

## 传媒

2025 年 03 月 25 日

## “赋能+重构”，AI 游戏扬帆起航

### ——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

方光照（分析师）

田鹏（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790523090001

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《继续布局 AI 应用、游戏，关注虚拟现实电影—行业周报》-2025.3.23

《继续布局 AI 游戏等 AI 应用，关注少儿文化消费方向—行业周报》-2025.3.16

《AI Agent、多模态 AI 持续突破，继续布局 AI 应用—行业周报》-2025.3.9

### ● 政策助力叠加新品供给释放，游戏板块有望迎来业绩拐点

2024 年新发放游戏版号 1416 个，同比增长 31.72%，2025 年 2 月，110 款国产游戏和 3 款进口游戏过审，版号发放数量和频率保持稳定，为行业发展注入强心剂，新游戏产品周期驱动 2023 年以来游戏产业规模也保持持续增长，2024 年达 3258 亿元，同比+7.5%。此外，潜在的苹果降低“苹果税”或开放侧载或带动游戏公司利润率提升。中科院发布的《探寻 AI 创新之路——游戏科技与人工智能创新发展报告》认为，科学探索、游戏科技、产业需求是驱动人工智能突破性发展的重要因素。游戏产业规模每增长 1%，人工智能上市企业的合计营业收入大约平均增加 1.42 亿元。未来，游戏产业对于人工智能产业的拉动规模持续增加，预计将从 2023 年的 315.76 亿上升至 2030 年的 1038.1 亿元，年均增长率约达 16%。AI 与游戏的融合或进一步打开游戏产业成长空间。

### ● AI 有望从开发、交互、商业化等方面重塑游戏

(1) 从辅助工具到核心驱动力，AI 重构游戏开发流程：AI 技术已广泛应用于游戏开发的各个环节，从早期的美术资源生成、代码辅助编写等辅助性工作，逐步向玩法设计、剧情架构、智能 NPC 等核心创意领域渗透，有望持续提升游戏研发效率，扩大内容供给。(2) 智能 NPC、动态剧情与个性化玩法带来交互革新：智能 NPC 可使剧情发展更具沉浸感与随机性。AI 驱动的动态剧情生成系统能够根据玩家实时决策，自动生成后续剧情，打破线性叙事局限，极大提升游戏重玩性，并进一步打开游戏付费空间。(3) 订阅制、内购付费与广告变现等商业模式或迎来新机遇：基于 AI 的高质量内容持续更新能力，订阅制商业模式或更具可行性。AI 能够精准推送游戏内购项目，提升玩家付费意愿。此外 AI 可实现广告内容与玩家兴趣的精准匹配，提高广告点击率与转化率。

### ● 下一代游戏：原生 AI 游戏 2027 年收入规模有望超 300 亿

基于大语言模型强大的文本能力，原生 AI 游戏或最先出现于叙事型游戏。随着大模型多模态能力发展，简单的原生 AI 游戏已经初具雏形，并通过广告等模式开启变现。AI 原生游戏有望带来游戏体验丰富度提升，从较单一的“升级打怪”娱乐体验向竞技、社交、艺术等复合体验转变，一方面有望在现有游戏用户之外吸引泛游戏用户，驱动游戏用户规模增长，另一方面丰富内容和体验有助于促进用户活跃，提高单用户付费，带动 APRU 提升。我们预计 AI 原生游戏渗透率将逐步提升，且 APRU 呈持续提升趋势，AI 原生游戏 2027 年收入规模有望超 300 亿元。我们认为，原生 AI 游戏的最终形态或为更加开放与自由的 RPG 游戏，具备开放世界 RPG 游戏丰富开发经验的开发者更具优势，重点推荐心动公司、腾讯控股、网易-S、盛天网络、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特，受益标的包括巨人网络。

### ● 风险提示：AI 大模型发展不及预期、AI 游戏落地进展不及预期等。

## 目 录

1、政策助力叠加新品供给释放，游戏板块有望迎来业绩拐点.....	4
2、AI 有望从开发、交互、商业化等方面重塑游戏 .....	6
2.1、生成式 AI 在游戏领域的应用前景广阔 .....	6
2.2、AI 有望全面重塑游戏 .....	7
3、下一代游戏：原生 AI 游戏 2027 年收入规模有望超 300 亿.....	9
4、重点推荐及受益标的 .....	12
4.1、心动公司 (02400.HK)：2024 年业绩超预期，新游戏及 TapTap 继续驱动成长 .....	12
4.2、腾讯控股 (00700.HK)：业绩延续高增速，AI 赋能全线业务，驱动长期成长 .....	13
4.3、网易-S (09999.HK)：游戏全球化、多元化进展良好，产品周期或迎拐点.....	13
4.4、盛天网络 (300494.SZ)：积极尝试 AI 社交小游戏，打开成长空间 .....	14
4.5、神州泰岳 (300002.SZ)：业绩延续高增长，新游戏海外已开启商业化 .....	14
4.6、恺英网络 (002517.SZ)：2024Q3 利润增速提升，继续关注后续产品线 .....	15
4.7、完美世界 (002624.SZ)：《诛仙世界》《异环》开启新品周期，业绩或迎反转 .....	16
4.8、吉比特 (603444.SH)：老游戏流水下滑或放缓，关注新产品周期驱动增长 .....	16
4.9、巨人网络 (002558.SZ)：深耕优势赛道，推进探索 AI 游戏 .....	17
5、风险提示 .....	18

## 图表目录

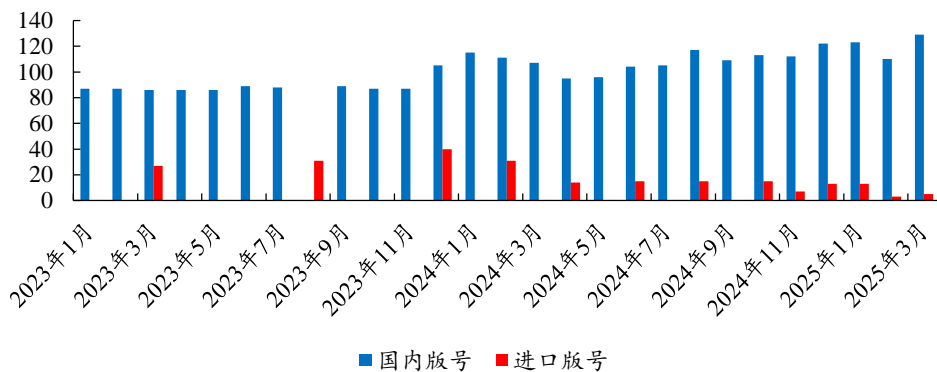
图 1：2023 年以来游戏板块稳定发放 .....	4
图 2：2023 年以来游戏市场规模保持增长.....	4
图 3：2024Q3 游戏板块营业收入同比增长.....	5
图 4：2024Q3 游戏板块规模净利润同比下滑.....	5
图 5：预计 2024-2033 年全球生成式 AI 在游戏中的市场规模持续增长（亿美元） .....	6
图 6：超过八成游戏从业者认为人工智能将推动游戏产业发展.....	6
图 7：育碧在 2025 GDC 展示 NEO NPC 模型 .....	7
图 8：腾讯在 2025GDC 展示 GiiNEX AI 平台 .....	7
图 9：腾讯混元 3D 打造了一站式 3D 内容生产的 AI 创作平台 .....	7
图 10：GitHub Copilot 可以自动生成代码 .....	8
图 11：《逆水寒》上线 DeepSeek 驱动的智能 NPC “沈秋索” .....	8
图 12：《换你来当爹》游戏中剧情全部由 AI 大模型生成 .....	8
图 13：Oasis 模型可以实时生成游戏.....	9
图 14：AI 游戏《Fly.pieter》上线 10 天收入超 38360 美元 .....	9
图 15：《1001 nights》游戏叙事由 AI 驱动 .....	10
图 16：《1001 nights》游戏角色由 AI 扮演 .....	10
图 17：蔡浩宇旗下 AI 创业公司 Anuttacon 首款新游《Whispers From The Star》 .....	10
图 18：《太空杀》首创基于 DeepSeek 打造的原生游戏玩法“内鬼挑战” .....	10
图 19：游戏中的 AI NPC 可以和玩家自由交谈.....	11
图 20：开放世界 RPG 游戏或为 AI 原生游戏的重要形态 .....	11
表 1：2025 年游戏厂商储备游戏丰富 .....	5
表 2：各游戏分发渠道收取流水分成比例 .....	6

表 3: AI 技术或带来游戏商业化变现模式拓展 .....	9
表 4: 2027 年国内 AI 原生游戏市场规模有望超 300 亿元 .....	11
表 5: 游戏厂商加速布局 AI 游戏 .....	12
表 6: 重点推荐及受益标的包括游戏板块 .....	17

## 1、政策助力叠加新品供给释放，游戏板块有望迎来业绩拐点

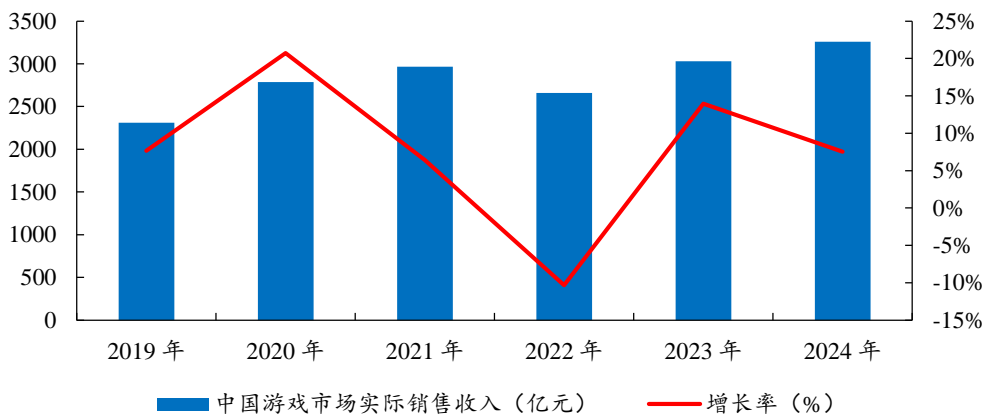
游戏版号发放稳定、多项政策支持游戏产业与 AI 技术融合发展。2024 年新发放游戏版号 1416 个，同比增长 32%，2025 年 3 月，129 款国产游戏和 5 款进口游戏过审，版号发放数量和频率保持稳定，为行业发展注入强心剂。与此同时，杭州、上海等地出台游戏行业支持政策，如北京鼓励游戏企业开展 AI 技术研发与应用，设立相关产业基金；上海打造 AI 游戏产业园区，提供政策优惠和技术支持，吸引企业入驻。中科院发布的《探寻 AI 创新之路——游戏科技与人工智能创新发展报告》认为，科学探索、游戏科技、产业需求是驱动人工智能突破性发展的重要因素。游戏产业规模每增长 1%，人工智能上市企业的合计营业收入大约平均增加 1.42 亿元。未来，游戏产业对于人工智能产业的拉动规模持续增加，预计将从 2023 年的 315.76 亿上升至 2030 年的 1038.1 亿元，年均增长率约达 16%。

图1：2023 年以来游戏板块稳定发放



数据来源：国家新闻出版署、开源证券研究所

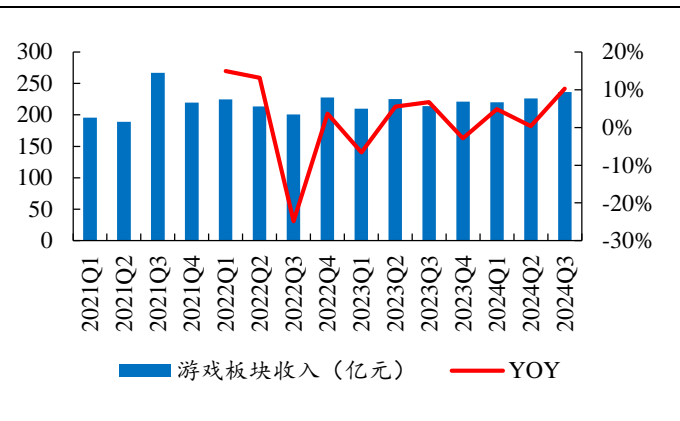
图2：2023 年以来游戏市场规模保持增长



数据来源：伽马数据、开源证券研究所

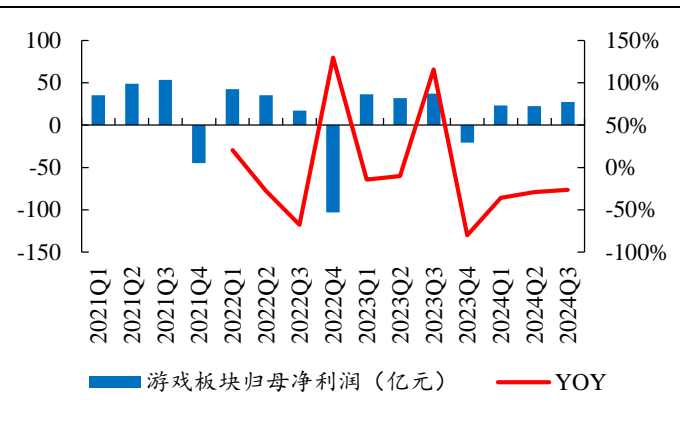
2025 年游戏厂商储备游戏丰富，供给持续释放有望带动游戏板块 2025Q1 开始迎来业绩拐点。重点游戏包括腾讯《洛克王国：世界》《彩虹六号》《胜利女神：新的希望》、网易《无限大》、完美世界《异环》。

图3：2024Q3 游戏板块营业收入同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q3 游戏板块规模净利润同比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2025 年游戏厂商储备游戏丰富

	品名	品类	游戏平台
腾讯	洛克王国：世界	开放世界	PC + 移动端
	最终幻想 14：水晶世界	MMORPG	移动端
	王者万象棋	自走棋	移动端
	荒野起源（代号：新生）	5V5 英雄射击	移动端
	王者荣耀世界	开放世界 RPG	PC + 移动端
	全境封锁：曙光	开放世界射击	移动端
	刺客信条：侠隐	开放世界	移动端
	洛克人 11	动作	PC + 移动端
	彩虹六号	射击	移动端
	胜利女神：新的希望	二次元射击	移动端
网易	堡垒之夜	战术射击	PC 端
	七日世界	射击	移动端
	无限大	开放世界	PC + 移动端
	实况足球 Online	足球	移动端
	军团战争	即时战略	移动端
	漫威秘法狂潮	放置卡牌	移动端
完美世界	代号：奇旅	模拟经营	移动端
	异环	开放世界	PC + 移动端
恺英网络	数码宝贝：源码	冒险	移动端
	盗墓笔记：启程	寻宝盗墓探险	移动端
巨人网络	五千年	SLG	移动端

资料来源：游戏葡萄公众号、开源证券研究所

潜在的苹果税下调或开放侧载或带动游戏公司利润率提升。2024 年 3 月，欧盟对苹果开出了 18.4 亿欧元反垄断罚款，随后苹果在欧盟地区对开发者的抽佣比例从原来 30%/15% 下调至 17%/10%（标准企业/小型企业）。反观国内，对于大部分游戏开发者，苹果 App Store 依然要收取 30% 的流水分成，而在安卓端，各大手机应用市场等“硬核渠道”更是要收取 50% 的流水分成比例，这在很大程度上压缩了游戏厂商的盈利空间。近年来，游戏厂商和渠道间的矛盾愈演愈烈，例如 2024 年 6 月腾讯旗下的 DNF 手游发布公告称将不再上架部分安卓平台的应用商店。此外，多款头部



产品例如《原神》《明日方舟》等首发上线都选择了不上硬核渠道，只上架官网、TapTap 和少数垂直渠道。参考欧盟对苹果渠道税的反垄断政策，若国内苹果渠道分成比例降低 10 个百分点左右，则游戏厂商来自苹果渠道的毛利率有望相应提升 10 个百分点左右。

表2：各游戏分发渠道收取流水分成比例

平台	渠道	渠道分成比例
iOS	苹果商店	30%
安卓	各大手机应用商店	50%
安卓	TapTap	0%

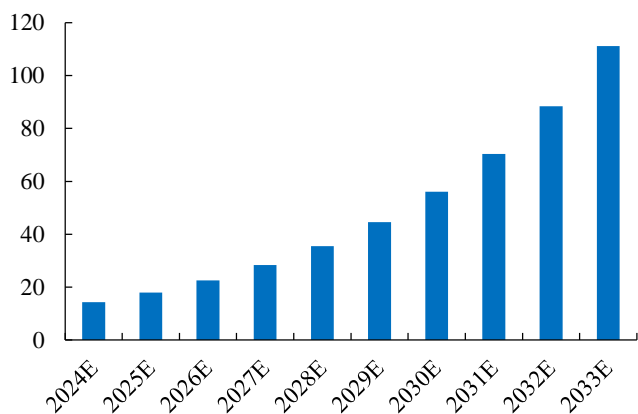
资料来源：半两财经公众号、开源证券研究所

## 2、AI 有望从开发、交互、商业化等方面重塑游戏

### 2.1、生成式 AI 在游戏领域的应用前景广阔

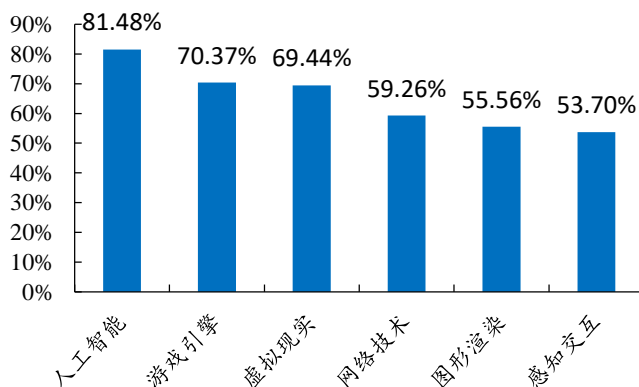
据 market.us 测算，2024 年全球生成式 AI 在游戏中的市场规模为 14.3 亿美元，预计在 2033 年达到 111.1 亿美元，年复合增长率为 25.6%。生成式 AI 在游戏中应用的主要驱动因素如下：（1）玩家需求增加：玩家对个性化、沉浸式、互动性的游戏需求逐步增加，而通过生成式 AI 技术，游戏开发商可开发更多样的游戏内容且根据玩家的个人偏好量身定制，从而提供更贴近玩家需求的游戏体验；（2）游戏产业的创新需求：游戏产业是一个高度竞争和创新的领域，为了持续吸引玩家，游戏公司需不断探索新技术和应用，而生成式 AI 具有广大的创新潜力，游戏开发商可依托生成式 AI 以较短的周期、较低的成本开发更为复杂、创新的游戏内容。

图5：预计 2024-2033 年全球生成式 AI 在游戏中的市场规模持续增长（亿美元）



数据来源：market.us、开源证券研究所

图6：超过八成游戏从业者认为人工智能将推动游戏产业发展

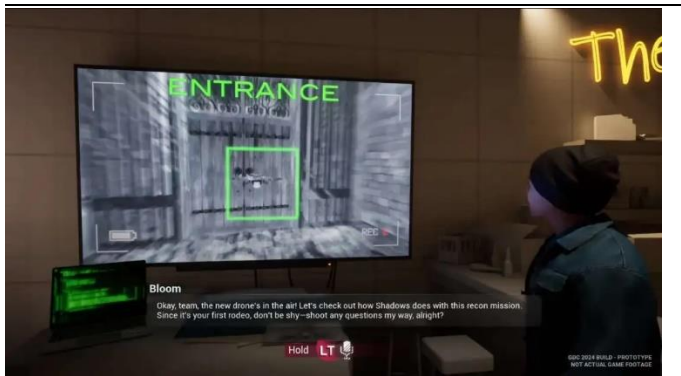


数据来源：伽马数据、开源证券研究所

2025 年全球游戏开发者大会（GDC）于 3 月 18-21 日在美国旧金山开幕。2025 GDC 以 AI 为关键词，微软、谷歌、英伟达、Meta、腾讯、网易等科技与游戏巨头均参与相关会议活动，除 16 场 AI 主题峰会外，游戏公司、AI 技术与工具提供商还参与论坛分享，展示 AI 赋能游戏的最新进展。育碧展示了面向玩家的 AI 模型 NEO NPC，让 NPC 能够按照游戏中的故事和设定以及提前设定好的人物性格，利用语言模型实时生成与玩家的对话内容；英伟达推出的 ACE 数字人类技术套件，让 NPC 拥有自然语音和表情。腾讯除展示覆盖开游戏全生命周期 GiNEX AI 引擎外，还放

出了开放世界新作《王者荣耀世界》的实机演示 PV。网易伏羲也展示了 AI 技术如何重塑游戏交互体验。

图7：育碧在 2025 GDC 展示 NEO NPC 模型



资料来源：游戏新知公众号

图8：腾讯在 2025GDC 展示 GiINEX AI 平台

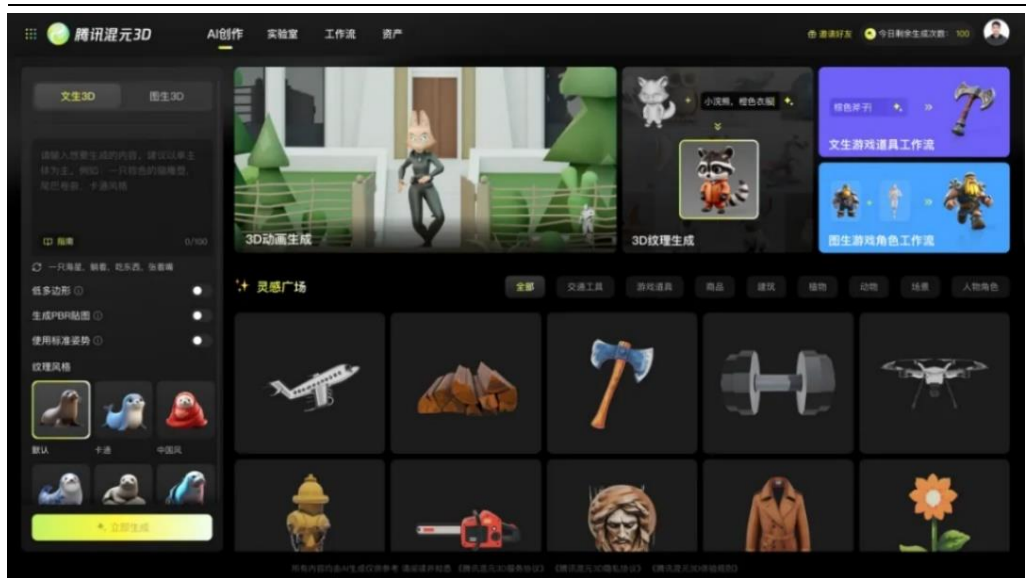


资料来源：G 客家公众号

## 2.2、AI 有望全面重塑游戏

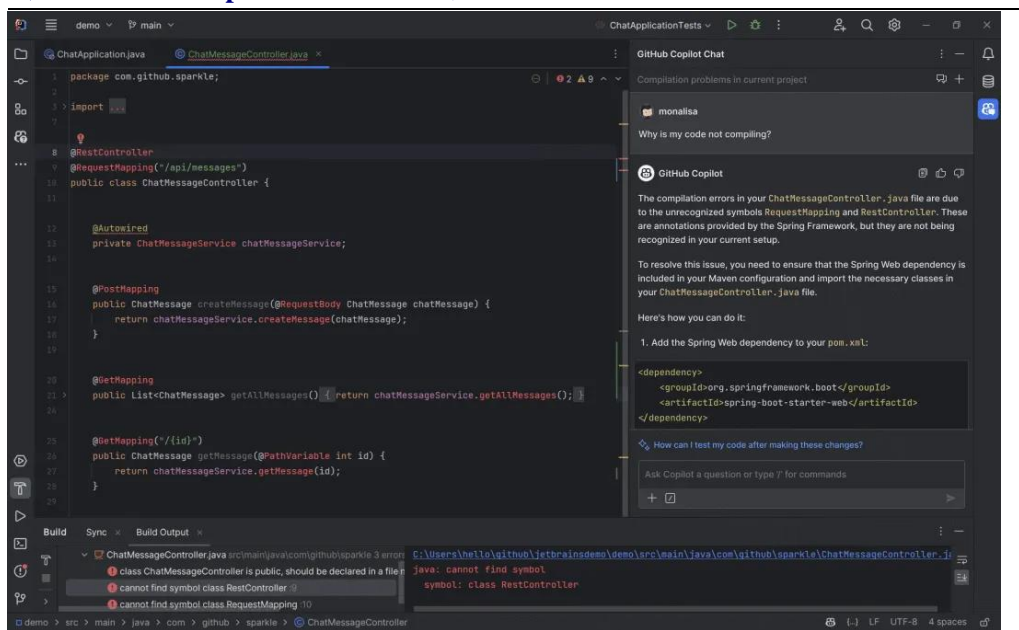
从辅助工具到核心驱动力，AI 重构游戏开发流程。AI 技术已广泛应用于游戏开发的各个环节，从早期的美术资源生成、代码辅助编写等辅助性工作，逐步向玩法设计、剧情架构、智能 NPC 等核心创意领域渗透。以美术生成为例，AI 绘画工具能够根据文本描述快速生成高质量概念图、角色原画及场景设定，大幅缩短制作周期，降低人力成本。在代码编写方面，GitHub Copilot 等工具可自动补全代码、提供函数建议，提升开发效率。更为关键的是，AI 开始参与游戏玩法与规则设计，通过模拟玩家行为数据，生成创新性玩法与关卡机制，为游戏注入全新活力。

图9：腾讯混元 3D 打造了一站式 3D 内容生产的 AI 创作平台



资料来源：腾讯混元公众号

图10: GitHub Copilot 可以自动生成代码



资料来源: JavaGuide 公众号

**交互体验革新: 智能 NPC、动态剧情与个性化玩法。** AI 正在重塑游戏交互体验, 其中智能 NPC 的发展最为引人注目。传统 NPC 行为模式固定, 交互体验生硬; 而基于深度学习的智能 NPC 能够理解玩家意图, 实时调整对话策略与行为逻辑, 提供高度个性化的交互体验。例如, 网易《逆水寒》中的智能 NPC 可根据玩家过往行为与对话内容, 在剧情分支中展现不同反应, 使剧情发展更具沉浸感与随机性。此外, AI 驱动的动态剧情生成系统能够根据玩家实时决策, 自动生成后续剧情, 打破线性叙事局限, 极大提升游戏重玩性。同时, 通过对玩家游戏数据的深度分析, AI 可实现玩法难度自适应调整、个性化任务推荐等功能, 满足不同玩家的差异化需求。例如, 以搞笑、沙雕为导向的游戏《换你来当爹》, 游戏中的剧情和对应图片全部由大语言模型实时生成, 每个“儿子”成长生涯也是千奇百怪, 游戏通过 AI 实时生成剧情和对应图片, 为玩家提供了一种全新的游戏体验。

图11: 《逆水寒》上线 DeepSeek 驱动的智能 NPC“沈秋索”



资料来源: 逆水寒手游公众号

图12: 《换你来当爹》游戏中剧情全部由 AI 大模型生成



资料来源: 娱乐资本论公众号

**商业化模式拓展: 订阅制、内购付费与广告变现的新机遇。** AI 技术或为游戏商业化带来全新思路。一方面, 基于 AI 的高质量内容持续更新能力, 使订阅制商业模式更具可行性。玩家通过订阅获取定期更新的剧情、玩法与角色, 为游戏厂商提



供稳定现金流。另一方面，AI 驱动的个性化推荐系统能够精准推送游戏内购项目，提升玩家付费意愿。在广告变现方面，AI 可实现广告内容与玩家兴趣的精准匹配，提高广告点击率与转化率。例如，部分游戏通过 AI 生成动态广告场景，将广告自然融入游戏环境，既提升玩家接受度，又为厂商创造额外收入来源。我们认为，基于 AI 技术带来的生产力提升，混合变现(IAA+IAP)模式应用范围或更加广阔，游戏内容的丰富也将进一步提升游戏付费天花板。

表3: AI 技术或带来游戏商业化变现模式拓展

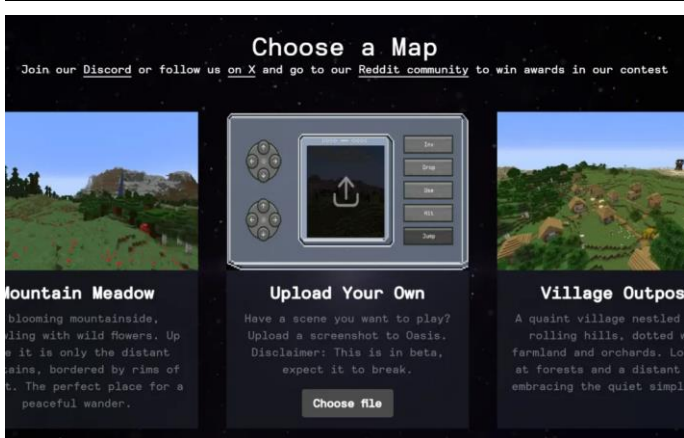
商业化模式	特点	适用范围
买断制	玩家一次性购买游戏内容，获得游戏的使用权，后期无需再次付费。	常见于各类单机游戏、独立游戏或大型 3A 游戏。
免费游玩+内购(IAP)	玩家可以免费获得游戏的使用权，但想获得更好的体验或更深的内容，需要进行付费购买游戏内的道具、装备、皮肤等。	广泛应用于各类网络游戏，是目前游戏市场中应用最广的商业模式之一。
免费游玩+广告(IAA)	玩家可以免费获得游戏的使用权，商家的收益完全或主要来源于游戏中的广告收入。	常见于休闲游戏、超休闲游戏等各类小游戏，同时依附于各类平台（如微信、抖音）。
混合变现(IAA+IAP)	在游戏的运营变现策略中同时使用广告和应用内购买两种变现方式。	对用户进行分层，根据用户行为或偏好展示不同的变现入口。

资料来源：锚在元宇宙公众号、开源证券研究所

### 3、下一代游戏：原生 AI 游戏 2027 年收入规模有望超 300 亿

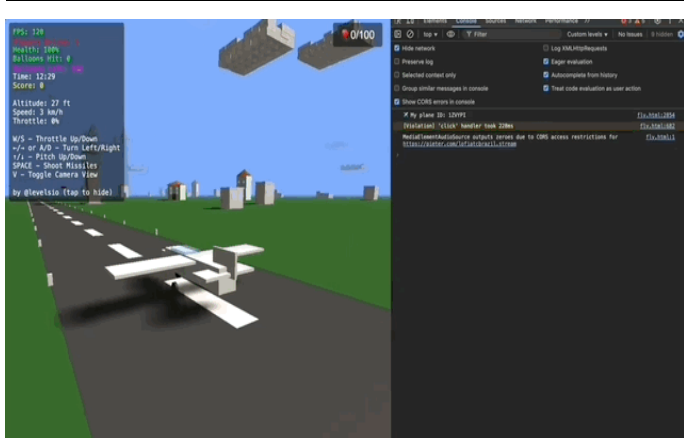
AI 实时生成游戏已经可以实现，但目前可控性较低，仍待基础大模型进一步发展。生成式 AI 对游戏而言，已不仅是辅助设计，优化流程的工具，越来越多的游戏，开始尝试将 AI 融入了游戏机制本身。例如，DecartAI 发布的 Oasis 的世界引擎可以不依赖游戏引擎，通过 AI 识别玩家的键盘输入，实时生成画面、物理效果与游戏规则。虽然目前用户还无法控制自己生成的内容，但已经在 AI 原生游戏探索中走出一大步。而荷兰开发者 Pieter 借助 Grok-3 模型与 Cursor 工具，仅用 3 小时就完成了飞行游戏《Fly.pieter》，游戏上线 10 天吸引了 1.6 万玩家，收入超 38360 美元（约 28 万元人民币），彰显了 AI 技术赋予个人开发者的强大创作能力。

图13: Oasis 模型可以实时生成游戏



资料来源：游戏研究社公众号

图14: AI 游戏《Fly.pieter》上线 10 天收入超 38360 美元



资料来源：Gamelook 公众号

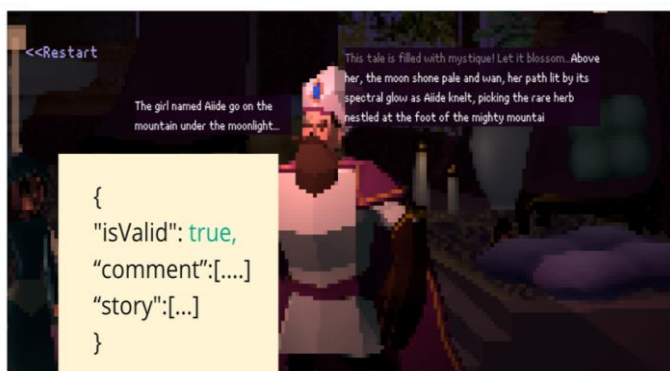
**AI 原生游戏或最先出现于叙事型游戏。**2024 年，独立游戏团队 Ada Eden 开发了一款名为《1001 Nights》的 AI 原生叙事游戏。《1001 Nights》参照《一千零一夜》的故事情节，传说有一个残忍的国王每天迎娶并杀死一个少女，玩家扮演的山鲁佐德成为新一任新娘，通过讲故事吸引国王听下去。游戏中的国王由 GPT-4 扮演，玩家需要用故事引导国王，并引诱国王说出武器的名称。玩家可以通过各种千变万化的故事，来触发相应的武器关键词，从而集齐武器战胜国王。由于目前 AI 大模型普遍文本能力更强，而叙事类游戏则是基于文本和故事驱动，因此叙事类游戏有望最先出现 AI 原生游戏。

图15: 《1001 nights》游戏叙事由 AI 驱动



资料来源: AssoAI 公众号

图16: 《1001 nights》游戏角色由 AI 扮演



资料来源: AssoAI 公众号

**AI 正在重新构建叙事游戏的交互。**3 月 15 日，米哈游蔡浩宇旗下 AI 创业公司 Anuttacon 首款新游《Whispers From The Star》正式公布了首个 PV 并在海外开启封闭测试招募。该游戏为一款太空背景实时互动剧情游戏，玩家可通过实时 AI 消息对话指引游戏中一位叫 Stella 的女孩采取行动，引导这位被困外星的女孩探索求生，基于 AI 的实时语音对话或其核心玩法，剧情走向和结局的多元化或代表了原生 AI 游戏方向。此外，巨人网络旗下社交推理游戏《太空杀》接入 DeepSeek，首创基于 DeepSeek 打造的原生游戏玩法“内鬼挑战”，每局由两名真人玩家对抗八名 AI 玩家，AI 原生游戏玩法与现有成熟社交叙事游戏相结合或是探索 AI 原生游戏的有效路径。

图17: 蔡浩宇旗下 AI 创业公司 Anuttacon 首款新游《Whispers From The Star》



资料来源: 竞核公众号

图18: 《太空杀》首创基于 DeepSeek 打造的原生游戏玩法“内鬼挑战”



资料来源: 巨人网络公众号

**RPG 游戏或为未来 AI 原生游戏的重要发展方向。**我们认为 AI 原生游戏未来的形态，应该是游戏更开放，体验更自由。而目前的开放世界 RPG 游戏最接近于这种形态，目前开放世界游戏一般都具有主线与大量支线任务，虽然玩家做出的选择不



同，相应的游戏剧情也会向不同的走向发展，但都有着相对数量的固定结局。原生的 AI 游戏中，每个 NPC 应该都具备 AI“自主性”，整个游戏世界也是 AI 驱动、实时发展的，在这种高度自由的开放世界中，游戏开发者还需求平衡复杂叙事和自由探索之间的平衡，从而让玩家既可以得到自由世界的体验，同时也不失游戏性。这需要游戏开发者在交互式叙事游戏、开放世界游戏，以及角色扮演游戏中具备丰富的经验。因此，我们认为，在开放世界 RPG 游戏具备丰富开发经验的开发者或在 AI 原生游戏时代更具优势。

图19：游戏中的 AINPC 可以和玩家自由交谈



资料来源：AIGC 新知公众号

图20：开放世界 RPG 游戏或为 AI 原生游戏的重要形态



资料来源：大狐 AI 公众号

AI 原生游戏有望带动用户规模及 ARPU 值提升，驱动行业增长。AI 原生游戏有望带来游戏体验丰富度提升，从较单一的“升级打怪”娱乐体验向竞技、社交、艺术等复合体验转变，一方面有望在现有游戏用户之外吸引泛游戏用户，驱动游戏用户规模增长，另一方面丰富内容和体验有助于促进用户活跃，提高单用户付费，带动 APRU 提升。我们假设 AI 原生游戏渗透率逐步提升，且 APRU 呈持续提升趋势，AI 原生游戏 2027 年收入规模有望超 300 亿元。

表4：2027 年国内 AI 原生游戏市场规模有望超 300 亿元

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
国内游戏市场收入（亿元）	2786.87	2965.13	2658.84	3029.64	3257.83	3553.641	3919.95	4376.624
YOY	20.71%	6.40%	-10.33%	13.95%	7.53%	9.08%	10.31%	11.65%
用户规模（亿）	6.65	6.66	6.64	6.68	6.75	6.82	6.90	7.00
YOY	3.74%	0.15%	-0.30%	0.61%	0.94%	1.00%	1.20%	1.50%
ARPU（元/年）	419.08	445.21	400.43	453.54	482.64	521.25	568.17	624.98
YOY	16.35%	6.24%	-10.06%	13%	6%	8%	9%	10%
AI 原生游戏渗透率						0.50%	2.60%	7.00%
AI 原生游戏用户规模（亿）						0.03	0.18	0.49
AI 原生游戏年 ARPU（元/年）						469.13	579.53	687.48
AI 原生游戏市场收入（亿元）						15.99	103.96	337.00
YOY							550.08%	224.17%

数据来源：伽马数据、开源证券研究所

自研、投资、外部联动，各游戏厂商加速布局 AI 游戏。过去一年，游戏厂商的 AI 布局正在提速，例如三七互娱，仅 2024 年就投资了超 5 家 AI 技术公司，腾讯、网易、巨人网络、恺英网络等则构建起了以自研大模型为核心的全方位基础能力，AI 游戏已成为游戏厂商的比选项。

**表5：游戏厂商加速布局 AI 游戏**

公司	AI 游戏布局
腾讯	旗下有混元大模型、自研游戏 AI 引擎 GiiNEX。2016 年设立 AI Lab，“绝悟”团队将 AI 能力应用于游戏全链路，如《王者荣耀》等多款游戏应用 AI
网易	有伏羲、网易互娱两大游戏 AI 实验室，自研数十个超大规模预训练模型。伏羲应用于游戏剧情、美术等环节，如《逆水寒》植入多种 AI 应用
三七互娱	拥有多个数智化产品矩阵。研发端有「宙斯」等系统；推广端有「量子」等平台；运营端有「易览」等平台
世纪华通	2023 年将 AI 技术融入研发流程，成立 TA 组。旗下有智能客服等系统，多款游戏接入 AI 工具
巨人网络	2022 年建立 AI 实验室，完成游戏 AI 大模型 GiantGPT 备案，上线“千影 QianYing”有声游戏生成大模型；旗下《太空杀》首创基于 DeepSeek 打造的原生游戏玩法“内鬼挑战”
恺英网络	2020 年投资 3D AI 伴侣产品，2024 年上线自研 AI 大模型“形意”，涵盖多种功能模块
昆仑万维	2023 年宣布相关战略，2024 年推出“天工大模型 3.0”。有六大 AI 业务矩阵，旗下游戏工作室推出全球首款 AI 游戏
游族网络	2023 年建立 AI 创新院，设两个实验室，提供游戏研运全链路 AI 技术支持，与多家科技公司战略合作
掌趣科技	与 Laya 合作构建“AI 游戏创作平台”等，形成“AI+UGC”战略布局
完美世界	2023 年成立 AI 中心，将 AI 技术应用于游戏智能 NPC、场景建模等，多款游戏运用 AI 技术

资料来源：游戏陀螺公众号、开源证券研究所

## 4、重点推荐及受益标的

### 4.1、心动公司 (02400.HK)：2024 年业绩超预期，新游戏及 TapTap 继续驱动成长

#### 新游戏及 TapTap 共同驱动 2024 年业绩大幅增长

公司发布 2024 年正面盈利预告，预计 2024 年收入为 49.6-50.4 亿元（同比+46.3%至 48.7%），2024 年净利润为 8.6-9.4 亿元（2023 年为亏损 0.65 亿元）。公司业绩增长主要系自研游戏《出发吧麦芬》《心动小镇》《铃兰之剑》表现良好，带动游戏业务收入及毛利率提升，以及 TapTap 收入及利润持续增长所致。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.72/12.86/15.92 亿元，对应 EPS 分别为 1.8/2.6/3.2 元。

#### 《伊瑟》《心动小镇》《仙境传说 RO2》等有望继续驱动游戏业务增长

2024 年 2 月 12 日，公司上线了《出发吧麦芬》日服，截止目前保持在畅销榜前 50 名，有望带来额外流水增量，此外《出发吧麦芬》国服（2024 年 5 月上线）、韩服（2024 年 9 月上线）、国际服（2024 年 12 月上线）也将持续贡献流水。《心动小镇》长线表现良好，2025 年春节活动期间最高畅销榜排名第 14 名，我们认为《心动小镇》有望成为长生命周期大 DAU 游戏，持续为公司贡献可观流水。储备游戏方面，公司自研二次元回合制游戏《伊瑟》、《心动小镇》国际服均有望于 2025 年上线，公司自研 MMORPG《仙境传说 RO：守护永恒的爱 2》已在 TapTap 开启预约，后续储备产品线或支撑游戏业务持续增长。

#### TapTap 平台用户、广告曝光增长可观，AI 算法模型进一步赋能转化效率提升



2024H1 TapTap 平台 MAU 达 4300 万，2024 年随着大量头部新游戏上线，以及公司自研大 DAU 游戏《心动小镇》的成功发行（在 TapTap 平台首月下载量超 3000 万），TapTap 平台用户规模有望进一步提升，同时凭借零分成优势以及相对较低的广告价格，平台广告曝光也实现快速增长，根据《2024 TapTap 移动游戏行业白皮书》，TapTap 2024 年广告曝光同比上涨 43%。用户增长伴随着 AI 模型对 TapTap 平台广告转化效率的提升有望驱动 TapTap 收入和利润保持持续增长。

#### 4.2、腾讯控股（00700.HK）：业绩延续高增速，AI 赋能全线业务，驱动长期成长

##### 核心业务持续增长，利润端表现亮眼

公司 2024 年实现营业收入 6603 亿元（同比+8%），归母净利润 1941 亿元（同比+68%），Non-IFRS 归母净利润 2227 亿元（同比+41%）。2024Q4 实现营业收入 1724 亿元（同比+10%），归母净利润 513 亿元（同比+90%），Non-IFRS 归母净利润 553 亿元（同比+30%）。2024Q4 增值服务收入 790 亿元（同比+14%），其中国内游戏收入 332 亿元（同比+23%），海外游戏收入 160 亿元（同比+15%），社交网络收入 298 亿元（同比+6%），主要系《王者荣耀》《和平精英》《DNF 手游》等游戏表现强劲所致。营销服务收入 350 亿元（同比+17%），主要系视频号、小程序及微信搜一搜广告需求强劲所致。金科企服收入 561 亿元（同比+3%），主要系理财及消费贷款服务收入、商家技术服务费增长所致。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2169/2363/2555 亿元，对应 EPS 分别为 23.6/25.7/27.8 元。

##### AI 驱动元宝快速增长，继续加大 AI 相关资本开支，或驱动长期成长

腾讯元宝 2025 年 2 月以来接入 DeepSeek 满血版和全新混元模型，35 天版本更新 30 次，驱动腾讯元宝 2-3 月日活增长超 20 倍。同时，AI 正在全面赋能公司业务，微信搜一搜整合 AI 之后，检索量快速增长；营销服务业务通过优化广告排序系统并进一步应用大语言模型能力，升级广告技术平台，提升了点击率及广告主投放；在企业服务方面，公司 2024 年 AI 云收入同比增长约一倍。此外，公司 2024Q4 资本开支达 366 亿（同比+386%，环比+114%），并将继续加大对 AI 的资本开支，AI 有望持续焕新公司核心业务，驱动长期成长。

##### 长青游戏数量进一步提升，微信生态商业化加速

公司长青游戏数量自 2023 年的 12 款增长至 2024 年的 14 款，且游戏储备丰富，包括《王者荣耀：世界》等。2024Q4 视频号广告收入同比增长 60%，搜索广告收入同比翻倍。游戏业务及微信生态商业化加速有望持续驱动公司业绩增长。

#### 4.3、网易-S（09999.HK）：游戏全球化、多元化进展良好，产品周期或迎拐点

##### 2024Q4 利润大增，看好新游戏周期继续驱动增长

公司 2024 年实现营业收入 1053 亿元（同比+2.91%），实现归母净利润 297 亿元（同比+0.96%）。2024Q4 实现营业收入 267 亿元（同比-1.45%，环比+2.05%），归母净利润 88 亿元（同比+33.18%，环比+34.08%），其中游戏及相关增值服务收入 212 亿元（同比+1.4%，环比+1.4%），其中在老游戏和暴雪游戏回归驱动下，端游收入同比增长 57%；有道收入 13 亿元（同比-18.8%，环比-13.3%）；云音乐收入 20 亿元（同比-5%，环比-5%）；创新及其他业务收入 18 亿元（同比+27.8%，环比-17.9%），公

司业绩表现稳健。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 342/390/424 亿元，对应 EPS 分别为 10.7/12.1/13.2 元。

### 《漫威争锋》《燕云十六声》表现亮眼，产品全球化、多元化进展良好

公司《漫威争锋》12 月 6 日海外上线后迅速登顶 Steam 全球畅销榜，并在 72 小时内注册用户超 1000 万，目前注册用户突破 4000 万。《燕云十六声》端游国内上线后，四天内下载量突破 300 万次，其手游上线后推动了双端玩家总数在两周内突破 1500 万，公司将加快推进《燕云十六声》主机版本及海外上线。后续公司将在海外推出更多新品，包括《界外狂潮》（3 月 7 日全球上线）、《Destiny: Rising》以及《漫威秘法狂潮》等。此外，暴雪系列游戏《魔兽世界》和《炉石传说》国服回归后表现亮眼，2 月 19 日回归的《守望先锋》或进一步推动端游收入增长。《漫威争锋》等产品后续在国内的上线也有望带来可观增量。

### 云音乐、有道盈利能力持续提升，AI 赋能或加快多元业务发展

云音乐增强以音乐为核心的变现水平，驱动在线音乐服务收入快速增长及盈利能力持续提升，2024 年云音乐会员订阅收入同比增长 22%，毛利率达 33.7%（同比 +7pct）。有道以继续驱动创新，集成 Deepseek-R1 模型，并发布 SpaceOne AI 学习硬件，在 AI 驱动下有道 2024 年首次实现全年营业利润为正。

3.2 重点推荐：心动公司、腾讯控股、网易-S、盛天网络、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特，受益标的：巨人网络

## 4.4、盛天网络（300494.SZ）：积极尝试 AI 社交小游戏，打开成长空间

公司发布自主研发的盛天 AI 平台 VRACE，平台集成了 AI 美术、AI 语音、AI 文本生成等多项前沿技术，覆盖美术创作、语音交互、叙事生成全流程的娱乐行业垂直解决方案，有望持续赋能公司多元社交娱乐业务。

AI+游戏：自研由 AI 大模型驱动的多人互动小游戏《字灵契约》，集合多模态 AI 大模型应用，接入豆包 AI 工具，玩法结合“抽卡+回合制对战”，目前已上线公司自有平台易起游，后期预计将在公司社交产品和其他平台陆续上线。

公司积极研发多款 AI+小游戏，结合 DeepSeek 能力自研的社交推理小游戏《密语炸弹》在公司内部取得了良好反响，此外，公司还研发了一款由 AI 大模型驱动的多人互动小游戏《字灵契约》。该游戏集合多模态 AI 大模型应用，已接入豆包 AI 工具，是一款结合“抽卡+回合制对战”的游戏，目前已上线公司自有平台易起游。当玩家通过文字召唤契约兽时，AI 不仅会根据语义生成形象，还会持续追踪玩家的创作偏好。未来有望持续探索 AI 和游戏玩法的深度结合应用。

AI+音乐：多模态 AI 应用“给麦”接入豆包，目前已在情感分析、语音、文字识别等领域实现突破，2025 年春节引入基于 AI 图片写歌的 AI 音乐贺卡玩法，2025 年 2 月推出 AI 占星功能，实现 AI+音乐+社交融合。

AI+社交陪伴：AI 社交产品“带带”接入 DeepSeek，截至 2025 年 2 月 5 日已部署完成进入测试阶段，公司同时积极研究 AI 智能体技术，优先推动 AI 虚拟人功能落地，结合公司旗下 AI 音乐产品“给麦”、AI 社交产品“求带”，打造相应的 AI 虚拟人陪伴玩法。

## 4.5、神州泰岳（300002.SZ）：业绩延续高增长，新游戏海外已开启

## 商业化

### 2024 年业绩大幅增长，看好新游戏上线继续驱动增长

公司发布 2024 年业绩预告，预计 2024 年实现归母净利润 13.81-14.91 亿元（同比+55.66%至 68.06%），实现扣非归母净利润 10.98-12.08 亿元（同比+32.44%至+45.70%）。2024Q4 扣非归母净利润为 2.66-3.76 亿元（环比+23.72 至+74.88%）。2024 年归母净利润同比增长主要系：（1）《Age of Origins》和《War and Order》等主要产品表现亮眼，根据点点数据，公司旗下壳木游戏在 2024 年 12 月中国游戏厂商出海收入榜中排名第 4，相比 11 月提升 1 名，同时公司通过实施精准营销策略适时缩减投放支出，使得游戏业务利润增长；（2）公司在 ICT 运维、信息安全领域稳定发展，并在云服务、物联网、创新服务业务领域取得稳定增长。（3）作为出口创汇型企业，利息收入、汇兑损益助力公司业绩增长；（4）2024 年实现非经常性损益 2.8 亿元，主要为收回的诉讼款项及收到的政府补助。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 13.74/14.14/16.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.70/0.72/0.83 元。

### 新游戏陆续在海外上线，后续流水有望持续爬升

公司的两款 SLG 新游戏《Stellar Sanctuary》和《Next Agers》已在海外开启商业化测试，后续将择机在国内上线。其中，《Stellar Sanctuary》（中文名称《荒星传说：牧者之息》）已经获得国产游戏版号。SLG 游戏品类特点为前期需要进行用户拉新及游戏生态培育，随着游戏内容与生态不断完善，同时配合买量获客，游戏流水有望持续爬升，且游戏生命周期较大，新游戏有望长期贡献可观流水。

### AI 在各条线业务加速落地，或进一步打开业务成长空间

公司积极推动 AI 在各条业务线的商业化落地。各业务线将 AI 能力嵌入到多个产品中，包括应用于智能催收和智能电销的“泰岳智呼”平台，应用于 ICT 运营管理领域的智能数据分析、智能研发等大模型应用创新产品，企业级 AI 文生图平台等，或为公司计算机业务打开新的成长空间。

## 4.6、恺英网络（002517.SZ）：2024Q3 利润增速提升，继续关注后续产品线

### 2024Q3 业绩增长亮眼，产品周期持续向上

公司 2024 前三季度实现营业收入 39.28 亿元（同比+29.65%），归母净利润 12.80 亿元（同比+18.27%），扣非归母净利润 12.81 亿元（同比+23.43%）。Q3 实现营业收入 13.72 亿元（同比+30.33%，环比+10.00%），归母净利润 4.71 亿元（同比+31.52%，环比+22.97%），扣非归母净利润 4.80 亿元（同比+32.53%，环比+27.43%）。公司 2024Q3 业绩增长主要系《原始传奇》《热血合击》等老游戏表现稳健，《石器时代：觉醒》《怪物联萌》等新游戏贡献增量所致。我们看好后续新游戏上线继续驱动增长，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 18.18/21.67/24.01 亿元，EPS 分别为 0.84/1.01/1.12 元。

### 不断丰富产品线，有望继续驱动增长

继《诸神劫：影姬》10 月 9 日在港澳台地区上线、《怪物联萌》海外版《怪咖侦察队》10 月 17 日在海外上线，正版授权手游《彩虹橙》10 月 20 日公测后，公司产品线仍在不断丰富。3D 动作 MMORPG 手游《龙之谷世界》在十一测试期间取得了优异的数据表现，或 2024 年底上线；《斗罗大陆：诛邪传说》在 10 月 10 日开启首

轮测试，在 TapTap 预约量超 23 万；8 月份至今，公司旗下《开心小矿工》《原始觉醒》《蓝月纪元》《王国危机》《布衣战神》《永恒龙族》《黑龙风暴》等游戏陆续获得版号，有望加速上线，进一步丰富公司产品线，驱动业绩增长。

#### AI 大模型全自动生成游戏或加速实现游戏生产方式的变革

2024Q3 公司毛利率为 82.59%（同比-1.07pct，环比+0.61pct），销售费用率 30.79%（同比+1.83pct，环比-7.05pct），管理费用率 3.34%（同比-2.68pct，环比-0.21pct），研发费用率 12.43%（同比+0.52pct，环比+3.01pct），归母净利率 34.31%（同比+0.31pct，环比+3.62pct），费用率控制持续驱动利润率提升。公司旗下“形意”大模型可实现 AI 全自动画图、写文档、做美术等，并自动整合出完整的游戏，或进一步提升游戏研发效率，降低试错成本，进而驱动长期利润率改善。

#### 4.7、完美世界（002624.SZ）：《诛仙世界》《异环》开启新品周期，业绩或迎反转

##### 公司完成战略调整，或推动高效健康发展

2024 年公司进行了组织结构、管理机制及经营策略调整，对短期业绩带来一定影响，后续随新游戏陆续上线，进入新产品周期，公司业绩有望迎来反转。基于公司业绩及产品周期，我们看好新产品周期驱动公司业绩改善，预计公司 2024-2026 归母净利润分别为-5.89/7.88/12.04 亿元，对应 EPS 分别为-0.30/0.41/0.62 元。

##### 优质美术、丰富玩法及纯正仙侠 MMO 设计或助《诛仙世界》取得良好表现

公司自研 MMO 端游《诛仙世界》公测定档 12 月 19 日。《诛仙世界》基于虚幻 5 引擎打造，美术及画面表现优秀。在游戏玩法上，PVP（团队副本）、PVE（世界 BOSS、200v200 据点战、100v100 帮派联赛、地图阵营等）、PVX（地图探索、家园玩法等）等丰富的玩法可以满足不同用户的游戏需求，特别是团队副本这一传统 MMO 玩法上的表现出色，使得游戏受到大量玩家好评。在战斗系统设计上，《诛仙世界》遵循了经典 MMO 的战斗设计逻辑，在游戏的技能链基础上，增加了“弹反”“解控”等额外的博弈窗口，使得 PVP 玩法更加具有深度。在付费设计上，《诛仙世界》采用了不卖数值的赛季制运营，付费内容主要由月卡（42 元）、战令（68、128 元）、外观商城组成，倾向于长周期运营。此外，《诛仙世界》不上移动端的选择使得游戏能够充分发挥出 PC 性能优势，提供更好的游戏体验。基于知名 IP《诛仙》的用户影响力和《诛仙世界》本身优秀品质，《诛仙世界》官网预约量超 300 万，后续正式上线后有望为公司贡献可观业绩增量。

##### 《异环》首曝反响热烈，或为下一款头部二次元开放世界游戏

《异环》基于虚幻 5 引擎开发，为公司《幻塔》之后又一款二次元开放世界游戏。目前《异环》首曝 PV&实机演示视频在 B 站累计播放量超 900 万，并于 9 月 22 日举办线下封闭试玩会，广受玩家好评，基于公司丰富研发经验及开放都市的独特游戏设计，《异环》有望成为头部开放世界游戏，进一步推动公司业绩反转。

#### 4.8、吉比特（603444.SH）：老游戏流水下滑或放缓，关注新产品周期驱动增长

##### Q3 扣非归母净利润同比下滑 15%，拟每 10 股派现 20 元

公司 2024Q3 实现营业收入 8.59 亿元（同比-10.36%，环比-16.83%），归母净利



润 1.40 亿元(同比-23.82%, 环比-47.19%), 扣非后归母净利润 1.51 亿元(同比-15.33%, 环比-43.01%)。2024Q3 业绩环比下滑主要系: (1)《问道》端游 2024Q3 营业收入及利润环比减少; (2)《问道手游》2024Q2 开启 8 周年活动取得较好效果, 2024Q3 营业收入及利润环比下滑; (3)《一念逍遥(大陆版)》2024Q3 由于发行投入增加金额超过营业收入增加金额, 整体利润环比减少。2024Q3 业绩同比下滑主要系:《问道》端游、《问道手游》及《一念逍遥(大陆版)》营业收入及利润同比均有所减少。此外, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 20 元。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 9.25/11.55/13.09 亿元, 对应 EPS 分别为 12.84/16.03/18.17 元。

#### 核心游戏流水下滑或逐步放缓, 海外收入延续高增长

《问道》端游 2024H1 流水为 6.56 亿元(同比+16.31%), 2024Q3 流水为 2.25 亿元(同比-11.42%), 核心端游流水有所波动但整体保持增长;《问道手游》2024H1 流水为 11.55 亿元(同比-14.66%), 2024Q3 流水为 4.57 亿元(同比-12.62%);《一念逍遥(大陆版)》2024H1 流水为 3.11 亿元(同比-54.81%), 2024Q3 流水为 1.68 亿元(同比-18.45%), 核心手游流水同比下滑或逐步减缓。此外, 公司海外收入延续高增长, 2024 年 1-9 月海外收入达 3.69 亿元(同比+99.57%)。

#### 精品储备游戏丰富, 新游戏陆续上线有望驱动业绩增长

公司多款储备游戏已取得版号并有望加速上线, 包括《异象回声》(拟 2024 年下半年上线)、《王都创世录》(拟 2024 年下半年上线)、《杖剑传说》(拟 2025 年上半年上线)、《问剑长生》、《最强城堡》、《亿万光年》等。随着丰富储备游戏上线开启新产品周期, 有望逐步抵消老游戏流水下滑, 进一步驱动公司业绩增长。

#### 4.9、巨人网络(002558.SZ): 深耕优势赛道, 推进探索 AI 游戏

公司深耕国战 MMO 优势赛道,《原始征途》上线一年累计流水超 15 亿, 其小游戏累计新增玩家超 200 万, 稳居微信小游戏畅销榜前十。休闲竞技赛道,《球球大作战》通过运营活动及优化, 2024 年春节期间 ARPU 创历史新高, 2024 上半年 ARPU 和付费渗透率同比大幅增长。此外, 公司基于开源模型自主训练的 AI 生成大模型 GiantGPT 于 2024 年 2 月完成备案; 2025 年 3 月 14 日, 公司旗下社交推理游戏《太空杀》接入 DeepSeek, 首创基于 DeepSeek 打造的原生游戏玩法“内鬼挑战”; 2025 年 3 月 21 日,《原始征途》手游接入 DeepSeek-R1 满血版, AI 智能 NPC“小师妹”完成技术升级, 为玩家提供更智能、更人性化的交互体验。

表6: 重点推荐及受益标的包括游戏板块

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)			市盈率(倍)			最新每股净资产
					2023A	2024A/E	2025E	2023A	2024A/E	2025E	元/股
2400.HK	心动公司	买入	37.00	185	(0.18)	1.80	2.60	/	19	13	3.6
0700.HK	腾讯控股	买入	502.00	47,181	11.89	20.49	23.60	39	23	20	85.3
9999.HK	网易-S	买入	154.00	5,028	9.05	9.19	10.7	16	16	13	38.7
300494.SZ	盛天网络	买入	12.04	60	0.35	0.70	0.85	35	17	14	3.5
300002.SZ	神州泰岳	买入	13.31	270	0.46	0.70	0.72	29	19	18	2.9
002517.SZ	恺英网络	买入	16.04	351	0.70	0.84	1.01	23	19	16	2.4

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益（元/股）			市盈率（倍）		最新每股净资产	
002624.SZ	完美世界	买入	11.07	218	0.26	0.41	0.62	43	27	18	4.7
603444.SH	吉比特	买入	220.00	160	15.63	18.14	21.92	14	12	10	62.0
002558.SZ	巨人网络	未有评级	14.52	289	0.59	0.76	0.86	25	19	17	5.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（未有评级公司盈利预测来自 Wind 一致预测，股价截至 2025 年 3 月 25 日收盘；港股公司所示市值及股价为港币，计算采用 1 港币=0.9301 进行换算）

## 5、风险提示

**（1）AI 大模型发展不及预期：**AI 大模型更新迭代受技术路径、算力成本、人员投入及监管等影响，其进展存在不确定性。

**（2）AI 游戏落地进展不及预期：**AI 游戏进展存在不及预期的风险。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn