

传媒

天风问答系列：传媒互联网七问七答

证券研究报告

2021年10月14日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

文浩

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

冯翠婷

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

翟一柠

联系人

zhaiyining@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《传媒-行业研究周报:一周观点:监管持续推进符合大趋势,重点关注美团监管落地,提示东财等 Q3 业绩兑现及双十一电商催化》2021-10-10
- 《传媒-行业研究周报:一周观点:孟回国有望提振情绪,持续关注三季报核心如东财等,及电商双十一预热》2021-09-26
- 《传媒-行业研究周报:一周观点:元宇宙概念催化相关个股,监管政策持续落地,东财等三季报可期》2021-09-21

1. 文化传媒板块前三季度趋势及第四季度展望? 今年以来 A 股传媒板指下跌 15.64%，对比各行业板块处于中偏下位置。互联网公司年初情绪高涨，但随后指数下行，Q3 由于监管政策趋严，再次经历调整。面向四季度，监管措施的推进情况仍是核心矛盾，特别是互联网领域，除了已经落地的外卖等本地生活领域，还关注是否有进一步监管（细分政策细则或处罚的落地，包括数据安全），同时我们也在密切评估监管对于业绩影响。考虑前期政策的悲观预期和历史估值下限，我们认为传媒不悲观，大概率具备相对收益，催化剂可能来自政策在不同子领域落地，绝对收益角度看业绩增速不具备整体上行，个股分化取决于公司政策影响及业绩差异。

2. 互联网行业政策走向? 监管从严我们认为大势所趋，并且监管影响并未完全落地，但经过近几个月的预期，以及部分监管比如最近美团反垄断等处罚陆续落地，市场悲观情绪也在逐步释放，后续关注其他子领域如数据保护、支付等。

3. 直播电商十月景气度前瞻及可持续性探讨? 直播电商发展迅速，整体规模逐步扩大，GMV 不断增高。我们预估快手 2021 年直播电商 GMV 达 6500 亿元，抖音达 7000 亿元。直播电商仍处红利期环比高速增长，10 月受益于国庆假期及双十一预热，头部平台预计仍保持 10% 以上的环比增速，GMV 预估达到 800 亿以上。

4. 电商行业三季度景气度及四季度展望? 7、8 月社零同比增速分别 8.5%/2.5%，网上商品和服务零售额同比增长 21.9%/19.7%，我们预判 Q3 电商行业受宏观消费影响短期增速受限。展望 Q4 电商“双十一”大促即将拉开序幕，今年双十一各大电商平台在反垄断“二选一”“取券后加大对商家的支持力度，叠加直播电商助力，以及部分滞后的消费需求，Q4 线上消费相比 Q3 有望改善。

5. ARVR 游戏及元宇宙投资机会? 虚拟现实、元宇宙高速发展是一个催化因子。硬件端，国内外互联网大厂均布局，如 Facebook，Microsoft 等。字节收购国内硬件厂商 Pico，将带动国内 VR 出货量大增。内容端，Metaverse 概念有望促进行业变革，初期将落实以游戏为代表的娱乐板块，长期将应用于不限于 AEC（建筑、工程、施工）、制造、电信、基础设施和汽车的多元化产业。

6. 游戏行业近期监管政策怎么看? 未保新规利空落地，防沉迷监管持续升级，预计将继续强化执行细节。未保新规落地，我们统计未成年人流水收入占比低（绝大部分公司 < 1%），对游戏公司收入影响有限。监管支持优质游戏，对游戏质量、文化内涵等有更高要求，但网游版号未实质停发，长期来看，监管评分制等收紧利好大厂及头部游戏。

7. 社区团购中长期发展展望? 中长期来看，各平台在社区团购基础设施上有望进化为以社区为中心的综合电商平台，覆盖服饰鞋帽、3C 家电（选购品）等，伴随 SKU、履约等要素逐渐完善，市场规模有望从 2.01 万亿（2.0 阶段）上升至 4.57 万亿。随着战局白热化，头部竞争者核心能力在“流量——履约——供应链”等环节的动态变化。社区团购或将长期伴随政策监管，行业发展进程或受外部因素扰动，但不改行业长期趋势。

风险提示: 经济政治环境风险，监管趋严，商誉减值风险

内容目录

1. 传媒互联网板块走势回顾及四季度展望	4
2. 互联网监管政策梳理	7
3. 直播电商十月景气度前瞻及可持续性	9
4. 电商行业三季度景气度及四季度展望	10
5. 虚拟现实、元宇宙高速发展，游戏行业 β 将至	11
5.1. 虚拟现实硬件规模上量，21 年或成关键年份	11
5.2. VR 内容迎来放量拐点，AR 仍于起步探索阶段	12
5.3. 游戏作为先发场景，逐渐迎来回收期	13
5.4. 海内外科技巨头战略布局整理	14
6. 行业监管力度从严，游戏税收及版号收紧	15
6.1. 全球最严未成年人网游监管出台，游戏企业防沉迷举报平台正式上线	15
6.2. 游戏等软件行业税收优惠收紧，高新技术认定标准或将趋严	18
7. 社区团购中长期发展展望	24
8. 风险提示	25
8.1. 经济政治环境风险	25
8.2. 监管趋严	25
8.3. 商誉减值风险	25

图表目录

图 1：2016 年至今传媒（申万）板块相对于上证综指、创业板指、恒生科技涨跌幅（2016.1.1-2021.10.11）	4
图 2：2016 年初至今各行业区间涨跌幅（算数平均，2016.1.1-2021.10.11）	5
图 3：2021 年初至今传媒（申万）板块相对于上证综指、创业板指、恒生科技涨跌幅（2021.1.1-2021.10.11）	6
图 4：2021 年初至今各行业区间涨跌幅（算数平均，2021.1.1-2021.10.11）	6
图 5：2021 年年初至今传媒（中信）细分行业涨跌幅（2021.1.1-2021.10.11）	7
图 6：直播电商交易额（亿元）及同比增速	9
图 7：抖音直播电商销售额及销量	10
图 8：抖音直播电商上架商品数、直播间数与实时观众数	10
图 9：社零线上渗透率	11
图 10：历年双十一成交额	11
图 11：全球虚拟现实设备出货量（万台）	12
图 12：全球虚拟现实沉浸体验产业发展阶段	12
图 13：2020 年全球虚拟显示终端出货量结构占比	12
图 14：2024 年全球虚拟显示终端出货量结构占比	12
图 15：主流 VR 平台内容数量（个）（截至 2020/12/31）	13
图 16：全球 VR 用户预测（万个）	13
图 17：Beat Saber	14

图 18: 半条命: 艾利克斯	14
图 19: 21H1 海外巨头 VR/AR 齐头并进,持续领跑	14
图 20: 21H1 国内巨头整体进度落后海外, 处追赶探索期	15
图 21: 社区团购 1.0 到 3.0 市场空间动态测算	25
图 22: 社区团购日件量变化	25
表 1: 2021 年初至今重点互联网领域监管政策梳理	8
表 2: 18 年至今游戏行业政策梳理	16
表 3: 游戏公司未成年玩家收入占比	18
表 4: 游戏公司所得税率	19
表 5: 游戏公司国内主要子公司税收优惠	19
表 6: 游戏公司企业所得税优惠政策梳理	23

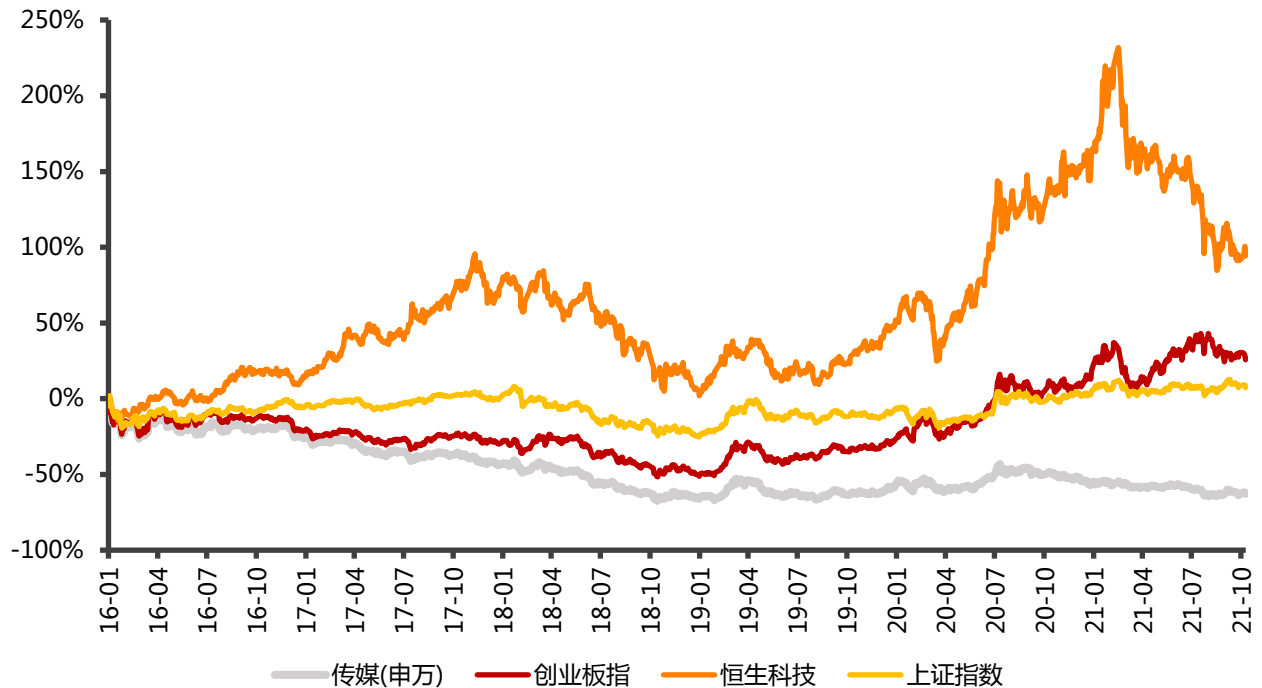
1. 传媒互联网板块走势回顾及四季度展望

我们从 2016 年至今，以及 2021 年至今两个时间维度回顾传媒互联网板块走势。

2016 年至今：A 股传媒板块从 2016 年起持续下行，2016 年 1 月 1 日至 2021 年 10 月 11 日，传媒板块指数下跌 61.9%。从 A 股各板块对比看，如不考虑综合指数，则在申万一级行业指数中跌幅最高。

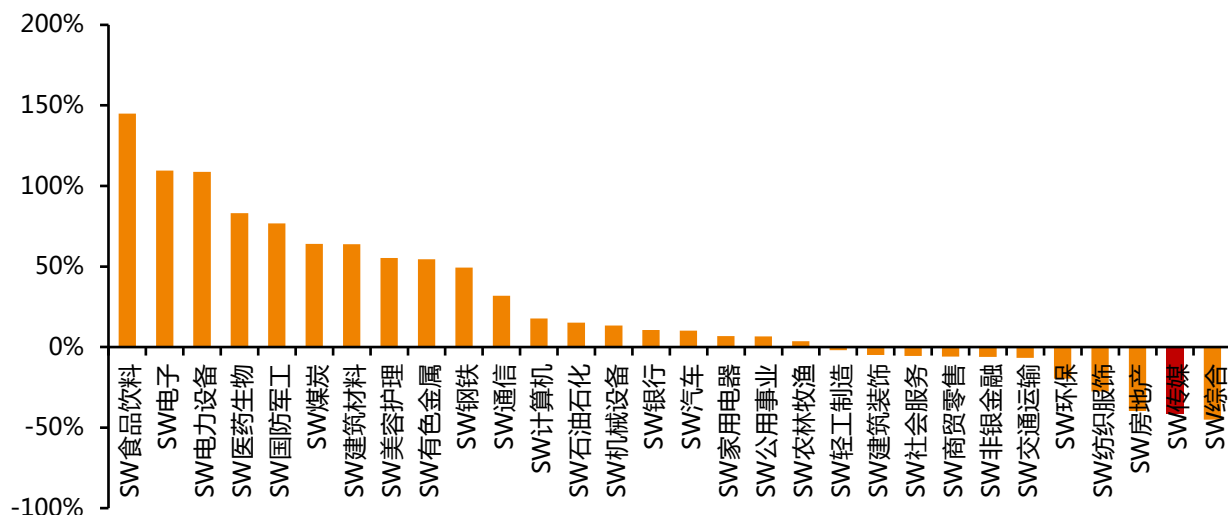
恒生科技指数自 2016 年起波动上升，整体涨幅明显超越 A 股指数，2016 年 1 月 1 日至 2021 年 10 月 11 日，恒生科技指数上涨 100.59%。

图 1：2016 年至今传媒（申万）板块相对于上证综指、创业板指、恒生科技涨跌幅（2016.1.1-2021.10.11）



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：截至 2021 年 10 月 11 日收盘，采用申万一级行业指数

图 2：2016 年初至今各行业区间涨跌幅（算数平均，2016.1.1-2021.10.11）



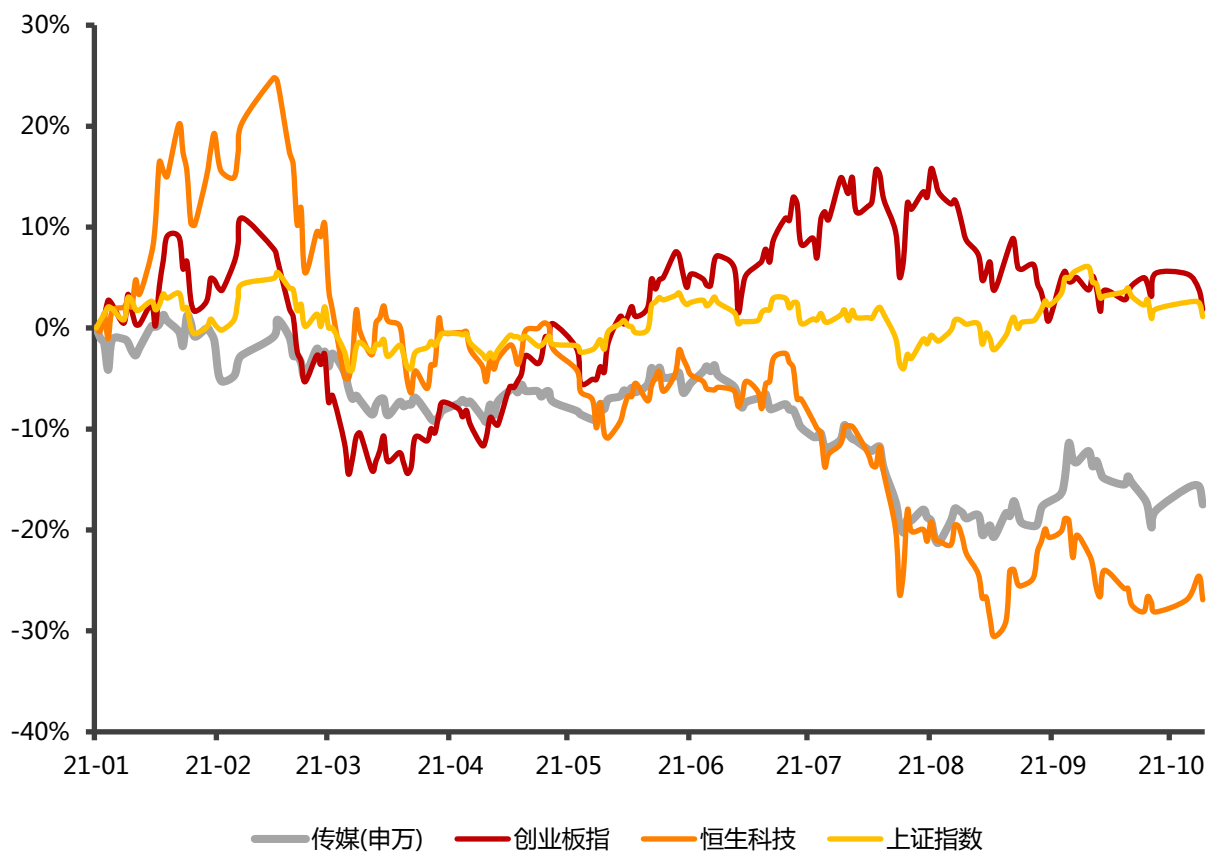
资料来源：Wind，天风证券研究所，注：截至 2021 年 10 月 11 日，采用申万一级行业指数

2021 年至今：今年以来 A 股传媒板指下跌 15.64%，对比各行业板块处于中偏下位置。其中 6 月开始有明显下跌，主要由于游戏板块下行影响，游戏板块下跌一方面来自于 Q2 业绩不达预期影响，以及后续的未成年保护法等监管影响。

具体看 A 股传媒各主要板块年初至 10 月 11 日涨跌幅，游戏指数（中信）下跌 16.24%，广告营销指数（中信）下跌 9.80%，出版指数（中信）上涨 0.99%，影视指数（wind）下跌 0.34%。

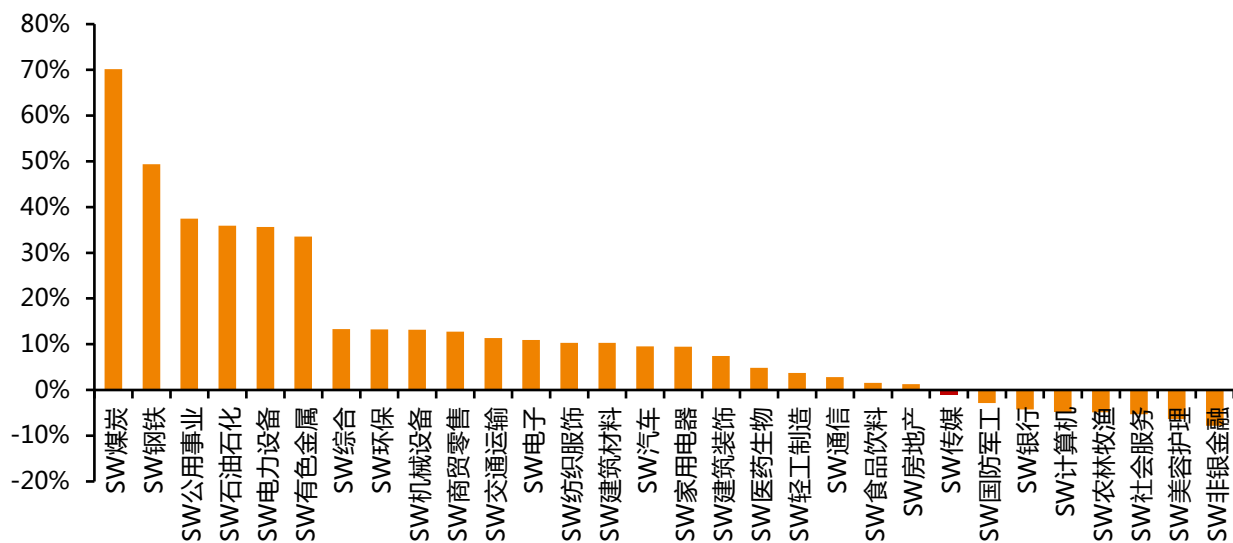
互联网公司年初情绪高涨，恒生科技指数相应强劲上行，年初至 2 月 18 日涨幅接近 25%。但随后资金配置影响指数下行，Q3 由于监管政策趋严，再次经历明显调整，年初至 10 月 11 日恒生科技指数下跌 24.57%。

图3：2021年初至今传媒（申万）板块相对于上证综指、创业板指、恒生科技涨跌幅（2021.1.1-2021.10.11）



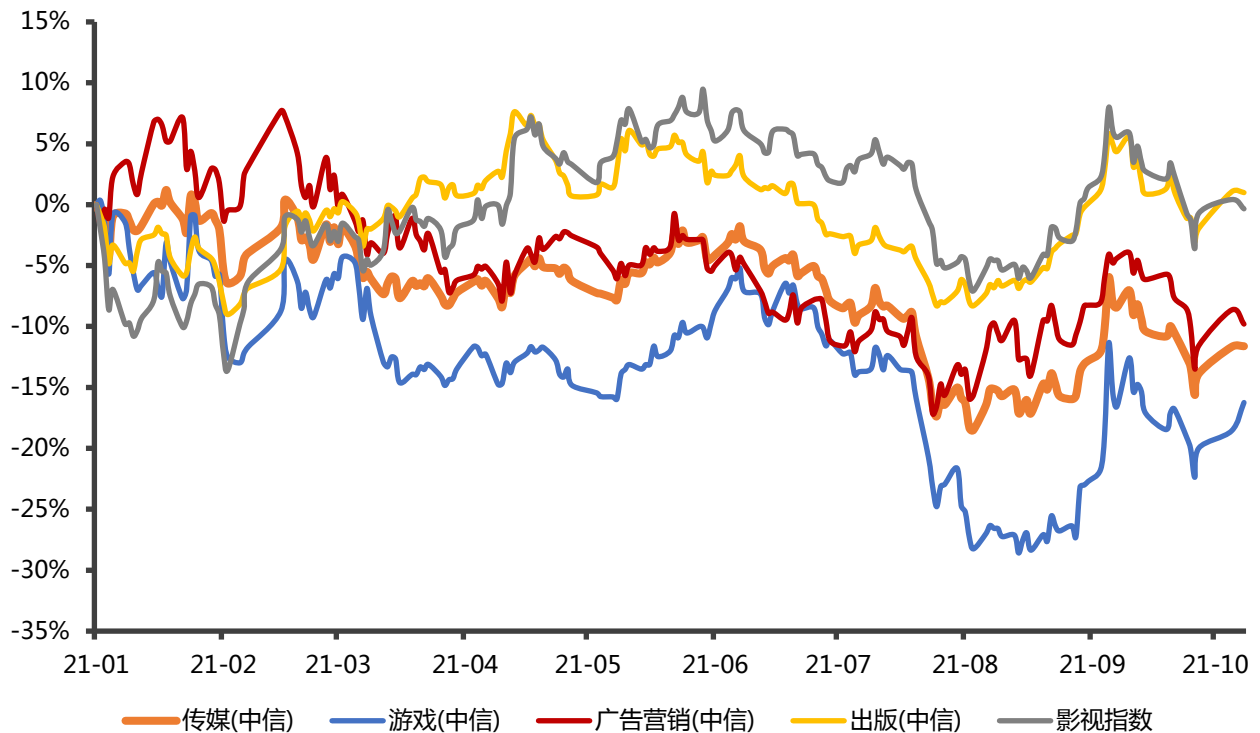
资料来源：Wind，天风证券研究所，注：截至2021年10月11日，采用申万一级行业指数

图4：2021年初至今各行业区间涨跌幅（算数平均，2021.1.1-2021.10.11）



资料来源：Wind，天风证券研究所，注：截至2021年10月11日，采用申万一级行业指数

图 5：2021 年年初至今传媒（中信）细分行业涨跌幅（2021.1.1-2021.10.11）



资料来源：Wind，天风证券研究所，注：截至 2021 年 10 月 11 日，采用中信行业数

面向四季度，监管措施的推进情况仍是核心矛盾，特别是互联网领域，除了已经落地的外卖等本地生活领域，还关注是否有进一步监管（细分政策细则或处罚的落地，包括数据安全），同时我们也在密切评估监管对于业绩影响。考虑前期政策的悲观预期和历史估值下限，我们认为传媒不悲观，大概率具备相对收益，催化剂可能来自政策在不同子领域落地，绝对收益角度看业绩增速不具备整体上行，大概个股分化，取决于公司竞争力体现的业绩差异。

2. 互联网监管政策梳理

我们将年初至今对互联网领域的相关监管政策分为三个大类：反垄断/反不正当竞争相关政策及法律法规，个人信息保护/数据安全相关政策及法律法规，以及包括网络交易监督管理、平台用工规范、新闻准入等相关的其他类政策及法律法规（游戏部分监管在后续部分单独分析，因此本章节不进行分析）。

监管从严我们认为大势所趋，并且监管影响并未完全落地，但经过近几个月的预期，以及部分监管比如最近美团、阿里反垄断等处罚陆续落地，市场悲观情绪也在逐步释放。同时随着政策深化，平台公司的公平竞争与健康发展正在落向实处，优质公司长期竞争力将逐步凸显。

表 1: 2021 年初至今重点互联网领域监管政策梳理

类别	时间	发布主体	具体内容
	2021/1/20	央行	强化支付领域反垄断监管措施
反垄断/	2021/2/7	国务院反垄断委员会	发布关于平台经济领域的反垄断指南
反不正	2021/4/2	市场监管总局	拟制定《禁止互联网不正当竞争行为若干规定》等规章
当竞争	2021/7/8	市场监管总局等五部门	印发《公平竞争审查制度实施细则》
	2021/9/27	最高法	加强反垄断和不正当竞争法, 发布典型案例
	2021/4/12	全国信息安全标准化技术委员会	《信息安全技术个人信息去标识化效果分级评估规范》征求意见稿
个人信	2021/4/26	工信部、公安部、市场监管总局	《移动互联网应用程序个人信息保护管理暂行规定(征求意见稿)》
息保护/	2021/6/10	第十三届人大常委会	《中华人民共和国数据安全法》
数据安	2021/7/10	国家互联网信息办公室	发布《网络安全审查办法(修订草案征求意见稿)》
全	2021/8/20	十三届人大常委会	表决通过《中华人民共和国个人信息保护法》
	2021/8/27	网信办	《互联网信息服务算法推荐管理规定(征求意见稿)》
	2021/3/15	国家市场监督管理总局	《网络交易监督管理办法》
其他	2021/7/26	市场监管总局等七部门	《关于落实网络餐饮平台责任切实维护外卖送餐员权益的指导意见》
	2021/10/8	国家发改委	《市场准入负面清单(2021 年版)》

资料来源: 市场监管总局、网信网、中国人大网、中国人民银行、人民法院报、中国新闻网、人民网、央视网, 天风证券研究所

反垄断/不正当竞争相关政策在不同细分领域的落地情况:

在反垄断领域, 阿里及美团反垄断处罚有所落地, 4 月 10 日市场监管总局因阿里巴巴因滥用市场支配地位的垄断行为, 依据《反垄断法》做出行政处罚 182.28 亿元(2019 年销售额 4%); 10 月 8 日, 市场监管总局因美团滥用市场支配地位的垄断行为依据《反垄断法》做出行政处罚决定, 要求全额退还独家合作保证金 12.89 亿元, 并处以 34.42 亿元(2020 年销售额 3%)的罚款。

7 月 10 日, 市场监管总局公告因腾讯已具有对虎牙的单独控制权和斗鱼的控制权。如虎牙与斗鱼合并, 将使腾讯单独控制合并后实体, 进一步强化腾讯在游戏直播市场的支配地位, 同时使腾讯有能力和动机在上下游市场实施闭环管理和双向纵向封锁, 依据《反垄断法》和《经营者集中审查暂行规定》, 决定依法禁止此项经营者集中。2021 年 7 月 24 日, 市场监管总局因腾讯控股收购中国音乐集团股份后构成经营者集中, 具有或者可能具有排除、限制竞争的效果, 依据《反垄断法》和《经营者集中审查暂行规定》做出责令解除网络音乐独家版权等处罚。

互联网平台监管领域, 工信部于 9 月 9 日召开“屏蔽网址链接问题行政指导会”, 并提出有关即时通信软件的合规标准, 要求 9 月 17 日前各平台按标准解除屏蔽。9 月 17 日微信实施外链管理措施第一阶段, 开放一对一聊天场景中外链访问, 提供群链接自主选择权。微信支付和支付宝分别于 9 月 30 日和 10 月 20 日公布将完成与银联云闪付的互联互通。

我们认为目前互联互通在起步阶段, 未来仍会在监管要求和平台博弈中持续演变, 密切关注进展。

数据安全和个人信息保护相关政策的落地情况:

在数据安全法方面, 6 月 10 日《中华人民共和国数据安全法》获人大会议通过, 于 9 月 1 日正式实行。网信部分别于 7 月 2 日、7 月 5 日依据《中华人民共和国国家安全法》《中华人民共和国网络安全法》, 对滴滴出行、Boss 直聘、货车帮等实施网络安全审查, 审查期间停止新用户注册。

在个人信息保护法方面, 8 月 20 日《中华人民共和国个人信息保护法》(个保法)获人大会议通过, 将于 11 月 1 日起施行。个保法在个人信息收集及处理上做出了详细规定, 在法律层面禁止大数据杀熟。我们建议关注个保法施行后对效果广告效率的影响。

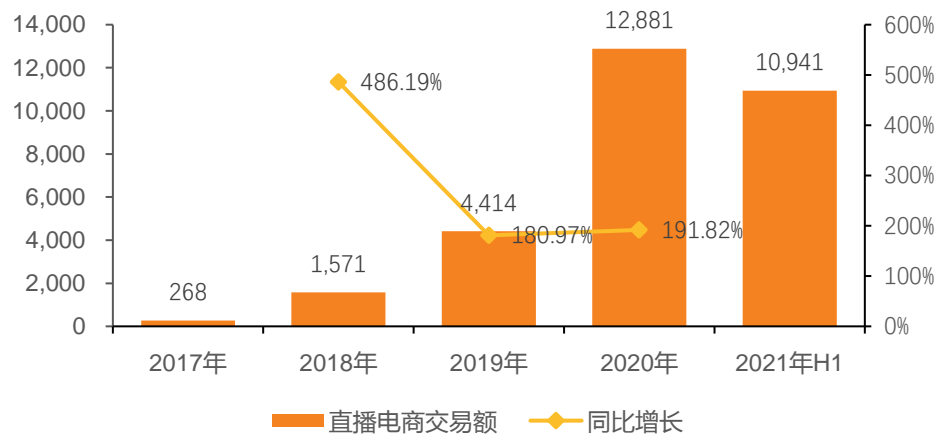
包括网络交易监督管理、平台用工规范、新闻准入等相关的其他类政策及法律法规的落地情况：

在包括网络交易监督管理方面，2021年3月市场监管总局依法对美团优选、多多买菜、橙心优选等社区团购平台的不正当价格行为依据《中华人民共和国价格法》等做出行政处罚，我们认为基本实现了社区团购领域的靴子落地。**在平台用工规范等其他相关政策方面**，2021年7月，市场监管总局等七部门联合印发《关于落实网络餐饮平台责任切实维护外卖送餐员权益的指导意见》，要求平台建立与工作任务、劳动强度相匹配的收入分配机制，确保外卖送餐员正常劳动所得不低于当地最低工资标准。不得将“最严算法”作为考核要求，通过“算法取中”等方式，合理确定订单数量、准时率、在线率等考核要素，适当放宽配送时限。我们认为这体现了平台用工规范逐步清晰。**在准入领域**，10月8日，发改委就《市场准入负面清单（2021）》向社会公开征求意见，意见指出非公有资本不得投资设立和经营新闻机构。

3. 直播电商十月景气度前瞻及可持续性

直播电商发展迅速，整体规模逐步扩大，GMV 不断增高。根据 2020 年 Fastdata 极数《2021 年中国直播电商行业报告》，2021H1 直播电商交易额已经突破 1 万亿元，同比增长超两倍。受益于短视频流量红利以及直播电商带来的展示效率的提升，未来直播电商仍将迅猛发展，具备广阔的增长空间。从短视频龙头直播电商发展情况来看，我们预估快手 2021 年直播电商 GMV 达 6500 亿元，抖音达 7000 亿元。

图 6：直播电商交易额（亿元）及同比增速



资料来源：Fastdata 极数 2021 年中国直播电商行业报告，天风证券研究所

直播电商仍处红利期环比高增长，10 月受益于国庆假期及双十一预热，头部平台预计仍保持 10%以上的环比增速。今年 7-9 月，抖音直播电商 GMV 分别为 503.91 亿、638.48 亿和 704.23 亿元，在整体社零保持同比低个位数增长的背景下，抖音直播电商环比增速保持在 10%以上的水平。受益于国庆假期，抖音直播单日 GMV 不断创新高，10 月直播电商双十一陆续拉开帷幕，我们预计抖音直播电商 10 月仍保持较高的环比增速，GMV 预估达到 800 亿以上。

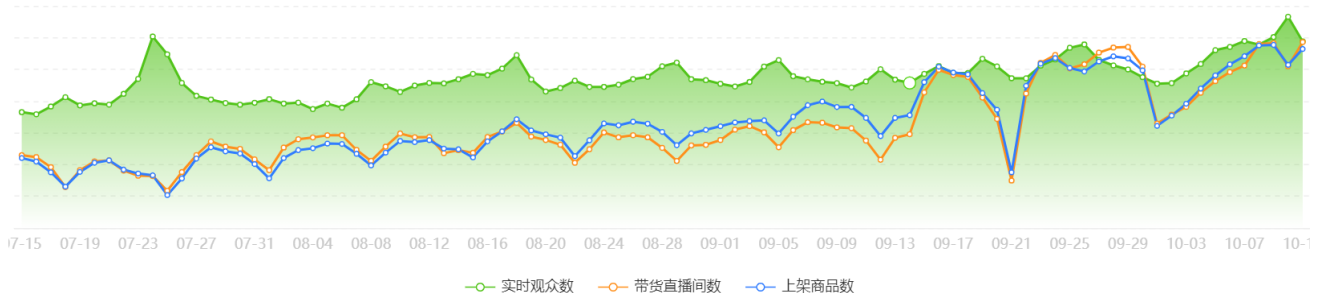
图 7：抖音直播电商销售额及销量



资料来源：飞瓜数据，天风证券研究所

我们认为未来直播电商景气度具备较强的可持续性，未来增长驱动从供应端的角度在于 SKU 的拓展与品牌的引入，从流量端的角度在于渗透率与复购率的进一步提升。直播电商不断拓展行业与 SKU 以满足不同消费者需求，例如杭州珠宝抖音电商直播基地于 2021 年 6 月 6 日正式启动，珠宝首饰行业增速迅猛。飞瓜数据显示，近 90 天，抖音电商上架商品数保持较快增速，9 月末 SKU 突破 3 百万。同时，抖音快手均积极引入品牌自播，抖音品牌自播稳定增长，占比达 20%。作为快手电商 2021 年的三个核心发展目标之一，“大搞品牌”代表着快手电商将在品牌侧提供更多的扶持和助力。

图 8：抖音直播电商上架商品数、直播间数与实时观众数



资料来源：飞瓜数据，天风证券研究所

4. 电商行业三季度景气度及四季度展望

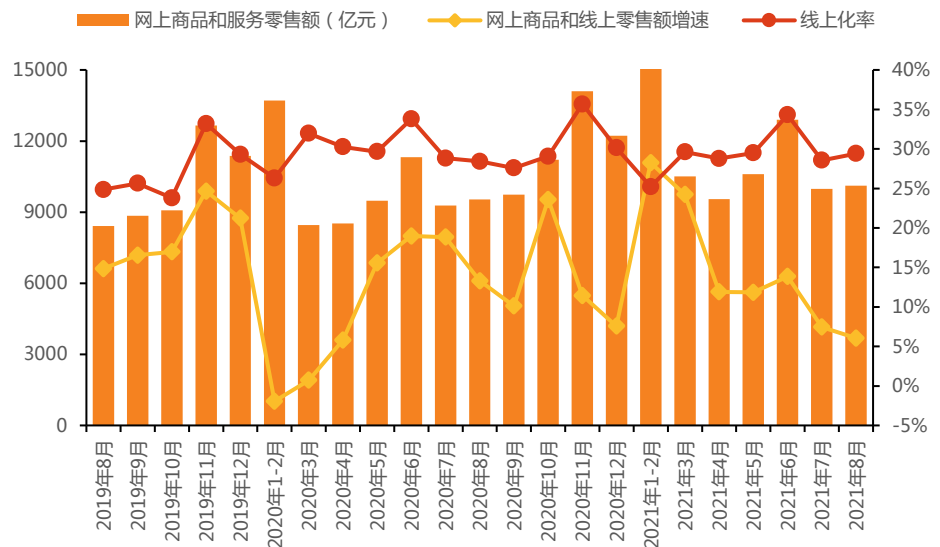
疫情过后社零消费总额复苏，同比增长率逐步由负转正，21H1 社会零售总额 21.19 万亿元，同比增长 23.0%，网上商品和服务零售额增速 23.2%，线上化率为 28.8%。Q2 因 618 大促提振线上消费，618 期间全网交易总额同比增长 26.5%，20-21 年 CAGR 为 34.87%。进入 Q3，7、8 月因局部地区疫情，消费复苏趋势放缓，7、8 月社零同比增速分别 8.5%/2.5%，线上消费情绪受此影响，7、8 月网上商品和服务零售额同比增长 21.9%/19.7%，增速回落至低位，我们预判 Q3 电商行业受宏观消费影响短期增速受限。

展望 21Q4，电商“双十一”大促即将拉开序幕（天猫 10 月 20 日开启预售），去年在疫情趋向复苏背景下双十一全周期（11.1-11.11）销售额达 8403 亿元，同口径下同比增长 46.5%，今年双十一各大电商平台在“反垄断”二选一“取缔后加大对商家的支持力度，叠加直播电商助力，Q4 线上消费有望改善。

除了成长性最强的直播电商，还关注【阿里】加大战略投资成果初现，阿里业务矩阵丰富多层次消费体验，提升用户价值；【京东】全渠道战略打开京东零售长期发展的天花板，受益反垄断后商家回流 POP 业务增长；【拼多多】业绩持续高增长，看好品牌化供应链拓

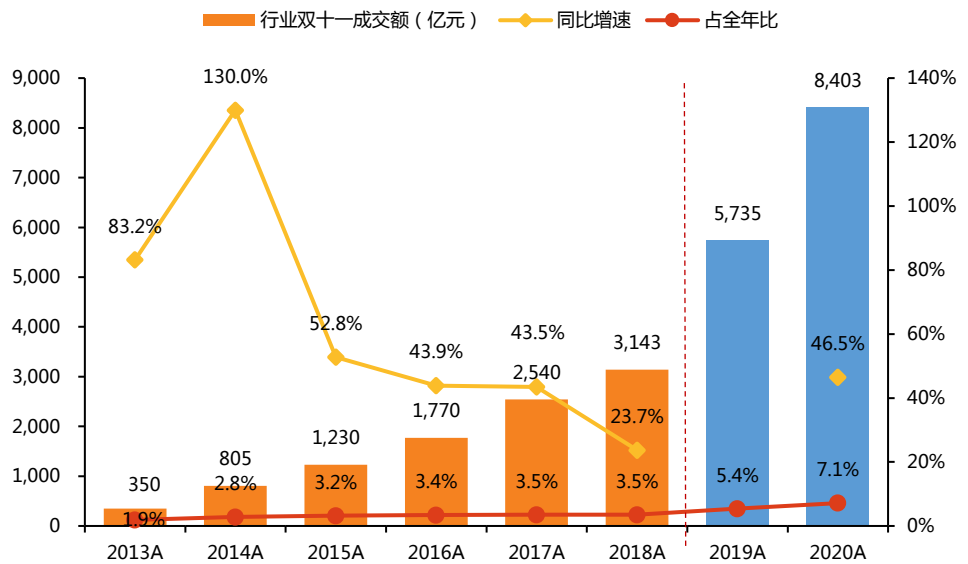
展以及社区团购业务发展。

图 9：社零线上渗透率



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 10：历年双十一成交额



注：13A-18A 为双十一当天交易额数据，19A，20A 数据为期间(2020.11.1-11.11)交易额数据

资料来源：星图数据，天风证券研究所

5. 虚拟现实、元宇宙高速发展，游戏行业 β 将至

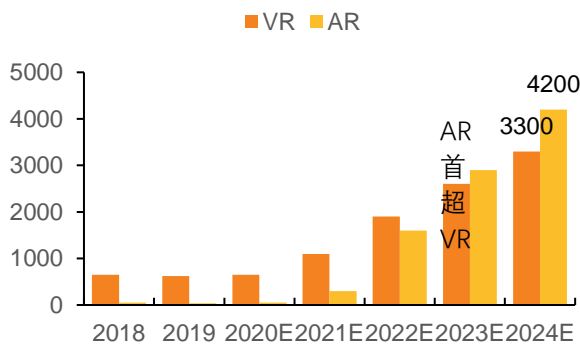
5月1日发布行业首篇元宇宙深度报告《Metaverse 元宇宙：游戏系通往虚拟现实的方舟》，随后邀请 VR 陀螺主编案山子共同开展 VR/AR 行业线上会议，5月25日举办天风 VRAR 峰会，9月9日邀请裸眼 3D 虚拟现实公司一隅千象，交流虚拟现实 To B 工业端应用，我们再次重申看好 VRAR 行业。

5.1. 虚拟现实硬件规模上量，21 年或成关键年份

继 2016 年产业元年与 2019 年 5G 云 VR 元年过后，虚拟现实产业开始进入起飞阶段。虚拟现实用户体验对融合创新的需求迅速提升，技术体系初步成型。

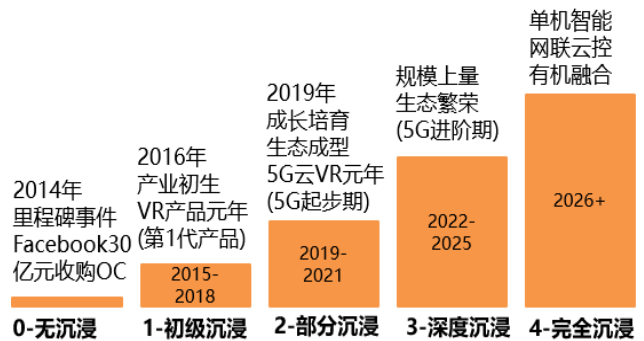
虚拟现实终端出货量稳步增长，AR 与一体式 VR 增速显著，不同终端形态间的融通性增强。受新冠疫情及宏观经济形势影响，据 IDC 统计 2020 年全球虚拟现实终端出货量约为 630 万台，VR 终端出货量占比分别 90%、10%。中国信通院预计 2024 年终端出货量超 7500 万台，其中 AR 占比升至 55%，2020-2024 五年期间虚拟现实出货量增速约为 86%，其中 VR、AR 增速分别为 56%，188%。中国信通院预计 2023 年 AR 终端出货量有望超越 VR。比之 2018-2020 年相对平缓的终端出货量，随着 FacebookQuest2、微软 Hololens2 等标杆 VR/AR 终端迭代发售以及电信运营商虚拟现实终端的发展推广，**2021 年有望成为虚拟现实终端规模上量、显著增长的关键年份**，VR/AR 终端平均售价将从当前 2500/9700 元人民币进一步下降。此外，华为 VRGlass 手机伴侣、PicoNeo2 等一体式头显终端均可通过串流功能而不再受制于移动平台的功耗预算与渲染算力，跨终端形态的使用融通性显著提高。据中国信通院，一体式终端出货量将从 2020 年 51%进一步升至 2024 年 64%。

图 11：全球虚拟现实设备出货量（万台）



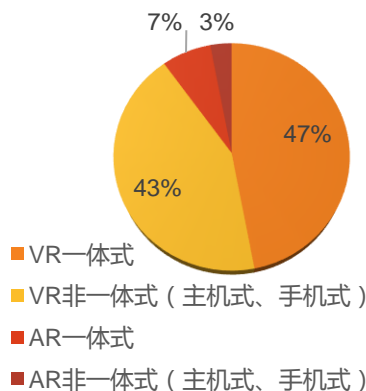
资料来源：中国信通院，天风证券研究所

图 12：全球虚拟现实沉浸体验产业发展阶段



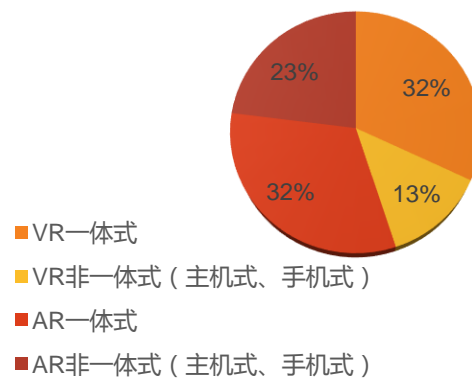
资料来源：中国信通院，天风证券研究所

图 13：2020 年全球虚拟显示终端出货量结构占比



资料来源：中国信通院，天风证券研究所

图 14：2024 年全球虚拟显示终端出货量结构占比



资料来源：中国信通院，天风证券研究所

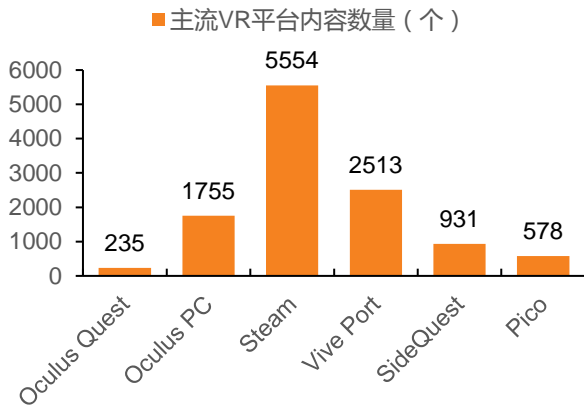
5.2. VR 内容迎来放量拐点，AR 仍于起步探索阶段

VR 内容迎来消费端逐步放量，AR 内容仍受制于 AR 眼镜销量。随着 VR 上游产业链的逐步成熟，一体机、6DOF、Inside-out 等硬件发展路劲逐步清晰，Quest 销量大涨的带动，全球 VR 用户 2020 年已经超过千万，VR 陀螺预计未来几年用户规模还将保持 50%以上的增长，逐步壮大的用户群体为 VR 内容提供了市场前景和商业空间，形成了 VR 头显销量增长-用户增长-内容需求爆发-内容收入提高-优秀开发者持续入场-内容质量提高-VR 头显

销量持续增长这一良性循环状态。

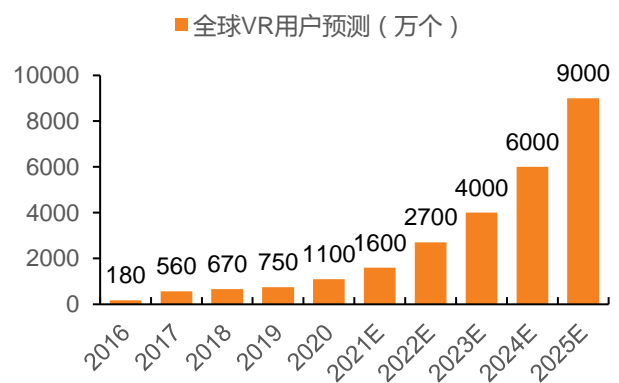
VR 内容迎来放量拐点，平台数据高增。PCVR 内容平台 Steam 上 VR 游戏达到 5554 款，第三方开放应用平台 SideQuest 自 2019 年 6 月份推出以来游戏和应用程序已经接近 1000 款，每个月都有超过 50 款新的内容上线，而 Quest 平台内容收入规模已超过 1.5 亿美元。AR 内容由于受制 AR 眼镜发展尚未成熟，用户规模很小，目前 AR 眼镜偏消费端的内容屈指可数，仍以 B 端定制化为主。当前 AR 内容开发者主要聚集在手机端，早期的 AR 游戏《PokemonGO》累计营收已达 40 亿美元，随着苹果 ARkit 和安卓 ARCore 开发工具逐步更新，双目、多目摄像头、TOF 等传感器逐步应用到手机，AR 内容在手机逐步起步，AR 游戏、AR 社交插件等等为当前手机端较为常见的 AR 内容程序。

图 15：主流 VR 平台内容数量（个）（截至 2020/12/31）



资料来源：VR 陀螺公众号，天风证券研究所

图 16：全球 VR 用户预测（万个）



资料来源：VR 陀螺公众号，天风证券研究所

5.3. 游戏作为先发场景，逐渐迎来回收期

游戏作为先发场景，逐渐迎来回收期。经历几年的沉寂期，VR 游戏出现了《Beat Saber》、《半条命:艾利克斯》等几款现象级的 VR 游戏，带动内容创作出现了赚钱效应。据 Facebook，Quest 平台上已经有超 60 款游戏收入超过 100 万美元。其中，《Beat Saber》销量超 200 万份，营收超 6000 万美元；《行尸走肉：圣徒与罪人》上线一年收入超过 2900 万美元。Oculus 商城内容不断丰富提升生态圈，重磅热门 IP 的 VR 游戏即将上线，其中包括生化危机 4 的 VR 版本、细胞分裂 VR、刺客信条 VR、侏罗纪公园 VR 游戏、星球战争 VR 游戏等一系列经典热门 IP。

国内方面，最具代表性的是南京穴居人工作室开发的《Contractors》，上线后很快在 Oculus 和 Steam 双平台销量突破 5 万份。随后《Contractors》在去年底登陆 Quest 平台，上线 45 天收入达 100 万美元。据创始人丁伟瀚介绍，该游戏在全平台的收入已超过 300 万美元。虽然无法与国内相比动辄上亿元营收的手游相比，但对于现阶段的 VR 内容创作团队来说，已经是一笔不小的收入。优质的内容也会带动硬件设备的销售，这一模式已经在主机游戏领域被验证过。玩家会为了玩《塞尔达传说》、《任天堂全明星大乱斗》去购买任天堂 Switch，也会为了玩《最后生还者》、《血源》、《战神》等去买索尼 PS 系列。Valve 推出的首款 VR 游戏《半条命:艾利克斯》，成为 2020 年 VR 游戏畅销款，为 Steam VR 平台新增发展百万用户。

图 17: Beat Saber



资料来源: Bilibili, 天风证券研究所

图 18: 半条命: 艾利克斯



资料来源: vrandfun, 天风证券研究所

5.4. 海内外科技巨头战略布局整理

国内 VR 发展拐点将至, 字节跳动 90 亿元收购 Pico。8 月 29 日, Pico 发出全员信, 披露公司已被字节跳动收购。信中还称, 用户在享受原有服务的基础上, 未来还将获得更多的内容支持和技术升级服务。Pico 是国内领先的 VR 硬件厂商, 有望持续引领 VR 硬件创新趋势。Pico 成立于 2015 年, 创始人周宏伟曾主管索尼、乐视等品牌 VR 产品研发, 高管团队有较强的 VR 硬件开发背景。根据 IDC 报告, 2020 年 Pico 硬件销量位居中国 VR 市场份额第一。Pico 今年 3 月完成 2.42 亿元人民币 B+轮融资, 并于今年 5 月发布新一代 VR 一体机 Pico Neo 3, 售价 2499 元, 开售 24 小时销售额便破千万。除去硬件, Pico 同时正发力 VR 内容生态, 其已在北美设立发行部门 Pico Studios, 致力于与全球优秀 VR 开发者展开广泛合作, 为旗下 6DoF 平台引进优质 VR 游戏及应用。我们认为, 字节收购 Pico 后, 依托 Pico 的 VR 硬件优势, 叠加字节的落地应用开发能力及此前在 Metaverse 领域投资代码乾坤, 有望推动 VR 产业链进一步完善, VR 行业的飞轮效应有望首先落实于以游戏为代表的娱乐板块。

图 19: 21H1 海外巨头 VR/AR 齐头并进,持续领跑



微软: 继续打磨HoloLens

- 《微软飞行模拟》正在开发适配VR控制器
- 发布VR移动机制数据库Locomotion Vault
- 微软推出HoloLens2工业版, 售价4950美元
- 微软宣布推出Mesh服务:打造多用户XR协作应用
- 与LG集团公司合作开发3D传感组件, 计划于2021年下半年开始量产
- 微软正开发增强版HoloLens2, 代号Hanami
- 获得美国陆军12万套HoloLensAR设备订单, 未来10年合同价值高达219亿美元
- 微软VR社交应用《AltspaceVR》Mac版试运行
- 197亿美元收购全球最大语音识别公司Nuance
- 微软透露正开发C端HoloLens3, 新设备将小于90克、使用功率为2W



苹果: 产业链持续布局, VR/AR产品越来越近

- 与索尼签订3年dToF LiDAR模块核心部件供应合同
- 苹果计划2022年推出首款VR/AR一体机, 价格或高达900+美元
- 苹果与台积电研发微型OLED显示器, 用于VR设备
- 苹果前高级硬件主管Dan Riccio转岗负责AR/VR项目
- 推出Clips3.1版本更新, 基于LiDAR新增AR空间特效
- 向LiDAR制造商11-VI投资4.1亿美元
- 向康宁公司投资4500万美元, 康宁是显示屏和光波导材料供应商
- 苹果Apple Watch开始支持手势识别
- WWDC2021发布ARkit5.0, Reality Kit2.0, 苹果地图将支持AR导航



谷歌: 消费级AR初心不改

- Google ARCore安装数破10亿
- Magic Leap宣布与谷歌云合作, 为企业用户提供空间计算解决方案
- 宣布开源VR绘画应用《Tilt Brush》
- 投资AR社交平台Gowalla
- 推出TensorFlow3D, 将利用LiDAR及深度传感器数据带来高级AR体验
- 谷歌官网正式宣布VR眼镜盒子停售
- 从Pixel4和4XL开始, 安卓手机将支持开启双摄像头空间感知功能
- 谷歌地图更新, 支持特定地点的室内AR导航
- 谷歌搜索引擎添加吃豆人、Hello Kitty等11个日本动漫游戏AR形象
- 谷歌展示突破性光场显示屏Starline, 裸眼便可体验3D效果
- XR绘画应用Tilt Brush的开源版本可在PCVR上免费使用



Facebook: 持续丰富Oculus生态

- 超60款Quest游戏收入超100万美元
- Facebook硬件负责人:Facebook的智能眼镜或将在2021年到来, 无AR功能
- Quest平台253款游戏超25万条评论, 数量赶超其PC平台评论总数和Oculus正式推出社区平台AppLab, 对标SideQuest
- Quest2支持多帐户登录与本地应用共享功能
- 扎克伯格:Quest3、4正在研发, 搭载眼动及面部追踪, 强化社交能力
- 近10000名Facebook员工从事AR/VR业务, 占比17%
- Quest2销量超过之前所有Oculus头显总和
- 宣布收购《Onward》开发商Downpour Interactive
- 收购类Roblox游戏的Metaverse创作平台《Crayta》
- 收购VR游戏《Population:One》开发商BigBox

资料来源: VR 陀螺公众号, 天风证券研究所

图 20：21H1 国内巨头整体进度落后海外，处追赶探索期



阿里：积极对外联合研发，多方尝试

- 阿里达摩院成立XG实验室，为AR/VR等场景研究符合5G时代的视频编解码技术、网络传输协议等且制定相关标准。
- 阿里旗下钉钉与Nreal联合打造首款DingtalkWorkSpace应用NrealightAR眼镜，进军AR协同办公。
- 升级VR技术产品“三维空间重建——临云镜”，打造VR行业高效低成本端云一体化解决方案
- 阿里影创VR研究院成立，并同时启动MR混合现实硬件制造自动化产线项目。
- 阿里巴巴战略投资移动端AR技术研发商视杰科技



HTC：持续优化VIVE生态

- 发布两款全新VR概念机：一体式VR和短焦VR，Pro2和Focus3，同时停产VivePro和Focus，
- 投资ARVR培训创企Talespin、VR内容企业ImmersiveVREducation，以及另外7家VR/AR内容和应用领域企业
- 受疫情影响HTC将进行新一轮裁员，涉及VR部门
- 推出XRSUITE虚拟应用套装，多类型终端打破VR界限
- ViveFocusPlus新增VPN支持和远程设备管理功能
- Viveport将开发人员收入分成比例提高至80%
- 推出VIVE面部追踪器VIVEFacial Tracker和新一代SteamVR追踪器HTCVIVETracker 3.0
- 发布Vive Focus3VR一体机商业版定价9998元，Vive Pro2定价6888元



华为：多方位出击，从底层布局

- 华为海思发布XR芯片，支持8K解码，内置高性能GPU
- 华为AR眼镜专利曝光，弹出式摄像头设计，还可以旋转，联合剑桥大学共同开发视网膜成像的AR光学模块
- 华为AR地图正式上线华为应用市场，基于河图技术构建，河图2.0AR地图正式发布
- 发布ARVREngine3.0，推出全新的AR内容开发工具RealityStudio,召开首届华为VR开发应用大赛
- 发布华为VRGlass6DOF游戏套装
- 华为AR地图iOS版上线
- 华为TVOS智能电视操作系统软件支持VR
- 发布面向5.5G上行超宽带(UCBC)演进“5G+8K”3DVR端到端解决方案
- 华为等发起成立XR终端互通技术标准(GSXR)工作组



腾讯：聚焦内容和云生态

- ARNR技术专家ArienneHinds博士入职腾讯美国首席研究员
- 腾讯游戏与华为成立联合创新实验室探索VR/AR等前沿技术
- 腾讯启动5G生态计划,覆盖VR/AR等12个5G场景
- 与英伟达合作在TencentMarketplace上全面提供CloudXR
- 投资VR游戏开发商上海钛核网络、VR音乐平台WaveVR，布局虚拟演唱会
- 马化腾“移动互联网十年发展，即将迎来下一波升级，我们称之为全真互联网”
- 5000万美元投资Utraleap
- 腾讯、高瓴参投，全真互联网创企元象唯思获4000万美元天使轮融资

资料来源：VR 陀螺公众号，天风证券研究所

6. 行业监管力度从严，游戏税收及版号收紧

6.1. 全球最严未成年人网游监管出台，游戏企业防沉迷举报平台正式上线

全球最严未成年人网络游戏监管出台，一系列游戏未成年人保护监管政策及内容审核机制配套下发。在《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》前，市场上的网络游戏都需要身份验证才能进行用户注册，各大厂商的防沉迷系统已接入国家系统，对未成年玩家的游戏时长、充值有严格规定。我们认为市场无需过分担忧，监管基本延续18年以来的基调，引导游戏行业健康发展。《通知》限制未成年人游戏时间，是行业规范健康发展的必由之路。根据各公司公告，未成年人流水收入占比均较低，对游戏公司收入影响有限。

游戏企业防沉迷落实情况举报平台正式上线运行，213家企业响应《网络游戏行业防沉迷自律公约》，网游版号疑似暂停或放慢审批。目前政策对游戏外部的防沉迷机制提出了更高的要求，也加大了游戏中内容的审核力度。游戏内容审查标趋严成必然趋势，游戏公司应当在游戏策划阶段即对内容加以把控，严格按照版号审查要求和防沉迷机制要求进行游戏开发。

表 2：18 年至今游戏行业政策梳理

时间	政策文件/事件	政策
2018	原国家新闻出版广电总局发布《游戏申报审批重要事项通知》	由于机构改革，游戏版号无法核发，版号审批暂缓。
2018	教育部会同国家卫生健康委员会等八部门制定《综合防控儿童青少年近视实施方案》	方案中提到“国家新闻出版总署将对网络游戏行业实施总量调控，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。”
2018	2018 年度中国游戏产业年会	中宣部出版局副局长冯士新在表示首批部分游戏已经完成审核，正抓紧核发版号；机构改革落地，新的审核部门为下属中宣部出版局的网络出版处。
2019	北京市宣布将出台《游戏内容审核流程规范》	提高审核流程的透明化和规范化，将推出游戏内容导向考核举措，将游戏内容质量和社会效益作为游戏过审的优先条件，同时建立游戏重点选题库。
2019	国家新闻出版署召开全国游戏管理工作专题会议	重新开展游戏审批工作，控制版号产品数量，提出新游戏版号审批要倾向精品游戏。
2019	国务院《健康中国行动（2019—2030 年）》	提出政府应“实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，鼓励研发传播集知识性、教育性、原创性、技能性、趣味性于一体的优秀网络游戏作品，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。（中央网信办、工业和信息化部、国家新闻出版署按职责分工负责）”
2019	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	实行网络游戏 用户账号实名注册制度 ；严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长（每日 22 时到次日 8 时不得为未成年人提供游戏服务，法定节假日每日不得超过 3 小时，其他时间每日不得超过 1.5 小时）； 规范向未成年人提供付费服务 （规定网络游戏企业不得为未满 8 周岁的用户提供游戏付费服务；同一网络游戏企业所提供的游戏付费服务，8 周岁以上未满 16 周岁的未成年人用户，单次充值金额不得超过 50 元人民币，每月充值金额累计不得超过 200 元人民币；16 周岁以上的未成年人用户，单次充值金额不得超过 100 元人民币，每月充值金额累计不得超过 400 元人民币）； 切实加强行业监管 ； 探索实施适龄提示制度 ； 积极引导家长、学校等社会各界力量 履行未成年人监护守护责任，帮助未成年人树立正确的网络游戏消费观念和行为习惯。
2019	《游戏游艺设备管理办法》	实施游戏游艺设备分类管理，从设备机型、设备内容、未成年人保护（除国家法定节假日外，娱乐场所以及其他经营场所设置的电子游戏设备（机）不得向未成年人提供。）等方面明确了相关规定
2019	2019 年度中国游戏产业年会	中宣部出版局副局长冯士新表示“让游戏成为美好生活的文化力量。国家新闻出版署 正抓紧建设统一的实名验证平台，为游戏企业做好防沉迷工作提供必要条件。 ”
2020	《网络游戏适龄提示》	明确中国游戏分级标准以及标识符的下载渠道、展示时长、尺寸比例和更新频率等。适龄提示的标识符以三个不同的年龄为标准， 分别为绿色的 8+、蓝色的 12+、黄色的 16+ 这三个不同的年龄段标志符。 另外，标准还明确了标识符的具体使用场景， 适龄提示标识必须安放在游戏产品界面的显著位置 ，以突出标识在游戏产品中的能见度和可视性。
2020	2020 年度中国游戏产业年会	中宣部出版局副局长冯士新表示：“防沉迷”是游戏行业落实社会责任的集中体现，是游戏管理工作的头等大事，新修订的《未成年人保护法》对游戏“防沉迷”提出了明确要求。目前， 国家层面的实名验证系统已基本建成 ，相关部门正组织企业分批接入，在 2021 年 6 月 1 日前， 所有上线运营的游戏须全部接入。 同时，2020 年以来，我们会同各地管理部门， 对擅自更改游戏内容、违规上线运营、套皮扒皮等 150 多款游戏作出处理 ，约谈相关单位 70 多家，暂停 20 多家企业版号申请，撤销和下架近 50 款游戏。”
2021	习近平总书记在全国政协医药卫生界教育界联	北京史家小学教育集团校长王欢在联组会上谈到“‘学生沉迷网络游戏’引发社会关注”。习近平总书记指出：“ 不仅是沉迷网络游戏的问题，网络上还有很多污七八糟的东西，未

	组会回应教育领域热点问题	成年人心理发育不成熟，容易受到不良影响。”
2021	《游戏审查评分细则》	从2021年4月1日起， 游戏送审试行全新的评分审查制度 ，从“观念导向”“原创设计”“制作品质”“文化内涵”“开发程度”5个方面对游戏作品进行评分。低分游戏将被打回，无法进入版号审批排队流程。
2021	《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施意见》	鼓励网络游戏产业发展。探索将国产网络游戏试点审批权下放海南，支持海南发展网络游戏产业。（牵头单位：中央宣传部）
2021	教育部办公厅等十五部门印发《儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021—2025年）》	将实施网络游戏总量调控，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 ；严格执行《关于防止未成年人沉迷网络游戏工作的通知》精神，督促各地出版管理部门做好属地网络游戏企业及其网络游戏的监督管理工作。 将开展网络游戏消费教育，将防止未成年人沉迷网络游戏作为消费教育重点 ，通过发放宣传材料、进校园等方式普及相关知识，呼吁青少年合理用眼，保护视力。
2021	中宣部出版局副局长杨芳在2021ChinaJoy致辞	中宣部出版局副局长杨芳表示：要进一步增强 文化自觉 ；要坚持 精品化战略 ，着重考量游戏的导向取向、文化内涵，关注产品的完成度、创新性，综合评判产品的出版价值，同时要 优质化 ，以行业发展反哺科技创新，以科技创新助推行业发展；要增强 国际化 意识，对标世界一流，同时为中国游戏 注入更多中华文化 ，实现有广泛的国际影响力；要进一步增强安全意识，要全力以赴抓好防沉迷工作，不折不扣落实好各项管理规定。 坚决保护青少年健康成长 ，这是当前最紧迫和最重要的安全要求，决不允许打折扣、走过场； 国家层面的防沉迷实名认证平台已建成 ，接入企业5000多家、游戏超万款， 初步达成了防沉迷工作的基础性目标 。下一步，我们将始终把防沉迷作为重中之重，常抓不懈、一抓到底。
2021	《经济参考报》称网络游戏是“精神鸦片”，随后文章被删除	8月3日，央媒《经济参考报》发文称网络游戏是“精神鸦片”， 随后文章被删除 。
2021	《关于推进自由贸易试验区贸易投资便利化改革创新若干措施的通知》	开展网络游戏属地管理试点，在符合条件的自贸试验区所在地推进网络游戏审核试点工作。
2021	《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	1) 严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间， 仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日20时至21时向未成年人提供1小时网络游戏服务 。 2) 严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。所有网络游戏必须接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统，所有网络游戏用户必须使用真实有效身份信息进行游戏账号注册并登录网络游戏，不得以任何形式（含游客体验模式）向未实名注册和登录的用户提供游戏服务。 3) 加强对网络游戏企业落实提供网络游戏服务时段时长、实名注册和登录、规范付费等情况的监督检查，加大检查频次和力度。 4) 积极引导家庭、学校等社会各方面营造有利于未成年人健康成长的良好环境。
2021	中国音数协游戏工委组织发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》，腾讯、网易等213家企业参与	公约强调，要坚决执行管理要求，建立工作规范。要认真制定具体执行方案和实施细则，全力做好各项防沉迷工作。要坚决落实实名认证，精准识别用户。坚决筑牢安全防线，抵制不良内容。坚决夯实平台管理，明确具体要求。坚决遵守市场秩序，杜绝违规行为。坚决配合举报平台，开展自查自纠。游戏企业应在游戏产品的研发、生产、销售、运营、推广、宣传等业务活动中，严格遵守本公约各项条款约束，在企业网站、游戏界面等显要位置全面展示本公约内容，用实际行动体现游戏企业的社会责任和社会担当。
2021	《中国儿童发展纲要（2021—2030年）》	1) 网络游戏、网络直播、网络音视频、网络社交等网络服务提供者，针对未成年人使用其服务依法设置相应的时间管理、权限管理、消费管理等功能，不得为未满十六周岁儿童提供网络直播发布者账号注册服务。

- 2) 加强网络语言文明教育，坚决遏阻庸俗暴戾网络语言传播。
- 3) 实施国家统一的未成年人网络游戏电子身份认证，完善游戏产品分类、内容审核、时长限制等措施。加强儿童个人信息和隐私保护。

2021	国家新闻出版署防止未成年人沉迷网络游戏举报平台上线运行	在防止未成年人沉迷网络游戏举报平台中，举报者可从实名认证违规举报、时段时长违规举报以及充值付费违规举报三个方面对游戏中防沉迷违规信息进行举报。
2021	网游版号疑似放慢审批	据国家新闻出版署官方网站公开文件，自7月22日公布了87个国产网络游戏审批版号后，8月至9月的网游版号截至10月中旬仍未下发，但至今仍未出台官方文件证实国产网游版号审批已经暂停或放慢审批。

资料来源：中国政府网、教育部、文化部、新华网、GameLook、GameRes等、天风证券研究所整理

表 3：游戏公司未成年玩家收入占比

未成年玩家占比/未成年玩家流水收入情况	
腾讯	20Q4 未成年人流水收入占腾讯游戏中国收入为 6%，16 岁以下未成年人流水收入占比由 20Q4 的 3.2% 下降至 21Q2 的 2.6%
网易	未保新规的财务影响 < 1%
哔哩哔哩	2021 年游戏收入中未成年人占比约为 1%
心动	游戏收入来自未成年玩家占比 1.09%，占总收入不到 1%
中手游	21H1 未成年玩家收入占比为 0.026%
IGG	《王国纪元》国内未成年玩家付费占比 < 0.05%
三七互娱	未成年人付费占比 < 0.06%
吉比特	近一个月未成年人充值金额占比为 0.14%
凯撒文化	21H1 主要游戏流水中未满 18 岁未成年人消费充值占比仅 0.0039%
宝通科技	游戏收入 99% 来自海外，国内未成年人占比接近 0
巨人网络	《征途》系列完全禁止未成年人登入，只向成年人开放；《球球大作战》未成年用户付费金额占收入约 1%。总体上，未成年玩家收入在公司游戏收入占比不到 1%
盛趣游戏	21H1 盛趣自营平台 18 岁以下注册用户充值占比 0.009%，总流水占比 < 0.01%，18 岁以下注册用户占比 0.9%
姚记科技	最新将未成年人禁止注册，之前占比小于 0.01%
恺英网络	主要服务于成年游戏用户，自营平台未成年用户注册占比仅为 0.07%。鉴于此，公司自 2021 年 9 月 1 日起关闭自营平台游戏产品未成年人注册功能
游族网络	21H1 未成年流水占比 0.055%，16 岁以下 0.016%
创梦天地	未成年玩家收入占比 0.18%
百奥家庭互动	手游 16 岁以下充值占比 0.38%
网龙	未成年玩家收入占比 < 0.01%

资料来源：各公司财报、天风证券研究所

6.2. 游戏等软件行业税收优惠收紧，高新技术认定标准或将趋严

政府或将收紧游戏等软件行业税收优惠，不同游戏企业原来享有税收优惠不一。《证券时报》于 8 月 4 日发表评论文章指出，游戏产业的税收应该和其他产业持平，建议提高游戏公司税负，重点软件企业标准调整，游戏公司企业所得税或上升。

高新技术产品与服务认定标准或将趋严，关注技术和研发投入大的游戏公司。我们对部分游戏公司及其主要子公司所享受的优惠政策进行了梳理，大多数游戏公司的有效税率在 10% 至 20% 之间，主要通过注册离岸公司、子公司申请高新技术企业、软件企业、小微企业资质和利用地方税收优惠政策实现税收减免，子公司所适用的优惠税率使实际有效税率降低 10% 以上。我们认为，目前对游戏等行业的监管政策都是促进行业规范健康发展，并非是

针对相关行业的限制和打压；高新技术产品与服务认定标准或将趋严，游戏公司税收优惠有可能减少。随游戏内容本身越来越重要，技术和研发投入大的游戏公司受影响更小。

表 4：游戏公司所得税率

	18A 所得税税率	19A 所得税税率	20A 所得税税率	21Q1/H1 所得税税率	18-20A/21Q1(H1)平均
腾讯	15%	12%	11%	11%	12%
网易-S	22%	18%	20%	22%	20%
Bilibili	-5%	-3%	-2%	-13%	-6%
中手游	11%	29%	4%	10%	14%
心动公司	9%	6%	48%	/	21%
IGG	20%	13%	9%	14%	14%
创梦天地	10%	8%	2%	/	7%
三七互娱	6%	10%	7%	45%	17%
吉比特	14%	13%	15%	16%	15%
完美世界	8%	-8%	9%	29%	10%
凯撒文化	-0.1%	-13%	-3%	2%	-3%
姚记科技	13%	11%	13%	11%	12%
宝通科技	7%	8%	15%	13%	11%
富春股份	4%	-6%	35%	23%	14%
巨人网络	5%	4%	4%	9%	5%
世纪华通	8%	11%	13%	19%	13%
盛天网络	5%	-5%	4%	13%	4%

资料来源：Wind、天风证券研究所；注：所得税率=所得税费用/利润总额

表 5：游戏公司国内主要子公司税收优惠

	国内主要子公司税收优惠政策	备注
腾讯	<p>腾讯科技（深圳）等：国家重点软件企业，减按 10% 的优惠税率征收企业所得税</p> <p>腾讯云计算（北京）等：高新技术企业，减按 15% 的优惠税率征收企业所得税</p> <p>若干附属企业：“两免三减半”</p> <p>林芝腾讯科技（林芝）等：执行西部大开发 15% 的企业所得税税率</p>	<p>税收减免期及税收优惠对于中国内地注册成立的附属公司应课税盈利的影响： -2%（2020 年）、-3%（2019 年）、-1%（2018 年）</p> <p>子公司适用不同税率的影响： -17%（2020 年）、-16%（2019 年）、-16%（2018 年）</p>
网易	<p>博冠信息科技（广州）、网易杭州（杭州）：国家重点软件企业，减按 10% 的优惠税率征收企业所得税</p> <p>网易云音乐科技（杭州）、网易有道技术（北京）等：高新技术企业，减按 15% 的优惠税率征收企业所得税</p> <p>若干附属企业：“两免三减半”</p>	<p>适用于软件企业、重点软件企业及高新技术企业的较低税率的影响： -19%（2018 年）、-14%（2019 年）、-17%（2020 年）</p>
Bilibili	<p>哔哩哔哩科技、幻电信息科技（上海）：高新技术企业，减按 15% 的优惠税率征收企业所得税</p>	<p>2018 年-2020 年受递延所得税资产减值准备变动影响，所得税率为负。</p> <p>适用于附属公司的优惠所得税率的影响： -8%（2020 年）、-8%（2019 年）、-3%（2018 年）</p>
中手游	<p>软星科技、文脉互动（北京）：高新技术企业，减按 15% 的优惠税率征收企业所得税</p>	<p>2020 年所得税率大幅下降原因：(i)截至 2020 年 12 月 31 日止年度就递延税项抵免</p>

	<p>中手游、盛悦软件、豆悦（深圳）、钟声互娱（北京）：“两免三减半”</p> <p>文脉互动（霍尔果斯）：霍尔果斯特殊经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税</p> <p>极创网络（西藏）：执行西部大开发 15%的企业所得税税率</p> <p>战神网络、创悦科技（海南）：注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税</p>	<p>2050 万元人民币进行拨备；</p> <p>(ii)中国内地若干附属公司在截至 2020 年 12 月 31 日止年度享有优惠企业所得税税率。</p> <p>特定司法权区或地方部门颁布的不同适用税率的影响： -16%（2020 年）、-1%（2019 年）、-14%（2018 年）</p>
心动公司	<p>心动网络股份、易玩网络科技（上海）：高新技术企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税</p> <p>若干附属企业：“两免三减半”</p>	<p>2020 年实际所得税率大幅上升的原因：(i) 进行海外发行的子公司及运营 TapTap 的子公司是盈利的，而主要进行研发活动的附属公司是亏损的；</p> <p>(ii)对预计将由子公司汇出的盈利作出一笔一次性的预扣税；</p> <p>(iii)易玩适用的企业所得税豁免于 2019 年到期，在 2020 年至 2022 年三年期间，易玩预计将适用 12.5%的企业所得税税率。</p> <p>适用于附属公司的优惠所得税率的影响： 1%(2020 年)、-15%(2019 年)、-15%(2018 年)</p>
IGG	<p>天极数码（福州）：技术先进型服务企业，减按 15%的税率征收企业所得税</p> <p>天志网络、新瀚辽阔网络（海南）：注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税</p>	<p>2020 年所得税费用因税前利润的增加上升了 6%，但有效税率由 13%下降至 9%，主要因为所持有的心动有限公司股份及 MFund, L.P.私人股权投资基金在 2020 年公允价值变动的未实现收益分别为 5356 万美元和 3951.4 万美元，占税前利润的 18%和 13%。</p> <p>2020 年税前利润剔除公允价值变动的未实现收益部分后，所得税率为 13%。</p>
创梦天地	<p>创梦天地（深圳）、火魂网络（上海）：高新技术企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税</p> <p>盛汀信息科技（上海）：“两免三减半”</p> <p>创梦天地信息科技（霍尔果斯）：霍尔果斯特殊经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税</p> <p>前海创意时空科技（深圳）：前海深港现代服务业合作区企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税</p>	<p>与 2019 年所得税开支 3200 万元人民币相比，2020 年录得所得税抵免为 950 万元人民币。2020 年录得所得税抵免主要由于：</p> <p>(i)税前利润下降导致 2020 年的当期所得税费用金额下降；</p> <p>(ii)计提的减值拨备金额增加导致 2020 年递延所得税资产余额增加从而产生较大金额的递延税抵免。</p> <p>适用于附属公司的优惠所得税率的影响： 5%(2020 年)、-22%(2019 年)、-16%(2018 年)</p>
三七互娱	<p>硬通网络（上海）、尚趣玩网络（芜湖）：高新技术企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税</p> <p>三七互娱科技、极晟网络技术（广州）、三七极光网络科技（安徽）等：“两免三减半”</p>	<p>21Q1 实际所得税率大幅上升的原因：部分子公司主要运营的游戏在 Q1 处于推广初期，使这部分子公司在一季度出现账面亏损，而其他盈利子公司正常纳税，导致</p>

	霍尔果斯星辉、霍尔果斯干娱、霍尔果斯三七文娱创业投资等：霍尔果斯特殊经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税 西藏信泰文化传媒、西藏泰富文化传媒、西藏耀通、西藏盛格：执行西部大开发 15%的企业所得税税率	公司综合税负率有所提升。 子公司适用不同税率的影响： -13%（2020 年）、-13%（2019 年）、-27%（2018 年）
吉比特	雷霆互动(广州)：高新技术企业（暂按），减按 15%的优惠税率征收企业所得税 雷霆信息（深圳）：前海深港现代服务业合作区企业（暂按），减按 15%的优惠税率征收企业所得税 博约互动（海南）：注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业（暂按），减按 15%的优惠税率征收企业所得税	子公司适用不同税率的影响： -7%（2020 年）、4%（2019 年）、6%（2018 年） 2018-2019 年母公司及子公司雷霆互动符合重点软件企业资格，减按 10%的税率征收企业所得税，其余子公司税率均高于 10%，对实际税率影响调节为正。
完美世界	完美世界（北京）软件科技、亚克互动科技（天津）、完美世界互动科技（重庆）、完美时空软件（上海）：“两免三减半” 完美时空网络技术（成都）、浩宇股权投资管理（石河子）等：执行西部大开发 15%的企业所得税税率	2019 年盈利，受子公司适用不同税率的影响，所得税费用为负，所得税率为负。 子公司适用不同税率的影响： -20%（2020 年）、-25%（2019 年）、-9%（2018 年）
凯撒文化	酷牛互动（深圳）：高新技术企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税 易丸网络、酷游网络科技、逸友网络信息技术（上海）、幻文影视传媒（霍尔果斯）：“两免三减半” 浩游网络科技（成都）：小微企业，对年应纳税所得额不超过 100 万元的部分，减按 25%计入应纳税所得额，按 20%的税率缴纳企业所得税；对年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分，减按 50%计入应纳税所得额，按 20%的税率缴纳企业所得税 飞娱网络科技、酷牛网络科技（霍尔果斯）等：霍尔果斯特殊经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税 四川天上友嘉、指点世纪网络（成都）：执行西部大开发 15%的企业所得税税率	2018-2020 年盈利，受子公司适用不同税率和税收减免的影响，所得税费用为负，所得税率为负。 子公司适用不同税率的影响： -5%（2020 年）、-8%（2019 年）、0%（2018 年） 税收减免的影响： -42%（2020 年）、-34%（2019 年）、-33%（2018 年）
姚记科技	大鱼竞技（北京）：高新技术企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税 顽游科技、愉趣网络、闲锐科技（上海）等：“两免三减半” 姚记印务公司、趣格文化（上海）等：小微企业，对年应纳税所得额不超过 100 万元的部分，减按 25%计入应纳税所得额，按 20%的税率缴纳企业所得税； 对年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分，减按 50%计入应纳税所得额，按 20%的税率缴纳企业所得税 艾力斯特姆（霍尔果斯）：霍尔果斯特殊经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税 拉萨硕通、华盛新通（西藏）：执行西部大开发 15%的企业所得税税率	子公司适用不同税率的影响： -8%（2020 年）、-19%（2019 年）、-10%（2018 年）
宝通科技	百年通工业输送、宝强织造、宝通智能物联（无锡）：高新技术企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税 新疆天山弘毅网络科技（喀什）：喀什经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税	游戏收入主要来自境外市场，香港易幻来源于境外的收入免税，受非税收入影响，所得税率偏低。 非税收入的影响： -10%（2020 年）、-10%（2019 年）、-12%

(2018年)

子公司适用不同税率的影响:

-1%(2020年)、0.7%(2019年)、2%(2018年)

富春股份 北京通畅电信规划设计院(北京)、骏梦网络科技(上海)、欣辰信息科技(福州):高新技术企业,减按15%的优惠税率征收企业所得税
部分子(孙)公司:小微企业,对年应纳税所得额不超过100万元的部分,减按25%计入应纳税所得额,按20%的税率缴纳企业所得税;
对年应纳税所得额超过100万元但不超过300万元的部分,减按50%计入应纳税所得额,按20%的税率缴纳企业所得税
中富泰科通信技术、富春慧联信息技术、骏梦网络科技(福州):福建平潭综合实验区企业,减按15%的优惠税率征收企业所得税

2019年亏损,由于未确认可抵扣亏损和可抵扣暂时性差异的纳税影响,所得税费用为正,所得税率为负;
2020年由于未确认可抵扣亏损和可抵扣暂时性差异的纳税影响所得税率大幅上涨。

子公司适用不同税率的影响:

-19%(2020年)、0.8%(2019年)、-4%(2018年)

巨人网络 征途信息技术、征聚信息技术(上海):高新技术企业,减按15%的优惠税率征收企业所得税
巨人移动、巨手网络、巨梦网络(上海)等:“两免三减半”

子公司适用不同税率的影响:

-5%(2020年)、-18%(2019年)、-15%(2018年)

世纪华通 盛趣信息(上海):重点软件企业,减按10%的优惠税率征收企业所得税

子公司适用不同税率的影响:

-2%(2020年)、-5%(2019年)、-20%(2018年)

蓝沙信息、天游软件(上海)、掌游科技(武汉)等:高新技术企业,减按15%的优惠税率征收企业所得税

云派互联科技(北京):“两免三减半”

优惠税率的影响:

-13%(2020年)、-11%(2019年)、-2%(2018年)

盛趣(常州)、盛跃网络(南京)等:小微企业,对年应纳税所得额不超过100万元的部分,减按25%计入应纳税所得额,按20%的税率缴纳企业所得税;

对年应纳税所得额超过100万元但不超过300万元的部分,减按50%计入应纳税所得额,按20%的税率缴纳企业所得税

点点互动(北京):技术先进型服务企业,减按15%的税率征收企业所得税

霍尔果斯盛启:霍尔果斯特殊经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税

游吉科技、锦天科技、星漫科技(成都):执行西部大开发15%的企业所得税税率

吞鯨网络(北海):广西北部湾经济区符合要求的企业五年内免征属于地方分享部分的企业所得税,第6年至第7年减半征收

盛天网络 天戏互娱、天馨网络(上海):高新技术企业,减按15%的优惠税率征收企业所得税

母公司盛天网络于2017年获得高新技术企业认定,2018年通过重点软件审查,选择减按10%的税率缴纳;2019年减按15%的税率缴纳;2020年通过高新技术企业复审,减按15%的税率缴纳。

资料来源:天风证券研究所盛天资本(武汉)等:小微企业,对年应纳税所得额不超过100万元的部分,减按25%计入应纳税所得额,按20%的税率缴纳企业所得税;

对年应纳税所得额超过100万元但不超过300万元的部分,减按50%计入应纳税所得额,按20%的税率缴纳企业所得税

2019年盈利,受研发费用加计扣除的影响,所得税费用为负。

天馨网络(上海):“两免三减半”

盛传天成、霍尔果斯天戏、霍尔果斯天漫:霍尔果斯特殊经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税

子公司适用不同税率的影响:-7%(2020年)、-4%(2019年)

海南天戏互娱:注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企

业，减按 15% 的优惠税率征收企业所得税

由符合条件的支出所产生的税收优惠：-6%
(2018 年)

资料来源：公司财报、天风证券研究所

表 6：游戏公司企业所得税优惠政策梳理

优惠政策	企业所得税特殊优惠	享受条件
“两免三减半”	国家鼓励的软件企业，自获利年度起，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税。	<p>(一) 在中国境内（不包括港、澳、台地区）依法注册的居民企业；</p> <p>(二) 汇算清缴年度具有劳动合同关系且具有大学专科以上学历的职工人数占企业月平均职工总人数的比例不低于 40%，其中研究开发人员占企业月平均职工总数的比例不低于 20%；</p> <p>(三) 拥有核心关键技术，并以此为基础开展经营活动，且汇算清缴年度研究开发费用总额占企业销售（营业）收入总额的比例不低于 6%；其中，企业在中国境内发生的研究开发费用金额占研究开发费用总额的比例不低于 60%；</p> <p>(四) 汇算清缴年度软件产品开发销售（营业）收入占企业收入总额的比例不低于 50%（嵌入式软件产品和信息系统集成产品开发销售（营业）收入占企业收入总额的比例不低于 40%），其中：软件产品自主开发销售（营业）收入占企业收入总额的比例不低于 40%（嵌入式软件产品和信息系统集成产品开发销售（营业）收入占企业收入总额的比例不低于 30%）；</p> <p>(五) 主营业务拥有自主知识产权；</p> <p>(六) 具有与软件开发相适应软硬件设施等开发环境（如合法的开发工具等）；</p> <p>(七) 汇算清缴年度未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为。</p>
重点软件企业	国家鼓励的重点软件企业，自获利年度起，第一年至第五年免征企业所得税，接续年度减按 10% 的税率征收企业所得税。	<p>除了需符合软件企业条件，还应至少符合下列条件中的一项：</p> <p>(一) 汇算清缴年度软件产品开发销售（营业）收入不低于 2 亿元，应纳税所得额不低于 1000 万元，研究开发人员占企业月平均职工总数的比例不低于 25%；</p> <p>(二) 在国家规定的重点软件领域内，汇算清缴年度软件产品开发销售（营业）收入不低于 5000 万元，应纳税所得额不低于 250 万元，研究开发人员占企业月平均职工总数的比例不低于 25%，企业在中国境内发生的研究开发费用金额占研究开发费用总额的比例不低于 70%；</p> <p>(三) 汇算清缴年度软件出口收入总额不低于 800 万美元，软件出口收入总额占本企业年度收入总额比例不低于 50%，研究开发人员占企业月平均职工总数的比例不低于 25%。</p>
高新技术企业	<p>(一) 国家重点扶持的高新技术企业，减按 15% 的税率征收企业所得税。</p> <p>(二) 自 2018 年 1 月 1 日起，当年具备高新技术企业的企业，其具备资格年度之前 5 个年度发生的尚未弥补完的亏损，准予结转以后年度弥补，最长结转年限由 5 年延长至 10 年。</p> <p>(三) 高新技术企业开展研发活</p>	<p>(一) 高新技术企业是指在《国家重点支持的高新技术领域》内，持续进行研究开发与技术成果转化，形成企业核心自主知识产权，并以此为基础开展经营活动，在中国境内（不包括港、澳、台地区）注册的居民企业。</p> <p>(二) 高新技术企业要经过各省（自治区、直辖市、计划单列市）科技行政管理部门同本级财政、税务部门组成的高新技术企业认定管理机构的认定。</p> <p>(三) 企业申请认定时须注册成立一年以上。</p> <p>(四) 企业通过自主研发、受让、受赠、并购等方式，获得对其主要产品（服务）在技术上发挥核心支持作用的知识产权的所有权。</p>

动中实际发生的研发费用,未形成无形资产计入当期损益的,在按规定据实扣除的基础上,在2018年1月1日至2020年12月31日期间,再按照实际发生额的75%在税前加计扣除;形成无形资产的,在此期间按照无形资产成本的175%在税前摊销。

通过认定的高新技术企业,其资格自颁发证书之日起有效期为3年。

(五)企业主要产品(服务)发挥核心支持作用的技术属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围。

(六)企业从事研发和相关技术创新活动的科技人员占企业当年职工总数的比例不低于10%。

(七)企业近三个会计年度(实际经营期不满三年的按实际经营时间计算)的研究开发费用总额占同期销售收入总额的比例符合相应要求。

(八)近一年高新技术产品(服务)收入占企业同期总收入的比例不低于60%。

(九)企业创新能力评价应达到相应要求。

(十)企业申请认定前一年内未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为。

小微企业

对小型微利企业年应纳税所得额不超过100万元的部分,减按25%计入应纳税所得额,按20%的税率缴纳企业所得税;对年应纳税所得额超过100万元但不超过300万元的部分,减按50%计入应纳税所得额,按20%的税率缴纳企业所得税。自2021年1月1日至2022年12月31日,对小型微利企业和个体工商户年应纳税所得额不超过100万元的部分,在现行优惠政策基础上,再减半征收所得税。

(一)从事国家非限制和禁止行业

(二)年度应纳税所得额不超过300万

(三)从业人数不超过300人

(四)资产总额不超过5000万元

从业人数,包括与企业建立劳动关系的职工人数和企业接受的劳务派遣用工人数。所称从业人数和资产总额指标,应按企业全年的季度平均值确定。具体计算公式如下:

季度平均值 = (季初值 + 季末值) ÷ 2

全年季度平均值 = 全年各季度平均值之和 ÷ 4

年度中间开业或者终止经营活动的,以其实际经营期作为一个纳税年度确定上述相关指标。

技术先进性服务企业

经认定的技术先进型服务企业,减按15%的税率征收企业所得税。

(一)技术先进型服务企业为在中国境内(不包括港、澳、台地区)注册的法人企业。

(二)从事《技术先进型服务业务认定范围(试行)》中的一种或多种技术先进型服务业务,采用先进技术或具备较强的研发能力,其中服务贸易类技术先进型服务企业须满足的技术先进型服务业务领域范围按照《技术先进型服务业务领域范围(服务贸易类)》执行。

(三)具有大专以上学历的员工占企业职工总数的50%以上。

(四)从事《技术先进型服务业务认定范围(试行)》中的技术先进型服务业务取得的收入占企业当年总收入的50%以上,其中服务贸易类技术先进型服务企业从事《技术先进型服务业务领域范围(服务贸易类)》中的技术先进型服务业务取得的收入占企业当年总收入的50%以上。

(五)从事离岸服务外包业务取得的收入不低于企业当年总收入的35%。

资料来源:国家税务总局、天风证券研究所

游戏审核力度加大,新网络游戏审批放慢。在史上最严防止未成年人沉迷网络措施出台后,最新的网络游戏版号审批信息截至10月11日仍未公布。据国家新闻出版署官方网站公开文件,自7月22日公布了87个国产网络游戏审批版号后,8月至9月的网游版号至今仍未下发,证实国产网游版号审批已经暂停或放慢审批。

7. 社区团购中长期发展展望

我们认为传统电商匹配了选购品的产品特点,推动了选购品的线上化,而社区团购目前最

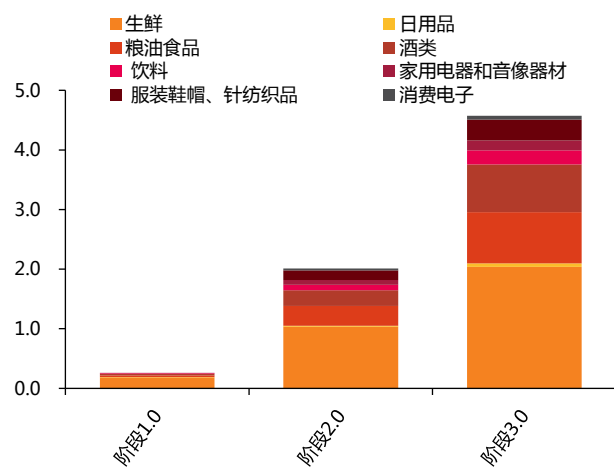
主要的机会将集中在高性价比的便利店领域，随着社区团购的产品范围由便利店（日用品、食品等）向选品（家用电器、服装等）过度，**中长期来看，各平台在社区团购基础设施有望进化为以社区为中心的综合电商平台，覆盖服饰鞋帽、3C 家电（选品）等**，伴随 SKU、履约等要素逐渐完善，市场规模有望从 2.01 万亿（2.0 阶段）上升至 4.57 万亿。

随着战局白热化，头部竞争者核心能力在“流量——履约——供应链”等环节的动态变化，后期各家竞争关键将逐步落到基础设施建设及供应链能力提升上来。

此外，值得关注的是，**社区团购或将长期伴随政策监管，行业发展进程或受外部因素扰动，但不改行业长期价值**。社区团购行业因产品低价与补贴问题易引发监管关注，行业整体推进速度也因此产生波动，但良性有序竞争将利于行业长期发展。展望未来，短期中尾部公司或因难以承受高额亏损而退出，头部公司在竞争格局达到稳态后或大幅修复亏损甚至达到盈利；中长期来看，社区团购商业模式的利润率或因品类扩张而提升，此外，依托于社区团购业务发展而搭建起来的更高效的短链履约基础设施，以及触及到的近 7 亿下沉市场用户或为平台公司提供更大的商业价值。

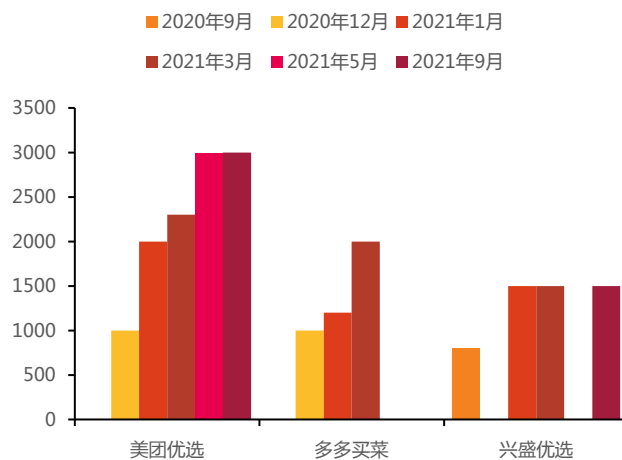
公司方面，【美团】发扬本地化作战强项，SKU 数量、日件量等指标均居行业前列，形态趋近综合电商，中长期看，社区团购是美团覆盖下沉市场用户、进军电商市场的最优通路，新增流量也或在主业外卖、到店等业务上贡献价值。【阿里巴巴】9 月份品牌升级，“盒马集市”更名“淘菜菜”。短期 MMC 面临起步落后的压力，但中长期看，MMC 有望与 B 系（如淘特）等多业务协同发力下沉市场。【拼多多】社区团购契合拼多多用户心智，与主业电商互补，形成高频+低频、从产地到消费者的完整高效的零售模式。

图 21：社区团购 1.0 到 3.0 市场空间动态测算（单位：万亿）



资料来源：欧睿国际，wind，国家统计局，天风证券研究所

图 22：社区团购日件量变化（单位：万件）



资料来源：36 氪，Techweb，公众号开曼 4000，公众号生鲜榜，天风证券研究所

8. 风险提示

8.1. 经济政治环境风险

若未来国际贸易摩擦加剧、投资增速持续放缓，叠加经济修复不力，宏观经济下行，将会对相关公司造成负面影响

8.2. 监管趋严

个人信息保护法、反垄断法等后续监管政策落地或对相关公司产生不利影响

8.3. 商誉减值风险

部分公司业绩下滑或引发商誉减值

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com