

游戏行业深度研究系列：H5 游戏行业(1)

“后用户红利时代”打造增量市场，超级 IP 的获取与运营成胜负关键手 增持（首次）

2017 年 2 月 7 日

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0600516070001

zhanglw@dwzq.com.cn

投资要点

■ **细分行业趋势明朗，迈入“后用户红利时代”**：16 年端游和页游收入同比分别下降 4.8% 和 14.8%，移动游戏收入取得较高增速，同比增长 59.2%，达到 819.2 亿，一跃成为最大细分行业，但是同样面临着产能过剩的问题。随着用户导入成本的上升，以及 IP 作用效应凸显，龙头的竞争优势得到放大，未来行业集中度将进一步提高，过去人口红利带来的整体增长已经结束，游戏行业迈入“后用户红利时代”，未来看两条主线：1. 存量博弈下，“剩者为王”；2. 寻找新的增量市场，挖掘用户需求。

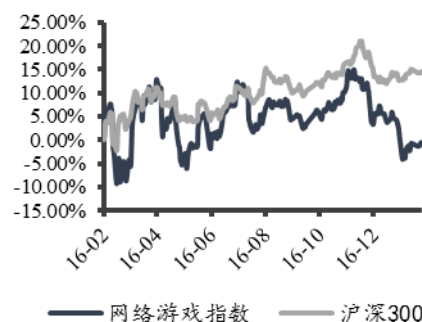
■ **盈利模式逐渐清晰，IP 化和重度化成行业主旋律**：16 年白鹭科技发布第四代引擎，行业技术升级带动整体用户体验上升，带领行业走向更高平台；H5 游戏领军企业蝴蝶互动打造《传奇世界 H5》最高月流水超 4000 万元，为行业发展指明方向。技术革新和盈利模式的清晰化推动行业进入发展新阶段，过去占比最大的益智休闲 H5 游戏将逐渐让位给中重度 H5 游戏，IP 化和重度化成为 H5 游戏发展的主旋律。

■ **手游市场外打造新蓝海，H5 游戏有望成第四大细分行业**：H5 游戏以“快消”产品扮演手机页游的角色，满足移动端用户缺失的“快、爽”需求，同时通过双屏联动，无缝衔接的特点创造了新需求，实现新蓝海的打造。根据白鹭时代统计，60% H5 游戏用户为新的增量用户。根据我们测算，H5 游戏行业 17 年的市场规模在 30-40 亿元，随着用户认知度提高和消费升级完成，H5 游戏活跃用户的比例和 ARPU 将继续增长，未来潜在市场空间在 300 亿元以上，有望成为游戏行业除端游、页游、移动游戏外的第四大细分行业。

■ **产业链上首推强 CP，超级 IP 的获取与运营成胜负关键手**：移动端游戏进入产品为王时代，对于渠道多元化的 H5 游戏而言，渠道作用被进一步弱化，游戏研发商将重掌主动，成为产业链上的主导者，目前研发发行与渠道分成为 55 分成，其中研发的分成比例为 3 成，相比页游研发商，H5 游戏的 CP 更具话语权。同时，H5 游戏的“快消”、用户曝光时间短等特点决定其对 IP 的要求更高，超级 IP 储备以及强大 IP 运营实力将成为打造爆款产品的关键。

■ **打造泛娱乐新版图，坚定看好页游、手游巨头切入新蓝海**：页游、手游巨头纷纷进行泛娱乐布局，16 年影游联动实现移动游戏收入 89.2 亿元，占移动游戏收入的 10.9%，在泛娱乐化背景下将继续提升。H5 游戏具有开发周期短、开发成本低、传播渠道多的特点，将成为泛娱乐版图中的重要一环，实现 IP 价值的多重变现。页游、手游巨头具有丰富 IP 储备，研运实力强大，泛娱乐布局实现 IP 价值最大化，坚定看好页游、手游巨头切入 H5 游戏蓝海市场。

行业走势



相关研究

■ 投资建议：

建议关注：蝴蝶互动、白鹭科技、中手游、恺英网络、富春通信、游久游戏、掌趣科技。

重点推荐：1.游族网络：强产品矩阵夯实业绩，定位轻娱乐实现 IP 价值多次变现；2.三七互娱：内生高增长确定，泛娱乐布局打开成长空间。

■ 风险提示：产品市场反响不及预期；行业竞争加剧。

游戏行业深度研究系列：H5 游戏行业(1)

思路小结

为什么当前时点研究 H5 游戏？

三大标志性事件（按时间顺序排列）：

- 1.2016 年出现首款月流水超千万的作品：《传奇世界 H5》；
- 2.2016 年 12 月 HTML5 移动生态大会上白鹭时代发布 4.0 引擎，各项性能参数大幅上升；
- 3.2016 年 12 月 H5 游戏《莽荒纪之无尽疆域》首发数据创 H5 游戏新高，次日留存率突破 40%，付费率达 9%，ARPPU 达 137；17 年 1 月 4 日全渠道上线首日破百万流水。

研究 H5 游戏为了解决什么问题？

主要是为了回答以下几个问题：

- | | |
|----------------------|---|
| 1. H5 游戏行业潜在市场空间有多大？ | 300 亿以上 |
| 2. 这部分市场/用户来自于哪？ | 追求“快、爽”，已有手游未能满足的用户；
重度游戏用户，整段时间用 PC 玩，碎片时间用手机玩，
H5 的跨屏效应创造新需求。 |
| 3. 爆款游戏需要什么特质？ | 具有持续性的超级 IP 以及强大的 IP 运营实力；
泛娱乐化布局，H5 将作为多重变现中的重要一环。 |
| 4. 下一款爆款游戏最有可能出自何处？ | 具有超级 IP 储备，IP 研运实力已被证实，
提前布局 H5 游戏的公司 |
| 5. 未来市场的竞争格局如何？ | 空间容量大，但强者恒强 |
| 6. 17 年的行业增速有多快？ | 30-40 亿，4-5 倍 |
| 7. 在后用户红利时代，是否具有新增量？ | 60% H5 用户为新用户，新蓝海来自新需求 |
| 8. A 股上存在哪些机会？ | 满足上述特质，并且已经提前布局的公司 |

目录

1. 游戏行业：细分行业趋势明朗，迈入“后用户红利时代”	7
1.1. 细分行业发展趋势渐明朗，移动游戏市场规模跃居第一	7
1.2. 资源继续向龙头集中，游戏行业迈入“后用户红利时代”	8
2. “后用户红利时代”寻找新增量，H5 游戏有望成第四大细分市场	11
2.1. HTML5 概述	11
2.2. 产业生态逐步完善，技术升级刷新行业平台	12
2.2.1. 生态改善催熟市场，引擎商成背后驱动	12
2.2.2. 引擎升级助推行业发展，用户体验再度提高	15
2.3. 爆款为发展指明方向，盈利模式清晰化	18
2.3.1. 蝴蝶互动打造现象级作品，为行业发展指明方向	18
2.3.2. 盈利模式逐渐清晰，IP 化、重度化成行业主旋律	19
2.4. 填补空白+创造需求，手游外开辟新蓝海	22
2.4.1. 填补空白，“快消”类 H5 游戏切中用户痛点	22
2.4.2. 双屏联动无缝连接，创造用户新需求	23
2.4.3. 行业起飞在即，未来市场空间超页游	24
3. 围绕 IP 打造泛娱乐新版图，消费升级打开想象空间	26
3.1. 重新定义重度，H5 与 IP 互为“最佳拍档”	26
3.2. 优秀品质加优质 IP，莽荒纪成 H5 游戏新标杆	27
3.3. 产业链首推 CP，IP 获取与运营成胜负关键手	30
3.4. 打造泛娱乐新版图，坚定看好页游、手游巨头切入蓝海市场	31
4. 投资建议	34
4.1. 游族网络：强产品矩阵夯实业绩，定位轻娱乐实现 IP 价值多重变现	34
4.1.1. “后用户红利时代”竞争优势扩大，强产品矩阵夯实业绩	34
4.1.2. IP 与实力兼具，定位轻娱乐实现 IP 价值多重变现	36
4.2. 三七互娱：内生高增长确定，泛娱乐布局打开成长空间	37
4.2.1. 长线精品战略保障业绩持续性，研运一体化格局稳定	37
4.2.2. 坚持重 IP 运作，泛娱乐布局打开成长空间	38

图表目录

图表 1: 2012—2016 年中国游戏市场收入规模及增长趋势 (单位: 亿元)	7
图表 2: 2012—2016 年中国游戏市场格局	7
图表 3: 2012—2016 年中国客户端游戏市场收入规模及增长趋势 (单位: 亿元)	7
图表 4: 2012—2016 年中国网页游戏市场收入规模及增长趋势 (单位: 亿元)	7
图表 5: 2012—2016 年中国移动游戏市场收入规模及增长趋势 (单位: 亿元)	8
图表 6: 2012—2016 年中国移动游戏用户规模及增长趋势 (单位: 百万人)	8
图表 7: 2016 中国游戏出版类型分布	8
图表 8: 2016 年中国移动游戏收入占比	9
图表 9: 官方规范的四新特性	11
图表 10: HTML5 游戏	11
图表 11: HTML5 的优势	12
图表 12: HTML5 游戏产业生态链	12
图表 13: H5 游戏内容研发商列表	13
图表 14: HTML5 游戏的六大流量入口	13
图表 15: 主流渠道 H5 游戏引擎占比 (单位: 款)	14
图表 16: H5 游戏随引擎的发展历程	15
图表 17: 引擎优化前后测试 (测试用机小米 2)	16
图表 18: 优化前的多动画性能测试	16
图表 19: 优化后的多动画性能测试	16
图表 20: 主流机型 FPS 测试 (测试游戏《莽荒纪之无尽疆域》)	17
图表 21: 白鹭时代 Egret 3D 的渲染和游戏功能模块	18
图表 22: 蝴蝶互动的自研游戏	19
图表 23: 2016 年上半年 HTML5 游戏类型分布	20
图表 24: 2016 年上半年 HTML5 新游类型分布	20
图表 25: 2016Q2 HTML5 游戏留存情况	20
图表 26: 2016Q2 H5 游戏付费率与 IOS 移动游戏、Android 移动游戏对比	21
图表 27: 2015 年 HTML5 游戏的收入方式	21
图表 28: 中国网页游戏市场规模 (单位: 亿元)	22
图表 29: 2012-2016 中国移动游戏用户 ARPU (总收入/总用户数, 单位: 元)	24
图表 30: 中国 H5 游戏市场空间测算 (单位: 亿元)	25
图表 31: 定义 HTML5 重度游戏	26
图表 32: 蝴蝶互动的三款主打产品	27
图表 33: 《莽荒纪之无尽疆域》游戏战斗画面截图	28
图表 34: 《莽荒纪之无尽疆域》游戏界面截图	28
图表 35: 《莽荒纪》起点中文网数据	28
图表 36: 莽荒纪数据与 2016Q2 HTML5 游戏数据对比	29
图表 37: 手游 3.0 时代即将到来	30
图表 38: 新游戏渠道分布比例	30
图表 39: HTML5 游戏的渠道端商业模式	31
图表 40: 泛娱乐生态下 IP 与 H5 游戏的结合	32
图表 41: 2016 部分影游联动移动游戏产品	32

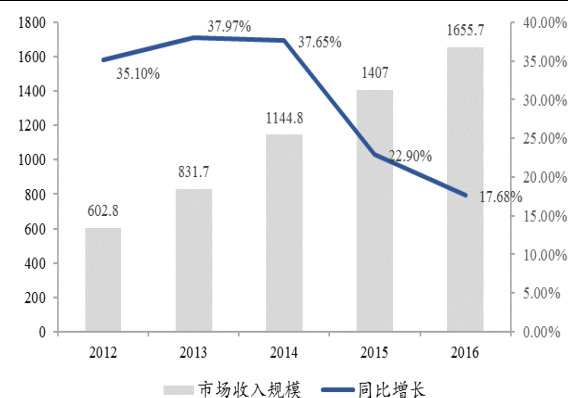
图表 42：建议关注的公司.....	34
图表 43：游族网络的主营构成.....	34
图表 44：游族网络的工作室制度.....	35
图表 45：游族网络现有 IP	36
图表 46：游族网络盈利预测.....	36
图表 47：2016 年 Q3 中国网页游戏研发厂商竞争格局	38
图表 48：2016 年 Q3 中国网页游戏运营平台竞争格局	38
图表 49：三七互娱盈利预测.....	39

1. 游戏行业：细分行业趋势明朗，迈入“后用户红利时代”

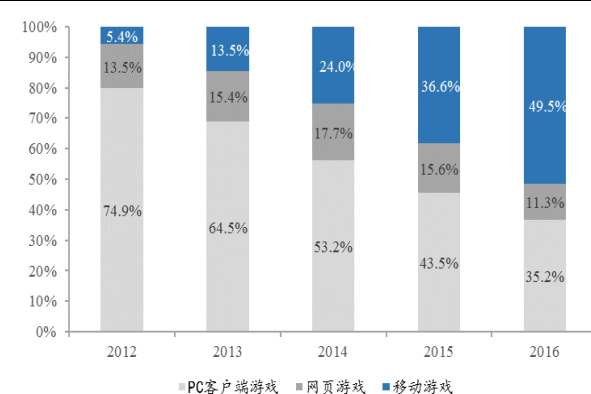
1.1. 细分行业发展趋势渐明朗，移动游戏市场规模跃居第一

根据 2016 中国游戏产业报告，中国游戏市场增速有所放缓，增量仍然保持稳定。16 年增量部分来自移动游戏的高速增长，移动游戏 2016 年实际销售收入同比增长 59.2%，达到 819 亿，一举超过 PC 客户端游戏的占比达到 49.5%，成为中国游戏行业的最大细分市场。

图表 1：2012—2016 年中国游戏市场收入规模及增长趋势（单位：亿元）



图表 2：2012—2016 年中国游戏市场格局

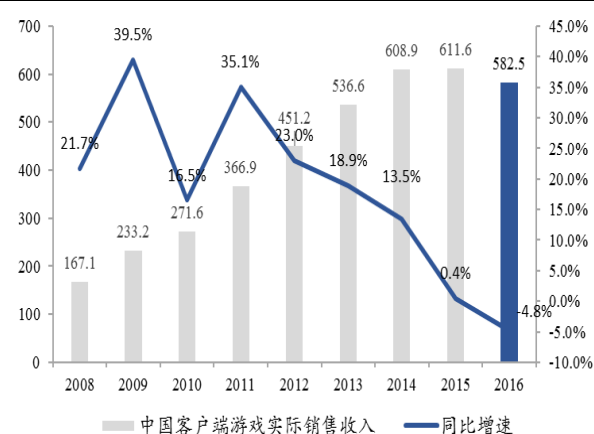


资料来源：GPC, IDC & CNG, 东吴证券研究所

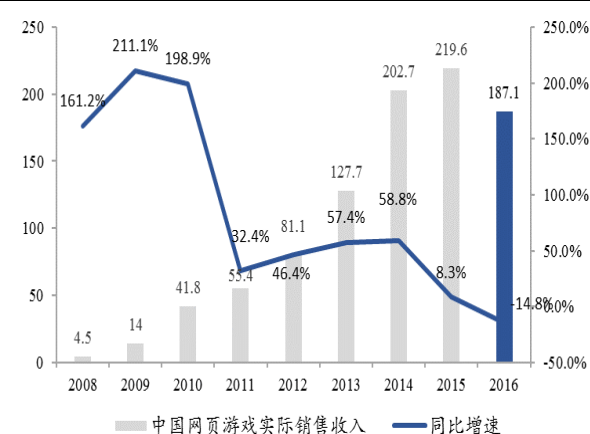
资料来源：GPC, IDC & CNG, 东吴证券研究所

除了移动游戏保持高速增长外，2016 年页游市场和 PC 客户端游戏市场规模分别为 187.1 亿元和 582.8 亿元，同比分别下降 14.8% 和 4.8%。自此中国游戏三大细分行业的发展趋势已逐渐明朗。

图表 3：2012—2016 年中国客户端游戏市场收入规模及增长趋势（单位：亿元）



图表 4：2012—2016 年中国网页游戏市场收入规模及增长趋势（单位：亿元）



资料来源：GPC, IDC & CNG, 东吴证券研究所

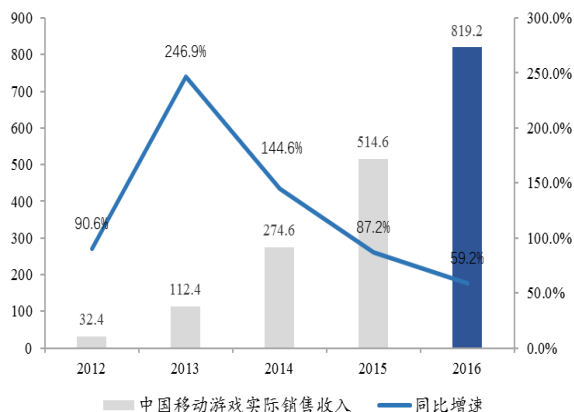
资料来源：GPC, IDC & CNG, 东吴证券研究所

PC 客户端游戏方面，16 年 PC 客户端游戏依靠电子竞技热，用户规模同比增长 1.4%，重回正向增长，但是由于目前电子竞技的变现能力较传统 RPG 类端游稍弱，另一方面在端游 IP 改编手游的趋势下，市场出

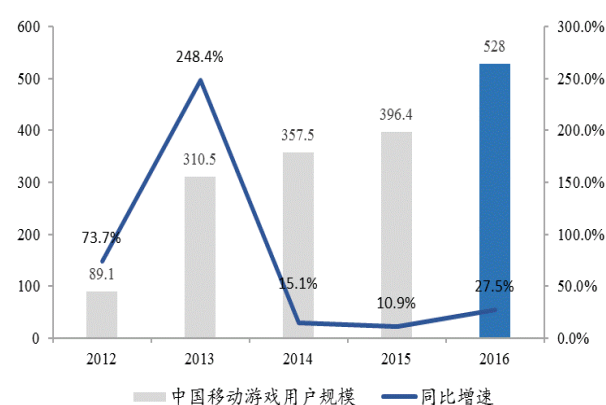
现分流，因此整体销售收入依然呈现下降趋势；网页游戏方面，在巨头纷纷转型手游的潮流下，16 年上新品的节奏有所减缓，因此销售收入出现了一定幅度的下降，17 年随着新产品的逐步到位，未来市场收入有望回到 200 亿元以上。

至于目前最大的细分游戏行业——移动游戏方面，根据最新的统计数据，移动游戏用户规模在经历了 2014 年和 2015 年两年的缓慢增长后，2016 年迎来了将近 30% 的增长，整体移动游戏用户规模已达 5.28 亿。

图表 5：2012—2016 年中国移动游戏市场收入规模及增长趋势（单位：亿元）



图表 6：2012—2016 年中国移动游戏用户规模及增长趋势（单位：百万人）



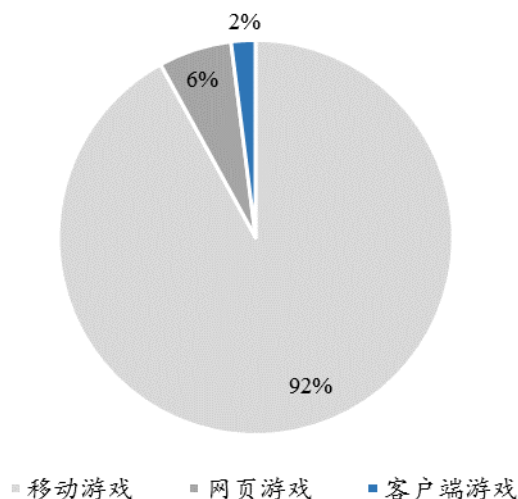
资料来源：DataEye & S+，东吴证券研究所 资料来源：DataEye & S+，东吴证券研究所

我们判断新的增量用户主要来自于 2016 年精品游戏、影视 IP 改编游戏对原本非游戏用户的转化，特别是女性用户的转化。以网易推出的爆款手游《阴阳师》为例，百度指数中女性搜索的比例高达 44%，相比普通游戏中女性玩家比例低于 20% 的情况，性别构成发生了较大变化。移动互联网时代，手机成为了女性用户接触互联网的首要工具，她们不再需要那些“传统印象中属于男人的电子工具”来上网了，游戏门槛的降低、游戏精品化以及“二次元”等文化渗透让更多的女性用户参与进来。在消费升级的大背景下，结合移动端的便捷性和影游联动效应，未来移动游戏用户规模仍然有提升空间，主要的增量依然来自于传统的非游戏用户。

1.2. 资源继续向龙头集中，游戏行业迈入“后用户红利时代”

从国家新闻出版广电总局批准出版的国产游戏数量分布来看，16 年广电总局共批准出版国产游戏约 3800 款，其中移动游戏占比约为 92%，网页游戏占比约为 6%，PC 客户端游戏占比约为 2%。

图表 7：2016 中国游戏出版类型分布

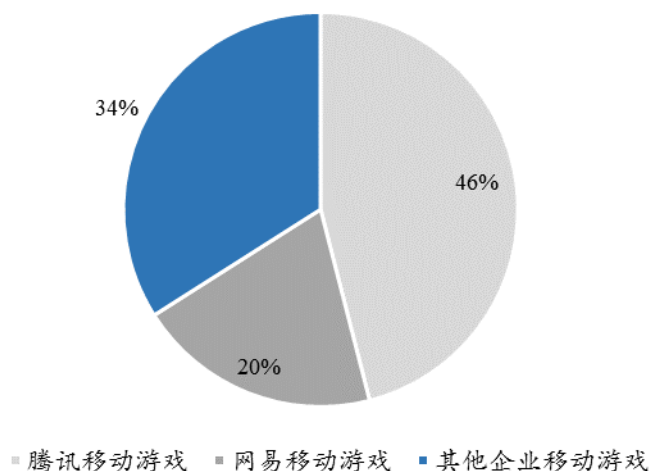


资料来源：2016 中国游戏产业报告，东吴证券研究所

通过国产游戏数量分布来判断行业目前的竞争格局：PC 客户端游戏的行业整合度最高，上线新游集中在行业龙头上；网页游戏经过过去几年的洗牌，目前竞争环境在逐步改善，资源将进一步向行业巨头集中；移动游戏虽然在 16 年实现了用户规模和销售收入的高速增长，但是由于资本的大量涌入，市场出现产能过剩的局面，16 年国产移动游戏上线约 3500 款，远高于其他细分市场的产品数量。

进一步对 16 年移动游戏收入进行拆分，其中腾讯和网易移动游戏销售收入分别占据中国移动游戏收入的 46% 和 20%，合计达到 66%，总计达 541 亿。对比 2015 年，腾讯和网易的移动游戏占比分别为 41.39% 和 14.99%，合计实际收入为 290 亿。也就是说，在 16 年中国移动游戏收入 305 亿的增幅中有 251 亿来自腾讯和网易的移动游戏收入增长，占比高达 82.4%。

图表 8：2016 年中国移动游戏收入占比



资料来源：GPC，东吴证券研究所

从移动游戏行业生态布局的情况来看，除了腾讯和网易两家巨无霸外，A 股上市的游戏巨头如游族网络、三七互娱等企业也进行产业链上下游延伸，通过自行研发及控股优质研发团队，同时储备优质 IP 等方式，进一步挤压了中小研发商的生存空间。另一方面，通过流量购买等营销方式维持用户供给也越来越普及，获取用户的成本进一步提高，在投资回报率持续下降的情况下，中小公司的盈利愈发困难。移动游戏行业将呈现产能过剩和存量竞争的发展态势，行业面临洗牌，既有的竞争优势将得到放大。

不管是端游、页游，还是热火朝天的移动游戏，过去单纯依靠用户人口红利实现增长的时代已经过去，游戏行业整体已迈入“后用户红利时代”，依托于优质 IP，具有强大研运实力的龙头企业将扩大竞争优势，行业资源也将进一步集中。

未来游戏行业主要关注两条发展路线：

1. 存量市场博弈下，“剩者为王”。提前进行产业链卡位，掌握优质资源的公司将放大竞争优势，在行业洗牌中占据优势地位，抢占更多的市场份额，从竞争中脱颖而出。同时，三大细分行业的持续发展将依赖于消费升级下，单用户价值的提升。

2. 寻找新的增量市场，填补空白需求+创造新需求。早在 2013 年，移动互联网时代已全面铺开，至今 2017 年，VR 等新型媒介走上舞台，移动终端已成为旧媒介的代名词，端游、页游和移动游戏三大细分市场的需求逐渐饱和。游戏作为当下最热门的娱乐形态之一，需要寻找新的增量市场以维持发展。H5 游戏对于开发者具有开发成本低、周期短等优势，对于渠道有帮助闲置流量变现等，对于用户有“快消”、多屏联动等特性，我们认为 H5 游戏行业涵盖新的增量市场，有望成为游戏行业中与端游、页游、移动游戏并列的第四大细分市场。

2. “后用户红利时代”寻找新增量，H5 游戏有望成 第四大细分市场

2.1. HTML5 概述

HTML5，第五版超文本标记语言，于 2014 年 10 月由万维网联盟（W3C）发布为正式推荐标准，是 HTML 自 1991 年问世以来，最具变革价值的技术规范。从发展的角度而言，HTML5 不仅仅是 HTML4 的下一个版本，而是首个将 Web 作为应用开发平台的 HTML 标准。

图表 9：官方规范的四种新特性

新的语义标记	有利于搜索引擎或辅助技术对页面的理解，加强页面可访问性
新的表单元素	提供文本、数值、日期、时间、颜色等新的输入类型，并引入一些通用属性，允许对表单字段进行调整。
添加视频和音频等多媒体元素	使网页不需要第三方插件就能实现各种富媒体功能
引入 Canvas 元素	能用 JavaScript 在画布上进行绘制，同时支持 2D 和 3D 画图

资料来源：H5 研究院，东吴证券研究所

总体而言，HTML5 是一系列制作网页互动效果的技术集合，它能在移动端做出 Flash 做不出的动画效果，即 HTML5 就是移动端的 web 页面。在 PC 上，H5 游戏的对应是客户端游戏，而移动端对应的则是原生 APP 游戏。

图表 10：HTML5 游戏



资料来源：威易网，东吴证券研究所

HTML5 游戏的终极目标是成为移动端的 Web 游戏：高频且变现能力强。HTML5 本身具有几大优势：1.网络标准；2.多设备跨平台；3.自适应网页设计；4.即时更新；5.无需安装/卸载。其中“多设备跨平台”对于开发商而言，不需要为了适应多个平台而进行相应代码调整和修改，因此无论是开发费用，还是开发周期都要低于原生移动游戏。另一方面，无需安装和卸载以及即时更新的优势也有助于提高用户体验，是未来应用的发展方向。

图表 11：HTML5 的优势

	优势
网络标准	W3C 通过了 HTML5 标准，意味着每一个浏览器或每一个平台都会去实现
多设备跨平台	技术可以进行跨平台的使用，跨平台性非常强大
自适应网页设计	可以自动识别屏幕宽度、并做出相应调整的网页设计
即时更新	HTML5 游戏就好像更新页面一样，是即时的更新
无需安装/卸载	无需安装和卸载，不占存储

资料来源：ATreeBroccoli，东吴证券研究所

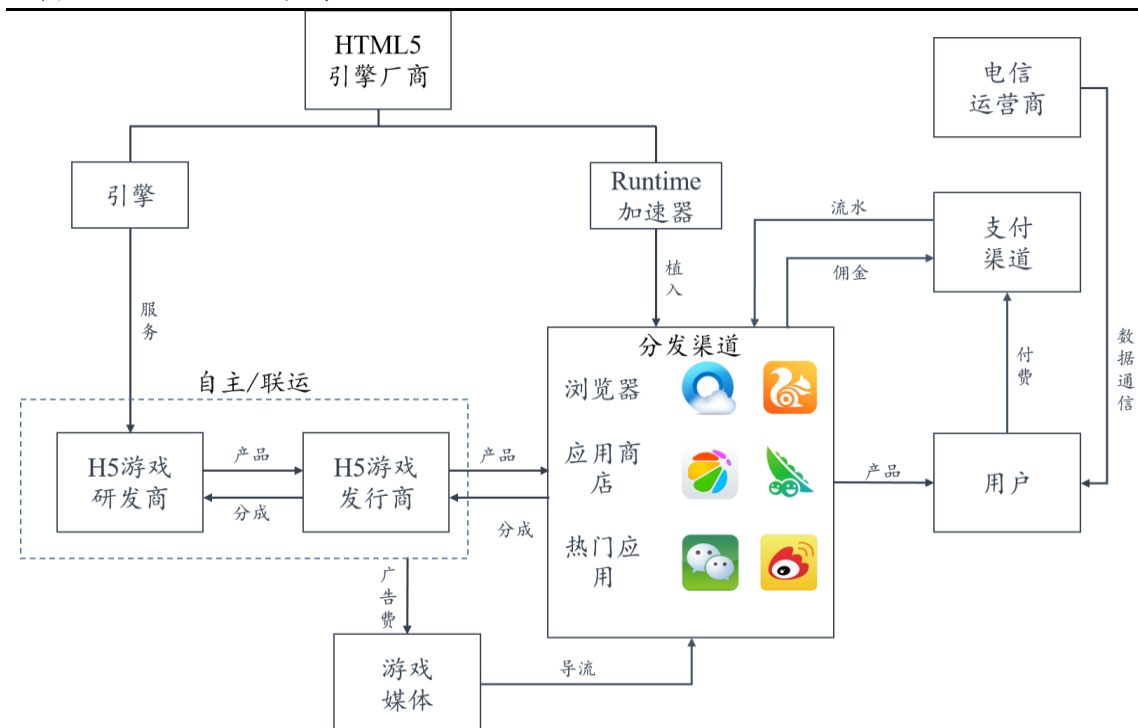
2.2. 产业生态逐步完善，技术升级刷新行业平台

2.2.1. 生态改善催熟市场，引擎商成背后驱动

H5 游戏的历史可以追溯到 2010 年，当时乔布斯宣布全球进入 HTML5 时代。并随即 Zynga、Facebook 等社交网站纷纷展开 H5 游戏布局。然而由于当时 WIFI 普及率低、H5 游戏自身技术不够成熟、缺乏合适的分发渠道和传播途径等多重原因，这些 H5 游戏公司纷纷倒闭，HTML5 神话宣告破灭。2014 年 H5 游戏《围住神经猫》在微信爆红，访问量过亿，但是变现能力不足，导致市场的认可度一度跌至冰点。

2015 年，被寄予众望的移动游戏市场虽然持续火爆，但是增速开始放缓，H5 游戏经过一段时间的冷却，H5 游戏开发者和专注游戏领域的引擎开发商开始重整旗鼓，从引擎、研发到运营平台都受到投资人士的追捧。在资本、开发资源和大公司流量都开始深度介入后，H5 产业链正逐步完善，H5 游戏市场也正在被快速催熟。

图表 12：HTML5 游戏产业链



资料来源：东吴证券研究所

H5 游戏目前的产业链已经相当完整，包含从研发商——发行商——渠道的游戏行业传统环节，除此之外，H5 游戏引擎商作为技术服务商为前三者服务，在产业链中作用明显。

H5 游戏内容研发商目前以蝴蝶互动和中手游为龙头，其中蝴蝶互动研发的《传奇世界 H5》成为 H5 游戏首款月流水破千万产品，最高月流水突破 4000 万元，蝴蝶互动成为行业中的领军企业。继蝴蝶互动之后，中手游开发的《决战沙城 H5》月流水也突破三千万元。**两款月流水超 3000 万元的游戏一方面证明 H5 游戏具有较强的变现能力，另一方面也试探了 H5 游戏行业的天花板，空间依旧充足，有待从业者继续开发。**

图表 13：H5 游戏内容研发商列表

内容研发商	产品及相关情况
蝴蝶互动	《传奇世界 H5》、《幻城 H5》，其中传奇世界为首款月流水破千万的 H5 游戏，最高月流水突破 4000 万元
中手游	《决战沙城 H5》，月流水破 3000 万元
梦启科技	《我欲封天》，由指游方寸发行
比悦科技	《愚公移山》、《暗黑之王》，由白鹭发行
北京山水地	《觉醒吧 MT》
广州君海	《大主宰》，由秋葵发行；《奇迹西游》，由触控科技发行
圣堂科技	《小小战争》，月流水破百万，累计流水超千万
火缘步甲	《半月传》

资料来源：游戏陀螺，东吴证券研究所

在发行商和渠道方面，H5 游戏的发行平台主要包括玩吧、1758、5 秒轻应用、萝卜玩、爱微游、9G、7K7K、4399、火舞、鱼丸互动、火速轻应用等游戏平台。除此之外，H5 游戏还能通过热门 APP、应用商店、视频网站、浏览器和线下渠道等方式进入。多渠道广传播是 H5 游戏的一大优势，对于 H5 游戏接触用户具有天然优势，截至 2015 年底，H5 游戏用户规模已经达到 1.75 亿；而对于具有大量闲置流量的渠道，也有助于渠道通过流量变现。

图表 14：HTML5 游戏的六大流量入口

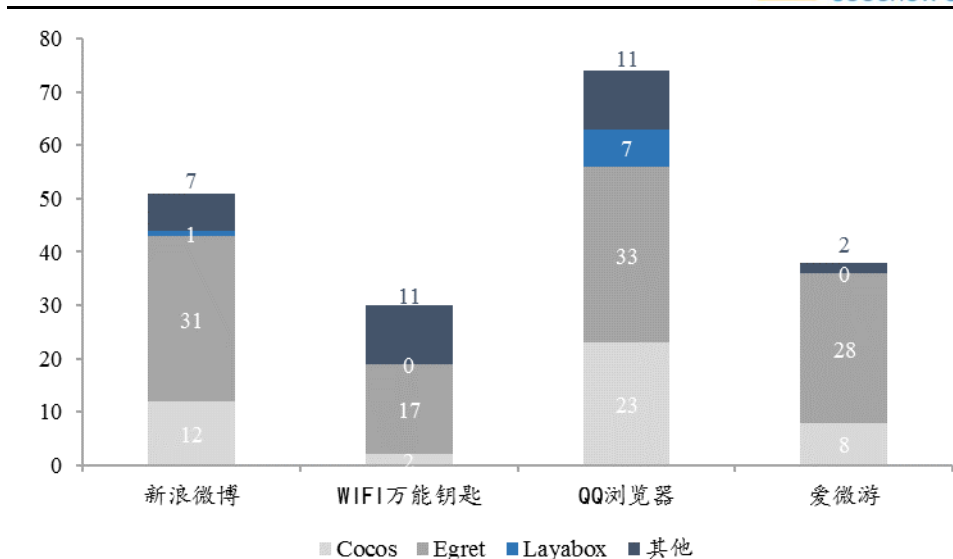


资料来源：DataEye，腾讯游戏产业圈，东吴证券研究所

引擎商作为技术服务商，给 H5 行业搭建更好的平台。从 HTML5 技术萌芽开始，H5 游戏的性能与兼容性问题便如影随形，一直是游戏研发商的痛点。性能约束直接影响游戏品质，与原生 App 品质上的落差让玩家产生挫折感，大大限制了玩家的付费意愿，最直接的表现是 HTML5 游戏的用户付费率和 ARPU 值较原生 App 游戏明显偏低。性能桎梏因而成为行业发展的限制，也是过去 H5 游戏变现能力弱的重要原因。

在这个时间段，引擎公司应运而生，在产业中逐渐形成了面向不同开发者阵营的三大引擎技术提供商格局，分别是面向原 Flash AS3 开发者的 Layabox、面向 Cocos2d-x C++开发者的 Cocos 和面向 Type 开发者的 Erget。截至 2016 年 4 月，从国内 HTML5 游戏四大典型渠道的统计数据看，上线的 193 款游戏中，使用白鹭 Erget 引擎的游戏产品达 109 款，占比达到 7 成。

图表 15：主流渠道 H5 游戏引擎占比（单位：款）



资料来源：雷锋网，东吴证券研究所

白鹭时代是目前国内领先的 HTML5 引擎开发商和技术提供商,2016 年 3 月,成功登陆新三板(股票代码 836615)。白鹭时代自主研发了白鹭引擎(Egret Engine)、白鹭加速器(Egret Runtime)、骨骼动画工具(Dragon Bones)、可视化编辑器(Egret Wing)等产品。其核心产品白鹭引擎已占据国内超七成的手机页游引擎市场份额,白鹭加速器已植入超 5 亿台移动设备。目前白鹭全球活跃开发者超 13 万人,并与小米、360、腾讯、百度、猎豹、微软等数百家公司达成深度合作。

白鹭时代的三款产品:引擎、工具和加速器,每款产品在产业链中扮演的角色都不同。引擎服务 CP,用于开发游戏;工具整合云服务和支付等公司;加速器则对接操作系统、浏览器和超级 APP,植入小米、腾讯、360 和百度等渠道。H5 游戏的发展伴随着引擎的升级换代,其中爆款产品《神经猫》、《愚公移山》、《传奇世界 H5》和最新的《莽荒纪之无尽疆域》分别采用白鹭不同时期的引擎进行开发。在产业链的完善过程中,引擎商充当了行业发展的重要助推剂。

图表 16 : H5 游戏随引擎的发展历程



资料来源：白鹭时代，东吴证券研究所

2.2.2. 引擎升级助推行业发展，用户体验再度提高

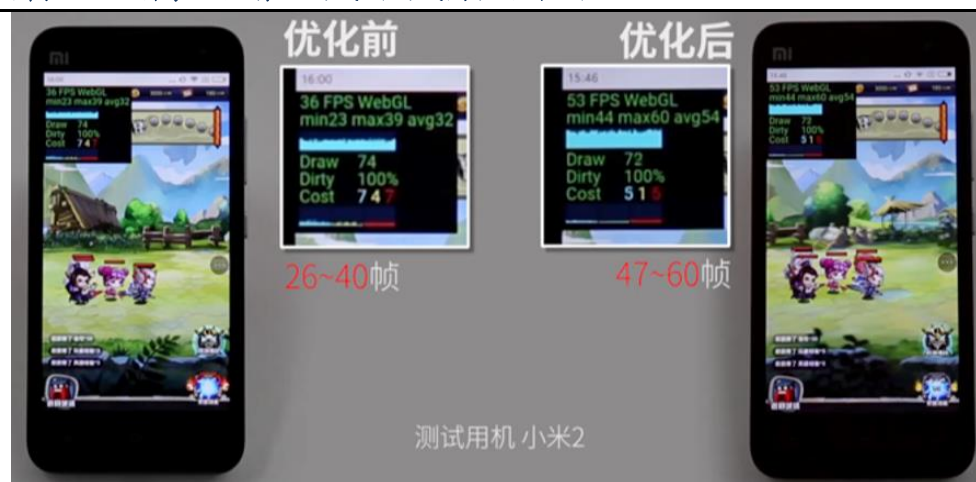
2016 年 12 月在北京举办的“第四届 HTML5 移动生态大会”上,白鹭时代发布了白鹭引擎 4.0,意在解决 CP 端开发同质化、量多质少的痛

点。截至 2015 年底，白鹭引擎的市占率已经达到 70%，是行业内 HTML5 游戏引擎的绝对领跑者。相比过去的白鹭引擎 3.0，最新发布的白鹭引擎 4.0 在开发效率、运行效率和减少流量消耗上都有了大幅提升。

其中运行效率直接影响 HTML5 游戏的用户体验，也是过去最让研发商头疼的地方。运行效率的提升主要有两处：1.优化 WebGL 渲染核心性能，使纹理内存消耗降低 40%；2.骨骼动画矩阵运算性能提升 2 倍，相应内存消耗降低 70%。两处提升的效果具体表现在平均每秒帧数(FPS)的大幅提高。

目前率先应用白鹭 4.0 引擎的 H5 新游《莽荒纪之无尽疆域》，在画面素材未作任何改动下，实测运行性能得到明显提升，优化前后的平均每秒帧数分别为 32 和 54。

图表 17：引擎优化前后测试（测试用机小米 2）

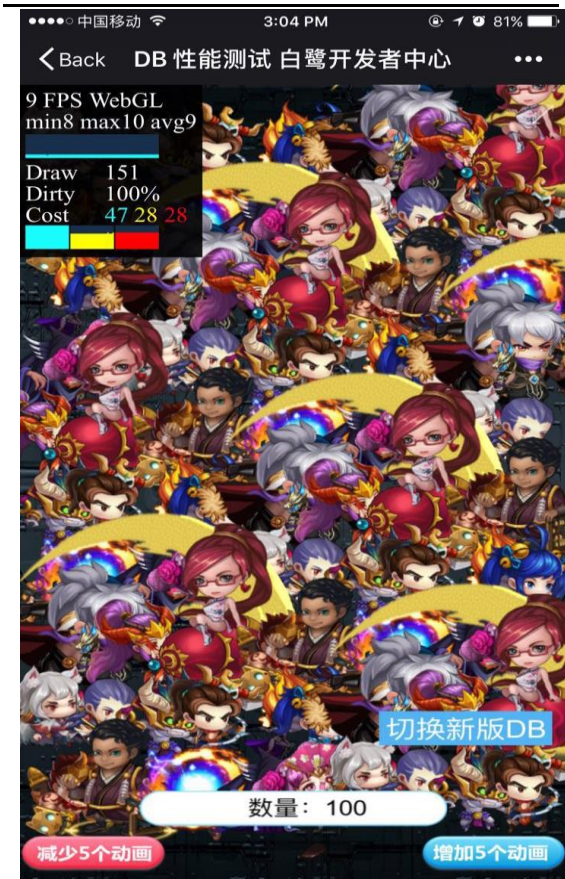


资料来源：白鹭时代，东吴证券研究所

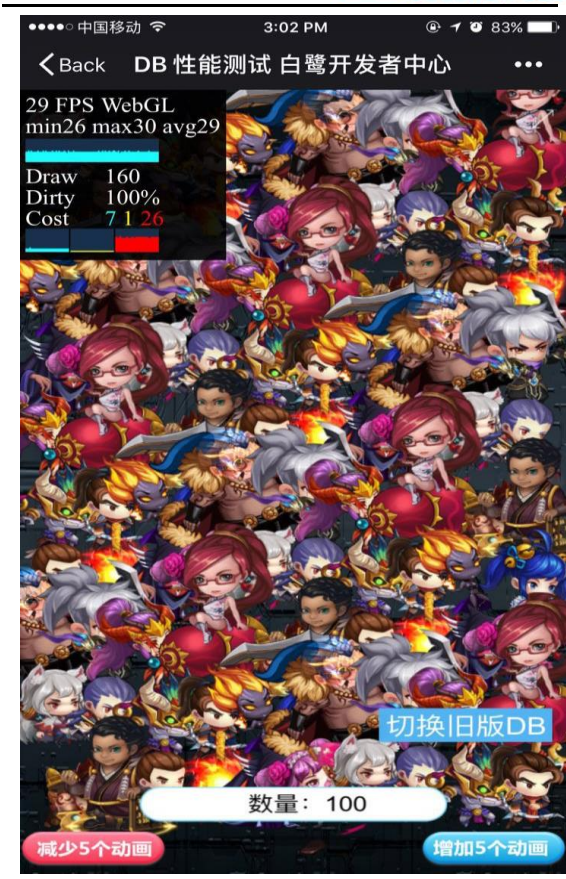
白鹭时代在 2014 年把最初由 Adobe 公司主导开发的游戏骨骼动画制作插件 DragonBones 纳入 Egret 产品序列，接过了 DragonBones 维护、运营和更新迭代的任务。最新引擎搭配新版 DragonBones，多动画的性能有大幅度的提升。我们以 iPhone6 Plus 为样机在白鹭开发者中心进行性能测试，以相同的 100 个动画效果为例，优化前的平均每秒帧数为 9，范围在 8-10 FPS；优化后的平均每秒帧数达到 29，范围在 26-30 FPS，为优化前的 3 倍。

图表 18：优化前的多动画性能测试

图表 19：优化后的多动画性能测试



资料来源：东吴证券研究所



资料来源：东吴证券研究所

受益于渲染效率的提升，未来 HTML5 游戏得以添加更多游戏动画及特效，从而满足更重度 HTML5 游戏的开发需求；同时，内存消耗降低将有助于减少卡顿和闪退现象，提高用户体验。伴随着设备的更新换代，目前市面上主流的智能手机已经可以完美支持中重度化 HTML5 游戏的运行。

图表 20：主流机型 FPS 测试（测试游戏《莽荒纪之无尽疆域》）



资料来源：白鹭时代，东吴证券研究所

随着 HTML5 游戏的重度化趋势的发展，3D HTML5 游戏也划入了未来 H5 游戏行业的发展规划。而白鹭引擎 4.0 版本全新的 Egret 3D，无论功能还是性能，以及配套的 IDE 和插件体系，都能切实帮助开发者研发制作重度化 3D HTML5 游戏，开拓全新的领域。

图表 21：白鹭时代 Egret 3D 的渲染和游戏功能模块



资料来源：白鹭时代，东吴证券研究所

主流引擎的升级提高了 H5 游戏的整体优化水平，用户体验得以再上一个台阶，我们认为技术的提高带领 H5 游戏行业走向更高的平台，过去 H5 游戏给用户的固有印象将被打破，H5 游戏得以在保持现有优势的同时在体验上逐渐向原生 APP 靠拢，就画面表现而言，原生 APP 与 H5 游戏之间的界限将逐渐模糊。

2.3. 爆款为发展指明方向，盈利模式清晰化

2.3.1. 蝴蝶互动打造现象级作品，为行业发展指明方向

过去 H5 游戏的变现能力一直受人诟病，《围住神经猫》等休闲益智类游戏依靠社交媒体的病毒式传播方式，短时间内已达到过亿的访问量，然而有限的盈利能力让从业者和投资者都怀疑起了 H5 游戏的变现能力，直到 2015 年底，H5 行业从业者仍然就未来能否出现月流水过千万的游戏而进行激烈辩论。然而 16 年一款现象级产品打破了争论，同时打开了新的想象空间。蝴蝶互动研发的《传奇世界 H5》在 16 年初全渠道上线，16 年 2 月份的月流水已超 1500 万，成为首款月流水超千万的 H5 游戏，最高月流水突破 4000 万。

蝴蝶互动是 H5 游戏行业的领军企业，公司创始人凌海、王峰都曾出任盛大集团核心高管，在业界拥有极为丰富的互联网产品经验。凌海曾任盛大集团高级副总裁，盛大游戏总裁，韩国上市公司 ACTOZ 董事长。王峰曾任盛大游戏技术副总裁。公司主要从事 H5 游戏的研发和发行，游戏产品包括：《传奇世界 H5》、《幻城 H5》、《鬼吹灯》、《天天赚钱》等。蝴蝶互动的自研游戏，游戏类型多元化，公司创始人对 IP 经营有独到见

解。自研游戏中,《传奇世界 H5》和《幻城 H5》属于放置类大型 ARPG 游戏,具有超级 IP,是流水中最主要的贡献部分。

图表 22 : 蝴蝶互动的自研游戏

游戏产品	游戏简介	IP 类型
传奇世界 H5	《传奇世界 H5 之王者归来》借助原盛大旗舰产品《传奇世界》强势 IP,运用国内先进的 h5 研发技术,在游戏渲染、场景战斗中有着极佳的画质及体验,是国内首款大型智能 ARPG 游戏。	端游 IP
幻城 H5	《幻城 H5》为郭敬明成名小说《幻城》独家授权传世世界 H5 开发团队历时半年倾力打造,和传奇世界 H5 同为大型智能 ARPG 游戏。	小说 IP
鬼吹灯	《鬼吹灯-龙岭迷窟》为盛大游戏正版授权 H5 手游。玩家可在游戏中使用胡八一, Shirley 杨等经典角色,摸金打粽子,定穴觅生机。	小说 IP
天天赚钱	《天天赚钱》是一款融合了时下最热门的点击玩法以及微经营策略为一体的放置类 H5 新游。	
蛮荒创世	《蛮荒创世》是结合了最流行的玩法,最中国的水墨,最舒适的体验为一身的探险类 H5 新游。	
飞天	根据知名网络小说《飞天》改编,游戏内独创独特的连击玩法和红颜体系。	小说 IP

资料来源:蝴蝶互动官网,东吴证券研究所

在 16 年中小研发商都苦苦支撑的情况下,蝴蝶互动可谓是行业的绝对龙头。蝴蝶互动打造的《传奇世界 H5》不但作为行业标杆打破了过去对 H5 游戏的质疑,同时为行业发展指明了方向:

1.超级 IP 为基础:公司的产品立足端游《传奇》IP,用户对《传奇》的品牌认知度极高,对于提高用户转化率至关重要;

2.“快消”模式:H5 游戏具有无需安装、即点即玩的特点,H5 游戏面向的用户同样具有不同的特征:追求“快爽”、“性价比”等,因此在 H5 游戏改编时,必须进行量体裁衣,如果一味追求复杂,希望还原原生手游乃至端游的系统和玩法,反而得不偿失;

3.快速版本迭代:公司创始人认为游戏生命周期的维持需要通过快速的版本迭代实现,《传奇世界 H5》从 16 年初全渠道上线至今月流水依然保持良好,就是通过每周 3-4 个版本迭代的速度实现的;

4.渠道整合:H5 游戏的渠道与原生 APP 不同,除了应用商店外,社交平台、热门 APP 乃至所有的长尾型 APP 都可以作为流量入口,《传奇世界 H5》拥有超过 2000 个渠道,包括微博、饿了么、同花顺等。

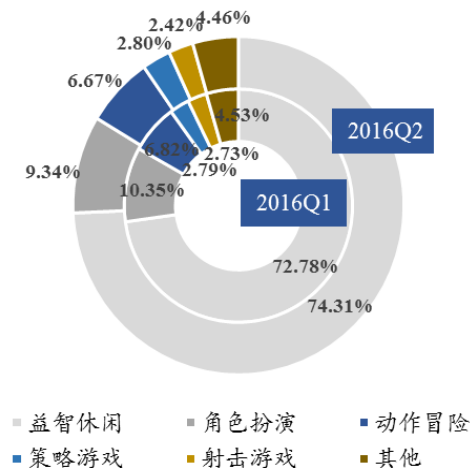
这是对蝴蝶互动的成功要点简单的总结,看似简单的背后实际上对于公司在 IP 的获取、研运实力以及渠道整合能力要求非常高。因此 H5 游戏的爆款诞生依然最可能出现在具有优质 IP 储备和强大研运实力的公司中。

2.3.2. 盈利模式逐渐清晰,IP 化、重度化成行业主旋律

与原生 APP 游戏相比,H5 游戏类型集中为益智休闲类游戏, 2016

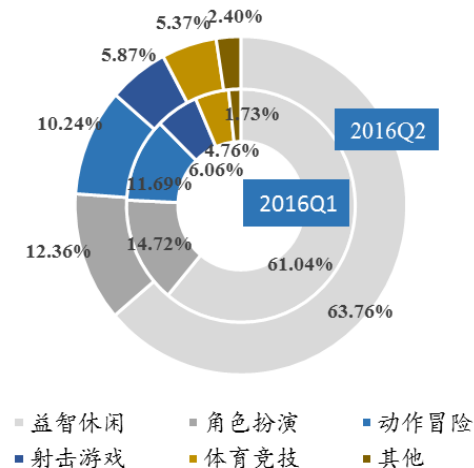
年上半年的数据统计，存量游戏中益智休闲类的占比超过 70%。一方面源自于 H5 游戏发展初期技术瓶颈的限制，在移动端硬件以及技术优化不足的情况下，更多通过创意小游戏来吸引用户；另一方面源自于 H5 游戏本身的传播方式，以《围住神经猫》和《愚公移山》为代表，过去更多通过病毒式传播，在社交平台广为流传。这种游戏类型本身存在着用户付费意愿弱、留存率低、生命周期短的问题，最终表现在游戏用户的付费率低和 ARPU 值低。

图表 23: 2016 年上半年 HTML5 游戏类型分布



资料来源: DataEye, 东吴证券研究所

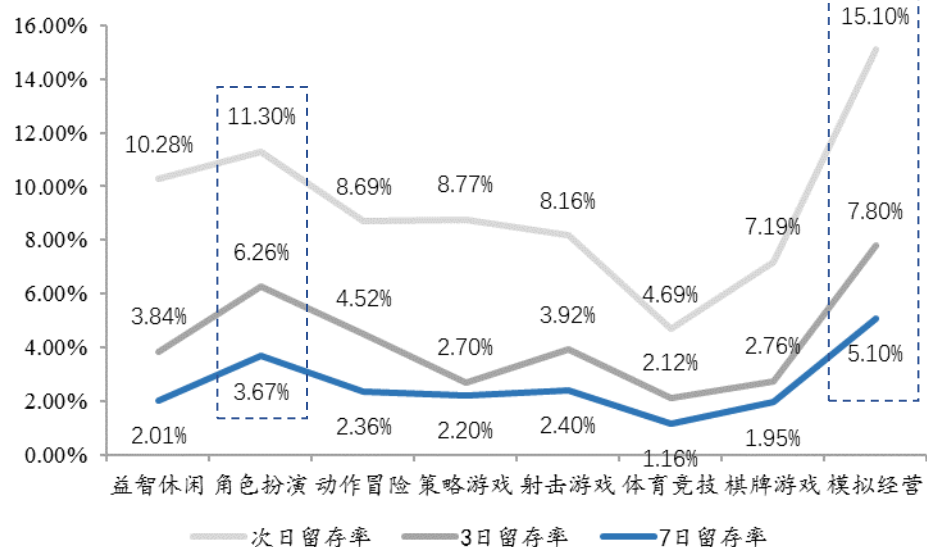
图表 24: 2016 年上半年 HTML5 新游类型分布



资料来源: DataEye, 东吴证券研究所

病毒传播类休闲游戏占比逐渐下降，H5 游戏发展主旋律悄然转变。从 2016 年上半年统计的 H5 游戏用户留存情况看，偏重度化的模拟经营类和角色扮演类 H5 游的留存率分列前两位，其中 3 日留存率及 7 日留存率的领先优势尤为明显。而占比最大的益智休闲类游戏的 3 日/7 日留存率低表明用户的活跃生命周期短，影响了 H5 游戏的变现能力，未来提高变现能力首要解决留存率问题。

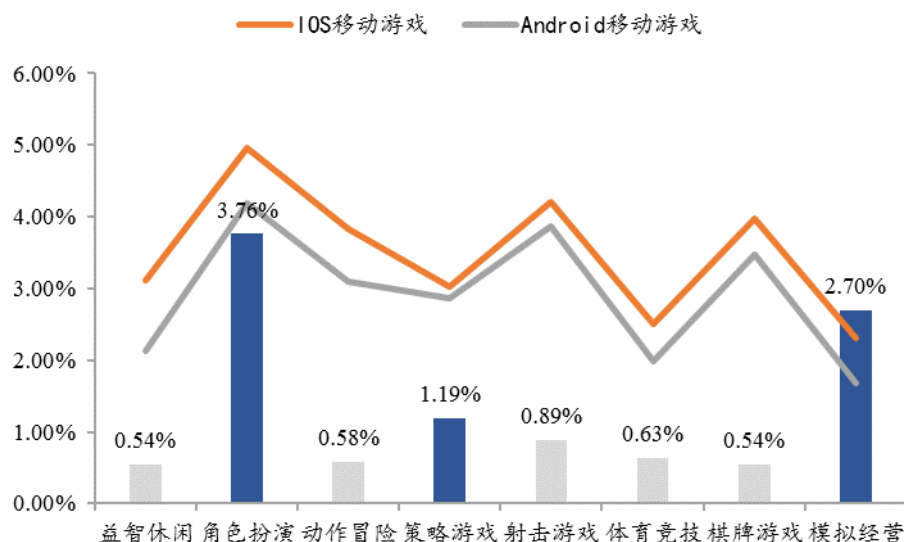
图表 25: 2016Q2 HTML5 游戏留存情况



资料来源：DataEye，东吴证券研究所

另一方面，用户的付费率同样重要，表明了用户对于 H5 游戏愿意花钱的程度。一般而言，玩家对于重度及代入感强的游戏的付费意愿更强烈。据目前的统计数据，H5 游戏付费率与移动游戏付费率最为接近的游戏类型是模拟经营类和角色扮演类。从整个行业的数据来看，中重度游戏的留存率和付费率都高于行业平均水平，接近甚至超过原生 APP 游戏数据，说明用户的偏好正在逐渐从益智休闲类游戏转向中重度游戏。

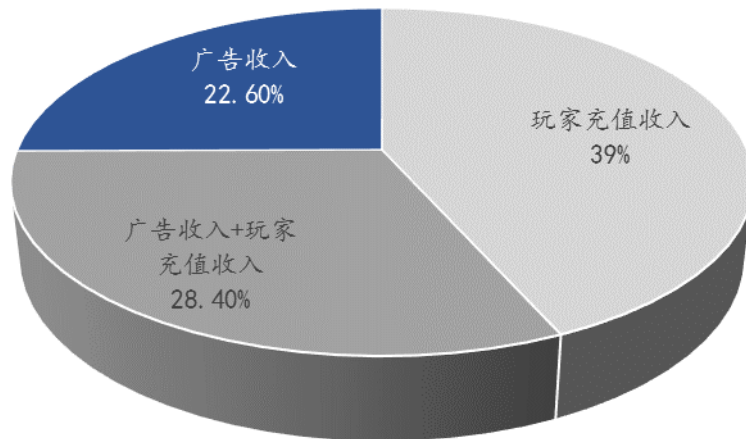
图表 26：2016Q2 H5 游戏付费率与 IOS 移动游戏、Android 移动游戏对比



资料来源：DataEye，东吴证券研究所

受益于爆款产品的陆续出现，道具付费成为最重要收入来源。从 2015 年的游戏收入分布看，以玩家充值作为收入来源的游戏占比达 39%，已经成为 H5 游戏收入的最主要来源。由于 2016 年出现了以《传奇世界 H5》为首的爆款产品，到 2016 年底，道具付费已经接近整个行业收入的 70%。我们认为随着中重度 IP 爆款产品的陆续出现，17 年行业 IP 化、重度化将继续推进，成为行业的主旋律，同时 H5 游戏的收入来源中道具付费的占比也将进一步加大。

图表 27：2015 年 HTML5 游戏的收入方式



资料来源：DataEye，东吴证券研究所

2.4. 填补空白+创造需求，手游外开辟新蓝海

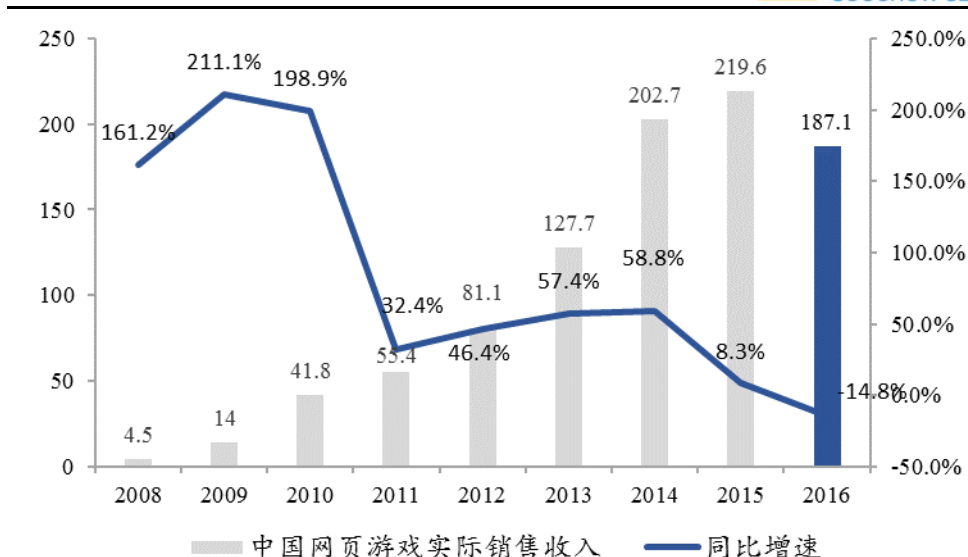
在整个游戏行业进入“后用户红利时代”的背景下，寻找新的增量市场成为行业发展的必然趋势。H5 游戏从诞生之初就经常被标榜为手机页游，希望发展能够对应移动端的网页游戏。因而对于未来 H5 游戏行业的市场规模，担忧集中在对手游市场的分流上。如果发展依赖于对移动游戏市场的分流，一方面将承受移动游戏所具有的产能过剩以及存量竞争压力，另一方面成长空间也将受到手游市场的约束。

与市场的认识不同的是，我们认为 H5 游戏填补了过去需求的空白地带，而不是依赖于分流手游市场。不仅如此，我们认为 H5 游戏利用已有媒介的衔接，创造了独立于过去游戏行业三大细分市场的新需求，因此我们判断在手游市场外还有一片新的蓝海市场正等待被充分开发。

2.4.1. 填补空白，“快消”类 H5 游戏切中用户痛点

H5 游戏经常被称为手机页游，一方面由于 HTML5 的跨平台特性，在移动端过去主要通过浏览器来展现；另一方面体现了 H5 游戏行业的发展愿景，希望 H5 游戏能像页游一样成长迅猛。

图表 28：中国网页游戏市场规模（单位：亿元）



资料来源：GPC，IDC & CNG，东吴证券研究所

从 PC 时代过渡到现在的智能手机时代，页游行业的发展一直是一道靓丽的风景线。从不被看好到超过 200 亿的市场规模，页游的一些特质满足了端游、手游无法满足的用户需求：1. 一键挂机，用户操作少，甚至不用操作；2. 立竿见影，人物角色成长快；3. VIP 等级划分，付费就能迅速拉开战力。本质上页游满足了人们急功近利、炫耀、花最少时间得到最大满足的需求。这部分需求植根于用户的内在，随着泛娱乐时代的到来甚至有加剧的倾向。目前的手游在精品化、重度化的道路上越走越远，实际上依然没有满足这部分用户的需求。

“快消”类 H5 游戏的出现填补了这片空白，在移动智能终端上满足人们急功近利、炫耀、追求性价比的需要，目前的两款月流水超 3000 万的游戏《传奇世界 H5》、《决战沙城 H5》都是参照页游的玩法，以放置类 RPG 为核心。两款游戏的成功也说明 H5 游戏确实当得起手机页游的称呼，在移动互联时代的发展将强于页游。

2.4.2. 双屏联动无缝连接，创造用户新需求

我们认为 H5 不仅仅局限于成为移动端的网页游戏，HTML5 的另一大属性是跨平台，由于 H5 游戏常常被冠以“手机页游”乃至手机小游戏的称呼，其多屏属性常被忽略，实际上 PC+移动端的双屏联动恰恰满足了游戏用户对连续性的要求，更为增强用户粘性创造了很好的条件。以《传奇世界 H5》为例，作为一款月流水超 3000 万的 H5 游戏，其中 40% 的流水来自 PC 端，剩余来自移动端。这说明一种新的需求正在诞生，过去需要空出整段时间才能玩的 PC 客户端游与以利用碎片时间为主的移动端游之间的壁垒被打破，H5 游戏通过双屏联动，实际上为用户创造了新的需求，实现连续的时间用 PC 玩，零散时间用手机玩，数据互通，无缝连接。这种多屏联动的方式未来有望成为一种趋势，将进一步增强用户粘性，提高变现能力。

H5 游戏一方面以“手机页游”的角色满足移动端用户缺失的“快、爽”需求，另一方面通过双屏联动，无缝衔接的特点创造新需求，实现

新蓝海的打造。根据白鹭时代给出的数据，60%的用户为新用户，我们认为 H5 游戏市场是一片新的蓝海市场，在游戏行业处于“后用户红利时代”中挖掘到的新增量。随着盈利模式逐渐清晰，引擎技术再升级，预计 2017 年这片蓝海市场将诞生多款月流水超千万的产品。

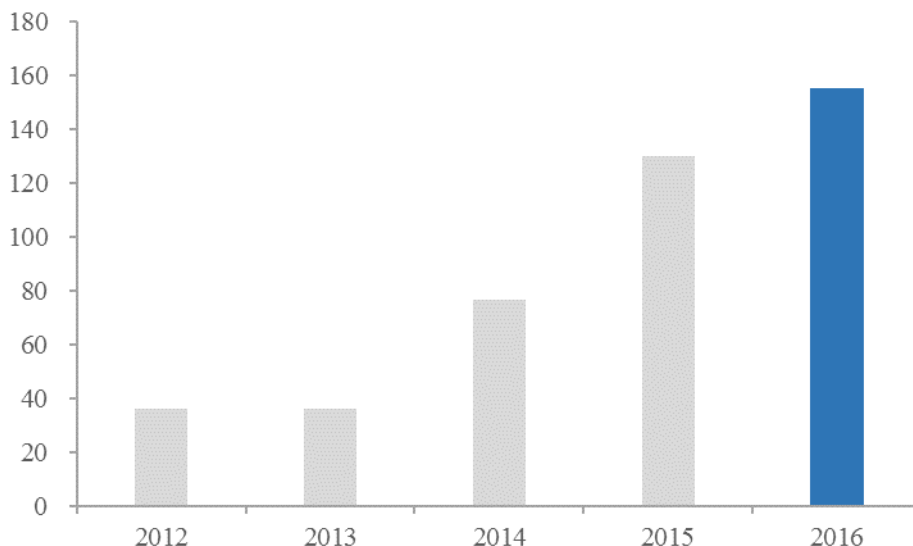
2.4.3. 行业起飞在即，未来市场空间有望超页游

2016 年 H5 游戏行业呈现旱涝分化的情况，大部分的流水产生于爆款产品，掌握核心竞争力的公司有望进一步扩大市场份额，未来行业呈现强者恒强的局面，17 年绝大部分流水将继续由爆款游戏贡献。

根据 DataEye 数据统计，2015 年 H5 游戏的用户规模为 1.75 亿，其中包括了短暂接触 H5 游戏的非活跃用户，参考 DataEye 统计 16 年用户 7 日留存率数据，预计 16 年活跃用户占比约为 3%，我们认为活跃用户为 H5 游戏行业的最主要收入贡献群体，随着 H5 游戏的技术提升以及用户认知度的提高，活跃用户的占比也将保持高增长。

参考 17 年的新标杆作品《莽荒纪 H5》的首发数据：首日注册玩家超 10 万，付费率突破 10%，当日 ARPPU（单个付费用户产生的平均收益）达到 109 元，对应首日 ARPU（单个用户产生的平均收益）约 11 元。对比移动游戏市场，2016 年中国移动游戏市场实际销售收入为 819.2 亿元，用户规模为 5.28 亿，对应全年平均 ARPU 值为 155 元。考虑 H5 游戏行业的特性，相比原生手游更依赖于多个渠道持续买量来维持流水，因而收费模式与原生手游的偏前置付费不同，尤其 RPG 类型的 H5 游戏，付费点往往后置，业绩具有持续性。

图表 29：2012-2016 中国移动游戏用户 ARPU（总收入/总用户数，单位：元）



资料来源：DataEye，东吴证券研究所

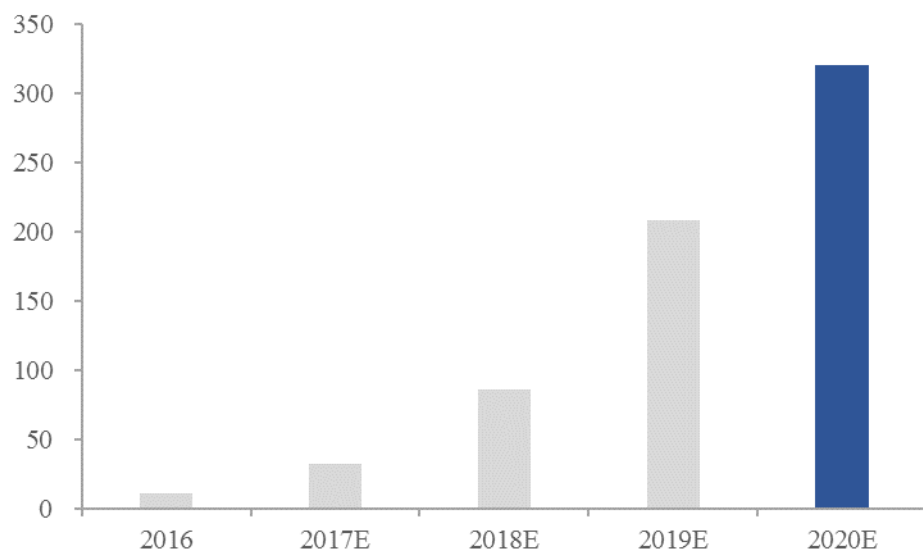
基于以上 H5 游戏的几个特征：1.H5 游戏收入主要来自爆款产品；2.活跃用户是收入贡献的主体；3.H5 游戏通过持续买量维持流水，收费模式后置，收入具有持续性；我们假设 16 年活跃用户群体的 ARPU 与 16 年移动游戏用户群体的 ARPU 相当，同时假设 2016-2017 年 H5 游戏

的整体用户规模仍然保持 30-40% 的增速, 通过测算得出 16 年 H5 游戏行业整体的市场规模大致在 10 亿元。

未来的市场空间测算考虑消费升级对 H5 游戏带来的影响, 影响主要包括两方面: 一方面在于对用户付费意愿的提高, 具体体现在移动游戏 ARPU 值的持续上升, 表明用户愿意为游戏娱乐花费更多; 另一方面则在于活跃用户比例的上升, 在消费升级的趋势下, 尤其目前 H5 游戏与 IP 结合的情况下, 相同渠道的引流所带来的用户转化率和留存率的提高, 进而提高整体付费率与活跃用户比例。我们假设 H5 游戏活跃用户的比例从 2016 年的 3% 逐渐提高到 2020 年接近 30%, 参考 2016 年的移动游戏的 ARPU 值为 155 元, 假设 H5 游戏用户规模和 ARPU 都保持一定增速。根据我们的测算, 17 年市场规模范围大致在 30-40 亿元, 到 2020 年 H5 游戏的市场空间已经高于目前的页游市场规模, 达到 300 亿元。我们判断 H5 游戏行业的发展一方面得益于新蓝海市场的开拓, 另一方面得益于消费升级, 以 16 年为起点, H5 游戏行业将进入高速发展期。

我们判断 H5 游戏作为一个新增量市场, 立足于多个媒介 (PC、移动终端等), 市场规模有望超越页游, 成为端游、页游、移动游戏之外的第四大细分市场。

图表 30: 中国 H5 游戏市场空间测算 (单位: 亿元)



资料来源: 东吴证券研究所

3. 围绕 IP 打造泛娱乐新版图，消费升级打开想象空间

3.1. 重新定义重度，H5 与 IP 互为“最佳拍档”

在 H5 游戏行业重度化的趋势下，找准盈利模式成关键。过去单纯向原生 APP 靠拢的方式已经被证伪，在用户体验远不及原生 APP 的时候，需要根据 H5 游戏本身的特性，重新定义“重度 H5 游戏”。

定义 HTML5 重度游戏，可以从游戏类型、数值深度、系统深度和在线时长几方面着手：

1. 游戏类型：没有定式，挂机也可以很重度。H5 重度游戏不再依赖于玩家的高频操作，更多是以核心玩法的丰富性作为评判标准。

2. 数值深度：达到和原生重度游戏一样的层级数，打破“H5 游戏都是小游戏”的陈旧观念。

3. 系统深度：处于 H5 游戏与原生游戏之间，一方面比大多数现有的 H5 游戏更讲究，系统功能相对更全；另一方面比原生游戏上手容易，不会因为复杂而造成玩家的流失。

4. 在线时长：原生重度游戏一定程度上沿用了原本端游刻意提高用户在线时长的设计。H5 重度游戏调节用户在线时长更多是通过设置每日目标，保证每日目标容易完成，同时增加持续在线收益。

图表 31：定义 HTML5 重度游戏

游戏类型	没有定式，挂机也可以很重度
数值深度	与原生重度无异，打破“H5 游戏都是小游戏”的陈旧观念
系统深度	纵向对比 H5 游戏，系统更多，逻辑关联更强； 横向对比原生游戏，系统间关联度不高，玩法相对独立
在线时长	每日目标容易完成；持续在线收益更高

资料来源：比悦科技，东吴证券研究所

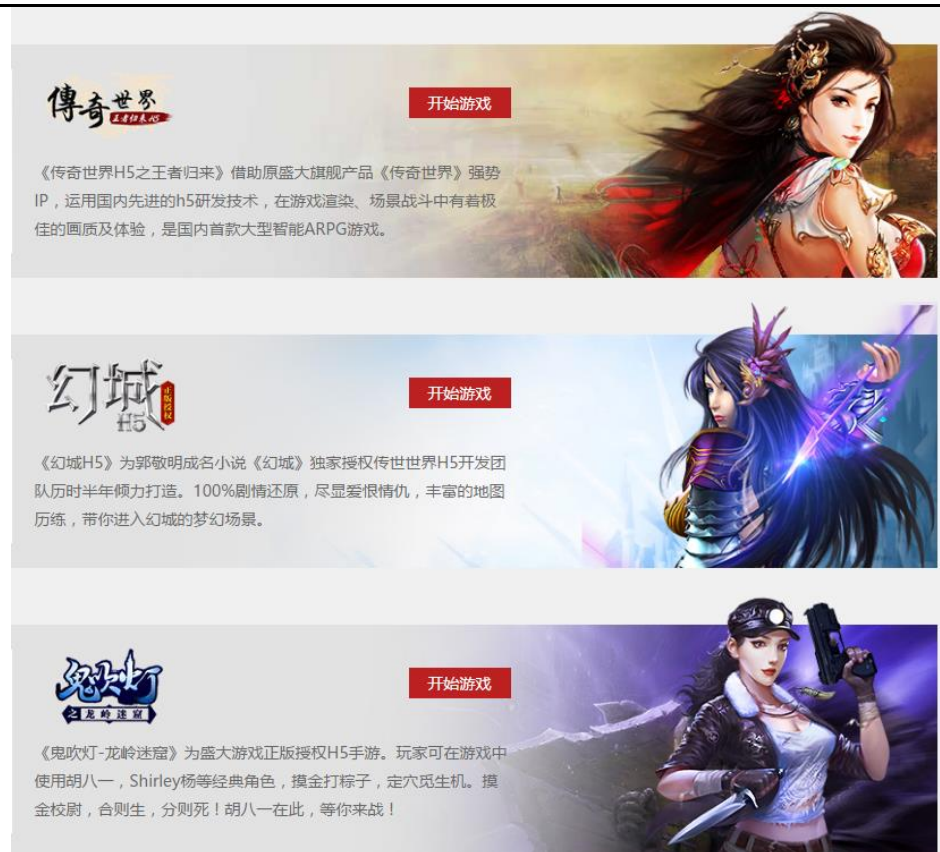
推广形式决定了 IP 的必要性，IP 成头部产品吸量关键。H5 重度游戏的推广方式与 PC 页游类似，广告页面在用户面前停留时间只有短短的 1-2 秒。如果充分利用用户熟悉的 IP，有助于迅速抓住用户眼球，把停留时间延长至 10-20 秒，提高用户转化率，成功吸量。

两类 IP 成爆款首选：第一类是优质端游 IP，爆款端游的运营时间长，品牌认知度高，装备、物品、角色的稀有度深入人心，通过 H5 游戏改造，可以满足用户的快餐化需求，提高变现能力。另一类是小说 IP，小说 IP 的火爆主要来自于两方面：1. 小说本身的写作时间长，从连载开始到完结，时间可长达 3-5 年，甚至 10 年以上；2. 小说的发酵时间久，以四大名著中的三国和西游为例，发酵时间很长，即便到今日，依然位于最火热 IP 的前列。《诛仙》从 2003 年开始连载，到 2007 年结束，至今依然是最火爆的 IP 之一。

目前 H5 游戏行业龙头蝴蝶互动的三款主打产品中，《传奇世界 H5》

用的就是传奇端游 IP《传奇》的 IP，16 年上市至今一直是 H5 游戏中的标杆之作。另外两款主打产品《幻城 H5》和《鬼吹灯》分别使用了郭敬明所著的《幻城》的小说 IP，以及天下霸唱所著的《鬼吹灯》小说 IP。

图表 32：蝴蝶互动的三款主打产品



资料来源：蝴蝶互动官网，东吴证券研究所

同时 IP 也可以借助 H5 游戏实现版图扩张。在泛娱乐化的潮流中，围绕 IP 实现立体化打造，H5 游戏得益于开发周期短和开发成本低的特点，将成为泛娱乐的重要版图。尤其在用户导入成本上升的情况下，H5 游戏发挥多渠道的优势，能够利用小资金实现 IP 价值变现。未来的发展趋势是，H5 游戏和 IP 将互成犄角，互为“最佳拍档”。

3.2. 优秀品质加优质 IP，莽荒纪成 H5 游戏新标杆

由北京兄弟联盟研发的年度 H5 手游《莽荒纪之无尽疆域》率先采用了白鹭 4.0 引擎，相对于传统 HTML5 游戏，莽荒纪 H5 的色彩对比更强烈，战斗画面更绚丽，镜头调节、动态、半透及雾化等特殊效果表现力强，直逼原生手游。

图表 33:《莽荒纪之无尽疆域》游戏战斗画面截图



资料来源：腾讯游戏，东吴证券研究所

图表 34:《莽荒纪之无尽疆域》游戏界面截图



资料来源：拇指玩，东吴证券研究所

IP 方面,《莽荒纪》是起点中文网、阅文集团白金作家“我吃西红柿”的力作。“我吃西红柿”别名番茄,是网络文学最具代表的人物之一,所著作品包括《星辰变》、《盘龙》、《吞噬星空》和《莽荒纪》等。其中《莽荒纪》小说于 2012 年 12 月 16 日正式上传,2013 年 2 月 1 日正式上架,2015 年 4 月 10 号完结,在起点中文网的总点击量超过 6000 万,总推荐超过 530 万,面向数量众多的网络用户,此次 H5 游戏改编以原著番茄担任剧情策划,切中多数玩家“情怀”。

图表 35 :《莽荒纪》起点中文网数据

莽荒纪

我吃西红柿 著

完本 签约 VIP 仙侠 修真文明

修仙觅长生，热血任逍遥，踏莲曳波涤剑骨，凭虚御风塑圣魂！

417.89 万字 | 6166.09 万总点击 · 会员周点击459 | 531.19 万总推荐 · 周215

免费试读 加入书架 投票互动

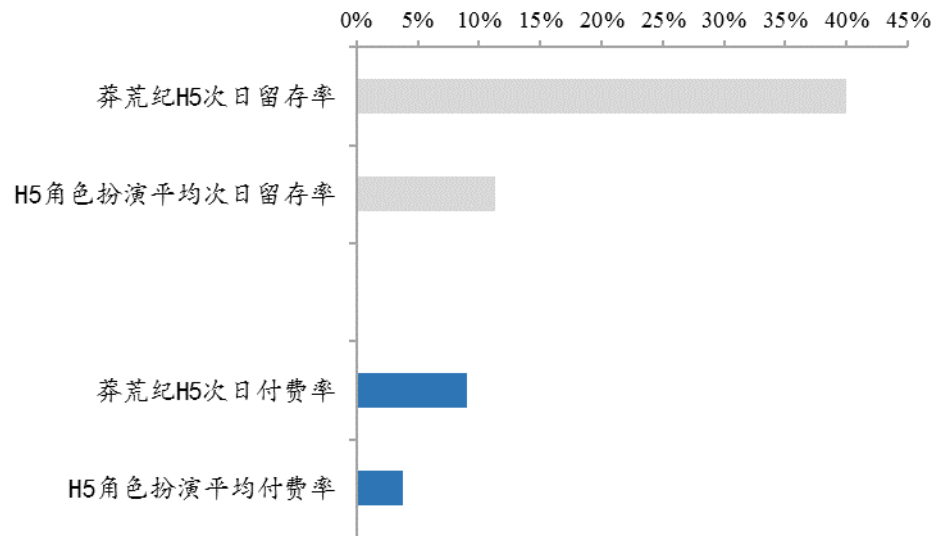
资料来源：起点中文网，东吴证券研究所

《莽荒纪之无尽疆域》在 2016 年 12 月 13 日开启了小规模删档测试,据数据统计,首测当日数据表现优异,次日留存率达到 33%,已经达到

了原生精品 RPG 手游水平；三日留存率达到 27%，付费率达到 8.7%，首日 ARPPU 值达到 128，测试期间 ARPPU 平均值达到 164，创下了 HTML5 游戏行业数据的新高，远高于行业平均数。

12 月 27 日首发当日服务器爆满，数据再创 H5 游戏新高：次日留存率超过 40%，付费率突破 9%，付费 ARPPU 值达到 137。17 年 1 月 4 日莽荒纪 H5 全渠道上线，24 小时内注册玩家超 10 万，首日流水突破百万大关，成为 H5 手游新标杆。莽荒纪 H5 的火爆验证 IP 加重度的方式对于目标用户具有强大吸引力，这种盈利方式未来将成爆款的主要打法。

图表 36：莽荒纪数据与 2016Q2 HTML5 游戏数据对比



资料来源：DataEye，东吴证券研究所

3.3. 产业链首推 CP，IP 获取与运营成胜负关键手

手游的 1.0 时代始于 2004 年，当时电信运营商具有产业链垄断地位，比如中国移动提供了什么游戏，用户只能选择玩该种游戏，当时电信运营商是最赚钱的，而内容研发商（CP）只能被动附和电信运营商的要求；后来进入 2.0 时代，是渠道为王的时代。运营商的市场被打破，中国移动等电信运营商只能收取流量费用，具有垄断地位的是以应用商店为首的发行商；随着 HTML5 游戏的崛起，未来的话语权将重新还给 CP。游戏越精品，话语权越高，渠道会抢着发行，给优质产品腾挪空间。

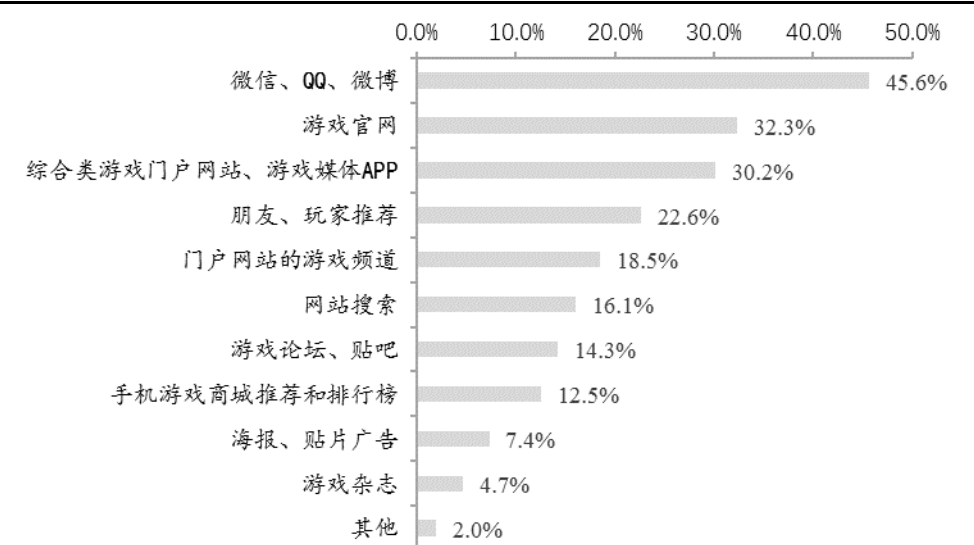
图表 37：手游 3.0 时代即将到来

1.0 时代	电信运营商占主导地位，CP 被动附和要求
2.0 时代	渠道为王，内容同质化严重，渠道功能被无限放大
3.0 时代	内容为王，游戏精品化、重度化，优质产品支撑渠道

资料来源：东吴证券研究所

H5 游戏成为渠道流量变现工具。2015 年初，海底捞推出 H5 游戏平台，随后 wifi 万能钥匙、滴滴打车等热门应用也开始陆续推出 H5 游戏中心，如今优酷土豆、爱奇艺等视频网站，传统电视媒体也都推出了 H5 游戏的微信端入口，未来任何流量聚集的地方都可能成为 H5 游戏流量入口。H5 游戏除了能提高 App 的黏性外，还是继广告、电商之外的变现工具，能够非常完美地发挥超级渠道的剩余流量价值。

图表 38：新游戏渠道分布比例



资料来源：GPC，IDC&CNG，东吴证券研究所

目前，HTML5 游戏研发商、渠道、发行商的合作模式与原生手游类似，主要是联运模式和独代模式。其中联运模式中，研发商将游戏代理给某家发行商，发行商再与渠道签署联运协议，最终三方分成。以《貂蝉有妖气》为例，作为研发商的大连泛游将游戏代理给触控科技，触控科技则需要通过内容整合、技术优势以及开放平台聚合玩吧的渠道资源。在游戏上线开始产生营收后，玩吧会先根据自身渠道的阶梯式分成模式拿走属于自己的一份，随后触控再与大连泛游按照一定的比例分成。另

一种独代模式则有所不同，以闪吧科技为例，通过自测、接入等流程将品质较高的游戏与玩吧达成合作，从而获得较高的收益回报。**最新的分成比例来看，掌握着优质内容的研发商目前的分成比例为 3 成，发行占 2 成，渠道方占 5 成，相对于页游的分成比例，H5 游戏的分成比例更合理，也更有利于行业整体的良性发展。**

图表 39：HTML5 游戏的渠道端商业模式



资料来源：腾讯游戏产业圈，东吴证券研究所

在马太效应凸显的情况下，H5 游戏行业的市场份额将仍然掌握在少数几家 CP 手上，我们判断未来头部产品研发商将拥有产业链中最高话语权。以蝴蝶互动为例，《传奇世界 H5》有超过 2000 多条渠道，除了常用社交平台，还包括许多 APP：饿了么、同花顺等。爆款产品研发商占主导的趋势已经在行业中逐渐形成，随着内容的重要性显现，研发商的地位更加重要，拥有精品制作能力的游戏研发商受益于产业价值向内容端迁移的过程，获得更多的流水分账比例。

引擎技术的提升、盈利模式的清晰化都为行业快速发展提供了必要条件，但是爆款游戏仍依赖于对超级 IP 的获取和运营。白鹭引擎 4.0 版本的出现让整体行业技术提升了一个档次，缩小了 H5 游戏与原生 APP 之间的用户体验差距。而盈利模式的清晰化则源自从蝴蝶互动的成功中，找到手游市场外的蓝海市场。然而，这两者都是行业中共有的、通用的提升，是行业整体的发展。IP 的运用对于爆款产品而言是必不可少的，研发商对于 IP 的获取和运营实力将成为胜负关键手。

3.4. 打造泛娱乐新版图，坚定看好页游、手游巨头切入蓝海市场

2016 年是 IP 井喷的一年，除了原创文学 IP 继续受追捧，游戏 IP、影视 IP、明星 IP 等如雨后春笋般出现。从影视化到游戏改编，再到周边销售，IP 产业起到串联文化产业的作用，目前已经形成了文学、影视、游戏、明星和周边衍生品的泛娱乐全产业链时代。

图表 40：泛娱乐生态下 IP 与 H5 游戏的结合



资料来源：DataEye，腾讯游戏产业圈，东吴证券研究所

如今，页游、手游巨头纷纷扩张泛娱乐版图，游戏与媒体的融合愈加紧密，以影游联动为代表的融合发展越来越普遍。影视与游戏作为当下最热门的两娱乐形态，迎合了主流用户需求。一方面影游联动为用户提供更丰富的娱乐方式，放大了 IP 价值，创造收入；另一方面，游戏为电影奠定受众基础，影视提升游戏的品牌价值。通过两条产业链攫取优质 IP 的多重价值。

以移动游戏市场为例，16 年通过影游联动，移动游戏市场获得的实际销售收入为 89.2 亿元，占中国移动游戏市场实际销售收入的 10.9%。数量达到数十款，多款游戏最高月流水破亿。

图表 41：2016 部分影游联动移动游戏产品



资料来源：2016 中国游戏产业报告，东吴证券研究所

前文中提到 H5 游戏的开发成本低、开发周期短、传播渠道多等特点，对于注重泛娱乐布局的游戏巨头而言，将成为实现 IP 多重变现的重要一

环。

我们认为 H5 行业的高速增长期已至，未来的两大趋势将愈发明显：

1.行业生态的完善以及方向的明确将吸引游戏巨头切入，未来 H5 游戏行业的主要竞争者集中为行业已有的龙头企业和转型切入的游戏巨头。

2.影视动漫 IP 捆绑 H5 游戏发行成必然趋势，H5 游戏将成泛娱乐版图上的重要环节，整体泛娱乐化生态更加凸显。

未来看好两类公司：

1.在 IP 上储备丰富，尤其是在爆款网络小说 IP 的储备上有巨大优势的公司，例如阅文集团，旗下拥有许多著名白金网络作家，在获取 IP 上有得天独厚的优势。

2.本身是游戏巨头，在大 IP 储备和运营方面都有过去成功的经验，比如游族网络，页游龙头，拥有《三体》、《盗墓笔记》、《权利的游戏》等大 IP，加上运营实力突出，优势明显。

4. 投资建议

我们选出了产业链中具有核心价值的公司以及未来有望切入 H5 游戏市场的 A 股上市公司，建议关注。同时重点推荐游族网络和三七互娱，两家公司都是页游龙头企业，具有大量优质 IP 储备，页转手证明了强大的研运实力。泛娱乐布局方面处于市场领先地位，同时提前布局 H5 游戏，切入蓝海后泛娱乐布局有望得到进一步扩充，IP 的多重变现将打开想象空间。

图表 42：建议关注的公司

蝴蝶互动	H5 游戏领军企业，《传奇世界 H5》月流水破三千万、《幻城 H5》月流水破千万，拥有一系列热门端游及小说 IP
白鹭科技（836615）	国内最领先 H5 引擎商，通过参股捆绑多家优质 CP，潜力大
中手游	《决战沙城 H5》月流水破三千万，拥有一系列的动漫热门 IP
恺英网络（002517）	以大 IP 为核心，拥有热门端游奇迹、传奇等 IP 授权
富春通信（300229）	旗下骏梦游戏和摩奇卡卡拥有诸多二次元动漫、小说、影视 IP，擅长长篇小说和影视的游戏改编
游久游戏（600652）	投资了多家 H5 游戏研发商，参股龙珠 TV 母公司苏州游视
掌趣科技（300315）	IP 储备丰富，设立基金布局泛娱乐

资料来源：东吴证券研究所

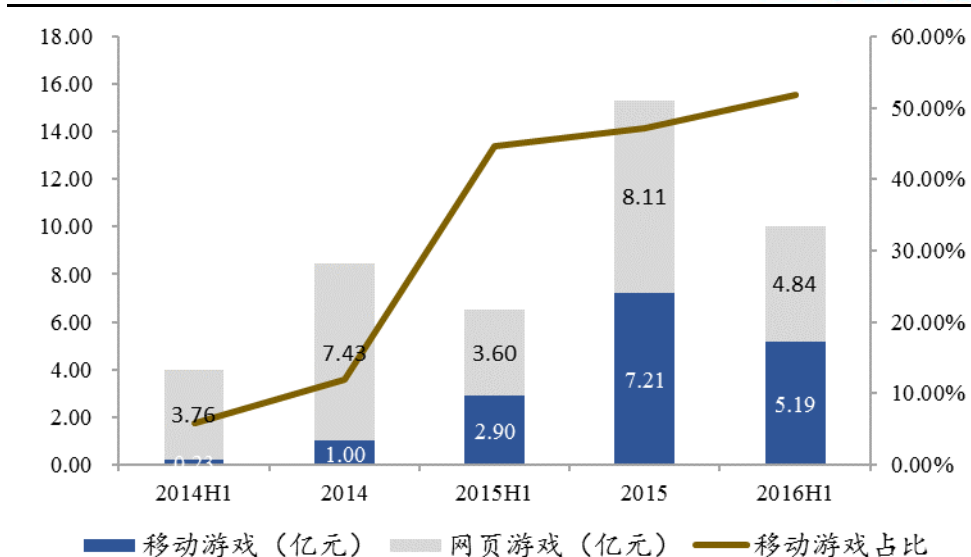
4.1. 游族网络：强产品矩阵夯实业绩，定位轻娱乐实现 IP 价值多重变现

游族网络成立于 2009 年，主营网络游戏的研究与发行，是中国领先的轻娱乐供应商。2014 年借壳梅花伞登陆 A 股，围绕“全球轻娱乐供应商”的定位，实行全球发行、大 IP、大数据及影游联动等战略，目前页游、手游、发行、海外、平台几大模块并行运作。

4.1.1. “后用户红利时代”竞争优势扩大，强产品矩阵夯实业绩

公司过去页游出身，是页游行业的龙头，在手游爆发与游戏出海的浪潮下，公司近几年转型布局成功，移动游戏的收入占比从 2014 年的 11.9% 上升到 16 年上半年的 51.1%。公司实现产业链一体化布局，在 16 年页游下降，移动游戏竞争加剧的背景下，公司产品《盗墓笔记》和《狂暴之翼》表现超预期，16 年业绩保持高增长态势，全年净利润有望超过 6 亿元。我们认为在“后用户红利时代”，产业链整合能力成为关键，资源将进一步集中在龙头。公司通过早期上下游延伸布局掌握核心竞争优势，在行业竞争格局的变化中抢占更多的市场份额。

图表 43：游族网络的主营构成

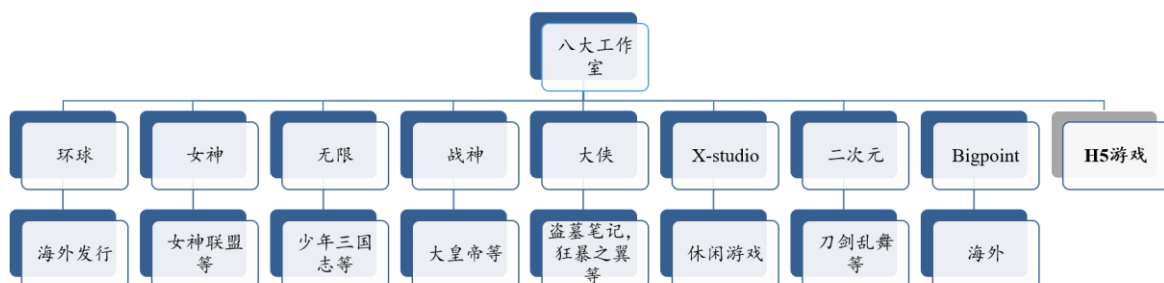


资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司产品储备丰厚，强产品矩阵夯实 17 年业绩。公司代理日本超人气二次元产品《刀剑乱舞》和《妖精的尾巴》，同时有望在上半年推出《刀剑乱舞》页游版本，同时 2017 年将推出重量级 IP 作品《权利的游戏》。我们认为，在已有产品中，《盗墓笔记》仍然处在流水上升期，《狂暴之翼》海外发行推进顺利；新款产品方面，高人气二次元作品代理、《权利的游戏》全球发行带来高业绩弹性，强产品矩阵确保业绩持续性。

公司从 2015 年开始实施工作室制度，将原有的研发、发行运营和支持部门拆分到独立的工作室中，在激励制度上也采取了更加直接和细化的考核，团队的战斗力得以更大程度释放。公司前瞻性地看到 H5 游戏行业未来的机会，因此在 2016 年已经提前布局，设立专门的 H5 游戏工作室。公司过去转型手游成功已经验证研运实力，提前布局 H5 游戏工作室，参考过去成功的页游转手游经验，H5 游戏有望成为业绩的又一增长点。

图表 44：游族网络的工作室制度



资料来源：东吴证券研究所

4.1.2. IP 与实力兼具，定位轻娱乐实现 IP 价值多重变现

公司现有的 IP 储备充分，拥有以《三体》、《盗墓笔记》、《一千灵异夜》为代表的小说 IP，《妖精的尾巴》和《刀剑乱舞》为代表的动漫和游戏 IP，以及《权力的游戏》的超级影视 IP。公司的大 IP 战略和影游联动战略明确，随着泛娱乐化的不断深入，未来将进一步围绕已有 IP 进行二次、三次开发，打造多平台的泛娱乐化运营模式。

图表 45：游族网络现有 IP

IP 名称	IP 类型	IP 介绍	IP 控制程度	IP 开发情况
三体	小说 IP	获得“雨果”奖，中国长篇科幻小说神作	获得游戏、影视剧改编权	三体电影实体部分已经杀青；三体 VR 游戏与唯晶科技合作开发
盗墓笔记	小说 IP	南派三叔代表作	获得网页游戏改编权	网页游戏已上线，16 年 10 月流水破亿
权力的游戏	影视 IP	HBO 播出的著名连续剧，全球粉丝数过亿	收购 Bigpoint，获得 IP 储备	2016 年末推出页游；2017 年上半年推出手游
刀剑乱舞	游戏 IP	日本当红二次元游戏	获得国内游戏运营权	同名动画正在播出，ufotable 公司制作
妖精的尾巴	动漫 IP 游戏 IP	日本最成功的几部长篇动漫之一，人气堪比火影，KONAMI 将其改编为 PSP 游戏	获得国内游戏运营权	2017 年上半年推出同名游戏
女神联盟	自研 IP	在欧美等海外地区反响热烈	公司自主研发游戏	电影于 2016 年开机
一千灵异夜	小说 IP	中国最畅销的悬疑小说家蔡骏的小说	获得影视开发权	IP 项目已正式启动，开启中国罪案连续电影先河

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为公司的优质 IP 储备充足，IP 运营实力雄厚，未来 H5 游戏工作室的作品值得期待。公司定位全球轻娱乐供应商，H5 游戏有望作为一块新版图并入轻娱乐体系中，实现 IP 价值的多重变现，目前 H5 游戏行业进入高速发展阶段，H5 游戏有望为公司业绩夯实再下一城。

公司研运实力突出，17 年强产品矩阵带来业绩超预期高增长，同时公司在外延以及新业务布局方面也有望不断取得突破，随着重磅 IP 产品《权力的游戏》的全球发行推进，公司将迈出全球轻娱乐供应商的坚实一步。我们坚定看好公司的发展，18 年业绩预测偏保守，未来大概率超预期，维持强烈推荐。

图表 46：游族网络盈利预测

财务摘要（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入（百万）	1535	2450	3855	4810
同比%	81.94%	59.64%	57.35%	24.77%
归属母公司净利润（百万）	516	619	1093	1419
同比%	24.35%	20.06%	76.53%	29.86%
每股净收益（元）	1.80	0.72	1.27	1.65
市盈率	44.19	36.35	20.61	15.86
总股本（百万股）	287	861	861	861

资料来源：Wind，东吴证券研究所 注：股价为 2017 年 2 月 7 日收盘价

4.2. 三七互娱：内生高增长确定，泛娱乐布局打开成长空间

三七互娱成立于 2011 年，以页游运营平台起家，是国内领先的游戏运营商、研发商，旗下拥有 37 游戏、37 手游、37games 等全球优秀的专业游戏运营平台。三七互娱不断向游戏全产业链延伸。在产品发行层面，先后取得了金山猎豹游戏中心、2345 游戏中心、易乐玩等多个平台的代运营权，构建了一定的品牌壁垒和议价能力。在手游业务领域，公司已成功通过独代及联运的方式发行了包括《苍翼之刃》、《天将雄师》、《冒险之光》、《大话西游》、《梦幻西游》等多款现象级手游产品。2016 年自研手游《永恒纪元：戒》上线首月流水突破 9000 万元，16 年 12 月份流水更是超过 2.5 亿元，自研手游的成功证明了公司的研运实力。

图表 1：三七互娱发展历程

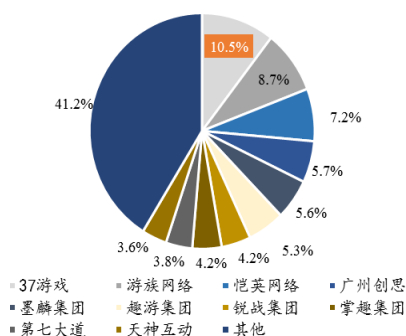
2011 年 09 月	上海三七玩网络科技有限公司成立
2012 年	制定全球化运营战略，正式进军海外市场
2013 年 06 月	37 手游成立
2013 年 09 月	成立极光网络与火山湖工作室，布局研发体系
2014 年 03 月	新域名 37.com 正式上线、主办第一届 CIGC
2014 年 12 月	成功登陆中国 A 股市场（股票代码：002555）
2015 年 03 月	正式更名为三七互娱（上海）科技有限公司、主办第二届 CIGC
2015 年 08 月	联合收购 SNK，获得旗下全系 IP（包括《拳皇》）延伸改编权益
2016 年 03 月	主办第三届 CIGC、投资加拿大 VR 公司 Archiact，正式进军 VR 领域
2016 年 07 月	连续四年攀高，三七互娱跃居互联网百强第 18 位
2016 年 08 月	拟收购墨鹍科技、智铭网络，深化泛娱乐战略

资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

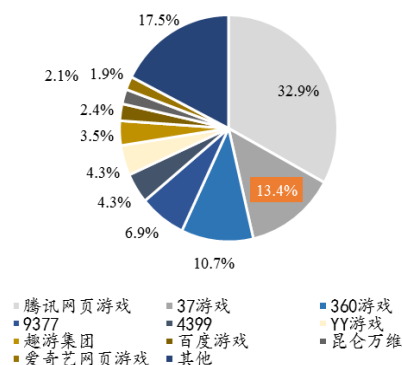
4.2.1. 长线精品战略保障业绩持续性，研运一体化格局稳定

公司立足于页游研发与运营，根据易观 16 年第三季度的统计，37 游戏旗下的自研页游《传奇霸业》、《武神赵子龙》、《大天使之剑》的势头仍未减弱，依然排名页游研发厂商第一，市占率为 10.5%，与过去基本持平。而在运营平台方面，37 游戏凭借《传奇霸业》、《武神赵子龙》以及其他代运营游戏排名第二，市占率为 13.4%，位列腾讯之后。

图表 47：2016 年 Q3 中国网页游戏研发厂商竞争格局



图表 48：2016 年 Q3 中国网页游戏运营平台竞争格局



资料来源：Analysys 易观，东吴证券研究所 资料来源：Analysys 易观，东吴证券研究所

2016 年第三季度开始，360 游戏、9377、4399 等平台都出现了一定程度的下滑，而 37 游戏能保持市场份额不下降，主要得益于长线精品战略的实施，《大天使之剑》在 2014 年下半年上线，15 年上半年的月流水维持在 1 亿元左右，直到 16 年 12 月份，依然保持着 6000 万的月流水；而《传奇霸业》从 15 年上线至今，16 年 12 月份的月流水依然保持在 1, 5 亿以上。公司长线精品战略成功，对现有游戏的强大持续运营能力确保了业绩持续性。

另一方面，公司每年研发新爆款产品替代已经成熟的产品，16 年 4 月上线的《武神赵子龙》已经成为公司的主力产品之一，而 16 年 12 月上线的《少年群侠传》有望进一步巩固公司已有优势。公司通过长线精品战略加持续研发新品，延长现有游戏的生命周期，并实现业绩的可持续性。公司的持续运营能力以及页游的研运龙头地位是公司业绩的基石。

在手游转型之路上，公司 16 年 7 月上线的自研手游《永恒纪元：戒》首月流水突破 9000 万，到 16 年 12 月份已突破 2.5 亿，证明了公司在手游领域的研发实力。在海外方面，《永恒纪元》助公司实现突破，目前在台湾的月流水已经超 5000 万，随着韩国等地的上线，17 年的海外收入将得到进一步提高。公司立足于页游研运，自研手游的成功带来新增长点，研运一体化格局稳定，同时，公司储备的传奇手游、奇迹手游将于 17 年上线，高业绩弹性可期。

4.2.2. 坚持重 IP 运作，泛娱乐布局打开成长空间

重 IP 运作一直是公司泛娱乐战略的重点。公司于 15 年 8 月联合收购日本知名游戏厂商 SNK，获得其旗下全系 IP 的延伸改编权益，并在其《拳皇》IP 的动漫制作上投入重金。在 IP 方面，公司积极引进了《传奇》、《琅琊榜》、《傲世九重天》、《航海王》等数十项游戏、影视、文学、动漫 IP 资源。并与芒果传媒、星皓影业达成战略合作关系，形成在影视、

电视栏目、秀场、动漫、IP 孵化以及视频直播等领域的多方合作。公司同步推进上海墨鹍以及江苏智铭的收购，进一步补强游戏研发与发行能力，全产业链运营能力继续提升。公司具有强大的平台价值与游戏研发能力，同时围绕 IP 进行泛娱乐化布局，目前拥有多个游戏、影视、文学和动漫 IP，为切入 H5 游戏提供了良好基础。

图表 2：三七互娱拥有的 IP

IP 类型	拥有 IP
游戏 IP	《传奇》、《奇迹 MU》、《天堂 2》、《热血高校》、《轩辕剑之天之痕》等
影视 IP	《琅琊榜》、《西游记之孙悟空三打白骨精》、《武神赵子龙》、《天将雄师》等
文学 IP	《傲世九重天》、《天启之门》、《狂仙》等
动漫 IP	《航海王》、《樱桃小丸子》、《奥特曼》、《魁拔》等

资料来源：GPC，东吴证券研究所

公司页游研运龙头，研运一体格局稳定，手游转型超预期，海外业务实现突破，多项储备项目带来高增长弹性，17 年内生高增长确定。公司通过外延并购，围绕 IP 进行泛娱乐布局，优质 IP 储备及强大研运实力具备切入 H5 游戏的能力，想象空间大，重点推荐。

图表 49：三七互娱盈利预测

财务摘要（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入（百万）	4657	5616	9940	11928
同比%	678.43%	20.60%	57.35%	24.77%
归属母公司净利润（百万）	506	1031	1555	1842
同比%	1224.18%	103.83%	50.76%	18.43%
每股净收益（元）	0.24	0.50	0.75	0.88
市盈率	44.19	35.20	23.47	20.00
总股本（百万股）	877	2085	2085	2085

资料来源：Wind，东吴证券研究所

注：股价为 2017 年 2 月 7 日收盘价

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

