

神州泰岳 (300002) 深度研究报告

双轮驱动，游戏出海保障长线业绩，计算机业务拥抱数字经济时代

- ❖ **公司始于 ICT 运营管理，拓展至游戏，共筑业务基石。**公司成立于 2001 年，为国内首批创业板上市企业。公司早期持续深耕 IT 运维管理市场，2007 中标中国移动飞信项目，借此机会公司 ICT 运营管理业务飞速发展，收入规模逐步扩大，多年位列国内 IT 服务管理市场占有率 TOP1。13 年起开始转型，收购天津壳木进军游戏产业，并成为了公司的游戏业务主引擎，并先后推出多款面向海外市场的优质 SLG 游戏。此外，公司亦通过投资收购等方式不断拓展物联网、大数据、NLP 等业务布局。目前公司拥有 ICT 运营管理，物联网与通信、人工智能与大数据、手游四大核心业务。
- ❖ **计算机业务：整装待发，以 ICT 运营为基石，挖掘企业数字化转型机遇。**公司转型以来，逐步退出部分低毛利率的软件服务及系统集成业务，剥离持续拖累业绩表现的参股公司，同时创新业务亏损逐渐缩窄。在业务上形成了 ICT 运维管理、工业物联网、NLP 三大业务模块，聚焦电信运营商、电力交通系统、金融系统等大型集团客户。下游行业营收趋势向好，运营商大力拓展 5G、云计算等在垂直行业和工业领域应用场景，电力系统为实现“双碳”大力推进智能电网改造，公司将持续受益于下游企业智能信息化改造的加速。
- ❖ **游戏业务：公司主要利润引擎，稀缺 SLG 出海龙头之一。**公司游戏业务主体壳木过去四年发展态势良好，近几年不断实现行业中较快增长。当前已迈入出海 TOP10 厂商；在 2022 年 10 月的游戏公司出海排行榜中位列第七。
其核心游戏分别为上线已近 6 年的《战火与秩序》& 上线已近 4 年的《旭日之城》，两款产品表现正对应着公司的游戏业务两次跨越。其中前者从活跃用户结构看目前正属于平稳释放利润的时期，预计后期贡献保持窄幅波动；后者则刚刚进入成熟期，流水与活跃用户仍在小幅缓步提升，且销售费用率参考前作仍有收窄空间。
预计两款重点 SLG 有望继续保持长线化优势，后续业务弹性有望随着新 SLG 游戏的推出与调优节奏实现。
- ❖ **投资建议：看好公司维持双轮驱动，预计公司将在下游运营商、金融机构、电力系统的智能信息化改造中持续受益，计算机业务重回增长轨道，游戏出海继续稳健增长。**我们预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 5.45/6.72/7.14 亿元，同比增长 41.7%/23.4%/6.2%，当前股价对应 15/12/12 倍 PE，参考可比公司（三七互娱、吉比特、完美世界、威胜信息、天源迪科）23 年平均 PE 估值，考虑到公司游戏业务利润释放的相对确定性以及在工业物联网和前瞻性业务的领先布局，我们分别给予公司游戏/计算机业务 23 年 15/20 倍 PE，目标市值 104 亿元，对应目标价 5.46 元，首次覆盖，予以“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：游戏版号政策变化；海外投放成本超预期；下游行业资本开支不及预期或信息化改造程度不及预期；计算机业务扭亏幅度不及预期等。**

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	4,314	4,704	5,363	6,108
同比增速(%)	20.0%	9.0%	14.0%	13.9%
归母净利润(百万)	384	545	672	714
同比增速(%)	9.5%	41.7%	23.4%	6.2%
每股盈利(元)	0.20	0.28	0.34	0.36
市盈率(倍)	22	15	12	12
市净率(倍)	14.2	12.6	11.2	1.4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2022 年 12 月 15 日收盘价

推荐 (首次)

目标价：5.46 元

当前价：4.34 元

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

电话：010-63214660

邮箱：liuxin3@hcyjs.com

执业编号：S0360521010001

公司基本数据

总股本(万股)	196,109.20
已上市流通股(万股)	176,494.81
总市值(亿元)	85.11
流通市值(亿元)	76.60
资产负债率(%)	16.23
每股净资产(元)	2.40
12个月内最高/最低价	6.54/3.40

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

报告梳理了公司重整后的计算机业务布局和优势，同时对游戏产品类型和盈利能力进行了详细分析。公司作为上市公司游戏出海龙头之一和具备核心技术优势的计算机公司，在数字经济时代充满潜力。

投资逻辑

公司业务双轮驱动，游戏业务有望保障估值底，计算机业务有望贡献弹性。

公司手游业务：为国内手游出海龙头企业之一，公司产品多为长线化运营的SLG游戏，利润水平稳定，国内有新游获批版号，有望在明年贡献利润增量。

计算机业务：此前亏损拖累公司业绩，重整之后亏损逐年缩窄，有望实现扭亏为盈，且下游行业数字化、智能化改造提速，或实现业绩和估值的双击。

关键假设、估值与盈利预测

公司信创业务预计今年将把亏损业务剥离调整完成，信创板块预计将于23年实现扭亏。我们预计公司2022/23/24年归母净利润分别为5.45/6.72/7.14亿元，同比增长41.7%/23.4%/6.2%，当前股价对应15/12/12倍PE，参考可比公司（三七互娱、吉比特、完美世界、威胜信息、天源迪科）23年平均PE估值，考虑到公司游戏业务利润释放的相对确定性以及在工业物联网和前瞻性业务的领先布局，我们分别给予公司游戏/计算机业务23年15/20倍PE，目标市值104亿元，对应目标价5.46元，首次覆盖，予以“推荐”评级。

目 录

一、 神州泰岳：ICT 业务和游戏双轮驱动.....	6
（一） 公司历史：从 ICT 到出海游戏，构成业务四核心.....	6
（二） 股权结构较为分散， 高管工作经历丰富.....	7
二、 计算机业务：ICT 运维为基石，挖掘企业数字化机遇.....	9
（一） 运营商业务：为电信运营商 ICT 运营赋能，构筑电信运营商在“大 IT”时代的 核心竞争力.....	10
（二） 物联网业务：深耕电力，蓄力工业互联网.....	13
三、 游戏业务：公司主要利润引擎，稀缺 SLG 出海龙头.....	16
（一） 出海新晋 TOP10 厂商，两款长线产品驱动增长.....	16
（二） 手握重点出海品类，主要产品长线能力突出.....	18
1、 现阶段出海市场表现略好于国内，SLG 为最重要品类.....	18
2、 从具体产品历史表现看，公司长周期运营能力强.....	19
四、 财务分析.....	22
五、 投资建议：游戏提供安全垫，计算机业务有较大想象空间.....	25
六、 风险提示.....	25

图表目录

图表 1	公司核心业务板块合和发展历程	6
图表 2	公司股权结构	7
图表 3	公司管理层介绍	7
图表 4	ICT 运营业务收入及毛利率情况	9
图表 5	公司亏损业务逐渐调整	9
图表 6	运营商 IT 系统分类	10
图表 7	公司大 IT 智能运营体系	11
图表 8	公司有完备的 ICT 运营解决方案和产品	11
图表 9	公司工业专网产品	13
图表 10	公司智慧安防系统原理图	13
图表 11	电力业务主要产品	14
图表 12	变电 360 街景 vr	14
图表 13	壳木游戏营收与利润	16
图表 14	公司主体净利润构成结构	16
图表 15	中国游戏厂商出海收入排行榜	17
图表 16	中国游戏厂商游戏出海收入排行榜	17
图表 17	壳木游戏营业收入情况（分产品）	18
图表 18	壳木游戏主要项目（营业收入—销售费用）情况（分产品）	18
图表 19	中国移动游戏市场实际销售收入	19
图表 20	中国自主研发移动游戏海外销售收入	19
图表 21	中国自主研发移动游戏出海类型(%, 2021)	19
图表 22	中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布(%, 2021)	19
图表 23	《战火与秩序》收入与费用情况	20
图表 24	《战火与秩序》用户与流水情况	20
图表 25	《旭日之城》收入与费用情况	20
图表 26	《旭日之城》用户与流水情况	20
图表 27	《Infinite Galaxy》收入与费用情况	21
图表 28	《Infinite Galaxy》用户与流水情况	21
图表 29	公司营业收入（百万元，%）	22
图表 30	公司营收结构（%）	22
图表 31	公司分业务毛利率（%）	22
图表 32	公司毛利率与净利率（%）	22
图表 33	公司费率（%）	23

图表 34	公司归母净利润（百万元，%）	23
图表 35	公司净利润构成（百万元）	23
图表 36	公司资产负债率（%）	24
图表 37	公司现金持有情况（亿元，%）	24
图表 38	可比公司参考估值	25

一、神州泰岳：ICT 业务和游戏双轮驱动

（一）公司历史：从 ICT 到出海游戏，构成业务四核心

始于 ICT 运营管理，拓展至游戏，共筑业务基石。神州泰岳成立于 2001 年，2009 年成为深交所首批创业板上市企业。公司早期持续深耕系统网络运营管理市场，2006 年 5 月公司中标中国移动飞信项目，借此机会公司 ICT 运营管理业务飞速发展，收入规模逐步扩大，多年位列国内业务服务管理解决方案 TOP1。但与此同时公司收入来源较为单一，对客户依赖程度高，因此公司 13 年起开始转型，收购天津壳木进军游戏产业，最终天津壳木成为了公司的游戏业务主引擎，并先后推出《War and Order》（2016）、《Age of Origins》（2018）等重点面向海外市场的优质 SLG 游戏，为公司贡献绝大部分收入与利润。此外，公司亦通过投资收购等方式不断拓展物联网、大数据、AI 等业务布局。目前公司拥有运营业务、物联网与通信、人工智能与大数据、手游四大核心业务。

图表 1 公司核心业务板块合和发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

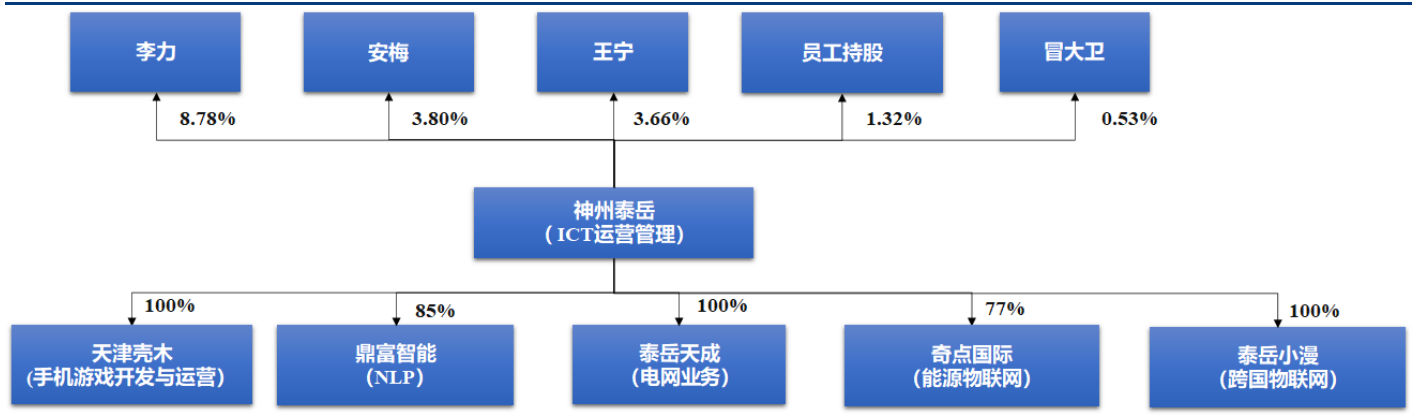
具体来看，1) ICT 运营管理业务：主要包括“大 IT 智能运营”、“大 IT 安全运营”以及云业务产品三类，为电信、金融、能源、交通等领域客户提供智能化的运营、安全以及云解决方案；2) 游戏业务（当前主业，收入占比约 83%，贡献几乎全部利润）：面向全球市场（市场达 150+国家和地区，主要地区为北美、欧洲、俄罗斯、日本、韩国、中东及中国大陆）自主研发及运营手游，核心品类以 SLG 为主（代表作《Age of Origins》、《War and Order》），截止 22 年 10 月，壳木位于中国游戏厂商出海收入排名第 7 位，优势明显；3) 物联网/通讯业务：包括智慧安防产品、工业专网产品、电网智能化产品等；4) 人工智能和大数据业务：面向公安、政府、气象、金融等行业提供人工智能及大数据解决方

案，包括智慧政企、智能客服、智慧园区三条核心业务线。

(二) 股权结构较为分散，高管工作经历丰富

公司目前无实控人，股权较为分散。最大单一股东为公司主要创始人李力，持股 8.78%，其余股东均未超过 5%，且多为自然人股东。管理层方面，公司董事长冒大卫持股 0.53%，21 年员工持股计划持股 1.32%。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司中报，华创证券

公司董事长冒大卫有较强校企背景。冒大卫曾任北京大学光华管理学院学生会主席、团委书记、党委书记、北京大学财务部部长等，18 年起担任公司董事、总裁，21 年担任公司董事长，全程主导了游戏业务的海外崛起，以及计算机业务的梳理调整。此外，公司高级管理人员皆为相关领域专业人才，经验丰富。

图表 3 公司管理层介绍

姓名	职位	个人履历
冒大卫	董事长兼总裁	北京大学硕士、博士 曾任北京大学光华管理学院团委书记、北京大学光华管理学院党委副书记、北京大学光华管理学院党委书记、北京大学财务部部长、后勤结算中心主任兼北京大学医学部副主任。 2018 年 5 月—2021 年 2 月任神州泰岳公司董事，2018 年 9 月至今任神州泰岳公司总裁，2021 年 2 月至今任公司董事长。
李力	副董事长	公司主要创始人，历任神州泰岳公司董事、常务副总经理、总经理，2018 年 9 月至今任公司副董事长。
翟一兵	董事兼首席运营官	教授级高级工程师，挪威商学院硕士，法国雷恩商学院博士学位； 曾任邮电部电信总局科员、主任、局长助理；中国移动通信集团公司筹备办公室主任、网络部副部长；中国联通通信有限公司移动部、增值业务部、营销部副总经理、联通时空信息技术有限公司董事、首席执行官； 2013 年 3 月，担任神州泰岳公司首席运营官，2013 年 5 月至今担任公司董事兼首席运营官。
胡加明	董事、副总裁	英国诺丁汉大学制造工程管理硕士，北京大学光华管理学院工商管理硕士，香港大学工商管理学博士； 曾任阔地教育科技有限公司董事长兼总裁、苏州贝昂科技有限公司董事执行总裁、北京神州泰岳软件股份有限公司总裁助理；

		现任公司董事、副总裁、董事会秘书，鼎富智能科技有限公司董事、总经理。
高峰	副总裁	2002年至今历任公司销售经理、高级销售经理、行业销售总监； 现任公司副总裁、北京神州泰岳信息安全技术有限公司总经理、执行董事。
董越	副总裁，运营商事业群总经理	北京邮电大学通信与电子系统专业硕士，挪威管理学院信息通信管理专业工商管理硕士； 曾任中国电信信元公众信息发展有限责任公司总经理助理、中国电信数据通信事业部规划计划处副处长、中国联通增值业务部移动互联网中心经理、中国联通营销部一中心经理、联通时科信息技术有限公司总经理助理、副总经理。
戈爱晶	副总裁，财务总监，财务管理中心总经理	北京大学硕士，曾任安永（中国）企业咨询有限公司高级经理、昆吾九鼎投资管理有限公司董事总经理、上海复星高科技（集团）有限公司投资执行总经理。
张开彦	董事会秘书	北京大学硕士，曾于西南证券、申万宏源证券任职，曾担任嘉麟杰董秘，盛达金属董秘、副总裁。

资料来源：公司财报，华创证券

二、计算机业务：ICT 运维为基石，挖掘企业数字化机遇

20 年起梳理调整计算机板块，整合聚焦。

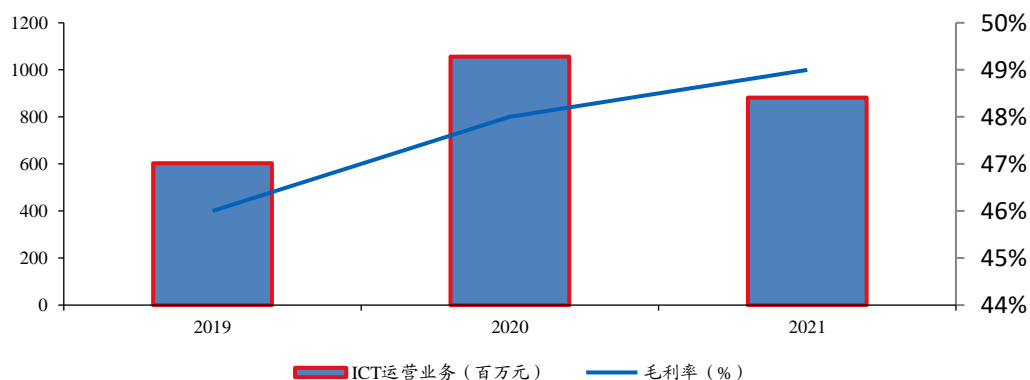
1、提高人效，逐步退出了部分低毛利率的软件服务和系统集成业务。公司总人数由 4,000 人降低到 2,700 余人。

2、清理持续拖累公司财务表现的部分公司。20 年降低参投公司神州泰岳智能数据占股比例，后 21 年计提为 0，同年出售通信设备集成维护方向子公司宁波普天。飞信业务子公司新信传媒转型网络出版（版号获取）和游戏运营，亏损幅度持续缩减。

3、创新业务减亏。专注电网安全运维的子公司泰岳天成，成立两年后今年有望实现单体盈利；聚焦跨国人群流量服务的泰岳小漫，在海外疫情管制放松之后，也迎来基本面的改善。

目前聚焦计算机业务聚焦三大方向：ICT 运营（含系统安全）—神州泰岳，工业互联网和物联网—奇点新源（智能安防）、泰岳天成（电力系统），人工智能 NLP—鼎富智能。

图表 4 ICT 运营业务收入及毛利率情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 5 公司亏损业务逐渐调整

单位：百万元		19		20H1		20		21H1		21		22H1	
公司名称	主要业务	营收	净利润	营收	净利润	营收	净利润	营收	净利润	营收	净利润	营收	净利润
新信传媒	互联网开发运营	87.14	-89.92	16.80	-20.26	121.71	6.33	36.16	-15.69	108.30	4.95	32.58	-5.89
神州泰岳系统集成	系统集成	9.86	-342.90										
神州泰岳（香港）	海外投资	20.95	-36.39							180.86	-5.53	142.95	-0.97
宁波普天通信技术	通信技术	34.63	-24.73			104.63	14.03	11.98	-22.91				
神州泰岳智能数据	大数据			15.23	-12.78	44.88	-83.97			39.04	-64.37		
鼎富智能	人工智能/			33.11	8.55					43.35	3.94	4.25	-48.38

	大数据											
奇点新源	物联网/通信业务			5.85	-14.30			13.23	-22.11	70.07	-26.63	
华泰德丰	气象观测数据处理			0.00	-11.95							

资料来源：公司财报，华创证券

（一）运营商业务：为电信运营商 ICT 运营赋能，构筑电信运营商在“大 IT”时代的核心竞争力

ICT 运营管理是公司创始之初的定位和主营业务，在中国 IT 服务管理市场中公司保持了多年的市场占有率第一。除电信运营商外，公司主要服务对象还包括大型金融单位、能源交通行业等。

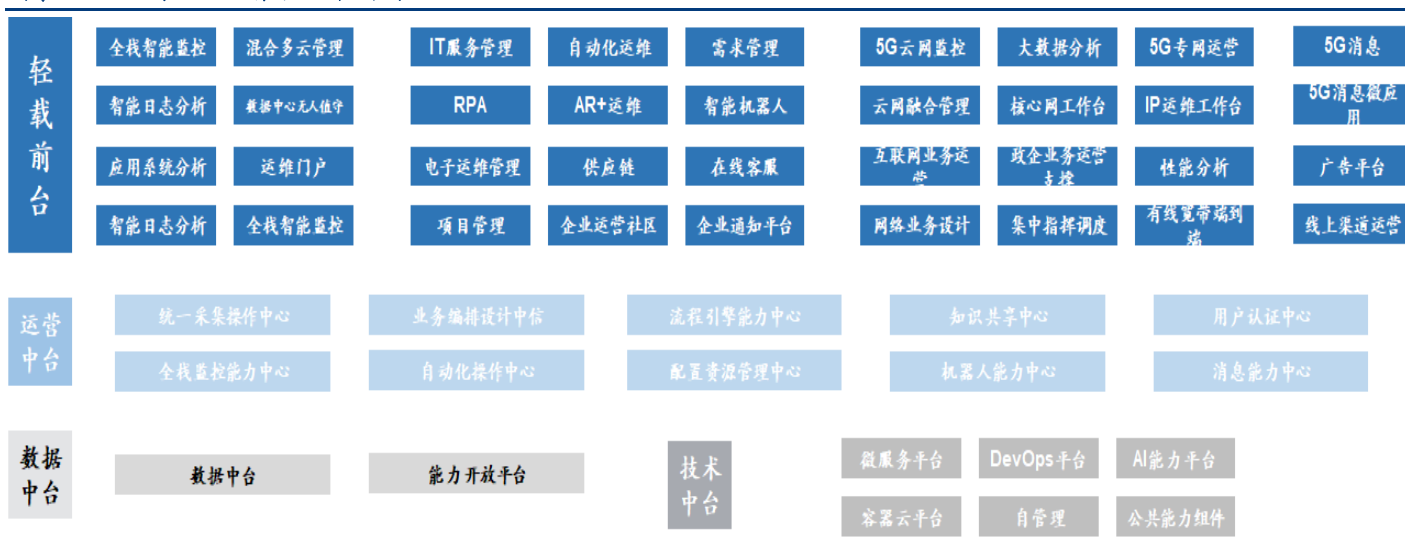
ICT 运营管理系统主要由 BSS（业务）、OSS（运营）、MSS（管理）、EDA（企业数据应用）和 ITM（IT 管控）几部分组成，其中 BSS+OSS 构成了 BOSS 系统，共同支撑运营商主要的业务运营和网络场景。BSS：主要实现对电信业务、电信资源、营销管理以及对客户管理和服务的过程，主要场景包括呼叫中心、网上营业厅等；OSS：主要实现对电信网络和电信资源的管理，主要应用场景包括网络设备管理、资源设备管理、网络系统优化等。

图表 6 运营商 IT 系统分类

运营商 IT	功能定义	应用场景举例
BSS（业务支撑系统）	围绕客户关系管理、产品套餐配置、计费结算等业务进行设计实现	呼叫中心、网上营业厅、数据采集等
OSS（运营支撑系统）	面向服务开通资源管理、网络运营等场景的后台支撑	网络设备管理系统、资源管理、业务开通、网络优化
MSS（管理支撑系统）	聚焦工程、财务、人力资源等	财务管理、人力资源管理、审计系统、采购系统
EDA（企业数据应用）	快速分析采集数据	
ITM（IT 管控）	提高运营效率	

资料来源：《移动运营商 IT 支撑系统融合思路研究》朱林，华创证券

近年来，BSS、OSS、MSS 三大类产品趋于融合发展，公司以此为基础，重点拓展智能运营、安全运营、5G 消息三大方向。2021 年 11 月，国内网络安全媒体安全牛发布《中国网络安全企业 100 强》，公司“大 IT 安全运营”产品体系依托高效、智能、一体化的安全运营解决方案及大量项目实际应用案例，上榜安全服务与运营细分领域，位列于百强之第 28 位；据赛迪顾问《2020-2021 年中国网络信息安全市场研究年报报告》显示，公司在信息加密/身份认证市场占有率排名前五。

图表 7 公司大 IT 智能运营体系


资料来源：公司财报，华创证券

公司在 ICT 运维业务有强大的研发实力和技术储备。获评国家企业技术中心、北京市智能运维工程实验室，国家信息技术服务标准（ITSS）二级企业，通过国际软件成熟度模型集成认证（CMMI L5），参与 ITSS、信息技术服务治理等国家标准以及多项行业标准制定、曾承担“核高基”、“新一代”等国家重点课题，拥有授权专利 800 余项及千余项软件著作权。因此，公司也拥有了业界较为全面的 ICT 运营产品线。涵盖 IT 网管、通信专业网管、流程管理、信息安全管理、拨测及网络优化、移动互联网运营、融合通讯、系统集成、大数据等众多领域，形成业界全面的 ICT 产品体系。

公司具备大规模并行实施复杂项目的建设和交付的丰富经验。具有建设和运营亿级客户互联网平台的项目经验，曾承担中国移动数据网管项目的全国 14 省份及南方基地建设、中国移动 IT 网管项目（涉及国内 31 个省共计 35 个节点）、中国联通总部及 22 省份的增值业务综合网管平台、中国电信总部及 24 省份业务平台综合网管平台等诸多大型复杂项目。同样具备综合性可持续服务能力。十余年持续为电信、金融、能源等大客户提供 ICT 运营管理服务，可提供 7*24 的电信级运营服务保障。

图表 8 公司有完备的 ICT 运营解决方案和产品

智慧运营	解决方案	产品	安全运营	解决方案	产品
全栈监控	<u>XDC 运营管理解决方案</u>	<u>Ultra-Matrix 配置资源管理平台</u>	运营商	身份与访问控制解决方案	身份与访问安全管理系统
	<u>全栈智能监控解决方案</u>	<u>Ultra-Smartlog 智能日志分析</u>		安全合规解决方案	Ultra-SecFort 集中运维审计堡垒机系统
	<u>混合多云管理解决方案</u>	<u>Ultra-PerfInsights 应用系统分析</u>		安全威胁分析与预警解决方案	Ultra-ZTIAM 零信任身份服务系统
智慧运维	<u>神州泰岳智慧运维解决方案</u>	<u>Ultra-OneAgent 统一采集操作平台</u>		安全资产管理解决方案	Ultra-AMR 资产安全核查系统
服务管理	<u>一体化运营管理解决方案</u>	<u>Ultra-FullStackMonitoring 全栈智能监控</u>	金融	特权账号管理解决方案	Ultra-BMS 安全基线管理系统

	项目管理解决方案	Ultra-GeniusBot 智能机器人		一体化信息安全风险感知解决方案	Ultra-DeepScanner 深度漏洞全量核查系统
	需求管理解决方案	Ultra-RPA 业务流程自动化		安全基线管理解决方案	Ultra-PWAnalyser 资源弱口令核查系统
	ITSM 管理解决方案	Ultra-AutoOpsCenter 运维自动化集中操作能力平台		安全审计解决方案	Ultra-APT Detector 高级网络威胁识别
5G 网络运营	运维管理解决方案	Ultra-BPC 流程引擎能力中心	交通	运维身份统一管理解决方案	Ultra-SmartSensor 全流量数据采集探针
	质量管理解决方案	Ultra-5G RCS Platform 5G 消息 CSP 平台		网络安全检测与预警解决方案	Ultra-FWAnalyser 神州泰岳防火墙策略核查系统
	核心网运维解决方案	泰岳 5G 消息云平台	政府	安全运营管理解决方案	Ultra-SOMC 安全运行管理中心
	5G 专网运营解决方案	Ultra-SMARTFLUX 广告营销平台		网信办安全态势感知解决方案	Ultra-SecSight 信息安全大数据态势感知系统
	IP 网络运维解决方案	Ultra-PoC 公网对讲	医疗	IT 服务运维管理解决方案	Ultra-ESA 企业综合安全审计系统
	政企业务运维解决方案	Ultra-DCMP 数据中台软件	航空航天	网络安全体系设计服务方案	SecSight-SOAR 安全编排自动化与响应平台
	故障管理解决方案	Ultra- Microservice Architecture 微服务管控平台	能源	安全服务整体解决方案	Ultra-SmartLxCShield 容器安全防护系统
消息通信	泰岳统一消息中心解决方案	Ultra-Khan Devops	公安	公安视频专网安全控制解决方案	Ultra-SmartGrid 网络资产智能微隔离系统
	泰岳 5G 消息标准版解决方案		全行业	安全中台解决方案	Ultra-SecCloud 安全云服务平台
	融合通信办公解决方案			零信任安全解决方案	Ultra-SmartShield 云主机安全防护系统
	5G 消息运营解决方案			数据安全解决方案	Ultra-DSM 数据安全管控产品
	泰岳移动互联网融合通信解决方案				Ultra-SmartDLP Detector 数据防泄漏系统
	实时音视频解决方案				Ultra-MSFolder 个人安全文件夹系统

资料来源：公司官网，华创证券

在 ICT 运营管理行业,公司长期绑定众多高端客户,主要集中在电信运营商和金融领域,是三大电信运营商长期的战略合作伙伴,是中国移动业务支撑网运营管理系统和 OSS 运维规范的主要参与者之一,在金融、保险、能源交通、政府等领域也拥有很多高端客户,包括:建设银行、农业银行、国家开发银行、民生银行、中信证券、中国证券登记结算公司、中国人寿、中外运等等。集聚客户优势、产品优势和建设能力优势将有利于公司稳固 ICT 运营管理龙头的地位。

(二) 物联网业务：深耕电力，蓄力工业互联网

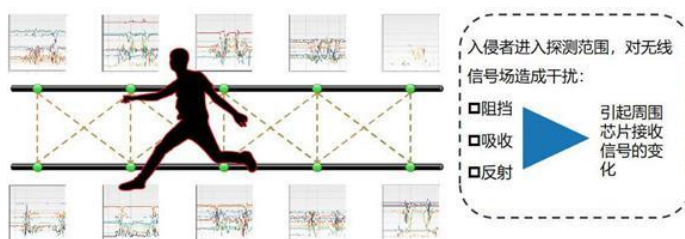
公司物联网与通讯板块的产品涵盖智慧安防、专网通信和电力系统三个主要方向，面向的客户主要集中在能源、交通、市政等领域。1) 智慧安防产品- 智慧墙入侵探测系统：主要应用于核电站、交通、政府等高安保等级客户。2) 工业专网产品：结合工业场景的应用需求，提供无线通信、人员定位、数据传输和不同分区信号覆盖等智能业务服务，协助客户解决特殊工业场景下的无线全覆盖问题。3) 电力业务产品：公司自主研发的软硬件系列产品，将数字技术与电网需求相融合，在集控系统、智能巡视、状态监测等专业领域为电网公司实现智能化运维、数字化转型。

图表 9 公司工业专网产品



资料来源：公司官网，华创证券

图表 10 公司智慧安防系统原理图



资料来源：公司官网，华创证券

图表 11 电力业务主要产品



资料来源：公司官网，华创证券

公司节点设备首批通过了中国电科院《自主可控新一代变电站二次系统及设备》集中检测，是目前少数通过技术检测的非电力系统公司。产品及服务目前已经覆盖国内多个省市，并参与了冬奥等国家大型项目的电力设备检测等服务。例如，在北京市，公司已经完成了 80 余个变电站的节点设备接入和在线监测平台建设项目；浙江省，公司在杭州、嘉兴、宁波等 8 个站的物联网改造试点变电站节点及传感器设备安装、接入等工作已顺利通过验收；江苏省，公司的节点设备及传感器在江苏南京、泰州、徐州、镇江、连云港等 7 个地市 39 个变电站内部署应用。2022 年，北京冬季奥运会期间，公司深度参与了北京电力冬奥保电项目，完成涉奥电力设备全方位实时监测和状态评价等工作。

图表 12 变电 360 街景 vr



资料来源：公司微信公众号

电网政策机遇：国家打造新型电力系统，智能电网迎发展机遇。为了实现“双碳”目标，

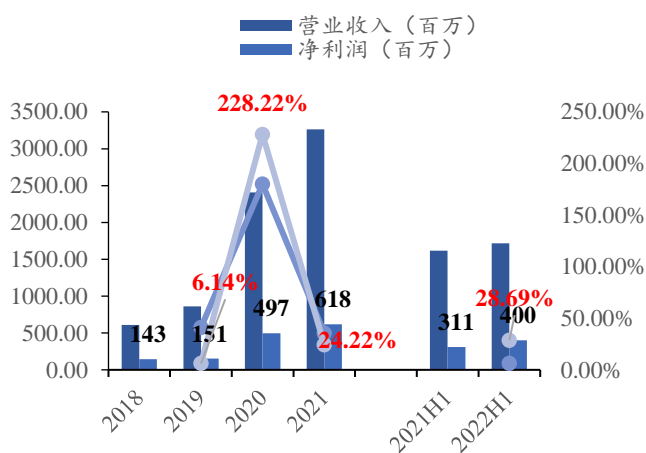
我国主要的能源电力企业陆续制定了一系列相关的发展规划和实施方案。2021年3月，国家电网公司发布了“双碳”目标行动方案，提出加快构建智能电网，推动电网向能源互联网升级，着力打造清洁能源优化配置平台。南方电网公司相继发布了《数字电网推动构建以新能源为主体的新型电力系统白皮书》和《南方电网建设新型电力系统行动方案(2021—2030年)白皮书》，提出数字电网将成为承载新型电力系统的最佳形态，要加快数字电网建设，提升数字电网运营能力，确保面向千万级新能源客户的高效服务水平，支撑以海量新能源为主体的新型电力系统运行管理及控制。大唐集团、华电集团等主要发电企业集团也发布了实现“双碳”目标的行动纲要或行动方案。“双碳”目标下建设新型电力系统要求电力设备的运行维护更加安全和高效。

三、游戏业务：公司主要利润引擎，稀缺 SLG 出海龙头之一

公司游戏业务主体壳木过去四年发展态势良好，在全球游戏市场较为逆风的 2022H1 同样实现了增长，其营收增长 6.36% 达到 17.18 亿元，利润增长 28.69% 达到了 4 亿元。

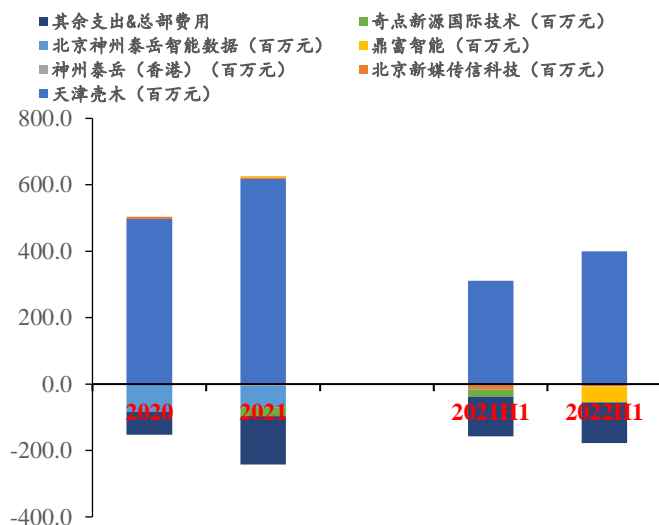
从对母公司整体的利润贡献度来看，壳木是公司最主要的利润贡献来源。其余业务相关子公司目前仍在微亏或者微盈的状态，此外尚有部分总部费用支出；因此 2021 年归母口径低于游戏业务约 2.4 亿元左右。后续对公司的利润增长我们仍为主要关注三点，一是游戏业务表现、二是亏损业务梳理剥离、低毛利业务收缩带来的人效比提升等，在财务端的体现；三是 ICT 核心业务的增长和创新业务培育期后的发力。

图表 13 壳木游戏营收与利润



资料来源: wind, 华创证券

图表 14 公司主体净利润构成结构



资料来源: wind, 华创证券

(一) 出海新晋 TOP10 厂商，两款长线产品驱动增长

公司为 SLG 出海的先行者和领军者之一，当前已迈入出海 TOP10 厂商；在 2022 年 10 月 data.ai 的排行榜中位列第七，排在其前列的 SLG 厂商仅有三七互娱、IM30 以及莉莉丝。而在整个 A 股中拥有类似游戏出海禀赋的仅有三七互娱与神州泰岳。

自 2016 年初推出中世纪魔幻题材 SLG《战火与秩序》(《War and Order》) 后公司不断积累数据与品类优势，通过长期买量+调优沉淀核心用户；并在 2019 推出新的重点 SLG 产品《旭日之城》(《Age of Z Origins》)，开启新的增长。在 2022 年 7 月排行中公司的重点产品《旭日之城》仍处于中国厂商出海收入 TOP8、《战火与秩序》处于中国厂商出海收入 TOP20。

图表 15 中国游戏厂商出海收入排行榜

data.ai 中国游戏厂商 * 出海收入 ** 排行榜
iOS App Store 和 Google Play, 2022 年 10 月

排名	公司	排名变化	排名	公司	排名变化
1	三七互娱	1 ▲	16	点点互动	1 ▼
2	米哈游	1 ▼	17	ONEMT	3 ▼
3	腾讯	-	18	Tap4Fun	-
4	IM30	1 ▲	19	智明星通	-
5	莉莉丝	1 ▼	20	乐元素	-
6	Habby	-	21	星合互娱	-
7	壳木游戏	-	22	字节跳动	3 ▲
8	沐瞳科技	3 ▲	23	游族网络	4 ▲
9	网易	1 ▼	24	冰川网络	2 ▼
10	友塔游戏	1 ▼	25	心动网络	10 ▲
11	IGG	1 ▼	26	有爱互娱	3 ▼
12	灵犀互娱	5 ▲	27	Wuxi Boton Belt	3 ▼
13	Topwar Studio	1 ▼	28	Microfun	2 ▼
14	悠星网络	2 ▲	29	爱奇艺	-
15	4399	2 ▼	30	DH Games	3 ▲

资料来源: data ai, 华创证券

图表 16 中国游戏厂商游戏出海收入排行榜

data.ai 中国游戏厂商应用 * 出海收入 ** 排行榜
iOS App Store 和 Google Play, 2022 年 10 月

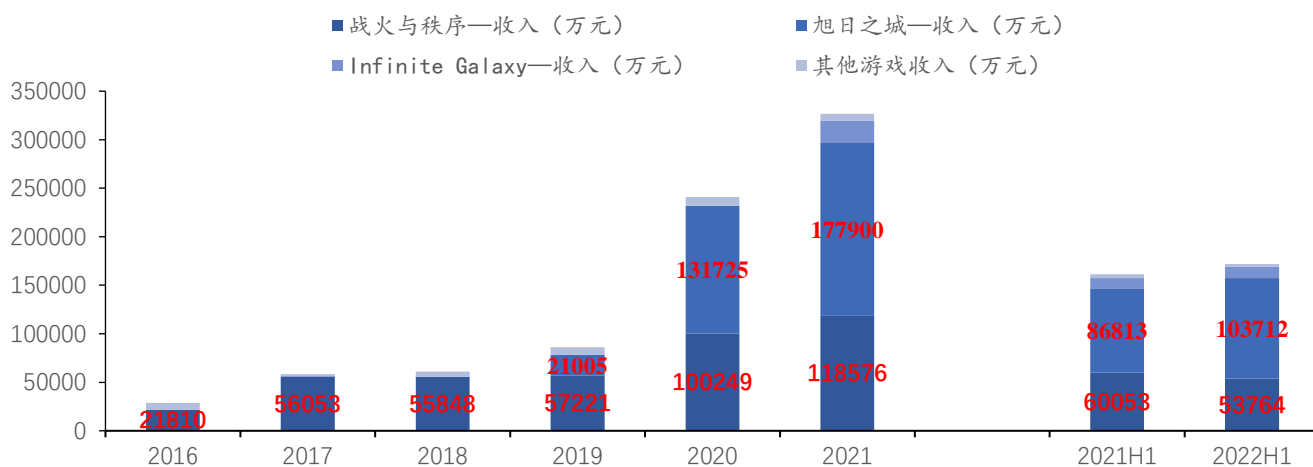
排名	用户支出排行	排名变化	所有发行商
1	Genshin Impact	-	米哈游
2	PUBG MOBILE	-	腾讯;Krafton;Rekoo Interactive;VNG
3	Three Kingdoms Fantasy Land	50 ▲	Sialia Games;灵犀互娱
4	Puzzles & Survival	-	三七互娱;Funtap
5	Survivor.io	2 ▼	Habby
6	Rise of Kingdoms	1 ▼	莉莉丝;Appota;Original Entertainment
7	Lords Mobile	2 ▲	IGG;Fantasy Plus
8	Age of Z Origins	-	壳木游戏
9	Mobile Legends: Bang Bang	3 ▲	沐瞳科技;VNG
10	Top War: Battle Game	3 ▼	Topwar Studio
11	Last Fortress: Underground	1 ▼	IM30
12	Rise of Empire	1 ▲	IM30
13	Last Shelter: Survival	2 ▲	IM30
14	Mafia City	-	友塔游戏
15	Three Kingdoms Tactics	4 ▼	灵犀互娱;Sialia Games
16	Ensemble Stars Music	-	乐元素
17	The Grand Mafia	1 ▲	友塔游戏
18	The Ants: Underground Kingdom	3 ▲	星合互娱;三七互娱
19	Knives Out	1 ▲	网易;龙邑游戏
20	War and Order	2 ▲	壳木游戏

资料来源: data ai, 华创证券

如果分产品来看公司游戏业务整体营收增长情况, 可以更加直观的看到公司的发展根据产品分为两阶段。第一阶段起于 2016 年的《战火与秩序》的起量, 2017~2019 实现稳态年 5 亿流水; 2020 年《战火与秩序》因为疫情刺激存量再次实现翻倍增长, 2022 小幅下滑, 但由于存量产品销售费用投入下滑整体利润空间逐年缓步提升。第二阶段起于 2019 年的《旭日之城》, 2019 年上线当年营销推广费用带来一定的负影响; 2020 年起流水进入高速成长期, 利润同步增长。

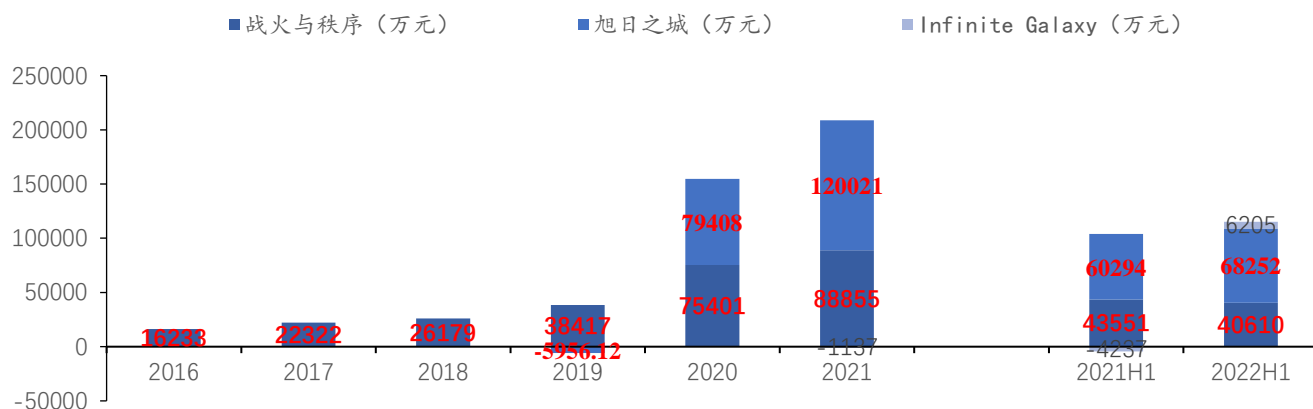
在纯营业收入外我们以 (收入-销售费用) 衡量单项目的盈利能力, 在 2022H1 中 6 年老游戏战火与秩序净收入维持高位, 旭日之城同比增加 13%; 《Infinite Galaxy》净收入同样由负转正。

图表 17 壳木游戏营业收入情况 (分产品)



资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 18 壳木游戏主要项目 (营业收入—销售费用) 情况 (分产品)



资料来源: 公司财报, 华创证券

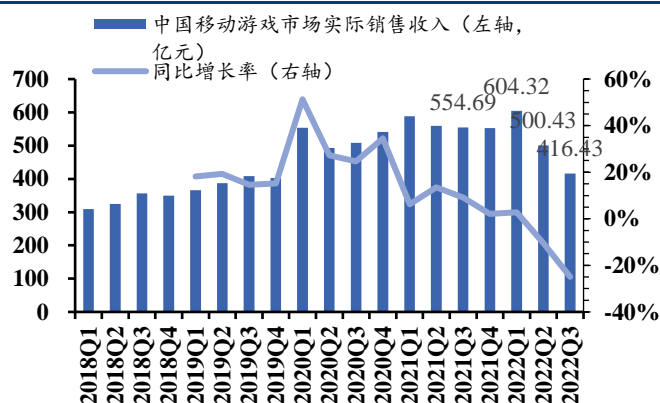
(二) 手握重点出海品类, 主要产品长线能力突出

1、现阶段出海市场表现略好于国内, SLG 为最重要品类

国内市场由于版号政策变动以及高基数问题, 近几个季度下滑压力较大, 国内市场 2022 年 Q3 实现收入 416.43 亿元 (yoy-24.9%)。出海市场 2022Q3 实现 42.62 亿美元 (yoy-14.17%), 主要是由于 2021Q3 的出海收入为近几年最高点; 但其表现仍相对更好, 近两年手游出海已是中国游戏厂商的重要方向。

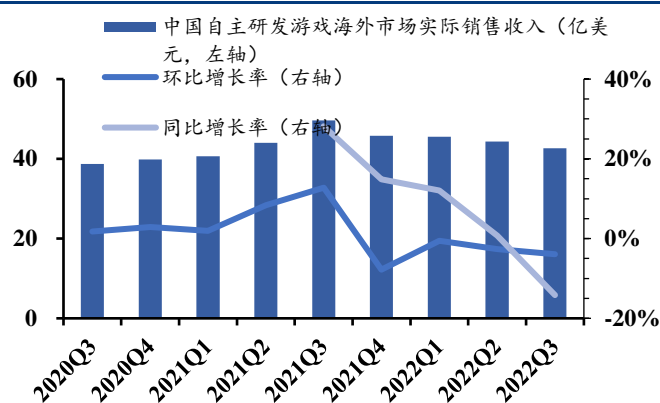
而在出海市场中 SLG 为第一大品类, 2021 年 SLG 占比达到 41.40%; 为中国厂商最主要的海外品类。擅长海外市场+长周期的 SLG 品类, 成为壳木近两年游戏收入与利润快速增长的重要因素。

图表 19 中国移动游戏市场实际销售收入



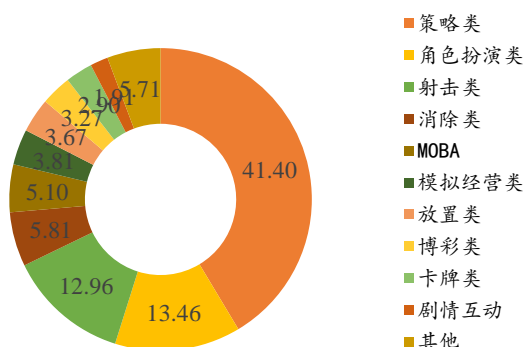
资料来源: 中国游戏产业研究院, 伽马数据, 华创证券

图表 20 中国自主研发移动游戏海外销售收入



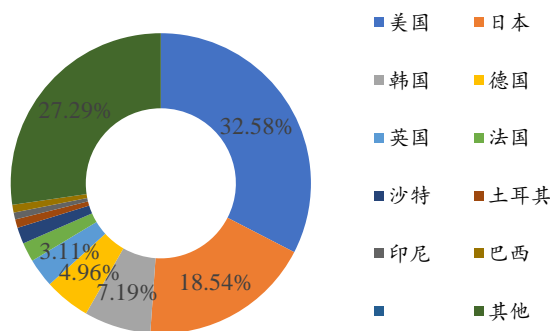
资料来源: 中国游戏产业研究院, 伽马数据, 华创证券

图表 21 中国自主研发移动游戏出海类型(% , 2021)



资料来源: 伽马数据, 华创证券

图表 22 中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布(% , 2021)

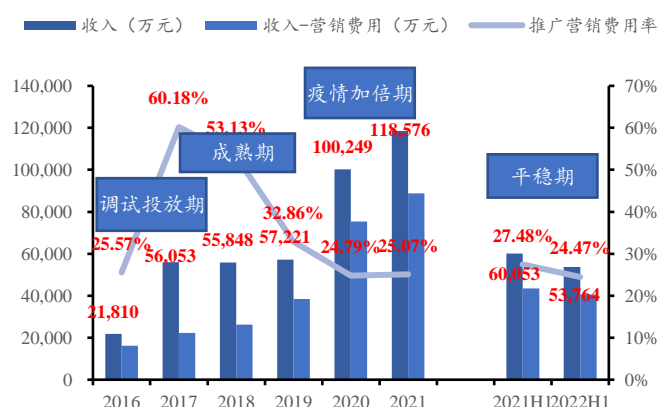


资料来源: 伽马数据, 华创证券

2、从具体产品历史表现看, 公司长周期运营能力强

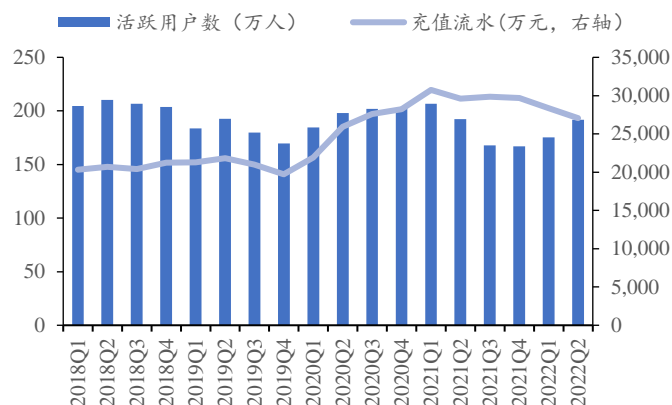
从公司 6 年的产品《战火与秩序》数据看, 产品经历了多个阶段。2016~2017 处于调试投放期, 流水快速增长但销售费用率处于高位; 2018~2019 年处于成熟期, 流水稳定但销售费用不断下滑。2020 年~2021 年处于海外疫情刺激下的加倍期, 销售费用保持稳定情况下流水快速增长, 利润情况打开。2022H1 则呈现了一定程度的下滑, 产品重回平稳期。从产品结构来看, 之前收入的提升主要来自于充值流水的提升, 而活跃用户并未相应增加, 预计后面贡献主要呈现稳定或小幅下滑态势。

图表 23 《战火与秩序》收入与费用情况



资料来源: 公司财报, 华创证券

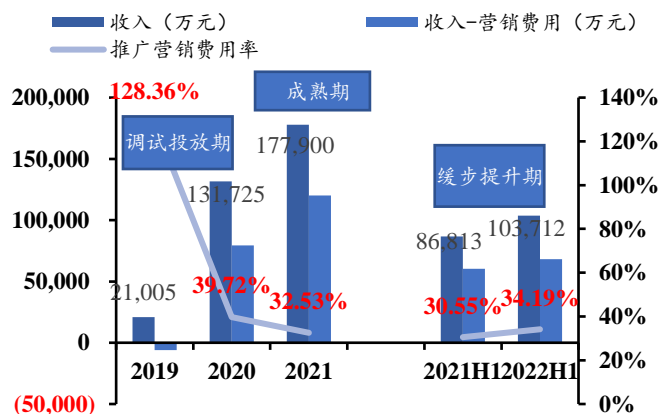
图表 24 《战火与秩序》用户与流水情况



资料来源: 公司财报, 华创证券

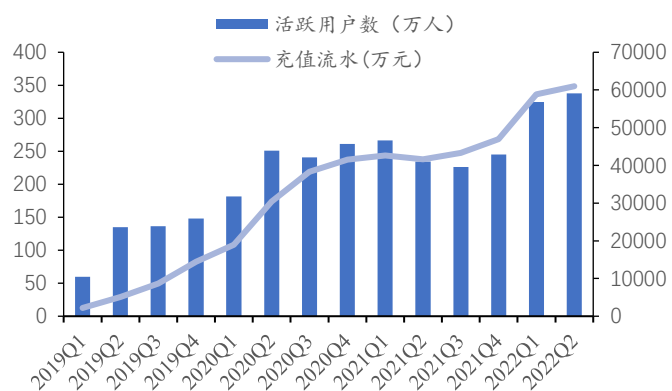
从公司的第二款重点产品《旭日之城》来看, 产品经历过类似的阶段但目前成长性更好。2019 同样处于调试投放期, 2020~2021 年进入成熟期叠加疫情刺激快速成长, 2022 年 H1 疫情过去后却仍在缓步提升期, 收入端和活跃用户都出现了一定增长。目前看《旭日之城》一方面活跃用户还在提升, 整个产品天花板仍有提升空间; 另一方面销售费用理论上仍有下滑空间, 完全成熟期的《战火与秩序》销售费用率在 25% 左右, 当前《旭日之城》在 35% 左右; 即本项目的理论利润率仍有将近 10% 的提升空间。

图表 25 《旭日之城》收入与费用情况



资料来源: 公司财报, 华创证券

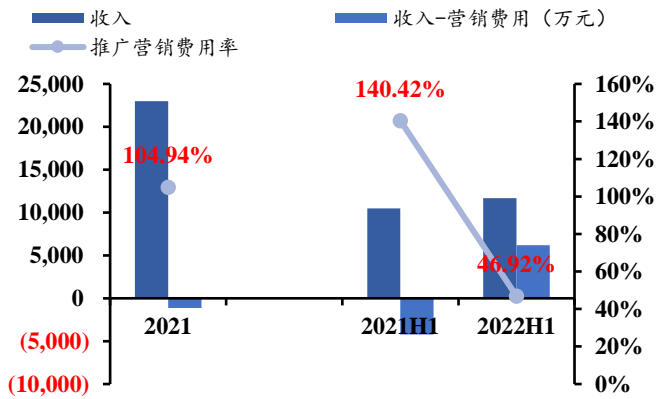
图表 26 《旭日之城》用户与流水情况



资料来源: 公司财报, 华创证券

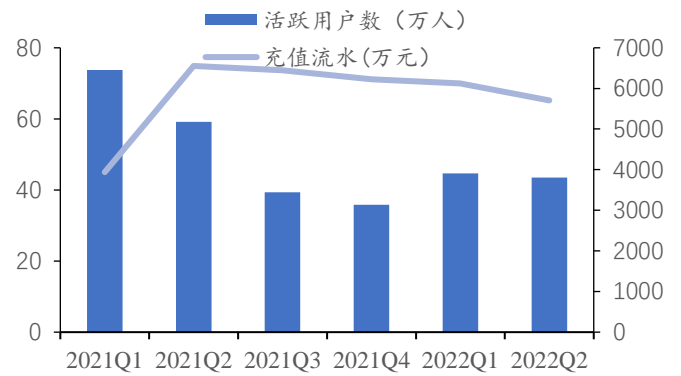
公司的第三款产品《Infinite Galaxy》则仍在调试投放期, 2022H1 虽然净收入 (收入-销售费用) 转正, 但活跃用户未快速成长。预计当前仍在产品的调试期, 虽然已经有望产生一定贡献, 但能否成为真正拉动公司上台阶的第三款产品则仍需观察后续流水表现。

图表 27 《Infinite Galaxy》收入与费用情况



资料来源：公司财报，华创证券

图表 28 《Infinite Galaxy》用户与流水情况

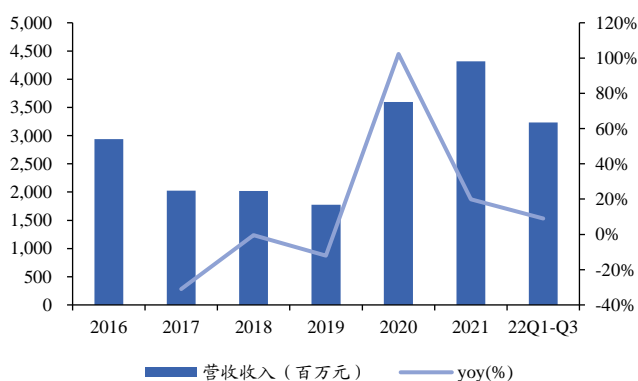


资料来源：公司财报，华创证券

四、财务分析

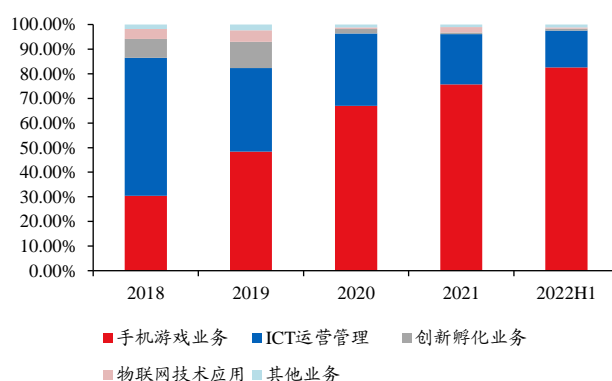
游戏业务为主业，20年起营收再上新台阶。公司22Q1-Q3营收达32.35亿元，同比增长9%，公司自20年起即保持稳定的正增长，19-21年CAGR达56%，主要系游戏业务增量明显。分业务结构看，游戏业务稳步成长，20/21/22H1游戏业务营收分别为24.08/32.65/17.18亿元，同比增长180%/36%/6%，22H1其营收占比已达83%。（20年高增主要系《Age of Z Origins》及《War and Order》迅速放量+低基数，21年继续维持放量趋势，22H1受弱势大盘影响略有下滑）。计算机业务营收占比迅速收缩，其22H1占比仅为15%（18年占比为56%）。

图表 29 公司营业收入（百万元，%）



资料来源：公司财报，华创证券

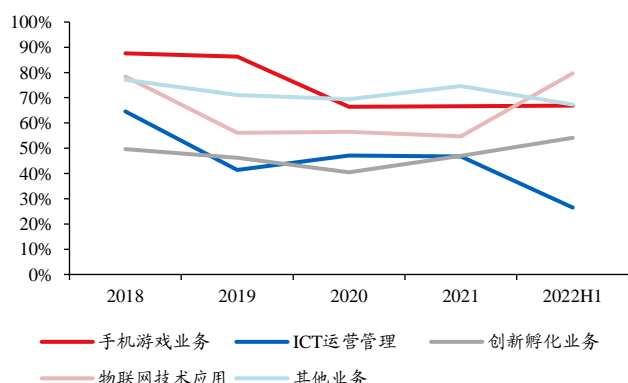
图表 30 公司营收结构 (%)



资料来源：公司财报，华创证券

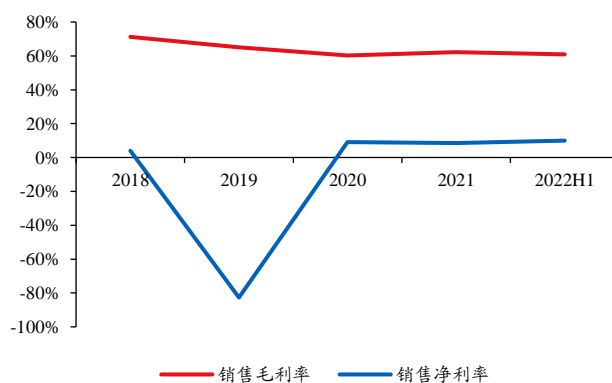
游戏毛利率基本维稳，ICT 运维毛利率下滑。分业务看，20年至今，公司主业游戏毛利率基本维稳（20/21/22H1 毛利率分别为 66%/67%/67%），由于公司 ICT 运维业务有较强季节性，收入主要在年底确认但成本全年分摊因此半年度看毛利率有所下降，主总体来看，公司毛利率、净利率 20 年起基本保持稳定。

图表 31 公司分业务毛利率 (%)



资料来源：公司财报，华创证券

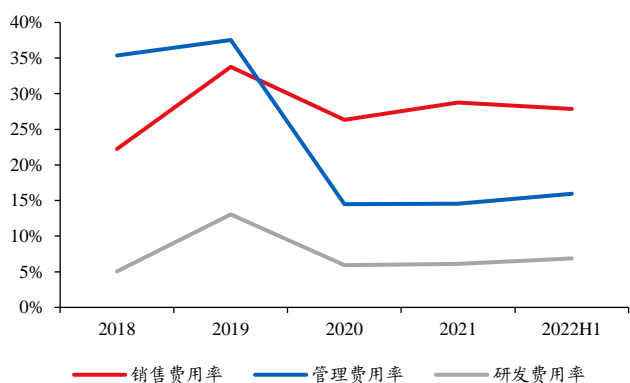
图表 32 公司毛利率与净利率 (%)



资料来源：公司财报，华创证券

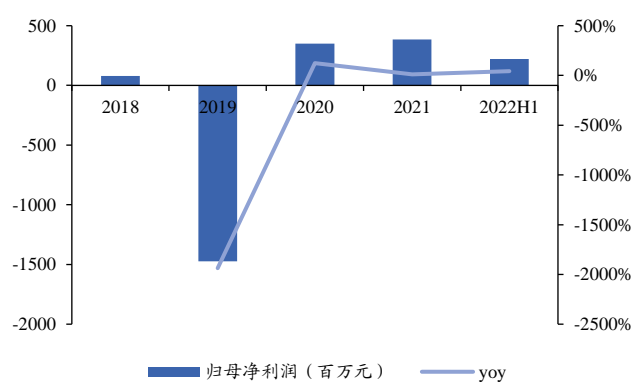
费率基本维稳，利润端稳步增长，游戏贡献主要利润。2019 年公司费率有明显增长（销售/管理/研发费率分别为 34%/38%/5%），主要系本期新游推广增加、加大研发投入及自研形成无形资产摊销增加所致。20 年起，随着拳头游戏已基本进入成熟期，费率亦回落至正常水平，且基本维稳（22H1 销售/管理/研发费率分别为 28%/16%/7%）。利润端看，19 年受成本、费率提升以及计提应收款项减值准备等因素影响，公司利润端出现大额亏损；但 20 年已实现回正，至今保持稳定增长趋势，22H1 实现归母净利润 2.22 亿元，同比增长 44%（20/21 年增速分别为 124%/10%）。基于业务结构看，公司游戏业务（及天津壳木子公司）贡献公司几乎全部利润来源，游戏业务是绝对主业。

图表 33 公司费率 (%)



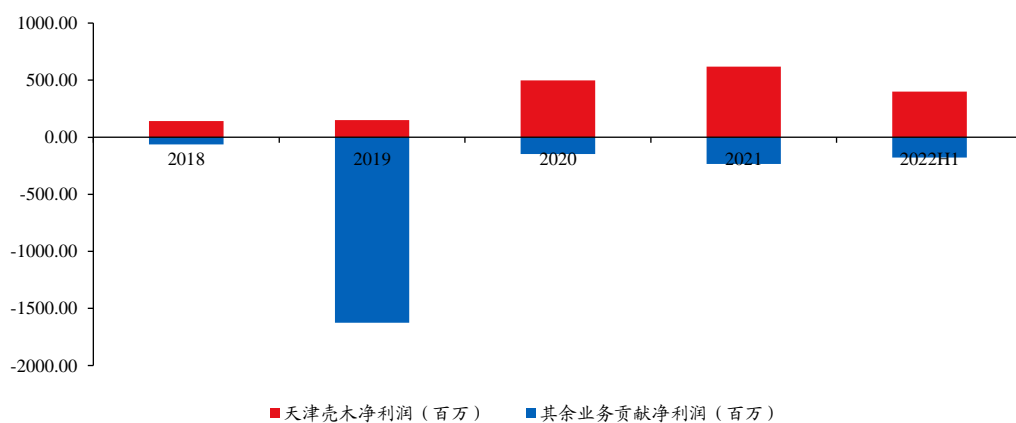
资料来源：公司财报，华创证券

图表 34 公司归母净利润 (百万元, %)



资料来源：公司财报，华创证券

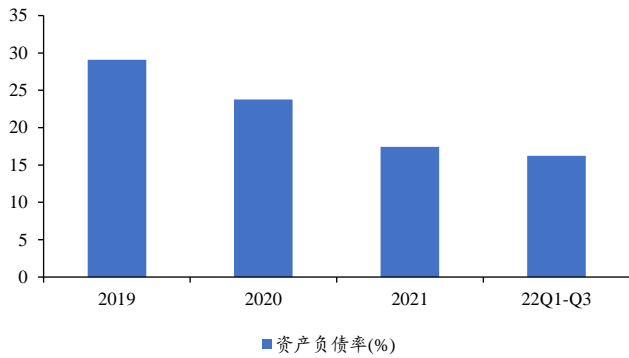
图表 35 公司净利润构成 (百万元)



资料来源：公司财报，华创证券

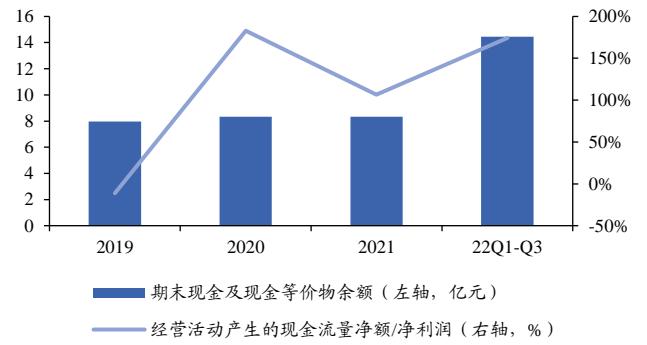
公司资产质量稳中向好。公司 19/20/21/22Q3 资产负债率分别为 29%/24%/17%/16%，保持相对健康水平，且下行趋势。此外，公司现金持有量亦稳步提升，现金流状况较优。截止 22Q3，公司期末现金及现金等价物余额已达 14 亿元（21 年底约为 8.3 亿元）。

图表 36 公司资产负债率 (%)



资料来源：公司财报，华创证券

图表 37 公司现金持有情况 (亿元, %)



资料来源：公司财报，华创证券

五、投资建议：游戏提供安全垫，计算机业务有较大想象空间

看好公司维持双轮驱动，预计公司将在下游运营商、金融机构、电力系统的智能信息化改造中持续受益，计算机业务重回增长轨道，游戏出海继续稳健增长。我们预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 5.45/6.72/7.14 亿元，同比增长 41.7%/23.4%/6.2%，当前股价对应 15/12/12 倍 PE，参考游戏行业可比公司（三七互娱、完美世界、吉比特）22、23 年平均 PE 估值分别为 15/13X。计算机业务可比公司（威胜信息、天源迪科）22、23 年平均 PE 估值分别为 29/22X，考虑到公司游戏业务利润释放的相对确定性以及在工业物联网和前瞻性业务的领先布局，我们分别给予公司游戏/计算机业务 23 年 15/20 倍 PE，目标市值 104 亿元，对应目标价 5.46 元，首次覆盖，予以“推荐”评级。

图表 38 可比公司参考估值

代码	公司	市值 (单位: 亿元)	归母净利润 (单位: 亿元)				PE			
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E
	游戏									
002555.SZ	三七互娱	377.70	28.76	30.43	35.30	39.93	13.13	12.41	10.70	9.46
002624.SZ	完美世界	240.49	14.68	14.17	16.85	19.57	16.38	16.98	14.27	12.29
603444.S H	吉比特	253.17	3.69	15.62	17.04	22.62	68.58	16.21	14.86	11.19
	计算机									
300166.SZ	天源迪科	98.41	3.02	3.14	4.23	4.74	32.59	31.37	23.29	20.77
688100.S H	威胜信息	111.50	3.41	4.22	5.65	7.43	32.66	26.45	19.74	15.01
	游戏平均						32.70	15.20	13.28	10.98
	计算机平均						32.62	28.91	21.52	17.89

资料来源: wind, 华创证券 (未覆盖公司使用 wind 一致预期, 截至 2022 年 12 月 15 日)

六、风险提示

游戏版号政策变化: 游戏版号数量进一步收缩或游戏监管政策发生变化, 导致游戏行业整体供给收缩。

海外投放成本超预期: 由于游戏出海竞争加剧, 导致海外游戏投放成本进一步升高, 进而影响公司游戏利润释放。

下游行业资本开支不及预期或信息化改造程度不及预期: 下游行业信息化改造推进速度不及预期, 影响公司物联网、ICT 运维管理业务收入增长。

计算机业务扭亏幅度不及预期: 公司降本增效效果不佳导致计算机业务盈利能力不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	852	534	1,328	1,824
应收票据	8	7	7	7
应收账款	747	1,571	1,482	1,466
预付账款	15	26	50	35
存货	155	216	289	301
合同资产	3	1	1	2
其他流动资产	159	494	299	317
流动资产合计	1,936	2,848	3,455	3,950
其他长期投资	193	193	193	193
长期股权投资	38	38	38	38
固定资产	381	253	254	335
在建工程	0	0	0	0
无形资产	413	522	600	690
其他非流动资产	2,287	2,290	2,294	2,297
非流动资产合计	3,312	3,296	3,379	3,553
资产合计	5,248	6,144	6,834	7,503
短期借款	137	157	187	177
应付票据	0	0	0	0
应付账款	311	612	651	673
预收款项	3	0	0	0
合同负债	134	146	166	190
其他应付款	62	62	62	62
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4
其他流动负债	229	269	285	307
流动负债合计	880	1,250	1,355	1,413
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	35	35	35	35
非流动负债合计	35	35	35	35
负债合计	915	1,285	1,390	1,448
归属母公司所有者权益	4,326	4,879	5,497	6,144
少数股东权益	7	-20	-53	-89
所有者权益合计	4,333	4,859	5,444	6,055
负债和股东权益	5,248	6,144	6,834	7,503

现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	411	-293	992	842
现金收益	524	630	748	797
存货影响	54	-61	-73	-12
经营性应收影响	-115	-828	70	31
经营性应付影响	-97	297	39	23
其他影响	45	-331	209	4
投资活动现金流	-209	-54	-155	-255
资本支出	-166	-50	-151	-252
股权投资	86	0	0	0
其他长期资产变化	-129	-4	-4	-3
融资活动现金流	-180	29	-43	-91
借款增加	-165	20	30	-10
股利及利息支付	-12	-92	-100	-104
股东融资	1	0	0	0
其他影响	-4	101	27	23

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,314	4,704	5,363	6,108
营业成本	1,630	1,742	2,026	2,377
税金及附加	16	108	107	122
销售费用	1,240	1,270	1,368	1,558
管理费用	627	682	751	794
研发费用	263	287	332	428
财务费用	27	42	37	37
信用减值损失	-50	20	0	0
资产减值损失	-7	-5	-5	0
公允价值变动收益	-4	0	0	0
投资收益	-54	0	0	0
其他收益	71	71	71	71
营业利润	469	658	808	863
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	1	4	5	5
利润总额	468	655	804	859
所得税	103	137	165	180
净利润	365	518	639	679
少数股东损益	-19	-27	-33	-35
归属母公司净利润	384	545	672	714
NOPLAT	387	551	668	708
EPS(摊薄) (元)	0.20	0.28	0.34	0.36

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	20.0%	9.0%	14.0%	13.9%
EBIT 增长率	7.7%	40.9%	20.5%	6.6%
归母净利润增长率	9.5%	41.7%	23.4%	6.2%
获利能力				
毛利率	62.2%	63.0%	62.2%	61.1%
净利率	8.5%	11.0%	11.9%	11.1%
ROE	8.9%	11.2%	12.4%	11.8%
ROIC	22.9%	25.5%	25.0%	22.5%
偿债能力				
资产负债率	17.4%	20.9%	20.4%	19.3%
债务权益比	4.1%	4.0%	4.1%	3.6%
流动比率	2.2	2.3	2.5	2.8
速动比率	2.0	2.1	2.3	2.6
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	58	89	102	87
应付账款周转天数	77	95	112	100
存货周转天数	40	38	45	45
每股指标(元)				
每股收益	0.20	0.28	0.34	0.36
每股经营现金流	0.21	-0.15	0.51	0.43
每股净资产	2.21	2.49	2.80	3.13
估值比率				
P/E	22	15	12	12
P/B	14	13	11	1
EV/EBITDA	26	21	18	17

传媒组团队介绍

组长，首席研究员：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

分析师：张静雯

中国人民大学硕士。曾就职民生证券，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：费磊

南开大学硕士。曾就职民生证券，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570
汪丽燕		高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
董姝彤		销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
巢莫雯		销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
张嘉慧		销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
邓洁		销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
王春丽		销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 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。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522