

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50588666-8081

游戏行业研究: 高速成长的移动游戏

——传媒行业深度分析

证券研究报告-行业深度分析

同步大市 (首次)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2017 年 12 月 14 日

投资要点:

- **移动游戏市场规模高速增长:** 全球移动游戏市场规模有望在 2019 年达到 522 亿美元, 2013-2019 年期间 CAGR 为 20.09%; 国内移动游戏市场发展呈现理性态势, 人口红利减弱, 正在步入成熟期; 2016 年我国手游市场规模为 100 亿美元, 位列全球第一; 国内移动游戏用户数量为 5.28 亿人, 随着移动游戏普及率的增高, 预计仍有提升空间; 用户付费方面, 2016 年国内移动游戏用户付费率达到 75%, 平均 ARPU 值为 155.2 元, 随着用户付费意愿和消费水平的提高, 付费率和 ARPU 均存在上升空间, 存量市场存在机会; 未来内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素。
- **“腾讯+网易”双头垄断:** 网易和腾讯共同占据 75% 的手机游戏市场份额, 随着买量成本上升, 头部游戏市场被“腾+网”垄断, 两大巨头地位难以撼动; 未来移动游戏行业逐步进入整合期, 大量劣质游戏产品和研发运营能力较差的游戏厂商被淘汰, 预计行业集中度进一步提升; 二线厂商和中小厂商想要突破现有局面需要深耕差异化细分市场或利用 IP 题材研发精品游戏, 发挥游戏市场长尾效应以及采用出海战略占据海外新兴市场。
- **移动电竞有望成为下一个风口:** 政策扶持和资本介入促进移动电竞产业发展, 2016 年国内移动电竞市场规模为 176.5 亿元, 用户规模为 1.54 亿人, 同比增长分别为 187.1% 和 75%; 电竞赛事产业规模化运作, 职业选手收入和比赛观众观赛人次可以媲美传统体育竞技项目, 赛事商业价值不断提高; MOBA 类游戏仍将是移动电竞主流项目, 未来移动电竞游戏将在注重竞技性和观赏性的同时保持社交性、低操作难度和高娱乐性等特点。
- **投资评级与投资主线:** 目前网络游戏概念板块估值较高, 考虑到其具备高成长性和较强盈利能力, 故首次给予“同步大市”投资评级。由于游戏市场热点类型不断切换, 考虑到游戏研发、运营与战略布局等方面, 建议围绕三条主线展开投资: 1) 拥有强研发能力与精品 IP 的游戏研发公司; 2) 具备丰富发行经验, 能够从渠道关系、口碑运营与买量推广等方面维持游戏竞争力的游戏公司; 3) 战略布局海外游戏市场, 拥有海外游戏研发与运营经验的公司。

风险提示: 负面新闻导致政策监管超预期, 游戏市场发展增速趋缓, 移动游戏产品生命周期较短。

网络游戏指数相对沪深 300 指数表现



相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

内容目录

1. 引言	5
2. 超越电脑游戏和主机游戏，移动游戏步入高速发展阶段	5
2.1. 国内移动游戏产业：上游生产内容，下游传播内容	5
2.2. 移动游戏市场特点：渗透率、ARPU 持续提升；付费方式多样化	7
2.2.1. 移动游戏渗透率持续提升	7
2.2.2. 游戏玩家付费率提升	8
2.2.3. 付费方式多样化	9
2.3. 高速发展的全球移动游戏市场	9
2.4. 国内移动游戏市场正逐步进入成熟期	11
2.5. 移动游戏行业未来发展趋势	12
3. “腾+网”形成双头多强之势 二线厂商与中小团队何去何从	12
3.1. “腾+网”双头垄断之势已经成型	12
3.2. 二线厂商与中小企业如何应对	14
3.2.1. 以小众题材作为突破口，发挥游戏市场长尾效应	14
3.2.2. 挖掘 IP 题材，以“原型”作为卖点	16
3.3. 手游出海，挖掘海外市场	17
3.3.1. 海外市场优势：市场潜力大+推广成本低廉	17
3.3.2. “本土化”战略是难题，如何避免水土不服	19
4. 移动电竞：资本热捧下的娱乐新动向	20
4.1. 移动电竞概况	20
4.2. 移动电竞产业：多方参与，共同协作	21
4.2.1. 游戏厂商：高品质竞技游戏的提供者	21
4.2.2. 赛事运营：赛制娱乐化向赛制职业化转变	21
4.2.3. 赞助商：多方赞助，跨界合作	22
4.2.4. 移动电竞参与者：借鉴传统体育运动员培养模式	23
4.2.5. 直播平台助力赛事传播	23
4.3. 国内电子竞技市场规模与日俱增 移动电竞有望超越传统电竞	24
4.4. 资本与政策支持，电竞产业有望迎来“最美好的时代”	27
4.4.1. 资本入局电竞产业	27
4.4.2. 国家政策大力扶持	27
4.5. 移动电竞未来发展趋势	28
5. 投资评级与投资主线	29
5.1. 投资评级	29
5.2. 投资主线	30
5.3. 主要标的概况	30
6. 风险提示	32

图表目录

图 1: 国内移动游戏产业链	6
图 2: 手游产业链各方分成要素计算 (安卓系统)	6
图 3: 2008-2016 年中国移动游戏用户渗透率变化	8
图 4: 2013-2016 年国内移动游戏付费率变动	8
图 5: 国内移动游戏单用户 ARPU 值	8
图 6: 2016 年我国和海外发达国家游戏用户付费对比	9
图 7: 2013A-2019E 全球游戏市场与移动游戏市场规模	10
图 8: 2013A-2019E 全球游戏市场构成	10
图 9: 2016 年全球手游市场规模对比 (亿美元)	11
图 10: 2008-2016 年中国移动游戏用户规模及增速	11
图 11: 2013A-2019E 国内移动游戏市场规模预测	12
图 12: 2015 与 2016 年全球游戏公司营收 TOP10	13
图 13: 2015Q1-2017Q1 腾讯+网易手游收入市占比	13
图 14: 网易自研日式和风游戏《阴阳师》	15
图 15: 阴阳师 App Store 畅销榜排名	15
图 16: 2015Q1-2017Q1 网易移动游戏单季收入与增幅	15
图 17: 2017 上半年受访网民 IP 手游用户比例	16
图 18: 2017 上半年受访网民选择 IP 手游原因	16
图 19: 中国游戏企业自主研发网络游戏海外收入状况	17
图 20: 2016 年全球各地区手游市场增速对比	18
图 21: 2016 年全球主要地区手游用户获取成本	18
图 22: 图《Arena of Valor》人物画面	19
图 23: 《王者荣耀》人物画面	19
图 24: 《Arena of Valor》App Store 英国排名	19
图 25: 《Arena of Valor》App Store 德国排名	20
图 26: 国内电子竞技发展历程	20
图 27: 移动电竞产业链示意图	21
图 28: 2017 年 KPL 秋季赛赛制	22
图 29: 2017 年 KPL 秋季赛奖金分配	22
图 30: 《王者荣耀》与雪碧跨界合作	23
图 31: 《王者荣耀》与宝马跨界合作	23
图 32: 《王者荣耀》2016 年总冠军队伍“仙阁”	23
图 33: 2016 年 KPL 总决赛观赛情况	24
图 34: KPL 春季赛总决赛现场	24
图 35: 2015A-2019E 中国电子竞技市场规模细分占比	24
图 36: 2017 年中国移动电竞赛事类型关注度占比	25
图 37: 2015A-2019E 中国电竞用户规模及预测	25
图 38: 2015A-2019E 中国电竞市场规模及预测	26
图 39: 2015A-2019E 中国移动电竞用户规模及预测	26
图 40: 2014A-2018E 国内移动电竞市场规模及增速	26
图 41: 利用 AR 技术的手游《Pokemon Go》	28
图 42: 网络游戏概念板块 PE (TTM) 对比	30

表 1: 游戏细分市场概况	5
表 2: 部分移动游戏上市企业概况	7
表 3: 2016 年中国移动游戏市场上市企业移动游戏营收 TOP10	13
表 4: 2015-2016 年 App Store 游戏畅销榜排名 TOP10	17
表 5: 部分电子竞技行业相关投资案例	27
表 6: 国家对电竞行业部分扶持政策	27
表 7: 重点公司经营与估值情况	31

1. 引言

依托于近几年智能手机，智能平板电脑等移动终端的普及以及相关软硬件技术的进步，移动游戏已经逐步取代 PC 游戏和 TV 主机游戏成为游戏娱乐行业的新方向，以腾讯旗下爆款手游《王者荣耀》为代表的移动端游戏在近两年在国内发展势头之迅猛已经成为有目共睹的事实。相比 PC 游戏以及 TV 主机游戏，移动游戏具有高便携性、高渗透性、低使用门槛等特点，移动终端用户完全可以随时随地通过身边的智能手机设备利用其碎片化时间进行游戏而不必额外购买游戏主机、个人电脑等电子设备。因此，移动游戏是一种极具增长潜力的游戏细分市场，不仅 PC 端游戏与 TV 主机游戏玩家群体，任何一个普通的智能手机和平板的用户都有可能成为潜在的移动游戏玩家。

表 1：游戏细分市场概况

细分市场	类型	主要游戏设备	企业	主要特点
主机游戏	家用主机	XBOX360/ XBOXONE	微软	需要购买专用的游戏主机等硬件设备并连接显示设备才能使用。
		PS3/PS4	索尼	
		WII/WIIU/ SWITCH（掌机家用机一体）	任天堂	
	掌机	PSP, PSV NDS/3DS/ SWITCH（掌机家用机一体）	索尼 任天堂	需要购买专用的游戏主机，主机自带显示设备，可随身携带。
PC 游戏	线上游戏 线下游戏	个人 PC 电脑	微软/苹果	不需购买游戏主机，使用个人电脑就可进行游戏；部分精品游戏对电脑硬件配置要求较高。
移动游戏	智能手机	iPhone/Android 手机	苹果/谷歌/亚马逊	直接通过移动终端设备
	平板	iPad/Android 平板 /Kindle Fire		连接移动互联网或单机进行游戏。

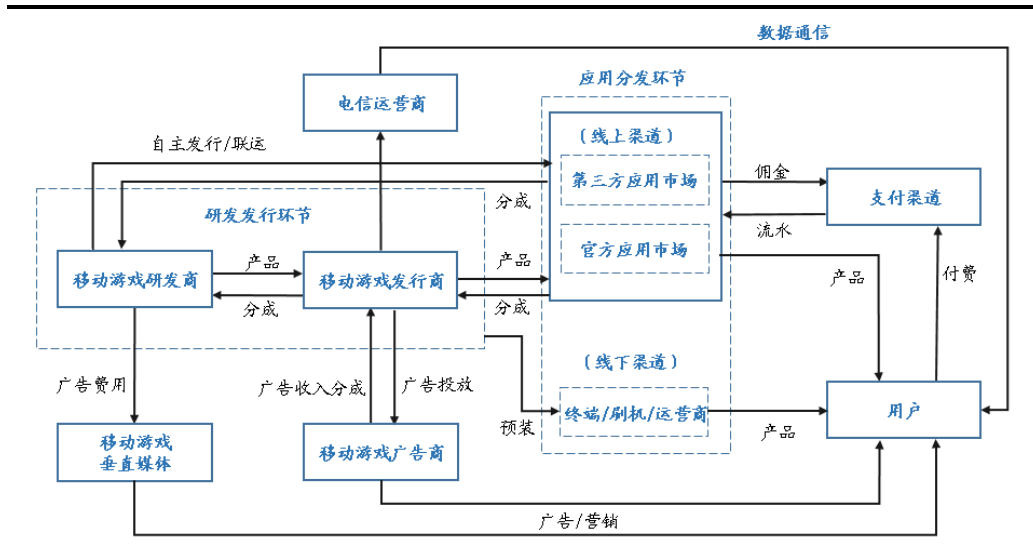
资料来源：新闻资料整理，中原证券

2. 超越电脑游戏和主机游戏，移动游戏步入高速发展阶段

2.1. 国内移动游戏产业：上游生产内容，下游传播内容

经过最近几年的快速发展，国内移动游戏市场已经初步实现规范化并形成了一个较为完整的产业链。就整个移动游戏产业而言，上游主要是包括腾讯、网易、三七互娱和游族网络等企业在内的游戏研发商，其作用是为市场提供高质量的精品游戏。从目前游戏市场情况看，决定一款游戏是否成功的主要因素已经开始由“渠道”逐渐转向“内容”，因此未来移动游戏产业链的核心将逐渐偏向位于上游的游戏研发公司。

图 1：国内移动游戏产业链

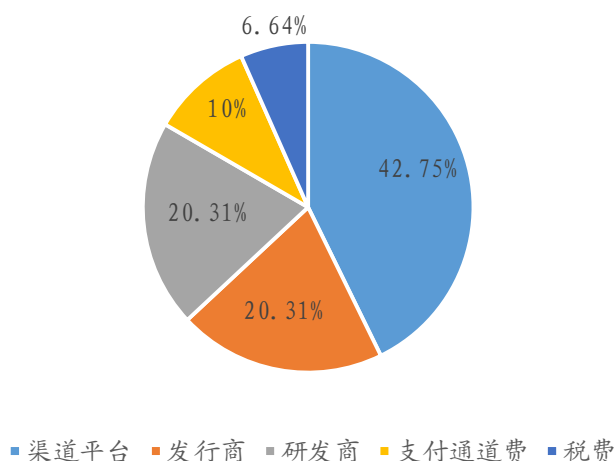


资料来源：新闻资料整理，中原证券

由于并非所有游戏开发商或开发团队都拥有营销推广，上线运营和渠道对接的职能与经验，并且游戏的审查、备案也需要由具有一定游戏发行资质的企业来完成，因此部分游戏开发商会选择处于产业链下游的游戏运营方和渠道商进行合作。

运营方既可以运营其自主研发的游戏（如网易运营自研手游《大话西游》）也可以通过代理的形式运营其他国内及海外游戏研发企业的游戏（如腾讯代理海外厂商 Supercell 的《皇室战争》手游）。渠道商通过国内各类 Android 应用市场和 AppStore 提供游戏的下载服务。游戏运营方和渠道方根据游戏的运营、下载、付费情况与游戏开发商共同分成，通常来说，游戏研发方扣除成本费用和企业所得税，大约可以分得总营收的 20% 左右

图 2：手游产业链各方分成要素计算（安卓系统）



资料来源：中国产业信息网，中原证券

注：由于不同渠道与发行商费用差距较大，以上数据均为取平均值计算后结果

目前的大型互联网公司通常会承担多重功能而非单一角色，有的可能是研发运营一体或运营渠道一体，而如腾讯网易这样的大型厂商则是集开发、运营、渠道为一体，以《王者荣耀》

为例，其研发是由腾讯公司旗下“天美工作室”完成，发行商则是“腾讯游戏”，渠道是腾讯旗下微信、手 Q 和应用宝。

表 2：部分移动游戏上市企业概况

上市公司	企业类型	代表作品
腾讯游戏	综合类	王者荣耀
网易游戏	自研自发为主	梦幻西游、倩女幽魂、阴阳师
完美世界	综合类	青云志、倚天屠龙记
昆仑万维	发行为主	皇室战争、艾尔战记
三七互娱	自研自发为主	永恒纪元
掌趣科技	研发为主	全民奇迹 MU（研发）， 拳皇 98 终极之战
恺英网络	发行为主	全民奇迹 MU（发行）
游族网络	综合类	刀剑乱舞，少年西游记
巨人网络	综合类	征途 2、街篮、球球大作战
吉比特	自研自发为主	问道、不思议迷宫

资料来源：艾媒咨询，中原证券

产业链中的其他环节如电信运营商（中国电信、中国移动、中国联通）、支付渠道（支付宝、微信钱包、Apple Pay）及移动游戏垂直媒体（多玩游戏、17173）则处于关联环节，为整个产业链的发展提供支撑服务。

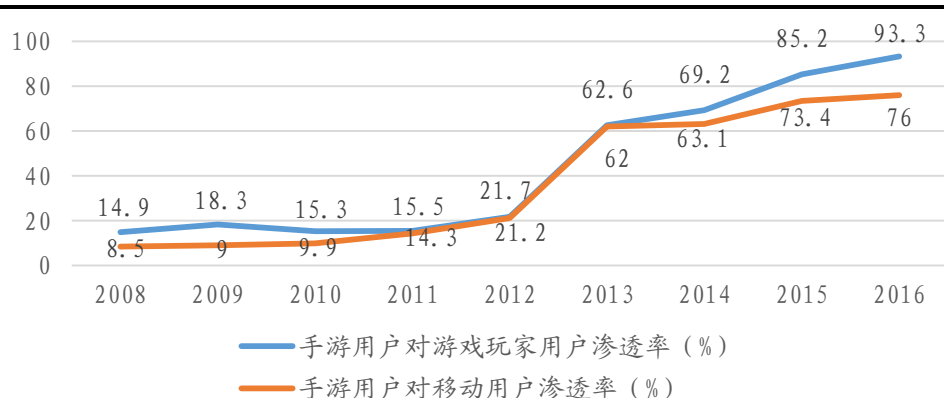
除了以上提及的产业链环节外，移动游戏的产业链还衍生出了诸如游戏直播视频、游戏交易、游戏周边等边缘产业。

2.2. 移动游戏市场特点：渗透率、ARPU 持续提升；付费方式多样化

2.2.1. 移动游戏渗透率持续提升

近年来，我国移动游戏用户渗透率总体持续提升，移动游戏用户绝对数量的增长既包括向非游戏玩家的普通移动互联网用户群体的渗透，也包括向包含 PC 游戏玩家以及 TV 主机游戏玩家的整个现有游戏玩家群体的渗透。数据统计显示：2008 年移动游戏用户对移动用户和游戏玩家用户渗透率分别为 8.5% 和 14.9%，2016 年大幅提升至 76% 和 93.3%。渗透率大幅度提升的主要原因在于移动互联网技术在 2013 年以后的高速发展和智能手机在国内的普及。鉴于目前渗透率已经较高，尤其是针对整个游戏玩家群体的渗透率已经达到了 93.3%，几近饱和。因此预计未来移动游戏用户的增量主要取决于非游戏玩家移动用户的转化与渗透。

图 3：2008-2016 年中国移动游戏用户渗透率变化

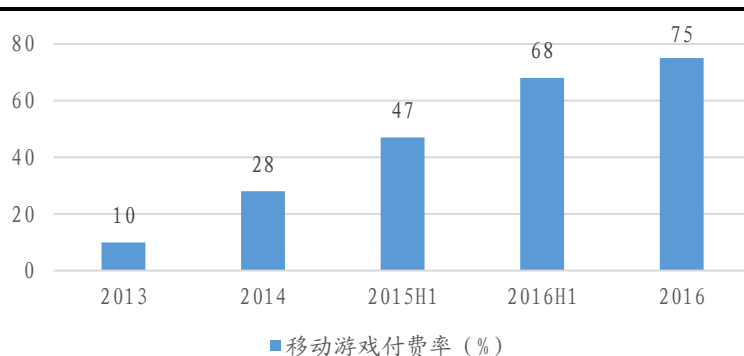


资料来源：伽马数据，中原证券

2.2.2. 游戏玩家付费率提升

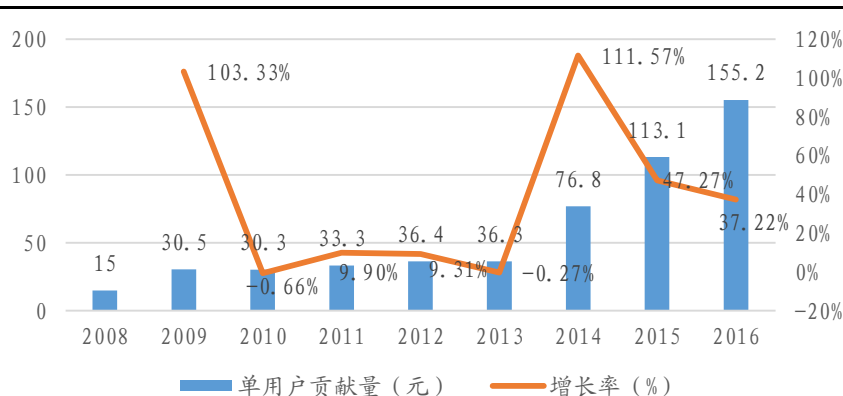
用户自身付费习惯的改善也同样促进着国内移动游戏市场规模的增长。从移动游戏用户付费率和单用户 ARPU(每用户平均收入)的数据来看, 2013 年国内移动游戏付费率仅为 10%, 2016 年大幅提升至 75%; ARPU 值也从 2008 年的 15 元上升至 2016 年的 155.2 元。增长主要原因是如今支付方式的便捷和玩家群体自身素质与消费水平的提高, 使如今的国内游戏玩家培养了良好的付费习惯。

图 4：2013-2016 年国内移动游戏付费率变动



资料来源：Talking Data, 中原证券

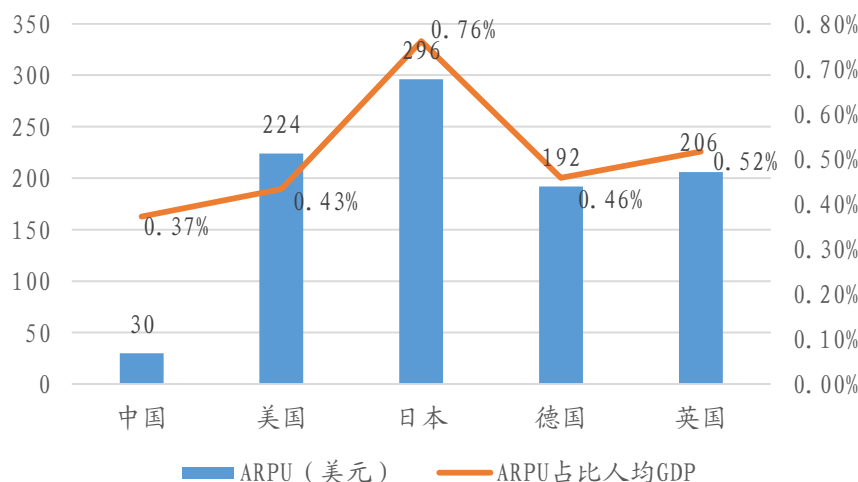
图 5：国内移动游戏单用户 ARPU 值



资料来源：游戏工委，中原证券

根据目前移动游戏逐渐偏向重度化的发展趋势，预计未来国内移动游戏市场的付费率会进一步上升；同时对比其他发达国家，我国游戏玩家群体 ARPU 绝对值与 ARPU 占人均 GDP 比均处于较低水平，预计随着国内游戏用户支付能力的进一步提高，未来移动游戏市场 ARPU 仍存在上升空间。在付费率和 ARPU 值共同提高的情况下，移动游戏市场规模有望保持快速增长态势。

图 6：2016 年我国和海外发达国家游戏用户付费对比



资料来源：AVAZU, Wind, 中原证券

2.2.3. 付费方式多样化

目前国内移动游戏付费方式主要有两种：一是免费下载+增值付费；二是一次性买断式付费下载。国内市场上比较主流的移动游戏都是采取免费下载+增值付费的方式，相较于一次性买断式下载付费的收费方式，免费下载+增值付费的方式长线收益更高，更适合长线运营的重度化网络手游。

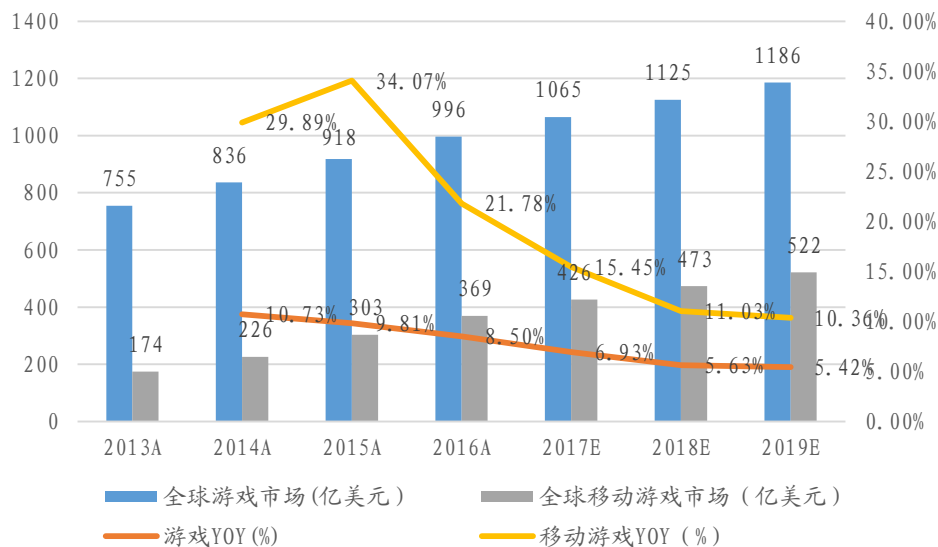
虽然国内主流移动游戏大都采用免费下载+增值付费的模式，但一次性买断式付费下载类游戏仍能占据一定市场，付费下载的游戏通常更依赖于游戏品质与口碑评价。以休闲类精品手游《纪念碑谷》为例，截止至 2016 年，《纪念碑谷》通过一次性收费下载的形式累积收入 1438 万美元。此外，游戏还收获了包括最佳移动游戏奖等在内的 14 个奖项，良好的口碑带动了下载量的提升，也创造了更高的收益。

以目前国内移动游戏愈发注重社交和重度化的趋势，未来的国内移动有市场仍将以免费下载+增值付费的方式为主，付费下载则更适合商业化程度较低的独立游戏。

2.3. 高速发展的全球移动游戏市场

据 NEWZ00 统计及预测：2013 年全球游戏市场规模为 755 亿美元，其中移动游戏市场为 174 亿元；19 年有望分别增至 1186 亿美元和 522 亿美元，二者 13-19 年年均复合增长率分别为 7.82% 和 20.09%。

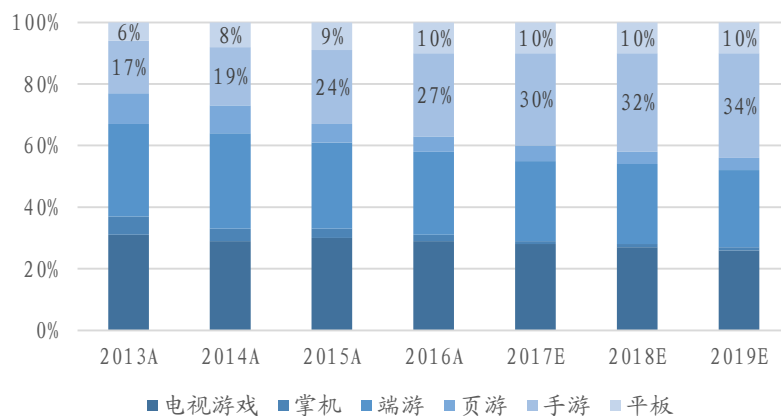
图 7：2013A-2019E 全球游戏市场与移动游戏市场规模



资料来源：NEWZOO, 中原证券

全球游戏市场构成显示：2013 年，手游和智能平板电脑游戏为代表的移动游戏市场合计市场占比 23%，2016 年底大幅提升至 37%，至 2019 年，移动游戏有望占据整个游戏市场半壁江山。

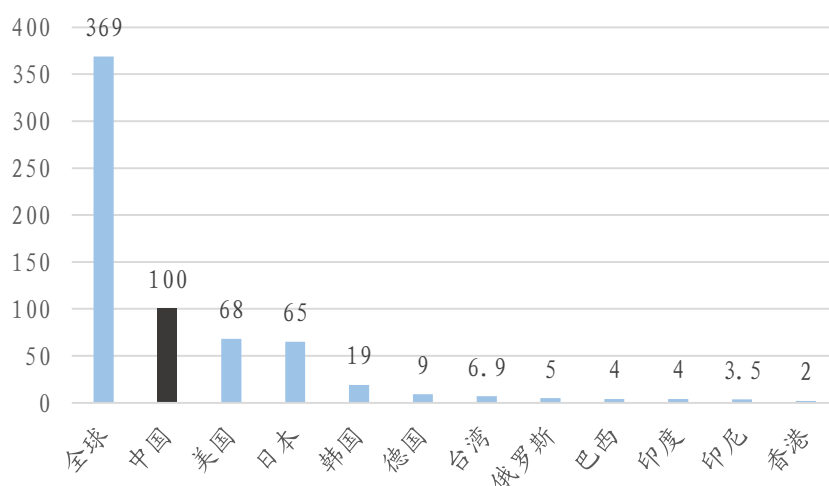
图 8：2013A-2019E 全球游戏市场构成



资料来源：NEWZOO, 中原证券

此外，值得注意的是中国在 2016 年以 100 亿美元的市场规模超越美国成为了全球最大的手游市场，其主要原因在于三方面：移动游戏用户绝对数量的增长、移动游戏用户付费率提升和 ARPU 的提高。

图 9：2016 年全球手游市场规模对比（亿美元）

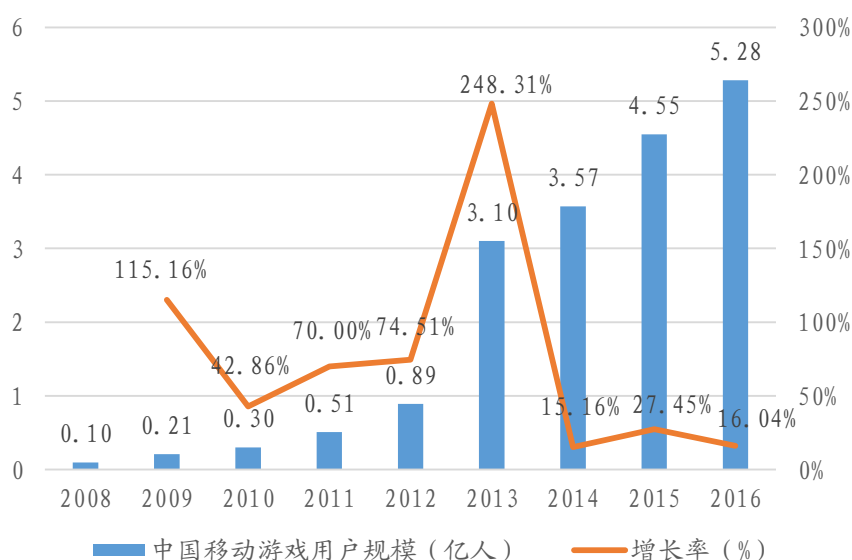


资料来源：AVAZU, 中原证券

2.4. 国内移动游戏市场正逐步进入成熟期

伴着国内移动互联网的飞速发展，移动互联网的用户数量也呈现高速增长，这其中移动终端的普及带来的移动游戏用户数的增长成为了移动游戏发展的重要支柱之一。伽马数据和游戏工委统计显示：我国移动游戏用户规模增长可分为两个阶段，其中 2008-2013 年为高速增长期，2008 年我国移动游戏用户数为 0.1 亿人，2013 年为 3.1 亿人，期间 CAGR 约为 99.70%；2014-2016 年间用户规模总体稳步增长，期间 CAGR 约为 19.42%；截止至 2016 年，我国移动游戏用户数已达到 5.28 亿人，9 年间 CAGR 约为 64.7%。

图 10：2008-2016 年中国移动游戏用户规模及增速

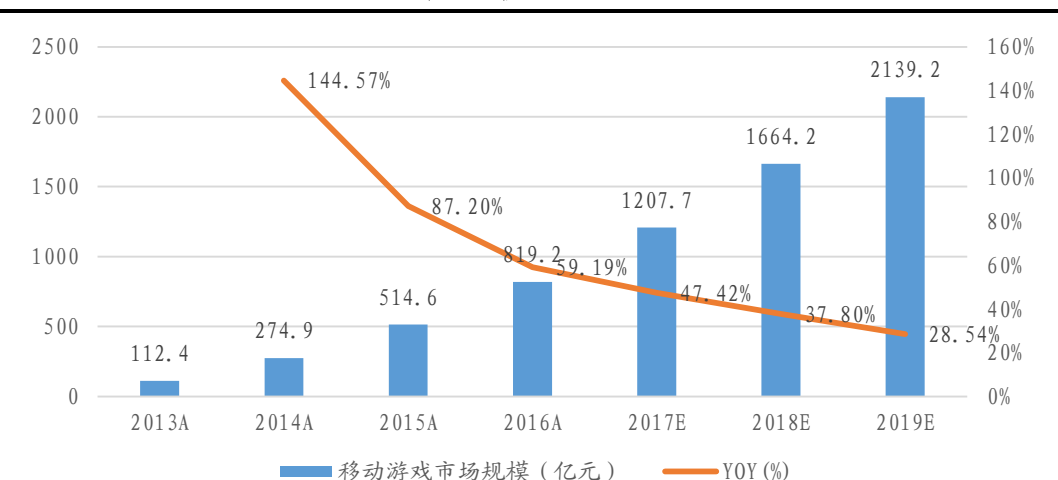


资料来源：伽马数据, 中原证券

随着用户规模的提升，我国移动游戏市场规模也大幅增长，2013 年为 112 亿元，预计 2019

年大幅增长至 2139 亿，13-19 年预期 CAGR 约为 63.4%。

图 11：2013A-2019E 国内移动游戏市场规模预测



资料来源：伽马数据，中原证券

可见，近年来我国移动游戏用户规模和市场规模显著增长的同时行业增速也在放缓，说明市场的发展逐渐呈现理性态势，人口红利效应已经逐步减弱，移动游戏市场正在渐渐进入成熟期。

2.5. 移动游戏行业未来发展趋势

在经历高速增长阶段之后，未来移动游戏市场开始沉淀，整体市场将逐步进入成熟期，国内市场规模和用户规模增速放缓，增量市场将转变为存量市场，竞争日趋激烈，玩家对于游戏产品品质要求日渐提高；“爆款”将会成为打破市场平衡，驱动移动游戏市场增长的重要因素。因此内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素。

在移动游戏市场高速发展的影响下，移动游戏用户的游戏习惯已经养成，市场热点的切换将加速新爆款游戏的盈利能力和活跃度。以最近市场火热的“吃鸡类”手游为例，此前《王者荣耀》经历 13 个月的时间达到月均 DAU（日活跃用户）突破 2000 万的成绩，而网易旗下新推出的“吃鸡类”手游《荒野行动》仅用不到一个月的时间 DAU 就突破 2000 万。

同时由于国内游戏移动游戏产业垄断格局明显，拓展海外游戏市场将成为寻求增量市场突破的重要战略；游戏研发厂商将切合具体市场需求与当地用户环境打造适合海外市场的游戏类型。此外，未来的移动游戏厂商将会围绕移动电竞进行战略布局，研发更多具备观赏性、竞技性的移动游戏产品并打造专业化、规模化的移动电竞赛事。

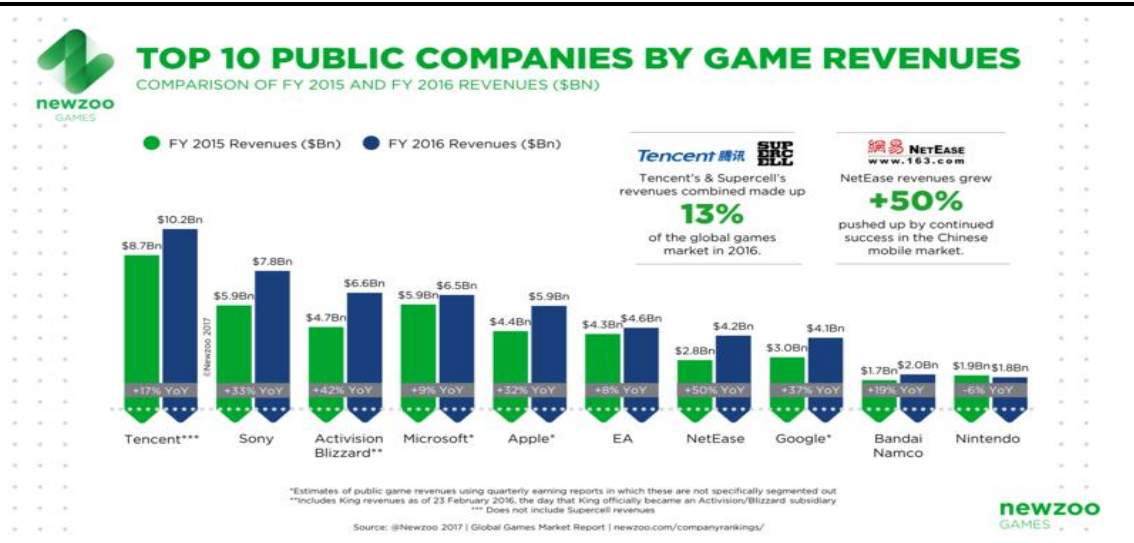
3. “腾+网”形成双头多强之势 二线厂商与中小团队何去何从

3.1. “腾+网”双头垄断之势已经成型

根据 NEWZOO 发布的 2016 年全球游戏公司收入榜来看，腾讯游戏类业务收入达到 102 亿美

元，超过日本索尼，美国动视暴雪成为榜首，而网易则以 42 亿美元的收入位于全球第七。

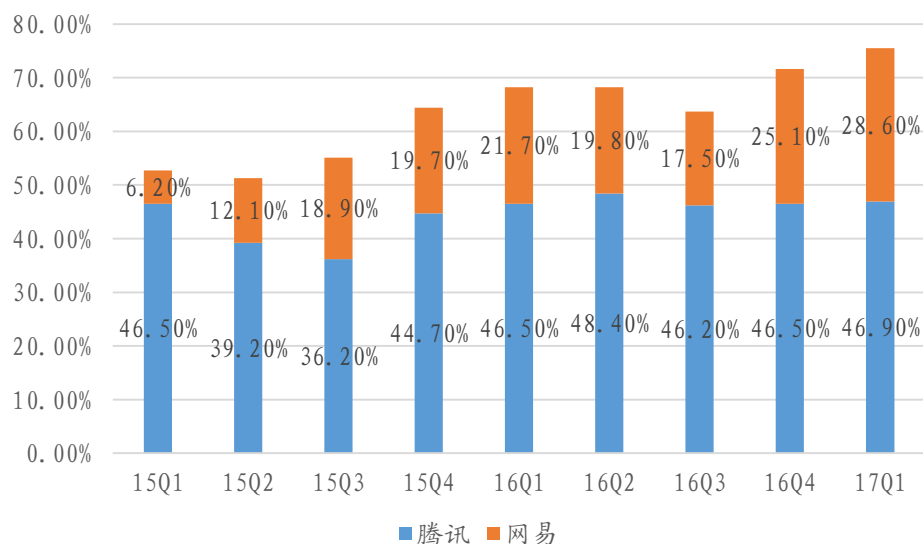
图 12：2015 与 2016 年全球游戏公司营收 TOP10



资料来源：NEWZOO, 中原证券

目前，国内移动游戏市场也同样呈现出腾讯和网易两家独大，其他二线游戏厂商与中小游戏厂商瓜分剩余市场份额的双头多强局面。腾讯和网易手游业务的收入合计占比超过 70%，其中腾讯占比约 45%，而移动游戏市场增速正在逐步放缓，两个龙头企业的市场地位难以撼动。同时随着未来移动游戏行业逐步进入整合期，大量制作粗糙的山寨游戏与研发运营能力低下的厂商被市场淘汰，预计行业集中度将进一步提升。

图 13：2015Q1-2017Q1 腾讯+网易手游收入市占比



资料来源：公司公告，伽马数据，中原证券

表 3：2016 年中国移动游戏市场上市企业移动游戏营收 TOP10

排名	上市公司	代表作品	移动游戏营收(亿元)	占移动游戏市场总营收比 (%)
1	腾讯游戏	王者荣耀	386.49	46.9

2	网易游戏	梦幻西游、倩女幽魂、阴阳师	181.01	21.9
3	完美世界	青云志、倚天屠龙记	21.45	2.6
4	昆仑万维	皇室战争、艾尔战记	18.1	2.2
5	三七互娱	永恒纪元	16.39	2.0
6	掌趣科技	全民奇迹 MU (研发)、 拳皇 98 终极之战	15.78	1.9
7	恺英网络	全民奇迹 MU (发行)	14.44	1.8
8	游族网络	刀剑乱舞、少年西游记	12.82	1.6
9	巨人网络	征途 2、街篮、球球大作战	9.56	1.2
10	吉比特	问道、不思议迷宫	9.52	1.2

资料来源：艾媒咨询，中原证券

对于其余二线游戏厂商或中小团队所面临的问题主要是如何面对国内有限的 30% 的市场份额竞争以及人口红利减弱、用户获取和游戏研发成本持续提高等困境，另外如何占据海外市场尤其是增速较快的新兴市场。

3.2. 二线厂商与中小企业如何应对

从目前的市场竞争情况看，二线厂商和中小厂商如果想要突破目前的现状，除了提高游戏品质之外，只能另辟蹊径，如通过挖掘腾讯网易无法覆盖的差异化细分市场或利用 IP 题材打造精品游戏来吸引玩家，发挥国内游戏市场长尾效应并且积极开拓海外市场。

3.2.1. 以小众题材作为突破口，发挥游戏市场长尾效应

通常来说，用户对于某些题材具有高度兴趣，因此相比一些主流游戏更容易产生兴趣和黏性。

以网易自主研发的日式和风 RPG (角色扮演) 手游《阴阳师》为例，《阴阳师》瞄准国内“二次元”群体，在题材的选择上以日本平安京时代为背景，将日本历史上著名阴阳师安倍晴明作为主人公，游戏画面与人物设定均是采用日本漫画风格，背景音乐则由多次为王家卫、张艺谋电影作品配乐的日本配乐大师梅茂林谱写，并邀请许多国内二次元群体熟知的日本一线大牌声优为游戏中的角色进行配音。由此可见，《阴阳师》虽然是由国内游戏厂商自主开发的游戏，但是整体风格却完全采用日式风格，因此吸引了大批偏好日本游戏动漫的二次元玩家。同时再经由二次元玩家群体在微博，微信朋友圈等社交网络的话题传播又带动了“泛二次元”与“非二次元”玩家的加入。除此之外，游戏中类似于公会系统的“寮”的设定也引入了现在手游必不可少的社交功能，卡牌类的获取与养成增加了用户对游戏的黏性，符咒的召唤系统增加了玩家的代入感和社交媒体的话题性。

图 14：网易自研日式和风游戏《阴阳师》



资料来源：游戏官网，中原证券

《阴阳师》在 2016 年 9 月一经推出就一直稳居 App Store 排行榜前五，DAU 峰值达到 1000 万。

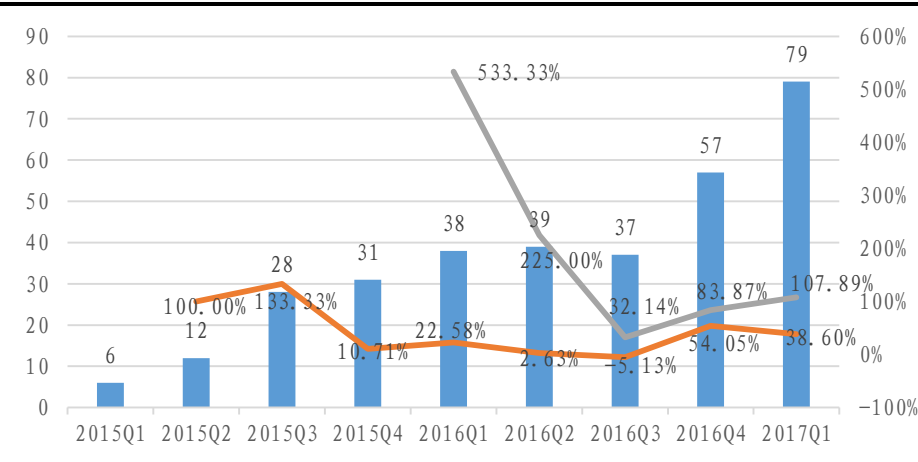
图 15：阴阳师 App Store 畅销榜排名



资料来源：App Annie, 中原证券

2016 年网易第四季度手游收入达 57 亿元，同比增长 83.87%，环比增长 54.05%，这一成绩与《阴阳师》的推出密不可分。而《阴阳师》的早期开发团队也不过只有 9 人，开发周期却长达 20 个月，《阴阳师》的推出可谓是游戏厂商研发精品游戏，深耕细分小众市场的一个成功典范。

图 16：2015Q1-2017Q1 网易移动游戏单季收入与增幅

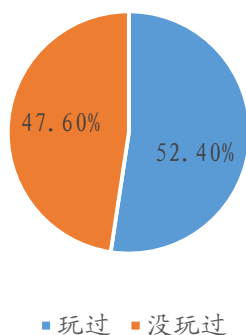


资料来源：公司公告，中原证券

3.2.2. 挖掘 IP 题材，以“原型”作为卖点

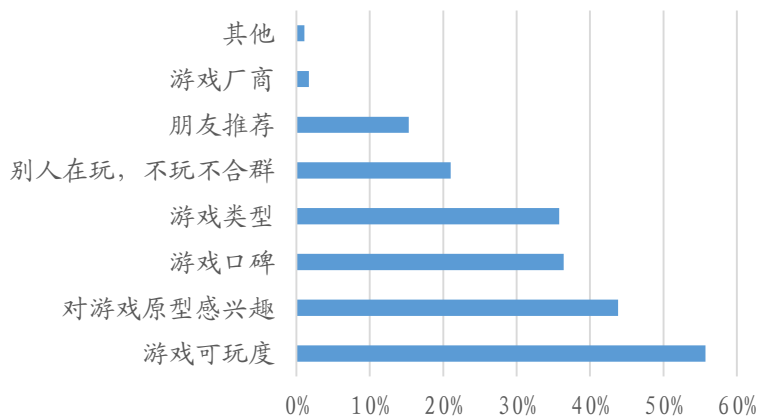
除了瞄准某些小众群体之外，利用 IP 作为切入点也是吸引用户、打开市场局面的另一个突破口。一款游戏想要进入玩家视野、吸收流量，核心要素之一就是具备足够的吸引力，而优质 IP 则为提高吸引力提供了一条捷径。根据艾媒咨询 2017 上半年针对网民选择 IP 手游的情况进行调查，52.4% 的网民表示玩过 IP 手游。而在这些玩过 IP 手游的用户中，有近一半的玩家将“对游戏原型感兴趣”作为选择 IP 手游的考虑因素之一。

图 17：2017 上半年受访网民 IP 手游用户比例



资料来源：艾媒咨询，中原证券

图 18：2017 上半年受访网民选择 IP 手游原因



资料来源：艾媒咨询，中原证券

根据近两年 App Store 平台手游畅销榜来看，排名前十的热门头部游戏大多拥有 IP 属性，且畅销榜中含 IP 题材的数量从 2015 年的 6 个增加到了 2016 年的 8 个。可见，尽管腾讯网易的拳头产品《阴阳师》和《王者荣耀》并不含有 IP 属性，但是榜上其他作品无一例外的采用了 IP 作为切入点，将 PC 端游、页游或日本动漫移植到手机端。

表 4: 2015-2016 年 App Store 游戏畅销榜排名 TOP10

排名	2016			2015		
	游戏名称	发行厂商	是否有 IP	游戏名称	发行厂商	是否有 IP
1	阴阳师	网易	无 IP	梦幻西游	网易	PC 端游 IP
2	王者荣耀	腾讯	无 IP	热血传奇	腾讯	PC 端游 IP
3	梦幻西游	网易	PC 端游 IP	大话西游	网易	PC 端游 IP
4	倩女幽魂	网易	PC 端游 IP	穿越火线	关系	PC 端游 IP
5	大话西游	网易	PC 端游 IP	火影忍者	腾讯	日本动漫 IP
6	征途	巨人网络	PC 端游 IP	王者荣耀	腾讯	无 IP
7	火影忍者	腾讯	日本动漫 IP	蜀山战纪	蓝港互动	无 IP
8	剑侠情缘	腾讯	PC 端游 IP	天天爱消除	腾讯	无 IP
9	梦幻诛仙	腾讯	PC 端游 IP	全民无双	腾讯	TV 主机 IP
10	永恒纪元	三七互娱	PC 页游 IP	开心消消乐	乐元素	无 IP

资料来源: App Annie, 中原证券

3.3. 手游出海, 挖掘海外市场

除了 IP 改编和深耕国内长尾市场之外, 近年来, 手游出海也成为了很多国内移动游戏厂商的选择之一。

根据游戏工委和伽马数据联合发布的《2017 年 1-3 月移动游戏产业报告—海外市场专题》中的数据显示, 我国自主研发的移动网络游戏在海外市场的销售收入逐年增加, 虽然增速有所下滑, 但是预计到 2018 年依然能够保持近 40% 的增速; 并且移动网络游戏占有所有网络游戏实际销售收入比例也在不断上升, 这些数据均表明了我国移动游戏厂商正在逐步加大向海外移动游戏市场投入的规模, 期望加速占据海外移动游戏市场份额。

图 19: 中国游戏企业自主研发网络游戏海外收入状况



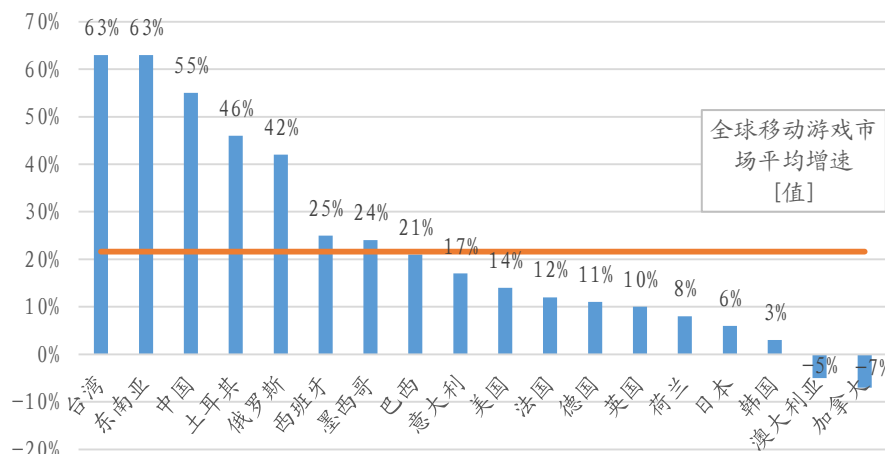
资料来源: 游戏工委、伽马数据、中原证券

3.3.1. 海外市场优势: 市场潜力大+推广成本低廉

从 NEWZOO 统计的 2016 年全球各地区手游市场增速情况来看, 台湾、东南亚、土耳其、俄

罗斯、西班牙、墨西哥和巴西等几个地区的增速均超过或达到了全球移动游戏市场平均 21.6% 的增速，移动游戏市场具备较大潜力。其主要原因可能是此类新兴市场智能手机普及化程度不高或本土精品游戏数量有限等，较为适合国内游戏厂商输出精品游戏抢占市场份额，作为培养“手游出海”战略的沃土。

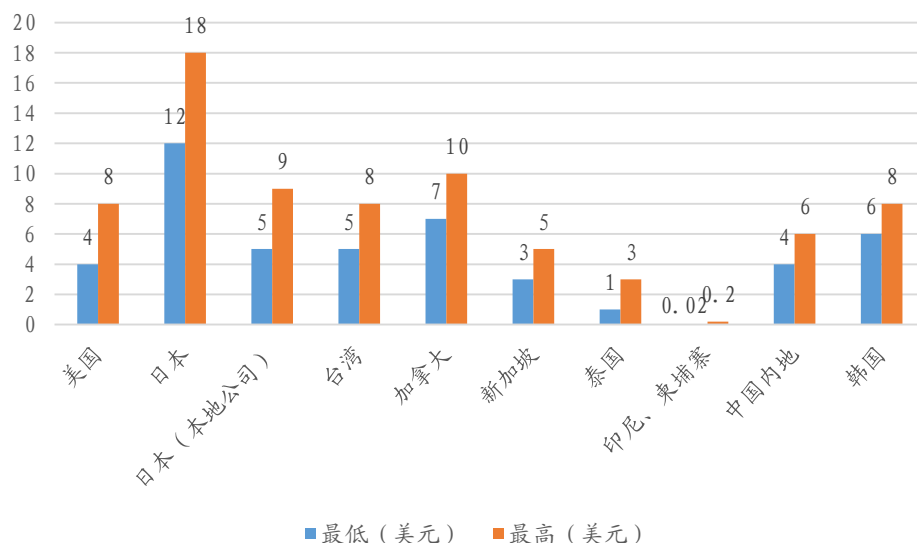
图 20：2016 年全球各地区手游市场增速对比



资料来源：NEWZOO, 中原证券

而从推广成本角度考虑，对比全球各个地区，日本单用户获取成本最高，高达 18 美元，远远超出其他地区，并且由于日本地区移动游戏用户习惯与文化背景，玩家更偏好本土游戏，非日系游戏在日本地区较难获得成功。相比之下，印尼、柬埔寨、泰国等东南亚地区用户获取成本相对低廉。用户获取成本能够一定程度上反映全球不同地区移动游戏市场的发展和竞争程度；成本较低的地区说明市场处于发展初期，竞争程度弱，有可能迎来快速增长阶段。因此国内移动游戏厂商开拓意愿也相对较高。

图 21：2016 年全球主要地区手游用户获取成本



资料来源：游戏工委, 中原证券

3.3.2. “本土化”战略是难题，如何避免水土不服

“手游出海”战略同时也面临一个严峻的问题，那就是如何才能将游戏更好的本土化，避免出现“水土不服”。由于发行地区文化背景、发行运营方式与用户习惯的差异，“手游出海”并不仅仅是单纯的将原有的手机游戏翻译成当地语言。对于题材的设计，画面与音乐风格的掌控都是一款游戏能否在海外取得成功的要素之一。

以腾讯为例，腾讯在2016年推出了《王者荣耀》的海外版《Arena of Valor: 5v5 Arena Game》（勇气竞技场：5V5 竞技场游戏），并在东南亚和欧洲地区发行。为了更好的对游戏进行本土化，腾讯只保留了部分角色技能，将原有人物角色和游戏界面全部推翻重做，设计成更符合国外审美的西方魔幻风格并和著名美漫厂商 DC 合作，加入了蝙蝠侠、超人、神奇女侠等美式超级英雄，打造出了一款全新的 MOBA（多人在线战术竞技）类手游。

图 22：图《Arena of Valor》人物画面



资料来源：《Arena of Valor》，中原证券

图 23：《王者荣耀》人物画面



资料来源：《王者荣耀》，中原证券

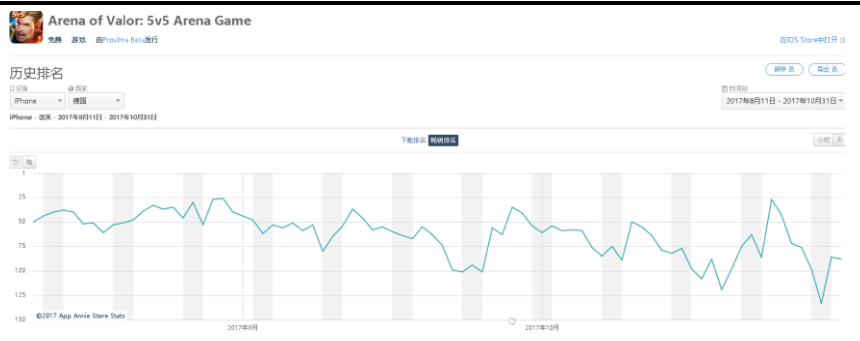
由于海外用户习惯使用 Facebook 作为社交平台，缺少了微信和 QQ 的流量导入优势，游戏在东南亚、土耳其、德国和西班牙等地区表现尚可，而在英国、法国等地区则遭遇水土不服，反响平平。总体来说，《勇气竞技场》在海外地区表现起伏不定，未能复制在国内的成功。考虑到《王者荣耀》也是在国内推出一段时间以后才表现火热，《勇气竞技场》在海外地区推出时间较短且并未在北美、澳洲与中东地区发行，腾讯出于谨慎布局海外原则也未进行大规模宣传，未来不排除仍然有上升的空间，但想在海外地区获得和国内同样火爆的情形，目前看来希望渺茫。

图 24：《Arena of Valor》App Store 英国排名



资料来源：App Annie，中原证券

图 25: 《Arena of Valor》App Store 德国排名



资料来源: App Annie, 中原证券

4. 移动电竞: 资本热捧下的娱乐新动向

4.1. 移动电竞概况

电子竞技是指使用电子设备通过游戏的方式进行竞赛的新型体育项目, 移动电竞与传统的电子竞技在竞技游戏类型、用户群体、赛事产业链等方面具有较强的一致性, 两者最主要的区别在于移动电竞是以移动终端为载体进行的电子游戏竞技, 且相较 PC 端的传统电竞游戏, 移动电竞游戏操作难度更低, 更注重娱乐性。

电子竞技其实并不是一个新的概念, 早在 2000 年就已经举办了全球性的电子竞技赛事 WCG(World Cyber Game)。2003 年国家体育总局正式批准将电子竞技列为第 99 个正式体育竞赛项目, 在 2008 年被批改为第 78 个正式体育竞赛项目。近期在瑞士洛桑举办的国际奥委会峰会上, 国际奥委会也发布了一项声明表示可以把电子竞技视为一项体育运动。早期的电子竞技主要集中在 PC 端的星际争霸、魔兽争霸、FIFA 等项目。而电子竞技的手游化则是基于近年来移动游戏市场规模和用户群体的飞速发展, 将移动游戏的竞技性、对抗性打造出一套包括职业、半职业、非职业等针对不同级别玩家的竞技赛事。

图 26: 国内电子竞技发展历程



资料来源: 易观智库, 中原证券

4.2. 移动电竞产业：多方参与，共同协作

移动电竞产业链在内容上与移动游戏的产业链略有不同，由于加入了电竞赛事运营和职业选手俱乐部的因素，同时考虑到移动电竞的观众并不一定都是游戏玩家，所以也需要借助相应的直播平台与赛事媒体进行内容的传播，所以从产业链的形式上来看更接近于 NBA、足球欧洲冠军联赛等传统职业体育赛事。移动电竞产业链上游是移动游戏的研发商与运营商，由其提供具备竞技性和观赏性的高品质游戏；中游是包括赞助商、赛事的组织运营与执行方以及参与比赛的职业选手俱乐部在内的相关的组织；下游则是承担赛事内容传播功能的比赛直播平台与游戏媒体和观看赛事的观众。

图 27：移动电竞产业链示意图



资料来源：新闻资料整理，中原证券

4.2.1. 游戏厂商：高品质竞技游戏的提供者

移动电竞作为一种竞技类游戏类型，其游戏内容必须包含较高的竞技对抗因素，能够充分调动观众兴趣的紧张刺激性，而作为游戏内容提供者的游戏开发商则承担了研发竞技游戏内容的责任。一款好的竞技类游戏既可以是考察团队协作、团体对抗的游戏，也可以是注重个人操作水平与战术思想的游戏。只要游戏的内容与形式能够产生对抗性与观赏性，就可以成为一款竞技游戏。

4.2.2. 赛事运营：赛制娱乐化向赛制职业化转变

近几年来国内市场精品移动游戏不断出现，移动电竞比赛也具备了很高的观赏性，而作为赛事的承办方，近两年也呈现规范化的趋势，由以前的类似于嘉年华性质的娱乐赛事开始转变为比赛规则详细并且由专业裁判进行监督的职业化赛事。以腾讯《王者荣耀》职业联赛 KPL 近期举行的秋季赛为例，将 12 支参赛战队通过抽签分为 A、B 两组，各支战队先进行小组内双循环积分赛，再与组外队伍进行一次单循环比赛，各组内积分最高的 4 支队伍进入季后赛，进行

双败淘汰赛，最终决出秋季赛冠军。常规赛的赛制十分类似于 NBA 东、西部两个大区的常规赛。而季后赛则是采用更能突出战队实力的双败淘汰赛。

图 28：2017 年 KPL 秋季赛赛制



资料来源：《王者荣耀》官网，中原证券

随着比赛的正规化和大型赞助商的逐渐重视，赛事的奖金也是节节攀升，2017 年 KPL 秋季赛前 8 名的总奖金数为 220 万元人民币，其中冠军队伍可以获得 100 万元奖金以及 6 辆宝马汽车的使用权。最近展开的《英雄联盟》的全球性赛事 S7 全球总决赛奖金池为 460 万美元（约三千万人民币），冠军队伍可以获得其中的 37.5%，亚军获得 13.5%。《DOTA2》第六届国际邀请赛（TI6）冠军奖金为 914 万美元，亚军奖金为 343 万美元。对比传统体育项目，2016-2017 赛季 NBA 总冠军队伍的奖金为四百多万美元，美国网球公开赛男女单打冠军奖金各为 370 万美元。电竞比赛的冠军奖金已经和诸多传统体育赛事的冠军奖金相差无几。

图 29：2017 年 KPL 秋季赛奖金分配



资料来源：《王者荣耀》官网，中原证券

4.2.3. 赞助商：多方赞助，跨界合作

作为资金主要提供方的赞助商方面，国内外大型厂商也开始介入移动电竞赛事进行赛事赞助与冠名。以 KPL 为例：赛事由雪碧冠名赞助，赛事官方用机由 VIVO 手机赞助，赛事用车由宝

马汽车赞助，总决赛冠军戒指由六福珠宝提供。除了赛事赞助之外，腾讯还与宝马、雪碧等厂商跨界合作，在 2017 年夏天和雪碧联合推出了 10 亿瓶《王者荣耀》英雄形象饮料，和宝马共同推出了游戏人物的个性化皮肤《引擎之心》，此款皮肤推出当天销售收入就达到 1.5 亿。预计随着电竞产业的日趋成熟，未来电竞赛事与相关产业链的商业价值也会进一步提升。

图 30: 《王者荣耀》与雪碧跨界合作



资料来源：网络新闻整理，中原证券

图 31: 《王者荣耀》与宝马跨界合作



资料来源：《王者荣耀》官网，中原证券

4.2.4. 移动竞技参与者：借鉴传统体育运动员培养模式

虽然移动电竞仍处于发展初期，但是从模式上来看，移动电竞的职业化发展模式已经与传统体育高度契合。腾讯率先结合传统体育与移动游戏的特点建立了职业选手联盟，设置职业选手“工资帽”，建立第三方经纪人和职业选手转会制度，这种运作模式与目前主流的 NBA、英超、西甲等国际性体育赛事的运动员管理制度并没有太大的差别。腾讯也会为各战队俱乐部进行职业化运作指导，比如协助注册公司，对战队的职业化道路进行规划，提供外部赞助等等。从俱乐部战队自身来说，对内部的职业选手也拥有严格的训练制度和管理条例，每天规定集训时间，训练内容包括战术思想、游戏技术以及不定期找外部战队进行切磋以训练临场能力，同时也会通过比赛视频回放讨论战术，此外还要求队员进行体能训练以保持好的竞技状态。

图 32: 《王者荣耀》2016 年总冠军队伍“仙阁”



资料来源：网络新闻整理，中原证券

4.2.5. 直播平台助力赛事传播

作为新型竞技类赛事，电子竞技具有其特殊性，导致有线电视、广播等传统媒介平台很难

就其赛事内容进行直播，需要借助新型网络直播平台对比赛进行直播。在这种依存关系中，直播平台 and 电竞赛事互惠互利实现双赢，电竞赛事依靠直播平台传播内容，直播平台凭借电竞赛事带动观众流量的提升。

在 2016 年 KPL 总决赛中，累积观赛量 5.6 亿人次，有效观赛用户 6900 万，总决赛日观赛活跃用户 1300 万人。线下方面，在 KPL 春季赛总决赛当天，购票入场观赛的现场观众达 13500 人。作为对比，2016 年里约奥运会乒乓球比赛全球总观赛人次为 5.52 亿人次，可见现在的移动电竞从观众规模上也已经和许多传统体育赛事不相上下。

图 33: 2016 年 KPL 总决赛观赛情况



资料来源: 腾讯网, 中原证券

图 34: KPL 春季赛总决赛现场

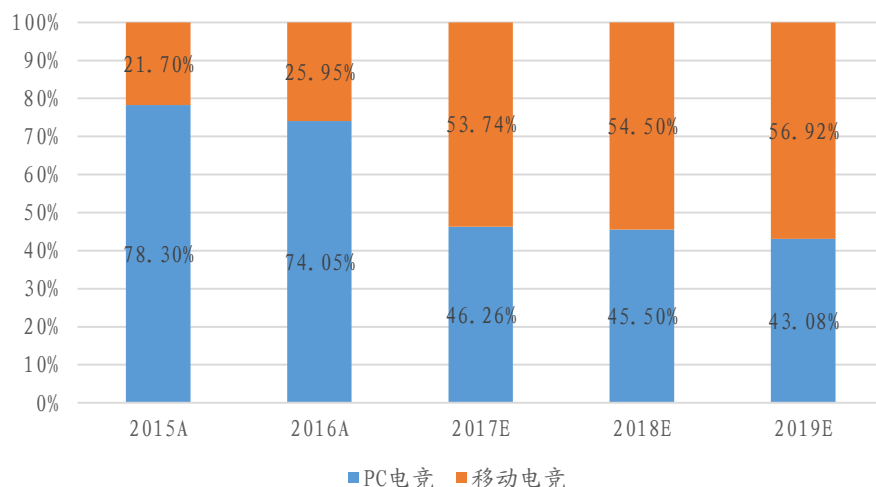


资料来源: 网络新闻整理, 中原证券

4.3. 国内电子竞技市场规模与日俱增 移动电竞有望超越传统电竞

《王者荣耀》的火爆，使得很多以前只在电脑上进行竞技游戏或者只玩休闲游戏甚至不玩游戏的人群第一次接触到“移动竞技游戏”这个概念，使得移动电竞超越传统电竞成为可能。据易观智库统计，移动电竞在国内电子竞技市场的占比由 2015 年的 21.70% 预计提升至 2017 年的 53.74%。

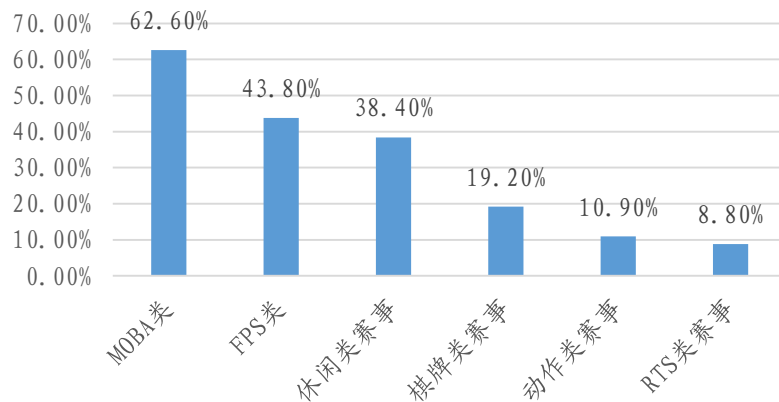
图 35: 2015A-2019E 中国电子竞技市场规模细分占比



资料来源: 易观智库, 中原证券

同时，从游戏类型上看，MOBA 类游戏和 FPS（射击类）游戏仍是电竞赛事最主流的游戏类型。

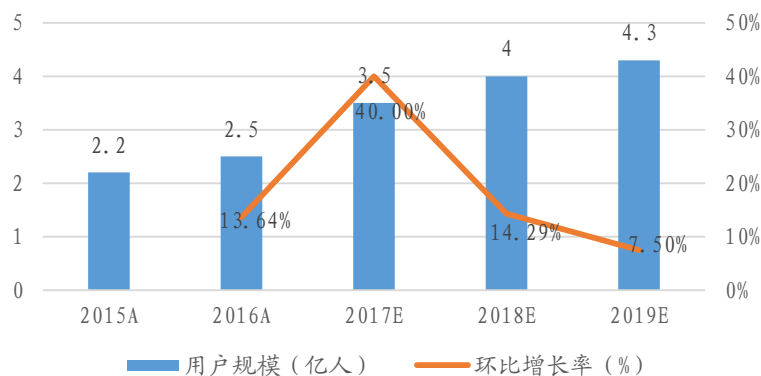
图 36：2017 年中国移动电竞赛事类型关注度占比



资料来源：易观智库，中原证券

据易观智库统计预测：2017 年我国电子竞技市场用户规模将达到 3.5 亿人，同比增加 40%，2019 年预计将达 4 亿人。

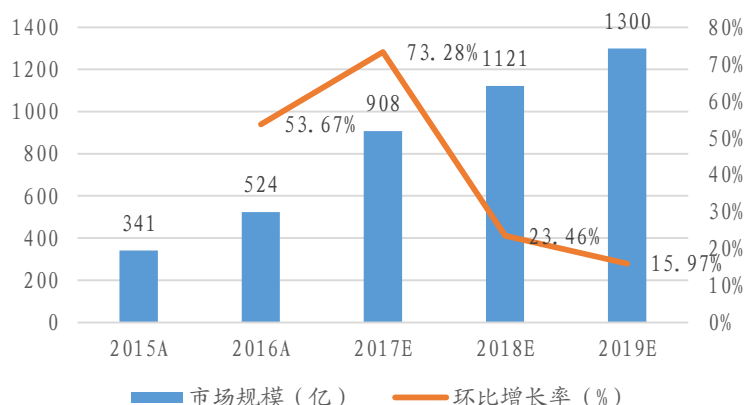
图 37：2015A-2019E 中国电竞用户规模及预测



资料来源：易观智库，中原证券

伴随电子竞技用户规模的增加，2017 年电子竞技市场规模也将达到 908 亿元，同比增长 73.28%，在 2018 年有望突破千亿大关，达到 1121 亿元，预计 2019 年达 1300 亿元。

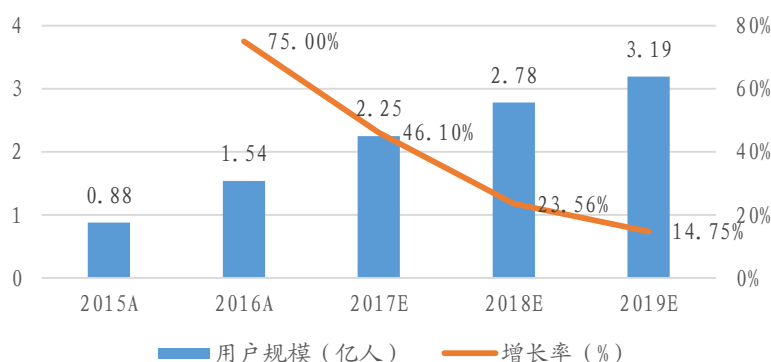
图 38：2015A-2019E 中国电竞市场规模及预测



资料来源：易观智库，中原证券

根据艾媒咨询针对移动电竞市场规模和用户规模统计的数据显示，2016 年中国移动电竞用户规模达到了 1.54 亿人，较 2015 年增长了 75%，预计 2017 年用户规模可达 2.25 亿人。

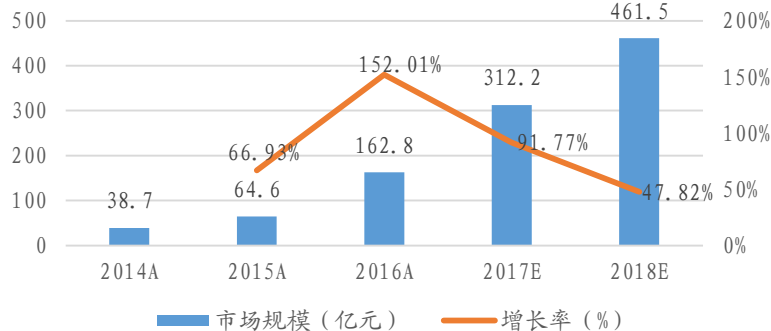
图 39：2015A-2019E 中国移动电竞用户规模及预测



资料来源：艾媒咨询，中原证券

而根据艾媒咨询的预测，伴随移动电竞用户规模的增长，截止至 2016 年，国内移动电竞市场规模达到 162.8 亿元，环比增幅高达 152.01%，而预计 2018 年，移动电竞市场规模将会达到 461.5 亿元。

图 40：2014A-2018E 国内移动电竞市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，中原证券

从市场规模和用户规模可见，2016 年与 2017 年是移动电竞产业的高速增长期，依托于软硬件技术的发展和移动游戏的多样化与精品化，可以预见移动电竞产业会在未来依然保持较快增长，同时基于国家产业政策的扶持和资本投入的加大，甚至有可能迎来“全民电竞”的时代。

4.4. 资本与政策支持，电竞产业有望迎来“最美好的时代”

2016 年在资本、政策、舆论与社会需求的多方推动下，电子竞技行业已经逐步进入正轨，更多游戏厂商陆续推出自己的电竞赛事品牌。在电竞产业用户规模依然存在增量机会的前提下，各大厂商为占据更多用户市场，将会进一步投入电竞产业，优化并完善电竞产业链。

4.4.1. 资本入局电竞产业

从近两年电竞行业大型融资案例可以看出目前大量产业资本的介入正在为蒸蒸日上的电子竞技行业源源不断地提供血液，各机构投资者和战略投资者不仅关注游戏与赛事的运营方，同时也关注电竞产业所能带动的周边产业，目的是全方位布局包括移动电竞在内的电子竞技产业及其相关产业。

表 5：部分电子竞技行业相关投资案例

时间	被投资方	投资方	投资金额	业务
2016 年 2 月	英雄传媒	英雄互娱	数亿人民币	电竞直播、电竞视频
2016 年 4 月	钛度科技	普思资本、汉铎投资	5 千万人民币	电竞装备生产研发
2016 年 6 月	七煌	上海新文化传媒集团、联创博瑞文化	1 亿人民币	电竞节目制作、电竞明星培养
2016 年 6 月	香蕉游戏	IDG 资本、文资数码	1.5 亿人民币	泛娱乐内容、电竞赛事
2016 年 7 月	鼎聚创新	联想集团、完美世界、火猫 TV、爱旺	数千万人民币	电竞主机定制
2016 年 7 月	捞月狗	酉金资本	数千万美元	游戏 IP 线下主题乐园、线上电竞彩票数据
2016 年 7 月	英雄体育	分众传媒、中国国安集团、光大印记传媒、	6.4 亿人民币	电竞综合业务
2016 年 8 月	天天电竞	中科招商、中投广生、上海彰霆、	9 千万人民币	移动电竞平台综合业务
2016 年 8 月	网娱大师	深圳市创新投资集团	1.5 亿人民币	电竞综合业务
2016 年 8 月	斗鱼 TV	凤凰资本、腾讯、红杉资本、南山资本	15 亿人民币	电竞直播平台
2016 年 9 月	巨人网络	阿里体育	1 亿人民币	电竞综合业务
2017 年 2 月	网鱼网咖	达晨创投、明嘉资本、一村资本	2.1 亿人民币	连锁线下电竞馆业务

资料来源：公开新闻整理，中原证券

4.4.2. 国家政策大力扶持

除了资本的布局之外，国家政策也同样从加速电竞人才培养、提高电竞赛事地位等方面不断出台政策，鼓励国内电竞产业的发展。在政策的驱动下，资本愈加看好电竞产业未来，进一步布局电竞产业；换言之，国家与地方政府目前对于电子竞技积极、开放的态度加速了国内电子竞技行业的发展和成长。

表 6：国家对电竞行业部分扶持政策

时间	事件	推动效果
2003 年	国家体育总局确定电子竞技为第 99 个体育项目（2008 年改为第 78 号）	电竞进入国家体育战略
2004 年	中国第一届电子竞技运动会（CEG）开幕	国内首次由官方举办电竞赛事

2013 年	国家体育总局组建 17 人的电竞国家队，出征亚洲室内运动会	电竞首次以国家队形式亮相
2016 年	教育部宣布在高等职业院校增设“电子竞技运动与管理”专业	电竞人才培养加速
2016 年	发改委和文化部提出打造区域性、全国性乃至国际性竞技赛事理念	电竞赛事地位进一步提高
2016 年	国家体育总局联合腾讯游戏、巨人网络等 45 家厂商成立“中国移动电子竞技产业联盟”	移动电竞产业规模化、规范化发展

资料来源：公开新闻整理，中原证券

4.5. 移动电竞未来发展趋势

2016 年国内移动电竞市场的增长主要来自于手游《王者荣耀》的优异表现，虽然目前 MAU 与 DAU 较 6 月峰值期间有小幅下滑，但是考虑到其在移动电竞市场的地位与腾讯丰富的游戏运营经验和目前赛事的规模化、职业化；未来一段时间内，《王者荣耀》仍然会是中国移动电竞市场的主要推动力之一；包含强竞技性和观赏性的 MOBA 类游戏仍将保持其最受欢迎的竞技游戏类型地位。

与 PC 端竞技游戏相比，移动竞技游戏更注重社交属性，为了扩展用户群体降低了操作难度。因此，未来的移动电子竞技游戏在注重竞技性、观赏性的同时依然会保持社交性、低操作难度和高娱乐性等特点。

除了保持移动电竞游戏原有的特点和类型之外，随着相关技术的成熟和游戏厂商研发能力的突破，预计未来会产生更多更适应移动终端设备玩法的新类型移动电竞游戏。2016 年全球火爆的手游《Pokemon Go》就是利用 AR（现实增强）技术实现手游玩法创新的范例。

图 41：利用 AR 技术的手游《Pokemon Go》



资料来源：《Pokemon Go》，中原证券

同时，移动电竞的头部游戏也将会覆盖传统电竞较少涉及的用户群体例如非游戏用户与女性玩家群体并吸引、带动此类新用户的转化。由于此类用户尚未形成观看电竞赛事、游戏直播的习惯，因此需要游戏与赛事运营方进行引导。未来的移动电竞用户的需求将围绕创新玩法、电竞明星、游戏直播、技术视频、电竞综艺等多方面展开。

从赛事角度出发，根据赛事举办方不同，目前国内移动电竞赛事可以分为两大类：由游戏开发商或发行商举办的第一方赛事；由游戏厂商之外的独立第三方举办的第三方赛事。第一方

赛事往往是围绕单个现象级游戏展开,如《王者荣耀 KPL 联赛》、《英雄联盟 LPL 联赛》与《DOTA2 TI 国际邀请赛》;第三方赛事形式上是更类似奥运会的综合赛事,覆盖多个电竞游戏。从短期来看,目前第一方赛事占据了电竞赛事主流,收入规模也远超第三方赛事;但第一方赛事十分依赖单项游戏内容,考虑到移动游戏生命周期较短,市场热点的切换对第一方赛事影响较大;第三方赛事则能够根据市场热点,随时调整比赛项目。因此未来移动电竞赛事的举办将会采用第一方和第三方赛事并重的形式。

与 PC 端电竞不同,目前国内移动电竞游戏主要由国内自研手游的头部产品构成,因此可以预计在未来会有更多的国内移动游戏厂商加大适合电竞项目的移动游戏研发,甚至有可能将优秀产品输出海外,打造国际性移动电竞赛事。

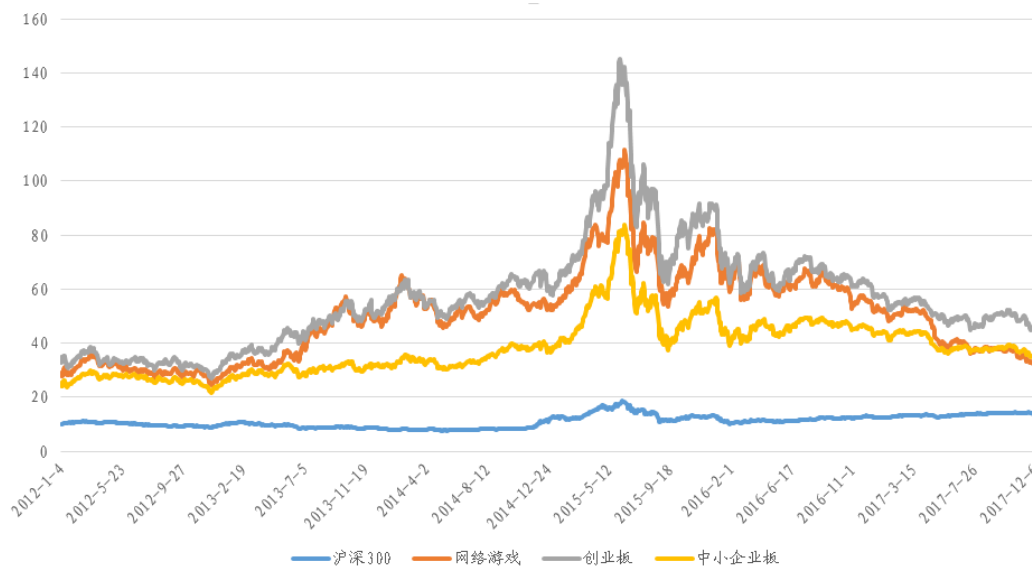
5. 投资评级与投资主线

5.1. 投资评级

传媒行业近两年整体表现弱于市场,但是在资本和政策的扶持下,2017 年国内游戏市场规模和电竞市场规模依然保持高速增长,虽然用户规模增速放缓,但仍具备上升空间;存量市场方面,游戏市场热点不断切换,存量玩家对于游戏类型和题材的偏好不断变化,游戏厂商在游戏类型与题材的不断挖掘与研发上存在较大潜力。腾讯、网易两大巨头第三季度游戏业务依然维持增长态势,国内二线游戏厂商加强研发投入,计划开发更多精品游戏且布局海外游戏市场的“手游出海”战略初见成效。游戏产品方面,2017 年出现了两大现象级游戏:手游《王者荣耀》和 PC 端游《绝地求生:大逃杀》,在《王者荣耀》的带领下,腾讯手机游戏业务第三季度同比大幅增长 84%至 182 亿元,《绝地求生:大逃杀》则频频创下 Steam 游戏平台销售与在线人数记录并迅速带动国内“大逃杀”类型游戏玩法,目前大逃杀类型的手游已经超过《王者荣耀》稳居手机游戏应用排行榜前三的位置,而腾讯也获得了《绝地求生:大逃杀》国内独家代理权,相信未来在不断涌现的“爆款”游戏的带动下,游戏市场还会进一步增长。

行业估值方面,自 2012 年以来,网络游戏概念板块总体估值一直处于较高水平;长期来看,网络游戏概念板块估值水平和创业板较为接近,2013 年以后是国内移动游戏用户和市场规模快速增长阶段,2014 年网络游戏概念板块和创业板估值均值分别为 54.27 倍和 58.17 倍;15 年网络游戏概念板块和创业板估值均值分别为 73.83 和 88.58 倍;16 年二者对应估值均值为 61.32 倍和 65.71 倍;截止至 2017 年 12 月 13 日,二者对应估值均值为 42.86 倍和 51.52 倍。

图 42：网络游戏概念板块 PE（TTM）对比



资料来源：Wind，中原证券

从网络游戏概念板块历史估值数据来看，2012 年以来估值中位数为 32.43 倍，最小值为 24.44 倍，最大值为 111.66 倍，平均 50.57 倍。虽然目前板块估值水平相对中位数偏高，但是考虑到目前估值正在逐渐下降且移动游戏行业未来仍然存在较好的成长性和盈利能力，故首次给予行业“同步大市”投资评级。

5.2. 投资主线

由于游戏市场热点类型不断切换，上半年是以《王者荣耀》为代表的 MOBA 类游戏，下半年则是以《绝地求生：大逃杀》为代表的“战术沙盒竞技”类游戏，考虑到游戏研发、运营与战略布局等方面，建议围绕三条主线展开投资：

- 1) 拥有强研发能力与精品 IP 的游戏研发公司
- 2) 具备丰富发行经验，能够从渠道关系、口碑运营等方面维持游戏竞争力的游戏公司。
- 3) 战略布局海外游戏市场，拥有海外游戏研发与运营经验的公司

5.3. 主要标的概况

腾讯（0700.HK）：作为国内手游龙头企业的腾讯旗下拥有多家游戏研发工作室，研发投入不断增加，目前形成了以多个研发工作室、产品部为核心的“内生式”研发构架，并通过收购其他具备研发能力和研发潜质的企业进行“外延式”扩张。其王牌研发团队天美工作室爆款频出，今年在手游《王者荣耀》的带领下，截止至 2017 年第三季度，腾讯移动游戏业务收入同比大幅增长 84%至 182 亿元人民币；同时在 PC 端游《地下城与勇士》、《英雄联盟》的带动下，PC 端游戏收入同比增长 27%，达到 146 亿元。其组织的《王者荣耀》职业联赛 KPL 在观赛人次、奖金数额等各项数据屡创新高；自研产品占据国内移动电竞市场超 7 成收入。收购美国拳头游戏公司和一线手游厂商 Supercell，并且购入 2017 年全球爆款 PC 端游《绝地求生：大逃杀（PUBG）》

开发商韩国蓝洞公司 5%的股份加上近期推出海外版《王者荣耀》以及与日本著名主机厂商任天堂合作推出 NS 主机版《王者荣耀》，布局海外游戏市场意图明显。独家代理运营《PUBG》国服版本以及官方手游版本以及自研的“大逃杀”类型端游《无限法则》有望接棒《王者荣耀》，成为下一个游戏市场增长点。

网易 (NTSE.O): 国内手游第二把交椅，深耕游戏自研，前三季度移动游戏收入超过 200 亿元，目前游戏收入占公司总收入 70%，拥有《大话西游》《梦幻西游》等多款经典 PC 端游转手游的 IP 作品，并自主研发了现象级手游《阴阳师》，多次引发社交网络媒体话题传播，多款手游产品长期霸占各类应用市场排行榜。旗下拥有多个手游独立研发工作室，研发能力与市场反应能力极强，紧跟市场热点，在出品精品手游方面极具潜力与优势。据伽马数据测算，目前网易 99% 的移动游戏收入都来自于自研游戏。围绕市场新热点的自研“战术沙盒竞技类”《荒野行动》手游版与 PC 版与手游《终结者 2: 审判日》先于腾讯入场，抢占了一定市场份额。

三七互娱 (002555.SZ): 老牌页游厂商，拥有多款页游 IP 作品，自研游戏能力出众，页游 IP 转手游作品《永恒纪元》长期稳居 IOS 畅销榜前 50，月稳定流水 2 亿元左右，累计流水超 30 亿元；9 月底上线运营的手游《大天使之剑 H5》在榜单最高排名为 TOP3，上线仅一个月，累积流水达 1.6 亿元。研发投入不断增加，预计未来会有更多精品手游出现。公司积极布局海外市场，具备丰富的海外运营经验和本土化能力，《创世破晓》，《War of Rings》(《永恒纪元》英文版)《戒：AOR》在海外地区均表现不俗。

完美世界 (002624.SZ): A 股游戏行业龙头，2017 年前三季度公司营收为 55.24 亿元，同比增长 55.96%，其中移动游戏业务收入占比接近总营收的一半；归母净利润 10.78 亿元，同比增长 50.29%。受益于《火炬之光》、《诛仙》、《最终幻想》等多款知名 IP 手游以及《无冬之夜 OL》PS4 版，《星际迷航》PS4、XBOX 版带来的收益增长，游戏业务快速增长，目前公司正在研发多款包含《完美世界国际版》、《武林外传》等“端转手”游戏作品并且正在研发针对二次元，影视作品，动漫等多种题材的游戏项目。多款自研产品累计流水过亿元，2016 年研发人员为 2490 人，占全部员工数量 46.85%，在引擎开发、3D 建模与渲染等核心技术上形成独特优势。

中文传媒 (600373.SH): 2014 年收购专注海外游戏运营与发行的北京智明星通科技股份有限公司，目前旗下拥有多款策略类、射击类与休闲类游戏产品。策略类移动游戏《列王的纷争》在海外地区表现亮眼，出品三年依然保持海外手游畅销榜中国产手游第一名，根据 17 年三季度财报显示，《列王的纷争》月均流水仍保持 2.56 亿元，属高流水作品，全球总注册用户达 2.16 亿人。与腾讯代理发行的《乱世王者》自上线以来稳居 IOS 畅销榜前十位置。独家代理的“大逃杀类型”手游《Last Battleground Survival》在多个海外地区 IOS 下载量排行前 10。

表 7: 重点公司经营与估值情况

公司简称	总股本 (亿股)	流通股 (亿股)	股价(元, 12.13)	EPS (元)			每股净资产 (17A Q1-3)	PE (倍)			PB (17A Q1-3)
				2016A	2017E	2018E		2016A	2017E	2018E	
完美世界	13.15	3.36	34.02	0.96	1.13	1.42	5.48	42.36	30.02	23.89	5.67
三七互娱	21.48	6.23	21.58	0.51	0.79	0.98	3.07	37.81	27.39	22.00	7.27

巨人网络	20.24	3.48	37.42	0.68	0.62	0.75	4.11	128.72	60.07	50.02	10.12
游族网络	8.61	5.49	22.84	0.68	0.94	1.29	3.68	42.53	24.23	17.67	6.57
恺英网络	14.35	5.83	26.95	1.00	1.02	1.12	2.97	22.17	26.37	24.11	6.11
掌趣科技	27.58	26.43	6.07	0.18	0.27	0.35	3.15	33.78	22.79	17.22	2.37
中文传媒	13.78	12.82	17.83	0.94	1.12	1.35	8.56	22.59	15.88	13.22	2.58
昆仑万维	11.52	4.51	22.85	0.47	0.89	1.15	3.57	38.29	23.77	19.93	7.40
电魂网络	2.40	0.67	33.29	1.35	1.09	1.14	6.63	55.66	30.52	29.10	5.84
冰川网络	1.00	0.36	52.55	1.87	1.64	1.69	14.85	80.61	32.04	31.09	5.05
天神娱乐	8.92	4.83	18.82	1.87	1.16	1.41	9.20	44.12	17.10	14.02	2.20
艾格拉斯	18.45	6.09	6.56	0.27	0.20	0.27	3.05	80.57	33.23	24.18	1.86
星辉娱乐	12.44	8.24	6.55	0.37	0.41	0.52	2.05	26.55	15.91	12.50	3.82

资料来源: Wind, 中原证券

注: 上述盈利预测为 Wind 一致预期

6. 风险提示

- 1) 负面新闻导致政策监管超预期
- 2) 游戏市场发展增速趋缓
- 3) 移动游戏产品生命周期较短

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。