



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

聚焦头部游戏 IP，发力游戏社交新秀 “带带电竞”

——盛天网络首次覆盖报告

买入（首次）

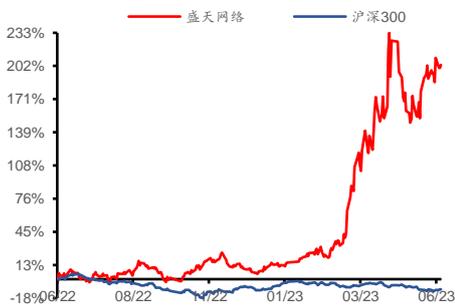
行业： 传媒
日期： 2023年06月18日

分析师： 陈旻
Tel: 021-53686134
E-mail: chenmin@shzq.com
SAC 编号: S0870522020001

基本数据

最新收盘价（元）	40.90
12mth A 股价格区间（元）	13.04-45.00
总股本（百万股）	271.67
无限售 A 股/总股本	77.80%
流通市值（亿元）	86.44

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

公司系国内领先的“游戏+社交”数娱平台，全方位布局泛游戏产业链。游戏方面，公司聚焦稀缺头部游戏 IP，深化布局游戏平台及游戏发行；社交方面，公司以“带带电竞”为核心构建完善的线上线下游戏社交体系。2022 年公司实现营业收入 16.58 亿元 (yoy+35.83%)、归母净利润 2.22 亿元 (yoy+77.66%)，均创历史新高。2023 年一季度公司实现营业收入 4.29 亿元 (yoy+34.5%)、归母净利润 0.74 亿元 (yoy+40%)，延续亮眼表现。

1、游戏：稀缺游戏 IP 具备高确定性，积极布局“平台+IP+发行”。

(1) 游戏平台：公司拥有易乐玩游戏平台与随乐游云游戏平台。易乐玩成立于 2014 年，系盛天网络旗下游戏联运平台，包括页游、端游、手游等 200+款游戏运营。2018 年，包括易乐玩在内的游戏运营收入达到峰值 1.1 亿元，营收占比达 22.05%。2018 年后，公司游戏运营业务背靠天戏互娱逐步拓展出 IP 运营业务，平台运营收入趋于稳定，游戏全产业链布局更进一步。

(2) IP 运营业务：收购天戏互娱，与日本优质 IP 方光荣深度合作，聚焦经典 IP。公司引入并研运《三国志 2017》、《三国志·战略版》等爆款产品，市场表现优异。公司储备 IP 游戏包括《大航海时代：海上霸主》、《真·三国无双 8》等，未来将有序推出。其中，《三国志 2017》自上线以来已运营 6 年，2022 全年流水近 7.5 亿元，游戏长尾运营能力稳定；《三国志·战略版》上线于 2019 年 9 月，2020 年游戏全球收入破 10 亿美元；新游戏《大航海时代：海上霸主》已于 2022 年 12 月获得版号，将于 2023 年正式上线。

(3) 游戏发行业务：游戏储备丰富，聚焦内容静待花开。移动游戏方面，公司预计在 2023 年上线的 4 款游戏包括《星之翼》、《代号：Blade》、《遇见梦幻岛》、《潮灵王国：起源》。独立游戏方面，公司筹备发行的首款游戏《神州志：西游》已于 2022 年上线并获得好评。预计将在 2023 年发行的独立游戏产品包括国产武侠角色扮演游戏《活侠传》，产品 demo 上线以来，贴吧已经积累了 4 万+的讨论题，b 站相关视频播放量达到 500 万，知名游戏媒体推荐超过 50 家，获得玩家热情追捧。

2、社交：“带带电竞”具备高业绩弹性，同时着眼长期布局电竞酒店。

(1) 带带电竞：游戏社交服务驱动业绩增量，其他服务完善服务体系。公司旗下游戏社交产品“带带电竞”具备充足的发展潜力，2022 年，公司游戏社交业务的发展使网络广告与增值业务收入实现近倍增长。截至 2023 年 6 月 6 日，带带电竞 vivo 应用市场的安装次数累计超过 1200 万次。

(2) 线下游戏服务：公司深耕网吧行业数十年，借助庞大的用户基础积极拓展电竞酒店业务。公司自主研发的易乐途数字营销平台已经与行业头部企业（如美团）合作，将围绕品牌曝光、流量合作、电竞赛事内容管理、酒店信息管理等领域开展深度合作，实现优势互补、资源共享，推进电竞酒店产业高质量发展。

■ 投资建议

公司稳扎稳打、锐意创新，全方位布局泛游戏产业链，同时持续强化“游戏+社交”服务体系。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.00亿元、3.86亿元、4.70亿元，对应估值分别为37倍、29倍、24倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

行业竞争加剧风险、行业政策变动风险、重点产品依赖风险、游戏版本号申请风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1658	2166	2689	3385
年增长率	35.8%	30.6%	24.1%	25.8%
归母净利润	222	300	386	470
年增长率	77.7%	34.8%	28.9%	21.8%
每股收益（元）	0.82	1.10	1.42	1.73
市盈率（X）	49.99	37.10	28.78	23.64
市净率（X）	7.21	6.00	4.93	4.06

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年06月14日收盘价）

目 录

1 国内领先的“游戏+社交”数娱平台	5
1.1 以网吧资源为依托，拓展游戏运营与线上娱乐场景	6
1.2 股权结构稳健，股权激励目标清晰	7
1.3 布局游戏 IP 及游戏社交，业绩增长亮眼	8
2 围绕游戏 IP 运营，深化布局游戏平台及游戏发行	11
2.1 易乐玩贡献稳定收入，随乐游云游戏平台未来可期	11
2.2 聚焦经典头部 IP，布局出海扬帆起航	12
2.3 游戏储备丰富，聚焦内容静待花开	15
3 围绕线上线下，深耕“游戏+社交”	17
3.1 线上游戏社交：洞察用户需求，驱动业绩增量	17
3.2 线下场景：以网吧资源为依托，布局电竞酒店业务	21
4 盈利预测	24
5 风险提示	26

图

图 1：盛天网络业务布局	5
图 2：盛天网络发展历程	7
图 3：盛天网络股权结构（截至 2023 年一季报）	7
图 4：2017-2022 年营业收入及同比	8
图 5：2017-2022 年归母净利润及同比	8
图 6：2020Q1-2023Q1 单季营业收入及同比增长率	9
图 7：2020Q1-2023Q1 单季归母净利润及同比增长率	10
图 8：2017-2022 年销售毛利率和销售净利率	10
图 9：公司历年分业务营业收入（亿元）	11
图 10：公司历年分业务营业收入占比	11
图 11：易乐玩平台收入及占游戏业务比例	12
图 12：易乐玩平台总活跃用户数量及同比增长	12
图 13：随乐游云游戏平台	12
图 14：IP 改编游戏移动游戏市场收入情况	13
图 15：全球 IP 游戏年收入趋势（单位：亿美元）	13
图 16：公司 IP 改编游戏产品	15
图 17：星之翼游戏预约界面	16
图 18：《活侠传》荣获 indieplay 最佳设计奖项	16
图 19：公司游戏发行布局	17
图 20：2014-2022 年我国游戏用户规模	17
图 21：带带电竞商业模式	19
图 22：“大神”技能申请类型	20
图 23：用户成长体系	20
图 24：带带电竞 AI 声鉴功能	20
图 25：易乐游产品特性	21
图 26：易乐游云服	21
图 27：电竞酒店数量发展趋势	22

图 28: 易乐途适用场景.....	23
图 29: 易乐途合作伙伴.....	23

表

表 1: 公司 2022 年限制性股票激励计划	8
表 2: 天戏互娱旗下 IP	14
表 3: 公司游戏 IP	15

1 国内领先的“游戏+社交”数娱平台

公司系国内领先的“游戏+社交”娱乐平台。盛天网络成立于2006年，2015年12月在深圳证券交易所创业板挂牌上市。公司凭借丰富的行业经验和精准的产品定位，构建了完善的游戏运营与发行体系及线上+线下游戏场景服务体系，发展出IP运营、游戏运营与发行、游戏社交等业务。

以场景化运营为基础，开发互联网前沿的产品和服务。公司主要产品与服务包括游戏运营与发行类及游戏服务类两大主线。

1) 游戏运营与发行类：涵盖游戏平台运营、游戏IP运营以及游戏发行。游戏平台方面，公司运营易乐玩游戏平台与随乐游云游戏平台。游戏IP方面，公司拥有《三国志·战略版》、《三国志2017》、《真·三国无双 霸》与《大航海时代：海上霸主》等多款经典IP。游戏发行方面，公司分别成立独立游戏发行工作室Paras、游戏发行子公司武汉盛天游戏网络科技有限公司，聚焦“独立游戏”与“移动端游戏”两个品类。

2) 游戏服务类：涵盖线上游戏服务类与线下游戏服务类。线上游戏服务集合了游戏社交、游戏电商、游戏加速、个人存储等一系列服务产品。线下游戏服务场景覆盖网吧、电竞酒店等线下游戏社交场所。公司拥有线上及线下优质流量渠道，有助于赋能公司游戏IP运营及发行业务。

图 1：盛天网络业务布局



资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.1 以网吧资源为依托，拓展游戏运营与线上娱乐场景

1) 2006-2014 年：线下游戏场景服务起家，深耕网吧行业近十年

公司成立于 2006 年，成立之初以“易乐游网娱平台”向网吧、电竞馆等线下游戏场景提供网络管理、系统管理、游戏自动更新等服务。2014 年，“易乐游网娱平台”在网吧游戏更新软件市场位列第二位，市场占有率达 38.3%，向全国约 5 万家网吧提供了优秀的产品与解决方案。通过线下场景近十年的耕耘，公司积累了丰富的线下渠道资源，为后期业务转型打下坚实基础。

2) 2014-2018：发展游戏平台运营业务，拓展线上娱乐场景服务

随着移动互联网的兴起和移动设备性能的提升，传统线下网吧业务增速放缓，公司陆续上线了易乐玩、随乐游等游戏平台以及带带电竞、游特卖、火箭加速器等线上游戏服务类产品以拓宽产品矩阵和服务内容。2014 年，公司推出“易乐玩游戏平台”，在运营传统 PC 端的页游、端游的基础上，将移动端的 H5、手游纳入服务范围，开拓了游戏平台运营业务。2015 年以来，公司推出“求带 APP”，为布局线上游戏社交产业打下基础，随后又陆续推出了游戏电商产品“游特卖”、游戏加速产品“火箭加速器”、个人存储产品“比特球云盘”等线上游戏服务产品，完善线上娱乐场景服务。2018 年，随着 5G 基础设施建设加速、精品游戏对终端设备性能依赖度提升，公司抓准时机进一步部署云游戏产业，发布“盛天云”。旗下“随乐游云游戏平台”获 2021 年 5G 云游戏产业年会“最佳行业应用奖”，云游戏产品获市场认可。

3) 2018-2022：布局游戏内容生产业务，赋能电竞酒店一站式服务

2018 年，公司公布“GAME+”战略，打造“平台+运营+内容+衍生”的游戏产业融合模式。2019 年至 2021 年，公司分两次完成对天戏互娱的全资收购（2019 年 7 月公司收购了上海天戏互娱 70% 股权，2021 年 1 月完成剩余 30% 股权的收购），建立与日本光荣的长期合作关系，围绕 IP 运营全方位布局游戏产业链。2021 年至 2022 年，公司成立 Paras 游戏工作室和武汉盛天游戏网络科技有限公司，布局游戏发行。并先后投资了深圳墨冰、武汉盛潮、心炎网络，布局游戏研发，通过联合研发或者定制开发的模式锁定优质的内容资源，已经锁定并预计在 2023 年上线《星之翼》、《代号：Blade》、《遇见梦幻岛》、《潮灵王国：起源》等游戏产品。同时公司以网吧资源为依托，积极布局电竞酒店业务。

推出“易乐途数字营销平台”、“易乐游云服”产品，为电竞酒店提供功能融合的立体化一站式服务平台以及可实现 WEB 化运营和管理的综合性云机房解决方案。

图 2：盛天网络发展历程

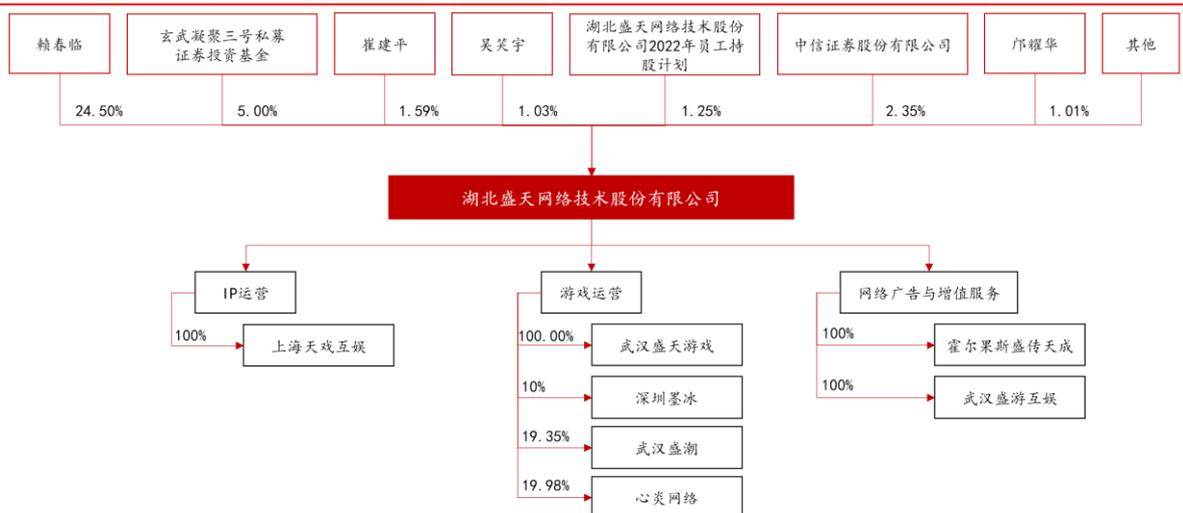


资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 股权结构稳健，股权激励目标清晰

公司股权结构稳健，实际控制人赖春临共持股 24.5%。截至 2023 年一季报，公司第一大股东为董事长兼总经理赖春临女士，持有公司股票 6656 万股，持股比例达 24.5%，为公司实际控制人和最终受益人。其次为杭州玄武投资管理有限公司—玄武凝聚三号私募证券投资基金，持股比例为 5.00%；公司第三大股东为中信证券股份有限公司，持股比例为 2.35%。

图 3：盛天网络股权结构（截至 2023 年一季报）



资料来源：公司公告，Wind，上海证券研究所

推进员工持股计划，完善长效激励机制。公司于2022年7月25日发布股权激励计划，激励对象共105人，向在公司任职的核心骨干人员授予第二类限制性股票数量为87.5万股，授予价格为7.04元/股。发布股权激励计划有利于公司保留优秀人才并提高公司凝聚力，加深核心员工的归属感，促进公司长期、持续、健康发展。同时公司还发布员工持股计划，计划对不超过42人授予不超过338.57万股，约占持股计划草案公告日公司股本总额的1.25%。

表 1：公司 2022 年限制性股票激励计划

归属期	归属比例	公司层面业绩考核目标
第一个归属期	50%	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 20.00%； 2、以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 20.00%。
第二个归属期	50%	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 40.00%； 2、以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 40.00%。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.3 布局游戏 IP 及游戏社交，业绩增长亮眼

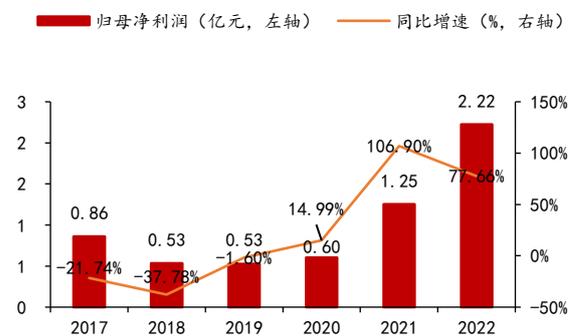
公司积极拓展业务，营业收入增长优异。2017-2022 年实现营业总收入 3.88 亿元、4.97 亿元、6.61 亿元、8.96 亿元、12.21 亿元、16.58 亿元，分别同增 12.86%、27.91%、33.00%、35.59%、36.27%、35.83%。公司近年来营业收入实现高速增长，2017-2022 年复合年增长率达 33.71%。2017-2022 年，公司基于线下网吧服务优势，立足数字娱乐平台定位，不断向游戏内容运营、游戏增值服务等业务拓展，持续打造业绩新增长点。

图 4：2017-2022 年营业收入及同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：2017-2022 年归母净利润及同比

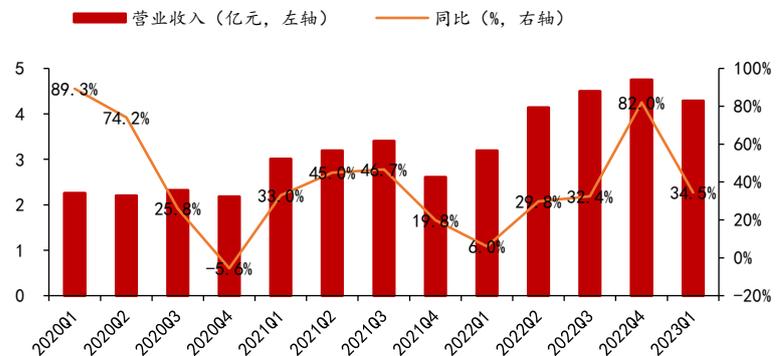


资料来源：Wind，上海证券研究所

公司归母净利润 2020 年前小幅下降，主要系业务转型期间成本费用增加所致。2020 年起增长明显，主要系业务向游戏 IP 运营请务必阅读尾页重要声明

转型成功、游戏衍生服务逐步起势所致。2017-2022 年实现归母净利润 0.86 亿元、0.53 亿元、0.53 亿元、0.60 亿元、1.25 亿元、2.22 亿元，分别同增-21.74%、-37.78%、-1.60%、14.99%、106.90%、77.66%。公司 2018 年归母净利润同比下降 37.78%，主要系业务转型期间，公司移动端业务板块的扩大致市场推广力度增加，公司提高了对外采购成本、销售费用等费用投入。公司 2021 年归母净利润同比增长 106.90%，主要系公司同年完成对天戏互娱的收购及《三国志·战略版》在海外市场上线等。2022 年，IP 游戏运营已成为公司利润重要组成部分，且游戏社交类业务有望释放更高业绩弹性。

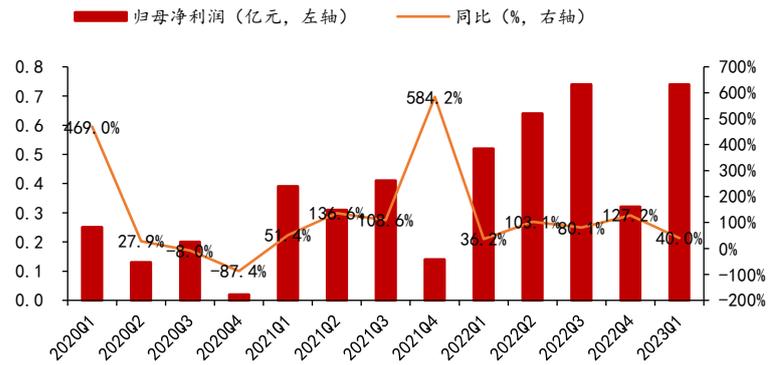
图 6：2020Q1-2023Q1 单季营业收入及同比增长率



资料来源：Wind，上海证券研究所

分季度看，公司营业收入同比增速呈现先下降后波动上升趋势。2020Q1-Q4 公司营业收入同比增速呈下降趋势并在 2020 年 Q4 达到谷底。受新冠疫情影响，投放于线下场景的 PC 端营销业务板块短期内出现了较大幅度的下滑。2021Q1-2022Q4 公司营业收入同比增速触底回升后波动向上，主要系公司 IP 运营业务产品阵营稳步扩大，围绕随乐游云游戏平台构建的全新社区生态初见雏形。2023Q1 公司营业收入同比增速仍保持较快增长。我们认为随着公司 IP 运营的产品阵营稳步扩大，游戏内容生产能力不断增强，互联网游戏业务有望持续为公司提供收入。同时公司游戏社交业务表现亮眼，有望实现新一轮营收增长。

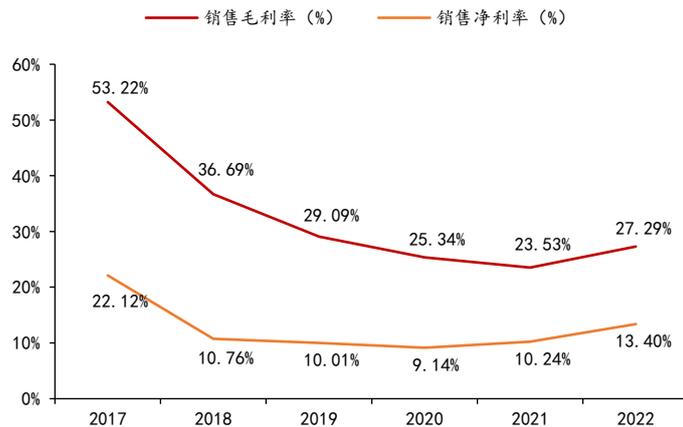
图 7：2020Q1-2023Q1 单季归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，上海证券研究所

利润端方面，2020Q3 和 2020Q4 净利润同比负增，主要系疫情影响。公司迅速应对调整，实现多期净利润同比正增长。公司积极开拓新市场，投入线下电竞酒店业务，未来投入成效有望逐步显现。

图 8：2017-2022 年销售毛利率和销售净利率



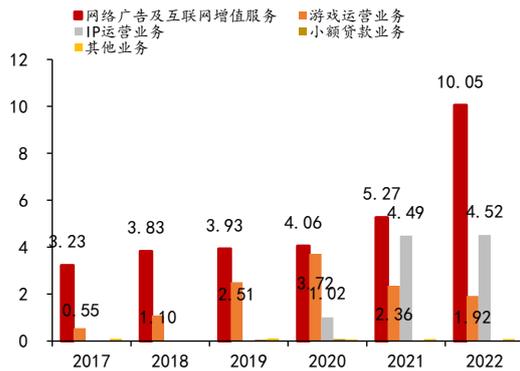
资料来源：Wind，上海证券研究所

公司毛利率近年来下降幅度较大，系受业务扩张及疫情影响。2017-2022 年公司毛利率分别为 53.22%、36.69%、29.09%、25.34%、23.53%、27.29%，分别同比提高-1.30pct、-16.52pct、-7.60pct、-3.75pct、-1.81pct、3.77pct。2017 至 2021 年，由于传统线下网吧盈利能力减弱、游戏版号发放速度放缓、疫情扰动、公司业务向移动端、游戏运营、IP 运营等方向转型等因素，公司毛利率短期呈现下降态势。2022 年，随着版号恢复常态化发放，且公司 IP 运营业务与游戏社交业务日趋成熟，公司毛利率稳步回升。

公司净利率保持相对稳定。2017-2022 年公司净利率分别为 22.12%、10.76%、10.01%、9.14%、10.24%、13.40%，分别同

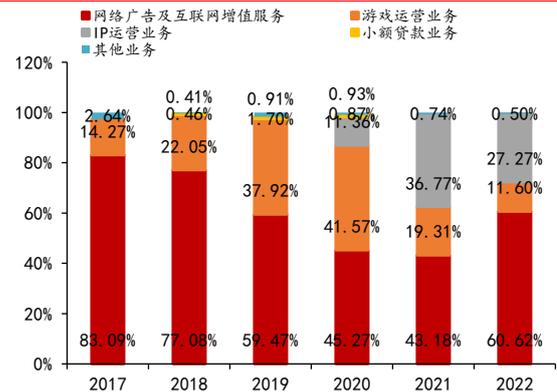
比提高-9.77pct、-11.36pct、-0.75pct、-0.87pct、1.10pct、3.16pct。2017年-2021年，公司业务转型，加大了对外采购、市场推广及平台运维的投入，导致公司净利率下降较多。2021年-2022年，公司净利率、毛利率均成上升态势，主要系公司现有IP游戏进入成熟期，收入稳定，同时推广成本减少，导致IP运营业务毛利率上升。

图 9：公司历年分业务营业收入（亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 10：公司历年分业务营业收入占比



资料来源：Wind，上海证券研究所

分业务看，网络广告与互联网增值服务、游戏运营业务系公司主要营收来源，同时IP运营业务营收占比提升明显。从收入占比上看，2017-2022年网络广告与互联网增值服务营收占比分别为83.09%、77.08%、59.47%、45.27%、43.18%、60.62%，2017-2021年呈逐年下降趋势，2022年该类业务收入同比增长90.70%，占总营收60.62%，主要系游戏社交业务收入增长。2017-2022年游戏运营业务营收占比分别为14.27%、22.05%、37.92%、41.57%、19.31%、11.60%，呈先升后降趋势。公司近年来大力开拓IP运营业务，2020-2022年IP运营业务营收占比分别为11.36%、36.77%、27.27%，IP运营营收逐步提升，游戏发行业务布局初显成效。

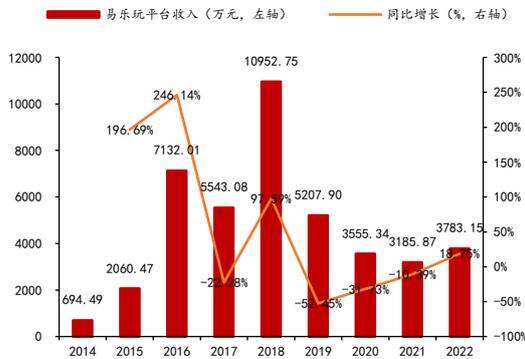
2 围绕游戏IP运营，深化布局游戏平台及游戏发行

2.1 易乐玩贡献稳定收入，随乐游云游戏平台未来可期

公司旗下拥有易乐玩游戏联运平台及随乐游云游戏平台。易乐玩成立于2014年，系盛天网络旗下游戏联运平台，包括页游、端游、手游等游戏。2018年，公司游戏运营业务营收达到峰值的

1.1 亿元，营收占比达 22.05%。2018 年后公司游戏运营业务背靠天戏互娱逐步拓展出 IP 运营业务，游戏全产业链布局更进一步。

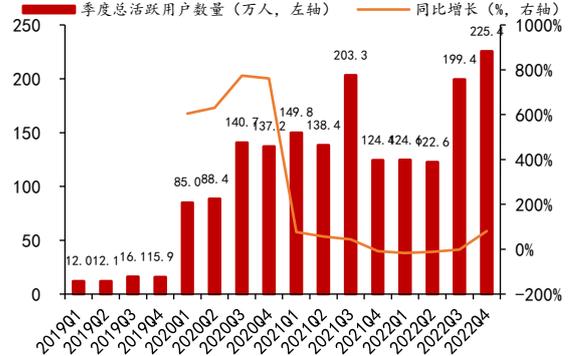
图 11：易乐玩平台收入及占游戏业务比例



注：2018 年前易乐玩平台收入包含以易乐玩为主的游戏运营业务整体营收

资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 12：易乐玩平台总活跃用户数量及同比增长



资料来源：公司年报，上海证券研究所

云游戏运营平台方面，公司旗下随乐游云游戏平台系基于易乐游核心服务以及盛天云计算技术构建的新一代云游戏平台，可在手机、电脑、电视、浏览器等多端使用，满足新时代玩家即点即玩的游戏需求。截至 2023 年 6 月 2 日，游戏库提供数百款游戏，包括 3A 大作、热门网游等。游戏分类标签包括射击、战略策略、竞速等共计 15 类。此外平台已接入游戏社交、游戏电商服务，受到广大用户的欢迎。我们认为公司易乐游联运平台有望保持稳定，持续贡献稳定业绩；同时随乐游云游戏平台处于用户拓展培育期，作为长线战略有望贡献业绩增量。

图 13：随乐游云游戏平台



资料来源：随乐游云游戏官网，上海证券研究所

2.2 聚焦经典头部 IP，布局出海扬帆起航

IP 市场前景广阔，系游戏市场重要组成部分。根据伽马数据《2022 中国游戏产业趋势及潜力分析报告》，IP 领域将在长期内保

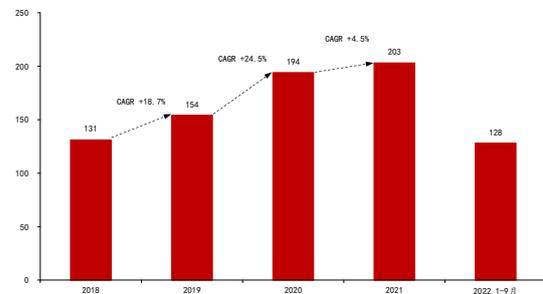
持发展潜力。一方面，依托成熟 IP 进行改编是现阶段 IP 市场的主要布局方向。随着产品在 IP 画面、剧情、玩法等方面不断贴合用户需求，用户对于 IP 产品“换皮”的印象有所改变，不断带动 IP 改编游戏市场收入增长。另一方面，IP 储备量丰富度提高。目前市场中涌现多款表现较佳的原生 IP 产品，其中不乏流水达数十亿元、上百亿元的头部产品，有望在未来成为新的改编 IP 来源。根据 Sensor Tower《2022 年全球 IP 游戏市场洞察》，2018 年以来，IP 游戏一直处于收入上升期。2022 年 1-9 月，IP 游戏市场规模达 128 亿美元，其中 24 款 IP 游戏入围全球畅销手游 TOP100 榜单，占 TOP100 手游总收入的 24.1%。

图 14: IP 改编游戏移动游戏市场收入情况



资料来源：伽马数据，上海证券研究所

图 15: 全球 IP 游戏年收入趋势 (单位: 亿美元)



资料来源：SensorTower，上海证券研究所

收购 IP 游戏运营商天戏互娱，开拓 IP 游戏运营业务。2019 年，公司通过收购天戏互娱进入 IP 运营领域。天戏互娱作为精品 IP 运营优质标的，与日本知名游戏公司光荣特库摩保持长期、深度合作关系，拥有包括《三国志 11》、《真三国无双 6》、《大航海时代 4》及《生死格斗 5》等多款重量级游戏 IP 的手游改编授权。我们认为高质量 IP 有望获得较高确定性的收益回报，公司通过收购天戏互娱获得光荣旗下“三国志”优质 IP，IP 游戏运营业务具有较高确定性及业绩弹性。我们预计公司 IP 运营业务发展方向包括：

- (1) 基于“三国志”改编手游的优异表现，公司有望获得光荣旗下其他优质游戏 IP 的手游改编权；
- (2) 基于 IP 运营业务的较高确定性及成长性，公司有望借鉴收购天戏互娱的方式获得其他优质游戏&动漫 IP。

表 2: 天戏互娱旗下 IP

原 IP	IP 所属公司
真三国无双 6	光荣特库摩
大航海时代 4	
生死格斗 5	
三国志 11	
三国志 13	SEGA
末日之蚀	

资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

具体看, 公司通过 IP 引进、IP 授权、IP 监修等 IP 运营模式参与了一系列重要游戏产品的研发与发行, 包括《三国志 2017》、《三国志·战略版》、《真·三国无双 霸》等, 其中《三国志 2017》自 2017 年上线以来已运营多年, 游戏截止至 2021 年度累计流水超 50 亿元。2022 年,《三国志 2017》流水整体上继续保持良好表现, 全年流水近 7.5 亿元, 游戏长尾运营能力依旧稳定; 2021 年,《三国志·战略版》在中国内地市场国产移动游戏流水排名中位于第 4 名, 2023 年 1-2 月稳居 Sensor Tower 中国 App Store 手游收入榜前列, 持续为公司贡献营收。《真·三国无双 霸》上线于 2021 年 8 月, 国内上线当日即获得 iOS 平台游戏免费榜第 1、游戏畅销榜第 10 的出众成绩。

新游戏方面, 公司储备的《大航海时代: 海上霸主》采用航海题材经典商战玩法, 已于 2022 年 12 月获得版号, 有望于 2023 年上线发行。此外基于《真三国无双》IP 改编的格斗游戏《真·三国无双 8》已进入自研阶段。公司 IP 运营业务已建立起成熟的商业模式, 老游戏长线稳健运营, 新游戏有望持续贡献较高业绩弹性。

图 16: 公司 IP 改编游戏产品

已发行IP改编游戏



《三国志2017》
基于经典三国游戏《三国志11》IP开发的实时多人在线策略手游，公司参与IP引进，并联合360、凯撒文化、阿里、英雄互娱等厂商开发运营。



《三国志·战略版》
基于经典三国游戏《三国志13》IP开发的现象级SLG产品，子公司天戏互娱参与监修，阿里游戏负责开发和发行，2020年游戏全球收入破10亿美元。



《真·三国无双 霸》
基于光荣特库摩《真三国无双6》IP改编的动作手游，由天戏互娱获得IP授权，联合中手游开发，腾讯游戏负责国内区域的发行。

储备IP改编游戏



《真·三国无双 8》
基于《真三国无双》IP开发的格斗游戏，是光荣特库摩“真·三国无双”系列正统续作。目前已进入自研阶段。



《大航海时代：海上霸主》
基于光荣特库摩《大航海时代4》IP改编的手机游戏，由天戏互娱从日本光荣获得IP授权，腾讯游戏负责国内区域的发行。

资料来源：公司年报，上海证券研究所

借力现象级 IP 知名度，布局出海扬帆起航。公司海外战略着力布局日本、韩国、东南亚等地区，旗下三国系列 IP 在东亚文化圈拥有广泛的玩家基础和影响力。公司海外运营的《三国志·战略版》、《三国志 2017》等三国题材游戏助力公司海外营收快速增长。其中《三国志·战略版》是基于经典三国游戏《三国志 13》IP 开发的现象级 SLG 产品，由子公司天戏互娱参与监修，阿里游戏负责开发和发行，2021 年上半年登陆港澳台、东南亚及韩国、日本地区，亮眼的出海成绩进一步强化了该游戏在 SLG 品类的市场地位。2022 年《三国志·战略版》分别位列中国游戏出海韩国手游畅销榜第 9 及中国游戏出海日本收入榜第 6、增长榜第 6。

表 3: 公司游戏 IP

游戏名称	授权原 IP	发行时间	运营方式
三国志 2017	三国志 11	2017 年 8 月上线中国大陆	联合运营
三国志·战略版	三国志 13	2021 年登陆港澳台、东南亚及韩国、日本地区	IP 改编
真·三国无双 霸	真三国无双 6	2021 年 8 月上线中国大陆 2022 年 1 月登陆港澳台新马地区	IP 改编
大航海时代：海上霸主	大航海时代 4	预计 2023 年发行	IP 改编
真三国无双 8	真三国无双 8	正在研发中	IP 改编

资料来源：公司年报，上海证券研究所

2.3 游戏储备丰富，聚焦内容静待花开

积极布局游戏发行，聚焦内容静待花开。2021 年公司成立独立游戏发行工作室 Paras，旨在发掘更多更好的独立游戏海内外发

行。同时公司成立了游戏发行子公司武汉盛天游戏网络科技有限公司，深化游戏发行布局。2021 年公司投资了深圳墨冰、武汉盛潮，2022 年公司投资了心炎网络，持续补强游戏研发能力，深度绑定游戏开发者通过联合研发或定制开发游戏的方式锁定优质的内容资源，有助于降低游戏开发风险，提高业绩确定性。具体看：

1) 移动端游戏发行方面，公司已经锁定并预计在 2023 年上线的主要产品包括：3D 动作竞技手游《星之翼》、2D 格斗游戏《代号：Blade》（暂定名）、模拟经营兼放置卡牌 RPG 手游《遇见梦幻岛》、3D 休闲策略卡牌手游《潮灵王国：起源》等。其中《星之翼》已在 TapTap 开放预约，评分高达 8.6 分。该游戏格斗效果突出，人物形象有看点，整体美术风格既有机甲风格也有非常二次元国风元素，在审美方面是一个创新点和突破点；《代号：Blade》以细致入微的打击感满足竞技玩家硬核游戏体验，营造玩家间良好交流氛围，有助于提升玩家黏性。公司移动端游戏发行节奏稳健，显示出公司强大的发行控制能力。

图 17：星之翼游戏预约界面



资料来源：TapTap，上海证券研究所

图 18：《活侠传》荣获 indieplay 最佳设计奖项



资料来源：公司官网，上海证券研究所

独立游戏发行方面，公司筹备发行的首款游戏《神州志：西游》已于 2022 年上线并获得好评。预计将在 2023 年发行的独立游戏产品包括国产武侠角色扮演游戏《活侠传》、国产剧情轻度解密游戏《残世界的鸢尾花》完整版。其中，《活侠传》从小人物视角出发讲述不一样的江湖故事，游戏同时具备门派养成、社交等元素，让玩家体验一个“活”的武侠世界。该游戏获得 2022 年独立游戏 indieplay 最佳设计奖，2022 年已上架 demo 版本，2023 年有望上线正式版。产品 demo 上线以来，贴吧已经积累了 4 万+的讨论帖，b 站相关视频播放量达到 500 万，知名游戏媒体推荐超过 50 家，获得玩家热情追捧。独立游戏发行一方面有助于公司强化游戏发行能力，另一方面有助于获得可多元化改编的 IP 资源。

图 19：公司游戏发行布局



资料来源：公司年报，TapTap，游侠网，Indienova，上海证券研究所

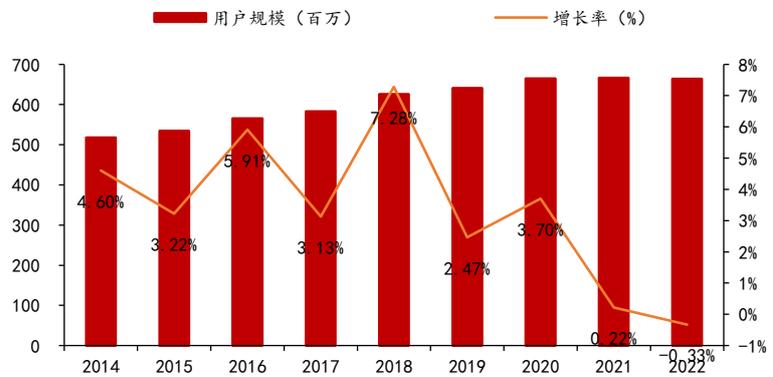
3 围绕线上线，深耕“游戏+社交”

3.1 线上游戏社交：洞察用户需求，驱动业绩增量

3.1.1 游戏社交业务发展壮大，助力业绩倍增

庞大用户规模叠加多样化游戏需求，游戏社交产品或异军突起。根据中国数音协游戏工委、伽马数据、中国游戏产业研究院联合发布的《2022年中国游戏产业报告》，2022年我国游戏市场用户规模约6.64亿人，为游戏社交行业的发展奠定了庞大的潜在用户基础。随着生活水平的提升和生活节奏的加快，用户对游戏的需求由游戏本身逐步拓展向游戏成就感及游戏体验感，特性化的游戏需求推动了游戏社交产品的发展。

图 20：2014-2022 年我国游戏用户规模



资料来源：游戏工委，伽马数据 (CNG)，上海证券研究所

带带电竞兼具陪练及娱乐服务，市场表现优异。带带电竞是一款满足“Z世代”游戏社交需求的APP，为用户提供游戏社交、陪练、技能分享以及跨屏互动功能。产品上线之后受到用户的热烈欢迎。截至2023年6月6日，带带电竞vivo应用市场的安装次数累计超过1200万次。**带带电竞以“竞技游戏”为切入点，兼备娱乐服务，产品功能多样。**

1) 游戏陪练方面，带带电竞为玩家提供多款热门游戏分区，玩家可以通过进入目标游戏分区选择陪练人员，亦可通过加入“人工派单房”高效选择心仪的陪练人员。

2) 娱乐服务方面，带带电竞为玩家提供1V1语音聊天、点单唱歌以及派对房等服务，其中派对房涵盖陪玩CP、点唱、扩列交友及男声等多个功能版块。根据公司年报，带带电竞未来还将增加除游戏以外的品类，包括扩展音乐兴趣社交、推理兴趣社交等。带带电竞持续向泛娱乐化、垂直化、社交化方向裂变，不断拓展娱乐类社交的潜力和可能，持续扩大用户规模和收入体量，具有广阔的发展前景。

营收模式完善，抽佣规则透明。带带电竞主要通过**订单抽佣、礼物抽成**等渠道获取收益，具有完善的变现模式。

1) 用户需使用现金购买平台虚拟币才可进行交易，平台币一经购买不予退还。

2) 用户根据需求在平台内进行消费，即选择陪练师下单或对主播打赏，平台抽取20%订单佣金或30%打赏抽成。

图 21：带带电竞商业模式



资料来源：带带电竞 APP，上海证券研究所

管理体系规范，致力于创造向上向善的平台生态环境。基于对Z世代用户娱乐需求的深度了解以及多年来成功的平台运营、用户运营经验，带带电竞致力于创造向上向善的平台生态环境。平台拥有完善的大神入驻流程，成熟的用户成长体系以及坚实的合规运营保障体系。

- 在大神入驻流程上，用户可以根据自己所擅长的方面选择游戏技能或娱乐技能认证，获得游戏技能认证的大神可以提供游戏陪玩服务，而获得娱乐技能认证的大神则可以提供语音陪聊、1对1点歌服务。其次成为“大神”必须加入公会，接受相应公会管理规则，一定程度上减轻了平台的管理压力及合规风险。
- 在用户成长体系上，平台根据用户某一时段的消费频率、消费规模设置不同的等级名称及相应专属特权。具体来看，带带电竞由下至上设有海尊、海王、海皇、海帝4项贵族等级，分别对应不同的专属特权。“海帝”为最高等级，享有全部贵族专享权益。
- 在合规运营保障体系上，平台设有完善的平台规则、用户行为规范等管理条例，以及透明的充值提现规则、隐私政策等用户保障条例。

图 22：“大神”技能申请类型



资料来源：带带电竞 APP，上海证券研究所

图 23：用户成长体系

等级图标	等级名称	升级贵族值
	海尊	5,000,000
	海王	10,000,000
	海皇	30,000,000
	海帝	50,000,000

资料来源：带带电竞 APP，上海证券研究所

积极拥抱“AIGC”，推出“AI 声鉴”，打造更加综合的互动型社区。公司推出“AI 声鉴”，正在研究通过声音的相关鉴别算法技术（声纹、语调、语速等），分析用户音色（类型）、性别、年龄，结合用户兴趣、行为标签构建用户多维画像，进行深度学习和协调精准过滤等十几种算法结合，智能推荐给用户精准内容服务和社交匹配用户。我们认为“AI 声鉴”契合游戏社交、娱乐服务语音交流需求，整体上提高了游戏社交和娱乐服务筛选效率，有助于优化用户服务体验。除 AI 功能外，公司也正积极探索在带带电竞平台上融入云游戏、PUGC 内容创作、游戏发行、品牌联动等模式，打造功能全面、立体的综合性游戏社交社区平台。

图 24：带带电竞 AI 声鉴功能



资料来源：带带电竞 APP，上海证券研究所

3.1.2.其他游戏服务产品

公司致力于为用户提供优质的数字娱乐体验，根植于用户需求，持续开发系列配套游戏服务产品。除游戏社交外，公司游戏服务产品涵盖了游戏电商、游戏加速和个人存储等多个领域。具体包括：

1) 游戏电商产品“游特卖”：上线于2021年底，致力于为广大游戏玩家提供安全、快捷、高效的游戏商品交易服务，正式上线以来保持稳定运营。

2) 游戏加速产品“火箭加速器”：通过边缘计算服务器部署云加速服务功能，提供游戏加速服务，解决游戏玩家延迟、掉线、卡机等问题。

3) 个人存储产品“比特球云盘”：源于游戏玩家存档、配置漫游需求，现已独立形成云盘产品。“比特球云盘”采用多副本部署、加密存储和传输等方式，拥有大容量存储、专线加速、隐私保护机制等功能。

3.2 线下场景：以网吧资源为依托，布局电竞酒店业务

3.2.1 深耕网吧运营平台，用户基础庞大

深耕网吧行业数十年，拥有庞大的用户基础。“易乐游网娱平台”是一款网吧运营 SaaS 平台，系公司网吧业务核心产品。易乐游为网吧及衍生场景提供统一的管理平台、自动化运营功能，同时通过内容分发能力为各类场景提供数字资源。根据公司官网数据，2013年，易乐游平台市占率达30%。2017年，易乐游平台在网吧市场占有率排名第二，公司龙头地位稳固。

提供云机房解决方案，助力网吧行业“降本”。2018年，公司正式发布“盛天云”，致力于重塑上网服务行业生态，同时推动多场景数字化产业转变，与合作伙伴共同构建云端生态体系。

图 25：易乐游产品特性



资料来源：易乐游官网，上海证券研究所

图 26：易乐游云服



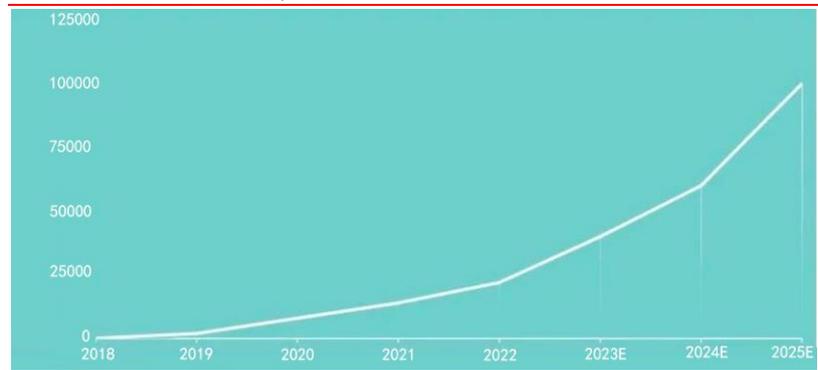
资料来源：带带电竞，上海证券研究所

以网吧资源为依托，布局新兴场景。易乐游正通过云技术升级和边缘计算能力，赋能电竞场馆、电竞酒店等新兴场景，并为云 VR、云 AR、元宇宙等元素的接入做好准备。

3.2.2 赋能电竞酒店场景，易乐途腾飞在即

电竞市场的火热，带动了电竞酒店业态的出现和发展。根据《2022 电竞酒店行业大数据白皮书》，截至 2022 年底，全国专业电竞酒店数量 1.6 万余家，含电竞房业态的酒店主体总量达 2.2 万家。在旅行复兴、电竞大年、产业链创新等因素的影响下，未来几年电竞酒店数量依然保持增长态势，预计 2025 年左右达到 10 万家规模。

图 27：电竞酒店数量发展趋势



资料来源：《2022 电竞酒店行业大数据白皮书》，上海证券研究所

作为电竞场景领域的前行者，公司提前入场布局一站式服务运营。公司自主研发的易乐途数字营销平台，聚焦电竞酒店顾客多元化需求，拓宽场景营销边界。该产品包含经营管理、场景赋能与增值服务等三大服务中心，覆盖酒店转型、日常经营、非房收入、营销获客、私域运营、品牌定制等 6 大场景，有效助力电竞酒店品牌运营。

1) 经营管理中心：在满足电竞酒店客房管理的基础上，为电竞酒店业主额外提供桌面管理、智能监管、设备防盗、商超营销、电竞无盘等电竞酒店日常经营相关的特色功能。

2) 场景赋能中心：整合电竞酒店上下游资源，为电竞酒店提供场景赋能。从电竞酒店选址到开店、装修、硬件采购及后期品牌化提供一站式支持，激发场景的深层价值。

3) 增值服务中心：专注电竞酒店非房收入，提供获客、留存、转化等一系列的用户服务。包含流量获取、流量增值、流量运营等多个版块，打造电竞酒店场景生态内循环。

图 28：易乐途适用场景



资料来源：易乐途官网，上海证券研究所

公司产品的市占率正在不断扩大，已与国内多家知名连锁电竞酒店结成紧密合作。2022年9月，首场“易乐途城市合作伙伴大会”在武汉开幕，标志着盛天面向全国各地电竞酒店的“城市合作伙伴大会”正式启航。公司将在全国100个城市重点扶持100家核心合作伙伴，让易乐途电竞酒店数字化营销平台助力实体经济，帮助电竞酒店运营商提高运营效率、降本增效，促进其数字化转型。截至目前，易乐途已经与美团合作，双方将围绕品牌曝光、流量合作、电竞赛事内容管理、酒店信息管理等领域开展深度合作，实现优势互补、资源共享，推进电竞酒店产业高质量发展。

图 29：易乐途合作伙伴



资料来源：易乐途官网，上海证券研究所

4 盈利预测

我们将盛天网络业务拆分成游戏运营业务、IP 运营业务、网络广告与增值业务三大类，并预计 2023-2025 年公司业务仍具备增长空间及潜力。

游戏运营方面，游戏运营与发行业务为公司贡献稳定收入。公司核心运营游戏《三国志 2017》长尾运营能力依旧稳定；核心运营游戏平台易乐玩收入稳定，运营模式成熟。2021 年，公司分别成立独立游戏发行工作室 Paras、游戏发行子公司武汉盛天游戏网络科技有限公司，聚焦独立游戏与移动端游戏两个品类，预计在 2023 年上线 1 款独立游戏与 4 款移动端游戏，具有丰富的游戏储备。因此我们认为公司在游戏发行领域的布局将带来游戏运营业务的持续拓展。我们预计 2023-2025 年公司游戏运营业务收入分别为 1.97 亿元、1.98 亿元、2.00 亿元。

IP 运营方面，公司收购天戏互娱，与日本优质 IP 方光荣深度合作，拥有系列经典 IP。公司经典 IP 游戏《三国志 战略版》、《真·三国无双 霸》已在多国上线，市场表现优异。公司储备 IP 游戏包括《大航海时代：海上霸主》、《真·三国无双 8》等，未来将有序推出。因此我们认为公司 IP 运营业务收入稳定增长。我们预计 2023-2025 年公司 IP 运营业务收入分别为 4.75 亿元、4.94 亿元、4.96 亿元。

网络广告与增值业务方面，公司深耕网吧行业数十年，拥有庞大的用户基础，并以网吧资源为依托，围绕线上线下，深耕“游戏+社交”。线下游戏社交方面，公司着眼于电竞酒店业务，已与全国多家知名连锁电竞酒店结成紧密合作。线上游戏社交方面，公司旗下游戏社交产品“带带电竞”具备充足的发展潜力。因此我们认为公司“游戏+社交”业务将持续增长。我们预计 2023-2025 年公司网络广告与增值业务收入分别为 14.86 亿元、19.89 亿元、26.80 亿元。

公司系国内领先的“游戏+社交”数娱平台，全方位布局泛游戏产业链。公司深耕网吧行业数十年，成功依托线下网吧资源优势转型线上服务。随着公司游戏社交产品“带带电竞”开始发力叠加游戏发行业务的持续落地，公司有望实现业绩的持续增长。结合以上分业务盈利预测，我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润分别为 3.00 亿元 (yoy+34.76%)、3.86 亿元 (yoy+28.88%)、4.70 亿元 (yoy+21.76%)，对应 EPS 分别为 1.10 元、1.42 元、1.73 元，当前股价对应估值分别为 37 倍、29 倍、24 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

附表 1 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 亿元人民币)

游戏运营	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1.92	1.97	1.98	2.00
YOY	-18.38%	2.39%	0.67%	0.73%
营业成本	1.21	1.22	1.21	1.20
毛利	0.71	0.75	0.77	0.80
毛利率	37.07%	38.00%	39.00%	40.00%
IP 运营	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4.52	4.75	4.94	4.96
YOY	0.74%	5.14%	3.96%	0.40%
营业成本	2.11	2.11	2.13	2.08
毛利	2.41	2.65	2.82	2.88
毛利率	53.32%	55.68%	57.00%	58.00%
网络广告与增值业务	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10.05	14.86	19.89	26.80
YOY	90.70%	47.81%	33.83%	34.78%
营业成本	8.68	12.04	15.71	20.64
毛利	1.38	2.82	4.18	6.16
毛利率	13.69%	19.00%	21.00%	23.00%
总计	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16.58	21.66	26.89	33.85
YOY	35.97%	30.65%	24.14%	25.85%
营业成本	12.06	15.42	19.10	23.97
毛利	4.53	6.25	7.80	9.87

资料来源: Wind, 上海证券研究所

5 风险提示

行业竞争加剧风险：公司募投项目云游戏平台正在建设之中，云游戏行业进入者正在逐步增加，竞争格局还远未稳定，如果公司不能保持持续的竞争力，将有被淘汰的风险。

行业政策变动风险：游戏行业属于文化创意领域，受到国家相关政策和政府相关部门的严格监管。2021年，监管部门在未成年人保护、数据安全、防沉迷等方面对游戏行业作了进一步规范，公司积极响应、迅速行动，落实了包括实行实名注册制、接入实名认证系统、防沉迷系统、打造平台“青少年模式”等方案，较好地履行了社会责任。网络游戏行业监管日趋规范，有利于行业健康发展，规范经营的企业将从中受益。但随着游戏行业发展，监管机构的监管法律、法规将越来越规范和完善，对于政策及法律尚未明确的领域，或公司在经营中不能适应政策的变化，公司也存在受监管机构罚款、暂停或取消业务资格等行政处罚的风险。

重点产品依赖风险：公司游戏业务收入当前主要依赖于IP改编移动网络游戏《三国志2017》和《三国志·战略版》。尽管公司已推出《真·三国无双 霸》，《大航海时代：海上霸主》也在准备发行工作，但在新产品未能对公司收入产生较大贡献的情况下，重点产品运营状况变化依然会对公司经营业绩产生较大影响。

游戏版号申请风险：网络游戏产品应取得国家新闻出版署的批准，方可上网出版运营。2018年3月份，原国家新闻出版广电总局发布《游戏申报审批重要事项通知》，此后8个月《国产游戏网络审批信息》未更新；2021年8月，国家新闻出版署下发《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，此后7个月《国产游戏网络审批信息》未更新，直到2022年4月份版署重新下发游戏版号。市面游戏产品供应减少一方面降低了客户的推广需求，对公司的营销业务造成较大影响，另一方面导致《大航海时代 海上霸主》发行节奏不及预期。公司2023年将有多多个游戏产品需要申请版号，也同样面临着不能及时取得版号的风险。公司将通过调整研发节奏以及优先安排游戏海外发行等措施，来降低版号风险对公司的影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1197	1599	1968	2492
应收票据及应收账款	272	526	408	800
存货	0	0	0	0
其他流动资产	60	88	94	125
流动资产合计	1529	2212	2470	3417
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	51	48	45	41
在建工程	0	0	0	0
无形资产	25	11	-3	-17
其他非流动资产	454	454	454	454
非流动资产合计	530	513	496	479
资产总计	2059	2726	2966	3895
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	199	516	328	706
合同负债	36	46	57	72
其他流动负债	200	217	233	280
流动负债合计	434	780	618	1058
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	84	84	84	84
非流动负债合计	84	84	84	84
负债合计	518	864	702	1142
股本	272	272	272	272
资本公积	433	433	433	433
留存收益	849	1162	1561	2044
归属母公司股东权益	1540	1853	2252	2735
少数股东权益	0	9	12	18
股东权益合计	1540	1862	2264	2753
负债和股东权益合计	2059	2726	2966	3895
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	281	418	386	539
净利润	222	308	390	476
折旧摊销	34	35	35	36
营运资金变动	11	57	-59	7
其他	13	19	20	20
投资活动现金流量	-22	-17	-16	-16
资本支出	-17	-19	-19	-19
投资变动	89	0	0	0
其他	-94	2	3	4
筹资活动现金流量	-84	0	0	0
债权融资	0	0	0	0
股权融资	10	0	0	0
其他	-94	0	0	0
现金净流量	180	402	370	523

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1658	2166	2689	3385
营业成本	1206	1542	1910	2397
营业税金及附加	3	6	6	9
销售费用	40	79	99	124
管理费用	91	109	135	186
研发费用	70	96	122	163
财务费用	-16	-21	-28	-34
资产减值损失	-13	-13	-13	-13
投资收益	2	2	3	4
公允价值变动损益	2	0	0	0
营业利润	253	351	443	541
营业外收支净额	-1	-1	-1	-1
利润总额	252	350	442	540
所得税	30	41	52	64
净利润	222	308	390	476
少数股东损益	0	9	4	6
归属母公司股东净利润	222	300	386	470
主要指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	27.3%	28.8%	29.0%	29.2%
净利率	13.4%	13.8%	14.4%	13.9%
净资产收益率	14.4%	16.2%	17.1%	17.2%
资产回报率	10.8%	11.0%	13.0%	12.1%
投资回报率	13.1%	15.9%	16.5%	16.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	35.8%	30.6%	24.1%	25.8%
EBIT 增长率	76.3%	44.6%	24.7%	20.9%
归母净利润增长率	77.7%	34.8%	28.9%	21.8%
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.10	1.42	1.73
每股净资产	5.67	6.82	8.29	10.07
每股经营现金流	1.03	1.54	1.42	1.98
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.81	0.79	0.91	0.87
应收账款周转率	6.10	4.13	6.61	4.24
存货周转率	4738.4 8	13696. 73	8525.0 4	8695.9 2
偿债能力指标				
资产负债率	25.2%	31.7%	23.7%	29.3%
流动比率	3.52	2.84	4.00	3.23
速动比率	3.42	2.76	3.89	3.15
估值指标				
P/E	49.99	37.10	28.78	23.64
P/B	7.21	6.00	4.93	4.06
EV/EBITDA	10.61	24.69	19.36	15.29

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。