

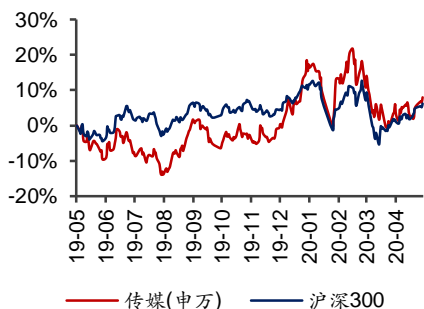


云游戏商业化下的产业变革机会通往何处？

行业评级：买入

报告日期：2020-05-11

行业指数与沪深300走势比较



分析师：尹沿枝

执业证书号：S0010520020001

研究助理：王晓羽

执业证书号：S0010119100009

邮箱：wangxy@hazq.com

主要观点：

云游戏商业化现状：窗口期积极布局，挑战与机遇并存

云游戏自2019年11月谷歌Stadia的问世掀起了市场的关注，国内外厂商也在将自有的云游戏计划向外公布，云游戏的商业化逐渐从理想进入初期。伴随5G基建的推进与多平台云游戏的试点情况反映，我们认为云游戏当前发展面临以下的机遇与挑战。机会在于5G建设的进度提升以及关键因素运营商的布局为前期培养云游戏消费习惯带来可能。挑战在于当前画质体验、高昂的流量资费、内容版权权属的不清晰、商业模式的不确定带来的玩家关注度不高。我们判断2020-2022年是云游戏布局的良好窗口期，具有一定优势的厂商入局将有望决定行业发展的规则。

四个逻辑关注云游戏产业变革：

逻辑一：从“渠道为王”到“内容为王”，游戏CP在云游戏全时代将获更多话语权。

短期内：用户培育期/窗口期（2020-2022年）：现有游戏上云，优质内容储备是关键。我们总结了当前云游戏平台的游戏储备情况，大部分以现有游戏上云为主，内容研发商也在寻求与现有大平台的合作搭乘云游戏时代首发列车。我们判断短期内具有强势IP游戏项目储备、丰富内容供给以及迭代能力的研发型公司将有望首批受益于云游戏的大规模商用。虽然受制于用户规模培养，难以在利润贡献上成为主力，但原生云游戏的推出将有望打开局面。

中长期：内容与平台相辅相成，游戏界的NETFLIX将应运而生。原生云游戏将是云游戏行业竞争的爆点与模式新生。我们从在线视频行业的发展脉络发现，中长期来看，云游戏平台与内容相互成就，从游戏行业与视频行业商业模式的不同点对比，我们认为内容的话语权提升但并不会带来产业链上游的绝对定价权，从而伤害行业发展的健康生态。长期来看，具有研运一体、全产业链打通能力的游戏平台将成为云游戏时代的常胜将军。

逻辑二：降低用户游戏体验门槛，扩展用户的游戏场景。云游戏环境下，计算完全转移至云端，主机、PC、移动端彼此打通，用户只需拥有任意一款终端，便可在网络环境中随时随地体验游戏，摆脱了大型客户端游戏的设备限制。在不久的将来，更多用户可享受终端打通，随时畅玩PC端与主机游戏的便捷体验。原生云游戏将有望诞生于具有强研发实力的头部公司。

逻辑三：分发门槛降低，玩家决策路径缩短，直播互动等多元形式高效、个性化，低成本吸引和转化用户。1）云游戏诞生有望带来直播平台的“文艺复兴”。直播与视频网站与云游戏存在天然的协同，云游戏不仅打通了不同场景下的游戏体验，还打通了沟通的第三堵墙。反映出直播

平台在内容带货方面具有较高的转化率；2) 抖音、快手等短视频平台也将成为云游戏攻略下沉市场的一大法宝。抖音、快手等短视频平台兼具内容优势、下沉市场广大空间，与云游戏未来新增的用户群体天然契合，有望成为新一代分发渠道。

逻辑四：催生云 VR 时代到来，游戏社交属性愈加强烈。随着硬件技术的进展及网络基础设施的完善，云与 VR/AR 概念彼此碰撞，大量市场潜力亟待释放。

投资建议

云游戏商业化进程处于窗口期，板块中长期将受益于云游戏新增广阔市场空间的业绩估值双提升。从产业链演化进程来看，优质内容的需求将成为云游戏时代的主旋律，有望打破国内手游时代渠道为王的固定局面，建议关注具有深厚研发底蕴、丰富 IP 储备与迭代能力的头部游戏公司完美世界、三七互娱、吉比特、世纪华通。长期关注具有研运一体化、全产业链打通能力的公司，如顺网科技。

风险提示

5G 建设进度不达预期，云游戏平台研发失败风险，游戏内容研发失败风险

推荐公司盈利预测与评级：(wind 一致预期)

公 司	EPS (元)			PE			评级
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
三七互娱	1.00	1.30	1.54	31.78	27.58	23.31	未评级
完美世界	1.16	1.83	2.16	36.19	24.90	21.09	未评级
顺网科技	0.13	0.49	0.59	-1,799.50	40.22	33.59	未评级
吉比特	11.28	15.22	18.02	30.45	25.56	21.58	未评级
世纪华通	0.46	0.64	0.76	30.25	21.82	18.42	未评级

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 云游戏：方兴未艾，颠覆变革.....	6
1.1 “宅经济”+5G 与游戏共振，迎来新的产业变革机遇.....	6
1.2 云游戏的破局之道：技术是前提，内容是王道.....	8
1.3 云游戏商业化现状：机遇与挑战并存.....	11
1.3.1 挑战：资费、画质、延迟等问题使得云游戏仍在窗口期.....	11
1.3.2 机遇：5G 技术引领游戏进入云时代.....	14
2 四条逻辑共建 5G 云时代游戏产业新格局.....	15
2.1 逻辑一：渠道为王 VS 内容为王，游戏 CP 能否夺回话语权？.....	15
2.1.1 短期内用户培育期/窗口期（2020-2022 年）：现有游戏上云，优质内容储备是关键.....	16
2.1.2 中长期：内容与平台相辅相成，游戏界的 NETFLIX 将应运而生.....	19
2.2 逻辑二：降低用户游戏体验门槛，扩展用户的游戏场景.....	22
2.3 逻辑三：分发门槛降低，玩家决策路径缩短，直播互动等多元形式高效、个性化，低成本吸引和转化用户.....	23
2.4 逻辑四：催生云 VR 时代到来，游戏社交属性愈加强烈.....	26
3 重点公司一览.....	27
3.1 完美世界：研发为王的精品影游内容输出王国.....	27
3.2 顺网科技：深耕网吧场景，云游戏落地场景落地.....	30
3.3 吉比特：小而美的精品游戏研发商，长线运营效果获得市场认可.....	32
3.4 三七互娱：研发运营两手抓的爆款游戏制造机.....	33
3.5 世纪华通：厚积薄发在即，原生云游戏研发启动.....	34
4 投资建议.....	36
5 风险提示.....	36

图表目录

图表 1 中国游戏市场实际销售收入及增长状况	6
图表 2 中国移动游戏市场实际销售收入及增长状况	7
图表 3 中国游戏市场用户规模及增长状况	7
图表 4 云游戏发展历程	8
图表 5 云游戏运行示意图	9
图表 6 微软 PROJECT X CLOUD 产品界面展示	9
图表 7 格来云游戏产品界面展示	10
图表 8 海内外云游戏产业链布局	11
图表 9 欧洲玩家对云游戏接受度	12
图表 10 全球代表性云游戏平台付费模式	12
图表 11 三大运营商 5G 套餐资费比较	13
图表 12 游戏分辨率与流量耗费成正比	13
图表 13 4G/5G 网络环境对云游戏的影响对比	14
图表 14 2021-2025 全球 5G 连接数量及人口覆盖率预测	14
图表 15 全球云游戏市场规模预测	15
图表 16 腾讯云为 WEGAME 提供快速部署优势	15
图表 17 各大云游戏入局公司内容储备情况	16
图表 18 云游戏平台企业对游戏版权授权的需求	18
图表 19 云游戏平台企业对游戏版权授权类型的需求	18
图表 20 2013-2019 年发放游戏版号总数	18
图表 21 不同时代不同娱乐媒介的变迁	19
图表 22 在线视频行业发展 AMC 模型	20
图表 23 头部剧集单集版权价格	20
图表 24 不同运营模式下游戏的生命周期	21
图表 25 IOS 激活付费率设备对比 (2019VS2020Q1)	22
图表 26 PC 端游戏《最终幻想 14》手机端操作展示	22
图表 27 网易 PC 端游戏《逆水寒》官方推荐配置	23
图表 28 《逆水寒》运行硬件配置推荐及对应价位	23
图表 29 2019 年 12 月不同运营阵营下渠道与 CP 端利润分成情况	24
图表 30 对云游戏运营场景的合作需求	25
图表 31 斗鱼云游戏平台已上线游戏	25
图表 32 2016-2022 年中国游戏直播平台用户规模预计	25
图表 33 Q1 抖音媒体重点行业广告数分布	26
图表 34 国内 VR 及 AR 游戏用户规模	26
图表 35 天翼云 VR 游戏应用展示	27
图表 36 2016-2020Q1 公司营收与净利情况	28
图表 37 2016-2019 年公司游戏业务分业务占比	28
图表 38 完美世界已上线游戏一览	29
图表 39 公司各类游戏储备丰富	29
图表 40 蒸汽平台预计上线游戏情况	30
图表 41 2013-2018 年 STEAM 平台新上线的 VR 游戏数量	30

图表 42 2016-2020Q1 公司营收与净利情况	31
图表 43 2016-2019H1 年公司分业务占比	31
图表 44 顺网云电脑工作原理.....	31
图表 45 2019 年 9 月顺网云边缘数据节点建设.....	31
图表 46 2016-2020Q1 公司营收与净利情况	32
图表 47 核心手游问道近一年内畅销榜排名变化	32
图表 48 公司新游储备丰富.....	33
图表 49 2016-2020Q1 公司营收与净利情况	33
图表 50 2016-2019 年公司游戏业务分业务占比.....	33
图表 51 三七互娱研运一体商业模式图.....	34
图表 52 2016-2020Q1 公司营收与净利情况	35
图表 53 2016-2019 年公司游戏业务分业务占比.....	35
图表 54 盛趣游戏 2020 年游戏储备.....	35

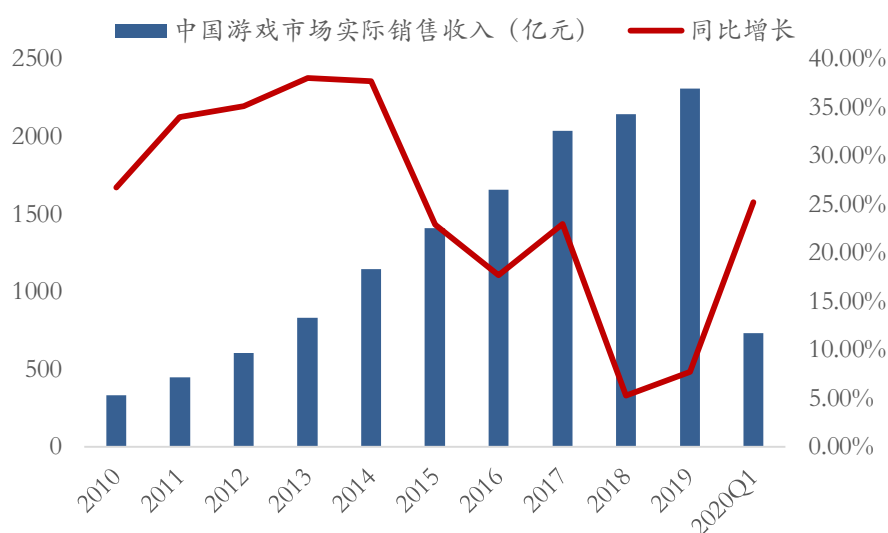
1 云游戏：方兴未艾，颠覆变革

1.1 “宅经济”+5G 与游戏共振，迎来新的产业变革机遇

2020 年初的新冠肺炎疫情对全球范围内居民原有的生活及娱乐方式造成明显冲击。一季度期间，处于疫情防控考虑，国内线下活动大部分转移至线上，“宅经济”催生互联网娱乐相关概念集体爆发，其中游戏行业享受利好最为显著。目前，国内疫情发展已得到有效控制，但线上产业发展热度势头仍然不减。

纵观国内游戏市场，近年来，随着人口红利逐步消退，游戏用户规模增长亦趋向平稳，市场进入存量竞争阶段。2019 年第四季度，由于监管趋严且游戏市场“端转手”红利逐渐消退，销售收入甚至出现少有的负增长态势。但 2020 年初，在疫情的影响下，我国游戏市场呈现前所未有的繁荣态势，2020Q1 收入规模出现 25.22% 的高速增长，达 732.03 亿元。

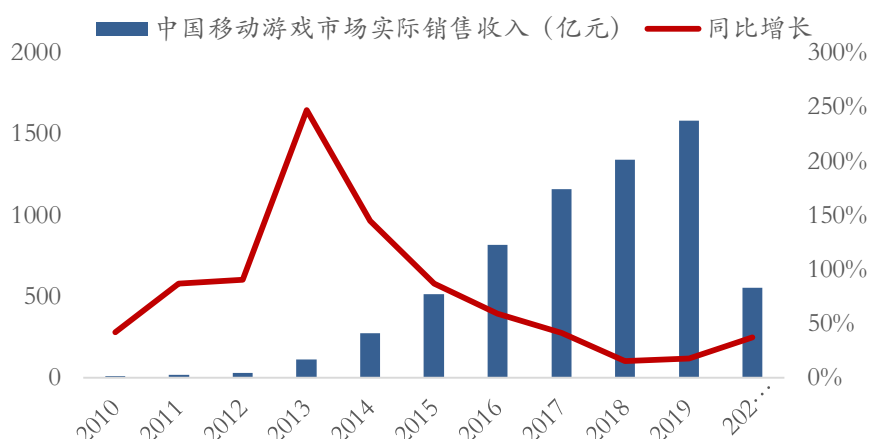
图表 1 中国游戏市场实际销售收入及增长状况



资料来源：中国音数协游戏工委、华安证券研究所

移动游戏已占据国内游戏市场的绝对主导地位，成为拉动市场增长的主力。春节期间，受益于市场环境，移动游戏收入亦呈现高速增长态势。根据游戏工委数据显示，2020Q1 移动游戏收入达 553.7 亿元，同比增长 37.63%，创自版号恢复发放以来新高。

