

2017 年 05 月 24 日

传媒

全球游戏：“端转手”、“出海”是趋势性方向

2016 年国内移动游戏市场规模 819 亿元，成为全球最大的移动游戏市场。与此同时，国内移动游戏市场竞争格局基本确立，腾讯、网易占据约 70% 份额，国内二三线游戏厂商成长空间在哪里？深挖细分市场还是出海淘金？本篇报告通过对全球游戏产业进行梳理性研究，探讨国内游戏厂商发展空间与方向，并挖掘 A 股市场对应投资机会。

■对标美国游戏市场，未来中国游戏市场仍有两倍成长空间。2016 年美国游戏市场规模 236 亿美元，游戏用户 1.80 亿人，对应单用户价值 131 美元；2016 年中国游戏市场规模 244 亿美元，游戏用户 5.59 亿人，对应单用户价值 44 美元。对标两国单用户价值，中国单用户价值有 198% 提升空间，对应未来中国游戏市场规模有望达到 727 亿美元。

■参考日本主机游戏转型移动游戏逻辑，中国“端转手”红利仍在。日本是全球第三大游戏市场，2016 年市场规模为 124 亿美元，主要由主机游戏市场和移动游戏市场构成。游戏市场两极分化，主机游戏市场规模呈现逐年下降趋势，市场份额 34%（2014 年）；移动游戏市场是最大细分市场，市场份额 60%（2014 年）。目前日本六大主机游戏软件厂商陆续转型移动游戏，后发优势显著，国内“端转手”趋势下，我们认为“端转手”产品成功率更高。

■参考韩国游戏出口战略，游戏出海是中国游戏厂商长期确定性成长方向。对比中美日韩四大游戏市场规模，由于人口基数小，韩国游戏市场 40 亿美元（2016 年）天花板明显；同时对比中美日韩四大游戏市场的单游戏用户价值，韩国单游戏用户价值约 159 美元，仅次于日本，提升空间较小。因此，海外游戏市场成为韩国开发商、发行商主要目标。韩国最大移动游戏厂商 Netmarble 实行国际化战略，通过与海外游戏发行商合作，目前公司海外收入占比超过 50%。相比韩国，中国游戏厂商出海历经三代，国内厂商目前已经全面渗透移动游戏出海发行产业链，“研运一体”、“授权代理”两类自主运营模式发展成熟，占据更有利时势。2016 年中国自研游戏海外市场实际销售收入为 72.3 亿美元，同比增长 36.2%，游戏出海是中国游戏厂商长期确定性成长方向。

■相关标的：富控互动、宝通科技、昆仑万维、中文传媒、游族网络、完美世界、冰川网络、世纪游轮、吉比特、电魂网络。

■风险提示：国内付费用户比例、ARPPU 提升不及预期，“端转手”产品研发不及预期，游戏产品本地化不及预期等风险。

行业深度分析

证券研究报告

投资评级

领先大市-A

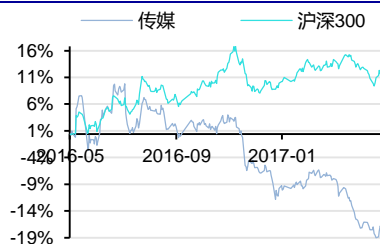
维持评级

首选股票

目标价

评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.29	-6.40	5.52
绝对收益	-0.29	-8.20	16.87

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

传媒行业深度分析 2017-05-15

传媒行业深度分析 2017-05-11

传媒行业 2016 年报及 2017 年一季报点评：关于传媒板块，市场到底在担心什么？ 2017-05-04

安信传媒周观点 14 期：关注速 8 对进口片逻辑的持续性强化 2017-04-09

安信传媒周观点 13 期：二季度核心关注中长线价值提升的优质个股_2017.4.2 2017-04-04

内容目录

1. 移动游戏驱动全球游戏市场稳定增长，亚太是全球游戏增长引擎	5
1.1. 移动游戏驱动全球游戏市场稳定增长	5
1.2. 亚太地区是全球游戏市场最大增长点	6
1.3. 各国移动游戏发展阶段先后不一	8
2. 美国游戏市场三足鼎立，移动游戏稳定增长	9
2.1. 主机游戏、PC 游戏、移动游戏三足鼎立	10
2.2. 美国三大细分游戏发展历程	10
2.2.1. 发行商占据主机游戏产业链核心位置	10
2.2.2. PC 游戏发行商延续强势地位，线上渠道商后期崛起	12
2.2.3. 平台方处于页游/社交游戏产业链核心地位	13
2.2.4. 渠道商处于移动游戏产业链核心地位	14
3. 日本游戏市场两极分化，主机市场衰退，移动游戏稳定增长	16
3.1. 主机游戏市场规模逐年下降，移动游戏快速崛起	16
3.2. 主机厂商加速转型，后发优势显著	17
3.3. 移动游戏产业成熟，衍生出“二级”游戏发行商	19
4. 韩国游戏市场饱和，游戏出口是未来趋势	19
4.1. PC 网游市场饱和，移动游戏市场稳定增长	19
4.2. 韩国移动游戏龙头 Netmarble 出海成绩显著	21
5. 中国游戏市场稳定增长，移动游戏市场高度集中	24
5.1. 移动游戏高速增长，挤占端游、页游市场份额	24
5.2. 移动游戏增速继续下滑，集中度有望继续提升	24
5.3. 腾讯借助渠道优势成为国内移动游戏第一大厂	25
5.4. 打造精品移动游戏，赢得存量市场竞争	26
6. 顺应游戏全球化潮流，中国游戏厂商出海趋势显著	27
6.1. 中国移动游戏成为出海主力军	27
6.2. 中国游戏厂商的海外淘金史	29
6.2.1. 授权运营是端游出海主要模式	29
6.2.2. 发行商助力，自主运营成为页游出海主要模式	31
6.2.3. 全产业链渗透，自主运营是移动游戏出海主要模式	32
7. 相关标的	34
7.1. 富控互动 (600634)	34
7.2. 宝通科技 (300031)	34
7.3. 昆仑万维 (300418)	35
7.4. 中文传媒 (600373)	35
7.5. 游族网络 (002174)	35
7.6. 完美世界 (002624)	36
7.7. 冰川网络 (300533)	36
7.8. 世纪游轮 (002558)	36
7.9. 电魂网络 (603258)	36
7.10. 吉比特 (603444)	36
8. 风险提示	36

图表目录

图 1: 历年全球 PC&智能手机出货量.....	5
图 2: 2013-2019E 全球游戏市场规模及增速 (亿美元)	6
图 3: 2013-2019E 全球游戏市场构成	6
图 4: 全球各地区游戏市场及增速 (亿美元)	7
图 5: 2016 年各地区移动游戏市场发展程度	7
图 6: 2013-2016 各地区游戏用户数量 (亿人)	8
图 7: 2016 年全球排名前 18 的移动游戏市场规模及市场占有率 (亿美元)	8
图 8: 2016 年全球排名前 18 的移动游戏市场增速.....	9
图 9: 2014-2016 年美国游戏产业市场规模 (亿美元)	10
图 10: 2015 年美国游戏市场规模构成 (亿美元)	10
图 11: 美国主机游戏产业链.....	11
图 12: EA 公司产业链上下游拓展.....	11
图 13: 动视暴雪主机游戏业务历年收入 (百万美元)	12
图 14: EA 主机游戏业务历年收入 (百万美元)	12
图 15: 全球三大主机厂商的主机硬件销量 (百万台)	12
图 16: PC 单机/端游产业链.....	13
图 17: Steam 平台历年发行游戏销量 (亿份)	13
图 18: 动视暴雪 PC 游戏业务历年收入 (百万美元)	13
图 19: EA 公司 PC 游戏业务历年收入 (百万美元)	13
图 20: 页游/社交游戏产业链	13
图 21: 美国移动游戏产业链	14
图 22: 2014 年美国移动游戏发行商市场竞争格局.....	15
图 23: 2015 年美国移动游戏电视广告花费 Top 10 (百万美元)	16
图 24: 日本游戏市场规模 (亿人民币)	16
图 25: 日本移动游戏市场规模 (亿人民币)	16
图 26: 2014-2016 年日本移动游戏市场集中度.....	17
图 27: 日本三大移动游戏厂商 2014Q1-2016Q4 收入 (十亿日元)	17
图 28: 日本传统六大主机厂商移动游戏业务营收情况 (十亿日元)	18
图 29: Mynet 公司发展历程	19
图 30: 2014-2016 年公司营业收入 (亿日元)	19
图 31: 2014-2016 年公司营业利润 (亿日元)	19
图 32: 韩国游戏市场规模 (亿韩元)	20
图 33: 2014 年韩国游戏市场分类占比	20
图 34: 中美日韩四国单游戏用户价值对比.....	21
图 35: 韩国 Netmarble 公司发展历程.....	21
图 36: Netmarble 收入构成.....	22
图 37: Netmarble 海外收入占比.....	22
图 38: 韩国 Netmarble 公司在移动游戏产业链的角色	23
图 39: 韩国 Netmarble 公司三种业务模式的分成比例	23
图 40: 韩国 Netmarble 公司三种移动游戏业务模式的收入 (十亿韩元)	23
图 41: 中国游戏市场规模 (亿元)	24
图 42: 中国游戏市场构成.....	24
图 43: 国内移动游戏产业链	24
图 44: 中国移动游戏市场规模.....	25
图 45: 中国移动游戏用户 VS 游戏用户	25

图 46: 2016 年中国移动游戏市场集中度	25
图 47: 2016.1-10 月每月游戏厂商/移动游戏数量	25
图 48: 2006-2012 年端游厂商游戏收入 (百万美元)	26
图 49: 2013 年国内端游厂商竞争格局 (亿元)	26
图 50: 2013-2015.10 年国内游戏电视广告投放量 (亿元)	26
图 51: 国内移动游戏市场营销预算构成	26
图 52: 全球主要地区移动游戏市场用户成本及价值	27
图 53: 各国按收入排名前三十的移动游戏 ARPU (美元)	27
图 54: 中国自研网络游戏海外市场实际销售收入	28
图 55: 中国游戏出海数量	28
图 56: 2016 年中国公司在各国产生的移动游戏收入份额	28
图 57: 2016 年入围各国游戏榜 TOP200 的中国游戏数量	28
图 58: 中国游戏公司历年海外收入	29
图 59: 中国游戏公司历年海外收入比例	29
图 60: 2008 年网络游戏海外收入厂商份额	29
图 61: 中国网络游戏出口的主要对象国份额	29
图 62: 端游厂商出海产业链	31
图 63: 2014 年页游海外收入厂商份额	31
图 64: 页游厂商出海产业链	32
图 65: 移动游戏出海产业链	33
表 1: 2016 年各地区人口数据对比	8
表 2: 2016 年美国游戏人口及付费比例	9
表 3: 美国移动游戏产业不同环节典型厂商	14
表 4: 2014-2016 年 IOS & GOOGLE PLAY 畅销榜 TOP10	15
表 5: 2014-2016 年日本 IOS 畅销榜 TOP10	18
表 6: 韩国 APP STORE 畅销榜 TOP10	22
表 7: 2004-2008 年主要出口网游名单	29
表 8: 游族网络页游出口运营模式	32
表 9: 2016 年中国出海全球收入 10 大公司 (App Annie)	33
表 10: 国内主要出海流量平台	34

1. 移动游戏驱动全球游戏市场稳定增长，亚太是全球游戏增长引擎

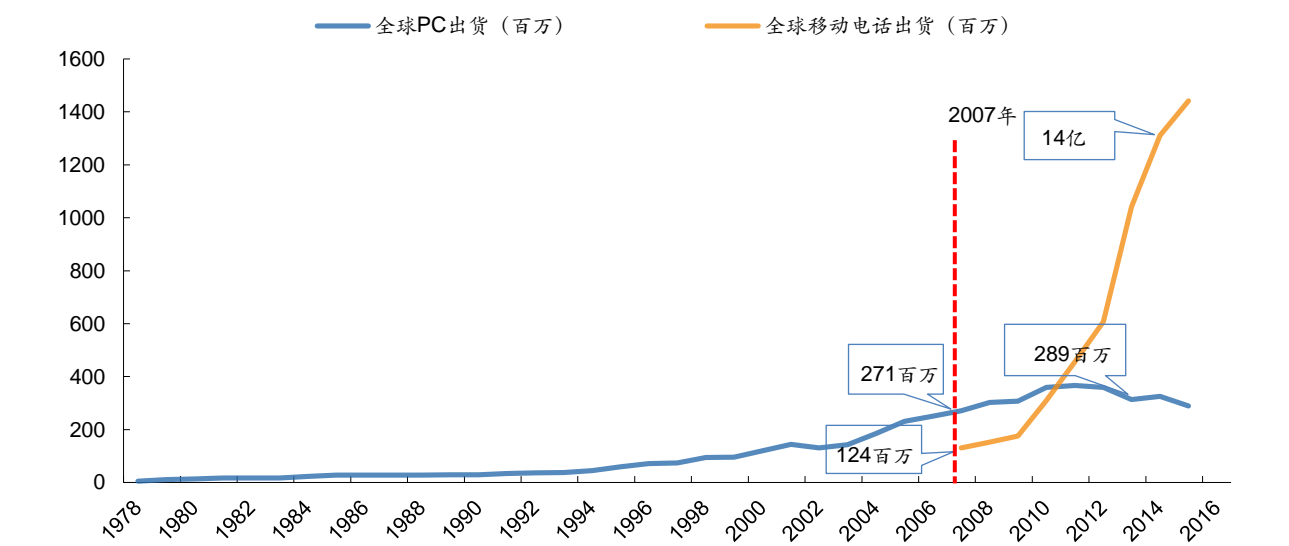
在移动互联网潮流中，中国游戏厂商抓住全球游戏产业的第三次发展机遇，积极进军移动游戏。根据游戏工委报告，2016 年国内移动游戏市场规模 819 亿元，成为全球最大的移动游戏市场。

与此同时，国内移动游戏市场竞争格局基本确立，腾讯、网易占据移动游戏市场接近 70% 份额，国内二三线游戏厂商成长空间在哪里？深挖细分市场还是出海淘金？本篇报告通过对全球游戏产业进行梳理性研究，主要是中美日韩四国游戏产业发展历程与趋势，从而探寻国内游戏厂商发展空间与方向，并挖掘 A 股市场对应投资机会。

1.1. 移动游戏驱动全球游戏市场稳定增长

智能手机快速普及带动全球移动游戏产业崛起。2007 年苹果智能手机上市是智能手机史上跨时代事件，当时全球智能手机出货量仅为 1.24 亿部；到 2011 年，其出货量正式超过 PC；到 2016 年，全球智能机出货量超过 14.7 亿部，较 2007 年的 1.24 亿部增长 1000% 以上；而全球 PC 出货量自 2011 年达到 3.62 亿台高点后一路下滑，2016 年出货量 2.70 亿台，跌幅 25%。

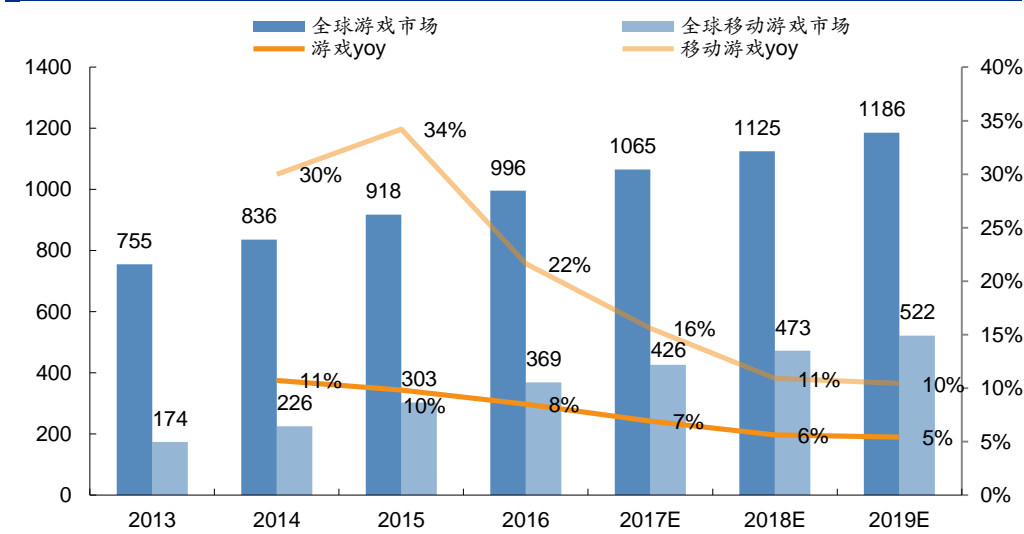
图 1：历年全球 PC&智能手机出货量



资料来源：Gartner, IDC, 安信证券研究中心

移动游戏驱动全球游戏市场稳定增长。根据 Newzoo 报告数据，2016 年全球游戏市场规模达到 996 亿美元，预计未来 3 年的年均复合增长率约 6.0%，增长平稳；其中移动游戏达到 369 亿美元，未来 3 年的年均复合增速率约 12.3%。移动游戏驱动全球游戏市场稳定增长。

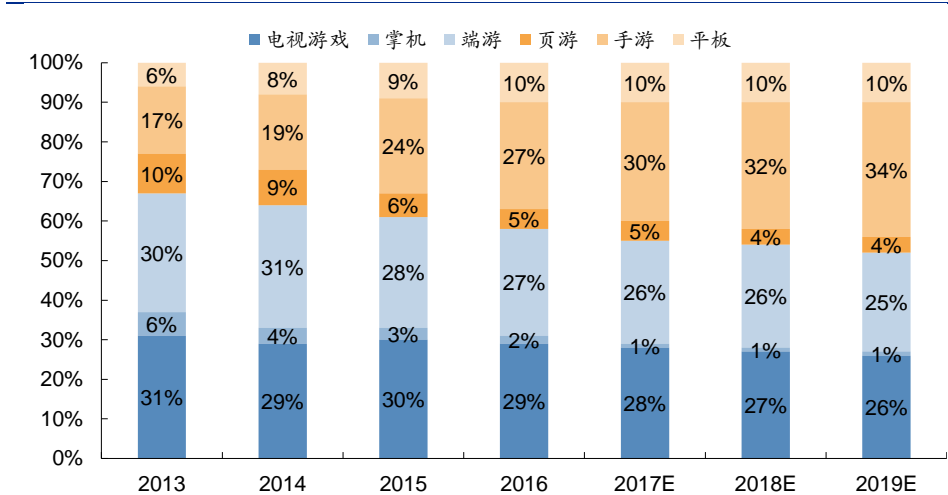
图 2：2013-2019E 全球游戏市场规模及增速（亿美元）



资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

移动游戏后发制人，市场份额不断提升。全球移动游戏产业发展迅猛，经过几年时间已成为最大的游戏细分市场。2016 年全球游戏市场呈现三分天下格局，主机游戏、PC 游戏、移动游戏市场份额分别为 31%、32%、37%。未来，移动游戏（移动游戏、平板）将进一步挤占主机游戏（电视游戏、掌机）和 PC 游戏（端游、页游）市场份额，预计 2019 年移动市场份额将由 2016 年的 37% 提升到 44%。

图 3：2013-2019E 全球游戏市场构成

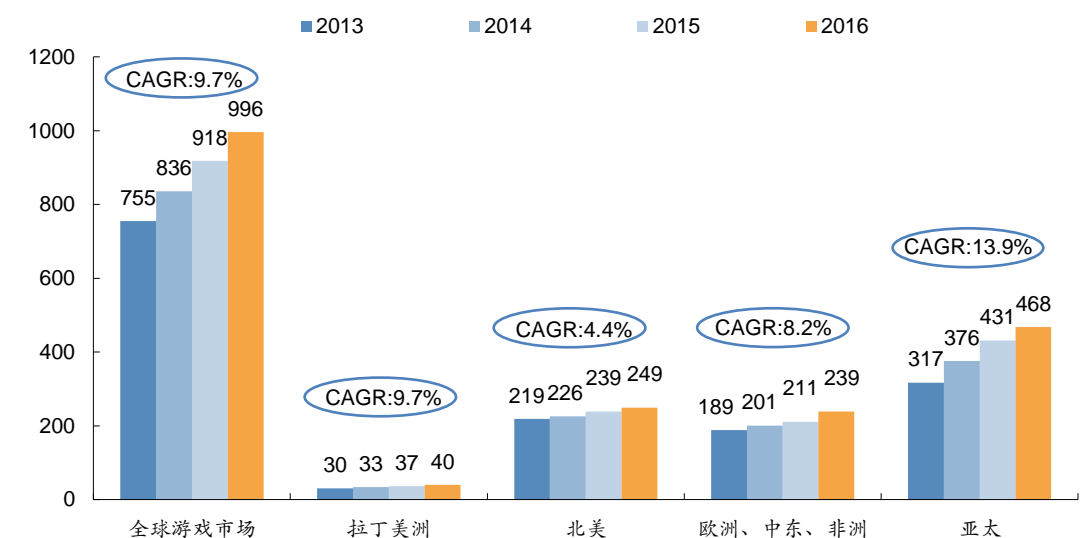


资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

1.2. 亚太地区是全球游戏市场最大增长点

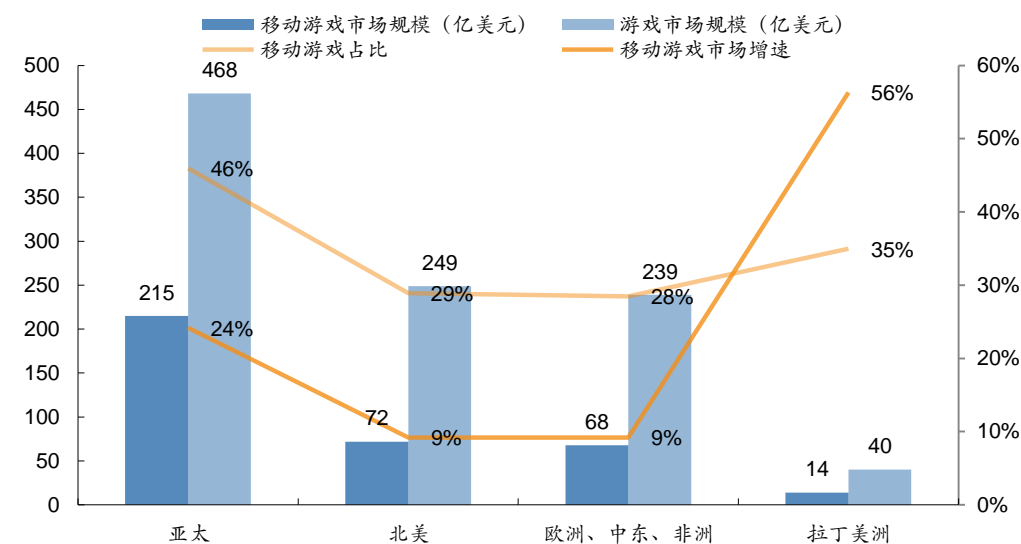
亚太地区是全球游戏市场的增长引擎。根据 Newzoo 报告，亚太地区 2013-2016 年的年均复合增长率为 13.9%，其次是拉丁美洲 (9.7%)，欧洲、中东、非洲地区 (8.2%)、北美 (4.4%)。移动游戏驱动亚太、拉美等地区游戏市场快速增长。智能手机的强需求、低门槛属性极大促进了移动游戏在发展中国家的快速发展。2016 年亚太、拉丁美洲等地区移动游戏市场渗透率高，移动游戏市场份额分别为 46%、35%，并保持较高增长速度。

图 4：全球各地区游戏市场及增速（亿美元）



资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

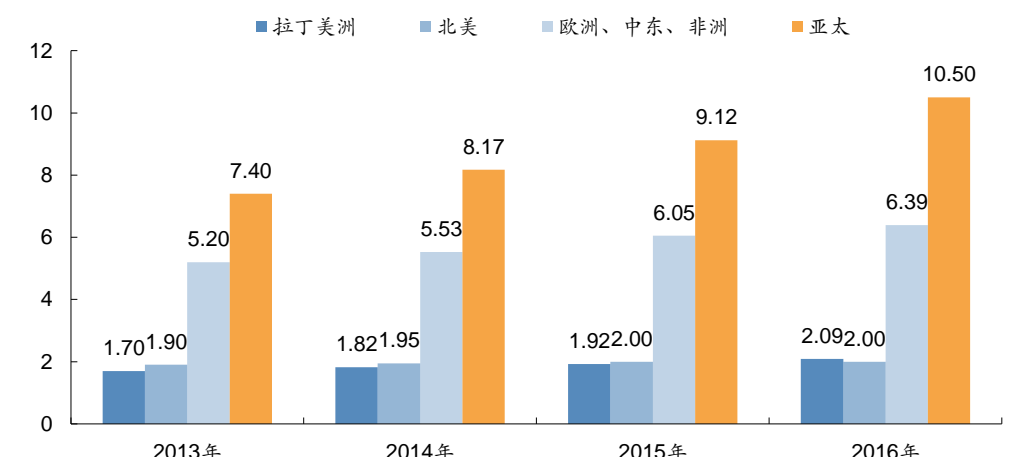
图 5：2016 年各地区移动游戏市场发展程度



资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

亚太地区人口红利持续推动当地游戏市场快速增长。对比其他地区，亚太地区人口基数庞大，区域人口数量 40.1 亿；同时亚太地区互联网用户渗透率在各地区中最低，2016 年互联网用户占比当地人口为 40%；同时亚太地区游戏需求强烈，2016 年游戏用户渗透率 66%，位列各地区第一名。随着移动互联网普及，游戏用户基数变大的红利将持续推动的该亚太地区游戏市场快速增长。

图 6：2013-2016 各地区游戏用户数量（亿人）



资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

表 1：2016 年各地区人口数据对比

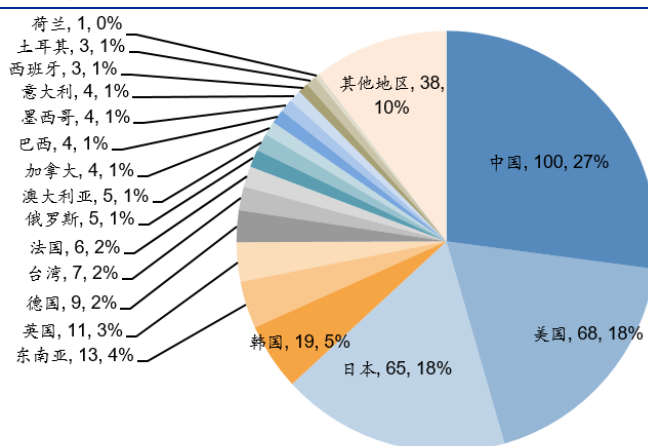
区域	区域人口 (亿人)	互联网用户 (亿人)	游戏用户 (亿人)	互联网用户/地区人口	游戏用户/互联网用户
亚太	40	16	11	40%	66%
北美	4	3	2	91%	61%
欧洲、中东、非洲	24	11	6	46%	58%
拉丁美洲	6	4	2	57%	57%

资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

1.3. 各国移动游戏发展阶段先后不一

从国家层面看，全球移动市场市场集中度高。2016 年，全球排名前 18 的移动游戏市场合计占据全球移动游戏市场 90% 的市场份额；中国、美国、日本、韩国是全球前四的移动游戏市场，移动游戏市场占有率分别为 27%、18%、18%、5%。

图 7：2016 年全球排名前 18 的移动游戏市场规模及市场占有率（亿美元）

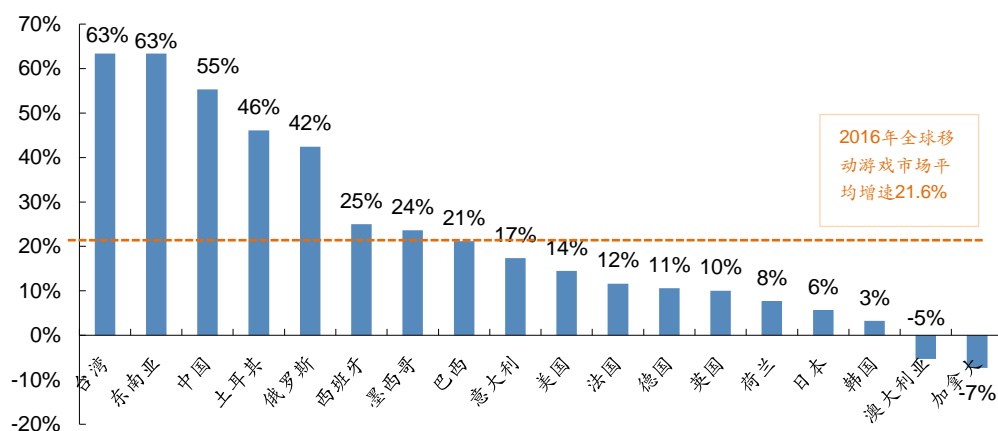


资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

各国移动游戏发展阶段先后不一。2016 年全球移动游戏市场增速为 22%，同比下降约 13 个百分点，全球移动游戏市场逐步进入成熟阶段。从各个国家移动游戏产业发展进度看，中

国、东南亚、台湾、俄罗斯等地区依旧保持强劲的增速，而美国、日本、韩国等地区移动游戏市场已经成熟，增速低于全球水平。

图 8：2016 年全球排名前 18 的移动游戏市场增速



资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

2. 美国游戏市场三足鼎立，移动游戏稳定增长

美国游戏产业发展历史悠久。从主机游戏、到 PC 游戏、再到移动游戏，美国三大游戏行业都经历了新生、成长、成熟阶段，细分游戏产业链成熟完整，这为研究中国游戏产业提供了学习参照对象。

根据 Superdata 机构调研报告显示，截至 2016 年，美国互联网人口 2.9 亿人，游戏用户 1.8 亿人，游戏用户占比互联网人口 62%，相比美国，中国游戏用户渗透率更高，达到 71%；美国游戏付费用户 1.1 亿人，付费游戏用户比例约 59%，相比美国，中国游戏用户付费率不高，付费游戏用户比例约 36%，游戏用户付费比例有较大提升空间。

表 2：2016 年美国游戏人口及付费比例

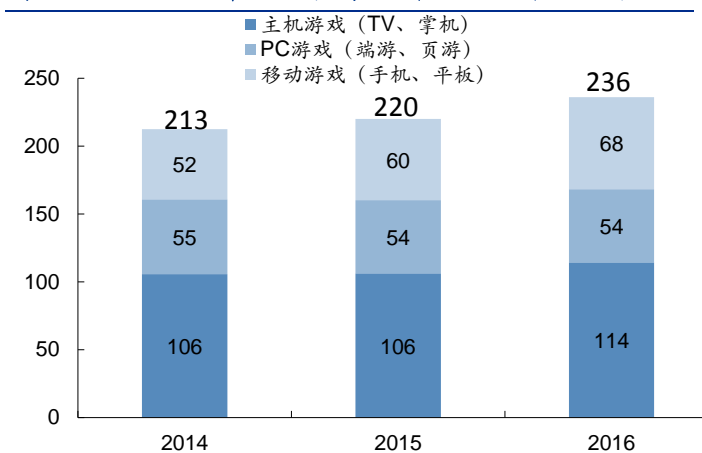
项目	美国	中国
人口(亿人)	3.2	137
互联网人口 (亿人)	2.9	7.9
互联网普及率	92%	58%
游戏用户 (亿人)	1.8	5.6
游戏用户占比互联网人口	62%	71%
付费用户 (亿人)	1.1	2.0
游戏用户付费比例	59%	36%
移动游戏用户 (亿人)	1.6	5.3
移动游戏付费用户 (亿人)	0.7	-
移动游戏付费用户比例	43%	-

资料来源：Superdata，安信证券研究中心

2.1. 主机游戏、PC 游戏、移动游戏三足鼎立

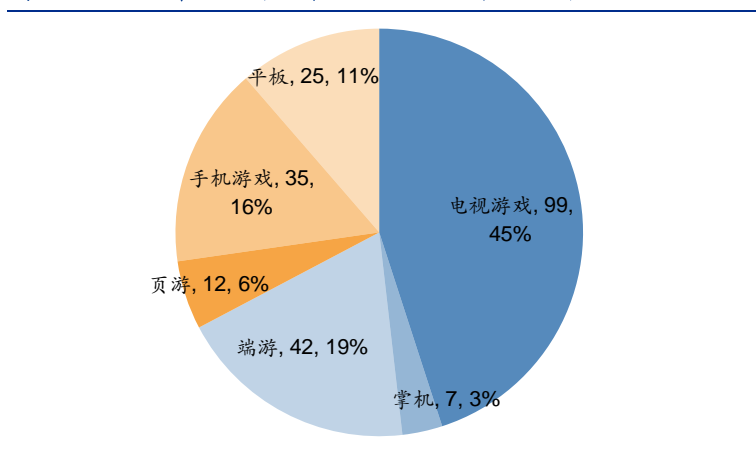
美国游戏市场呈现主机游戏、PC 游戏、移动游戏三足鼎立格局。主机游戏是美国最大的细分游戏市场，2016 年市场规模 114 亿美元，占比游戏市场达 48%，并保持增长趋势；新兴移动游戏发展迅速，目前已超过 PC 游戏，成为美国第二大细分游戏市场，2016 年市场规模 68 亿美元，占比游戏市场 27%，并保持稳定增长趋势；PC 游戏市场规模稳定，市场份额逐步被移动游戏挤占，2016 年市场规模 54 亿美元，占比游戏市场 25%。

图 9：2014-2016 年美国游戏产业市场规模（亿美元）



资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

图 10：2015 年美国游戏市场规模构成（亿美元）



资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

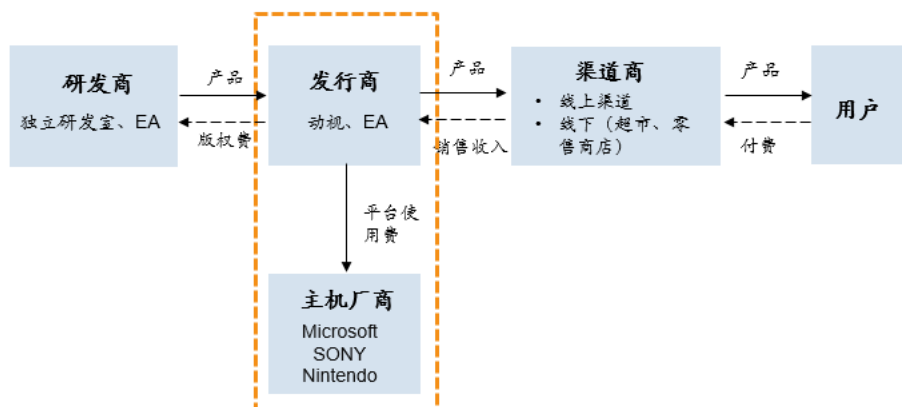
2.2. 美国三大细分游戏发展历程

2.2.1. 发行商占据主机游戏产业链核心位置

主机游戏产业链包括主机厂商、游戏研发商、游戏发行商、游戏渠道商等。主机厂商处于平台地位，第三方游戏发行商需要分成约 12% 的游戏产品销售收入给主机厂商作为主机平台使用费。发行商处于产业链中间环节，占据产业链核心位置。发行商需要分成约 20% 的销售收入给渠道商；扣除约 8% 的发行成本后，剩余约 60% 的销售收入由发行商与研发商根据协议分配，研发商一般分成约 20% 的销售收入作为游戏授权费。

回顾美国主机游戏产业发展历程，由于发行商的发行能力直接决定了游戏产品的销售量，因此其占据产业的核心位置。无论是第一方发行商（全球三大主机厂商：索尼、任天堂、微软）还是第三方发行商（动视、EA 等），后期逐步向主机产业链上下游延伸，控制上游内容和下游渠道，强化其产业链核心地位。

图 11：美国主机游戏产业链



资料来源：安信证券研究中心

动视和 EA 是美国两大第三方主机游戏发行商，截止到 2017 年 5 月 20 日，两家公司市值分别为 421 亿美元、332 亿美元。对比两家公司成长过程，作为全球第一家第三方游戏发行商，动视公司在产业链上更偏向上游内容延伸。2007 年公司与 PC 游戏研发商暴雪合并，更名为动视暴雪；2015 年，动视暴雪收购移动游戏研发商 King。作为当前美国最大的游戏发行商，EA 公司通过向上下游拓展，实现全产业链经营：上游并购研发公司，实现公司对各类游戏类型覆盖；下游并购下游渠道商，实现对渠道的管控能力。

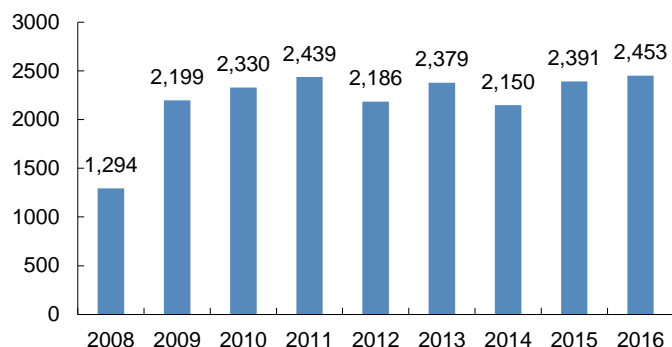
图 12：EA 公司产业链上下游拓展



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

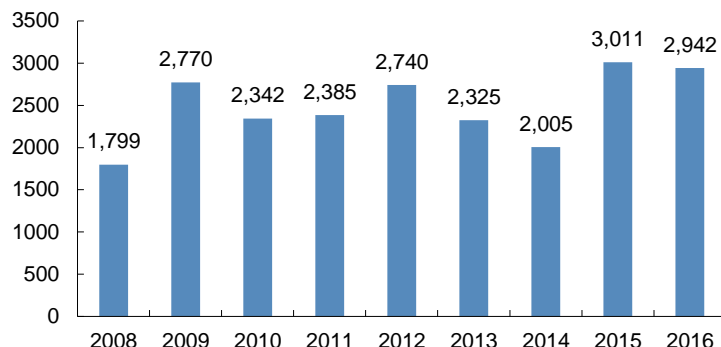
美国主机游戏仍最受美国游戏用户欢迎，是美国游戏市场最大的细分市场。从 EA、动视暴雪等主机游戏发行商历年财报看，EA、动视暴雪等公司的主机游戏业务收入稳定，没有明显下滑趋势，受到 PC 游戏和移动游戏市场影响较小。

图 13：动视暴雪主机游戏业务历年收入（百万美元）



资料来源：财报，安信证券研究中心

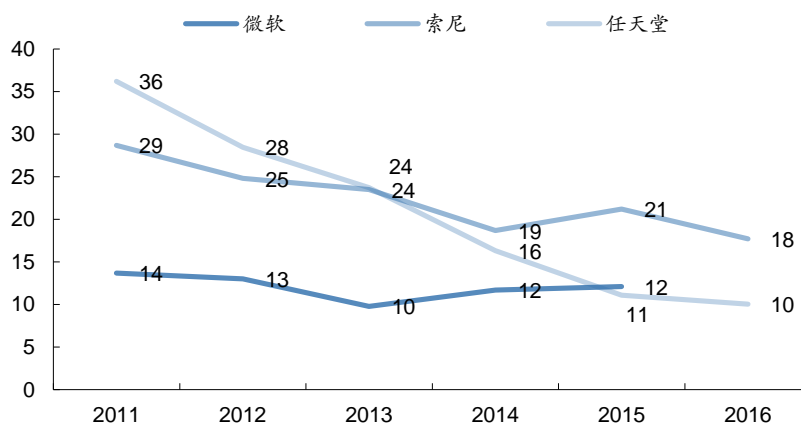
图 14：EA 主机游戏业务历年收入（百万美元）



资料来源：财报，安信证券研究中心

虽然美国主机游戏市场稳定，但从全球三大主机厂商的硬件销量看，全球主机游戏市场增长乏力。自 2011 年到 2016 年，主机厂商索尼、任天堂的主机销量都呈现明显下降趋势，主机厂商微软销量无法突破，保持相对稳定。

图 15：全球三大主机厂商的主机硬件销量（百万台）

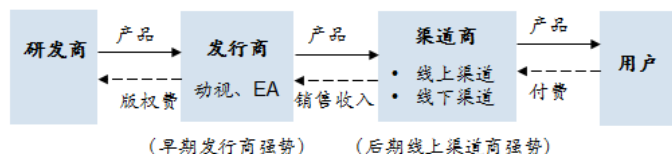


资料来源：公司财报，安信证券研究中心

2.2.2. PC 游戏发行商延续强势地位，线上渠道商后期崛起

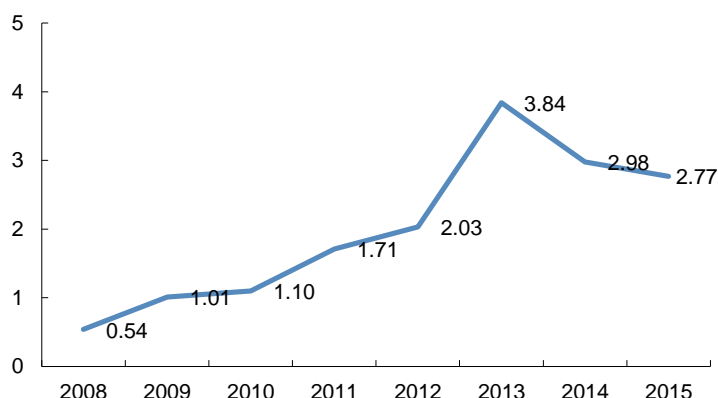
PC 游戏主要包括单机和 MMO 等，产业链主要包括研发商、发行商和渠道商等。早期 PC 游戏发行商凭借强大发行能力，延续产业链中强势地位。2000 年后，随着网络环境好转，线上渠道商逐步兴起。由于直接接触大量游戏用户并且购买便捷，线上渠道商（如 Steam 平台）在产业链中地位逐渐强势。根据 Steam SPY 统计，截止 2015 年底，Steam 平台全球用户 1.4 亿人，发行游戏销量 2.77 亿份，最高同时在线人数 1300 万，全年销售额达到 35 亿美元。据 PC worldwide 核心游戏市场估测，2015 年全球 PC 游戏市场份额约 270 亿美元，Steam 平台占据其中 13%。

图 16: PC 单机/端游产业链



资料来源：安信证券研究中心

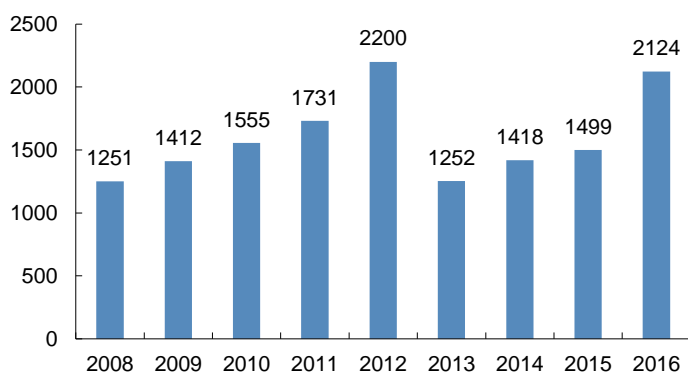
图 17: Steam 平台历年发行游戏销量（亿份）



资料来源：Steam SPY，安信证券研究中心

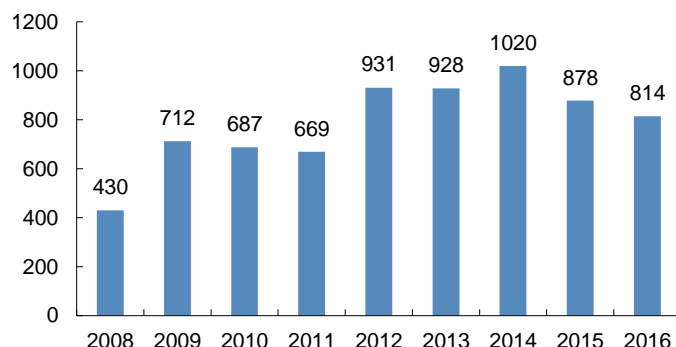
美国 PC 游戏市场规模稳定，市场份额受到移动游戏市场挤占。根据动视暴雪公司和 EA 公司财报显示，两家公司的 PC 游戏业务历年收入都存在较大的波动性。可以看出，美国 PC 游戏产业受主机游戏和移动游戏发展影响较大。

图 18: 动视暴雪 PC 游戏业务历年收入（百万美元）



资料来源：财报，安信证券研究中心

图 19: EA 公司 PC 游戏业务历年收入（百万美元）

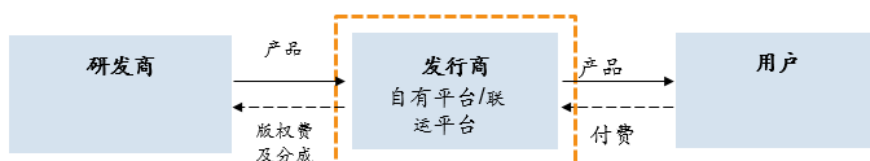


资料来源：财报，安信证券研究中心

2.2.3. 平台方处于页游/社交游戏产业链核心地位

页游/社交游戏产业链最大特点是发行商与渠道商重合。由于页游和社交游戏都依赖平台的用户流量等实现导流，因此平台方在产业链中较为强势。对于页游，页游发行商拥有自己的发行平台，在产业链中较为强势；对于社交游戏，社交游戏发行商主要借助第三方社交平台运营游戏，因此第三方的社交平台较为强势。以社交游戏公司 Zynga 为例，其在 Facebook 平台运营游戏，每笔交易向 Facebook 支付 30% 的分成。

图 20: 页游/社交游戏产业链

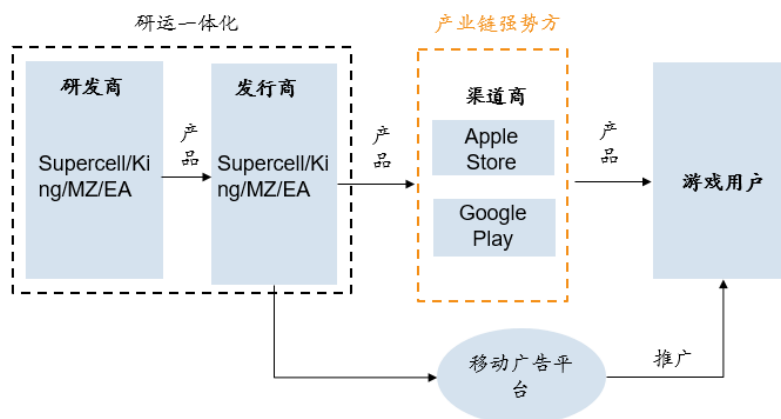


资料来源：安信证券研究中心

2.2.4. 渠道商处于移动游戏产业链核心地位

移动游戏产业链主要包括研发商、发行商、渠道商等。在移动游戏产业链中，渠道商占据明显优势。从收入分配比例上，苹果和谷歌应用商店抽取 30% 收入分成。剩余 70% 由研发商与发行商按照协议分配。由于分发渠道集中，基本被苹果 App Store 与 Google Play 两家应用商店垄断，且分成比例为 30%，因此独立发行商较弱势。移动游戏厂商专注于游戏研发与推广运营，研运一体化是美国移动游戏行业主要特征。

图 21：美国移动游戏产业链



资料来源：安信证券研究中心

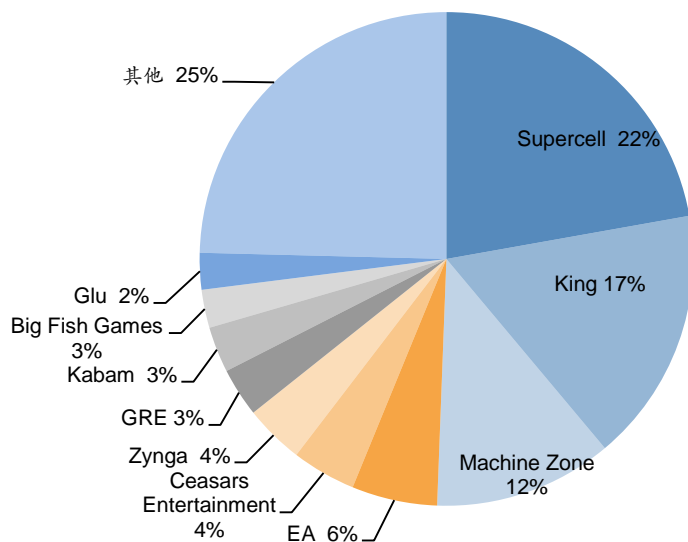
表 3：美国移动游戏产业不同环节典型厂商

项目	行业参与者	典型厂商
游戏研发环节	移动游戏研发商	Supercell, King, EA, MZ, Zynga, Kabam, Glu
游戏发行环节	移动游戏发行商	Supercell, King, EA, MZ, Zynga, Kabam, Glu
游戏分发环节	移动游戏渠道商	苹果 App Store, Google Play, 亚马逊 Appstore, 三星 Galaxy App Store
	移动广告联盟	Chartboost, Tapjoy, Flurry, Facebook, Google, Twitter
	移动游戏媒体	Touch Arcade, IGN, Gamespot, Twitch
游戏支撑环节	电视媒体	NBC, CBS, Fox, ABC
	支付渠道	Paypal, 信用卡厂商, 电信运营商
	电信运营商	AT&T, Sprint, T-Mobile, Verizon, US Cellular

资料来源：易观智库，安信证券研究中心

美国移动游戏发行商竞争格局稳定，市场集中度高。美国 2014 年-2016 年畅销榜前十的移动游戏霸榜现象明显，基本被 Supercell、King、MZ、Big Fish Games、Playtika LTD、Double Down Interactive 等发行商垄断。根据易观智库报告，2014 年，Supercell、King、MZ 这三家发行商合计占据手游市场约 51% 份额。

图 22：2014 年美国移动游戏发行商市场竞争格局



资料来源：易观智库，安信证券研究中心

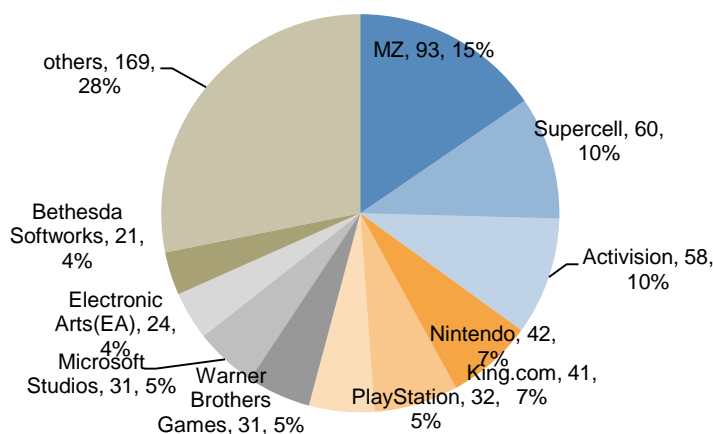
表 4：2014-2016 年 IOS & GOOGLE PLAY 畅销榜 TOP10

2014 年	游戏厂商	2015 年	游戏厂商	2016 年	游戏厂商
Clash of Clans	Supercell	Clash of Clans	Supercell	Game of War- Fire Age	MZ
Candy Crush Saga	King	Game of War- Fire Age	MZ	Clash of Clans	Supercell
Game of War- Fire Age	MZ	Candy Crush Saga	King	Candy Crush Saga	King
Farm Heroes Saga	King	Candy Crush Soda Saga	King	Mobile Strike	MZ
Hay Day	Supercell	Boom Beach	Supercell	Clash Royale	Supercell
Big Fish Casino	Big Fish Games	DoubleDown Casino	Double Down Interactive	Candy Crush Soda Saga	King
Pet Rescue Saga	King	Big Fish Casino	Big Fish Games	DoubleDown Casino	Double Down Interactive
Slotomania	Playtika LTD	Slotomania	Playtika LTD	Slotomania	Playtika LTD
DoubleDown Casino	Double Down Interactive	Hay Day	Supercell	Marvel Contest of Champions	Kabam
Boom Beach	Supercell	Farm Heroes Saga	King	Pokemon Go	Nintendo、Niantic Labs

资料来源：APP Annie，安信证券研究中心

发行商加大广告投入，构建竞争壁垒。由于美国移动游戏渠道商格局固定，美国移动游戏发行商不断增加市场推广投入，通过社交网络、广告联盟、电视媒体、游戏直播平台等多渠道进行营销，提高用户获取成本，从而构建竞争壁垒，使得其产品长期霸榜，中小企业很难与之竞争。

图 23：2015 年美国移动游戏电视广告花费 Top 10（百万美元）



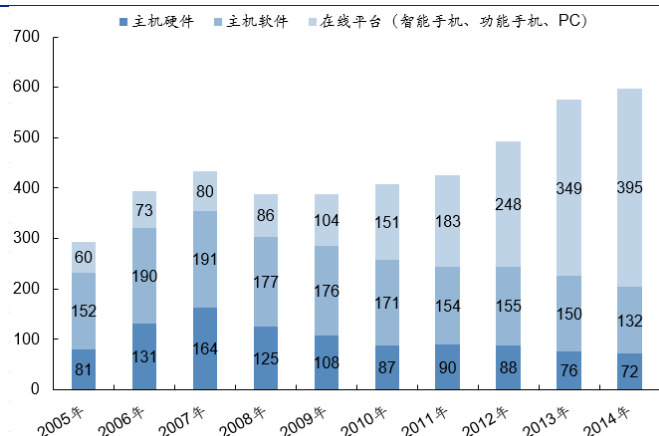
资料来源：iSpot.tv，安信证券研究中心

3. 日本游戏市场两极分化，主机市场衰退，移动游戏稳定增长

3.1. 主机游戏市场规模逐年下降，移动游戏快速崛起

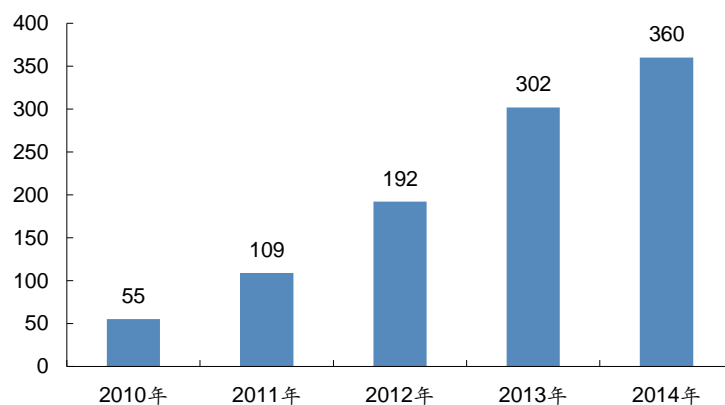
日本游戏市场主要由主机游戏市场、手机游戏市场、PC 游戏市场三部分构成。主机游戏市场规模逐年下降，仍保持较高市场份额。2014 年日本主机游戏（硬件、软件）市场规模合计约 204 亿元人民币，市场份额约 34%。移动游戏市场增长迅速，市场份额逐年提高。2014 年日本移动游戏市场规模达到 360 亿元人民币，市场份额约 60%。PC 游戏市场份额较低，仅占 6%。2014 年，PC 游戏市场规模约 35 亿人民币。

图 24：日本游戏市场规模（亿人民币）



资料来源：《Fami 通游戏白皮书 2015》，安信证券研究中心

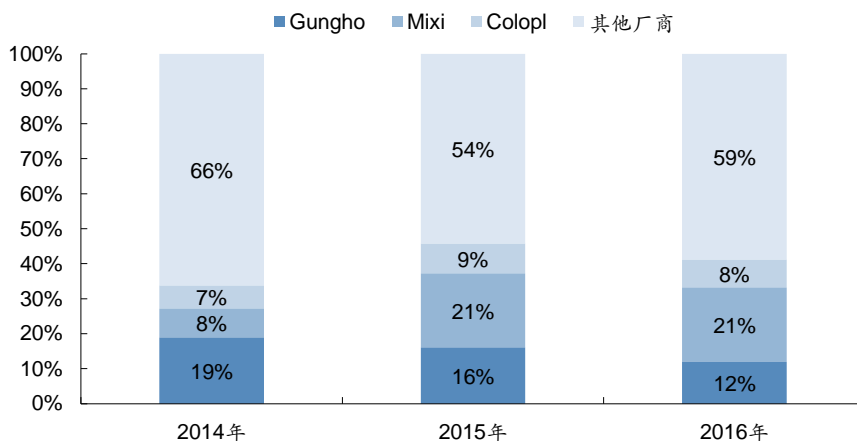
图 25：日本移动游戏市场规模（亿人民币）



资料来源：《Fami 通游戏白皮书 2015》，安信证券研究中心

日本移动游戏市场集中度相对较高，市场竞争激烈。Gungho、Mixi、和 Colopl 被称为日本移动游戏市场“三驾马车”。2016 年，日本三大移动游戏厂商合计约占移动游戏 41% 市场份额。相比 2015 年，2016 年日本移动游戏市场集中度下降主要原因是三大移动游戏厂商旗下主要移动游戏流水下滑。

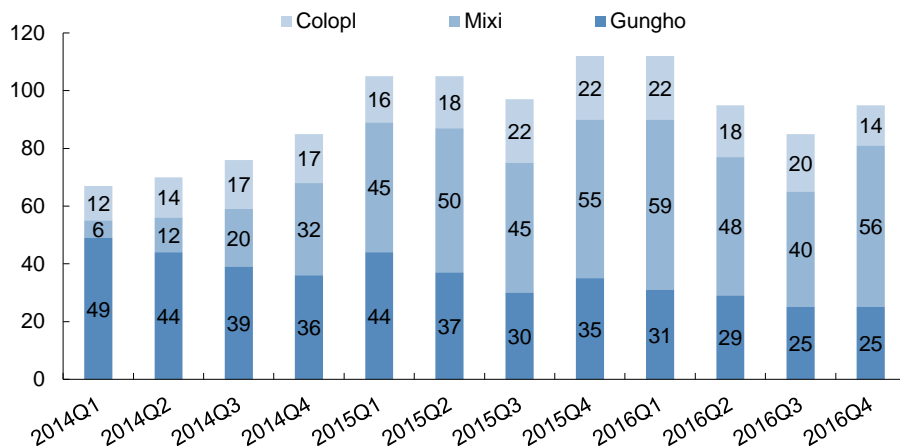
图 26：2014-2016 年日本移动游戏市场集中度



资料来源：财报，安信证券研究中心

对比日本移动游戏市场“三驾马车”发展近况，Gungho 研发出移动游戏产品《智龙迷城》，2014-2016 连续三年排列日本畅销榜第一名；Mixi 研发出移动游戏产品《怪物弹珠》，2014-2016 连续三年排列日本畅销榜第二名；Mixi 和 GungHo 也在投入新作的开发，但目前并没有第二个爆款游戏出现，两家公司面临着新老不接的困境。Colopl 发行移动游戏成功率较高：从休闲游戏《Kuma the Bear》，到《秘宝侦探》的霸榜和稳步营收，再到《职业棒球之魂》和《苍之三国志》，以及目前推出的两款爆款移动游戏《黑猫维兹》和《白猫计划》都取得不错成绩。

图 27：日本三大移动游戏厂商 2014Q1-2016Q4 收入（十亿日元）



资料来源：财报，安信证券研究中心

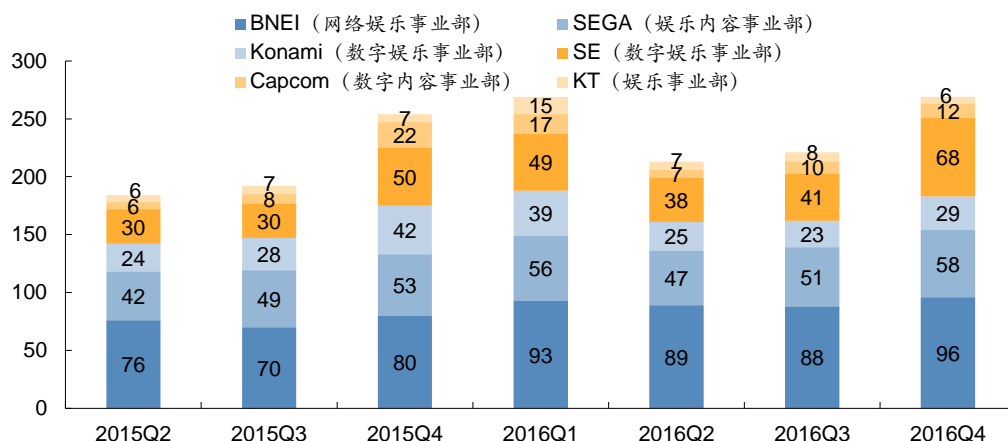
3.2. 主机厂商加速转型，后发优势显著

日本主机游戏市场衰退，主机游戏厂商加速转型移动游戏。从收入角度看，自 2015 年加速转型以来，六大传统主机厂商在 2016 年同比去年都取得一定程度进步。

- 1) BNEI：自 2014 年以来，公司旗下移动游戏作品《JoJo 的奇妙冒险星尘射手》、《偶像大师灰姑娘》、《七龙珠 Z：爆裂对战》、《海贼王：寻宝之旅》一齐发力，公司移动游戏业务进展良好；
- 2) SEGA：公司成功推出《梦幻之星 OL2》、《锁链战记》、《噗哟噗哟》三款优秀移动游戏作品；

- 3) Konami: 公司成功推出《实况棒球》、《实况足球》、《游戏王》等多部优秀移动游戏作品;
- 4) SE: 2015 年, 公司旗下的《最终幻想: 莫比乌斯》、《勇斗恶龙之仙境之光》和《最终幻想: 勇气前线》等 IP 移动游戏作品上线;
- 5) Capcom: 转型移动游戏市场较慢, 目前公司主力产品依旧是掌机/主机游戏;
- 6) KT: 公司调整组织架构, 将原先软件事业部、网络事业部和媒体事业部统一合并为娱乐事业部, 并在旗下按照游戏类型分为五个不同的项目组, 分别对应此前旗下诸多 IP 作品。

图 28: 日本传统六大主机厂商移动游戏业务营收情况 (十亿日元)



资料来源: 财报, 安信证券研究中心

对比 2014-2016 年的日本移动游戏畅销榜 TOP10, 日本爆款移动游戏《怪物弹珠》、《龙珠拼图》连续 3 年位列冠亚席位, 2-8 名竞争激烈, 变动显著。随着日本主机游戏厂商逐渐转型移动游戏市场, 畅销榜 TOP10 中主机游戏产品数量逐步增加。凭借主机游戏研发商积累的研发优势和 IP 优势, 日本主机游戏厂商有望进一步提升其移动游戏市场份额, 后发优势显著。

表 5: 2014-2016 年日本 IOS 畅销榜 TOP10

排名	2014Q4	厂商	2015Q4	厂商	2016Q4	厂商
1	怪物弹珠	XFLAG	怪物弹珠	XFLAG	怪物弹珠	XFLAG
2	龙珠拼图	GungHo Online Entertainment	龙珠拼图	GungHo Online Entertainment	龙珠拼图	GungHo Online Entertainment
3	最终幻想: Record Keeper	DeNA	碧蓝幻想	Cygames	偶像大师灰姑娘女孩: 星光舞台	BANDAI NAMCO Entertainment
4	LINE:迪士尼消消看	LINE	偶像大师灰姑娘女孩: 星光舞台	BANDAI NAMCO Entertainment	Fate/Brand order	Aniplex
5	Loveline!学园偶像祭	Klab	实况力量职业棒球	KONAMI	碧蓝幻想	Cygames
6	JoJo 的奇妙冒险星尘射手	BANDAI NAMCO Entertainment	勇斗恶龙之仙境之光	SQUARE ENIX	暗影巴斯	Cygames
7	LINE POKOPOKO	LINE	最终幻想: Record Keeper	DeNA	海贼王: 寻宝之旅	BANDAI NAMCO Entertainment
8	部落冲突	Supercell	LINE:迪士尼消消看	LINE	实况力量职业棒球	KONAMI
9	白猫 project	COLOPL	七龙珠 Z: 爆裂对战	BANDAI NAMCO Entertainment	七龙珠 Z: 爆裂对战	BANDAI NAMCO Entertainment
10	世界足球系列 S	KONAMI	剑与魔法的境界	Marvelous	拳皇 98	Ourpalm

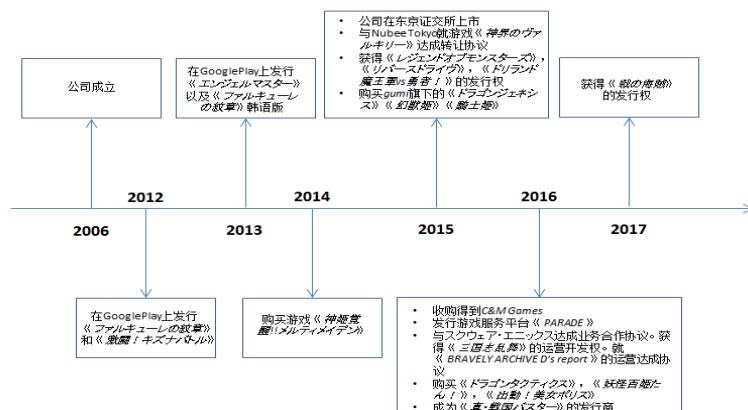
资料来源: APP Annie, 安信证券研究中心

3.3. 移动游戏产业成熟，衍生出“二级”游戏发行商

Mynet 公司成立于 2006 年，最初公司主营为移动游戏开发商，目前转型为“二级”游戏发行商，目前主要从事手机游戏的收购以及运营。

公司独特的商业模式是日本大多数手机游戏会在运营几年后收入下降，游戏公司会将此类游戏或游戏运营权卖给 Mynet 这类专门服务的公司。Mynet 依靠自有的解决方案延长游戏产品生命周期。在这样的“二级市场”中，Mynet 没有开发游戏的风险，并可以通过增加用户以及消减成本的方式获取收益。

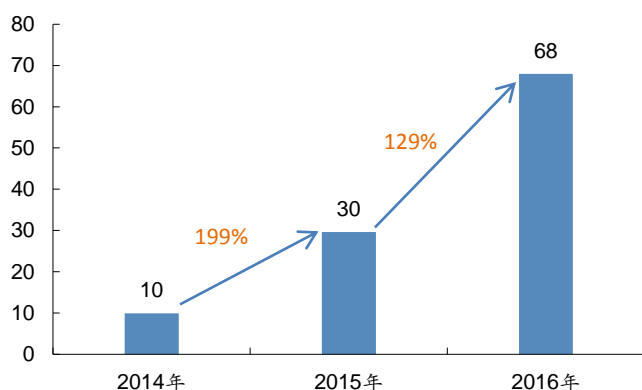
图 29: Mynet 公司发展历程



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

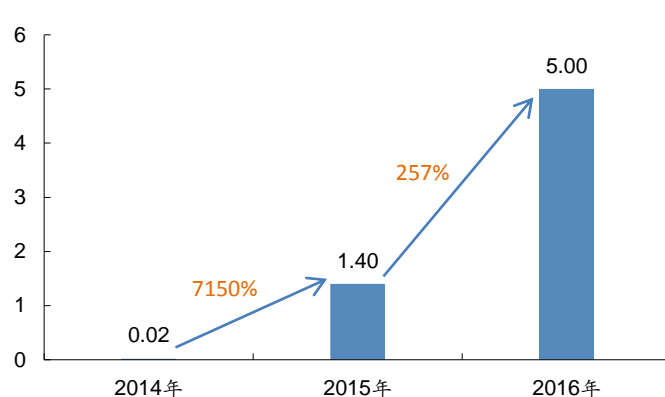
自转型二级发行商，公司营收利润大幅增长。2016 年，公司营业收入为 68 亿日元（约 4.25 亿人民币），同比增长 129.4%；利润为 5 亿日元（约 3125 万人民币），同比增长 244.7%。

图 30: 2014-2016 年公司营业收入（亿日元）



资料来源：财报，安信证券研究中心

图 31: 2014-2016 年公司营业利润（亿日元）



资料来源：财报，安信证券研究中心

4. 韩国游戏市场饱和，游戏出口是未来趋势

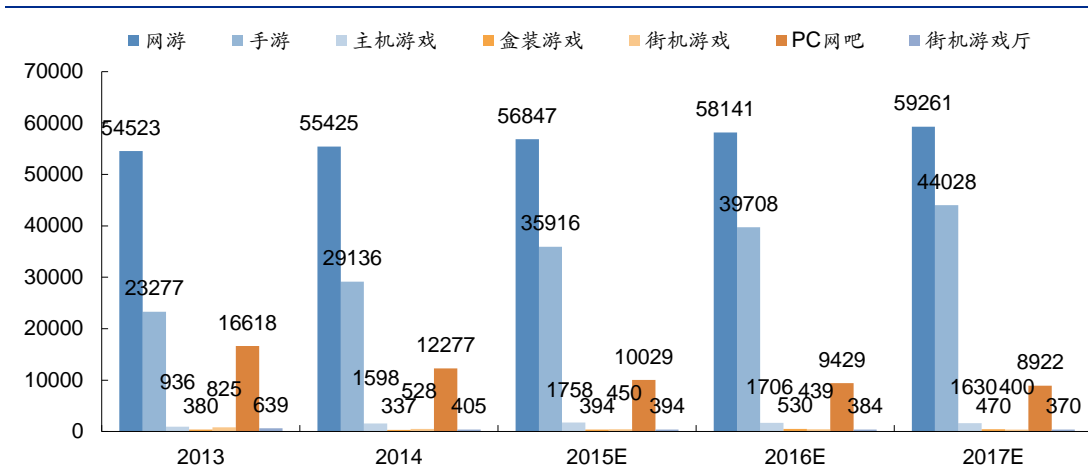
韩国是全球移动游戏第四大市场，根据 Newzoo 数据，2016 年移动游戏市场规模约 19 亿美元。韩国移动游戏龙头公司 Netmarble 国内移动游戏市场占有率约 20%，其移动游戏海外收入已经超过国内收入。其出海模式对国内移动游戏厂商出海具有一定的借鉴意义。

4.1. PC 网游市场饱和，移动游戏市场稳定增长

韩国游戏行业主要由 PC 网游、移动游戏两部分组成。2014 年，网游市场规模 55425 亿韩

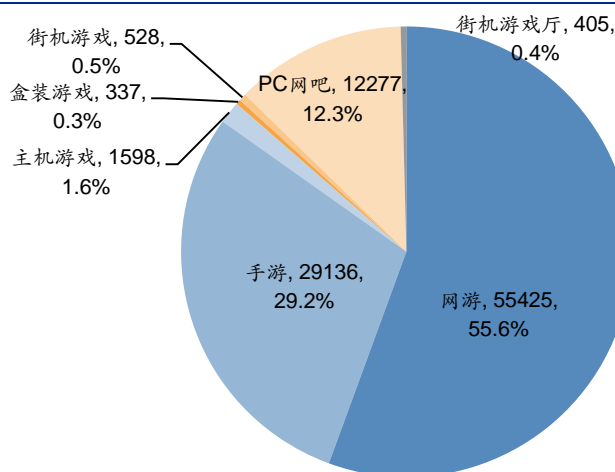
元，占比 55.6%；移动游戏市场规模 29136 亿韩元的规模，占比 29.2%。据《2015 韩国游戏产业白皮书》预测，韩国游戏市场的增长主要依赖移动游戏行业，其他游戏细分市场已经处于饱和状态。

图 32：韩国游戏市场规模（亿韩元）



资料来源：《2015 韩国游戏产业白皮书》，安信证券研究中心

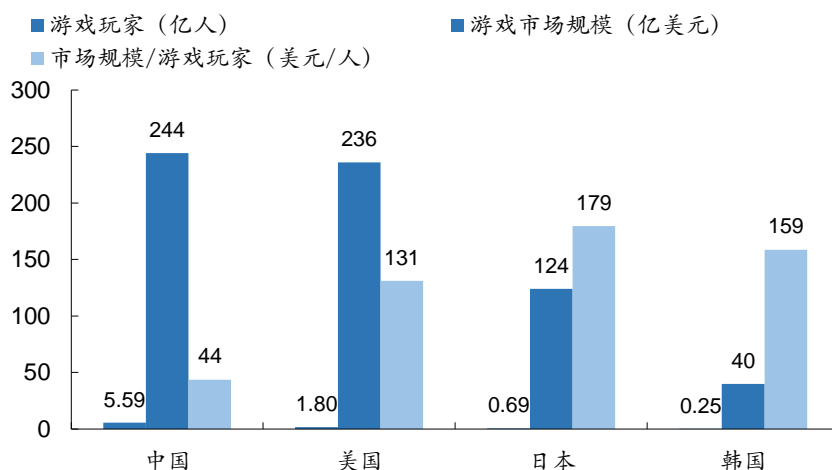
图 33：2014 年韩国游戏市场分类占比



资料来源：《2015 韩国游戏产业白皮书》，安信证券研究中心

本土游戏市场饱和致使韩国成为游戏出口型国家。对比中美日韩四大游戏市场规模，由于人口基数小，韩国游戏市场天花板明显；对比中美日韩四大游戏市场的单游戏用户价值，韩国单游戏用户价值约 159 美元，仅次于日本，提升空间较小。随着韩国移动游戏行业增速放缓，韩国本土游戏市场日渐饱和，海外游戏市场成为韩国开发商、发行商主要目标。

图 34：中美日韩四国单游戏用户价值对比

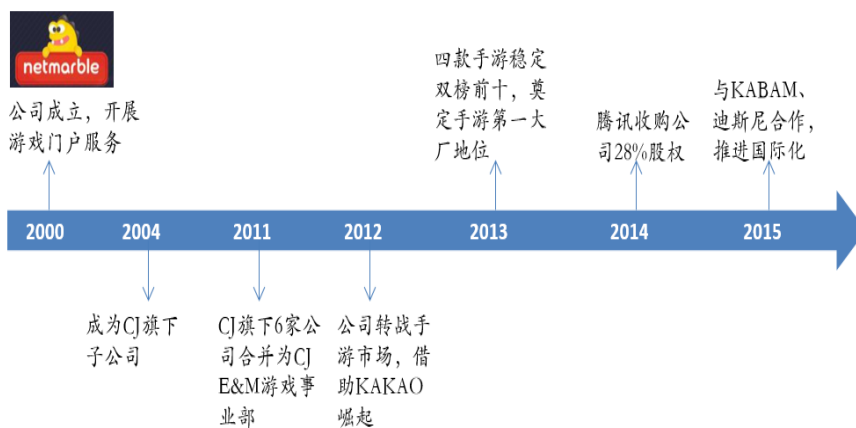


资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

4.2. 韩国移动游戏龙头 Netmarble 出海成绩显著

Netmarble 公司主营移动游戏研发运营，旗下移动游戏产品《天天富翁》、《七骑士》、《全民打怪兽》、《Raven》等在韩国连续成功，被称为韩国第一的移动游戏公司。公司早期通过接入韩国本土社交平台 Kakao Talk 获得迅速发展。目前公司通过独立发行和海外发行游戏产品，逐步降低对 Kakao 平台依赖。股东方面，腾讯通过投资基金持股 22.2%，成为 Netmarble 第三大股东。

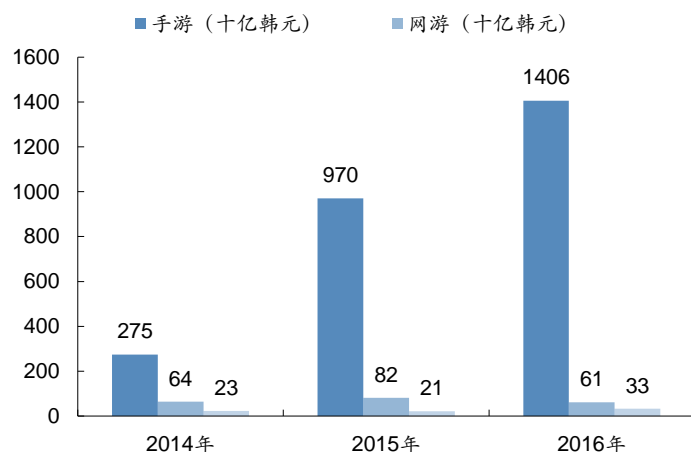
图 35：韩国 Netmarble 公司发展历程



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

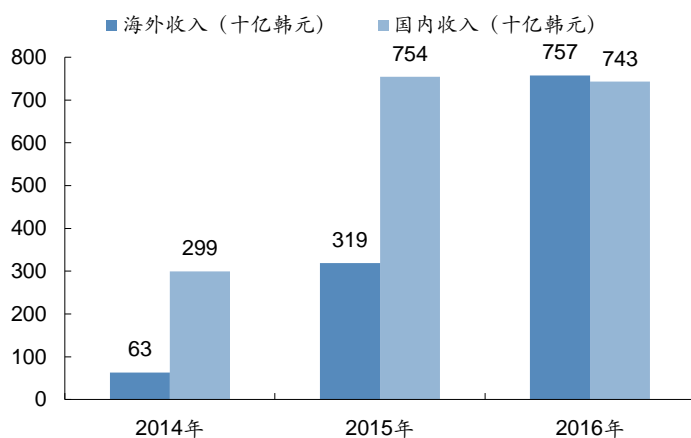
公司海外收入快速增长，目前已超过国内收入。据 Netmarble 发布的财报显示，2016 年企业全年营收 13.4 亿美元，同比增 40.3%，营业利润为 2.57 亿美元，同比增 31.1%。公司积极拓展海外游戏业务，2016 年海外营收占总收入 51%，首次超过国内营收。

图 36: Netmarble 收入构成



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

图 37: Netmarble 海外收入占比



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

根据公司 2016 年财报数据, 公司国内移动游戏收入占比韩国整个移动游戏市场约 20%, 是韩国国内移动游戏第一大厂。在韩国本土移动游戏市场, 公司旗下多款游戏产品稳定保持在韩国畅销榜前十。

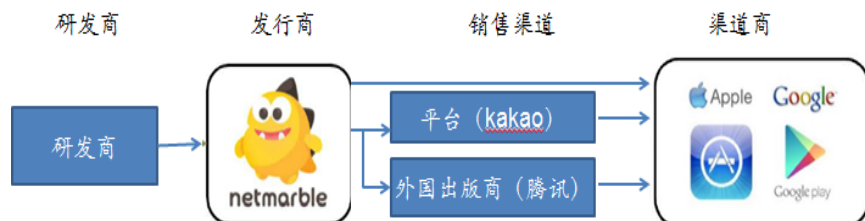
表 6: 韩国 APP STORE 畅销榜 TOP10

排名	2014 年	厂商	2015 年	厂商	2016 年	厂商
1	部落冲突	Supercell	七英雄 for Kakao	Netmarble	天堂 2: 革命	Netmarble
2	七英雄 for Kakao	Netmarble	全民大富翁 for Kakao	Netmarble	원피스 트레저 크루즈	BANDAI NAMCO Entertainment
3	全民大富翁 for Kakao	Netmarble	히트	NEXON	天堂红骑士	NCSOFT
4	女魔头 for Kakao	Netmarble	奇迹: 起源	Webzen	全民大富翁 for Kakao	Netmarble
5	模拟城市	Electronic Arts	拳皇 98 for Kakao	FingerFun	奇迹暖暖 for Kakao	Kakao
6	成为明星! For Kakao	GAMEVIL	部落冲突	Supercell	七英雄 for Kakao	Netmarble
7	英雄 for Kakao	Four Thirty Three	프렌즈팝 for Kakao	NHN PixelCube	FIFA ONLINE 3 M by EA SPORTS™	NEXON
8	魔灵召唤: 天空之役	Com2uS	成为明星! For Kakao	GAMEVIL	프렌즈팝콘 for Kakao	Kakao
9	도담전기: 영웅들의 각성	Gaea Mobile	이데아	Netmarble	剑与魔法 for Kakao	Longtu Game
10	애니팡 2 for Kakao	SundayToz	레이븐 with NAVER	Netmarble	天命之子 for Kakao	Next Floor

资料来源: APP Annie, 安信证券研究中心

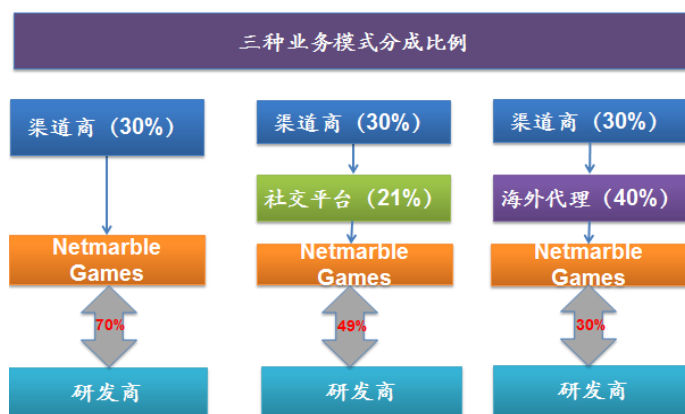
公司作为韩国最大的移动游戏发行商, 主要有三种发行方式。第一, 通过与社交平台 Kakao 合作发行。渠道商拿走 30% 的分成, Kakao 平台提成 21%。剩余部分由公司与研发商按协议分成。第二, 独立发行。渠道商拿走 30% 的分成, 剩余部分由公司与研发商按协议分成。第三, 出海发行, 授权海外发行商。渠道商拿走 30% 的分成, 海外发行商提成 40%。剩余部分由公司与研发商按协议分成。

图 38：韩国 Netmarble 公司在移动游戏产业链的角色



资料来源：招股书，安信证券研究中心

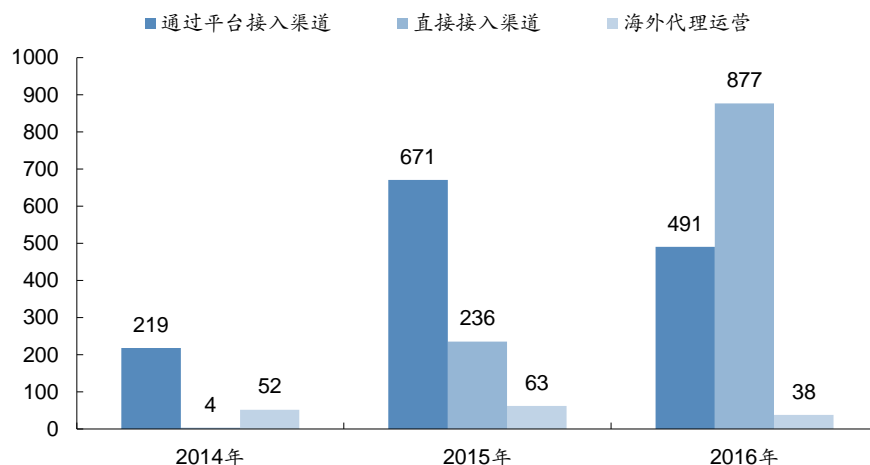
图 39：韩国 Netmarble 公司三种业务模式的分成比例



资料来源：招股书，安信证券研究中心

积极开拓独立发行，降低对 Kakao 平台依赖。公司早期与 Kakao 合作，旗下游戏产品借助 Kakao 平台推广，公司移动游戏业务快速增长。目前公司正降低 Kakao 平台依赖，独立从事游戏发行。根据公司 2016 年财报，公司通过直接接入渠道模式收入 8770 亿韩元，通过平台接入渠道实现收入 4910 亿韩元，可以看出公司主要收入来源于独立发行模式，对平台的依赖度大幅降低。

图 40：韩国 Netmarble 公司三种移动游戏业务模式的收入（十亿韩元）



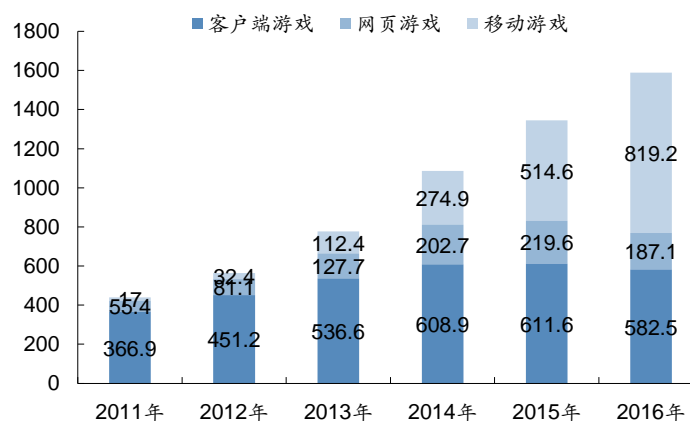
资料来源：招股书，安信证券研究中心

5. 中国游戏市场稳定增长，移动游戏市场高度集中

5.1. 移动游戏高速增长，挤占端游、页游市场份额

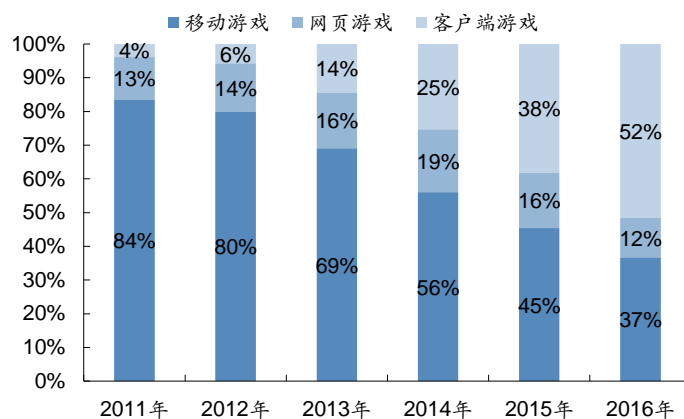
国内游戏市场主要由端游、页游、移动游戏三部分构成。随着移动游戏行业的快速增长，目前移动游戏已经超过端游，成为国内第一大游戏细分市场，占比约 52%。可以预计，移动游戏将进一步挤占端游、页游市场份额。

图 41：中国游戏市场规模（亿元）



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

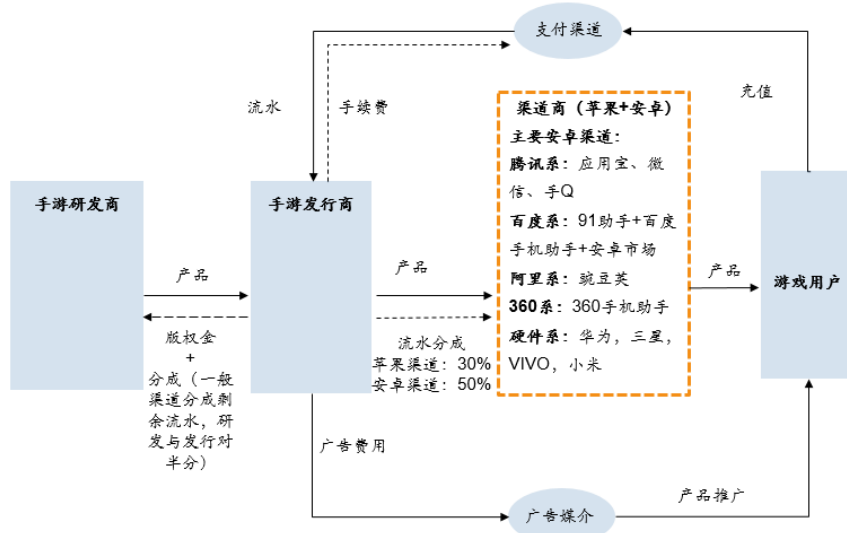
图 42：中国游戏市场构成



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

国内移动游戏产业链包括研发商、发行商、渠道商等环节，其中渠道商处于产业链强势地位。相比海外，国内安卓渠道数量众多，主要包括腾讯系、百度系、阿里系和硬核系。国内安卓渠道商游戏流水分成比例一般为 50%，App Store 分成比例为 30%。

图 43：国内移动游戏产业链



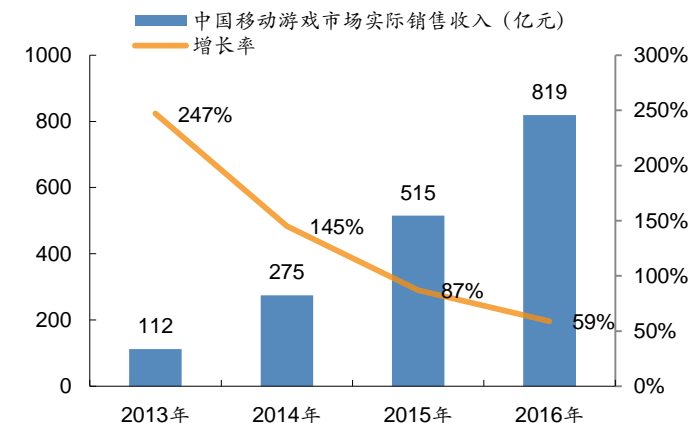
资料来源：安信证券研究中心

5.2. 移动游戏增速继续下滑，集中度有望继续提升

人口红利殆尽，国内移动游戏市场增速将继续下滑。2016 年移动游戏市场同比增长 59.2%，移动游戏用户数达到 5.28 亿，同比增长 15.9%，人口红利效果显著。随着移动游戏用户数量逐步接近国内游戏用户数量，移动游戏用户数量天花板明显，国内移动游戏市场增速将继续

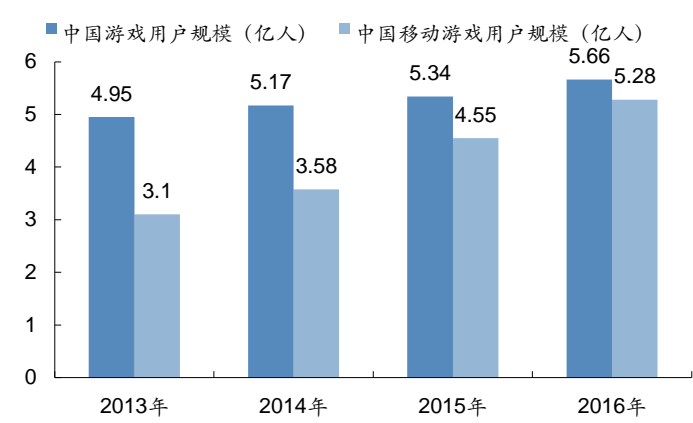
续下滑。

图 44：中国移动游戏市场规模



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

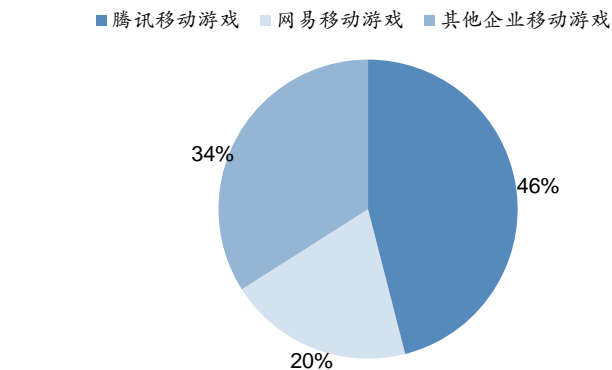
图 45：中国移动游戏用户 VS 游戏用户



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

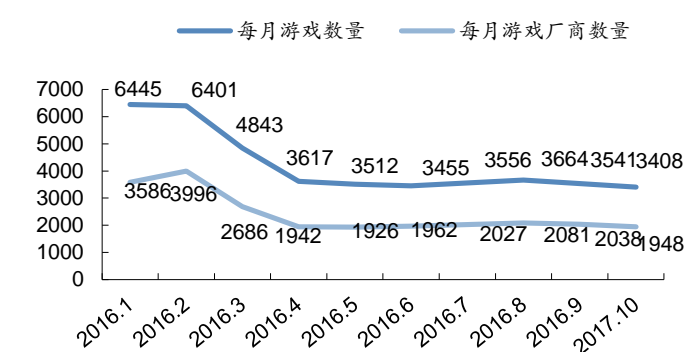
国内移动游戏市场进入存量竞争阶段。目前国内移动游戏市场高度集中，2016 年腾讯、网易合计占比移动游戏市场约 66%。随着两家爆款游戏的稳定运营以及游戏品牌的建立，2017 年市场集中度有望进一步提高。根据艾瑞数据，国内目前供给端的游戏厂商数量稳定，这对于国内游戏厂商而言，国内移动游戏市场竞争更加激烈，市场进入存量竞争阶段。

图 46：2016 年中国移动游戏市场集中度



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

图 47：2016.1-10 月每月游戏厂商/移动游戏数量

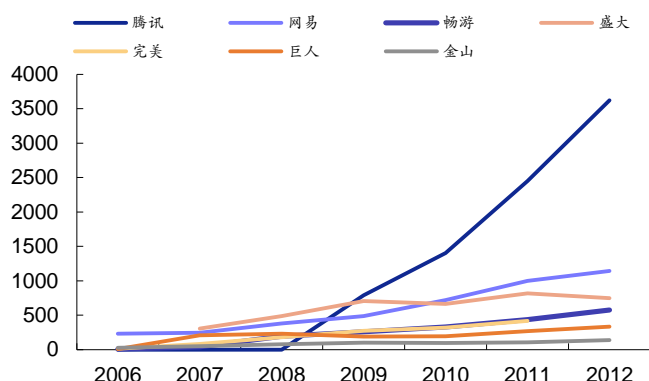


资料来源：艾瑞，安信证券研究中心

5.3. 腾讯借助渠道优势成为国内移动游戏第一大厂

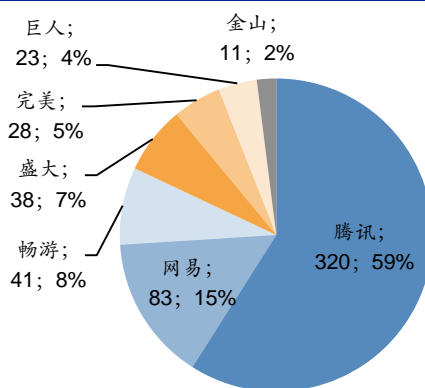
参照端游竞争格局，腾讯再次借助渠道优势快速成为国内端游第一大厂。2007 年之前，畅游、盛大、完美、巨人、金山等厂商凭借各自产品优势和发行优势分享行业发展红利。2008 年之后，腾讯利用渠道优势，并成功代理运营 DNF、CF 等优秀游戏，到 2013 年，整个端游厂商的格局是腾讯一家独秀，占领市场约 59% 份额，第二名网易占据 15% 份额。参照端游厂商格局，腾讯有望持续保持移动游戏市占率 50% 以上。目前国内二三线移动游戏厂商目前市占率都在 5% 以下，二三线移动游戏厂商仍有成长空间。

图 48：2006-2012 年端游厂商游戏收入（百万美元）



资料来源：财报，安信证券研究中心

图 49：2013 年国内端游厂商竞争格局（亿元）

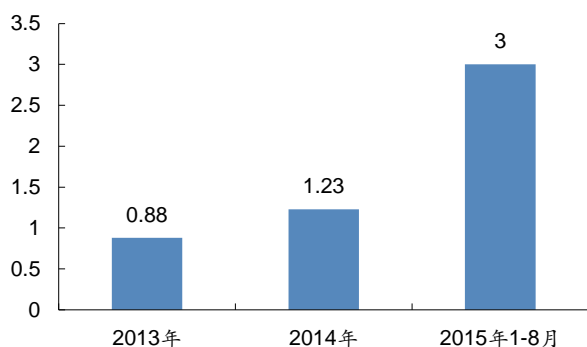


资料来源：财报，安信证券研究中心

5.4. 打造精品移动游戏，赢得存量市场竞争

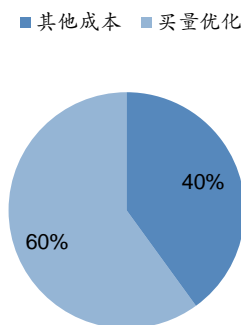
渠道的强势以及龙头发行商的高成本推广使得国内移动游戏进入门槛提高。根据游戏工委统计数据，游戏公司 60% 的市场预算用于买流量等营销活动，市场上一款 5000 万元/月流水的产品，市场营销预算约 3000 万元。

图 50：2013-2015.10 年国内游戏电视广告投放量（亿元）



资料来源：互联网，安信证券研究中心

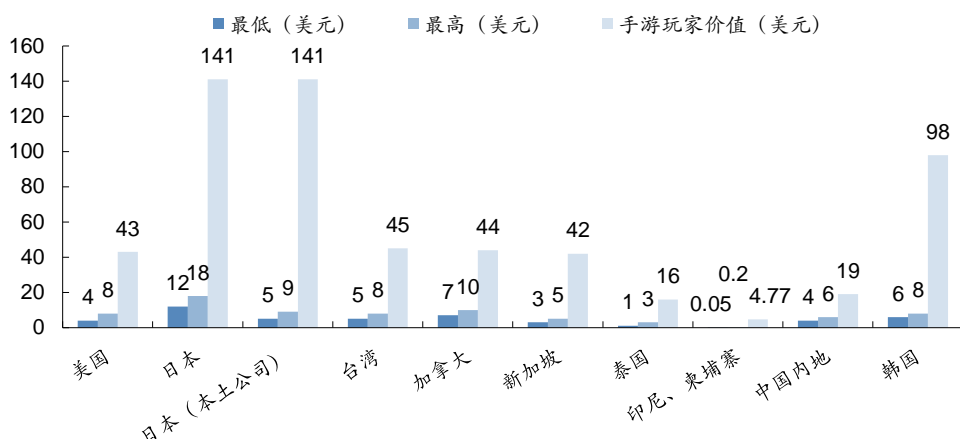
图 51：国内移动游戏市场营销预算构成



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

国内移动游戏用户价值与用户获取成本不匹配。对比全球主要地区单个移动游戏用户的获取成本与价值，虽然中国内地单个用户获取成本不高，但平均用户价值较低，用户价值与用户获取成本不匹配。我们认为，国内除了腾讯，网易两大巨头，二三线移动游戏厂商凭借其研运实力、资金优势，从而有望赢得存量市场竞争。

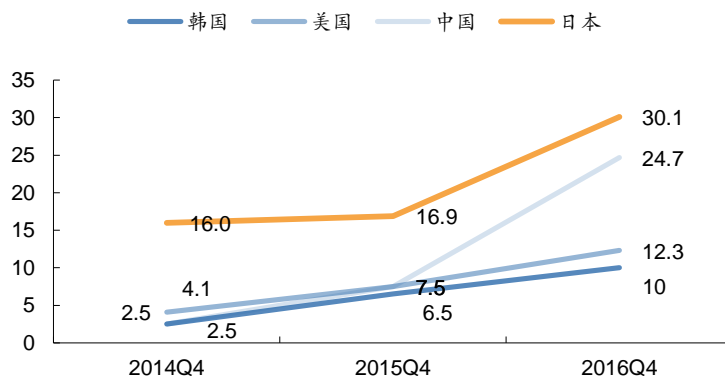
图 52：全球主要地区移动游戏市场用户成本及价值



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

打造精品移动游戏获取超额收益。目前国内用户对精品移动游戏已经养成了良好的付费习惯，优秀移动游戏产品 ARPU 高。根据 APP ANNIE 数据统计，相比美国、日本、韩国收入榜前 30 的移动游戏作品，国内收入排行前 30 的移动游戏作品的用户付费能力较强，因此打造精品移动游戏，冲入畅销榜前列，从而有望获得超额收益。

图 53：各国按收入排名前三十的移动游戏 ARPU (美元)



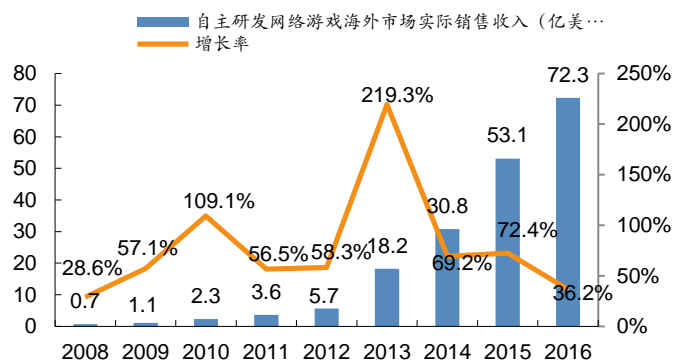
资料来源：APP ANNIE，安信证券研究中心

6. 顺应游戏全球化潮流，中国游戏厂商出海趋势显著

6.1. 中国移动游戏成为出海主力军

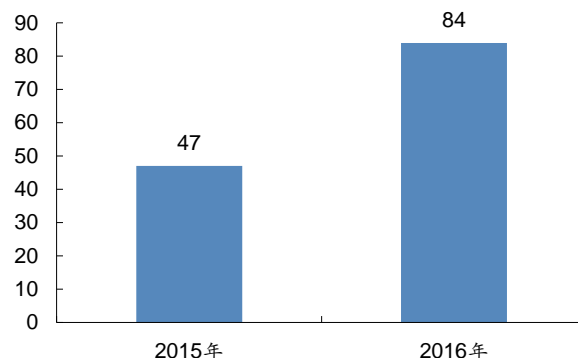
国内移动游戏市场集中度高，移动游戏出海寻找成长空间。2016 年，国内游戏厂商出海成绩斐然，实现销售收入 72.3 亿美元，增速达到 36.2%。与中国 2016 年 244 亿美元游戏市场相比，占比约 29.6%，已经成为一股不可忽视的力量。随着出海游戏数量持续增加，中国自研网络游戏海外收入将依旧能保持较高增速。

图 54：中国自研网络游戏海外市场实际销售收入



资料来源：2016 年中国游戏产业报告，安信证券研究中心

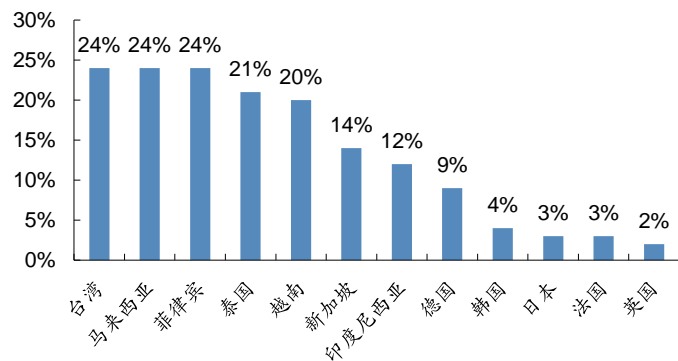
图 55：中国游戏出海数量



资料来源：2016 年中国游戏产业报告，安信证券研究中心

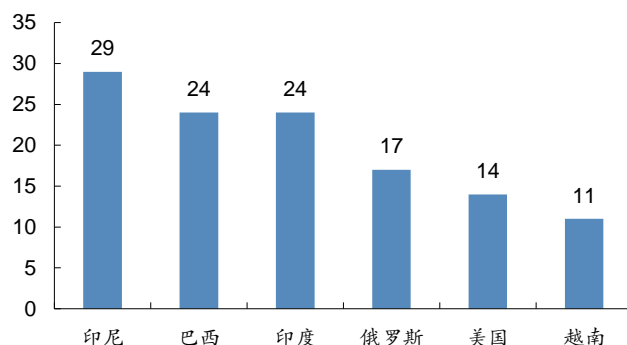
游戏出海版图不断扩大。在中国游戏产业海外出口的地区中，港澳台区域和东南亚地区起着中国游戏企业进军海外市场桥头堡的作用；东亚地区（日本、韩国）、美洲地区（包括南美、北美）、欧洲地区也作为重点出口区域；俄罗斯、中东等市场则进一步打开，成为了新的增长点。

图 56：2016 年中国公司在各国产生的移动游戏收入份额



资料来源：NEWZOO，安信证券研究中心

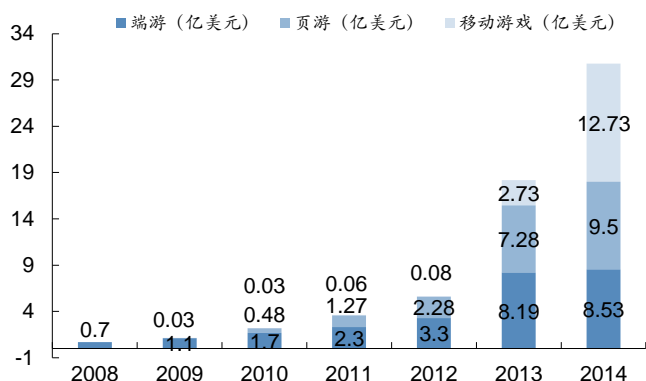
图 57：2016 年入围各国游戏榜 TOP200 的中国游戏数量



资料来源：猎豹移动，安信证券研究中心

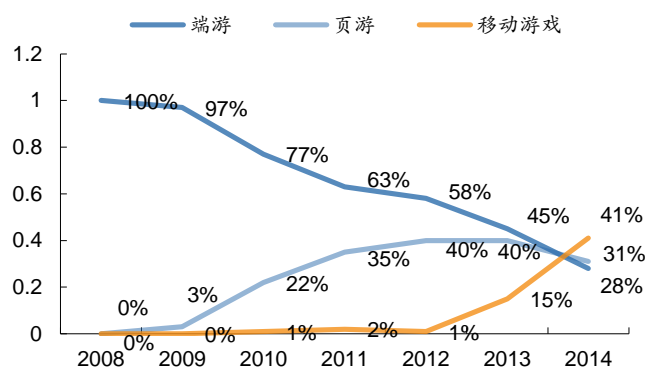
移动游戏成为中国游戏出海主力军。中国游戏出海主要经历三个阶段：1) 早期 2008 年之前，端游厂商出海；2) 2009-2012 年，端游和页游厂商出海；3) 2013 年到现在，端游、页游、移动游戏三驾马车并驾齐驱。随着国内游戏厂商抓住第三次游戏产业革命机遇，在移动游戏领域取得先发优势，国内产生了一批优质的出海移动游戏公司，未来移动游戏占比游戏出海收入将越来越大。

图 58：中国游戏公司历年海外收入



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

图 59：中国游戏公司历年海外收入比例



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

6.2. 中国游戏厂商的海外淘金史

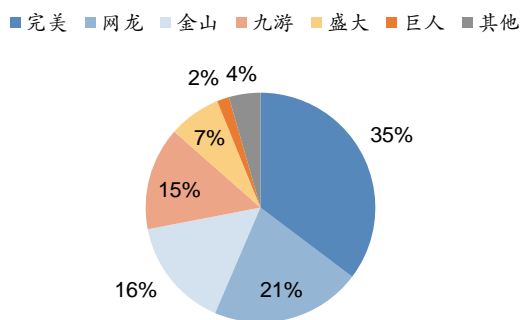
从出海游戏产品上看，中国游戏出海经历了三个阶段：早期 2008 年之前，端游出海；2009-2012 年，端游和页游出海；2013 年到现在，端游、页游、移动游戏三驾马车并驾齐驱。

6.2.1. 授权运营是端游出海主要模式

从 2004 年，国内端游厂商逐步将国产游戏作品出口到海外。到 2008 年，总计有 15 家中国网络游戏企业自主研发的 33 款国产原创网络游戏进入北美、欧洲、日本等 20 多个国家和地区的游戏市场。这个阶段，主要的出口厂商有完美、网龙、金山、九游、盛大、巨人等。

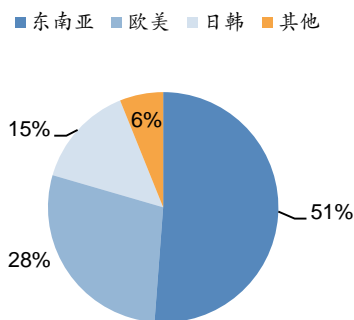
处于早期开拓海外市场阶段，端游厂商出海收益不大。以 2008 年为例，端游出口收入约 0.7 亿美元，其中收入前三名完美、网龙、金山分别为 0.25 亿美元，0.15 亿美元，0.11 亿美元。

图 60：2008 年网络游戏海外收入厂商份额



资料来源：文睿研究，安信证券研究中心

图 61：中国网络游戏出口的主要对象国份额



资料来源：文睿研究，安信证券研究中心

表 7：2004-2008 年主要出口网游名单

出口时间	所属公司	出口的游戏	出口国家或地区
2004	游戏蜗牛	《航海世纪》	韩国、欧洲（英国/法国/德国）、北美（加拿大/美国）、南非、泰国、马来西亚、新加坡、菲律宾、澳大利亚等 20 多个国家和地区
	网龙	《征服》	欧美
2005	网龙	《机战》	中国香港、泰国
	网龙	《魔域》	菲律宾

2006	久游	《超级舞者》	英国、德国、法国、意大利、比利时等 31 个国家和地区
	久游	《超级乐者》	英国、德国、法国、意大利、比利时等 31 个国家和地区
	完美时空	《完美世界国际版》	日本、韩国、马来西亚、泰国、巴西等 17 个国家和地区
	游戏蜗牛	《机甲世纪》	日本、北美等国家和地区
	游戏蜗牛	《街舞区》	台湾、新马泰、菲律宾、泰国、越南、日本、北美、巴西等国家和地区
2007	盛大	《梦幻国度》	中国香港、中国澳门
	盛大	《传奇世界》	越南
	盛大	《疯狂赛车》	中国香港、中国澳门、越南
2008 年	完美时空	《武林外传》	日本、韩国、马来西亚、泰国、巴西等 17 个国家和地区
	完美时空	《诛仙》	台湾和日本
	完美时空	《赤壁》	越南、泰国、马来西亚和新加坡
	金山	《剑侠情缘》	越南
	金山	《封神榜》	越南
	金山	《剑侠情缘二》	越南

资料来源：文睿研究，安信证券研究中心

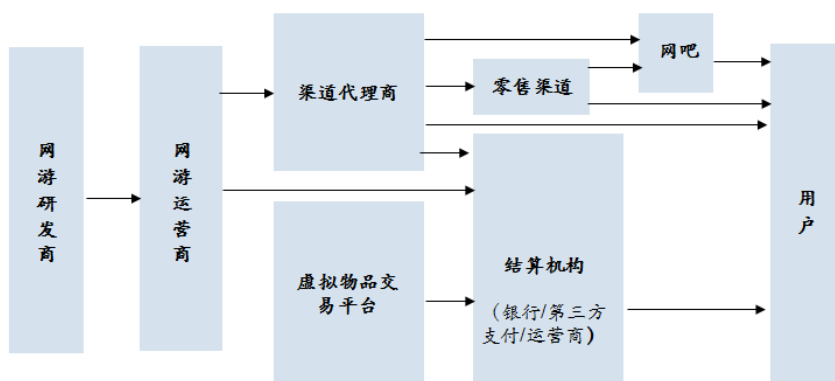
在端游出海产业链中，游戏开发商是国内企业，而其他环节往往都是国外企业。国内的游戏企业出海主要采取以下三种运营模式：授权运营、联合运营、自主运营。

授权运营：公司与国外的游戏运营商签署代理合作协议，游戏出口方提供开发好的游戏产品，并参与后期的技术层面运营维护和版本升级。其收益可以包括一次性版权购买，以及后期运营的提成。这种模式对游戏出口企业而言，收入稳定，且不需要海外营销和运营成本；缺点是利润分成较少，一般为 30%，同时国内的游戏企业不能直接了解客户需求，不利于直接针对客户需求对游戏作调整。

联合运营：除了版权交易，游戏出口方参与游戏运营工作，收入根据运营情况分成；这类模式的优点是直接了解到国外客户的需求，国外市场的发展情况；充分利用海外合作伙伴在当地的资源；缺点是收益不稳定，受当地市场影响较大。

自主运营：在海外设立子公司独立运营，适用于国内大型厂商，收入来源于游戏运营全部收益。优点是完全掌握海外市场的各种数据，及时了解客户需要，并且独享海外收益；缺点是适用于海外运营商竞争程度较高的地区；对资金有要求；风险相对较高。

图 62：端游厂商出海产业链

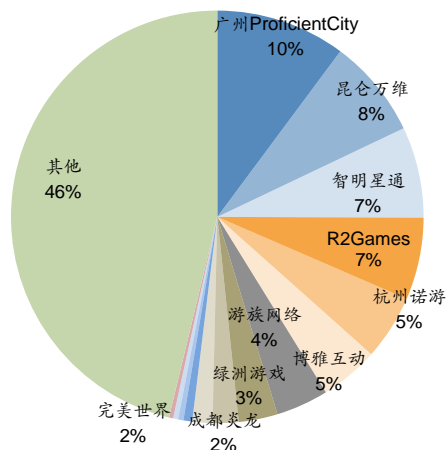


资料来源：安信证券研究中心

6.2.2. 发行商助力，自主运营成为页游出海主要模式

相比端游出海阶段，国内游戏厂商积累一定程度的海外经验，页游出海有 3 个新的特征：第一，出海游戏厂商数量增加；第二，除了研发商，国内发行商逐步出海掘金；例如，广州 Proficient City、R2Games、绿洲游戏等都是专注代理国内游戏做海外发行；第三，对比端游厂商，页游厂商海外淘金收益显著。例如，2014 年，页游海外收入 9.5 亿美元，收入排名前三的页游厂商广州 Proficient City、昆仑万维、智明星通当年收入分别为 0.97 亿美元，0.74 亿美元，0.68 亿美元。

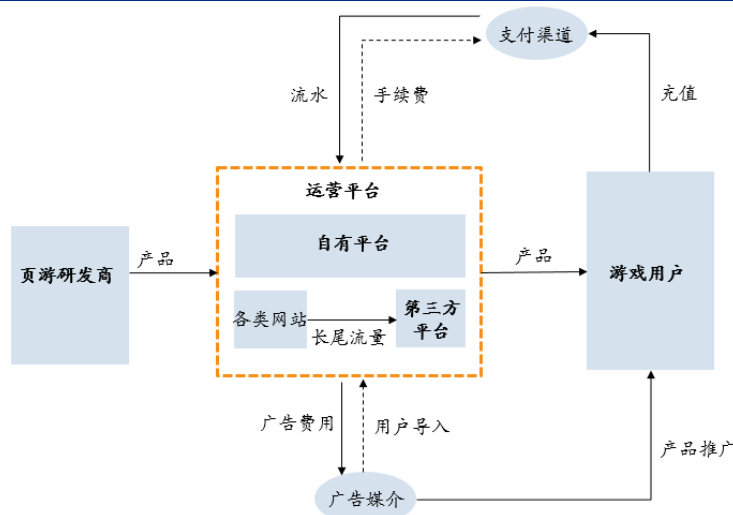
图 63：2014 年页游海外收入厂商份额



资料来源：游戏工委，安信证券研究中心

相比端游出海产业链，页游产业链运营商与渠道商重合。页游厂商海外运营模式类似端游厂商，主要有 3 种类型：授权运营、联合运营、自主运营。但在页游出海时代，产业链环节中的国内发行商也逐步出海，并协助国内页游研发商出海。这是国内游戏厂商出海新突破。

图 64：页游厂商出海产业链



资料来源：安信证券研究中心

以游族网络为例，早期旗下游戏《三十六计》、《大将军》、《大侠传》通过授权给专注海外发行的国内发行商；《黄金十年》、《女神联盟》通过授权给当地的发行商；后期，游族网络在北美地区直聘本地团队，并与几家北美联运《女神联盟》。

表 8：游族网络页游出口运营模式

年份	游戏名称	授权公司	发行地区
2010	《三十六计》	云起游戏代理有限公司	香港、澳门、台湾、新加坡、马来西亚、菲律宾
2011	《黄金十年》	台湾京群超媒体	香港、澳门、台湾
2011	《十年一剑》	台湾京群超媒体	香港、澳门、台湾
		韩国 CJ E&M Netmarble	韩国
		越南 Sgame	越南
2012	《大侠传》	优势领航科技	香港、澳门、台湾
2013	《大将军》	奇米娱乐	香港、澳门、台湾
2013	《女神联盟》	台湾艾青娱乐	香港、澳门、台湾、新加坡、马来西亚
2014	《女神联盟》	游族直聘本地团队	北美

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6.2.3. 全产业链渗透，自主运营是移动游戏出海主要模式

2013 年到 2017 年，全球移动游戏市场处于一个从快速发展到逐步成熟的阶段。全球移动游戏行业出现了跨越式发展。相比于前两个阶段，中国的移动游戏厂商准备充分，在天时地利人和的条件下，把握住这次机会，海外淘金收获满满。

表 9：2016 年中国出海全球收入 10 大公司（App Annie）

排名	公司名称	代表作	主要成就
1	Elex(智明星通)	《列王的纷争》	主要目标市场在欧美地区，2016 年营业收入 47.4 亿元，净利润为 5.93 亿元。
2	IGG	《王国纪元》 《城堡争霸》	2015 年在香港上市，2016 年营业收入达到 3.2 亿美元，净利润 0.73 亿美元。
3	乐元素	《偶像梦幻祭》	《偶像梦幻祭》上架即冲入日服 App Store 畅销榜前 20，并获得 Google Play 的官方推荐。216 年 10 月进入日服 App Store 畅销榜第一名。
4	龙创悦动	《丧尸之战》	《丧尸之战》单日流水超过 20 万美元，在海外取得了 4000 万以上月流水。
5	昆仑万维	《女神圣域》	2016 年营业收入 24.2 亿元，归母净利润 5.4 亿元。
6	Efun（易幻）	《六龙御天》	占领港澳台超过 30% 游戏市场，并在港台、韩国、东南亚等优势地区拥有超过一亿游戏用户，超过 30 款游戏在各大应用商店长期霸榜。
7	龙腾中东	《苏丹的复仇》	旗下产品《苏丹的复仇》上线后表现不俗，发行初期几乎位列主要阿拉伯地区各国的收入榜 TOP10，月流水达 2000 万人民币。
8	Tap4Fun	《战地风暴》	2014 年游戏收入达到 5 亿，净利润超过 6000 万元。2015 年《入侵》发行，占海外畅销榜 TOP50 的前列。
9	Funplus	《阿瓦隆之王》	主要目标在欧洲、北美和中东地区，Funplus 是 Facebook 上排名前 5 的游戏开发商，《庄园物语》日活跃超过 400 万。
10	掌趣科技	《全民奇迹》	2016 年营业收入 18.7 亿，归母净利润为 5.2 亿。

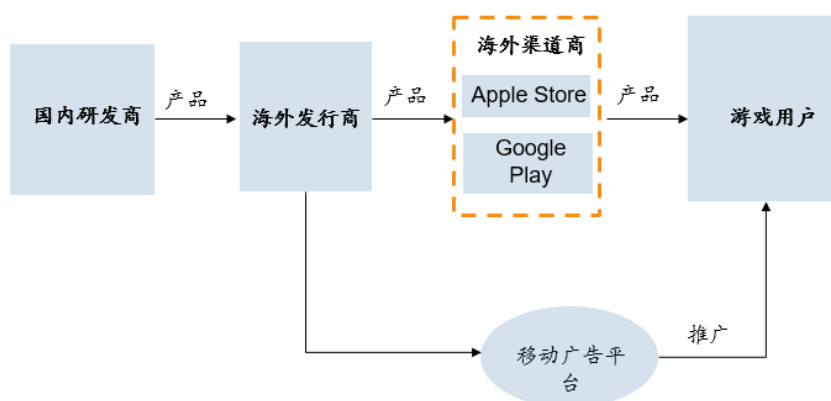
资料来源：APP ANNIE，安信证券研究中心

对比国内移动游戏产业链，海外渠道商集中，主要是 iOS 系统的 App Store 和安卓系统的 Google Play，降低了出海门槛。

对比端游和页游出海阶段，国内厂商对出海产业链进一步渗透，移动营销平台作为新的出海角色参与到出海潮流中，负责为出海发行商提供游戏推广营销服务。

以新三板的汇量科技为例，公司覆盖全球 240 多个国家和地区，是亚洲最大的移动全媒体营销平台。公司是《列王的纷争》主要海外推广合作伙伴，曾经高峰时每天给该款游戏带来 3 万个非激励下载，在海外主流市场每天能带来 15 万激励性下载。

图 65：移动游戏出海产业链



资料来源：安信证券研究中心

表 10：国内主要出海流量平台

公司名称	成立时间	覆盖区域	简介	主要成就	案例
汇量科技	2013	240 多个国家和地区	亚洲最大的移动全媒体营销平台	2016 年 AppsFlyer 发布的全球安卓影响力榜单中排名全球第三, 蝉联亚洲第一	《列王的纷争》主要海外推广合作伙伴, 高峰时每天带来 3 万个非激励下载, 在几个海外主流市场每天能带来 15 万激励性下载
猎豹移动	2010	70 多个国家 1000 多家媒体	基于猎豹移动工具应用的海量用户, 实现精准营销	拥有 13.4 亿用户下载量, 全球月活跃用户超过 4.4 亿	借助大数据能力为《钢琴块 2》精确定位用户需求, 使其成为 2016 年上半年全球范围内下载量最大的中国游戏
易点天下	2011	200 多个国家和地区	移动效果营销服务商, 服务范围包括移动游戏、app、跨境电商	2016 年蝉联 Google AdWords 最佳移动广告合作伙伴	和发行商 Efun 合作, 在印度、东南亚等市场推广《Avenger veil》, 最高一日带来 2000 用户, 高峰时日均激活量超过 1500
艾维芭动	2009	覆盖全球 85% 以上的网民	是一家集 PC 和移动互联网广告全球投放, 全球专业移动游戏运营及发行的平台	曾仅用一天时间为客户带来 100 多万的全球用户	在全球范围内对《Battery Saver》进行推广, 2 周内带来了 8700 万曝光量和 22 万下载量
U 盟	2007	150 多个国家和地区	国际移动流量合作平台, 业务范围涉及海外应用和移动游戏推广、流量变现、免费流量交换等服务	将 UC 浏览器从零推到印度、印尼市场占有率第一, 世界第二浏览器	推广 AliExpress, 日发行量超过 50 万

资料来源：互联网，安信证券研究中心

目前移动游戏出海过程中，自主运营主要是两种运营模式：“研运一体”模式、“授权代理”模式。“研运一体”模式侧重自研，以产品为驱动，借助海外发行体系构建，开拓市场；公司借助“研运一体”的模式，提升对产品的把控，有助于后续产品研发及海外本地化能力的提升，进而保证海外收入的持续增长。“授权代理模式”将国内精品游戏引入到海外市场，累积海外运营经验，推动海外收入的增加。以易幻网络为例，公司借助精品代理打通海外市场，最大化的利用自身海外资源，并保证公司能够拥有丰富的产品资源。

7. 相关标的

7.1. 富控互动 (600634)

公司剥离传统业务，坚决转型文化娱乐产业。公司传统主营为预制混凝土桩业务，2016 年公司成功实施重大资产重组，剥离传统业务，收购宏投网络 51% 股权，宏投网络全资子公司为英国网络游戏公司 Jagex，目前公司主营已变更为游戏的研发和运营。

收购 Jagex，踏出进军海外游戏市场第一步。Jagex 是英国最大的游戏开发商和发行商。公司端游研运实力雄厚，旗下端游产品《RunScape》运营时间超过 15 年，在全球拥有超过 2.4 亿注册用户，累积创造收入超过 7 亿美元。目前公司共运营 8 款端游及 1 款移动游戏，并逐步将旗下端游 IP 作品改编为移动游戏作品，值得期待。目前 Jagex 盈利稳定，公司承诺 2016-2018 年实现归母净利润 2.92 亿元、2.97 亿元、3.23 亿元。

打造国内游戏运营团队，实现游戏业务海内外联动。首先公司强化高管团队文娱背景，公司新任董事潘瑾瑜女士、新任董秘苏行嘉均具备游戏投资背景，为公司游戏业务发展打下人才基础。同时公司正着手组建国内游戏开发运营团队，实现国内游戏市场布局。最后，公司继续积极推动游戏行业整合工作。公司与南通锦通合资设立 43 亿私募基金（公司出资 12.9 亿元），共同寻找国内外具有投资价值的标的，主要在文化娱乐产业中侧重于游戏领域开展合作。因此，公司在人才和资金完善的基础上，随着国内游戏团队组建完成，未来将实现游戏市场海内外联动。

7.2. 宝通科技 (300031)

收购游戏出海发行商易幻网络，抓住游戏出海大趋势。公司传统主营是高强力橡胶输送生产及工业散货物料输送系统总包服务，公司分两次收购易幻网络，目前合计控股其 90% 股权。控股子公司易幻网络是国内领先的移动游戏的全球发行和运营商，专注国内移动游戏的海外发行和运营。2016 年，易幻网络实现营业收入 12.0 亿元，同比增长 48.3%；实现净利润 1.74 亿元，同比增长 146%。目前国内移动游戏市场竞争激烈，市场集中度较高，游戏出海成为国内厂商发展趋势。在此趋势下，易幻网络凭借全球化发行能力以及品牌效应，将受益游戏出海红利。

构建品牌壁垒，积极开拓新兴市场。易幻网络海外发行成绩出色，已建立强大的品牌壁垒。在全球化发行方面，公司扎根港澳台、东南亚、韩国等优势市场，并逐步覆盖了俄罗斯、德国、英国等新兴市场。截止 2016 年底，公司在全球 20 个国家上线运行 124 款游戏产品。

战略合作国内 CP 巨头，代理精品移动游戏海外发行。目前易幻网络已与腾讯、完美、网易、祖龙、畅游等 CP 巨头达成战略合作，为其海外发行国内精品移动游戏。未来公司代理移动游戏品质将有较大提升。丰富的精品资源将进一步强化公司海外发行实力，并保证公司业绩确定性增长。

7.3. 昆仑万维 (300418)

游戏研运一体，海内外联动发行。公司作为页游产品出口的龙头公司，2012 年开始转型移动游戏，2015 年公司游戏海外收入占比游戏业务 76%。目前游戏发行业务战略升级为移动端精品 IP 游戏研运一体模式。2016 年公司游戏业务主要工作：1) 发行自主研发游戏：《艾尔之光》简体、国际、俄语版本，《神魔圣域》简体、国际、韩文、繁体版本，《无双剑姬》各海外版本等；2) 发行代理游戏：《皇室战争》简体版本，《全民奇迹》英文、印尼版本，《太极熊猫 2》繁体、东南亚版本等；

布局国际化新媒体和数字娱乐平台，获取全球互联网流量入口。浏览器 Opera，移动分发平台 1mobile，社交平台 Grindr 三大平台覆盖全球海量用户，与公司海外游戏发行协同效应显著。

7.4. 中文传媒 (600373)

传统出版发行主业发展稳健，游戏业务发展良好。公司出版发行板块销售收入稳中有升，是公司收入和利润重要支撑；公司目前账上现金超过 65 亿，强大的现金流优势为公司后续投资提供了有力支撑。另外，公司旗下子公司智明星通是全球研运一体的移动游戏发行商。2014 年 7 月，智明星通推出面向全球发行的移动游戏作品《列王的纷争》。截止 2016 年底，目前游戏月流水仍超过 3.5 亿元，月活跃用户超过 1250 万。

全球游戏研运能力突出，后续爆款值得期待。智明星通全球运营游戏能力突出，并获得动视暴雪认可。目前公司已经与动视暴雪签订协议联合开发发行《使命召唤》IP 为背景的移动游戏。公司以精品移动游戏为导向，目前旗下优秀游戏产品丰富，除了 3.5 亿月流水《COK：列王的纷争》，《MR：魔法英雄》、《COQ：女王的纷争》和《AOK：帝国时代》等移动游戏表现不俗；未来随着重磅 IP《TOTAL WAR》、《使命召唤》的移动游戏产品全面推出，公司后续爆款值得期待。

7.5. 游族网络 (002174)

公司愿景成为全球领先的轻娱乐供应商，在游戏品类拓展、顶级 IP 开发、全球发行三个方面持续布局深耕。2016 年公司实现营业收入 25.3 亿元，同比增长 64.9%；实现归母净利润 5.89 亿元，同比增长 14.0%。

投资心动网络，前瞻布局休闲游戏。2017 年 2 月，公司 1 亿元认购心动网络新增股票 725 万股，深化游戏全产业链布局，实现泛娱乐互动协同效应。TapTap 是心动网络旗下产品，是国内领先的独立游戏发行渠道。另外，公司从 2016 年开始前瞻布局休闲游戏，拓宽游戏

品类。2016 年代理休闲游戏《爱心推手 2》。同年公司成立星火工作室，专门负责研发和发行休闲类游戏，研发游戏视频广告技术，实现在休闲品类的深耕。

坚定执行全球化战略，打造全球互动娱乐供应商。目前公司全球发行版图覆盖 150 多个国家和地区，实现一站式发行全球服务，未来计划开拓印度、日本等地游戏业务。在全球化发行成果商，公司旗下出海移动游戏《狂暴之翼》曾获苹果、谷歌双端全球推荐，登顶二十余国畅销榜。《女神联盟》系列则获得过 Facebook 年度最佳页游、年度新游等重量级奖项。

7.6. 完美世界 (002624)

公司是传统端游大厂，在泛娱乐战略下，公司主营业务为游戏、影视、综艺等。2016 年公司端游、手游、主机游戏及游戏相关其他业务分别实现营收 20.89 亿、21.55 亿、4.09 亿、0.24 亿。公司端游产品种类丰富，公司已发行 22 款端游，其中爆款游戏有《诛仙》、《完美世界国际版》、《DOTA2》。2017 年公司即将上线端游产品包括精品端游《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》、《Crossout（创世战车）》等，产品多元化以及精品叠出助力公司不断提升端游市场份额，享受端游行业结构优化红利。

7.7. 冰川网络 (300533)

公司成立于 2008 年，是一家具有竞争力的研运一体的端游厂商。在游戏领域，公司主要业务是端游研发和运营，并逐步布局移动端游戏。2016 年，公司游戏收入 3.81 亿元，全部来自端游。公司已运营的端游产品有 3 款：《远征 OL》、《龙武》、《不败传说》。同时公司正在研发的游戏包括 4 款端游、2 款移动游戏和 1 款页游产品，预计新产品上线将给公司业绩带来较高弹性。

7.8. 世纪游轮 (002558)

公司是传统端游大厂，游戏战略定位为国际化、精品化、手游化。2016 年，公司端游业务收入 13.00 亿元，手游业务 9.56 亿元。公司旗下端游产品约 10 款端游，其中爆款游戏有《征途》、《征途 2》、《仙侠世界》、《巨人》等。

7.9. 电魂网络 (603258)

公司是一家研运一体的网络游戏厂商，正从端游向手游逐步转型。2016 年，公司端游收入 4.48 亿元，手游收入 0.44 亿元。目前旗下端游产品有端《梦三国》、《梦塔防》等。

7.10. 吉比特 (603444)

公司是一家网络游戏研发和运营商，开发出了多款优秀端游、页游和手游产品。2016 年，公司游戏业务实现收入 13.05 亿元。目前公司旗下主要端游产品有《问道》、《问道外传》、《斗仙》、《逍遥 OL》、《Clash of Gods》、《Prelude to Chaos》等。

8. 风险提示

国内付费用户比例、ARPPU 提升不及预期，“端转手”产品研发不及预期，游戏产品本地化不及预期等风险。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034