

游族网络 (002174.SZ) 娱乐行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

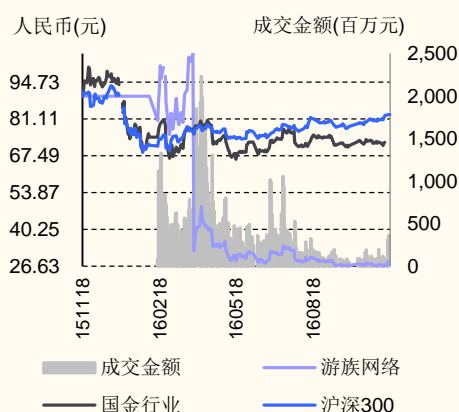
市场价格 (人民币): 27.61 元

目标价格 (人民币): 32.49 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)	279.71
总市值(百万元)	23,780.91
年内股价最高最低(元)	105.35/26.63
沪深 300 指数	3436.54
深证成指	10945.42



石晨曦 联系人
(8621)61038200
shichenxi@gjzq.com.cn

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

潘文韬 联系人
(8621)61038319
panwentao@gjzq.com.cn

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

优质游戏 IP 研运一体化，大数据战略助力全球化布局

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.504	1.796	0.722	1.004	1.242
每股净资产(元)	3.28	7.62	9.79	12.80	16.53
每股经营性现金流(元)	0.88	1.14	2.13	2.04	2.91
市盈率(倍)	32.13	49.86	38.56	27.72	22.40
行业优化市盈率(倍)	161.00	442.29	421.25	421.25	421.25
净利润增长率(%)	N/A	24.35%	20.59%	39.08%	23.75%
净资产收益率(%)	45.84%	23.56%	22.13%	23.53%	22.55%
总股本(百万股)	275.71	287.11	861.32	861.32	861.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **从优质页游厂商转向手游业界翘楚，公司页游 IP 移动化战略持续推进：**公司原主营网页游戏的研发、运营与发行业务，得益于近年来国内手游行业红利的持续释放，公司积极转向移动网络游戏市场，自研高人气手游《少年三国志》、《少年西游记》、《女神联盟》均获现象级市场表现；公司 2014 年度、2015 年度、2016 年上半年手游产品营收占比分别达 11.81%、46.95% 和 51.11%，其中 2015 全年手游营收总额为 7.21 亿元，较上年同期增长 623.05%，移动端游戏研运一体化助力公司业绩稳步增长。
- **市场竞争格局既定、人口红利渐减制约手游业务扩张，公司切入大数据应用领域，实现游戏发行成本优化与业务外延式发展：**国内移动游戏市场业已步入寡头化发展阶段，2016Q2 腾讯、网易合计市占率已超 60%，但市场空间边际增速仍高于垄断厂商手游业务扩张增速；公司目前已完成对掌淘科技的收购，进而自建全球最大移动开发者服务平台 (Mob 云平台)，并通过与 Google、Facebook、阿里巴巴等战略合作，完善移动互联网开发生态；依托大数据系统，公司实现对用户行为多维度特征的精准跟踪，从而有效降低产品推广成本，提高玩家新进流量与留存率；大数据应用还将开拓智慧城市、精准营销等衍生市场，促进公司营收多元化增长。
- **收购海外领先页游研运商 Bigpoint，进一步巩固公司传统页游业务优势：**作为国内网页游戏市场率先实现研运一体化的综合型厂商，公司以 8.11 亿元位列 2015 年中国页游市场营收排行第 5。在继续促进页游 IP 精品化、重度化开发的同时，公司完成对德国知名页游公司 Bigpoint 的收购，由此公司不仅享有顶级 IP 《权力的游戏》的页游开发权，而且有望借助海外平台提高全球市场渗透率。
- **超级 IP 《盗墓笔记》、《三体》，以及二次元 IP 《刀剑乱舞 Online》等独家改编游戏有望未来两年内陆续上线，促使“影游联动”效应充分释放：**公司坚持通过文化沉淀和传承打造精品 IP，获取优质文学、影视、动漫等内容型作品在页游和手游领域的改编权，通过充分利用知名 IP 实现业绩最大化增长，目前公司 ARPG 页游《盗墓笔记》已上线公测。

投资建议与估值

- 我们预测 2016-2018 年公司归母净利润分别为 6.22 亿、8.65 亿、10.70 亿；公司 2015 年度进行权益分配每 10 股转增 20 股，股份摊薄后，2016E、2017E、2018E 对应 EPS 分别为 0.722 元、1.004 元、1.242 元。根据申万行业划分，网络游戏类公司 2016E PE 中位值为 48 倍。由于公司目前拥有多款 IP 储备资源，积极开展游戏研运一体化进程；并且布局大数据领域以实现游戏产品的精准推广，参考市值规模，给予公司整体 45X16PE，对应 32.49 元目标价，评级为“买入”。

风险

- 移动网络游戏市场竞争加剧；新上线产品流水未达预期。

内容目录

借壳梅花伞，坚持游戏产业转型之路	5
收购掌淘科技，拥抱“大数据”强化手游业绩弹性	6
移动游戏市场竞争格局渐定，“稳增长”或成未来主调	6
切入大数据应用领域，促进发行端成本优化与业务端外延增长	7
收购 Bigpoint，传统页游业务注入“全球化”活力	10
游戏产业人口红利渐减，内容精细化、重度化大势所趋	11
网络升级、娱乐消费碎片化助力移动游戏市场大热	11
页游市场提前进入冷静期，内容品质或成关键	12
移动游戏市场寡头化发展，IP 运营将是核心	13
网络游戏全行业渐向精品化、重度化迁移	14
打造优质 IP 产品矩阵，大数据业务战略护航	15
延续“少年”系列 IP 情怀，《少西》完美传承《少三》	15
造就“女神”经典品质，《联盟 2》开启系列化布局	16
独家开发游戏版《刀剑乱舞》，逐鹿二次元市场	17
引入《盗墓笔记》、《三体》超级 IP，拓宽业绩想象空间	18
大数据战略优化游戏推广效率，开拓精准营销、智慧城市等衍生市场	18
盈利预测与估值	19

图表目录

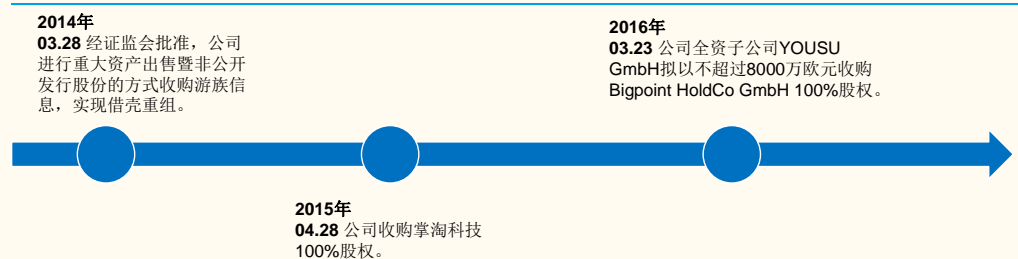
图表 1：公司发展重要事件梳理	5
图表 2：公司业绩承诺完成情况（扣非后归母净利润）	5
图表 3：创始人集中控股，保障公司经营战略稳步推进	6
图表 4：借壳后公司营业收入增长显著	6
图表 5：公司移动游戏业务营收贡献持续增长	7
图表 6：公司海外市场业绩贡献比重增加	7
图表 7：2016Q2 国内手游市场竞争格局分布	7
图表 8：掌淘科技主要业务模式	8
图表 9：掌淘科技主要插件产品	8
图表 10：游戏发行广告投入的作用因子	9
图表 11：游戏发行广告费用占比变动趋势	9
图表 12：收购掌淘科技后预计广告费用节约情况	9
图表 13：公司销售费用/营业成本占比持续降低	10
图表 14：Bigpoint 2015 年核心页游产品界面	11
图表 15：Bigpoint 营收及净利润变化情况	11
图表 16：中国移动游戏市场实际销售收入及增长率	11
图表 17：中国网络游戏产品市场规模细分	11
图表 18：2011-2018 年中国网页游戏市场规模及增速	12

图表 19: 2009-2015 年中国页游海外市场规模及增速	12
图表 20: 2015 年中国页游研运商营收 TOP15.....	13
图表 21: 2015 年中国页游研发商开服数 TOP10	13
图表 22: 2011-2018 年中国移动游戏市场规模.....	14
图表 23: 2016Q2 游族网络市场份额居手游开发商前列.....	14
图表 24: 2015 年中国移动游戏各渠道流水占比.....	14
图表 25: 角色扮演和动作类等偏重度手游高于卡牌类游戏	15
图表 26: mGameTracker-2015 年中国移动网游游戏类型 TOP7	15
图表 27: 《少年西游记》2016 年 7 月 iOS 畅销榜排名	16
图表 28: 《少年西游记》7 月各大安卓榜排名	16
图表 29: 精品 IP 页游《女神联盟 2》海报界面.....	17
图表 30: 国内二次元手游市场规模发展趋势	17
图表 31: 《刀剑乱舞》宣传海报	17
图表 32: ARPG 版《盗墓笔记》公测界面	18
图表 33: 电影版《三体》拍摄海报.....	18
图表 34: 中国大数据分析应用市场增长潜力巨大.....	19
图表 35: 中国大数据分析应用需求行业分布	19
图表 36: 公司未来大数据业务布局图解	19
图表 37: 公司分项目盈利预测（百万元）	20
图表 38: 同行业公司估值比较	21

借壳梅花伞，坚持游戏产业转型之路

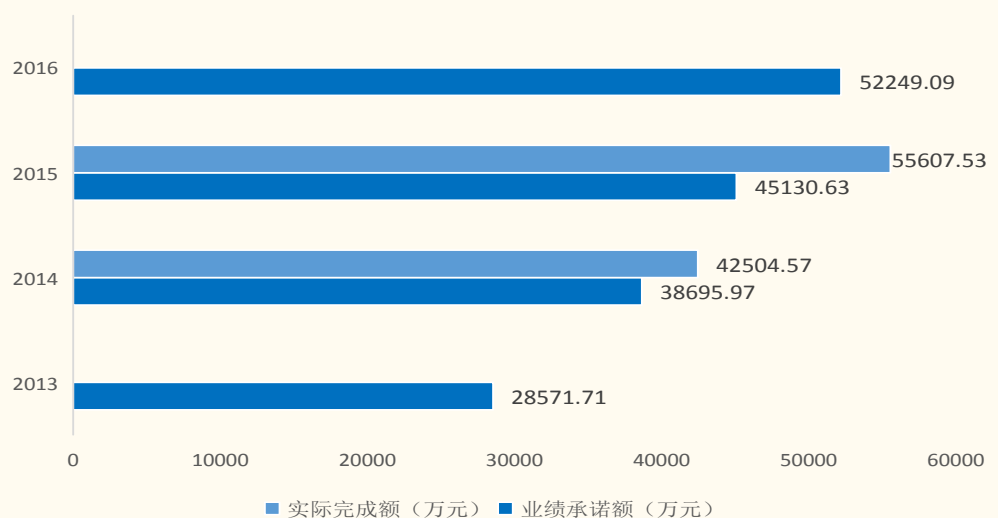
- 公司原身为梅花伞业股份有限公司，主营晴雨伞制造与销售、大宗贸易及矿业（黄金采选）业务，主要产品包括手动伞、自开伞、自开收伞等三大类。2014年3月经证监会批准进行重大资产重组事项，通过出售原有业务、并以非公开发行股份方式收购上海游族信息技术有限公司100%股权（交易对价为38.67亿元）。同年5月，公司完成工商变更登记，更名为“游族网络股份有限公司”，并且自2014年6月5日起股票简称由“梅花伞”变更为“游族网络”。
- 通过借壳重组，公司注入盈利能力较强、发展前景广阔的网络游戏研发及运营业务，实现主营业务的转型，增强公司业绩增长的可持续性。上海游族信息技术有限公司在完成借壳重组后，承诺2013年、2014年、2015年、2016年扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别为28,571.71万元，38,695.97万元，45,130.63万元和52,249.09万元，2014年、2015年扣非后归母净利润实际为42,504.57万元和55,607.53万元，业绩承诺完成率分别达109.84%和123.21%。
- 公司围绕“全球轻娱乐供应商”的定位，落实“全球发行、大IP和影游联动”三大战略，为公司从页游行业的龙头公司向手游和海外发行的转型实现良好开局。2015年，公司完成对掌淘科技的全资收购，加大大数据业务的渗透力度，同时降低公司游戏发行成本；2016年，公司收购Bigpoint 100%股权，进一步扩大游戏产业的海外市场投入。

图表 1：公司发展重要事件梳理



来源：公司公告 国金证券研究所

图表 2：公司业绩承诺完成情况（扣非后归母净利润）

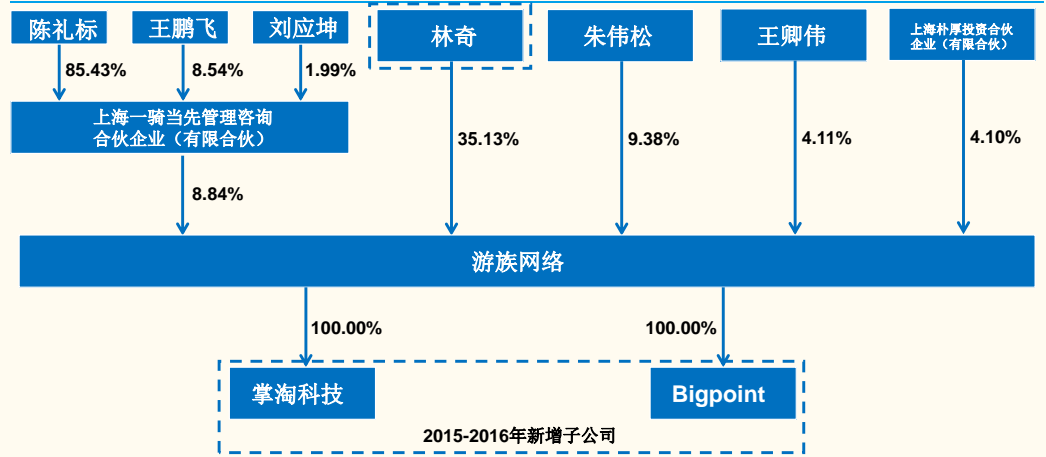


来源：公司公告 国金证券研究所

- 创始人林奇控股比例相对最高，利于公司经营战略稳步推进。2016年中报显示，游族网络实际控制人为80后董事长兼总经理林奇（35.13%），其他

主要股东依次为监事长朱伟松（9.38%）、上海一骑当先管理咨询合伙企业（有限合伙）（8.84%）、王卿伟（4.11%）、上海朴厚投资合伙企业（有限合伙）（4.10%）、王卿泳（3.77%）等。其中，公司高管陈礼标、王鹏飞、刘应坤分别控股一骑当先 85.43%、8.54%和 1.99% 股权。公司股权结构较为集中，并且自 2009 年创立以来一直由林奇控股经营，有助于公司战略有序发展。

图表 3：创始人集中控股，保障公司经营战略稳步推进



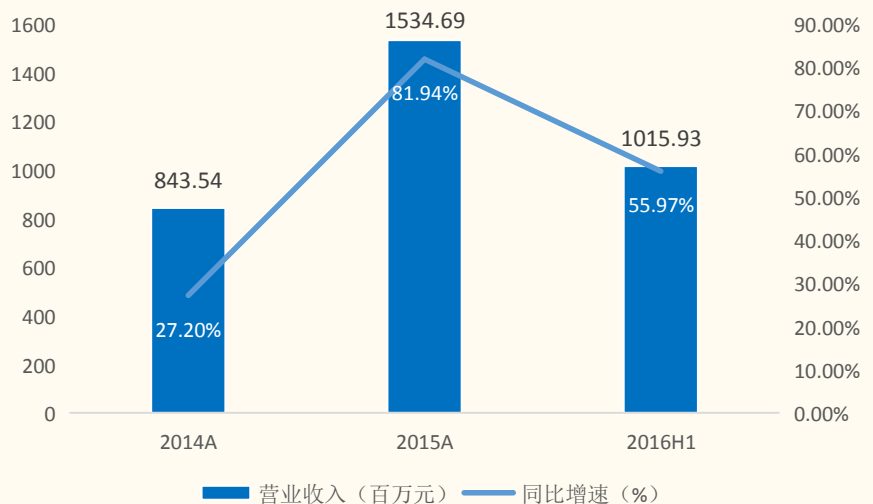
来源：公司公告 国金证券研究所

收购掌淘科技，拥抱“大数据”强化手游业绩弹性

移动游戏市场竞争格局渐定，“稳增长”或成未来主调

- 借力国内游戏产业发展红利，公司近年营收增长迅速。较之于 2014 年度，公司 2015 年实现营业收入 153,468.75 万元，同比增长 81.94%；2016 年上半年营收规模高达 101,592.52 万元，同比增长 55.97%，主要系公司经营规模和海外市场持续扩张，产品内容和数量显著提高，进而用户充值流提升所致。

图表 4：借壳后公司营业收入增长显著

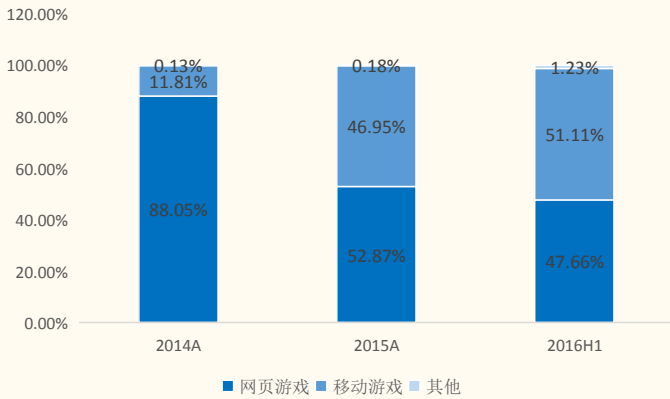


来源：公司公告 国金证券研究所

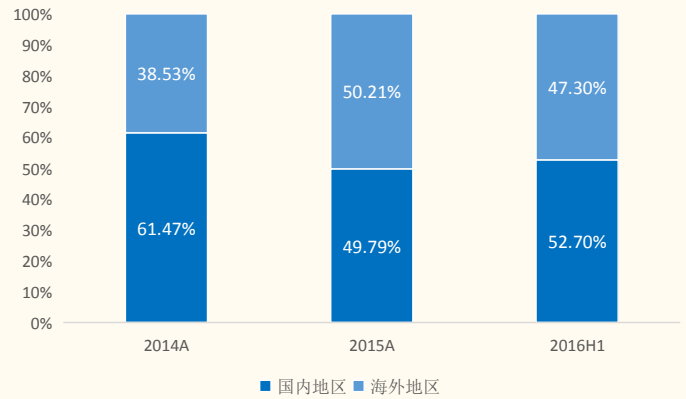
- 公司移动游戏产品收入占比增长显著，海外市场已占“半壁江山”。游族网络秉承“精品游戏理念”，覆盖产品逐渐从原有的 SLG 页游、回合制游戏、ARPG 页游延伸至卡牌手游、ARPG 手游，2014 全年、2015 全年、2016 年上半年移动游戏业务营收占比分别为 11.81%、46.95%和 51.11%，手游

业绩贡献保持良好的上升趋势。产品内容设计方面，公司添加了东南亚、日韩、北美、俄罗斯等地区的文化元素并进行了玩法的针对性改造，2015-2016年上半年公司海外市场收入已达50%左右水平。

