




# 她游戏，她天下

## ——女性游戏行业深度报告

 : 颜沁      执业证书编号: S1230517040001  
 : 021-80108122  
 : yanqin@stocke.com.cn

### 行业评级

传媒      看好

### 报告导读

基于女性游戏玩家的人数和 ARPU 值均在迅速提升的现状,我们认为女性市场有望成长为游戏行业的最大增量,整体市场规模有望在五年内破六百亿。

### 投资要点

#### □ 手游战场分化,“她游戏”已崛起

根据游戏工委、TalkingData 报告显示,女性玩家人数从 13 年的不足百万到 16 年的 2.6 亿人,2013-2016 年间复合增长率高达 50%,而男性玩家人数复合增长率仅有 4.7%。从 13 年到 16 年,女性玩家贡献手游市场 84% 的用户增量,是男性玩家的 5 倍(男性玩家仅贡献 16%)。而日本和美国市场已反映出女性具有更高 ARPU 值,我国目前女性玩家的 ARPU 值正迅速提升,我们认为新入驻、新类型女玩家,将是手游市场未来的重要增量,保守预计整体市场规模有望在 2021 年到达 659 亿元。

#### □ “她游戏”之路:成为重度手游核心增量人群

在端游时代,由于游戏产品和硬件设备限制直接制约女性用户接触端游;游戏硬件简化、网络普及和“端转页”带来页游市场的增长,女性页游玩家人数是端游的 2.55 倍;移动网络、智能机的突破及普及推动女性游戏习惯的养成,女性向游戏已不再限于休闲游戏,16 年多款女性向游戏月流水过千万,而《阴阳师》、《王者荣耀》等多款重度手游的数据已标志女性玩家开始攻占重度手游领域,我们认为,一旦重度习惯游戏养成,女性玩家会尝试不同的重度游戏,不在仅仅局限于单一游戏类型,游戏“她天下”已开启。

#### □ “她游戏”之因:社会因素和产业创新叠加

我们认为,从社会因素来说,女性经济独立,社会地位上升掌握家庭消费大权,而从产业发展角度来说,硬件门槛突破,移动支付普遍化,加之依托女性网民基数增长,视频直播加速爆发均是刺激因素。最后的关键点则在游戏本身设计上,强化女性游戏与社交匹配度,含有社交属性的游戏群体留存率高于均值,同时抓住女性消费心理、精简游戏操作、缩短游戏时长等游戏模式的改变也非常重要。

#### □ 畅想:游戏世界将成“她天下”?

我们认为,女性玩家现阶段将在细分领域创造经济,首先是影游联动市场,在影视剧中,女性是影视剧的主要观众,而且女性观众转化率高于男性。这两点决定了女性用户是影游联动的关键,影游联动空间潜力巨大;其次是二次元游戏,二次元人群庞大且年轻,爱玩游戏(93%爱玩游戏),也爱“氪金”(付费比例高达 75%),是优质游戏用户,借鉴日本二次元女性向游戏,中国二次元女性向游戏市场大有可为。而通过女性玩家游戏和付费习惯的培育,我们认为,女性有重度手游需求,且手游重度远低于端游重度,重度手游市场女性用户增量和氪金度可观。

#### □ A 股标的推荐

完美世界、游族网络:深耕女性向游戏市场,后期产品爆发有望;三七互娱、电魂网络、恺英网络、吉比特:“页转手”进行时,将尽享女性市场增量红利。

### 相关报告

- 1《传媒行业周报(9.18-9.24)》2017.09.25
- 2《传媒行业周报(9.11-9.17)》2017.09.18
- 3《传媒行业周报(8.14-8.20)》2017.08.21
- 4《传媒行业周报(8.7-8.13)》2017.08.16
- 5《传媒行业周报(7.31-8.6)》2017.08.07

报告撰写人: 颜沁

数据支持人: 颜沁

## 正文目录

1. 手游战场分化, “她游戏”已崛起 .....	4
1.1. 女玩家人数创新高, 成手游市场重要增量 .....	4
1.2. 她=更高 ARPU 值, 女性游戏市场规模有望破千亿 .....	5
2. 她游戏之路: 从“魔兽寡妇”到“荣耀王者” .....	7
2.1. 沉默的端游、尖角初露的页游 .....	7
2.2. 手游时代—“她”的养成史 .....	8
2.2.1. 休闲类小游戏打开女性市场缺口 .....	8
2.2.2. 游戏厂商挖掘游戏新蓝海, 女性向游戏爆发 .....	9
2.2.3. 重度手游“意外”井喷, 开启“她天下” .....	9
3. “她游戏”因何而来? 如何能兴? .....	10
3.1. “她游戏”因何而来? .....	10
3.1.1. 经济基础决定上层建筑 .....	10
3.1.2. 硬件门槛突破, 移动支付普遍化 .....	11
3.1.3. 依托女性网民基数增长, 视频直播加速爆发 .....	12
3.2 “她游戏”如何能兴? .....	13
3.2.1 强化女性社交与游戏匹配度 .....	13
3.2.2 抓住女性消费心理 .....	14
3.2.3 精简游戏操作, 缩短游戏时长 .....	14
4. 畅想: “她天下”将临? .....	15
4.1. 游戏世界将成“她天下” .....	15
4.1.1 细分市场牢抓“她经济”之一: 影游联动 .....	15
4.1.2 细分市场牢抓“她经济”之二: 二次元女性向游戏 .....	16
4.1.3 重度手游成就“她天下” .....	18
4.2 A 股掘金 .....	19
4.2.1 完美世界、游族网络: 深耕女性向游戏市场, 后期产品爆发有望 .....	19
4.2.2 三七互娱、电魂网络、恺英网络、吉比特: “页转手”进行时, 将尽享女性增量红利 .....	20
5. 致谢 .....	21

## 图表目录

图 1: 头部作品助推女性游戏玩家人数激增 .....	4
图 2: 女性贡献手游市场主要增量 .....	4

图 3: 年轻女性成游戏主力军 .....	4
图 4: 我国人均 ARPU 值提升潜力大 .....	5
图 5: 女性在时间、花费和忠诚度远超男性 .....	5
图 6: 女性玩家价值更高 .....	5
图 7: 女性王者荣耀游戏付费面更广 .....	6
图 8: 女性游戏市场规模有望破六百亿 .....	6
图 9: 沉默的女性端游时代 .....	8
图 10: 2016 年页游女性玩家人数是端游的 2.55 倍 .....	8
图 11: 女性休闲游戏 MAU 高 .....	9
图 12: 王者荣耀女性大军汹涌来袭 .....	10
图 13: 何止王者! 重度手游女性玩家占比不断增长 .....	10
图 14: 女性劳动参与率高 .....	11
图 15: 平均工资水平不断上升 .....	11
图 16: 女性掌握家庭财政大权 .....	11
图 17: 移动游戏用户使用 WiFi 和 4G 联网比例进一步提升 .....	12
图 18: 智能机市场扩容, 中高端机增多 .....	12
图 19: 女性网民数量逐年增长 .....	12
图 20: 女性网民年龄构成偏 30 岁以下 .....	12
图 21: 游戏玩家被安利的转换率极高 .....	13
图 22: 女性总体分享意愿高于男性 .....	13
图 23: 从《魔兽世界》到《王者荣耀》: 女性用户更喜欢可爱、唯美造型 .....	14
图 24: 操作进化—从 LOL 到王者荣耀 .....	14
图 25: 女性是影视剧的主要受众 .....	15
图 26: 女性在影视剧游戏转化率高于男性 .....	15
图 27: 玩家选择 IP 手游的原因 .....	16
图 28: 上榜新游中 IP 游戏数量 .....	16
图 29: 2017Q3 即将上线的移动新品中 IP 游戏占比 .....	16
图 30: 二次用户规模不断扩大 .....	17
图 31: 2014-2017 年中国二次元手游市场规模及增长率 .....	17
图 32: 二次元用户爱玩游戏 .....	18
图 33: 二次元用户也爱“氪金” .....	18
图 34: 女性玩家兴趣多样 .....	18
图 35: 腾讯视频内容偏好—游戏 (VV 单日视频播放量占比) .....	18
图 36: 腾讯视频内容偏好—游戏 (单位 UV 对 VV 的贡献率) .....	18
图 37: 《梦间集》iOS 细分市场排名靠前 .....	19
图 38: 女性向游戏—《梦间集》画面精美 .....	19
表 1: 端游产品的游戏类型 .....	7
表 2: LOL 与王者荣耀操作情况 .....	15
表 3: 三七互娱 17 年预计上线游戏产品一览 .....	20

风险提示: 游戏行业发展不及预期, 产品推出速度低于预期, 监管趋严。

## 1. 手游战场分化，“她游戏”已崛起

### 1.1. 女玩家人数创新高，成手游市场重要增量

4 年间女玩家贡献手游市场主要增量，头部作品拉动入坑。根据游戏工委、TalkingData 报告显示，女性玩家人数不断增长，从 13 年的不足百万到 16 年的 2.6 亿人，2013-2016 年间复合增长率高达 50%，而男性玩家人数复合增长率仅有 4.7%，2016 年女性玩家人数占手游玩家总人数的比例为 49.4%。从 13 年到 16 年，女性玩家贡献手游市场 84% 的用户增量，是男性玩家的 5 倍（男性玩家仅贡献 16%）。特别值得注意的是，头部作品的接连涌现，直接助推女性玩家人数激增。2016 年国内《阴阳师》、《王者荣耀》头部游戏带动，女性玩家入坑重度游戏。2017 年 5 月阴阳师女性用户比例达 45%，王者荣耀女性用户比例 35%-40%，占据了热门手游的半壁江山。

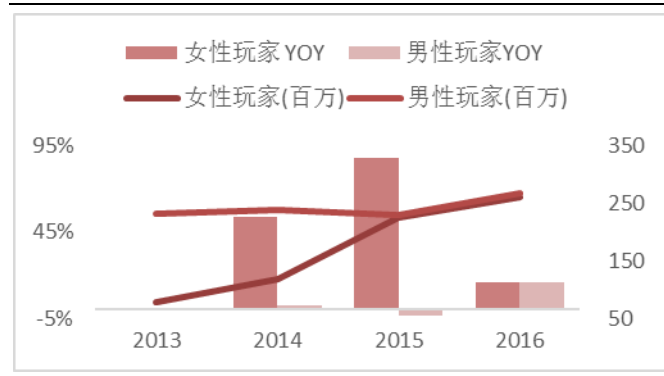
图 1：头部作品助推女性游戏玩家人数激增



资料来源：APP Annie, 浙商证券研究所

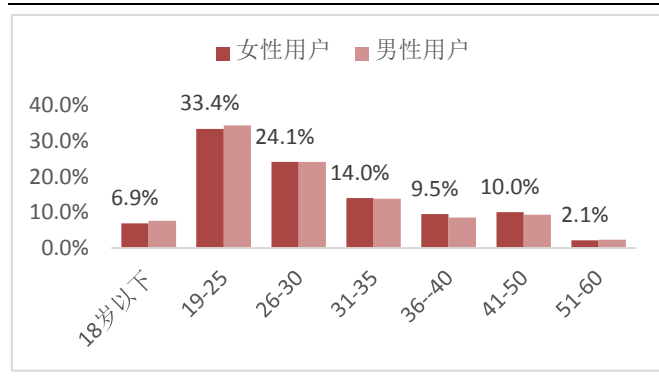
女性玩家可塑性强，年轻女性成主力军。从年龄层次来看，根据友盟+报告显示，2016 年女性玩家与男性玩家的年龄结构相似，年轻群体（19-35 岁）是游戏主力军。19-35 岁女性玩家占女性玩家群体总数的 71.5%。按照女性玩家总人数占比 49.4% 计算，年轻女性玩家占据了手游市场的 35%，是不可忽视的庞大群体。相比于中年女性玩家，年轻女性玩家游戏偏见少，游戏资讯接受度更高，更愿意去尝试不同的游戏类型，付费习惯更容易被培养。

图 2：女性贡献手游市场主要增量



资料来源：TalkingData, 游戏工委, 浙商证券研究所

图 3：年轻女性成游戏主力军

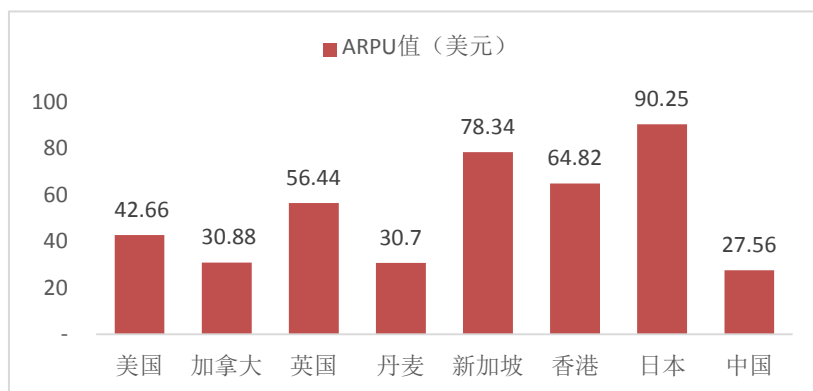


资料来源：友盟+, 浙商证券研究所

## 1.2. 她=更高 ARPU 值，女性游戏市场规模有望破千亿

**他山之石：**日本、北美地区的女性用户 ARPU 值均大于男性。日本有最成熟的女性市场，女性 ARPU 值最高。日本游戏发展最为成熟，市场规模全球排名第三。在用户下载量与美国相差近 5 倍的情况下，收入却反超美国，用户价值极高。其中女性用户活跃度、付费额远高于男性用户。根据 2015 年 flurry 报告显示，在所有年龄段中，日本女性玩家的活跃程度都要高于男性玩家，其中 10—19 岁的女性用户对智能机 APP 的依赖程度是其他用户的 2.3 倍，同时女性玩家月均付费额高于男性玩家。根据 statista 预测，2017 年日本手游玩家月平均付费达 90.25 美元，是全球人均 ARPU 值最高的国家，且日本女性玩家月均付费额超过平均水平（90.25 美元），是游戏付费额最高的消费群体。

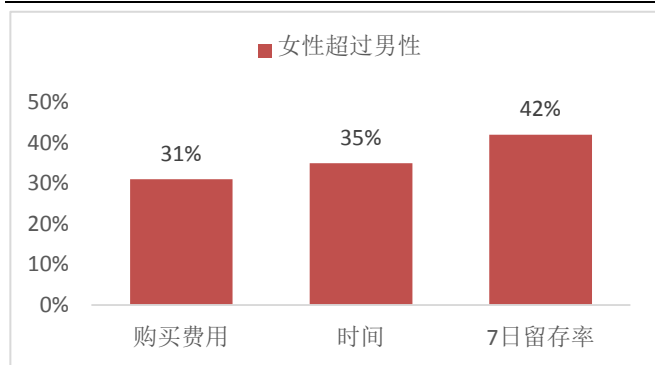
图 4：我国人均 ARPU 值提升潜力大



资料来源：statista (2017e), 浙商证券研究所

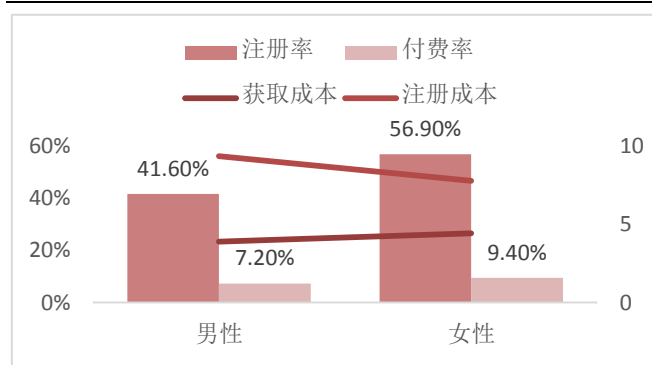
而在北美地区，女性 ARPU 值也高于男性。根据 Flurry 报告针对北美地区的调查显示，2015 年 58% 的移动游戏玩家是女性，女性玩家用于购买内购道具的资金高出男性玩家 31%，游戏时间多 35%，第 7 日留存率也高于男性玩家。女性玩家在游戏时间、游戏花费、忠诚度远高于男性玩家，能够更能延长游戏的生命周期。2016 年 Liftoff 数据显示，在移动游戏应用领域，女性玩家的价值超过男性玩家。相比吸引女性玩家，移动游戏营销商吸引男性游戏玩家的花费要少 12.2%，但女性玩家能够给予丰厚的回报。女性玩家注册率超过男性 37%，在应用内花费也超过男性 31%，女性玩家是更具成本效应的投资对象。

图 5：女性在时间、花费和忠诚度远超男性



资料来源：Flurry, 浙商证券研究所

图 6：女性玩家价值更高



资料来源：Liftoff, 浙商证券研究所

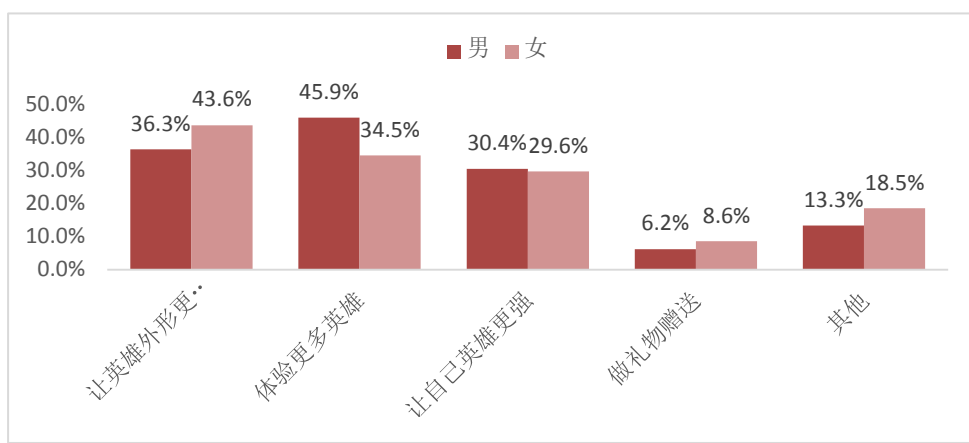
**中国女性 ARPU 值正在快速提升。**我国女性游戏用户目前整体呈现高付费率，低付费额的形态。我们认为，随着女性游戏和付费习惯养成，女性 ARPU 值有望快速提升。2015 年的手游《花千骨》，官方数据显示女性玩家数量占比已超过了 75%。在女性玩家的支持下，《花千骨》登陆 App Store 十日内日新增用户就超 100 万，跻身 iPhone 免费和畅销双榜前三。一个多月后，《花千骨》手游活跃用户就突破千万级，月流水过 2 亿。按照数据测算，花千骨女性玩家的



月均付费额达到 27 元，是 15 年游戏玩家人均付费额的 3 倍。（15 年游戏玩家人均月付费额为 9.4 元）。16 年，《开心消消乐》、《京门风月》、《天天爱消除》、《奇迹暖暖》等女性向游戏月流水均超千万。女性玩家付费率和付费额正在快速提升，女性为游戏一掷千金的时代已经到来。

**女性付费动力更加多元，ARPU 值潜力大。**女性在日常生活中的消费需求比男性更多样化，消费力更加旺盛。折射到游戏中，女性为游戏买单的原因更加多元，商家赚钱的机会更多。以王者荣耀为例，根据企鹅智酷报告显示，让英雄更好看是女性玩家的第一付费动力（占比 43.6%），男性更愿意为体验更多英雄而付费（占比 45.9%）。相对来说，女性付费原因分布更加平滑，付费动力更加多元化。这意味着有女性参与的游戏，游戏付费不仅仅在于核心点，其他点同样能获得付费额。

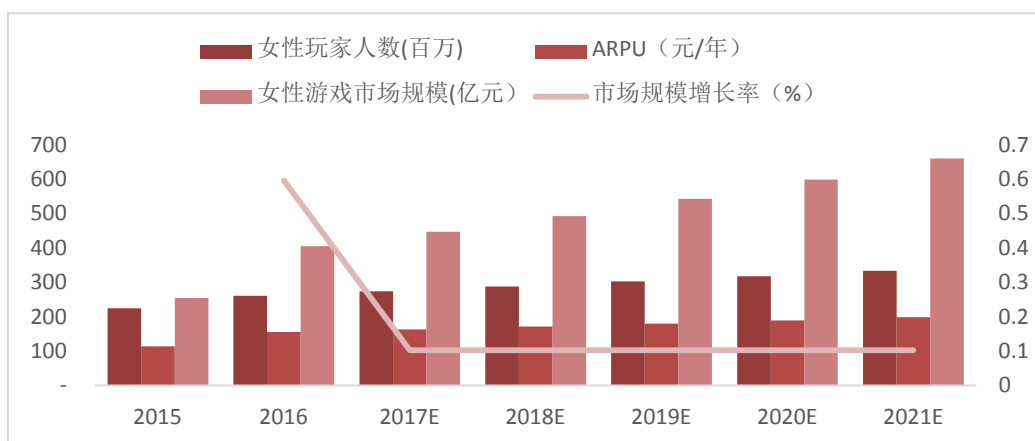
图 7：女性王者荣耀游戏付费面更广



资料来源：企鹅智酷，浙商证券研究所

根据女性玩家人数和 ARPU 值推测，我们预计到 2021 年，中国女性手游市场规模有望破 600 亿。游戏工委、TalkingData 报告显示，2016 年女性玩家人数达到 2.61 亿人，13-16 年复合增长率为 12.19%。在 ARPU 值方面，2016 年 ARPU 值为 155.15 元，13-16 年复合增长率为 43%。我们保守预计，未来 5 年女性玩家人数年增长率为 5%，ARPU 值年均增长率为 5%，女性手游市场规模年增长率将达到 10.25%，到 2021 年市场规模达到 659 亿元。

图 8：女性游戏市场规模有望破六百亿



资料来源：游戏工委，TalkingData，浙商证券研究所

## 2. 她游戏之路：从“魔兽寡妇”到“荣耀王者”

### 2.1. 沉默的端游、尖角初露的页游

以男性为目标群体的网游时代，忽略女性玩家需求。自《热血传奇》开始，男性玩家是主要的游戏群体，掌握游戏行业话语权。因男性主导市场对游戏产品的研发也造成影响，如产品类型多以 MMORPG 为主，产品内容也多为“打打”、“练级”为主，对女性用户吸引程度有限。产品营销更多的以男性玩家为客户对象，忽略女性玩家需求。

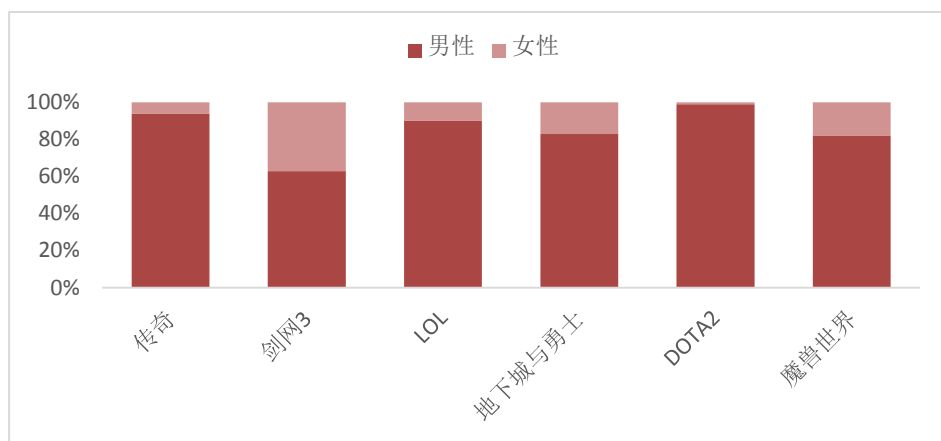
表 1：端游产品的游戏类型

年份	游戏名称	游戏类型
2001	热血传奇	MMORPG
2002	奇迹 MU	MMORPG
2003	仙境传说 RO	MMORPG
	梦幻西游	回合制 MMORPG
2005	魔兽世界	MMORPG
	征途	MMORPG
2008	地下城与勇士	MMOARPG
	穿越火线(CF)	FPS
2009	英雄联盟	MOBA
	剑侠情缘三	MMORPG
2011	英雄联盟	MOBA
	DOTA2	MOBA
2012	反恐精英：全球攻势	FPS
2014	炉石传说	策略类卡牌游戏
2016	守望先锋	FPS

数据来源：百度百科，浙商证券研究所

端游游戏更加重度化，操作要求更高，上网时间更长，对女性玩家并不友好。端游客户端要求配置高直接过滤一大批潜在玩家，而且当时上网不属于非常平民化的消费（2007 年平均每户家庭全年上网接入费用 900 元）。家里上网打游戏的条件比较难具备，网吧是另一重要渠道。一般来说，男性是网吧的主要客户群，女性很少会选择去网吧打游戏。游戏性质和渠道两端直接限制女性玩游戏，再加上产品本身的性质，女性玩家成为“稀有物种”。以风靡大陆的《魔兽世界》为例，国服中女玩家比例仅占 18%。号称女性妹纸最多的剑网 3，女玩家比例最高占到 37%（其中还包括男性选择女性角色）。

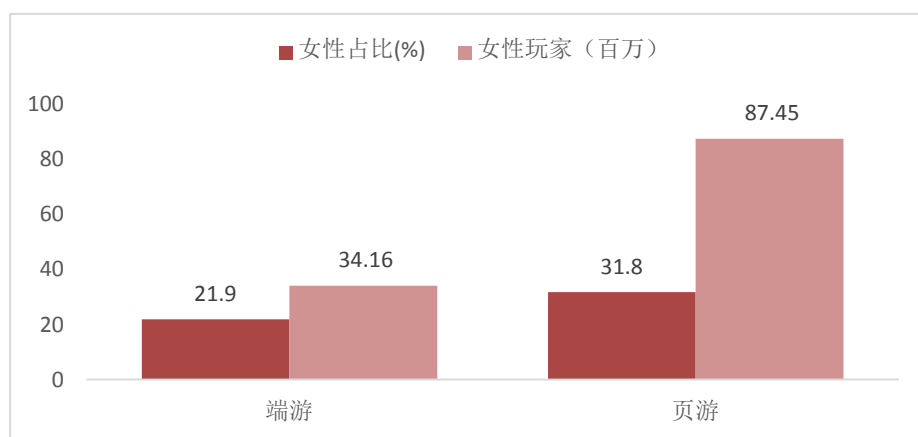
图 9：沉默的女性端游时代



资料来源：9K9K, 腾讯游戏, 浙商证券研究所

**页游时代女性玩家游戏习惯初养成。**“端转页”直接带动端游男性玩家参与页游，男性玩家一开始便成为游戏的主要玩家。与端游相比，页游操作简单，画面精美，而且不需要客户端，打开网页即可游戏，吸引众多的潜在玩家，女性玩家更多的参与到游戏当中。同时随着一批批舞蹈、赛车、偷菜类网页休闲游戏的兴起，女性网络游戏用户快速增长，游戏习惯进一步养成。根据游戏工委报告显示，2016 年页游中女性玩家占比达 31.8%，女性玩家总人数达 0.87 亿人，同期端游女性占比 21.9%，人数为 0.34 亿人。正由于页游的独特优势，页游女性玩家人数是端游的 2.55 倍，女性玩家的增长初露端倪。

图 10：2016 年页游女性玩家人数是端游的 2.55 倍



资料来源：游戏工委, 浙商证券研究所

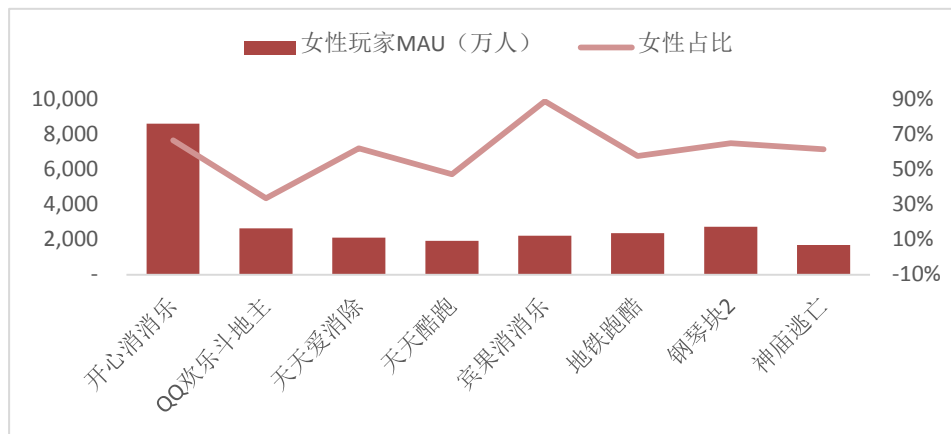
## 2.2. 手游时代——“她”的养成史

### 2.2.1. 休闲类小游戏打开女性市场缺口

手游时代初期——休闲类小游戏的崛起。手机前期因为技术限制，主要以运行非联网游戏为主。贪吃蛇和其后的俄罗斯方块风靡全国，贪吃蛇游戏成为诺基亚手机软件标配。后期触屏机的诞生，手游脱离物理键盘的束缚后，各种类型的休闲游戏纷纷而来。诸如《愤怒的小鸟》、《植物大战僵尸》、《水果忍者》、《神庙逃亡》等一系列新型手游以一年一款的速度迅速占据了市场份额。休闲类小游戏单局时间段（不超过 15 分钟），上手简单，操作简单，可随时挂机，极大的迎合了女性玩家需求。**女性玩家碎片化时间多于男性，休闲游戏成为女性的主要阵地。**以开心消消乐为例，2016 年 8 月女性 MAU 达到 8621.51 万人，占据女性玩家总人口的 1/3，意味着每 3 人女性当中就有一个人在这款游戏。



图 11：女性休闲游戏 MAU 高



资料来源：questmobile, 浙商证券研究所

### 2.2.2. 游戏厂商挖掘游戏新蓝海，女性向游戏爆发

**游戏厂商开始挖掘女性向游戏新蓝海。**休闲类小游戏群体奠定了广大的女性玩家基础，培养了女性游戏习惯，但休闲类游戏并不完全满足女性日益增长的娱乐需求。随着女性群体在游戏领域的消费能力觉醒，游戏厂商开始挖掘女性向游戏，期待能点燃女性用户对游戏的热情，释放游戏产业的女性消费红利。

橙光游戏是早期女性向游戏最为活跃的平台。橙光游戏中绝大作者主要制作 AVG(文字冒险)、Galgame(美少女游戏)以及类女性向游戏，代表作品有《逆袭之星途闪耀》、《我的养父是杀手》、《妃容天下》。橙光游戏明显带有玛丽苏、少女心、乙女向等标签，非常迎合年轻少女需求，目前在华语人群内已经覆盖了 3000 万的用户人群，其中 80% 以上是女性。玩友时代（别名：宝将科技）是国内较早专注耕耘女性市场的游戏厂商。10 年的《宫廷计》、13 年的《唐宫梦》、14 年《宫廷 Q 传》、15 年《熹妃传》等都主要针对女性玩家，市场表现不俗。《熹妃传》手游自上线以来就一直保持着非常高的用户活跃度，位列 IOS 畅销榜前 50 名八个月之久，最高月流水达 8000 万元，上线两年后仍然拥有百万日活、千万月流水的优异成绩。

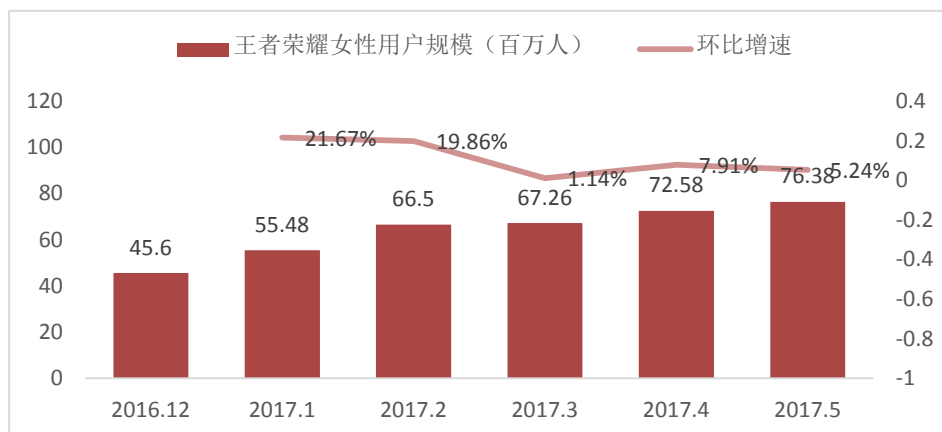
**女性向游戏盈利可期，大厂入局。**13 年腾讯推出的“奇迹暖暖”系列、点点乐发行的《恋舞 OL》，大受女性玩家欢迎，其优质的市场表现表明女性向游戏潜力巨大，投资回报比可观，吸引了众多游戏厂商的眼球。年均几十部新游开始发行，女性向游戏纷至沓来。17 年游族网络代理运营中文版《刀剑乱舞 online》、腾讯代理运营中文版《偶像梦幻祭》、bilibili 代理运营中文版《一血万杰》，完美世界研发运营《梦间集》。我们认为，随着越来越多的大型游戏厂商进入女性向游戏市场，女性向游戏市场将迎来新高潮。

### 2.2.3. 重度手游“意外”井喷，开启“她天下”

**头部游戏带动，女性入坑重度手游。**2016 年国内《阴阳师》、《王者荣耀》头部游戏带动，女性玩家入坑重度游戏。2017.5 阴阳师女性用户比例达 45%，王者荣耀女性用户比例 35%-40%，女性玩家撑起了半壁江山。

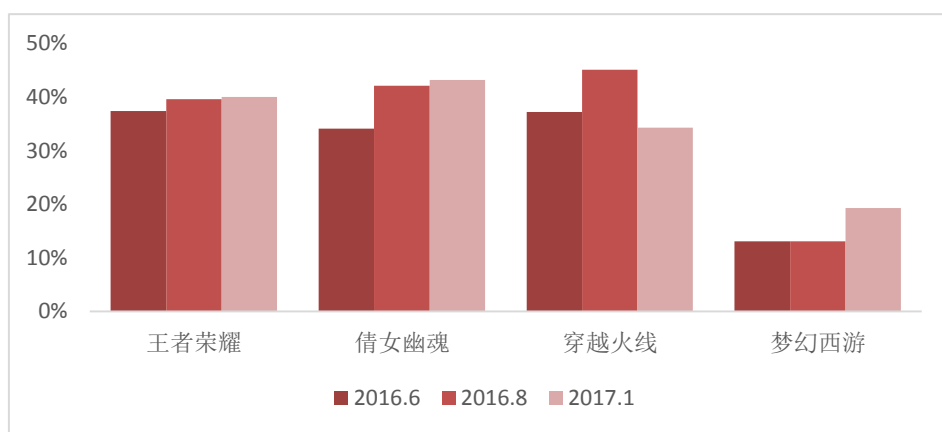
根据极光大数据报告，按照 1.63 亿月活跃人数，38% 女性比例计算，17 年 5 月王者荣耀女性月活跃用户达到 6200 万，直接超过 16 年 8 月即时战略类型女性总 MAU 人数（3730 万人）。也就说明，在即时战略类型游戏中，王者荣耀至少拉新 2500 万女性玩家，女性荣耀大军汹涌来袭。从注册量来看，从 2016.12 到 2017.5，女性玩家注册人数从 4560 万到 7638 万，月均复合增长率达到 10.87%，包括《王者荣耀》在内的重度游戏已开启女性重度手游时代。一旦重度习惯游戏养成，女性玩家会尝试不同的重度游戏，不仅仅局限于单一游戏类型。游戏她天下即将开启。

图 12：王者荣耀女性大军汹涌来袭



资料来源：极光大数据,浙商证券研究所

图 13：何止王者！重度手游女性玩家占比不断增长



资料来源：questmobile,浙商证券研究所

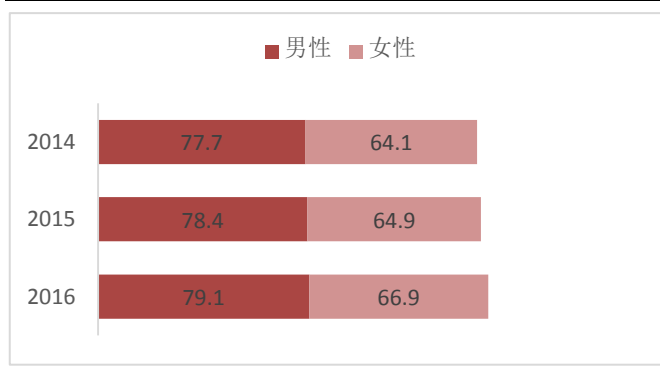
### 3. “她游戏” 因何而来？如何能兴？

#### 3.1. “她游戏” 因何而来？

##### 3.1.1. 经济基础决定上层建筑

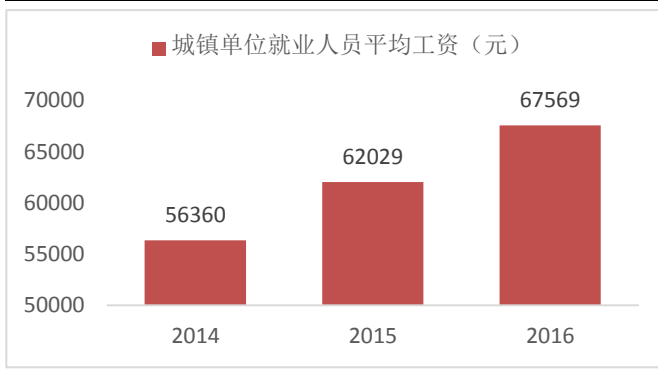
女性自我意识觉醒，经济独立、地位提升。市场经济发展以来，女性自我意识觉醒，独立意识越来越强，并深刻认识经济独立是一切独立的基础，所以绝大部分都有自己的工作和收入，甚至很多女性野心很大，在很多领域超越男性。Centre for Work Life Policy（纽约工作生活政策中心）一项研究显示，中国女性是全球最有野心的女性。76%的中国女性希望担任最高职位，而美国的比例只有 52%。根据中国城市居民调查报告显示，全职参与劳动的女性逐步增加。2014 年 64.1%的女性参与全职劳动，到了 2016 年就 66.9%女性参与，提高了 2.8 个百分点，且主要年龄段集中在 25 岁~55 岁（参与率高达 90%）。女性劳动参与率高，城镇单位就业人员平均工资不断上涨，女性收入不断增加。

图 14：女性劳动参与率高



资料来源：CTR-中国城市居民调查,浙商证券研究所

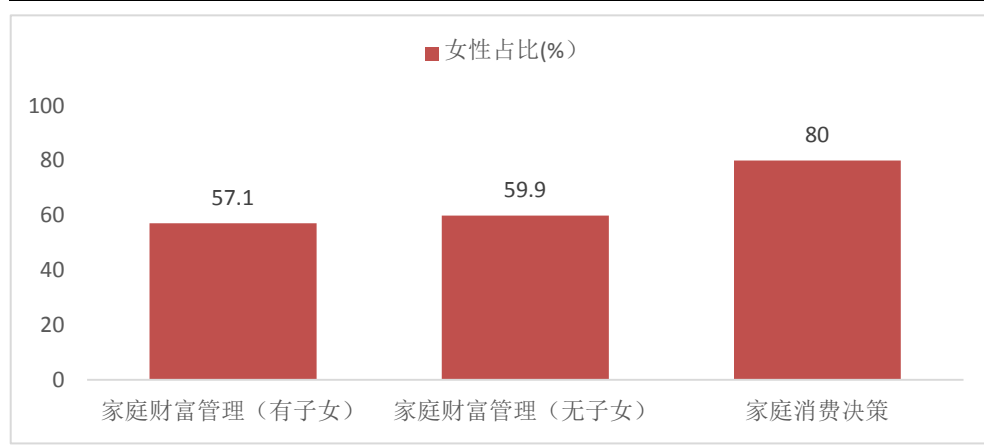
图 15：平均工资水平不断上升



资料来源：中国统计年鉴,浙商证券研究所

**女性社会地位提高，掌握家庭财政大权。**女性收入不断增加，消费欲望更加强烈。而受教育水平提升、计划生育等因素影响，女性社会地位显著提高。经济独立+社会地位提高，女性更多的享受生活，追求自我，休闲娱乐方式更加多样化。根据 CBNDData 和阿里研究院报告显示：中国女性拥有家庭消费决定权，从生活、休闲到娱乐消费，从线下到线上，女性细分用户始终是消费主力军，是最核心的消费群体。中国女性负责家庭财富管理决策（有子女家庭 57.1%，无子女家庭 59.9%）是家中财务管理的“一把手”。超 8 成的家庭消费由女性做出，女性直接决定消费的数量和质量。女性不仅有独立的经济来源，还掌握这家庭财政，其消费能力可见一斑。我们认为，对比日常女性消费能力，女性游戏消费前景将一片光明。

图 16：女性掌握家庭财政大权



资料来源：CBNDData,阿里研究院,浙商证券研究所

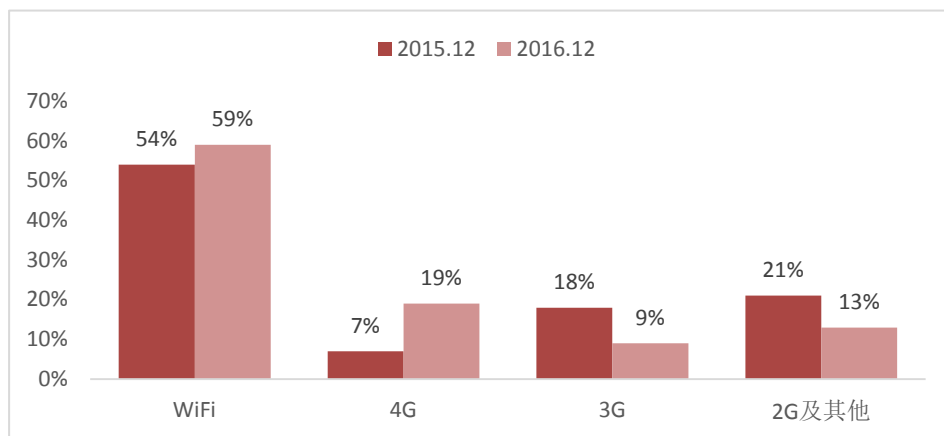
### 3.1.2. 硬件门槛突破，移动支付普遍化

**智能设备成本下降，手机性能优化提升游戏体验。**受惠于国内智能机市场发展，市场上千元机已经能支持市场上游戏的正常运行，硬件设施对游戏的限制不大。这意味着，全民玩游戏的硬件基础已经具备，玩游戏的门槛极大降低。如王者荣耀安装包 469.7M，0-999 元用户比例占到 12.7%，中低端机玩大型游戏不再有障碍，以往因为手机内存不够能玩游戏的困扰消失了。

4G 用户、中高机增多，游戏流畅度增强。相比 2015 年同期，移动游戏用户使用 WiFi 和 4G 联网比例进一步提升，其中 4G 网络占比由 7%提升到 19%，增长 171.4%；同时，移动游戏用户使用中高端机和高端机的用户占比提升幅度较大，其用户占比分别提升了 74.59%和 52.36%。联网方式、手机性能进一步升级，游戏流畅度增强，游戏画面质量得到大幅提升。同时，5G 网络开始建设，未来数据传输能力是 4G 网络的倍数级别，游戏流畅度不再成为游戏障碍，手游制作进一步精细化。

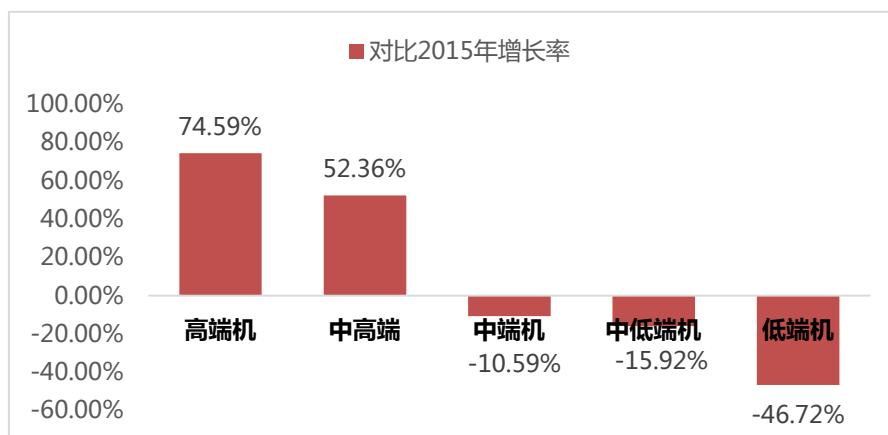
**移动支付普遍化，降低支付门槛。**2016 年支付宝实名用户达 4.5 亿人，微信支付用户达到 8.3 亿，第三方移动支付规模呈两位数增长。移动支付普遍化，移动游戏的支付门槛降低，支付率提高，游戏付费的支付渠道进一步打通。

图 17：移动游戏用户使用 WiFi 和 4G 联网比例进一步提升



资料来源：talkingdata, 浙商证券研究所

图 18：智能机市场扩容，中高端机增多

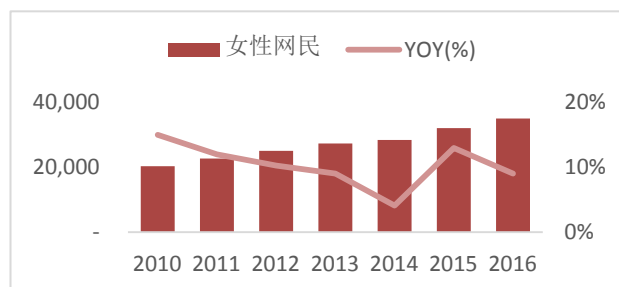


资料来源：talkingdata, 浙商证券研究所

### 3.1.3. 依托女性网民基数增长，视频直播加速爆发

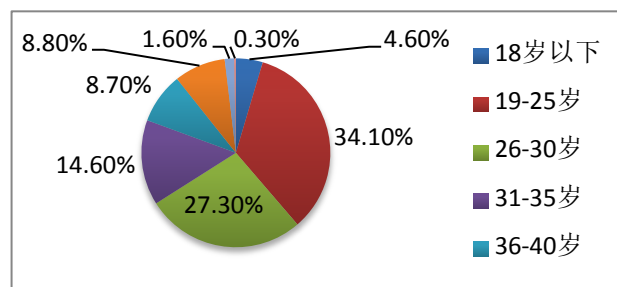
依托于女性网民增长，女性游戏群体扩大。根据 CNNIC 数据显示，2010 年女性用户达 2.02 亿人，2016 年达到 3.48 亿人，年均复合增长率达到 9.48%，超过男性复合增长率 7.01%。女性网民六年内增加了 1.36 亿人，是网民增量的主要贡献人群。我们认为，依托于女性网民基数的增长和移动网络的普及，女性游戏机会增多，游戏群体扩大，同时女性网民年轻化，游戏接受度高。

图 19：女性网民数量逐年增长



资料来源：CNNIC, 浙商证券研究所

图 20：女性网民年龄构成偏 30 岁以下



资料来源：友盟+, 浙商证券研究所

视频直播加速爆发，收看游戏直播女性占比近一半。2012 年，电子竞技成为市场热点，《英雄联盟》横空出世，带动直播市场热潮分离出游戏直播。游戏直播观看人数不断增长，覆盖群体不断扩大。据易观智库调查，2016 年 Q4 游戏直播平台移动端活跃人数达到 9436.4 万人，女性占比达 48%，意味着有近 4000 万女性用户观看游戏直播。游戏直播一方面增加游戏曝光度，实现用户导入。另一方面，游戏观赏性更强，用户粘性增强，游戏生命周期延长。在游戏直播方面，top10 游戏主播中，Miss 和阿怡大小姐占据两强。随着移动电竞的兴起，榜单上将会出现更多女性玩家的身影。

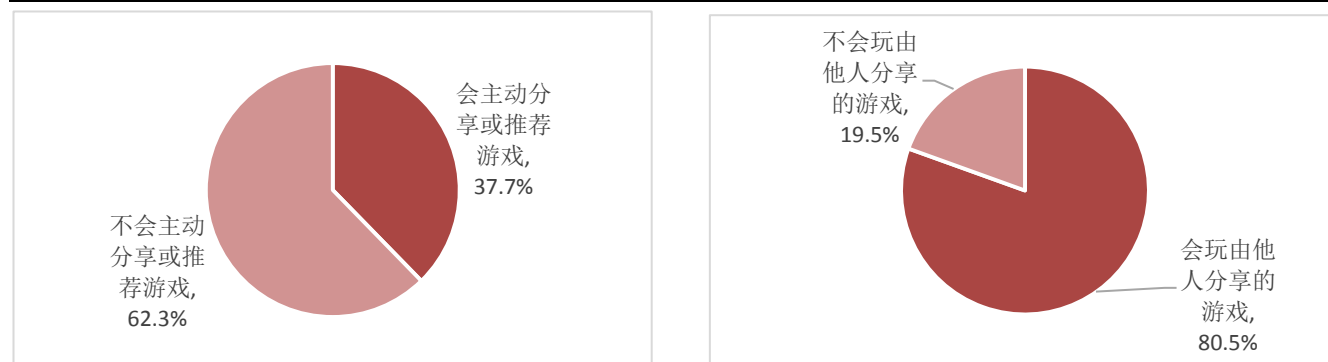
## 3.2 “她游戏” 如何能兴？

### 3.2.1 强化女性社交与游戏匹配度

**社交属性是吸引游戏爱好者沉淀的重要因素。**游戏机制中通常有下列几个元素：分数、等级、挑战、虚拟商品、领先榜单、赠礼；与人类欲求中的基本因素对应的是：奖赏、地位、成就、自我表现、竞争、利他。游戏天然与人类社交机制紧密相关的，一款好的游戏必定离不开社交。

游戏本身的质量、体验决定玩家的留存度。但社交属性能够病毒式传播游戏，使能使玩家沉淀下来。社交属性是非游戏爱好者开始玩一款游戏的契机，如王者荣耀直接吸引了 5000 万未安装其他手游应用的玩家入坑。根据艾媒咨询报告显示，62.3% 的手游玩家会向身边的人分享或推荐手机游戏，80.5% 的手机游戏玩家会玩朋友分享或推荐的游戏。玩家安利游戏热情高，被安利的玩家热情更高，用户转换率极高。社交属性也是吸引游戏爱好者沉淀的重要因素。好友间的排位机制直接刺了玩家的胜负欲，使玩家保持活跃度，增强群体粘性。含有社交属性的游戏群体留存率高于均值，如王者荣耀 30 天留存率均值为 55.9%，高于行业平均值。

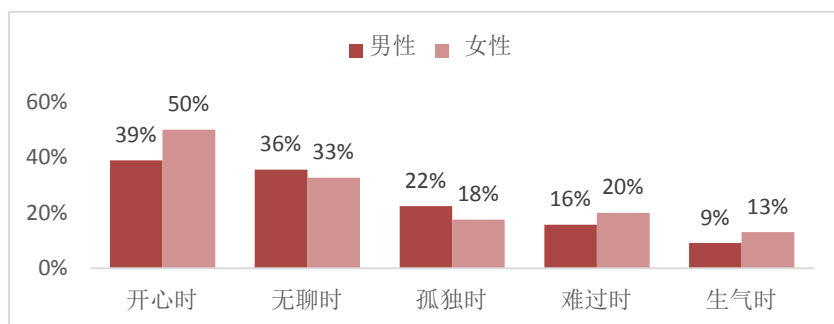
图 21：游戏玩家被安利的转换率极高



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

**女性社交属性强于男性，游戏粘性更强。**相对于男性，女性有更强烈的分享欲望，社交性更强。根企鹅智酷调查显示，女性总体分享意愿高于男性。在开心时、难过时、生气时，女性分享意愿高于男性 11%，4%，4%。我们认为，女性天然爱分享的本性决定了社交在游戏的重要程度，一款具有社交属性的游戏更受女性欢迎，女性更愿意花时间、花精力在游戏上面，留存率，付费率都提升。

图 22：女性总体分享意愿高于男性





资料来源：企鹅智酷,浙商证券研究所

### 3.2.2 抓住女性消费心理

**重视外观形象，求美心理强烈。**女性天生有着强烈的审美天赋和审美心理，比男性更容易被事物外表的痴迷。女性玩家更容易被动作酷炫、造型优美的游戏吸引，更愿意被唯美、萌的游戏形象所捕获。女性玩游戏的契机并不完全依赖于游戏的玩法出众，更多的可能是因为游戏产品卖相好。

图 23：从《魔兽世界》到《王者荣耀》：女性用户更喜欢可爱、唯美造型



资料来源：百度图片,浙商证券研究所

**典型的感性消费特质——非理性消费、情绪消费。**女性消费者容易在情绪不稳定的状况下做出消费决策。心情压抑的时候，女性消费者会通过消费来舒缓内心的压力和苦恼；同样在心情愉悦的时候，女性消费者同样通过消费表达愉悦心情。目前，游戏市场并没有表现出女性冲动消费的强烈倾向。但是借鉴于现实世界消费情况，随着女性玩家游戏年龄变长，感性消费会在游戏世界呈现。因此针对女玩家消费特点设置游戏充值方式，方便女性玩家进行冲动消费，未来女性 ARPU 值大概率会超过男性 ARPU 值。

### 3.2.3 精简游戏操作，缩短游戏时长

**女性偏爱简单操作，单局时间短的游戏。**复杂的游戏玩法和操作只会让女性玩家望而却步，而简单的玩法和操作则更有利于提高女性玩家的上手和留存。LOL 和王者荣耀在规则、玩法和人物设计等方面相差无几，但在游戏时长和操作等方面存在不少差距。王者荣耀的玩家可以利用碎片化时间进行游戏的相关操作，一场战斗所花费的时长平均在 20 分钟左右，而 LOL 比赛最快需要 20 分钟。在操作手法上，王者荣耀只需要三个技能配合使用，而 LOL 多种技能混合使用。此外，王者荣耀自动出装，新手设置等给玩家极大的方便，小白玩家也能轻易上手。正因如此，王者荣耀获得大量女性玩家欢迎。

图 24：操作进化——从 LOL 到王者荣耀



资料来源：百度图片,浙商证券研究所

表 2: LOL 与王者荣耀操作情况

	LOL	王者荣耀
单局时长(分)	平均 20 分钟	至少 20 分, 普遍 30-45 分钟
操作设置	键盘+鼠标, 多个技能混合使用	摇杆式手触、自动出装、三个技能
入门门槛	1 小时学习	20 分钟学习

数据来源：浙商证券研究所

## 4. 畅想：“她天下”将来临？

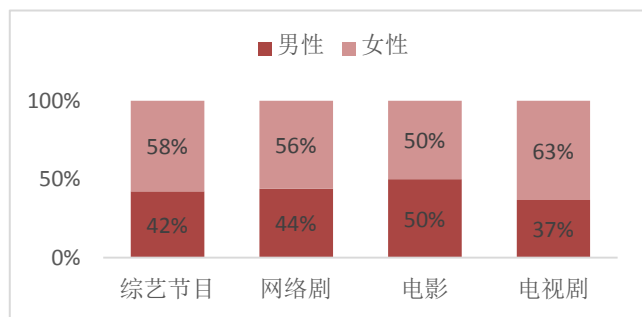
### 4.1. 游戏世界将成“她天下”

#### 4.1.1 细分市场牢抓“她经济”之一：影游联动

女性是影视剧的主要受众，游戏转化率高。目前，无论是电视剧、网络剧，还是综艺节目、电影，女性是主要受众。影视制作又以女性需求为导向，女性向影视剧霸屏时代，开启进一步强化女性在影视剧的主导地位。

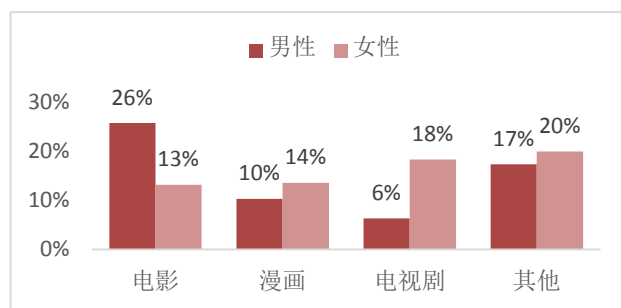
影游联动更容易挖掘了潜在且一些不容易被传统游戏推广触达的用户，尤其是女性用户。根据企鹅智酷调查，在受众游戏转化率方面，在电视剧、漫画领域，女性受众转化为游戏玩家的概率分别高男性受众 12 个、4 个百分点。在电影领域，有 13% 女性愿意去尝试电影的同款游戏。女性是影视剧的主要受众，女性的游戏转化率并不低，尤其在电视剧转化游戏方面甚至高于男性。

图 25：女性是影视剧的主要受众



资料来源：DataEye, 游戏客栈, 浙商证券研究所

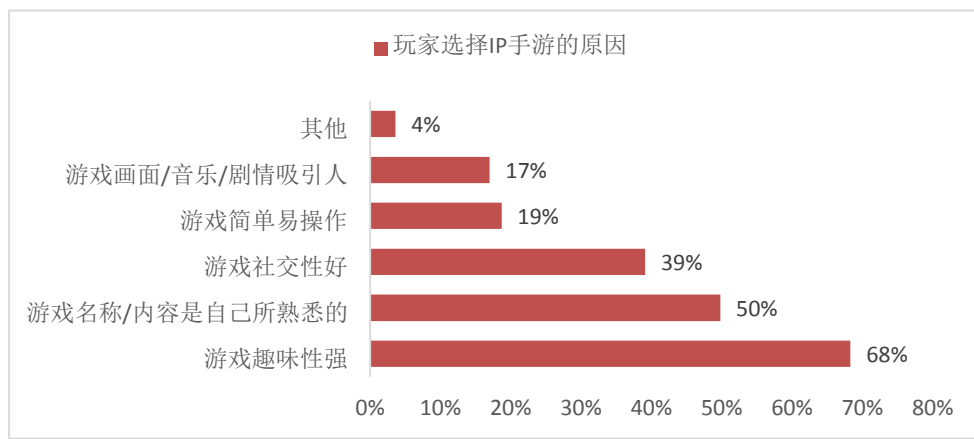
图 26：女性在影视剧游戏转化率高于男性



资料来源：企鹅智酷, 浙商证券研究所

买量成本上升，影游联动成标配。IP 手游在手游宣传发行阶段优势明显，自带的粉丝效应和同期影视作品高曝光度带动手游快速吸量，有效降低用户获取成本，粉丝的忠诚度也决定其较高的游戏付费率，吸金能力强。根据艾媒咨询报告显示，有五成的玩家是因为游戏名称/内容是自己所熟悉的选择 IP 手游，近两成玩家是受到游戏画面/音乐/剧情吸引而进坑，IP 宣传效应和粉丝效应明显。根据 DataEye 监测的数据显示，2016 年游戏行业流量的成本全年增长近 3 倍（16 年底 ios 买量成本 40/50 个），且呈现不断增长的趋势，影游联动陆续成为游戏公司推广影视手游的标配。

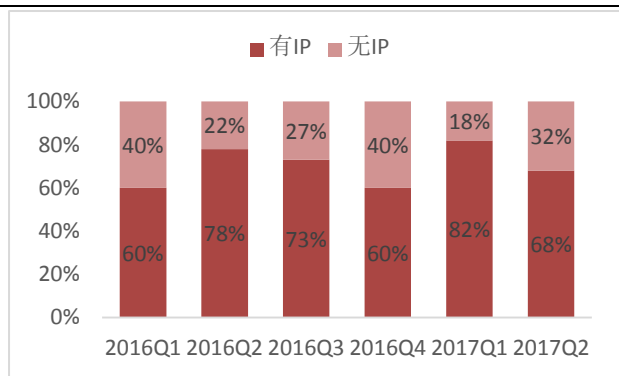
图 27：玩家选择 IP 手游的原因



资料来源：艾媒咨询,浙商证券研究所

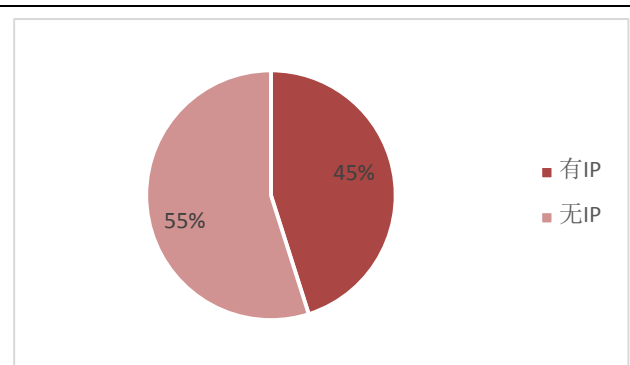
**影游联动深度融合，增强游戏互动。**影游联动产品从最初的挂名、换皮到现在的游戏与影视内容协同，游戏内容与影视内容深度统一，形成互动效应。目前影游联动主要做法是将剧中场景、人设以及剧情等内容高度还原至游戏中，甚至包括主演形象还原和 100%原声配音，让“游”中有“影”的体现，同时影视剧演员参与社交平台的互动，不断地强化影视剧和游戏与粉丝的互动。根据伽马数据的报告统计，2016 年度影游联动的手游市场份额达到 89.2 亿元，占移动游戏市场销售总额的 10.9%，有多款影视改编手游最高月流水过亿。我们认为，影视剧主要受众是女性玩家的特性决定了女性用户是扩大影游联动市场规模的关键。深度挖掘女性用户，“剧粉”转游戏粉，影游联动空间潜力巨大。

图 28：上榜新游中 IP 游戏数量



资料来源：游戏工委,浙商证券研究所

图 29：2017Q3 即将上线的移动新品中 IP 游戏占比



资料来源：游戏工委,浙商证券研究所

#### 4.1.2 细分市场牢抓“她经济”之二：二次元女性向游戏

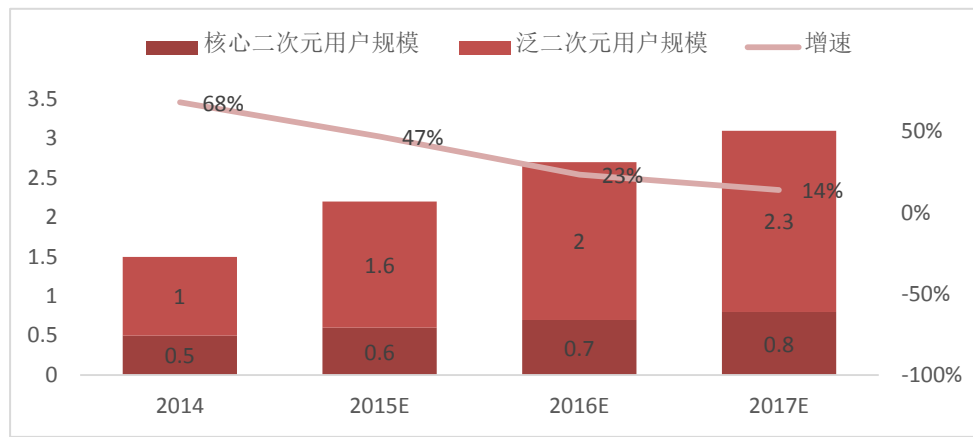
**二次元女性向游戏也是重要的细分市场之一，并有潜力可挖。**国内市面上几乎九成游戏配合男性玩家的喜好，强化征服、战斗、竞争、成长元素比比皆是，而占比近半的女性用户所期待的故事性、养成性与代入感等元素，在手游中被大幅弱化。二次元女性玩家并非不是不爱玩女性向游戏，而是二次元女性向游戏极其稀少。

目前日本二次元女性向游戏最为发达，已经有 20 多年的发展历史。日本二次元女性作品已有明确的四大类别（公主系、萌系、腐女系和乙女系）的划分，并各自有了庞大且独特的粉丝群体和相对应的 ACGN 作品，不同类别的作品在设计上有着明显的界限设定。据 Visual Works 报告显示，2014 年日本乙女向游戏付费率高达 34%，ARPU 值约为 30 元，ARPPU 大概在 240~300 元，市场规模达到 1.3 亿美元。

国内二次元用户规模不断扩大。二次元的显著特征为虚拟世界和情感共鸣，虚拟世界是指架空和幻想，情感共鸣是指二次元受众在虚拟世界获得身份认知和情感认同。二次元受众更多分布于 90、00 后年轻族群，他们偏向消费宅腐萌作品。根据艾瑞咨询报告，2015 年中国的泛二次元群体超过 2 亿，其中核心二次元群体大概为 600 万，占比 27%。二次元的人均年消费高达 1700 元，消费粘性强劲。而对比日本，国内二次元女性向游戏较少，仍是新蓝海待开发。15

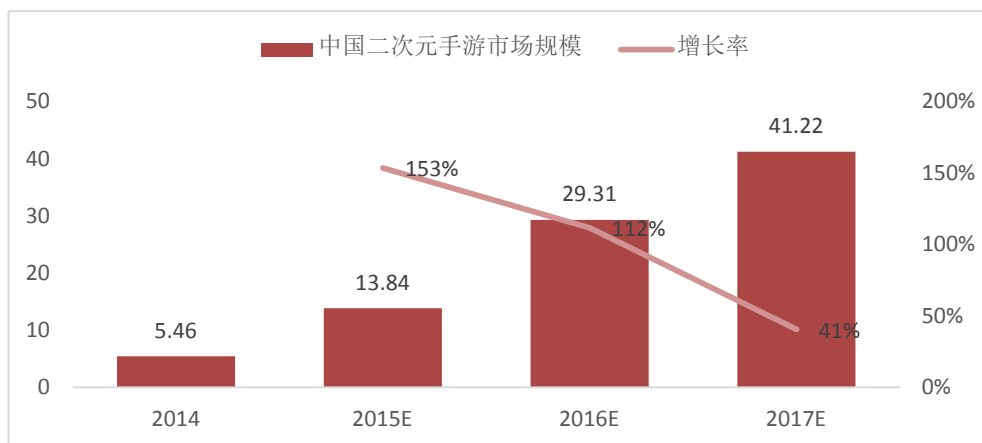
年哔哩哔哩代理的《梦 100》首测数据表现抢眼（首测次日留存率达 85.66%，七日留存率超 60%），可见二次元女性向游戏类别在国内可挖掘的市场空间很大。

图 30：二次用户规模不断扩大



资料来源：艾瑞咨询, 浙商证券研究所

图 31：2014-2017 年中国二次元手游市场规模及增长率

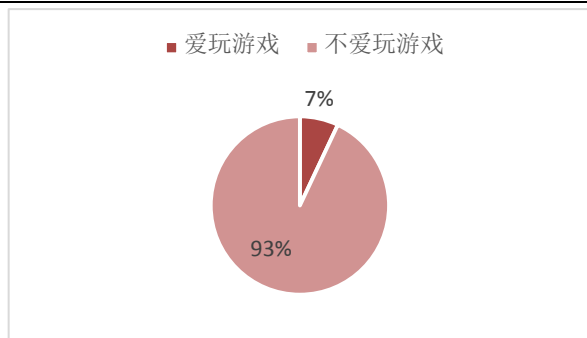


资料来源：艾瑞咨询, 浙商证券研究所

二次元游戏市场含金量高。根据艾瑞咨询报告，2017 年二次元手游市场规模有望达到 41.22 亿元，同比增长 40.6%。二次元人群庞大年轻，爱玩游戏（93% 爱玩游戏），也爱“氪金”（付费比例高达 75%），是优质游戏用户。未来核心二次元用户稳定增长，泛二次元用户规模日益庞大，随着二次元手游影响日益增大，在泛二次元用户中的渗透率提高。二次元用户在游戏上的付费习惯已养成，随着这批年轻用户步入工作，他们可支配资金的提高，未来在二次元手游上的花费金额也随之增加。二次元移动游戏市场增速将超过整体移动游戏市场的增速，成为收入增量的重要来源。我们认为，二次元女性向游戏规模不断扩大，深耕女性向细分市场，收入可观。

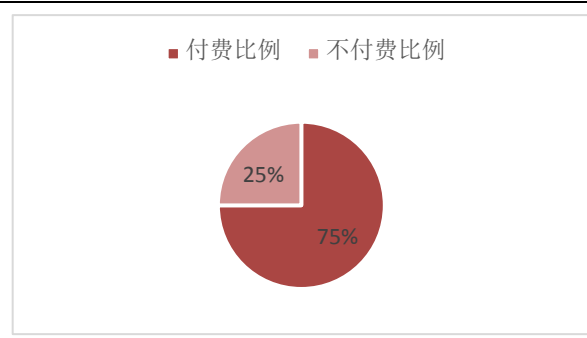


图 32：二次元用户爱玩游戏



资料来源：艾瑞咨询,浙商证券研究所

图 33：二次元用户也爱“氪金”

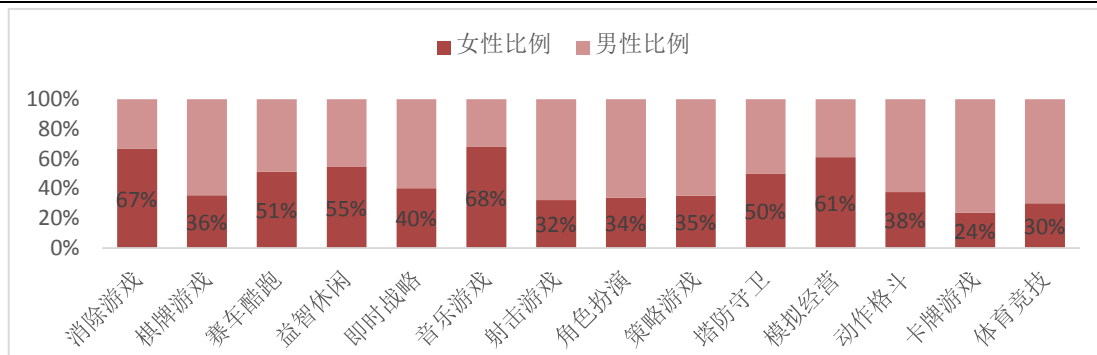


资料来源：艾瑞咨询,浙商证券研究所

#### 4.1.3 重度手游成就“她天下”

出没重度手游，“女性荣耀”绝非昙花一现。旧有观念认为女性喜欢偏故事性和轻度游戏，男性则喜欢充满竞技、刺激元素的游戏。但从 Quest Mobile2016 年 6 月报告中看到，中国区手机游戏 MAU 实力榜中，在赛车跑酷、塔防守卫、益智休闲中，女性玩家的占比也接近 50%。在动作格斗、即时战略等传统认为不受女性欢迎的游戏中，依然活跃着三分之一多的女性用户。随着游戏时间碎片化特征有所改善，软硬件设备基础夯实，“女性荣耀”绝非昙花一现，重度手游市场爆款可出。

图 34：女性玩家兴趣多样



资料来源：questmobile,浙商证券研究所

女性与游戏天然对立正在被打破，占领“重度游戏”未来可期。根据 talkingdata 报告显示，在腾讯视频内容偏好---游戏数据上，女性在不同年龄层次、区域层次上超越男性。这意味着，一旦女性成为游戏玩家，他们也成为了更重度的、更具粘性的游戏视频受众用户。女性玩家一旦成为过度度游戏玩家，后期玩其他重度手游显著提高。值得注意的是，手游的游戏重度程度远远低于端游游戏的游戏重度程度，其游戏推广并非像端游困难。目前，王者荣耀已经为女性玩家打开重度游戏的大门。我们认为，随着后续产品发力和重度游戏习惯的养成，女性占领“重度游戏”未来可期。

图 35：腾讯视频内容偏好---游戏（VV 单日视频播放量占比）

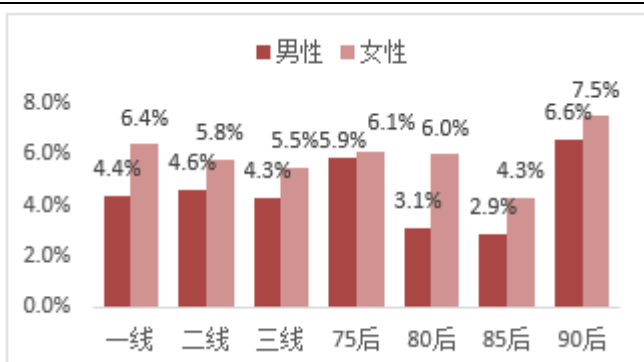
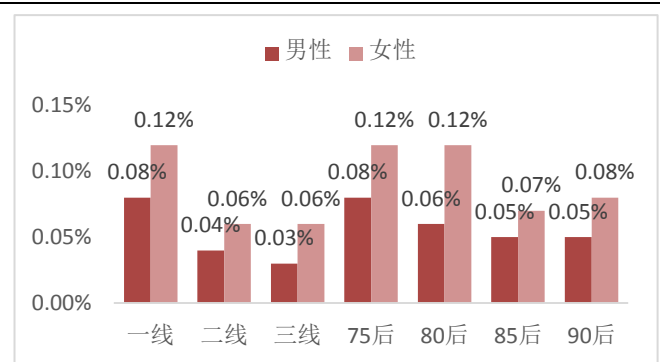


图 36：腾讯视频内容偏好---游戏（单位 UV 对 VV 的贡献率）





资料来源: talkingdata, 游戏客栈, 浙商证券研究所

资料来源: talkingdata, 浙商证券研究所

## 4.2 A 股掘金

我们认为,腾讯控股和网易是女性游戏市场起量后最先收益的标的。腾讯游戏有望拔得女性玩家头筹,养成女性重度手游习惯。根据官方数据显示,2017Q1 腾讯智能手机游戏的 ARPU 值在人民币 125 元至 135 元之间。按照 6300 万女性月活人数计算,保守预计王者荣耀女性玩家贡献 20 亿收入。目前《王者荣耀》垄断了国内手游 moba 市场,规模效应和高额退出成本延长产品生命周期,女性在“农药”上的付费率和付费动力会随着活跃度的增加而增强,付费增长可观。

此外,腾讯依托核心社交产品的海量用户基础(2017Q1 微信和 WeChat 的合并月活跃账户数达到 9.38 亿,通过付费道具、流水抽成等手段,实现游戏业务收入的高速增长。2017 年公司有 19 款手游,游戏类别涉及 MMORPG、SLG、竞速、音乐舞蹈等细分领域,有望持续吸引女性玩家入坑,拉动业绩。

网易则是以小博大的爆款制造者。2016 年 9 月阴阳师上线,凭借其豪华声优、唯美和风画面、剧情上的层层深入等吸引大量女性玩家入驻二次元市场,10 月 DAU 即突破 1000 万,登顶 iOS 游戏畅销榜 NO.1。根据游戏葡萄预测,2016Q4 阴阳师单月流水近 10 亿。按照 46.4%女性玩家计算(questmobile),阴阳师女性玩家贡献了 18 亿流水。

公司现有游戏产品表现强劲且结构均衡,自研与代理双线并行。2017 年公司公布 16 款手游,游戏类型囊括 MMO、军事、卡牌、休闲、角色扮演、体育、回合制等多个细分领域。我们认为,《叛逆性百万亚瑟王》、《我的世界》等游戏都有成为爆款的潜力。

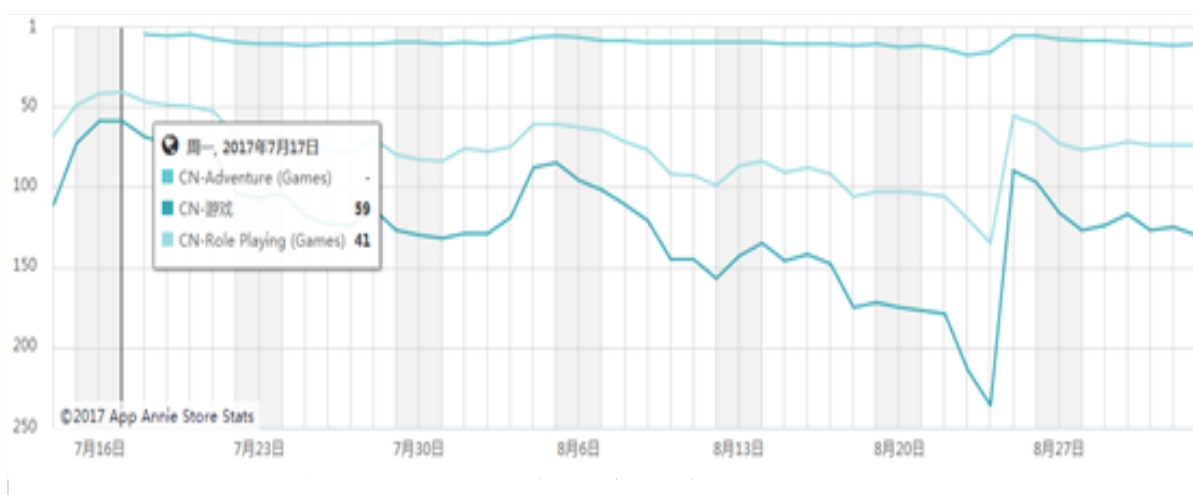
在 A 股方面,我们认为有两条选股逻辑,一是在细分的女性向游戏市场上,寻找已有布局的公司,推荐关注完美世界、游族网络,二是在女性用户提供增量市场的大背景下,寻找手游市场易出高流水、有望拉动女性玩家入坑的公司,推荐关注三七互娱、电魂网络、恺英网络、吉比特。

### 4.2.1 完美世界、游族网络:深耕女性向游戏市场,后期产品爆发有望

**完美世界:** 我们认为,王者荣耀、阴阳师等培养了女性重度手游习惯,女性重度手游需求极大提升。公司作为老牌端游,在手游研发上更多的选择 MMORPG、ARPG 等重度游戏,其付费率和 ARPU 值高于其他类型游戏。同时,游戏的付费机制更加成熟,付费点设置更加精巧,游戏付费吸引力更高。重度手游产品研发和设置上,完美世界更上一层楼。

公司目前已经积极布局移动游戏细分市场,关注和获取更多丰富类型的用户与二次元和年轻用户,涵盖二次元、动漫、影视题材,以及战略、格斗、SLG、军事、卡牌等多种游戏类型的项目正处于研发过程中。从《舞动全城》到《梦间集》,公司不断推进女性向手游市场。《梦间集》自上线以来,占据 iOS 角色扮演类游戏 Top20,大受女性玩家喜爱。我们认为,凭借女性向游戏的先发优势和研发积淀,完美世界将在女性增量市场占据有利地位。

图 37:《梦间集》iOS 细分市场排名靠前



资料来源: APP Annie, 浙商证券研究所

图 38: 女性向游戏---《梦间集》画面精美



资料来源：公司官网, 浙商证券研究所

**游族网络：**一家集页游、手游研发、发行、代理和运营于一体的轻娱乐供应商。公司的核心竞争力主要表现在：页游经验在移动端的成功复制、海外市场的完善布局、IP 储备（三体、权利的游戏）与 IP 打造能力（女神，少年系列）。公司抓准女性游戏时机，进军女性向游戏。17 年上半年独家代理发行日本现象级 IP《刀剑乱舞 online》中文版手游+页游。《刀剑乱舞 online》TapTap 评分高达 8.9，力获 APP Annie 主页推荐，其研运能力可见一斑。下半年全力推出战略级手游《天使纪元》《妖精的尾巴》等 IP 储备，爆款可期。

#### 4.2.2 三七互娱、电魂网络、恺英网络、吉比特：“页转手”进行时，将尽享女性增量红利

**三七互娱：**《永恒纪元》在研发和发行业务上取得的成绩，已充分验证了公司研发和发行“页转手”品类的产品策略，以及公司流量购买和转化、渠道合作的能力，公司在手游市场大有可为。而女性相对于男性，对游戏品质更为挑剔，获取成本高但游戏忠诚度更高。女性手游市场更需精准买量和长线运营。我们认为，三七互娱凭借其核心竞争力能极大获取女性手游市场份额，业绩增量可期。

目前公司正在研发网页游戏 6 款、手机游戏 7 款，独家代理手机游戏 11 款，预计将于 2017 年陆续推出上线，业绩可期。

表 3：三七互娱 17 年预计上线游戏产品一览

游戏类型	游戏名称
手游	传奇霸业手游、储备手机游戏项目 X、奇迹手游、天启之门、凡人诛仙诀、精灵契约、星河纷争
页游	金装传奇、天堂 2 页游、储备网页游戏项目 Y、大天使之剑 2、狂仙、永恒纪元

数据来源：公司官网，浙商证券研究所

同时，我们认为，在整个游戏市场不断成熟背景下，产品创新能力是游戏厂商站稳站稳，和拓展增量市场的关键。推荐关注**电魂网络、吉比特、恺英网络**。

电魂网络依赖端游丰厚的技术储备，走垂直细分之路。公司游戏营收整体稳定，受新品发行节奏等影响，2017Q2 公司游戏业务营收 2.22 亿元，毛利率 92.24%。下半年手游新作蓄势待发，前期市场反应良好。《野蛮人大作战》taptap 评分达 8.9 分，下载量超 77 万，《光影对决》官网预约数超过 52 万，taptap 预约数超过 16 万，评分高达 9.4 分。

吉比特强调自研构建竞争力基础，庞大的游戏用户构建用户优势。公司游戏营收稳定增长，2017Q2 游戏营收达到 7.2 亿元，毛利率为 91.42%。游戏业务增长依赖于公司自研经验不断积淀。《问道》手游 16 年 24 亿年流水充分证明公司战略定位眼光。另外旗下自助平台雷霆游戏，代理精品游戏《不思议迷宫》等和《问道》等积累大量用户信息和游戏忠实粉丝，为改良游戏设计机制，产品的长期发展打下基础。

恺英网络专注于精细化运营打造长周期精品游戏产品，擅长于细分领域中找到具有竞争力的差异化产品定位。恺英网络自上市以来，游戏业务收入基本保持高增长。2017Q2 游戏产品营收达 10.07 亿元，毛利率达 66.03%，手游占比为 41.34%，游戏分发收入

达 1.65 亿元,2017Q3 净利预增 111%-157%。平台优势助力游戏宣发,页游平台 XY.COM 累计活跃用户数近 1.1 亿人次(页游 NO.3),移动应用分发平台 XY 苹果助手累计活跃用户数接近 2 亿人次。公司凭借其长线运营、精品研发和平台优势,更容易获得优质游戏玩家青睐。

## 5. 致谢

感谢实习生钦高霞在报告编写过程中的协助。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn