

# 游戏行业专题报告: 聚焦Pipeline驱动的成长性

毛云聪 资格证书编号: S0850518080001

郝艳辉 资格证书编号: S0850516070004

孙小雯 资格证书编号: S0850517080001

陈星光 资格证书编号: S0850519070002

2021年1月6日

- 1.年度总结：疫情推动行业高增长，新品类新势力崭露头角
- 2.市场格局：市场份额持续向头部集中，新平台蓄势待发
- 3.核心竞争力：精品内容研发与品类创新成为行业共识
- 4.未来看点：产品大年来临，行业迎接新一轮优质产品周期，游戏出海和创新加速
- 5.投资建议
- 6.风险提示



# 要点总结



- **年度总结：疫情推动行业高增长，新品类新势力崭露头角。**年初疫情推动Q1手游市场规模创历史新高，全年手游行业增速+33%，用户时长也明显提升，游戏时长占比稳居第4，整体行业景气度持续上行。Q2手游规模环比Q1下降后，Q3/Q4手游规模环比再次上升，我们认为这体现了手游行业并非一次性受益于疫情影响，而对用户长期习惯养成有较大帮助；2020年pipeline新游戏相对较少，老游戏回流明显，放置类游戏成为行业亮点，腾讯系产品依旧表现优秀。买量方面，网易、腾讯、阿里等大厂均入局，买量竞争日趋激烈，巨量引擎和腾讯广告占据绝大部分市场。
- **市场份额持续向头部集中，新平台蓄势待发。**受产品周期影响，腾讯多款优秀新游占据收入排行榜前列，Q3手游市占率进一步提升至59.2%，网易保持稳定为17.8%，两者合计占手游市场77.1%的份额，其他游戏公司股份有所下滑。阿里旗下三国志系列游戏持续抢占畅销榜前列位置，米哈游、莉莉丝等游戏行业新势力精品游戏出现爆款效应。同时，字节和快手系产品使用时长占比持续提升，并开始布局游戏领域，未来有望依靠流量优势进一步抢占市场份额。
- **精品内容研发与品类创新成为行业共识。**政策方面，游戏版号发放常态化，政策环境稳定，发放数量上和此前相比明显缩减，体现了总量控制使得游戏走向精品化的政策导向。渠道方面，精品游戏向安卓应用商店发起挑战，苹果也计划降低对小开发者的流水抽成，抖音、快手等买量渠道重要性不断提升、TapTap/B站等新兴渠道日渐崛起，我们认为在内容为王的趋势下，拥有精品游戏研发、创新能力的开发商在产业链的议价能力将持续提升，买量渠道的头部化也将推动买量市场变得更为开放透明，渠道对优质内容的需求使得产品的重要性在未来仍不断凸显。
- **产品大年来临，行业迎接新一轮优质产品周期，游戏出海和创新亦有望加速。**1) 从21年Q1开始重点新产品周期有望带来较多看点，2020年上半年出现较高基数，但新产品的拉动可以证明行业的持续成长性。2) 在精品化和多元化的趋势下，研发重要性依然突出，头部厂商的研发人员和投入规模将持续扩大，针对重点产品的营销费用持续提升，品效合一提升发行效果。3) 以《剑与远征》、《最强蜗牛》为代表的放置游戏和以《原神》为代表的二次元开放世界MMO是2020年最大的亮点，未来成熟品类的微创新和创新品类的推出成为胜负关键。4) 海外市场仍是国内游戏公司的重要增量来源，中国移动游戏在日本、韩国等用户付费意愿高的市场持续突破，国内游戏公司全球竞争力凸显。5) 关注新流量平台字节跳动、快手等平台的游戏发行进展以及5G应用云游戏平台落地和商业模式探索。
- **投资建议：继续看好头部研运一体厂商，A股推荐吉比特、完美世界、三七互娱、电魂网络、掌趣科技、宝通科技等；港股关注腾讯控股、网易-S、心动公司、祖龙娱乐等。**

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

■ **风险提示：**行业政策变化、新游戏上线延期、新游戏表现不及预期、买量成本持续上升等。

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 1.1移动互联网日均使用时长疫情后保持稳定



移动互联网用户月人均使用时长在疫情期间达到峰值7.3小时后有所下滑，但整体稳定在6.1小时左右。手游日均使用时长方面，随着9月复工复产复学的推进，行业流量回落到与2019年暑期持平的状态，但单机单日使用时长仍保持在75分钟以上，较2019年同期有明显提升。

图 2017~2020年中国移动互联网用户月人均单日使用时长（小时）

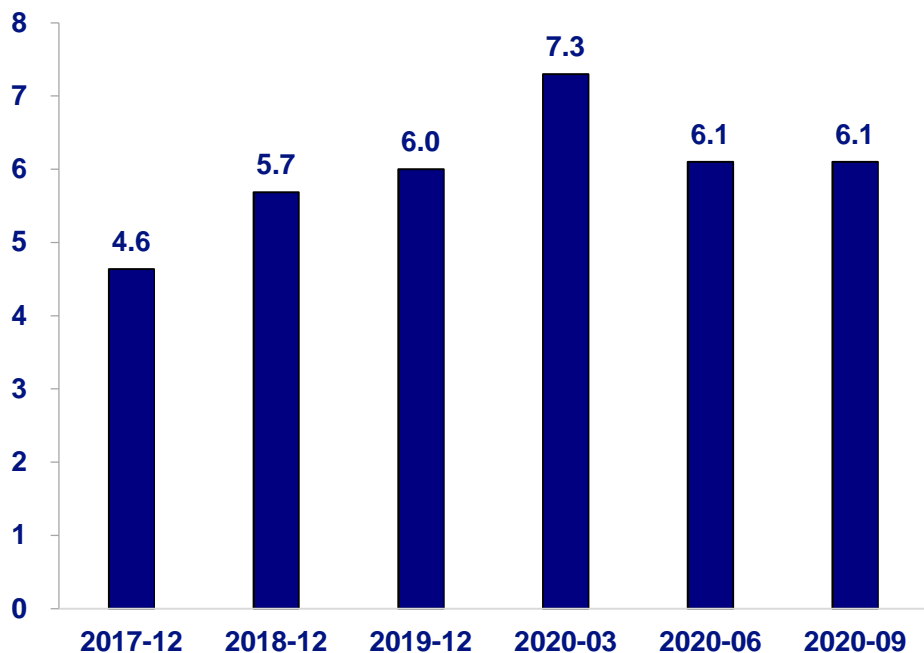
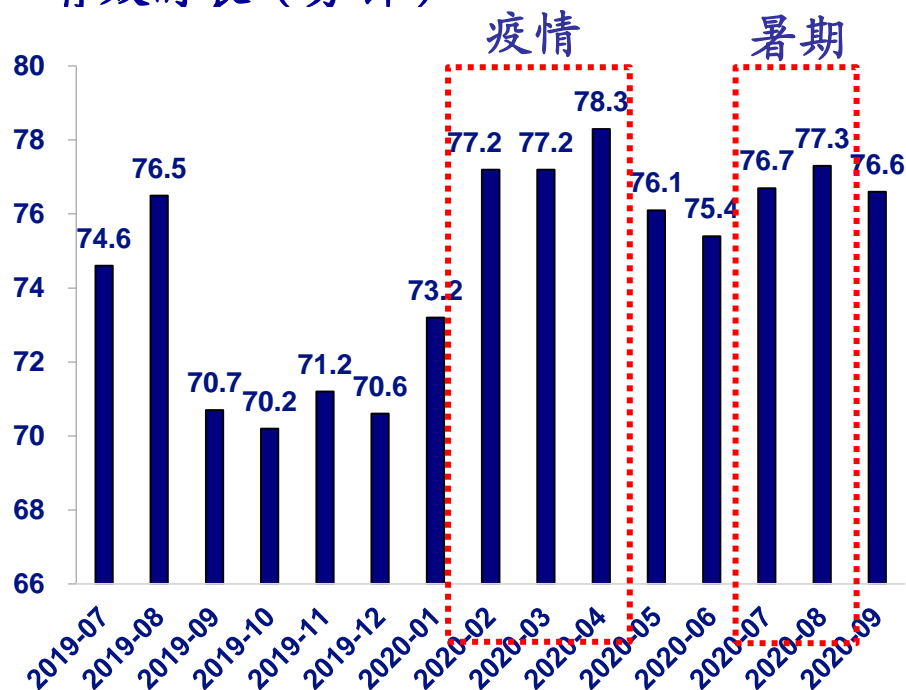


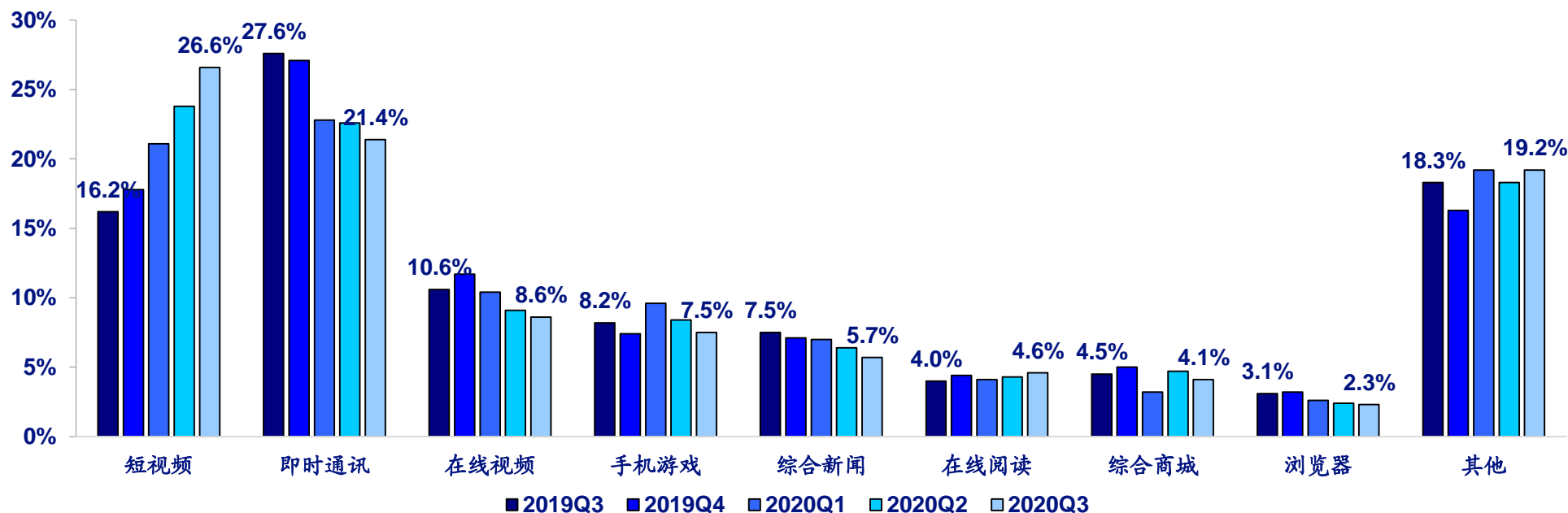
图 中国移动互联网单机单日移动游戏有效时长（分钟）



# 1.1 手游使用时长占比仍为全行业第四

短视频行业时长仍在持续提升，但我们认为最快渗透的阶段已经过去，2020年第三季度移动游戏用户每日使用时长占比为7.5%，同比下滑0.7pct，相对稳定，时长位列全行业第四，是仅次于短视频、即时通讯和在线视频之后的第四大应用形态。游戏时长会随着产品的变化而变化，优质产品对行业时长有拉动作用。

图 移动网民人均APP每日使用时长Top8类型占比（%）



# 1.2 移动游戏保持快速增长

在疫情影响下用户在线时长变长，推动用户活跃度和游戏流水提升，2020年中国游戏收入同比增长20.7%达2786.9亿元（2019年同比+7.7%），手游收入同比增长32.6%达2096.8元（2019年同比+18.0%），占整体收入比例达75.2%，同比上升6.8pct，手游仍为中国游戏行业核心驱动力。

图 中国游戏市场规模及其增长率

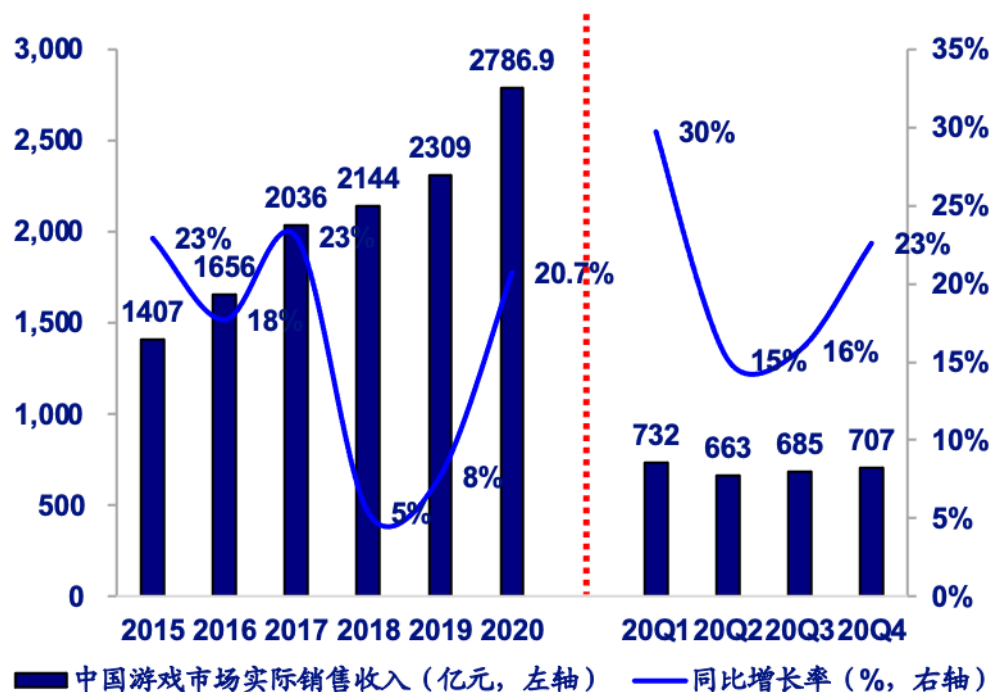
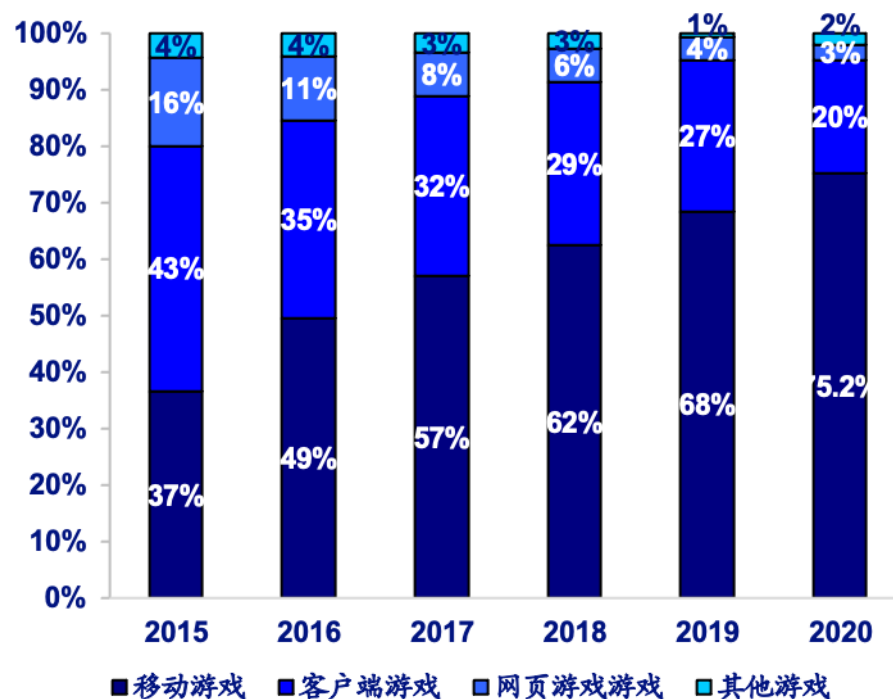


图 中国细分游戏市场规模占比 (%)





# 1.2疫情影响下Q1手游高速增长达历史峰值

受年初疫情影响，线下娱乐受到限制，用户在线时长同比增长**12.9%**达每月**145**小时，推动**Q1**手游市场规模同比增长**46.2%**、环比增长**37.6%**达**553.7**亿元，为历史峰值，疫情缓解后增长有所回落，但**Q3**、**Q4**规模环比持续上升，体现了玩家长期游戏习惯的养成，手游行业并非一次性受益于疫情影响。

图 互联网用户月人均在线时长（小时）

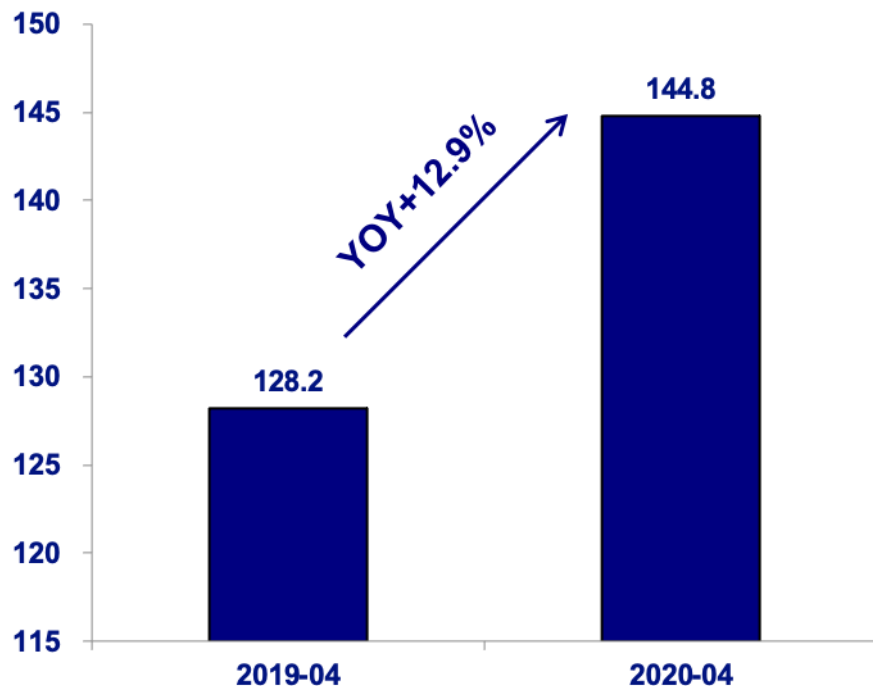
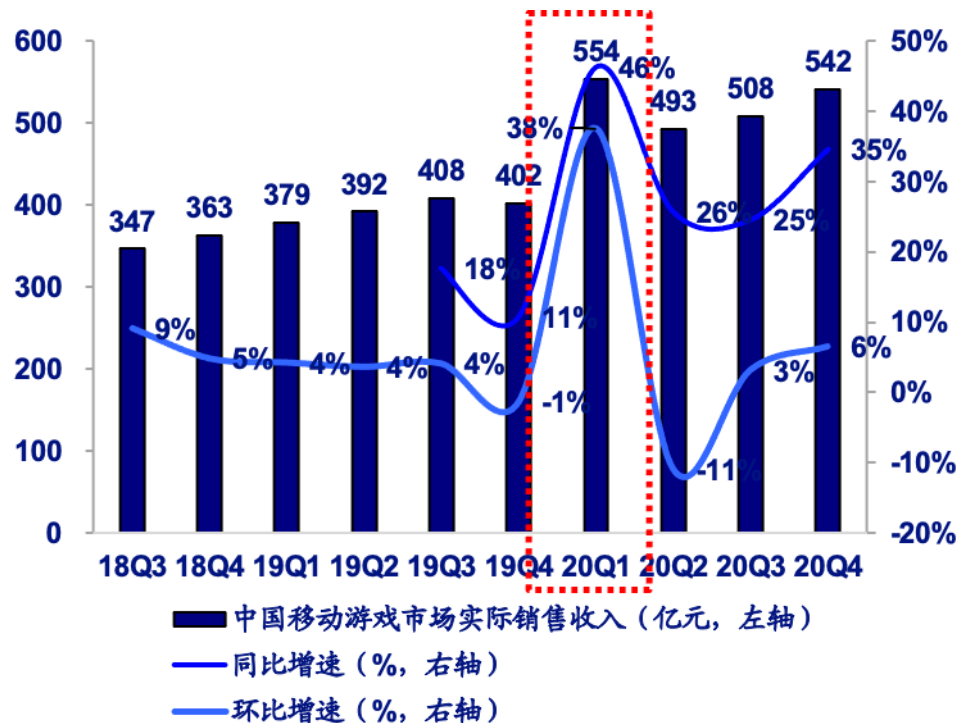


图 中国移动游戏市场规模及其增长率



## 1.2 用户规模稳定，ARPU值增速回暖

2020年，中国游戏整体和手游用户规模分别为6.65和6.54亿，增速趋缓，用户红利基本消失；手游ARPU值同比增长26.5%达320.4元/年，增速明显回暖，我们认为ARPU提升原因在于：1）疫情期间游戏时长的增加直接带动了ARPU值的提升；2）玩家长期游戏习惯的养成和游戏精品化程度的提高，进一步推动了玩家付费意愿的提升。

图 中国手游用户规模及其增长率

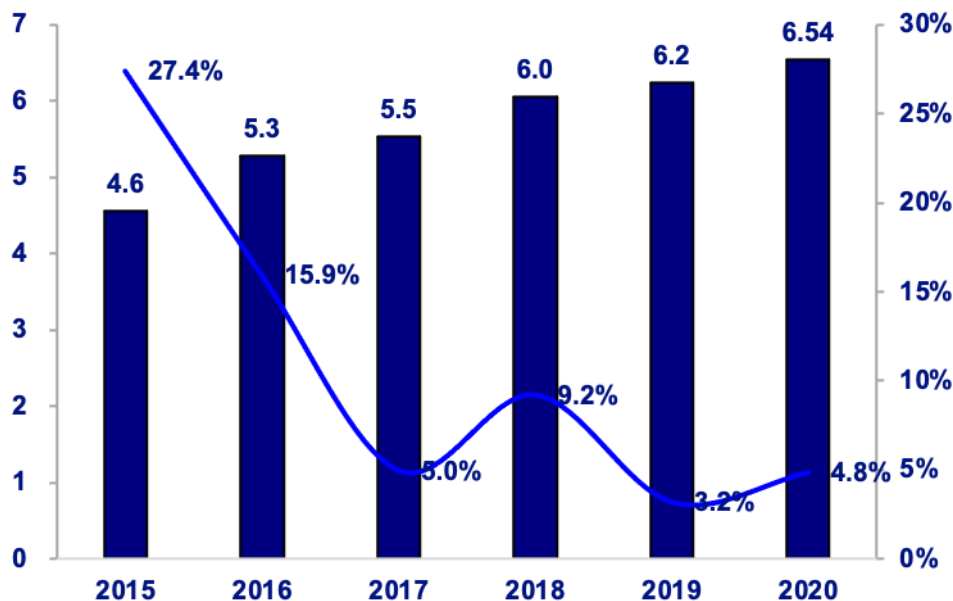
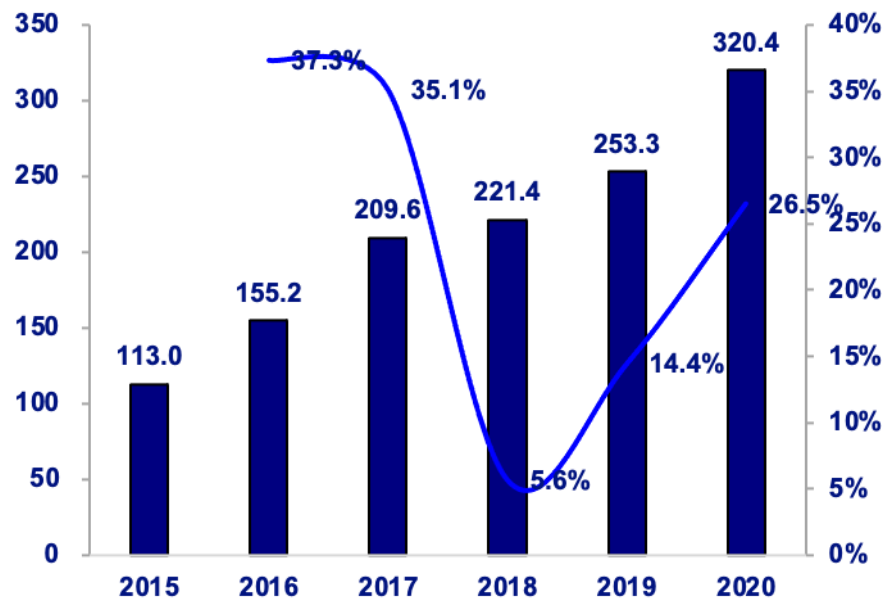


图 中国手游用户ARPU及其增长率



中国移动游戏用户规模 (亿人, 左轴)    增长率 (% , 右轴)

中国手游ARPU值 (元, 左轴)    增长率 (% , 右轴)



# 1.2中国手游ARPU仍有提升空间

2020年北美地区游戏ARPU为190.5美元，全球平均为71.6美元，中国手游ARPU为48.5美元，相比仍有较大提升空间。中国移动游戏用户中67.2%为小康以上收入，二线城市以上人群达53.4%，具备较高的付费能力。我们认为，在游戏精品化的趋势下，用户付费意愿将进一步提高，ARPU值有望持续提升。

图 2020年全球各地区游戏ARPU（美元/

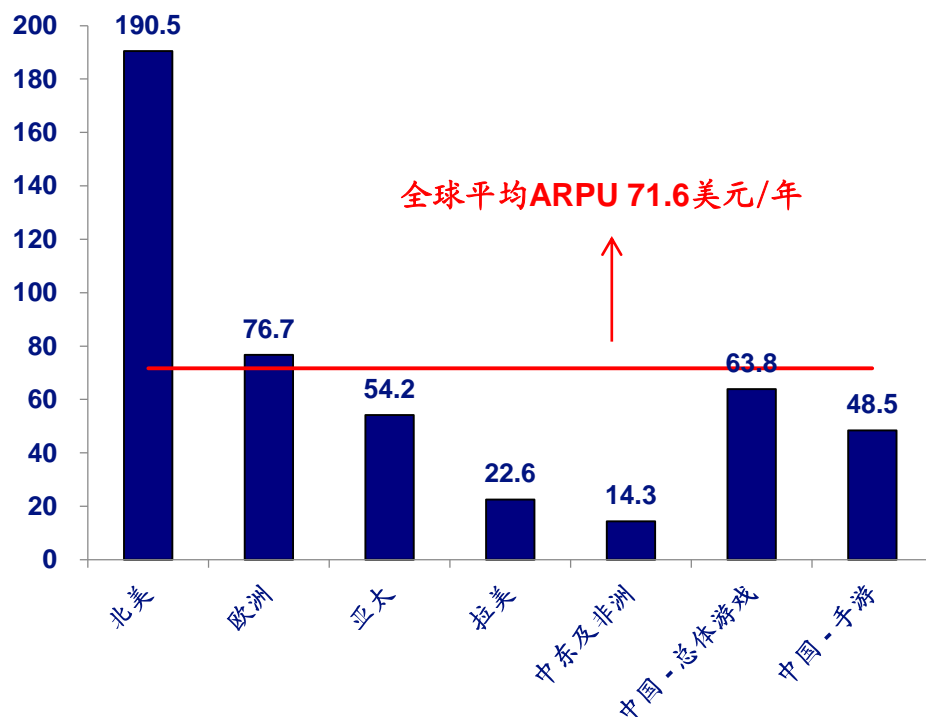
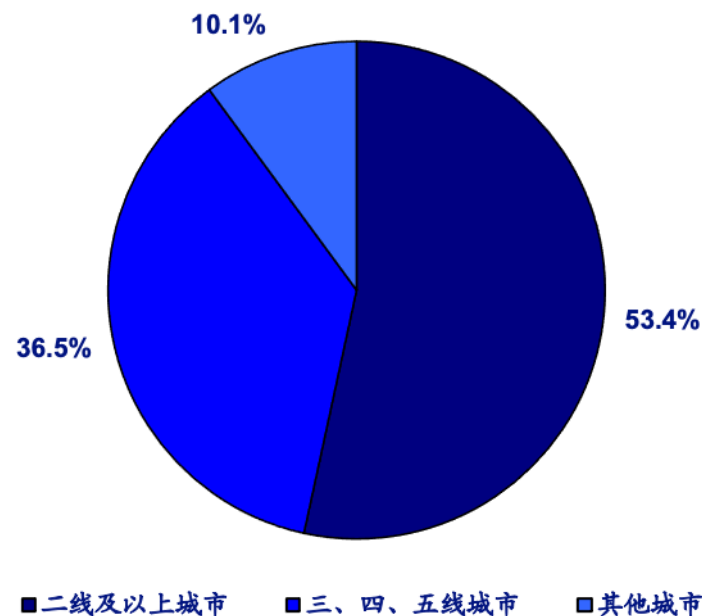


图 中国游戏用户地区分布（2020H1）



# 1.3 20Q3后板块公司出现较大幅度调整

2020年年初疫情推动游戏公司业绩高速增长，网络游戏指数在20Q2上涨22.9%，受三季报业绩波动影响，叠加买量市场竞争加剧、买量成本上升的潜在风险及部分头部公司新产品的延期上线，游戏板块自2020年10月以来回调程度较大，我们认为，目前整体估值水平较低，安全边际较高。

图 近两年网络游戏指数走势



资料来源：Wind，海通证券研究所  
注：截至2021年1月5日收盘价

表 A股部分游戏公司涨跌幅及业绩增速

	Q1-Q3涨跌幅 (%)	Q3至今涨跌幅 (%)	归母净利润单季度环比增速 (%)		
			Q1	Q2	Q3
吉比特	111.2	-30.4	131.4	-29.3	7.4
三七互娱	49.7	-15.6	30.4	33.2	-42.3
宝通科技	48.4	-19.5	63.9	-1.2	-31.0
完美世界	13.6	-7.4	2,152.2	6.8	-18.3
掌趣科技	10.5	-25.2	404.7	271.2	-88.2
浙数文化	8.2	-17.8	103.4	-11.4	-59.6
中文传媒	-10.6	-15.7	-21.0	40.6	-19.1
星辉娱乐	-21.2	-17.0	116.4	-533.5	224.1
游族网络	-24.6	-22.1	180.9	-63.7	-50.3
顺网科技	-30.5	-5.4	109.4	8.6	142.9

# 1.3头部效应明显，盈利能力持续提升

18年网络游戏指数公司的降幅明显，此后整体市值不断提升，其中三七互娱、完美世界、吉比特为代表的龙头公司市值规模持续提升，三家公司市值占比由15年的5.7%提升至33.1%，头部效应明显。利润率方面，毛利率保持上升趋势，净利率受商誉减值等因素影响一度为负，2020年前三个季度进一步提升至25.8%。

图 网络指数与头部游戏公司市值变化

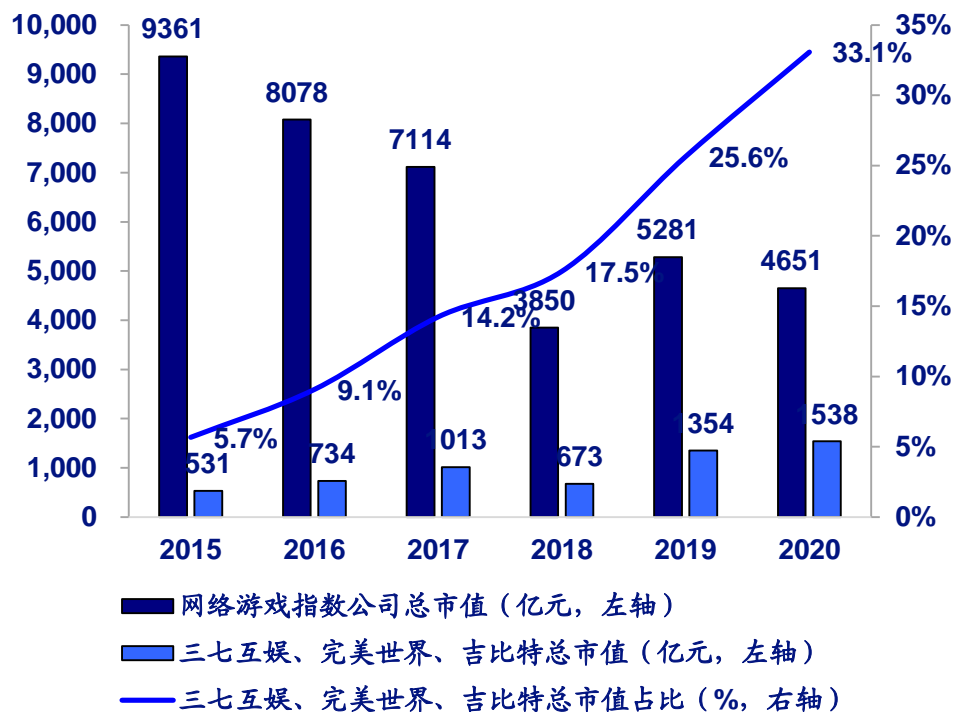
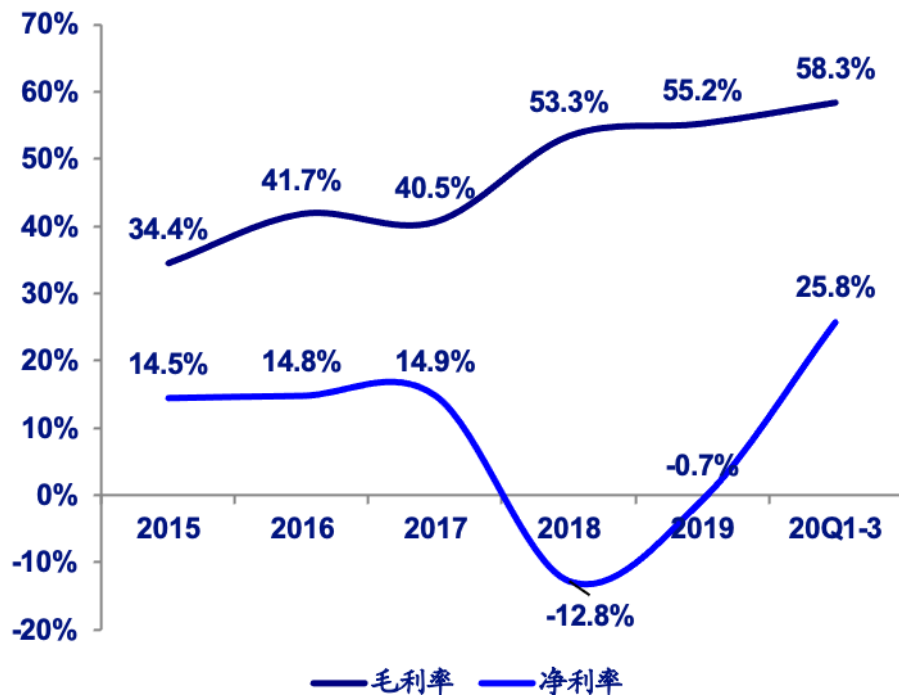


图 网络游戏指数毛利率与净利率情况 (%)



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源: Wind, 海通证券研究所  
注: 市值计算日期中, 为每年最后一个交易日

# 1.4 A股游戏公司产品相对小年

因疫情导致新产品上线延期，2020年新游主要集中于下半年上线，其中腾讯多款优秀产品占据收入排行榜前列，经典端游《天涯明月刀》改编手游稳居前三，米哈游、莉莉丝等新势力也成功推出爆款，而A股上市游戏公司于2020年新产品数量较少，期待值高的游戏也基本都有所延期。

表 2020年部分非A股游戏公司新游

公司名称	游戏名称	上线时间	游戏类型	上线以来ios收入平均排名
腾讯	鸿图之下	2020/10/21	SLG	20
	天涯明月刀	2020/10/16	MMORPG	3
	荒野乱斗（与游族联运）	2020/6/9	MOBA	33
	一人之下	2020/5/26	横版动作	135
网易	黑潮之上	2020/11/20	策略卡牌	55
	时空中的绘旅人	2020/10/23	恋爱养成	519
	阴阳师：妖怪屋	2020/9/17	卡牌休闲	113
灵犀互娱	三国志幻想大陆	2020/6/24	策略卡牌	12
米哈游	原神	2020/9/28	二次元、开放世界MMO	6
莉莉丝	万国觉醒	2020/9/23	SLG	6
	剑与远征	2020/1/8	卡牌RPG+放置	13

表 2020年部分A股游戏公司新游

公司名称	游戏名称	上线时间	游戏类型	上线以来ios收入平均排名
吉比特	巨像骑士团	2020/10/13	RPG	162
	不朽之旅	2020/9/9	放置卡牌	141
	魔渊之刃	2020/9/17	ARPG	119
	最强蜗牛	2020/6/23	放置养成	63
完美世界	新神魔大陆	2020/7/2	MMORPG	17
三七互娱	云上城之歌	2020/4/15	MMORPG	89
电魂网络	我的侠客 (腾讯发行)	2020/11/4	复古武侠策略RPG	168
	解神者	2020/10/22	RPG	175
掌趣科技	街霸：对决 (腾讯发行)	2020/11/26	动作	23
	真红之刃	2020/8/4	MMORPG	143
世纪华通	龙之谷2 (腾讯发行)	2020/7/9	MMORPG	61
游族网络	少年三国志：零	2020/11/12	策略卡牌	15
	荒野乱斗 (与腾讯联运)	2020/6/9	MOBA	33



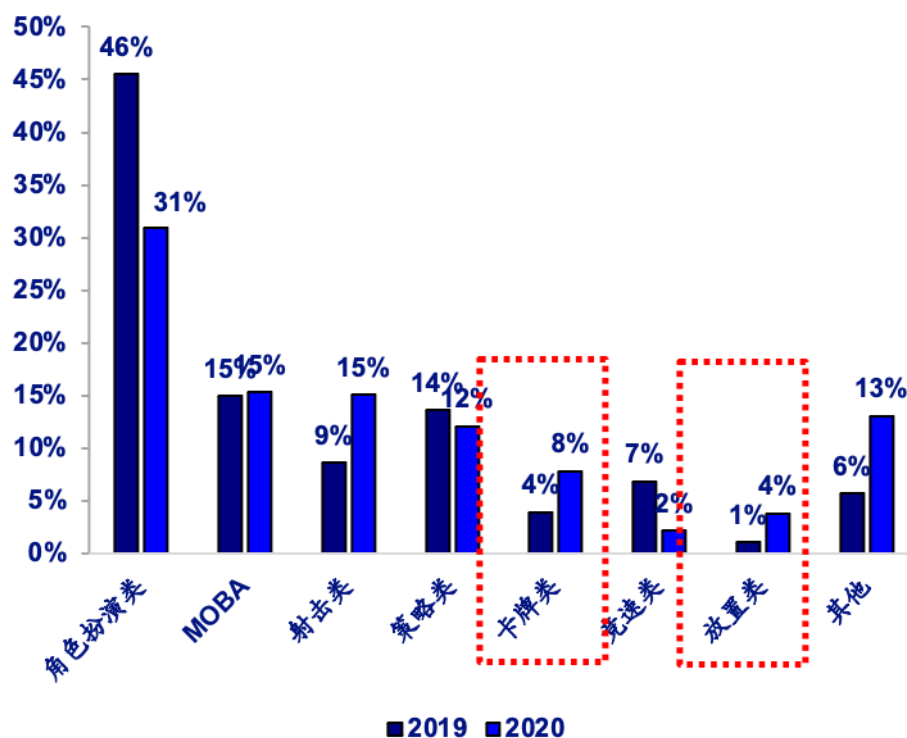
# 1.5 黑马赛道放置类游戏异军突起

2020年游戏流水TOP的产品基本被MOBA\FPS\回合制RPG\SLG\MMO等类型的产品霸榜，均体现出较长的生命周期属性，卡牌和放置类产品流水提升显著，尤其两款放置类黑马《剑与远征》和《最强蜗牛》表现出色，我们认为放置类游戏的成功在于其契合了当代游戏玩家对于“低肝度”、“碎片化”的娱乐需求。

表 2020年国产手游流水TOP20（预测）

排名	游戏名称	游戏类型
1	王者荣耀	MOBA
2	和平精英	射击
3	三国志：战略版	SLG
4	梦幻西游	回合制RPG
5	穿越火线：枪战王者	射击
6	率土之滨	SLG
7	剑与远征	放置
8	阴阳师	回合制RPG
9	神武4	回合制RPG
10	QQ飞车	竞速
11	火影忍者	ARPG
12	大话西游	回合制RPG
13	明日之后	生存
14	开心消消乐	消除
15	天涯明月刀	MMORPG
16	斗罗大陆：官方正版	MMORPG
17	一刀传世	MMORPG
18	原神	ARPG
19	新笑傲江湖	MMORPG
20	最强蜗牛	放置

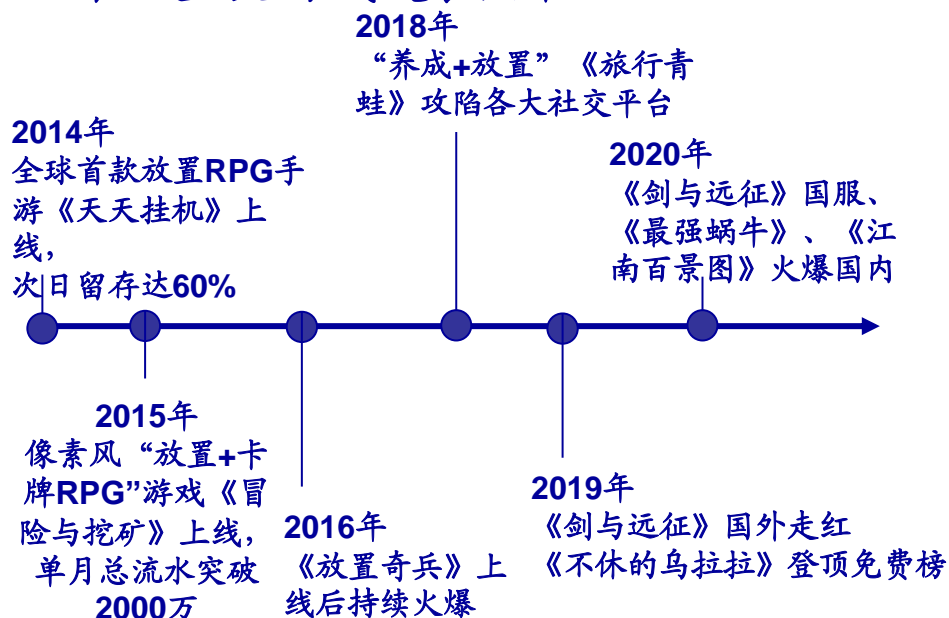
图 中国流水TOP100手游类型流水分布



# 1.5放置游戏：低门槛+轻度化差异性竞争

放置类游戏的资源获取主要来自于挂机，上手门槛低、轻操作高回报是其主要特点，在强竞技、强社交的移动游戏市场中有着差异化竞争优势。目前放置类游戏主要采取与其他游戏类型相结合的表现形式，其中“模拟经营+放置”下载量最高，“卡牌RPG+放置”最为吸金，我们认为融合玩法既能降低游戏同质化，又能广泛覆盖各领域用户，扩大游戏影响力，提升游戏收入。

### 图 放置类游戏发展历程



注：微博超话、预约数据截至2021/1/5  
资料来源：AdTiming, CNG, 各游戏官网, GameRes, 七麦数据, 海通证券研究所

### 表 近期主要放置类游戏简介

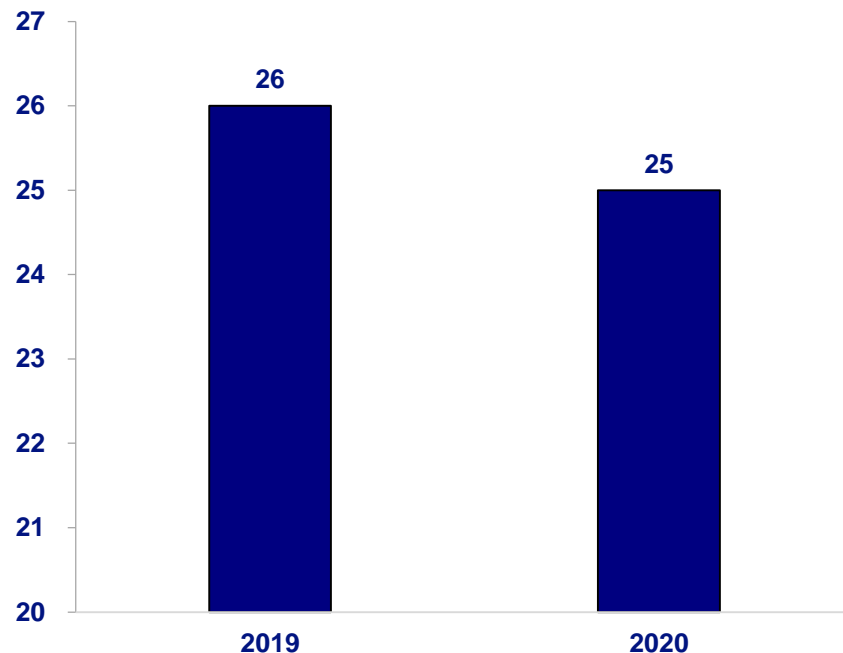
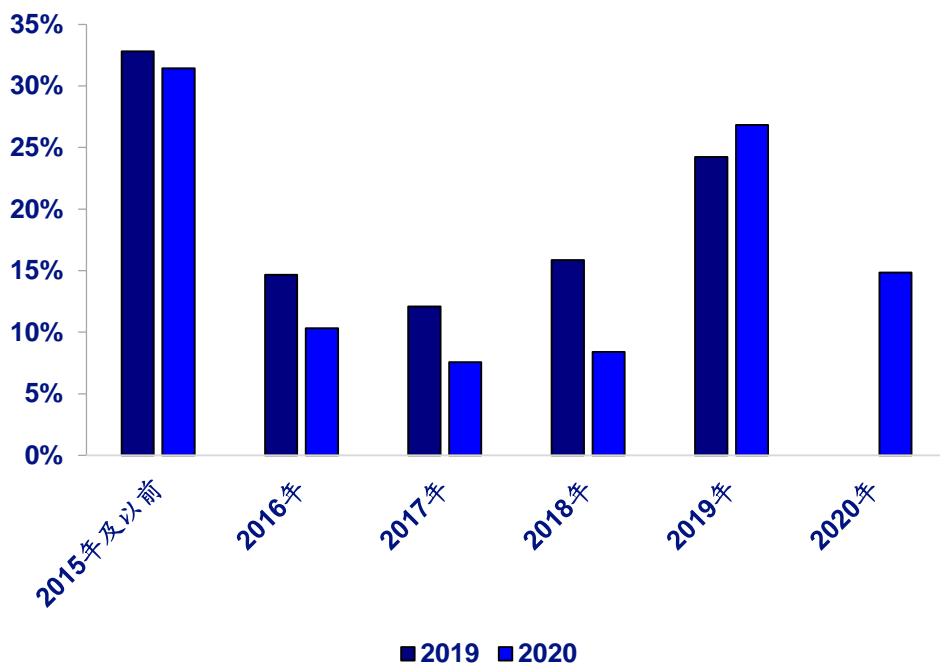
游戏名称	上线时间	玩法	备注
不休的乌拉拉	2019/10/22	冒险+社交+放置	预估首月流水超过3亿元
江南百景图	2020/7/2	卡牌+模拟经营+放置	微博超话阅读量47.6亿，讨论量483.2万
剑与远征	2020/1/15	卡牌+RPG+放置	上线两月流水超15亿
最强蜗牛	2020/6/23	搞怪+养成+放置	上线10天iOS流水破亿
不朽之旅	2020/8/5	卡牌+暗黑+放置	iOS畅销榜最高22名
一念逍遥	2021/2/1 (预计)	修仙+社交+放置	官网预约45.7万

# 1.5头部老产品呈现极强生命力，新品角逐激烈



2015年及以前上线的头部老产品在2020年的流水表现依然稳定，2020年入榜手游流水TOP100中的新游数为25款，与2019年保持持平。而近年来上线的新品则展现出激烈角逐，同2019年相比，2016年至2018年上线产品流水出现较大幅度下滑，成为流水份额被掠夺的主要对象。

图 中国流水TOP100手游上线时间分布 (%) 图 中国流水TOP100中入榜新游数量 (款)



# 1.6 游戏买量市场竞争趋于激烈

2020年上半年整体素材投放量同比涨幅超250%，买量素材平均使用天数同比下降19.7%为5.12天，广告创意消耗速度加快，进一步推升买量成本。新增率方面，买量手游产品9月新增率在暑期后逆势上涨，重度手游回归买量，市场竞争进一步加剧。根据 Liftoff 的预测，2020 年全球游戏激活付费用户的成本将达到 43.88 美元，同比增长 23.9%，游戏买量市场竞争趋于激烈。

图 2019-2020Q3 买量手游产品新增率对比

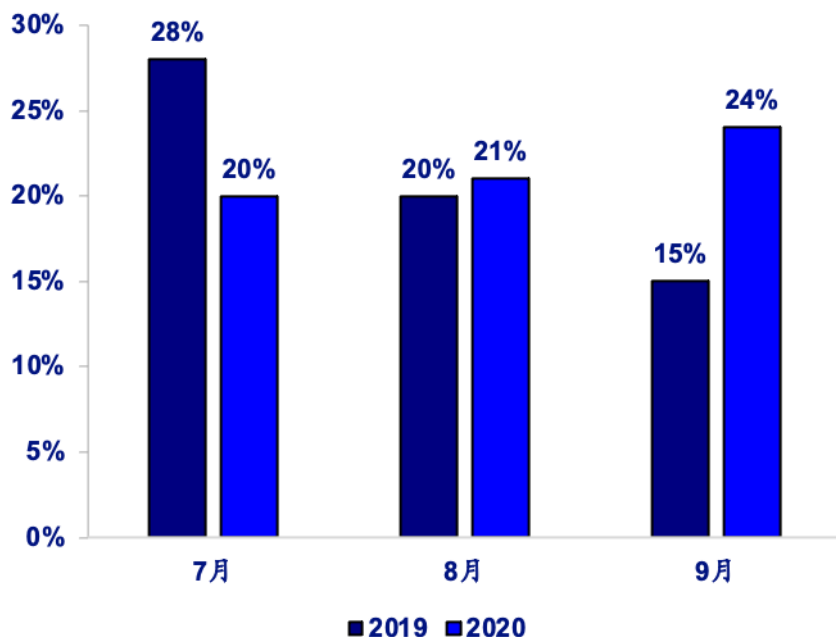
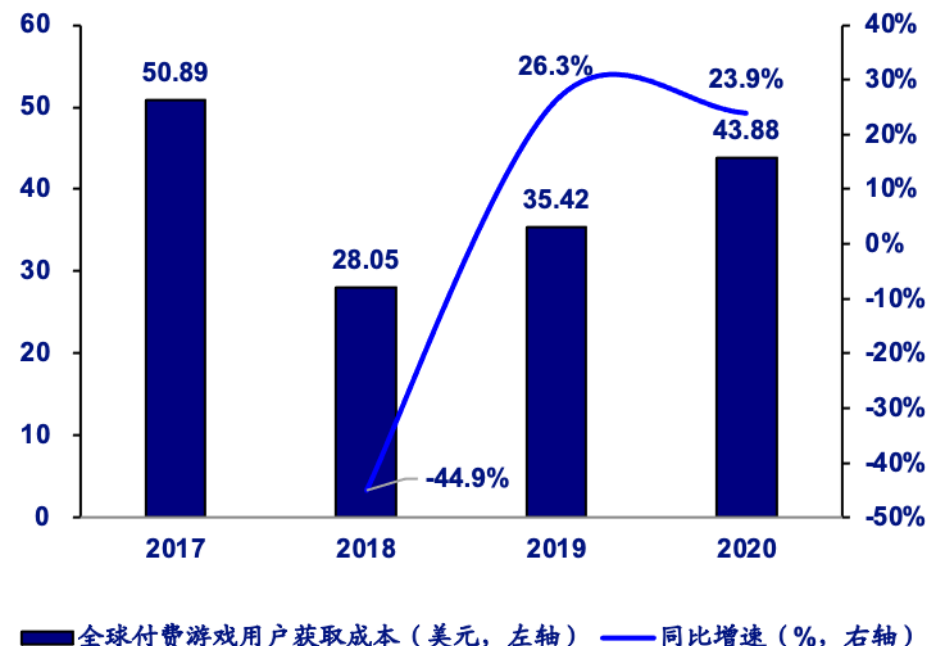


图 2017-2020 全球付费游戏用户获取成本





# 1.6 大厂入驻，买量成为新游推广常规手段

随着20Q3大厂新品的上线，腾讯、网易、阿里游戏等“正规军”进入买量市场，腾讯因推广新品《天涯明月刀》、《鸿图之下》、《街霸：对决》，连续两月蝉联买量公司榜首。此外，中国移动旗下游戏平台咪咕互动娱乐也位列榜单，买量逐渐成为行业推广新游的常规手段。

表 月度买量公司Top10

排名	2020年上半年	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1	上海小鲜网络	广州网易	杭州网易雷火	灵犀互娱	腾讯	腾讯	瑞趣创享
2	杭州悦玩	完美世界	江西贪玩	杭州网易雷火	南京网眼软件	上海游族	腾奕网络
3	广州网易	杭州网易雷火	广州爱九游	广州爱九游	灵犀互娱	广州网易	来玩互娱
4	北京比特漫步	上海游族	广州网易	南京网眼软件	咪咕互动娱乐	江西贪玩	华艺汇龙
5	上海游族	广州爱九游	中手游	福建瑞趣创享	广州爱九游	咪咕互动娱乐	上海游族
6	广州九一五	南京网眼软件	北京比特漫步	福州来玩互娱	广州网易	成都智亿联	腾讯
7	上海嵩沃网络	游酷盛世	灵犀互娱	浙江游码网络	杭州网易雷火	在线途游	咪咕互动娱乐
8	广州四三九九	Hongkong Vega	游酷盛世	腾讯	福州来玩互娱	南京网眼软件	棋乐网络
9	广州多娱互动	北京比特漫步	福州来玩互娱	广州网易	广州四三九九	福州来玩互娱	天趣互动
10	浙江争游网络	腾讯	南京网眼软件	广州四三九九	北京展心展力	杭州网易雷火	广州网易

## 1.6 买量游戏类型多元化，细分品类持续拓展

2020年上半年买量游戏中，MMORPG仍为第一大类型，但占比相较2019年下滑5.2pct至37.8%；策略、卡牌、休闲玩法占比较为稳定，稳居第二梯队；前五名合计占比达66.5%，相较2019年下滑6.5pct，买量游戏类型集中度降低，呈现多元化趋势，网赚、放置等细分类型增量较大。

图 2019年不同玩法游戏买量占比（%）

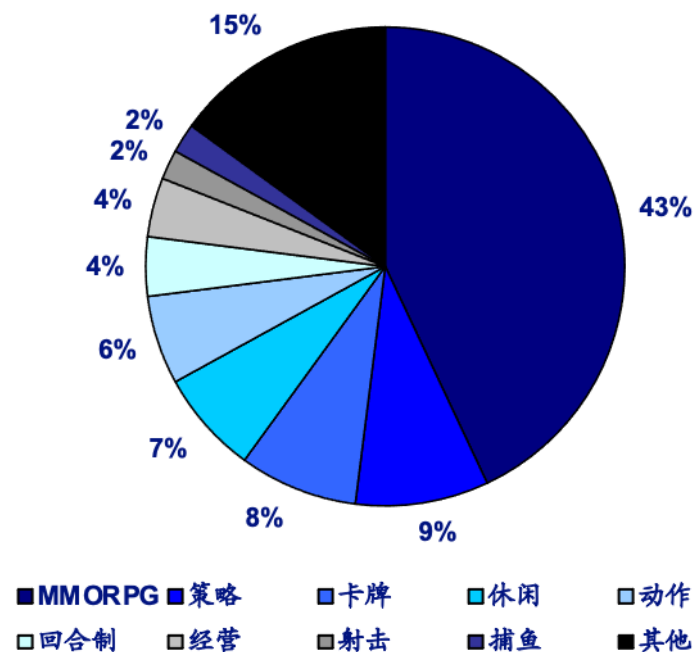
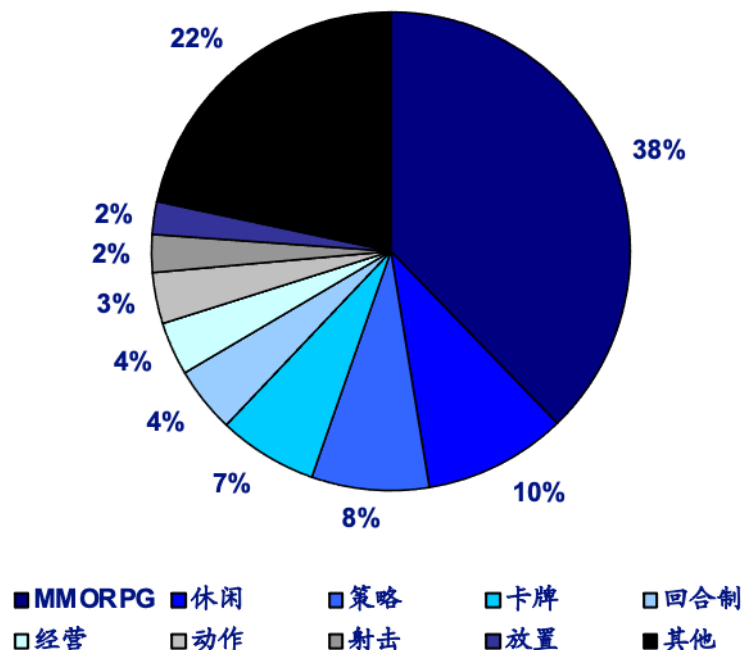


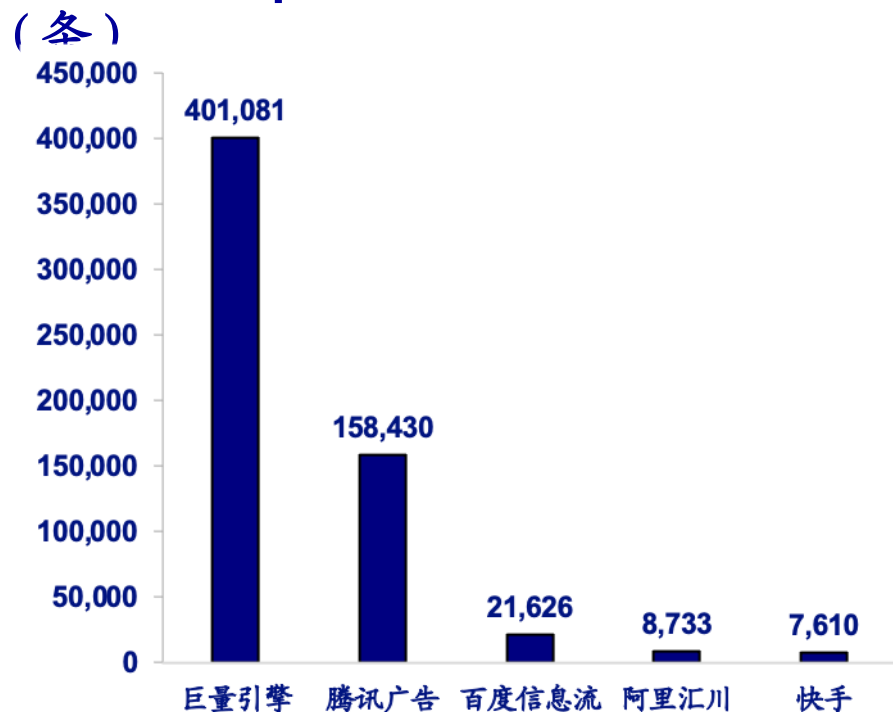
图 2020H1不同玩法游戏买量占比（%）



# 1.6 手游买量渠道格局清晰

随着短视频的用户时长持续提升，字节跳动旗下流量平台在手游买量市场中占据绝大部分份额，30天内手游广告投放数超40万，领先于腾讯系广告二倍以上，头部效应明显，其余二类、三类买量渠道包括百度、快手、爱奇艺、趣头条等。

图 30天内Top5流量平台手游投放广告数

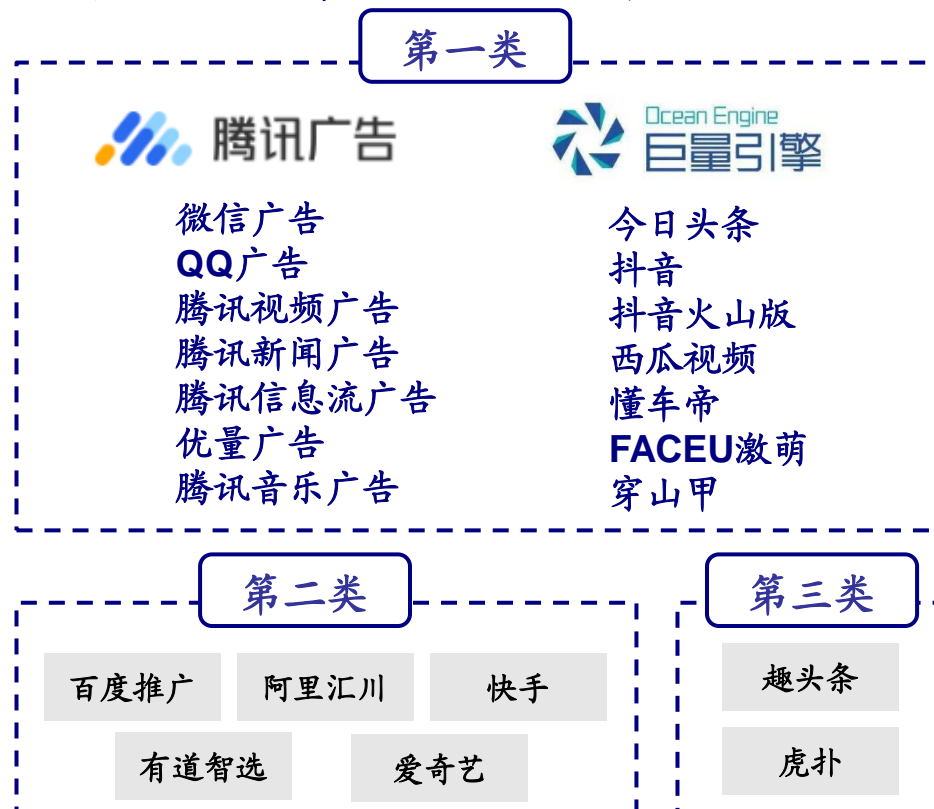


注：截至2020/12/13

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：AppGrowing, DataEye, 海通证券研究所

图 2020H1手游买量投放渠道热度分类



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 2.1 市场份额继续向头部集中

腾讯和网易在2020年Q3移动游戏市占率分别为59.2%和17.8%，合计占手游市场77.1%份额，创造市占率历史峰值。伽马数据预计2020年流水排名前20的游戏中，腾讯占6款，网易占5款，其余非上市公司新产品也有积极表现。

图 15Q1以来腾网移动游戏市占率变化

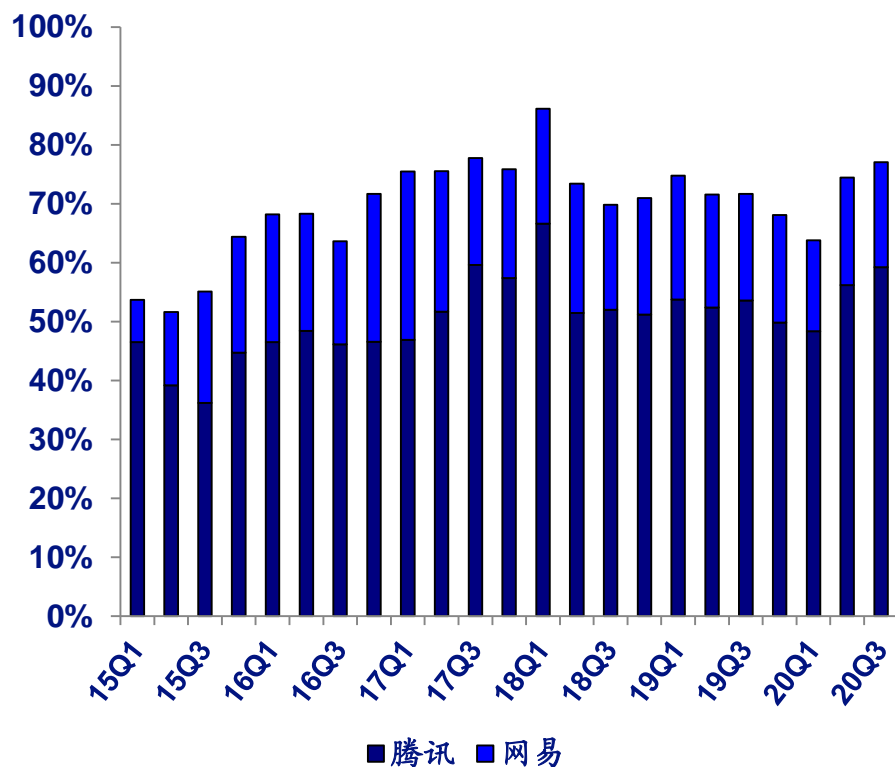


表 2020年国产手游流水TOP20（预测）

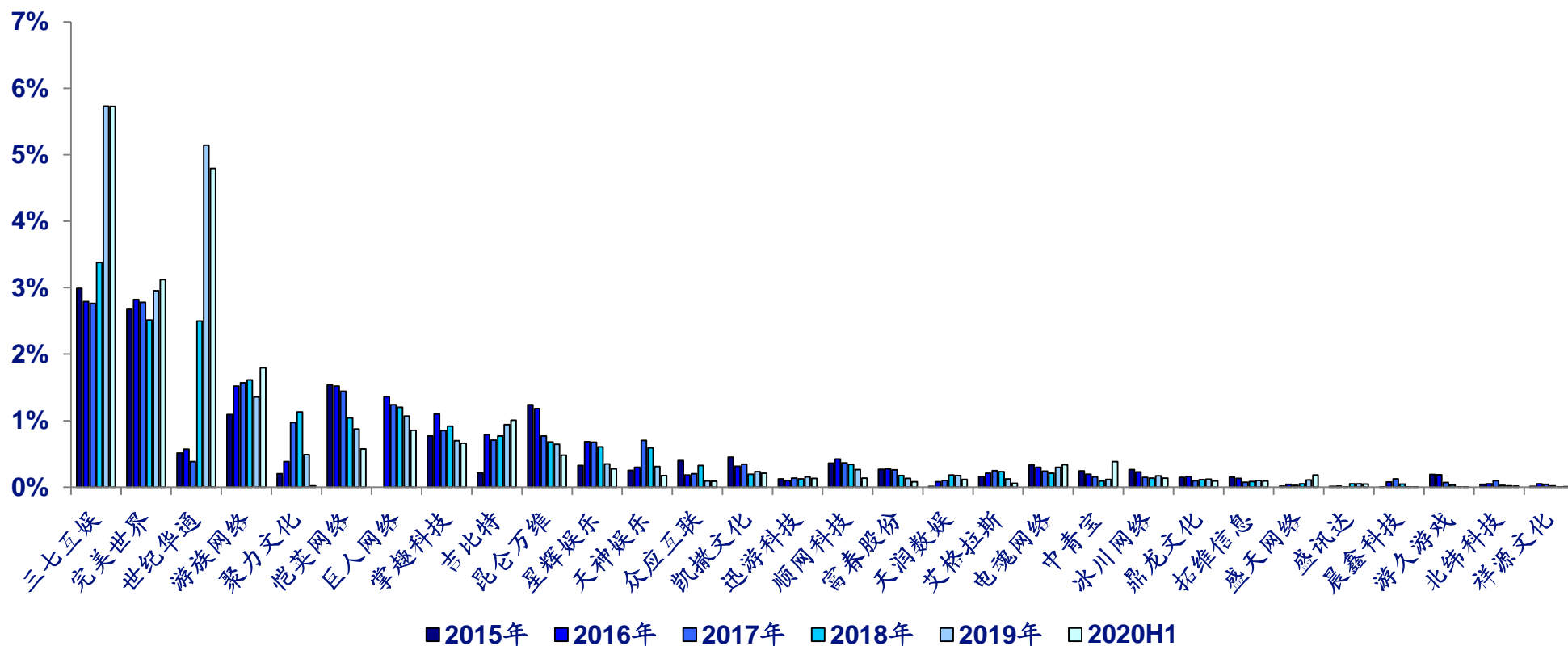
排名	游戏名称	公司	排名	游戏名称	公司
1	王者荣耀	腾讯	11	火影忍者	腾讯
2	和平精英	腾讯	12	大话西游	网易
3	三国志战略版	灵犀互娱	13	明日之后	网易
4	梦幻西游	网易	14	开心消消乐	乐元素
5	穿越火线	腾讯	15	天涯明月刀	腾讯
6	率土之滨	网易	16	斗罗大陆：官方正版	三七互娱
7	剑与远征	莉莉丝	17	一刀传世	三七互娱
8	阴阳师	网易	18	原神	米哈游
9	神武4	多益	19	新笑傲江湖	完美世界
10	QQ飞车	腾讯	20	最强蜗牛	吉比特



## 2.1 A股游戏公司同样呈现市占率提升逻辑

观察2015年至2020年上半年A股游戏公司市占率变化，我们发现龙头公司同样呈现市占率提升趋势，也会跟随产品表现在不同年份有一定的波动，而中长尾的公司或多或少出现了市占率下降的情况。

图 2015年~2020H1主要A股游戏公司市占率变化趋势



## 2.2 游戏行业新势力持续崛起



阿里旗下灵犀互娱的三国志系列游戏持续抢占畅销榜前列位置，游戏行业新势力精品游戏亦出现爆款效应，《原神》登顶11个国家与地区iOS畅销榜，日均收入超过600万美元，《万国觉醒》稳居国内畅销榜前十，2020年11月米哈游和莉莉丝在中国手游发行商全球收入榜中分别位列第三和第四，仅次于腾讯和网易，灵犀互娱位列第六。

表 游戏行业新势力主要产品情况

公司名称	游戏名字	上线时间	游戏类型	近三个月ios畅销榜平均排名 (截至20201223)
灵犀互娱 (阿里)	三国志幻想大陆	2020/6/24	卡牌	18
	三国志战略版	2019/9/20	SLG	5
米哈游	原神	2020/9/28	二次元、开放世界MMO	5
莉莉丝	万国觉醒	2020/9/23	SLG	6
	剑与远征	2020/1/15	策略放置	25

表 2020年11月中国手游发行商收入TOP10

排名	公司名称
1	腾讯
2	网易
3	米哈游
4	莉莉丝
5	趣加 FunPlus
6	灵犀互娱
7	三七互娱
8	天盟数码 IGG
9	游族网络
10	龙创悦动

## 2.3字节跳动、快手新平台入局游戏市场

短视频两大巨头字节跳动、快手也将游戏业务作为未来重要布局方向，我们预计2021年两家偏重度游戏的发行产品将陆续上市，给行业竞争格局带来新变化。字节跳动于2020年10月初在中国港台地区推出《RO仙境传说：新世代的诞生》稳居中国台湾iOS手游畅销榜榜首，带领字节跳动空降11月游戏发行商全球收入榜第21名。快手亦开始在APP中添加游戏发行入口。

图 《RO仙境传说：新世代的诞生》排名

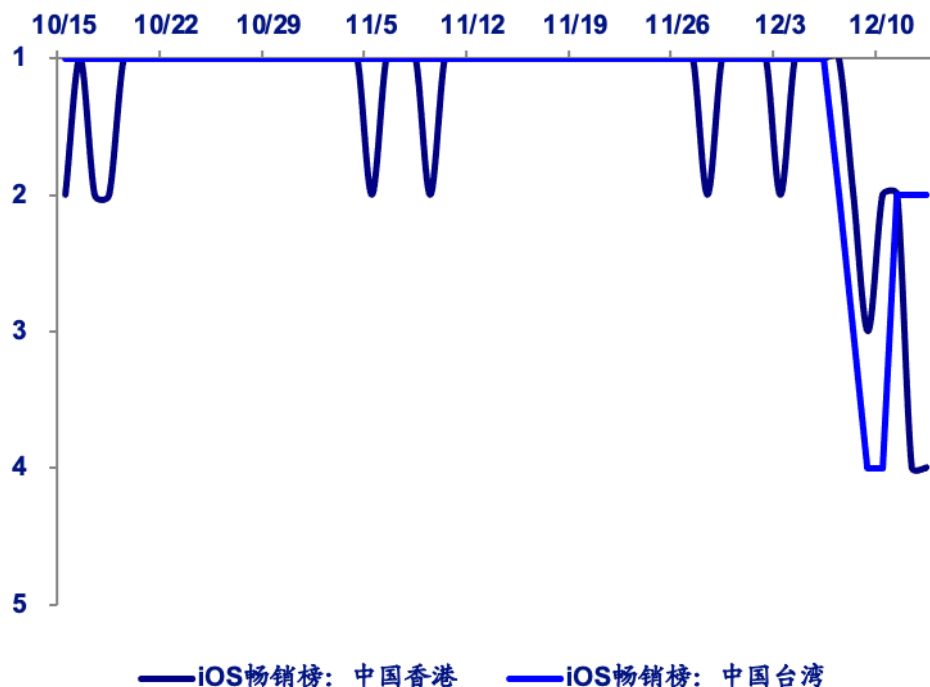
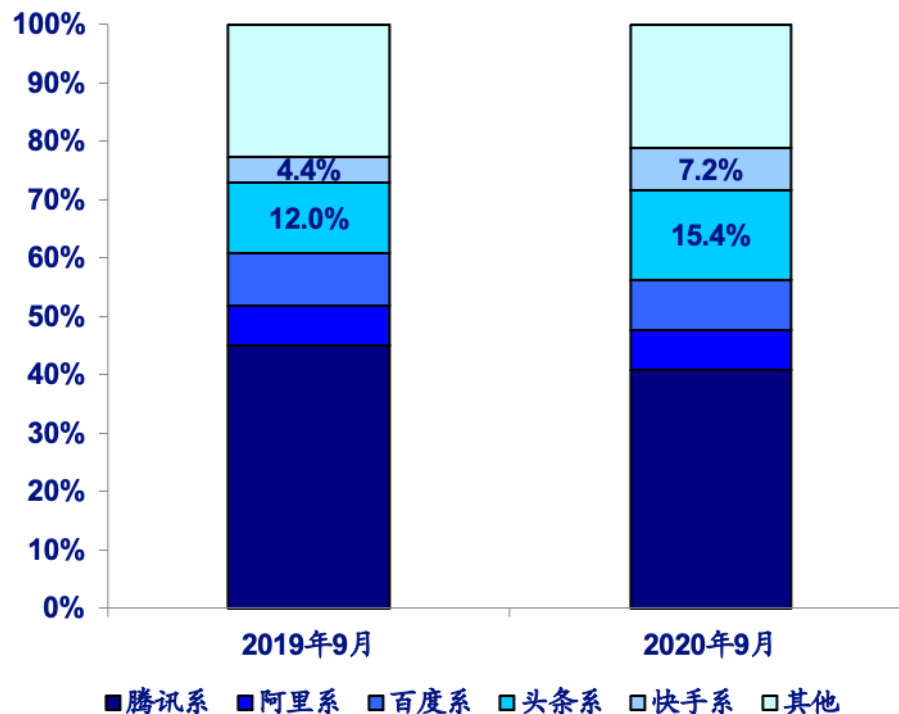


图 移动互联网巨头系APP使用时长占比



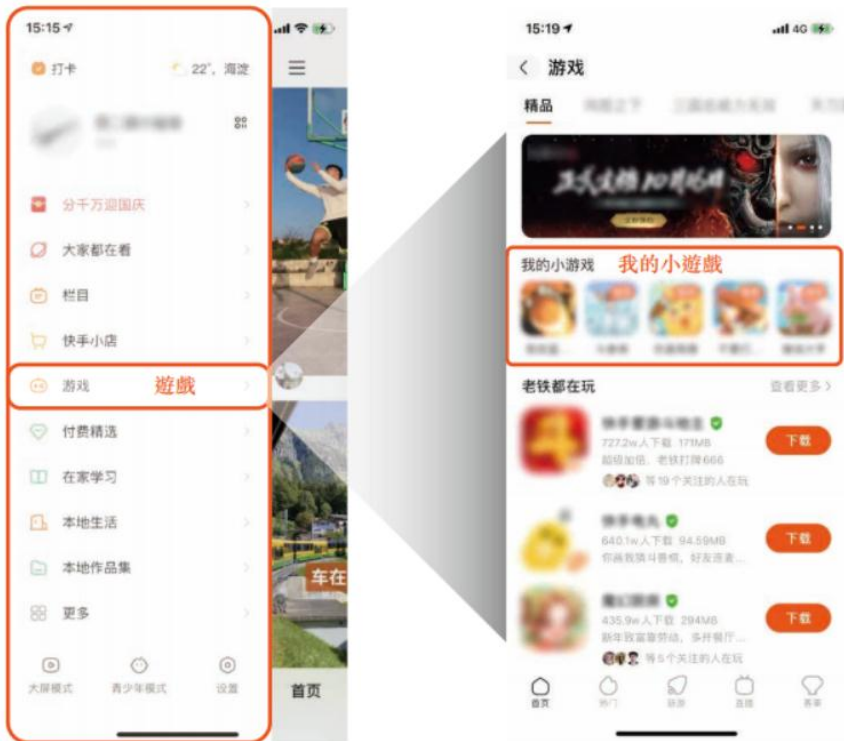
## 2.3字节、快手对内容需求持续旺盛

游戏作为互联网C端流量变现的重要商业模式，目前新兴流量新贵字节跳动和快手平台上大部分游戏均为代理或联合运营，且主要集中于轻度休闲游戏领域，本质上是广告能力的延展，其自研游戏正处于起步阶段需要时间积累，21年对精品中重度游戏的代理发行需求旺盛。

图 字节跳动游戏产品情况

游戏类型	发行主体	游戏名称
休闲游戏	巨量引擎	《一亿小目标2》、《是特工就上一百层》、《像素射击》、《求求你别锈了》、《僵尸射手》、《肚皮弹射》、《全民打僵尸》、《放置咖啡店》、《嘴馋植物》等
	Ohayoo	《芒果斗地主》、《音跃球球》、《空中旅人》、《我的功夫特牛》、《消灭病毒》、《脑洞大师》、《僵尸榨汁机》《战斗少女跑酷》、《我飞刀玩得贼6》、《约架城墙根儿》、《病原体大作战》等
重度游戏	朝夕光年	《热血街篮》、《绝地战场》、《废土之上》、《末世重启》、《无限重构》、《战争艺术：赤潮》

图 快手APP内游戏发行页面



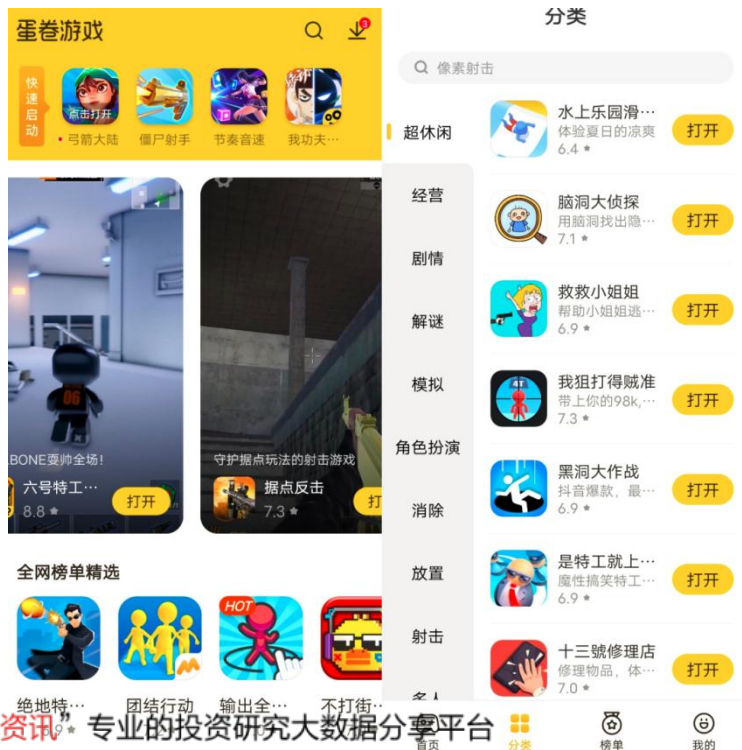


## 2.3关注抖音、快手等新流量平台游戏发行

字节跳动2020年10月推出移动游戏平台APP“蛋卷游戏”，欲打造手游版“Steam”，8月网易自研 MOBA《终结战场》交由朝夕光年发行。《荒野乱斗》在快手平台首周短视频播放量达5亿，有效带动该游戏新增注册35万。拥有庞大流量和强势渠道的字节跳动正在游戏领域全方位布局，我们认为未来可能重塑整个游戏市场格局。

图 字节跳动2020年10月推出移动游戏平台

图 快手发行的部分精品游戏



### 3.1 游戏版号发放常态化，总量持续收缩

18年4月开始，由于机构调整原因版署游戏版号暂停发放，至18年12月恢复后版号数量整体仍呈下降趋势，2020年每月发放约110款游戏版号，发放数量和此前相比有明显缩减，这客观上带来了行业进入壁垒的提升，进一步导致供给侧改革，总量控制背景下也使得游戏产品持续走向精品化。

图 2017~2018年3月拿到版号的游戏产品数量情况（个）

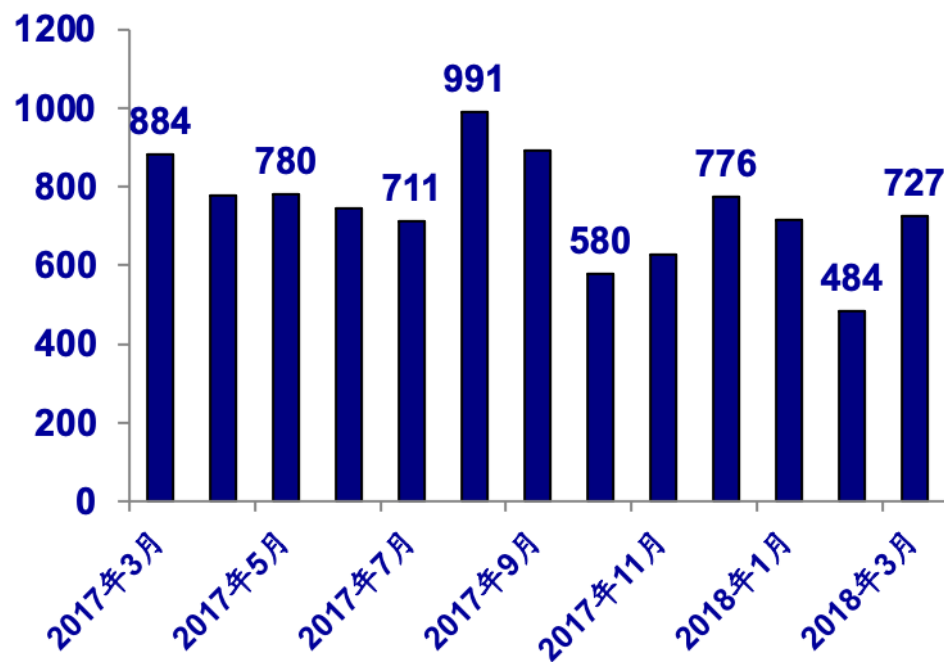
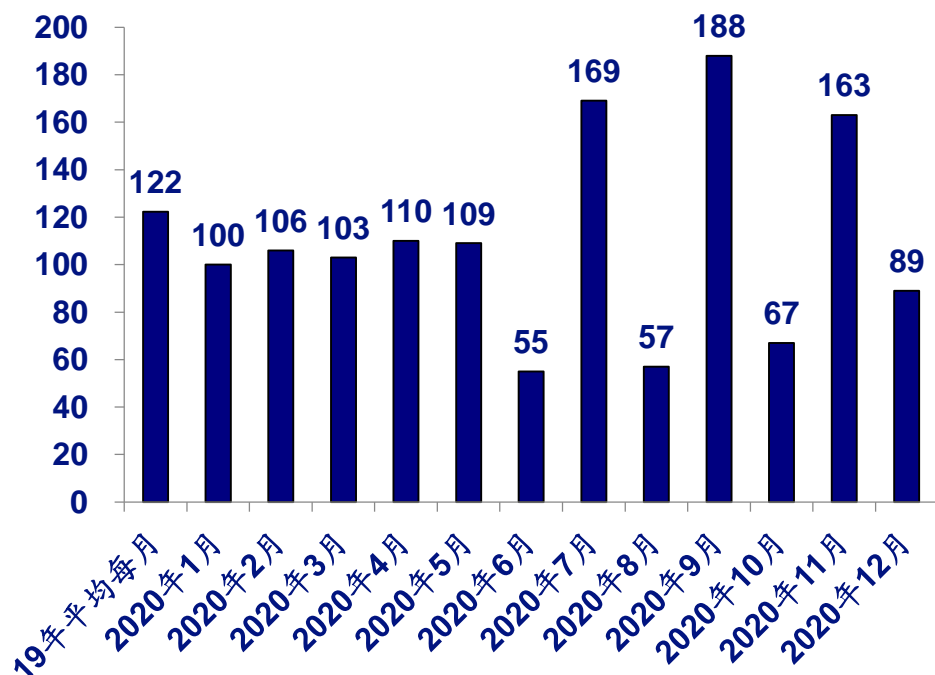


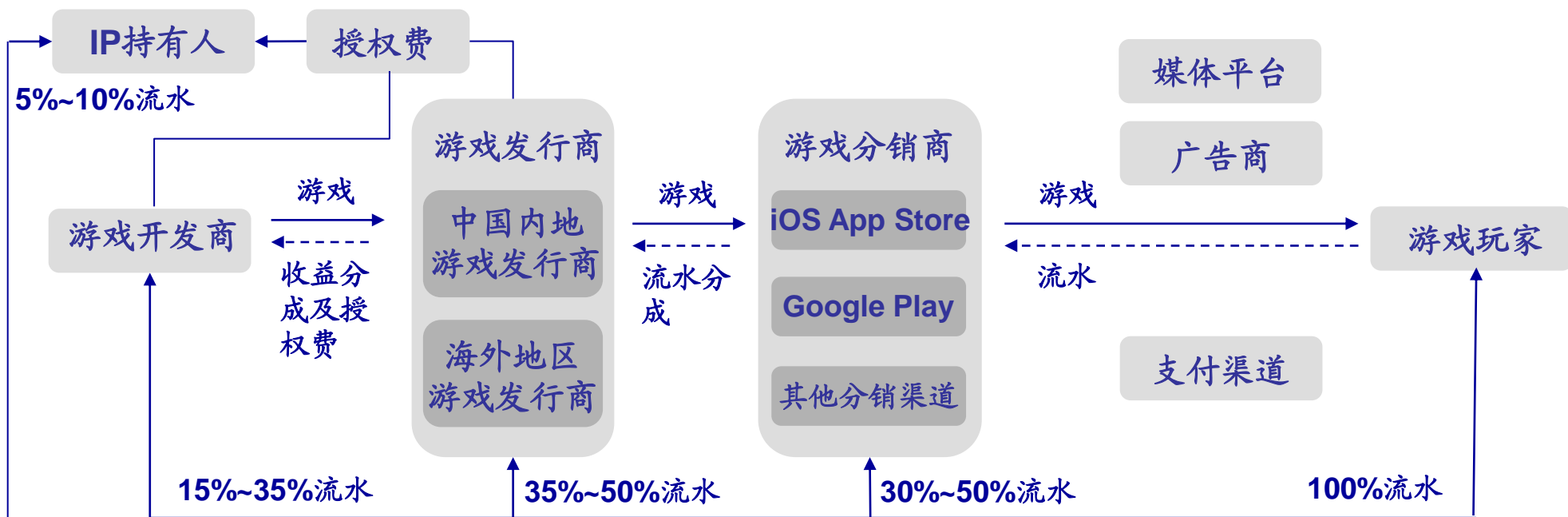
图 2019-2020年拿到版号的游戏产品数量情况（个）



## 3.2渠道持续变化，安卓联运不再为必选项

2020年两大爆款手游米哈游《原神》和莉莉丝《万国觉醒》均不再选择与安卓渠道方联运，安卓端主要走新兴渠道和买量发行路线；同时，苹果宣布从2021年1月1日起，对年收入低于100万美元的中小开发商分成比例从30%下调到15%。我们认为，在内容为王的趋势下，拥有精品游戏研发能力的开发商在产业链的议价能力将持续提升，与渠道端的博弈将持续占据主动权。

图 中国移动游戏行业价值链



### 3.3 买量渠道向头部媒体集中，规则公开透明

随着流量和用户使用时长不断向短视频等信息流应用集中，抖音、快手等买量渠道重要性不断提升，TapTap/B站等垂直发行渠道也在快速崛起。我们认为，随着买量渠道向头部集中，买量市场将变得更加公开透明。对单个游戏买量而言，其导入成本（广告支出）在其主要推广期（通常是前3个月）内相对较大，而当游戏新增进入稳定期后，广告支出会快速下降，产品利润率将持续上升。

图 2020上半年手游投放媒体类型分布

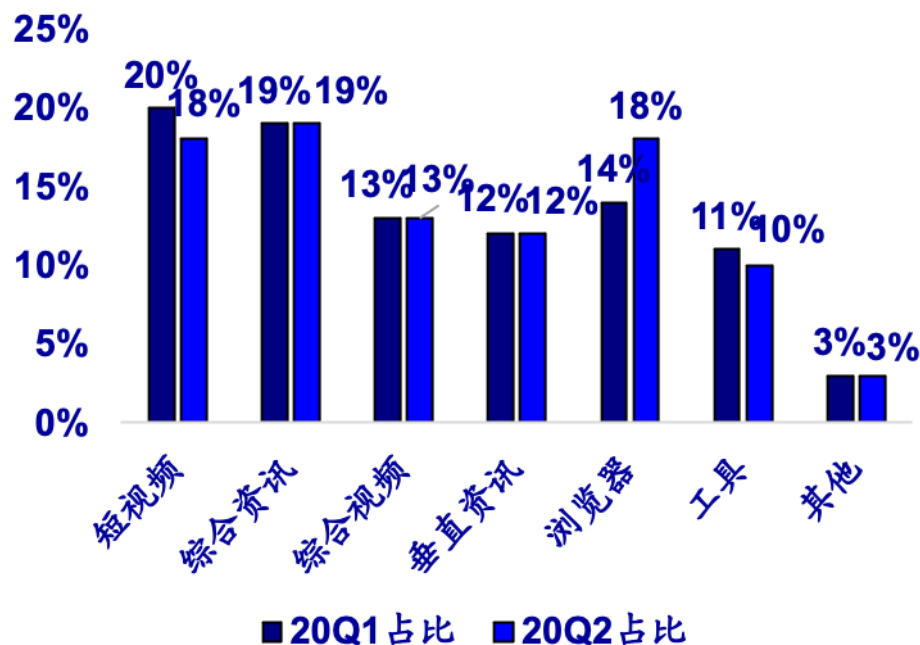
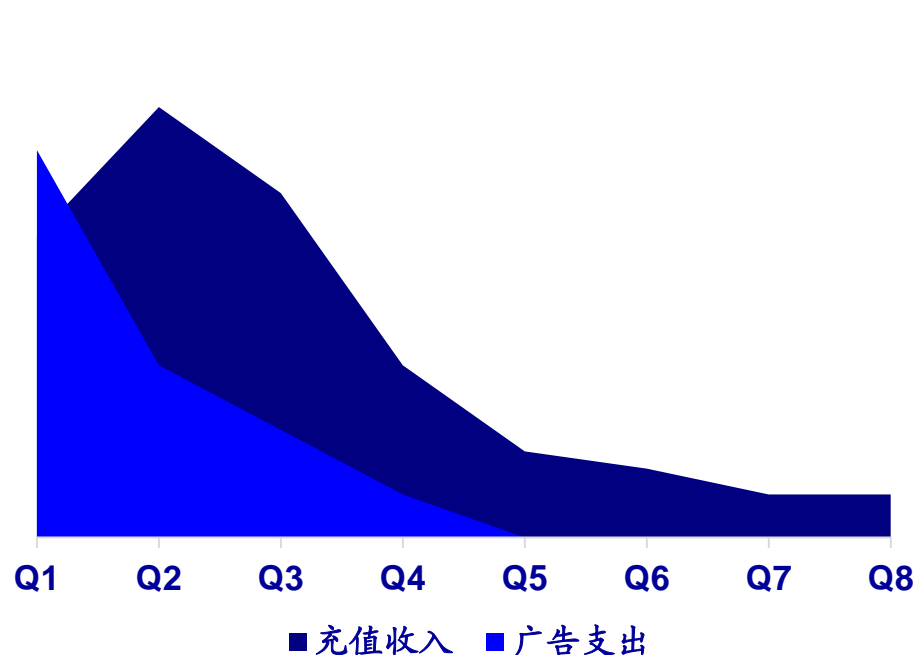


图 单游戏ROI解析





# 4.1 迎接21年Pipeline大年



我们评估完各家公司的**Pipeline**，目前头部公司均储备有数款重点产品，我们预计**2021**年将迎来新一轮产品周期，同时各大厂商也在向二次元、女性向、休闲、放置等方向多元化布局，将进一步丰富公司产品矩阵。

表 A股游戏龙头即将上线的重点手游情况梳理

公司名称	游戏名称	游戏类型	版本号	最新进度	TapTap预约数	官网预约数	预计上线时间
吉比特	摩尔庄园	休闲益智 (经典页游改编)	有	2020.12.18开启共研服	112.5万	578.7万	2021年1月末 (TapTap)
	一念逍遥	放置RPG	有	2021年1月5日开启双端内测	22.2万	45.7万	2021.2.1 (官方披露)
完美世界	梦幻新诛仙	回合制RPG	有	2020.12.18限量删档不计费测试 (ios+安卓)	7.7万	522.9万	21Q2 (安卓)
	战神遗迹	MMORPG	有	2020.12.22技术测试 (ios+安卓)	2.5万	/	21Q1 (安卓)
	幻塔	开放世界 MMORPG	无	2020.10.29三端首测 (PC+ios+安卓)	45.5万	344.5万	21Q2 (安卓)
三七互娱	荣耀大天使	ARPG	有	公布迪丽热巴、孙红雷为游戏代言人	3.0万	/	2021.1.6 (ios+安卓)
	斗罗大陆3D	放置RPG	无	开发中	/	/	/

## 4.2研发投入持续加大，研发重要性依然突出

观察2017-2019年A股主要游戏公司研发投入情况，平均研发人数增长至1215人，三七互娱、完美世界、吉比特等头部公司研发人员增幅更大；研发支出占收入的比例同样保持增长趋势，持续的研发投入，走精品战略和产品创新已成为行业共识。

图 主要游戏公司研发人数情况（人）

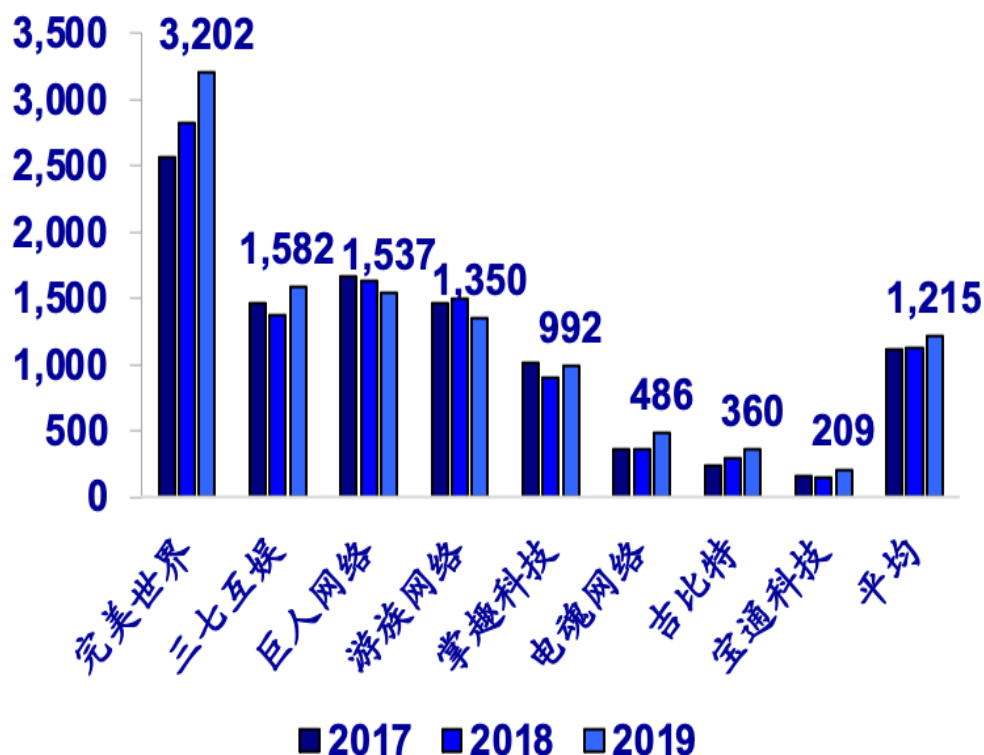
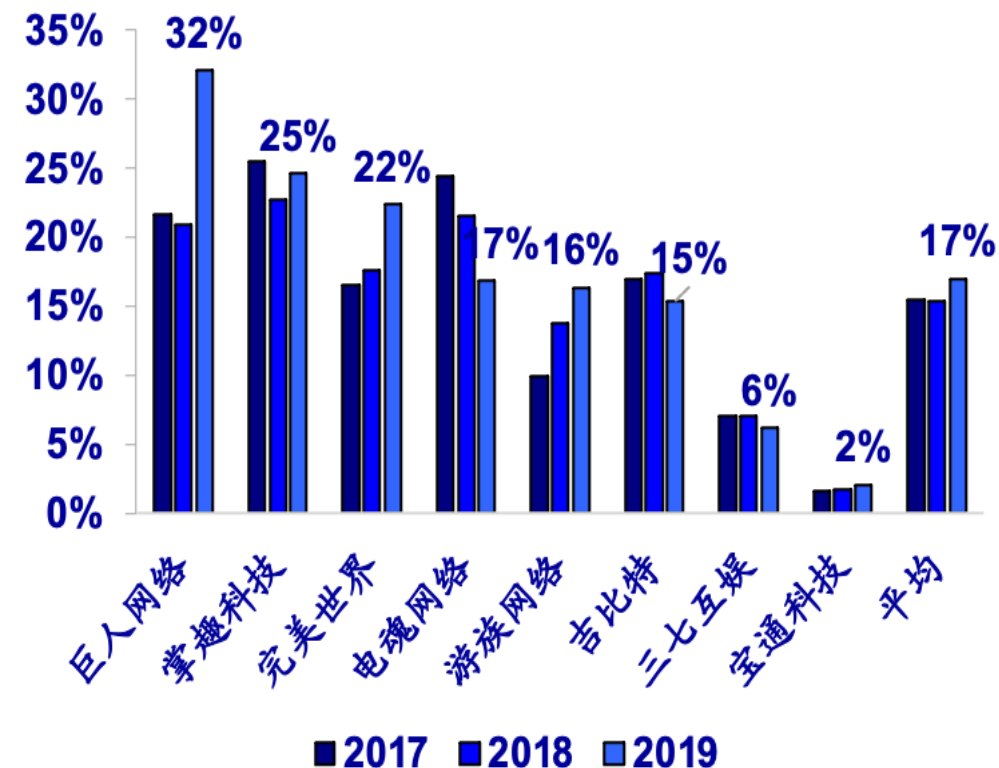


图 主要游戏公司研发支出/收入情况（%）



## 4.2销售费用随产品周期上升，买量是辅助手段

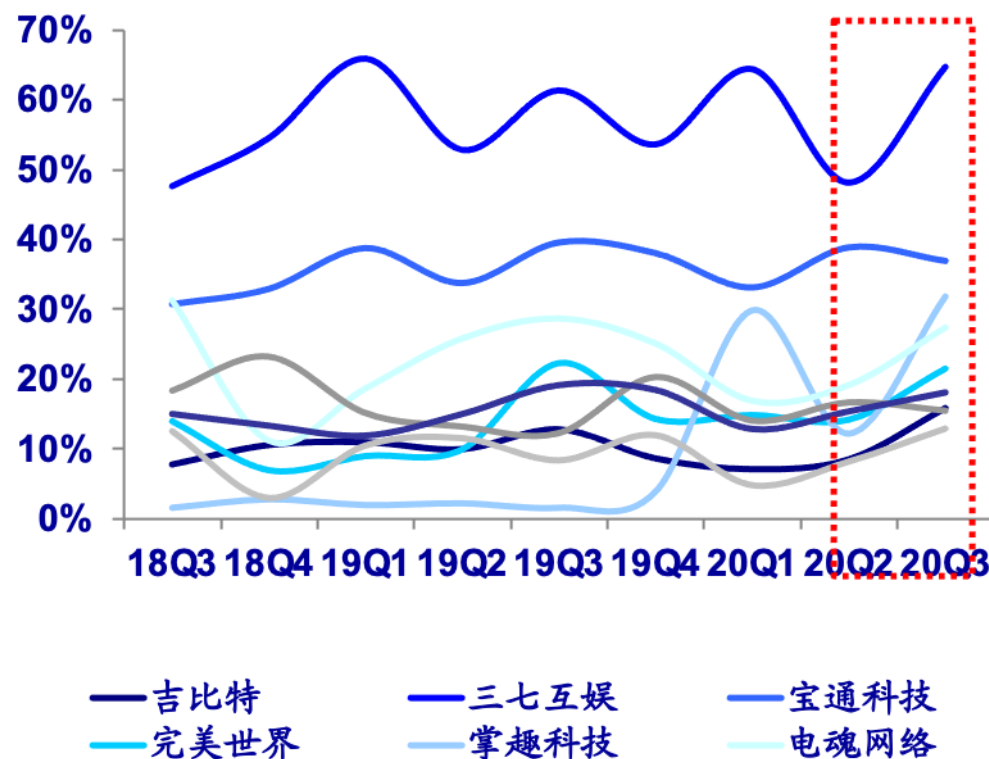


上市公司销售费用往往伴随该季度新产品上线有所提升，前期的推广预热、买量、品牌推广等都会有一定程度的营销支持，20年下半年有多款新品密集上线，带来行业买量投入提升，竞争有所加剧。我们认为持续的营销投入是行业常态，代表对合适产品的买量成为行业通用辅助手段，产品仍是最核心竞争要素。

图 A股主要游戏公司2020年新游上线时间

公司名称	游戏名称	上线时间
吉比特	巨像骑士团	2020/9/16
	不朽之旅	2020/8/5
	魔渊之刃	2020/7/29
	最强蜗牛	2020/6/23
完美世界	新神魔大陆	2020/6/9
三七互娱	云上城之歌	2020/4/15
电魂网络	我的侠客	2020/11/4
	解神者	2020/10/21
掌趣科技	街霸：对决	2020/11/26
	真红之刃	2020/8/4
世纪华通	龙之谷2	2020/7/9
游族网络	少年三国志：零	2020/11/12
	荒野乱斗	2020/6/9

图 A股主要游戏公司销售费用率情况 (%)



## 4.3 产品微创新和品类创新突破成为共同方向

2020年的几款现象级产品中，《剑与远征》在卡牌基础上融合放置玩法并融入大量解谜类活动；《原神》则在技术上实现创新，打通高质量的开放世界玩法，并且内容丰富，画面精良；《最强蜗牛》则采取放置玩法与剧情方向的创新，幽默梗层出，使得用户获得差异化体验。2020年成功的产品再次印证品类创新有利于产品在传统赛道上建立差异化优势，成熟品类的创新玩法也将更容易吸引用户。

图 近年手游流水Top10类型数量

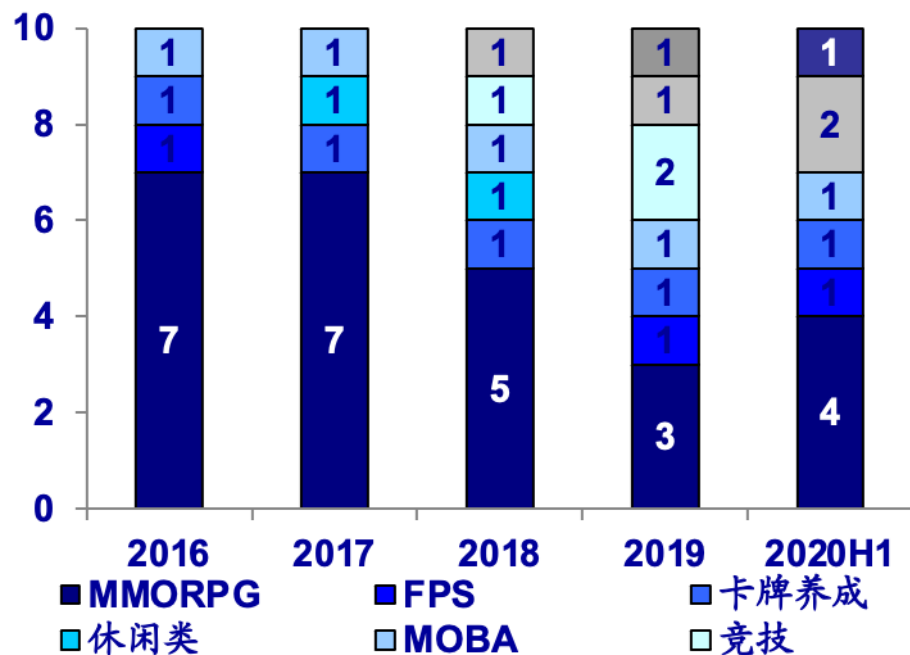
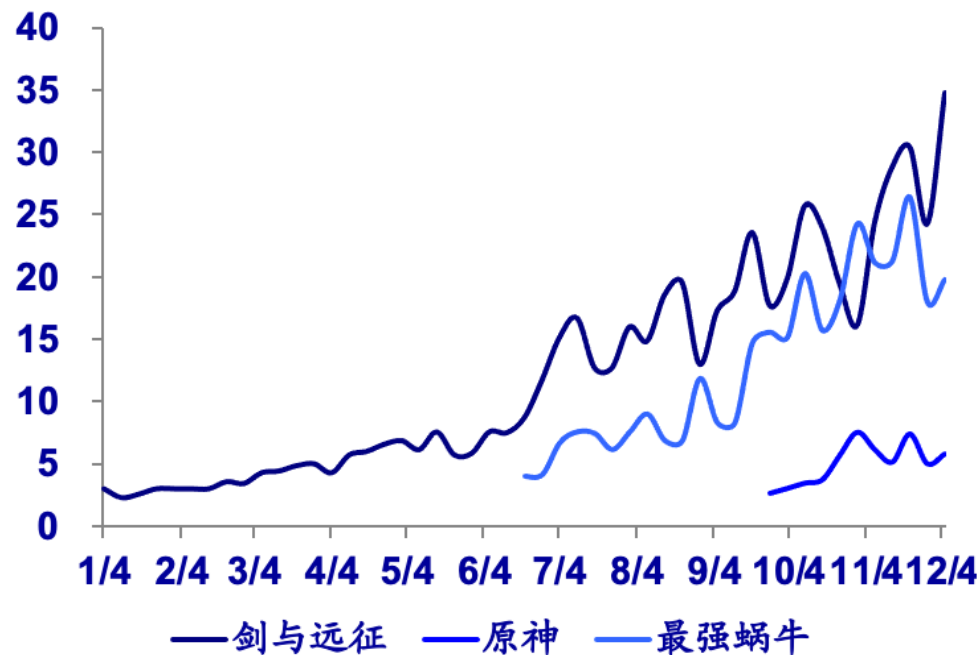


图 2020年部分新游上线以来iOS每周平均排名





## 4.4 游戏出海市场规模持续高增长，越发成为必争之地

国内移动游戏市场规模整体增速趋缓，市场竞争激烈，2020年中国自研游戏出海收入同比增长33.2%达154.5亿美元，保持高速增长。地区方面，中国移动游戏在日本、韩国等用户付费意愿高的市场持续突破，2020年上半年市占率分别上升6pct和5pct，在东南亚、俄罗斯和印度市占率优势持续明显。

图 中国自主研发游戏出海市场规模

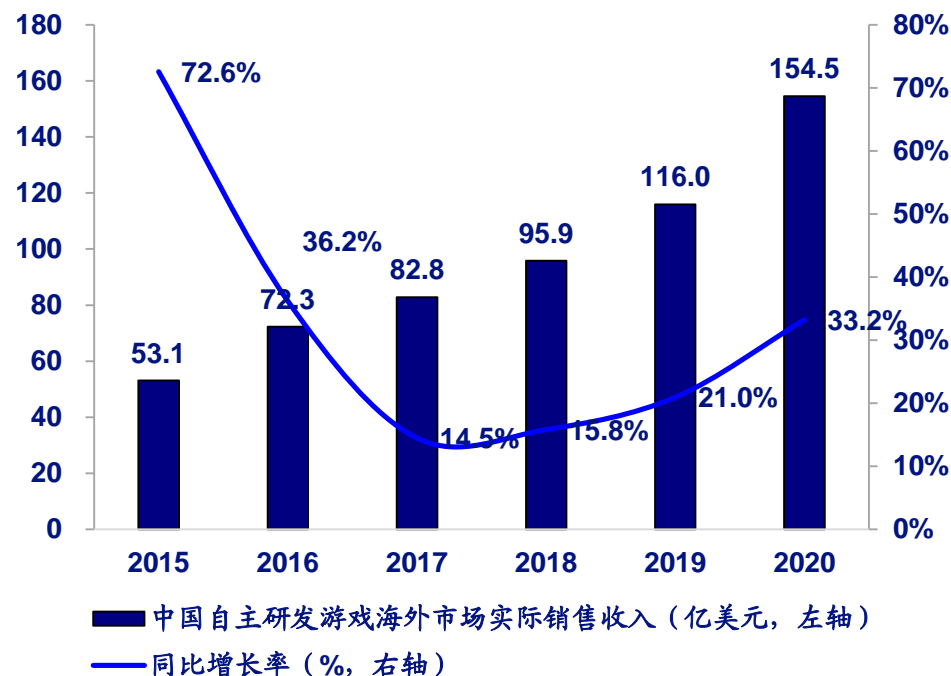
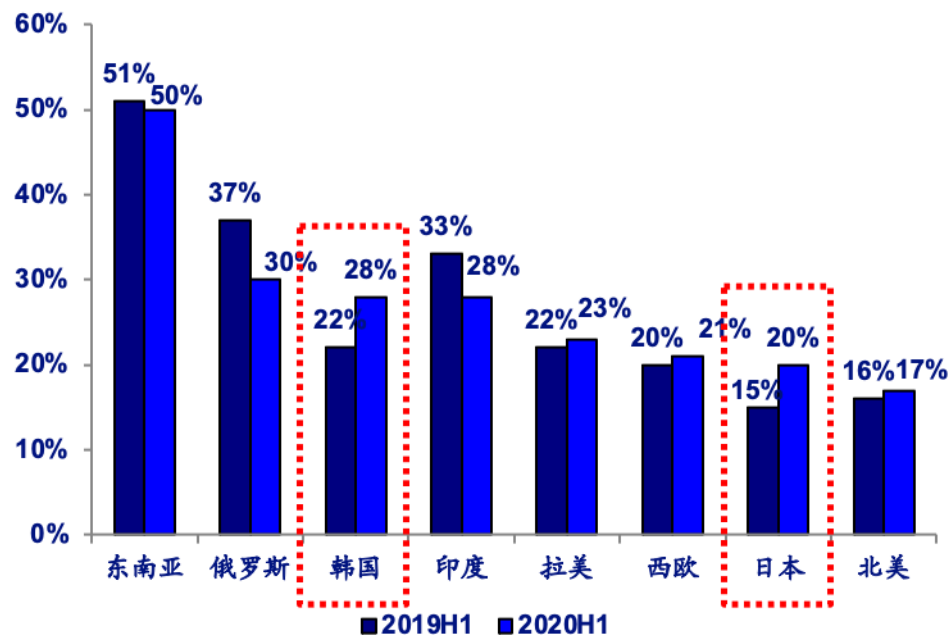


图 中国手游在各市场收入Top250中市占率



# 4.4国产手游在多个重要市场连续两年高速增长



国产移动游戏在美国、日本、英国、德国市场连续两年保持高速增长，在2019年高增长、高基数的情况下，2020年中国手游在全球重要市场中最低的增长率仍超过30%。品类方面，目前出海高流水品类仍集中于射击、SLG。

图全球重要手游市场流水TOP100总流水同比增长率（%）

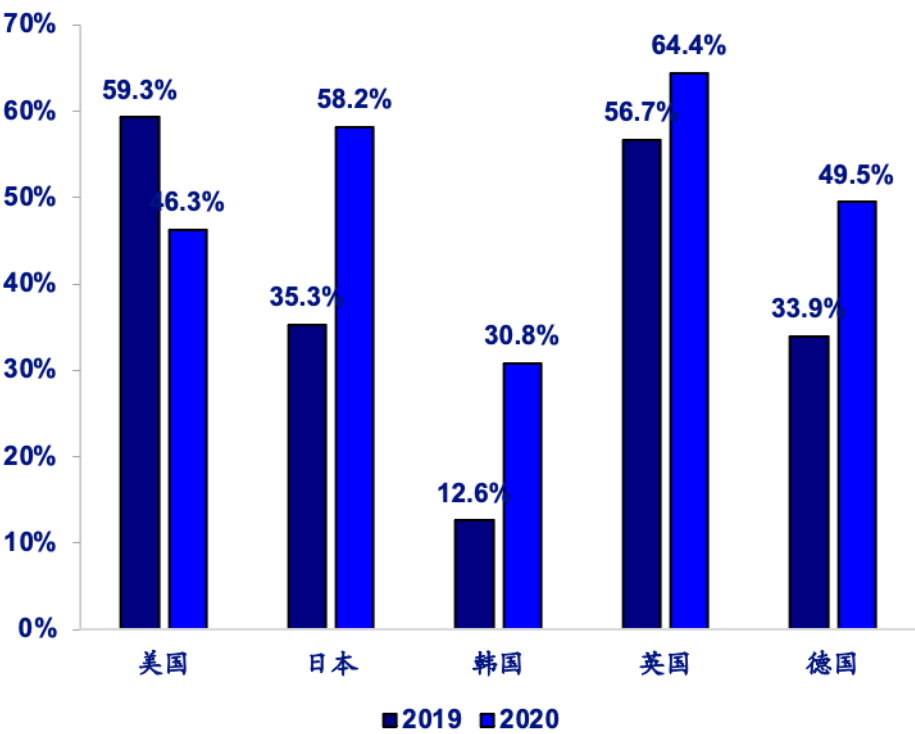


表 2020年国产手游出海流水TOP20（预测）

排名	游戏名称	中文名称	游戏类型
1	PUBG MOBILE	PUBG MOBILE	射击类
2	Knives Out	荒野行动	射击类
3	Rise of Kingdoms	万国觉醒	SLG
4	Call of Duty	使命召唤手游	射击类
5	Mafia City	黑道风云	SLG
6	AFK Arena	剑与远征	放置类
7	State of Survival	末日生存	SLG
8	Lords Mobile	王国纪元	SLG
9	Genshin Impact	原神	ARPG
10	King of Avalon	阿瓦隆之王	SLG
11	Crasher: Origin	奇迹之剑	MMORPG
12	Girls Chronicle	放置少女	放置类
13	Last Shelter: Survival	末日孤城	SLG
14	Guns of Glory	火枪纪元	SLG
15	Arknights	明日方舟	塔防类
16	Matchington Mansion	奇妙庄园	消除类
17	Age of Z Origins	Z纪元起源	SLG
18	Identity v	第五人格	非对称性对抗
19	Ensemble Stars!! Music	偶像梦幻祭	竞技类音舞类
20	Dragon Raja	龙族幻想	MMORPG

## 4.5关注5G云游戏平台落地以及商业模式创新



中长期来看，我们认为5G助推下，云游戏有望为游戏产业带来新变革：云游戏平台上线后，游戏产业链将被重塑，渠道商将逐渐被云游戏平台取代，且由于产业发展初期内容相对稀缺，游戏研发商分成比例和溢价能力有望提升，此外处于基础设施建设的云服务及通信厂商也有望最终入局。

表 国内外主要云游戏平台进展

	公司名称	最新进展
国外	索尼	2019年5月索尼与微软宣布达成战略合作，共同开发基于云计算的游戏服务和人工智能技术。
	谷歌	2020年12月云游戏平台Stadia登录iOS，支持iPad和iPhone。
	微软	Xbox云游戏将于2021年春季在iOS和PC上推出，Xbox云游戏无需单独订阅。
	亚马逊	2020年12月亚马逊云游戏上线Android平台，仅支持部分Pixel、三星及一加机型。
国内	腾讯	2020年10月云游戏平台START在PC端公测，支持Mac和Windows系统。12月12日正式上线TV版。
	阿里巴巴	2020年9月正式推出云游戏PaaS1.0平台，提供一整套技术配套，帮厂商快速搭建属于自己的云游戏服务。
	网易	2020年5月云游戏平台全面覆盖PC/移动端/TV。
	中国移动	2019年6月发布云游戏平台咪咕快游，目前全平台月活跃用户已经超过5000万，日活跃用户峰值超过500万。
	三七互娱	2020年3月与华为云合作上线云游戏《永恒纪元》，12月定增过审，将投资15.95亿元建设5G云游戏平台。
	完美世界	2020年7月与中国电信合作发行云游戏《新神魔大陆》。
	抖音	2020年9月抖音开始内测云游戏功能，主要集中于《贪吃蛇》，《消消乐》等轻量级的休闲游戏。
	快手	2020年9月30日据竞核报道，在快手内测的新版本中，《迷你世界》官方账号新增了云游戏、游戏Tab栏。
	斗鱼	2020年9月，与腾讯共同开发“直播+云游戏”的新玩法。
	虎牙	2020年6月30日云游戏平台“YOWA云游戏”开放测试，12月在虎牙直播PC客户端开启小范围灰度测试。

## 5.投资建议

在供给侧改革、龙头市场份额提升推动业绩继续稳健+研发商分成比例提升+5G云游戏/VR游戏+渠道崛起的利好下，且21年Q1开始迎来重点新产品周期，A股推荐吉比特、完美世界、三七互娱、电魂网络、掌趣科技、宝通科技等；港股关注腾讯控股、网易-S、心动公司、祖龙娱乐等。

表 A股游戏行业重点公司估值情况一览

公司名称	股价（元）	每股收益（元/股）			市盈率（X）		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
吉比特	433.24	15.29	19.19	22.54	28	23	19
三七互娱	33.50	1.36	1.64	1.94	25	20	17
完美世界	30.84	1.24	1.50	1.76	25	21	18
电魂网络	31.56	1.63	2.28	2.76	19	14	11
掌趣科技	5.10	0.24	0.37	0.46	21	14	11
宝通科技	17.66	1.02	1.38	1.71	17	13	10



## 5.吉比特：长周期精品化研发商，布局多元化



公司2006年推出自研端游《问道》，2016年4月《问道》手游上线，截至2020年6月30日，累计注册用户数量超过4300万，《问道手游》在2020年上半年 App Store 游戏畅销榜平均排名为第23名，最高至该榜单第6名，保持良好生命力。旗下游戏运营平台雷霆游戏运营至今已具备了较为出色的游戏运营能力，产品进一步多元化，涵盖Roguelike、MMO、放置类、女性向、休闲等多品类。

图 吉比特近年收入及同比增速

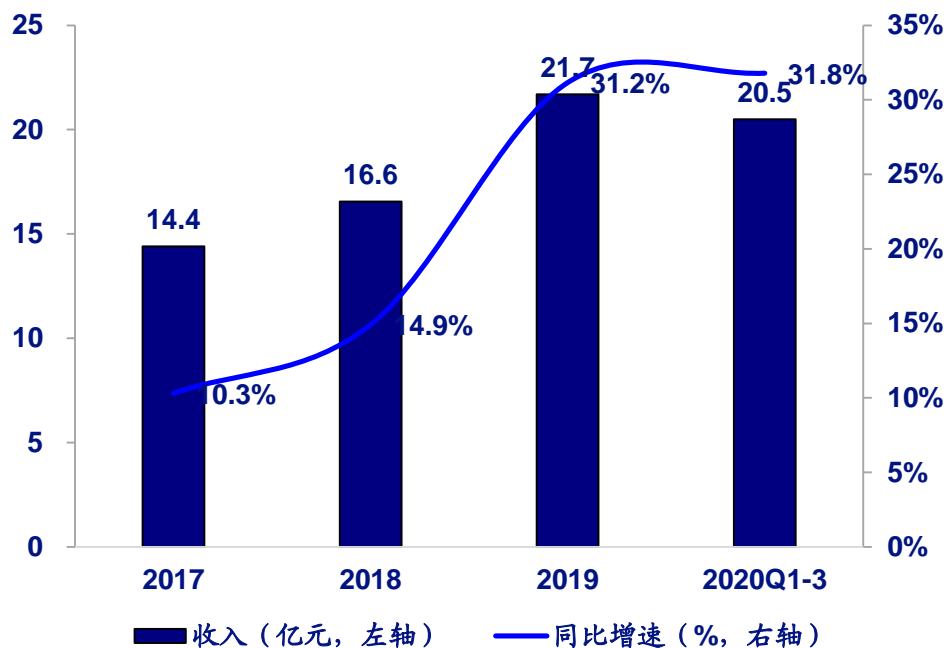


表 吉比特储备游戏情况

游戏名称	游戏类型	预计上线时间	自研/代理	版号
摩尔庄园	休闲、模拟经营	2021年1月底	代理	有
一念逍遥	修仙+放置	2021.2.1	自研	有
复苏的魔女	二次元RPG	2021	代理	有
精灵魔塔	Roguelike	2021	代理	有
冒险与深渊	放置+养成	2021	代理	有
石油大亨	模拟经营	2021	代理	有
摸金校尉之九幽将军	生存沙盒	2021	代理	有

## 5.完美世界：端游传统玩家，研发能力突出

公司为端游传统大厂，近年来通过将经典端游IP《武林外传》、《神雕侠侣》、《新笑傲江湖》、《诛仙》、《完美世界》等打造成爆款手游，核心游戏近期iOS畅销榜稳定在前50名，持续贡献稳定收入。公司研发人员数和研发支出均高于行业平均水平，并通过多种方式激励核心人才。目前公司产品储备丰富，优质产能有望持续带动业绩稳健增长。

图 完美世界近年收入及同比增速

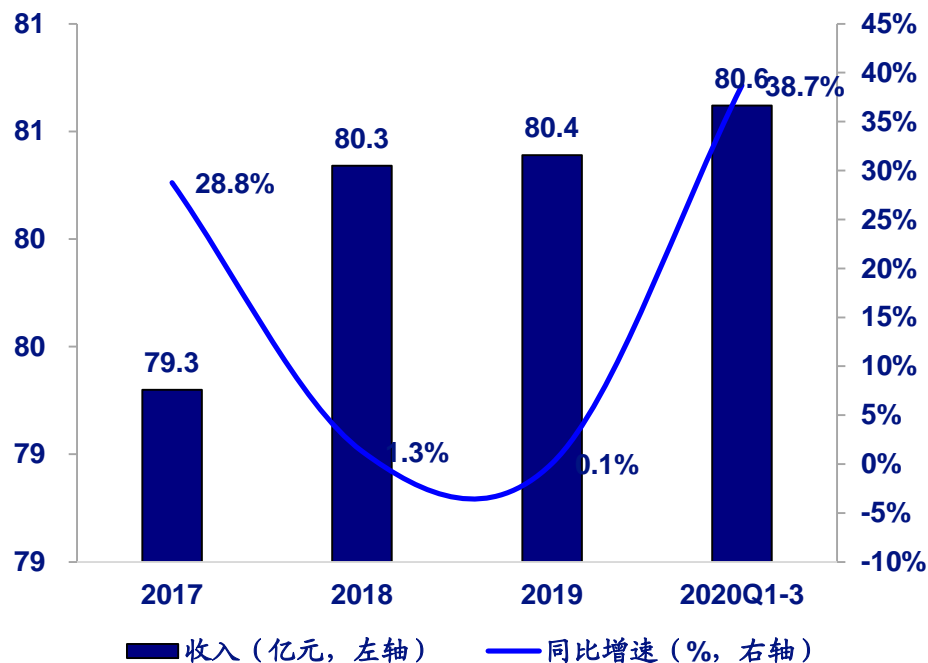


表 完美世界储备游戏情况

游戏名称	游戏类型	预计上线时间	自研/代理	版号
梦幻新诛仙	回合制RPG	21Q2	自研	有
幻塔	开放世界MMORPG	21Q2	自研	无
战神遗迹	MMORPG	21Q1	自研	有
旧日传说	Roguelike	2021年3月	自研	有
仙剑奇侠传	回合制RPG	-	自研	无

## 5.三七互娱：页游起家，推进研运一体+扩品类+出海



公司聚焦以手机游戏和网页游戏的研发、发行和运营为基础的文化创意业务。公司稳步推进“精品化、多元化、平台化、全球化”发展战略，综合实力处于业内领先水平。2020年年轻向游戏《云上城之歌》表现亮眼，品类扩张取得突破，将持续拓展SLG、卡牌、模拟经营、女性向、泛二次元等品类。20H1海外收入同比增长95.0%，公司将保持日韩、东南亚等优势区域竞争力，重点突破欧美地区，我们预计2020年海外业务将取得较大增长。

图 三七互娱近年国内外收入及同比增速

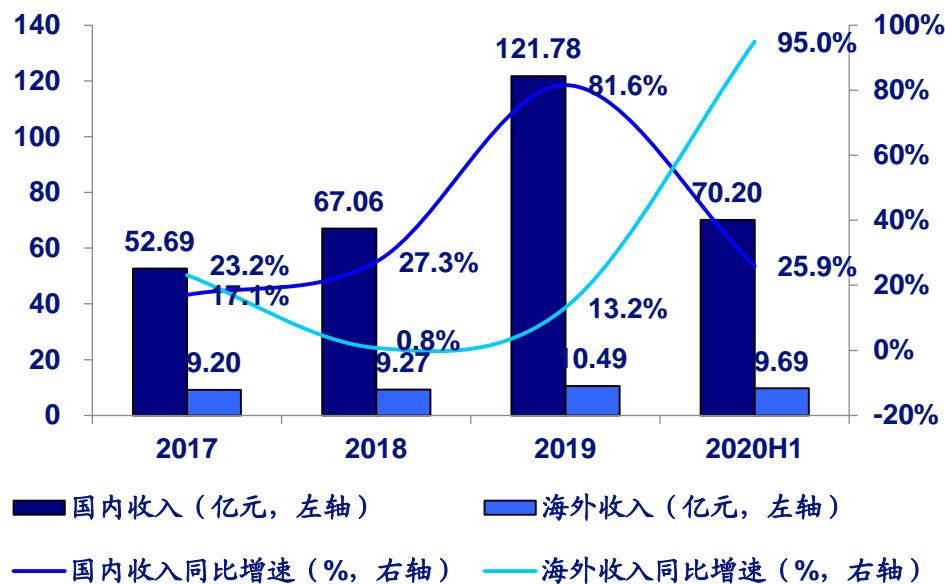


表 三七互娱储备游戏情况

游戏名称	游戏类型	(预计) 上线时间	自研/代理	版号
一千克拉的女王	女性向	2020/12/21	代理	有
荣耀大天使	ARPG	2020/1/6	自研	有
斗罗大陆3D	卡牌回合制	21H1	自研	无
代号RS	模拟经营	-	代理	无
代号DL	-	-	自研	无
代号NB	-	-	自研	无
代号GC	MMORPG	-	代理	无
代号ZG	模拟经营	-	-	无
代号OX	卡牌	-	-	无
代号FRZ	SLG	-	-	无
代号FO	SLG	-	-	无
代号CM	休闲RPG	-	-	无

## 6.行业风险提示

- 1、行业政策变化
- 2、新游戏上线延期
- 3、新游戏表现不及预期
- 4、买量成本持续上升
- 5、海外市场竞争激烈



## 分析师声明

**毛云聪、郝艳辉、孙小雯、陈星光**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 传媒研究团队:

**传媒行业首席分析师: 毛云聪**

**电 话: (010)58067907**

**Email: myc11153@htsec.com**

**传媒行业首席分析师 郝艳辉**

**电 话: (010)58067906**

**Email: hyh11052@htsec.com**

**分析师: 孙小雯**

**电 话: (021)23154120**

**Email: sxw10268@htsec.com**

**分析师: 陈星光**

**电话: 021-23219104**

**Email: cxg11774@htsec.com**

## 投资评级说明

	类 别	评 级	说 明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。