

2019年08月04日

证券研究报告·公司研究报告

盛天网络(300494)传媒

当前价: 10.84元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

深耕云技术, 强化游戏 IP 布局

投资要点

- **公司是领先互联网娱乐平台企业。**公司是国内领先的网络内容与服务聚合平台运营商, 为网吧、商圈、电竞馆等公众互联网上网服务场所提供网络管理、系统管理、游戏自动更新等产品及服务, 渠道价值显著。
- **加速布局云技术类产品, 电竞赛事平台服务体系进一步完善。**依托“盛天云”的技术, 公司推出云机房平台系统及其他云服务产品, 延伸业务使用场景, 助力网吧转型; 加速布局云游戏, 将云技术与 Game+相结合, 催生云游戏方案; 加快拓宽战吧电竞平台服务范围, 举办丰富的电竞赛事以提高公司竞争力。

- **4.2亿元收购天戏互娱, 游戏业务协同效应增强。**公司以现金支付(4.2亿元)收购天戏互娱70%股权。2019-2022年承诺业绩分别为6000万元、6480万元、7776万元和8100万元, 2019-2022年累计扣非净利润不低于3.084亿元。

天戏互娱——精品游戏 IP 运营公司领头羊。标的公司成立于2006年, 专注于网络技术、软硬件开发与销售服务, 代理运营海内外客户端、网页、移动游戏三类产品。公司坚持精品游戏运作, 稳步向移动端游戏及精品 IP 运作方向转型。

1) 2018年实现营业收入2.2亿元, 同比增速为87.4%。公司营业收入主要来源于移动游戏运营的流水收入以及自研产品带来的收益, 2018年上半年营业收入达到约1.3亿元, 同比上升502.7%。

2) 与光荣特库摩等日本知名游戏公司有着长期的深度合作关系, 获得多项精品 IP 的独家授权, 拥有包括《三国志 11》等一系列精品游戏 IP 资源。

3) 协同+互补深化游戏业务布局, 业绩成长拭目以待。天戏互娱研发投入力度不断增强, 同时可以与盛天网络的人效水平互补, 提升精品 IP 产品的运营能力。

- **盈利预测与投资建议。**并购事项存在不确定性, 暂不考虑对公司业绩影响, 我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为2737万元、3558万元和4014万元。考虑到网吧场景的营销价值, “Game+”、“云游戏”等新布局的有序开展, 建议积极关注。

- **风险提示:**互联网、网吧、游戏行业政策变动风险, 网吧市场流量下滑风险, 新业务开展进度不及预期风险, 并购事项进度不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	496.78	504.42	576.88	647.24
增长率	27.91%	1.54%	14.37%	12.20%
归属母公司净利润(百万元)	53.44	27.37	35.58	40.14
增长率	-37.78%	-48.78%	29.99%	12.82%
每股收益 EPS(元)	0.22	0.11	0.15	0.17
净资产收益率 ROE	5.41%	2.72%	3.44%	3.76%
PE	49	95	73	65
PB	2.63	2.59	2.51	2.43

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

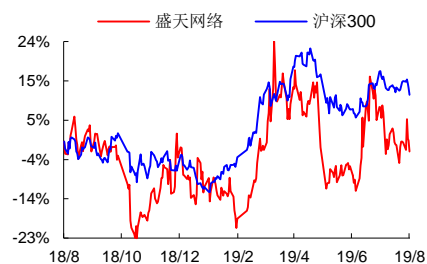
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 杭爱

电话: 010-58251921

邮箱: ha@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)	2.40
流通 A 股(亿股)	1.57
52 周内股价区间(元)	8.61-13.85
总市值(亿元)	26.02
总资产(亿元)	11.19
每股净资产(元)	4.14

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：营收稳步增长，业务拓展促使成本上升	1
2 云技术类产品加快开发，电竞赛事顺利推进	3
2.1 新产品“盛天云”推出，重塑行业生态	3
2.2 GAME+助力“盛天云”，公司布局云游戏步伐加速	4
2.3 电竞赛事运营能力稳步提升，平台服务矩阵形成	7
3 收购天戏互娱，完善游戏业务版图	10
3.1 收购方案：现金支付收购标的 70%股权，作价 4.2 亿元.....	10
3.2 天戏互娱：多款精品游戏 IP 加持，整体营收稳健增长.....	10
3.3 公司优势：IP 独家授权，商业价值丰厚	14
3.4 收购天戏互娱：增强游戏业务协同效应	16
4 盈利预测与投资建议	18
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司主营业务及产品.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速情况.....	2
图 4: 公司 2011 年以来归母净利润及增速情况.....	2
图 5: 公司 2018 年度营业收入占比情况.....	2
图 6: 公司 2018 年度营业成本占比情况.....	2
图 7: 盛天网络新产品“盛天云”.....	3
图 8: 云平台系统为客户提供场景化方案.....	4
图 9: 中国游戏市场实际销售收入及增长率.....	5
图 10: 中国移动游戏市场实际销售收入占中国游戏市场比例.....	5
图 11: 全球知名云游戏平台.....	5
图 12: GAME+ 产品页面截图.....	6
图 13: 2014-2018 年游戏运营服务收入及增速.....	6
图 14: 基于易乐玩平台的游戏联运业务.....	6
图 15: 中国电竞用户规模高速增长.....	7
图 16: 2015-2019 年中国电竞细分市场规模占比.....	7
图 17: 英雄联盟全国网吧冠军联赛.....	8
图 18: 战吧电竞平台举办部分赛事.....	9
图 19: 战吧电竞平台部分合作厂商.....	9
图 20: 天戏互娱发展历程.....	11
图 21: 公司 2016 年以来营业收入情况.....	12
图 22: 公司 2015 年以来净利润情况.....	12
图 23: 三国志 2017.....	13
图 24: 生死格斗 5 无限.....	13
图 25: 真·三国无双 6.....	14
图 26: 游戏 IP 代表.....	15
图 27: 2017 年头部二次元移动游戏 IP 情况.....	16
图 28: 天戏互娱精品游戏 IP.....	17
图 29: 《真·三国无双 霸》预计 2019 暑期上线.....	17
图 30: 天戏互娱研发费用情况.....	18

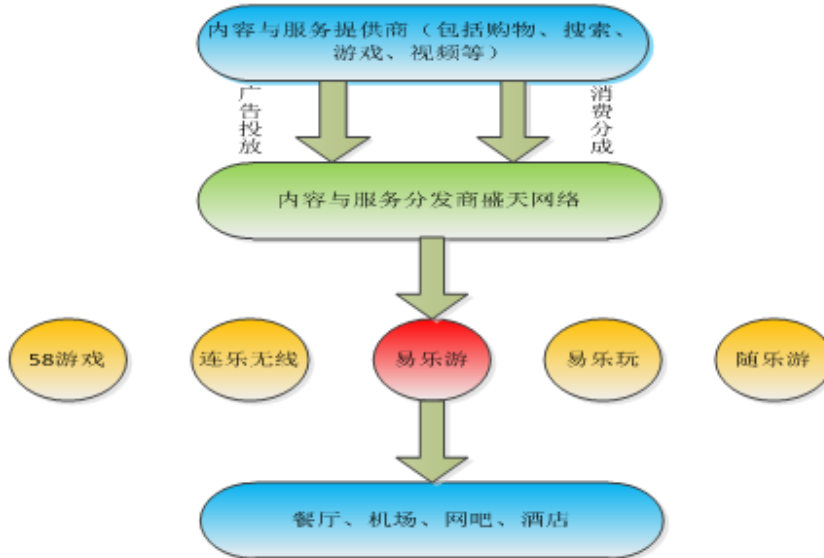
表 目 录

表 1: 电竞产业相关政策发展	7
表 2: 股份转让方具体情况	10
表 3: 公司股权结构	11
表 4: 天戏互娱融资情况	12
表 5: 天戏互娱主要游戏产品及其基本情况	14
表 6: 光荣特库摩公司 IP 情况	15
表 7: 分业务收入及毛利率预测	18
附表: 财务预测与估值	20

1 公司概况：营收稳步增长，业务拓展促使成本上升

公司成立于2009年11月，于2015年成功在深交所挂牌上市。公司主要从事网娱平台、电子竞技、游戏运营、媒体内容、移动互联与大数据业务，是国内领先的场景化互联网用户运营平台，同时是国家规划布局内重点软件企业。公司旗下的平台与软件产品主要覆盖通过网吧、教育行业与酒店等各类公众互联网服务场所的上网人群。

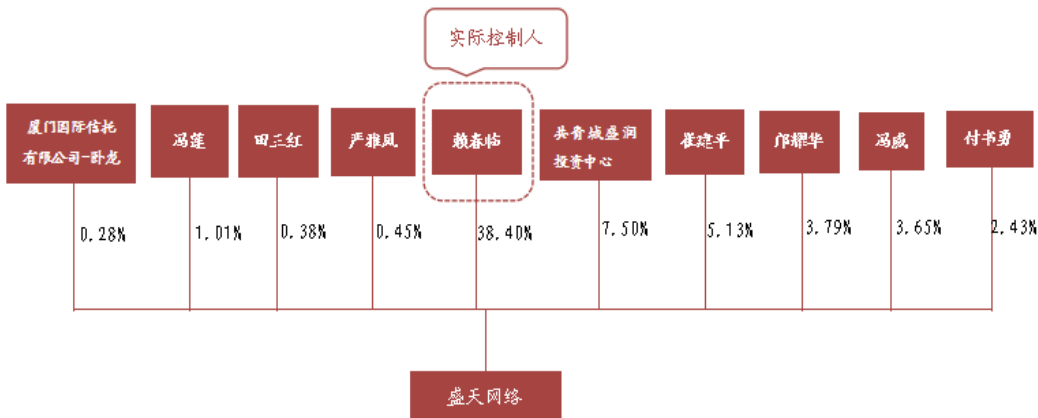
图1：公司主营业务及产品



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司股权结构：赖春临持有 38.4% 股权，共青城盛润投资中心（有限合伙）持有 7.5% 股权，崔建平持有 5.1% 股权，三者为公司前三大股东。赖春临是公司第一大股东，为公司实际控制人。

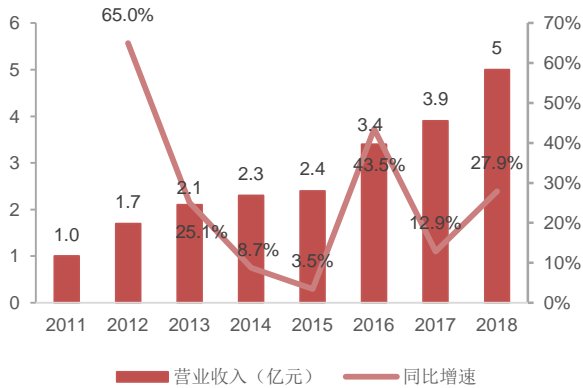
图2：公司股权结构



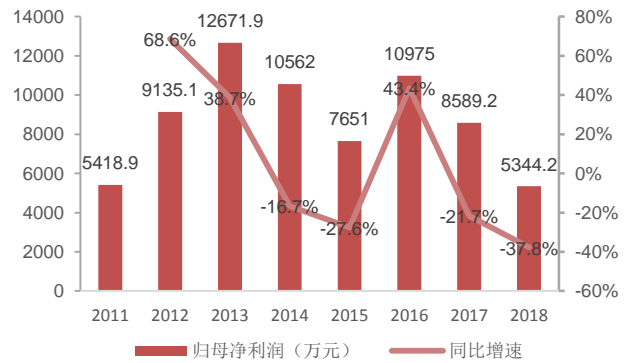
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：2018 年度营业收入和归母净利润为 5.0 亿和 0.5 亿，同比增速分别为 27.9% 和 -37.8%，2011-2018 年度营业收入和归母净利润复合增速分别为 25.1% 和 -0.2%。

公司 2018 年度营收与归母净利润增速相背离，主要是由于国家新闻出版广电总局于 2018 年 3 月暂停了所有游戏版号的发放，导致公司来自于传统客户的广告收入大幅下降；此外，公司加大了在移动端的业务拓展，对外采购的成本增加导致广告业务整体毛利率降低，广告业务为公司贡献的利润大幅下降。

图 3：公司 2011 年以来营业收入及增速情况


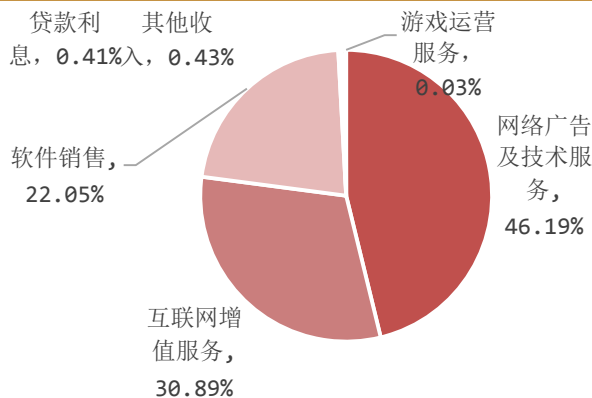
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2011 年以来归母净利润及增速情况


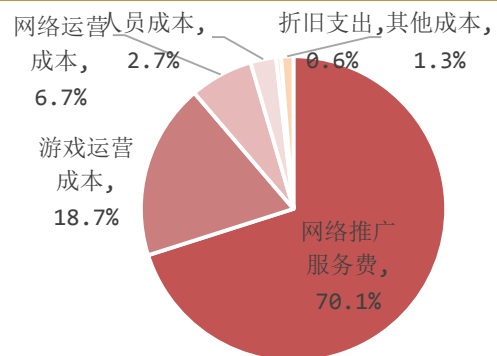
数据来源：公司公告，西南证券整理

2019 年第一季度，公司营业收入和归母净利润分别为 1.2 亿和 447 万，同比增速分别为 3.5%和-77.7%。公司营业收入与去年同期持平，净利润大幅下降的主要原因有四：一是受游戏行业政策影响，网络广告业务收入和利润同比有所下降；二是增值业务网络推广成本的增加使营业成本同比增长 30.2%，进而导致了归母净利润的下降；三是公司加大了云游戏、云机房等云服务项目的投入，致使相关费用同比有所上升；四是非经常性损益较上年同期减少 322 万。

公司主营业务分析：2018 年，公司营业收入主要来源于网络广告及技术服务（46.2%）、互联网增值服务（30.9%）和游戏运营服务（22.1%）。营业成本主要是网络推广服务费（70.1%）、游戏运营成本（18.7%）和网络运营成本（6.7%）。其中，游戏运营服务收入同比增加 97.6%，游戏运营成本同比增加 212.1%，主要是因为游戏服务业务收入和成本增加以及游戏推广成本的增加；网络推广服务费同比增加 67.9%，主要是因为网络广告业务成本增加；本期网络运营成本增加 77.3%，主要是因为本期公司平台运营成本增加。

图 5：公司 2018 年度营业收入占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2018 年度营业成本占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 云技术类产品加快开发，电竞赛事顺利推进

2.1 新产品“盛天云”推出，重塑行业生态

公司于 2018 年推出了“盛天云”，包括云机房、私人云、办公云等，顺利实现业务向更多场景的延伸。依托盛天云的技术，公司推出了综合性云机房解决方案云平台系统，可以根据各场景需求进行数字娱乐内容提供与管理，更加丰富、高校、可控。目前，公司已着手在国内多个区域建设区域节点服务中心，为公司的网吧服务生成助力。云机房方案能够提升网吧网速，同时减少硬件、带宽投入及维护成本；此外，云机房可以通过统一调配，支持公司场所运营的稳定性，并为网吧提供丰富的数字娱乐内容。截至 2019 年第一季度，公司在全国 11 个省部署了云机房，并尝试接入网吧运营。

图 7：盛天网络新产品“盛天云”



数据来源：公司官网，西南证券整理

云平台系统有助于公司更好地满足客户需求。以校园场景为例，依托公司盛天云商用无线等技术，公司为校园快速打造智慧校园网络及云平台，承载智慧校园关键应用，并根据需求合作开发相关产品，驱动校园数字化转型，构建数字化教学平台。而在个人家庭场景中，城域网节点能够通过盛天云方案将算力与网络资源应用到个人或家庭云应用中，家庭或个人用户可通过应用软件来获取娱乐资源，将智能电视、平板、手机作为娱乐 PC 终端来使用。

图 8：云平台系统为客户提供场景化方案


数据来源：公司官网，西南证券整理

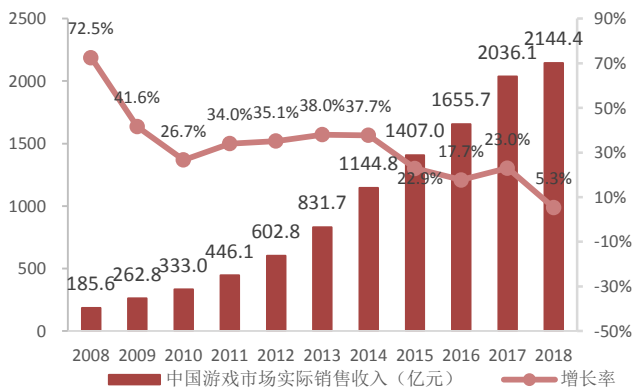
云机房帮助网吧承载高运算量需求的游戏程序，推动网吧进一步向综合娱乐体转型。目前信息技术发展迅猛，网吧行业转型仍面临各方面压力。作为互联网产业的最基本渠道，网吧的问题在于难以通过连锁方式更为广泛地打通上游产业资源，共享产业上游的快速发展红利。在该方案帮助下，游戏玩家通过桌面图标无感启动程序后，可由云机房相应设备搭载高运算量需求的游戏程序，直接提供相应的计算支持。行业数据显示，2017 年网吧平均投资成本为 250 万左右，其中接近 50% 为硬件成本，而经过两至三年后，硬件更新成本更是直接影响网吧运营收益的重大因素。云机房的支持将降低网吧硬件、宽带成本，有望重塑网吧运营生态，推动行业回归服务本质，全面健康发展。

2.2 GAME+助力“盛天云”，公司布局云游戏步伐加速

2.2.1 5G 网络的普及将带来游戏行业的变革

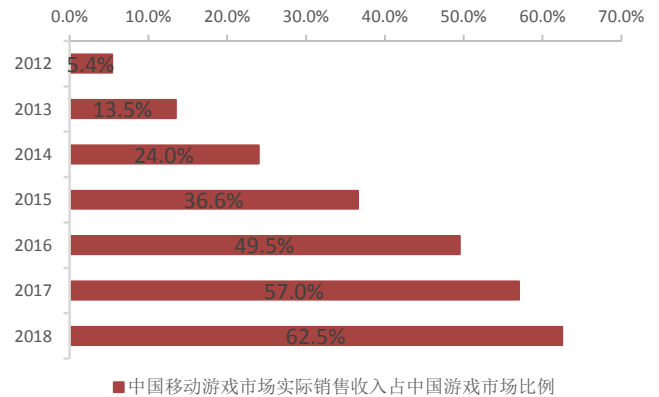
技术更新将驱动游戏产业发展，5G 网络、游戏引擎、云计算等技术的创新，将成为游戏产业发展与变革的重要推动力。根据中国音数协游戏工委（GPC）发布的《2018 年中国游戏产业报告》的统计，2018 年中国游戏市场实际销售收入达到 2144.4 亿元，同比增长 5.3%。移动游戏市场实际销售收入 1339.6 亿元，同比份额继续增加，占 62.5%；而客户端游戏、网页游戏销售收入和市场份额均有所下降。IP 改编游戏市场规模较大，占据移动游戏市场的收入比例始终维持在六成以上。

图 9：中国游戏市场实际销售收入及增长率



数据来源：伽马数据，西南证券整理

图 10：中国移动游戏市场实际销售收入占中国游戏市场比例



数据来源：伽马数据，西南证券整理

中国即将成为 5G 最大市场，云游戏有望迎来高速发展期。游戏产业内巨头已在游戏领域探索十年，2018 年，微软、谷歌与 EA 等各大厂商开始布局云游戏，相继推出 Proect XCloud（微软）、Stadia（谷歌）和 Project Atlas（EA）等云游戏服务平台。目前，全球运营网络商正在加快 5G 网络的商用部署，5G 超大带宽、超低时延的特性能够满足在多种终端下的云游戏传输需求，使得云游戏在移动端的普及成为可能，将推动游戏行业的发展进入新阶段。

图 11：全球知名云游戏平台

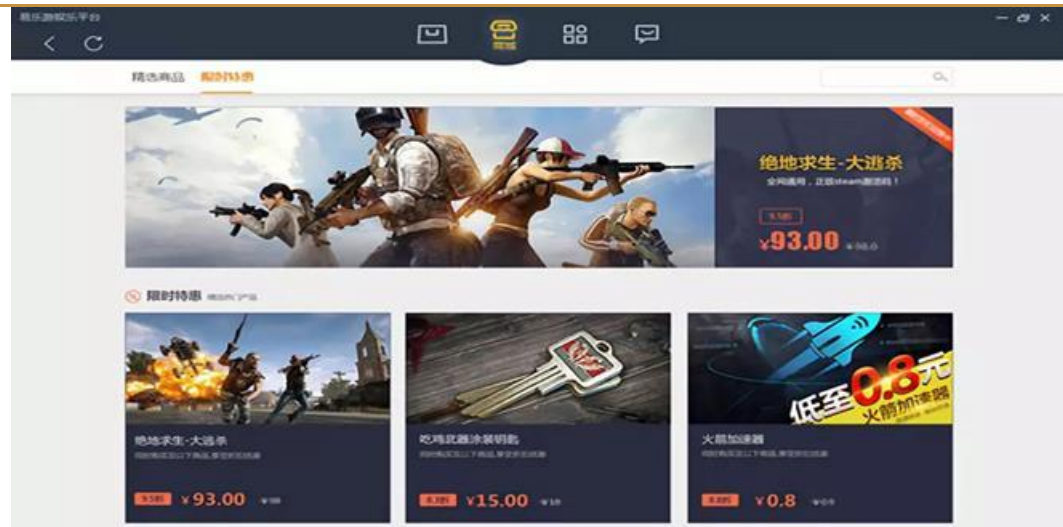


数据来源：Google，西南证券整理

2.2.2 “Game+” 与云技术结合，催生云游戏新方案

“Game+” 战略围绕游戏服务产业，做生态运营及产业上下游的联动共赢。公司董事长在 2017 年年会中对“Game+”战略进行了阐释：在游戏服务产业进行多维度业务布局，通过并购、投资、自主开发来整合游戏、电竞、社交、交易、陪玩等服务和内容，强化自身体系内生态运营及产业上下游的联动共赢，实现游戏服务产业融合。目前，公司已在基于 H5 小游戏、轻重度手游及游戏服务等新兴领域进行投资、并购和自主开发，在游戏服务产业的布局已初见雏形。

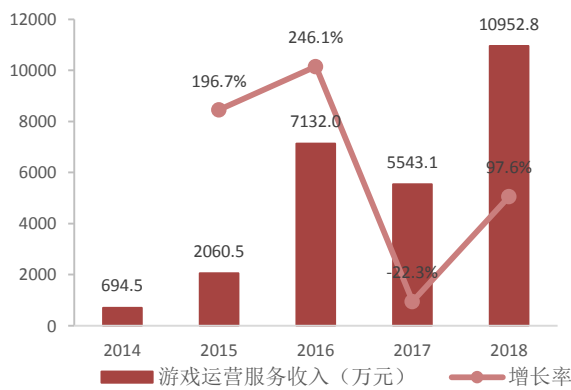
图 12: GAME+产品页面截图



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

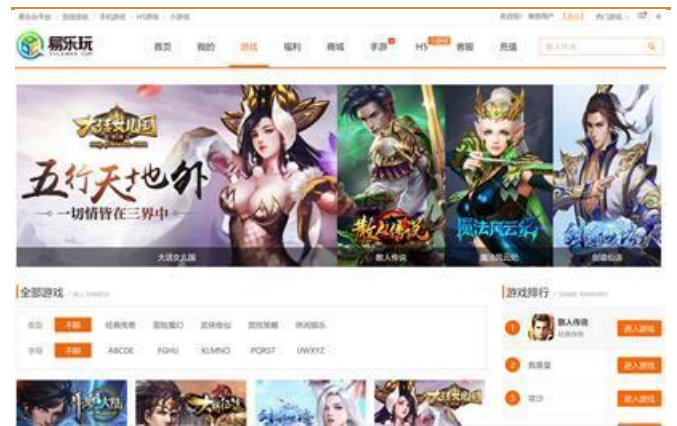
盛天网络拥有专业的游戏运营和服务能力, 并与腾讯、网易、37 游戏、360 游戏、多玩、西游网等厂商建立了深度合作关系, 融合云游戏技术至盛天云方案之中。依托强大的渠道覆盖以及场景运营能力, 相关业务已覆盖 PC (页游、端游), 移动 (手游、H5 游戏) 以及海外游戏运营等领域。目前公司旗下的产品包括多端游戏运营平台易乐玩、游戏资讯门户“58 游戏”, 自主生产的游戏创意内容 2018 年度网络播放量累计超过 5 亿次。在此基础上, 公司开发了火箭加速器、游戏专用路由“乐速无线路由”以及云技术游戏平台“随身网吧”, 尝试包括 CDK、道具、积分售卖在内的游戏电商业务以及游戏社交类业务。2018 年度, 公司游戏类业务实现收入 1.1 亿, 同比增长 97.6%。

图 13: 2014-2018 年游戏运营服务收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 基于易乐玩平台的游戏联运业务



数据来源: 易乐玩官网, 西南证券整理

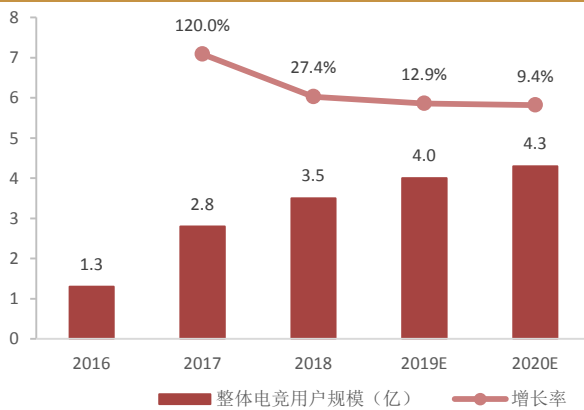
公司正在拓展游戏服务业务, 进一步整合社交、电商、加速器、游戏路由器等服务内容, 探索云游戏、H5 游戏发行、IP 运营、游戏出海市场等服务领域, 加速场景与游戏产业的融合, 基于公司场景服务进一步扩大游戏业务板块。

2.3 电竞赛事运营能力稳步提升，平台服务矩阵形成

2.3.1 国内电子竞技产业高速发展，赛事价值逐渐体现

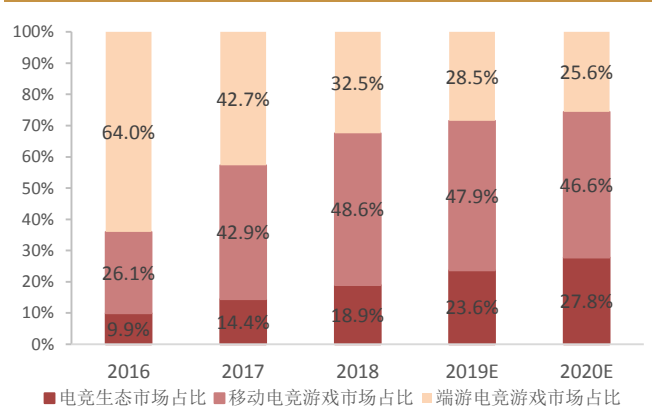
我国电竞用户规模 2018 年同比增长了 27.4%，2020 年将达到 4.3 亿。我国是目前全球电竞产业发展最快、最受关注的地区之一，同时是全球首个开展电竞主客场的地区。过去三年内，我国电竞用户数量增长率保持在 20% 以上，伴随着英雄联盟世界总决赛等诸多头部电竞赛事在中国举办，进一步推动了中国电竞用户规模迅速增长。艾瑞咨询数据显示，中国整体电竞用户规模由 2016 年的 1 亿增长到 2018 年的 3.5 亿，2 年 CAGR 为 64%。具体到端游电竞上来看，艾瑞咨询数据显示，2017 年端游电竞游戏市场规模超过 300 亿元，预计 2020 年将达到 347 亿元。

图 15：中国电竞用户规模高速增长



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 16：2015-2019 年中国电竞细分市场占比



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

截至目前，我国已出台多项政策支持电竞行业发展。在国家层面上，2003 年 11 月，电子竞技成为中国体育总局承认的第 99 个正式体育项目。2016 年，从 4 月国家发改委主持举办全国性或国际性电子竞技游戏游艺赛事活动；7 月国家体育总局从政策层面完成电竞职业化与正规化；9 月文化部对电竞泛娱乐的开放，教育部增补了 13 个专业，其中包括“电子竞技运动与管理”。在 2017 年，国家发布的《“十三五”时期文化产业发展规划》中也明确提出要鼓励发展电子竞技新业态。地方层面上，2018 年，西安、杭州、上海、广东多个省市均明确提出了发展电竞产业的相关政策。

表 1：电竞产业相关政策发展

层次	时间	政策变化
国家	2003.11	中国体育总局承认电子竞技为第 99 个正式体育项目
	2007.10	电子竞技运动项目进入第二届亚洲室内运动会
	2008	重新定义电子竞技为 78 号体育运动项目
	2016.9	教育部公布《普通高等学校高等职业教育（专科）专业目录》，增补“电子竞技运动与管理”专业
	2016.9	《关于推动文化娱乐行业转型升级的意见》提出鼓励电子竞技场所建设，支持区域性、全国性电子竞技赛事，引导和扶持各种电子竞技比赛与游戏游艺行业融合发展
	2016.10	《关于加快发展健康休闲产业的指导意见》提出推动电子竞技项目健康发展，培育相关市场
	2017.4	《“十三五”时期文化产业发展规划》提出推进游戏产业结构升级，推动网络游戏、电子游戏等游戏门类协调发展，促进移动游戏、电子竞技、游戏直播、虚拟现实游戏等新业态发展

层次	时间	政策变化
地方	2017.3	重庆忠县与大唐网络旗下天天电竞签订合作协议，连续五年的国内唯一官方移动电竞赛事 CEMG 总决赛将落户忠县
	2018.8	《西安市电竞游戏产业发展规划（2018—2021 年）》；曲江新区正在推进量子晨、曲江电竞两大电竞产业园区建设
	2018.9	阿里电子体育总部落户重庆高新区，联手打造“世界电子竞技街区”
	2019.5	浙江省电子竞技研究中心”成立大会暨揭牌仪式在杭州举行
	2019.6	中共上海市宣传部、上海市文化旅游局、上海市体育局，联合出台促进电子竞技产业健康发展 20 条意见

数据来源：网络整理，西南证券整理

2.3.2 电竞平台服务多元化，成为游戏业务重要驱动力

“战吧电竞”于 2016 年 7 月发布的提供游戏增强类服务的产品，与电竞运营紧密结合，提供了可供运营侧使用的众多工具、组件、模块，是盛天网络的重要发展引擎。同时，公司在战吧电竞平台上做商业化变现尝试，如游戏电商。从 2008 年开始，公司相继承办了劲舞团全国挑战赛总决赛、DOTA2 全国网吧冠军联赛和 2015 炉石传说全民实力赛等重要赛事。截至目前，公司电子竞技产品包括高端电竞网吧联盟“战吧”、电竞赛事活动平台“战吧电竞平台”、腾讯独家英雄联盟网吧赛事“LNL”。

2018 年，战吧电竞以 2 万家网吧渠道，通过十余万场电竞赛事以及近百档电竞 PGC 视频及直播节目等向亿万电竞玩家用户提供内容服务。同时，公司旗下电竞场馆“战吧”不断进行渠道下沉，目前已覆盖全国主要城市，2018 年实现平台终端超过 100 万周活的任务。2018 年 8 月，盛天网络携手与腾讯英雄联盟达成合作，举办英雄联盟全国网吧冠军联赛（LNL），吸引了大批英雄联盟粉丝回归网吧。该赛事历时四个月，覆盖全国近百所城市的十余万家网吧，进行了超两场网吧赛事。

图 17：英雄联盟全国网吧冠军联赛



数据来源：搜狐，西南证券整理

战吧为电竞赛事提供线下赛事承办区域，同时是玩家集聚的全新电竞社交生活圈。战吧从电竞场景、电竞赛事、内容制作、产品运营四大维度同时驱动，面向大众电竞市场。在战吧电竞四维一体的立体矩阵内，电竞场景“战吧”占据了最基础和核心的战略地位，衍生和

孵化电竞赛事、内容制作以及产品运营三大模块。此外，战吧联合 CP、场馆、硬件装备、电子竞技俱乐部等众多合作伙伴，共同构建开放共赢的全产业链电竞生态矩阵。

图 18：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-一御皆斩	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

数据来源：公司公告，西南证券整理

战吧电竞平台与腾讯游戏、网易游戏、完美世界等公司维持长期稳定的合作关系，共同推动公司持续、健康的发展。战吧负责承接上游厂商战略合作赛事，具体范围覆盖了各类游戏项目，其中包括《炉石传说》，《守望先锋》，《风暴英雄》，《逆战》，《DOTA2》等，赛事形式规则将根据厂商需求而变化。目前战吧电竞平台的合作厂商包括腾讯游戏、网易游戏、完美世界、巨人网络等。

图 19：战吧电竞平台部分合作厂商



“anda seat”安德斯特是一家电竞、高脚赛车椅的品牌，拥有多项国家专利，一直与国内外知名赛车、电竞品牌合作，打造符合赛车、电竞殿堂级的赛车座椅。

美国AMD半导体公司专门为计算机、通信和消费电子行业设计和制造各种创新的微处理器，以及提供闪存和低功率处理器解决方案。

腾讯游戏是腾讯四大网络平台之一，是国内最大的网络游戏社区。腾讯游戏采取内部自主研发和多元化的外部合作两者结合的方式，已经在网络游戏的多个细分市场领域形成专业化布局并取得良好的市场业绩。

上海巨人网络科技有限公司（Giant Interactive Group Inc.），成立于2004年11月18日，是一家以网络游戏为发展起点，集研发、运营、销售为一体的综合性互动娱乐企业。

数据来源：公司官网，西南证券整理

3 收购天戏互娱，完善游戏业务版图

3.1 收购方案：现金支付收购标的 70% 股权，作价 4.2 亿元

公司拟以现金支付方式收购天戏互娱 70% 股权，收购价款合计人民币 4.2 亿元，其中拟投入募集资金约 4188 万元，剩余收购价款由公司使用自有资金补足。

表 2：股份转让方具体情况

股份支付股东	转让出资额 (万元)	转让价格 (万元)	转让比例
南平天盛股权投资合伙企业 (有限合伙)	960.3	30415.7	46.09%
惠州市互荣促兴企业管理合伙企业 (有限合伙)	221.5	5103.4	10.63%
易简广告传媒集团股份有限公司	90.2	2078.2	4.33%
银橙投资管理有限公司	64.2	1478.4	3.08%
福鼎市易简光曜股权投资合伙企业 (有限合伙)	63.3	1458.4	3.04%
李振茹	40.0	921.6	1.92%
东北证券股份有限公司	18.9	544.3	0.91%
合计	1458.3	42000.0	100 %

数据来源：公司公告，西南证券整理

协议业绩承诺：天戏互娱 2019 年度承诺扣非净利润不低于 6000 万元，2020 年度承诺扣非净利润不低于 6480 万元，2021 年度承诺扣非净利润不低于 7776 万元，2022 年度承诺扣非净利润不低于 8100 万元；2019 年、2020 年、2021 年、2022 年累计承诺扣非净利润不低于 3.084 亿元。

3.2 天戏互娱：多款精品游戏 IP 加持，整体营收稳健增长

3.2.1 坚持精品 IP 运营，积极向移动端游戏转型

天戏互娱的主营业务是网络游戏代理运营，积极向移动端及 IP 运作方向转型。天戏互娱成立于 2006 年，是一家专注于网络技术开发、设计，计算机软硬件的开发、设计与销售等服务的高新技术企业，基于精品 IP 的研运，与联合研运、自主研运等多种运作模式相结合，代理运营海内外的客户端游戏、网页游戏、移动游戏三大类产品。公司在激烈的竞争环境中，一直坚持精品游戏运作路线，稳步从客户端游戏向移动端游戏及精品 IP 运作方向转型。

图 20: 天戏互娱发展历程


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司成立时间为2006年10月，原名为“上海西捷网络技术有限公司”。自公司成立后，公司进行了三次增资，并于2016年3月登陆全国中小企业股份转让系统（证券简称：天戏互娱、证券代码：836576）。公司先后共进行了十一次股权转让，截至2018年12月，公司股权结构如下：

表 3: 公司股权结构

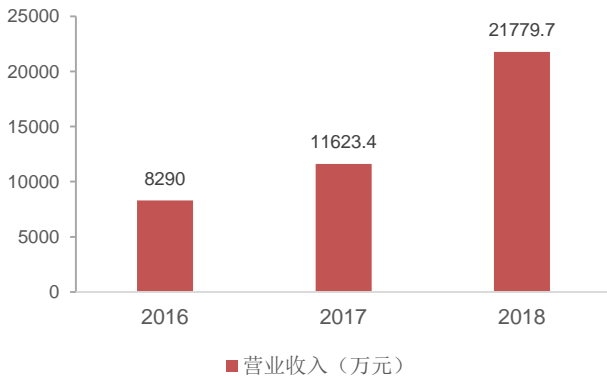
股东名称	持股数 (万股)	持股比例 (%)
南平天盛股权投资合伙企业 (有限合伙)	1200.0	57.60
惠州市互荣促兴企业管理合伙企业 (有限合伙)	221.5	10.63
丁立	188.5	9.05
上海银橙文化传媒股份有限公司	100.0	4.80
吴笑宇	92.6	4.44
易简广告传媒集团股份有限公司	90.2	4.33
银橙投资管理有限公司	68.3	3.28
福鼎市易简光曜股权投资合伙企业 (有限合伙)	63.3	3.04
李振茹	40.0	1.92
东北证券股份有限公司	18.9	0.91
合计	2083.3	100.00

数据来源：公司公告，西南证券整理

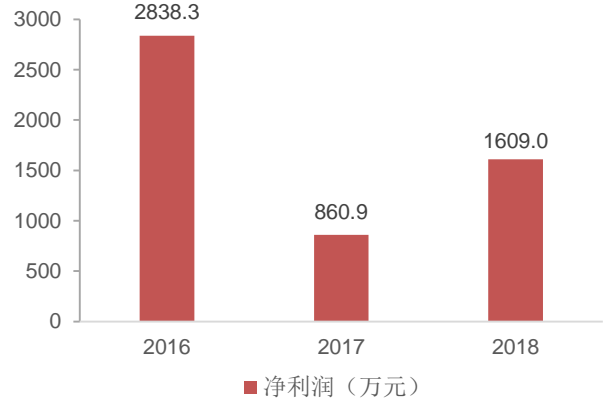
公司股权结构较为集中，公司前三大股东的持股比例达70%以上。截至2018年12月31日，南平天盛股权投资合伙企业为天戏互娱的第一大股东，持股比例57.6%。

3.2.2 业绩情况：IP运作的推进引起收入结构变化，整体营收提高

天戏互娱的营业收入主要来源于移动游戏运营的流水收入以及自研产品带来的收益，2016、2017、2018年度的营业收入分别为0.8亿元、1.3亿元、2.2亿元，归母净利润依次为3008万元、1060万元、1609万元；2019年一季度实现营业收入和归母净利润分别为9892万元和1275万元。

图 21: 公司 2016 年以来营业收入情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 22: 公司 2015 年以来净利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2.3 融资情况: 四次融资

公司共进行过四次融资。2016 年 3 月, 公司成功挂牌新三板; 2016 年 7 月, 银橙投资管理有限公司向公司定向增发股票, 持股比例为 10%, 交易金额 3000 万人民币, 股票估值约为 3 亿元; 2017 年 12 月, 东北证券向公司定向增发股票; 2019 年 7 月 13 日, 盛天网络发布收购天戏互娱 70% 股权的公告, 交易金额为 4.2 亿元, 股票估值约为 6 亿元。

表 4: 天戏互娱融资情况

披露日期	交易金额	融资轮次	估值	比例	投资方
2019.7.13	4.2 亿元	并购	6.0 亿元	70%	盛天网络
2017.12.31	-	定向增发	-		东北证券
2016.7.4	0.3 亿元	定向增发	3.0 亿元	10%	银橙投资管理有限公司
2016.3.31	-	新三板			-

数据来源: 天眼查, 西南证券整理

3.2.4 拥有多款重磅游戏版权, 精品 IP 运营业务行业领先

1) 三国志 2017

《三国志 2017》是天戏互娱首款精品 IP 定制产品, 由日本光荣特库摩正版授权, 凭借其殿堂级 IP《三国志 11》所引发的强粉丝效应以及在移动端对《三国志 11》的高质量还原, 在国内市场表现不俗, 收获了众多粉丝。天戏互娱作为此次《三国志 11》IP 合作的桥梁, 一方面负责与日本光荣特库摩合作沟通, 寻找到优质的国内合作方, 将《三国志 11》IP 引进国内, 改编至移动端; 另一方面也将全权负责《三国志 11》手游的海外发行工作。该游戏上线 24 小时安卓流水突破 500 万元, 并保持持续性高增长, 取得了国内上线 28 天流水破亿的成绩, 港澳台版本于 2017 年 11 月上线, 当月流水突破 500 万美元。

图 23: 三国志 2017



数据来源：公司官网，西南证券整理

2) 生死格斗 5

《生死格斗》为光荣特库摩的核心 IP 之一，该系列累计销量及下载量超过 1500 多万套，是有史以来销量最高的单机格斗游戏，有着“最美格斗游戏”的声誉。《生死格斗 5》的目标用户定位在普世化泛用户群当中，将格斗玩法与 RPG 元素结合在一起的同时，深度挖掘原著的性感格斗家卖点，以此扩张一批新的核心玩家。《生死格斗 5 无限》在 2018 年 3 月 5 日全平台上线，曾多次进入 IOS 畅销榜 Top100，公司凭借该游戏的发售，于 2018 年第一季度获得了 6995.8 万元的总营收，同比增加 1046%。

图 24: 生死格斗 5 无限



数据来源：公司官网，西南证券整理

3) 真·三国无双

《真·三国无双》是由日本光荣特库摩发行的动作游戏系列。自推出至今，《真·三国无双》陆续推出了七代作品，二十几部外传，游戏角色形象深入人心。公司自 2008 年代理《真·三国无双 OL》以来，注册用户超过 1500 万，最高在线 PCU 达 20 万，成为 2008 年度最受欢迎动作网游之一。2015 年，天戏互娱拿下《真·三国无双 6》的 IP 授权，并基于此研发推出真三动作手游《真·三国无双霸》，该款产品自最初亮相即获得金苹果“最受期待游戏”奖项，首次核心玩家测试获得了超过 65%次日留存，30%以上 7 日留存的成绩。

图 25: 真·三国无双 6


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

4) 大航海时代

《大航海时代》是日本光荣特库摩的一个老牌 IP, 并在 2012 年就与天戏互娱进行了合作。天戏互娱代理的《大航海时代 OL》国服已经运营三年, 成为最受玩家喜爱的经典作品之一。

表 5: 天戏互娱主要游戏产品及其基本情况

游戏名称	类型	发行时间	优势/成绩
真·三国无双 霸	3D 动作类 RPG 手游	2019 暑期	金苹果“最受期待游戏”奖项; 首次核心玩家测试获得了次日留存率超过 65%, 7 日留存率超过 30%
三国志 2017	SLG	2017	上线 24 小时安卓流水突破 500 万元, 国内上线 28 天流水破亿
生死格斗 5	3D 格斗	2015	系列累计销量超过 750 万套, 是有史以来销量最高的单机格斗游戏, 享有“最美格斗游戏”之称
末日之蚀	角色扮演	2015	规模宏大的 RPG 游戏, 目前已登陆 PC、PSV 等多种平台, 积累了庞大的游戏粉丝。
真·三国无双 6	动作游戏	2011	累计销量达到 152 万
三国志 13	回合策略	2006	《三国志》系列用户基础上亿, 该版本在 PS4、XBOX 等平台取得了不俗的成绩和口碑
三国志 11	回合策略	2006	创新的 3D 水墨画风格以及强策略性, 获得了众多玩家的认可和喜爱
大航海时代 4	航海冒险	1999	游戏人群覆盖全球市场, 累计用户超 2000 万人

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.3 公司优势: IP 独家授权, 商业价值丰厚

3.3.1 与日本知名游戏公司合作, 获取精品 IP 独家授权

公司与光荣特库摩公司 (Koei Tecmo Games Co., Ltd.) 等日本知名游戏公司有着长期的深度合作关系, 拥有包括《生死格斗 5》、《三国志 11》、《大航海时代 IV》、《真·三国无双 6》等一系列精品游戏 IP 资源。

表 6: 光荣特库摩公司 IP 情况

游戏名称	发售/运营地区
遥远时空系列	中国, 日本
三国志系列	中国, 日本
真·三国无双系列	中国, 日本
大航海时代系列	中国
讨鬼传	日本
北斗无双	日本
战国无双系列	日本
信长之野望系列	日本
金色琴弦系列	日本
遥远时空	日本
新安琪莉可	日本
Opoona	日本

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

“精品 IP 运营”一直是天戏互娱的发展战略, 公司的多款精品 IP 均由光荣特库摩授权, 《三国志》系列、《大航海时代》系列、《真·三国无双》系列以及《生死格斗》均为经典 IP, 拥有庞大的用户、粉丝群体。天戏互娱深刻理解日本游戏厂商的合作需求及产品特性, 除光荣特库摩外, 也正与其他日本游戏公司展开合作, 拥有丰富的日韩 IP 资源, 同时组建了专业的海外团队, 加快海外优质产品的引入以及国内产品出海的布局。

3.3.2 IP 游戏商业价值丰厚, 有效降低获客成本

泛娱乐产业已经成为我国新经济的重要组成部分和拉动力量, 其中游戏产业是泛娱乐产业中最具商业价值的产业之一。伽马数据《2017 泛娱乐 IP 游戏价值研究报告》显示, 游戏市场销售收入已经突破 2000 亿, 占据了整个泛娱乐产业中四成收入, 是泛娱乐产业中最重要的组成部分。另外, 游戏市场目前依然处于快速增长阶段, 市场三年复合增长率达到 21.2%。丰富的 IP 储备有助于未来更多产品的孵化, 并向影视、小说等方面延伸, 走向泛娱乐化。

图 26: 游戏 IP 代表

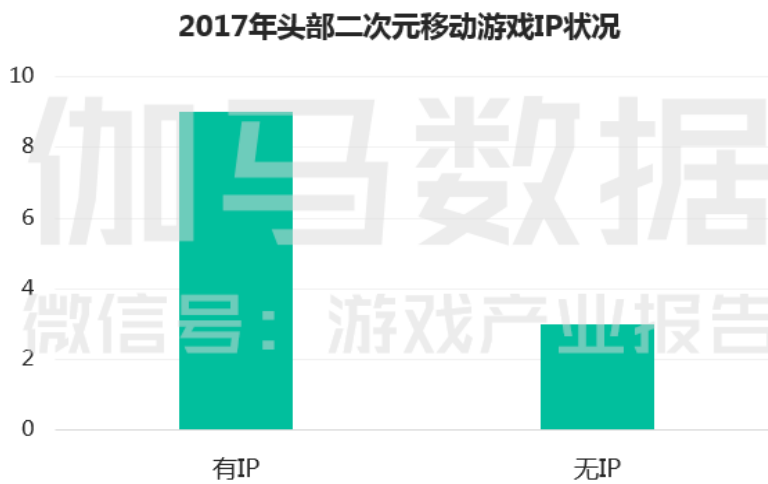


数据来源: 伽马数据, 西南证券整理

根据伽马数据 IP 价值模型评估, 游戏 IP 是目前商业价值最高的一种 IP 类型, 代表性 IP 的价值已经达到数百亿元级别。其中游戏业务依旧是游戏 IP 价值的重要体现。此外, 由于游戏 IP 具有较大的用户基数, 且已形成了一定的影响力, 有利于其通过影视、动漫、文学等领域推出衍生产品, 在填补价值空白的同时可以进一步扩大收入规模。

如果从 IP 改编的具体层面来看, 现阶段由其他 IP 改编为游戏的情况主要发生在移动游戏行业中。2017 年, 由 IP 改编移动游戏收入达 745.6 亿元, 占整个移动市场收入超六成。IP 改编移动游戏收入已经成为移动游戏市场重要部分, 这主要受用户需求和市场需求两方面因素影响。从用户角度看, 用户对于优秀文化产品的热爱会促使他们愿意体验同 IP 其他产品, 而游戏恰好为最适合的载体; 从市场角度看, 自用户红利耗尽后, 移动游戏面临用户成本迅速提升的局面, 自带用户流量的 IP 产品将能够帮助降低游戏产品获取用户成本。

图 27: 2017 年头部二次元移动游戏 IP 情况



数据来源: 伽马数据, 西南证券整理

3.4 收购天戏互娱: 增强游戏业务协同效应

3.4.1 丰富公司游戏品类, 助力游戏运营流水增长

天戏互娱积极向移动端游戏转型, 同时加强游戏的自主研发, 二者带来的收益已经成为公司营业收入的主要来源。2018 年上半年, 《三国志 2017》移动端游戏运营流水收入的增加与公司自研产品《生死格斗 5》的正式上线, 对天戏互娱的营收增长起了重要作用。2018 年, 公司营收同比增速为 87.4%。

图 28: 天戏互娱精品游戏 IP



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

2018 年度, 盛天网络围绕“国内领先的场景化用户运营平台”战略, 积极拓展移动互联网业务领域, 丰富游戏服务业务, 继续推进精准广告营销, 公司尝试了投资合作和自主开发的方式来丰富游戏业务品类, 对游戏用户的服务更加多样化。天戏互娱旗下的多款精品 IP 与丰厚的营收能够使盛天网络的游戏品类更加丰富, 同时带来丰厚的游戏业务收入。

3.4.2 充足的 IP 储备有助于更多产品的孵化, 促进业务的泛娱乐化

天戏互娱于光荣特库摩等日本知名游戏公司保持着长期稳定的合作关系, 能够获得多款精品 IP 的授权, 可为盛天网络旗下的游戏业务提供合作优势。除光荣特库摩外, 天戏互娱已经与日本世嘉展开 IP 合作, 同时与其他日本厂商的 IP 合作也将逐步展开。

游戏 IP 作为商业价值最高的 IP 类型, 有助于公司未来更多 IP 产品的孵化, 实现精品 IP 的多领域扩展, 为公司打造泛娱乐化生态提供有效助力。以《真·三国无双》为例, 手游《真·三国无双霸》计划于 2019 年暑期上线, 同时《真·三国无双》大电影正在筹拍, 此外, 综艺节目《极限挑战 2》曾专以《真·三国无双》为主题打造了一期节目。影视、游戏、综艺联动的宣传推广将辐射更多的粉丝群体。

图 29: 《真·三国无双 霸》预计 2019 暑期上线

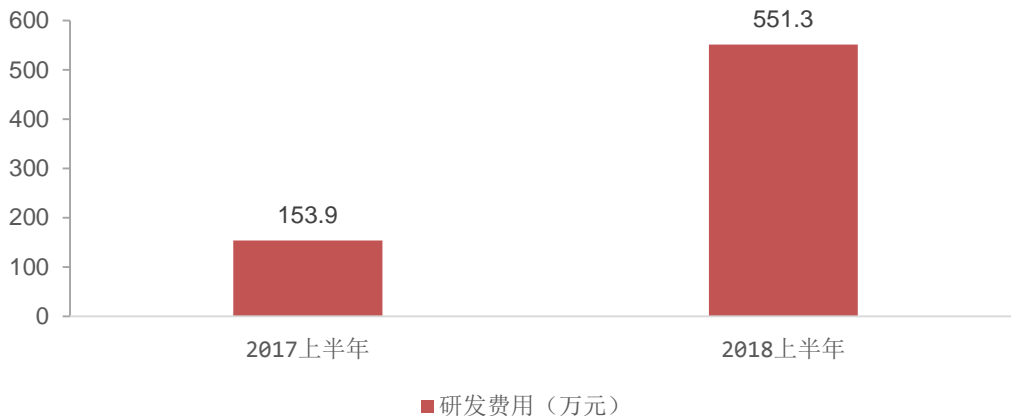


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.4.3 有效提升研发实力，巩固精品运营战略

天戏互娱是一家高新技术企业，从事网络技术的开发与设计，主营业务为网络游戏产品代理运营。2018 上半年，公司研发费用为 551 万元，同比增长 258.3%，其中人员人工费用为 532 万元，同比增长 552.9%，直接投入费用为 7.4 万元，同比增长 66.8%。截至 2018 年 12 月 31 日，天戏互娱员工总数为 81 人，使用营收和净利润计算的人效水平分别为 269 万和 20 万，而盛天网络总员工数为 521 人，人效水平为 95 万和 10 万。因此，天戏互娱研发投入的力度不断增强，有助于增强盛天网络的研发实力，同时可以与盛天网络的人效水平互补，提升精品 IP 产品的运营能力。

图 30：天戏互娱研发费用情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与投资建议

核心假设：

假设 1：受游戏行业政策影响，公司网络广告收入增速有所下降，在行业政策面边际改善的预期下，假设网络广告业务逐步修复；

假设 2：随着接入游戏数量、质量的双双提升，预计公司游戏联运业务继续较快增长态势；

假设 3：增值业务成本上升，加之云游戏、云机房等项目的持续投入，公司营业成本、期间费用有所上升。预计公司 2019-2021 年综合毛利率分别为 25%、26%、26%。

表 7：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
网络广告及技术服务	收入	229.4	183.6	201.9	222.1
	增速	22.7%	-20.0%	10.0%	10.0%
互联网增值服务	收入	153.5	173.4	194.2	217.5
	增速	13.1%	13.0%	12.0%	12.0%
游戏联运服务	收入	109.5	142.4	175.1	201.4

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	增速	97.6%	30.0%	23.0%	15.0%
贷款利息收入	收入	2.1	2.8	3.3	3.9
	增速		35.0%	20.0%	18.0%
软件销售	收入	0.1	0.1	0.1	0.1
	增速	-60.6%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
其他收入	收入	2.1	2.1	2.1	2.1
	增速	-78.3%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	收入	496.8	504.4	576.9	647.2
	增速	27.9%	1.5%	14.4%	12.2%
	毛利率	36.7%	25.0%	26.0%	26.0%

数据来源：wind，西南证券

并购事项存在不确定性，暂不考虑对公司业绩影响，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2737 万元、3558 万元和 4014 万元。考虑到网吧场景的营销价值，“Game+”、“云游戏”等新布局的有序开展，建议积极关注。

5 风险提示

互联网、网吧、游戏行业政策变动风险，网吧市场流量下滑风险，新业务开展进度不及预期风险，并购事项进度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	496.78	504.42	576.88	647.24	净利润	53.44	27.37	35.58	40.14
营业成本	314.49	378.31	426.89	478.96	折旧与摊销	5.16	3.79	3.79	3.79
营业税金及附加	2.46	2.51	2.86	3.21	财务费用	-5.82	-1.10	-1.64	-1.55
销售费用	73.13	72.10	84.21	93.96	资产减值损失	2.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	23.34	23.70	27.11	30.42	经营营运资本变动	-305.85	-23.14	-62.88	-56.44
财务费用	-5.82	-1.10	-1.64	-1.55	其他	251.37	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	2.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	0.74	6.92	-23.15	-15.06
投资收益	12.81	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-255.43	0.08	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-256.11	0.08	0.00	0.00
营业利润	56.06	28.89	37.44	42.24	短期借款	37.80	-37.80	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.06	-0.21	-0.16	-0.17	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	56.00	28.68	37.29	42.07	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	2.56	1.31	1.70	1.92	支付股利	-23.52	-10.69	-5.47	-7.12
净利润	53.44	27.37	35.58	40.14	其他	-0.87	1.10	1.64	1.55
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	13.41	-47.39	-3.84	-5.57
归属母公司股东净利润	53.44	27.37	35.58	40.14	现金流量净额	-241.97	-40.39	-26.99	-20.63
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	533.70	493.31	466.33	445.70	成长能力				
应收和预付款项	112.05	112.67	133.04	147.04	销售收入增长率	27.91%	1.54%	14.37%	12.20%
存货	0.90	1.08	-0.78	0.37	营业利润增长率	-40.77%	-48.47%	29.61%	12.81%
其他流动资产	357.75	364.68	417.07	467.94	净利润增长率	-37.78%	-48.78%	29.99%	12.82%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-40.20%	-43.00%	25.39%	12.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	48.54	45.07	41.59	38.12	毛利率	36.69%	25.00%	26.00%	26.00%
无形资产和开发支出	2.18	1.87	1.55	1.24	三费率	18.25%	18.78%	19.01%	18.98%
其他非流动资产	59.68	59.68	59.68	59.67	净利率	10.76%	5.43%	6.17%	6.20%
资产总计	1114.79	1078.35	1118.49	1160.08	ROE	5.41%	2.72%	3.44%	3.76%
短期借款	37.80	0.00	0.00	0.00	ROA	4.79%	2.54%	3.18%	3.46%
应付和预收款项	59.53	73.02	83.04	91.61	ROIC	14.80%	5.38%	6.39%	6.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.15%	6.26%	6.86%	6.87%
其他负债	28.82	0.00	0.00	0.00	营运能力				
负债合计	126.14	73.02	83.04	91.61	总资产周转率	0.47	0.46	0.53	0.57
股本	240.00	240.00	240.00	240.00	固定资产周转率	10.25	10.78	13.31	16.24
资本公积	336.88	336.88	336.88	336.88	应收账款周转率	5.82	5.58	5.80	5.73
留存收益	411.78	428.46	458.57	491.59	存货周转率	460.84	381.62	370.52	369.52
归属母公司股东权益	988.65	1005.34	1035.44	1068.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.83%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	988.65	1005.34	1035.44	1068.47	资产负债率	11.32%	6.77%	7.42%	7.90%
负债和股东权益合计	1114.79	1078.35	1118.49	1160.08	带息债务/总负债	29.97%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.96	13.31	12.23	11.58
					速动比率	7.96	13.29	12.24	11.58
					股利支付率	44.01%	39.05%	15.39%	17.73%
					每股指标				
					每股收益	0.22	0.11	0.15	0.17
					每股净资产	4.12	4.19	4.31	4.45
					每股经营现金	0.00	0.03	-0.10	-0.06
					每股股利	0.10	0.04	0.02	0.03
业绩和估值指标									
EBITDA	55.39	31.58	39.60	44.48					
PE	48.68	95.05	73.12	64.81					
PB	2.63	2.59	2.51	2.43					
PS	5.24	5.16	4.51	4.02					
EV/EBITDA	36.94	64.88	52.42	47.13					
股息率	0.90%	0.41%	0.21%	0.27%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn