

2015年10月8日

新三板里的游戏电竞公司——从王思聪的新三板情缘说起

■我国游戏电竞产业发展快，普及面广。游戏电竞自电脑普及后，目前已经发展为手机、平板电脑、电视的重要娱乐方式。从用户规模来看，2015年客户端游戏、网页游戏、移动游戏用户规模再创新高，逐年增长的用户数量为游戏收入的增长提供了空间。更重要的是，通过向便捷化、休闲化和家庭化的发展，游戏覆盖的用户年龄、职业、地域越来越广泛。

■移动端游戏进入高速发展期。随着用户游戏终端的更新换代，网络环境的优化，以及盈利能力的展现，移动端游戏成为游戏电竞产业中的佼佼者，从2012年开始呈爆炸式增长。而移动电竞作为移动游戏的新秀，目前在我国约有50亿元的市场规模，据预测，到2018年我国移动电竞市场将达到135.6亿元，增长率也将持续高于移动端游戏的总体增长率。

■新三板游戏电竞公司挂牌数不断攀升，公司各具特点。从2011年起，便有游戏电竞公司挂牌新三板。几年来，游戏电竞公司挂牌数稳步上升，直到今年6月份起迎来挂牌小高潮。游戏行业从上游到下游大致可分为开发商（CP）、发行商（SP）和渠道商，还有综合性的、集研运一体的游戏商。对比之下，新三板的游戏电竞公司：1、研运一体的公司较多；2、渠道商虽少但收益最丰；3、开发商相比发行商目前较为强势。

■未来游戏电竞产业会向着更广义的“泛娱乐”方向推进。作为国家大力支持的文化创意产业，承载着“互联网+”的东风，近两年游戏电竞产业发展速度呈快速增长，资本不断流入。而随着移动终端的普及与带宽的提速，对中国移动游戏电竞产业增长起到重要的推动作用。如今游戏电竞产业早已从小众玩家演变为大众的娱乐消费手段和工具。未来游戏电竞产业会向着更广义的“泛娱乐”方向推进。这种泛娱乐化的游戏电竞趋势，打通了游戏、文学、动漫、影视等多个业务领域的互动娱乐新生态。

■风险提示：业绩大幅波动的风险；政策落实不达预期的风险。

投资策略定期报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005
zhuhb@essence.com.cn
021-68766170

相关报告

安信证券新三板日报（阳光私募抢滩新三板）	2015-10-08
安信证券新三板日报（BAT布局新三板）	2015-09-30
新三板策略：秋行夏令-9月定增活跃度锐减	2015-09-29

近日，王思聪继续投资其热爱的游戏电竞行业。9月王思聪的普思资本入股了一家移动电竞概念的新三板公司“英雄互娱”（借壳塞尔瑟斯（430127.OC）），投资金额近1亿元人民币。英雄互娱是目前主板和创业板上唯一一家主打移动电竞概念的公司。它是中国手游集团前总裁、COO应书岭在辞任中国手游职务之后创立的手游公司。这家公司由红杉资本、真格基金，以及由华兴资本发起的基金华晟资本联合领投，其董事会监事会职位由沈南鹏、包凡、徐小平等人担任。今年6月借壳登陆新三板后，至今一直处于停牌状态。

2013年王思聪先后投资了两家集产品研发和运营于一体的创业公司：云游控股和乐逗游戏。目前，这两家公司均已经在美国上市，投资回报五倍有余。今年5月，王思聪出资1亿元投资乐视体育，此举既可利用乐视强大的传播渠道，也为发挥版权效益铺路。

9月，除了英雄互娱外，王思聪还创立游戏直播平台熊猫TV和香蕉计划，并签约了女神Angelababy担任电竞主播。至此，从游戏开发、运营，到电子竞技、游戏直播，王思聪打通了游戏产业的任督二脉，完善了游戏投资的全产业链布局。

王思聪为什么如此热衷于投资游戏电竞行业，新三板里除了英雄互娱又有哪些具有成长性的游戏公司呢？我们将带您一览近几年游戏电竞行业井喷式发展、透析其背后娱乐消费时代的来临。进而从开发、运营、渠道三大类梳理新三板上游戏公司。

重点关注名单：

开发商类

紫荆股份(832900.OC)，该公司动漫与游戏齐飞。2014年度动漫、游戏收入占比分别为41.56%、57.87%。坚持原创、自主研发能力强。

预言软件(832626.OC)，该公司为网易、腾讯、盛大、搜狐畅游等公司提供游戏外包的开发及游戏美术资源外包服务。2015年上半年实现营收1629.39万元。

发行商类

集趣股份(833420.OC)，该公司专注平台运营，代理或联运网游，通过后续服务、用户充值等获利。上半年实现营收1618.59万元。

渠道商类

汇元科技(832028.OC)，公司专注于娱乐文化产业的第三方支付。在游戏充值业务上表现突出。仅2015年上半年营业收入就高达7486万元，为新三板同行业之最。

研运一体商

金刚游戏(430092.OC)，该公司第一家挂牌新三板的游戏企业。主打产品：微端、3D页游和手机游戏，并已布局网络电视游戏。2015年上半年营收为2456.29万元。

绿岸网络(430229.OC)，公司通过免费游戏、收费道具的商业模式开拓业务。2015年上半年收入为1.03亿元。

1. 中国游戏市场整体情况

1.1. 行业概况：用户与营收稳增

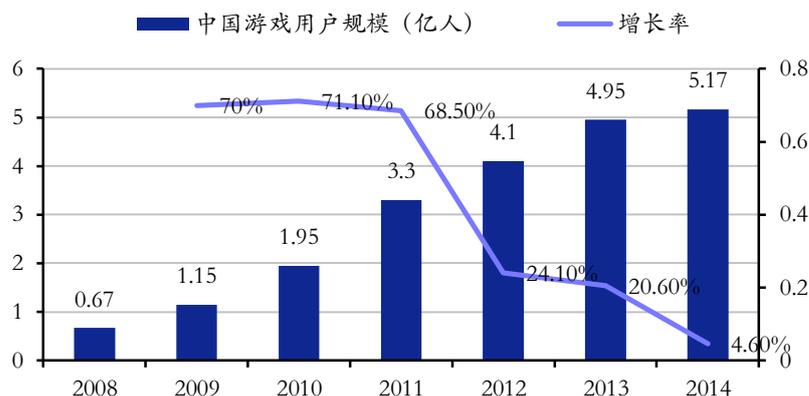
网络游戏从电脑开始大面积流行，目前已经发展为手机、平板电脑、电视的重要娱乐方

式。从用户规模来看，2015 年客户端游戏、网页游戏、移动游戏用户规模再创新高，逐年增长的用户数量为游戏收入的增长提供了空间。更重要的是，通过向便捷化、休闲化和家庭化的发展，游戏覆盖的用户年龄、职业、地域越来越广泛。

用户规模：

截止 2014 年，中国游戏市场用户数量约达到 5.17 亿人，比 2013 年增长了 4.6%。

图 1：中国游戏电竞市场用户规模



数据来源：安信证券研究中心，GPC、CNG、IDC

销售收入：

2015 年 1~6 月，中国游戏市场实际销售收入达到 605.1 亿元人民币，同比增长 21.9%。

图 2：中国游戏电竞市场销售收入



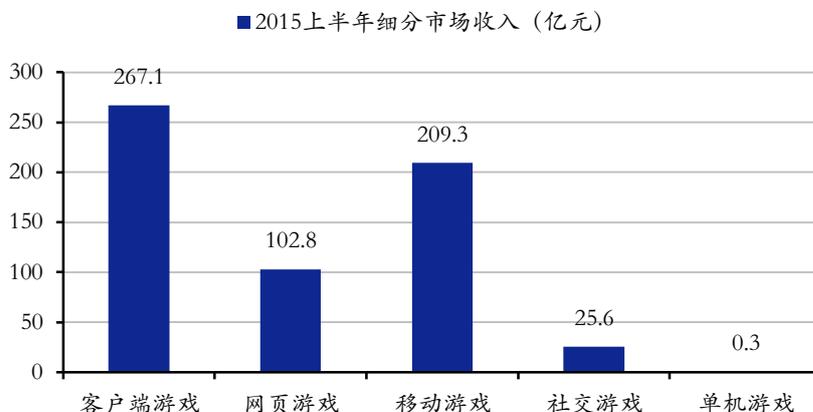
数据来源：安信证券研究中心

1.2. 行业概况：用户与营收稳增

客户端游戏、网页游戏、移动游戏用户规模不断创新高，逐年增长的用户数量为游戏收入的增长提供了空间。中国游戏市场自客户端游戏市场之后开辟出网页游戏、移动游戏、电视游戏等细分市场，游戏企业不断向全产业链综合型业务拓展，是支撑起市场收入稳步增长的根本因素。

2015 年上半年，客户端游戏市场实际销售收入 267.1 亿元人民币，移动游戏市场实际销售收入 209.3 亿元人民币，网页游戏市场实际销售收入 102.8 亿元人民币，社区游戏市场实际销售收入 25.6 亿元人民币和单机游戏市场实际销售收入 0.3 亿元人民币。

图 3: 2015 上半年细分市场收入

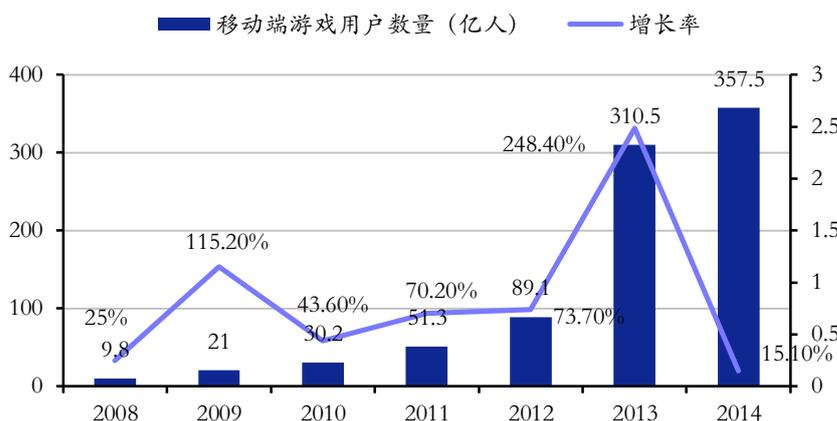


数据来源: 安信证券研究中心, GPC、CNG、IDC

以移动端游戏为例: 随着用户游戏终端的更新换代, 网络环境的优化, 以及盈利能力的展现, 移动游戏重度化趋势越发明显, 研发重度移动游戏成潮流。

以下是 2008 年到 2014 年移动端游戏用户数的变化趋势, 我们可以看到起用户数一直在逐步攀升, 且从 2012 年开始用户数呈爆炸式增长。

图 4: 中国移动端游戏用户数量

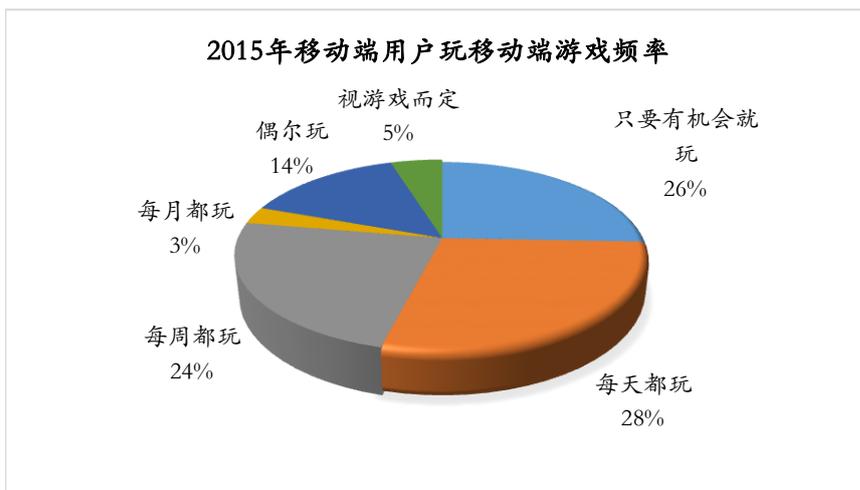


数据来源: 安信证券研究中心, GPC、CNG、IDC

为何移动端游戏近年兴起之势如此之快?

首先, 由于人们对移动终端的依赖度越来越高, 移动游戏也自然被更高频率地接触。今年 7 月份艾瑞咨询做的市场调查中显示高达 28% 的用户表示每天都玩移动端游戏。

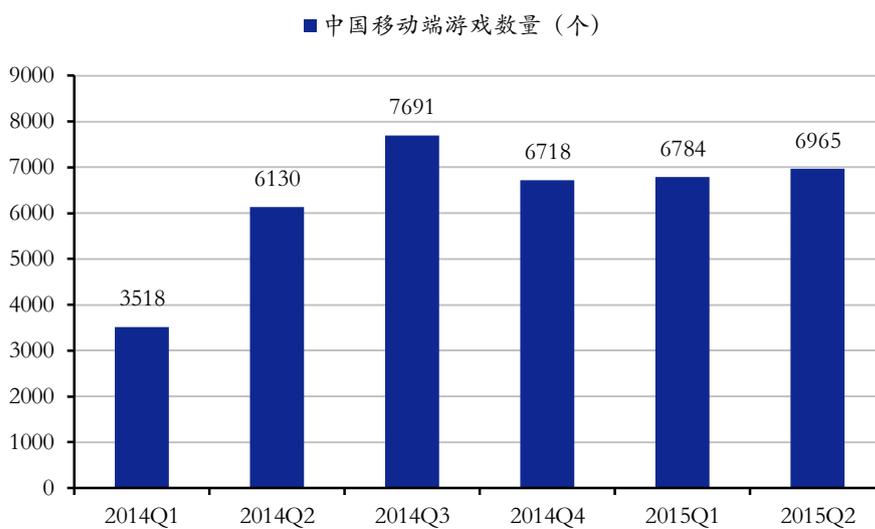
图 5：2015 年移动端用户玩移动端游戏频率



数据来源：安信证券研究中心,艾瑞咨询

第二，大量的游戏开发商入局，使市场一片红海。根据 mGameTracker 基于对中国应用商店、手机助手等榜单监测数据统计，2014 年第二季度开始应用平台的移动端游戏数量大增，此后每季度一直维持在 7000 左右，竞争日趋激烈。

图 6：中国移动端游戏数量

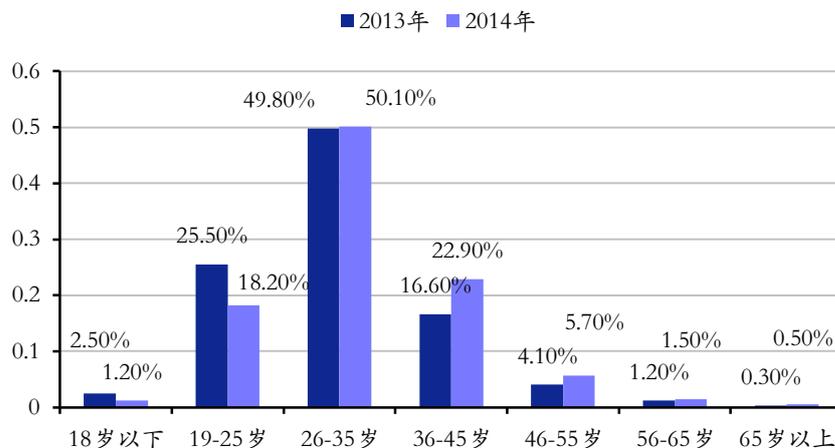


数据来源：安信证券研究中心,艾瑞咨询

第三，由于移动端游戏的可操作时间碎片化、易上手程度高和鲜明的竞技性，满足了用户对游戏的快感寻求，强化了用户的粘度。

据艾瑞咨询调查数据显示，移动端游戏用户年龄从 24 岁以下至 40 岁以上。此年龄段的人群大部分为有日常工作的“上班族”，他们平时生活压力大，需要游戏的发泄，但又没有大块、完整的时间玩游戏，因此时间和操作上都更灵活的移动端游戏边更受其青睐。

图 7: 移动端游戏用户年龄分布



数据来源: 安信证券研究中心, 艾瑞咨询

移动端新秀——移动电竞

竞技性是游戏吸引人们最大特征之一, 而由于传统的 PC 端电竞比赛门槛高, 操作难度大, 因而只有极少数群体能够真正参与和接触。但如今移动电竞兴起, 其低门槛和更强的操作性, 有望激活广大未被发掘的电竞群体和市场!

国内移动电竞历经了试水期、探索期, 到了 2015 年已经进入成型期, 移动电竞广阔市场有望被激活。

图 8: 中国移动电竞发展历程

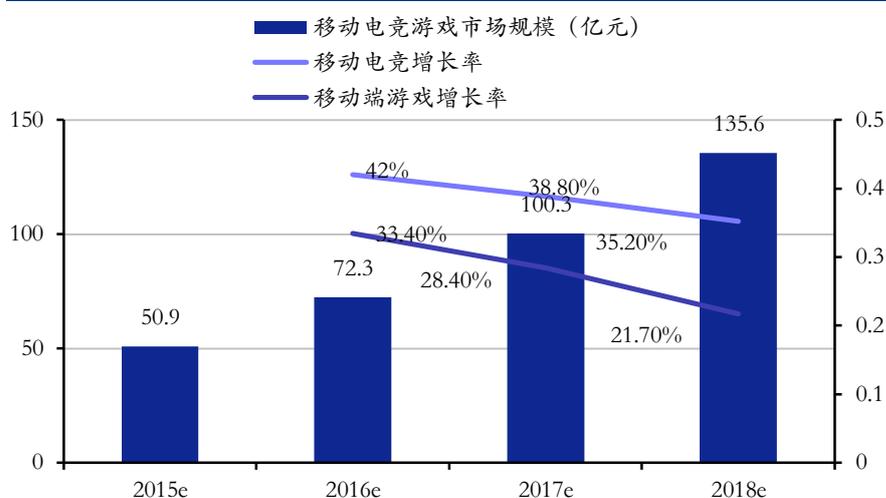


数据来源: 安信证券研究中心

值得一提的是, 全民枪战即是王思聪投资的、借壳挂牌新三板的“英雄互娱”的出品游戏。

目前我国移动电竞行业的市场规模约 50 亿元，据预测，到 2018 年我国移动电竞市场将达到 135.6 亿元，增长率也将持续高于移动端游戏的总体增长率。

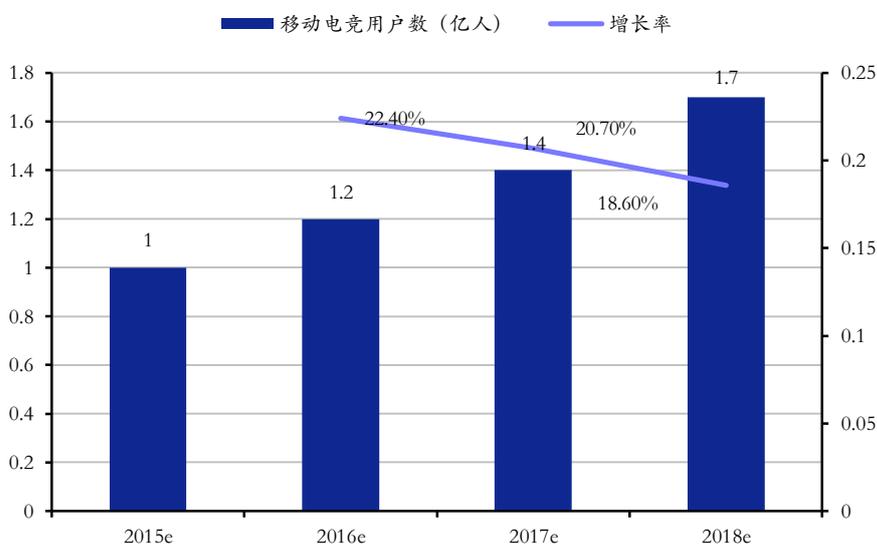
图 9：中国移动电竞行业市场规模与增长率



数据来源：安信证券研究中心,艾瑞咨询

而我国移动电竞的用户数也会随着市场规模的增大而不断增多，2015 年约有 1 亿移动电竞的用户，其年增长率将会维持在 20%左右。

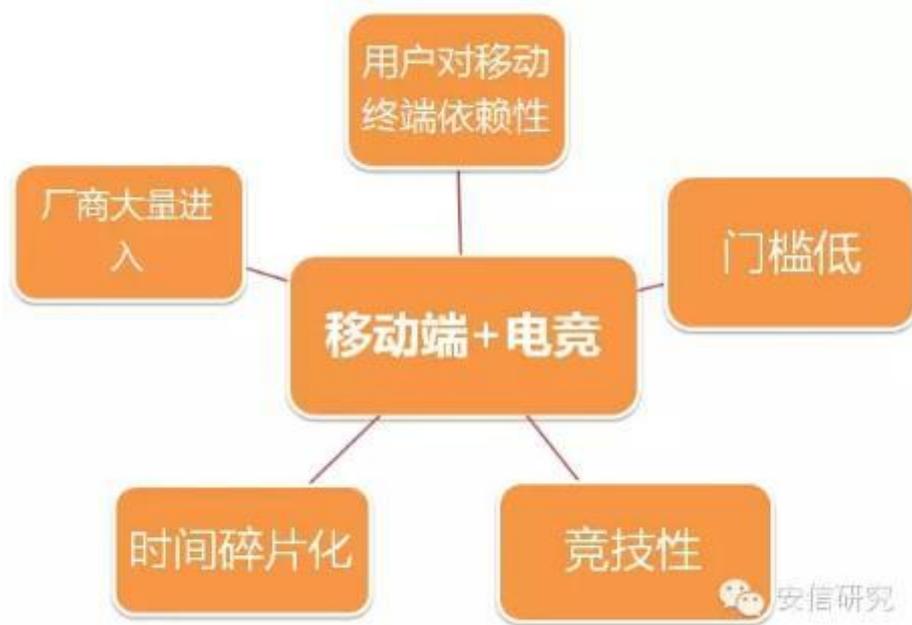
图 10：中国移动电竞的用户数



数据来源：安信证券研究中心,艾瑞咨询

移动端+电竞市场基础逐步奠定。并且其独具 6 大优势使我们有理由相信在未来它将会有巨大开发空间。

图 11: 移动端电竞市场 6 大优势

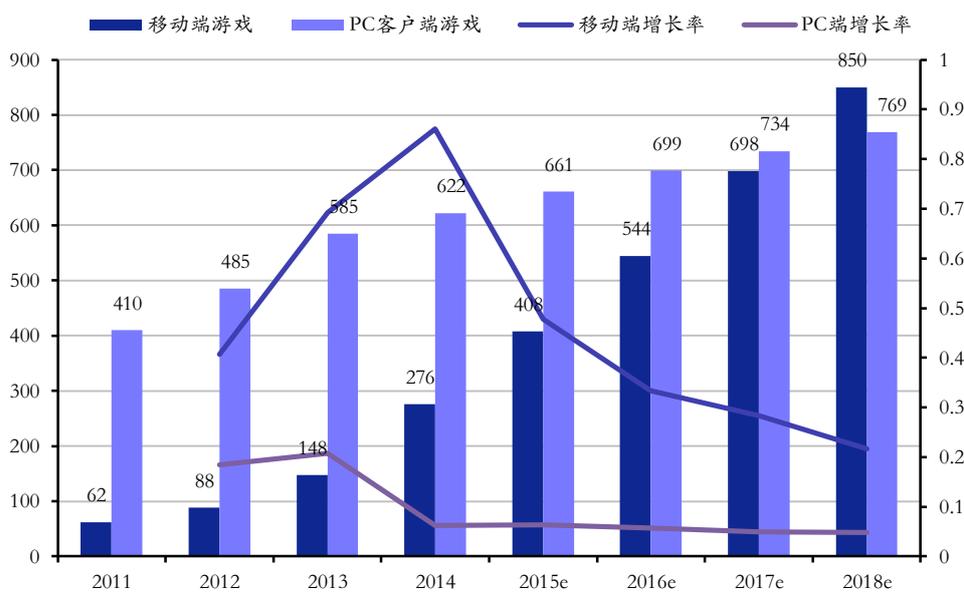


数据来源: 安信证券研究中心

综上, 通过对比分析 PC 端游戏、移动端游戏及移动电竞游戏等细分游戏市场, 我们可以清楚看到, 随着用户粘性的增强和游戏厂商的不断进入和竞争, 移动端游戏正进入高速发展期, 承担着未来游戏电竞的发展重任。

据预测, 到 2018 年移动端游戏市场规模将超过 PC 端游戏。

图 12: 移动端游戏市场规模将超过 PC 端游戏



数据来源: 安信证券研究中心, 艾瑞咨询

1.3. 行业技术特点: 技术迭代快、密集度高

相比于其他娱乐行业, 游戏电竞行业拥有迭代快、技术密集等特点。具体而言, 网络游戏电竞行业中, 研发技术、游戏类型、市场需求、游戏终端更新频率越来越高, 比如今

年6月份，专业游戏引擎都进行了迭代更新，以适应市场需求。

用户需求的变化，游戏终端的不断迭代，也对游戏的研发技术提出了新的要求。例如，随着用户智能手机及移动网络环境的改善，基于html5语言的跨平台游戏也在今年上半年得到了较好的发展，出现了流水达到百万级的产品，如《一统天下》。

图 13：流水达到百万级的移动游戏《一统天下》



数据来源：安信证券研究中心，官网

1.4. 政策趋势：乘“互联网+”东风，迎政策环境优化

2015年3月，李克强总理在政府工作报告中首次提出“互联网+”行动计划。互联网+旨在推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代制造业结合，促进电子商务、工业互联网和互联网金融健康发展，引导互联网企业拓展国际市场。

政策环境也在进一步优化，主要体现在监管效率、市场环境整治、政策扶持三个方面。

在监管效率新面，游戏审批程序持续优化，审批时间进一步压缩，如上海的国产网络游戏属地管理试点工作成效明显。

在市场环境整治上，政府发起“剑网行动”，打击盗版方面持续发力。在政策扶持方面，每年约有20款游戏入选中国民族网络游戏出版工程，有关管理部门、有关省市给予不同程度扶持。

图 14：“剑网行动”



数据来源：安信证券研究中心

在游戏产业内，游戏公司开始积极布局互联网金融，寻找内生与外延的增长空间，如昆仑万维已投资互联网金融平台银客网等。

图 15：昆仑万维投资银客网



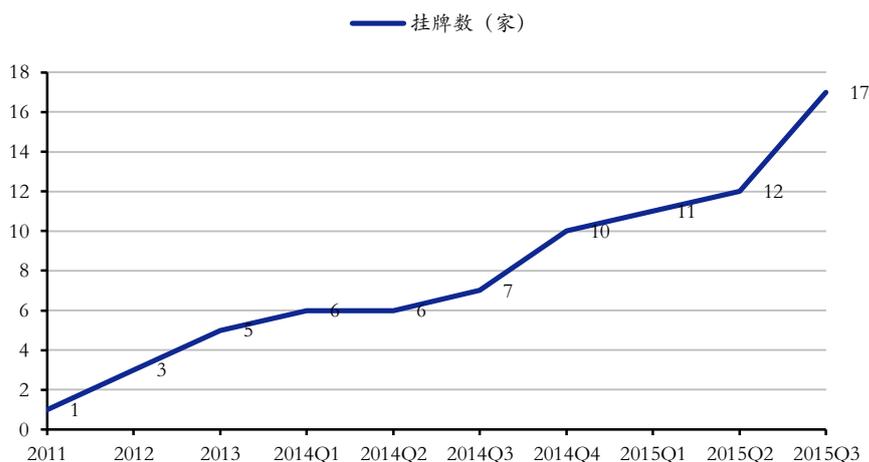
数据来源：安信证券研究中心

2. 新三板游戏电竞公司概况

2.1. 挂牌公司增加趋势

从 2011 年起，便有游戏电竞公司挂牌三板。几年来，游戏电竞公司挂牌数稳步上升，直到今年 6 月份起迎来挂牌小高潮。

图 16: 新三板游戏电竞公司挂牌趋势



数据来源: 安信证券研究中心

2.2. 新三板游戏电竞产业链特点

总的来说, 游戏电竞行业从上游到下游依次为为开发商 (CP)、发行商(SP)和渠道商, 还有综合性的、集研运一体的游戏商。

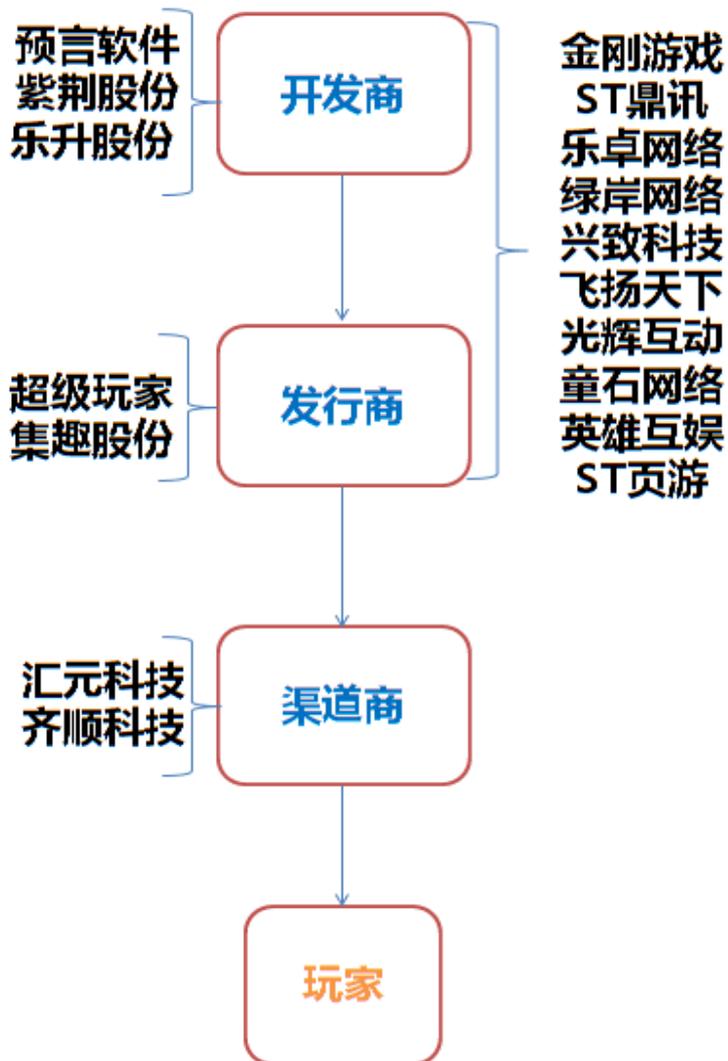
开发商负责游戏内容研发, 新三板目前的公司有: 预言软件 (832626.OC)、紫荆股份 (832900.OC)、乐升股份 (430213.OC)。

发行商负责资源整合和运营, 新三板目前的公司有: 集趣股份 (833420.OC)、超级玩家 (831360.OC)。

渠道商负责零售变现, 新三板目前的公司有: 汇元科技 (832028.OC)、齐顺科技 (833163.OC)。

研运一体商, 既负责游戏研发也负责游戏的发行与运营等方面, 新三板目前的公司有: 金刚游戏 (430092.OC)、乐卓网络 (833148.OC)、绿岸网络 (430229.OC)、童石网络 (833377.OC)、飞扬天下 (831302.OC)、塞尔瑟斯 (430127.OC)、光辉互动 (831575.OC)、兴致科技 (831027.OC)、ST 鼎讯 (430173.OC)、ST 页游 (430627.OC)。

图 17：新三板的游戏电竞公司分类



数据来源：安信证券研究中心，公开资料整理

根据 2015 半年报与最新行情，我们总结出新三板各类游戏公司的营收、净利率、总资产、市值、ROE、EPS 等指标。

对比之下我们可以看到，总的来说：

- 1、研运一体的公司较多；
- 2、渠道商虽少但收益最丰；
- 3、开发商相比发行商目前较为强势。

图 18: 新三板游戏电竞公司业绩一览

名称	2015半年 营业收入 (万元)	同比%	2015半 年净利润 (万元)	同比%	总资产 (万元)	市值 (亿元)	2015 半年 ROE (%)	2015半 年EPS (元)	转让 方式
开发									
预言软件	1,629.06	38.87	206.74	247.86	2,221.13	—	10.91	0.24	协议
紫荆股份	954.89	176.12	433.67	138.42	1,427.45	—	42.07	0.81	协议
乐升股份	0.86	-99.81	-597.24	-250.86	6,682	7.20	-10.46	-0.15	协议
发行									
集趣股份	1,618.59	-40.26	191.18	155.53	2,822	—	7.80	0.15	协议
超级玩家	134.61	-65.34	-282.39	43.13	1,281	—	-42.20	-0.28	协议
渠道									
汇元科技	7,485.67	17.64	3,858.71	27.01	62,174	4.09	12.43	0.97	协议
齐顺科技	5,402.08	24.77	483.21	369.34	6,433	—	15.53	0.24	协议
研运一体									
绿岸网络	10,304.18	-14.01	1,989.56	-29.06	40,217	12.28	5.29	0.32	做市
金刚游戏	2,456.29	950.94	1,202.74	467.72	4,131.92	14.25	30.89	0.47	协议
童石网络	2,863.19	191.30	30.74	102.63	17,639	—	0.44	0.01	协议
飞扬天下	1,058.71	4,990.49	540.61	481.72	4,521	0.37	14.74	0.45	协议
塞尔瑟斯	781.62	-9.23	-757.78	-2,114.57	10,382	5.14	-62.44	-0.50	协议
光辉互动	593.44	-28.59	86.89	-84.03	10,063	3.60	0.91	0.04	做市
兴致科技	505.90	89.72	44.66	161.33	1,629	0.23	3.00	0.03	协议
ST页游	495.67	-3.15	-353.39	44.46	1,564	0.62	0.00	-0.34	协议
乐卓网络	46.50	-76.22	-810.51	-82.88	7,359	—	-11.08	-0.68	协议
ST鼎讯	0.00	-100.00	-162.36	33.59	160	0.10	0.00	-0.16	协议

数据来源: 安信证券研究中心, wind

3. 公司点睛

3.1. 开发商

3.1.1 紫荆股份(832900.OC)

公司亮点:

动漫与游戏齐飞。公司的自主研发实力较强,是东南地区知名的动漫游戏公司。

公司盈利能力:

图 19: 2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业总收入(元)	9,548,896.57	3,458,227.19	176.00%
毛利率%	84.00%	51.00%	-
归属于挂牌公司股东的净利润(元)	4,336,739.12	1,818,978.73	138.42%
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润(元)	4,335,969.06	1,916,078.15	-
加权平均净资产收益率%	51.13%	-	-
基本每股收益(元/每股)	0.81	0.36	125.00%

数据来源: 安信证券研究中心, wind

公司主要业务与产品:

公司主营业务为动漫、游戏产品的研发及制作服务,拥有专业的动漫游戏方案策划、产

品研发、维护服务团队，产品涵盖 3D 动画电影、4D 全数字电影、动画电视剧、影视特效、手机游戏等领域。

图 20: 主营收入分产品类别销售情况

2、主营业务收入分产品类别销售情况

行业名称	2014 年度		2013 年	
	收入(元)	占比	收入(元)	占比
动漫产品	4,596,739.55	41.56%	2,464,271.84	81.52%
游戏产品	6,401,398.05	57.87%	-	-
广告产品	62,621.36	0.57%	558,506.79	18.48%
合计	11,060,758.96	100.00%	3,022,778.63	100.00%

数据来源: 安信证券研究中心,wind

原创动漫产品、动漫制作服务产品及手机游戏产品

图 21: 原创动漫产品



数据来源: 安信证券研究中心,wind

图 22: 手机游戏产品



数据来源: 安信证券研究中心,wind

3.1.2 预言软件(832626.OC)

公司亮点:

公司业务重点偏向网络游戏及手机游戏的美术资源制作。公司根据客户的不同需要, 提供具有创意的、高质量低成本的服务。

公司盈利能力:

图 23: 2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业总收入(元)	16,293,931.08	11,734,217.39	38.86%
毛利率(%)	39.85	33.76	增加6.09个百分点
归属于挂牌公司股东的净利润(元)	2,067,385.05	-1,398,171.60	247.86%
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润(元)	1,859,250.24	-1,621,518.59	214.66%
加权平均净资产收益率%	2.89	-2.10	增加4.99个百分点
基本每股收益(元/每股)	0.24	-0.16	250%

数据来源: 安信证券研究中心,wind

公司主要业务与产品:

预言软件是一家多元化软件信息技术研发公司，公司以软件技术为核心，提供游戏美术资源制作服务、以及游戏定制、软件程序。为网易、腾讯、盛大、搜狐畅游、2K 等公司提供游戏外包的开发及提供游戏美术资源外包服务，具体为客户开发、运营的游戏产品提供美术制作，大体包括原画设计、三维制作、动画制作三类，又可以根据客户的不同需求细分为例如 2D 场景、3D 渲染、3D 贴图、3D 特效等制作内容。

图 24: 主营业务



数据来源: 安信证券研究中心, 官网

3.1.3. 乐升股份(430213.OC)

公司亮点:

公司致力于 PC 端网页游戏与手机游戏的开发, 在游戏内容方面, 公司以 2D/3D MMORPG 及卡牌作为公司产品主要特色。公司将优先采用独立开发模式, 在进行游戏开发的同时, 积极寻找游戏运营商, 确定收益方式, 在游戏开发完成后交付运营商。

公司盈利能力:

图 25: 2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业收入(元)	8,622.60	4,545,915.91	-99.81
毛利率%	-7,602.42	45.96	-
归属于挂牌公司股东的净利润(元)	-5,898,818.65	3,961,523.40	-248.90
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润(元)	-5,947,852.12	-485,035.31	-1,126.27
加权平均净资产收益率%	-9.92	6.73	-
基本每股收益(元/每股)	-0.15	0.10	-250.00

数据来源: 安信证券研究中心, wind

公司主要业务与产品:

公司是互联网游戏的开发商,拥有多项计算机软件著作权及研发核心团队,为光宇在线、无锡蛮荒、上海先豪、深圳火狐等游戏运营商和合作开发商提供高质量互联网页面游戏产品及服务。公司通过独立开发及合作开发的经营模式开拓业务。

图 26: 主要产品



数据来源: 安信证券研究中心, 官网

3.2. 发行商

3.2.1. 集趣股份 (833420.OC)

公司亮点:

公司主要依靠“百玩平台”为网络游戏玩家提供多选择的网络游戏体验服务,采取虚拟道具收费模式.收入来源为玩家通过银行借记卡、信用卡、手机支付等多种方式充值并用于游戏消费的充值款。

公司盈利能力:

图 27: 2015 半年盈利能力

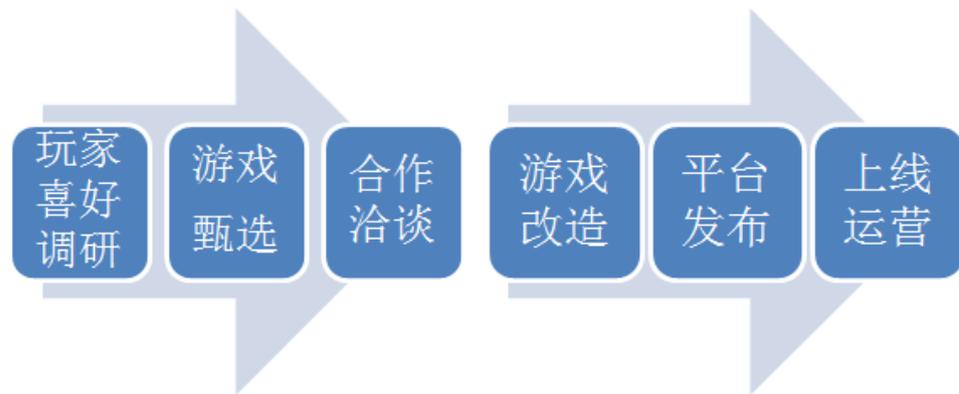
	本期	上年同期	增减比例
营业总收入(元)	16,185,901.67	27,092,787.42	-40.26%
毛利率%	63.90	65.09	-
归属于挂牌公司股东的净利润(元)	1,911,765.86	-3,442,868.97	
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润(元)	1,401,001.99	-3,461,948.91	
加权平均净资产收益率%	8.12	-17.49	-
基本每股收益(元/每股)	0.15	-0.28	

数据来源: 安信证券研究中心, wind

公司主要业务与产品;

该公司作为网络游戏运营商,通过代理或者联运等形式获得网络游戏的经营权,利用自主开发的可同时支持移动端和 PC 端的跨界游戏运营平台——百玩平台进行游戏发布和运营,并提供后续运营维护、版本升级以及用户充值等服务。

图 28: 业务模式



数据来源: 安信证券研究中心, wind

代理或联运《攻城掠地》、《三国魂》、《傲视天地》、《征战四方》、《封神道》、《名将传说》等大型在线游戏, 其中《攻城掠地》、《三国魂》、《傲视天地》的营业收入累计均超过了800万元。

图 29: 各产品营业收入

年度产品	2015年1-2月		2014年度		2013年度	
	营业收入(元)	占比	营业收入(元)	占比	营业收入(元)	占比
攻城掠地	5,777,193.19	81.76%	40,856,553.50	76.76%	10,181,003.22	37.62%
三国魂	667,883.37	9.80%	8,122,276.44	15.22%	--	--
傲视天地	105,343.25	1.55%	1,639,934.15	3.07%	5,785,536.93	21.38%
征战四方	241,635.09	3.55%	2,141,729.17	4.01%	6,941,550.21	25.65%
其他	24,123.94	0.35%	495,471.33	0.93%	4,156,383.59	15.35%
合计	6,816,178.76	100%	53,355,964.58	100.00%	27,064,473.95	100.00%

数据来源: 安信证券研究中心, wind

图 30: 主要产品



数据来源: 安信证券研究中心, 官网

3.2.2. 超级玩家 (831360.OC)

公司亮点:

公司的主要业务分为产品和服务两大类, 其中产品包括网络游戏产品及游戏平台; 服务包括游戏代理服务、运营服务、广告与信息服务及技术服务。

公司盈利能力:

图 31：2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业总收入(元)	1,346,135.34	3,883,632.41	-65.34%
毛利率%	69.36%	49.37%	-
归属于挂牌公司股东的净利润(元)	-2,823,884.30	-4,616,232.30	38.83%
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润(元)	-3,438,379.07	-6,449,454.98	46.69%
加权平均净资产收益率%	-31.50%	-66.70%	
基本每股收益(元/每股)	-0.28	-0.46	39.13%

数据来源：安信证券研究中心，wind

公司主要业务与产品；

(1)游戏产品，(2)移动终端网络游戏，(3)游戏平台：特牛网（www.te6.com）是超级玩家旗下的专业手机游戏平台。特牛网包括资讯提供、游戏评测、视频分享、游戏推广、论坛交流五大功能模块。

图 32：游戏产品



数据来源：安信证券研究中心，官网

图 33：移动终端网络游戏



数据来源：安信证券研究中心，官网

3.3. 发行商

3.3.1. 汇元科技 (832028.OC)

公司亮点：

公司为专注于娱乐文化产业的第三方综合营销支付服务商。公司持有多项稀缺性的牌照资质许可，拥有全国销量第一的线上通用型预付费卡——骏卡，全国超过六百万销售终端。骏卡覆盖了银行卡无法覆盖以及对银行卡支付接受度较低的用户群体。公司还拥有汇付宝支付平台。2015 年上半年营业收入达 7486 万元，为新三板同行业之最。

公司盈利能力：

图 34: 2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业总收入(元)	74,856,710.52	63,629,455.46	17.64%
毛利率%	100.00%	100.00%	-
归属于挂牌公司股东的净利润(元)	38,200,753.36	29,391,353.23	29.97%
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润(元)	37,862,495.98	29,055,928.34	30.38%
加权平均净资产收益率%	13.22%	16.06%	-
基本每股收益(元/每股)	0.97	-	-

数据来源: 安信证券研究中心, wind

公司主要业务与产品:

公司有三大业务: 支付业务、预付卡支付、互联网支付服务。

图 35: 游戏产品

产品分类	产品提供方	产品功能
网络游戏产品	腾讯游戏、完美世界、巨人网络、盛大网络、搜狐畅游、网易游戏等上百家游戏运营商, 覆盖范围非常广泛	游戏账号及一卡通充值、游戏金币购买等
互联网数字文化娱乐产品	中国移动、中国联通、中国电信、迅雷、酷我等	话费充值, 会员账号充值等
教育杂志产品	万方数据检索、华图教育、《学电脑》杂志社等	会员卡充值, 杂志期刊购买等
杀毒软件产品	日月光华、江民科技等	软件季卡、月卡、年卡购买等
互联网金融产品	P2P 贷款平台等	资金托管, 资金归集、资金清算等

数据来源: 安信证券研究中心, 官网

图 36: 移动终端网络游戏



数据来源: 安信证券研究中心, 官网

3.3.2. 齐顺科技 (833163.OC)

公司亮点:

公司主营业务系通过电话支付方式, 为网络游戏厂商和在线购物网站提供游戏点卡或电子礼品卡的分销服务。目前, 公司又拓展了生活缴费业务, 通过为上海移动为其用户提供手机话费代缴水电煤气服务。拥有点卡充值网站“找卡网”、移动支付工具“天下付”。

公司盈利能力:

图 37: 2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业收入(元)	54,020,827.08	43,298,040.50	24.76%
毛利率%	20.06%	17.46%	-
归属于挂牌公司股东的净利润(元)	4,832,106.57	1,029,546.91	369.34%
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润(元)	4,664,212.87	813,131.81	473.61%
加权平均净资产收益率%	16.84%	3.90%	-
基本每股收益(元/每股)	0.24	0.10	140.00%

数据来源: 安信证券研究中心, wind

公司主要业务与产品:

公司同时为 321 家游戏运营商分销 1762 种游戏点卡, 并为 5 家在线购物网站分销 12

种电子礼品卡。主要业务为：

图 38：游戏点卡分销



数据来源：安信证券研究中心，官网

图 39：电子礼券分销



数据来源：安信证券研究中心，官网

3.4. 研运一体商

3.4.1. 金刚游戏 (430092.OC)

公司亮点：

公司为第一家在新三板挂牌的游戏企业。目前公司的主打产品有微端、3D 页游和手机游戏，公司对于网络电视游戏（Console game online）前景非常看好，已经进行了布局，2016 年将会有数款重磅电视游戏上线。在公司强大的自研 3D 游戏引擎以及 IP 精品战略支持下，依托快速敏捷的开发能力和产品制作能力，公司有较强的持续发展能力。

公司盈利能力：

图 40：2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业总收入（元）	24,562,926.92	2,337,233.62	950.94%
毛利率%	90.40%	88.54%	-
归属于挂牌公司股东的净利润（元）	12,027,401.71	-3,270,775.16	467.72%
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润（元）	9,701,218.05	-5,577,575.81	273.93%
加权平均净资产收益率%	44.41%	-53.35%	-
基本每股收益（元/每股）	0.47	-0.33	215.94%

数据来源：安信证券研究中心，wind

公司主要业务与产品；

本公司是处于信息传输、软件和信息技术服务业中的网络游戏、手机游戏及相关产品的开发商、运营商和发行商。

图 41: 主要产品 1



数据来源：安信证券研究中心，官网

图 42: 主要产品 2



数据来源：安信证券研究中心，官网

3.4.2. 绿岸网络 (430229.OC)

公司亮点:

本公司是网络游戏、手机游戏及相关产品的开发商和运营商。公司通过免费游戏、收费道具的商业模式开拓业务，收入来源是提供游戏增值服务，如游戏内的强化道具、精美时装等。

公司盈利能力:

图 43: 2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业总收入(元)	103,041,807.04	119,826,203.51	-14.01%
毛利率%	65.62%	58.12%	-
归属于挂牌公司股东的净利润(元)	19,895,622.12	28,045,060.83	-29.06%
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润(元)	19,603,122.12	25,156,326.00	-22.07%
加权平均净资产收益率%	6.16%	15.15%	-
基本每股收益(元/每股)	0.32	0.49	-34.99%

数据来源：安信证券研究中心，wind

公司主要业务与产品;

公司是处于信息传输、软件和信息技术服务业中的网络游戏、手机游戏及相关产品的开发商和运营商。公司拥有 MMORPG 游戏引擎技术、游戏运营管理技术等多核心技术，网络游戏电竞行业竞争情报系统等 21 项软件著作权，为广大的网络游戏、手机游戏爱好者提供优质、稳定的游戏服务。现阶段公司主要依靠两款代理 MMORPG 产品《新蜀门》、《醉逍遥》以及一款自主研发的 MMORPG 产品《天之禁》运营产生收入。

图 44: 主要产品

热门游戏 games



数据来源: 安信证券研究中心, 官网

3.4.3. 飞扬天下 (831302.OC)

公司亮点:

公司已基本成为具有“平台+内容”成熟商业模式的网络游戏公司,可依靠自有技术开发团队进行页面游戏及移动端游戏的开发,同时可以支持其他游戏运营公司及公司自身运营业务。

公司盈利能力:

2015 半年报盈利能力:

图 45: 2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业总收入(元)	10,587,079.84	207,977.55	4,990.49%
毛利率%	75.73%	-139.08%	-
归属于挂牌公司股东的净利润(元)	5,406,111.04	-1,416,267.14	481.72%
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润(元)	-5,406,111.04	-1,416,267.14	481.72%
加权平均净资产收益率%	22.56%	-	-
基本每股收益(元/每股)	0.45	-0.14	421.43%

数据来源: 安信证券研究中心

公司主要业务与产品:

客户端游戏和页游

图 46: 主要产品



数据来源: 安信证券研究中心, 官网

3.4.4. 光辉互动 (831575.OC)

公司亮点:

专注于移动端游戏产品的研发和运营, 产品与平台双轮驱动。

公司盈利能力:

图 47: 2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业总收入 (元)	5,934,387.60	8,310,841.69	-28.59%
毛利率%	71.53%	81.67%	-
归属于挂牌公司股东的净利润 (元)	868,927.43	5,441,604.52	-84.03%
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 (元)	818,927.43	5,449,986.02	-84.97%
加权平均净资产收益率%	3.17%	24.53%	-
基本每股收益 (元/每股)	0.04	0.27	-85.19%

数据来源: 安信证券研究中心

公司主要业务与产品;

移动终端游戏的研发与运营。目前, 公司主要产品包括移动终端单机游戏、移动终端网络游戏等。公司产品包括移动终端单机游戏、移动终端网络游戏、移动平台等。移动终端单机游戏产品主要分为捕鱼类、射击类、赛车类、消除类、跑酷类、塔防类、街机类、社交类等八大类, 在此基础上推出增加了儿童教育类游戏产品。移动终端网络游戏方面, 公司是国内最早一批制作 MMO-RPG 的公司, 以《七龙 Online》为代表。公司建有自主运营平台 (www.90123.com), 并搭建了移动应用发现、推荐、推广平台 (www.VeryA.com)。

图 48: 主要产品



数据来源: 安信证券研究中心, 官网

3.4.5. 童石网络 (833377.OC)

公司亮点:

公司依托动漫资源, 开发动漫游戏, 积极搭建漫画平台, 为游戏、漫画等产品的开发提供 IP 资源。

公司盈利能力:

图 49: 2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业收入 (元)	28,631,883.60	9,829,058.62	191.30%
毛利率%	64.39%	69.66%	-
归属于挂牌公司股东的净利润 (元)	307,412.07	-11,691,427.40	-
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 (元)	279,598.23	-11,716,320.45	-
加权平均净资产收益率%	0.45%	-18.52%	-
基本每股收益 (元/每股)	0.01	0.29	-

数据来源: 安信证券研究中心

公司主要业务与产品;

① 线下业务产品——动漫出版物

② 线上业务产品——动漫游戏

相较于传统的内容公司, 童石网络较早进入动漫、互联网领域, 曾经成功自主开发、自主运营了包括《星纪元》在内的页游、手游产品; 童石网络每年都会推出 2-3 款游戏, 并与包括百度、腾讯、360 等运营平台合作。

② 移动动漫内容平台产品——大角虫漫画平台

大角虫漫画平台有望为童石网络提供源源不断的 IP 资源, 为未来的游戏、动画玩具等后续衍生品的开发提供基础。

图 50: 主要产品



数据来源: 安信证券研究中心, 官网

图 51: 主要产品



数据来源: 安信证券研究中心, 官网

3.4.6. 兴致科技 (831027.OC)

公司亮点:

一方面, 公司作为游戏开发商自主研发手机终端游戏产品, 与各社会渠道商、应用商店等服务商合作销售, 获得收入分成; 另一方面, 作为服务商, 与中国电信等电信运营商联合运营其自主开发的游戏产品, 为手机用户提供的手机游戏下载服务, 并从用户支付的费用中取得信息费分成收入。

公司盈利能力:

图 52: 2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业总收入(元)	5,058,988.31	2,666,611.45	89.72%
毛利率%	58.26%	74.98%	-22.30%
归属于挂牌公司股东的净利润(元)	446,643.50	-728,244.88	-161.33%
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润(元)	443,643.50	-728,245.24	-160.92%
加权平均净资产收益率%	3.82%	-7.29%	-152.40%
基本每股收益(元/每股)	0.03	-0.07	-142.86%

数据来源: 安信证券研究中心, wind

公司主要业务与产品;

公司处于手机游戏电竞行业, 公司是专业的游戏开发商与游戏渠道商, 主要从事移动终端游戏及周边产品的开发及发行业务。作为游戏开发商, 公司主要通过自主开发、合作开发、买断授权等方式, 开发手机游戏产品; 作为游戏渠道商, 公司凭借自有渠道、电信运营商渠道、游戏平台等渠道, 为手机游戏产品提供发行、推广服务。

图 53: 主要产品



数据来源: 安信证券研究中心, 官网

3.4.7. ST 页游 (430627.OC)

公司亮点:

公司主要商业模式为“版权+研发+运营”，即以热门网络小说为游戏背景，通过自主开发或者合作开发，开发各种网页游戏和手机游戏，再通过自营平台或联营平台向游戏用户推广，得到游戏用户的认可以后，游戏用户会通过注册账户，充值等具体参与游戏过程。公司通过向游戏用户收取游戏套餐、虚拟道具费等方式获得收入。

公司因筹划重大资产重组事项，自 2015 年 5 月 21 日起暂停股份转让。本次重组意在通过资产重组拓展具有持续盈利能力的业务板块。如今年内完成重组，预计公司净资产将由负转正，在 2015 年度报告披露后实现 ST 摘帽。

公司盈利能力:

图 54: 2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业总收入(元)	4,956,712.43	5,118,106.11	-3.15%
毛利率%	30.19%	23.74%	-
归属于挂牌公司股东的净利润(元)	-3,533,876.12	-6,362,547.24	44.46%
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润(元)	-3,532,516.28	-6,362,547.24	44.48%
加权平均净资产收益率%	-	-71.52%	-
基本每股收益(元/每股)	-0.34	-0.64	46.86%

数据来源: 安信证券研究中心, wind

公司主要业务与产品;

公司是一家集网页游戏自主研发与运营为一体的高新技术企业，拥有专业的网页游戏开发、策划、运营、维护团队。公司与四川电信建立了深度合作关系，被公认为中文网页游戏界在网络上最权威的声音。公司的《斗破苍穹》、《阳神》、《天珠变》产品均通过自主开发的模式进行开发，公司的《斗破苍穹 3》、《斗破苍穹 Web》、和《仙逆》产品均通过合作开发的模式进行开发。目前公司已与百度游戏、迅雷牛 X 页游平台、搜狗游戏中

心、360 游戏中心、起点游戏平台、多玩游戏网等 20 余家游戏平台建立了联合运营的合作关系。

图 55: 主要产品

【斗破苍穹】

最新上架畅销书《斗破苍穹》手机游戏

产品名称: 斗破苍穹
 上架时间: 2012年1月
 游戏类型: 3D回合制玄幻武侠角色扮演
 游戏平台: IOS
 游戏平台: 安卓
 收费模式: 永久免费
 研发公司: 成都乐卓网络
 运营公司: 成都乐卓网络
 游戏官网: <http://m.qq.com/game/1001>
 运营区域: 中国大陆 中国台湾 中国香港 马来西亚 新加坡



《斗破苍穹》是一款以斗破苍穹小说为蓝本，由乐卓网络自主研发，并由腾讯游戏运营的3D回合制玄幻武侠角色扮演手机游戏。游戏画面精美，玩法多样，剧情引人入胜，让玩家在游戏中体验到斗破苍穹的奇幻世界。游戏还拥有丰富的社交系统，玩家可以结交好友，组队冒险，共同挑战强大的敌人。游戏还定期推出各种活动，让玩家在游戏中获得更多的乐趣和奖励。

数据来源: 安信证券研究中心, 官网

图 56: 主要产品

【天珠变】

最新上架畅销书《天珠变》手机游戏

产品名称: 天珠变
 上架时间: 2012年9月
 游戏类型: 3D回合制玄幻武侠角色扮演
 游戏平台: IOS
 游戏平台: 安卓
 收费模式: 永久免费
 研发公司: 成都乐卓网络
 运营公司: 成都乐卓网络
 游戏官网: <http://m.qq.com/game/1001>
 运营区域: 中国大陆



《天珠变》是一款以天珠变小说为蓝本，由乐卓网络自主研发，并由腾讯游戏运营的3D回合制玄幻武侠角色扮演手机游戏。游戏画面精美，玩法多样，剧情引人入胜，让玩家在游戏中体验到天珠变的奇幻世界。游戏还拥有丰富的社交系统，玩家可以结交好友，组队冒险，共同挑战强大的敌人。游戏还定期推出各种活动，让玩家在游戏中获得更多的乐趣和奖励。

数据来源: 安信证券研究中心, 官网

3.4.8. 乐卓网络 (833148.OC)

公司亮点:

本公司专业从事移动终端游戏的研发与运营，公司目前正在搭建自营平台，申请《网络文化经营许可证》和 ICP 证，完成以后可以取得发行商资质，向产业下游延伸，以便于获取更高的主动权，并提高游戏运营利润。

公司盈利能力:

图 57: 2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业总收入(元)	465,000.00	1,955,073.26	-76.22%
毛利率%	100.00%	77.11%	-
归属于挂牌公司股东的净利润(元)	-8,105,117.07	-4,432,028.68	82.88%
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润(元)	-8,105,117.07	-4,432,028.68	82.88%
加权平均净资产收益率%	-47.00%	-172.00%	-
基本每股收益(元/每股)	-0.68	-0.44	-53.22%

数据来源: 安信证券研究中心, wind

公司主要业务与产品;

公司主要业务是移动终端游戏的研发与销售。目前，公司主要产品包括移动终端单机游戏、移动终端网络游戏等。公司作为游戏开发商，拥有经验丰富的开发和运营团队，具有较强的产品开发能力。

图 58: 主要产品



数据来源: 安信证券研究中心, 官网

图 59: 主要产品



数据来源: 安信证券研究中心, 官网

3.4.9. ST 鼎讯 (430173.OC)

公司亮点:

作为游戏产品的内容提供商, 致力于为中国移动、中国联通、中国电信等运营商或渠道提供高品质的手机游戏产品和技术支撑服务等。目前公司一直沿用合作模式开拓业务, 收入来源是将其产品交给合作商, 无需自行进行市场推广、客户开发等, 合作商最终将游戏产品收入按照约定比例分配给公司。

由于最近两年公司一直为微利和亏损状态, 2015 年公司在实际控制人变更后, 引入新的董事团队, 对公司未来的经营方向做出重大调整, 利用鼎讯互动平台有效整合资源。2015 年 4 月 30 日董事会提出发行股份购买资产的议案, 收购广东欧美城汽车文化有限公司资产, 进行重大资产重组, 目前正在积极进行中。

公司盈利能力:

图 60: 2015 半年盈利能力

	本期	上年同期	增减比例
营业总收入(元)	0.00	1,812,107.46	-
毛利率%	0.00%	82.67%	-
归属于挂牌公司股东的净利润(元)	-1,623,580.96	-2,444,823.85	-33.59%
归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润(元)	-1,623,580.96	-3,054,483.16	-46.85%
加权平均净资产收益率%	92.51%	-24.45%	-
基本每股收益(元/每股)	-0.16	-0.24	-33.59%

数据来源: 安信证券研究中心, wind

公司主要业务与产品;

公司主营业务为手机终端单机游戏、手机终端网络游戏, 产品研发主要集中在手机单机和手机网络游戏。

图 61：主要产品

仙侠传说Online



《仙侠传说Online》是纯粹的中国仙侠风格网游，唯美精致的游戏画面，天地人三界风云变幻，开启神奇仙侠游戏的梦幻之旅；火爆刺激的秘境探险；刀光剑影，恩怨情仇的修仙冒险；生死相感的忠义珍宠；侠义无天的霸气神会；为梦想而战的真正仙侠世界；真英雄就玩真仙侠，强者天下等你来征服！

四大门派——开辟四大门派，万劫不复相恋幽冥

完美剧情——展现快意柔情，亲历江湖刀光剑影

魅力展现——自由上传图片，随心所欲随心所欲

炫美技能——千种技能组合，万种法术变幻莫测

神奇珍宠——宝宝十大种族，百种绝技千变万化

任意飞行——超酷天空羽翼，瞬息万变畅游仙界

精英挑战——团队史诗副本，智谋与勇气的挑战

精彩PK——众多独特玩法，尽情享受游戏乐趣

海量任务——多种活动任务，助你超爽光速升级

数据来源：安信证券研究中心，官网

图 62：主要产品

苍岚Online



《苍岚Online》是腾讯互动科技有限公司经过两年自主研发的史上首款人宠合一的角色扮演手机游戏。故事发生在上古时天、地、人分为三界，魔界被大魔王占领，天神帝统领，天界与地界随时可能爆发战争，人间界则以和平和危机重重，玩家将在这里一步步走进史诗般的故事。

游戏中采用了技能点转职系统，转职后根据不同天赋组合出六大不同特点的职业，武士、魔法系祭祀、刺杀系游侠，多重的职业设定，保障玩家在角色养成上的自由度，游戏耐玩性，不同的转职带来不同的游戏体验，各职业相互牵制，却也相互辅助，形成中玩家互动的基础。

游戏中有一套完善的宠物体系，任何普通怪物都可以成为玩家驯服的对象，每个宠自己独立的成长率，宠物不仅是拥有丰富多彩的造型，更是并肩作战的战友，宠物和组合变化出很多战术，在天赋技能之外，创新加入了石破技能，使得战斗中的策略性更强的副本不仅仅是故事剧情的支撑，更是玩家冒险和探索的宝地，副本中设有强大的BOSS，多名玩家组队配合协调战术才有可能击败BOSS。拍卖行是玩家间的交易系统，跨服的互动，师徒婚约等系统增进玩家间的关系，帮战挑战pk赛等比赛系统调动玩家竞技的赋予了喜欢交友交友、酷爱热血竞技的激情玩家一个展现自我的游戏平台！

数据来源：安信证券研究中心，官网

4. 结语

作为国家大力支持的文化创意产业，承载着“互联网+”的东风，近两年游戏电竞产业发展速度呈快速增长，资本不断流入。而随着移动终端的普及与带宽的提速，对中国移动游戏产业增长起到重要的推动作用。如今游戏电竞产业早已从小众玩家演变为大众的娱乐消费手段和工具。

未来游戏电竞产业会向着更广义的“泛娱乐”方向推进。这种泛娱乐化的游戏电竞趋势，打通了游戏、文学、动漫、影视等多个业务领域的互动娱乐新生态。这样的公司我们在新三板中看到了身影，如紫荆股份、童石网络等。

新三板是中国最大的、最市场化的资本市场，其孕育的企业生态代表了中国最具前沿的发展理念与行业趋势。我们从对新三板游戏电竞公司的分析和梳理，能够更好的窥探未来中国游戏电竞产业的发展态势和方向，踏准时代风口，挖掘成长明星。

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

诸海滨声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

