

国内海外双管齐下，助力公司长线发展

投资要点

- **长期秉承“精品化、全球化、大 IP 化”核心战略。**公司是国内最早实现游戏研运一体化的公司之一。长期以来公司一直秉承“精品化、全球化和大 IP 化”的核心战略，力争成为全球领先的互动娱乐供应商。目前，公司拥有《盗墓笔记》、《大皇帝》、《女神联盟》、《少年三国志》等多款精品自研作品；拥有《权力的游戏》、《三体》等精品大 IP；同时公司具有较强的海外发行能力，产品遍及全球 150 多个国家与地区，代理的《狂暴之翼》更是成为全球最畅销 ARPG 手游之一。
- **核心手游产品进入放量期。**2016 年，公司手游收入 12.8 亿元，同比增长 77.9%。2017 年 5 月，在经过 2017 年初的大幅推广之后，《狂暴之翼》开始进入放量期，全球月流水达到了 4100 万美元，DAU 达到了 150 万，且还在持续上升之中，成为第一款在海外取得大范围成功的国产 ARPG 手游。
- **页游市场主打头部产品，市场地位稳定。**2016 年实现营业收入 12.3 亿元，同比增长 51.7%。依据 9k9k 相关数据，2017 年一季度公司在页游研发商排名榜上位列第 3，开服 3928 组，实现流水超 2 亿元，二季度开服 2849 组，实现流水 1.3 亿元，位列第 7。公司致力于打造页游头部产品，不断夯实页游的优势地位，令公司在页游市场负增长的情况下依然长期稳居页游第一梯队。
- **多点开花，公司内生增长可期。**1) 海外增长迅速，2016 年海外地区营业收入达到 12.7 亿元人民币，同比增长 64.5%；2) IP 储备丰富拥有《权力的游戏》、《三体》等顶级 IP，《女神联盟》、《少年三国志》等自创 IP，泛娱乐布局在 IP 储备的同时一并展开；3) 研发资金充裕，功底深厚，八大工作室术业有专攻；4) 大数据布局日趋完善，盈利能力增强有望；5) 定增过会，资金将投资于大数据平台与游戏研发，助相应板块持续发展；6) 发布股权激励计划，体现公司进步决心，提升员工士气。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.07 元、1.39 元、1.77 元（未考虑定向增发），归母净利润 9.20 亿元、11.94 亿元、15.25 亿元。2017 年可比标的 PE 均值为 30.46 倍，给予游族网络 31 倍估值，预计 2017 年市值为 285.2 亿元。现有总股本 8.61 亿，对应股价为 33.12 元，“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争风险；监管政策变化风险；竞争公司替代品风险。

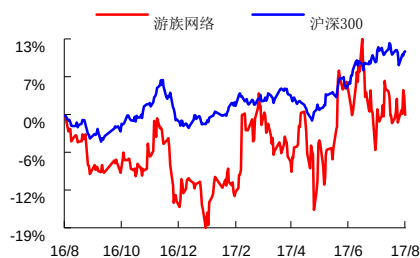
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2530.11	3418.87	4507.46	5794.45
增长率	64.86%	35.13%	31.84%	28.55%
归属母公司净利润 (百万元)	587.88	919.77	1194.34	1525.38
增长率	14.03%	56.45%	29.85%	27.72%
每股收益 EPS (元)	0.68	1.07	1.39	1.77
净资产收益率 ROE	21.95%	25.69%	25.72%	25.47%
PE	43	28	21	17
PB	9.40	7.15	5.49	4.25

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 罗亚琨
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.61
流通 A 股(亿股)	5.76
52 周内股价区间(元)	24.1-33.38
总市值(亿元)	254.78
总资产(亿元)	54.34
每股净资产(元)	3.39

相关研究

目 录

1 公司概况：国内海外双管齐下，助力公司长线发展	1
1.1 页游起家，借壳登录 A 股	1
1.2 游戏业务发展迅速，拉动业绩持续高速增长	2
2 行业近况：红利消退，聚焦厂商出海	4
2.1 手游：红利消退，龙头盘踞，研运一体化成主流	4
2.2 页游：市场逻辑转换，从增量到存量	5
2.3 国内市场趋于饱和，出海成业界共识	6
3 主营业务：页游稳定，手游收入激增	7
3.1 手游：系列产品持续输出，爆款游戏进入放量期	7
3.2 页游：主打头部产品，夯实市场地位	9
4 多点开花，公司内生增长可期	11
4.1 海外布局日趋完善，成增长新看点	11
4.2 IP 储备丰富，泛娱乐产业布局同时进行	13
4.3 研发功底深厚，自研产品系列特征明显，长线经营能力强	13
4.4 收购掌淘科技，布局大数据平台	15
4.5 定增过会，助研发+大数据平台良性互动	15
4.6 推出股权激励计划，体现进步决心，提升员工士气	16
5 盈利预测与估值	17
5.1 盈利预测	17
5.2 公司估值	18
6 风险提示	18

图 目 录

图 1：公司重要事件时间线	1
图 2：公司股权结构	2
图 3：2014-2017 年 Q1 游族网络营业收入情况	3
图 4：2014-2017 年 Q1 游族网络归母净利润情况	3
图 5：2014-2017 年 Q1 游族网络毛利润情况	3
图 6：2014-2017 年 Q1 游族网络毛利率、净利率情况	3
图 7：2014-2016 年主营业务收入结构	4
图 8：2014-2016 年毛利润结构	4
图 9：2011-2017 年 H1 中国移动游戏市场规模	4
图 10：2011-2017 年 H1 中国移动游戏用户规模	4
图 11：腾讯、网易移动游戏市场占比（计入非自研产品收入）	5
图 12：买量成本占游戏总成本比	5
图 13：2008-2016 年中国页游市场规模	5
图 14：2009-2016 年中国页游用户规模	5
图 15：中国厂商智能机海外出货量	6
图 16：中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入	6
图 17：游族网络 2014-2016 年手游收入情况	7
图 18：游族网络 2014-2016 年手游毛利润情况	7
图 19：《少年三国志》中国畅销榜排名	7
图 20：《少年西游记》中国畅销榜排名	7
图 21：《女神联盟》手游中国畅销榜排名	8
图 22：《女神联盟：天堂岛》俄罗斯畅销榜排名	8
图 23：《狂暴之翼》美国畅销榜排名情况	8
图 24：游族网络 2014-2016 年页游收入情况	9
图 25：游族网络 2014-2016 年页游毛利润情况	9
图 26：游族网络 2014-2016 年海外营收情况	11
图 27：游族网络 2014-2016 年海外营收占比	11
图 28：出海地区市场规模及占比情况	12
图 29：《狂暴之翼》宣传图对比	12
图 30：《狂暴之翼》沙特畅销榜排名	12
图 31：游族网络 2014-2016 年研发投入	14
图 32：女神、少年系列出品时间	14
图 33：《少年三国志》美工变化	14
图 34：掌淘科技官网 Mob 宣传图	15
图 35：东链博官网宣传图	15
图 36：股权激励目标营收	16

表 目 录

表 1：2017Q1 公司十大股东情况	2
表 2：页游玩家年龄分布	6
表 3：游族网络移动游戏汇总	8
表 4：2017 年 Q2 页游研发商开服排行榜	10
表 5：游族网络页游汇总	10
表 6：2017 年上半年中国发行商海外下载量及收入排名	11
表 7：2014 年借壳上市以来公告的对外投资情况	13
表 8：游族网络主要工作室的代表产品与主攻方向	13
表 9：2017 年公司定向增发投资计划	15
表 10：游族网络股权激励对象	16
表 11：公司主要业务预测情况	17
表 12：可比公司估值情况	18
附表：财务预测与估值	19

1 公司概况：国内海外双管齐下，助力公司长线发展

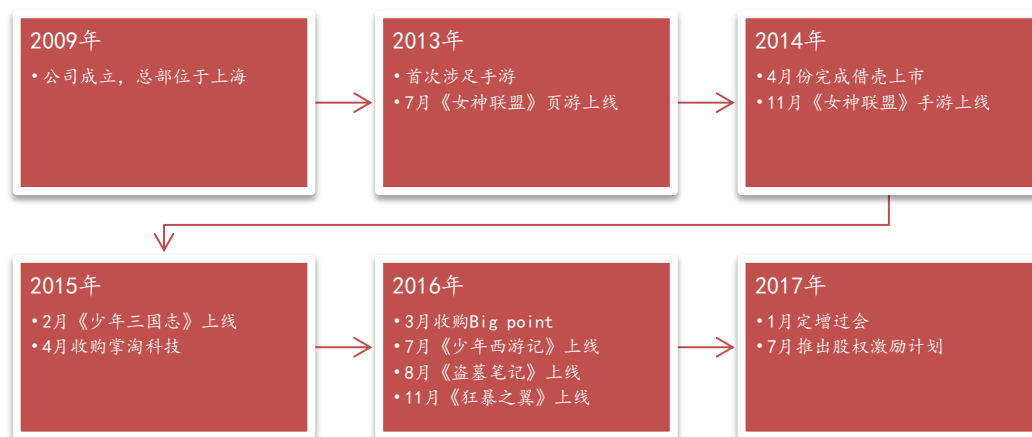
1.1 页游起家，借壳登录 A 股

游族网络股份有限公司成立于 2009 年。2013 年 10 月，梅花伞发布公告，通过发行股份 38.7 亿元收购游族信息 100% 资产，并募集配套资金 4.9 亿元；2014 年 4 月，交易完成，游族信息成功借壳上市；2014 年 6 月 5 日，公司正式更名为游族网络。

在公司成立之初，主营业务为网页游戏的研发与运营，是国内最早实现游戏研运一体化的公司之一。公司于 2013 年首次涉足移动游戏市场，推出了《萌江湖》和《大侠传》的手游版，此后随着移动游戏市场的崛起，公司从 2015 年起，逐渐将移动游戏转为业务发展重点。

目前，公司拥有《盗墓笔记》、《大皇帝》、《女神联盟》、《少年三国志》等多款精品自研作品，在“影游联动”、“二次元”等细分市场拥有《军师联盟》、《刀剑乱舞 OL》等作品；拥有《权力的游戏》、《三体》等精品大 IP；同时公司具有较强的海外发行能力，海外收入与国内不分上下，产品遍及全球 150 多个国家与地区，代理的《狂暴之翼》更是成为全球最畅销 ARPG 手游之一。外延并购方面，公司通过收购掌淘科技布局大数据平台，收购德国页游商 Big Point、进一步拓展海外实力。长期以来公司秉承“精品化、全球化和大 IP 化”的核心战略，国内海外双管齐下，助力公司长线发展。

图 1：公司重要事件时间线



数据来源：公司官网，西南证券整理

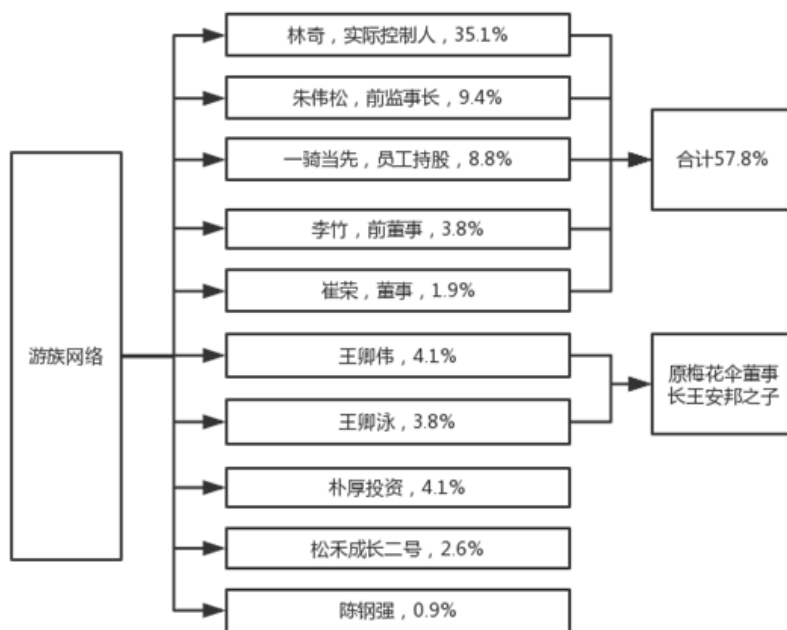
公司股权结构：截止 2017 年一季度，公司实际控制人为董事长兼 CEO 林奇，持有股份占总股本 35.1%。在其余十大股东中，崔荣为公司董事，李竹为前董事，朱伟松为前监事长，一骑当先为公司员工持股，主要合伙人为公司 COO 陈礼标。实际控制人、员工持股及前任职人员股份合计 57.8%。王卿伟、王卿泳为原梅花伞董事长王安邦之子，股权合计 7.9%。

表 1：2017Q1 公司十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	林奇	30259.6	35.1%
2	朱伟松	8076.4	9.4%
3	上海一骑当先管理咨询合伙企业(有限合伙)	7610.2	8.8%
4	王卿伟	3537.8	4.1%
5	上海朴厚投资合伙企业(有限合伙)	3527.8	4.1%
6	王卿泳	3243.8	3.8%
7	李竹	2262.4	2.6%
8	苏州松禾成长二号创业投资中心(有限合伙)	2254.9	2.6%
9	崔荣	1615.3	1.9%
10	陈钢强	752.7	0.9%
	合计	63140.9	73.3%

数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司股权结构



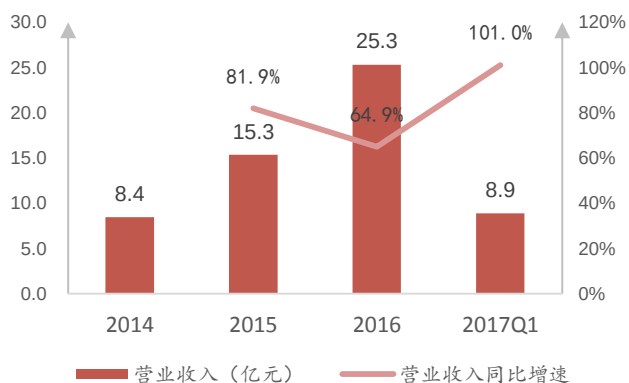
数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 游戏业务发展迅速，拉动业绩持续高速增长

业绩情况概览：公司 2014 至 2016 年分别实现营业收入 8.4/15.3/25.3 亿元，复合增长率为 73.2%；分别实现归母净利润 4.1/5.2/5.9 亿元，复合增长率为 19.1%。2017 年一季度实现营业收入 8.9 亿元，同比上升 101.0%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比上升 86.7%。2014-2016 年毛利率由 69.6%下降至 44.5%，净利率由 48.3%下降至 23.1%，毛利率下滑的原因主要有两点：1) 近年游戏行业竞争加剧、买量成本大幅提高，公司推广支出上升较快，

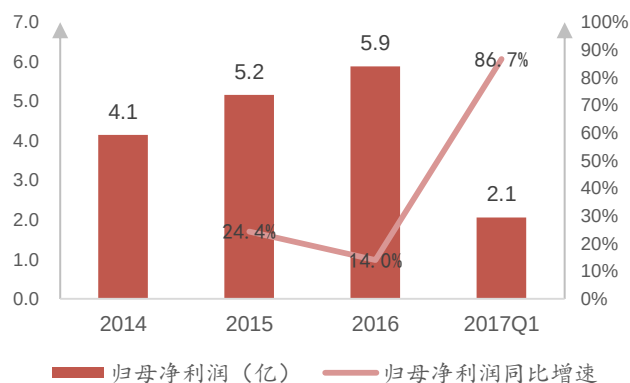
而与收入有关的推广支出（比如导流成本）均计入营业成本；2）2016年5月并表低毛利率的Big Point所致。预计在部分重点作品的推广期进入尾声之后毛利率与净利率均会有回升。依据公司发布的半年度业绩预告，2017H1净利润约3.3元~4.2亿元，增长40%~80%。

图3：2014-2017年Q1游族网络营业收入情况



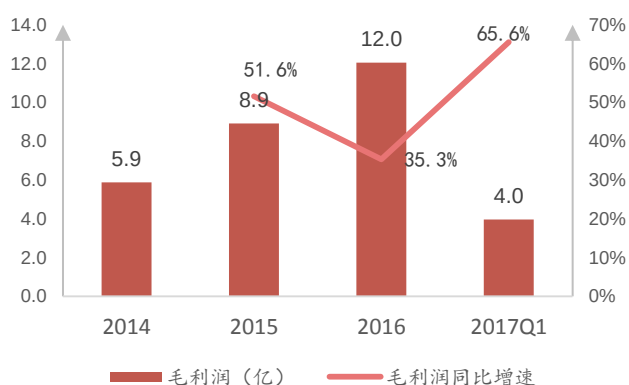
数据来源：公司公告，西南证券整理

图4：2014-2017年Q1游族网络归母净利润情况



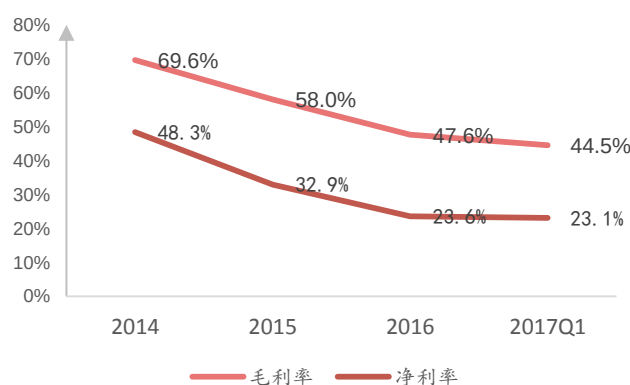
数据来源：公司公告，西南证券整理

图5：2014-2017年Q1游族网络毛利润情况



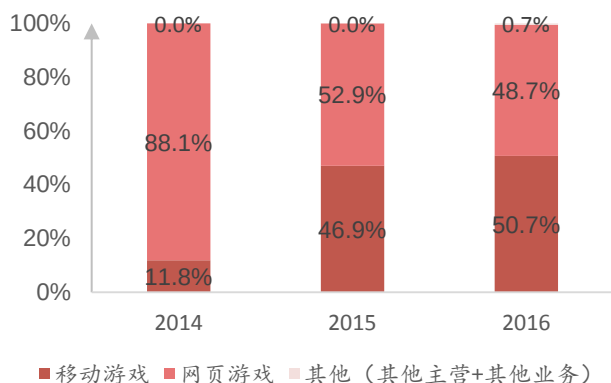
数据来源：公司公告，西南证券整理

图6：2014-2017年Q1游族网络毛利率、净利率情况

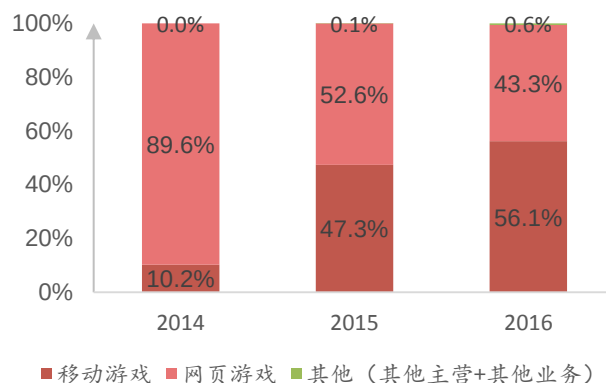


数据来源：公司公告，西南证券整理

主营业务结构：在公司成立之初，主营业务为网页游戏的研发与运营。2013年公司首次涉足移动游戏，2014年移动游戏营收仅占11.8%，但随着移动游戏市场的崛起，公司开始将重心转向手游，截至2016年移动游戏营收占比已达50.7%，首次超过页游。

图 7：2014-2016 年主营业务收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

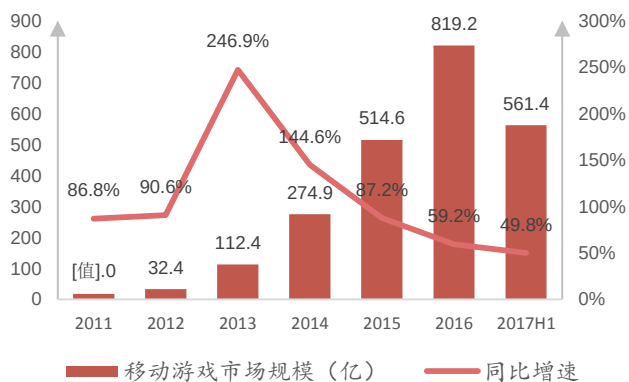
图 8：2014-2016 年毛利润结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

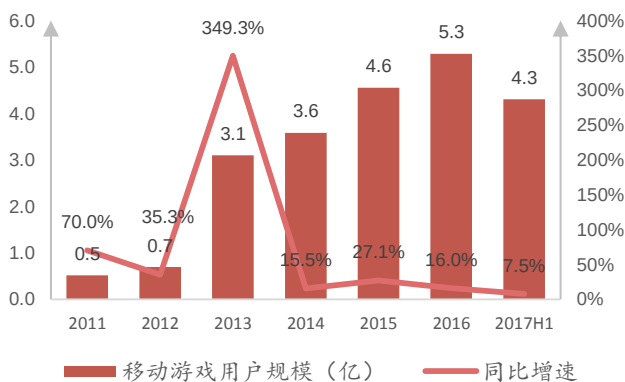
2 行业近况：红利消退，聚焦厂商出海

2.1 手游：红利消退，龙头盘踞，研运一体化成主流

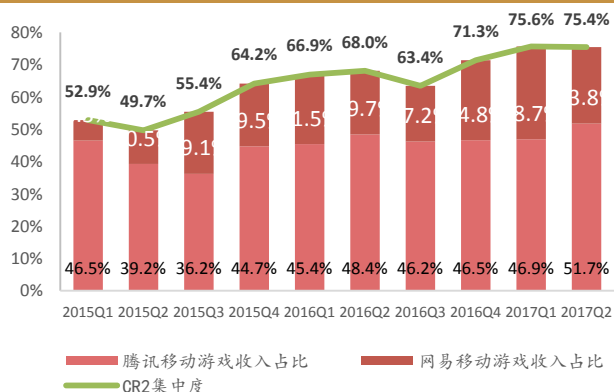
2011-2017 年 H1，手游市场发展迅速，但自 2013 年起，用户红利消退，增速逐渐放缓。同时，国内移动游戏市场竞争格局也基本确立。在 2016 年年底的统计中腾讯网易自研产品的市场占有率合计为 54%，2017 年一季度为 63.3%，2017H1 超过 70%。除网腾以外，没有一家游戏企业的收入占比超过全国 5%。

图 9：2011-2017 年 H1 中国移动游戏市场规模


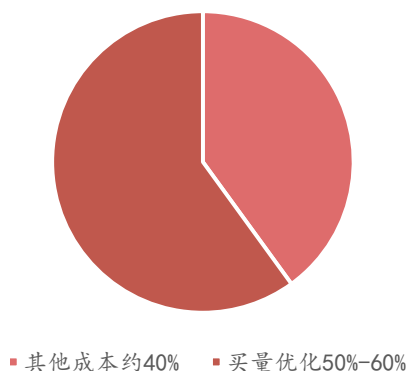
数据来源：伽马数据，西南证券整理

图 10：2011-2017 年 H1 中国移动游戏用户规模


数据来源：伽马数据，西南证券整理

图 11：腾讯、网易移动游戏市场占比（计入非自研产品收入）


数据来源：伽马数据，公司公告，西南证券整理

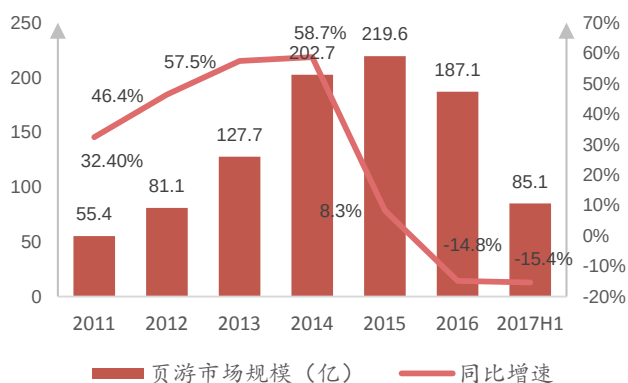
图 12：买量成本占游戏总成本比


数据来源：伽马数据，西南证券整理

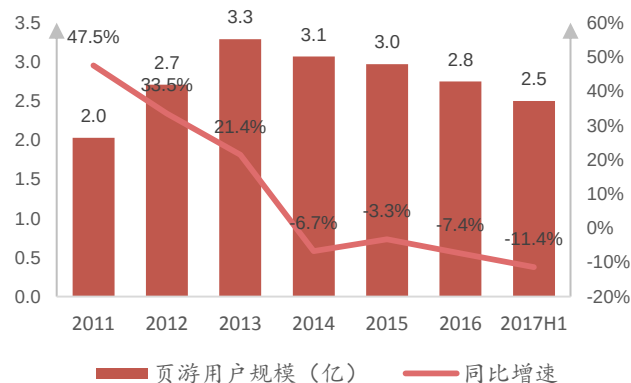
随着用户红利消退，营销成本开始上升。在移动游戏市场，依靠买量等营销手段来维持用户供给的现象变得普遍，近几年单用户成本迅速攀升，2013 年仅 1-2 元钱，2015 年 10-20 元，2016 年 20-50 元，而 2017 年已攀升至 50 元以上，一款 5000 万流水的游戏往往需要 3000 万的买量成本。在推广成本持续上升的情况下，提升内生盈利能力则显得越发重要。现阶段头部厂商基本上全数实现研运一体化。研发部门可以第一时间拿到玩家反馈；运营部门可以更加灵活的推广自身产品，两者协同，极大地减少了信息沟通带来的隐性成本。

2.2 页游：市场逻辑转换，从增量到存量

自 2014 开始，页游市场规模增速开始下滑，2016 年首次出现负增长，用户规模连续三年半出现负增长。虽然 2016 年页游市场没有重量级产品是直接导致市场规模下降的核心因素，但不可否认的一点是移动端的崛起必然会对页游市场造成影响，这种影响主要有两方面：新生代玩家从小接触手游，导致减少页游市场新鲜血液；近年来页游作品同质化严重，手游作为替代品，创新颇多，导致现有玩家转入手游端。

图 13：2008-2016 年中国页游市场规模


数据来源：伽马数据，西南证券整理

图 14：2009-2016 年中国页游用户规模


数据来源：伽马数据，西南证券整理

依据 9k9k 对玩家比例的统计也可以侧面证明这两点。2015-2017 年 H1，小于 30 岁的玩家从合计占比 48%下降至 20%。而在这一系列的下降中，需要看到的是 30 岁以上人群比例的逐步上升，且数量稳定，未来 30 岁以上人群将会作为页游核心玩家存在，预计之后的市场将会趋于稳定，而针对存量玩家的竞争将会越发激烈。

表 2：页游玩家年龄分布

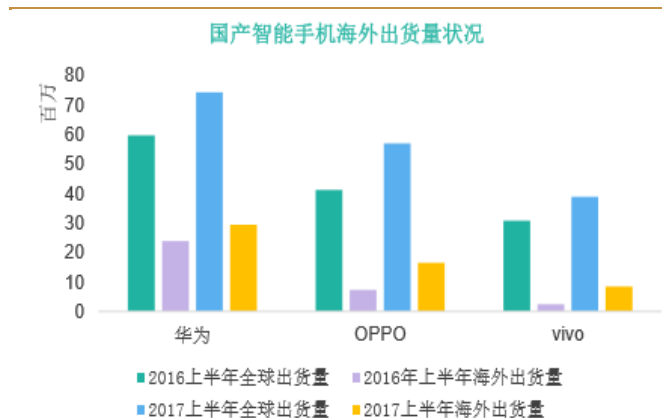
	2015	2016	2017Q1	2017Q2
<19	12%	7%	4%	2%
20-29	36%	37%	17%	18%
30-39	40%	43%	50%	51%
40-49	9%	10%	26%	27%
>50	3%	3%	3%	2%

数据来源：9k9k，西南证券整理

2.3 国内市场趋于饱和，出海成业界共识

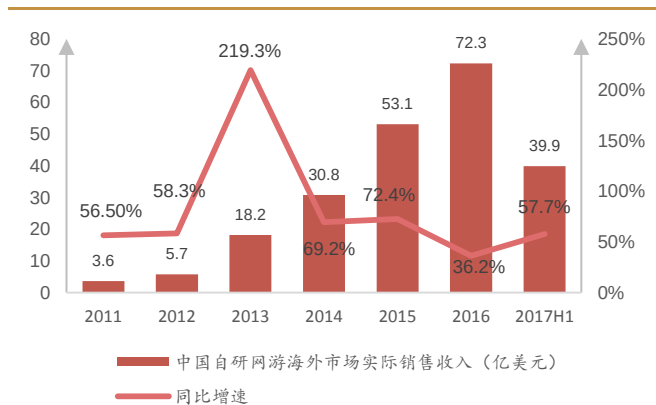
国内市场增速明显放缓，游戏行业形成两超多强的局面，竞争程度明显上升，市场空间变窄，用户成本上升，渐显红海化，而国外市场仍有庞大的潜在市场尚未开发，海外游戏市场或将是新蓝海。在智能机普及率较高的欧美、日韩、中国台湾等市场较为成熟的地区，虽然用户获取成本高，但付费率和 ARPU 的数据很好，用户质量高。在发展中国家，虽然付费率与 ARPU 不及发达国家，但国产手机的先行出海，在海外网络设备和终端上形成了较好口碑，为中国厂商后续输出游戏产品做了铺垫。2016 年，自主研发网络游戏海外市场实际销售收入为 72.3 亿美元，同比增长 36.2%，2017H1 为 39.9 亿美元，同比增长 57.7%，出海已经成为国游戏企业的共识。

图 15：中国厂商智能机海外出货量



数据来源：伽马数据，西南证券整理

图 16：中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入



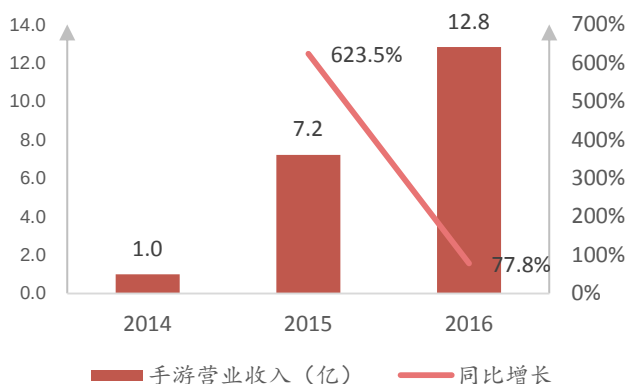
数据来源：伽马数据，西南证券整理

3 主营业务：页游稳定，手游收入激增

3.1 手游：系列产品持续输出，爆款游戏进入放量期

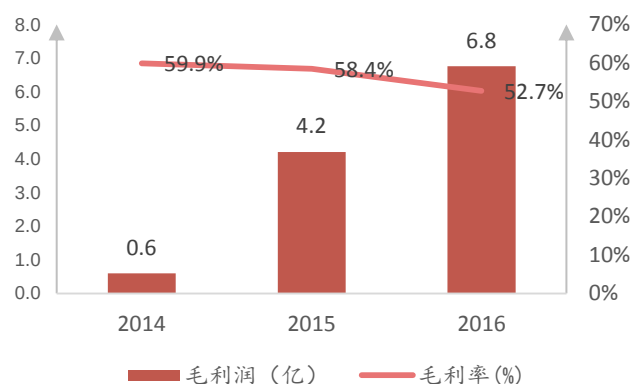
公司 2013 年开始涉足移动游戏市场，但在探索之初鲜有优质作品，直至 2014 年末推出的《女神联盟》手游与 2015 年推出的《少年三国志》等游戏的成功才让公司的手游获得了市场的肯定，因此在 2015 年创造了 624% 的移动游戏营收增长。进入 2016 年，得益于《女神联盟》、《少年三国志》、《少年西游记》等产品的持续输出，公司 2016 手游收入 12.8 亿元，同比增长 77.9%。在毛利率方面，2014-2016 年由 59.9% 下降至 52.7%，主要原因是近年来推广成本不断上升所致。

图 17：游族网络 2014-2016 年手游收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

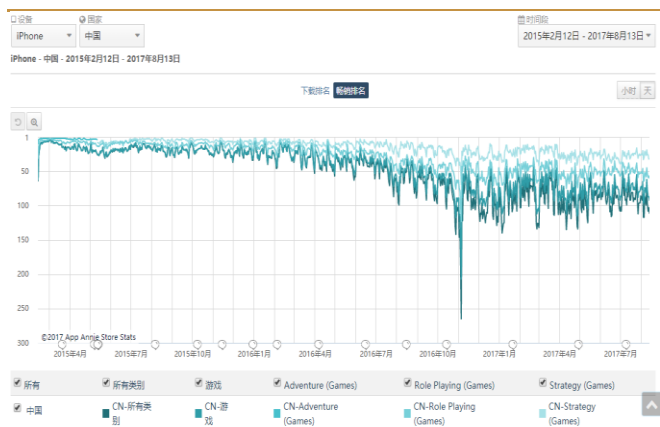
图 18：游族网络 2014-2016 年手游毛利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

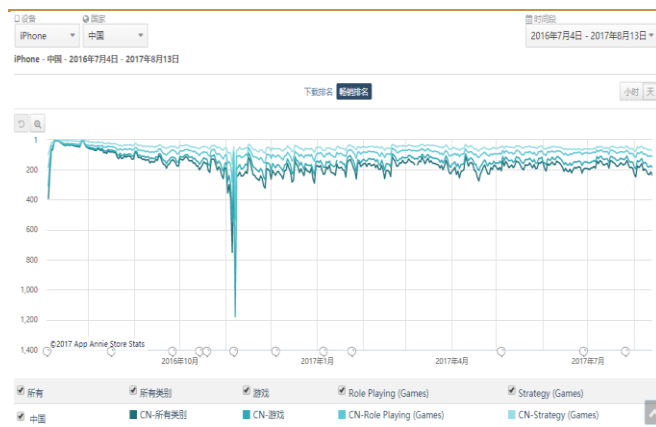
系列产品持续输出：长期以来作为公司游戏产品主力的“少年系列”与“女神系列”依然稳定的给公司贡献收入。《少年三国志》上线 2 年有余，月均流水依然维持在 1 亿左右；《少年西游记》月流水 2000-3000 万元。《女神联盟》手游 2016 年底峰值流水超过 1 亿，2017 年 5 月该系列上线新作《女神联盟：天堂岛》，该游戏主要面向欧美发行，是女神系列 IP 在卡牌 RPG 游戏上的第一次尝试，目前月均流水约 200 万美元。

图 19：《少年三国志》中国畅销榜排名



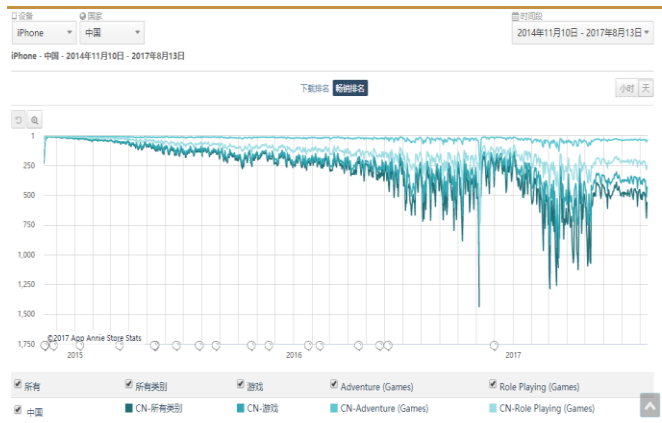
数据来源：APP Annie，西南证券整理

图 20：《少年西游记》中国畅销榜排名



数据来源：APP Annie，西南证券整理

图 21:《女神联盟》手游中国畅销榜排名



数据来源: APP Annie, 西南证券整理

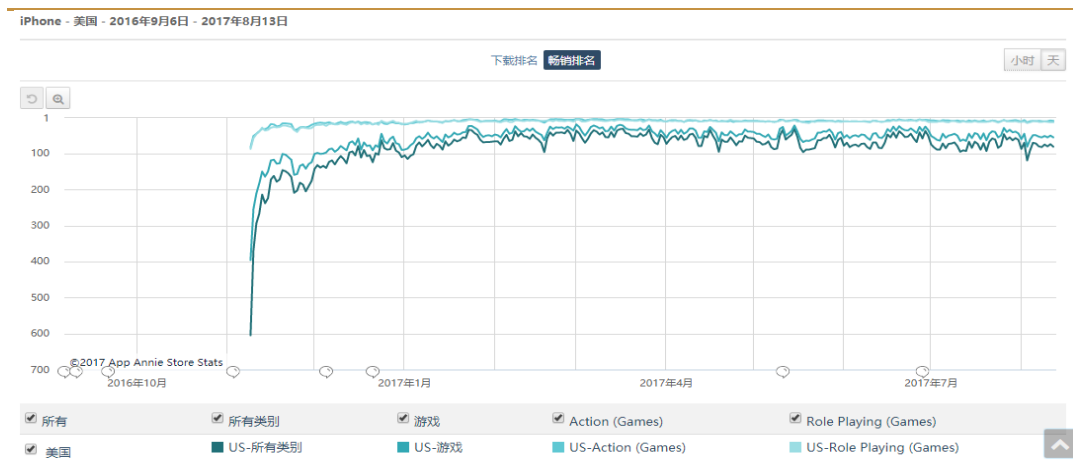
图 22:《女神联盟:天堂岛》俄罗斯畅销榜排名



数据来源: APP Annie, 西南证券整理

爆款游戏进入放量期:公司现有核心手游产品《狂暴之翼》于 2016 年 11 月底推出,公测首日获得谷歌、苹果推荐,曾在 34 个国家登顶畅销榜第一。公司副总裁李博在 2017 年 5 月的一次采访中称,在经过 2017 年初的大幅推广之后,《狂暴之翼》开始进入放量期,全球月流水达到了 4100 万美元,DAU 达到了 150 万,且还在持续上升之中,成为第一款在海外取得大范围成功的国产 ARPG 手游。

图 23:《狂暴之翼》美国畅销榜排名情况



数据来源: APP ANNIE, 西南证券整理

在其他游戏方面,2017 年 7 月 6 日,热播剧《军师联盟》的同名手游上线,虽然畅销榜排名不高,但依然能贡献 200 万的日流水。2017 年 8 月 10 日,前期预约人数超过 15 万的《西游女儿国》手游开启不删档测试。未来公司还将上线《天使纪元》、《永恒王者》、《战神三十六计》手游、《权力的游戏》、《三体》等游戏。

表 3: 游族网络移动游戏汇总

游戏	具体上线日期	类型	研发	流水相关情况备注
一代宗师	2013 年 1 月 1 日	ARPG	自研	
萌江湖	2013 年 6 月 7 日	卡牌	自研	
女神联盟	2014 年 11 月 13 日	APRG	自研	2016 年 11 月达到峰值 1 亿+。
少年三国志	2015 年 2 月 12 日	卡牌	自研	2017 年前 4 个月整体 5 亿; 7 月接近 1 亿

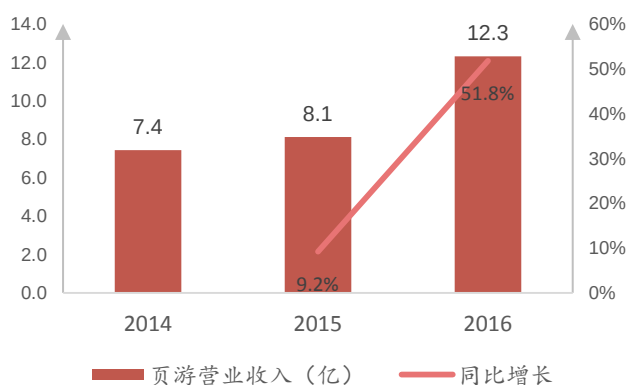
游戏	具体上线日期	类型	研发	流水相关情况备注
大皇帝 OL	2015 年 9 月 28 日	SLG	自研	
超时空机战	2015 年 10 月 22 日	飞行射击	代理	
少年西游记	2016 年 7 月 7 日	卡牌	自研	2000-3000 万流水。
狂暴之翼	2016 年 9 月 20 日	ARPG	代理	国内 7000 万+, 国外 1600-1700 万美元;
刀剑乱舞 OL	2017 年 2 月 27 日	二次元 RPG	代理	约 1000 万
奔跑吧兄弟	2017 年 4 月	ARPG	自研	
女神联盟: 天堂岛	2017 年 5 月	ARPG	自研	200 万美元月流水
军师联盟	2017 年 7 月 6 日	ARPG	代理	200 万日流水。
西游女儿国	2017 年 8 月 10 日	RPG	自研	不删档测试阶段
天使纪元	预约阶段	ARPG	联运	独立发行, 预计流水 1 亿
永恒王者	2017Q3	ARPG	自研	
战神三十六计	2017Q3	SLG	自研	预计千万级别
三体	预计 2018	SLG	自研	
权力的游戏	预计 2018	SLG	自研	

数据来源: 西南证券整理

3.2 页游: 主打头部产品, 夯实市场地位

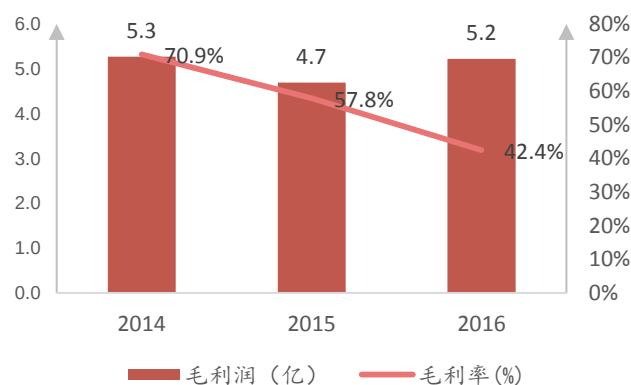
虽然页游市场在 2016 年经历了负增长, 用户规模连续三年下降, 但公司作为页游龙头企业依然保持了良好的增长势头, 2016 年得益于《盗墓笔记》、《女神联盟 2》、《大皇帝》等页游的优异表现与外延并购, 2016 年实现营业收入 12.3 亿元, 同比增长 51.8%, 扣除 Big Point 从购买日至年末收入的 2.5 亿元, 全年收入仍有 9.8 亿元, 同比增长 21.0%。毛利率由 2015 年的 70.9% 下降至 42.4%, 主要原因是由于 Big Point 毛利率较低, 拖累整体所致。

图 24: 游族网络 2014-2016 年页游收入情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 游族网络 2014-2016 年页游毛利润情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

国内流水虽有下降, 但头部地位依然稳定: 依据 9k9k 相关数据, 公司在 2016 年三季度凭借《盗墓笔记》、《女神联盟 2》、《大皇帝》的良好发挥, 开服 4337 组, 冲入研发公司开服前十, 位列第 5, 实现季度流水超 2.8 亿; 2016 年四季度开服 5749 组, 位列第 3, 实现季度流水超 2.3 亿; 2017 年一季度开服 3928 组, 位列第 3, 实现流水超 2 亿元; 2017

年二季度开服 2849 组，位列第 7，实现流水 1.3 亿元。虽然随着页游市场的整体萎缩，公司的流水不断下降，但公司致力于打造页游头部产品，不断夯实页游的优势地位，2017 年一季度上线了二次元页游《刀剑乱舞》与自研 SLG 页游《战神三十六计》，三季度上线《射雕英雄传》页游，产品新老结合，令公司在页游市场负增长的情况下依然稳居页游第一梯队。

表 4：2017 年 Q2 页游研发商开服排行榜

研发商名称	开服数量	流水（亿）	开服前三游戏
三七互娱	8083	6.7+	《传奇霸业》《大天使之剑》《西游伏妖篇》
浙江盛和	7306	2.5+	《蓝月传奇》《梁山传奇》《传奇世界》
广州创思	3662	1.8+	《赤月传说 2》《烈焰》《雷霆之怒》
文脉互动	3351	1.2+	《屠龙战记》《攻沙》《热血战歌》
趣酷科技	3121	0.8+	《神印王座》《主宰西游》
棋曜互娱	2921	1.1+	《神仙劫》
上海游族	2849	1.3+	《盗墓笔记》《女神联盟 2》《大皇帝》
无锡七酷	2691	0.5+	《传奇盛世》《我欲封天》《站无止境 OL》
上海暗沙	2187	0.5+	《乾坤战记》
广州创娱	1749	1.0+	《少年群侠传》《剑雨江湖》

数据来源：9k9k，西南证券整理

表 5：游族网络页游汇总

游戏	具体上线日期	类型	研发	流水相关情况备注
大将军	2012 年 9 月 12 日	SLG	自研	
女神联盟	2013 年 7 月 11 日	ARPG	自研	2017 年 7 月，女神联盟页游 1+2 合计流水 2000 万
大侠传	2013 年 7 月 15 日	ARPG	自研	
大皇帝	2014 年 11 月 20 日	SLG	自研	月流水 2000-3000 万。
女神联盟 2	2016 年 1 月 15 日	ARPG	自研	2017 年 5 月流水 3000-4000 万；2017 年 7 月，女神联盟页游 1+2 合计流水 2000 万
盗墓笔记	2016 年 8 月 5 日	ARPG	自研	2016 年 11-12 月达到峰值流水超过 1 亿；2017 年 7 月约 4000 万。
大青云	2016 年 12 月 16 日	ARPG	联运	
刀剑乱舞 OL	2017 年 2 月 27 日	二次元	代理	
战神 36 计	2017 年 5 月 1 日	SLG	自研	月流水 2000 万
射雕英雄传	2017 年 8 月 17 日	ARPG	自研	公测
军师联盟	预计 2017Q3	ARPG	代理	
三体	预计 2018	SLG	自研	
权力的游戏	预计 2018	SLG	自研	预期破亿

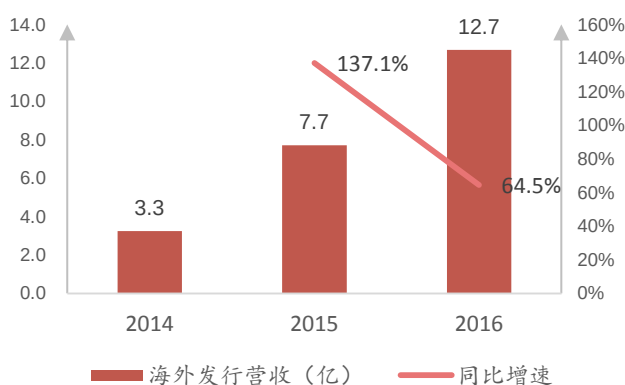
数据来源：西南证券整理

4 多点开花，公司内生增长可期

4.1 海外布局日趋完善，成增长新看点

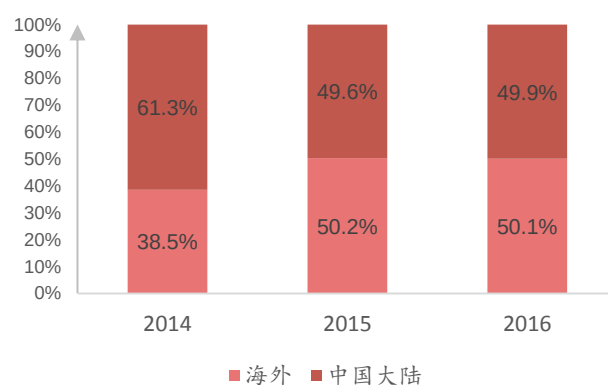
2016 年海外地区实现营业收入 12.7 亿元人民币，较 2015 年同期增长 64.5%，占整体营收的 50.1%，海外业务体量基本与国内地区持平，增长的主要原因是 2016 年 5 月并表 Big Point 所致。从 APP Annie 公布的最新海外发行情况来看，2017 上半年公司海外发行下载量排名第 9，较 2016 年 7-12 月上升 22 名，海外发行收入排名第 6，较 2016 年 7-12 月上升 9 名。预计随着《狂暴之翼》的持续放量，本年度海外收入排名将继续上涨。

图 26：游族网络 2014-2016 年海外营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：游族网络 2014-2016 年海外营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6：2017 年上半年中国发行商海外下载量及收入排名

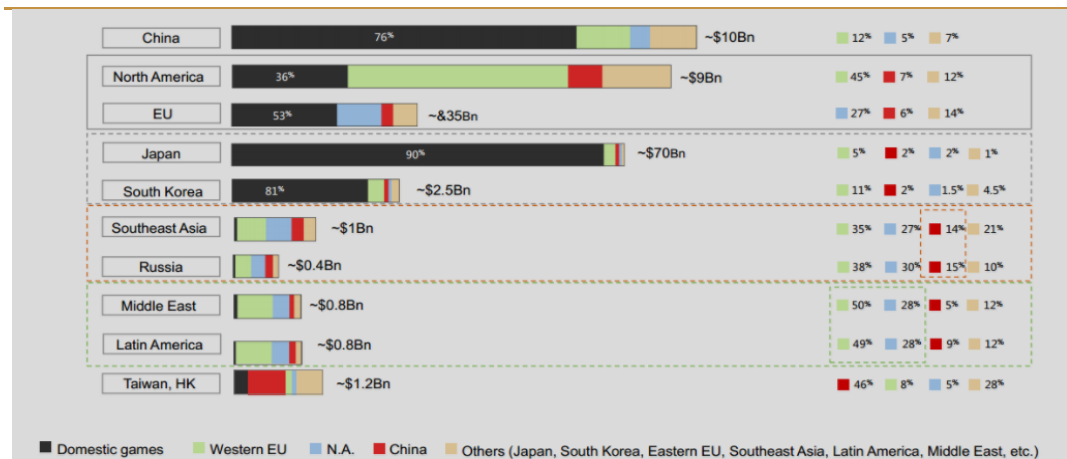
排名	2017 年 1-6 月下载量排行榜		2017 年 1-6 月收入排行榜	
	公司	对比 2016 年 7-12 月的变化	公司	对比 2016 年 7-12 月的变化
1	腾讯	-	腾讯	-
2	涂鸦移动	-	智明星通	-
3	猎豹移动	-	巨人网络	1↑
4	Fun Games For Free	-	IGG	1↓
5	BabyBus	-	FunPlus	6↑
6	IGG	1↑	游族网络	9↑
7	Libii	1↓	龙创悦动	2↓
8	RAY3D	14↑	龙腾简合	1↓
9	游族网络	22↑	网易	7↑
10	创智优品	1↑	乐元素	4↓

数据来源：APP Annie，西南证券整理

公司海外布局多年，出海思路与众不同：公司已在北美、台湾等地启动运营公司，海外发行版图已经扩展至全球 150 多个国家及地区，全球范围内成功发行 30 余款网页游戏及移动游戏。在出海思路上，国内出海厂商大多选择港澳台地区、东南亚地区作为出海第一站，这些区域与中国文化相近，本地化更为容易，但市场规模较小，发展空间有限。而公司则选择了与中国文化差异较大，本地化难度相对较高，但市场规模大的欧美国家作为重点方向，

同时兼顾东欧、南亚、中东等新兴市场。目前海外业务中超过 50% 的收入由欧美市场带来。在出海的同时，公司积极总结成功经验，传承各类全球发行的成功模式，并将发行产品线由自研游戏扩展至代理游戏。2017 年公司跻身 Brand Z 中国出海品牌 TOP30。

图 28：出海地区市场规模及占比情况

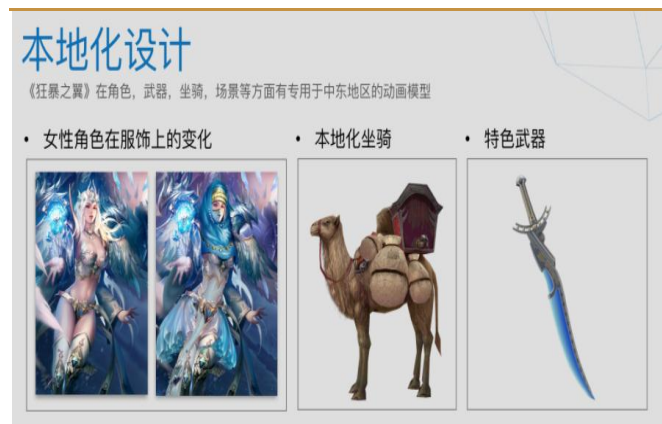


数据来源：游戏葡萄，西南证券整理

全资收购 Big point，欧洲市场发行能力进一步加强：2016 年 3 月 23 日，公司以 5.8 亿收购德国知名页游商 Big Point。BP 2002 年成立于德国汉堡，是欧洲领先的游戏的开发商、内容提供商和运营商，成功推出过 60 余款游戏。BP 在 16 年收购时的主要收入来自于 Farmerama, DarkOrbit, Drakensang Online, 和 Seaflight。这四款游戏，占整个公司收入的 90% 以上。依据收购报告，BP2017-2018 年净利润预计为 1372.4/2778.3 万欧元。作为欧洲老牌页游发行商，公司旗下页游可以通过 BP 更好的实现海外推广，同时公司也在通过 BP 组建海外手游研发团队，进一步强化公司在欧洲市场的影响力。

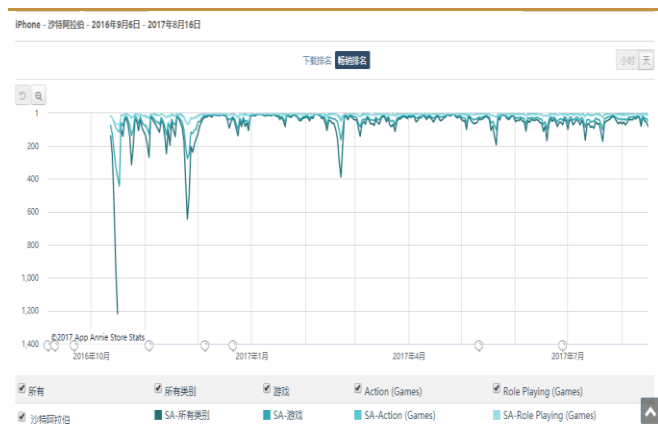
本地化思路超前研究透彻：在游戏出海的过程中，做好本地化是核心。游族在 2015 年就提出：“全球化题材”升级为“全球化立项”，“全球化修改”升级为“全球化玩法”，从游戏立项开始就要针对不同地域、文化、宗教、收入水平等因素，因地制宜地对产品数值模型、画面进行本地化调整。以《狂暴之翼》中东版为例，针对当地伊斯兰教的文化，女性角色改为全身遮挡的当地服饰，同时考虑到沙漠文明对骆驼、弯刀等特色因素的偏爱，设计了特色的坐骑与武器，这一系列修改使得《狂暴之翼》在沙特等中东国家的畅销榜一直保持领先。

图 29：《狂暴之翼》宣传图对比



数据来源：游戏葡萄，西南证券整理

图 30：《狂暴之翼》沙特畅销榜排名



数据来源：APP Annie，西南证券整理

4.2 IP 储备丰富，泛娱乐产业布局同时进行

多年来，公司以顶级、全球化作为 IP 选择标准，以立足顶级版权方+全球化顶级 IP 进行全球化的 IP 布局为目标。在精品化的实践中已经取得了丰硕的成果，拥有如《权利的游戏》、《三体》等全球顶级 IP；《大军师司马懿之军师联盟》等影视 IP；《墓王之王》、《刀剑乱舞：ONLINE》等二次元 IP；《少年三国志》、《女神联盟》等自创游戏 IP；《雪中悍刀行》、《盗墓笔记》等文学 IP，以及《奔跑吧兄弟》这类综艺节目 IP。

在自身进行 IP 开发的同时，公司也通过产业投资加速泛娱乐的产业布局，提升公司 IP 孵化、应用能力。在投资并购方面，2016 年 2 月 27 日，参股新数网络；2016 年 3 月 23 日，全资收购德国页游商 Big point；2017 年 2 月 7 日，公司参与心动网络定向增发；2017 年 4 月 25 日，参投九根兄弟设立的产业基金。在项目孵化方面，帮助团队培育新产品、新技术、参与大 IP 运作。在团队扶持方面，目前进行了笑果文化、欣雨动画、铸梦动画、熙颐影业、陆川工作室等多个经典扶持案例。

表 7：2014 年借壳上市以来公告的对外投资情况

投资标的	类型	公告时间	金额（万）	股权占比
上海光雅投资中心(有限合伙)	对外投资	2014 年 8 月 25 日	9800	49.5%
西藏晨麒投资中心（有限合伙）	对外投资	2014 年 10 月 15 日	9800	9.5%
掌淘科技	关联交易	2015 年 4 月 7 日	53800	100.0%
新数网络	对外投资	2016 年 2 月 27 日	3000	3.1%
Big point Investments GmbH	兼并收购	2016 年 3 月 23 日	58364	100.0%
心动网络	对外投资	2017 年 2 月 7 日	10005	2.4%
宁波梅山保税港区九根兄弟股权投资中心（有限合伙）	对外投资	2017 年 4 月 25 日	30000	28.6%

数据来源：公司公告，西南证券整理

4.3 研发功底深厚，自研产品系列特征明显，长线经营能力强

资金到位，功底深厚，八大工作室术业有专攻：在研发投入方面，近年来公司研发费用一直维持在较高水平，2016 年研发投入 1.7 亿元，同比增长 29.9%，是 2014 年的两倍多。目前，公司旗下拥有的八个工作室，每个工作室都有自己的核心游戏或是专攻领域。例如主攻女神系列的女神工作室，主攻少年系列的无限工作室，主攻 SLG 的战神工作室，ARPG 的大侠工作室，休闲游戏的星火工作室，二次元的新番工作室，H5、创新游戏品类的 AI 工作室以及面向全球发行的环球工作室。各大工作室研发资金充裕，术业有专攻，一同为公司打开成长空间。

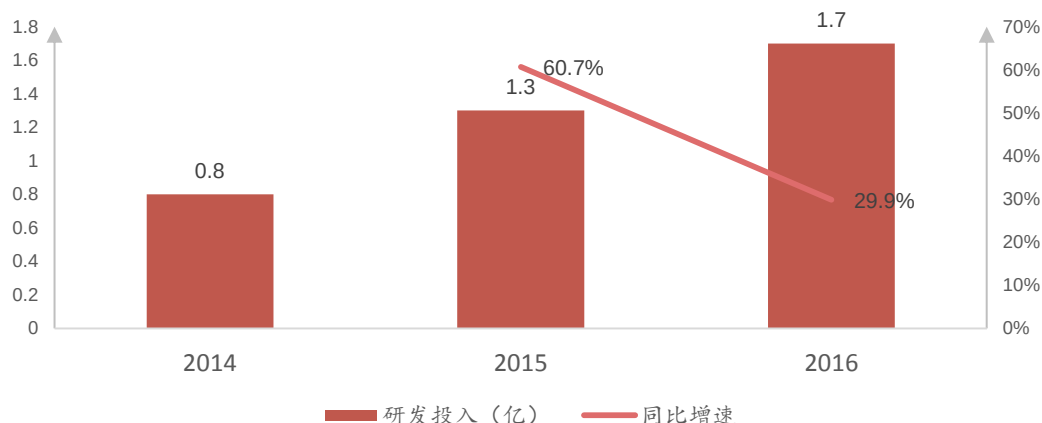
表 8：游族网络主要工作室的代表产品与主攻方向

工作室	主要产品与主攻方向
无限	《萌江湖》、《少年三国志》、《少年西游记》，专注少年系列
大侠	《十年一剑》、《大侠传》、《魔法天堂》、《盗墓笔记》、《军师联盟》，专注 ARPG
女神	《女神联盟》、《女神联盟 2》、《女神联盟：天堂岛》、《一代宗师》，专注女神系列
战神	《三十六计》、《大将军》、《大皇帝》、《战神三十六计》，专注 SLG
环球	专注全球发行

工作室	主要产品与主攻方向
AI	主打 H5 游戏等新类型游戏产品，创新游戏品类研发基地
新番	《刀剑乱舞》，专注二次元
星火	《爱心推手 2》、《Yesterday》、《猜拳大作战》，专注休闲游戏

数据来源：西南证券整理

图 31：游族网络 2014-2016 年研发投入



数据来源：公司公告，西南证券整理

自研产品系列特征明显，长线经营能力强：在长期经营中，公司通过对原创 IP 的不断打磨，打造出了女神系列与少年系列。目前，女神系列拥有 2 款页游与 2 款手游，少年系列拥有《少年三国志》与《少年西游记》，在产品上体现出了极强的系列特征。同时项目团队除了对核心玩法进行创新突破外，还在游戏画面、辅助玩法、运营策略及营销手段中持续融入强竞技、策略、社交等多元元素，在细节上频频带给玩家带来惊喜，展现出了极强的长线经营能力。以《少年三国志》为例，公司结合年轻玩家具有更强争胜心的特点，有针对性的融入策略与竞技元素，从“问鼎中原”到“决战赤壁”在连续几个版本中革新对战模式，提升游戏难度激发年轻玩家的挑战热情。同时针对卡牌玩家“收集控”的特点，针对性打造包括战马、时装、神翼等各类高颜值图鉴，满足年轻玩家的搜集欲望，每次更新都能直指玩家的“痛点”。

图 32：女神、少年系列出品时间



数据来源：掌淘科技官网，西南证券整理

图 33：《少年三国志》美工变化



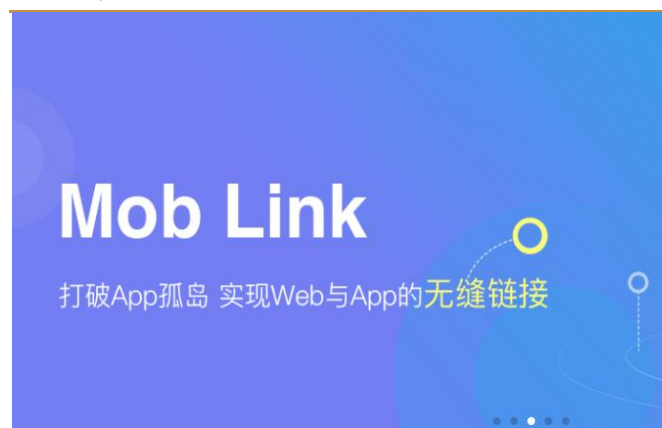
数据来源：东链博官网，西南证券整理

4.4 收购掌淘科技，布局大数据平台

2015年4月7日，公司公告拟通过发行股份和支付现金的方式购买掌淘科技100%股份，交易总对价为5.38亿元。掌淘科技成立于2012年9月，是一家移动互联网端的大数据服务企业。掌淘科技拥有中国最大移动开发者服务平台Mob，并分设社交分享服务平台、手游视频录制服务平台、App统计服务平台和短信验证服务平台等四大分平台。截至2016年11月，Mob已经覆盖设备超过50亿，SDK下载量超过100万。公司借此次收购，获得大数据挖掘及分析能力，能够对目标用户进行有效标注，显著提升商业推广的精准度及转化率，将广告投入效果最大化，系统性的改善企业整体的盈利能力。

在大数据方面的布局除了外延并购，公司还于2016年4月设立上海东链博数据科技有限公司，东链博主要进行基于3D GIS+BIM的公共服务平台的开发建设与运营管理，提供第三方DMP大数据服务与智慧城市应用解决方案，为智慧园区、智慧商圈、智慧社区提供空间管理、设备资产管理和运营服务管理。在数据获取方面，除公司自有数据以外，东链博还与浦东新区的i-pudong市民服务平台合作，进一步丰富了公司数据来源。在东链博的官网，公司将东链博定义为游族体系大数据业务板块对外合作窗口。

图 34：掌淘科技官网 Mob 宣传图



数据来源：掌淘科技官网，西南证券整理

图 35：东链博官网宣传图



数据来源：东链博官网，西南证券整理

4.5 定增过会，助研发+大数据平台良性互动

2017年1月5日，公司定增项目通过证监会审核。本次定增公司计划发行股票数量不超过4843.3万股，发行价格不低于25.85元/股，募集资金不超过12.5亿元。公司董事长林奇、董事陈礼标拟现金进行认购，认购金额分别为5000万元、2000万元，锁定期3年；董事崔荣、王鹏飞及首席产品官张雷、副总裁程良奇通过广发恒定23号各自认购750万元，合计3000万元，锁定期3年；其余认购方锁定期为1年。募集资金拟投资于以下项目：

表 9：2017 年公司定向增发投资计划

序号	募集资金投向	项目总投资金额（亿元）	本次募集资金投资金额（亿元）
1	网络游戏研发及发行运营建设项目	9.7	3.6
2	大数据分析运营建设项目	12.0	5.4
3	偿还银行贷款	3.5	3.5
合计		25.2	12.5

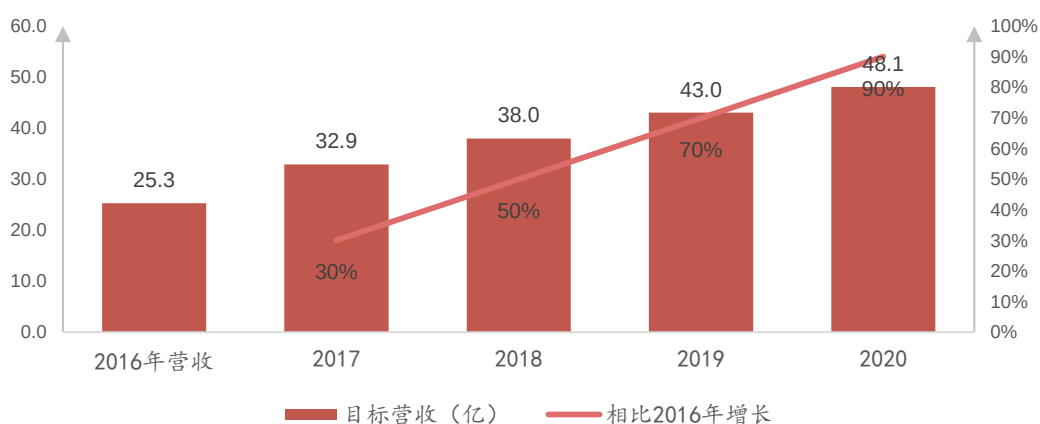
数据来源：公司公告，西南证券整理

本次募集的资金除了用于偿还银行贷款，还将投资于游戏研发、运营与大数据平台的建设。研运方面的投资为公司补足了营运资金、补强了游戏研发实力。同时针对大数据平台的投资又有助于提升公司数据分析能力，更好的为游戏营运提供支持，形成良性互动。

4.6 推出股权激励计划，体现进步决心，提升员工士气

2017年7月18日，公司推出股权激励计划，拟向激励对象授予5,000万份股票期权，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的5.81%，有效期为5年，等待期1年，行权价格为29.25元/股。行权条件为相比2016年，2017-2020年的营业收入增长率不低于30%/50%/70%/90%。

图 36：股权激励目标营收



数据来源：公司公告，西南证券整理

本激励计划涉及的激励对象共计187人，包括：公司高管刘楠，核心管理人员以及核心技术（业务）人员，具体授予情况如下：

表 10：游族网络股权激励对象

姓名	职务	获授数量（万）	占授予期权比例	占总股本比例
刘楠	副总、董秘	50	1%	0.06%
核心管理人员+核心技术（业务）人员 186 人		4950	99%	5.75%
合计 187 人		5000	100%	5.81%

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

公司有主营业务分为：移动游戏、网页游戏、其他主营业务收入。

假设 1：由于大数据平台布局日渐完善，更加精准的推广可以节约买量成本，抵消买量成本上升的影响，因此假设移动游戏方面毛利率不变。

假设 2：被 Big Point 拖累的页游毛利率会随着 Big Point 业务情况转好而上升，但考虑到页游市场整体萎缩，因此假设未来页游毛利率维持 50%。

假设 3：在其他主营业务收入方面预计未来 3 年毛利率保持 42.4% 不变。

在移动游戏方面，2017 上半年移动游戏市场规模同比增长 49.8%，但随着人口红利的消退，增速已经连续三年下滑，预计未来 3 年移动游戏行业增速将继续递减。不过公司由于本年度《狂暴之翼》的优秀表现，以及未来将会有《三体》、《权力的游戏》等大 IP 产品，我们认为公司移动游戏板块的增速至少不低于行业整体水平。

在网页游戏方面，由于受移动游戏的冲击，页游市场开始萎缩，2017 年上半年同比下降 15.4%，预计未来 3 年页游市场将继续萎缩。公司是页游市场龙头厂商之一，2016 年 8 月发行的《盗墓笔记》至今仍能贡献 4000 万的月流水，今年又新上线了多款页游，同时收购的页游商 Big Point 也预计于今年开始盈利。因此，我们认为公司页游板块不会出现行业整体的负增长，但增速相对 16 年有明显下滑。

表 11：公司主要业务预测情况

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
移动游戏	收入	1281.6	1922.4	2787.5	3902.5
	yoy	77.9%	50.0%	45.0%	40.0%
	毛利率	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%
网页游戏	收入	1231.1	1477.3	1698.9	1868.8
	yoy	51.7%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	42.4%	50.0%	50.0%	50.0%
其他主营业务收入	收入	17.5	19.2	21.1	23.2
	yoy	536.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	42.4%	42.4%	42.4%	42.4%
合计	收入	2530.1	3418.9	4507.5	5794.4
	yoy	64.9%	35.1%	34.7%	35.1%
	毛利率	47.6%	55.6%	56.3%	57.0%

数据来源：西南证券

5.2 公司估值

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.07 元、1.39 元、1.77 元（未考虑定向增发），归母净利润 9.20 亿元、11.94 亿元、15.25 亿元。游族网络为 A 股游戏公司中的龙头企业，因此选择游戏行业中其他龙头企业作为可比标的，具体标的为：三七互娱、完美世界。2017 年 PE 均值为 30.46 倍，给予游族网络 31 倍估值，预计 2017 年市值为 285.2 亿元。现有总股本 8.61 亿，对应股价为 33.12 元。

表 12：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002555.SZ	三七互娱	22.70	0.81	0.99	1.20	29.42	24.30	20.02
002624.SZ	完美世界	32.31	1.12	1.38	1.71	31.50	25.64	20.66
均值						30.46	24.95	20.34

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

- 1) 行业竞争风险：公司所处的网络游戏行业竞争较为激烈；
- 2) 监管政策变化风险：游戏监管政策的出台可能会影响到游戏收入；
- 3) 竞争公司替代品风险：与公司游戏题材相近的其他公司游戏会对公司游戏造成冲击。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2530.11	3418.87	4507.46	5794.45	净利润	597.08	917.93	1195.16	1528.81
营业成本	1325.28	1656.78	2177.39	2790.34	折旧与摊销	102.93	78.26	78.26	78.26
营业税金及附加	16.85	22.52	29.80	38.26	财务费用	33.15	54.21	54.44	57.24
销售费用	183.15	240.12	321.67	413.31	资产减值损失	35.13	10.00	10.00	10.00
管理费用	440.92	656.74	853.75	1088.08	经营营运资本变动	39.56	26.68	-418.04	-146.50
财务费用	33.15	54.21	54.44	57.24	其他	-246.47	-70.00	-60.00	-50.00
资产减值损失	35.13	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	561.39	1017.08	859.82	1477.81
投资收益	32.38	60.00	50.00	40.00	资本支出	-494.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-157.71	242.05	9.19	30.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-651.75	242.05	9.19	30.06
营业利润	528.01	838.49	1110.41	1437.21	短期借款	350.00	-150.00	0.00	0.00
其他非经营损益	57.23	60.36	60.16	60.24	长期借款	81.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	585.24	898.86	1170.57	1497.45	股权融资	7.12	0.00	0.00	0.00
所得税	-11.83	-19.07	-24.59	-31.37	支付股利	-51.68	-58.37	-121.76	-171.86
净利润	597.08	917.93	1195.16	1528.81	其他	-117.69	-508.54	-54.44	-57.24
少数股东损益	9.20	-1.84	0.82	3.43	筹资活动现金流净额	268.89	-716.91	-176.20	-229.10
归属母公司股东净利润	587.88	919.77	1194.34	1525.38	现金流量净额	181.86	542.21	692.81	1278.78
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	650.48	1192.70	1885.51	3164.28	成长能力				
应收和预付款项	888.26	1185.08	1558.77	2003.38	销售收入增长率	64.86%	35.13%	31.84%	28.55%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	22.72%	58.80%	32.43%	29.43%
其他流动资产	102.53	265.49	365.25	423.89	净利润增长率	18.20%	53.74%	30.20%	27.92%
长期股权投资	310.12	310.12	310.12	310.12	EBITDA 增长率	34.92%	46.21%	28.03%	26.51%
投资性房地产	97.80	88.97	88.82	90.37	获利能力				
固定资产和在建工程	709.16	671.85	634.53	597.22	毛利率	47.62%	51.54%	51.69%	51.84%
无形资产和开发支出	1241.71	1207.23	1172.74	1138.25	三费率	25.98%	27.82%	27.29%	26.90%
其他非流动资产	703.79	524.13	558.63	560.57	净利率	23.60%	26.85%	26.52%	26.38%
资产总计	4703.86	5445.56	6574.37	8288.08	ROE	21.95%	25.69%	25.72%	25.47%
短期借款	550.00	400.00	400.00	400.00	ROA	12.69%	16.86%	18.18%	18.45%
应付和预收款项	385.93	482.13	634.56	817.38	ROIC	24.41%	34.33%	41.32%	47.57%
长期借款	387.14	387.14	387.14	387.14	EBITDA/销售收入	26.25%	28.40%	27.58%	27.14%
其他负债	660.35	603.15	506.13	680.06	营运能力				
负债合计	1983.41	1872.42	1927.82	2284.58	总资产周转率	0.66	0.67	0.75	0.78
股本	861.32	861.32	861.32	861.32	固定资产周转率	3.48	4.95	6.90	9.41
资本公积	195.63	195.63	195.63	195.63	应收账款周转率	4.86	4.59	4.60	4.51
留存收益	1647.67	2509.07	3581.65	4935.18	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	2711.48	3566.01	4638.59	5992.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.50%	—	—	—
少数股东权益	8.97	7.13	7.95	11.38	资本结构				
股东权益合计	2720.45	3573.14	4646.55	6003.50	资产负债率	42.17%	34.38%	29.32%	27.56%
负债和股东权益合计	4703.86	5445.56	6574.37	8288.08	带息债务/总负债	47.25%	42.04%	40.83%	34.45%
					流动比率	1.10	1.91	2.65	3.12
					速动比率	1.10	1.91	2.65	3.12
					股利支付率	8.79%	6.35%	10.20%	11.27%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	664.09	970.97	1243.10	1572.71	每股收益	0.68	1.07	1.39	1.77
PE	43.35	27.71	21.34	16.71	每股净资产	3.15	4.14	5.39	6.96
PB	9.40	7.15	5.49	4.25	每股经营现金	0.65	1.18	1.00	1.72
PS	10.07	7.45	5.65	4.40	每股股利	0.06	0.07	0.14	0.20
EV/EBITDA	38.08	25.08	19.00	14.19					
股息率	0.20%	0.23%	0.48%	0.67%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn