



Research and
Development Center

网吧龙头游戏转型 多元化布局流量变现

—— 盛天网络（300494.sz）首次覆盖报告

2019 年 3 月 8 日

中小企业研究团队

单 丹 分析师

胡 申 分析师

钟 惠 分析师

洪英东 研究助理

网吧龙头游戏转型 多元化布局流量变现

首次覆盖报告

2019年3月8日

本期内容提要:

- ◆ **网吧龙头地位稳固，搭上电竞快车** 公司主要业务为以“易乐游”为核心产品的网络内容与服务分发。公司的“易乐游”与超过 50000 家网吧建立了长期稳定的合作关系，连续多年维持市场占有率第二，市场份额超过 30%。公司通过网络广告推广、互联网增值服务、游戏联运等方式实现流量变现。围绕“易乐游”产品，公司还积极推出了包括“易乐玩”“58 游戏”“连乐无线”等在内的多款产品。同时，公司还通过“战吧电竞”布局电竞行业，“战吧电竞”在超过 30000 家网吧安装，2018 年以来，“战吧电竞”共组织 29 场赛事。在 2016 年和 2017 年国家体育总局和文化部重新出台相关政策对电竞进行认可以后，同时在网络直播的发展下，电竞行业迎来高速发展。2017 年，我国电竞市场规模达到 655 亿元，同比增长 59.5%。艾瑞咨询预计，到 2019 年，我国电竞市场的规模将达到 993 亿元。从用户规模来看，2017 年，我国电竞用户的规模达到 2.6 亿，较 2016 年增加一倍。用户规模的大幅增长也为电竞行业的持续发展提供了充足的动力。
- ◆ **Game+游戏平台战略，全面进军游戏行业。** 公司的 Game+游戏平台，集发行、社区、服务于一体。包括多端的游戏运营平台“易乐玩”，游戏资讯门户“58 游戏”、“看眼社”，游戏衍生服务包括“火箭加速器”“乐速无线路由”“随身网吧”等产品，同时公司还积极布局游戏内容生产，包括原创的游戏视频和游戏开发，公司的原创内容全网播放量超过 5 亿次，公司通过“58 游戏”已经投资合作的产品包括同桌游戏、《荒野大作战》等。2018 年 5 月 4 日，公司公告拟在武汉市设立全资子公司——盛游互动网络科技有限公司，公司持有其 100% 股份，直接参与游戏开发业务。2018 年上半年，我国游戏行业销售收入达到 1050 亿元，同比增长 5.2% 为最近 10 年最低的增速，主要是受到国家加强游戏行业管理的因素影响。从 2008 到 2017 年，我国游戏行业销售收入从 186 亿元增长到 2036 亿元，复合增速达到 30%。公司基于自身在网吧领域的技术和用户优势全面进军游戏行业，有望受益于行业的高速发展。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 2018-2020 年的 EPS（摊薄）分别为 0.22 元、0.34 元、0.40 元，对应动态市盈率（股价 12.59 元）分别为 56、37 和 32 倍，首次覆盖给予公司“增持”投资评级。
- ◆ **风险因素：** 1、新业务拓展不及预期的风险 2、行业监管政策变化的风险 3、互联网市场规模下降的风险，公司核心产品市占率下降的风险 4、营销推广费用上升的风险。

证券研究报告

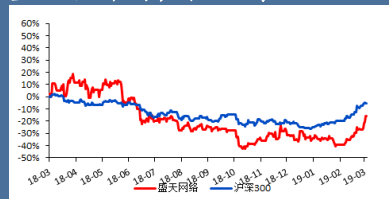
公司研究——首次覆盖

盛天网络（300494.sz）



首次评级

盛天网络相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2019.3.7）

收盘价（元）	12.59
52 周内股价波动区间(元)	8.61-17.75
最近一月涨跌幅(%)	37.9
总股本(亿股)	2.4
流通 A 股比例(%)	94.4%
总市值(亿元)	23.26

资料来源：信达证券研发中心

单丹 分析师

执业编号：S1500512060001

联系电话：+86 10 8332 6701

邮箱：shandan@cindasc.com

胡申 分析师

执业编号：S1500514070007

联系电话：+86 10 8332 6703

邮箱：hushen@cindasc.com

钟惠 分析师

执业编号：S1500514070001

联系电话：+86 10 8332 6700

邮箱：zhonghui@cindasc.com

洪英东 研究助理

联系电话：+86 10 8332 6702

邮箱：hongyingdong@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

公司主要财务数据

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	344.11	388.37	494.97	552.83	603.36
增长率 YoY%	43.51%	12.86%	27.45%	11.69%	9.14%
归属母公司净利润(百万元)	109.75	85.89	53.86	80.61	95.82
增长率 YoY%	43.45%	-21.74%	-37.30%	49.67%	18.87%
毛利率%	54.52%	53.22%	42.51%	43.16%	42.94%
净资产收益率 ROE%	12.90%	9.21%	5.46%	7.66%	8.40%
EPS(摊薄,元)	0.46	0.36	0.22	0.34	0.40
市盈率 P/E(倍)	28	35	56	37	32
市净率 P/B(倍)	3.34	3.15	2.98	2.76	2.54

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 3 月 7 日收盘价

目录

投资聚焦	1
网吧龙头转型游戏，2018 承压利润下滑	3
公司概况	3
新业务扩张带动营收增长，利润有所下滑	5
网吧服务地位稳定，电竞引领新潮流	8
市占比超 30%，传统网吧向网咖转型	8
网吧资源为依托，搭上电竞发展快车	12
Game+游戏平台战略，全面进军游戏行业	15
盈利预测、估值与投资评级	20
盈利预测假设	20
2018-2020 年盈利预测	21
估值与投资评级	22
风险因素	23

表目录

表 1: 2018 年 1-6 月收入最高前 20 移动游戏	19
表 2: 游戏行业主要政策事件梳理	19
表 3: 盛天网络未来三年营业收入预测	21
表 4: 可比上市公司相对估值情况	22

图目录

图 1: 公司股权结构及架构	3
图 2: 公司主要业务	4
图 3: 公司盈利模式	5
图 4: 公司营业收入及同比增速（百万元，%）	5
图 5: 公司归母净利润及同比增速（百万元，%）	5
图 6: 公司主营业务收入（万元）	6
图 7: 公司毛利率和净利率（%）	7
图 8: 公司管理费用、销售费用和财务费用率（%）	7
图 9: 公司研发支出合计及研发支出总额占营业收入比例（百万元，%）	7
图 10: 公司资产负债率（%）	8
图 11: 公司流动资产占总资产比例（%）	8
图 12: 上网服务场所管理软件市场份额（%）	9
图 13: 公司和顺网科技毛利率及净利率对比（%）	9
图 14: 公司和顺网科技整体费用率对比（%）	9
图 15: 上网服务营业场所及同比增速（万，%）	10
图 16: 上网服务营业场所及环比增速（万，%）	10
图 17: 上网服务场所经营模式变化趋势	11
图 18: 上网服务营业场所及同比增速（万，%）	11
图 19: 上网服务营业场所收入来源占比（%）	11
图 20: 上网服务行业用户上网行为比例（%）	12
图 21: 战吧电竞平台举办部分赛事	13
图 22: 中国电竞市场规模和同比增速（亿元，%）	14
图 23: 中国电竞用户规模和同比增速（亿，%）	14
图 24: 中国电竞市场规模占比（%）	15
图 25: 中国游戏行业销售收入和同比增速（亿元，%）	16
图 26: Game+游戏战略	17
图 27: 不同游戏种类占游戏行业销售收入占比（%）	18
图 28: 客户端游戏销售收入和同比增速（亿元，%）	18
图 29: 网页游戏销售收入和同比增速（亿元，%）	18
图 30: 移动游戏销售收入和同比增速（亿元，%）	18

投资聚焦

投资逻辑

网吧龙头地位稳固，搭上电竞快车。公司主要业务为以“易乐游”为核心产品的网络内容与服务分发。公司的“易乐游”与超过 50000 家网吧建立了长期稳定的合作关系，连续多年维持市场占有率第二，市场份额超过 30%。公司通过网络广告推广、互联网增值服务、游戏联运等方式实现流量变现。围绕“易乐游”产品，公司还积极推出了包括“易乐玩”“58 游戏”“连乐无线”等在内的多款产品。同时，公司还通过“战吧电竞”布局电竞行业，“战吧电竞”在超过 30000 家网吧安装，2018 年以来，“战吧电竞”共组织 29 场赛事。在 2016 年和 2017 年国家体育总局和文化部重新出台相关政策对电竞进行认可以后，同时在网络直播的发展下，电竞行业迎来高速发展。2017 年，我国电竞市场规模达到 655 亿元，同比增长 59.5%。艾瑞咨询预计，到 2019 年，我国电竞市场的规模将达到 993 亿元。从用户规模来看，2017 年，我国电竞用户的规模达到 2.6 亿，较 2016 年增加一倍。用户规模的大幅增长也为电竞行业的持续发展提供了充足的动力。

Game+战略布局，全面布局游戏行业。公司的 Game+游戏平台，集发行、社区、服务于一体。包括多端的游戏运营平台“易乐玩”，游戏资讯门户“58 游戏”、“看眼社”，游戏衍生服务包括“火箭加速器”“乐速无线路由”“随身网吧”等产品，同时公司还积极布局游戏内容生产，包括原创的游戏视频和游戏开发，公司的原创内容全网播放量超过 5 亿次，公司通过“58 游戏”已经投资合作的产品包括同桌游戏、《荒野大作战》等。2018 年 5 月 4 日，公司公告拟在武汉市设立全资子公司——盛游互动网络科技有限公司，公司持有其 100% 股份，直接参与游戏开发业务。2018 年上半年，我国游戏行业销售收入达到 1050 亿元，同比增长 5.2% 为最近 10 年最低的增速，主要是受到国家加强游戏行业管理的因素影响。从 2008 到 2017 年，我国游戏行业销售收入从 186 亿元增长到 2036 亿元，复合增速达到 30%。公司基于自身在网吧领域的技术和用户优势全面进军游戏行业，有望受益于行业的高速发展。

与市场不同之处

市场对公司的价值可能存在低估，主要有两方面：1、2018 年，公司归母净利润有所下降，主要是由于公司为了拓展新业务增加了推广费用，而随着新业务用户的培育，未来这部分费用将有可能下降。2、对于公司的传统网吧业务而言，由于市场整体增速放缓甚至负增长，市场认为公司的经营会受到较大影响。我们认为，一方面随着网吧向网咖的转型，公司的传统业务市场稳定；另一方面，公司目前已经全面进军游戏行业，随着公司传统业务的技术和用户优势，将使得公司在游戏行业高速的发展过程中受益。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2018-2020 年的 EPS（摊薄）分别为 0.22 元、0.34 元、0.40 元，对应动态市盈率（股价 12.59 元）分别为 56、37 和 32 倍，首次覆盖给予公司“增持”投资评级。

风险因素

- 1、新业务拓展不及预期的风险；
- 2、行业监管政策变化的风险；
- 3、互联网市场规模下降的风险，公司核心产品市占率下降的风险；
- 4、营销推广费用上升的风险。

网吧龙头转型游戏，2018 承压利润下滑

公司概况

湖北盛天网络成立于 2009 年，公司旗下的平台与软件产品主要以网吧网民为服务对象。公司以“易乐游”为核心产品，依托在网吧市场的高市占率，通过网络广告推广、互联网增值服务、游戏联运等方式实现流量变现。

截止 2018 年 3 季报，公司第一大股东为赖春临，持有公司股份比例为 38.4%，为公司实际控制人。根据公司 2018 年半年报，公司全资控股子公司有 5 家，分别为武汉盛天资本投资管理有限公司、湖北盛天金融科技服务有限公司、武汉市盛天小额贷款有限责任公司、霍尔果斯盛传天成数字传媒有限公司、武汉盛天文娱研创服务有限公司。其中，湖北盛天金融科技服务有限公司和武汉市盛天小额贷款有限责任公司主要负责公司的互联网金融新业务。同时，2018 年 5 月 4 日，公司公告拟在武汉市设立全资子公司——盛游互动网络科技有限公司，公司持有其 100% 股份，从而构建盛天游戏独立业务板块，延展公司游戏业务。2018 年 8 月 3 日，公司拟将持有的全资子公司武汉盛天文娱研创服务有限公司 99% 股权以人民币 990 万元的价格转让给武汉盛游文化投资合伙企业（有限合伙），剩余 1% 股权以人民币 10 万元的价格转让给赖春临女士。本次股权转让之后，公司不再持有标的公司股权。

图 1：公司股权结构及架构



资料来源：公司 2018 半年报和 3 季度报，信达证券研发中心

公司目前主要处于互联网服务中的中游环节：内容与服务分发，公司通过自身的平台将上游的内容与服务提供商的服务分发给下游的互联网消费者，同时在内容分发的过程中，公司也提供包括互联网增值和游戏联运等服务。目前，公司产品的主要应用场景仍然为网吧。

图 2：公司主要业务



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

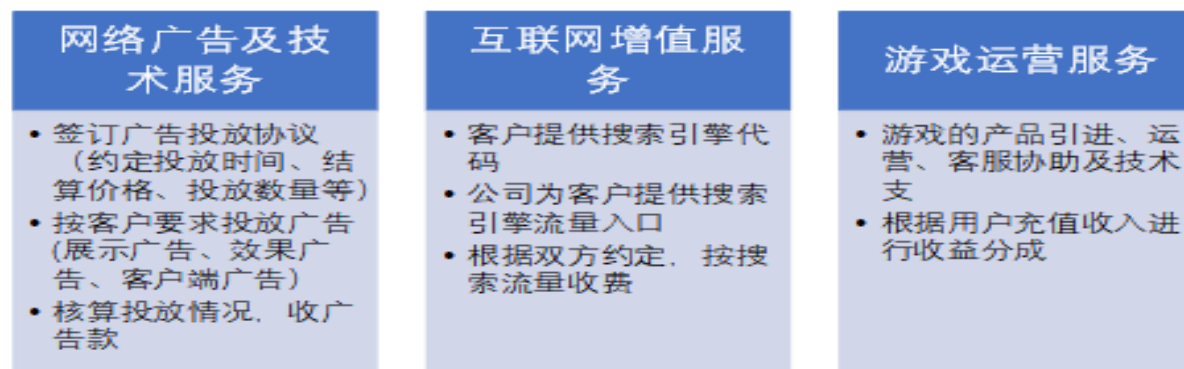
公司的主要收入来自三大类：网络广告及技术服务，互联网增值服务和游戏运营服务。主要都是通过对公司产品在网吧用户中的流量来实现盈利。

网络广告及技术服务以直销为主，公司直接与游戏厂商签订广告投放协议并结算收入。公司的广告又分为展示类广告、效果类广告和客户端安装服务。

互联网增值服务以直销为主。收入主要来自于搜索引擎厂商和电子商务服务提供商的流量分成。主要的客户包括百度、腾讯、网易、巨人、盛大网络等。

游戏运营服务主要是跟网页游戏厂商、运营商进行合作运营，公司利用自身的用户、渠道资源优势通过易乐玩平台为合作方带来用户流量，根据用户充值收入进行收益分成。

图 3：公司盈利模式

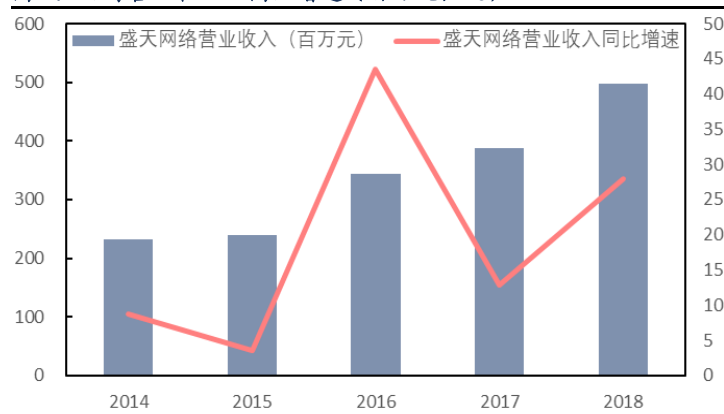


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

新业务扩张带动营收增长，利润有所下滑

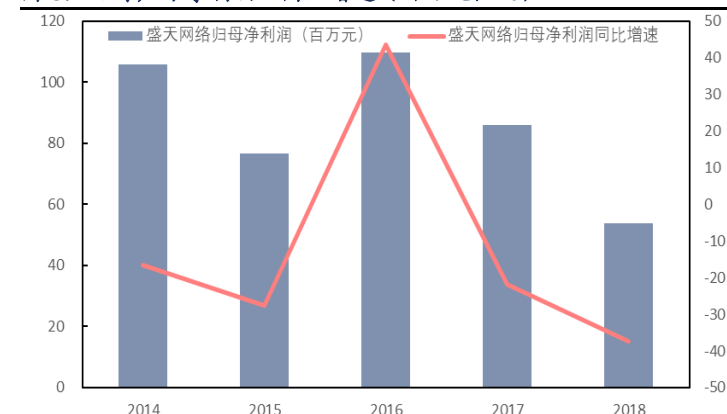
2014-2018 年，公司的营业收入保持稳定增长，营业收入同比增速波动上升，在 2016 年达到 43% 的高点。在网民红利空间触顶的大形势下，网吧市场和网络游戏市场的变化给公司经营状况带来压力，市场竞争加剧，受此影响公司销售费用和管理费用进一步增加，归母净利润呈现波动下降的趋势。

图 4：公司营业收入及同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心整理

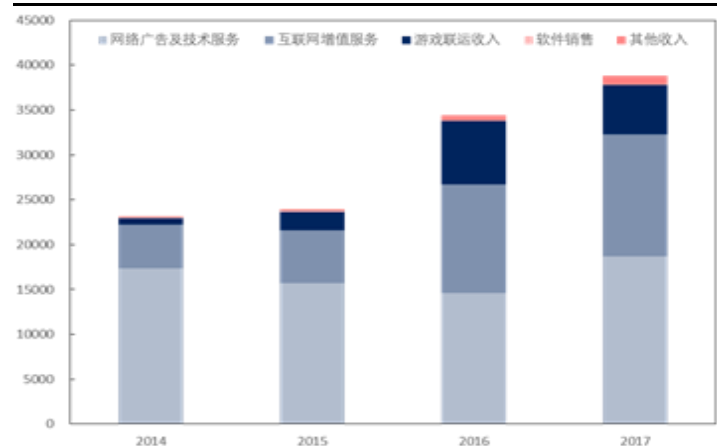
图 5：公司归母净利润及同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心整理

从公司营业收入构成来看，截止 2017 年，网络广告及技术服务占公司营业收入的 48.2%，互联网增值服务占比 35%，游戏联运收入占比 14.3%，其他为软件销售和其他产品。随着公司经营战略的调整，2018 年公司游戏、电竞业务收入实现增长，根据公司业绩快报，2018 年公司实现营业收入 4.97 亿元，同比增长 27.9%，实现归母净利润 5372 万元。

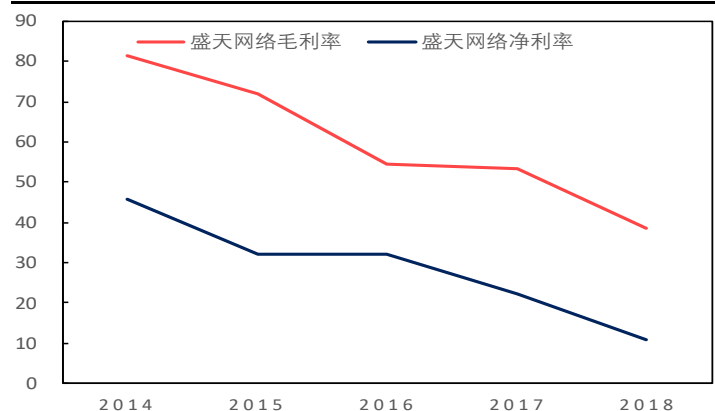
图 6：公司主营业务收入（万元）



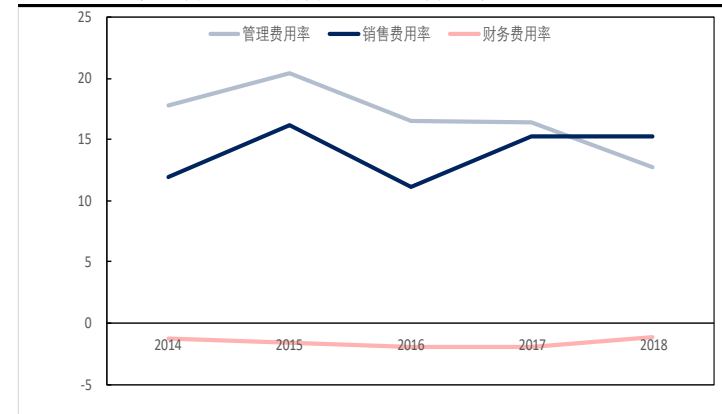
资料来源：公司年报，信达证券研发中心整理

公司的毛利率和净利率持续显著下滑。根据公司业绩快报，公司净利率由 2014 年的 46% 下降至 2018 年的 10.81% 左右。

为了探索和实现网络广告业务和增值服务业务的继续增长，公司增加了渠道推广费用的投入，销售费用因此增加。集团的三费中，管理费用占比最高，但呈现波动下降趋势，销售费用波动上升，至 2018 年第三季度，销售费用超过管理费用。财务费用率维持在 -2%~-1% 左右。

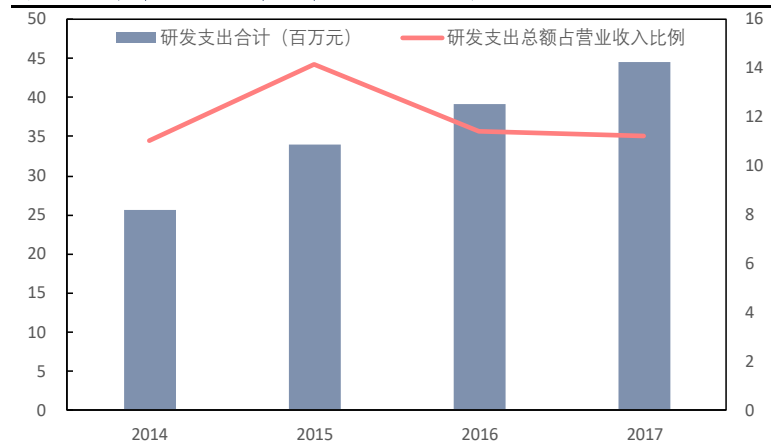
图 7：公司毛利率和净利率（%）


资料来源：Wind, 信达证券研发中心整理

图 8：公司管理费用、销售费用和财务费用率（%）


资料来源：Wind, 信达证券研发中心整理

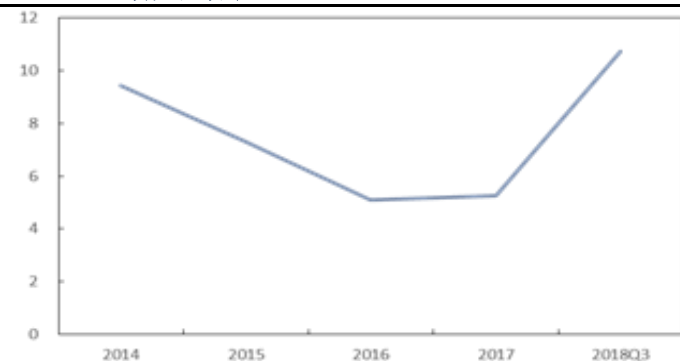
公司的研发费用逐年上升，主要用于易乐游平台的改造升级和底层优化、电竞平台的推广运营和用户中心、数据中心的建设完善。研发支出总额占营业收入的比例稳定在 10%-15% 之间。

图 9：公司研发支出合计及研发支出总额占营业收入比例（百万元，%）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心整理

从公司的资产负债率来看，公司的资产负债率一直处于较低的水平。在 2015 年到 2017 年公司资产负债率下降以后，2018 年 3 季度，公司资产负债率有所上升，但整体仍处于较低水平。2018 年 3 季度，公司资产负债率为 10.72%。公司 2018 年资产负债率的上升主要原因是增加了一笔 3780 万元的短期借款，同时渠道推广的应付款项增加所致。公司的流动资产占总资产的比例维持在 90%附近，属于相对较高的水平。截止 2018 年 3 季度，公司货币资金 5.8 亿，充足的货币资金也可以支持公司继续拓展新业务。

图 10: 公司资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 11: 公司流动资产占总资产比例 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

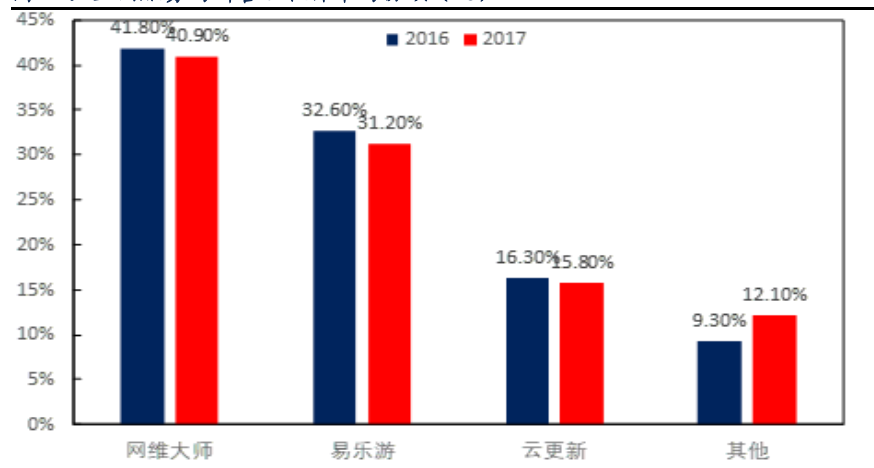
网吧服务地位稳定，电竞引领新潮流

市占比超 30%，传统网吧向网咖转型

公司的核心产品为“易乐游”，是一款将大量网络娱乐内容汇聚一起进行组织、分发、管理并能及时更新娱乐资源的，针对网吧渠道设计推出的互联网娱乐平台产品，集合了存储、无盘、三层更新、增量更新、安全等技术。公司通过易乐游与超过 50000 家网吧建立了长期稳定的合作关系。

根据中国互联上网服务行业协会发布的《2017 中国互联上网服务行业发展报告》，2017 年，上网服务场所管理软件的市场份额基本稳定，顺网科技的网维大师市场份额第一，市占比 40.9%，公司软件易乐游市占比 31.2%，排名第二。整体来看，市场前三所占比例接近 90%，前二占比约为 70%。公司的龙头地位稳固。

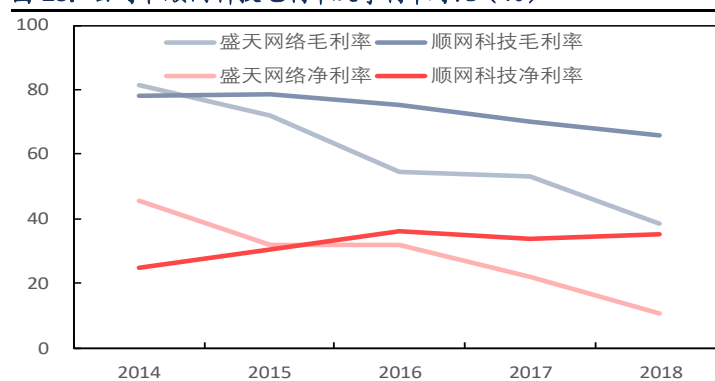
图 12: 上网服务场所管理软件市场份额 (%)



资料来源: 中国上网服务行业协会, 信达证券研发中心

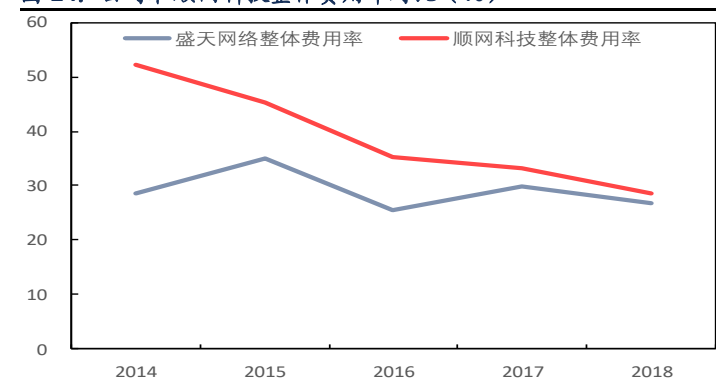
从与市场份额第一的网维大师所属上市公司顺网科技对比可以发现, 公司与顺网科技在毛利率和净利率水平均较为接近, 2017 年以来, 公司由于拓展新业务毛利率和净利率有所下降, 但整体而言, 市场前二的龙头企业在盈利能力上相当。两家公司在费用率方面均整体呈现下降趋势。

图 13: 公司和顺网科技毛利率及净利率对比 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

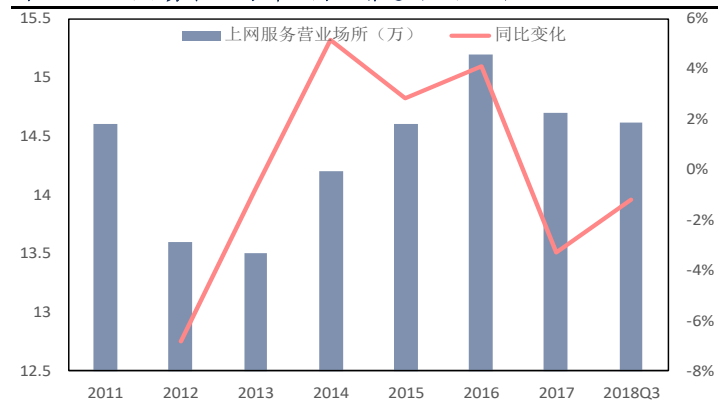
图 14: 公司和顺网科技整体费用率对比 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

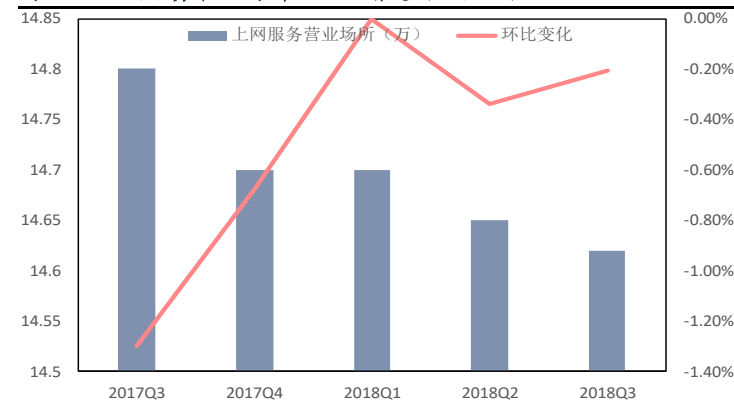
根据中国互联网上网服务行业协会统计，截止到 2018 年 3 季度，全国实际经营的上网服务营业场所数量约为 14.62 万家，环比 2 季度下降 0.2% 同比 2017 年 3 季度下降 1.22%。上网服务营业场所数量在经历了 2013-2016 年连续 3 年的增长以后，在 2017 年出现了下降，不过 2017 年 3 季度以来营业场所数量下降速度有所放缓。目前，整体市场处于平稳状态。

图 15: 上网服务营业场所及同比增速 (万, %)



资料来源：中国互联网上网服务行业协会，信达证券研发中心

图 16: 上网服务营业场所及环比增速 (万, %)



资料来源：中国互联网上网服务行业协会，信达证券研发中心

在整个行业出现饱和的情况下，互联网服务经营场所也正在积极转型，传统网吧正在向提供多元化服务的网咖转型。与传统的网吧相比，网咖的主要特点体现在：

- 1) 空间布局上，网吧以大通间为主，而网咖则通过休闲区、对战区等区域的划分来实现多功能服务；
- 2) 选址上，网吧多以社区和学校周边为布局重点，而网咖则以购物中心等场所为布局重点；
- 3) 服务提供上，网咖除了上网服务和基础零食外，还提供甜点饮品、按摩休闲、社交娱乐等附加服务。

整体而言，网咖是对传统网吧在服务体验、服务内容上的提升，通过这种提升，来吸引目前在家庭中即可方便上网的用户在网咖得到不一样的服务体验。除了网咖以外，电竞馆、手游馆等主打专业化游戏服务的网吧也成为潮流趋势。另外，借助智能化设备，自助网咖可以节省人力成本，也可能成为新的趋势。

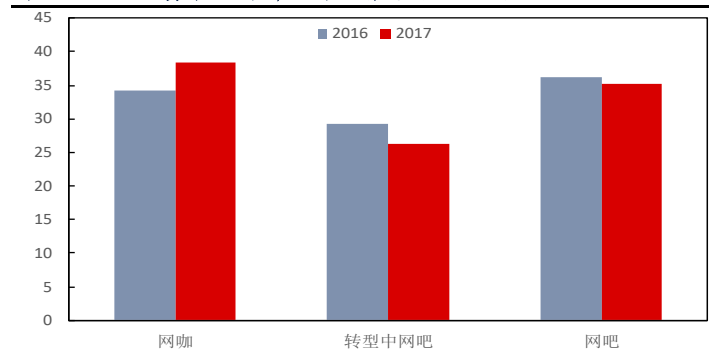
图 17：上网服务场所经营模式变化趋势



资料来源：中国互联网上网服务行业协会，信达证券研发中心

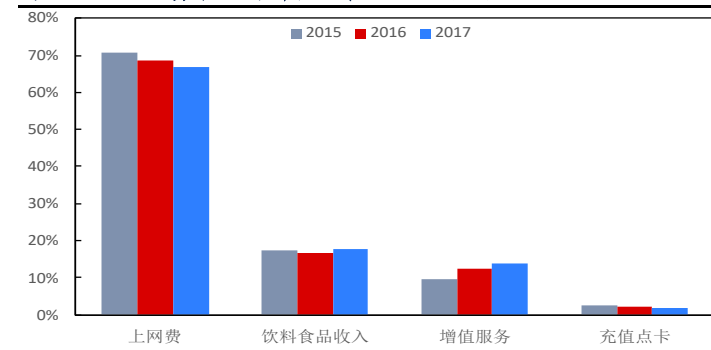
根据中国互联网上网服务行业协会统计，2017 年，我国上网服务场所中，高端网咖的比例为 38.5%，较 2016 年提升 4.1 个百分点。而从网络经营场所的收入来源看，增值服务占比逐步提高，从 2015 年的 9.5% 提高至 2017 年的 17.6%。

图 18：上网服务营业场所及同比增速（万，%）



资料来源：中国互联网上网服务行业协会，信达证券研发中心

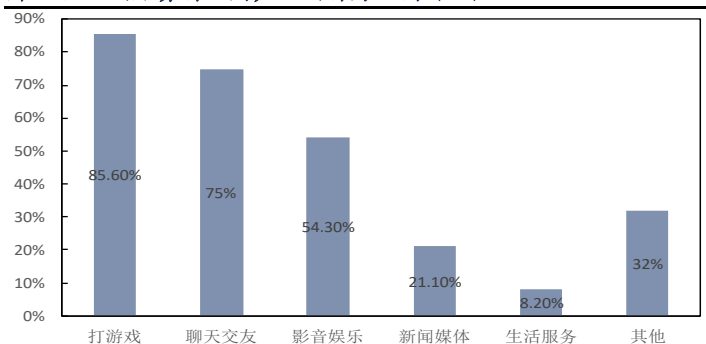
图 19：上网服务营业场所收入来源占比（%）



资料来源：中国互联网上网服务行业协会，信达证券研发中心

另外，从互联网服务行业用户上网行为来看，游戏仍然是用户的第一选择，2017 年，用户上网行为中，打游戏的占比仍高达 85.6%，因此，对于互联网服务行业而言，游戏行业的发展趋势将极大影响互联网服务行业的发展。

图 20: 上网服务行业用户上网行为比例 (%)



资料来源：中国互联网上网服务行业协会，信达证券研发中心

网吧资源为依托，搭上电竞发展快车

2018 年 11 月 3 日，IG 战队在韩国仁川举办的 2018 年英雄联盟全球总决赛夺冠，这也是自 2011 年 LPL 举办以来中国大陆地区首次夺得总冠军，此次夺冠将电竞行业的热度推向新的高潮。而网吧，正是电竞赛事的重要举办场所之一，公司依托其在网吧行业的优势，积极布局电竞业务，推出“战吧”电竞平台。

战吧电竞平台是公司电子竞技用户提供游戏增强类服务的产品，包含游戏赛事、战队、特权、活动、社交等功能。目前，战吧电竞平台仍处于推广和运营期。根据战吧官网数据，战吧电竞平台目前已经在约 30000 家网吧安装。战吧电竞通过在网吧组织电竞赛事，并投入一定额度的奖金，从而提升参赛网吧的用户活跃度。

战吧电竞平台组织的赛事分为战吧电竞赛事和战吧合作赛事两类，根据战吧电竞官网数据，2018 年以来，战吧电竞共组织 29 场赛事。

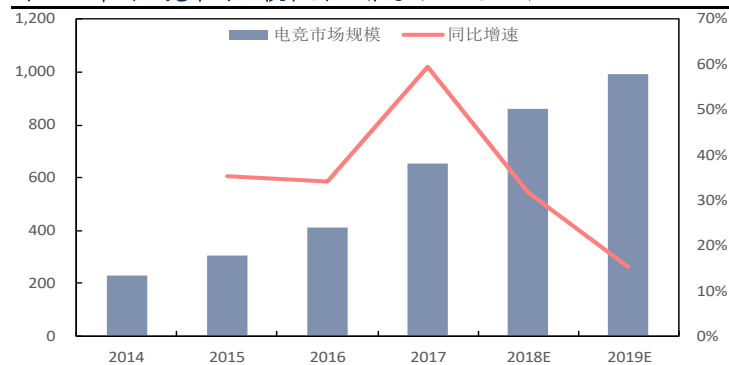
图 21: 战吧电竞平台举办部分赛事

战吧电竞赛事			战吧合作赛事		
赛事	奖金	时间	赛区	状态	
 周末锦标赛—即皆斩	125000战豆	12-07 08:00 — 12-09 23:59	所有网吧	查看详情	
 周末锦标赛-萃取	125000战豆	11-30 08:00 — 12-02 23:59	所有网吧	查看详情	
 周末锦标赛-正义必胜	125000战豆	11-23 08:00 — 11-25 23:59	所有网吧	查看详情	
 周末锦标赛-虽远必诛	125000战豆	11-16 08:00 — 11-18 23:59	所有网吧	查看详情	

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

尽管我国的电竞事业起步较晚, 2003 年国家体育总局才正式批准了电子竞技作为第 99 个体育竞赛项目, 并且遭遇了 2004 年广电总局颁布的网络游戏节目禁播令。但是在 2016 年和 2017 年国家体育总局和文化部重新出台相关政策对电竞进行认可以后, 同时在网络直播的发展下, 电竞行业迎来高速发展。根据艾瑞咨询统计, 2017 年, 我国电竞市场规模达到 655 亿元, 同比增长 59.5%。艾瑞咨询预计, 到 2019 年, 我国电竞市场的规模将达到 993 亿元。

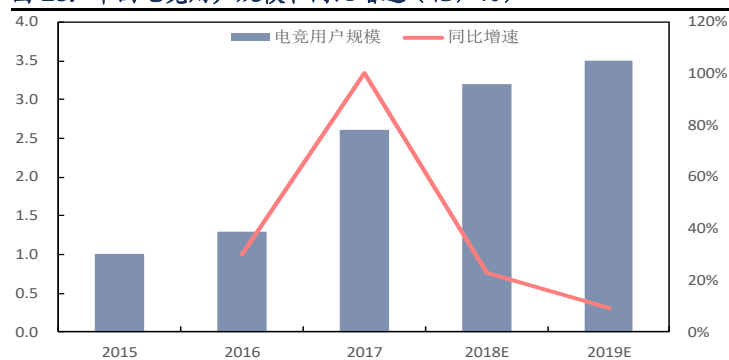
图 22: 中国电竞市场规模和同比增速 (亿元, %)



资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

从用户规模来看, 2017 年, 我国电竞用户的规模达到 2.6 亿, 较 2016 年增加一倍。用户规模的大幅增长也为电竞行业的持续发展提供了充足的动力。

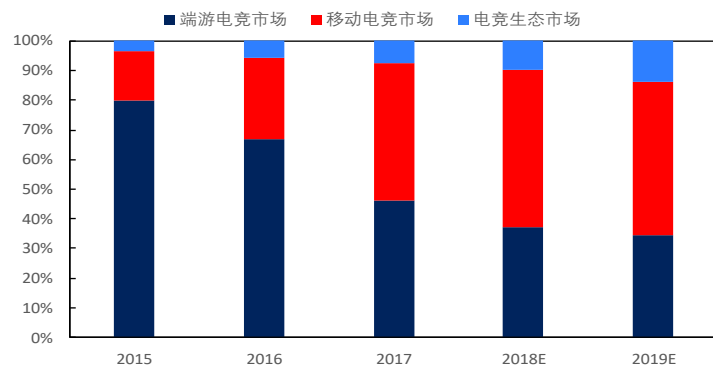
图 23: 中国电竞用户规模和同比增速 (亿, %)



资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

按照电竞市场划分来看, 在 2015 年, 端游电竞市场占比最高, 达到 80.01%, 而之后移动电竞市场高速发展, 到 2017 年, 移动电竞市场占比已经达到 46.3%, 成为电竞市场中占比最高的子市场。2017 年移动电竞市场的规模已经达到 303 亿元。另外值得注意的是, 虽然电竞生态市场 (主要是赛事门票、周边、赞助广告等收入) 占比仍然较低, 但占比正在逐渐提升, 2017 年, 电竞生态市场的规模也达到了 50 亿元。

图 24：中国电竞市场规模占比（%）



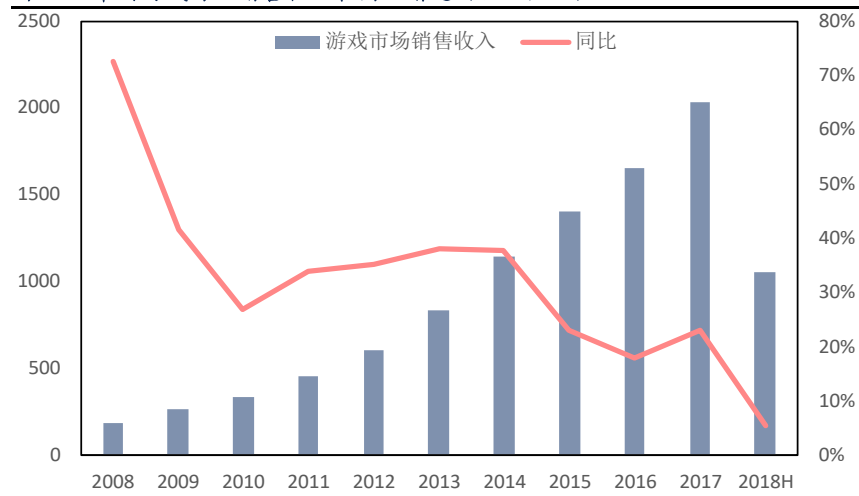
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

从产业链上下游的角度来看，电竞产业链主要分为上游内容生产授权商，中游的赛事运营、内容传播商，下游的直播平台和游戏媒体。目前，上游游戏收入仍然是整个电竞市场上收入占比最高的部分，尤其是头部游戏品牌。下游的直播收入次之，且目前游戏直播也已经形成了包括斗鱼直播、熊猫直播、虎牙直播在内的头部平台，市场占有率较高。而赛事收入等中游业务在电竞市场收入中占比较小，盈利空间被挤压。但是随着电竞市场的成熟，中游也将有所发展。公司的战吧电竞属于电竞行业的中游产品。但是相比于一般的赛事组织方，公司作为电竞的平台方，还能够通过流量变现（主要是广告等增值服务）来增加收入。

Game+游戏平台战略，全面进军游戏行业

从 2008 到 2017 年，我国游戏行业销售收入从 186 亿元增长到 2036 亿元，复合增速达到 30%。游戏行业经历了高速发展的 10 年。尽管从 2015 年开始增速略有下降，但整体增速仍保持在 20% 左右。根据中国版协游戏工委统计，2018 年上半年，我国游戏行业销售收入达到 1050 亿元，同比增长 5.2%。公司依托原有网吧的游戏客户，积极布局全产业链的 Game+游戏平台。

图 25: 中国游戏行业销售收入和同比增速 (亿元, %)



资料来源: 中国版协游戏工委, 信达证券研发中心

公司的 Game+游戏平台, 集发行、社区、服务于一体。包括多端的游戏运营平台“易乐玩”, 游戏资讯门户“58 游戏”、“看眼社”, 游戏衍生服务包括“火箭加速器”“乐速无线路由”“随身网吧”等产品, 同时公司还积极布局游戏内容生产, 包括原创的游戏视频和游戏开发, 公司的原创内容全网播放量超过 5 亿次, 公司通过“58 游戏”已经投资合作的产品包括同桌游戏、《荒野大作战》等。2018 年 5 月 4 日, 公司公告拟在武汉市设立全资子公司——盛游互动网络科技有限公司, 公司持有其 100%股份, 直接参与游戏开发业务。

图 26: Game+游戏战略

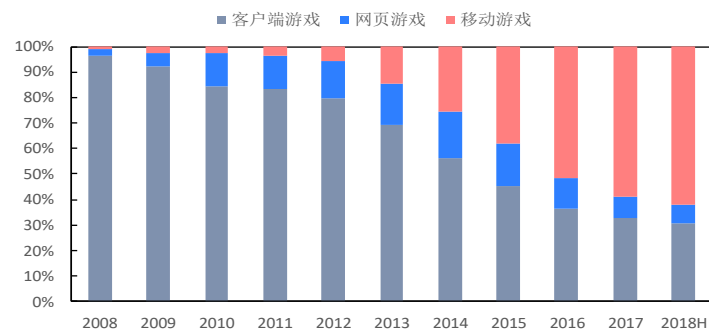


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

公司目前最主要的游戏产品为易乐玩游戏平台, 注册用户超过 2500 万, 易乐玩是一个集手游、页游、端游和 H5 游戏为一体的游戏平台。致力于为玩家提供最热门的精品网络游戏。现运营有多款时下热门游戏, 通过精细化运营方式, 深受玩家们的喜爱。

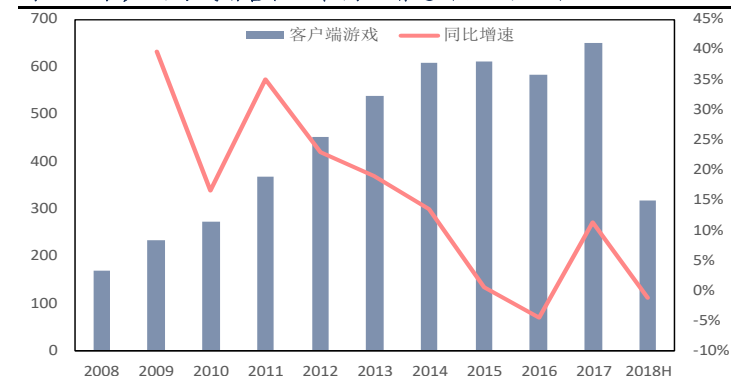
根据中国版协游戏工委的分类, 游戏主要分为客户端游戏、网页游戏和移动游戏。2008 年时, 客户端游戏为营业收入最高的游戏, 占比超过 90%, 网页游戏和移动游戏规模相当。2009 至 2013 年, 网页游戏高速发展, 占比逐渐提升。而 2013 年以后, 随着移动互联网的兴起和移动设备性能的提升, 移动游戏迎来了爆发, 截止 2018 年, 移动游戏已经成为占比最高的游戏种类, 占比超过 50%, 而页游则经历了连续三年的负增长。客户端游戏由于制作更为宏大、对于资深游戏玩家的吸引力仍然较强, 仍保持了相对稳定的市场规模。整体来看, 我国目前游戏行业形成了移动游戏走强, 客户端游戏稳定, 网页游戏走弱的分化格局。

图 27：不同游戏种类占游戏行业销售收入占比（%）



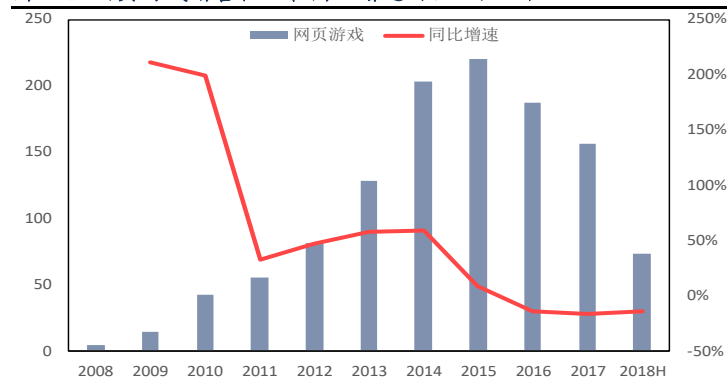
资料来源：中国版协游戏工委，信达证券研发中心

图 28：客户端游戏销售收入和同比增速（亿元，%）



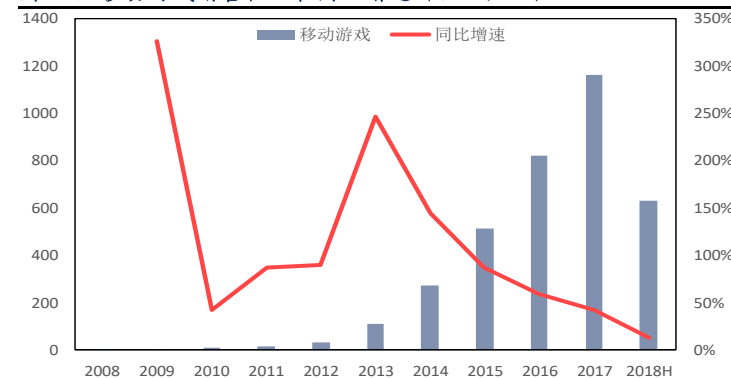
资料来源：中国版协游戏工委，信达证券研发中心

图 29：网页游戏销售收入和同比增速（亿元，%）



资料来源：中国版协游戏工委，信达证券研发中心

图 30：移动游戏销售收入和同比增速（亿元，%）



资料来源：中国版协游戏工委，信达证券研发中心

具体而言，从移动端游戏来看，在经历了 2013-2015 年 3 年的爆发式增长以后，移动游戏的增速有所放缓。而从移动游戏的运营商来看，越来越呈现出寡头垄断的格局。在 2018 年 1-6 月收入最高的游戏中，由腾讯和网易运营的游戏达到 16 个，其中腾讯 10 个，网易 6 个，占比超过了 75%。

表 1：2018 年 1-6 月收入最高前 20 移动游戏

排名	游戏名称	游戏类型	排名	游戏名称	游戏类型
1	王者荣耀	战术竞技类	11	命运-冠位指定	卡牌类
2	QQ 飞车	竞速类	12	天龙八部手游	动作角色扮演类
3	梦幻西游	回合制角色扮演类	13	魂斗罗:归来	横版射击类
4	楚留香	动作角色扮演类	14	穿越火线:枪战王者	第一人称射击类
5	乱世王者	策略类	15	恋与制作人	恋爱类
6	奇迹: 觉醒	动作角色扮演类	16	新剑侠情缘	动作角色扮演类
7	倩女幽魂	动作角色扮演类	17	开心消消乐	消除类
8	QQ 炫舞	音舞类	18	荒野行动	第三人称射击类
9	大话西游	回合制角色扮演类	19	崩坏 3	动作角色扮演类
10	阴阳师	回合制角色扮演类/ 卡牌类	20	欢乐斗地主	棋牌类

资料来源：中国版协游戏工委，信达证券研发中心

对于客户端游戏而言，过去 3 年客户端游戏营业收入呈现一定的波动向下的特征，但整体规模仍然较大。客户端游戏目前呈现出强调“精品路线”、游戏企业倾向于“长期收益”的特征，主要是在整体客户端游戏用户规模减少的情况下，移动游戏吸引了喜欢快节奏、轻度玩法的游戏用户，客户端游戏则需要进行差异化竞争，吸引更加注重游戏品质，粘性更强的用户。

对于网页游戏而言，近三年的快速下降一方面是因为网页游戏用户获取方式仍然较为单一，用户获取难度大，获取速度低于流失速度，另一方面，在移动游戏快速增长的趋势下，游戏开发商主要投向移动游戏，网页游戏缺乏优质的内容生产，在没有出现新模式和优质内容吸引用户的情况下，网页游戏难以避免进一步下降的趋势。

对于整体游戏行业而言，由于涉及到文化领域，受到国家政策监管影响较大。2018 年 3 月，因监管部门调整，游戏版号申请业务停办，导致整体游戏行业发展显著受到影响。整体而言，随着国家对游戏行业的监管政策的健全，我国游戏行业将从野蛮生长的阶段向规范运营转换。

表 2：游戏行业主要政策事件梳理

时间	部门	政策名称	简述
2016.4	广电总局，工信部	《网络出版服务管理规定》	网络游戏上网出版前，必须向所在地主管部门提出申请，经审核同意后，报广电总局审批
2016.5	广电总局	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	移动游戏在内的网络出版物均需先申报并取得出版版号，方可上线收费运营

2016.11	广电总局	《关于实施“中国原创游戏精品出版工程”的通知》	将于 2016-2020 年，建立健全扶持游戏精品出版工作机制
2016.12	文化部	《关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知》	不得向用户提供网络游戏虚拟货币兑换法定货币或者实物的服务,不得为使用游客模式登录网络游戏用户提供游戏内充值或者消费服务
2018.3	国家新闻出版总局	《游戏申报审批重要事项通知》	游戏版号的发放全面暂停
2018.9	教育部、卫计委、国家体育总局	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	将实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏商务运营总量

资料来源：信达证券研发中心整理

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测假设

公司的主要营业收入来自 3 大业务，网络广告及技术服务、互联网增值服务、游戏联运收入三大块，我们预计网络广告和互联网增值将保持平稳。我们预计网络广告业务 2018-2020 年营业收入增速分别为 27.8%、5%和 1%；互联网增值业务 2018-2020 年营业收入增速为-5%、6%，2%。

对于游戏联运业务收入，由于电竞平台的助力，同时随着游戏版号的逐步放开，我们预计 2018/2019/2020 年三年对应的同比增速分别为 80%，25%，20%。

同时，由于公司战吧电竞平台的发布，公司电竞业务的收入逐渐增加，根据公司的年报，该收入在 2017 年年报和 2018 年半年报中计入其他收入。2017 年公司其他业务收入增速 72%，根据 2018 年年中报，增速超过 150%，我们预计 2018/2019/2020 年 3 年，公司含电竞业务的其他业务收入增速分别达到 170%，50%，50%。

对于公司的新增业务，公司主要新增业务为游戏开发业务、云业务和互联网金融业务。由于游戏业务仍需经历游戏版号审批、游戏上线测试等手续，存在一定不确定性。为了审慎起见，我们暂不考虑该业务收入对公司未来 3 年营业收入的贡献。同时，在公司新业务互联网金融的贷款利息方面，根据公司 2018 年半年报，我们预计 2018/2019/2020 年 3 年分别获得利息收入为 20.6,25 和 50 万。

成本端

对于公司的成本端，公司的各项业务由于共用平台缘故，不按对应业务进行拆分。各项业务的成本按照支出类别分为：人员

成本、网络运营成本、网络推广服务费、折旧支出、游戏运营成本、其他成本。

其中人力成本和折旧支出、网络运营成本和公司的营业收入关系较小，我们认为整体保持平稳。网络推广服务费我们认为随着网络服务竞争加剧，成本将上升，未来三年增速我们预测为 40%，10%，10%。

游戏运营成本与游戏联运收入高度相关，且随着游戏市场发展，该成本的增长速度可能超过收入增长。

其他成本项为电竞业务的赛事举办等费用，与其他收入高度相关。

2018-2020 年盈利预测

根据盈利预测假设，我们预计的营业收入和成本

表 3：盛天网络未来三年营业收入预测

(万元)	2016/12/31	2017/12/31	2018E	2019E	2020E
营业收入					
网络广告及技术服务	14,632.03	18,705.95	23,902.20	25,097.31	25,348.28
同比	-6.94%	27.84%	27.78%	5%	1%
互联网增值服务	12,041.89	13,564.54	12,886.31	13,636.59	13,909.33
同比	104.85%	12.64%	-5%	6%	2%
游戏联运收入	7,132.01	5,543.08	9,977.54	12,471.93	14,966.32
同比	246.14%	-22.28%	80%	25%	20%
软件销售	30.43	33.17	37.06	41.92	47.13
同比	-72.86%	9.00%	11.74%	13.11%	12.42%
其他收入（含电竞）	574.65	990.19	2,673.51	4,010.27	6,015.40
同比	180.33%	72.31%	170%	50%	50%
新增业务					
贷款利息			20.6	25	50
同比				21%	100%
营业成本					
人员成本	763.59	866.83	910.17	955.68	1003.46
同比	23.20%	13.52%	5.00%	5.00%	5.00%
网络运营成本	1229.57	1191.74	1310.91	1376.46	1445.28
同比	-18.44%	-3.08%	10.00%	5.00%	5.00%

网络推广服务费	10425.75	13130.39	18382.54	20220.80	22242.88
同比	227.70%	25.94%	40.00%	10.00%	10.00%
折旧支出	215.48	180.14	180.14	180.14	180.14
同比	19.66%	-16.40%	0.00%	0.00%	0.00%
游戏运营成本	2692.98	1879.40	5187.14	5705.85	6276.43
同比	172.31%	-30.21%	176.00%	10.00%	10.00%
其他成本	322.12	920.27	2484.72	2981.66	3279.83
同比	25.77%	185.69%	170.00%	20.00%	10.00%
营业总收入	34,411.01	38,836.93	49,497.23	55,283.02	60,336.45
同比	43.51%	12.86%	27.45%	11.69%	9.14%
营业总成本	15,649.50	18,168.76	28,455.62	31,420.59	34,428.02
营业成本占比	45.48%	46.78%	57.49%	56.84%	57.06%

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心预测

我们预计公司 2018-2020 年将实现营业收入 4.95 亿元、5.52 亿元、6.03 亿元，分别同比增长 27.45%、11.69%、9.14%；实现归属于母公司的净利润 5386、8061、9582 万元，分别同比增长-37.30%、49.67%、18.87%；实现摊薄每股收益 0.22 元、0.34 元、0.40 元。

估值与投资评级

我们采用相对估值方法对盛天网络进行估值。

表 4：可比上市公司相对估值情况

代码	公司名称	股价	市值（亿）	EPS				PE				PB
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
平均								147	49	42	22	6
300113	顺网科技	18.92	131	0.74	0.86	0.92	1.03	26	22	21	18	4.4
002315	焦点科技	15.86	37	0.31	0.20	0.23	0.45	51	79	69		2.1
603881	数据港	35.75	75	0.55	0.78	1.01	1.35	66	46	35	27	8.4
002095	生意宝	33.78	85	0.08	0.14	0.30	0.48	445				10.3
300494	盛天网络	12.59	30	0.36	0.22*	0.34*	0.40*	35	56	37	32	3.2

资料来源：标*为信达证券研发中心预测，其他引用 Wind 一致预期。注：股价为 2019/3/7 日收盘价

从可比公司未来三年的市盈率估值来看，我们认为随着 2019/2020 年公司新业务拓展，以当前股价计算对应的市盈率，2019 年，公司估值低于行业平均值。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2018-2020 年的 EPS（摊薄）分别为 0.22 元、0.34 元、0.40 元，对应动态市盈率（股价 12.59 元）分别为 56、37 和 32 倍，首次覆盖给予公司“增持”投资评级。

风险因素

1、新业务拓展不及预期的风险

公司目前全面进军游戏业务，同时探索云业务、网络小贷等新的流量变现模式，虽然游戏业务已经取得一定的用户规模，同时另两项业务也已经获得一定收入，但新业务仍然存在不及预期的风险。

2、行业监管政策变化的风险

由于游戏行业属于文化监管领域，受到国家相关部门严格的监管。如果行业监管政策发生变化，可能对行业发展造成重要影响。

3、互联网市场规模下降的风险，公司核心产品市占率下降的风险

目前，互联网服务市场已经处于整体较为饱和的状态，尽管已经出现了新的形势的网咖转型，但未来仍存在市场规模下降，公司核心产品市占率下降的风险。

4、营销推广费用上升的风险。

公司已经在 2018 年增加营销推广费用来拓展新业务，目前已经培育了部分客户，但是为了维持客户和新增客户，仍存在营销推广费用上升的风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	854.72	905.34	1,008.88	1,094.86	1,196.16
货币资金	764.14	775.67	855.40	928.83	1,019.12
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	44.60	81.32	103.65	115.76	126.34
预付账款	1.11	2.16	3.38	3.73	4.08
存货	0.57	0.46	0.73	0.80	0.88
其他	44.31	45.73	45.73	45.73	45.73
非流动资产	99.98	106.63	104.17	101.67	99.05
长期投资	0.65	0.58	0.58	0.58	0.58
固定资产	50.98	48.40	45.63	42.75	39.76
无形资产	1.25	1.55	1.70	1.84	1.90
其他	47.11	56.10	56.26	56.50	56.81
资产总计	954.70	1,011.97	1,113.05	1,196.53	1,295.22
流动负债	48.56	53.24	100.47	103.34	106.20
短期借款	0.00	0.00	37.80	37.80	37.80
应付账款	17.54	15.57	24.39	26.93	29.51
其他	31.02	37.67	38.28	38.61	38.89
非流动负债	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	48.74	53.24	100.47	103.34	106.20
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	905.96	958.73	1,012.59	1,093.20	1,189.01
负债和股东权益	954.70	1011.97	1113.05	1196.53	1295.22

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	344.11	388.37	494.97	552.83	603.36
同比(%)	43.51%	12.86%	27.45%	11.69%	9.14%
归属母公司净利润	109.75	85.89	53.86	80.61	95.82
同比(%)	43.45%	-21.74%	-37.30%	49.67%	18.87%
毛利率(%)	54.52%	53.22%	42.51%	43.16%	42.94%
ROE(%)	12.90%	9.21%	5.46%	7.66%	8.40%
EPS(摊薄,元)	0.46	0.36	0.22	0.34	0.40
P/E	28	35	56	37	32
P/B	3.34	3.15	2.98	2.76	2.54
EV/EBITDA	24.90	30.06	43.53	29.98	25.35

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	344.11	388.37	494.97	552.83	603.36
营业成本	156.49	181.69	284.56	314.21	344.28
营业税金及附加	1.69	1.94	2.47	2.76	3.02
营业费用	38.15	59.26	87.61	82.92	84.47
管理费用	56.73	63.73	69.30	71.87	72.40
财务费用	-6.83	-7.46	-5.62	-6.81	-6.72
资产减值损失	0.27	2.02	1.07	1.59	2.06
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.85	5.34	2.73	3.64	3.90
营业利润	100.45	94.64	58.32	89.93	107.76
营业外收入	15.51	0.94	5.48	5.48	5.48
营业外支出	0.77	0.54	0.44	0.58	0.52
利润总额	115.18	95.04	63.36	94.83	112.72
所得税	5.43	9.15	9.50	14.23	16.91
净利润	109.75	85.89	53.86	80.61	95.82
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	109.75	85.89	53.86	80.61	95.82
EBITDA	121.33	100.51	70.29	102.04	120.69
每股收益	0.46	0.36	0.22	0.34	0.40

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	110.92	57.26	43.51	74.26	91.42
净利润	109.75	85.89	53.86	80.61	95.82
折旧摊销	6.15	5.46	5.98	6.26	6.55
财务费用	0.00	0.00	0.95	0.95	1.42
投资损失	-2.85	-5.34	-2.73	-3.64	-3.90
营运资金变动	-2.07	-31.61	-15.45	-11.26	-10.21
其它	-0.05	2.87	0.91	1.35	1.75
投资活动现金流	-66.22	-12.61	-0.63	0.12	0.28
资本支出	-3.02	-3.14	-3.36	-3.52	-3.62
长期投资	2.90	6.41	2.73	3.64	3.90
其他	-66.10	-15.89	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-4.34	-33.12	36.86	-0.95	-1.42
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	37.80	0.00	0.00
支付利息或股息	0.00	33.12	0.95	0.95	1.42
现金净增加额	40.37	11.53	79.73	73.44	90.29

研究团队简介

单丹，分析师，2014 年初至今从事中小企业研究（消费方向），曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，10 年行业经验。

胡申，分析师，经济硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，先后从事农林牧渔、食品行业研究；目前从事中小企业研究（消费方向）。

钟惠，分析师，中国人民大学会计学硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，目前从事中小企业研究（消费方向）。

洪英东，研究助理，清华大学工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事中小企业和石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。