

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
沪深300指数	3825.59
上证指数	2978.88
深证成指	9178.31
中小板综指	8802.83

泛娱乐类增长势头不减，关注直播和直男经济 ——移动互联网APP五月数据分析

行业动态

- **直播行业头部化，夕阳产业定论尚早：**直播行业经历了一轮大洗牌，基本实现了“头部化”。根据我们的监测数据，直播行业的加总 MAU 持续增长，同比增速接近 20%，近三个月的总使用时长同比增速高达 118%。我们通过自有技术对直播行业头部 APP 的打赏充值情况进行了月度监测。在经历了 2018 年的高速发展以后，2019 年以来各大平台的充值金额增速均出现了明显的回落。目前虎牙仍能保持接近翻倍的高增速，而腾讯音乐旗下三款 APP 的充值收入同比增速均在 50% 左右。
- **字节跳动入股虎扑，布局“直男经济”：**国内最大的体育类垂直社区虎扑获 Pre-IPO 轮 12.6 亿元融资，估值已升到 77 亿，今日头条旗下两家公司合计持股比例达到了 30%，成为了虎扑的最大投资方。此次字节跳动的入局，意味着一直被传统市场所低估的男性消费领域正在逐渐崛起。
- **人口红利见顶，泛娱乐类是 MAU 高增长的爆发区：**2019 年 5 月中国移动互联网 MAU 规模已经突破 11 亿，用户数增长面临着巨大考验。我们统计了千万级 MAU 应用的季度环比增速，增速最高的 APP 主要集中在泛娱乐内容消费类，包括短视频领域的全民小视频，微视和好看视频，以及移动阅读领域的七猫免费小说和米读小说。值得关注的是，芒果 tv 在拥有高达 1.5 亿 MAU 庞大基数的前提下，仍能取得接近 30% 的增速。
- **时长红利仍在，泛娱乐类是使用时长的主要增量来源：**用户总使用时长仍在持续增长，同比增速保持在 20% 左右。泛娱乐类贡献了最大的时长增量，社交与通讯相关类增长平平。细分来看，视频和资讯类 APP 贡献了接近一半的时长增量。

投资建议

- 娱乐化内容消费是用户使用时长增量的主要来源，同时也是千万级 MAU 高增长的爆发区。看好在线视频行业 2019 年的持续增长，以及音频娱乐和移动阅读的发展空间。直播行业走向成熟，根据我们的月度监测数据，头部 APP 的充值收入仍在持续增长中。

重点关注：爱奇艺 (IQ.O)，芒果超媒 (300413.SZ)，腾讯音乐 (TME.N)，虎牙直播 (HUYA.N)，哔哩哔哩 (BILI.O)

风险提示

- 1) 数据准确性说明：相关数据通过自有技术监测获得，并进行去重去噪点处理，力求客观地反映业务表现。因统计方法和口径的差异，与官方数据可能存在差异，仅为定性分析而用。
- 2) 政策监管；
- 3) 用户行为变化。

黄梓灿 联系人
huangzican@gjzq.com.cn

王平 联系人
wangping@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号：S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

关键词：直播和虎扑背后的“直男经济”	3
直播已经是夕阳行业了吗?	3
字节跳动入股虎扑，布局“直男经济”.....	5
人口红利见顶，时长红利仍在.....	7
MAU 高增长集中在泛娱乐类	7
时长红利仍在，泛娱乐类是时长增量的主要来源.....	9
风险提示	15

图表目录

图表 1：直播行业的加总 MAU（万）	4
图表 2：直播行业的总使用时长（亿分钟）	4
图表 3：直播头部 APP 的 MAU 对比（万）	4
图表 4：腾讯音乐旗下三款 APP 的 MAU 对比（万）	4
图表 5：直播行业 APP 的充值金额月度监测（经过指数化处理）	5
图表 6：直播行业 APP 的充值金额同比变化.....	5
图表 7：部分 APP 的男性用户占比 TGI 指数	6
图表 8：虎扑与其他三款社区 APP 的 MAU 对比（万）	6
图表 9：虎扑与其他三款社区 APP 的活跃度对比（DAU/MAU）	6
图表 10：虎扑旗下 APP 的 MAU 情况（万）	7
图表 11：中国移动互联网月活跃用户规模及增速（亿）	8
图表 12：一级行业分类的加总 MAU.....	8
图表 13：一级行业分类的加总 MAU 同比增速	8
图表 14：千万级 MAU 季度环比增速排行榜（MAU/万）	9
图表 15：中国移动互联网月活用户总使用时长（十亿分钟）	10
图表 16：一级行业分类的使用总时长（十亿分钟）	10
图表 17：一级行业分类的使用总时长占比	10
图表 18：人均使用时长（分钟/天）	11
图表 19：一级行业分类的人均使用时长（分钟/天）	11
图表 20：使用时长占比分布（2019 年 5 月）	12
图表 21：一级行业分类的使用时长同比增量分布（分钟/天）	13
图表 22：二级行业分类的使用时长同比增量占比.....	13
图表 23：一级行业分类的用户黏性对比（5 月）	14

关键词：直播和虎扑背后的“直男经济”

直播已经是夕阳行业了吗？

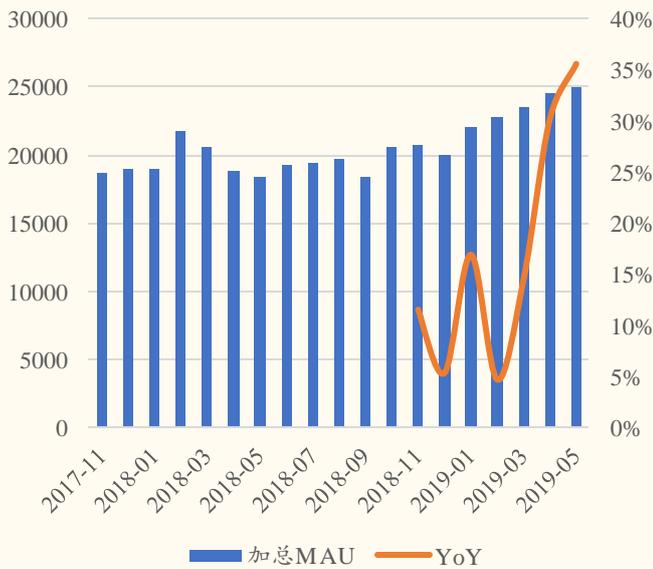
在市场主流观点看来，直播行业已经是一个业已成熟的夕阳产业。目前直播行业里的公司目前面临两种截然不同的境地。2019年3月30日，熊猫直播在官网发布公告宣布正式关站，从一开始部分地区无法打开熊猫直播网站到最终的这则公告，标志着熊猫直播彻底退出了这个行业。而曾经背靠微博风光无限的一直播，最终也逃不过被微博收购合并的命运。在这一轮“百播大战”的大洗牌中，与熊猫直播一样最终倒闭收场的玩家，还包括曾经颇具人气的全民直播。另一方面，上市公司中陌陌、YY、虎牙等主流直播平台的收入增长势头都很不错。其中陌陌2019年第一季度营收为37.2亿元人民币，同比增长35%；虎牙2019年第一季度营收为16.3亿元人民币，同比增长93%，实现了连续6个季度盈利。

毫无疑问，直播行业经历了一轮大洗牌，最终活下来的玩家寥寥无几，大多数的直播公司最终都逃不掉退出的宿命。但这些迹象并不意味着直播行业已经走向衰败。不管是对于社交平台，或者是内容消费平台以及电商平台，视频化已经是势不可挡的趋势。直播作为视频的三种主要形式之一（长视频、短视频和视频直播），依旧是各大平台丰富自家内容生态不可忽视的环节。对于BAT这种大平台而言，它们自己有庞大的用户技术，有流量基础，同时自身不缺乏内容产出，直播更多的是作为一种内容形式进行补充，进而起到增加用户活跃度和黏性的作用。基于这种“增黏剂”的作用，直播成为了内容分发和宣传的有效渠道，最典型的例子就是腾讯对虎牙和斗鱼的投资，相当于是对游戏宣发渠道的控制。不仅如此，直播正在与不同互联网行业结合起来，形成“直播+”经济，如已经成为标配而不是选配的电商直播。

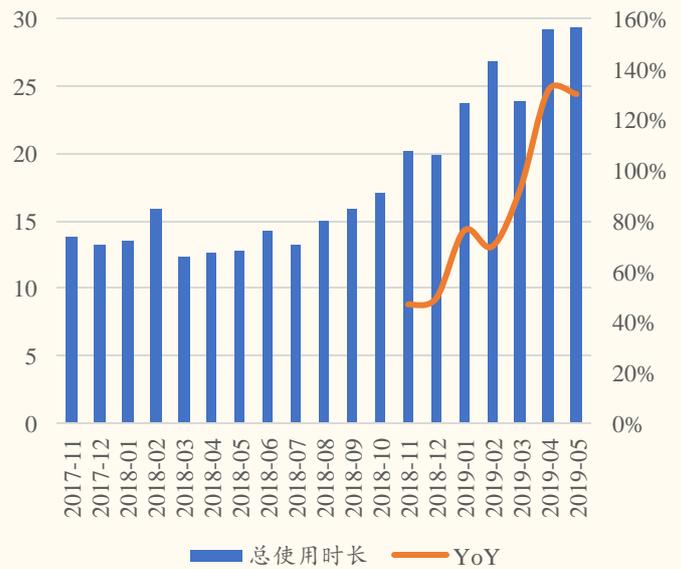
其次，与广告、电商、游戏一样，直播是一种已经被成功验证的变现方式，直播本身就是一种自我实现闭环的商业模式。从某种意义上而言，直播比广告这一变现方式更加先进，其对用户造成的干扰更少。尽管目前来说广告仍然是绝大部分移动互联网公司的盈利模式，但渗透率越来越高的用户付费模式正在改变这种现状。微信在今年3月做出了新的尝试，正式推出针对微信公众号的直播工具——腾讯直播，让公众号创作者有了直播变现的新途径。这背后或许代表了一种新的趋势正在形成。

根据国金研究创新中心的监测数据，直播行业的整体加总月活用户数仍在不断增长中，近三个月平均MAU的同比增速接近20%。从供给端来看，这离不开抖音、快手等短视频应用的“溢出效应”。短视频平台不断有成名的网红创作者涌现，其中会有一部分流向有成熟变现路径的直播平台。短视频平台向直播行业输送优质主播的同时，间接也导流了其核心粉丝群体。从监测数据可以看出，直播行业的总使用时长同比增速远高于加总MAU的增速，近三个月平均使用时长的同比增速高达118%。

图表 1: 直播行业的加总 MAU (万)



图表 2: 直播行业的总使用时长 (亿分钟)



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

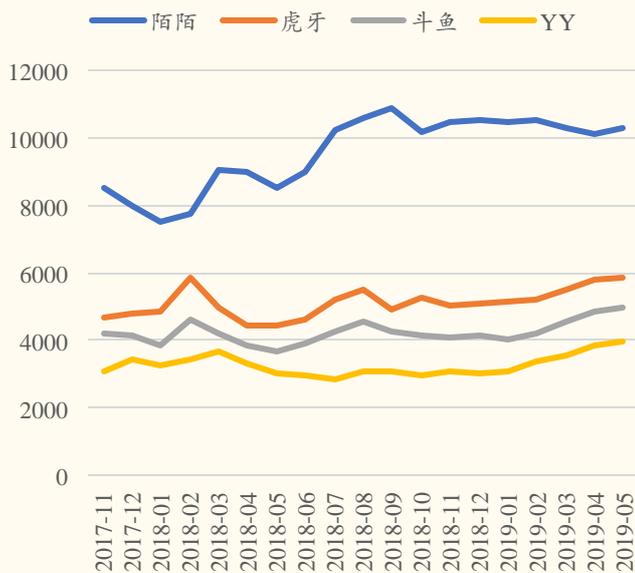
来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

注: 直播行业数据汇总中不包括陌陌

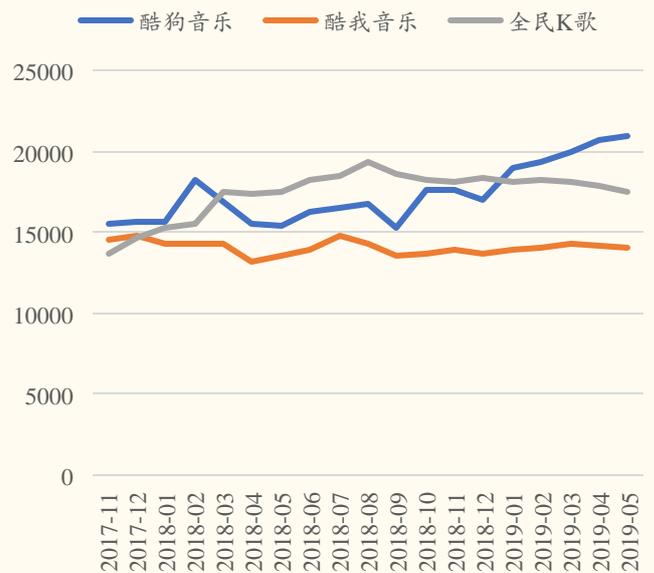
注: 直播行业数据汇总中不包括陌陌

国金研究创新中心的监测数据显示, 目前直播平台中陌陌的 MAU 最高, 早已悄然突破亿级大关, 但考虑到陌陌用户中只有 30% 左右会观看直播, 其真实直播用户 MAU 量级与其它几家相近。其次为虎牙, 斗鱼和 YY, 在经过一轮洗牌后其他直播平台已经被拉开了数量级的差距。值得注意的是, 尽管陌陌定位仍是一个陌生人社交平台, 但根据其 2019 年 Q1 的财报数据, 直播业务的收入占比已经超过了 70%。另一方面, 尽管腾讯音乐旗下的两款直播 APP, 酷狗直播和酷我繁星的 MAU 都仅在百万级别, 但考虑到腾讯音乐其它三款拥有亿级 MAU 用户基数的头部 APP, 酷狗音乐、酷我音乐和全民 K 歌 APP 内均有直播功能, 这三款 APP 的 MAU 加总超过了 5 亿 (包含重叠的用户), 那么我们有理由相信, 腾讯音乐才是真正的直播行业龙头。

图表 3: 直播头部 APP 的 MAU 对比 (万)



图表 4: 腾讯音乐旗下三款 APP 的 MAU 对比 (万)



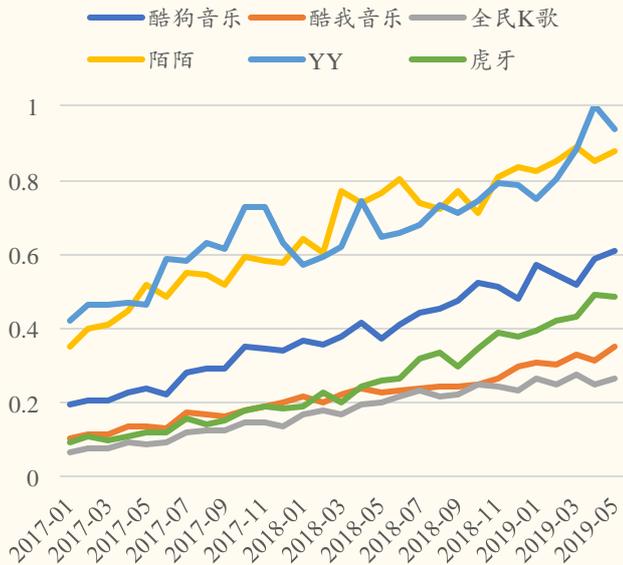
来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

为了更好地跟踪直播行业的变化, 我们通过自有技术对直播行业头部 APP 的充值情况进行了月度的实时监测。从单个 APP 的数据来看, 目前 YY 和陌陌

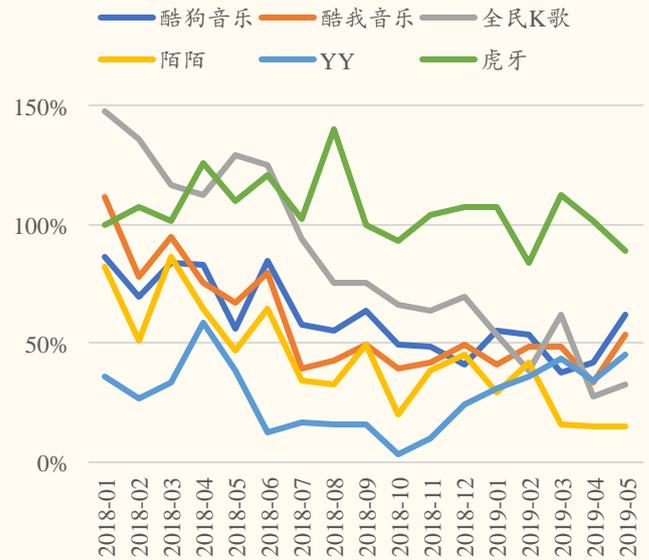
的月度充值金额遥遥领先，其次是酷狗音乐和虎牙直播，其余几家平台相差不多。从充值金额的同比变化情况可以看出，在经历了 2018 年的高速发展以后，2019 年以来各大平台的充值金额增速均出现了明显的回落。目前虎牙仍能保持接近翻倍的高增速，而腾讯音乐旗下三款 APP 的充值收入同比增速均在 50% 左右。值得注意的是，陌陌的充值金额同比增速呈现不断下滑趋势，这或许与陌陌的骨子里的社交基因有关，增速下滑可能是公司摆脱“直播依赖”路上不可避免的一道坎。

图表 5：直播行业 APP 的充值金额月度监测（经过指数化处理）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 6：直播行业 APP 的充值金额同比变化



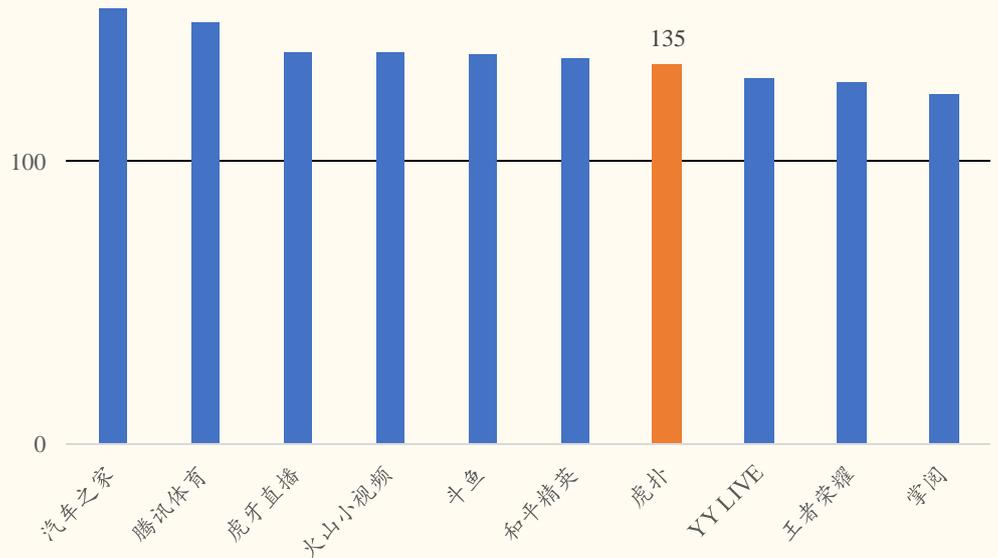
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

字节跳动入股虎扑，布局“直男经济”

6 月 5 日，上海证监局在官方网站上更新了关于虎扑（上海）文化传播有限公司的辅导工作进展报告。其中最值得关注的是，在新一轮股权公示中今日头条旗下两家公司合计持股比例达到了 30%，成为了虎扑的最大投资方。根据懒熊体育报道，虎扑官方表示，公司获 Pre-IPO 轮 12.6 亿元融资，投资方是字节跳动，这是虎扑自 2004 年成立以来获得的最大一笔融资。此次接受字节跳动的巨额投资后，根据其中增资扩股部分的认购对价，虎扑的估值已升到 77 亿。

虎扑的前身是 2004 年 1 月，公司创始人程杭在芝加哥创建的 hoop CHINA 篮球论坛。经过 15 年的发展，虎扑从篮球论坛开括了门户、赛事、电商、线下活动、游戏联运、基金等多元业务，成为一个在体育领域颇有影响力的平台。因为平台主要以男性用户为主，男性用户占比 TGI 指数高达 135，也被称为是“直男社区”。

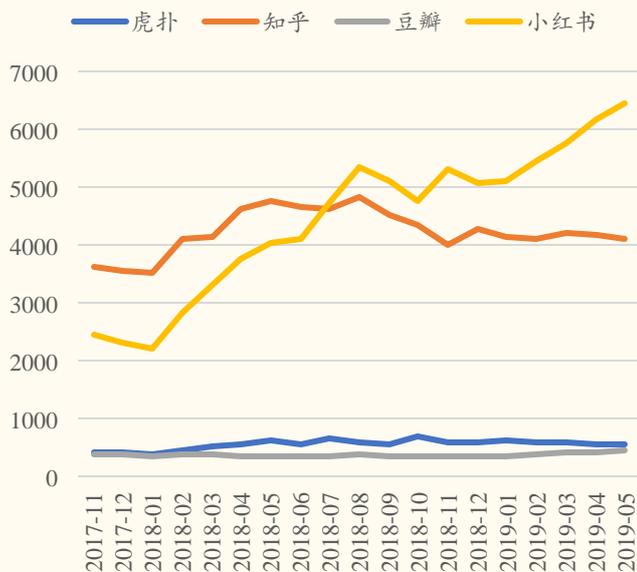
图表 7：部分 APP 的男性用户占比 TGI 指数



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

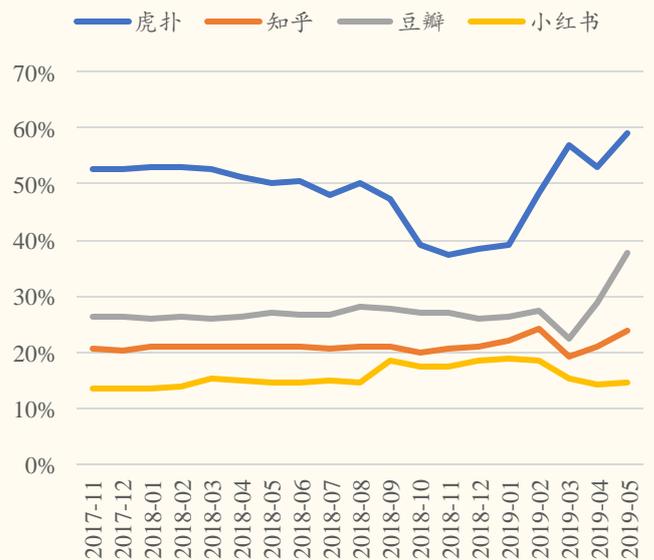
此前字节跳动就曾尝试过孵化过对标知乎的悟空问答以及兴趣社群 APP 头条圈子。对于有意布局内容信息，搭建自己社区平台的字节跳动而言，虎扑是一个非常不错的投资标的。尽管从 MAU 的角度来说，虎扑与其它社区 APP 相比并没有任何优势，尤其是与针对女性用户为主的垂直社区小红书相比，足足相差了一个量级。但是从用户活跃度 (DAU/MAU) 的角度来看，虎扑与其他三款社区 APP 相比，拥有超过 50% 的用户活跃度，这意味着，虎扑用户平均每个月会有一半的天数都在使用虎扑。持续的高用户活跃度铸就了虎扑在“直文化”领域不可小觑的竞争壁垒。

图表 8：虎扑与其他三款社区 APP 的 MAU 对比 (万)



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 9：虎扑与其他三款社区 APP 的活跃度对比 (DAU/MAU)



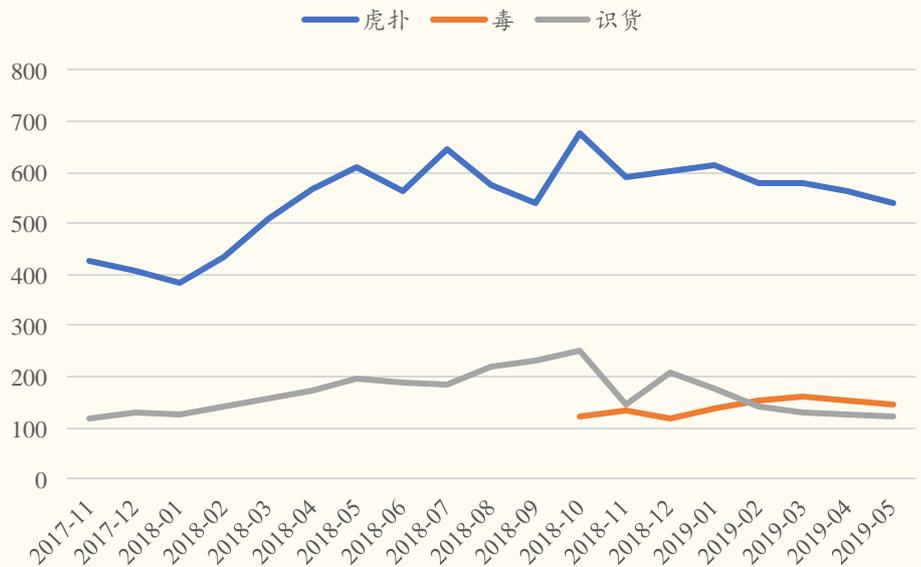
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

除了传统的广告模式，社区电商慢慢成为了虎扑重要的变现渠道。2012 年，虎扑上线为电商导流的导购 APP “识货”。2016 年虎扑递交的招股说明书（申报稿）中显示，2013 年至 2015 年期间，“识货”为虎扑贡献了 20% 的收入。为了弥补“识货”过于依赖其他电商平台的短板，虎扑在 2016 年投资了第三方球

鞋鉴定售卖平台“毒 APP”。根据 36 氪报道，毒在今年 4 月完成了新一轮的融资，估值已超 10 亿美元，2018 年全年的 GMV 已达 20 亿美元。

此前虎扑的 IPO 之路并不顺利，2016 年，虎扑递交了招股书，尝试在上交所 IPO 上市。在递交招股书文件近 1 年后，虎扑于 2017 年 3 月 22 日申请终止上市审查。今年 3 月，虎扑在证监会登记 IPO 备案，重启上市计划。而此次字节跳动的入局，意味着一直被传统市场所低估的男性消费领域正在逐渐崛起，进入我们的视野。

图表 10：虎扑旗下 APP 的 MAU 情况（万）



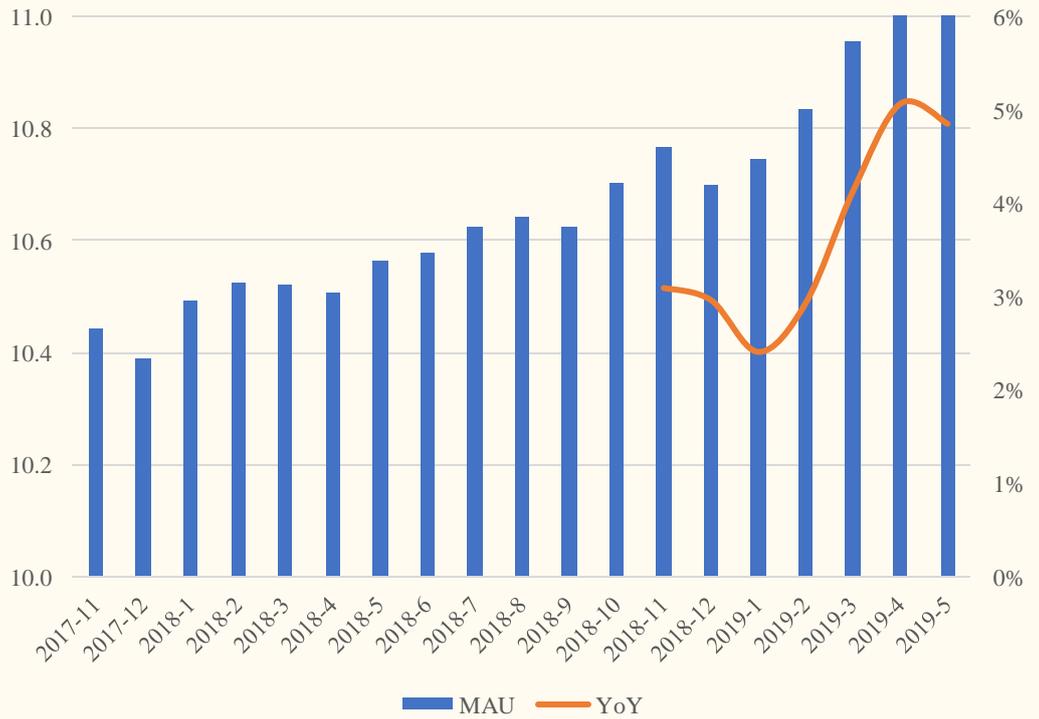
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

人口红利见顶，时长红利仍在

MAU 高增长集中在泛娱乐类

根据我们的监测数据，2019 年 5 月中国移动互联网月活用户规模已经突破 11 亿。国内智能手机的普及过程已经基本完成，移动互联网用户数近年来增长非常缓慢，同比增速保持在 5% 以内，再次验证人口红利已经渐行渐远，用户增长面临着巨大考验。

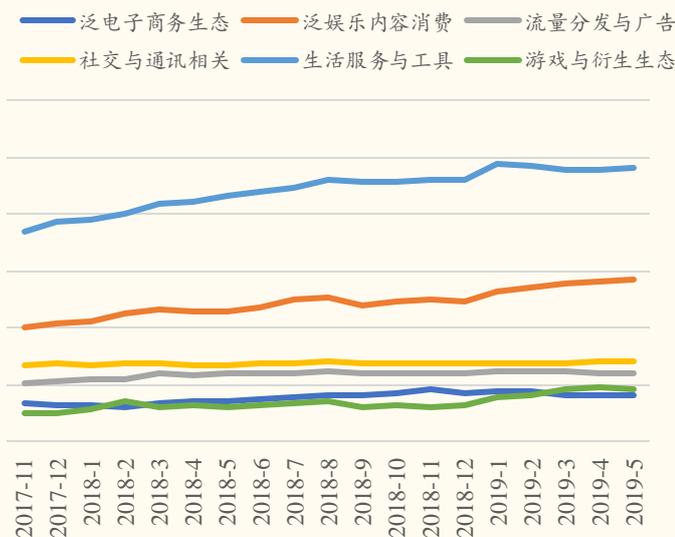
图表 11：中国移动互联网月活跃用户规模及增速（亿）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

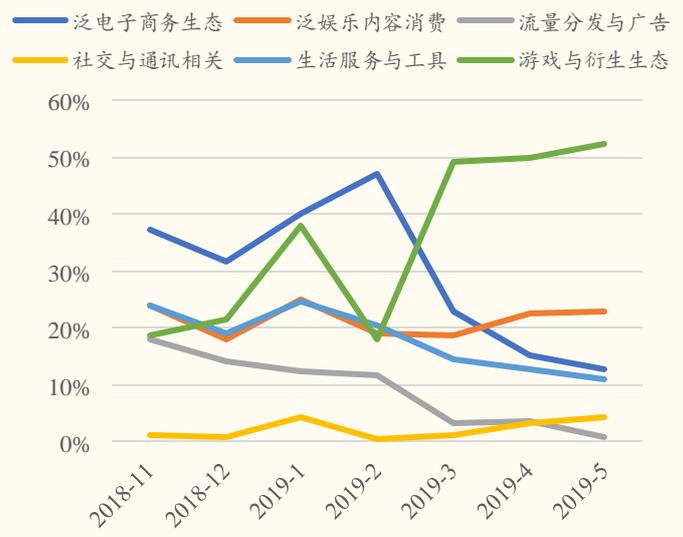
从一级行业分类来看，目前生活服务与工具类的加总 MAU 最高，泛娱乐内容消费类次之。从加总 MAU 的同比增速来看，得益于《王者荣耀》和《和平精英》的优异表现，游戏与衍生生态类的加总 MAU 近三个月均保持了较高的同比增速。社交与通讯相关类已经诞生了微信和 QQ 两大十亿级 MAU 巨头，拥有极高的渗透率，积累了足够高的壁垒。社交与通讯相关类的加总 MAU 增速始终不温不火，短期内很难出现现象级的社交 APP 新玩家。泛电子商务生态类和流量分发与广告类的加总 MAU 同比增速近期呈不断下滑趋势，其中流量分发与广告类的加总 MAU 几乎零增长。

图表 12：一级行业分类的加总 MAU



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 13：一级行业分类的加总 MAU 同比增速



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

为了跟踪近期月活用户数持续高增长的 APP，我们将近三个月平均 MAU 在 1000 万以上的 APP 作为样本，统计了平均 MAU 季度环比增长最快的前十个 APP（此处的季度环比是将近三个月作为最新一个季度周期进行计算）。可以看出，季度环比增速最高的 APP 主要集中在泛娱乐内容消费类，包括短视频领域的全民小视频（百度旗下），微视（微信旗下），好看视频（百度旗下），以及移动阅读领域的七猫免费小说和米读小说。其中值得关注的是，芒果 tv 在拥有高达 1.5 亿 MAU 庞大基数的前提下，仍能取得接近 30% 的增速。而流量分发与广告类中，趣头条不断往三四线城市群体渗透，平均 MAU 季度环比增速仍超过 20%。受益于五一假期出行的需求，马蜂窝旅游的平均 MAU 季度环比增速高达 60%。

图表 14：千万级 MAU 季度环比增速排行榜 (MAU/万)



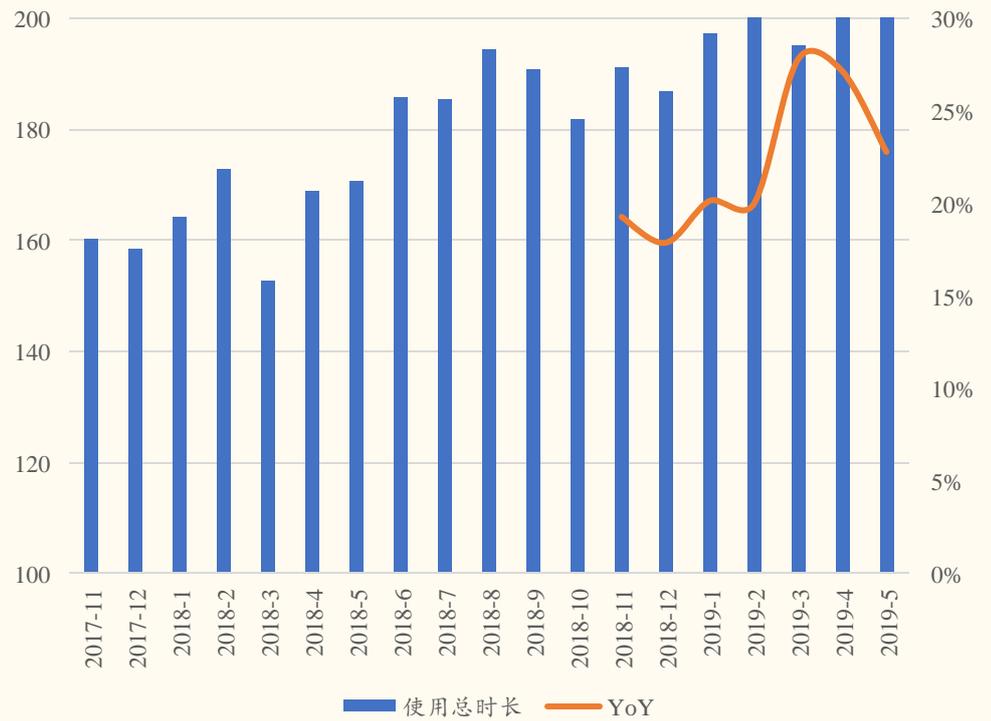
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：季度环比是将近三个月作为最新一个季度周期进行计算

时长红利仍在，泛娱乐类是时长增量的主要来源

人口红利逐渐见顶，移动互联网进入了争夺存量用户注意力的竞争阶段。根据研究创新中心的监测数据，时长红利仍然存在，用户对移动互联网的依赖越来越强，移动互联网用户的总使用时长仍在持续增长，同比增速有所下滑，保持在 20% 左右。

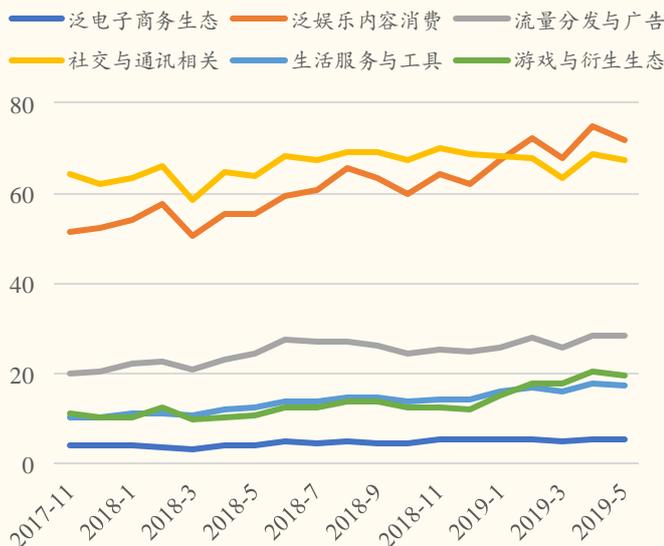
图表 15：中国移动互联网月活用户总使用时长（十亿分钟）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

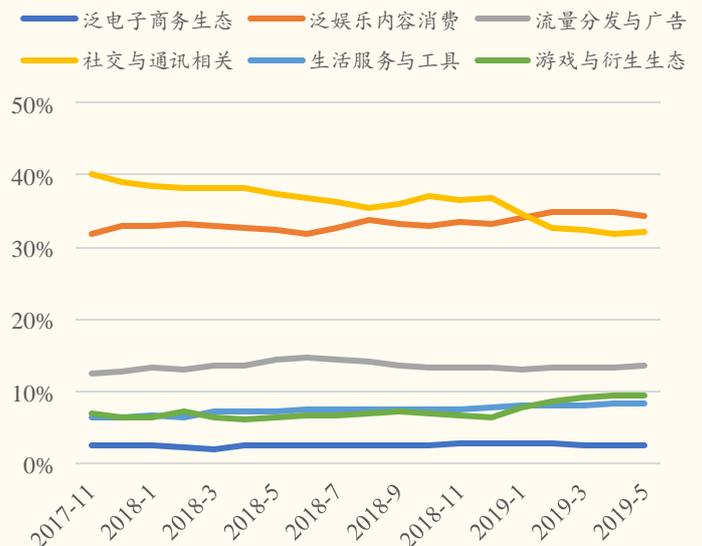
从使用总时长来看，泛娱乐内容消费和游戏与衍生生态类的时长增长显著。从使用总时长占比来看，社交与通讯相关的占比在不断下降，从 17 年 11 月的 40% 下降到了 19 年 5 月的 32%。而随着泛娱乐应用的多样化发展，泛娱乐内容消费的使用总时长增速惊人，19 年 5 月的同比增速达到了 30%，使用总时长占比稳居第一，达 34%。

图表 16：一级行业分类的使用总时长（十亿分钟）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 17：一级行业分类的使用总时长占比

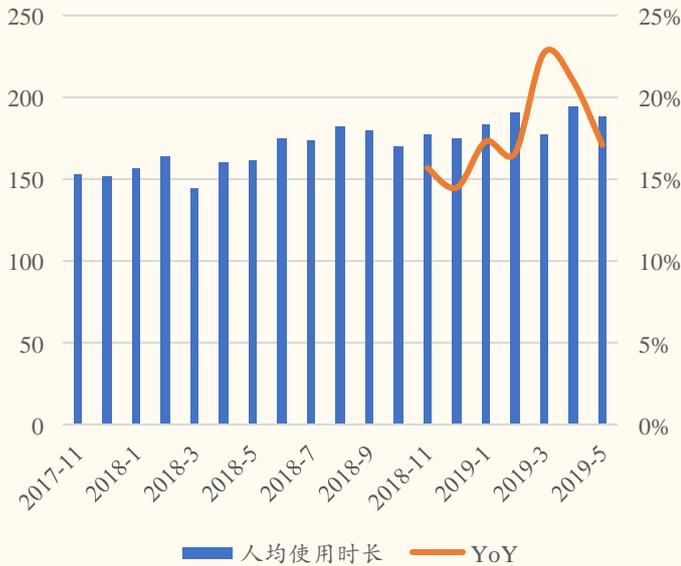


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

短视频时长增速放缓

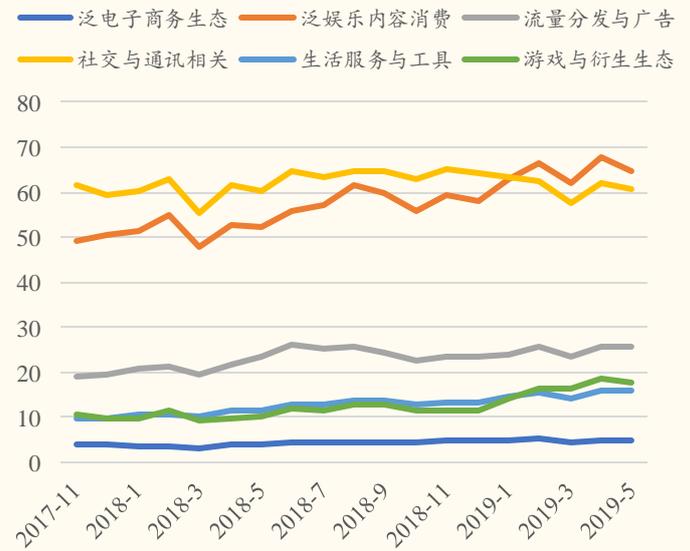
如今，沉迷手机已经呈现出全年龄段的共同行为特征，手机俨然成为了人类的一个新器官。为了更直观的理解手机 APP 究竟占据了我们多少时间，我们测算了全网 APP 的人均使用时长情况。数据显示，国人平均每天在手机 APP 的使用上花费超过三小时，同比增速为 17%，环比小幅下滑 3%。其中社交与通讯相关的人均使用时长呈下降趋势，取而代之排在首位的是泛娱乐内容消费类。

图表 18：人均使用时长（分钟/天）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

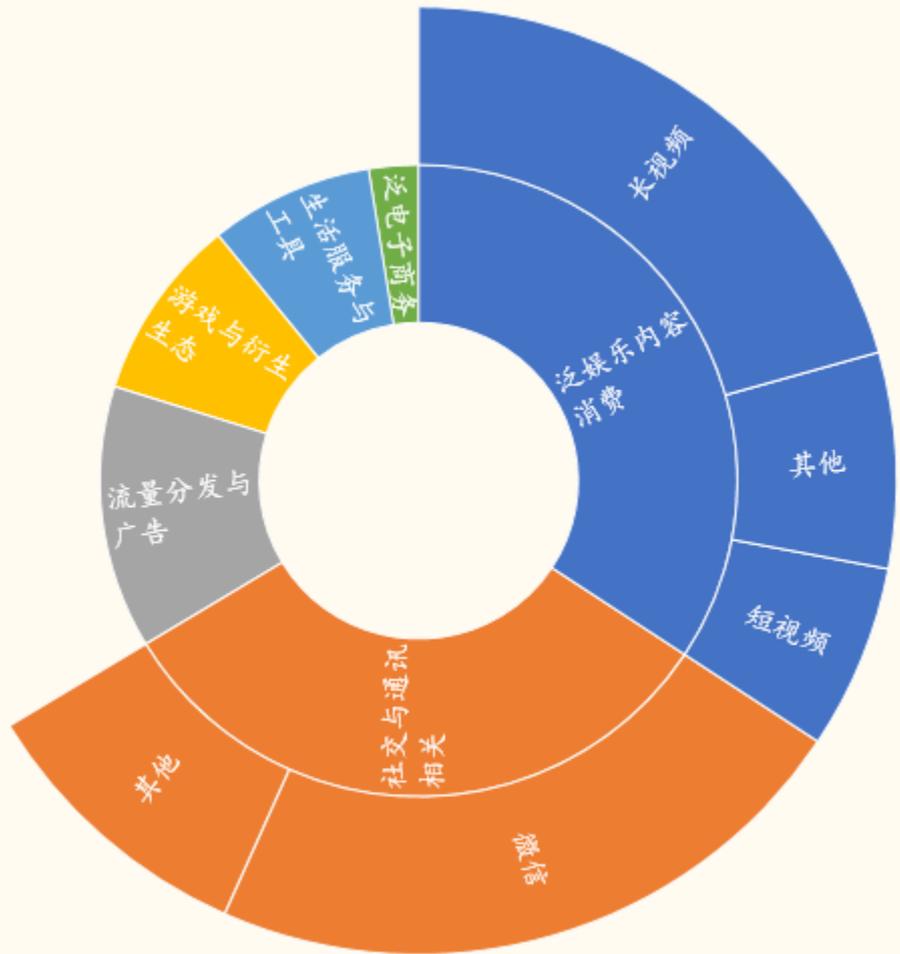
图表 19：一级行业分类的人均使用时长（分钟/天）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

细分来看，微信仍然是最大的流量入口。用户平均每天会花费 23% 的时间，约 40 分钟在微信上。而随着移动网络技术的发展，在线视频（长视频）逐步成为了除社交以外的最大流量入口，占据了总体应用使用时长的 21%。5 月份短视频的时长占比为 6%，增速有所放缓。

图表 20：使用时长占比分布（2019 年 5 月）

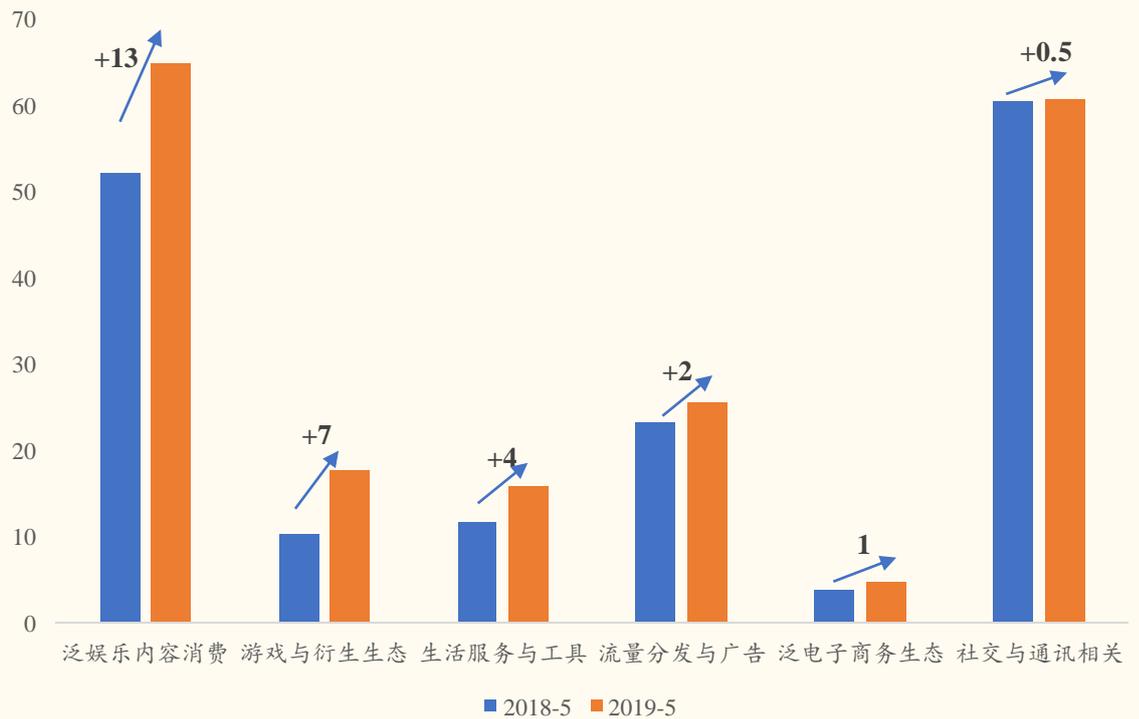


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

泛娱乐类 APP 是使用时长的主要增量

步入用户存量时代，如何吸引用户的注意力，把握下一波浪潮成为了关键。在用户使用时长的红利阶段，究竟是哪些细分领域 APP 赢得了先机呢？我们计算了 19 年 5 月的使用时长同比增量分布，可以看出，一级行业分类中，泛娱乐内容消费在原来接近 1 小时的基数上，贡献了最大的时长增量，相比 19 年 3 月，用户每天平均多花了 13 分钟在泛娱乐类 APP 上；社交与通讯相关类增长平平。

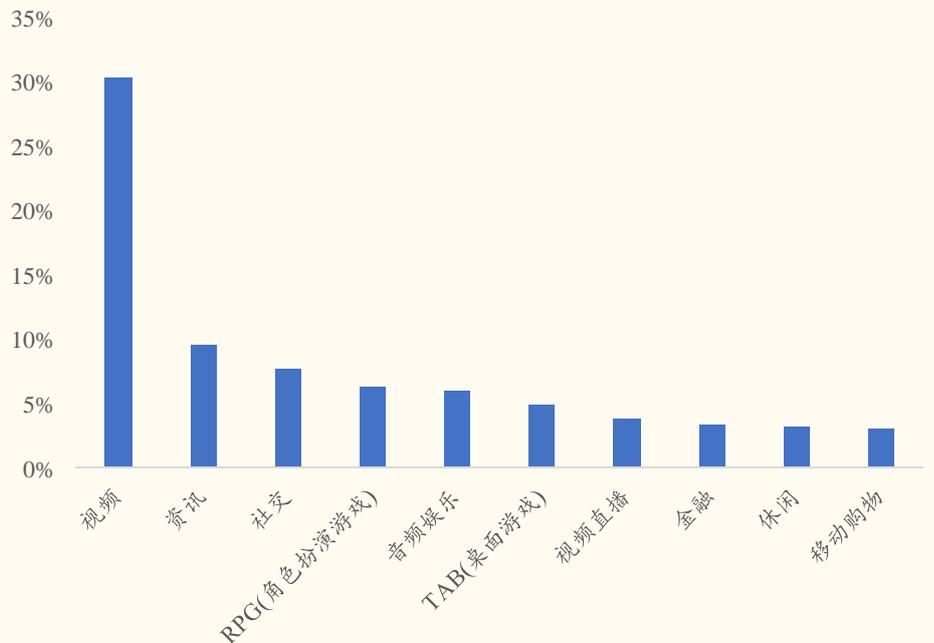
图表 21：一级行业分类的使用时长同比增量分布（分钟/天）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

进一步细分，视频和资讯类 APP 贡献了接近一半的时长增量，其中视频类 APP 主要得益于短视频的崛起，资讯类的增量来源主要是下沉市场的趣头条。而社交类微信和 QQ 的使用时长仍有小幅上升，叠加上其可观的用户数，助推社交类的使用时长同比显著增长。

图表 22：二级行业分类的使用时长同比增量占比



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

从用户的黏性来看，除了游戏与衍生生态类，其他一级行业分类的人均月使用频率同比均有明显的上升。人均使用次数方面，除了社交与通讯相关类显著下滑以外，其他一级行业分类相比去年同期均有所增加。

图表 23：一级行业分类的用户黏性对比（5月）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

风险提示

- 1) 数据准确性说明：相关数据通过自有技术监测获得，并进行去重去噪点处理，力求客观地反映业务表现。因统计方法和口径的差异，与官方数据可能存在差异，仅为定性分析而用。
- 2) 政策监管风险：在分析互联网与传媒行业时，政策监管风险的考量必不可少。不论是对于内容的监管，还是游戏版号的审批皆不离政策的出台和落实。如果互联网与传媒行业监管环境趋严，行业内公司或将面临政策监管风险。
- 3) 用户行为和习惯或发生重大变化：不同年龄层以及不同地域间用户会随着周边环境的改变成长变化，其习惯和行为也会随之改变。互联网产品紧随需求要求互联网行业内公司在用户行为和习惯变迁时不要落后。如果未及时捕捉用户行为和习惯变化，行业内公司或失去优势地位。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH