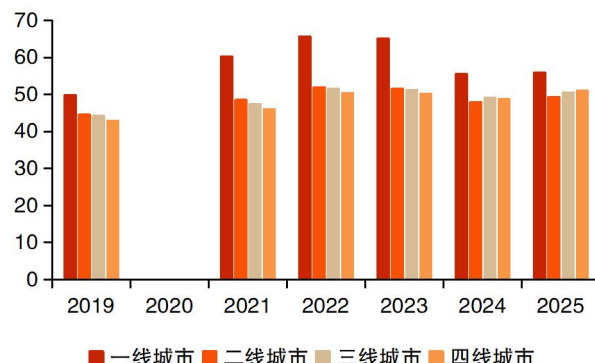
资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

图表 15：2019-2025 年春节档不同线级城市观影总人次（万人）



资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

图表 16：2019-2025 年春节档不同线级城市平均票价（元）



资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

影投与院线市场头部效应强化、价格分层。万达系在电影产业链两端占据主导地位，2025 年春节档其影投板块以 12.05 亿元票房和 2046.2 万人次观影量稳居榜首，院线端珠海横琴万达以 14.01 亿元票房和 2411.8 万人次的规模形成双线联动优势，58-59 元的高票价凸显出万达高端影厅的溢价能力。横店系在影投（4.27 亿）与院线（4.86 亿）的双轨发展中保持平衡，平均票价保持在 52 元左右。院线市场的中影电影、广东大地电影等则以 48-51 元的平均票价覆盖下沉市场。

图表 17：2025 年春节档 TOP10 影投公司

排名	影投公司	票房（亿元）	观影人次（万人）	平均票价（元）
1	万达影投	12.05	2046.2	58.9
2	横店影投	4.27	818.3	52.2
3	星轶影投	2.64	409.1	64.7
4	幸福蓝海影投	1.67	324.8	51.5
5	金逸影投	1.66	306.5	54.3
6	CGV 影投	1.64	269	61.1
7	中影影投	1.41	276.4	51.2
8	博纳影投	1.38	258	53.8
9	万影影投	0.93	142.5	65.3
10	UME 影投	0.81	151.5	53.6

资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

注：数据截至 2025 年 2 月 4 日 16:30，下同

图表 18：2025 年春节档 TOP10 院线公司

排名	院线公司	票房（亿元）	观影人次（万人）	平均票价（元）
1	珠海横琴万达	14.01	2411.8	58.1
2	中影电影	9.53	1889.5	50.4
3	中影南方电影新干线	6.52	1334.2	48.9
4	上海联和电影	6.48	1187.1	54.6
5	横店影视	4.86	934.3	52.1
6	广东大地电影	4.56	944.6	48.3
7	幸福蓝海	4.52	890.5	50.8
8	时代电影	3.65	738.3	49.5
9	金逸珠江	3.34	653.9	51.2
10	华夏联合	3.3	692.1	47.8

资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所

2. 2025 年电影市场展望

我们认为，2025 年中国电影市场将呈现"头部 IP 驱动、市场深度下沉、消费场景分化"三大趋势。1) 在内容端，《哪吒之魔童闹海》标志着国产动画电影迈入"超级 IP 时代"，优质国产 IP 势能有望重塑行业逻辑。2) 市场结构层面，下沉市场有望成为行业增长极。2025 年春节档四线城市 51.0 元的平均票价超越三线城市，6572.5 万人次的规模接近一线城市的 4 倍，"高票价-高人次"双轮驱动，打破了传统下沉市场"低价走量"的认知框架。2025 年春节档 TOP3 影片占据超 80%票房的头部效应，当单部影片冲击 70 亿票房时，观望后续优质影片供给的持续性。

图表 19：2025 年已定档影片（截至 2025 年 5 月 1 日）

电影名称	定档日期	类型	导演	主演	出品公司	发行公司	想看人数
------	------	----	----	----	------	------	------

美国队长 4	2025/2/14	动作 / 科幻 / 冒险	朱利叶斯·约拿	安东尼·麦凯, 丹尼·拉米雷斯, 希拉·哈斯	华特迪士尼影业集团	216311 人
真爱营业	2025/2/14	爱情 / 喜剧	吴雅文	郑合惠子, 左凌峰, 贾冰	中国电影股份有限公司	37109 人
星际变种	2025/2/14	科幻 / 恐怖	李麒麟	刘敬宇, 杨舒婷, 凯洱		31802 人
花样年华	2025/2/14	剧情 / 爱情	王家卫	张曼玉, 梁朝伟, 潘迪华		31300 人
多幸运遇见你	2025/2/14	爱情 / 喜剧 / 剧情	田蒙	蓝盈莹, 刘奕畅, 盛一伦		9987 人
消失的我	2025/2/14	科幻 / 悬疑 / 惊悚	郭智, 张琳涵	王晨阳, 沈潇镜, 董泽馨		8565 人
消失的碎片	2025/2/14	惊悚 / 恐怖 / 悬疑 / 亲情	安卫杰	杨烨儿, 杨悦心, 王彦皓		3157 人
边海	2025/2/14	剧情 / 爱情	王辰六	赵英博, 丁赵端, 刘思博		1238 人
远方的山	2025/2/14	剧情 / 爱情	郑泽生	高裔纯, 陈晓, 王馨婕		166 人
无玷之城	2025/2/15	犯罪 / 悬疑 / 喜剧	邓恂	陈航, 钱门超, 赵刚	华夏电影发行有限责任公司	231 人
地上的云朵	2025/2/18	纪录片	刘帼轶	管小燕, 艾尔肯	华夏电影发行有限责任公司	603 人
致命抉择	2025/2/21	恐怖 / 惊悚	李锦伦	朱夏, 秦立洋, 徐峰		4132 人
午夜凶镜	2025/2/21	恐怖 / 惊悚	陆诗雷	黄兴饶, 殷果儿, 张星澜		2252 人
诡才之道	2025/2/22	奇幻 / 惊悚 / 喜剧	徐汉强	陈柏霖, 张榕容, 王净	中国电影股份有限公司	6499 人
情满木兰	2025/2/25	剧情	黄钰芳	白凯南, 王雪纯, 郭子煜		115 人
猫猫的奇幻漂流	2025/2/28	动画 / 奇幻 / 冒险	Gints Zilbalodis		中国电影股份有限公司、北京蓝媒时代文化发展有限公司	7613 人
午夜电梯	2025/3/1	恐怖 / 惊悚	郑来志	刘博, 赵帅		2916 人
封门村惊魂	2025/3/7	惊悚 / 恐怖	柳航, 兰鹏, 刘信达, 刘鹏	李楠, 罗琳, 鹿蓝予		3309 人
想飞的女孩	2025/3/8	剧情	文晏	刘浩存, 文淇, 张宥浩	华夏电影发行有限责任公司、杭州奇遇影业有限公司等	19553 人
了不起的乔西娅	2025/3/8	冒险 / 喜剧 / 动画	切尔索·R·加西亚, 劳伦特·泽图恩	劳瑞·侯登, 威廉·夏特纳, 奥利维娅·库克		1423 人
7 天	2025/3/14	爱情 / 剧情	邱玉洁	蒋奇明, 张艺凡, 宋郁河	浙江淘票影视文化有限公司、天津佐伊影业有限公司、浙江横店影业有限公司等	11898 人
午夜怨灵	2025/3/14	恐怖 / 惊悚	戴晗, 胡帅	刘洛, 何泽远, 麦杉杉		1223 人
午夜游戏	2025/3/21	惊悚 / 恐怖	刘定	殷果儿, 王楚渝, 乐靓		440 人
浴血困牛山	2025/3/31	剧情	赵建平, 武松, 张淑平	牛犇, 寇振海, 王俊东		731 人
临时人生	3 月待定	剧情 / 喜剧 / 悬疑	吕海党	韩宇辰, 王双, 谢宁		311 人
不说话的爱	2025/4/3	剧情	沙漠	张艺兴, 李璐桢	中国电影股份有限公司、珠江影业传媒股份有限公司、爱奇艺影业（北京）有限公司等	25468 人
红嫁衣	2025/4/4	恐怖 / 惊悚 / 悬疑	徐俊, 刘明亮	何雨宸, 袁祥仁, 张博楠		7691 人
下一个台风	2025/4/4	剧情	未提供	张子枫, 张伟丽, 李心洁		6057 人
山村怪谈	2025/4/4	恐怖 / 惊悚	张琪东	宋星翰, 陈菲儿, 马仑		5738 人
纸人迷案	2025/4/4	悬疑 / 惊悚	曹雷	闫皓庭, 朱活亿, 苏振华		2642 人
极限城市	2025/4/4	动画	胡淑华	不喝开水, 薛小雨		291 人

夜半凶宅	2025/4/11	恐怖 / 惊悚	王盈希, 陈京	陈美行, 王城钧, 孙杨		9345 人
东四十条	2025/4/15	剧情 / 喜剧	覃牧秋, 詹涵淇	钱康, 杨凯航, 林嘉熙		477 人
熊孩子·探险熊兵	2025/5/1	动画 / 探险 / 冒险	庄潇	陈新玥, 王亚琳, 吴雅蓓	厦门鲸端文化科技有限公司 华夏电影发行有限责任公司、北京华夏联合电影院线有限责任公司	7351 人
苍茫的天涯是我的爱	2025/5/1	公路 / 喜剧	陈孝良	曾毅, 周奇, 孙艺洲		2890 人

资料来源：猫眼专业版，华源证券研究所
注：猫眼想看人数数据截至 2 月 4 日 16:30

3. 投资分析意见

春节档优质影片的口碑效应更为凸显，建议关注后续有优质内容储备和强内容生产能力的公司。

同时，春节档票房强势表现有望带动市场对 25 年全年票房预期的调整，建议关注院线和票务公司的业绩弹性。包括光线传媒、猫眼娱乐、万达电影、阿里影业、上海电影、横店影视、幸福蓝海等。

4. 风险提示

1) **监管风险。**电影项目的上线需要经过多重审核，从前期的立项备案、到上线等环节，如果政策收紧或者某环节审核不通过，可能会出现产品上线不及预期风险。

2) **观影需求恢复不及预期风险。**电影消费影响因素较多，包括替代性的娱乐方式的兴起、用户出行等。如果消费者观影需求恢复不及预期，可能会导致行业增长不及预期风险。

3) **电影表现不及预期风险。**电影上线的最终表现由实际口碑、用户消费等多种因素共同决定，存在新电影上线表现不及预期的风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。