

2023年03月26日
国脉文化(600640.SH)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

互联网影视音频

AIGC 时代，占据运营商生态圈内优势地位

竞争格局重构+内容供给端变革，双重利好国脉文化。通信运营商在 AIGC 时代作为数据与算力的“卖水人”，有望占据更加核心地位。一方面手握 AI 训练与迭代的关键资源——数据，另一方面，以运营商云为主的国家公有云是运行、储存、交互 AI 数据的重要基建。其中，中国电信天翼云担纲“国云”建设，在产业数字化领域战略地位有望进一步提升。中国电信宣布已全面布局大模型技术研发并取得阶段性成果，在产业版“ChatGPT”并已具备相关技术研发基础，旨在打造面向电信领域的产业版生成式技术的端到端产品化能力。国脉文化作为中国电信集团的控股子公司与核心泛娱乐内容承载平台，一方面受益于集团整体战略地位的提升，一方面有望率先对接升级后的 AI 能力推动自身业务重塑与发展。

重点发力 5G 应用产品，元宇宙将成为驱动业务升级的核心动力。2022 年，公司进一步对公司主要业务进行梳理，明确五大类业务方向，分别为数字内容（天翼超高清、天翼云游戏、天翼云 AR/MR 等）、数智应用（数智党建、数智企服等）、元宇宙云中台业务（虚拟数字人等）、实体场景（酒店、会展）、数字资产（数智积分、数智藏品）。其中，元宇宙云中台为新增业务方向，公司计划将元宇宙作为驱动业务升级的核心动力，与产业链各方通力协作，全方位推进元宇宙技术的研发及产业化一体化。

投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 18.43 元。预计公司 2022-2024 年营业收入为 42.23/49.34/54.06 亿元，归母净利润为-2.07/0.97/2.19 亿元。分部估值法计算合计目标市值为 146.69 亿元，对应目标价 18.43 元。

风险提示：5G 政策管控，创新型产品不及预期，市场竞争加剧。

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	4,449.2	4,610.9	4,223.4	4,933.5	5,405.7
净利润	10.3	-357.5	-206.9	97.0	219.3
每股收益(元)	0.01	-0.45	-0.26	0.12	0.28
每股净资产(元)	5.66	5.21	4.95	5.06	5.30

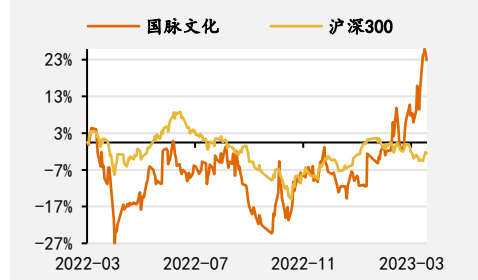
盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	1,050.1	-30.3	-52.4	111.7	49.4
市净率(倍)	2.4	2.6	2.7	2.7	2.6
净利率	0.2%	-7.8%	-4.9%	2.0%	4.1%
净资产收益率	0.2%	-8.6%	-5.2%	2.4%	5.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%
ROIC	15.1%	-30.2%	-43.2%	0.3%	19.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A 首次评级
6 个月目标价	18.43 元
股价(2023-03-24)	13.38 元

总市值(百万元)	10,646.41
流通市值(百万元)	10,646.41
总股本(百万股)	795.70
流通股本(百万股)	795.70
12 个月价格区间	7.93/13.71 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	24.7	33.7	30.8
绝对收益	23.9	38.9	25.5

焦娟 分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

相关报告

目 录

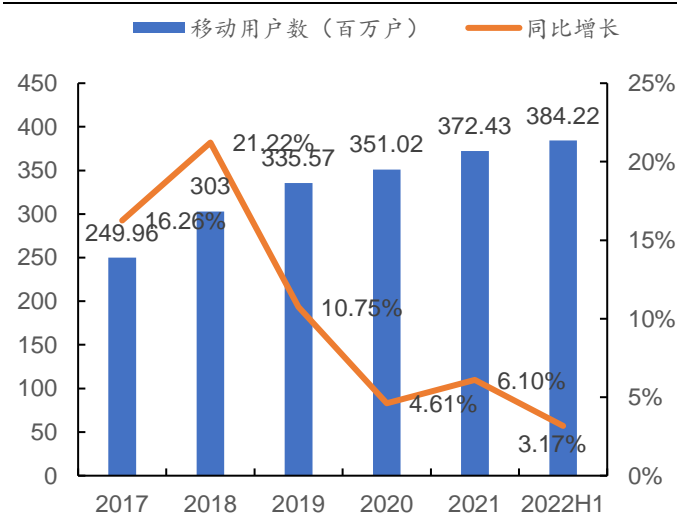
1. 竞争格局重构+内容供给端变革的双重利好.....	3
1.1. 中国电信 5G 业务、天翼云加速发展	3
1.2. AIGC 变革内容供给端，有望重塑竞争格局	4
2. 国脉文化：中国电信泛娱乐内容核心承载平台	7
2.1. 发展历程：历经 3G-4G-5G，把握时代变革机遇	7
2.2. 股权结构：中国电信集团控股，定位内容平台与用户服务	7
2.3. 财务情况：营收构成较为多元，毛利率有望企稳回升	8
3. 业务布局：发力 5G 重点产品，元宇宙驱动业务升级	10
4. 投资建议	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 相对估值	15
5. 风险提示	17

1. 竞争格局重构+内容供给端变革的双重利好

1.1. 中国电信 5G 业务、天翼云加速发展

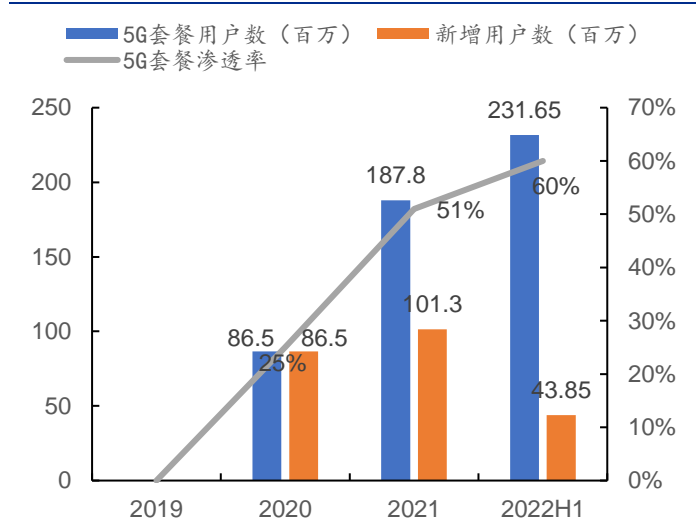
中国电信自 2020 年全面实施“云改数转”战略以来，全面加大科技创新力度，深入推进云网融合，在算力资源布局方面形成了明显的竞争优势，成为我国产业数字化建设中的主力军。在个人信息化服务方面，中国电信持续强化 5G 一体化经营，提升 5G 覆盖和网络体验，同时云电脑、安全管家等数字化产品的拓展与推广也将带动 2C 市场用户价值持续提升；在家庭信息化服务方面，中国电信深耕数字生活产品和服务，加快千兆宽带发展，进一步推进智慧家庭和智慧社区、数字乡村融通互促、联动发展；在政企信息化服务方面，加快拓展数字产业化服务，发挥全程全网资源、客户积累和属地化服务的优势，赋能传统产业转型升级，助力千行百业“上云用数赋智”。截至 2021 年，中国电信在云计算市场份额达到 9%，位列国内运营商首位。移动用户数量方面，中国电信持续提升 5G 网络覆盖，精准促进 5G 用户登网用网，推出 5G 消息、5G 新通话、量子密话等创新应用，不断拓展 5G 场景下的产品及服务，推动个人数字需求升级，驱动用户规模和价值持续提升，其市场份额由 2016 年的 15.5% 逐步提升至 2021 年的 22.6%。截至 2022 年上半年，中国电信的移动用户数同比增长 3.17% 达到 3.84 亿户，净增 1179 万户，占全国移动用户 23% 的份额。5G 套餐用户达到 2.32 亿户，渗透率达到 60.3%。移动用户 ARPU（每用户平均收入）达到 46 元，保持良好增长。（数据来源中国电信公告）

图1. 2017-2022 上半年中国电信移动用户数



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图2. 2019-2022 上半年中国电信 5G 用户数量及渗透率



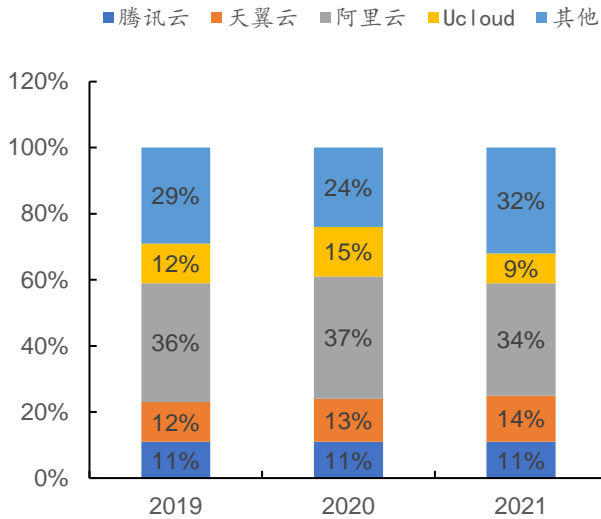
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

立足云网融合 3.0 新阶段，推进新型数字基础设施建设。中国电信持续强化云、网、数、智、安、IDC、算力、绿色等多数字要素协同布局和原创技术应用，推动云网融合向 3.0 阶段演进。2019-2021 年，天翼云在国内公有云 IaaS 市场份额分别为 12%/13%/14%，在全球运营商公有云 IaaS 中排名第一。2022 年上半年，中国电信新建天翼云服务器 8.1 万台，天翼云算力规模达到 3.1EFLOPS，“一城一池”累计覆盖超过 160 个地市，2022 年上半年天翼云收入达到 281 亿元，同比增长 100.8%。（数据来源中国电信公告）

天翼云担纲“国云”建设，生态合作全面升级。在 2022 第五届数字中国建设峰会·云生态大会上，国资监管云正式上线。“国资监管云”作为“国云”落地的一种形式，可承接央企、国企及各行各业的企业上云需求，天翼云作为国云的运营主体，在其中担当主导者、引领者的角色，中国电信在产业数字化领域战略地位进一步提升。在此基础上，天翼云将进一步完

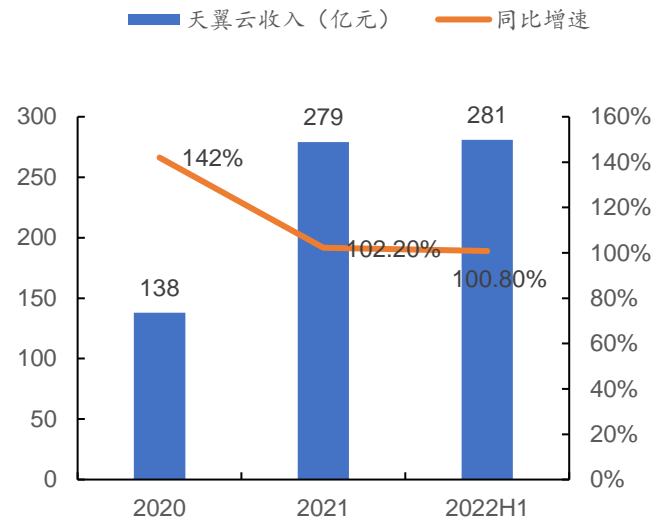
善“2+4+31+X+0”资源布局，部署自主可控天翼云操作系统 CloudOS4.0，构建软硬协同的下一代计算架构，持续提升网络资源能力。

图3. 2019-2021 年公有云 IaaS 市场份额变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图4. 2020-2022H1 电信天翼云收入及同比增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

随着中国电信在 5G 业务、天翼云等领域的加速发展，我们认为国脉文化作为中国电信旗下的泛娱乐内容运营平台，有望依托电信运营商的用户、流量、渠道等优势，推动 5G 2C 数字内容、2B 数智应用、数字资产等业务进一步发展。

(1) 较低的流量成本

5G 应用流量消耗庞大，预计流量资费将显著提升。以云游戏为例，根据谷歌 Stadia 公布的云游戏服务数据，在 4G 环境下，其最低游戏版本每小时的流量耗费高达 4.5GB，带宽占用达 10Mbps，未来在 5G 环境下，应用场景的更迭将变得更为庞大，且高流量会占用较大带宽资源。

公司拥有运营商背景，相较互联网平台的最大不同之处在于成本优势。三大运营商均推出专属流量卡或绑定 5G 流量套餐来推广各自的 5G 应用，实现流量导入。以中国电信为例，5G 套餐用户不仅可以享受套餐内通话、流量权益，也可免流量、免会员费体验天翼超高清、天翼云游戏、天翼云 VR 等 5G 应用，公司背靠中国电信，可以低成本获得用户数增长。

(2) 庞大的潜在用户基数

一方面，据中国电信公告，截至 2023 年 1 月，中国电信累计拥有 3.9231 亿移动用户与 1.8187 亿宽带用户，有望成为公司 5G 应用的潜在用户；另一方面，公司负责运营中国电信的全国积分兑换业务，现有视频、游戏、阅读、动漫、应用分发等业务已积累起一定的用户基础。

(3) 强大的线下渠道推广能力

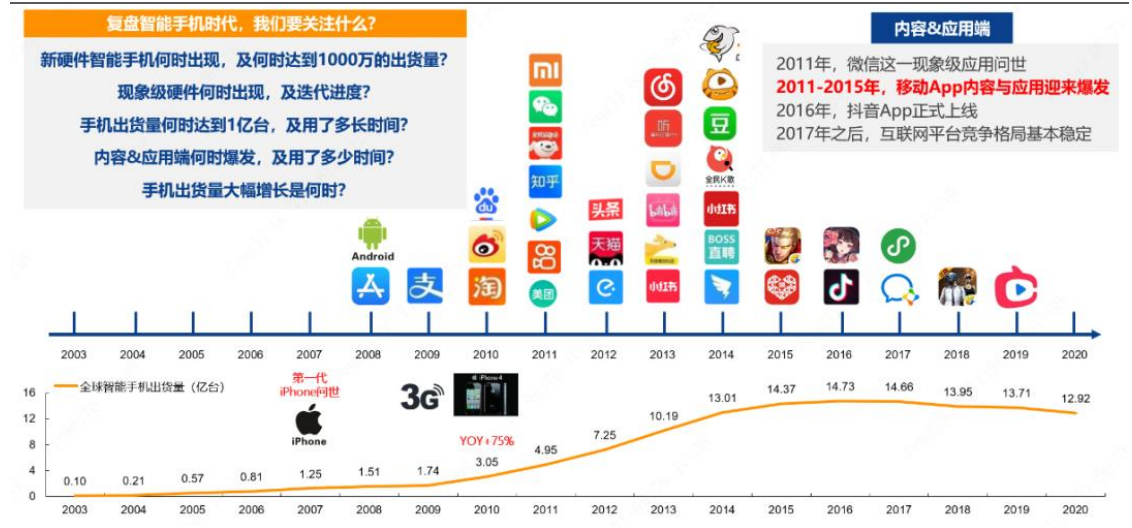
相比其他互联网平台，电信运营商的渠道优势在于具备庞大的线下体验店网络。通过电信运营商推广的 5G 应用产品能够在独有的线上线下联动运营方式下，实现更有效的推广与落地，该渠道优势在低线城市更加突出。

1.2. AIGC 变革内容供给端，有望重塑竞争格局

从时间发展顺序来看，移动互联网时代的行业发展脉络大致为：2010 年，里程碑意义的产品 iPhone 4 发布，当年全球智能手机出货量大幅增长 75%；2011 年，微信这一现象级应用问世；2011-2015 年，移动 App 内容与应用迎来爆发。2019 年移动互联网红利开始消退，此后下一

代计算平台正在酝酿发展。**2020-2021**年已有小爆款VR内容(元宇宙内容的初级形态)出现,但当时更多爆款内容与应用均处于探索期,行业中的大多数公司开始重视并入局。因此,若以**2021**年为Web3.0/元宇宙的发展元年,我们预判真正的爆款内容或应用将滞后**1.5**年左右——对应**2023**年下半年开始陆续涌现。**2024、2025**年AIGC、ChatGPT会在虚拟现实世界中生产、制作、供给一些新的内容、应用、场景,百花齐放。

图 5.移动互联网与智能手机时代的内容&应用发展



但这一轮新计算平台的内容、应用/场景的发展将不同于移动互联网时代，绝不只是影视、游戏内容从2D到3D的简单升级，而是会带来生产关系的重构与新的供需关系。AI是下一代计算平台的关键生产要素，当下新的供给范式AIGC作为生产力，ChatGPT作为其中的一种生产工具，未来也会出现更多的生产工具，这种生产方式比人的效率要高得多，满足新一代计算平台对供给量的大幅需求。

AIGC将成为Web3.0/元宇宙时代的内容供给范式之一。目前ChatGPT、AI绘画均为AIGC的应用范畴。Web3.0/元宇宙时代内容快速增长，依靠PGC/UGC的供给有限，低成本高效率的AIGC将成为重要的内容供给方式之一。当前ChatGPT、AI绘画的突出表现打开了人们对于AI生成式内容的想象空间。

首先，在内容生产领域，一方面AIGC会带动内容消费升级的需求，另一方面AIGC带来了生产成本的下降与效率的提升。从用户角度看，下一代技术的发展主线是创造高质量的沉浸式内容，甚至是带来多感官的时空体验，如影视、游戏内容从2D升级为3D，甚至是加入交互的功能，带动互动剧的发展，使得游戏中的NPC交互更智能。但每一次内容形态的升级，都意味着创作门槛的巨大提升，背后是人工工作量与成本的增长。而AIGC正在改变内容生产方式，AIGC已经具备文字、图片甚至视频内容的生成能力，在生成创意、内容创作等方面对创作效率的提升非常显著，可以应用于影视、游戏、艺术创意等场景；甚至在专业领域，AIGC可以用于构建三维模型、工业设计等，能够替代或辅助人工承担繁琐的工作，降低人工成本。

其次，在革新内容、降低成本的同时，AIGC会带来更多的应用/场景，AIGC对传媒产业的影响会更加深入。关于AIGC，目前行业的探讨大多局限于内向思维，首先想到的是运营效率与成本，思考哪些环节可以利用AI提高来效率，哪些岗位的人员会被替代，这对应的都是成本项。其实以ChatGPT为代表的AIGC应用的成功地方在于对C端的开放与友好，以此反过来推动B端的开发与应用。

AIGC、ChatGPT在这一轮对内容供给端的变革，实际上是在移动互联网尾期存量博弈中打破了现有的竞争格局。一是，关注AIGC等新技术对原有产业的颠覆式创新。当下移动互联网所

介入到现实物理世界中的部分，需要全部重新再“被定义”一遍，如购物 App 现在打开是图文界面，3D 沉浸式与交互式的虚拟现实，购物场景从商品展示的方式（不再是图文形式）开始全部都需要重新定义。二是，新应用场景预计孕育出新巨头的概率更大。历次工业革命都会有一大批核心产业之外的受益群体，都会按照创新的范式诞生出新的产业。在历史上，对现有行业的颠覆常常来自于外部，我们认为下一代新的科技巨头将诞生于新的领域，而不是现有领域。

我们认为，在新的动态平衡的形成过程中，平台方、IP 方具备相对竞争优势。AIGC 最大的杀手锏是能“出量”，利好受制于内容产出效率不足或内容供给相对有限的平台。国脉文化的主营业务包括云游戏、云动漫、视频、AR/VR 等，与互联网视频平台相比在内容投入的量级与内容自制的能力上存在一定差距，这一轮借助 AIGC、ChatGPT 等先进技术与工具有望缩小这一差距。

2 月 18 日，2022 天翼生态博览会上，中国电信宣布已全面布局大模型技术研发并取得阶段性成果——业内首个十亿参数量级城市治理领域的大模型，具体来看，这个十亿参数量级城市治理领域的大模型，能以更小的模型规模、更短的训练周期和更低的计算资源，达到百亿参数量级的模型效果，实现通用模型结果可复现、成本可控制、应用可落地的目标，降低 AI 技术使用门槛。在语义大模型方向，中国电信已初步建立针对电信、政务等垂直领域的数据积累、语义大模型训练经验及各类下游模型的蒸馏能力，摸索出了一套基于预训练模型的低资源 ASR 多方言模型算法能力，可支撑包括通信助理、智能外呼、数字人客服等多个高并发 to C 产品系统。

据《科创板日报》报道，在场景与应用方面，中国电信计划将 ChatGPT、AIGC 等 AI 技术与已有的业务产生协同，实现全面的 AI 核心能力自主研发，并推动大模型由城市级模型库向产业级模型库延展，聚焦数字人、元宇宙，拓展智能客服、聊天机器人等领域。顺应这一趋势，国脉文化作为中国电信旗下的内容与服务平台，有望率先受益于电信 AI 核心能力的升级。

2. 国脉文化：中国电信泛娱乐内容核心承载平台

2.1. 发展历程：历经 3G-4G-5G，把握时代变革机遇

新国脉数字文化股份有限公司（原号百控股股份有限公司）成立于 1992 年 11 月，并于 1993 年 4 月在上交所挂牌上市，是我国邮电系统第一家上市公司。2012 年公司经过重大资产重组，成为中国电信集团的控股子公司。

2017 年，公司收购中国电信旗下天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫四家公司各 100% 股权，合计作价 39.86 亿元。交易完成后，公司控股股东中国电信集团直接持股比例由 37.50% 增至 51.16%，同时中国电信集团通过电信股份与电信实业分别持有公司股份 4.13%、14.10%。四大电信资产注入后，公司主营业务拓展至以视频、游戏、阅读、动漫为主的互联网文娱领域，成为中国电信泛娱乐内容核心承载平台。

2019 年，中国电信积极切入 5G 产业风口，加速 5G 生态布局，主推五大 5G 应用落地：天翼超高清、天翼云游戏、天翼云 VR、天翼云电脑与天翼云盘，由旗下上市公司国脉文化（原号百控股）承接其中三款核心应用，即超高清、云游戏、云 VR，为 5G 下游确定性较高的应用领域。

依托云改数转战略，中国电信在 2021 年公布自身元宇宙战略布局，以元宇宙新型基础设施建设为定位，立足创新应用成果，助力元宇宙场景落地。公司作为中国电信旗下重要子公司，在行业中也率先发力元宇宙垂直领域，聚焦赛道、底层技术、战略布局等，深耕 5G 个人/企业应用，打造融媒体云新型基础设施平台，赋能元宇宙相关产业。

图 6. 公司发展历程



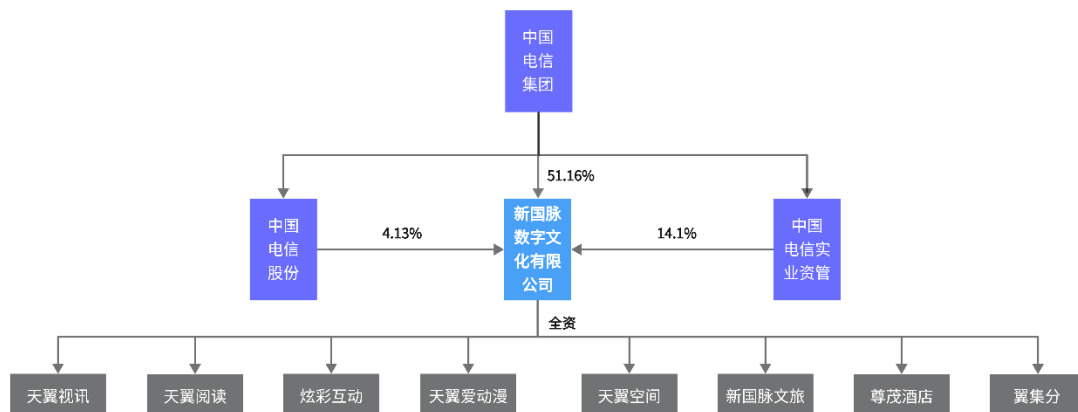
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2. 股权结构：中国电信集团控股，定位内容平台与用户服务

中国电信集团直接持有公司 51.16% 股份，同时中国电信集团通过电信股份与电信实业分别持有公司股份 4.13%、14.10%。公司是中国电信旗下唯一的互联网数字内容运营平台，承接了中国电信 5G 文娱应用的开发和运营，可充分结合中国电信云网融合的优势，为 5G 应用提供更好的网络质量保证、为用户提供更好的产品体验，保持 5G 创新型泛文娱业务的先发优势。

公司业务种类丰富，拥有线上丰富的文娱内容、分发资源和线下文旅酒店资源，同时拥有中国电信积分运营权，旗下拥有天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、爱动漫、天翼空间、翼集分公司、文旅公司、尊茂酒店等专业子公司，拥有庞大的用户基础和完整的业务生态。公司充分利用 5G+AI+XR 技术能力及文化和科技融合经验，积极布局 5G 应用及虚实结合相关业务，营造新的文化消费场景，形成新的价值空间，满足中国电信用户多样化的新型文化消费需求。

图 7. 公司股权结构（截至 2022 年三季度）



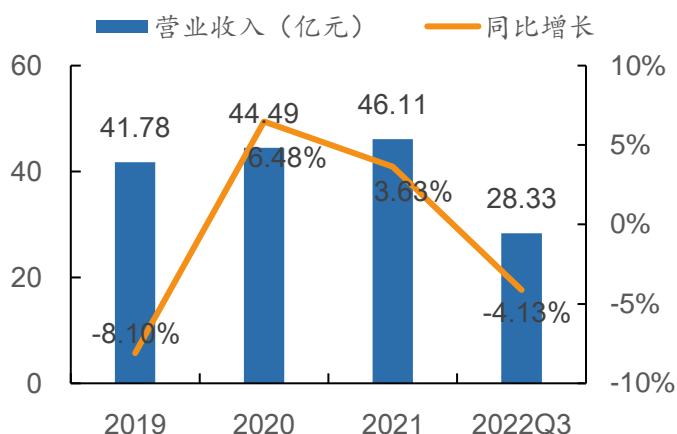
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.3. 财务情况：营收构成较为多元，毛利率有望企稳回升

2019-2022 年前三季度公司营业收入分别为 41.78 亿元、44.49 亿元、46.11 亿元、28.33 亿元，分别同比增长-8.10%、6.48%、3.63%、-4.13%。2022 年前三季度上海及国内疫情加剧对公司文旅、酒店板块造成冲击，同时公司 5G 应用业务发展受疫情影响也低于预期，整体业务规模增长偏慢。

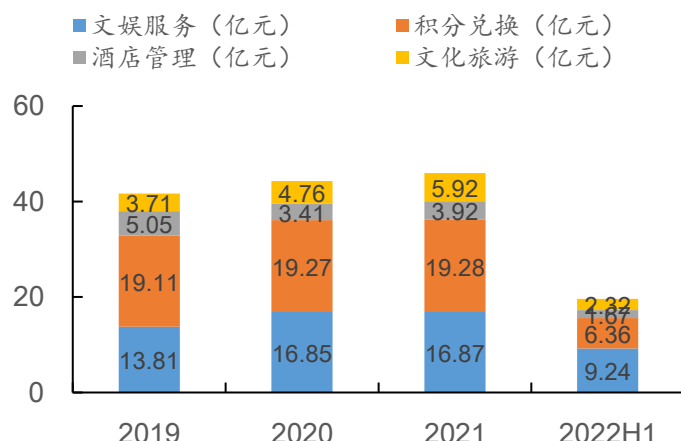
营业收入可以拆分为文娱服务、积分兑换、酒店管理、文化旅游四大业务板块。文娱服务以及积分兑换两大业务板块贡献主要收入来源，2022 年上半年酒店管理以及文化旅游业务营业收入受疫情影响波动幅度较大。2019-2022 年上半年，1) 文娱服务板块实现营业收入 13.81 亿元、16.85 亿元、16.87 亿元、9.24 亿元；2) 积分兑换业务实现营业收入 19.11 亿元、19.27 亿元、19.28 亿元、6.36 亿元；3) 酒店管理业务实现营业收入 5.05 亿元、3.41 亿元、3.92 亿元、1.67 亿元；4) 文化旅游业务实现营业收入 3.71 亿元、4.76 亿元、5.92 亿元、2.32 亿元。

图 8. 公司 2019-2022Q3 营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 9. 公司 2019-2022H1 营业收入结构



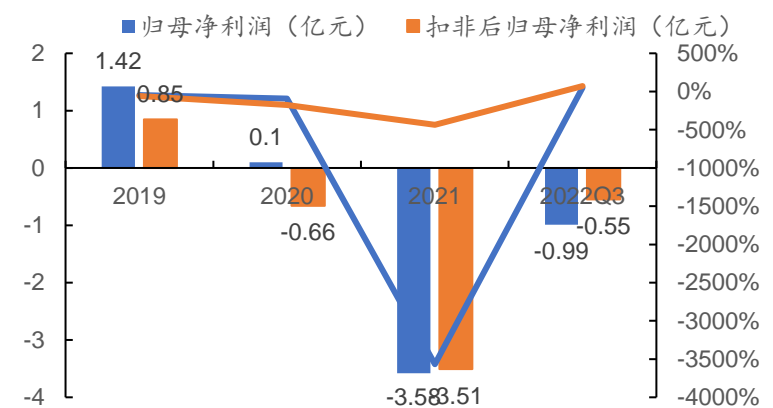
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2019-2022 年前三季度公司实现归母净利润 1.42 亿元、0.10 亿元、-3.58 亿元、-1.00 亿元。据 2022 年业绩预告，公司预计 2022 年度实现归母净利润为-2.2 亿元到-1.8 亿元，较上年同期减亏约 38%-50%；预计 2022 年度实现扣除非经常性损益的归母净利润为-1.5 亿元到-1.2 亿元，较上年同期减亏约 57%-66%。公司经营受疫情持续反复影响，酒店、商旅等业务板块

受到严重冲击，收入规模较疫情前存在较大差距。2022 年实现大幅减亏，公司一方面统筹疫情防控与企业生产经营，推进业务整合转型，发力元宇宙新赛道，培育数字内容、数智应用、实体场景、数字资产等新的业务增长点；同时开展降本增效，通过结构优化、集约共享等方式压降网元、人工等投入，并通过加快资产周转、降低减值损失等举措，最大限度降低不利因素影响。

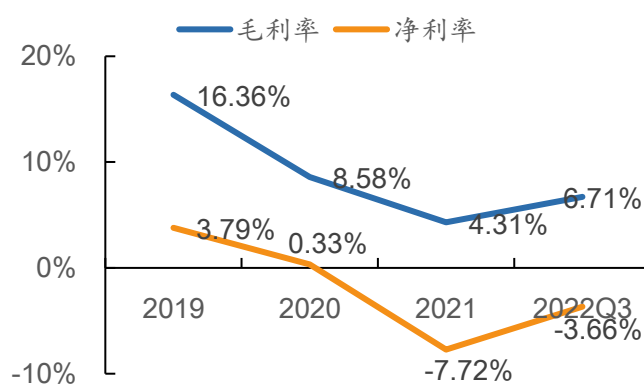
受疫情影响及平台研发投入，毛利率、净利率波动较大。2019-2022 年前三季度公司综合毛利率分别为 16.36%、8.58%、4.31%、6.71%；2019-2022 年前三季度公司净利率分别为 3.79%、0.33%、-7.72%、-3.66%。公司毛利率、净利率逐年下降主要原因除主营业务受新冠疫情影响外，旗下控股子公司出于业务转型需要加大对于渠道建设以及平台研发的投入，尚未产生经济效益。2022 年前三季度综合毛利率上升至 6.71% 同比增加了 1.78 个百分点主要系公司前期投入开始产生经济效益。随着疫情防控政策的转变、市场逐步回暖，公司综合毛利率、净利率水平有望企稳回升。

图 10. 公司 2019-2022H1 归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

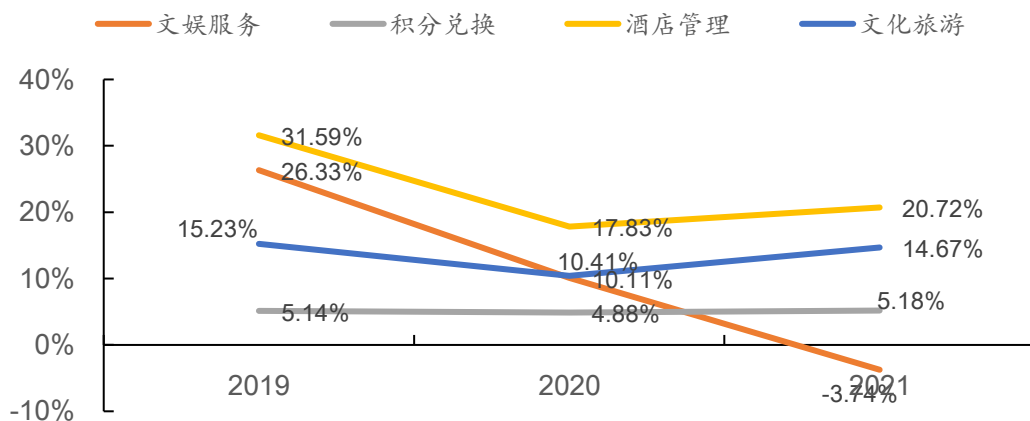
图 11. 公司 2019-2022Q3 毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

不同业务板块之间毛利率水平差异显著，文娱服务板块毛利率承压。2019-2021 年，1) 文娱板块毛利率分别为 26.33%、10.11%、-3.74%，文娱板块毛利率水平下降的主要系公司旗下控股子公司天翼阅读、炫彩互动分别加大对于 VR 业务、云游戏及融媒体云领域的投入，经营利润有所下降；2) 积分兑换业务由于公司背靠中国电信拥有广阔的用户基础，毛利率水平总体保持稳定；3) 酒店管理板块毛利率受新冠疫情冲击有一定幅度下滑，但是通过“轻资产”运营模式强化维持盈利能力；4) 文化旅游板块公司重点强化 5G 赋能，加快对于数字文博、数字会展的探索，尽管受到疫情冲击毛利率水平总体保持稳定。

图 12. 公司 2019-2021 年细分业务毛利率情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 业务布局：发力 5G 重点产品，元宇宙驱动业务升级

中国电信作为建设数字中国的主力军，持续推进以“算力”为代表的新型基础设施建设。伴随着文化数字化基础设施的日益完善，文化产业也将有更庞大的规模和更高的完整度，呈现出更加高沉浸、强交互、低延迟的状态。

公司顺应数字产业化和产业数字化发展趋势，通过发展云演出、云直播、云录制、云展览、云综艺等新业态，以科技创新赋能数字文化，以数字文化满足高品质生活需要。2022 年，公司进一步对公司主要业务进行梳理，明确围绕数字内容、数智应用、元宇宙云中台、实体场景、数字资产五大主营业务板块做大规模，寻找新的业务增长点。

图 13. 公司五大业务视图

	数字内容			数智应用			元宇宙云中台			实体场景		数字资产	
	  天翼视讯 天翼阅读 天翼爱动漫			 天翼空间 eStore 全能玩			 新国脉 Digital Culture			 尊茂酒店及度假村 LUXURIOUS HOTELS & RESORTS		 翼集分 if.189.cn	
细分方向	极速赛事	影音娱乐	云演艺	智慧党建	出行差旅	智能联络	数字虚拟人	元宇宙家园	云网MSP	数字酒店	数智会展	数智积分	数字藏品
主要业务	围绕个人及家庭提供超高清视频、云游戏、云VR/AR等数字娱乐应用			围绕运营商及行业客户需求，提供各类数字化解决方案及标准化SAAS服务能力			面向商业会展、教学培训、文化旅游、游戏影视、企业服务、酒店等行业提供创新业务能力			面向酒店、会展，打造卓越城市生活方式体验、科技赋能线上服务		面向电信运营商、外部企业提供积分兑换、会员运营、权益定制、数字藏品定制等服务	
主要子公司	天翼视讯、炫彩互动、天翼阅读、天翼爱动漫			天翼空间			文旅公司			尊茂控股		翼集分	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

数字内容板块：主要打造以云演艺为代表的视频制作能力、游戏云化能力、视频和游戏互通能力，围绕个人及家庭场景提供多场景数字娱乐体验。

天翼超高清：5G 应用内容门户，为用户提供超高清直播、体育赛事、电影、电视剧、综艺、VR、云演艺等特色差异化内容服务。

天翼云游戏：面向 5G 移动用户与家庭宽带用户提供全网络接入、高清正版内容、多终端沉浸式体验的云游戏服务，让游戏玩家通过即点即玩的方式，全场景快速便捷地体验游戏。

天翼云 AR/MR：依托于 5G+AR/VR 技术，为用户提供 AR 阅读、VR 视频、VR 直播、VR 游戏和巨幕影院等高品质娱乐服务。

图 14. 数字内容：天翼超高清、天翼云游戏、天翼云 AR/MR



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

数智应用板块：主要围绕运营商及行业客户需求，整合内外资源，创新服务场景，提供各类数字化解决方案及标准 SAAS 服务等能力，主要业务包括数智党建、数智企服、融合拓展等。

数智党建以承建的浙江省组工系统为底座，面向各级政府党委组织部、各级企事业单位党组织提供 SaaS 化数字党建产品和服务，助力中国电信党务云发展。已在浙江省、市、县各级政府党委组织部、公安、国企、银行等行业领域落地，服务约 120 家客户，覆盖 500 万党员。

数智会展成功承办“第五届数字中国建设峰会·云生态大会”，突破本年度首个千万大单，首次成为电信集团云生态大会总集成商。

数智直播初步具备标准化产品能力，渠道覆盖 20 省，围绕政企 20 类直播应用场景，上半年为政府、企业等行业客户提供 3.6 万场次直播，如西安高校百万师生战疫云端大课、吉林长春方舱医院、福建泉州方舱医院慢直播等。

图 15：数智应用：数智党建、数智企服、融合拓展



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

元宇宙云中台业务：主要基于数字人生成、数字设计、数字建模、数字空间交互、虚拟拍摄等专业、差异化技术优势，形成丰富的虚拟现实交互应用场景，面向商业会展、教学培训、

文化旅游、游戏影视、企业服务、酒店、党建等行业提供各类创新业务能力，赋能产业数字化发展。

图 16：国脉文化元宇宙家园



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

实体场景：指旗下尊茂酒店集团实体资产业务，尊茂酒店作为中国酒店集团 50 强之一，目前拥有“尊茂”、“尊茂精选”、“辰茂”、“茂居”、“尊茂营地”、“尊茂智慧商管”等品牌，通过融入科技+文化，推进数字化转型，打造卓越的城市生活方式体验和旅游目的地体验。同时基于原会展业务，提升数智会展创新能力，做强线下全案策划，科技赋能线上服务，实现线上线下融合办会。

图 17.实体场景：数字酒店、数智会展、新消费服务



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

数字资产:指基于电信积分运营能力,围绕流量汇聚、场景导入、私域运营、持续触达等场景,形成一站式数字化营销能力,向电信运营商、外部企业提供积分兑换、会员运营、权益定制、数字藏品定制等服务。

图 18.数字资产：数智积分+数字藏品



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

据董事长张伟先生在 2022 世界 VR 产业大会上发表的演讲,国脉文化在元宇宙领域围绕**技术能力、经济场景、社会体系**三个层面已取得成果与确立后续发展规划,当前已推出天翼云 VR、数智虚拟人,线上线下融合的新型会展服务,探索呈现工业和消费品企业的元宇宙化工艺,上线沉浸式元宇宙家园,提供云演艺剧场、数字藏品等产品,打造虚实交互的城市数字新业态。

在技术能力层面,国脉文化将持续依托中国电信云网融合资源优势,借力云技术,发挥底层资源效能优化算法,实现智能调度,提供 MSP 差异化算力;打造虚拟引擎、区块链、人工智能等上层核心能力底座;融合 VR/AR/MR 交互、数字孪生等关键技术,做优虚拟空间、数字资产、数字藏品等场景。

在经济场景层面,将聚焦于城市元宇宙、企业元宇宙及元宇宙家园。城市元宇宙可复现历史文化,展望未来规划,缔造新商业、新教育、新文旅、新娱乐等城市活动新业态;企业元宇宙将重塑工业元宇宙、会展元宇宙、企业展厅、VR 党建等场景;在元宇宙家园中则将实现“虚实相生”,融合立体城市、立体企业、数字虚拟人,彼此“共生、共长、共一生”。

在社会体系层面,国脉文化还将探索助力元宇宙社会体系建设,赋能监管治理、技术治理和文化安全等方面。

国脉文化将元宇宙作为驱动业务升级的核心动力,全方位推进元宇宙技术的研发及产业化一体化,并与产业链各方通力协作,以云网赋能元宇宙,助推千行百业数字化转型。

4. 投资建议

4.1. 盈利预测

公司营业收入由四部分构成，分别为文娱服务、积分兑换、酒店管理、文化旅游。其中，文娱服务受益于 AIGC 重构竞争格局与变革内容生产方式预计恢复收入增长，积分兑换业务商业模式稳定，收入相对稳定，酒店管理及文化旅游业务疫情之后预计将迎来快速修复。

假设 1: 文娱服务业务 2023 年后加大内容投入恢复增长，2022-2024 年收入增速为 0.5%、10.0%、10.0%；积分兑换业务保持相对稳健，2022-2024 年收入增速为 0.5%、0.5%、0.5%；酒店管理业务疫情结束后快速复苏，2022-2024 年收入增速为-40.0%、120.0%、30.0%；文化旅游同样受益于复苏，2022-2024 年收入增速为-40.0%、70.0%、20.0%；

假设 2: 随着内容投入进入回收周期及活跃用户数提升，文娱服务 2022-2024 年毛利率稳步回升，分别为 7.0%、15.0%、20.0%；积分兑换业务 2022-2024 年毛利率相对稳定，分别为 5.07%、5.04%、5.10%；酒店管理业务 2022-2024 年毛利率为 23.38%、23.0%、23.0%；文化旅游业务 2022-2024 年毛利率为 13.44%、12.84%、13.65%；

假设 3: 2022-2024 年销售费率分别为 2.0%、2.0%、2.0%；2022-2024 年研发费率分别为 3.0%、3.0%、3.0%；2022-2024 年管理费率分别为 7.0%、6.7%、6.9%。

表1：公司 2022-2024 年收入及利润预测

单位：亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	44.49	46.11	42.23	49.34	54.06
yoy	6.5%	3.6%	-8.4%	16.8%	9.6%
文娱服务	16.85	16.87	16.95	18.65	20.51
yoy	22.0%	0.1%	0.5%	10.0%	10.0%
积分兑换	19.27	19.28	19.38	19.47	19.57
yoy	0.8%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%
酒店管理	3.41	3.92	2.35	5.17	6.73
yoy	-32.5%	15.0%	-40.0%	120.0%	30.0%
文化旅游	4.76	5.92	3.55	6.04	7.25
yoy	28.3%	24.4%	-40.0%	70.0%	20.0%
毛利率(%)	8.58	4.31	7.57	11.64	14.13
文娱服务(%)	10.11	-3.74	7.0	15.0	20.0
积分兑换(%)	4.88	5.18	5.07	5.04	5.10
酒店管理(%)	17.83	20.72	23.38	23.00	23.00
文化旅游(%)	10.41	14.67	13.44	12.84	13.65
销售费率(%)	2.36	1.97	2.0	2.0	2.0
研发费率(%)	3.33	3.70	3.0	3.0	3.0
管理费率(%)	6.04	7.07	7.0	6.7	6.9
净利润	0.10	-3.58	-2.07	0.97	2.19

资料来源：Wind，安信证券研究中心

预计公司 2022-2024 年文娱服务收入为 16.95 亿元、18.65 亿元、20.51 亿元；积分兑换业务收入为 19.38 亿元、19.47 亿元、19.57 亿元；酒店管理业务收入为 2.35 亿元、5.17 亿元、6.73 亿元；文化旅游业务收入为 3.55 亿元、6.04 亿元、7.25 亿元；营业总收入为 42.23 亿元、49.34 亿元、54.06 亿元，归母净利润为-2.07 亿元、0.97 亿元、2.19 亿元。

4.2. 相对估值

我们采取 PS 法对文娱服务业务进行估值，预测 2022-2024 年文娱服务收入为 16.95 亿元、18.65 亿元、20.51 亿元。选取中文在线、浪潮信息、腾讯音乐、哔哩哔哩作为可比公司，2023 年可比公司 Wind 一致预期 PS 均值为 4.19X，我们给予文娱服务业务 2023 年 4.25X PS，对应市值 79.26 亿元。

表2：文娱服务业务可比公司估值

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	PS			营业收入 (亿元)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300364.SZ	中文在线	107.45	8.95	5.65	4.45	12.01	19.01	24.13
000977.SZ	浪潮信息	471.46	0.63	0.55	0.47	749.92	859.00	994.51
1698.HK	腾讯音乐	1033.08	3.65	3.47	3.25	283.39	297.37	318.15
9626.HK	哔哩哔哩	742.29	3.39	2.89	2.43	218.99	257.28	305.45
	均值		5.54	4.19	3.53	421.44	477.55	547.41

资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：1) 市值统计时间截至 2023-3-22，2) 中文在线、浪潮信息、腾讯音乐、哔哩哔哩 2022-2024 年营收数据为 Wind 一致预期。

我们采取 PS 法对积分兑换业务进行估值，预测积分兑换业务 2022-2024 年收入为 19.38 亿元、19.47 亿元、19.57 亿元。选取亚信科技作为可比公司，2023 年可比公司 Wind 一致预期 PS 均值为 1.57X，我们给予积分兑换业务 2023 年 1.60X PS，对应市值 31.15 亿元。

表3：积分兑换业务可比公司估值

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	PS			营业收入 (亿元)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
1675.HK	亚信科技	139.94	1.81	1.57	1.39	77.38	88.87	100.50
	均值			1.57				

资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：1) 市值统计时间截至 2023-3-22，2) 亚信科技 2022 年营业收入为已公布数据，2023-2024 年营收数据为 Wind 一致预期。

我们采取 PE 法对酒店管理业务进行估值，预测酒店管理业务 2022-2024 年收入为 2.35 亿元、5.17 亿元、6.73 亿元，预测公司酒店管理业务 2022-2024 年的平均净利率为 11.37%，酒店管理业务 2022-2024 年净利润为 0.27 亿元、0.59 亿元、0.76 亿元。选取君亭酒店、首旅酒店作为可比公司，2023 年可比公司 Wind 一致预期 PE 均值为 46.02X，我们给予酒店管理业务 2023 年 47X PE，对应市值 27.64 亿元。

表4：酒店管理业务可比公司估值

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
301073.SZ	君亭酒店	89.24	189.46	61.22	42.12	0.47	1.46	2.12
600258.SH	首旅酒店	251.86	-74.29	30.81	20.89	-3.39	8.17	12.06
	均值		57.59	46.02	31.51	-1.46	4.82	7.09

资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：1) 市值统计时间截至 2023-3-22，2) 君亭酒店、首旅酒店 2022-2024 年净利润数据为 Wind 一致预期。

我们采取PE法对文化旅游业务进行估值,预测文化旅游业务2022-2024年收入为3.55亿元、6.04亿元、7.25亿元,预测公司文化旅游业务2022-2024年的平均净利率4.0%,文化旅游业务2022-2024年净利润为0.14亿元、0.24亿元、0.29亿元。选取众信旅游、黄山旅游作为可比公司,2023年可比公司Wind一致预期PE均值为35.73X,我们给予文化旅游业务2023年36X PE,对应市值8.64亿元。

表5: 文化旅游业务可比公司估值

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	PE			归母净利润(亿元)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002707.SZ	众信旅游	83.73		39.87	21.47	-2.22	2.1	3.9
600054.SH	黄山旅游	71.31		31.59	23.36	-0.42	2.67	3.62
	均值			35.73				

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 1) 市值统计时间截至2023-3-22, 2) 众信旅游2022-2024年净利润数据采用安信证券预测数据, 黄山旅游2022-2024年净利润数据为Wind一致预期。

我们将四大业务板块对应市值加总, 文娱服务/积分兑换/酒店管理/文化旅游业务2023年对应市值分别达79.26/31.15/27.64/8.64亿元, 合计目标市值为146.69亿元, 对应目标价18.43元。

5. 风险提示

5G 行业政策管控风险。

针对 5G 应用业务，现有行业监管政策尚未完全涉及或覆盖，未来或有监管政策更新后，对于市场准入、经营许可等方面出现限制的情况。此外，国家对内容安全和用户信息安全监管趋紧，易引发相关安全问题。

创新型产品不及预期风险。

在市场竞争不断加剧的环境下，差异化的产品策略及持续性的盈利能力将成为取胜的关键，不断研发推出有竞争力的创新型产品是企业持续发展的保证，但目前，公司成熟型产品对传统发展路径依赖性大，创新型产品尚在试点阶段，未对公司发展形成有力的支撑，产品创新和转型是否成功面临挑战和不确定性。

市场竞争加剧风险。

5G 时代文娱应用前景广阔，但现阶段文娱企业的发展具有强大的头部效应，互联网巨头企业持续加深文娱行业布局，继续挤压新兴企业的市场发展空间，未来市场马太效应会越来越明显，竞争也会更加激烈。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,449.2	4,610.9	4,223.4	4,933.5	5,405.7	成长性					
减:营业成本	4,067.3	4,412.4	3,903.8	4,359.0	4,642.1	营业收入增长率	6.5%	3.6%	-8.4%	16.8%	9.6%
营业税费	14.4	19.3	8.4	9.9	10.8	营业利润增长率	-106.6%	2,427.2%	-39.1%	-144.8%	132.2%
销售费用	105.2	90.8	84.5	98.7	108.1	净利润增长率	-92.7%	-3,566.9%	-42.1%	-146.9%	126.2%
管理费用	308.8	326.2	295.6	330.5	373.0	EBITDA 增长率	-88.7%	-895.5%	-59.3%	-258.0%	80.8%
研发费用	148.3	170.5	126.7	148.0	162.2	EBIT 增长率	-226.0%	209.8%	-37.6%	-101.0%	5,064.6%
财务费用	-82.3	-87.3	-42.2	-92.7	-91.4	NOPLAT 增长率	45.8%	-458.0%	-41.6%	-100.9%	5,064.6%
资产减值损失	-	-27.1	-	-	-	投资资本增长率	79.1%	-59.2%	43.1%	-26.5%	-2.0%
加:公允价值变动收益	33.0	-35.3	-59.0	15.1	20.2	净资产增长率	-1.1%	-7.1%	-4.5%	1.8%	4.3%
投资和汇兑收益	30.2	8.5	-	-	-						
营业利润	-13.8	-348.7	-212.5	95.2	221.1	利润率					
加:营业外净收支	2.6	3.3	9.9	5.3	6.2	毛利率	8.6%	4.3%	7.6%	11.6%	14.1%
利润总额	-11.2	-345.4	-202.6	100.5	227.2	营业利润率	-0.3%	-7.6%	-5.0%	1.9%	4.1%
减:所得税	-25.7	9.1	5.3	3.0	6.8	净利润率	0.2%	-7.8%	-4.9%	2.0%	4.1%
净利润	10.3	-357.5	-206.9	97.0	219.3	EBITDA/营业收入	0.7%	-5.3%	-2.4%	3.2%	5.3%
						EBIT/营业收入	-3.0%	-8.8%	-6.0%	0.1%	2.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	59	53	52	37	28
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	17	8	-1	12	12
货币资金	1,566.8	1,406.1	1,780.0	1,791.1	1,976.0	流动资产周转天数	361	267	294	280	269
交易性金融资产	-	136.2	45.4	60.5	80.7	应收帐款周转天数	93	85	92	90	89
应收帐款	1,235.6	945.5	1,214.7	1,250.9	1,423.7	存货周转天数	1	1	1	1	1
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	544	492	512	444	416
预付帐款	65.0	30.5	86.1	26.8	93.0	投资资本周转天数	93	81	63	55	42
存货	17.0	14.6	17.5	16.2	19.6						
其他流动资产	899.6	530.6	682.1	704.1	638.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	0.2%	-8.6%	-5.2%	2.4%	5.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.2%	-5.9%	-3.5%	1.6%	3.5%
长期股权投资	19.6	16.8	16.8	16.8	16.8	ROIC	15.1%	-30.2%	-43.2%	0.3%	19.8%
投资性房地产	135.6	130.5	130.5	130.5	130.5	费用率					
固定资产	700.1	649.8	559.1	468.4	377.6	销售费用率	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
在建工程	61.5	26.5	26.5	26.5	26.5	管理费用率	6.9%	7.1%	7.0%	6.7%	6.9%
无形资产	286.4	211.3	147.0	82.7	18.4	研发费用率	3.3%	3.7%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	1,627.8	1,891.0	1,312.9	1,577.0	1,532.8	财务费用率	-1.8%	-1.9%	-1.0%	-1.9%	-1.7%
资产总额	6,614.9	5,989.2	6,018.5	6,151.3	6,334.5	四费/营业收入	10.8%	10.8%	11.0%	9.8%	10.2%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	1,106.7	1,087.3	1,057.4	1,201.7	1,219.7	资产负债率	24.5%	22.6%	26.4%	26.7%	25.8%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	32.5%	29.2%	35.9%	36.4%	34.7%
其他流动负债	453.1	229.7	419.7	369.3	339.2	流动比率	2.43	2.33	2.59	2.45	2.71
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.42	2.31	2.58	2.44	2.70
其他非流动负债	63.2	35.0	112.1	70.1	72.4	利息保障倍数	1.60	4.67	6.03	-0.03	-1.42
负债总额	1,623.0	1,352.0	1,589.2	1,641.1	1,631.2	分红指标					
少数股东权益	484.6	487.7	486.7	487.2	488.3	DPS(元)	-	-	-	0.02	0.03
股本	795.7	795.7	795.7	795.7	795.7	分红比率	30.9%	0.0%	0.0%	17.1%	12.5%
留存收益	3,711.5	3,353.8	3,146.9	3,227.3	3,419.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%
股东权益	4,991.9	4,637.2	4,429.3	4,510.2	4,703.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
净利润	14.5	-354.4	-206.9	97.0	219.3	EPS(元)	0.01	-0.45	-0.26	0.12	0.28
加:折旧和摊销	186.4	187.6	155.0	155.0	155.0	BVPS(元)	5.66	5.21	4.95	5.06	5.30
资产减值准备	-	27.1	-	-	-	PE(X)	1,050.1	-30.3	-52.4	111.7	49.4
公允价值变动损失	-33.0	35.3	-59.0	15.1	20.2	PB(X)	2.4	2.6	2.7	2.7	2.6
财务费用	-51.5	-57.6	-42.2	-92.7	-91.4	P/FCF	-15.4	34.0	-34.4	37.2	53.0
投资收益	-30.2	-8.5	-	-	-	P/S	2.4	2.3	2.6	2.2	2.0
少数股东损益	4.2	3.1	-1.0	0.5	1.1	EV/EBITDA	218.5	-35.1	-77.8	47.3	25.4
营运资金的变动	-2,031.2	433.4	154.8	-192.4	-94.0	CAGR(%)	88.5%	-185.4%	-209.7%	88.5%	-185.4%
经营活动产生现金流量	-80.4	73.6	0.7	-17.5	210.2	PEG	11.9	0.2	0.2	1.3	-0.3
投资活动产生现金流量	-251.8	47.2	170.2	-14.7	-57.6	ROIC/WACC	1.5	-2.9	-4.2	-	1.9
融资活动产生现金流量	-62.3	-33.5	203.0	43.4	32.2	REP	3.1	-4.9	-2.1	429.9	6.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034