

强烈推荐-A (维持)

游族网络 002174.SZ

目标估值: 32.40-34.56 元

当前股价: 26.55 元

2017 年 05 月 25 日

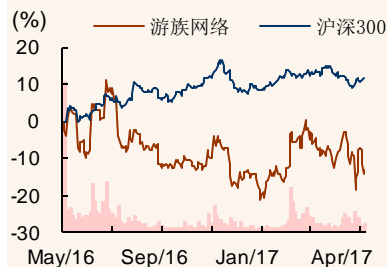
17年游戏产品储备丰富，大IP战略迎来价值释放期

基础数据

上证综指	3064
总股本(万股)	86132
已上市流通股(万股)	85536
总市值(亿元)	229
流通市值(亿元)	227
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	23.4
资产负债率	46.0%
主要股东	林奇
主要股东持股比例	35.13%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-9	-14
相对表现	-5	-7	-26



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《游族网络(002174)——季报业绩同比增长87%，“IP+全球化”战略深入推进》2017-04-25
- 2、《游族网络(002174)——页游巨轮发力手游，大IP+全球化开启新航程》2017-02-08

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

方光照

fangguangzhao@cmschina.com.cn
S1090515090002

研究助理

林起贤
linqixian@cmschina.com.cn

公司以大IP+全球化+大数据为三大战略，本报告聚焦公司的大IP战略，我们认为2017年是公司大IP战略布局业绩释放期，当前股价对应17年PE仅24倍，给予“强烈推荐-A”评级。

- 以影视+游戏为核心的IP管理工程支撑IP开发。公司在IP打造和开发上具有如下特点：(1)以工作室为核心，深耕重点IP游戏。以IP划分工作室，有助于沉淀细分品类的开发运营经验，维持IP续作生命力。(2)擅长打造原创IP。不同于将游戏作为IP变现终点的通常做法，公司通过游戏长线运营打造女神、少年等原创IP。(3)影游联动，放大IP影响力。体外成立游族影业，筹备《三体》项目，与狮门出品电影，联合成立电影基金，与CAA合作等。
- 二三季度多个大IP游戏上线，为业绩持续爆发奠定基础。2017年一季报高速增长主要来自于手游《狂暴之翼》、《少年三国志》及页游《盗墓笔记》等游戏的贡献；二季度，预计大力推广4月上线的《战神三十六计》(SLG页游，原创IP)，6月份上线《射雕英雄传》(页游)，《军师联盟》(剧游联动IP，页游+手游MMORPG)，《女神联盟2》(手游，原创IP)；三季度预计上线《神迹大陆》(MMORPG手游)，《战神三十六计》(手游)、《女神联盟3》(页游)，《猎龙计划》(日本手游)；日漫IP手游《妖精的尾巴》也有望下半年推出。
- 大IP+全球化+大数据三大战略深入推进为公司中长期发展保驾护航。公司手握《三体》《权力的游戏》等多个顶级IP，长期沉淀的研发运营经验为后续重磅IP的开发奠定基础。2016年游族网络海外收入占比已经超过一半，《狂暴之翼》已成为1月份海外流水Top1的APRG手游，其1月份海外流水已超过千万美元，预计其3月份海外流水已接近2000万美元，国内流水达到8000万元。掌淘科技收购完成，大数据业务将助力提升游戏推广运营精准度，以提升游戏业务利润率。
- 盈利预测及投资评级：预计17-19年净利润为9.31/11.23/14.11亿元，当前股价对应的PE仅为25/20/16倍，安全边际明显，维持“强烈推荐-A”的投资评级，给予2017年30-32倍PE，对应目标价区间为32.40-34.56元。
- 风险提示：1、页游和手游行业竞争加剧；2、非公开增发完成时间不确定；3、限售股解禁风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1535	2530	3922	4902	6128
同比增长	82%	65%	55%	25%	25%
营业利润(百万元)	430	528	916	1130	1423
同比增长		23%	73%	23%	26%
净利润(百万元)	516	588	931	1123	1411
同比增长		14%	58%	21%	26%
每股收益(元)	0.60	0.68	1.08	1.30	1.64
PE	44	39	25	20	16
PB	3.5	8.4	6.3	5.1	4.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、丰富 IP 储备+IP 管理工程体系，助力大 IP 战略持续推进	5
1.1 公司拥有丰富的 IP 储备	5
1.2 以影视+游戏为核心的 IP 管理工程支撑 IP 开发	5
(1) 工作室为核心，深耕重点 IP 游戏	5
(2) 擅长打造原创 IP	6
(3) 影游联动，放大 IP 影响力	6
二、IP 游戏储备丰富，迎来价值收获期	8
2.1 2017-2018 年大 IP 游戏项目储备丰富	8
2.2 原创 IP:《女神联盟 2/3》《三十六计 2》接档少年系列与《狂暴之翼》，经典再续	8
(1) 少年系列与《狂暴之翼》成功创造自主手游 IP	8
(2) 女神系列经典延续，持续抢占市场	10
(3)《三十六计 2》页游+手游将推出，有望再造战争策略经典	12
2.3 二次元:《妖精的尾巴》《猎龙计划》接档《刀剑乱舞》	14
(1) 二次元群体预计将成为游戏的下一个金矿	14
(2)《刀剑乱舞》初次试水后，公司将再推出二次元游戏《妖精的尾巴》《猎龙计划》	14
2.4《神迹大陆》有望再书写奇迹类游戏传奇	17
2.5 影游联动 IP:《军师联盟》《权力的游戏》大剧将助力游戏推广，《三体》的综合开发将是长期看点	18
(1) 公司第一个影游联动项目《盗墓笔记》迎来开门红	18
(2) 剧游联动项目《军师联盟》将于 2017 年 Q2 推出	18
(3)《权力的游戏》改编页游/手游有望 2018 年推出	19
(4) 科幻文学 IP《三体》的综合开发将是长期看点	20
三、大 IP+全球化+大数据三大战略深入推进为公司中长期发展保驾护航	21
四、盈利预测及投资评级	22
五、风险因素	22

图表目录

图 1: 游族网络八大工作室	6
图 2: 游族网络 IP 管理工程分解图	7

图 3: 游族网络影游联动阵容.....	7
图 4: 手游《少年三国志》ios 畅销榜排名.....	9
图 5: 手游《少年西游记》ios 畅销榜排名.....	9
图 6: 2017 年 1 月海外 ARPG 畅销排名前 10.....	10
图 7: “女神” IP 系列产品.....	10
图 8: 《女神联盟》页游游戏截图.....	11
图 9: 《女神联盟 2》页游游戏截图.....	11
图 10: 《女神联盟》手游版 AppStore 中国区排名情况.....	12
图 11: 《女神联盟》手游在全球 ios 的最高畅销排名.....	12
图 12: 页游三十六计.....	13
图 13: 《三十六计 2》页游游戏界面.....	13
图 14: 二次元用户规模.....	14
图 15: 月均超过千万的手游题材分布.....	14
图 16: 《刀剑乱舞》手游日本畅销榜排行.....	15
图 17: 《刀剑乱舞》手游中国 ios 畅销榜排行.....	15
图 18: 《妖精的尾巴》.....	16
图 19: 《妖精的尾巴》在百度指数日漫类排名第七.....	16
图 20: 《猎龙计划》手游日本 ios 畅销榜排行.....	17
图 21: 《盗墓笔记》开服趋势.....	18
图 22: 电视剧《军师联盟》海报.....	19
图 23: 《军师联盟》页游界面.....	19
图 24: 乔治·R·马丁经典小说《冰与火之歌》.....	19
图 25: HBO 经典网剧《权力的游戏》收视率不断爬升.....	19
图 26: 《权力的游戏: 七大王国》.....	20
图 27: 刘慈欣科幻巨作《三体》.....	21
图 28: 2016 年第 28 周 (7.4-7.10) 畅销书排行榜 TOP10 (虚构类).....	21
图 29: 游族网络历史 PE Band.....	23
图 30: 游族网络历史 PB Band.....	23
表 1: 游族网络储备的主要 IP.....	5
表 2: 中国 IP 价值 TOP10.....	5

表 3: 公司储备主要游戏产品.....	8
表 4: “女神”系列两款页游对比.....	11
表 5: 2015 年日本漫画销量排名.....	16
表 6: 奇迹类游戏表现.....	17
表 7: 《军师联盟》播出信息.....	19
表 8: 《三体》IP 开发进度.....	21
附: 财务预测表.....	24

一、丰富 IP 储备+IP 管理工程体系，助力大 IP 战略持续推进

1.1 公司拥有丰富的 IP 储备

公司 2013 年开始，就将 IP 作为核心战略。

目前拥有丰富的 IP 储备。一方面，通过对自主研发游戏的长期运营与系列续作的开发，形成了女神系列、少年系列等原创 IP。另一方面除原创 IP 外，公司积极储备外部大 IP，包括顶级文学 IP《盗墓笔记》和《三体》、电视剧 IP《权力的游戏》等。清华大学《传媒蓝皮书》课题组编撰的《2016 年中国 IP 产业报告》“中国超级 IP-TOP100 影响力榜单”中，《盗墓笔记》、《三体》分别排名第 2，第 9 名。

表 1: 游族网络储备的主要 IP

IP 名称	拥有版权	IP 简介
三体	游戏及影视剧改编权	中国长篇科幻小说，获得雨果奖
盗墓笔记	页游改编权	南派三叔代表作
刀剑乱舞	国内游戏运营权	日本高人气乙女向二次元游戏
女神联盟	全版权	公司自主 IP，在海外获得热烈反响
少年系列	全版权	公司自主 IP，游戏《少年西游记》《少年三国志》表现不俗
三十六计	全版权	公司自主页游 IP，公司第一款策略游戏
权力的游戏	页游改编权	美国 HBO 高人气电视剧，全球粉丝过亿
军师联盟	游戏改编权	影游联动项目，电视剧开发 5 年，投入 4 亿

资料来源：互联网资料、招商证券

表 2: 中国 IP 价值 TOP10

IP	作者	原著类型	题材	总分
19 天	Old 先	漫画	青春校园	103.90
盗墓笔记	南派三叔	小说	恐怖冒险	80.05
西游记	吴承恩	小说	仙侠神话	72.87
斗破苍穹	天蚕土豆	小说	玄幻奇幻	71.08
尸兄	七度鱼	漫画	恐怖冒险	51.76
一条狗	使徒子	漫画	玄幻奇幻	51.31
凡人修仙传	忘语	小说	仙侠深化	50.26
橙红年代	骁骑校	小说	青春爱情	47.38
三体	刘慈欣	小说	科幻	45.94
SCI 迷案集	耳雅	小说	悬疑推理	44.97

资料来源：互联网资料、招商证券

1.2 以影视+游戏为核心的 IP 管理工程支撑 IP 开发

(1) 工作室为核心，深耕重点 IP 游戏

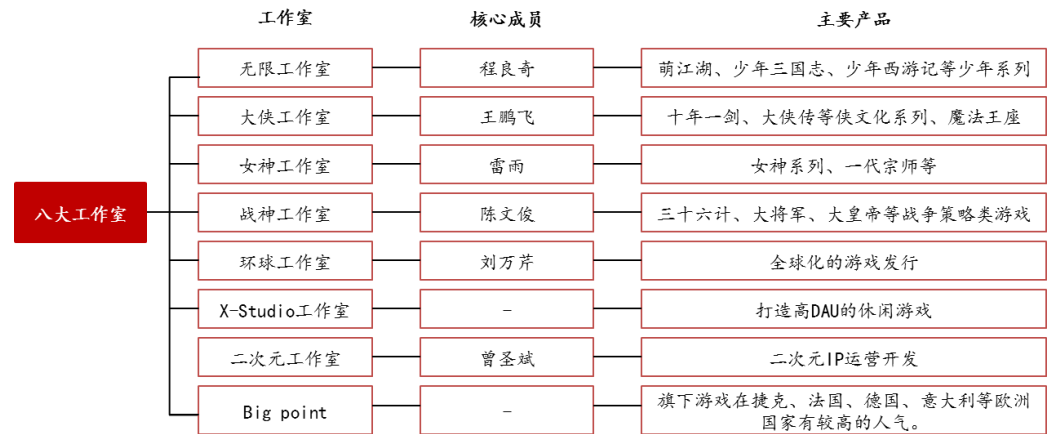
公司以工作室为中心，聚焦重点细分领域和重点 IP 系列。

目前，公司旗下的八大工作室各自负责不同的板块：老牌工作室包括以女神系列 IP 闻

名的女神工作室；以《三十六计》等战略策略类游戏知名的战神工作室；专注开发少年系列的“少年”系列；擅长侠文化题材的大侠工作室；今年还成立了三个新的工作室。环球工作室主攻海外发行，这个团队此前曾建立新的新媒体广告制作体系，实现低于原价格 10% 的超低成本，制作真人短片和 CG 视频，并在海外发行过程中提升了至少 30% 的流量；此外，还有聚焦二次元、休闲游戏的细分工作室；并通过收购获得了在欧洲有较高市占率的 Big point。

以 IP 系列和细分领域搭建组织架构的好处在于：1) 熟悉细分玩家群体的需求，沉淀特定题材与细分类型游戏的开发、运营经验，维持 IP 续作的生命力，加深公司的竞争壁垒。2) 扁平化管理团队，适应互联网行业的敏捷性开发流程，避免大公司病。公司过往 4 个工作室，产能大概保持在每年 4-6 款精品游戏。随着新建四个工作室，公司产能进一步扩容。

图 1：游族网络八大工作室



资料来源：互联网，招商证券

(2) 擅长打造原创 IP

不同于一般的游戏公司，将游戏当作 IP 价值的终点，游族网络擅长打造系列 IP，延展游戏 IP 的生命周期。公司目前在游戏上已经形成的原创 IP 包括：“女神”系列 IP（《女神联盟 1》、《女神联盟 2》等）、“少年”系列（《少年西游记》、《少年三国志》等）、三十六计、大将军、大皇帝战争策略等 IP。

而公司打造原创 IP 的一个常用方式是页游+手游双端开发的模式。《女神联盟》、《大皇帝》上均采用了这种模式，《刀剑乱舞》《军师联盟》也会复制这一模式，从而放大 IP 影响力。

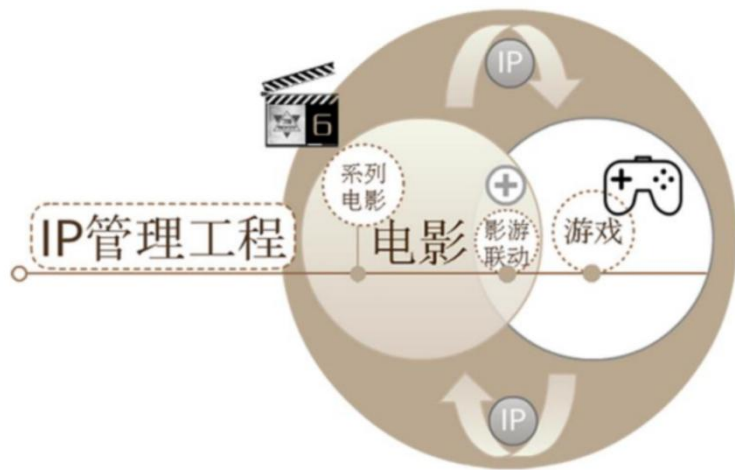
当前游戏行业 IP 价格水涨船高，原创 IP 的能力和现有顶级 IP 的运营能力将至关重要。

(3) 影游联动，放大 IP 影响力

2015 年，公司提出“IP 管理工程”概念，此在打造大 IP 并形成 IP 集群。“IP 管理工程”具体表现为三种形态：第一个是变现能力最强的游戏主营业务；第二个是影游联动，是游族独创的商业模式，这个模式能对整个 IP 的框架、IP 的故事、IP 的创造价值产生系统性的影响；第三个是系列电影，需要向好莱坞成熟的电影工业体系借鉴经验。

围绕影游联动，公司在 IP 运营领域的布局层层加码。游戏领域，在几大工作室与系列原创 IP 基础上，邀请索尼公司第六代总裁出井伸之担任游族首席顾问。影视领域，2014 年，体外成立游族影业并邀请作家狗二孔担任总裁（后改任执行董事）、大导演高群书担任首席内容官，好莱坞制片人韩薇担任游族影业美国公司总裁。此外，联合 Bliss Media 成立基金 YooZoo Bliss Film Fund，与狮门影业共同出品《血战钢锯岭》《龙凤劫》等影片，通过该基金游族影业能同好莱坞 IP 产业链上游的 CAA 经纪公司（全球最大艺人经纪公司）形成利益共同体，进而影响相关好莱坞电影的主创人员配置，直接切入好莱坞电影工业核心。

图 2: 游族网络 IP 管理工程分解图



资料来源: Donews, 招商证券

图 3: 游族网络影游联动阵容



资料来源: Donews, 招商证券

二、IP 游戏储备丰富，迎来价值收获期

2.1 2017-2018 年大 IP 游戏项目储备丰富

2017 年是公司大 IP 战略重要的一年。在公司目前储备的游戏产品中，基本都来源于高人气 IP，除了自有 IP 的续系，还有影游联 IP 项目。2017 年一季报高增长主要来自于手游《狂暴之翼》、《少年三国志》及页游《盗墓笔记》等游戏的贡献；二季度，预计公司将大力推广 4 月上线的《战神三十六计》（SLG 页游，原创 IP），6 月份预计上线《射雕英雄传》（页游），《军师联盟》（剧游联动 IP，页游+手游 MMOARPG），《女神联盟 2》（手游，原创 IP）；三季度预计上线《神迹大陆》（MMOARPG 手游），《战神三十六计》（手游）、《女神联盟 3》（页游），《猎龙计划》（日本 RPG 手游）；日漫 IP 手游《妖精的尾巴》也有望下半年推出。《权力的游戏》页游及手游有望 2018 年上线，还有《三体》这一顶级 IP 储备，为 17-18 年整体利润形成强有力的支撑。

表 3: 公司储备主要游戏产品

游戏名称	游戏类型	进度	上线时间	参与发式
三十六计 2	SLG 页游	页游 4 月底不删档测试	2017Q2	自主研发
神迹大陆	MMOARPG 手游	-	2017Q3	自主研发
妖精的尾巴	RPG 手游	-	2017 年下半年	授权开发，并与 360 联合发行
军师联盟	MMOARPG 手游+页游	页游 5 月不删档测试	2017 年 6 月	自主研发，并与剧方一起发行
女神联盟 2	RPG 手游	-	2017 年 6 月	自主研发
女神联盟 3	RPG 页游	-	2017Q3	自主研发
三十六计 2	SLG 手游	-	2017Q3	自主研发
猎龙计划	RPG 手游	-	2017Q3	国内代理
权力的游戏	MMORPG 页游/手游	-	2018 年	自主研发（页游由 Big point 研发）

资料来源：互联网资料、招商证券

2.2 原创 IP：《女神联盟 2/3》《三十六计 2》接档少年系列与《狂暴之翼》，经典再续

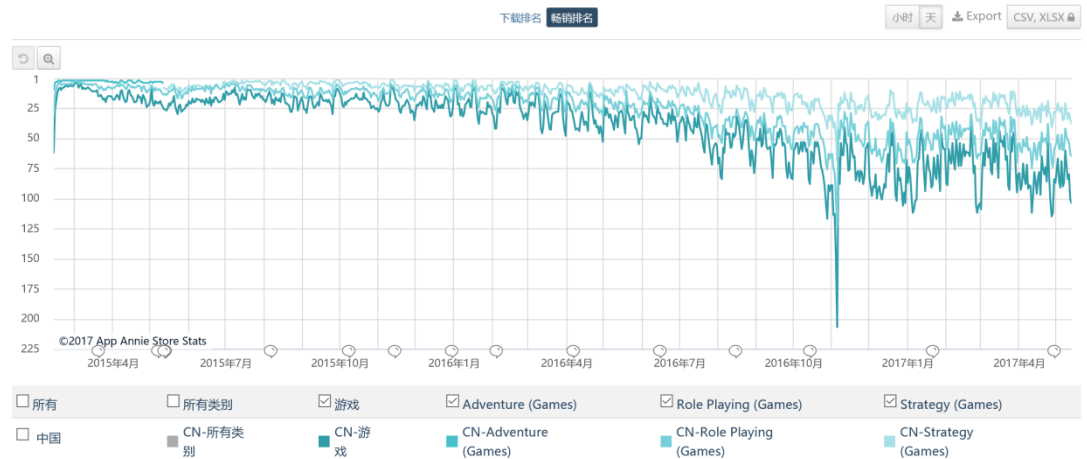
（1）少年系列与《狂暴之翼》成功创造自主手游 IP

公司此前成功打造了自主 IP：

- 1) 自主打造少年系列：《少年三国志》2015 年 2 月上线，单月最高营收达 1.6 亿元，流水稳定在亿元。2015 年 2-4 月游族网络凭借《少年三国志》曾经连续三个月位列中国 iOS 手游厂商收入排行榜前十名。《少年西游记》是西游题材立体卡牌手机游戏，于 2016 年 7 月上线，公测 7 日流水就超过 5000 万元。
- 2) 自主打造全球爆款《狂暴之翼》：由青果灵动研发、游族网络发行的《Legacy of

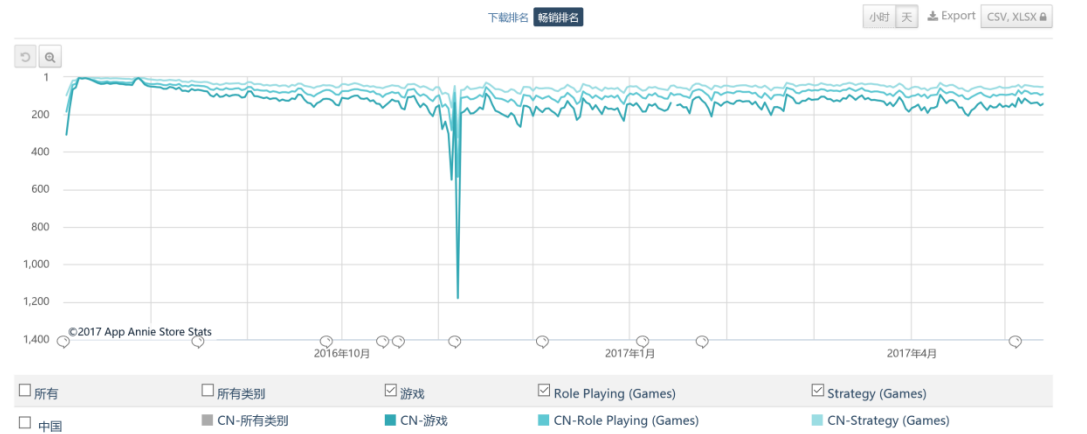
Discord - Furious Wings》(中文版本为《狂暴之翼》，简称 LOD) 2016 年 11 月 11 日在全球发行；2017 年 1 月，德语、法语、西班牙语、葡萄牙语、俄语等六语版本在对应市场上线推广；2 月 24 日，这款游戏推出土耳其语、意大利语、波兰语等不同语言版本，LOD 已经在 150 个国家和地区上线。在 2017 年 1 月成为全球海外市场收入最高的 ARPG 手游。而在海外收入排名前十的 ARPG 产品中，LOD 上线仅两个月(2016 年 11 月上线)，收入增长迅速，是 16-17 年全球手游中的最大黑马。

图 4: 手游《少年三国志》ios 畅销榜排名



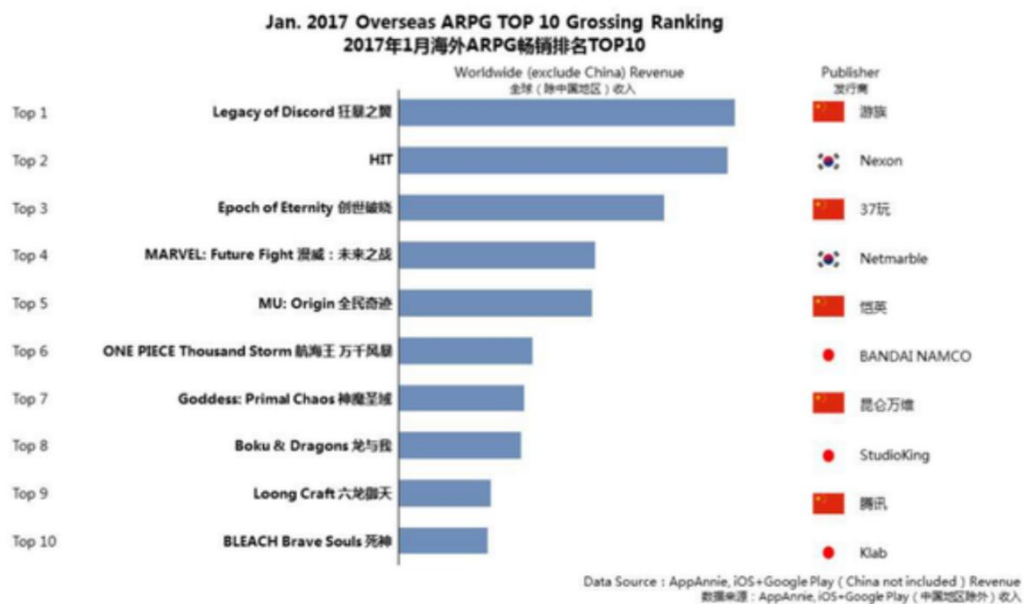
资料来源: App Annie, 招商证券

图 5: 手游《少年西游记》ios 畅销榜排名



资料来源: App Annie, 招商证券

图 6: 2017 年 1 月海外 ARPG 畅销排名前 10



资料来源: App Annie, 招商证券

(2) 女神系列经典延续, 持续抢占市场

游族网络拥有自研经典“女神”IP, 目前已开发 2 款现象级页游、1 款爆款手游。产品线延伸的同时, 不断升级每一款产品的品质, 游族网络通过对“女神”系列游戏的差异化玩法及定位, 提升文化内核, 以优质的多元娱乐体验凝聚“女神”系列粉丝, 赢得更广阔的市场份额, 最大限度挖掘“女神”IP 的价值。

图 7: “女神” IP 系列产品



资料来源: 公司网站, 招商证券

● 精品魔幻页游《女神联盟》开创经典 IP, 《女神联盟 2》再次延续强势势头

2013 年游族网络推出的首款西方神话题材 2.5D 网页游戏《女神联盟》是“女神”系列的开山之作, 定位为全球发行的精品页游, 由游族自主研发打造。目前, 《女神联盟》

已经成功发行至全球 150 多个国家和地区，有近 20 个语言版本正式上线、与 1000 多家海外运营商展开合作，在全球范围内拥有 2 亿用户。据统计，《女神联盟》在国内的月流水已超过 8000 万，海外流水已超过 3000 万，合计月流水已过亿，全球市场月流水峰值达到 1.5 亿，被评为“Facebook2014 年年度最佳新游戏”，获评 2015 年度中国游戏产业年会最受海外欢迎游戏，并蝉联国内“年度十大最受欢迎页游”。

图 8:《女神联盟》页游游戏截图



资料来源：游戏官网、招商证券

图 9:《女神联盟 2》页游游戏截图



资料来源：游戏官网、招商证券

作为女神联盟系列的续作，2015 年推出的《女神联盟 2》页游全面升级 3D 引擎，打造顶级回合之作。除了继承前作的玩法外，还参考了时下流行的热门端游、手游产品的玩法，创新设置多种特色副本，极大提升了游戏的趣味性。制作团队还邀请到参与制作“Legend of the Cryptids”、“万智牌”、“魔兽卡牌”等国际知名大作的五位国际顶级画师，亲自操刀设计游戏海报，《联盟 2》的美术质量已超过前作《女神联盟》，挑战页游产品的最高画质。《女神联盟 2》以优秀的游戏品质和游戏体验获得海内外玩家的认可，2016 年获年度十大人气 PC 游戏奖，并被 Facebook 评为“2016 年度最佳网页游戏”。

表 4:“女神”系列两款页游对比

	女神联盟 (2013)	女神联盟 II (2015)
类型	2.5D 回合制魔幻 RPG 页游	3D 回合制魔幻 RPG 页游
开服数	9251 组	2677 组
角色设定	27 位女神; 39 位英雄	6 位女神; 3 个阵营
特色系统	坐骑系统、装备系统、公会系统、庄园系统、宝石迷阵、龙魂系统、图腾系统、无尽之塔、宝石刻印、盟约系统、炼金大师、宝物拍卖、龙魂合成	英雄系统、圣物系统、装备系统、坐骑系统、时装系统、队伍系统、公会系统
特色副本	-	地宫副本、深渊、精英副本、竞技场、英雄试炼、主线副本、争霸赛

资料来源：Oricon 漫画销量年榜、招商证券

● 强推《女神联盟》系列手游

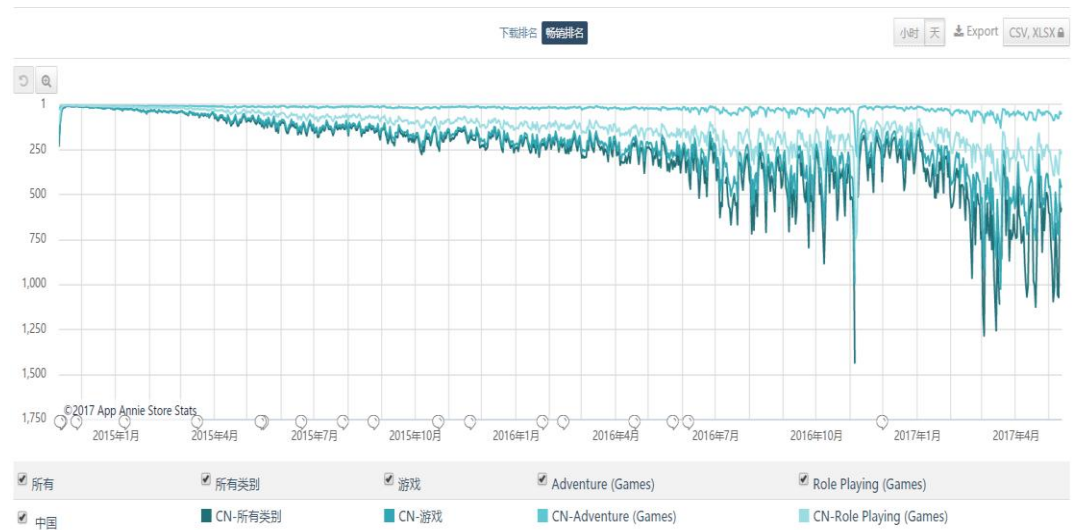
2014 年，游族网络贯彻“大 IP”战略，引领市场趋势，在《女神联盟》页游基础上打造《女神联盟》手游，充分利用“女神”IP 优势继续将其系列化。

《女神联盟》手游吸取 RPG、卡牌、动作三种游戏类型的精髓，利用行业最新“情绪动画”技术，打造拟人化的人物表现和丰富的竞技策略玩法，同时加入电竞类游戏最经典的“Ban Pick”选人模式，以强调战斗阵形和手控操作为游戏的突出特色，拥有高于

同类游戏的打击感与技能特效。获得 2014 年金苹果最受欢迎游戏、2014 金翎奖玩家最期待移动网游、美国权威媒体 IGN 期待手游第一、2014 互联网风云榜最受欢迎手游等奖项。

手游公测首日总流水 160 万、DAU91 万，首周便取得总流水高达 1500 万、7 日留存 35% 的成绩，更在大陆和台湾月流水冲刺亿元，一度杀入中国区 AppStore 免费游戏榜前三、畅销榜前四。目前《女神联盟》手游已在超过 100 个国家发行，并在美德英法等国 AppStore 以及 GooglePlay 榜单排在前列。

图 10: 《女神联盟》手游版 AppStore 中国区排名情况



资料来源: App Annie, 招商证券

图 11: 《女神联盟》手游在全球 ios 的最高畅销排名

	所有类别	游戏	Adventure (Games)	Role Playing (Games)
国家的# 一排名达1	1	1	8	5
国家的# 一排名达5	5	6	21	14
国家的# 一排名达10	7	9	23	22
国家的# 一排名达100	23	26	32	34
国家的# 一排名达500	30	33	48	48
国家的# 一排名达1000	31	42	49	49

资料来源: App Annie, 招商证券

在公司“影游联动”的策略下，预计《女神联盟 2》的手游将在 2017 年第二季度随电影《神奇女侠》推出。凭着“女神”IP 的品牌影响力、过硬的游戏品质、游戏体验和粉丝效应，配合游族网络围绕用户的精细化运营策略，与各大渠道的强力支持，作为“女神”系列的第四款产品的《女神联盟 2》手游的表现非常值得期待。

2017 年三季度，公司还将推出《女神联盟 3》页游。

(3) 《三十六计 2》页游+手游将推出，有望再造战争策略经典

《三十六计》IP 生命力较为持久: 2009 年 9 月游族网络首款战争策略产品《三十六计》

正式上线；获“2009 年度最佳战争策略网页游戏金页奖”。2010 年 3 月《三十六计》大获成功，中国区累计开服数突破 300 组；2010 年 6 月游族网络《三十六计》输出到港澳台、新马菲等地区。2010 年 10 月荣膺“2010 年玩家最喜爱的十大 EBGAME 金翎奖”、“2010 年年度十佳网页游戏”等荣誉。2011 年 1 月游族网络《十年一剑》、《三十六计》获 2010 年页游龙虎榜三项大奖。2011 年 6 月游族网络《三十六计》《十年一剑》中国区开服数双双突破 500 组。《三十六计》于 2009 年 9 月上线，截至 2013 年 9 月 30 日，《三十六计》已运营四年，累计充值金额超过 7,400 万元。

公司擅长战争策略类游戏：公司此前曾开发《大皇帝》、《大将军》等战争策略类游戏，在这一领域有较丰富的研发运营经验。

《三十六计 2》页游于 17 年 4 月 27 日开启不删档测试。第三季度，公司还将推出手游《战神三十六计》。

图 12: 页游三十六计



资料来源：互联网，招商证券

图 13: 《三十六计 2》页游游戏界面



资料来源：互联网，招商证券

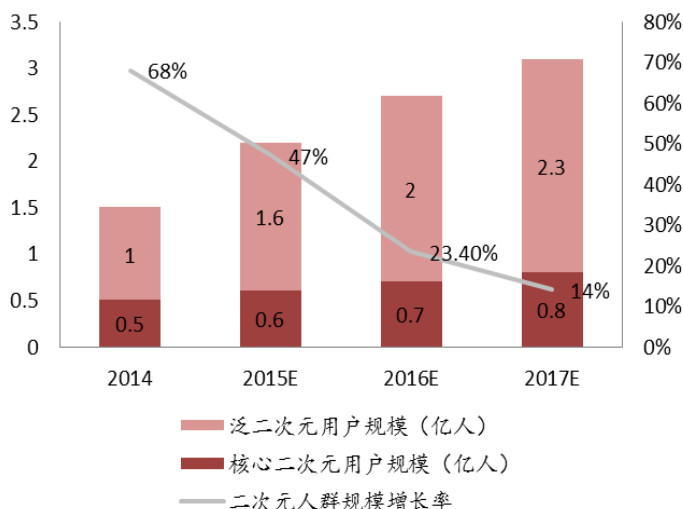
2.3 二次元：《妖精的尾巴》《猎龙计划》接档《刀剑乱舞》

(1) 二次元群体预计将成为游戏的下一个金矿

根据艾瑞咨询的统计,核心二次元用户预计 8000 万,泛二次元群体预计用户达 2.3 亿,而二次元用户在游戏上有非常好的付费习惯,二次元用户游戏付费率达到 75%。随着更多贴近核心人群的二次元游戏产品推出,二次元用户/游戏用户的转化率有望进一步提升,创造增量市场。据《2016 年中国游戏产业报告》数据,在 2016 年月均充值额人民币超过 1000 万元的移动游戏中,玄幻题材游戏市场收入份额较大,占比 32.3%,其次为西游、三国题材,日漫题材产品收入份额稳步提升,占比 13.7%。

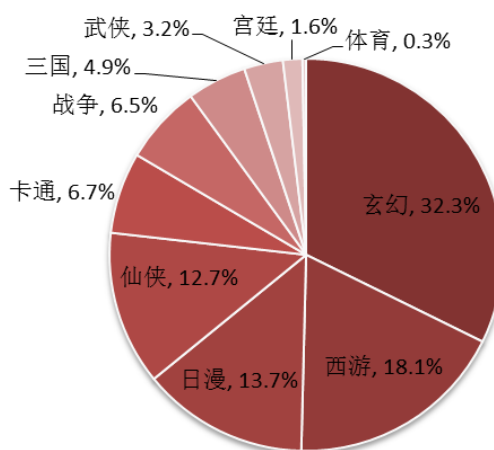
2016 年二次元产品中,有三款代表性的产品网易《阴阳师》、B 站独代的《FGO》和米哈游的《崩坏 3》,他们的成绩证明了优秀的二次元游戏能获得的商业价值。《阴阳师》月流水峰值高达 10 亿元,《FGO》2016 年在 App Annie 手游全球收入排行榜排名第十。中国 ios 畅销榜一度取得第二名的成绩,后稳定在 100 名左右。《崩坏 3》多次进入畅销前十名、月流水过亿。

图 14: 二次元用户规模



资料来源: 艾瑞, 招商证券

图 15: 月均超过千万的手游题材分布



资料来源: 伽马数据, 招商证券

(2) 《刀剑乱舞》初次试水后, 公司将再推出二次元游戏《妖精的尾巴》《猎龙计划》

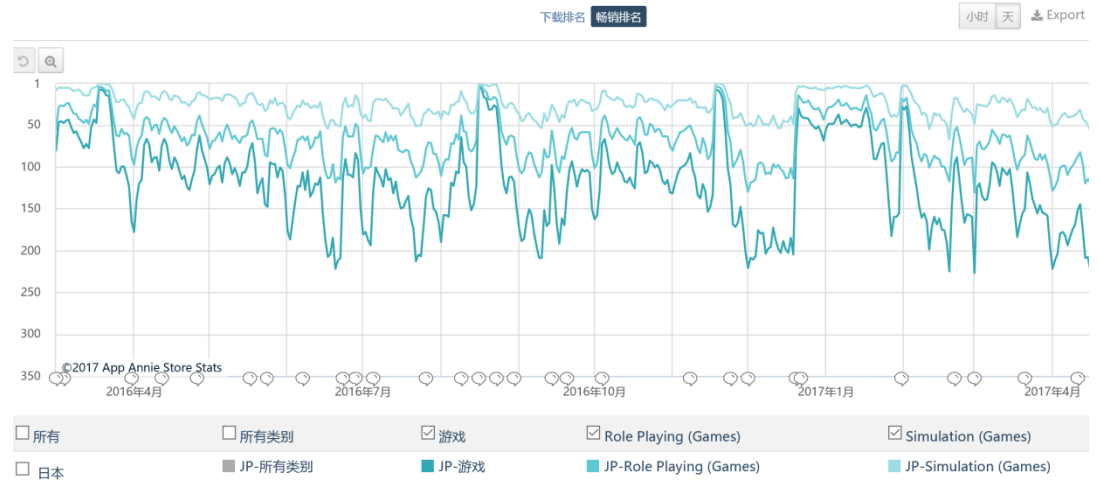
游族网络在二次元游戏的布局包括: 在国内, 扶持和连接国内二次元产业链上优秀的二次元内容创作团队、二次元游戏开发团队以及产业链条上的其他团队, 推出二次元精品游戏, 引爆国内二次元市场; 在日本成立分公司, 加入或发起 IP 委员会, 同时发挥国内在游戏开发上的优势以及日本在原创 IP 上的优势, 通过连接原创二次元 IP 资源, 以打造爆款游戏。

代理《刀剑乱舞》是公司试水二次元的第一站。日本原作《刀剑乱舞-ONLINE》由 DMM Games 制作发行的即时策略类游戏, 2016 年 3 月-5 月在日本畅销榜曾经在稳定在前 50 名, 带动 DMM GAMES 的注册会员人数暴涨 600 万。中国版本也同样预计将采用页游+手游的形式公测, 有望成功打造公司的代理品牌。当然其意义远不止于此, 公

司通过代理运营日方的游戏原创 IP，将逐步开始摆脱买入 IP 变现的循环，学会自己通过社区打造二次元 IP，完成自我开发 IP、扩大 IP、运营 IP 和回收 IP 的商业闭环。

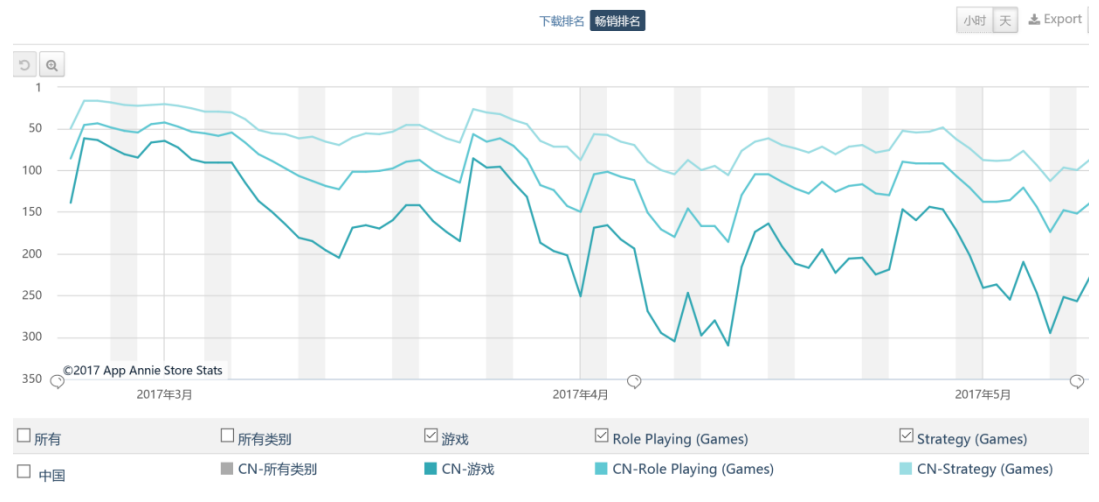
游族网络负责其在中国本地化开发及发行的刀剑养成模拟游戏。页游和 ios 安卓三端于 2 月 28 日公测。手游上线后峰值在畅销榜第 62 位。作为一款乙女向的游戏，《刀剑乱舞》题材相对小众，目前成绩尚难言爆款，但对于公司而言，能够积累二次元游戏这一细分品类的本地化与运营经验。

图 16: 《刀剑乱舞》手游日本畅销榜排行



资料来源：互联网，招商证券

图 17: 《刀剑乱舞》手游中国 ios 畅销榜排行

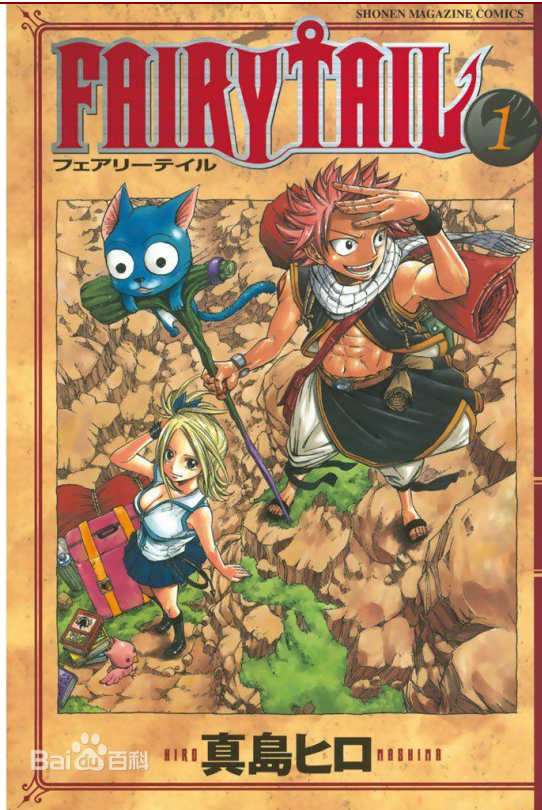


资料来源：互联网，招商证券

公司还将推出大热动漫游戏《妖精的尾巴》。《妖精的尾巴》为真岛浩创作的长篇魔法题材少年漫画，在少年杂志上已经连载 10 年，巅峰时期曾连续两年位居日本年度漫画畅销排行榜前四，2015 年《妖精的尾巴》销量为 347 万册，排行 15。《妖精的尾巴》在中国同样具有高人气。截止目前，漫画在腾讯动漫平台人气为 2.9 亿，收藏数为 167990。其动画版本在搜狐视频平台点播量已超过 24.8 亿次（更新至 277 集）；在百度指数日漫类排名第七。游族网络将在 2017 年下半年推出《妖精的尾巴》手游，在《刀剑乱舞》

研发运营经验基础上,《妖精的尾巴》预计会有更出色的表现。

图 18:《妖精的尾巴》



资料来源: 百度, 招商证券

图 19:《妖精的尾巴》在百度指数日漫类排名第七

排名	关键词	相关链接	搜索指数
1	航海王	简介 图片 贴吧	93940
2	火影忍者	简介 图片 贴吧	52134
3	进击的巨人	简介 图片 贴吧	39169
4	一拳超人	简介 图片 贴吧	32289
5	我的英雄学院	简介 图片 贴吧	18295
6	名侦探柯南	简介 图片 贴吧	17730
7	妖精的尾巴	简介 图片 贴吧	17660
8	东京食尸鬼	简介 图片 贴吧	16737

资料来源: 伽马数据, 招商证券

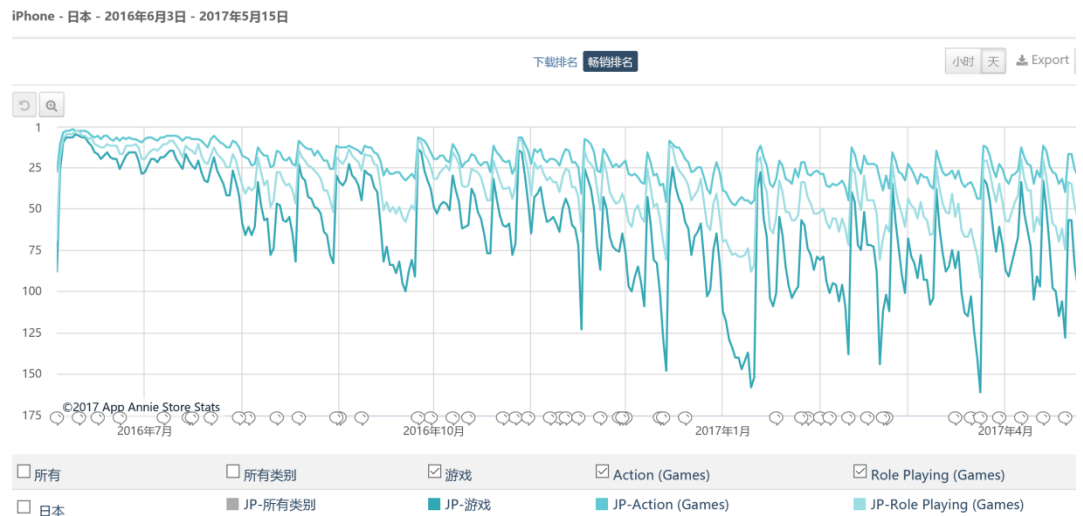
表 5: 2015 年日本漫画销量排名

排名	作品中中文名	日本销量 (万册)
1	海贼王	1410
2	七原罪	1030
3	进击的巨人	878
4	暗杀教室	861
5	王者天下	857
6	排球!!	653
7	食戟之灵	432
8	火星异种	419
9	监狱学园	406
10	东京喰种	376
11	一拳超人	369
12	青春之旅	364
13	东京喰种: re	358
14	火影忍者	350
15	妖精的尾巴	347
16	飏速宅男	336
17	伪恋	320
18	钻石王牌	294
19	终结的炽天使	285
20	魔笛	282

资料来源: Oricon 漫画销量年榜, 招商证券

三季度公司将独家代理日本 RPG 手游《猎龙计划》。《猎龙 Project》是让玩家可以在广大的地图上与伙伴协力打怪的动作型手机 RPG，与《白猫 Project》《战斗女子学园》同样采用独家的 Punicon 单指操作介面。游戏的主要流程就是与伙伴互相沟通、战斗，击败巨大的怪兽，强化自己的装备后挑战更强大的敌人。《猎龙计划》是曾经推出过《黑猫与魔法使》，《白猫计划》等多款人气手游的日本手游开发商 COLOPL 于三月份公布的一款全新手游，实际于 6 月 3 日正式登陆手机平台，之后短短三天时间便冲进日本 App Store 畅销榜前 10，现仍基本保持在 75 名内。游族网络获得了《猎龙计划》中国区的独家代理权，有利于丰富公司游戏品类，进一步沉淀二次游戏运营经验。

图 20: 《猎龙计划》手游日本 ios 畅销榜排行



资料来源: App Annie, 招商证券

2.4 《神迹大陆》有望再书写奇迹类游戏传奇

《神迹大陆》沿袭了韩国网禅公司经典端游《奇迹世界》的经典玩法。奇迹类游戏在中国有相当大的影响力，恺英网络代理的手游《全民奇迹》截止到 2016 年底总流水突破 62 亿。而三七互娱由奇迹改编的页游《大天使之剑》14-16 年游戏流水分别为超过 9 亿/接近 10 亿/超过 7 亿，运营三年，目前单月流水仍然接近 5000 万元。《神迹大陆》也有望获得有较好的流水表现。

表 6: 奇迹类游戏表现

游戏	研发	运营	推出时间	表现
全民奇迹 (手游)	天马行空	恺英网络	2014.12	截至到 2016 年底，总流水破 62 亿。
大天使之剑 (页游)	三七互娱	三七互娱	2014.6	创造了上线 60 天流水 3.2 亿的记录。14-16 年游戏流水分别为超过 9 亿/接近 10 亿/超过 7 亿，位列页游市场第 2、第 3 和第 5 的位置，目前单月流水仍然接近 5000 万元

资料来源: 互联网资料, 招商证券

2.5 影游联动 IP：《军师联盟》《权力的游戏》大剧将助力游戏推广，《三体》的综合开发将是长期看点

(1) 公司第一个影游联动项目《盗墓笔记》迎来开门红

页游在 2016 年 8 月 5 日电影《盗墓笔记》上映当天同步上线，原著作者南派三叔亲自参与《盗墓笔记》研发过程，并在内容上对《盗墓笔记》页游研发团队进行指导。根据 9K9K 的数据，上线后单日开服数峰值为 84，17 年之前保持在每日 50 组以上。《盗墓笔记》峰值流水过亿，17 年 Q1 平均单月流水 8000 万左右。

图 21:《盗墓笔记》开服趋势



资料来源：互联网，招商证券

(2) 剧游联动项目《军师联盟》将于 2017 年 Q2 推出

电视剧《军师联盟》由盟将威、华利文化传媒、北京多美数字娱乐等公司制作，吴秀波和刘涛、张钧甯担任主演，以三国时期“魏国”为故事大本营，通过对权谋与情感的描述，抒写魏国大军师司马懿如履薄冰、机智传奇、谋冠天下的一生传记。电视剧投资 4 亿、磨砺五年，将在 2017 年上半年登陆江苏卫视和优酷平台。

《军师联盟》游戏将和电视剧同步推出。游戏产品由青果灵动研发，游族网络与《军师联盟》电视剧联合发行 3D-MMOARPG 游戏，植入电视剧情，配合青果自研 fancy 3D 引擎，打造流畅炫酷的视觉体验。游族网络在三国和策略题材上有着大量精品游戏的研发运营经验积累，有望借助电视剧热度成功再造“影游联动”经典案例。《军师联盟》页游官网封测 5 月 11 日 11 点正式开启。

图 22: 电视剧《军师联盟》海报



资料来源: 互联网, 招商证券

图 23: 《军师联盟》页游界面



资料来源: 游族网络, 招商证券

表 7: 《军师联盟》播出信息

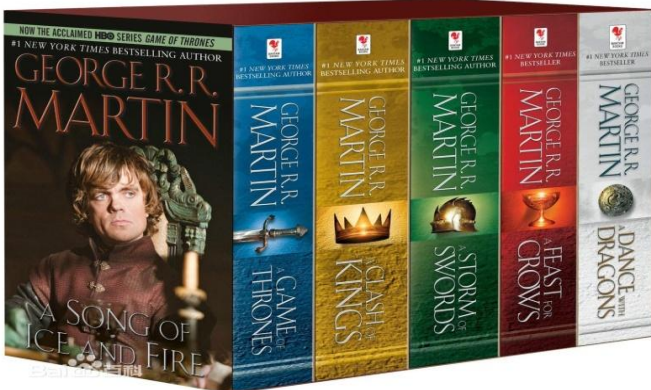
影视 IP	制作出品方	播出平台	开播时间	主创团队	总投资
军师联盟	盟将威、华利文化传媒、霍尔果斯不二文化传媒、北京多美数字娱乐	江苏卫视 优酷视频 独播	2017 年 6 月 1 日	导演: 张永新 主演: 吴秀波, 刘涛, 张钧甯	4 亿

资料来源: 互联网资料, 招商证券

(3) 《权力的游戏》改编页游/手游有望 2018 年推出

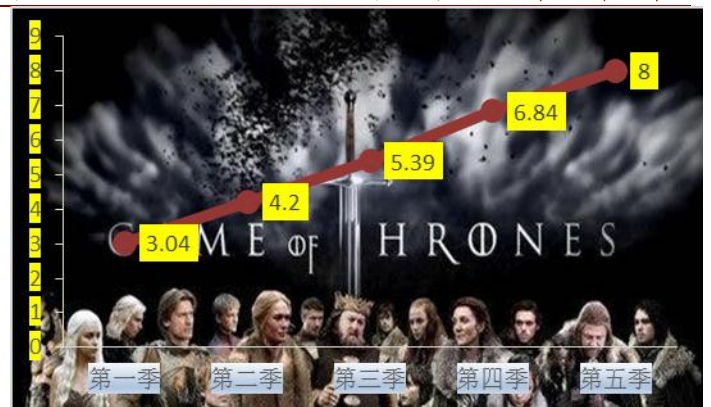
《权力的游戏》是美国 HBO 电视网制作推出的一部中世纪史诗奇幻题材的电视剧, 该剧改编自美国作家乔治·R·R·马丁的奇幻小说《冰与火之歌》系列。2015 年 9 月, 第 67 届艾美奖中《权力的游戏》破纪录斩获 12 项大奖, 包揽了最佳剧情、导演、编剧、男配等大奖, 收视更是屡创佳绩。

图 24: 乔治·R·马丁经典小说《冰与火之歌》



资料来源: 百度, 招商证券

图 25: HBO 经典网剧《权力的游戏》收视率不断攀升



资料来源: 百度, 招商证券

2016 年 3 月, 公司全资子公司 YOUSU GmbH 以约 8000 万欧元的对价于收购德国游戏研发商 BigPoint 100% 股权。BigPoint 有着强劲的研发实力、多年的游戏发行平台以及丰富的 IP 资源和开发运营经验的研运一体型游戏公司, 特别是在欧洲本地有着比较

强悍的资源能力。截至 2015 年 12 月, Bigpoint 有收入产生的游戏共约 60 款。在地域分布上, 目前 Bigpoint 旗下游戏发行已覆盖 200 多个国家, 提供 25 种语言版本, 连接 1500 个国际性的社交平台, 在捷克、法国、德国、匈牙利、意大利、波兰、土耳其等国家拥有很高的市场渗透率。再看其贡献主要收入的四款主要的页游 Farmerama、DarkOrbit、Drakensang Online 和 Seaflight, 在捷克、匈牙利、波兰等中欧、东欧地区市场渗透率达到 75% 以上, 在法国、德国、土耳其等地区的市场渗透率也都在 25% 以上。旗下页游《黑暗轨迹》(DarkOrbit) 注册用户达 8255 万, 《海战英豪》(Seaflight) 注册用户达 4255 万, 《龙歌 OL》(Drakensang Online) 注册用户达 3277 万。公司预计 BigPoint 2016-2018 年净利将分别达到 889/1372/2778 万欧元。收购完成后, BigPoint 将打造基于顶级 IP 《权力的游戏》页游等相关游戏, 这将成为公司 2018 年的重点作品之一。

Bigpoint 《权力的游戏》页游定名为《权力的游戏:七大王国》, 游戏的背景将设置维斯特洛七个王国, 国王罗伯特·拜拉席恩死亡后的战乱。游戏机制鼓励玩家形成联盟, 在 PVP, 攻城战斗, 政治竞争, 以控制维斯特洛土地。此次全球化顶级 IP 的运营, 有利于公司进一步拓宽精品游戏在全球市场的渗透率。

此外, 游族网络还获得了《权力的游戏》手游改编权, 改编手游将于 2018 年推出。

图 26: 《权力的游戏: 七大王国》



资料来源: 互联网, 招商证券

(4) 科幻文学 IP 《三体》的综合开发将是长期看点

《三体》由《三体》(2006 年 5 月起在《科幻世界》杂志上连载)、《三体 II·黑暗森林》(2008 年 5 月首次出版)、《三体 III·死神永生》(2010 年 11 月出版) 组成。作品讲述了地球人类文明和三体文明的信息交流、生死搏杀及两个文明在宇宙中的兴衰历程。《三体》2016 年第 28 周位列虚构类畅销书排行榜第二, 目前是国产第一科幻 IP。作者刘慈欣凭借此获得雨果奖, 荣登亚洲科幻文学第一人宝座。

《三体》有望在 2017 年或 2018 年接连推出电影(与光线传媒合作)、电视剧(与慈文传媒、企鹅影业合作)等, 游族网络计划配合影视上映的黄金时段推出多个网页游戏。市场有望再度迎来一款“小说+影+剧+游”联动的作品。除了电影、游戏计划外, 《三体》

的网剧、动画、话剧、周边等一系列产品也将会有开发计划。

图 27: 刘慈欣科幻巨作《三体》



资料来源: 互联网, 招商证券

图 28: 2016 年第 28 周 (7. 4-7. 10) 畅销书排行榜 TOP10 (虚构类)

排名	ISBN	书名	出版社	作者	定价
1	9787544270878	解忧杂货店	南海出版公司	东野圭吾	39.5
2	9787536692930	三体	重庆出版社	刘慈欣	23
3	9787544246279	骆驼祥子	南海出版公司	老舍	25
4	9787208061644	追风筝的人	上海人民出版社	卡勒德·胡赛尼	29
5	9787544258609	白夜行	南海出版公司	东野圭吾	39.5
6	9787550013247	摆渡人	百花洲文艺出版社有限责任公司	克莱儿·麦克福尔	36
7	9787536693968	三体II-黑暗森林	重庆出版社	刘慈欣	32
8	9787229030933	三体III-死神永生	重庆出版社	刘慈欣	38
9	9787544711289	钢铁是怎样炼成的	译林出版社	尼古拉·奥斯特洛夫斯基	20.8
10	9787544267618	嫌疑人X的献身	南海出版公司	东野圭吾	35

资料来源: 开卷网, 招商证券

表 8: 《三体》IP 开发进度

产品类型	推出时间	制作出品公司	简介
舞台剧	2016 年 6 月	Lotus Lee	2016 年 6 月 1 日至 11 日期间在上海文化广场成功首演, 同年 8 月至 11 月, 首轮全国巡演历经北广深、成都、重庆等众多一二线城市, 上座率高达 90% 以上, 盛况空前。2017 年 4 月中旬起, 将展开第二轮巡演。制作方在舞台剧的打造过程中加入了 3DMapping、全息成像、VR 技术等前沿酷炫科技, 将小说当中的史诗感呈现到了极致。
电影	2017 年 /2018 年	游族影业、光线传媒	《三体》同名大电影将被拍摄成六部曲搬上大银幕。第一部于 2015 年开机, 投资从 2 亿追加到 3 亿元。影片故事讲述了在红岸基地人类文明初次向宇宙发出啼鸣后, 开启了与计划殖民地球的三体文明间的生存之战。
电视剧	2017 年 /2018 年	游族影业、慈文传媒、企鹅影业	杨文军指导, 湖南卫视“青春进行时”剧场周播栏目。
游戏	-	游族网络	2016 年的 China Joy 上, 微晶科技宣布将利用虚幻 4 引擎与游族合作打造《三体》VR 游戏, 然后由游族网络发行。除此之外, 游族网络计划在电影放映期间陆续发布多款同名网游。

资料来源: 互联网资料、招商证券

三、大 IP+全球化+大数据三大战略深入推进为公司中长期发展保驾护航

IP 战略 17 年开始价值释放, 顶级 IP 的综合开发是后续的主要看点。随着 17 年公司多个 IP 游戏上线, 业绩将逐步释放。公司手握《三体》《权力的游戏》等多个顶级 IP, 长

期沉淀的研发运营经验为后续重磅 IP 的开发奠定基础，对于顶级 IP 的开发，综合利用前期产业布局，实现影游联动，将是主要的看点。

海外收入已占半壁江山。2016 年游族网络海外收入占比已经超过一半，《狂暴之翼》已成为 1 月份海外 Top1 的 APRG 手游，其 1 月份海外流水已超过千万美元，预计其 3 月份海外流水已接近 2000 万美元，国内流水达到 8000 万元。未来公司公司的 IP 项目开发将逐步从区域市场的定位扩大为全球市场的定位。

大数据与主业协同效应明显，助力游戏推广。掌淘科技收购完成，大数据业务将助力提升游戏推广运营精准度，以提升游戏业务利润率。

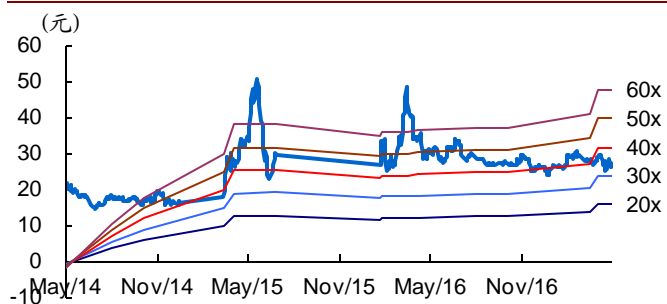
四、盈利预测及投资评级

基于我们对公司各业务板块的分析和预测，预计 17-19 年净利润为 9.31/11.23/14.11 亿元，当前股价对应的 PE 仅为 25/20/16 倍，安全边际明显，维持“强烈推荐-A”的投资评级，我们看好公司当前业务布局的良好前景，依托“大 IP、全球化、大数据”战略，手游、海外业务、泛娱乐及大数据业务后续增长给公司业绩提供强劲动力。给予 2017 年 30-32 倍 PE，对应目标价区间为 32.40-34.56 元。

五、风险因素

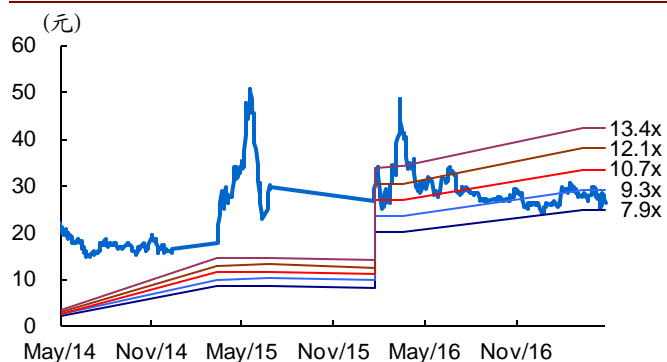
- 1、网页游戏及移动游戏竞争加快，毛利率下滑的风险。**当前网页游戏和移动游戏竞争加剧，游戏推广成本、用户获取成本显著提升，游戏公司毛利率存在下滑的风险。且单一游戏受推出时间、用户喜好度变化等众多因素影响，其能否实现预期流水存在不确定性。
- 2、非公开增发完成时间存在不确定性，对公司游戏、大数据等业务存在一定影响。**公司非公开增发方案已经获得中国证监会审核通过，拿到正式核准文件以及完成增发的时间存在一定不确定性，对公司游戏、大数据业务开展进度存在一定影响。
- 3、限售股解禁风险。**公司 5.47 亿限售股已于 2017 年 5 月 17 日可上市流通。

图 29: 游族网络历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 30: 游族网络历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	979	1641	1823	2917	4279
现金	201	650	355	1082	1985
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	383	658	962	1202	1503
其它应收款	31	55	85	106	133
存货	0	0	0	0	0
其他	364	278	421	527	658
非流动资产	1945	3063	2981	2907	2839
长期股权投资	186	310	310	310	310
固定资产	744	709	660	613	569
无形资产	13	192	173	156	140
其他	1003	1851	1838	1828	1819
资产总计	2925	4704	4804	5824	7118
流动负债	420	1492	673	807	975
短期借款	200	550	0	0	0
应付账款	60	227	339	424	530
预收账款	13	47	70	88	110
其他	147	669	263	295	335
长期负债	317	491	491	491	491
长期借款	306	387	387	387	387
其他	11	104	104	104	104
负债合计	737	1983	1164	1298	1466
股本	287	861	861	861	861
资本公积金	790	202	202	202	202
留存收益	1111	1648	2553	3396	4470
少数股东权益	(0)	9	24	65	118
归属于母公司所有者权益	2188	2711	3616	4460	5534
负债及权益合计	2925	4704	4804	5824	7118

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	328	561	761	1007	1235
净利润	516	588	931	1123	1411
折旧摊销	50	103	76	68	62
财务费用	13	32	49	17	11
投资收益	(10)	(32)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(213)	(156)	(309)	(248)	(309)
其它	(27)	27	25	57	71
投资活动现金流	(1255)	(652)	6	6	6
资本支出	(437)	(102)	6	6	6
其他投资	(818)	(549)	0	0	0
筹资活动现金流	965	269	(1062)	(287)	(338)
借款变动	288	338	(997)	0	0
普通股增加	11	574	0	0	0
资本公积增加	798	(587)	0	0	0
股利分配	(138)	(144)	(26)	(279)	(337)
其他	5	87	(39)	(7)	(1)
现金净增加额	38	179	(295)	727	903

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1535	2530	3922	4902	6128
营业成本	644	1325	1985	2480	3101
营业税金及附加	10	17	26	33	41
营业费用	110	183	250	344	430
管理费用	325	441	706	907	1132
财务费用	12	33	49	17	11
资产减值损失	14	35	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	10	32	10	10	10
营业利润	430	528	916	1130	1423
营业外收入	70	62	10	10	10
营业外支出	6	5	0	0	0
利润总额	494	585	926	1140	1433
所得税	(11)	(12)	(20)	(24)	(30)
净利润	505	597	945	1165	1463
少数股东损益	(10)	9	15	42	53
归属于母公司净利润	516	588	931	1123	1411
EPS (元)	0.60	0.68	1.08	1.30	1.64

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	82%	65%	55%	25%	25%
营业利润	26%	23%	73%	23%	26%
净利润	24%	14%	58%	21%	26%
获利能力					
毛利率	58.0%	47.6%	49.4%	49.4%	49.4%
净利率	33.6%	23.2%	23.7%	22.9%	23.0%
ROE	7.9%	21.7%	25.7%	25.2%	25.5%
ROIC	16.8%	14.0%	24.5%	23.9%	24.2%
偿债能力					
资产负债率	25.2%	42.2%	24.2%	22.3%	20.6%
净负债比率	17.3%	29.4%	8.1%	6.6%	5.4%
流动比率	2.3	1.1	2.7	3.6	4.4
速动比率	2.3	1.1	2.7	3.6	4.4
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.8	0.8	0.9
存货周转率					
应收帐款周转率	5.7	4.9	4.8	4.5	4.5
应付帐款周转率	13.9	9.2	7.0	6.5	6.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.60	0.68	1.08	1.30	1.64
每股经营现金	1.14	0.65	0.88	1.17	1.43
每股净资产	7.62	3.15	4.20	5.18	6.42
每股股利	0.50	0.03	0.32	0.39	0.49
估值比率					
PE	44	39	25	20	16
PB	3.5	8.4	6.3	5.1	4.1
EV/EBITDA	49.6	39.4	23.0	19.6	16.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。分获 2016 年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名，2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名，2014 年新财富第五名、水晶球第四名、金牛奖第二名。

方光照，招商证券研发中心传媒行业分析师。上海财经大学金融学硕士，2015 年加入招商证券，2016 年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名成员，2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名成员。

林起贤，招商证券研发中心传媒行业分析师。北京大学硕士，2015 年加入中投证券担任传媒行业分析师，2017 年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。