

证券研究报告——二次元游戏专题报告

二次元手游的黄金年代： 新世代，新游戏，新消费

2021-03-10

证券分析师：张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002

证券分析师：高博文 021-60933154 gaobowen@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030004

证券分析师：夏妍 021-60933162 xiayan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030003



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

报告摘要

■ 引领新世代的游戏消费

二次元来自于日系ACG，年轻人表达对不切实际的幻想和对现实的反思；二次元游戏则是基于日系ACG风格的以人设和剧情为主的游戏类型。2020年国内二次元手游流水232亿，18-20年复合增速34.4%，占中国手游市场11.1%，正处于蓬勃发展期。相比于传统手游，二次元游戏集中度较低，给更多游戏厂商脱颖而出的机会。“为爱发电的模式”也导致二次元游戏具有弱社交、弱游戏性、高忠诚度、高付费率的特征。作为年轻一代更喜欢的游戏类型，二次元游戏玩家会接受同时玩两个以上二次元游戏。

■ 日本二次元游戏路径和“败局”

日本二次元游戏路径主要包括原创IP、动漫IP改编以及动漫游戏并行模式，畅销榜头部游戏以原创IP为主。与通常观点相反，在日本二次元游戏用户年龄结构普遍在35-40岁之间，年轻用户更喜欢主机游戏和具有强游戏性的手游（如荒野行动），日本本土二次元手游普遍存在着游戏性和创新性较弱的问题。此外，头部二次元游戏生命周期长，用户黏性高。20Q4中国厂商占据日本手游市场27%，形成二次元反攻态势。核心原因在于：1）日本精于主机游戏，转型手游较晚，技术和商业化模式都很难照搬；2）日本二次元游戏创新性和差异化较弱，受到中国游戏降维打击。现在看来，“从手游到3A”或许比“3A到手游”的道路更广阔。

■ 整体大于部分

二次元游戏≠IP+游戏。二次元玩家玩二次元游戏，玩的是“内容”。是“可以玩”的二次元内容，是“独特内容”的游戏。核心二次元用户有明显的粉丝化特征，看重内容高于游戏性，为IP而玩游戏、为角色而氪金。然而二次元用户也非常考究。二次元玩家最追求的游戏诉求是角色人设、画面、剧情、声优和价值观等。相比于传统游戏工作室，二次元游戏研发对美术、文案要求更高，并且懂二次元的策划、美术、文案才能设计出符合二次元用户的游戏。

■ 二次元的“饭圈特质”

与传统MMO游戏相比，二次元游戏对渠道依赖度低，甚至买量也相对较少。核心二次元用户会给身边的人安利他喜欢的作品。运营推广过程中垂直社区价值大，TapTap、B站、微博圈定核心用户，Lofter、贴吧、NGA等平台用户自发形成玩家社群。这种自传播力导致二次元游戏推广支出比例较低，盈利能力强。相比于国内，由于海外对国内IP认知度较低，缺乏核心垂直社区，主要通过广告推广获客，营销支出明显高于国内。

■ 风险提示：买量成本上升；宏观经济下行风险；政策风险。

■ 投资建议：内容为王，模式升级

二次元游戏实现真正的“内容为王”，产业链上：研运一体化，研发>渠道。商业模式好于传统游戏，估值也应该高于传统游戏。并且二次元游戏利润率高于传统游戏。推荐二次元游戏IP体系完善、研发能力强的腾讯控股、网易、世纪华通，以及二次元游戏渠道哔哩哔哩、心动公司。

目录

- 星火燎原：引领新世代的游戏消费
- 他山之石：日本二次元游戏路径和“败局”
- 研发：整体大于部分
- 发行&渠道：二次元的“饭圈”特质
- 投资建议：内容为王，模式升级

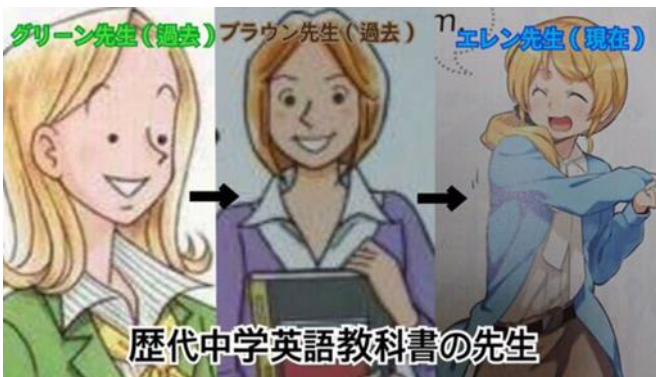
● 星火燎原：引领新世代的游戏消费

什么是二次元（にじげん）？

由于中日文化差异、中国经济和技术发展变化太快，学界和业界缺乏一致的二次元定义：

- 二次元来自于日语“にじげん”，是“二维”的意思。在日本动漫爱好者中指动漫、游戏作品（ACGN）中的角色，在“中日蜜月期”（1978-2000年）国内电视台引入大量日本动画作品（如《EVA》、《龙珠》等），大量中国Z世代年轻人伴随着日系二次元成长。所以国内二次元深受日系画风影响，而在这种画风也正成为日本的主流表现形式。（这也是为什么中国的ACGN≠二次元）
- 二次元的内核是对“不切实际”的幻想、对现实的反思，基于此价值观的认同、群体情感的共鸣。二次元具有时代的记忆，萌、燃都是这些内核的具象化变现。70年代日本经济腾飞，日系动漫开始热血，以小人物的逆袭为故事主线，比如《龙珠》、《灌篮高手》；80年代日本发布促进社会体育发展政策，体育相关动漫崛起，比如《足球小将》；《EVA》则为经济衰退感到迷茫的日本人的探索，也加速了二次元的成年化。“二次元文化”是“中二病”的一种高级体现形式：坚持自我，因为无法适应主流社会而感到苦闷，努力寻找另一个解决方案，在虚拟世界中寻找自我价值。（二次元是现实社会的另一面，实现内心的渴望）
- 二次元和新世代共生。随着经济发展阶段不同，中国的Z世代不再为温饱发愁，转向思考更深刻的精神问题。越来越多基于原有作品进行二次创作的同人作品出现，丰富二次元的范畴，比较典型的就《剑网3》、《盗墓笔记》等非原生二次元内容。

图：日本历代中学英语教科书老师形象



资料来源：东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：日本防卫大学考试海报



资料来源：东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：二次元小测试



漫威是不是二次元？



权力的游戏是不是二次元？



盗墓笔记是不是二次元？

资料来源：东西文娱，国信证券经济研究所整理

什么是二次元游戏？中国二次元手游的前世今生

相比于二次元（にじげん），二次元游戏更难定义，更加约定俗成：

- **日系二次元游戏：**《扩散性百万亚瑟王》被认为是二次元手游的鼻祖。日本游戏厂商SE 2012年推出的二次元卡牌手游（原创IP），最早由盛大代理引入中国，上线两周超3000万收入，现在常说的“非洲人”、“氪金”、“爆肝”等词汇都来自于《亚瑟王》。在产品上，将**美术、声优、日系ACG向剧情**等都带入到了游戏；在运营上，脱离传统渠道和挂榜，转向微博、B站的KOL、线下广告等宣传方式，都成为了日后二次元游戏的标配。《FGO》则将“**用爱发电**”的模式推向极致（游戏性差、卡池没保底、游戏机制枯燥），强大的世界观和B站早期“良心”运营，在国内取得了巨大的成功。
- **国产二次元游戏：**《崩坏》、《少女前线》、《碧蓝航线》都是基于日系二次元内核，不断创新的产物。《阴阳师》则是第一个使得二次元游戏大规模破圈的游戏，同样具有优秀的美术、声优和剧情，在游戏性上更加丰富。《明日方舟》、《原神》进一步兼顾人设和剧情下实现了玩法的创新，并且在日本取得不错的成绩，实现二次元的反向输出。

图：中国二次元移动游戏发展历程



资料来源：哔哩哔哩（坐标轴为B站MAUs数），东西文娱，国信证券经济研究所整理（战舰少女归入日系二次元范畴，主要由于舰队C页游并未进入中国）

什么是二次元游戏？人设和人设紧密的剧情

基于人设和人设紧密的剧情：

- **二次元游戏与玩法无关：**《扩散性百万亚瑟王》、《FFO》卡牌；《崩坏2》横板射击；《少女前线》战棋；《阴阳师》回合制；《明日方舟》塔防；《原神》开放世界角色扮演。绝大部分二次元游戏以“抽卡”作为氪金模式，兼顾付费的广度和深度。
- **颜值即正义：**偏日系二次元画风，省略大部分结构、五官简化、双眼重点表达和夸张处理。由于长期受日漫影响，国内一定程度上学习和借鉴日漫发展模式，画风上有一定相似度。《狐妖小红娘》、《魔道祖师》等作品和日漫非常相近，《秦时明月》、《江湖不良人》等则有浓厚的中国风色彩。
- **人设和人设紧密的剧情：**为爱发电、不符合XP系统。一方面，取决于颜值；另一方面，取决于人设和剧情。以《原神》举例，甘雨是典型又美又强的角色，人气高；可莉没有那么强力，却创出了全球最高流水，为喜欢而氪金。

图：王者荣耀是不是二次元游戏



资料来源：东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：秦时明月手游是不是二次元游戏



资料来源：东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：狐妖小红娘手游是不是二次元游戏



资料来源：东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：恋与制作人是二次元游戏



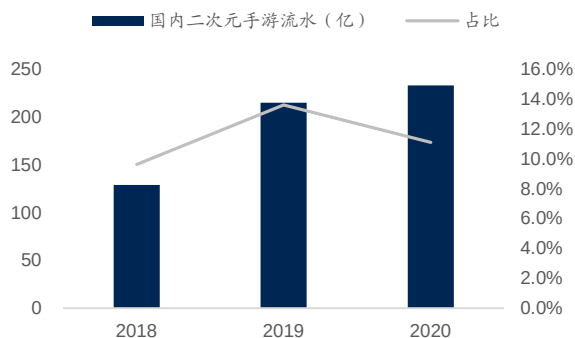
资料来源：东西文娱，国信证券经济研究所整理

星火燎原：二次元手游行业高景气

二次元手游市场蓬勃发展：

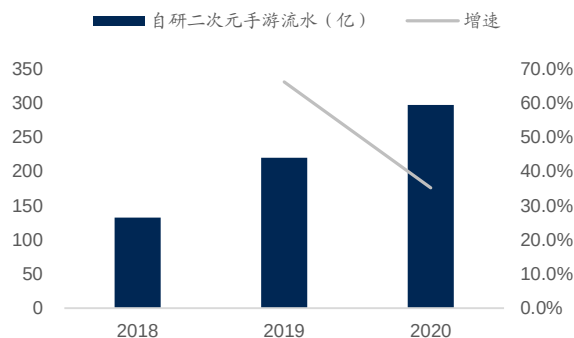
- 2020年国内TOP 30二次元手游流水 232亿，18-20年复合增速34.4%，占中国手游市场11.1%。由于注重人设和剧情，二次元手游主要聚焦于角色扮演（19.5%）、回合制（11.5%）、卡牌（7.8%）等品类（占总市场40-50%份额），目前占据目标市场的20-25%。
- 2020年国产TOP 30自研二次元手游流水297亿，18-20年复合增速49.8%，其中海外自研二次元手游流水91亿，18-20年复合增速78.6%，占国内自研游戏海外市场收入的9.1%。
- 以二次元发源地日本为例，2018年一季度至2020年四季度，中国手游在日本畅销榜TOP 100流水占比从6.3%上升至27.0%，而二次元手游贡献超50%。其中《原神》、《放置少女》、《偶像梦幻祭！！Music》、《明日方舟》名列前茅。

图：国内TOP 30二次元手游流水



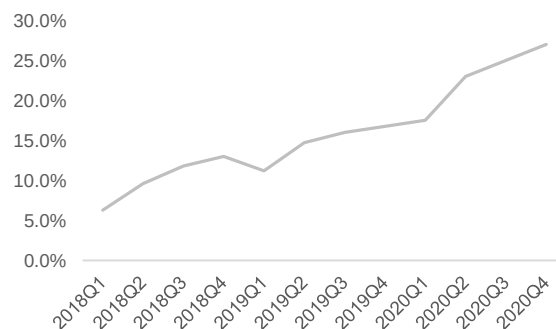
资料来源：Appannie，游戏工委，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：国产TOP 30自研二次元手游流水



资料来源：Appannie，游戏工委，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：日本TOP 100 中国手游流水占比



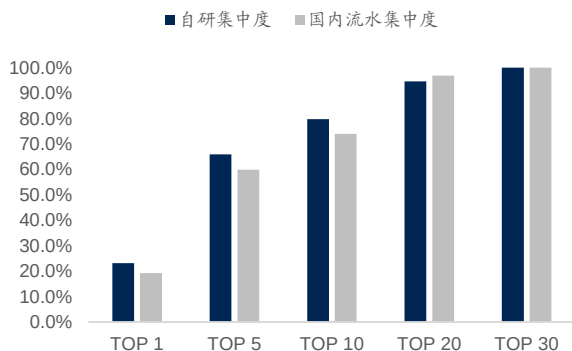
资料来源：SensorTower，东西文娱，国信证券经济研究所整理

星火燎原：二次元手游百花齐放

二次元游戏给更多厂商机会：

- 游戏行业集中度高。国内手游市场，腾讯占比60%左右，网易占比20%左右；哪怕剔除MOBA、FPS等天然垄断品类（一般此类游戏TOP 1游戏占比90%以上），二者的市占率也接近70%。
- 二次元手游集中度高。从自研角度看，TOP 1市占率23.1%、TOP 5市占率65.9%、TOP 10市占率79.7%；从国内流水角度看，TOP 1市占率19.3%、TOP 5市占率59.8%、TOP 10市占率73.9%。
- 相比于整个行业，二次元手游较为分散。从国内二次元游戏集中度（发行口径），腾讯占比21.8%、网易占比21.5%、米哈游占比21.3%、哔哩哔哩占比14.4%、鹰角占比7.1%、叠纸占比5.5%；从自研二次元游戏集中度（研发口径），米哈游占比29.7%、网易占比17.0%、腾讯占比16.6%、鹰角占比11.1%、叠纸占比6.9%。此外，原创IP占比超过60%，创新性更强。

图：二次元手游自研和国内实际销售集中度



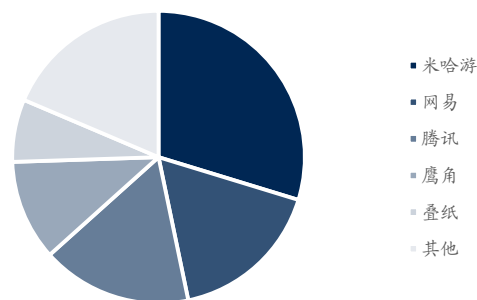
资料来源：Appannie，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：国内二次元游戏集中度（发行角度）



资料来源：Appannie，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：自研二次元游戏集中度（研发角度）



资料来源：Appannie，东西文娱，国信证券经济研究所整理

二次元手游特征：弱社交、弱游戏性、高忠诚度、高付费率

为爱发电和为胜利付费的差异：

- **分类：**为了对比不同品类游戏差异，我们简单的将手游分为二次元游戏、团队竞技类游戏（多为MOBA、FPS等）和其他（多为MMO等）。
- **年轻人与公平：**传统的MMO游戏，付费率在3-7%之间，月付费千元以上的用户占比10%左右、金额占比80%左右，是典型的土豪付费模式。免费玩家是付费玩家的道具，免费玩家的用户体验较差，这也是传统MMO的弊端。现在的年轻用户对游戏体验要求更高，长期被虐难以持续，这也是为什么王者荣耀的匹配机制总保持胜率在50%左右。
- **二次元游戏特征：**弱社交（或者说社交更多在NGA、B站等平台完成）、弱游戏性（新的二次元游戏在游戏性上持续加强）、对战模式强PVE（Player VS Environment）弱PVP（Player VS Player）、玩家主要关注人设、剧情、声优和美术、玩家忠诚度高、叠加抽卡模式也推动付费率偏高。

表：二次元游戏特征

	社交性	游戏性	对战模式	玩家动机	忠诚度	付费结构
二次元游戏	弱社交（社交互动多在游戏外实现）	传统游戏性较弱	强PVE	人设、剧情、声优、美术	忠诚度高	高付费率
团队竞技类	强社交（多为熟人）	强游戏性	强PVP	社交、获胜	高留存、高唤回	高付费率
非竞技非二次元游戏	较强社交（多为陌生人）	强游戏性	强PVP弱PVE	社交、获胜	忠诚度较高	低付费率、土豪付费模式

资料来源：东西文娱，国信证券经济研究所整理

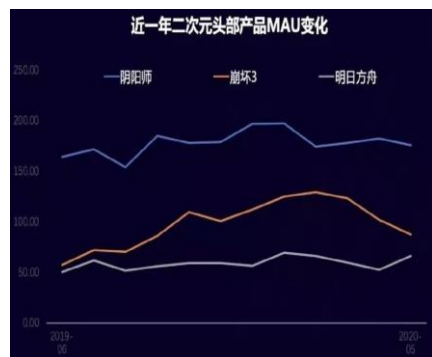
二次元手游数据指标

我们从一些典型游戏的数据来看二次元手游的特征

- MAU&DAU：二次元游戏受众较广。根据QM数据来看，相比于传统MMO、SLG等品类200-400万MAU，原神这类的头部二次元游戏MAU突破1200万。并且二次元游戏用户的MAUs非常稳定。
- 用户黏性：DAU/MAU角度，重度游戏用户黏性较为相似，皆位于40%左右；日均时长角度，王者荣耀最高、MMO其次、二次元游戏再次。
- 用户结构：全网用户19以下：20-29：30-39：40-49：50以上=9.3：33.3：34.1：16.8：6.4。王者荣耀实现全年龄用户覆盖，基本以全网用户年龄分布相似；原神在19岁以下用户占比明显高于平均水平；而传奇中30-40岁用户占比超过45%。
- 付费率：抽卡为主的二次元游戏付费率更高，而以皮肤和战令为主的MOBA游戏付费率偏低。

综合来看，二次元用户受众大，用户结构偏年轻，一二线用户占比超四成，付费率高，用户在线时长较短。

图：二次元游戏MAUs平稳



资料来源：Questmobile，东西文娱，国信证券经济研究所整理

表：二次元手游数据指标

	原神	梦幻西游	天涯明月刀	王者荣耀	三国志战略版
游戏类型	二次元	MMO	MMO	MOBA	SLG
MAU (万)	1,200	199	411	17,162	230
DAU (万)	458	87	145	6,984	100
总时长 (万分钟)	1,290,603	334,370	729,180	33,612,043	214,695
DAU/MAU	38%	44%	35%	41%	43%
日均时长	91	124	162	155	69
付费率	高	较高	较高	较低	较高
用户年龄分布 (19以下: 20-29: 30-39: 40-49: 50以上)	22.4: 49.6: 19.8: 7.6: 0.6	1.7: 73.3: 23.0: 1.6: 0.4	12.2: 61.3: 20.3: 5.5: 0.7	12.7: 36.0: 37.0: 12.0: 1.3	6.3: 42.3: 43.1: 7.8: 0.6

资料来源：Questmobile，百度指数，东西文娱，国信证券经济研究所整理

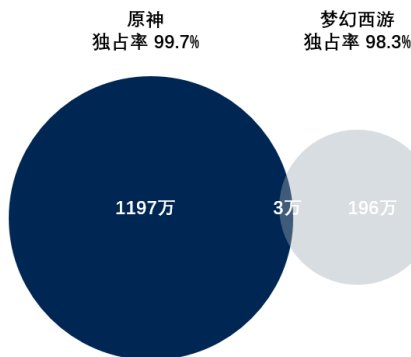
二次元游戏的对手是谁？

我们从重合度角度分析二次元游戏主要针对什么市场：

- 原神 VS 梦幻西游：原神独占率99.7%，梦幻西游独占率98.3%。
- 原神 VS 天涯明月刀：原神独占率98.3%，天涯明月刀独占率95.0%。
- 原神 VS 王者荣耀：原神独占率63.4%，王者荣耀独占率97.4%。
- 原神 VS 三国志战略版：原神独占率99.5%，三国志战略版独占率97.3%。

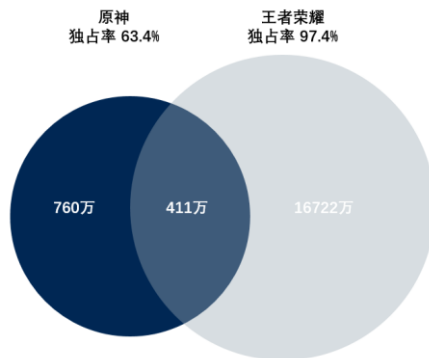
猜想：二次元游戏与MMO、SLG重合度低，二次元游戏和MOBA类游戏重合率较高。此外，二次元游戏是**重叠非常高**的市场，对于核心玩家，超过三成的用户同时玩过超过三款二次元产品，超过六成会玩两款二次元产品。

图：原神与梦幻西游用户重合情况



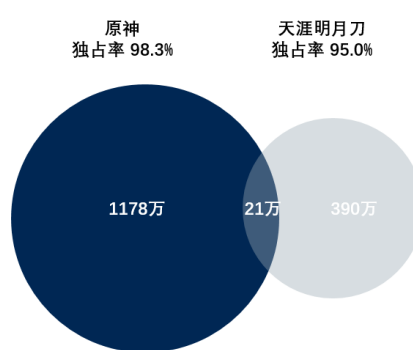
资料来源：Questmobile，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：原神与王者荣耀用户重合情况



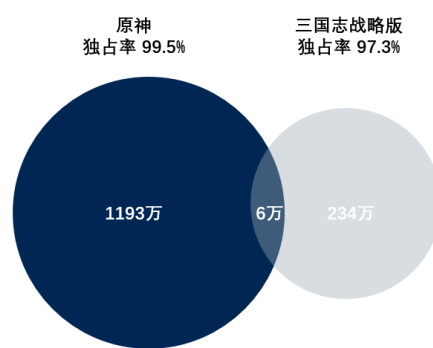
资料来源：Questmobile，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：原神与天涯明月刀用户重合情况



资料来源：Questmobile，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：原神与三国志战略版用户重合情况



资料来源：Questmobile，东西文娱，国信证券经济研究所整理

● 日本二次元游戏路径和“败局”

二次元游戏的三种路径

作为二次元和二次元游戏的发源地，日本主要有哪些玩家和发展路径？

- **玩家和路径一：**原创游戏IP，二次元游戏向泛娱乐产业链延伸。典型案例就是《FGO》，《Fate/stay night》是由TYPE-MOON于2004年1月30日发售的PC平台文字冒险游戏，依托其扎实的世界观和剧情设定，衍生出番剧、剧场版、外传和相应改编游戏等。
- **玩家和路径二：**动漫IP，授权联合开发。典型案例就是《海贼王》，万代南梦宫在日本自主开发《海贼王》系列手游，海外和DeNA上海共同研发。
- **玩家和路径三：**动画、音乐、游戏并行，综合娱乐集团模式。典型案例就是《LoveLive!》，《LoveLive!》是一个包含音乐、漫画、动画、游戏、电视和广播节目、衍生周边等在内的日本二次元偶像企划。

我们从最新日本手游畅销榜来看，其中8个为二次元游戏，其中原创IP 6个、动漫IP 2个。好的IP是爆款非常重要的助力，但并不是必要条件。

图：日本畅销榜TOP 10手游

#	应用	总榜	游戏榜	分类排名	评分统计	最新版本
1	ウマ娘 プリティー... Cygames, Inc.	1 总榜	1 游戏	1 赛马娘	4.3 8472个评分	2021-03-06
2	モンスタースト... KPLAG, Inc.	2 总榜	2 游戏	1 动作	3.8 47.7万个评分	2021-02-09
3	パズル&ドラゴ... GungHo Online Entertainment, Inc.	3 总榜	3 游戏	1 益智解谜	3.7 18.5万个评分	2021-03-21
4	ドラゴンクエスト... SQUARE ENIX	5 总榜 + 1	4 游戏	2 回合	4.6 23.3万个评分	2021-02-17
5	ディズニー ツイ... Aniplex, Inc.	6 总榜 - 1	5 游戏	4 角色扮演	4.6 14.4万个评分	2021-03-06
6	Fate/Grand Order Aniplex, Inc.	8 总榜 - 7	6 游戏 - 4	1 卡牌	4 11.6万个评分	2021-03-03
7	プロ野球スピリ... KONAMI	10 总榜 + 1	7 游戏	1 体育	4.6 47.3万个评分	2021-02-17
8	Pokémon GO Niantic, Inc.	11 总榜 - 3	8 游戏 - 2	1 策略	3.3 14.8万个评分	2021-03-02
9	モフィア・シテ... YOTTA GAMES PTE LTD	12 总榜 - 1	9 游戏	2 策略	4.6 13.1万个评分	2021-03-06
10	原神 miHoYo Limited	13 总榜 + 3	10 游戏 - 2	7 角色扮演 + 1	4.2 4.84万个评分	2021-02-02

资料来源：七麦数据，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：日本畅销榜TOP 10手游

畅销榜排名	游戏	是否是动漫IP	游戏上线时间	动漫上线时间	路径类型
1	赛马娘	是	2021年2月	2018年4月	路径二
2	怪物弹珠	否	2013年9月	2015年10月	路径一
3	智龙迷城	否	2012年2月	2018年4月	路径一
4	勇者斗恶龙	否	2015年10月	-	路径一
5	迪士尼扭曲仙境	否	2020年3月	-	路径一
6	Fate/Grand Order	否	2004年1月（PC）2015年7月（移动）	2016年12月	路径一
7	职棒野球魂A	否	2015年10月	-	-
8	精灵宝可梦	是	2016年7月	1997年4月	路径二
9	黑道风云	否	2017年5月	-	-
10	原神	否	2020年8月	-	路径一

资料来源：七麦数据，东西文娱，国信证券经济研究所整理（3月9日畅销榜）

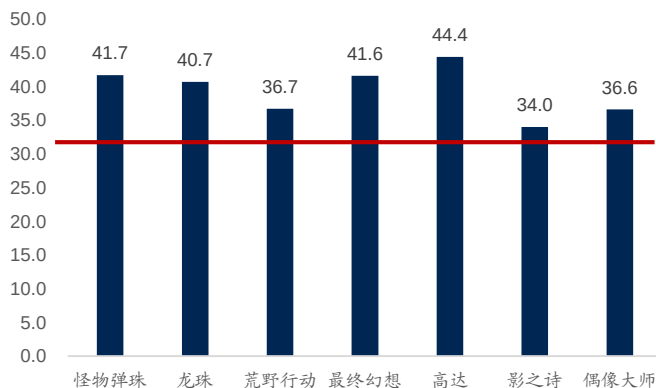
二次元游戏是老年游戏？

在中国，二次元游戏更受年轻用户喜欢，那么在日本那？

- 据GameAge调查，2018年日本手游玩家的平均年龄在32.5岁，二次元题材手游用户平均年龄偏高。《怪物弹珠》玩家平均年龄41.7岁；《最终幻想：记录者》玩家平均年龄41.6岁；《龙珠Z》玩家平均年龄40.7岁；《偶像大师》玩家平均年龄36.6岁；《影之诗》玩家平均年龄34.0岁。
- 日本年轻用户更喜欢主机游戏（平均27.7岁），竞技类游戏，如荒野行动等（36.7岁）。（日本最大求职网站Mynavi发布过调查报告，最受日本年轻女性喜欢的事物分别是抖音、贡茶和荒野行动）

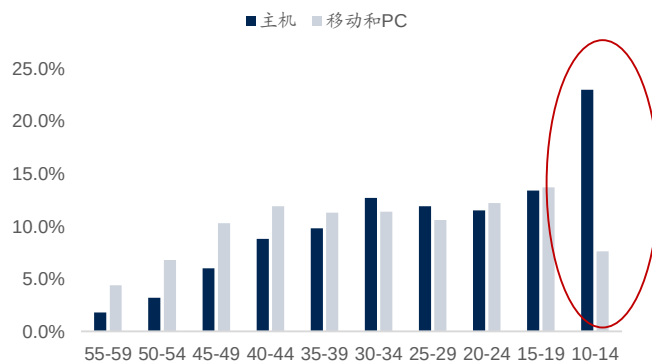
二次元不限于年龄，低年龄段用户更在意游戏性，日本二次元游戏的游戏性有所不足。

图：二次元游戏平均年龄偏大



资料来源：日本网络游戏协会，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：日本年轻人更喜欢主机游戏



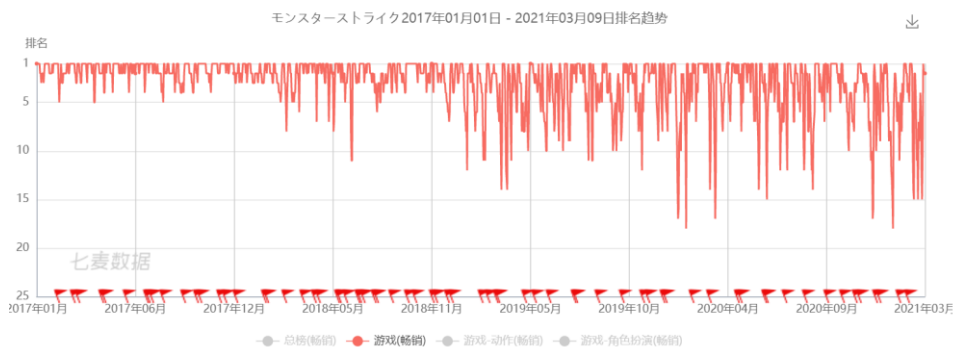
资料来源：日本网络游戏协会，东西文娱，国信证券经济研究所整理

头部二次元游戏生命周期长

日本畅销榜TOP 10中有5款游戏生命周期超过5年，二次元游戏也展示了非常强劲的生命力：

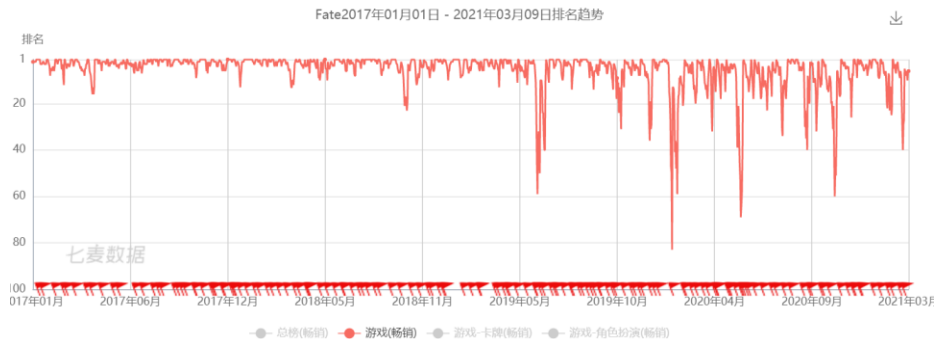
- 二次元游戏主要是“用爱发电”，因此容易产生羁绊，用户黏性强和游戏的生命周期较长。另一方面，二次元游戏的世界线比较长，游戏的生命周期和故事线相匹配，持续的内容更新也保持了用户的留存。
- 以怪物弹珠为例，上线以来一直维持在日本畅销榜TOP 20，并且经常登顶。
- 以FGO为例，上线以来一直维持在日本畅销榜TOP 20，并且经常登顶。

图：怪物弹珠日本畅销榜排名



资料来源：七麦数据，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：FGO日本畅销榜排名



资料来源：七麦数据，东西文娱，国信证券经济研究所整理

师夷长技以制夷和“中日差距”

中国游戏占据了27%的日本手游市场，作为游戏强国，日本手游为何“落后”？

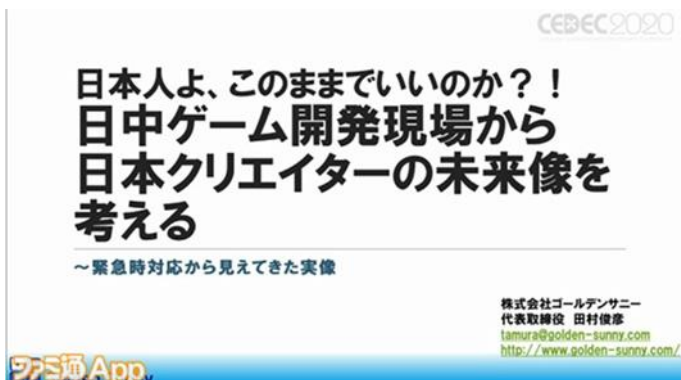
日本游戏人眼中的中日差距

- 日本主机市场发达，中国PC游戏发达，移动游戏在技术、商业模式更像PC游戏，主机厂商转型缓慢。
- 由于功能机强劲，社交游戏厂商研发很多基于浏览器的功能机游戏，推迟了向智能机转型。
- 以往日本从业员工工资全球最高，随着中国游戏发展，中国员工薪酬大幅提升，向日本外包二次元美术设计等。

我们眼中的中日差距——“农村包围城市”

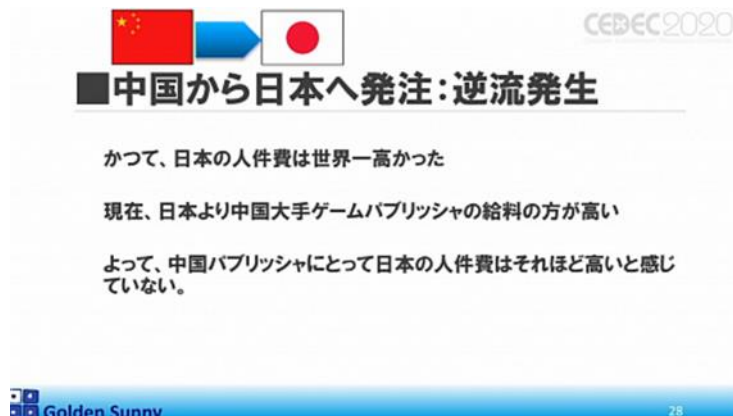
- 产品差异化：举个例子，世嘉和DELIGHTWORKS（FGO制作公司）的《樱花革命》，开发成本30亿日元，首月流水7300万日元。失败的主要原因就是玩法落后，照搬FGO，缺乏创新。
- 模型不相容：单机游戏的很多设计理念和思路无法应用在免费游戏，导致游戏设计水土不服。

图：中日游戏差距



资料来源：CEDEC 2020，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：中国向日本外包“角色设计”等美术设计



资料来源：CEDEC 2020，东西文娱，国信证券经济研究所整理

● 研发：整体大于部分

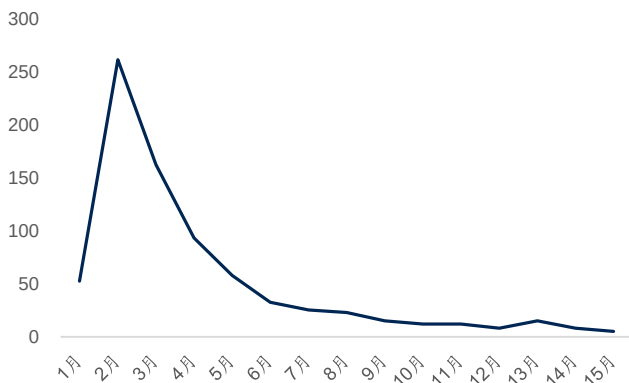
二次元游戏和换皮游戏到底哪里不同？

为什么很多符合我们定义的游戏，核心二次元玩家却不买账那？

- 某换皮二次元IP游戏：某热血漫画IP，由国内大厂研发，首月流水超2.5亿，次月流水腰斩，第三月流水继续腰斩。很多玩家评价游戏换皮，消费粉丝情怀，核心玩法仍然是《梦幻西游》等回合制游戏传统玩法，缺乏新意。
- 明日方舟：上线初期流水在4-6亿，此后，长草期流水均在1亿以上，活动期流水都在2-3亿，流水表现相对稳定。

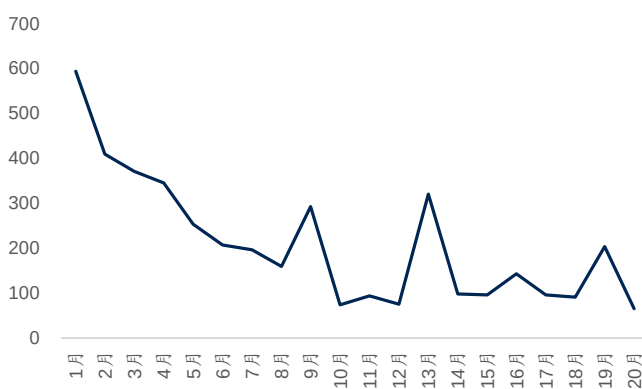
二次元玩家玩二次元游戏，玩的是“内容”。是“可以玩”的二次元内容，是“独特内容”的游戏。核心二次元用户有明显的粉丝化特征，看重内容高于游戏性，为IP而玩游戏、为角色而氪金。然而二次元用户也非常考究，对内容非常挑剔和严苛，哪个设定不符合原始IP、哪个地方画错了、那个人设崩了都会非常在意。拿《原神》举两个例子：1）技能、数值设定与人设不相符：刚上线的钟离与武神的定位差异较大，玩家反馈强烈；2）注重细节：雪山地图中遗迹守卫遗骸有着神秘编码，根据“凯撒密码”，玩家最后得到的英文是“为了国家，我们不能放弃来自天上的力量，但我们失败了”。“有没有心意，有没有新意”是最重要的。二次元游戏≠IP+游戏。

图：某二次元IP游戏上线后流水表现（单位：百万）



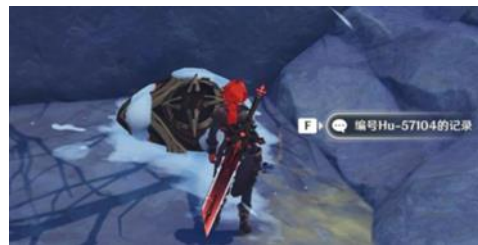
资料来源：Appannie，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：明日方舟上线后流水表现（单位：百万）



资料来源：Appannie，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：细节暗藏玄机



资料来源：哔哩哔哩，东西文娱，国信证券经济研究所整理

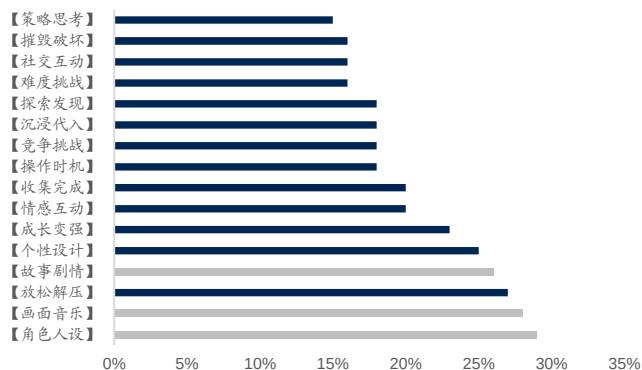
什么是二次元游戏的核心竞争力？

二次元游戏不是做一个产品，而实搭建一个世界：

- 传统游戏强调玩法品类，但其实二次元玩家不同，玩的其实是内容。更进一步是指人物角色、剧情和世界观，它们组成的故事才是玩家真正追求的。
- 诉求：二次元玩家最追求的游戏诉求是角色人设、画面、剧情、声优和价值观等；
- 不擅长：二次元玩家不擅长社交、单一的内容，也不喜欢计算和资源管理。

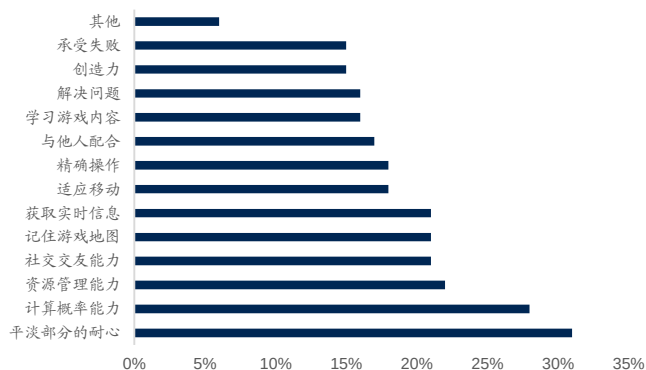
可以看到，二次元游戏的核心竞争力是构建世界观的能力、美术能力，此外，需要了解二次元玩家的需求、创新也是研发的核心能力。

图：二次元用户游戏内诉求



资料来源：i-MUR调研数据，东西文娱，国信证券经济研究所整理（N=1200）

图：二次元用户不擅长游戏能力



资料来源：i-MUR调研数据，东西文娱，国信证券经济研究所整理（N=1200）

关键词：美术、文案、二次元、3A

对比两家头部游戏公司研发、市场招聘情况：

- 美术/动画师是公司招聘需求最多的岗位之一，并且对经验有一定要求。米哈游对动作捕捉等要求高，吉比特有一定部分外包。
- 米哈游文案策划招聘需求较大，并且待遇高。
- 研发、市场大部分岗位，米哈游都倾向于二次元爱好者，包括数值策划。但关卡、战斗策划更希望有3A项目经验。

总结下来，本身要懂二次元。美术、文案要求高。技术同样也可以很强。

表：米哈游招聘信息汇总

职位	类型	招聘次数（共166）	薪资	年限	职能	要求
CG动画/动画师	研发	17	15-30K 16薪	3-5年	角色相关动作、表情设计	有良好动作观察能力、表演能力，熟悉二次元，对日系风格有强烈兴趣加分
引擎开发	研发	6	20-50K 16薪	3-5年	剖析U4引擎，研究前沿技术	精通C++，熟悉Unity或虚幻引擎，至少参与开发一个完整3D手游；有源码经验优先
文案策划	研发	5	20-40K 12薪	1-3年	剧情内容创作，世界观、IP内容构建	理解二次元主流审美；有丰富的二次元、科幻题材或恋爱向影视、小说知识储备
战斗策划	研发	2	20-40K 12薪	不限	负责战斗系统、角色、怪物设计	至少对于一款动作网游PVP部分有深度游玩和研究，达到较高段位加分；3A项目加分
关卡策划	研发	2	面议	5年以上	负责关卡、开放世界地图设计	资深动作游戏玩家，主机游戏或网游都有较多涉猎；3A项目加分
音乐设计	研发	2	面议	不限	负责米哈游旗下产品及衍生生物的音乐制作	能独立完成音乐制作环节的所有步骤，需要理念更全面
交互设计师	研发	1	10-20K 16薪	1-3年	负责米友社APP交互，用户调研	具有较强的逻辑思维和同理心，具备系统思维和细节的把控能力，懂二次元更佳
数值策划	研发	1	20-40K 12薪	3年以上	游戏内经济系统相关的把控管理，如养成线、付费、游戏整体投放	游戏涉猎深入且广泛，包括ARPG/ACT/二次元类产品及相关长线运营的成功产品，如DNF、火影忍者手游、碧蓝幻想等
产品运营	市场	16	面议	不限	竞品分析、制定主题活动、日常运营	站在玩家的角度思考问题，理解二次元/女性向玩家的需求
广告投放	市场	2	13-25K 12薪	3年以上	负责用户获取策略和操作	热爱二次元文化，了解海外二次元市场和核心用户人群，热爱游戏，热爱市场工作
品牌运营	其他	2	10-15K 16薪	1-3年	运营对外新媒体渠道	熟悉90、00后文化；自身游戏玩家、二次元爱好者加分
项目运营（IP衍生品）	其他	1	10-20K 16薪	1-3年	周边制作需求评审、质量控制	熟悉周边衍生品的材质工艺细节与生产制作流程

资料来源：猎聘，东西文娱，国信证券经济研究所整理

表：吉比特招聘信息汇总

职位	类型	招聘次数（共132）	薪资	年限	职能	要求
游戏策划	研发	4	10-18K 13薪	3-5年	系统、玩法、活动设计	有丰富的游戏阅历，并深度体验过多款游戏；通过用户行为，分析其行为动机及潜在需求
引擎开发	研发	4	10-20K 13薪	1-3年	独立实现游戏功能模块	熟练使用C#开发，熟悉Unity3D引擎的使用
原画设计师	研发	18	15-25K 13薪	3-5年	角色、场景设计；审核外包质量等	具有扎实的美术功底，富有想象力和创造力，对游戏画面表现、技术实现有深入的理解
媒介专员	市场	1	8-15K 13薪	1-3年	依据不同产品的特性，针对性制定媒介传播策略，包含PR、KOL及广告投放等合作	各类主流社媒阵地（如短视频、AB站、微博等）的资深用户，熟悉各社媒的内容调性，能够精通某个阵地更佳
广告系统产品经理	市场	1	20-30K 13薪	5-10年	负责广告分析团队日常工作，指导完善数据指标和分析体系	3年以上广告数据分析经验
营销策划	市场	1	7-15K 13薪	1-3年	独立完成营销素材策划、跟进与制作	对内容敏感度高，有趣、懂梗、爱玩、脑洞大、审美好，熟悉抖音/B站/微博等平台
产品运营	市场	11	10-20K 12薪	3-5年	负责对项目生命周期的管理，对产品的留存和付费负责	3年以上游戏运营工作经验

资料来源：猎聘，东西文娱，国信证券经济研究所整理

头部二次元研发商对比分析

二次元游戏研发最难也价值最高：

- 优势领域：腾讯优势在于IP（海外合作+国漫）、投资以及发行地位；网易优势在于成熟的研发体系，产量充足，目标用户更偏向于泛二次元；米哈游优势在于自建IP及持续运营能力，会在游戏IP基础上拓展至漫画、动画；鹰角在美术/动画和游戏性上都有着非常高的造诣；叠纸深耕女性向。
- 单项目投入：大部分公司的二次元游戏研发投入在千万级别，研发人员仅数十人。原神大幅提高了二次元游戏研发门槛，公测前投入已超1亿美金，预计每年研发投入超2亿美金，项目人员超700人。（多端互通中内容共用，技术共用少，研发成本倍增）预计未来高研发投入会成为标配。
- 未来储备：腾讯掌握国漫IP、网易延续高产、米哈游继续崩坏世界观、叠纸持续3D化女性向升级。

表：国内主要二次元游戏研发商对比分析

	腾讯	网易	米哈游	鹰角	叠纸
二次元市场份额	16.6%	17.0%	29.7%	11.1%	6.9%
主要产品	火影忍者、一人之下	阴阳师	原神、崩坏3	明日方舟	奇迹暖暖、恋与制作人
主要优势	IP+发行地位	成熟的研发体系	IP打造、运营	美术/动画	女性向
典型二次元工作室	腾讯魔方工作室群	Zen工作室	-	-	-
单项目研发投入	百人/投入千万级别	数十人	700人/团队公测前投入1亿美元/后持续每年投入2亿美元	数十人/千万级别	数十人
产品储备	从前有座灵剑山	忘川风华录、隐世录	崩坏4：银河	-	恋与深空

资料来源：TapTap，东西文娱，国信证券经济研究所整理

- 发行&渠道：二次元的“饭圈”特质

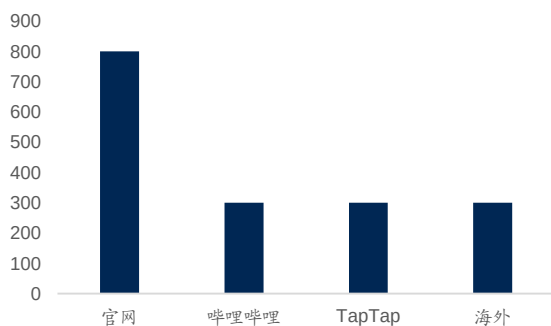
二次元游戏具有极强的自传播力，对渠道依赖度低

与传统MMO游戏相比，二次元游戏对渠道依赖度低，甚至买量也相对较少：

- 不上线传统渠道：《明日方舟》、《原神》都没有第一时间上线传统应用商店，但仍然保持着非常强劲用户和流水表现。以《原神》为例，公测前总预约量约1700万，其中官网800万（国内接近60%）、哔哩哔哩300万（国内接近20%）、TapTap 300万（国内接近20%）、海外300万。
- 强大的自传播能力：为爱发电，二次元（游戏）用户在有了粉丝化特征后，非常有创作力和造梗能力。这种核心二次元用户会给身边的人安利他喜欢的作品，所以经常看到二次元产品上架后，微博到处都是其表情包、同人图，B站四处都是其二次创作视频。通常来说，一个二次元游戏的同人作品数量越多，也就说明其产品越好，反向也就向越多人破圈传播。

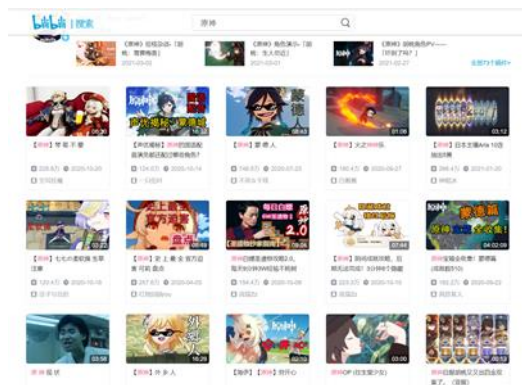
二次元游戏没有社交属性？事实上，二次元游戏用户的社交在游戏以外，在微博、B站、TapTap、Lofter，甚至是KOL群里。为什么二次元游戏并不依赖传统渠道，正是因为这种“自传播力”和圈层，这种传播力甚至超过《王者荣耀》等游戏。

图：原神公测前预约分布



资料来源：哔哩哔哩，TapTap，原神官网，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：二次元用户创作能力强、爱安利



资料来源：哔哩哔哩，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：同人作品数量也是衡量产品好坏的标准



资料来源：Lofter，东西文娱，国信证券经济研究所整理

发行运营、营销推广都像经营一群人

二次元游戏的发行策略、营销推广有何不同？

- 重品牌宣传，轻买量：《剑与远征》宣传：买量大概1: 6-1: 8，相比之下，原神首日投放素材不足300，不到头部买量产品的10%。并且买量素材中也并非一般的效果广告，而更多是开屏“miHoYo”的品牌展示，以及开放世界实录。
- 线上线下并重：玩家在线下看到所玩游戏广告会更有归属感，尤其在日韩等国家，线下广告更为重要。
- 线上社区对话用户：典型为TapTap、B站、微博圈定核心用户，Lofter、贴吧、NGA等平台用户自发形成玩家社群。三者对比：微博传播属性强、泛娱乐属性强；TapTap倾向于对话平台，用户参与度高，适合与核心用户讨论调优；B站则是内容平台，满足玩家对衍生内容需求，形成闭环。
- IP联动：定期与经典二次元IP联动，推出对应角色和活动，精准抓住用户喜爱范围。《阴阳师》就和《滑头鬼之孙》、《怪化猫》、《鬼灯的冷彻》、《犬夜叉》等IP联动。
- 独立资讯APP：比如米友社，包含全部自身游戏，每日登录福利，保持较高黏性。

图：二次元游戏买量投放小

排名	产品	素材数
01	冰雪复古传奇之龙城...	48117
	环比排名: T 5 投放渠道: 抖音 快手 百度 腾讯	
	冰雪复古	23287
	环比排名: T 24 投放渠道: 抖音 快手 百度 腾讯	
	荣耀大天使	18817
	环比排名: ... 投放渠道: 抖音 快手 百度 腾讯	
04	龙城秘境之冰雪之城	15961
	环比排名: T 120 投放渠道: 抖音 快手 百度 腾讯	
05	蓝月至尊版	11465
	环比排名: 4 3 投放渠道: 抖音 快手 百度 腾讯	
06	原始传奇	9755
	环比排名: T 5 投放渠道: 抖音 快手 百度 腾讯	
07	雷霆传奇	9482
	环比排名: T 132 投放渠道: 抖音 快手 百度 腾讯	

资料来源：爆量助手，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：IP联动成为二次元游戏扩展人设的手段



资料来源：阴阳师，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：二次元游戏线下广告非常重要



资料来源：东西文娱，国信证券经济研究所整理

推广支出低，国内优于海外

很难看到纯二次元游戏财务数据，我们从米哈游以往数据来分析：

- 2017H1《崩坏3》月新增付费用户获取成本在30-60元/新增用户，月付费账户获取成本10-20元/付费账户，推广费用占流水比例在6-8%之间。同期三七销售费用率30%、吉比特销售费用率12%。二次元游戏推广支出比例较低。
- 新增付费用户获取成本、月付费账户获取成本上升主要由于境外业务。境内业务主要依靠“崩坏”IP联动获取用户，推广费用占比较低。境外由于“崩坏IP”动画、漫画未能大规模推广，只能依赖于广告宣传获客，推广费较高。

图：《崩坏3》月新增付费用户获取成本



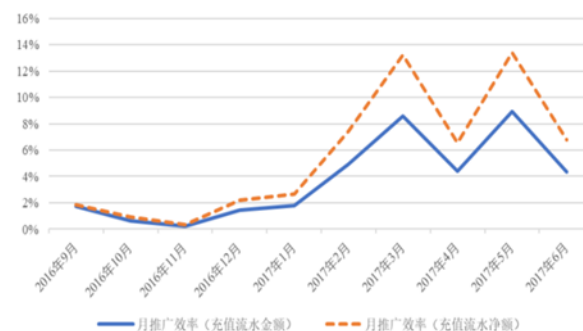
资料来源：公司财报，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：《崩坏3》月付费账户获取成本



资料来源：公司财报，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：《崩坏3》月推广效率图



资料来源：公司财报，东西文娱，国信证券经济研究所整理

- 投资：内容为王，模式升级

投资建议：二次元优化游戏商业模式

一般游戏公司PE 15-25X，高端白酒PE 40-50X，游戏和高端白酒估值差异在哪？

■ 相同点：高毛利率、高净利率、高净资产回报率

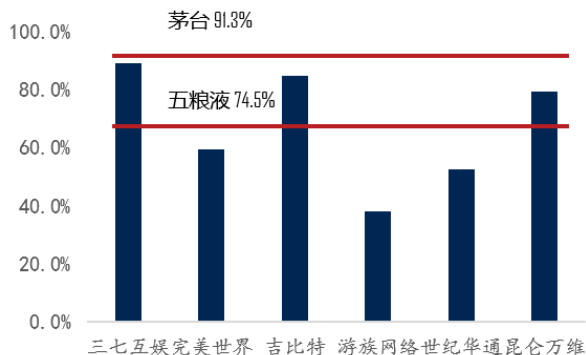
■ 不同点：爆款的不确定性、生命周期的不确定性

二次元游戏是年轻人的“茅台”。1) 玩家不仅认可游戏品牌，也认可公司品牌：保障爆款的确定性，大量的原神玩家是崩坏3玩家，并且对渠道依赖度低，这点上传统的游戏公司（甚至腾讯）都难以做到，而消费品公司也有相似的公司品牌力。2) 用户忠诚度高、超大世界观保障长生命周期：玩家的忠诚来自于对角色、故事，游戏生命周期更长。3) 年轻化：从日本经验看，年轻用户成长到中年用户，二次元游戏都是必备。相比于传统MMO、卡牌类游戏，二次元游戏的商业模式无疑更好。

二次元游戏实现真正的“内容为王”，产业链上：研运一体化，研发>渠道。商业模式好于传统游戏，估值也应该高于传统游戏。并且二次元游戏利润率高于传统游戏，以米哈游为例，2017H1毛利率97%，净利率76%。

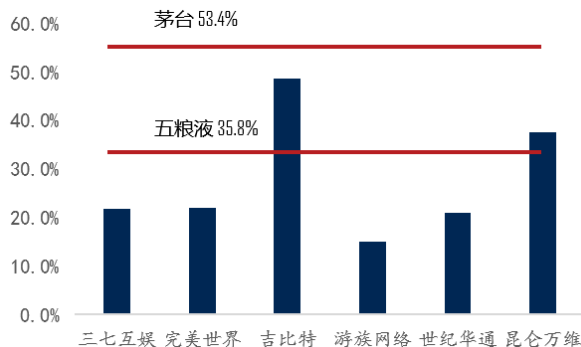
推荐二次元游戏IP体系完善、研发能力强的腾讯控股、网易、世纪华通，以及二次元游戏渠道哔哩哔哩、心动公司。

图：A股头部游戏公司毛利率



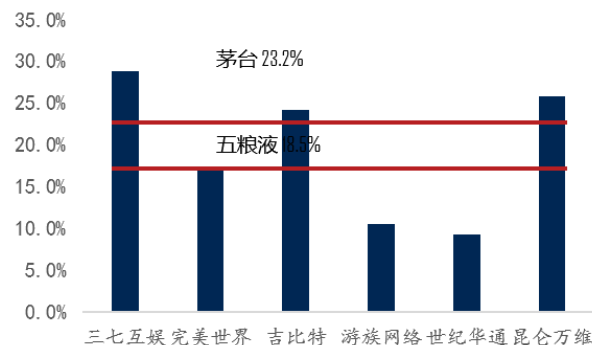
资料来源：WIND，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：A股头部游戏公司净利率



资料来源：WIND，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：A股头部游戏公司净资产回报率



资料来源：WIND，东西文娱，国信证券经济研究所整理

腾讯（0700.HK）：投资+IP抢先机，自研逐步发力

近期腾讯IEG互动娱乐事业群迎来新一轮组织架构调整，并将专门成立专攻二次元赛道的独立部门，可以见二次元游戏的重要性提升。现阶段来看，腾讯在二次元领域的核心优势是IP和投资，此前魔方工作室群只制作过《火影忍者》等少量二次元游戏，此次调整加码二次元值得期待。

- **IP领域**：对外，与日系厂商保持紧密合作，获得优质IP授权；对内，腾讯是国漫当之无愧霸主，《一人之下》、《狐妖小红娘》、《魔道祖师》、《非人哉》等都具有非常潜力。在动漫IP转二次元游戏方面，无人可匹敌。
- **投资**：自2020年以来，腾讯投资二次元游戏公司共17家，从2021年以来明显加速。除米哈游等个别公司，目前二次元游戏厂商的研发投入仍低于传统游戏，大规模投资具有相当大的战略价值。
- **自研**：尽管在原创自研二次元IP领域，腾讯成绩尚少。但正如我们所说，二次元游戏是一个整体，尤其是在美术、世界观架构方面更为重要。如果可以合理的整合内容资源（阅文、腾讯动漫）等，腾讯自研游戏潜力巨大。

表：2020年以来腾讯投资二次元游戏公司加速

时间	公司	领域	轮次	总融资金额	投后估值	腾讯占比	代表作
2020/1/1	白金工作室	主机动作	战略投资	未透露	未透露	未透露	《尼尔 机械纪元》
2020/5/25	Marvelous	研发	战略投资	未透露	5亿港币	20%	《闪乱神乐》、《牧场物语》
2020/6/10	凡帕斯	手游研发	战略投资	数千万	1亿人民币	未透露	《VGAME 消零世界》
2020/10/10	紫月格格	女性向	战略投资	未透露	未透露	未透露	《紫月格格》
2020/11/3	纳仕游戏	手游研发	战略投资	未透露	1亿人民币	20%	《白之物语》
2020/12/9	影之月	研发	战略投资	未透露	未透露	未透露	《牧羊人之心》
2021/1/24	破晓互动	手游研发	战略投资	未透露	未透露	20%	《苍蓝境界》
2021/1/28	番糖游戏	研发	A轮	未透露	未透露	18%	《夏目的美丽日记》
2021/1/29	朝露科技	研发	战略投资	未透露	未透露	未透露	《料理次元》
2021/1/29	独立开发者联盟	研发	战略投资	未透露	未透露	未透露	《奇门之上》
2021/2/1	云图动漫	游戏、美术	战略投资	未透露	未透露	20%	-
2021/2/2	灵刃网络	研发	战略投资	未透露	未透露	未透露	《塞尔之光》
2021/2/5	氩紫网络	手游研发	战略投资	未透露	未透露	14%	《冬至计划》
2021/2/7	呦尔哈科技	手游研发	战略投资	未透露	未透露	未透露	-
2021/2/7	星海互娱	手游研发	战略投资	未透露	未透露	未透露	-
2021/2/9	玩新游戏	手游研发	战略投资	未透露	未透露	未透露	《迷城物语》
2021/2/22	深蓝互动	手游研发	战略投资	未透露	未透露	20%	《食物语》

图：腾讯二次元游戏矩阵



资料来源：TapTap，东西文娱，国信证券经济研究所整理

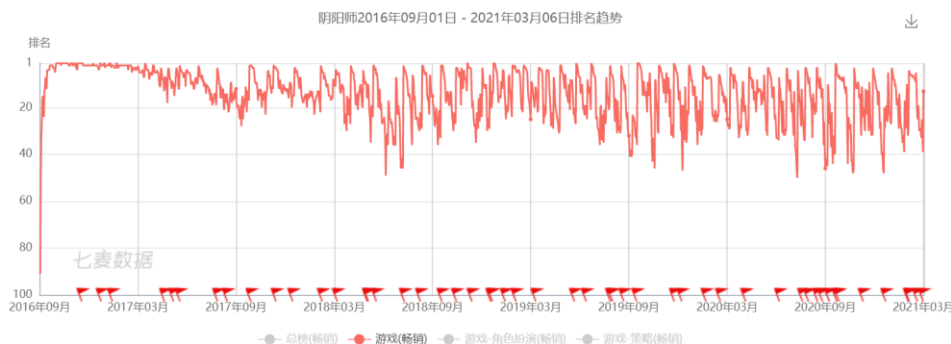
资料来源：IT橘子，东西文娱，国信证券经济研究所整理

网易（9999.HK）：精于玩法融合，塑造IP体系

自《阴阳师》后，网易持续加码二次元游戏。在2020年网易520游戏发布会的27款新品中，二次原游戏共10款。包括阴阳师衍生游戏《阴阳师：妖怪物》、《代号：Onmyoji Idol Roject》、《代号：世界》等，也有《时空中的绘旅人》等女性向IP。“人设+玩法融合+高游戏品质”成为网易进入二次元游戏的标准范式。

- 成熟玩法体系：游戏中创新的收益高，但风险大。网易的二次元游戏通常在原有成熟的付费和养成体系下，通过玩法融合提供一定的新鲜感。
- 深挖IP价值：《阴阳师》作为网易二次元领域的扛鼎之作，不仅有大量衍生游戏扩充世界观（可以参考魔兽世界观），还在电影、动漫等领域衍伸，保持更长的生命力。

表：阴阳师表现平稳



资料来源：七麦数据，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：网易二次元游戏矩阵



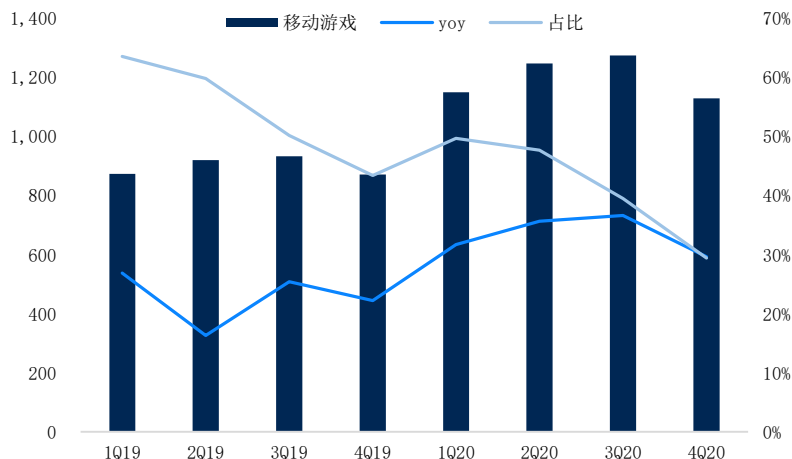
资料来源：TapTap，东西文娱，国信证券经济研究所整理

哔哩哔哩（BILI.O）：渠道不可撼动，独代求贤若渴

B站是排名前列的二次元游戏发行商和渠道，其中独代收入占比约70%左右（根据流水估计），联运收入占比约30%左右。独代游戏中，《FGO》、《公主链接》占比超80%，贡献主要收入，二者皆为日本手游畅销榜TOP游戏；联运游戏中，《原神》、《明日方舟》等头部二次元游戏中都可以占据20%以上的份额。

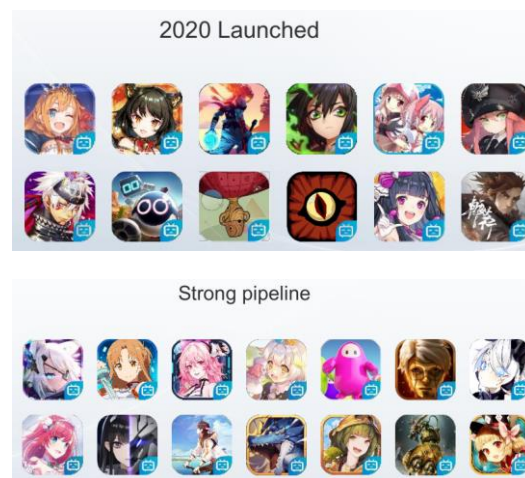
- 独代求贤：二次元游戏用户群体相对聚焦，纯发行商很难拿到优秀的产品，像米哈游、鹰角这样的顶级二次元游戏研发商倾向于自研自发；海外二次元游戏爆款有限。B站求贤若渴，对于优质二次元游戏代理极为重视。
- 渠道争霸：二次元游戏成为最大黑马，并且二次元游戏更为受年轻用户喜欢，是高增长的游戏细分板块，B站又是二次元游戏中最大渠道方之一。此外，在各大平台中，B站是稀缺的内容型二次元平台，拥有大量KOL自发传播，其战略价值远大于二次元渠道的财务贡献。

图：哔哩哔哩游戏业务收入（单位：百万）



资料来源：公司财报，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：哔哩哔哩游戏矩阵及产品线



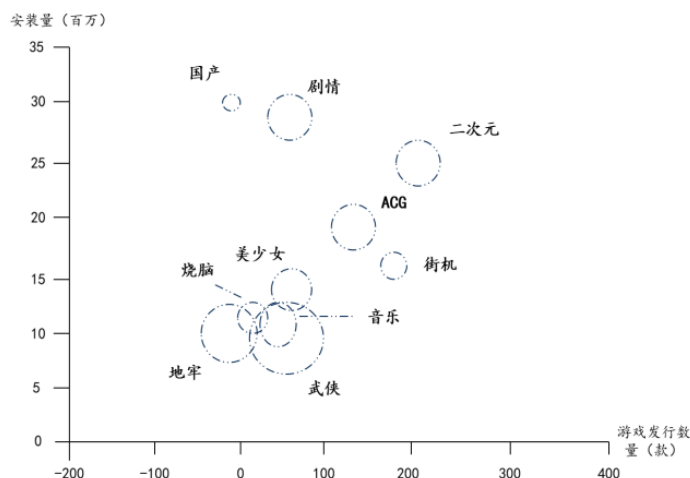
资料来源：公司财报，东西文娱，国信证券经济研究所整理

心动公司（2400.HK）：TapTap崛起，顺应年轻趋势

TapTap是新兴游戏渠道，不联运分成，以广告形式变现；聚焦年轻人喜爱的二次元、休闲以及独立游戏等品类。凭借着不足3000万的MAUs，仍然可以达到与B站相近的二次元游戏预约数；并且TapTap还是原神重要的下载渠道之一，可见其二次元领域地位。

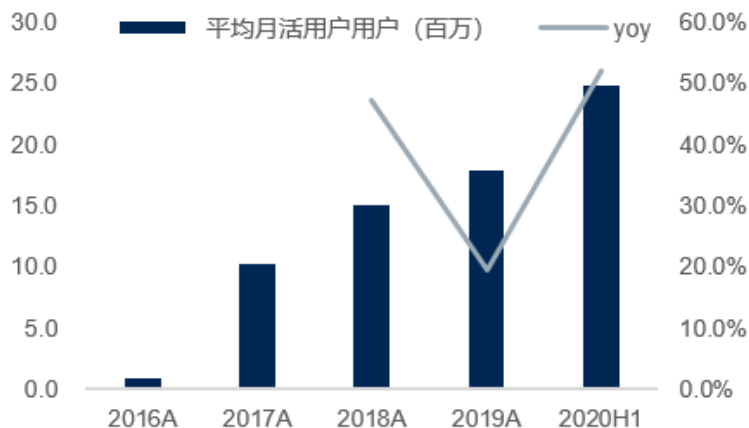
- 不联运是基本，发现好游戏是宗旨：TapTap通过CPA或CPS定价的广告模式变现，广告主通过实时竞价系统竞价，对于免费游戏不收取分发平台费。不联运、不收取分发平台费给研发商充分的自主性；呈现好游戏也给优质研发商更多自然流量。
- 顺应年轻化趋势：TapTap代表了年轻用户游戏玩法风向标，与哔哩哔哩一时瑜亮。根据艾瑞咨询数据显示，TapTap用户中小于24岁以下用户占比56.3%，年轻用户占比高。
- 二次元品类：TapTap中二次元游戏无论安装量还是游戏发行数量都名列前茅，并且在其平台买量游戏中50%以上是二次元游戏。

图：TapTap各题材游戏发行数量及安装量（单位：百万）



资料来源：腾讯大讲堂，东西文娱，国信证券经济研究所整理

图：TapTap游戏下载量及增速（单位：百万）



资料来源：公司财报，东西文娱，国信证券经济研究所整理

相关重点公司估值表

相关重点公司估值表

代码	公司简称	股价 21/03/09	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	投资评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E		
0700.HK	腾讯控股	644.00	65147	9.87	12.86	15.76	18.80	52.2	40.1	32.7	27.4	24.7%	买入
9999.HK	网易	160.00	5767	4.54	5.17	6.16	7.16	28.2	24.8	20.8	17.9	16.8%	买入
BILI.O	哔哩哔哩	98.59	392	-3.94	-8.71	-9.65	-6.70	-162.6	-73.6	-66.4	-95.6	/	增持
2400.HK	心动公司	54.00	275	0.76	1.05	1.28	1.56	56.8	41.1	33.8	27.7	10.3%	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

注：腾讯、网易、心动股价、市值为港币，B站股价、市值为美元

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野 本土智慧
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

