

泛娱乐转型坚定，游戏+体育爆发可期

2017年2月24日

强烈推荐

	李亚军(分析师)	肖明亮(研究助理)
电话:	020-88863187	020-88831179
邮箱:	liyj@gzgzhs.com.cn	xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310516060001	A1310115100005

现价:	9.95
目标价:	14.32
股价空间:	44%

投资要点

- **有别于市场的观点:** 1) 市场认为随着国内游戏增量用户红利减弱，市场规模增速放缓，公司17年游戏业绩将维持在对赌业绩水平。我们认为公司自16年起大力转型手游市场，短期有望受益于公司通过内生+外延布局的地方棋牌以及海外发行业务带来的业绩增量，长期看手游精品化战略以及服务存量重度用户带来的持续发展。2) 市场认为足球产业盈利能力较弱，投入回收周期较长。我们认为公司将直接受益于西班牙足球联赛转播权改革带来的红利，有望通过积极的球员引援以及合理的球员运作，实现球队成绩与业绩共振上升。
- **主业稳定，高管增持，加速打造泛娱乐集团:** 公司车模产品定位高端，技术行业领先，未来业绩有望保持稳定，婴童板块受益于多元化创新产品获市场认可，推动传统板块业绩稳健发展，车模与婴童板块为公司业绩提供了有力的业绩支撑。16年底高管通过二级市场密集增持，增持成本均在10元以上，彰显对公司发展看好的信心。传统主业绩+股价倒挂合力构筑股价安全垫。
- **有爆发+可持续，游戏生态布局完善:** 公司通过内生+外延完成游戏全产业链布局，并大力转型手游产品，17年重点产品为《传奇》、《大圣之怒》以及获腾讯国内代理《三国群英传》。**短期看好棋牌游戏+海外发行齐爆发:** 公司通过内生+外延方式布局付费率高、留存率高、生命周期长的地方棋牌手游；同时公司大力布局手游海外发行业务，两者业绩有望在17年爆发。**长期看好手游精品化+用户服务长期可持续:** 公司深度开发包括《超神学院》在内的头部IP，实行产品线型的影漫游联动模式，走长线精品化手游发展路线；在游戏玩家增量红利减弱之境，公司通过服务重度游戏玩家，深耕手游存量用户赢得机会。
- **跨界进军体育领域，恰逢改革红利:** 受益于西甲15-16赛季开始的西甲转播权改革，保守估计每年新增的转播权收入超过2000万欧元，且分配机制与球队成绩挂钩。目前公司体育版块首要目标是提高球队成绩，公司通过大力引援及实行合理的球员运作，有望增强球队实力，实现球队成绩与收入共振上升。
- **盈利预测与估值:** 近期高管增持均价在10元以上，当前股价倒挂。预计2017年，公司玩具板块业绩维持在1.1亿元，游戏板块贡献3亿元，体育板块贡献8000万元，投资收益1.6亿元（未考虑项目退出收益），2017年保守估计归母净利润为6.5亿元。我们预计2016-2018年公司EPS为0.39、0.53、0.66元，对应当前股价PE为26、19、15倍，结合同行业公司17年一致预期平均估值27，给予公司17年目标价14.32元/股，对应当前股价仍有44%的增长空间。
- **风险提示:** 传统玩具业务大幅下降；游戏流水低于预期；球队成绩低于预期。

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1672.66	2060.19	2638.38	3336.65
同比(%)	-33.56%	23.17%	28.06%	26.47%
归属母公司净利润	351.93	485.43	655.52	822.74
同比(%)	36.90%	37.93%	35.04%	25.51%
毛利率(%)	43.16%	41.00%	43.00%	43.50%
ROE(%)	17.48%	20.59%	22.29%	22.40%
每股收益(元)	0.28	0.39	0.53	0.66
P/E	35.18	25.50	18.89	15.05
P/B	5.92	4.81	3.93	3.17
EV/EBITDA	23.90	16.12	11.55	8.68



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
星辉娱乐	-2.5	-16.8	-22.3
传媒行业	-2.6	-13.8	-16.1
沪深300	3.7	0.6	2.2

基本资料

总市值(亿元)	124
总股本(亿股)	12.44
流通股比例	63.45%
资产负债率	54.63%
大股东	陈雁升
大股东持股比例	32.77%

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1270	2357	3262	4553	营业收入	1673	2060	2638	3337
现金	709	1596	2345	3495	营业成本	951	1216	1504	1885
应收账款	196	190	230	270	营业税金及附加	13	10	15	20
其它应收款	117	183	230	270	营业费用	194	185	237	300
预付账款	52	120	160	190	管理费用	134	144	190	237
存货	168	240	270	300	财务费用	40	1	4	-5
其他	28	28	28	28	资产减值损失	48	15	15	15
非流动资产	2031	1727	1777	1650	公允价值变动收益	1	0	-2	-0
长期投资	455	460	450	440	投资净收益	150	120	150	150
固定资产	460	472	490	503	营业利润	444	609	822	1034
无形资产	76	-11	-122	-200	营业外收入	22	20	20	20
其他	1041	807	958	907	营业外支出	2	10	10	10
资产总计	3301	4084	5040	6203	利润总额	465	619	832	1044
流动负债	436	923	1146	1379	所得税	63	83	116	141
短期借款	116	500	600	700	净利润	402	535	716	903
应付账款	65	70	80	90	少数股东损益	50	50	60	80
其他	255	353	466	589	归属母公司净利润	352	485	656	823
非流动负债	773	537	637	733	EBITDA	542	705	932	1129
长期借款	4	4	3	3	EPS (摊薄)	0.28	0.39	0.53	0.66
其他	769	533	634	730					
负债合计	1209	1460	1783	2112	主要财务比率				
少数股东权益	-2	48	108	188	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
股本	1244	1244	1244	1244	成长能力				
资本公积	39	39	39	39	营业收入增长率	-33.6%	23.2%	28.1%	26.5%
留存收益	807	1293	1865	2619	营业利润增长率	48.1%	37.1%	35.0%	25.7%
归属母公司股东权益	2090	2576	3148	3902	归属于母公司净利润增长率	36.9%	37.9%	35.0%	25.5%
负债和股东权益	3301	4084	5040	6203	获利能力				
					毛利率	43.2%	41.0%	43.0%	43.5%
现金流量表					净利率	24.0%	26.0%	27.1%	27.1%
					ROE	17.5%	20.6%	22.3%	22.4%
经营活动现金流	106	424	655	844	ROIC	17.9%	17.3%	19.0%	19.4%
净利润	402	485	656	823	偿债能力				
折旧摊销	80	85	97	90	资产负债率	36.6%	35.8%	35.4%	34.1%
财务费用	40	1	4	-5	净负债比率	9.99%	34.54%	33.87%	33.32%
投资损失	-150	-120	-150	-150	流动比率	2.91	2.55	2.85	3.30
营运资金变动	-320	-57	-1	17	速动比率	2.53	2.29	2.61	3.08
其它	53	29	51	69	营运能力				
投资活动现金流	54	329	-20	170	总资产周转率	0.54	0.56	0.58	0.59
资本支出	-95	-40	-70	-28	应收账款周转率	9.92	10.66	12.56	13.35
长期投资	261	35	3	1	应付账款周转率	15.66	18.00	20.05	22.18
其他	-112	334	47	198	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	321	134	113	136	每股收益 (最新摊薄)	0.28	0.39	0.53	0.66
短期借款	-323	384	100	100	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.08	0.34	0.53	0.68
长期借款	-0	-0	-0	0	每股净资产 (最新摊薄)	1.68	2.07	2.53	3.14
普通股增加	679	0	0	0	估值比率				
资本公积金增加	-701	0	0	0	P/E	35.18	25.50	18.89	15.05
其他	667	-249	14	36	P/B	5.92	4.81	3.93	3.17
现金净增加额	481	887	749	1150	EV/EBITDA	23.90	16.12	11.55	8.68

目 录

1. 主业稳定，高管增持，加速打造泛娱乐集团	5
1.1 公司简介：从玩具工厂到多元化泛娱乐集团.....	5
1.2 传统主业营收稳定，加速产品创新优化产品结构.....	6
1.3 高管增持信心凸显，股价倒挂铸就安全垫.....	7
2. 有爆发+可持续，游戏生态布局完善	8
2.1 产业+投资布局游戏全产业链，转型移动享受持续增长红利.....	8
2.2 看短期：地方棋牌+海外发行齐爆发.....	9
2.2.1 内生布局地方麻将手游，外延进军德州扑克赛事品牌.....	9
2.2.2 战略布局海外发行，打开国际市场.....	13
2.3 看长期：精品化+服务长线可持续.....	13
2.3.1 影漫游联动深耕优质 IP，打造产品线型发展模式.....	13
2.3.2 游戏增量用户红利减少，服务当下用户是关键.....	14
3. 跨界进军体育领域，恰逢改革红利	15
3.1 西班牙人核心亮点：成绩稳定+青训强大+主场设备一流.....	15
3.1.1 历史悠久，西甲官方历史排名第七位，球员升级后劲可观.....	16
3.1.2 青训实力强大，拥有一流的足球培训学校.....	17
3.1.3 球队主场设备一流，周边业务协同共进.....	18
3.2 西甲转播权改革，球队直接受益.....	18
4. 盈利预测及估值	20
5. 风险提示	21

图表目录

图表 1	公司主要业务模块.....	5
图表 2	公司发展历史.....	6
图表 3	公司车模产品营业收入及增速.....	6
图表 4	公司婴童产品营业收入及增速.....	6
图表 5	公司主要的车模产品.....	7
图表 6	技术改良带来车模产品毛利率提升.....	7
图表 7	公司主要的创新类产品.....	7
图表 8	公司婴童产品毛利率.....	7
图表 9	公司近期高管增持记录.....	8
图表 10	产业+投资布局下的星辉游戏体系.....	8
图表 11	2016 年移动游戏规模已超越端游+页游.....	9
图表 12	中国游戏市场规模.....	9
图表 13	公司 2017 年重要手游产品《三国群英传》.....	9
图表 14	公司 2016 年重要手游产品之一《大圣之怒》.....	9
图表 15	中国在线棋牌游戏收入规模（PC+移动）.....	10
图表 16	中国棋牌游戏用户规模.....	10
图表 17	中国手游 30 天留存率 IOS 榜.....	10
图表 18	2016 年 Q1 中国移动游戏日均付费率.....	10
图表 19	移动棋牌游戏 25 岁以上用户占比最高.....	10
图表 20	移动棋牌游戏分类占比.....	10
图表 21	中国在线棋牌游戏行业区域分布.....	11
图表 22	棋牌游戏相关政策法规梳理.....	11
图表 23	《金牌德州》产品界面.....	12
图表 24	一般德州扑克手游界面.....	12
图表 25	《金牌德州》产品界面.....	13
图表 26	国内主流的线下德州扑克赛事.....	13
图表 27	全球游戏市场规模及分屏占比（亿美元）.....	13
图表 28	全球部分国家或地区移动游戏市场规模及增速.....	13
图表 29	影漫游联动两种模式对比.....	14
图表 30	内生+外延布局优质 IP.....	14
图表 31	部分已获授权 IP.....	14
图表 33	中国游戏用户红利减少.....	15
图表 34	中国手游用户付费分布（月平均）.....	15
图表 35	TT 语音层级结构.....	15
图表 36	趣丸网络业务介绍.....	15
图表 37	近期国内资本收购海外足球标的梳理.....	16
图表 38	最新西甲积分榜（截止 2017 年 2 月 13 日）.....	17
图表 38	胥栩加入西班牙人青训队伍.....	17
图表 39	球队主场——科尔内拉-埃尔普拉特球场.....	18
图表 40	2016 年前三季度球队营收情况（亿元）.....	18
图表 41	球队转播权收入.....	18



图表 42	改革后西班牙职业联赛转播权分配机制	18
图表 43	西班牙人近几赛季成绩排名	19
图表 44	可比公司估值对比	20

1. 主业稳定，高管增持，加速打造泛娱乐集团

1.1 公司简介：从玩具工厂到多元化泛娱乐集团

公司主营业务以玩具生产销售起家，2013 年以后大力往游戏、体育、产业投资多元化领域发展，目前已经形成“玩具+游戏+体育+投资”4 大业务模块。在构建“娱乐生态”的既定战略下，公司继续沿着“平台化、智能化、国际化、多屏化”等方向进行产业布局，积极推进延展全生态链布局，构建覆盖玩具、游戏、足球、直播、电竞、虚拟现实等领域的娱乐集团。

1) 玩具板块：公司是国内领先的车模玩具与母婴玩具生产厂商，获得多个全球知名汽车品牌授权，在全球 47 个国家和地区具有完善的销售渠道。

2) 游戏板块：公司全资拥有天拓游戏，旗下知名页游产品包括《倚天》（累计流水超过 10 亿）、《枪林弹雨》（用户超过 5000 万）、《龙骑士传》；手游产品包括《刀锋无双》、《大圣之怒》；公司参股趣丸网络，其主要产品为 TT 语音，拥有国内优秀的手游公会，集聚着大量重度游戏用户。

3) 体育版块：公司控股西甲老牌劲旅西班牙人，球队在西甲历史积分榜总排名第 7 位，拥有欧洲顶尖的青训体系，球队主场设施一流获评欧洲最佳。

4) 投资版块：围绕泛娱乐等领域进行产业投资，未来，构建具有持续创新能力的娱乐生态体系，目前公司已有 6 家新三板参股企业。

图表 1 公司主要业务模块

趣丸网络	星辉天拓	星辉玩具	皇家西班牙人	星辉投资
				
<ul style="list-style-type: none"> 国内优秀的手游公会社区，里面集聚着大量重度游戏用户 核心服务：社区平台管理、移动游戏语音、手游分发平台、移动视频直播等增值服务 未来有机会成为国内最大的手游公会社区 	<ul style="list-style-type: none"> 自研+独代+孵化+投资的模式打造高品质游戏产品，是国内与海外全方位发展的游戏综合平台 腾讯开放平台最高级三星合作伙伴 	<ul style="list-style-type: none"> 国内领先的汽车模型与母婴玩具制造公司 全球知名品牌授权车模提供商 业界最完整品牌车模生产线 在全球47个国家和地区拥有完善的销售渠道和商标知识产权 	<ul style="list-style-type: none"> 拥有115年历史的西甲老牌劲旅 西甲历史积分榜上位居第7位 欧洲顶尖的青年梯队和足球训练营体系；球队主场设施一流获评欧洲最佳 	<ul style="list-style-type: none"> 互动娱乐产业资本管理平台 管理多个国内、国际产业投资基金 以股权投资和产业并购为主要投资手段，投资国内外的互联网、TMT、文化传媒、泛娱乐等产业核心标的

资料来源：广证恒生

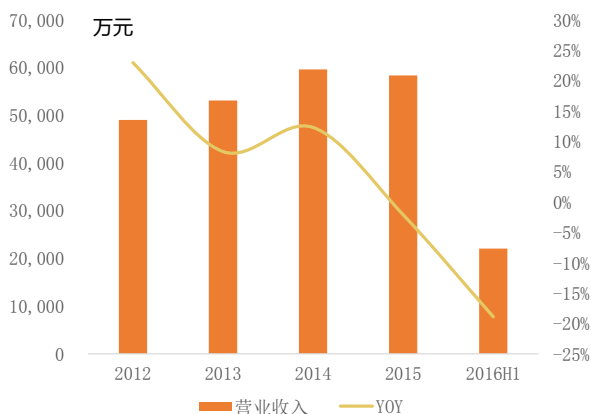
公司娱乐生态发展历史：公司前身为在 2000 年成立的澄海市星辉塑胶实业有限公司；2004 年获得宝马授权，开始踏上专业车模生产之路；2010 年于深圳创业板上市，股票代码为“星辉车模”，同年开始进军婴童产品行业；2013 年通过收购畅娱天下、天拓科技跨界进军游戏行业；2014 年收购春天融合，同年成立星辉投资，开启“产业+投资”的战略发展方向；2015 年收购西甲豪门西班牙人以及趣丸网络，开启玩具+游戏+体育+投资多元化泛娱乐布局的业务形态。

图表 2 公司发展历史

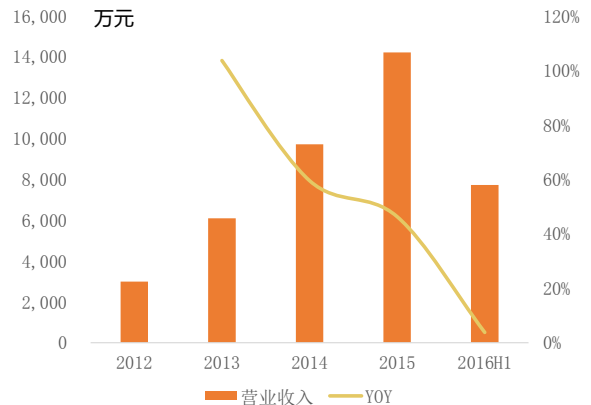

资料来源：公司公告，广证恒生

1.2 传统主业营收稳定，加速产品创新优化产品结构

公司传统玩具业务主要分为车模以及婴童产品，其中车模产品 2016 年上半年实现营收 2.2 亿元，同比下降 18.92%，婴童产品实现营收 7721 万元，同比增长 3.76%，两者此消彼长。我们看好公司婴童产品受益于二胎政策红利所带来的增长，预计 2016 年公司玩具业务实现净利润 1.2 亿元，与去年持平。

图表 3 公司车模产品营业收入及增速


资料来源：公司公告，广证恒生

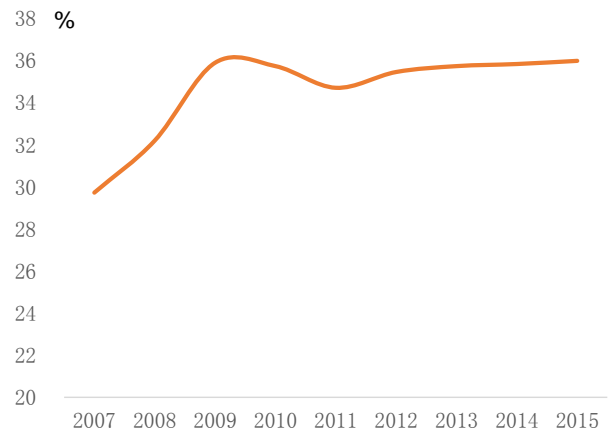
图表 4 公司婴童产品营业收入及增速


资料来源：公司公告，广证恒生

车模业务：公司是国内领先的车模生产商。1) 高端车模路线：公司获得包括兰博基尼、法拉利、奔驰、宝马等 28 个世界名车品牌的超 300 款车模生产的品牌官方授权，是国内车模企业中获得授权数量最多的企业之一。**2) 较强研发能力：**公司在多年前开始使用 3D 打印技术——激光快速成型技术 (SLA)，该技术的加工周期比传统技术缩短 90% 以上，使得车模的研发周期从 1 年以上缩短为 4 个月以内，在国内处于领先地位。**3) 全球稳定的销售渠道：**公司目前在全球 47 个国家和地区拥有完善的销售渠道和商标知识产权，目前公司 70% 以上的车模产品出口到海外，其中以具有悠久车模文化历史的欧美地区为主。据统计，欧美部分地区人均车模拥有量在 4 辆以上，最高的地区可接近 7 量，欧美悠久的车模文化历史为公司产品出口带来稳定的需求。

图表 5 公司主要的车模产品


资料来源：公司官网，广证恒生

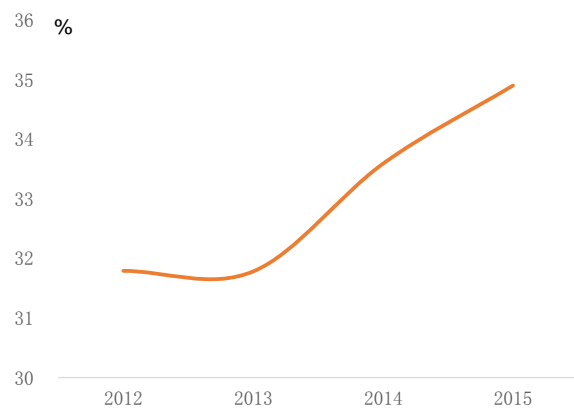
图表 6 技术改良带来车模产品毛利率提升


资料来源：公司公告，广证恒生

婴童业务：多元产品共同发力，玩具板块业绩又一贡献点。公司从2010年开始涉足婴童业务，2012年开始大规模发展，2015年实现营业收入1.4亿元，4年营业收入年复合增长率为47.6%，成为公司玩具板块又一业绩贡献点。公司大力布局婴童业务，多元化创新的产品完善了其全年龄段以及多领域玩具产品的布局，未来将充分受益于二胎政策的红利。公司先后推出儿童拉杆箱、儿童自行车、智能机器人等创新产品获市场积极反应，2016年上半年该部分销售收入为2230.46万元，同比增长82.4%，表现得到市场的认可。

图表 7 公司主要的创新类产品


资料来源：公司官网，广证恒生

图表 8 公司婴童产品毛利率


资料来源：公司公告，广证恒生

1.3 高管增持信心凸显，股价倒挂铸就安全垫

近期高管增持成本价均在10元以上，当前公司股价不足10元/股，股价存在倒挂。2016年12月底，公司副总经理、游戏及投资业务总负责人、天拓游戏创始人之一郑泽峰通过二级市场公开交易先后3次合计增持194.95万股，对应市值为1998.56万元，3次增持平均价为10.25元/股。公司副总经理、玩具业务负责人卢醉兰同期增持公司股票超过50万元，增持价格为10.18元/股。高管增持有望加速公司打造泛娱乐集团步伐，彰显高管对公司未来发展的信心。

图表 9 公司近期高管增持记录

变动截止日	股东名称	股东类型	变动数量 (万股)	参考市值 (万元)	变动后持 股数(万股)	变动后持 股比(%)	交易均价 (元)
2016年12月23日	郑泽峰	副总经理	9	94.5	3,789.00	3.05	10.5
2016年12月26日	郑泽峰	副总经理	92.35	950.28	3,881.35	3.12	10.29
2016年12月27日	郑泽峰	副总经理	93.6	953.78	3,974.95	3.19	10.19
2016年12月27日	卢醉兰	副总经理	3	30.63	71.45	0.06	10.21
2016年12月27日	郑晓冰	董事	0.1	1.02	--	--	10.19
2016年12月28日	卢醉兰	副总经理	2	20.26	73.45	0.06	10.13

资料来源：WIND，广证恒生

2. 有爆发+可持续，游戏生态布局完善

2.1 产业+投资布局游戏全产业链，转型移动享受持续增长红利

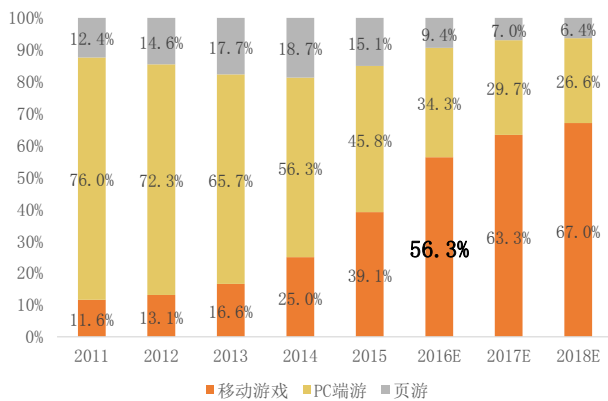
公司自 2013 年并购畅娱科技、天拓科技跨界转型游戏行业以来，一直沿着游戏产业链进行产业投资布局，至今已经累计投资项目 50 起左右，公司在外延布局时注重与自身游戏体系的内生性协同，目前已形成了游戏研发+发行+渠道+平台服务的完整游戏生态体系。从 2015 年开始公司大力往上游 IP 端进行投资布局，目前投资具有较强游戏化的头部 3D 动画作品《超神学院》团队，参股《末世之站》制作团队。

图表 10 产业+投资布局下的星辉游戏体系


资料来源：公司资料，广证恒生

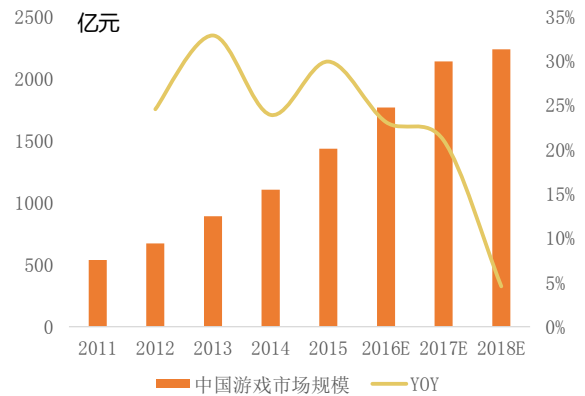
积极转型布局移动游戏，享受移动游戏高速增长红利。中国游戏行业整体增速放缓，但移动游戏板块表现依然抢眼，2016 年国内移动游戏市场规模增速仍高达 59.2%，其市场规模总量已超越端游与页游之和。公司游戏板块以页游起家，早期充分享受页游高速增长的红利，拥有包括《倚天》、《枪林弹雨》、《龙骑士传》等知名产品，从 2016 年开始，公司大力转型手游，立项或推出的新产品已全部为手游，重点产品包括《三国群英传》、《大圣之怒》以及传奇 IP 手游项目，其中《三国群英传》手游已获腾讯国内发行代理，精品手游+巨头发行为游戏流水带来较稳定的保障。

图表 11 2016 年移动游戏规模已超越端游+页游



资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

图表 12 中国游戏市场规模



资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

图表 13 公司 2017 年重要手游产品《三国群英传》



星辉游戏研发+腾讯发行

资料来源：公司资料，广证恒生

图表 14 公司 2016 年重要手游产品之一《大圣之怒》



星辉游戏自研自发行

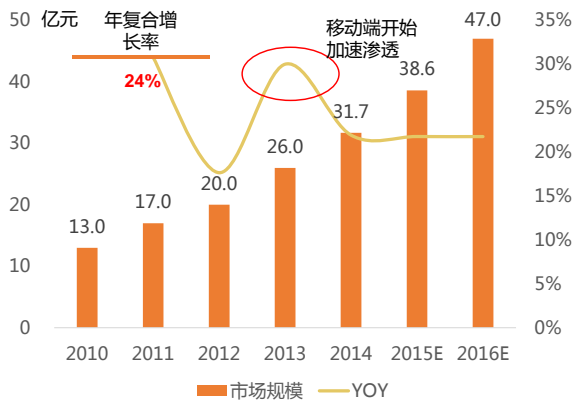
资料来源：公司资料，广证恒生

2.2 看短期：地方棋牌+海外发行齐爆发

2.2.1 内生布局地方麻将手游，外延进军德州扑克赛事品牌

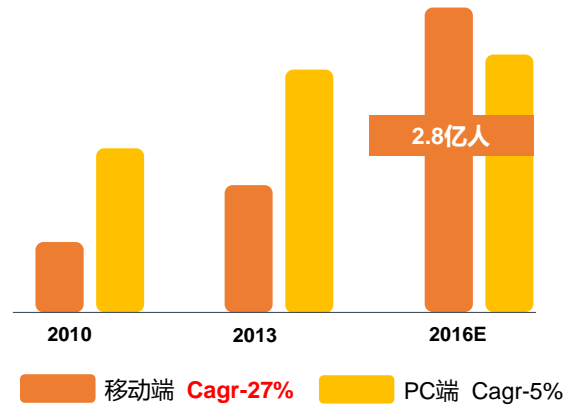
国内在线棋牌游戏行业增长稳定，移动化趋势明显。国内在线棋牌游戏行业近 6 年年复合增长率为 24%，年均增长较为稳定，2013 年伴随着游戏移动化的浪潮，移动端棋牌游戏开始加速渗透，用户数量快速上升，2016 年中国移动棋牌游戏用户数达到 2.8 亿人，用户数量 6 年年复合增长率达到 27%，远高于 PC 端的 5%。目前移动棋牌游戏主要盈利模式来自于用户购买虚拟代金币以及房卡付费模式。

图表 15 中国在线棋牌游戏收入规模 (PC+移动)



资料来源: 中国游戏产业报告, 广证恒生

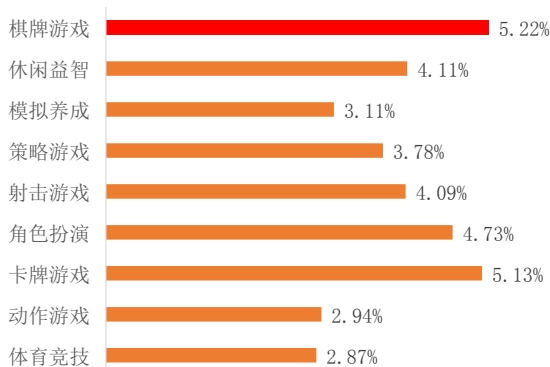
图表 16 中国棋牌游戏用户规模



资料来源: CNNIC, 广证恒生

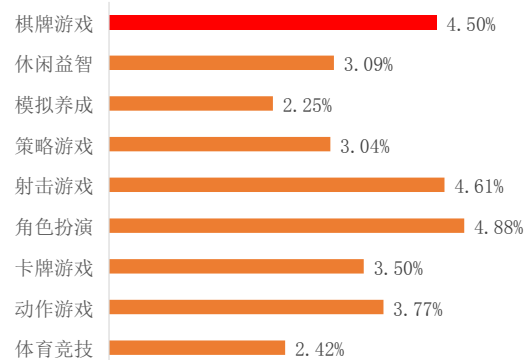
移动棋牌游戏特点: 付费率高、留存率高、生命周期长及用户年龄高。移动棋牌游戏在 2016 年 Q1 的付费率为 4.5%, 位于行业前列, 接近具有重度游戏属性的角色扮演以及射击类游戏。中国手游 30 天留存率 IOS 榜上, 棋牌游戏以 5.22% 排名第一, 其单款产品生命周期往往在 3-5 年, 最长可达 10 年以上。移动棋牌游戏 72% 以上的用户在 25 岁以上, 用户具有相对成熟, 收入较高特性。目前市场上移动棋牌游戏以斗地主和棋类产品为主, 产品数量合计超过 50%。

图表 17 中国手游 30 天留存率 IOS 榜



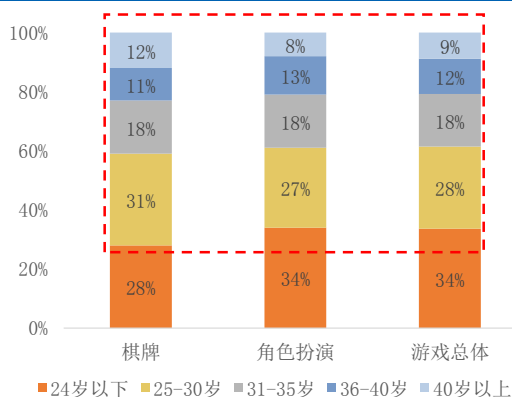
资料来源: DataEye, 广证恒生

图表 18 2016 年 Q1 中国移动游戏日均付费率



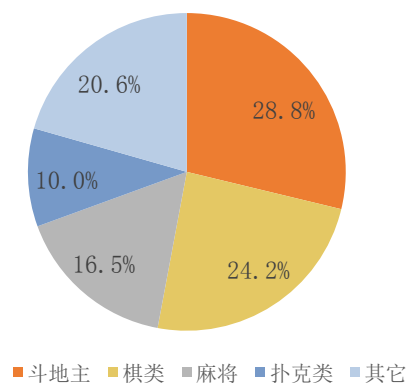
资料来源: DataEye, 广证恒生

图表 19 移动棋牌游戏 25 岁以上用户占比最高



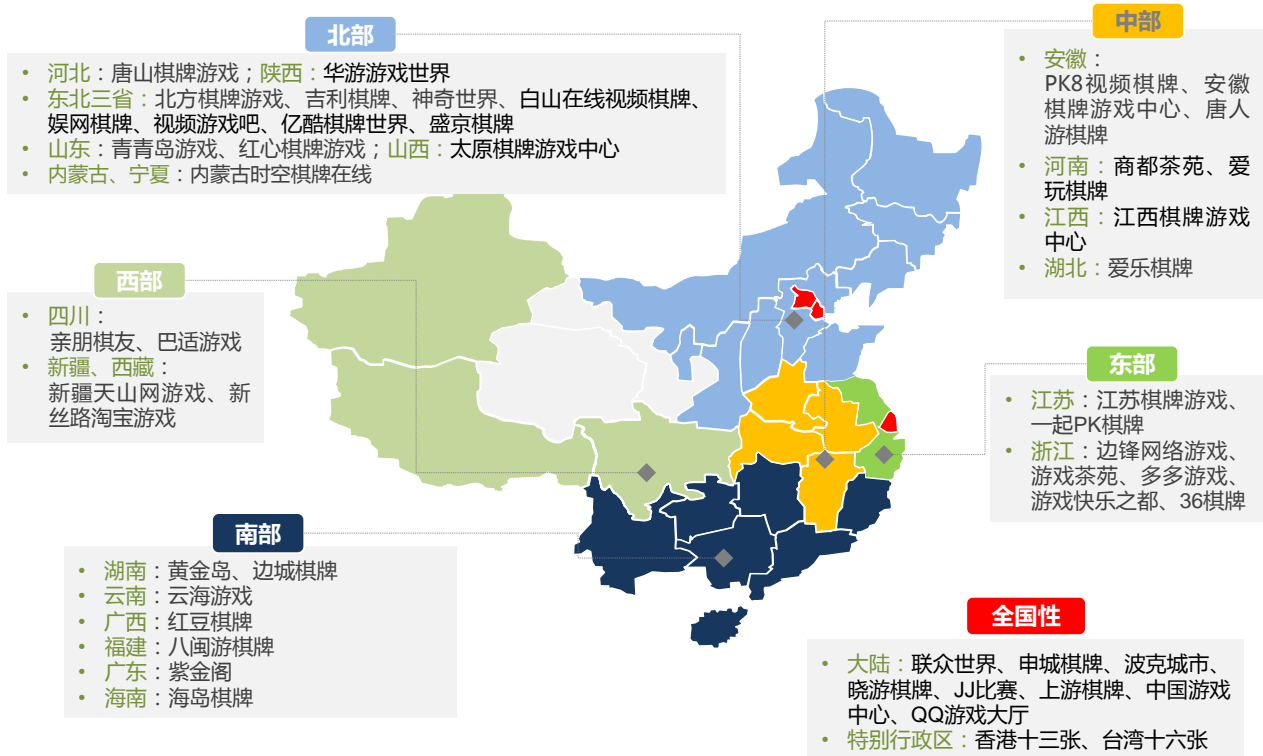
资料来源: Talking Data, 广证恒生

图表 20 移动棋牌游戏分类占比



资料来源: Talking Data, 广证恒生

行业格局：行业分散，地方性棋牌游戏机会显著。由于中国有34个省，661个市，幅员辽阔，导致在地方地区有各自独特的文化体系，棋牌游戏玩法多种多样。目前国内棋牌游戏行业格局非常分散，地方性棋牌游戏充斥着地方游戏市场，其产品具有文化针对性，采用地方性的游戏规则以及推广手段，比全国性的棋牌游戏更容易获得地方用户的青睐。而面向全国性的棋牌游戏格局已较为清晰，主要由腾讯、联众世界、博雅、中国游戏中心等CP所主导，进入门槛较高，未来棋牌游戏机会主要来自于地方性棋牌游戏领域。

图表 21 中国在线棋牌游戏行业区域分布


资料来源：互联网资料整理，广证恒生

行业政策：打击赌博，加强内容审核，倡导棋牌游戏健康发展。国内目前已对棋牌游戏赌博行为设立明确的红线：1) 禁止以随机抽取等偶然方式，诱导网络游戏用户采取投入法定货币或网络游戏虚拟货币方式获取网络游戏产品和服务；2) 允许用户购买代金币，禁止用户使用代金币回购人民币。与此同时，国家鼓励棋牌游戏朝互联网+，产业健康方向全面发展。

图表 22 棋牌游戏相关政策法规梳理

政策来源	内容
2013 年底，文化部对博彩游戏整治	一是部分手机游戏平台违规运营含有“赌场”字样、诈金花类、梭哈类、六合彩类等涉嫌宣扬赌博的手机游戏；二是部分手机游戏在运营过程中以随机抽取等偶然方式，诱导网络游戏用户采取投入法定货币或网络游戏虚拟货币方式获取网络游戏产品和服务；三是部分企业未经批准擅自从事手机网络游戏的经营活动。
文化部：《关于允许内外资企业从事游戏游艺设备生产和销售的通知》	游戏游艺设备内容审核工作今后将由省级文化行政部门负责。省级文化行政部门应当自受理来自游戏游艺机生产和销售的企业申请之日起 20 日内作出决定，审核通过的，出具《游戏游艺设备内容审核批准单》，并报文化部统一向社会公布。内容禁止具有淫秽、赌博、暴力以及与毒品有关的违法犯罪活动，或者教唆犯罪的。

国家体育总局棋牌运动管理中心副主任陈泽兰：
 《中国棋牌发展现状解读与未来棋牌战略方向》

“未来棋牌产业将逐渐形成以 IP（知识产权）为核心的生态圈”的全新主张，倡导广大棋牌游戏行业创业者们更好地利用便捷的互联网工具，改造并提升国内传统意义上的棋牌游戏产业，紧跟时代，培育发展新产业、新业态，基于内容和版权，推动体育、文化产业的大融合的“泛棋牌化”，使棋牌游戏赛事制作、棋牌游戏技术研发、器具用品制造、媒体广告宣传等多个环节在“互联网+”的影响下不断融合，为全民造福，创造引导新机遇！

资料来源：公开资料整理，广证恒生

地方麻将产品：2016 年，公司通过设立全资子公司方式布局地方麻将，目前公司产品已经进入最后测试阶段，预计于 2017 年第一季上线。公司产品主要针对三四线城市用户，符合当地特殊玩法，立足于熟人娱乐，主要通过房卡进行收费，与目前市场上主流的棋牌游戏产品具有质的不同。对于三四线棋牌用户来说，向来具有线下棋牌室付费玩牌的习惯，该付费意识有望顺延到线上游戏，且手游具有自动洗牌、自动排牌，游戏时间更加灵活、游戏节奏更快的优点。

德州扑克：2016 年，公司通过二次增资方式控股广州爱点，其主要产品及服务为《金牌德州》德州扑克手游和 GPT 德州扑克线下赛事品牌。在棋牌游戏类别中，德州扑克用户人群有高收入、高付费特征，公司产品将充分享受该行业特点的利好。《金牌德州》产品 ARPU 值、付费率及留存率都高于行业平均，产品 UI 优美、用户体验较好，未来有望通过加大推广力度从而积累更多的用户。广州爱点的战略方向为赛事化发展，分为线上游戏赛事化玩法+打造线下德州扑克赛事品牌，通过线下赛事对线上游戏进行联动，共同构建一个扑克生态闭环。线上赛事化玩法玩法：《金牌德州》是目前国内唯一主打德州扑克赛事玩法的产品，符合棋牌比赛纳入体育竞技大范畴里的政策发展趋势。线下赛事品牌：线上游戏+线下赛事结合是行业发展趋势，目前国内已有多个全国性的线下德州扑克赛事，广州爱点线下赛事 GPT 主要以小型，精品化为主要发展方向，在全国范围实行城市巡回赛事，目前已于 2016 年 11 月完成战略发布。

图表 23 《金牌德州》产品界面

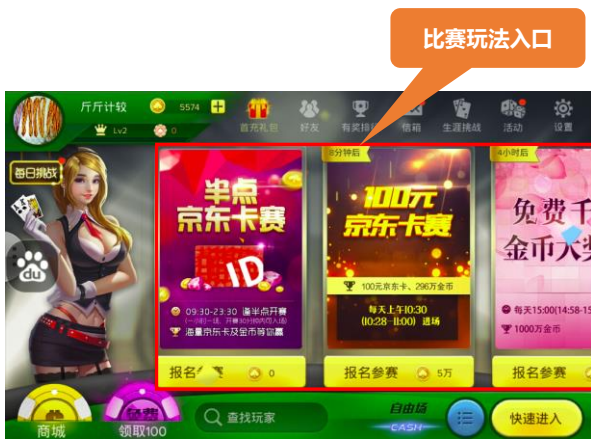


资料来源：金牌德州，广证恒生

图表 24 一般德州扑克手游界面



资料来源：互联网，广证恒生

图表 25 《金牌德州》产品界面


资料来源：金牌德州，广证恒生

图表 26 国内主流的线下德州扑克赛事

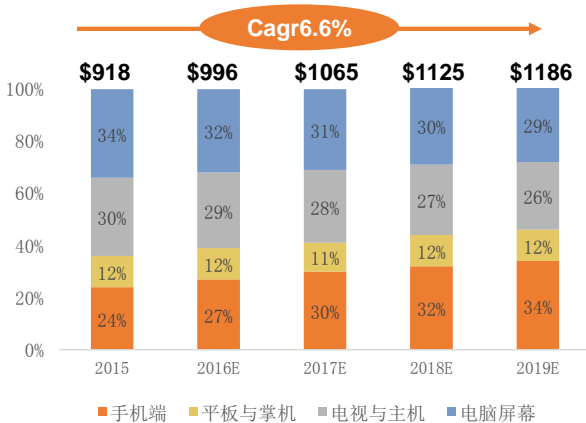
主办方	赛事名	内容
腾讯	TPT	每年 12 月于三亚举办，2017 年第四届
联众	WPT	收购的国际赛事品牌，2016 年 10 月份于三亚举办
博雅	BPT	2016 年 12 月于澳门举办
海南体育局	CPG	2016 年 8 月底举办完成第三届，破纪录有 1300 余人参加
美国品牌赛事	IPO	2016 年第四届，于 9 月份在长沙举办

资料来源：互联网资料整理，广证恒生

2.2.2 战略布局海外发行，打开国际市场

预计 2016 年全球移动游戏市场规模 269 亿美元，同比增长 22.2%，预计到 2018 年移动游戏市场份额将达到 32%，超过 PC 及网页游戏的市场份额之和。从全球游戏市场格局来看，欧美地区移动游戏市场规模较大，增速稳定，用户较为成熟；新兴市场移动游戏行业处于上升期，用户逐渐成熟，市场规模快速增长。目前，全球市场对策略类游戏 SLG 偏好较强，以欧美文化占据全球大部分地区，中国文化主要影响大中华以及东南亚区域。

2016 年，公司通过设立全资子公司及增资控股发行公司方式布局海外发行市场，计划在 2017 年向海外发行 3-4 款产品，上下半年各 1-2 款，主要发行地区为欧美以及东南亚地区，其中包括公司年度重点产品《三国群英传》SLG 手游。公司战略布局海外手游发行市场，有望为公司游戏板块打开新篇章，成为业绩的又一重要贡献点。

图表 27 全球游戏市场规模及分屏占比（亿美元）


资料来源：Newzoo，广证恒生

图表 28 全球部分国家或地区移动游戏市场规模及增速

国家或地区	2016 年市场规模 (亿美元)	增速
拉美	14	56%
美国	68	13%
东南亚	21	50%
欧洲	60-70 左右	基本持平
日本	64	4%
韩国	19	5%

资料来源：Newzoo，广证恒生

2.3 看长期：精品化+服务长线可持续

2.3.1 影漫游联动深耕优质 IP，打造产品线型发展模式

公司着力布局产品线型影漫游联动，致力走长线精品化手游发展方向。目前市场上漫游联动主要为项目制模式，即直接购买动漫 IP 游戏改编权，改编权往往有授权时间、授权地区、授权游戏类型以及是否独家等诸多条

件限定，给游戏 CP 带来一定的约束，而项目制的主要问题在于游戏 CP 与 IP 拥有方仅拥有较为短期的合作，无法在长期深耕培养该 IP，导致游戏 CP 往往是给游戏生搬硬套个 IP，采取短期快速收割模式，产品生命周期通常较短，游戏 CP 需要不断研发新的游戏获取新的 IP，存在一定可持续性风险。公司着力布局产品线型漫游联动模式，其特点在于深耕自身储备的优质 IP，通过 3D 动画片与游戏的发行进行联动，打造长线精品化游戏产品，但该模式对 IP 要求较高，IP 应具备较为宏大的世界观，较容易游戏化的题材以及具有多元类型手游改编的特性。

公司通过内生+外延模式已拥有数款优质的头部 IP 储备，有望通过盘活自身丰富的 IP 储备，打造长线型漫游联动发展模式。公司目前拥有《倚天》、《枪林弹雨》、《龙骑士传》等知名页游 IP，后续有望对其进一步盘活；外延布局头部 3D 动画剧集《超神学院》，投资参股 3D 科幻动画剧集《末世之战》，且具有《书剑恩仇录》、《不良人》、《热血传奇》等知名 IP 储备，丰富的优质 IP 储备为公司走精品化游戏发展路线奠定基础。

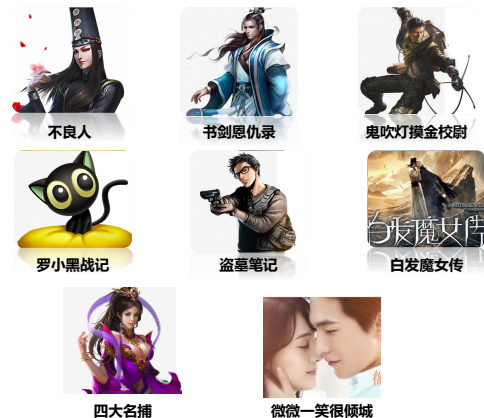
图表 29 影漫游联动两种模式对比

模式	定义	时间周期	特点	流行程度	主要问题
项目制模式	游戏 CP 获得 IP 授权，给游戏套 IP	3 年内	短期快速收割	主流模式	生命周期较短，需要不断研发新游戏或获得新动漫 IP 授权，存在一定可持续性风险
产品线型模式	游戏 CP 自身拥有 IP，深耕优 IP，研发打造多款同一 IP 游戏	3 年以上	长期多次迭代	发展趋势	对动漫 IP 的品质要求较高，应具备较为宏大的世界观，较容易游戏化的题材以及具备多元类型手游改编条件

资料来源：广证恒生

图表 30 内生+外延布局优质 IP


资料来源：公司资料，广证恒生

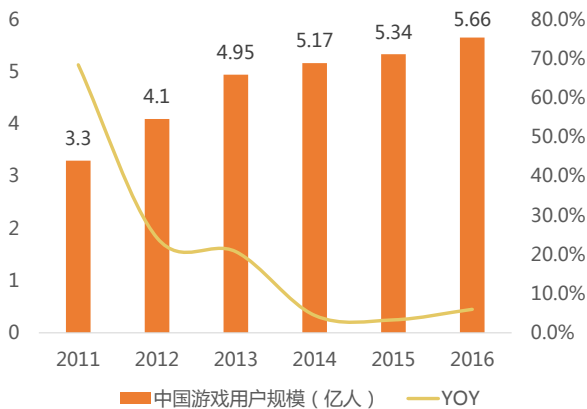
图表 31 部分已获授权 IP


资料来源：公司公告，广证恒生

2.3.2 游戏增量用户红利减少，服务当下用户是关键

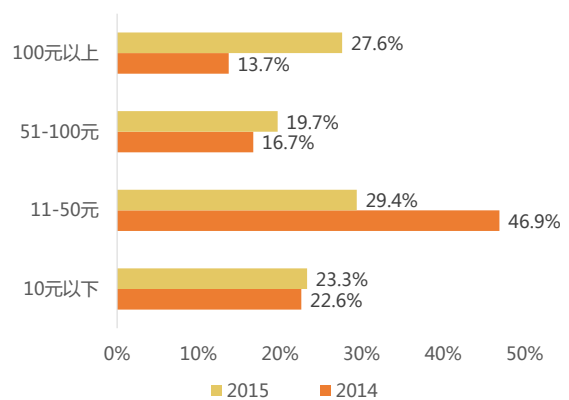
2016 年中国游戏用户数量为 5.66 亿人，同比去年增长 6%。游戏用户增量减少，游戏用户红利期已过；与此同时，随着手游重度化的出现，重度手游玩家不断增多，中国手游 ARPU 值却不提升。因此，服务好既有游戏用户，深耕重度游戏玩家成为游戏行业未来发展的重要突破口。

图表 32 中国游戏用户红利减少



资料来源：《中国游戏产业报告》，广证恒生

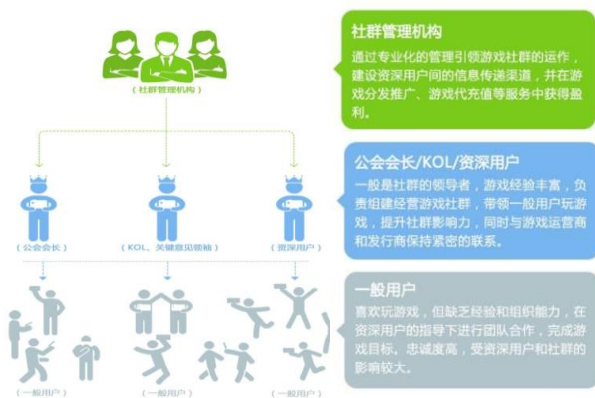
图表 33 中国手游用户付费分布 (月平均)



资料来源：艾媒咨询，广证恒生

公司在 2016 年 2 月参股趣丸网络 32.87%，成为最大股东。趣丸网络是国内优秀的移动娱乐社区服务商。通过将自主研发的 TT 社交娱乐平台移动客户端作为载体，以“兴趣+社交”作为理念基础形成移动社交娱乐平台。目前趣丸网络主要有 3 大业务体系：1) 主要产品：TT 语音，为国内最大的手游公会基地之一，通过“社群管理机构——公会会长/KOL/资深用户——一般用户”的层级结构服务着大量的重度游戏玩家，构建起公司业务体系基础；2) 游戏联运（渠道），目前已有 2 亿/月的流水，但利润率较低，该部分占据当前 90% 的收入；3) 游戏发行，通过盘活产品内部的重度玩家资源来获利，是未来的收入重点来源。趣丸网络的发展战略：先做量后做收入。2016 年 3 月，TT 语音已拥有月活用户 137.26 万人，其大多数为重度手游用户，公司有望在 2017 年开始布局发行业务，通过盘活大量的重度手游用户带来业绩增长。

图表 34 TT 语音层级结构



资料来源：公司公告，广证恒生

图表 35 趣丸网络业务介绍



资料来源：公司公告，广证恒生

3. 跨界进军体育领域，恰逢改革红利

3.1 西班牙人核心亮点：成绩稳定+青训强大+主场设备一流

体育资本出海，国内政策先行。2014 年国务院颁布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，指出了“取消商业性和群众性体育赛事活动审批；通过市场机制积极引入社会资本承办赛事；鼓励发展职业联盟；加快推进体育行业协会与行政机关脱钩，将适合由体育社会组织提供的公共服务和解决的事项，交由体育社会组

织承担。”国内政策放松了对体育赛事、体育活动的审批监管，鼓励社会化、民营化资源进入该领域，此后大批国内资本涌入海外体育标的。资本通过“走出去，引进来”的模式，有望实现国内外体育资源联动互补，通过资本的力量推动体育产业向上发展。公司 2015 年 11 月发布公告，拟以不超过 6434.8 万欧元分两批收购西班牙人俱乐部，目前已实现控股西班牙人 99.35%。这是继万达入股马德里竞技后，国内上市公司首次控股欧洲 5 大联赛俱乐部。

图表 36 近期国内资本收购海外足球标的梳理

时间	足球俱乐部	联赛	中国资方	收购股份	交易金额
2015.1	马德里竞技	西甲	万达集团	20.0%	4500 万欧元
2015.1	海牙	荷甲	合力万盛	98.0%	800 万欧元
2015.5	索肖	法乙	德普科技	100.0%	700 万欧元
2015.11	西班牙人	西甲	互动娱乐	99.4%	6500 万欧元
2015.12	曼城	英超	华人文化/中信资本	13.0%	4 亿美元
2016.5	阿斯顿维拉	英超	夏建统	99.0%	6000 万英镑
2016.6	国际米兰	意甲	苏宁集团	68.6%	2.7 亿欧元
2016.6	尼斯	法甲	铂涛集团	80.0%	2000 万欧元
2016.6	纽卡斯尔喷气机	澳超	李漫铁	100.0%	550 万澳元
2016.6	格拉纳达	西甲	蒋立章	98.1%	3700 万欧元
2016.7	狼队	英冠	复星集团	100.0%	4500 万英镑
2016.8	AC 米兰	意甲	中欧资本	99.9%	7.4 亿欧元
2016.8	西布朗	英超	云毅国凯	88.0%	1.75 亿英镑
2016.8	欧塞尔	法乙	奥瑞金	60.0%	700 万欧元

资料来源：公开资料整理，广证恒生

3.1.1 历史悠久，西甲官方历史排名第七位，球员升级后劲可观

西班牙人是一支历史悠久、成绩稳定的西甲老牌劲旅。西班牙人俱乐部具有 116 年的悠久历史，具有深厚、浓郁的足球文化气息，长久以来树立了优良的品牌形象，曾经四次获得西班牙国王杯冠军，两次入围欧洲联盟杯决赛，西甲官方网站的历史排名位列第七，在“马德里同城德比”中一度保持 46% 的不败战绩。西班牙人得到公司的入股，财务实力得到有效的补充，且制定了 2017 年前七，2018 年进入欧冠的目标。目前，球队正在大力的引进优秀球员，通过获得优秀球员的加盟，提升球队整体实力，球队整体球员的身价也在迅速上升。球队在 2016 年夏季转会窗口期已经引入了 11 名球员，已到达西甲规定上限，球队计划在 2017 年夏季转会期将继续大力引进球员，提高球队整体实力，为实现球队既定目标打牢基础。

图表 37 最新西甲积分榜（截止 2017 年 2 月 13 日）

排名	球队	场次	积分	胜	平	负	进球	失球	净胜球
1	皇家马德里	20	49	15	4	1	54	18	36
2	巴塞罗那	22	48	14	6	2	61	18	43
3	塞维利亚	22	46	14	4	4	44	28	16
4	马德里竞技	22	42	12	6	4	39	18	21
5	皇家社会	22	41	13	2	7	36	31	5
6	比利亚雷亚尔	22	36	9	9	4	29	15	14
7	毕尔巴鄂竞技	22	35	10	5	7	28	26	2
8	埃瓦尔	21	32	9	5	7	32	29	3
9	西班牙人	22	32	8	8	6	30	29	1
10	维戈塞尔塔	21	30	9	3	9	33	36	-3
11	拉斯帕尔马斯	22	28	7	7	8	31	33	-2
12	阿拉维斯	22	27	6	9	7	21	28	-7
13	皇家贝蒂斯	21	24	6	6	9	21	31	-10
14	马拉加	22	23	5	8	9	29	36	-7
15	瓦伦西亚	21	20	5	5	11	29	40	-11
16	拉科鲁尼亚	21	19	4	7	10	26	34	-8
17	莱加内斯	22	18	4	6	12	15	37	-22
18	希洪竞技	22	16	4	4	14	24	43	-19
19	格拉纳达	21	13	2	7	12	17	44	-27
20	奥萨苏纳	22	10	1	7	14	24	49	-25

资料来源：新浪体育，广证恒生

3.1.2 青训实力强大，拥有一流的足球培训学校

欧洲五大联赛中，西甲水平处于领先地位，近3年欧冠、欧联冠军均为西甲球队，西甲的青训水平也是处于欧洲领先地位。西班牙人拥有欧洲领先的青训体系和一流的足球学校，可为球队提供充足且坚实的球员补充，降低球员购买及租用的成本，亦有机会把先进的管理体系输送到国内，带动国内足球青训产业发展。公司积极推动中国球员海外输出，往球队增添中国元素。2016年夏季转会期已引进国青球员胥栩进入青训营，未来公司将扩大球员候选范围，往青年以及华人领域继续寻觅优秀的球员加盟。

图表 38 胥栩加入西班牙人青训队伍


- 球队116年历史上首位加盟的中国球员
- 曾是山东鲁能俱乐部少年梯队队长，是梯队里公认的全能天才，人称“小梅西”。

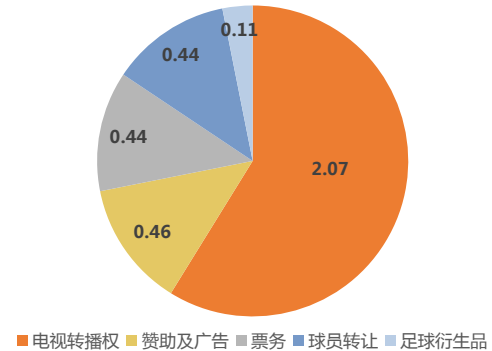
资料来源：互联网信息，广证恒生

3.1.3 球队主场设备一流，周边业务协同共进

球队主场——科尔内拉-埃尔普拉特球场建设耗资约1.5亿欧元，耗时6年，于2009年开始投入运营，目前可容纳40500名观众，其设计与功能性、经济性与美观之间实现了和谐平衡，在2010年6月18日都柏林举行的体育场馆商业奖评选中被评为年度最佳场馆，并获评欧洲足球协会联盟（UEFA）4星级足球场馆。目前全欧洲仅有13个球场达到了UEFA的4星级标准。公司以一流的球队资源为基础，沿着“体育+”的发展路线，大力发展体育旅游、广告赞助、赛事运营、衍生品、票务等多元化业务，实现球队最大的商业价值。

图表 39 球队主场——科尔内拉-埃尔普拉特球场


资料来源：互联网资料收集，广证恒生

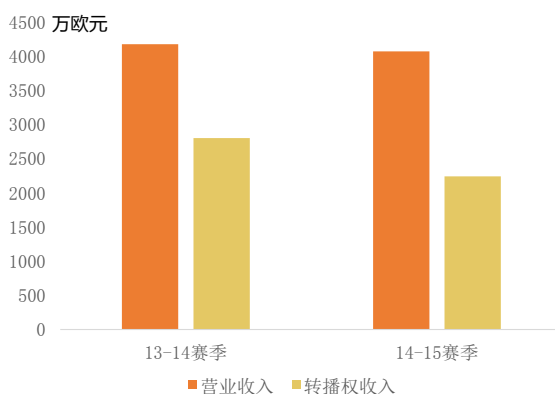
图表 40 2016 年前三季度球队营收情况（亿元）


资料来源：公司公告，广证恒生

3.2 西甲转播权改革，球队直接受益

在过去，西班牙足球联赛（包括西甲+西乙）每个俱乐部通过自身和电视台等传播渠道进行直接谈判，来确定当年的转播权价格，这有助于皇马巴萨等豪门抬价，但其它球队来往往往难以获得较好的话语权。最富与最穷的球队之间电视收入比例一度达到8:1，即便是西甲3、4名的收入与前两强也有3倍的差距，前两强占整体收入的33%，前四名份额则占到45%，其他16支球队分剩下的55%。

从2015-2016赛季开始，西班牙足球联赛回收球队单独谈判的权利，把整个联赛整体打包一起卖给电视台，再按一定的分配比例发还给球队。2015-2016赛季西班牙足球联赛转播权被电信集团 Telefonica 以6亿欧元拿下。而从2016-2017赛季起，未来3年西班牙足球联赛转播权拍卖价格合计达到29.5亿欧元，折合每赛季近10亿欧元，同比增长近66.7%，已经逐渐往英超3赛季51.36亿磅水平靠近。球队直接受益于西班牙足球联赛转播权改革，改革后保守估计每年将新增超过2000万欧元收入，且收入与球队成绩表现具有一定弹性，目前球队的大力引援有望实现球队的成绩与收入共振上升，电视转播改革收入有望成为球队未来收入的重要新增点。

图表 41 球队转播权收入


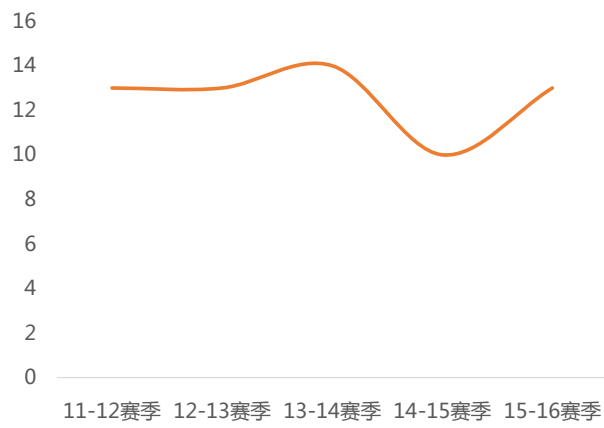
资料来源：公司公告，广证恒生

图表 42 改革后西班牙职业联赛转播权分配机制

西班牙职业联赛电视转播分配机制	90%给西甲球队	50%平均分配给20支球队
		50%按成绩以及俱乐部会员、季票销售量进行区别分配
	10%给西乙球队	70%平均分配给西乙所有球队
		30%按成绩等分配，部分分给组织方

资料来源：互联网资料整理，广证恒生

图表 43 西班牙人近几赛季成绩排名



资料来源：新浪体育，广证恒生

4. 盈利预测及估值

总结我们的投资逻辑如下:

- ① **主业稳定, 高管增持, 加速打造泛娱乐集团:** 公司车模产品定位高端, 技术行业领先, 未来业绩有望保持稳定, 婴童板块受益于多元化创新产品获市场认可, 推动传统板块业绩稳健发展, 车模与婴童板块为公司业绩提供了有力的业绩支撑。16 年底高管通过二级市场密集增持, 增持成本均在 10 元以上, 彰显对公司发展看好的信心。传统主业业绩+股价倒挂合力构筑股价安全垫。
- ② **有爆发+可持续, 游戏生态布局完善:** 公司通过内生+外延完成游戏全产业链布局, 并大力转型手游产品, 17 年重点产品为《传奇》、《大圣之怒》以及获腾讯国内代理《三国群英传》。**短期看好棋牌游戏+海外发行齐爆发:** 公司通过内生+外延方式布局付费率高、留存率高、生命周期长的地方棋牌手游; 同时公司大力布局手游海外发行业务, 两者业绩有望在 17 年爆发。**长期看好手游精品化+用户服务长期可持续:** 公司深度开发包括《超神学院》在内的头部 IP, 实现产品线型模式的影漫游联动模式, 走长线精品化手游发展路线; 在游戏玩家增量红利减弱之境, 公司通过服务重度游戏玩家深耕手游存量用户赢得机会。
- ③ **跨界进军体育领域, 恰逢改革红利:** 受益于西甲 15-16 赛季开始的西甲转播权改革, 保守估计每年新增的转播权收入超过 2000 万欧元, 且分配机制与球队成绩挂钩。目前体育版块首要目标是提高球队成绩排名, 公司通过大力引援及实行合理的球员运作, 有望增强球队实力, 实现球队成绩与收入共振上升。

近期高管增持均价在 10 元以上, 当前股价倒挂。预计 2017 年, 公司玩具板块业绩维持在 1.1 亿元, 游戏板块贡献 3 亿元, 体育板块贡献 8000 万元, 投资收益 1.6 亿元 (未考虑项目退出收益), 2017 年保守估计归母净利润为 6.5 亿元。我们预计 2016-2018 年公司 EPS 为 0.39、0.53、0.66 元, 对应当前股价 PE 为 26、19、15 倍, 结合同行业公司 17 年一致预期平均估值 27, 给予公司 17 年目标价 14.32 元/股, 对应当前股价仍有 44% 的增长空间。

图表 44 可比公司估值对比

股票简称	代码	总市值	净利润			PE		
			2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
游族网络	002174	232.04	5.96	8.75	11.29	38.92	26.52	20.55
三七互娱	002555	379.02	10.97	14.03	16.81	34.56	27.02	22.54
完美世界	002624	395.98	11.22	14.32	17.31	35.29	27.65	22.87
凯撒文化	002425	103.70	2.16	3.60	5.12	47.97	28.81	20.25
星辉娱乐	300043	123.80	4.85	6.55	8.22	25.53	18.90	15.06

资料来源: Wind, 广证恒生

5. 风险提示

风险提示:

- 游戏流水低于预期;
- 球队成绩低于预期;
- 传统玩具业务大幅下滑;

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	李婉秋	(86)18611153323	liwq@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。