

证券研究报告·行业动态报告

游戏2023&1Q24财报总结 核心五问五答：买量、出海、小游戏、AI

分析师：杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-85156448

SAC编号：S1440519060002

SFC编号：BQI330

分析师：杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

SAC编号：S1440523110001

发布日期：2024年5月7日

核心观点

1、1Q24哪些公司超预期及原因？

- 1) 老游戏稳健：神州泰岳（海外SLG），巨人网络（国内征途+球球）；
- 2) 新品周期较好：恺英网络。

2、买量成本怎么展望？

23年A股游戏平均销售费用率29%（+2pct）Q1提至35%。年初至今APP竞争趋缓、小游戏竞争持续激烈。

3、国内海外景气度展望？

- 1) 出海：持续看好SLG赛道扩容，点点排名快速攀升，壳木稳中有升；
- 2) 国内：5月下旬大量头部产品上线，腾讯《DNF手游》5/21，网易《燕云十六声》7/26，米哈游《绝区零》暑期。

4、小游戏格局变化与景气度？

畅销Top10品类扩容，带动空间再提升：1) 多元化：《百炼英雄》打破開箱子、咸鱼like榜单局面；2) 重度化：《无尽冬日》《王者征途》证明重度&强对战玩法逐步跑通。

5、AI+游戏是否有进展？

- 1) 期待AI+3D攻克奇点，长期研发费用率有下降趋势；
- 2) AI新玩法：AI虚拟聊天与乙女游戏内核高度类似：高频、拟人、陪伴，期待新玩法出现。

A股游戏板块2023年与24年第一季度财报均发布，我们对各家公司进行梳理+展望，提炼出目前市场核心关心的几个问题：

1、1Q24哪些公司超预期？核心原因是什么？

- 核心公司一季度表现超预期，主要分为两类：1) 老游戏表现稳健，包括神州泰岳（海外，战火与秩序/旭日之城），巨人网络（国内，征途/球球）；2) 新品周期较好的，主要包括恺英网络（国内，小游戏+收购盛和增量）。此外吉比特一季度收入环比有提升，下滑趋势止跌。

2、板块整体销售费用率如何？全年买量成本怎么展望？

- 从23年来看，A股游戏板块平均销售费用率29%，比21年/22年的27%相比高出2pct，1Q24行业整体销售费用率进一步提升至35%，我们认为核心仍然参与买量的游戏整体变多，同时增量玩家有限、其他娱乐体验（线下文旅电影/线上短剧）对游戏有挤压，导致买量格局仍激烈。
- 但分渠道看，APP游戏和小游戏趋势有分化：APP竞争有趋缓，年初至今投放游戏数/素材数同比下降15-20%，小游戏竞争持续激烈，年初至今投放游戏数、素材数同比提升40-60%

3、国内市场和海外的景气度（SLG出海）怎么看？各家公司产品储备？

- 整体情况：国内手游市场Q1缺乏重点新品，但依然实现9%增速，需求稳定持续；出海市场1-3月增速逐月提升，3月增速达到11%超过国内市场，出海景气度向上的趋势明显。
- 出海：2H23以来海外流水提升的公司均依靠SLG：包括点点《Whiteout Survival》出海收入第1，壳木《Age of Z Origins》，23年全球SLG手游下载7亿次+，同比+24%，我们持续看好SLG+X赛道扩容。
- 国内：5月下旬开始行业迎来大量头部产品的上线，景气度将再提升。包括腾讯《DNF手游》5/21，哔哩哔哩《三国：谋定天下》5/22，库洛《鸣潮》5/32，米哈游《绝区零》暑期，网易《燕云十六声》7/26，《永劫无间手游》暑期，恺英《斗罗大陆》暑期等。

4、小游戏行业格局变化？全年景气度？

小游戏Top10快速洗牌，背后是品类扩容（多元化+重度化），进一步带动小游戏市场空间提升

- 玩法多元化：轰隆隆like产品《百炼英雄》进入TOP5，打破以開箱子、咸鱼like等品类为主的局面
- 重度、强对战游戏逐步跑通小游戏：点点互动海外SLG《Whiteout Survival》国内版本首发小游戏最高获畅销第1、巨人《王者征途》小游戏进入Top15，证明重度、强对战游戏正逐步跑通小程序。
- 景气度高，同时买量竞争激烈：年初至今买量的小游戏约2200款（去年同期1600款），同比增长37.5%

5、AI+游戏是否有进展？降本增效+新玩法的推出怎么看？

- 降本增效：各家公司生产管线渗透全面：包括完美世界智能NPC/智能游戏助手/场景建模/AI绘画，恺英网络“形意”大模型，以及巨人网络AI绘画平台iMagine等。
- 期待AI+3D攻克技术奇点，行业长期研发费用率有下降趋势。
- AI新玩法：在AI+UGC之外，期待AI乙女游戏。AI虚拟聊天与乙女游戏的内核高度类似：高频互动、拟人回答、情感陪伴，在AI长文本能力、AI虚拟聊天的发展之下，乙女类游戏有望走出AI爆品，年初至今，乙女类游戏持续火爆，根据伽马数据新游首月流水测算榜Top5，前两名都是乙女游戏，包括《恋与深空》（预计首月流水3亿+）和《世界之外》（预计首月流水2亿+），乙女游戏需求持续稳定。

相关公司

- 1) 老游戏稳健 or 新品丰富：推荐恺英网络、神州泰岳、巨人网络；关注吉比特、游族网络、完美世界
- 2) AI布局前瞻：盛天网络、掌趣科技

Q1

1Q24哪些公司超预期？核心原因是什么？

Q2

板块整体销售费用率如何？全年买量成本怎么展望？

Q3

国内市场和海外的景气度（SLG出海）怎么看？各家公司产品储备？

Q4

小游戏行业格局变化？全年景气度？

Q5

AI+游戏是否有进展？降本增效+新玩法的推出怎么看？

附录

重点个股近期更新

1、收入端：增速有分化，老游戏稳健or新品周期好的公司，表现更加亮眼

➤ 从23年下半年至1Q24，A股游戏公司的收入增速分化比较明显，近几个季度收入趋势较好的公司可以分为两类：

➤ 1) 老游戏稳健

神州泰岳（海外，战火与秩序/旭日之城）
巨人网络（国内，征途/球球）

➤ 2) 新品周期较好的

恺英网络（国内，小游戏+收购盛和增量）
三七互娱（国内，一系列小游戏）
世纪华通（海外，WhiteoutSurvival）

➤ 一季度收入增速，延续下滑趋势的包括

吉比特、完美世界、游族网络、盛天网络、姚记科技、星辉娱乐等

➤ 但环比看，吉比特Q1收入实现环比增长

公司Q1收入9.3亿，环比+5.6%，其中老游戏《问道》手游+《一念逍遥》等流水企稳，《飞吧龙骑士（境外版）》《神州千食舫》《MonsterNeverCry》等新游戏上线有增量。

➤ 一季度上线新品，预计Q2有增量的包括

➤ 完美世界（P5X），游族网络（少年西游记2）

A股主要游戏公司单季度收入与增速（单位：百万，蓝色代表增速高）

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
恺英网络	955	1,022	1,053	1,266	1,308
YoY	-7%	4%	29%	41%	37%
神州泰岳	1,212	1,441	1,398	1,911	1,488
YoY	22%	32%	21%	22%	23%
巨人网络	508	936	824	657	696
YoY	-13%	94%	62%	41%	37%
三七互娱	3,765	3,996	4,282	4,504	4,750
YoY	-8%	0%	19%	-5%	26%
世纪华通	3,023	3,027	3,738	3,497	4,262
YoY	-14%	3%	39%	50%	41%
吉比特	1,144	1,205	958	878	927
YoY	-7%	-6%	-27%	-34%	-19%
完美世界	1,904	2,556	1,736	1,595	1,329
YoY	-11%	42%	-3%	-19%	-30%
游族网络	474	372	333	447	335
YoY	-13%	-22%	-24%	-14%	-29%
姚记科技	1,188	1,158	1,225	735	982
YoY	18%	30%	34%	-33%	-17%
浙数文化	924	765	599	790	678
YoY	-11%	-45%	-60%	-37%	-27%
盛天网络	429	383	271	247	254
YoY	35%	-7%	-40%	-48%	-41%
掌趣科技	246	213	246	277	256
YoY	-25%	-33%	-17%	4%	4%
宝通科技	755	790	873	1,238	839
YoY	14%	-8%	1%	42%	11%
星辉娱乐	321	394	751	267	302
YoY	-13%	-4%	44%	-13%	-6%
电魂网络	156	163	187	172	137
YoY	-31%	-21%	2%	-1%	-12%
冰川网络	690	704	720	670	560
YoY	44%	107%	67%	-16%	-19%
名臣健康	407	438	459	334	362
YoY	173%	124%	110%	-13%	-11%
顺网科技	364	317	427	324	412
YoY	36%	29%	36%	9%	13%

2、利润端（扣非）：1Q24核心公司的表现均超出预期

➤ **恺英网络**：一季度归母净利润4.3亿，同比+47%，扣非4.2亿，同比+48%，增长亮眼。一季度经营趋势向好，主要是盛和并表+《仙剑》《怪物联萌》两款小游戏稳定贡献增量，两款游戏排名小游戏畅销Top20。

➤ **神州泰岳**：一季度归母净利润达2.95亿元，同比增长65.62%。核心游戏《旭日之城》《战火与秩序》稳健，展望24年，公司储备科幻SLG《代号DL》和文明SLG《代号LOA》有望2H24在海外率先上线

➤ **巨人网络**：一季度实现归母净利润3.5亿，同比+44%，扣非归母4.1亿，同比+54%。征途/球球稳健，全年增长可持续，《王者征途》小程序自2月起加大买量，排名和流水稳步攀升；后续《原始征途》正式版，及《月圆之夜》《太空杀》加大商业化贡献增量。

A股主要游戏公司单季度扣非归母净利润与增速（单位：百万，蓝色代表增速高）

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
恺英网络	286	390	363	312	424
YoY	19%	10%	46%	180%	48%
神州泰岳	147	235	155	292	287
YoY	160%	54%	25%	160%	95%
巨人网络	262	429	425	256	405
YoY	-25%	78%	60%	59%	54%
三七互娱	670	445	962	419	616
YoY	-12%	-50%	70%	-38%	-8%
世纪华通	338	399	467	-783	647
YoY	64%	77%	182%	89%	92%
宝通科技	81	33	-19	61	99
YoY	25%	293%	-130%	112%	22%
吉比特	281	365	178	295	198
YoY	-16%	9%	-47%	-37%	-29%
完美世界	204	81	172	-247	-158
YoY	-51%	-68%	-31%	-7%	-178%
游族网络	6	-126	20	175	23
YoY	-89%	由盈转亏	-15%	147%	292%
姚记科技	191	205	127	-4	150
YoY	130%	108%	28%	-106%	-22%
浙数文化	168	326	111	-245	71
YoY	27%	63%	-36%	-398%	-58%
盛天网络	71	70	34	-13	10
YoY	35%	10%	-54%	-145%	-86%
掌趣科技	60	59	4	5	57
YoY	50%	-18%	-93%	107%	-6%
星辉娱乐	-44	-37	134	-140	-98
YoY	-264%	-305%	扭亏为盈	46%	-124%
电魂网络	32	38	34	-44	31
YoY	-50%	-37%	-32%	由盈转亏	-5%
冰川网络	181	-63	48	36	-450
YoY	-16%	-188%	123%	163%	由盈转亏

资料来源：wind, 中信建投

3、1Q24核心公司超预期原因：老游戏稳健or新品周期好

	国内	海外
老游戏 稳健	巨人网络，扣非净利润+54% (征途+球球) 恺英网络，扣非净利润+48% (传奇类游戏)	神州泰岳，扣非净利润+95% (战火与秩序+旭日之城)
新游产品 周期好	恺英网络，扣非净利润+48% (10+款版号，新品类+传奇兼有) 三七互娱，收入端+26% (小游戏排名好)	世纪华通，扣非净利润+92% (海外新品WhiteoutSurvival)

4、游戏公司愈加重视分红：三七、恺英、巨人加大分红绝对值

- 相较以往年份，游戏公司对于分红更加重视
- 部分公司23年的分红金额呈现明显的上涨趋势，包括三七互娱（23年分红18亿）、恺英网络（23年分红4.3亿）、神州泰岳（23年分红1.2亿）、姚记科技（分红3.7亿）、浙数文化（23年分红1.6亿）
- 恺英网络：分红、增持彰显长期信心公司实控人提议23年度分红2.15亿，半年度已分红2.13亿，23年分红比率约25.2%-32.9%。从2020年至今，实控人累计增持11次，金额超15亿元
- 巨人网络：年中+年末两次分红，分红总额预计3.99亿，分红比率约37%。

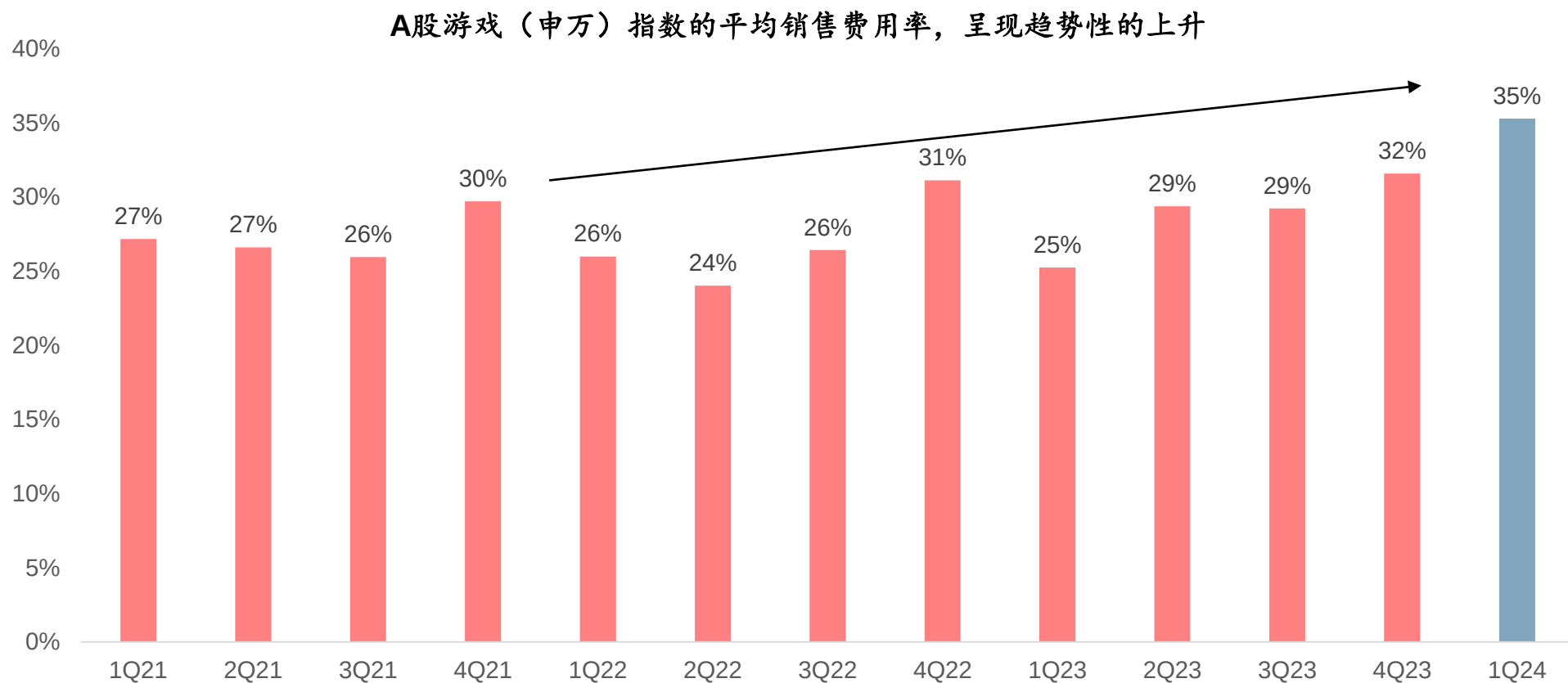
A股主要游戏公司单季度扣非归母净利润与增速（单位：百万，蓝色代表增速高）

公司	2021分红金额（亿元）	2022分红金额（亿元）	2023分红金额（亿元）	最新市值（亿元）	股息率
三七互娱	11.4	17.7	18.1	370.4	4.89%
完美世界	22.9	6.7	8.7	194.0	4.50%
吉比特	11.5	12.2	5.0	140.9	3.58%
恺英网络	-	-	4.3	253.8	1.68%
巨人网络	3.1	3.0	4.0	232.7	1.71%
姚记科技	1.2	1.0	3.7	106.7	3.48%
冰川网络	-	3.1	2.8	43.7	6.35%
浙数文化	1.0	1.0	1.6	129.0	1.28%
神州泰岳	0.5	0.6	1.2	190.0	0.62%
电魂网络	2.0	2.0	0.5	45.4	1.10%
游族网络	-	-	0.5	88.7	0.51%
宝通科技	0.4	-	0.2	59.2	0.42%

Q1	1Q24哪些公司超预期？核心原因是什么？
Q2	板块整体销售费用率如何？全年买量成本怎么展望？
Q3	国内市场和海外的景气度（SLG出海）怎么看？各家公司产品储备？
Q4	小游戏行业格局变化？全年景气度？
Q5	AI+游戏是否有进展？降本增效+新玩法的推出怎么看？
附录	重点个股近期更新

1、费用端（1）销售费用率整体：稳中有增，买量竞争仍然激烈

- 从23年来看，A股游戏板块全年平均的销售费用率约为29%，比21年与22年的27%相比，高出2pct，且呈现逐季度提升的趋势（1Q23-4Q23分别为25%、29%、29%、32%）。
- 1Q24行业整体销售费用率进一步提升至35%，我们认为核心仍然是：1）新游竞争格局激烈（版号数量提升，高品质新游多）、用户增量有限（主流游戏玩家增长慢，小游戏增量用户价值低，线下消费挤占线上时长）、其他行业对游戏买量总盘的挤压（短剧等品类抢占流量）等多重原因导致



2、费用端（2）不同渠道有分化：APP竞争趋缓，小游戏持续激烈

- 从1Q24整体来看，A股游戏公司的销售费用率整体稳中有升，我们认为核心还是参与买量的游戏整体变多，同时增量玩家有限、其他娱乐内容（影视文旅+短剧）对游戏有挤压，导致买量格局仍激烈。
- 但分渠道去看，APP游戏和小游戏的竞争激烈程度有所分化：
- 1) APP竞争有趋缓：据Dataeye，年初至今参与买量的APP游戏接近5000款，少于去年同期6500款
- 2) 小程序游戏持续激烈：根据Dataeye，年初至今大约2200款，多于去年同期1600款左右。

图表：1Q24买量成本分析

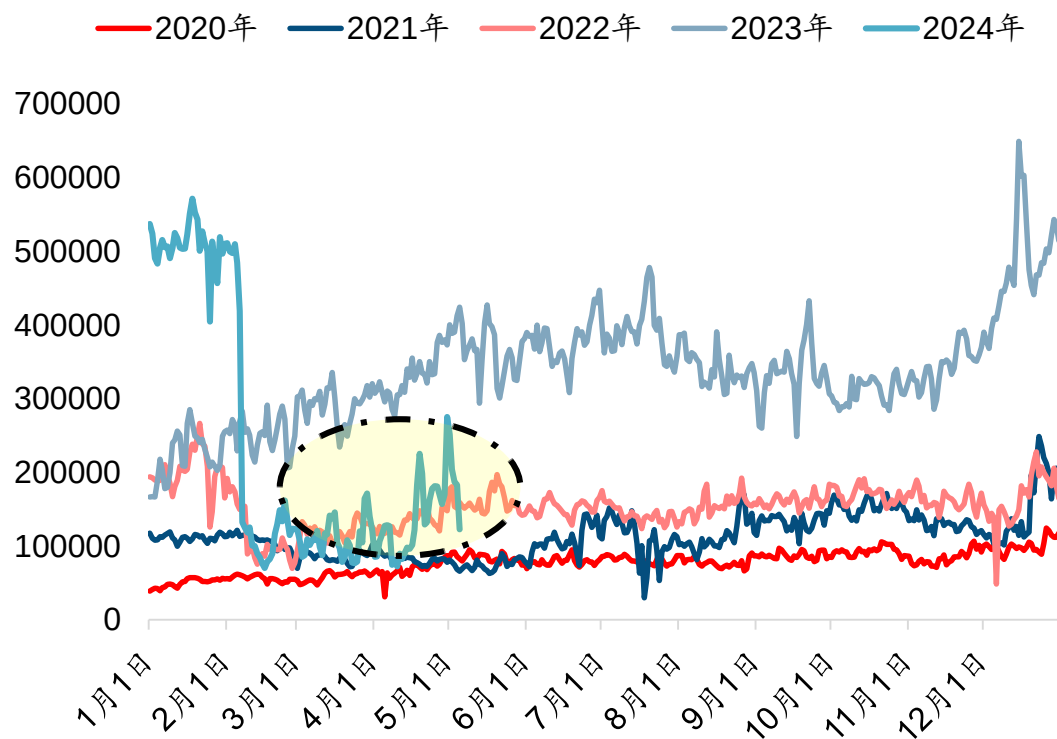
时间	因素1——新游供给	因素2——增量玩家有多少	因素3——线上时长	其他行业对买量盘的挤压	买量成本	A股游戏公司 平均销售费用率
2020年	买量游戏数：约2500款 头部新游数：6款	手游用户数6.54亿，同比+4.84%	1H20用户居家，用户线上时间提升	无明显影响	开始升高	24%
2021年	买量游戏数：约3000款 头部新游数：7款	手游用户数6.56亿，同比0.23%	线下有所放开/恢复	直播电商挤占游戏大盘	较高	27%
2022年	买量游戏数：约4000款 头部新游数：6款	手游用户数6.54亿，同比-0.23%	用户居家，用户线上时间提升	无明显影响	较高	27%
2023年	买量游戏数：约7500款 头部新游数：5款《逆水寒》《星穹铁道》等	预计小游戏贡献增量，但用户价值量偏低	线下完全放开，线上时长有所下滑	短剧兴起带动买量成本上升	高	29%
2024年 (1-4月)	买量游戏数 ➤ APP游戏：接近5000款 (去年同期6500款左右) ➤ 小程序游戏：约2200款 (去年同期1600款左右)	预计小游戏贡献增量，但用户价值量偏低	线下文旅+影视的景气度持续较高	短剧兴起带动买量成本上升	高	35% (1Q24口径，去年Q1为25%)

资料来源：dataeye，中信建投

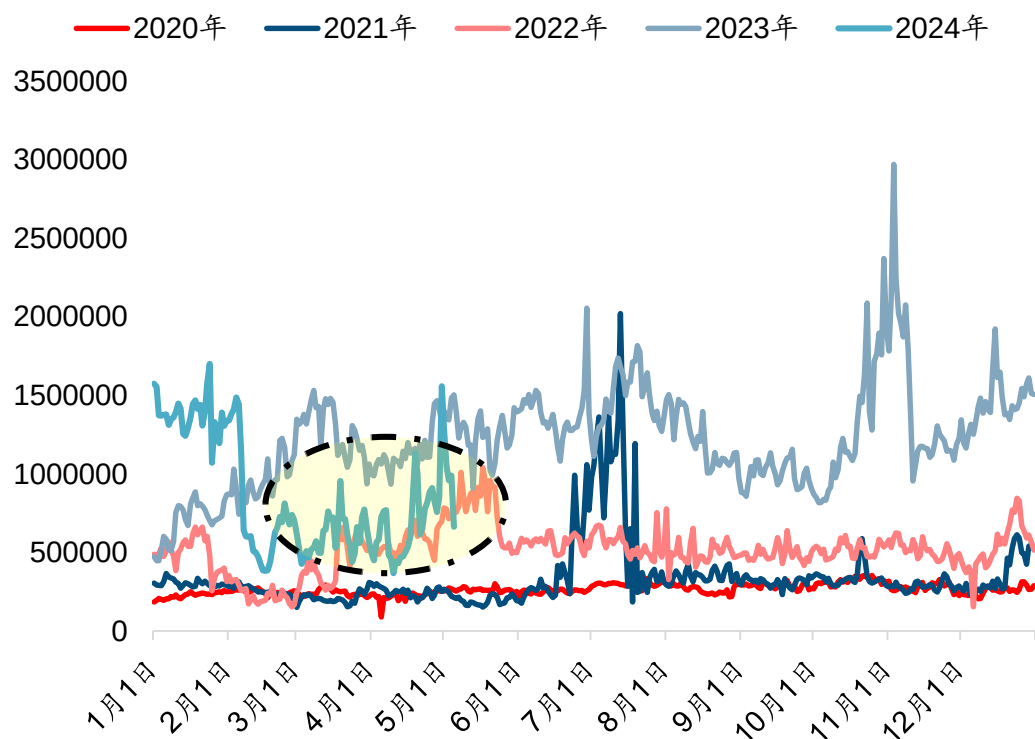
3、APP游戏：买量竞争趋缓，投放游戏数、素材数同比下降15-20%

- 参与买量的游戏数量：年初至今APP游戏接近5000款买量，少于去年同期6500款，**同比下降23%**
- 投放素材数：年初至今日均投放素材数23.5万，去年同期为27.8，**同比下降15%**
- 投放计划数：年初至今日均投放素材数86.5万，去年同期为103.6，**同比下降17%**

图表：全网APP游戏日度买量素材数对比



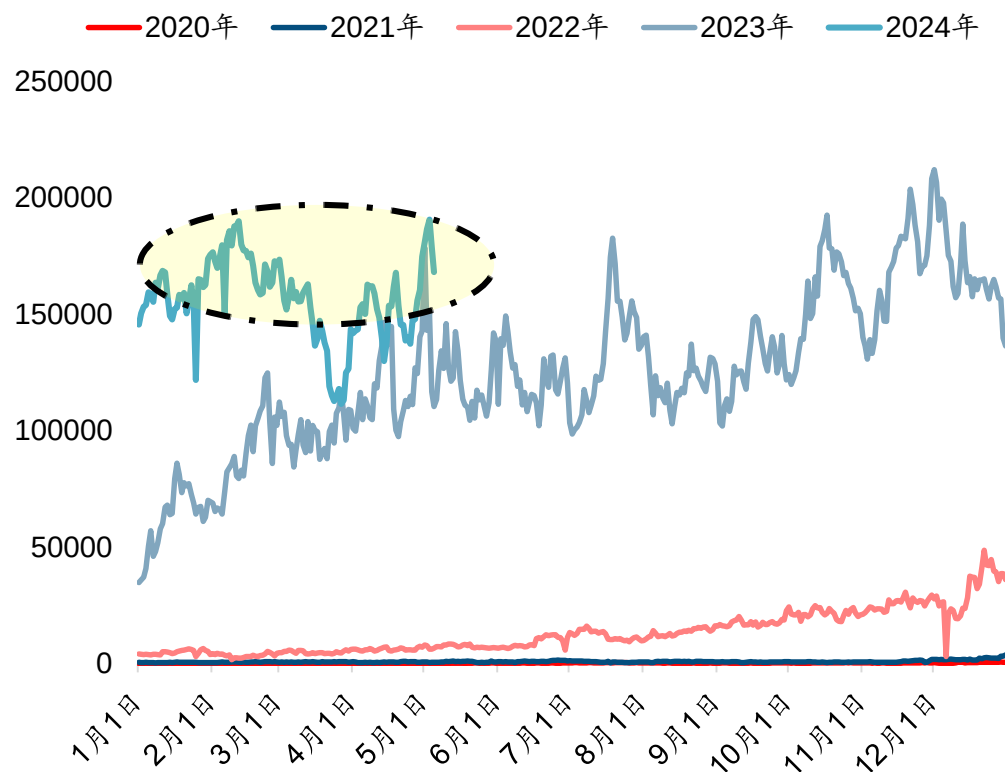
图表：全网APP游戏日度买量计划数对比



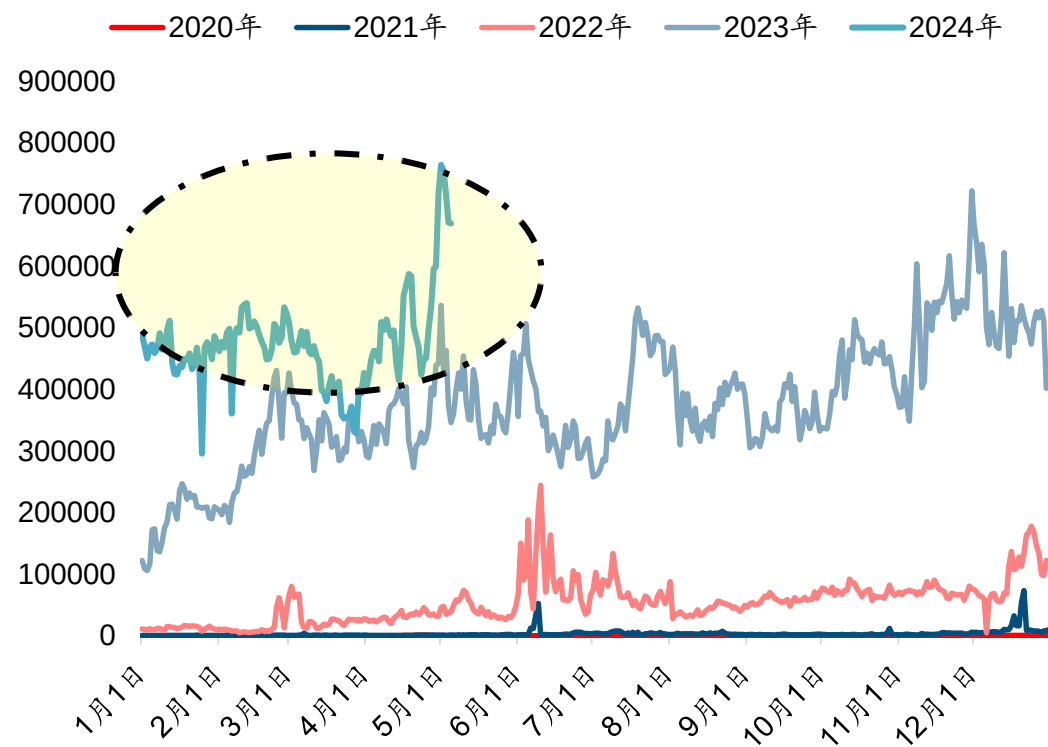
4、小程序游戏：买量竞争加剧，投放游戏数、素材数同比提升40-60%

- 参与买量的游戏数量：年初至今小程序游戏大约2200款，多于去年同期1600款，**同比增长37.5%**
- 投放素材数：年初至今日均投放素材数15.7万，去年同期为9.4万，**同比增长67%**
- 投放计划数：年初至今日均投放素材数47.5万，去年同期为29.7，**同比增长60%**

图表：全网小程序游戏日度买量素材数对比



图表：全网小程序游戏日度买量计划数对比

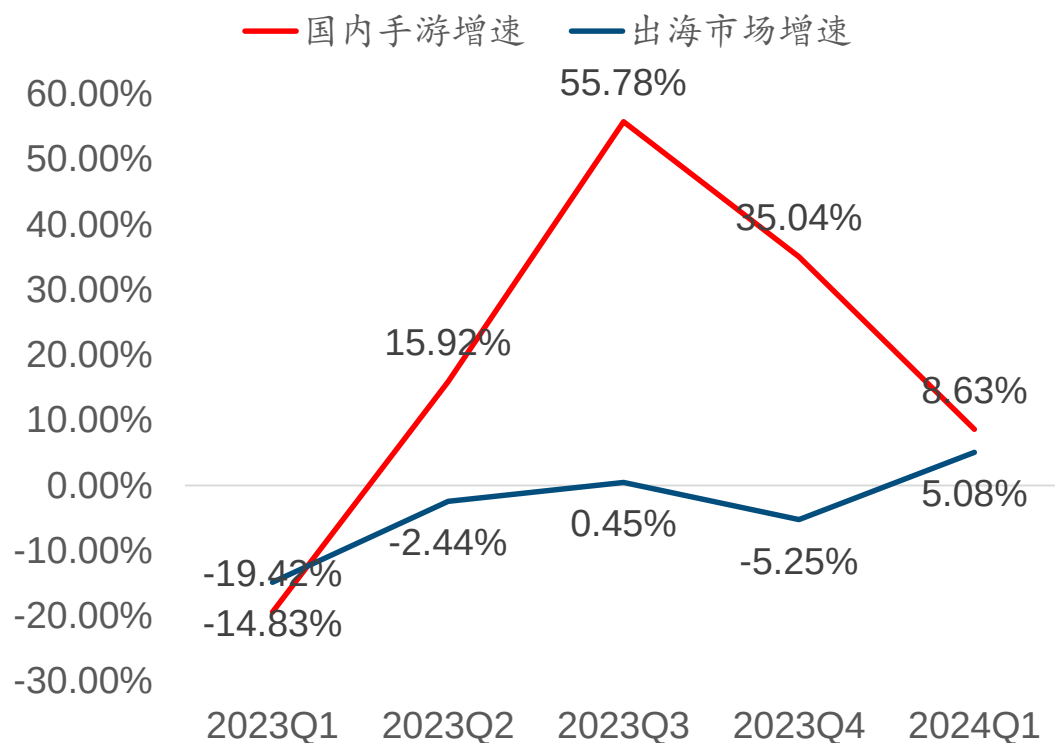


Q1	1Q24哪些公司超预期？核心原因是什么？
Q2	板块整体销售费用率如何？全年买量成本怎么展望？
Q3	国内市场和海外的景气度（SLG出海）怎么看？各家公司产品储备？
Q4	小游戏行业格局变化？全年景气度？
Q5	AI+游戏是否有进展？降本增效+新玩法的推出怎么看？
附录	重点个股近期更新

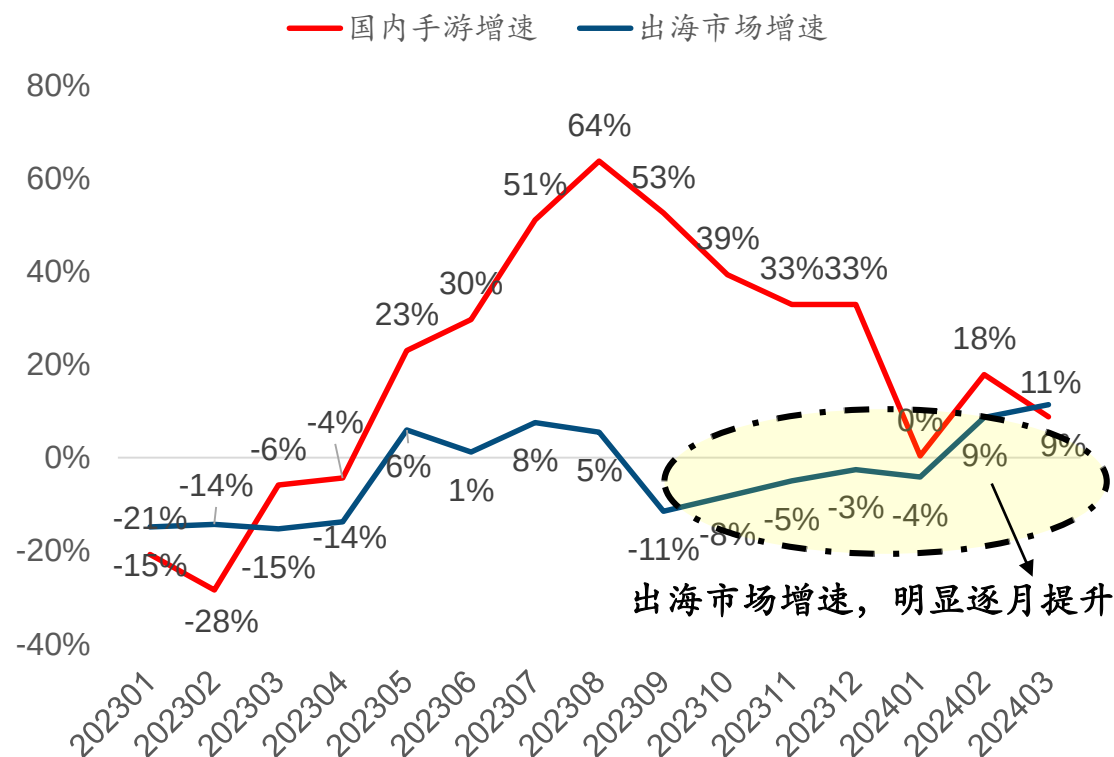
1、手游整体景气度：Q1国内缺新品，但仍实现9%增长；出海增速逐月加快

- 国内：一季度缺乏重点新品，依然实现9%增速。今年Q1，国内手游市场规模529亿，同比实现8.63%的增长。今年一季度国内缺乏重点新品的上线，但依然实现稳定的增长，国内手游景气相对可观。
我们也提出Q2开始国内新品周期开启，预计二季度开始国内市场增速有望上台阶。
- 出海：1-3月增速逐月提升，3月出海增速超过国内。今年Q1，出海市场规模40.75亿（美金），同比增速5.1%的增长，增速略低于国内本土市场。但1-3月增速逐月提升，分别为-4%、9%、11%，3月增速超过国内市场，出海景气度向上的趋势明显。

图表：国内手游市场&出海市场的增速（季度）



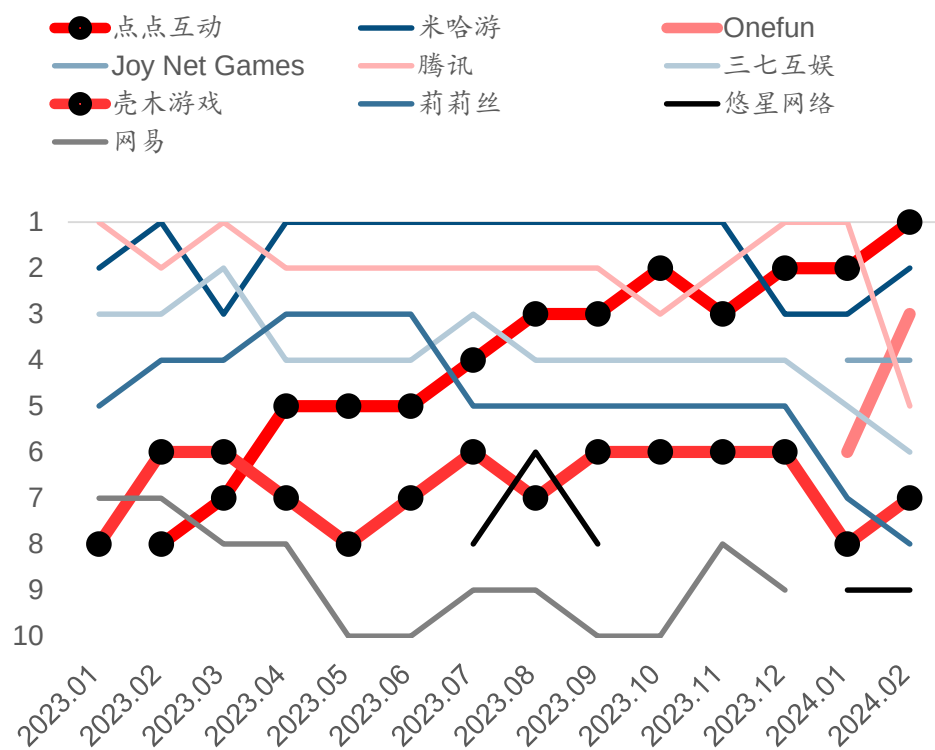
图表：国内手游市场&出海市场的增速（月度）



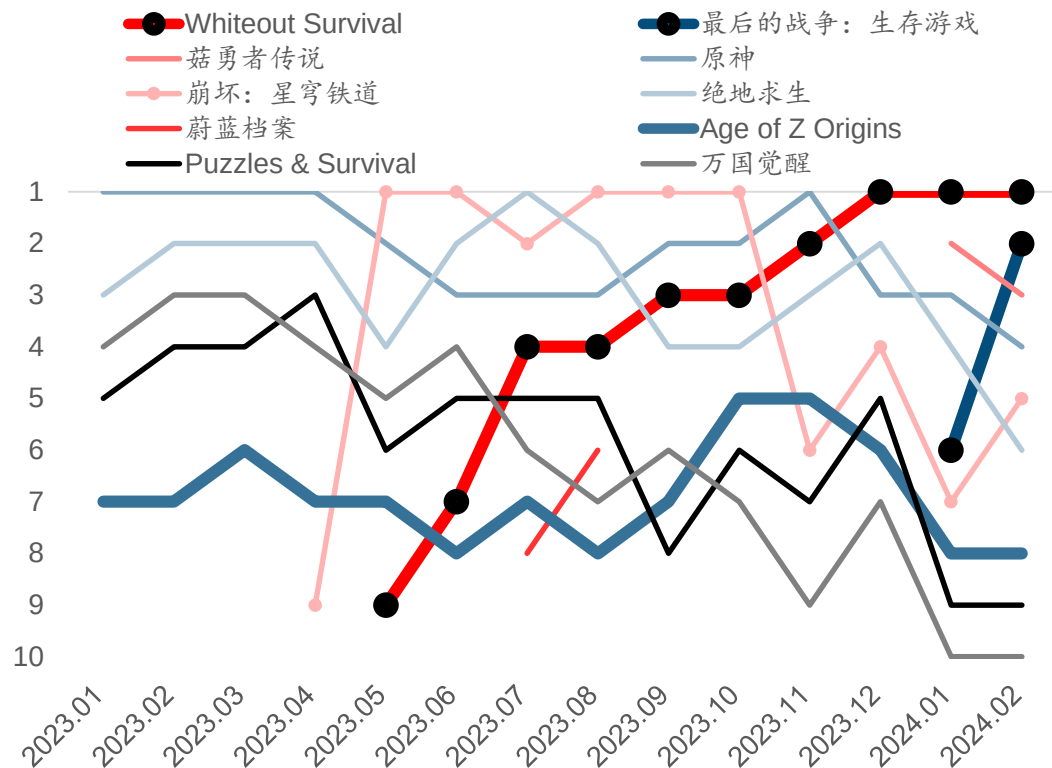
2、出海市场：点点互动、壳木游戏凭SLG扎实运营，流水不断创新高

- 23年至今，海外收入排名持续走高的公司，都主要依靠SLG类产品：
- 1) 点点互动（世纪华通）：23年第8名，提升至24年2月第1名，冰雪生存类SLG《Whiteout Survival》从23年12月-24年2月保持出海游戏收入第一名（超越原神和吃鸡）
- 2) 壳木游戏（神州泰岳）：排名稳定在6-8名，相对比较稳健。末日题材SLG《Age of Z Origins》23年10-11月的排名攀升至第5。
- 3) Onefun（元趣娱乐）从24年1月第6名，提升至24年2月的第3名，融合类SLG《LastWar:Survival》24年2月出海收入攀升至第2。

图表：国内游戏厂商海外收入排名（月度，按公司排名）



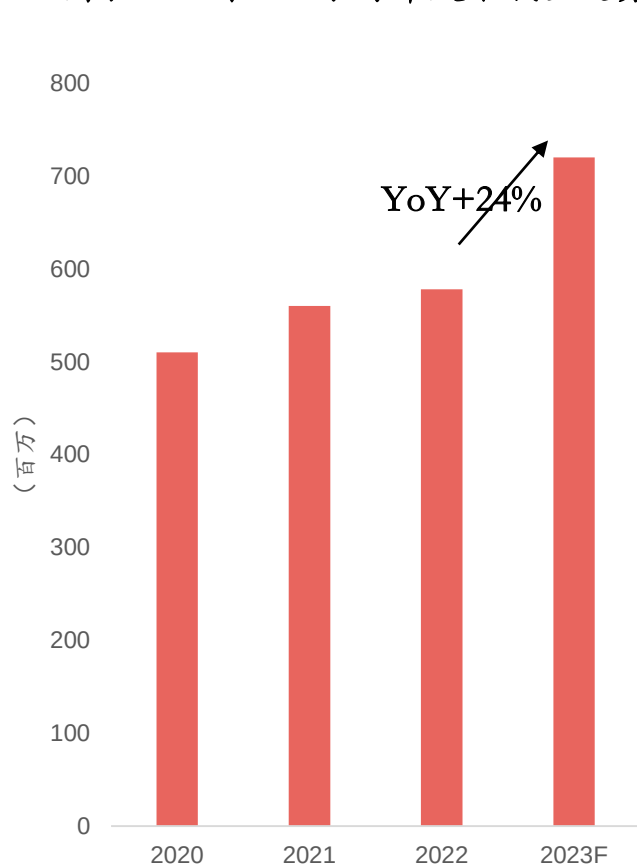
图表：国内游戏海外收入排名（月度，按游戏排名）



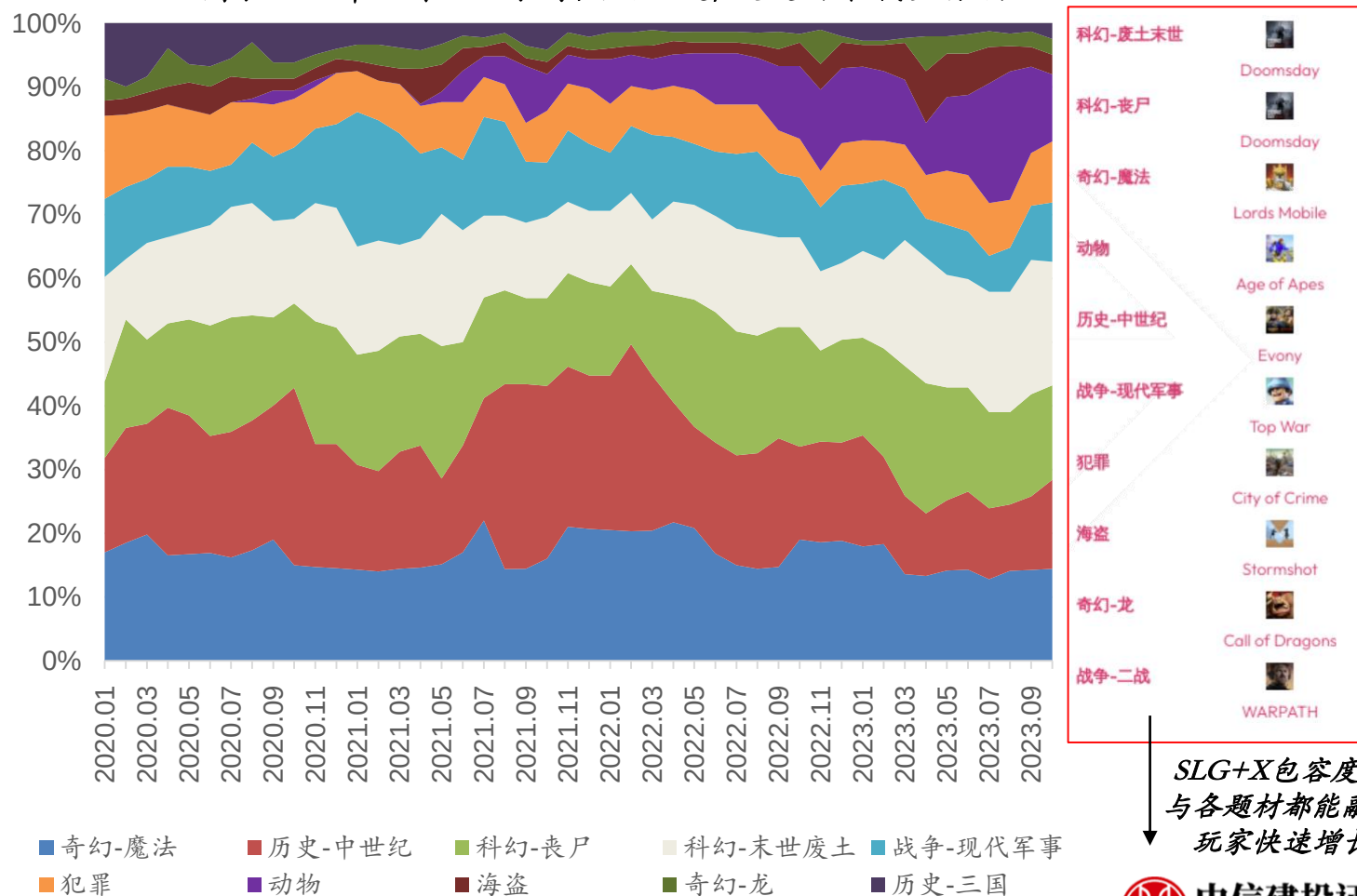
2、出海市场：SLG全球下载大幅提升，看好SLG+X赛道，与各题材均能融合

- 根据data.ai数据，2023年全球SLG手游下载量预计突破7亿次，同比大幅增长23.5%。从下载量份额来看，全球SLG游戏热门主题/设定集中在奇幻、历史、科幻、战争以及犯罪题材，太空与史前题材热度有所下降。其中，科幻-废土末世以及科幻-丧尸在全球范围内热度极高，在2023年SLG游戏下载量份额分别占到17%、15%。
- 从地域偏好来看，欧美地区对于中世纪与战争题材兴趣浓厚，中日韩市场则对三国题材兴趣度高。

图表：全球SLG手游年度下载量趋势



图表：23年全球SLG手游热门主题/设定的下载量份额

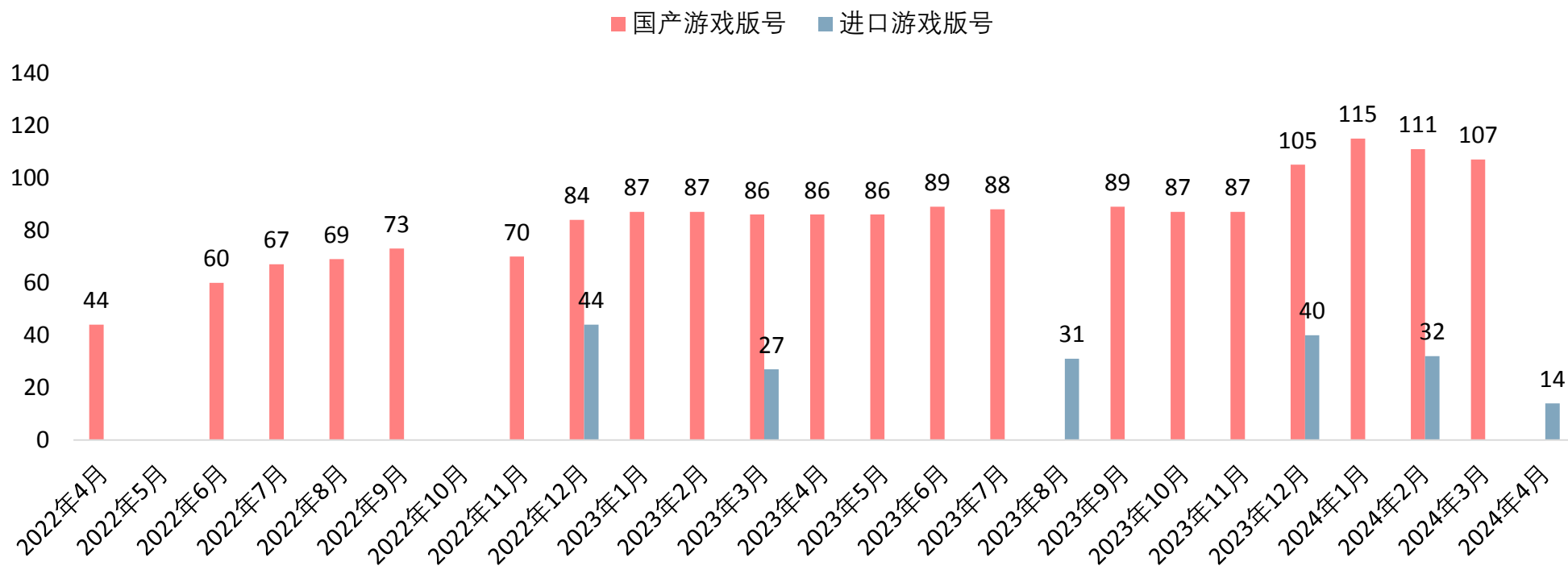


SLG+X包容度高
与各题材都能融合
玩家快速增长

3、国内市场：版号发放稳定，供给侧同比30%+增长

- 今年以来版号供给显著增长，从12月以来的版号发放数量、频率看，政策端持续释放积极信号。
- 国产游戏版号按时发放，数量较23年1-11月有所提升：2024年一季度，连续三月发放的版号数量均超过了100款，合计为333款，同比增长28%。
- 进口游戏版号加速发放，数量同比显著增加：4月8日，24年第2批共14款进口版号发放，上一批进口版号发放是2月份的32款，时隔仅1个月，较去年平均3-4个月发放一次进口版号，24年进口版号发放频率显著提升；从数量上看，24年合计已发放46款，同比增长70%。

图表:22年以来游戏版号数量



3、国内市场：二季度以及暑期，重点公司有哪些核心产品？

- 根据统计梳理，5月中下旬开始行业将迎来大量头部产品的上线，我们认为从数量和质量来看，与去年同期的产品线同样饱满，重点游戏包括：
- **5月下旬**：腾讯《DNF手游》，哔哩哔哩《三国：谋定天下》，库洛《鸣潮》
- **暑期**：米哈游《绝区零》，网易《燕云十六声》《永劫无间手游》，腾讯《极品飞车》，恺英《斗罗大陆》
- **下半年**：腾讯《星之破晓》，恺英《盗墓笔记：启程》，完美《一拳超人：世界》等

图表：游戏行业重点待上新品梳理

公司	游戏	上线时间	类型	版本号	测试进度	预约数	备注
腾讯	DNF手游	5月21日	动作格斗	√	2月29日进行先遣测试	5000w+	端转手IP
	极品飞车：集结	暑期	开放世界赛车手游	√	3月15日开始冲刺测试	1000w+	EA正版授权
	星之破晓	2H24（预计）	动作剧情手游	√	3月下旬终极测试	1200w+	王者荣耀衍生手游
网易	燕云十六声	7月26日	武侠开放世界	√	4月19日北美PC端内测	1500w+	
	永劫无间手游	暑期（预计）	国风武侠大逃杀	√	4月1日-4月14日首测	2500w+	端转手IP，买断制销量破2000万份，转为免费后全球玩家数量突破4000万
	零号任务	2Q24（预计）	非对称竞技	√	23年11月开始首测	2000w+	
米哈游	绝区零	暑期（预计）	3D角色扮演动作	√	4月18日三测	3000w+	米哈游《星铁》后最受期待的新游戏
哔哩哔哩	三国：谋定天下	5月22日（iOS显示）	三国策略	√	4月17日终测	100w+	b站自研三国游戏
库洛游戏	鸣潮	5月23日	开放世界动作	√	2月19日奏鸣测试	2000w+	
恺英网络	斗罗大陆：诛邪传说	暑期（预计）	开放世界MMO	√	-	-	正版IP授权
	盗墓笔记：启程	2H24（预计）	探险RPG	√	-	-	正版IP授权
	纳萨力克：崛起	Q2（预计）	开放世界动作冒险	√	-	-	《OVERLORD》正版授权
巨人网络	原始征途-正式版	暑期（预计）	国战MMO	√	-	-	《原始征途》活动&版本更新
游族网络	少年西游记2	4月30日	卡牌RPG	√	-	-	少年系列近期新品
完美世界	一拳超人：世界	2H24（预计）	JRPG	√	-	-	正版IP授权
	乖离性百万亚瑟王：环	2H24（预计）	卡牌对战	√	-	-	正版IP授权

Q1	1Q24哪些公司超预期？核心原因是什么？
Q2	板块整体销售费用率如何？全年买量成本怎么展望？
Q3	国内市场和海外的景气度（SLG出海）怎么看？各家公司产品储备？
Q4	小游戏行业格局变化？全年景气度？
Q5	AI+游戏是否有进展？降本增效+新玩法的推出怎么看？
附录	重点个股近期更新

1、24年小游戏的新变化（1）榜单Top10快速洗牌，玩法多元化+重度化

- 近期微信小程序游戏的畅销榜单Top10有较大的变化，多款新游冲入前10（无尽冬日/流浪超市/百炼英雄/向僵尸开炮等），背后主要是两个趋势：
 - 1) **玩法多元化**：轰隆隆like（SquardRPG+RPG养成+模拟经营+单手操作）产品《百炼英雄》进入TOP5，打破了目前国内小游戏以開箱子、咸鱼like、割草等品类为主的局面
 - 2) **重度游戏逐步跑通小游戏**：另一方面，更重度的游戏开始上线微信小游戏，例如《无尽冬日》。更多新玩法的出现，有望进一步打开市场空间。

图表:1月微信小游戏畅销榜TOP20

排名	游戏名称	发行商	玩法	题材
1	寻道大千	三七互娱	RPG养成	修仙
2	咸鱼之王	豪腾嘉科	休闲放置	三国
3	灵魂序章	三七互娱	放置RPG	斗罗大陆
4	跃动小子	堃冠网络	放置RPG	冒险
5	这城有良田	益世界	模拟经营	商业运营
6	青云诀之伏魔	元游信息	MMORPG	冒险仙侠
7	次神光之觉醒	云游互动	放置RPG	休闲冒险
8	塔防三国志II	掌趣科技	休闲放置	三国
9	冒险大作战	四三九九	动作竞技	冒险
10	仙剑奇侠传之新的开始	恺英网络	放置卡牌	仙剑
11	小鸡舰队出击	海南椰路信息	放置	Q版
12	侠客梦	三贤人	Roguelike割草动作RPG	水墨武侠
13	欢乐斗地主	腾讯	棋牌	斗地主
14	三国吧兄弟	煌秀信息	Roguelike割草	三国
15	口袋奇兵	江娱互动	SLG合成	军事
16	无名之辈	三七互娱	武侠养成	国风
17	少年名将	鼎龙文化	放置卡牌	三国
18	几何王国	名臣健康	休闲放置	Q版
19	国王指意	海南临游	卡牌	水墨
20	大话西游归来	网易	放置	西游

图表:5月初微信小游戏畅销榜TOP20

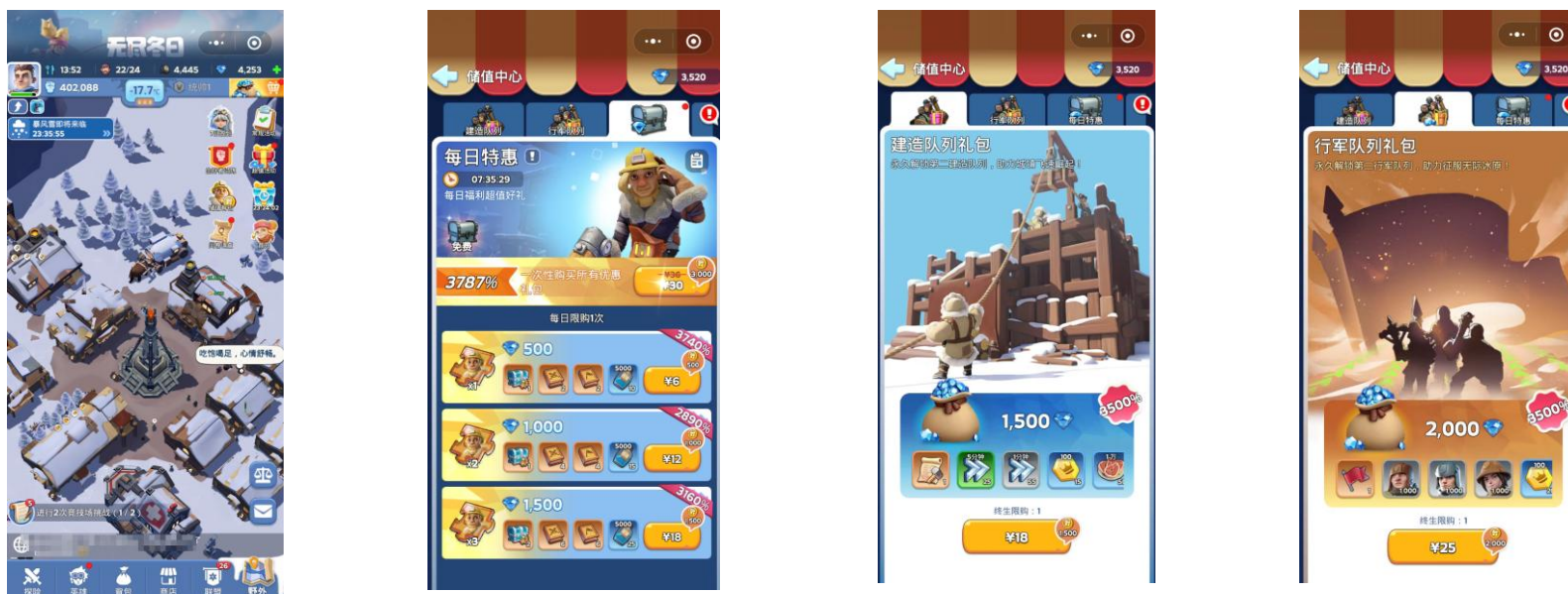
排名	游戏名称	发行商	玩法	题材
1	寻道大千	三七互娱	RPG养成	修仙
2	无尽冬日	点点互动（世纪华通）	模拟经营SLG	冰雪生存
3	向僵尸开炮	盛昌网络	放置益智	科幻
4	咸鱼之王	豪腾嘉科	休闲放置	三国
5	百炼英雄	神游网络	RPG	Q版
6	指尖无双	蓝琥珀	放置RPG	三国
7	灵剑仙师	三七互娱	RPG	斗破苍穹
8	这城有良田	益世界	模拟经营	商业运营
9	无名之辈	三七互娱	武侠养成	国风
10	青云诀之伏魔	元游信息	MMORPG	冒险仙侠
11	跃动小子	堃冠网络	放置RPG	冒险
12	小小英雄	四三九九	即时对抗	武侠
13	王者征途	巨人网络	MMORPG	国战
14	武侠大明星	擎天网络	塔防	武侠
15	几何王国	名臣健康	休闲放置	Q版
16	次神光之觉醒	云游互动	放置RPG	冒险
17	仙剑奇侠传之新的开始	恺英网络	卡牌RPG	仙剑
18	怪物联萌	恺英网络	休闲塔防	冒险
19	道天录	豪腾嘉科	模拟经营	国风修仙
20	行侠仗义五千年	畅趣科技	休闲益智	武侠

资料来源：微信小程序游戏，中信建投

1、24年小游戏的新变化（2）《无尽冬日》的成功印证SLG可以跑通小游戏

- 重度SLG游戏逐步跑通小程序渠道，例如世纪华通4XSLG游戏《WhiteoutSurvival》，该游戏虽然通过模拟经营等融合玩法，降低了玩家门槛，但内核仍为重度SLG，此前在海外上线表现优秀，SensorTower数据显示，截至2024年2月底，《WhiteoutSurvival》在上市一年时间游戏内购收入已突破5亿美元，该游戏国内版本《无尽冬日》已于4月1日上线微信小游戏，**最高获得小游戏畅销第1**。
- 更多主流APP游戏选择首发小游戏。例如恺英回合制RPG玩法的《仙剑》23年三季度上线小游戏，24年1月上线APP，从投放及畅销表现看，公司将小游戏作为主要渠道，APP作为补充渠道；三七经典开箱玩法的《寻道大千》，23年二季度上线小游戏，至今未上线国内APPStore。

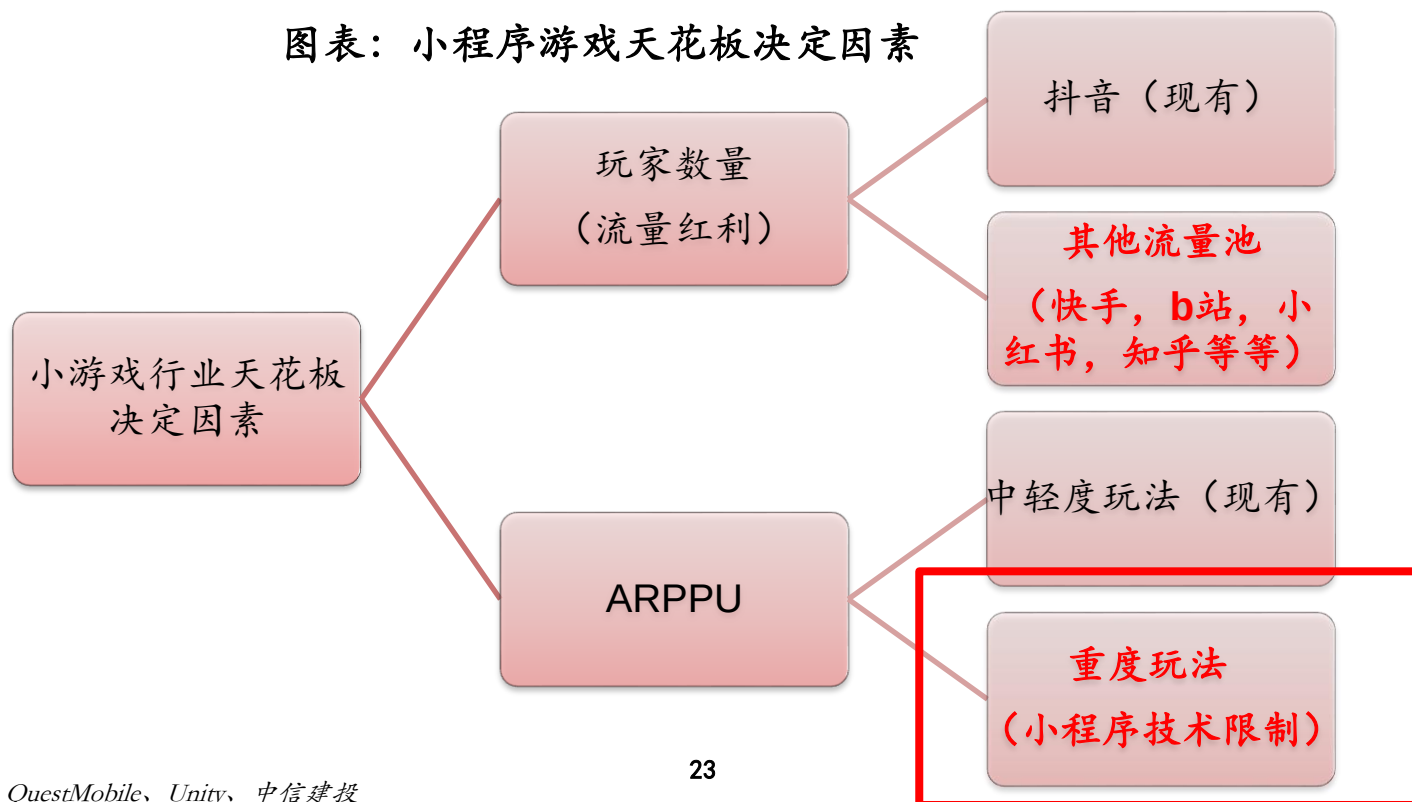
图表：《WhiteoutSurvival》国内版本《无尽冬日》首发微信小游戏，最高获得畅销榜第一名



2、此前我们提出，小程序基础设施是限制重度玩法的核心因素

- 1) 玩家数量→除了抖音以外，还有其他流量红利吗？
- 我们提出，此次小游戏系统性起量，是因为22年下半年开始，抖音开始向微信小游戏导量
- 目前还有B站、小红书等应用支持向小游戏导量，但潜在用户还未充分挖掘，流量红利仍然存在，未来有可能获得更多的用户，我们认为微信小游戏用户数量天花板可能更高。
- 2) ARPPU→除轻/中度游戏外，还能跑更重的游戏吗？
- 目前微信小程序游戏仍然以放置、塔防、卡牌等中轻度玩法为主，游戏玩法的复杂程度，与小程序的代码包体、本地缓存大小限制相关，目前微信小程序支持的本地缓存从此前的200MB→1GB，未来有望随本地缓存限制放开，能跑更重的游戏，小游戏的玩法进一步打开。

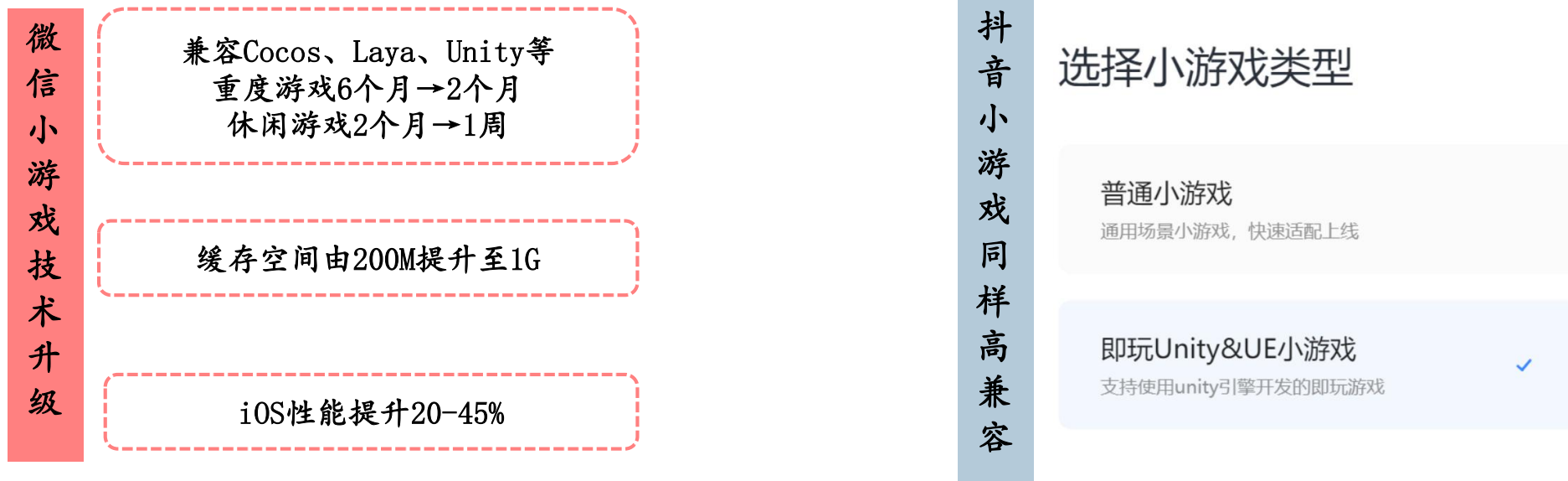
图表：小程序游戏天花板决定因素



3、24年微信进一步升级小游戏基础设施，支持重度化、多元化（1）

- 根据2024年微信公开课Pro，微信小游戏在底层基础设施建设方面不断升级，包括代码包扩容、性能诊断监控、引擎快适配。
- 举例说明，在编译内存方面，微信团队使用新WASM代码分包工具可以降低50%的内存，业务内存方面，使用WXAssetBundle和IL2CPP延迟加载方案就可以降低约30%的内存，CPU显存使用微信的压缩纹理工具和我们之前刚刚提到的高性能加模式，最高可以降低80%的内存。
- 经过上述一整套的性能优化组合拳，重度游戏在小游戏的发布成为了现实。

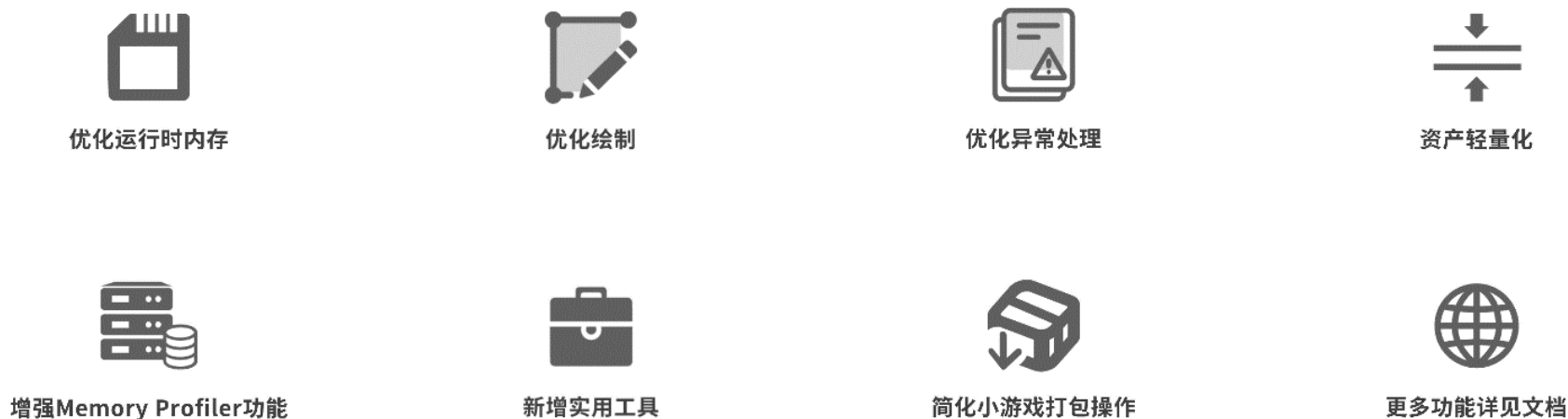
图表：小程序游戏技术升级



3、24年微信进一步升级小游戏基础设施，支持重度化、多元化（2）

- **Unity中国开始支持原生小游戏的开发。**据Unity中国，受惠于本土互联网生态与用户习惯，作为嵌于宿主应用内、无需下载安装、即点即玩的游戏产品形式，小游戏在中国拥有高速增长的市场，同时也是游戏开发者触达更多玩家、盘活存量的利器。
- **Unity针对小游戏做出内存优化，同等限制条件下，有望做出更重度/高质量的游戏。**为了更好地支持微信小游戏开发（环境适配、性能优化），团结引擎新增WeixinMiniGame平台，基于WebGL，同时为微信小游戏做了特殊的支持与优化，包括优化运行时内存、优化绘制、优化异常处理、资产轻量化、增强MemoryProfiler功能、新增实用工具、简化小游戏打包操作等。
- 例如：资产轻量化将tuanjie_default_resources文件从3.5M减少到400K，微信小游戏首包数据文件减少3MB，对启动时间/内存都有帮助；优化IL2CPP运行时内存，可使内存消耗由64MB降到33MB

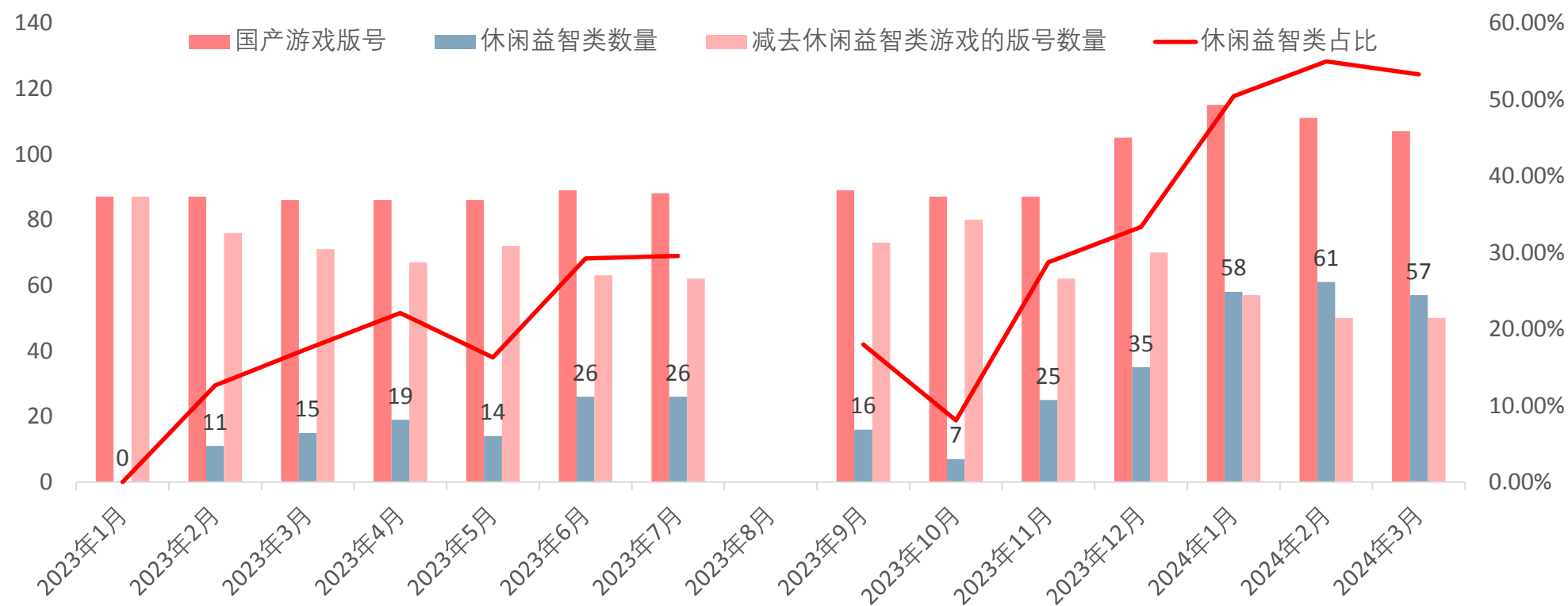
图表：Unity微信小游戏解决方案



3、供给侧：休闲益智类版号占比提升，天然适配小游戏

- 24年休闲益智类游戏版号占比明显提升：24年以来的国产游戏版号中，休闲益智类游戏占比均超过了50%，较23年明显提升。休闲益智类游戏指无故事情节或者情节简单的消除类、跑酷类、飞行类、棋牌类、解谜类、体育类、音乐舞蹈类等移动游戏。此类游戏天然适合微信小游戏渠道，我们预计休闲益智类游戏版号的增多将进一步提升小游戏供给。

图表:23年以来国产游戏版号数量

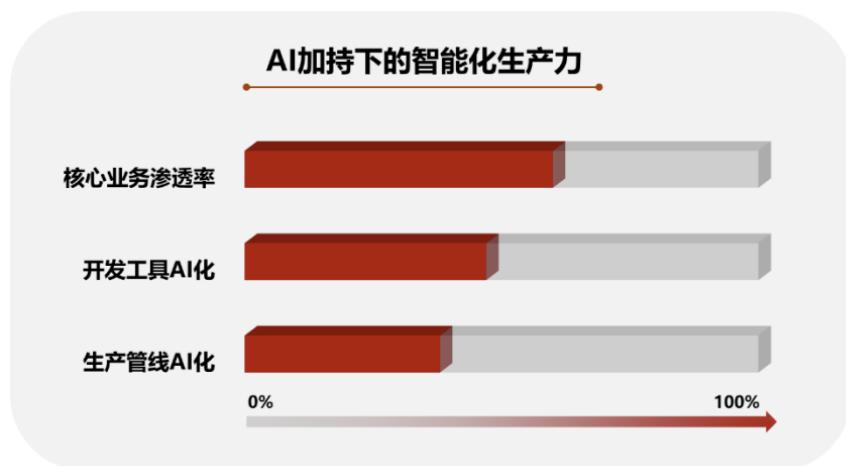


Q1	1Q24哪些公司超预期？核心原因是什么？
Q2	板块整体销售费用率如何？全年买量成本怎么展望？
Q3	国内市场和海外的景气度（SLG出海）怎么看？各家公司产品储备？
Q4	小游戏行业格局变化？全年景气度？
Q5	AI+游戏是否有进展？降本增效+新玩法的推出怎么看？
附录	重点个股近期更新

1、AI+降本增效（1）AI已扎实用在各公司管线，AI对核心业务渗透率高

- **各家公司均在年报中披露AI与核心生产管线的结合，AI渗透率较高：**
- **完美世界：**公司已将AI技术快速应用于研发管线的多个环节中，涵盖智能NPC、智能游戏助手、场景建模、AI绘画、AI剧情、AI配音等多个方面，并面向不同类型的游戏项目需要，开发了Dialogue+工具、剧情生成、大世界生成等新型游戏开发工具。
- **恺英网络：**公司自主开发“形意”大模型具备图像生成（“形”）和文本理解（“意”）功能，在其辅助下，公司不仅能够利用AI技术处理旗下产品UI框架、技能和物品图标等各类视觉美术元素的创作过程，还通过大模型实现了对文学剧本的自动化解析，大幅缩短了前期策划的时间，为文学IP的游戏化改编提供了高效助力。
- **巨人网络：**陆续搭建了一系列AI工具平台，涵盖视觉、语音、大语言模型等技术方向，游戏策划、美术生产、程序开发、宣传发行、客户服务等业务环节进行赋能，例如，在AI+绘画方面，公司打造了AI绘画平台——iImagine，在角色和场景原画方面的生产效率优化效果达到50%-70%

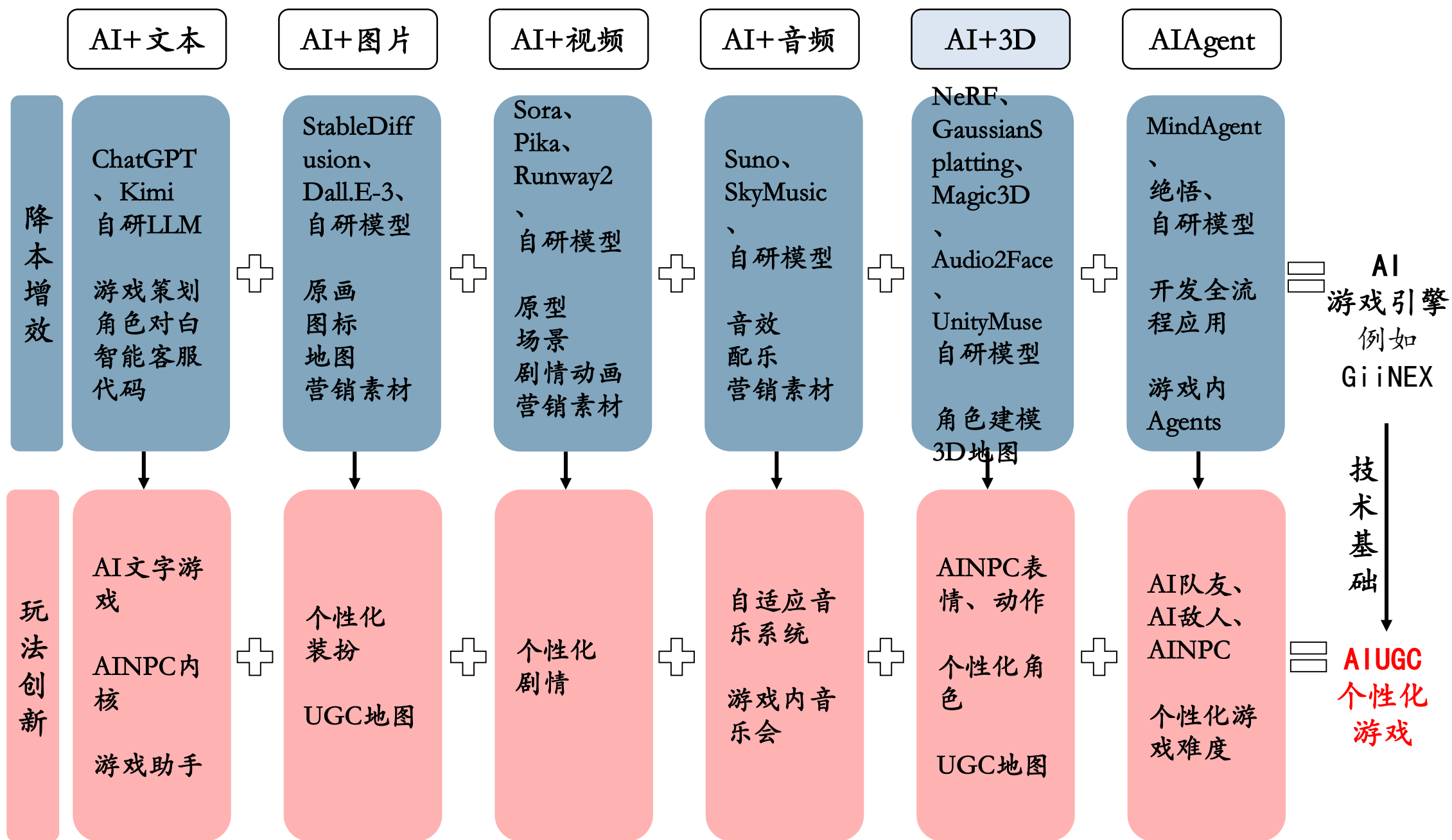
图表：完美世界年报披露AI与管线的融合



图表：巨人网络AI绘画平台——iImagine



1、AI+降本增效（2）期待AI+3D攻克技术奇点，行业长期研发费用率有下降趋势



资料来源：dataeye，中信建投

资料来源：腾讯，网易，米哈游，Gamelook，恺英网络，昆仑万维，Openai，微软，谷歌，英伟达，github，中信建投

2、AI+新玩法：AI虚拟聊天与乙女游戏内核相近

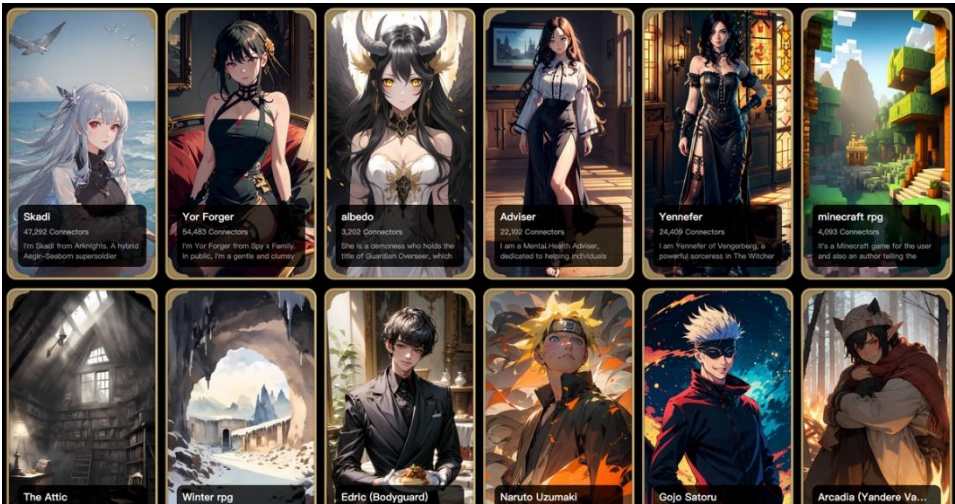
- 我们认为AI虚拟聊天与乙女游戏的内核高度类似：高频互动、拟人回答、情感陪伴。在AI长文本能力、AI虚拟聊天的发展之下，乙女类游戏有望走出AI爆品
- 年初至今，乙女类游戏持续火爆，根据伽马数据新游首月流水测算榜Top5，前两名都是乙女游戏，包括《恋与深空》（预计首月流水3亿+）和《世界之外》（预计首月流水2亿+）
- 而AI虚拟聊天应用，有时长优势，此前海外Character.AI用户时长超过30min，近期国内外新品较多，包括minimax旗下的星野、talkie，昆仑万维旗下的linky等。

图表：Q1伽马数据新游首月流水测算榜Top5，前两名都是乙女游戏

排名	游戏	游戏类型	IP类型	首月流水预估（亿元）
1	恋与深空	剧情互动	移动游戏	3+
2	世界之外	剧情互动	无	2+
3	射雕	MMORPG	小说	1+
4	白荆回廊	策略类	单机游戏	1+
5	仙境传说：爱如初见	MMORPG	客户端游戏	1+



图表：Character.AI、星野、Talkie，linky等AI虚拟聊天本质是高频互动、拟人回答、情感陪伴



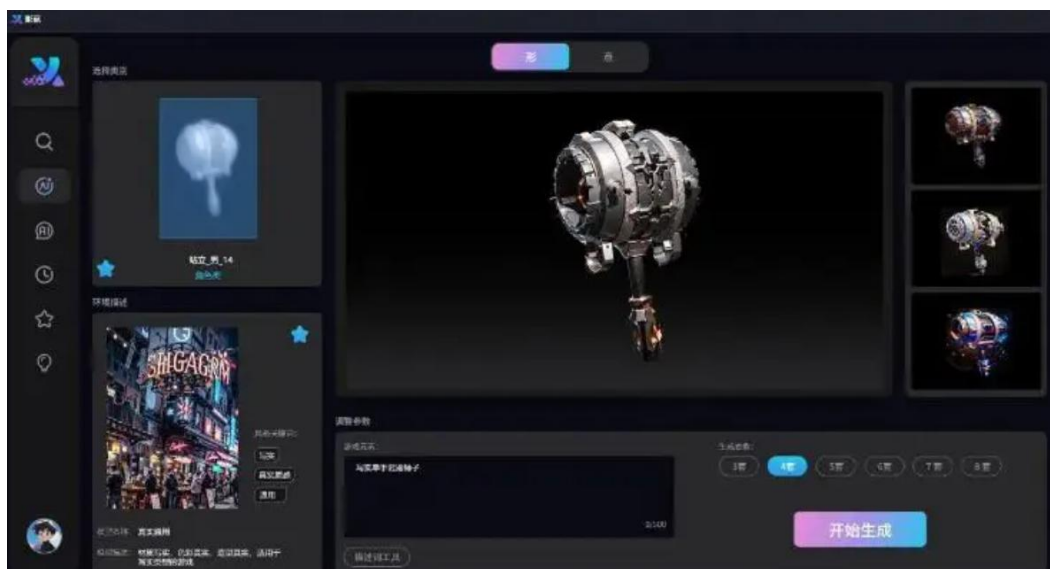
资料来源：伽马数据，Character.AI，中信建投

Q1	1Q24哪些公司超预期？核心原因是什么？
Q2	板块整体销售费用率如何？全年买量成本怎么展望？
Q3	国内市场和海外的景气度（SLG出海）怎么看？各家公司产品储备？
Q4	小游戏行业格局变化？全年景气度？
Q5	AI+游戏是否有进展？降本增效+新玩法的推出怎么看？
附录	重点个股近期更新

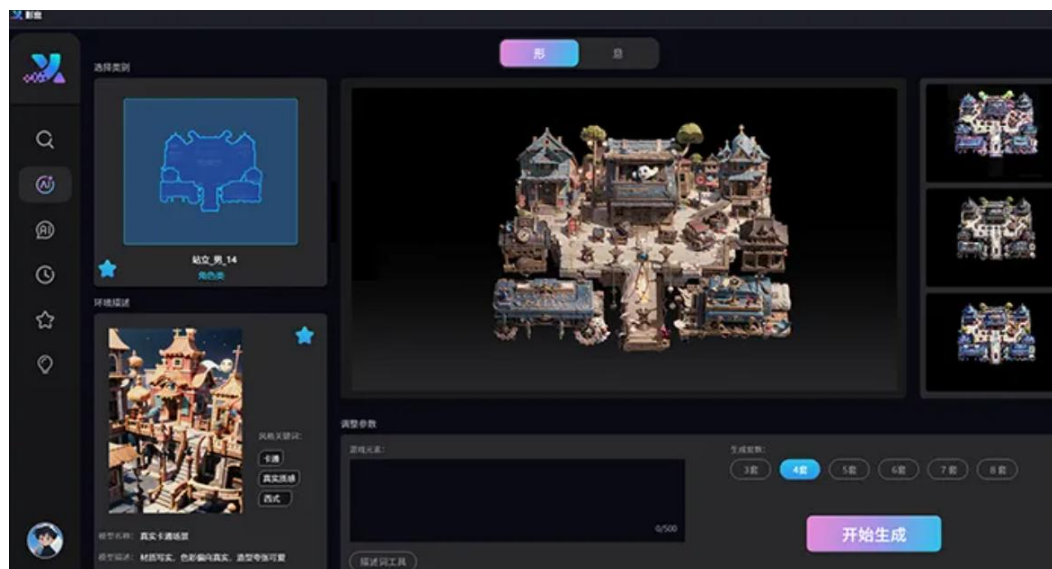
恺英网络：实控人增持，分红超预期，AI布局初显成效

- **实控人提议分红，提高股东回报：**公司实控人/董事长提议23-24分红。23年年度10派1，24年总金额不高于2.2亿。23年年度方案对应分红总额约2.15亿，半年度已分红2.13亿
- **增持显信心，看好长期增长：**实控人/董事长金锋已完成去年12月的增持计划，从今年3/7-3/27累计增持金额约1.1亿元。从2020年至今，金锋累计增持11次，金额超15亿元。我们认为实控人的连续大额增持，彰显了对公司的发展信心。
- **AI布局初显成效，自研“形意”大模型已应用于研发：**“形意”大模型主要拥有“形”与“意”两大功能，前者提供图像生成能力，可生成具有风格化特色的道具图标、技能图标、UI框体等精细资产；后者注重文本内容的理解与处理，支持对文学剧本进行自动化拆解、自动生成任务线等。

图表:生成风格化的道具图标



图表:生成2.5D复杂地图资产



恺英网络：一季度经营趋势好，全年产品丰富

- Q1小游戏亮眼，小游戏赛道能力得到验证：《仙剑》9月至今小游戏畅销排名基本位于10名左右；《怪物联萌》24年1月上线，2月至今小游戏畅销排名基本位于10名左右，且投放峰值远低于《仙剑》，一定程度表明公司微信小游戏渠道精细化运营能力的提升。
- 全年储备丰富，已获版号产品超16款：目前公司已获得版号的游戏包括《斗罗大陆：诛邪传说》《古怪的小鸡》《纳萨力克：崛起》《三国：天下归心》《梁山传奇》等，传奇与新品类均有，其中《群英觉醒》《太上补天卷》预计上半年上线。

图表:恺英网络已获版号新游

产品名称	自研/代理	类型	题材	预计上线时间
《关于我转生变成史莱姆这档事:新世界》	自研	RPG策略	养成	预计年内上线
《斗罗大陆:诛邪传说》	自研	MMORPG	斗罗大陆	预计年内上线
《三国:天下归心》	自研	SLG	三国	-
《纳萨力克:崛起》	自研	开放世界	-	-
《龙腾传奇》	自研	MMORPG	怀旧	-
《梁山传奇》	-	-	-	-
《山海浮梦录》	自研	卡牌	仙侠	-
《归隐山居图》	自研	卡牌	田园	-
《临仙》	自研	竞技养成	原创IP	-
《一念永恒:少年追梦》	合作	-	仙侠	-
《怪物联萌》	代理	休闲塔防	塔防	2024年上半年（小游戏已上线）
《太上补天卷》	代理	放置卡牌	修仙	2024年上半年
《群英觉醒》	代理	战棋	春秋战国	2024年上半年
《古怪的小鸡》	代理	休闲手游	小鸡孵化	预计年内上线
《永恒觉醒》	代理	MMORPG	魔幻	-
《王者传奇2》				

资料来源：公司公告，公司公众号，国家新闻出版署，中信建投

巨人网络：新CEO到位，Q1趋势向好，AI玩法有望放开

- **新CEO的到位，看好新一轮产品周期：**张栋履历丰富，05年就在巨人担任《征途2》产品总监，13年在网易负责暴雪《炉石》《暗黑破坏神》等运营，对国内征途的基本盘、海外市场均有深刻理解，期待新CEO带来业务增量。公司的积极立项，也能看25年以后一轮新的产品周期。
- **《太空杀》AI玩法有望放开：**太空杀是在线狼人杀游戏，需要多轮对话+上下文语义理解，目前公司自研的模型已经获得大模型备案，AI玩法近期有机会全量放开。
- **不止Q1趋势好，全年同样也能看增长：**《征途》《球球》流水稳健带动一季度增长，3月底《原始征途》周年庆活动拉动流水上升，但投放并未增多，看好老用户持续付费能力强、可挖掘空间大，关注正式版上线。全年的增量点多，包括《原始征途》正式版、《王者征途》小程序，及《月圆之夜》《太空杀》加大商业化，均能贡献增量。

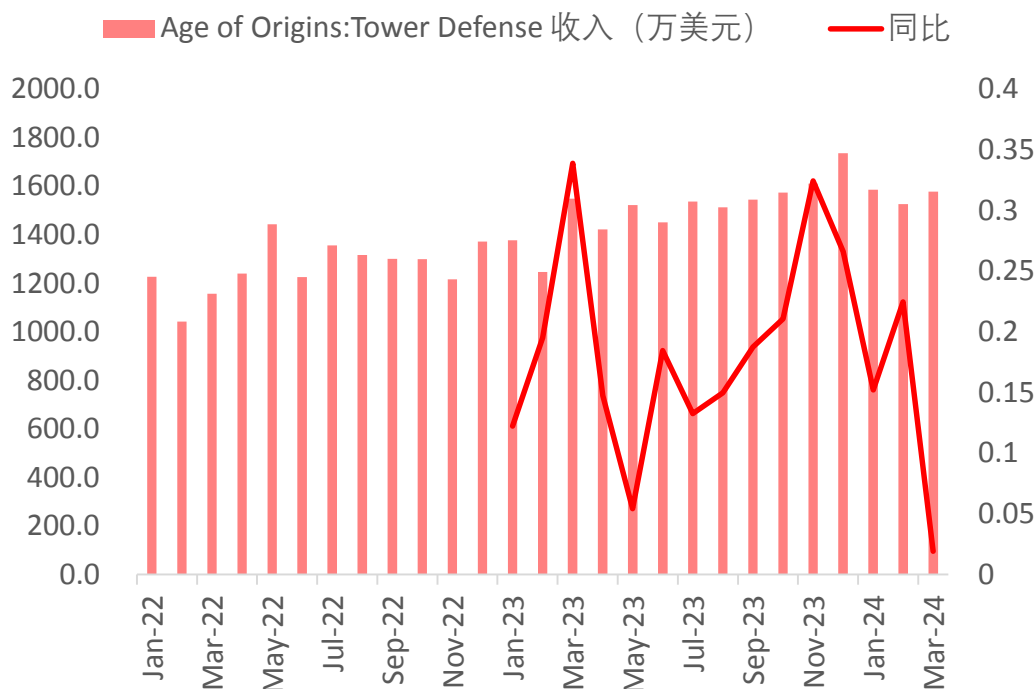
图表:巨人网络已获版号新游

产品名称	研发方式	品类题材画风	拟发行地区	项目进展
原始征途-正式版	自研	国战武侠MMORPG	国内	预计Q2上线
原始征途-小程序版	自研	国战武侠MMORPG	国内	微信小程序已上线
王者征途（H5游戏）	自研	国战武侠MMORPG	国内	微信小程序已上线
无主王座	自研	MMORPG	全球	已获版号

神州泰岳：主力游戏收入保持同比增长，年内两款SLG新游将上

- 《AgeofOrigins》流水仍保持增长趋势：《AgeofOrigins》近一年iOS端月收入基本保持在1500万美元以上，2024年一季度收入同比增长12.4%，该游戏流水占公司游戏总流水的60%以上，其收入增长一定程度上保证了公司游戏业绩基本盘的增长。《WarandOrder》24年一季度收入同比下滑17.5%，但其体量较小，目前iOS端月收入400万美元左右。
- 公司2024年两款储备SLG新游预计海外上线：一款是科幻题材代号DL；另一款是文明题材代号LOA。两款游戏都融合了模拟经营的玩法，有望通过融合类玩法，扩大玩家圈层。

图表:AgeofOriginsiOS收入及同比



图表:WarandOrderiOS收入及同比



资料来源: dataeye, 中信建投

资料来源: 公司公告, sensortower, 中信建投

- 重点新游《少年西游记2》4/30上线，罗家英+车保罗代言，关注上线表现
- 该游戏是公司自研IP“少年”系列，在2020年以后的第一款新品，融合了国潮、朋克等元素，目前全渠道预约数超500万，TapTap评分8.1。“少年”系列老玩家粘性较强，此前19年底上线的《少年三国志2》在两个月实现近千万注册用户，2020年当年累计流水35亿。此次游戏邀请罗家英+车保罗代言，有机会在“大话西游”受众中打开发行局面。目前游戏在iOS畅销排名30-40名，期待后续的长线运营表现。
- 年内其他产品丰富，关注业绩恢复
- 3月底公司上线了三国卡牌游戏《三国云梦录》首周维持在畅销榜前50名。此外公司首款三体IP游戏《我的三体：2277》已经获得版号，有望在年内上线，也期待年中海外SLG、海外小游戏逐步上线。
- 游戏业务不断夯实，管理人员进一步到位
- 近期公司任命戴奇担任首席产品官，负责游族自研体系产品规划和研发项目管理；任命吴西担任游族首席营销官，负责公司产品的全球发行和用户增长，均向CEO陈芳汇报，此前二人合作发行《少三2》取得较好的成绩，游戏业务管理团队不断夯实。

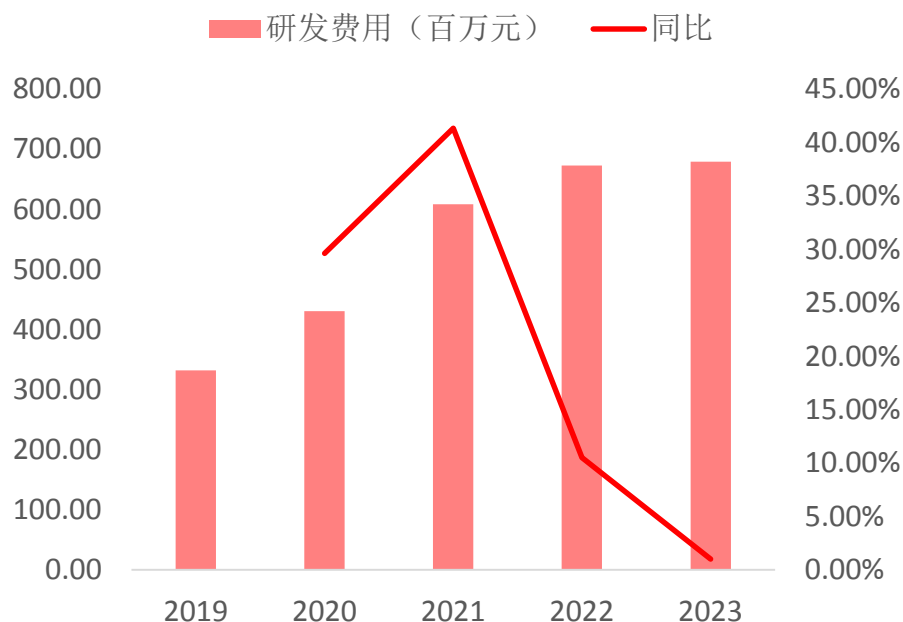
图：《少年西游记2》代言人是《大话西游》电影演员罗家英



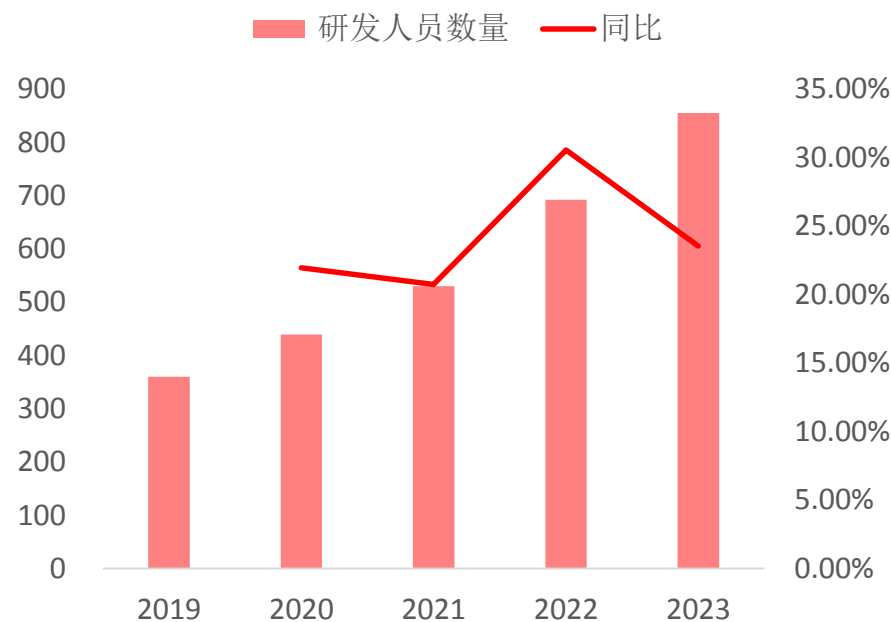
吉比特：23年报与一季报落地，1Q收入环比回暖，研发投入持续加大

- **老游戏下滑收窄，核心游戏企稳：**公司23年营收41.85亿，同比下滑19.02%，归母净利润11.25亿同比下滑22.98%。主要是未有重点游戏上线，《问道手游》《一念逍遥》等老游戏流水有所下滑，收入、利润同比减少；《摩尔庄园》23年5月移交运营，业绩贡献减少。
- **持续加大研发投入，研发团队规模逐年扩大：**近年来。公司研发费用保持增长态势，2023年研发费用6.79亿元，同比增长1%，较2019年增长104.5%。2023年末，公司员工人数1447人，较上年末增加193人，增长15.39%，其中研发人员855人，占比59.09%，数量较上年末增加163人，近年来，公司研发人员数量持续增长，2023年研发人员数量较2019年研发人员数量增长137.5%。公司对研发投入的高度重视，为公司自主创新提供了坚实保障，为后续自研新品的推出打下了基础。

图表:吉比特年度研发费用及同比增速



图表:吉比特研发人员数量及同比增速



资料来源：公司公告，七麦数据，国家新闻出版署，中信建投

资料来源：公司公告，七麦数据，国家新闻出版署，中信建投

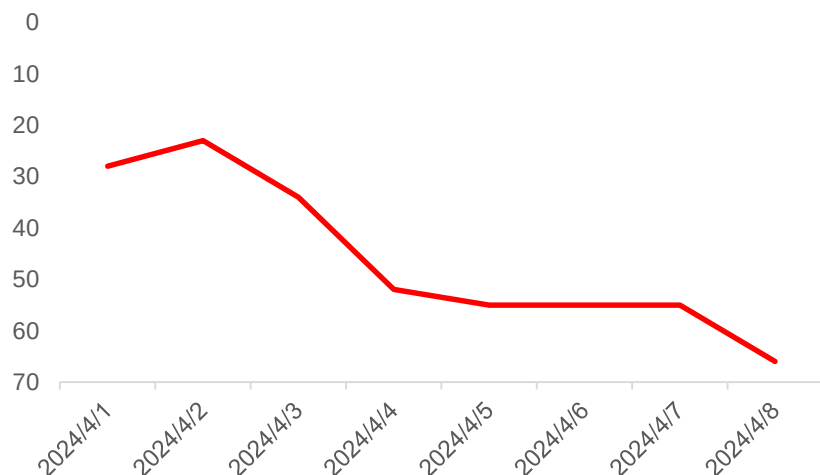
吉比特：24年已上线三款新品，关注后续储备

➤ 24年已上线三款新品，有望带来业绩贡献：

- 《航海王：梦想指针》：公司与奥飞娱乐联合发行，4月1日已上线，该游戏是由东映动画正版授权的航海王IP3D竖屏冒险手游，上线后登顶iOS游戏免费榜，最高进入iOS游戏畅销榜第23名，目前位于畅销榜60名左右。
- 《重装前哨》：公司自研端游，塔防+FPS+RTS融合玩法，于3月底上线Steam，国区售价88元，目前Steam评价7200+，上线以来每天峰值在线人数均超1.4万。
- 《MonsterNeverCry（代号原点）》：公司自研科幻题材放置卡牌手游，3月底海外上线，最高进入美国iOS游戏畅销榜前50名。

➤ 关注公司后续储备：公司目前主要产品储备8款，包括4款自研游戏和4款代理产品，自研产品中，目前已获得版号的包括《最强城堡》，已申请版号的包括《M72》《仗剑传说（代号M88）》，未申请版号的《M11》；代理游戏中，已获得版号的包括《亿万光年》《封神幻想世界》等。其他已获版号的储备产品还包括《纽扣兄弟》《烛火地牢2》《迷途之光》《纪元变异》《归零性百万亚瑟王》《异界原点传说：史莱姆不哭》《王都创世录》等。

图表：《航海王：梦想指针》iOS游戏畅销排名



图表：《重装前哨》Steam同时在线人数



风险提示

- 行业景气度下滑风险；存量游戏流水下滑风险；游戏用户总量减少风险；重点项目运营失误风险；新游戏上线延期风险；新游戏上线后表现不及预期风险；推广营销ROI降低风险；营销买量成本上升风险；未获版号游戏版号获取情况不及预期风险；游戏行业内容监管风险；行业竞争激烈；人力成本上升风险；核心人才流失风险；汇率波动影响净利润的风险；投资收益波动影响净利润的风险；玩家偏好转移的风险；宏观经济持续承压的风险；海外游戏发行风险；AI应用不及预期风险；小程序游戏发展不及预期；海外游戏发行风险。

分析师介绍

杨艾莉：传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

杨晓玮：传媒互联网行业分析师，上海交通大学金融硕士。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必能得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk