

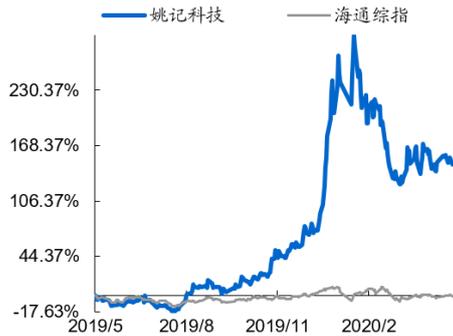
投资评级 优于大市 首次覆盖

休闲游戏王者，合作头条开启发展新篇章

股票数据

05月27日收盘价(元)	26.46
52周股价波动(元)	8.90-45.32
总股本/流通A股(百万股)	400/270
总市值/流通市值(百万元)	10581/7149

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.9	1.4	-26.5
相对涨幅(%)	-5.5	-2.3	-20.6

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 休闲游戏王者，营收净利高速增长。**姚记科技股份有限公司成立于1989年，传统业务为扑克牌生产及销售。2018年起公司收购上海成蹊科技，业务从传统扑克牌转向捕鱼、斗地主等轻度游戏，此后公司通过并购大鱼竞技51%股权，布局海外bingo等休闲游戏品类。公司转型游戏行业，成功带动自身营收和净利润的高增长，2019年公司实现营收17.4亿元，同比增长77.3%，实现归母净利润3.4亿元，同比增长151.5%。2020年Q1，公司实现营收5.3亿元，同比增长37.00%，实现归母净利润6.6亿元，同比增长1080.36%，实现扣非归母净利润1.44亿元，同比增长181.75%。
- 游戏行业增速回暖，字节入局竞争愈加激烈。**2019年游戏行业整体增速回暖，手游依然为核心增长引擎。2019年国内游戏市场规模为2308.8亿元，其中移动游戏市场规模为1581.1亿元。游戏用户整体增速仍在放缓，付费率和ARPU值提升是未来重点。游戏行业竞争一直以来较为激烈，行业呈现腾讯、网易两强独大的局面，二者占据移动游戏70%以上的市场份额。近两年字节跳动也在积极加入游戏行业，这一流量巨头的加入也为游戏行业带来了新的机遇和挑战。
- 自主研发合作头条+积极开拓海外市场。**姚记科技的游戏业务中，国内部分主要是成蹊科技研发的捕鱼游戏系列以及和头条合作的小美斗地主。海外部分主要是以大鱼竞技为主的Bingo游戏系列。成蹊科技主要运营的游戏平台为鱼丸游戏。该平台主要以捕鱼类休闲游戏为主。目前平台内主要包括捕鱼大侠、姚记捕鱼、鱼丸捕鱼大作战、鱼丸深海狂鲨以及指尖捕鱼五款游戏。《小美斗地主》由今日头条代理发行，负责推广。该产品在春节期间连续多日排在ios免费游戏榜第一名。我们认为《小美斗地主》“免费+广告激励”的全新变现模式，叠加头条系强大的用户和流量资源，是其成功发行的关键，未来我们持续看好公司在轻度游戏领域的精品研发实力，以及和头条等流量平台更为广阔的合作空间。
- 盈利预测与估值分析。**我们认为公司通过收购成蹊科技，得以成功转型游戏行业，成蹊科技在捕鱼等轻度游戏品类研发具有较为丰富的经验，运营产品生命周期较长，用户及流水也较为稳定。我们认为公司通过《小美斗地主》等轻度游戏产品和头条系进行合作，有望成为公司未来新的业绩增长点。我们预计公司2020-2022年EPS分别为2.74、2.02和2.50元/股，因20Q1公司将持有的上海细胞治疗集团有限公司股权由长投入转入其他非流动金融资产核算，非经常损益对公司当期业绩影响较大，我们给予公司2021年16-20倍动态PE，对应合理价值区间为32.32-40.40元/股，首次覆盖给予公司“优于大市”评级。**风险提示：**流水金额下滑，游戏政策监管趋严。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	980	1737	2313	2924	3458
(+/-)YoY(%)	47.8%	77.3%	33.2%	26.4%	18.3%
净利润(百万元)	137	345	1095	809	1000
(+/-)YoY(%)	78.5%	151.5%	217.4%	-26.1%	23.6%
全面摊薄EPS(元)	0.34	0.86	2.74	2.02	2.50
毛利率(%)	49.2%	65.2%	70.7%	72.6%	75.5%
净资产收益率(%)	7.1%	23.1%	47.9%	29.5%	30.3%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:郝艳辉

Tel:(010)58067906

Email:hyh11052@htsec.com

证书:S0850516070004

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@htsec.com

证书:S0850518080001

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@htsec.com

证书:S0850517080001

分析师:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxg11774@htsec.com

证书:S0850519070002

目 录

1. 公司简介：休闲游戏王者，营收净利高速增长	5
2. 行业分析： 游戏行业增速回暖，字节入局竞争愈加激烈	8
2.1 游戏行业：行业整体增速回暖，用户增速仍在放缓	8
2.2 字节入局：流量巨头入局带来新的机遇挑战	9
3. 业务分析：自主研发合作头条+积极开拓海外市场	11
3.1 捕鱼游戏：高付费带来营收利润高增速	11
3.2 大鱼竞技：进军海外传统轻度游戏市场	12
3.3 小美斗地主：流量优势+变现模式创新占领春节市场	14
4. 盈利预测与估值分析	15
5. 风险提示	16
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1	姚记科技发展历史.....	5
图 2	公司股东截止 2020 年一季报	5
图 3	2015-2019 年姚记科技营业收入及增速	6
图 4	2015-2019 年姚记科技归母净利润及增速	6
图 5	2015-2019 年公司扑克牌业务营业收入及增速	7
图 6	2015-2019 年公司扑克牌业务毛利及增速	7
图 7	2015-2019 年成蹊科技营业收入及增速	7
图 8	2015-2019 年成蹊科技归母净利润及增速	7
图 9	公司分业务收入占比	7
图 10	2015-2019 年中国游戏市场实际销售收入及增长率	8
图 11	2015-2019 年中国游戏用户规模及增长率	8
图 12	中国移动游戏市场实际销售收入及增长率	9
图 13	中国移动游戏用户规模及增长率	9
图 14	2019Q1-2020Q1 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增速	9
图 15	腾讯+网易市占率（%）	10
图 16	移动互联网巨头系 APP 使用时长占比	10
图 17	音跃球球近一个月排名趋势	11
图 18	鱼丸游戏产品介绍	12
图 19	鱼丸游戏产品介绍	13
图 20	Bingo Party4 月份美国 ios 游戏畅销榜排名趋势	13
图 21	Bingo Journey4 月份美国 ios 游戏畅销榜排名趋势	14
图 22	小美斗地主 20 年 Q1 免费游戏排行榜排名趋势	14
图 23	春节前两周小美斗地主与欢乐斗地主下载量对比	14
图 24	小美斗地主广告激励	15
图 25	小美斗地主观看广告任务	15

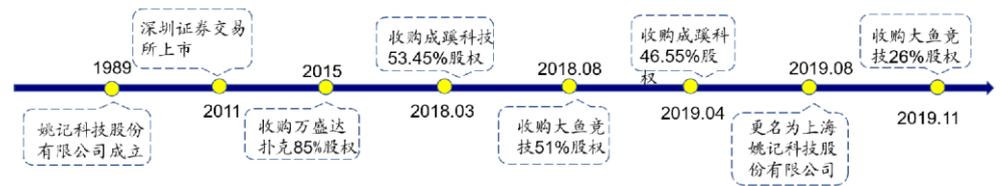
表目录

表 1	公司主要控股或参股公司（2019 年报）	6
表 2	成蹊科技业绩承诺	12
表 3	可比公司盈利预测及估值表	16
表 4	公司主营业务各分项收入预测与假设（亿元）	16

1. 公司简介：休闲游戏王者，营收净利高速增长

姚记科技股份有限公司成立于 1989 年，传统业务为扑克牌生产及销售，是我国扑克牌行业的龙头企业。2011 年公司于深圳证券交易所上市。2015 年 12 月收购浙江万盛达扑克有限公司 85% 股权进一步扩大其扑克牌主业。2018 年起进军游戏行业，公司先后分两次收购上海成蹊信息科技有限公司为其全资子公司，业务重心从传统扑克牌转向捕鱼、斗地主等轻度游戏，此外，公司通过并购大鱼竞技（北京）网络科技有限公司 51% 股权，布局海外 bingo 等休闲游戏品类。2019 年 8 月公司正式更名为上海姚记科技股份有限公司。截至 19 年，游戏业务已经成为公司营收和利润最主要的构成来源。

图1 姚记科技发展历史



资料来源：wind，百度百科，2019 年年报，海通证券研究所

公司主要股东为姚氏家族，现姚朔斌为公司最大股东。公司创始人姚文琛及配偶邱金兰、长女姚晓丽，双胞胎兄弟姚朔斌、姚硕瑜共持股达 53.84%。公司其他主要股东中，李松、邹应方为成蹊科技原股东，孙冶为大鱼竞技原股东。2020 年 3 月公司开展了股票期权激励计划，拟向激励对象授予权益总计 660 万份，其中首次授予 530 万份，首次授予股票期权的行权价格为每股 28.20 元。我们认为，通过本次股权激励计划，有望进一步激发中层管理人员和核心技术人员的工作积极性，完善包括成蹊科技和大鱼竞技相关人员在内的人才激励体系。

图2 公司股东截止 2020 年一季报



资料来源：wind，2020 年一季报，海通证券研究所

表 1 公司主要控股或参股公司 (2019 年报)

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例 (%)
1	启东姚记扑克实业有限公司	子公司	100.00
2	浙江万盛达扑克有限公司	子公司	88.75
3	上海姚记扑克销售有限公司	子公司	100.00
4	拉萨硕通贸易有限公司	子公司	100.00
5	上海姚记印务实业有限公司	子公司	100.0
6	大鱼竞技(北京)网络科技有限公司	子公司	51.00
7	上海成蹊信息科技有限公司	子公司	100.00
8	拉萨华盛新通贸易有限公司	子公司	-
9	霍尔果斯艾力斯特姆网络科技有限公司	子公司	-
10	上海姚辉信息科技有限公司	孙公司	-

资料来源: wind, 海通证券研究所

公司扑克牌业务近几年出现了明显的下滑趋势, 18 年公司开始进行向游戏行业的转型, 收购成蹊科技和大鱼竞技, 带动了营收和归母净利润的高速增长。根据 2019 年报及 20 年一季报, 2019 年公司实现营收 17.4 亿元, 同比增长 77.3%, 实现归母净利润 3.4 亿元, 同比增长 151.5%。2020 年 Q1, 公司实现营收 5.3 亿元, 同比增长 37.00%, 实现归母净利润 6.6 亿元, 同比增长 1080.36%, 期间公司将持有上海细胞治疗集团有限公司 14.21% 股权由长期股权投资转入其他非流动金融资产核算, 公司实现扣非归母净利润 1.44 亿元, 同比增长依然达到 181.75%。

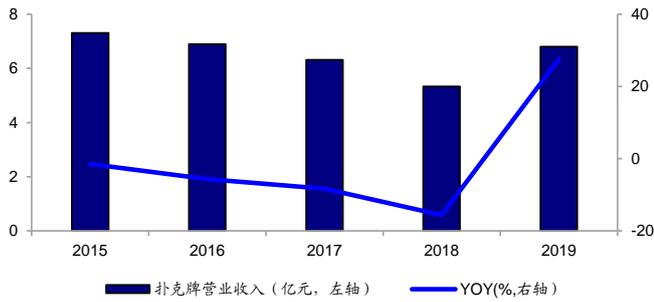
公司近五年来, 营收复合增速达到 20.92%, 归母净利润复合增速达到 38.02%。公司营收和净利润的高增长与 2018 年收购成蹊科技密切相关。控股子公司成蹊科技近年来营业收入和归母净利润持续上涨, 2017 年至 2019 年, 营收同比增速分别达到 171.3%、218.0% 和 117.7%, 归母净利润同比增速分别达到 148.0%、101.3% 和 106.9%。我们认为, 未来成蹊科技和大鱼竞技有望凭借在轻度游戏领域较强的竞争优势, 继续驱动公司游戏业务高增长。

图3 2015-2019 年姚记科技营业收入及增速

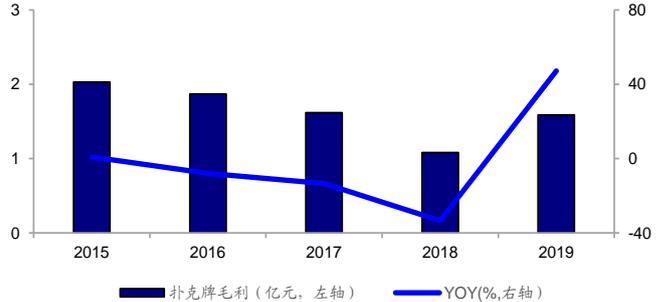

资料来源: wind, 海通证券研究所

图4 2015-2019 年姚记科技归母净利润及增速

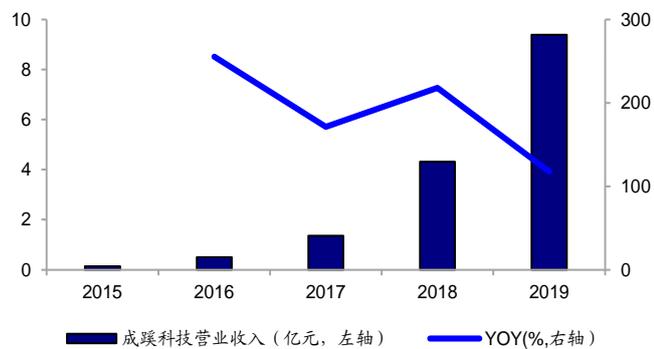

资料来源: wind, 海通证券研究所

图5 2015-2019 年公司扑克牌业务营业收入及增速


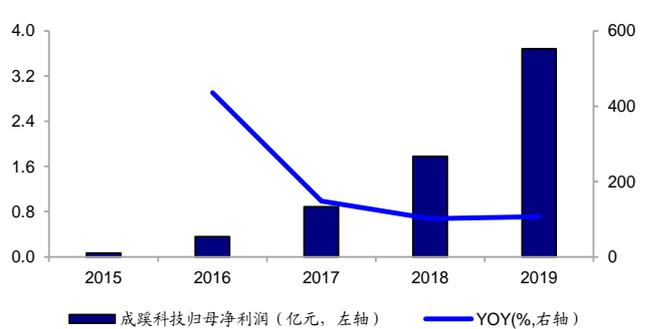
资料来源: wind, 海通证券研究所

图6 2015-2019 年公司扑克牌业务毛利及增速


资料来源: wind, 海通证券研究所

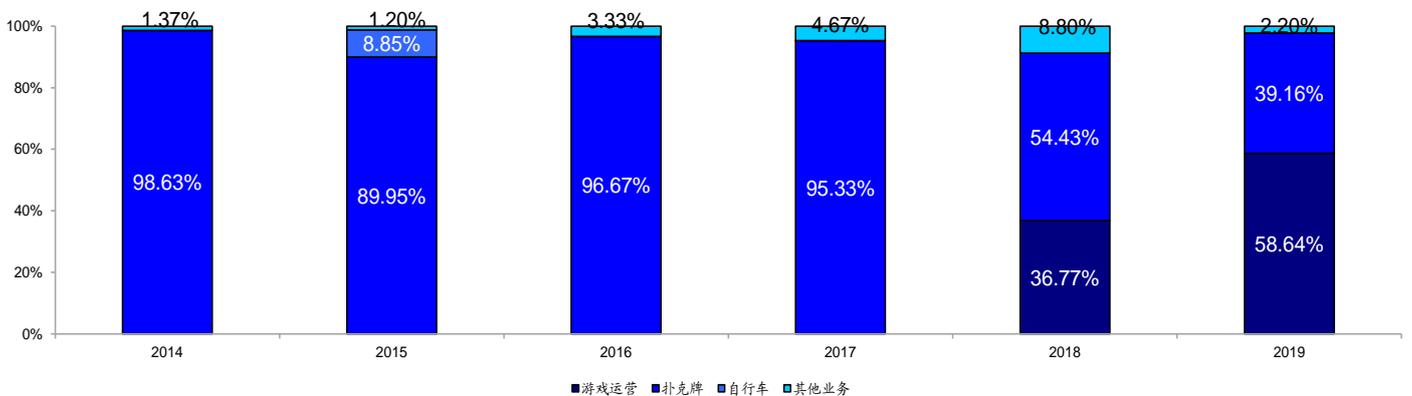
图7 2015-2019 年成蹊科技营业收入及增速


资料来源: wind, 海通证券研究所

图8 2015-2019 年成蹊科技归母净利润及增速


资料来源: wind, 海通证券研究所

公司主营业务收入结构方面, 2018 年以前公司以扑克牌业务为主。2018 年收购成蹊科技实现并表后, 当年游戏业务收入达到 3.2 亿元, 占比公司总营收 36.8%。2019 年年报显示, 公司游戏业务收入 10.18 亿元, 占比公司总营收 58.64%, 已成为公司营收最主要的构成。

图9 公司分业务收入占比


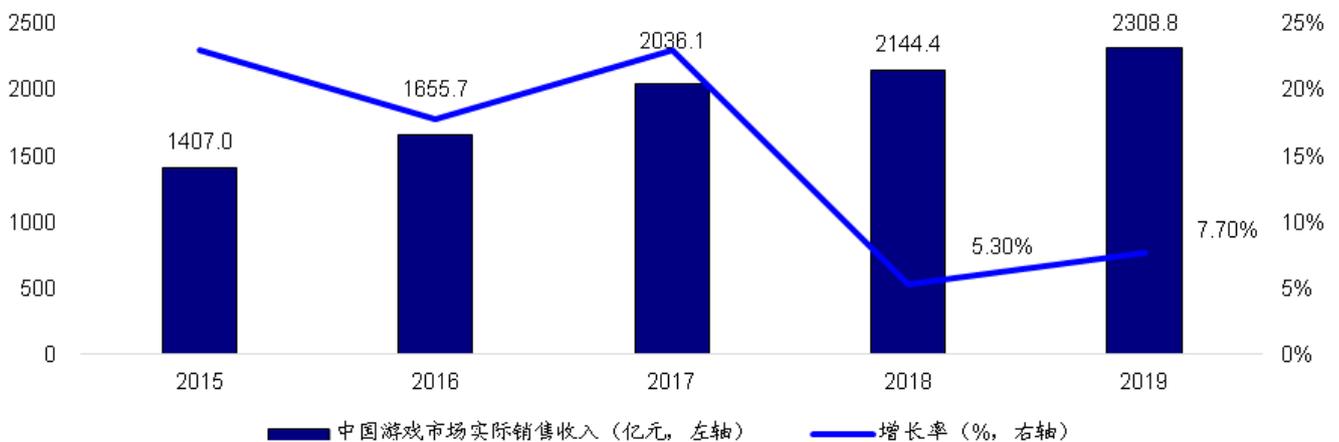
资料来源: wind, 海通证券研究所

2. 行业分析： 游戏行业增速回暖， 字节入局竞争愈加激烈

2.1 游戏行业： 行业整体增速回暖， 用户增速仍在放缓

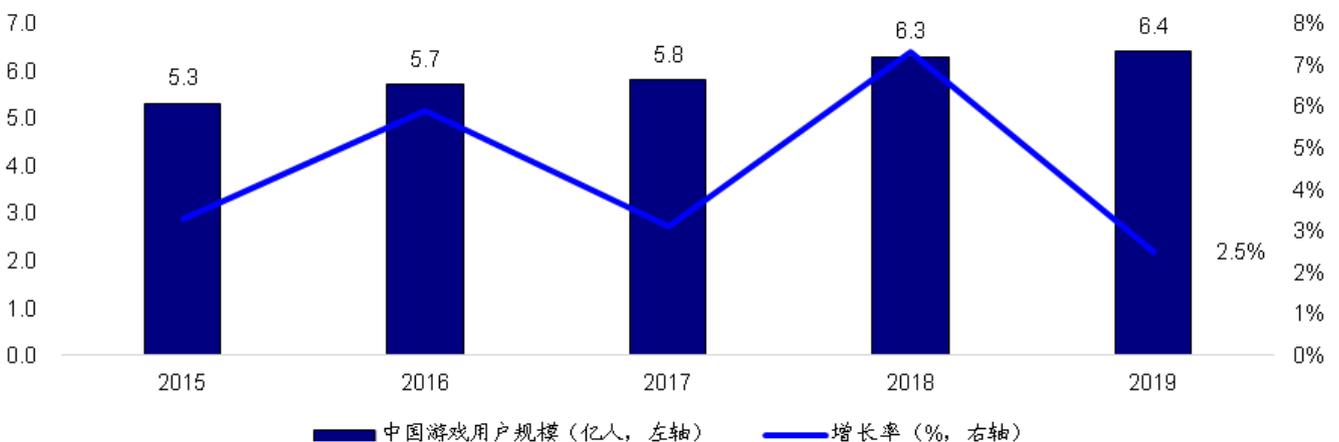
2019 年游戏行业整体增速回暖， 手游依然为核心增长引擎。 根据游戏工委数据， 2019 年国内游戏市场规模为 2308.8 亿元（同比+7.7%， 2018 年同比+5.3%）， 用户规模为 6.4 亿人（同比+2.5%， 2018 年同比+7.3%）， 其中移动游戏市场规模为 1581.1 亿元（同比+18%， 2018 年同比+15.4%）。 整体行业和移动游戏规模相较上一年均出现回暖， 我们认为主要与游戏版号放开， 年初至今众多优质游戏陆续上线变现有关。 2019 年移动游戏占整体游戏比重达 68.5%， 依然为占比最大的细分品类， 此外电脑客户端游戏 2019 年市场规模为 615.1 亿元（同比-0.7%）， 页游市场规模为 98.7 亿元（同比-22%）， 继续维持下滑趋势。

图10 2015-2019 年中国游戏市场实际销售收入及增长率



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）&国际数据公司（IDC），海通证券研究所

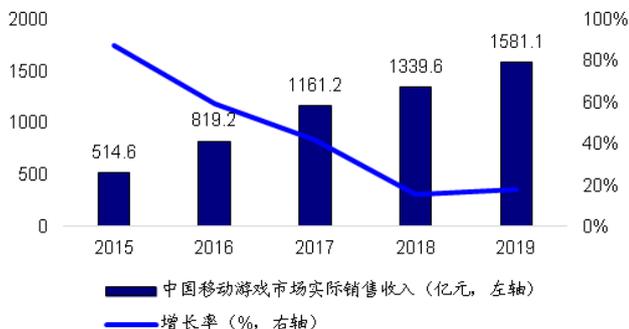
图11 2015-2019 年中国游戏用户规模及增长率



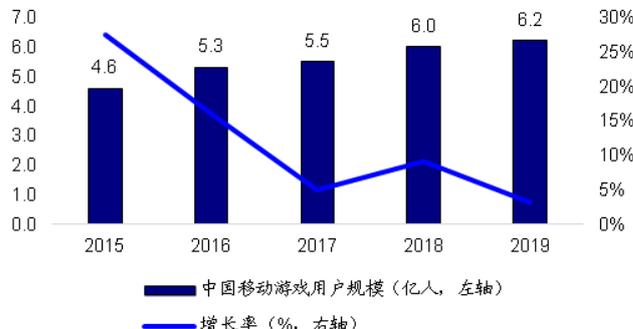
资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）&国际数据公司（IDC），海通证券研究所

游戏用户整体增速仍在放缓， 付费率和 ARPU 值提升是未来重点。 2019 年移动游戏用户规模为 6.2 亿人（同比+3.2%）， 按照 19 年移动游戏市场规模计算 ARPU 值为 255 元， 相比 18 年 ARPU 值 223 元提升了 14.3%， 可见当前移动游戏市场增长主要依靠

ARPU 提升来拉动。我们认为 ARPU 提升原因在于：1) 用户付费习惯持续养成且愿意在游戏中投入的金额持续增加；2)《王者荣耀》等高 DAU 手游引入 Battle Pass 新机制，撬动玩家付费率和 ARPU 值提升；3) 游戏内的激励视频等广告机制为更多休闲游戏采纳，增加了广告收入。我们认为用户红利见顶后，提升 ARPU 值将是收入持续增长的重要方式。

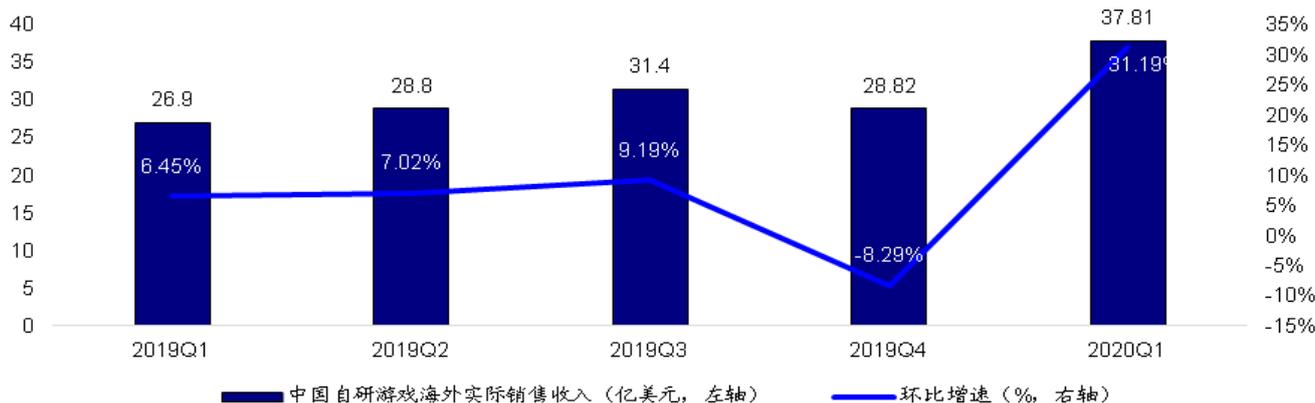
图12 中国移动游戏市场实际销售收入及增长率


资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）&国际数据公司（IDC），海通证券研究所

图13 中国移动游戏用户规模及增长率


资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）&国际数据公司（IDC），海通证券研究所

自研游戏销售额持续高增长，未来自研产品重要性进一步突出。2020Q1 中国自研游戏在国内外销售收入分别为 623.5 亿元(同比+38.6%)和 37.8 亿美元(同比+40.6%)，受疫情影响，国内及海外收入增速显著提升。海外市场，美、日、韩持续占据中国游戏公司海外拓展区域前三，合计占比近七成，其中美国占接近三成。我们认为未来随着中国游戏厂商的自研能力增强、出海经验积累，在国内市场竞争激烈和欧美、日韩、东南亚等国家游戏上线较为宽松的背景下，当前更加鼓励国内游戏公司出海，海外游戏收入有望实现持续提升。

图14 2019Q1-2020Q1 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增速


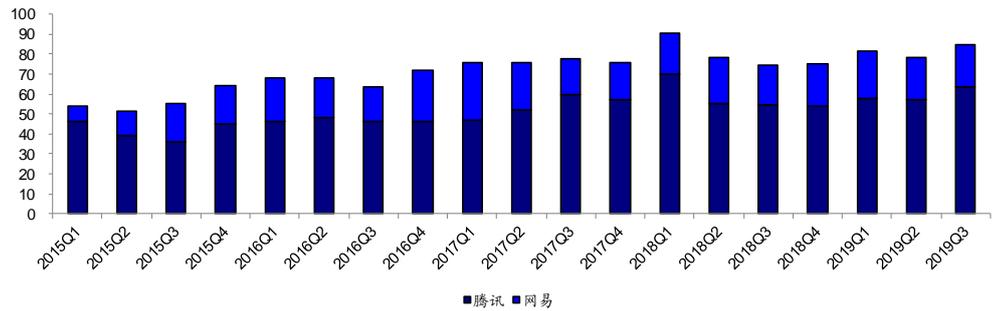
资料来源：中国音数协游戏工委&中娱智库&国际数据公司,海通证券研究所

2.2 字节入局：流量巨头入局带来新的机遇挑战

游戏行业竞争较为激烈，行业呈现腾讯、网易两强独大的局面，二者占据移动游戏 70% 以上的市场份额。其中腾讯为游戏渠道端的龙头，由于腾讯系产品 QQ、微信、腾讯视频、应用宝等积累了强大的用户流量，使得腾讯在代理发行游戏方面具有绝对的优势地位。相比之下，网易则更多的是游戏内容端的龙头，网易游戏的自主研发能力在国内具有绝对的优势，自研产品如《大话西游》、《梦幻西游》、《倩女幽魂》、《阴阳师》等获得好评如潮。然而近两年随着字节跳动产品的崛起，字节跳动也在积极加入游戏行

业,我们认为这一流量巨头的加入也为游戏行业带来了新的机遇和挑战。

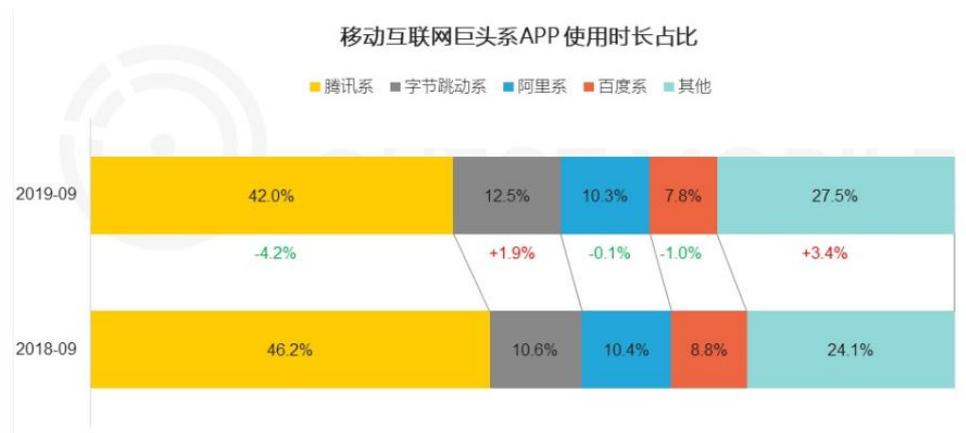
图15 腾讯+网易市占率(%)



资料来源: 腾讯、网易各季季报, 海通证券研究所

首先,字节跳动作为新兴的互联网巨头,旗下发布了今日头条、抖音、西瓜视频等爆款APP,利用了用户日常生活的琐碎时间,获得了大量的用户使用时长,对腾讯等传统互联网巨头形成一定挑战。根据 Questmobile 的数据,2019年9月字节跳动系APP使用时长占比已经从2018年9月的10.6%增长到了12.5%,增速较快。我们认为,相比起腾讯系产品,字节跳动的短视频产品天然更适合轻度游戏广告的投放,未来不排除从单纯的游戏买量推广平台切入游戏发行领域,且字节跳动作为新兴游戏分发渠道,有望给予游戏厂商更大的让利,这对于游戏研发厂商也是一种吸引。

图16 移动互联网巨头系APP使用时长占比



资料来源: Questmobile, 海通证券研究所

在游戏研发方面,字节跳动虽然也在加强游戏研发团队的建设,但相较于流量优势,我们认为字节跳动在游戏研发领域能力仍然偏弱。近年来,公司通过朝夕光年、墨鹍科技等厂商,打造了《音跃球球》等自研产品,但我们认为相较于字节跳动本身巨大的流量资源,其自研的游戏内容仍然不足以满足自身需求,未来和外部游戏研发商的合作将是很可能的趋势。

图17 音跃球球近一个月排名趋势


资料来源：七麦数据，海通证券研究所

3. 业务分析：自主研发合作头条+积极开拓海外市场

姚记科技近两年通过转型，主营业务已经从扑克牌转型至游戏领域，其游戏主要聚焦轻度游戏品类。国内部分主要是成蹊科技研发的捕鱼游戏系列以及成蹊科技和头条合作的小美斗地主。海外部分主要是以大鱼竞技为主的 Bingo 游戏系列。

3.1 捕鱼游戏：高付费带来营收利润高增速

捕鱼游戏最早出现于大街小巷的电玩厅，近十年来，捕鱼游戏已经渐渐向端游和手游转型。捕鱼游戏的基础玩法主要是通过操纵炮台发射炮弹打击各种类型的鱼，炮弹花费的金币越多，威力也越大；鱼的挣脱能力越强，被打中后得到的金币也越多。由于捕鱼游戏具有博彩的性质，付费率和 arpu 值通常较高。成蹊科技主要运营的游戏平台为鱼丸游戏，该平台主要以捕鱼类休闲游戏为主。目前平台内主要包括捕鱼大侠、姚记捕鱼、鱼丸捕鱼大作战、鱼丸深海狂鲨以及指尖捕鱼五款游戏。

图18 鱼丸游戏产品介绍

捕鱼大侠	<ul style="list-style-type: none"> 《捕鱼大侠》真实100%还原街机捕鱼，保留传统千炮模式，画面品质上全新升级，创新鱼阵、特色鱼群、全新超级BOSS，加上各种趣味性真人配音，带给您全新的捕鱼体验。各种特色玩法：一网打尽、大三元、大四喜，全屏秒杀，精彩特效震。
姚记捕鱼	<ul style="list-style-type: none"> 《姚记捕鱼》为一款街机捕鱼为核心技术移植的休闲捕鱼游戏。炫目的技能及场景特效，搭配得宜的配乐音效，气势磅礴的海王，各式BOSS、特殊鱼潮及多种鱼阵，分分钟挑战感官极限操作简单好上手。
鱼丸捕鱼大作战	<ul style="list-style-type: none"> 《鱼丸捕鱼大作战》超人气街机经典，让您随时随地体验街机捕鱼的乐趣，走到哪！玩到哪！除了捕鱼赚金币，还有每日任务、大BOSS排行战、VIP永久解锁场景，无需注册学习，滚滚金币直接涌向您；按耐不住的手痒，一定要来！
鱼丸深海狂鲨	<ul style="list-style-type: none"> 《鱼丸深海狂鲨》精彩来袭！还原经典捕鱼玩法，倍率、比赛、组队，多种休闲社交玩法满足同屏爆金体验！创新剧情闯关玩法，升级养成、一战到底，分数比拼乐趣足，倍率成长全面改革，炮号+倍率双重刺激享受！
指尖捕鱼	<ul style="list-style-type: none"> 《指尖捕鱼》游戏场景采用3D效果制作，各种鱼类游动姿态自然，炮弹打击粒子效果华丽，打击感强烈。手机网络版《指尖捕鱼》丰富了更多游戏场景、游戏火炮。根据电玩捕鱼游戏的玩法，设计出的一款多人联网捕鱼游戏。

资料来源：公司官网整理，海通证券研究所

成蹊科技承诺于2018年、2019年、2020年和2021年实现的扣非归母净利润分别不低于人民币1亿元、1.2亿元、1.4亿元和1.6亿元。2018年成蹊科技实现扣非归母净利润为1.7亿元，已完成2018年的业绩承诺。2019年实现扣非归母净利润3.6亿元，完成率达到301.13%。捕鱼游戏从街机时期一路走来已经具有了一定的历史，积累了较为固定的游戏人群，并且捕鱼游戏属于高付费玩法游戏，因此我们认为预计成蹊科技归母净利润还将保持较高增速。

表2 成蹊科技业绩承诺

盈利补偿期间	扣非归母净利润承诺额 (亿元)	实际扣非归母净利润数 (亿元)	完成率 (%)
2018	1	1.74	174
2019	1.2	3.61	301.13
2020	1.4	—	—
2021	1.6	—	—

资料来源：关于收购上海成蹊信息科技有限公司股权暨关联交易的公告，2019年年报，海通证券研究所

3.2 大鱼竞技：进军海外传统轻度游戏市场

大鱼竞技主要专注于海外市场，主要运营Bingo Party和Bingo Journey(原名Bingo Scapes)两款游戏。Bingo游戏属于轻度游戏，历史悠久，生命周期较长，通常使用5×5的卡片，有专业人士叫号，一定的数字区间对应一定的字母，游戏者根据叫号，迅速在卡片上找到相应的字母B、I、N、G、O五个字母，第一个根据叫号描出BINGO的玩家获胜。

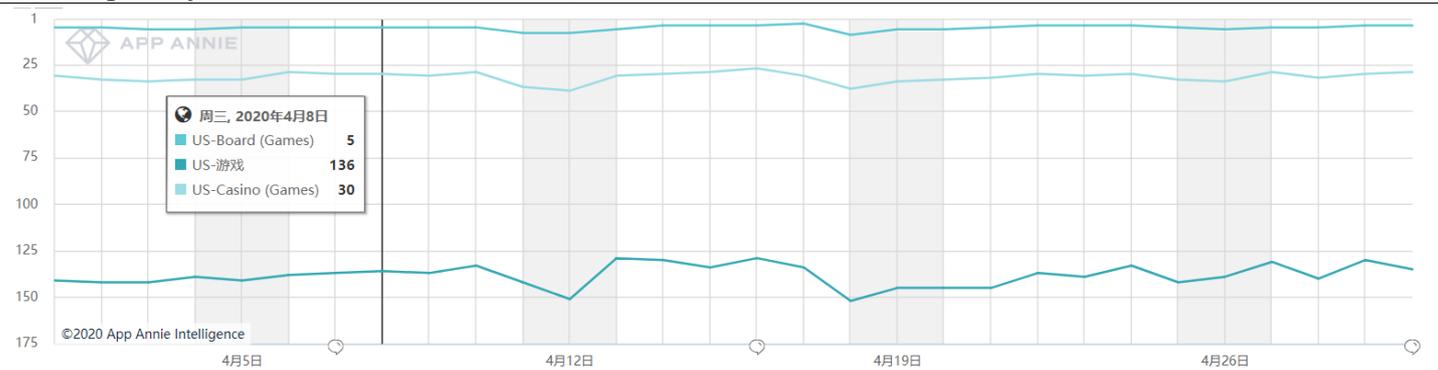
图19 鱼丸游戏产品介绍



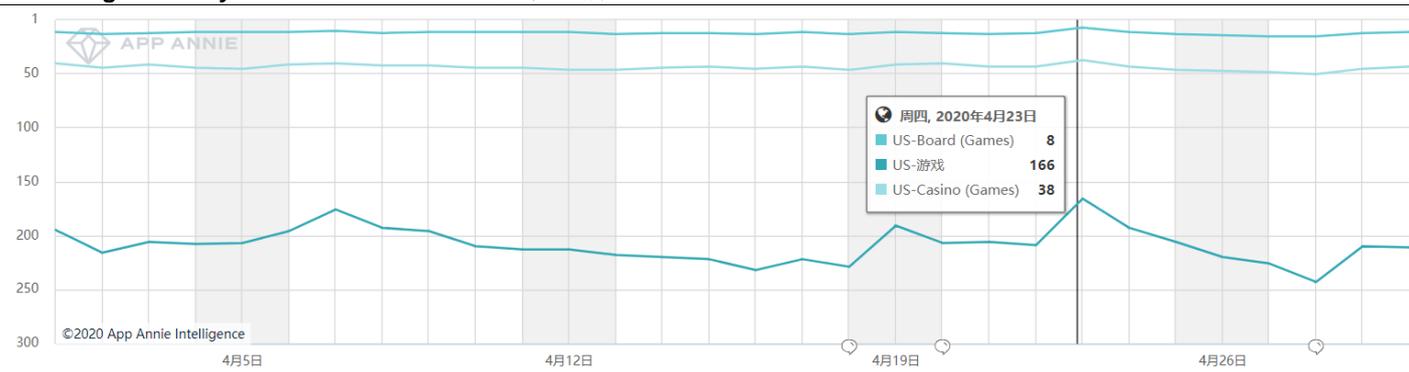
资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

大鱼竞技于2016年7月成立, 2016年11月第一款游戏上线。2017年8月Bingo Party全面上线, 2018年12月Bingo Journey全面上线。最近一个月, Bingo Party和Bingo Journey在美国ios桌面游戏畅销榜排名中均基本稳定在10名左右。其中5月13日, Bingo Party排名桌面游戏畅销榜第5名, Bingo Journey排名桌面游戏畅销榜第12名。2019年至2021年, 大鱼竞技的业绩承诺额分别为人民币5850万元、7000万元和8000万元。2019年大鱼竞技实现扣非归母净利润为5999.38万元, 已完成2019年的业绩承诺。

图20 Bingo Party4月份美国ios游戏畅销榜排名趋势



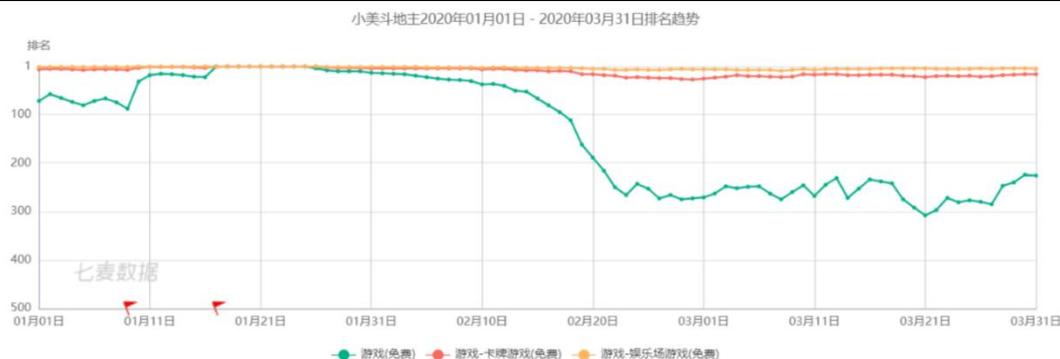
资料来源: App Annie, 海通证券研究所

图21 Bingo Journey4 月份美国 ios 游戏畅销榜排名趋势


资料来源: App Annie, 海通证券研究所

3.3 小美斗地主: 流量优势+变现模式创新占领春节市场

《小美斗地主》是由成蹊科技研发的一款休闲游戏。《小美斗地主》最早版本于 2019 年 8 月 2 日上线, 由今日头条代理发行, 负责推广。我们认为字节跳动系的独代使得小美斗地主获得了巨大的流量优势。春节前一周, 今日头条、抖音短视频、西瓜视频等渠道对其进行了密集的推广。1 月 12 日至 1 月 26 日期间, 小美斗地主的日下载量超过腾讯旗下经典手游《欢乐斗地主》, 1 月 17 日当天, 小美斗地主日下载量达到峰值 126633 次。春节期间, 1 月 17 日至 1 月 25 日连续排在 ios 免费游戏榜第一名。

图22 小美斗地主 20 年 Q1 免费游戏排行榜排名趋势


资料来源: 七麦数据, 海通证券研究所

图23 春节前两周小美斗地主与欢乐斗地主下载量对比


资料来源: 七麦数据, 海通证券研究所

我们认为《小美斗地主》的成功一方面得益于字节跳动系推广带来的巨大的流量优势。抖音等短视频产品用户年龄偏低, 与手游用户年龄段高度重合, 并且短视频便捷、占用零散时间的特点与休闲游戏重合, 十分适合轻度游戏买量。另一方面, 《小美斗地主》

产品也具有自身的特点。玩法方面,《小美斗地主》不仅有传统的经典叫三分、欢乐抢地主、好玩不洗牌和癞子玩法,还有特色竞技玩法如锦标赛,特色真人排位赛等。变现方面,《小美斗地主》采用完全不同于腾讯旗下《欢乐斗地主》的变现方式,《欢乐斗地主》等传统游戏主要采用 APP 内购买特定道具、服务等实现变现。《小美斗地主》则是一款完全免费的棋牌游戏,其 APP 内投放广告,玩家只有在观看广告后才能完成相应任务继续进行游戏或者领取奖励。这种变现方式主要流程为首先字节跳动旗下的抖音、今日头条等 APP 获得较大的用户流量,再在 APP 内投放《小美斗地主》等游戏广告以及推出与该游戏相关的活动将流量吸引至游戏,最后游戏通过广告激励的形式使玩家观看广告,获得广告收入。这种“免费+激励广告”的变现方式使得广告的点击量较高,吸引了广告商的投放。

图24 小美斗地主广告激励


资料来源:小美斗地主,海通证券研究所

图25 小美斗地主观看广告任务


资料来源:小美斗地主,海通证券研究所

此次《小美斗地主》是姚记科技与字节跳动合作的非常成功的一款游戏。未来,一方面姚记科技正在积极进军休闲游戏行业。子公司成蹊科技精于手机游戏的研发、发行和运营,拥有强大的研发能力、高效的运营体系、完善精湛的技术支持,是国内领先的游戏研发、运营公司之一。子公司大鱼竞技精于海外在线休闲竞技游戏开发、运营及推广,同样拥有非常出色的研发能力,其游戏产品广受各国玩家欢迎,拥有大量忠实用户群体。2020年以后公司会加大在头条系平台的买量投入,同时也会围绕头条开拓一些以快手平台为代表的新兴渠道的买量。

4. 盈利预测与估值分析

我们认为公司通过收购成蹊科技,得以顺利转型游戏行业,成蹊科技在捕鱼等轻度游戏品类研发具有较为丰富的经验,运营产品生命周期较长,用户及流水也较为稳定。我们认为公司通过《小美斗地主》等轻度游戏产品和头条系进行合作,有望成为公司未来新的增长点。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.74、2.02 和 2.50 元/股。2020 年一季度,公司将持有上海细胞治疗集团有限公司 14.21% 股权由长期股权投资转入其他非流动金融资产核算,原股权投资因采用权益法核算而确认的其他权益变动,在终止采用权益法核算时全部转入投资收益,非经常损益对公司当期业绩影响较大,我们给予公司 2021 年 16-20 倍动态 PE,对应合理价值区间为 32.32-40.40 元/股,首次覆盖给予公司“优于大市”评级。

表 3 可比公司盈利预测及估值表

简称	代码	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
三七互娱	002555	33.34	1.00	1.31	1.55	27	28	24
完美世界	002624	42.66	1.16	1.84	2.17	38	25	21
世纪华通	002602	12.99	0.38	0.64	0.76	30	22	18
平均			0.85	1.26	1.49	32	25	21

注：对应为 2020 年 5 月 27 日收盘价
 资料来源：wind，海通证券研究所

表 4 公司主营业务各分项收入预测与假设 (亿元)

	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
收入	17.37	23.13	29.24	34.58	毛利	11.33	16.34	21.23	26.11
游戏运营	10.18	15.27	21.38	26.72	游戏运营	9.44	14.38	19.50	24.38
扑克牌	6.8	7.48	7.48	7.48	扑克牌	1.59	1.75	1.52	1.52
其他	0.38	0.38	0.38	0.38	其他		0.21	0.21	0.21
成本	6.03	6.79	8.01	8.48	毛利率 (%)	65.25	70.66	72.61	75.49
游戏运营	0.74	0.89	1.88	2.35	游戏运营	92.7	94.2	91.22	91.22
扑克牌	5.21	5.73	5.96	5.96	扑克牌	23.43	23.43	20.35	20.35
其他		0.17	0.17	0.17	其他		54.39	54.39	54.39

资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

盈利预测假设。 1) 成蹊科技捕鱼系列产品保持稳健增长，与头条合作《小美斗地主》DAU 及流水保持稳定，大鱼竞技并表推动公司未来游戏业务高增长。2) 扑克牌业务未来收入和毛利均保持稳定。3) 随着公司高毛利游戏业务收入体量和占比的不断提升，公司整体毛利率水平也将呈现稳中有升态势。

5. 风险提示

流水金额下滑，游戏政策监管趋严。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	1737	2313	2924	3458
每股收益	0.86	2.74	2.02	2.50	营业成本	603	679	801	848
每股净资产	3.73	5.72	6.87	8.25	毛利率%	65.2%	70.7%	72.6%	75.5%
每股经营现金流	1.77	1.87	2.44	2.96	营业税金及附加	15	20	25	30
每股股利	0.00	0.75	0.88	1.13	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	341	393	604	761
P/E	31.51	9.93	13.42	10.86	营业费用率%	19.6%	17.0%	20.7%	22.0%
P/B	7.28	4.75	3.96	3.30	管理费用	115	139	234	277
P/S	6.26	4.70	3.72	3.14	管理费用率%	6.6%	6.0%	8.0%	8.0%
EV/EBITDA	12.95	11.15	9.09	6.82	EBIT	552	936	1074	1324
股息率%	0.0%	2.8%	3.2%	4.1%	财务费用	25	-12	-38	-56
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.4%	-0.5%	-1.3%	-1.6%
毛利率	65.2%	70.7%	72.6%	75.5%	资产减值损失	-19	1	1	1
净利润率	19.9%	47.3%	27.7%	28.9%	投资收益	-15	613	29	35
净资产收益率	23.1%	47.9%	29.5%	30.3%	营业利润	500	1588	1174	1451
资产回报率	11.4%	29.2%	17.8%	18.4%	营业外收支	1	0	0	0
投资回报率	22.6%	29.5%	27.2%	27.1%	利润总额	500	1588	1174	1451
盈利增长 (%)					EBITDA	607	891	1029	1279
营业收入增长率	77.3%	33.2%	26.4%	18.3%	所得税	57	182	135	167
EBIT 增长率	122.1%	69.6%	14.8%	23.2%	有效所得税率%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
净利润增长率	151.5%	217.4%	-26.1%	23.6%	少数股东损益	98	311	230	284
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	345	1095	809	1000
资产负债率	48.0%	28.6%	26.0%	22.8%					
流动比率	0.86	2.46	3.11	3.96	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.68	2.13	2.78	3.64	货币资金	505	1069	1642	2279
现金比率	0.50	1.68	2.19	2.84	应收账款及应收票据	152	203	256	303
经营效率指标					存货	177	199	235	248
应收帐款周转天数	31.99	31.99	31.99	31.99	其它流动资产	39	94	199	353
存货周转天数	106.91	106.91	106.91	106.91	流动资产合计	873	1565	2332	3184
总资产周转率	0.57	0.62	0.64	0.64	长期股权投资	294	294	294	294
固定资产周转率	4.64	5.93	7.20	8.20	固定资产	374	390	406	422
					在建工程	36	36	36	36
					无形资产	275	295	315	335
					非流动资产合计	2148	2183	2219	2255
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	3021	3748	4551	5439
净利润	345	1095	809	1000	短期借款	455	0	0	0
少数股东损益	98	311	230	284	应付票据及应付账款	338	380	448	474
非现金支出	79	-46	-46	-46	预收账款	16	22	28	33
非经营收益	36	-611	-36	-42	其它流动负债	206	235	274	296
营运资金变动	150	-1	19	-12	流动负债合计	1015	636	750	803
经营活动现金流	708	748	976	1186	长期借款	100	100	100	100
资产	-71	20	20	20	其它长期负债	334	334	334	334
投资	-617	-50	-100	-150	非流动负债合计	434	434	434	434
其他	0	613	29	35	负债总计	1450	1071	1185	1238
投资活动现金流	-688	583	-51	-95	实收资本	400	400	400	400
债权募资	425	-455	0	0	普通股股东权益	1493	2288	2747	3297
股权募资	17	0	0	0	少数股东权益	78	389	620	904
其他	-320	-312	-353	-453	负债和所有者权益合计	3021	3748	4551	5439
融资活动现金流	121	-767	-353	-453					
现金净流量	141	564	573	637					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郝艳辉 互联网及传媒
 毛云聪 互联网及传媒
 孙小雯 互联网及传媒
 陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光线传媒,平治信息,掌阅科技,芒果超媒,顺网科技,中南传媒,城市传媒,完美世界,华策影视,星辉娱乐,中信出版,浙数文化,游族网络,立思辰,吉比特,掌趣科技,中国电影,新媒股份,金科文化,中文传媒,昆仑万维,北京文化,新经典,当代文体,阿里巴巴-SW,三七互娱,慈文传媒,宝通科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李姚(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金珏(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com