

万家文化 (600576.SH) 综合传媒行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

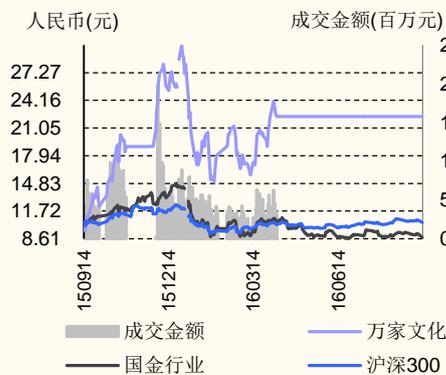
市场价格 (人民币): 22.35 元

目标价格 (人民币): 27.30 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	479.80
总市值(百万元)	14,191.55
年内股价最高最低(元)	30.36/9.47
沪深 300 指数	3262.60
上证指数	3021.98



进军电竞产业，全面开启泛娱乐布局

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	-0.065	0.043	0.273	0.426	0.473
每股净资产(元)	2.23	2.71	2.96	3.36	3.82
每股经营性现金流(元)	-0.18	0.05	-0.16	-0.13	0.37
市盈率(倍)	-251.54	625.32	81.81	52.44	47.24
行业优化市盈率(倍)	67.27	133.67	102.19	102.19	102.19
净利润增长率(%)	N/A	N/A	528.30%	56.01%	11.01%
净资产收益率(%)	-2.91%	1.61%	9.23%	12.67%	12.39%
总股本(百万股)	218.09	634.97	634.97	634.97	634.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 剥离传统业务，布局泛娱乐领域。** 公司已经完成对传统业务剥离，旗下主要业务以翔通动漫、众联在线和万家电竞为主，主营业务已经转型为动漫创作、动漫衍生品研发生产、互联网金融、游戏、电竞等领域。公司通过内生发展加外延扩张相结合的方式，打造全产业链文化传媒专业公司。
- 收购翔通动漫，切入二次元产业。** 翔通动漫是我国首批开展移动互联网动漫业务的企业之一，是三大运营商动漫业务的核心合作伙伴。公司动漫产品累计访问用户超过 10 亿人次，累计订购用户数超过 8,000 万人次；在动漫 IP 的储备上，翔通动漫持续扩充自身的 IP 形象资源。截止 2016 年 6 月，包括绿豆蛙、酷巴熊、萌萌熊等知名形象在内，翔通动漫已拥有超过 1000 个动漫形象 IP，进一步巩固了自身在动漫领域的市场地位。
- 成立万家电竞，涉足电子竞技产业。** 万家电竞定位为电竞与二次元视频、经纪与竞技类移动游戏内容供应商。公司已与 AcFun、优酷土豆、春秋永乐文化签署合作协议。2016 年上半年，万家电竞发行了《心跳战姬》与《九州无双》两款产品。同时，《余烬战争 2》作为自研的 S 级 RTS (即时战略) 手游获得了优土集团在中国大陆地区买断了独家代理权益，累计签约 1000 多万元人民币。另一方面，万家电竞获得了星座消费文化第一品牌《同道大叔》消除类单机游戏、《同道大叔》养成类游戏的独家研发及 IP 代理权益。2016 年 6 月底，公司旗下女团 Astro12 正式回国筹备在中国大陆地区的出道及音乐作品发行事宜，未来依托公司业务优势将开拓多样化盈利模式。
- 拟收购电竞领域两家知名主播经纪和商务运营公司，进一步拓展产业链。** 2016 年 7 月，公司公告交易预案，拟收购国内电竞领域知名经纪及商务运营公司隆麟网络 100% 股权及快屏网络 100% 股权。隆麟网络以著名电竞主播为依托，电竞内容生产为核心，形成“经纪+内容”的业务模式，与国内主要直播平台保持良好的合作关系，主播培养注重专业性；公司主播覆盖斗鱼、熊猫等直播平台，同时直播的游戏类型丰富，涵盖主流竞技游戏，包括《英雄联盟》、《魔兽世界》、《Dota2》、《守望先锋》等。快屏网络主要业务包括电竞主播培养及经纪和电竞门户网站运营业务，打造“经纪+平台”的业务模式；公司主播培养注重娱乐性，面向娱乐综艺方向，建立了完善的主播培养体系，并成立培训基地；同时，成立了电竞资讯门户网站——电竞虎，打造电竞媒体平台。完成收购后，两家公司将与万家文化原有业务形成良好的协同作用，在电竞内容制作、女团业务、动漫业务等方面全面发展。

常兆亮 联系人
(8621)60935529
changzhaoliang@gjzq.com.cn

王泽佳 联系人
(8621)61038324
wangzj@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

投资建议和估值

- 我们预计，2016E、2017E、2018E 公司归母净利润分别为 1.73 亿、2.71 亿、3.00 亿，不考虑后续增发的股份摊薄影响，对应 EPS 为 0.273 元、0.426 元、0.473 元。考虑到公司拟收购两家业内知名电竞主播经纪和商务运营公司，将与万家电竞、翔通动漫形成良好的协同效应；万家电竞旗下的女团、综艺等业务将进入项目落地阶段，以及公司在电竞产业的布局逐步完善；给予公司 27.30 元目标价，对应 100X16PE、64X17PE，给予公司“买入”评级。

风险

- 拟收购的两家标的存在不能过会的风险；
- 电子竞技行业竞争加剧；
- 收购公司整合不达预期。

内容目录

转型泛娱乐，布局亚文化产业	5
“内生+外延”打造泛娱乐传媒公司	5
重点布局电竞及二次元领域，完成转型路	5
收购优质动漫公司，布局二次元产业	6
二次元消费意愿增加，产业进入高速发展期	6
收购翔通动漫，转型二次元	7
“内生+外延”并举，完善电子竞技泛娱乐产业链	10
电子竞技—受益于粉丝经济，市场规模持续增长	10
偶像女团：注重粉丝互动，“养成”胜于“速成”	15
成立万家电竞，初步布局电竞、女团业务	18
拟收购两家主播经纪和商务运营公司，进一步强化电竞产业布局	20
盈利预测与估值	25

图表目录

图表 1：公司战略布局发展	5
图表 2：中国二次元产业链	7
图表 3：中国二次元用户规模	7
图表 4：翔通动漫业务结构（蓝色为公司涉及业务）	8
图表 5：翔通动漫动漫产品制作	8
图表 6：主要游戏产品	9
图表 7：《零纪元》业务数据	9
图表 8：网页游戏业务数据（截至 2014 年 12 月 31 日）	9
图表 9：与运营商合作情况	10
图表 10：完善的自有渠道体系	10
图表 11：电子竞技产业规模	10
图表 12：电子竞技产业链	11
图表 13：中国电子竞技用户规模	12
图表 14：2015 年国内游戏直播行业投融资 TOP10	12
图表 15：游戏直播商业模式	13
图表 16：2015 游戏主播签约费排行	14
图表 17：主播收入来源	14
图表 18：中国大陆市场偶像女团供给端发展缓慢	15
图表 19：百度指数显示 SNH48 第三届总选举用户关注度极高	16
图表 20：国内女团简介	16
图表 21：48 系型商业运营模式	17
图表 22：SNH48 受邀出席的游戏商业活动	18
图表 23：合作公司概况	18

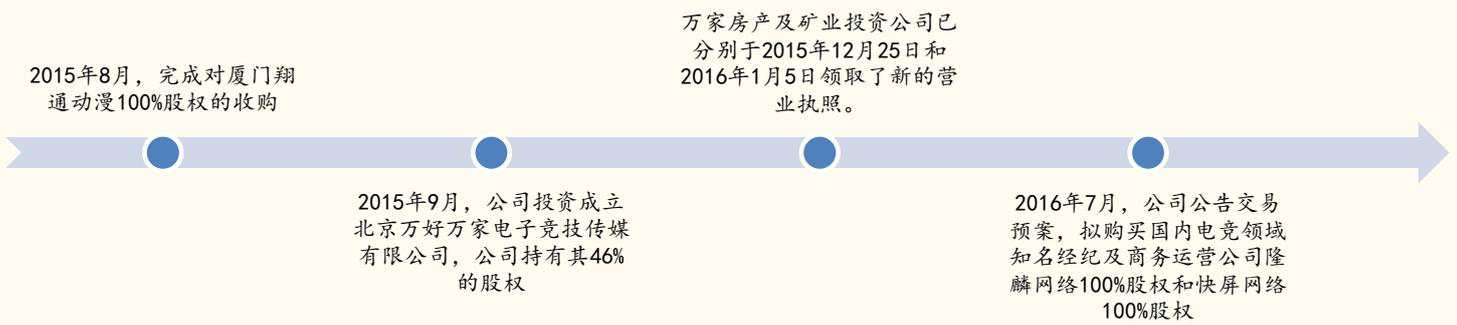
图表 24: 公司重磅产品和《Astro12》女团业务.....	19
图表 25: 《全职高手》漫画封面.....	20
图表 26: 豆瓣获 8.9 高评分.....	20
图表 27: 贴吧拥有 30 万粉丝.....	20
图表 28: 交易预案具体对价支付安排.....	21
图表 29: 电竞选手类型.....	21
图表 30: 公司主要合作的直播平台和主播.....	22
图表 31: 公司组织相关赛事.....	23
图表 32: 公司主要主播类型.....	24
图表 33: 公司主要主播简介.....	24
图表 34: 电竞虎首页.....	25
图表 35: 公司盈利分项预测表 (百万).....	26
图表 36: 已收购或拟收购标的业绩承诺 (扣非归母净利润 单位: 万).....	26
图表 37: 可比公司估值.....	27

转型泛娱乐，布局亚文化产业

“内生+外延”打造泛娱乐传媒公司

- **彻底剥离房地产和矿业业务，全面布局泛娱乐产业。**公司于 2015 年 8 月，完成对厦门翔通动漫 100% 股权的收购；2015 年 9 月，公司投资成立北京万好万家电子竞技传媒有限公司，公司持有其 46% 的股权，为其控股股东。2015 年 12 月 7 日，公司 2015 年第五次临时股东大会审议通过了重大资产出售方案等议案，向自然人林和国出售公司所持有的浙江万家房地产开发有限公司 100% 股权以及向万好万家集团有限公司出售公司所持有的浙江万好万家矿业投资有限公司 65% 股权；万家房产及矿业投资公司已分别于 2015 年 12 月 25 日和 2016 年 1 月 5 日领取了新的营业执照。2016 年 7 月，公司公告交易预案，拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买国内电竞领域知名经纪及商务运营公司隆麟网络 100% 股权和快屏网络 100% 股权，并同时募集配套资金。
- 完成传统业务剥离后，公司旗下主要业务以厦门翔通动漫有限公司、浙江众联在线资产管理有限公司和北京万好万家电子竞技传媒有限公司为主，主营业务已经转型为动漫创作、动漫衍生品研发生产、互联网金融、游戏、电竞等领域，公司通过内生发展加外延扩张相结合的方式，打造全产业链文化传媒专业公司。

图表 1：公司战略布局发展



来源：公司公告 国金证券研究所

重点布局电竞及二次元领域，完成转型路

■ 投资众联在线，布局互联网金融平台

2014 年，为进行产业结构调整 and 转型，公司在互联网金融方面开始进行布局 and 拓展。公司控股子公司浙江众联在线资产管理有限公司的互联网金融信息服务平台“黄河金融”（www.hhedai.com）于 2014 年 6 月 6 日正式上线运营。黄河金融以互联网方式为民间的小额借贷双方提供居间服务，致力于通过整合优势资源、联合专业金融或准金融机构，运用互联网创新手段发展普惠金融。

截至 2016 年 6 月 30 日，黄河金融累计成交额突破 20 亿元，未出现坏账。同时，黄河金融在 2015 年入选了浙江互联网金融联盟首批理事单位、杭州市互联网金融协会理事单位，为后续的规范发展奠定了良好基础。

■ 收购翔通动漫，布局二次元产业

万家文化于 2015 年 4 月 13 日宣布收购翔通动漫 100% 股权，交易价格协商确定为 12.09 亿元。其中 75% 以非公开发行股份方式支付，25% 以现金方式支付。承诺翔通动漫 2014 至 2016 年度扣除非经常性损益后合并报表归属于母公司的净利润不低于人民币 0.837 亿元、1.0988 亿元、1.414 亿元；2017 年度扣除非经常性损益后合并报表归属于母公司的净利润不低于 1.55 亿元。

翔通动漫是我国首批开展移动互联网动漫业务的企业之一，业务主要涉及创意、策划、制作、发行、及衍生品的开发和运营，是一家同时具备海量动漫内容储备、拥有原创动漫实力、且积累了丰富的移动互联网运营经验的动漫企业。截至 2014 年末，其移动互联网动漫业务累计访问用户超过 8 亿人次，累计订购用户数超过 8,000 万人次，已成为中国三大电信运营商动漫业务核心合作伙伴。

■ 成立万家电子竞技传媒公司，进军电子竞技产业

2015 年 9 月，万家文化与茅侃侃、蔡明、位沙沙、张春洋共同投资设立万好万家电子竞技传媒有限公司，注册资本为人民币 1000 万元，公司投资金额 460 万元，占其注册资本的 46%。茅侃侃出资 390 万元，持有 39% 的股权，蔡明、位沙沙、张春洋分别出资 50 万元，各持有 5% 的股权。

万家电竞拥有强大的合作团队，该公司的自然人股东及核心团队来自于原 GTV 游戏竞技频道、银川市政府创立的 WCA (World Cyber Arena) 世界电子竞技大赛及百度移动游戏平台管理团队，运营过国内最大的游戏与电子竞技电视频道及大量国内外知名的电子竞技赛事，均拥有超过 5 年以上的游戏节目制作、大型电子竞技赛事组织与运营及移动游戏产品分发的丰富经验。

■ 拟收购国内电竞领域知名经纪及商务运营公司，进一步拓展电竞产业链

2016 年 7 月，公司公告交易预案，拟通过发行股份及支付现金相结合的方式收购国内电竞领域知名经纪及商务运营公司隆麟网络 100% 股权和快屏网络 100% 股权，并同时募集配套资金。

隆麟网络承诺业绩为 2016 年、2017 年、2018 年实现扣非后净利润分别不低于 3,200 万元，4,000 万元，4,720 万元。如本次重组于 2016 年 12 月 31 日之后实施完成，补偿期限将相应顺延为 2017 年、2018 年、2019 年，2019 年度的承诺净利润不低于 5,192 万元。

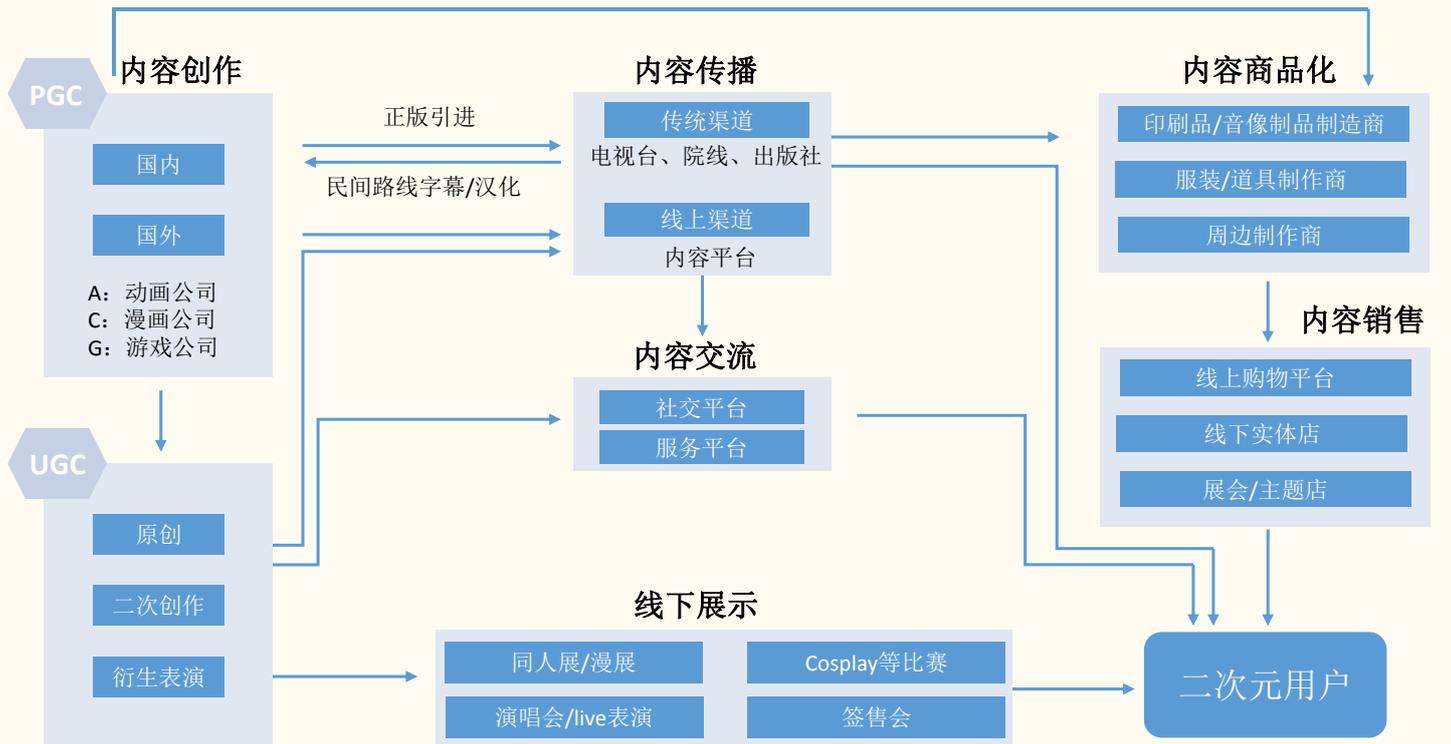
快屏网络承诺业绩为 2016 年、2017 年、2018 年实现扣非净利润分别不低于 2,900 万元，3,625 万元，4,280 万元。如本次重组于 2016 年 12 月 31 日之后实施完成，补偿期限将相应顺延为 2017 年、2018 年、2019 年，2019 年的承诺净利润不低于 4,705 万元。

收购优质动漫公司，布局二次元产业

二次元消费意愿增加，产业进入高速发展期

- 二次元文化是指在 ACGN 为主要载体的平面世界中，由二次元群体所形成的独特的价值观与理念。这里的二次元文化不限于 ACGN (ACGN 为英文 Animation (动画)、Comic (漫画)、Game (游戏)、Novel (小说) 的合并缩写)，除此之外，还包括二次元群体从 ACGN 不断延伸出的手办、COSPLAY 等，以及同人及周边 (如海报、CD、毛巾、徽章、服装等) 这些衍生物。

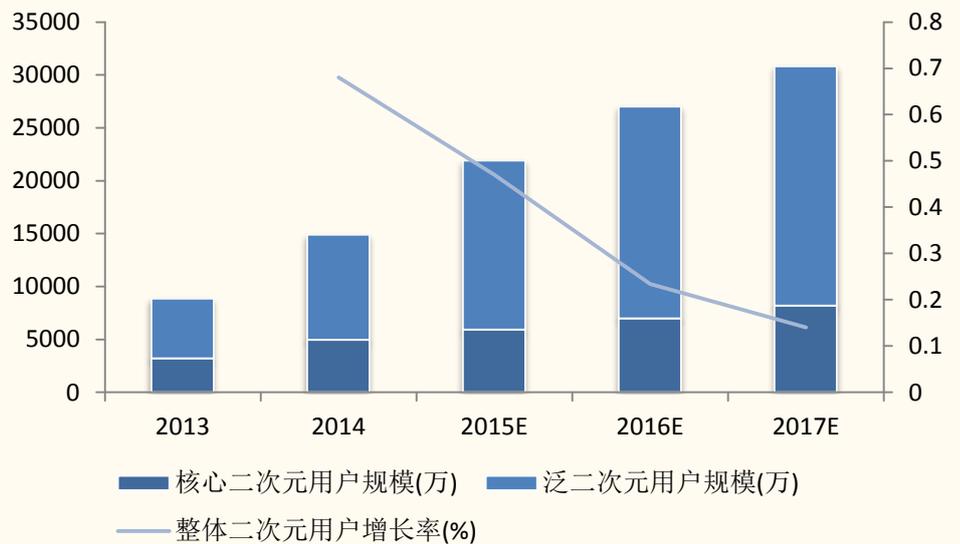
图表 2：中国二次元产业链



来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

- 二次元用户数量不断增长，艾瑞数据显示，2014 年核心二次元用户规模达到 4984 万人，而泛二次元用户规模达到 1 亿人。未来，核心二次元用户稳定增长，而动漫 IP 化运营日益显著，动画电影不断渗透，泛二次元用户的规模将不断增大。

图表 3：中国二次元用户规模



来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

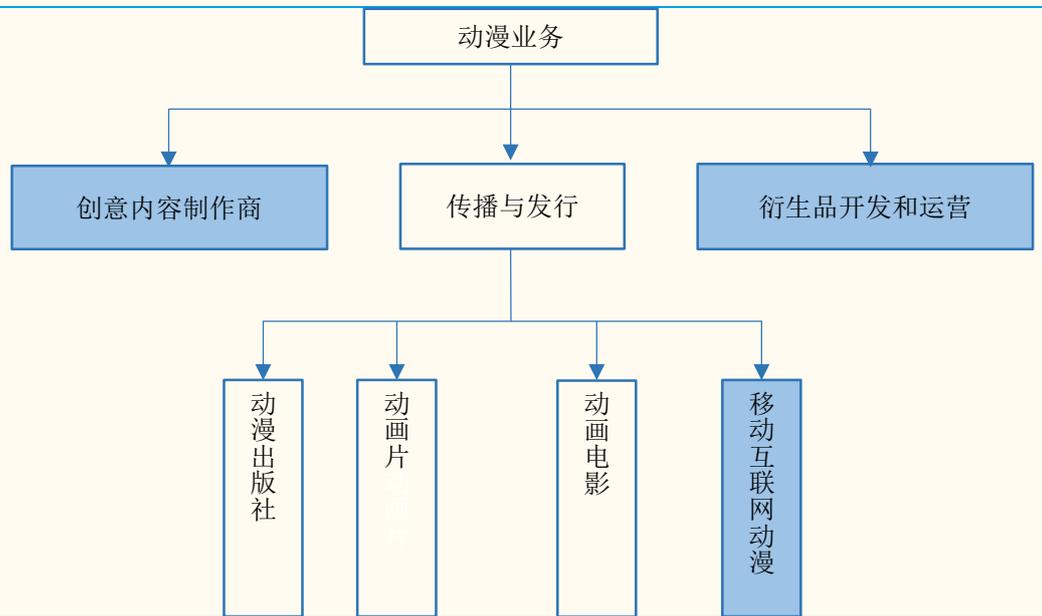
收购翔通动漫，转型二次元

- 翔通动漫是我国首批开展移动互联网动漫业务的企业之一，是三大运营商动漫业务的核心合作伙伴。翔通动漫主营业务为移动互联网动漫的创意、

策划、制作、发行；动漫相关版权授权；相关动漫衍生品的开发和运营，网络游戏的研发、运营服务。翔通动漫是国内最早专注于提供动漫相关移动增值服务和移动互联网动漫业务的企业之一。

- 自成立以来，翔通动漫依托自身强大的内容开发、品牌管理及移动互联网动漫服务及动漫版权授权的一体化运营能力，以动漫形象为核心，全面把握动漫产业各环节的内在联系，在移动互联网动漫领域已经确立了业界领先地位。其动漫产品累计访问用户超过 10 亿人次，累计订购用户数超过 8,000 万人次。
- 动漫产业主要包括动漫创意内容制作、动漫传播与发行以及衍生品开发和运营三大环节。而依据渠道或载体的不同，动漫传播与发行又可以进一步划分为动漫出版、动画片、动画电影和移动互联网动漫。公司通过原创设计或外购动漫形象，并根据移动互联网终端和具体使用场景要求设计出不同形态的动漫产品，产品主要包括漫画、彩信与彩漫、动画短片和动漫应用等。

图表 4：翔通动漫业务结构（蓝色为公司涉及业务）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 在动漫 IP 的储备上，翔通动漫持续扩充自身的 IP 形象资源。截止 2016 年 6 月，包括绿豆蛙、酷巴熊、萌萌熊等知名形象在内，翔通动漫已拥有超过 1000 个动漫形象 IP，进一步巩固了自身在动漫领域的市场地位。

图表 5：翔通动漫动漫产品制作

项目	2014	2013	2012
漫画			
其中：四格漫画（屏）	35696	19729	13898
多格漫画（条）	394	2640	2847
海报与壁纸（张）	530	177	684
彩信与彩漫			
其中：彩信（条）	1188	2640	2847
彩漫（条）	464	255	2817
动画短片（部）	481	162	215
动漫应用			
其中：动态表情（条）	9063	310	301
动漫游戏（套）	42	37	23

来源：公司公告，国金证券研究所

- 翔通动漫的游戏业务主要包括研发并运营了客户端游戏《零纪元》和页面游戏《封神战》，并通过页游平台“敢玩网”和“65Wan”累计联合运营了近 150 款页游产品。

图表 6：主要游戏产品

游戏名称	类型	开发商	运营模式	上线时间	2013-2014 累计实现收入 (万元)	占游戏业务比例
《零纪元》	端游	深圳万游	自主运营/授权第三方运营	2013.02	4141.67	34.41%
《封神战》	页游	深圳万游	自主运营/授权第三方运营	2014.02	576.09	4.79%
《七杀》	页游	广州四三九九网络股份有限公司	联合运营	2014.02	919.88	7.64%
《女神联盟》	页游	上海游族信息技术有限公司	联合运营	2013.09	613.89	5.10%
《烈火战神》	页游	广州仙海网络科技有限公司	联合运营	2013.04	308.91	2.57%
《武易传奇》	页游	广州仙海网络科技有限公司	联合运营	2013.01	285.29	2.37%
合计					6845.73	56.87%

来源：公司公告 国金证券研究所

在客户端游戏领域，翔通动漫主要自主研发并运营了客户端游戏《零纪元》，该款游戏自 2013 年 2 月起上线公测，是一款大型 2.5D 动作角色扮演的网络游戏产品（MMORPG），以灾难过后人类重返地球为背景题材的游戏。

图表 7：《零纪元》业务数据

指标	2013 年	2014 年
游戏玩家总数 (万人)	131.71	39.94
月均付费玩家数 (万人)	0.28	0.16
月均月活跃用户数 (万人)	23.85	8.54
月均 ARPPU 值 (元)	712.86	733.85
主要账户平均充值消费比	97.93%	

来源：公司公告 国金证券研究所

在页面游戏领域，翔通动漫于 2013 年 2 月起开始运营互联网页面游戏业务，营业收入主要来源于页游自有平台“敢玩网”和“65Wan”的运营，2013 年度和 2014 年度翔通动漫自有平台运营收入分别为 1,208.35 万元和 6,711.39 万元。

图表 8：网页游戏业务数据 (截至 2014 年 12 月 31 日)

指标	《封神战》	《七杀》	《女神联盟》	《烈火战神》	《武易传奇》
游戏玩家总数 (万人)	24.75	12.41	43.73	12.02	6.29
月均付费玩家数 (万人)	0.14	0.52	0.46	0.11	0.14
月均月活跃用户数 (万人)	0.34	1.16	2.58	0.46	0.42
月均 ARPPU 值 (元)	87.42	174.56	80.2	141.99	142.51
主要账户平均充值消费比	98%	98%	不适用	98%	99%

来源：公司公告 国金证券研究所

公司 2014 年下半年起，公司依托在移动端的已有优势，对游戏业务的布局进行了优化，并将自主研发的重心有序转移至以手游为主。2016 年上半年，公司在海外发行方面取得了长足的进步，在港澳台地区独家代理发行《猪来了》等明星游戏，在台湾地区取得了连续数周 IOS 和安卓游戏榜单排名第一的成绩。

- 公司以强大的品牌形象和内容资源为基础，经过多年的精耕细作，确立了领先的市场地位。在北京产权交易所发布的《中国手机动漫 2012 销售数据排行榜》中，翔通动漫的绿豆蛙高居“新媒体动漫新形象榜”第一名，酷巴熊居第五位。绿豆蛙系列动画也位列“新媒体动画榜”第二名。
- 公司与运营商保持了良好的合作关系。翔通动漫一方面以三大移动运营商动漫基地的核心内容提供商身份持续向最终用户提供优质动漫内容；另一方面利用自身丰富的移动互联网动漫运营经验，以运营商渠道商和中国移动动漫基地运营支撑方身份，全面方位参与动漫基地业务的运营。

图表 9：与运营商合作情况

运营商	合作情况
中国移动和动漫	第一批免评优质 CP，多次被评为 A 级合作伙伴 2013 年中标成为中国移动手机动漫基地运营支持方 拥有 4 家渠道合作资质，2014 年收入合计排名第二
中国联通沃动漫	第一批优质内容合作伙伴 内容支撑项目合作伙伴
中国电信爱动漫	第一批合作伙伴，多次快速创作项目中标方 动漫游戏联合推广渠道支撑方

来源：公司公告 国金证券研究所

- 公司拥有完善的自有渠道体系。翔通动漫在移动互联网动漫领域和互联网页面游戏运营领域，建立了完善的自有渠道，主要包括哇哇动漫、卓傲网、叶扑网、敢玩网、65Wan。

图表 10：完善的自有渠道体系

渠道名称	渠道简介
哇哇动漫	手机动漫和动漫应用发布平台
卓傲网	手机动漫衍生品制作与版权授权平台
叶扑网	原创动漫聚集平台
敢玩网、65Wan	互联网页面游戏发布和运营平台

来源：公司公告 国金证券研究所

“内生+外延”并举，完善电子竞技泛娱乐产业链

电子竞技—受益于粉丝经济，市场规模持续增长

- 电子竞技：即电子竞技运动，是以信息技术为核心、以软硬件设备为器械、在信息技术营造的虚拟环境中、在统一的竞赛规则下进行的对抗性益智电子游戏运动。这种竞赛是在体育规则的规范下进行，电子竞技游戏项目有着可定量、可重复、精确比较的体育特征。电子竞技也是一种职业，和棋类等非电子游戏比赛类似，被国家体育总局列为我国正式开展的第 78 号体育运动。
- 2015 年中国端游电竞规模达到 269.10 亿，其中赛事收入规模增长高达 143%，战队、直播等衍生收入亦增长 137%。根据艾瑞咨询《2016 年中国电竞内容生态报告》，2014 年中国电竞内容收入为 10 亿元，2015 年快速增至 23.8 亿元。

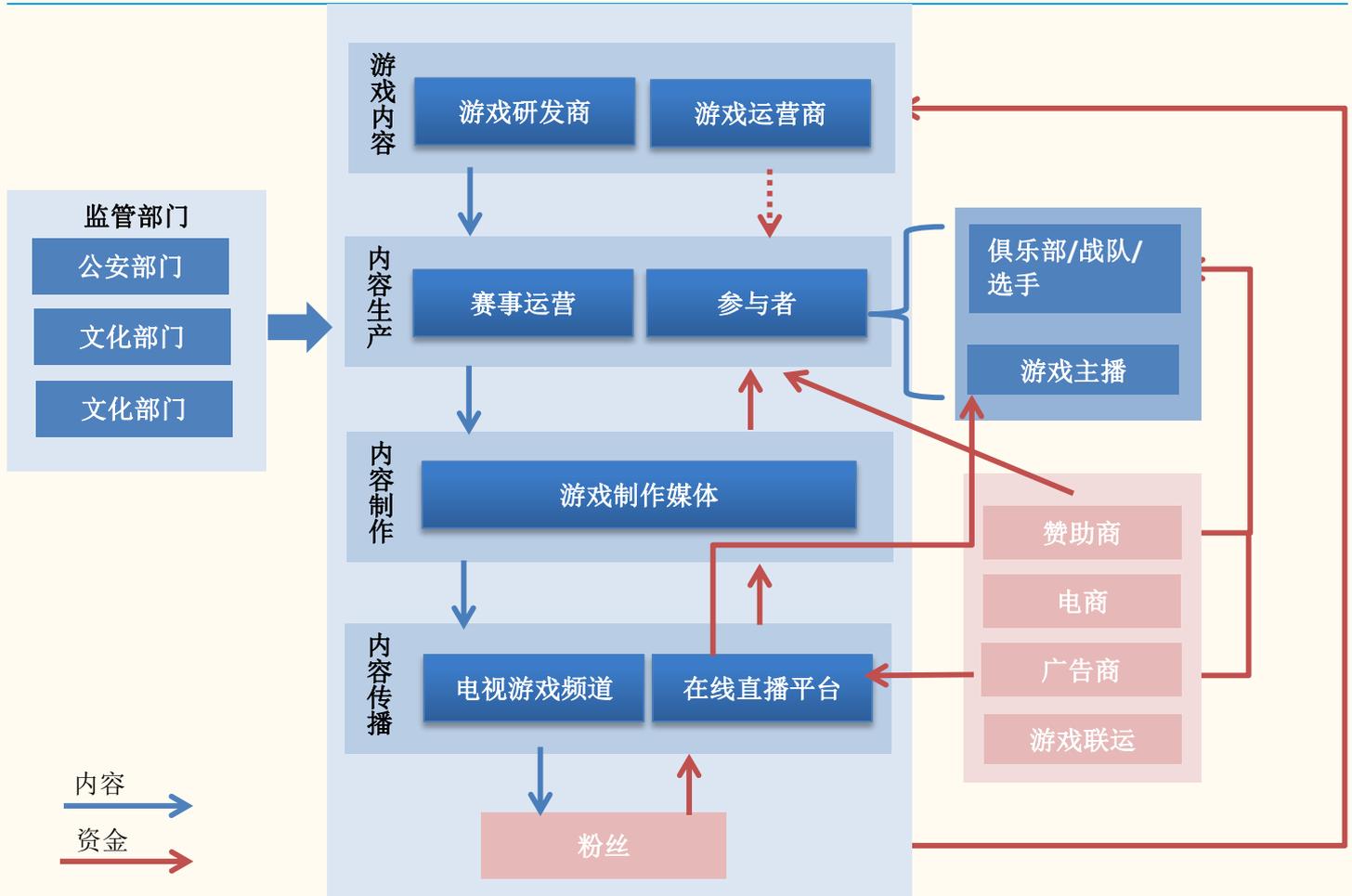
图表 11：电子竞技产业规模

收入分类	2014 年 (亿元)	2015 年 (亿元)	增长率
电竞赛事收入：门票、周边、赞助等	1.3	3.1	143%
电竞衍生收入：俱乐部、直播平台	8.7	20.7	137%
电竞游戏收入：电竞游戏用户付费	216.3	245.3	13%
合计	226.3	269.1	100%

来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

- 电子竞技产业形成了基于游戏内容的包括电子竞技比赛，赛事节目制作，比赛直播等环节的产业链，而盈利途径主要来源于粉丝消费和厂商赞助等。

图表 12：电子竞技产业链



来源：国金证券研究所

- 游戏内容是整个电竞产业的基础，电竞游戏研发主要由国外几家厂商垄断。目前主要的电子竞技游戏都来源于国外的游戏研发商，包括暴雪、Riot、Valve 等，我们认为短期内很难出现新的有利竞争者。首先电子竞技游戏主要为客户端游戏，从制作成本上分析，因研发而投入的资金、人力成本以及运营和推广投入的资金达到上亿元，且研发周期和资金回收周期长，只有年收入在几十亿、上百亿元以上的大型游戏公司才有实力进行产品的更迭和推广。其次，电子竞技对游戏的制作和设计都提出了更高的要求，要求游戏有强对抗性、观赏性、一定的操作难度，还要保证平衡性和多样性，同时需要有大量的粉丝基础。国内的游戏厂商主要是负责相关游戏在中国的运营，主要包括腾讯、网易、完美世界、空中网、世纪天成等。
- 电子竞技比赛按照主办方不同可以分为两种，以游戏开发商和运营商为主导的单项赛事联赛和以其他第三方为主举办的综合性赛事。前者包括 Valve 的 Dota2 国际邀请赛、Riot 的英雄联盟竞标赛、腾讯的 LPL 职业联赛等；后者主要包括电子竞技世界杯 (ESWC)、全球电子竞技锦标赛 (WECCG)、世界电子竞技大赛 (WCG 已停办) 等。赛事主办方主要依靠广告招商、出售门票、比赛周边等盈利。
- 俱乐部是选手和战队的主要负责机构，负责选手的日常训练，维护选手参加比赛的权益。目前俱乐部运营主要是依靠企业和个人赞助。
- 赛事的执行和内容制作方主要为游戏媒体，将比赛直播内容制作成在电视或网络平台中播放的节目，游戏媒体主要以协办比赛的方式参与，包括游

- 戏风云、GTV、NeoTV、ImbaTV、MarsTV 等，主要依靠广告招商盈利。
- 游戏直播播出平台是电子竞技节目主要的传播媒体，除了播放主要的电竞比赛，还有主播的个人直播等，游戏平台盈利模式包括虚拟物品的出售、广告收入、游戏联运、会员订阅等。
- **政策、粉丝、资本共同驱动电竞产业发展**
 - 由国家相关部门组织的电竞赛事相继举办，标志着政策层面上对电竞行业支持力度加大。国家体育总局信息中心是电子竞技行业的主要监管部门，近两年来，由其主办的电子竞技赛事：全国电子竞技大赛（NEST）、全国电子竞技公开赛（NESO）、IET 义务国际电子竞技大赛分别在昆山、青岛、义务成功举办；同时由银川市政府支持的世界电子竞技大赛（WCA）也在 2014 年拉开帷幕。政府性赛事的举办对于促进行业的规范化、持续化发展有重大促进作用，同时也标志着政策层面上对电子竞技行业的支持。
 - 电竞粉丝规模的扩大直接促进了行业的快速发展。根据 Newzoo 发布的研究报告显示目前全球约有 2.05 亿电竞观众。报告将他们分为“电竞爱好者（Esports Enthusiasts）”和“一般观众（Occasional Viewer）”两类。其中一般观众为 1.17 亿人，经常收看职业半职业赛事的观众达 5600 万，1900 万在收看比赛的同时还会参与游戏；1300 万人表示经常观看比赛和参与游戏。而根据艾瑞咨询的统计，我国 2014 年电子竞技参与者达到 7300 万。

图表 13：中国电子竞技用户规模



来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

- **资本的介入加快行业的发展速率，同时也使得行业内部竞争加剧。** 2014 年 8 月，亚马逊宣布以 9.7 亿美元的价格收购游戏视频直播服务提供商 Twitch，掀起了国内资本投资电子竞技行业的热潮。上市公司、各大创投机构、富二代等资本开始布局电竞行业，加快行业规模化，同时也使得行业内竞争加剧，各大俱乐部争抢优质选手，直播平台争抢主播现象严重，长期来看资本的介入将促使行业内部资源整合，使得赛事运营、俱乐部、内容制作、直播平台等产业环节走向融合，有利于行业长远发展。

图表 14：2015 年国内游戏直播行业投融资 TOP10

项目名称	轮次	融资	投资方	估值(人民币)
熊猫 TV	天使轮	数千万人民币	普思投资	25 亿
龙珠 TV	B 轮	2.7 亿	游久游戏	13 亿

战旗 TV	A 轮	-	-	10 亿
斗鱼 TV	A 轮	1800 万美元	红杉	5.4 亿
IMBA TV	B 轮	近 1 亿	红杉、创新工场、紫金文化基金、普思投资	4.0 亿
七煌	A 轮	6000 万人民币	联创永宣	4.0 亿
火猫 TV	B 轮	1 亿人民币	欢聚时代、海通开元、光大资本	3.3 亿
蓝游文化 (Newbee)	A 轮	1100 万美元	盘古创富	3.0 亿
GTV	已被收购	-	金亚科技	0.6 亿
上海锐问 (T-REX)	A 轮	1000 万人民币	复兴昆仲资本	0.5 亿

来源：36 氪公司公告 国金证券研究所

■ 国内直播平台依赖于粉丝经济，主播费用高昂

游戏直播从内容上可以分为三类：

- 电竞赛事：主要是线上线下的电竞比赛直播；
- 游戏节目：包括专业媒体制作的游戏节目，和个人爱好者制作的用户原创内容；
- 个人直播：主要是日常游戏和主播解说。

游戏直播的主要商业模式有增值服务、游戏联运、广告、内容订阅、电商和体育竞猜。

图表 15：游戏直播商业模式

商业模式	说明	赛事直播	节目直播	个人直播
增值服务	虚拟道具购买、打赏为主，类似于秀场中的增值服务内容			✓
游戏联运	和游戏厂商进行游戏联运，在观看游戏直播的同时可以点击进入联运游戏，移动端更可能成为游戏分发渠道		✓	✓
广告	以品牌广告为核心，类似于在线视频服务商的商业模式，主要通过 CPM 等主流的售卖方式进行	✓	✓	
会员订阅	支付一定费用成为会员（包年/包月），提供消除广告、观看付费内容、订阅频道等服务		✓	✓
电子商务	利用个人品牌影响力，对粉丝的购买意向进行引导，将游戏直播用户转化为电商店铺用户			✓
赛事竞猜	用户在观看比赛的同时，对赛事进行投注，类似于体彩	✓		

来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

目前国内直播平台普遍未实现盈利，主要原因在于带宽成本和主播成本过高。

对于直播平台，每接入 1K 带宽需要支付给网络运营商费用，假设提供给用户 800K 码率的清晰度，如果平台 10 万人在线，需要 80 到 100G 带宽，1G 带宽需要支付的费用为每年 25 万，那么至少需要支出 2000 万。斗鱼

平台曾宣传其曾有千万人同时在线，假设平时在线人数是最高值的 10%，斗鱼在带宽上的投入也要达到每年 2 亿，YY 也宣布在 2015 年将投入 7 亿在直播业务，其中 2.6 亿元用于带宽成本上，带宽成本约占到投入的 40%。**直播平台受益于粉丝经济，同时也受制于粉丝经济**，体现在平台对于主播的依赖，平台的粉丝会随着主播的跳槽更换平台，直接导致了主播的签约费大幅增加，小智、若风、miss 这些知名 LOL 主播一年的签约费已经达到千万级别，平台间的挖角现象严重。

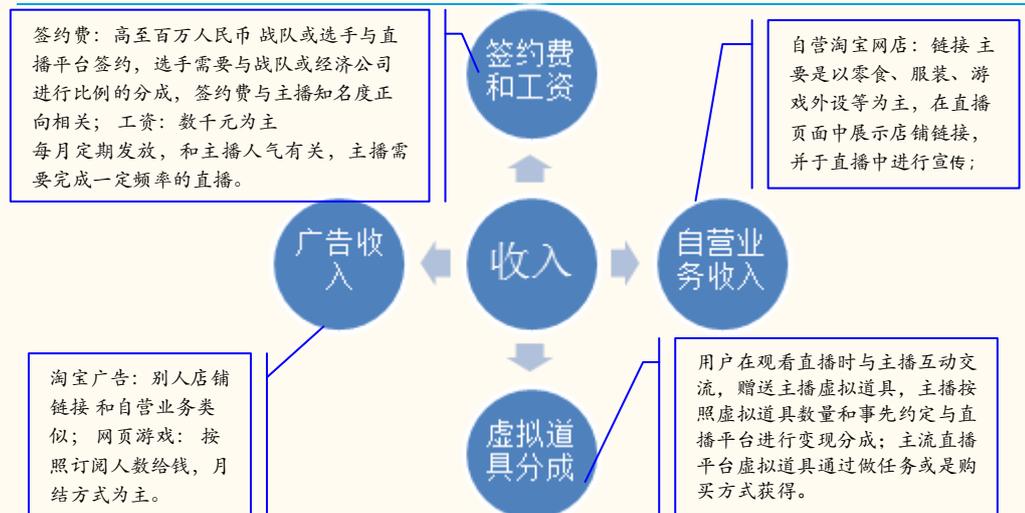
图表 16: 2015 游戏主播签约费排行

排名	主播昵称	直播游戏	类别	当前预估价格
1	若风	LOL	职业选手	2000
2	Miss	LOL	视频解说	1700
3	white	LOL	职业选手	1500
4	小智	LOL	视频解说	1500
5	董小飒	LOL	草根大神	1500
6	dopa	LOL	草根大神	1500
7	小苍	LOL	职业解说	1200
8	JY	LOL	视频解说	1000
9	草莓	LOL	职业选手	1000
10	微笑	LOL	职业选手	1000
11	PDD	LOL	职业选手	1000
12	Burning	DOTA2	职业选手	1000
13	Pis	DOTA2	职业选手	1000
14	YYF	DOTA2	职业选手	1000
15	zhou	DOTA2	职业选手	900
16	Longdd	DOTA2	职业选手	900
17	西门	LOL	草根大神	800
18	2009	DOTA2	职业选手	800
19	洞庭湖	LOL	草根大神	700
20	zippo	DOTA2	职业选手	600

来源：网络公开资料 国金证券研究所

除了签约费和工资外，主播的收入还包括自营淘宝店收入、广告收入和虚拟道具分成。

图表 17: 主播收入来源



来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

- 未来我国电竞行业的发展重点是增加变现途径，发展方向是电竞内容的泛娱乐化和电竞比赛移动化。电子竞技行业在增加变现途径、提高粉丝 ARPU 值方面，应扩展赛事众筹、赛事竞猜市场、完善电子商务、增值服务等。电竞的泛娱乐化发展是指电竞内容形式的娱乐化，包括电竞真人秀节目、电竞内容网络剧、音乐剧等；同时随着移动端游戏发展以及可穿戴设备、VR 技术的成熟，电竞比赛移动化也将成为趋势。以上两点，将促进电竞行业从小众市场迈向大众化。
- 电竞商务运营是围绕电竞产业链，深度挖掘商业价值，通过电竞经纪、节目制作、赛事运营、广告推广、电竞培训等综合手段实现盈利；符合电竞未来泛娱乐化的发展趋势，丰富内容制作的同时，增加盈利的变现模式。

偶像女团：注重粉丝互动，“养成”胜于“速成”

- 市场格局：粉丝经济现蓝海，SNH48 最盛行

偶像女团海外市场发展成熟，但在我国具有显著扩张空间。以韩国为例，2014 年出道的女子偶像组合多达 40 多个，同期国内大陆地区仅为 4 个，2015 年数量则达到 6 个，已创近 4 年最高。

图表 18：中国大陆市场偶像女团供给端发展缓慢

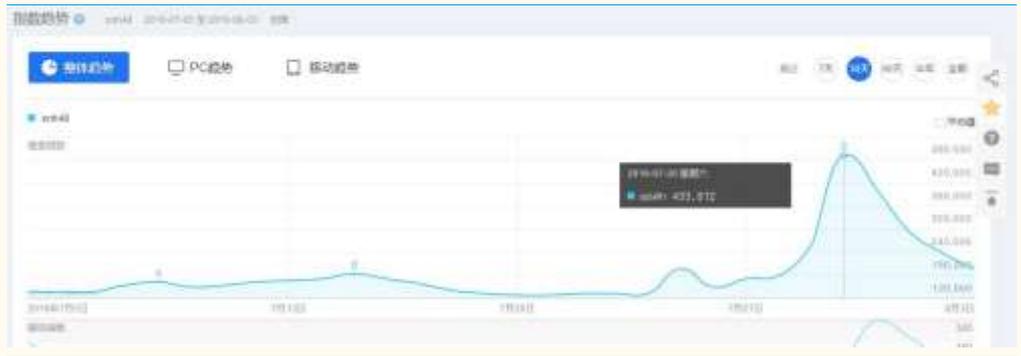


来源：道略音乐数据库 国金证券研究所

AKB48 开创性地利用偶像养成模式，通过粉丝握手会、总选举等活动形式增强粉丝互动，进而提升重复购买率增加作品销量。据日经新闻市场调查显示，AKB48 女团 2012 年带来的经济效益高达 1,500 亿日元（折合约 93 亿人民币），并且预计 2015 年底带来的经济效益将超 160 亿元人民币。

SNH48 充分吸收亚洲女子偶像天团 AKB48 的模式特色和运营经验并进行了“中国表达”和“接地气”的本土化改造，其发展目标是在全球十四亿中国人中甄选优才，充分运用互联网和社交网络时代最具想象力，创新性和前瞻性的造星理念和技术手段，积极培育兼具音乐舞蹈和影视表演才艺的全方位偶像艺人。2015 年后，同走养成型女团路线的 O2O Goddess、SING 女团、Idol School 等的加入进一步刺激宅男粉丝消费市场。

图表 19: 百度指数显示 SNH48 第三届总选举用户关注度极高



来源: 百度 国金证券研究所

图表 20: 国内女团简介

女团名称	代表作品	经纪公司	公司性质	女团简介
SNH48	《化作樱花树》、《一心向前》、《苦与甜》等	上海丝芭文化传媒有限公司	文化经纪	SNH48 是全球华语区规模最大的偶像团体，于 2012 年 7 月 12 日建立，参照日本 AKB48 “可面对面偶像”运营理念，以上海作为基地建立剧场，打造的距离养成式造星平台。
O2O Goddess	《壁咚》、《Rolling up》等	乐华娱乐子公司触发娱乐	娱乐公司	O2OGoddess 女团是乐华娱乐子公司触发娱乐与网易旗下 BoBo 平台合作，整合中、日、韩艺人打造优势与特点，通过结合从中国网络主播进行选拔、韩国艺人造星培训系统、并将在每年不断选拔从而达到成员的迭代流动，打造音乐、影视、电竞、体育、电商、直播互动全业务发展的娱乐+新模式的养成系少女偶像团体。
SING 女团	《听见夏至》等	酷狗音乐、酷狗繁星网	互联网	SING 女团，是国内创新的 O2O 概念 90 后女子偶像团体。SING 女团的养成系偶像模式，针对 90 后自信、爱表演、张扬个性的特点，旨在全力打造国内创新的 O2O 概念全民偶像组合。
Idol School	《逆袭》等	-	-	引用“偶像养成要靠作品、剧场、网络三位一体”并宣布将推出原创歌曲、专属剧场、网络互动服务。
PEG 组合	《手心的梦想》、《爱出彩》等	-	-	PEG 是 P.E girls 的缩写，是由国内运动风正能量的少女组合。
AIO 组合	《就要愿意了》、《美美小店》等	上海英模文化发展有限公司	模特经纪	组合以“街头就是舞台”为主题在全国展开巡回公演。公演首站定于上海淮海路，从连卡佛广场延续到香港广场苹果店门口及新天地。

来源: 互联网 国金证券研究所

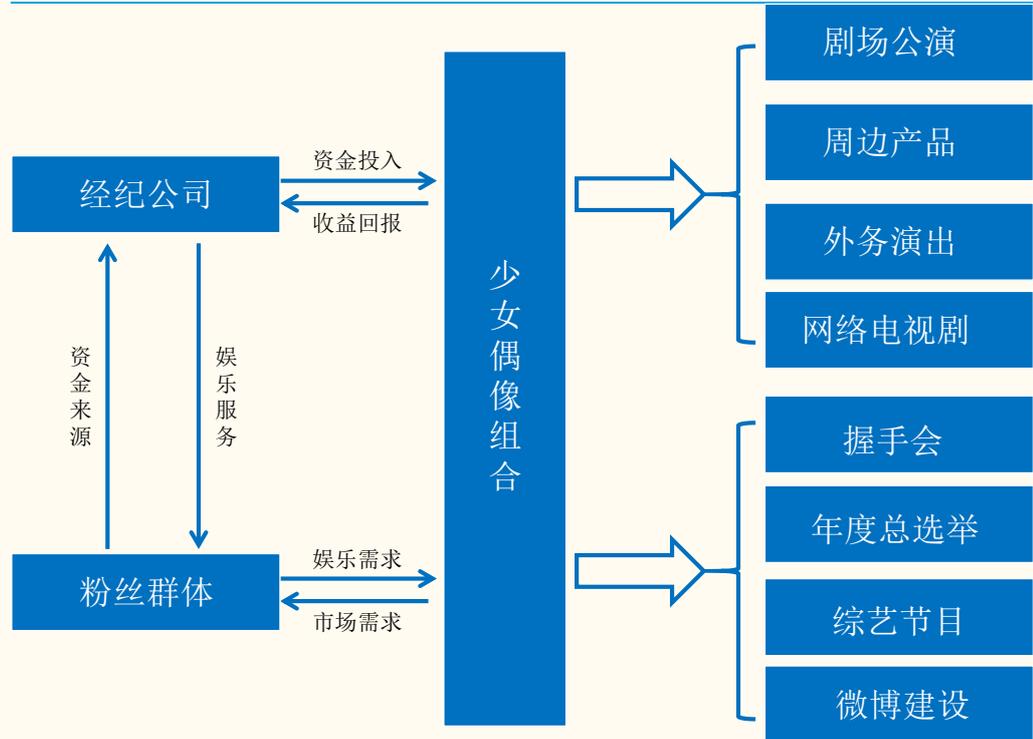
■ 运营模式：复刻日式女团，48 系尽显“洪荒之力”

在国内首个偶像女团——青春美少女组合成立之后，我国内地娱乐市场上先后出现的具有代表性的少女偶像组合有主打中国风的女子十二乐坊、七朵组合，基于互联网运营模式打造的 1931 女团以及借鉴日本 AKB48 “可面对面偶像”运营理念发展的 SNH48 组合等。根据各女团运营模式的特点，国内少女偶像组合可划分为四种主要类型：传统模式型、本土文化型、网络平台型和 48 系型。

- **网络平台型：**依托互联网平台运营，通过网络报名选拔团员，团员日常的训练、生活经历都会在官方网站和微博、微信平台上发布，公演也会在网络直播平台上进行直播，并且团员也有专属的个人直播间与粉丝进行互动。代表组合有广州 1931 女团。此外，定位于“数字时代的偶像团队”的少女组合 Lunar，主打电子竞技游戏歌曲和电竞商业演出，也属于网络平台类少女偶像组合。
- **48 系型：**日本少女偶像团队 AKB48 凭借独特的运营模式开创了风靡亚洲的“48 Group 文化”。在引进 AKB48 成功运营模式的基础上，成立于上海的 SNH48 于 2012 年正式出道。在“可面对面偶像”运营理

念指导下，SNH48 通过定期小剧场公演、握手会、分团制度、年度总选拔等方式进行近距离养成式造星培养，打造了目前颇具人气的中国本土大型少女偶像组合。偶像团体与粉丝的多互动，以及互联网的出现，形成了 B2C 的模式，达到了去中间化与脱媒化。通过组合成员与粉丝直接互动，粉丝参与了偶像养成的过程，减少了经纪公司的成本。这种商业模式的核心在于“平台化设计”，成员与粉丝互动提升了基于互联网思维的用户参与感，其整个运营过程贯穿了“用户即制作人”、“用户即制片人”的理念。

图表 21：48 系型商业运营模式



来源：国金证券研究所

我们认为，偶像女团不是短线生意，48 系型的平台化和规模化运营的养成式粉丝经济模式发展潜力巨大，有机会成为娱乐产业的下一个风口。

■ 变现渠道：扎根宅男用户群，音乐、游戏领域盈利可期

养成类手游研运已成为偶像女团实现盈利的重要途径之一。2012 年 12 月，日本光荣宣布在 GREE 平台推出 AKB 官方合作的手游《AKB48 の野望》，将成员的真人形象植入游戏中；2013 年，以 AKB48 为主题的动画《AKB0048》播出并大热，namco 趁势推出联动手游《AKB0048 银河灰姑娘》；2014 年，又一款手游《AKB48 终于推出官方音乐游戏了》面世。以 AKB48 为核心元素的数款手游已涵盖社交、卡牌、恋爱养成、音乐等各个类型。

SNH49 的风格和定位贴近日系，粉丝中“二次元”宅男受众比例较高，其主要活跃在微博、贴吧、AB 站等新兴媒体上，自身对于动漫、游戏的关注度相对突出。利用粉丝效应，SNH48 等偶像女团切入游戏代言，助力相关游戏的广告宣传与发行。

图表 22: SNH48 受邀出席的游戏商业活动

时间	游戏活动	厂商	出席成员数
2013.01	斗魂 online	久游	6
2014.11	萌斗江湖	巨人网络	鞠婧祎等
2015.01	魔天记	网易游戏	10
2015.09	上古世纪	腾讯游戏	16
2016.03	HPL 总决赛	英雄互娱	6
2016.04	QGC 大师赛	QQ 手游	6
2016.05	巅峰战舰	英雄互娱	5
2016.05	战斗吧剑灵	腾讯游戏	3
2016.05	梦幻西游手游	网易游戏	-

来源: 国金证券研究所

基于 O2O 方式传播互联网思维和新体验, 养成型偶像女团将“受众”转为“用户”的“参与感”价值观, 通过答谢握手会等渠道深入音乐领域, 在实现女团 IP 盈利的同时亦改变中国音乐产业的经营模式。坐落于上海黄金地段的 SNH48 星梦剧院自建立以来, 先后举办了近 400 场小型剧场演唱会, 以优惠票价吸引了众多粉丝前来观演。SNH48 的所有演出均在视频媒体网站进行直播, 单场观演人数最高达 15 万。SNH48 从 2013 年开始连续举办了 4 场万人级别的大型演唱会以及 5 次大规模的全国巡回演唱会, 几乎场场爆满。这完全归功于 SNH48 的全新运营理念: 将“受众”转为“用户”的“参与感”价值观、以超低的演出票价及观演方式吸粉, 从而实现快速发展。

成立万家电竞, 初步布局电竞、女团业务

- 2015 年 9 月, 万家文化与茅侃侃、蔡明、位沙沙、张春洋共同投资设立万好万家电子竞技传媒有限公司, 注册资本为人民币 1000 万元, 公司投资金额 460 万元, 占其注册资本的 46%。茅侃侃出资 390 万元, 持有 39% 的股权, 蔡明、位沙沙、张春洋分别出资 50 万元, 各持有 5% 的股权。
- 万家电竞拥有强大的合作团队, 该公司的自然人股东及核心团队来自于原 GTV 游戏竞技频道、银川市政府创立的 WCA (World Cyber Arena) 世界电子竞技大赛及百度移动游戏平台管理团队, 运营过国内最大的游戏与电子竞技电视频道及大量国内外知名的电子竞技赛事, 均拥有超过 5 年以上的游戏节目制作、大型电子竞技赛事组织与运营及移动游戏产品分发的丰富经验。
- 同时, 公司已与 AcFun、优酷土豆、春秋永乐文化签署合作协议, 未来有望在二次元文化运营、节目出品、游戏联运开发、艺人经纪业务推广等领域展开深入合作。

图表 23: 合作公司概况

名称	概况
优酷土豆	是中国最大的视频网站及独立游戏传媒品牌“来玩”的品牌持有方, 是中国国内领先的游戏、特别是电子竞技视频 UGC 内容平台, 占据相关市场极大的视频量份额
春秋永乐文化	一家以票务营销、票务技术系统服务、体育比赛项目、商业演出活动及大型文娱活动经营运作为主体业务的复合型公司, 目前已成为一个拥有几十亿销售额, 为国内外上亿用户提供过文体服务的社会知名品牌
广州弹幕科技 (A 站)	是中国首家、领先的二次元文化网站与品牌 AcFun 的运营机构及品牌持有方, 拥有面向青年人在动漫二次元、影视二次元、游戏二次元文化传播领域的丰富渠道及经验

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 万家电竞定位为电竞与二次元视频、经纪与竞技类移动游戏内容供应商，未来将在电竞二次元传媒内容类节目、基于星座的原创 IP 游戏发行、女团经济演艺业务等方面发力。2016 年上半年，万家电竞发行了《心跳战姬》与《九州无双》两款产品。同时，《余烬战争 2》作为自研的 S 级 RTS（即时战略）手游获得了优土集团在中国大陆地区买断了独家代理权益，累计签约 1000 多万元人民币。另一方面，万家电竞获得了星座消费文化第一品牌《同道大叔》消除类单机游戏、《同道大叔》养成类游戏的独家研发及 IP 代理权益。2016 年上半年，《同道大叔》消除类单机游戏、养成类游戏均已进入开发阶段，预计于下半年首先发行《同道大叔》消除休闲竞技游戏，《同道大叔》星座养成类游戏预计于 2016 年底完成测试版本，2017 年第二季度上线发行。
- 女团业务即将落地，依托品牌形象开拓多样化盈利模式。2016 年初，公司在北京组建了北京拾贰星座文化传媒有限公司，旨在建立中国大陆地区首个以“星座消费娱乐文化”为核心的女子演艺团体 Astro12，以及围绕此团体衍生的艺人经纪与演出业务。2016 年上半年，拾贰星座公司在全国遴选了 11 位超过 6 年以上舞蹈及演唱经验的女生组成星座艺人团体“Astro12”，并引入同道大叔形象品牌作为女子团体的名誉团长。2016 年 3 月初，11 位女生被送往日本地区进行为期 90 天的音乐、MV 及造型的制作工作。2016 年 6 月底，Astro12 正式回国筹备在中国大陆地区的出道及音乐作品发行事宜。

图表 24：公司重磅产品和《Astro12》女团业务

名称	概况	运作方式
《动漫好声音》	二次元声音角色扮演大型真人秀节目	与 A 站、中国教育电视台合作打造
《星座怪谈》	星座文化背景系列产品	与优酷土豆合作打造星座文化背景的系列节目、游戏的研发、制作及发行，以及衍生的经纪和电子商务业务
《全职高手》	连载于起点中文网的高人气电竞小说 IP	公司将与春秋永乐共同就《全职高手》线下演出与活动组织和形成的相关视频产品进行商业开发，共享收益
《X 计划》	大型电子竞技与音乐演出品牌系列节目	春秋永乐提供完整的票务与线下演出组织服务
《铁笼游戏》	电子竞技真人秀	与优酷土豆合作
《Astro12》	女子天团	与春秋永乐形成演出与票务独家深度合作；《全职高手》线下演出与活动组织过程中所形成的选手签约后用于《Astro12》团体的运营

来源：公司公告，互联网，国金证券研究所

- 打造人气电竞 IP—《全职高手》。公司将与春秋永乐合作开发的小说《全职高手》是目前国内最具衍生潜力的二次元电竞小说 IP 之一。小说连载于起点中文网，作者为蝴蝶蓝，主要讲述的是网游顶尖高手叶修，遭到俱乐部的驱逐，最后在荣耀新开的第十区重新投入了游戏，重返巅峰之路的故事。

图表 25:《全职高手》漫画封面



来源：互联网，国金证券研究所

根据起点中文网官方数据信息显示，《全职高手》连载于 2011 年 2 月至 2014 年 4 月，全书总字数约为 535 万。仅在起点中文网就拥有超过 2300 万的总点击，并斩获该网站“首部千盟作品”“年度最佳作品”、“年度游戏竞技之王”、“起点中文网作品盟主榜第一”等荣誉，是时下最具人气的网络文学作品之一。同时，该爆款 IP 豆瓣评分 8.9 分，贴吧超过 46 万粉丝，千万条讨论贴。

同时，由于小说对角色的刻画非常鲜明突出，由此在网络上引发出了诸多同人作品。自 2011 年小说发布以来，《全职高手》的同人作品已经形成一种文化潮流，也进一步吸引了大批粉丝的关注。而这也成为国内近 20 年以来，继《盗墓笔记》后形成的具有相当影响力和关注度的同人文化现象，进而使得《全职高手》从一个网络文学 IP 升级为本土明星级的最强 IP 之一。未来，公司有望借助《全职高手》在电竞产业打响知名度，加速电竞传媒与二次元业务推进整合步伐。

图表 26: 豆瓣获 8.9 高分



来源：国金证券研究所

图表 27: 贴吧拥有 30 万粉丝



来源：国金证券研究所

拟收购两家主播经纪和商务运营公司，进一步强化电竞产业布局

- 2016 年 7 月，公司公告交易预案，拟收购隆麟网络 100% 股权及快屏网络 100% 股权。截至预案出具日，评估工作尚未最终完成，隆麟网络 100% 股权的预估值为 41,400 万元，快屏网络 100% 股权的预估值为 37,000 万元。参考标的公司 100% 股权预估值，经交易各方协商，确定上市公司收购隆麟网络 100% 股权的交易价格不超过 41,400 万元，收购快屏网络 100% 股权的交易价格不超过 37,000 万元。最终交易价格待评估值确定后经各方协商确定。

公司拟向隆麟网络全体股东支付股份对价不超过 29,400 万元，支付现金对价不超过 12,000 万元，拟向快屏网络全体股东支付股份对价不超过 26,000 万元，支付现金对价不超过 11,000 万元。交易完成后，隆麟网络、快屏网络将成为上市公司的全资子公司。

图表 28：交易预案具体对价支付安排

标的资产	交易对方	对价合计 (万元)	现金对价 (万元)	股份对价 (万元)	发行股份数 (万股)
隆麟网络 100%股权	上海翊臣	19,594.62	5,679.60	13,915.02	817.57
	上海隽迈	18,630.00	5,400.00	13,230.00	777.32
	上海斐弈	3,175.38	920.40	2,254.98	132.49
	合计	41,400.00	12,000.00	29,400.00	1,727.38
快屏网络 100%股权	上海智碧	18,500.00	5,500.00	13,000.00	763.81
	上海尚陌	11,100.00	3,300.00	7,800.00	458.28
	上海哆快	7,400.00	2,200.00	5,200.00	305.52
	合计	37,000.00	11,000.00	26,000.00	1,527.61
发行股份购买资产总计		78,400.00	23,000.00	55,400.00	3,254.99

来源：公司公告 国金证券研究所

■ 隆麟网络：培养专业化主播，打造优质内容

隆麟网络紧密围绕电竞产业链，以著名电竞主播为依托，电竞内容生产为核心，形成“经纪+内容”的业务模式，通过电竞主播培养与管理、定制化节目内容制作及赛事运营，打通产业链上下游的游戏厂商、广告赞助商、活动组织方、增值服务方等参与者，形成产品定制、品牌推广等合作服务。依托专业的主播训练与管理，公司拥有完整的电竞主播培养体系，以持续不断的为专业赛事、平台提供优质主播，充分发掘电竞主播价值。

公司业务涵盖电竞经纪、节目制作、赛事运营、电竞培训等，形成了完整的电竞娱乐经济产业链。隆麟网络成立之初主要从事电竞相关视频外包制作，视频内容服务于游戏厂商等客户的产品推广。后公司相继签约 JY、小楼、霸哥、誓约、solofeng、Fly100%、皮小秀、Mint 等知名电竞主播，在电竞经纪业务领域迅速发展。

公司的电竞经纪业务包括对于主播的培养和规划，通过筹办或协助电竞主播参加直播、代言、演出、广告推广等活动获得收入。公司为主流游戏公司、大型专业赛事输送解说，强调解说的专业性，因此挖掘培养及签约的解说以职业技术型为主，结合市场的需求培养新主播并提升已有主播的自身素质，实现主播价值的最大化。

图表 29：电竞选手类型

电竞选手类别	特点	代表主播
职业技术型	主要是现役或退役的职业选手，出于商业化或职业转型的目的，其中形象较好，具有较好口才的职业选手投身电竞解说。	若风、MISS、JY
草根大神型	主要是民间高手，也获得过一些成绩，这类解说具有较好的语言天赋和幽默感，在观众中有较高影响力	小智、小漠

来源：公司公告 国金证券研究所

■ 游戏直播平台签约金及虚拟道具分成成为电竞主播的重要收入来源。隆麟网络凭借对平台需求及偏好的理解，以及强大的商务洽谈能力，保证主播签约金的最大化。同时，隆麟网络对主播在直播过程中的表现进行管控及分析，指导主播进行改进，以持续提升主播的内容质量及人气。公司安排专人对签约主播的直播过程进行监控，根据实时直播数据进行后台分析，进而指导主播去调整改善业务方式，不断完善主播的专业技能，提升主播的市场价值。

隆麟网络与国内主要直播平台保持良好的合作关系。公司主播覆盖国内主流直播平台，包括斗鱼、熊猫等，同时公司主播签约主播直播的游戏类型丰富，涵盖主流竞技游戏，包括《英雄联盟》、《魔兽世界》、《Dota2》、《守望先锋》等。公司主要主播包括戴士（JY）、王慕霸（霸哥）、陆维梁（FLY）、冯卓君（卷毛）等，在与直播平台续约时，直播金均有显著提升，最高提升比例达 700%。

图表 30：公司主要合作的直播平台和主播

平台	主播
斗鱼	陆维梁（FLY）；邹倚天（820）；唐磊（誓约）；王慕霸（霸哥）；王正（solofeng）；周凌翔（海涛）；周浩东（戴尔）；卞正伟（Alex）
熊猫	戴士（JY）；曹悦（皮小秀）；秦柳（小楼）

来源：公司公告 国金证券研究所

- **广告推广及代言活动也是主播重要的收入实现方式。**公司自主播培养阶段就着手对主播进行定位，根据主播特点不断进行调整以适应电竞市场最新动态，以主播明确的定位选择合适的广告推广活动，优化主播健康的形象和未来的可持续发展。活动方或内容制作方与隆麟网络达成合作意向，聘请主播进行相关活动，隆麟网络通过直播、广告贴片、微博微信曝光进行广告投放。

隆麟网络主要服务各大游戏公司、外设品牌、传统媒体以及大型品牌公司等。包括腾讯游戏、网易游戏、肯德基、Intel、戴尔等。品牌目标群体与主播粉丝高度契合，为客户带来了高效的推广效果，同时隆麟网络通过强大的商务能力促成与优质品牌的合作，也提升了旗下主播的商业价值。

- **电商是粉丝经济变现的主要手段之一。**隆麟网络的明星解说员以个人名义在淘宝开设店铺，公司以委托第三方代运营公司负责运营明星店铺的模式，每月月底向代运营公司收取保底费用。主播负责流量导入，在直播和视频节目中，置入淘宝店铺链接，引导粉丝进入淘宝店铺消费。第三方负责店铺运营，包括店铺设计、推广营销、运维、仓储物流、产品售后服务等。
- **主播涉足综艺，开拓泛娱乐领域。**电竞明星也开始涉足娱乐圈，登上电视真人秀的舞台，跨界成为主播拓展职业发展道路的途径之一。隆麟网络签约主播小楼、sky 等，成为湖南卫视《全员加速》节目的嘉宾，电竞明星深入参与娱乐综艺节目。目前，公司也在为旗下主播接洽其他综艺节目，拓宽主播职业路径，提升商业价值。

隆麟网络重视电竞内容的生产，除在主播培训上具有持续运作能力外，也提供包括节目制作、赛事运营服务，将优质内容输送给各大平台。

- **公司致力于优质节目制作，制作的节目包括集锦类、纪录片、讲解教学类、娱乐类、微电影等。**未来内容制作方将进入 PGC（专业生产内容）节目制作领域，带来更专业的电竞内容，与游戏厂商、直播平台等合作更为紧密。游戏直播平台也将推出更多 PGC 内容，丰富内容体系，提高用户粘性，避免用户轻易跟随明星主播、赛事内容转换平台。电竞行业娱乐化的趋势逐步显现，隆麟网络计划推出《我是大神》等娱乐节目，充分挖掘电竞主播的娱乐潜质。
- **公司作为国内电竞资源整合平台，具备成熟的赛事组织和运作能力并拥有赛事运营经验。**隆麟网络多次成功举办网鱼擂台赛、网鱼 DOTA2 杯赛、达尔优联赛、高校联赛等赛事，赛事游戏涵盖《英雄联盟》、《DOTA》、《炉石传说》等。主要包括提供赛事服务和赛事举办两种类型。赛事服务：提供赛事策划的方案，赛制的制定，赛事的执行，赛事系统支持，裁判，解说等。赛事举办：自己举办比赛，从赛事策划，赞助商招募，赛事落地执行，并将比赛输出到直播平台。

图表 31：公司组织相关赛事

赛事	合作方	介绍
网鱼 DOTA2 淘汰赛	网鱼网咖	网鱼网咖 DOTA2 网吧联赛，赛事覆盖全国 52 个城市，200 多家网鱼门店，3000 余支战队，5000 场赛事
网鱼竞技场擂台赛	网鱼网咖	网鱼网咖英雄联盟，网吧联赛，赛事覆盖全国 52 个城市，200 多家网鱼门店，5000 余支战队，8000 场赛事
达尔优网吧联赛	达尔优	达尔优英雄联盟城市争霸赛，覆盖 4 个城市
宜博杯高校联赛	宜博	宜博英雄联盟高校争霸赛
硕美科全国电竞精英争霸赛	硕美科	硕美科英雄联盟争霸赛，赛事覆盖 4 个城市，24 所高校，首创 VR 全景现场直播

来源：公司公告 国金证券研究所

- **公司依托于优质的解说资源以及对于垂直领域的精准理解，为客户提供整合营销方案。**根据客户需求，依托旗下的优质主播，为客户提供活动策划及落地、赛事、视频节目、微博及微信推广等整合营销方案。
- **公司为新人提供专业的培训服务。**隆麟网络拥有成熟且完善的主播培训计划，通过导师、比赛和外部项目强化培训，为直播平台、商业活动输送优秀主播。公司成功举办过《NI 主播》大赛、大神训练营计划、超神学院等活动，有计划地向腾讯、乐视体育、阿里体育等提供表现出色的主播。

公司培训业务主要分为两种类型：一是外部机构培训计划，隆麟网络分析主播特点做形象定位及提升，培训项目完成后输送给机构，收取服务费。二是内部学员培养计划，导师带学员，充分利用明星主播的经验、资源，快速培养新人，与隆麟网络签署经纪合约。

■ 快屏网络：依托主播经纪，打造泛娱乐电竞平台

快屏网络主要业务包括电竞主播培养及经纪和电竞门户网站运营业务，打造“经纪+平台”的业务模式。公司通过主播培训及提供经纪服务，充分提升主播价值，同时运营的电竞门户网站（电竞虎 www.dianjinghu.com）可全方位提供游戏及电竞资讯，聚合广大电竞爱好者。目前主营业务包括电竞培训及经纪业务、广告推广业务、电竞媒体运营业务等电竞商务运营业务。

主播培养注重娱乐性，面向娱乐综艺方向。2015 年末快屏网络进行了战略调整，将主营业务由流量分发转向电竞相关运营业务为主，并通过引入知名电竞主播杨丰智（小智）、吴思豪（小漠），同时将管理团队在原流量整合业务中的技术优势、渠道资源、运作经验成功嫁接在电竞相关运营业务上，将主播所带来的流量通过广告推广等方式变现。公司力求从草根中挖掘电竞明星，不仅仅将其作为专业解说来培养，更强调娱乐性，向更综合的娱乐综艺方向培养。

根据职业技术型和草根大神型的主播特点划分，快屏网络的主播偏重于草根大神型，目前快屏网络旗下主播的签约直播平台主要为全民 TV。相对于职业技术型的主播，此类主播综艺感更突出。快屏网络签约或培养的电竞主播风格多样，不仅仅局限于游戏主播，主要可分为三类：

- 电竞游戏主播主要针对电竞赛事、网络游戏、手机游戏、单机游戏等进行讲解、点评、经验交流、观众互娱互动。
- 户外主播专注于电竞比赛户外采访、荒野求生、赛车活动等内容的主播，同时依靠户外的丰富条件以及与观众间的互动吸引观众。
- 综艺主播主要在室内进行直播，通过演唱歌曲、舞蹈、脱口秀等才艺表演并与观众互动。

图表 32：公司主要主播类型

类型	主播
游戏	杨丰智（小智）、吴思豪（小漠）、张瑞恒（碧哥）、刘威（蓝猫）、赵亚龙（小龙）、王健（麒麟臂）、张硕文（诅咒）、黄兴隆（蔚）、朱媛媛（慕诗琪）、胡琛（36）、黄晓晨（黄老师）、孙自烜（帝师）、寻雅清（卡卡）、张威凯（蛋蛋）、尹彭（小裸裸）、何俊华（八路奶粉）、谢亿彬（单人影）
综艺	朱媛媛（慕诗琪）、董晨（一颗大蘑菇）、汪璐璐（余茉莉）、潘云（潘芸）、寻雅清（卡卡）、姚梦宇（瑶一瑶）、张燕婷（暖暖）、赖非白（二手沉默）
户外	张瑞恒（碧哥）、黄晓晨（黄老师）、孙自烜（帝师）、董晨（一颗大蘑菇）、王渺（王哥）

来源：公司公告 国金证券研究所

图表 33：公司主要主播简介

主播	简介
杨丰智（小智）	前澄海 3c 知名解说，现任英雄联盟娱乐型解说，优酷游戏频道首席金牌解说，腾讯视频认证 V+原创视频作者。腾讯视频每期播放量平均超过 400 万，订阅数 34.7 万；优酷视频每期播放量平均接近 300 万，订阅数 220 万；直播平台房间关注数 215 万；微博粉丝数超过 300 万。
吴思豪（小漠）	现任全民 TV 热门解说之一、优酷金牌播客、腾讯 V+视频制作者。腾讯视频每期播放量平均 215 万左右，订阅数 7.7 万；优酷视频每期播放量平均 152 万左右，订阅数 118 万；直播平台房间关注数 73 万；微博粉丝数约 157 万。
张瑞恒（碧哥）	现任全民 TV 电竞、户外热门解说之一，直播平台房间关注数 39 万余人；微博粉丝数 41 万。
帝师（孙自烜）	现任全民 TV 热门主播，除游戏直播外，还进行户外直播，整个户外直播过程自编自导自演，风格独特。其拜访宋丹丹、马布里的直播在互联网上有较大的关注度。帝师还担任电影《唐人街探案》顾问，相对于主流游戏主播，其具有不同的风格与视野。直播平台房间关注数约 71 万；微博粉丝数 44 万。
慕诗琪（朱媛媛）	美女主播，英雄联盟国服钻石组高分段的玩家，在直播游戏时的操作、意识和反应都非常到位。直播平台房间关注数约 32 余万；微博粉丝数 46 万。

来源：公司公告 国金证券研究所

公司建立了完善的主播培养体系，并成立培训基地。快屏网络形成了一套完整的从素人、草根培养成明星主播的培训体系，使快屏网络解说实现批量化生产，而且这些主播更接地气，具有很强的号召力。同时，公司已在宁波建立了面积近 2500 平米的培训基地，用以进行专项的主播培训和孵化。公司的主播培训体系以数据分析为基础，通过自有运营的电竞媒体平台——电竞虎，签约主播的微博、微信公众号等自媒体产生的用户数据，详细分析用户偏好及趋势，对热门内容、事件进行分解。对电竞主播各社交媒体的活跃度进行监控，预测网络事件热度，主播关注度，以此制定出有针对性的培养及推广方案。

同时，公司也利用电竞主播在玩家中的影响力，为品牌客户进行广告推广，并委代运营公司运营电竞明星淘宝店，业务模式与隆麟网络类似。

成立电竞资讯门户网站——电竞虎，打造电竞媒体平台。电竞虎于 2016 年 6 月试运营，目前，与 Chinajoy 官方达成初步合作意向，作为官方合作媒体受邀参与活动；与 WCA（世界电子竞技大赛）、WESG（阿里体育创办世界电子竞技运动会）、CMEG（全国移动电子竞技大赛是由国家体育总局

局体育信息中心联合大唐电信主办的首个官方移动电竞赛事)及 IGL (腾讯体育、Nicetv、乐竞文化传媒联合举办) 官方达成初步合作意向, 进行赛事赛程报道; 电竞虎原创采访也被腾讯等多家媒体网站转载报道; 电竞虎也与国内外知名游戏厂商如腾讯、网易、暴雪等建立了媒体合作意向。

图表 34: 电竞虎首页



来源: 官网 国金证券研究所

电竞虎作为连接主播、玩家和游戏厂商的重要纽带, 目标是成为业内最娱乐的游戏资讯平台。平台试运营以来, 每天页面浏览量 (PV) 达到 10 万左右, 峰值超过 20 万, 平均每天独立访客 (UV) 达 6 万左右, 峰值超过 13 万。直接访问用户占比达到 85% 以上, 在游戏玩家群中取得了良好口碑, 用户粘性和忠诚度高。2016 年 7 月发布了安卓与苹果客户端 APP, 并启动了移动网页端的研发, 布局移动游戏资讯媒体, 成为同时提供电脑端和移动端游戏资讯的跨平台游戏资讯服务商。

盈利预测与估值

我们假设公司拟收购的隆麟网络、快屏网络在 2017 年实现并表, 2016 年公司营收主要由翔通动漫、万家电竞、众联在线贡献, 按照公司不同子公司营收分别进行预测。我们预测, 2016E、2017E、2018E, 翔通动漫收入分别为 5.5 亿、6.04 亿、6.63 亿; 万家电竞收入分别为 4000 万、5200 万、6760 万; 众联在线收入分别为 3000 万、3000 万、3000 万。2017E、2018E, 隆麟网络预计营收 2.2 亿、2.4 亿; 快屏网络预计营收 1.9 亿、2.1 亿。公司 2016E、2017E、2018E, 销售收入总计为 6.2 亿、10.96 亿、12.11 亿。

我们预计, 2016E、2017E、2018E 公司归母净利润分别为 1.73 亿、2.71 亿、3.00 亿, 不考虑后续增发的股份摊薄影响, 对应 EPS 为 0.273 元、0.426 元、0.473 元。考虑到公司拟收购两家业内知名电竞主播经纪和商务运营公司, 将与万家电竞、翔通动漫形成良好的协同效应; 万家电竞旗下的女团、综艺等业务将进入项目落地阶段, 以及公司在电竞产业的布局逐步完善; 给予公司 27.30 元目标价, 对应 100X16PE、64X17PE, 给予公司“买入”评级。

图表 35：公司盈利分项预测表（百万）

	2016E	2017E	2018E
翔通动漫			
动漫及其衍生品			
——收入	440	484	532.4
——毛利率	43%	43%	43%
广告平台业务			
——收入	90	99	108.9
——毛利率	60%	60%	60%
游戏运营业务			
——收入	20	21	22.05
——毛利率	63%	63%	63%
销售收入	550	604	663.35
销售成本	294.2	323.25	355.1865
毛利	255.8	280.75	308.1635
平均毛利率	46.51%	46.48%	46.46%
万家电竞			
销售收入	40	52	67.6
销售成本	24	31.2	40.56
毛利	16	20.8	27.04
平均毛利率	40%	40%	40%
隆麟网络			
销售收入		220	240
销售成本		132	144
毛利		88	96
平均毛利率		40%	40%
快屏网络			
销售收入		190	210
销售成本		114	126
毛利		76	84
平均毛利率		40%	40%
众联在线			
销售收入	30	30	30
销售成本	9	9	9
毛利	30%	30%	30%
销售总收入	620	1096	1210.95
销售总成本	327.2	609.45	674.7465
毛利	272.1	465.85	515.5035
平均毛利率	43.89%	42.50%	42.57%

来源：国金证券研究所

图表 36：已收购或拟收购标的业绩承诺（扣非归母净利润 单位：万）

	2016	2017	2018	2019
翔通动漫	14,140	15,000	-	-
隆麟网络	3,200	4,000	4,720	5,192
快屏网络	2,900	3,625	4,280	4,705
总计	20,240	22,625	9,000	9,897

来源：国金证券研究所

图表 37: 可比公司估值

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE		
			TTM	16E	17E
002292.SZ	奥飞娱乐	383.00	72.69	55.37	41.84
000835.SZ	长城动漫	48.98	940.64	55.79	39.93
002699.SZ	美盛文化	160.56	110.47	82.25	61.07

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	80	12	362	620	1,096	1,211	货币资金	45	3	119	117	112	151
增长率		-85.1%	2930.6%	71.4%	76.8%	10.5%	应收款项	39	13	553	575	837	891
主营业务成本	-59	-10	-204	-327	-609	-675	存货	329	326	1	269	501	555
%销售收入	74.0%	80.2%	56.3%	52.8%	55.6%	55.7%	其他流动资产	45	56	99	107	135	142
毛利	21	2	158	293	487	536	流动资产	458	398	772	1,068	1,585	1,739
%销售收入	26.0%	19.8%	43.7%	47.2%	44.4%	44.3%	%总资产	63.7%	61.5%	40.2%	49.0%	58.6%	60.8%
营业税金及附加	-5	0	-2	-3	-5	-6	长期投资	33	50	18	18	18	18
%销售收入	6.1%	1.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	117	79	16	22	26	29
营业费用	-1	0	-27	-31	-55	-61	%总资产	16.3%	12.2%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
%销售收入	1.0%	0.0%	7.4%	5.0%	5.0%	5.0%	无形资产	90	90	1,072	1,071	1,071	1,071
管理费用	-33	-26	-75	-62	-110	-121	非流动资产	260	249	1,150	1,113	1,117	1,120
%销售收入	41.0%	218.7%	20.7%	10.0%	10.0%	10.0%	%总资产	36.3%	38.5%	59.8%	51.0%	41.4%	39.2%
息税前利润 (EBIT)	-18	-24	54	197	317	349	资产总计	718	647	1,922	2,181	2,702	2,859
%销售收入	n.a	n.a	15.0%	31.7%	28.9%	28.8%	短期借款	15	0	0	75	176	0
财务费用	-2	-3	-2	0	-6	-3	应付款项	85	61	119	120	222	246
%销售收入	2.0%	21.1%	0.5%	0.0%	0.5%	0.3%	其他流动负债	42	32	62	81	134	147
资产减值损失	-1	-1	-17	-3	-2	0	流动负债	142	93	181	276	532	393
公允价值变动收益	1	12	-6	0	0	0	长期贷款	35	35	0	0	0	1
投资收益	27	-12	6	7	7	7	其他长期负债	0	0	3	0	0	0
%税前利润	360.3%	n.a	14.8%	3.3%	2.1%	1.9%	负债	177	128	183	276	532	394
营业利润	8	-27	36	201	316	352	普通股股东权益	501	487	1,718	1,878	2,136	2,424
营业利润率	9.7%	n.a	9.9%	32.4%	28.8%	29.1%	少数股东权益	40	32	21	27	33	41
营业外收支	0	6	6	10	10	10	负债股东权益合计	718	647	1,922	2,181	2,702	2,859
税前利润	8	-21	42	211	326	362							
利润率	9.4%	n.a	11.6%	34.1%	29.8%	29.9%	比率分析						
所得税	-5	-1	-22	-32	-49	-54		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	62.8%	n.a	52.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	3	-23	20	179	277	308	每股收益	0.038	-0.065	0.043	0.273	0.426	0.473
少数股东损益	-6	-8	-8	6	7	7	每股净资产	2.299	2.232	2.705	2.958	3.365	3.818
归属于母公司的净利润	8	-14	28	173	271	300	每股经营现金净流	0.050	-0.183	0.053	-0.163	-0.130	0.371
净利率	10.4%	n.a	7.6%	28.0%	24.7%	24.8%	每股股利	0.000	0.000	0.015	0.020	0.020	0.020
							回报率						
							净资产收益率	1.66%	-2.91%	1.61%	9.23%	12.67%	12.39%
							总资产收益率	1.16%	-2.19%	1.44%	7.95%	10.01%	10.51%
							投入资本收益率	-1.11%	-4.57%	1.49%	8.44%	11.47%	12.01%
							增长率						
							主营业务收入增长率	288.49%	-85.09%	2930.57%	71.44%	76.77%	10.49%
							EBIT增长率	-21.82%	35.30%	-326.87%	262.21%	60.99%	10.05%
							净利润增长率	N/A	N/A	N/A	528.30%	56.01%	11.01%
							总资产增长率	-19.71%	-9.89%	196.98%	13.48%	23.89%	5.80%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	1.4	0.3	124.0	150.0	140.0	140.0
							存货周转天数	2,200.5	12,470.8	292.6	300.0	300.0	300.0
							应付账款周转天数	241.3	640.0	83.3	80.0	80.0	80.0
							固定资产周转天数	511.5	2,385.3	15.9	13.0	8.8	8.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-7.43%	6.16%	-8.37%	-3.61%	1.72%	-7.18%
							EBIT利息保障倍数	-11.0	-9.5	32.1	24,697.8	54.1	113.0
							资产负债率	24.58%	19.85%	9.54%	12.64%	19.70%	13.78%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD