

传媒行业深度研究报告

拆解元宇宙系列（一）：GameFi，是泡沫也有可能是未来

- 什么是 GameFi**：GameFi=Game+NFT+DeFi，通过区块链分布式机构，以 NFT 的形式为游戏资产赋予价值属性。简单来说，GameFi 或者链游在现阶段即是去中心化的金融产品以游戏的方式呈现，游戏装备 NFT 化、挖矿过程娱乐化。同时，对于游戏本身来讲，区块链技术的可拓展性和去中心化交易方式带来的新游戏商业模式，也为未来游戏在可能的元宇宙世界里的形式做出了探索。
- GameFi 的现状：1.0 时代正在落幕**。GameFi 可追溯到 2017 年的 Crypto Kitties（加密猫），而在 2021 年 Axie Infinity 的成功引起了人们的关注和产业资金的追逐。从交易量上看，2021 年全年 GameFi 交易量突破 45 亿美金，全球活跃用户接近 100 万人。而从 GameFi 本身的演进看，纯资金盘的类 Crypto Kitties 类游戏和 Axie Infinity 成功后的效仿者们的交易量和用户数都在 22 年 1 月进入了低谷，同时一批具有更高游戏质量和更完备经济体系的链游也在涌现。且各传统游戏厂商也在积极拥抱区块链技术，GameFi 1.0 落幕的同时，区块链技术对于游戏行业的改变才刚刚开始。
- GameFi 改变了游戏行业什么？游戏经济模型和产业链分配模式的新方向**。经济模式上，GameFi 开创了 Play-To-Earn 的新游戏经济模型，Play-To-Earn 经济模式带来高比例玩家创造收益与扁平式的生态关系，解决了 Free-To-Play 模式下的核心痛点。在 Play-To-Earn 经济模式中，玩家可以通过充值、玩游戏获得游戏内资产或代币所有权。公开透明的规则下，游戏中的大部分收入不再属于游戏公司，而是归属于玩家。积极的参与者可以通过游戏的交易系统为其他参与者和生态系统贡献价值并获取游戏的资产奖励。**产业链价值分配上**，打金工会由于自带流量和资金，承担了传统产业链中发行商的部分角色，此外，由于玩家拥有游戏资产的所属权，也拥有了利用游戏资产进行二次创作或销售来分享收益的可能，其扮演的角色也由原来单纯的消费者而变成了创作者。
- 如何理解 GameFi 和 NFT 的价值？现阶段 NFT 更多是影响力的变现**。NFT 价值=影响力+实用性+稀缺性和供求关系+估值溢价+流动性溢价+享受价值。通过上述分析框架可以看到，目前链游游戏资产的优劣仍主要体现在创始团队或者拥有者的个人号召力上，现阶段 GameFi 作为加密资产的一种尚未走出独立“行情”，其整体价值波动和加密资产的整体趋势息息相关。但长期看，区块链游戏自身的可拓展性和 NFT 对于游戏资产所有权的重新定义，链游未来的实用价值有着足够的想象空间。
- 未来的 GameFi：在游戏属性和金融属性上取得新的平衡**。目前的 GameFi 对于玩家来说最大的吸引点在于其收益率，且相对于传统游戏有更高的入门门槛，因此其核心玩家并非游戏用户，游戏资产价值也没有足够游戏性的支撑，因此当没有新玩家入场时，游戏资产的收益率会迅速下降从而导致 GameFi 的生命周期要远远短于普通游戏。而为了尽可能延长生命周期，除了设计更合理的经济体系和游戏机制外，提高游戏的品质，通过更好的可玩性吸引用户加入并保持留存，是 GameFi 发展的必然方向。
- 风险提示：政策监管风险和法律风险**，区块链、及其相关应用均尚处于发展初期的阶段，在法律、伦理、技术、标准等方面都具备极强的不确定性。包括但不限于通过数字交易洗钱、非法集资、炒作等风险；利用区块链游戏进行诈骗或进行传销活动的风险。此外，区块链游戏一般需要使用数字货币作为交易媒介，但目前我国对于数字货币监管政策较为严格，未来数字货币性质认定和发行许可等监管细则都尚未清晰。区块链和游戏在国内的商业模式和表现形式也并不清晰。**技术进展不及预期；资产价格大幅波动。**

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

电话：010-63214660

邮箱：liuxin3@hcyjs.com

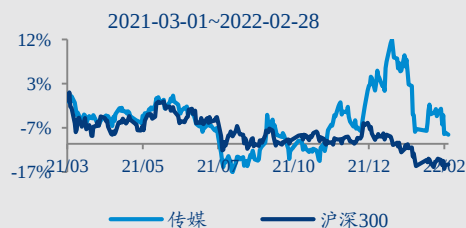
执业编号：S0360521010001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	153	0.02
总市值(亿元)	13,900.96	1.46
流通市值(亿元)	11,801.32	1.64

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.4%	6.4%	-6.1%	
相对表现	-2.6%	10.7%	7.4%	



相关研究报告

《传媒行业周观察（20220221-20220225）：互联网财报季开启，高速增长或短期承压》

2022-02-27

《互联网传媒行业重大事项点评：服务业商户纾困政策对互联网行业影响几何？》

2022-02-20

《传媒行业周观察（20220214-20220219）：发改委或将引导平台降低餐饮企业成本，心动自研游戏登顶日本免费榜》

2022-02-20

投资主题

报告亮点

本文详细回顾了 GameFi 的发展过程和现状，并分析了 GameFi 对于游戏产业链和经济模型上的改变。此外，提出了 NFT 价值=影响力+实用性+稀缺性和供求关系+估值溢价+流动性溢价+享受价值的评价模型，认为在现阶段包括游戏资产在内的 NFT 更多是影响力的变现，但长期看区块链技术可能会带给游戏更多新的变化。

投资逻辑

本文通过回顾 GameFi 的发展历程和典型区块链游戏的特点，对 GameFi 所带来的改变、GameFi 的评价体系做出了分析，并展望了 GameFi 的未来。目前的 GameFi 对于玩家来说最大的吸引点在于其收益率，且相对于传统游戏有更高的入门门槛，因此其核心玩家并非游戏用户，游戏资产价值也没有足够游戏性的支撑，因此当没有新玩家入场时，游戏资产的收益率会迅速下降从而导致 GameFi 的生命周期要远远短于普通游戏。而为了尽可能延长生命周期，除了设计更合理的经济体系和游戏机制外，提高游戏的品质，通过更好的可玩性吸引用户加入并保持留存，是 GameFi 发展的必然方向。

目 录

一、GameFi 或链游：基于 NFT 的区块链游戏实验	5
（一）什么是 GameFi: Game+NFT+DeFi.....	5
（二）链游的现状：交易量下滑，活跃用户数仍在上升	8
二、GameFi 的突破和重构：游戏经济系统和产业链的新方向	13
（一）Play-To-Earn 的新游戏经济模型	13
1、Play-To-Earn 的模式改变了什么？	13
2、P2E（play-to-earn）经济设计：链游如何活得久一点	14
（二）产业链的变化：研发商地位的弱化和打金工会的兴起	17
1、链游中不存在绝对的控制者	17
2、以 YGG 为例，头部链游工会是如何做的	18
三、如何理解 GameFi 现在和未来的价值：在游戏和金融中达到新的平衡	21
（一）如何理解 NFT 和链游的价值？	21
（二）游戏性更强的 GameFi	22
（三）GameFi 需要更低的入门门槛也需要更公开公正的评级方式	24
四、风险提示	25
1、政策监管风险和法律风险	25
2、技术进展不及预期	25
3、资产价格大幅波动	25

图表目录

图表 1	链游的类型	6
图表 2	Crypto kitties	7
图表 3	链游创新曲线	8
图表 4	链游交易额情况	9
图表 5	各类型区块链应用活跃用户数（单位：万人）	9
图表 6	链游交易量排名	10
图表 7	传统游戏厂商对链游的看法	10
图表 8	投资机构对 GamFi 和 NFT 项目的投资情况	11
图表 9	DeFi 和 NFT 赋予游戏商品化价值和资产价值	13
图表 10	典型的 game 经济系统	14
图表 11	游戏资源的产出	15
图表 12	游戏资源的交易	15
图表 13	游戏资源的积累	15
图表 14	游戏资源的消耗	15
图表 15	《梦幻西游》的经济系统	16
图表 16	链游产业链和传统游戏产业链区别	17
图表 17	链游打金工会商业模式	18
图表 18	YGG 商业模式	19
图表 19	《BNX》游戏 NFT 项目	22
图表 20	《Crypto Mines》游戏 NFT 项目	22
图表 21	《Illuvium》战斗画面	23
图表 22	《Thetan Arena》游戏画面	23
图表 23	Gala Games 界面	24

一、GameFi 或链游：基于 NFT 的区块链游戏实验

（一）什么是 GameFi: Game+NFT+DeFi

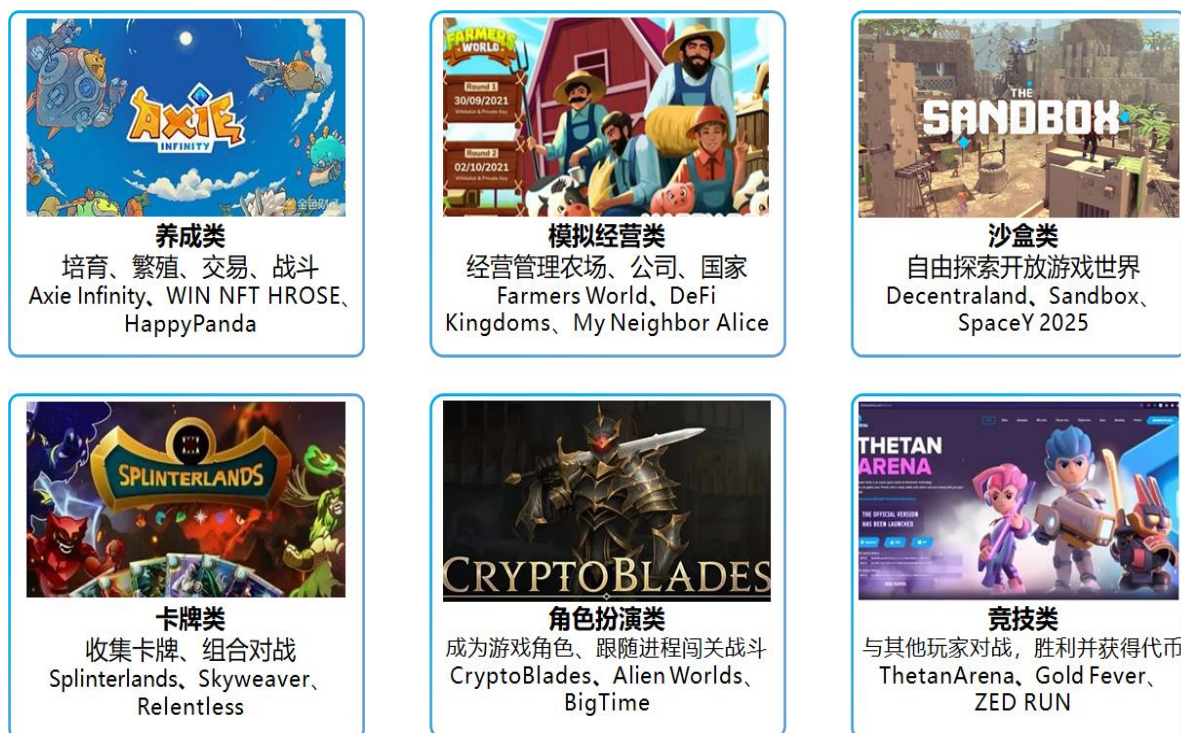
GameFi 在 21 年被人们广泛熟知,但其最早的概念则可以追溯到 2017 年的 Crypto kitties,初始的定义为“Game Finance”,即在游戏中融入更多的金融元素。而在 20 年 Yearn.Finance 创始人 (Yearn.Finance, 是在 2020 年初推出的一项基于以太坊的协议,其代币 YFI 是基于以太坊的最大代币之一,创始人具备高盛的金融科技背景,在 DeFi 领域有着较高影响力)在推特上发文称自己认为 DeFi (去中心化金融)的属性将更趋向于游戏化,也因此 GameFi 被引入了 DeFi 概念。一般而言人们把区块链游戏 (链游)和 GameFi 相等同,严格来说,两者并不能完全等同,GameFi 更强调的是“play to earn”的游戏商业模式,而链游则是指区块链技术在游戏上的应用。但目前来说,两者的从形式上并没有本质的区别,链游相比之下更容易理解和传播。

GameFi=Game+NFT+DeFi, 通过区块链分布式机构,以 NFT 的形式为游戏资产赋予价值属性。简单来说,GameFi 或者链游在现阶段即是去中心化的金融产品以游戏的方式呈现,游戏装备 NFT 化、挖矿过程娱乐化。同时,对于游戏本身来讲,区块链技术的可拓展性和去中心化交易方式带来的新游戏商业模式,也为未来游戏在可能的元宇宙世界里的形式做出了探索。

链游的分类:按照游戏的玩法进行分类,链游的玩法和传统游戏并没有本质区别。由于目前链游研发商本身游戏研发能力的限制和链游本身的特点,导致养成类、模拟经营类、卡牌对战类的链游数量要多于其它类型。但可以看到,近期上线的链游种类逐渐丰富,类 MOBA、RPG 类的游戏也开始增加,并且 Thetan Arena (MOBA 类游戏)、Mir4 (传奇 4, RPG 游戏)、Sandbox (沙盒类游戏)取得了很高的关注度。

按照上线的公链类型,几大主流公链由于其性能特点不同,因此其上线的游戏种类也有一定差异。以「以太坊为公链基础」的大多为对数据响应速度要求较低的博彩竞猜类游戏,以太坊 10 分钟以内的响应间隔虽不足以支撑复杂的游戏,但可以对玩家的交易和竞猜进行链上确权。「交易挖矿类游戏和对战类游戏」则一般使用 HECO 和 BSC 为代表的公链,这类游戏对响应时间有了更高的要求,但是如果想要更加流畅、画质更好的游戏体验,仍然需要性能更加优秀的公链出现。

图表 1 链游的类型



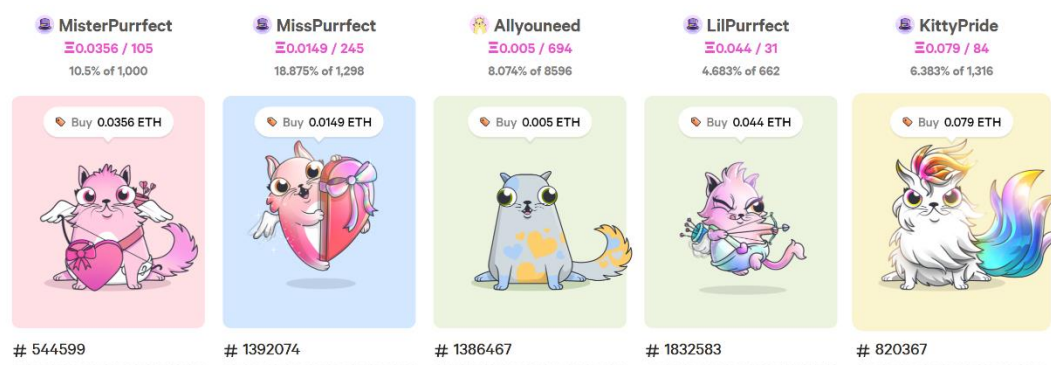
资料来源：各公司官网，华创证券整理

游戏的发展：资金盘&博彩游戏的链游 1.0 正在落幕

萌芽时代：加密猫（Crypto kitties）为代表的游戏率先将区块链和游戏相结合。2017 年，游戏 Crypto kitties 将以太坊代币具象为不同的数字猫形象，结合区块链数据无法篡改和艺术资产唯一私有性的特性，引发了市场关注，部分资金开始流向加密领域，最高时占据了以太坊 25% 的交易流量。本质上，这类游戏是一种构建在以太坊上的 NFT 代币，其遵循的合约同样为 ERC721 合约，玩家通过以太币来进行购买和交易。并没有很强的游戏性，游戏也并未建立自己的经济体系。

在加密猫之后，出现了 Fomo3D 等博彩类资金盘游戏，是 18 年以太坊交易最活跃应用类型。以 Fomo3D 为例，其主要玩法为玩家使用以太币按照一定汇率购买游戏代币，每当有玩家购买代币就会刷新游戏倒计时，而当游戏倒计时结束时，最后一名购买代币的玩家会赢得奖金彩池。其本质上，Fomo3D 是公开透明去中心化的资金盘游戏，其本身并没有解决任何行业痛点或市场需求，且存在大量的安全漏洞和资金交易风险，也缺乏足够的法律和监管措施来对项目方进行约束。因此，纯资金盘的区块链游戏在 19 年初基本被市场和玩家淘汰。

图表 2 Crypto kitties

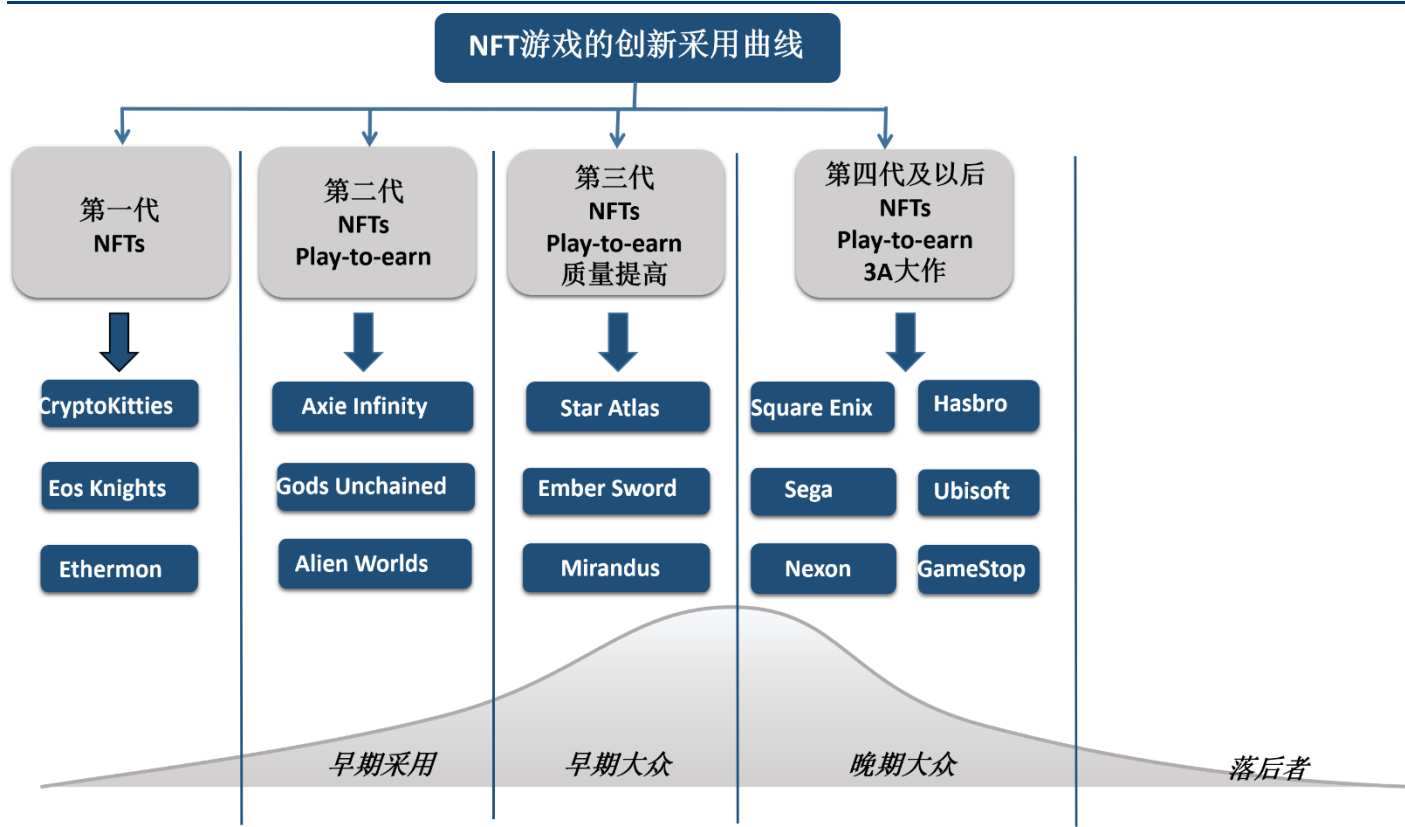


资料来源: Crypto kitties, 华创证券

1.0 时代: Defi 和 NFT 加持下的链游。根据 DappReview 发布的《2019 年上半年 DAAP 数据报告》显示以太坊、EOS、波场、IOST 四条公链上的 Dapp 数量从上半年的 1362 个下降为年底的 494 个, 降幅达到 64%。进入到 2021 年, 由于 DeFi 市场进入熊市, NFT 作为去中心化的新的资产配置方向受到重视, GameFi 的模式也随之走向成熟, 在 Defi 中引入 NFT 质押, 并将玩家资产转化成游戏装备, 并通过流动性挖矿提升玩家收益。而 Axie Infinity 的成功则奠定了如今链游的双通证经济模式。其巨大的成功引起了无数的模仿者, 但其较差的游戏质量和过强的资金盘属性使得其生命周期很快的走到了尾声。

2.0 时代: 更高质量的第三代链游正在涌现。根据区块链数据分析平台 Nansen 的研究报告, 将 NFT 游戏的发展分为四个阶段: 单纯的 NFT, NFT+Play to Earn, NFT+Play to Earn+ 更好的游戏品质, 3A 级别的 NFT+Play to Earn 产品。

图表 3 链游创新曲线

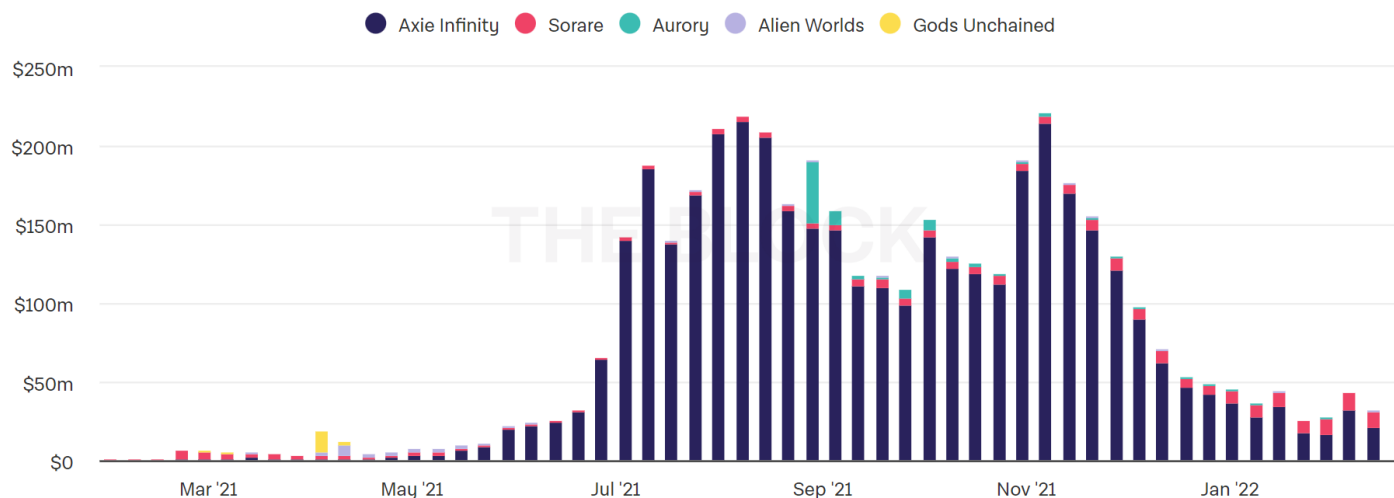


资料来源: Nansen 《2021 加密产业报告》, 转引自 Mint Ventures, 华创证券

(二) 链游的现状: 交易量下滑, 活跃用户数仍在上升

链游在 21 年被人们广泛的关注, 并由于 21 年 5 月 Youtube 纪录片《边玩边赚——菲律宾的 NFT 游戏》上线引起了用户数和交易量的飞速上升, 并在 21 年 8 月达到第一个高峰, 其后 11 月 Axie 的效仿者们集中的上线带来了第二个交易量高峰, 8 月和 11 月的第一周 GameFi 的交易量都超过了 2.2 亿美元, 其中绝大部分还是来自于 Axie。但随着 Axie 进入生命周期尾声, 且新上游戏质量较差和产品周期较短的原因, 链游的交易量近两个月进入了低谷, 约为最高点时的 20%。

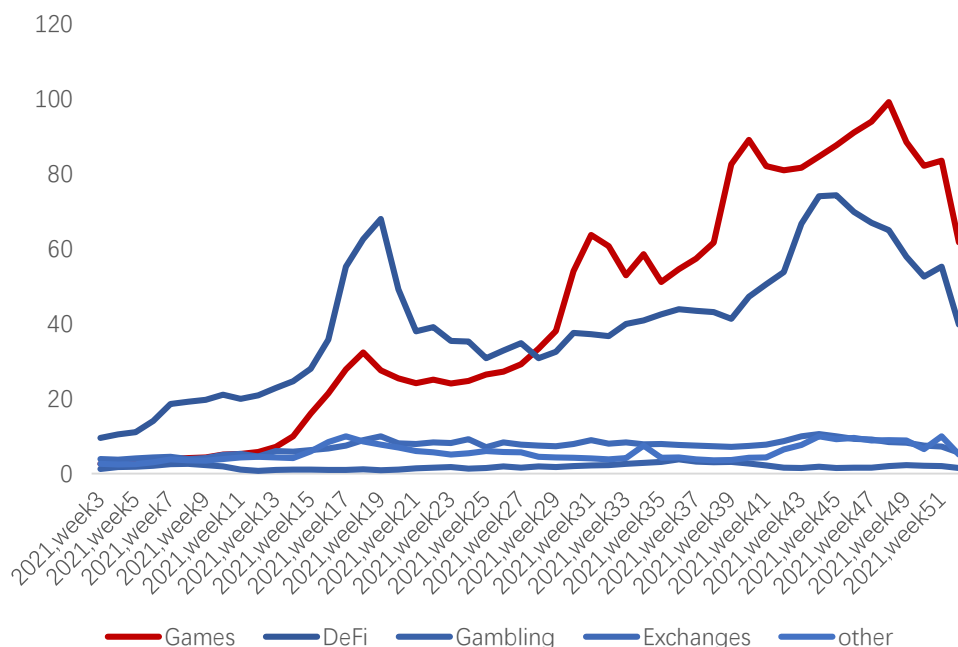
图表 4 链游交易额情况



资料来源: The Block, 华创证券

从活跃用户数量上看,整体上链游的活跃用户数还是呈现波动上升的趋势,从21年8月初的32万上升到22年初高峰时的100万人,半年内上涨3倍。尽管随着市场冷静交易量出现大幅的下滑,但仍有大量用户参与到GameFi中。

图表 5 各类型区块链应用活跃用户数(单位:万人)



资料来源: DappRadar, 华创证券

图表 6 链游交易量排名

	游戏	玩家数 (单位: 千人)	玩家数同比增长	交易量(单位: 百万美元)	基础连
1	DeFi Kingdoms	127.75	-31.48%	746.64	HARMONY、 AVALANCHE
2	Axie Infinity	179.9	9.56%	699.34	RONIN、ETH
3	Pegaxy	77.31	148.92%	256.58	Polygon
4	MOBOX:NFTFarmer	224.03	-6.94%	88.09	BSC
5	Bomb Crypto	559.89	-8.50%	82.44	BSC
6	Crazy Defense Heroes	108.74	-37.06%	49.23	ETH、Polygon
7	Elfin Kingdom	19.57	-89%	37.03	BSC
8	Alien Worlds	918.89	-16.66%	27.72	WAX、BSC
9	MetaverseMiner	23.02	-52.07%	27.29	BSC
10	Cgods Unchained	23.84	2.23%	11.77	ETH、 IMMUTABLE X

资料来源: DappRadar, 华创证券(数据截至 2022 年 2 月 19 日)

世界主要游戏大厂总体对链游及区块链的发展持积极态度, 尽管市场声音不统一。部分游戏公司特别是韩国游戏厂商对区块链游戏尤其积极, 如 NCsoft、Netmarble、Wemade、Kakao games、Gamevil 等均在 21 年就将自己的拳头产品链游化, 而育碧、EA、Gamevil 等的入局, 主要因为看到了《传奇 4》成功之下的新机遇与区块链技术带来的高盈利模式。不过, 部分厂商表现明显顾虑。T2 认为存在过分炒作, Steam 平台也禁止发布链游。虽然部分国家地区的监管政策较为严格, 且很多员工和玩家对于 Play to earn 的模式持反感的态度, 但整体来看, 游戏厂商对于 Play to Earn 的商业模式还处在谨慎尝试的阶段, 但是对于区块链等新技术和游戏的融合的态度依然较为积极。

图表 7 传统游戏厂商对链游的看法

世界主要游戏大厂	看法与布局	详细描述
NEXON	有意向但未公开项目	已买过亿美元的比特币, 但未公开任何链游相关项目。
NCsoft	今后所有游戏都加入 P2E 模式	《天堂 W》推出了全球战斗社群, 没有国家地区的限制, 并宣布将于 22 年推出 P2E 的 NFT 游戏, 表示今后所有游戏都会加入 P2E 模式。
Netmarble	正在研发链游	早在 2018 年表示正式开发区块链业务。2021 年 6 月与移动收藏 app VeVe 达成合作协议, 将共同发行基于 NFT 的数字漫画、3D 数字藏品等等。也宣布将于 2022 年推出一款 NFT 游戏。
Neowiz	探索, 近日公开引进两款链游	2021 年 12 月 13 日, 该公司最受欢迎的两款游戏 Golf Impact 和 Brave Nine 正在向区块链领域扩展。Golf Impact 更名为 Crypto Golf Impact, 计划在 2022 年 3 月发布, 将成为全球市场上第一款玩赚高尔夫游戏。
Wemade	让 WEMIX 成为行业的关键货币	上线链游版《传奇 4》扭亏为盈, 2021 年 12 月上线韩国首个 NFT、游戏虚拟货币交易所。今后 Joycity 的区块链游戏也将使用 WeMix 作为代币。
Gamevil	通过元宇宙占据领先地位	2800 万美元投资了虚拟货币交易所 Coinone, 计划 22 年将 Zenaad 运营

		的 NFT 交易平台整合至自己的社交 App，首个 NFT 游戏《Hi Ella》将于 22 年 Q1 上线。
育碧	由尝试转为入局	2021 年 12 月 8 日推出首个游戏内 NFT“Digits”，对应的 NFT 交易平台“Ubisoft Quartz”首先在 Tom Clancy's Ghost Recon Breakpoint 推出。宣布今后游戏中发布的限量皮肤可以加密货币的形式进行交易。
EA	有意愿和基础但尚未有动作	CEO Andrew Wilson 在财报电话会中暗示《FIFA》系列游戏会出 NFT。
暴雪	将通过 StarCraft 正式进军	近日宣布将正式进军元宇宙，并将在 IPFS 治理层 Filewing 上搭建首款链游项目 StarCraft。
V 社	NFT 不允许在 Steam 上发布	21 年 10 月 Steam 推出新规，NFT 不允许在平台发布。
腾讯游戏	试水链游	2019 年初推出游戏资产可上链的手游《一起来捉妖》。虽然最终止步，但证明了区块链与传统游戏的有效结合能服务大量 C 端用户并获得可观盈利。
网易游戏	多类型尝试	加密猫同类型尝试招财猫，18 年 2 月推出“网易星球”。18 年下半年《逆水寒》引入了区块链 token 伏羲通宝和挖矿机制，用游戏+区块链的形式对用户进行了科普和激励。
任天堂	通过 AR 的交互性构建链游	21 年 11 月制作游戏“Fold AR”，并宣布将 Niantic Lightship 平台的 ARDK 向全世界的开发者开放。
Zynga	以移动端为切入口开发链游	21 年 11 月成立链游部门，以移动端为切入口开发实验 NFT 游戏。22 年初被 T2 收购后是否有战略布局上的变化有待观察。
网禅		网禅 CEO 表明将根据行业潮流、应对行业变化，部分参与在游戏中嫁接区块链的事业。
万代南梦宫	计划开发区块链和专属 IP 元宇宙	2 月 7 日，宣布将和 Sega 合作开发专注于游戏的区块链“Oasys”，创始团队成员包括游戏公会 YGG。

资料来源：搜狐网，腾讯新闻，公众号链游盒子，华创证券整理

图表 8 投资机构对 GamFi 和 NFT 项目的投资情况

投资机构	项目	类型
delphi	ALTERED STATE MACHINE	AI+NFT
	NFT OASIS	一个面向艺术家、音乐家和贡献者开放的平台，该平台可供艺术家们展示他们的艺术，举办画廊展览，并与世界各地的其他创意者互动
	GEN.ART	NFT
	Crypto Unicorns	基于 Axie 模式的优化
	ENTERDAO	基于 mana 的土地销售市场
a16z	Mythical Games	可用于创建支持区块链的 3A 游戏的设计工具
	Mini Royale	区块链版本的《堡垒之夜》+《绝地求生》
	worldeternalonline	MMO 链游
	crytoys	NFT 原生数字玩具平台
	Irreverent labs	前微软高管创立的 NFT 游戏
paradigm	AI Arena	一款以太坊原生游戏，PVP 链游，NPC 由 AI 驱动
Multicoins	CyberConnect	为 Web3 社交媒体、游戏和元宇宙应用开发工具

	Alethea.ai	构建一个去中心化协议，以创建一个由交互式 and 智能 NFT 居住
	Three Arrows Capital	旨在颠覆当前的 P2E 生态，致力于构建一个体系结构以赋能未来项目，支持项目成长，进而推动链游领域的可持续发展与成功。

资料来源：Metablox vc，华创证券

二、GameFi 的突破和重构：游戏经济系统和产业链的新方向

（一）Play-To-Earn 的新游戏经济模型

1、Play-To-Earn 的模式改变了什么？

Play-To-Earn 经济模式带来高比例玩家创造收益与扁平式的生态关系，解决了 Free-To-Play 模式下的核心痛点。在 Play-To-Earn 经济模式中，玩家可以通过充值、玩游戏获得游戏内资产或代币所有权。公开透明的规则下，游戏中的大部分收入不再属于游戏公司，而是归属于玩家。积极的参与者可以通过游戏的交易系统为其他参与者和生态系统贡献价值并获取游戏的资产奖励。DeFi 的流动性挖矿带来高比例玩家收益，与 NFT 的抗流动性泛滥优势一同提高玩家的兴趣值和留存率。再加上游戏公会如 YGG 构建的 DAO 治理生态系统，Play-To-Earn 经济模式解决了 Free-To-Play 模式下的部分痛点。

1、DeFi+游戏促进“去中心化”发展，DeFi 提供了一种契合游戏自由共享特征的开放式金融，能够提供包括交易、借贷和保险等在内的金融服务，以帮助降低游戏玩家的创作成本和作品变现成本。

2、NFT 为游戏带来了基于去中心化的不可分割、具有唯一性的流通规范。这意味着基于独一无二的 NFT 游戏资产可以有效承载其相应的共识与市场价值，同时属于玩家的游戏商品永远不可被篡改、复制或随意增发。

3、Gamefi 其实是 DeFi 和 NFT 发展的必然结果。通过游戏，DeFi 成功地从 TradeFi（贸易金融）进入到 GameFi，进而通过金融方式赋予 NFT 商品化价值。而 NFT 也通过游戏为 DeFi 引入了以稀缺性为标准的差异化资产。游戏支撑着 DeFi 的应用价值，也赋予 NFT 资产意义。在以游戏化和稀缺度管理为目的的前提下，GameFi 得以发展。

图表 9 DeFi 和 NFT 赋予游戏商品化价值和资产价值



资料来源：算力智库，华创证券

在区块链上，玩家可以拥有游戏内的资产，而这些资产则有更广泛意义上的流通性。相较传统游戏中心化的管理模式，链上游戏使得游戏资产可在内外部市场流通交易，从技术层面赋予了更多应用场景。资产可随时随地交易。大量的游戏是不具备道具交易功能的，当然这么设计很多时候的初衷是为了避免游戏内经济机制的混乱、延长玩家游戏时间、增加开发商的收入。假设以上并不是开发者所担心的问题，那么“道具上链+移动钱包”可以实现两个玩家随时随地在线上交易。

游戏资产的复用。游戏资产上链对于游戏开发商来说可以复用其他游戏的资产进行改造

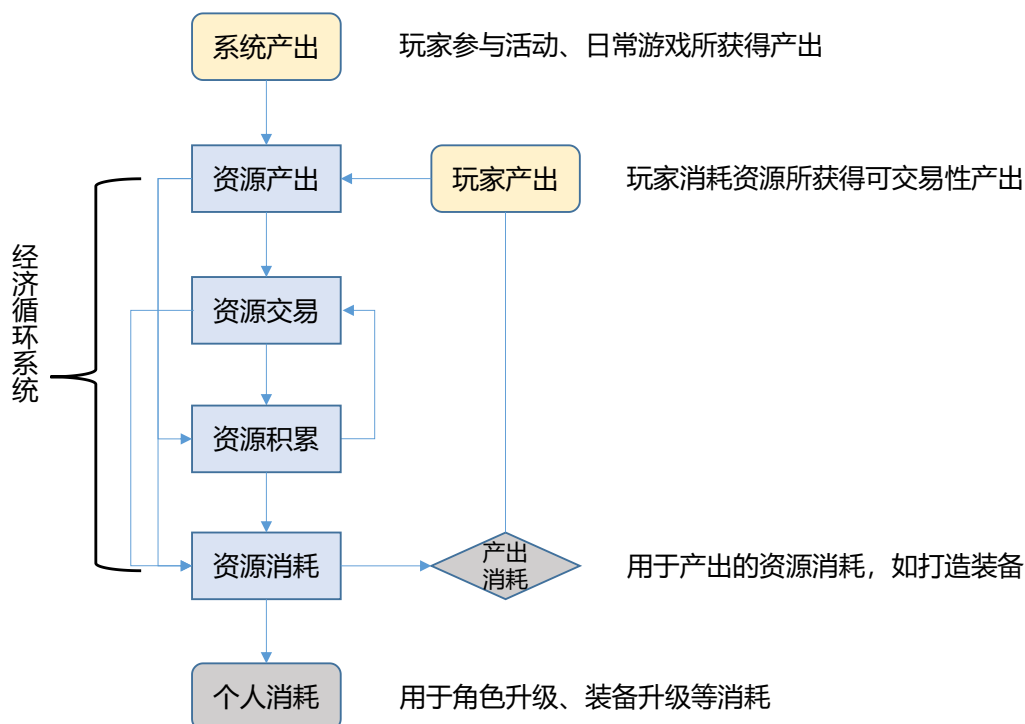
或者实现跨游戏复用。例如基于加密猫的猫咪战斗游戏 Crypto Cuddles，玩家可以使用自己的以太坊钱包账号登录，游戏会自动获取到该地址下所有的 Crypto Kitties。对于玩家来说，其游戏角色来自于加密猫，CryptoCuddles 只提供了战斗场景和数值体系。

2、P2E（play-to-earn）经济设计：链游如何活得久一点

游戏经济系统通过对游戏资源的配置来构建玩家行为和激励的机制，其平衡性直接关系到游戏产品的生命周期和其商业化潜力。

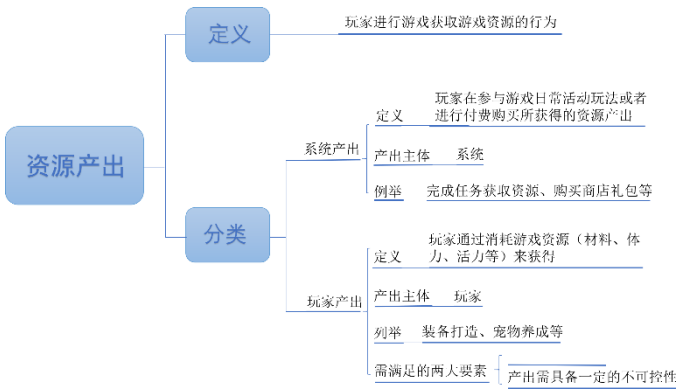
游戏经济系统与现实生活中的经济系统有一定相似之处，主要包括生产、交换、消费三个环节。游戏一切围绕着游戏资源而开展，其经济运行也是围绕着游戏资源，即其经济系统的生产、交换和消费环节分别对应着游戏资源的产出、交易和消耗。而与现实世界不同的是，游戏资源的分配环节基本伴随着生产环节同时发生。

图表 10 典型的的游戏经济系统



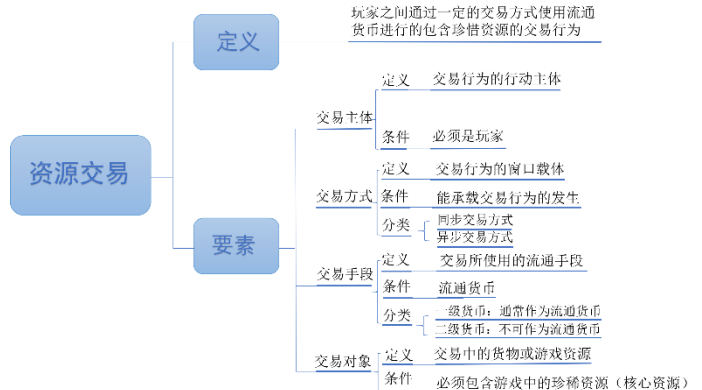
资料来源：木木游职《【游论】网络游戏的经济系统解析》，华创证券

图表 11 游戏资源的产出



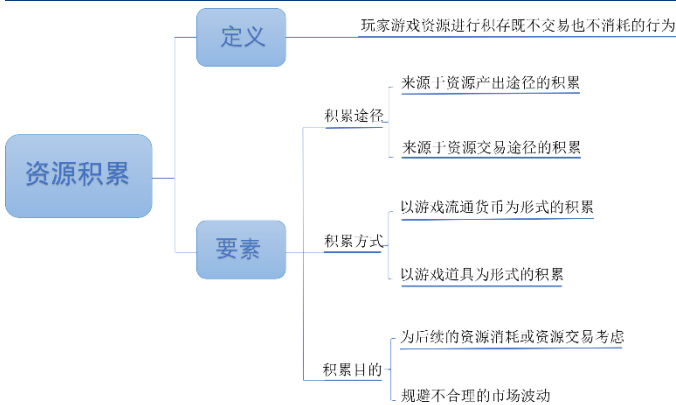
资料来源：木木游职《【游论】网络游戏的经济系统解析》，华创证券

图表 12 游戏资源的交易



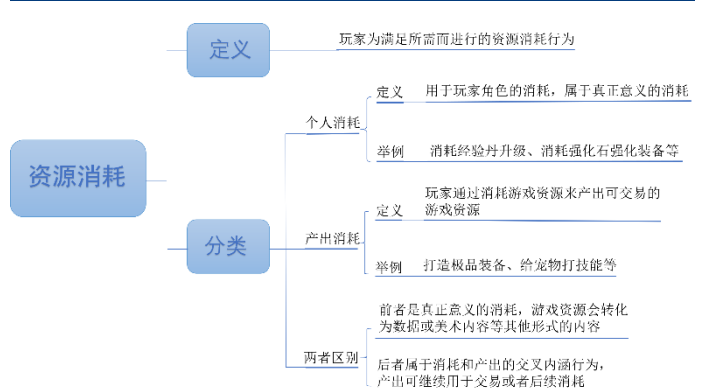
资料来源：木木游职《【游论】网络游戏的经济系统解析》，华创证券

图表 13 游戏资源的积累



资料来源：木木游职《【游论】网络游戏的经济系统解析》，华创证券

图表 14 游戏资源的消耗



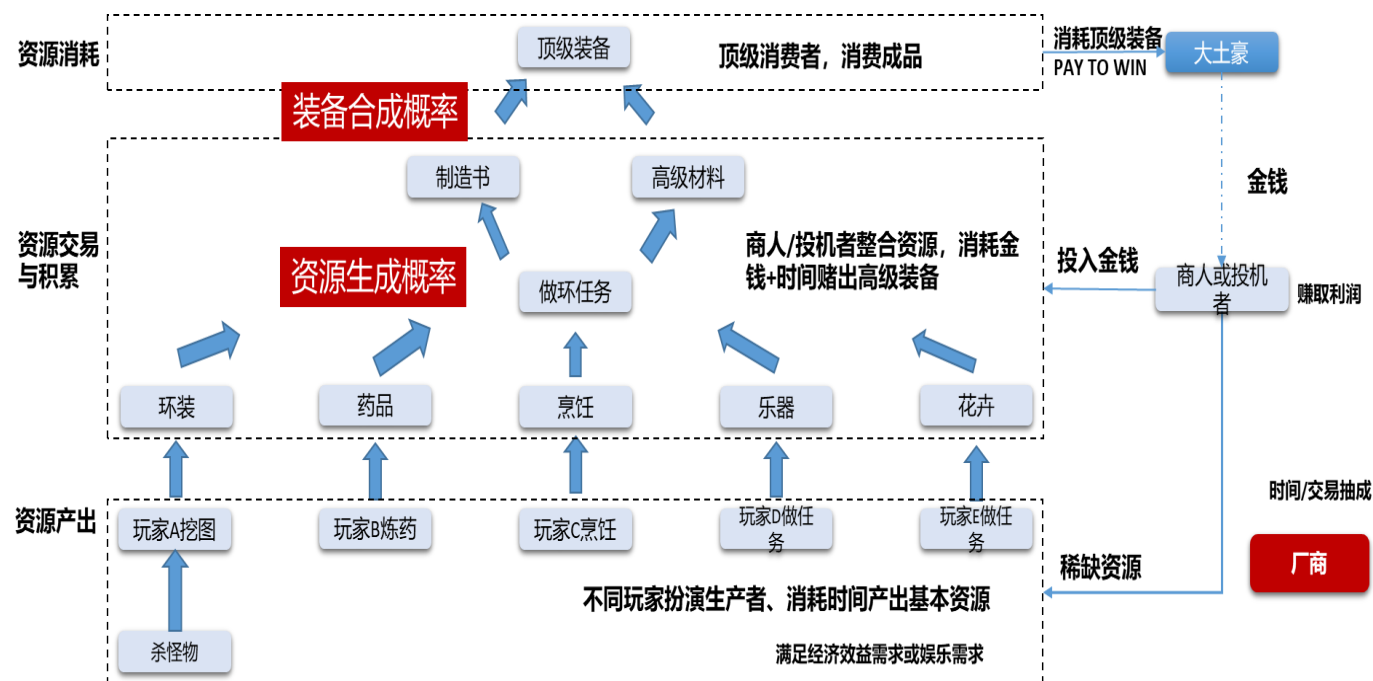
资料来源：木木游职《【游论】网络游戏的经济系统解析》，华创证券

常见的网游经济体系可以分为计划性经济系统和市场型经济系统两类。

计划型经济系统：也可称之为封闭型经济系统，其常见于轻度、休闲类游戏，如王者荣耀等。其特点是游戏策划对于游戏资源的产出、消耗都有着较为准确的设计与其，并且在游戏运营和版本换代过程中严格管控其经济体系。一般而言体现在产出的环节只有系统产出，而没有通过现有资源所获得的可交易性产出。在交易环节只存在系统的回收交易，而没有玩家间的自由交易。即一切资源的交换行为都发生系统和玩家之间，游戏设计者可以通过调节各环节的概率而控制通货膨胀的速度。

市场型经济体系：具备完整的产出-交易-积累-消耗环节，资源的交换即发生在系统和玩家之间，也发生在玩家和玩家之间。采用市场型经济体系的多数为重度游戏，如《梦幻西游》、《地下城与勇士》。

图表 15 《梦幻西游》的经济系统



资料来源：华创证券整理

市场化经济模型运行成本远高于**封闭型经济模型**。为了确保整个市场型经济系统的平稳运行，游戏策划往往需要在资源产出、资源交易、资源积累和资源消耗这四个环节指定复杂且繁多的规则加以管控。比如在游戏产出上，为了避免游戏内容的过多消耗以及影响经济运行的平稳，游戏设计本身反而是限制玩家产出，在确保玩家产出能满足自身需要的基础上加以各种限制。而**链游**的游戏机制导致其必为**市场型经济模型**，且繁荣的**二级市场**会反过来直接影响其游戏本身经济系统的平衡性。

市场型经济模型一定程度上会直接影响游戏性，**PVP** 类型游戏或更适合融入 **P2E** 模式。玩家间的直接交易某种意义上相当于购买了游戏的“捷径”，而这种行为会极大地影响游戏养成过程中的“心流”体验。而 **Play to Earn** 的方式无疑也会破坏游戏性，特别是数值类型的游戏或者模拟养成游戏可能无法避免的走向快速衰退。而相对来讲游戏性更依赖于玩家技巧而非数值强度的 **PVP** 类型游戏可能更适合融入 **Play to Earn** 的商业模式。

什么样的 P2E 经济模式会更长久？ 由于用户的增长无法永远的持续，因此所有的 **Play to Earn** 都必定有旁氏的属性。作为游戏研发商 **P2E** 经济系统设计的核心是要尽可能延后当玩家流入减少--收入下降造成整个经济体系螺旋式下降的时间点，并且当整个社群价值下滑时要提供一定的刹车机制。目前看，链游市场主要采用单通证和双通证两种系统。

单通证系统或者单币系统是初期大部分游戏的模型，如 Crypto。 其优点和缺点都十分显著，优点是整个体系的产出、消耗、流通、积累环节都为一种代币，设计简单、流通性强且对于玩家来说更容易理解。但同时，单通证系统易通货膨胀、二级市场交易波动大、对新手不友好（单币价格上涨速度过快导致新手玩家成本远高于老玩家）等劣势也十分明显。目前也推出了一些单通证系统的变种，比如最常见的预言机机制，即玩家通过完成任务每日获得的收获被固定为某个值，而这个值和单币的价格无关（如每日收获一美元，具体为几个币取决于当天汇率），但这种模式依旧无法改变其单向螺旋的特点。

双通证系统或双币模型是目前更主流也更稳定的模型，Axie 即为典型的双币模型。双币模型中，主币或者母币为游戏的核心资产，比如用来创建角色或者战斗，子币则主要为日常消耗使用，母币可以产出子币，更高级别的母币也可产出级别较低的母币。在双币系统中，产出和消耗被子母币分别承担，游戏机制相对平衡。此外，还有多币系统，即同时有多种母币。

（二）产业链的变化：研发商地位的弱化和打金工会的兴起

1、链游中不存在绝对的控制者

传统游戏产业链中，研发商居于核心地位。游戏研发者可以完全控制整个游戏体系，且实际拥有游戏账号和资产的所有权，玩家只有使用权。游戏的完整结构和生产关系都由游戏研发商决定。而在链游体系下，游戏资产的所有权转移到玩家上，同时链游玩家拥有更多创作的权力，目前链游的研发过程中采取 DAO（去中心化自治组织）的形式，投资者和参与者从始至终参与到游戏的机制建设中去。且区块链可拓展性更强，玩家所承担的角色有可能变成创作者，并分享到二次创作的收益。

和传统游戏中的工会的区别：链游中的打金工会为游戏工会和发行商的结合体。游戏打金工会广泛存在于各类网游中，在传统的概念里，打金工会或打金工作室为游戏灰色产业的一部分，主要靠大量设备专门进行游戏以获取游戏内的各类资产，并转售给普通玩家，或将高等级账号出售，乃至提供外挂、代练等服务，是游戏公司所打击的对象。而链游中的游戏工会则承担了部分发行商的职责，在服务研发商的同时，更会协助其完善游戏的运营体验，改进其经济模型。

图表 16 链游产业链和传统游戏产业链区别



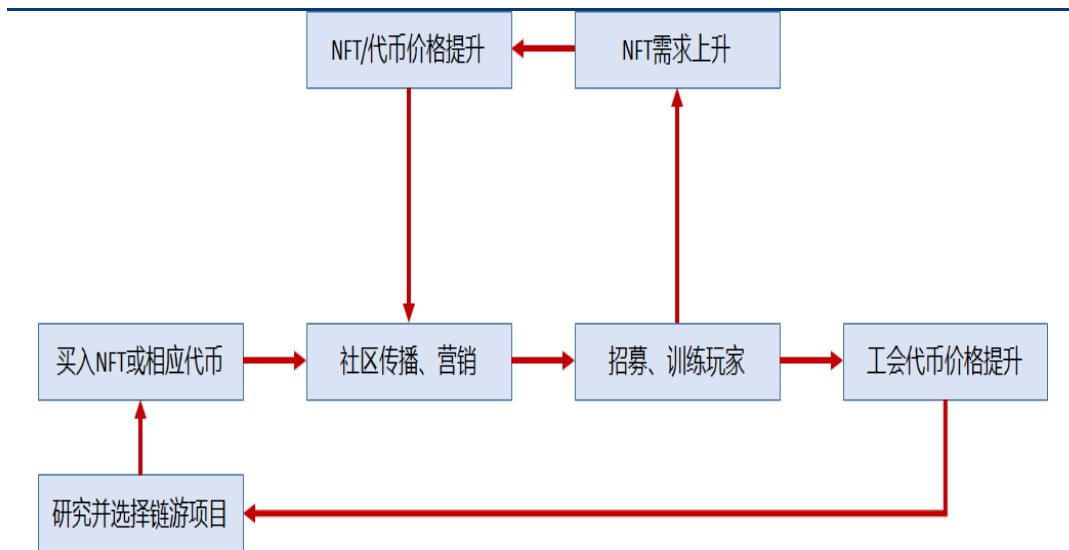
资料来源：华创证券整理

对游戏研发商来说，打金工会最大的价值在于对真实流量的吸引和组织。由于打金工会本身聚合了大量玩家，且打金工会本身需要判断每个项目的投资价值，其进入某个游戏可以理解作为一种投资行为，打金工会替代玩家做出了对于项目的“投研”，玩家会跟随工

会进入新游戏。而对于游戏研发商来说，打金工会起到了发行商的作用

链游打金工会的商业模式：游戏公会早期投资相应 NFT 或者代币方式来投资相应链游，然后对玩家进行招募并管理玩家，发掘游戏需求，同时利用自身社群进行口碑营销等方式进一步拉升价格，形成“NFT 价格升高-玩家数量增加-口碑增加-NFT 的需求增加-NFT 价格提升”的内部循环。头部游戏公会也会对 GameFi 项目进行投资，参与游戏的天使轮和私募轮，获取项目代币或优质 NFT 道具，形成自己的游戏生态。

图表 17 链游打金工会商业模式



资料来源：华创证券整理

“投研”是现阶段打金工会最核心的能力。在现阶段由于链游游戏性的缺失，参与者主要选择游戏的标准为其可能的投资回报率，其高额的投资回报率和风险成正比，对打金工会来说选择什么项目进行打金是目前阶段最重要的工作。打金工会的“投研”流程一般首先是衡量其游戏的整体关注量、项目方和投资团队背景和基本的游戏可玩性，基本条件满足后，会交由技术团队进行游戏玩法的研究和相应脚本的开发，并将完善的打金方案输出给旗下的打金工作室和工会会员。

未来的链游工会：进一步产品化和平台化。随着上线的链游数量的增加，链游玩家和游戏研发商需要第三方为其提供更多的支持和服务，目前粗放式的打金工会运作模式将很难适应，真正有产品化和数据化能力的平台将脱颖而出。根据 Basics Capital 预测，未来的公会产品都会面向两端：一方面是给 B 端工会，为其提供一套内部的客户管理系统；同时也将有面向 C 端、市场零散消费者的投研支持和借贷等服务。

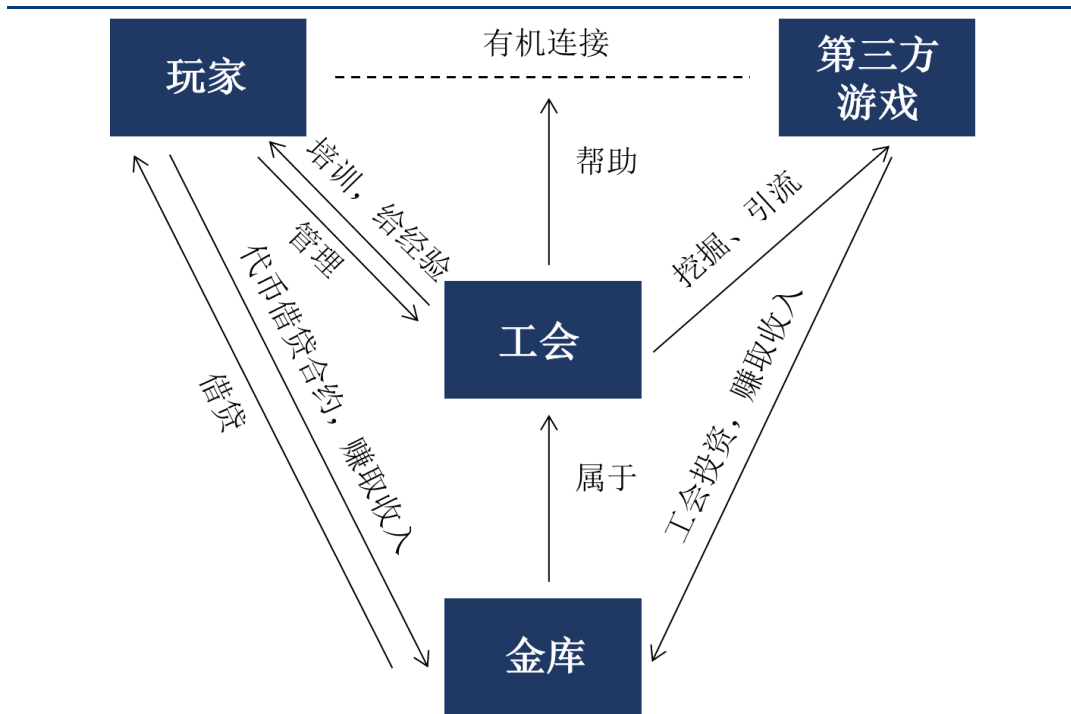
2、以 YGG 为例，头部链游工会是如何做的

YYG (Yield Guild Games) 是目前链游领域最大的游戏工会，也是《Axie Infinity》的最大工会。YGG 成立于 2020 年，目前共有正式会员，持有的 NFT

YGG 工会凭借以借贷、合约兑现、投资、社区管理为核心的商业模式，成为有机连接玩

家与游戏研发商的纽带。工会招募并培训玩家,玩家通过赏金计划租借工会的游戏内 NFT。工会管理员可在玩家要求兑现后启动合约,以一定比例分配总收益,总体带来“零玩家前期成本+大量金库收入”的双重效益。对外工会挖掘评估新游戏的可玩性和回报周期,进行自主投资和玩家引流;对内玩家通过建议、选举等方式行使社区管理权,以工会代币持有比例决定职权大小,使工会成为有机连接玩家与游戏研发商的纽带。

图表 18 YGG 商业模式



资料来源：华创证券整理

在 YGG 运营最成熟的 Axie Infinity 上, YGG 已经形成了招募、培训、游戏借贷的完整商业链条: 针对 Axie Infinity, YGG 推出了“Axie 奖学金项目”, 即对玩家的借贷。由于进入 Axie Infinit 开始游戏需要 3 个 Axie, 成本约为 1000 美元, 对于普通玩家门槛较高, 因此 YGG 会提供 3 个 Axie 给提出申请这项奖学金的玩家, 这群玩家进入游戏几乎没有了前期成本, 借来的 3 个 Axie 成为了他们在游戏中最初的生产工具, 并开始在游戏中赚取 SLP 代币。这些玩家获得了一定数额 SLP 代币后可要求管理员兑现, 工会管理员启动智能合约即回收这些代币, 收益按照玩家 70% 份额、管理者 20% 份额、YGG 10% 份额的比例进行, 这部分玩家每天可以赚取 150-200 SLP。同时, YGG 也会通过收益购入游戏中新的资产, 分发给游戏公会成员。除了主营业务外, YGG 已经拥有两个游戏的精英战队: Axie Infinity 和 F1 Delta Time, 同时 YGG 也将自己的社区产品化, YGG 制作了一系列的链游经验分享和新项目分析, 不同级别(以持有的 YGG 代币数量计算等级)拥有不同的内容访问权限。

玩家质押 YGG 代币来获得相关的奖励或权利。YGG 代币是 DAO 生态系统的原生 ERC-20 治理和实用代币, 玩家通过质押 YGG 代币获得与公会整体活动或者特定活动相关的奖励, 在 DAO 治理领域按照持有比例参与投票及其它活动, 还能够获取独家内容、订购独家商品和进行网络服务付费。**从价格潜力来看, YGG 代币的上涨取决于多种因素。**YGG 凭借强潜力游戏的挖掘能力、及独一无二的借贷 NFT 服务, 有望拉动代币的持续上涨。此

外，YGG Vault 的持续发展有望吸引持有者将资产存入 Vault，从而使整个 YGG 生态系统获得额外的质押奖励，最终形成持有者和公会的双赢局面。

YGG 代币作为所有 SubDAO 代币的指数与 SubDAO 紧密相连，链游经济将对 YGG 价值产生乘数效应。YGG 代币汇总了所有 SubDAO 的资产使用情况、所有 NFT 资产的价值及收益、以及不断增长的用户数量。随着链游经济的发展，NFT 资产不断用于租赁与销售，以及取得其他形式的收益（如孵化或收购空投）和电竞收入，该经济将对 YGG 价值产生乘数效应。

治理结构上，采用主 DAO-子 DAO（SubDAO）的治理方式。SubDAO 归属于主 DAO，类似于社区下面的细分板块或子公司，是 YGG DAO 生态系统的一个专门部分，以特定游戏或区域的活动和资产为中心。除了和主 DAO 一样组织社区活动外，各 SubDAO 深入实地或细化游戏群培训玩家，并将人才招聘到 DAO 组织当中，譬如 YGGLOK 是专用于王国联盟玩家的 SubDAO，YGGSEA 是专注于东南亚地区 P2E 游戏社区的 SubDAO。SubDAO 的发展与 DAO 的主要目标一脉相承，前者打造细分的专门化玩家群来实现功能自动化，从而提高 DAO 本地架构整体的有效性与灵活性。玩家通过合作实现集体收益的倍数增长，反过来使用 DAO 主库拥有的资产来提高游戏质量、挖掘投资潜力。此外，SubDAO 的参与者受到来自 DAO 的激励。因为 SubDAO 的收益最终流入主 DAO，SubDAO 的高绩效玩家获得更多主 DAO 资源与回报。

三、如何理解 GameFi 现在和未来的价值：在游戏和金融中达到新的平衡

（一）如何理解 NFT 和链游的价值？

在现阶段，链游实际上是游戏资产的 NFT 化，其商业模式和定位不论对于厂商还是玩家来说和传统游戏有很大区别。在此，我们按照一般物品的两种价值类型来尝试对于 NFT 的价值做一个判断。

一般而言，物品所具有功能价值和享受价值两种作用的价值，即“我能做什么”和“我有多爱它”。

NFT 价值=影响力+实用性+稀缺性和供求关系+估值溢价+流动性溢价+享受价值

1) 影响力

无论是 NFT 还是链游，目前阶段实际上是影响力变现。某种程度上说通证经济的可以说现阶段更多的是流量生意。其价值取决于发行人和所有者特别是第一批所有者的身份。可以看到，有着更强品牌或者更知名发起人的 NFT 和链游现阶段往往也有着更高的价值。

2) 实用性

游戏资产已是高使用价值资产，链游生态体系进一步完善后可能会有更大想象空间。目前来看，游戏资产、门票会员卡已是 NFT 中具备较高实用性的资产。但在目前的价值体系中，实用性仍只占很小的部分。未来游戏资产的实用价值一方面会随着游戏品质的提升而增加，另一方面，若游戏资产可实现跨链、跨平台的服用，则其实用价值会有质的飞跃。这需要游戏研发者提供更大的游戏生态系统，并借此吸引更多的 DeFi 世界之外的游戏用户的加入。

3) 稀缺性和供求关系

稀缺性是 NFT 作为数字藏品的主要特征，但没有资产的价值是因为绝对稀缺，现阶段需求的来源更多还是影响力。由于 NFT 的稀缺性完全由开发者控制，因此其稀缺性会影响价值高低，但是核心的驱动还是其品牌价值，也就是影响力。供求关系同样如此，NFT 本身并不带来需求，目前对于一般 NFT 藏品来说更多是来自于其收藏或者投资需求，需求的核心来源依旧是发起者的影响力，从这个角度说，通证经济和粉丝经济十分相似。对于游戏来说，其价值除了如何持续的获取需求还体现在如何通过经济体系和游戏机制控制好供求关系。

4) 估值溢价

估值溢价同样是现阶段衡量 NFT 价值的最重要指标，很大程度上估值的变化是由投机活动所驱动。但同样，估值一部分也来自于对未来价值的预期，例如所有者二级市场可获得的交易分成或者抵押和租赁收入。

5) 流动性溢价

对于 NFT 的流动性溢价主要取决于资产基于哪个链发行，基于以太坊的数字资产一般比其它链上的具备更高的价值也正是因为以太坊整体流动性要好于其他平台。

6) 享受价值

前五种价值为 NFT 的功能型价值，除此之外 NFT 还具有享受价值。NFT 藏品在这方面相较于链游表现得更为明显。如“无聊猿”项目，除了投资价值外，已经成为了某种圈

层和身份的象征，其最初的出圈也是由于其形象和内涵获得了硅谷一批程序员的认同。

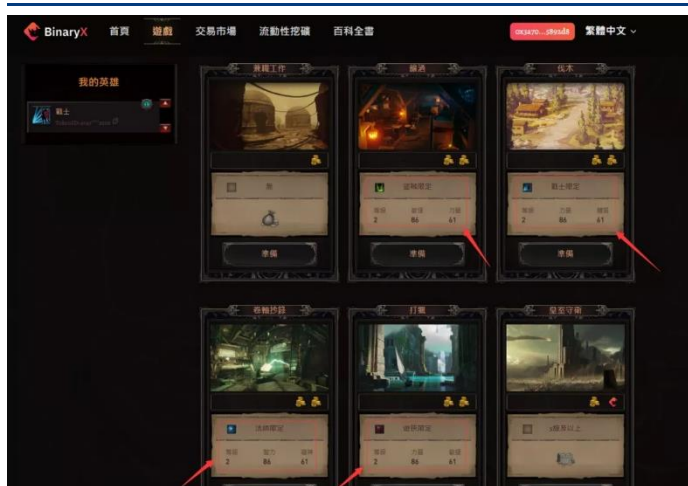
现阶段的链游核心仍是去中心化世界中的粉丝影响力变现，GameFi 作为加密资产的一种尚未走出独立“行情”，其整体价值波动和加密资产的整体趋势息息相关。通过上述分析框架可以看到，目前链游游戏资产的优劣仍主要体现在创始团队或者拥有者的个人号召力上。但长期看，区块链游戏自身的可拓展性和 NFT 对于游戏资产所有权的重新定义，链游未来的实用价值有着足够的想象空间。

（二）游戏性更强的 GameFi

目前的 GameFi 金融属性远强于游戏属性。第一波浪潮中的 GameFi 相较于传统游戏而言虽有一定的游戏性，也已经从「单纯的卡牌游戏」向「PVP、角色扮演、RPG」游戏发展，游戏的方式和游戏的观感也比 2019 年之前的博彩类更有可玩性，但无论是人物动作、奖惩机制，还是画面、故事性、交互深度，作为都是远远不足的。在 Axie Infinity 获得成功之后，21 年 10-11 月集中出现了大量的类似作品，如 Crypto Mines、BNX 等，这些游戏基本没有故事性，其画面质量和可操作性也近乎为零，其游戏性完全靠游戏策略和玩家之间的博弈。而游戏道具（代币）的获得方式也完全为概率化的开盲盒方式，并没有融入到游戏剧情中去，大部分游戏还只停留在简单的“挖提卖”，游戏本身的可玩性被极度压制。

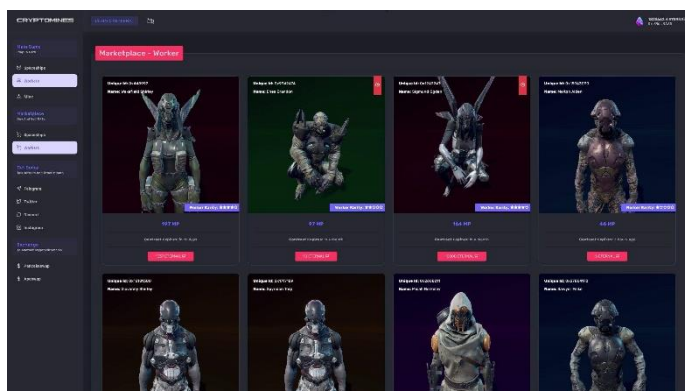
现阶段实现和优质手游同等质量的链游技术上有难度且风险较高。从技术上，部分底层链尚不足以支撑大规模数据的同时传输，高网络成本、交易成本和缓慢的处理时间，阻碍其迅速追上现阶段顶级游戏水平，但随着技术的进步，可以适应更大交易量和拥有更多可拓展性的 NFT 专用型区块链网络已经出现，这个问题有望得到缓解。同时，现阶段 GameFi 的制作团队规模一般较小，也较少有大型游戏开发经验。对于大型游戏公司或者投资者，高质量的“3A”级链游研发周期较长，而现阶段的 GameFi 行业变化迅速，游戏机制、玩法、玩家偏好在数月内就会有较大变化，长研发周期和高研发投入对于投资者和开发者而言风险都更高。

图表 19 《BNX》游戏 NFT 项目



资料来源：BNX 官网

图表 20 《Crypto Mines》游戏 NFT 项目



资料来源：Crypto Mine 官网

高质量链游是链游必然的发展方向，游戏属性和金融属性需要达到新的平衡。1) 链游乃至加密货币的进一步发展需要高质量链游的“破圈”。链游是目前实现加密货币领域破圈的最有效途径之一。链游甚至去中心化的元宇宙世界大部分还只是加密货币玩家间的自娱自乐，其进一步发展需要吸引游戏主流玩家群体的参与。2) 现阶段链游的金融属性甚至博彩属性过强，导致其经济模型的生命周期过短，这也进一步导致其玩家多为风险偏好较高的投机者。而虚拟物品的价值来自于广泛的认同，链游或者游戏资产的 NFT 化需要更广泛的玩家群体的认可。

较强游戏性的链游正在涌现。在 21 年 12 月之后上线的链游中，部分链游的游戏性已经和之前相比有了质的提升，基本达到了正常休闲游戏的水平。代表性的如 Thetan Arena、Illuvium。

图表 21 《Illuvium》战斗画面



资料来源: Illuvium 官网

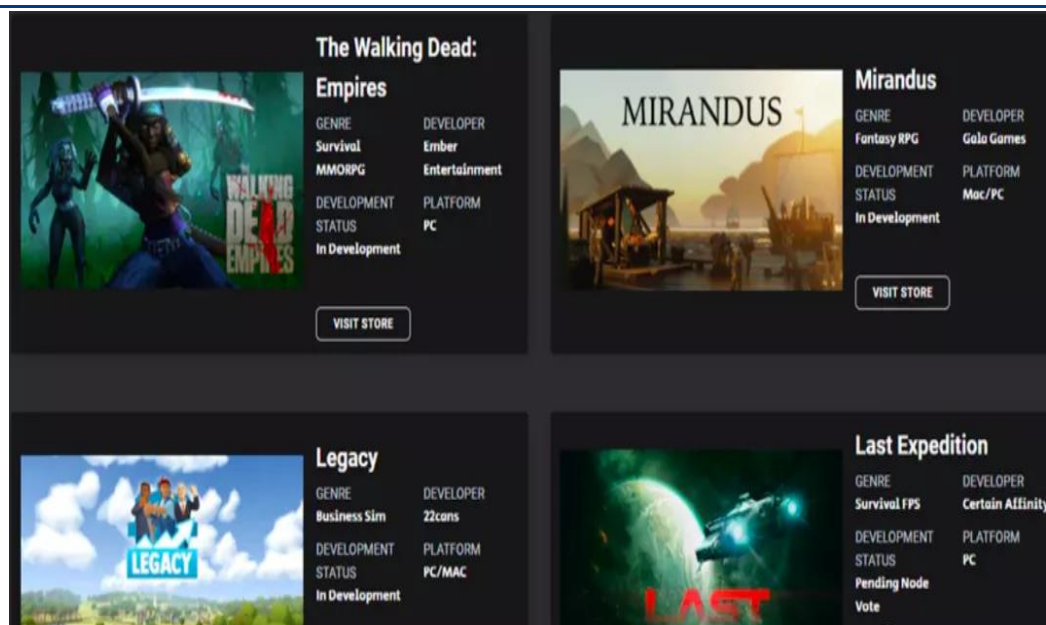
图表 22 《Thetan Arena》游戏画面



资料来源: Thetan Arena 官网

链游的游戏生态正在形成。由于链游目前的经济系统和生命周期相对较短，当游戏的用户增长缓慢，玩家对于游戏玩法和机制产生厌倦或单纯的收益下降时，会导致用户在短时间内大量流失，因此单一游戏和经济系统的抗风险能力较差。多个链游所组成的生态系统相比之下，不但游戏性上有更多可能（有更好的叙事性和叙事深度），其经济系统也可以在整个生态内进行循环，其代币价值会随着生态内游戏的替换而更好的保值。目前可以看到 Gala Games、Mobox、矩阵等项目值得关注。

图表 23 Gala Games 界面



资料来源：Gala Games 官网

（三）GameFi 需要更低的入门门槛也需要更公开公正的评级方式

数字钱包和前期投入费用限制更多的游戏玩家进入链游。目前多数链游需要有相对应的数字钱包，并且购买一定数量的通证以保证 Gas 费用和链游的前期投入，这对于潜在用户来说门槛依然较高，链游的游戏娱乐属性尚不足以吸引游戏玩家进驻。

Wemix 为代表的链游平台已经有了更简单的方式。Wemix 是韩国游戏公司 Wemade 的区块链平台，玩家加入 Wemix 只需要拥有谷歌账号，并下载官方钱包，而不需要拥有其它数字钱包。这样就大大降低了入门门槛。普通游戏玩家也可以参与其中。

另外，目前链游并没有形成较为公开、公正的链游评级制度，这就使得整个市场呈现鱼龙混杂的态势，部分风险链游、风险项目隐藏在领域中，对于其他健康发展的链游同样形成负面影响。

四、风险提示

1、政策监管风险和法律风险

区块链、及其相关应用均尚处于发展初期的阶段，在法律、伦理、技术、标准等方面都具备极强的不确定性。包括且不限于通过数字交易洗钱、非法集资、炒作等风险；利用区块链游戏进行诈骗或进行传销活动的风险。

此外，区块链游戏一般需要使用数字货币作为交易媒介，但目前我国对于数字货币监管政策较为严格，未来数字货币性质认定和发行许可等监管细则都尚未清晰。区块链和游戏在国内的商业模式和表现形式也并不清晰。

2、技术进展不及预期

3、资产价格大幅波动

传媒组团队介绍

组长，首席研究员：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

分析师：张静雯

中国人民大学硕士。曾就职民生证券，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：费磊

南开大学硕士。曾就职民生证券，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。

助理研究员：李依韩

中国农业大学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	包青青	高级销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	柯任	高级销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522