

景气上行，游戏行业再思考

——基于政策、空间及择股框架



报告起因

游戏版号重启之际，行业监管趋严、增长/创新乏力、公司业绩/估值分化等问题成为市场关注的焦点。我们重新审视游戏行业政策监管、增长驱动力以及择股方向，从短期和长期角度分析，在现在的时间节点，如何看待游戏行业和龙头公司未来的发展。

核心观点

- **版号恢复迎来政策端边际改善，未来监管对市场增长影响有限，但监管趋严仍将是长期主题。**游戏行业是最先受到政策监管的传媒细分领域，版号审批恢复标志着政策边际改善。我们总结回顾近年游戏政策，未来监管方向主要集中在：总量调控、审批节奏及未成年人保护方面。总量调控方面，棋牌类或成监管重点，占比以往版号数量 38%，棋牌缺席或减轻部分总量调控压力；此外，游戏行业产品集中度高，尾部游戏限制对整体市场规模影响有限。审批节奏，由于棋牌类缺席，审批节奏或超预期，按照申请时间顺序审批，部分公司核心产品排期较早，或较早获得版号。未成年人保护，成为未来监管重点，参考韩国“游戏宵禁”，对整体市场规模影响或仅 2-3%。
- **短期受益于版号恢复，长期受益于技术进步，游戏行业保持长期稳定增长。**从短期上看，由于版号原因，部分头部产品（如《刺激战场》等）尚未商业化，游戏供给不足导致行业增速受到抑制；部分“端转手”产品有待上线。从长期上看，技术是游戏产业的重要驱动力，从 2G-3G-4G，主流游戏形式有着相应进化，5G 时代有望继续推动游戏市场增长。游戏行业是具有长期发展潜力的互联网细分行业，但整体增长速度将区别与过去爆发式增长。回顾游戏行业发展，其一，移动游戏带来新流量红利，推动游戏渗透率至高位；其二，游戏的类型、付费结构和氪金方式并未有明显变化，新技术周期对游戏行业推动较为稳定。
- **游戏行业标的表现风险较大，我们构建稳定性和盈利性两方面指标选择标的。**一方面，A 股游戏公司多为并购重组形成，存在着商誉账面价值过大、实际控制人质押率高等问题，稳定性成为重要选股标准。另一方面，游戏公司具有明显的“戴维斯双击”现象，在版号恢复的情况下，业绩弹性对股价影响较为敏感，盈利性也是重要选股标准。

投资建议与投资标的

- 我们认为，政策方面，监管边际改善预期明显，版号放开利好于行业恢复性增长；空间方面，游戏行业短期受益于版号暂停导致积压产品 19 年集中上线，长期受益于技术进步，未来有望保持稳定增长；择股方面，1) 从稳定性角度，建议关注商誉减值风险小、质押比率低、现金流良好的游戏龙头公司，如吉比特(603444，未评级)；2) 从业绩弹性角度，建议关注产品储备充足、19 年预期增长率高的游戏龙头公司，如游族网络(002174，未评级)。其他建议关注：完美世界(002624，未评级)、中文传媒(600373，买入)。

风险提示

- 宏观经济放缓、行业政策风险

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

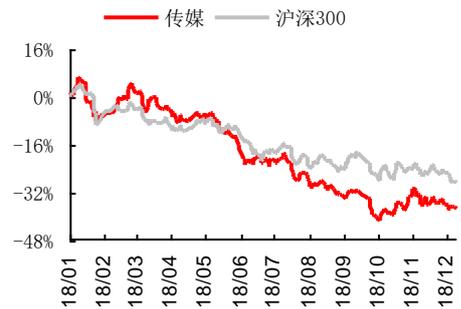
行业

传媒

报告发布日期

2019 年 01 月 15 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

项雯倩

021-63325888*6128

xiangwenqian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020003

联系人

高博文

021-63325888-6089

gaobowen@orientsec.com.cn

目 录

1. 分歧：政策、市场空间及个股分化	5
2. 政策：版号审批恢复，行业迎来边际改善.....	6
2.1 政策回顾：国内游戏监管最严，版号放开超预期	6
2.2 关注焦点：总量调控、审批节奏及未成年保护	7
2.2.1 焦点之一：宏观调控、精准调控影响有限	7
2.2.2 焦点之二：版号审批恢复，发放节奏有待观察	9
2.2.3 焦点之三：加强未成年保护，对市场影响有限	10
3. 空间：平稳增长成为行业主旋律.....	12
3.1. 驱动力：产品储备支持短期增长，技术推动长期空间	12
3.1.1 短期：18 年受政策影响，19 年产品集中上线	12
3.1.2 长期：技术进步推动游戏载体和形式演化	13
3.2. 节奏：用户数高基数，商业模式成熟，爆发式增长难见	15
3.2.1 流量：移动游戏推动用户高基数，轻度用户易受竞品影响	15
3.2.2 模式：手游端游化已基本完成，手游 ARPU 值高于端游	17
4. 择股：从稳定性和盈利性上选择.....	18
4.1. 稳定性：商誉、质押率、流动性及回购	18
4.1.1 商誉：游戏行业商誉存量较大，实际风险较小	19
4.1.2 质押：实际控制人质押率普遍偏高	20
4.1.3 流动性：在手现金充裕，现金流普遍较好	21
4.1.4 回购：18 年传媒板块回购上行，对股价形成支撑	22
4.2. 盈利性：盈利能力、增长潜力及产品储备.....	23
4.2.1 盈利能力：净利润率水平较高，存在税率上升风险	23
4.2.2 业绩增长：龙头公司增长稳定	25
4.2.3 产品储备：19 年或为产品大年，部分公司迎来产品周期	25
投资建议与投资标的	27
风险提示.....	27

图表目录

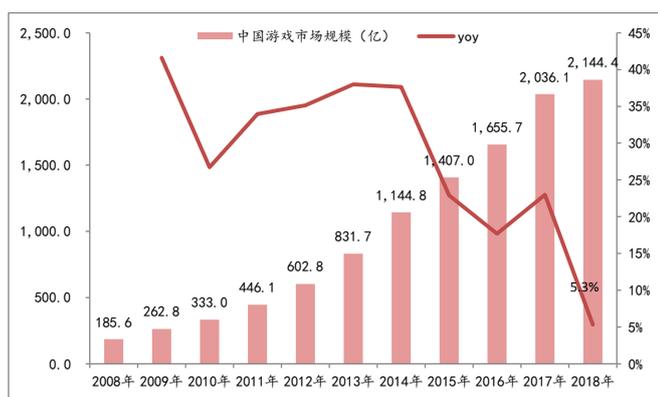
图 1：中国游戏行业市场规模及增速（2009-2018）	5
图 2：中国游戏用户规模及增速（2009-2018）	5
表 1：近年游戏行业监管政策一览	6
表 2：各国游戏监管政策一览	7
图 3：国产网络游戏审批总数（2017.01-2018.12）	8
图 4：国产网络游戏审批中棋牌类游戏数量及占比（2017.01-2018.12）	8
图 5：国产网络游戏审批节奏及日均审批量（2017.01-2018.12）	9
表 3：积压版号预计审批时长情景假设	9
图 6：王者荣耀未成年人占比 25.7%	10
图 7：吃鸡类游戏未成年人占比 20.2%（2017.12）	10
图 8：游戏宵禁前后韩国游戏市场规模（亿韩元）及增长（%）	11
图 9：韩国游戏研发/发行从业人员数及增长率（%）	11
表 4：韩国游戏研发/发行市场萎缩分析（亿韩元）	11
图 10：《王者荣耀》&《刺激战场》月活用户数（万）	12
图 11：《王者荣耀》&《刺激战场》月总时长	12
表 5：待上线头部移动游戏产品（仅考虑端游 IP 产品）	13
表 6：游戏/视频持续受益于技术/载体升级	13
图 12：载体变化与游戏市场规模增长（亿）	14
图 13：户均月消费流量与主流手游的崛起	14
图 14：全国流量均价（元/G）及环比降幅（%）	15
图 15：移动宽带（3G/4G）用户占比	15
图 16：移动游戏推动游戏用户数高增长	16
图 17：移动互联网细分行业总使用时长占比	16
表 7：2018 年 TOP 10 移动游戏及客户端游戏	17
图 18：《神武 3》端游及手游付费率	18
图 19：《神武 3》端游及手游 ARPPU 值	18
图 20：客户端游戏 ARPU 值增长较为缓慢	18
图 21：A 股游戏公司商誉账面价值（亿）	19
图 22：A 股游戏公司商誉减值情况（亿）	19
表 8：A 股传媒游戏行业重点公司商誉情况汇总	20
图 23：A 股游戏公司大股东质押率情况	21
图 24：A 股游戏公司现金及理财产品与相关市值比率	21
图 25：A 股游戏公司经营活动现金流净额/营业收入	22
表 9：A 股游戏公司回购预案及实际情况一览（2018）	22

表 10: A 股游戏龙头公司稳定性对比	23
图 26: A 股游戏公司净利润率水平	23
图 27: A 股游戏公司 ROIC 水平	24
表 11: A 股游戏龙头公司所得税税率情况 (%)	24
表 12: A 股游戏龙头公司营收/净利增长 (2018-2020)	25
表 13: 游戏龙头公司 19 年重要产品储备	26
表 14: A 股游戏龙头公司营收/净利增长 (2018-2020)	26

1. 分歧：政策、市场空间及个股分化

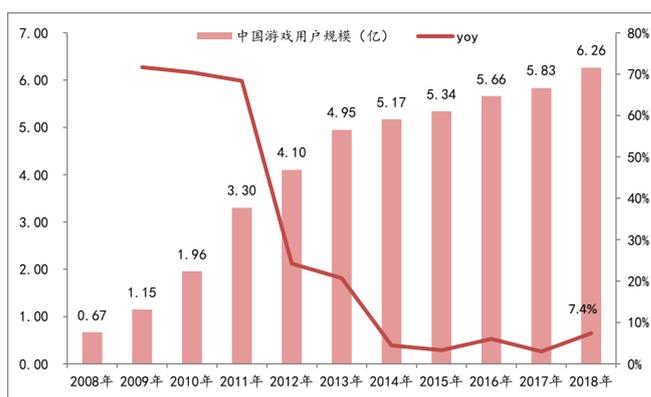
2018 年中国游戏行业市场规模达 2144 亿，游戏用户数达 6.26 亿。游戏行业增速从 17 年的 23.0% 下降至 18 年的 5.3%，显著放缓；游戏用户数达 6.26 亿，在互联网渗透率超过 60%。我们总结市场对游戏行业的三大分歧：1) 未来游戏行业政策监管的主要方向及影响；2) 游戏市场是否触顶，未来增长空间和速度如何；3) 随着行业步入成熟期，个股业绩和估值发生分化，从何种角度去选择投资标的。

图 1：中国游戏行业市场规模及增速（2009-2018）



资料来源：伽马数据，东方证券研究所

图 2：中国游戏用户规模及增速（2009-2018）



资料来源：伽马数据，东方证券研究所

➤ 政策方面

版号恢复，市场对未来监管趋势及监管方向存在分歧。我们通过政策回顾和国际对比发现，国内游戏行业监管普遍严于其他发达国家，政策方向主要集中于总量调控、博彩类游戏、未成年人保护等方面。此外，我们又进一步对总量调控对市场规模的影响、未来游戏审批节奏以及未成年保护对游戏行业市场规模影响（以限制游戏时间为例）作出分析。

➤ 空间方面

市场对未来游戏行业的增长空间及驱动力存在分歧。从短期来看，版号抑制部分头部游戏商业化和积压部分头部产品，19 年或迎来行业恢复性增长；从长期来看，技术推动游戏载体和形式变迁。流量红利衰退、商业模式成熟无法避免，游戏行业或长期保持稳定增长。

➤ 择股方面

稳定性和爆发性导致公司之间分化，如何挑选优质标的存在分歧。我们从稳定性（安全性）和盈利性两个角度进行分析，分别选取商誉、质押、现金流和利润率、预期增长、产品储备维度对 A 股游戏龙头公司进行选择，找出最受益于行业恢复性增长、新一轮产品周期的龙头公司。

2. 政策：版号审批恢复，行业迎来边际改善

2.1 政策回顾：国内游戏监管最严，版号放开超预期

由于国家机构改革完成，新闻出版总署既 3 月份暂停版号发放后，12 月 29 日重新恢复审批（已发布两批共 164 款游戏）。就影响而言，由于游戏厂商提前布局暑期档，版号暂停影响在 18 年四季逐步真正显现，新游对市场规模贡献有限，9-10 月新游贡献仅占 3-5%。版号审批恢复对整体游戏市场增长具有推动作用。

我们总结近年来游戏行业监管政策发现，监管重点主要聚焦在 1) **严控博彩/过渡消费**，对抽卡概率、虚拟货币兑换、单款游戏单次充值金额等作出规定；2) **未成年保护**，设置未成年用户消费限额、限定未成年用户游戏时间；3) **总量调控、精准调控**，对上线游戏数量/类型进行调控。

表 1：近年游戏行业监管政策一览

实施时间	相关部门	政策规章	主要内容
2017 年 5 月	文化部	《关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知》	1、采取随机抽取方式提供虚拟道具，不得要求用户直接投入法定货币或虚拟货币；运营企业需公布 抽取/合成概率 ； 2、网游运营企业不得提供 虚拟货币兑换法定货币 服务； 3、网游用户需进行 实名注册 ，游客不得游戏内充值消费； 4、网游用户应当限定网游用户 单款游戏内单次充值金额 ； 5、落实“网游未成年人家长监护工程”， 设置未成年用户消费限额，限定未成年用户游戏时间 ，屏蔽不适宜场景。
2017 年 12 月	文化部	《网络游戏管理暂行办法》修订	1、国产网络游戏运营之日起 30 日内向 文化部备案 ； 2、 限制未成年人游戏时间、预防未成年人沉迷网络 。
2018 年 2 月	中宣部等 8 部委	《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》	1、重点排查 用户数量多、社会影响大的网络游戏产品 ； 2、对价值导向严重偏差、含有暴力色情内容，坚决查处。
2018 年 3 月	国务院	《深化党和国家机构改革方案》	1、因监管部门调整，游戏版号申办业务停办。 2、新闻出版业管理划归中宣部。
2018 年 8 月	教育部等 8 部委	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	1、国家新闻出版署将对网游 上线运营数量实施总量调控 ； 2、探索符合国情的适龄提示制度， 实现游戏分级 ； 3、采取措施限制未成年人使用时间。
2018 年 12 月	中宣部	“2018 年中国游戏产业年会致辞”	1、指导设立“ 网络游戏道德委员会 ”，对存在较大争议或可能引发道德风险的游戏作品进行评议； 2、针对社会反映强烈的 青少年沉迷网络游戏和过渡消费 等问题，将出台制度措施严格规范约束， 对头部企业、头部产品更要带好头 ，严格自律； 3、在审批监管中，将实施 宏观调控、精准调控 ；对 过渡逐利、侵权抄袭、消费欺诈 等突出问题，加快规范； 4、推动中国游戏的国际影响力，打造对外文化交流的响亮品牌。

资料来源：文化部、中宣部、东方证券研究所

此外，我们进一步对比海外游戏行业监管，国内游戏监管政策较海外更为先进、严格。海外监管的主要特征：1) **行业自律为主，政府强制为辅**。欧美日韩监管部门多为行业自律组织，仅少数国家（如韩国）会从政府层面，对未成年人保护等作出规定；2) **以年龄、内容为主的分级制度**。各国以“通过对游戏内容进行适宜不同年龄段的分级管理”为主进行监管；3) 以韩国为代表的“**游戏宵禁、充值限额**”。韩国政府曾通过一系列法律法规限制“未成年人网游成瘾”，包括限制未成年人夜间游戏（0-6点）、限制网游月度充值金额（每月不超过30万韩元），但成效有限。

表 2：各国游戏监管政策一览

国家	管理部门	监管方向	主要内容
美国	行业自律组织 ESA 及 ESRB	针对“血腥”、“暴力”的分级审查	1、软件业需遵守预先分级标准，获得 ESRB 等级认定后方可发行， 分级制度以年龄为基础 ，参考“卡通暴力”、“血腥”等分级标准； 2、美国申请游戏账号 不需要实名制 ，也不存在 在线限制 ； 3、头部企业（如暴雪），提供“ 家长监护系统 ”，协助家长对游戏时长及时间点限制。
欧洲	PEGI	自律分级制度	1、欧盟统一游戏分级制度 PEGI，游戏开放商自律分级。PEGI 在部分国家具有法律效率，部分国家（如德国）游戏审查和政策监管较严格。
韩国	韩国政府	自律等级制度、分级管理制度、游戏宵禁	1、《未成年人保护法》（2011 年）规定：未成年人玩网游需监护人同意， 限制未成年人夜间游戏（0-6 点） ，16 年后改为“家长同意制”； 2、网页游戏规定（2014），游戏用户 每月通过手机、平板电脑拥有游戏结算额度不超过 30 万韩元（人民币 1600 元） ，每次用于购买概率性道具的 结算额度不能超过 3 万韩元（人民币 160 元） 。
日本	电影娱乐分级机构 CERO	分级管理	1、针对不同年龄、内容类型分级； 2、游戏账号需要绑定信用卡，从而避免“实名认证”漏洞。

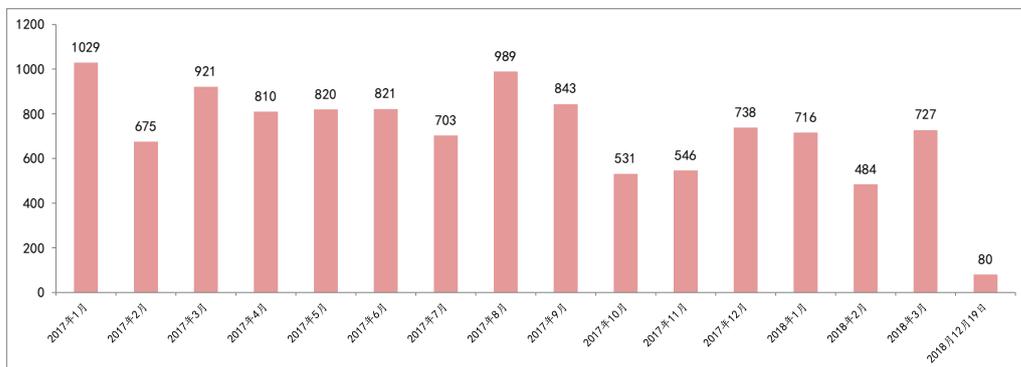
资料来源：文化部、中宣部、东方证券研究所

综上所述，游戏行业是最先受到政策监管的传媒细分领域，版号审批恢复标志着政策边际改善。根据中宣部披露，未来仍会有新政策/措施出台，严格规范约束青少年沉迷网络和过渡消费等现象。但我们认为，国内游戏监管严格、先进，行业监管改善，游戏行业有望超预期。接下来，我们就后续监管可能的重点方向及影响作出简要分析。

2.2 关注焦点：总量调控、审批节奏及未成年保护

2.2.1 焦点之一：宏观调控、精准调控影响有限

游戏行业公司及产品集中度高，总量调控&精准调控对行业增长影响有限。实施总量调控，最早出现在《综合防控儿童青少年近视实施方案》中，国家新闻出版署提出“实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间”；此外，在 18 年游戏产业年会中，中宣部领导也表明“在审批监管中，将实施**宏观调控、精准调控**”。根据我们统计，17 年共审批游戏版号 9426 个，其中手游版号 90% 以上，月均审批量约 786 个/月；根据伽马数据显示，TOP 20 收入手游占手游市场流水的 50% 以上。游戏行业有明显的“二八定律”即少量游戏贡献绝大部分收入，适当的总量控制（50% 左右）对行业增长影响有限。

图 3：国产网络游戏审批总数 (2017.01-2018.12)


资料来源：广电总局，东方证券研究所

棋牌类游戏或成调控重点，棋牌类占比高，进一步释放总量调控压力。18 年来诸多现象表明棋牌类游戏或成调控重点：头部产品退市并清空数据（如《天天德州》）、首批版号仅 1 款棋牌类游戏（此前平均 50%+）。根据我们统计，2017 年过审棋牌类游戏 3622 款，占比 38%，并且呈现上升趋势（不涉及政治、军事、宗教等题材，且无故事情节的消除类、跑酷类、飞行类、棋牌类等休闲益智国产游戏采取出版社内部审核，审批时间端）。如果棋牌类成为精准调控的重要品类，占比约 38% 的游戏数量受限，进一步释放总量调控压力。一般来说，休闲类游戏（休闲、跑酷、捕鱼等）数量占比 20-30%，RPG 类数量占比 20% 左右，其他（卡牌、SLG 等）数量占比 20% 左右，在游戏品类中 RPG 和其他贡献收入明显高于休闲类，版号总量调控具有一定缓冲。

图 4：国产网络游戏审批中棋牌类游戏数量及占比 (2017.01-2018.12)

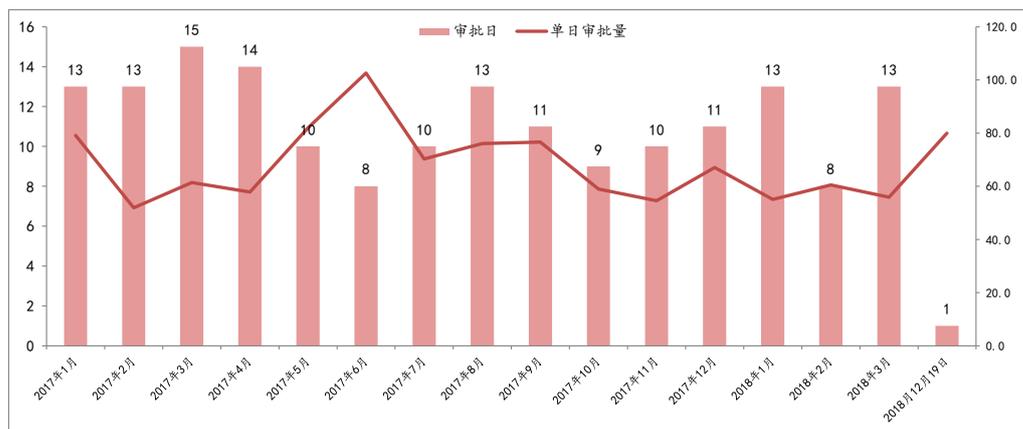

资料来源：广电总局，东方证券研究所

游戏行业产品集中度高，适当总量调控影响有限，棋牌类或成监管重点，进一步释放总量调控影响。我们认为，总量调控影响较为有限。一方面，头部少量游戏占据大部分市场份额（TOP 20 游戏占据 50% 以上流水），相比于每月 786 个的审批量，尾部游戏对市场规影响极为有限，此外，经历 9 个月版号暂停，大量中小企业出清，长期来看，版号自然需求量也会有所下降。另一方面，棋牌类占过审游戏数量的 38%，或成为监管重点，减轻其他品类总量调控压力。综合来看，总量调控对行业增长影响有限。

2.2.2 焦点之二：版号审批恢复，发放节奏有待观察

版号审批恢复，具体发放节奏仍有待观察。我们统计 17 年起版号审批日及日均审批量的情况作为参考，每月版号审批日位于 8-15 天/月，单日审批量位于 55-103 个/天。从 12 月恢复版号信息上来看，审批日仅为“12 月 19 日/12 月 29 日”两天，单日审批量约 80 个/天，审批间隔 10 日，从单日审批量上位于历史上水平，由于第一批缺乏严格的参照性，具体发放节奏仍有待观察。

图 5：国产网络游戏审批节奏及日均审批量（2017.01-2018.12）



资料来源：广电总局，东方证券研究所

我们认为存量版号需要 5.5-11 个月时间消化，但龙头公司核心产品由于排队时间早会明显早于此时间段拿到版号，并且长期来看，版号排队时间或不变，整体对行业影响有限。首先，我们先确定存量排队的游戏数量，按照每月 786 个版号审批量来看，9 个月共挤压 7074 个版号，剔除棋牌类占比 38%（可能被严格监管），约 4400 有效积压量。其次，从每月审批量来看，由于总量调控（假设仅为原审批量的 50%），审批速度可能将为 390 个/月（审批速度将为原来 50%），积压版号审批尚需 11 个月；如果积压版号按照以往审批速度，则仅需 5.5 个月时间，综合来看，积压版号需要 5.5-11 个月之间为宜。尽管处理积压版号时长较长，但我们认为具体情况仍比较乐观：1) 短期来看，审批基本按照申请顺序（第一批版号申请时间多为 2017 年底），龙头公司核心产品排队情况较早（草根调研多为 2018 年初），核心产品获得版号时间或早于市场预期；2) 长期来看，剔除积压版号外，游戏审批排队时间可能不会增加（原来约 3-4 个月）。一方面，棋牌类游戏或被严格监管，审批速度下降情况下，排队游戏数量也将大规模下降，综合导致排队时间变化较小。另一方面，暂停 9 个月时间里，大量中小企业出清，供给侧改革导致排队产品数量下降。综合两方面原因，游戏审批排队时间或保持在 3-4 个月。

表 3：积压版号预计审批时长情景假设

情景假设	积压版号	有效积压	每月审批速度	审批时间（月）
乐观	7,074	4,400	786	5.5 月
悲观	7,074	4,400	390	11 月

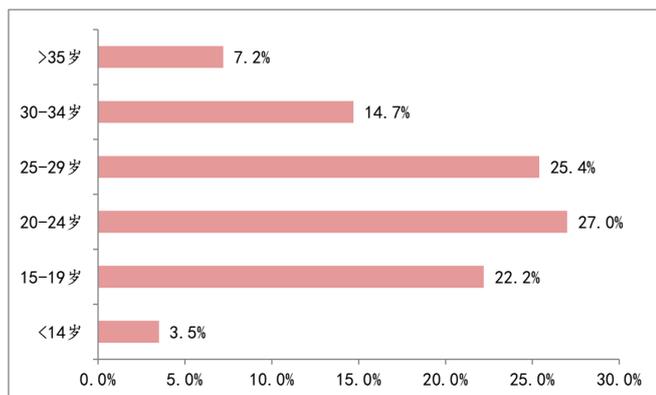
资料来源：广电总局，东方证券研究所

整体上看，版号放开时点超市场预期，龙头公司核心产品获得版号时间也有望超市场预期，具体发放节奏仍有待 1 月份审批情况发布后确认。长期来看，我们认为由于监管和成本收益方面考量，游戏排队数量明显下降、排队时间或无明显增长，对游戏公司影响较小。

2.2.3 焦点之三：加强未成年保护，对市场影响有限

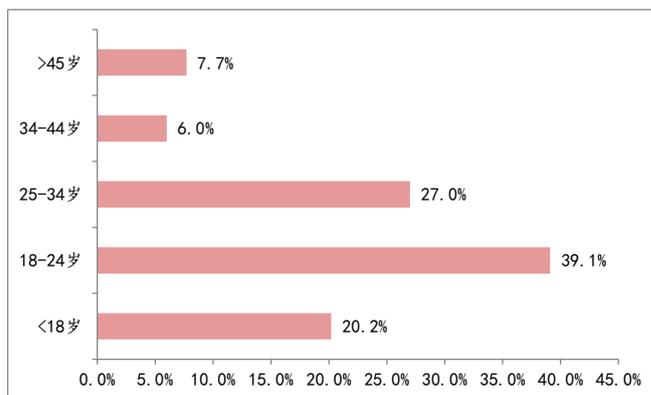
“加强未成年保护”将是网络游戏监管的重要方向，未成年用户占比较高，影响较为明显。从历次监管文件来看，“限制未成年游戏时长、预防未成年人沉迷网络”均有涉及，是网络游戏监管的重要方向，未来将陆续有细化政策出炉。未成年用户在网络游戏中占比较高，根据《王者荣耀》、《吃鸡》两款头部游戏用户数据来看，未成年人占比达 20% 以上。头部厂商（如腾讯、网易）已陆续上线“未成年人保护系统”，对未成年人使用时长、充值金额都进行了严格限制，取得一定成效。整体上看，未成年人对游戏市场影响来自于两方面：其一，未成年人游戏时长减少，本身游戏数量下降及充值意愿的降低，但由于游戏是少数付费模式，未成年人支付能力有限，影响较为有限；其二，游戏活跃度下降，导致付费玩家充值意愿降低、或者流失，影响亦较为有限。加大未成年人游戏时长限制可能会对整体游戏市场增长有何影响？我们将在下文通过分析 2011 年韩国游戏宵禁法规（禁止 0-6 点未成年人上线游戏）的效果，加以论述。

图 6：王者荣耀未成年人占比 25.7%



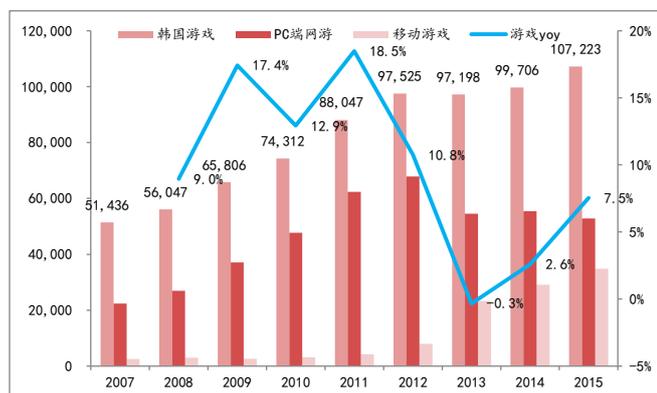
资料来源：极光大数据，东方证券研究所

图 7：吃鸡类游戏未成年人占比 20.2% (2017.12)



资料来源：MobData，东方证券研究所

表现上，韩国“游戏宵禁”后游戏产业增长明显受限，从业人员数量大幅下滑。根据韩国文化振兴院关于“青少年游戏时间限制系统的改进研究”显示，2007-2010 年间韩国游戏产业平均增长速度 14.45%，2012-2015 年间韩国游戏产业平均增长速度 5.15%，在 95% 的置信区间下，“游戏宵禁”前后行业增速存在明显差异。2007-2010 年间韩国游戏产业从业人员平均增长速度 9.05%，2012-2015 年间韩国游戏产业从业人员平均增长速度 -8.60%，在 95% 的置信区间下，“游戏宵禁”前后从业人员增速存在明显差异。整体上看，2011 年是韩国游戏产业的重要转折点。

图 8：游戏宵禁前后韩国游戏市场规模（亿韩元）及增长（%）


资料来源：韩国文化振兴院，东方证券研究所

图 9：韩国游戏研发/发行从业人员数及增长率（%）


资料来源：韩国文化振兴院，东方证券研究所

进一步分析，剔除宏观经济影响，“未成年人游戏限制”对游戏市场影响仅 2% 左右。 2011-2015 年韩国经济承压，制造业开工率持续下滑（从 80.5% 下降至 74.2%），经济增速下降（从 10.0% 下降至 -2.4%），宏观经济对游戏产业影响较为明显。在剔除宏观经济影响后，我们测算 12-14 年“游戏宵禁”对游戏产业增速下降影响分别为 -6.0%、1.6%、2.1%，实际影响较为有限。

表 4：韩国游戏研发/发行市场萎缩分析（亿韩元）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
游戏市场规模预测 (A)	77,693	87,758	97,823	107,888
游戏市场实际值 (B)	78,928	79,941	87,024	90,162
市场萎缩规模 (C=A-B)	-1,235	7,817	10,799	17,726
根据 GDP 推定市场规模 (D)	74,178	81,184	88,817	98,589
经济影响游戏市场萎缩 (E=A-D)	3,515	6,574	9,006	9,299
剔除经济影响市场萎缩 (F=C-E)	-4,750	1,243	1,793	8,427
宵禁影响比率 (%)	-6.0%	1.6%	2.1%	9.3%

资料来源：韩国文化振兴院，东方证券研究所

我们总结未来游戏行业监管，从**总量调控、审批节奏、未成年人保护**三方面进行分析。未来监管影响较为有限，本次版号恢复标志着监管政策的边际改善，政策端游戏行业景气度向上。接下来，我们将从长期行业发展空间角度，对游戏行业增长潜力和空间分析。

3. 空间：平稳增长成为行业主旋律

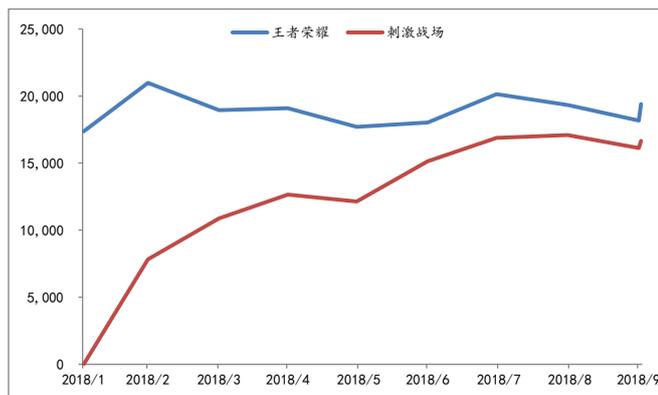
3.1. 驱动力：产品储备支持短期增长，技术推动长期空间

从短期上看，由于版号原因，部分头部产品（如《刺激战场》等）尚未商业化，游戏供给不足导致行业增速受到抑制；部分“端转手”产品有待上线。从长期上看，技术是游戏产业的重要驱动力，从 2G-3G-4G，主流游戏形式有着相应进化，5G 时代有望继续推动游戏市场增长。

3.1.1 短期：18 年受政策影响，19 年产品集中上线

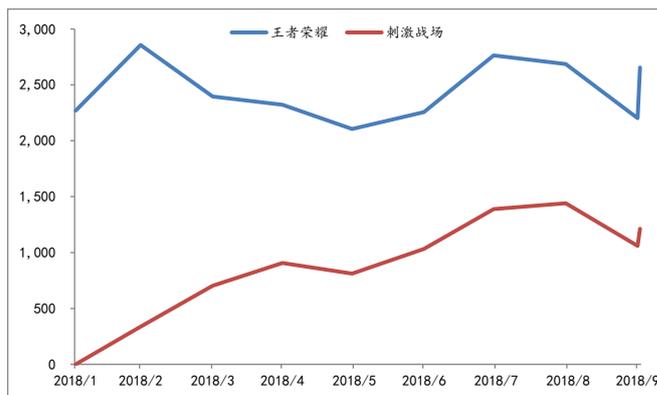
回顾 18 年行业增速，由于版号暂停影响，占据流量的头部游戏没有变现，“实际”行业增速仍处于较高水平。以腾讯《刺激战场》为例，由于版号问题，至今未商业化变现；根据 Questmobile 数据显示，《刺激战场》月活用户数接近《王者荣耀》水平，位于 1.5 亿以上，月总使用时长接近《王者荣耀》一半，位于 1000 亿分钟/月以上。按照《王者荣耀》每月 20 亿左右流水计，《刺激战场》的商业化空间在每月 10 亿左右，将占 18 年月均手游市场规模的 9%。

图 10：《王者荣耀》&《刺激战场》月活用户数（万）



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

图 11：《王者荣耀》&《刺激战场》月总时长



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

“端游转手游”成功率高，部分核心产品将于 19 年上线，推动市场流水。“端游转手游”由于有广泛的用户基础、数值系统成熟、IP 号召力等特点，成功率显著高于自研、影视 IP 等手游产品。尽管“端转手”已经进入后期，从游戏品类上，手游与端游逐步趋同。19 年仍有众多“核心游戏”有望上线，如《地下城与勇士》位列全球 TOP 2 PC 端网游，2017 年收入达 16 亿美元，仅次于《英雄联盟》（《王者荣耀》PC 端前身）；《暗黑破坏神》全球销量 TOP 10 的 ARPG 游戏，由暴雪/网易联合打造，亦预计 19 年中上线。待上线头部产品将对游戏行业增长有明显贡献，此外，自创 IP 产品亦有可能产生爆款产品，短期增长无虞。

表 5：待上线头部移动游戏产品（仅考虑端游 IP 产品）

产品名称	公司	游戏类型	预计上线时间	端游情况
《地下城与勇士》	腾讯	横板格斗	19H1 测试	16 亿美元（2017 年）；TOP 2 PC 端网游
《暗黑破坏神》	网易/暴雪	ARPG	19H1 上线	累计销量 3000 万套；TOP 10 全球销量最高游戏
《天涯明月刀》	腾讯	MMORPG	原定 18Q4	国内 TOP 2 MMORPG 游戏
《剑侠情缘 3》	腾讯/西山居	MMORPG	原定 18Q4	国内 TOP 4 MMORPG 游戏
《完美世界》	腾讯/完美世界	MMORPG	原定 18Q4	国内 TOP MMORPG 游戏

资料来源：腾讯科技、顺网科技等，东方证券研究所（限端游转手游产品）

3.1.2 长期：技术进步推动游戏载体和形式演化

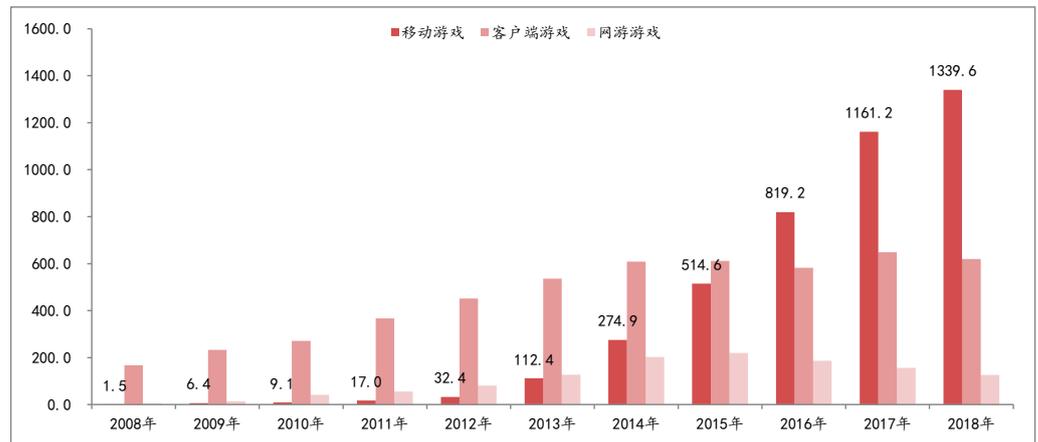
技术进步对游戏产业影响主要体现在两个方面：**载体变化**和**游戏类型的演变**。纵观游戏发展史，从主机时代（FC 红白机）到 PC 端游戏时代再到移动端游戏，随着载体的不同，游戏的体验和受众都有显著提高。相比于阅读、音乐等娱乐形式，技术对其改造较为有限。随着 AR/VR 以及 5G 的发展，以手机作为“通信、娱乐”为载体的形式有望得到改变，进一步带动娱乐产业的变革。

表 6：游戏/视频持续受益于技术/载体升级

	数字阅读	数字音乐	社交媒体	游戏	直播	在线视频
流量要求	400KB/20 万字	2-3 兆/首	几十 KB/图； 几兆/短视频	几兆/小时（棋牌休闲）；100 兆/小时（王者荣耀）	300 兆/小时	300 兆/小时
典型应用	掌阅（2008）	酷狗（2004）	微博（2009）； 微信（2011）	三国杀手机版（2011）；王 者荣耀（2015）	映客（2015）	抖音（2016）
渗透率（2010 年）	41.1%	46.2%	15.5%（微博）	25.8%	21.9%	
渗透率（2013 年）	40.5%	58.0%	39.3%（微博）	43.1%	49.3%	
渗透率（2018 年 H1）	50.6%	69.2%	42.1%（微博）	60.6%	76.0%	
兴起时代	2G 时代	2G 时代	3G 时代	卡牌、回合制（3G 时代）； MOBA、FPS（4G 时代）	4G 时代	4G 时代

资料来源：CNNIC，东方证券研究所

图 12：载体变化与游戏市场规模增长（亿）



资料来源：伽马数据，东方证券研究所

技术对于手游类型的演变有着重要推动。以移动游戏为例，户均流量消耗与游戏类型有着明显相互推动关系。**移动游戏 1.0 时期**，主要以休闲娱乐/棋牌类游戏为主，传输速度要求较低，流量消耗也基本为几兆/小时，人均月均消耗流量保持在 100M 左右。**移动游戏 2.0 时期**，以卡牌/回合制游戏为主，游戏模式以 PVE 为主，PVP 为辅，流量消耗基本为十几兆/小时，人均月均消耗流量保持在 1G 左右。**移动游戏 3.0 时期**，以 MOBA/FPS 等游戏为主，游戏模式高强度、低延时 PVP 为主，流量消耗基本为 100M/小时以上，人均月均消耗流量也在 5G 以上。**可以看到，不同的传输速度和流量消耗下，推动不同的游戏类型崛起，游戏行业持续受益于技术革新。**

图 23：户均月消费流量与主流手游的崛起



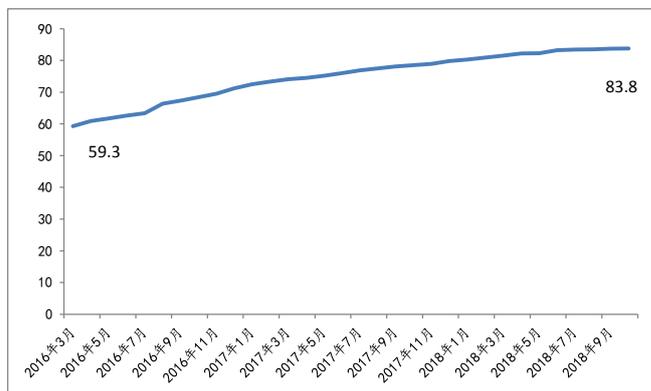
资料来源：工信部通信经济运行情况，东方证券研究所

图 14：全国流量均价（元/G）及环比降幅（%）



资料来源：三大运营商财报，东方证券研究所

图 15：移动宽带（3G/4G）用户占比



资料来源：工信部通信经济运行情况，东方证券研究所

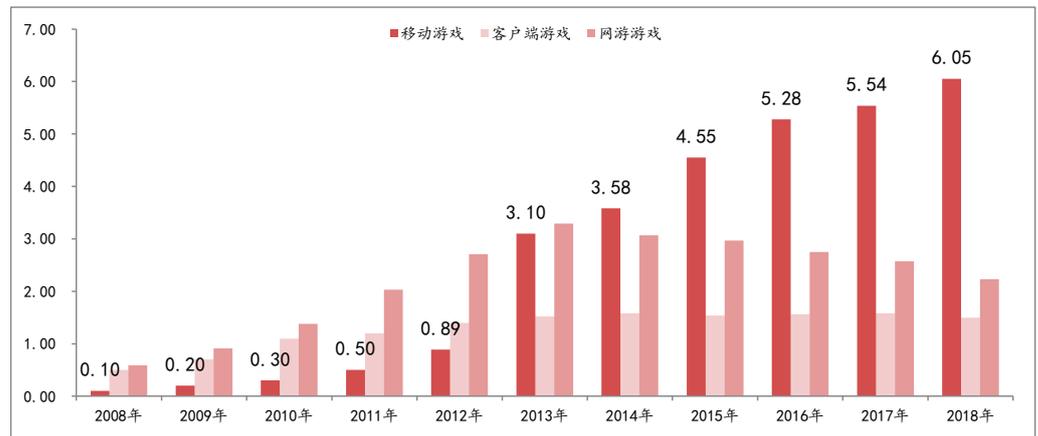
无论从短期还是长期来看，游戏行业都具有增长空间。短期来看，头部产品商业化 & “端转手”产品，都有望支持游戏行业稳定增长。长期来看，技术推动游戏载体和形式不断进化，进一步推动市场空间增长。

3.2. 节奏：用户数高基数，商业模式成熟，爆发式增长难见

我们认为，游戏行业是具有长期发展潜力的互联网细分行业，但整体增长速度将区别于过去爆发式增长。回顾游戏行业发展，其一，移动游戏带来新流量红利，推动游戏渗透率至高位；其二，游戏的类型、付费结构和氪金方式并未有明显变化，新技术周期对游戏行业推动较为稳定。

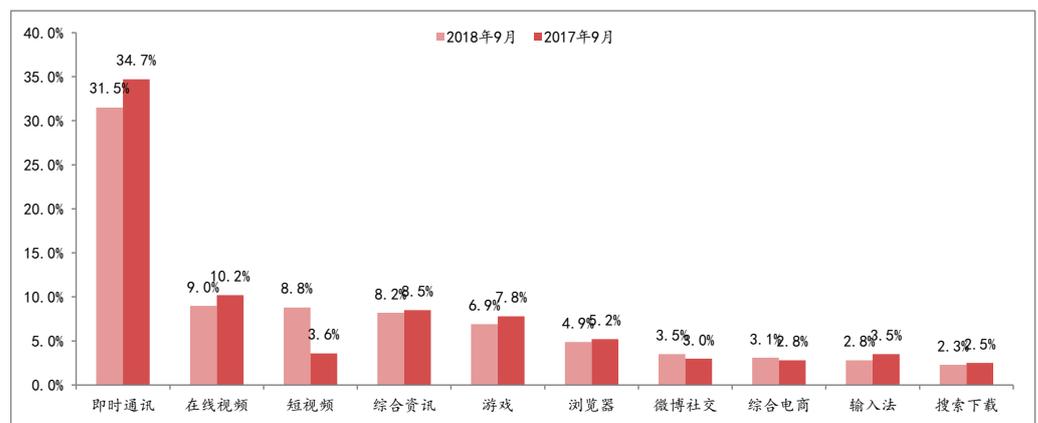
3.2.1 流量：移动游戏推动用户高基数，轻度用户易受竞品影响

移动用户极大提升游戏用户范围，未来增长空间有限。相比于客户端游戏、网页游戏，2018 年移动游戏用户达 6 亿以上，显著超过端游 1.58 亿、页游 3.29 亿的巅峰用户数，渗透率已超过 60.6%（CNNIC）。考虑到美国等游戏历史悠久国家，游戏人口渗透率达 56%，国内移动游戏用户渗透率已处于较高水平，未来游戏载体设备改变，恐难明显提升游戏整体渗透率。

图 36：移动游戏推动游戏用户数高增长


资料来源：伽马数据，东方证券研究所

游戏便捷化推动大量中轻度用户，易于受其他互联网内容产品影响。与客户端游戏用户相比，移动端游戏用户多为中轻度用户，游戏作为互联网娱乐内容的一种形式，其“边际替代率”更为陡峭，众多互联网内容产品均会产生一定冲击。18年以短视频为主的新型娱乐内容对用户注意力争夺日益激烈，从时长上看，短视频占移动互联网总时长从3.6%上升至8.8%，而游戏占总时长从7.8%下降至6.9%，存在明显的挤压效应。

图 47：移动互联网细分行业总使用时长占比


资料来源：Questmobile，东方证券研究所

从流量角度，游戏用户渗透率已达高位，技术推动对游戏用户数量增长影响有限。短视频等新兴互联网娱乐内容消费快速发展，挤占移动游戏用户及时长。整体上看，未来流量增长对于移动游戏收入贡献较为稳定，以核心用户为导向游戏整体流水更为稳定。

3.2.2 模式：手游端游化已基本完成，手游 ARPU 值高于端游

从端游发展至手游，用户习惯、游戏玩法、付费结构均无明显变化。我们对比 TOP 移动游戏和客户端游戏，最受欢迎及收入最高的游戏均为 MOBA 类及 FPS 游戏，音舞类、竞速类也排名靠前，游戏类型有较大相似度。整体上看，手游端游化已基本完成。

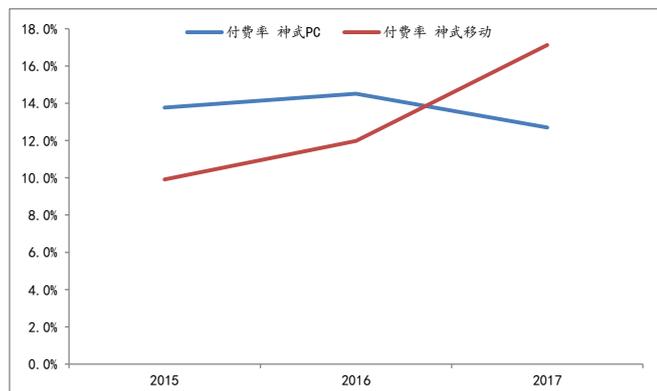
表 7：2018 年 TOP 10 移动游戏及客户端游戏

排名	游戏名称	游戏类型	游戏名称	游戏类型
1	王者荣耀	MOBA	英雄联盟	MOBA
2	梦幻西游	回合制 RPG	穿越火线	FPS
3	QQ 飞车	竞速类	守望先锋	FPS
4	楚留香	MMORPG	地下城与勇士	ARPG
5	乱世王者	SLG	QQ 炫舞	音舞类
6	我叫 MT 4	ARPG	刀塔	MOBA
7	QQ 炫舞	音舞类	流放之路	ARPG
8	倩女幽魂	ARPG	QQ 飞车	竞速类
9	阴阳师	卡牌类	魔兽世界	ARPG
10	大话西游	回合制 RPG	炉石传说	卡牌类

资料来源：伽马数据，东方证券研究所（移动游戏按照收入排序，客户端游戏按照热度排序）

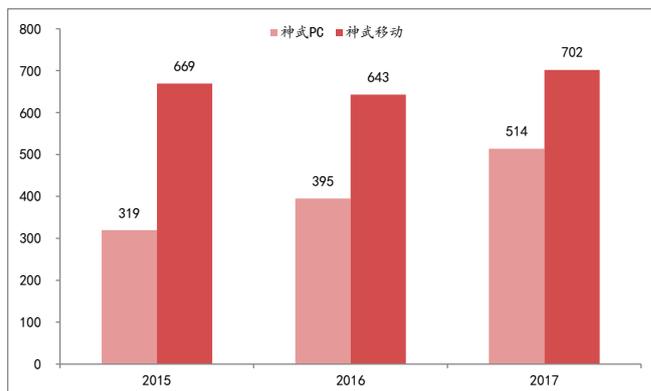
端游与手游付费率/ARPPU 值相似，长期来看增长较为缓慢。我们选取同时拥有端游和手游的《神武 3》作为案例，从付费率上看，《神武》端游保持在 12.7%-14.5%，手游保持在 9.9%-17.1%；从 ARPPU 值，端游保持在 319-514 元/年，手游保持在 643-702 元/年，二者较为相似，甚至手游 ARPPU 值和付费率高于端游，并不存在“手游 ARPU 值向端游 ARPU 值增长”悖论。反观端游行业，ARPU 值增长较为缓慢。此外，“道具收费”、“随机属性”都推动游戏行业“土豪付费模式”的发展（少数付费用户贡献大量流水），亦较为成熟。

图 18:《神武 3》端游及手游付费率



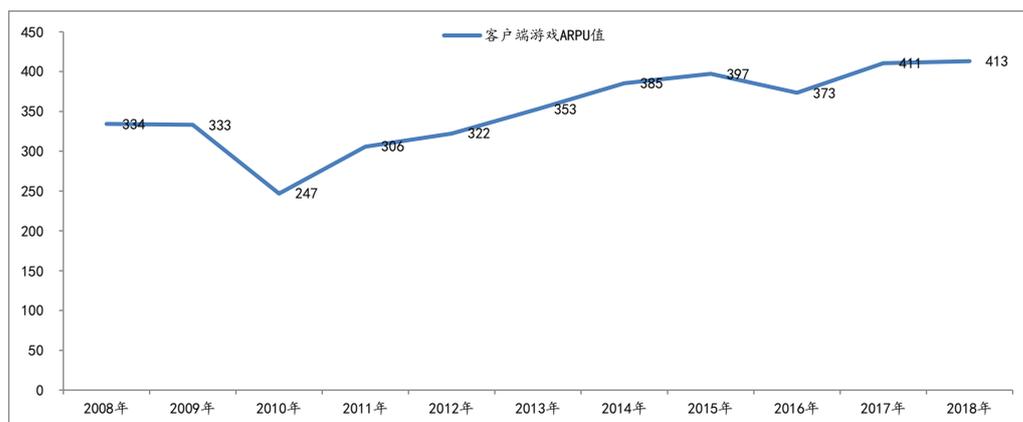
资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 19:《神武 3》端游及手游 ARPPU 值



资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 20: 客户端游戏 ARPU 值增长较为缓慢



资料来源：伽马数据，东方证券研究所

整体上看，我们认为游戏行业未来增长较为稳定，公司将逐步出现分化。接下来，我们将通过稳定性和盈利性两个维度，选择最受益于监管边际改善和行业产品周期的上市公司。

4. 择股：从稳定性和盈利性上选择

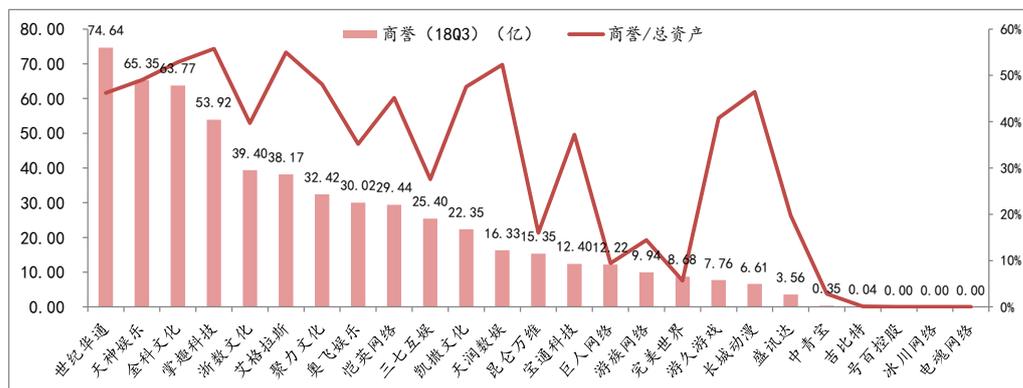
4.1. 稳定性：商誉、质押率、流动性及回购

A 股游戏公司多为并购重组形成，存在着商誉账面价值过大、实际控制人质押率高等问题。我们通过商誉、质押率、流动性及回购情况等四维度对游戏公司稳定性进行分析。稳定性主要关注的是业绩及市场交易层面的安全性，排除商誉减值、强制平仓、现金流恶化等风险因素。

4.1.1 商誉：游戏行业商誉存量较大，实际风险较小

商誉账面价值上看：截止 2018 年三季度，A 股游戏上市公司商誉账面价值 568 亿，占传媒行业商誉账面价值 34%。吉比特等公司商誉账面价值最低，商誉风险最小。

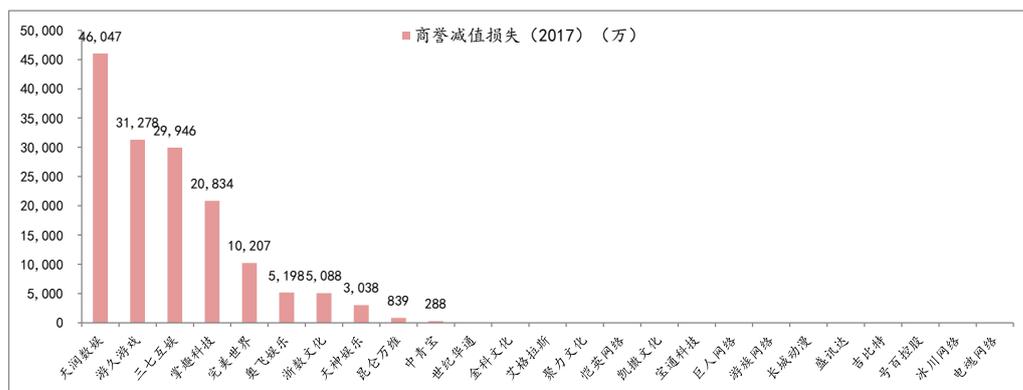
图 21：A 股游戏公司商誉账面价值（亿）



资料来源：wind，东方证券研究所（截止 2018Q3）

商誉减值上看：共 10 家公司 2017 年发生商誉减值，占 A 股游戏公司 40%。大部分公司并未计提商誉减值。

图 22：A 股游戏公司商誉减值情况（亿）



资料来源：wind，东方证券研究所（2017 年）

尽管游戏行业商誉账面价值较高，由于商誉相关公司盈利能力较好，商誉减值风险较小。我们统计 A 股前 9 大游戏公司中存在相关风险的子公司较少，这主要由于游戏公司盈利能力较强。以三七互娱为例，截止 18 年三季度，公司商誉账面价值 25.40 亿，其中 15.8 亿来自于上海三七互娱，即重组时收购公司，实际为公司游戏业务运营主体，18H1 净利润 8.96 亿，“商誉账面价值/年净利润”仅为 0.88 X，并不存在商誉减值风险；子公司上海墨鸮由于《择天记》延期上线，17 年未达预期导致商誉减值。**整体上看，A 股游戏龙头公司商誉账面价值多由核心业务组成，盈利能力较为稳定，实际风险远小于表现风险。**

表 8：A 股传媒游戏行业重点公司商誉情况汇总

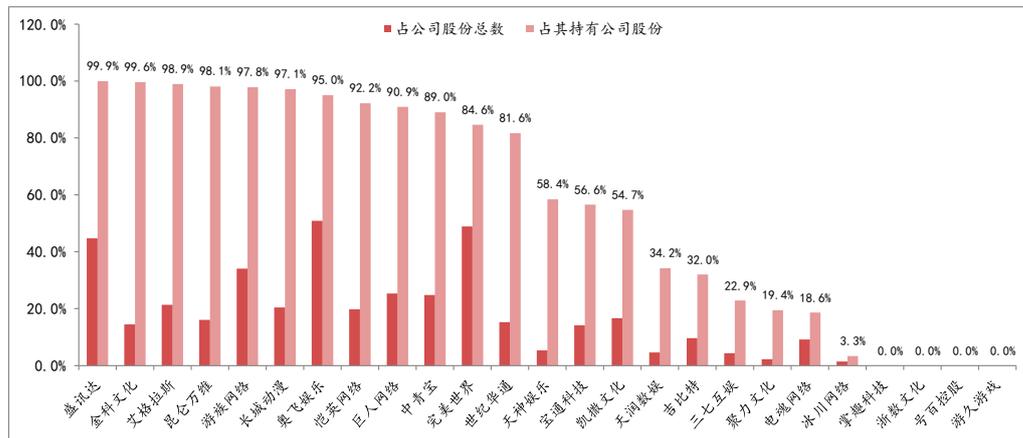
公司	商誉 (2018Q3)	被投单位或 形成商誉事项	商誉构成净额 (2018H1)	相关公司净利 (18H1)	减值风险评估
完美世界	8.68 亿	天津同心影视传媒	6.98 亿	—	不确定
		Global Inter Serv	1.11 亿	—	不确定
三七互娱	25.40 亿	上海三七互娱	15.78 亿	8.96 亿	基本无风险
		上海墨鹍	9.60 亿	承诺业绩 1.68 亿	由于《择天记》延期， 17 年商誉减值
游族网络	9.73 亿	广州掌淘	5.30 亿	18 年上半年收入 0.7 亿，毛利率 94%	基本无风险
		Bigpoint	4.43 亿	5669 万	基本无风险
吉比特	381 万	雷霆科技	381 万	2.20 亿	基本无风险
掌趣科技	53.92 亿	北京天马时空	25.98 亿	2.06 亿	风险较小
		北京玩蟹科技	15.28 亿	6745 万	11.3
		海南动网先锋	6.67 亿	—	不确定
		上游信息科技	5.96 亿	—	不确定
世纪华通	70.72 亿	点点开曼	52.04 亿	5.06 亿	风险较小
		天游软件	7.59 亿	—	不确定
		七酷网络	7.44 亿	1.11 亿	基本无风险
		厦门趣游	2.93 亿	—	不确定
恺英网络	29.92 亿	浙江盛和	20.82 亿	1.98 亿	风险较小
		浙江九翎	8.97 亿	前三月 5730 万	基本无风险
中文传媒	24.38 亿	智明星通	24.38 亿	4.08 亿	基本无风险
昆仑万维	15.35 亿	闲徕互娱	9.56 亿	5.64 亿	地方棋牌 存在一定政策风险
		Grindr LLC	5.79 亿	—	不确定

资料来源：wind，东方证券研究所

4.1.2 质押：实际控制人质押率普遍偏高

A 股游戏公司大股东质押率普遍偏高，共 15 家大股东质押率高于 50%（占比 60%）。其中吉比特、三七互娱、掌趣科技等公司大股东质押率较低。

图 23：A 股游戏公司大股东质押率情况

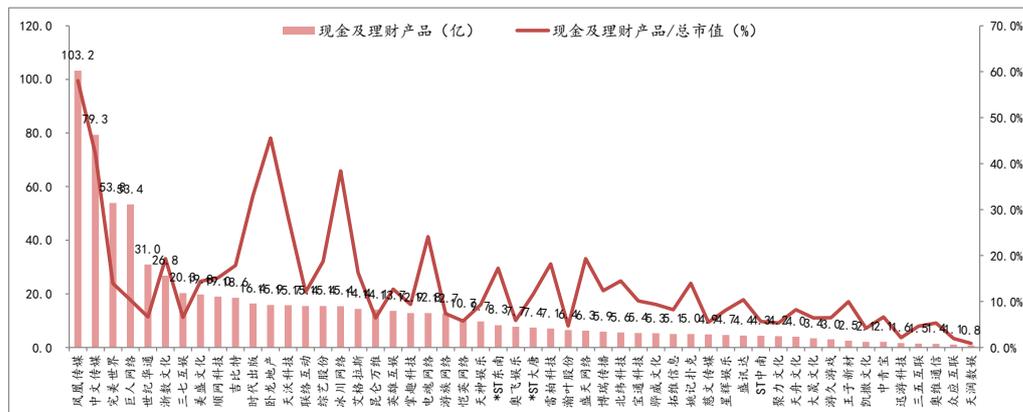


资料来源：wind，东方证券研究所（截止 2019.1.1）

4.1.3 流动性：在手现金充裕，现金流普遍较好

A 股游戏公司流动性较好，在手现金较为充裕。**现金及理财产品**：凤凰传媒、中文传媒、完美世界等公司账面现金及理财产品存量较大。

图 24：A 股游戏公司现金及理财产品与相关市值比率



资料来源：wind，东方证券研究所

经营活动现金流净额/营业收入：衡量营业活动现金流质量，可以看到吉比特、巨人网络、掌趣科技等公司经营现金情况较好，经营活动现金流净额/营业收入保持在 30% 以上。

4.2.2 业绩增长：龙头公司增长稳定

根据 wind 一致预期，游戏公司 19 年营收增速多位于 20% 左右，20 年营收增速多位于 15% 左右，行业步入稳定增长期。从营收增速上看（2019 年），游族网络（23.0%）、完美世界（20.8%）、宝通科技（20.7%），增长预期较快；从净利润增速上看（2019 年），世纪华通（35.2%）、游族网络（25.3%）、昆仑万维（24.9%），增长预期较快。

表 12：A 股游戏龙头公司营收/净利增长（2018-2020）

游戏公司	营收增速			净利润增速		
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
腾讯控股	31.4%	28.0%	27.3%	15.0%	12.9%	22.8%
网易	24.1%	24.2%	17.8%	-44.0%	15.4%	6.1%
游族网络	15.9%	23.0%	14.3%	46.6%	25.3%	21.2%
完美世界	10.0%	20.8%	14.0%	21.4%	23.5%	17.4%
宝通科技	23.7%	20.7%	16.8%	29.2%	20.7%	14.7%
昆仑万维	28.9%	20.1%	15.8%	38.9%	24.9%	21.4%
世纪华通	157.0%	18.4%	15.7%	36.5%	35.2%	15.6%
掌趣科技	22.3%	16.5%	16.8%	179.4%	21.6%	16.0%
吉比特	13.2%	16.2%	14.2%	10.8%	15.3%	15.4%
IGG	30.6%	12.0%	4.2%	28.2%	17.3%	9.0%
恺英网络	-28.1%	11.6%	-	-53.1%	10.3%	-
三七互娱	18.0%	10.4%	13.6%	2.7%	20.2%	13.7%
中文传媒	2.8%	8.3%	5.8%	12.5%	13.6%	12.1%

资料来源：wind 一致预期，东方证券研究所

4.2.3 产品储备：19 年或为产品大年，部分公司迎来产品周期

版号暂停延缓龙头公司产品上线时间，19 年或为产品大年。从产品储备来看，腾讯、网易均有核心产品上线；游族网络、完美世界、中文传媒在 19 年有望迎来新的产品周期，推动业绩增长。其中腾讯《地下城与勇士》是 TOP 2 端游产品，端游年收入 16 亿美元，《天涯明月刀》是 TOP 2 MMORPG 游戏；网易《暗黑破坏神》与暴雪共同研发，全球销量 TOP 10 游戏；其他 A 股游戏公司产品储备也均为端转手或 IP 大作，值得期待。

表 13：游戏龙头公司 19 年重要产品储备

游戏公司	19 年核心产品	IP 及游戏类型	运营形式	预计上线时间
腾讯	《地下城与勇士》	同名端游	自研自发	19H1
	《天涯明月刀》	同名端游	自研自发	—
网易	《暗黑破坏神》	同名端游	自研自发	19H1
完美世界	《完美世界》	同名端游	腾讯代理	19Q1
三七互娱	《斗罗大陆》H5	腾讯动漫 IP	自研自发	—
	奇迹类手游	奇迹 IP	自研自发	—
吉比特	《螺旋英雄谭》	日式二次元	代理	—
	《跨越星狐》	—	代理	—
游族网络	《权力的游戏》	同名电视剧	腾讯代理	19H1
	《少年三国志 2》	系列续作	自研自发	19Q2
	《山海镜花》	自创二次元	自研自发	19 年 Q3
智明星通	《使命召唤》	知名 FPS 游戏	自研自发	19H1
	《恋与制作人》	—	代理	19Q1

资料来源：各公司官网，东方证券研究所（加粗为核心游戏储备）

从三个不同维度指标（盈利能力、增长能力和产品储备）分析，游族网络、完美世界增长能力及产品储备较为丰富，具有较大业绩弹性。以盈利能力为考量，游族网络有《权力的游戏》、《少年三国志 2》，完美世界有《完美世界》等游戏储备，19 年业绩弹性大，值得期待。

表 14：A 股游戏龙头公司营收/净利增长（2018-2020）

游戏公司	盈利能力			增长能力		产品储备
	18 年净利润率	17 年 ROIC	18Q1-3 所得税率	19 年营收	19 年净利	预计上线产品
完美世界	20.9%	14.4%	9.3%	20.8%	23.5%	《完美世界》
三七互娱	22.8%	28.1%	4.8%	10.4%	20.2%	—
吉比特	41.4%	30.7%	18.6%	16.2%	15.3%	《螺旋英雄谭》
游族网络	25.7%	14.3%	4.1%	23.0%	25.3%	《权力的游戏》、《少年三国志 2》
巨人网络	—	14.1%	0.9%	—	—	—
世纪华通	—	15.7%	8.8%	18.4%	35.2%	—
中文传媒	11.9%	10.7%	7.2%	8.3%	13.6%	《使命召唤》、《恋与制作人》
掌趣科技	34.1%	3.0%	8.1%	16.5%	21.6%	—

资料来源：wind 一致预期，东方证券研究所

投资建议与投资标的

我们认为，政策方面，监管边际改善预期明显，版号放开利好于行业恢复性增长；空间方面，游戏行业短期受益于版号暂停导致积压产品 19 年集中上线，长期受益于技术进步，未来有望保持稳定增长；选股方面，1) 从稳定性角度，建议关注商誉减值风险小、质押比率低、现金流良好的游戏龙头公司，如吉比特(603444，未评级)；2) 从业绩弹性角度，建议关注产品储备充足、19 年预期增长率高的游戏龙头公司，如游族网络(002174，未评级)。其他建议关注：完美世界(002624，未评级)、中文传媒(600373，买入)。

风险提示

- 宏观经济增速放缓

游戏行业属于娱乐内容消费产业，与经济周期正相关，宏观经济增速放缓可能导致行业增速放缓。

- 行业政策风险

游戏行业受到政策监管影响，版号审批速度及未成年人监管相关政策趋严都有可能对行业产生负面影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

