

游戏行业专题报告

国内游戏市场需求有望复苏，重点关注供给侧

超配

核心观点

2022 年是全球游戏市场的低基数。Newzoo 预测 2022 年全球游戏市场规模同比下降 4.3%，移动游戏市场的低迷是造成下滑的主要因素。我们判断移动市场受到供给和付费能力双方面的影响，并且需求端的低迷难以在 2023 年扭转；但供给侧仍有望驱动行业增长，并且跨平台游戏有望成为国内厂商出海的重要抓手。

与全球趋势相同，国内游戏市场的下滑主要来自移动市场，端游市场逆势增长。我们判断，2023 年将是国内市场需求端复苏的一年，这一点与海外市场存在不同。随着游戏版号常态化，多款重点游戏上线在即，今年供给侧显著好于去年，腾讯网易等大厂均有多款储备产品。

国内外大厂正逐渐从合作走向竞争。全球游戏行业处于整合期，多公司开展多项大型并购。我们认为国内和海外游戏公司会越来越走向竞争，海外大厂更倾向于自主开发移动游戏。同时，国内游戏公司积极开展国际化，并越来越追求本地化原生。

腾讯：长线产品复苏，2023 年供给侧显著好转。在头部产品加大商业化的推动下，腾讯手游的 ARPPU 持续提升，我们判断腾讯手游目前的 ARPU 相比全行业仍处于较低水平。春节期间，几款长线产品排名同比上升，我们推测本土老游戏流水恢复良好。新产品储备丰富，预计 2023 年为腾讯的产品大周期。推荐重点关注端游《无畏契约》《命运方舟》、手游《黎明觉醒：生机》《合金弹头：觉醒》。

网易：《蛋仔派对》为最大惊喜，短期关注“端转手”。本土市场《蛋仔派对》表现亮眼，新产品关注《逆水寒手游》《永劫无间手游》；海外市场多款产品已经进行测试，短期关注《哈利波特：魔法觉醒》《蛋仔派对》，长期关注自建工作室进展。

投资建议：重点推荐腾讯控股及网易。进入 2023 年，需求侧有望率先复苏，供给侧即将上线的优质产品数量也显著多于去年。推荐长线产品有望复苏、储备产品丰富的腾讯控股，以及新产品表现优异、大产品上线在即的网易。

风险提示：全球宏观经济下滑的风险；游戏行业监管政策收紧的风险；新产品上线推迟或市场表现不及预期的风险；版号数量减少的风险；版号暂停的风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (港元)	总市值 (百万港元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
0700.HK	腾讯控股	买入	386.6	3,695,241	12.2	15.9	27	21
9999.HK	网易-S	买入	139.0	456,475	7.1	7.1	17	17

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网 II

超配 · 维持评级

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

S0980520080008

联系人：徐燕

021-60375437

xutao@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《互联网行业周报（23 年第 5 周）-OpenAI 推出 ChatGPT 付费订阅版，腾讯《黎明觉醒：生机》2 月不删档》——2023-02-09
 《互联网行业 2023 年 2 月投资策略-春节展现消费修复倾向，关注率先复苏标的》——2023-02-08
 《互联网行业专题报告-春节各行业消费显著复苏，腾讯游戏及支付亮眼》——2023-02-05
 《互联网行业周报（23 年第 4 周）-春节假期消费复苏显著》——2023-02-02
 《游戏行业快报-1 月版号下发，腾讯网易重点游戏获批》——2023-01-20

内容目录

引言：2022 年是全球游戏市场的低基数	6
国内市场：2023 年供给和需求共振	11
供给侧和需求侧的疲软共同影响了 2022 年移动游戏市场的下滑	11
需求端有望在 2023 年复苏	14
供给端：游戏版号常态化，多款重点游戏上线在即	16
海外市场：竞争趋于激烈，中国厂商国际化	17
游戏行业面临全球性整合	17
国内外大厂的关系正逐渐从合作走向竞争	18
国内游戏厂商：从“出海”到“国际化”	20
跨平台游戏会成为国内厂商出海的重要抓手	20
重点公司：预计腾讯和网易均供给驱动，长期关注自研能力	23
腾讯：长线产品复苏，2023 年供给侧显著好转	23
网易：《蛋仔派对》为最大惊喜，短期关注“端转手”	29
投资建议	33
风险提示	33

图表目录

图 1: 2022 年全球游戏市场规模预测调整, 按地区 (亿美元)	6
图 2: 2022 年全球游戏市场规模及增速, 按地区 (亿美元)	6
图 3: 2022 年全球游戏市场规模预测调整, 按平台 (亿美元)	6
图 4: 2022 年全球游戏市场规模及增速, 按平台 (亿美元)	6
图 5: 全球 PC 端游市场规模及增速 (亿美元、%)	7
图 6: 全球主机游戏市场规模及增速 (亿美元、%)	7
图 7: 全球移动游戏市场规模及增速 (亿美元、%)	8
图 8: 全球消费者手游支出 (iOS App Store + Google Play)	8
图 9: 各地区每用户每日平均使用移动设备时长 (小时)	8
图 10: 热门移动市场总使用时长 (亿小时)	8
图 11: 美国游戏用户支出与可支配收入对比	9
图 12: 日本游戏用户支出与可支配收入对比	9
图 13: 移动游戏各细分品类 2022 年上半年流水上涨 TOP 10 和下滑 TOP 10 (百万美元)	9
图 14: IMF 对全球各经济体的 GDP 增速预测 (%)	10
图 15: 日本游戏市场规模 (十亿日元)	10
图 16: Newzoo 预测全球游戏市场规模在 2025 年达 2112 亿美元	11
图 17: 国内游戏市场季度收入及增速 (亿元、%)	11
图 18: 国内移动游戏市场季度收入及增速 (亿元、%)	11
图 19: 国内 PC 端游市场季度收入及增速 (亿元、%)	12
图 20: 国内游戏用户规模及增速 (百万、%)	12
图 21: 国区 App Store 游戏上架情况	12
图 22: 国区 App Store 手游收入 TOP 20 中新游戏数量	12
图 23: 消费者信心指数变化情况	13
图 24: 中国社会消费品零售总额及增速 (亿元、%)	13
图 25: 《穿越火线: 枪战王者》iOS 畅销榜排名 (总榜)	15
图 26: 《金铲铲之战》iOS 畅销榜排名 (总榜)	15
图 27: 两款新产品 iOS 畅销榜排名情况 (总榜)	15
图 28: 2018-2023 年春节档票房 (除夕至初六, 亿元)	16
图 29: 2021-2023 年春节档票房 (初一至初七)	16
图 30: 2011-2022 年每年下发的网络游戏版号数量	16
图 31: 2021-2023 年每月下发的国产网络游戏版号数量	16
图 32: 每季度全球游戏行业的并购数量	18
图 33: 2022 年 1-9 月全球游戏行业投资并购交易统计	18
图 34: 海外游戏大厂的移动端收入/流水占比 (按日历年)	19
图 35: 全球游戏行业玩家数	21
图 36: 2018-2024 年全球游戏市场结构及预测, 按平台	21
图 37: 按付费划分的海外移动市场构成	22

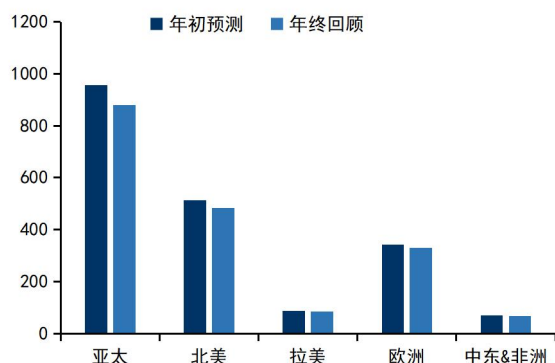
图 38: 国内游戏行业玩家平均年付费情况 (元)	22
图 39: 腾讯季度 ARPPU 变动情况 (取区间中值)	22
图 40: 《王者荣耀》皮肤均价持续提升	24
图 41: 《王者荣耀》各品级皮肤的上线情况	24
图 42: 《王者荣耀》限定皮肤占比上升	24
图 43: 《王者荣耀》个性按键	24
图 44: 腾讯手游季度 ARPPU 区间变动情况 (元)	25
图 45: 《穿越火线: 枪战王者》iOS 畅销榜排名 (总榜)	25
图 46: 《金铲铲之战》iOS 畅销榜排名 (总榜)	25
图 47: 《火影忍者》iOS 畅销榜排名 (总榜)	26
图 48: 《使命召唤手游》iOS 畅销榜排名 (总榜)	26
图 49: 《黎明觉醒: 生机》全网预约人数超过 7000 万	27
图 50: 《明日之后》近一年 iOS 榜单排名	27
图 51: 2022 年 12 月 Twitch 观看时长最高的游戏 Top5	27
图 52: 2022 年 10 月《Valorant》月均玩家数 (百万)	27
图 53: 《Lost Ark》Steam 平台在线人数情况 (万)	28
图 54: 《Lost Ark》位居 Steam 平台历史在线峰值第二 (万)	28
图 55: 《NIKKE》位居 2022 年 11 月全球手游收入 Top 5	28
图 56: 《Lost Ark》位居 Steam 平台历史在线峰值第二 (万)	28
图 57: 《蛋仔派对》iOS 榜单排名	30
图 58: 《逆水寒手游》在 2022 年 10 月总预约超过 1000 万	30
图 59: 《永劫无间》Steam 最高同时在线人数 (万)	31
图 60: 《Goose Goose Duck》Steam 最高同时在线人数 (万)	32
图 61: 《Stumble Guys》收入和下载量预估	32
表 1: 2022 年推迟发售的游戏	7
表 2: 2020-2022 年上线的头部新品	13
表 3: 2022 年各游戏公司收入增加或下滑的长线产品	14
表 4: GDP 前 20 的省份 2022 年增速及 2023 年设定增速目标	14
表 5: 国内游戏公司在 2023 年有望上线的储备产品及版号情况	17
表 6: 2022 年游戏行业重点公司的并购情况	18
表 7: 海外游戏公司与国内公司合作开发与自主开发的游戏	19
表 8: 国内游戏公司国际化举措	20
表 9: 当前已上线或已公布的跨平台游戏 (不包括移植/模拟器)	21
表 10: 多平台游戏的版号情况	23
表 11: 腾讯今年有望在本土市场上线的储备产品及版号情况	26
表 12: 海外游戏公司与腾讯合作开发的游戏	29
表 13: 腾讯在海外的自建工作室	29
表 14: 网易当前本土市场储备产品及版号情况	31
表 15: 网易当前海外市场储备产品及版号情况	32

表 16: 网易在海外工作室	33
表 17: 相关公司盈利预测及估值	33

引言：2022 年是全球游戏市场的低基数

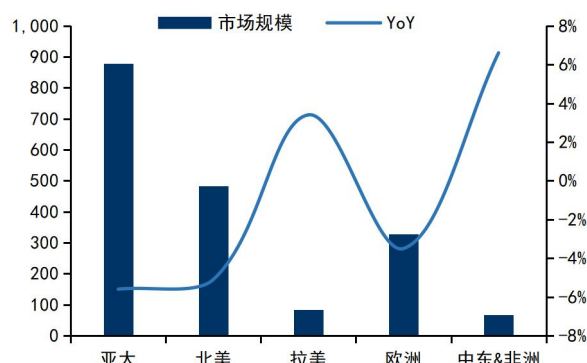
2022 年，全球游戏市场均面临逆风，Newzoo 持续下调全年市场规模预估。根据 Newzoo 在 2022 年 7 月发布的《全球游戏市场报告 2022》，预测 2022 年全球游戏市场规模将同比增长 2.1% 至 1968 亿美元；但在 2022 年 11 月发布的《游戏市场更新》中，将预测全球游戏市场规模下调至 1844 亿美元，同比下滑 4.3%。分地区来看，拉美、中东和非洲等新兴市场还处于增长中，北美、亚太、欧洲等成熟市场则出现了下滑。

图1：2022 年全球游戏市场规模预测调整，按地区（亿美元）



资料来源：Newzoo，国信证券经济研究所整理

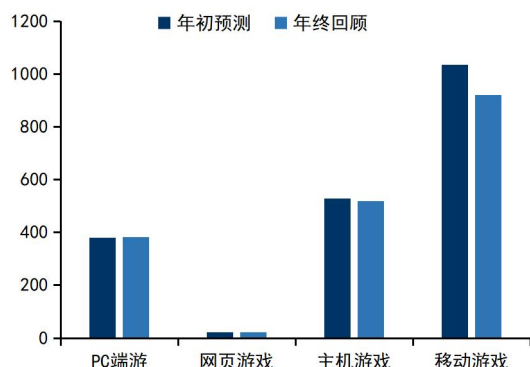
图2：2022 年全球游戏市场规模及增速，按地区（亿美元）



资料来源：Newzoo，国信证券经济研究所整理

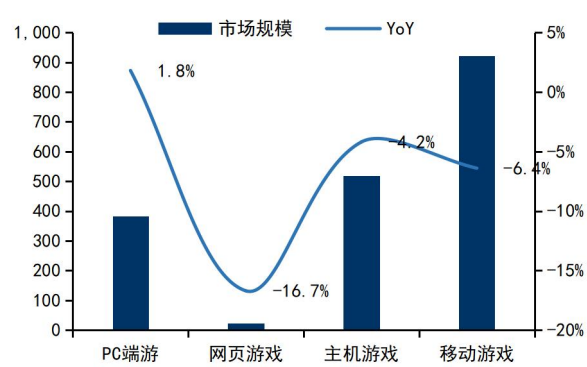
分平台来看，移动游戏市场的低迷是造成下滑的主要因素。2022 年，全球移动游戏下滑 6.4%，PC 端游市场同比增长 1.8%；主机游戏小幅下滑 4.2%；PC 页游虽然下滑严重，但规模较小，对市场整体影响较小。

图3：2022 年全球游戏市场规模预测调整，按平台（亿美元）



资料来源：Newzoo，国信证券经济研究所整理

图4：2022 年全球游戏市场规模及增速，按平台（亿美元）



资料来源：Newzoo，国信证券经济研究所整理

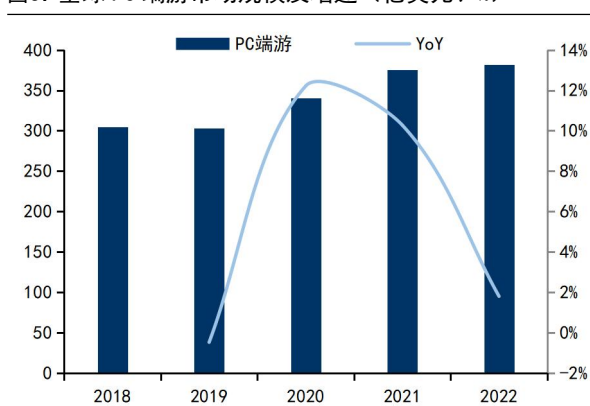
我们判断，PC 端游市场和主机游戏市场受供给端影响更大。而对于移动游戏市场，则受到供给和付费能力双方面的影响。

PC 端游&主机：市场受供给侧影响更大。PC 端游与主机游戏市场的差异在于，PC 端游部分得益于网游的持续运营，主机游戏则更加依赖买断制游戏的销售情况。尽管主机市场已经加入订阅制，不少主机游戏也加入内购，但我们判断内购收入占比仍然大幅低于 PC 市场。

买断制游戏市场方面，今年呈现供给端新品不足的局面。不少原定档 2022 年的游戏推迟至 2023 年发布。特别在 2022 年上半年，发售的新产品数量非常少，我们认为《艾尔登法环》的爆火恰恰反映了供给端的短缺。尽管下半年《战神 5》《宝可梦：朱/紫》《使命召唤：现代战争 II 2022》取得较大成功，但预计难以抵消上半年的下滑。

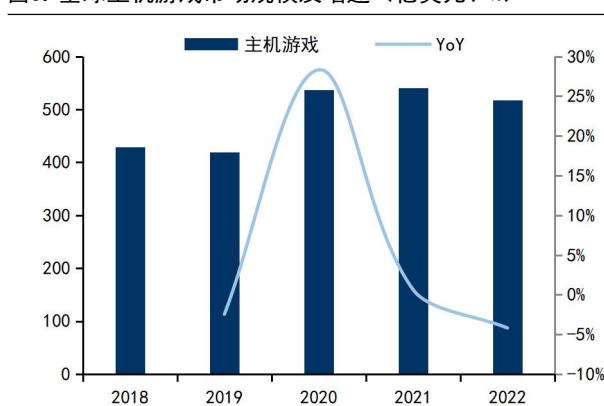
而网游内购收入的强势增长，如免费网游《Valorant》和付费网游《永劫无间》，则推动了 PC 端游市场实现正增长。此外，一些主机游戏登录 PC 平台，也部分抵消了新产品不足的消极影响，如《战神 4》。

图5: 全球 PC 端游市场规模及增速（亿美元、%）



资料来源：Newzoo，国信证券经济研究所整理

图6: 全球主机游戏市场规模及增速（亿美元、%）



资料来源：Newzoo，国信证券经济研究所整理

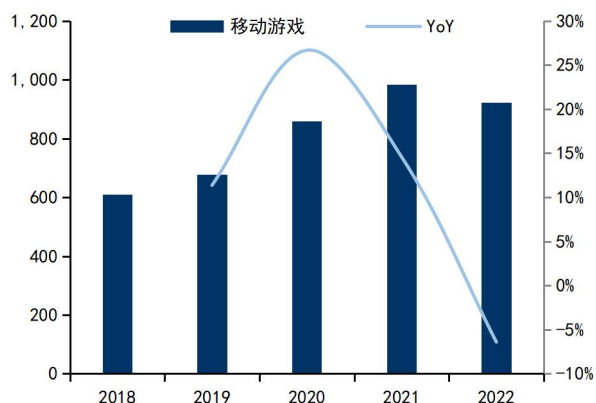
表1: 2022 年推迟发售的游戏

游戏名称	原定上线时间	现定上线时间	公司	平台
塞尔达传说：王国之泪	2022 年	2023/5/12	任天堂	主机
霍格沃茨之遗	2022 年底	2023/2/10	华纳兄弟	主机，PC
死亡岛 2	2022 下半年	2023/4/28	Deep Silver	主机，PC
碧海黑帆	2022 年内	2023/3/9	育碧	主机，PC
原子之心	2022 年	2023/2/21	Mundfish	主机，PC
Forspoken	2022 年秋	2023/1/24	Square Enix	主机，PC
英雄连 3	2022 年	2023/2/23	世嘉，Relic Games	主机，PC
阿凡达：潘多拉边境	2022 年	2023 年	育碧	主机，PC
星空	2022/11/11	2023 年	Bethesda	主机，PC
自杀小队：战胜正义联盟	2022 年	2023 年	Rocksteady	主机，PC

资料来源：Kotaku、各公司官网，国信证券经济研究所整理

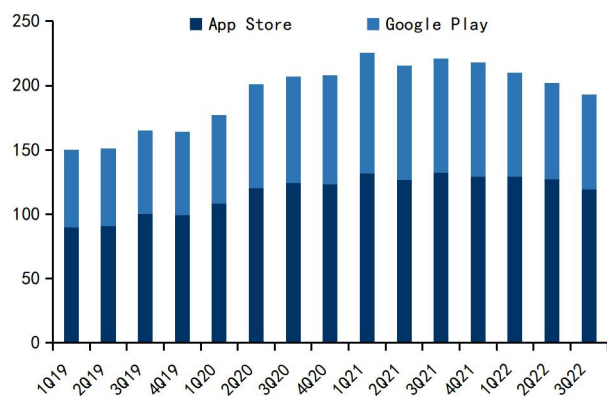
移动游戏市场：2022 年经历了用户参与度与用户支出的错配。尽管随着各国解除封控，玩家在线下进行娱乐消费的机会更多，但根据 data.ai 监测的数据，大多数主要市场反而 2022 年出现移动设备用户时长的正增长。这意味着玩家的参与度仍然充足。与此同时，无论是 Newzoo 预测，还是 Sensor Tower 监测数据，都显示 2022 年移动游戏市场总流水出现同比下滑，形成与玩家支出的错配。我们分析，这是一方面反映了各国通胀及经济衰退导致居民可支配收入下滑，可选消费的付费意愿或付费能力下降；另一方面，也与移动市场优质供给短缺有关。

图7: 全球移动游戏市场规模及增速 (亿美元、%)



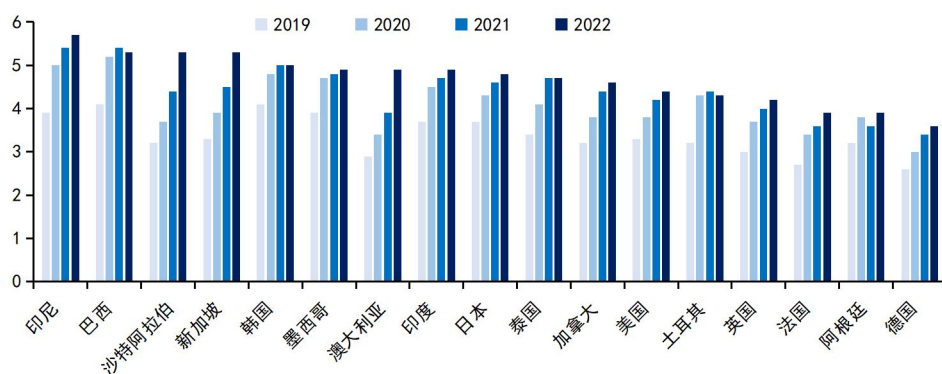
资料来源: Newzoo, 国信证券经济研究所整理

图8: 全球消费者手游支出 (iOS App Store + Google Play)



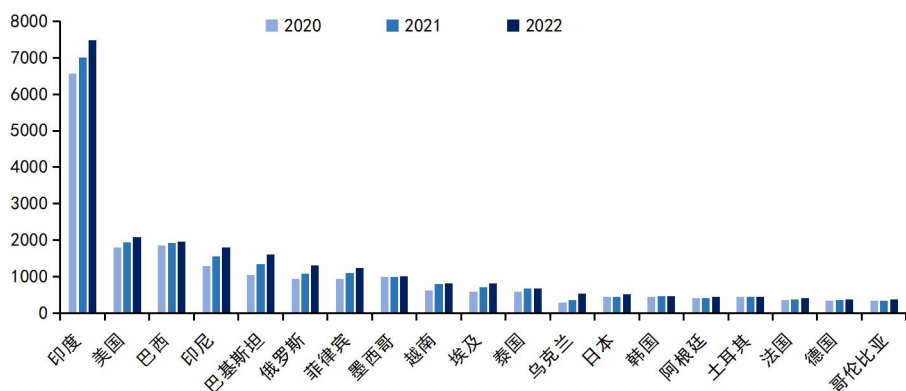
资料来源: Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

图9: 各地区每用户每日平均使用移动设备时长 (小时)



资料来源: data.ai, 国信证券经济研究所整理

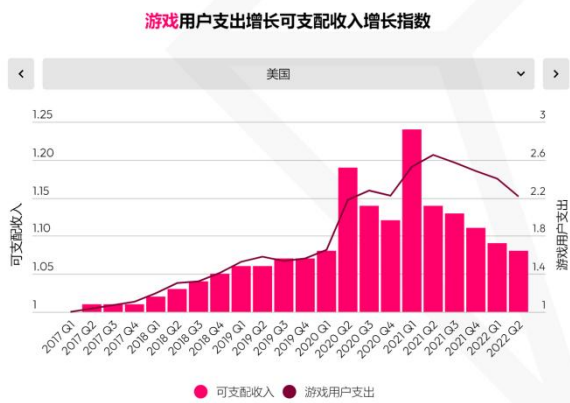
图10: 热门移动市场总使用时长 (亿小时)



资料来源: data.ai, 国信证券经济研究所整理

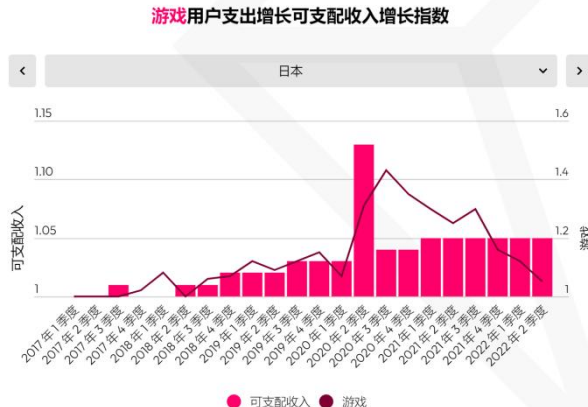
玩家付费意愿受可支配收入影响。根据 data.ai 监测的游戏用户支出与经济合作与发展组织（OECD）发布的各国可支配收入数据可以发现，二者存在较为显著的正向相关性，在 2022 年居民可支配收入下滑时出现付费的下滑。我们判断这与各国通胀及经济衰退相关。特别是美国，在疫情期间发放的救济金对线上娱乐消费起到促进作用，自 2021 年 9 月联邦政府停发救济金，线上娱乐消费受显著影响。

图11：美国游戏用户支出与可支配收入对比



资料来源：data.ai、OECD，国信证券经济研究所整理

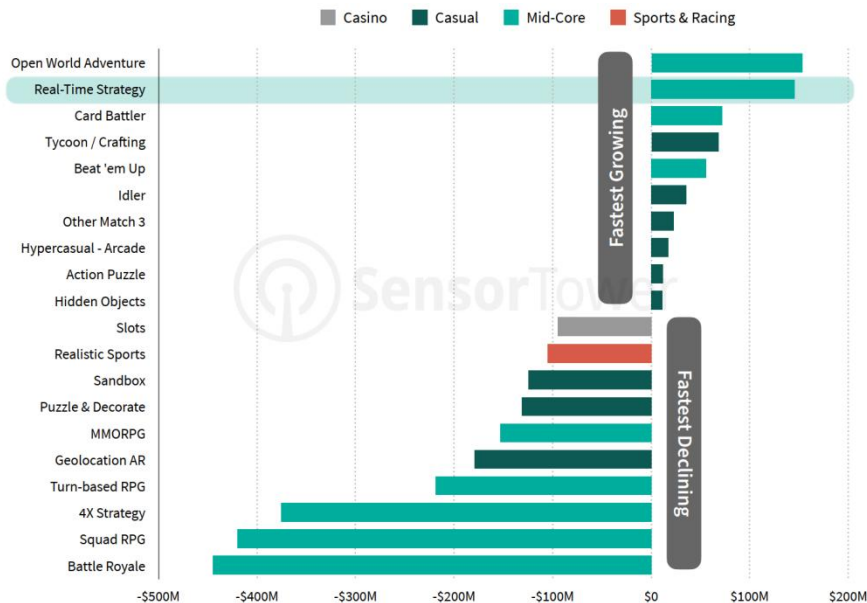
图12：日本游戏用户支出与可支配收入对比



资料来源：data.ai、OECD，国信证券经济研究所整理

值得一提的是，PC 及主机游戏玩家受到宏观影响要小于移动游戏玩家。我们判断，这主要是因为 PC 及主机市场，核心游戏玩家占比更高；而移动市场泛游戏玩家占比更高。对于核心游戏玩家而言，游戏消费相对稳定；对于泛游戏玩家而言，游戏的可选属性更强，更倾向于在收入下滑时缩减游戏预算。我们可以从移动游戏市场的细分品类找到验证：据 Sensor Tower 监测，2022 上半年，收入增长最多的细分品类是核心玩家占比更高的开放世界冒险，下滑最严重的则是泛游戏玩家占比更高的大逃杀、卡牌 RPG、4X SLG（海外以 CoK-like 为主）。

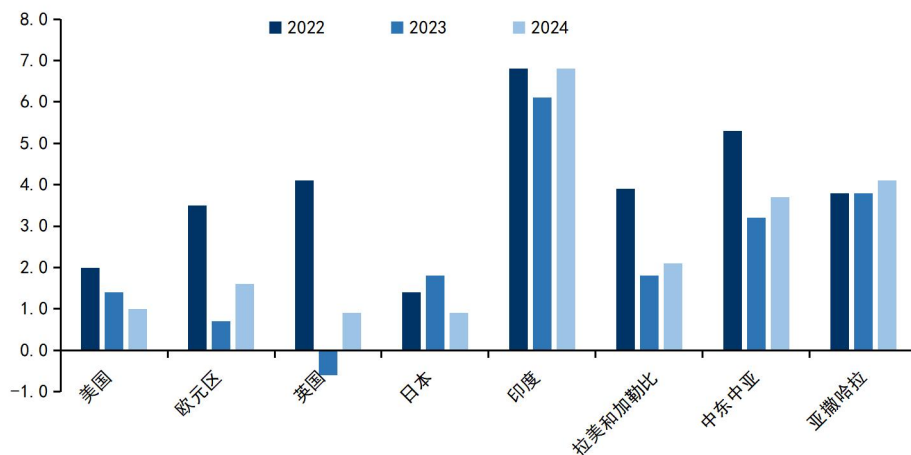
图13：移动游戏各细分品类 2022 年上半年流水上涨 TOP 10 和下滑 TOP 10（百万美元）



资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

我们预计需求端的低迷难以在 2023 年扭转。IMF 预测，2023 年，预计全球 GDP 增速将降至 2.9%，2024 年升至 3.1%。除印度和中国外，全球主要经济体都面临经济增速的下滑。同时，居民还受到高通胀和高利率的影响，预计对泛游戏玩家的游戏消费意愿的消极影响会延续到 2023 年。

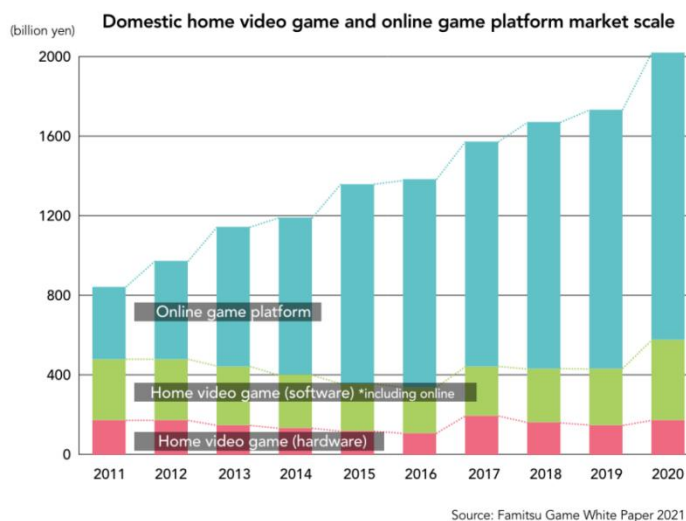
图14: IMF 对全球各经济体的 GDP 增速预测 (%)



资料来源：IMF《世界经济展望（2023 年 1 月）》，国信证券经济研究所整理

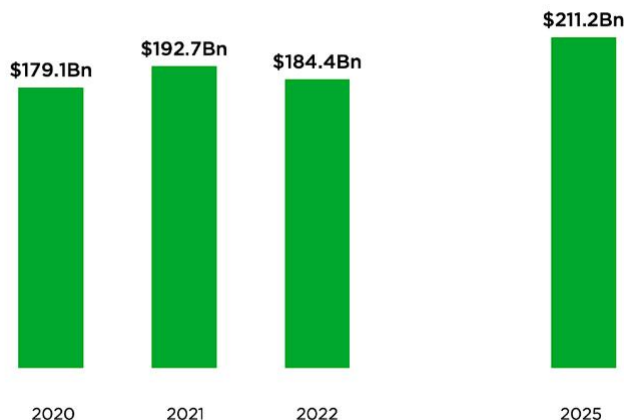
在需求端低迷的背景下，供给侧仍有望驱动行业增长。我们预计优质产品的上线仍然有望带来游戏行业的增长。我们选取日本市场作为样本：在 2011-2019 年期间，日本 GDP（不变价）年复合增速仅 1%，但在供给侧的驱动下，日本游戏市场实现了 9%以上的年复合增速，表明在宏观经济增长停滞时期，游戏行业仍然具备增长机会。Newzoo 预测全球游戏市场将在 2025 年增长到 2112 亿美元，2020-2025 年复合增速为 3.4%。

图15: 日本游戏市场规模（十亿日元）



资料来源：Famitsu，国信证券经济研究所整理

图16: Newzoo 预测全球游戏市场规模在 2025 年达 2112 亿美元



资料来源: Newzoo, 国信证券经济研究所整理

国内市场：2023 年供给和需求共振

供给侧和需求侧的疲软共同影响了 2022 年移动游戏市场的下滑

与全球趋势相同，国内游戏市场的下滑主要来自移动市场，端游市场逆势增长。据伽马数据，2022 年，国内游戏市场收入 2658.84 亿元，同比减少 10.33%。其中，移动游戏市场收入 1930.58 亿元，同比下降 14.40%，除 1-2 月收入同比有所增长外，3-12 月收入均同比下降；PC 端游市场收入为 613.73 亿元，同比增长 4.38%。游戏用户规模 6.64 亿，同比下降 0.33%。

图17: 国内游戏市场季度收入及增速（亿元、%）



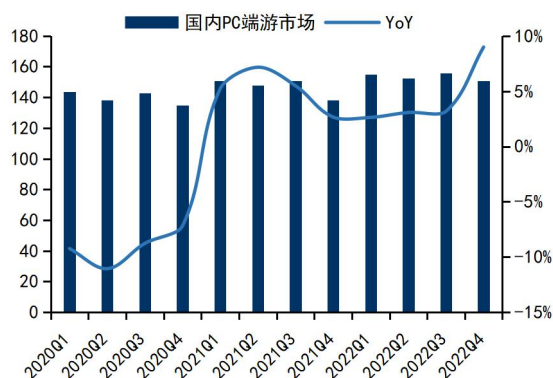
资料来源: 伽马数据, 国信证券经济研究所整理

图18: 国内移动游戏市场季度收入及增速（亿元、%）



资料来源: 伽马数据, 国信证券经济研究所整理

图19：国内PC端游市场季度收入及增速（亿元、%）



资料来源：伽马数据，国信证券经济研究所整理

图20：国内游戏用户规模及增速（百万、%）

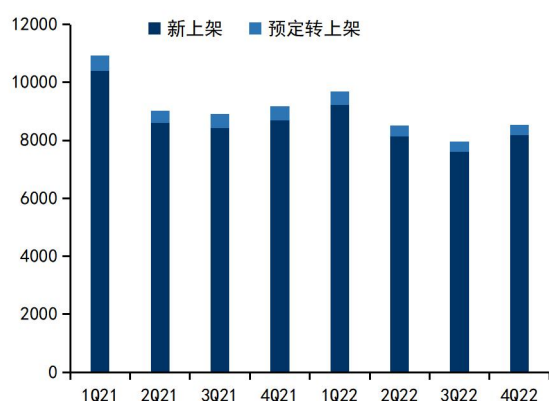


资料来源：伽马数据，国信证券经济研究所整理

我们认为国内移动游戏的下滑同时来自供给侧的短缺和需求侧的疲软。尤其是头部游戏已经相对成熟。

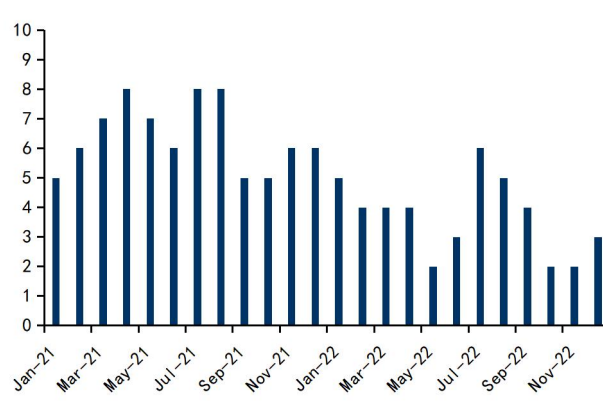
供给侧：2022年新产品数量减少，优质产品短缺。根据七麦数据对iOS App Store的监控，2022年共新上架及预定转上架游戏类APP 3.5万款，同比减少9%。更为关键的是，优质供给在2022年的缺位。我们参照Sensor Tower估算的国区App Store手游月度收入TOP 20，将上线时间不足一年的游戏定义为“新游戏”，计算得出2021年进入TOP 20的新游戏数量平均为6.4款，而在2022年下降至3.7款。严格来说，上线于2022年的头部新品仅有《暗黑破坏神：不朽》《弹壳特攻队》《蛋仔派对》，相比于往年大幅减少。

图21：国区App Store游戏上架情况



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图22：国区App Store手游收入TOP 20中新游戏数量



资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

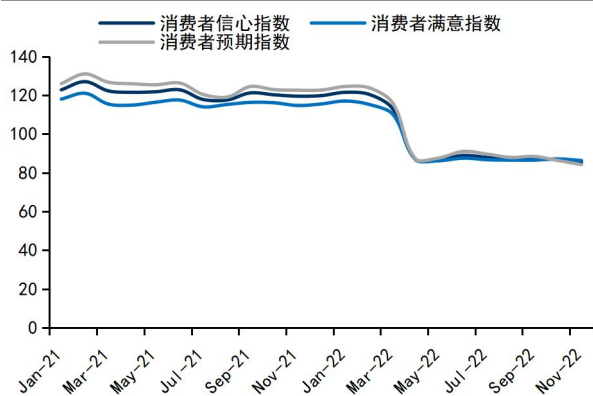
表2: 2020-2022 年上线的头部新品

游戏名称	上线时间	品类	研发商	发行商	iOS 畅销榜最高排名
暗黑破坏神: 不朽	2022 年 7 月	MMORPG	网易&暴雪	网易	2
弹壳特攻队	2022 年 7 月	休闲	海彼游戏	海彼游戏	6
蛋仔派对	2022 年 5 月	休闲	网易	网易	3
幻塔	2021 年 12 月	MMORPG	完美世界	完美世界	3
英雄联盟手游	2021 年 10 月	MOBA	腾讯	腾讯	2
哈利波特: 魔法觉醒	2021 年 9 月	卡牌 RPG	网易	网易	1
金铲铲之战	2021 年 8 月	自走棋	腾讯	腾讯	2
无尽的拉格朗日	2021 年 8 月	SLG	网易	网易	6
斗罗大陆: 魂师对决	2021 年 7 月	卡牌	三七互娱	三七互娱	4
梦幻新诛仙	2021 年 6 月	MMORPG	完美世界	完美世界	4
航海王热血航线	2021 年 4 月	RPG	朝夕光年&中手游	朝夕光年	3
一念逍遥	2021 年 1 月	放置	吉比特	吉比特	4
使命召唤手游	2020 年 12 月	射击	腾讯&动视	腾讯	3
天涯明月刀手游	2020 年 10 月	MMORPG	腾讯	腾讯	1
原神	2020 年 9 月	RPG	米哈游	米哈游	1
万国觉醒	2020 年 9 月	SLG	成都乐狗	莉莉丝	3
最强蜗牛	2020 年 6 月	放置	青瓷游戏	青瓷游戏	2
剑与远征	2020 年 1 月	卡牌	莉莉丝	莉莉丝	2

资料来源: 七麦数据, 国信证券经济研究所整理

需求侧: 玩家的付费意愿也受到影响。根据国家统计局发布的消费者信心指数, 2021 年 10 月起, 消费者信心指数开始出现下滑; 尤其是在 2022 年 4 月, 消费者信心指数骤降。反映消费者对当前经济状况满意程度的满意指数和反映消费者对未来经济前景看法的预期指数也呈现同样的趋势。

图23: 消费者信心指数变化情况



资料来源: 国家统计局、东方财富, 国信证券经济研究所整理

图24: 中国社会消费品零售总额及增速 (亿元、%)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

以头部长线产品为例, 我们发现 2022 年玩家参与度与游戏收入也存在错配。根据腾讯业绩公告, 《王者荣耀》在 2021Q1-2021Q4 都呈现收入的同比增长, 但在 2022Q2-2022Q3 出现收入下滑。而根据腾讯二季度业绩公告, 《王者荣耀》与《和平精英》“其各自的成人用户总使用时长同比均有所增长”。可见头部长线产品的收入下滑更多来自付费意愿的下降。与之类似的还有网龙旗下《魔域》端游, 在 2022 上半年 MAU 同比增长 34%, 但收入同比下降 5.6%。

表3: 2022 年各游戏公司收入增加或下滑的长线产品

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
腾讯							
-收入增加	王者荣耀 和平精英	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	穿越火线		
-收入减少		和平精英		天涯明月刀手游 和平精英	天涯明月刀手游 使命召唤手游	王者荣耀 天涯明月刀手游 英雄联盟	王者荣耀 和平精英
网易							
-收入增加					梦幻西游电脑版 魔兽世界	梦幻西游电脑版	
网龙							
-收入增加	魔域 IP、征服端游、英魂之刃端游				魔域 IP 旗下手游		
-收入减少					魔域 PC 端		

数据来源: 各公司财报, 国信证券经济研究所整理

需求端有望在 2023 年复苏

我们判断, 2023 年将是国内市场需求端复苏的一年, 这一点与海外市场存在不同。核心原因在于, 国内仍然具备经济增长的机遇。近期全国各省(市、自治区, 除港澳台外)陆续公布了 2022 年 GDP 增速及 2023 年 GDP 增速目标。从目标来看, 多数省份都设定了 5%-6.5% 左右的增速目标。随着宏观经济的修复, 居民对未来收入增长的信心有望从悲观转向乐观, 带来娱乐消费的反弹。

表4: GDP 前 20 的省份 2022 年增速及 2023 年设定增速目标

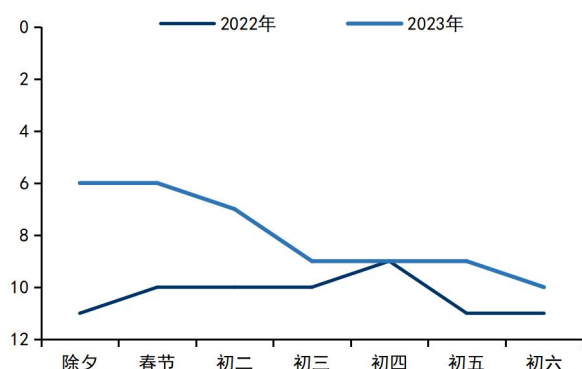
排名	省份	2022 年 GDP 同比增长	2023 年 GDP 目标增速
1	广东	1.9%	5%以上
2	江苏	2.8%	5%左右
3	山东	3.9%	5%以上
4	浙江	3.1%	5%以上
5	河南	3.1%	6%
6	四川	2.9%	6%左右
7	湖北	4.3%	6.5%左右
8	福建	4.7%	6%左右
9	湖南	4.5%	6.5%左右
10	安徽	3.5%	6.5%左右
11	上海	-0.2%	5.5%以上
12	河北	3.8%	6%左右
13	北京	0.7%	4.5%以上
14	陕西	4.3%	5.5%左右
15	江西	4.7%	7%左右
16	重庆	2.6%	6%以上
17	辽宁	2.1%	5%以上
18	云南	4.3%	6%左右
19	广西	2.9%	5.5%左右
20	山西	4.4%	6%左右

资料来源: 各地方统计局, 国信证券经济研究所整理

我们从以下三个方面去推测, 今年春节大概率已经迎来需求端的复苏:

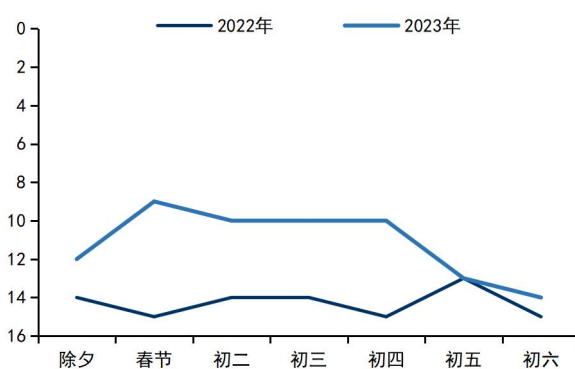
1) 部分长线产品流水复苏: 老产品排除了供给侧的影响, 大 DAU 产品更能反映大众消费意愿, 我们认为观察长线大 DAU 产品流水变动对需求端具有参考价值。由于最具代表性的大 DAU 产品《王者荣耀》《和平精英》排名稳居前二, 我们无法准确判断其流水的具体变化。但腾讯旗下几款大 DAU 产品, 在春节期间, 均出现了 iOS 畅销榜排名提升的情况, 表明需求端的复苏。

图25:《穿越火线:枪战王者》iOS畅销榜排名(总榜)



资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

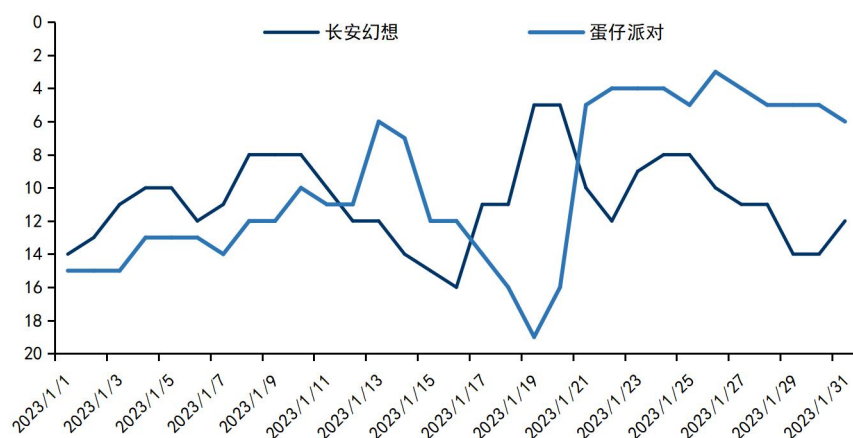
图26:《金铲铲之战》iOS畅销榜排名(总榜)



资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

2) 从春节期间新游戏表现优异推测游戏需求有所反弹。根据七麦数据,春节期间,《蛋仔派对》iOS畅销榜(总榜)排名稳定在前5名,《长安幻想》iOS畅销榜(总榜)排名稳定在前15名。与去年同期三款头部新品《哈利波特:魔法觉醒》《英雄联盟手游》《金铲铲之战》不同,今年两款头部新品均没有IP加持,但仍然取得了优异的表现。除产品本身的品质出色外,也一定程度上反映了需求端的复苏。

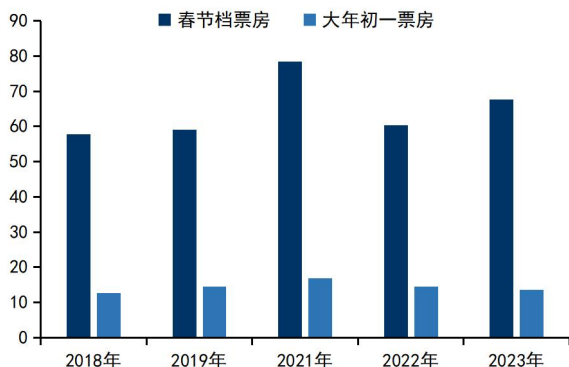
图27:两款新产品iOS畅销榜排名情况(总榜)



资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

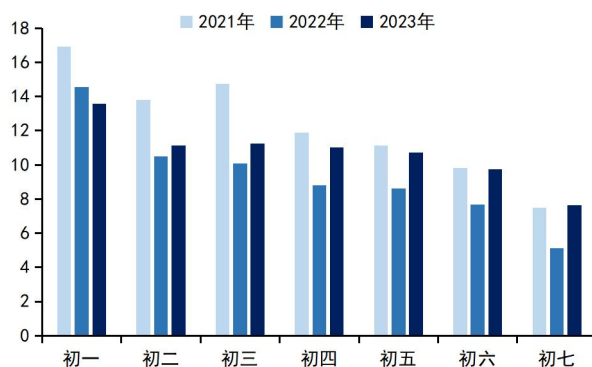
3) 从春节电影票房推测娱乐消费复苏。据国家电影局初步统计:2023年春节档(除夕至正月初六)电影票房为67.58亿元,同比增长11.89%;观影人次为1.29亿,同比增长13.16%。从走势来看,今年春节票房也相对平稳,初七票房相对初一比例仍有56%,高于2021年的44%和2022年的35%。证明了在强供给驱动下,大众的娱乐消费意愿有较大恢复潜力。

图28: 2018-2023 年春节档票房（除夕至初六，亿元）



资料来源：国家电影局，国信证券经济研究所整理

图29: 2021-2023 年春节档票房（初一至初七）



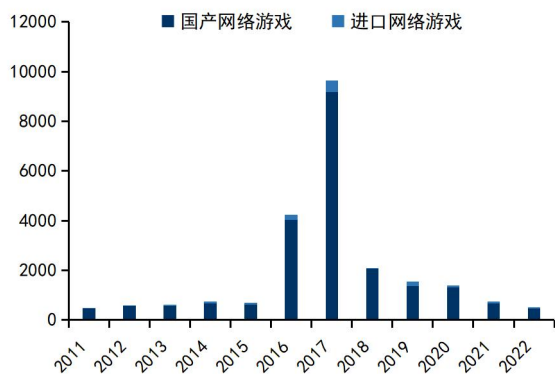
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

我们判断，国内游戏行业已经过了高速增长阶段。根据伽马数据，2022 年游戏用户规模达 6.64 亿人，同比下降 0.33%，首次出现下滑。经历过 2023 年需求端回归正常区间，接下来供给侧的表现仍将是行业的核心驱动力。

供给端：游戏版号常态化，多款重点游戏上线在即

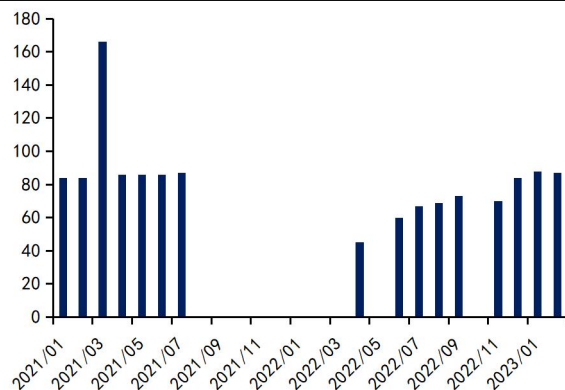
游戏版号发放基本恢复常态化。2022 年 4 月 11 日，游戏版号时隔 260 余天后重启，发放游戏版号 45 个。此后版号发放逐渐常态化，基本维持一月一批的节奏，仅 5 月和 10 月未发。2022 年 12 月 28 日，国家新闻出版署官网公布了 2022 年进口网络游戏审批信息，共发放进口版号 44 款，且 IP/研发方来源包括美国、日本、韩国。2023 年 2 月，新一批版号（87 款）如期而至。后续版号发放有望进入常态化。

图30: 2011-2022 年每年下发的网络游戏版号数量



资料来源：国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

图31: 2021-2023 年每月下发的国产网络游戏版号数量



资料来源：国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

腾讯、网易获多款版号，对头部公司的版号限制顾虑基本接触。排除由研发方或合作方申请的版号，自 2022 年 4 月以来，腾讯累计获得版号 10 款，网易累计获得 7 款版号（另有 2 款游戏获批增报新平台版本）。近 2 批版号的下发，基本打消了此前市场顾虑的“头部公司版号总量控制在几款”。我们认为后续版号仍将常态化发放，腾讯和网易的其他储备产品也有望陆续获得版号。

多款重点游戏上线在即，2023 年供给侧明显优于去年。前文指出，2022 年上线的头部产品数量较往年明显减少。至少有三个原因，让今年的产品数量预计会明

显高于去年：①部分产品因去年市场预期差而推迟至今年，如金山软件&网龙《魔域手游 2》；②版号数量增加：版号对上线产品影响具有滞后性，2022 年受 2021 年版号停发影响，而去年及今年初发放的版号大多数有望在 2023-2024 年上线，如腾讯《无畏契约》《黎明觉醒》、金山软件《尘白禁区》；③前期积累的产品研发周期进入临近上线的阶段，如网易《逆水寒手游》。进一步地，同样原因，我们预计 2024 年仍将是供给侧的大周期，预计有更多的重点游戏上线。

表5：国内游戏公司在 2023 年有望上线的储备产品及版号情况

公司	游戏名称（代号）	品类	平台	研发商	版号情况
腾讯	无畏契约	射击	PC 端游	自研（Riot Games）	12 月获批
腾讯	命运方舟	MMORPG	PC 端游	代理（Smile Gate）	12 月获批
腾讯	黎明觉醒：生机	MMO+射击	手游	自研	1 月获批
腾讯	王者万象棋	自走棋	手游	自研	2 月获批
腾讯	重生边缘	射击	PC 端游	自研	12 月获批
腾讯	合金弹头：觉醒	横版射击	手游	自研	11 月获批
腾讯	宝可梦大集结	MOBA	手游、游戏机	自研	12 月获批
腾讯	白夜极光	战术 RPG	手游	自研（永航科技）	1 月获批
腾讯	大航海时代：海上霸主	SLG	手游	代理（盛天网络）	12 月获批
腾讯	战地无疆	SLG	手游	代理（星辉娱乐）	7 月获批
网易	逆水寒手游	射击	手游	自研	1 月获批
网易	倩女幽魂隐世录	RPG	手游	自研	2019 年获批
网易	巅峰极速	竞速	手游	自研	12 月获批
网易	超凡先锋	射击	手游	自研	1 月获批
网易	突袭：暗影传说	卡牌 RPG	手游	代理	12 月获批
米哈游	崩坏：星穹铁道	回合制 RPG	PC 端游、手游	自研	1 月获批
灵犀互娱	三国志·战略版	SLG	手游	自研	12 月获批
心动公司	火炬之光：无限	ARPG	手游	自研	1 月获批
心动公司	火力苏打	射击	手游	自研	12 月获批
金山软件	尘白禁区	射击 RPG	PC 端游、手游	自研	12 月获批

数据来源：公司公告、公司官网、国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

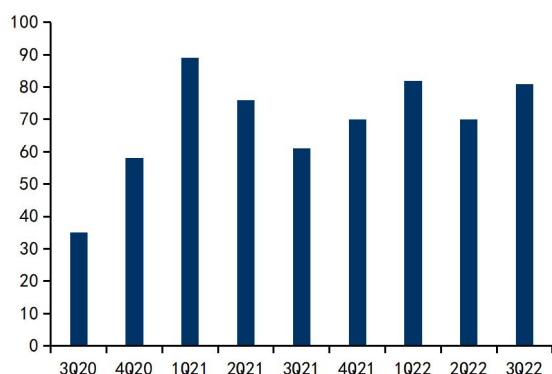
海外市场：竞争趋于激烈，中国厂商国际化

游戏行业面临全球性整合

全球游戏行业处于整合期，多公司开展多项大型并购。根据 Drake Star 发布的《2022Q3 全球游戏行业报告》，2022 年前 9 个月，全球游戏行业共宣布或完成 976 笔投资并购交易，总交易额约 1230 亿美元。第三季度，并购交易和私募融资的数量均呈现环比回升。从交易双方属性来看，游戏行业并购可以大致分为三类：

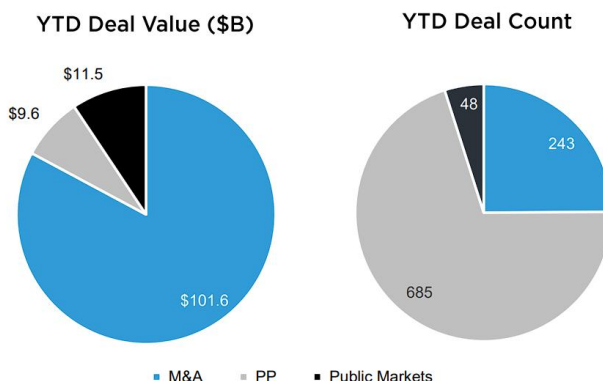
- 1) 游戏平台方收购游戏研发工作室，目的为拓展一方内容，如微软收购动视暴雪、索尼收购 Bungie；
- 2) 游戏研发方收购不同类型的厂商，目的为进入新的领域，如 PC/主机大厂 Take-two 收购手游厂商 Zynga，国内手游大厂腾讯、网易收购海外 PC/主机游戏研发商；
- 3) 业务扩张型并购，如 Embracer Group 收购 Crystal Dynamics 和 Eidos。

图32: 每季度全球游戏行业的并购数量



资料来源: Drake Star, 国信证券经济研究所整理

图33: 2022 年 1-9 月全球游戏行业投资并购交易统计



资料来源: Drake Star, 国信证券经济研究所整理

表6: 2022 年游戏行业重点公司的并购情况

时间	收购方	标的公司	平台	交易金额	国家
Aug-22	网易	Quantic Dream	PC/主机	未披露	法国
Jul-22	Miniclip	Sybo Games	移动	未披露	丹麦
Jul-22	索尼	Bungie	PC/主机	36 亿美元	美国
		Crystal Dynamics			
May-22	Embracer Group	和 Eidos	PC/主机	3 亿美元	加拿大、美国
Feb-22	腾讯	Inflexion Games		未披露	加拿大
Jan-22	Take-two	Zynga	移动	127 亿美元	美国
Jan-22	微软	动视暴雪	PC/主机/移动	687 亿美元	美国

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

游戏行业寒冬, 厂商趋向于“抱团取暖”, 竞争预计加剧。在前文提及, 2022 年全球游戏行业面临逆风, 同时游戏产业的内容制作成本也伴随玩家需求的提高在不断攀升, 驱使中小厂商倾向于接受游戏大厂的“招安”。同时, 游戏大厂为了提高自身竞争力, 或者拓展新的领域, 也倾向于去收购优质研发团队。在此环境下, 我们预计游戏行业的竞争会继续加剧: 一方面, 行业发展成熟; 另一方面, “集团军作战”使得现有巨头的竞争力增强, 要求其他竞争者必须保持同步的竞争力。

国内外大厂的关系正逐渐从合作走向竞争

我们将海外游戏大厂与国内游戏大厂划分为两个阶段:

第一阶段: 腾讯等国内大厂纷纷与国外大厂展开移动端的合作。主要在 2015 年以来, 腾讯和网易等国内厂商都在转型移动端的时期取得了重大成功。同时海外大厂发现移动端的潜力, 但没有移动端的成功开发经验和免费游戏的发行运营经验。在此模式下, 国内大厂负责主要研发工作和国内发行, 海外大厂负责监修和海外发行。此时的典型案例包括腾讯&动视《使命召唤手游》, 网易&暴雪《暗黑破坏神: 不朽》。需要指出, 在这个模式下, 海外市场的产品表现对国内游戏公司的收入贡献是较小的, 因为发行方由海外 IP 方负责, 占据分成大头, 国内厂商则以净额法确认收入。

第二阶段: 海外厂商自主开发移动游戏, 和国内厂商关系转向竞争。随着海外厂商越来越看重移动端的潜力, 他们更希望自行开发基于自有 IP 的移动游戏。例如,

暴雪在 2022 年 5 月宣布了自主开发的手游《魔兽弧光大作战》，EA 也自主开发《Battlefield Mobile》，动视自主开发《使命召唤：战区》手游。

需要指出的是，上述两个阶段并没有明显的时间分界线，并且当前还处于第一、第二阶段的过渡期，两种模式并存，不同公司的态度有差异。例如，目前育碧同时存在自主开发的手游项目和与腾讯合作的手游项目。

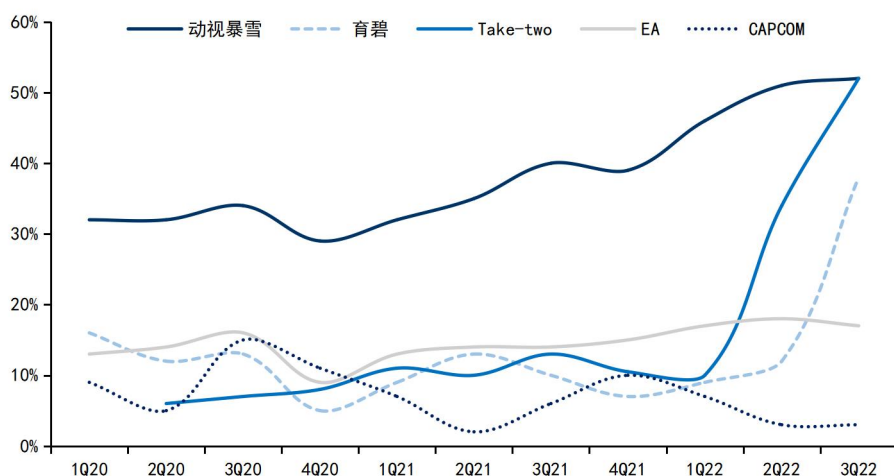
表7: 海外游戏公司与国内公司合作开发与自主开发的游戏

海外公司		游戏名称	品类	合作/授权方	上线时间(海外)
动视暴雪	合作开发	Call of Duty Mobile	射击	腾讯	2019
		暗黑破坏神：不朽	MMORPG	网易	2022
	自主开发	Call of Duty: Warzone Mobile	射击	/	2023 (预计)
		魔兽弧光大作战	卡牌	/	2023 (预计)
EA	合作开发	Apex Legends Mobile	射击	腾讯	2022 (将停运)
	自主开发	Battlefield Mobile	射击	/	已停止开发
育碧	合作开发	刺客信条：代号 Jade	RPG	腾讯	2023 及以后
		全境封锁：曙光	MMO+射击	腾讯	2023 及以后
	自主开发	Rainbow Six Mobile	射击	/	2023 及以后
Capcom	授权开发	鬼泣：巅峰之战	动作	云畅游戏	2021
	合作开发	怪物猎人手游	动作	腾讯	2023 及以后
Krafton	授权开发	PUBG Mobile	射击	腾讯	2018
	自主开发	New State Mobile	射击	/	2021

数据来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

我们统计了几家海外头部大厂的移动端收入或流水占比。其中，2022Q3，动视暴雪和 Take-two 的移动端收入占比已经超过 50%。动视暴雪得益于《暗黑破坏神：不朽》《使命召唤手游》和 King 的休闲游戏。Take-two 则因其收购了 Zynga 合并报表所致。育碧在 2022Q3 的移动端收入占比提升至 30%以上，主要因确认一笔腾讯合作的收入所致。其他几家公司的移动端占比还在 20%以下。

图34: 海外游戏大厂的移动端收入/流水占比（按日历年）



资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理；注：育碧为流水占比，其他公司为收入占比

1 月 31 日，EA 宣布终止开发《Apex Legends Mobile》和《Battlefield Mobile》两款游戏。《Apex Legends Mobile》是由腾讯与 EA 联合开发的手游，原作为 Steam 上在线人数前五的大逃杀射击游戏《Apex Legends》。根据 EA 公告，《Apex Legends Mobile》的内容管线一直达不到要求，最终和合作伙伴共同决定终止开发。这实

际上反映了海外 IP 方与国内研发方的合作过程并不总是顺利的。而《Battlefield Mobile》的同步取消，也反映了移动游戏的开发仍然具有门槛，在前期缺乏同品类开发经验下很难一蹴而就。但 EA 预计仍然将持续探索利用自有 IP 开发移动游戏，根据公司业绩会议，EA 仍然设想在未来提供《Apex Legends》的移动端体验。

我们认为国内和海外游戏公司会越来越走向竞争。在此过程中，有些公司可能会摸索出一些成果，但也会有些公司在尝试失败后，可能会再次选择与国内游戏公司合作。无论如何，国内厂商需要进一步加强自身的研发实力和 IP 塑造能力，更多依赖自研和原创 IP。

国内游戏厂商：从“出海”到“国际化”

国际化成为国内游戏公司重点方向。国内游戏厂商的国际化战略可以分为三个方向：1) 国内工作室研发面向全球发行的游戏，如腾讯旗下的天美工作室群和光子工作室群都将致力于全球化产品；2) 在海外成立一方工作室，如腾讯天美在海外成立 Team Kaiju、光子在海外成立 LightSpeed LA 和 Uncapped Games，网易也在 7 月 18 日宣布在西雅图建立了新的第一方工作室 Jar of Sparks；3) 投资和并购海外游戏厂商，如腾讯在 2021-2022 年间收购了 Stunlock Studios、Slamfire 等海外游戏公司，网易于 2022 年 8 月收购 Quantic Dream 等。

从“出海”到“国际化”，国内游戏公司越来越强调本地化原生。我们将国内游戏公司走向海外市场的历程划分为三个阶段：

- 1) 国内产品出海：**在出海早期，国内厂商更多是将国内的研发团队制作的游戏向海外宣发。此时无论是研发团队还是发行团队都处于国内。
- 2) 发行本地化：**后来，本地化的运营需求让发行团队开始陆续走向海外。例如，从招聘信息来看，腾讯《PUBG Mobile》在海外多个重点地区建立了小型本地办公室，米哈游在新加坡、北美等地都设置了本地团队。
- 3) 研发国际化：**再后来，海外移动端从蓝海走向红海，对厂商的玩家需求理解能力提出更高要求，一些国内产品在海外遇冷。国内厂商开始将研发、发行团队全面国际化，以制作和运营适应全球性或本地化需求的产品。

表8: 国内游戏公司国际化举措

时间	公司	事件
2021-12	腾讯	腾讯游戏正式公布国际业务品牌 Level Infinite
2022-06	腾讯	腾讯光子工作室群宣布品牌升级，启用全新海外品牌名称“LIGHTSPEED STUDIOS”
2022-07	腾讯	腾讯天美工作室群新成立 G1 工作室，负责全球化原创 3A 新品的研发；此前，天美在洛杉矶、西雅图、蒙特利尔等多地成立研发工作室
2022-05	莉莉丝	莉莉丝正式宣布推出全新的全球游戏发行品牌 Farlight Games
2022-02	米哈游	米哈游宣布推出全新前瞻品牌 HoYoverse，旨在为全球玩家提供沉浸式虚拟世界体验
2020	FunPlus	FunPlus 在瑞士苏黎世成立全球总部

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

跨平台游戏会成为国内厂商出海的重要抓手

我们预期跨平台游戏会在全球游戏行业中占据越来越大比例。凭借最低的上手门槛、对碎片化时间的充分利用，移动端的重要性越发凸显，但也存在沉浸感弱、画面表现力不足等弊端，相比之下跨平台游戏则可以在不同场合最大限度发挥不

同平台优势。随着通用引擎越来越适配多平台，也简化了跨平台开发的工作量。

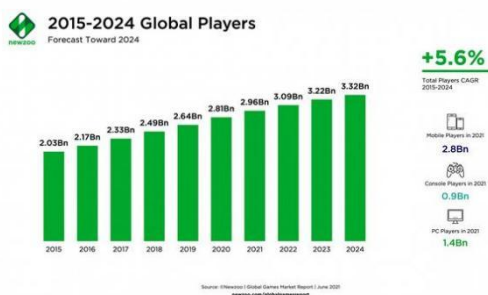
表9: 当前已上线或已公布的跨平台游戏（不包括移植/模拟器）

公司	游戏名称	品类	上线情况	平台
网易/暴雪	炉石传说	卡牌	已上线	PC、移动
Epic	堡垒之夜	射击	已上线	全平台
Riot	Teamfight Tactics	自走棋	已上线	PC、移动
米哈游	原神	RPG	已上线	PC、移动、PS
米哈游	崩坏：星穹铁道	回合制 RPG	在研	PC、移动
米哈游	绝区零	RPG	在研	PC、移动
完美世界	幻塔	MMORPG	已上线	PC、移动
网易	无尽的拉格朗日	SLG	已上线	PC、移动
网易	暗黑破坏神：不朽	MMORPG	已上线	PC、移动
网易	Lost Light	射击	海外已上线 Steam	PC、移动
网易	代号：Extreme	射击	在研	PC、移动
网易	Once Human	MMO+射击	在研	PC、移动
网易	Ashfall	MMO+射击	在研	PC、移动
网易	燕云十六声	RPG	在研	全平台
腾讯	宝可梦大集结	MOBA	海外已上线	移动、Switch
腾讯	王者荣耀世界	RPG	在研	全平台
腾讯	写实军事大世界射击项目	射击	在研	PC、移动
西山居	尘白禁区	射击 RPG	在研	PC、移动
西山居	彼界	卡牌 RPG	在研	PC、移动
西山居	剑网 3 全平台旗舰版	MMORPG	在研	PC、移动
祖龙	以闪亮之名	换装	海外已上线	PC、移动

数据来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

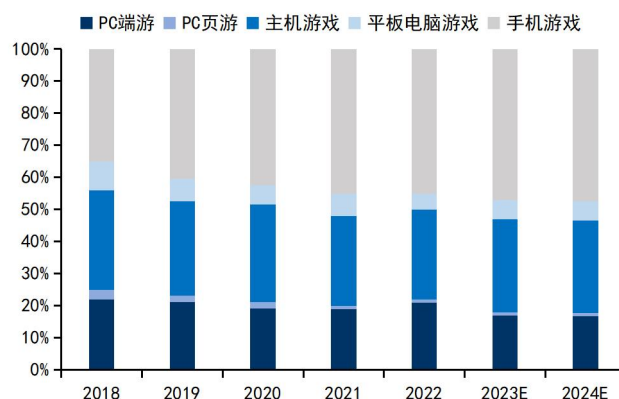
海外市场：跨平台游戏可以发挥移动端的玩家数优势，并触达 PC/主机端市场。根据 Newzoo 数据，2021 年全球玩家数达 29.6 亿，其中 28 亿移动玩家，9 亿主机玩家，14 亿 PC 玩家。同时，在海外市场，主机/PC 游戏具有重要地位，特别在美国，主机游戏占据约 45% 的市场份额。此外，如前文提及，主机/PC 平台聚集的核心玩家数更多，付费相对比较稳定。而海外移动市场的前三大品类是解谜类（以三消为代表）、4X 策略（CoK-like SLG 为主）和博彩，特别对于腾讯、网易这类以高品质中重度手游出海的厂商，PC/主机端的重要性更加凸显。

图35: 全球游戏行业玩家数



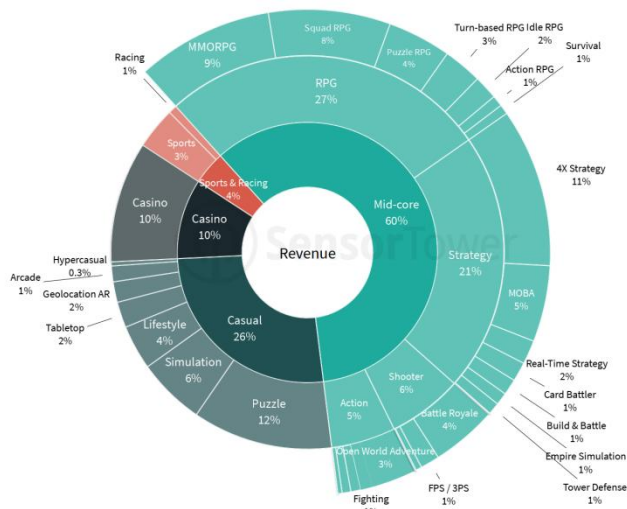
资料来源：Newzoo，国信证券经济研究所整理

图36: 2018-2024 年全球游戏市场结构及预测，按平台



资料来源：Newzoo，国信证券经济研究所整理

图37: 按付费划分的海外移动市场构成

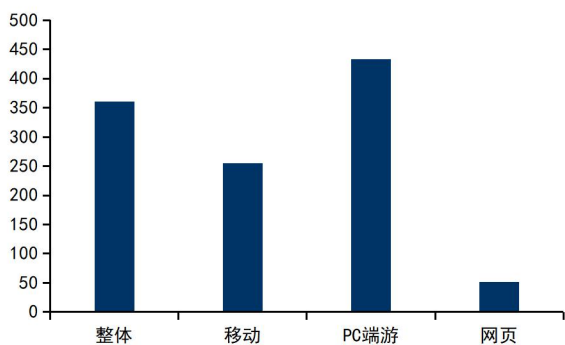


资料来源: Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

国内市场：游戏版号可以多平台同时申请，提升跨平台游戏的 ROI。我们不仅认为跨平台游戏是出海的重要抓手，跨平台游戏在国内市场也有重要意义。事实上，国内 PC 端游一直受制于供给端的短缺，大多数头部厂商都将重心转向移动端。而 PC 端游的付费能力实际强于移动端。我们根据音数协游戏工委发布的市场规模和用户数来测算，PC 端游玩家的 ARPU（每玩家平均付费）要明显高于移动玩家。同时，腾讯公布的季度 ARPPU（每付费玩家平均付费）显示，腾讯旗下 PC 端游的 ARPPU 也高于移动游戏。

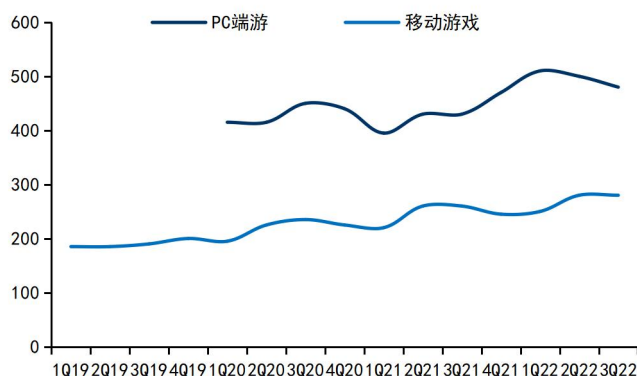
目前，国内游戏版号申请已经支持多平台同时申请，或者在版号获批后申报增加跨平台版本。这意味着厂商研发跨平台游戏，不仅有利于出海，也有利于国内市场的同步发行，提升单款游戏的 ROI。

图38: 国内游戏行业玩家平均年付费情况（元）



资料来源：音数协游戏工委，国信证券经济研究所整理及测算

图39: 腾讯季度 ARPPU 变动情况（取区间中值）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表10: 多平台游戏的版号情况

公司	游戏名称	平台	出版物号（或文号）	时间
多平台不同版号：				
心动公司	艾希	游戏机-Switch	ISBN 978-7-498-08027-1	2020/08/21
		PC	ISBN 978-7-498-07486-7	2020/03/24
		移动	新广出审[2017]8052号	2017/09/19
		游戏机	新广出审[2016]2604号	2016/10/21
米哈游	原神	PC	ISBN 978-7-498-07852-0	2020/07/01
		游戏机-PS4	ISBN 978-7-498-07731-8	2020/05/28
		移动	ISBN 978-7-498-06905-4	2019/10/23
一次发放多平台同一个版号：				
米哈游	崩坏：星穹铁道	移动、PC	ISBN 978-7-498-10006-1	2023/01/17
腾讯	宝可梦大集结	移动、游戏机-Switch	ISBN 978-7-498-09869-6	2022/12/10
	罗布乐思	移动、PC	ISBN 978-7-498-08526-9	2020/12/02
西山居	尘白禁区	移动、PC	ISBN 978-7-498-09913-6	2022/12/24
基于原版号增报新平台版本：				
网易	逆水寒	PC（原）、移动	ISBN 978-7-498-06532-2	2023/01/17
	无尽的拉格朗日	移动（原）、PC	ISBN 978-7-498-07106-4	2022/09/13
电魂网络	野蛮人大作战2	移动（原）、PC、游戏机-Switch、PS4、XB0X	ISBN 978-7-498-08700-3	2023/01/17
腾讯	彩虹坠入	PC（原）、移动	ISBN 978-7-498-07106-4	2022/09/13
游族	权力的游戏凛冬将至	移动（原）、网页	ISBN 978-7-498-06459-2	2022/09/13

数据来源：国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

重点公司：预计腾讯和网易均供给驱动，长期关注自研能力

腾讯：长线产品复苏，2023 年供给侧显著好转

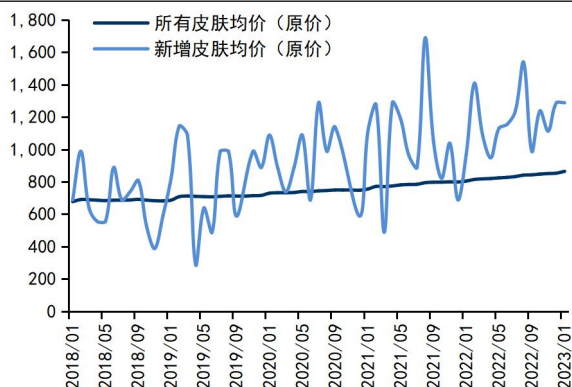
◆ 本土老游戏：加大商业化力度，预计流水复苏

在 2022 年，腾讯游戏受老产品流水下滑拖累，抵消了新产品的良好表现，随着大众消费意愿复苏，推测今年本土市场老产品会有比较稳健的流水表现。

以《王者荣耀》为例，看腾讯系大 DAU 产品的商业化情况：

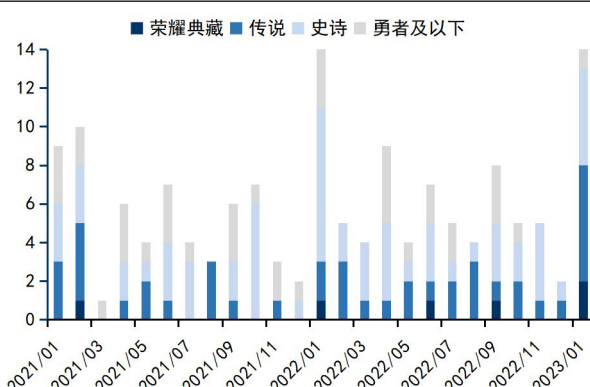
1) 《王者荣耀》皮肤均价持续提升，高级皮肤占比提升：根据我们统计，2022 年，《王者荣耀》共上线新皮肤 75 款，其中 31%是荣耀典藏或传说品级，较 2021 年的 27%和 2020 年的 15%有较大提升。受此驱动，截至 2022 年底，王者荣耀的可购皮肤均价同比提升 7%。

图40:《王者荣耀》皮肤均价持续提升



资料来源:王者荣耀,国信证券经济研究所整理

图41:《王者荣耀》各品级皮肤的上线情况

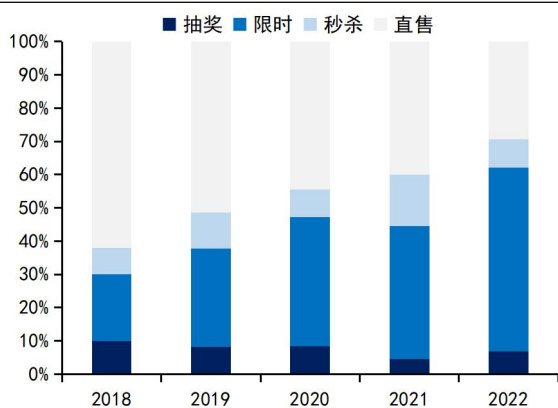


资料来源:王者荣耀,国信证券经济研究所整理

2)《王者荣耀》限定皮肤占比上升,抽奖活动增加:根据我们统计,《王者荣耀》在2022年上线的皮肤中,限定皮肤(不含秒杀)的数量占比达43%,较2021年的29%和2020年的27%有较大提升。与此同时,抽奖活动数量增加,2022年共举行抽奖活动13场(不计荣耀典藏和皮肤秘宝),较往年大幅增加,仅2023年1月即开展抽奖活动4次。

3)持续推出更多个性装扮,探索小额高频付费:在皮肤之外,《王者荣耀》上线了个性按键、个性戳戳、局内特效、个性表情、皮肤签名等多种个性装扮资源,单个定价通常较低。这些装扮不会影响局内公平性,更多是作为皮肤的衍生。

图42:《王者荣耀》限定皮肤占比上升



资料来源:王者荣耀,国信证券经济研究所整理

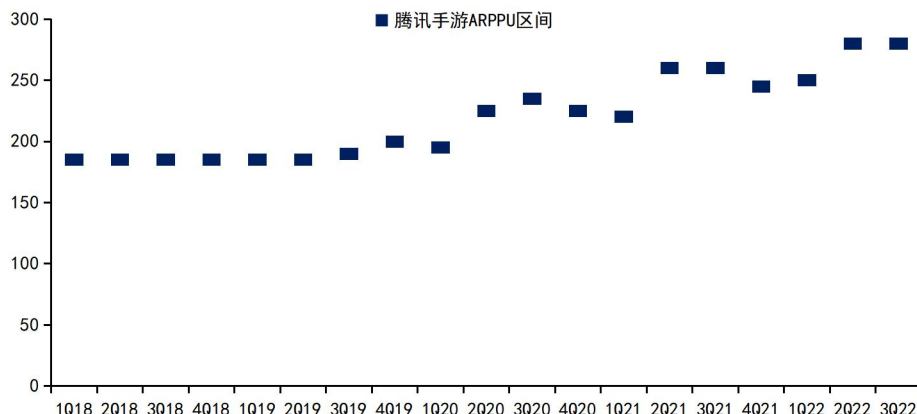
图43:《王者荣耀》个性按键



资料来源:王者荣耀,国信证券经济研究所整理

在头部产品加大商业化的推动下,腾讯手游的ARPPU持续提升。根据腾讯公布的数据,腾讯手游的季度ARPPU(每付费玩家平均付费)在2022Q3达275-285元,同比增长约8%。根据伽马数据,2022年中国移动游戏市场收入1930.58亿元,移动游戏用户规模6.54亿人,计算得ARPU约295元。考虑到两个口径之间相差付费率,我们判断腾讯手游目前的ARPU相比全行业仍处于较低水平。

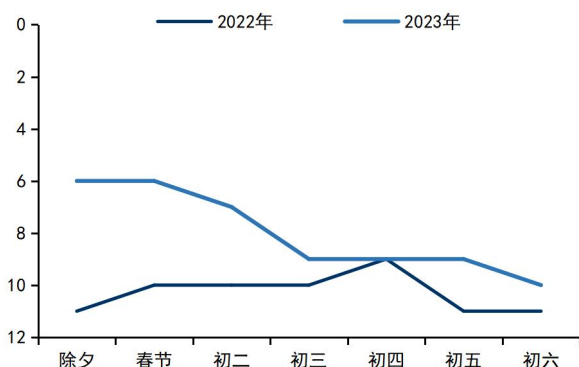
图44: 腾讯手游季度 ARPPU 区间变动情况（元）



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

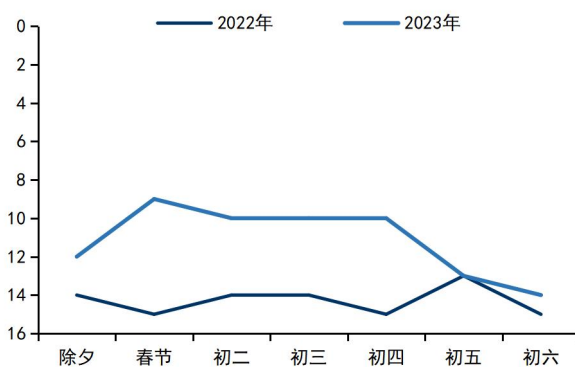
春节期间，几款长线产品排名同比上升，我们推测本土老游戏流水恢复良好。从iOS畅销榜排名来看，除《英雄联盟手游》有所下滑外，《金铲铲之战》《穿越火线：枪战王者》《火影忍者》等长线产品在春节期间均有所上升。在2022年，腾讯游戏受老产品流水下滑拖累，抵消了新产品的良好表现，随着大众消费意愿复苏，推测今年本土市场老产品会有比较稳健的流水表现。

图45: 《穿越火线：枪战王者》iOS畅销榜排名（总榜）



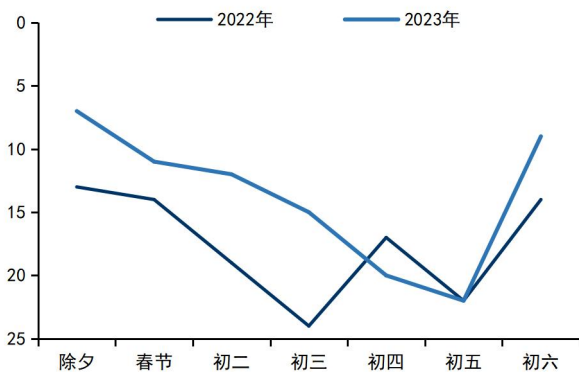
资料来源:七麦数据, 国信证券经济研究所整理

图46: 《金铲铲之战》iOS畅销榜排名（总榜）



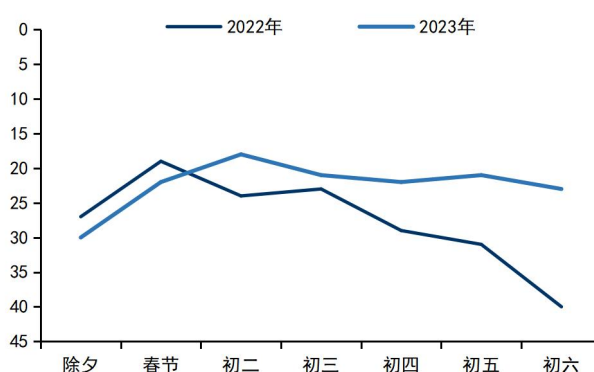
资料来源:七麦数据, 国信证券经济研究所整理

图47:《火影忍者》iOS畅销榜排名(总榜)



资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

图48:《使命召唤手游》iOS畅销榜排名(总榜)



资料来源:七麦数据,国信证券经济研究所整理

◆ 本土市场:新产品储备丰富,预计今年为产品大周期

新产品储备丰富,预计2023年为腾讯的产品大周期。2022年腾讯在国内上线新产品较少,仅《暗区突围》等3个中腰部产品。目前,腾讯已有至少8款已经获得版号、今年有望上线的产品,推荐重点关注端游《无畏契约》《命运方舟》、手游《黎明觉醒:生机》《王者万象棋》《合金弹头:觉醒》,其余待获版号产品有《王者荣耀:星之破晓》等。今年腾讯的供给侧显著优于去年。

表11:腾讯今年有望在本土市场上线的储备产品及版号情况

公司	游戏名称(代号)	品类	平台	研发商	版号情况
腾讯	无畏契约	射击	PC端游	自研(Riot Games)	12月获批
腾讯	命运方舟	MMORPG	PC端游	代理(Smile Gate)	12月获批
腾讯	黎明觉醒:生机	MMO+射击	手游	自研	1月获批
腾讯	重生边缘	射击	PC端游	自研	12月获批
腾讯	合金弹头:觉醒	横版射击	手游	自研	11月获批
腾讯	宝可梦大集结	MOBA	手游、游戏机	自研	12月获批
腾讯	饥荒:新家园	冒险	手游	自研(Klei Entertainment)	12月获批
腾讯	王者荣耀:星之破晓	动作	手游	自研	无
腾讯	王者万象棋	自走棋	手游	自研	2月获批
腾讯	白夜极光	战术RPG	手游	自研(永航科技)	1月获批
腾讯	大航海时代:海上霸主	SLG	手游	代理(盛天网络)	12月获批
腾讯	战地无疆	SLG	手游	代理(星辉娱乐)	7月获批

数据来源:公司公告、公司官网、国家新闻出版署,国信证券经济研究所整理

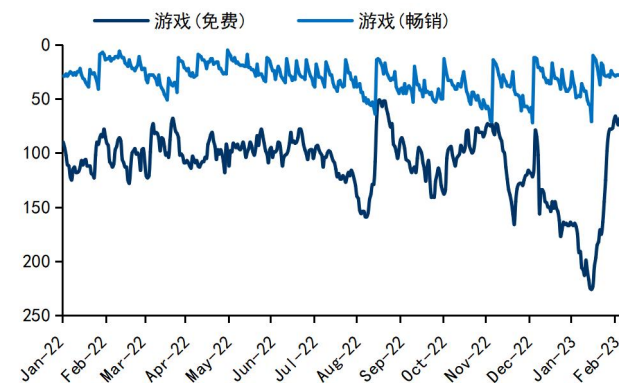
《黎明觉醒:生机》定档今年2月。1月31日晚,腾讯旗下SOC手游《黎明觉醒:生机》在视频号直播宣布,于2023年2月开启不限号不删档测试。《黎明觉醒:生机》是由腾讯光子工作室群研发的开放世界生存射击手游,自2020年首次公布以来,已经进行多轮测试,产品完成度较高。根据官方公众号宣布,目前游戏全网总预约数已经超过7000万。“MMO+射击”在PC端游市场具有重要地位,陆续有成功产品推出,如《全境封锁》《命运2》《星际战甲》,但在手游端仅有《明日之后》一个成功产品,这主要是由于供给侧短缺。考虑到MMO品类天然不具备“赢者通吃”的特点,我们相信“MMO+射击”手游仍然具有较大空间。当前已获版号的同类型产品较少,《黎明觉醒:生机》完成度较高,有望占据先机。

图49:《黎明觉醒:生机》全网预约人数超过 7000 万



资料来源:黎明觉醒生机公众号, 国信证券经济研究所整理

图50:《明日之后》近一年 iOS 榜单排名

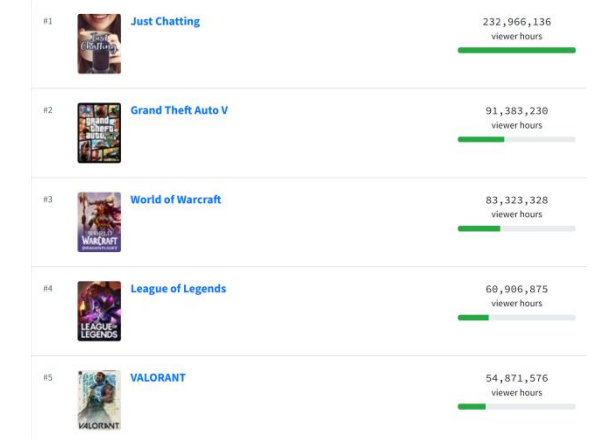


资料来源:七麦数据, 国信证券经济研究所整理

《无畏契约》是近几年海外最成功的战术射击新品之一。《无畏契约》为《Valorant》的中文名称, 由腾讯控股子公司 Riot Games 研发, 于 2020 年 6 月正式于海外发行。根据腾讯财报披露, 《Valorant》于 2020Q2 成为 Twitch 上全球观看时长最高的游戏, 并在推出后一周年实现了 1400 万月活跃账户数; 2022 年二季度和三季度, 《Valorant》流水接连创新高。

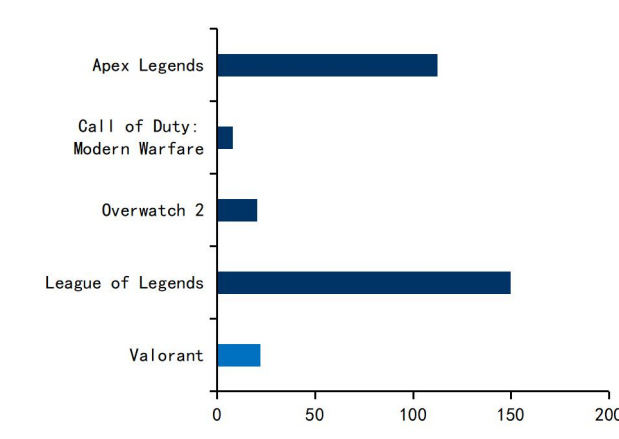
相比于同类型竞品, 《无畏契约》具备几方面优势: 1) 玩法方面, 《无畏契约》结合了《CS:GO》的竞技底层框架以及轻度的 MOBA 技能搭配, 兼具竞技性与趣味性; 2) 在反作弊和排位系统方面, 《无畏契约》进行了专门设计, 保障竞技环境具备公平性和平衡性; 3) 已经建立起成熟的电竞体系, 根据 Esports Charts, 2022Q3, 《Valorant》冠军赛成为战术射击品类观看时长最高的电竞赛事。竞技游戏是腾讯最擅长的品类, 在反作弊、电竞运营等方面具备十数年成功经验, 我们认为《无畏契约》国服的上线将为腾讯游戏业务贡献较为可观的增量, 成为新的支柱性产品之一。

图51: 2022 年 12 月 Twitch 观看时长最高的游戏 Top5



资料来源: TwitchMetrics, 国信证券经济研究所整理

图52: 2022 年 10 月《Valorant》月均玩家数 (百万)

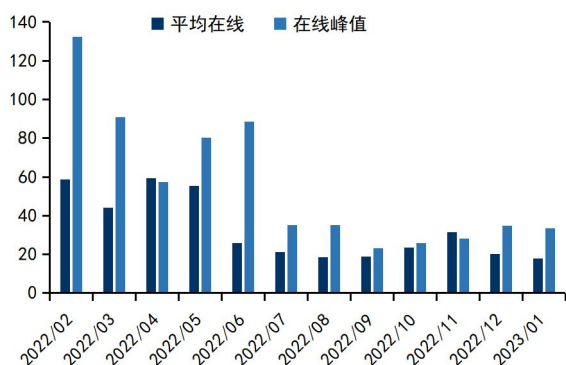


资料来源: Active Player, 国信证券经济研究所整理

《命运方舟》是近几年海外市场最成功的 MMORPG 新品之一。2022 年 12 月 28 日, 腾讯游戏正式宣布《Lost Ark》国服定名《命运方舟》。该产品由 Smilegate RPG 研发, 是一款奇幻题材的俯视角 MMOARPG。2022 年 2 月, 经亚马逊代理在欧美等市场上线, Steam 在线人数峰值超过 132 万, 位居 Steam 平台历史第二。截至 2

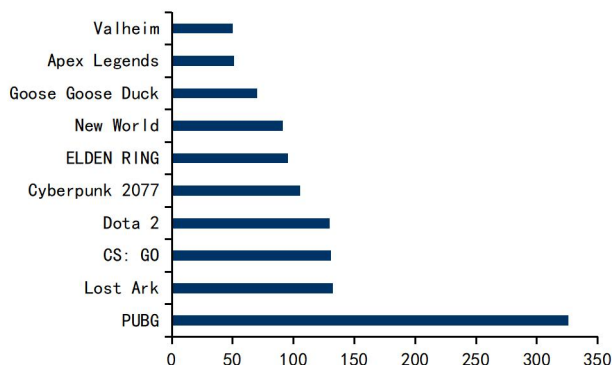
月6日,《Lost Ark》仍有超过16万同时在线,位居全平台第五。对比同样由亚马逊发行的《New World》,《Lost Ark》的在线人数曲线更加稳定,目前在线人数相对峰值仍有16%,高于《New World》的4%。尽管MMO不是腾讯最擅长的品类,但腾讯同样有成功的产品经验,如《DNF》《天涯明月刀》等。当前国内PC端游市场处于供给短缺期,不少厂商已经开始重新重视PC市场,但除网易外,能上线的产品仍然较少。我们认为在弱竞争环境下《命运方舟》有较大的市场潜力。

图53:《Lost Ark》Steam平台在线人数情况(万)



资料来源: SteamDB, 国信证券经济研究所整理

图54:《Lost Ark》位居Steam平台历史在线峰值第二(万)



资料来源: SteamDB, 国信证券经济研究所整理

◆ 海外市场: IP 转手仍是短期重点, 长期关注自研能力

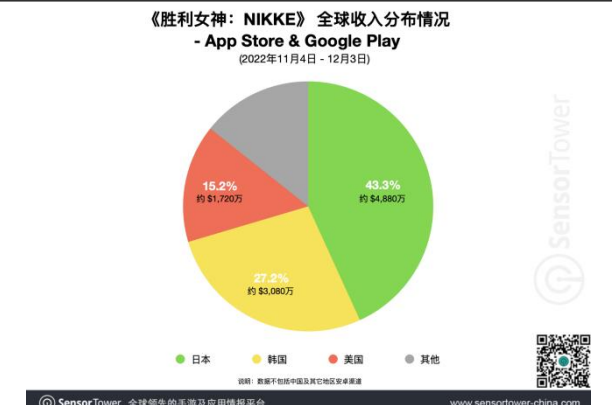
《胜利女神: NIKKE》验证腾讯在海外的发行能力。《胜利女神: NIKKE》是一款二次元风格、射击题材、内核偏向于数值卡牌的手游,由韩国工作室 Shift Up(创始人金亨泰)制作、腾讯负责全球除中国港澳台外的所有地区的发行。截至2023年1月19日,该产品在日本、韩国、美国的iOS畅销榜排名分别为第5、第9、第39。我们认可《胜利女神: NIKKE》验证了腾讯在海外的发行能力,但认为接下来腾讯游戏在海外的表现依然取决于自研产品(包括并购公司)。

图55:《NIKKE》位居2022年11月全球手游收入Top 5



资料来源: Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

图56:《Lost Ark》位居Steam平台历史在线峰值第二(万)



资料来源: Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

考虑到产品研发周期,腾讯在海外市场的短期重点仍然是IP转手。目前腾讯仍有多款IP合作产品在研,已经公布的产品包括《刺客信条:代号 Jade》《全境封锁:曙光》(IP方为育碧)、《怪物猎人手游》(IP方为Capcom),尚未公

布的产品包括竞速、射击、SLG 等品类。此外，已经在国内上线的《重返帝国》在海外也具有潜力。值得一提的是，IP 合作产品在海外市场多由 IP 方负责发行，除非腾讯争取到海外发行权，否则对腾讯的收入贡献较小。

表12: 海外游戏公司与腾讯合作开发的游戏

IP 方	合作/授权方	游戏名称	品类	合作/授权方	上线时间(海外)
育碧	合作开发	刺客信条：代号 Jade	RPG	腾讯	2023 及以后
		全境封锁：曙光	MMO+射击	腾讯	2023 及以后
Capcom	合作开发	怪物猎人手游	动作	腾讯	2023 及以后

数据来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

Riot Games 旗下 IP 产品值得重点关注。根据公司官网，Riot Games 目前正在基于《英雄联盟》IP 开发一款 MMORPG 游戏。考虑到 IP 影响力及 Riot 研发实力，我们认为该产品无论在海外市场还是国内都有非常大的市场潜力，但我们预计该游戏离上线还有一段时间。而由 Riot 与腾讯光子工作室群联合开发的《Valorant Mobile》在 2022 年已经于海外进行内测，预计会在今年或明年正式上线，推荐重点关注。

腾讯游戏的长期未来仍然取决于自研能力，特别是打造原创 IP 的能力。目前，天美工作室群和光子工作室群率先在海外建立团队，致力于开发原创 IP 的产品。天美工作室群设立 G1 工作室，定位是打造全球化原创 IP 的 3A 产品，以西雅图、洛杉矶、蒙特利尔三地为核心，在全球设立团队。光子工作室群在洛杉矶分别成立了聚焦 3A 开放世界的 LightSpeed LA 和专注 RTS 的 Uncapped Games，目前在新加坡、美国、加拿大、新西兰、日本、韩国、英国、法国、阿联酋等国家及地区都在开设办公室和布点招聘。我们期望通过这些国际化举措，能够实现本土与海外的人才协同，研发出适应海外市场需求、具有原创 IP 的产品，成为腾讯游戏未来长期增长的核心动力。

表13: 腾讯在海外的自建工作室

工作室群	工作室	地区	核心成员	成立时间	关注品类
天美	Team Kaiju	西雅图，洛杉矶	负责人：Scott Warner； 运营总监：Rosi Zagorcheva	2021/6	射击
	TiMi Montréal	蒙特利尔		2021/7	开放世界
光子	LightSpeed LA	洛杉矶	总经理：Steve Martin	2020/7	开放世界
	Uncapped Games	洛杉矶	David Kim, Jason Hughes	2021/6	RTS

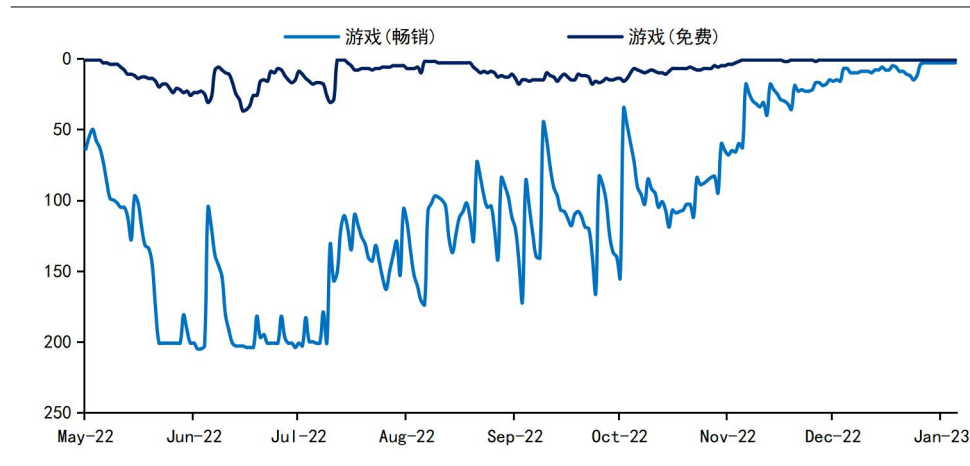
数据来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

网易：《蛋仔派对》为最大惊喜，短期关注“端转手”

◆ 本土市场：《蛋仔派对》表现亮眼，关注两大“端转手”上线情况

网易新产品《蛋仔派对》表现亮眼。《蛋仔派对》为网易自研的一款休闲派对手游，以差异化题材切入市场。在上线初期表现并不算突出，但凭借高质量的赛季内容更新，以及提供地图搭建工具来扶持 UGC 内容，并于 11 月起在抖音 B 站加大内容营销力度，免费榜和畅销榜排名一路上升。截至 1 月 31 日，《蛋仔派对》位于 iOS 免费榜（总榜）第 2、畅销榜（总榜）第 5，是网易在春节期间表现最亮眼的产品。

图57:《蛋仔派对》iOS 榜单排名



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

重点产品《逆水寒手游》获批增报移动端版本，市场表现值得期待。《逆水寒》是国内近几年最成功的MMO端游新品，由网易游戏雷火事业群开发，于2018年6月29日开启不限号不删档测试，首日创造了“数万玩家在线排队”“最高排队时长超过100小时”的奇谈。根据官方公告，在二周年之前玩家数已经超过3000万。在端游的成功经验基础上，《逆水寒手游》进一步探索创新模式，将开放世界、MMORPG与多种不同品类的玩法进行融合。**我们认为这使得《逆水寒手游》并非单纯依赖IP引流，而是实现玩家群体的分层服务，有利于手游与端游形成差异化体验，从而共同长久运营。**

根据官方公众号发布文章，逆水寒手游为网易游戏历史上规模最大的研发团队，截至2022年5月，在岗达到412人。目前游戏已经获得非常高的关注度，根据游戏官网显示，目前全网预约人数已经突破1100万。网易在MMORPG领域有丰富的研发和运营经验，我们认为《逆水寒手游》在上线后将有力推动网易游戏业绩的增长。

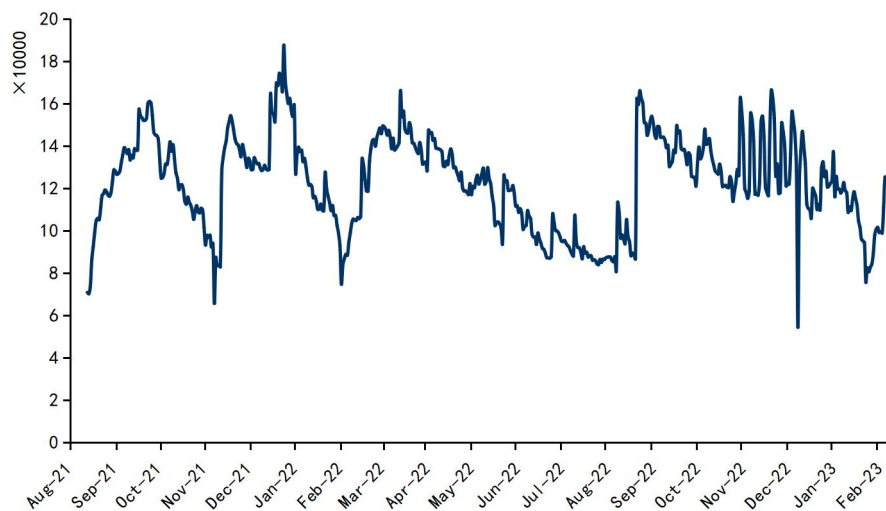
图58:《逆水寒手游》在2022年10月总预约超过1000万



资料来源：逆水寒手游官方微博，国信证券经济研究所整理

关注《永劫无间手游》的版号进展及上线情况。由网易雷火事业群研发的PC端游《永劫无间》，创新性地将动作玩法与大逃杀模式结合，自上线以来持续位居Steam在线人数前十；后推出PVE玩法，提供多样化的游戏体验。网易雷火目前正在制作《永劫无间手游》，目前在市面上尚无有竞争力的竞品，有望复刻PC端游的成功。

图59:《永劫无间》Steam 最高同时在线人数（万）



资料来源: SteamDB, 国信证券经济研究所整理

网易后续仍有多款储备产品, 新产品的陆续上线有望支撑网易业绩的持续增长。除已获版号的《逆水寒手游》《巅峰极速》《超凡先锋》外,《燕云十六声》《射雕》等游戏产品质量均较高, 推荐重点关注。

表14: 网易当前本土市场储备产品及版号情况

公司	游戏名称（代号）	品类	平台	研发商	版号情况	主要地区
网易	逆水寒手游	MMORPG	手游	自研	1 月获批	国内
网易	永劫无间手游	动作	手游	自研	无	国内+海外
网易	燕云十六声	RPG	PC/主机/手游	自研	无	国内+海外
网易	梦幻西游: 时空	MMORPG	PC	自研	2 月获批	国内
网易	射雕	MMORPG	PC/手游	自研	无	国内
网易	倩女幽魂隐世录	RPG	手游	自研	2019 年获批	国内
网易	巅峰极速	竞速	手游	自研	12 月获批	国内+海外
网易	超凡先锋	射击	手游	自研	1 月获批	国内+海外
网易	Hyper Front	射击	手游	自研	无	国内+海外
网易	Project: BloodStrike	射击	手游	自研	无	国内+海外
网易	Once Human	SOC	PC/手游	自研	无	国内+海外
网易	遗落海域（代号: ATLAS）	SOC	手游	自研	无	国内+海外
网易	零号任务	非对称竞技	手游	自研	无	国内+海外
网易	冰汽时代: 最后的家园	模拟经营	手游	联合开发（11bit 工作室）	无	国内+海外
网易	突袭: 暗影传说	卡牌 RPG	手游	代理（Plarium）	12 月获批	国内
网易	湮灭效应	战棋 RPG	手游	代理（ZIOFEE STUDIO）	无	国内+海外

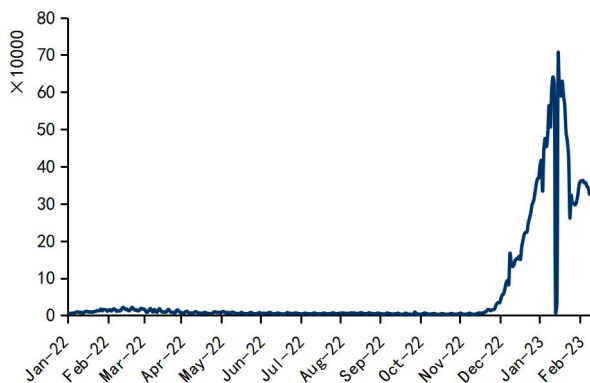
数据来源: 公司公告、公司官网、国家新闻出版署, 国信证券经济研究所整理

◆ 海外市场: 短期关注《哈利波特: 魔法觉醒》《蛋仔派对》, 长期关注自建工作室进展

我们看好《蛋仔派对》在海外市场的表现。去年以来, 在海外手游市场面临下滑时, 休闲派对品类却逆势爆火。端游市场,《Goose Goose Duck》于 2022 年 12 月成为 Steam 实时在线人数排行前五（历史峰值第八）的游戏; 手游市场, 由芬兰小型工作室 Kitka Games 开发的手游《Stumble Guys》自 2022 年迎来下载量和收入的一路上涨。根据 Appmagic 数据,《Stumble Guys》在 2022 年的下载量

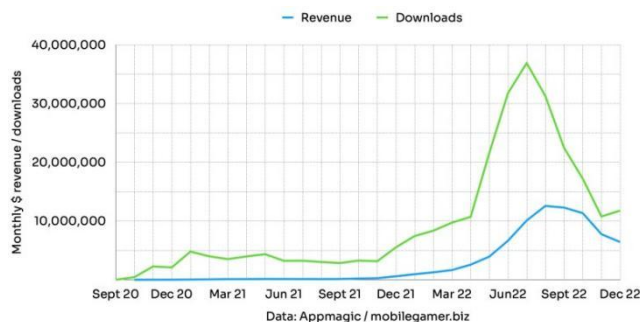
超过了《Roblox》和《Candy Crush Saga》，位列全球第三；累计收入在 2022 年 12 月超过 8000 万美元。根据官网公告，《蛋仔派对》的海外版本《Eggy Party: battle royale》目前正在英国和荷兰进行限量封闭内测。考虑到《蛋仔派对》的出色的产品品质，我们认为在海外上线后会有较好的市场表现。

图60: 《Goose Goose Duck》Steam 最高同时在线人数（万）



资料来源: SteamDB, 国信证券经济研究所整理

图61: 《Stumble Guys》收入和下载量预估



资料来源: Appmagic、mobilegamer.biz, 国信证券经济研究所整理

此外，《哈利波特：魔法觉醒》已于去年底在海外部分地区开展小规模非付费删档测试，预计将在今年上线海外市场。其中，预计日本等地区由网易负责发行，其他地区（占海外的大多数）由华纳发行。同样是短期推荐重点关注的新品。

此外，网易有多款产品已经在海外进行测试，如《Project: BloodStrike》《Once Human》等，包括前文提及的《燕云十六声》预计也会在海外上线。其中《Once Human》等产品预计会在 2023 年上线 Steam，移动端暂时未知。从品类来看，储备产品集中在网易有过成功经验的射击、SOC、RPG 等品类。总体而言，网易后续产品储备丰富，有望延续去年的产品大周期。

表 15: 网易当前海外市场储备产品及版号情况

公司	游戏名称（代号）	品类	平台	研发商	主要地区
网易	哈利波特：魔法觉醒	卡牌 RPG	手游	自研	海外
网易	蛋仔派对	休闲派对	手游	自研	海外
网易	永劫无间手游	MMORPG	手游	自研	国内+海外
网易	燕云十六声	RPG	PC/主机/手游	自研	国内+海外
网易	巅峰极速	竞速	手游	自研	国内+海外
网易	超凡先锋	射击	手游	自研	国内+海外
网易	Hyper Front	射击	手游	自研	国内+海外
网易	Project: BloodStrike	射击	手游	自研	国内+海外
网易	Once Human	SOC	PC/手游	自研	国内+海外
网易	遗落海域（代号：ATLAS）	SOC	手游	自研	国内+海外
网易	零号任务	非对称竞技	手游	自研	国内+海外
网易	冰汽时代：最后的家园	模拟经营	手游	联合开发	国内+海外
网易	湮灭效应	战棋 RPG	手游	代理	国内+海外

数据来源: 公司公告、公司官网、国家新闻出版署, 国信证券经济研究所整理

长期来看，与腾讯类似，网易游戏的长期未来仍然取决于自研能力，特别是打造原创 IP 的能力。网易同时通过自建和收购在海外成立工作室。自建方面，网易集中在日本和美国建设工作室，并吸纳了诸多有成功产品经验的优秀制作人。其中，日本 Jar of Sparks 由前卡普空制作人小林裕幸领衔，日本名越工作室由《如龙》系列总制作人 名越稔洋 组建，美国 Jar of Sparks 工作室由前 Xbox 高管 Jerry Hook

担任负责人。

总体来看，虽然网易和腾讯都倾向于同时采取自建和收购的方式在海外设立工作室。但网易相对更倾向于自建工作室，腾讯则更多采取收购。这两种方式各有优劣，更重要的是关注工作室成立或收购后的长期运营情况。

表16: 网易在海外工作室

类型	工作室	地区	核心成员	成立时间	关注品类
自建	Spliced Inc	英国		2023 年 2 月	创新项目
自建	GPTRACK50	日本大阪	小林裕幸	2022 年 11 月	主机/PC 游戏
自建	Jar of Sparks	美国西雅图	Jerry Hook	2022 年 7 月	动作类 3A
自建	Jackalope Games	美国德克萨斯	Jack Emmert	2022 年 5 月	MMO
自建	名越工作室	日本	名越稔洋、佐藤大辅等	2022 年 1 月	动作
自建	樱花工作室	日本东京	吉田凉介、赤塚哲也、Gez Fry	2020 年 6 月	次世代主机游戏
自建	网易蒙特利尔	加拿大蒙特利尔	Emile Liang, Jonathan Morin	2019 年	
收购	SkyBox Labs	加拿大	Shyang Kong、Derek MacNeil 和 Steven Silvester	2011 成立; 2023/1 收购	
收购	草蜢工作室	日本	须田刚一	2021/6 收购	动作
收购	Quantic Dream	法国巴黎	David Cage, Guillaume de Fondaumière	1997 成立; 2022/8 收购	动作冒险

数据来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

投资建议

总体而言，国内游戏行业在 2022 年经历了供给侧和需求侧的双重疲软。进入 2023 年，需求侧有望率先复苏，供给侧即将上线的优质产品数量也显著多于去年。我们推荐长线产品有望复苏、储备产品丰富的**腾讯控股**，以及新产品表现优异、大产品上线在即的**网易**。

表17: 相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB (MRQ)
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
0700. HK	腾讯控股	买入	386.6	13.0	12.2	15.9	26	27	21	4.4
9999. HK	网易-S	买入	139.0	6.0	7.1	7.1	20	17	17	3.9

数据来源：iFind、国信证券经济研究所整理

风险提示

全球宏观经济下滑的风险；游戏行业监管政策收紧的风险；新产品上线推迟或市场表现不及预期的风险；版号数量减少的风险；版号暂停的风险。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032