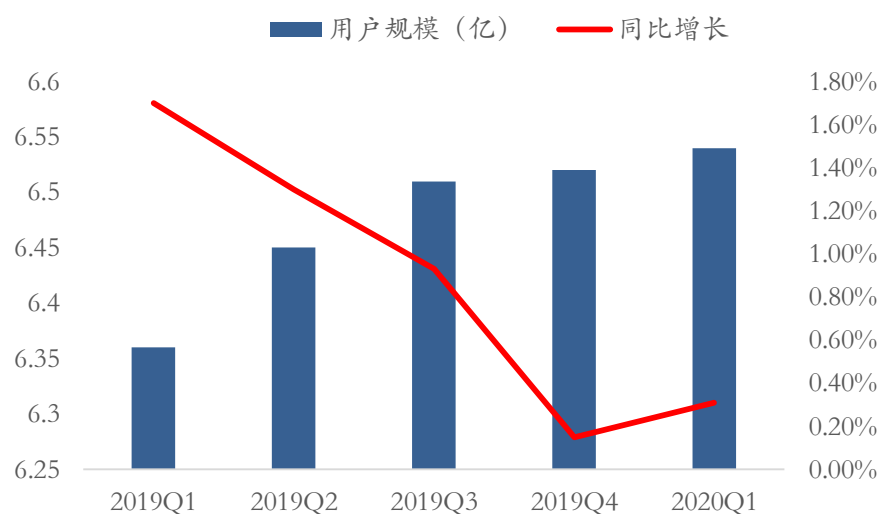
图表 2 中国移动游戏市场实际销售收入及增长状况



资料来源：中国音数协游戏工委、华安证券研究所

游戏市场迫切需要全新主题增长点，借势为行业注入活力和动力。2020Q1 用户规模为 6.54 亿，环比增速回升，但反弹速度有限，为 0.31%。存量市场背景下，流量紧缺的现状难以打破，用户口味越发挑剔，如何获取新增用户成为急需解决的难题。

图表 3 中国游戏市场用户规模及增长状况



资料来源：中国音数协游戏工委、华安证券研究所

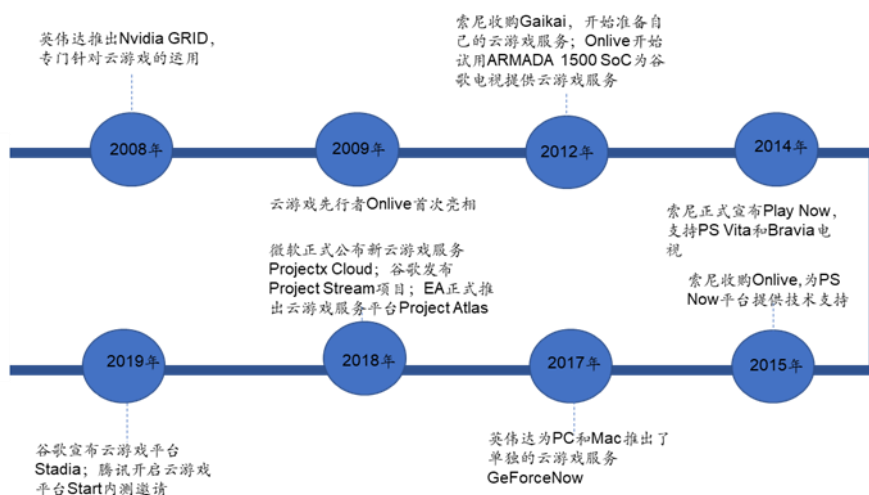
考虑到用户需求层面，游戏市场的突破首先从产品内容和形式的创新切入，云游戏应运而生，为游戏市场供给端与需求端面临的问题提供了双重解决之道。“宅经济”大环境下，游戏市场发展突飞猛进，游戏时长大幅增加，行业受益的同时，用户群体对游戏内容和形式的创新需求也相应提高。能否满足既有用户和新转化用户的多样化需求，是决定游戏行业高增长态势能否持续的关键所在。游戏质量的提升，必然伴随着对硬件设备更强有力的性能考验。但硬件设备提升带来的高昂支出，同样对用户的购买力造成挑战。用户对高品质游戏的追求与硬件门

槛造成的游戏体验限制，两者间的矛盾成为制约游戏产业进一步发展的首要痛点。

1.2 云游戏的破局之道：技术是前提，内容是王道

云游戏自 2009 年 Onlive 首次亮相后获得市场持续关注，各大厂商以不同的方式布局云游戏行业。硬件厂商英伟达、游戏内容+硬件上索尼首先开启云游戏征途。2013 年，英伟达推出了云端渲染技术 NVIDIA GRID（后更名为 GeForce Now），后来还推出了云游戏的机顶盒 Shield TV；2014 年索尼推出 PlayStation Now 平台，迅速凭借着自有平台优势覆盖了主机、掌机、电视在内的多个平台。据统计，英伟达+索尼当前平台共同用户达到 2 亿。2018 年 10 月，谷歌也宣布进入云游戏领域，推出了自己的“Project Stream”，采取了直接与育碧合作，让用户用 Chrome 浏览器就可以玩到刺客信条的最新作品《刺客信条：奥德赛》。2018 年微软、谷歌、EA 分别推出自有云游戏服务平台。但受制于通信技术以及计算能力，云游戏一直停留在概念阶段，一直难以实现真正的落地。直至 2019 年，随着 5G 技术曙光初现，头部厂商纷纷入局，云游戏蓬勃的生命力逐渐展现。

图表 4 云游戏发展历程

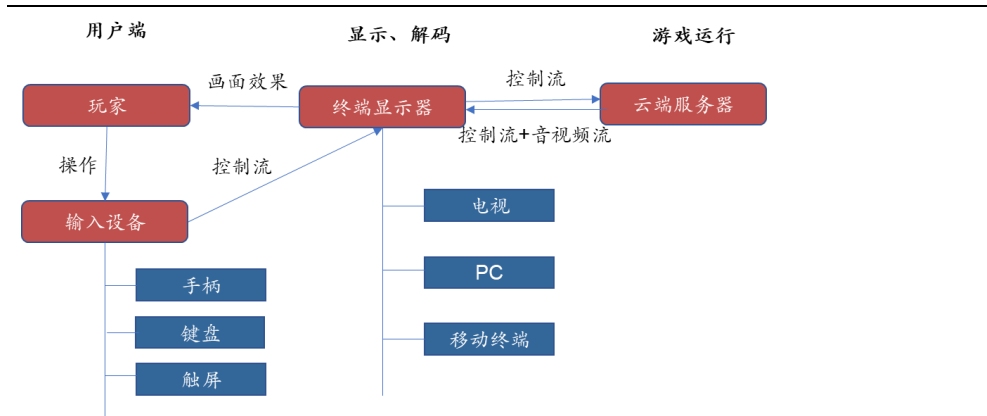


资料来源：大麦云游戏、华安证券研究所

云游戏从全新的应用场景切入，将便利性与易用性发挥到极致，将带来行业的颠覆性变革。移动游戏时代，轻捷、便携的移动设备使用户的碎片化时间得到充分利用，但移动设备以轻量级为主要特性，不仅电池容量有限，其分辨率、CPU 及 GPU 性能都无法与 PC 相比，因而无法提供相同的画质及运行体验。已有的主机游戏及 PC 游戏无法直接移植到移动端，需重新研发适配。而云游戏则可打通移动设备、主机与 PC 三者间的界限，做到随时随地，即点即玩，为研发商和用户双方创造便利。

云游戏实际是一种基于云计算的游戏服务提供方式，用户无需将游戏下载到本地，游戏数据流在云端服务器完成计算、存储及资源压缩，再通过高速网络将音视频流传输到终端，将终端设备从对图形运算和数据处理能力的限制中解放出来。

图表 5 云游戏运行示意图

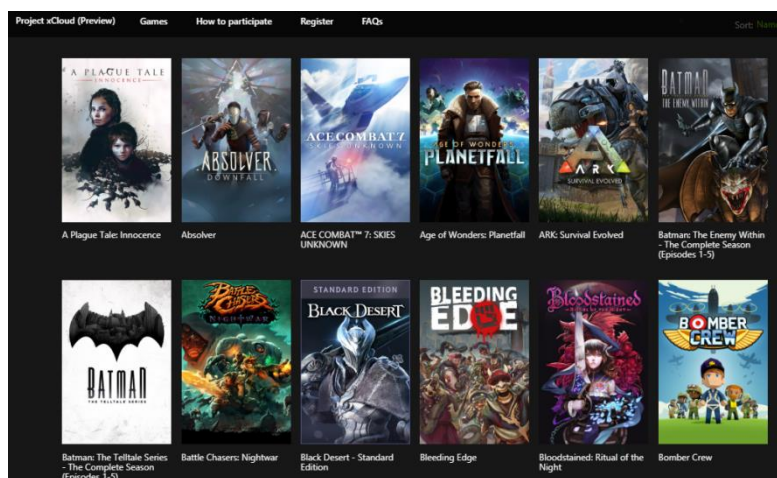


资料来源：大麦云游戏、华安证券研究所

国内外不乏头部厂商布局云游戏的尝试，大致可归纳为以下几类模式。现阶段游戏研发商、硬件制造商、云计算厂商、平台商纷纷发力云游戏赛道，行业发展日新月异，布局日趋完善。

- 1) 硬件终端+内容：以微软、索尼、任天堂、Shadow 为代表的以内容厂商出身的销售终端设备与游戏内容为主，其拥有多年积累的忠实重度游戏用户群体，经典内容具有独占性，自有终端可以规避掉终端碎片化的影响。其中，索尼将云游戏作为硬件推广的辅助，与微软合作开发云计算技术，并充分利用自身的内容优势，将云游戏业务拓展至移动端及电视设备。微软作为游戏平台提供商具有独特的优势，其 xCloud 云游戏平台宣称可将 Xbox 全部原有游戏移植其中，无需额外自适配，且游戏开发商的更新内容可统一、自动应用到云游戏平台。此外，微软 Azure 智能云平台覆盖全球的百余个数据中心，也能为云游戏业务提供可靠的支持。

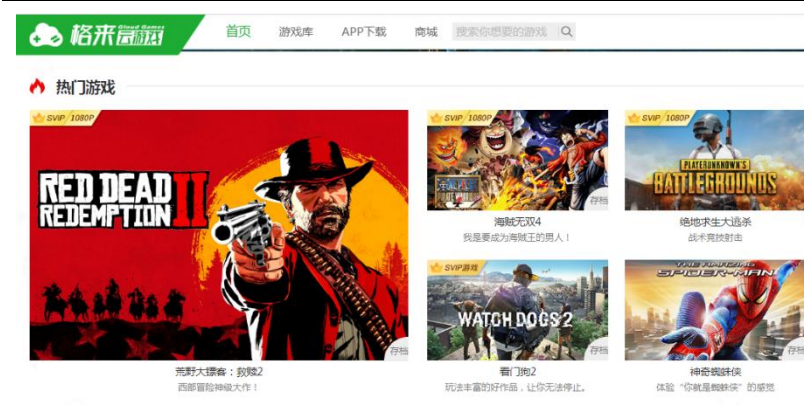
图表 6 微软 Project xCloud 产品界面展示



资料来源：微软、华安证券研究所

- 2) 虚拟硬件+远程桌面：通常采用虚拟网吧租赁机器的方式，格来云、海马云等均采用该种方式。海马云商业化运营起步较早，目前已是全球最大的安卓云游戏平台，商用部署相对成熟，可为企业级客户提供移动云游戏基础设施和一站式 SaaS 服务。格来云游戏对手机、电脑、电视等目前主流终端屏幕均提供支持，用户只需通过外接键鼠、手柄，或者软手柄、软键鼠的虚拟键方式便可进行操控。目前格来云已提供超百款主机云游戏，注册用户超千万。

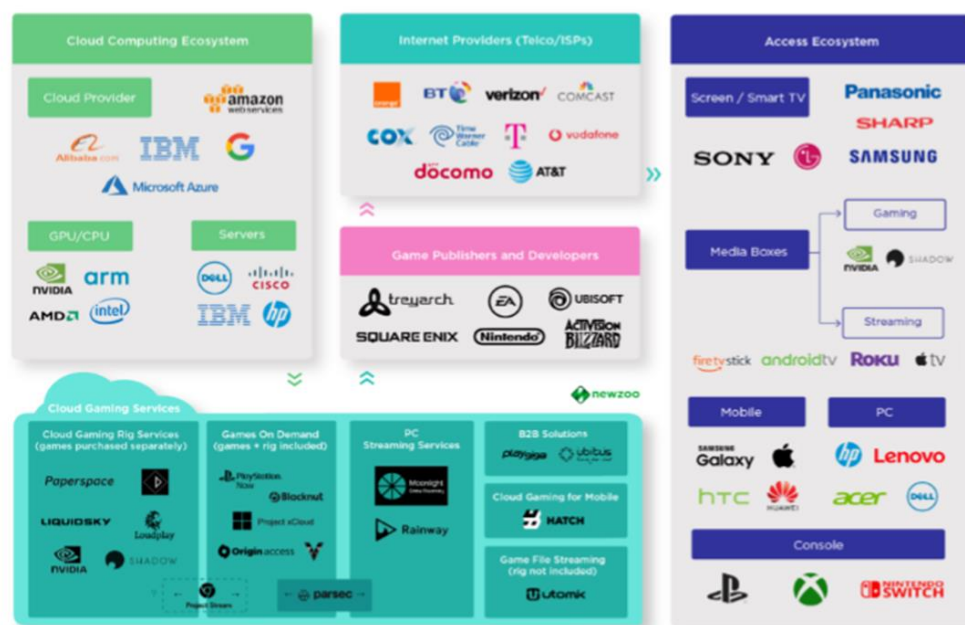
图表 7 格来云游戏产品界面展示



资料来源：格来云游戏、华安证券研究所

- 3) 云媒体：主要是拥有自身云计算技术的公司，这类厂商代表有腾讯、谷歌、微软、海马、视博等。其依托自有的数据中心节点，搭建云服务器进行游戏渲染，主要是提供全套的云渲染和编码解码的解决方案。Google 的云游戏平台 Stadia 内置的 Crowd Play 功能模块，以社交功能为主打卖点。在 Crowd Play 中，任何通过 YouTube 观看游戏直播的 Stadia 用户，无需下载或安装游戏便可直接点击主播提供的链接加入游戏。此外，Stadia 官方出品的游戏手柄中，还配备了分享及 Google 助手功能按键，用户在进行游戏时，可随时通过按键将游戏内容快捷分享至 Youtube，或是直接进行攻略咨询。与其他内容系厂商将重点放在对硬件的极致追求不同，Stadia 更看重云游戏过程中伴生的社交及分享体验。我们认为，这一功能是对目前直播领域互动体验的突破性进展，目前国内云游戏厂商已有效仿尝试，未来或能成为用户引流的重要渠道。

图表 8 海内外云游戏产业链布局



资料来源：Sensor Tower、华安证券研究所

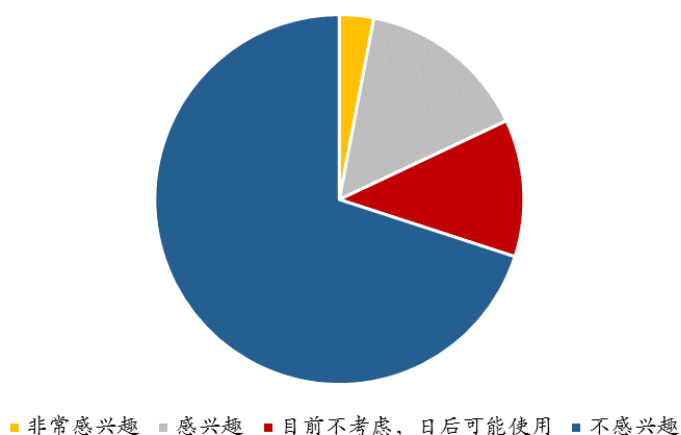
1.3 云游戏商业化现状：机遇与挑战并存

1.3.1 挑战：资费、画质、延迟等问题使得云游戏仍在窗口期

云游戏仍处于早期发展阶段，现有阻碍的解决，将助力行业发展完善，发挥出充足潜力。云游戏的关注度在业内不断攀升的同时，全球范围内，用户群体对云游戏仍不乏质疑，大多集中于服务资费、网络延迟、画质损耗等。

目前欧美各国对云游戏的接受度仍待提升，市场亟待拓展与挖掘。据 Gamesindustry 于 2019 年发布的欧洲用户云游戏接受度调查报告，目前仅有 18% 的被调查用户愿意尝试云游戏。国内用户群体对云游戏的认知也颇为有限，据艾媒咨询统计，66.9% 的被调查人群对云游戏缺乏了解，其中 27.8% 对云游戏完全陌生。

图表 9 欧洲玩家对云游戏接受度



资料来源：GamesIndustry、华安证券研究所

1) 商业模式仍待市场验证：云游戏作为新兴业态，游戏研发商、发行商与云平台之间的合作方式尚未明确，分成方案也未建立行业统一的标准，商业模式仍待进一步探讨。现有的云游戏平台多数采取付费订阅制的形式，国内主要采取时长点卡的形式，主机游戏占据主流地位的欧美市场大多采用买断制收费，而目前国内主流收费方式仍延续《征途》等产品开创的 F2P (Free-to-Play) 加道具付费的模式，考虑到用户习惯及接受度问题，道具付费的传统模式或可考虑保留，云游戏的商业模式仍待进一步探索和完善。

图表 10 全球代表性云游戏平台付费模式

云游戏平台	出品公司	游戏来源/游戏数量	付费模式
Shadow	Blade	Steam 游戏库, 9300 个	\$35/月, \$360/年
Atlas	EA	-	-
Stadia	Google	100+	\$11.99/月
Jump	Jump Gaming	100+	\$4.99/月
LiquidSky	LiquidSky	个人 PC 游戏库	\$19.99/月/80h
xCloud	Microsoft	-	-
GeForce Now	Nvidia	500+	待定, 仅限受邀者
Parsec	Parsec	个人 PC 游戏库	按小时收费
Playkey	Playkey	个人 PC 游戏库	\$35/70 小时
PlayStation Now	Sony	750+	\$20/月, \$100/年
格来云游戏	动视云科技	-	普通用户 9 元/月, VIP18 元/月
START	腾讯	-	-
腾讯先游	腾讯	30 个	免费
腾讯即玩	腾讯	-	免费
达龙云游戏	达龙信息	300 个	会员: 标配 3 元/小时; 高配 5 元/小时

资料来源：腾讯研究院、华安证券研究所

2) 流量成本处于高位：云游戏流量消耗居高不下，资金门槛限制中小厂商入局。据产业调研结果，目前云游戏单用户每日成本为 2-3 元之间，估算年度成本约为 700-1000 元左右，而典型云游戏用户每月流量消耗在 50G 左右。对比三大运营

商目前出台的 5G 资费标准，最低标准的套餐含 30G 流量，价格为 120+，折算全年为 1548 元，即使对用户的流量消耗做保守估计，最基础的 5G 套餐资费仍明显高于云游戏的成本价格。因此，目前国内市场布局云游戏的厂商多是实力雄厚的硬件、科技厂商或拥有可观用户流量的运营商，规模有限的小厂商缺乏内容和流量，难以崭露头角。

图表 11 三大运营商 5G 套餐资费比较

运营商	套餐名称	最低资费标准	流量额度
中国电信	5G 畅享套餐	129 元/月	30G
中国移动	5G 智享套餐	128 元/月	30G
中国联通	5G 畅爽冰激凌	129 元/月	30G

资料来源：各大运营商具体资费表、华安证券研究所

3) 画质和延迟问题是影响用户视觉体验的重要挑战。低分辨率带来的锯齿、模糊、细节损失等画质问题会严重损害游戏应有的视觉表现力，即使主打高画质的 Stadia 平台也难以避免此类问题。延迟问题则导致对战竞技类游戏难以正常进行。例如，对 FPS（第一人称射击）这类极其注重速度和瞄准精确度的游戏来说，高延迟导致的后果无疑将严重损害操作体验。而即使云游戏平台能够通过技术手段提高画质水准，所需的流量耗费也将远超过大部分用户的承受能力。

图表 12 游戏分辨率与流量耗费成正比

游戏分辨率	需求带宽	流量耗费/小时
720P	10Mbps	4.5GB
1080P	20Mbps	9GB
4K	35Mbps	15.75GB

资料来源：Google Stadia 首页、华安证券研究所

效率的提升和成本的降低是未来网络环境发展的必然趋势，也为云游戏酝酿新的发展机遇。可以预见，随着 5G 技术的成熟和商用普及，云游戏的渗透率必将显著提升。

此外，内容版权问题也成为影响云游戏发展的制约因素。充足、优质的游戏内容是云游戏平台竞争力的关键所在，如何以合法手段获取与优质内容提供商的合作机会，是平台需考量的重点要素。2020 年 3 月，杭州互联网法院立案受理腾讯起诉某云游戏平台未经授权使用《英雄联盟》等产品的案件。作为国内首起与云游戏内容相关的侵权案，此案在全球范围内引发广泛关注，动视暴雪、Bethesda 等头部内容提供商先后发布声明，要求 Nvidia 从旗下云游戏服务 GeForce Now 游戏库中移除自己未授权的产品。拥有内容版权的头部厂商在现有游戏上云的过程中具备先发优势，可便捷获取高忠诚度的用户流量，为后续内容扩充奠定基础。

1.3.2 机遇：5G 技术引领游戏进入云时代

通信网络环境的进步是云游戏发展的关键机遇所在。以云计算能力为基石的云游戏平台，需要相应网络环境的支持。云游戏的画质和延迟问题，根源在于现阶段的网络传输技术无法满足新应用场景的需求。而以高带宽、低延时为特点的 5G 技术则将改变现状，直接助力移动场景的落地，极大程度地提振云游戏的生命力。

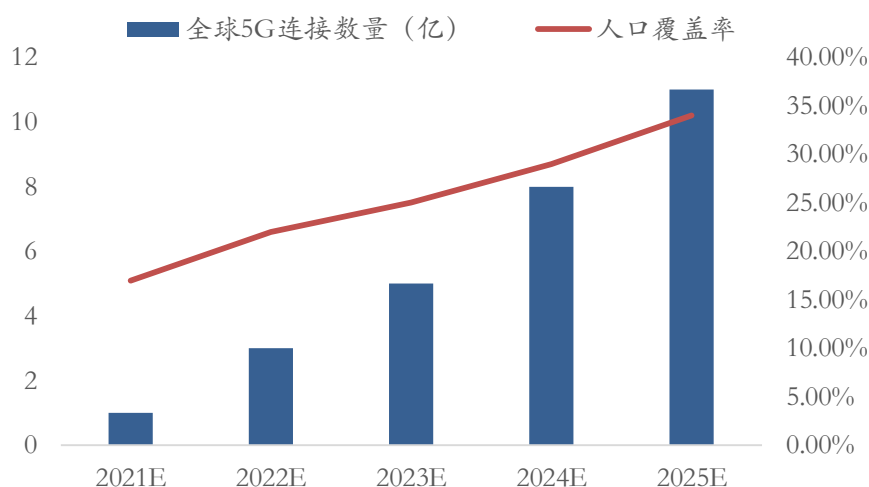
图表 13 4G/5G 网络环境对云游戏的影响对比

网络类型	游戏分辨率	帧数	时延
4G 网络	720P	≈ 30FPS	一般
5G 网络	4K	≈ 60FPS	极好

资料来源：华为、华安证券研究所

根据国际电信联盟对于 5G 的定义，其特征可分为 eMBB（增强移动宽带）、mMTC（海量大连接）和 URLLC（低时延高可靠）。在 5G 时代，许多应用场景的技术限制将获得释放，5G 技术将带来巨大的经济增长点。现阶段 5G 已迅速铺开，据 GSMA（全球移动通信系统协会）预测，2025 年，5G 连接数量将达 11 亿，覆盖全球 34% 的人口数量。

图表 14 2021-2025 全球 5G 连接数量及人口覆盖率预测



资料来源：GSMA、华安证券研究所

作为 5G 时代首个消费级内容，云游戏获得了运营商极强的关注度及支持力度，以网络环境与用户流量基础，为云游戏的落地再添保障。中国移动 2020 年目标为建设 30 万个 5G 基站，5G 网络覆盖全国地级以上城市。中国电信和中国联通也就此展开合作，预计将在 2020 年上半年完成 47 个地市、10 万个 5G 基站的共同建设任务。国内三大运营商不仅围绕“2019 年预商用，2020 年正式商用”的目标积极布局 5G 建设，且都已发力云游戏平台建设。2019 年底，三大运营商的云游戏平台均已上线，中国移动推出咪咕快游平台，中国联通推出小沃畅游，中国电信推出天翼云游戏，借助运营商在云计算领域的先进积淀和用户积累，在国内市

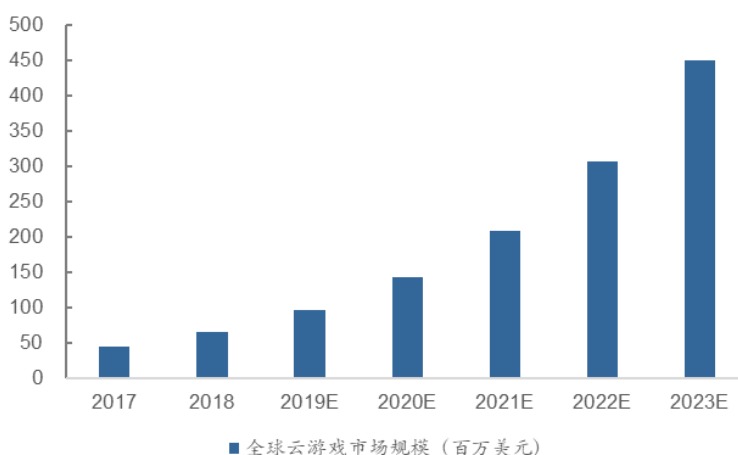
场拥有极高的关注度。

2 四条逻辑共建 5G 云时代游戏产业新格局

2.1 逻辑一：渠道为王 VS 内容为王，游戏 CP 能否夺回话语权？

目前，全球各地已有超百家公司入局云游戏领域，流媒体、游戏内容、软件服务、云计算技术和硬件平台五大相关领域均有涉及。据 Statista 预测，云游戏市场规模将持续、高速增长，2023 年将达约 45 亿美元。

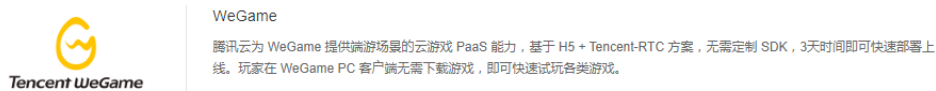
图表 15 全球云游戏市场规模预测



资料来源：Statista、华安证券研究所

一方面，游戏存储在云端而非用户本地设备中，研发商不必为控制游戏包体大小对资源做额外压缩或分包处理，减少了研发工作量。另一方面，云游戏多终端互通的特性可充分减少适配成本，去除了先前游戏厂商针对不同机型做单独适配的额外工作，也减少了与众多渠道间的沟通成本。以腾讯旗下云游戏平台为例，开发者无需针对不同终端作适配处理，产品可迅速部署上线，从而减少等待成本，获取先发优势。

图表 16 腾讯云为 WeGame 提供快速部署优势



资料来源：腾讯云、华安证券研究所

此外，优质、丰富的游戏内容，是云游戏平台的核心竞争力。云游戏的产生和发展将直接颠覆移动游戏产业链中“渠道为王”的现状，优质内容提供商将更具话语权，在分成谈判时可争取更多优势。在此意义上，云游戏的出现将真正实现对行业格局的重塑。

2.1.1 短期内用户培育期/窗口期（2020-2022 年）：现有游戏上云，优质内容储备是关键

当前云游戏的发展仍处于初级阶段，各大厂商进驻云游戏战场专注获得更多的流量。根据前文对于云游戏发展的技术桎梏来看，5G 的大范围普及以及流量资费的下行将成为决定云游戏发展的外部因素。优质内容的缺失是云游戏平台普及面临的最大的内生动力点，“移植”是当前云游戏过渡期的主题词。对于当前游戏厂商来说，已有手游、端游上云移植对于游戏厂商来说成本较低，还能够成为新的收入来源。只要云游戏平台愿意支付一笔费用，同时在定价方面只要不影响主流游戏平台 and 已经付费的玩家。

图表 17 各大云游戏入局公司内容储备情况

厂商	云游戏平台	游戏数量	近期动态
腾讯	START、腾讯即玩、GameMatrix	65+款	支持地区不断扩展中
网易	网易云游戏	95 款	端游云游戏已上线测试
三七互娱	三七互娱云游戏平台（搭建中	首款测试	《永恒纪元》云游戏版已于 3 月 31 日上线
游族网络	游族云游戏	首批 8 款	测试中，将有 8 款手游上线
斗鱼	斗鱼云游戏平台	50 余款	游戏在用户层测试阶段
西山居	西山居云游戏	首款测试	剑网三云游戏测试中
360	360 云手游	上百款	上线运营中
顺网科技	顺网云游	300 余款	上线顺网云玩，软硬件结合的云游戏系统
盛趣游戏	暂无	近 10 款	成立擎云工作室，研发原生云游戏
中国电信	天翼云游戏	上百款	上线运营中
中国联通	沃家云游	上百款	上线运营中
中国移动	咪咕快游	上百款	上线运营中
动视云科技	格来云游戏	上百款	注册用户数千万
达龙云电脑	达龙云电脑	300 余款	获腾讯投资，有三千万用户
极云网络	极云惠普云电脑	至少 4 款	在 WeGame 上进行过测试
云格致力	胖鱼游戏	上百款	正式运营中
金山云	金山云游戏	数款游戏	试玩平台已上线
中青宝	中青宝云游戏	未知	展示了 DEMO
微算互联	红手指	上百款	注册用户超 5000 万
海马云	海马云	未知	暂无
完美世界	暂无	未知	《诛仙手游》等放入云端
巨人网络	拥有“海马云”股份	未知	计划将部分游戏上云测试
天舟文化	先玩云平台和先玩云手机	未知	子公司广州游爱投资广州仙玩科技

资料来源：游戏陀螺、华安证券研究所

国内游戏厂商大部分采取自建云游戏平台，例如腾讯、网易、三七互娱、游族网络等，先利用经历过市场检验的自有优质游戏内容触碰玩家云游戏需求，同时也在进行原生云游戏研发。在此，我们以国内游戏行业 CR2 为例，其他公司的云游戏布局将在后续公司分析中重点阐述。

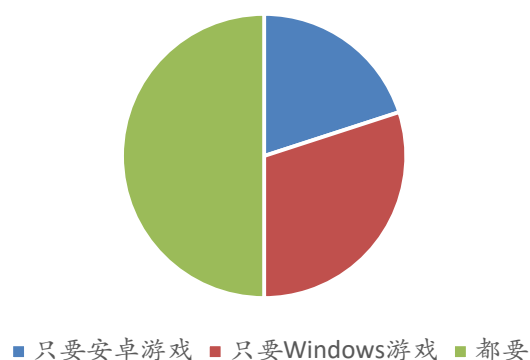
1) 腾讯: 在 2019 年推出 START、腾讯即玩、GameMatrix 等四大云游戏平台, 依托于自身在游戏领域的研发、发行实力以及腾讯云技术服务, 在短时间内搭建其云游戏生态框架, 使自身快速成为云技术平台、云游戏平台、云游戏研发商三重角色兼具的综合型云游戏公司。腾讯云游戏平台首批上线游戏也将以自有头部游戏以及联运的优质游戏为主, 利用王者荣耀等具有高黏性、广泛游戏玩家基础的经典游戏首先试水。

2) 网易: 2019 年年底跟随 Stadia 也推出了 BETA 云游戏平台, 并与华为云 xLab 进行合作, 共建云游戏实验室。云游戏平台上线了包括《阴阳师》、《明日之后》、《梦幻西游》等网易旗下主流手游大作, 还包括 BILIBILI 旗下的《FGO》、《重装战姬》以及腾讯旗下的《王者荣耀》、《QQ 飞车》、《剑网 3 指尖江湖》等其他公司的主流手游产品, 端游产品也以网易主流端游大作为主。在自研云游戏开发上, 其旗下《流星蝴蝶剑》、《倩女幽魂》等游戏也在进行云版本迭代。

海外各大厂商也不约而同地开启了已有游戏上云+原生云游戏研发的进程。2019 年 11 月份, 谷歌 Stadia 正式迎来公测,《真人快打 11》、《最终幻想 15》、《古墓丽影: 暗影》、《刺客信条: 奥德赛》等诸多大作首度上云。谷歌旗下的游戏研发工作室于 2019 年 10 月 24 日在加拿大成立, 其负责人雷蒙德却表示, 谷歌采取的是长期策略, 当前已有很多的独占游戏在研发, 在四年之内, 玩家们就会看到全新的独占原生云游戏。同时, 亚马逊正在研发内部代号为 Project Tempo 的云游戏平台。其储备的在研游戏《Crucible》、《New World》也会在 5 月与玩家见面。其中《Crucible》是一款科幻风格的射击游戏, 为了更加适合 Twitch 直播生态, 已经在内部多次改版迭代。

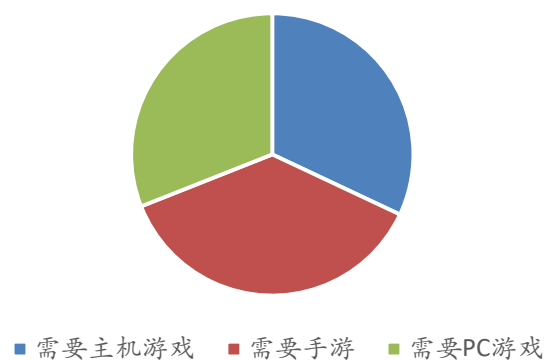
内容为王的地位在云游戏用户培养阶段逐渐走向主旋律, 激活平台内的内容生态, 为用户提供与现有环境适应的游戏内容则成为破局关键。拉动玩家游玩的最直接有效方式就是提升品质, 毕竟即点即玩的特征会让用户来得容易, 走得也会更快, 不仅手机云游戏如此, 主机同样难以被幸免, 故谷歌、微软这些平台都着力利用平台矩阵来推进订阅制——用尽可能的多种类、多数量游戏来覆盖玩家的时间, 延长其在平台逗留的时间。根据 5G 云游戏产业联盟调研情况, 有近 7 成的公司对云游戏版权授权存在需求, 20% 的企业仅需要 windows 游戏, 30% 的企业仅需要安卓游戏, 剩下近 50% 的企业表示两种类型的游戏都需要, 表明当前云游戏平台初期阶段对于多类型游戏的产品矩阵有较为明显的需求。从需求梁上来看, 云游戏联盟成员对安卓游戏引入数量需求超过 2300 款, 对 windows 游戏因素数量超过 1280 款, 考虑到 PC 游戏保有量、版号政策等对 PC 游戏的需求量产生了一定的影响, 这一点在手游上云上也有所反映。

图表 18 云游戏平台企业对游戏版权授权的需求



资料来源：5G 云游戏产业联盟、华安证券研究所

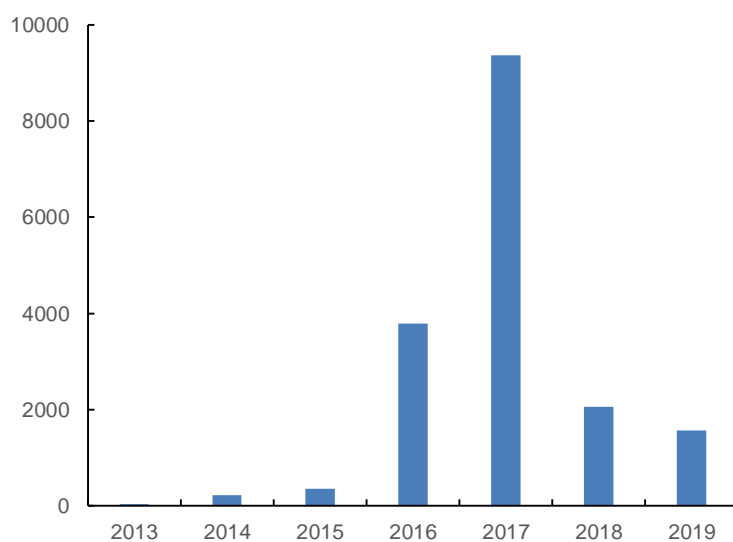
图表 19 云游戏平台企业对游戏版权授权类型的需求



资料来源：5G 云游戏产业联盟、华安证券研究所

云游戏版号的控制问题是否会对其发展产生桎梏还未可知，但游戏行业政策监管政策风向的收紧趋势，版号不得不成为云游戏内容充实的关键因素。自从2018年游戏版号暂停发行、国家对游戏版号实施常态化控制之后，游戏行业的版号已经保持在1500个左右，2019年共发放国产+进口游戏版号1570个，相较于18年停发版号前8000-9000款新游获得审批的空间缩小，同时，2020年苹果清理版号使得行业内容控制走向完善，也使得游戏版号的监管走向常态化正规化。短期内，已获得版号的游戏有上线云游戏平台的可能，长期未来云游戏上线依然需要通过版号的审核。

图表 20 2013-2019 年发放游戏版号总数



资料来源：Statista、华安证券研究所

原生云游戏研发仍然需要等待，但其仍是云游戏真正的赛点。根据调研情况反馈，原生云游戏研发需要 1.5-2 年的时间，相较于现有游戏上云需要更多的等待时间。现有游戏上云（包括手游、端游）等，目前来看对研发商的投入并不大，PC 大作拿过来就能适配厂商，对于一些小游戏则需要针对云游戏渠道出一个渠道包，就是集成云游戏厂商支付的 SDK，对研发商的影响并不大。原生云游戏研发的关键点在于：1) 如何能够实现跨屏操作体验；2) 游戏的内部的平衡调优问题。首先要考虑到电视、PC、主机、触屏甚至可能多样化屏下的操作问题，不仅仅要试用于触摸、键鼠、手柄的多样化需求的可能。

2.1.2 中长期：内容与平台相辅相成，游戏界的 Netflix 将应运而生

原生云游戏成为主流是长期发展的必然，内容决胜点在于谁能推出爆款原生云游戏。一方面，目前以移植为主的体验模式存在着严重问题，PC 游戏并未做移动端触屏操作适配，手机游戏也很难用键鼠完美操作，体验大于实际，市场需要基于云游戏概念创作的全新内容。原生云游戏研发虽然仍然需要等待，但它能够打通不同平台，扩大游戏的受众人群。

我们在此以 4G 时代流媒体视频网站的发展对影视产业链的连锁影响来类比于云游戏的中长期发展。可以发现由于内容消费的棘轮效应存在，文字、图片、音乐、视频伴随通讯技术的提升，逐渐由实体化转型为数字化，由数字化升级为在线化，云游戏就是游戏在线玩法的晋升形态，从内容供给上来看，云游戏是将游戏内容从“便利店”到“大卖场”的升级，“PPS”到“爱奇艺”的升级。我们可以以视频网站的发展来指导云游戏产业长期发展的脉络。

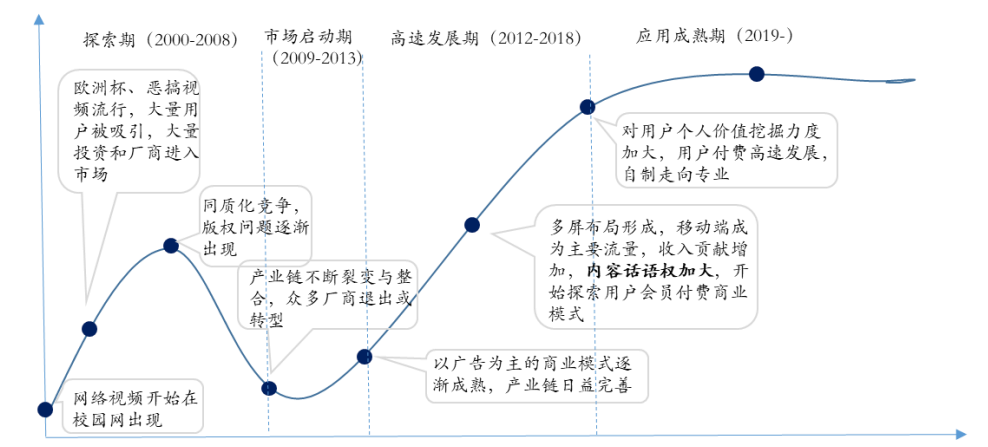
图表 21 不同时代不同娱乐媒介的变迁



资料来源：华安证券研究所整理

我们把视角拉回 2013-2014 年，4G 手机普及，流量增速降费为在线视频的发展提供了技术催化剂，互联网巨头纷纷投资流量入口风口的在线视频，优酷、爱奇艺、腾讯视频展开了优质内容的版权大战。作为各大巨头争夺的关键，优质的影视剧版权价格上涨惊人。在高速发展期，2017 年的头部剧集版权价格高涨，《如懿传》单集价格高达 900 万，主要原因系具有充足资本支持的互联网公司吸引流量，将引流效果最好的头部剧作为独播争夺对象。互联网公司缺乏内容制作基因，版权价格水涨船高。

图 22 在线视频行业发展 AMC 模型



资料来源：易观智库、华安证券研究所

图 23 头部剧集单集版权价格

时间（年）	电视剧	网络版权价格（万/集）
2006	士兵突击	0.3
2006	武林外传	0.125
2007	金婚	0.3
2009	美人心计	1
2010	宫	35
2010	我的青春谁做主	2
2011	宫锁珠帘	185
2011	步步惊心	70+
2012	甄嬛传	30
2013	新编辑部的故事	120
2015	武媚娘传奇	200
2017	琅琊榜 2	800
2017	如懿传	900

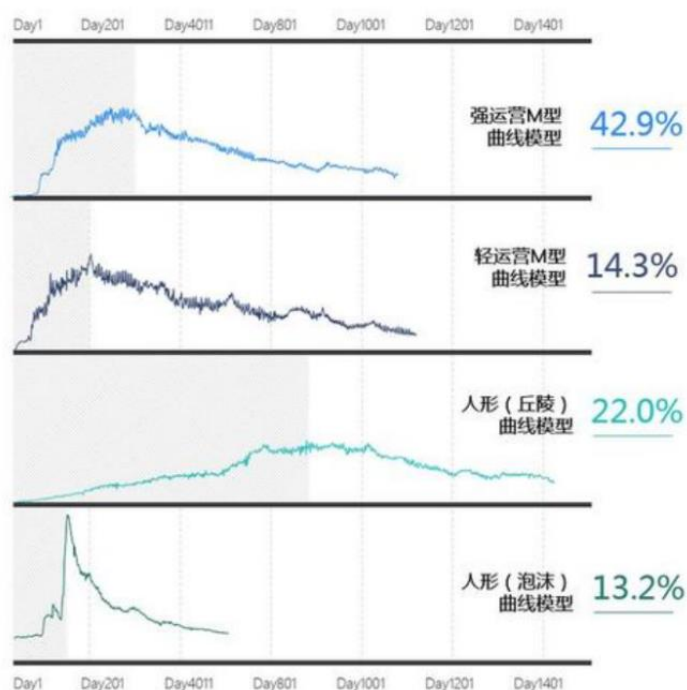
资料来源：公司公告、华安证券研究所

短期内，云游戏平台将面临内容成本压力。目前产业链上云游戏平台初步成型，在发展的过程中，云游戏平台需要构建自身完善的有层次的内容库，利用成本高但高质量的独家内容来吸引重度用户订阅。竞争加剧将抬升头部游戏内容价格，对平台造成较大的成本压力。那么，云游戏平台是否会复制类似的产业链震动，对产业链究竟度释放多大的能量？我们认为云游戏将不同于影视剧公司的

产业链高溢价，对研发端存在相关利好，但难以实现上游制作端对整体产业结构的颠覆性变革。

1) 生命周期不同：影视的生意倾向于 ToB 端，当时的视频网站主要靠广告收入，和品牌的契合度以及广告的需求决定了影视剧版权的价格，并且一轮发行与后续发行的价格差距较大，内容的优质以及与平台的长期合作关系在很大程度上决定了产品的价值，游戏行业的生命周期更长，一般手游的生命周期在 2 年以上，长线运营的游戏，例如王者荣耀、问道、梦幻西游系列在面世 5-6 年，仍然能够凭借优秀的运营能力获得玩家的支持。端游的生命周期随着用户粘性的增强变得更长。根据调研，市场将游戏按照生命周期曲线分为 4 类，其一，强运营 M 型曲线，整体占比 42.9%；其二，轻运营 M 型曲线，整体占比 14.3%；其三，人形（丘陵）曲线，整体占比 22%；其四，人形（泡沫）曲线，整体占比 13.2%。但整体上，各类游戏的收入贡献时间在 2 年以上，从迭代的角度来看，影视的续集迭代受到多因素影响，剧本、演员等不定性较大，而游戏伴随着设备的更迭，游戏玩法的进化，一个 IP 可以衍生出不同类型，不同玩法的游戏新品，具有情怀以及高粘性的用户可以拉长游戏产品的生命线，为游戏公司提供业绩上的可持续性和稳定性。

图表 24 不同运营模式下游戏的生命周期



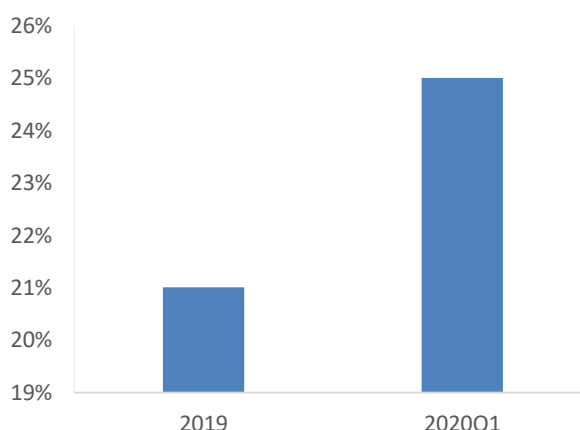
资料来源：talking data、华安证券研究所

2) 发展模式不同：互联网和影视剧制作分属两大不同领域，一个是以流量为核心的新经济代表，一个是以创意为生命的传统娱乐内容制作行业，两者的运作模式在互联网出现之前并未存在太多交集，因此互联网涉入影视剧内容制作存在一定的困难，需要内容孵化。但云游戏入局者，多有游戏研发、发行的经验以及渠道优势，例如完美世界、三七互娱、腾讯、网易等，可以较为高效的实现技

术、内容以及分发渠道的整合，减少上游研发的壁垒带来的较为强势的议价能力，实现全产业链的长期健康持续共赢发展。

- 2) 付费意识的养成阶段不同：4G 时代视频网站的付费意识并未养成，其多年来的优质内容的付费获得市场认可后，为云游戏订阅制付费习惯的养成提供了丰厚的土壤。国内的内容付费以视频内容付费为主要形式，在线音乐、数字阅读已经获得。2020 年疫情的影响对于用户付费意识的提升具有一定的催化效应。根据热云数据显示，2020Q1（疫情期间）IOS 渠道的激活付费从 21% 上升到 25%。

图表 25 IOS 激活付费率设备对比（2019VS2020Q1）

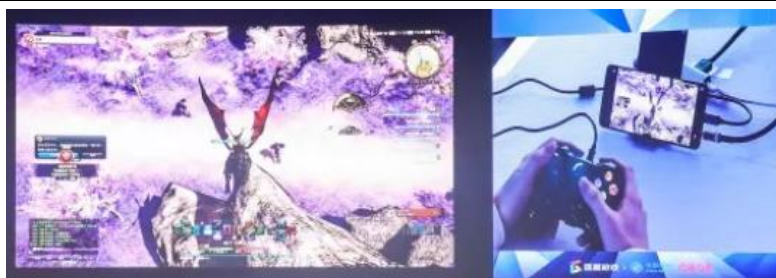


资料来源：热云数据、华安证券研究所

2.2 逻辑二：降低用户游戏体验门槛，扩展用户的游戏场景

云游戏环境下，计算完全转移至云端，主机、PC、移动端彼此打通，用户只需拥有任意一款终端，便可在网络环境中随时随地体验游戏，摆脱了大型客户端游戏的设备限制。2020 年 1 月，盛趣游戏与咪咕互娱联合举办的云游戏发布会上，盛趣游戏现场完成了 PC 端游戏《最终幻想 14》的手机端演示。这款游戏兼容手柄与键鼠两种操作方式，目前可实现手机端 1080P 流畅运行。盛趣游戏的云游戏平台已进入测试阶段，旗下端游将率先上云，手游云化也已开放部署，并计划引入其他精品游戏内容，扩充云游戏平台内容广度和深度。可以预见，在不久的将来，更多用户可享受终端打通，随时畅玩 PC 端与主机游戏的便捷体验。

图表 26 PC 端游戏《最终幻想 14》手机端操作展示



资料来源：盛趣游戏、华安证券研究所

其次，用户无需为追求硬件配置或存储空间而频繁购买新设备，节省开支的同时，可轻松体验到更优品质的游戏，提升对游戏的品位和认知。市场对产品质量需求的提升倒逼游戏内容精品化、深度化，使得研发能力强的内容提供商头部效应更为明显，同时便于优质产品脱颖而出，促进游戏行业的良性循环。2019 年，网易与华为合作成立 5G 实验室，将旗下大型 PC 端游戏《逆水寒》移植到云端。用户无需花费近万元的硬件配置费用，只需使用华为云电脑 APP，即可在移动端体验云游戏《逆水寒》，5G 网络下，可达到 2K 分辨率和 60 帧的运行效果，为用户提供流畅的体验，并节省近万元的硬件成本。

图表 27 网易 PC 端游戏《逆水寒》官方推荐配置

	高画质	中等画质	低画质
CPU	i7-4790 或 Ryzen5 1500X 及同等型号 CPU	i5-4590 或 AMD FX8150 及同等型号 CPU	Intel Core i3-2105 或 AMD Athlon X4 750K 及同等型号 CPU
显卡	NV GTX970 或 AMD RX470 及同等型号显卡	NV GTX950 或 AMD RX460 及同等型号显卡	NV GTX650 或 AMD HD 6770 及同等型号显卡
内存	16G	8G	8G

资料来源：网易、华安证券研究所

图表 28 《逆水寒》运行硬件配置推荐及对应价位

品类	型号	数量	价格
CPU	Intel Core i5-8500	1	1569
主板	华硕 (ASUS) TUF B360M-PLUS GAMING S	1	879
内存	金士顿 骇客神条 8G DDR4 2400	1	599
SSD	浦科特 M8VG 256G M.2	1	499
HDD	希捷 酷鱼 2TB	1	388
显卡	华硕 GTX1060 6G 雪豹	1	2289
电源	TT Smart RGB 500W	1	279
机箱	TT 启航者 F1 黑色静音版	1	209
显示器	戴尔 P2417H	1	1199
鼠标	赛睿 Rival 310	1	359
键盘	酷冷至尊 烈焰枪 CK370	1	399
合计		8668	

资料来源：泡泡网、华安证券研究所

2.3 逻辑三：分发门槛降低，玩家决策路径缩短，直播互动等多元形式高效、个性化，低成本吸引和转化用户

除了游戏内容本身对研发端的获益，云游戏使得玩家获取的难度降低，玩家直接触达相关游戏，减少对于渠道端的高度依存。用户触达游戏无需借助应用商店、无需等待下载，各类媒体平台成为渠道，转化率进一步提升；另一方面应用商店也需要向“内容平台/社区”和“试玩平台”进化。从 2019 年 12 月公布的苹果、安卓渠道的分成情况来看，优质的渠道在产业链中获利最高，话语权相对更为强势，哔哩哔哩、taptap 等优质渠道的对研发端的毛利率高达 50% 以上，获得优质内容供给商的青睐。结合公开信息与产业调研，我们发现云游戏分发的媒介多样性已经是业内认同并且正在实践的方向：

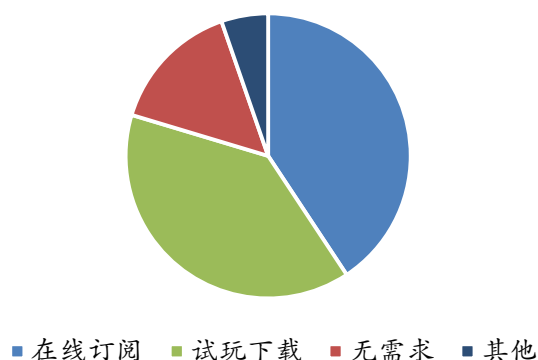
图表 29 2019 年 12 月不同运营阵营下渠道与 CP 端利润分成情况

阵营	总规模	合作方式	主要渠道	渠道分成/成本占比	CP 毛利润
IOS	700 亿	联运	苹果商店	30%	10%-30%
			头条系		
			腾讯系广点通	40%-60%	
			各种流量 APP		
			华为	50%	
	400 亿	联运	OPPO	50%	1%-10%
			Vivo	50%	1%-10%
			bilibili	50%	20%-25%
			taptap	0%	50%-70%
			阿里九游	50%	5%-15%
安卓	400 亿	买量（可直接下载）	腾讯应用宝	50%	1%-8%
			长尾渠道	50%	5%-8%
			头条系		5%-15%
			腾讯广点通		5%-15%
			各种流量 APP	40%-60%	5%-12%
			其他		60%-70%
			官网等		

资料来源：华安证券研究所整理

- 1) 云游戏诞生有望带来直播平台的“文艺复兴”。斗鱼于 2019 年 11 月推出了端游云化测试服务，在云端陆续部署了近 20 款端游和 30 多款手游，包括 DOTA2、绝地求生、魔兽世界、星际争霸、王者荣耀、跑跑卡丁车、消消乐等等人气游戏。疫情期间显示该服务为平台带来了近 3 成新增用户，表现出了直播平台在云游戏引流方面的巨大潜力。我们认为：直播与视频网站与云游戏存在天然的协同，云游戏不仅打通了不同场景下的游戏体验，还打通了沟通的第三度墙；腾讯云游戏解决方案负责杨宇公开表示，目前正在探索的云游戏落地场景有：在游戏直播中，观众可以在直播流中进入游戏，与主播进行对战互动；在信息流广告中，用户看到游戏广告、打开即可试玩，这将提升广告转化率；此外，腾讯已在应用宝中上线云游戏试玩体验。斗鱼云游戏的内容储备相对丰富。用浏览器打开网站后，可以看到《DOTA2》、《绝地求生》等经典端游，以及《剑与远征》、《跑跑卡丁车》等热门手游，种类超过了五十款。2) 在对海马云的调研中，公司介绍可玩广告（Playable Ads）能将转化率提升 1 倍。根据 5G 云游戏产业联盟调研，85%的企业对云游戏的运营场景存在需求，其中 84.3%的企业考虑试玩下载场景，88.2%的企业考虑在线订阅场景，该两种场景需求的重合度为 74.5%，另外还有 7.8%的企业提出了结合直播场景的需求，有望为云游戏带来新的玩法。

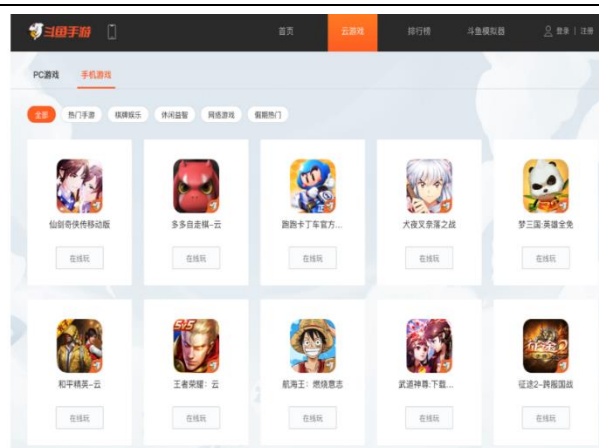
图表 30 对云游戏运营场景的合作需求



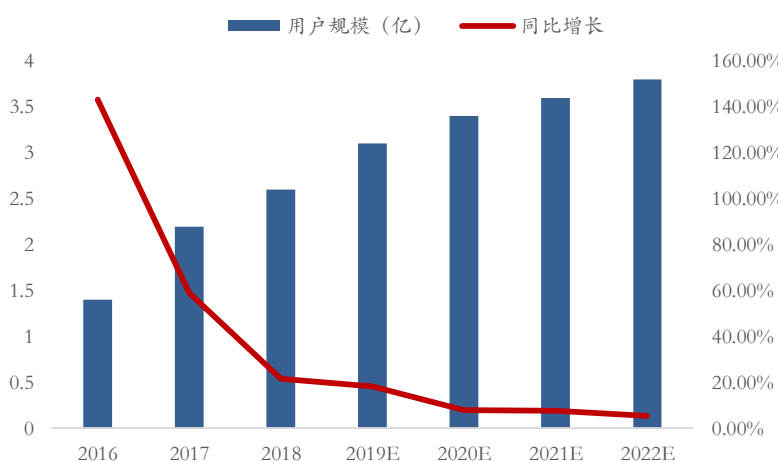
资料来源：5G 云游戏产业联盟、华安证券研究所

自 2015 年以来，游戏直播行业热度持续不减，市场收入保持增长态势。据伽马数据统计，2019 年预测游戏直播市场收入达 105.8 亿元，较 2015 年翻了 7 倍。但近年来，游戏直播用户数量增长逐步放缓，新的增长点亟需挖掘。根据艾瑞咨询统计预测，2018 年游戏直播平台用户规模 2.6 亿，相较于 6 亿手游用户仍然存在空间挖掘。

图表 31 斗鱼云游戏平台已上线游戏



图表 32 2016-2022 年中国游戏直播平台用户规模预计

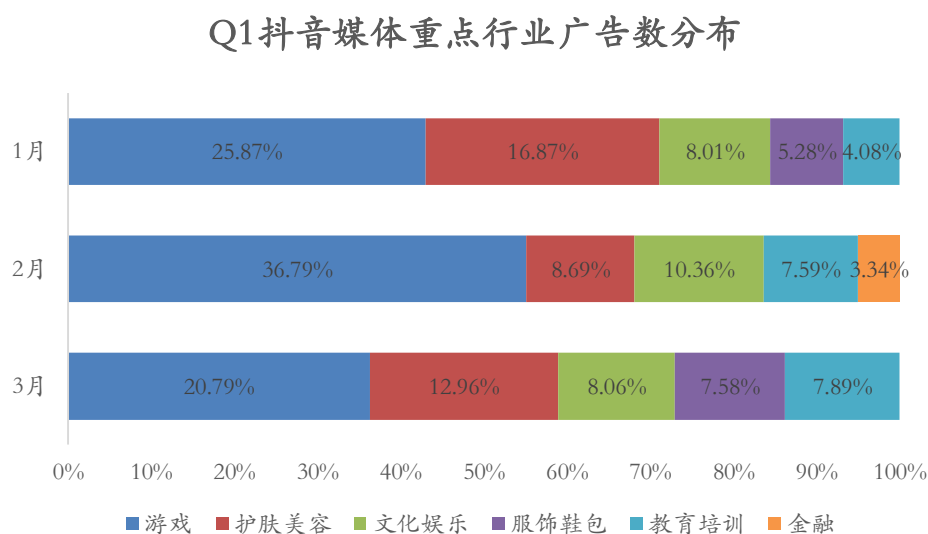


资料来源：斗鱼云游戏平台，华安证券研究所

资料来源：艾瑞咨询、华安证券研究所

- 2) **抖音、快手等短视频平台也将成为云游戏攻略下沉市场的一大法宝。**4G 流量时代红利末尾，抖音、快手等短视频系在下沉市场的流量红海竞争中杀出重围。云试玩广告作为云游戏重要的 TOB 应用场景，2019 年已在游戏行业中使用，主要是放置在激励视频、插屏视频广告后。大体上云试玩广告具有沉浸感强、成本低、快速部署的优点。同时海马云正跟抖音合作，提供云游戏试玩广告。用户在抖音上刷短视频时，向下滑即可体验游戏，无需跳转。

图表 33 Q1 抖音媒体重点行业广告数分布

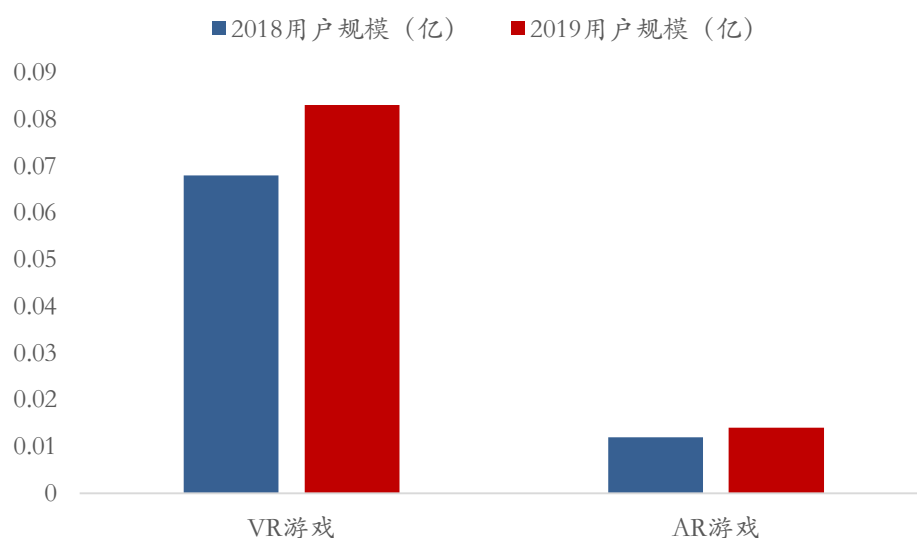


资料来源：热云数据、华安证券研究所

2.4 逻辑四：催生云 VR 时代到来，游戏社交属性愈加强烈

云计算技术与 5G 的结合，将催化游戏市场诸多新业态，促进深耕行业细分市场。在我国，VR 及 AR 游戏在行业内仍处于小众地位，受技术要素制约，用户市场尚未得到充分拓展。国内 VR 游戏用户规模 2019 年为 830 万人，同比增长 22%；AR 游戏用户规模 2019 年为 140 万人，同比增长 14.4%，总体规模仍然较小。随着硬件技术的进展及网络基础设施的完善，云与 VR/AR 概念彼此碰撞，大量市场潜力亟待释放。

图表 34 国内 VR 及 AR 游戏用户规模



资料来源：中国音数协游戏工委、华安证券研究所

目前，移动 VR/AR 设备受制于硬件性能，无法提供与 PC 端及主机端相同的

运行体验。PC 及主机端对显卡及配套设施的高要求，超越了大部分玩家的购买力水平，致使厂商的生产意愿降低，市场及用户规模难以扩展。而云游戏将渲染过程从本地迁移至云端完成，极大地降低了 VR/AR 游戏体验必需的头显设备性能要求，设备价格不再成为阻挡用户的门槛，市场必将迎来爆发式增长。在 5G 的助力下，更可降低延迟，进一步提升游戏体验，拓宽用户群体，有效推动 VR 及 AR 游戏发展。中国电信推出的天翼云 VR，即是在此领域的创新尝试。通过穿戴 VR 设备输出云端音视频流，除 VR 游戏外，还可为 VR 视频、VR 直播等应用提供支持，充分提供全视角沉浸式体验。

图表 35 天翼云 VR 游戏应用展示



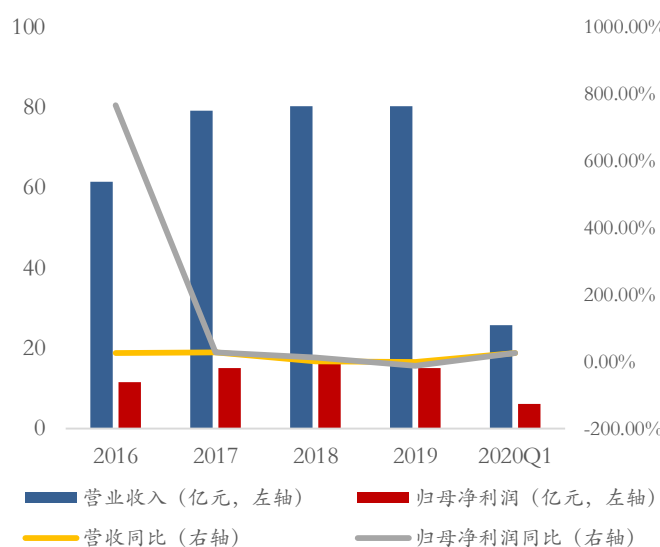
资料来源：天翼云 VR、华安证券研究所

3 重点公司一览

3.1 完美世界：研发为王的精品影游内容输出王国

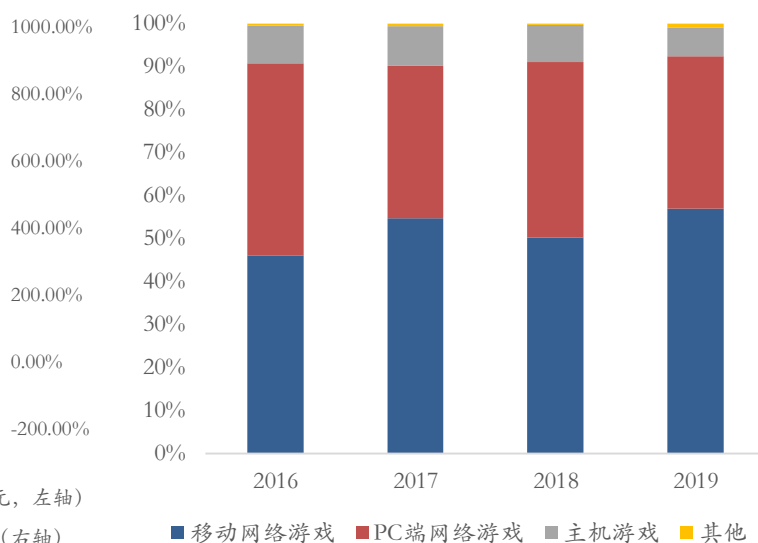
A 股稀缺研发驱动的游戏影视内容平台型企业。2003 年，公司游戏业务创始人池宇峰在韩国考察发现，国内的 3D 引擎其实比韩国更加先进，从而开始考虑网游业务，于 2004 年正式成立北京完美时空网络技术有限公司，并开始研发自己的游戏引擎。2005 年，首款基于自研引擎的游戏《完美世界》端游问世，并于次年（2006 年）推出《完美世界国际版》，《完美世界》之后公司陆续上线《诛仙》（2007 年）、《武林外传》（2005）、《笑傲江湖》（2013）等多款爆款端游。2012 年，随着手游市场的兴起，公司率先布局手游业务，推出多款“端转手”精品大作。2016 年公司成功登陆 A 股。公司 2016-2020Q1 营业收入分别为 61.59 亿/79.3 亿/80.34 亿/ 80.39 亿/25.74 亿元，分别同比增长 25.87%/28.76%/1.31%/ 0.07%/26.09%，实现归母净利分别为 11.66 亿/15.05 亿/17.06 亿/15.03 亿/6.14 亿元，分别同比增长 767.54%（游戏业务并表影响）/29.01%/13.38%/-11.92%/26.41%。公司依靠端游时代经典 IP 及时推出“端转手”战略，手游业务逐渐成为游戏业务主要来源。2016-2019 年，公司手游业务在游戏业务占比从 46%增长到 57%。

图表 36 2016-2020Q1 公司营收与净利情况



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 37 2016-2019 公司游戏业务分业务占比



资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司自研游戏品类丰富，“IP 化+年轻化”战略屡见成效。公司游戏业务具有丰富的产品矩阵，包括端游、手机游戏、主机游戏以及电竞。

- 1) 端游方面，公司自研经典端游《诛仙》、《完美世界国际版》、代理大作《DOTA2》、《CS:GO (反恐精英：全球攻势)》等游戏在上线近 10 年仍能持续贡献稳定收入，同时迎合用户新需求，公司不断研发迭代经典 IP 游戏，为其依托公司旗舰 IP “诛仙”打造的次世代端游大作《新诛仙世界》正在研发过程中，后续我们认为随着《新诛仙世界》、《边缘计划》等产品的推出，公司业绩将再度爆发。
- 2) 移动游戏方面，公司抓住“端转手”红利，陆续推出经典 IP 手游，《诛仙手游》、《烈火如歌》、《轮回诀》、《武林外传》等游戏稳定贡献流水，2019 年 H1 陆续推出《完美世界》手游、《云梦四时歌》、《神雕侠侣 2》等精品游戏，为公司贡献良好的收益，其中公司端转手大 IP 《完美世界》手游自 3 月推出，首月流水贡献 20 亿+，当前仍然位于 IOS 畅销榜前列，Q3《神雕侠侣 2》上线，上线后稳居 ios 畅销榜前列，Q4《我的起源》上线，开拓了沙盒进化 MMO 的创新玩法。2020 年 Q2 即将上线的《梦幻新诛仙》手游，预计将再次创造口碑业绩双丰收的良好态势。
- 3) 主机游戏方面：目前公司不断加大主机游戏领域的布局，2019 年 1 月推出了《非常英雄》，赢得较好的口碑，2019 年 7 月公司国内团队自研多边形不对称生存游戏《DON'T EVEN THINK》与北美 PS4 用户见面，引起玩家关注，另外公司发行的端游及主机双平台游戏《遗迹：灰烬重生 (Remnant: From the Ashes)》已于 2019 年 8 月上线，短期内在 Steam 平台销量即破百万套。
- 4) 电竞方面：公司持续深化电竞领域的布局，产品端引进《DOTA2》、《CS:GO (反恐精英：全球攻势)》等世界级电竞作品，同时在赛事端打造多层次、立体化的赛事体系。2019 年 8 月，公司协助 Valve 公司在上海举办《DOTA2》2019 年国际邀请赛 (Ti9)，作为首次在中国举办的 Ti 系列赛事，取得了极为良好的反响。

图表 38 完美世界已上线游戏一览

客户端游戏		手机游戏		单机游戏	主机游戏
诛仙3	完美国际	新诛仙手游	新笑傲江湖	隐龙传	HOB
笑傲江湖OL	武林外传	新武林外传手游	完美世界手游	深海迷航	3对3街头篮球
神魔大陆2	梦幻诛仙2	云梦四时歌	神雕侠侣2手游	面条人	游戏平台
赤壁	创世战车	新神魔大陆手游	梦幻新诛仙手游	迷城之光	完美游戏平台
神鬼传奇	神鬼世界	梦回秦皇汉唐	封龙战纪	洪潮之焰	完美电竞平台
完美世界	神雕侠侣	轮回诀	射雕英雄传3D	网页游戏	
热舞派对MAX	口袋西游	射雕英雄传手游	火炬之光	TOUCH	
CS:GO	DOTA2	梦回秦皇汉唐	倚天屠龙记		
		最终幻想：觉醒	烈火如歌		
		神雕侠侣手游			

资料来源：公司官网、华安证券研究所

强劲研发实力支持持续输出多品类优质游戏，主机研发实力有望在云游戏时代厚积薄发。公司持续加大新游戏的研发及细分游戏市场的布局，目前公司有《新神魔大陆》、《战神遗迹》、《幻塔》、《非常英雄》、《一拳超人》等数款游戏在研发中，涵盖MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌、竞技类等多种类型，涉及未来科幻、二次元、日式幻想、古代神话、西方魔幻、东方仙侠等多种题材，融合了开放世界等全新元素，产品储备丰富，我们认为《完美世界》手游流水表现超预期，后续长线运营有望稳定公司流水，另外公司的产品矩阵搭建逐步完善，后续产品陆续上线，有望持续推动手游业绩增长。此外《完美世界》主机版、端游及主机双平台游戏《Torchlight Frontiers》、《Magic Ascension》等项目正在积极研发中，我们认为主机游戏在国内仍处于开拓阶段，后续随着大量优质产品的陆续上线，主机游戏收入有望回暖。

图表 39 公司各类游戏储备丰富

分类	游戏名称	预计上线时间	分类	游戏名称	预计上线时间
手游	新神魔大陆	2020	端游/主机游戏	完美世界主机版	2020
	梦幻新诛仙	2020		Magic Legends	2020
	战神遗迹	2020		新诛仙世界	2021
	幻塔	2020		Torchlight III	待定
	一拳超人	2020		X 档案	待定
	非常英雄	2020		Glimmer	待定
	旧日传说	待定			

资料来源：公司公告，华安证券研究所

Steam 中国为完美世界 VR 游戏、主机游戏云化发展打开新的想象空间。2018 年 6 月份 Valve 宣布计划与完美世界合作推进“Steam 中国”项目。2019 年 8 月 21 日，完美世界在上海宣布 Steam 中国正式推出“蒸汽平台”，据了解，蒸汽平台首批上线的游戏达到 40 款，包含《DOTA2》《刀塔霸业》等非独占游戏。蒸汽平台专门为中国玩家打造，提供了高速服务器，高质量本地化等服务，并将逐渐构建海量精品游戏库，能满足不同口味玩家的需求。据了解，蒸汽平台几乎完全独立于 Steam，官方表示正在顺利推进，距离最终上线已经更进一步。Steam 是目前全球最大的 PC 端游戏数字分发平台之一，已为全球近 3 亿玩家提供了超过两万款开发商提供的游戏产品。根据 SteamSpy 在统计的 17 年 Steam 平台部分数据来看，17 年 Steam 销售总收入为 43 亿美元，其中仅《绝地求生：大逃杀》收入就高达 6 亿美元。

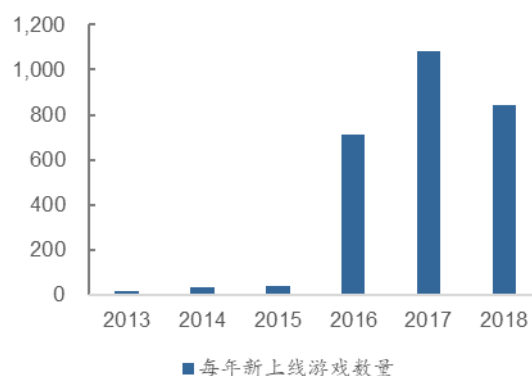
已有上云与自研原生云游戏两条腿同时走路，布局云游戏新方向。公司一是利用把公司积累的丰富的端主机产品云化优势获得云游戏初期培育优势，《完美世界》、《诛仙》、《梦间集》IP 的游戏有望首批上线各大云游戏平台，公司和各大云游戏渠道都有合作，包括腾讯、斗鱼等。二是更长期的方式，匹配整个 5G 建设速度，在自身雄厚的游戏研发技术基础上做原生云游戏，目前公司在研的云游戏的逻辑沿客户端转手时代，以经典 IP 为探路石，上线后将有望争夺云游戏时代新流量关注；还有相关云游戏+VR 游戏探索立项。

图表 40 蒸汽平台预计上线游戏情况



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 41 2013-2018 年 Steam 平台新上线的 VR 游戏数量

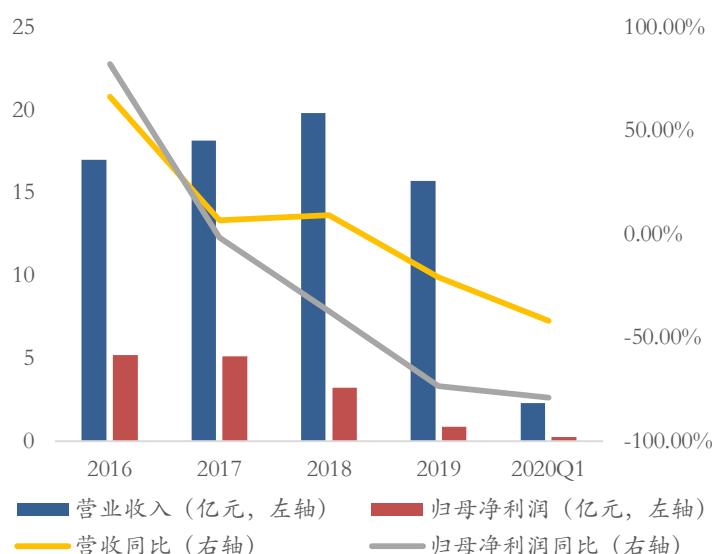


资料来源：Tera Nguyen、华安证券研究所

3.2 顺网科技：深耕网吧场景，云游戏落地场景落地

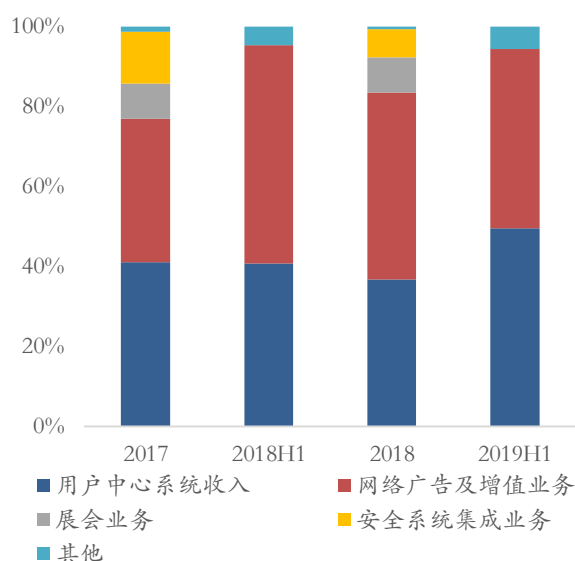
聚焦网吧行业十余载，多元化业务布局夯实龙头地位。公司自 2005 年创立以来持续深耕网吧行业，通过开发自有产品及外延收购，形成了多元化产品矩阵及变现能力，一举奠定网吧服务行业龙头地位。2018 年，公司现有平台活跃用户数超过 7000 万，管理软件等覆盖全国网吧及终端占比达 70%。公司 2016-2020Q1 实现营业收入 17.02 亿/18.16 亿/19.85 亿/15.72 亿/2.3 亿元，同比增长 66.49%/6.7%/9.31%/-20.78%/-41.68%，实现归母净利润 5.21 亿/5.12 亿/3.22 亿/0.85 亿/0.25 元，同比增长 82.43%/-1.66%/-37.22%/-73.50%/-78.99%。

图表 42 2016-2020Q1 公司营收与净利情况



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 43 2016-2019H1 年公司分业务占比



资料来源：公司公告、华安证券研究所

陆续推出“顺网云”及“顺网云电脑”，推进云时代网吧轻量化改革，探索云游戏落地场景。2018年7月，公司首发“顺网云”产品，创造性地将数据上云应用在网吧管理行业，通过集中建设机房向网吧提供设备租赁服务，可为所在节点覆盖区域的网吧提供10TB以上存储空间、SSD固态硬盘和50M/s以上的下载速度，革新传统网吧产业形态。2019年6月，公司发布顺网云电脑，借助小型终端“顺网云盒”提供云计算服务，辅助用户按需向云端调取算力。公司将边缘计算及云服务技术应用于网吧管理并探索多场景落地，通过数据上云、算力上云持续向算力共享的云平台转型。目前顺网云已经覆盖18省份、52城市和超过100机房。

图表 44 顺网云电脑工作原理



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 45 2019年9月顺网云边缘数据节点建设

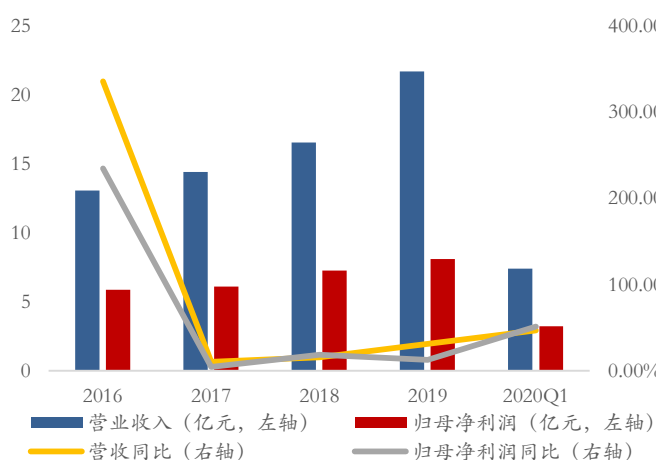


资料来源：公司官网、华安证券研究所

3.3 吉比特：小而美的精品游戏研发商，长线运营效果获得市场认可

A 股稀缺的专注于年轻化、玩法创新及长线运营的游戏公司。深耕 Roguelike 游戏，凭借经典 IP《问道》端游的长期运营，在忠实游戏玩家中具有优异口碑。同时，公司以年轻化核心重度游戏玩家为主要受众，深度运营用户，保护老玩家的游戏体验。公司游戏开发组定期在官方论坛公告游戏规划，并建立游戏官方 QQ 群，帮助玩家了解游戏动向、收集用户反馈，和用户的深度沟通使公司产品具有长期运营能力；公司的游戏主要在 B 站、TapTap 等游戏社区发行，并根据玩家提出的建议对游戏进行优化与修改，形成了良好的用户口碑。经典 IP《问道手游》在端游 IP 基础上加强了社交功能和版本迭代，玩法和数值体系都有明显提高，长期在 iOS 畅销榜排名在 20-35 名左右，四周年进入畅销榜排名前十位。专注于全球范围内优质 Roguelike 游戏挖掘，目前已经成功发行了多款 Roguelike 类游戏，包括《不思议迷宫》、《贪婪洞窟 1/2》、《地下城堡 2》、《跨越星弧》、《失落城堡》。公司 2016-2020Q1 分别实现营业收入 13.05 亿/14.4 亿/16.55 亿/21.7 亿/7.4 亿元，同比增长 335.08%/10.31%/14.91%/ 31.16%/46.28%；实现归母净利润 5.85 亿/6.1 亿/7.23 亿/8.09 亿/3.22 亿元，同比增长 234.59%/4.14%/18.58%/11.93%/50.95%。

图表 46 2016-2020Q1 公司营收与净利情况



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 47 核心手游问道近一年内畅销榜排名变化



资料来源：公司公告、华安证券研究所

核心游戏流水持续优异表现再次验证长线运营实力，品类丰富且持续迭代的游戏储备持续注入动力。精品化游戏路线公司深耕 Roguelike 游戏，大 IP 作品《失落城堡》10 月 24 日正式上线，截至 2020 年 2 月，下载量已突破千万。《魔渊之刃》、《冒险与深渊》、《双境之城》等自研+代理的多类型产品，值得期待。长期来看，公司通过丰富产品线以及布局云游戏、AR/VR 游戏等多元化变现入口。

图表 48 公司新游储备丰富

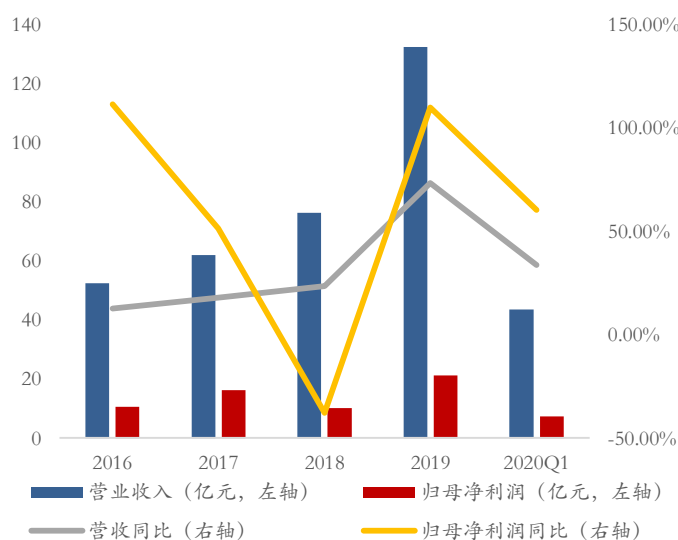
游戏名称	备注	游戏名称	备注	游戏名称	备注
魔渊之刃	ARPG、Rougelike	冒险与深渊	像素风放置 RPG	砰砰小怪兽	动作类
怪物工程师	经营养成	四目神	解谜剧情文字推理	石油大亨	Steam 移植 SLG
花灵	二次元美少女养成	探灵之夜嫁	恐怖风 ARPG	进化之地	像素风 ARPG
爱丽丝的精神审判	解密推理	双境之城	二次元 ARPG	多线程	多人对战
魔法洞穴 2	ARPG、Rougelike	英雄与巨龙	动作格斗 ARPG		

资料来源：公司公告、华安证券研究所

3.4 三七互娱：研发运营两手抓的爆款游戏制造机

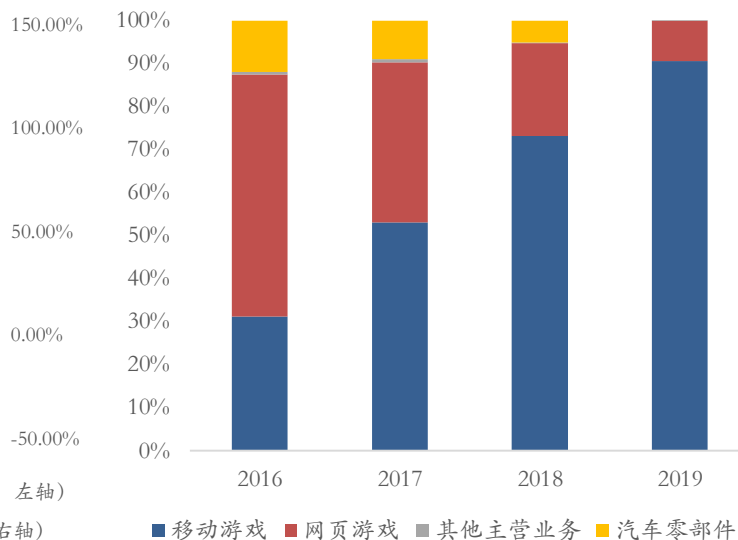
国内当前领先的网络游戏开发商、发行商与平台运营商，秉持“玩心创造世界”的宗旨。旗下拥有 37 游戏、37 手游、37games 等游戏平台。公司成立于 2011 年，以推广以及与运营页游起步，在页游发行领域后发制人，凭借创始人李卫伟等人丰富的页游运营经验以及渠道拓展，成功完成页转手的成功转型，推出《大天使之剑》、《永恒纪元》、《斗罗大陆》、《一刀传世》等爆款页游手游，迅速取得国内游戏领域的标杆地位。公司 2016-2020Q1 分别实现营业收入 52.48 亿 / 61.89 亿 / 76.33 亿 / 132.27 亿 / 43.43 亿元，同比增长 12.69% / 17.93% / 23.33% / 73.30% / 33.76%；实现归母净利润 10.7 亿 / 16.21 亿 / 10.09 亿 / 21.15 亿 / 7.29 亿元，同比增长 111.49% / 51.43% / -37.77% / 109.69% / 60.40%。手游逐渐成为公司主要业绩来源，从 2016-2019 年，手游业务占比从 35% 增长至 91%。

图表 49 2016-2020Q1 公司营收与净利情况



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 50 2016-2019 年公司游戏业务分业务占比

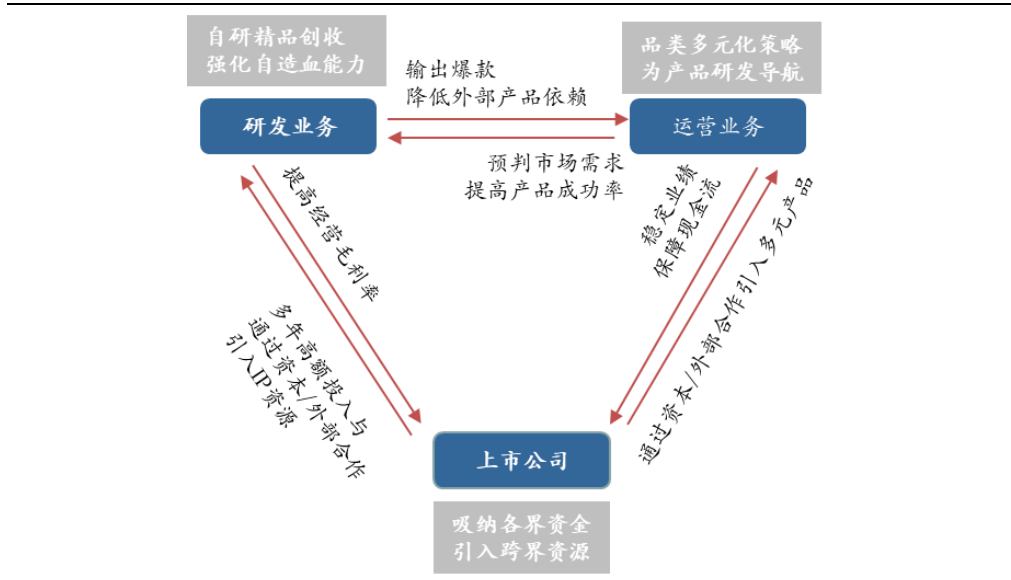


资料来源：公司公告、华安证券研究所

研运一体化战略下爆款频出。2018 年以来，公司新上线自研手机游戏超过 10 款，其中《斗罗大陆》H5、《一刀传世》等产品实现月流水过亿的成绩。发行策略多样化，丰富平台项目类型，从相对专一的“ARPG+SLG”调整为“多元化发展”。公司大力投入研发，自研项目获得市场肯定。极光网络作为公司游戏研发主体，6 年 10 个爆款的高精品率验证公司实力。公司研运一体的业务结构有利于充分利用

资源，立足长远，打造精品。公司丰富的成功产品运营经验为研发新产品提供思路和借鉴，强大的研发实力反过来不断配合市场需要对产品进行打磨调优，进一步提高产品成功率。

图表 51 三七互娱研运一体商业模式图



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

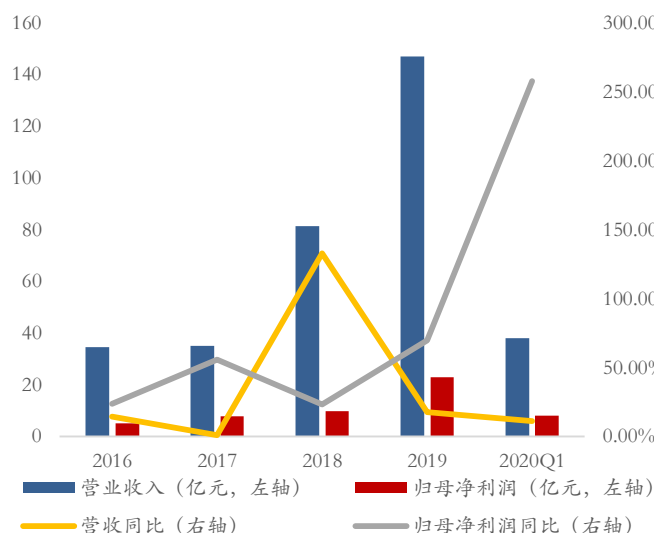
三七互娱在云上的布局也极为迅速，2019 年年初即提到要构建云游戏体系，包括构建内部云、搭建云游戏代理服务、研发具备用户交互、视频解码及云服务流通讯的通用框架体系以支撑云游戏的通用轻 APP 等。三七互娱就宣布与华为签订云游戏合作协议。2020 年 3 月 18 日，三七互娱就发布了首款云游戏《永恒纪元》，并于 3 月 31 日正式上线。目前已上线和在研游戏的云版本已在制作中，预计年内将推出更多自研云游戏，并且其云游戏平台也在搭建当中，进展颇为快速。公司 4 月初公布 45 亿的定增预案，其中 16.9 亿预计用于 5G 云游戏平台建设，抢占云游戏窗口期的平台优势；16.05 亿用于新款游戏研发扩充，拟进行共计 24 款新游戏的开发和运营，从而不断丰富公司的游戏矩阵，持续扩大公司运营规模。

3.5 世纪华通：厚积薄发在即，原生云游戏研发启动

A 股游戏厂商领跑者，“百亿俱乐部”成员，广泛布局海内外游戏市场，集研发、发行、运营于一体，产品实力强劲。世纪华通成立于 2005 年，旗下游戏产业包括天游、七酷、点点互动、盛趣游戏等知名公司，游戏产品覆盖全球 200 多个国家和地区，全球游戏注册用户突破 30 亿。公司以精品化战略驱动业务全面增长，游戏布局多品类，长线运营经典产品业绩稳定，同时加码新游布局，发力海外业务，致力打造以游戏为核心的新文化产业生态圈。子公司盛趣游戏《龙之谷手游》、《传奇世界》、《最终幻想 14》等头部产品持续贡献稳定流水，点点互动以 SLG 游戏《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》打入欧美市场，出海业绩卓越，并将持续布局全球休闲类游戏市场，储备多款新游待上线。公司 2016-2020Q1 分别实现营业收入 34.56 亿/34.91 亿/81.24 亿/146.9 亿/38.04 亿元（其中 2019 年度数据来自业绩快报），同

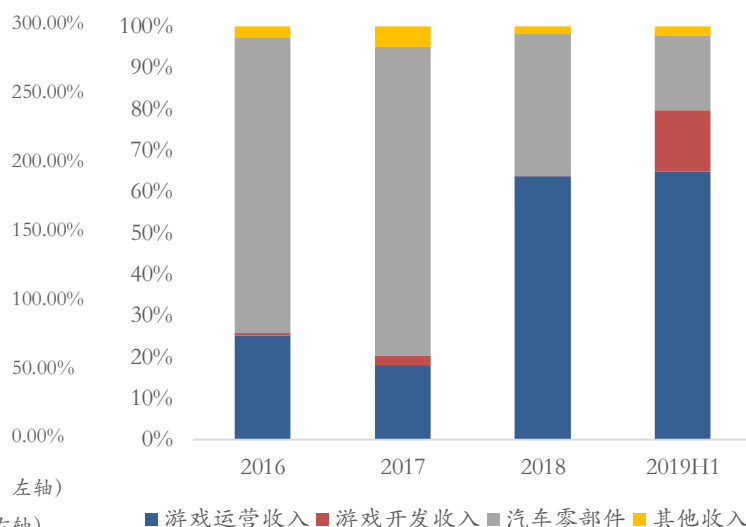
比增长 14.21%/1.01%/132.72%/17.30%/11.03%；实现归母净利润 5.03 亿/7.83 亿/9.62 亿/22.78 亿/8.04 亿元，同比增长 23.44%/55.47%/22.94%/69.25%/257.57%。目前游戏运营业务已成为公司主要业绩来源，从 2016-2018 年，业务占比从 27%增长至 66%。

图表 52 2016-2020Q1 公司营收与净利情况



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 53 2016-2019 年公司游戏业务分业务占比



资料来源：公司公告、华安证券研究所

经典产品长盛不衰，新游储备充分，顶级 IP 焕新生命力强盛。近 20 年长盛不衰的重量级 IP 再度焕新，盛趣游戏《热血传奇怀旧版》4 月 28 日开启公测，开服初期服务器即爆满，用户人数持续居高不下，为国内端游存量市场注入强劲增长动力。《庆余年》、《龙之谷 2》、《代号：远征》、《彩虹岛手游》等重磅新游引发诸多关注，预计将进一步拉高收入流水。渠道方面，盛趣与腾讯持续建立战略合作，强强联合扩大产品影响力。

图表 54 盛趣游戏 2020 年游戏储备

游戏名称	预计上线时间	产品类型	运营方
龙之谷 2	2020	MMORPG	腾讯代理 S 级
庆余年	2020Q3	MMORPG	腾讯代理 A 级
彩虹岛手游	2020	横版 MMO	自营
小森生活	2020	模拟养成	自营
代号：远征 (暂定)	2020	偶像养成	腾讯代理 S 级
Lapis Re:LIGHT (暂定)	2020	偶像养成	自营
月夜狂想曲	2020	ARPG	自营

资料来源：公司公告、华安证券研究所

海外市场运营点点互动拟收购乐游科技，进一步补充和巩固海外布局，为世纪华通的全球战略又添一环。国内游戏企业出海布局已成为大趋势，已具备稳定海外版图、成功发行经验与海量精品储备的世纪华通将持续发挥标杆作用，引领行业潮流。

云游戏布局眼光长远，充分发挥产品储备与研发经验优势，占据行业先导地位。盛趣游戏与运营商中国移动密切合作，依托流量渠道充分发挥既有优势，更领先入局原生云游戏研发领域，进一步深化全领域产品格局。2020年1月3日，盛趣游戏与咪咕互娱在上海举办云游戏发布会，推出自有云游戏平台，除旗下游戏产品外，还将引入其他厂商游戏以丰富平台储备。4月24日，咪咕互娱与盛趣游戏宣布，双方共建的云游戏工作室——擎云工作室正式落地，首个项目《热血传奇》原生云游戏版启动，成为业内首个试水原生云游戏的网游产品。《热血传奇怀旧版》也于4月28日在咪咕快游云平台独家上架，用户可在云端使用手机操作，获得终端打通的便捷游戏体验。

4 投资建议

云游戏商业化进程处于窗口期，板块中长期将受益于云游戏新增广阔市场空间的业绩估值双提升。从产业链演化进程来看，优质内容的需求将成为云游戏时代的主旋律，有望打破国内手游时代渠道为王的固定局面，建议关注具有深厚研发底蕴、丰富IP储备与迭代能力的头部游戏公司完美世界、三七互娱、吉比特、世纪华通。长期关注具有研运一体化、全产业链打通能力的公司，如顺网科技。

5 风险提示

5G 基础设施建设不达预期，游戏产品研发失败风险

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。