

传媒

2017年03月03日

## 三七互娱 (002555)

——“新传媒，新平台”系列之二：手游全面爆发，研运一体打造金字塔式泛娱乐综合平台

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2017年03月02日

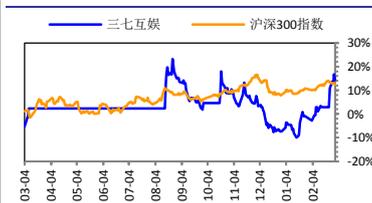
收盘价(元)	20.24
一年内最高/最低(元)	38.6/14.7
市净率	10.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	13353
上证指数/深证成指	3230.03/10367.31

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	2.02
资产负债率%	24.24
总股本/流通A股(百万)	2085/660
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《顺荣股份(002555)新股询价报告》  
2011/02/16

证券分析师

周建华 A0230517010001  
zhoujh@swsresearch.com

研究支持

顾晟 A0230115080008  
gusheng@swsresearch.com

联系人

顾晟  
(8621)23297818x7412  
gusheng@swsresearch.com

投资要点：

- 申万宏源传媒互联网团队详细拆解重点跟踪 100 家传媒&教育&互联网公司 2016 业绩，预测重点公司 2017 盈利，剔除并表因素，内生增速 30% 以上的公司，有且只有一个特征：**公司商业模式上具备平台级或类平台公司特征，具体表现在 3 点：1) 财务指标全面领先。**公司在市占率、毛利率、ROE、现金流、净利润复合增长率等指标上，大幅领先行业；**2) 三级火箭业务。**公司具有成熟、成长和新兴孵化三级火箭式业务结构，确保公司利润可持续内生增长；**3) 远见与执行领先行业 1-3 年。**公司领导团队主业 DNA 纯正，在过去 10 年长周期多次证明自身把握产业变革拐点，以卓越远见率先找到行业新方向、新技术、新模式，并不断落地新兴业务战略，兑现业绩。**三七互娱三级火箭业务为：1) 成熟的页游平台持续抢占对手份额；2) 手游爆发成长，差异化于腾讯的金字塔式研运一体运营平台；3) 布局孵化海外、音乐、影视及 VR 新兴业务。**公司具有明显的泛娱乐综合平台或类平台特征，领导人李卫伟出身新浪无线，互联网 DNA 纯正，具备短期投机和长期投资价值，下跌坚决买入。
- 2017 净利润预计超预期增长 51.27%，PE 仅 26X，ROE 预计 26%，是低估值、高成长、高景气行业优质领军，正在享受成长股估值修复红利。**2016 全年净利润增长 110%，其中 Q1-4 分别实现归母净利润 2.1/2.7 亿元/2.66/3.1 亿元，YOY 分别为 132%、118%、93%和 134%，2017 年预计 ROE26%，与顺网科技等优质平台并列行业 ROE 第一阵营。手游行业 2016 增速为 59%，位居传媒四大子行业景气度之首，公司正在享受手游精品化、重度化、集中化和国际化四大趋势红利。
- 页游超预期抢占行业份额，开服数和自研页游开均为除腾讯之外的行业第一。**公司是页游行业领军企业，主要从事页游的研发发行和运营，旗下包括“37wan”和“6711”多个页游平台，2016 年 37wan 开服 26825 组，三七互娱作为自研商游戏开服 48572 组。公司的《传奇霸业》和《大天使之剑》上线两年来依然排名页游开服数前十。
- 自研手游《永恒纪元》月流水连续 5 个月超 2 亿，超预期打破对其页游转手游的担忧，带动公司 17 年手游业绩全面提升。**公司自研 3DMMO 无 IP 手游《永恒纪元：戒》，获玩家热评，17 年该始终排名畅销榜前 15，并在 2 月 23 日排名第三，同时在港台和东南亚地区也取得不错成绩。截止 2017 年 1 月连续五个月月流水超 2 亿，并在 2 月录得 6000 万+的海外流水。
- 并购墨鹏和智铭获有条件通过，全面提升游戏研发运营能力。**公司以总对价 12.08 亿收购墨鹏 68.43% 和智铭网络 49% 股权获证监会有条件通过，其中发股部分发行价格 17.37 元/股，同时配套募资不超过 4.56 亿元，发行价格不低于 17.37 元/股，两家公司合计 17/18 年业绩承诺不低于 1.7/2.3 亿元。
- 首次覆盖给予“买入”评级。不考虑外延并购，我们预计公司 16-18 年的归母净利润分别为 10.6 亿、16.08 亿和 18.89 亿元，对应 EPS 为 0.51/0.77/0.91 元，对应 PE40/26/22 倍，考虑并购不考虑配套融资情况下，公司 17-18 年备考归母净利润将为 17.87 亿元和 21.20 亿元，对应全面摊薄 eps 分别为 0.84 元、0.99 元，对应 17/18 年全面摊薄 PE 分别为 24/21 倍。首次覆盖给予“买入”评级。**
- 风险提示：公司游戏流水不达预期，游戏上线跳票。**

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,657	3,668	5,246	7,823	9,336
同比增长率(%)	678.43	12.12	12.65	49.12	19.34
净利润(百万元)	506	752	1,063	1,608	1,889
同比增长率(%)	1224.31	112.52	110.07	51.27	17.48
每股收益(元/股)	0.49	0.36	0.51	0.77	0.91
毛利率(%)	59.3	61.6	59.8	62.9	62.3
ROE(%)	14.2	17.9	23.5	26.3	23.6
市盈率	42		40	26	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

不考虑外延并购，我们预计公司 16-18 年的归母净利润分别为 10.63 亿、16.08 亿和 18.89 亿元，对应 16-18 年 EPS 为 0.51/0.77/0.91 元，考虑并购不考虑配套融资情况下，公司 17-18 年备考归母净利润将为 17.87 亿元和 21.20 亿元，对应全面摊薄 eps 分别为 0.84 元、0.99 元，目前股价（20.49 元/股）对应 17/18 年全面摊薄 PE 分别为 24/21 倍。

游戏行业龙头公司 2017 年 PE 在 30 倍左右，公司作为页游龙头企业，同时手游业务在《永恒纪元》带动下全面爆发，我们给予公司 33 倍 PE 估值，对应目标市值 531 亿，尚有 28% 空间，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设点

1、公司页游业务维持稳定增长。公司作为页游龙头企业，在研发（2016 年三七游戏游戏开发数 48572 组排名第一）和运营（2016 年 37wan 开服 26825 组排名第一）上具有绝对优势。2017 年公司页游还将有西游降魔、传奇页游、奇迹页游等大作上线，17 年页游将保持稳定增长

2、手游业务在《永恒纪元》带动下全面爆发。公司手游 17 年将重点发力自研自运，《永恒纪元》通过公司熟悉的买量模式，有望实现全年 20 亿流水，同时公司还将有传奇 IP 游戏在今年上线，自研手游产品丰富。我们认为公司依托页游时代积累的强大运营能力，能够有效延长公司自研手游的生命周期，增强自研手游的盈利能力。

### 有别于大众的认识

1、大众担心《永恒纪元》的生命周期及公司后续手游产品的可持续性。我们认为手游的成功取决于游戏品质和后期运营，优良的游戏品质是游戏可持续的基础，后期良好的运营则可以有效延长玩家的留存度，网易大作《大话西游》等就是成功案例。《永恒纪元》上线后强势表现已经证明该款游戏优良的品质，也证明了公司手游自研能力的崛起，同时我们认为三七在页游运营中积累的丰富经验对于手游运营将有极大帮助，特别是“买量”模式的成功运用对于公司手游推广运营有巨大意义助，对于延续《永恒纪元》的生命周期以及后续手游产品的成功有巨大帮助

2、市场忽视了三七手游在海外发行上的巨大潜力。公司 16 年成功在东南亚地区发行《六龙御天》，侧面证明了公司在海外发行上的实力。我们预计到 2020 年国产手游海外销售额将到 206 亿美金，市场空间巨大。借助《六龙御天》、《永恒纪元》在海外的成功发行，三七在海外手游发行上的实力将逐渐提升，配合国产手游出海热潮来临，我们预计会有更多国内优质研发商将自己的产品交由三七发行，公司手游海外发行业务潜力巨大

### 股价表现的催化剂

《永恒纪元》流水不断创新高、后续大 IP 作品（传奇、奇迹、海贼王等）陆续上

线并获得不错流水表现。

### 核心假设风险

主要游戏流水不达预期，后续新游戏产品上线跳票。

## 目录

<b>1. 公司是研运一体的优质游戏平台型公司</b>	<b>6</b>
1.1 三七游戏借助顺荣股份实现游戏业务整体上市	6
1.2 页游领军企业，研发、发行实力均处于行业领军位置	6
1.3 发力手游自研，海外发行同步拓展	7
<b>2. 页游市场回暖有望走出拐点，手游品质提升打开行业天花板</b>	
2.1 研发回流提升页游品质，行业有望走出拐点	8
2.2 手游行业市场集中度进一步提升，游戏品质是行业发展核心	10
<b>3. 发力手游业务，金字塔型模式打造优质研运一体平台型游戏公司</b>	<b>11</b>
3.1 金字塔型模式打造优质研运一体平台商	11
3.2 国内发力自研，《永恒纪元》持续高流水表现	12
3.3 发力海外手游发行，享受海外市场成长红利	14
<b>4. 并购墨鹍科技、智铭网络网络获有条件过会，游戏研发实力再上新台阶</b>	<b>15</b>
4.1 外延并购有条件过会，公司业务链条再获优质补充	15
4.2 围绕精品化游戏战略，加码精品页游手游研发发行运营能力	16
4.3 增强研运能力，全面提升公司泛娱乐价值	18
<b>5. 收购中汇影视股权拓展泛娱乐产业链，投资 VR 布局游戏新业态</b>	<b>19</b>
5.1 参与中汇影视定增，丰富游戏 IP 储备，布局影视产品	19
5.2 投资 VR 行业，布局游戏新业态	20
<b>6. 盈利预测与估值</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构.....	6
图 2: 37 游戏平台.....	7
图 3: 2016 年国内页游市场实现收入 187 亿元.....	8
图 4: 2016 年页游用户 2.75 亿人.....	8
图 5: 2015 年腾讯以 64.5 亿收入排名页游研运商第一.....	8
图 6: 2016 年 37 游戏开服数 26825 组.....	9
图 7: 2016 年三七互娱研发游戏开服 48572 组.....	9
图 8: 2016 年国内手游实现收入 819 亿元.....	10
图 9: 2016 年国内手游用户 5.28 亿人次.....	10
图 10: 2016Q2 腾讯网易合计国内手游市占率达 68%.....	10
图 11: 公司研运一体的金字塔运营模式.....	11
图 12: 《永恒纪元》IOS 畅销榜排名情况.....	12
图 13: 《永恒纪元》海外市场排名情况.....	13
图 14: 2016 年中国自主研发游戏海外实际收入 72.3 亿美元.....	14
图 15: 墨鹞主要产品介绍.....	16
图 16: 《传奇霸业》总注册用户.....	17
图 17: 《传奇霸业》月活用户趋势.....	17
图 18: 《传奇霸业》月活用户付费率趋势.....	17
图 19: 《传奇霸业》ARPU 趋势.....	17
图 20: 公司生态价值主要元素.....	19
表 1: 公司本次并购情况.....	15
表 2: 墨鹞收入构成 (单位: 万元).....	16
表 3: 墨鹞主要财务数据 (单位: 万元).....	17
表 4: 智铭网络主要财务数据 (单位: 万元).....	18
表 5: 可比公司估值表.....	21

# 1. 公司是研运一体的优质游戏平台型公司

## 1.1 三七游戏借助顺荣股份实现游戏业务整体上市

顺荣股份通过收购 37 游戏实现 37 游戏资产整体上市。三七互娱原为一家主营汽车塑料燃油箱制造销售的传统企业，14 年通过收购三七互娱（上海）科技游戏公司 60% 股权实现向泛娱乐和先进生产制造双主业运营的业务转型。2015 年，公司又通过发行股份方式完成对上海三七互娱剩余 40% 股权收购，37 游戏资产实现顺利完整上市。2016 半年报，公司游戏收入已占公司总收入的 88.45%，公司已经实质上成为一家以页游、手游研发发行为主的泛娱乐上市公司，公司于 2016 年初正式将证券简称变更为“三七互娱”，体现公司在泛娱乐业务上的顺利转型。

三七游戏创始人李卫伟任公司总经理，主导公司泛娱乐业务发展。截止 2016 三季报，顺荣股份原大股东吴氏家族持有上市公司 25.86% 股权，为上市公司实际控制人，三七游戏创始人李卫伟持有上市公司 19.36% 股权，为上市公司最大单一股东。同时李总作为上市公司的总经理，实际管理公司整个泛娱乐业务的发展，并为公司未来在泛娱乐业务上的深入发展和产业链衍生进行战略布局。

图 1：公司股权结构

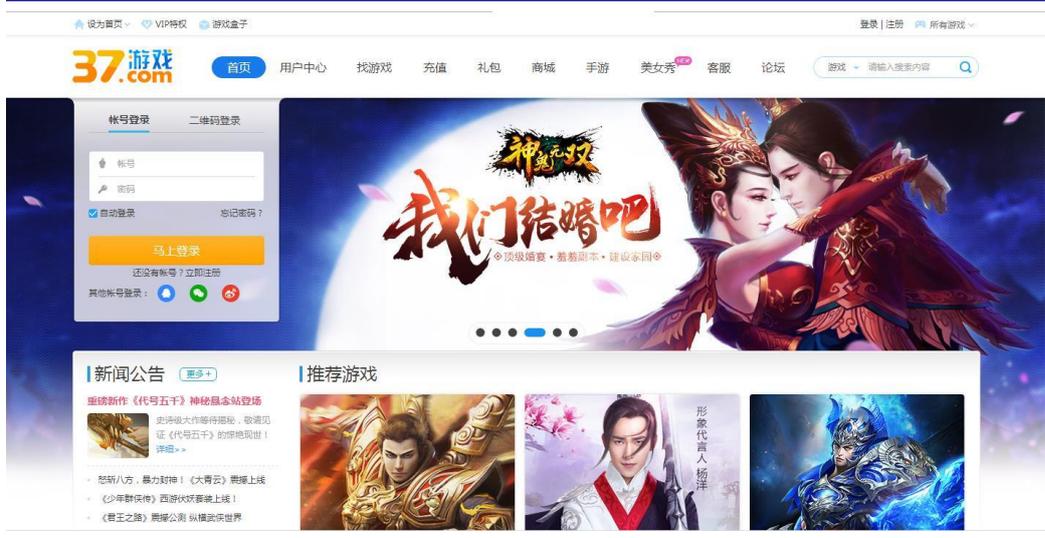


资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 1.2 页游领军企业，研发、发行实力均处于行业领军位置

公司是国内知名页游研发发行商，旗下 37 玩平台开服数仅次于腾讯。三七互娱是国内知名的页游研发发行商。研发上公司开发了《传奇霸业》、《大天使之剑》等知名页游产品，其开服数和流水一直保持行业前列，2016 年三七互娱研发游戏开服数 48572 组排名第一，开服数是排名第二的广州创思一倍多。运营上，公司旗下包括“37wan”和“6711”等多个知名页游运营平台，其中 37wan 平台是国内仅次于腾讯的页游运营平台，2016 年 37wan 开服 26825 组，排名行业第一。

图 2: 37 游戏平台



资料来源：申万宏源研究

公司手游业务保持稳定增长，增速明显高于行业平均水平。根据公司公告，三七游戏 12/13/15/16 年分别实现收入 5.87 亿、17.22 亿、42.09 亿元、52.45 亿元（14 年三七游戏并表没有全年数据披露,16 年收入为业绩快报收入），公司在页游高速增长长期保持了极高的收入增长。16H1 游戏收入同比增长 9.82%,在公司页游收入占收入比例超 80%的情况下（15 年页游收入占游戏收入 87%），公司游戏业务增长显示良好态势（15 年页游行业增速 8.3%）。

毛利率稳定 60%以上，手游业务发力公司综合毛利率有望提升。14/15/16H1,公司毛利率分别为 68.76%、62.82%和 63.06%，公司毛利保持高位稳定。其中 15 年，公司页游毛利率 68.8%,手游毛利率 18.3%,16 年下半年公司手游业务开始迅猛发展，手游从单一的发行向研运一体转变，手游业务毛利率有望提升并带动整体毛利率提升。

游戏业务并表后上市公司盈利能力明显提升，2016 三季度公司归母净利润同比增长 113%。2016 三季度，公司实现收入 36.68 亿元，同比增长 12%，实现归母净利润 7.52 亿元，同比增长 112.5%，从单季度数据看，2016Q1-3，分别实现归母净利润 2.1 亿元、2.7 亿元和 2.66 亿元，YOY 分别为 132%、118%和 93%，公司盈利能力全面提升。16 年业绩快报，公告公司实现归母净利润 10.66 亿元，盈利相比 15 年大幅提升。

### 1.3 发力手游自研，海外发行同步拓展

自研手游《永恒纪元》上线开启公司手游自研大幕。公司手游业务在 14、15 年开始逐渐拓展，以代理发行为主，16 年下半年公司上线看了自研手游大作《永恒纪元》，上线后表现抢眼，流水不断创新高，1 月国内流水超 2.5 亿，公司手游自研业务旗开得胜，后续公司将继续发力手游自研，全面提升公司在手游行业地位。

发行业务拓展海外市场，拓展公司业务地理空间。在做好国内手游代理发行的同时，公司也积极拓展海外的手游发行业务，16 年公司获得祖龙大作《六龙御天》东南亚地区发

行权，在港台和东南亚市场也上线《永恒纪元》，优质游戏代理权的获得将显著提升公司手游海外发行实力，拓展公司业务发展地理空间。

## 2. 页游市场回暖有望走出拐点，手游品质提升打开行业天花板

### 2.1 研发回流提升页游品质，行业有望走出拐点

16年页游市场规模同比下滑15%，08年来首次负增长。根据GPC CNG and IDC数据，2016年页游市场实际销售收入187亿元，同比下滑14.8%，是08年以来的首次下滑，用户规模2.75亿，同比下滑7.5%，连续第三年继续下滑。

图 3：2016 年国内页游市场实现收入 187 亿元



资料来源：GPC CNG and IDC、申万宏源研究

图 4：2016 年页游用户 2.75 亿人



资料来源：GPC CNG and IDC、申万宏源研究

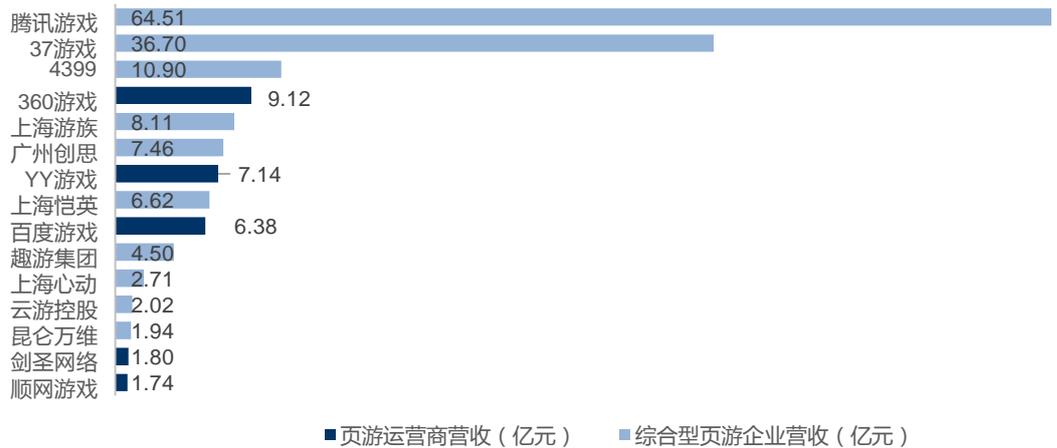
**页游品质提升缓慢、用户粘性差和手游崛起是页游市场近几年增速下滑的主要影响。**

页游这一特殊的游戏类型是在当时中国网络环境不佳的大背景下产生的，相比于页游用户的快速增长，近年来页游产品的画面效果改善、玩法提升一直较为缓慢，这导致用户粘性不够。同时12年开始在硬件和移动网络显著改善带动下，手游市场迎来玩法和游戏质量的全面爆发式增长，手游对页游用户产生了很大的分流，12年开始页游用户增长持续下滑，14年开始负增长，页游厂商也在这样的大背景下纷纷开始布局手游业务，这使得对页游的研发更新支持进一步减弱。

市场集中度逐渐提升，用户逐渐向有大流量的优质页游平台集中，三七页游市占率仅次腾讯排名第二。在页游市场整体萎缩的大背景下，小的页游平台由于用户的流失和产品质量的下滑已经逐渐失去竞争力，游戏和玩家逐渐向有流量优势和资金优势的优质页游平台集中，根据艾瑞咨询数据，2015年中国页游研运商营收TOP15中，腾讯以64.51亿元排名第一，市占率30%，37游戏以36.7亿元排名第二，市占率17%，两者合计占据页游的半壁江山，预计16年这一比例继续提升。

图 5：2015 年腾讯以 64.5 亿收入排名页游研运商第一

2015年中国网页游戏研运商营收TOP15



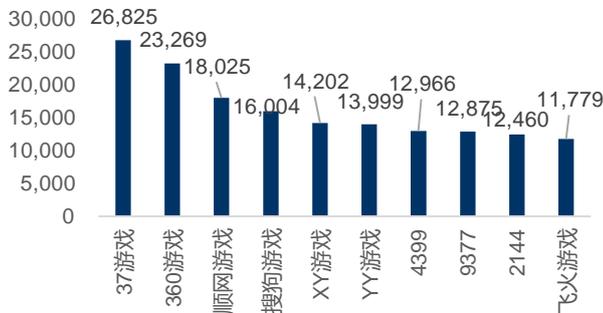
资料来源：申万宏源研究

优质平台和优质研发商保持开服数绝对领先，头部厂商优势明显。根据 9K9K 数据，除开腾讯平台，2016 年 37 游戏以 26825 组开服数排名平台开服数第一，三七互娱以 45872 组开服数排名研发商开服数第一，三七的平台和研发实力超群，同时也显示出流量向优质平台和优质头部游戏的集中。

图 6：2016 年 37 游戏开服数 26825 组

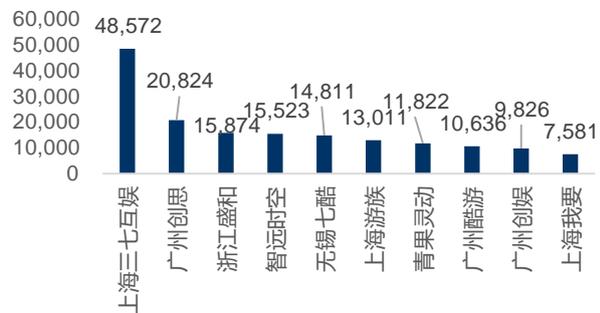
图 7：2016 年三七互娱研发游戏开服 48572 组

2016年网页游戏平台开服排行（组）



资料来源：9K9K、申万宏源研究

2016年网页游戏研发商开服排行（组）



资料来源：9K9K、申万宏源研究

行业集中度提升下精品页游生命周期和盈利能力突出。虽然页游市场规模整体下滑，但是在集中度提升的大背景下精品优质游戏的吸金能力明显提升，以三七互娱旗下《传奇霸业》和《大天使之剑》为例，自 14 年上线以来，两款游戏保持着稳定的开服数排名和流水数据，上线 2 年多时间，这两款游戏依然稳定排名开服数前十，同时年流水也均过 5 亿，为三七提供了稳定的高利润，显示了优质页游在生命周期和盈利能力上的持续性。

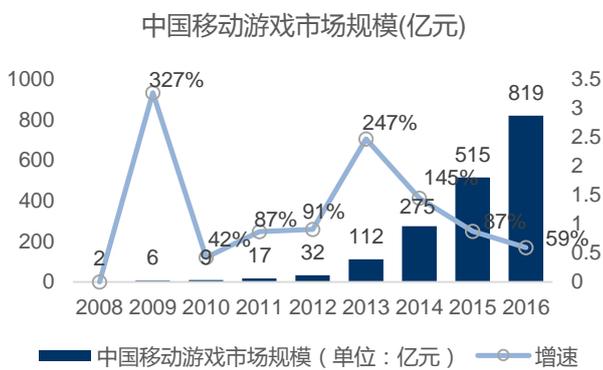
未来研发回流是页游市场增长的核心驱动。在前期资本和研发大举进军手游的过程中页游游戏质量增长缓慢。随着手游整体红利逐渐消失和国内市场逐渐垄断，在看到优质页游极强的盈利能力后，一部分原来的手游研发力量开始回流页游，将好的游戏理念和研发理念带入页游的研发和版本更新，这将对页游质量的整体提升有明显帮助，我们已经看到

16 年底,《蓝月传奇》、《盗墓笔记》等一系列优质页游在游戏质量、画面质量上相比以往有了明显提升,我们预计 17 年页游市场将明显好于 16 年。

## 2.2 手游行业市场集中度进一步提升,游戏品质是行业发展核心

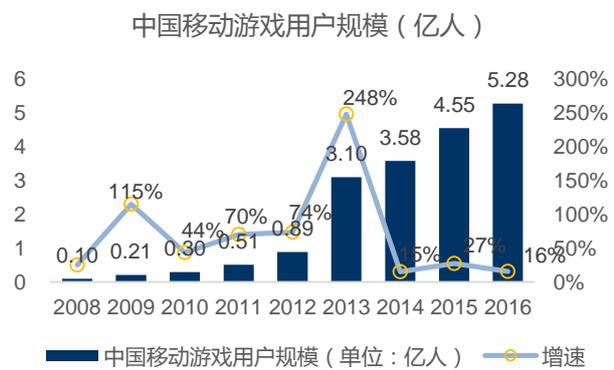
**16 年手游市场增速 59.2%, 份额首次超过端游, 占比 49.5%。**根据 GPC CNG 以及 IDC 数据显示,2016 年,手游市场实际销售收入 819.2 亿元,同比增长 59.2%,较 15 年有所下降。用户规模达到 5.28 亿,同比增长 15.9%,依然是用户增速最快的一个细分市场,16 年手游首次超过端游,成为国内最大的游戏细分市场,市场占比 50%。

图 8: 2016 年国内手游实现收入 819 亿元



资料来源: GPC CNG and IDC、申万宏源研究

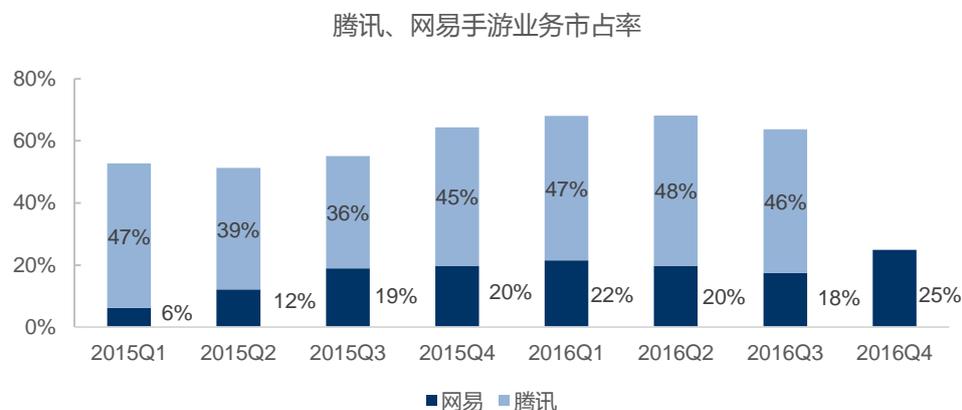
图 9: 2016 年国内手游用户 5.28 亿人次



资料来源: GPC CNG and IDC、申万宏源研究

**市场集中度进一步提升,腾讯网易两家独大。**国内手游市场腾讯网易分别依靠流量优势和研发优势扮演霸主地位,2016Q2,腾讯手游收入占当季行业总收入的 48.4%,网易手游收入占当季行业总收入的 19.8%,两者合计占据 68% 的国内手游份额,垄断优势明显。根据网易 16Q4 季报,当季网易手游实现收入 57.3 亿元,同比增长 82.2%,市占率达 24.9%,成立过去 8 个季度最高占比。

图 10: 2016Q2 腾讯网易合计国内手游市占率达 68%



资料来源: GPC CNG and IDC、腾讯财报、网易财报、申万宏源研究

精品游戏打开行业成长天花板，品质提升和内容创新是核心竞争力。手游行业在近年来行业增速逐渐回落，14-16年YOY费额为145%、87%和59%，市场开始担心手游行业未来增长趋势。我们认为手游行业从12-16年经历了两大趋势变化，一是从内容题材上逐渐从单一的玄幻，西游，三国，仙侠为主，到现在以《阴阳师》为代表的二次元游戏大放异彩，二是玩法上从卡牌向MMO、MOBA转变，这样的过程带来的结果就是爆款手游产品的月流水和DAU不断创出历史新高，现在热门的《王者荣耀》月流水已经突破15亿，DAU达到8000万。我们认为在各家游戏厂商越发重视游戏品质、加强游戏研发的背景下，类似《王者荣耀》和《阴阳师》这种在游戏品质上实现巨大突破，玩法上全面创新的手游将不断涌现，行业的天花板将被打开，行业增速依然能够保持高位，优质游戏的生命周期将会延长，盈利能力也将逐渐放大。

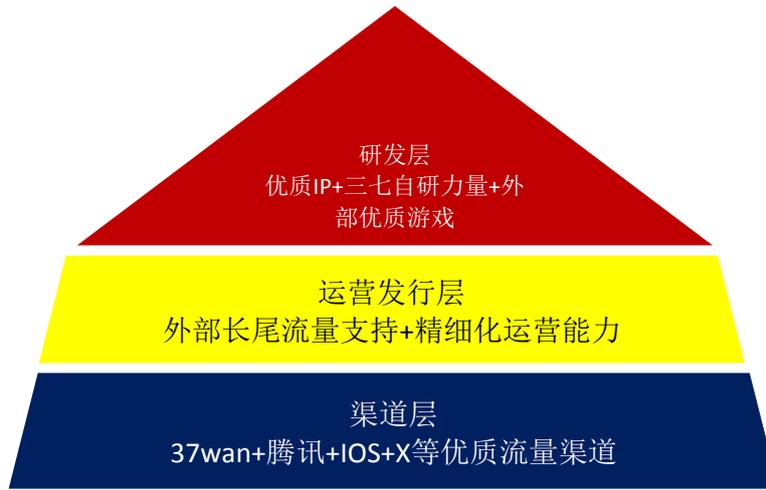
### 3、发力手游业务，金字塔型模式打造优质研运一体平台型游戏公司

#### 3.1 金字塔型模式打造优质研运一体平台商

公司游戏业务是优质资源基础上的研运一体。公司页游业务领先优势明显，通过优质IP自研（《大天使之剑》等）+外部优质游戏引进（《蓝月传奇》等）+精细化运营+活跃平台（37wan平台等），公司在页游层面实现了全产业链的研运一体。在手游层面，公司在前期代理运营的基础上，重点发力自研业务，并将在页游运营上积累的丰富经验成功嫁接到手游上，实现了公司手游业务的研运一体。

金字塔型模式充分利用自有优势和外部优质资源，向全游戏类型的研运一体平台型游戏公司升级。我们认为公司的业务模式是非常典型的金字塔型，在塔尖是聚集了最优质IP和研发力量的研发层，以保证公司自研游戏的绝对高品质；在中间运营层，公司通过熟练的对外部流量平台长尾流量的采买和运营转化的模式，实现用户资源的掌握，能够对用户需求做出迅速反馈，达到最佳运营品质，实现玩家和研发的高效对接；在接触用户的渠道层，玩家可以在公司自运营平台和主流的游戏渠道下载公司游戏，实现公司游戏最大范围的传播。

图 11：公司研运一体的金字塔运营模式



资料来源：AppAnnie、申万宏源研究

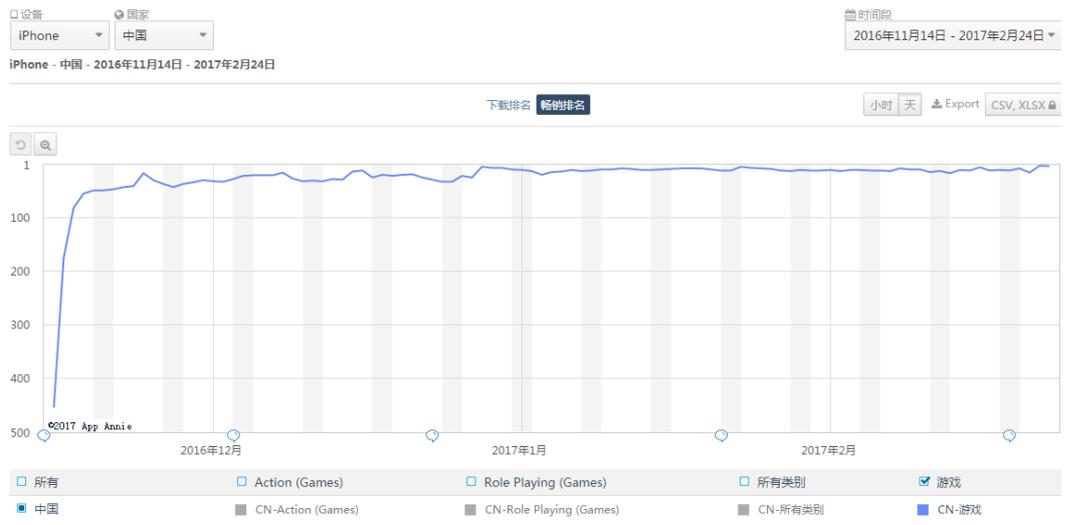
### 3.2 国内发力自研，《永恒纪元》持续高流水表现

**14-15 年公司手游业务以代理为主，收入占比较低。**公司 14 年开始布局手游业务，以代理发行运营为主，14/15 年公司手游业务收入分别占公司总收入的 5.5%/12.2%，通过代理诸如《苍翼之刃》、《天降雄狮》、《大话西游》、《梦幻西游》等优质游戏，公司对手游的发行运营业务有了深入了解，跻身国内一线发行商行列，同时公司也开始涉足手游研发业务，通过外延并购和内部组建成立自己的研发工作室。

**16 年发力手游自研，《永恒纪元：戒》表现抢眼。**16 年公司自研手游全面发力，二季度末公司上线旗下极光工作室研发的 3DMMO 无 IP 手游《永恒纪元：戒》，该款游戏上线后就获得玩家的热捧，游戏 IOS 畅销榜排名稳步提升，进入 17 年该款游戏始终排名游戏畅销榜前 15，并在 2 月 23 日冲入畅销榜前五排名第三，同时在港台和东南亚地区《永恒纪元》也取得不错成绩，台湾地区排名第四，香港地区排名第 7，马来西亚排名 17。游戏流水也保持高速增长，截止 2017 年 1 月连续五个月月流水超 2 亿，并在 2 月录得 6000 万以上的海外流水，显示了该款游戏极高的用户喜爱度和盈利能力。

图 12：《永恒纪元》IOS 畅销榜排名情况

历史排名



资料来源: AppAnnie、申万宏源研究

图 13:《永恒纪元》海外市场排名情况



资料来源: AppAnnie、申万宏源研究

加快海外发行覆盖面,《永恒纪元》流水有望继续增长。《永恒纪元》继上线港台和东南亚地区之后,韩国市场也即将上线。在韩国成熟的游戏市场和相近的文化背景下,配合公司在海外发行上积累的丰富经验,《永恒纪元》有望在韩国取得成功,将使得该款游戏流水继续保持高增长态势并增厚上市公司利润。

传奇 IP 手游产品研发中,有望接棒《永恒纪元》成为公司自研又一代表作品。在《永恒纪元》成功的基础上,公司还获得了盛大《传奇》IP 手游的开发权并已进入研发阶段。《传奇》IP 作为盛大的经典游戏 IP 在游戏玩家中有着极高的知名度和影响力,端游玩家年龄段覆盖 70-80 后,现在有着极高的付费能力和游戏意愿。在经典 IP+强大研发的支持下,

该款游戏有望在年内完成游戏的研发，接力《永恒纪元》成为公司手游的又一大作并为公司明年的业绩提供支撑。

**借鉴页游运营经验，全面提升公司手游产品生命周期。**页游产品一般生命周期较长，这其中游戏的品质和运营起到了重要作用。在游戏质量有保障前提下，运营好坏对于手游的生命周期长度就起到了重要作用，网易的《大话西游》和《梦幻西游》两年霸榜 IOS 畅销榜就是最好证明。公司通过在页游上的丰富运营经验，在游戏维护运营和玩家互动方面积累了丰富经验，这些经验也能够充分运用到手游的运营过程中，有助于公司延长手游产品的生命周期，在获得玩家口碑的同时，实现公司单款游戏的利润最大化。

### 3.3 发力海外手游发行，享受海外市场成长红利

**获《六龙御天》东南亚发行权获并取得成功，手游海外发行业务取得巨大突破。**16 年公司全力发力手游海外发行，年中公司获得祖龙大作《六龙御天》在东南亚地区发行权并成功在该地区发行中文、泰文和英文版本游戏并获得成功。公司获得《六龙御天》东南亚地区发行权，既是对公司海外特别是东南亚地区发行能力的认可，同时也极大提升 37GAMES 在海外地区的知名度，为公司后续海外发行业务的拓展打下基础。

**国产游戏在海外销售收入持续增长，游戏品质提升和市场需求是关键。**根据 GPC、IDC&CNG 数据显示，2014 年我国自主研发网络游戏海外市场实际销售达 72.3 亿美元，同比增长 36%，国产游戏在海外持续受到欢迎。一方面，受到国产游戏特别是手游质量的全面提升，国产游戏无论是在成熟的游戏市场还是在成长的游戏市场都受到了极大的欢迎，智明星通旗下《COK》在海外惊人的流水表现（月流水过 3 亿）就是最好证明。另一方面，东南亚等市场的逐渐成熟也产生了极大的游戏需求，华人文化的相似性使得国产游戏在东南亚地区具有天然的文化优势，加之优良的游戏质量，迅速占领东南亚市场。

图 14：2016 年中国自主研发游戏海外实际收入 72.3 亿美元



资料来源：GPC CNG and IDC、申万宏源研究

**市场需求催生极大海外市场，海外发行业务利润丰厚。**国内手游集中度提升的大背景下，国内手游厂商出海意愿增强，海外发行商在游戏出海过程中扮演重要作用，其对目标

发行地游戏习惯的了解、对当地渠道资源的了解和积累的运营经验使得其在游戏出海的成功中扮演重要角色，同时 30%/40%/30%的研发/发行/渠道流水分成比例也是的海外发行商有着极高的盈利空间，其一般净利润率在 15%左右。按照未来每年国产游戏在海外 30%的增速测算，预计到 2020 年整个市场将达到 206 亿美金，市场空间极大。

强大发行能力带动优质游戏储备增加，公司手游海外发行业务成长空间大。《六龙御天》、《永恒纪元》的发行成功为公司在东南亚、港台市场打下坚实基础，发行实力的提升也为公司获取优质游戏代理提供保障，同时自研能力的全面释放也为公司爆款产品提供储备。在优质游戏储备和强大研发能力带动下，我们认为公司手游海外发行业务有极强的爆发力，成长空间极大。

## 4. 并购墨鹞科技、智铭网络网络获有条件过会，游戏研发实力再上新台阶

### 4.1 外延并购有条件过会，公司业务链条再获优质补充

公司以支付现金和发行股份方式收购墨鹞科技 68.43%和智铭网络 49%股权。公司外延并购获得证监会有条件通过，本次并购公司以支付现金及发行股份方式收购墨鹞科技 68.43%和智铭网络 49%股权，本次交易总对价 12.0755 亿元，其中支付现金 4.23 亿元，发行股份支付 7.85 亿元，共发行 4518.75 万股，发行价格 17.37 元/股。同时公司拟向不超过 10 名投资者非公开发行募集资金不超过 4.56 亿元，发行价格不低于 17.37 元/股，用于支付本次交易的现金对价和机构中介费。

并购标的标的 17 年提供约 1.8 亿业绩承诺显著增厚公司利润。墨鹞科技承诺 16-18 年合并报表口径下扣非归母净利润不低于 10300/12875/16800 万元，智铭网络承诺 16-18 年合并报表口径下扣非归母净利润不低于 4000/5000/6250 万元，17 年并购标的将为上市公司提供不低于 17875 万元利润，将显著增厚上市公司业绩。

表 1: 公司本次并购情况

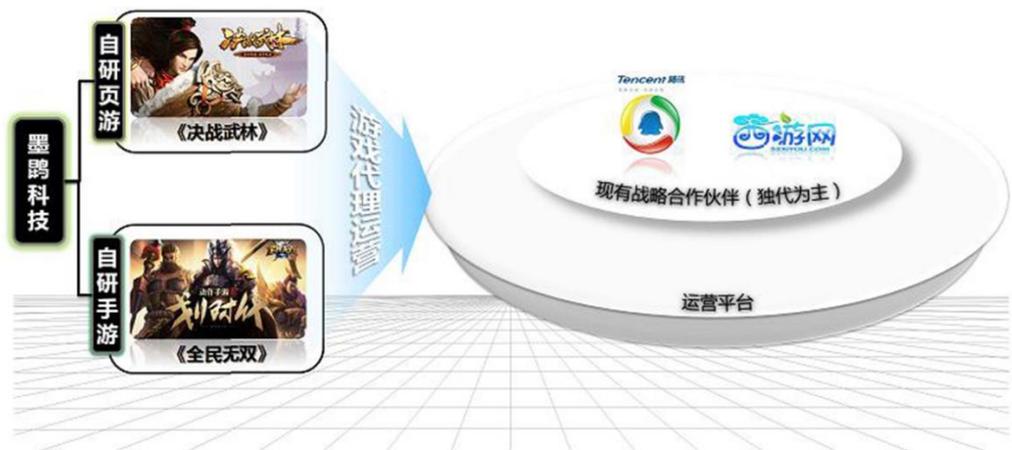
标的公司	交易对手	方式					合计 (元)
		对方公司	价格 (元)	发行股数	交易对价 (元)	支付现金交易对价 (元)	
墨鹞科技	网众投资	39.10%		12,145,427	210,966,071.43	333,462,500.00	544,428,571.43
	杨东迈	18.33%	17.37	14,692,049	255,200,892.86	/	255,200,892.86
	湛维	11.00%		8,815,229	153,120,535.71	/	153,120,535.71
	合计	68.43%	/	35,652,705	619,287,500.00	333,462,500.00	952,750,000.00
智铭网络	胡宇航	49.00%	17.37	9,534,830	165,620,000.00	89,180,000.00	254,800,000.00
合计	/	/	/	45,187,535	784,907,500.00	422,642,500.00	1,207,550,000.00
配套资金	符合条件的不超过 10 名 (含 10 名) 特定投资者		17.37	26,250,000	455,962,500.00	/	455,962,500.00

资料来源：申万宏源研究

## 4.2 围绕精品化游戏战略，加码精品页游手游研发发行运营能力

墨鹍科技是国内知名手游、页游研发商，代表作包括《全民无双》、《决战武林》。墨鹍科技国内知名精品网络游戏研发商主营网络游戏的研发商，所研发的网络游戏类型包括网页游戏与移动端网络游戏两大领域，公司创始人杨东迈、湛维在游戏策划方面行业经验丰富，杨东迈曾在腾讯担任 3D 引擎开发工作，并在上海纽维信息担任首席制作人，湛维曾在上海盛大网络担任主策划。公司主要作品包括手游《全民无双》和页游《决战武林》，《全民无双》由深圳腾讯独家代理运营，上线当月即持续稳定在畅销榜前十的位置，同时也取得了 iPhone 游戏总榜（畅销）最高排名第四位的优异成绩，《决战武林》则是一款双端（web 端+微端）3D 暗黑 MMORPG 网页游戏，由成都趣乐多独家代理运营，在其旗下的西游网开服数已突破 3,000 组，总开服数 8803 组，成为了 2016 年度重磅 ARPG 武侠类题材 S 级页游大作。

图 15：墨鹍主要产品介绍



资料来源：申万宏源研究

手游业务收入占比 74%，16 年 1-8 月实现净利润 9442.51 万元。公司 14 年成立之初以游戏推广发行为主，15 年开始全面转型手游研发并在年底正式上线重磅 ARPG 手游《全民无双》，显示了公司在手游研发上的强劲实力。16 年加码页游研发并推出《决战武林》。经过 15 年的业务转型，公司 16 年开始正式盈利，2016 年 1-8 月，公司手游研发业务占比 73.5%，页游研发业务占比 26.4%，实现总收入 1.33 亿元，实现净利润 9442.51 万元，净利润率达惊人的 71%。作为研发型企业，公司毛利率极高，15 年和 16 年 1-8 月，公司毛利率分别为 84.5% 和 91%，主要成本为人员工资和研发费用，14/15/16 年 1-8 月，公司研发费用占管理费用占比为 85.37%、89.75% 和 86.08%。

表 2：墨鹍收入构成（单位：万元）

项目	2016 年 1-8 月	2015 年度	2014 年度
----	--------------	---------	---------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手机游戏分成收入	9,750.86	73.54%	1,308.40	100.00%	/	/
网页游戏分成收入	3,507.78	26.46%	/	0.00%	/	/
游戏推广收入	/	/	/	/	14.65	100.00%
合计	13,258.64	100.00%	1,308.40	100.00%	14.65	100.00%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 3：墨鹍主要财务数据（单位：万元）

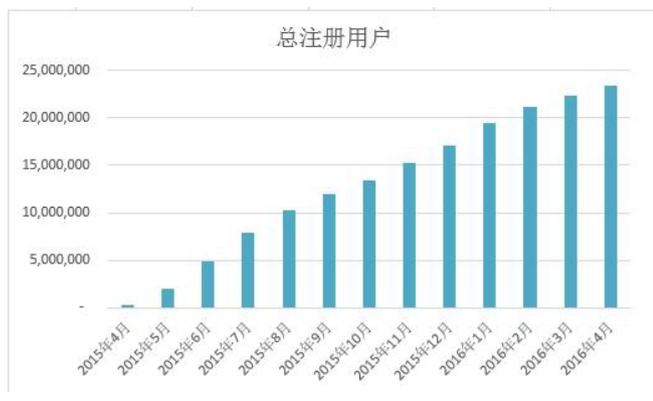
项目	2016年1-8月	2015年度	2014年度
营业收入	13,258.64	1,308.40	14.65
营业成本	1,228.45	202.96	324.58
毛利率	90.7%	84.5%	-2115.6%
净利润	9,442.51	-3,314.77	-2,965.30

资料来源：申万宏源研究

智铭网络主营游戏发行，收购完成后智铭网络成为公司全资子公司。智铭网络定位网络游戏代理发行及联合运营商，获得游戏开发商或代理商的游戏产品代理经营权后，通过与腾讯游戏平台等游戏平台公司进行合作，共同联合运营非独家代理的网络游戏。三七互娱通过本次收购，实现对智铭网络 100% 控股，

专业游戏发行运营商，《传奇霸业》、《梦幻西游》成功验证公司运营能力。智铭网络作为专业的游戏发行运营商，在页游、手游的发行运营商积累了丰富的经验，公司代理发行运营的三七重磅手游《传奇霸业》，自 2015 年 4 月上线以来用户玩家数量和月流水维持平稳增长，体现了较长的游戏生命周期，也体现了智铭网络在游戏运营上的绝对实力。在手游方面，公司代理发行运营了网易旗舰产品《梦幻西游》，获得《梦幻西游》代理权也是对智铭网络手游运营能力的认可。

图 16：《传奇霸业》总注册用户



资料来源：公司公告、申万宏源研究

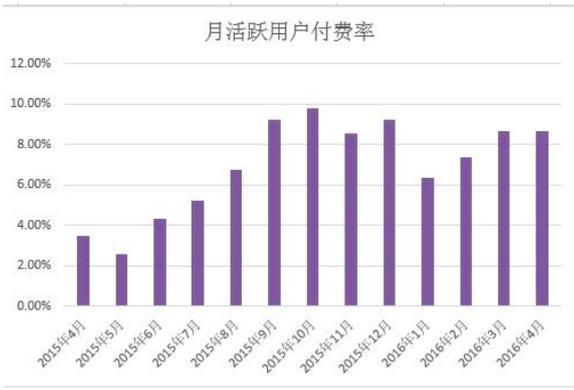
图 17：《传奇霸业》月活用户趋势



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 18：《传奇霸业》月活用户付费率趋势

图 19：《传奇霸业》ARPU 趋势



资料来源：公司公告、申万宏源研究



资料来源：公司公告、申万宏源研究

两款头部游戏构成主要收入来源，公司净利润率 10% 显著提升。公司 2016 年 1-8 月是实现收入 2.74 亿元，前 8 月收入已与 15 年全年收入持平，其中《传奇霸业》和《梦幻西游》分别实现收入 1.29 亿和 9301.9 万元，占总收入的 47% 和 34%，两款游戏合计贡献总收入的 81%。毛利率方面，《传奇霸业》毛利率 38.41%，《梦幻西游》毛利率-25.13%，两款游戏毛利率相比 15 年均有所提升，两款游戏的综合毛利率也从 15 年的 1.44% 上升到 16 年的 11.82%。净利润方面，16 年前 8 月公司实现净利润 2690 万元，同比 15 年 100 万元实现巨大增长，净利润率也从 0.4% 提升至 9.8%，与毛利率提升幅度相同。

表 4：智铭网络主要财务数据（单位：万元）

项目	2016 年 1-8 月	2015 年度	2014 年度
营业总收入	27,429.91	27,531.08	10.00
利润总额	3,429.45	293.31	-4.43
净利润	2,690.00	99.64	-4.43
净利润率	9.8%	0.4%	-44.3%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

### 4.3 增强研运能力，全面提升公司泛娱乐价值

并购提升公司研运能力，用户粘性和运营能力全面增强。游戏公司作为内容公司产品品质是核心竞争力，通过并购墨鹍，公司在手游和页游上的研发实力将进一步提升，完成智铭网络剩余股权收购则将进一步提升公司在页游和手游上的运营能力。通过游戏品质提升，公司将获得更高的用户粘性和更大用户流量，运营能力提升则将充分延长游戏的生命周期和玩家的在线时长，从而实现公司整体游戏业务的进一步提升。

流量、转化率、付费意愿三方面提升公司泛娱乐价值。公司总结出公司泛娱乐价值的四个核心要素：流量、转化率、付费意愿和付费频率。通过并购墨鹍增强研发能力，用户对于公司游戏的付费意愿将进一步提升，而完成智铭网络剩余股权收购，将提升公司游戏覆盖面并提升运营能力，在流量吸引和流量转化上对公司提帮助。

图 20：公司生态价值主要元素



资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 5. 收购中汇影视股权拓展泛娱乐产业链，投资 VR 布局游戏新业态

### 5.1 参与中汇影视定增，丰富游戏 IP 储备，布局影视产品

公司以 3 亿债权认购中汇影视定增，持股比例 23.08%。公司以提供给中汇影视的 3 亿元借款认购中汇影视向三七互娱定向增发的 1760.56 万股股票，完成后公司持有中汇影视 23.08% 股权，成为公司第一大股东。

中汇影视从事 IP 运营和变现，优质 IP 储备丰富。中汇影视是国内知名的 IP 发掘、交易、开发和运营公司，并于 2016 年成功挂牌新三板。公司通过采购优质 IP 并参与 IP 变现获得收益，公司总经理侯小强曾任新浪副总编辑、盛大文学 CEO，行业资源丰富。中汇影视 IP 储备丰富，拥有超过 50 部文学 IP 的电影/电视剧/游戏和周的改编权/开发权，包括《九功舞》、《鬼服兵团》等，同时入股有梦文化，其旗下“漫漫”APP 主要面向女性提供免费正版动漫作品，已入住漫画家约 180 位，合作作品 400 余部，为中汇影视提供了丰富的自有 IP 储备

影视剧制作发行能力突出，与光线、万达等建立稳健合作关系。公司依托优质 IP 资源，在影视制作和发行行业积累了丰富经验，公司曾参与制作《深圳合租记》、《头号前妻》等影视剧并在国内卫视黄金时段播出，获得良好收视效果，并余光线传媒、万达影视建立稳健合作关系。

合作中汇影视，公司丰富游戏储备，并为影游联动做出准备。通过入股中汇影视，公司游戏 IP 来源获得充足保障，公司将优选适合开发游戏的 IP 资源进行开发，为公司提供更多更好的产品储备。同时借助中汇资源的影视资源，公司为布局影游联动业务迈出第一步，

借助影视剧的放大效益，未来公司游戏的曝光度和付费频率将显著提升，实现公司泛娱乐资源的提升。

## 5.2 投资 VR 行业，布局游戏新业态

**投资天舍文化和 Archiact，布局 VR 游戏内容制作。**公司先后投资 316.67 万美元和 1000 万元，获得加拿大 VR 游戏内容提供商 Archiact Interactive Ltd.和天舍文化 10%和 15%股权。Archiact Interactive Ltd 是加拿大知名 VR 游戏提供商，与 Oculus，谷歌 VR 开发团队关系密切。自主研发的《Lamper VR: First Flight》、《Lamper VR: Firefly Rescue》、《WaddleHome》等多款全球顶级 VR 游戏内容，多次获得 Google Play 商店、三星 Gear VR Oculus 商店榜首推荐。而天舍文化是国内专注于 VR 游戏开发和社区运营的公司，开发游戏包括《会哭的娃娃》、《VR 沙漠过山车》等。

**布局 VR 游戏，强占游戏行业未来新业态先发优势。**根据海外预测，到 2020 年，VR 游戏用户规模将达到 7000 万，内容软件营收将达 69 亿美金，到 2025 年 VR 游戏用户规模将达 2.16 亿，内容营收将达 116 亿美元，VR 游戏空间巨大。通过投资两家优质的 VR 游戏研发商，公司在 VR 游戏研发上将获得先进的理念和技术，有助于公司把握游戏行业产业升级机会，在 VR 游戏成熟后快速切入市场。

## 6、盈利预测与估值

**首次覆盖给予“买入”评级。**17 年公司在页游业务稳定增长的同时，手游业务将迎来爆发式增长，公司手游旗舰产品《永恒纪元》流水不断创出新高，2017 年首月流水突破 2.5 亿，基于对产品品质和公司运营能力的信心，我们预计该款游戏全年流水有望达到 20 亿，同时公司代理游戏《罗马帝国》等依然保持稳定流水，同时《传奇》IP 手游储备也为公司手游业务提供向上弹性，公司 17 年手游业务利润有望超过页游。**不考虑外延并购**，我们预计公司 16-18 年的归母净利润分别为 10.63 亿、16.08 亿和 18.89 亿元，对应 16-18 年 EPS 为 0.51/0.77/0.91 元，**考虑并购不考虑配套融资情况下**，公司 17-18 年备考归母净利润将为 17.87 亿元和 21.14 亿元，对应全面摊薄 eps 分别为 0.84 元、0.99 元，目前股价（20.49 元/股）对应 17/18 年全面摊薄 PE 分别为 24/21 倍。

游戏板块龙头公司 2017 年 PE 在 30 倍左右，考虑到公司今年页游 IP 储备丰富（西游降魔、传奇、奇迹、海贼王等优质 IP）和在页游行业的龙头领先地位，手游业务利润爆发（《永恒纪元》全年流水有望达 20 亿，手游例如快速释放）以及公司强大运营能力对于游戏生命周期的延长作用，我们给予公司 33 倍 PE 估值，目标市值 531 亿，尚有 28%空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	公司股价 (元/股)		EPS		PE		
		2017/3/2	2016	2017	2018	2016	2017	2018
002174	游族网络	28.88	0.69	1.04	1.35	42	28	21
300418	昆仑万维	21.86	0.55	0.54	0.61	40	40	36
600373	中文传媒	21.23	0.95	1.24	1.52	22	17	14
300113	顺网科技	29.03	0.76	0.99	1.33	38	29	22
002624	完美世界	31.04	0.87	1.17	1.39	36	27	22

资料来源: 申万宏源研究

## 公司利润表

利润表					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	598	4,657	5,246	7,823	9,336
二、营业总成本	541	3,853	4,128	5,908	7,079
其中: 营业成本	343	1,896	2,108	2,901	3,515
营业税金及附加	8	42	26	39	47
销售费用	129	1,459	1,500	2,230	2,661
管理费用	68	422	509	751	896
财务费用	(9)	(14)	(14)	(13)	(40)
资产减值损失	2	48	(2)	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	40	40	40
三、营业利润	58	809	1,158	1,955	2,297
加: 营业外收入	3	127	150	0	0
减: 营业外支出	0	3	0	0	0
四、利润总额	60	933	1,308	1,955	2,297
减: 所得税	2	11	114	172	203
五、净利润	59	922	1,194	1,783	2,094
少数股东损益	20	416	131	175	205
归属于母公司所有者的净利润	38	506	1,063	1,608	1,889
六、基本每股收益	0.25	0.58	0.51	0.77	0.91
全面摊薄每股收益	0.02	0.24	0.51	0.77	0.91

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。