

2020 年 05 月 31 日

姚记科技 (002605.SZ)

## 顺势而为，唯快不破

■公司基本盘已顺利变更为休闲游戏业务，捕鱼、斗地主、Bingo 等细分品类占据头部地位。2017-2019 年公司通过连续收购完成成蹊科技 100%控股（旗下鱼丸平台提供十余款捕鱼类产品，近年为国内细分市场 Top3）、大鱼竞技 51%控股（旗下 Bingo 类产品海外表现突出，近年为海外细分市场 TOP3），2019 年公司游戏业务收入占比接近 60%，已成为绝对主业，传统纸质扑克牌业务保持稳定业绩贡献。

2020 年公司发力斗地主新品类，由字节跳动旗下游戏发行平台 Ohayoo 独家代理的《小美斗地主》成为春节档黑马，在 iOS 免费榜连续霸榜 10 天。我们认为公司作为率先拥抱头条系的游戏 CP，已在素材制作、投放优化及买量规模上建立起一定壁垒，其创新性的广告变现+快速导量模式得到验证，未来有望在捕鱼、麻将、Bingo、Solitaire、Slots 等品类中实现矩阵化复制。

■受益于头条系成长红利，公司休闲游戏与营销业务有望持续放大规模。公司休闲游戏与营销业务层层递进、逐步拓展，均借“头条系”顺势发力。第一步，完善休闲游戏领域六大细分品类布局。第二步，国内外市场布局协同共振。具体可体现为：1) 公司内部协同，同一产品在国内外两大市场均进行买量分发，复用海内外发行网络等；2) 借助于字节跳动的全球快速扩张，进一步强化海外变现能力。第三步，将游戏买量能力及经验延伸至营销业务，减少营销业务买量端的初始投入、优化提升投放效果，相当于进行再次变现。

■“游戏+营销”双核驱动，看好游戏业务稳定性与营销业务成长弹性。游戏业务部分，预计将实现稳定增长。目前国内外休闲游戏市场的竞争格局仍较为分散：1) 国内市场：国内游戏大厂过去几年一直较为偏重中重度游戏品类，中小游戏厂商在休闲游戏市场有较大生存空间，公司已成为国内休闲游戏一线厂商。2) 国外市场：休闲游戏市场已经形成了以 Voodoo、Playtika 为主的几大龙头，其长生命周期产品以完善的运营、经过验证的核心玩法持续占据市场重要地位，公司产品主要以 Bingo、Solitaire 等细分品类逐一突破。

快速切入 MCN，新兴赛道高速增长中。2019 年以来公司陆续布局芦鸣网络、构美等互联网营销新生势力。其中芦鸣网络主要以信息流广告营销为核心，对接“头条、快手系”平台为客户提供一站式专业营销服务，旗下星图团队核心成员出身头条系，品牌合作客户包括微信保险、众安保险、网易严选、花西子、王饱饱等，2019 年实现扣非净利润 2050 万元。构美目前为淘宝直播头部 MCN 机构与品牌全渠道人货匹配平

## 公司深度分析

证券研究报告

传媒互联网

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价：**40.63 元**  
 股价 (2020-05-29) **29.36 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	11,742.61
流通市值 (百万元)	7,934.01
总股本 (百万股)	399.95
流通股本 (百万股)	270.23
12 个月价格区间	9.26/44.10 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.14	-13.93	148.86
绝对收益	9.15	-17.53	176.51

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001  
 jiaojuan@essence.com.cn  
 021-35082012

### 相关报告

台，2019 年 GMV 超过 30 亿元。我们认为目前 MCN 行业整体仍处于入局阶段，各入局方优势界定尚未清晰，公司具备买量能力积累及平台背景加持双重优势，有望显著受益于短视频产业链成长红利。

■**投资建议：**公司借势头条系，休闲游戏与营销业务规模均有望快速放大。我们认为公司业绩具备较高弹性，看好其在国内外休闲游戏市场的协同效应与 MCN 板块的成长潜力。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 11.45 亿元、8.08 亿元、10.23 亿元，对应 EPS 分别为 2.86 元、2.02 元、2.56 元，我们给予 2020 年 25X 估值，对应 6 个月目标价 40.63 元（以扣非净利润 6.5 亿元计算），维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**行业监管政策变化，新产品研发进度不达预期，平台方合作政策变化，海外市场拓展不达预期、公司治理风险等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	943.7	1,736.6	2,918.0	3,929.7	4,883.8
净利润	129.7	344.8	1,144.7	807.9	1,023.4
每股收益(元)	0.32	0.86	2.86	2.02	2.56
每股净资产(元)	4.50	3.73	6.66	8.07	9.86

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	90.5	34.0	10.3	14.5	11.5
市净率(倍)	6.5	7.9	4.4	3.6	3.0
净利润率	13.7%	19.9%	39.2%	20.6%	21.0%
净资产收益率	7.2%	23.1%	43.0%	25.0%	26.0%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	2.1%	2.6%
ROIC	14.7%	24.2%	94.8%	46.2%	76.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

1. 姚记科技：从扑克牌龙头到休闲游戏之王的华丽转身	5
1.1. 历史沿革：基本盘已顺利变更，休闲游戏为核心主业	5
1.2. 股权结构：姚氏家族为实控人，重要子公司创始人及高管利益协同一致	5
1.3. 财务状况：业绩进入高增长轨道，营收及利润率同步提升	6
2. 顺势发力：借力头条系，休闲游戏快速放大规模	7
2.1. 聚焦休闲游戏赛道，布局六大细分品类	7
2.1.1. 头条系短视频新生流量崛起，高度契合休闲游戏推广	7
2.1.2. 率先拥抱新生流量，买量优势已初步形成	9
2.1.3. 《小美斗地主》异军突起，广告变现+快速导量模式得到验证	11
2.1.3.1. 创新激励广告变现模式，变现能力与用户时长均优于同类竞品。	11
2.1.3.2. 借助字节跳动流量体系及发行优势，瞬时出圈打造全网高热度	12
2.1.3.3. 该模式有望全面应用于公司休闲游戏产品矩阵	13
2.2. 国内外市场协同共振，放大休闲游戏买量优势	13
2.2.1. 国内：成蹊科技深耕捕鱼游戏，研发、推广、运营三端发力	13
2.2.2. 国外：大鱼竞技占领 Bingo 市场领先地位，拳头产品预期长期稳健	15
2.2.3. 协同：产品分发全球化，复用国内外发行网络	16
2.2.3.1. 借势字节跳动扩张策略进一步打通自研产品出海	16
2.2.3.2. 成蹊科技与大鱼竞技本身可实现交叉销售与业务协同	18
2.2.3.3. 国内外休闲游戏市场集中度均不高，公司有望把握机遇迅速扩张业绩	18
3. 借力发力：延伸买量优势至营销业务，掘金短视频产业链价值	20
3.1. 基于游戏买量能力及优势，入局 MCN 营销	20
3.1.1. 一叶知秋：以游戏推广发展史推演未来整体广告投放趋势	20
3.1.2. 他山之石：以长视频发展史映射短视频产业链竞争格局演变	21
3.2. MCN 处于入局阶段，背靠头条系有望快速发力	21
3.2.1. MCN 仍处于入局阶段，各入局方绝对优势界定尚不清晰	22
3.2.2. 以短视频内容工厂定位介入营销业务，聚焦产业链中后段服务	22
4. 投资建议	24
5. 风险提示	24

## 图表目录

图 1：公司历史沿革	5
图 2：公司股权结构	6
图 3：公司 2017-2020Q1 营业收入及同比增速	6
图 4：公司 2017-2020Q1 扣非净利润及同比增速	6
图 5：公司 2017-2019 年主营业务收入结构	7
图 6：公司 2017-2020 年扑克牌与游戏业务收入及同比增速	7
图 7：公司 2017-2020Q1 毛利率及扣非净利率	7
图 8：公司 2017-2020Q1 期间费用率	7
图 9：巨量引擎广告产品体系	8
图 10：2019 年抖音活跃用户画像	9

图 11: 2019 年休闲游戏活跃用户画像.....	9
图 12: 《小美斗地主》素材投放.....	10
图 13: 姚记游戏代言人吴孟达.....	10
图 14: 公司 2018Q1-2020Q1 销售费用及销售费用率.....	11
图 15: 《小美斗地主》2020 年 1 月 1 日-5 月 25 日排名趋势.....	11
图 16: 棋牌类游戏玩家“金字塔”结构分布 .....	12
图 17: 《小美斗地主》投放素材媒体分布.....	12
图 18: 《小美斗地主》投放素材今日头条广告位分布 .....	12
图 19: 《小美斗地主》VS《欢乐斗地主》VS《途游斗地主》投放方式对比 .....	13
图 20: 鱼丸游戏平台产品矩阵.....	14
图 21: 现代类游戏公司投放指数 Top5.....	15
图 22: 《鱼丸游戏》主要运营数据 .....	15
图 23: 《姚记捕鱼》主要运营数据 .....	15
图 24: 《Bingo Party》及《BingoScapes》产品标识.....	16
图 25: Ohayoo 平台休闲游戏一览.....	17
图 26: 2019 年全球移动 APP 下载量排名 .....	17
图 27: 2019 年全球发行商下载量排名 .....	17
图 28: 国内外市场产品品类及发行网络互补协同.....	18
图 29: 2013 年 iOS 免费榜及畅销榜 Top10.....	19
图 30: 2020 年 iOS 免费榜及畅销榜 Top10.....	19
图 31: 2018 年全球 Bingo 发行商收入份额占比.....	20
图 32: 2018 年全球 Bingo 发行商下载量份额占比.....	20
图 33: 游戏推广侧重点演变三大阶段.....	21
图 34: 构美人货匹配平台.....	22
图 35: 构美合作品牌项目.....	22
图 36: “花西子”旗舰店抖音账号基础分析 .....	23
图 37: “王饱饱”麦片淘宝直播带货及抖音内容营销 .....	23
表 1: 2019 年 9 月 App Store 下载榜 TOP30 休闲游戏买量情况.....	8
表 2: 鱼丸游戏平台捕鱼游戏均以还原街机玩法为核心卖点.....	14



## 1. 姚记科技：从扑克牌龙头到休闲游戏之王的华丽转身

### 1.1. 历史沿革：基本盘已顺利变更，休闲游戏为核心主业

公司最早设立于 1989 年，2011 年于深交所上市，为 A 股扑克牌第一股；2016 年公司收购万盛达扑克 85% 股权，龙头地位进一步巩固；2018 年开始，公司积极转型线上娱乐，进军休闲游戏领域以寻求业绩增长新动能。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**基本盘已变更，占据休闲游戏一线头部地位。**公司通过持续外延并购加注休闲游戏产业，于 2018 年 3 月、2019 年 4 月分两次完成成蹊科技 100% 股权收购。成蹊科技主营休闲竞技游戏的研发、发行及运营，推出《鱼丸游戏》、《姚记捕鱼》等多款知名捕鱼类游戏，同时积极向斗地主等棋牌游戏品类拓展，其推出的《小美斗地主》于 2020 年春节期间登顶 iOS 免费榜榜首。

2019 年公司通过控股子公司万盛达间接及公司直接合计收购大鱼竞技 51% 股权。大鱼竞技主要面向海外市场研发及发行 Bingo 类游戏，主营产品《Bingo Party》、《Bingo Journey》在海外市场具有较强竞争力。至 2019 年上半年，公司游戏业务收入超越扑克牌业务，休闲游戏业务成为公司核心主业。

**布局互联网营销，持续扩大业务版图。**2019 年，公司对上海芦鸣网络科技有限公司增资 3000 万元，持有其 12% 股份。芦鸣网络主要从事互联网营销业务，包括：1) 广告代理。以信息流广告营销为核心，面向头条和快手短视频平台，为客户提供整体策划营销方案及买量优化服务。2) 短视频内容制作。芦鸣旗下星图团队，负责短视频内容孵化，用于品牌组客户服务以及自用变现。公司切入短视频内容制作，目标成为短视频制作中后段服务提供商，并将服务价值转化为广告主资源，最终提升与抖音、快手等平台方议价能力。根据公司公开调研信息，目前已对接客户主要为游戏、金融、消费、电商四大板块，品牌合作客户包括微信保险、众安保险、网易严选、花西子、王饱饱等。根据公司公告信息，2019 年芦鸣网络员工由 20 余人快速成长至 120 人，实现扣非净利润 2050 万元。

根据 36 氪报导，2020 年 3 月，公司跟投直播电商服务机构“构美”，主投方包括华映资本、道合资本等。构美创立 4 年，目前为淘宝直播头部 MCN 机构与品牌全渠道人货匹配平台，2019 年 GMV 超过 30 亿元。本次构美 A 轮总融资金额近亿元，将主要用于流量端、供应链端的拓展和人货匹配平台的研发。

### 1.2. 股权结构：姚氏家族为实控人，重要子公司创始人及高管利益协同一致

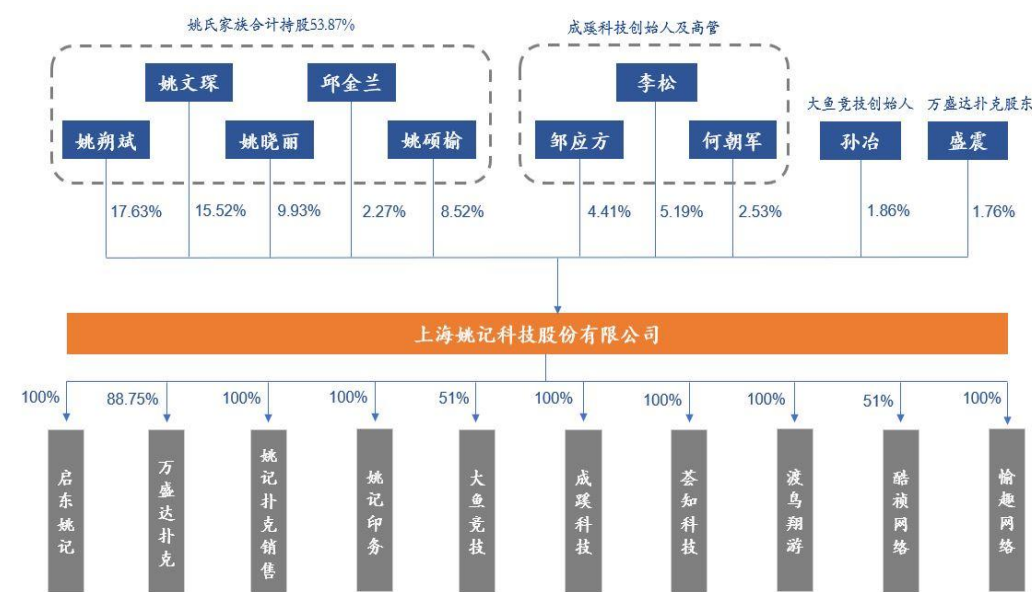
截至 2019 年 12 月 31 日，公司创始人姚文琛及其配偶邱金兰、长子姚朔斌、次子姚硕榆、女儿姚晓丽构成的姚氏家族合计持有公司 53.87% 股份，为公司实际控制人。

**重要子公司创始人与核心高管均为公司前十大股东，与上市公司利益高度协同一致。**公司主

要通过子公司成蹊科技、大鱼竞技、万盛达扑克经营休闲游戏业务及扑克牌业务，截至 2019 年 12 月 31 日，成蹊科技创始人及总经理李松、副总经理邹应方、副总经理何朝军分别持有上市公司股份 5.19%、4.41%、2.53%，大鱼竞技创始人及总经理孙冶持有上市公司股份 1.86%，万盛达扑克股东盛震持有上市公司股份 1.76%。

三轮股票期权激励提升中层管理人员及核心技术（业务）骨干积极性。2018-2020 年，公司连续三年向中层管理人员和核心技术（业务）骨干授予股票期权（激励对象不包括上市公司高管及董事），累计覆盖人数超过 200 人，累计授予期权 1741 万份。公司以股票期权的形式，让有贡献的员工能够共享公司发展的福利，提升公司中层管理人员及核心技术（业务）骨干积极性。

图 2：公司股权结构

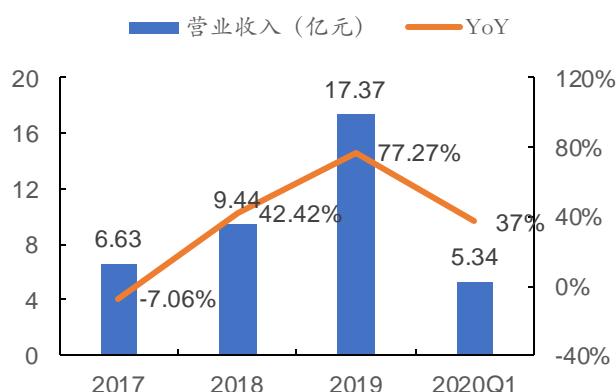


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.3. 财务状况：业绩进入高增长轨道，营收及利润率同步提升

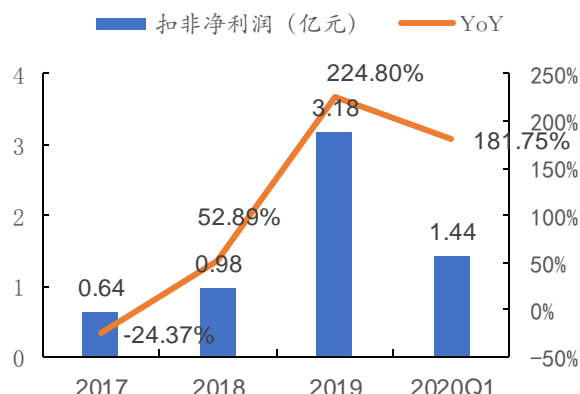
2018 年，公司收购成蹊科技 53.45% 股权、大鱼竞技 25% 股权，营收与扣非净利润分别同增 42.42%、52.89%。2019 年，公司收购成蹊科技剩余 46.55% 股权、大鱼竞技 26% 股权，营收与扣非净利润增长进一步提速，分别同增 77.27%、224.80%。2020Q1，疫情催化“宅经济”兴起，公司实现营业收入 5.34 亿元，扣非净利润 1.44 亿元，分别同增 37%、181.75%。

图 3：公司 2017-2020Q1 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

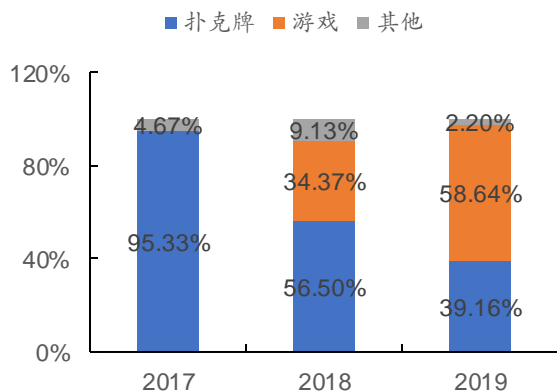
图 4：公司 2017-2020Q1 扣非净利润及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

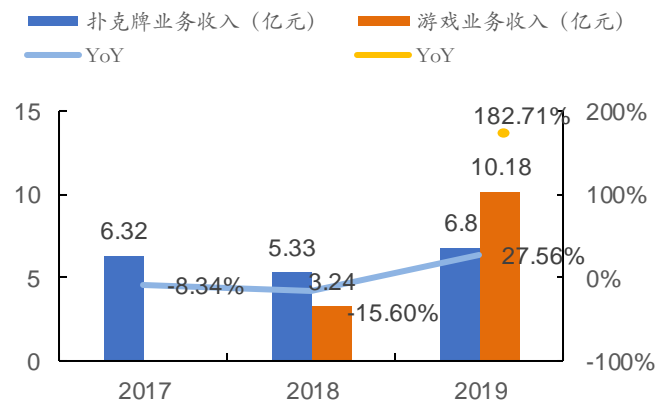
休闲游戏占比逐年提升，扑克牌业务贡献稳定业绩。2019 年公司扑克牌业务与游戏业务分别实现营业收入 6.8 亿，10.18 亿，分别占比 39.16%、58.64%；游戏业务收入首次超越扑克牌。整体来看，公司基本盘变更为以休闲游戏业务为核心主业，同时扑克牌业务持续贡献稳定业绩，2017-2019 年均贡献收入稳定在 6 亿元左右。

图 5：公司 2017-2019 年主营业务收入结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

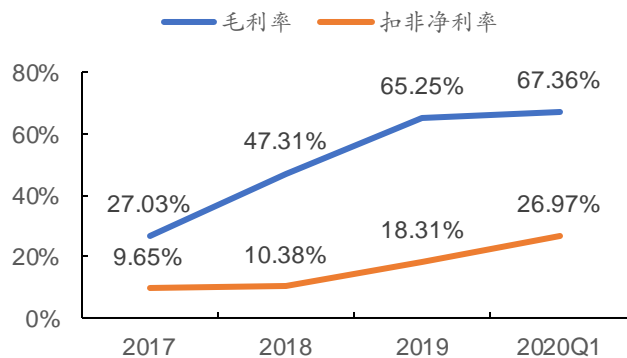
图 6：公司 2017-2020 年扑克牌与游戏业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

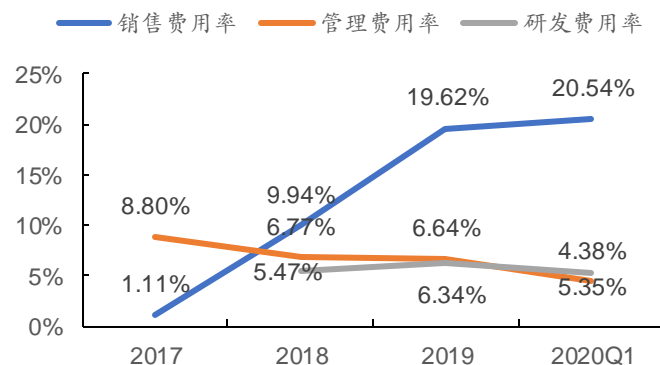
销售费用逐渐趋稳，盈利能力显著提升。2018-2020Q1，得益于高毛利率、高净利率的游戏业务占比提升，公司综合毛利率、扣非净利率显著提升至 67.36%、26.97%。2018-2019 年，公司销售费用率显著增加主要系公司加大游戏买量投入所致，2020Q1，公司买量效率不断提升，买量成本趋于稳定，销售费用率随之趋稳。

图 7：公司 2017-2020Q1 毛利率及扣非净利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：公司 2017-2020Q1 期间费用率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 顺势发力：借力头条系，休闲游戏快速放大规模

### 2.1. 聚焦休闲游戏赛道，布局六大细分品类

#### 2.1.1. 头条系短视频新生流量崛起，高度契合休闲游戏推广

字节跳动以休闲游戏为切入点入局，旗下 Ohayoo 已成为国内最成功的休闲游戏发行商。字节跳动巨量引擎充分利用自身流量优势，通过旗下抖音、火山小视频、今日头条等头部平台引流。巨量引擎以提供自媒体、视频、拍照、社交在一个完善且内卷式的轻娱乐生态圈为亮点，内容创作门槛较低，吸引了巨量的年轻流量，游戏产品本身即可成为内容创作者本身，最大程度享受平台提供的流量红利。

图 9：巨量引擎广告产品体系



资料来源：巨量引擎

据 App Growing 统计数据,2019 年 9 月 App Store 游戏下载榜 Top30 中有 13 款休闲游戏，其中 12 款近三十天在巨量引擎、腾讯广告等平台买量。就投放比重来看，巨量引擎是休闲游戏广告投放的最重要平台，多款头部游戏包括《音跃球球》、《我的小家》等投放比重达 90%。

表 1：2019 年 9 月 App Store 下载榜 TOP30 休闲游戏买量情况

排名	游戏名	累计排重后广告数	主要投放平台	
1	《弓箭传说》	904	巨量引擎	60.18%
			UnityAds	14.49%
			Vungle	14.49%
3	《音跃球球》	2448	巨量引擎	98.41%
			腾讯广告	1.55%
			快手	0.04%
4	《我的小家》	5136	巨量引擎	97.14%
			腾讯广告	2.16%
			快手	0.41%
5	《花花惹不起》	765	巨量引擎	92.16%
			腾讯广告	7.84%
11	《暴走大侠》	275	巨量引擎	88.00%
			腾讯广告	12.00%
16	《僵尸榨汁机》	1877	巨量引擎	97.66%
			腾讯广告	2.18%
17	《开心消消乐》	48	巨量引擎	87.50%
			腾讯广告	10.42%
			爱奇艺	2.08%
19	《全民弹弹弹》	366	巨量引擎	100.00%
24	《僵尸射手》	1000	巨量引擎	99.20%
			腾讯广告	0.80%
28	《愤怒的小鸟 2》	15	巨量引擎	93.33%
			Vungle	6.67%
29	《全民消砖块》	3882	巨量引擎	97.94%
			腾讯广告	1.03%
30	《猫和老鼠》	16	巨量引擎	68.75%
			360 点睛	12.50%
			百度百通	12.50%

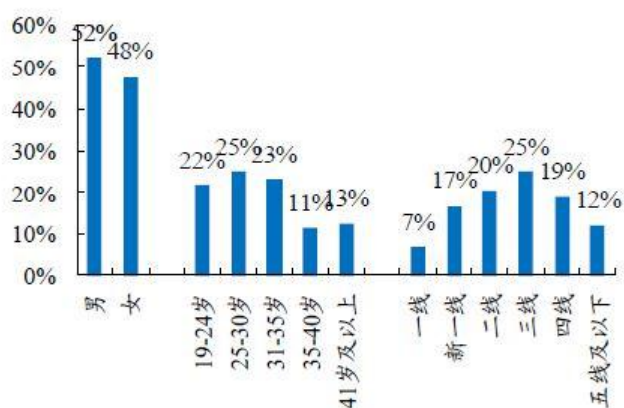
资料来源：App Growing，安信证券研究中心



抖音与休闲游戏用户画像高度契合,为休闲游戏导量得天独厚。根据 Quest Mobile 数据显示,2019 年抖音活跃用户画像为 19-35 岁的年轻人以及二至四线城市用户,2019 年休闲游戏活跃用户画像为 19-35 岁年轻人以及一至三线城市用户,二者显现出高度重合。

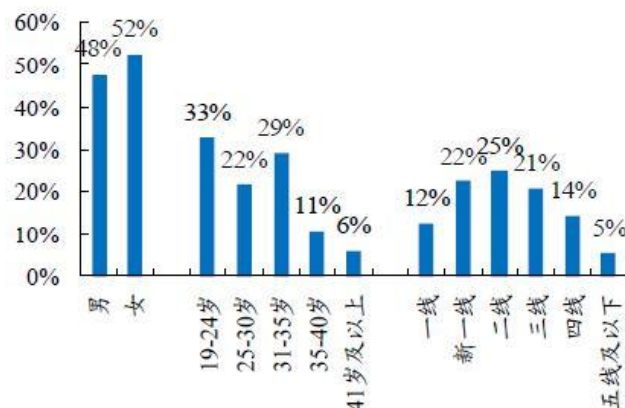
短视频平台作为内容分发市场,适合包括影视、音乐、游戏在内的诸多内容领域,而其中游戏收益的饱满度是内容领域中最高的,主要有两大原因:1) 短视频原生内容在时长、内容展示、创意性方面与游戏广告更贴合;2) 是短视频广告内置跳转链接可以指向游戏本体,与游戏买量最为看重的 LTV 数值直接挂钩。

图 10: 2019 年抖音活跃用户画像



资料来源: Quest Mobile, 安信证券研究中心

图 11: 2019 年休闲游戏活跃用户画像



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

### 2.1.2. 率先拥抱新生流量, 买量优势已初步形成

公司是行业内最早在抖音、头条等字节系流量平台买量的游戏厂商之一。公司产品已于巨量引擎规模化买量, 尤其是基于自身休闲游戏产品调性于短视频平台针对下沉市场精准投放广告、持续加大买量力度。公司已于买量策略及买量规模上形成优势:

#### 买量策略优势: 素材储备丰富, 优化能力突出

决定买量策略竞争力的有两大核心因素: 1) 素材制作能力越强大、储备量越丰富, 广告投放效果越好。买量需要有强大的素材制作能力、驱动能力和产出效率支撑。短视频兴起之后, 不同于图文时代, 短视频素材更为复杂, 制作流程包括短视频拍摄、剪辑、甚至编导、剧情等。短视频素材储备量要充足, 才能支撑较好的投放效果。以《小美斗地主》为例, 上线当天投放超过 1000+份素材。2) 素材优化能力越突出, 广告投放效果越好。从数据能力考虑, 优化主要体现在对每一份广告素材带来的边际变化, 包括新增留存、转化、成本等数据进行分析。以《小美斗地主》为例, 平均一天需要分析的上传素材达到 300 份, 通过回传的广告数据分析, 倒逼素材优化, 最终呈现出的广告效果是经过数据验证且已完成优化的广告素材。

布局产业链上下游, 加强大数据算法推荐逻辑理解。2019 年公司参投芦鸣网络, 其作为抖音头部营销代理公司, 具有强大的短视频内容制作能力, 在长期投放过程中积累大量数据持续优化广告素材投放效果, 对算法推荐逻辑理解深刻。同年, 公司与上海市保安服务(集团)、宁波润润合伙企业共同投资设立上海新天民信息科技有限公司, 公司持股比例 23%, 其主要从事大数据基础设施领域的技术开发。公司聚焦国内外移动休闲竞技游戏业务的发展, 积极布局互联网广告大数据等领域, 通过大数据分析精准投放广告, 初步形成产业链的雏形。

图 12:《小美斗地主》素材投放



资料来源：抖音

### 买量规模优势：加大买量端投入，规模效应凸显

买量端持续加大投入，筑高休闲竞技产品竞争壁垒。2018-2019 年，公司持续加强买量端的技术投入，自研出智能化投放平台覆盖主流媒体渠道，从前端的广告转化到后端的 LTV 跟踪进行实时跟进，对买量策略进行不断迭代最终大幅提高投放效率。同时公司加大了整合营销投入，通过选择与产品内涵相契合的代言人吴孟达，逐步打造游戏产品的 IP 化、品牌化。

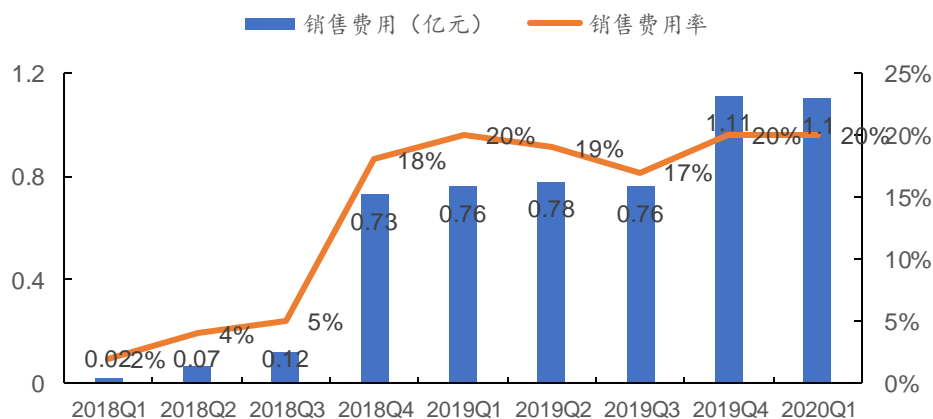
图 13: 姚记游戏代言人吴孟达



资料来源：姚记扑克微信公众号

规模效应明显，销售费用率稳定在 17-20% 水平。2018Q4-2020Q1，公司销售费用率整体保持平稳，买量回报效率较高。2019Q4-2020Q1，买量成本值绝对上浮主要系：1) 春节档普遍受游戏厂商重视，休闲类游戏尤为契合春节阖家欢乐氛围，历来为公司重点投放期；2) 受疫情影响，20Q1 期间线上营销行业整体热度较高，流量成本有一定上升；3) 公司新产品《小美斗地主》于 19Q4 开始买量试运营，2020 年 1 月正式上线，期间相关投入较大。

图 14：公司 2018Q1-2020Q1 销售费用及销售费用率

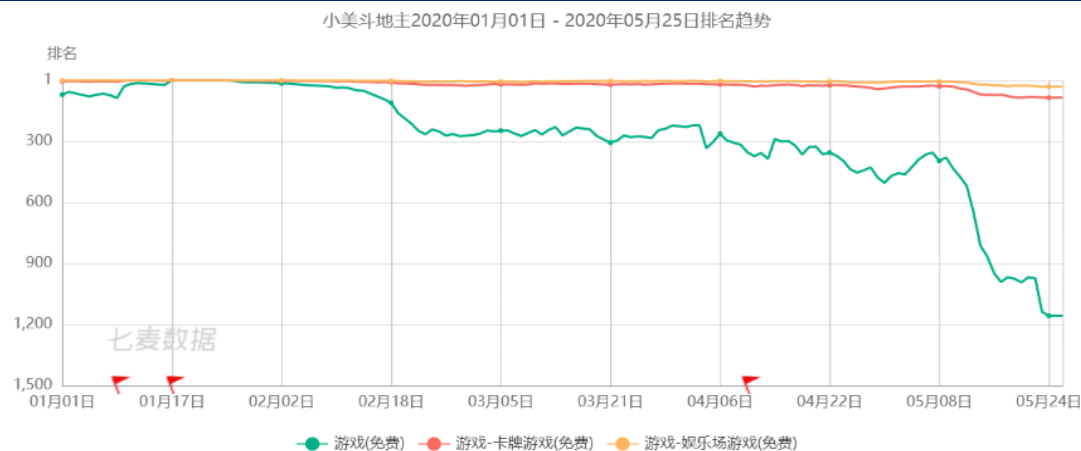


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 2.1.3. 《小美斗地主》异军突起，广告变现+快速导量模式得到验证

《小美斗地主》由公司全资子公司成蹊科技自主研发，Ohayoo 独家代理，历时 9 个月更迭 10 版于 2020 年春节档正式上线，连续 10 天登上 iOS 免费榜排名第一，成为棋牌类游戏黑马。作为字节跳动流量池中唯一一款棋牌类游戏，《小美斗地主》充分得益于头条系流量红利，最大程度扩展了游戏的受众面。以《小美斗地主》为例，我们探讨字节跳动独代的助力作用。

图 15：《小美斗地主》2020 年 1 月 1 日-5 月 25 日排名趋势



资料来源：七麦数据

#### 2.1.3.1. 创新激励广告变现模式，变现能力与用户时长均优于同类竞品。

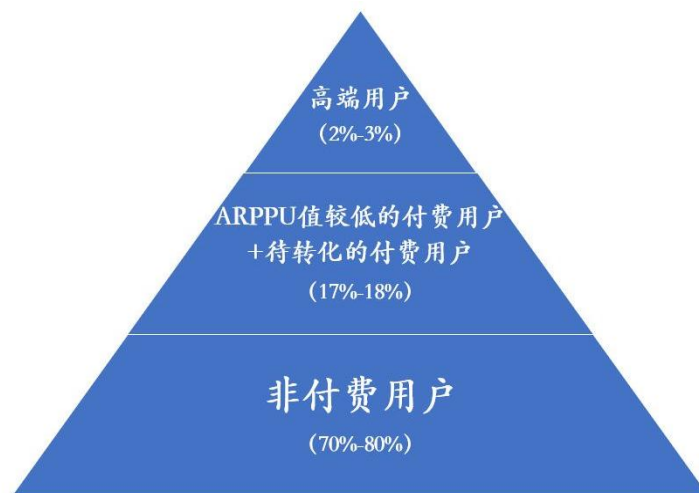
《小美斗地主》是市场上第一款完全依靠激励视频广告为变现模式的棋牌游戏，对玩家而言是完全免费的设计。完全依靠激励广告变现的盈利模式赋予了《小美斗地主》以下两点优势：

1) 与头部竞品《欢乐斗地主》产生差异化，突围高集中度赛道。传统的棋牌游戏倚重游戏内购，如《欢乐斗地主》、《天天斗地主》等市占率较高的斗地主游戏均采用“付费购买金币/欢乐豆—消耗金币/欢乐豆开局游戏—胜利奖励欢乐豆、失败一无所获”的游戏内设计。《小美斗地主》在研发初期以内购的思路设计产品，而与 Ohayoo 达成合作后基于 Ohayoo 提供的大量休闲游戏变现数据模型，最终决定以激励广告变现的思路改版产品。无内购设计使得《小美斗地主》有别于市场上其他斗地主游戏，在同质化严重的棋牌细分品类形成一定差异化壁垒，得以成功突围。



2) 触达更多基石玩家，用户时长延长，变现能力增强。传统棋牌的付费依托于 2%-3% 的金字塔顶的高端玩家。而《小美斗地主》激励视频的变现模式，则是依托更广大的“基石玩家”，旨在让 70-80% 用户共同参与到激励视频的模式中，以帮助游戏更健康与良性的生长。在传统的以内购设计为主的斗地主游戏中，70%-80% 的非付费玩家会在金币消耗完毕后离开游戏；而在广告变现的斗地主游戏中，这部分玩家有很大概率会选择观看广告以继续游戏，用户时长提升最终会传导成广告收入的增加。《小美斗地主》制作人黄福泉接受游戏陀螺垂直媒体采访时表示，《小美斗地主》收入表现约高出同类内购产品 4~5 倍，玩家平均在线时长则高出普通棋牌游戏 30%-40%。

图 16：棋牌类游戏玩家“金字塔”结构分布



资料来源：Ohayoo，安信证券研究中心

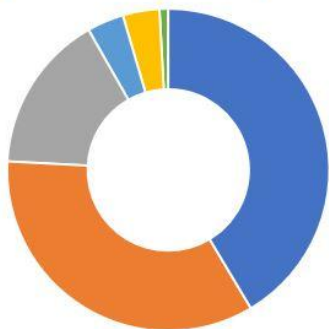
#### 2.1.3.2. 借助字节跳动流量体系及发行优势，瞬时出圈打造全网高热度

作为字节跳动首款独代的棋牌麻将类游戏，头条系为《小美斗地主》导量的方式包括：

1) 短视频铺量，快速引发全网热度并在视频后提供下载包。根据 DataEye 数据显示，《小美斗地主》共投放了 1558 组广告素材，其中 1481 组为春节前新增。素材中以抖音、今日头条及西瓜视频投放量最多，其中抖音 549 组新增素材，今日头条 528 组，西瓜视频 422 组。不同于腾讯《欢乐斗地主》、途游《天天斗地主》等老牌斗地主游戏的投放策略，《小美斗地主》主要在各大短视频平台投放，素材以短视频为主，其中以抖音平台的投放为核心发力点。在抖音平台《小美斗地主》相关话题的多达 1388 个短视频中累计完成了 1.6 亿次播放。

图 17：《小美斗地主》投放素材媒体分布

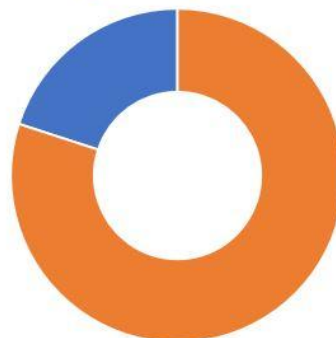
■ 抖音 ■ 今日头条 ■ 西瓜视频 ■ 火山小视频 ■ 穿山甲联盟 ■ 皮皮虾



资料来源：DataEye，安信证券研究中心

图 18：《小美斗地主》投放素材今日头条广告位分布

■ 信息流广告 ■ 新闻页广告



资料来源：DataEye，安信证券研究中心

图 19:《小美斗地主》VS《欢乐斗地主》VS《途游斗地主》投放方式对比

产品信息	 小美斗地主	 欢乐斗地主	 途游斗地主
投放素材总数	1730	683	172
图片素材总数	514	658	111
视频素材数	1216	25	61
GIF素材数	0	13	0
近30天主推公司	上海姚际信息科技有限公司	北京搜狗信息服务有限公司	在线途游(北京)科技有限公司
联运公司数	3	8	2
开始投放时间	2019/5/3	2017/9/19	2017/10/26
最新投放时间	2020/1/20	2019/12/29	2020/1/20
持续投放天数	263	832	817
投放媒体数	7	28	10
近7天投放媒体Top5			
投放广告位数	19	46	20

资料来源: DataEye, 安信证券研究中心

2) 现金激励吸量, 快速拉升用户参与感与亲友传播度。《小美斗地主》起量的另一重要原因在于抖音的春节运营活动“集卡分 5 亿”, 在此活动中, 通过与支付宝相类似的集卡环节, 用户可以获得总奖金亿元的分红活动。在增加抽卡次数的任务池中, 就有着除夕字节跳动系 APP 联动以外的下载推广任务, 《小美斗地主》就曾位列其中。借助抖音“集卡分 5 亿”的现金激励, 《小美斗地主》顺利“收割”一波用户。

### 2.1.3.3. 该模式有望全面应用于公司休闲游戏产品矩阵

激励视频是在视频化广告时代最佳变现产品之一, 用户、开发者、广告主三方均受益。激励广告变现模式的核心是开发者通过广告来平衡收益, 再将部分利润以产品内激励的形式分享非愿看广告的用户, 例如观看视频后获得原本需要花钱充值购买的道具等。在这样实际的激励形式下, 用户的体验由强制被播放广告变为获取更多权益的机会, 极大提升了对产品的满意度。激励视频模式适用于签到, 福利, 应用内游戏等多种激励场景, 对用户通过广告观看获得更多产品内权益, 开发者获得更高 CPM 收益和产品满意度, 而广告主也能更高效地获取质量最佳的用户, 深度转化几率得以提升。根据穿山甲投放数据, 激励视频点击率 4 倍高于其他产品形态, 转化率 3.6 倍高于其他产品。

我们认为这一激励广告变现模式具有可复制性和可迁移性。一方面, 公司可以基于对游戏内激励点设计的了解将激励广告付费模式迁移至旗下其他休闲游戏。另一方面, 公司可以基于激励广告变现模式的思路储备新产品。公司休闲游戏赛道聚焦六大细分品类: 国内市场布局棋牌, 麻将、捕鱼; 国外市场布局 Bingo, Solitaire, Slots, 上述六大品类可统称为偏工具属性的长线产品。基于广告变现模式的特性, 结合自身擅长赛道, 我们预计公司未来将进一步将激励广告付费拓展至其他细分品类。

## 2.2. 国内外市场协同共振, 放大休闲游戏买量优势

### 2.2.1. 国内: 成蹊科技深耕捕鱼游戏, 研发、推广、运营三端发力

鱼丸游戏平台是公司全资子公司成蹊科技旗下主营捕鱼类游戏及棋牌类游戏的垂直休闲产品聚合平台, 鱼丸游戏平台运营的捕鱼类游戏包括《姚记捕鱼》、《鱼丸深海狂鲨》、《捕鱼大侠》、《指尖捕鱼》、《鱼丸捕鱼大作战》等。成蹊科技深耕捕鱼游戏领域多年, 一方面基于短视频平台针对下沉市场精准投放、加大买量力度, 提升 DAU; 另一方面通过产品不断迭代优化、深度运营用户, 提升付费率和 ARPPU 值, 驱动流水持续增长。根据公司收购公告, 成



蹊科技 2018-2021 年的业绩承诺分别为不低于 1 亿元、1.2 亿元、1.4 亿元、1.6 亿元，2018 年成蹊科技实现净利润 1.29 亿元，2019 年上半年成蹊科技未经审计的扣非净利润为 1.87 亿元，仅用半年时间超额完成 2019 年业绩承诺。

**捕鱼类游戏系街机移植，核心玩法已被验证，受众广泛且创收能力强。**捕鱼类游戏最早起源于街机，后经过 PC、页游时代移植到移动端，其核心玩法为“消费金币—发射炮弹—以未知的概率命中目标鱼—获得金币奖励或者一无所获”。捕鱼类游戏受众广泛，主要存在两方面原因：一方面相比 RPG、MOBA、SLG 游戏，捕鱼类游戏操作简单易上手，另一方面作为街机游戏，捕鱼游戏竞技性强，能够勾起玩家的胜负欲从而对游戏产生粘性。

同时，捕鱼类游戏的玩家经过线下街机游戏的培育，一般已经养成付费习惯。捕鱼类游戏的付费率和 ARPPU 值通常高于超休闲游戏，具有良好的创收能力。从推广方式来看，捕鱼类游戏是众多的安卓渠道推荐位的常客，且在许多移动广告投放平台上也常常看到捕鱼类产品与众多高 ARPPU 值的 ARPG 游戏竞价投放，参照目前市场上昂贵的推荐广告位单价和竞价用户成本，均从侧面印证了捕鱼类游戏产品强大的创收能力。

### 研发、推广、运营三端发力，构建捕鱼类产品核心竞争力。

1) 研发端：以还原街机游戏为卖点，差异化布局捕鱼类产品矩阵。公司研发的捕鱼游戏既具备街机和头部捕鱼游戏常见玩法与核心技术，具有经典模式、千炮模式、弹头专场以及开心炸模式，并打造炫目技能、场景特效及节奏感音效；同时加入自研微创新，特色玩法如剧情闯关玩法、全新 BOSS、特殊鱼潮及鱼阵等，满足玩家的差异化需求。此外，公司率先推出竖版捕鱼类产品，玩家可以通过上下滑动进入不同游戏界面，摆脱横屏双手操作的游戏模式，便于单手操作。

图 20：鱼丸游戏平台产品矩阵



资料来源：鱼丸游戏平台，安信证券研究中心

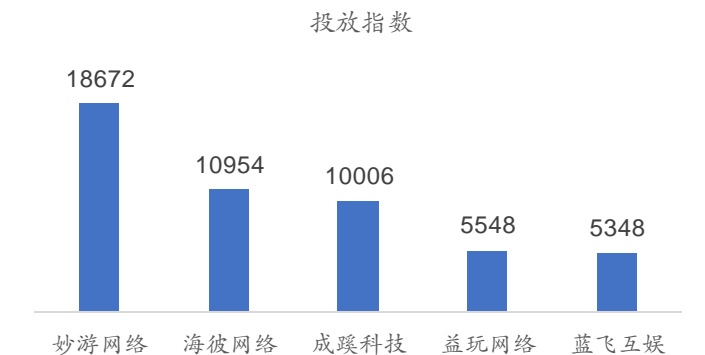
表 2：鱼丸游戏平台捕鱼游戏均以还原街机玩法为核心卖点

游戏名称	核心玩法
《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，附加各种趣味性真人配音。特色玩法包括：一网打尽、大三元、大四喜，全屏秒杀，精彩特效震。
《姚记捕鱼》	一款街机捕鱼为核心技术移植的休闲捕鱼游戏，具有炫目的技能及场景特效，搭配得宜的配乐音效，玩法包括气势磅礴的海王，各式 BOSS、特殊鱼潮及多种鱼阵。
《鱼丸捕鱼大作战》	超人气街机经典移植游戏，核心玩法包括捕鱼赚金币、大 BOSS 排行战、VIP 永久解锁场景，无需注册学习，直接获取金币。
《鱼丸深海狂鲨》	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；倍率成长全面改革，炮号+倍率双重刺激享受。
《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。此外，丰富了更多游戏场景和社交玩法，可进行多人联网捕鱼游戏。

资料来源：鱼丸游戏平台，安信证券研究中心

2) 推广端：基于抖音、快手等短视频平台针对下沉市场精准买量。捕鱼类游戏流水的增长与买量规模正相关明显，成蹊科技是最早通过信息流广告为捕鱼游戏买量的发行商之一，通过在抖音、快手等短视频平台和字节跳动系流量平台大规模买量，且随短视频在下沉市场的推广，精准获取大量 3-6 线城市目标受众，实现注册用户和 DAU 的快速增长。根据 DataEye《2019 移动游戏全年买量白皮书》，成蹊科技买量投放指数位列现代类游戏公司 Top3。

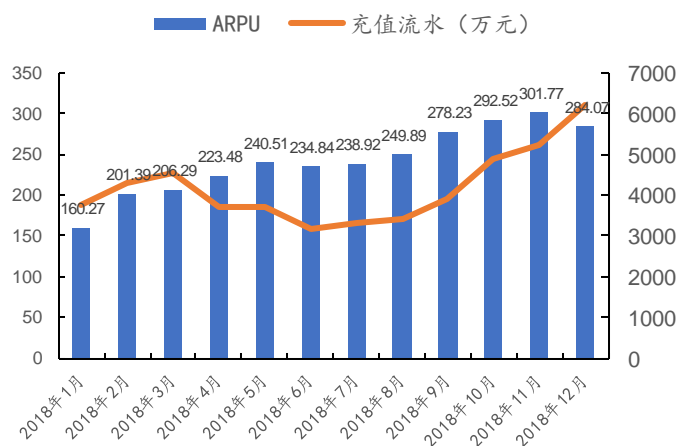
图 21：现代类游戏公司投放指数 Top5



资料来源：DataEye，安信证券研究中心

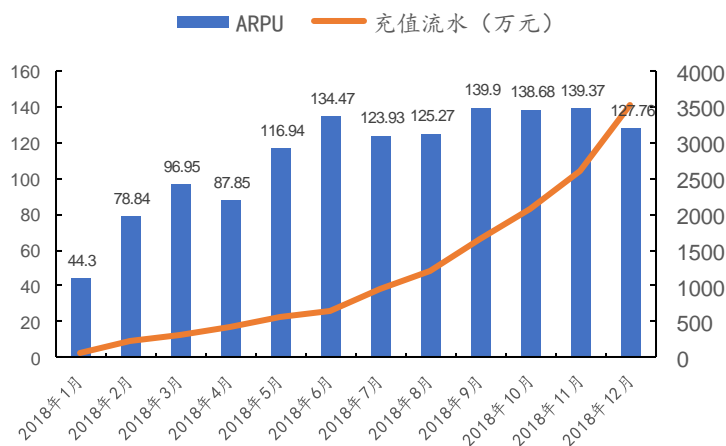
3) 运营端：精细化运营，提升付费率及 ARPPU 值。公司旗下捕鱼类产品版本更迭频繁，如《姚记捕鱼》2019 年版本累计更迭近 10 次，对付费点深入挖掘，产品付费率及 ARPPU 值稳步提升。线上活动之外，公司提供丰厚的实物福利及线下活动。实物福利方面，近期实物福利活动包括女神节抽奖华为 5G 手机，情人节发放现金红包，春节抽奖扑克牌、窗花等年货；线下活动方面，通过定期举办真人捕鱼比赛，捕鱼大奖赛等聚集人气、增加关注。根据公司公告显示，截至 2018 年 12 月，《鱼丸游戏》、《姚记捕鱼》的 ARPU 值分别为 284.07 元、127.76 元，月充值流水分别达 6214 万元、3514 万元。

图 22：《鱼丸游戏》主要运营数据



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 23：《姚记捕鱼》主要运营数据



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2.2.2. 国外：大鱼竞技占领 Bingo 市场领先地位，拳头产品预期长期稳健

抢滩海外 Bingo 游戏市场，两款拳头产品成功占领细分赛道。北京大鱼竞技(公司持股 51%)成立于 2016 年，主要面向欧美休闲博彩游戏市场专注于 Bingo 品类的研发和运营，两款核心游戏产品《Bingo Party》、《Bingo Journey》(曾用名《Bingo Scapes》)在 Google Play 全球下载量分别超 500 万和 100 万，分别登陆“创收最高”Top2 和“热门免费”Top4，在

海外细分品类同类竞品中具有较强竞争力。

根据白鲸出海数据，2019 年 Bingo 品类 89% 的收入来源于 5 款游戏：《Bingo Blitz》(49%)、《Bingo Bash》(14%)、《Bingo Pop》(10%)、《Bingo Showdown》(10%) 和大鱼竞技旗下的《Bingo Party》(6%)。2019 年，Bingo 游戏下载量保持了 16% 的增长，主要由《Bingo Blitz》、《Bingo Story》、以及大鱼竞技旗下的《Bingo Scapes》的增长推动。2019 年，《Bingo Scapes》通过推出任务系统、活动、增强道具及“Battle Pass”模式脱颖而出，据白鲸出海预测，《Bingo Scapes》有望于 2020 年取代《Bingo Party》，成为市占率 Top5 的 Bingo 游戏。

图 24：《Bingo Party》及《Bingo Scapes》产品标识



资料来源：大鱼竞技官网

预期两款拳头产品生命周期较长，将长期稳定贡献流水。大鱼竞技主营产品《Bingo Party》、《Bingo Journey》上线时间均在 2 年左右，在较短期内跻身 Bingo 游戏头部公司行列，验证了大鱼竞技突出的研发实力以及差异化的推广运营策略，我们预计其未来将持续有突出表现。一方面，对标国外休闲游戏龙头 Playtika，多款游戏包括《Slotomania》、《House of Fun》、《Bingo Blitz》等，均为上线超过 6、7 年仍长期稳居美国 iOS 桌面游戏畅销榜前 10 的长生命周期产品，印证了 Bingo 品类产品较长周期的生命力。另一方面，大鱼竞技 Bingo 游戏本身展现出强劲增长后劲。2020 年，大鱼竞技《Bingo Journey》流水持续增长，根据白鲸数据，截至 3 月 15 日已进入 3 个国家及地区的 Google Play 博彩类游戏畅销榜 Top10，68 个国家及地区 Top100。

### 2.2.3. 协同：产品分发全球化，复用国内外发行网络

#### 2.2.3.1. 借势字节跳动扩张策略进一步打通自研产品出海

Ohayoo 已成为国内休闲游戏发行商霸主。2019 年 1 月 Ohayoo 正式启动休闲游戏发行业务，于 2 月即推出首款流水破亿的爆款休闲手游《消灭病毒》，于 5 月平台日流水突破了千万级。此后，Ohayoo 连续推出多款现象级休闲手游包括《我飞刀玩得贼 6》《我功夫特牛》《我的小家》《皮皮虾传奇》《音跃球球》《宝剑大师》《小美斗地主》等。

以 2019 年 4 月 8 日 iOS 免费榜 Top10 为例，Ohayoo 发行游戏独占 7 席，包括 Top1《旅行串串》、Top2《全民漂移》、Top4《皮皮虾传奇》、Top5《消灭病毒》、Top8《炮打方块》、Top9《早安我的少年》、Top10《火枪英雄》。截至 2020 年 3 月，Ohayoo 累计发行休闲手游 60 多款，月活跃用户数超 8000 万，累计下载量超 5 亿次，开发者累计分成已过亿；据游戏陀螺统计，Ohayoo 平台多款头部游戏产品月流水过亿，超五成游戏流水达千万级。



图 25: Ohayoo 平台休闲游戏一览

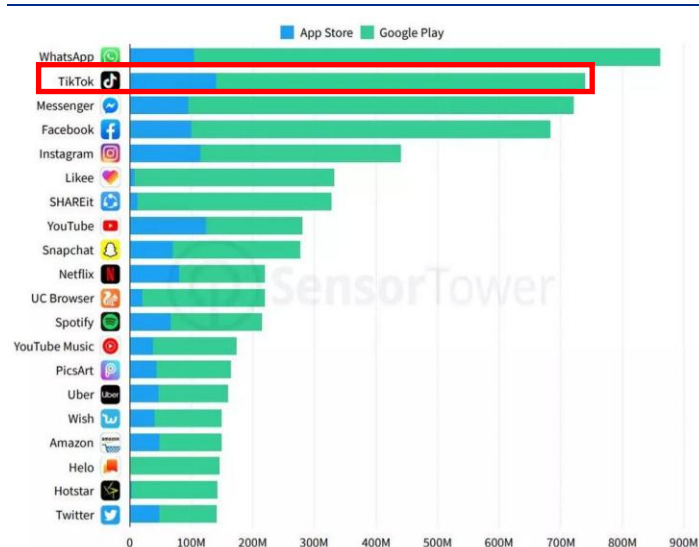


资料来源: Ohayoo, 安信证券研究中心

抖音普及带动字节跳动跃升全球第三大游戏发行商。根据 Sensor Tower 统计数据, Tik Tok (抖音海外版) 2019 年下载量达 7.38 亿次, 超越 Facebook 和 Messenger, 成为仅次于 WhatsApp 的全球下载量第二大的移动应用。2019 年抖音在全球范围内的影响力急速提升, 也直接助力字节跳动首次逆袭“超休闲游戏之王”Voodoo, 成为仅次于 Facebook 和谷歌 2019 全年下载量排行第三的发行商。

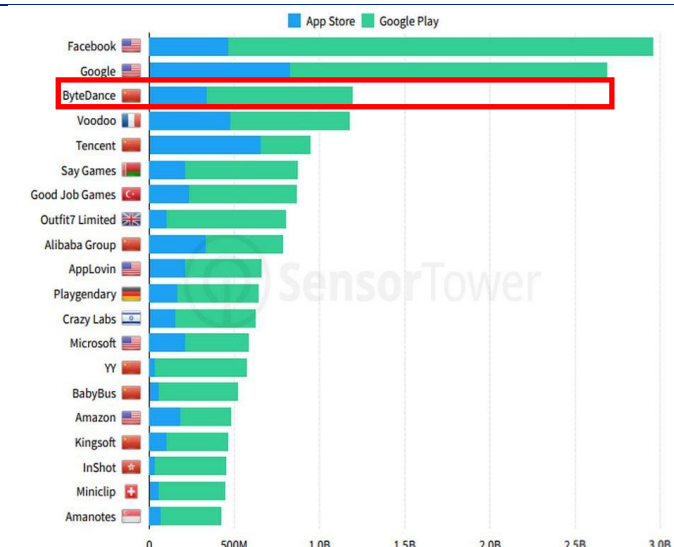
公司产品有望借势实现全球化分发。复盘字节跳动在游戏发行上的成功经验, Ohayoo 得以快速孵化大量成功爆款休闲手游的原因在于: 1) 头条系庞大的流量池的助推; 2) 头条系数据驱动测试调优方式及持续优化的研发策略提高游戏产品成功率; 3) 通过过往产品数据不断积累出对休闲游戏用户群体偏好的理解。2020 年 3 月, Ohayoo 向海外发布首款休闲手游《我功夫特牛》, 并在日本市场首战告捷, 连续一周蝉联免费榜榜首。这也预示着 Ohayoo 向海外发行的市场扩张战略正式开启, 预期 Ohayoo 将把打造出来的精品游戏陆续发行到海外, 进一步加固其在游戏领域的布局。借助 Ohayoo 的海外发行战略, 公司产品有望顺势出海、实现全球化分发。

图 26: 2019 年全球移动 APP 下载量排名



资料来源: Sensor Tower

图 27: 2019 年全球发行商下载量排名

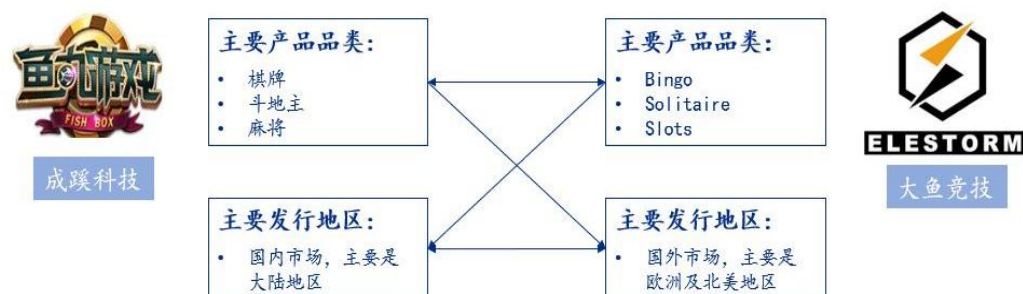


资料来源: Sensor Tower

### 2.2.3.2. 成蹊科技与大鱼竞技本身可实现交叉销售与业务协同

成蹊科技与大鱼竞技在产品品类和发行网络方面具有明显的互补关系。大鱼竞技在长期的海外发行过程中，一方面与全球主流平台 Facebook、Google Play、App Store 等建立了稳定的合作关系；另一方面积累了对于不同地域用户的偏好、文化与消费习惯的深刻认知，能够针对不同发行地区制作本土化的买量素材进行投放。公司借助成蹊科技、大鱼竞技，实现全球化市场高度协同的业务布局，具体来看：1) 产品品类方面，成蹊科技布局的产品品类为棋牌、斗地主、麻将三类；大鱼竞技布局的产品品类为 Bingo、Solitaire、Slots 三类。公司于国内外市场均布局偏工具属性的休闲游戏，目标用户群存在一定程度重合，数据调优及运营策略存在一定相互借鉴的可能性，未来有望进一步加深技术及业务合作、发挥内部协同效应。2) 发行网络方面，成蹊科技主要市场是中国大陆地区，而大鱼竞技主要面向欧洲及北美市场，未来两个市场的休闲产品有望实现交叉销售，如国内棋牌类产品借助大鱼竞技的海外发行网络实现出海，国外 Bingo 产品上线国内成蹊科技鱼丸平台游戏等。

图 28：国内外市场产品品类及发行网络互补协同



资料来源：安信证券研究中心

### 2.2.3.1. 国内外休闲游戏市场集中度均不高，公司有望把握机遇迅速扩张业绩

**1) 国内市场：**国内游戏大厂过去几年一直较为偏重中重度游戏品类，布局休闲游戏的力度不大。中小游戏厂商在休闲游戏市场有较大生存空间，公司为成功布局休闲游戏的中小游戏厂商之一。

**巨头主导下休闲游戏二次流行，但竞争格局已剧变。**腾讯和字节跳动均选择休闲游戏作为布局游戏产业的切入点，并分别于 2013 年、2019 年带动了休闲游戏的流向；然而由于市场环境差异，休闲游戏面临的竞争格局截然不同。

2013 年，腾讯的对手是一代卡牌、中度 RPG，例如《我叫 MT》《大掌门》《时空猎人》《扩散性百万亚瑟王》等产品。因此腾讯的切入点，是大众休闲玩法和流量的组合拳，将少部分用户创造大部分收入的竞争模式，强行拉到用大 DAU+低 ARPPU 形成大规模收入的方向上。借此建立第一步的市场优势。



图 29：2013 年 iOS 免费榜及畅销榜 Top10

免费榜	畅销榜
数据更新时间：2013年09月02日	数据更新时间：2013年09月02日
1  节奏大师 音乐-名 Tencent Technology (Sha... <span>▲13</span>	1  我叫MT Online - 外域之王 角色扮演-名 LOCOJOY,LTD
2  天天皇连萌 游戏-名 Tencent Mobile Games <span>▼1</span>	2  大掌门 角色扮演-名 Air&Mud Studio
3  天天爱消除 益智解谜-名 Tencent Mobile Games <span>▼1</span>	3  部落冲突 (Clash of Clans) 动作游戏-名 Supercell <span>▲1</span>
4  飞机大战 (豪华版) - 王牌模拟... 竞速游戏-名 chen ying <span>▼1</span>	4  天天爱消除 益智解谜-名 Tencent Mobile Games <span>▲1</span>
5  Cut the Rope Original (割绳子) -名 暂无数据 <span>▼1</span>	5  扩散性百万亚瑟王 -名 暂无数据 <span>▼2</span>
6  植物大战僵尸2 策略游戏-名 PopCap <span>▼1</span>	6  武侠Q传 角色扮演-名 Koramgame.com <span>▲1</span>
7  我爱猜对错 聚会游戏-名 Innorz Games <span>▼1</span>	7  天天皇连萌 游戏-名 Tencent Mobile Games <span>▼1</span>
8  雷霆2012: 金属咆哮 -名 暂无数据 <span>▼1</span>	8  乱斗堂 冒险游戏-名 Coco Entertainment
9  逆天仙魔录 角色扮演-名 Xuani Hu <span>▲1</span>	9  植物大战僵尸2 策略游戏-名 PopCap
10  武侠Q传 角色扮演-名 Koramgame.com <span>▲10</span>	10  神仙道(三周年) -名 暂无数据

资料来源：七麦数据

2019-2020 年，字节跳动面临对手均为高度重度化产品，包括《王者荣耀》为代表的大 DAU 强竞技、强操作的产品，《梦幻西游》等经典 IP 的 MMO 类重生态、强付费的产品，以及《剑与远征》等满足特定需求变化的创新型强数值产品。此时字节跳动的切入点，反而成了重度趋势之下，人们得不到的轻量级体验。

图 30：2020 年 iOS 免费榜及畅销榜 Top10

免费榜	畅销榜
数据更新时间：2020年02月17日	数据更新时间：2020年02月17日
1  阳光养猪场 聚会游戏-1名 上海脉芽网络科技有限公司... <span>▲2</span>	1  和平精英 动作游戏-1名 Tencent Mobile Games
2  我功夫特牛 动作游戏-1名 Ohayoo <span>▲2</span>	2  王者荣耀 动作游戏-2名 Tencent Mobile Games
3  和平精英 动作游戏-2名 Tencent Mobile Games <span>▼1</span>	3  剑与远征 - AFK 角色扮演-1名 上海莉莉丝网络
4  欢乐抽钱树 休闲游戏-2名 jialin han <span>▲1</span>	4  三国志: 战略版 策略游戏-4名 Lingxi Games Inc.
5  永恒纪元: 暗影刺客 角色扮演-1名 Horgos Vanguard N... <span>▲5</span>	5  梦幻西游 动作游戏-3名 网易移动游戏
6  脑洞大师 问答游戏-1名 kaixuan li <span>▼3</span>	6  神武4 策略游戏-5名 Guangzhou Duoyi N... <span>▲2</span>
7  王者荣耀 动作游戏-4名 Tencent Mobile Games <span>▼1</span>	7  QQ飞车 动作游戏-4名 Tencent Mobile Games <span>▼1</span>
8  开心点点消: 快乐消除 娱乐场游戏-1名 xuchang you <span>▼1</span>	8  新笑傲江湖 动作游戏-5名 完美世界游戏 <span>▲1</span>
9  是特工就上一百层 休闲游戏-4名 kaixuan li <span>▼1</span>	9  大话西游 角色扮演-5名 网易移动游戏 <span>▲2</span>
10  少年西游记: 春节庆典 角色扮演-2名 Shanghai Youzu Info... <span>▲64</span>	10  梦幻西游三维版 冒险游戏-1名 网易移动游戏 <span>▲3</span>

资料来源：七麦数据

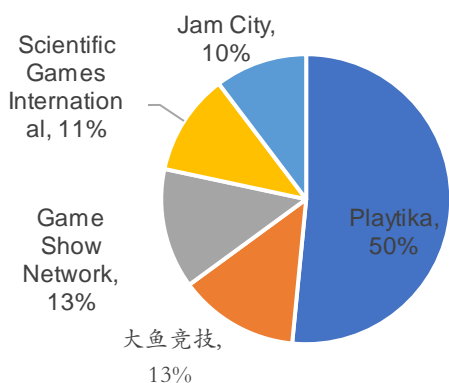
字节跳动以休闲游戏发行入局，一方面，其大规模布局休闲游戏争夺市场份额的过程中给予休闲游戏厂商以流量支持，公司作为休闲游戏厂商将确定性受益。另一方面，基于高度分散的休闲游戏市场竞争格局，公司作为中小游戏 CP 深耕休闲游戏多年，在休闲游戏产品调优、

买量策略及规模、休闲游戏用户偏好数据模型等方面均以建立优势。背靠头条系庞大的流量池，基于自身在休闲游戏领域建立的竞争壁垒，公司休闲游戏业务未来有望快速放大业绩。

**2) 国外市场：**国外市场休闲游戏发展快于国内，已经形成了以 Voodoo、Playtika 为主的几大龙头，其长生命周期产品以完善的运营、经过验证的核心玩法持续占据休闲游戏市场重要地位。公司海外布局的 Bingo、Solitaire、Slots 三大细分品类中，Bingo 产品率先成功突围。

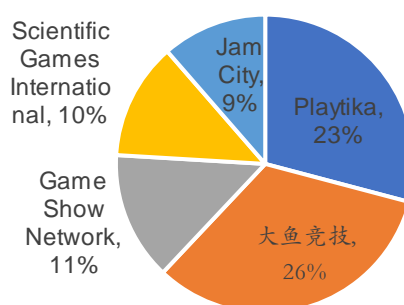
大鱼竞技以 Bingo 产品见长，在海外 Bingo 游戏领域市占率及下载量仅次于 Playtika。根据 CHAINNEWS 数据，2018 年全球营业收入 Top5 的 Bingo 游戏公司中龙头 Playtika 占比 50%，大鱼竞技占比 13%，排名第 2。2018 年全球下载量 Top5 的 Bingo 游戏公司中大鱼竞技的下载量居首位，占比达 26%，Playtika 次之。

图 31：2018 年全球 Bingo 发行商收入份额占比



资料来源：CHAINNEWS，安信证券研究中心

图 32：2018 年全球 Bingo 发行商下载量份额占比



资料来源：CHAINNEWS，安信证券研究中心

### 3. 借力发力：延伸买量优势至营销业务，掘金短视频产业链价值

#### 3.1. 基于游戏买量能力及优势，入局 MCN 营销

公司于游戏买量领域积累的能力及经验，可以复制迁移至整个营销方向，主要原因在于：

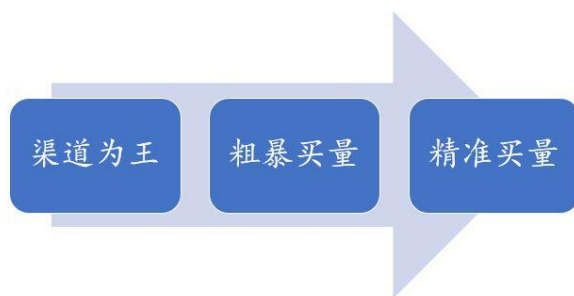
1) 通过游戏买量建立对于用户消费偏好的深刻认知，将数据资产转化为广告价值逻辑通畅。在游戏买量阶段，通过长期的买量投放与买量优化，公司对用户贴的标签越来越精准、细化，同一个用户可能已经被贴上几十至上百个标签，这有利于做其他领域推广时精准高效地找到目标用户。

2) 短视频制作布局中后段，不受题材限制，游戏适用，美妆、食品亦适用。芦鸣网络在游戏买量素材制作上具有丰富经验，同时主要切入的是短视频制作的中后段服务如场景搭建、剪辑制作等，并不受题材的限制，且已经有美妆、食品等跨领域营销成功经验。

##### 3.1.1. 一叶知秋：以游戏推广发展史推演未来整体广告投放趋势

回顾游戏推广发展史，国内游戏推广侧重点演变大致经历三个阶段：1) 渠道为王。流量掌握在各大渠道手里，而渠道的导量模式过多依赖于编辑推荐，而各种游戏渠道的推荐位则常年被少数几家公司所垄断。对于那些缺乏人力和资金的中小型公司来说，即使有好产品也较难获得量。2) 粗暴买量。以广州页游为代表的一批游戏公司开始崛起，游戏不上渠道，完全依靠买量，把原本要分给渠道的 50% 流水直接用来投放广告，最重要的工作就是提升 ROI，优化投入产出比，一方面不断优化广告素材和投放渠道，一方面调优产品提升用户体验，从而降低用户获取成本，提高用户付费率。3) 精准买量。流量红利消退，获客成本不断上升，如何精准触达核心用户、提高转化率成为这一阶段的制胜关键。

图 33：游戏推广侧重点演变三大阶段



资料来源：安信证券研究中心

**精准买量时代，一款产品需要在全投放周期内，根据游戏生命周期不同阶段的特点针对性地制定具体的投放方法：**1) 内测期：需竞价资源全面投放，合约资源下单锁量以实现快速全面放量；2) 稳定期：需保持素材更新、尝试新定向及灵活调整出价以实现稳定的用户供给；3) 衰退期：通过数据分析深度运营等方式挽回流失玩家。

精准买量可以看作是传统买量和内容营销的叠加，在同质化单一买量已无性价比和竞争优势的情况下，提升对于广告素材、定向投放的要求至传统品牌营销的内核高度。第三方流量平台和广告主基于对流量和广告效果的考虑，均期待行业内买量素材的不断创新。精准买量投放使得 cpm 回归重要地位，行业开始关注产品展示的附加价值，以内容为核心的买量市场开始形成。在此阶段，短视频的出现为整体广告形式开辟了新路线，并以丰富集中的内容、极高的覆盖率、高效的转化率获得广告主青睐。

**从游戏推广投放未来发展趋势看，我们推演出未来整体广告投放趋势：**1) 素材结构上，以传统买量+内容营销叠加为主；2) 素材形式上，短视频内容占有重要地位。同时，广告投放趋势的变化引申出对于短视频内容的两大需求：1) 短视频内容的制作需求；2) 短视频内容素材的优化需求。

### 3.1.2. 他山之石：以长视频发展史映射短视频产业链竞争格局演变

**回顾长视频发展史，国内长视频竞争格局的演变大致经历三个阶段：**1) 百团大战。政府联合多部门打击盗版侵权，传统媒体和视频网站围绕正规版权开展争夺，资本密集入场，版权价格水涨船高。2) 三足鼎立。乐视、优酷、土豆先后上市；优酷土豆并购，百度收购 PPS 与爱奇艺合并，苏宁投资 PPTV。网络视频市场份额趋于集中，行业进一步集中，最终形成爱奇艺、腾讯视频、优酷视频三足鼎立的竞争格局。3) 爱优腾芒，四分天下。芒果 TV 崛起入局，与爱优腾四分天下、瓜分了网络视频 90% 以上的市场份额。

爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果 TV 四家视频网站中，爱奇艺、芒果 TV 起步较晚，但凭借领先的综艺及内容制作能力迅速崛起与其他两家齐名，这一过程证明了内容作为核心竞争力之于视频平台的重要性。

**映射长视频竞争格局演变至短视频，我们预测优质短视频内容将成为稀缺资源，受到短视频平台的争夺。**短视频内容制作由于门槛低、来源广而处于高度分散的态势，未来有望迎来一波由平台和头部制作者带领的整合动作，内容走向优质化、规范化的同时制作流程走向工厂化、流程化。从短视频平台目前的竞争格局看，头部短视频制作者尚处于缺位状态，短视频产业链内容制作者这一角色主要由未成规模且分散的 MCN、营销代理公司承担。

### 3.2. MCN 处于入局阶段，背靠头条系有望快速发力



### 3.2.1. MCN 仍处于入局阶段，各入局方绝对优势界定尚不清晰

根据克劳锐《2020 年中国 MCN 行业发展研究白皮书》数据，2019 年中国 MCN 机构数量一举突破 20000+，相较 2018 年增长近 4 倍，远超 2015-2018 年机构数量总和。**入局 MCN 各方包括：**1) 明星等社会个体。明星自带流量优势，在运营及内容制作方面处于相对弱势地位。2) 传统媒体。传统媒体逐步重视 MCN 形态，相关矩阵包括湖南娱乐 “DramaTV” 市场品牌、浙江广电布噜文化、黑龙江广电龙广电 MCN、长沙广电中广天择 MCN 等；传统媒体拥有高效深度的内容以及权威官方辐射度，推广销量及创意方面弱于新媒体营销。3) 企业、品牌主。流量价格逐年上涨背景下，企业及品牌开始积极拥抱网红生态，贝因美、OPPO、一汽丰田等企业均直接成立 MCN 部门；企业、品牌主并不具备营销基因，在市场敏感度及专业度方面不占优势。4) 纯粹 MCN 机构。近年来众多 MCN 机构脱颖而出，公司作为其中之一，入局后深刻理解自身优势在于和平台方的良好合作，并寻求优势的放大。

芦鸣旗下星图团队核心成员来自头条系，对算法规则理解深刻。公司区别于其他 MCN 机构的核心在于和头条系平台的长期合作，深刻理解平台的算法规则及买量规则，在一定的成本限度下最高效率利用平台流量。头条系平台正处于快速扩张期，短视频广告产业链价值不断放大之际，公司作为头条系产业链上密切的合作伙伴，有望接收到更多成规模的代理需求。

公司战略参投淘宝直播头部 MCN 构美，有望深度切入供应链一体化管理。构美为品牌提供 S2B2C 人货匹配平台以及品牌管理、数字营销等解决方案，具备丰富的品牌主资源及营销经验。与构美的深入合作，有利于公司学习借鉴以直播为载体的营销模式，丰富自身作为 MCN 机构营销手段的多样性及竞争力。

图 34：构美人货匹配平台



资料来源：构美官网

图 35：构美合作品牌项目



资料来源：构美官网

### 3.2.2. 以短视频内容工厂定位，退后一步提供产业链中后段服务

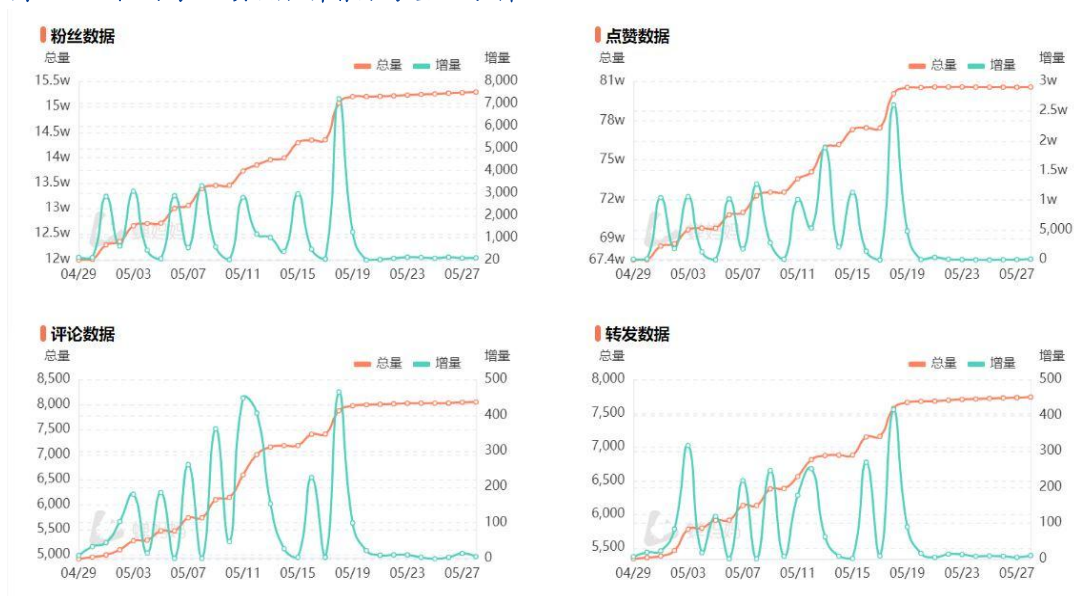
芦鸣网络的成立契机为一方面迎合了短视频的制作与优化需求，另一方面看到了头部短视频内容创作者的缺位。根据公司公开调研信息，芦鸣网络具体业务包括：1) 广告代理。主要为头条和快手的代理业务，利润率相对较低，但有益于培养了短视频制作能力和买量优化能力，助力公司切入短视频制作领域。2) 短视频内容制作。芦鸣网络旗下星图团队主要负责品牌组客户服务以及自产内容，五一期间新增粉丝一百多万，累积粉丝一千多万。短视频内容制作一方面是公司用自制内容做变现的尝试，另一方面优质的短视频内容具有获客价值，在承接效果广告同时也利用其获取品牌广告。

**品牌组客户方面**，芦鸣网络现有品牌组客户可分为四大客户组：1) 游戏。主要提供素材制作及投放优化服务。2) 电商。如网易严选。3) 消费。成功案例有：“花西子”美妆和“王饱饱”麦片，其中“王饱饱”麦片为独家合作代理。4) 金融。如微信保险、众安保险等头

部保险公司。自产内容方面，公司初步完成抖音号矩阵的搭建，旗下数十个抖音号于春节后开始发力，已达到千万粉丝量级。

**定位短视频内容工厂，聚焦短视频制作中后段服务。**芦鸣网络主要是通过提供短视频制作中后段的服务切入短视频内容制作领域。对标国内电视剧制作工厂华策影视，其包办了电视剧制作的中后台工作，包括场景搭建、剪辑制作等。以华策影视模式为启发，芦鸣网络聚焦短视频制作中后段，向短视频内容制作者提供制作支持服务。芦鸣网络提供中后段服务的目的不在于获得更高的利润率，而在于希望服务价值最终将转换为公司与平台方的议价能力的提升。此外，未来不排除短视频内容需要审核的可能性，芦鸣网络通过退后一步向其他制作者提供服务的方式规避了可能的政策风险。

图 36：“花仙子”旗舰店抖音账号基础分析



资料来源：蝉妈妈

图 37：“王饱饱”麦片淘宝直播带货及抖音内容营销



资料来源：淘宝、抖音



## 4. 投资建议

传统纸质扑克牌业务部分，我们认为将持续贡献稳定业绩，在中长期内保持持平或缓慢下滑态势。其中 2020 年受疫情影响，上半年整体销量预计有较大下滑，从下半年开始逐步回暖。

休闲游戏业务部分，我们认为将保持稳定增长，主要原因为：1) 2020 年受疫情影响，全球线上娱乐趋势明显，公司国内国外布局充分，预计将持续受益；2) 公司积极拓展斗地主、麻将、Solitaire、Slots 等新产品，同时更新迭代捕鱼、Bingo 类老产品，整体产品布局完备；3) 公司作为最早一批拥抱互联网新兴流量平台的游戏 CP，已在素材制作、投放、优化等各环节建立起先发优势，有望借势进一步放大规模。

营销业务部分，我们认为具备较强成长潜力，主要原因为：1) 公司由游戏买量延伸至营销非常顺畅，有效降低初期学费；2) MCN 行业整体处在快速发展阶段，各入局方资源禀赋尚未形成显著壁垒，公司把握头条系背景优势，成长速度更快、及介入维度更深。

公司借势头条系，休闲游戏与营销业务规模均有望快速放大。我们认为公司业绩具备较高弹性，看好其在国内外休闲游戏市场的协同效应与 MCN 板块的成长潜力。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 11.45 亿元、8.08 亿元、10.23 亿元，对应 EPS 分别为 2.86 元、2.02 元、2.56 元，我们给予 2020 年 25X 估值，对应 6 个月目标价 40.63 元（以扣非净利润 6.5 亿元计算），维持“买入-A”评级。

## 5. 风险提示

### 行业监管政策变化。

游戏行业受中宣部管辖，关于产品版号申请及产品推广运营中的相关监管政策存在动态变化可能性，从而对公司具体产品运营乃至经营业绩产生影响。

### 新产品研发进度不达预期。

公司自研及代理新产品较多，而游戏本身为项目制，其研发及发行周期存在较大的人为不确定性。

### 平台方合作政策变化。

公司营销业务主要合作平台为头条、抖音、快手、淘宝等。MCN 业务本身发展期较短，合作方式均处在不断探索尝试阶段，合作政策发生变化可能对公司业务拓展造成不利影响。

### 海外市场推广效果不达预期。

公司近年来开始试水海外市场业务，由于海外监管政策、人文环境均与国内差异较大，在产品的前期本地化处理及后期推广中均可能出现水土不服状况，导致成本投入无法产生预期回报。

### 公司治理风险。

公司管理层包括姚氏家族、成蹊科技及大鱼竞技高管等，三者对公司长期发展战略认知存在不一致的可能性。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	943.7	1,736.6	2,918.0	3,929.7	4,883.8	成长性					
减:营业成本	497.3	603.5	1,035.1	1,539.4	1,898.1	营业收入增长率	42.4%	84.0%	68.0%	34.7%	24.3%
营业税费	18.2	15.1	29.4	41.9	55.3	营业利润增长率	106.7%	124.9%	218.7%	-20.5%	22.4%
销售费用	93.8	340.8	590.2	813.4	1,024.8	净利润增长率	68.8%	165.9%	232.0%	-29.4%	26.7%
管理费用	63.8	115.4	202.9	306.0	421.4	EBITDA 增长率	118.0%	135.1%	129.1%	-21.5%	20.3%
财务费用	9.7	24.6	3.0	-26.4	-47.6	EBIT 增长率	184.6%	156.2%	139.5%	-22.3%	21.2%
资产减值损失	4.7	-19.2	-4.5	-6.3	-10.0	NOPLAT 增长率	160.9%	130.1%	208.7%	-26.4%	21.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	39.6%	-21.3%	51.0%	-26.7%	16.0%
投资和汇兑收益	-5.9	-15.1	530.0	4.7	8.2	净资产增长率	14.4%	-16.6%	92.5%	27.6%	26.2%
营业利润	222.1	499.5	1,591.9	1,266.3	1,550.0	利润率					
加:营业外净收支	-0.2	0.8	0.2	0.3	0.4	毛利率	47.3%	65.2%	64.5%	60.8%	61.1%
利润总额	221.9	500.4	1,592.1	1,266.6	1,550.4	营业利润率	23.5%	28.8%	54.6%	32.2%	31.7%
减:所得税	28.9	57.5	162.4	190.0	232.6	净利润率	13.7%	19.9%	39.2%	20.6%	21.0%
净利润	129.7	344.8	1,144.7	807.9	1,023.4	EBITDA/营业收入	32.4%	41.4%	56.5%	32.9%	31.9%
						EBIT/营业收入	27.5%	38.3%	54.7%	31.6%	30.8%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	110	78	43	28	19
货币资金	271.0	505.5	642.0	2,085.3	2,829.5	流动营业资本周转天数	55	-20	17	16	8
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	274	157	173	226	273
应收账款	112.0	152.2	421.2	291.1	571.7	应收账款周转天数	35	27	35	33	32
应收票据	10.7	-	107.2	50.8	61.1	存货周转天数	77	37	51	52	49
预付账款	20.2	6.7	28.0	36.4	39.6	总资产周转天数	880	589	433	413	420
存货	175.8	176.8	642.9	481.5	851.3	投资资本周转天数	629	356	234	181	133
其他流动资产	48.0	32.3	96.8	59.0	62.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.2%	23.1%	43.0%	25.0%	26.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.3%	14.7%	35.7%	21.4%	20.7%
长期股权投资	434.7	293.6	293.6	293.6	293.6	ROIC	14.7%	24.2%	94.8%	46.2%	76.4%
投资性房地产	60.8	82.9	82.9	82.9	82.9	费用率					
固定资产	378.6	374.5	329.5	284.6	239.6	销售费用率	9.9%	19.6%	20.2%	20.7%	21.0%
在建工程	44.4	36.5	36.5	36.5	36.5	管理费用率	6.8%	6.6%	7.0%	7.8%	8.6%
无形资产	295.0	275.1	266.6	258.0	249.4	财务费用率	1.0%	1.4%	0.1%	-0.7%	-1.0%
其他非流动资产	811.4	1,084.9	1,056.0	1,059.6	1,063.1	三费/营业收入	17.7%	27.7%	27.3%	27.8%	28.6%
资产总额	2,662.6	3,021.0	4,003.3	5,019.3	6,381.0	偿债能力					
短期债务	386.0	455.3	-	-	-	资产负债率	29.3%	48.0%	24.4%	23.1%	23.7%
应付账款	202.6	77.0	366.1	353.8	506.1	负债权益比	41.4%	92.3%	32.3%	30.1%	31.0%
应付票据	95.0	260.5	321.4	493.7	569.8	流动比率	0.82	0.86	2.24	2.97	3.36
其他流动负债	95.5	222.4	179.4	163.9	237.0	速动比率	0.59	0.69	1.49	2.49	2.72
长期借款	-	100.1	-	-	-	利息保障倍数	26.77	27.10	528.23	-46.96	-31.58
其他非流动负债	0.0	334.3	111.4	148.6	198.1	分红指标					
负债总额	779.1	1,449.8	978.3	1,160.1	1,510.9	DPS(元)	0.10	-	-	0.61	0.77
少数股东权益	85.0	78.2	363.1	631.8	926.3	分红比率	30.7%	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%
股本	397.8	399.9	399.9	399.9	399.9	股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	2.1%	2.6%
留存收益	1,403.5	1,117.2	2,262.0	2,827.5	3,543.9						
股东权益	1,883.5	1,571.2	3,025.0	3,859.2	4,870.1						

## 现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	193.0	442.9	1,144.7	807.9	1,023.4
加:折旧和摊销	46.1	54.9	53.5	53.5	53.5
资产减值准备	4.7	24.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	15.5	23.7	3.0	-26.4	-47.6
投资损失	5.9	15.1	-530.0	-4.7	-8.2
少数股东损益	63.3	98.1	284.9	268.7	294.4
营运资金的变动	200.3	555.6	-795.2	552.2	-324.7
经营活动产生现金流量	243.5	708.0	161.0	1,651.3	990.9
投资活动产生现金流量	-426.7	-688.3	530.0	4.7	8.2
融资活动产生现金流量	189.2	121.5	-554.4	-212.6	-255.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.32	0.86	2.86	2.02	2.56
BVPS(元)	4.50	3.73	6.66	8.07	9.86
PE(X)	90.5	34.0	10.3	14.5	11.5
PB(X)	6.5	7.9	4.4	3.6	3.0
P/FCF	-107.5	12.3	-58.3	8.3	15.4
P/S	12.4	6.8	4.0	3.0	2.4
EV/EBITDA	10.2	10.8	6.9	7.9	6.3
CAGR(%)	77.3%	43.8%	160.6%	77.3%	43.8%
PEG	1.2	0.8	0.1	0.2	0.3
ROIC/WACC	1.4	2.3	9.0	4.4	7.3
REP	1.2	2.2	0.6	1.4	0.7

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 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。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034