图表 5：公司移动游戏业务营收贡献持续增长



图表 6：公司海外市场业绩贡献比重增加



来源：公司公告 国金证券研究所

来源：公司公告 国金证券研究所

- 腾讯、网易手游行业主导地位日增，“循序渐进”符合公司发展利益。根据游戏葡萄统计显示，2016Q2 腾讯、网易手游产品市占率分别高达 45.60% 和 19.80%，公司以 1.40% 市场份额位列行业第 7。我们认为，手游行业近年“高增长”时代或已渐进尾声，尽管预计全行业边际增速仍将高于垄断厂商业务扩张增速，但未来上游内容精品化程度、中下游运营与发行效率将成竞争者制胜关键。

图表 7：2016Q2 国内手游市场竞争格局分布

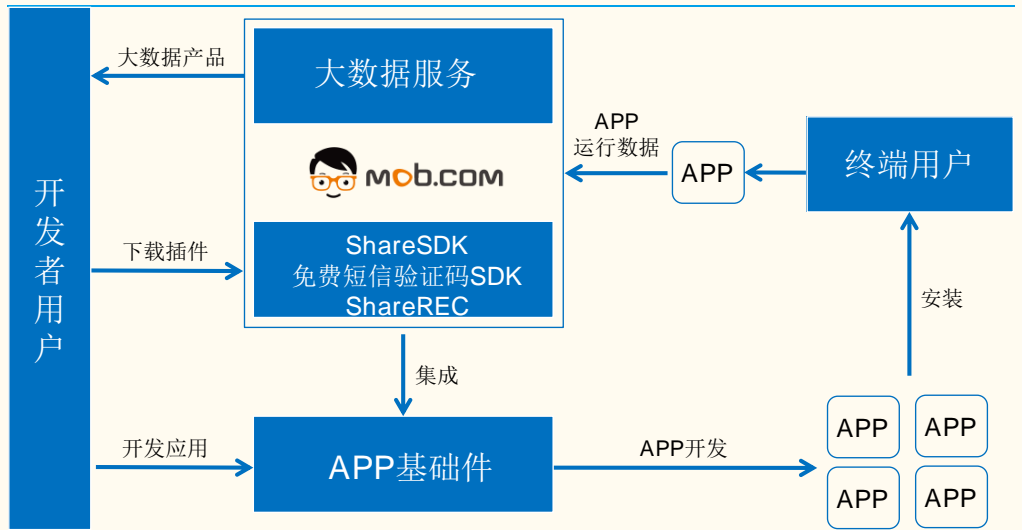
研发厂商名称	市场占有率
腾讯	45.60%
网易	19.80%
智明星通	3.00%
掌趣科技	2.10%
完美世界	1.70%
恺英网络	1.70%
游族网络	1.40%
英雄互娱	1.00%
蓝港互动	0.80%
巨人网络	0.80%

来源：游戏葡萄 国金证券研究所

切入大数据应用领域，促进发行端成本优化与业务端外延增长

- 公司于 2015 年 4 月通过发行股份和支付现金的方式购买广州掌淘科技有限公司 100% 股权（交易对价为 5.38 亿元，2015 年 11 月完成工商变更登记手续），通过自建 MOB 大数据平台，覆盖全球 32.8 亿台移动设备，进而完善公司大数据处理及分析能力，有效降低游戏发行成本、开拓精准营销以及基于智慧城市的大数据服务。

图表 8：掌淘科技主要业务模式



来源：国金证券研究所

- 掌淘科技主要从事移动互联网领域内大数据服务业务。掌淘科技主要通过建立移动开发者平台，在平台上提供免费的插件产品，以方便移动开发者用户将插件产品集成到自身的 APP 产品中，由此掌淘科技对 P 渍的相关数据进行存储、清洗及分析，并向用户提供大数据产品。

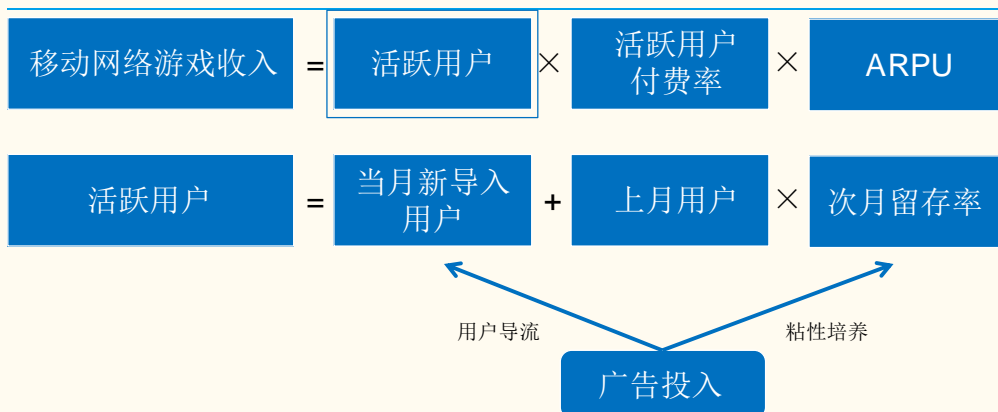
图表 9：掌淘科技主要插件产品

ShareSDK	用户在 APP 中集成该插件后，终端用户可以轻松将 APP 使用体验分享至微博、微信等主流社交平台，并且能实现第三方账户登录，提供 ShareSDK 评论和赞等功能	<ol style="list-style-type: none"> 1.快捷方便，移动开发者用户可以很方便的集成，缩短了程序开发的时间和精力； 2.小巧稳定，比同类插件体积更小，运行更稳定； 3.功能强大，目前支持国内外 40 个以上的主流社交平台分享接入，同时支持 iOS 和 Android 两大开发平台； 4.可定制化，100%开源，能轻松让移动开发者用户实现自定义 UI 和短连接。
SecuritycodeSDK	为移动应用开发者提供免费的短信验证码插件	<ol style="list-style-type: none"> 1.覆盖面广，覆盖全球 200 余个国家和地区、1000 多家运营商； 2.稳定性好，通过内部程序优化和运营商顶级短信通道，提供给 APP 终端用户极为稳定的使用体验； 3.可定制化，良好的开源架构和高度自定义的 UI，可以让 APP 产品的风格保持高度一致； 4.拓展性强，可以使终端用户通讯录与终端用户本身之间良性互动。
ShareREC	移动网络游戏开发者用户将该插件集成于游戏后，玩家可以对游戏过程予以录像，然后在社交网络中予以分享，提高游戏体验	<ol style="list-style-type: none"> 1.稳定方便，能轻松录制游戏过程，省去游戏开发者的时间和精力； 2.分享便利，与现有第三方的录制产品 APP 不同，不需要通过第三方繁琐的操作方式实现； 3.功能丰富，同时提供录制、麦克风、解说等功能。
ShareSDK 评论和赞	快速集成评论和赞功能，终端用户可通过第三方账号或者自有账号登录，对设置的主题进行评论或赞，移动应用开发者可以轻松管理评论	<ol style="list-style-type: none"> 1.功能丰富，提供 APP 自有账号，也开放第三方账号登录和评论； 2.管理功能，可以对评论进行管理； 3.方便营造社区氛围。

来源：公司公告 国金证券研究所

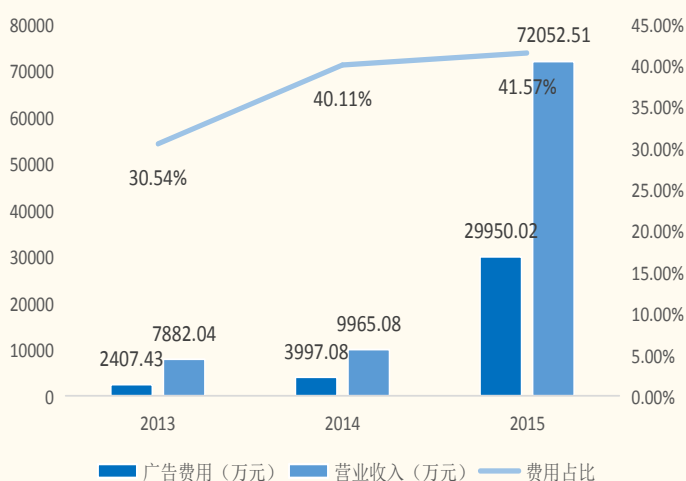
- 目前游戏推广过程中的广告费用已成为公司运营的主要成本，通过收购掌淘科技，公司可对玩家用户产生的相关数据进行深度挖掘，掌握玩家个体画像、游戏爱好、消费取向、游戏潮流等信息，助力实现对游戏用户的精准化推广，大大降低推广所花费的广告费用、推广时间，提高游戏产品转化率。因存在无产品销售及技术服务收入情况且无同类收购案例用于估值对标，掌淘科技无法作出具体业绩承诺。
- 公司收购公告显示，按 2016 年-2019 年移动游戏收入增长率 18%、15%、10%和 8%估算，公司未来移动游戏业务广告费用分别为 3.85 亿元、4.43 亿元、4.87 亿元和 5.26 亿元；根据用户历史期内安装游戏类型、是否试用公司游戏产品等标准，统计无效用户占比，预计掌淘科技的广告费用节约率为 20%，则 2016 年-2019 年的净现金流量献为 5233.14 万元、6107.70 万元、6792.93 万元和 7384.46 万元。

图表 10：游戏发行广告投入的作用因子



来源：国金证券研究所

图表 11：游戏发行广告费用占比变动趋势



来源：公司公告 国金证券研究所

图表 12：收购掌淘科技后预计广告费用节约情况

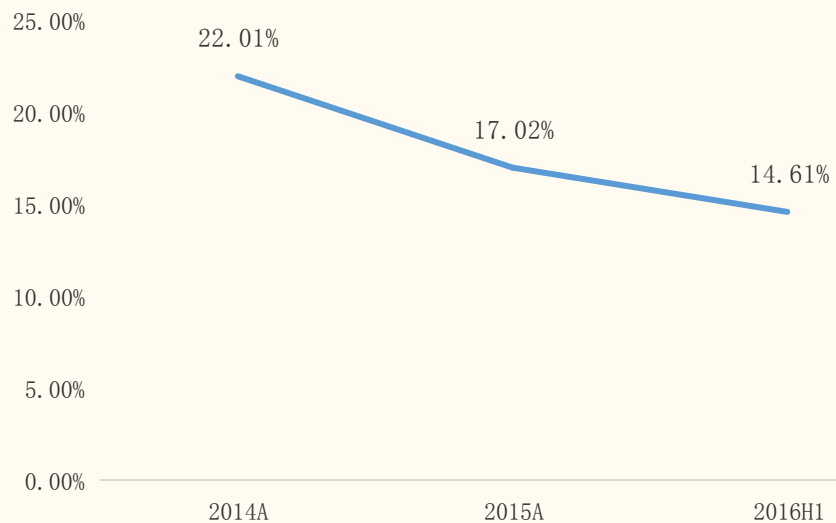


来源：公司公告 国金证券研究所

- 鉴于大数据业务费用控制效果初现、海外游戏市场发行渠道相对集中等因素，公司销售费用/营业成本占比表现为下降趋势。游族网络拥有全球最大的移动开发者云平台 Mob 和专业大数据经营商掌淘科技，依托大数据系统把握游戏开发生态和用户动向，可有效降低广告营销费用增长；海外游戏市场分发渠道主要集中在 Twitter、Facebook 和 Youtube 等社交媒体上，

营销费用率较国内则明显更低，公司近年持续加码海外市场开发导致总销/营业成本占比走低。

图表 13：公司销售费用/营业成本占比持续降低



来源：公司公告 国金证券研究所

收购 Bigpoint，传统页游业务注入“全球化”活力

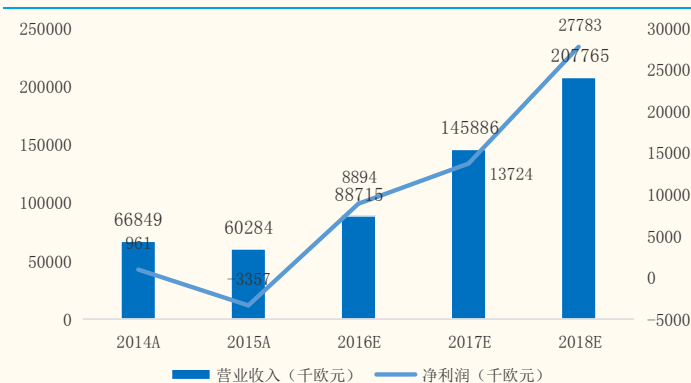
- 2016年3月，公司通过全资子公司 YOUSU GmbH，拟以不超过8000万欧元的投资总额购买 Bigpoint HoldCo GmbH 100%股权。BP 是立足德国，欧洲领先的电脑网络游戏和手机游戏的开发商、内容提供商和运营商。截至2015年12月，BP 有收入产生的游戏共约60款，其中电脑网游57款，手机游戏3款。
 - BP 的电脑网游主要基于浏览器（页游），有 Shards of War 和 Drakensang Online/Dragon Rise 两款游戏有客户端版本。BP 运营的游戏包括自有游戏和第三方授权运营的游戏，但收入主要来自自有游戏。截至2015年12月底，目标公司的自有游戏中运营的有15款，其中2款游戏（Battlestar Galactica 和 Skyrama）为外包开发，其余游戏均为自主开发。
 - BP 目前的主要收入来自于四款主要页游（Farmerama、DarkOrbit、Drakensang Online 和 Seaflight），2015年收入占比达91.70%。公司在2016年将引入两款重量级新游戏，即基于顶级IP《冰与火之歌-权力的游戏》的页游和《Dragon Rise》，前者为多人在线战略战争游戏，属于BP 2016年的重点作品。本次拟并购价格为8,000万欧元，对应2016年、2017年、2018年9X、5.8X、2.9X PE。Bigpoint 2014-2015年净利润分别为961万元和-3007万元，公司业绩发生显著下滑引因在于长期负债造成的利息负担和巨额无形资产摊销和减记。

图表 14: Bigpoint 2015 年核心页游产品界面



来源: 国金证券研究所

图表 15: Bigpoint 营收及净利润变化情况



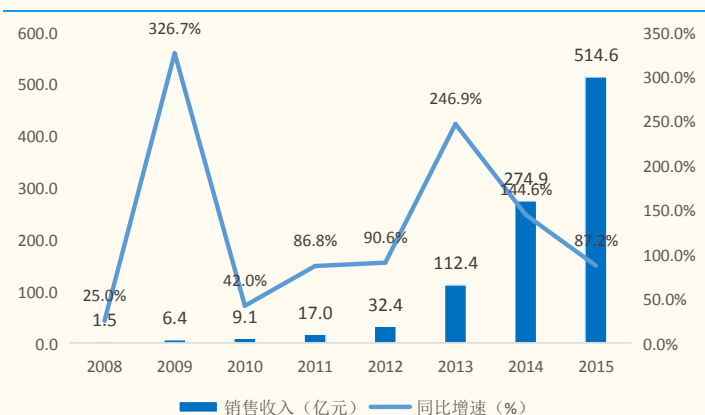
来源: 国金证券研究所

游戏产业人口红利渐减, 内容精细化、重度化大势所趋

网络升级、娱乐消费碎片化助力移动游戏市场大热

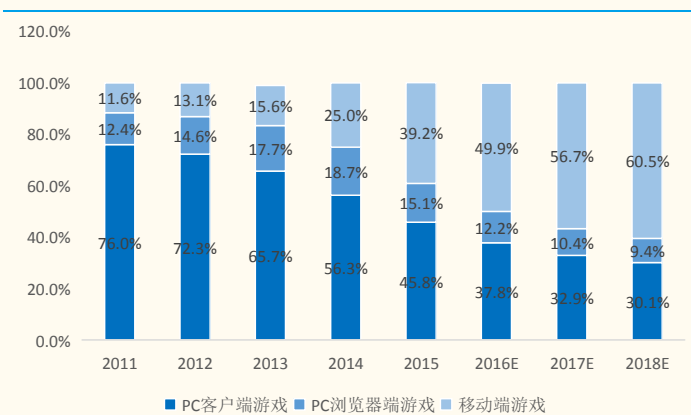
- 移动网络游戏是目前中国整体网络游戏中增长最快的细分市场。大屏幕、全触摸技术、高分辨率以及智能操作系统的应用从各个方面改善了用户的移动终端操作体验, 同时移动通信 4G 技术、城市 WIFI 网络的日趋普及也为移动网络游戏的发展创造了硬件条件。根据中国互联网络信息中心 (CNNIC) 2016 年 1 月发布的《中国互联网络发展状况统计报告》, 截至 2015 年 12 月, 中国互联网用户规模达到 6.88 亿, 互联网普及率达到 50.3%, 较 2014 年底增长 2.4 个百分点, 全年共计新增网民 3,951 万人。截至 2015 年 12 月, 我国手机网民规模达 6.2 亿, 较 2014 年底增加了 6,303 万人。网民中使用手机上网人群占比由 2014 年的 85.8% 提升到了 90.1%。
- 生活节奏的加快引致用户闲余时间呈碎片化分布, 移动终端具备极强的可携带性, 用户可在工作中、上下班、等车、候机、排队等各种场合随时随地地登入游戏, 对碎片时间的使用更有效率。据统计, 2015 年移动游戏市场销售收入达到 514.6 亿元人民币, 同比增长率为 7.20%。

图表 16: 中国移动游戏市场实际销售收入及增长率



来源: GPC IDC CNG 国金证券研究所

图表 17: 中国网络游戏产品市场规模细分



来源: 艾瑞咨询 国金证券研究所

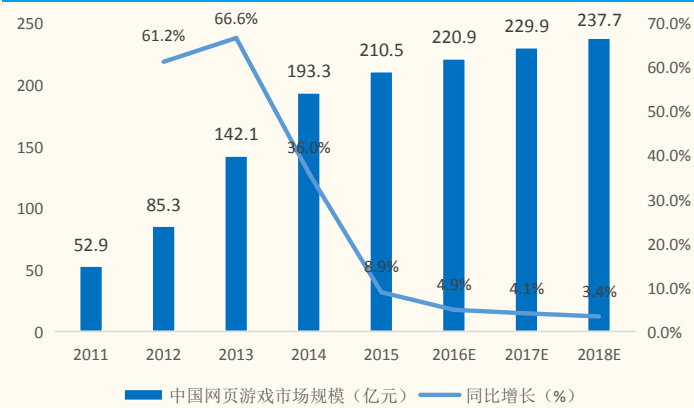
- 网页游戏行业的盈利模式主要有以下三种: 按虚拟道具收费、按游戏时间收费和广告收费。自 2006 年开始, 按虚拟道具收费模式因其具有降低游戏门槛、增加用户数量、增强玩家粘性等优势, 开始被中国网络游戏厂商大量采用。目前, 中国网络游戏产品以按虚拟道具收费为主流盈利模式, 全球其他国家和地区的网络游戏公司也在逐渐增加按虚拟道具收费的使用。移动网络游戏行业的盈利模式主要包括按游戏下载收费、按虚拟道具收费

以及按月租收费等几种形式，其中按虚拟道具收费已逐步成为移动网络游戏主要的盈利模式。

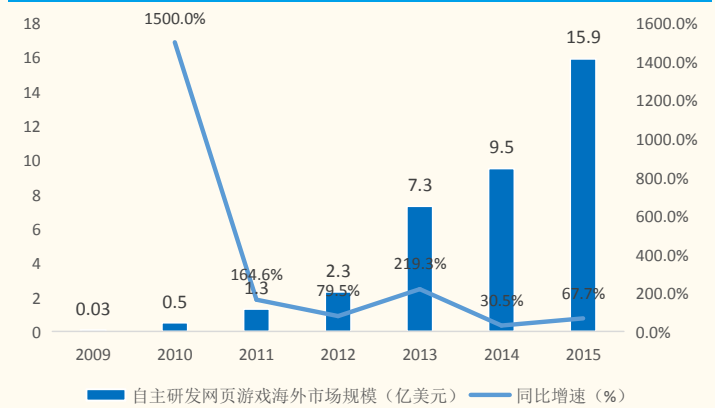
页游市场提前进入冷静期，内容品质或成关键

- 相比于客户端网络游戏，网页游戏门槛相对较低，吸引了大量资本以及创业团队进入这一领域，发展迅猛。行业发展初期中小企业众多，市场集中度较低且产品在一定程度上存在同质化，该阶段网页游戏企业竞争手段较为粗放，主要依靠以量取胜的简单方式占领市场，即通过运营平台的流量导入以及开放新服务器来获得用户，对游戏产品质量的重视程度相对不足。
- 中国网页游戏市场规模增长率于 2013 年达到顶峰，后逐年小幅下降，2015 年起增长几乎停滞；海外页游市场规模扩张空间巨大，相对更具发展潜力。目前国内页游市场份额及规模增速下滑的引因在于：
 - 质量与流量的发展不对等。非游戏流量平台的加入让玩家流量进一步提升，然而游戏质量上并未显著跟进，而部分企业高度投机性的冲量行为引致“劣币驱逐良币”现象，阻碍页游市场的健康发展。
 - 人口红利渐失，手游兴起导致用户分流。页游产品的宣传规模及其营销手段现已全面覆盖潜在用户，市场可拓展空间趋于收窄，而移动网游戏的兴起进一步冲击网页游戏的市场份额。

图表 18：2011-2018 年中国网页游戏市场规模及增速



图表 19：2009-2015 年中国页游海外市场规模及增速



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

- 目前主流页游厂商呈现头部集中、自研自发趋势。腾讯游戏凭借规模化的自由流量继续领跑网页游戏研运商排行。TOP15 的企业中，包括腾讯游戏、37 游戏在内，有 10 家为研发运营两手抓的综合型页游企业，其余 5 家则为页游运营商。游族网络作为实现研运一体化的页游，8.11 亿元位列 2015 年中国网页游戏商营收排行第五。

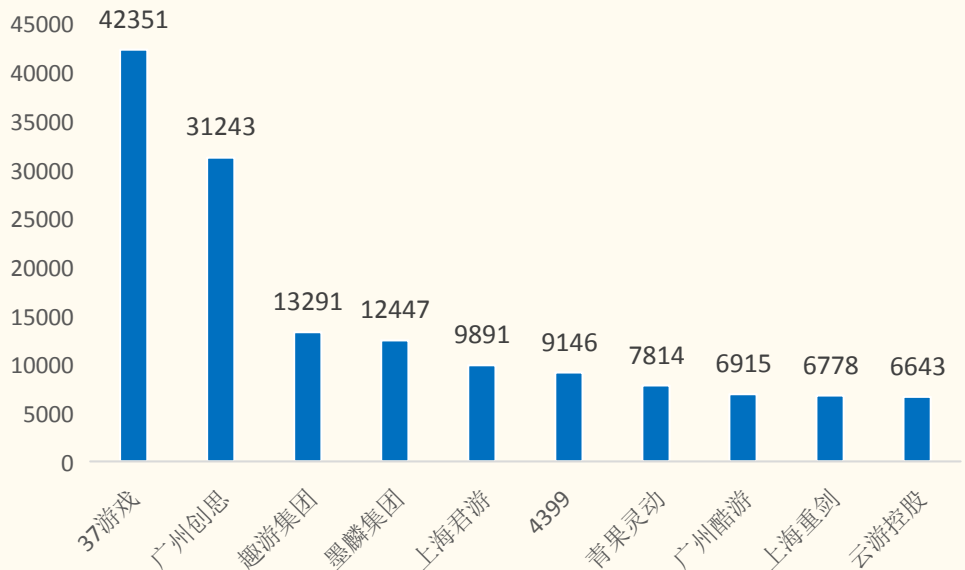
图表 20: 2015 年中国页游研运商营收 TOP15



来源: 艾瑞咨询 国金证券研究所

- 网页游戏研发商开服数中，头部企业差距较大，中后端呈长尾分布。从第三名开始差距逐渐缩小，有较大的长尾市场。运营商的开服数递减趋于平缓，与 2014 年相比变化不大。37 游戏凭借自研自发的《大天使之剑》和《奇霸业》两款产品占据研发商开服数 TOP1 分位。

图表 21: 2015 年中国页游研发商开服数 TOP10



来源: 艾瑞咨询 国金证券研究所

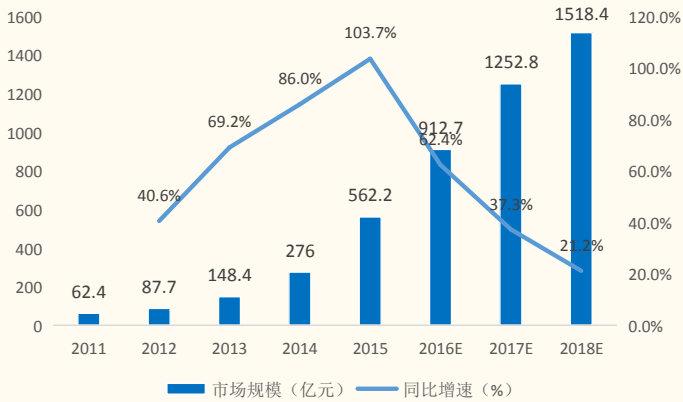
- 目前，我国网页游戏市场市场资源开始向高品质产品倾斜，网页游戏企业将越来越倚重高收入游戏产品开发和用户生命周期延展，游戏企业的竞争核心将转移到游戏创意和用户体验上，整个产业链将逐步形成重视产品品质及客户需求的良性循环。因此，保持企业的创新能力、优化用户游戏体验、提高用户留存概率、挖掘用户付费能力，将是网页游戏市场今后发展的主要方向。

移动游戏市场寡头化发展，IP 运营将是核心

- 中国移动网络游戏市场经过 2014 年的爆发式发展后，2015 年移动游戏市场开始趋于理性增长。随着研发、运营成本不断提升，资本热度降低，大批中小团队死亡，移动游戏产出量未减，厂商囤积大量 IP。2016 年中国移动游戏市场规模约 562 亿元，增长率创历史新高，高达 103.7%。移动游

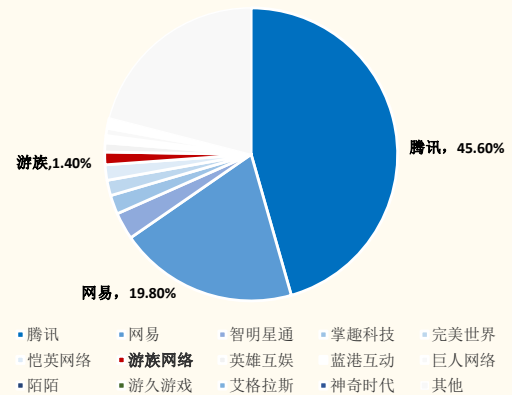
戏行业目前渐入寡头垄断阶段，腾讯、网易等大厂商主宰移动游戏市场，移动游戏进入门槛提高，主流格局逐渐确立，游族网络位列 2016Q2 手游商排行第七。

图表 22：2011-2018 年中国移动游戏市场规模



来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

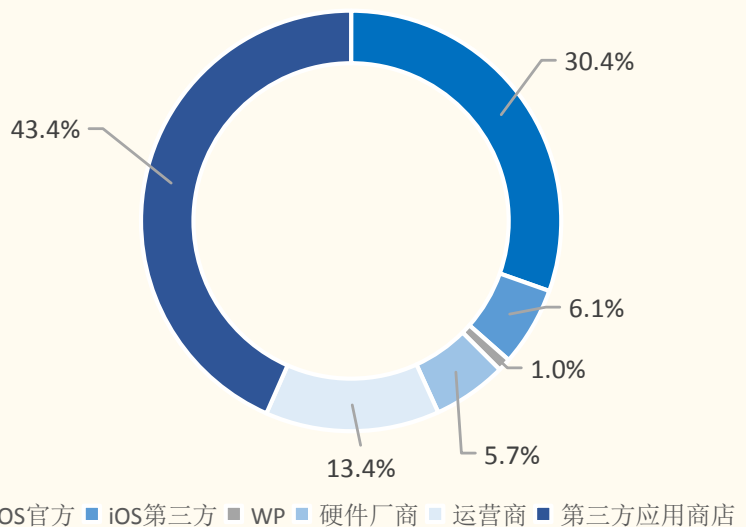
图表 23：2016Q2 游族网络市场份额居手游开发商前列



来源：游戏葡萄 国金证券研究所

- 国内移动游戏各渠道占比中，Android 依旧独占鳌头，接近 iOS 渠道流水的两倍。其中，硬件厂商和运营商的占比逐渐扩大，相比百度手机助手、应用宝等第三方应用商店，手机厂商的优势在于可以在自家硬件设备上预装 APP 商店，以手机出货量保障用户来源，进而降低营销成本；运营商可合约机、定制机等方式将用户流量由线下转化至线上。

图表 24：2015 年中国移动游戏各渠道流水占比



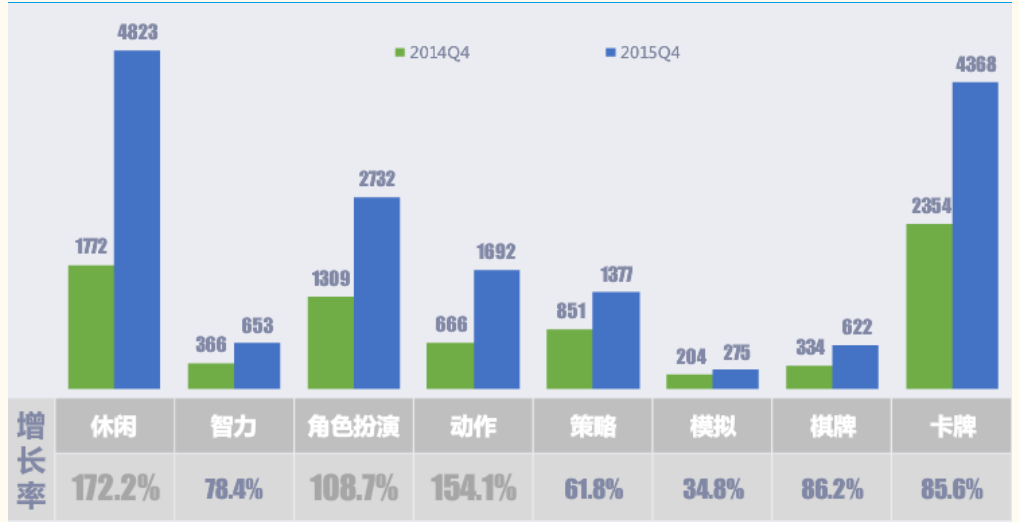
来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

- 2015 年人口红利减弱，但移动游戏产出量未减。2015 年重度游戏、IP 泛娱乐化、市场细分三大动态趋势愈加明显，推进了整个移动游戏市场变革。其次，移动游戏巨头厂商布局，拉动了市场规模，体现在客户端网络游戏巨头进入移动网络游戏市场，移动网络游戏企业借助资本力量快速扩张，研发、发行市场集中度提升，中小厂商面临更严峻的洗牌。
- 在产品方面，卡牌热度褪去的趋势更加明显，产品向细分化、重度化发展。深度挖掘用户价值，提升游戏品质，精细化运营成为移动游戏厂商目前的主要发展方向。

网络游戏全行业渐向精品化、重度化迁移

- 移动游戏总体款数的增长速度较去年同期出现下降，休闲、卡牌和角色扮演类移动游戏仍旧占据前三甲；休闲类移动游戏继续保持较高增长速度，角色扮演和动作等偏重度的移动游戏获得开发者追捧，增长速度高于卡牌类游戏。

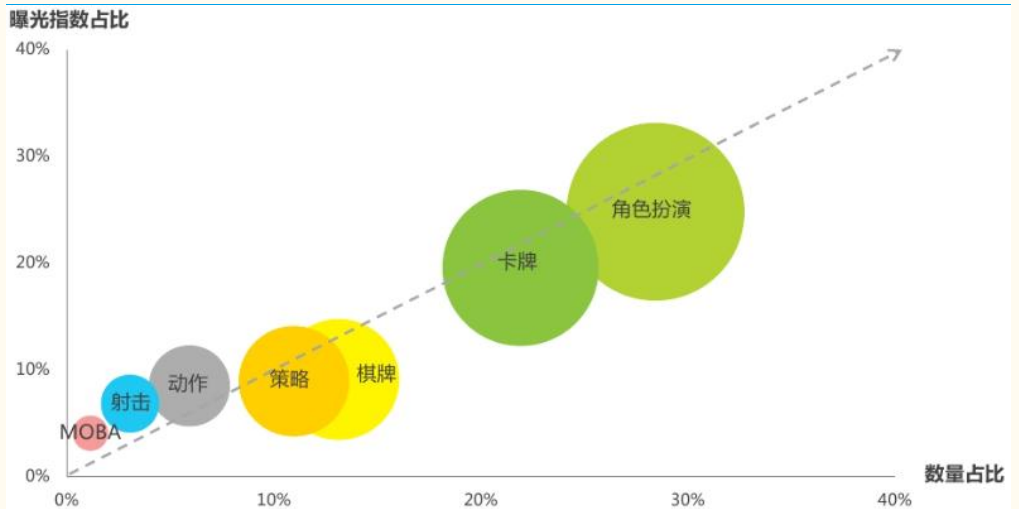
图表 25：角色扮演和动作类等偏重度手游高于卡牌类游戏



来源：TalkingData 国金证券研究所

- 根据 Talkingdata 的数据，2015 年 12 月手游种类中，RPG 类、动作类和卡牌类等中重度手游品类 MAU 较 2014 年同期增速位列全行前三，远高于手游种类。

图表 26：mGameTracker-2015 年中国移动网游游戏类型 TOP7



来源：艾瑞咨询 国金证券研究所

打造优质 IP 产品矩阵，大数据业务战略护航

延续“少年”系列 IP 情怀，《少西》完美传承《少三》

- 《少年西游记》于 2016 年 7 月 7 日在 App Store、Android 渠道全面上架。公测首日，新增用户即达 100 万人，公测一周内从安卓、越狱渠道及 App Store 累积新增用户达到 400 万并累积开服 200 组。该款曾在 24 小时创下 100 万新增用户、App Store 畅销榜峰值前三的卡牌手游，首发一周流水突破 5000 万、月流水突破 2 亿。
- 渠道资源方面，该产品公测首日拿下硬核联盟、应用宝、360、小米、UC、百度等 33 家国内安卓渠道的 S 级资源首位，同时被评为硬核联

盟7月明星产品。产品在各热门榜单都有强劲表现：App Store 畅销榜一度跻身前3、安卓几大核心渠道榜单稳居前4，从而大幅拉升游戏的流水收入，有力支撑《少年西游记》成为今夏最引人瞩目手游“爆款”。

- 市场宣传方面，公司针对主流电视台、视频媒体、户外媒体、游戏垂直媒体及广告平台进行大量广告投放，包括 CCTV6、湖南卫视、浙江卫视、东方卫视在内的近10家电视台 TVC 以及京沪地区逾2000个楼宇广告，同时签下周冬雨与吴莫愁、应采儿、李彩桦组成明星天团，并通过自制综艺节目覆盖熊猫 TV、战旗、龙珠等人气直播平台拉动粉丝及玩家参与，进一步扩大游戏影响力。
- 《少年西游记》是《少年三国志》制作人程良奇担纲制作的精品游戏，研发团队由《少年三国志》与《一代宗师》移动版团队的部分精英组合而成。游族网络将对卡牌手游的经验理解融入该作，围绕“少年”主题传递西游本的“少年”故事与情怀。

图表 27:《少年西游记》2016 年 7 月 iOS 畅销榜排名



来源：国金证券研究所

图表 28:《少年西游记》7 月各大安卓榜排名



来源：国金证券研究所

造就“女神”经典品质，《联盟2》开启系列化布局

- 《女神联盟》页游版到《女神联盟》手游版，再到《女神联盟 2》页游版，游族网络系列化打造 IP 模式正逐渐成型。《女神联盟》已经成功发行至全球 150 多个国家和地区，拥有全球 2 亿用户，全球市场月流水峰值达到 1.5 亿元，蝉联国内“年度十大最受欢迎页游”，并被评为“Facebook 年度最佳新游戏”；其手游版本在页游基础上经过一年全球铺开，目前也已发行超过 150 个国家，并在美德英法等国 App store 以及 Google play 榜单排在前列。作为“女神”IP 的系列产品，《女神联盟 2》自然也达到前两款产品的高度。
- 《女神联盟 2》由游族网络金牌团队女神工作室继续打造，并整合全球优质资源，寻求更高品质的突破。除了在技术上全面升级 3D 引擎，在玩法上集合了时下流行的热门端游、手游的特色，游族网络试图开启回合制页游新时代。
- 《女神联盟》作为游族网络最重要的自造游戏 IP，在 IP 管理工程指导下，经历了横向、纵向两个维度的发展。从 2013 年首款产品上线，到如今的《女神联盟 II》，女神 IP 拥有页游、手游、漫画、网剧等系列产品，在产品线延伸的同时，联动玩法不断升级；全球拥有数亿粉丝，女神 IP 的每一款产品在品质、玩法到体验都力求突破，提升文化内核凝聚粉丝，目前已获得国内外玩家广泛认可。为体现公司“影游联动”发行策略，《女神联盟》电影已于 2016 年开机，公司力求更高效地进行游戏推广。

图表 29: 精品 IP 页游《女神联盟2》海报界面

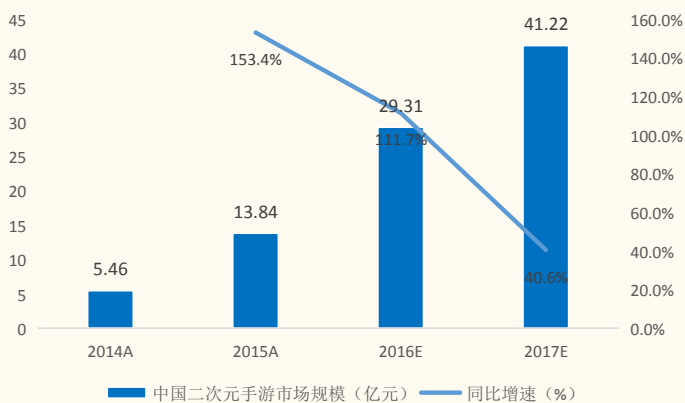


来源: 国金证券研究所

独家开发游戏版《刀剑乱舞》，逐鹿二次元市场

- 2016 年 4 月，公司获得 DMM GAMES 出品知名二次元游戏《刀剑乱舞 ONLINE》页游与手游中国大陆地区独家发行权。基于二次元发行、二次元产品以及二次元 IP 的三大经营理念，公司以此展开二次元战略闭环的打造。
- 在精品理念的指导下，公司针对日本游戏进入中国由于技术受限、更新缓慢等原因遭遇的“水土不服”现象，做了本地化开发和优化。通过手游技术重构，玩家每次版本更新无需重下整个安装包，安装后的客户端由目前的 1.6G 减小到约 300M。同时中文版配备高水平的完整技术开发团队，缩短中日版本更新时间差。此外公司还保持游戏 UI 风格，在不破坏游戏视觉感受的前提下进行便利性修改。
- 国内二次元产业先后经历培育期和成长期，在政策全力扶持、资本主动介入等多重利好因素的推动下，市场将迎来爆发期。作为 ACGN 中重要组成部分的二次元游戏，中国企业的研发优势明显。近两年伴随二次元概念火爆，大厂开始布局，垂直厂商增加，IP 泛娱乐概念兴盛；贴合核心用户成为二次元手游制胜关键，目前大多数二次元游戏仍属小而美产品，整个市场潜力尚未被完全挖掘。借助《刀剑乱舞-Online-》游戏 IP，公司加大对二次元经济的资金投入与市场开拓，实现公司游细分化、IP 资源多元化。

图表 30: 国内二次元手游市场规模发展趋势



来源: 艾瑞咨询 国金证券研究所

图表 31: 《刀剑乱舞》宣传海报



来源: 国金证券研究所

- 《刀剑乱舞-ONLINE-》中文版页游和手游预计都将于 2016 年第四季度上线，其中页游上线时间会早于手游。游戏中“刀剑男士”的配音不变，但会增加角色说话时对应的中文显示，以帮助用户理解角色语义。

引入《盗墓笔记》、《三体》超级 IP，拓宽业绩想象空间

- 公司以 IP 为核心聚合产品及资源，以工程化理念管理 IP 集聚粉丝，打造系列电影、游戏、动漫、小说、商业地产等大文化产品体系，塑造全球经典文化品牌。公司筹备国内顶级科幻 IP《三体》、超级 IP《盗墓笔记》的多款游戏、进而多线并进探索影游联动新模式。
- 我们认为，鉴于《盗墓笔记》系列 IP 已在影视剧、出版领域均获得巨大成功，而游戏作为娱乐性消费内容的最核心环节之一，公司自研同名游戏业绩贡献值得强烈关注。自 2007 年 1 月系列小说第一部出版，《盗墓笔记》随后共出版 8 部，授权出版书籍销量累计突破 2000 万册。2015 年，《盗墓笔记》由欢瑞世纪影视传媒股份有限公司改编成为网络剧在爱奇艺网络平台独家首播，第一季首播 22 小时内点击量就已破亿，弹幕总量达 4000 万，截止 2016 年 7 月 6 日总播放量为 31.64 亿次，单集广告收益 1600 万元。《盗墓笔记》同名改编电影于 2016 年 8 月 5 日上映，总票房逾 10 亿元，成为 2016 年暑期档冠军。公司 ARPG 页游《盗墓笔记》已于 7 月 4 日开启封测，目前处于服务器负荷测试阶段，7 月 28 日公测官网上线，8 月 5 日正式上线公测，通过影游联动可放大公司游戏收益。
- 电影版《三体》目前仍处于特效加工环节，同名游戏位于同步研发阶段，精心布局或使顶级科幻 IP“影游联动”效应充分释放。经过前期高管变动，游族影业目前加大后期特效投资，从最初的 2 亿元增加到超过 3 亿元，助力影片效果进一步提升；预计同名游戏最早将于明年影同步发行。

图表 32：ARPG 版《盗墓笔记》公测界面



来源：国金证券研究所

图表 33：电影版《三体》拍摄海报



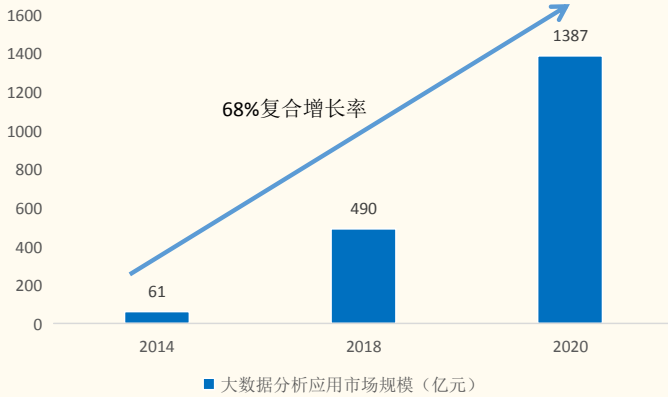
来源：国金证券研究所

大数据战略优化游戏推广效率，开拓精准营销、智慧城市等衍生市场

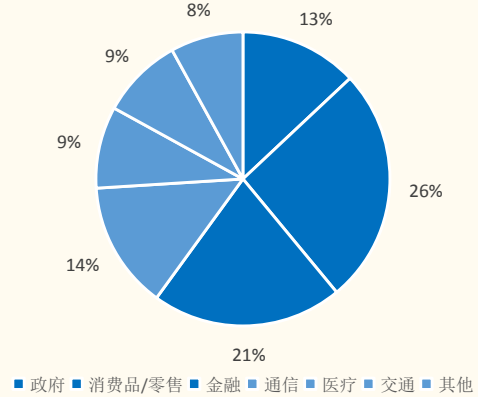
- 在大数据战略指导下，公司收购掌淘科技，自建 Mob 大数据平台，覆盖全球 32.8 亿移动设备，接通 212 个国家逾 1000 家运营商，逐渐完善了用户闭环的数据获取能力和分析能力，并以此为基础指导贯穿游戏建模、研发及发行全部环节，有效降低发行成本、提升玩家参与度、延长游戏生命周期、提升收入规模。
- 为进一步提升用户流量获取、留存和变现能力，公司与 Google、Facebook 等展开深度合作，深化全球发行层面大数据共享；与阿里巴巴集团达成大数据战略联盟，提升大数据计算能力。未来游族网络大数据深挖移动数据价值，不断完善模型精准用户画像，将与“大 IP”、“全球化”战略展开联动，围绕 IP 开展更针对粉丝的影游联动，推动全球发行向更高效、更精准的方向发展。

- 在与公司游戏业务结合的同时，大数据业务在战略上将成为与游戏同样重要的业务板块。我们认为，中国大数据分析应用市场潜力巨大，未来五年行业年均增速约为 68%，最大的市场领域包括消费品/零售、政府等。

图表 34：中国大数据分析应用市场增长潜力巨大



图表 35：中国大数据分析应用需求行业分布

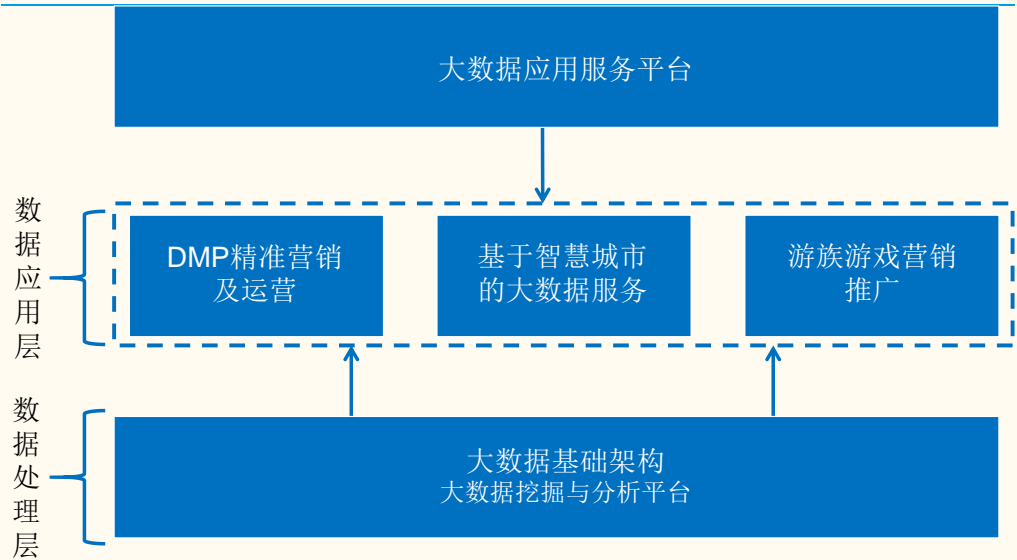


来源：公司公告 国金证券研究所

来源：公司公告 国金证券研究所

- 2016 年公司利用在大数据收集、处理与运营上的经验，结合行业客户对大数据挖掘分析的实际需求，搭建大数据应用服务平台。2016 年着重发展的方向除了游戏业务上的应用外，还将包括精准营销及运营于智慧城市的大数据服务两个方向。

图表 36：公司未来大数据业务布局图解



来源：国金证券研究所

盈利预测与估值

- 按照公司的收入来源进行分项预测，目前公司营收渠道主要为移动游戏、网页游戏、租金等，假设公司拟收购的德国知名游戏厂商 Bigpoint 于 2017 年 3 月起开始并表，大数据经营厂商掌淘科技未来三年仍以游戏推广内部数据端支持为主（不产生数据服务收入），结合行业发展态势加大移动游戏领域布局，2016E、2017E、2018E，公司移动游戏营收分别为 12.0 亿、16.5 亿、23.1 亿，毛利率均为 60%；公司网页游戏营收分别为 10 亿、12 亿、13 亿，毛利率均为 50%；Bigpoint 2017E、2018E 营收贡献分别为 8.21 亿、15.58 亿，毛利率均为 35%。

- 移动游戏：公司 2016 年将主要运营 4 款 S 级手游和 2 款 A 级手游产品，2017 年预计将新运营 2 款 S 级手游。其中，2016 年 S 级手游产品包括《少年西游记》（2016 年 7 月正式上线）、《少年三国志》（2015 年）、手游版《女神联盟》（2013 年，新版本持续更新）、《大皇帝 OL》（2015 年）；A 级手游产品包括《萝莉有杀气》（2016 年 4 月正式上线）、《萌江湖》（2013 年，新版本持续更新），《少西》参照《少三》前期上线收入情况给予 6000 万元月流水、4000 万元月均分成收入预期。我们预测 2017 年公司超级游戏 IP《三体》、手游版《刀剑乱舞》将陆续上线，同时掌淘科技通过大数据技术支持进一步增加新用户流量导入规模、提高活跃用户留存率。
- 网页游戏：公司 2016 年将主要运营《大皇帝》、页游版《女神联盟》，2017 年预计将新运营《女神联盟 2》、页游版《刀剑乱舞》、《盗墓笔记》等。
- 租金收入：该业务往年平均收入规模水平维持在[0.15%，0.20%]区间内，其年均毛利率参考公司 2016 年中报业务规模，假定为 67.61%。
- Bigpoint：根据公司收购公告，假设 BP 业绩承诺完成率为 100%，2016E、2017E、2018E 对应营收分别为 0.89 亿欧元、1.46 亿欧元、2.08 亿欧元，折合人民币 6.75 亿、10.95 亿、15.58 亿；按照 2017 年 3 月起并表预期，我们认为 BP 2017 年、2018 年营收分别为 8.21 亿、15.58 亿。
- 我们预测，公司 2016E、2017E、2018E 归母净利润分别为 6.22 亿、8.65 亿、10.70 亿，经 2015 年度权益分配每 10 股转增 20 股摊薄后，对应 PS 分别为 0.722 元、1.004 元和 1.242 元。

图表 37：公司分项目盈利预测（百万元）

	2016E	2017E	2018E
租金业务			
——收入	4.85	7.27	9.82
——成本	1.57	2.36	3.18
——毛利	3.28	4.92	6.64
——毛利率	67.61%	67.61%	67.61%
掌淘科技			
——收入	0.00	0.00	0.00
——成本	20.00	25.00	30.00
——毛利	-20.00	-25.00	-30.00
——毛利率	0.00%	0.00%	0.00%
Bigpoint			
——收入	0.00	820.61	1558.24
——成本	0.00	533.40	1012.86
——毛利	0.00	287.21	545.38
——毛利率	0.00%	35.00%	35.00%
游族-移动游戏			
——收入	1200.00	1650.00	2310.00
——S 级手游	940.00	1200.00	1660.00
——A 级手游	260.00	450.00	650.00
——成本	480.00	660.00	924.00
——S 级手游	376.00	480.00	664.00
——A 级手游	104.00	180.00	260.00
——毛利	720.00	990.00	1386.00
——S 级手游	564.00	594.00	996.00
——A 级手游	156.00	396.00	390.00
——毛利率	60.00%	60.00%	60.00%
游族-网页游戏			
——收入	1000.00	1200.00	1300.00
——S 级页游	700.00	800.00	850.00
——A 级页游	300.00	400.00	450.00

——成本	500.00	600.00	650.00
——S级页游	350.00	400.00	425.00
——A级页游	150.00	200.00	225.00
——毛利	500.00	600.00	650.00
——S级页游	350.00	400.00	425.00
——A级页游	150.00	200.00	225.00
——毛利率	50.00%	50.00%	50.00%
总计			
销售总收入	2204.85	3677.88	4918.06
销售总成本	1001.57	1820.75	2516.04
销售毛利	1203.28	1857.13	2402.02
销售毛利率	54.57%	50.49%	48.84%

来源：国金证券研究所

- 根据申万行业划分，网络游戏类公司 2016E PE 中位值为 48 倍。由于公司目前拥有多款 IP 储备资源，积极开展游戏研运一体化进程；并且布局大数据领域以实现游戏产品的精准推广，参考市值规模，给予公司整体 45X16PE，目标市值 280 亿，对应 32.49 元目标价，评级为“买入”。

图表 38：同行业公司估值比较

代码	证券简称	市盈率 PE		
		TTM	2016E	2017E
	最高值	795.15	167.01	125.36
	中位数	65.38	48.06	33.36
300418.SZ	昆仑万维	65.38	56.76	45.69
002555.SZ	三七互娱	52.41	36.72	29.91
002354.SZ	天神娱乐	49.57	32.87	23.77
002425.SZ	凯撒股份	110.55	51.08	33.36
300299.SZ	富春通信	119.10	41.33	31.54
300315.SZ	掌趣科技	38.96	31.68	23.28
300113.SZ	顺网科技	55.97	48.06	36.21
600652.SH	游久游戏	162.96	167.01	125.36
002517.SZ	恺英网络	33.85	38.42	29.82
300052.SZ	中青宝	99.86	130.14	114.09
300043.SZ	星辉娱乐	35.76	33.95	28.24
002558.SZ	世纪游轮	180.01	82.31	67.70
002464.SZ	金利科技	50.26	36.23	25.25
002113.SZ	天润数娱	795.15	97.54	77.48
002619.SZ	巨龙管业	129.54	88.91	63.52

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	920	844	1,535	2,205	3,678	4,918	货币资金	105	156	201	220	756	1,634
增长率		-8.3%	81.9%	43.7%	66.8%	33.7%	应收款项	59	163	414	499	842	1,139
主营业务成本	-872	-256	-644	-1,002	-1,821	-2,516	存货	88	0	0	0	0	0
%销售收入	94.8%	30.4%	42.0%	45.4%	49.5%	51.2%	其他流动资产	26	84	364	414	565	692
毛利	48	587	890	1,203	1,857	2,402	流动资产	279	404	979	1,133	2,162	3,465
%销售收入	5.2%	69.6%	58.0%	54.6%	50.5%	48.8%	%总资产	46.9%	29.3%	33.5%	32.3%	48.0%	60.0%
营业税金及附加	-1	-16	-10	-14	-24	-32	长期投资	18	225	540	541	540	540
%销售收入	0.2%	1.9%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	197	697	744	707	670	633
营业费用	-17	-56	-110	-159	-265	-354	%总资产	33.2%	50.7%	25.4%	20.1%	14.9%	11.0%
%销售收入	1.8%	6.7%	7.1%	7.2%	7.2%	7.2%	无形资产	95	22	586	1,128	1,134	1,139
管理费用	-47	-174	-325	-470	-783	-1,048	非流动资产	315	972	1,945	2,379	2,346	2,314
%销售收入	5.1%	20.6%	21.2%	21.3%	21.3%	21.3%	%总资产	53.1%	70.7%	66.5%	67.7%	52.0%	40.0%
息税前利润 (EBIT)	-18	341	446	561	785	968	资产总计	594	1,375	2,925	3,512	4,509	5,779
%销售收入	n.a	40.4%	29.1%	25.4%	21.3%	19.7%	短期借款	70	0	200	88	0	0
财务费用	-9	6	-12	-26	-14	3	应付款项	224	412	89	124	228	329
%销售收入	1.0%	-0.8%	0.8%	1.2%	0.4%	-0.1%	其他流动负债	19	66	132	188	313	418
资产减值损失	-5	-4	-14	-5	-3	-3	流动负债	313	479	420	400	541	747
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	306	306	306	307
投资收益	0	-3	10	11	12	13	其他长期负债	14	0	6	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	2.0%	1.8%	1.4%	1.2%	负债	327	479	737	711	851	1,059
营业利润	-32	341	430	541	780	982	普通股股东权益	219	904	2,188	2,810	3,675	4,745
营业利润率	n.a	40.4%	28.0%	24.5%	21.2%	20.0%	少数股东权益	48	-8	0	-9	-17	-24
营业外收支	4	58	64	60	60	60	负债股东权益合计	594	1,375	2,925	3,512	4,509	5,779
税前利润	-29	399	494	601	840	1,042							
利润率	n.a	47.3%	32.2%	27.2%	22.8%	21.2%							
所得税	-6	9	11	12	17	21							
所得税率	n.a	-2.3%	-2.2%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	比率分析	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-35	408	505	613	857	1,063	每股指标						
少数股东损益	-14	-7	-10	-9	-8	-7	每股收益	-0.247	1.504	1.796	0.722	1.004	1.242
归属于母公司的净利润	-20	415	516	622	865	1,070	每股净资产	2.645	3.280	7.622	9.787	12.799	16.526
净利率	n.a	49.1%	33.6%	28.2%	23.5%	21.8%	每股经营现金净流	0.118	0.884	1.144	2.126	2.036	2.909
							每股股利	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
							净资产收益率	-9.33%	45.84%	23.56%	22.13%	23.53%	22.55%
							总资产收益率	-3.44%	30.14%	17.63%	17.70%	19.18%	18.51%
							投入资本收益率	-6.41%	38.94%	16.90%	17.90%	20.20%	19.65%
							增长率						
							主营业务收入增长率	11.43%	-8.29%	81.94%	43.67%	66.81%	33.72%
							EBIT 增长率	N/A	-2016.96%	30.73%	25.69%	40.04%	23.36%
							净利润增长率	N/A	N/A	24.35%	20.59%	39.08%	23.75%
							总资产增长率	-13.57%	131.57%	112.63%	20.07%	28.39%	28.18%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	22.9	44.7	63.6	76.0	77.0	78.0
							存货周转天数	35.8	62.8	-	-	-	-
							应付账款周转天数	14.6	55.5	26.2	26.0	27.5	30.0
							固定资产周转天数	78.2	301.5	176.9	117.0	66.4	46.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-13.11%	-17.45%	13.92%	6.20%	-12.30%	-28.11%
							EBIT 利息保障倍数	-1.9	-53.7	37.1	21.3	56.1	-277.0
							资产负债率	54.99%	34.86%	25.19%	20.25%	18.88%	18.32%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

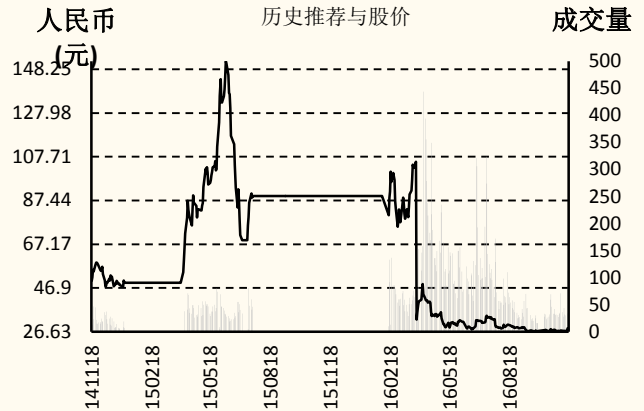
来源：国金证券研究所

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