

传媒行业

首批游戏版号 12 月底落地；2018 电影票房同增 8.5% 至 607 亿元

行业评级 **买入**

前次评级 买入

报告日期 2019-1-1

相对市场表现

核心观点：

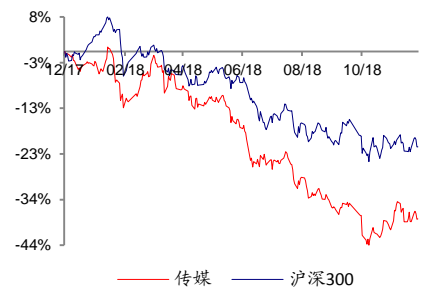
- 上周行情：A 股上周（12 月 24 日-12 月 28 日）传媒（中信）板块下跌 3.20%，板块跑输上证综指（下跌 0.89%）。
- 周度观点：首批游戏版号 12 月底落地；18 年票房同增 8.5% 至 607 亿元
12 月 29 日，广电总局官网公开了第一批恢复版号审核且通过的游戏，这是 2018 年 3 月以来首次再度有游戏获批。第一批审核通过的游戏有 80 个，主要以中小游戏公司为主。整体版号获批的进度超出市场预期，我们预计后续各个大厂的产品也将陆续通过审核，游戏股估值目前处于历史低位，迎来政策上的边际改善落地，仍是 2019 年开年传媒板块中最具确定性的子行业，建议沿两条线布局：版号恢复后弹性较大的游戏公司（如游族网络、完美世界）和当前产品周期良好、19Q1 利润坚实的标的，如吉比特等。

2018 年电影市场以 607 亿元票房收官，根据猫眼 APP 数据显示，12 月份单月 45 亿票房，同比下跌 12%。年末的元旦档期（12 月 29 日-1 月 1 日）表现不及预期，主要原因系头部影片质量并不突出，华策影视参与发行的《地球最后的夜晚》超出预期，但猫眼评分仅为 3.7 分影响后续走势；新丽、猫眼和北京文化参与出品的《来电狂响》表现较平稳。全年中国内地影市以 607 亿元收官，同比增长 8.5% 左右，增幅仅好于 2016 年，整体低于年初的预期。

2018 年传媒（申万）累计下跌 39.58%，这是继 2016 年的 -23.10% 和 2017 年的 -32.39% 再次录得板块跌幅前三，三年指数综合跌幅达到了 68.59%。我们曾在年度策略当中总结历次传媒行业的上涨主要因为媒介更迭和新资产证券化；而 2018 年超预期下跌主要因为监管周期和流动性缺失。12 月 28 日灿星文化递交招股说明书拟登录创业板；此前已有每日互动 IPO 过会，资产证券化方面或传来积极的信号。另外游戏版号政策超预期落地，此前监管积极纾困股权质押风险等，板块在政策、流动性等方面均有边际改善迹象。

目前来看，2019 核心跟踪变量为政策因子，这一轮传媒的反弹行情或仍有扩散空间，但需要注意并购标的的个股商誉减值风险。我们从 4 个思路找寻标的：1) 短期可以关注超跌+有催化的标的如万达电影、横店影视等有望受益于春节档的票房预期提升等。2) 游戏板块出现了政策边际改善信号，估值较低的情况下短期仍有反弹空间，重点推荐完美世界、游族网络、吉比特。3) 出版公司整体估值低、政策持续支持、现金储备丰富、分红比例高，中期或有相对收益；可关注中南传媒、凤凰传媒、山东出版、南方出版等公司。4) 重视传媒行业中平台型公司的长期机会：如万达电影、芒果超媒、光线传媒、东方财富等。

风险提示：传媒板块商誉减值风险，监管政策趋严程度超预期的风险。



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

杨艾莉



SAC 执证号：S0260517090002



010-59136612



yangaili@gf.com.cn

分析师：

朱可夫



SAC 执证号：S0260518080001



0755-23942152



zhukefu@gf.com.cn

请注意，杨艾莉、朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

2019 年度传媒行业策略：十年 2018-12-06

复盘，从“流量红利+媒介迭

代”到“龙头溢价+监管轮回”

传媒行业评论周报第 48 期： 2018-12-02

广电总局台网文艺节目管理

会议明晰监管思路；电影或

受益于贸易战趋缓

联系人： 吴桐 021-60759783

wutong@gf.com.cn

目录索引

一、影视娱乐领域一周动态	4
二、每周 VC/PE 数据总结	15
三、公司公告一周回顾	16
四、行业新闻一周回顾	17
五、涨跌龙虎榜	20

图表索引

图 1: 2008-2018 年中国游戏市场规模和增速情况	6
图 2: 2008-2018 年中国游戏市场结构变化情况	6
图 3: 2008-2018 年中国游戏市场用户增长情况	7
图 4: 2008-2018 年中国游戏市场 ARPU 值情况	7
图 5: 2010-2018 年中国移动游戏市场规模跟增速情况	7
图 6: 2008-2018 年移动游戏市场用户规模情况	8
图 7: 2008-2018 年移动游戏市场 ARPU 值情况	8
图 8: 2010-2018 年中国客户端游戏市场规模和增速情况	8
图 9: 2010-2018 年中国客户端游戏用户规模情况	9
图 10: 2010-2018 年中国客户端游戏 ARPU 情况	9
图 11: 2010-2018 年中国网页游戏市场规模和增速情况	9
图 12: 2010-2018 年中国网页游戏用户规模情况	10
图 13: 2010-2018 年中国网页游戏 ARPU 情况	10
图 14: 2010-2018 年中国网游海外市场收入情况	10
图 15: 2018 年出口前 50 移动游戏玩法类型收入分布	11
图 16: 2018 年出口前 50 移动游戏 IP 收入分布	11
图 17: 2018 年收入前 100 移动游戏玩法类型分布	11
图 18: 2018 年收入前 100 移动游戏玩法数量分布	11
图 19: 2018 年收入前 100 移动游戏 IP 收入分布	12
图 20: 2018 年收入前 100 移动游戏 IP 数量分布	12
图 21: 2018 年收入前 50 名新游中研发商产品收入占比	13
图 22: 2018 年收入前 50 名新游中发行商产品收入占比	13
表 1: 首批版号当中涉及上市公司的游戏一览	5
表 2: 2018 年收入前十移动游戏信息	12
表 3: 2018 年收入前十新移动游戏信息	13
表 5: 上周 (12 月 24 日-12 月 28 日) VC/PE 投资信息	15
表 6: 传媒板块一周涨跌幅 TOP10 (12 月 24 日-12 月 28 日)	20

一、影视娱乐领域一周动态

【投资观点】

1、A股上周（12月24日-12月28日）传媒（中信）板块下跌3.20%，板块跑输上证综指（下跌0.62%）。

2、周度观点：首批游戏版号12月底落地；2018电影票房同增8.5%至607亿元

12月29日，广电总局官网公开了第一批恢复版号审核且通过的游戏，这是2018年3月以来首次再度有游戏获批。第一批审核通过的游戏有80个，主要以中小游戏公司为主。整体版号获批的进度超出市场预期，我们预计后续各个大厂的产品也将陆续通过审核，游戏股估值目前处于历史低位，迎来政策上的边际改善落地，仍是2019年开年传媒板块中最具确定性的子行业，建议沿两条线布局：版号恢复后弹性较大的游戏公司（如游族网络、完美世界）和当前产品周期良好、19Q1利润坚实的标的，如吉比特等。

2018年电影市场以607亿元票房收官，根据猫眼APP数据显示，12月份单月45亿票房，同比下跌12%。年末的元旦档期（12月29日-1月1日）表现不及预期，主要原因系头部影片质量并不突出，华策影视参与发行的《地球最后的夜晚》超出预期，但猫眼评分仅为3.7分影响后续走势；新丽、猫眼和北京文化参与出品的《来电狂响》表现较平稳。全年中国内地影市以607亿元收官，同比增长8.5%左右，增幅仅好于2016年，整体低于年初的预期。

2018年传媒（申万）累计下跌39.58%，这是继2016年的-23.10%和2017年的-32.39%再次录得板块跌幅前三，三年指数综合跌幅达到了68.59%。我们曾在年度策略当中总结历次传媒行业的上涨主要因为媒介更迭和新资产证券化；而2018年超预期下跌主要因为监管周期和流动性缺失。12月28日灿星文化递交招股说明书拟登录创业板；此前已有每日互动IPO过会，资产证券化方面或传来积极的信号。另外游戏版号政策超预期落地，此前监管积极纾困股权质押风险等，板块在政策、流动性等方面均有边际改善迹象。

目前来看，2019核心跟踪变量为政策因子，这一轮传媒的反弹行情或仍有扩散空间，但需要注意并购标的的个股商誉减值风险。我们推荐从4个思路找寻标的：1）短期可以关注超跌+有催化的标的如万达电影、横店影视等有望受益于春节档的票房预期提升等。2）游戏板块出现了政策边际改善信号，估值较低的情况下短期仍有反弹空间，重点推荐完美世界、游族网络、吉比特。3）出版公司整体估值低、政策持续支持、现金储备丰富、分红比例高，中期或有相对收益：可关注中南传媒、凤凰传媒、山东出版、南方出版等公司。4）重视传媒行业中平台型公司的长期机会：如万达电影、芒果超媒、光线传媒、东方财富等。

3、周专题：12月第一批版号审批通过；游戏市场全年增速5.3%

2018年12月份游戏版号恢复审批，另外2018年游戏市场的相关数据也正式出炉，我们对中国游戏市场2018年的运行情况整体做了一个简短的复盘。整体增速下滑，但用户数增长回暖，ARPU值短暂性放缓，另外腾讯、网易的优势仍非常明显，未来或将逐渐依赖手游本身的创新而非IP的作用，蓝海的增量市场逐步转向海外。

3.1 第一批版号恢复审批约80个左右，以中小游戏公司为主

12月29日，广电总局官网公开了第一批恢复版号审核且通过的游戏，这是2018年3月以来首次再度有游戏获批。第一批审核通过的游戏有80个，主要以中小游戏公司为主，其中有部分涉及到了上市公司如下。

表 1：首批版号当中涉及上市公司的游戏一览

名称	申报类别	出版单位	运营单位	文号	涉及上市公司及备注
瑰雪黑阳	移动	方圆电子音像出版社 有限责任公司	上海幻电信息科技有限公司	国新出审 [2018]1103号	Bilibili
原始传奇	移动	杭州汉唐文化传播有 限公司	浙江盛和网络科技 有限公司	国新出审 [2018]1102号	盛和网络（恺英网络）
飞剑证道	移动	北京畅元国讯科技有 限公司	广州君海网络科技 有限公司	国新出审 [2018]1091号	卧龙地产（君海游戏）
王者争雄	移动	北京幻方朗睿软件科 技有限公司	深圳米趣玩科技有 限公司	国新出审 [2018]1086号	聚力文化（美生元）
英雄的王朝	移动	三辰影库音像出版社 有限公司	广州沙巴克网络科 技有限公司	国新出审 [2018]1081号	趣丸网络（星辉娱乐）
月圆之夜	客户端	上海某游戏网络科技 有限公司	上海某游戏网络科 技有限公司	国新出审 [2018]1060号	—
欢乐三国杀	移动	杭州边锋网络技术有 限公司	杭州游卡网络技术 有限公司	国新出审 [2018]1059号	浙数文化
乱世纷争	移动	上海游爱之星信息科 技有限公司	上海游爱之星信息 科技有限公司	国新出审 [2018]1058号	天舟文化
莽荒纪：至尊	移动	互爱互动（北京）科 技有限公司	互爱互动（北京） 科技有限公司	国新出审 [2018]1054号	万达电影
怒战皇城	移动	上海都玩网络科技有 限公司	上海都玩网络科技 有限公司	国新出审 [2018]1049号	文投控股
人类拯救计划	游戏机- PS4	上海东方明珠文化发 展有限公司	上海东方明珠文化 发展有限公司	国新出审 [2018]1045号	东方明珠
盛世红颜	网页	三七互娱（上海）科 技有限公司	上海硬通网络科技 有限公司	国新出审 [2018]1043号	三七互娱

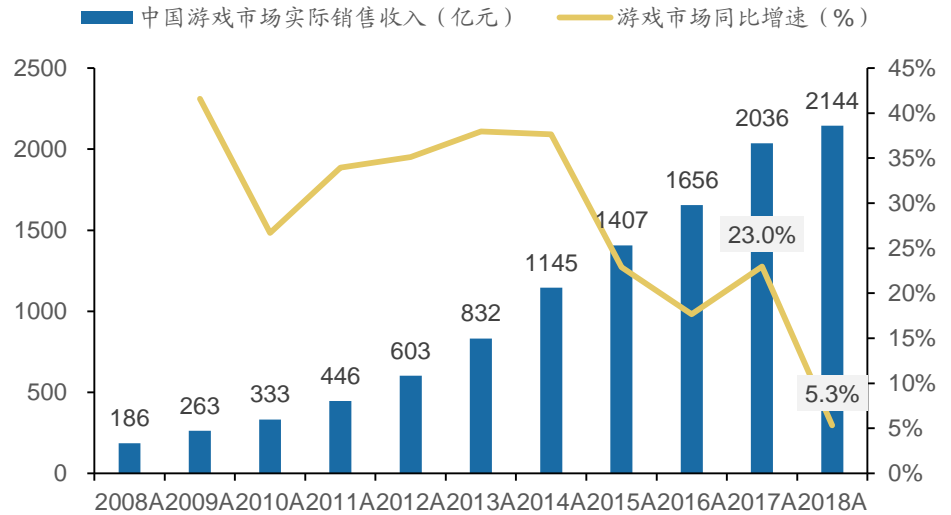
资料来源：广电总局官网，广发证券发展研究中心

3.2 游戏市场总量回顾：整体增长降速，移动游戏带动整体玩家数量增长

2018年游戏市场整体降速明显。2018年中国游戏市场实际销售收入达到2144.4亿元，同比增长5.3%，增速相较于去年的23.0%同比下滑了17.7pct，过去十年首次进入了个位数增长阶段，一方面有政策整肃管控的原因，另外一方面整体行业也进入到了成

成熟期，未来长期的增长趋势也将降至平稳区间。但整体上，中国游戏市场仍为全球最大的游戏市场，按照2018年中国游戏市场实际销售收入来计算，我国占全球游戏市场比例约为23.6%。

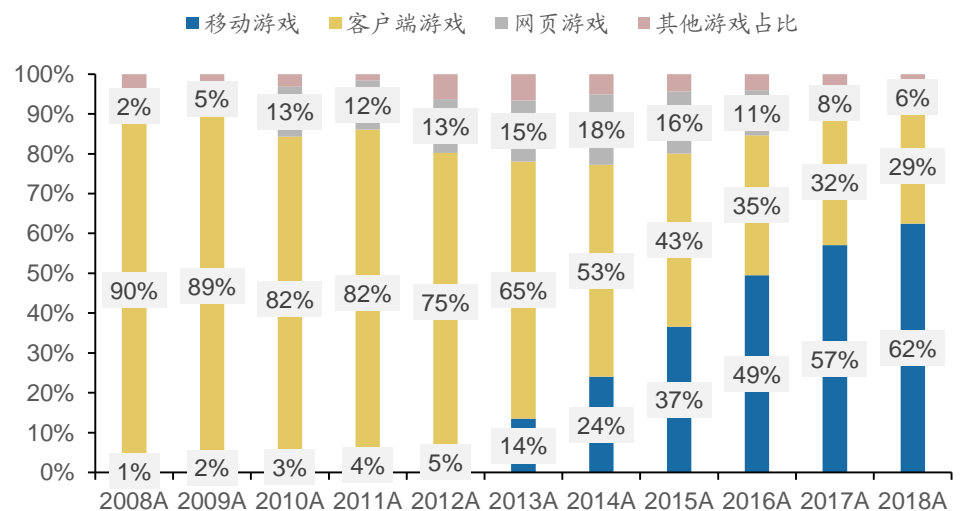
图1：2008-2018年中国游戏市场规模和增速情况



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

细分市场结构上移动游戏继续扩大占比，端游和页游相比下滑。细分市场占比结构依然延续了去年的趋势，移动游戏市场实际销售收入1339.6亿元，占比为62.5%，提升了5.4pct；客户端游戏市场实际销售收入为619.6亿元，占比为28.9%，下滑了3.0pct；网页游戏市场实际销售收入126.5亿元，占比为5.9%，下降了1.8pct；另外还有家庭游戏机游戏市场实际销售收入10.5亿元（-23% YoY），占比为0.5%，下滑了0.2pct。

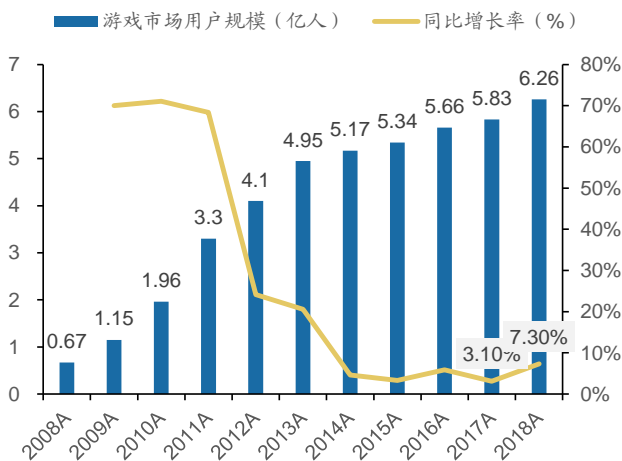
图2：2008-2018年中国游戏市场结构变化情况



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

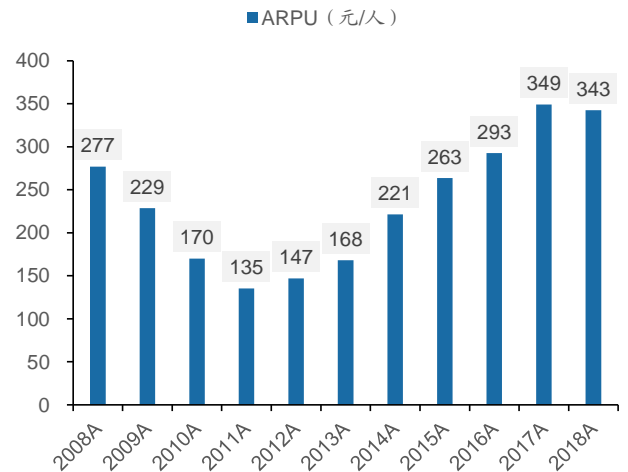
值得一提的是游戏市场用户的增长有所加速，而ARPU值的提升放缓。过去几年我们一直强调中国游戏市场的用户红利见顶，产业的增长主要依赖ARPU值的扩张，而2018年根据伽马数据，中国游戏市场用户数同比增长7.3%达到6.3亿人，相比去年同期3.1%的增速有所加速，另外ARPU值上下降了6元至343元/人，主要系吃鸡移动游戏变现受阻和重度化的端游、页游有所下滑所致。新玩家的涌入对于游戏市场来说是更加健康的成长。

图3: 2008-2018年中国游戏市场用户增长情况



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

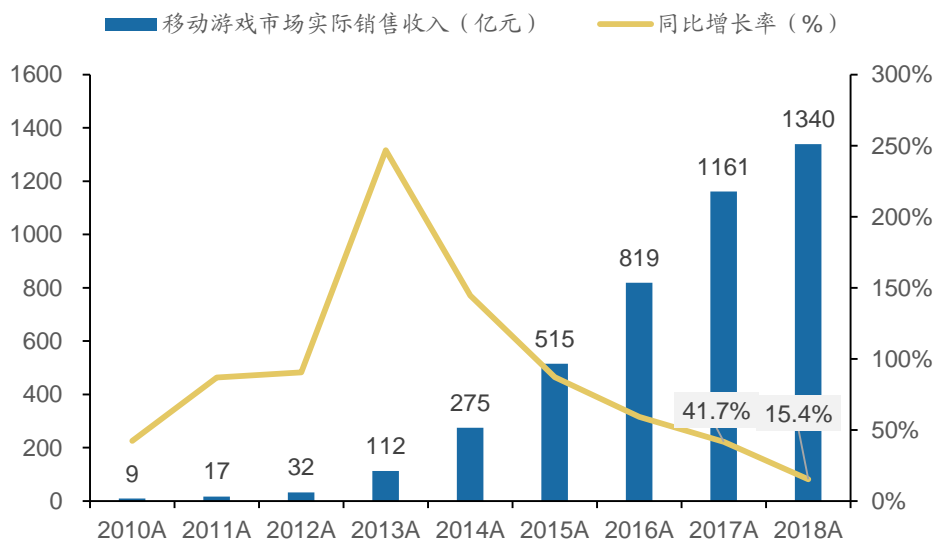
图4: 2008-2018年中国游戏市场ARPU值情况



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

移动游戏市场增速下滑明显，主要原因系版号暂停审批。根据伽马数据，移动游戏同增15.4%至1340亿元，增速相较于2017年同期的41.7%大幅回落，我们认为主要原因系2018年3月之后版号暂停审批，整体市场新游供给不足，同时部分射击吃鸡类的游戏侵占了游戏市场却不能变现。不过从长远视角来看，手游在2013年智能机热潮爆发过后的高增长即将告一段落，整体增速将回落至平稳区间。

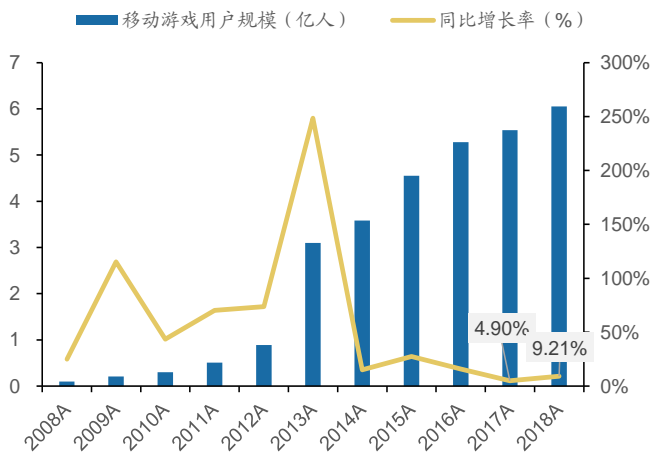
图5: 2010-2018年中国移动游戏市场规模跟增速情况



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

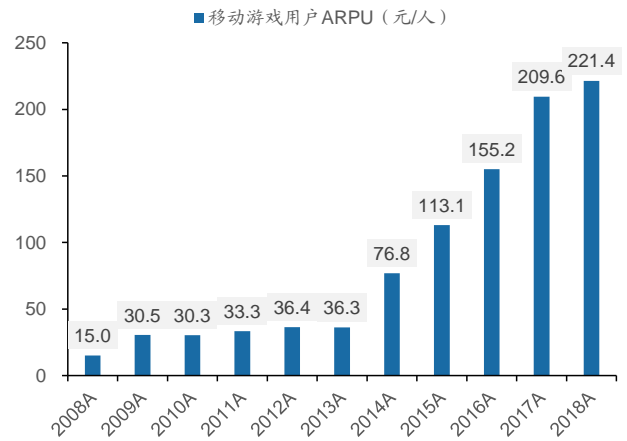
游戏用户数增长略超预期, ARPU值增幅短暂性放缓。移动游戏市场用户数同增9.2%至6.05亿人, 同比增速相比去年的4.9%有所加速, 玩家数量净增加超过5000万人。另外移动游戏市场的ARPU值增速明显放缓, 从2017年的210元/人增加至221元/人。结合两个数据我们认为2018年整体因为吃鸡游戏和其他轻度游戏, 有较多的用户进入市场成为新的玩家, 或为2019年打下了一定的基础, 2019年我们预计市场的用户数增长将放缓但ARPU值将持续提升。

图6: 2008-2018年移动游戏市场用户规模情况



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

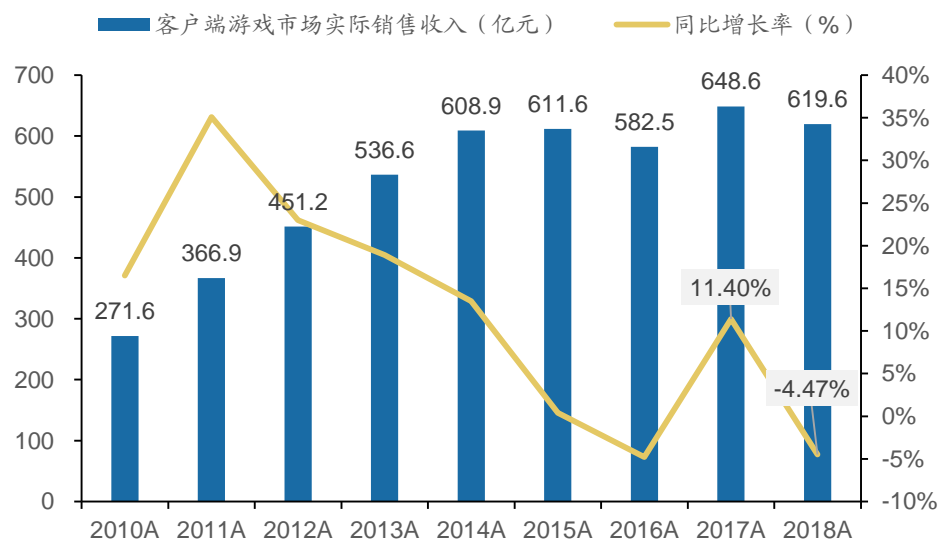
图7: 2008-2018年移动游戏市场ARPU值情况



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

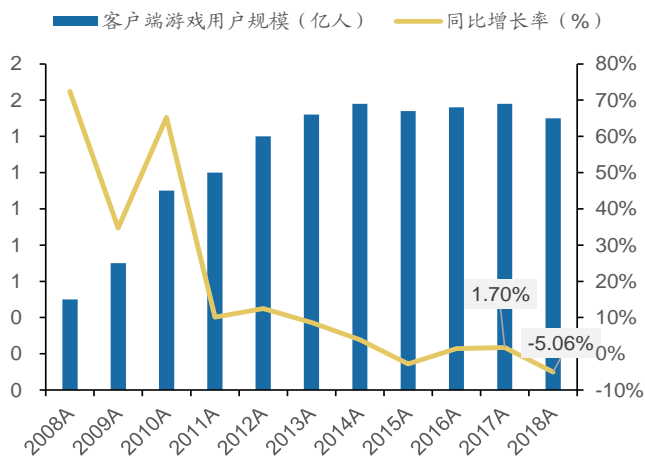
客户端市场出现小幅度下滑, 行业规模基本见顶。端游市场2018年同降4.5%至619.6亿元, 相比去年短暂回暖的11.4%的正增长下跌较快, 整体上行业在600多亿的规模上已经停留了近5年, 我们可以认为端游市场空间基本见顶。而2018年端游市场用户数同比下降5.1%达到1.5亿人, ARPU值为413元/年, 相比去年的411元/人基本持平。

图8: 2010-2018年中国客户端游戏市场规模和增速情况



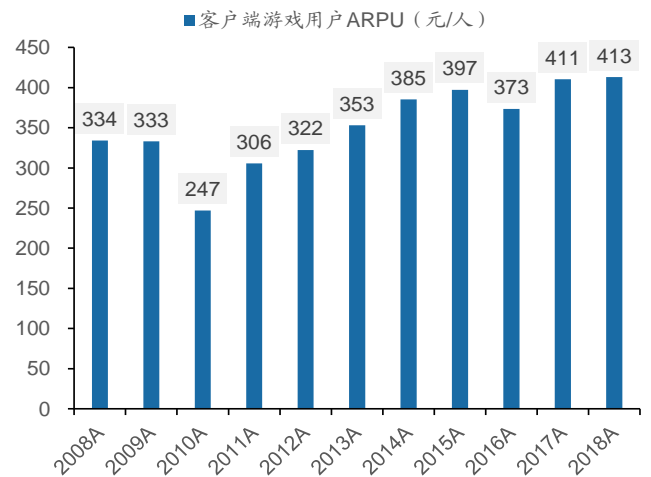
数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

图9: 2010-2018年中国客户端游戏用户规模情况



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

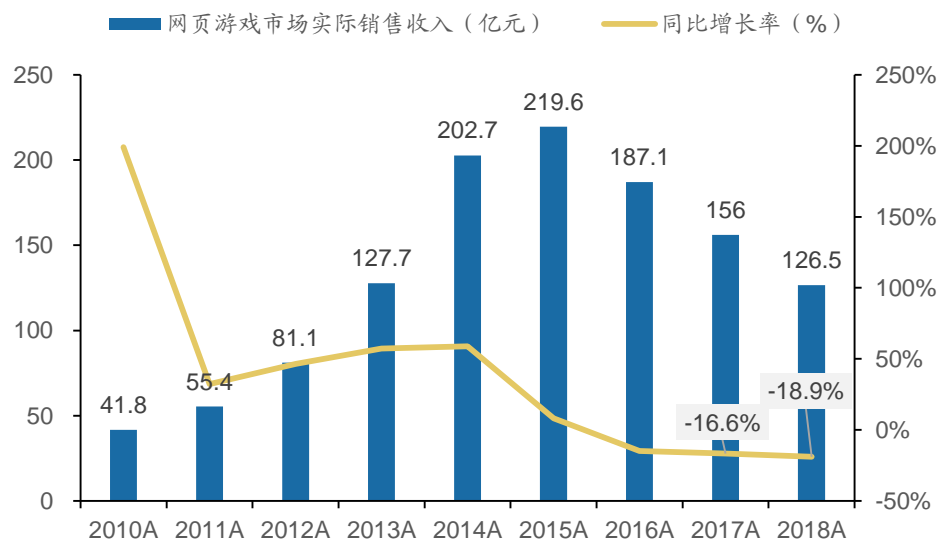
图10: 2010-2018年中国客户端游戏ARPU情况



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

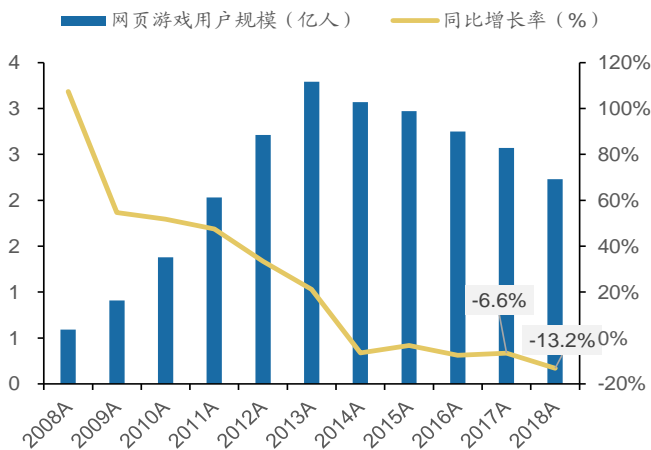
页游市场出现超预期下滑, 或受移动游戏影响较大。页游市场整体受移动游戏崛起的冲击最大, 二者的目标客户人群高度重合, 而页游能够提供的低上手门槛、便捷性等方面手游的优势更加明显, 2015年手游正式崛起之后, 页游就开始逐渐进入负增长区间。2018年页游市场同比下滑18.9%至127亿元, 相比于去年同期的-16.6%跌幅进一步扩大, 另外玩家数量下滑13.2%至2.23亿人, 同样跌幅有所扩大, ARPU值从2017年的61元/人下滑至57元/人。

图11: 2010-2018年中国网页游戏市场规模和增速情况



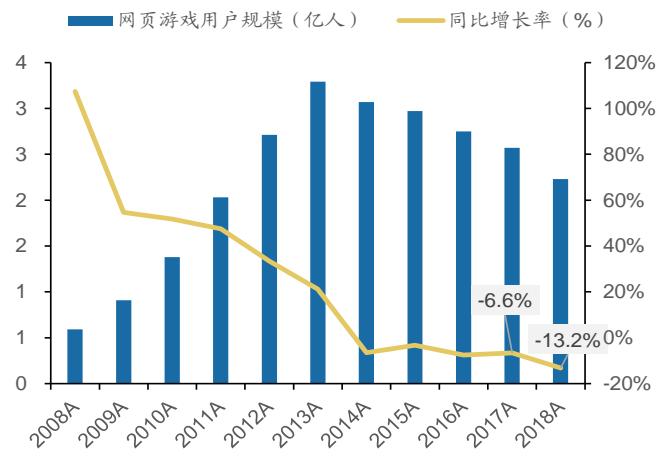
数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

图12: 2010-2018年中国网页游戏用户规模情况



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

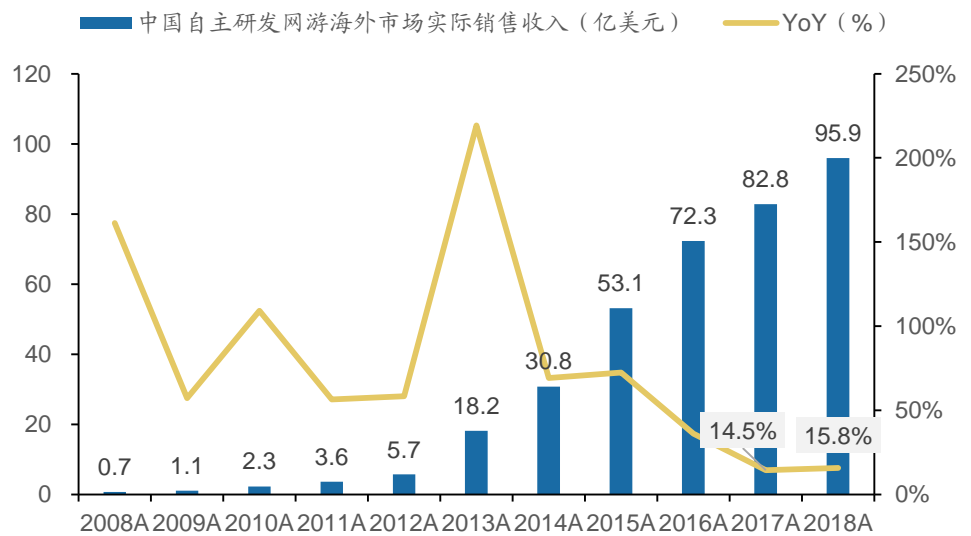
图13: 2010-2018年中国网页游戏ARPU情况



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

海外市场增速有所加速。根据伽马数据, 中国自主研发的网游2018年在海外取得了95.9亿美金的收入, 同比增幅达到了15.8%, 相较于去年同期的14.5%有所扩大, 且高于国内市场的增速; 海外市场的绝对规模已经相当于国内市场的31%左右。在国内游戏市场逐渐饱和的情况下, 我们可以预期未来还将有大量的游戏公司走上出海道路, 带动整体海外市场增长提速。

图14: 2010-2018年中国网游海外市场收入情况

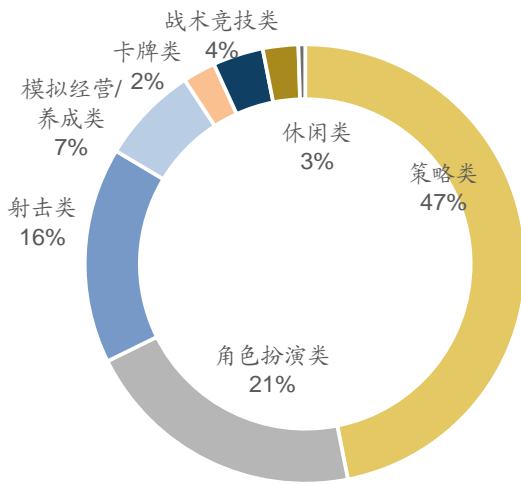


数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

而另外值得一提的是, 国内游戏厂商出海主要以重度游戏为主, 同时并不依赖IP的力量。根据伽马数据的统计, 2018年我们出口前50名游戏当中策略类游戏收入占比47%、角色扮演类收入占比为21%和射击类占比16%, 这表明我们在重度游戏产品的研发上已经相对于海外厂商形成了部分优势。另外在IP分布上, 出海前50名游戏当中82%均为原创IP, 一方面主要系游戏产品为文化产品, 国内公司对于当地的文化习惯仍比较陌生, 难以借力于IP; 但从另外一个方面来说, 没有IP导流国内厂商依

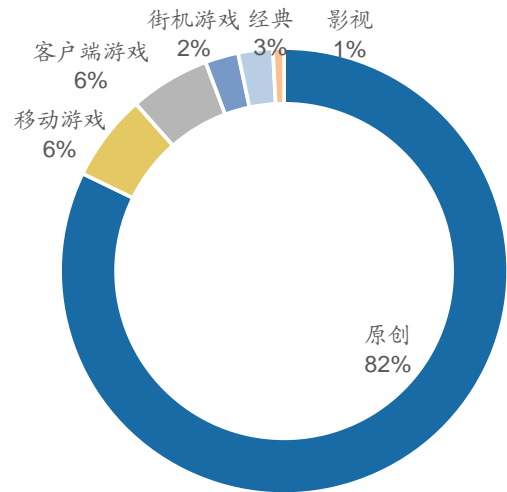
然能够实现海外份额的不断提升，这也证明了国内公司产品能力上的优势。

图15: 2018年出口前50移动游戏玩法类型收入分布



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

图16: 2018年出口前50移动游戏IP收入分布

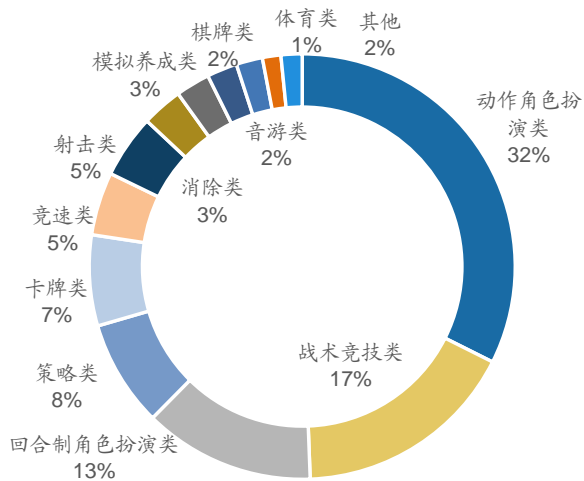


数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

3.3 游戏市场结构性回顾: 产品类型更加细分, IP作用逐渐下降

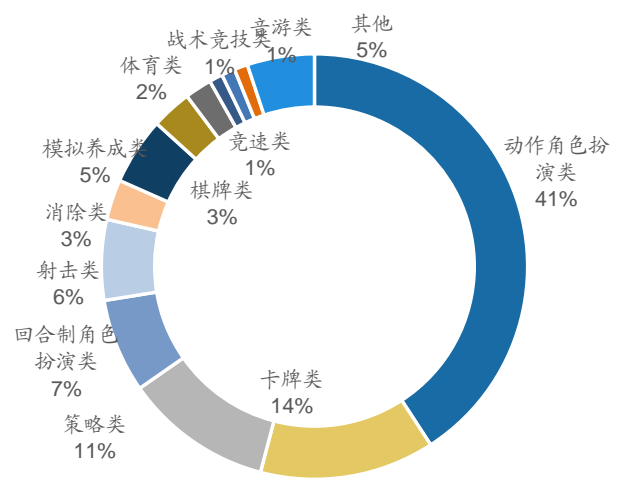
在产品的结构上, 重度游戏占比较大, 角色扮演类、卡牌类均较难以成赢家通吃局面。根据伽马数据, 收入规模前100名的游戏当中, 动作角色扮演类、战术竞技类和回合制角色扮演类分列收入排行榜前三, 占比分别为32%、17%和13%; 而在前100名的游戏数量上排名前三的分别为动作角色扮演类、卡牌类和策略类, 占比分别为41%、14%和11%。整体上战术竞技类和回合制角色扮演类游戏已经形成了赢家通吃的局面, 腾讯的《王者荣耀》、网易的《梦幻西游》、《大话西游》等已经在这两个品类中占据了绝对优势。而卡牌类以14%的数量占比拿到了7%的收入份额、动作角色扮演类以41%的数量占比拿到32%的收入占比, 均显示出了激烈的竞争。而值得一提的是模拟养成、体育类、音游类、竞速类、消除类均占有一席之地, 说明中国游戏市场类型的细分程度已经达到较高的水平。

图17: 2018年收入前100移动游戏玩法类型分布



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

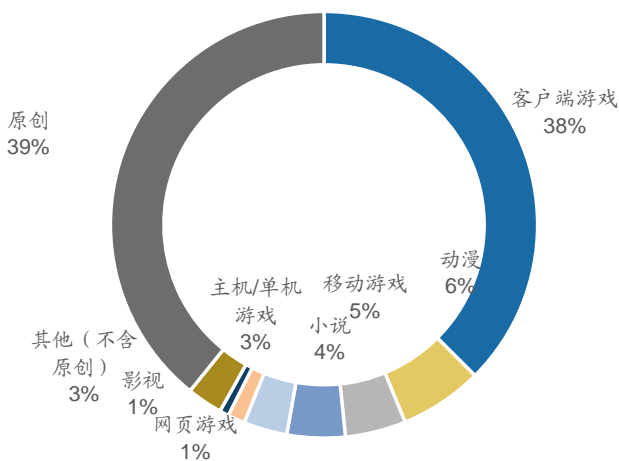
图18: 2018年收入前100移动游戏玩法数量分布



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

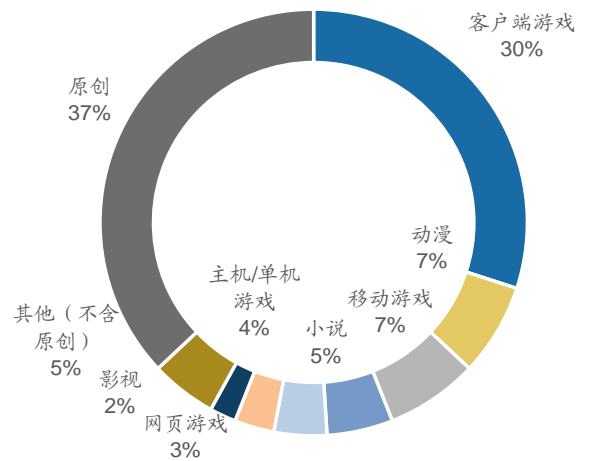
在IP结构上，端游IP仍是大头，但未来将逐渐依靠手游本身的创新。根据伽马数据的统计，2018年前100名的移动游戏当中，客户端IP、动漫IP、移动游戏IP收入份额分列前三，分别为38%、6%和5%，另外原创游戏的收入占比达到了39%；数量上前三同样是端游IP、动漫IP和手游IP，占比分别为30%、7%和7%，原创游戏数量占比37%。整体来看端游IP仍为导流最好的IP类型，性价比最优，但存量的IP所剩已经不多，预计未来行业将更加依赖内生的原创能力带动市场增长。

图19：2018年收入前100移动游戏IP收入分布



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

图20：2018年收入前100移动游戏IP数量分布



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

产品周期亟待洗牌，2018年有4款新品进入收入榜前十。从头部产品本身的结构来看，老牌游戏亟待洗牌，如排名前两名的《王者荣耀》和《梦幻西游》都已经持续时间超过了3年。而2018年进入排行榜前十的新游主要包括《QQ飞车》、《楚留香》、《我叫MT4》和《QQ炫舞》，其中《楚留香》由网易自主研发，《QQ飞车》由腾讯自主研发，其余两款由腾讯代理发行。前十名当中，角色扮演类占有6个名额，一半为回合制，一般为动作角色扮演，RPG这一品类仍是厂商未来推陈出新的重点。

表 2：2018 年收入前十移动游戏信息

排名	游戏名称	研发商	游戏类型
1	王者荣耀	腾讯游戏	战术竞技类
2	梦幻西游	网易游戏	回合制角色扮演
3	QQ 飞车	腾讯游戏	竞速类
4	楚留香	网易游戏	动作角色扮演类
5	乱世王者	腾讯游戏	策略类
6	我叫 MT4	卓越游戏	动作角色扮演类
7	QQ 炫舞	永航科技	音游类
8	倩女幽魂	网易游戏	动作角色扮演类
9	阴阳师	网易游戏	回合制角色扮演类/卡牌类
10	大话西游	网易游戏	回合制角色扮演类

数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

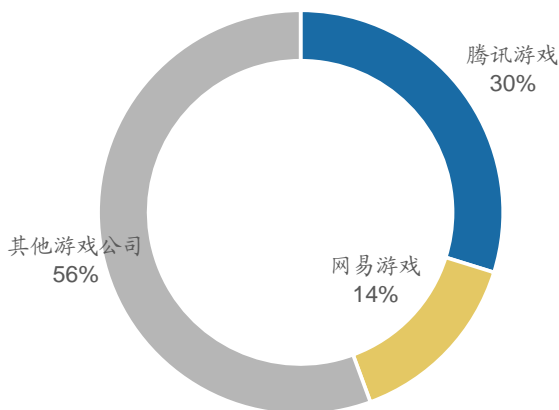
表 3: 2018 年收入前十新移动游戏信息

排名	游戏名称	研发商	游戏类型
1	QQ 飞车	腾讯游戏	竞速类
2	楚留香	网易游戏	动作角色扮演类
3	我叫 MT4	卓越游戏	动作角色扮演类
4	QQ 炫舞	永航科技	音游类
5	奇迹: 觉醒	天马时空	动作角色扮演类
6	自由幻想	腾讯游戏	动作角色扮演类
7	梦幻模拟战	Masaya 工作室	策略角色扮演类
8	圣斗士星矢	腾讯游戏	卡牌类
9	足球世界	EA sports	体育竞技类
10	魔力宝贝	Square Enix	回合制角色扮演类

数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

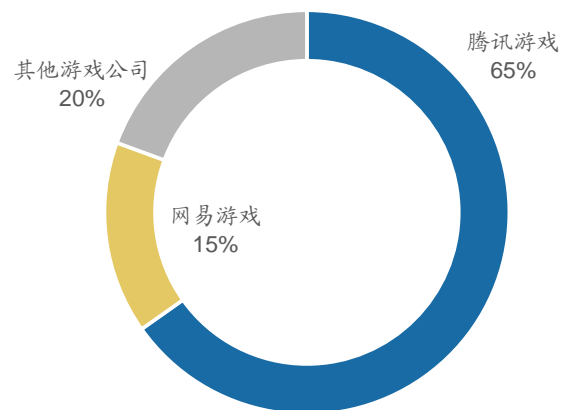
另外从厂商集中度的角度, 腾讯发行优势明显, 网易主要以自研自发为主。根据伽马数据对于前50名新游戏的跟踪, 腾讯整体在发行端的优势非常明显, 前50名的新游当中腾讯收入占比达到了65%, 腾讯自研产品在新游Top50当中的收入比例为30%, 同样领先其他公司较多; 而网易在新游研发端的占比约为14%, 发行端占比约为15%, 显示其游戏基本都为自研自发。由于研发较难形成很高的赢家通吃效应, 其他游戏公司在新游研发收入上占比大于50%, 达到了56%, 而发行端则受到了腾讯的挤压, 其市场份额仅为20%。

图 21: 2018 年收入前 50 名新游中研发商产品收入占比



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

图 22: 2018 年收入前 50 名新游中发行商产品收入占比



数据来源: 伽马数据, 广发证券发展研究中心

个股情况如下:

- 1) **完美世界:** 公司在18Q1~Q3, 营收同降0.2%至55.13亿元, 净利润同增22.18%至13.17亿元, 扣非净利润同增10.28%至11.05亿元; 净利润增速超出此前的预告上限(10.4%-19.6%)。18Q3单独来看, 公司单季度收入同降4.7%至于18.46亿元, 净利润同增31.62%至5.36亿元, 扣非净利润同比增长0.39%至3.98亿元。2018年全年业绩预告: 净利润预计同增9.66%-29.59%至16.5亿-19.5亿元; 则18Q4单季度利润预期在3.33亿元-6.33亿元(-22% - +48% YoY)。公司受版号政策的影响, 18Q3未上线新游戏。公司此前2018年5月主要新上线了《武林外传》手游, 上线之后第二个月的流水破亿, 显示出了公司的研发实力。从公司递延收入上而言, 公司其他流动负债项目环比下降9%达到11.51亿元, 其他流动负债/当季营收的比例从18Q2底的68%下降至62%左右。我们预计随着新游戏上线, 将重新让公司的递延收入开始增长。另外公司手中仍有《完美世界》、《云梦四时歌》和《我的起源》等作品等待上线, 明年整体的排期较为充足。
- 2) **万达电影:** 万达电影在线下有强大的院线布局能力, 若顺利完成资产注入, 将帮助公司在未来形成影视娱乐全产业链布局。2018-2021年万达影视承诺净利润分别不低于7.63亿元、8.88亿元、10.69亿元和12.74亿元。业绩承诺的延长, 显示了对万达影视注入资产持续增长的信心。预计公司2018-2020年EPS分别为0.86/0.92/1.03元, 11月26日收盘价对应2018-2020年每股收益的市盈率分别为25.00x/23.33x/20.88x。根据公司最新承诺净利润进行预计, 若公司此次发行股份购买资产的交易完成, 考虑资产注入带来的利润增厚及股本摊薄, 公司2018-2020年EPS分别为1.10/1.21/1.39元。
- 3) **新经典:** 2018年以来公司在品类、渠道的布局效应逐步显现。看好四季度及明年图书销量回升。公司拥有优质内容储备与编辑团队, 产出丰富。海外文学已成为“长销书”, 优质华语文学价值逐步发现。“长销书”叠加畅销书, 业绩具备持续增长动力。预计公司2018-2020年EPS分别为1.83、2.28、2.87元。目前A股及港股可比公司主要为地方国有企业, 增长稳健但增速较慢。新经典在大众图书领域具有竞争力, 给予公司2019年30倍的目标PE估值, 对应合理价值为68.49元/股, 维持买入评级。
- 4) **美团点评:** 作为本地生活O2O龙头, 凭借“高效地推+百万运力+过亿用户”筑起坚实护城河, 未来成长空间巨大。预计2018~2020年, 餐饮外卖营收复合增速为54.7%, 在2020年有望达到780亿; 到店、酒店和旅游业务的营收复合增速为31.72%, 2020年达到250亿元。其他新兴业务营收复合增速为118%, 2020年达到213亿元。成本和费用方面, 高效的AI智能配送系统+众包模式有助于平抑骑手成本的抬升, 年底摩拜单车的折旧将计提完毕; 随着平台成熟和出行补贴的减少, 公司销售费用率有望持续下降。预计18~20年NON-GAPP净利润为-98亿元, -48亿元和-30亿元, 预计21年扭亏。对应当前股本的EPS分别为-1.78, -0.88和-0.54元/股。我们采用分部估值和FCFF估值法算得每股合理价值为69.8港元/股。

风险提示: 传媒板块系统性风险, 监管政策趋严程度超预期的风险, 影视剧市场竞争激烈, 游戏公司技术性风险。

【重要公告】

- 1) 【三七互娱】公司代理董事长、董事李卫伟提议以集中竞价交易的方式回购公司股份，回购资金总额不低于(含)人民币3亿元，预计可回购股份数量约4000万股，回购股份比例约占本公司总股本的1.88%。
- 2) 【横店影视】公司自2018年1月1日至2018年12月25日累计收到与收益相关的政府补助资金3950万元，占公司最近一个会计年度经审计归属于上市公司股东净利润的11.95%。
- 3) 【游族网络】2018年1月31日至2018年12月24日回购期间，公司股份回购专业账户累计回购股份2263.2万股，占公司总股本8.88亿股的2.55%。
- 4) 【世纪天鸿】公司董事、副总经理和公司常务副总编辑拟以集中竞价交易或大宗交易的方式分别减持公司股份不超过26.25万股(0.1875%)，9.38万股(0.0670%)。
- 5)【分众传媒】公司本次解除限售的股份数量为77.12亿股，占公司总股本的52.55%。本次解除限售股份上市流通日为2019年1月2日(星期三)。

【行业要闻】

- 1) B 站与饿了么推出限时双会员服务
- 2) 知乎进军短视频 已开始内测短视频App
- 3) 阿里生态生鲜业务进行升级调整
- 4) 腾讯云再增印度数据中心
- 5) 百度无人车拿下天津首批路测牌照

二、每周 VC/PE 数据总结

表 4: 上周(12月24日-12月28日) VC/PE 投资信息

行业分类	企业名称	轮次	融资额	投资方
教育	ATA	战略投资	1.102 亿人民币	中文在线
	优 Me 课堂	天使轮	数百万人民币	英诺天使基金
	睿泰集团	战略投资	2000 万人民币	多鲸资本
	贝贝帮	Pre-A 轮	1000 万人民币	精锐教育, 伯藜创投
	猿辅导	F 轮-上市前	3 亿美元	腾讯(领投), 经纬中国, 华平投资
	学易语文	战略投资	数千万人民币	超星集团, 上海交大昂立集团, 世纪天鸿
	书来也	种子轮	数百万人民币	未透露
	学霸来也	天使轮	数百万人民币	未透露
	葡萄智学	天使轮	2100 万美元	光速中国(领投), NBT, 葡萄控股
	奇奇国学	天使轮	300 万人民币	新势能基金, 御势资本
	SquLine.com	A 轮	未透露	Investidea Ventures(领投)
	卓越教育	IPO 上市	3.43 亿港元	未透露
	文化娱乐	兰渡文化	C+轮	1000 万人民币

	置顶传媒	Pre-A 轮	1000 万人民币	新途资本
	音遇	A 轮	数千万美元	红杉资本中国, 高榕资本, 穆棉资本 (财务顾问)
	连尚文学	A 轮	数千万美元	厚朴基金 (领投)
	程一电台	A+轮	未透露	钟鼎创投, 东方风行传媒
	席读	Pre-A 轮	800 万人民币	未透露
	福煦影视	B 轮	未透露	哔哩哔哩 bilibili
	中山金马	IPO 上市	5.386 亿人民币	未透露
本地生活	食享会	B 轮	3000 万美元	创世伙伴资本, 险峰旗云, Cherubic Ventures 心元资本
	小光仙	天使轮	225 万人民币	和君资本, 浩方资本
游戏	GAMELEARN	A 轮	500 万美元	Kibo Venture, Inveready, UL Invest
广告营销	小白世纪	A 轮	数千万人民币	珠江投资集团
社交网络	送小闲	A 轮	未透露	DCM 中国
体育运动	蓝天绿野体育	Pre-A 轮	1500 万人民币	运河之帆
	柒小佰 700Kids	Pre-A 轮	数千万人民币	京东金融千树资本 (领投)

资料来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

注: 根据IT桔子数据, 上周 (12月24日-12月28日) 共有27项VC/PE投资信息。以投资产业分类, 主要有文化娱乐类8项, 本地生活类2项, 教育类12项, 游戏类1项, 广告营销类1项, 社交网络类1项, 体育运动类2项; 以投资轮次分类, 天使轮与种子轮共6项, Pre-A轮1项, A轮7项, B轮2项, C轮1项, D轮1项, F轮1项, 战略投资3项。

三、公司公告一周回顾

1、【时代出版】公司拟以集中竞价交易方式回购股份, 回购资金总额不低于人民币2亿元且不超过人民币4亿元、回购股份价格不超过人民币每股11.00元的条件下, 如以回购资金总额上限4亿元、回购价格上限每股11.00元测算, 回购股份数量为3,636.36万股, 约占公司总股本的7.19%。

2、【暴风集团】公司控制子公司暴风统帅的全资子公司江苏暴风拟向金融机构申请贷款不超过1亿元 (含), 公司及暴风统帅拟作为保证人, 为江苏暴风提供连带责任保证。此外, 公司于2015年非公开发行公司债券, 债券简称为“15暴风债”, 发行总额为2亿元人民币, 票面利率为6.5%, 截至今日, 本期债券兑付工作已全部完成。

3、【三七互娱】公司于2018年12月25日收到公司代理董事长、董事李卫伟先生《关于提议回购公司股份的函》, 提议以集中竞价交易的方式回购公司股份, 回购资金总额不低于 (含) 人民币3亿元, 不超过 (含) 人民币6亿元, 回购价格不超过 (含) 人民币15元/股, 预计可回购股份数量约4000万股, 回购股份比例约占本公司总股本的1.88%。

- 4、【横店影视】公司自2018年1月1日至2018年12月25日，累计收到与收益相关的政府补助资金3950万元（未经审计，不含以前年度政府补助由递延收益转入损益的金额），占公司最近一个会计年度经审计归属于上市公司股东净利润的11.95%。
- 5、【游族网络】2018年1月31日至2018年12月24日回购期间，公司股份回购专业账户累计回购股份2263.2万股，占公司总股本8.88亿股的2.55%，最高成交价为24.12元/股，最低成交价为14.29元/股，支付总金额为4.43亿元人民币（不含交易费用）。
- 6、【世纪天鸿】公司董事、副总经理张学军先生和公司常务副总编辑杨凯先生拟自2018年10月25日公告披露之日起十五个交易日后的六个月内，以集中竞价交易或大宗交易的方式分别减持公司股份不超过26.25万股（0.1875%），9.38万股（0.0670%），截至今日已全部减持完毕。
- 7、【分众传媒】公司本次解除限售的股份数量为77.12亿股，占公司总股本的52.55%。本次解除限售股份上市流通日为2019年1月2日（星期三）。
- 8、【华谊嘉信】2018年12月27日，公司董事会审议通过关于《关于控股股东为子公司融资展期提供担保暨关联交易》的议案，拟对全资子公司华谊伽信向北京银行的贷款展期提供担保，展期金额1500万元，期限1年。
- 9、【浙数文化】1）2018年7月27日至2018年12月28日，公司通过集中竞价累计回购股份数量2786.5万股，占公司目前总股本的比例约为2.14%，成交的最高价为8.88元/股，成交的最低价为7.45元/股，支付的资金总金额为人民币2.36亿元；2）公司拟以自有资金不超过人民币1亿元参与认购平治信息2018年非公开发行股票。
- 10、【文投控股】公司副总经理冯军、立茂投资、董事郝文彦计划自2018年12月28日起15个交易日后的6个月内，通过集中竞价交易方式分别减持不超过1335.9万股、1206.8万股、1167.1万股股份，合计减持不超过公司总股份的2%。

四、行业新闻一周回顾

【影视娱乐动漫】

1、B站与饿了么推出限时双会员服务

12月24日消息，饿了么官方微博于12月23日12:00宣布，将于圣诞联合哔哩哔哩推出双会员服务，每月16.5元，既可同时得到两个平台的会员权益，以及每月20元无门槛外卖红包。12月20日，B站曾与淘宝共同宣布达成战略合作，股价盘前上涨6.53%，类似合作将成为未来一大趋势。（资料来源：36氪）

2、阿里生态生鲜业务进行升级调整 易果与盒马将深化合作

12月24日消息，阿里巴巴集团对外宣布，阿里生态生鲜业务将围绕新零售战略进行升级调整，易果与盒马将深化合作，以进一步打通线上线下，加速建设和升级生鲜供应链体系，推进阿里生鲜全链能力。资料显示，盒马2018年已经进入全国16个城市，拓展到100多家门店，线上线下一体化的服务覆盖生鲜消费到家、到店等各种场景的需求。（资料来源：TechWeb）

3、国家广播电视总局广播电视节目收视综合评价大数据系统开通试运行

12月26日，国家广播电视总局在北京举行新闻发布会，宣布国家广播电视总局广播电视节目收视综合评价大数据系统基本建成并开通试运行，该系统具有以下显著优势：一是样本多、覆盖广，超规模海量信息源；二是大数据、云计算，实时处理精准到户；三是防操纵、抗污染，解决收视造假；四是多维度、全方位，综合评价引领发展；五是全媒体、开放性，面向未来全新定位。（资料来源：艺恩网）

4、知乎进军短视频 已开始内测短视频 App

《中国企业家》发文提及，知乎在收缩短视频人员的同时，也刚刚开始针对少量种子用户内测一款名为“即影”的短视频 App。即影关注社交，鼓励用户在微信上分享，创始人周源也经常在这上面刷脸。目前来看，知乎上的短视频内容日益增多，而在短视频 App 持续火爆的大形势下，做相关尝试成为内容平台一个水到渠成的选项。（资料来源：TechWeb）

5、2018 年全球票房 417 亿创新高

12月28日消息，2018 年全年票房预计达到创纪录的 417 亿美元，北美票房创新高，达到 119 亿美元，比去年同期增长 7%，比最高纪录的 2016 年增长 4%。迪士尼占据了 21% 的北美票房份额，在全球票房上也获取 70 亿美元，《复联 3》和《黑豹》功不可没。《复联 3》是 2018 年唯一一部全球票房超 20 亿美元的电影。（资料来源：艺恩网）

【互联网&游戏】

1、腾讯云再增印度数据中心 南亚市场双可用区格局正式确立

12月24日消息，腾讯云宣布印度二区正式对外开放服务。该数据中心的开服，正式确立了腾讯云在南亚市场双可用区格局。未来，印度本地企业或者希望拓展南亚市场的国际厂商，将更加便捷地获得腾讯云高规格的云计算服务与技术能力。腾讯云还将继续布局全球节点，完善全球调度系统，为更多企业提供集云计算、云数据、云运营于一体的全球云端服务，助力企业完成智能化转型。（资料来源：TechWeb）

2、百度无人车拿下天津首批路测牌照 获中国专利奖

12月26日消息，百度 Apollo 获得北京市颁发的 20 张自动驾驶路测牌照，和天津市颁发的首批自动驾驶路测牌照。截至目前，百度 Apollo 获全国牌照数量超过 50 张，其中北京路测牌照 45 张。据悉，中国专利奖是国家知识产权局和世界知识产权组织设立的奖项，是中国唯一专门对授予专利权的发明创造给予奖励的政府部门奖。（资料来源：TechWeb）

3、腾讯发布隐私保护白皮书 详解微信 QQ 如何保护用户隐私

12月27日消息，在 2018 大数据合作与合规峰会上，腾讯公司发布《腾讯隐私保护白皮书》，首次传递出腾讯 P·B·D（Person·Button·Data）隐私保护方法论，展示腾讯隐私保护能力和总结腾讯隐私保护经验与实践。在终端安全产品上，腾讯电脑管家和腾讯手机管家是两款明星产品，白皮书介绍，腾讯电脑管家依托 TAV 杀毒引擎的核心技术能力，不断完善和升级安全防护体系，为用户提供更可靠的安全保障。腾讯手机管家依托腾讯安全云库和 8 亿用户手动标记、积累的海量数据，帮助用户识别、拦截诈骗、骚扰类电话。（资料来源：TechWeb）

4、网易味央寻找“全球厨房合伙人” 探索黑猪味觉新体验

12月27日消息，网易旗下农业品牌网易味央发布首个餐饮端战略，向全球美食机构、餐饮业主、美食达人发出合作邀请，寻找网易味央“全球厨房合伙人”。围绕黑

猪食材，网易味央将与“全球厨房合伙人”携手，以菜品合作的形式进行创新研发，共同探索黑猪料理的可能性，充分满足当下消费者的需要。据了解，除面向餐饮端寻找“全球厨房合伙人”外，2019年，网易味央将继续在养殖端发力，扩大养殖规模，旗下网易味央(高安)现代农业产业园已经投产。(资料来源: TechWeb)

5、哔哩哔哩电竞公司开通官博，Logo 正式发布

12月28日消息，哔哩哔哩继10月宣布成立电竞公司后，于今日正式开通微博，同时发布了品牌 Logo。官方称，哔哩哔哩电竞公司以打造电竞文化内容，构筑电竞产业生态为目标。目前在两大电竞顶级联赛 LPL 与 OWL 中分别拥有 BLG、杭州闪电队 Spark 电竞俱乐部，同时也开展了艺人经纪、赛事组织策划与制作等业务。结合母公司 bilibili 拥有的大量年轻用户和平台能力，在产业布局的过程中公司业务也将逐步丰满，步步为营。(资料来源: TechWeb)

【体育&教育】

1、2017-2018 冰雪季我国冰雪旅游收入约 3300 亿元

12月23日，文化和旅游部数据中心在第三届吉林冰雪产业博览会暨第二十二届中国冰雪旅游节开幕式发布的《中国冰雪旅游发展报告(2018)》显示，2017-2018冰雪季，我国冰雪旅游人数达到1.97亿人次，冰雪旅游收入约3300亿元，我国冰雪旅游已进入爆发式增长的黄金时代，预计到2021-2022冰雪季，我国冰雪旅游人数将达到3.4亿人次，冰雪旅游收入将达到6800亿元。据不完全统计，2017-2018年我国冰雪旅游项目投资规模达到5400亿元。(资料来源: 体育大生意)

2、Google 收购课程库 Workbench

12月26日消息，Google 公司宣布收购了位于美国巴尔的摩的 Workbench 公司。Workbench 公司提供了一个按照年级和学科划分组织的在线课程库，这些课程可以供老师在课堂上使用。此外，Workbench 还提供了一个编程接口，学生们可以进行编程方面的学习，还可以控制和 Workbench 连接的蓝牙连接设备。据一些公开数据显示，截止2017年10月份，Workbench 服务了大约1万所学校。Workbench 成立于2013年，之前曾获得300万美元的融资。(资料来源: 芥末堆)

3、微软宣布在印度开设新项目 帮助学生掌握人工智能和云技术

12月25日消息，微软最近在印度宣布了一项新计划，该计划将使研究和高等教育机构能够更好地向学生传授人工智能和云技术。微软计划为所有选定的机构建立核心 AI 基础设施和物联网中心。微软将提供 AI 开发工具和 Azure AI 服务，包括 Microsoft 认知服务，Azure 机器学习和 Bot 服务。微软还将提供培训，帮助教师和学生建立他们在云计算，数据科学，AI 和物联网方面的技能和专业知识。(资料来源: TechWeb)

4、网易考拉与腾讯体育达成战略合作 开启“一卡双会员”模式

12月27日消息，网易考拉与腾讯体育达成战略合作，携手推出联合会员计划——仅358元即可同时享有网易考拉黑卡会员十六大权益和腾讯体育会员十二大权益，并在活动期间赠送价值100元的Q币。此外，双方还将在提升用户体验，探索高价值用户服务路径的可能性和多样性等方面展开深度合作。此次与腾讯体育的合作，是网易考拉在打通多元化消费场景、深耕会员体系更高价值服务领域的首次尝试。未来网易考拉会展开更多合作，并将实现各个会员体系的流通、转变和叠加。(资料来源: TechWeb)

5、河北省体育局安排 1500 万元专项预算 将在 4 市试行体育消费补贴政策

12月28日，体育大数据服务商雷达体育与哔哩哔哩(B站)展开了正式的数据服

务合作。雷达体育成立于2012年，作为权威体育电竞赛马赛事数据提供商之一拥有上千种体育及电竞赛事数据版权，自创始以来已服务上千位客户。此次合作，雷达电竞数据将支持B站全系产品的电竞数据内容，及旗下各站队的战术数据分析。（资料来源：体育大生意）

五、涨跌龙虎榜

根据Wind数据显示，2018年12月24日-12月28日五日传媒板块涨幅前三为平治信息（300571.SZ）、山东出版（601019.SH）、电魂网络（603258.SH），涨幅分别为10.01%、8.61%和6.98%；跌幅前三为三七互娱（002555.SZ）、长城动漫（000835.SZ）、美盛文化（002699.SZ），跌幅分别为-15.71%、-14.93%和-14.38%。

表 5：传媒板块一周涨跌幅 TOP10（12月24日-12月28日）

股票代码	上市公司	涨幅(%)	股票代码	上市公司	跌幅(%)
300571.SZ	平治信息	10.01	002555.SZ	三七互娱	(15.71)
601019.SH	山东出版	8.61	000835.SZ	长城动漫	(14.93)
603258.SH	电魂网络	6.98	002699.SZ	美盛文化	(14.38)
300654.SZ	世纪天鸿	6.83	002858.SZ	力盛赛车	(13.08)
603466.SH	风语筑	6.65	002445.SZ	中南文化	(12.89)
000719.SZ	中原传媒	6.50	300113.SZ	顺网科技	(12.53)
600551.SH	时代出版	4.74	002143.SZ	印纪传媒	(12.27)
002878.SZ	元隆雅图	4.66	002071.SZ	长城影视	(11.82)
300392.SZ	腾信股份	4.52	300431.SZ	暴风集团	(11.65)
002599.SZ	盛通股份	4.37	002113.SZ	天润数娱	(11.35)

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

风险提示

传媒板块系统性风险，监管政策趋严程度超预期的风险，影视剧市场竞争激烈，游戏公司技术性风险。

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨艾莉：资深分析师，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学本硕，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 谢淑颖：联系人，上海财经大学金融硕士，厦门大学电子工程学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与三七互娱(002555)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。