

凯撒股份 (002425)

—超级 IP 加持公司泛娱乐华丽转型

投资评级 买入 评级调整 首次推荐 收盘价 23.80 元

事件:

1) 2016 年半年度报告: 2016 年上半年公司主营收入为 2.18 亿元, 同比减少 23.14%; 归属于母公司的净利润为 4449 万元, 同比增长 179.56%; 每股收益 0.1 元, 同比增长 156.41%; 公司上半年营收减少而净利润增长的原因在于传统服装业务的萎缩, 同时成本大减, 加上公司盈利能力较强的互联网泛娱乐业务泛娱乐业务收入占比已经达到 52.93%。元。**2) 第一期员工持股计划出台:** 员工持股计划参与员工合计不超过 100 人, 计划筹集员工资金总额为不超过 17,500 万元, 持有的股票数量约占公司现有股本总额的 3.14% **3) 改名: 凯撒 (中国) 文化股份有限公司:** 公司坚定转型互联网泛娱乐将在文化泛娱乐产业链中广泛布局。

结论:

1、公司转型泛娱乐生态, 逐步摆脱传统服装业务: 鉴于传统纺织服装和皮草贸易的不景气, 从 2014 年 3 月设立产业基金一期开始, 公司确定向泛娱乐生态方向转型。公司在 2015 年 3 月以股票和现金的方式收购了酷牛互动 100% 股权。2015 年 4 月, 公司又以支付现金的方式购买了具有大量优质 IP 资源储备的杭州幻文 100% 股权。2016 年 5 月, 公司收购天上友嘉 100% 股权。

2、多个超级 IP 助阵公司泛娱乐华丽转身携手进行 IP 产业链多渠道变现:

1) 下半年与腾讯、盛大合作推出超级 IP 《传奇世界》的手游; 2) 投资购买了《少年四大名捕》《说英雄谁是英雄》《锦绣未央》《新葫芦兄弟》《龙符》等优质 IP; 3) 与腾讯动漫合作: 以人民币 1 亿元获得《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》、《我的双修道侣》等若干个明星 IP 的移动游戏、网页游戏、电视剧 (含网络剧) 改编开发、发行和运营授权; 4) 收购的杭州幻文科技拥有包括网络文学第一人唐家三少的最新力作《天火大道》, 四大武侠宗师之一温瑞安的四大名捕大决战、《神州奇侠》, 四大武侠宗师之一梁羽生的《武当一剑》、《大唐游侠传》, 网络三大奇书玄雨的《小兵传奇》、萧潜的《飘逸之旅》、萧鼎的《诛仙》、漫画大师蔡志忠的《三星帝国》、《天眼传奇》等头部 IP; 5) 公司收购的标的酷牛互动和天上有嘉均具有较强的游戏开发能力, 酷牛互动先后研发并上线运营《大话水浒 WAP》、《兄弟萌》、《唐门世界》、《绝世天府》、《太古仙域》等多款精品手机游戏; 天上友嘉成功研发了《植物大战僵尸 OL》、《百将录》、《龙之塔 OL》等多款网页游戏。

3、盈利预测和估值: 随着公司由原有的低毛利的服装服饰业务转型为高毛利的游戏等泛娱乐领域, 我们预测公司未来收入和毛利率都会有大幅的提升, 预测 2016-2018 年 EPS 为 0.44 元、0.71 元和 0.96 元, 对应现价 PE 为 54 倍、33 倍和 24 倍, 给予“买入”评级。

4.风险提示: 收购标的公司业绩不达标、各子公司协同效应不足; 公司传统服装业务业绩下降风险; 移动游戏同质化, 新开发游戏不及预期。

发布时间: 2016 年 8 月 29 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	29.92/13.83
上证指数/深圳成指	3070.31/10693.75
50 日均成交额(百万元)	136.64
市净率(倍)	6.11
股息率	

基础数据

流通股(百万股)	205.12
总股本(百万股)	508.59
流通市值(百万元)	4881.77
总市值(百万元)	12104.45
每股净资产(元)	3.89
净资产负债率	27.05%

股东信息

大股东名称	凯撒集团(香港)有限公司
持股比例	31.14%
国元持 情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 孔蓉
 执业证书编号: S0020512050001
 电 话: 021-51097188-1872
 电 邮: kongrong@gyzq.com.cn
 地 址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

目录

1、公司转型泛娱乐生态，逐步摆脱传统服装业务	4
1.1 泛娱乐生态业务为公司活力，现阶段为“双主营驱动”	4
1.2 传统服装业务逐渐“边缘化”，去库存走品牌授权模式	6
1.3 外商投资，股权集中	6
2、手握多个超级 IP 布局泛娱乐产业链	7
2.1 手游《传奇世界》有望延续“传奇”	9
2.2 购买多个头部优质 IP 进行全版权 IP 运营	10
2.3 与腾讯动漫合作，获得多个明星 IP 的游戏电视剧开发、发行、运营 ..	11
2.4 IP 自有培养及运营，幻文科技拥有大量优质 IP 资源	11
3、子公司助力 IP 下游变现和商业化运营	15
3.1 酷牛互动：IP 游戏改编能力突出	15
3.2 2016 年 5 月收购天上友嘉，专注精品移动游戏	18
4、IP 泛娱乐生态圈内各部协调运作，产业基金为未来布局	21
4.1 协同效应，公司各部分共同利用 IP 资源	21
4.2 产业基金布局泛娱乐生态圈，为未来找到业绩新增长点	22
4.3 泛娱乐“大咖”加盟，员工持股计划提振企业信心	22
5、盈利预测和估值	23
6、风险提示	23

图表目录

图表 1 公司主营收入及净利润.....	4
图表 2 公司主营结构变化.....	4
图表 3 2015 年公司主营构成分析.....	5
图表 4 三家子公司业绩承诺及完成情况.....	5
图表 5 公司服装业务品牌授权方式.....	6
图表 6 公司历史沿革.....	7
图表 7 公司股权结构.....	7
图表 8 公司核心 IP 资源储备.....	8
图表 9 对比手游--《热血传奇》手游的 iOS 历史畅销榜排名.....	9
图表 10 《热血传奇》手游数据.....	9
图表 11 爆款 IP-《锦绣未央》电视剧.....	10
图表 12 《新葫芦兄弟》登入爱奇艺.....	10
图表 13 幻文科技优质 IP-《天眼传奇》.....	11
图表 14 幻文科技核心 IP 资源.....	12
图表 15 幻文科技运营模式和盈利模式.....	13
图表 16 幻文科技 9 款手游时间表.....	14
图表 17 酷牛互动.....	15
图表 18 酷牛互动 IP 资源合作模式.....	15
图表 19 酷牛互动游戏产品的起止时间图（截止 2014 年 12 月 31 日）.....	16
图表 20 《唐门世界》联合运营的相关协议.....	17
图表 21 2014 年酷牛互动核心游戏营收.....	17
图表 22 《唐门世界》主要运营数据（截止 2014 年 12 月 31 日）.....	18
图表 23 天上友嘉.....	18
图表 24 天上友嘉摘要产品时间图.....	18
图表 25 天上友嘉游戏产品营业收入.....	19
图表 26 天上友嘉新游戏上线时间表.....	20
图表 27 《新仙剑奇侠传》.....	20
图表 28 《新仙剑奇侠传》的运营数据.....	21
图表 29 公司各部协同效应.....	21

1、公司转型泛娱乐生态，逐步摆脱传统服装业务

1.1 泛娱乐生态业务为公司活力，现阶段为“双主营驱动”

- **2015 年公司正式开启“双驱动模式”，主要业务为网络游戏的研发及运营和 IP 运营**（公司于 2015 年 3 月完成对深圳市酷牛互动科技有限公司 100% 股权收购；公司于 2015 年 6 月完成对杭州幻文科技有限公司 100% 股权收购；公司于 2016 年 5 月完成了对四川天上友嘉网络科技有限公司 100% 股权收购）以及服装、服饰的设计、制造及销售。根据公司公告的 2015 年的年度报告和 2016 年的半年度报告，**公司的利润主要来之于网络游戏业务**，公司转型后的新业务弥补了由于传统业务盈利能力不足的局面。2015 年的年报显示，公司主营收入中超过 74% 的收入来之于传统服装业务，服装业务的毛利伴随整个市场的饱和和成本的上升而下降；高毛利的新业务 2015 年开始为公司带来利润，游戏分成业务的毛利率为 83%，版权运用的毛利率为 96.6%，技术服务的毛利率为 100%，数字阅读的毛利率为 91%。

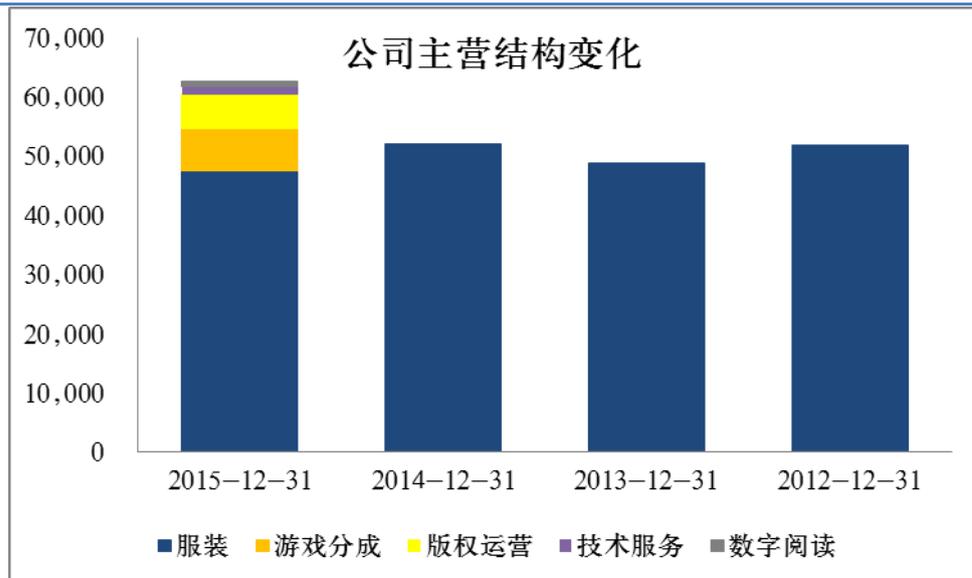
图表 1 公司主营收入及净利润



资料来源：Wind、国元证券研究中心

- **公司 2015 年的营业成本中，超过 94% 的成本来之于服装业务**，盈利能力较强的业务是文化与娱乐，主要是网络游戏的业务，公司在 2015 年完成两个公司标的的收购之后，新的业务增长点开始爆发，公司已经开始准备对传统业务进行优化整合，以品牌授权的方式对服装业务经营，减少库存压力并且加速现金流的流转。相对于传统的服装和皮草贸易，文化娱乐产业属于“轻资产”业务，整个运营成本相对更少，加上本身高的毛利率，转型之路的未来看点容易显现。

图表 2 公司主营结构变化



资料来源: Wind、国元证券研究中心

图表 3 2015 年公司主营构成分析

主营产品	占总营收的比重	占总营业成本的比重	毛利率
服装	74.91%	94.01%	22.91%
游戏分成	11.31%	3.12%	83.08%
版权运营	9.26%	0.52%	96.56%
技术服务	2.2%	0	100%
数字阅读	1.24%	0.18%	91%

资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

- 公司布局 IP 泛娱乐产业链, 收购的三家公司标的对于未来有着较高的业绩承诺, 在一定程度上保证了公司的业绩。三家公司在 2015 年的业绩承诺中完成良好, 天上友嘉超额完成 1660 万元, 幻文科技超额完成 967 万元, 酷牛互动 2015 年超额完成 82 万元, 2014 年超额完成 72 万元。

图表 4 三家子公司业绩承诺及完成情况

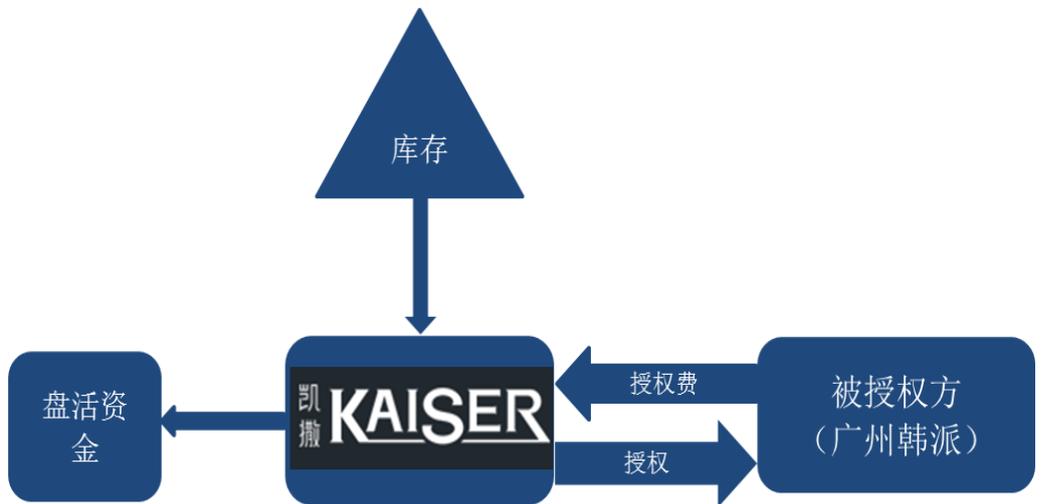
子公司	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年	
	承诺业绩 (万元)	实际完成 (万元)						
酷牛互动	6,000.00	6,072.40	7,500.00	7,581.81	9,375.00		11,575.00	
幻文科技			4,000.00	4,967.04	5,000.00		6,250.00	
天上友嘉			8,550.00	10,209.99	11,460.00		14,330.00	
合计	6,000.00	6,072.40	20,050.00	22,758.84	25,835.00		32,155.00	

资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

1.2 传统服装业务逐渐“边缘化”，去库存走品牌授权模式

- 2014 年开始向泛娱乐产业转型，公司逐渐对原有的服装业务进行优化，逐步盘活服装板块资产，先后关撤经营效益差的店、柜 109 个，对空置的店铺、办公场地进行处置；对服装存货采取严控自营终端的订货，从源头控制存货，实行去产能、去库存的策略，及通过电子商务唯品会销售平台消化部份存货等去库存措施，抑制了前几年存货持续增长的势头。通过盘活资产取得资金，用于优质项目的投资，提高资金使用效益。
- 公司多年的服装行业沉淀，积累了不错的客户资源和品牌效益，在控制成本、改善资源配置的情况下依然有很大的可能为公司带来效益。鉴于此，公司在 2016 年计划对现有的服装业务采取品牌经营的方式，一方面通过授权经营，收取品牌费；另一方面通过被授权经营者的资源，消化凯撒股份原来的产品库存，同时可处置部分闲置资产，盘活资金。

图表 5 公司服装业务品牌授权方式



资料来源：国元证券研究中心

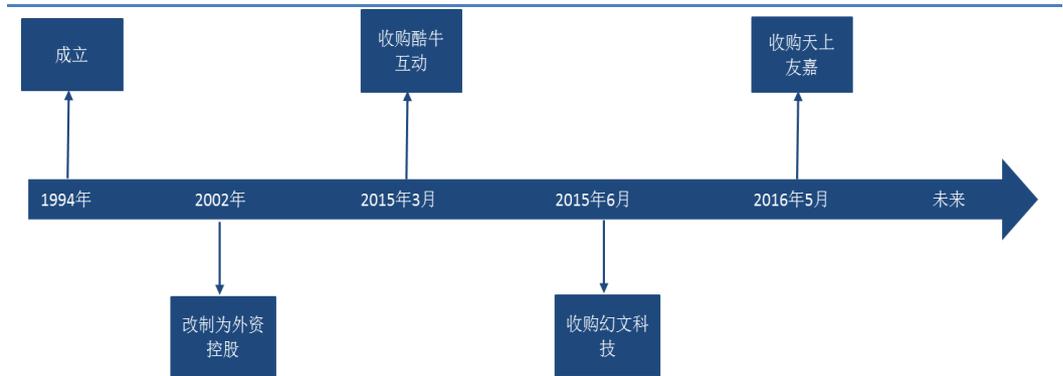
- 公司 2016 年 4 月份和与广州韩派服装有限公司签订了关于《服装品牌授权经营合同》，在合作期间内，公司委托广州韩派服装有限公司在全国范围内以代销形式销售公司提供的服装箱包等产品，并按照广州韩派服装有限公司实际销售额进行结算；在合作期间内，公司授权广州韩派服装有限公司在全国范围内使用本公司商标（“凯撒”、“KAISER”）设计、生产及销售服装。合作期间为 2016 年 4 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日。

1.3 外商投资，股权集中

- 公司成立于 1994 年，2002 年整体改制为外商控制股份有限公司，2010 年 6 月在深交所上市交易，公司于 2015 年 3 月完成对深圳市酷牛互动科技有限公司 100% 股权收购；公司于 2015 年 6 月完成对杭州幻文科技有限公司 100% 股权收购；公司于 2016 年 5 月完成了对四川天上友嘉网络科技有限公司 100% 股权收购。
- 公司在 2016 年发行股票和现金支付的方式收购四川天上友嘉之后，公司实际控制人

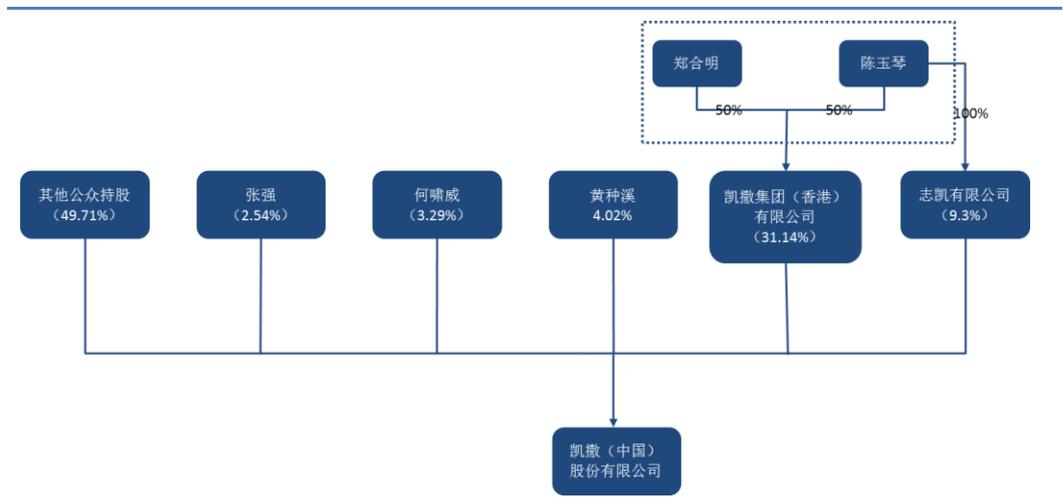
郑合明和陈玉琴夫妇通过**凯撒集团（香港）有限公司**和**志凯有限公司**合计持有上市公司**40.15%股份**。

图表 6 公司历史沿革



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图表 7 公司股权结构



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2、手握多个超级 IP 布局泛娱乐产业链

- 公司从传统的纺织服装业转型到互联网泛娱乐产业，整个业务的运营模式和盈利模式都发生了重大的改变。互联网泛娱乐生态产业链的重心是 IP 资源，把握了 IP 资源就控制了整个产业链的“流水”端口，在 IP 后续的操作和变现环节持续布局，使得整个生态产业链得以完善。公司在捕获超级 IP 环节着力布局，目前已经有所获取，看好公司后续在 IP 运营和变现环节的表现。
- 1) 下半年与腾讯、盛大合作推出**超级 IP 《传奇世界》的手游**；2) 投资购买了《少年四大名捕》《说英雄谁是英雄》《锦绣未央》《新葫芦兄弟》《龙符》等优质 IP；3) 与腾讯动漫合作：以人民币 1 亿元获得《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》、《我的双修道侣》等若干个明星 IP 的移动游戏、网页游戏、电视剧（含网络剧）改编开发、发行和运营授权；4) 收购的杭州幻文科技拥有包括网络文学第一人唐家三少的最新力作《天火大道》，四大武侠宗师之一温瑞安的最新力作《四大名捕大决战》、《神州奇侠》，

四大武侠宗师之一梁羽生的《武当一剑》、《大唐游侠传》，网络三大奇书玄雨的《小兵传奇》、萧潜的《飘邈之旅》、萧鼎的《诛仙》、漫画大师蔡志忠的《三星帝国》、《天眼传奇》等头部 IP；5) 公司收购的标的酷牛互动和天上有嘉均具有较强的游戏开发能力，酷牛互动先后研发并上线运营《大话西游 WAP》、《兄弟萌》、《唐门世界》、《绝世天府》、《太古仙域》等多款精品手机游戏；天上友嘉成功研发了《植物大战僵尸 OL》、《百将录》、《龙之塔 OL》等多款网页游戏

图表 8 公司核心 IP 资源储备

IP	IP 热度	授权/合作方	IP 版权	预计时间	备注
《圣斗士星矢：重生》	由日本东映动画、车田正美正版授权并提名“圣斗士星矢”30周年纪念之作	上海纵游投资和运营	手游 CP 方	2016 年 5 月上线	与上海纵游合作，公司是 CP 方，分得流水 10%-15%，在苹果 App Store 畅销榜上最高位居第三，目前排名 28
《传奇世界》	经典游戏“传奇”系列作品之一	盛大、腾讯合作	手游	2016 年第四季度上线	公司分成得到 10%-15%，腾讯 80%，盛大也参与分成
《说英雄谁是英雄》	作者：温瑞安，公司首个全版权运营 IP	华策合作	影视	2016 年第四季度上线	与华策影视共同出品，正在拍摄中
		-	动漫	2016 年第四季度上线	公司专业动漫团队，也已同步展开编剧制作工作
		-	手游	2016 年第四季度上线	与影视、动漫同步启动
《锦绣未央》	小说自开更以来长据潇湘书院月票榜、钻石榜、订阅榜榜首	华策	手游	2016 年底上线	布局女性市场影游联动项目，电视剧《锦绣未央》古装电视剧未播先火，唐嫣、罗晋主演，首版先导片花，发布 24 小时全网点播总量突破 3000 万，电视剧预计 2016 年底在东方卫视、北京卫视首播，腾讯视频独播。
《少年锦衣卫》	优酷土豆已发布宣传片	优酷土豆	动画	2016 年底上映	与优酷土豆共同投资高品质原创 3D 武侠动画，建立了与国内顶级 3D 动画原创团队合作关系
《新葫芦兄弟》	动画已在爱奇艺独播，更新 26 级，点播量 6.17 亿次	上海美术电影制片厂	手游	研发阶段	动画适合上海美术电影制片厂联合出品，国产原创超过 30 年的 IP，手游定位儿童市场
《从前有座灵剑山》	漫画腾讯动漫人气超 20 亿，平分 9.6，7 月排名第八	腾讯动漫授权	手游、页游、电视剧（含网剧）	研发中	动画作品由腾讯动漫与日本 DEEN 社联合制作，动画作品第一季播放量已近 2.6 亿；第二季动画作品计划 2017 年第一季度上线
《银之守墓人》	漫画腾讯动漫人气超 18 亿，平分 9.6，7 月排名第九	腾讯动漫授权	手游、页游、电视剧（含网剧）	研发中	预计在 2017 年上半年由绘梦社（日本）制作成同名日本电视动画
《我的双修道侣》	漫画腾讯动漫人气超 3 亿，平分 9.3，7 月排名第十	腾讯动漫授权	手游、页游、电视剧（含网剧）	研发中	动画作品预计在 2017 年第一季度上线

	三		剧)		
《龙符》	纵横中文网更新中,总点击量超1400万,7月排名第29名	-	待定	待定	知名网络文学作家梦入神机作品

资料来源:公司公告、互联网公开资料、国元证券研究中心

2.1 手游《传奇世界》有望延续“传奇”

- 《传奇世界》作为经典游戏“传奇”系列之一,“传奇”从2001年7月公测至今,15年来全球玩家累计人数已经超过5个亿,全球平均6个上网的用户中就有一位是热血传奇或者传奇系列的玩家,创造一个又一个游戏的辉煌,也见证了一个又一个游戏行业的发展历程。
- 《传奇世界》手游是公司子公司酷牛互动联合上海众游与盛大、腾讯合作的一款重量级手游,该款手游目前处于测试阶段,最快于2016年第四季度上线收费运行。该款手游从IP热度和测试的数据上看类似手游《热血传奇》,《热血传奇》手游2015年8月上线,当天就成为iOS免费榜第一名,该款手游长期占据榜单前三。手游《热血传奇》单日流水最高超过4600万,月流水7亿元。公司在《传奇世界》手游的流水分成为10%-15%,下半年有望为公司提供稳定的现金。

图表 9 对比手游--《热血传奇》手游的 iOS 历史畅销榜排名



资料来源:APP Annie、国元证券研究中心

图表 10 《热血传奇》手游数据

手游	日最高流水	月流水	版本数
《热血传奇》	4600万	7亿元	15个

资料来源:互联网公开资料、国元证券研究中心

2.2 购买多个头部优质 IP 进行全版权 IP 运营

- 在协调各子公司 IP 运营及 IP 商业化的同时,凯撒股份母公司自 2015 年下半年开始,已陆续在游戏、影视、动漫等单项 IP 和全版权 IP 上开始投资布局 and 对外合作。投资购买了《少年四大名捕》《说英雄谁是英雄》《锦绣未央》《新葫芦兄弟》《龙符》等优质 IP,
- 2016 年 2 月公司与华策影视签约获得《锦绣未央》小说及改编电视剧的游戏改编权。小说《锦绣未央》(又名《庶女有毒》,作者:秦简),自开更以来长据潇湘书院月票榜、钻石榜、订阅榜榜首,拥有众多女性读者粉丝。《锦绣未央》古装电视剧未播先火,首版先导片花,发布 24 小时全网点播总量突破 3000 万,电视剧预计 2016 年底在东方卫视、北京卫视首播,腾讯视频独播。公司已启动《锦绣未央》手游研发项目,游戏计划在电视剧开播后上线。此项目将是公司首个电视剧与游戏同步制作并深度关联的影游联动项目,由此公司正式布局女性市场,开辟女性手游蓝海市场。

图表 11 爆款 IP-《锦绣未央》电视剧



资料来源:互联网公开资料、国元证券研究中心

- 另外在对外合作的影视和动漫上陆续开展了合作,包括《说英雄谁是英雄》和华策影视合作拍摄电视剧、《新葫芦兄弟》和上海美影厂合作拍摄动画片和动画大电影、《少年锦衣卫之绣春刀》参与动画投资。《新葫芦兄弟》已经在 2016 年上映,一共 52 集,已经播出 26 集,目前在爱奇艺上的点播量为 6.1 亿次。
- 公司与国内领先的视频平台优酷土豆共同投资高品质原创 3D 武侠动画《少年锦衣卫》,计划 2016 年年底在优酷土豆首播。通过投资《少年锦衣卫》,公司快速切入 3D 原创动画市场,建立与国内顶级 3D 动画原创团队合作关系,助力公司 IP 泛娱乐业务战略在原创动漫领域快速推进。

图表 12 《新葫芦兄弟》登入爱奇艺



新葫芦兄弟 第1季 2016

8.0分

地区：大陆 类型：怀旧 / 童话 / 魔幻

语言：国语 版本：TV版

集数：更新至26/共52集

总播放量：6.10亿次

简介：金翅雕因为作恶多端而被封印在高塔之中上千年，为了恢复昔日的邪恶力量，利用月食之夜复活了蛇蝎二妖，利用法力将葫芦山分崩离析，向七个方... 展开

立即播放

资料来源：爱奇艺（截止2016.8.25）、国元证券研究中心

2.3 与腾讯动漫合作，获得多个明星 IP 的游戏电视剧开发、发行、运营权

- 2016年3月，公司与腾讯动漫深度合作，以人民币1亿元获得《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》、《我的双修道侣》等若干个明星 IP 的移动游戏、网页游戏、电视剧（含网络剧）改编开发、发行和运营授权。《从前有座灵剑山》，该 IP 动漫作品长期位居腾讯动漫平台月票榜第一梯队，动画作品由腾讯动漫与日本 DEEN 社联合制作，点击量突破 17 亿 5061 万，并且动画作品第一季播放量已近 2.6 亿；第二季动画作品计划 2017 年第一季度上线；《银之守墓人》，近期最具人气的动漫作品，点击量突破 15 亿 571 万，目前每日新增超两千万阅读量，预计在 2017 年上半年由绘梦社（日本）制作成同名日本电视动画；《我的双修道侣》，腾讯动漫月票第一梯队人气作品，点击量突破 11 亿 5778 万，动画作品预计在 2017 年第一季度上线；《龙符》，知名网络文学作家梦入神机作品，该作品深受书迷喜爱，在纵横中文网阅读平台总点击量超过一千三百万，百度搜索指数最高超 17 万。
- 腾讯动漫作为国内最大最权威的正版动漫平台，平台作品总量超过 2 万部，投稿作者总数超过 5 万人，认证作者数超 9000 人，签约作者数超 500 人，签约作品数超过 6000 部，其中超过 300 部为全版权作品，有超过 40 部作品点击率过亿。公司较早与腾讯动漫合作，在获取 IP 资源方面有着先天的合作优势，后期有望加强合作。

2.4 IP 自有培养及运营，幻文科技拥有大量优质 IP 资源

- 杭州幻文是中国目前领先的 IP 运营服务公司，主要以移动互联网、优质版权为依托，全面布局“泛娱乐”战略，打造“幻文互动娱乐”品牌，主要覆盖文学、游戏、影视、动漫等业务。

图表 13 幻文科技优质 IP-《天眼传奇》



资料来源：幻文科技官网、国元证券研究中心

- 幻文科技拥有大量的优质 IP，拥有 1,287 部作品的 IP 资源，包括网络文学第一人唐家三少的最新力作《天火大道》，四大武侠宗师之一温瑞安的四大名捕大决战》、《神州奇侠》，四大武侠宗师之一梁羽生的《武当一剑》、《大唐游侠传》，网络三大奇书玄雨的《小兵传奇》、萧潜的《飘逸之旅》、萧鼎的《诛仙》、漫画大师蔡志忠的《三星帝国》、《天眼传奇》等大量优质 IP 都在幻文科技。
- 幻文科技旗下的尚文科技，主要的业务以原创文学衍生版权签约为主，共签约 559 部作品，其中短篇完本作品 359 部，分成作品 134 部，买断作品 64 部，委托创作 2 部。旗下有老灰狼、左妻右妾、浪漫烟灰、沧海鲲鹏、翼 V 龙、小龙卷风、独孤逝水等网络知名作家，打造了《绝品兵王》、《超级狂少》、《都市狂龙》、《武逆九天》、《无上武道》、《极品瞳术》等一批网络畅销作品。

图表 14 幻文科技核心 IP 资源

版权名称	类型	IP 介绍
天火大道	名作类	网络文学第一人唐家三少的最新作品
大圣传	名作类	网络文学大神说梦者的最新作品
万古至尊	名作类	网络文学大神太一生水的最新作品
三星王国	名作类	漫画大师蔡志忠先生的最新漫画作品
太古仙域	名家类	由著名网络作家辰东授权，包含了其笔下人气畅销玄幻小说的大量人物角色。
小兵传奇	名作类	著名畅销小说：网络三大奇书之一的《小兵传奇》
飘逸之旅	名作类	著名畅销小说：网络三大奇书之一的《飘逸之旅》
绝世战祖	名家类	美国上市公司旗下久邦数码人气作家‘陨落星辰’玄幻新作。
无上神王	名作类	2014 年度畅销玄幻作品
异人傲世录	名作类	经典畅销玄幻作品
四大名捕之大 对决	名家类	新武侠四大宗师温瑞安代表作之一
《神州奇侠》正传—手游	名家类	新武侠四大宗师温瑞安代表作之一
《神州奇侠》正传—页游	名家类	新武侠四大宗师温瑞安代表作之一
宿命	名家类	由著名网络作家耳根授权，包含了其笔下人气畅销玄幻小说的大量人物角色。
无为传说	名作类	经典畅销玄幻作品

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 幻文科技 IP 资源的获取主要来之于签约，幻文科技多布局签约优质 IP 资源，把握源端作者或 IP 平台资源，公司除了自己签约 IP 资源之外还布局了三家子公司对 IP 进行捕捉和运营。旗下三家公司分别是：**杭州启唐科技有限公司；马鞍山尚文科技有限公司；济南悦之翼科技有限公司。**
- 幻文科技获取优质 IP 之后可以经过多种途径进行运营，**主要途径有：1) 游戏合作开发；2) 数字阅读业务；3) 版权代理服务。**

图表 15 幻文科技运营模式和盈利模式

游戏合作开发业务	幻文科技会适度介入游戏合作开发及运营，幻文科技在游戏领域的业务模式目前主要包括两种	幻文科技为原作者和游戏开发商提供授权服务,收取版权金并参与收入分成
		幻文科技与原著作者签署协议,由幻文科技作为游戏的开发商和运营商,独立开发并运营
数字阅读业务	无线阅读盈利模式一平台合作	作者或者机构授权作品版权到幻文科技,幻文科技支付相应版权费用;幻文科技转授权作品版权给三大运营商以及开放平台合作,获取平台分成费用
	无线阅读盈利模式一代运营合作	已有三大运营商合作资质的公司授权幻文科技独家全权代理其在中国移动、中国电信、中国联通等公司的手机阅读产品基地的运营业务,并支付幻文科技一定的运营费用。
	无线阅读盈利模式一渠道合作	与运营商基地渠道方合作,为运营商提供渠道支持,导入用户,用户订购产生的收入进行分成。
版权代理服务	版权代理服务主要是基于优质文学作品的版权代理服务,已经进行的有游戏版权代理服务、无线版权代理服务,即将进行影视版权、动漫版权等代理服务。作者或者机构授权作品版权给幻文科技,幻文科技支付相应版权费用;幻文科技转授权作品版权给同行或者产业链下游公司使用,获取相应的版权费用。	

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 公司并入幻文科技有利于公司在 IP 资源储备取得资源优势,同时,幻文科技和公司都有着比较好的 **IP 商业化优势**,公司收购的酷牛互动和天上友嘉都可以对现有的 IP 资源进行商业化。**幻文科技在 IP 商业化的规划上主要有三个方面：1) 影视变现；2) 动漫业务；3) 改编成手游。**
- 1) 影视业务方面**, 幻文科技 2015 年合作两部网络剧或影视剧作品, 试水新领域, 并已与北京云合文化传媒有限公司签订战略合作协议, 北京云合文化传媒有限公司是网络剧名作《超级教师》和《我的美女老师》的制作方, 双方在网络剧及影视剧方面的合作将很快开始, 幻文科技作为版权所有方, 拥有多部网络点击量过亿的文学作品, 将以授权合作的方式与影视公司进行合作。
- 2) 动漫业务方面**, 幻文科技将开展与中移动的动漫业务合作, 主要通过旗下子公司济南

悦之翼进行，目前济南悦之翼已与山东出版社签订代理运营协议，在中国移动动漫基地运作包括蔡志忠授权漫画在内的多部漫画作品。

3) **游戏业务方面**，幻文科技在游戏业务方面 2015 年推出了合作手机网络游戏 9 款。

图表 16 幻文科技 9 款手游时间表

项目名	项目	预估时间
绝世战祖	美术风格确认	已完成
	核心玩法 Demo	已完成
	内测	2015 年 6 月
	上线时间	2015 年 7 月
无上神王	美术风格确认	2015 年 5 月
	核心玩法 Demo	2015 年 7 月
	内测	2015 年 10 月
	上线时间	2015 年 11 月
异人傲世录（页游）	美术风格确认	2015 年 5 月
	核心玩法 Demo	2015 年 8 月
	内测	2015 年 9 月
	上线时间	2015 年 10 月
四大名捕之大对决（卡牌）	美术风格确认	已完成
	核心玩法 Demo	已完成
	内测	2015 年 5 月
	上线时间	2015 年 6 月
小兵传奇	美术风格确认	已完成
	核心玩法 Demo	已完成
	内测	2015 年 4 月
	上线时间	2015 年 5 月
飘逸之旅	美术风格确认	已完成
	核心玩法 Demo	已完成
	内测	2015 年 4 月
	上线时间	2015 年 5 月
四大名捕之大对决（RPG）	美术风格确认	2015 年 6 月
	核心玩法 Demo	2015 年 8 月
	内测	2015 年 10 月
	上线时间	2015 年 11 月
异人傲世录（手游）	美术风格确认	2015 年 5 月
	核心玩法 Demo	2015 年 5 月
	内测	2015 年 6 月
	上线时间	2015 年 7 月
宿命（手游）	美术风格确认	2015 年 5 月
	核心玩法 Demo	2015 年 6 月
	内测	2015 年 8 月
	上线时间	2015 年 9 月

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

■ 幻文科技与阅文集团旗下创世中文网达成了 IP 资源的战略合作协议，杭州幻文能从

阅文集团优先获取 IP 资源，阅文集团成立于 2015 年，由原来的盛大文学和腾讯文学组成，旗下涵盖起点中文网、创世中文网、小说阅读网、潇湘书院、红袖添香、云起书院、榕树下、QQ 阅读、中智博文、华文天下等网文品牌。是目前全球最大的正版中文电子图书馆、国内最大的 IP 源头。

3、子公司助力 IP 下游变现和商业化运营

3.1 酷牛互动：IP 游戏改编能力突出

- 酷牛互动成立于 2011 年，主要从事移动游戏的研发及运营，由于凯撒股份为外资控股，2015 年被公司收购之后，游戏运营的业务逐步退出。在游戏研发方面，酷牛互动先后研发并上线运营《大话西游 WAP》、《兄弟萌》、《唐门世界》、《绝世天府》、《太古仙域》等多款精品手机游戏，其中《唐门世界》、《绝世天府》、《太古仙域》等热门网络小说改编而成的游戏深受用户欢迎，有效提高了酷牛互动用户付费率，使得游戏收入大幅增长；

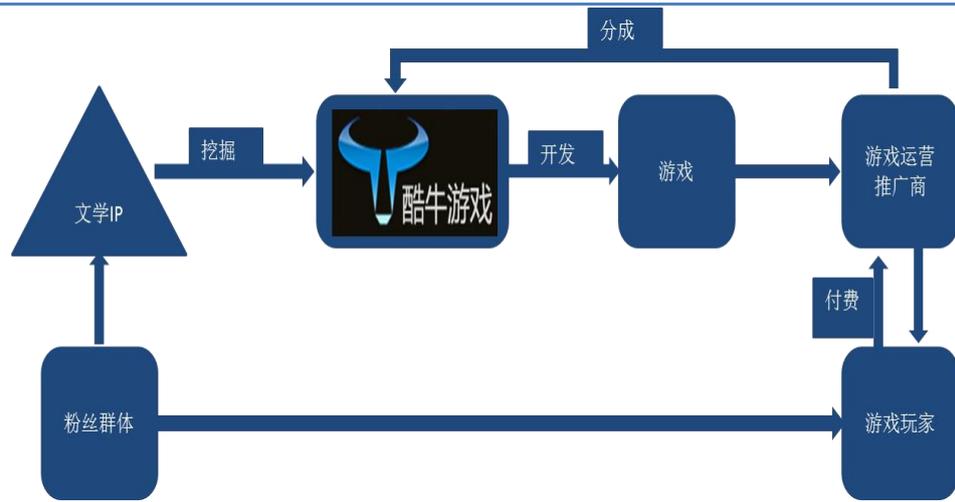
图表 17 酷牛互动



资料来源：酷牛互动官网、国元证券研究中心

- “网络文学+游戏”的开发模式，公司在游戏的开发环节注重 IP 的挖掘，2013 年，酷牛互动应用了与网络知名作家进行合作的模式，即将知名网络作家 IP 资源改编为移动游戏，并依靠网络作家影响力加大对游戏的推广，从而实现网络知名作家 IP 资源的商业化。
- 酷牛互动 IP 资源合作模式下，首先取得 IP 资源所有者的授权，并在授权范围内进行游戏产品的研发，基于 IP 资源改编的游戏产品研发成功后，通过自主运营和（或）联合运营模式运营游戏产品。基于 IP 资源改编的游戏产品在推广过程中主要采用 IP 资源所有者协助推广和联合运营方推广的方式。IP 资源所有者基于 IP 资源所有权及协助游戏推广义务获得游戏产品的分成收益。

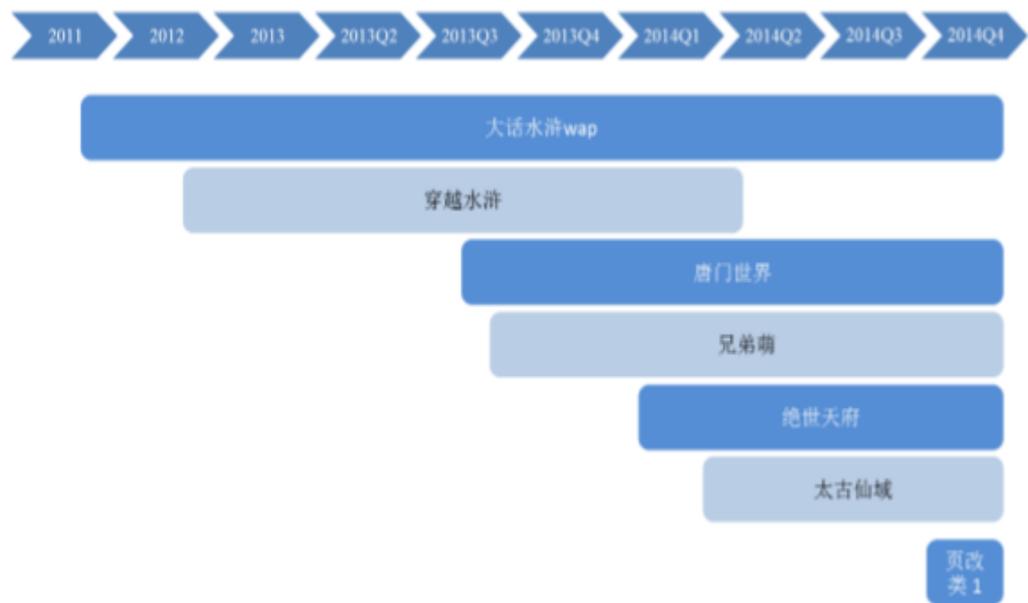
图表 18 酷牛互动 IP 资源合作模式



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 酷牛互动以“唐家三少”热门网络小说改编的《唐门世界》于 2013 年 8 月上线运营，借助“唐家三少”及其小说作品的知名度通过微信、微博、论坛等渠道向核心读者群体宣传推广，将其忠实读者成功发展为游戏玩家，满足游戏玩家对娱乐的追求。《唐门世界》开放测试首周，注册用户超过 20 万人，截至 2014 年末，上线运营以来累计充值金额超 9,800 万元，借助《唐门世界》的成功模式和技术积累，酷牛互动迅速开发了以“天蚕土豆”小说《武动乾坤》改编的移动游戏《绝世天府》，并于 2013 年 12 月正式上线，截至 2014 年末，上线运营以来累计充值金额超 5,300 万元。

图表 19 酷牛互动游戏产品的起止时间图（截止 2014 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 酷牛互动被凯撒股份并购之后，游戏后续更多的是通过第三方平台进行运营，公司通过分成的形式获得收入，运营的收入有可能会推出酷牛互动的盈利模式。在自主运用不能继续的时候，公司对于精品游戏的依赖将会更加明显。酷牛互动不再自主运营的好处在于减少了运营成本，随着网络游戏竞争的不断升级及游戏市场的逐渐

饱和，单个复位玩家用户的获取成本已经非常高，巨头第三方平台在吸引玩家和存量玩家的优势是普通平台不可比拟的，比如腾讯游戏。不同的游戏在选择第三方运营的时候根据平台的不同会有不同的分成模式，例如公司开发的网络游戏《唐门世界》，酷牛互动与 Apple 的分成模式是 7/3 模式，与黑桃互动的分成是 72/28 模式。

图表 20 《唐门世界》联合运营的相关协议

联运公司	酷牛互动分成比例	结算条款及结算时点	合同有效期
美国苹果公司 (Apple Inc.)	酷牛互动分成 70%	按照苹果平台开发者协议，苹果收取 30% 充值金额，按照美元结算给酷牛互动。结算时点：双方于运营期间的次月或次次月对账。	未明确约定结束期限，开发者可以随时下架产品
天津百度紫桐科技有限公司	收入金额 50 万以下，酷牛互动分成 70%；收入金额 50 万以上酷牛互动分成 50%	产品收入是指用户利用不同支付方式，对合作产品进行的充值消费的实际收入；结算时点：双方于运营期间的次次月对账。	2014.12.1-2015.11.30
上海黑桃互动网络科技有限公司	酷牛互动分成 28%	酷牛互动获得收益为运营收益*28%。结算时点：于运营期间的次月对账。	2014.06.01-2016.05.31

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图表 21 2014 年酷牛互动核心游戏营收

游戏名称	营业收入 (万元)	现金流入 (万元)
唐门世界 (自主运营)	3,209.85	3,230.41
兄弟萌 (自主运营)	39.96	40.49
太古仙域 (自主运营)	2,080.06	2,121.70
页改类 1 (自主运营)	13.08	13.87
唐门世界 (联合运营)	1,968.33	2,008.34
兄弟萌 (联合运营)	391.31	372.98
绝世天府 (联合运营)	2,132.84	2,184.52
太古仙域 (联合运营)	413.31	400.54

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 酷牛互动的代表作品《唐门世界》，于 2013 年 8 月 23 日上线，由酷牛互动的黄种溪、曾小俊、周路明、余黎滢、莫远豹、任海钊、张志刚、曾哲、张龙、赵威、许一翔等开发人员精心研发。《唐门世界》是根据“唐家三少”小说作品创作的手机游戏，具有多种创新趣味玩法，同时安装包极小且具备智能增量升级功能，为游戏玩家大幅节省流量资源。《唐门世界》可在 iOS 和 Android 手机系统中运行，是业内

将小说作品的梦幻世界和手机游戏相结合移动游戏产品之一。

图表 22 《唐门世界》主要运营数据（截止 2014 年 12 月 31 日）

游戏名称	游戏总玩家数量	月均活跃用户数	月均付费玩家数量	付费玩家月均 ARPU 值
唐门世界	279.78 万人	24.13 万人	1.57 万人	376 元

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

3.2 2016 年 5 月收购天上友嘉，专注精品移动游戏

- 天上友嘉成立于 2008 年 7 月，设立之初主要从事网页游戏的研发和运营。2008 年至 2013 年期间，天上友嘉成功研发了《植物大战僵尸 OL》、《百将录》、《龙之塔 OL》等多款网页游戏，其中《植物大战僵尸 OL》于 2010 年 6 月 23 日上线以来一直是市场上明星产品，2013 年、2014 年和 2015 年 1-9 月仍为天上友嘉带来了 876.29 万元、430.68 万元和 99.20 万元收入。

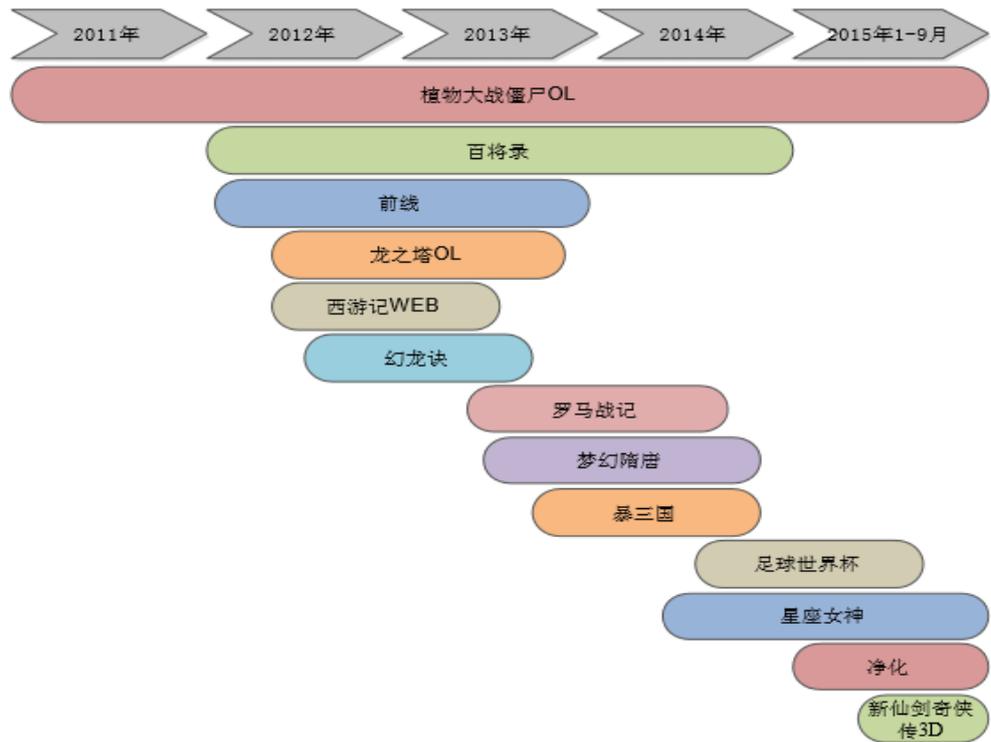
图表 23 天上友嘉



资料来源：天上友嘉官网、国元证券研究中心

- 2014 年，由于网页游戏竞争日益激烈，在移动网络游戏行业快速发展的背景下，天上友嘉调整发展策略，**决定结合其网页游戏研发经验专注于移动网络游戏的研发**。2014 年 4 月，天上友嘉推出了第一款自创 IP 类的移动网络游戏《星座女神》，该游戏故事情节新颖、画工精美、玩法丰富并在多个知名游戏平台推广。《星座女神》于 2014 年 4 月正式上线，截至 2015 年 9 月 30 日，《星座女神》累计注册玩家数量超过 285 万人，累计充值金额超过 4,400 万元。天上友嘉于 2015 年陆续推出了两款移动网络游戏大作《净化》和《新仙剑奇侠传 3D》，其中《新仙剑奇侠传 3D》改编自知名 IP《新仙剑奇侠传》，该游戏于 2015 年 4 月正式上线，截至 9 月底累计注册用户超过 966 万人，游戏充值流水超过了 20,000 万元。

图表 24 天上友嘉摘要产品时间图



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 天上友嘉 2013 年初至 2015 年 9 月末，产生收入的游戏总共有 13 款，其中《新仙剑奇侠传 3D》、《净化》、《星座女神》、《足球世界杯》和《暴三国》为移动网络游戏，其余 8 款游戏均为网页游戏。2013 年度主营业务收入主要来自《植物大战僵尸 OL》，占当年主营业务收入的 63.56%；2014 年度主营业务收入主要来自《星座女神》和《植物大战僵尸 OL》，共占当年主营业务收入的 76.29%；2015 年 1-9 月主营业务收入主要来自《新仙剑奇侠传 3D》和《净化》，共占当期主营业务收入 69.40%。

图表 25 天上友嘉游戏产品营业收入

游戏名称	2015 年 1-9 月		2014 年度		2013 年度	
	主营业务收入 (万元)	收入占比 %	主营业务收入 (万元)	收入占比 %	主营业务收入 (万元)	收入占比 %
新仙剑奇侠传 3D	3,417.66	40.06	-	-	-	-
净化	2,502.77	29.34	-	-	-	-
星座女神	380.15	4.46	941.34	52.34	-	-
植物大战僵尸 OL	99.20	1.16	430.68	23.95	876.29	63.56
足球世界杯	7.42	0.09	7.54	0.42		
百将录	0.34	0.00	0.02	0.00	3.48	0.25
暴三国			0.47	0.47		
罗马战记	2.83	0.03	24.26	1.35	22.13	1.61

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 天上友嘉经过近年来的快速发展，各方面能力取得极大的提升，在游戏项目研发上已具有了同时研发多款游戏的研发能力。天上友嘉致力于开发精品移动网络游戏，在现有研发人员的基础上，制定了每年推出若干款精品移动游戏产品的上线计划，计划在 2016 年下半年推出一款武侠题材 SLG 游戏产品，计划在 2017 年推出 5 款 MMORPG 类游戏产品。

图表 26 天上友嘉新游戏上线时间表

项目名称/代号	游戏类型	状态	完成进度	当前成果	上线时间
吞食天下 (原代码 SG)	三国题材卡牌类 RPG	市场排期上线	100%	已在 360 完成删档测试	2016 年 3 月
蜀山传(暂定名, 原代码 XJ)	著名武侠题材卡牌类 RPG	市场排期上线	100%	已在 360 完成删档测试	2016 年 3 月
FY	知名动漫题材 RPG	市场排期上线	100%	已完成	2016 年 3 月
SD	知名动漫题材卡牌类 RPG	日本版权方检修	90%	已完成第二阶段开发	2016 年 4 月
AC	知名游戏 IPRPG 产品	第一阶段开发	30%	已完成游戏 DEMO	2016 年 5 月
WX	知名武侠题材游戏	市场调研	10%	确定新游戏的设计方向和游戏定位	2016 年 7 月
儒道至圣	知名网络文学题材 RPG 产品	准备阶段	5%	已获得产品 IP, 拟影视和游戏产品同时上线	2016 年第四季度

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

- 《新仙剑奇侠传 3D》于 2015 年 4 月 16 日正式对外收费运营，是一款基于《仙剑奇侠传》改编的 3D 卡牌 RPG 游戏，游戏剧情 100%还原，上百经典人物悉数回归，让玩家重谱仙剑情缘，体验御剑飞仙。增加御灵和剑灵系统，极大丰富了卡牌玩法。游戏角色拥有六大类型，不同的特点赋予游戏对战更多变的阵型组合，增加游戏的趣味性。《新仙剑奇侠传》曾在 AppStore 畅销榜 iPad 排名第 8 位、iPhone 排名第 9 位，同时也获得 360 移动端、百度手机助手、UC 九游以及小米移动端等各大渠道首页推荐。

图表 27 《新仙剑奇侠传》



资料来源：天上友嘉官网、国元证券研究中心

图表 28 《新仙剑奇侠传》的运营数据

游戏名称	游戏总玩家数量	月均活跃用户数	月均付费玩家数量	付费玩家月均 ARPU 值
新仙剑奇侠传 3D	9,660,295	1,613,638	129,647	269.48

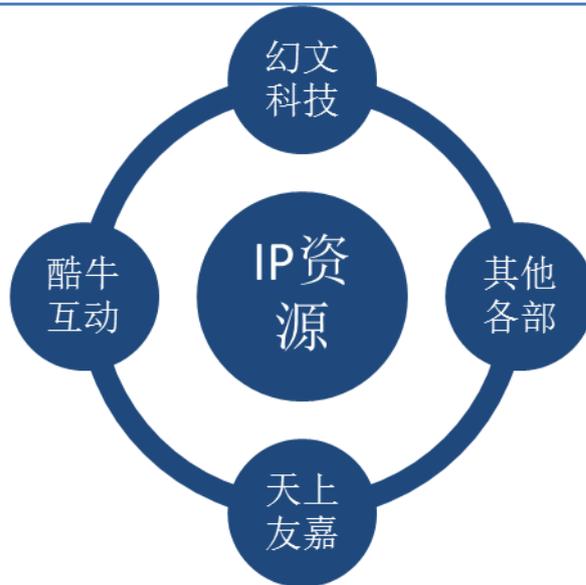
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

4、IP 泛娱乐生态圈内各部协调运作，产业基金为未来布局

4.1 协同效应，公司各部分共同利用 IP 资源

- **公司多家子公司覆盖游戏行业产业链，产生协同效应。**公司的子公司幻文科技的优质版权资源可以协同天上友嘉优秀的研发团队更好的促进公司后续的发展。同时，天上友嘉游戏研发能力和技术与酷牛互动的移动游戏研发能力可以互相补充，协同发展，开发出更受市场欢迎和认可的游戏，更有利于公司未来的发展。天上友嘉、酷牛互动移动游戏业务增长迅速，当前游戏市场快速增长与其储备游戏项目有序持续推出相互组合，构建了良好的业务发展势头和形成了未来业绩增长的良好前景。

图表 29 公司各部协同效应



资料来源：国元证券研究中心

4.2 产业基金布局泛娱乐生态圈，为未来找到业绩新增长点

- 2014年3月公司发起设立专项产业基金--深圳国金凯撒创业投资企业（有限合伙）（**产业基金一期**），基金规模为2.6亿元，公司出资额占61.16%，为第一大股东。在总结产业基金一期运作经验的基础上，2015年8月，公司与深圳市前海中宝盛基金管理有限公司等三家公司共同投资设立深圳国金凯撒二期创业投资企业（有限合伙）（**产业基金二期**）。基金规模为3亿元人民币，公司持有比例为78%。该产业基金主要从事互联网文化产业（主要是互联网游戏、广告、文学、视频及影视、动漫及其衍生品等细分领域）股权投资或债权投资及相关顾问业务。
- 截止报告期末，产业基金已经投资了多家游戏研发运营商及动漫IP运营商，**产业基金一期主要参股投资了**广州四九游网络科技有限公司、北京网元圣唐娱乐科技有限公司、北京中达凯信网络科技有限公司、成都哆可梦网络科技有限公司、成都我趣成科技有限公司、上海甲游网络科技有限公司、上海逸趣网络科技有限公司、常州卡米文化传播有限公司、上海野火网络科技有限公司等项目，**产业基金二期参股投资了**武汉泛娱信息技术有限公司。

4.3 泛娱乐“大咖”加盟，员工持股计划提振企业信心

- 公司转型泛娱乐产业链，摆脱传统服装业务，首先需要解决的问题就是专业人才，公司需要有全面实施转型计划的“领袖”。**2015年公司聘请了吴裔敏为公司总经理，吴裔敏在互联网游戏领域有着极其丰富的行业经验和管理经验。**历任腾讯计算机系统有限公司QQ堂项目组产品经理、合作产品部总监、腾讯韩国游戏业务主要负责人，上海盛大游戏系统总经理、工作室总经理，北京金山软件集团副总裁兼金山游戏总裁，上海逸趣网络科技有限公司CEO。在吴裔敏先生的带领下，公司已完成专业化的泛娱乐运作团队搭建，其职能包括IP运营、游戏运营、动漫运营、影视运营、市场公关等，团队成员大部分来自于知名互联网和文化传媒企业。
- 为了完善公司的管理和激励公司员工，**公司启动第一期员工持股计划**，本期员工持

股计划参与员工合计不超过 100 人，员工持股计划的资金总额不超过人民币 17,500 万元，持有的标的股票数量约为 1,598.17 万股。公司董事、监事、高级管理人员不超过 7 人，认购不超过 12,000 万元，占员工持股计划筹集资金总额的 68.57%；其他核心员工不超过 93 人，认购不超过 5,500 万元，占员工持股计划筹集资金总额的 31.43%。

5、盈利预测和估值

随着公司由原有的低毛利的服装服饰业务转型为高毛利的游戏等泛娱乐领域，我们预测公司未来收入和毛利率都会有大幅的提升，预测 2016-2018 年 EPS 为 0.44 元、0.71 元和 0.96 元，对应现价 PE 为 54 倍、33 倍和 24 倍，给予“买入”评级。

6、风险提示

收购标的公司业绩不达标、各子公司协同效应不足；公司传统服装业务业绩下降风险；移动游戏同质化，新开发游戏不及预期。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn