

《梦三国》入选亚运电竞，经典IP热度延续

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司为一家致力于研发、运营精品化网络游戏的互联网公司，其经典IP《梦三国》已长线运营十年，仍贡献稳定流水，长线运营能力较好；2) MOBA类手游市场规模稳增，预计2024年市场规模为125亿元，《梦三国》作为三大MOBA类游戏之一，有望享受市场扩容红利；3) 2021年项目值得关注：主要作品有口碑续作《野蛮人大作战2》与Roguelike手游《元能失控》。
- **复刻《梦三国》成功“端转手”，开启新一轮产品周期。** 由于错过第一波手游红利，公司2015-2018年期间净利润出现下滑，2019年推出《梦三国手游》(复刻版)，吸引大批老玩家回流，2020年《梦三国2》上线WeGame，稳居火爆新品榜榜首一个月。2020年公司手游收入首次超端游收入，占比达50%；2020、2021年，公司推出多款新游如《我的侠客》、《解神者》，TapTap评分8.5的卡牌游戏《2047》及PC端Roguelike手游《元能失控》，开启新产品迭代周期。
- **国内手游市场步入成熟期，MOBA仍为热门电竞品类。** 2014年以来，我国手游市场规模迅速扩大并逐渐步入成熟期，2020年手游市场规模突破2000亿元，占比达75.2%，成为我国游戏行业销售收入的核心驱动力。MOBA类手游市场规模同步增长，预计2024年市场规模可达125亿元。MOBA类游戏是精品网络游戏中重要的组成部分，生命周期长，玩家群体稳定，具有强劲的创收能力。
- **《梦三国》长线运营稳定，入选亚运会电竞项目。** 作为与《英雄联盟》和《Dota 2》并列三大网游的经典MOBA类游戏，《梦三国》长线运营十年，至今《梦三国》端游及手游仍为公司贡献稳定流水，2018年《梦三国》全年流水3.76亿元，月均付费人数331万人；《梦三国手游》上线以来促进公司手游收入不断提升。2021年11月，《梦三国2》入选2022杭州亚运会电竞比赛小项，有望提高游戏本身热度，带动后续流水提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为1.53元、1.70元和1.88元，对应PE分别为18倍、16倍、15倍。公司是研运一体的老牌游戏公司，长线运营稳定，叠加新一轮产品周期上线，我们给予公司2022年20倍PE，对应目标价34元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策变动风险，市场竞争加剧风险，新游上线不及预期风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1023.95	1090.07	1183.13	1297.10
增长率	46.96%	6.46%	8.54%	9.63%
归属母公司净利润(百万元)	394.85	377.09	419.43	464.76
增长率	73.08%	-4.50%	11.23%	10.81%
每股收益EPS(元)	1.60	1.53	1.70	1.88
净资产收益率ROE	18.23%	15.25%	14.88%	14.51%
PE	17	18	16	15
PB	3.05	2.68	2.36	2.09

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.47
流通A股(亿股)	2.42
52周内股价区间(元)	19.83-35.28
总市值(亿元)	67.75
总资产(亿元)	30.88
每股净资产(元)	9.67

相关研究

目 录

1 公司概况：深耕游戏行业 12 年的研发驱动型公司	1
2 游戏市场：手游市场持续扩容，MOBA 维持较高热度	5
2.1 手游市场稳增，端游页游市场逐年下降.....	5
2.2 MOBA 类游戏：热度最高的电竞直播游戏类型.....	7
2.3 电竞市场：产业政策扶持下进入高速发展期.....	9
3 主营产品分析：“端游+手游+VR/H5 游戏”齐头并进	11
3.1 《梦三国》：三国题材赋能，经久不衰.....	13
3.2 《梦塔防》：“RPG+塔防+即时对战”多要素并举.....	15
3.3 产品线衔接较好，《野蛮人大作战 2》蓄势待发.....	16
4 端游转手游是游戏研运公司重要的破局点	17
5 盈利预测与估值	19
5.1 盈利预测.....	19
5.2 相对估值.....	20
6 风险提示	20

图 目 录

图 1: 电魂网络历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 公司 2015 年以来营收与增速.....	2
图 4: 公司 2015 年以来归母净利润变动.....	2
图 5: 公司 2015 年以来毛利率变动情况.....	3
图 6: 公司 2015 年以来四费率变动情况.....	3
图 7: 公司 2015 年以来主营业务营收占比情况.....	3
图 8: 公司 2015 年以来各分部收入情况 (单位: 亿元).....	3
图 9: 公司战略布局海外市场.....	4
图 10: 新游储备《螺旋勇士》.....	5
图 11: 《梦三国 2》入选杭州亚运会八大电竞项目.....	5
图 12: 2014 年以来我国游戏市场规模及增速.....	5
图 13: 2014 年以来我国游戏用户规模及增速.....	5
图 14: 2014 年以来我国移动游戏市场规模及增速.....	6
图 15: 2014 年以来我国手游市场规模占比.....	6
图 16: 2014 年以来我国客户端游戏市场规模及增速.....	6
图 17: 2014 年以来我国网页游戏市场规模及增速.....	6
图 18: 2016-2024 年我国 MOBA 手游市场规模及预测.....	7
图 19: 2020 年我国电竞直播用户观看游戏类型分布.....	7
图 20: 《星际争霸》中的自定义地图 AOS.....	8
图 21: DOTA 封面图.....	8
图 22: 2016 年以来我国电竞市场规模及增长率.....	10
图 23: 2016 年以来我国电竞用户规模及增长率.....	10
图 24: 《梦三国》游戏英雄.....	13
图 25: 《梦三国》游戏画面.....	13
图 26: 2013-2018 年《梦三国》充值流水 (单位: 亿元).....	13
图 27: 2013-2018 年《梦三国》月平均付费人数及 ARPU 值.....	13
图 28: 《梦三国手游》复刻版.....	14
图 29: 《梦三国手游》游戏画面.....	14
图 30: 《梦三国手游》上线以来 IOS 畅销榜排名变化.....	14
图 31: 2014-2018 年《梦塔防》充值流水 (单位: 亿元).....	15
图 32: 2014-2018 年《梦塔防》月平均付费人数及 ARPU 值.....	15
图 33: 《梦塔防手游》自走棋操作指南.....	15
图 34: 2019 年至今《梦塔防》排名情况.....	15
图 35: 图 35: 《我的侠客》角色参数.....	16
图 36: 图 36: 《我的侠客》游戏剧情.....	16
图 37: 《我的侠客》TAPTAP 评分.....	16
图 38: 《我的侠客》上线以来排名情况.....	16
图 39: 2014 年以来我国自研游戏海外市场规模及增长率.....	17

图 40:《摩尔庄园》上线以来 IOS 畅销榜排名变化	18
图 41:《QQ 飞车》端游教学视频	18
图 42:《QQ 飞车》手游操作界面	18
图 43:《英雄联盟》PC 版	19
图 44:《英雄联盟》手游版	19

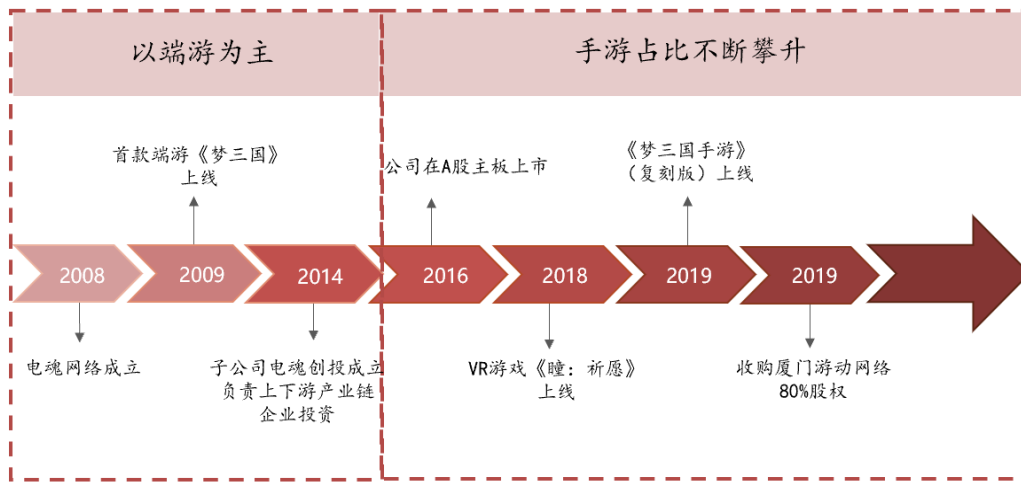
表 目 录

表 1: 热门 MOBA 游戏介绍	8
表 2: 2020 年各地政府对电竞产业扶持政策	10
表 3: 电魂创投电竞相关投资业务	11
表 4: 公司主要游戏产品简介	12
表 5: 分业务收入及毛利率	19
表 6: 可比公司相对估值	20
附表: 财务预测与估值	21

1 公司概况：深耕游戏行业 12 年的研发驱动型公司

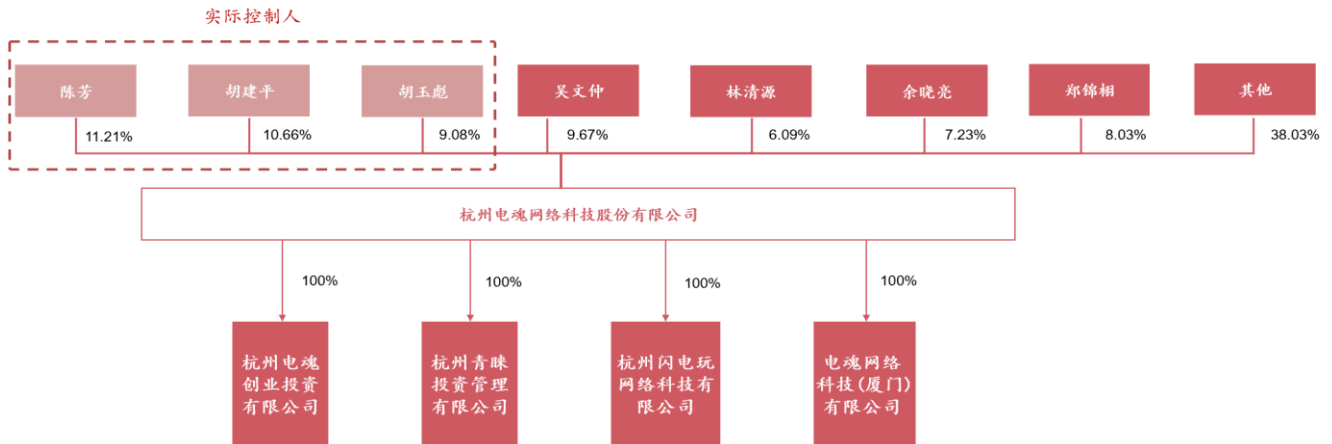
公司成立于 2008 年，以端游和手游的研发与运营为核心业务，专注于成为“国内一流的游戏研发和运营公司”。2009 年，公司成立之初推出首款产品《梦三国》已连续运营超 11 年，具有极强的用户黏性，2019 年又推出《梦三国手游》（复刻版），驱动公司营收大幅增长。近 5 年来，公司以客户端游戏为基础逐步向移动端游戏延伸，同时也布局了 H5 游戏、VR 游戏、主机、单机游戏、APP 平台、漫画和电竞赛事等领域。2019 年以来，得益于公司核心产品顺利实现“端转手”，且成功收购以养成模拟经营类手游为主的游动网络 80% 股权，公司营收连续两年同比增长近 50%，移动端游戏成公司业绩增长的主要驱动力。公司目前上线运营的自研游戏包括端游产品《梦三国》、《梦塔防》；手游产品《梦三国手游》（复刻版）、《我的侠客》、《解神者》、《梦塔防手游》、《野蛮人大作战》等。同时布局 VR 游戏《瞳》、H5 游戏《怼怼梦三国》等，平台产品包括《H5 闪电玩平台》和《口袋梦三国》等。

图 1：电魂网络历史沿革



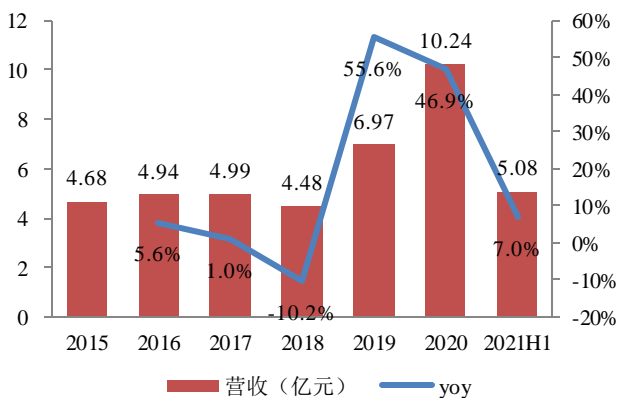
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：ifind 数据显示，公司前十大股东中的胡建平、陈芳与胡玉彪为公司实际控制人，也是公司的联合创始人，构成一致行动人关系，三人合计持股 31%。其中胡建平和陈芳系夫妻关系。余晓亮和林清源作为另外两位联合创始人目前分别持股 7.23% 和 6.09%。公司董事余晓亮曾任腾讯科技（深圳）有限公司主策划，胡玉彪曾任腾讯科技（深圳）有限公司等开发工程师，公司副总、艺术总监郝杰曾任北京拓洲冠宇科技有限公司副主美、副总监，几位高管均有游戏开发或主美背景。

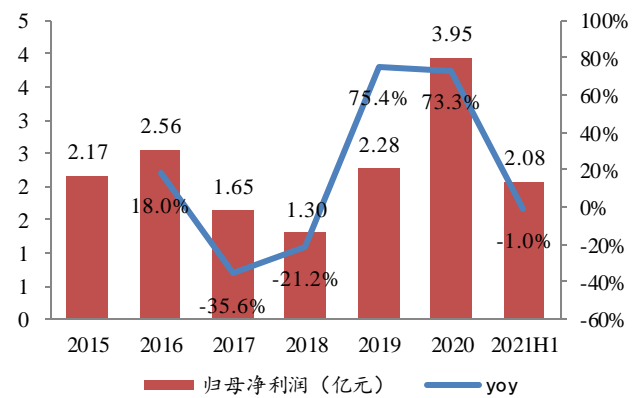
图 2：公司股权结构


数据来源：公司公告，ifind，西南证券整理

营收 2019 年以来大幅增长，净利润震荡上行：2015-2018 年，公司营收较为稳定，主要由客户端游戏业务驱动，客户端游戏占比九成。2019 年，移动端游戏占比大幅提升至近 40%，营收增幅由负转正且超 50%，主要由移动端游戏收入的大幅增长驱动，2019 年移动端游戏收入达 2.75 亿元，同比增长 374.14%，而移动端手游收入增幅较小。同年公司收购了游动网络，被收购方承诺 2019、2020 年净利润分别达 5000 万元、6000 万元；2019、2020 年游动网络实际净利润分别为 5168.24 万元和 6940.88 万元，均超额完成业绩承诺，不存在商誉减值。预计 2021 年营收仍会保持稳定增长。公司净利润波动较大，2016-2018 年持续下降，主要系公司处于“端转手”的战略调整期，研发费用与推广费用支出增加。2019 年起净利润以近 75% 的增幅稳定上升，2021 上半年达 2.08 亿元，与去年同期净利润基本持平。

图 3：公司 2015 年以来营收与增速


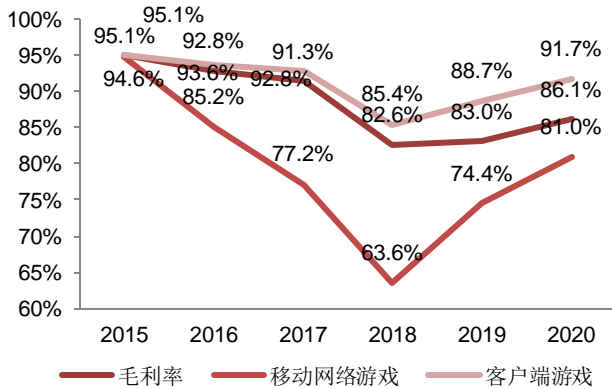
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2015 年以来归母净利润变动


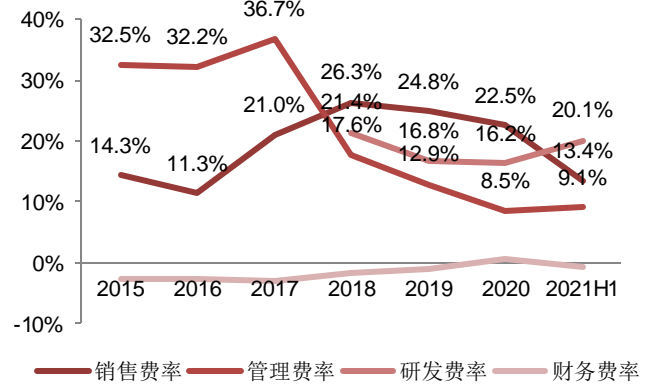
数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率保持高位，费用率整体稳定：公司毛利率自 2015 年以来持续下滑，2018 年下滑最为明显，主要系公司战略转型过程中，新手游的运营成本增加，且核心端游产品生命周期走向成熟期的影响。整体上公司毛利率仍保持高位，即使有所下滑但仍保持在行业较高水平。2016 年以来公司的销售费率先增后降，主要由于公司完成“端转手”的转型，新手游运营

推广费用降低且《梦三国》、《梦塔防》等端游收入增加。2015-2018年管理费率包含了研发费率,剔除后明显下降。公司长期致力于提升游戏质量,重视研发投入,研发费率保持稳定,,2021H1研发费用达1.02亿元。

图 5: 公司 2015 年以来毛利率变动情况


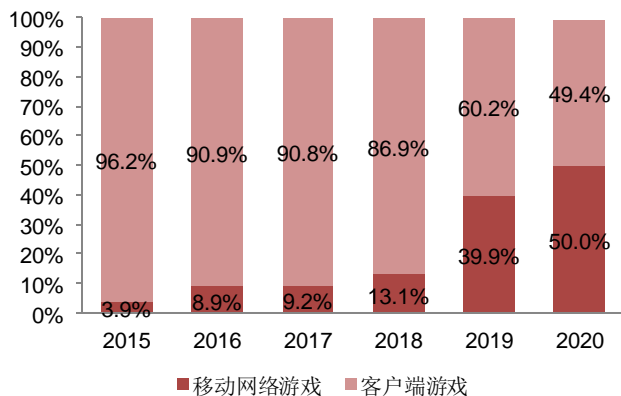
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司 2015 年以来四费率变动情况


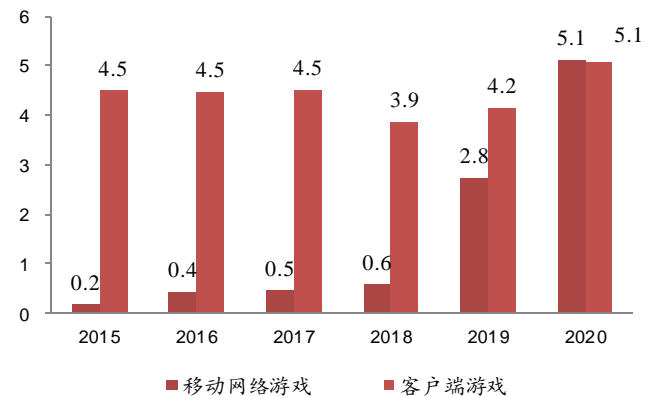
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

主营业务结构: 公司 12 年来持续深耕游戏领域, 初期以客户端游戏的研发为主, 移动端游戏为辅。2015 年以来, 公司跟随市场“端转手”的趋势, 上线《野蛮人大作战》等多款手游, 不断提高移动端游戏业务占比, 2019 年通过推出《梦三国手游》(复刻版) 以及收购以养成模拟经营类手游为主的游动网络成功实现“端转手”, 移动端游戏逐渐成为公司业绩增长的主要驱动力。

公司的客户端游戏收入保持稳定, 自研自发的经典 IP《梦三国》作为与《英雄联盟》和《Dota2》并列的三大 MOBA 游戏之一, 长线运营超 9 年, 持续为公司带来稳定的客户端游戏收入。2015 年上线的《梦塔防》也是公司核心端游产品之一。2020 年公司客户端游戏实现营收 5.15 亿元, 同比增长 12.93%。2015 年起移动端游戏市场迅速崛起, 公司也开始投入手游研发, 并推出《梦三国手游》, 但并未带来营收的明显增长。2019 年公司重新推出《梦三国手游》(复刻版), 吸引大批端游玩家回归, 当年实现营收 2.75 亿元, 同比增长超 370%, 营收占比达 40%。2020 年手游业务占比超端游, 实现营收 5.15 亿元, 成为公司主要业绩增长来源。

图 7: 公司 2015 年以来主营业务营收占比情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 公司 2015 年以来各分部收入情况 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

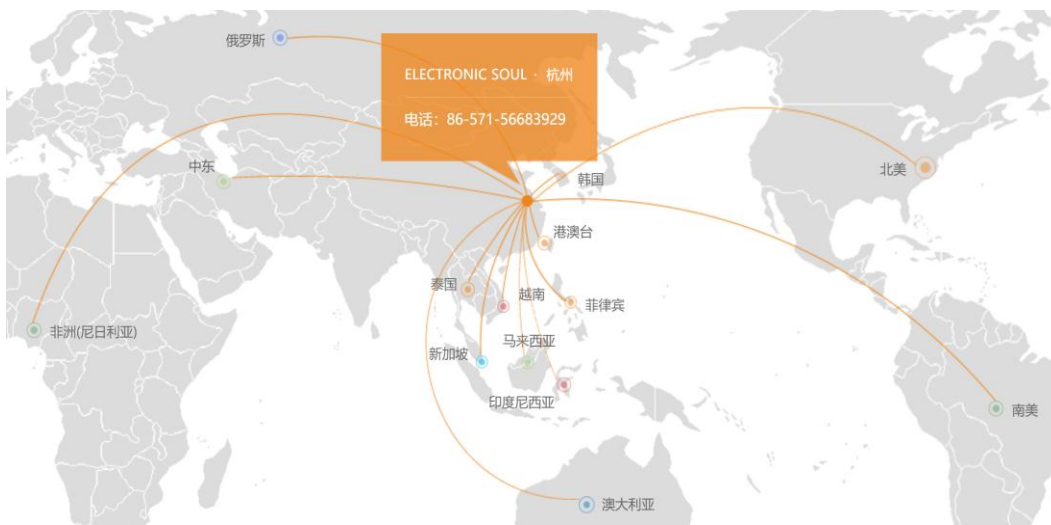
公司战略布局：公司以成为“国内一流的泛娱乐综合服务商”为愿景，致力于在未来五年内成为国内知名的精品游戏研发与运营商。

1) 加大研发投入，端游手游并行。一方面，公司将以游戏研发运营为核心业务，不断升级游戏版本、提高服务品质，延长《梦三国》端游、《梦三国手游》、《梦塔防端游》、《梦塔防手游》等产品的生命周期，维持稳定的营收增长；另一方面，公司将继续加大研发投入，依托自身积累的研发优势，跟随市场变化进一步丰富公司产品结构，为公司注入新的业绩增长点。

2) 完善运营体系，扩大玩家群体。公司将进一步完善游戏运营体系，应对日趋激烈的市场竞争，优化品牌建设、媒体宣传、活动策划、地面推广、商务合作到客户服务等运营环节，扩大公司的玩家基础，带来稳定的经营收入。

3) 拓展海外市场，传播民族文化。公司将稳步推进全球化网络游戏研发能力，完善《梦三国手游》登陆港台地区及东南亚市场、《解神者》于日韩地区的发行渠道及运营工作，努力将富有中国民族特色和历史文化内涵的网络文化产品推陈出新，向海外输出更多优秀游戏产品；同时借助于公司较强的运营经验，探索引进更多海外著名影视 IP，以丰富公司产品品类和盈利模式。

图 9：公司战略布局海外市场



数据来源：公司官网，西南证券整理

新游产品线衔接较好，《梦三国 2》入选亚运项目。2021 年 11 月 5 日，在第四届中国国际进口博览会新闻发布会上，杭州亚组委正式公布 2022 年杭州亚运会电子竞技小项设置，其中公司出品的《梦三国 2》入选电竞比赛小项。此次入选进一步提升电竞热度及《梦三国 2》知名度，有望吸引更多玩家，扩大玩家群体，带动流水提升。2020、2021 年，公司推出多款新游如《我的侠客》、《解神者》，TapTap 评分 8.5 的卡牌游戏《2047》及 PC 端 Roguelike 手游《元能失控》。目前公司有《野蛮人大作战 2》、《螺旋勇士》等在研游戏已取得版号，预计上线后将带动业绩增长。

图 10: 新游储备《螺旋勇士》



数据来源: TAPTAP, 西南证券整理

图 11: 《梦三国 2》入选杭州亚运会八大电竞项目



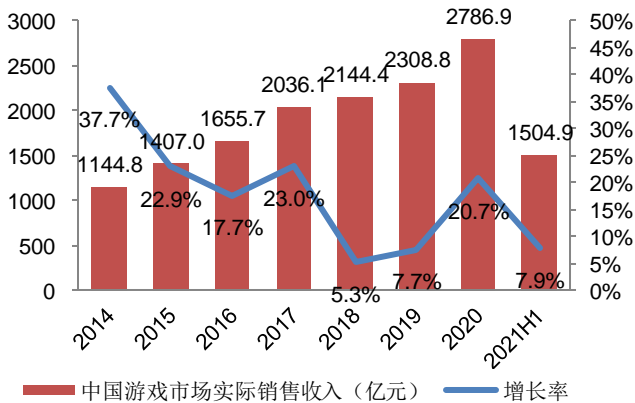
数据来源: 电魂网络公众号, 西南证券整理

2 游戏市场：手游市场持续扩容，MOBA 维持较高热度

2.1 手游市场稳增，端游页游市场逐年下降

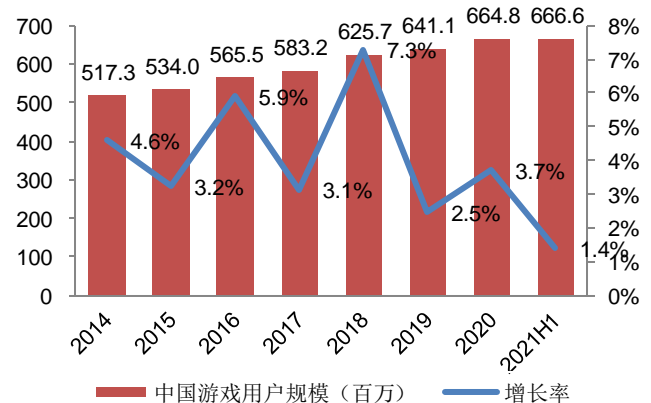
游戏行业增速持续放缓，手游占比不断攀升。2014 年以来，我国游戏市场规模增速逐渐放缓，2020 年疫情影响下，线上娱乐业务销售收入显著提升，我国游戏市场规模增速也回升至 20.71%，2021 上半年增速重新回落至 7.89%，与 2019 年增速持平，2015-2020 年复合增速为 14.65%。随着智能手机普及与手游研发能力不断提高，我国游戏用户规模 2014 年以来一直保持稳定增长，2018 年突破 6 亿人，2021H1 游戏用户规模达 6.67 亿人，2015-2020 年复合增速为 4.48%。游戏行业市场规模及用户规模整体缓慢稳定增长，虽然已经度过了高速发展期，但仍有一定的利润空间。

图 12: 2014 年以来我国游戏市场规模及增速



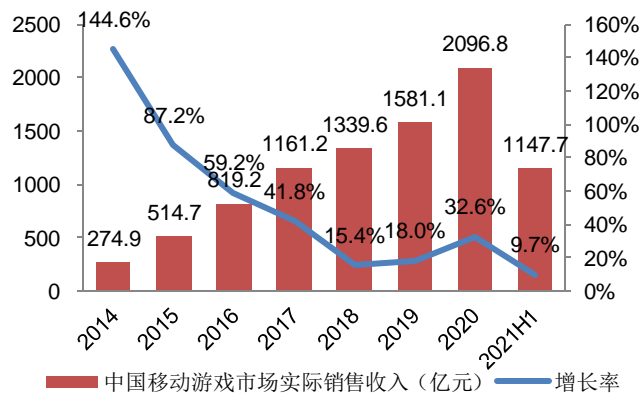
数据来源: GPC&IDC, 西南证券整理

图 13: 2014 年以来我国游戏用户规模及增速

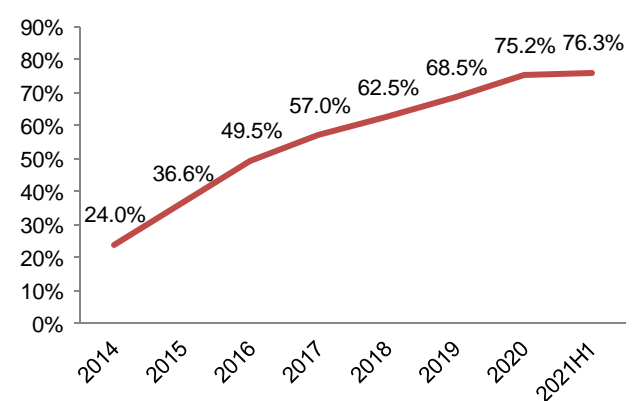


数据来源: GPC&IDC, 西南证券整理

手游市场维持平稳增速，成为行业收入主要驱动力。2014年前后为我国手游市场快速发展期，市场规模高速增长，近5年以来增速虽不断放缓，但仍在市场规模破千亿的大基数下维持增长态势。2020年受疫情影响，手游市场销售收入大幅提升，2020年收入达2096.8亿元，同比增长32.6%，增速明显回升，2015-2020年复合增速为32.44%。2021H1手游市场销售收入达1147.7亿元，与去年同期相比增长9.7%，在2020H1的大幅增长基础上增速有所回落。2014年以来，手游市场规模占比不断提高，由2014年的24%增长到2021H1的76.3%，手游市场占比已基本已稳定维持在75%并小幅增长，成我国游戏行业销售收入的核心驱动力。

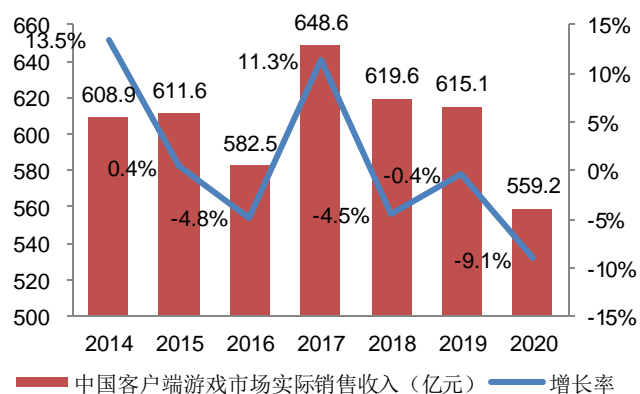
图 14：2014 年以来我国移动游戏市场规模及增速


数据来源：GPC&IDC，西南证券整理

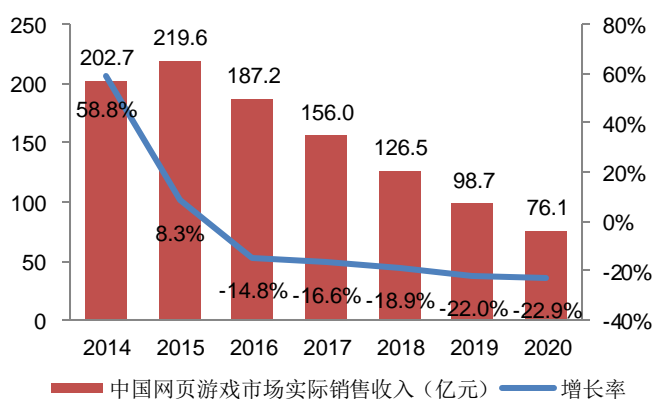
图 15：2014 年以来我国手游市场规模占比


数据来源：GPC&IDC，西南证券整理

端游页游市场规模持续萎缩，连续 4 年负增长。2014 年以来，我国端游市场步入成熟期，销售收入波动下降，2017 年小幅提升后连续几年负增长，2020 年端游市场规模达 559.2 亿元，同比下降 9.1%。页游市场规模 2015 年以来持续萎缩，2019 年已降至 100 亿元以下。考虑到端游的核心玩家群体较为稳定，且端游生命周期长于手游，未来端游市场仍将保持稳定中略有下滑的态势，页游市场规模或将持续萎缩，玩家规模不断缩小。我国游戏市场仍大概率延续以手游为主，端游市场规模稳定小幅下滑，其他游戏与页游市场进一步缩小的格局。

图 16：2014 年以来我国客户端游戏市场规模及增速


数据来源：GPC&IDC，西南证券整理

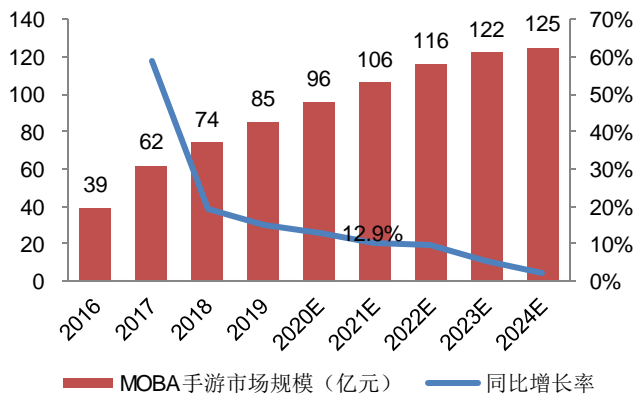
图 17：2014 年以来我国网页游戏市场规模及增速


数据来源：GPC&IDC，西南证券整理

2.2 MOBA 类游戏：热度最高的电竞直播游戏类型

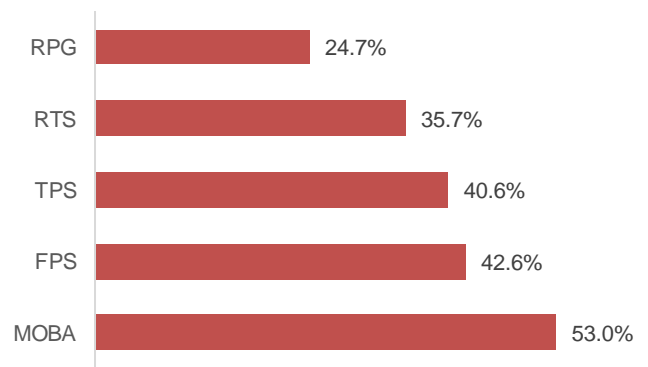
细分来看，2016 年以来，作为最热门的电玩游戏品类之一，我国 MOBA 类型手游市场规模持续稳定增长，2019 年 MOBA 手游市场规模已达 85 亿元，占整个手游市场规模比重为 4.7%。近几年增速有所放缓，预计未来 MOBA 手游市场规模仍将平稳增长，2020-2024 年预测 CAGR 约为 6.8%，2023 年市场规模将突破 120 亿元。2020 年我国电竞直播用户观看游戏类型中 MOBA 游戏占比达 53%，为热度最高的电竞直播游戏类型。MOBA 作为精品网络游戏中重要的组成部分，生命周期长，玩家群体稳定，市场规模持续增长，具有稳定的创收能力。

图 18：2016-2024 年我国 MOBA 手游市场规模及预测



数据来源：观研天下，西南证券整理

图 19：2020 年我国电竞直播用户观看游戏类型分布



数据来源：观研天下，西南证券整理

起源于《星际争霸》自定义地图，《英雄联盟》掀起 MOBA 热。1998 年，暴雪娱乐制作发行《星际争霸》，一位玩家利用其中的地图编辑器制作出一张名为 Aeon Of Strife 的自定义地图，成为所有 MOBA 游戏的雏形。玩家们可以在这张地图中控制一个英雄单位与电脑控制的敌方团队进行作战，地图有 3 条兵线，并且连接双方主基地，获胜的目标就是摧毁对方主基地。

受到 AOS 地图的启发，2003 年，一位名叫 Eul 的地图编辑器创作出名为 Defense of the Ancients 的地图，随后其他的玩家们也纷纷通过增加英雄、物品和其他防御设施创作自己版本的 DOTA。经过多位作者更新，DOTA 成为最为成功的地图，从大体上奠定了后续 MOBA 游戏的基本框架。《半神》《英雄联盟》等经典 MOBA 游戏也被成为类 DOTA 游戏。2014 年，《英雄联盟》创下同时在线 750 万人、月活跃玩家 6700 万人的记录，推动 MOBA 游戏成为世界上受众最广的游戏类型，其超高人气的赛事也极大地促进了电子竞技的发展。2021 年 11 月 7 日，《英雄联盟》中国赛区战队 EDG 获得 S11 世界赛冠军，引发讨论热潮，破圈效应显著，再度点燃 MOBA 电竞热情。

图 20: 《星际争霸》中的自定义地图 AOS


数据来源: 搜狗图片, 西南证券整理

图 21: DOTA 封面图


数据来源: 搜狗图片, 西南证券整理

MOBA (Multiplayer Online Battle Arena) 是多人在线战术竞技游戏的简称, 也可称为动作即时战略游戏 (ARTS, action real-time strategy)。MOBA 游戏是以对抗为主, 防御为辅的游戏类型, 游戏中玩家被分为两队, 通常每个玩家只能控制其中一队中的一名角色或英雄, 利用及运营游戏规则中的小兵、防御塔、野区等游戏内容, 以消灭对方队伍的阵地建筑或击杀敌方英雄达到一定数量为胜利条件。

在 MOBA 游戏中, 玩家可以选择技能各异的“英雄”、购买不同功能和外形的装备与皮肤, 精心设计的人物形象与装备功能吸引了一大批玩家。对战过程中, 由于不同的角色拥有不同的技能, 玩家需要根据敌方和友方的队伍配置来制定针对性的战术和策略, 在即时性的战斗中感受紧张刺激的气氛, 并根据不同阶段采用不同打法。一场游戏持续时间较长, 配合得当、旗鼓相当的两队玩家进行一次游戏可持续 40-60 分钟。经典 MOBA 手游《王者荣耀》中还设置了排位赛, 即玩家到达一定级别后可以参加排位赛, 通过取得胜利升级段位, 每个赛季结束将进行段位清零。为了达到高段位, 玩家每天需要花费大量时间参加排位赛, 产生心流, 如此反复循环, 具有较高的成瘾性。

表 1: 热门 MOBA 游戏介绍

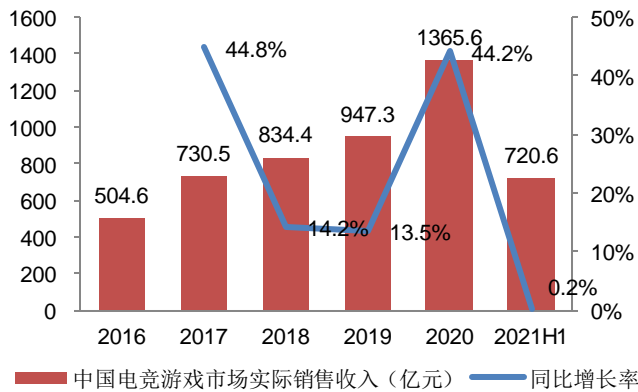
游戏名称	游戏厂商	TAPTAP 评分	上线时间	运营模式	游戏封面
《梦三国》	电魂网络	6.6	2009/12/10	自主运营	
《英雄联盟》	Riot Games	8.4	2011/9/22	中国内地由腾讯游戏代理运营	

游戏名称	游戏厂商	TAPTAP 评分	上线时间	运营模式	游戏封面
《DOTA2》	IceFrog 美国 Valve	未收录	2013/07/09	中国大陆由完美世界代理运营	
《风暴英雄》	暴雪娱乐公司	未收录	2015/06/03	中国大陆由网易公司代理	
《王者荣耀》	腾讯游戏 天美工作室群	5.7	2015/11/26	自主运营	
《决战！平安京》	网易	6.3	2019/01/18	自主运营	

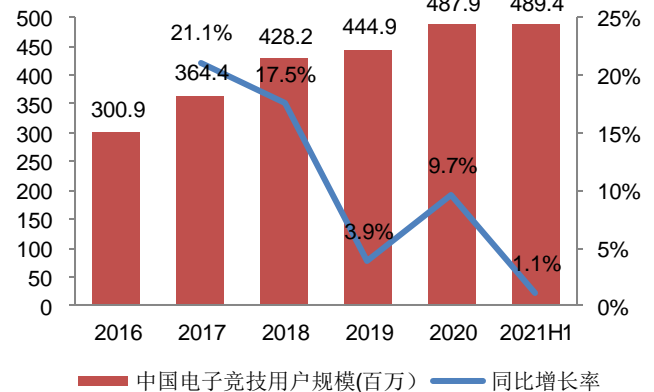
数据来源：搜狗百科，西南证券整理

2.3 电竞市场：产业政策扶持下进入高速发展期

电竞市场规模持续扩张，增速波动较大。2016 年以来，我国电竞游戏市场规模不断扩大，2020 年电竞市场销售收入实现 1365.57 亿元，同比增长 44.16%，主要系疫情影响下普外体育赛事停办，且各级政府相继出台电竞产业相关扶持政策。2016-2020 年我国电竞市场规模复合增长率达 28.26%。由于 2020H1 基数相较以往创新高，2021H1 电竞游戏市场规模相比去年同期基本持平，保持在历史最好数据。近 5 年我国电竞用户规模也保持稳定增长，2019 年以来增速放缓，截至 2021 年 6 月，我国电竞用户规模达 4.89 亿人。

图 22：2016 年以来我国电竞市场规模及增长率


数据来源：GPC&IDC，西南证券整理

图 23：2016 年以来我国电竞用户规模及增长率


数据来源：GPC&IDC，西南证券整理

政策扶持下，电竞产业或进入发展快车道。2020 年，多地区各级政府先后出台了扶持电竞产业发展的政策，包括鼓励老旧厂房资源转型升级为专业化电竞场馆，并根据改造投入发放一定比例的补贴，最高上限可达 1000 万元；鼓励企业承办或引进电竞赛事及相关活动，根据电竞赛事的等级与实际承办费用予以补贴；加大电竞俱乐部培育力度、打造电竞产业集聚区，对该地区入驻的知名电竞俱乐部、顶级俱乐部给予培训补贴；支持电竞原创内容输出，对开发原创电竞类游戏的企业，所开发游戏经国家主管部门批准并正式上线运营，按照游戏开发投资额的一定比例给予资助等。在各级政府的财政补贴与政策支持之下，电竞产业未来将进入高速发展期，带动电竞游戏不断创收，拉长生命周期，实现长尾稳定运营。

表 2：2020 年各地政府对电竞产业扶持政策

地区	时间	文件名称	主要内容
北京	2020.4	《北京市文化产业发展引领区建设中长期规划（2019 年—2035 年）》	打造电子竞技产业品牌。加强电子竞技品牌建设布局规划
	2020.8	《海淀区关于支持数字文化产业发展的若干措施（电竞产业篇）》	将区内老旧厂房空间、业态调整空间转型升级为电竞场馆，对达标电竞场馆建设进行补贴，最高不超过 1000 万元人民币
	2020.8	《石景山区促进游戏产业发展实施办法》	鼓励盘活区内老旧厂房资源转型升级为电竞场馆，建成后可根据改造规模、投资额等获得资金后补贴
	2020.12	《北京经济技术开发区电竞游戏产业政策》	在区内建设或改建可承办国内外顶级电竞赛事的 S 级专业电竞场馆，经认定后可按照实际投入金额的 30% 给予资助，支持金额不超过 1000 万元
	2020.12	《北京智慧电竞赛事中心建设规划》	北京将从政策支持、精品生产、科技应用、消费带动等方面发力，推动电竞产业繁荣发展
上海	2020.1	《静安区关于促进电竞产业发展的实施方案》	打造头部企业集聚、电竞生态丰富、赛事活动高端、专业人才汇聚的“灵石中国电竞中心”
	2020.8	《电子竞技直播技术管理规范》	完善规范上海电竞体系
	2020.8	《电子竞技直播平台管理规范》	
广东	2020.11	《广州市黄埔区、广州开发区促进游戏电竞产业发展若干意见》	建设专业化电竞场馆、加大电竞俱乐部培育力度、塑造特色化电竞赛事品牌
	2020.12	《广州市天河区电竞产业发展规划（2020-2030 年）》	全面实施数字化发展战略，明确天河区 2020-2030 年电竞产业

地区	时间	文件名称	主要内容
			发展思路、发展目标、战略布局、发展举措、实施保障
	2020.12	《深圳市南山区关于支持电竞产业发展的实施意见》	三个发展目标：打造顶级电竞赛事举办地、中国电竞产业总部基地、粤港澳电竞产业中心
江苏	2020.6	《江宁开发区促进电子竞技产业加快发展的三年行动计划》	提出以“电竞+科技”、“电竞+教育”、“电竞+旅游”为发展路径，构建电竞产业生态闭环，打造电竞产业集聚区
	2020.6	《促进电子竞技产业加快发展的若干政策》	
	2021.1	《关于促进苏州市电竞产业健康发展的实施意见》	举办电竞赛事补助、龙头骨干电竞企业经济贡献奖励、原创电竞游戏产品研发奖励
陕西	2020.3	《西安曲江新区关于支持电竞游戏产业发展的若干政策（修订版）》	支持从事电竞、游戏、“文化+互联网”产业相关业务的企业
四川	2020.5	《关于推进“电竞+”产业发展的实施意见》	完善产业生态建设、打造多层次赛事体系、建强产业发展载体、积极推动融合发展、加强人才队伍建设、优化产业发展环境
云南	2021.1	《盘龙区支持电子竞技产业发展相关措施》	充分利用盘龙区商务楼宇、商业综合体及其他城市闲置空间，以电竞数娱全产业链发展为导向，构建区域性电子竞技产业高地

数据来源：各级政府文件，西南证券整理

随着电竞文化逐渐由社区文化走向流行文化，公司做出相应布局。2019年，公司的投资业务平台电魂创投投资了奥义电竞，其以普通电竞赛事为切入点开设了更多面向年轻人的赛事，并且围绕赛事建立了社区，社区内容包括自主孵化的KOL相关信息、电竞圈内新鲜的八卦、游戏攻略、赛事信息等多个方面，为用户提供专业的交流空间。此外，公司还布局电竞大数据分析等业务。

表 3：电魂创投电竞相关投资业务

公司名称	公司类型	持股比例	业务简介
奥义电竞	电竞赛事服务	25%	提供电竞赛事执行、设备检测、视频制作等相关服务
四方格	游戏媒体	24%	游戏、VR和电竞的媒体传播
大鹤文化	电竞直播经纪业务	1%	移动电竞直播经纪业务

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 主营产品分析：“端游+手游+VR/H5游戏”齐头并进

公司坚持“为用户研发优秀的精品网络游戏”为宗旨，目前以手游和端游的研发、制作和运营为主，以客户端游戏为基础逐步向移动端游戏延伸，同时也布局H5游戏、VR游戏、主机、单机游戏、APP平台、漫画和电竞赛事等领域。

目前上线运营的自研游戏包括端游产品《梦三国》、《梦塔防》；手游产品《梦三国手游》（复刻版）、《我的侠客》、《解神者》、《梦塔防手游》、《野蛮人大作战》等；VR游戏《瞳》等；H5游戏《怼怼梦三国》等；平台产品包括《H5闪电玩平台》和《口袋梦三国》等。

表 4：公司主要游戏产品简介

端游/手游	游戏名称	游戏类型	上线时间	运营模式	游戏封面
端游	《梦三国》	MOBA	2009.12	自主运营	
	《梦塔防》	塔防竞技类	2015.4	自主运营	
手游	《梦三国手游》 (复刻版)	MOBA	2019.7	自主运营	
	《我的侠客》	RPG	2020.11	腾讯极光计划发行	
	《解神者》	ARPG	2020.10	自主运营	
	《梦塔防手游》	塔防竞技类	2019.4	自主运营	
	《野蛮人大作战》	IO类	2017.7	自主运营	

数据来源：公司公告，搜狗图片，西南证券整理

3.1 《梦三国》：三国题材赋能，经久不衰

作为成立于端游时代的游戏研发公司，公司自研自发的首款产品《梦三国》即为第一批国产 MOBA 类端游，填补了国内 MOBA 类游戏的空白。《梦三国》坚持长线化运营策略，上线十年仍为网吧热门游戏，与《英雄联盟》和《Dota2》并列为三大 MOBA 类端游。公司将《梦三国》定位于国风竞技类端游，采用了类 DOTA 的地图设计，以三国 IP 为背景，玩家可以搜集不同三国人物的英雄卡，通过团队配合和个人操作赢得胜利。2015 年，公司进行画质、游戏机制等方面全面更新升级后推出《梦三国 2》，并于 2020 年 1 月上线腾讯 WeGame 平台，上线后其在火爆新品榜位居首位时长达 1 个月。

图 24：《梦三国》游戏英雄



数据来源：搜狗图片，西南证券整理

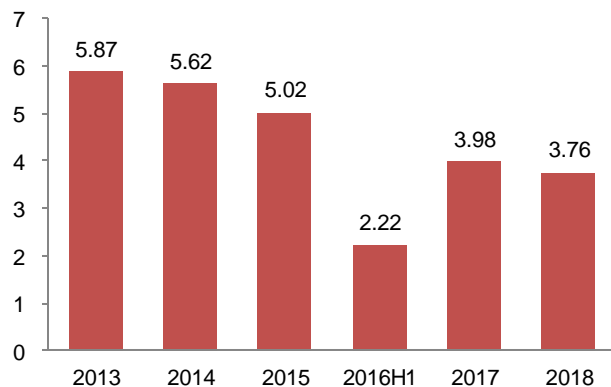
图 25：《梦三国》游戏画面



数据来源：搜狗图片，西南证券整理

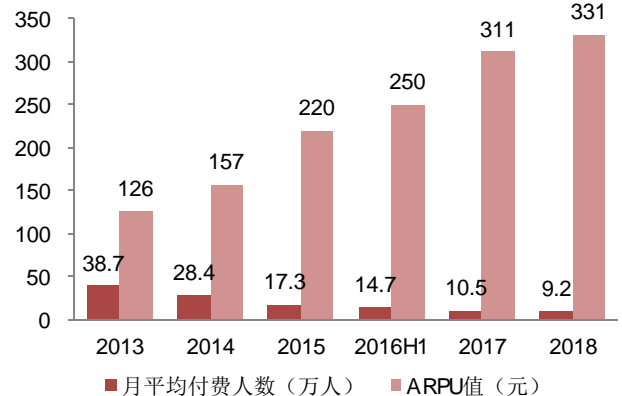
流水贡献稳定，ARPU 值持续走高。《梦三国》作为第一批 MOBA 类端游，一直拥有自己的核心玩家，2013 年以来虽然充值流水缓慢减少，但仍是公司客户端游戏营收的主要来源，2018 年《梦三国》实现充值流水 3.76 亿元，ARPU 值再度提升至 331 元，上线运营近 10 年月平均付费人数仍达 9.2 万人，ARPU 值稳定提升，预计未来仍将为公司贡献主要的端游收入，用户粘性高，核心玩家群体稳定。

图 26：2013-2018 年《梦三国》充值流水（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：2013-2018 年《梦三国》月平均付费人数及 ARPU 值



数据来源：公司公告，西南证券整理

2015年，游戏市场“端转手”趋势初现，公司紧跟形势，推出首款“端转手”作品《梦三国手游》，由北京昆仑代理在中国内地以及港澳台地区的运营。相较于端游版本，手游保留了《梦三国》的基础框架，也对玩法和操作做了适应性的改进；但同年竞品《王者荣耀》于年底上线，迅速吸引大批手游玩家，形成稳定的粉丝基础，一定程度上导致《梦三国手游》流水不及预期。

2019年2月，公司开启《梦三国手游》(复刻版)测试，并于同年7月正式上线。复刻版本由端游物理引擎打造，将端游的画面风格与角色设定延续到了移动端，保留端游经典的“MOBA+MMO”副本玩法，并提供多种模式的PVP和PVE形式。

图 28:《梦三国手游》复刻版



数据来源: 搜狗图片, 西南证券整理

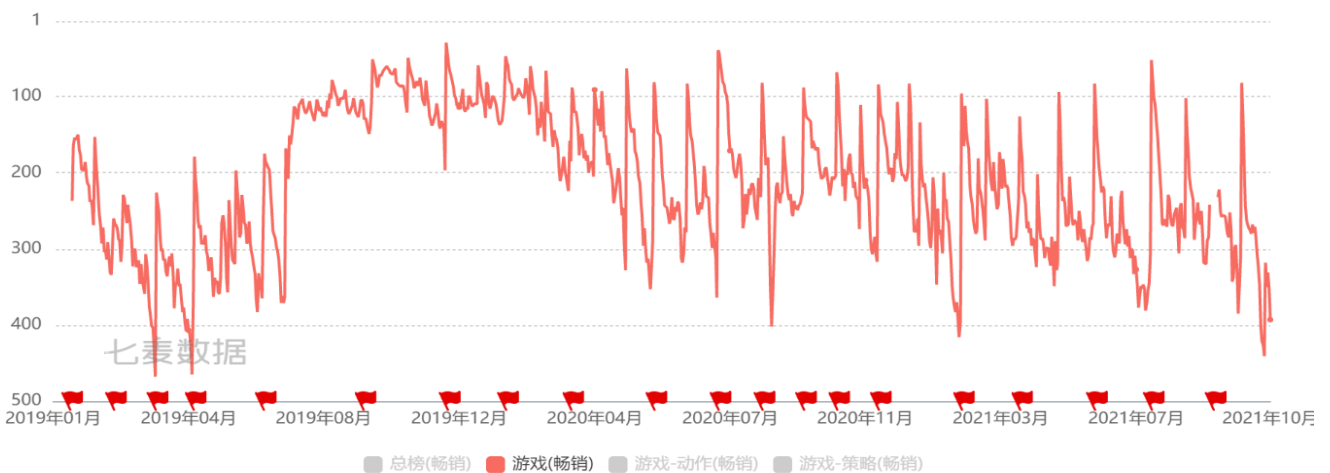
图 29:《梦三国手游》游戏画面



数据来源: 搜狗图片, 西南证券整理

上线以来,《梦三国手游》(复刻版)延续良好表现。截至2021年10月,总下载量约为309.4万次,TAPTAP评分6.6,近一年畅销榜最好成绩为52名,整体稳定在100-300名区间。《梦三国手游》(复刻版)的上线推动2019年公司移动端游戏营收实现2.75亿元,相较于2018年,手游业务占比由13%大幅提升至39.9%,助力公司成功实现“端转手”策略。《梦三国手游》延续端游的世界观与玩法,吸引大批端游玩家回归,拥有稳定的核心玩家和创收能力,预计未来将与PC版本共同进行长线化运营,持续为公司带来移动端游戏收入。

图 30:《梦三国手游》上线以来IOS畅销榜排名变化

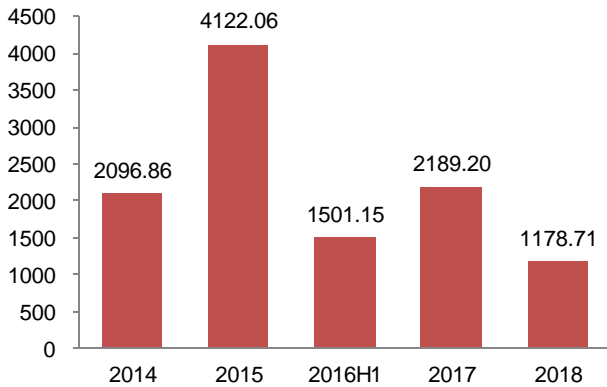


数据来源: 七麦数据, 西南证券整理

3.2 《梦塔防》：“RPG+塔防+即时对战”多要素并举

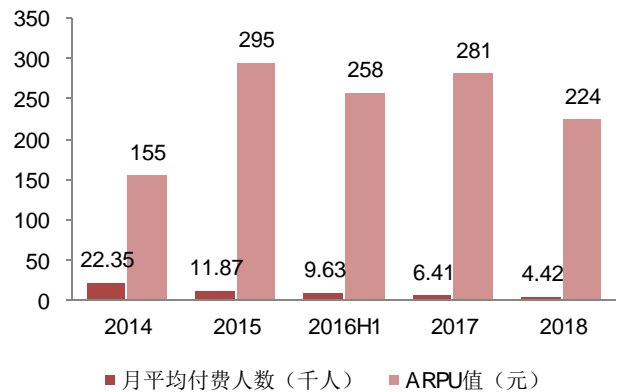
《梦塔防》是公司继《梦三国》之后上线的又一款自主运营的端游，讲述了一个烽火狼烟，人、神、魔三族鼎立的三国时代故事。《梦塔防》添加了对战模式的玩法创新，打破塔防与竞技的游戏分类，创造出一款全新的“二合一”游戏，将传统的塔防类型加以改造、深度挖掘，组合了 MMORPG、SLG、养成类、等游戏类型的要素，以多人组队塔防为主要玩法，在强调塔防游戏布局、兵种搭配等特色的同时，加强玩家之间的互动交流与游戏内积累，重视竞技玩法的创新。2013 年游戏进行第一次技术封测，2015 年开启公测。

图 31：2014-2018 年《梦塔防》充值流水（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：2014-2018 年《梦塔防》月平均付费人数及 ARPU 值



数据来源：公司公告，西南证券整理

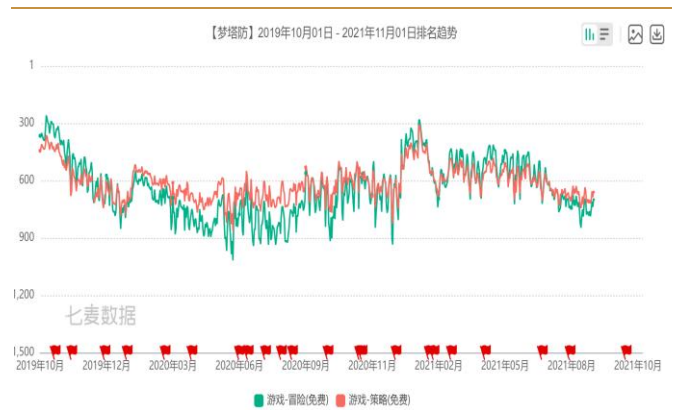
2019 年 4 月，公司上线了《梦塔防手游》，在其中加入自走棋的新玩法并进行了大量的优化调整。《梦塔防》采用 3V3 即时对抗的形式，只需要在规定时间内完成操作即可。游戏中怪物数量可达 300 只以上，画面较为炫丽，给玩家带来极大的视觉冲击感。

图 33：《梦塔防手游》自走棋操作指南



数据来源：梦塔防官网，西南证券整理

图 34：2019 年至今《梦塔防》排名情况



数据来源：七麦数据，西南证券整理

3.3 产品线衔接较好,《野蛮人大作战2》蓄势待发

《梦三国》、《梦塔防》为公司手游及端游贡献稳定收入的同时,公司也在布局新的游戏项目。公司目前储备产品包括《螺旋勇士》和《野蛮人大作战2》。《野蛮人大作战2》已于2021年1月取得版号,《螺旋勇士》于同年6月获批版号,后续上线时间待定。

2020年11月,公司通过腾讯极光计划发行武侠沙盒RPG手游《我的侠客》,该游戏中玩家可以扮演不同角色穿梭在江湖世界,亲身游历于山河大川。高度自由的门派玩法贯穿整个游戏的始终,玩家可自由搭配各具特色的武学,也能学习门派技艺,如丐帮乞讨、少林藏经阁,比武决斗等。根据故事情节的发展,玩家最终的结局多达数十种,玩法体验较为丰富。

图 35: 图 35:《我的侠客》角色参数



数据来源: 搜狗图片, 西南证券整理

图 36: 图 36:《我的侠客》游戏剧情



数据来源: 搜狗图片, 西南证券整理

《我的侠客》上线一周内稳居IOS游戏免费榜前10,TAPTAP评分7.1分,上线一年以来下载量达74.1万。周年庆之际,游戏上线了限时剧本、新玩法、新宠物和新装备等,有望进一步带来流水增长,促进游戏长线运营。

图 37:《我的侠客》TAPTAP 评分



数据来源: 梦塔防官网, 西南证券整理

图 38:《我的侠客》上线以来排名情况



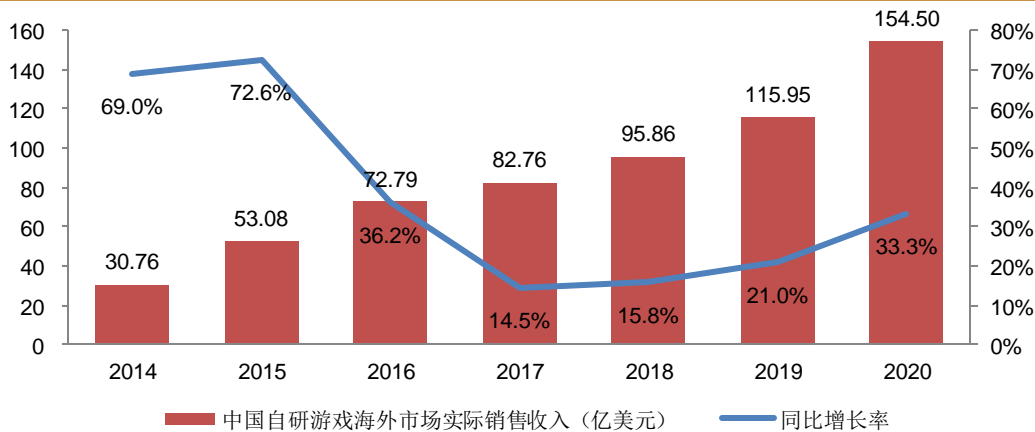
数据来源: 七麦数据, 西南证券整理

4 端游转手游是游戏研运公司重要的破局点

手游市场不断扩张，端游受挤压趋势或持续不变。近年来，随着智能手机出货量不断提高，以及手机厂商在屏幕、性能、色彩等方面不断优化手机配置，手机逐渐成为人们不可或缺的主要社交及娱乐工具。2015-2020年我国移动游戏市场规模 CAGR 为 32.4%，截至 2021 年 6 月，移动端游戏市场份额已超 75%，未来有望继续保持稳定增长，端游市场受挤压趋势大概率延续。我国海外游戏市场仍有较大增长空间，2017 年以来一直保持快速增长，增速持续提升，2020 年实现我国自研游戏在海外市场实现销售收入 154.5 亿美元，2014-2020 年 CAGR 为 49.7%。

“‘端转手’+出海发行”策略已经成为多家精品游戏厂商未来的重要战略规划，在进一步拓展海外市场的同时享受端游转手游带来的用户群体导流红利。

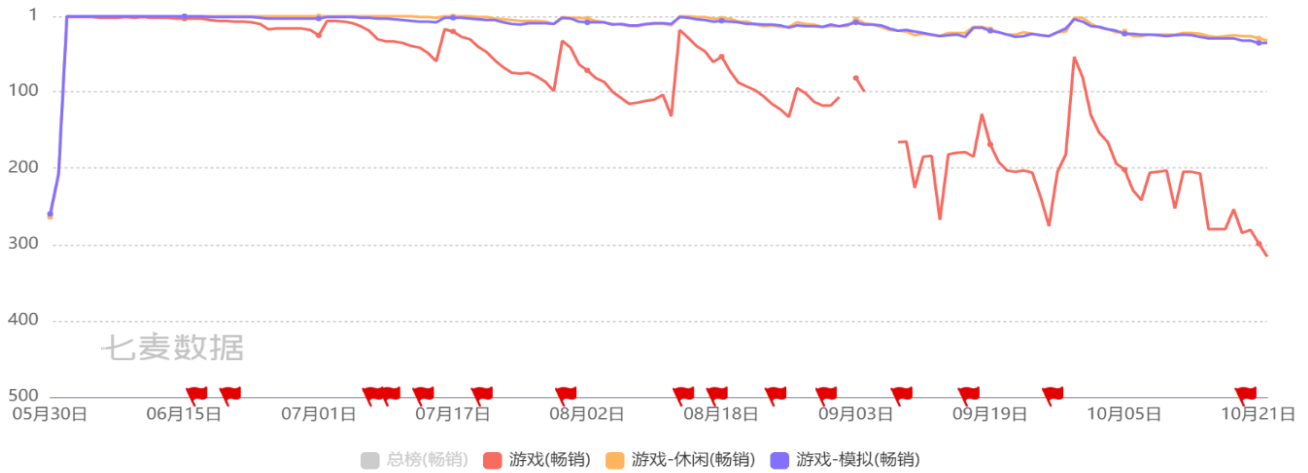
图 39：2014 年以来我国自研游戏海外市场规模及增长率



数据来源：GPC&IDC，西南证券整理

继承端游玩法与框架，导流端游核心玩家，端游 LTV 的另一种延续。端游转手游过程中，公司通常会将端游的基础框架和故事情节沿用到移动端，并做部分适应性调整。其中，在 PC 端就积累大量忠实用户的经典游戏 IP 是游戏厂商汲取 IP 红利的重要手段；尽管属于端游的大时代已经过去，但活跃在手游榜单前列的游戏仍有许多经典端游 IP，如《梦幻西游》、《天涯明月刀》、《倩女幽魂》等，至今仍位于各类榜单高位。2021 年 5 月 30 日，经典童年游戏 IP《摩尔庄园》手游上线，上线日吸引大批粉丝回归，首日下载量高达 43.15 万，上线 2 天迅速攀升至游戏畅销榜第 2，上线半月内维持游戏免费榜首位。尽管由于游戏玩法与设置并未完全满足玩家的预期，但上线之初《摩尔庄园》火爆的数据仍可证明经典 IP 形成的玩家导流和创造营收的卓越能力。

图 40: 《摩尔庄园》上线以来 IOS 畅销榜排名变化



数据来源: 七麦数据, 西南证券整理

简化操作方式与系统要求, 扩大玩家群体。大型竞技类端游往往对电脑配置有着极高的要求, 且游戏界面复杂, 需要配合键盘、鼠标共同操作, 玩家从入门到熟练操作需要一定时间的学习, 对于玩家的协调性和熟练度也有一定要求。而受制于手机屏幕尺寸与指端操作, 手游往往会相较于端游进行不同程度的简化, 包含操作手段和游戏界面等, 故简单易上手的操作方式和几乎无门槛的系统配置要求会吸引更多的玩家群体, 尤其是休闲类手游吸引了更多年龄圈层的玩家, 进一步提升了移动端游戏的 ARPU 值和活跃用户数, 甚至带来破圈效应。

图 41: 《QQ 飞车》端游教学视频



数据来源: 搜狗, 西南证券整理

图 42: 《QQ 飞车》手游操作界面



数据来源: 搜狗, 西南证券整理

充分利用碎片化时间, 提高核心用户留存。在城市化进一步提升导致通勤时间不断拉长的背景下, 许多传统 PC 游戏玩家难以抽出大量整块时间进行游戏, 而经典游戏 IP“端转手”趋势的出现, 使得玩家可以利用碎片化时间在通勤和较为短暂地放松时间利用手机进行游戏。大部分手游会以 7 天登录、每日任务等形式送出经验值、金币等虚拟奖励, 以此作为游戏循环的“钩子”, 提高玩家成瘾性, 维持用户的活跃度, 进一步增加游戏的销售收入。而端游因硬件设备限制很难让玩家保持每日的登录和在线时长, 相对较易流失用户。

图 43:《英雄联盟》PC 版



数据来源: 百度, 西南证券整理

图 44:《英雄联盟》手游版



数据来源: 百度, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 游戏行业政策不发生重大变化;

假设 2: 客户端游戏预计 2021-2023 年每年收入维持 6% 的稳定增长, 毛利率维持在 88%;

假设 3: 移动端游戏稳步推进, 产品衔接顺利, 预计 2021-2023 年收入增速为 8%/11%/13%, 毛利率维持在 75% 左右。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
移动端游戏	收入	512.2	553.2	614.0	693.8
	增速	86.4%	8.0%	11.0%	13.0%
	毛利率	81.0%	75.0%	75.0%	75.0%
客户端游戏	收入	506.5	536.9	569.1	603.2
	增速	22.2%	6.0%	6.0%	6.0%
	毛利率	91.7%	88.0%	88.0%	88.0%
合计	收入	1023.9	1090.1	1183.1	1297.1
	增速	47.0%	6.5%	8.5%	9.6%
	毛利率	83.0%	83.5%	84.0%	83.0%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取四家 A 股游戏公司，2021 年四家公司平均 PE 为 20 倍，2022 年平均 PE 为 16 倍。游戏行业或迎来拐点叠加公司《梦三国》长线经营稳定，新产品周期上线有望贡献业绩增量，我们给予公司 2022 年 20 倍 PE，对应目标价 34 元，首次覆盖，给予“买入”评级，建议关注。

表 6：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
300418.SZ	昆仑万维	23.56	4.26	1.42	1.64	5	17	14
002555.SZ	三七互娱	25.86	1.31	1.21	1.51	24	21	17
002602.SZ	吉比特	369.9	14.56	21.94	25.43	29	17	15
600633.SH	完美世界	19.5	0.80	0.75	1.23	37	26	16
平均值						24	20	16

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

6 风险提示

行业政策变动风险，市场竞争加剧风险，新游上线不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1023.95	1090.07	1183.13	1297.10	净利润	411.88	393.36	437.53	484.82
营业成本	142.41	185.31	195.22	207.54	折旧与摊销	20.03	24.25	24.25	24.25
营业税金及附加	8.95	9.63	10.52	11.48	财务费用	5.19	-110.90	-121.36	-132.43
销售费用	229.52	260.27	278.73	304.48	资产减值损失	-8.10	0.00	0.00	0.00
管理费用	87.09	316.12	343.11	376.16	经营营运资本变动	124.46	-281.81	-5.30	17.46
财务费用	5.19	-110.90	-121.36	-132.43	其他	7.02	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-8.10	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	560.49	24.91	335.13	394.10
投资收益	46.31	0.00	0.00	0.00	资本支出	-33.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	6.68	0.00	0.00	0.00	其他	42.39	0.00	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	9.18	0.00	0.00	0.00
营业利润	445.78	429.63	476.91	529.87	短期借款	7.31	-7.31	0.00	0.00
其他非经营损益	8.46	5.78	6.79	6.32	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	454.24	435.40	483.70	536.20	股权融资	100.67	0.00	0.00	0.00
所得税	42.35	42.04	46.17	51.38	支付股利	-109.81	-78.97	-75.42	-83.89
净利润	411.88	393.36	437.53	484.82	其他	-21.73	116.42	121.36	132.43
少数股东损益	17.04	16.27	18.10	20.06	筹资活动现金流净额	-23.56	30.15	45.94	48.54
归属母公司股东净利润	394.85	377.09	419.43	464.76	现金流量净额	527.02	55.05	381.07	442.64
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	770.10	825.15	1206.22	1648.86	成长能力				
应收和预付款项	137.59	134.21	153.13	166.23	销售收入增长率	46.96%	6.46%	8.54%	9.63%
存货	0.38	0.50	0.52	0.56	营业利润增长率	74.18%	-3.62%	11.01%	11.10%
其他流动资产	1168.74	1169.48	1170.53	1171.81	净利润增长率	80.20%	-4.50%	11.23%	10.81%
长期股权投资	74.45	74.45	74.45	74.45	EBITDA 增长率	74.42%	-27.18%	10.74%	11.03%
投资性房地产	30.48	30.48	30.48	30.48	获利能力				
固定资产和在建工程	406.94	385.76	364.59	343.42	毛利率	86.09%	83.00%	83.50%	84.00%
无形资产和开发支出	260.25	257.23	254.21	251.18	三费率	31.43%	42.70%	42.30%	42.26%
其他非流动资产	167.09	167.03	166.98	166.93	净利率	40.23%	36.09%	36.98%	37.38%
资产总计	3016.02	3044.30	3421.11	3853.91	ROE	18.23%	15.25%	14.88%	14.51%
短期借款	7.31	0.00	0.00	0.00	ROA	13.66%	12.92%	12.79%	12.58%
应付和预收款项	153.87	217.72	219.73	235.80	ROIC	197.95%	95.43%	74.96%	87.84%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	46.00%	31.46%	32.10%	32.51%
其他负债	596.09	247.90	260.60	276.38	营运能力				
负债合计	757.27	465.63	480.32	512.19	总资产周转率	0.37	0.36	0.37	0.36
股本	246.72	246.72	246.72	246.72	固定资产周转率	3.26	2.75	3.15	3.66
资本公积	985.60	895.25	895.25	895.25	应收账款周转率	9.90	9.19	9.70	9.42
留存收益	1098.49	1396.62	1740.63	2121.51	存货周转率	395.33	422.52	383.34	385.04
归属母公司股东权益	2219.88	2523.53	2867.54	3248.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.47%	—	—	—
少数股东权益	38.87	55.14	73.24	93.30	资本结构				
股东权益合计	2258.75	2578.67	2940.79	3341.72	资产负债率	25.11%	15.30%	14.04%	13.29%
负债和股东权益合计	3016.02	3044.30	3421.11	3853.91	带息债务/总负债	0.97%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.78	4.68	5.39	5.95
					速动比率	2.78	4.68	5.38	5.95
					股利支付率	27.81%	20.94%	17.98%	18.05%
					每股指标				
					每股收益	1.60	1.53	1.70	1.88
					每股净资产	9.00	10.23	11.62	13.17
					每股经营现金	2.27	0.10	1.36	1.60
					每股股利	0.45	0.32	0.31	0.34
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	471.00	342.98	379.81	421.70					
PE	17.16	17.97	16.15	14.58					
PB	3.05	2.68	2.36	2.09					
PS	6.62	6.22	5.73	5.22					
EV/EBITDA	9.83	20.56	17.56	14.77					
股息率	1.62%	1.17%	1.11%	1.24%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn