



游戏行业的“好莱坞”，中国厂商的全球发行之路

最近一年行业指数走势



联系信息

陶治 分析师

SAC 证书编号: S016051711002

座机: 021-68592217

邮箱: taoye@ctsec.com

汪哲健 联系人

座机: 021-68592297

邮箱: wangzhejian@ctsec.com

吕伟 联系人

座机: 021-68592330

邮箱: lvyi@ctsec.com

相关报告

1 《外部情绪悲观板块大幅回调，存量市场下游戏出海或将成新趋势:传媒行业周报（第 31 周）》 2018-08-07

2 《《西虹市首富》预测票房达 26 亿，优质内容护航票房大盘无忧:传媒行业周报（第 30 周）》 2018-07-30

3 《阿里战略入股分众传媒，强调关注优质渠道价值:传媒行业周报（第 29 周）》 2018-07-23

投资要点:

● **背景：手游人口红利殆尽、获客成本提高，国内市场日趋红海化**
随着手游人口红利的消失，获客成本的提高，国内游戏市场的增速出现显著下滑。根据伽马数据，2018 年 1-6 月中国游戏市场增速仅为 5.2%，创十年新低。行业的逻辑由增量转向存量，在存量的搏杀中腾讯和网易龙头地位将愈发巩固，中小企业在国内市场将愈发难以弯道超车；同时，互联网流量逐渐固定在 BAT 及头条等体系中，游戏行业获客模式转为向流量巨头买量，买量成本飙升亦大幅蚕食游戏行业利润。

● **趋势：海外市场前景广阔，出海将成行业新趋势**

根据 Newzoo 发布的《2018 全球游戏市场报告》，2018 年全球移动游戏市场规模将达到 703 亿美元，预计年同比增长率达 25.5%，海外市场前景之广阔可见一斑。根据伽马数据，2018 年上半年中国游戏企业海外收入达 46.3 亿美元，同比增长达 16.0%，中国游戏企业的海外收入增速已显著高于国内市场增速。

● **区域：亚太市场最值得游戏出海厂商关注**

我们在结合现有市场规模、市场结构、增长速度、潜在市场空间、文化差异与汇率风险等多种因素后认为，离中国大陆最近的亚太市场仍是最值得大部分中国出海企业关注的市场。其中，移动游戏占据主导、青年人口众多、市场增速较快的印度市场和东南亚市场尤其值得关注，而日本市场和韩国市场则更适合自研能力较为强大的中国企业。

● **渠道：海外渠道抽成合理，国内企业可深耕于内容**

和国内的渠道商相比，海外渠道商不仅用户存量更高，而且抽成也更为合理（约 30%），其抽成显著低于国内渠道。海外渠道商如谷歌、苹果等，并不直接从事游戏的发行和运营，因此海外手游市场并无类似于腾讯集渠道、研发、运营于一体的超级巨头。

● **标的：关注出海布局较早、研运能力较强的龙头企业**

建议关注腾讯、网易、宝通科技（易幻网络）、三七互娱、游族网络、中文传媒（智明星通）、昆仑万维。

风险提示：海外游戏市场增速减缓、海外监管政策变化风险、市场竞争加剧风险、汇率风险

表 1：重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (十亿元)	收盘价 (08.09)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	
002624	完美世界	36.5	27.78	1.14	1.47	1.83	24.4	18.9	15.2	买入
002555	三七互娱	22.4	10.53	0.75	1.02	1.22	14.0	10.3	8.6	增持
300418	昆仑万维	20.2	17.56	0.87	1.03	1.20	20.2	17.0	14.6	买入
002174	游族网络	15.2	17.10	0.91	1.20	1.49	18.8	14.3	11.5	增持

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财，财通天下

内容目录

1、核心逻辑与投资建议	5
1.1 核心逻辑	5
1.2 投资建议	5
2、国内游戏行业概况	6
2.1 国内游戏用户规模增速下滑，游戏行业增长急需新动力	6
2.1 腾讯网易竞争优势显著，大概率将进一步挤压其它厂商份额	8
2.2 流量固定于 BAT+头条体系中，买量价格飙升蚕食游戏行业利润	10
3、游戏出海：现有市场规模可观，潜在市场空间巨大	13
3.1 观点：出海应考虑文化壁垒，亚太市场更值得关注	13
3.2 海外市场总体概况：移动游戏市场快速成长，增速已超国内市场	14
3.3 北美市场概况：市场规模庞大，主机占据主导	15
3.4 拉美市场概况：后发国家为主，移动游戏渗透率较高	17
3.5 西欧市场概况：用户付费能力较强，但市场较为碎片化	19
3.6 东欧市场概况：互联网普及率高但市场空间有限	20
3.7 中东和非洲市场概况：文化差异巨大的高增长市场	22
3.8 亚太市场概况：最值得中国出海企业关注的市场	23
3.9 日本市场概况：付费能力强大的成熟手游市场	24
3.10 韩国市场概况：手游市场快速增长的邻国	25
3.11 东南亚市场概况：中国出海企业的优势市场	27
3.12 印度市场概况：文化包容的蓝海市场	29
4、中国游戏厂商竞争优势	32
4.1 人力成本优势助力中国游戏企业出海	32
4.2 专注造就中国公司在移动游戏领域的成功	33
4.3 海外市场渠道抽成更为合理，出海厂商不必担心流量霸权	33
4.4 经验技术积累促进中国出海企业竞争力提升	34
5、建议关注标的：建议关注出海时间早、研运能力强的龙头企业	36

图表目录

图 1：2009-2017 中国游戏销售规模及增速情况	6
图 2：2008-2018 上半年中国游戏用户规模增长状况	6
图 3：2009 至 2017 年间中国游戏市场的 ARPU 及其增长率	7
图 4：中国游戏市场规模增速逐步趋缓	7
图 5：2018Q1 腾讯、网易手游市占率	8
图 6：2018Q1 移动游戏端产品流水排名	8
图 7：移动互联网各巨头独立 APP 总使用时长占比	10
图 8：2018 年 1 月至 4 月手游获客成本（单位：元）	11
图 9：2018 年 Q1 广告投放数 Top5 开发商排行	11
图 10：2017 年 1 月到 12 月间游戏应用激活率	11
图 11：2014 年 1 月到 2018 年 8 月间游戏行业的 PE 状况	12
图 12：2008-2018 上半年中国自研网游海外收入增长状况	13
图 13：2018 年全球游戏行业各细分市场预期规模	14
图 14：2018 年世界主要地区游戏市场预期规模	15
图 15：美国各类游戏设备的渗透率	15
图 16：2016 年美国游戏市场构成	16

图 17: 2018 年拉美主要国家游戏市场规模 (单位: 亿美元)	17
图 18: 移动游戏在墨西哥网络用户中的渗透率	18
图 19: 移动游戏在巴西网络用户中的渗透率	18
图 20: 墨西哥 App Store 游戏类应用畅销榜	18
图 21: 巴西 App Store 游戏类应用畅销榜	18
图 22: 西欧主要国家的游戏市场规模 (单位: 亿美元)	19
图 23: 英国游戏市场构成	20
图 24: 德国 App Store 游戏类应用畅销榜	20
图 25: 英国 App Store 游戏类应用畅销榜	20
图 26: 东欧主要国家游戏市场规模 (单位: 亿美元)	21
图 27: 中东和非洲地区主要国家游戏市场规模 (单位: 亿美元)	22
图 28: 中东石油富国的互联网渗透率	23
图 29: 中东石油富国的经济与人口状况	23
图 30: 日本游戏市场构成	24
图 31: 2017 年日本手游收入排行榜	25
图 32: 2017 年日本地区手游厂商收入排行榜	25
图 33: 2016 年韩国游戏市场构成	26
图 34: 2016 年韩国手机市场份额	26
图 35: 2017 年韩国手游收入排行榜	27
图 36: 2017 年韩国地区手游厂商收入排行榜	27
图 37: 东南亚地区主要国家游戏市场规模 (单位: 亿美元)	27
图 38: 印尼 TOP100 畅销手游的来源国	28
图 39: 越南 TOP100 畅销手游的来源地区	28
图 40: 东南亚地区主要手机厂商的出货量 (单位: 万部)	29
图 41: 东南亚地区中国手机厂商的市占率	29
图 42: 2017 年中国厂商在印度手机市场的份额	30
图 43: 2017 年中国厂商在印度手机市场的出货量	31
图 44: 《崩坏-编年史》和《崩坏-使魔战争》的成本结构	32
图 45: 2017 年中国主要游戏公司的研发投入及其占营业收入的比例	34
图 46: 2017 年中国主要游戏公司的研发人员数量及占员工总数的比例	34
图 47: 2 腾讯游戏出海历程	36
图 48: 网易游戏出海历程	37
图 49: 易幻网络出海历程	38
图 50: 《创世破晓》在台湾 App Store 畅销榜上的变化情况	39
图 51: 三七互娱游戏出海历程	39
图 52: 游族网络出海历程	40
图 53: 《列王的纷争》在德国地区 App Store 上的排名趋势	41
图 54: 智明星通游戏出海历程	41
图 55: 昆仑万维游戏出海历程	42

表 1: 2018 年 6 月腾讯 APP 的月独立设备数	8
表 2: 腾讯参与投资的著名游戏厂商	9
表 3: 2018 年 H1 流水总量排名	9
表 4: 主要海外市场的各自特点	13
表 5: 2017 年美国手游发行商收入排行榜	17
表 6: 俄罗斯 App Store 游戏类应用畅销榜	21
表 7: 2017 印度 Google Play & iOS 畅销手游 TOP10	30
表 8: 中美两国游戏开发人员薪酬对比	33
表 9: 2017 年中外游戏公司收入结构对比	33

表 10：中外游戏渠道抽成对比	34
表 11：2018 年 4 月中国 APP 发行商出海收入排行榜	36

1、核心逻辑与投资建议

1.1 核心逻辑

用户规模本质上来来自于渠道层面的更迭扩张，而 ARPU 更多是在于内容层面的创新。此轮游戏增速趋缓的主因是渠道端的驱动（智能手机推广、4G 网络推广）逐渐殆尽，游戏行业在未来将在内容驱动下保持较为平稳增长。关于游戏大盘的整体判断，未来若无技术与渠道上的明显突破与更迭以及政策监管的影响，我们认为游戏行业增速以 5%-20% 的速度稳健增长。

中国游戏产业的天花板并不局限于中国市场，海外市场极为广阔：2017 年中国大陆游戏市场规模为 324 亿美元，北美地区、亚太（非中国）、西欧、拉美、东欧、中东和非洲各有 297 亿、287 亿、189 亿、44 亿、36 亿、40 亿的市场规模，合计 893 亿的市场规模。893 亿美元市场规模，中国目前游戏出海规模仅 82 亿美元，市场空间极大，并且以东南亚为首的众多地区仍处于移动互联网红利时代。

我们认为在未来五到十年中国将成为世界最主要的游戏出口国。在 2017 年以前，中国游戏厂商的重心普遍在于国内市场；近期，腾讯网易市占率的攀升以及国内政策监管影响将明显加速中国游戏出海的进程，我们认为 2018 年将是游戏出海第二阶段元年。经过十几年的激烈竞争，中国游戏厂商已经具备创造精品、打磨精品以及长线运营的能力，中国厂商也将逐步具备了参与国际市场竞争的能力。

1.2 投资建议

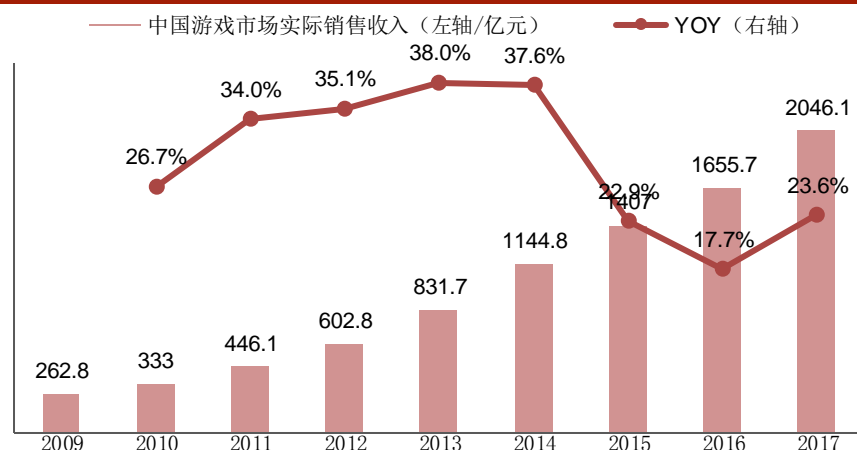
参考国内外端游、主机游戏、页游发展历程以及游戏产品特征（边际成本低、存在规模效应、用户休闲时间有限等）以及综合考虑企业的经营规模、盈利效率、研发能力、运营实力等要素后，我们建议投资者关注出海布局较早、研运能力较强的龙头企业，具体公司为腾讯、网易、中文传媒（智明星通）、昆仑万维、宝通科技（易幻网络）、三七互娱、游族网络。

2、国内游戏行业概况

2.1 国内游戏用户规模增速下滑，游戏行业增长急需新动力

在过去几年中，受智能手机普及、4G 网络推广、政策监管相对放开以及娱乐消费需求提升等因素的推动，中国游戏行业整体实现快速增长，根据中国数音协游戏工委、伽马数据、国际数据公司联合发布的《2017 年中国游戏产业报告》，2017 年国内游戏市场实际销售收入超过 2000 亿元人民币，中国已成为世界第一大游戏市场。

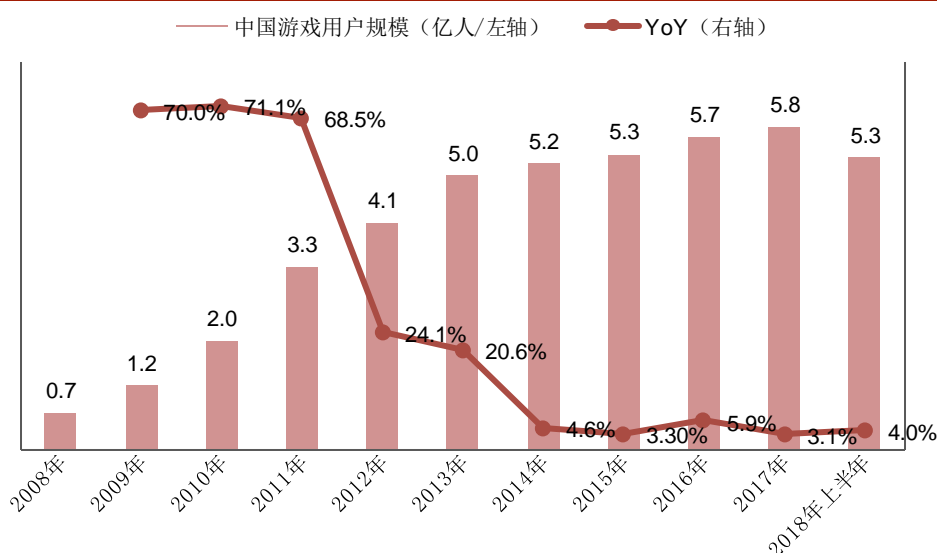
图 1：2009-2017 中国游戏销售规模及增速情况



数据来源：中国数音协游戏工委，伽马数据，国际数据公司，财通证券研究所

但是，随着手机游戏人口红利的消失，游戏行业逐步进入成熟期，游戏用户规模的增速下滑，国内游戏人口规模已接近天花板。

图 2：2008-2018 上半年中国游戏用户规模增长状况

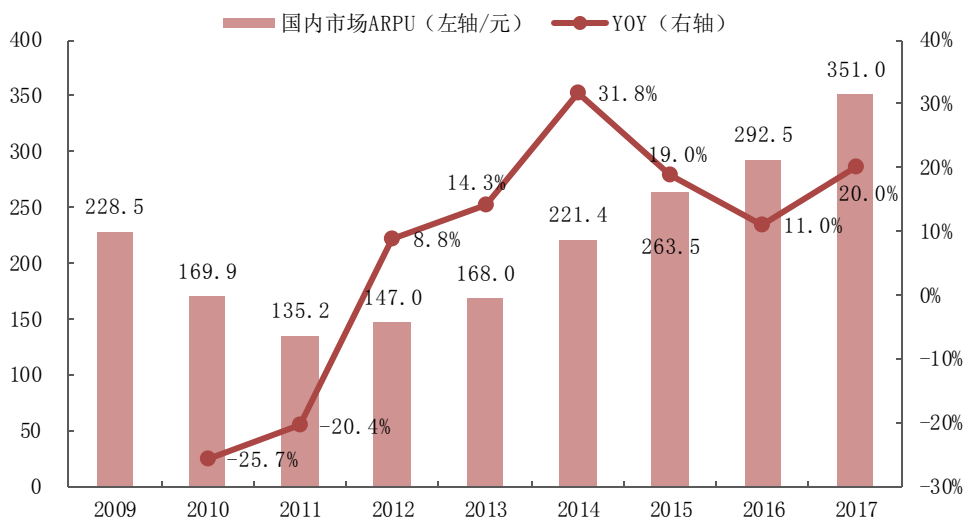


数据来源：中国数音协游戏工委，伽马数据，国际数据公司，财通证券研究所

用户规模增速的下滑也使得行业的增长模式从由用户规模和 ARPU (ARPU = 游戏市场实际销售收入/游戏用户规模) 两方面带动的双轮驱动模式转变为主要依靠

ARPU 的增长模式。ARPU 难以在短期内出现爆发式的增长,从具体数据上看,2009 年到 2017 年间,中国游戏市场 ARPU 最高增速发生在 2014 年(由于移动支付普及、4G 网络普及带来的手游重度化等原因),ARPU 年同比增长率为 31.8%,而近九年中其它年份的 ARPU 同比增长率均未超过 20%。

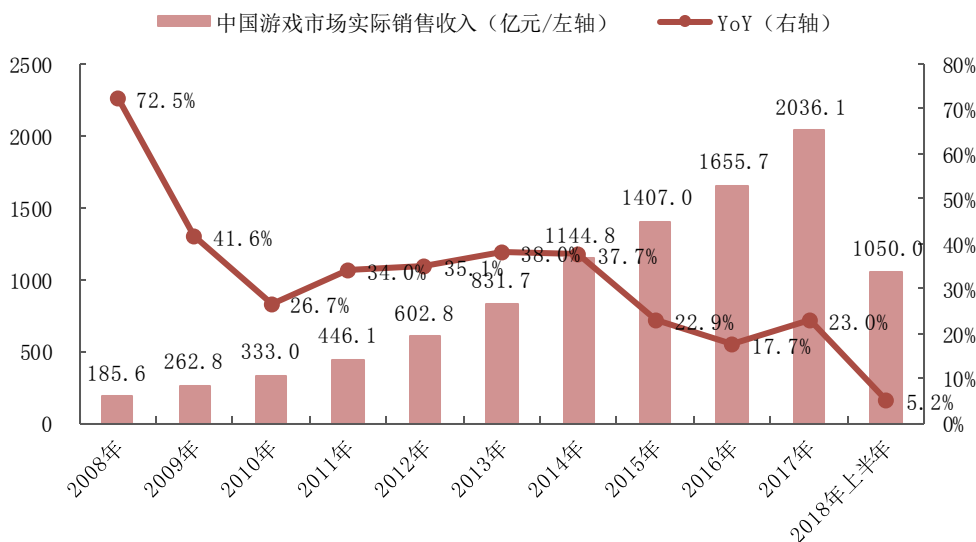
图 3: 2009 至 2017 年间中国游戏市场的 ARPU 及其增长率



数据来源: 中国数协游戏工委, 伽马数据, 国际数据公司, 财通证券研究所

在用户规模增速大幅下降, ARPU 增长以渐进为主的大背景下, 中国游戏市场规模的增速逐步放缓是一个较为显著的趋势。根据伽马数据, 2018 年 1-6 月中国游戏市场实际销售收入为 1050.0 亿元, 同比增长仅为 5.2%, 该增速创十年新低。

图 4: 中国游戏市场规模增速逐步趋缓



数据来源: 中国数协游戏工委, 伽马数据, 国际数据公司, 财通证券研究所

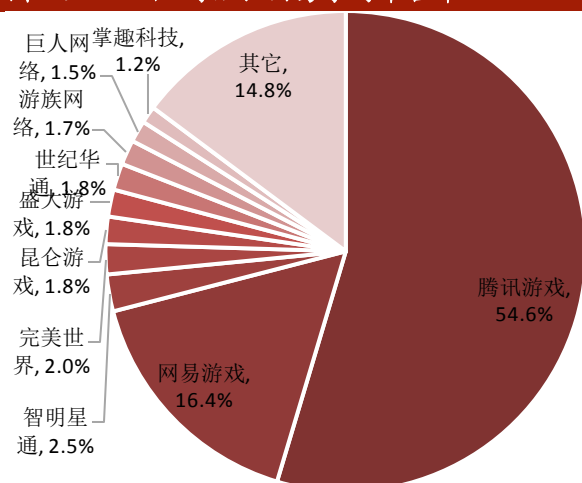
用户规模本质上来来自于渠道层面的更迭扩张, 而 ARPU 更多是在于内容层面的创新。关于游戏大盘的整体判断, 未来若无技术与渠道上的明显突破与更迭以及政策监管的影响, 我们认为游戏行业增速以 5%-20% 的速度稳健增长。目前视野中

隐约可见(2020年之后)的渠道更迭是来自于5G网络推广伴随的机会,游戏行业将随着移动网络提速以及网络资费的降低,手游行业中将出现进一步重度化APP手游以及更为重度的H5游戏子领域。而在游戏出海这一细分领域,中国部分游戏厂商将仍能受益于渠道驱动与内容驱动的双轮驱动。

2.1 腾讯网易竞争优势显著,大概率将进一步挤压其它厂商份额

随着游戏市场规模增速的放缓,行业的逻辑由增量转向存量,而在存量的搏杀中,龙头企业的地位将愈发稳固,将大概率进一步挤压其他厂商的市场份额。腾讯和网易凭借着自身在IP授权、自主研发、运营推广、互联网生态等方面的绝对优势已成为游戏市场的巨头,截至2018年第一季度,两大巨头的市占率已经超过70%。在头部内容方面,腾讯和网易更是占据压倒性的优势,2018年Q1腾讯和网易共占有手游流水排行榜前十名中的九席,唯一突围的是深耕二次元领域B站代理运营的日本二次元手游FGO。市场中,二线及以下的游戏厂商机会更在于长尾,这一趋势在游戏运营行业中尤为明显。

图 5: 2018Q1 腾讯、网易手游市占率



数据来源: 易观咨询, 财通证券研究所

图 6: 2018Q1 移动游戏端产品流水排名

排名	游戏名称	排名变动	Q1 流水测算 (亿元)	研发运营方
1	王者荣耀	-	40+	腾讯
2	QQ飞车	New	20+	腾讯
3	梦幻西游	-1	14+	网易
4	奇迹: 觉醒	New	10+	腾讯
5	楚留香	New	8+	网易
6	倩女幽魂	-3	7+	网易
7	大话西游	-2	5+	网易
8	乱世王者	-1	5+	腾讯
9	FGO	+8	5+	B 站
10	穿越火线	+10	5+	腾讯

数据来源: 伽马数据, 财通证券研究所

腾讯拥有其它厂商难以企及的渠道优势和投资布局。渠道方面,腾讯在C端渠道优势极其显著,超级APP及完整的泛娱乐生态圈将为其旗下游戏持续导流,是国内唯一可以完全对冲买量成本飙升的游戏厂商。根据艾瑞咨询发布的2018年6月移动APP指数,腾讯共计有9款APP月独立设备数量超过2亿台(阿里与百度分别有5款和4款应用月独立设备数量超过2亿台)。

表 1: 2018 年 6 月腾讯 APP 的月独立设备数

APP 排名	APP 名称	APP 类型	月独立设备数 (万)	总有效时长(万小时)
1	微信	即时通讯	104,969	2,342,371
2	QQ	即时通讯	66,205	520,885
4	腾讯视频	在线视频	60,371	617,184
12	QQ 手机浏览器	浏览器	40,690	184,169
17	腾讯手机管家	安全	33,945	22,388
18	酷狗音乐	在线音乐	31,090	67,887
20	QQ 音乐	在线音乐	29,763	26,841

21	应用宝	应用商店	26,600	6,154
22	腾讯新闻	新闻资讯	26,540	140,927

数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

投资方面，腾讯在游戏行业中拥有广泛的投资布局以及稳固的代理合作关系。腾讯的布局较为完整，在 IP 储备、游戏研发、游戏代理、游戏运营、衍生品业务、推广宣发、流量导入等等诸多环节均有较深的布局。

表 2：腾讯参与投资的著名游戏厂商

公司名称	所在国家	代表作品	游戏类型	投资金额	持股比例	投资时间
Supercell	芬兰	《部落冲突》	策略	86 亿美元	84.3%	2016 年
Riot games	美国	《英雄联盟》	MOBA	2.31 亿美元	100%	2011 年
Epic games	美国	《堡垒之夜》	TPS、大逃杀	3.3 亿美元	48.4%	2012 年
动视暴雪	美国	《使命召唤》	FPS	14 亿美元	6%	2013 年
育碧	法国	《彩虹六号》	FPS	约 28 亿人民币	5%	2018 年
Blue hole	韩国	《绝地求生：大逃杀》	TPS、大逃杀	4.06 亿人民币	约 5%	2017 年
西山居	中国	《剑网 3》	MMORPG	1.43 亿美元	9.9%	2017 年
永航科技	中国	《QQ 炫舞》	音乐	金额不详	63.9%	2007 年
乐逗游戏	中国	《神庙逃亡》	跑酷冒险	1500 万美元	20.4%	2013 年
盛大游戏	中国	《热血传奇》	RPG	30 亿人民币	不详	2017 年

数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

游戏行业其他厂商面临来自于巨头的压力主要来自于：1、巨头既有的游戏已经能满足玩家的主要需求（玩家终端中若已有某类游戏，则他们不再会关注相关信息），同质化的产品很难突围，这一断论可由从 2018 年上半年 IOS 流水榜几乎无新游戏上榜这一现象验证；2、当新的游戏品类出现时，仅有少数巨头具备及时有效跟进该游戏品类的能力；3、中期来看，腾讯的《刺激战场》、《全军出击》等游戏由于政策监管原因仅能通过广告变现却占用了中国手游玩家大量的娱乐休闲时长，对其他游戏厂商的游戏挤压明显。

表 3：2018 年 H1 流水总量排名

排名	游戏名称	公司	上线时间
1	王者荣耀	腾讯	2015/10/28
2	梦幻西游	网易	2015/3/25
3	QQ 飞车	腾讯	2017/12/27
4	大话西游	网易	2015/9/9
5	楚留香	网易	2018/1/23
6	乱世王者	腾讯	2017/8/15
7	倩女幽魂	网易	2016/5/12
8	奇迹：觉醒	腾讯	2018/1/2
9	QQ 炫舞	腾讯	2018/3/13
10	天龙八部手游	腾讯	2017/5/16
11	魂斗罗：归来	腾讯	2017/6/6
12	阴阳师	网易	2016/9/1
13	新剑侠情缘	腾讯	2016/6/1
14	穿越火线：枪战王者	腾讯	2015/12/3
15	荒野行动：飓风突击	网易	2017/11/3
16	Fate/Grand Order	哔哩哔哩	2016/9/28
17	崩坏 3	上海米哈游	2016/9/30
18	恋与制作人	苏州叠纸游戏	2017/12/13

19	火影忍者	腾讯	2016/1/7
20	率土之滨	网易	2015/10/20

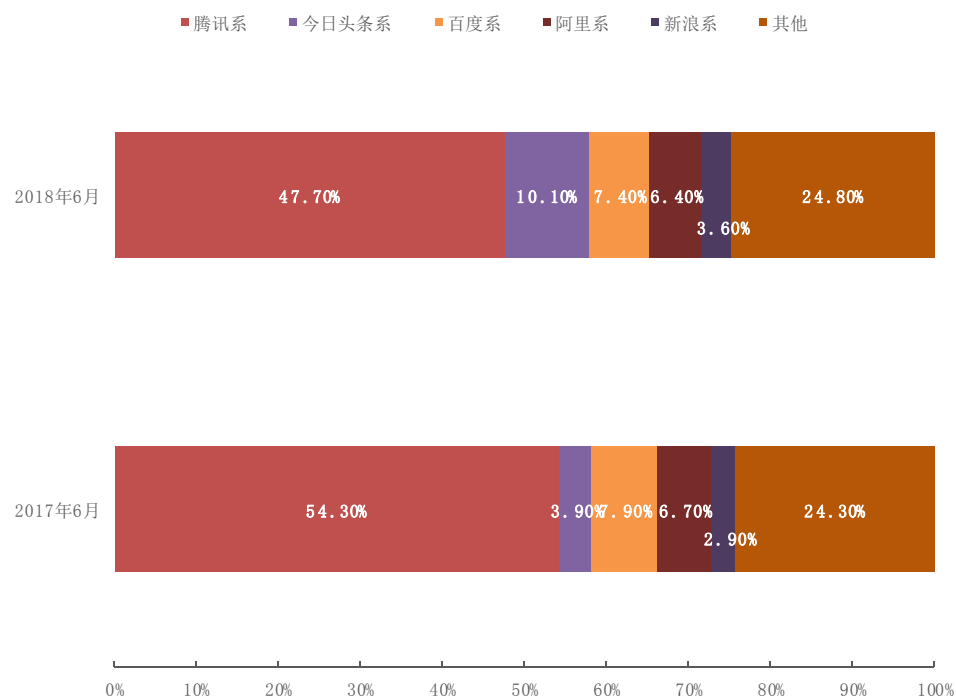
数据来源：七麦数据，财通证券研究所

注：图中加粗为 2017 年年底及 2018 年新游

2.2 流量固定于 BAT+头条体系中，买量价格飙升蚕食游戏行业利润

在移动游戏人口红利殆尽、行业集中度提高之外，众多游戏厂商还面临买量成本飙升蚕食利润的困境。在互联网人口红利消退的大背景下，互联网流量逐渐固化，集中在腾讯、阿里、百度、头条四大体系之中。根据 QuestMobile 的数据，从 2017 年 6 月到 2018 年 6 月，BAT+头条四大巨头占据了我国互联网用户 70% 以上的 APP 使用时长。过去由游戏厂商自主获得流量的模式已经转变为向流量巨头购买流量的模式，近期游戏行业买量价格处于快速上涨通道之中，给游戏厂商成本端造成巨大压力。站在行业的角度来看，由于目前流量是来自于游戏行业之外的流量巨头手中，买量的巨额支出并不能反哺游戏行业增长，故游戏行业增长受限。

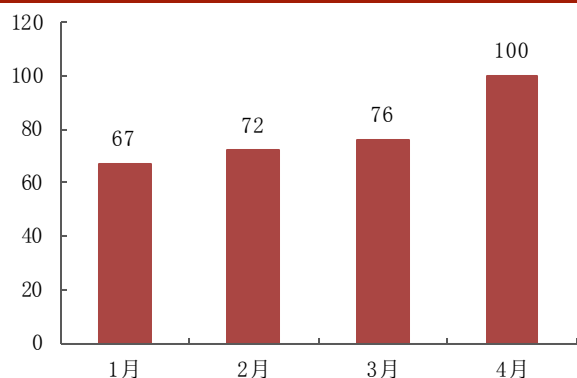
图 7：移动互联网各巨头独立 APP 总使用时长占比



数据来源：QuestMobile TRUTH 中国移动互联网数据库，财通证券研究所

手游的获客成本快速攀升，网易位居买量榜第一。根据热云数据的资料，2018 年 1 月至 4 月，手游的平均获客成本呈快速上升的态势，1 月获客成本是每用户是 67 元，此后 2 月、3 月、4 月分别攀升至 72 元、76 元、100 元。随着流量变得更加稀缺，即便是拥有自有渠道的网易也加入游戏买量的大军当中，在 2018 年第一季度，网易的买量投入甚至位居内地游戏厂商之首。

图 8: 2018 年 1 月至 4 月手游获客成本(单位: 元)



数据来源: 热云数据, 财通证券研究所

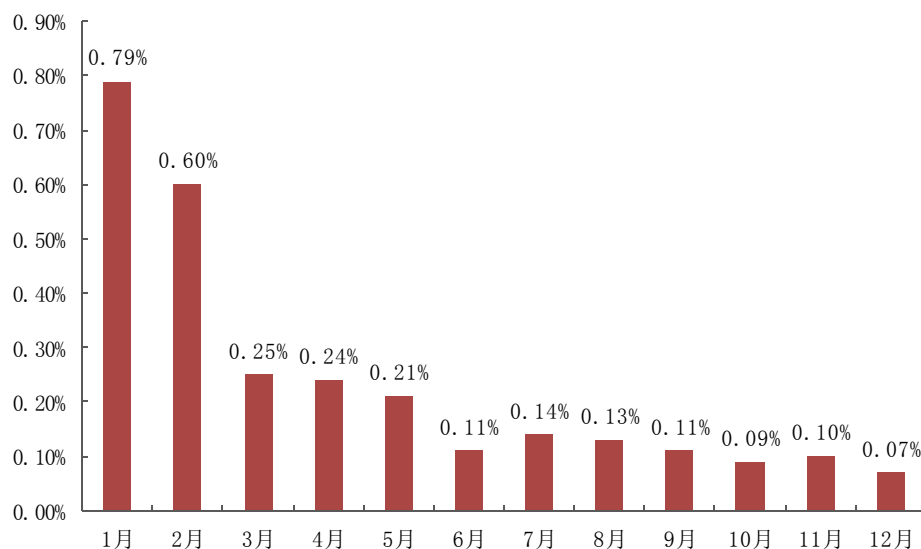
图 9: 2018 年 Q1 广告投放数 Top5 开发商排行

排名	开发商名称	投放广告数	游戏款数	游戏类型	游戏名称
1	网易移动游戏	2304	29	RPG	《楚留香》
2	上海游族网络	2182	4	RPG	《天使纪元》
3	柠檬微趣	997	2	休闲	《宾果消消消》
4	玩友时代	554	1	RPG	《燕妃 Q 传》
5	猎豹移动	529	5	音乐	《滚动的天空》

数据来源: App Growing, 财通证券研究所

一方面, 随着游戏厂商们广告投放的增加, 广告的投放效果亦发生了明显的边际递减。另一方面, 随着手机性能的提升和玩家游戏阅历的丰富, 手游用户对游戏品质的要求正在变得越来越高, 因此广告投放的效果并没有随着广告费用的上升而出现显著提高的态势, 游戏应用的激活率(应用激活数/广告点击数)甚至还出现了大幅下滑。根据热云数据的统计, 2017 年 1 月到 12 月, 中国内地手游应用的激活率从 0.79% 下滑到 0.07%。

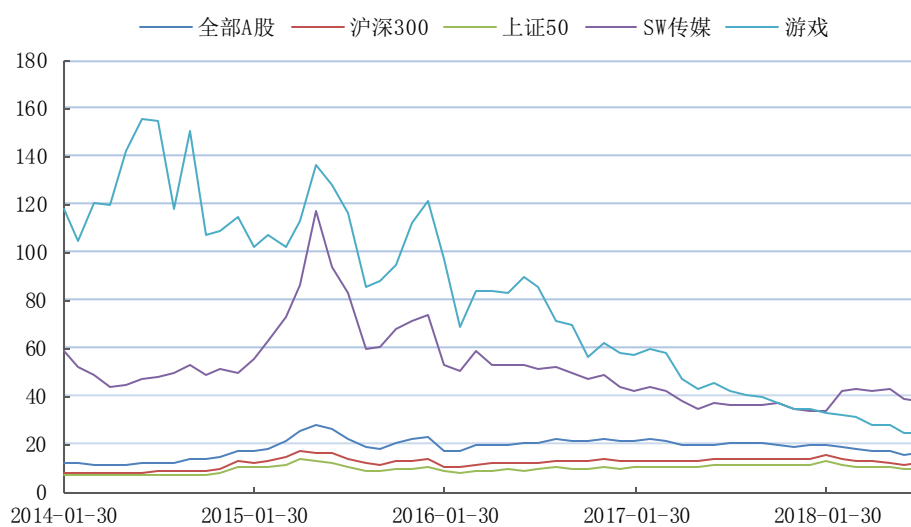
图 10: 2017 年 1 月到 12 月间游戏应用激活率



数据来源: 热云数据, 财通证券研究所

随着获客成本的节节攀升以及行业监管的影响, 中小企业弯道超车的难度将不断增加。长期来看, 腾讯和网易仍将保持强势地位, 其它厂商的市场份额有可能会被进一步挤压。这种担忧的情绪也体现在 A 股游戏公司的估值和股价上。估值方面, 根据我们挑选了 25 家 A 股上市公司作为游戏板块, 游戏板块的估值持续走低, 市盈率已经由巅峰时期的 156 倍下降到了目前的 25 倍, 这一市盈率甚至已经低于申万传媒目前 38 倍的估值。

图 11：2014 年 1 月到 2018 年 8 月间游戏行业的 PE 状况



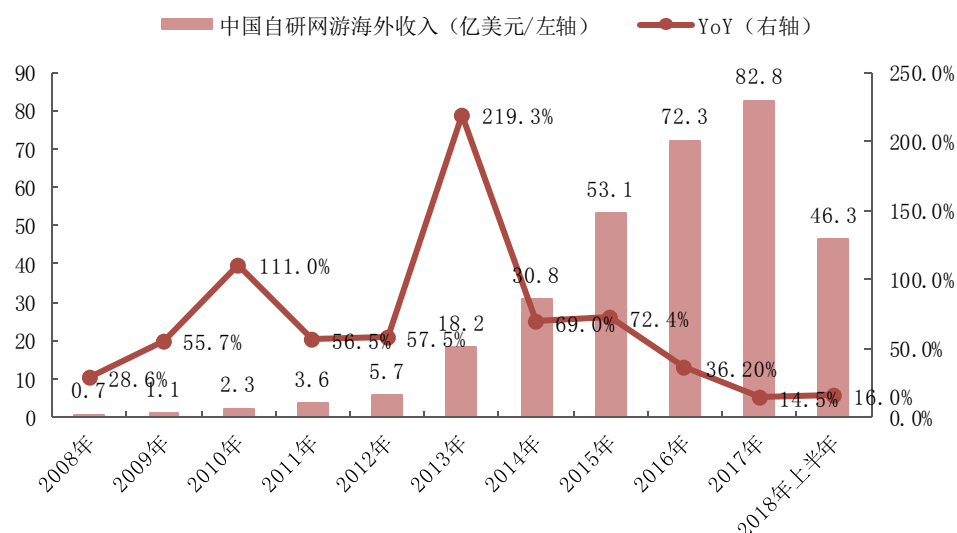
数据来源：Wind，财通证券研究所

3、游戏出海：现有市场规模可观，潜在市场空间巨大

3.1 观点：出海应考虑文化壁垒，亚太市场更值得关注

近年来，中国自研游戏海外收入保持较高水平，游戏出海市场空间巨大。根据伽马数据，2017 年中国游戏企业的出海收入高达 82.8 亿美元，2018 年上半年我国自主研发网络游戏海外销售收入 46.3 亿美元，同比增长 16.0%，如果下半年能继续保持该增速，2018 年全年我国游戏企业出海收入将高达 96.0 亿美元。

图 12：2008-2018 上半年中国自研网游海外收入增长状况



数据来源：伽马数据，财通证券研究所

我们在结合现有市场规模、市场结构、增长速度、潜在市场空间、文化差异与汇率风险等多种因素后认为，离中国大陆最近的亚太市场仍是最值得大部分中国出海企业关注的市场。其中移动游戏占据主导、青年人口众多、市场增速较快的印度市场和东南亚市场尤其值得关注，而日本市场和韩国市场则更适合自研能力更为强大的中国出海企业。

表 4：主要海外市场的各自特点

地区	现有市场规模	增长速度	市场结构	本土厂商实力	市场碎片化程度	文化差异	汇率风险
北美	大	较低	主机为主	强	低	大	小
拉美	小	中等	移动为主	弱	较高	大	大
西欧	大	低	主机为主	强	较高	大	小
东欧	小	较低	PC、移动为主	较强	较高	大	较大
非洲和中东	小	较高	移动为主	弱	高	大	大
日本	较大	低	移动为主	强	低	小	小
韩国	较小	较高	PC、移动为主	强	低	小	小
东南亚	小	较高	移动为主	弱	较高	小	较大
印度	小	较高	移动为主	弱	较高	大	中等

数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

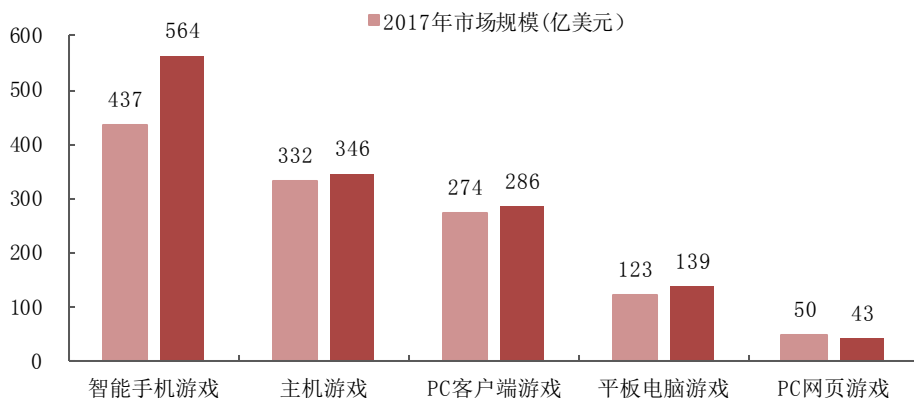
在亚太地区之外，中东与非洲市场尽管在潜在市场上有很大的想象空间，但是较高的本地化难度、巨大的文化差异、和频繁的汇率波动使得中国出海公司在进入

这个市场时会承担较大的风险。北美、西欧市场虽然市场规模可观、ARPU 值很高，但是两者都是以主机游戏为主导的市场，而且这两个地区同中国的文化差异较大，因此这两个市场只适合于研发或运营实力都比较强大的中国厂商。拉美、东欧市场的机会则相对较小，因为这两个市场现有市场规模、潜在市场空间都相对有限，且同中国文化差异较大、还面临着比较多的汇率风险。

3.2 海外市场总体概况：移动游戏市场快速成长，增速已超国内市场

近年以来，随着中国游戏市场竞争的加剧，游戏出海成为了中国游戏厂商寻求变现的新选择。根据 Newzoo 发布的《2018 全球游戏市场报告》，2018 年全球移动游戏市场规模将达到 703 亿美元，预计年同比增长率达 25.5%，而据伽马数据的资料，2018 年上半年，中国移动游戏市场的同比增速仅为 12.9%，可见海外移动市场增速已经显著快于国内移动市场，其中平板电脑游戏市场规模达 139 亿美元，08 预期年增长率达 13.1%，智能手机游戏市场规模达 564 亿美元，预期年增长率可达 29.0%。

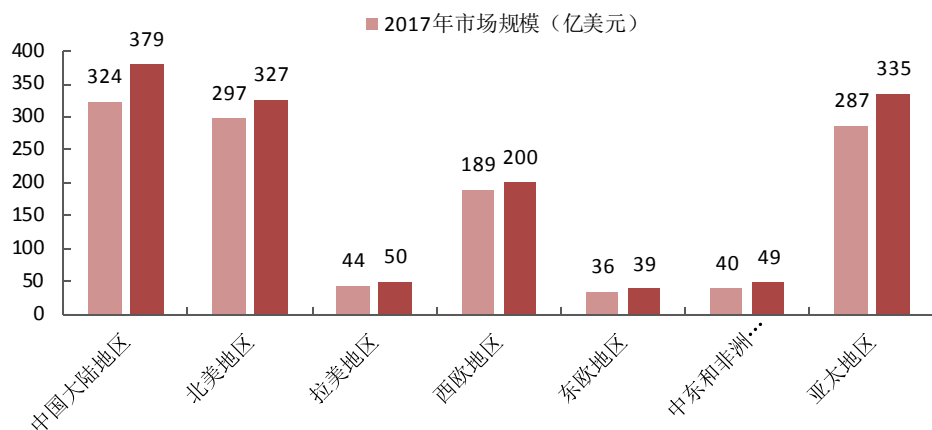
图 13：2018 年全球游戏行业各细分市场预期规模



数据来源：Newzoo，财通证券研究所

从地理区域分布上看，全球游戏市场可分为中国大陆市场、北美市场、拉美市场、西欧市场、东欧市场、中东和非洲市场以及亚太市场。2017 年中国大陆游戏市场规模为 324 亿美元，北美地区、亚太（非中国）、西欧、拉美、东欧、中东和非洲各有 297 亿、287 亿、189 亿、44 亿、36 亿、40 亿的市场规模，合计 893 亿的市场规模。而 893 亿美元市场规模，中国目前游戏出海规模仅占 9%，市场空间极大。

图 14：2018 年世界主要地区游戏市场预期规模



数据来源：Newzoo，财通证券研究所

注：其中亚太地区不包括中国

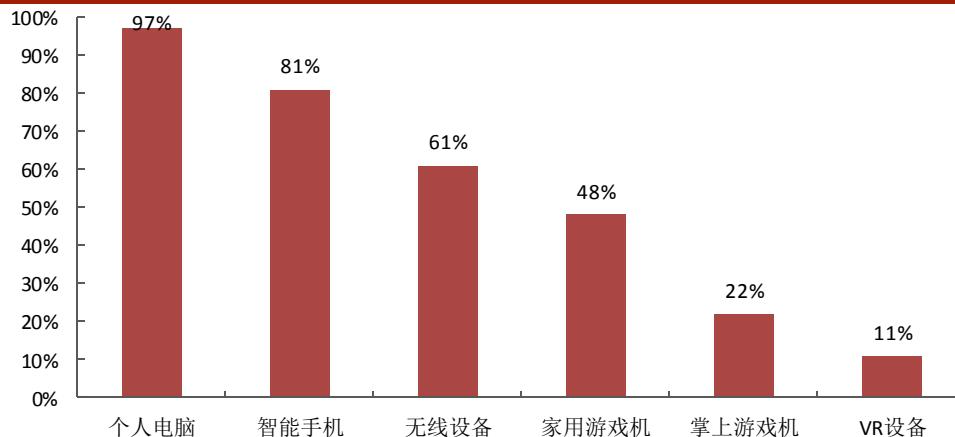
3.3 北美市场概况：市场规模庞大，主机占据主导

北美市场是由美国市场和加拿大市场组成，市场集中度很高；地区内的绝大多数居民以英语为主要语言，本地化难度相对较低。根据 Newzoo，2018 年北美市场游戏收入预计达 327 亿美元，其中美国市场的市场规模达 304 亿美元，加拿大市场的市场规模达 23 亿美元；地区内人口总量达 3.63 亿，互联网人口达 2.98 亿，游戏人口达 1.99 亿。

对于中国企业来讲，北美市场是一个优点和缺点都非常突出的市场：

北美市场的优点：（1）市场规模较大，约占世界市场份额的 23.7%。（2）美国和加拿大都是移民国家，因此二者都是人口增长较快的发达经济体，潜在市场空间显著优于其它发达经济体。（2）互联网普及，据 Newzoo 的数据显示，该地区的互联网普及率为 82.1%，个人电脑、智能手机的渗透率较高，根据美国互动娱乐软件协会的调研，2016 年美国的个人电脑渗透率为 97%，智能手机渗透率为 81%。

图 15：美国各类游戏设备的渗透率

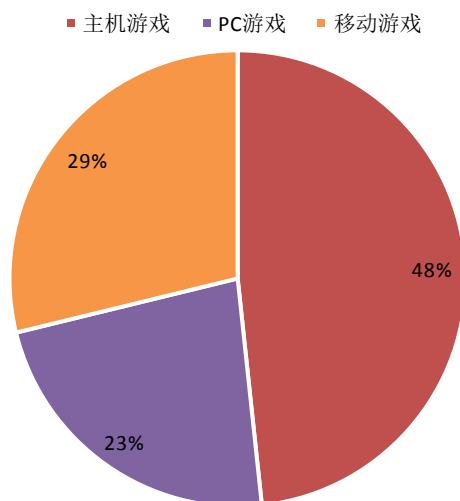


数据来源：美国互动娱乐软件协会，财通证券研究所

(3) 地区内 ARPU 值较高，游戏行业年人均消费可达 164 美元。(4) 监管政策稳定，分级制度完善：根据美国互动娱乐软件协会的调查，96% 的美国父母认为美国的游戏软件分级制度合理，游戏软件分级非常准确。(5) 游戏受到主流文化的认可，家长群体较为开明：根据协会的调查，71% 的美国父母认为电子游戏对孩子的生活有积极的影响，67% 的父母会在每周至少陪孩子玩一次游戏。

北美市场的缺点：(1) 市场增长速度处于中下水平，Newzoo 预计 2018 年北美游戏市场的年增速为 10.0%，略低于 13.3% 的世界平均水平。(2) 主机游戏占据市场主导地位，移动游戏市场份额相对较低，中国游戏厂商擅长的手机游戏作为传统主机游戏的替代品将面临较多挑战：Newzoo 发布的数据显示，2016 年主机游戏占据了美国游戏市场 48% 的份额，而移动游戏占美国游戏市场的比重仅为 29%，移动游戏市场规模为 68 亿美元。

图 16：2016 年美国游戏市场构成



数据来源：Newzoo，财通证券研究所

(3) 和中国的文化差异较大，当地用户更喜欢欧美公司出产的游戏。根据 App Annie 发布的数据，2017 年美国手游发行商收入排行榜前十的厂商中有八个来自欧美地区，仅有两个来自东亚地区；前十名中唯一上榜的中国企业是巨人网络，位列排行榜第八，但是值得一提的是巨人网络在美国地区的主力游戏《Slotomania》通过收购一家以色列公司而获得的；而另一家亚洲企业 Netmarble，它的代表作品《漫威超级争霸》，亦是通过对美国游戏公司的收购而获得；面对巨大的文化差异，如果中国企业仅凭针对国内市场开发的产品参与美国地区的市场竞争，可能会遇到比较多的困难。

表 5：2017 年美国手游发行商收入排行榜

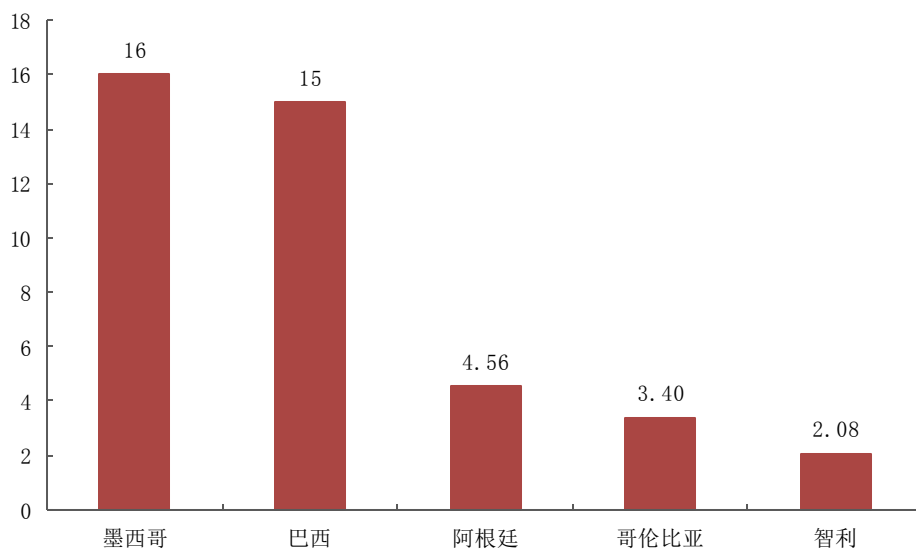
排名	公司	代表作品	总部位置
1	动视暴雪	《糖果传奇》	美国
2	Supercell	《皇室战争》	芬兰
3	MZ	《战争游戏》	美国
4	Netmarble	《漫威超级争霸》	韩国
5	美国艺电	《FIFA Mobile》	美国
6	Zynga	《Words With Friends 2-Word Game》	美国
7	Playrix	《梦幻花园》	俄罗斯
8	巨人网络	《Slotomania》	中国
9	Churchill Downs	《Churchill Downs Racetrack》	美国
10	Scientific Games	《Love Balls》	美国

数据来源：App Annie，财通证券研究所

3.4 拉美市场概况：后发国家为主，移动游戏渗透率较高

拉丁美洲市场是由墨西哥、巴西、阿根廷、哥伦比亚、智利等 33 个国家和地区组成的市场，该地区大部分国家属于发展中国家，大多数居民使用西班牙语，人口大国巴西则使用葡萄牙语。按 Newzoo 的估计，2018 年拉丁美洲游戏市场的市场规模预计为 50 亿美元，地区内最大的单一市场是墨西哥市场，市场规模为 16 亿美元，第二大市场则是巴西，市场规模约为 15 亿美元。地区内人口约为 6.50 亿，互联网人口约为 4.11 亿，游戏人口约为 2.34 亿。

图 17：2018 年拉美主要国家游戏市场规模（单位：亿美元）

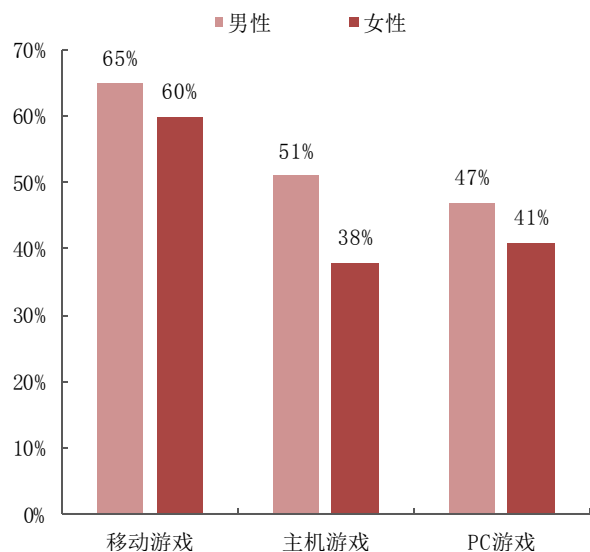


数据来源：Newzoo，财通证券研究所

拉美市场的优点：（1）市场增速较高，仍处于人口红利时代：2018 年拉美游戏市场的年同比增长率预计达 13.5%，高于全球平均的 13.3%。（2）互联网渗透率达 63.23%，短时间内可转化为游戏用户潜在人口规模庞大。（3）游戏市场以移动游戏为主体，根据 Newzoo 的统计数据，该地区移动游戏的渗透率显著高于主机游戏和 PC 游戏；区域内的第一大市场墨西哥，有 65% 的男性网络用户和 60% 的女性网络用户会玩移动游戏；而区域内的第二大市场巴西，有 50% 的网络用户

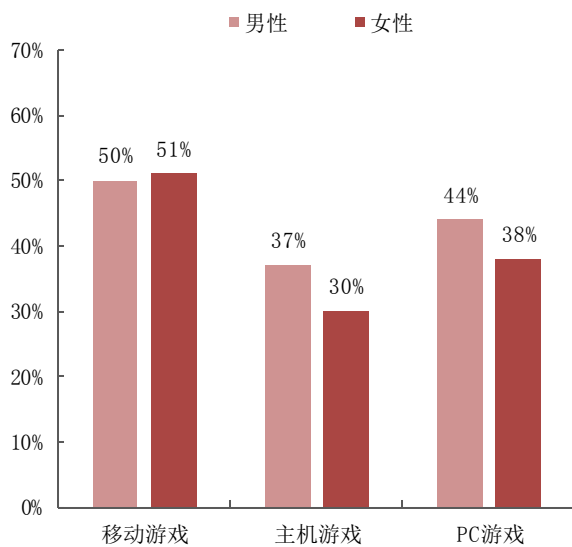
在玩移动游戏。

图 18：移动游戏在墨西哥网络用户中的渗透率



数据来源：Newzoo，财通证券研究所

图 19：移动游戏在巴西网络用户中的渗透率



数据来源：Newzoo，财通证券研究所

拉美市场的缺点：（1）市场规模较小，2018 年预计仅占世界游戏市场销售收入的 3.6%。（2）地区内以中等收入国家为主，游戏市场 ARPU 值不高，根据 Newzoo 的数据推算，2018 年拉美游戏市场的 ARPU 预计仅为 21.37 美元。（3）市场碎片化，地区内的国家超过 30 个。（4）同中国的文化差异较大，区域内的用户更喜欢欧美公司出品的游戏；在墨西哥与巴西的 App Store 游戏畅销榜中，有七个游戏的出品公司来自欧美，剩下的三个游戏的开发商虽然来自亚洲，但分别来自西亚和东南亚。

图 20：墨西哥 App Store 游戏类应用畅销榜

排名	游戏名称	出品公司	总部位置
1	《堡垒之夜》	Epic Games	美国
2	《皇室战争》	Supercell	芬兰
3	《Pokemon Go》	Niantic, Inc.	美国
4	《糖果传奇》	King	美国
5	《卡通爆破》	Peak Games	土耳其
6	《糖果粉碎苏打传奇》	King	美国
7	《Free Fire》	GARENA	新加坡
8	《玩具爆破》	Peak Games	土耳其
9	《ROBLOX》	Roblox Corporation	美国
10	《梦幻家园》	Playrix	俄罗斯

数据来源：七麦数据，财通证券研究所

图 21：巴西 App Store 游戏类应用畅销榜

排名	游戏名称	出品公司	总部位置
1	《皇室战争》	Supercell	芬兰
2	《Pokemon Go》	Niantic, Inc.	美国
3	《卡通爆破》	Peak Games	土耳其
4	《糖果传奇》	King	美国
5	《Free Fire》	GARENA	新加坡
6	《堡垒之夜》	Epic Games	美国
7	《糖果粉碎苏打传奇》	King	美国
8	《玩具爆破》	Peak Games	土耳其
9	《权力的游戏：征服》	Warner Bros	美国
10	《我的世界》	Mojang	瑞典

数据来源：七麦数据，财通证券研究所

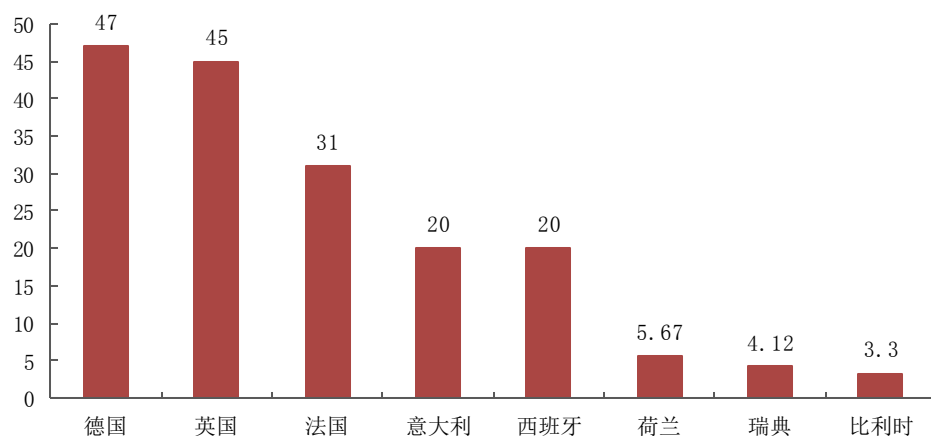
（5）许多拉美国家政治经济状况不稳定，汇率波动大，存在汇率风险以及税务风险；区域内的第三大市场阿根廷，2018 年以来其货币比索对美元的汇率已经

贬值超过 50%；由于比索严重贬值，大量外国网络用户转到应用商店的阿根廷区进行消费，大量外国用户的涌入也让阿根廷政府看到了扩大税源的好机会，该国政府也打算借机针对数字平台的支出加征 21% 的增值税。

3.5 西欧市场概况：用户付费能力较强，但市场较为碎片化

西欧市场是由德国、英国、法国、意大利、西班牙等 30 多个国家和地区组成的市场，该地区大部分国家是发达国家。按 Newzoo 的估计，2018 年西欧游戏市场的市场规模预计达 200 亿美元，地区内最大的单一市场是德国市场，市场规模达 47 亿美元，英国市场则是地区内第二大市场，市场规模达 45 亿美元。地区内人口为 4.08 亿，互联网人口为 3.57 亿，游戏人口为 2.06 亿。

图 22：西欧主要国家的游戏市场规模（单位：亿美元）



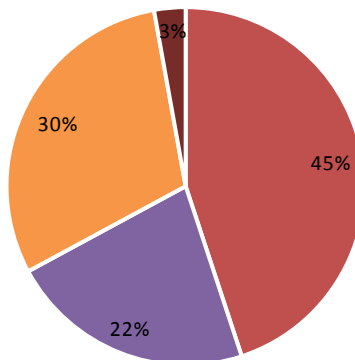
数据来源：Newzoo，财通证券研究所

西欧市场的优点：(1) 游戏市场规模较大，约占 2018 年世界游戏市场份额的 14.5%。(2) 互联网渗透率高达 87.5%。(3) 地区内以发达国家为主，居民较为富裕，地区内游戏行业 ARPU 值高达 97.09 美元。

西欧市场的缺点：(1) 增长速度较慢，2018 年西欧游戏市场的年同比增长速度预计仅为 5.6%。(2) 游戏市场以主机、PC 为主导，移动游戏占比较低；以区域内第二大游戏市场英国为例，Ukie 的数据显示，2017 年移动游戏仅占英国游戏市场份额的 30%。

图 23：英国游戏市场构成

■ 数字和网络游戏 ■ 盒装游戏 ■ 移动游戏 ■ 二手游戏



数据来源：Ukie，财通证券研究所

(3) 市场碎片化，区域内总计有超过 30 个国家，民族和语言极为多样，使用人口超过 1000 万的语言有英语、法语、德语、意大利语、西班牙语、荷兰语、葡萄牙语合计 7 种，本地化工作难度较大。(4) 同中国的文化差异较大，地区内游戏用户更偏好欧美公司出品的游戏；在区域内第一大游戏市场德国的 App Store 游戏畅销榜中，有六个游戏的出品公司来自欧美，剩下的四个游戏的开发商虽然来自亚洲，但只有两个来自东亚，其中只有一个来自中国；而区域内的第二大游戏市场英国，其 App Store 游戏畅销榜的前十名更是有九个来自欧美。

图 24：德国 App Store 游戏类应用畅销榜

排名	游戏名称	出品公司	总部位置
1	《Pokemon Go》	Niantic, Inc.	美国
2	《火枪纪元》	FunPlus	中国
3	《皇室战争》	Supercell	芬兰
4	《梦幻花园》	Playrix	俄罗斯
5	《糖果传奇》	King	美国
6	《魔灵召唤：天空之役》	Com2uS Corp.	韩国
7	《堡垒之夜》	Epic Games	美国
8	《部落冲突》	Supercell	芬兰
9	《卡通爆破》	Peak Games	土耳其
10	《梦幻家园》	Playrix	俄罗斯

数据来源：七麦数据，财通证券研究所

图 25：英国 App Store 游戏类应用畅销榜

排名	游戏名称	出品公司	总部位置
1	《Pokemon Go》	Niantic, Inc.	美国
2	《糖果传奇》	King	美国
3	《堡垒之夜》	Epic Games	美国
4	《Love Island: The Game》	Fusebox Games	英国
5	《部落冲突》	Supercell	芬兰
6	《卡通爆破》	Peak Games	土耳其
7	《ROBLOX》	Roblox Corporation	美国
8	《Golf Clash》	Playdemic	英国
9	《梦幻家园》	Playrix	俄罗斯
10	《梦幻花园》	Playrix	俄罗斯

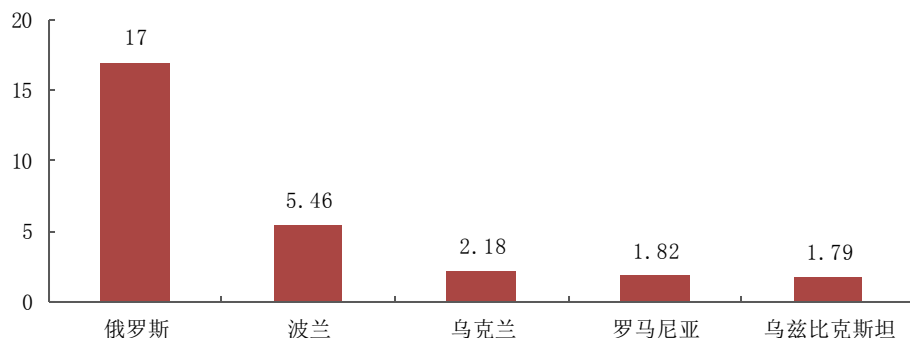
数据来源：七麦数据，财通证券研究所

3.6 东欧市场概况：互联网普及率高但市场空间有限

东欧市场是由俄罗斯、波兰、乌克兰、罗马尼亚等十几个国家组成的市场。根据 Newzoo 的估计，2018 年东欧市场的市场规模预计为 39 亿美元，地区内最大的单

一市场是俄罗斯，市场规模为 17 亿美元。地区内人口为 3.52 亿，互联网人口为 2.64 亿，游戏人口为 1.47 亿。

图 26：东欧主要国家游戏市场规模（单位：亿美元）



数据来源：Newzoo，财通证券研究所

东欧市场的优点：（1）互联网较为普及，地区内互联网渗透率为 75.0%。（2）政策监管较为宽松，区域内的第一大市场俄罗斯监管政策比较开明：例如，美国射击游戏《使命召唤：现代战争 2》中有恐怖分子在莫斯科机场袭击平民的暴力场景以及俄罗斯入侵美国的争议性情节，但是这部游戏依然在俄罗斯通过了审查，保留了大部分内容，只是对机场场景的血腥效果进行了删改。

东欧市场的缺点：（1）市场规模较小，仅为 39 亿美元，约占世界游戏市场份额的 2.8%。（2）增长速度处于中下水平，2018 年预计的市场增速为 9.1%，这一数字甚至低于已进入成熟期的北美市场。（3）市场碎片化，地区内民族和语言众多，使用人数较多的语言有俄罗斯语、白俄罗斯语、波兰语、乌克兰语、匈牙利语、捷克语、罗马尼亚语等等，本地化难度很高。（4）地区内存在比较明显的政治经济风险，乌克兰处于内战中，区域内市场规模最大的俄罗斯，也经常出现比较猛烈的汇率波动。（5）同中国的文化差异较大，区域内用户更喜好欧洲和西亚地区厂商出品的游戏，且该地区用户比较偏好非东方背景的策略类游戏。

表 6：俄罗斯 App Store 游戏类应用畅销榜

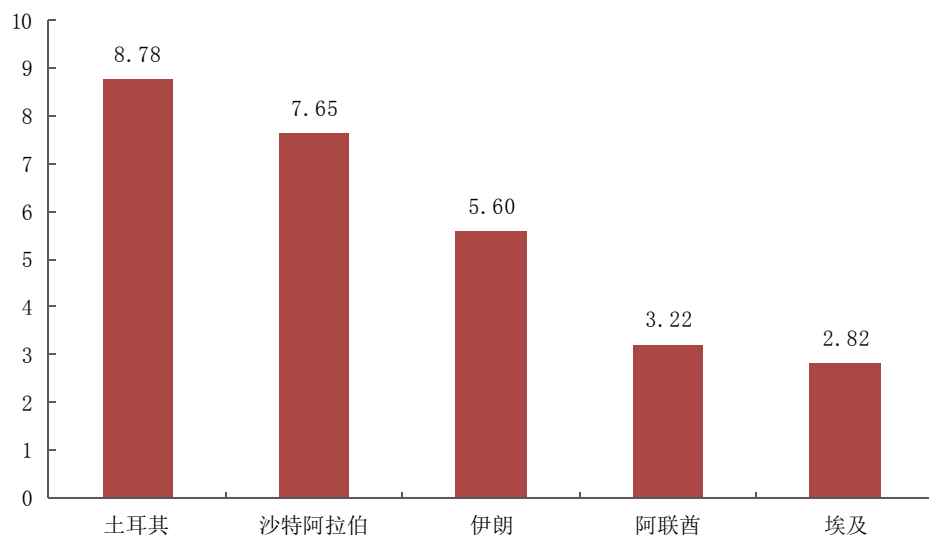
排名	游戏名称	出品公司	总部位置
1	《梦幻花园》	Playrix	俄罗斯
2	《梦幻家园》	Playrix	俄罗斯
3	《Empires & Puzzles: RPG Quest》	Small Giant Games	芬兰
4	《Снайпер Арена: PVP Шутер》	Nordcurrent	立陶宛
5	《Vikings: War of Clans》	Plarium LLC	以色列
6	《卡通爆破》	Peak Games	土耳其
7	《Lords Mobile: War Kingdom》	IGG.COM	中国、新加坡
8	《War and Magic》	Game Tyroria	-
9	《Fishdom》	Playrix	俄罗斯
10	《Castle Clash: Война Империй》	IGG.COM	中国、新加坡

数据来源：七麦数据，财通证券研究所

3.7 中东和非洲市场概况：文化差异巨大的高增长市场

中东和非洲市场是由近 80 个国家和地区组成的庞大市场，也是包含的国家最多的一个市场，其中中东国家约有 24 个，非洲国家约有 56 个。该地区大部分国家属于低收入的发展中国家，少部分国家属于高收入的石油富国，但是目前区域内最大的三个市场有两个属于中等收入国家。根据 Newzoo 的估计，2018 年中东和非洲地区市场规模预计为 49 亿美元，区域内最大的单一市场是土耳其市场，土耳其是一个典型的中等收入国家，市场规模为 8.78 亿美元，第二大市场则是沙特阿拉伯，市场规模为 7.65 亿美元，区域内第三大市场则是伊朗，伊朗是一个信仰什叶派伊斯兰教的中等收入国家；地区内人口达 17.16 亿，互联网人口为 6.01 亿，游戏人口为 3.30 亿。

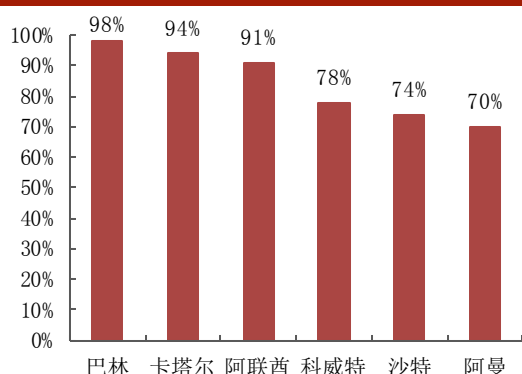
图 27：中东和非洲地区主要国家游戏市场规模（单位：亿美元）



数据来源：Newzoo，财通证券研究所

区域内存在显著的发展不平衡的状况：一方面，根据 Internet World Stats 的数据，2017 年时巴林、卡塔尔、阿联酋、科威特、沙特、阿曼这六个石油富国互联网渗透率均已超过 70%，但是比较遗憾的是这几个中东石油富国的人口总数和经济总量都比较有限，只有沙特阿拉伯的人口总数可以超过 1000 万；而且尽管地区内有鼓励生育的传统，但是随着科技、经济和教育的发展，中东石油富国的生育率一样也出现了显著下降，根据维基百科，2016 年六个石油富国中有四个国家的总和生育率（每个妇女平均的生育子女数）已经低于 2.36 的世界平均水平，其中最富裕的两个石油国家卡塔尔和阿联酋总和生育率更是分别只有 1.91 和 1.75，可见中东石油国家的人口增长潜力实际上是比较有限的。

图 28：中东石油富国的互联网渗透率



数据来源：Internet World Stats，财通证券研究所

图 29：中东石油富国的经济与人口状况

国家	GDP	人均 GDP	人口总量	总和生育率
巴林	343 亿美元	23665 美元	149 万	2.03
卡塔尔	2121 亿美元	69330 美元	264 万	1.91
阿联酋	3826 亿美元	40698 美元	940 万	1.75
科威特	1417 亿美元	29040 美元	414 万	1.97
沙特	6945 亿美元	20760 美元	3293 万	2.53
阿曼	651 亿美元	15668 美元	464 万	2.67

数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

而另一方面，该地区的 56 个非洲国家，大部分经济发展水平较为有限，互联网普及程度较低，根据《促进非洲互联网经济报告》；截至 2017 年非洲大陆的 12.5 亿人中只有 3.88 亿人可以上网，互联网渗透率仅有 31.04%。

中东和非洲市场的优点：(1) 区域内人口多达 17.16 亿，潜在市场规模巨大。(2) 市场增速很快，2018 年区域内市场增速预计为 23.6%，属于世界上增速最快的游戏市场之一。(3) 中国硬件厂商在该地区较为成功，根据 GFK 的数据，2017 年 12 月华为智能手机在沙特阿拉伯的市场份额为 21.9%；而在非洲地区，传音控股旗下的 TECNO 手机则是市场上的龙头。

中东和非洲市场的缺点：(1) 现阶段市场规模较小，仅占世界游戏市场份额的 3.6%。(1) 现阶段互联网渗透率和电子游戏渗透率还比较低，分别只有 33.84% 和 19.23%。(2) 区域内大批国家经济发展较为落后，游戏行业 ARPU 值较低，仅为 14.85 美元。(3) 市场碎片化，区域内包含的国家太多，语言文化和宗教信仰上的差别很大；该地区内既有以色列这样以犹太人为主，居民主要信仰犹太教的国家，也有土耳其这样以突厥人为主的世俗化伊斯兰国家，还有沙特这样较为保守的伊斯兰国家，以及南非这样以黑人为主的金砖国家；本地化难度很高。(4) 地区内部分国家汇率波动频繁，区域内的第一大市场土耳其，在历史上就出现过多次本国货币急剧贬值的情况。(5) 地区内政治局势不够稳定，恐怖主义活动较多。(6) 一些伊斯兰国家文化习惯较为保守，游戏监管比较严格，部分游戏可能会因内容触及宗教忌讳而无法发行。

3.8 亚太市场概况：最值得中国出海企业关注的市场

亚太市场是由包含日本、韩国、印度、澳大利亚等数十个国家和地区组成的市场，该地区内少数国家是发达国家，大部分国家是发展中国家，在不计算中国大陆的情况下，市场规模预计达 335 亿美元；区域内最大的单一市场是日本市场，市场规模达 192 亿美元，第二大市场则是韩国，市场规模达 56 亿美元，中国台湾和澳大利亚则并列第三，市场规模都约有 13 亿美元。地区内人口达 27.16 亿，互联网人口达 11.72 亿，游戏人口达 6.51 亿。

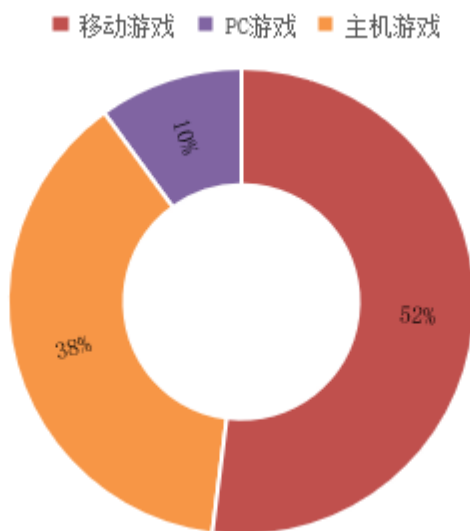
由于亚太地区对于中国出海企业来说比较重要，再加上亚太地区内部的国家之间经济水平、文化习俗上有着很大的差异，因此我们在考虑现有市场规模、市场增长速度等多重因素之后，我们认为日本市场、韩国市场、东南亚市场和印度市场是亚太地区中最重要的四个市场，应该对其进行更为详尽的分析。

3.9 日本市场概况：付费能力强大的成熟手游市场

最为在亚太地区遥遥领先的最大的游戏市场，日本拥有悠久的历史文化和许多杰出的游戏公司，尽管近年以来日本一直面临着少子化的问题，但是日本仍是第二大发达经济体；而日本高达 1.17 亿的互联网用户和 6910 万的游戏玩家，也让日本可以傲视除美国之外的任何一个发达国家。

日本市场的优点：（1）现有市场规模庞大，互联网渗透率高达 92.27%。（2）日本市场是发达国家的市场中移动游戏占比较高的，根据 Newzoo 发布的数据，2016 年移动游戏占日本游戏市场份额的比例高达 52%，市场规模高达 65 亿美元。

图 30：日本游戏市场构成



数据来源：Newzoo，财通证券研究所

（4）同中国的文化差异较小，两国年轻人都非常喜欢二次元文化。（4）地区内语言单一，且中国日语人才众多，本地化难度较低。

日本市场的缺点：（1）市场增长潜力较小，长期来看日本面临巨大的老龄化压力。

（2）本土企业实力强大，根据 App Annie 对日本地区 Google Play 和 App Store 数据的分析，2017 年日本地区收入最高的十个手游厂商都是日本本土企业。

图 31：2017 年日本手游收入排行榜

排名	游戏名称	游戏类型	公司
1	《怪物弹珠》	卡牌	mixi
2	《命运冠位指定》	卡牌	Sony
3	《智龙迷城》	益智类	GungHe Online Entertainment
4	《七龙珠 Z 激斗》	动作	BANDAI NAMCO
5	《Disney Tsum Tsum》	休闲	LINE
6	《偶像大师》	养成	BANDAI NAMCO
7	《宏蓝幻想》	RPG	CyberAgent
8	《实况力量棒球》	体育	KONAMI
9	《天堂 2：革命》	RPG	Netmarble
10	《Pokemon Go》	RPG	Niantic

数据来源：App Annie，财通证券研究所

图 32：2017 年日本地区手游厂商收入排行榜

排名	公司名称	代表作	总部位置
1	mixi	《怪物弹珠》	日本
2	Sony	《命运冠位指定》	日本
3	BANDAI NAMCO	《七龙珠 Z 激斗》	日本
4	SQUARE ENIX	《死亡爱丽丝》	日本
5	LINE	《Disney Tsum Tsum》	日本
6	GungHe Online Entertainment	《智龙迷城》	日本
7	CyberAgent	《宏蓝幻想》	日本
8	KONAMI	《实况力量棒球》	日本
9	COLOPL	《白猫 project》	日本
10	DeNA	《银时之魂》	日本

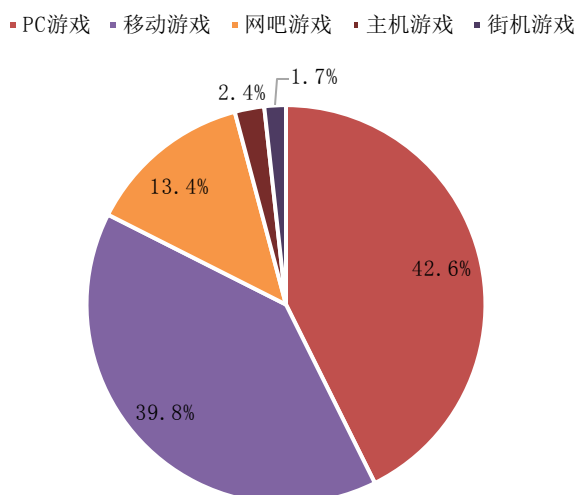
数据来源：App Annie，财通证券研究所

3.10 韩国市场概况：手游市场快速增长的邻国

韩国市场是亚太地区的第二大游戏市场，韩国不像日本那样拥有浓厚的主机文化，它是一个以 PC 客户端游戏而见长的国家。在 00 年代的十年中，韩国向中国出口了诸如《传奇》、《穿越火线》、《跑跑卡丁车》、《地下城与勇士》、《剑灵》等一大批优秀的 PC 客户端网游，这一批游戏中有的作品至今仍广受中国玩家的欢迎，而 2017 年风靡世界的射击游戏《绝地求生大逃杀》也是由韩国游戏厂商 Bluehole 制作的，这款游戏甚至获得了有“游戏界的奥斯卡”之称的 The Game Awards 的提名，由此可见韩国本土端游制作能力之强大。

韩国游戏市场的优点：（1）和中国文化差异较小，中国有了不少韩语人才，本地化难度较低。（2）监管政策较为宽松，韩国在游戏审核方面实施的是以企业自律为主导的审核制度，游戏开发商只需在游戏上市后一个月内提交给政府审查即可。（3）移动游戏占据较高的市场份额且增长速度较为可观，根据韩国政府发布的《2017 年韩国游戏白皮书》，2016 年韩国手游市场的规模为 4.33 万亿韩元，比 2015 年增长了 24.3%，占整个游戏市场的比重已达 40%，在发达国家中属于占比较高的水平。

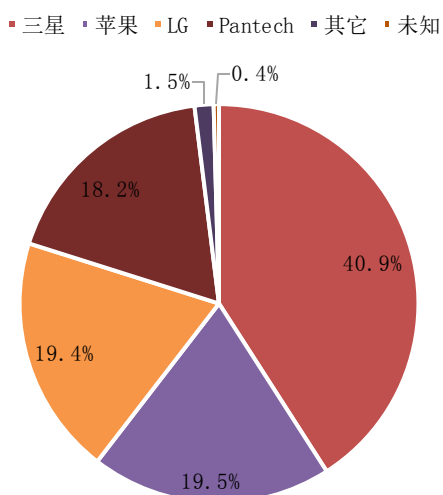
图 33：2016 年韩国游戏市场构成



数据来源：《2017 年韩国游戏白皮书》，财通证券研究所

韩国游戏市场的缺点：(1)潜在市场规模有限，拥有 5146 万人口的韩国是一个老龄化比较严重的国家，目前老年人口已经占韩国人口的 11.9%，随着出生人口的下降，韩国在未来也会像日本那样逐步进入人口减少的阶段。(2) 韩国消费者较为偏好本国产品：根据韩国政府的白皮书，2016 年韩国游戏出口额高达 32.77 亿美元，但是同一年韩国的游戏进口额却仅为 1.47 亿美元；而在移动游戏的终端，也就是智能手机方面，韩国本土厂商更是手机市场的绝对霸主，三星、LG、Pantech 三大企业占据了韩国手机市场份额的 78.48%。

图 34：2016 年韩国手机市场份额



数据来源：搜狐新闻，财通证券研究所

(3) 韩国本土手游厂商较为强势，尽管在 2017 年以《少女前线》、《崩坏 3》、《仙境传说 R0》为代表的中国手游在韩国取得了不俗的成绩，但从 App Annie

的数据上看，韩国本土厂商依然维持了主导地位，在 2017 年韩国的手游厂商收入排行榜中，韩国本土企业占据了八席。

图 35：2017 年韩国手游收入排行榜

排名	游戏名称	游戏类型	公司
1	《天堂 M》	RPG	NCSOFT
2	《天堂 2: 革命》	RPG	Netmarble
3	《天天富翁》	休闲、益智	Netmarble
4	《七骑士》	RPG	Netmarble
5	《FIFA OL 3 M》	体育	NEXON
6	《皇室战争》	策略	Supercell
7	《少女前线》	策略、养成	Mica-team 云母组
8	《联盟 X 帝国》	RPG	NEXON
9	《Pokemon Go》	RPG	Niantic
10	《奇迹 MU: 起源》	RPG	Webzen

数据来源：App Annie，财通证券研究所

图 36：2017 年韩国地区手游厂商收入排行榜

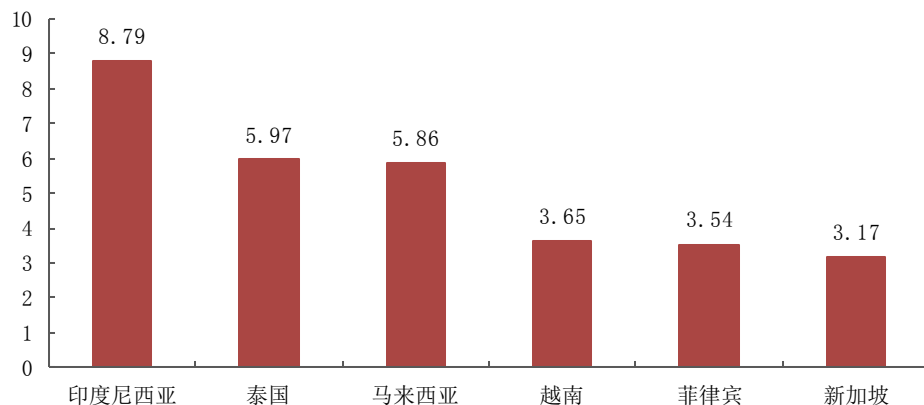
排名	公司名称	代表作	总部位置
1	Netmarble	《天天富翁》	韩国
2	NCSOFT	《天堂 M》	韩国
3	NEXON	《联盟 X 帝国》	韩国
4	Kakao Corp	《龙之火焰》	韩国
5	GAMEVIL	《泽诺尼亚》	韩国
6	Supercell	《皇室战争》	芬兰
7	SundayToz	《aquastory》	韩国
8	Neowiz	《FM 一球成名》	韩国
9	NHN Entertainment	《末日杀戮》	韩国
10	Mica-team 云母组	《少女前线》	中国

数据来源：App Annie，财通证券研究所

3.11 东南亚市场概况：中国出海企业的优势市场

东南亚是一个由 11 个国家构成的蓝海市场，区域内除人口仅为 560 万的新加坡之外，其余的国家均为发展中国家。区域内的第一大市场是印度尼西亚市场，市场规模达；区域内目前总人口达 6.25 亿，根据谷歌和淡马锡的研究，2016 年时东南亚地区的网民人数达 2.6 亿人，而到了 2020 年这一数字将增加到 4 亿。

图 37：东南亚地区主要国家游戏市场规模（单位：亿美元）

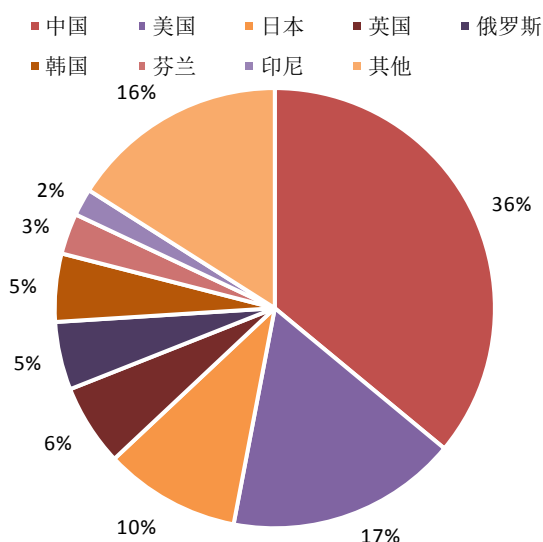


数据来源：Newzoo，财通证券研究所

东南亚游戏市场的优点：(1) 市场增速较高，潜在市场空间巨大。根据 CAMIA 出海的研究，2015-2019 年，除发达国家新加坡外，东南亚大多数国家的移动游戏收入平均年复合增长率将超过 30%。而越南、印尼、和菲律宾等国预计年均复合增长率将达到 50% 以上；而根据 Newzoo 的估计，2016 年时东南亚地区的手游用

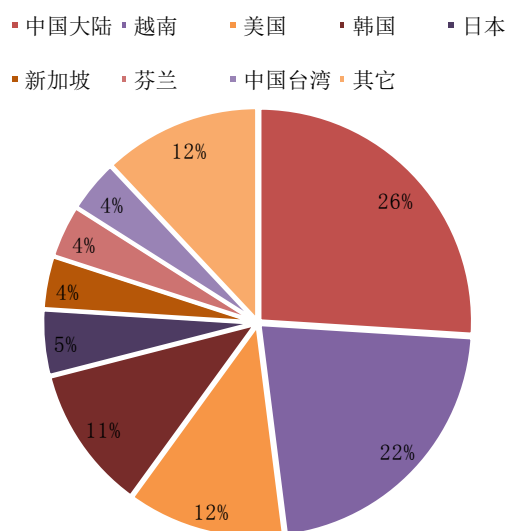
户约有 1.4 亿人，如果参考发达国家普遍 50% 以上的游戏渗透率，东南亚地区仍有 1.7 亿潜在游戏用户。(2) 东南亚地区有较多的华人华侨，因此东南亚各国对中国文化接受度较高，玩家对中国游戏的主题和故事也相对比较熟悉，具有中国特色的武侠和三国题材的游戏往往也能取得比较好的表现，三国题材的游戏如《一统天下》、《关云长》、《六龙御天》、《无双赵子龙》和《三国猛将》都在印尼、越南取得了比较不错的成绩；而武侠题材游戏《剑侠情缘》、《九阴真经》、《天龙八部》以及《武侠 Q 传》也在印尼、越南有亮眼的表现。(3) 本土厂商实力较弱，中国出海企业已经取得较多突破；根据 GameRes 游资网从 App Annie 上总结的信息，2017 年 4 月时印尼 App Store 游戏类应用畅销榜 Top100 上有 36 款中国游戏，却只有 2 款来自印尼本土的游戏；而在同一时间，越南 App Store 游戏类畅销榜 Top100 上，也有多达 26 款游戏来自中国大陆，高于越南本土的 22 款。

图 38：印尼 TOP100 畅销手游的来源国



数据来源：搜狐新闻，App Annie，财通证券研究所

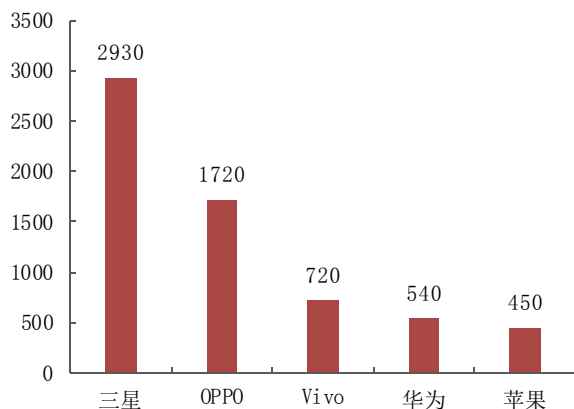
图 39：越南 TOP100 畅销手游的来源地区



数据来源：搜狐新闻，App Annie，财通证券研究所

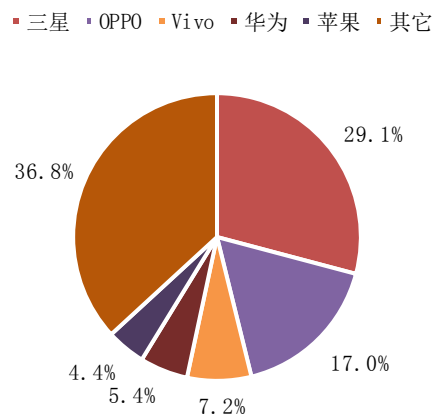
(4) 中国手机厂商在该地区的表现较为强势，根据 IDC 发布的数据，2017 年东南亚地区五个出货量最高的手机厂商中有三个来自中国，这三个手机厂商 OPPO、Vivo、华为均是硬核联盟的成员，合计后市占率高达 29.6%；中国手机厂商在东南亚地区的强势表现，对于中国出海游戏企业实现内容分发渠道的多样化来说是非常有利的。

图 40：东南亚地区主要手机厂商的出货量（单位：万部）



数据来源：IDC，财通证券研究所

图 41：东南亚地区中国手机厂商的市占率



数据来源：IDC，财通证券研究所

东南亚游戏市场的缺点：（1）区域内经济发展水平有限，多数国家游戏市场 ARPU 值较低；根据 36Kr 的数据，2016 年马来西亚、泰国、菲律宾、印尼、越南游戏市场的 ARPU 值分别为 27 美元、23 美元、15 美元、12 美元、10 美元，均低于中国的 31 美元。（2）市场碎片化，一方面地区内语言较多，本地化难度高于日韩等单一市场；而另一方面，地区内有大量的岛屿，基础设施建设较为不便。（3）区域内中小经济体偏多，抵御外汇风险的能力较弱。

3.12 印度市场概况：文化包容的蓝海市场

拥有 13.39 亿人口的印度是亚太地区人口最多的国家，得益于高速发展的经济和年轻的人口结构，印度一直被互联网行业视为蓝海市场；而印度也没有让全世界失望，根据 App Annie 的统计数据，2017 年印度的 APP 下载量高达 121 亿，这也使得印度超过美国进而成为世界第二大应用下载国；而据 App Annie 的进一步估计，到 2022 年，印度每年的应用下载量将接近 372 亿次，这将使印度成为全球增长最快的应用程序市场。

印度游戏市场的优点：（1）市场增速较高，潜在游戏市场规模巨大；根据白鲸出海的资料，2016 年印度是世界上移动游戏市场增长速度最高的国家，市场增速高达 90%；而在同一年，印度的游戏人口仅为 3 亿，游戏渗透率仅为 22.4%，如果参照发达国家 50% 以上的游戏渗透率，印度仍有 3.6 亿以上的潜在游戏用户。（2）游戏产业起步晚，本土游戏厂商实力薄弱，直到 1997 年印度才有第一家游戏公司，而即便到了 20 多年后的今天，印度全国也只有 250 多家游戏公司；而根据《中国游戏版图》中的数据，截止 2018 年第一季度，中国大陆总计有 6188 家游戏公司，印度游戏产业发展之滞后，由此可见一斑。（3）文化上较为包容，并不排斥外国游戏，根据 App Annie 的数据，2017 年印度 Google Play & iOS 畅销榜前十的游戏中有七席来自海外，而这七席中还包括了来自中国厂商智明星通的《列王的纷争》。

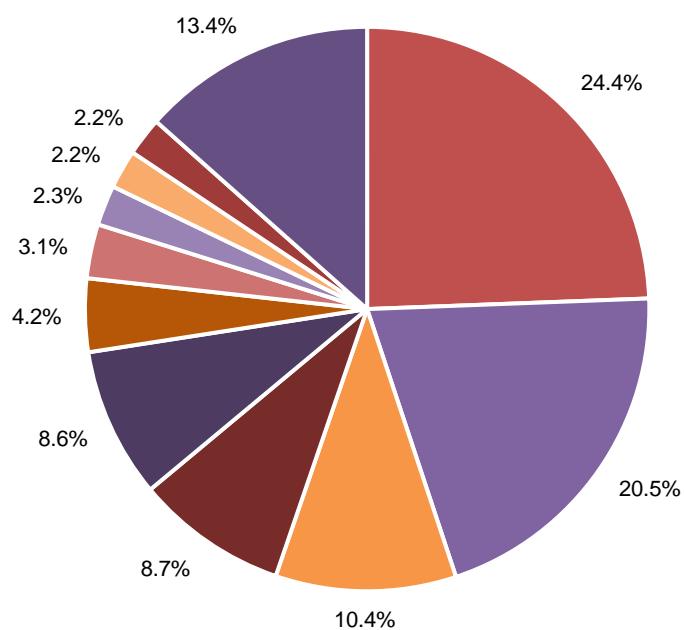
表 7：2017 印度 Google Play & iOS 畅销手游 TOP10

排名	游戏名称	出品公司	总部位置
1	《Teen Patti》	Oetro	印度
2	《8 Ball Pool》	Miniclip.com	瑞士
3	《部落冲突》	Supercell	芬兰
4	《Teen Patti Gold》	Moonfrog	印度
5	《糖果粉碎传奇》	动视暴雪	美国
6	《列王的纷争》	智明星通	中国
7	《Ultimate Teen Patti》	Play Games24x7	印度
8	《Zynga Poker》	Zynga	美国
9	《皇室战争》	Supercell	芬兰
10	《漫威格斗：冠军之争》	Kaham	美国

数据来源：App Annie，财通证券研究所

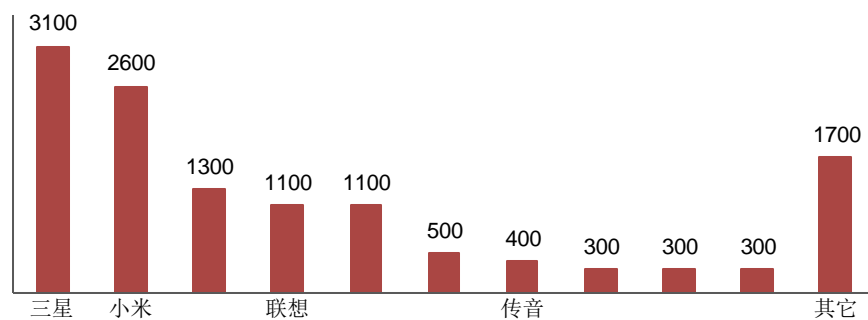
(4) 监管政策较松，即便是博彩类游戏仍可以在游戏市场上广泛传播。(5) 中国手机厂商在印度市场上非常成功，IDC 的数据显示，2017 年中国厂商在印度手机市场的市场份额高达 53%。

图 42：2017 年中国厂商在印度手机市场的份额



数据来源：IDC，财通证券研究所

图 43：2017 年中国厂商在印度手机市场的出货量



数据来源：IDC，财通证券研究所

印度游戏市场的缺点：（1）经济发展水平有限，用户付费意愿较低：根据 Newzoo 和 OneSky 在 2015 年的调查，印度游戏玩家的游戏支付比例在金砖国家玩家中是最低的。在印度只有 18% 的玩家为游戏付费，远低于俄罗斯（23.7%）、巴西（35.4%）、中国（30.2%）。（2）市场碎片化，印度虽然是一个统一的国家，但是国内的语言和方言多达 1652 种，即便是国内最主流的语言印地语也仅有 40%-50% 的国民在使用。

4、中国游戏厂商竞争优势

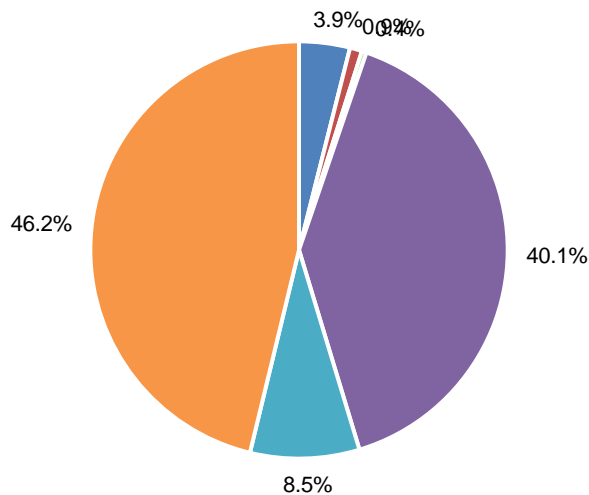
诚然，我国游戏产业与部分发达国家仍有差距，但我国游戏厂商也在激烈的市场竞争中形成了一定优势。我们认为相比于发达国家的游戏大厂，我国游戏厂商的竞争优势主要体现在以下四点：

- 工程师红利：我国游戏开发人力成本较低。
- 专注手游：和西方主要游戏公司相比，我国游戏厂商更加专注于移动游戏。
- 不存在流量霸权：海外主要渠道商一般并不发行游戏，我国游戏厂商不必担心流量霸权，渠道方的抽成也较为合理。
- 丰富的经验、数据沉淀：中国游戏公司在移动游戏的研发、运营、推广上都积累了丰富的技术与经验。

4.1 人力成本优势助力中国游戏企业出海

在游戏制作的过程中，研发费用即研发人员的工资是非常重要的成本支出，例如根据米哈游公司在招股说明书中披露的数字，在《崩坏-编年史》和《崩坏-使魔战争》两款手游的预算中，研发人员薪酬累计达 1.6 亿元人民币，占了两个项目总成本的 40.1%。

图 44：《崩坏-编年史》和《崩坏-使魔战争》的成本结构



数据来源：公司招股书，财通证券研究所

同时和美国等西方发达国家的同行相比，中国的游戏公司在人力成本上存在显著的优势；根据美国互动娱乐软件协会披露的数据，2015 年美国游戏开发人员的年平均工资高达 97000 美元；而根据米哈游招股书中整理的数字，2016 年我国游戏行业员工平均薪酬为 26.6 万人民币，约合 38371 美元，仅相当于美国同行平均薪酬的 39.6%。

表 8：中美两国游戏开发人员薪酬对比

公司名称	所在国家	平均年薪	代表作品
冰川网络	中国	17.47 万人民币	《影武者》
米哈游	中国	40.05 万人民币	《崩坏》
游族网络	中国	22.41 万人民币	《盗墓笔记》
动视暴雪	美国	118642 美元	《使命召唤》
美国艺电	美国	91186-109956 美元	《FIFA》
Take two	美国	96515 美元	《NBA 2K》

数据来源：Glassdoor，财通证券研究所

4.2 专注造就中国公司在移动游戏领域的成功

和发达国家的同行相比，中国企业在移动游戏领域更加专注，具备一定先发优势。从收入结构上看，发达国家的老牌游戏发行商，即便到了 2017 年重心仍然放在 PC 和主机平台上，移动游戏收入占比普遍 30% 以下，而我国游戏公司的移动平台游戏收入占比则普遍超过 50%。

表 9：2017 年中外游戏公司收入结构对比

公司名称	所在国家	年营业收入	移动平台收入占比	非移动平台收入
掌趣科技	中国	17.68 亿人民币	89.71%	10.29%
三七互娱	中国	61.88 亿人民币	53.06%	46.94%
游族网络	中国	32.36 亿人民币	71.12%	28.88%
乐元素	中国	21.82 亿人民币	96.40%	3.60%
美国艺电	美国	51.50 亿美元	13.04%	86.96%
动视暴雪	美国	70.17 亿美元	29.65%	70.35%
任天堂	日本	99.59 亿美元	10.79% 以下	89.21% 以上
育碧	法国	17.32 亿欧元	8%	92%

数据来源：公司年报，财通证券研究所

4.3 海外市场渠道抽成更为合理，出海厂商不必担心流量霸权

和国内的互联网公司相比，美国科技公司更加推崇技术创新，在内容战略方面，美国公司相比中国企业来说是更为保守的；谷歌、苹果、Facebook 等掌握流量渠道的海外科技巨头涉及发行游戏业务较少，而且苹果、Facebook 现阶段更倾向于在视频流媒体等传统内容上投入资源，自研游戏的意愿并不强烈。另一方面，美国艺电、动视暴雪等自研能力强大的西方游戏发行商主要渠道则在 PC 平台上，移动领域并无强大的内容分发渠道。因此在海外市场上，中国出海企业基本上不会遇到集渠道、发行、研发于一体的全产业链公司；同时，和国内的渠道商相比，国外的渠道商抽成也更加合理，海外渠道商抽成目前普遍在 30% 左右。

表 10：中外游戏渠道抽成对比

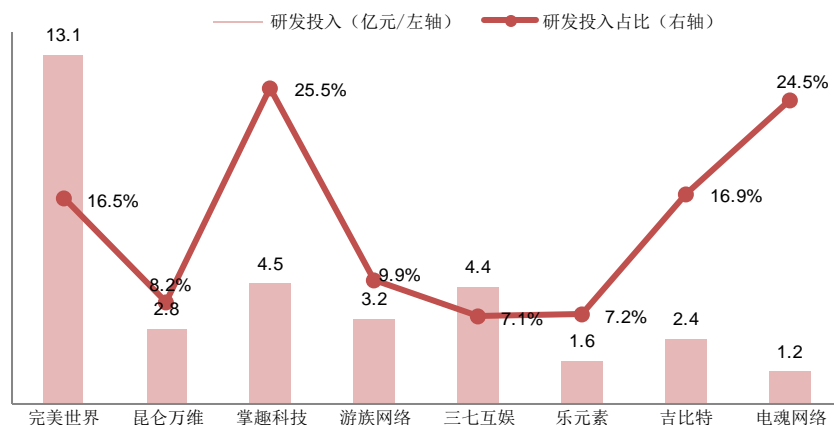
渠道商名称	相关渠道	渠道范围	渠道抽成
东莞讯怡电子科技	OPPO 渠道	中国	50%
广东天宸网络科技	Vivo 渠道	中国	50%
天津多酷紫桐科技	百度渠道	中国	50%
Apple Inc.	App Store	世界	30%
Google Inc	Google Play	世界	30%
Facebook	Facebook	世界	30%

数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

4.4 经验技术积累促进中国出海企业竞争力提升

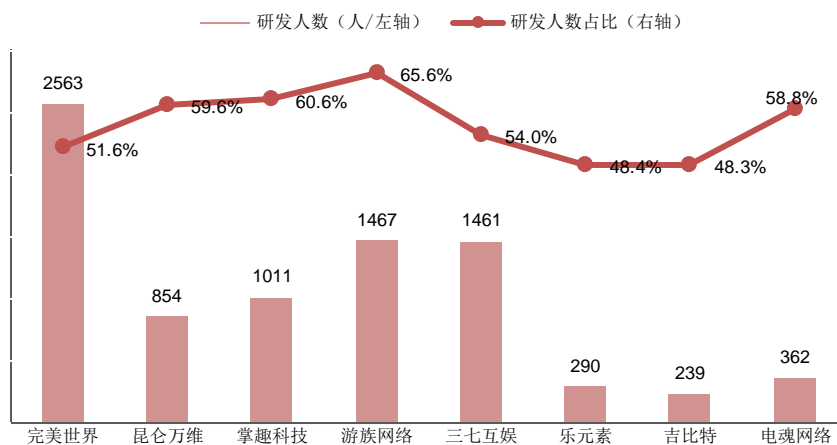
在过去十几年的激烈竞争中，中国游戏企业具备在移动游戏的研发、运营、推广方面的强劲实力。而手机硬件机能有限，发达国家的游戏产业在端游及主机游戏的研发优势并不能有效转移到手游端，中国游戏厂商在手游端技术储备较为丰厚。

图 45：2017 年中国主要游戏公司的研发投入及其占营业收入的比例



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图 46：2017 年中国主要游戏公司的研发人员数量及占员工总数的比例



数据来源：公司年报，财通证券研究所

而运营和推广更是长期以来中国游戏厂商的传统优势，而在大数据时代，一些注重数据驱动决策的中国公司不断强化自身的数据分析能力。例如乐元素科技公司打造了一套完善的数据分析体系，用以辅助运营决策：在产品分析方面，将通过人工智能算法对上线游戏体验进行自动评测并调优，更快捷和迅速的发现用户痛点、指导游戏研发，把握实时变化的市场需求与用户偏好，从而有针对性地对公司游戏产品进行持续优化，进一步优化用户游戏体验；在广告分析方面，将结合广告分析获得的结果，对不同类型的用户形成特定的用户画像，以实现运营活动、营销广告的精准投放。

5、建议关注标的：建议关注出海时间早、研运能力强的龙头企业

参考国内外端游、主机游戏、页游发展历史以及游戏产品特征（边际成本低、存在规模效应、用户休闲时间有限等），我们综合考虑企业的经营规模、盈利效率、研发能力、运营实力等要素后认为，我们建议投资者关注腾讯、网易、中文传媒（智明星通）、昆仑万维、宝通科技（易幻网络）、三七互娱、游族网络。

表 11：2018 年 4 月中国 APP 发行商出海收入排行榜

排名	公司	代表作	游戏类型
1	趣加	《Family Farm》	模拟经营
2	IGG	《王国纪元》	策略
3	网易	《阴阳师》	RPG
4	智明星通	《列王的纷争》	策略
5	龙腾简合	《苏丹的复仇》	策略
6	易幻网络	《最终幻想：觉醒》	MMORPG
7	游族网络	《女神联盟》	RPG
8	Tap4Fun	《战地风暴》	策略
9	龙创悦动	《丧尸之战》	策略
10	腾讯	《王者荣耀》	MOBA
11	昆仑万维	《傲视天地》	策略
12	三七互娱	《创世破晓》	MMORPG

数据来源：App Annie，财通证券研究所

5.1 腾讯控股：全产业链的游戏霸主

腾讯是中国最大的游戏公司，也是中国最早进行出海布局的游戏企业之一，早在 2005 年腾讯就开始通过投资韩国游戏公司的方式来进行海外游戏布局。

图 47：2 腾讯游戏出海历程



数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

到目前为止，腾讯游戏在出海方面有三大特征：（1）以对外投资为主，根据游戏葡萄的统计，截止 2016 年 6 月，腾讯在世界范围内总计投资了 36 家游戏公司；尽管在很长的一段时间里，投资是腾讯游戏出海的主要方式；但是近年来随着腾讯在移动游戏领域自研能力的不断提高，腾讯自研的游戏也在海外取得了一些不错的成绩；例如根据 App Annie 数据显示，《绝地求生：刺激战场》海外版截至 3 月 22 日，《PUBG Mobile》拿下了 105 个国家与地区的 iPhone 免费游戏榜第一。

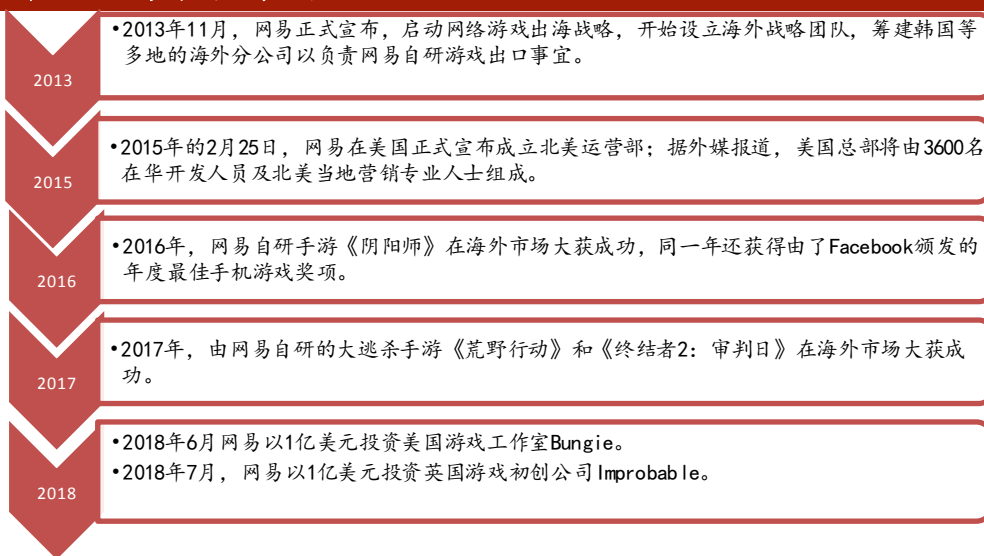
（2）出海的地理范围广阔，腾讯的海外投资涉及的国家包括韩国、日本、越南、新加坡、瑞士、瑞典、美国等多个国家。（3）游戏硬件上呈多元化态势，和国内的许多游戏厂商有所不同，腾讯的游戏出海并不是单纯的移动游戏出海；截止 2016 年 6 月，腾讯海外投资的游戏公司中有 16 家是 PC 游戏公司，还有 1 家是主机游戏公司；而腾讯的游戏大作《王者荣耀》的海外版《Arena of Valor》还登陆任天堂公司的最新掌机 Nintendo Switch；除了游戏内容出海之外，腾讯还积极策划游戏平台出海，腾讯发言人接受香港南华早报的采访时表示香港版 WeGame 现在正在开发，这个版本适用于所有的海外玩家，腾讯将利用这个平台将更多的中国游戏带到全球市场。

5.2 网易：游戏出海领域后发制人的研运巨头

网易是中国第二大游戏公司，早在端游时代便是国内领先的游戏大厂了。网易的游戏出海战略开始于 2013 年 11 月，尽管网易游戏出海的时间较短，但是网易自主研发产品的出海成绩不容小觑。根据 App Annie 发布的统计数据，2018 年 4 月网易的海外收入排名第三。

而近年来随着国内游戏市场竞争日趋激烈，网易也加大了对游戏出海的重视程度，副总裁王怡在接受媒体采访时表示，网易正在面向全球进行招聘，探索收购或投资国外游戏工作室，并希望到 2020 年公司 30% 的营收能够来自海外。

图 48：网易游戏出海历程



数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

网易游戏的游戏出海有两大突出特点：（1）地理区域上偏重日本市场：例如，根据 Senor Tower 的数据，2018 年 2 月《荒野行动》的海外收入累计达 2400 万美元，其中由 80%来自日本地区。（2）扩张策略上，自研为主，投资为辅：和腾讯长达十余年的海外投资布局不同，网易在游戏出海方面倾向于以自研为主导，在具体措施上倾向于成立海外分公司和本地化运营团队，比较大的投资直到 2018 年才开始出现。

5.3 宝通科技：专注于运营的出海游戏企业

宝通科技原本是一家从事橡胶输送带的研发、生产和销售的公司，公司于 2016 年通过对广州易幻网络科技有限公司进行收购的方式完成了重大资产重组，从而变成了一家主营移动游戏业务的公司。

负责移动游戏业务的子公司易幻网络成立于 2012 年 11 月，成立之初便以中国移动游戏的海外运营和发行为经营方向，并制定了区域化和全球化双轮驱动的发展战略，坚持精品化高质量游戏路线，加强了优势发行地区的团队渗透，其中，《诛仙》、《射雕英雄传》、《御剑情缘》、《倚天屠龙记》在东南亚地区地区表现出色，《梦幻诛仙》、《天下》、《大富豪 3》在港台市场成绩优异，《暗黑黎明 2》、《如果的世界》、《权力与荣耀》、《诛仙》、《权倾三国》在韩国市场成绩斐然；除此之外，公司还提升了在日本、俄罗斯等市场的开拓力度；在 2017 年，易幻网络不仅上榜 Facebook2017 中国出海人本营销领先品牌 50 强，而且荣获 2017 年度中国十大海外拓展游戏企业、灵眸奖 2017 十大年度全球化领袖企业等殊荣，荣获谷歌顶尖开发者称号。

图 49：易幻网络出海历程



数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

5.4 三七互娱：东南亚地区具备先发优势的出海厂商

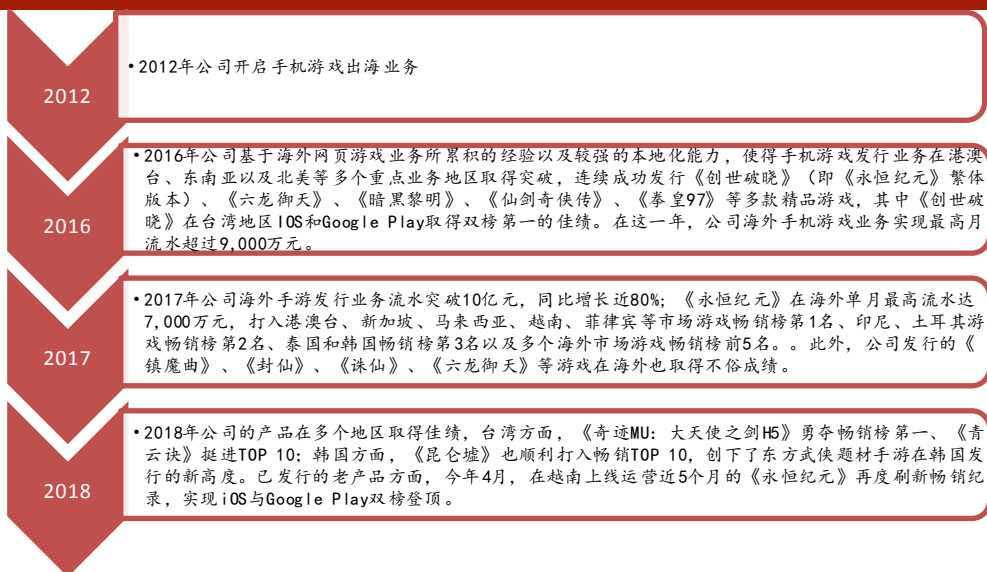
三七互娱是中国知名的游戏公司，在中国互联网协会、工业和信息化部信息中心联合发布 2017 年“中国互联网企业 100 强”榜单，公司位列第 18 名。三七互娱早在 2012 年便开始了游戏出海的历程，但是在最初的几年中，三七互娱在出海方面的成果并不突出。但于 2016 年，公司的出海业务开始有了显著起色，《六龙御天》在马来西亚地区的 App Store 和 Google Play 畅销榜上都取得了第一名的成绩，紧接着《创世破晓》接档并再次推高三七互娱的海外业绩表现；在台湾地区，《创世破晓》上线一个月，下载量便突破了一百万，该作也在 App Store 和 Google Play 上先后登顶畅销榜，到 2017 年时，《创世破晓》已经是台湾地区 App Store 和 Google Play 收入第 2 名的手游。

图 50：《创世破晓》在台湾 App Store 畅销榜上的变化情况



数据来源：App Store，财通证券研究所

图 51：三七互娱游戏出海历程



数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

5.5 游族网络：以网页游戏而见长的中国出海企业

游族网络是中国知名的游戏公司，游族网络股份有限公司主营业务为网页网络游戏、移动网络游戏的研发和运营。游族网络于 2013 年开始组建游戏出海团队，尽管游族网络进行出海活动并不算早，但是公司却很快在游戏出海中取得了成绩，在 2013 年当年，游族网络便取得 4160 万元人民币的海外收入，而到了 2017 年，游族网络的海外收入更是达到了 19.68 亿元人民币，增长了超过 46 倍；在此期间，游族网络自研的网页游戏《女神联盟》全球市场月流水峰值达 2 亿元人民币，创造了当时页游出海的最好成绩。

图 52：游族网络出海历程



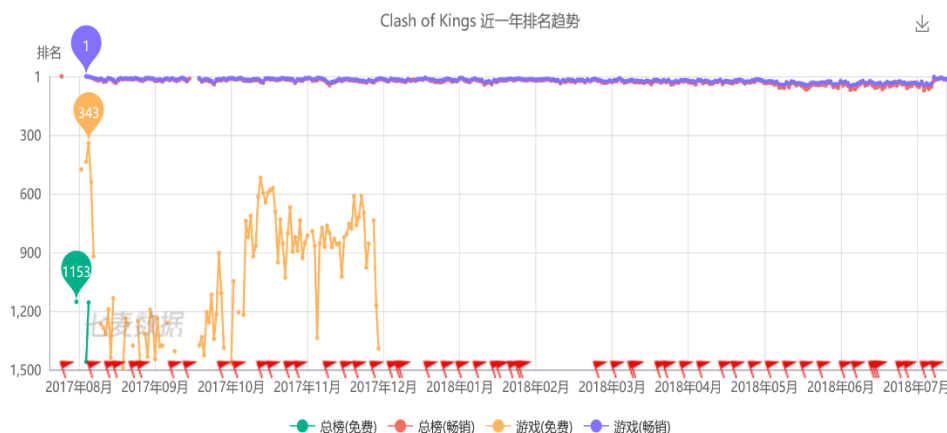
数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

5.6 中文传媒：长于策略游戏的出海企业

中文传媒是一家业务范围广泛的大型传媒企业，旗下的主营业务包括编辑出版、报刊、印刷、发行、物流、影视生产、国际贸易、艺术品经营等；2015 年 1 月，中文传媒以 26.6 亿元收购北京智明星通科技有限公司 100% 股权，从此踏入游戏行业。

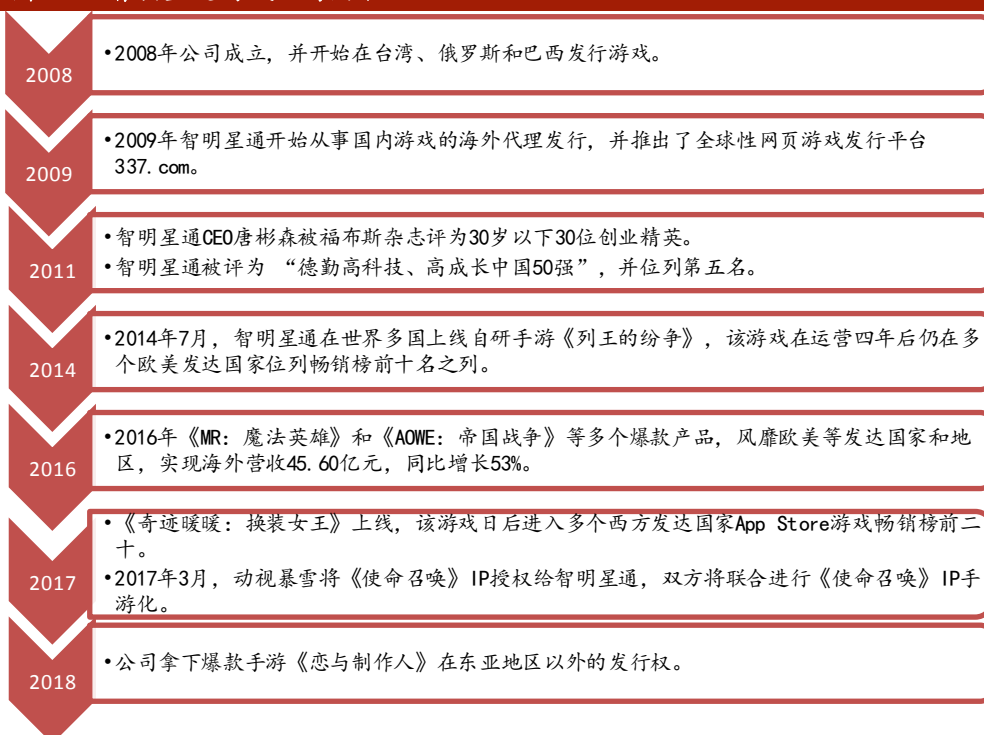
智明星通是国内外知名、专精于策略游戏的公司。公司创立于 2008 年，专注于海外市场开拓，现已成为中国互联网企业国际化过程的一家标杆企业。总部设于北京，并在中国合肥、中国上海、中国香港、巴西圣保罗等地设有子公司，公司员工总数 500 余人。公司自主研发的 SLG 类手游 IP《列王的纷争》是中国最成功的出海游戏之一，该游戏于 2014 年上线，但至今仍位居多个西方发达国家的手游畅销榜前十名之列。

图 53:《列王的纷争》在德国地区 App Store 上的排名趋势



数据来源:七麦数据, 财通证券研究所

图 54: 智明星通游戏出海历程

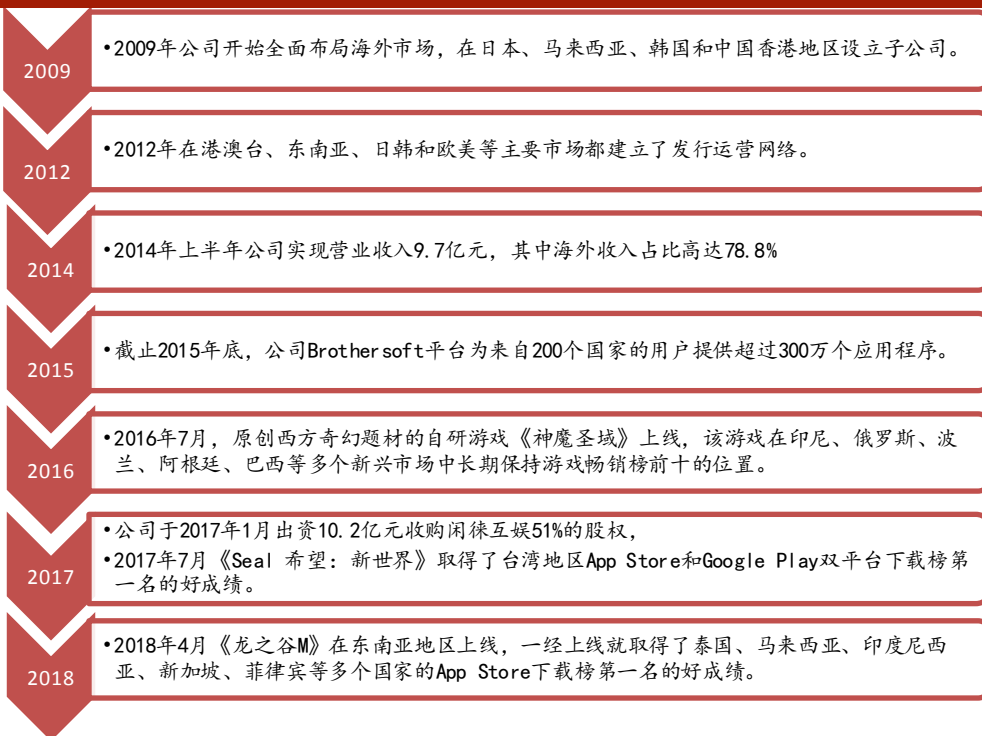


数据来源: 公开资料整理, 财通证券研究所

5.7 昆仑万维: 具备优质渠道的互联网游戏公司

北京昆仑万维科技股份有限公司是一家全球化的互联网公司, 旗下平台包括昆仑在线、快乐游、软件门户 Brothersoft.com、手机门户 1mobile.com 等。公司成立于 2008 年, 创立之初, 公司抓住页游产业快速发展的大潮, 在页游领域取得了巨大的成功。2009 年以后昆仑万维相继成立昆仑东南亚、昆仑日本、昆仑韩国、昆仑欧洲、昆仑美国, 成功把《三国风云》、《傲视天地》、《傲剑》等一系列国产游戏带入国际市场, 其中《傲视天地》在昆仑的全球运营下, 在日本、欧美都进入网页游戏市场前 3 名。

图 55：昆仑万维游戏出海历程



数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。