

公司 IP 游戏生态稳固，不断丰富 IP 矩阵强化自研打开成长空间

——中手游 (00302.HK) 首次覆盖报告

首次覆盖

● 公司游戏“IP 一哥”地位稳固，旗下 IP 粉丝变现潜力大，营收增长明显。中手游是国内首家登陆美国市场的手游公司，旗下拥有 99 款 IP，主要分布在与著名文化产品及艺术作品有关的领域，粉丝广泛且粘性大，变现潜力巨大。根据易观智库显示，2015 年 1 月-2018 年 6 月中手游发行 IP 开发的游戏数量、IP 储备以及累计收益排名均为第一。2018 年公司收购北京软星 51% 的股份和文脉互动巩固 IP 矩阵及增强研发实力，当年实现营收 15.96 亿元，同比增长 57.55%。2019 年实现营收 30.36 亿元，同比增长 90.22%。

● 中国移动游戏仍处于增长期，其中 TOP 级游戏 7 成以上拥有 IP，收入占比达到总数的 6 成以上。2019 年，中国游戏市场和海外市场出口收入整体增速再次提升，国内移动游戏市场趋于成熟，精品与创新将是重要推力。根据伽马数据显示，2016-2019 年间 IP 改编移动游戏收入占移动收入比例保持在 65% 左右，2019 年改编游戏收入达 987.4 亿元，占比为 65.2%。另外，2019 年流水 TOP100 产品中七成拥有 IP，精品游戏也成为 IP 生命力延续关键。

● 公司 IP 储备囊括中外，游戏发行业务稳定，开发及 IP 授权变现初显成效，2020 年由腾讯头条独家代理的游戏有望出现爆款。公司旗下拥有《航海王》、《龙珠 Z》等知名日本动漫 IP，以及《择天记》、《仙剑奇侠传》、《倚天屠龙记》等中国 IP，类型和数量十分丰富。公司在运营游戏中有 11 款运营超 3 年，生命周期相对较长。2020 年公司计划推出 38 款游戏，涵盖多种游戏类型，由腾讯和头条独家代理发行的游戏中或将出现爆款。业务方面，2019 年公司发行业务实现营收 25.53 亿元，同增 82.31%，连续四年贡献超过 84% 的收入。开发业务主要由北京软星及文脉互动进行，2018-2019 年分别实现收入 1.78 亿元和 4.21 亿元。近日，公司宣布入股《少年三国志》、《少年西游记》系列游戏的国内头部研发团队——乐府互娱。乐府互娱计划今年上线的卡牌新游戏将交由公司全球发行，预计将进一步优化公司的游戏组合。

● 公司深耕 IP 游戏发行，丰富的 IP 储备助力业绩稳定增长，首次覆盖给予“推荐”评级。公司不断投资 IP 同时强化自研，估值处于低位且业绩可持续。预计 2020-2022 年净利润分别为 7.34/10.56/12.82 亿元，同增 195.4%/43.9%/21.4%，当前股价对应 PE 分别为 8/6/5 倍，公司 2018-2022 年调整净利润为 3.36/6.11/8.30/10.56/12.82 亿元，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：新游流水不及预期、政策监管风险、上线进度不及预期等。

财务摘要和估值指标 (2020 年 5 月 26 日)

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,596	3,036	4,736	6,104	7,572
增长率(%)	57.6	90.2	56.0	28.9	24.0
净利润(百万元)	311	248	734	1,056	1,282
增长率(%)	17.4	-20.2	195.4	43.9	21.4
毛利率(%)	33.4	35.7	33.5	34.0	34.0
净利率(%)	19.5	8.2	15.5	17.3	16.9
ROE(%)	17.0	6.6	16.2	19.1	19.0
EPS(摊薄/元)	2.27	0.13	0.31	0.45	0.55
P/E	1.1	18.5	8.4	5.8	4.8
P/B	3.0	1.4	1.4	1.1	0.9

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 5 月 26 日

敬请参阅最后一页免责声明

推荐 (首次评级)

胡皓 (分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号：S0280518020001

马笑 (联系人)

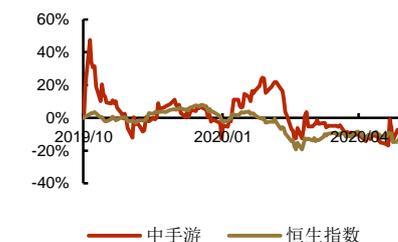
maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280117100011

市场数据 时间 2020.05.26

收盘价(元):	2.63
一年最低/最高(元):	2.4/4.26
总股本(亿股):	23.30
总市值(亿元):	61.28
流通股本(亿股):	8.27
流通市值(亿元):	21.75
近 3 月换手率:	37.81%
目标价(元):	3.65~3.85

股价一年走势



相关报告

投资要件

关键假设

1. 公司自有 IP 得到充分发掘、相关游戏持续推进上线;
2. 公司版号数量保持稳定增长;
3. 纳入港股通后, 公司价值得到充分挖掘。

我们区别于市场的观点

1. 市场一些观点认为, 随着 IP 市场竞争激烈, 未来公司拿到顶级 IP 授权将会更艰难、成本更高, 这会限制公司的业绩发展;

我们分析认为, 首先公司已获得 31 个 IP 授权, 通过收购软星和入资大宇, 又取得了 68 个自有 IP 资源, 具备很强的先发优势及竞争壁垒, 至少短时间内不用担心成本上升带来的影响。其次, 顶级 IP 的合作方会非常关注公司在研发和 IP 运营方面的实力, 中手游深耕领域多年, 具有丰富的研发商资源, 能够把运用这些 IP 匹配最合适的玩法和商业化模型, 使得版权方愿意与公司合作。最后, 公司主打 IP 游戏合作平台化和生态化的商业模式, 能够有效缓和部分游戏或者 IP 不及预期所带来的波动影响。综上我们认为 IP 市场竞争对中手游这类拥有自有 IP 资源的头部发行及研发公司影响不大。

2. 市场部分观点对公司获得版号的情况抱有疑虑;

我们分析认为, 首先公司所拥有的 IP 多数是在内地经过时间验证的、相对本知名度较高的 IP, 这些在进入中国的时候就已经通过了审核, 所以不会因为内容合规问题而停发版号。其次, 公司做的游戏类型很少涉及棋牌等重点监管品类, 所以整体而言获得版号的几率也相对较大。公司于 2019 年有 23 款游戏获得预批版号, 远超国内其他市场参与者, 2020 年第一季度有另 5 款游戏获得预批版号。目前公司获得的预批游戏数量充足, 为 2020 年业务发展提供稳定保障。最后, 我们可以看到公司一些 IP 游戏在持续获得版号, 这也是对我们观点的印证。

股价上涨的催化因素

纳入港股通后交易将会活跃; 穿山甲及 IOS 平台买量需要提供版号; 疫情期间在线娱乐需求增加, 游戏行业整体受益。

估值和目标价格

我们看好公司 IP 储备的变现潜力, 依靠自身 IP 矩阵多赛道运营, 市场地位稳固, 且估值处于低位。预计 2020-2022 年净利润分别为 7.34/10.56/12.82 亿元, 同增 195.4%/43.9%/21.4%, 当前股价对应 PE 分别为 8/6/5 倍, 调整净利润为 8.30/10.56/12.82 亿元。首次覆盖给予“推荐”评级。

投资风险

新游流水不及预期、政策监管风险、上线进度不及预期等。

公司收入预测详细拆分

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
游戏发行					
营业收入	1400.45	2553.19	3982.98	5177.87	6472.34
同比增速	38.28%	82.31%	56.00%	30.00%	25.00%
游戏开发及运营					
营业收入	177.95	421.25	652.94	816.17	979.41
同比增速	0.00%	136.72%	55.00%	25.00%	20.00%
授权知识产权费及赞助					
营业收入	17.80	61.86	100.00	110.00	120.00
同比增速	0.00%	247.53%	61.66%	10.00%	9.09%
合计					
营业收入	1596.20	3036.30	4735.91	6104.04	7571.74
同比增速	57.60%	90.22%	55.98%	28.89%	24.04%
营业成本	1063.73	1953.10	3149.38	4028.67	4997.35
综合毛利率	33.36%	35.67%	33.50%	34.00%	34.00%

资料来源: wind, 新时代证券研究所测算

公司盈利预测表

利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1596	3036	4736	6104	7572
营业成本	1064	1953	3149	4029	4997
销售费用	148	230	359	470	583
管理费用	148	577	502	537	666
财务费用	10	15	2	-31	-37
公允价值变动损益	-4	-2	-2	-3	-3
营业利润	356	344	821	1182	1435
所得税	40	100	103	148	179
少数股东损益	5	-5	-15	-22	-26
归属母公司净利润	311	248	734	1056	1282
经调整净利润	336	611	830	1056	1282
EPS (元)	0.13	0.11	0.36	0.45	0.55

资料来源: wind, 新时代证券研究所测算

目 录

1、 中手游：IP 游戏龙头企业	6
1.1、 中手游：游戏产业“IP 一哥”	6
1.2、 中手游的业务模式：构建手游生态，打造私域流量运营系统	6
1.3、 财务情况：收入持续增长，净利率保持稳定	7
2、 游戏行业整体稳定增长，TOP 级游戏多数拥有 IP	8
2.1、 中国游戏产业整体发展保持增长，海外市场增量空间巨大	8
2.2、 IP 改编移动游戏市场发展情况	12
3、 公司经营持续向好，围绕 IP 矩阵拓展变现空间	15
3.1、 公司经营状态良好，各项经营指标 2019 年增速较快	15
3.2、 公司围绕 IP 储备优势，开展游戏发行、开发及授权业务	16
3.3、 游戏发行业务持续贡献主要营收	19
3.4、 通过收购建立了稳健的自研自发体系	20
3.5、 多渠道拓展 IP 变现提供稳定收益	21
4、 盈利预测	22
5、 风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1： 中手游发展历程	6
图 2： 中手游经营所在的手游生态系统	7
图 3： 公司 2017 年起营收大幅增加	8
图 4： 上市开支等导致 2019 年归母净利润同比下降	8
图 5： 公司 2016-2019 年毛利率保持稳定	8
图 6： 2019 年管理费用率上升系研发开支及薪酬所致	8
图 7： 2019 年中国游戏市场及海外市场游戏出口收入有增速所回升	9
图 8： 2019 年中国游戏市场实际销售收入增速高于 2018 年	9
图 9： 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入增速逐渐稳定	10
图 10： 中国自主研发网络游戏市场实际销售收入增速达 19%	10
图 11： 中国移动游戏市场实际销售收入逐渐企稳	11
图 12： 2019 年中国客户端游戏市场实际销售收入下滑缩窄	11
图 13： 2019 年中国网页游戏市场实际销售收入持续下滑	11
图 14： IP 改编移动游戏占移动游戏收入比例超 6 成	12
图 15： 2019 年流水 TOP100 移动游戏中七成产品拥有 IP	12
图 16： 2019 年文学类游戏 IP 流水同比增长最多	13
图 17： IP 改编移动游戏代表性企业	14
图 18： 2019 年热度 TOP100 客户端游戏改编移动游戏中 MMO/ARPG 类型最多	14
图 19： 2019 年热度 TOP100 客户端游戏改编移动游戏状况	15
图 20： 2017 年以来 MAU 处于上涨趋势	15
图 21： 公司 ARPPU2019 年涨幅较大	15
图 22： 2016 年以来公司 MPU 逐年上升	16
图 23： 公司新注册用户总体稳步增长	16
图 24： 公司 IP 储备量市场领先	16

图 25: 基于 IP 产生的收入占比将不断提高	19
图 26: 公司业务营收占比情况.....	19
图 27: 公司 2017-2019 游戏发行营收加速增长.....	20
图 28: 公司官方发行平台“胜利俱乐部”.....	20
图 29: 北京软星研发游戏: 仙剑奇侠传 5.....	20
图 30: 文脉互动研发游戏: 传奇世界之雷霆霸业.....	20
图 31: 《仙剑客栈》第一季网剧.....	21
图 32: 腾讯官微宣布《仙剑一》翻拍.....	21
公司盈利预测表.....	3
表 1: 2019 年伽马数据 IP 游戏流水测算榜 TOP10.....	13
表 2: 公司旗下 IP 一览.....	16
表 3: 控股子公司北京软星旗下 IP 一览.....	17
表 4: 公司旗下重要游戏一览.....	18
表 5: 公司 2020 年预计推出的部分游戏.....	18
表 6: 2019H1 公司各大游戏经营数据.....	20
表 7: 公司开发收入占比在公司不断提高.....	21
表 8: 中手游分业务测算(百万元).....	22

1、中手游：IP 游戏龙头企业

1.1、中手游：游戏产业“IP 一哥”

中手游作为领先的 IP 游戏营运商及发行商，主要聚焦于与著名文化产品及艺术作品有关的 IP(例如来自受欢迎的动画、小说和电影的主角或人物)，此类 IP 具有庞大的粉丝群体、市场认受性和商业价值。

根据易观智库，在所有中国独立手游发行商中，中手游拥有 3 项第一：(1)2015 年 1 月-2018 年 6 月期间按发行基于 IP 开发的游戏产生累计收益计排名第一；(2)2015 年 1 月-2018 年 6 月期间按发行基于 IP 开发的游戏总数计排名第一；(3)截至 2018 年 6 月 30 日拥有最多的 IP 储备。公司专注于与涉及著名文化产品及艺术作品的热门 IP 版权方合作，同时向世界各地的玩家提供基于公司获授权及拥有的 IP 所开发的优质手游。通过与第三方游戏开发商合作及自身的内部开发团队，公司积累了丰富的开发、发行 IP 类游戏的经验。另外，公司积极投资于 IP 版权方及游戏开发商，以巩固公司的手游生态系统。公司计划通过打造自有 IP 及合作 IP 形象，最终发展为集自身专属粉丝群体和亚文化的 IP 开发泛娱乐平台，进一步改善 IP 品牌在全球各地的营运。

公司于 2012 年 9 月 25 日登陆纳斯达克，是国内首家登陆美国证券市场的手游公司。2015 年 5 月公司正式启动私有化，并于同年 8 月完成退市，2019 年 10 月 31 日公司在香港联交所主板上市（股票代码：0302.HK）。2018 年 5 月，中手游并购北京软星 51% 股权，联手台湾大宇就《仙剑奇侠传》、《轩辕剑》、《大富翁》、《明星志愿》和《天使帝国》等知名 IP 展开自主研发和联合研发，及多维度的泛娱乐合作。

图1：中手游发展历程



资料来源：中手游官网、新时代证券研究所

公司游戏开发人员由业界精英领衔，包括《仙剑奇侠传》及《大富翁》系列的制作人姚壮宪；《仙剑奇侠传3》、《仙剑奇侠传4》的制作人张孝全以及《传奇世界之雷霆霸业》和《热血战歌之创世》的制作人樊英杰等。

1.2、中手游的业务模式：构建手游生态，打造私域流量运营系统

中手游在以知名 IP 为基础的手游生态系统内营运，这是中手游业务模式的基石。在该生态系统内，中手游与包括 IP 版权方、游戏开发商及发行渠道在内的业务伙伴紧密合作，向中手游的游戏玩家提供多种游戏。中手游同时获 IP 版权方授

权 IP 并拥有自有 IP。

除了与第三方游戏开发商合作及自身的内部开发外，中手游也会授权代理直接来自第三方游戏开发商的游戏。在推出游戏前，公司会与游戏开发商合作开发 beta 测试版优化游戏，并进行销售及市场推广活动，为中手游的游戏宣传。公司在平台发布游戏供玩家畅玩，发行渠道也会向中手游提供玩家反馈和玩家行为数据。在推出游戏后，中手游继续与游戏开发商合作运营游戏，并提供玩家服务和技术支持。中手游在该生态系统中的核心角色能最大化利用自身营运能力优势，并确保公司能持续向玩家提供游戏服务，同时尽量提高流水及收益。

公司通过打造自身手游生态闭环的模式，构建私域流量池，降低了推广买量成本。同时在私域流量下，公司旗下游戏用户拥有更高的参与度和用户粘性，对 IP 方而言合作优势明显。

图2：中手游经营所在的手游生态系统

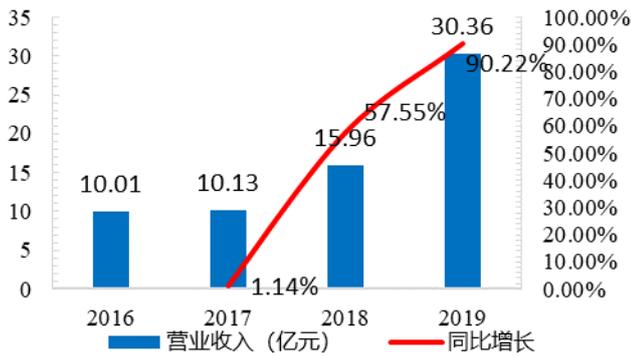


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

1.3、财务情况：收入持续增长，净利率保持稳定

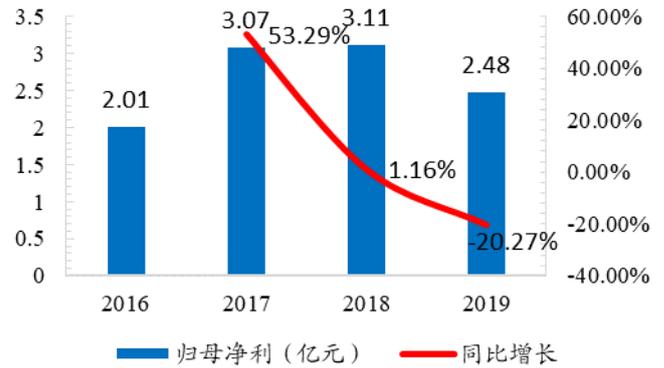
营收自 2017 年以来保持高增长。公司自 2015 年从纳斯达克退市后，着力打造以 IP 为基础的手游生态，通过自有 IP 及获版权方授权 IP 进行内部游戏开发或与第三方开放商合作，打造一流手游产品，2018 年，公司分别出资 2.13 亿元及 8 亿元收购知名游戏公司北京软星 51% 的股份和文脉互动全部股份，进一步巩固公司的 IP 矩阵及增强研发实力。公司营收方面，自 2017 年来保持高增长，2018 年及 2019 年分别实现营收 15.96 亿元和 30.36 亿元，同比增长分别为 57.55% 和 90.22%。归母净利方面由于扣除了以权益结算以股份为基础开支及上市开支，因而不能贴切反映公司经营业绩。加回这两项开支后，2018 年经调整归母净利为 3.35 亿元、2019 年为 6.11 亿元，能够更贴切地反映公司经营业绩由于收购多个受欢迎的 IP、进一步分散游戏组合及公司游戏 2019 年表现强劲而有所改善。

图3: 公司 2017 年起营收大幅增加



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

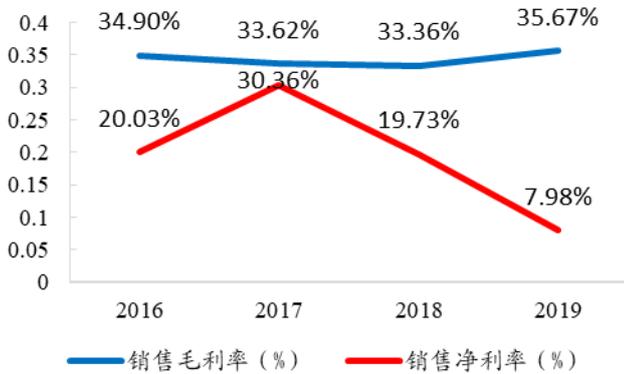
图4: 上市开支等导致 2019 年归母净利润同比下降



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

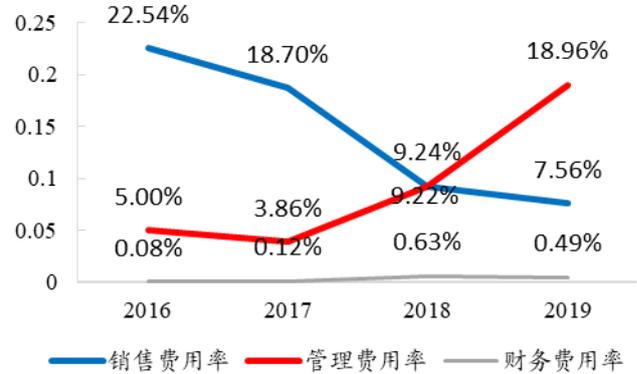
毛利率保持稳定, 管理费用率增加系薪酬激励及并表造成。2016年-2019年毛利率整体保持稳定, 2019年提升至35.67%; 公司2019年净利率大幅下滑, 主要是由于3.28亿元的以权益结算以股份为基础开支, 调整后净利率相比2018年有所提升。费用方面, 公司三费整体趋势向好, 财务费用始终保持在低位, 销售费用自2016年以来大幅下降, 由2016年的22.54%降至2019年的7.56%, 管理费用大幅上升, 主要是由于2019年增加了管理人员的薪酬福利、并表2018年新收购的子公司及研发开支增加。

图5: 公司 2016-2019 年毛利率保持稳定



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图6: 2019 年管理费用率上升系研发开支及薪酬所致

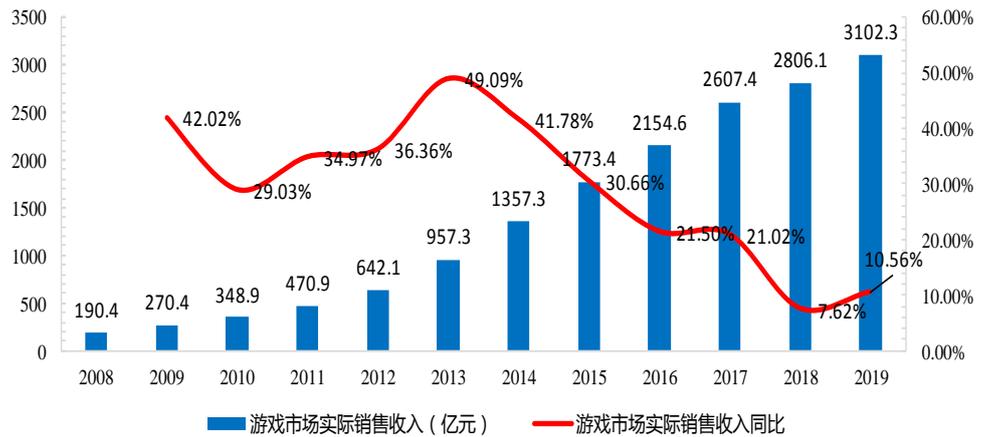


资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

2、游戏行业整体稳定增长, TOP 级游戏多数拥有 IP

2.1、中国游戏产业整体发展保持增长, 海外市场增量空间巨大

海外市场将为国内企业带来更大营收和发展空间。2019年, 受海外市场出口收入提升拉动, 中国游戏市场和海外市场出口收入整体增速再次提升。综合国内自研产品在海外市场的竞争优势, 预计未来一段时期内海外市场将为国内企业带来更大营收和发展空间。

图7： 2019年中国游戏市场及海外市场游戏出口收入有增速所回升

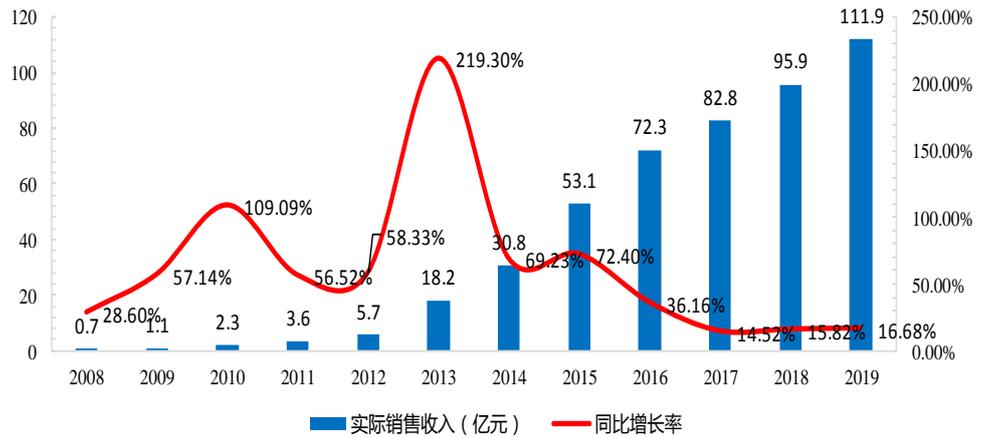
资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

受益端游下降趋窄、移动游戏增速平稳，游戏市场增速小幅回升。2019年，中国游戏市场实际销售收入为2330.2亿元，同比增长8.7%，较去年增速小幅回升，继续保持增势。这主要受益于移动游戏市场实际销售收入增速保持平稳，而客户端游戏市场实际销售收入同比下降幅度收窄。

图8： 2019年中国游戏市场实际销售收入增速高于2018年

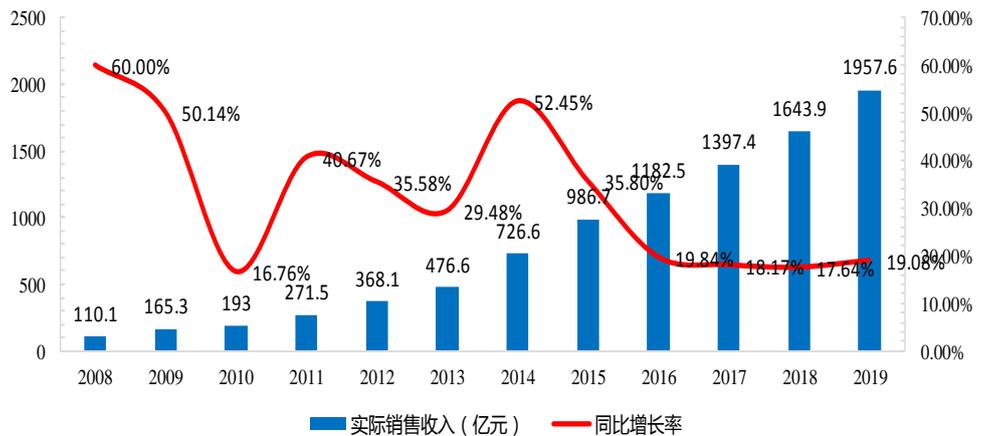
资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

海外仍是中国自主研发产品的重要市场选择。2019年，中国自主研发产品网络游戏海外市场实际销售收入保持稳定增速。随着国内用户红利见顶，IP拓展难度提升，加上近年来海外市场快速发展不断传来的利好消息，国内企业仍在不断加强海外发展部署，其中移动游戏市场方面表现更加明显，2019年《PUBG MOBILE》《华谊兄弟》《万国觉醒》等产品在企业运营力度加强下，收入增长明显。基于国内发展优势，海外仍是国内自主研发产品的重要市场选择。

图9： 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入增速逐渐稳定

资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

受页、端自研市场表现拖累，中国自主研发网络游戏增速放缓。2019年，中国自主研发网络游戏市场实际销售收入增速出现下滑，一方面，页游、端游市场自主研发产品双重下滑产生了较大影响；另一方面，移动游戏市场增长速度也出现趋缓状态。

图10： 中国自主研发网络游戏市场实际销售收入增速达19%

资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

移动游戏市场趋于成熟，精品与创新将是发展重要推力。2019年，新品增量、《和平精英》净增量、老产品精细运营增量是支撑中国移动游戏市场实际销售收入增长的关键，但增速仍有小幅下降。发展至今，中国移动游戏市场已经趋于成熟，用户对精品、创新的需求而产生对产品的自然筛选现象是重要标志，可以观察到，近年来创新产品爆款在中小企业中频出，如《梦幻模拟战》《明日方舟》等；而受用户认可的老产品通过运营手段也能有效提升流水。

图11: 中国移动游戏市场实际销售收入逐渐企稳

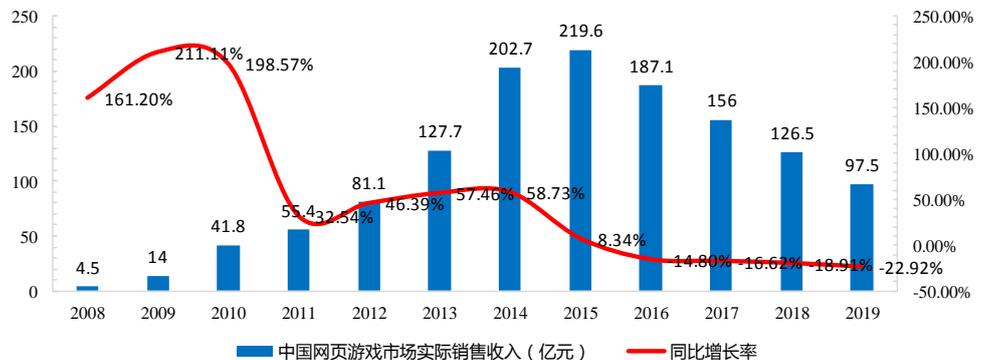
资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

端游市场虽受新游刺激但仍未能扭转衰退。2019年，端游市场实际销售收入保持平稳，从产品来看，2019年《魔兽世界怀旧服》为市场带来了较高增量，但仍未能扭转市场走势，这也一定程度说明，端游市场仍在呈现衰退。

图12: 2019年中国客户端游戏市场实际销售收入下滑缩窄

资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

页游市场持续萎缩。2019年，页游市场进一步萎缩，因移动游戏对其有较强取代性，随着移动游戏市场的发展，页游市场的下滑也将会更明显。同时在市场氛围下，这一领域的资本投入也可能随之减少，或将进一步刺激页游市场的缩减。

图13: 2019年中国网页游戏市场实际销售收入持续下滑

资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

2.2、IP 改编移动游戏市场发展情况

IP 改编移动游戏收入占移动游戏市场六成以上，市场收入具备增长潜力。从市场层面来看,2016-2019 年 IP 改编游戏始终占据移动游戏市场六成以上份额，市场收入也具备持续增长的潜力。这主要来源于两方面，一方面在于 IP 产品朝着精品化发展。随着用户对于产品甄别能力的提升，口碑营销已成为 IP 游戏市场获取用户的重要方式之一,IP 游戏市场早期换皮洗量的模式已难以立足于这一阶段的游戏市场，低质量 IP 产品被市场淘汰,精品化产品使得 IP 游戏市场得以良性发展，另一方面，移动游戏 IP 来源进一步丰富，游戏产品能够从影视、动漫、主机游戏等不同领域获得授权，即使各领域小众 IP 商业价值也在被逐渐挖掘，同时新的 IP 也在持续孵化，市场 IP 供给充足。

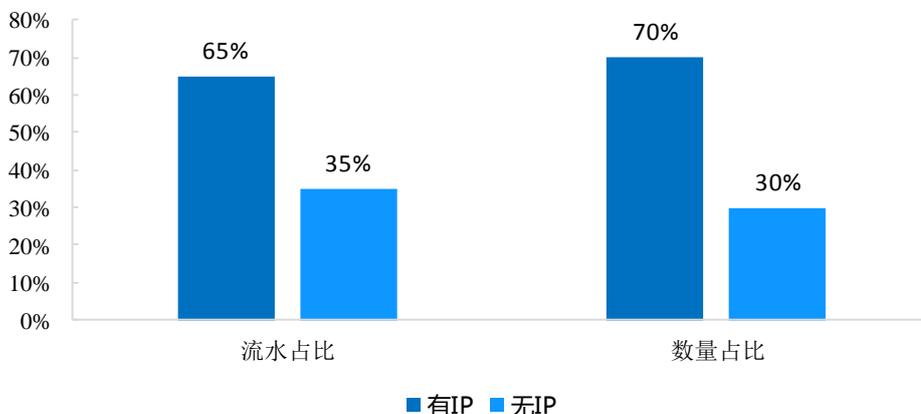
图14: IP 改编移动游戏占移动游戏收入比例超 6 成



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

TOP100 产品七成拥有 IP，IP 新品仍具备较高活力。2019 年流水 TOP100 移动游戏产品中，七成产品拥有 IP,流水占比达到 65%。除了长线运营的《梦幻西游》《大话西游》等产品外，近年上线的 IP 新品也具备较高活力，包括《和平精英》《完美世界》《跑跑卡丁车官方竞速版》等均在 2019 年上线，《QQ 飞车》等产品上线时间不足两年。IP 游戏市场始终具备着较高的活力，后入者也存在一定市场机会。

图15: 2019 年流水 TOP100 移动游戏中七成产品拥有 IP



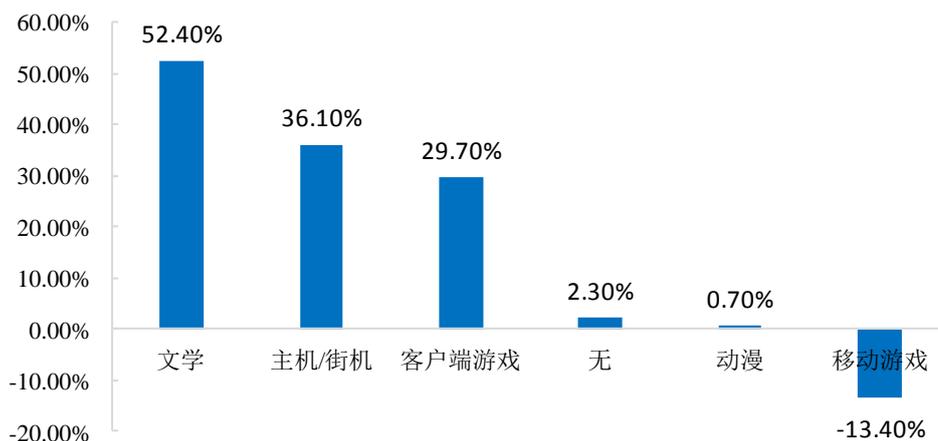
资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

表1: 2019年伽马数据IP游戏流水测算榜TOP10

排名	游戏名称	游戏类型	IP类型
1	梦幻西游	回合制RPG类	游戏
2	和平精英	射击类	游戏
3	完美世界	ARPG (MMO)	游戏
4	QQ骑	竞速类	游戏
5	维西游	回合制RPG类	游戏
6	神武3	回合制RPG类	游戏
7	跑跑卡丁车官方竞速版	竞速类	游戏
8	QQ炫舞	音舞类	游戏
9	精灵盛典	ARPG (非MMO)	游戏
10	峨忍者	ARPG (非MMO)	动漫

资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

文学IP改编移动游戏市场增速快动漫IP陷入瓶颈。从2019年主要游戏IP类型流水同比增长情况来看,文学IP改编移动游戏市场增长率达到52.4%,市场规模也超过了动漫IP。这主要受到《龙族幻想》、《斗罗大陆》等移动游戏产品的驱动,其中《斗罗大陆》更是采用了小说、动漫、游戏等多领域联动的形式进行产品推广。从现阶段来看,文学IP具备受众广、储备丰富等优点,也在逐渐摆脱简单换皮的改编模式,未来市场规模或将进一步提升。从动漫IP来看,动漫IP改编移动游戏市场增长乏力。这主要受到两方面影响,一方面头部动漫IP经历多次改编,商业价值透支,后续产品吸量能力逐渐弱化,另一方面受到文学IP漫改进程加快的影响,文学IP版权方通过改编动漫提升IP影响力,再授权改编移动游戏,IP源头仍为文学。

图16: 2019年文学类游戏IP流水同比增长最多

资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

IP改编产品成中国游戏企业核心竞争力。目前IP改编移动游戏产品已成为中国游戏企业的核心竞争力之一,包括腾讯游戏、网易游戏在内的多个游戏企业均深入布局这一领域。IP产品为企业带来了数十亿元乃至百亿元的收入,而游戏企业也进行着IP战略的可持续性发展,通过IP培育孵化、版权购买等多种方式获取IP资源,并在IP产品开发、营销、运营等多个环节构建了自身的竞争优势。

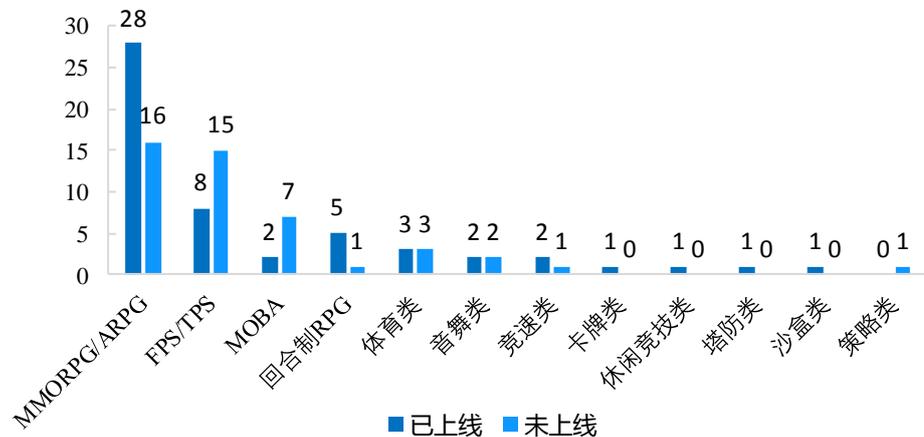
图17: IP改编移动游戏代表性企业



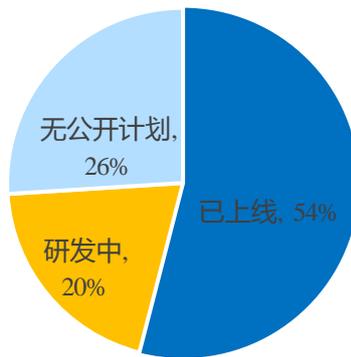
资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

客户端游戏IP消耗速度进一步提升,精品成IP生命力延续关键。客户端游戏IP是移动游戏IP的重要来源,近年来IP消耗速度提升,超过半数的热门客户端游戏已改编成移动游戏,IP产品也涵盖到了各个类型,多款相关产品也正在研发中。目前客户端游戏IP改编移动游戏产品市场成功率普遍较高,从而进一步在移动游戏市场拓展了新的用户群体,提升了IP的影响力。同时,也有部分产品仅套用了简单的换皮模式,未考虑移动端游戏用户特性及玩法的革新,从而造成改编产品难以获得用户认可,核心粉丝用户群体持续流失,但这也帮助相关企业积累了经验。因此,未来客户端游戏改编移动游戏产品的精品化趋势将进一步强化,精品将成为IP生命力得以延续的关键。

图18: 2019年热度TOP100客户端游戏改编移动游戏中MMO/ARPG类型最多



资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

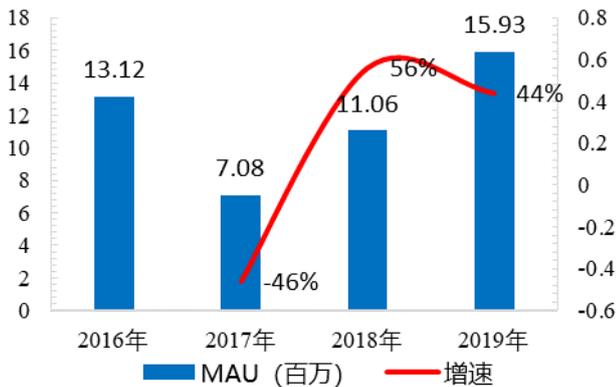
图19: 2019年热度TOP100客户端游戏改编移动游戏状况

资料来源: 伽马数据、新时代证券研究所

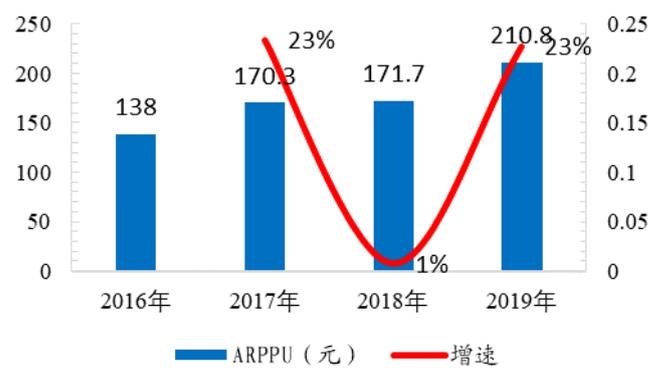
3、公司经营持续向好，围绕IP矩阵拓展变现空间

3.1、公司经营状态良好，各项经营指标2019年增速较快

公司经营丰富的游戏组合，包括多款极具盈利能力的手游，大部分游戏为中重度游戏，例如MMORPG及CCG，因此与其他游戏类别相比具有较高的ARPPU、较高的付费用户转化率及较长的生命周期。公司近年来MAU和ARPPU基本保持较高上涨趋势，截至2019年，公司MAU近1600万，ARPPU达到了210.8元，较2019年分别上涨44%和23%。

图20: 2017年以来MAU处于上涨趋势

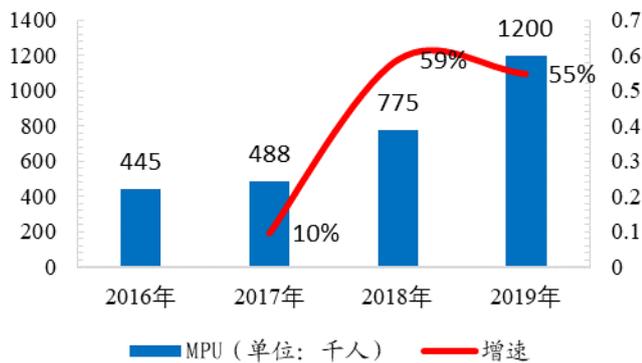
资料来源: 招股说明书、公司公告、新时代证券研究所

图21: 公司ARPPU2019年涨幅较大

资料来源: 招股说明书、公司公告、新时代证券研究所

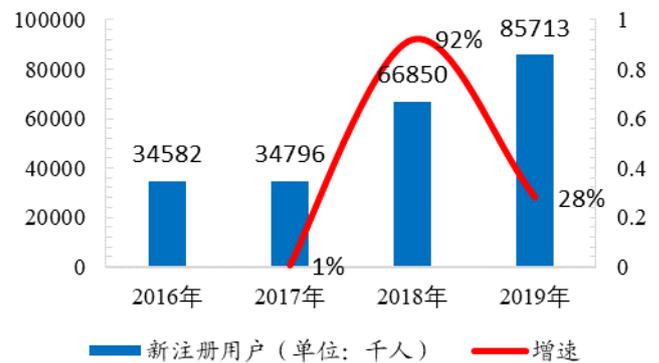
公司发展多年，注册用户新增数量总体稳定增长。根据公司公告，2019年公司最新注册用户数达8571万人，较2018年增长28%。截至2019年，月付费用户达120万人，较2018年增长55%。

图22: 2016年以来公司 MPU 逐年上升



资料来源: 招股说明书、公司公告、新时代证券研究所

图23: 公司新注册用户总体稳步增长

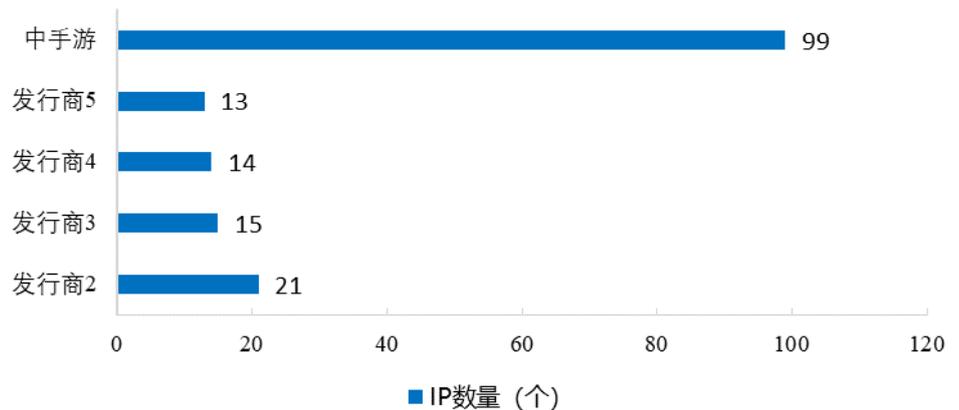


资料来源: 招股说明书、公司公告、新时代证券研究所

3.2、公司围绕 IP 储备优势, 开展游戏发行、开发及授权业务

公司旗下 IP 丰富, 为游戏发行业务提供授权支持。根据易观智库, 截至 2019 年 6 月 30 日, 在所有中国独立手游发行商中, 公司有最大的 IP 储备 (包括获授权及拥有的 IP) 且大幅领先其他发行商。

图24: 公司 IP 储备量市场领先



资料来源: 公司公告、易观智库、新时代证券研究所

具体来说, 公司拥有《航海王》、《龙珠 Z》、《火影忍者》、《妖精的尾巴》等知名日本动漫 IP, IP 国际化程度高, 未来有望继续在海外发行业务上发力。中国的 IP 包括阅文的《择天记》、《斗罗大陆》, 经典的《仙剑奇侠传》、《轩辕剑》、《射雕三部曲》等以及和盛大合作的一些传奇类的游戏 IP。根据招股说明书显示, 截至 2019 年, 公司一共有 99 个 IP, 其中 68 个为自有 IP, 无论从 IP 类型还是 IP 数量上来看, 游戏储备都十分丰富。

表2: 公司旗下 IP 一览

名称	已发行游戏	储备游戏
《航海王》	航海王强者之路	航海王热血航线
《龙珠 Z》	龙珠觉醒	
《择天记》	择天记	
《火影忍者》	火影忍者-忍者大师	

名称	已发行游戏	储备游戏
《SNK 全明星》	/	SNK 巅峰对决、SNK 全明星
《家庭教师》	家庭教师	
《妖精的尾巴》	妖精的尾巴-最强公会	
《修真聊天群》		修真聊天群
《画江湖之杯莫停》		画江湖之杯莫停
《决战沙城》	决战沙城、决战沙城之屠龙	
《飞剑问道》		飞剑问道
《叛逆的鲁路修》		叛逆的鲁路修
《龙族》	/	/
《魔域》	魔域重生	
《四大名捕大对决》	/	/
《传奇世界》	传奇世界之雷霆霸业	
《真·三国无双》		真·三国无双
《斗罗大陆》		斗罗大陆

资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

通过拥有庞大的 IP 资源库，公司与超过 100 家优质研发商展开定制合作，投资参股了 15 家优质研发商，全资并购了北京文脉和控股了软星科技，拥有 400 多人的自主研发团队，形成了上百家优质研发商的合作生态。其中，旗下子公司北京软星拥有的《仙剑奇侠传》系列 IP 已有多款产品上线，并还有《仙剑客栈 2》在储备中。

表3：控股子公司北京软星旗下 IP 一览

名称	已发行游戏	储备游戏
《轩辕剑》	轩辕剑-剑之源、轩辕剑三手游版	轩辕剑-苍之曜
《仙剑奇侠传》	新仙剑奇侠传、新仙剑奇侠传 H5	仙剑客栈 2、仙剑：九野、仙剑奇侠传 7
《大富翁》	大富翁 H5、大富翁 10	/
《明星志愿》	/	/
《天使帝国》	/	/

资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

2020 年 5 月 20 日，中手游入股乐府互娱，同时聘请其创始人程良奇先生任公司首席产品顾问。乐府互娱核心团队稳固，打造过萌江湖、少三和少西系列等作品，历史累积流水近 100 亿元。此次合作是继“仙剑之父”姚壮宪，仙三/仙四制作人张孝全和《雷霆霸业》制作人樊英杰之后，又一位业界金牌制作人加盟中手游体系。

游戏运营方面，截至 2019 年底公司运营 73 款游戏，11 款游戏的运营时间超过三年，生命周期相对较长。其中公司 2015-2016 年推出的《新仙剑奇侠传手游》、《航海王》、《火影忍者》三款游戏在 3 年之后仍然能给公司带来 2000 万左右的月流水。

表4: 公司旗下重要游戏一览

名称	类型	正式推出日期	来源	生命周期
 航海王强者之路	CCG	2016年1月	IP	稳定期
 新仙剑奇侠传	CCG	2015年4月	IP	后期
 择天记	MMORPG	2018年1月	IP	后期
 火影忍者-忍者大师	CCG	2016年4月	IP	稳定器
 龙珠觉醒	CCG	2019年2月	IP	稳定期
 蜡烛人	MMORPG	2018年4月	代理	后期
 曙光之境	MMORPG	2018年2月	代理	稳定期
 凡人飞仙传	H5 ARPG	2018年5月	代理	稳定期
 传奇世界之雷霆霸业	MMORPG	2018年10月	内部开发	稳定期
 热血战歌之创世	网页 MMORPG	2019年6月	内部开发	成长期

资料来源: 招股说明书、新时代证券研究所

2020年公司计划推出38款游戏,《仙剑:九野》、和《画江湖之杯莫停》已经及进入Beta测试阶段,《航海王热血航线》、《SNK 巅峰对决》两款游戏计划由头条代理,《真·三国无双》手游计划与腾讯合作,未来流水可期。其他正在开发或测试中的产品还包括《新射雕群侠传:铁血丹心》、《斗罗大陆》和《书江湖》等系列产品,涵盖ARPG、MMORPG、CCG等多种游戏类型,部分产品还将进行全球发售。

表5: 公司2020年预计推出的部分游戏

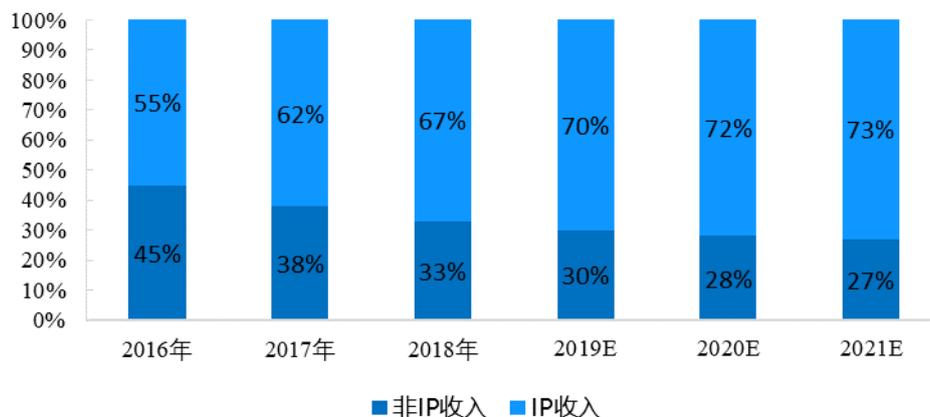
游戏名称	类型	区域	来源
航海王热血航线	ARPG	中国大陆	IP
SNK 巅峰对决	CCG	大中华地区	IP
仙剑:九野	CCG	全球(除中国香港、中国澳门、中国台湾)	IP及内部开发
新射雕群侠传:铁血丹心	CCG+SLG	全球	IP
画江湖之杯莫停	ARPG	全球	IP
斗罗大陆	MMORPG	中国大陆	IP
真·三国无双	ARPG	全球	IP
雷霆传奇	MMORPG	中国大陆	IP及内部开发

资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

2018年,基于IP开发的游戏分别占Apple App Store 50大免费及付费游戏的71.0%及5.60%,基于IP开发的手游产生收益人民币972亿元。未来,公司将继续把IP龙头的地位发扬光大,根据公司公告,预计基于IP产生的收入将于2021年

增至人民币 1,679 亿元，复合年增长率约达 20.0%。

图25： 基于 IP 产生的收入占比将不断提高

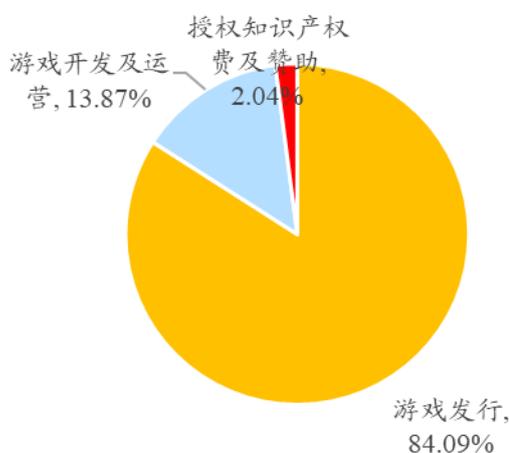


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3.3、 游戏发行业务持续贡献主要营收

目前公司的主营业务为游戏发行业务，2019 年贡献 84.09% 的营收，2019 年，公司游戏发行业务实现营收 25.53 亿元，同比增长 82.313%，游戏开发及运营实现收入 4.21 亿元，同比增长 136.73%，授权知识产权费及赞助实现收入 0.62 亿元。

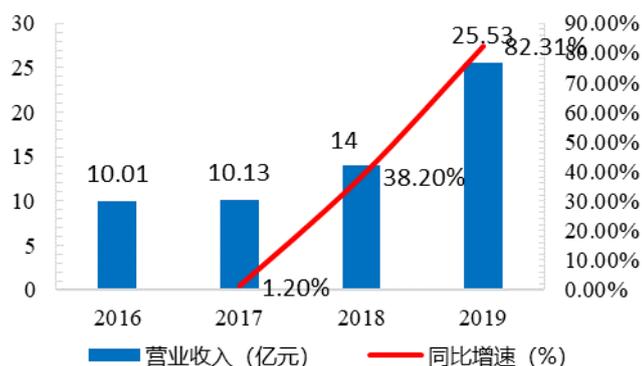
图26： 公司业务营收占比情况



资料来源：wind、新时代证券研究所

游戏发行业务是公司的主要收入来源，连续四年贡献 84% 以上收入。2019 年公司游戏发行业务贡献了 25.53 亿元，同比增长 82.31%。根据招股书的数据，公司为国内最大的独立 IP 游戏发行商，发行渠道超 400 个，覆盖国内绝大部分手游入口，除第三方平台外，公司通过收购拥有独立的发行平台“胜利俱乐部”。

图27: 公司 2017-2019 游戏发行营收加速增长



资料来源: wind、新时代证券研究所

图28: 公司官方发行平台“胜利俱乐部”



资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

3.4、通过收购建立了稳健的自研自发体系

游戏开发业务方面,公司主要依靠旗下控股子公司北京软星及全资子公司文脉互动进行内部开发,2018年和2019年分别实现收入1.78亿元和4.21亿元。北京软星是国产端游开发商中的佼佼者,曾开发《轩辕剑》、《仙剑奇侠传》、《大富翁》和《阿猫阿狗》等知名系列游戏,公司控股后于2017年开发首款手游《仙剑奇侠传-幻璃镜》,现有储备手游包括《仙剑:九野》和《仙剑奇侠传七》,也将于2020年推出。文脉互动为页游开发商,被公司收购后开发出《传奇世界之雷霆霸业》等产品,多款手游每月总流水超过千万元。

图29: 北京软星研发游戏: 仙剑奇侠传 7



资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

图30: 文脉互动研发游戏: 传奇世界之雷霆霸业



资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

《传奇世界之雷霆霸业》为一款MMORPG游戏,玩家可通过参与各种战斗及寻宝任务令游戏角色成长。玩家可以购买虚拟货币,在游戏内购买70种虚拟物品来提高游戏角色的战斗力和提升游戏体验。根据公司公告,《传奇世界之雷霆霸业》最高单月流水高达2亿元,MAU近200万,ARPU值达到411.7元。

表6: 2019H1 公司各大游戏经营数据

游戏	平均每月活跃用户	平均每月付费用户	ARPU (人民币元)
传奇世界之雷霆霸业	1,981,249	312,445	411.7
曙光之境	1,328,064	79,631	240.8

游戏	平均每月活跃用户	平均每月付费用户	ARPU (人民币元)
凡人飞仙传	1,876,686	105,085	158.4
龙珠觉醒	982,408	91,314	200.1
航海王强者之路	490,016	45,655	263.6
总计	6,658,423	634,130	302.3

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

开发收入占比在公司不断提高，从零到有且增速较快。根据公司公告，2017年公司还未有开发收入，2019年已达4.21亿元，较2018年增长136.73%，2019年的开发收入已超2017全年的1.77亿元，增幅显著。开发收入占比也已于2017年的0%上升到2019年的13.87%，2019年较2018年上升近3个百分点。我们认为，公司拥有北京软星的众多IP和研发人员，未来开发或将进一步提高。

表7：公司开发收入占比在公司不断提高

	2016		2017		2018		2019	
	收入(千元)	占比%	收入(千元)	占比%	收入(千元)	占比%	收入(千元)	占比%
游戏发行	1,001,163	100	1,012,791	100	1,400,454	87.8	2,553,189	84.09
游戏开发	-	-	-	-	177,946	11.1	421,254	13.87
IP授权	-	-	-	-	17,804	1.1	61,858	2.04
总计	1,001,163	100	1,012,791	100	1,596,204	100	3,036,301	100

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

截至2019年，公司直接投资了14家游戏开发商，公司也通过可换股贷款方式投资了三家游戏开发公司，一方面可以维持与潜在游戏开发商团队的关系，另一方面也可灵活成为这些公司的股东。

3.5、多渠道拓展IP变现提供稳定收益

IP授权业务主要指公司将自由IP授权予第三方开发游戏及电影、漫画、动画、小说等泛娱乐产品。根据招股书披露，公司持有31项IP授权并拥有68项自有IP，其中包括仙剑奇侠传、轩辕剑、大富翁、明星志愿和天使帝国五个热门IP系列，与腾讯企鹅影业、亿娱、优酷等进行影视IP项目合作，公司也授权华侨城文旅开发仙剑主题小镇和大富翁小型乐园。据2019年年报显示，公司IP衍生业务在2019年收入为6186万元，同比增加约247.8%，成为公司另一个利润发力点。

图31：《仙剑客栈》第一季网剧

图32：腾讯官微宣布《仙剑一》翻拍



资料来源：百度新闻、新时代证券研究所



资料来源：微博、新时代证券研究所

4、盈利预测

1、游戏发行业务：考虑到疫情期间游戏流水大幅增加，根据业绩指引及流水测算，我们预计公司此项业务 2020-2022 年增速分别为 56%/30%/25%，综合毛利率维持在 34% 左右。

2、游戏开发运营业务：考虑到 2019 上半年公司文脉及软星开发运营业务增速明显，2020 年将会有多款游戏上线，营收有望维持高增速。预计 2020-2022 年增速为 55%/25%/20%。

3、授权费用：我们认为随着公司 IP 合作逐渐增多，未来业务增速有望持续上升。预计此项业务 2020-2022 年营收分别为 1/1.1/1.2 亿元。

表8：中手游分业务测算（百万元）

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
游戏发行						
营业收入	1012.79	1400.45	2553.19	3982.98	5177.87	6472.34
同比增速	1.16%	38.28%	82.31%	56.00%	30.00%	25.00%
游戏开发及运营						
营业收入	0.00	177.95	421.25	652.94	816.17	979.41
同比增速	0.00%	0.00%	136.72%	55.00%	25.00%	20.00%
授权知识产权费及赞助						
营业收入	0.00	17.80	61.86	100.00	110.00	120.00
同比增速	0.00%	0.00%	247.53%	61.66%	10.00%	9.09%
合计						
营业收入	1012.79	1596.20	3036.30	4735.91	6104.04	7571.74
同比增速	1.16%	57.60%	90.22%	55.98%	28.89%	24.04%
营业成本	672.34	1063.73	1953.10	3149.38	4028.67	4997.35
综合毛利率	33.62%	33.36%	35.67%	33.50%	34.00%	34.00%

资料来源：wind，新时代证券研究所

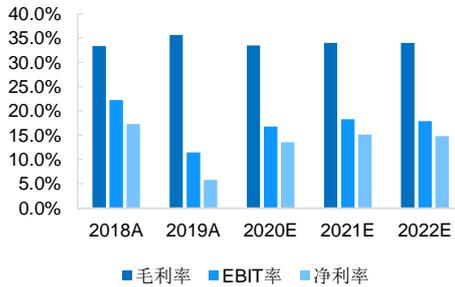
我们看好公司 IP 储备的变现潜力，依靠自身 IP 矩阵多赛道运营，市场地位稳固，且估值处于低位。预计 2020-2022 年净利润分别为 7.34/10.56/12.82 亿元，同增 195.4%/43.9%/21.4%，当前股价对应 PE 分别为 8/6/5 倍，调整净利润为 8.30/10.56/12.82 亿元。，首次覆盖给予“推荐”评级。

5、风险提示

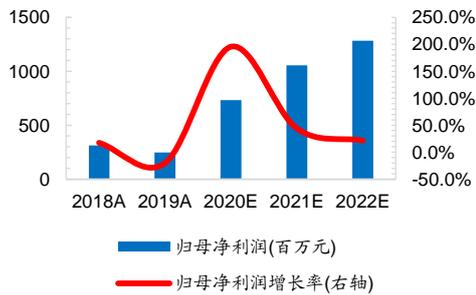
新游戏流水不及预期、政策监管风险、游戏上线进度不及预期等。

附：财务预测摘要

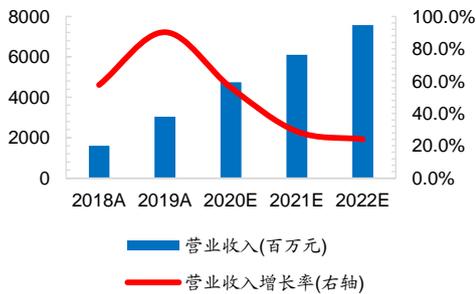
1、毛利率、EBIT率、净利率



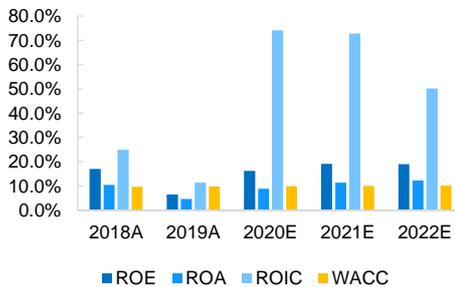
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1596	3036	4736	6104	7572
营业成本	1064	1953	3149	4029	4997
折旧和摊销	0	0	78	94	110
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	148	230	359	470	583
管理费用	148	577	502	537	666
财务费用	10	15	-0	-35	-41
公允价值变动损益	-4	-2	-2	-3	-3
投资收益	18	11	13	12	12
营业利润	356	344	821	1182	1435
利润总额	356	344	821	1182	1435
少数股东损益	5	-5	-15	-22	-26
归属母公司净利润	311	248	734	1056	1282

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	3013	5208	8085	9062	10246
流动资产	960	2581	5333	6132	7167
货币资金	144	771	2782	3424	3652
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款及票据	482	790	1194	1363	1809
预付账款	0	0	0	0	0
其他应收款	327	395	732	721	1082
存货	0	0	0	0	0
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	172	128	83	39	-6
固定资产	6	5	4	9	12
无形资产	1257	1308	1481	1700	1892
总负债	1150	1497	1327	1327	1327
无息负债	704	842	672	672	672
有息负债	447	655	655	655	655
股东权益	1863	3712	4430	5407	6591
股本	0	2	2330	2330	2330
公积金	1751	3602	3602	3602	3602
未分配利润	0	0	722	1759	3018
少数股东权益	113	108	92	71	44

现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	60	310	-31	926	508
净利润	316	243	830	1058	1285
折旧摊销	78	52	78	94	110
净营运资金增加	16	856	911	158	806
其他	-350	-841	-1851	-384	-1694
投资活动产生现金流	-428	-1319	-193	-262	-249
净资本支出	0	0	169	222	194
长期投资变化	39	0	44	44	44
其他资产变化	-389	-1319	21	4	-11
融资活动现金流	265	1635	2330	-20	-28
股本变化	0	2	2328	0	0
债务净变化	943	346	-170	0	0
无息负债变化	511	138	-170	0	0
净现金流	-101	627	2105	644	231

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	57.6	90.2	56.0	28.9	24.0
净利润增长率	19.2	-23.0	195.4	43.9	21.4
EBITDA 增长率	37.4	-2.1	151.4	38.6	21.1
EBIT 增长率	37.4	-2.1	128.8	40.4	21.5
估值指标					
PE	1.1	18.5	8.4	5.8	4.8
PB	3.0	1.4	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	18.4	17.6	4.7	2.8	2.2
EV/EBIT	18.4	17.6	5.2	3.1	2.3
EV/NOPLAT	20.8	24.9	5.9	3.5	2.7
EV/Sales	4.1	2.0	0.9	0.6	0.4
EV/IC	3.0	1.4	0.8	0.6	0.4
盈利能力 (%)					
毛利率	33.4	35.7	33.5	34.0	34.0
EBITDA 率	26.0	14.2	18.4	19.8	19.4
EBIT 率	22.2	11.4	16.8	18.3	17.9
税前净利润率	22.3	11.3	17.3	19.4	19.0
税后净利润率 (归属母公司)	17.3	5.8	13.6	15.1	14.8
ROA	10.5	4.7	8.9	11.4	12.3
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.0	6.6	16.2	19.1	19.0
经营性 ROIC	24.9	11.3	74.0	72.8	50.1
偿债能力					
流动比率	1.3	2.0	4.8	5.5	6.4
速动比率	1.3	1.5	4.2	4.9	5.9
归属母公司权益/有息债务	3.9	5.5	6.6	8.1	10.0
有形资产/有息债务	2.2	3.9	8.1	9.4	11.0
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	2.27	0.13	0.31	0.45	0.55
每股红利	0.01	0.03	0.02	0.03	0.04
每股经营现金流	-0.73	0.27	-0.05	0.40	0.22
每股自由现金流(FCFF)	3.30	-0.36	-0.13	0.30	0.13
每股净资产	12.58	1.55	1.86	2.29	2.81
每股销售收入	11.47	1.3	2.03	2.62	3.25

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>