

Deloitte.
德勤



清科集团
Zero2IPO Group

2010年中国网络游戏行业投资研究报告



研究发现

2009 年中国网络游戏市场发展特征：

从外部环境来看，中国网络游戏的发展呈现如下四点特征：

- （一）中国相关部门加大对网络游戏市场监管力度，引导、规范市场健康发展
- （二）中国互联网总体网民基数持续扩大成为网络游戏发展的“温床”
- （三）资本市场暗流涌动，互联网仍是投资热点市场之一
- （四）网络娱乐应用成为互联网网民使用频率最高的应用品类之一

从中国网络游戏发展来看，2009 年以来，中国网络游戏市场的发展呈现如下特征：

- （一）中国网络游戏合作运营趋势明显，同业、异业合作逐渐增多
- （二）网络游戏成为连接娱乐产业各环节的桥梁
- （三）并购成为外围企业进入及原有网络游戏公司扩张的主要途径之一
- （四）移动终端日渐丰富与完善为手机游戏与 PC 游戏的融合提供可能
- （五）网络游戏呈现形式多样化，3D 游戏成为未来游戏的主流形式之一
- （六）网络游戏的同质化仍较为严重，影响玩家体验

中国网络游戏市场营收规模情况

在网络游戏市场，2009 年我国网络游戏市场实际销售收入达到 256.01 亿元，比 2008 年增长了 39.4%，并带动电信、IT、传统出版等相关产业产值近 550 亿元。我们认为，2009 年中国网络游戏市场增速放缓，这是网络游戏市场自 2005 年以来增幅首次放缓，中国网络游戏市场渡过快速发展期后，迎来了市场发展的转折点，预期未来，尽管中国网络游戏市场营收规模仍将持续扩大，但是发展减缓已经成为必然趋势。

中国网络游戏市场用户规模情况

据 CNNIC 统计数据显示，2009 年中国互联网网络游戏用户规模为 2.65 亿人，相比于 2008 年，增幅为 41.05%，占 2009 年互联网总体网民 3.84 亿人的 69.01%，是众多互联网应用中用户认知度较高的应用之一。

中国网络游戏市场竞争格局

我们认为，随着 2009 年盛大、搜狐分拆网游业务单独上市后，市场格局发生了一定的变化。腾讯较成熟的 MMOG 收入虽然继续下降，但是来自《地下城与勇士》和《穿越火线》两款游戏发布资料片和开

展推广活动以及新的网页 MMOG《丝路英雄》开始受到欢迎，2009 年全年游戏收入达到 53.85 亿元，占据市场 21.03%的市场份额。盛大游戏全年收入规模达 48.07 亿元，占比 18.78%，其次是网易、完美时空、搜狐等。

数据显示，2010 年 Q1 中国网络游戏市场营收规模为 92.05 亿元，增长相对放缓。其中，2010 年 Q1 腾讯网络游戏市场营收为 33.84 亿元人民币，占比达 36.8%，盛大、网易、完美时空依次排名，营收占比分别为 12.4%、12%、6.8%。我们研究发现，中国网络游戏的市场集中度略有提升，一些大型厂商如腾讯、盛大、网易等在中国网络游戏市场扮演的角色越来越重要。

中国网络游戏市场投资情况

据清科研究中心的数据显示，2000 年-2010 年上半年，中国网络游戏行业共有 92 起投资案例，其中已经披露的投资案例为 57 起，披露投资金额总额为 42030 万美元，平均单笔投资金额为 737.37 万美元。

2009 年，中国网络游戏行业共有 17 起投资案例，其中已经披露金额的投资案例为 15 起，披露投资金额总额为 10027 万美元，平均单笔投资金额为 668 万美元。总投资案例数量同比下降 19.05%，披露的投资金额总数同比下降 44.12%。这是 2005 年以来，中国网络游戏市场投资案例集投资金额首次出现下滑局面，在一定程度上说明中国网络游戏市场已经进入了缓慢增长期，资本市场对网络游戏的态度更加冷静和客观。

从 2010 年上半年的投资情况来看，中国网络游戏行业共有 6 起投资案例，其中披露金额的投资案例为 5 起，披露投资金额总额为 1035 万美元，平均单笔投资金额为 259 万美元。

2004-2009 年中国网络游戏投资案例中，Series A 投资案例数量仍占据市场主要份额，共披露投资案例 34 起，投资金额为 12317 万美元，在总体投资案例中的占比分别为 53.13%和 33.99%。此外，有 18 起投资案例未披露投资轮次，占比达 28.13%。

2004-2009 年中国网络游戏行业投资仍是以初创期和扩张期阶段为主，这与中国互联网行业投资阶段相契合。从 2004 年以来的投资阶段可以看出，扩张期遥遥领先于其他投资阶段，已披露的投资案例数为 33 起，占比达 51.57%；从投资金额来看，扩张期居多，已披露的投资案例金总数为 27945 万美元，占比达 77.11%。

2004-2009 年中国网络游戏行业投资热点区域以上海为主，上海网络游戏行业投资案例数为 29 起，占比为 45.32%，上海地区已经披露金额的投资案例为 17 起，总投资金额为 12388 万美元，占比达 49.07%，平均投资额为 1046 万美元。北京地区网络游戏投资案例数位居第二，投资案例总数为 19 起，占比达 29.69%，其中已经披露的投资案例数位 17 起，占比为 34.19%，平均投资额为 729 万美元。在网络游戏行业中，上海、北京地区是投资最为活跃的地区，遥遥领先于其他地区。

2004-2009 年中国网络游戏行业投资案例中，外币与人民币投资案例数量与总投资额都存在一定的差异。在已经披露的 64 起案例中，外币投资为 32 起，人民币投资案例数仅为 16 起；投资金额方面，外

币投资金额明显超过人民币投资金额,外币投资金额达到 28382 万美元,占比达 78.32%。我们分析认为,随着中国网络游戏市场发展逐渐进入成熟期,中国人民币基金的快速发展,人民币在网络游戏市场的投资将进一步加大,但是外币仍在一定时间内扮演重要的角色。

中国网络游戏市场投资机会与风险

中国网络游戏市场的发展趋势如下七点:

- (一) 中国网络游戏产品 3D 化趋势明显
- (二) 媒体化进程及新收费模式的摸索将加速中国网络游戏的商业模式创新发展
- (三) 中国网络游戏市场的营收与用户数量持续增加,增速放缓
- (四) 中国网络游戏的跨界合作案例日渐增多
- (五) 中国网络游戏海外将进一步海外拓展
- (六) 外围企业将通过并购或战略投资形式进入网络游戏市场
- (七) “国家队”将主要通过合作方式进入网络游戏市场

中国网络游戏产业的投资机会主要集中在以下四方面:

- (一) 中小网络游戏开发商,甚至是小规模的游戏研发团队
- (二) 综合或垂直的网络游戏运营平台商
- (三) 虚拟货币交易平台商
- (四) 与网络游戏相关的一些行业服务提供商

中国网络游戏市场投资面临的主要风险有:

(一) 政策风险

中国网络游戏市场已经引起了中国政府相关监管部门的广泛关注,行业立法纷纷制定。未来,预计国家将继续加大对市场的监管,包括游戏的审批、运营环节、虚拟货币交易等环节,尤其是针对未成年人网络游戏的监管力度将持续加强,不排除出台更为严厉的政策,一定程度上加大了投资网游行业的政策监管风险。

(二) 行业风险

首先,从游戏品质来看,同质化明显,中国自主研发的游戏创新力度不足;

其次,从运营角度来看,国内运营格局已经形成,海外拓展仍需一段相当长的发展时间;

再次,从盈利角度来看,在线时长及道具收费面临疲软,新的收费模式尚未清晰;

最后,从用户角度来看,用户年轻化与收入较低的现状一定程度影响游戏的盈利前景。

此外，虚拟货币的运营与交易也将在政策监管下存在一定的进入壁垒与运营风险。

目 录

1. 2009年中国网络游戏市场发展概述.....	8
1.1. 网络游戏定义及分类.....	9
1.2. 2009年中国网络游戏市场发展环境分析.....	11
1.3. 2009年中国网络游戏市场发展现状分析.....	17
1.4. 2009年中国网络游戏市场竞争格局分析.....	20
1.5. 中国网络游戏产业价值链分析.....	23
1.6. 中国网络游戏商业模式分析.....	32
1.7. 2009-2010年上半年中国网络游戏市场发展大事记.....	36
2. 2004-2010年上半年中国网络游戏市场投资统计分析.....	41
2.1. 投资规模分析.....	41
2.2. 投资轮次分析.....	44
2.3. 投资阶段分析.....	45
2.4. 投资地区分析.....	46
2.5. 币种投资分析.....	48
3. 中国网络游戏市场创业投资和私募股权投资市场退出统计分析.....	49
3.1. 中国网络游戏 IPO 市场规模.....	49
3.2. 2003-2010年上半年中国网络游戏市场并购分析.....	51
4. 中国网络游戏市场发展投资机会与风险分析.....	53
4.1. 中国网络游戏市场发展趋势分析.....	53
4.2. 中国网络游戏市场投资机会分析.....	55
4.3. 中国网络游戏市场投资风险分析.....	56
5. 典型案例分析.....	57
5.1. 上海绿岸网络科技有限公司.....	57
5.2. 广州百游汇数码网络科技有限公司（简称：百游）.....	57
5.3. 5173.....	58
5.4. 火石软件（广州）有限公司（简称：火石）.....	58
5.5. 北京像素软件科技股份有限公司（简称：像素）.....	58
6. 2008-2010年上半年中国网络游戏市场典型投资案例分析.....	59

图表目录

图表 1	中国电子游戏分类示意图.....	9
图表 2	中国网络游戏常用语概念注释.....	10
图表 3	2003-2010 年中国互联网网民数量变化情况.....	12
图表 4	2003-2009 年中国互联网分省网民规模及增速.....	12
图表 5	2003-2010 年上半年中国互联网网民文化程度分布比例.....	14
图表 6	2008-2010 年上半年中国互联网网民个人互联网应用状况.....	15
图表 7	2003-2009 年中国互联网网络游戏市场营收规模.....	17
图表 8	2003-2009 年中国互联网网络游戏用户规模.....	18
图表 9	2009 年中国大型网络游戏用户职业构成情况.....	18
图表 10	2009 年中国大型网络游戏用户收入分布情况.....	19
图表 11	2009 年中国互联网网络游戏市场主要厂商份额.....	20
图表 12	2010 年 Q1 中国互联网网络游戏市场主要厂商份额.....	21
图表 13	2010 年 Q1 中国主要网络游戏公司营收总体表现情况.....	22
图表 14	2007 年-2010 年 Q1 中国网络游戏市场主要厂商营收情况.....	22
图表 15	中国游戏产业链结构图.....	23
图表 16	中国中小型网络游戏开发商介绍.....	24
图表 17	中国网络游戏运营模式介绍.....	25
图表 18	中国网络游戏运营商分类介绍.....	25
图表 19	中国主要网络游戏运营商情况概览.....	26
图表 20	中国网络游戏运营商代表游戏产品情况.....	28
图表 21	中国网络游戏收费模式.....	32
图表 22	2006-2009 年中国网络游戏虚拟货币市场规模.....	33
图表 23	2006-2009 年中国网络游戏海外销售收入情况.....	34
图表 24	2006-2009 年中国网络游戏海外销售收入情况.....	34
图表 25	2009-2010 年上半年中国网络游戏行业重大事件.....	36
图表 26	2004 -2009 年中国网络游戏行业投资规模.....	41
图表 27	2004-2009 年中国网络游戏行业各年度投资规模.....	42
图表 28	2004-2009 年中国网络游戏市场投资规模分布情况.....	43
图表 29	2004-2009 年中国网络游戏行业投资轮次分析.....	44
图表 30	2004-2009 年中国网络游戏行业投资轮次分布情况.....	44
图表 31	2004-2009 年中国网络游戏行业创投市场不同企业发展阶段投资规模.....	45
图表 32	2004-2009 年中国网络游戏行业投资企业不同发展阶段分析.....	45
图表 33	2004-2009 年中国网络游戏市场投资地区分析.....	46
图表 34	2004-2009 年中国网络游戏行业投资地区分布.....	47
图表 35	2004-2009 年中国网络游戏行业不同币种投资规模.....	48
图表 36	2004-2009 年中国网络游戏行业投资币种分布情况.....	48
图表 37	中国网络游戏企业 IPO 一览表.....	49
图表 38	2003-2010 上半年中国网络游戏行业并购事件.....	51
图表 39	2003-2012 年中国网络游戏市场营收规模.....	53
图表 40	2003-2012 年中国网络游戏用户规模.....	54

1. 2009 年中国网络游戏市场发展概述

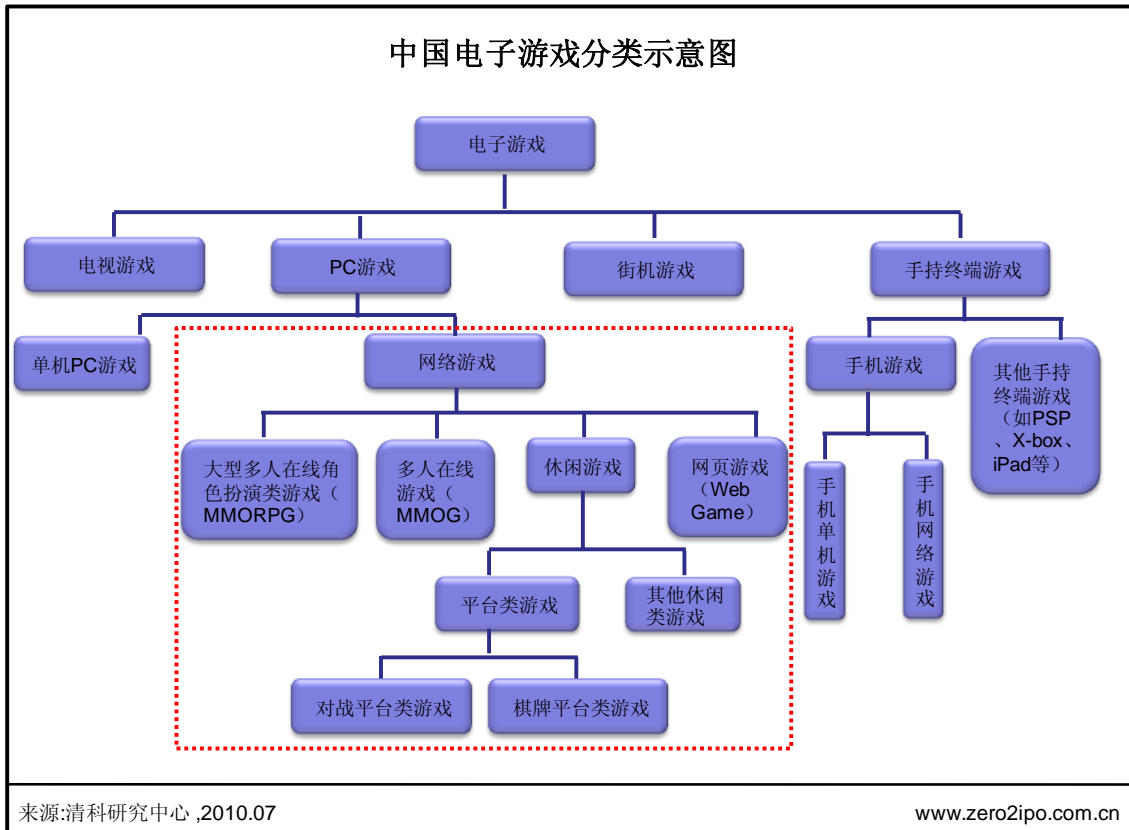
2009 年，中国网络游戏产业进入发展的第一个十年。十年间，中国网络游戏产业经历了从萌芽、成长到成熟、从代理运营到“自主研发+代理运营”并行再到海外运营、从单机游戏到联网对战再到 3D 网络游戏的发展道路。期间，中国网络游戏成就了众多的企业与企业家，盛大的崛起、巨人的奇迹、搜狐畅游的分拆上市、九城与《魔兽》的分分合合、腾讯后来居上再到中青宝网凭借“红色网游”的中国内地上市，中国网络游戏的十年映射了中国互联网不平凡的十年。2010 年，中国网络游戏进入了转折年，除技术、产品、运营、渠道拓展方面发生变化外，资本市场运作也成为业内普遍关注的网络游戏行业的热点话题之一。

1.1. 网络游戏定义及分类

本报告将网络游戏定义为：以 PC 为客户端，通过互联网为数据传输介质，实现多个用户同时参与游戏，并为用户提供相互娱乐、交流的机会。

根据业内对电子游戏的分类总结，本报告将电子游戏分类如下：

图表1 中国电子游戏分类示意图



(备注：其中红线区域是本报告所研究的网络游戏范畴，但网页游戏的收入及用户情况不在本报告统计之内。)

针对上述电子游戏的分类，将一些游戏分类常用语概念界定如下表所示：

图表2 中国网络游戏常用语概念注释

常用语名称	定义	代表游戏
多人在线游戏 (MOG)	多人在线游戏，游戏的内容表现形式较为丰富，主要分为即时战略、第一人称射击、体育、竞技等类型。游戏过程通常有时间与空间的限制，玩家通常进入一个已建立好的游戏场景，其他玩家加入进行线上对抗。此类游戏一般采用回合制的方式，玩家能够自主控制游戏时间，能够在较短的时间内重复进行游戏。	代表游戏如： 《星际争霸2》、《魔兽争霸3》、《反恐精英》等。
大型多人在线角色扮演类游戏 (MMORPG)	支持多人同时在线的大型游戏，该类游戏一般具备故事背景，多个用户能够同时进入某个游戏场景，在一个模拟现实的虚拟世界中扮演具有某种社会特征的角色，进行互动游戏。	代表游戏：《梦幻西游》、《魔兽世界》
休闲游戏	支持多人同时在线的休闲网络游戏，画面一般为卡通风格，内容较为轻松，游戏的持续性不强，且每局持续的时间较短，游戏玩法注重玩家之间的竞技，一般以小游戏为主。	代表游戏：《斗地主》、《拖拉机》、《泡泡堂》等。
网页游戏 (Web game)	又称无端网游或者浏览器游戏，是基于网络浏览器的多人在线互动游戏，用户无需下载客户端，只要打开网页就可以玩网页游戏。主要有角色扮演、战争策略、社区养成、SNS 等。	代表游戏：《纵横天下》、《热血三国》、《开心农场》。
平台类游戏	主要是通过社区的特性，将一些线下或者单机类别的游戏整合到一起，为玩家提供在网络上与其他玩家共同玩游戏的平台。目前，主要有棋牌桌面游戏、单机对战游戏等。	代表游戏平台： 联众世界、浩方对战、QQ 游戏平台等。

来源：清科研究中心，2010.07

www.zero2ipo.com.cn

1.2. 2009 年中国网络游戏市场发展环境分析

从 2009 年中国互联网发展情况透视中国网络游戏市场的发展环境，可以发现中国网络游戏市场发展环境具有如下的特征：

从外部环境来看，中国网络游戏的发展呈现如下四点特征：

（一）中国相关部门加大对网络游戏市场监管力度，引导、规范市场健康发展

2009 年 6 月，中国文化部和商务部联合发布《关于网络游戏虚拟货币交易管理工作的通知》，该通知对虚拟货币进行了准确的定义，并且明确的指出，同一家企业不能同时经营虚拟货币的发行与交易，虚拟货币不得用以支付、购买实物产品，或兑换其他企业的任何产品和服务，防止网络游戏虚拟货币对现实金融秩序可能产生的冲击。

2009 年 11 月，文化部下发《关于改进和加强网络游戏内容管理工作的通知》，重点阐述了网络游戏经营单位的监管新措施，从建立网络游戏经营单位自我约束机制、完善网络游戏内容监管制度，以及强化网络游戏社会监管与行业自律等三个方面，提出了具体要求。

2010 年 6 月，文化部正式发布《网络游戏管理暂行办法》，首次系统的对网络游戏的娱乐内容、市场主体、经营活动、运营行为和法律责任作出明确规定，首次确认了从事网络游戏活动的基本原则，明确了使用范围及“网络游戏”、“网络游戏上网运营”、“网络游戏虚拟货币”等概念，同时对网络游戏内容管理、未成年人保护、经营行为、虚拟货币等有关网游市场的热点话题作出了明确的制度安排。这是中国第一步专门针对网络游戏进行管理的规范的部门规章，该办法将于 2010 年 8 月 1 日正式实施。

我们认为，不足一年时间，中国相关监管部门针对网络游戏市场相继推出三项较为严厉的监管政策，从内容创意、研发到市场运营，乃至虚拟货币运营等网络游戏的各个环节加以管制与规范，尽管短期来讲，将减缓部分网游企业的发展速度，甚至出现行业的小幅盘整与洗牌，但是长远来讲，对中国网游产业的规范发展具有积极的促进意义。预计内容管制、虚拟货币管控仍是未来网络游戏监管的主要方向。

（二）中国互联网总体网民基数持续扩大成为网络游戏发展的“温床”

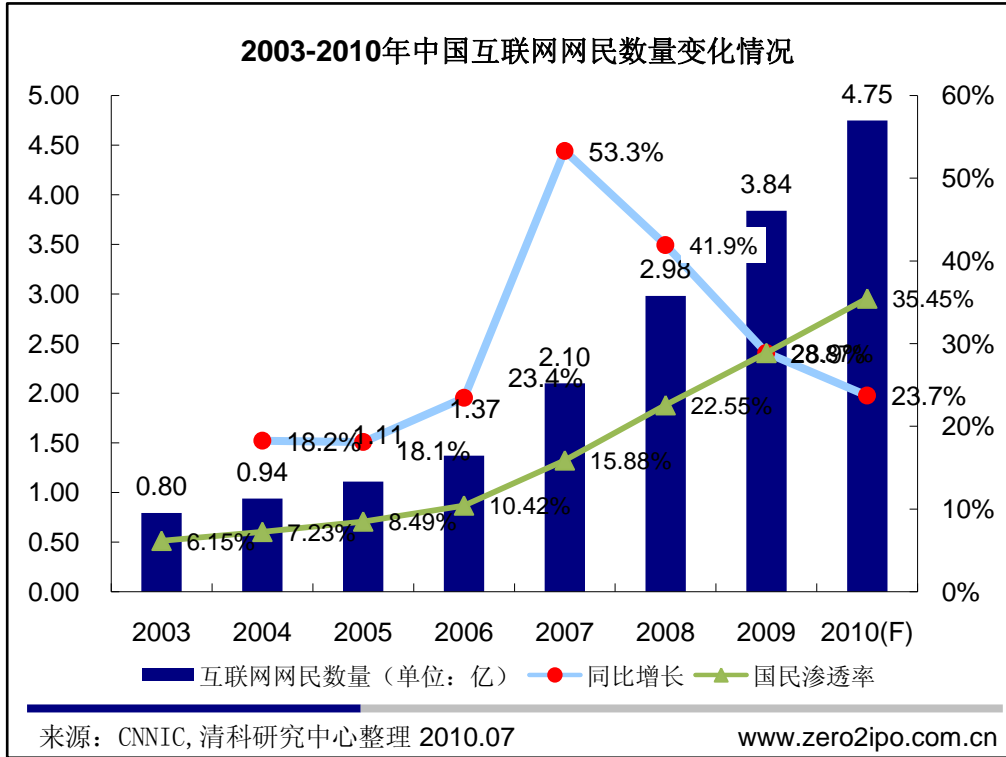
2009 年中国网民数净增 0.86 亿人，达到 3.84 亿人，同比涨幅达到 28.9%。其中宽带网民数净增 0.76 亿人，达到 3.46 亿人，占网民总数的 90.1%；手机网民数净增 1.2 亿人，达到 2.33 亿人，占网民总数的 60.8%；农村网民数净增 0.22 亿人，达到 1.07 亿人，占网民总数的 27.8%。

据 CNNIC 的最新数据显示，截止到 2010 年 6 月底，中国网民数量已经达到 4.2 亿人，较 2009 年底净增加 0.36 亿人，中国互联网的普及率上升至 31.8%。其中，宽带网民数净增 0.18 亿人，达 3.64 亿人，占网民总数的 86.67%；手机网民数净增 0.43 亿人，达 2.77 亿人，占网民总数的 65.95%，增幅较大，成为拉升中国网民增长的主要驱动力。

中国互联网网民数连续 2 年以每年超过 8500 万新增网民的速度高速增长，普及率也从 2007 年的 16%

增长到 2010 年中期的 31.8%。虽然普及率持续提升，但是相比发达国家，中国的互联网普及率还较低，相比于中国庞大的人口基数，中国互联网网民数量仍有较大的提升空间。以目前中国互联网网民的发展速度，预计在 2012 年中国互联网网民数能超过 5.5 亿，网民渗透率超过 42%。

图表3 2003-2010 年中国互联网网民数量变化情况



图表4 2003-2009 年中国互联网分省网民规模及增速

单位: 万人	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
安徽	184	240	276	337	587	723	1,069
北京	398	402	428	468	737	980	1,103
福建	318	326	397	516	866	1,379	1,629
甘肃	122	120	125	152	219	327	535
广东	950	1,188	1,486	1,831	3,344	4,554	4,860
广西	229	285	330	374	560	734	1,030
贵州	83	98	109	142	224	433	573
海南	40	47	69	117	144	216	244
河北	289	387	486	631	762	1,334	1,842
河南	226	305	396	517	956	1,283	2,007
黑龙江	226	278	316	366	476	620	912
湖北	381	429	463	532	706	1,050	1,469

湖南	265	312	348	408	690	999	1,406
吉林	147	179	201	271	434	520	726
江苏	611	661	790	1,027	1,757	2,084	2,765
江西	169	156	187	285	511	610	790
辽宁	292	322	372	483	783	1,138	1,595
内蒙古	75	93	116	160	322	385	575
宁夏	33	31	32	42	61	102	141
青海	20	20	29	37	60	130	154
山东	627	848	988	1,126	1,256	1,983	2,769
山西	149	211	269	380	536	819	1,064
陕西	197	258	314	395	517	790	995
上海	432	441	463	510	830	1,110	1,171
四川	424	523	609	690	809	1,103	1,635
天津	145	193	229	260	287	485	564
西藏	9	7	9	16	36	47	53
新疆	118	119	126	155	363	625	634
云南	166	206	241	275	303	548	844
浙江	451	534	707	977	1,509	2,108	2,452
重庆	177	181	189	220	356	598	803

来源：CNNIC,清科研究中心整理，2010.7

www.zero2ipo.com.cn

（三）资本市场暗流涌动，互联网仍是投资热点市场之一

根据清科研究中心的数据显示，自 2000 年以来，中国网络游戏市场一度成为资本市场关注的热点领域，获得 VC/PE 的案例总数达 92 起。根据清科研究中心发布的《2009 年中国互联网行业投资统计报告》显示，2009 年中国互联网行业共有 63 起投资案例，其中已披露投资金额总量为 3.32 亿美元。电子商务和网络游戏行业最受资本青睐，分别在投资案例数量和投资金额两个指标中位居首位。

另据清科研究中心发布的《2010 年 Q1 中国互联网行业投资统计报告》显示，2010 年 Q1 中国网络游戏行业的投资案例为 5 起，位列电子商务行业之后，排名第二，占行业投资案例总数的 21.74%。

我们认为，网络游戏早已成为互联网行业的“现金牛”，尽管现在发展放缓，但相对而言，仍是资本市场关注的热点，客观而言，投资网络游戏市场一定程度上可以保证赚钱的状态，只是投资回报率高低的问题。

(四) 网络娱乐应用成为互联网网民使用频率最高的应用品类之一

中国互联网网民结构随着网民城市的下沉，网民的年龄结构更加均衡。与 2008 年相比，30 岁以上年龄段人群占比攀升，较 2008 年上涨了 5.6%，占到网民的 38.5%。同时 10 岁以下网民群体也从 0.4% 增至 1.1%。从学历上看，2009 年中国网民群体继续向低学历人群渗透。小学及以下网民群体增速最快。

从 2010 年统计数据来看，中国互联网网民学历继续呈现低端化变动趋势。截止 2010 年 6 月，初中和小学以下学历网民分别占到整体网民的 27.50% 和 9.20%，增速超过整体网民数。中国互联网网民学历低端化发展为网络娱乐应用发展提供了更多的受众人群。

图表5 2003-2010 年上半年中国互联网网民文化程度分布比例

网民文化程度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 年上半年
高中(中专)以下	13.50%	13.00%	16.20%	17.10%	27.80%	33.40%	35.60%	36.70%
高中(中专)	29.30%	29.30%	30.20%	31.10%	36.00%	39.40%	40.20%	40.10%
大专	27.40%	27.00%	24.40%	23.30%	18.70%	13.90%	12.20%	12.00%
本科	27.10%	27.60%	26.30%	25.80%	16.10%	12.20%	12.10%	11.30%
硕士	2.20%	2.70%	2.40%	2.30%	1.40%	1.10%		
博士	0.50%	0.40%	0.50%	0.40%				
总计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

来源:CNNIC,清科研究中心整理,2010.7

www.zero2ipo.com.cn

2009 年，中国互联网网民结构在收入上呈现两级分化的趋势。网民中无收入群体比重上升了 8.5%，目前达到 10%，这与无业人员越来越多地被吸纳到网民群体中有关。同时月收入在 2000 元以上的网民群体占比也在增大，上涨了 3.8%，占总人群比重达到 30.3%，互联网消费的用户基础更为坚实。

2009 年，中国网民按职业分，占比最大的前三甲分别是学生（28.2%），企业公司一般职员（15%）和个体户/自由职业者（13%）。与 2008 年相比，学生网民群体占比降幅最大，为 4.4%，这一变化显示出中国互联网用户群体更加成熟，商业价值日益提升。这些群体对网络的娱乐应用具有较大的需求，为中国网络游戏的发展奠定了良好的基础。

2009 年，尽管商务交易类应用是发展速度较快，但是从用户的使用率来看，网络娱乐类应用是中国互联网用户使用率最高的应用之一。在网络音乐、网络游戏、网络视频、网络文学等给类网络娱乐类应用中，网络游戏的用户增长速度最快，表明用户对网络游戏的认知度日渐提升。

从 2010 年上半年中国互联网网民个人互联网应用情况来看，网络游戏的用户使用率为 70.5%，较 2009 年用户使用率有小幅提升，但是仍处于中国互联网网民个人应用排名前五位的应用之一。

图表6 2008-2010年上半年中国互联网网民个人互联网应用状况

一级分类	具体应用	2008年 使用率	2009年 使用率	用户增长率	使用率 排名	2010年上半 年使用率
网络娱乐	网络音乐	83.7%	83.5%	28.8%	1	82.5%
信息获取	网络新闻	78.5%	80.1%	31.5%	2	78.5%
信息获取	搜索引擎	68.0%	73.3%	38.6%	3	76.3%
交流沟通	即时通信	75.3%	70.9%	21.6%	4	72.4%
网络娱乐	网络游戏	62.8%	68.9%	41.5%	5	70.5%
网络娱乐	网络视频	67.7%	62.6%	19.0%	6	63.2%
交流沟通	博客应用	54.3%	57.7%	36.7%	7	55.1%
交流沟通	电子邮件	56.8%	56.8%	29.0%	8	56.5%
交流沟通	社交网站	--	45.8%	--	9	50.1%
网络娱乐	网络文学	--	42.3%	--	10	44.8%
交流沟通	论坛/BBS	30.7%	30.5%	28.6%	11	31.5%
商务交易	网络购物	24.8%	28.1%	45.9%	12	33.8%
商务交易	网上银行	19.3%	24.5%	62.3%	13	29.1%
商务交易	网上支付	17.6%	24.5%	80.9%	14	30.5%
商务交易	网络炒股	11.4%	14.8%	67.0%	15	15.0%
商务交易	旅行预订	5.6%	7.9%	77.9%	16	8.6%

来源：CNNIC，清科研究中心整理，2010.07

www.zero2ipo.com.cn

从中国网络游戏发展来看，2009年以来，中国网络游戏市场的发展呈现如下特征：

（一）中国网络游戏合作运营趋势明显，同业、异业合作逐渐增多

相比于网络游戏发展前期市场的“自产自销”，2009年以来，中国网络游戏市场的同类厂商之间的合作案例日渐增多，网络游戏的联合运营表现尤为明显。如腾讯与巨人联合运营网络游戏《绿色征途腾讯版》、腾讯游戏与北通联合运营《地下城与勇士》、盛大游戏与金山联合运营金山3D游戏《剑网3》等，同业合作成为中国网络游戏发展的趋势之一。

此外，异业合作态势也日渐明朗，如巨人网络首款代理的体育社区网游《体育帝国》与体坛网在北京宣布结成战略合作伙伴，开创网游异业合作的全新模式；盛大网络与中国网络电视台展开全面战略合作等，相继拉开网络游戏异业合作的序幕。

我们认为，同业、异业合作将较好的利用各方的优势资源，“优秀的产品+良好的运营”将推动网游

产业的快速发展。未来，随着众多中小厂商的入局，联合运营的案例将逐渐增加，但是切忌盲目联合运营。

（二）网络游戏成为连接娱乐产业各环节的桥梁

网络游戏是目前中国文化产业众多细分市场中发展较好的市场之一，也是获利雄厚及发展迅速的产业之一。网络游戏、网络音乐、网络文学、网络视频乃至线下的影视传媒产业都是目前中国文化产业的重要组成部分。我们认为，在众多的文化产业细分领域，网络游戏凭借其特殊的属性成为将众多细分领域融合的桥梁，如网络文学的版权溢价可以通过出售版权给网络游戏，盛大文学的《星辰变》正在尝试进行多版权运营；影视作品未来也将通过网络游戏的改编增加溢价，如 2009 年 6 月，博瑞传播拟以最高不超过 4.81 亿元收购成都梦工厂网络信息有限公司 100% 股权，此举意味公司将正式进军网络游戏业。2010 年 6 月，华谊兄弟与移动游戏开发商和发行商掌趣科技达成协议，以 1.485 亿元自有资金获得掌趣科技 22% 的股份，这次注资表明华谊兄弟进入游戏行业的战略布局，作为行业领军企业，预计未来将有部分影视机构进一步开拓网游行业。

（三）并购成为外围企业进入及原有网络游戏公司扩张的主要途径之一

2009 年，并购成为外围企业进入网游行业及原油网游公司快速扩张的主要途径之一。如 2010 年 1 月，盛大游戏宣布将斥资 8000 万美元收购美国网页游戏运营公司麻吉传媒，同期收购网游业新锐金酷游戏；2010 年 3 月，完美时空宣布已与日本网游运营商 C&C Media 签署协议，斥资 2100 万美元收购后者 100% 股权，将其列为全资子公司，完美时空将直接进入日本市场。此外，2009 年 6 月，博瑞传播拟以最高不超过 4.81 亿元收购成都梦工厂网络信息有限公司 100% 股权，此举意味公司将正式进军网络游戏业。

（四）移动终端日渐丰富与完善为手机游戏与 PC 游戏的融合提供可能

从移动硬件设备来看，以手机、平板电脑、PSP 等便携设备为游戏承载的终端设备技术如屏幕尺寸、软件性能等的改进，为网络游戏的发展提供了更为广泛的传播途径，也进一步为手机网游与 PC 网游从内容、运营到商业模式的融合提供可能。

（五）网络游戏呈现形式多样化，3D 游戏成为未来游戏的主流形式之一

经过十年的发展，中国网络游戏呈现形式日趋多样化。从 PC 游戏的呈现技术层面来看，3D 游戏的研发与拓展将为玩家提供更多高品质的游戏，一方面提升玩家体验，另一方面为中国网络游戏提供了更为广阔的创意与发展空间。

（六）网络游戏的同质化仍较为严重，影响玩家体验

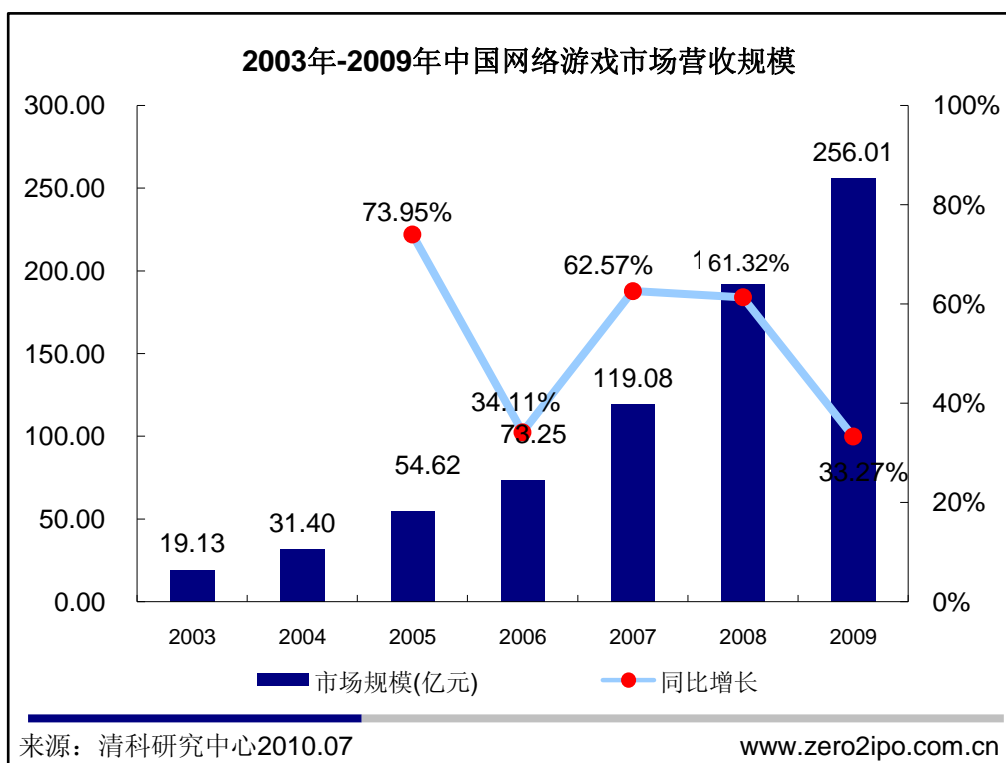
中国大部分网络游戏缺乏创意，往往将市面上流行的游戏加以组合，然后对各个关键的系统加以修改与完善。尽管一些大型的网络游戏公司已经建立了部分市场跟踪与反应机制，但是尚处于初级阶段，以用户需求为导向的产品研发机制尚未建立。此外，中国网游市场游戏的研发与创新较为浮躁，人员流动频率较高，这些都成为影响中国网络游戏创新发展的不利因素。

1.3. 2009 年中国网络游戏市场发展现状分析

中国网络游戏市场营收规模情况

在网络游戏市场,2009 年我国网络游戏市场实际销售收入达到 256.01 亿元,比 2008 年增长了 39.4%,并带动电信、IT、传统出版等相关产业产值近 550 亿元。我们认为,2009 年中国网络游戏市场增速放缓,这是网络游戏市场自 2005 年以来增幅首次放缓,中国网络游戏市场渡过快速发展期后,迎来了市场发展的转折点,预期未来,尽管中国网络游戏市场营收规模仍将持续扩大,但是发展减缓已经成为必然趋势。

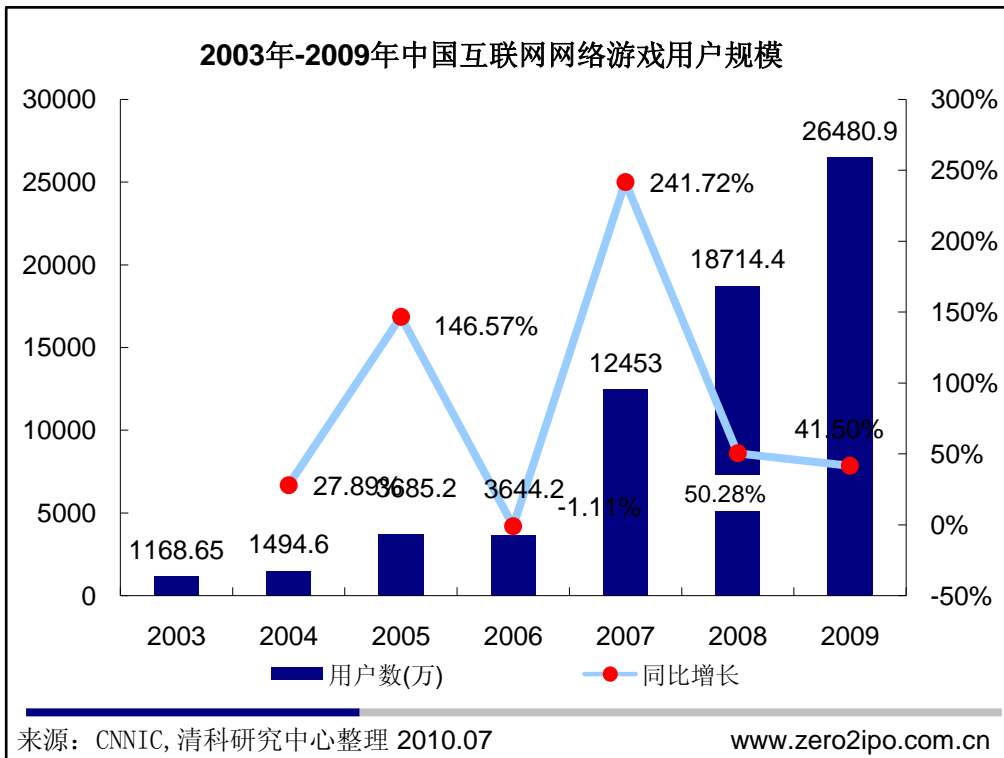
图表7 2003-2009 年中国互联网网络游戏市场营收规模



中国网络游戏市场用户规模情况与发展现状

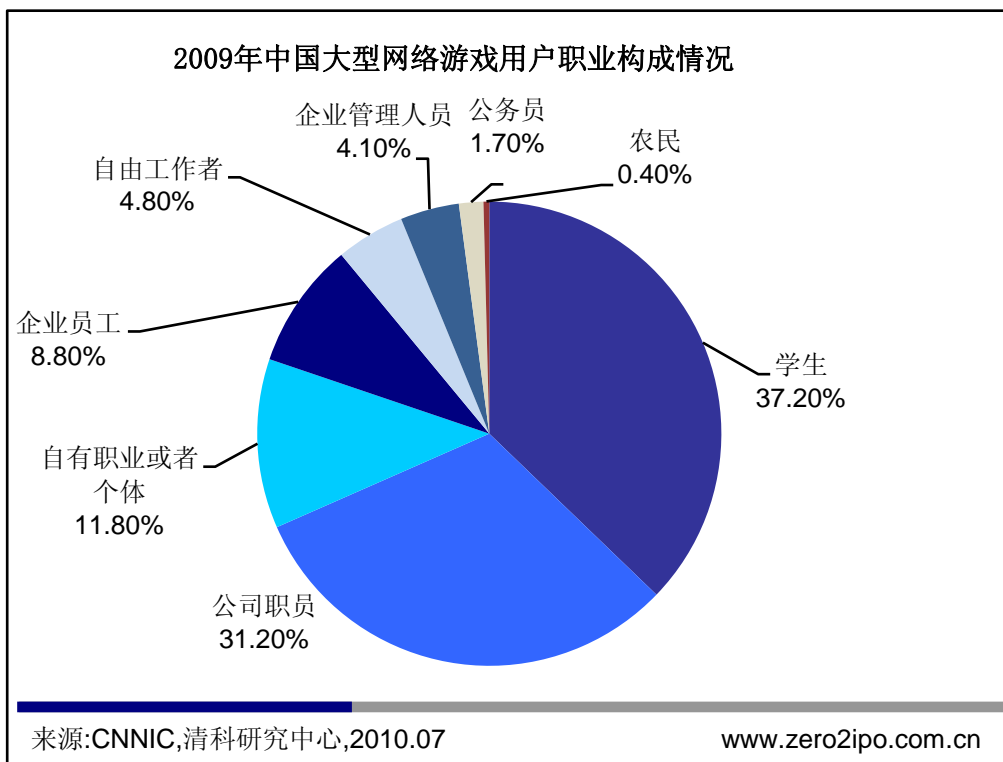
据 CNNIC 统计数据显示,2009 年中国互联网网络游戏用户规模为 2.65 亿人,相比于 2008 年,增幅为 41.05%,占 2009 年互联网总体网民 3.84 亿人的 69.01%,是众多互联网应用中用户认知度较高的应用之一。

图表8 2003-2009年中国互联网网络游戏用户规模

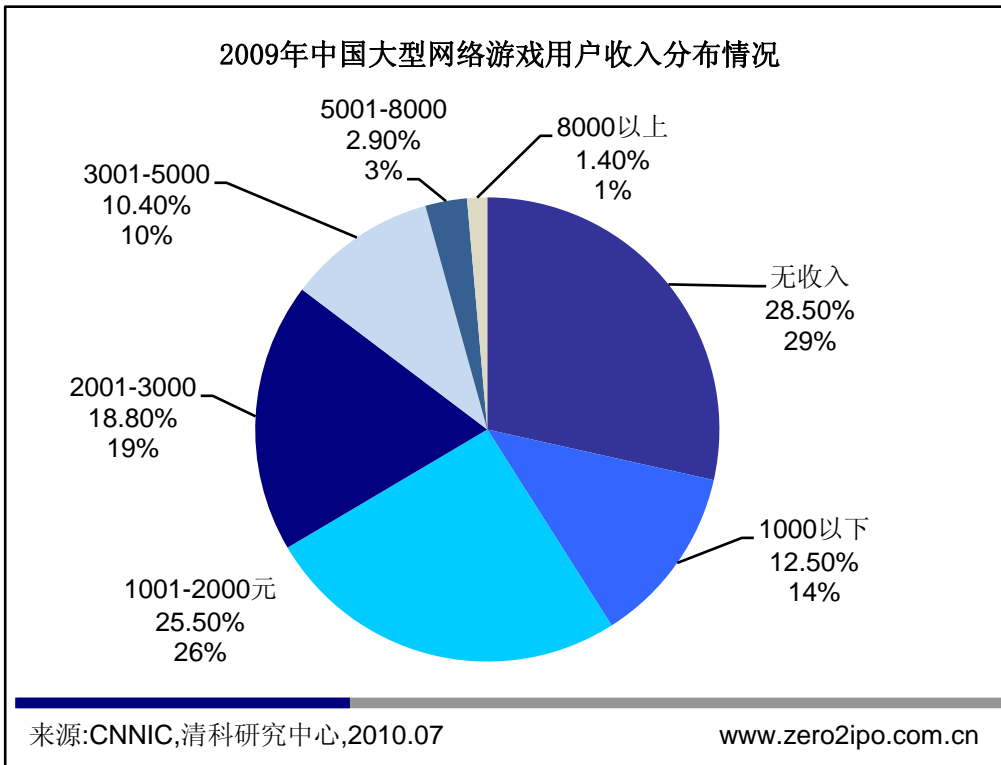


据2009年CNNIC对中国网络市场用户的调研显示,学生仍然是中国网络游戏用户的主要使用人群,占比达37.20%。此外,收入相对不高也是网络游戏用户群体的主要特征之一,大型网络游戏用户收入在1000元以下的占比达41.00%。我们认为,这种用户特性对于中国网络游戏的持续发展存在挑战,对于这部分主要用户而言,网络游戏的创新发展才能更好的吸引及增加用户的粘性。

图表9 2009年中国大型网络游戏用户职业构成情况



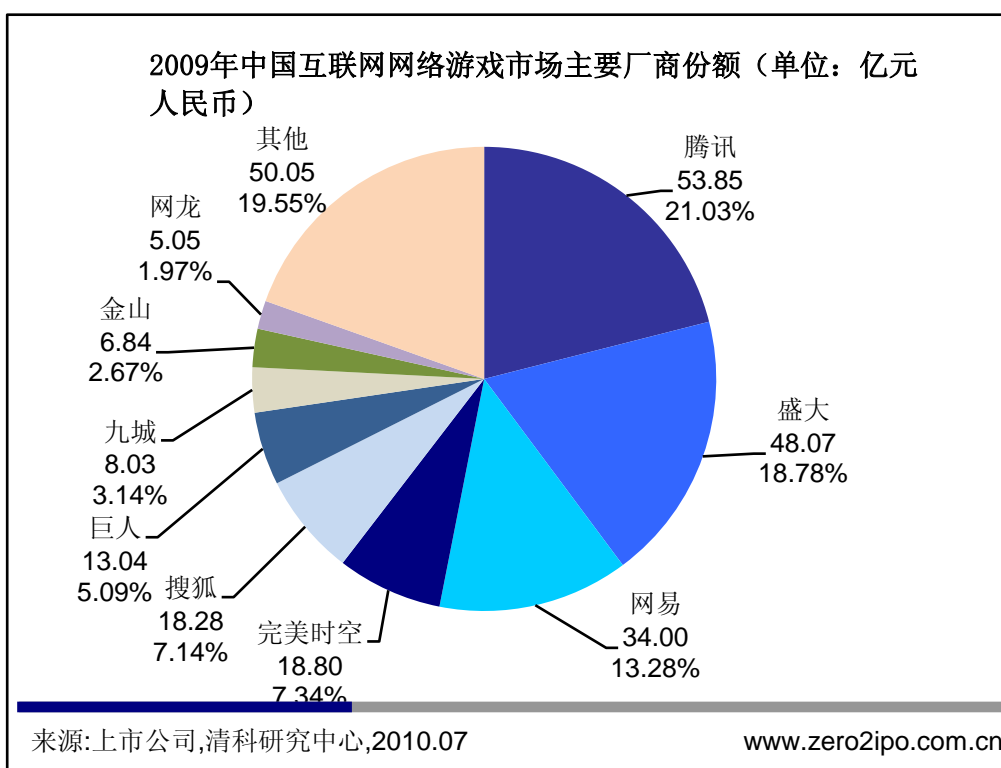
图表10 2009年中国大型网络游戏用户收入分布情况



1.4. 2009 年中国网络游戏市场竞争格局分析

我们认为，随着 2009 年盛大、搜狐分拆网游业务单独上市后，市场格局发生了一定的变化。腾讯较成熟的 MMOG 收入虽然继续下降，但是来自《地下城与勇士》和《穿越火线》两款游戏发布资料片和开展推广活动以及新的网页 MMOG《丝路英雄》开始受到欢迎，2009 年全年游戏收入达到 53.85 亿元，占据市场 21.03% 的市场份额。盛大游戏全年收入规模达 48.07 亿元，占比 18.78%，其次是网易、完美时空、搜狐等。

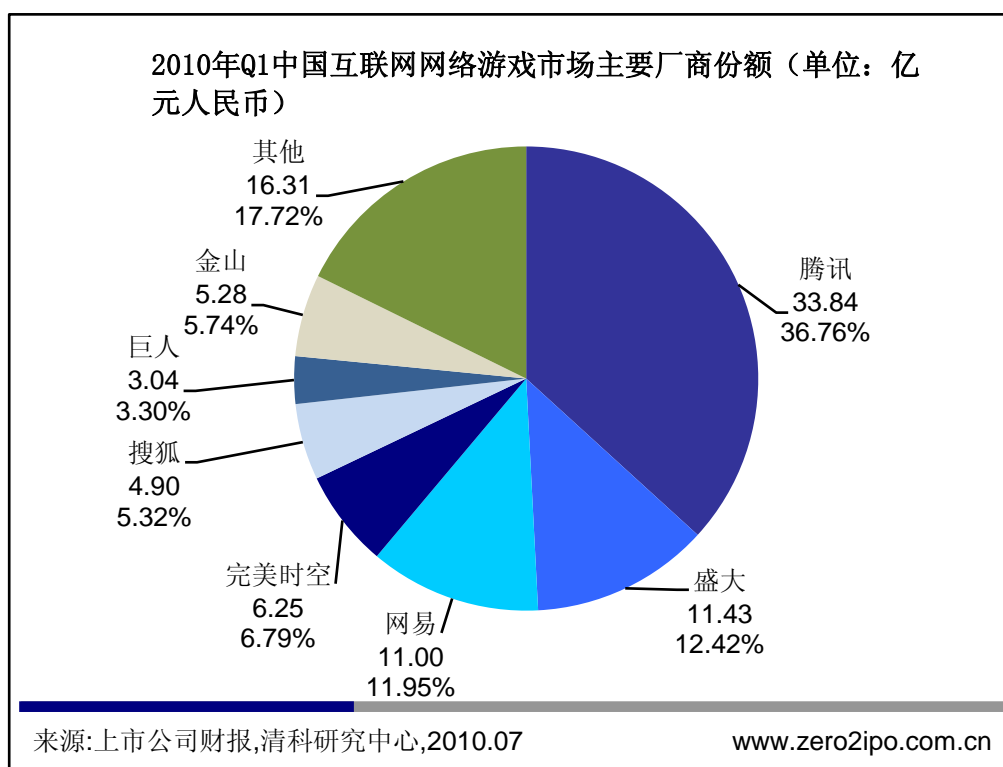
图表11 2009 年中国互联网网络游戏市场主要厂商份额



整体而言，中国互联网仍在高速发展当中。但是我们也发现，随着互联网渗透率的进一步扩大，互联网应用的广泛普及，各个细分市场的进入者逐步增多。尤其是在快速增长的市场，例如网络游戏、网络购物等领域的进入者增多，市场竞争开始走向白热化。

数据显示，2010 年 Q1 中国网络游戏市场营收规模为 92.05 亿元，增长相对放缓。其中，2010 年 Q1 腾讯网络游戏市场营收为 33.84 亿元人民币，占比达 36.8%，盛大、网易、完美时空依次排名，营收占比分别为 12.4%、12%、6.8%。我们发现，中国网络游戏的市场集中度略有提升，一些大型厂商如腾讯、盛大、网易等在中国网络游戏市场扮演的角色越来越重要。

图表12 2010年Q1中国互联网网络游戏市场主要厂商份额



2010年Q1, 腾讯网络游戏业务的市场营收为20.24亿元人民币, 在春节强势营销的拉动下, 腾讯的用户活跃度及ARPU有所提升。但是腾讯《地下城与勇士》、《穿越火线》等游戏已经临近成熟期, 预计腾讯游戏业务的ARPU值增长空间缩小, 未来其游戏业务的增长有待新游戏如《丝路英雄》等带动。

2010年Q1, 盛大游戏市场营收为11.43亿元人民币, 其中90%的营收来自于MMORPG, 8%来自于休闲游戏。2010年Q1, 盛大收购了美国游戏分销商Mochi Media, 为盛大游戏未来的海外扩张奠定了一定的基础。

此外, 网易网络游戏2010年Q1总体营收与2009年Q4持平, 为11亿元人民币。一方面, 《魔兽世界》资料片《巫妖王之怒》更新滞后, 导致部分用户的粘性有所降低。预计2010年Q2, 《魔兽世界》对网易营收的贡献率不会有大幅提升。另一方面, 其他游戏产品方面如《星际争霸2: 自由之翼》内容更新较好, 预计2010年Q2会出现小幅攀升。

从宏观政策的角度分析, 随着2010年Q2中国相关部门出台网络游戏监管政策, 由于对网络游戏主体监管力度的加强, 预计短期内中国网络游戏的市场份额集中度的打破需要时间。

图13 2010年Q1中国主要网络游戏公司营收总体表现情况

公司名称	股票代码	总营收 (百万美元)	利润(百万美元)		市值(十亿美元)	PE	所属类别	
			毛利润	净利润			二级分类	三级分类
美国上市公司								
网易	NTES	175	114	66.3	45.82	17.08	网络服务、网络营销、无线互联网服务	网络游戏、资讯门户
盛大	SNDA	193.1	126.1	39.9	2.736	14.15	网络服务	网络游戏
盛大游戏	GAME	167.5	98.7	48.2	2.071	9.46	网络服务	网络游戏
完美时空	PWRD	91.6	78.8	44.7	1.866	13.14	网络服务	网络游戏
巨人网络	GA	44.6	38	27.1	1.725	14.07	网络服务	网络游戏
畅游	CYOU	72.1	66.7	39.7	1.588	5.40	网络服务	网络游戏
第九城市	NCTY				0.179	/	网络服务	网络游戏
CDC	CHINA	77.841	33.607	-3.56	0.015	/	网络服务	网络游戏
香港上市公司								
腾讯	0700.HK	619.1	424.5	263.98	283.841	42.89	网络服务、网络营销、电子商务、无线互联网服务	网络游戏、即时通信、网络社区、资讯门户、C2C
金山软件	3888.HK	35.92	31.42	4.5	6.509	15.64	网络服务	网络游戏、网络安全

来源：上市公司财报，清科研究中心整理，2010.07

www.zero2ipo.com.cn

图14 2007年-2010年Q1中国网络游戏市场主要厂商营收情况

厂商名称	网络游戏业务营业收入(RMB 亿元)			
	2007年	2008年	2009年	2010年Q1
腾讯	25.14	49.15	95.31	33.84
盛大	23.71	34.23	48.07	11.43
网易	19.30	25.00	34.00	11.00
完美时空	6.89	14.37	21.44	6.25
搜狐	2.86	14.33	18.20	4.90
巨人	15.28	15.95	13.04	3.04
金山	3.96	5.54	6.84	5.28

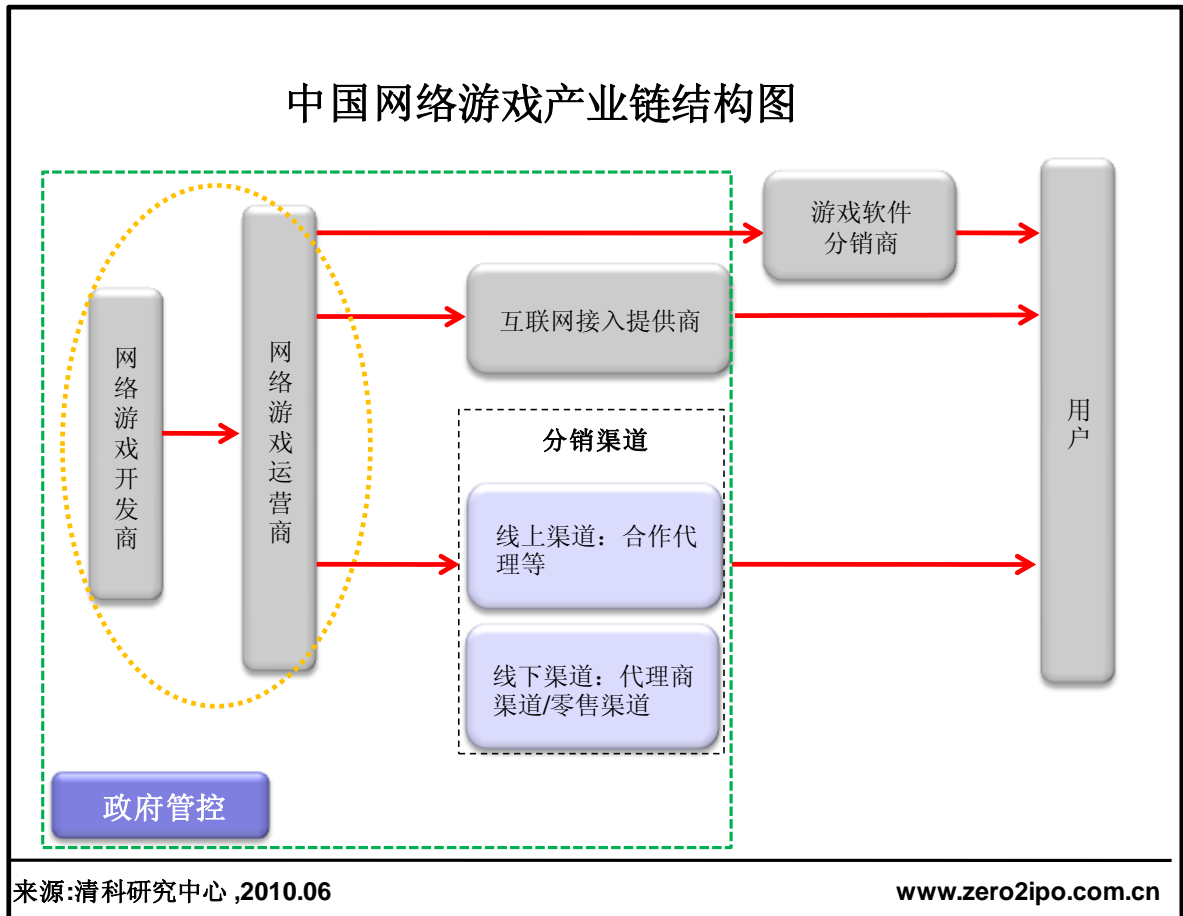
来源：上市公司财报，清科研究中心整理，2010.07

www.zero2ipo.com.cn

1.5. 中国网络游戏产业价值链分析

从中国网络游戏的价值链来看，中国网络游戏产业价值链主要包括网络游戏开发商、网络游戏运营商、互联网接入提供商、支付提供商、游戏软件分销商等。

图表15 中国游戏产业链结构图



（一）网络游戏开发商：决定网络游戏品质的直接环节

网络游戏开发商直接面向游戏的设计与研发，通过授权或者代理研发为用户提供网络游戏产品。从世界范围来看，中国网络游戏开发商的能力较弱，研发游戏的品质较韩、日、欧美等国家存在一定的差距。

目前，中国除了一些大型的游戏开发商，如盛大、金山、完美时空、网易、巨人网络、腾讯、久游、网龙外，一些中小型的网络游戏开发商也日渐引起业内厂商及资本市场的关注，其中不乏一些被并购的中小游戏开发商。

图表16 中国中小型网络游戏开发商介绍

名称	描述	代表游戏
北京新娱兄弟	成立于 2007 年 8 月，旗下网站（我要玩 www.51.com）是中国第一家以网页游戏为业务方向的网站，为用户提供上百款独家或者联合运营的网页游戏产品。截止到 2009 年 10 月，平均每日在线玩家已经有 50 万。	自主研发的游戏产品：《猫狗大战》、《剑侠情缘 WEB》、《武林传奇》、《武林传奇 2》等。
北京众诚协作科技	成立于 2006 年 11 月，主营业务为网络游戏的研发和运营，尤以网页游戏的研发和运营。	自主研发的游戏作品：《帝国崛起》、《帝国远征》、《大海战》、《纸上谈兵》、《大战略》、《海贼王》等。
上海麦石	成立于 2007 年 2 月，致力于网络游戏的自主研发。	自主研发的游戏代表作品：《鬼吹灯 Online》
冰动娱乐	公司成立于 2005 年，为用户提供网络游戏和互动娱乐体验。	自主研发的网络游戏代表作品：《梦幻龙族》、《三国志 Online》、《极道车神》等。
其他	上海松果、上海游益、南京乐翻天网络、上海同风数码科技、火焰网络、杭州趣游、北京锐彩互动网络科技、中视网元等。	

来源：清科研究中心，2010.07

www.zero2ipo.com.cn

（二）网络游戏运营商：网络游戏市场推广的核心环节

网络游戏运营商是中国网络游戏市场推广的核心环节，是连接网络游戏开发商与用户之间的桥梁，并充当连接与协调网络游戏开发商与宽带运营商、渠道厂商之间的关系。一方面，通过与网络游戏开发商合作，代理其研发的网络游戏产品；另一方面，网络游戏运营商与渠道厂商合作，分销网游点卡等。此外，网络游戏的运营商直接面向用户层面，对用户需求信息的把握较为准确。

图表17 中国网络游戏运营模式介绍

运营模式	描述	代表厂商
自主研发	网络游戏公司自主研发产品，版权归自己所有，并自主运营游戏产品。	目前一些大型的网络游戏公司如腾讯、盛大、巨人等都有自主研发的游戏产品。
代理运营	网络游戏运营商代理其他公司开发的网络游戏产品，通过版权购买和游戏分成的模式进行合作。版权费用一般在几百万到几千万之间不等，游戏的分成比例一般为 25%-35%之间。	以第九城市为代表。
联合运营	属于广义代理运营，不需要支付版权费用，只是按照既定的比例进行分成，一般分成比例为 5:5。运营模式一般为游戏开发商负责后台的技术，游戏运营商负责游戏的市场推广，并同时掌握用户的运营数据。	以北京联众为代表。
合作开发	即网络游戏开发商与网络游戏运营商在游戏开发的环节就展开合作，后续的市场推广主要由网络游戏运营商负责。这种合作模式采用较为广泛，包括国内厂商合作、国内厂商与国外厂商合作等。	以盛大游戏为代表。
投资开发	网络游戏运营商投资网络游戏开发商，并协助其开发网络游戏及游戏的运营，一般由网络游戏运营商获得游戏的版权。	以盛大游戏为代表

来源：清科研究中心，2010.07

www.zero2ipo.com.cn

目前，中国的主要网络游戏运营商如下表所示：

图表18 中国网络游戏运营商分类介绍

划分类别	描述	代表厂商
以网络游戏业务为主营业务的公司	以网络游戏为主营业务，公司的基本业务都是围绕网络游戏展开，收入主要来自于网络游戏业务。此外，在公司的资源配置上面，	如盛大网络、巨人网络、第九城市、搜狐

	将包括物力、人力、资金等众多核心资源向网络游戏业务倾斜。	畅游等。
网络游戏作为公司的核心业务之一	一般为网络游戏的市场后进入者，除网络游戏业务外，还有其他的核心业务。尽管作为市场的后进者，但是在后续的市场发展中，已经取得了较高的市场份额，网络游戏业务也已经快速成长为公司核心业务之一。如腾讯的即时通信业务、网易的资讯业务（但目前网易的业务主要以网络游戏业务为主）。	如中华网、腾讯、网易等。
涉足网络游戏业务，但非公司的主营业务	此类公司在其他业务的表现较好，也是公司的主营收入源，进入网络游戏业务后，并为将核心资源过多的投入到网络游戏业务之中，网络游戏只是其业务线之一。	如新浪网等。

来源：清科研究中心，2010.07

www.zero2ipo.com.cn

图表19 中国主要网络游戏运营商情况概览

厂商名称	描述	代表网游产品
腾讯	成立于 1998 年 11 月，是中国最大的互联网综合服务提供商之一，主要经营的产品包括即时通信、网络游戏、门户网站及无线增值业务等。	《寻仙》、《地下城与勇士》、《QQ 华夏》、《英雄岛》、《大明龙权》、《QQ 仙侠传》、《幻想世界》、《穿越火线》等。
盛大网络	盛大网络是中国领先的互动娱乐媒体企业，通过盛大游戏、盛大文学、盛大在线等主体和其他业务向用户提供多元化的互动娱乐内容与服务。	《传奇》、《倚天剑与屠龙刀》、《泡泡堂》、《热血传奇》、《梦幻国度》、《剑侠世界》、《传奇归来》等。
完美时空	是中国领先的网络游戏开发商和运营商之一，自主研发 Angelica3D 游戏引擎、Cube 引擎以及 EPARCH2D 引擎为平台开发 3D 网络游戏，目前已经成长为集研发、运营、销售、服务于一体的网络游戏平台服务提供商。	《完美世界》、《武林外传》、《完美世界国际版》、《诛仙》、《赤壁》、《热舞派对》、《口袋西游》等。
网易	1997 年创立，目前已经发展成为网络游戏、电子邮件、资讯、虚拟社区的综合互联网公司。	《大话西游 Online》、《梦幻西游 Online》、《大唐豪侠》、《大话西游 3》、《天下贰》等。

搜狐畅游	成立于 2002 年，集游戏研发、运营、维护、销售及推广于一体的中国知名数字娱乐产业及服务提供商，业务范围包括多人在线角色扮演类游戏和休闲游戏的开发和运营。	《天龙八部》、《刀剑·英雄》、《鹿鼎记》、《剑仙》、《大话水浒》、《中华英雄》等。
巨人	成立于 2004 年 11 月，是一家以网络游戏为发展起点的集研发、运营、销售为一体的综合性互动娱乐企业。	《巨人》、《征途》、《体育帝国》等。
久游	是中国领先的互动娱乐社区运营商，集音乐舞蹈模拟类游戏、体育模拟类游戏、仿真赛车模拟类游戏、格斗动作模拟类游戏、竞速模拟类游戏、多人在线角色扮演类游戏、虚拟养成等游戏类型。	《超级舞者》、《宠物森林》、《劲舞团》等。
网龙	缔造了“17173.com 网络游戏第一门户”。	《幻灵游侠》、《征服》、《信仰》、《魔域》等。
光宇华夏	是光宇集团的全资子公司，是中国较为领先的网络游戏运营商。	《梦幻蜀山》、《问道》、《创世 OL》、《秦始皇》、《炫舞吧》、《幻想之翼》、《希望 OL》、《神界》等。
中华网	中华网以中国市场为核心，通过短讯服务、彩讯服务、无线应用协定及互动语音回应等多个平台为用户提供流动增值服务、网上娱乐及互联网服务。	《热血江湖》、《神泣》等。
世纪天成	是上海邮通科技旗下的一直专注于在线娱乐相关业务的专业化团队，是韩国 NEXON 公司在中国的子公司。	《跑跑卡丁车》、《反恐精英 OL》、《冲锋岛》、《洛奇》等。
天联世纪	天游是中国领先的运动休闲网络游戏运营商。	《街头篮球》、《拍拍部落》、《NBA street online》、《侠客部落》等。
成都梦工厂	成立于 2002 年 12 月，是西南地区最大的本土网络游戏公司，公司集自主研发、自主运营、联合运营、全球代理为一体，为用户提供大型多人在线角色扮演游戏、网络图形互动集群社区、大型休闲网络游戏、棋牌网络游戏大厅等	《侠义道》、《侠义道 II》、《新侠义道》、《圣斗士 OL》、《棋魂》等。

	在内的游戏。	
摩力游	成立于 2005 年，是一家致力于在互联网应用领域不断进行娱乐服务创新企业，主要组成集合了中国大陆、台湾、香港地区具有丰富开发经验（包含游戏、数字娱乐内容）及成功运营经验的资深专业团队，为用户带来最新型的网络数字互动娱乐方式。	《海盗王 online》、《天上人间 online》、《龙虎门 online》、《惊天动地 online》、《魔法之门 online》等。

来源：清科研究中心，2010.07

www.zero2ipo.com.cn

图表20 中国网络游戏运营商代表游戏产品情况

网络游戏运营商	网络游戏代表产品	开发商名称	国别
盛大网络	苍天/ 热血传奇/彩虹岛 online/超级乒乓/Lazeska	ACTOZ Soft/Wemade	韩国
	泡泡堂/冒险岛	NEXON	
	仙境传说	Gravity	
	超级跑跑	Rhaon	
	龙之谷	Eyedentity Games	
	拳皇世界	SNK	日本
	热血英豪 2、机甲英豪	CyberStep	
	英雄连	英雄连	
	风云——雄霸天下	成都锦天科技	中国
腾讯	地下城与勇士	NEOPLE	韩国
	穿越火线	Neowiz	
	QQ 音速	Seed9	
	QQ 飞行岛	TOPPIG	

	NBA 2K	Talk-Two	美国
	寻仙	北京像素	中国
	QQ 炫舞	北京永航	
	QQ 华夏	深圳网域	
	仙境传说 2	Gravity	
第九城市	卓越之剑	Hanbisoft	韩国
	奇迹/奇迹世界	Webzen	
	暗黑之门·伦敦	旗舰工作室	
	FIFA Online2	EA	美国
	幻想世界	上海唯晶科技	
		传奇 3	ACTOZ Soft/Wemade
	热血江湖	Mgame	
	数码宝贝	Digitalic	
	光之国度	ARAGON Networks	
	特种部队	Dragonfly	
	宝宝总动员	Expotato	
	神泣	SONOV	
	指环王 Online	Turbine	美国

天联世纪	街头篮球	JCE	韩国
	蒸汽幻想	Hanbisoft	
	拍拍部落	Npic Soft	
	魔法飞球 2	Ntrev	
	天之游侠	天图科技	中国
世纪天成	泡泡卡丁车/新天翼之链/洛奇/反恐精英	NEXON	韩国
	哼哼哈嘿	Ndoors	
久游	光线飞车	J2M	韩国
	仙剑 online/大富翁 online	天宇资讯	
	街舞团	Ideas	
	SD 敢达	Softmax	
	劲爆足球	SonicAn	
	魔力宝贝 2	史可威尔艾尼克斯	日本
	风火之旅	北京林果	中国
光宇华夏	希望 online	GRIGON	韩国
	西游 Q 记	广州火石软件	中国
	问道	厦门吉比特	
	争霸天下	杭州傲天科技	
	神界	上海联竣信息科技	
摩力游	惊天动地 online	EST Soft	韩国

网易	飞飞	AeonSoft	韩国
	魔兽世界	暴雪娱乐	美国
联众	雄霸	NHN	韩国
中荣巡游	大航海时代 online	日本光荣	日本
巨人网络	体育帝国	体育帝国	瑞士
搜狐	刀剑 online	北京像素	中国
金山	水浒 Q 传	广州火石软件	中国
蓝港在线	问鼎	厦门吉比特	中国
	新倚天剑与屠龙刀	成都逸海情天	

来源：清科研究中心，2010.07

www.zero2ipo.com.cn

（三）渠道商：网络游戏分发环节

网络游戏的传播渠道一般分为线上渠道、线下渠道两种，渠道主要是对游戏点卡、实物卡等进行分销，线上渠道主要是一些虚拟货币销售渠道，如 5173、云网、淘宝等；线下渠道通过“一级代理——二级代理”模式发展，如报刊亭、零售店等。目前，一些大中型的网络游戏运营商通过自建渠道的方式贯穿产业链，挤占了部分网络游戏运营商的营收。

（四）互联网接入提供商：网络游戏传输环节

互联网接入提供商为网络游戏提供传输的渠道，为网络游戏运营商、网吧、用户提供网络接入服务，目前，中国市场的互联网接入提供商主要为中国联通与中国电信。

1.6. 中国网络游戏商业模式分析

目前，中国的网络游戏的盈利来源主要有用户付费、海外发行营收、广告营收及其他衍生品营收等三部分。

用户付费的盈利模式

中国网络游戏的收费模式主要有按时长和按道具收费两部分，其中，按道具收费是目前中国网络游戏广泛采取的盈利模式。当然也有部分游戏广泛的采用按时长收费和按道具收费的混合制模式。

图表21 中国网络游戏收费模式

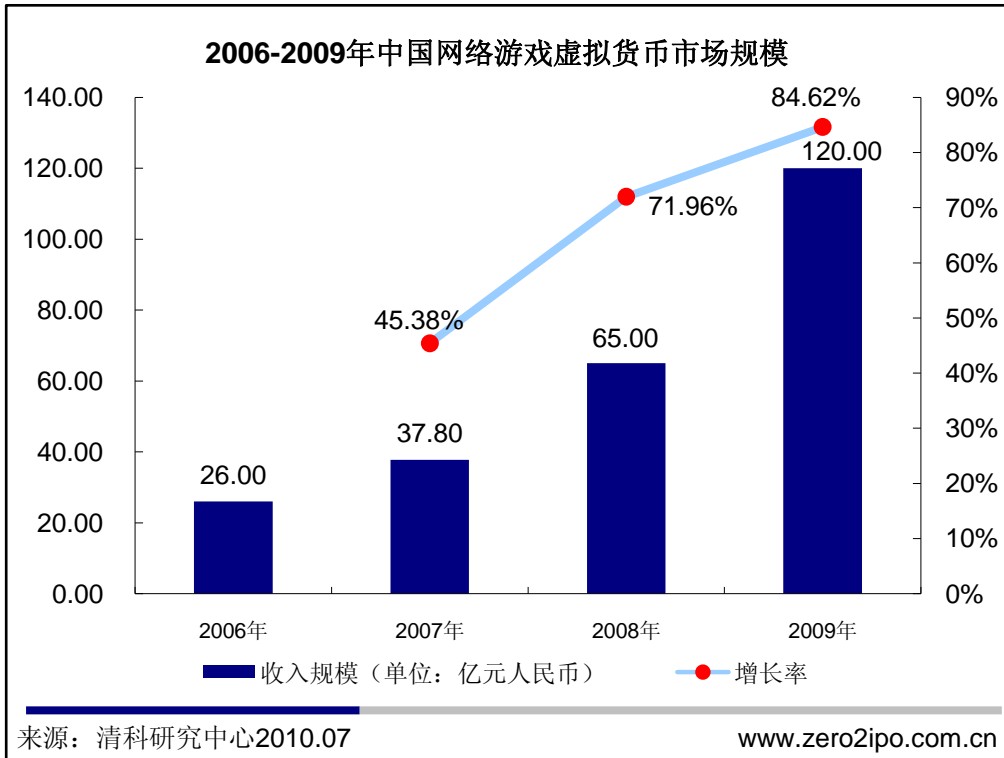
收费模式	描述
按道具收费	这是目前网络游戏普遍采取的一种收费模式。首先，游戏玩家可以免费进行游戏，但是为了提升游戏性，会选择购买一些道具。 代表游戏：《征途》、《诛仙》等。
按时长收费	这是中国网络游戏较早的收费模式之一，即用户登录网络游戏后按照游戏的时间收费，一般为0.5元/小时。 代表游戏：《魔兽世界》等。
混合制收费	混合制收费主要有三种模式：一是按照玩家的级别分类，在某一级别之下的玩家是免费用户，但是超过级别之后就是按照时长或者购买道具付费，如《梦幻西游》；二是按照游戏中的地图分类，有的地图区域是免费的区域，超出区域之外的就是按照时长收费，如《苍天》；三是按照服务器分类，有的服务器是按照时长收费，有的服务器是按道具收费，如《剑侠奇缘》。
包时制收费	这是一种不常用的收费模式，一般都是按照一定的时间段缴费，如以月为单位，玩家不限时在线游戏，如《天堂》。

来源：清科研究中心，2010.07

www.zero2ipo.com.cn

在用户付费的网络游戏市场中，虚拟货币成为一个至关重要的交易介质。数据显示，2009年中国网络游戏虚拟货币市场营收规模为120.00亿元人民币，相比于2008年，增幅达84.62%。在国家加大对中国游戏产业虚拟货币市场监管之时，中国网络游戏虚拟货币市场将逐渐成熟与规范，这对于整个市场的快速发展具有积极的促进作用。

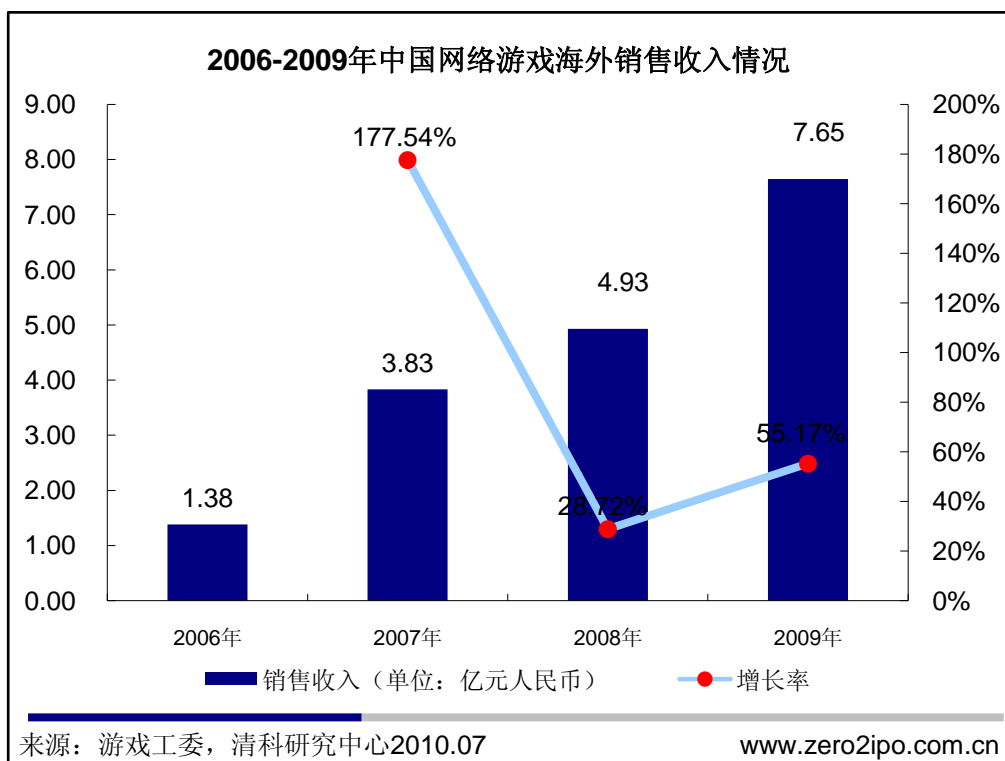
图表22 2006-2009年中国网络游戏虚拟货币市场规模



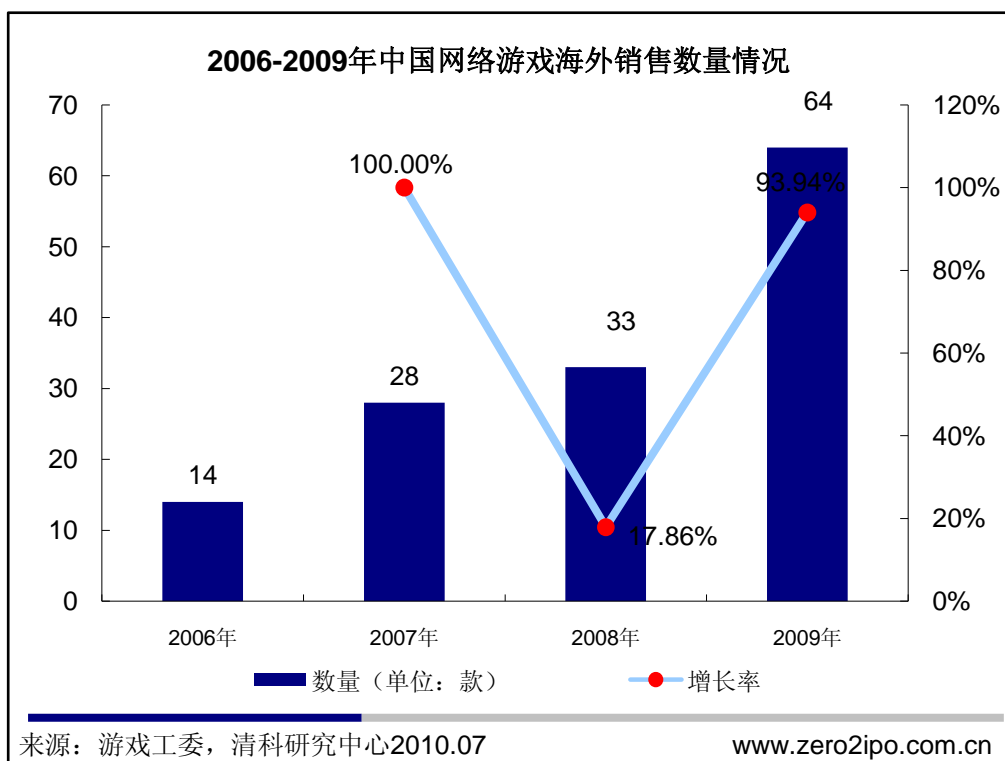
海外发行的盈利模式

随着中国网络游戏研发能力的逐渐增强，中国网络游戏出口海外的数量及营收呈逐年增加的趋势。2009年，中国网络游戏共有29家中国企业自主研发的64款网络游戏进入海外40多个国家和地区，实现销售收入约为7.65亿人民币。

图表23 2006-2009年中国网络游戏海外销售收入情况



图表24 2006-2009年中国网络游戏海外销售数量情况



目前, 中国游戏海外销售主要有以下两点特征:

(一) 出口网络游戏主要面向东南亚地区

据中国游戏工委调查显示，中国网络游戏的海外输出主要面向东南亚地区，如印度、新加坡、泰国等，在日本和韩国的竞争力较小，出口数量十分有限。我们认为，面对东南亚一些主要出口国家的游戏产业的逐步兴起，中国网络游戏的海外出口将面临挑战。此外，欧美市场的扩展也成为中国网络游戏厂商的努力方向，尤其是俄罗斯等地区，但是由于欧美市场对游戏品质的要求较高及文化差异等因素，中国网络游戏的欧美市场拓展尚需时日。

（二）出口游戏产品的合作主要采用代理运营的模式

从目前中国出口游戏的合作模式来看，仍主要采用代理运营的模式，以“授权费用+运营收入分成”的方式获得营收。不过，一些较具实力的厂商，如完美时空，通过并购等形式快速的建立自身的海外运营体系，开始了中国游戏的海外运营之路。

广告收入的盈利模式

随着中国网络游戏用户群的不断增加，中国网络游戏的媒体属性日渐显现，但是目前尚未呈规模。中国 IGA 市场起步于 2007 年，一些专注于 IGA 的代理商如壁虎科技、网游传媒等开始出现，一些网络游戏运营商也开始只如广告。目前，中国的 IGA 形式主要有场内道具、场景、NPC、文字广播、主题任务及游戏形象广告和广告游戏等形式。

我们认为，随着网络游戏自身营收发展的趋缓，广告营收将成为众多网络游戏运营商关注的营收点之一，前期发展主要以网页游戏为主，但是后续随着技术的成熟将逐渐延伸到网络游戏的各种细分领域。

其他衍生品的盈利模式

从线上衍生品来看，自 2009 年开始，在中国大娱乐化的背景下，中国网络游戏将成为联系各种娱乐形式的桥梁。如游戏衍生为影视作品、文学作品衍生为游戏作品等等，由于这一市场属于新兴市场，尚未出现较为成形的发展模式。

从线下衍生品来看，一些较为成熟的网络游戏可以通过制作为玩具、主题公园等形式，迪士尼就是此类市场的典型代表。

1.7. 2009-2010 年上半年中国网络游戏市场发展大事记

2009 年，中国网络游戏产业出现了系列的变化与发展。2009 年以来，中国网络游戏市场的主要事件如下表所示：

图表25 2009-2010 年上半年中国网络游戏行业重大事件

时间	事件描述
2009 年 1 月	盛大公司宣布将流行网络小说《星辰变》改编成同名网络游戏。
2009 年 3 月	久游在日本推出《宠物森林》，并计划 2009 年在日本再运营 2-3 款大型网络游戏。
2009 年 4 月	盛大游戏《永恒之塔》正式开放测试。
2009 年 5 月	完美时空投资 1500 万元于成都网络游戏开发商。
2009 年 6 月	中国文化和商务部联合发布《关于网络游戏虚拟货币交易管理工作的通知》，该通知对虚拟货币进行了准确的定义，并且明确的指出，同一家企业不能同时经营虚拟货币的发行与交易，虚拟货币不得用以支付、购买实物产品，或兑换其他企业的任何产品和服务，防止网络游戏虚拟货币对现实金融秩序可能产生的冲击。
2009 年 6 月	博瑞传播拟以最高不超过 4.81 亿元收购成都梦工厂网络信息有限公司 100% 股权，此举意味公司将正式进军网络游戏业。
2009 年 6 月	盛大游戏独家运营 CyberStep 旗下《热血英豪 2》和《机甲英豪》。
2009 年 6 月	网络游戏公司汉森信息获松和资本 5000 万元风投。
2010 年 7 月	盛大游戏将与日本游戏开发商 SNK 共同开发《拳皇世界》网络游戏。
2010 年 7 月	腾讯公司与美国 Talk-Two 合作开发《NBA 2K》系列网络游戏。
2009 年 11 月	文化部下发《关于改进和加强网络游戏内容管理工作的通知》，重点阐述了网络游戏经营单位的监管新措施，从建立网络游戏经营单位自我约束机制、完善网络游戏内容监管制度，以及强化网络游戏社会监管与行业自律等三个方面，提出了具体要求。明确要求网络游戏企业要创新游戏规

	<p>则, 改变以打怪升级为主导的游戏模式, 对游戏玩家之间 PK 系统、婚恋系统等进行更加严格限制, 采取技术措施, 加强对未成年玩家的注册指导和游戏时间限制; 要专设机构人员负责产品内同自审自查, 并指出将建立巡查制度, 针对网游的故事背景、情节语言等方面进行检查。</p>
2009 年 12 月	<p>腾讯将与巨人网络联合运营网络游戏《绿色征途腾讯版》。</p>
2009 年 12 月	<p>巨人网络首款代理的体育社区网游《体育帝国》与体坛网在北京宣布结成战略合作伙伴, 开创网游异业合作的全新模式。</p>
2009 年 12 月	<p>中移动表示将着力打造中国最大的精品游戏平台, 并在 2010 年涉及 PC 网络游戏。</p>
2009 年 12 月	<p>腾讯游戏与北通展开合作, 与北通携手打造网络游戏新体验, 利用双方的品牌优势整合资源, 《地下城与勇士》与北通合作正式合作。</p>
2009 年 12 月	<p>空中网 8000 万美元并购大承网络。</p>
2009 年 12 月	<p>腾讯与蜗牛达成协议, 双方将于 2010 年共同运营网游产品。</p>
2009 年 12 月	<p>电影风云上映, 其同名网游产品由久游开发也将同期上市。</p>
2009 年 12 月	<p>深圳中青宝网络科技股份有限公司 IPO 通过, 成为国内首家以网络游戏为主营业务登陆 A 股的网游公司。中青宝计划发行 2500 万股, 占发行后总股本的比例未 25%, 募集资金拟投向网游新产品开发等 3 个项目, 募集资金投入总额为 3.5 亿元。</p>
2009 年 12 月	<p>金山软件与盛大游戏发展有限公司宣布合作, 双方将共同成立合资公司, 这是盛大游戏与金山联合运营金山 3D 游戏《剑网 3》后, 盛大集团现有的文学、音乐、电影资源, 及计费收费渠道、客服中心、积分等平台服务也将对合作公司的游戏开放。</p>
2009 年 12 月	<p>网龙公司和迪士尼公司联合打造首款大型回合网游《梦幻迪士尼》正式启动。</p>
2010 年 1 月	<p>盛大游戏宣布将斥资 8000 万美元收购美国网页游戏运营公司麻吉传媒, 未来大型游戏 WEB 化将成为盛大未来重要策略之一。</p>
2010 年 1 月	<p>盛大游戏正式宣布收购网游业新锐金库游戏, 并成功代理《Bubble fighter》、《传奇 3》, 获得《热血传奇》电影改编权。</p>
2010 年 2 月	<p>湖南卫视将在其新媒体平台金鹰网推出一个名为“芒果游戏乐园”的网络游戏平台, 湖南卫视进军网</p>

	游成为国内第一家涉足网游的电视台。
2010年3月	盛大网络与中国网络电视台展开全面战略合作，双方将整合优势资源，形成全方位的合作，横向上涉及网络视频、游戏、影视、文学、音乐、无限、在线平台等业务，纵向上包括内容制作、技术支持、授权合作等领域。
2010年3月	麒麟游戏与迅游加速器展开合作，从游戏功能层面上进行双向优化，为网游玩家提供更好的网络服务。目前，双方将针对麒麟游戏旗下的《成吉思汗》进行首度合作，迅游将推出《成吉思汗》专用版为《成吉思汗》玩家提供加速服务。
2010年3月	金山软件公布网络游戏新产品，其新武侠网络游戏独孤九剑的官方网站已正式上线，其计划2010年将推出近十款自主研发的网络游戏产品。
2010年3月	完美时空宣布已与日本网游运营商 C&C Media 签署协议，斥资 2100 万美元收购后者 100% 股权，将其列为全资子公司，完美时空将直接进入日本市场。
2010年3月	财界网旗下游戏运营平台“17ok 游戏”上线。
2010年3月	久游网在上海总部宣布，将正式启动网游 3D 视觉化战略。
2010年4月	电讯盈科今日宣布与智傲网络游戏集团达成合作协议，其旗下拥有 17 万首歌曲集音乐库 MOOV.hk 将共同打造第二代虚拟社交平台《劲舞团 MOOV》。
2010年4月	湖南联盛网络科技有限公司于湖南红网新闻网络传播有限责任公司签署了战略合作协议，标志着双方共同打造中南地区最强的网络游戏研发运营机构的正式启动，而红网将全方位宣传推广《白金岛》。
2010年4月	四川卫视与北京光宇华夏达成合作，将借道光宇华夏的《炫舞吧》正式进军网游。
2010年4月	空中网全资子公司大承网络正式公布了旗下一款全新的 3D 武侠网络游戏《侠客行》，将于 2010 年下半年推出。
2010年4月	淘宝获得文化部批准，可以利用互联网进行网络游戏虚拟货币交易。
2010年5月	麒麟《成吉思汗 2》和迅雷合作，迅雷将利用技术优势，开辟《成吉思汗 2》客户端专属下载通道。这次合作也将为网络游戏带来新的发展思路。

2010年5月	新浪游戏和 315 消费电子投诉网达成合作伙伴关系，为玩家开辟快速通道，第一时间解决玩家因网游消费而引起的纠纷，共同维护玩家的合法权益。
2010年5月	九城与韩国 Webzen 签署续约协议，继续获得 Webzen 研发的大型 3D 多人在线游戏《奇迹世界》中国大陆地区独家运营权。
2010年5月	空中网研发小说同名网游《恶魔法则》，预计明年推出。
2010年5月	九城与美国网络游戏开发商 Red 5 Studios.Inc 联合宣布双方达成投资协议，九城将投资约 2 千万美元以获得 Red5 的多数股权。
2010年5月	网易近期将发布 3D 潮爆飞行网游《迷幻王子》，主打 90 后玩家群，寄望于打造一个属于 90 后的虚拟世界。
2010年5月	178 游戏网注资 500 万元投资原华娱旗下单机游戏网站 3DMGAME。
2010年5月	麒麟游戏正式宣布与中国电信旗下网络休闲娱乐运营商中国游戏中心达成战略合作协议，双方将于今年下半年联合运营最新网络游戏大片《成吉思汗 2》。
2010年6月	中国文化部正式发布《网络游戏管理暂行办法》，首次系统的对网络游戏的娱乐内容、市场主体、经营活动、运营行为 and 法律责任做出明确规定，首次确认了从事网络游戏活动的基本原则，明确了使用范围及“网络游戏”、“网络游戏上网运营”、“网络游戏虚拟货币”等概念，同时对网络游戏内容管理、未成年人保护、经营行为、虚拟货币等有关网游市场的热点话题做出了明确的制度安排。这是中国第一步专门针对网络游戏进行管理的规范的部门规章,该办法将于 2010 年 8 月 1 日正式实施。
2010年6月	盛大游戏正式宣布,已成功和俄罗斯 Nival Network 公司签订代理协议,盛大游戏旗下网络产品《星尘传说》将于 2010 年内登陆俄罗斯市场。
2010年6月	腾讯网络游戏 QQ 农场推出手机版。
2010年6月	麒麟游戏表示正在筹划研发《红楼梦》。
2010年6月	华纳兄弟旗下的华纳互动娱乐公司宣布与乐高集团联合负责即将上市的网友《乐高宇宙》，零售版本计划会拓展到全球范围。
2010年6月	盛大代理的网络游戏《龙之谷》将推出漫画版。

2010 年 7 月	由唐骏、梁咏伦参与投资的上海联游近日内完成一项收购，被购公司为一家地处上海的网络游戏研发公司，该公司此前曾接受过盛大 18 基金的投资。
2010 年 7 月	南京乐翻天网络有限公司注资 3000 万元人民币成立南京研发中心。

来源：二手信息,清科研究中心整理,2010.07

www.zero2ipo.com.cn

2. 2004-2010 年上半年中国网络游戏市场投资统计分析

2.1. 投资规模分析

2009 年，中国网络游戏行业共有 17 起投资案例，其中已经披露金额的投资案例为 15 起，披露投资金额总额为 10027 万美元，平均单笔投资金额为 668 万美元。总投资案例数量同比下降 19.05%，披露的投资金额总数同比下降 44.12%。这是 2005 年以来，中国网络游戏市场投资案例集投资金额首次出现下滑局面，在一定程度上说明中国网络游戏市场已经进入了缓慢增长期，资本市场对网络游戏的态度更加冷静和客观。

数据显示，2000 年-2010 年上半年，中国网络游戏行业共有 92 起投资案例，其中已经披露的投资案例为 57 起，披露投资金额总额为 42030 万美元，平均单笔投资金额为 737.37 万美元。从 2010 年上半年的投资情况来看，中国网络游戏行业共有 6 家企业获得投资，其中披露金额的投资案例为 5 起，披露投资金额总额为 1035 万美元，平均单笔投资金额为 259 万美元。

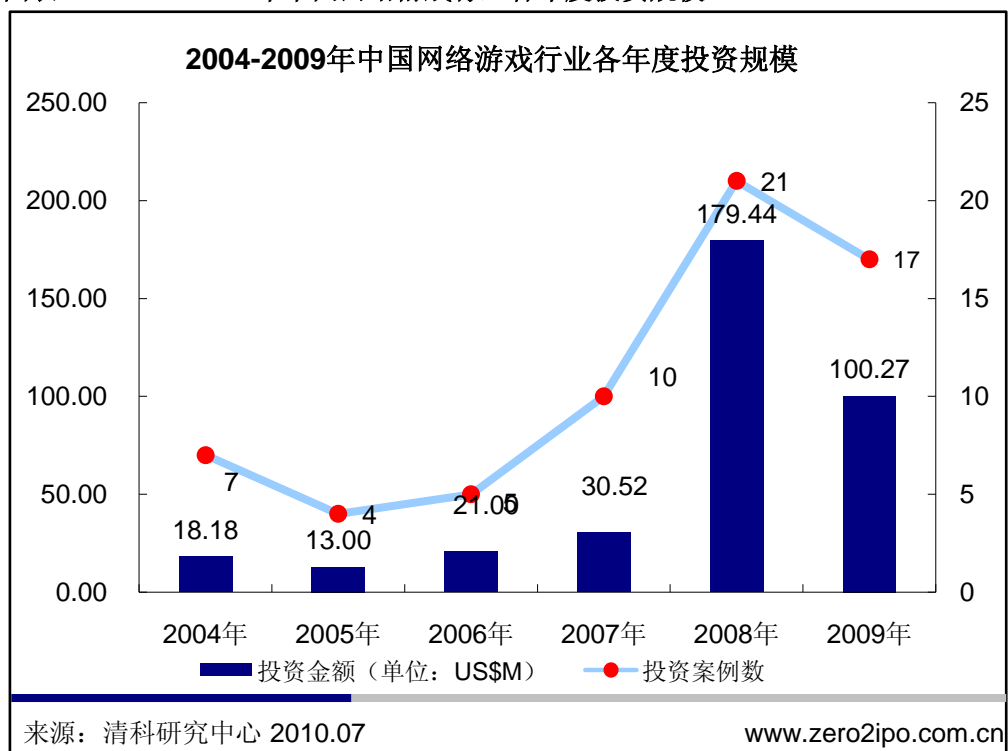
图表26 2004 -2009 年中国网络游戏行业投资规模

年度	案例数 (总)	案例数量(金)	投资金额(US\$ M)	平均投资金额 (US\$M)
2004 年	7	6	18.18	3.03
2005 年	4	3	13.00	4.33
2006 年	5	5	21.00	4.20
2007 年	10	5	30.52	6.10
2008 年	21	14	179.44	12.82
2009 年	17	15	100.27	6.68
合计	64	48	362.41	7.55

来源：清科数据库 2010.07

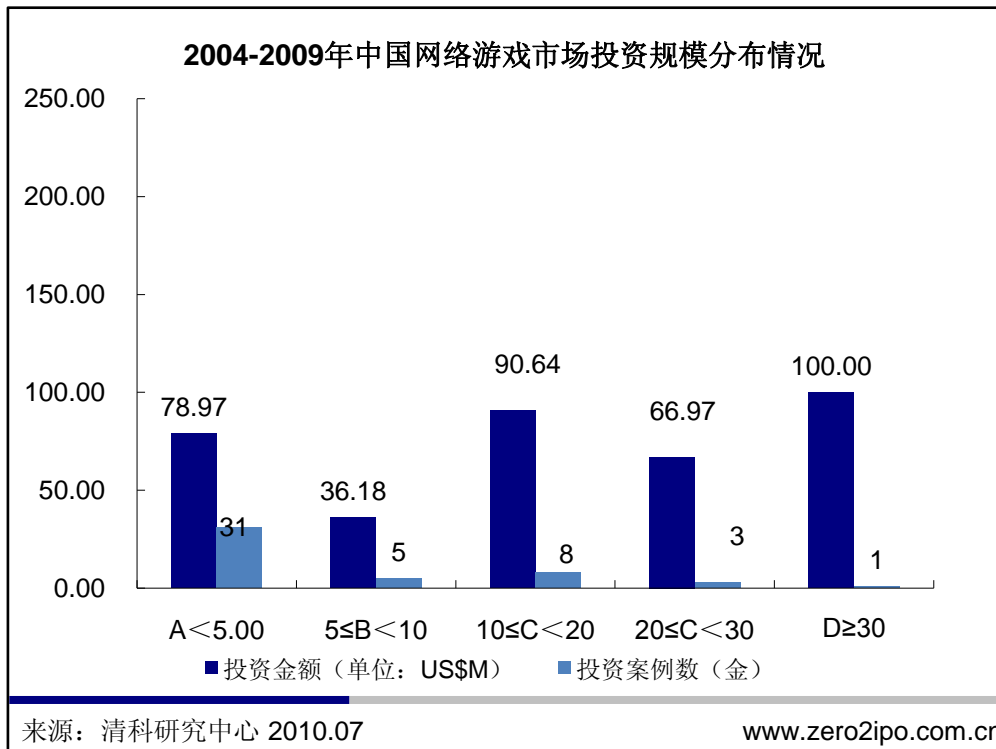
www.zero2ipodb.com

图表27 2004-2009年中国网络游戏行业各年度投资规模



从2004-2009年已经披露的48起案例中可以看到,投资规模小于500万的投资案例数为31起,占比达64.58%,31起案例的投资金额总数为7897万美元,占总投资金额的18.79%;其次是投资金额规模介于1000-3000万美元之间的案例数为8起,占比为16.67%,8起投资案例总金额数为9064万美元,占总投资金额的21.57%。在中国网络游戏6年的投资案例中,仅有1起投资案例金额为10000万美元,案例金数较大。

图表28 2004-2009年中国网络游戏市场投资规模分布情况



2.2. 投资轮次分析

2004-2009 年中国网络游戏投资案例中，Series A 投资案例数量仍占据市场主要份额，共披露投资案例 34 起，投资金额为 12317 万美元，在总体投资案例中的占比分别为 53.13%和 33.99%。此外，有 18 起投资案例未披露投资轮次，占比达 28.13%。

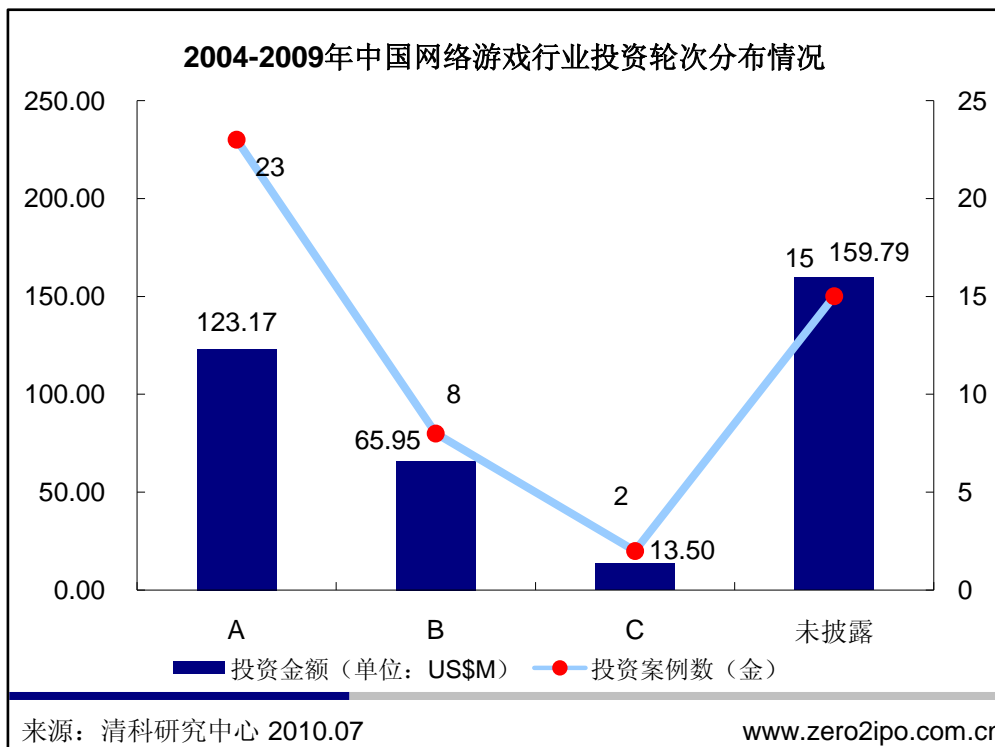
图表29 2004-2009 年中国网络游戏行业投资轮次分析

投资轮次	案例数 (总)	比例	案例数(金)	投资金额 (US\$M)	比例	平均投资额 (US\$M)
A	34	53.13%	23	123.17	33.99%	11.20
B	9	14.05%	8	65.95	18.20%	8.24
C	3	4.69%	2	13.50	3.73%	6.75
未披露	18	28.13%	15	159.79	44.09%	10.65
合计	64	100.00%	48	362.41	100.00%	7.55

来源：清科数据库 2010.07

www.zero2ipodb.com

图表30 2004-2009 年中国网络游戏行业投资轮次分布情况



2.3. 投资阶段分析

2004-2009 年中国网络游戏行业投资仍是以初创期和扩张期阶段为主，这与中国互联网行业投资阶段相契合。从 2004 年以来的投资阶段可以看出，扩张期遥遥领先于其他投资阶段，已披露的投资案例数为 33 起，占比达 51.57%；从投资金额来看，扩张期居多，已披露的投资案例金总数为 27945 万美元，占比达 77.11%。

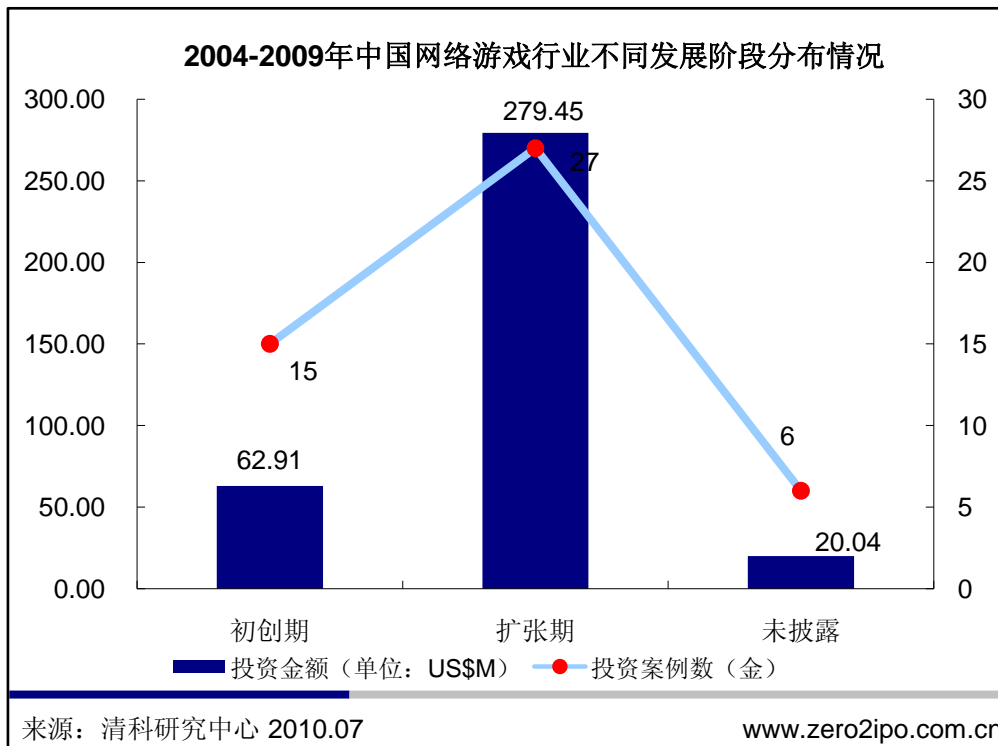
图表31 2004-2009 年中国网络游戏行业创投市场不同企业发展阶段投资规模

投资阶段	案例数 (总)	比例	案例数 (金)	投资金额 (US\$M)	比例	平均投资额 (US\$M)
初创期	23	35.94%	15	62.91	17.36%	4.19
扩张期	33	51.57%	27	279.45	77.11%	10.35
未披露	8	12.50%	6	20.04	5.53%	3.34
合计	64	100.00%	48	362.41	100.00%	7.55

来源：清科数据库 2010.07

www.zero2ipodb.com

图表32 2004-2009 年中国网络游戏行业投资企业不同发展阶段分析



2.4. 投资地区分析

2004-2009 年中国网络游戏行业投资热点区域以上海为主，上海网络游戏行业投资案例数为 29 起，占比为 45.32%，上海地区已经披露金额的投资案例为 17 起，总投资金额为 12388 万美元，占比达 49.07%，平均投资额为 1046 万美元。北京地区网络游戏投资案例数位居第二，投资案例总数为 19 起，占比达 29.69%，其中已经披露的投资案例数位 17 起，投资金额占比为 34.19%，平均投资额为 729 万美元。在网络游戏行业中，上海、北京地区是投资最为活跃的地区，遥遥领先于其他地区。

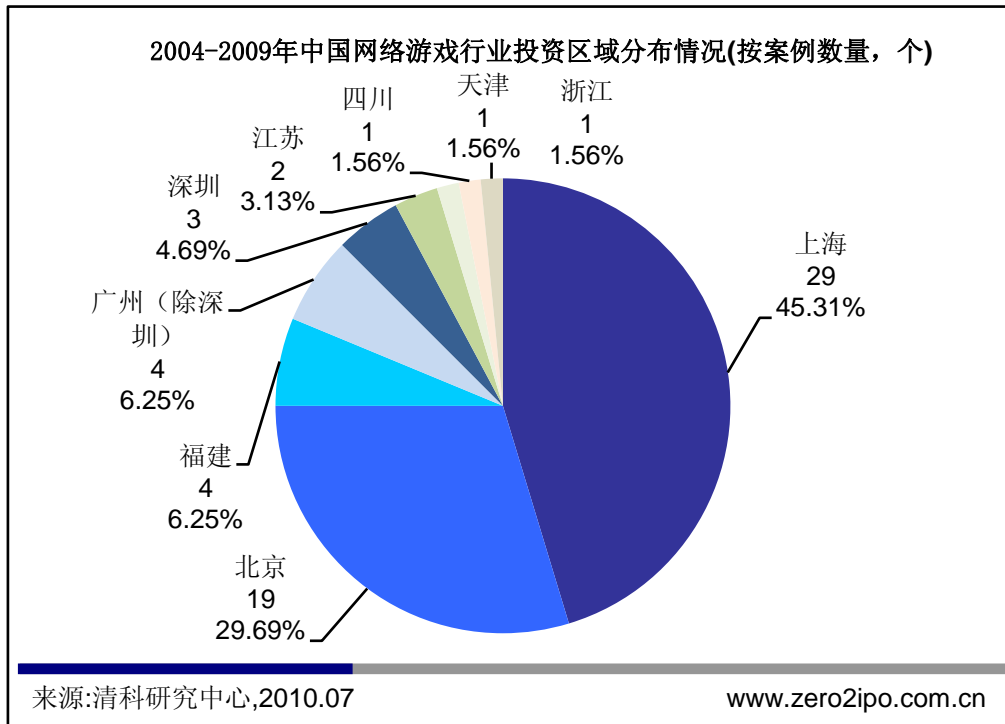
图表33 2004-2009 年中国网络游戏市场投资地区分析

地域	案例数 (总)	比例	案例数 (金)	投资金额 (US\$M)	比例	平均投资额 (US\$M)
北京	19	29.69%	17	123.88	34.19%	7.29
上海	29	45.32%	17	177.81	49.07%	10.46
福建	4	6.25%	2	4.74	1.31%	2.37
广东 (除深圳)	4	6.25%	4	26.40	7.29%	6.60
深圳	3	4.69%	3	10.23	2.83%	3.41
浙江	1	1.57%	1	1.46	0.41%	1.46
江苏	2	3.13%	2	6.42	1.78%	3.21
四川	1	1.57%	1	1.46	0.41%	1.46
天津	1	1.57%	1	10.00	2.76%	10.00
合计	64	100.00%	48	362.41	100.00%	7.55

来源：清科数据库 2010.07

www.zero2ipodb.com

图表34 2004-2009年中国网络游戏行业投资地区分布



2.5. 币种投资分析

2004-2009 年中国网络游戏行业投资案例中，外币与人民币投资案例数量与总投资额都存在一定的差异。在已经披露的 64 起案例中，外币投资为 32 起，人民币投资案例数仅为 16 起；投资金额方面，外币投资金额明显超过人民币投资金额，外币投资金额达到 28382 万美元，占比达 78.32%。我们认为，随着中国网络游戏市场发展逐渐进入成熟期，中国人民币基金的快速发展，人民币在网络游戏市场的投资将进一步加大，但是外币仍在一定时间内扮演重要的角色。

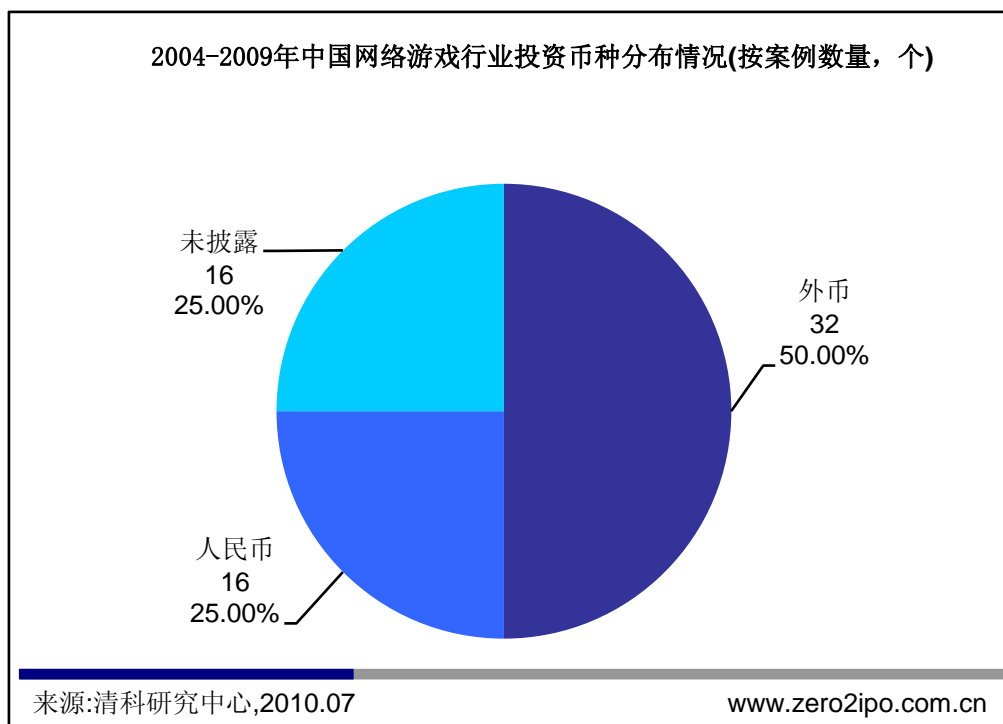
图表35 2004-2009 年中国网络游戏行业不同币种投资规模

投资币种	案例数 (总)	比例	案例数 (金)	投资金额 (US\$M)	比例	平均投资额 (US\$M)
外币	32	50.00%	31	283.82	78.32%	9.16
人民币	16	25.00%	16	78.34	21.62%	4.90
未披露	16	25.00%	1	0.24	0.07%	0.24
合计	64	100.00%	48	362.41	100.00%	7.55

来源：清科数据库 2010.07

www.zero2ipodb.com

图表36 2004-2009 年中国网络游戏行业投资币种分布情况



3. 中国网络游戏市场创业投资和私募股权投资市场退出统计分析

3.1. 中国网络游戏 IPO 市场规模

截止 2010 年上半年,中国网络游戏上市公司有 11 家,其中,4 家公司分布于北京,3 家公司分布于上海,2 家公司分布于深圳,另外各有 1 家公司分布于广州和福建。在 11 家公司中,具有 VC/PE 支持的公司共有 8 家,占比达 72.73%,这在一定程度上说明网络游戏受资本关注的火热程度。

图表37 中国网络游戏企业 IPO 一览表

公司名称	股票代码	上市时间	所在地区	筹资额	发行市盈率	是否有 VC/PE 支持
网易	NTES	2000-06-30	广州	USD69.75M	53.5	是
盛大游戏	GAME	2009-09-25	上海	USD1043.75M	N/A	否
完美时空	PWRD	2007-07-26	北京	USD188.8M	N/A	是
巨人网络	GA	2007-11-01	上海	USD886.56M	124.76	是
畅游时代	CYOU	2009-04-02	北京	USD120M	7.02	否
第九城市	NCTY	2004-12-15	上海	USD103.28M	76.9	是
中华网	CHINA	1999-7-13	北京	USD84.00M	N/A	否
网龙	8288.HK	2007-11-02	福建	USD120M	166.29	是
腾讯	0700.HK	2004-06-16	深圳	USD200.53M	21.2	是
金山软件	3888.HK	2007-10-09	北京	USD99.04	35.9	是
中青宝网	300052	2010-02-11	深圳	RMB750M	93.75	是

来源:二手信息,清科研究中心整理,2010.07

www.zero2ipo.com.cn

对于具有 VC/PE 支持的网络游戏上市公司,VC/PE 退出情况如下:

(一) 完美时空

北京完美时空网络技术有限公司(PWRD)于 2007 年 7 月 26 日在纳斯达克证券交易所上市,发行股票 1180 万股,募集资金 1.888 亿美元。2006 年 9 月,赛富亚洲以现金 700 万美元,于 2007 年 7 月 28 日退出完美时空,获得 33.60 倍账面回报。

(二) 巨人网络

上海征途网络科技有限公司(GA)于 2007 年 11 月 1 日在纽约证券交易所上市,发行股票 5720 万股,募集资金 8.87 亿美元。海纳亚洲注资上海征途网络科技有限公司 5000 万美元,并于 2007 年 11 月退出巨人网络,获得 1.36 倍的账面回报。

(三) 第九城市

第九城市计算机技术咨询(上海)有限公司于 2004 年 12 月 15 日在纳斯达克证券交易所上市,发行股票 607.5 万股,Bosma 于九成上市前获得其 36.91%的股权,上市后持股数占 28.35%。

（四）网龙

网龙计算机网络信息技术有限公司（8288.HK）于 2007 年 11 月 2 日在香港创业板上市，发行股票 9560 万股，募集资金 126001 万港币。IDG 资本以 66.18 账面回报率退出，中国风险投资与深圳创新投分别以 8.16 账面回报率退出。

（五）中青宝网

深圳市中青宝网络科技股份有限公司（ZQGAME.COM）在深圳证券交易所创业板上市，发行股票 2500 万股，募集资金 7.5 亿元人民币。2007 年 12 月 28 日，深创投和中科招商分别以现金 2080.00 万元和 1040.00 万元对宝德网络进行增资，获得其 8.0%和 4.0%的股权。2008 年 4 月 28 日，宝德网络整体变更为深圳市中青宝网络科技股份有限公司，深圳创投和中科招商分别获得 600 万股和 300 万股，两者的持股比例保持不变。至中青宝上市前，深创投和中科招商的持股权比例未发生变化。上市后，两者的持股比例被稀释为 6.0%和 3.0%，按发行价 30.00 元计算，深创投和中科招商所持股份均可获得 8.65 倍的投资回报。

3.2. 2003-2010 年上半年中国网络游戏市场并购分析

2003 年以来，从中国网络游戏产业链上下游参与者的角度分析，中国网络游戏并购事件共发生 28 起，相比于其他互联网细分领域而言，中国网络游戏市场并购事件数量较多，一定程度上表明并购是中国网络游戏行业企业快速发展所选择的主要途径之一。我们预计，随着中国网络游戏市场发展速度放缓及国家队网络游戏行业管制进一步严格，网络游戏行业又将出现并购的热潮，其中中小网络游戏开发公司仍是并购的主要对象。

图表38 2003-2010 上半年中国网络游戏行业并购事件

并购时间	被并购方	并购方	并购金额 (US \$ M)	所占股权
未披露	美国 ZONA 公司	盛大	未披露	100%
2003-2	数龙科技	盛大	未披露	未披露
2003-9	吉胜	盛大	未披露	未披露
2004-1	数位红	盛大	6.00	65%
2004-4	目标软件	第九城市	未披露	100%
2004-7	浩方在线	盛大	未披露	未披露
2004-8	边锋软件	盛大	20.00	100%
2004-11	Actoz	盛大	91.70	29%
2005-1	耀阳	久游网	未披露	100%
2005-2	新浪	盛大	168.70	20%
2005-8	ChinaIn-teractive	第九城市	未披露	33%
2005-12	游戏茶苑	盛大	未披露	100%
2007-6	光通	CDC 游戏	未披露	未披露
2007-7	锦天科技	盛大	10.00	100%
2007-11	NCSOFTChina	盛大	3.00	30%
2008-1	Tom 在线	联众世界	未披露	100%
2008-4	逸海情天	完美时空	3.00	未披露
2008-7	豌豆互动	千橡互动	1.48	未披露
2008-9	某中国在线游戏公司	韩国社交&在线游戏网站	未披露	未披露
2008-12	InterServ Caymans	完美时空	23.00	100%
2009-5	叶网科技	完美时空	2.21	未披露
2009-6	成都梦工厂	完美时空	481.00	100%
2009-6	华友世纪	盛大	46.20	51%
2009-12	大承网络	空中网	80.00	未披露
2010-1	麻吉传媒	盛大游戏	80.00	未披露
2010-1	金酷游戏	盛大游戏	未披露	未披露

2010-3	Red 5 Studios	第九城市	20.00	未披露
2010-3	C&C Media	完美时空	21.00	100%
2010-5	完美风暴	哆可梦	8.84	100%
2010-5	搜狐畅游	冰动娱乐	未披露	未披露
2010-5	希佩德	Zynga Game	未披露	100%

来源：清科研究中心 2010.07

www.zero2ipodb.com

4. 中国网络游戏市场发展投资机会与风险分析

4.1. 中国网络游戏市场发展趋势分析

从中国网络游戏的市场发展情况分析，中国网络游戏市场的发展趋势如下七点：

（一）中国网络游戏产品 3D 化趋势明显

在市场进入理性回归之时，中国网络游戏内容提供商为了求得长远的发展，将逐渐克服浮躁的研发情绪，从游戏的品质上做文章，丰富游戏品类，较为值得关注的即为 3D 游戏产品。

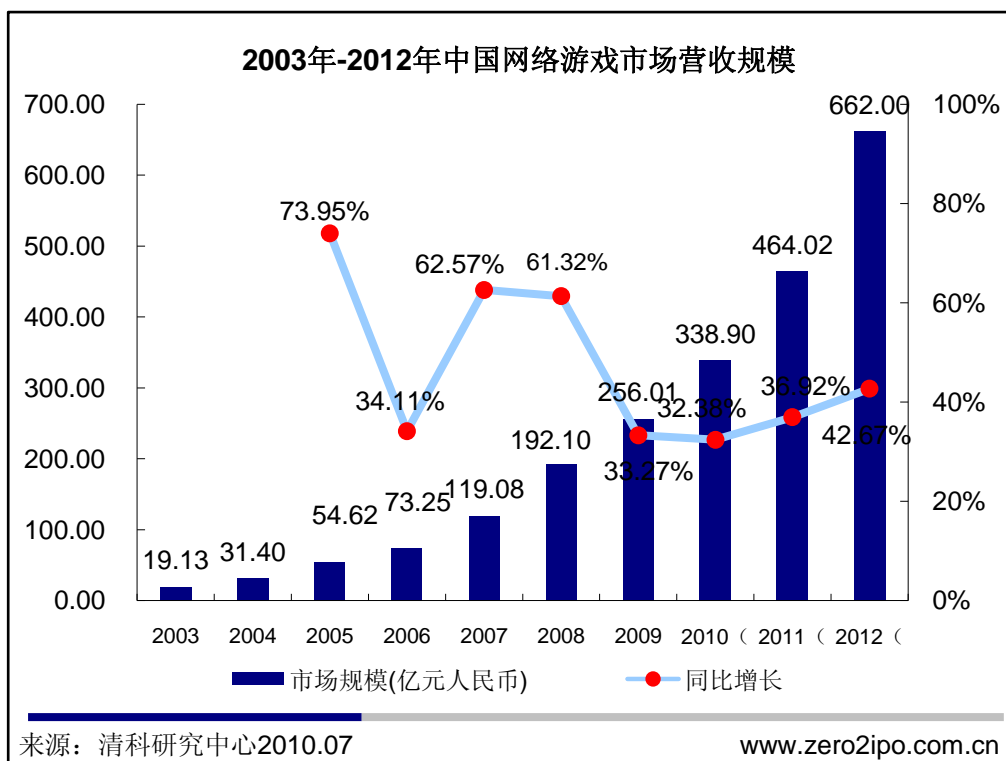
（二）媒体化进程及新收费模式的摸索将加速中国网络游戏的商业模式创新发展

一方面，从网络游戏盈利模式来看，随着网络游戏媒体化进程的加快，广告将成为网络游戏新的利润增长点。另一方面，从网络游戏收费模式来看，随着中国网络游戏市场营收的增长趋缓，以道具或者时长收费等盈利模式将面临挑战。预计未来，中国网络游戏盈利将出现以“游戏玩家相互交互道具，网络游戏运营商获得分成”等新颖的收费模式，增加用户粘性同时创新盈利模式。

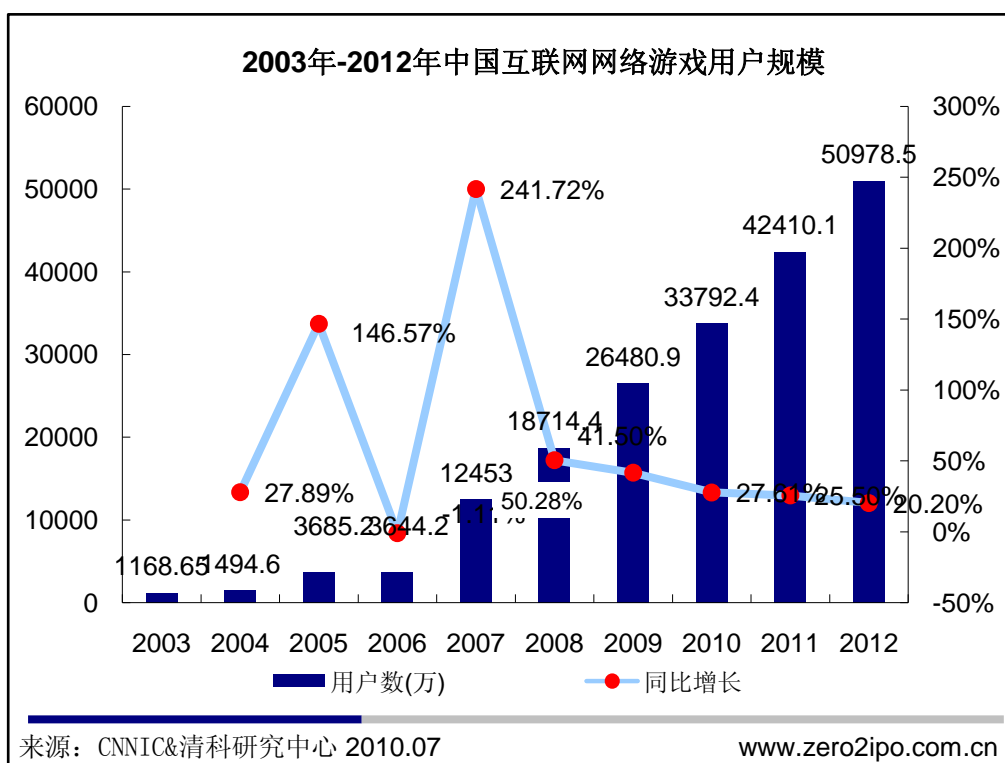
（三）中国网络游戏市场的营收与用户数量持续增加，增速放缓

数据显示，预计 2010 年，中国网络游戏的市场营收规模为 338.90 亿元人民币，相比于 2008 年增幅为 32.38%；中国网络游戏市场用户规模为 3.38 亿人，相比于 2008 年增幅为 27.31%。

图表39 2003-2012 年中国网络游戏市场营收规模



图表40 2003-2012年中国网络游戏用户规模



（四）中国网络游戏的跨界合作案例日渐增多

随着中国文化产业快速与融合发展，中国网络游戏的跨界合作将日渐明显，尤其是与传统文化娱乐产品的结合，并购及联合运营将成为跨界合作的主要方式。

（五）中国网络游戏海外将进一步海外拓展

预计 2010 年之后，中国网络游戏将进一步海外拓展，除一些大型的网络游戏运营商自建海外运营体系外，一些中小型的网络游戏内容提供商将通过联合运营、合作开发等形式进入海外市场。值得关注的海外市场仍主要集中在东南亚市场，此外，俄罗斯市场值得关注。

（六）外围企业将通过并购或战略投资形式进入网络游戏市场

预计在网络游戏的盘整期内，并购与战略投资将成为外围企业进入网络游戏市场的主要途径。在外围企业进入网络游戏企业的进程中，有三类企业值得关注：一是影视传媒机构；二是中国电信运营商；三是部分互联网企业，如淘宝等。此外，随着互联网与移动互联网应用的“无界化”发展，一些较具实力的无线互联网企业也将进入网络游戏市场。

（七）“国家队”将主要通过合作方式进入网络游戏市场

随着中国网络游戏市场整治力度的逐渐加大，政府从内容、运营、支付到虚拟货币环节层层管控，一方面，深化网络游戏市场的健康发展；另一方面，经过网络游戏市场的洗牌之后，“国家队”将可能通过并购或者联合运营的形式介入网络游戏市场，2010 年上半年，央视网与盛大的合作、“红色网游”中青宝网 IPO 等就是“国家队”进入网游市场的先行征兆。

4.2. 中国网络游戏市场投资机会分析

中国网络游戏市场经过十余年的发展，资本市场对此类市场一直较为关注，前期的市场投资主要集中在网络游戏开发商及网络游戏运营商层面。而在“后网游”时代，中国网络游戏的投资关注点有所保留也有所转移。我们认为，未来，中国网络游戏产业的投资机会主要集中在以下四方面：

（一）中小网络游戏开发商，甚至是小规模的游戏研发团队

前期，中国网络游戏市场投资关注点主要集中在大型游戏开发商及网络游戏运营商层面，对于中小网络游戏开发商尤其是具有运营能力或者海外游戏研发能力的游戏厂商关注度不足，而随着中国网络游戏市场步入盘整期后，游戏品质的提升对于游戏厂商的持续发展至关重要。另一方面，中国网络游戏“走出去”战略的指引下，一些具有海外游戏研发背景的厂商值得资本市场关注。

（二）综合或垂直的网络游戏运营平台商

平台化发展是网络游戏运营的趋势之一，用户也更趋于通过“一站式”体验获得所需的游戏品类。一些网络平台运营商凭借市场先发优势尽管已经聚集了庞大的用户群体及丰富的游戏产品，但由于前期平台运营投入较大，后续发展对于资金的需求较为旺盛，为资本市场的接入创造了机会。此外，在网络游戏的市场盘整期中，一方面，部分平台运营商拟并购一些小型游戏开发商，发展为“产品+运营”的模式；另一方面，部分平台运营商需继续海外拓展之路，这都增加了对资本的需求。

（三）虚拟货币交易平台商

中国政府相继出台了系列严厉的措施规范网络游戏虚拟货币交易市场，对于理顺市场具有积极的作用，不过“严打”必然使行业优胜劣汰，对于本身处于发展初期的企业而言，生存面临挑战，这也是资本市场进入的最佳时期之一。

（四）与网络游戏相关的一些行业服务提供商

网络游戏的兴起与发展牵动整条产业链的各个环节。未来，随着网络游戏步入成熟期，一些与网络游戏相关的服务行业值得关注，如 IGA 广告行业、网游加速器企业、网游安全企业、网游安装交易企业、在线支付企业等。

4.3. 中国网络游戏市场投资风险分析

中国网络游戏市场投资面临的主要风险有：

（一）政策风险

中国网络游戏市场已经引起了中国政府相关监管部门的广泛关注，行业立法纷纷制定。未来，预计国家将继续加大对市场的监管，包括游戏的审批、运营环节、虚拟货币交易等环节，尤其是针对未成年人网络游戏的监管力度将持续加强，不排除出台更为严厉的政策，一定程度上加大了投资网游行业的政策监管风险。

（二）行业风险

首先，从游戏品质来看，同质化明显，中国自主研发的游戏创新力度不足；

其次，从运营角度来看，国内运营格局已经形成，海外拓展仍需一段相当长的发展时间；

再次，从盈利角度来看，在线时长及道具收费面临疲软，新的收费模式尚未清晰；

最后，从用户角度来看，用户年轻化与收入较低的现状一定程度影响游戏的盈利前景。

此外，虚拟货币的运营与交易也将在政策监管下存在一定的进入壁垒与运营风险。

5. 典型案例分析

目前，从中国网络游戏市场发展情况来看，一些大型的有代表性的网络游戏公司均已经上市，VC/PE在此类企业中的投资机会较小，为此，本报告关注的典型案例是分布于网络游戏产业链上下游的中小型企业。

5.1. 上海绿岸网络科技有限公司

上海绿岸网络科技有限公司是一家整合网络游戏技术与产品研发、游戏运营、销售、推广的互动娱乐产品为一体的综合服务商。目前公司大陆独家运营大型神话网络游戏《蜀门 OL》，并负责后续合作、代理、自主研发等环节。绿岸科技自 2009 年 8 月运营《蜀门 OL》以来，试运营不足一个月的时间，就已经开启了 9 大区 70 多组万人服务器，注册用户 485 万人，同时在线人数突破了 36 万人。

5.2. 广州百游汇数码网络科技有限公司（简称：百游）

百游成立于 2007 年，已有员工 300 多人，其中包括杭州 100 多人的研发团队。百游成立三年多以来，运营四款游戏，包括《兽血外传》、《倾国倾城》、《兽血天下》、《龙腾时间》，目前正是上市运营的自主研发的《兽血外传》，并取得了一定的市场表现。预计 2010 年将推出 3-4 款游戏产品。此外，百游获得《凡人修仙传》游戏改编权，此款改编游戏值得期待。

目前，已经组建海外部，自主研发的《兽血外传》将率先推出海外，主要面向台湾及东南亚地区。

5.3. 5173

5173.com（中国网络游戏服务网）成立于 2002 年 11 月，运营总部设立在中国金华，管理总部设立在中国上海，目前拥有员工 3000 多人。5173 是一家游戏增值也电子商务服务平台，为网游企业、用户提供网络游戏装备、账号、点卡、代练等众多领域的交易服务。

2005 年 5173 推出全新的“寄售”服务，2006 年推出“担保”服务，2009 年推出“求购”服务，这种创新的交易模式成为网络游戏物品交易的标准化模式。

目前，5173.com 的活跃用户数已经超过了 1500 万人，日均 PV 超过 2000 万，日发布信息超过 36 万笔，交易量占整个虚拟物品平台交易额的 90%以上。

从 2004 年开始，5173 先后获得 IDG 技术创业投资基金、IDG 风险投资与华登风险投资、IDGVC 及 WALTON 及 AEEST 三轮投资。

从中国网络游戏市场来看，好望角、2366 等与 5173 的运营模式相似，不过目前其规模较小。在国家加大对网络游戏虚拟货币政策监管之时，由于行业进入壁垒较高，一些原有企业具有一定的发展空间，但也不排除受制于政策、资金等因素制约。

5.4. 火石软件（广州）有限公司（简称：火石）

火石软件（广州）有限公司是国内领先的网络游戏公司，拥有员工 200 余人，研发团队的技术实力较强。火石一直坚持产品的自主研发，火石旗下的火石工作室现已研发出的 MMORPG 类产品包括《大话水浒》、《西游 Q 记》、《水浒 Q 传 2》。2009 年，火石开始涉足社交游戏的开发和制作，已有产品为《玩酷农场》、《开心果》。

2006 年，火石软件获得了鼎晖投资 1000 万美元融资。

5.5. 北京像素软件科技股份有限公司（简称：像素）

北京像素软件科技股份有限公司成立于 2002 年 3 月，主要从事游戏软件的开发，尤其致力于大型网络游戏的研发领域。像素研发的“刀剑”品牌作品如《刀剑封魔录》、《刀剑封魔外传——上古传说》、《刀剑 Online》、《寻仙》、《刀剑 2-封魔录》。其中，2002 年发行的《刀剑封魔录》进入欧美市场，并取得了不错的市场表现。

像素已经拥有 4 款运营产品已有 4 款运营产品推广到韩国、日本、欧洲、北美等数十个国家和地区。

目前，像素暂无对外公布的投资事件。

6. 2008-2010 年上半年中国网络游戏市场典型投资案例分析

投资案例一

投资时间	投资方	被投资方	行业（二级）	运营主体所在地	投资轮次	投资金额（US\$M）
2008-05	NEA、Northern Light	蓝港在线	网络游戏	北京	B	25.00

2008年5月，蓝港在线（北京）科技有限公司宣布获得NEA、Northern Light等创投机构的第二轮投资，投资总额达到2,500.00万美元。2007年5月，蓝港在线曾获得来自IDGVC总额为1,000.00万美元的首轮投资。本次融资将主要用于蓝港在线平台级技术研发、顶尖游戏设计人才招聘、大规模市场营销以及进一步加大运营服务投入。

蓝港在线成立于2007年3月，是专业从事网络游戏研发与运营的新一代互动娱乐企业。目前，蓝港在线员工近500名，在全国14个城市常设有分支机构，旗下正在运营的首款回合制武侠题材网游《倚天剑与屠龙刀》已超过5万人同时在线。

投资案例二

投资时间	投资方	被投资方	行业（二级）	运营主体所在地	投资轮次	投资金额（US\$M）
2008-07	江苏盛泉等	蜗牛电子	网络游戏	江苏	N/A	4.40

2008年7月，苏州市蜗牛电子有限公司与江苏盛泉等创投机构达成增资扩股协议，融资金额为3,000.00万元人民币。此次融资将优化蜗牛电子的财务结构，并且为蜗牛电子改制上市奠定坚实的基础。

苏州市蜗牛电子有限公司成立于2000年10月，是中国最早的3D网络游戏研发公司之一，在3D网络游戏开发方面具有国内领先水平，是国内不多见的具备自主知识产权的3D网络游戏引擎并借此开发可商业运营游戏及虚拟世界的公司。至今，公司已成功开发及商业运营三款游戏《航海世纪》、《机甲世纪》、《街舞区》，并将陆续推出《第一虚拟》全球娱乐平台社区，《超级武林大富翁》、《机甲世纪II》、《天子》等武侠题材的大众网络游戏产品。

投资案例三

投资时间	投资方	被投资方	行业（二级）	运营主体所在地	投资轮次	投资金额（US\$M）
2008-03	汇丰直接投资（亚洲）有限公司	天津风云网络	网络游戏	天津	N/A	10.00

2008年3月31日，天津风云网络技术有限公司正式宣布获得汇丰直接投资（亚洲）有限公司注资，

注资额度 1,000.00 万美元。这是天津风云网络自今年宣布准备准备搭建多产品线娱乐平台以来的重要资本运作，也是汇丰直接投资（亚洲）有限公司首次涉足对中国网络游戏运营商的投资。此前，汇丰直接投资（亚洲）有限公司管理的科技基金在国内及亚洲其他地区的投资集中于电子、芯片、通信及无线技术、新能源等大中型高科技产业领域，专为大中华地区、印度与韩国的高增长科技公司提供发展基金。

天津风云网络技术有限公司成立于 2006 年年底，前身为一家有多年互联网从业经验的资深 IT 企业。公司于 2007 年初成功代理了韩国 MGGAME 的 3D 真武侠大作《英雄 II》。经过 1 年多的发展，《英雄 II》于 2007 年 9 月 29 日正式公开测试。天津风云凭借强大的市场运营能力及深厚的背景资源，最终获得了汇丰直投的青睐。

投资案例四

投资时间	投资方	被投资方	行业（二级）	运营主体所在地	投资轮次	投资金额（US\$M）
2009-03	启明创投、思伟投资	漫游谷	网络游戏	北京	A	N/A

2009 年 3 月，网页游戏公司漫游谷披露获得来自启明创投、思伟投资（Steamboat Ventures,LLC, 迪斯尼关联创投基金）的首轮投资。这也是经济危机以来网络游戏行业公开披露的首笔投资。

北京漫游谷信息技术有限公司（前身“游侠网”）组建于 2006 年 10 月，正式成立于 2007 年 9 月，专业从事网络游戏及 Web game 的研发、运营，依托强大的研发能力和合作伙伴关系，凭借创新精神和诚信为先的宗旨，立志于向合作伙伴和广大玩家用户提供最优秀的娱乐产品。公司产品有《英雄之门》、《华山论剑》、“游戏谷平台”。未来，北京漫游谷致力于将“游戏谷”打造成一个民族象征 Web game 精品的品牌商标。

投资案例五

投资时间	投资方	被投资方	行业（二级）	运营主体所在地	投资轮次	投资金额（US\$M）
2009-04	深创投	175 公司	网络游戏	深圳	A	N/A

2009 年 4 月，深圳创新投资集团投资深圳市 175 网络科技有限公司。

深圳市 175 网络科技有限公司成立于 2008 年 1 月，是一家专注于电子竞技类数字娱乐活动和赛事的网游公司。在原有 CS 运营的基础上，逐步融入更多的 FPS 游戏，致力打造一个 FPS 多游戏运营平台，即“一起玩平台”和 FPS 游戏社区。

投资案例六

投资时间	投资方	被投资方	行业（二级）	运营主体所在地	投资轮次	投资金额（US\$M）
2009-04	N/A	宣逸互动	网络游戏	浙江	A	1.46

2009 年 5 月，宁波奇境网络科技有限公司或境外创投公司的 1,000.00 万人民币投资，同时更为注册成立为浙江宣逸网络科技有限公司（简称“宣逸互动”）。所获资金将被用于打造国内一流的网络游戏平台——56play.com “我来玩”，同时将在 2009 年年底之前推出数款自主研发的网络游戏产品。

浙江宣逸网络科技有限公司是集网络游戏、手机游戏研发、大型网络游戏运营以及技术支持服务等位一体的新型高科技企业，依托浙江省宁波大学、浙江大学宁波软件学院的科研力量，背靠浙江省宁波四政府信产局、科技局、文化等部门的支持，为宁波首家数字娱乐（网游）研发运营商。宣逸互动为中国网通浙江省分公司、中国电信宁波市分公司、中国移动浙江省分公司、中国联通宁波市分公司的合作伙伴，为其提供内容增值、外包运营等服务。

投资案例七

投资时间	投资方	被投资方	行业（二级）	运营主体所在地	投资轮次	投资金额（US\$M）
2009-04	某国外创投	极光互动	网络游戏	北京	A	14.64

2009 年 8 月，3D 网游公司—极光互动网络技术有限公司（简称“极光互动”）宣布获得来自美国某投资机构 1.00 亿人民币的投资。

极光互动网络技术有限公司成立于 2007 年 10 月，是一家集自主研发、运营于一体的 3D 网络游戏公司。作为国内一家拥有自主研发能力的网游公司，极光互动开发的游戏题材和时空流动的概念产品不仅具有广阔国际视野，适应国际市场需求，更能贴近国内网络游戏玩家的游戏感受以及文化需求，有针

对性的开发最适合的游戏产品。

投资案例八

投资时间	投资方	被投资方	行业（二级）	运营主体所在地	投资轮次	投资金额（US\$M）
2010-03	达晨创投	迅游网络	网络游戏	四川	A	N/A

2010年3月，迅游网络获得来自达晨创投的首轮融资。

迅游网络主要业务通过迅游加速器软件为广大网络游戏玩家提供网游加速服务，迅游加速器软件主要是通过虚拟专用网络、动态路由调整、全运营商节点部署、网游数据传输路径算法、7*24小时全国网络状态监测和数据中转等多种业内领先技术及独创技术，为用户提供其到游戏服务器传输途中的整体网络传输质量优化服务。

关于清科研究中心



清科研究中心于 2001 年创立，致力于为大中华区的众多的有限合伙人、VC/PE 投资机构、律师事务所、会计师事务所、投资银行、研究机构等提供专业的研究报告和各种行业定制研究服务。研究范围涉及创业投资、私募股权、新股上市、兼并收购领域，涉及研究内容包括 VC/PE 投资情况，投资回报，人民币私募股权基金募集，私募股权房地产基金发展等系列专题研究，以及 TMT、清洁科技、生技/健康、传统行业等 10 大行业，每年主题报告出版量高达 50 份。经过近十年的积累和发展，目前清科研究中心已成为中国该领域最专业及权威的研究机构。

关于清科数据库



Zdatabase 是清科研究中心旗下一款覆盖中国创业投资及私募股权投资领域最为全面、精准、及时的专业数据库。Zdatabase 涵盖了自 1992 年以来活跃于中国地区的创业投资与私募股权投资行业的有限合伙人、投资机构、基金及其管理人员信息、基金投资信息、投资组合公司信息、并购和上市数据；同时它还囊括了创业投资与私募股权投资所涉及的政策法规、各行业市场发展信息、主要企业资料以及相应的研究报告等信息。所有数据来自定期调查问卷和每日电话访问，经过多方核对，并保持每日数据更新，以保证数据的及时、精准及权威性。

清科研究中心网址：<http://research.zero2ipo.com.cn/>

德勤为各行各业的上市及非上市客户提供审计、税务、企业管理咨询及财务咨询服务。德勤成员所网络遍及全球140个国家，凭借其世界一流的专业服务能力及对本地市场渊博的知识，协助客户在全球各地取得商业成功。德勤165,000名专业人士致力于追求卓越，树立典范。

德勤的专业人士融合在以恪守诚信、卓越服务、同心协力和融贯东西为本的德勤企业文化中。德勤团队崇尚持续学习、愿意迎接挑战以及注重专业发展。德勤专业人士积极推动企业社会责任，建立公众的信任，为所在的社群带来积极的影响。Deloitte（“德勤”）泛指一间根据英国法律组成的私人的担保有限公司 德勤有限公司（“德勤有限公司”），以及其一家或多家成员所。每一个成员所均为具有独立法律地位的法律实体。请参阅 www.deloitte.com/cn/about 中有关德勤有限公司及其成员所法律结构的详细描述。

德勤中国通过其众多的法律实体为客户提供专业服务，此等法律实体均是德勤有限公司的成员。

德勤中国是中国大陆及港澳地区居领导地位的专业服务机构之一，共拥有逾8,000名员工分布于包括北京、重庆、大连、广州、杭州、香港、澳门、南京、上海、深圳、苏州、天津、武汉和厦门在内的14个城市。

早在1917年，德勤于上海成立了办事处。我们以全球网络为支持，为国内企业、跨国公司以及高成长的企业提供全面的审计、税务、企业管理咨询和财务咨询服务。

德勤中国拥有丰富的经验，并一直为中国会计准则、税制以及本土专业会计师的发展作出重大的贡献。在香港，我们更为大约三分之一在香港联合交易所上市的公司提供服务。

本文件中所含资料及所含信息乃德勤及其合作伙伴清科研究中心就某个专题或某些专题而提供的一般性信息，并非对此类专题的详尽表述。

故此，这些资料所含信息并不能构成会计、税务、法律、投资、咨询或其他专业建议或服务。读者不应依赖本资料中任何信息作为可能影响其自身或者其业务决策的唯一基础。在作出任何可能影响个人财务或业务的决策或采取任何相关行动前，请咨询合格的专业顾问。

上述资料及其所含信息均按原貌提供，德勤对该等资料或其所含信息不做任何明示或暗示的表述或保证。除前述免责声明外，德勤亦不承担该等资料或其所含信息准确无误或者满足任何特定的业绩或者质量标准。德勤明确表示不提供任何隐含的保证，包括但不限于，对可商售性、所有权、对某种特定用途的适用性、非侵略性、适配性、安全性及准确性的保证。您需自行承担使用这些资料及其所含信息的风险，并承担因使用这些资料及其所含信息而导致的全部责任及因使用它们而导致损失的风险。德勤不承担与使用这些资料所含信息有关的任何专项、间接、附带、从属性或惩罚性损害赔偿或其他赔偿责任，无论是否涉及合同、法定或侵权行为（包括但不限于疏忽行为）。

倘若前述条款的任何部分因任何原因不能完全执行，其余部分内容仍然有效。