

## “棋牌+休闲”双引擎，家乡互动差异化运营和本地化策略引领行业增长

——在线休闲棋牌行业报告

行业深度

### ● 游戏行业规模增长加速，精品自研与休闲游戏下沉驱动行业增长

2020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，游戏市场实际销售收入为2786.9亿元，同比增长19.6%，增长重回快车道。从游戏人数来看2020年我国游戏用户达6.65亿人，同比增长3.7%，其中移动游戏人数占比达98%，移动端已成为玩家首选。疫情催化叠加优质单品《原神》激活移动游戏市场，中国自主研发网络游戏增速回升至27%。另外，精细化运营使LTV拉长，用户arpu持续提高。

### ● 在线棋牌行业广阔用户数众多，行业趋向绿色休闲棋牌与地区差异化玩法

根据弗若斯特沙利文数据，2018年国内棋牌用户数高达4.32亿人，预计2021年在线棋牌游戏人数将达5.29亿，在总玩家中占比很大。各地麻将、地方扑克等玩法不尽相同，棋牌本地化是行业发展的重要方向。根据弗若斯特沙利文预计，2021年中国在线本地化棋牌游戏市场规模将达190亿元，并保持稳定增长。2019年4月，国家新闻出版署组织各地方出版主管部门召开全国游戏管理工作专题会议，提出要控制版号产品数量，官斗类、官斗类、棋牌类一律不受理，在线棋牌游戏行业一度不知所从。在绿色健康之下，借由微信小程序，深入地区的棋牌运营，与探索出海为行业提供了新的路径。

### ● 家乡互动以棋牌为根本围绕用户深度运营，收入增长空间具有想象力

公司于2009年开始电脑游戏业务，在线棋牌游戏运营经验丰富，形成自发游戏、代理和广告三大业务体系。财务方面，公司各项财务指标稳定，实现营收8亿元，同比增长35.5%，业绩增速企稳但增速仍高于游戏市场整体增速；实现扣非后归母净利润3.86亿元，同比增长76.3%，整体业务发展迅速。从用户层面来看，2020年末公司日活达750万人，同比增长33.3%，总注册用户达2.6亿，同比增长59%，且仍在持续增长；2021年用户总数已超过三亿，逐渐形成自有下沉市场流量池，围绕大用户基数用户多元化变现潜力巨大。在宣传方面，借助视频号、小程序等手段，强化社交分发；收购心悦科技有限公司40%的股权巩固地方产品布局。公司集团已成为东北地区绝对龙头，东北地方棋牌市占率前五中，四名为家乡集团品牌：微乐，科乐，吉祥及集团占股40%的心悦。

### ● 投资建议：绿色棋牌引领行业健康发展，棋牌出海前景可期市场广阔

在线棋牌游戏行业作为休闲类游戏主流之一，游戏人数众多，在线棋牌游戏市场规模仍在持续扩大。家乡互动是港股龙头棋牌公司，在公司价值观“公平、专业、安全、创新”的基因下，深耕中国在线棋牌行业多年。公司借助统一平台多产品营销模式、线上+线下多渠道获客模式，已在下沉市场巩固了品牌护城河和经验丰富的管理团队，在棋牌游戏行业深耕多年以来，构造了自身的产品矩阵，我们看好未来碎片化时间下棋牌游戏的发展潜力，及棋牌游戏的长生命周期特性。同时看好家乡互动优秀的管理运营能力，公司的出海策略，以及高研发投入布局中重度游戏，未来有望持续保持高速增长。建议关注家乡互动为龙头的行业投资机会。

**风险提示：**政策及赌博风险、竞争加剧，买量成本上升，出海不及预期。

### 推荐（维持评级）

马笑（分析师）

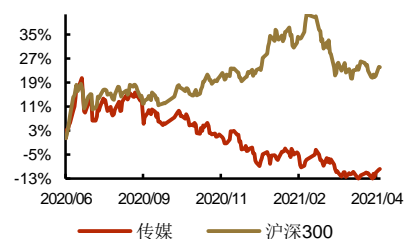
maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280520070001

### 行业主要数据

行业主要指标 arpu、日活月活

### 行业指数一年走势



### 相关报告

《字节跳动2020年营收或达2366亿元，618直播带货数据亮眼》2021-06-20

《5月手游市场持续增长，滴滴发布招股书营收达1500亿规模》2021-06-14

《泛网络视听市场规模超6000亿，吉比特摩尔庄园社交破圈》2021-06-06

《《摩尔庄园》即将上线，芒果季风首部作品口碑良好》2021-05-30

《龙头公司多年布局研发带来拐点，运营数据逐周改善布局正当时》2021-05-24

## 投资要件

### 研究背景

中国游戏市场在 2020 年受疫情催化，整体增速有上升趋势，其中移动休闲棋牌游戏作为行业最重要的发展引擎，从玩家数量和游戏流水两个角度而言都对对中国游戏市场有着重要的意义。深入到其中的在线棋牌游戏行业，其特点在于用户数众多，地区玩法不同导致发展空间很大，本地化和小程序成为现存棋牌运营商的突破点。弗若斯特沙利文预计 2021 年在线棋牌游戏人数将达 5.29 亿，在总玩家中占比很大。由于各地麻将、地方扑克等玩法不尽相同，棋牌本地化是行业发展的重要方向。借由微信 H5 和小程序，深入地区的棋牌运营模式为行业提供了新的路径，未来仍有较大增长空间。

### 我们区别于市场的观点/创新之处

市场多数观点认为，在线棋牌游戏行业在 2019 年 4 月国家新闻出版署提出要控制版号产品数量，官斗类、官斗类、棋牌类一律不受理的说法之后，行业已经进入寒冬期，投资空间不大。**政策方面**，我们认为绿色休闲棋牌游戏，麻将、扑克、象棋、围棋等是人民群众休闲娱乐的一种方式，在线棋牌取代部分线下棋牌室是一种互联网趋势；另外，行业公司等加强自律，强化绿色棋牌，休闲娱乐，版号供给使得在原有棋牌的基础上不断优化，对如家乡互动等游戏运营规范，版号充足的公司，提供了更大的市场空间，老游戏进一步绑定用户，本身市场并没有萎缩，再加上棋牌游戏的开发难度不大，版号需求相对较小。**市场方面**，通过梳理棋牌游戏市场的情况，以及梳理近期在线棋牌游戏行业发展趋势来看，借由微信 H5 和小程序，深入地区的棋牌运营模式为行业提供了新的路径。我们结合棋牌游戏用户量众多的特点，认为未来围绕用户进行深度运营的潜力巨大。棋牌游戏矩阵下分发买量成本控制良好，整体来看行业存在一定的预期差。

### 投资观点

1) 在线棋牌行业用户数众多，地区玩法不同导致发展空间较大，地方玩法多元化可成为棋牌游戏公司的突破。弗若斯特沙利文预计 2021 年在线棋牌游戏人数将达 5.29 亿，在总玩家中占比很大。不同于国外经典棋牌类型，我国麻将、地方扑克等玩法各地都有所不同（如贵阳捉鸡，东北刨幺等），棋牌本地化是行业发展的重要方向。根据弗若斯特沙利文预计，2021 年中国在线本地化棋牌游戏市场规模将达 190 亿元，并保持稳定增长。我们认为未来碎片化时间下棋牌游戏的发展潜力巨大，借由 H5+APP 布局，深入研究地区玩法的棋牌运营模式正在为行业提供了新的路径。2) 家乡互动深耕中国在线棋牌行业多年，借助统一的平台策略、优秀的线下地推能力和经验丰富的管理团队，在棋牌游戏行业深耕多年，构造了自身的产品矩阵和私域流量池，看好未来碎片化时间下棋牌游戏的发展潜力以及家乡互动优秀的管理运营能力，未来有望持续保持高速增长。3) 家乡互动近年来布局多元品类，加大研发投入，加码中重度游戏，预计未来两年内有数款游戏产品陆续上线。一方面棋牌继续打扎实业绩增长基础，一方面重度产品布局将带来未来业绩增长爆点。4) 公司立足全球市场，海外团队持续扩充，已储备超 20 款本地化棋牌游戏，将陆续上线发行，公司产品出海将带来重要增量，加速公司全球化布局。

### 投资风险

政策风险、产品流水不及预期、行业竞争加剧等。

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、 游戏行业增长加速，精品自研和休闲游戏担当增长引擎.....             | 5  |
| 1.1、 中国游戏产业整体发展保持增长，海外市场增量空间巨大.....          | 5  |
| 1.2、 移动游戏继续领跑游戏行业，成为游戏市场最大增量.....            | 7  |
| 1.3、 在线棋牌行业市场规模情况——用户众多，增长空间可期.....          | 9  |
| 1.4、 国家版号政策强监管，棋牌运营商通过小程序深耕地区.....           | 10 |
| 2、 家乡互动——以棋牌为根本，切入整个休闲游戏.....                | 11 |
| 2.1、 在线棋牌游戏运营经验丰富，业务边界持续拓展.....              | 11 |
| 2.2、 股权结构稳定，高管均为行业专家.....                    | 14 |
| 2.3、 连续数年业绩提升明显，收入结构优化广告成新增长点.....           | 15 |
| 3、 围绕用户进行深度运营，收入增长空间具有想象力.....               | 17 |
| 3.1、 用户数、ARPU 量价双增，拓展产品矩阵挖掘手游收入潜力.....       | 17 |
| 3.2、 广告收入成为公司第三大收入，为公司提供新盈利点.....            | 18 |
| 3.3、 创新推广方式，通过投资加强本地运营巩固棋牌市场.....            | 20 |
| 4、 投资建议：关注休闲棋牌游戏行业龙头，拓展海外和中重度游戏或成为新的增长点..... | 20 |
| 5、 风险提示.....                                 | 22 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1： 2010-2020 年中国游戏市场实际销售收入（亿元）及同比变动..... | 5  |
| 图 2： 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入（亿美元）及增速.....     | 5  |
| 图 3： 2020 年中国游戏 TOP100 产品类型分布情况.....       | 6  |
| 图 4： 2014-2020 年中国游戏用户规模稳定增长.....          | 6  |
| 图 5： 2010-2020 年中国移动游戏用户规模企稳.....          | 6  |
| 图 6： 2010-2020 年中国自主研发网络游戏市场实际销售收入.....    | 7  |
| 图 7： 2010-2020 年中国移动游戏市场实际销售收入.....        | 7  |
| 图 8： 2010-2020 年中国客户端游戏市场实际销售收入及增速.....    | 8  |
| 图 9： 2010-2020 年中国网页游戏市场实际销售收入.....        | 8  |
| 图 10： 2014-2023E 中国在线棋牌游戏用户规模及增长率.....     | 9  |
| 图 11： 2014-2023E 中国在线棋牌游戏市场规模及增长率.....     | 9  |
| 图 12： 2014-2023E 中国在线本地化棋牌游戏市场规模及增长率.....  | 10 |
| 图 13： 腾讯《天天德州》下架.....                      | 10 |
| 图 14： 微乐旗下小程序产品矩阵.....                     | 11 |
| 图 15： 公司发展主要历程.....                        | 11 |
| 图 16： 微乐游戏小程序游戏入口.....                     | 12 |
| 图 17： 公司休闲游戏覆盖多省及直辖市.....                  | 12 |
| 图 18： 公司使命及原景.....                         | 13 |
| 图 19： 微乐游戏界面产品情况.....                      | 13 |
| 图 20： 微乐家乡麻选择地区画面.....                     | 13 |
| 图 21： 公司营收企稳，增长保持在 30% 以上.....             | 15 |
| 图 22： 扣非净利润增速有所回升.....                     | 15 |
| 图 23： 公司毛利率及经调整净利率情况.....                  | 15 |
| 图 24： 公司费用率控制良好.....                       | 15 |
| 图 25： 公司经营现金流稳定增长.....                     | 16 |
| 图 26： 公司各业务占比情况.....                       | 16 |
| 图 27： 活跃用户（DAU）增长迅速.....                   | 17 |
| 图 28： 注册用户保持高速增长.....                      | 17 |

|   |    |
|---|----|
| 图 29: 公司用户 ARPU 值逐渐提升 .....             | 17 |
| 图 30: 付费渗透率保持上升趋势 .....                 | 17 |
| 图 31: 2017-2020 年公司虚拟货币收入及增速 .....      | 17 |
| 图 32: 2017-2020 年公司私人房卡业务收入及增速 .....    | 17 |
| 图 33: 公司代表品牌平台日活数据 .....                | 18 |
| 图 34: 公司广告收入增长迅速 .....                  | 18 |
| 图 35: 小程序内激励广告 .....                    | 19 |
| 图 36: 公司第三方游戏业务及增速 .....                | 19 |
| 图 37: 微乐旗下两大视频好平均点赞数量 .....             | 20 |
| 图 38: 新榜视频号统计情况 (2021 年 5 月 23 日) ..... | 21 |
| 图 39: 新榜视频号周排行 .....                    | 21 |
| 图 40: 遇见喵克斯 TAP TAP 评分 .....            | 21 |
| <br>                                    |    |
| 表 1: 公司前六大股东情况 .....                    | 14 |
| 表 2: 公司管理层情况介绍 .....                    | 14 |
| 表 3: 集团 2021 年产品研发情况 .....              | 20 |

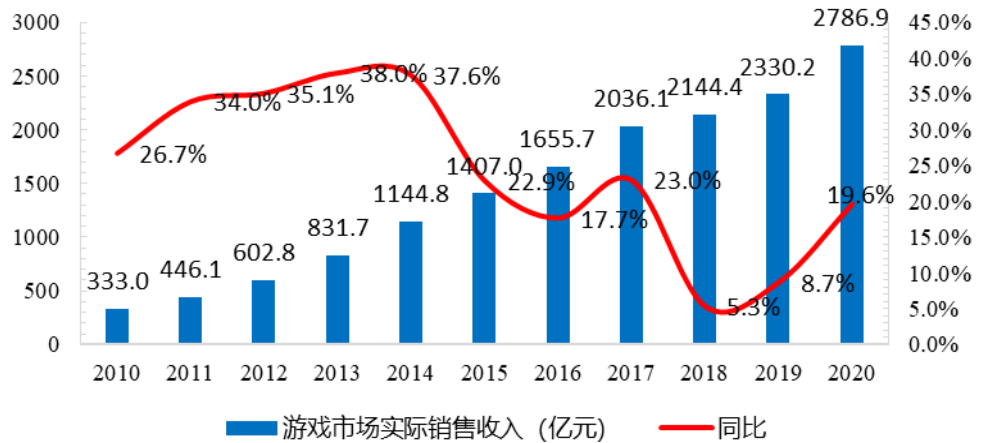


# 1、游戏行业增长加速，精品自研和休闲游戏担当增长引擎

## 1.1、中国游戏产业整体发展保持增长，海外市场增量空间巨大

中国游戏产业受“疫情+出海”双重催化，整体增长加速。2020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。目前国内自研产品在海外市场已初具规模优势，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。2020年，中国游戏市场实际销售收入为2786.9亿元，同比增长19.6%，增长重回快车道。这主要受益于移动游戏市场实际销售收入增速保持较高增长态势。从区域来看，游戏出海也为我国游戏市场贡献一定收入。

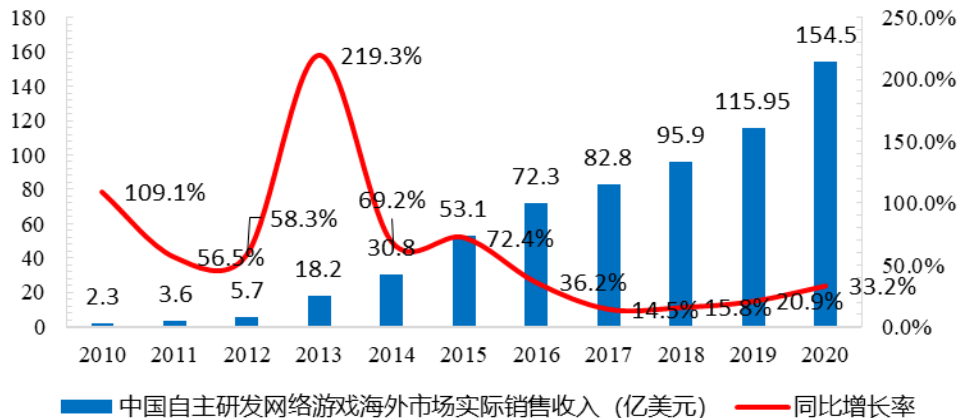
图1：2010-2020年中国游戏市场实际销售收入（亿元）及同比变动



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。自2018年增速触底后，直至2020年，中国自主研发产品网络游戏海外市场实际销售收入增速加快。随着国内用户红利见顶，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，2020年《PUBG MOBILE》《万国觉醒》等产品在企业运营力度加强下，收入稳定增长，新游戏《原神》引爆海外市场，为中国游戏出海提供了标杆。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2：中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入（亿美元）及增速

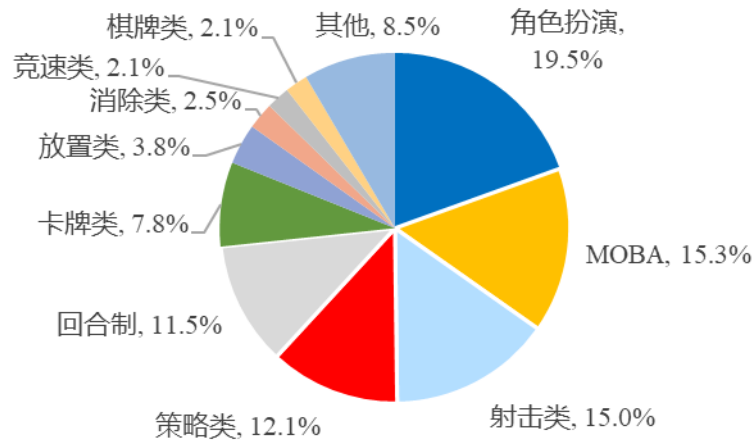


资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

从玩法来看，角色扮演、MOBA和射击类游戏仍是主流游戏类型。根据伽马数据，2020年中国移动游戏产品收入前100的产品中，角色扮演类游戏占比为

19.48%；MOBA 类游戏市场扩张非常快，占比为 15.28%；射击类游戏仅次于 MOBA 游戏，占比为 15.04%；三者占总收入的 49.8%，占全部收入的近一半。

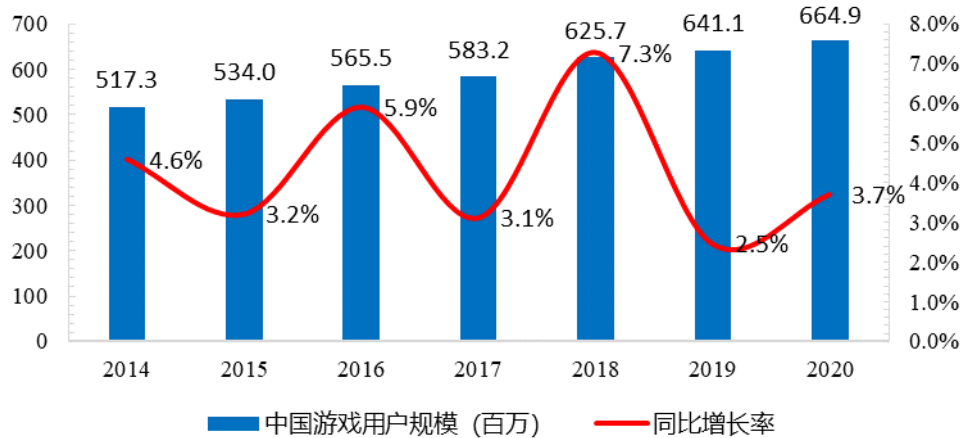
**图3： 2020 年中国游戏 TOP100 产品类型分布情况**



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

从游戏人数来看，中国游戏用户稳定增长，已占总人口的近一半。根据伽马数据显示，2020 年我国游戏用户达 6.65 亿人，同比增长 3.7%，连续 7 年保持稳定增长态势。根据 2021 年人口普查数据，目前游戏用户已经接近我国总人口的一半，游戏已经成为深入各家各户的重要娱乐方式之一。

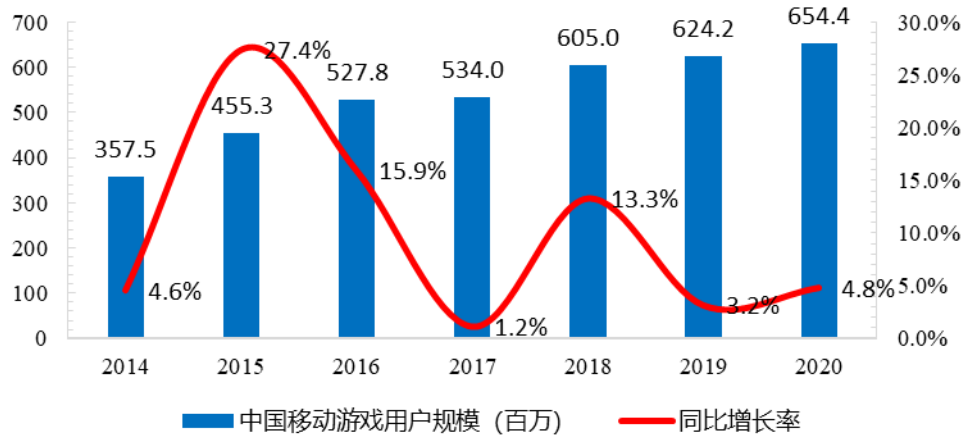
**图4： 2014-2020 年中国游戏用户规模稳定增长**



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

从细分领域来看，移动端依靠其终端便捷性，在游戏用户方面占据绝对优势。根据伽马数据显示，2020 年中国移动游戏人数达 6.54 亿，同比增长 4.8%，占游戏总人数的 98%。近年来移动终端的普及让更多用户能够在闲暇时进行即时游戏，人数上也随之增加。

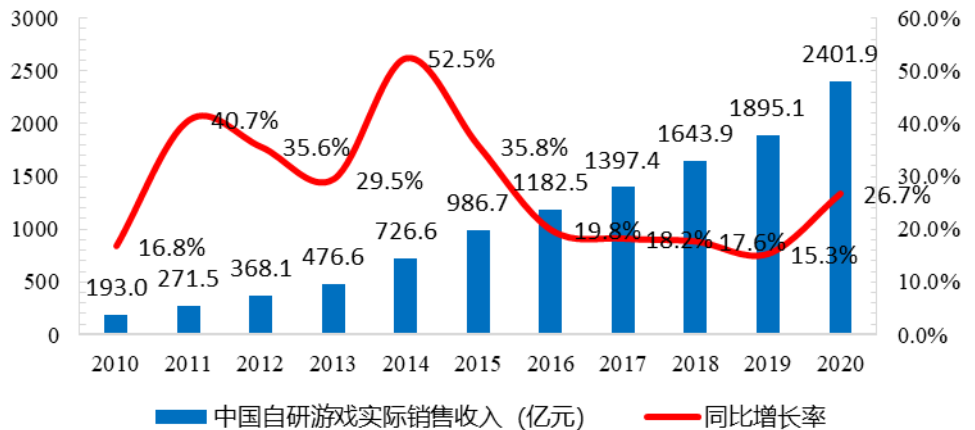
**图5： 2010-2020 年中国移动游戏用户规模企稳**



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

受移动端自研产品带动，中国自主研发网络游戏增速回升至27%。2020年，中国自主研发网络游戏市场实际销售收入增速出现拐点，一方面，受疫情影响，用户外出受限，对娱乐的需求主要体现在互联网上；另一方面，单品大型游戏《原神》出海为中国游戏市场注入了一剂强心剂，带动海外游戏收入上升明显。

图6： 2010-2020年中国自主研发网络游戏市场实际销售收入

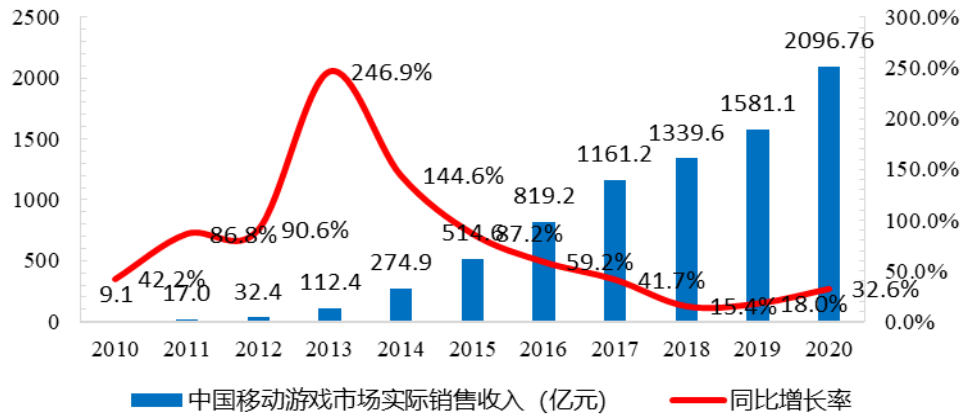


资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

## 1.2、 移动游戏继续领跑游戏行业，成为游戏市场最大增量

疫情催化叠加优质单品《原神》激活移动游戏市场，精品与创新将是发展重要推力。2020年，爆品游戏《原神》、精品游戏《和平精英》、《王者荣耀》等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，2020年移动游戏销售市场回暖。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，细分赛道的游戏企业更有可能通过单品游戏形成突围。可以观察到，近年来创新产品爆款在特色赛道企业中频出，如米哈游、莉莉丝等二次元游戏代表商中精品频出；而受用户认可的老产品通过精细化运营手段稳住流水。

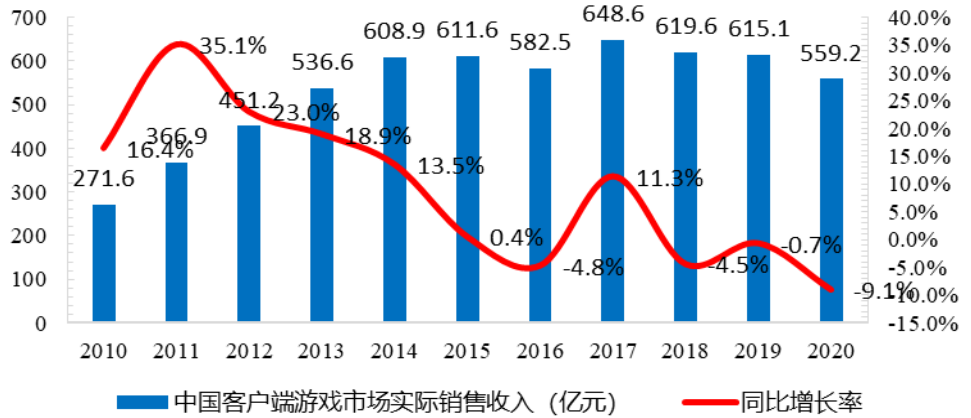
图7： 2010-2020年中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

端游市场受显卡价格影响，仍然保持衰退趋势。2020年，虽然出现了《原神》等游戏，但受制于受显卡价格影响，客户端产品销售收入仍然低迷。这也一定程度说明，端游市场景气度仍在不断衰退。

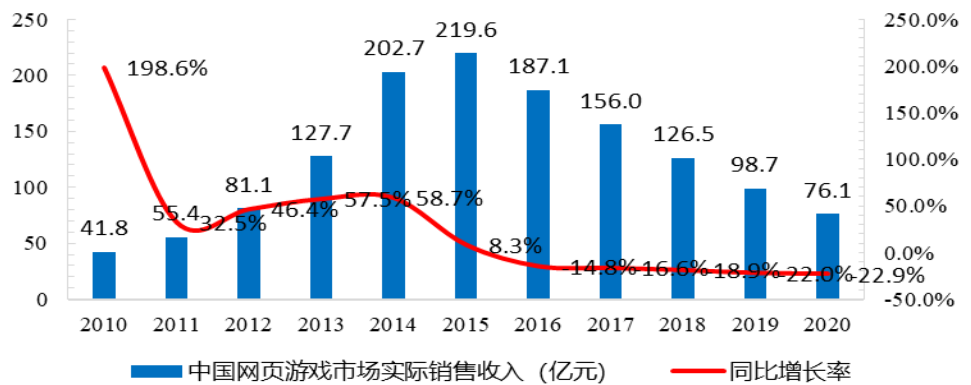
图8： 2010-2020年中国客户端游戏市场实际销售收入及增速



资料来源：伽马数据、新时代证券研究所

页游市场持续萎缩。2020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9： 2010-2020年中国网页游戏市场实际销售收入



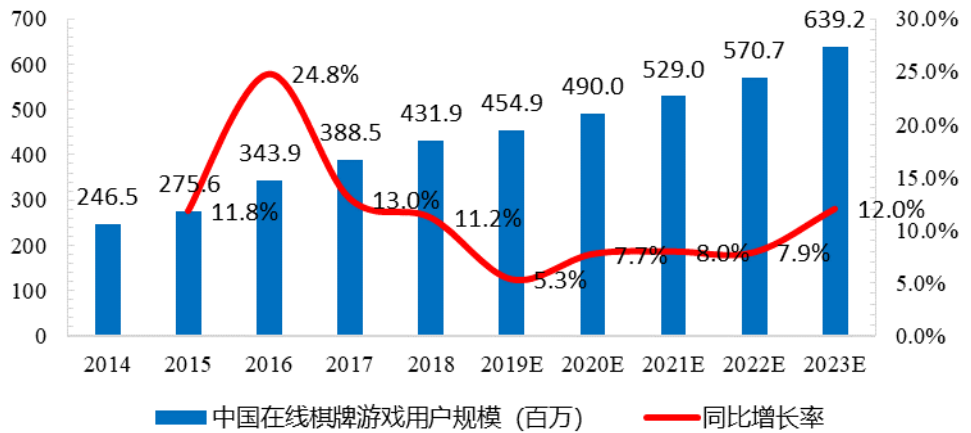
资料来源：伽马数据、新时代证券研究所



### 1.3、在线棋牌行业市场规模情况——用户众多，增长空间可期

在线棋牌游戏行业作为休闲类游戏主流之一，游戏人数众多。根据弗若斯特沙利文数据，2018年国内棋牌用户数高达4.32亿人，2020年受疫情催化，棋牌游戏迎来爆发期，用户规模或将超预期。根据弗若斯特沙利文数据，预计2021年在线棋牌游戏人数将达5.29亿，并保持稳定增长。

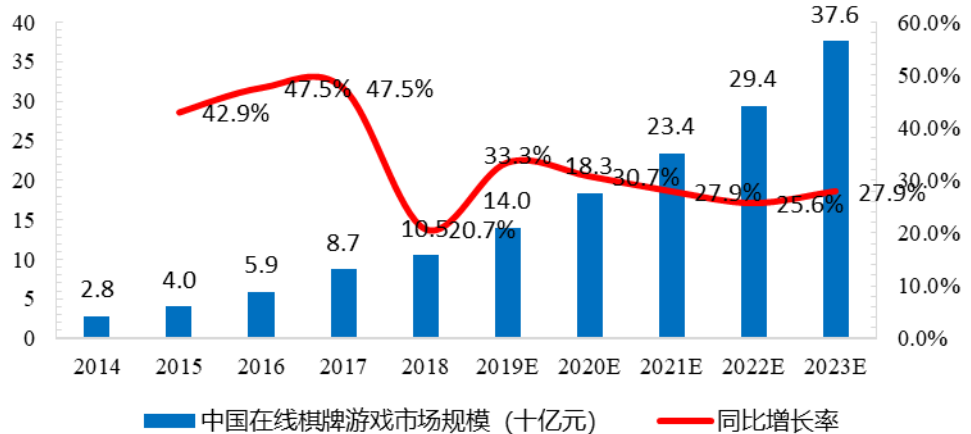
图10: 2014-2023E 中国在线棋牌游戏用户规模及增长率



资料来源：弗若斯特沙利文、新时代证券研究所

在线棋牌游戏市场规模仍在持续扩大。根据弗若斯特沙利文数据显示，2018年中国在线棋牌游戏市场规模为105亿元，预计2021年其规模将达到234亿，复合增长率超30%。在线棋牌游戏市场是我国休闲娱乐的主要场景之一，更适合当今碎片化时间的工作生活节奏，未来增长速度有望维持。

图11: 2014-2023E 中国在线棋牌游戏市场规模及增长率



资料来源：弗若斯特沙利文、新时代证券研究所

我国在线本地化棋牌游戏是棋牌市场的主要类型。本地化棋牌包括麻将、地方扑克玩法等，在我国拥有非常悠久的历史，在各地人们心中有着不可替代的地位。根据弗若斯特沙利文数据显示，2018年中国在线本地化棋牌游戏市场规模为86亿元，预计2021年将达190亿元，仍保持较高增速。我们认为本地化棋牌作为中国某些地区的文化符号，在未来仍会有长远的民众影响力，及广阔的商业化空间。

图12: 2014-2023E 中国在线本地化棋牌游戏市场规模及增长率



资料来源: 弗若斯特沙利文、新时代证券研究所

#### 1.4、国家版号政策强监管，棋牌运营商通过小程序深耕地区

从政策导向来看，棋牌行业由属于国家重点监控的游戏类型，近年来生存状况十分艰难。自版号停止发放以来，棋牌类游戏受到较大影响。2019年4月，国家新闻出版署组织各地方出版主管部门召开全国游戏管理工作专题会议，通报游戏管理情况。会中提出要组建全国网络游戏道德委员会、控制版号产品数量，官斗类、官斗类、棋牌类一律不受理。此举让很多棋牌类APP面临下架、停止运营等情况，对在线棋牌游戏行业举步维艰。

图13: 腾讯《天天德州》下架



资料来源: 《天天德州》、新时代证券研究所

借由小程序+App多渠道布局，深入地区的棋牌运营模式得到行业重视。对于已有版号的游戏公司来说，大流量社交APP端的小程序为公司提供了一个天然流量库。棋牌游戏产品超强的用户留存和跨越性别年龄的用户基础，能大大提升小游戏平台的用户量和用户粘性。目前除了腾讯、途游等大厂外，已有很多棋牌运营商已经开始构建自己的小程序产品矩阵。

在推广方面，部分除QQ游戏大厅模式完全依靠线上推广外，其他棋牌运营商的推广模式主要采取地推+线上的模式以抢得下沉市场地区先锋红利。这样的业务模式导致了腾讯等大厂的棋牌游戏走上全国性游戏精品化道路，以家乡互动为代表的公司深耕地区，走地方性玩法多样化的本地化道路。

图14: 微乐旗下小程序产品矩阵



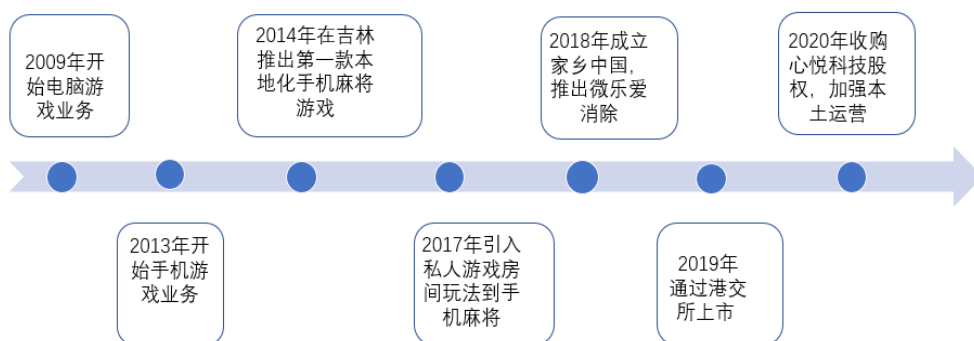
资料来源: 微信小程序、新时代证券研究所

## 2、家乡互动——以棋牌为根本，切入整个休闲游戏

### 2.1、在线棋牌游戏运营经验丰富，业务边界持续拓展

公司作为游戏行业老将，专注于休闲游戏业务。公司于2009年开始电脑游戏业务，2013年开始手机游戏业务，2014年在吉林推出第一款本地化手机麻将游戏。2016年，其以在十余省份不同县级区域游戏规则为特色进一步开发了70多款本地化麻将游戏，梳理了自己的品牌特色。2017年，家乡互动引入私人游戏房间至部分麻将游戏玩法，为公司提供了更多的盈利模式。2018年拓展休闲游戏业务至消除领域，补足休闲领域产品矩阵。

图15: 公司发展主要历程



资料来源: 招股说明书、新时代证券研究所

借助庞大的用户基础拓展业务格局，形成自发游戏、代理和广告三大业务体系。鉴于休闲类游戏庞大的用户数特点，公司在早期通过本地化精细化运营，用户基数实现了跨越式增长。凭借其庞大的玩家基础，公司在2018年开始代理第三方手机游戏。鉴于手机游戏社交功能需求与日俱增，公司也为部分麻将及扑克游戏产品推出私人游戏房间功能，并形成了房卡收入的原型，目前集团最大品牌微乐已将房卡模式永久免费化。2018年，公司尝试在小程序游戏中加入广告，与微信平台共享

收入（通常按用户点击量计算）。在自发产品上，公司不断丰富各种麻将及扑克玩法变种，以当地的区域游戏规则、计分规则及俚语为特色，迎合不同地方玩家的各种传统及偏好。

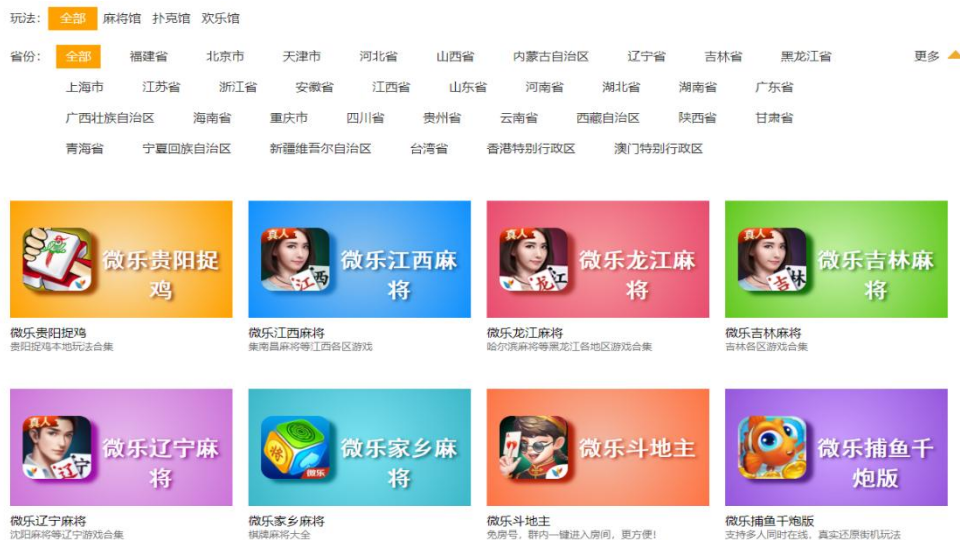
图16: 微乐游戏小程序游戏入口



资料来源：微乐游戏公众号、新时代证券研究所

借助自身研发和用户优势形成三大游戏品牌，产品覆盖中国大多数省及直辖市。公司借助自身棋牌类游戏研发优势，实现了丰富的棋牌类产品覆盖。进军整个休闲游戏过程中塑造了微乐，科乐，吉祥三大游戏品牌，业务遍及各个省份及直辖市。根据2020年财报显示，公司目前提供的本地化麻将玩法变种，至少覆盖中国28个省及直辖市的部分县城。截止2020年12月31日，公司一共上线515款地方性棋牌玩法，仅2020年内，公司推出了54款新麻将玩法变种、18款新扑克玩法变种及2款休闲游戏，基本实现对主流棋牌游戏玩法的全覆盖。

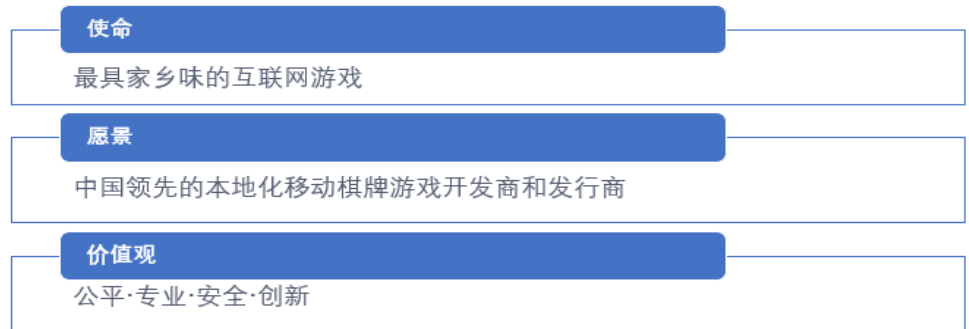
图17: 公司休闲游戏覆盖多省及直辖市



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

公司深耕棋牌休闲游戏，产品家乡化用户粘性高。公司使命是打造最具家乡味的互联网游戏，结合我国棋牌类本土玩法各不相同的特点，家乡化更能抓住包括下沉市场的区域用户，依靠公司专业的运营推广能力和休闲游戏研发能力，未来有望在休闲游戏方面保持领先地位。



**图18: 公司使命及原景**

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

公司运营的优势在于：**1、统一的平台策略，注重玩家体验和盈利能力。**公司具有统一的平台入口，打通微乐和吉祥两个综合游戏平台进入后可进行不同游戏的模式。由于公司产品多为休闲类，这些用户的偏好相似，统一平台允许跨平台标准定价，虚拟货币共享以降低用户浪费，同时也有利于公司对自身新产品进行导流，节省成本的同时进行精准分发，交叉推广，提高运营效率。

**图19: 微乐游戏界面产品情况**

资料来源：微乐游戏公众号、新时代证券研究所

微乐家乡麻将可进入游戏页面后选择所在地区以体验不同地方本地化游戏。

**图20: 微乐家乡麻选择地区画面**

资料来源：公司官网、新时代证券研究所



**2、优秀的线下地推和线上运营能力。**因为各地棋牌游戏玩法不尽相同，通过地推方式做适当的本土化，为公司产品提供稳定的新用户。公司采用 5-6 人编制的地推工作组，其中 2-3 人负责传单普投；2 人负责公交站牌，商圈大型滚动广告牌等地方媒体合作；1 人联系异业合作。另外，地推团队对地区范围内高兴趣度的用户进行精准转化，并鼓励其去发展更多的种子用户。地推结束后，公司也会通过地方台、线上买量等形式进行对种子用户的巩固维护。下沉市场用户对棋牌游戏粘性高，通过地推渠道获得的种子用户后期裂变传播能力强。通过“线上+线下”的组合拳，目标市场从 0 日活到 1 万日活平均需 2 个月，过去数年公司已通过地推模式抢占了大量下沉市场先锋红利。

**3、经验丰富的管理团队。**公司创始人和主要管理人员都具有丰富的游戏经验，同时公司深耕休闲游戏多年，对休闲类游戏研发，调优，买量、运营等有着非常深入的理解，经验丰富的管理人员能够制定合适的方案，长线深度运营已有的经典棋牌组合，实现降本增效。

## 2.2、股权结构稳定，高管均为行业专家

**股权结构稳固，前六大股东占比超 70%。**根据 2020 年财报显示，公司第一大股东为 Wu Chengze Network Limited 持股比例为 34.5%，前三大股东合计持股超过 50%，形成对公司的控制权。总体来看前六大股东持股超 70%，整体结构非常稳固，有利于执行管理层策略。

**表1：公司前六大股东情况**

| 序号 | 股东名称                            | 直接持股数量      | 占已发行普通股比例(%) |
|----|---------------------------------|-------------|--------------|
| 1  | Wu Chengze Network Limited      | 433,842,000 | 34.54        |
| 2  | Su Bo Network Limited           | 144,614,000 | 11.51        |
| 3  | Jiang Ming Kuan Network Limited | 125,146,000 | 9.96         |
| 4  | Co-challengers Growth Limited   | 72,312,000  | 5.75         |
| 5  | WL Universe Limited             | 69,856,000  | 5.56         |
| 6  | Guo Shun Shun Network Limited   | 69,018,000  | 5.50         |
|    | 合计                              | 924,788,000 | 73.62        |

资料来源：wind，新时代证券研究所

**公司主要管理层均为技术出身，深耕游戏行业多年，经验丰富。**吴承泽、苏波、郭顺顺，均曾在长春安信电力科技有限公司担任过程序员，对计算机技术有一定的积累。公司创始人程序员出身，专注于打磨产品，优化产品，打造绿色棋牌休闲游戏。根据公司披露，随着对资本市场的逐渐重视，崔玮女士于 2021 年 3 月加盟本集团担任首席战略官，崔女士在媒体及娱乐领域拥有 15 年的工作经验，并在策略投资、创新型企业孵化、企业融资及企业管治方面拥有丰富的经验，目前负责本公司的资本市场事务，创新战略规划及战略投资收购。公司补强战略人才，管理层搭配得当，团队执行力强，公司发展未来可期。

**表2：公司管理层情况介绍**

| 姓名  | 职务    | 出生年份 | 性别 | 简介   |
|-----|-------|------|----|--|
| 吴承泽 | 首席执行官 | 1985 | 男  | 吴承泽先生，为本集团创办人、主席兼首席执行官及本公司执行董事。在游戏行业积逾九年经验，曾在长春安信电力科技有限公司任程序员，吉林大学法学硕士。          |
| 苏波  | 首席投资官 | 1985 | 男  | 苏波先生，为本集团创办人兼首席投资官及本公司执行董事，主要负责监管本集团策略发展及扩张规划。曾担任长春安信电力科技有限公司任程序员，吉林大学计算机软件专业本科。 |

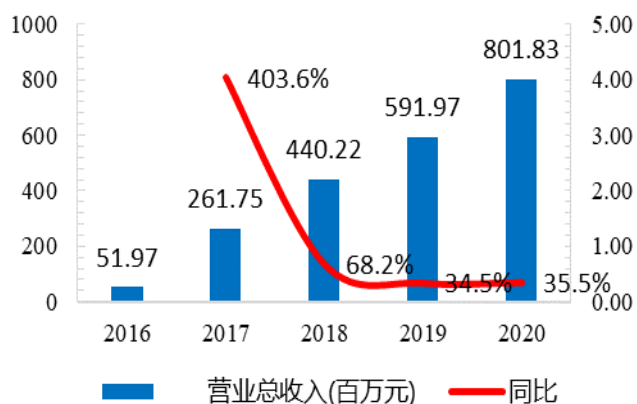
| 姓名  | 职务    | 出生年份 | 性别 | 简介  |
|-----|-------|------|----|---|
| 郭顺顺 | 首席产品官 | 1989 | 男  | 郭顺顺先生，为本集团首席产品官及本公司执行董事。郭先生主要负责监督本集团游戏开发及制作，曾在吉林省睿网科技股份有限公司任程序员。  |
| 李伟  | 首席顾问  | 1984 | 男  | 李伟先生，为本集团首席执行官顾问。负责协助本集团首席执行官执行本集团的整体发展策略及业务规划。拥有逾13年销售管理经验，曾任北京易彩互联科技有限公司的销售经理、亚洲金控（北京）投资有限公司的销售发展董事、耐特康赛网络技术（北京）有限公司任业务发展董事。      |
| 崔玮  | 首席策略官 | -    | 女  | 崔玮女士于2021年3月加盟本集团担任首席策略官，负责本公司的资本市场事务、创新策略规划及策略投资与收购。在媒体及娱乐领域拥有15年的工作经验，曾担任芒果投资（易泽资本）的高级副总裁，并为芒果基金的核心创始人之一，负责组建芒果海通、芒果盈通、芒果文创及芒果内容。 |
| 蒋明宽 | 首席营运官 | 1982 | 男  | 蒋明宽先生，为本集团创办人兼首席营运官及本公司执行董事。蒋先生主要负责监管本集团运营。曾任吉林省鑫泽网络技术有限公司（「吉林鑫泽」）总经理、集团首席技术官、首席营运官。曾任长春安信电力科技有限公司任程序员。                             |

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

### 2.3、连续数年业绩提升明显，收入结构优化广告成新增长点

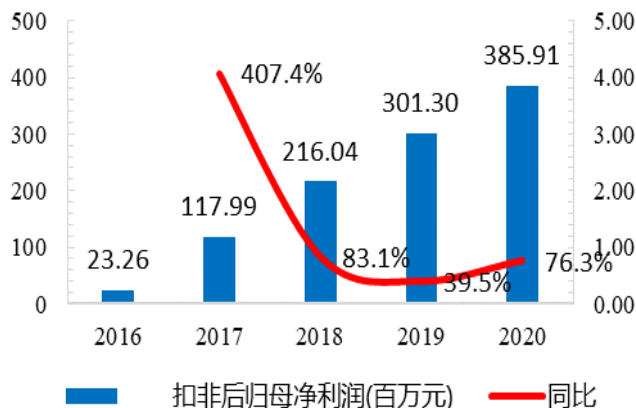
**营收维持常态化高增长，利润在2020年增长迅速。**根据2020年公司财报显示，2020年公司实现营收8亿元，同比增长35.5%，业绩增速企稳但增速仍高于游戏市场整体增速；实现扣非后归母净利润3.86亿元，同比增长76.3%，相比于去年增长提速，业绩向好。集团总2017-2020年总收入复合增长率32.3%，经调整净利润复合增长率34.88%。

图21：公司营收企稳，增长保持在30%以上



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图22：扣非净利润增速有所回升

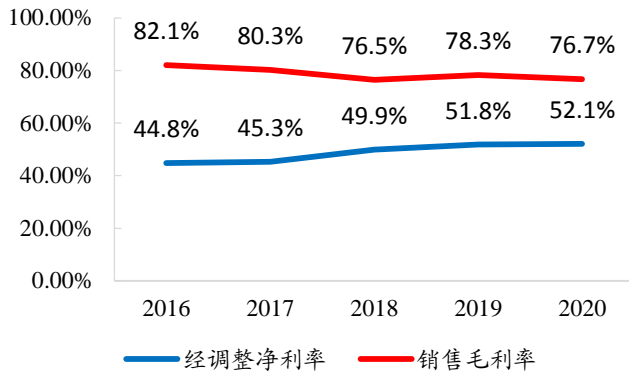


资料来源：Wind，新时代证券研究所

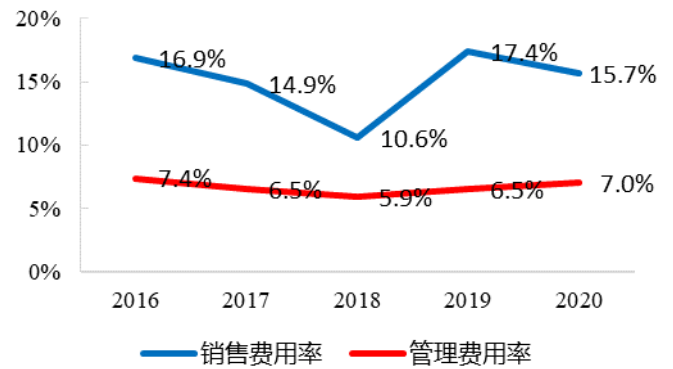
毛利率稳定净利率有所回升，期间费用率相对稳定。2020年公司毛利率为76.7%保持相对稳定，公司实际经调整净利率连续数年高于50%。2019年由于公司产品扩张，销售费用上升导致净利率有所下降，2020年销售费用率得到控制，净利率攀升至48.6%，同比提升13.7pct，与2018年基本持平。费用端来看，2020年费用整体控制良好。

图23：公司毛利率及经调整净利率情况

图24：公司费用率控制良好

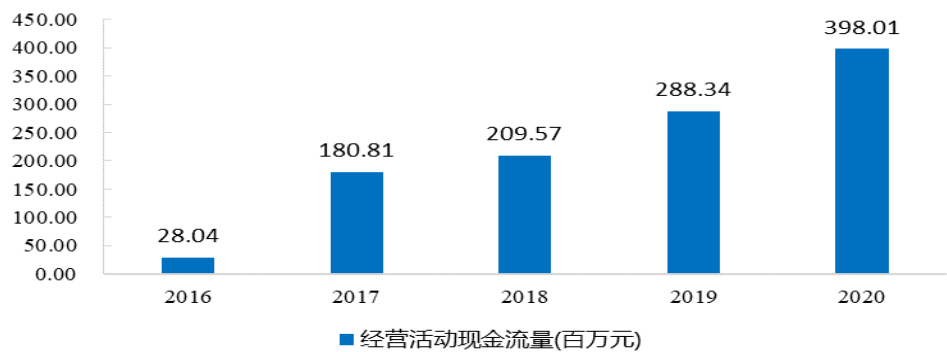


资料来源: Wind, 新时代证券研究所



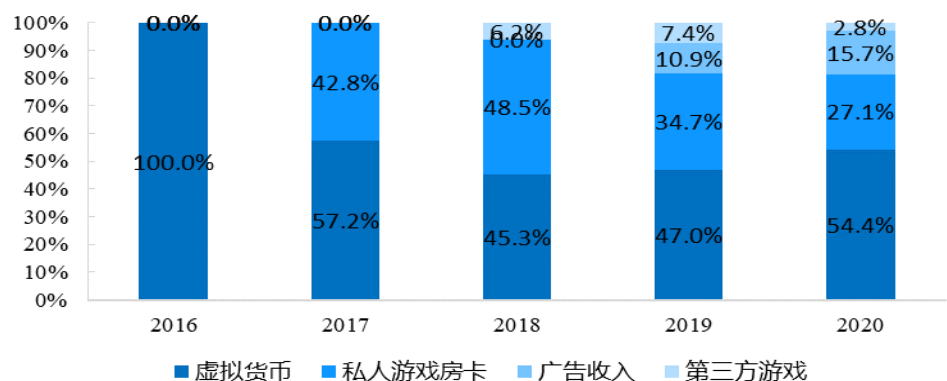
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

经营现金流稳定增长,经营情况渐入佳境。2020年公司产生经营现金流为3.98亿元,比去年同期增加1.1亿元,整体现金流情况良好,公司常年零负债率,资本结构良好,经营状态稳定。

**图25: 公司经营现金流稳定增长**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

从收入结构变迁来看,自发行游戏收入仍是第一大业务,广告业务占比有提升趋势。公司自行发行的游戏业务收入包括虚拟货币和游戏房卡两部分,2020年合计占总收入的80%以上,其中虚拟货币业务占比达54.4%,游戏房卡业务占比为27.1%。目前从2017年的42.8%到2020年的27.1%,预计公司2021年财报中房卡占比仍会持续下降。广告收入自2018年加入以来,占比逐步提升,在2020年营收占比已到达15.7%,随着公司用户积累,广告收入有望进一步释放。

**图26: 公司各业务占比情况**

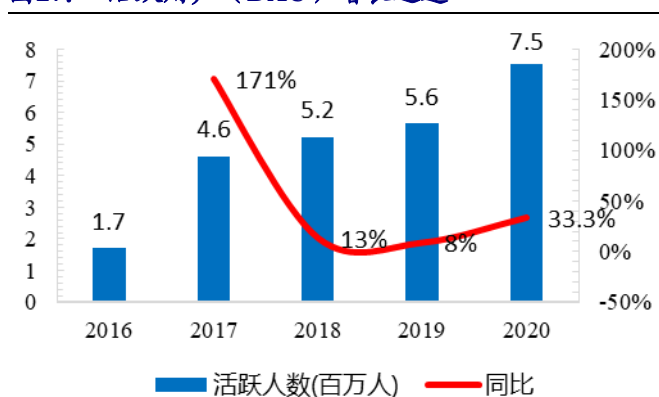
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 3、围绕用户进行深度运营，收入增长空间具有想象力

#### 3.1、用户数、ARPU 量价双增，拓展产品矩阵挖掘手游收入潜力

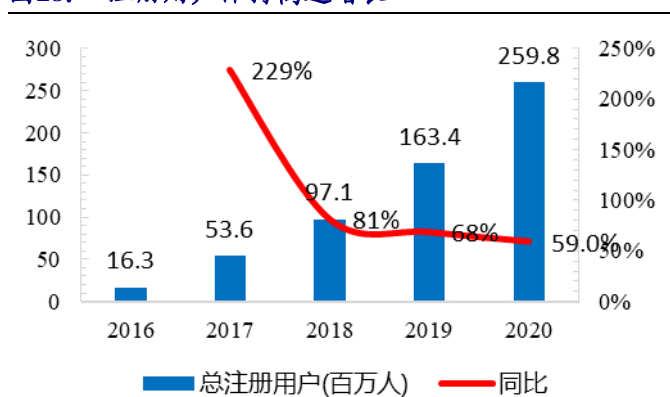
公司注册用户保持高速增长，活跃用户人数增长迅速。2020 年公司日活达 750 万人，同比增长 33.3%，在 2019 年末疫情之上仍创新高；总注册用户达 2.6 亿，同比增长 59%，保持高速增长。从用户端整体来看，公司明星头部产品如微乐斗地主，微乐家乡麻将，贵阳捉鸡等为持续公司提供稳定的用户量，三亿用户基数多元化变现潜力巨大。

图27: 活跃用户 (DAU) 增长迅速



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

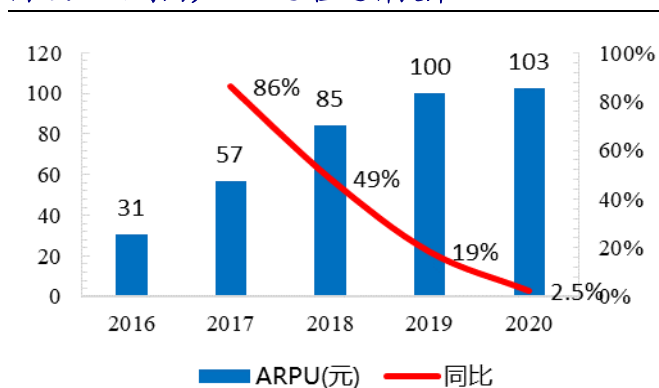
图28: 注册用户保持高速增长



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

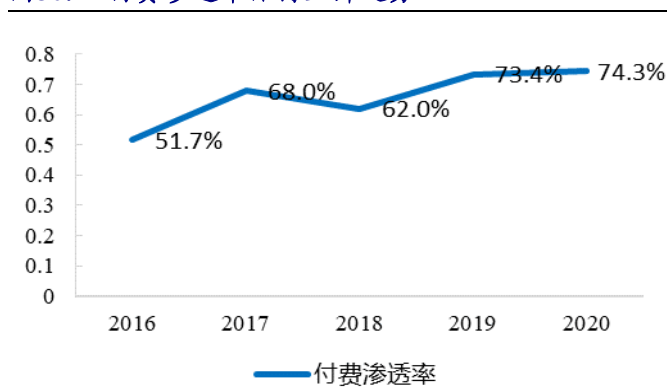
从付费情况来看，公司 ARPU 值和渗透率均有提升。公司 2020 年 ARPU 为 103 元，同比提升 3 元，维持上升趋势；从付费渗透率方面可以看出，公司用户的付费渗透率整体保持上升趋势，从活跃用户到付费用户的存量用户价值挖掘过程稳步推进。

图29: 公司用户 ARPU 值逐渐提升



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

图30: 付费渗透率保持上升趋势

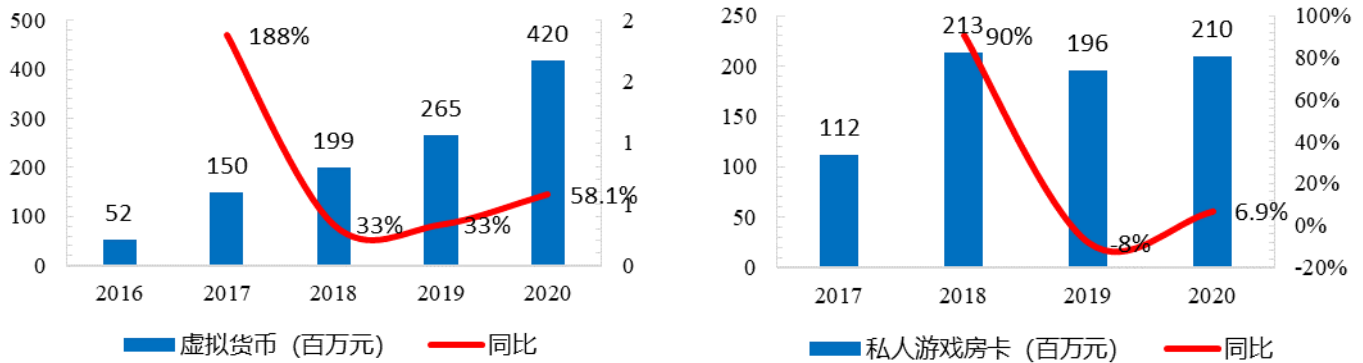


资料来源：公司财报，新时代证券研究所

公司收入主要依靠自行发行的游戏，其中虚拟货币业务作为主要支撑，2020 年实现营收 4.2 亿元，同比增长 58%，主要得益于公司围绕用户进行深度运营，游戏用户在 2020 实现跨越式增长。公司最大游戏品牌微乐已将房卡模式永久免费化，私人游戏房卡业务营收占比持续下降。预计虚拟货币仍将是公司的最大收入来源。

图31: 2017-2020 年公司虚拟货币收入及增速

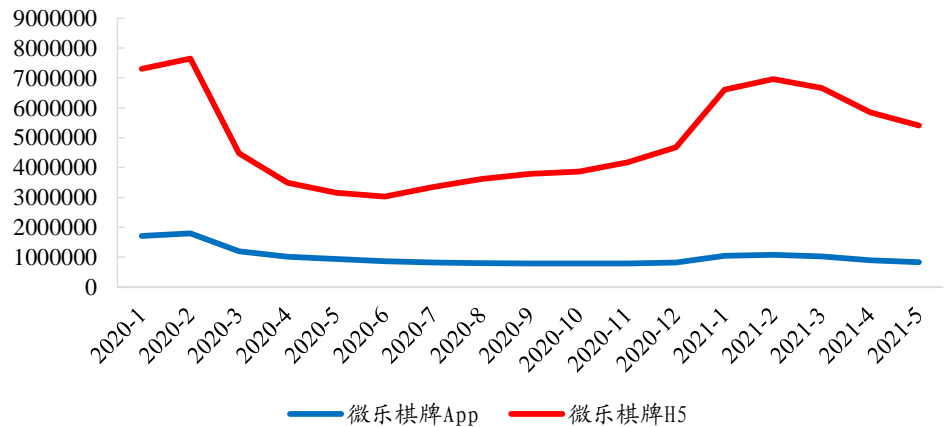
图32: 2017-2020 年公司私人房卡业务收入及增速



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

资料来源：公司财报，新时代证券研究所

公司微乐系产品运营良好，目前注册用户已经超过3亿，且日活数据稳定。在集团515款玩法中，微乐贵阳捉鸡，微乐斗地主，微乐吉林麻将，微乐四川麻将，微乐家乡麻将等小程序端日活长期稳定在30万以上，预计会为公司带来稳定流水。公司微乐棋牌系2021年春节期间月末日活虽不及2020年，但注册用户年整体而言保持相对稳定的增长趋势。高速拓张的下沉市场用户池及稳定的日活数据稳固了棋牌业务的业绩回报底线。另外，吉祥棋牌旗下吉祥捕鱼在2021年迭代上线，配合买量投放后运营情况向好，目前日流水已达到70以上，继续充实公司产品流水。我们预计三大棋牌品牌将为公司提供稳定的流水，而以吉祥捕鱼为代表的休闲游戏将成为公司业绩保持高速增长的基石。

**图33： 公司代表品牌平台日活数据**

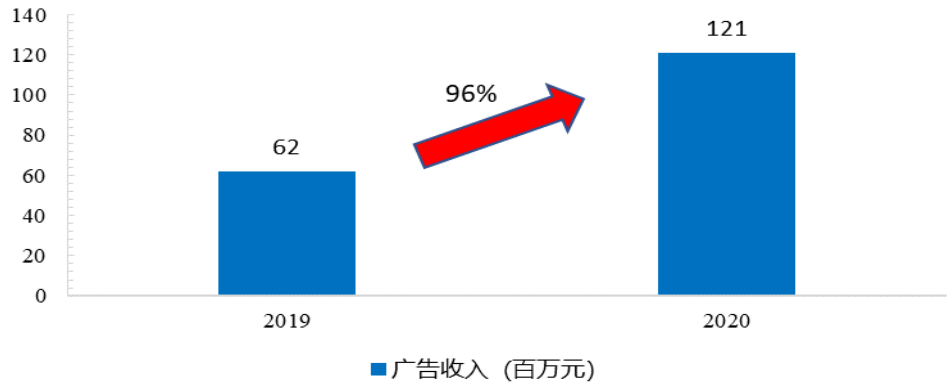
资料来源：七麦数据，新时代证券研究所

### 3.2、 广告收入成为公司第三大收入，为公司提供新盈利点

自公司开始广告业务以来，广告业务增长突飞猛进，已经成为公司第三大营收来源。2020年公司广告业务实现营收1.21亿元，同比增长96%，营收占比从10.9%提升至15.7%，成为公司第三大收入来源。

**图34： 公司广告收入增长迅速**





资料来源：公司财报，新时代证券研究所

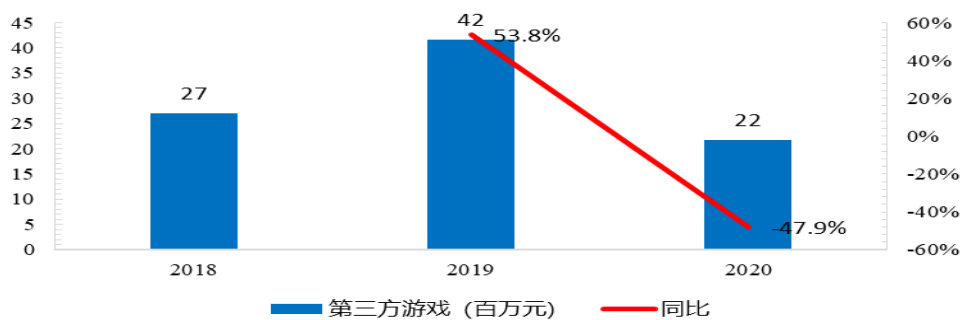
从形式来看，公司广告主要是在小程序内设置激励式广告位，用户在观看完广告后获得虚拟货币奖励，该广告模式为游戏玩家中最受欢迎的广告模式。平台产品内设置有一定的广告位，可以进行宣传其他游戏产品。随着用户基数跨越式增长，以及优化广告算法，可将公司沉淀的私域流量高效货币化，进一步平衡收入结构。

图35： 小程序内激励广告



资料来源：微乐棋牌小程序，新时代证券研究所

图36： 公司第三方游戏业务及增速



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

### 3.3、创新推广方式，通过投资加强本地运营巩固棋牌市场

借助视频号及短视频平台，强化社交分发受益颇丰。家乡互动视频号发展迅速，运营仅两个月，主要视频号平均作品点赞数超1万。在微信的流量池上，发布了45款地方型小游戏，多采用微乐+省名及省会为名，打造地方特色的棋牌应用。在奖励方面，用户通过“分享游戏链接-后台验证-获得奖励”的社交裂变模式进行快速获客，这些流量入口为公司贡献了大量的用户。目前，公司已在快手平台，抖音平台及微信视频号平台上总共签约优质主播400人+，在短视频平台的同城板块内面向地域性用户进行地方性玩法内容直播，平均每天有效开播300人+，日均总曝光达700W+。

图37：微乐旗下两大视频好平均点赞数量



资料来源：微乐视频号，新时代证券研究所

2020年11月3日，家乡互动发布公告称，吉林鑫泽、鑫宝科技与吉林省心悦科技有限公司签订股权投资协议，鑫宝公司同意出让而吉林鑫泽同意收购心悦科技有限公司40%的股权，估值约为1.5亿元人民币。吉林心悦的专长在于本地化麻将游戏开发及运营和销售私人游戏房卡，在中国北方各大城市均有较高知名度，包括黑龙江、吉林、辽宁、山西、以及甘肃省。根据管理层展望，公司2021年将继续寻找中小企业投资机会，增加本身游戏相关的资源，提高开发及营运能力，丰富游戏市场经验。

## 4、投资建议：关注休闲棋牌游戏行业龙头，拓展海外和重度游戏或成为新的增长点

公司产品线稳固，新老产品接力流水确定性高。2021年公司计划推出爆款全国性游戏的3D升级版《微乐3D麻将》《微乐3D斗地主》，目前正在稳步推进，预计2021年四季度上线，形成新的流水增长点。在游戏类型方面，公司拓展休闲类中放置和塔防类游戏，其中重点项目《遇见喵克斯》已于2021年五月份获得版号，并将于2021年三季度上线，进一步丰富公司产品矩阵。

表3：集团2021年产品研发情况

| 产品        | 游戏类型 | 推出时间         |
|-----------|------|--------------|
| 《遇见喵克斯》   | 塔防   | 预计2021四季度上线  |
| 《三国放置RPG》 | 放置   | 预计2021年三季度上线 |

| 产品          | 游戏类型 | 推出时间             |
|-------------|------|------------------|
| (未命名)       |      |                  |
| 《呆萌骑士》      | 放置   | 预计 2021 年 7 月份上线 |
| 《微乐 3D 麻将》  | 棋牌   | 预计 2021 年四季度上线   |
| 《微乐 3D 斗地主》 | 棋牌   | 预计 2021 年四季度上线   |

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

**精细化运营流量，拓展更多变现方式。**手游产品的开发趋势迈入“精品化”，这意味着无论是游戏质量还是客户运营都进入精细化模式。2020 年，受疫情影响，线上棋牌类游戏需求增长迅速，产品质量和用户数量的提升为公司带来了更多的变现空间。家乡互动在细分领域凭借本土化运营，在各个区域拥有一批粘性很高的玩家，这些玩家对棋牌类游戏有着稳定的需求，可以为公司带来稳定的现金流，流失风险较小，安全边际高；同时，公司在微乐平台、视频号等线上渠道中积累了很多粉丝，提供充足流量基础，在为新游戏导流、拓展新业务方面都有较大想象空间。

图38: 新榜视频号统计情况 (2021 年 5 月 23 日)

| # | 视频号    | 新增作品数 | 总点赞数  | 平均点赞数 | 最高点赞数 | 新增粉丝   | 操作 |
|---|--------|-------|-------|-------|-------|--------|----|
| 1 | 微乐斗地主  | 1     | 89055 | 89055 | 89055 | 1985.9 | PK |
| 2 | 一牌小和尚  | 2     | 29310 | 14655 | 14724 | 678.4  | PK |
| 3 | 小萌宠游戏  | 1     | 6955  | 6955  | 6955  | 768.5  | PK |
| 4 | 二次元种草机 | 6     | 8409  | 1434  | 3530  | 755.9  | PK |
| 5 | 微乐家乡游戏 | 1     | 2117  | 2117  | 2117  | 645.2  | PK |
| 6 | 喵喵棋牌   | 4     | 2271  | 567   | 1287  | 547.3  | PK |
| 7 | 冠大东    | 2     | 1955  | 977   | 1578  | 467.4  | PK |
| 8 | 萌萌玩游戏  | 5     | 2145  | 429   | 1817  | 443.9  | PK |

资料来源：新榜，新时代证券研究所

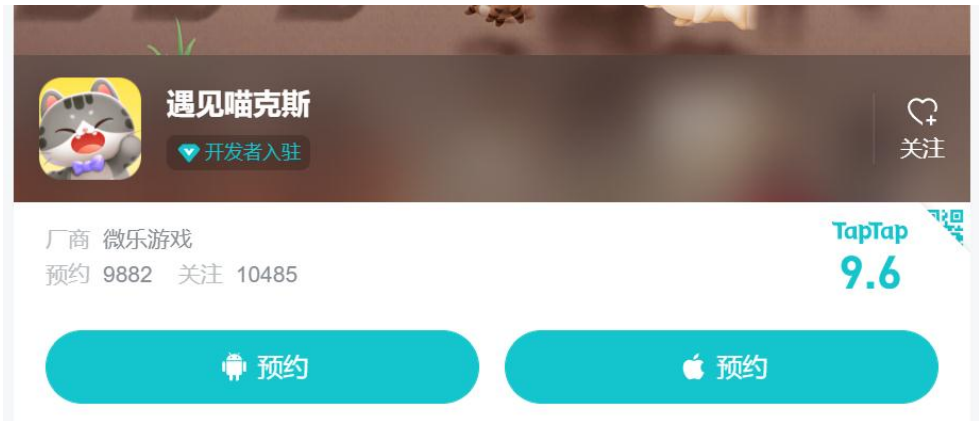
图39: 新榜视频号周排行

| # | 视频号    | 新增作品数 | 总点赞数   | 平均点赞数 | 新增粉丝  | 新增视频  |
|---|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 1 | 一牌小和尚  | 14    | 60.5万+ | 43238 | 10万+  | 961.0 |
| 2 | 微乐斗地主  | 10    | 20.1万+ | 20680 | 85055 | 908.1 |
| 3 | 二次元种草机 | 53    | 22.8万+ | 4305  | 23933 | 884.1 |
| 4 | 喵喵阿    | 7     | 13.4万+ | 19128 | 47834 | 875.9 |
| 5 | 喵喵棋牌   | 29    | 15.1万+ | 5219  | 51252 | 870.4 |
| 6 | 萌萌玩游戏  | 3     | 82966  | 27655 | 77820 | 862.2 |
| 7 | 微乐家乡游戏 | 8     | 11.0万+ | 13791 | 31396 | 861.2 |

资料来源：新榜，新时代证券研究所

公司以“纵向+横向”的业务拓展模式，丰富游戏品类、拓展海外布局。在核心业务方面，公司长期“纵向”渗透到下沉市场，利用现有优势拓展地方棋牌市场占有率，持续扩大市场覆盖范围，巩固自有私域流量池。“横向”集团将自研多元品类游戏，丰富游戏组合并优化广告变现算法，进一步优化收入结构。在出海方面，公司将借鉴国内棋牌板块的经验，积极拓展针对海外用户的地方性特色棋牌，并进行精准营销，通过“自研+投资+并购”的形式，加速全球化业务布局。2021 年 2 月公司以 1500 万的价格投资了思问科技（天津），并占有其 25.86% 的股份。思问科技旗下自研游戏产品包括《海盗法则》《超萌鸡战队》《Idle Knight（海外）》《呆萌骑士（中国）》等，其中《Idle Knight（海外）》《呆萌骑士（中国）》陆续于年内上市，帮助公司未来拓展多元化游戏品牌。海外布局方面，公司根据海外用户调性亦自研十余款海外棋牌游戏，其中一部分产品已于海外上线，业务流水稳步增长；公司亦储备了多款棋牌及休闲游戏，并将于下半年陆续在海外目标市场上线。

图40: 遇见喵克斯 TAP TAP 评分



资料来源：TapTap，新时代证券研究所

**在新业务尝试方面，公司大力投入研发，以加码中重度游戏赛道布局，吸引不同兴趣玩家。**公司已在北京、上海、广州、深圳、天津等地搭建自研工作室，累计扩充研发人员近百人，全力投入开发重度游戏以及三消，卡牌等中度休闲游戏，进一步完善产品矩阵，为用户提供安全可靠、类型丰富、画质精良的游戏体验。

关注家乡互动为代表的休闲棋牌投资机会。本地化棋牌如麻将、地方扑克玩法等，在我国拥有非常悠久的历史，在各地人们心中有着不可替代的地位。在线棋牌游戏行业作为休闲类游戏主流之一，游戏人数众多，在线棋牌游戏市场规模仍在持续扩大。家乡互动深耕中国在线棋牌行业多年，借助统一的平台策略、优秀的线下地推能力和经验丰富的管理团队，在棋牌游戏行业深耕多年，构造了自身的产品矩阵，看好未来碎片化时间下棋牌游戏的发展潜力以及家乡互动优秀的管理运营能力，未来有望持续保持高速增长。

## 5、风险提示

**政策风险。**棋牌行业与国家政策关系密切，不仅是版号方面的约束，并且由于棋牌的赌运气属性存在，可能会在严格的市场环境下受到政策的一定的约束和影响。

**产品流水及新品研发不及预期。**公司主要产品的流水一般比较稳定，若各种原因导致新上线产品流水下降过快的话可能会对全年业绩造成不利影响。由于新产品研发存在不确定性，上线时间不确定，可能存在不及预期的情况。

**行业竞争加剧。**公司产品依托于小程序和某些独立 APP 游戏，虽然已经具备一定的行业先发优势和用户基础，但随着新入者的进入可能会瓜分行业部分流水，竞争对手的增加会对公司产生一定的影响。



## 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R3（中风险），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C3、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C3、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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**马笑**，华中科技大学硕士，2017年加入新时代证券，传媒互联网首席分析师，计算机首席分析师，大科技行业组长。5年文化传媒互联网软件公司实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富中国百佳分析师传媒行业第一名；2019年每市组合传媒行业第三名；2020年Wind金牌分析师。

## 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 | <b>梁爽</b> 销售总监<br>固话：010-69004647<br>邮箱：liangshuang@xsdzq.cn       |
| 上海 | <b>阎喜蒙</b> 销售副总监<br>固话：021-68865595 转 255<br>邮箱：yanximeng@xsdzq.cn |
| 广深 | <b>丁培培</b> 销售经理<br>邮箱：dingpeipei@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  
 上海：上海市浦东新区浦东南路 256  
 号华夏银行大厦 5 楼  
 广深：深圳市福田区福华一路 88 号  
 中心商务大厦 23 楼  
 公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>

邮编：100086  
 邮编：200120  
 邮编：518046