

传媒行业

广视点 | Voodoo: 超休闲游戏之王能给我们带来什么启示?

分析师:	旷实	分析师:	朱可夫
	SAC 执证号: S0260517030002		SAC 执证号: S0260518080001
	SFC CE No. BNV294		0755-23942152
	010-59136610		kuangshi@gf.com.cn
	kuangshi@gf.com.cn		zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点:

● 超休闲手游在全球范围进入新阶段，主要通过广告变现和买量获取用户

近期 Voodoo 发行的游戏《拥挤城市》(Crowd City) 再度登顶中美苹果应用商店排行榜，超休闲游戏 (Hyper Casual Game) 再度走红，这类游戏的外部特征上包括快餐式内容、即开即玩、简单上瘾的玩法、一般美术风格偏向于极简风格等。我们认为这类游戏崛起的原因主要系移动互联网和社交网络人口基数提升；另外全球 App 的流量开始集中，超休闲手游通过流量采买拉新成为可能；第三是移动游戏过去几年的快速发展同时培养了用户和开发者。而超休闲游戏市场的特殊之处主要在于：1) 产品属性上，超休闲游戏玩法简单、包体较小、适合大 DAU。2) 流量获取方式上主要是买量。3) 传播方式上，超休闲游戏很容易形成短时间内的“爆款效应”。4) 变现方式上主要是通过广告。

● Voodoo 如何成为小游戏之王：买量、专注、规模

Voodoo 是崛起的超休闲游戏厂商中最耀眼的一颗明星。公司当前主要的产品序列包括 Crowd City、Hole.io、Helix Jump、paper.io 2 等，Voodoo 已经连续 8 个月下载榜高居全球第一。我们认为超休闲游戏的核心竞争壁垒主要在于发行买量端，而 Voodoo 的买量模型有着 3 个最重要的不同之处：**1) 少做交叉：**移动休闲广告主要包括 5 类广告的变现方式：交互式、插屏、视频、原生、横幅，而 Voodoo 在构建了自己的休闲游戏产品矩阵之后极少通过价值高的广告位置进行交叉推广；**2) 极度专注：**在流量获取方式上 Voodoo 以买量为主，很少关心苹果应用商店推荐和品牌宣传。**3) 数据驱动：**Voodoo 挑选好游戏的标准主要系玩法新颖和留存好，并且极度重视数据优化。

● 我们认为超休闲游戏产业链的主导方是发行商或者流量平台，国内的公司或许迎来了相应的机会

超休闲游戏的走红对于游戏行业来说一般是获取新流量红利的前兆。而跟传统游戏产业链不一样的地方在于，超休闲游戏的研发门槛很低、游戏深度不够，因此很难形成 IP 效应和研发商的壁垒，产业链的最大价值主要被发行商和广告流量平台拿走。而对于国内公司来说，利用超休闲游戏出海的必要性体现在寻找更大的流量蓄水池、培养海外发行力量的试错成本较低；而优势则主要体现在国内公司买量能力更强、整体移动游戏的开发生态领先海外等。

● 投资建议：哪些国内的公司有望受益？

买量经验丰富的互联网广告公司；已经具有休闲游戏开发经验和海外发行经验的国内游戏公司如金科文化、游族网络、完美世界等；国内的流量平台如腾讯控股等有望受益于整体超休闲手游行业的爆发。

风险提示：流量成本上升过快的风险、盗版游戏横行扰乱开发环境的风险、广告主投放热情低于预期的风险。

相关研究:

传媒行业:广视点 从 PC 到 Mobile, 互联网发生了什么?	2018-09-30
传媒行业:广视点 电影口碑和观众预期的力量如何影响票房?	2018-07-15
传媒行业:广视点 创造 101 和明星偶像的定价	2018-06-27

目录索引

一、VOODOO 再度登顶下载榜，超休闲手游进入新阶段.....	4
1、什么是超休闲游戏（HYPER CASUAL GAME）？	4
2、超休闲游戏因何再度崛起？移动互联网席卷全球，流量分布逐渐集中	5
3、超休闲游戏市场特殊之处在哪儿？	7
二、VOODOO 如何成为小游戏之王：买量、专注、规模.....	8
1、VOODOO：买量发行起家，2017 年起迅速蹿红	8
2、目前的产品线：多类型旋风快打，起量后专注爆款.....	10
3、VOODOO 的买量模型有何不同？	12
4、超休闲游戏市场还有哪些竞争者？	15
三、发行或流量平台主导产业链，国内厂商出海新方向	16
1、超休闲游戏流行的意义在哪儿？杀闲和新蓝海市场.....	16
2、产业链主导者是谁？发行公司&流量平台相互竞合.....	17
3、重度手游之后，国内厂商出海或迎来新的品类机会.....	20
投资建议：	22
风险提示	22

图表索引

图 1: 超休闲游戏与一般休闲游戏的区别在于更加轻度, 无成长体系	4
图 2: 2015-2018 年手机用户和社交网络用户数量推移	5
图 3: 2015-2018 年手机用户和社交网络用户渗透率	5
图 4: 18Q2 全球头部广告移动平台 App 广告展示占比显示流量较为集中	6
图 5: Newzoo 统计的全球游戏市场规模和移动游戏市场规模情况	6
图 6: 进入过 2018 年全球游戏下载榜前十的游戏多为超休闲游戏	7
图 7: 超休闲游戏市场的 SWOT 分析	8
图 8: 2013 年以来 Voodoo 公司的发展历史简况	9
图 9: 2013Q4 以来公司每个季度发行的游戏数量推移	10
图 10: Voodoo 下载量在 5 月之后登顶榜首	10
图 11: 公司游戏在全球的下载量推移 (单位: 百万)	10
图 12: Voodoo 曾经进入全球下载排行榜 Top10 的游戏	11
图 13: 休闲游戏广告有主要 5 种变现模式	12
图 14: 以 Crowd Ctiy 为例说明 Voodoo 的各类广告形式	13
图 15: 可试玩广告为 App 最感兴趣的广告模式	13
图 16: 奖励视频广告有着最高的转化率	13
图 17: iOS 上各类主流广告形式的 eCPM 价格一览 (单位: 美元)	14
图 18: Android 上各类主流广告形式的 eCPM 价格一览 (单位: 美元)	14
图 19: 2018 年预计国内休闲游戏的市场收入占比为 7%	16
图 20: 国内休闲游戏玩家规模有望在 2018 年突破 4 亿人	16
图 21: 休闲游戏产业链条主要以小游戏产品发行商和移动广告平台为核心	17
图 22: 重度用户的 ARPU 值远超休闲游戏	18
图 23: 重度用户的月均付费率远超休闲游戏	18
图 24: Adcolony 统计的手游商业化变现人员数量占比显示市场不够集中	19
图 25: AppLovin 在 iOS 端的广告投放费用分布	20
图 26: AppLovin 在 Android 端的广告投放费用分布	20
图 27: 各类游戏用户基数和单用户收入情况一览	20
图 28: 国内游戏厂商的流量获取成本居高不下	20
表 1: Voodoo 目前的主力游戏阵容	11
表 2: Voodoo 的主要休闲游戏开发商竞争者	15
表 3: AppLovin 融资情况一览	18
表 4: 中国的游戏公司在各个地区出海收入增长加速	21
表 5: 全球游戏 2018 年 1-10 月部分时间 Top10 下载榜	22

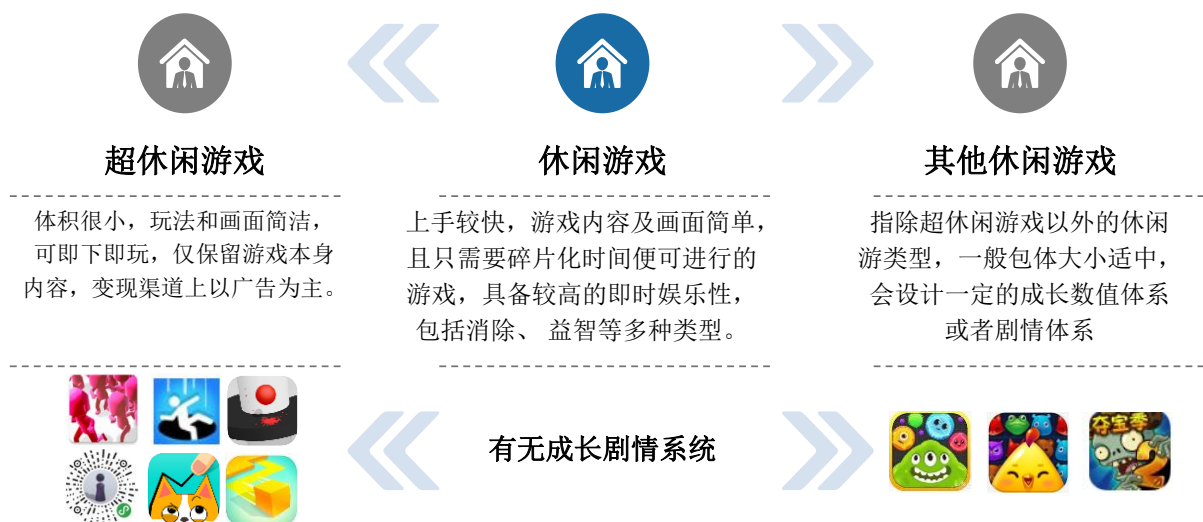
一、Voodoo 再度登顶下载榜，超休闲手游进入新阶段

2018年12月5日，Voodoo发行的游戏《拥挤城市》（Crowd City）登顶国内的App&游戏免费下载排行榜第一名，而此前，这款游戏已经先后在美国、英国等地区登顶下载榜。这也是Voodoo继Paper.io、Hole.io和Helix Jump等游戏之后再度拿下多个国家地区的下载榜前三，再度引发了市场对于超休闲（Hyper Casual）游戏的关注度，我们本篇报告试图对这一新崛起的游戏类型做出分析，并以Voodoo为例拆解本次休闲游戏的崛起与智能手机之初的崛起有何不同；最后我们试图去简单预测未来休闲游戏的趋势会是怎样，Voodoo这样的海外休闲游戏公司崛起对我国市场的映射如何，以及有哪些公司可能会受益。

1、什么是超休闲游戏（Hyper Casual Game）？

回溯游戏的发展历程，休闲游戏经历了从简单到重度再重回简单的过程。2009年智能手机还未普及之前，手机上的游戏主要是掌机游戏改编的一些“消除”“吞噬”等玩法游戏，这是休闲游戏的雏形。2010年之后，随着智能手机的逐渐普及，类似于《糖果传奇》、《植物大战僵尸》、《开心消消乐》等游戏开始出现，消除、塔防类游戏风靡一时，并且随着手机计算能力越来越强，休闲游戏和IP本身也在逐渐变得重度，如《愤怒的小鸟》推出了系列游戏甚至还有大电影。2017年开始，随着社交网络的成熟，一批玩法直接简单的游戏开始在社交网络上走红，如《2046》、《跳一跳》、《跳舞的线》等。这些游戏区别于前辈的核心特质是更加轻度、不做深度数值\成长\剧情体系、通过买量获取用户，因此我们将这类游戏称之为超休闲游戏（Hyper Casual Game），后文中我们也可能称之为小游戏。其他的特征还包括快餐式内容、即开即玩、简单上瘾的玩法、一般美术风格偏向于极简风格。

图1：超休闲游戏与一般休闲游戏的区别在于更加轻度，无成长体系

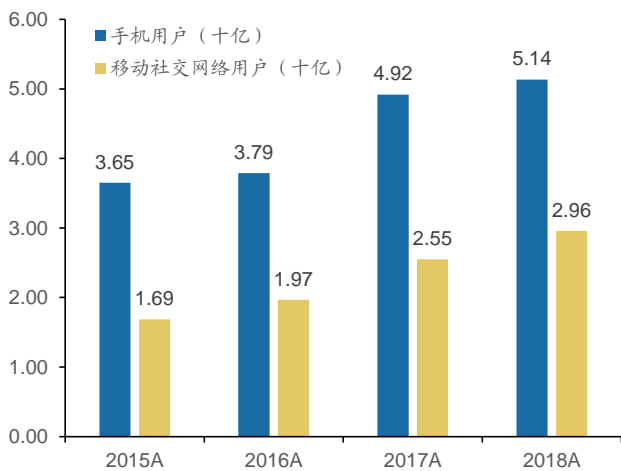


数据来源：伽马数据&AppLovin《2018-2019休闲游戏市场机会研究报告》，Pocketgame，广发证券发展研究中心

2、超休闲游戏因何再度崛起？移动互联网席卷全球，流量分布逐渐集中

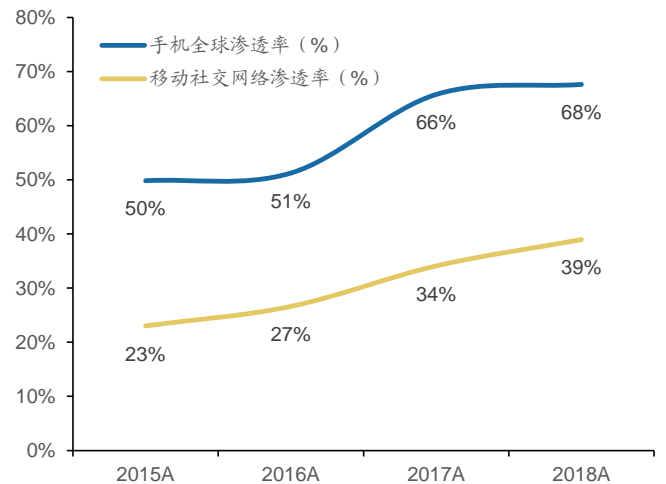
我们认为这一次休闲游戏崛起的第一个原因主要系移动互联网和社交网络人口基数提升。根据WeAreSocial和Hootsuite的统计，全球的手机用户在2018年预计将突破51.4亿，在全球人口的占比将达到68%，相比去年66%的渗透率进一步提升，而另外移动社交网络人口2018年预计将达到29.6亿人，在全球人口当中的渗透率将达到39%，相比2017年的34%继续提升了5pct。全球的智能手机保有量增多扩大了意味着可以承载游戏的数量，对于以广告为主要变现途径的超休闲游戏来说，装机量意味着收入能够成倍提升，同一个玩法创意的价值得到几何规模的扩大。另外，创意简单意味着传播能力更强，随着社交网络卷入的人口数量增多，单个游戏引起的口碑效应也随之放大，比如Voodoo发行的Hole.io、Paper.io等游戏均在抖音等短视频软件上广为传播，引发了下载量的上升。

图2：2015-2018年手机用户和社交网络用户数量推移



数据来源：WeAreSocial&Hootsuite，广发证券发展研究中心

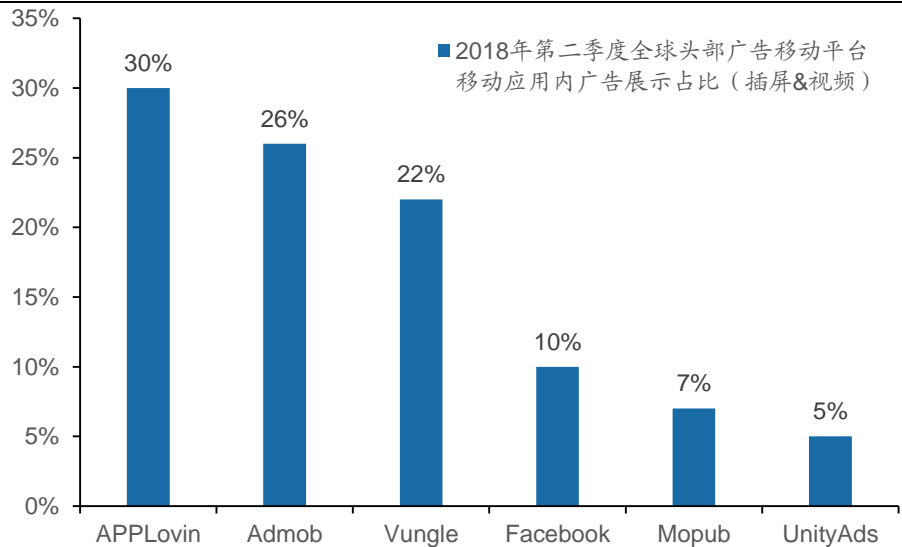
图3：2015-2018年手机用户和社交网络用户渗透率



数据来源：WeAreSocial&Hootsuite，广发证券发展研究中心

而超休闲游戏崛起的第二个原因主要系App的流量开始集中，通过流量采买拉新成为可能。休闲游戏产品普遍并不具备深度、复杂的付费数值体系设计，其产品着重于表现游戏关卡的乐趣，侧重于对用户反应、技巧、熟练度等方面的考验，用户付费意愿并不强，一般通过广告变现，因为ARPU值很小，此前很少有厂商会选择通过买量的形式进行拉新；但随着全球用户流量逐渐向头部App集中、广告平台的集中度提升和经营规则逐渐规范、内购游戏的增长开始乏力，超休闲游戏的发行商们可以通过很低的买量成本获取用户，进而通过广告展示等方式进行变现。根据AppLovin的数据，18Q2全球头部广告移动App的广告展示占比中，AppLovin份额为30%、Google旗下的Admob占比达到26%、Vungled市占率达到22%、Facebook的市占率也达到了10%，主要用于视频内置广告的UnityAds占比大约为5%，广告平台的头部效应也较为显著。

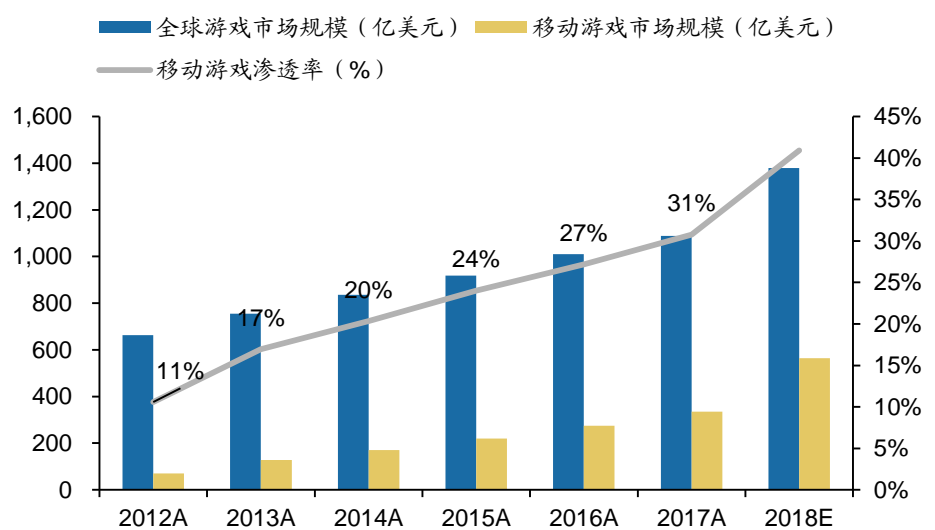
图4: 18Q2全球头部广告移动平台App广告展示占比显示流量较为集中



数据来源: 伽马数据&AppLovin, 广发证券发展研究中心

第三个原因则是因为移动游戏的快速发展同时培养了用户和开发者。近年来, 移动游戏市场的增长是整体游戏市场增长的主要驱动力, 根据Newzoo的数据, 2017年全球移动游戏市场同增22%至335亿美元, 游戏市场同增8%至1089亿美元, 游戏市场的79亿美金增量基本都来自于移动游戏(60.4亿美金)。2015年以来, 移动游戏市场规模的增速分别为30%、25%和22%, 而同期全球游戏市场的增速分别为10%、10%和8%, 移动游戏市场占总市场的比重从2014年的20%上升至31%。移动游戏的快速发展培养了一批熟悉手机游戏操作逻辑的用户, 另外巨大的市场也吸引了大量的开发商进入, 开发者生态和消费者习惯都已经为超休闲手游的出现做好了准备。

图5: Newzoo统计的全球游戏市场规模和移动游戏市场规模情况

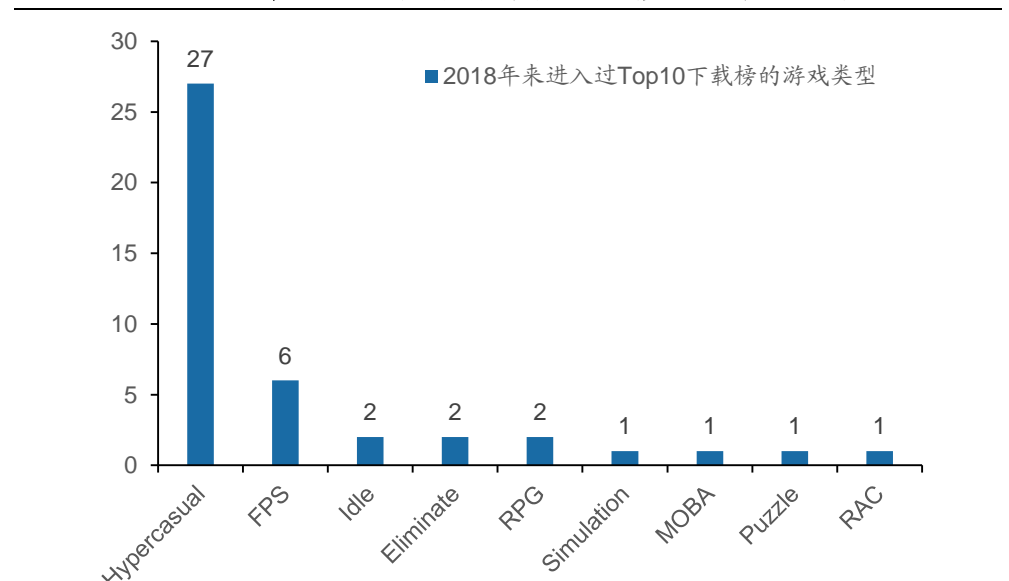


数据来源: Newzoo, 广发证券发展研究中心

3、超休闲游戏市场特殊之处在哪儿？

第一个不同体现在产品属性上，超休闲游戏玩法简单、包体较小、适合大DAU。一般一款休闲游戏的包体大小不会超过500MB，而精品休闲游戏和超休闲游戏的区别更是降到了100MB左右。比如典型的老派休闲手游《开心消消乐》大小为193MB、《园艺别墅》大小为253MB；Voodoo旗下的Crowd City、Bounce Forever!、Bumper.io、Draw.io均为100MB左右。包体较小背后的原因是因为玩法较为简单，缺少深度数值成长体系，而起导致的结果则是下载量往往很大。我们统计了2018年进入过全球下载排行榜前十的各类游戏，共有43款游戏进入前十，其中超休闲游戏有27款，而第二名的品类FPS仅有6款。

图6：进入过2018年全球游戏下载榜前十的游戏多为超休闲游戏



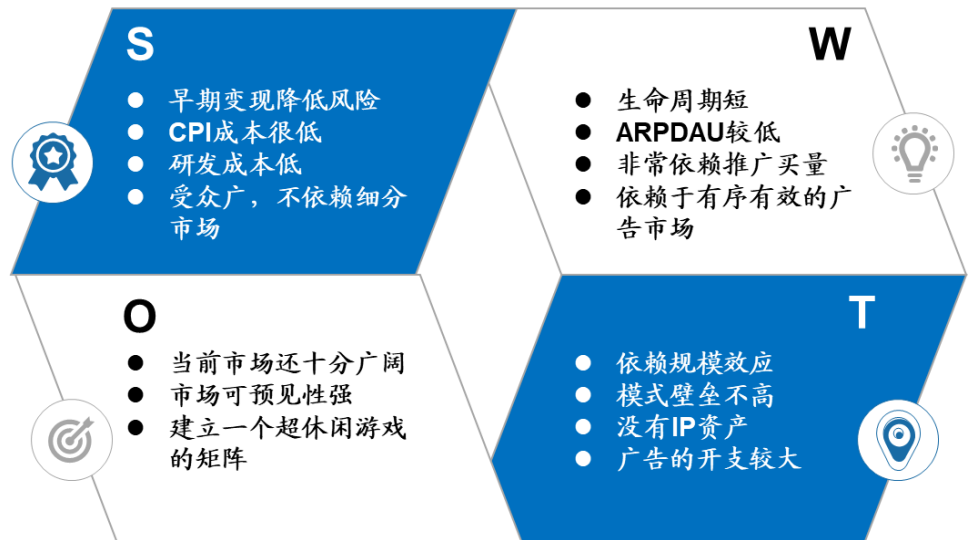
数据来源：Newzoo, App Annie, 广发证券发展研究中心

第二个不同体现在流量获取方式上，超休闲游戏采取了小游戏大量买量的模式。在传统的买量框架当中，休闲游戏因为单用户的LTV值较低，能够承受的CAC（用户获取成本）较低，因此相比以内购为主的重度游戏，在流量获取的方式上更多以口碑自然流量和应用商店推荐位置为主。随着重度游戏的用户CAC成本逐渐逼近LTV天花板，单个用户带来的利润空间越来越少，休闲小游戏的买量优势反倒凸显出来。而休闲游戏的另外一个特性是其游戏内容深度不够，因此用户的留存较低；但是随着重度游戏的用户抢夺越来越激烈、留存率逐渐走低，休闲游戏的变现集中在前期的模式反倒有了更强的确定性。因此与老牌的休闲游戏第二个不同点在于Ketchapp、Voodoo这样的超休闲游戏厂商都会投放大量的效果类广告，而非原来的品牌广告。

第三个不同体现在传播方式上，超休闲游戏很容易形成短时间内的“爆款效应”。此前的休闲游戏仍以游戏媒体、应用商店推荐为主要传播途径，主要瞄准的玩家市场是轻度玩家市场。而随着我们在前面提到的，社交网络在全球人口的渗透率较高后，玩法单一简单的超休闲游戏极易通过社交网络传播，形成一定圈层内的“网红爆款”。社交网络的分享功能、短视频、社交媒体的推荐等均缩短了一款游戏的传

播路径，延展了一款游戏的传播半径，更有机会命中此前不接触游戏的蓝海玩家。比如Voodoo的《拥挤城市》在国内刚刚发行，截止12月15日在抖音上拥有290万的视频播放量，这也助推其迅速登顶国内下载榜第一名。

图7：超休闲游戏市场的SWOT分析



数据来源：Pocketgame，广发证券发展研究中心

而相较于原来的传统休闲游戏，超休闲手游的缺点在于玩法深度不够、极度依赖广告、玩家几乎不会形成情感寄托。玩法深度不够意味着用户的留存率往往较低，玩家也很难对一款超休闲游戏形成IP式的情感依托，因此超休闲手游一般都极度依赖广告拉新形成规模效应，这也意味着发行商需要承担较大的广告垫资风险，而解决单一的休闲游戏生命周期较低的方法一般是构建一个超休闲手游的产品矩阵。

二、Voodoo 如何成为小游戏之王：买量、专注、规模

我们此前总结了超休闲游戏有望成为新的风口，主要原因系移动互联网的人口基数不断扩大，社交网络不断扩张范围，全球的广告环境变得更加友好；而超休闲游戏的特殊之处主要在于包体更小、以买量为主和依赖社交网络传播。在这一场超休闲游戏大潮当中，Voodoo是其中最具王者风范的一家公司，我们将通过对其的分析，来探究超休闲游戏厂商的核心竞争力在何处。

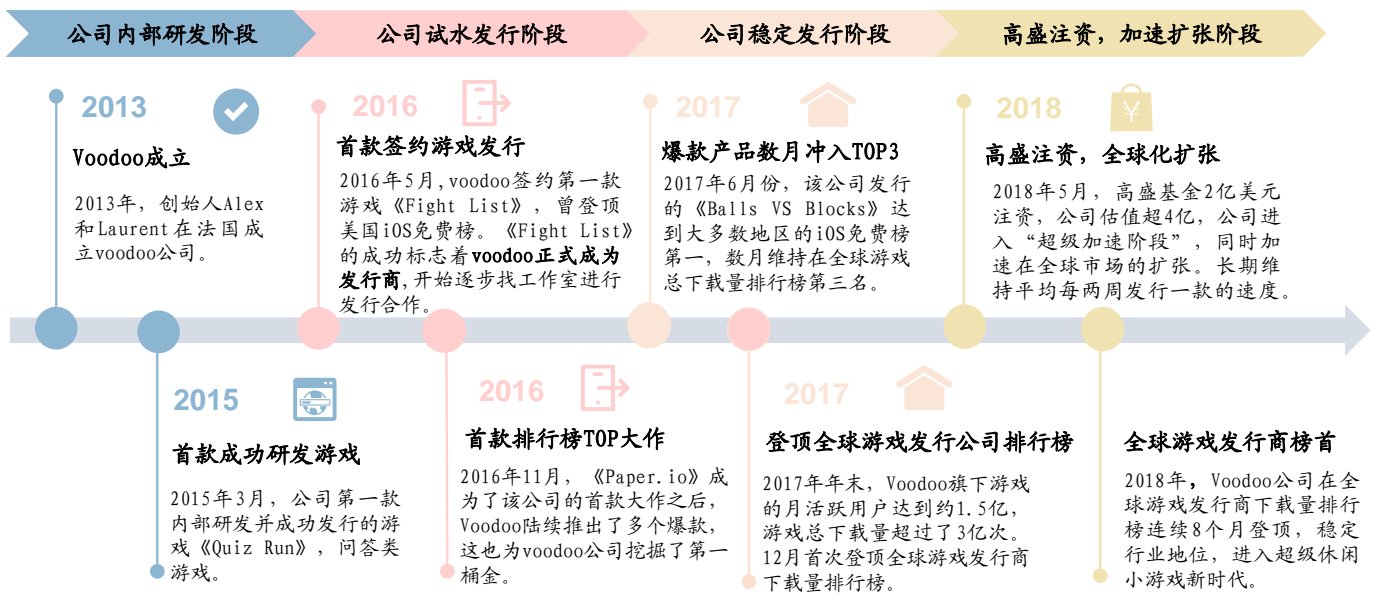
1、Voodoo：买量发行起家，2017年起迅速蹿红

Voodoo于2013年成立，两位创始人Alex和Laurent在法国成立这家公司之后逐步将团队扩展至10人左右，起初公司的发展方向主要系研发，研发出了第一款游戏《Bool》，但收入并未有起色，到2015年3月，公司正式以Voodoo的名义提交了第一款自研手游《Quiz Run》，玩法非常简单，即尽可能快地回答测验问题赢得奖牌和硬币。

公司意识到研发上的瓶颈后正式转向发行，在2016年5月签订《Fight list》标志着Voodoo正式成为发行商，开始逐步对外找工作室进行合作。2016年11月公司发出了首款大作品《Paper.io》，该作品迅速登顶美国下载榜第一名，给公司带来了强大的现金流支撑，2017年公司陆续发出9款较重磅的休闲手游，其中有7款都达到过美国免费榜冠军的位置，另外一款也达到过排名前三位置，仅有《Drop the ball》失手，成功率十分惊人。

2018年以来，公司进一步扩张了发行规模，根据App Annie统计，公司共发行了超过40款游戏，其中《Hole.io》、《Balls VS Blocks》、《Bumper.io》、《Helix Jump》、《Crowd City》均进入过美国发行榜前三。成为名副其实的“超休闲游戏之王”。公司于2018年5月份获得了高盛2亿美金的投资，Voodoo声称将用这一资金更好的对接手游开发者。

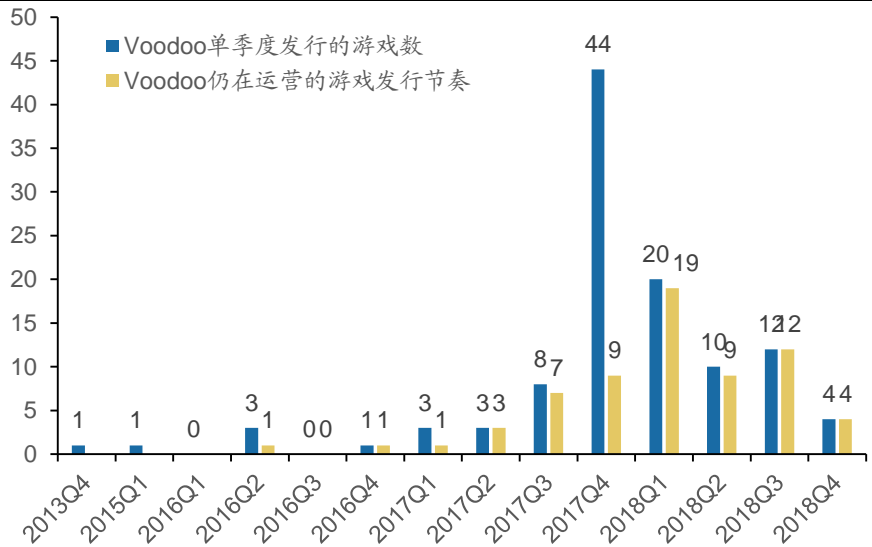
图8：2013年以来Voodoo公司的发展历史简况



数据来源：公司官网，Pocketsgame，广发证券发展研究中心

Voodoo在转型发行之后，发行和测试的游戏数量迅速增加。我们按照Apple Store的统计计算，2017Q1之前，公司的主要角色仍是研发商，其作品的产出数量非常低，截至2017年，“Voodoo”这个帐号在Apple store和google play上仅仅发出了7款游戏，而从16Q4的《paper.io》成功提供了足够的现金流，公司的作品发行数量便迅速增加。在17Q4以Voodoo名义发出来的游戏高达44款，但最后仅有9款游戏仍在运营。我们推测这主要因为公司有很多游戏仅仅只是测试就会下架，根据其发行总监Hugo Peyron透露，Voodoo平均测试20款游戏才会有1款游戏发布，通过率仅为5%，大量优质游戏的发行保证了成功率。

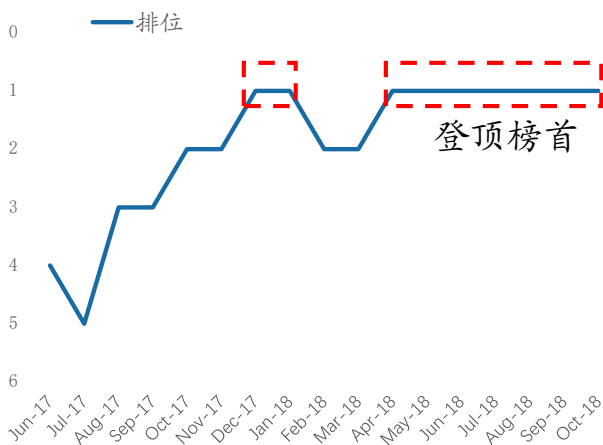
图9：2013Q4以来公司每个季度发行的游戏数量推移



数据来源：App Annie，公司官网，广发证券发展研究中心

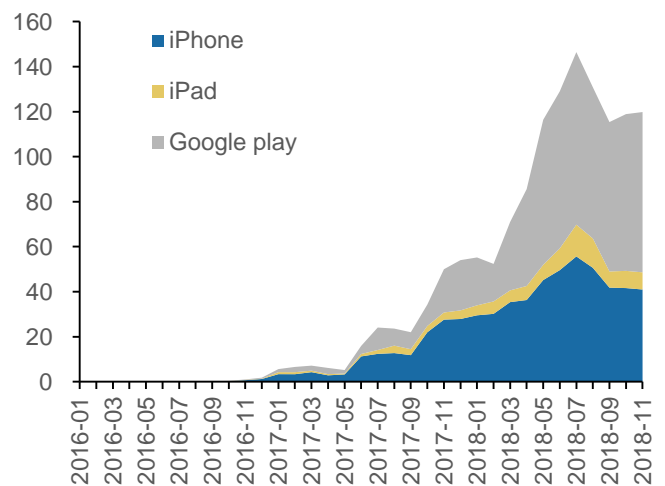
截至11月，Voodoo已经实现了超过14亿次的下载，并且月下载榜高居第一。Voodoo在超休闲游戏市场有着极强的统治力，公司从2017年1月份以来从未掉出过下载榜前十，并分别于2017年底12月、2018年初1月和2018年5月之后一直登顶游戏下载榜第一。而根据App Annie的统计，Voodoo旗下游戏矩阵从2016年至2018年11月已经合计取得了超过14亿的下载量，并且在2018年5月月下载量正式突破了1亿次，持续扩大自己在流量上的优势。而根据Voodoo本身的数据统计，其月活超过1.5亿人。

图10：Voodoo下载量在5月之后登顶榜首



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心

图11：公司游戏在全球的下载量推移（单位：百万）



数据来源：App Annie，广发证券发展研究中心

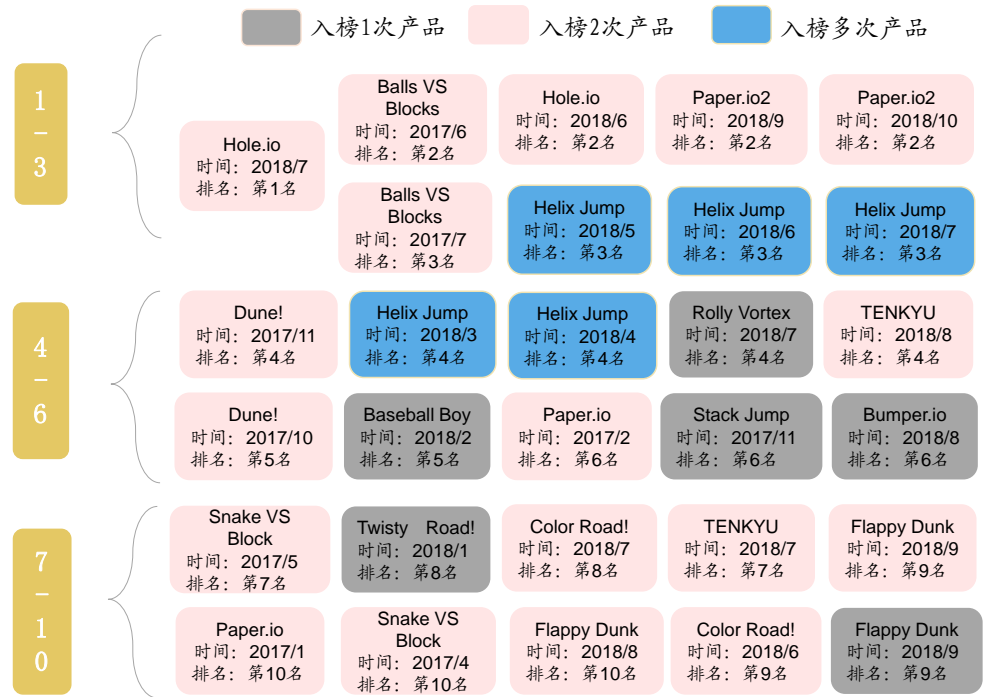
2、目前的产品线：多类型旋风快打，起量后专注爆款

我们总结目前公司挑选产品的思路为：通过目前Voodoo的品牌效应大量试玩、测试超休闲游戏，遴选的标准是玩法好、留存高，然后Voodoo负责对其进行更好的商业

化设计，测试看是否吸量，一旦有爆款潜质，公司便会倾尽全力推向市场。

公司保持着每两周发行一款游戏的速度，但投入的资源完全依照游戏的表现来定。我们统计了Voodoo曾经进入过全球下载榜Top10的游戏，其中有1款《Helix Jump》多次入选，另外有9款游戏进入Top10榜单2次以上，6款游戏进入过1次以上。对于头部的产品如《Helix Jump》，公司始终保持强大的投放力度，这类产品是公司的现金流产品，而对于数据稍微落后的产品，公司将不断将广告资源进行轮换迭代，试图始终将用户留在自己的超休闲游戏矩阵当中。

图12: Voodoo曾经进入全球下载排行榜Top10的游戏



数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

2018年以来，支撑公司主力产品线的主要有9款游戏。其中《Helix Jump》、《Valls VS Blocks》、《Color Road》、《Helix Jump》、《Tenkyu》、《Twisty Road》5款均属于速死类游戏，我们从《Twisty Road》的设计中甚至看到了《Color Road》的影子；而《Bump.io》、《Hole.io》、《Paper.io 2》，以及刚刚上线的《Crowd City》均属于IO游戏，是区别于国内《球球大作战》、《欢乐球吃球》的轻度IO游戏。这两类是支撑Voodoo产品线的两个最大类。其他还有部分如体育、解密、过关等游戏丰富了公司的产品矩阵。

表 1: Voodoo 目前的主力游戏阵容

游戏名称	2018 年来最高排名	细分玩法	发行时间
Balls VS Blocks	7	速死类，类似贪吃蛇	2017 年 5 月 11 日
Baseball Boy	7	体育类，棒球游戏	2018 年 1 月 23 日
Bumper.io	6	IO 类，小球相互撞击	2018 年 6 月 27 日
Color Road	8	速死类，操控小球躲避跑	2018 年 1 月 31 日
Helix Jump	3	速死类，操控小球下	2018 年 2 月 10 日
Hole.io	1	IO 类，小球相互撞击	2018 年 5 月 25 日

paper.io 2	2	生存类，圈地占领	2018年8月7日
TENKYU	7	闯关游戏，操控小球进管道	2017年1月5日
Crowd city	-	速死类，吞噬对方壮大自己	2018年11月22日
Twisty Road	8	速死类，操控小球躲避跑	2017年11月21日

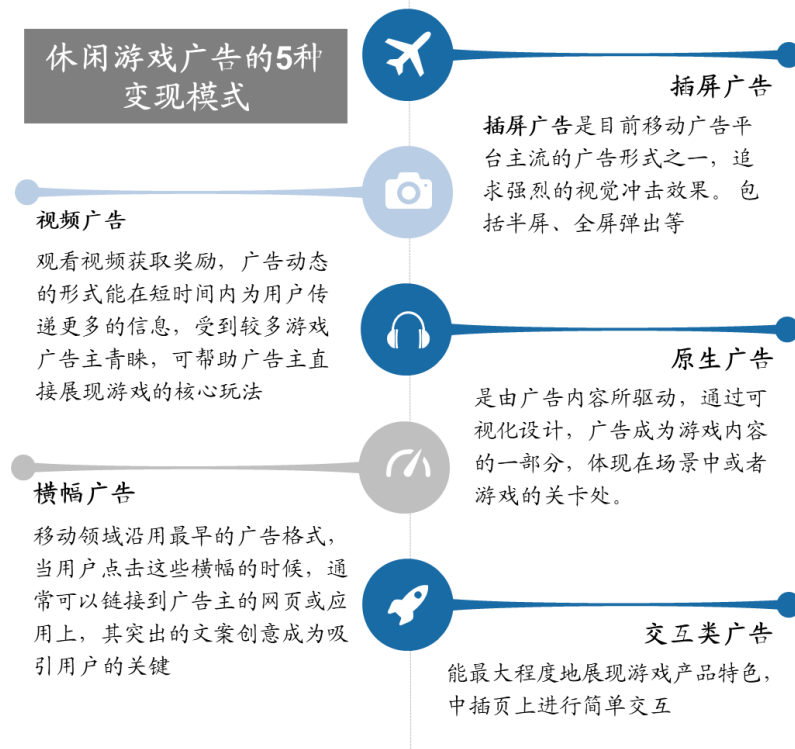
数据来源：Voodoo 官网，广发证券发展研究中心

3、Voodoo 的买量模型有何不同？

除了在产品端构建好的超休闲游戏组合，Voodoo的真正核心竞争壁垒主要是在买量发行端。我们此前介绍过由于超休闲游戏一般不具有IP属性、玩法简单、游戏内容少，因此无论是在玩法还是美术上，产品端都很难构建竞争壁垒，Voodoo这样的公司更多是凭借自己超强的买量能力，圈住大量便宜的流量构筑了发行能力。我们认为Voodoo的买量模型的优势之处有三个特点：少做交叉、极度专注、数据驱动。

移动休闲广告主要包括5类广告的变现方式：**交互式广告、插屏广告、视频广告、原生广告、横幅广告**。其中交互式广告广告的转化率最高，但是这类广告对于广告素材要求较高，对玩家的打扰也最高；插屏和视频广告一般会联合起来，以半屏和全屏的形式出现；原生广告主要是植入到游戏内容场景当中的展示广告，如游戏中餐厅的麦当劳冠名等；横幅广告相对是广告量最大的种类，但是也是转化率最低的广告形式。我们以Voodoo的《Crowd City》列出了几种主要的广告变现形式如下。

图13：休闲游戏广告有主要5种变现模式



数据来源：伽马数据&AppLovin，广发证券发展研究中心

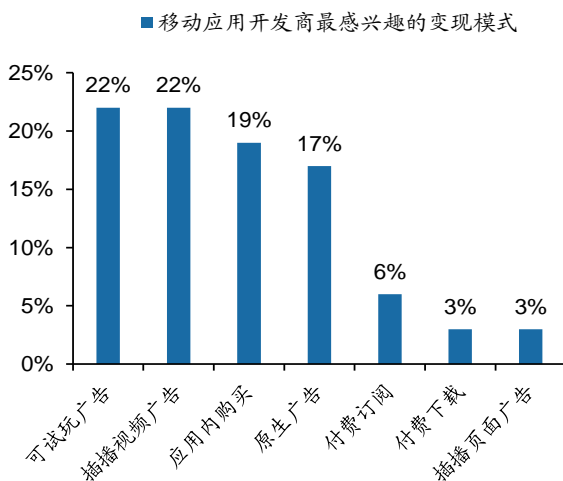
图14: 以Crowd Ctiy为例说明Voodoo的各类广告形式



数据来源: 手机游戏《拥挤城市》截图, 广发证券发展研究中心

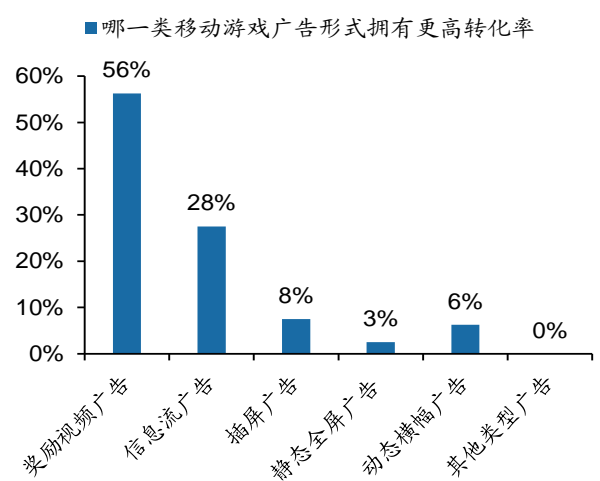
根据AppLovin和伽马数据的统计,可试玩和奖励式视频广告是休闲游戏变现模式当中最受青睐的形式, Voodoo也极度专注于此。在调查问卷当中, 分别有22%的受访App选择了可试玩广告和视频广告为自己最喜欢的变现形式, 应用内购买已经降低至19%左右, 从广告的转化率上, 也有58%的受访者选择了奖励式广告作为更高转化率的选择, 而插屏广告、横幅广告排名均靠后。Voodoo几乎所有的超休闲游戏都不采用IAP(应用内购)的变现形式, 专注于各类广告形式变现。

图15: 可试玩广告为App最感兴趣的广告模式



数据来源: 伽马数据&AppLovin, 广发证券发展研究中心

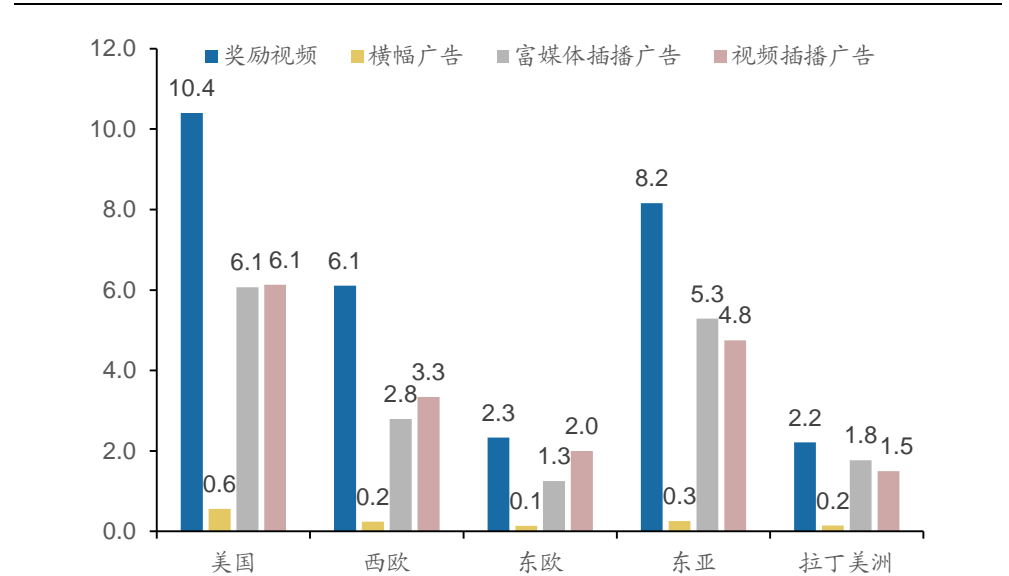
图16: 奖励视频广告有着最高的转化率



数据来源: 伽马数据&AppLovin, 广发证券发展研究中心

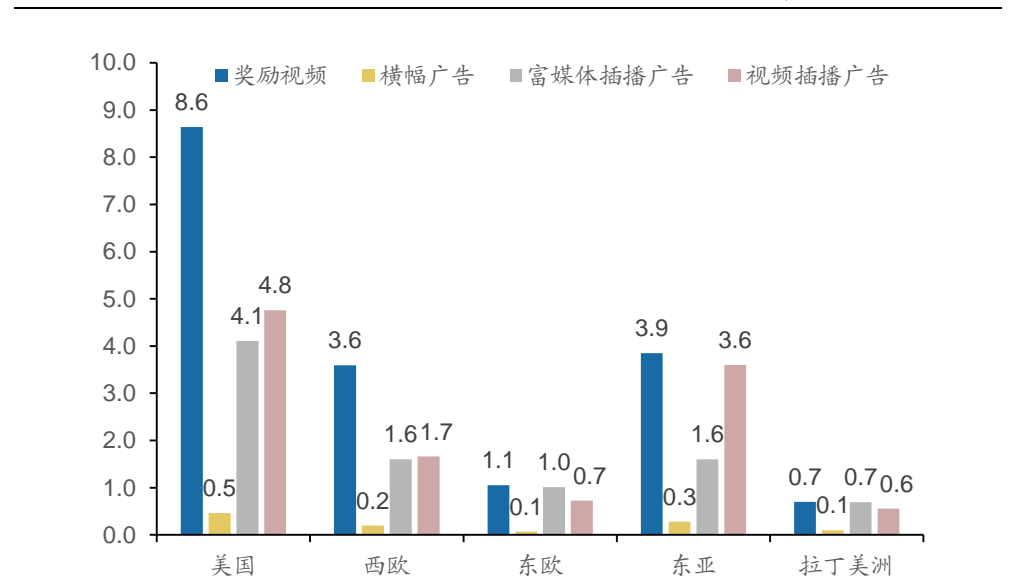
另外，对于上述5种广告形式的综合运营构成了买量能力的关键环节，Voodoo的特点是极少用价值高的广告位做交叉推广。我们前文中提到一般超休闲手游发行商会构建自己的超休闲游戏组合，一旦发出了自己的爆款游戏，Ketchapp这样的发行商一般会在爆款游戏中大量植入自己其他类型游戏的交叉销售，从而将流量导入到其他产品上。我们如果按照eCPM价格分类，奖励广告的单位价值是最高的，而做交叉销售的转化率也是最高的。Voodoo的创始人透露，他们认为这类广告位置是典型的Cash Cow，不能用来推广自己的游戏，而更应该用于变现。自己游戏的交叉推广可以放在横幅广告等优化空间比较大的广告形式上，甚至是用激励广告位挣回来的现金再进行广告投放也更加有效，这体现了Voodoo团队对于广告优化极强的自信。

图17: iOS上各类主流广告形式的eCPM价格一览(单位: 美元)



数据来源: 伽马数据&AppLovin, 广发证券发展研究中心

图18: Android上各类主流广告形式的eCPM价格一览(单位: 美元)



数据来源: 伽马数据&AppLovin, 广发证券发展研究中心

Voodoo另外的特点是极度专注效果类买量，很少做品牌推广。Voodoo的CEO Alexandre Yazdi曾经称：“We don't rely on intellectual property.”因此Voodoo主要依赖数据驱动帮助开发者们取得更好的销量，很少做品牌上的宣传，如Voodoo至今尚未开设公司的Instagram和Twitter帐号进行品牌宣传，而竞争对手如Ketchapp已经在INS上积累了超过230万粉丝。另外Voodoo也不重视应用商店的推荐位置，其发行总监Peyron称：商店推荐可以给你带来10万左右的下载量，但长期来看这点流量用处不大。而事实证明Voodoo的专注似乎能够获得更好的效果，比如Helix Jump是一家乌克兰公司开发的游戏，Voodoo利用大量的数据测试改进了游戏的玩法，保留了本来的优势美术方面，最后取得了超过1亿次的下载。

4、超休闲游戏市场还有哪些竞争者？

超休闲游戏的市场格局仍未完全确定，除了Voodoo之外还有多位玩家枕戈待旦。我们此前介绍了部分Voodoo公司取得成功的特殊之处，但是目前超休闲游戏市场仍未迎来定局，而这场竞争的范围或许是全世界的。这里主要可以分成两类公司，King、Rovio、Plyrix等公司主要属于2010年之前成立的休闲游戏公司，其主要依托于本身的头部产品打造IP，如Rovio甚至为愤怒的小鸟这一个IP拍摄了大电影，建立了玩具等多种衍生品变现模式。另一类则主要是2010年之后成立的超休闲游戏厂商，其主要是通过构建自己的超休闲游戏资产组合，买量营销获取用户，从而达到用户上的规模效应。典型的公司包括中国的新厂商SuperTapX，美国的广告公司AppLovin、法国的休闲游戏公司Ketchapp、土耳其的休闲游戏开发商Gram Games，以及目前的小游戏之王法国的Voodoo。

表 2: Voodoo 的主要休闲游戏开发商竞争者

公司名称	所在地	成立时间	员工数量	代表作品	备注
SuperTapX	中国	2018A	-	Love Balls、Draw In	成都的一家发行公司
AppLovin	美国	2012A	90 (2015年)	Love Balls、Weave the Line、Draw In、Cash,Inc.	AppLovin 是最大的移动广告平台之一，Lion Studios 的合作伙伴
Ketchapp	法国	2014A	-	2048、Risky Road、Stack、Bottle Flip!、Gravity Switch	被 ubisoft 并购，2016/9/28 达成收购协议，2016 年底进行收购
Gram Games	土耳其	2012A	74	1010、Merged!和 Six!	2017/4/1，Gram Games 被 Zynga 以 2.5 亿美元的价格全现金支付收购
king	瑞士	2003A	2000	Candy Crush Saga、Papa Pear Saga	king 于 2016/2/16 被暴雪以 59 亿美元收购,2016 年收入 15.9 亿美元
rovio	芬兰	2005A	400	愤怒的小鸟，Tiny Thief，THE CROODS	2017 年收入 2.97 亿欧元，净利 2060 万欧元
Playrix	俄罗斯	2004A	800	梦幻家园、梦幻花园、梦幻水族馆、梦想小镇	俄罗斯和独联体中最大的移动游戏开发商

数据来源：公司官网，Wikipedia，广发证券发展研究中心

三、发行或流量平台主导产业链，国内厂商出海新方向

我们此前对于超休闲游戏做出了定义和分析，而市场显然目前格局未完全确定，休闲游戏厂商们倚靠的壁垒主要以“流量”和“买量能力”为主，因此发行商和流量平台或许更有可能主导休闲游戏产业链。对于国内厂商而言，超休闲游戏的国内环境并不好，全球化的竞争反倒是新的机会，可以作为流量的蓄水池、锻炼自己的买量发行能力，买量能力强的公司或者广告公司有望受益。

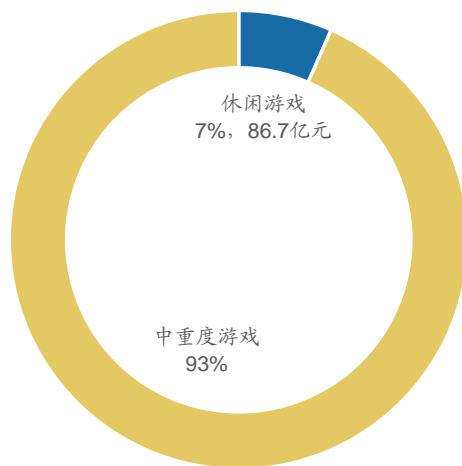
1、超休闲游戏流行的意义在哪儿？杀闲和新蓝海市场

超休闲游戏的走红对于游戏行业来说一般是获取新流量红利的前兆。游戏市场的拓展规律一般是由轻度游戏产品击中新的蓝海玩家，让其成为Light User，之后通过中度和重度产品让浅层用户发展为Mid-core User和Hard-core User。如任天堂于2006年推出的Wii Sports系列通过体感游戏的交互性和可玩性，主动去找寻客厅家庭主妇和玩家这一蓝海市场获得了过亿的销量，带动了Wii上其他的游戏销售。

第一次的用户卷入红利在2015年之前就基本完成。海外的《糖果传奇》、国内的《开心消消乐》、《会说话的汤姆猫》等游戏基本完成了智能手机用户普及的第一阶段，根据Quest Mobile的数据，重度游戏时长占比从2014年的28.9%提升至2016年的37.4%，轻度游戏则逐渐从51%降低至45%左右。

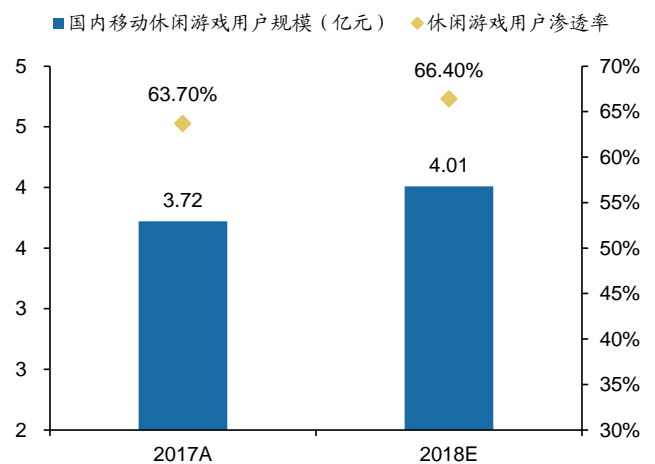
这一次超休闲游戏的走红或许是世界范围内游戏用户的新流量红利。根据伽马游戏的统计，2018年预计国内休闲游戏的市场收入占比约为7%，而休闲游戏玩家的规模有望在2018年从3.72亿人增长至4.01亿人，渗透率达到66.4%。总体上国内的休闲玩家渗透率已经处于高位，我们观察到的是本轮超休闲游戏的走红主要是在全球范围内体现，海外新的智能手机用户或许会成为新的游戏用户流量红利。

图19：2018年预计国内休闲游戏的市场收入占比为7%



数据来源：伽马数据&AppLovin，广发证券发展研究中心

图20：国内休闲游戏玩家规模有望在2018年突破4亿人



数据来源：伽马数据&AppLovin，广发证券发展研究中心

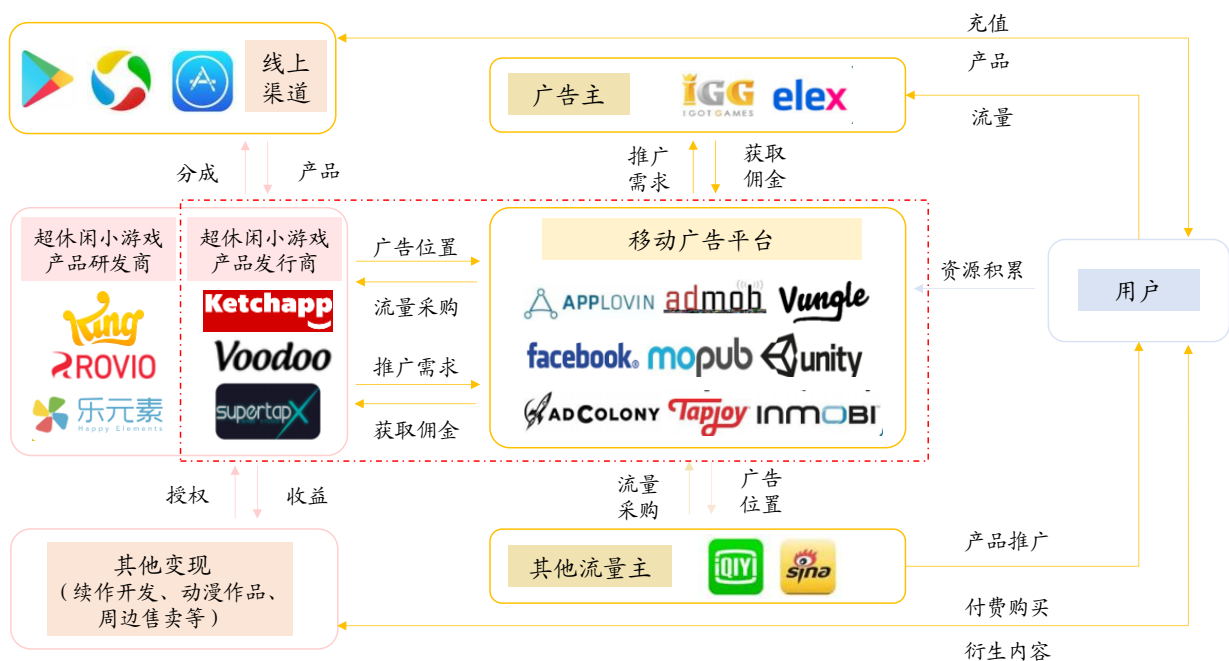
另外用户玩休闲游戏主要目的是“Kill Time”，其竞品更多不是重度游戏，而是其他休闲互联网产品，如短视频、微博、资讯平台等。

2、产业链主导者是谁？发行公司&流量平台相互竞争

那么在整体发展较快的过程中，主导产业链条的我们认为**是发行公司或者是流量平台，双方互有优势**。拆分超休闲游戏的产业链分布，与一般游戏行业的产业链分布不一样的地方在于移动广告平台（流量平台）占据了重要的位置，产业链的主要环节是“研发商→发行商→广告平台→广告主/用户”，其中研发商主要负责做好产品，发行商主要负责与线上渠道对接，然后在移动广告平台上打广告获取流量，最后游戏产品到用户端被消耗时长，通过内购商品和广告变现。

- 流量平台的优势在于对于流量和用户更为敏感、同时拥有自有流量池，缺点在于会面临重度游戏和轻度游戏的导流抉择以及无法跨平台导流的问题。
- 发行商的优势在于没有自有流量的束缚，可以全力对接上游分散的研发商生态和下游全球分散的流量生态，更有利于锻炼自己的买量能力构建壁垒，但是缺点在于前期启动十分依赖规模效应和资金投入。

图21：休闲游戏产业链条主要以小游戏产品发行商和移动广告平台为核心



数据来源：伽马数据&AppLovin，广发证券发展研究中心

与重度游戏最大的不一样在于超休闲游戏本身很难在研发环节形成竞争壁垒。我们在前文中提到超休闲游戏的特征是包体较小，玩法较为单一，不做成长数值系统，典型属于创意和美术驱动，一般一个休闲游戏的开发仅仅需要10人以下的开发团队即可以胜任，因此研发商的门槛并不高。

广告流量平台已经有AppLovin跑出，对流量更加敏感是其最大的优势。AppLovin本身是一家广告公司，成立于2012年，总部在旧金山。AppLovin的主业主要系为在mobile和TV端获取新用户的产品提供自动化营销决策和分析，让开发者得以针对十亿以上的全球用户，根据AppLovin官方数据，平台覆盖用户已经超过 20 亿，覆盖全球数百万个app，广告支出回报率达到20倍。而由于看好超休闲游戏这一市场，AppLovin单独设立了Lion Studio来做休闲游戏的发行推广工作，目前已经成功发行了Love Balls、Weave the Line、Draw In、and Cash, Inc等多款游戏。

表 3: AppLovin 融资情况一览

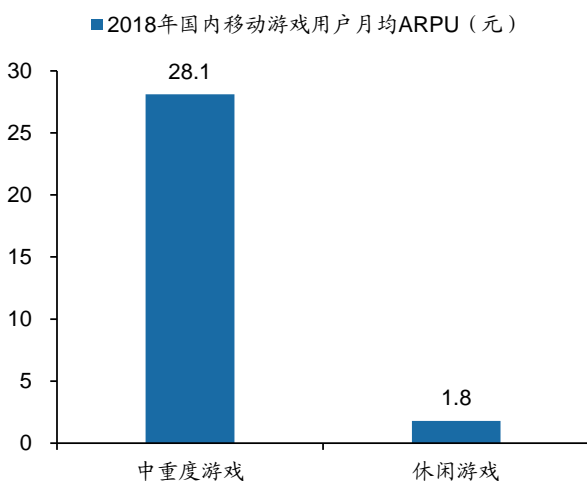
时间	融资金额 (万美元)	投资方	轮次
2012/11/20	未公布	Streamlined, Courtney Broadus	种子轮
2013/11/8	2	Streamlined	债务融资
2014/7/31	400	Webb investment Network, Suren Markosian	种子轮
2017/7/1	14000	Orient Hontai Capital	PE 轮
2017/11/21	84100	Orient Hontai Capital	债务轮
2018/7/17	40000	KKR&Co	PE 轮

数据来源: Crunchbase, 广发证券发展研究中心

另一个流量方的例子是微信小游戏，前期起量非常快。微信的小游戏与超休闲游戏也有类似的地方，截至2018年7月，根据微信官方透露，已上线的小游戏累计超过2000款，平均七日留存率高达45%，主要变现模式为安卓内购与广告分成，日广告流水上千万。

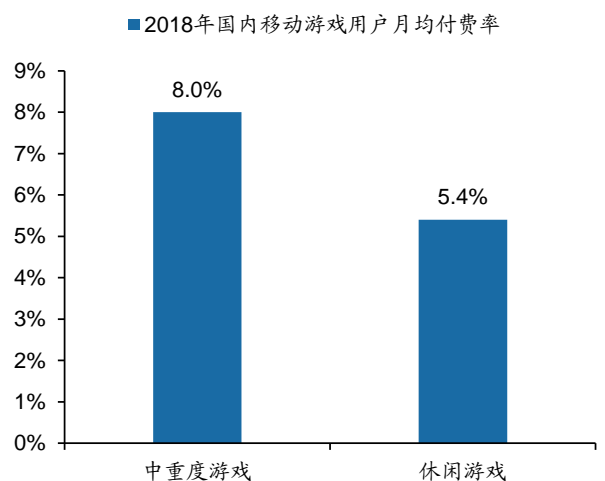
但类似微信这样的自有流量平台逐渐会面临着回报率的两难选择。根据伽马数据，重度用户的ARPU值高达28.1元/月，而同期的休闲游戏仅为1.8元/月，付费率上休闲游戏的5.4%也远低于重度游戏的8%左右。因此对于腾讯这样的自有流量平台，其需要在变现价值低但不伤害用户体验的休闲游戏和变现价值高但伤害用户价值的重度游戏之间做出流量导入的抉择，而微信团队显然也不会帮助小游戏去其他平台上投放广告吸量，在这样的情况下小游戏的创意能力反倒会出现损伤。微信也试图提出了创意小游戏扶持计划，一旦被标记为创意小游戏，流水分成上开发者和平台的分成比例将由6:4上调为7:3；广告的分成比例上将由5:5上调为7:3。

图 22: 重度用户的ARPU值远超休闲游戏



数据来源: 伽马数据&AppLovin, 广发证券发展研究中心

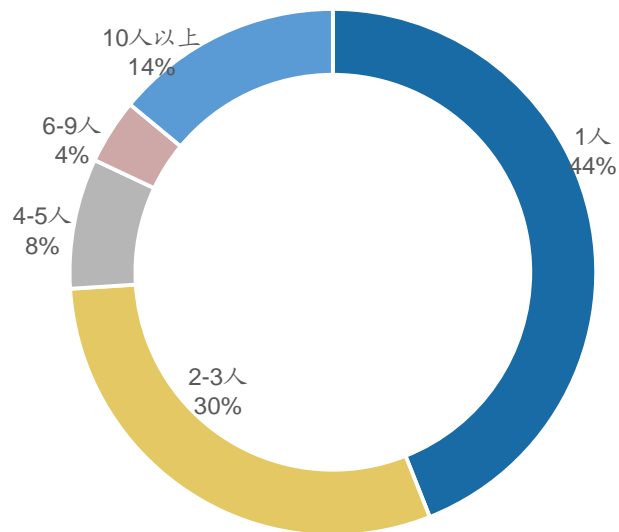
图 23: 重度用户的月均付费率远超休闲游戏



数据来源: 伽马数据&AppLovin, 广发证券发展研究中心

而对于发行商而言，目前市场还较为分散，其核心的能力仍是对接产品和买量的能力。发行商的生态正呈现向头部集中的趋势，根据Adcolony的数据统计，44%的手游商业化人员配置仅为1人，属于小公司，而10人以上的商业化团队的比例占到了14%，高于中间4-5人、6-9人组别的比例，我们认为这背后说明目前发行商的集中度仍然较低，但10人商业化团队以上的公司未来肯定会逐渐增多，逐渐拿到市场的较大份额，这主要系超休闲游戏买量，仍是一件马太效应极强的生意，头部发行商拥有中长尾发行商所没有的资金积累、对接好产品的实力、以及处理全球化发行的能力，而不断发出好的产品又加强广告变现的实力，形成更大的规模效应。

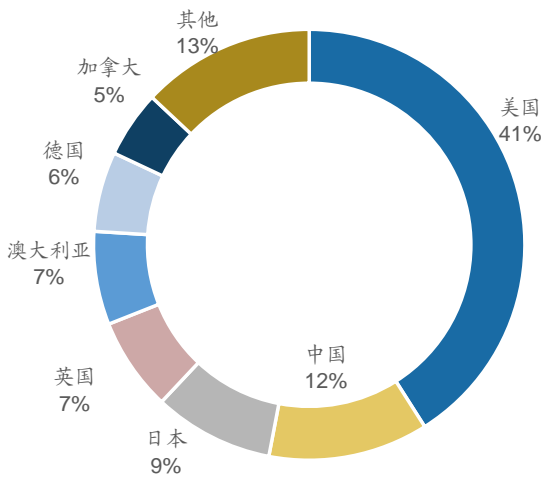
图24: Adcolony统计的手游商业化变现人员数量占比显示市场不够集中



数据来源：伽马数据&AppLovin，广发证券发展研究中心

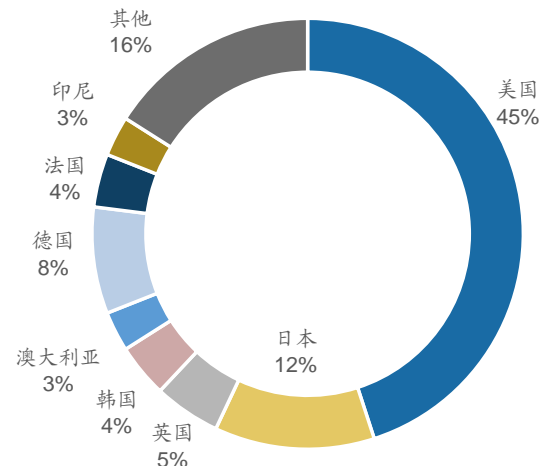
买量的能力上非常重要的一项是面向全球市场的能力。根据AppLovin的统计，其在全球iOS的广告费用投放在国家的分布是美国41%、中国12%、日本9%、英国7%等，还有其他地区占比13%；而Android端的分布分别是美国45%、日本12%、英国5%等其他地区16%。由于AppLovin主要自身的SDK主要覆盖Apple Store和Google Play，所以中国市场安卓端数据有所缺失。但整体上也可以看出，超休闲游戏的广告投放需要面对多个市场，我们以Voodoo最新发行的Crowd City为例，其在苹果的应用商店全球上线，共有154个国家，没有拿到苹果的推荐位置，但在2个国家下载榜排名第一、在22个国家排名前五、在31个国家排名前10，进入Top100榜单的国家高达91个。Voodoo需要在各个地方都进行本地化的优化和广告投放，取得这样的成绩与公司本身内部的团队支撑、对各地发行环境的熟悉程度是密不可分的。

图25: AppLovin在iOS端的广告投放费用分布



数据来源: 伽马数据&AppLovin, 广发证券发展研究中心

图26: AppLovin在Android端的广告投放费用分布



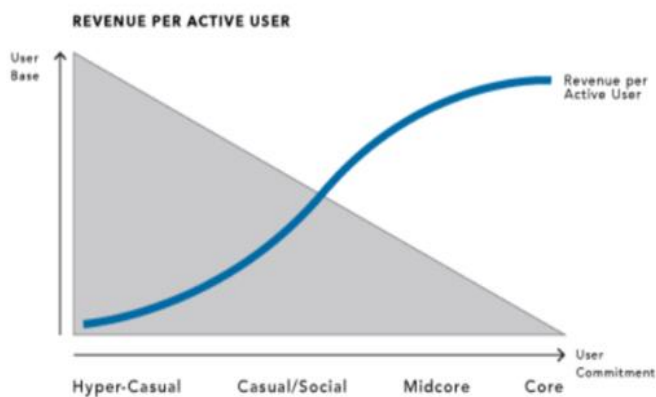
数据来源: 伽马数据&AppLovin, 广发证券发展研究中心

3、重度手游之后，国内厂商出海或迎来新的品类机会

超休闲游戏整体市场格局仍未稳定，我们认为国内厂商也将迎来相应的机会。对于国内公司来说，出海的必要性体现在寻找更大的流量蓄水池、本身国内小游戏生态较为恶劣难以通过广告做大、可以培养自己的海外发行力量；而国内公司的优势则主要体现在经历了国内买量环境的激烈竞争、整体移动游戏的开发生态领先海外。

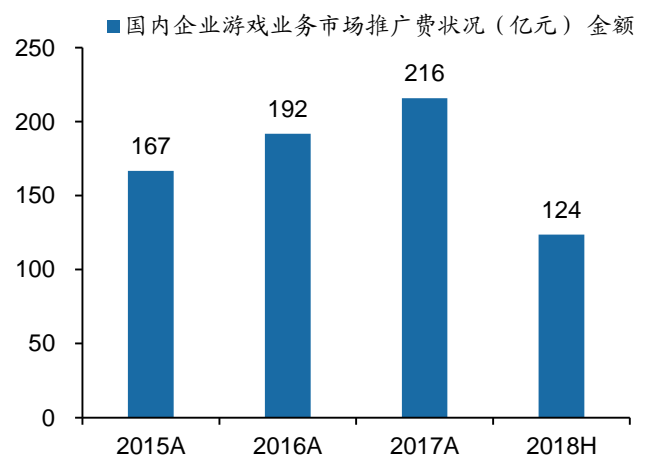
国内的超休闲游戏出海可以被认为是手游大规模出海的预演，我们将游戏可以分为Hyper Casual、Social Game、Midcore和hardcore四类，用户基数逐步递减而单用户的价值收入逐级递增，在导流上，Hyper Casual、Casual都可以成为重度游戏的流量导入方。国内游戏公司每年的推广费用居高不下，根据伽马数据，2017年已经达到216亿元，同比增长12.5%，2018年上半年已经达到了124亿元。我们认为在国内存量人口红利已经被挖掘殆尽的今天，通过超休闲游戏出海找寻新的流量红利将是未来国内大、中、小厂商的共识。

图27: 各类游戏用户基数和单用户收入情况一览



数据来源: Pocketgame, AppLovin, 广发证券发展研究中心

图28: 国内游戏厂商的流量获取成本居高不下



数据来源: 伽马数据&AppLovin, 广发证券发展研究中心

国内游戏公司的出海速度目前已经在加快。根据App Annie对于海外游戏市场的检测，中国移动游戏发行的海外IOS及Google Play 综合收入在18H1同比增长超过了40%，达到26亿美元；收入超过100万美元的移动游戏业已经增至243款。今年以来国内移动游戏发行商收入同比增速最快的市场为韩国，增幅达到153%，主要来自于《仙境传说RO》和《三国志M》等游戏的贡献；另外在美国市场国内游戏公司的收入增速高达52%，相比17H1的38%增长明显，日本市场的增速同样有34%；德国、英国、法国三个欧洲市场国家的主要增速分别为41%、50%和52%。这主要体现的是重度游戏出海的贡献。

通过超休闲游戏出海构建发行壁垒的试错成本要更小。从下载量上，中国厂商18H1在美国市场上的同比增速为54%、印尼市场达到了77%、巴西市场达到了47%、越南市场达到了52%、墨西哥为28%、土耳其和菲律宾为23%和37%，均高于去年的同期增速，呈现加速增长的趋势，但其中仍有较大部分为中重度游戏如《PUBG Mobile》、《Honour of Kings》、《Identity V》、《Knives Out》等之类的贡献。但值得注意的是这些产品均为国内厂商的头部大作，出海不成功的风险较大。我们认为通过超休闲游戏先行出海，熟悉当地的发行环境、文化背景和游戏人群试错成本将更小，也更有助于广撒网式的建立自己的发行力量。

表 4: 中国的游戏公司在各个地区出海收入增长加速

中国游戏公司海外游戏下载量增速				中国游戏公司海外游戏收入增速			
iOS 与 Google Play 综合数据				iOS 与 Google Play 综合数据			
排名	国家/地区	18H1	17H1	排名	国家/地区	18H1	17H1
1	美国	54%	-11%	1	美国	52%	38%
2	印度	89%	101%	2	日本	34%	98%
3	印尼	77%	13%	3	韩国	153%	-10%
4	巴西	47%	-8%	4	中国台湾	2%	16%
5	越南	52%	22%	5	德国	41%	31%
6	泰国	24%	1%	6	中国香港	11%	27%
7	俄罗斯	13%	2%	7	英国	50%	42%
8	墨西哥	28%	-18%	8	俄罗斯	13%	54%
9	土耳其	23%	2%	9	沙特阿拉伯	20%	58%
10	菲律宾	37%	2%	10	法国	52%	42%

数据来源：App Annie《2018年上半年中国移动游戏出海报告》，广发证券发展研究中心

注：中国应用市场只能统计 iOS 端的数据

目前从全球游戏下载榜来看，已经有部分中国厂商的超休闲类游戏开始出头抢占份额。我们截取了2018年以来1-10月部分月份的全球下载榜前十名的情况，标红色的为中国游戏公司的作品，可以看到1月份和3月份，红色的游戏均为腾讯、网易的大作，如《QQ飞车》、《绝地求生》、《荒野求生》、《终结者2》、《王者荣耀》等。而5月之后来自成都的发行商SuperTapX发行的《Love Balls》取得了5月下载榜第一的情况，而之后腾讯网易的重度游戏强势依旧，另外还有国内游戏公司开发的休闲游戏《Hello Cats》和《Merge Plane》进入了前十名的榜单。

表 5: 全球游戏 2018 年 1-10 月部分时间 Top10 下载榜

排名	1 月	3 月	5 月	7 月	9 月	10 月
1	Travel Frog	PUBG	Love Balls	Hole.io	Happy Glass	Happy Glass
2	QQ Speed	Fortnite	PUBG	PUBG	Paper.io2	Paper.io2
3	Sausage Run	The Sims Mobile	Helix Jump	Helix Jump	PUBG	PUBG
4	Knives Out	Helix Jump	Rise Up	Love Balls	Helix Jump	Hello Stars
5	Rules of Survival	Sky Ball	Fortnite	Rise Up	Flip Trickster	Helix Jump
6	Kick the Buddy	Rules of Survival	Harry Potter	Fortnite	Candy Crush Friends Saga	Merge Plane
7	Finger Driver	Knife Hit	Balls VS Blocks	TENKYU	Hello Cats	Fortnite
8	Twisty Road	Honour of Kings	Weave the Line	Color Road	PUBG	PUBG
9	Balls Race	PUBG by Timi	Impossible Bottle Flip	Identity V	Merge Plane	Hole.io
10	Sniper 3D Assassin	Knives Out	Granny	PUBG MOBILE	Fortnite	Big Big Baller

数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

投资建议:

我们认为,国内公司已经开始逐渐看到了超休闲游戏市场的潜力,而哪类公司会受益于超休闲游戏全球市场的爆发?我们认为可以分成下面3类:

1) 国内买量经验丰富的互联网广告公司。我们认为这次超休闲游戏市场的机会最大的受益者或许不是传统的游戏公司,而是流量驱动的互联网广告公司。一方面,如猎豹互动、狮之吼等海外工具流量平台有望受益于愈演愈烈的流量成本涨价趋势,另外一方面,国内公司互联网大厂可以借此进入到游戏发行的领域当中来,并凭借自己的流量优化能力实现全球的超休闲游戏发行。

2) 已经具有休闲游戏开发经验和海外发行经验的国内厂商。如金科文化旗下的 outfit7 已经全球发行了汤姆猫系列产品;游族网络设立了独立的休闲游戏开发工作室;完美世界在游戏开发商有着丰富的经验等。

3) 国内的流量平台。超休闲游戏的发行区域不会漏掉中国这一巨大的市场,一方面是流量涨价有利于国内的流量平台;另外一方面,藉由国内的丰富开发者生态,头部的者社交网络有望搭建起自己的小游戏生态体系。如腾讯控股有望受益于超休闲游戏对于手游用户的培养,增加自身App的粘性和形成中重度游戏用户转化。

风险提示

- 1) 流量成本上升过快的风险。过于激烈的竞争有可能迅速抬高用户获取成本。
- 2) 盗版游戏横行扰乱开发环境的风险。国内的游戏研发保护环境较差,中小开发者可能会面临创意剽窃等问题,
- 3) 广告主投放热情低于预期的风险。由于超休闲游戏的整体留存率低,横幅广告等主流广告形式转化率并不高,广告主有可能会进行相应的压价行为。

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨艾莉：分析师，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 谢淑颖：联系人，上海财经大学金融硕士，厦门大学电子工程学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。