

全域起势超级数字场景初显，品类利基用户生命周期加持

投资要点

- 推荐逻辑: 1) 短期看线下门店扩张带来业绩增量:** 公司布局多家包含主机娱乐体验、零售为一体线下门店, 坐拥稀缺性流量入口, 预计 21 年新增直营门店至 30 家, 3 年内开设 150 家。对标名创优品、泡泡玛特, 22 年两家 PS 均值为 7.68X, 考虑到未来 3 年线下门店数增速高, 应享有更高估值溢价。**2) 中长期看存有发展逻辑的预期差:** 公司以代理海外精品游戏起家, 代理产品均获得源代码, 多年来已积累丰富的发行经验并培育了自研能力。公司围绕游戏能力优势, 通过线上线下协同联动, 形成更多用户、更高频次、更长时段的互动模式, 业务规模与 LTV 有望实现双提升。对标 IGG 单用户价值 254 元, 公司仅为 38 元。市场对公司游戏 LTV 上限和中长期逻辑估计不足, 未来估值修复空间大。
- 游戏业务: 聚焦三大核心赛道, 重视长期 LTV。** 2020 年, 公司完成战略的梳理和聚焦后, 确立了以消除、竞技、中重度为主力发展的赛道, 既符合公司的比较优势, 也有较好的商业化展望。竞技品类+电竞赛事运营使得游戏有较高的 LTV 预期——具备用户基数大、社交属性强、单局竞技带来的高复玩度等多重具备长生命周期的特征, 并通过电竞赛事进一步强化。今年 5 月上线的公司自研产品《小动物之星》即是上述逻辑的具体例证, 其以足够差异化在难有生存空间的“吃鸡”赛道找到立身空间, 游戏上线后表现超出预期, 后续资源将增加以做好性能优化、日常运营, 并补充内容产能, 后续上线版本“动物城”将大幅增加游戏的可拓展性, 看好商业化后置下游戏的后续商业表现。
- 线下门店: “好时光+QQ Family”双品牌运营, 与大股东腾讯连接深入, 单店模式跑通下快速复制可期。** 2020 年, 公司对线下门店商业模式调整升级并跑通运营模型, 并在今年 3 月取得 QQ Family 品牌授权, 游戏主机体验+零售业态进一步拓展, QQ Family 以其 IP 影响力有望为门店进一步引流。当前线下店布局在广深地区, 据公司规划今年门店数量将拓展至 30 家, 2023 年至 150 家, 模型跑通下的单店复制将带来短期的业绩增量, 并有助于中长期打造线上线下一体化联动的生态, 实现用户数量与用户价值共振式双增。
- 盈利预测与投资建议:** 预计 21-23 年 EPS 分别为 0.05/0.21/0.36 元, 以 SOTP 法给予公司 22 年 89 亿元市值, 对应目标价 8.45 港元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 游戏上线进度不及预期、疫情反复、线下店拓店速度不及预期。

| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元人民币) | 3212.37 | 2638.42 | 3049.31 | 3837.78 |
| 增长率 | 14.6% | -17.9% | 15.6% | 25.9% |
| 归属母公司净利润(百万元人民币) | -441.57 | 57.94 | 267.05 | 456.83 |
| 增长率 | -225.4% | -113.1% | 360.9% | 71.1% |
| 每股收益 EPS(元) | -0.35 | 0.05 | 0.21 | 0.36 |
| 净资产收益率 ROE | -12.8% | 1.7% | 7.1% | 10.8% |
| PE | -11.79 | 109.20 | 23.69 | 13.85 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈泽敏
执业证号: S1250521040001
电话: 021-58351917
邮箱: chenzm@swsc.com.cn

分析师: 张闻宇
执业证号: S1250520080002
电话: 021-58351917
邮箱: zwy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|---------------|-----------|
| 52 周区间(港元) | 3.54-5.13 |
| 3 个月平均成交量(百万) | 7.29 |
| 流通股数(亿) | 12.66 |
| 市值(亿港元) | 64.79 |

相关研究

- 创梦天地 (1119.HK): 聚焦三大游戏赛道, 打造数字文化新生态 (2020-08-28)

目录

| | |
|--|-----------|
| 1 公司概况：游戏为基，打造稀缺的线上线下联动业态 | 1 |
| 1.1 发展历程：代理海外精品游戏起家，战略清晰蓄力新增长 | 1 |
| 1.2 股东背景：腾讯、索尼等股东持续以资源赋能，实现深度绑定 | 3 |
| 1.3 业绩表现：收入稳定增长，ARPPU 逐年提升 | 3 |
| 2 线上业态：游戏聚焦三大赛道，重视长期 LTV | 5 |
| 2.1 《小动物之星》：差异化的“吃鸡”游戏，较高的 LTV 上限 | 6 |
| 2.2 《全球行动》：强化赛事运营，探索电竞纵深 | 9 |
| 3 线下业态：“好时光+QQ Family”，打造 Z 世代泛娱乐圣地 | 10 |
| 3.1 用户数据沉淀×单店复制，规模与 LTV 的共振 | 10 |
| 3.2 联合竞技类游戏线下赛事，构建 24H 娱乐生活圈 | 13 |
| 4 盈利预测与估值 | 14 |
| 4.1 盈利预测 | 14 |
| 4.2 相对估值 | 15 |
| 5 风险提示 | 16 |

图 目 录

| | |
|---|----|
| 图 1: 创梦天地当前业务布局 | 1 |
| 图 2: 创梦天地发展历程 | 2 |
| 图 3: 创梦天地线上、线下业务关系逻辑 | 2 |
| 图 4: 创梦天地股东情况 | 3 |
| 图 5: 2016-2020 年公司营收变动情况 | 4 |
| 图 6: 2016-2020 年公司扣非归母净利润变动情况 | 4 |
| 图 7: 2016-2020 年公司费率波动情况 | 4 |
| 图 8: 2016-2020 年公司毛利率与净利率波动情况 | 4 |
| 图 9: 2016-2020 年公司主营业务收入及占比 (单位: 亿元) | 5 |
| 图 10: 2015-2020 年公司游戏业务 ARPPU、MAU、MPU | 5 |
| 图 11: 《小动物之星》上 6 月 22 日 (上线 40 天) 用户破 200 万 | 7 |
| 图 12: 《小动物之星》获 AppStore/TapTap 编辑推荐 | 7 |
| 图 13: 《小动物之星》上线前数次测试的高留存度反映游戏的核心玩法获得玩家认可 | 7 |
| 图 14: 《小动物之星》的制作人与玩家高频次交流 | 8 |
| 图 15: 《小动物之星》的玩家共创 | 8 |
| 图 16: 当前 TapTap 的评论中, 差评主要集中在优化/运营问题 | 9 |
| 图 17: 策略类游戏位居电竞用户偏爱度 Top3 | 10 |
| 图 18: 《全球行动》举办各类电竞赛事 | 10 |
| 图 19: 好时光一起玩承载的泛娱乐业态 | 11 |
| 图 20: 腾讯视频好时光门店市场活动案例 | 11 |
| 图 21: 中国主机市场将迎来快速增长 (2020E-2022E) | 12 |
| 图 22: 游戏机是用户认为最能获得幸福感的家电产品 (1/29) | 12 |
| 图 23: 腾讯视频好时光/QQfamily 广深线下门店一览 | 13 |
| 图 24: 线下门店提供的玩乐套餐展示 | 13 |
| 图 25: QQfamily 全国首家旗舰店 (深圳南山欢乐海岸店) 将开业 | 13 |
| 图 26: 创梦天地线上、线下业态联动构建 24H 娱乐生活圈 | 14 |

表 目 录

| | |
|---------------------------|----|
| 表 1: 创梦天地高管、股东 | 3 |
| 表 2: 在运营游戏一览 | 5 |
| 表 3: 待上线游戏一览 | 6 |
| 表 4: 分业务收入及毛利率 | 15 |
| 表 5: 游戏业务可比公司估值 | 15 |
| 表 6: 线下实体娱乐业务可比公司估值 | 16 |
| 附表: 财务预测与估值 | 17 |

1 公司概况：游戏为基，打造稀缺的线上线下联动业态

1.1 发展历程：代理海外精品游戏起家，战略清晰蓄力新增长

创梦天地（股票代码 01119.HK）于 2011 年成立，成立初期主要将《神庙逃亡》、《地铁跑酷》《纪念碑谷》等全球知名游戏引入国内，通过精细化运营积累了海量用户，2014 至 2018 年公司先后经历了“纳斯达克上市——退市及私有化——港交所上市”的历程。在港交所重新上市后，公司继续加强与大股东腾讯的合作，游戏方面打造由公司自研、腾讯极光计划发行的 RTS 手游《全球行动》；线下合作打造“腾讯视频好时光”体验店，为国内首个线下娱乐体验品牌，致力于打造 Z 世代的玩家圣地。2021 年 3 月，公司获得腾讯的 QQ Family 品牌授权，将线下场景进一步拓展。

图 1：创梦天地当前业务布局



数据来源：公司官网、西南证券整理

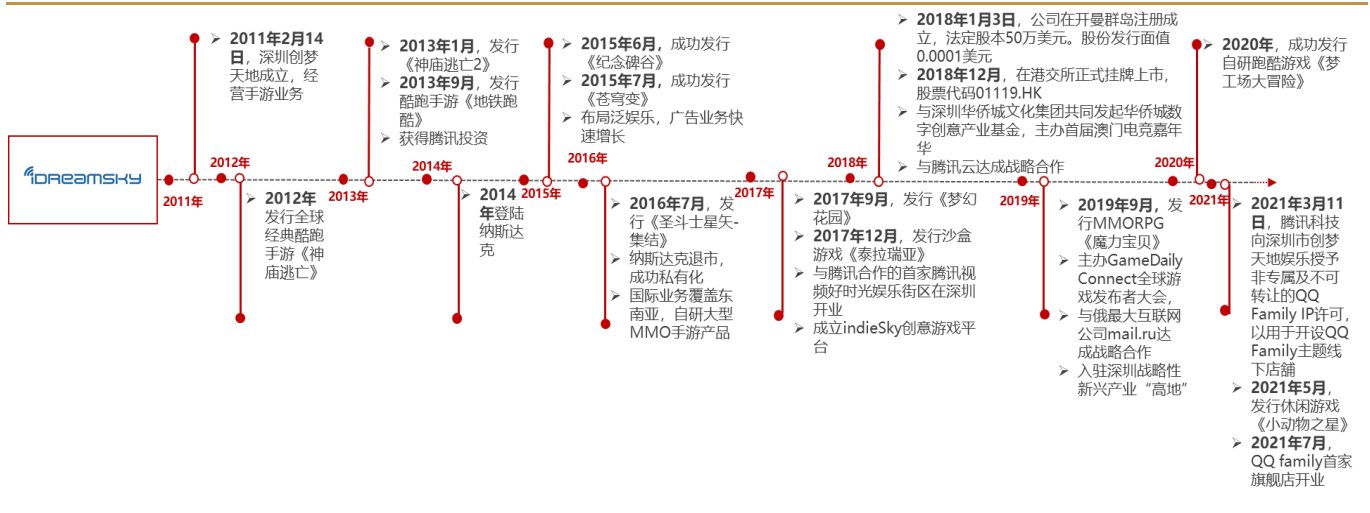
回顾公司的发展历程，主要可分为以下阶段。

1) 代理海外精品游戏并本土化运营，享受移动化浪潮的时代红利：2011-2014 年，乐逗游戏代理并本土化海外知名精品游戏，定位是“everybody games”，主要为休闲、大 DAU、耐玩等特性。值得一提的是，公司的代理游戏是基于源代码与知名研发公司进行深度定制，其首款游戏《水果忍者》即获得了游戏源代码，由公司全权修改（可对游戏重新设计、优化、发行、运营）。后续的代理中，也要求必须获得 CP 方的源代码，特别是海外游戏。拥有精品游戏的源代码，可以做到游戏自身的优化更新和迭代，延长游戏的生命周期；对公司而言，能够有效降低开发风险；对 CP 方来说，更好的本土化运营和商业化表现在分成模式下也意味着更高的收益。这一阶段，伴随通信网络的升级及智能手机的普及，公司代理的游戏有着高装机量，借此红利不断发展成长。

2) 从发行到加码自研，对自身能力圈的认知愈发清晰：2015-2019 年，公司从发行切入自研，坚持以技术为依托提升用户价值及自身运营效率。其间，公司经历了内部人才升级，认清自身的能力和优势。

3) 战略愈发清晰, 聚焦资源投入: 2020 年-至今, 公司完成了业务梳理和战略聚焦, 确定在游戏领域以消除类和竞技类为自研方向, 中重度游戏以发行为主。研发上, 走确定性较高的路线, 将已经验证的游戏移植手游而非重金投入全新产品的研发; 后续运营上, 对于竞技类游戏通过电竞赛事等增强影响力, 提升用户 LTV。线下领域, “一起玩” 线下店模型优化, 单店商业模式跑通, 后续复制拓展可期。

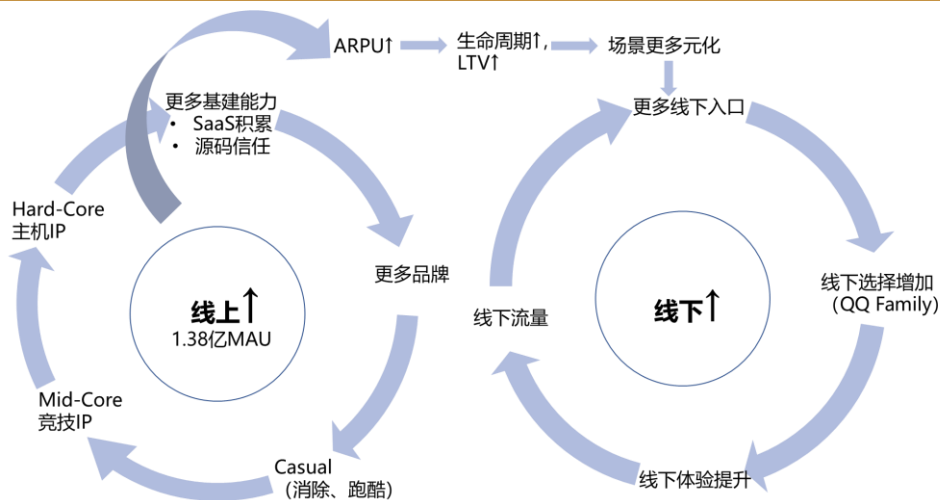
图 2: 创梦天地发展历程



数据来源: 西南证券整理

线上与线下业态流量实现增长循环, 自研能力深化下单个用户 LTV 也在不断提升。公司从起初的代理海外精品休闲游戏时即获得源代码, 这一先发优势在而后多年中不断强化, 自研能力提升有长足积累, 发行能力不断提升; 产品线上从休闲-中度-重度逐步拓展, 巩固优势的同时扩大自身能力圈, 用户基数扩大的同时提升 LTV。用户 LTV 的提升将扩展其消费场景, 通过线下场景的布局实现线上流量向线下的转化; 除此之外, 线下场景也在不断丰富之中, 带来线下流量的不断增加。

图 3: 创梦天地线上、线下业务关系逻辑

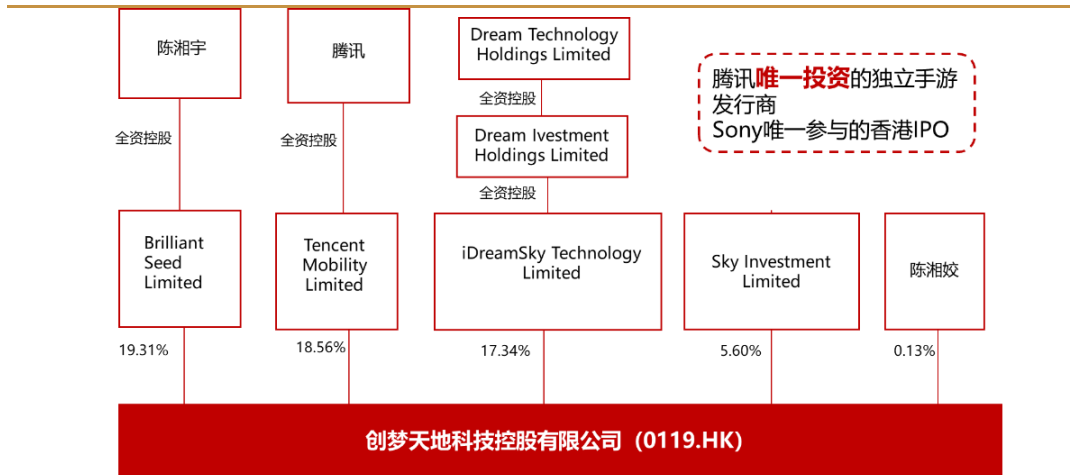


数据来源: 西南证券整理

1.2 股东背景：腾讯、索尼等股东持续以资源赋能，实现深度绑定

股东阵容豪华，带来多重资源赋能。腾讯为创梦天地的第二大股东，第一大机构股东，腾讯系高管在公司的非执行董事中，占据 3/4 席位。腾讯与公司在无论游戏还是线下娱乐业态均深度合作。索尼在港股上市前成为公司的基石投资者，投资金额为 500 万美元，这也是索尼首次投资中国的游戏公司、首次且截至目前唯一参与的港股 IPO，在线下业态上创梦与索尼十分互补，线下店是增加主机游戏认知普及、带动主机销售的重要支点。

图 4：创梦天地股东情况



数据来源：公司公告、西南证券整理

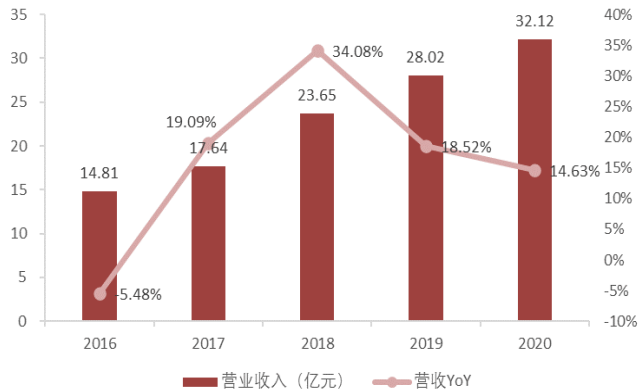
表 1：创梦天地高管、股东

| 董事/高管 | 职位 | 职务详情 |
|-------|-----------------------|------------------------------|
| 陈湘宇先生 | 执行董事、董事会主席、CEO | 监督本集团整体战略规划、业务指导和日常管理 |
| 关嵩先生 | 执行董事、CTO | 监督本集团整体技术政策、研发业务及技术平台的建立 |
| 高炼惇先生 | 执行董事、总裁 | 监督本集团游戏及其他内容进口、海外业务发展及海外战略投资 |
| 雷俊文先生 | CFO | 监督本集团整体财务管理、财务事宜和战略发展 |
| 马晓轶先生 | 非执行董事（腾讯高级副总裁） | / |
| 张涵先生 | 非执行董事 | / |
| 姚晓光先生 | 非执行董事（腾讯副总裁、天美工作室群总裁） | / |
| 陈宇先生 | 非执行董事（腾讯副总裁、光子工作室群总裁） | / |
| 余滨女士 | 独立非执行董事 | / |
| 李新天先生 | 独立非执行董事 | / |
| 张维宁先生 | 独立非执行董事 | / |
| 毛睿先生 | 独立非执行董事 | / |

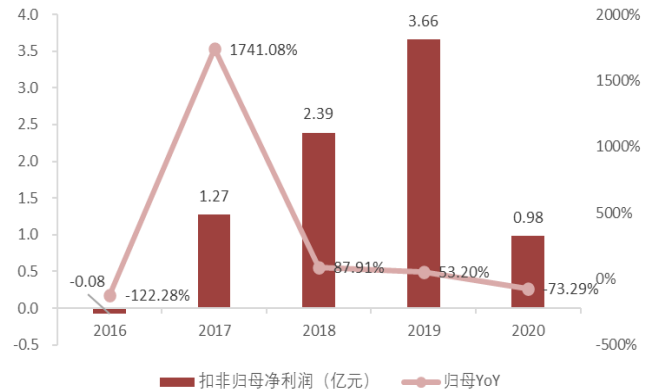
数据来源：公司公告、西南证券整理

1.3 业绩表现：收入稳定增长，ARPPU 逐年提升

营收持续增长，非经常性事项短暂拖累利润。2020年，公司实现营收32亿，实现经调整后净利润1.49亿元，归母净利润为亏损4.42亿元，主要系对上海火魂进行商誉减值计提及对非核心战略产品优化带来的无形资产损失所致；扣非后归母净利润0.98亿元。由于计提为一次性行为，对利润的不利影响不会持续。

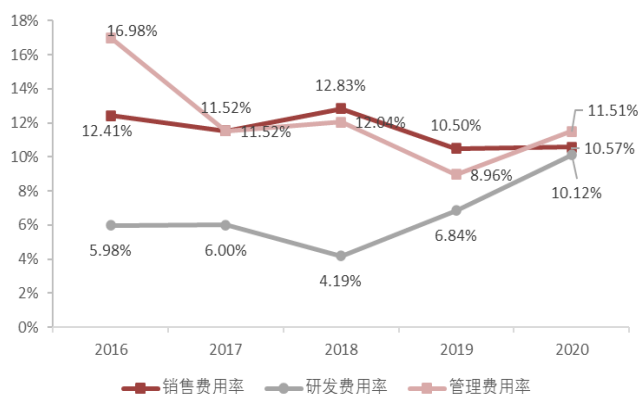
图 5：2016-2020 年公司营收变动情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

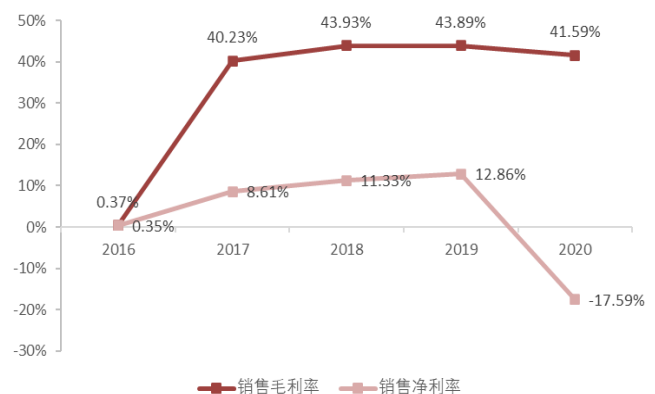
图 6：2016-2020 年公司扣非归母净利润变动情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率、销售费率保持稳定，研发费率上行。2020年，公司的毛利率为42%，相对保持稳定。费用方面，销售费率在同行业因买量成本上下行仅微增0.07pp，凸显公司以精品化内容拉动下的低获客成本优势以及SaaS平台工具广告投放效率的提升；研发费率逐年走高，研发投入一方面在游戏内容，另一方面在技术中台研发，显示公司不断加强自研能力。一般及行政开支同比增长47.7%，费率增加2.55pp，主要系因公司调整战略，对若干不再符合未来核心战略的游戏的许可费及预付内容开发商收益分成作减值准备1.26亿元所致。

图 7：2016-2020 年公司费率波动情况


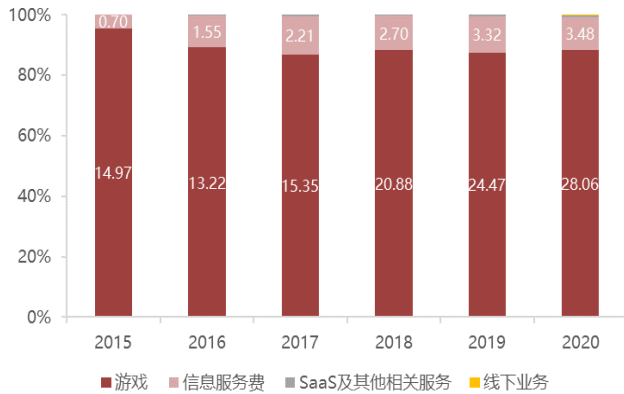
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2016-2020 年公司毛利率与净利率波动情况


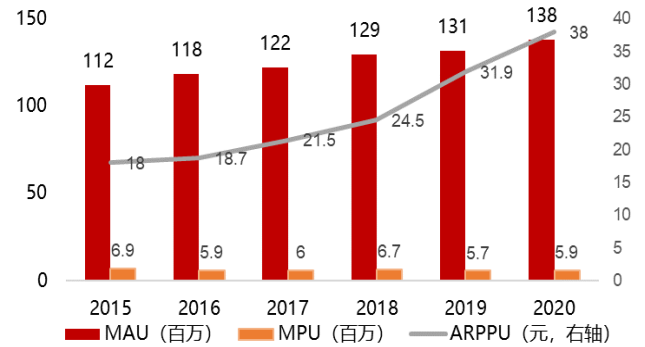
数据来源：公司公告，西南证券整理

游戏业务贡献营收主力，线下娱乐有望支撑未来增长。20年游戏及信息服务业务收入为31.7亿元，同比+14%，主要系畅销游戏的稳定表现。近几年随着产品管线不断丰富，公司MAU持续增长，但由于公司以代理高DAU行业头部的休闲游戏为主，MPU相对平稳；ARPPU在不断走高，反映游戏整体LTV提升。受疫情影响，20年线下娱乐业务营收为0.06亿元同比+28%，根据公司预测数据，若不考虑疫情影响线下娱乐业务或达到150-200%的同比增长。20年SaaS业务营收为0.38亿元，同比+130%，21年公司调整发展战略，集中资

源扩张游戏自研和线下娱乐，预计 21 年底将 SaaS 业务剥离体外。21 年 7 月 5 日，关联方汇盈控股订立买卖协议，以 7300 万元人民币总代价收购 SaaS 相关业务和目标公司的全部股份。

图 9：2016-2020 年公司主营业务收入及占比（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：2015-2020 年公司游戏业务 ARPPU、MAU、MPU


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 线上业态：游戏聚焦三大赛道，重视长期 LTV

创梦天地在游戏业务上聚焦三大赛道：消除、竞技、中重度，其中前两者以自研为主，中重度游戏以代理发行为主。对于各个赛道，结合自身优势和市场环境，布局思路清晰。

表 2：在运营游戏一览

| 运营模式 | 游戏名 | 游戏类型 | TapTap 评分 (截至 21 年 6 月 30 日) |
|------|----------|--------|------------------------------|
| 代理 | 神庙逃亡 2 | 跑酷 | 5.5 |
| | 地铁跑酷 | 跑酷 | 6.8 |
| | 三剑豪 | ARPG | 8.1 |
| | 纪念碑谷 | 益智 | 9.8 |
| | 苍穹变 | MMPRPG | 8.6 |
| | 圣斗士星矢-集结 | MMORPG | 6.1 |
| | 梦幻花园 | 休闲益智 | 8.1 |
| | 梦幻家园 | 休闲益智 | 7.8 |
| 自研 | 五行天 | 剧情 | 3.6 |
| | 魔力宝贝 | MMORPG | 8.2 |
| | 全球行动 | RTS | 8.1 |
| | 梦工厂大冒险 | 跑酷 | 6.1 |
| | 小动物之星 | FPS | 8.7 |

数据来源：公司公告，TapTap，西南证券整理

消除类：“三消+”，升级打造为创梦天地厂牌，定位出海，面向全球。**消除类游戏市场基数大，二代消除接替传统消除类游戏重焕赛道活力。**据 App Annie 数据，2020 年全球消除类市场规模约 481 亿元人民币，CAGR 为 7.1%，其中传统的纯消除类游戏占比持续萎缩，与之相对地，以公司发行的《梦幻花园》《梦幻家园》等二代消除类游戏实现了国内总收入的逆势增长。二代消除类游戏因其模拟经营及故事情节引起玩家共鸣等特征，超出玩家预设期待值，成功提升了用户黏性及付费率；出色的运营活动也使得玩家的 LTV 和活跃度得以维持或提升，譬如国风向的《梦幻花园·紫禁城御花园》版本（与故宫宫廷文化联合推出）实现新增用户提升 15%、回流用户提升 80%。消除赛道上，公司未来将上线的自研产品《女巫日记》玩法上融合三消+解密探索+经营，游戏内容上设置了跨越几代人的爱情故事，融合魔法、解谜、多线叙事，定位为打造细分领域的精品。由于消除类在海外的市场空间更大、竞争更缓和，公司将海外作为重点市场。

竞技类：持续投入自研，构建产品矩阵；“竞技+跨端”，为云游戏做好充分准备；与线下业态协同，布局电竞生态。

中重度：项目、团队投资锁定，定制产品；寻找全球精品主机/PC 游戏手游化引入国内市场，并未迎接国内主机市场的全面爆发做好准备。

表 3：待上线游戏一览

| 游戏名 | 游戏类型 | 预计上线时间 | 是否有版号 |
|------------|----------|---------|-------|
| 卡拉比丘 | 二次元 FPS | 2021 年底 | 是 |
| 黑色幸存者 | 生存、策略 | 2021 年底 | 否 |
| 荣耀全明星 | MOBA 乱斗类 | 2021 年 | 是 |
| 女巫日记 | 三消+解密探索 | 2022 年 | 是 |
| 代号：永恒 | MOBA | / | 否 |
| Chef blast | 休闲益智类 | / | 否 |
| 女孩与海 | 休闲益智类 | / | 是 |
| 探索者记：迷城奇案 | 冒险解谜类 | / | 是 |
| 星际战甲（端游） | 射击类 | / | 是 |

数据来源：公开交流纪要，公司公告，公司官网，西南证券整理

2.1 《小动物之星》：差异化的“吃鸡”游戏，较高的 LTV 上限

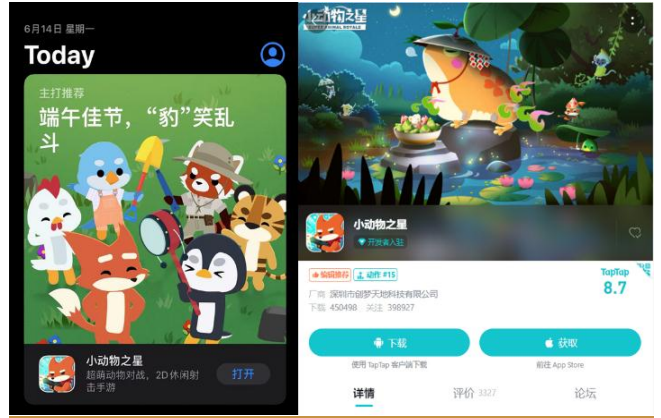
萌系画风、更休闲玩法的“吃鸡游戏”，上线表现超预期、获玩家高度好评。《小动物之星》于 21 年 5 月 13 日上线，为 Steam 的 Super Animal Royale 移植版，兼具画风可爱（2D 美式卡通，萌系）、快节奏（64 人，单局<6min）的特征，充分满足玩家碎片化时间的游戏娱乐需求。游戏既有“吃鸡玩法”的社交属性，又因独特画风、更简易的 2D 俯视角、更快的战斗节奏、弱化竞技（核心玩法上不做排行榜）与大厂制作的同类手游形成差异，更易于上手的简易玩法也有助于吸引此前非“吃鸡类”手游的玩家。游戏在测试阶段、上线后，获得了来自玩家和平台（AppStore/TapTap 编辑推荐）的高度认可，目前 TapTap 平台评分 8.7，在同类手游中领先。

图 11:《小动物之星》上 6 月 22 日 (上线 40 天) 用户破 200 万



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

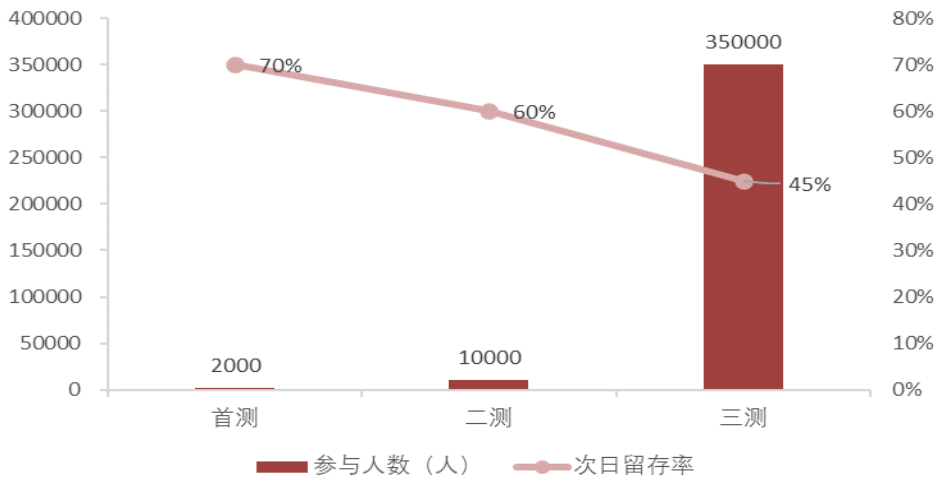
图 12:《小动物之星》获 AppStore/TapTap 编辑推荐



数据来源: AppStore, TapTap, 西南证券整理

我们认为《小动物之星》有较高的 LTV 上限, 1) 游戏机制: 单局竞技内核+社交休闲玩法补充。《小动物之星》游戏主体为战术竞技, 其内核为单局模式有较高复玩度, 生命周期相对较长, 后续将辅以休闲场景 (动物城模式, 可无限扩展) 植入如狼人杀、躲猫猫、打雪仗等玩法, 进一步增强游戏的内容丰富度和社交属性。游戏重视竞技公平性, 主要的付费点主要在服装、皮肤 (Pay for Love), 契合游戏特性并符合 Z 世代玩家的付费偏好; 以及赛季通行证 (Battle Pass)、首充礼包, 公平性的前提下获得更多游戏奖励, 并有助于提升玩家黏性。从测试阶段的玩家留存以及上线后的用户评论来看, 均可反映游戏的画风和核心玩法获得了较高的一致认同。从后续内容规划上看, 偏重竞技、休闲的玩法均会上线, 满足不同偏好的玩家。

图 13:《小动物之星》上线前数次测试的高留存度反映游戏的核心玩法获得玩家认可

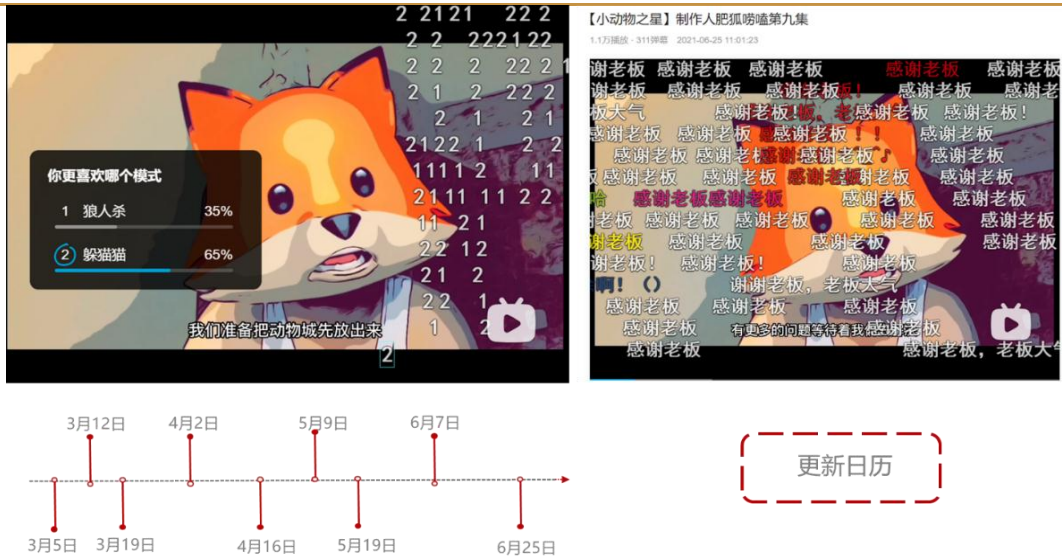


数据来源:《制作人肥狐唠嗑系列》, 西南证券整理

2) 游戏迭代与玩家黏性: 制作人注重与玩家交流、重视玩家共创, 游戏方向调整、细节优化更为高效, 陪伴感与参与感使得游戏有“养成属性”, 玩家的认同感与黏性提升。制作人化身经典角色与玩家交流: 自今年的 3 月 5 日起, 制作人肥狐以“虚拟主播”形象出镜以唠嗑版的“工作汇报”与玩家交流, 形成每集 5-10 分钟的周更视频在 B 站/TapTap 上线, 内容包括项目开发的幕后日常及游戏内容的后续规划等; 通过 Fanbook 将开发信息与玩家做

交流。UGC 补充游戏内容: 半次元装扮设计活动, 参赛者可依据动物模特进行创作, 设计帽子和衣服装扮, 相关作品有望进入官方备选池; 据制作人透露, 公司拟投入资金做《小动物之星》的创作者平台, 将玩家创意融入游戏之中。UGC 扩大游戏宣传: B 站招募 UP 主制作视频, 并根据作品质量、票数、播放量等因素综合评选。

图 14: 《小动物之星》的制作人与玩家高频次交流



数据来源:《制作人肥狐唠嗑系列》, 西南证券整理; 观测截至 21 年 7 月 6 日。

图 15: 《小动物之星》的玩家共创



数据来源: 半次元、哔哩哔哩移动端, 西南证券整理

3) IP的可延展性:《小动物之星》中有较多形象可爱的小动物角色,可基于此做更多的内容开发,譬如接下来上线的动物城模式,其有无限扩展性,可承接养成(如家园系统)和更多休闲玩法,并有丰富的IP植入空间,实现IP之间的联动。手游移植自Steam,已有一定的背景故事和世界观架构,随着玩家受众的增加,未来可开发动画、漫画或线下周边,目前已有官方合作漫画在官方平台、Fanbook、有妖气平台推出。

短期看资源投入增加后性能优化及内容产能补足,商业化细水长流。游戏上线后,主要问题主要在于运营、优化等问题,以及对于核心玩家来说内容供给不足。这些问题均可通过后续资源增加来解决,据制作人透露,项目组已开始扩张人员,内容产能增加在望。**1) 内容增加:**年内或将推出3大版本——夏日大作战巅峰模式:每到周末启动,32VS32比赛,设置排名与分数,预计7月22日上线;动物城模式:地图重画,训练场、冰湖拼刺刀、足球场玩法、台球室、美术馆-导入UGC内容、SAR项目组加入地图-可以看到项目组人员情况,预计9月上线,意在打造更强的沉浸代入感,休闲为主而非战力匹配;战队模式:32VS32,增强战术性,预计12月上线。**2) 运营改善:**增加任务系统、成就,如以活动的形式推出排行榜,现金形式的吃鸡挑战赛(暑假的每周周末,限定时间内吃鸡越多可以瓜分的奖金额度越大),增加用户黏性。作为一款“不逼氪”的游戏,前期的玩家积累及社交沉淀是运营重点,在用户基数扩大后,取得对应的商业化成绩将是顺其自然的结果。

图 16: 当前 TapTap 的评论中, 差评主要集中在优化/运营问题



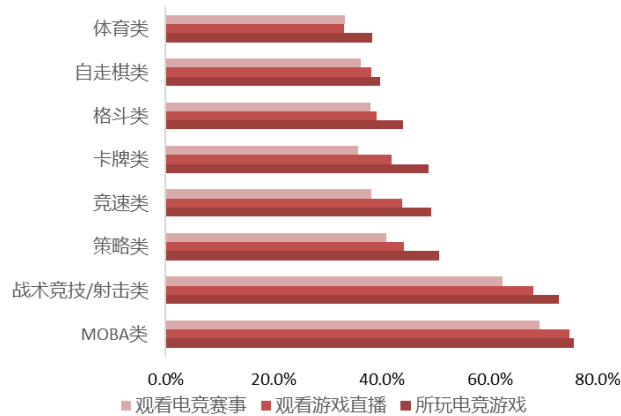
数据来源: TapTap, 西南证券整理。注: 观测时点为 2021 年 6 月 30 日

2.2 《全球行动》: 强化赛事运营, 探索电竞纵深

《全球行动》2020 年 7 月上线, 是公司自研、腾讯代理的 RTS 手游, 《Art of War3》的正版国服。游戏作为腾讯代理的首款 RTS 手游, 腾讯给予了较多资源支持, 包括开放微信、QQ 好友关系链等。《全球行动》较为“忠实”地继承了 RTS 游戏的内核玩法和操作, 是一次较为成功的 RTS 游戏的手游移植, 上线首日登顶 iOS 游戏免费榜, 当前 TapTap 评分 8.1。尽管与当前“短平快”式的主流手游有一定区隔, 且手游化的移植难度较大, 目前游戏尚未有统一标准, 使得整体 RTS 手游的市场空间不大, 但是 1) 还原经典玩法, 可抓住核心受众, 《全球行动》能够成为玩家选择该类型手游中的首选; 2) 作为竞技类游戏有社交、观赏属性, 拥有腾讯的 12 亿用户为基数的社交关系链, 方便社交开黑; 电竞赛事重公平性、竞技性、观赏性, 《全球行动》重视游戏平衡性, 有望在电竞中占据一席之地, 据艾瑞咨询

调查显示，2021 年国内电竞用户偏好的电竞游戏类型分布中，策略类游戏排名第 3，仅次于 MOBA、FPS 类，前两者有更大的用户基数，RTS 尽管相对小众但有探索空间。

图 17：策略类游戏位居电竞用户偏爱度 Top3



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

《全球行动》×电竞赛事，扩大游戏声量、积累赛事运营经验。《全球行动》通过举办系列电竞赛事——联合京东校园举办的战队争霸赛（全国有百余只高效战队参赛）以及城市对抗联赛等，通过 1% 的头部用户带动自发传播，借此提升游戏 DAU；公司也可从中借此进一步完善公司的电竞生态。

图 18：《全球行动》举办各类电竞赛事



数据来源：TapTap，西南证券整理

3 线下业态：“好时光+QQ Family”，打造 Z 世代泛娱乐圣地

3.1 用户数据沉淀×单店复制，规模与 LTV 的共振

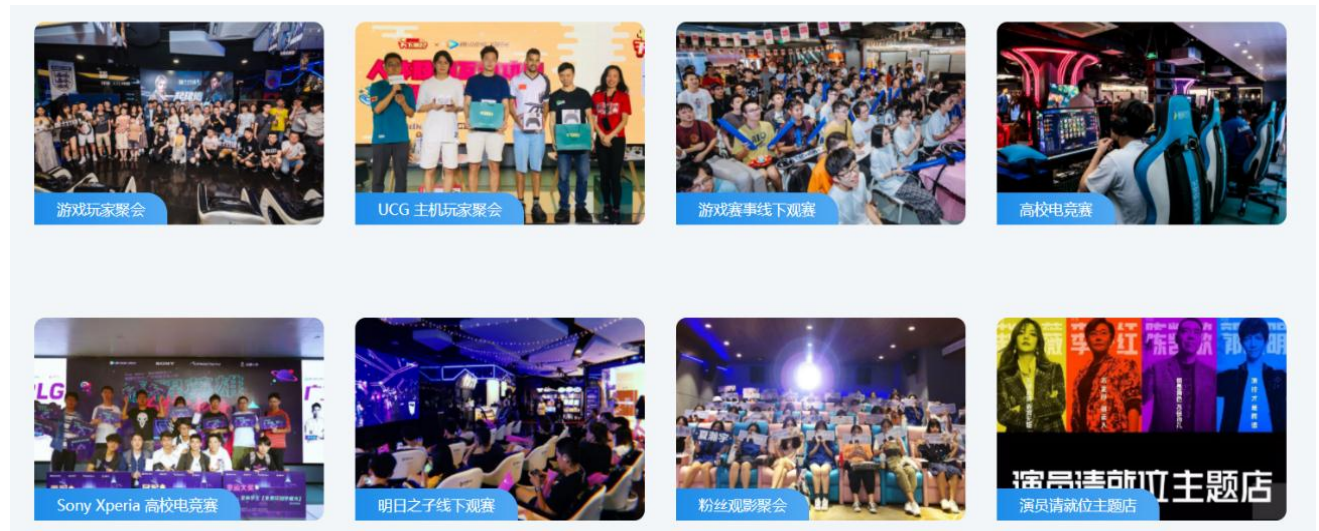
国内首个体验式娱乐零售街区，集合 Z 世代热爱于一体。公司与腾讯、任天堂、索尼等全球知名游戏公司联手打造“一起玩”线下店，集合了 PS4/PS5 体验区、Switch 体验区、VR 体验区、腾讯视频等多种娱乐体验场景。门店以“腾讯视频好时光”为主题，并在 21 年 3 月获得 QQ Family 的 IP 授权，至此已拥有腾讯的两个主题品牌。线下店成为重要的流量入口，也是合作方品牌和产品展示的重要场景。

图 19: 好时光一起玩承载的泛娱乐业态



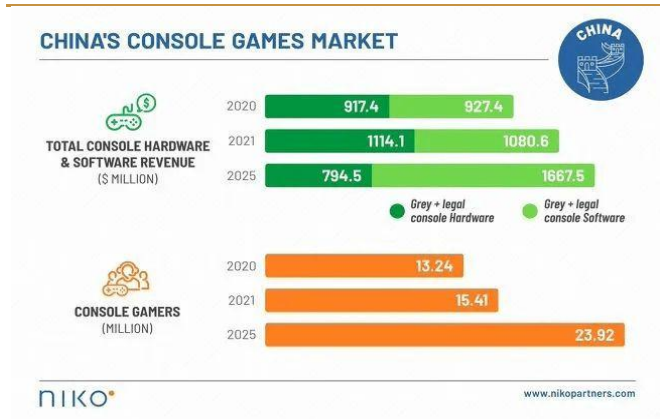
数据来源: 好时光一起玩微信公众号, 西南证券整理

图 20: 腾讯视频好时光门店市场活动案例

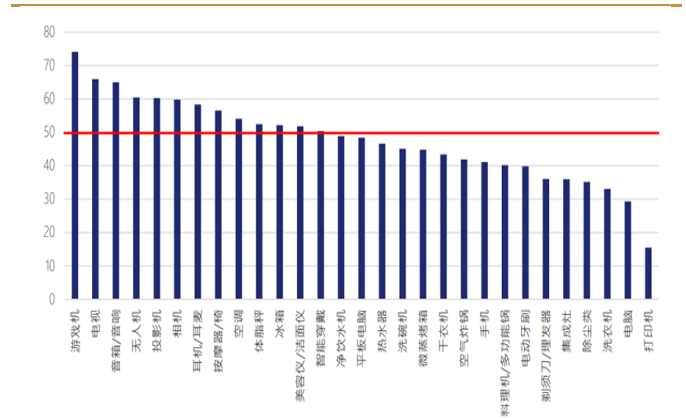


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

国内主机市场有较大发展空间，从硬核玩家走向大众玩家。由于国内此前多年的游戏机禁令，而后又直接步入了手游时代，国内游戏市场走出与国外截然不同的路径，国内的主机市场未能培育，受众仅为少数硬核玩家。随着禁令解除、手游为游戏玩家带来大幅扩容后，国内主机市场拥有了较好的培育基础，即有较大的可能转化为主机玩家的受众基数；随着国民收入增加、生活质量的提升，对提升幸福感、排解孤独的需求进一步提升，而游戏机恰是满足这一诉求的利器，京东于 2021 年 6 月推出的《京东电器消费指数报告》中用户调研数据显示游戏机是幸福感最高的家电产品。据 Nico Partners 预测，国内主机玩家将由 2020 年的 1324 万增至 2022 年的 2392 万，2 年 CAGR 达 34.41%。

图 21：中国主机市场将迎来快速增长（2020E-2022E）


数据来源：Nico partners, 西南证券整理

图 22：游戏机是用户认为最能获得幸福感的家电产品（1/29）


数据来源：京东电器消费指数报告 (2021.6), 西南证券整理

线下店是推广主机的重要场景，合作方给予较大支持力度。索尼作为主机大厂，也是公司的基石投资者，近年来一直致力于在中国推广主机场景对应的客厅文化，但收效并不显著，公司的线下店成为其在中国市场拓展的重要一环，以场景体验带动消费。据公司介绍，在前来线下店体验的用户中，此前并非主机玩家的人群占据了较大比例。因此，合作方尤其重视这一场景价值，深度参与其中——索尼的支持包括置入体验空间 PlayStation、参与主题区的全程设计与布局、对服务人员进行系统培训，建立起完整的客户服务体系等。产品体验上，除了索尼 PS4、PS5 之外，任天堂的 Switch、微软的 Xbox 也后续加入。

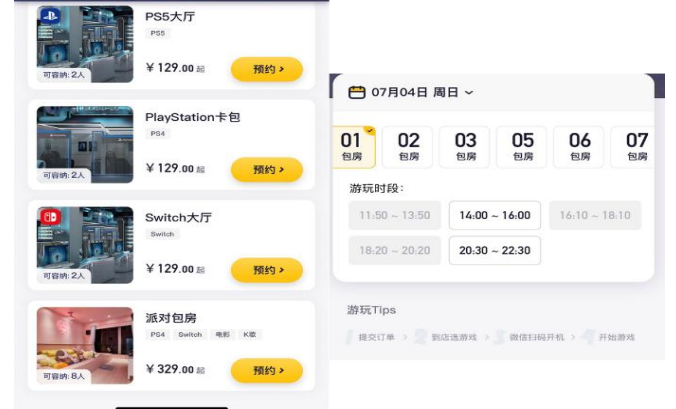
单店模型打通，用户数据资产积累，长期有望实现用户规模与 LTV 提升的双击增长。2020 年，公司优化了单店模型，将盈利模式调整为「主机游戏体验收费+3A 游戏销售」，并进行了全面的数字化改造，通过公司自研的服务小程序和数据分析后台，完成了从业务前端到后端的数据整合，逐步搭建起中国主机游戏玩家数据库，为未来打通线上线下流量打下基础，改造后门店的客流量和单店盈利能力均大幅提升，完成升级后的 400 平方米的店铺营业净利润为在 20~30% 左右。此外，公司为索尼的 PS 国行版做本地化运营，亦通过代理其防沉迷认证获得 PS 玩家的用户数据。随着用户的增长，用户数据不断积累，既有助于优化门店运营，也能获得用户的消费习惯，包括玩的游戏、消费频次等，为公司积累用户数据，这些价值或将在更长期的维度反哺线上业务，通过对用户理解的深入提升用户 LTV。

图 23: 腾讯视频好时光/QQfamily 广深线下门店一览



数据来源: 一起玩小程序, 西南证券整理

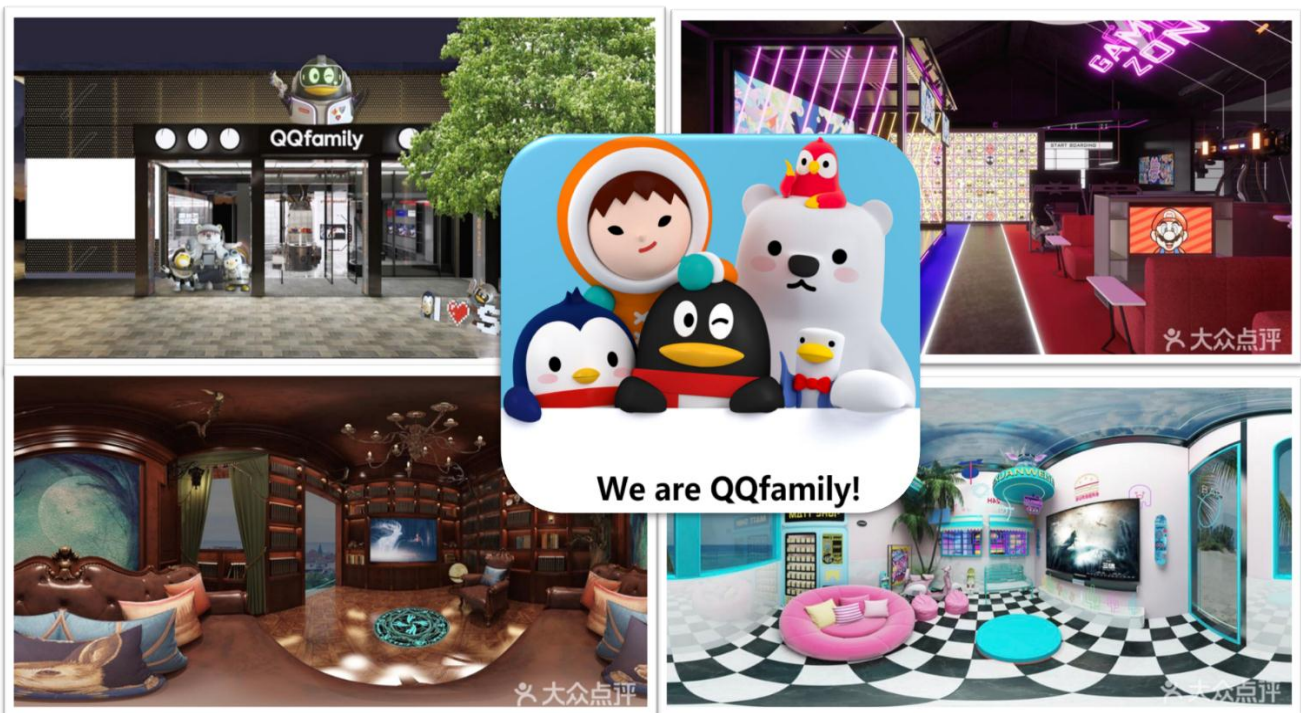
图 24: 线下门店提供的玩乐套餐展示



数据来源: 一起玩小程序, 西南证券整理

QQ Family 拓展潮玩板块, 进一步拓展线下流量。2021年3月, 公司获得QQ Family的IP授权, 围绕QQ系列品牌打造潮玩模块, 对于腾讯来说, 通过线下门店将QQ会员连接到线下, 争取激活此前基数庞大的QQ会员价值, 通过潮玩这一载体进一步释放QQ的IP价值; 对于公司来说, QQ Family以其IP影响力进一步拓展公司可获得的线下客流。当前公司的线下门店集中在广州、深圳, 据2020年年报业绩交流会, 管理层表示预计2021年直营店增至30家, 未来3年计划开设合计150家QQ Family主题线下店。

图 25: QQfamily 全国首家旗舰店 (深圳南山欢乐海岸店) 将开业



数据来源: QQfamily 官网, 大众点评, 西南证券整理

3.2 联合竞技类游戏线下赛事, 构建 24H 娱乐生活圈

线下店是创梦天地实现“轻电竞”生态的核心环节。休闲竞技类游戏是创梦天地游戏的重点方向之一，公司为竞技类游戏打造电竞赛事系统，并以赛事落地的方式建立起线上和线下业务的协同性，充分结合自身的研发优势和线下场景优势。通过电竞，构建线上线下的连接，布局独特的用户消费者网络，形成基于手机上实时的，基于线下日常的不同体验场景，把获得的用户不断地通过这两个场景去连接。

图 26：创梦天地线上、线下业态联动构建 24H 娱乐生活圈



数据来源：公司官网、西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：游戏业务。公司赛道选择聚焦，随着产品线的调整 2021 年收入体量有所下降，净额法确认的收入减少较多，毛利率或略有下降。预计此前业绩主力的产品依然稳定贡献营收；今年上线的《小动物之星》商业化相对后置，目前在做大用户基数的阶段，预计 2022-2023 年贡献较大业绩增量；其余储备项目如《卡拉比丘》《女巫日记》《代号：荣耀》等也将陆续在 2021-2022 年上线，届时将释放业绩。预计 2021-2023 年游戏业务 ARPPU 增速分别为 -10%、5%、10%；MPU 增速分别为 -8%、4%、5%；毛利率分别为 40%、42%、43%。

假设 2：线下娱乐业务。线下门店在 2020 年 4 月完成升级，单店盈利能力提升，单店模型跑通，预计相关数据在复制扩张中保持稳定，预计每个门店月流水 50 万元，**毛利率 60%**。据公司规划，2021 年直营店达 30 家，2023 年达到 150 家，据此线性推测 2022 年门店数达 90 家。据简单测算，2021-2023 年该业务营收同比增速分别为 1010%、296%、126%。

假设 3：SaaS 业务及其他。据汇盈控股 (0821.HK) 7 月 5 日公告，该业务全数转让，但考虑到业务的快速增速，预计 2021 年该业务对公司营收贡献较去年下降 8%；毛利率保持稳定，预计为 77%。

假设 4：费用率。

销售及营销开支费率：考虑到新游上线推广，2021 年营销费用同比增加，而收入整体体量减少，费率被动抬升较大，预计 2021-2023 年分别为 14%、12%、12%。

一般及行政开支费率：随着中台化的实施深入，预计管理费率持续优化，预计 2021-2023 年分别为 11%、9%、8%。

研发开支费率：自研及中台研发比重增加，预计研发费率略有上行，2021-2023 年分别为 10%、10.3%、10.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 (CNY) | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 游戏业务 | 收入 | 3167.48 | 2531.42 | 2764.31 | 3192.78 |
| | 增速 | 14% | -20% | 9% | 16% |
| | 毛利率 | 41% | 40% | 42% | 43% |
| 线下娱乐 | 收入 | 6.49 | 72.00 | 285.00 | 645.00 |
| | 增速 | 28% | 1010% | 296% | 126% |
| | 毛利率 | 63% | 60% | 60% | 60% |
| SaaS 及其他 | 收入 | 38.15 | 35.00 | 0 | 0 |
| | 增速 | 130% | -8% | 0 | 0 |
| | 毛利率 | 77% | 77% | / | / |
| 合计 | 收入 | 3212.36 | 2638.42 | 3049.31 | 3837.78 |
| | 增速 | 15% | -18% | 16% | 26% |
| | 毛利率 | 42% | 41% | 44% | 46% |

数据来源：Wind，西南证券

综上，预计 2021-2023 年公司分别实现营收 26.38/30.49/38.38 亿元人民币，归母净利润 0.58/2.67/4.57 亿元人民币；对应 EPS 分别为 0.05/0.21/0.36 元。

4.2 相对估值

线上游戏业务：公司的单用户市值、PS 均显著低于可比公司，存在显著低估。依据同市场同行业均值，给予 2022 年 PS 2.6X，结合前述分部预测，对应市值为 71.87 亿元人民币。

表 5：游戏业务可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | PE (TTM) | 市值 (亿元人民币) | MAU (亿人) | 市值/MAU (人民币元) | PS | | |
|---------|--------|----------|------------|----------|---------------|-------|-------|-------|
| | | | | | | 2021E | 2022E | 2023E |
| 2400.HK | 心动公司 | 2741.35 | 248.24 | 0.26 | 954.76 | 7.98 | 6.02 | 4.72 |
| 9990.HK | 祖龙娱乐 | -12.46 | 93.65 | 0.034 | 2754.50 | 4.05 | 2.34 | 1.69 |
| 0799.HK | IGG | 5.68 | 99.20 | 0.39 | 254.37 | 1.75 | 1.70 | 1.74 |
| 0302.HK | 中手游 | 12.59 | 87.43 | 0.185 | 472.59 | 1.61 | 1.36 | 1.17 |
| 2100.HK | 百奥家庭互动 | 13.01 | 35.33 | 0.134 | 263.62 | 2.08 | 1.56 | 1.24 |
| 1119.HK | 创梦天地 | -12.06 | 52.73 | 1.38 | 38.21 | 2.15 | 1.97 | 1.70 |
| 平均值 | | 10.43 | / | / | 486.33 | 3.49 | 2.60 | 2.11 |

数据来源：Wind，西南证券整理；统计截至 2021 年 7 月 2 日收盘。MAU 为各公司最新公布的 MAU；均值统计剔除极端值及负值（具体来说，PE 剔除心动、祖龙；市值/MAU 剔除祖龙）；创梦天地 PS 预测中营收为前述游戏业务营收预测值。

线下实体娱乐业务：选择可比公司名创优品、泡泡玛特，其 2022 年 PS 均值为 7.68X，泡泡玛特因有更高的预期增速故而市场给予更高的 PS 倍数，考虑到公司近 3 年将快速扩张线下门店，基数低、增速高，应享有更高的 PS 倍数，但出于确定性考虑保守给予 2022 年 PS 6X，略低于可比公司平均值，对应市值 17.1 亿元人民币。

表 6：线下实体娱乐业务可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | PE (TTM) | EPS | | | | PE | | | | PS | | | |
|------------|------------------|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| MNSO.N | 名创优品 (MINISO) | -25.11 | -0.26 | -0.38 | 1.10 | 1.44 | / | -51.13 | 17.66 | 13.49 | 4.66 | 4.20 | 2.94 | 2.40 |
| 9992.HK | 泡泡玛特 | 162.28 | 0.42 | 0.78 | 1.23 | 1.74 | 183.35 | 92.31 | 58.54 | 41.38 | 33.55 | 19.08 | 12.42 | 8.84 |
| 平均值 | | | | | | | | | 38.10 | 27.44 | 19.10 | 11.64 | 7.68 | 5.62 |

数据来源：Wind，西南证券整理；统计截至 2021 年 7 月 2 日收盘。预测数据取自 Wind 一致预期。

综上，两部分业务对应市值加总后 2022 年预期市值为 88.97 亿元人民币（港元兑人民币 1:0.8317），对应目标价 **8.45 港元**，维持“买入”评级。

5 风险提示

游戏上线进度不及预期、疫情反复、线下店拓店速度不及预期。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------|----------|----------|---------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业额 | 3212.37 | 2638.42 | 3049.31 | 3837.78 | 税后经营利润 | -565.00 | 62.31 | 287.15 | 491.22 |
| 销售成本 | 1876.35 | 1555.70 | 1717.30 | 2077.89 | 折旧与摊销 | 250.89 | 321.28 | 333.54 | 343.97 |
| 其他费用 | 1.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | 91.21 | 103.40 | 81.55 | 72.30 |
| 销售费用 | 339.58 | 369.38 | 365.92 | 460.53 | 经营性现金净流量 | 698.84 | 540.82 | -139.57 | -401.11 |
| 管理费用 | 369.57 | 290.23 | 274.44 | 307.02 | 投资性现金净流量 | -1065.73 | -514.63 | -523.00 | -523.00 |
| 财务费用 | 91.21 | 103.40 | 81.55 | 72.30 | 筹资性现金净流量 | 911.90 | 354.67 | -958.15 | 88.97 |
| 投资收益 | -102.87 | -49.23 | 0.00 | 0.00 | 现金流量净额 | 202.82 | 764.43 | -1000.03 | 0.05 |
| 营业利润 | 300.37 | 159.27 | 377.58 | 589.37 | 税后经营利润 | -565.00 | 62.31 | 287.15 | 491.22 |
| 其他非经营损益 | -680.78 | 57.60 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 税前利润 | -574.48 | 64.23 | 296.03 | 517.07 | | | | | |
| 所得税 | -9.48 | 1.93 | 8.88 | 25.85 | | | | | |
| 税后利润 | -565.00 | 62.31 | 287.15 | 491.22 | | | | | |
| 归属于非控制股东利润 | -441.57 | 57.94 | 267.05 | 456.83 | | | | | |
| 归属于母公司股东利润 | -441.57 | 57.94 | 267.05 | 456.83 | | | | | |
| EBITDA | 551.26 | 480.55 | 711.12 | 933.34 | | | | | |
| NOPLAT | 115.78 | 4.71 | 287.15 | 491.22 | | | | | |
| EPS(元) | -0.35 | 0.05 | 0.21 | 0.36 | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 735.57 | 1500.00 | 499.97 | 500.02 | 成长能力 | | | | |
| 应收账款 | 1149.33 | 942.29 | 1089.04 | 1370.64 | 营收额增长率 | 14.63% | -17.87% | 15.57% | 25.86% |
| 其他应收款 | 1508.48 | 1226.87 | 1417.93 | 1784.57 | EBIT 增长率 | -39.99% | -46.98% | 137.07% | 56.09% |
| 其他流动资产 | 247.48 | 171.50 | 198.21 | 249.46 | EBITDA 增长率 | -15.36% | -12.83% | 47.98% | 31.25% |
| 流动资产总计 | 3746.73 | 3946.53 | 3311.02 | 4010.56 | 税后利润增长率 | -256.77% | -111.03% | 360.87% | 71.07% |
| 固定资产 | 29.88 | 29.74 | 29.62 | 29.51 | 盈利能力 | | | | |
| 无形资产 | 1920.92 | 2002.78 | 2072.36 | 2131.51 | 毛利率 | 41.59% | 41.04% | 43.68% | 45.86% |
| 其他非流动资产 | 1055.31 | 1175.31 | 1295.31 | 1415.31 | 净利率 | -17.59% | 2.36% | 9.42% | 12.80% |
| 非流动资产合计 | 3006.11 | 3207.83 | 3397.29 | 3576.33 | ROE | -12.81% | 1.65% | 7.08% | 10.80% |
| 资产总计 | 6752.84 | 7154.36 | 6708.31 | 7586.88 | ROA | -6.54% | 0.81% | 3.98% | 6.02% |
| 短期借款 | 1553.66 | 2020.93 | 1163.07 | 1330.60 | ROIC | 0.05 | 0.02 | 0.06 | 0.09 |
| 应付账款 | 227.34 | 183.02 | 202.04 | 244.46 | 估值倍数 | | | | |
| 其他流动负债 | 664.19 | 580.45 | 686.10 | 863.50 | P/E | -11.79 | 109.20 | 23.69 | 13.85 |
| 流动负债合计 | 2445.19 | 2784.40 | 2051.21 | 2438.56 | P/S | 1.62 | 2.40 | 2.08 | 1.65 |
| 长期借款 | 574.18 | 574.18 | 574.18 | 574.18 | P/B | 1.40 | 1.67 | 1.56 | 1.39 |
| 其他非流动负债 | 17.63 | 17.63 | 17.63 | 17.63 | EV/EBIT | 21.97 | 46.60 | 20.04 | 13.12 |
| 非流动负债合计 | 591.81 | 591.81 | 591.81 | 591.81 | EV/EBITDA | 11.97 | 15.45 | 10.64 | 8.28 |
| 负债合计 | 3037.00 | 3376.22 | 2643.02 | 3030.37 | EV/NOPLAT | 56.99 | 1577.27 | 26.34 | 15.74 |
| 股本 | 2533.97 | 2533.97 | 2533.97 | 2533.97 | | | | | |
| 储备 | 891.99 | 949.94 | 1216.99 | 1673.82 | | | | | |
| 留存收益 | 914.31 | 972.25 | 1239.30 | 1696.13 | | | | | |
| 归属于母公司股东权益 | 3448.27 | 3506.22 | 3773.26 | 4230.10 | | | | | |
| 归属于非控制股东权益 | 267.57 | 271.93 | 292.03 | 326.42 | | | | | |
| 权益合计 | 3715.84 | 3778.15 | 4065.30 | 4556.51 | | | | | |
| 负债和权益合计 | 6752.84 | 7154.36 | 6708.31 | 7586.88 | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|-------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|-------------|--------------|--------------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 地区销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 地区销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| 广深 | 林芷璇 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |