

推荐 (维持)

游戏出海深度报告： 出海提速，打开龙头增长空间

2020 年 05 月 28 日

重点公司

重点公司	19A	20E	评级
三七互娱	1.00	1.24	审慎增持
世纪华通	0.38	0.64	审慎增持
完美世界	1.16	1.85	审慎增持

相关报告

《【兴证传媒】游戏买量深度报告：游戏买量无边界，优质公司再上新台阶》2020-03-16

分析师：

丁婉贝

dingwanbei@xyzq.com.cn
S0190515020001

刘跃

liuyue@xyzq.com.cn
S0190517090001

团队成员：

丁婉贝/刘跃/邵伟/李阳

投资要点

- **全球游戏市场空间巨大，增速趋于平稳，移动游戏占比近六成。**1) 2016-2020 年全球游戏市场从 830 亿美元增长至 1094 亿美元，年复合增长率 9.6%，其中移动游戏增速最高，从 406 亿美元增长至 644 亿美元，年复合增长率 16.6%，移动游戏占比从 48.9% 提升至 58.9%；2) 2016-2020 年，除去中国全球游戏市场从 593 亿美元增长至 764 亿美元，年复合增长率 8.8%，其中移动游戏从 289 亿美元增长至 418 亿美元，年复合增长率 13.1%，移动游戏占比从 48.7% 提升至 54.7%。
- **游戏出海提速，国内游戏在全球市场市占率持续提升，更多公司加强海外市场。**1) 2019 年中国游戏海外市场创收 115.9 亿美元，同比增长 21%，高于 2018 年的 15.8%，2019 年中国移动游戏出海规模为 514 亿元人民币，同比增长 22.1%；2) 中国游戏出海，在海外市场比例持续提升，2019 年中国游戏出海占海外市场比例为 15.2%，高于 2018 年的 12.1%，同期移动游戏占比 17.6%，高于 2018 年的 14.3%；3) 出海企业中，腾讯、网易、世纪华通、IGG 较为领先，旗下多款手游产品长期位居中国游戏出海收入榜前 10 名，例如腾讯的《PUBG Mobile》与《使命召唤》，网易的《荒野行动》，世纪华通的《火枪纪元》与《阿瓦隆之王》，IGG 的《王国纪元》，中国游戏出海收入榜前 30 包括智明星通的《列王纷争》、心动公司的《仙境传说 RO》、游族网络的《圣斗士星矢》、完美世界的《完美世界 M》、掌趣科技的《一拳超人》、中文在线的《Chapters: Interactive Stories》等，Funplus 旗下产品收入榜前 10 名与前 30 名的作品数量均保持领先，前 10 名占 1-2 款，前 30 名占 2-3 款，网易前 30 名游戏占 2-3 款，腾讯 2020Q1 有 2 款游戏能够计入收入榜前 10 名，莉莉丝持续发力也有 2 款游戏能够挤入收入榜前 10 名；4) 中国游戏厂商出海整体表现持续向好，从 2019 年全年来看，中国手游出海收入 TOP30 榜单入围门槛逐渐提升，从 2019 年 1 月的 547 万美元提升至 2019 年 12 月的 760 万美元。
- **2020Q1 中国游戏厂商明显加速出海，核心市场表现愈加出色。**1) 最大的游戏市场是中国，美国位列第二，后面分别是日本，韩国，德国，英国，法国，加拿大，西班牙，意大利，规模均超过 20 亿美元；2) 2020Q1 美国手游市场规模 45.4 亿美元，同比增长 21.4%，腾讯旗下手游《PUBG MOBILE》位列美国手游畅销榜第 8 位，共有 3 款国产手游进入畅销榜前 20，入围畅销榜 Top100 的游戏中 19 款为中国产品，占 Top100 总收入的 16.3%；3) 2020 Q1 日本手游市场规模 37.9 亿美元，网易旗下手游《荒野行动》位列日本手游畅销榜第 6 位，共有 4 款国产手游进入畅销榜前 20，入围畅销榜 Top100 的游戏中 23 款为中国手游，占 Top100 总收入的 17.5%；4) 我们认为 2020Q1 中国游戏厂商在欧美日韩等核心手游市场表现明显优于 2019 年，游戏出海势在必行，加速态势已然出现，值得重点关注。
- **投资建议：**海外市场空间巨大，龙头游戏厂商有望通过精品游戏抢占欧美日韩等手游市场份额，依托全球发行覆盖更为广泛的用户从而提升游戏变现规模，带动业绩的进一步攀升，重点关注出海龙头【三七互娱】、【世纪华通】、【完美世界】、【腾讯控股】、【网易】、【心动公司】。

风险提示：游戏上线不及预期；政策监管加剧，游戏产品推广表现不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、海外移动游戏市场广阔，中国手游加速出海.....	4 -
1.1、海外移动游戏市场稳定增长，美日韩为核心市场.....	4 -
1.2、中国游戏出海开启加速增长模式.....	6 -
2、中国手游登上全球舞台，核心市场表现愈加出色.....	7 -
2.1、中国手游在全球范围表现愈加出色.....	7 -
2.2、游戏出海小有成效，进一步抢占核心市场.....	9 -
2.2.1、美国：中国手游加速入局美国市场.....	9 -
2.2.2、日本：中国手游在日本市场较为出色.....	11 -
2.2.3、韩国：中国在韩国市场小有成就.....	13 -
2.2.4、德国：更多中国企业入局德国手游市场.....	14 -
2.2.5、英国：中国游戏企业在英国地位平稳.....	15 -
3、中国游戏出海龙头产品及厂商解读.....	15 -
3.1、出海 TOP30 榜单解读：头部游戏门槛逐渐提升.....	15 -
3.2、龙头厂商产品和竞争策略解读.....	17 -
3.2.1、Funplus：SLG 游戏出海龙头，品类扩张有望提升收入天花板.....	19 -
3.2.2、腾讯：游戏出海收入有望比肩国内游戏业务.....	20 -
3.2.3、网易：更多精品游戏蓄势待发.....	21 -
3.2.4、莉莉丝：2019 年以来排名持续攀升.....	22 -
3.2.5、IGG：核心产品承压，期待新产品表现.....	22 -
3.2.6、心动公司：拟推出 TapTap 海外版，掘金出海红利.....	22 -
3.2.7、三七互娱：布局海外多年，发力精品游戏.....	23 -
3.2.8、其他.....	23 -
4、投资策略.....	24 -
图 1、全球游戏市场规模（亿美元）.....	4 -
图 2、全球移动游戏市场规模（亿美元）.....	4 -
图 3、2016-2020 年全球细分游戏市场规模（亿美元）.....	4 -
图 4、2016-2020 年移动游戏占比相对稳定.....	4 -
图 5、全球（除去中国）游戏市场规模（亿美元）.....	5 -
图 6、全球（除去中国）移动游戏市场规模（亿美元）.....	5 -
图 7、2018 全球各国游戏市场规模 Top10.....	5 -
图 8、重点国家游戏在应用商店中的支出（增长率为 2 年的增长率）.....	6 -
图 9、中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入（亿美元）.....	6 -
图 10、中国移动游戏出海市场规模（亿美元）.....	6 -
图 11、中国游戏出海占海外游戏市场比例持续提升.....	7 -
图 12、2019 年第 3 季度全球游戏季度指数排行榜.....	9 -
图 13、2020 年第 1 季度全球游戏季度指数排行榜.....	9 -
图 14、2020Q1 美国市场手游收入 TOP20.....	10 -
图 15、2020 年中国手游在美国收入 TOP20.....	11 -
图 16、2020Q1 日本市场手游收入 TOP20.....	12 -
图 17、2020 年中国手游在日本收入 TOP20.....	12 -
图 18、2020Q1 韩国市场手游收入 TOP20.....	14 -
图 19、2020 年中国手游在韩国收入 TOP20.....	14 -
图 20、2019 年中国手游出海收入 TOP30 榜单入围门槛逐渐提升.....	16 -
图 21、2019H1 出海厂商流水.....	19 -
图 22、世纪华通（点点互动）旗下重要产品排名情况.....	20 -

图 23、PUBG Mobile 海外收入（千万美元）	- 21 -
-----------------------------------	--------

表 1、全球热门移动游戏收入 TOP10（红色为中国游戏产品）	- 8 -
表 2、2018 年与 2019 年美国热门游戏与公司对比	- 10 -
表 3、2018 年与 2019 年日本热门游戏与公司对比	- 11 -
表 4、2018 年与 2019 年韩国热门游戏与公司对比	- 13 -
表 5、2018 年与 2019 年德国热门游戏与公司对比	- 15 -
表 6、2018 年与 2019 年英国热门游戏与公司对比	- 15 -
表 7、2019.01-2019.03 和 2020.01-2020.03 中国手游出海收入 Top10	- 16 -
表 8、2019.01-2019.03 和 2020.01-2020.03 中国重点厂商手游出海收入排名榜前十名与前三十名数量统计	- 17 -
表 9、游戏公司海外收入排名	- 18 -
表 10、2019H1 重点游戏公司优势地区与流水梳理	- 19 -
表 11、重点布局海外的游戏公司海外收入占比	- 24 -
表 12、重点游戏出海公司估值表（20200515）	- 24 -

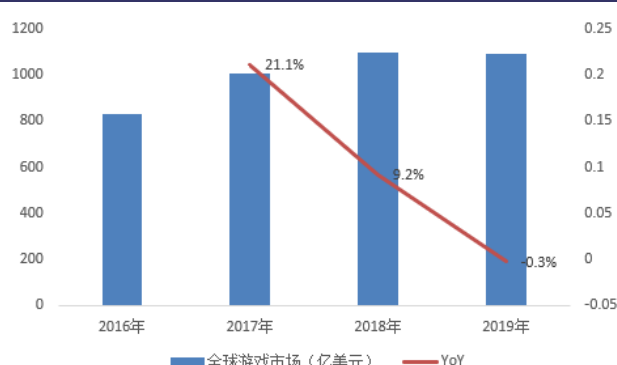
报告正文

1、海外移动游戏市场广阔，中国手游加速出海

1.1、海外移动游戏市场稳定增长，美日韩为核心市场

全球游戏市场空间巨大，增速已经趋于平稳。Newzoo 数据显示，2016-2020 年，全球游戏市场从 830 亿美元增长至 1094 亿美元，年复合增长率 9.6%，其中移动游戏增速最高，从 406 亿美元增长至 644 亿美元，年复合增长率 16.6%，移动游戏占比也从 48.9% 提升至 58.9%。

图 1、全球游戏市场规模（亿美元）



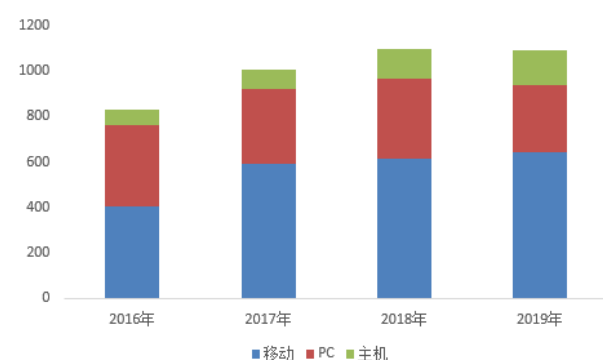
资料来源：SuperData，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、全球移动游戏市场规模（亿美元）



资料来源：SuperData，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2016-2020 年全球细分游戏市场规模（亿美元）



资料来源：SuperData，兴业证券经济与金融研究院整理

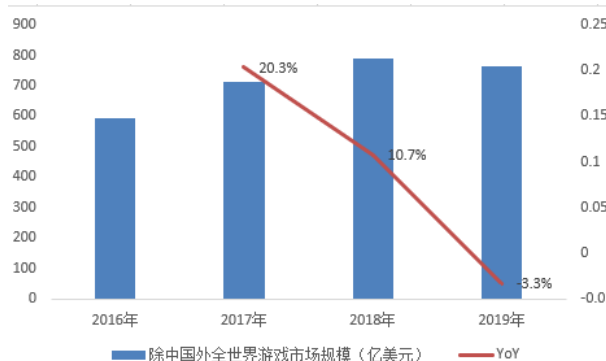
图 4、2016-2020 年移动游戏占比相对稳定



资料来源：SuperData，兴业证券经济与金融研究院整理

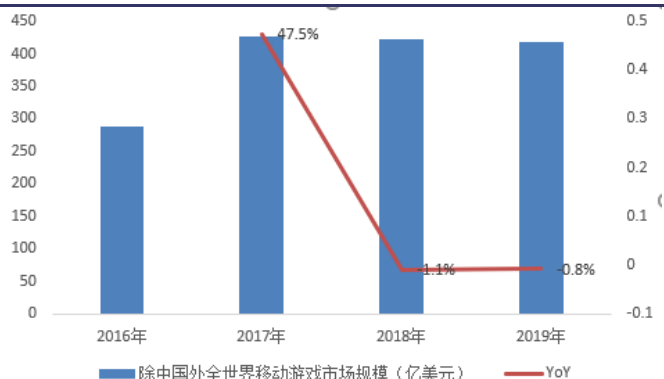
除去中国，全球游戏市场增速已经趋于平稳。2016-2020 年，除去中国市场之外，全球游戏市场从 593 亿美元增长至 764 亿美元，年复合增长率 8.8%，其中移动游戏从 289 亿美元增长至 418 亿美元，年复合增长率 13.1%，移动游戏占比也从 48.7% 提升至 54.7%。

图 5、全球（除去中国）游戏市场规模（亿美元）



资料来源：SuperData，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、全球（除去中国）移动游戏市场规模（亿美元）

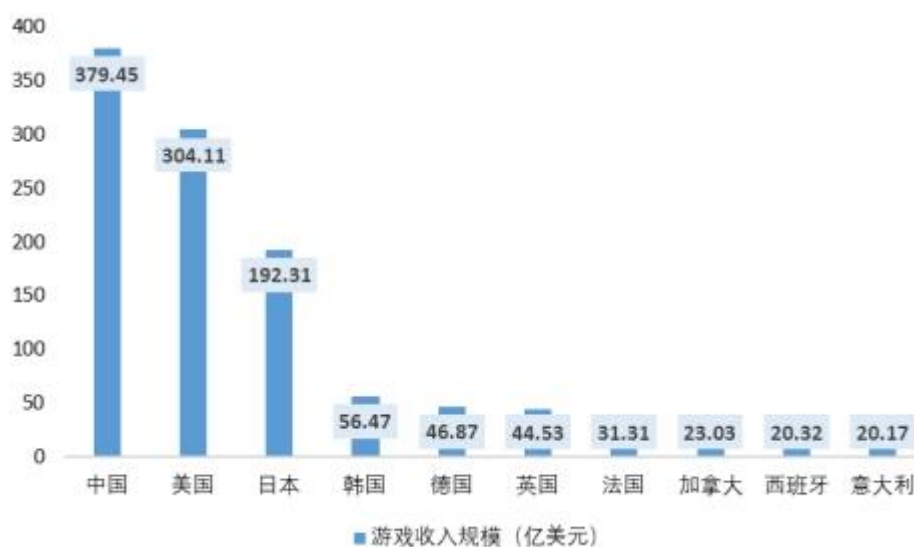


资料来源：SuperData，兴业证券经济与金融研究院整理

中美为全球最大的游戏市场，主要市场为中国、欧美与日韩。

1) Newzoo 数据显示，目前最大的游戏市场是中国，美国位列第二，后面逐渐拉开差距，分别是日本，韩国，德国，英国，法国，加拿大，西班牙，意大利，规模均超过 20 亿美元。

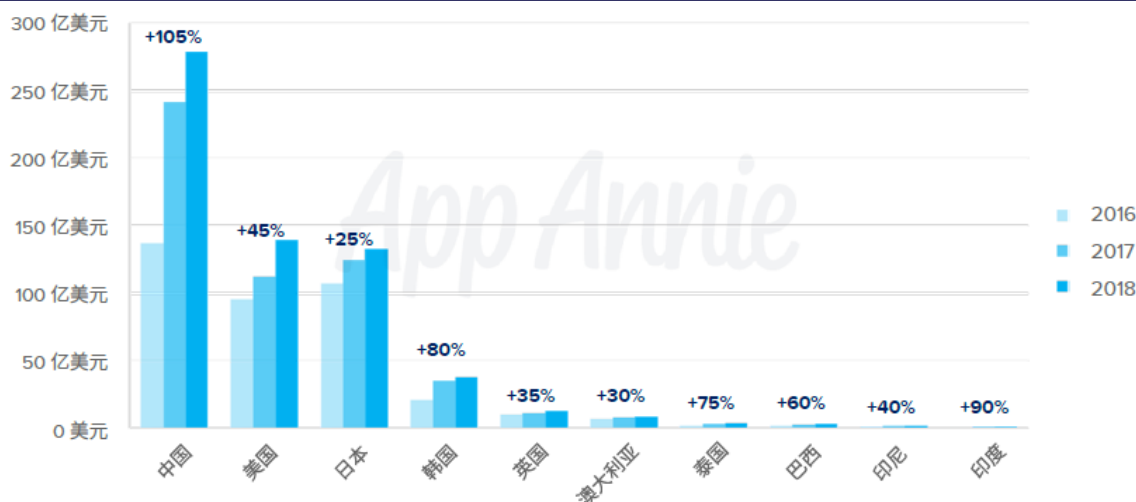
图 7、2018 全球各国游戏市场规模 Top10



资料来源：Newzoo，兴业证券经济与金融研究院整理

2) Appannie 数据显示，美国欧美日韩等主流移动游戏市场仍然保持较高增速增长，其中美国 2016-2018 年增速达到 105%，日本韩国分别为 25% 与 80%，新兴市场例如泰国、巴西、印度等增速较高，在 60% 以上。

图 8、重点国家游戏在应用商店中的支出（增长率为 2 年的增长率）



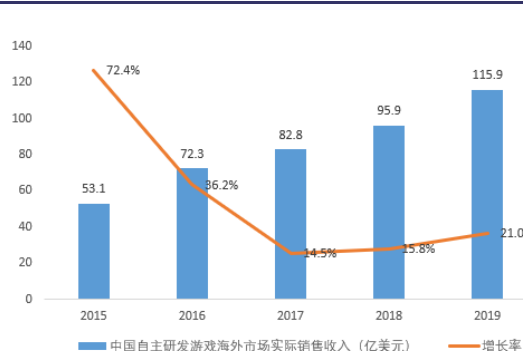
资料来源：appannie，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、中国游戏出海开启加速增长模式

游戏出海稳步发展，海外游戏市场成为中国游戏企业重要的收入来源。

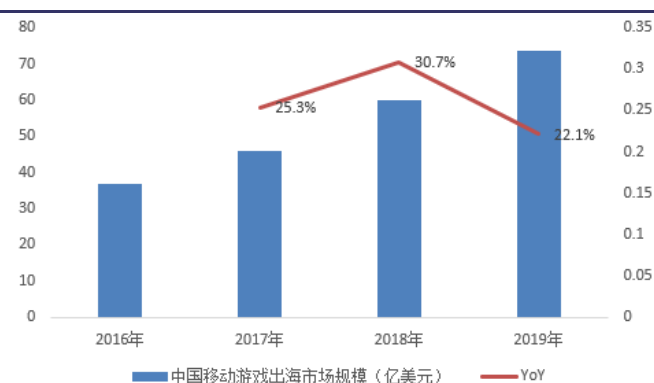
- 1) 渠道上，中国游戏企业与脸书、谷歌商店等多个海外渠道建立了长期合作关系，同时背靠华为、小米等手机企业，在手机预装与应用商店内均能对产品的推广提供助力。
- 2) 2019 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达 115.9 亿美元，同比增长 21%，艾瑞数据显示，2019 年中国移动游戏出海规模为 514 亿元人民币，同比增长 22.1%。

图 9、中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入（亿美元）



资料来源：游戏工委，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、中国移动游戏出海市场规模（亿美元）

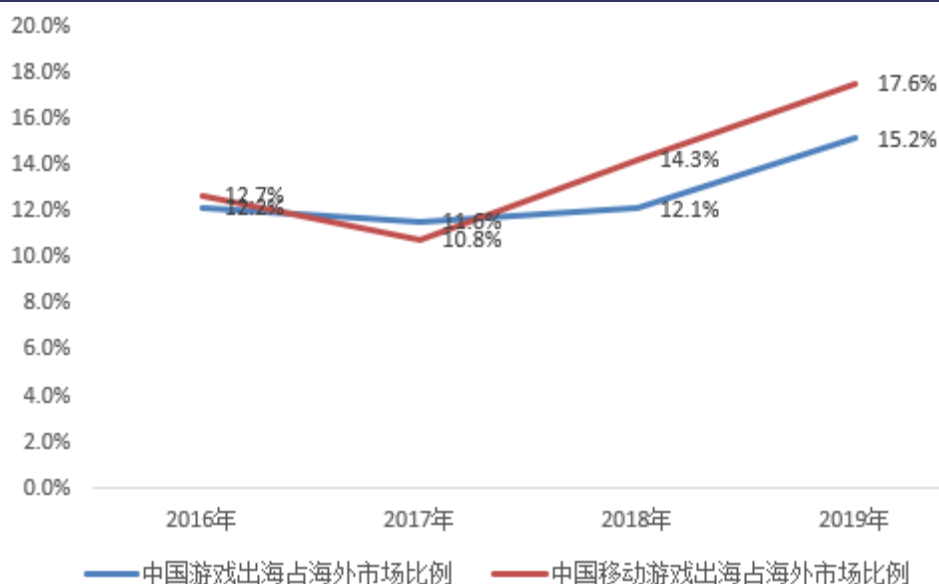


资料来源：艾瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

- 3) 中国游戏出海，在海外市场比例持续提升，2019 年中国游戏出海占海外市场

比例为 15.2%，同期移动游戏占比 17.6%；3）我们认为随着出海公司对美国、日本、韩国等头部市场持续发力，市场份额有望持续提升。

图 11、中国游戏出海占海外游戏市场比例持续提升



资料来源：Newzoo，兴业证券经济与金融研究院整理

2、中国手游登上全球舞台，核心市场表现愈加出色

2.1、中国手游在全球范围表现愈加出色

全球市场中国手机游戏产品越来越亮眼。1）SensorTower 数据显示，从收入角度来看，全球热门游戏榜单中，国内的游戏公司产品占比越来越高，排名也更为靠前；2）2019 年 8 月数据来看，最畅销的 10 款产品中，三款为国内厂商产品，分别为腾讯的《PUBG Mobile》、《Honor of Kings》与网易的《Westward Journey》，分别位列畅销榜单的第二、第三与第七位，而到了 2020 年 3 月，共有四款产品挤进畅销榜单前十名，分别为腾讯的《PUBG Mobile》、《Honor of Kings》与莉莉丝的《AFK Arena》、《Rise of Kingdoms》，排名也更为靠前，分别位居前十名的第一、第二、第四与第八位。

表 1、全球热门移动游戏收入 TOP10（红色为中国游戏产品）

排名	201908	201909	201910	201911	201912	202001	202002	202003
1	Fate/Grand Order	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile
2	PUBG Mobile	Pokemon GO	Honor of Kings	Honor of Kings	Honor of Kings	Honor of Kings	Honor of Kings	Honor of Kings
3	Honor of Kings	Honor of Kings	Candy Crush Saga	Candy Crush Saga	Clash of Clans	Candy Crush Saga	Monster Strike	Monster Strike
4	Pokemon GO	Fate/Grand Order	Pokemon GO	Lineage M	Candy Crush Saga	AFK Arena	AFK Arena	AFK Arena
5	Monster Strike	Candy Crush Saga	Lineage M	Coin Master	Roblox	Clash of Clans	DBZ Dokkan Battle	Candy Crush Saga
6	Candy Crush Saga	Lineage M	Dragon Quest Walk	Rise of Kingdoms	Fate/Grand Order	Fate/Grand Order	Candy Crush Saga	Coin Master
7	Westward Journey	Monster Strike	Coin Master	Pokemon GO	Fantasy Westward Journey	Gardenscapes	Rise of Kingdoms	Gardenscapes
8	Homescape s	Westward Journey	Homescapes	Homescapes	Gardenscapes	Monster Strike	Gardenscapes	Rise of Kingdoms
9	Lineage M	Dragon Quest Walk	Rise of Kingdoms	Fantasy Westward Journey	Coin Master	Roblox	Coin Master	Fate/Grand Order
10	Clash of Clans	Dragon Ball Z	Monster Strike	Fate/Grand Order	Lineage 2M	Rise of Kingdoms	Pokemon GO	Roblox

资料来源：sensortower，兴业证券经济与金融研究院整理

3) Appannie 数据显示，对比 2019 年 3 季度与 2020 年 1 季度，从用户支出角度来看，2019Q3 挤进榜单前十名的中国游戏共 4 款，分别是腾讯的《Honor of Kings》、《PUBG Mobile》、《和平精英》与网易的《梦幻西游》，而 2020Q1 则提升到 5 款，分别是腾讯的《Honor of Kings》、《PUBG Mobile》、《和平精英》与莉莉丝的《剑与远征》、《万国觉醒》。同时排名也有明显提升，2019Q3 的 4 款产品分别排名第二、第四、第八、第九名，2020Q1 的 5 款产品分别排名第一、第二、第四、第九、第十名。

图 12、2019 年第 3 季度全球游戏季度指数排行榜

排名	下载量	与 2019 年第 2 季度相比的排名变化	用户支出	与 2019 年第 2 季度相比的排名变化	月活跃用户	与 2019 年第 2 季度相比的排名变化
1	Fun Race 3D	▲	Fate/Grand Order	-	PUBG MOBILE	-
2	aquapark.io	▲	王者荣耀	-	糖果传奇	-
3	Mario Kart Tour	▲	Pokémon GO	▲ 6	王者荣耀	-
4	PUBG MOBILE	▲ 4	和平精英	▲ 9	和平精英	-
5	Free Fire	▼ 2	糖果传奇	▼ 2	开心消消乐	-
6	Jelly Shift	▲	怪物弹珠	▼ 1	Pokémon GO	▲ 2
7	Subway Surfers	▼ 3	天堂M	▼ 1	部落冲突	▼ 1
8	子弹先生：间谍谜团	▲	PUBG MOBILE	▲ 2	Subway Surfers	▼ 1
9	Sand Balls	▲	梦幻西游	▼ 1	部落冲突：皇室战争	-
10	梦幻家园	▲ 3	部落冲突	▼ 6	Minecraft Pocket Edition	▲ 2

资料来源：Appannie，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2020 年第 1 季度全球游戏季度指数排行榜

下载量			用户支出			月活跃用户		
1	Brain Out	+ 6	和平精英	+ 2	PUBG MOBILE	—		
2	Hunter Assassin	+ 12	王者荣耀	- 1	Candy Crush Saga	+ 1		
3	Woodturning	+++	Monster Strike	- 1	王者荣耀	+ 1		
4	Johnny Trigger	+ 68	剑与远征 - AFK	+ 34	和平精英	+ 3		
5	PUBG MOBILE	- 2	Candy Crush Saga	- 1	Call of Duty: Mobile	- 3		
6	Free Fire	—	Lineage 2	+ 31	开心消消乐	—		
7	WormsZone.io	+++	Fate/Grand Order	- 2	Subway Surfers	+ 2		
8	Subway Surfers	- 3	Gardenscapes - New Acres	+ 5	Clash of Clans	—		
9	Draw Climber	+++	PUBG MOBILE	+ 2	Pokémon GO	- 4		
10	Rescue Cut	—	万国觉醒	+ 6	Minecraft Pocket Edition	+ 3		

资料来源：Appannie，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、游戏出海小有成效，进一步抢占核心市场

2.2.1、美国：中国手游加速入局美国市场

年度数据：中国手游产品逐渐挤进美国畅销榜单。Sensor Tower 数据显示，2019 年腾讯旗下手游《PUBG MOBILE》成功挤进美国手游畅销榜单 TOP10 名，而 2018 年并没有中国手游如此成功，美国领先的手游产品厂商以美国本土为主。

表 2、2018 年与 2019 年美国热门游戏与公司对比

2019 年		2018 年		2019 年		2018 年	
热门游戏	对应公司	热门游戏	对应公司	领先公司	国家	领先公司	国家
糖果传奇	动视暴雪	糖果传奇	动视暴雪	动视暴雪	美国	动视暴雪	美国
部落冲突	Supercell	Fortnite	Epic Games	Playtika	以色列	Playtika	以色列
Pokemon Go	Niantic	Pokemon Go	Niantic	Supercell	芬兰	Supercell	芬兰
Fortnite	Epic Games	部落冲突	Supercell	Playrix	爱尔兰	Playrix	爱尔兰
ROBLOX	Roblox	Slotomania	Playtika	Zynga	美国	Aristocrat	澳大利亚
Toon Blast	Peak Games	糖果苏打传奇	动视暴雪	Aristocrat	澳大利亚	Netmarble	韩国
Homescapes	Playrix	Toon Blast	Peak Games	Netmarble	韩国	Zynga	美国
Slotomania	Playtika	ROBLOX	Roblox	Peak Games	土耳其	Peak Games	土耳其
Coin Master	Moon Active	Final Fantasy XV	MZ	AT&T	美国	Epic Games	美国
PUBG MOBILE	腾讯	Clash Royale	Supercell	Niantic	美国	EA	美国

资料来源：Appannie，兴业证券经济与金融研究院整理

最新数据：中国手游加速入局美国市场。1) Sensor Tower 数据显示，2020Q1 美国手游市场规模 45.4 亿美元，同比增长 21.4%，环比增长 4.8%，其中 App Store 收入占比为 57%，Google Play 占 43%；2) 手游畅销榜头部依然固化，《糖果粉碎传奇》以 1.63 亿美元的收入稳居榜首，消除手游仍为 6 款，博彩手游数量为 4 款，比上个季度增加 1 款；3) 2020Q1 中国手游产品腾讯旗下手游《PUBG MOBILE》位列美国手游畅销榜第 8 位，共有 3 款国产手游进入畅销榜前 20，另外两款分别为莉莉丝的《万国觉醒》与 Funplus 的《火枪纪元》，入围畅销榜 Top100 的游戏 中 19 款为中国产品，较上个季度增加 1 款，吸金 4.87 亿美元，较上期增长 15.9%，占 Top100 总收入的 16.3%。

图 14、2020Q1 美国市场手游收入 TOP20



资料来源：SensorTower，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2020 年中国手游在美国收入 TOP20

1		PUBG Mobile 腾讯	-	11		State of Survival FunPlus	▲
2		万国觉醒 莉莉丝	▲	12		Chapters: Interactive Stories 中文在线	▲
3		火枪纪元 FunPlus	-	13		苏丹的游戏 梦加网络	▼
4		使命召唤手游 动视暴雪 & 腾讯	▼	14		黑道风云 友塔网络	▼
5		阿瓦隆之王 FunPlus	▲	15		Lotsa Slots 博乐科技	▼
6		守望黎明 龙创悦动	▼	16		战火与秩序 CamelGames	▼
7		王国纪元 IGG	-	17		明日方舟 悠星网络 & 鹰角网络	★
8		Cash Frenzy Casino 博乐科技	▲	18		西部风云 LEXIANG	▲
9		奇妙庄园 时空幻境	▼	19		列王的纷争 智明星通	▼
10		剑与远征 莉莉丝	▼	20		兵人大战 原力核镜	▼

资料来源：SensorTower，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.2、日本：中国手游在日本市场较为出色

年度数据：中国手游产品在日本畅销榜单表现越来越好。Sensor Tower 数据显示，2019 年网易旗下手游《荒野行动》位列日本手游畅销榜单第 4 名，而 2018 年位列第 5 名，日本领先的手游产品厂商以日本本土为主。

表 3、2018 年与 2019 年日本热门游戏与公司对比

2019 年		2018 年		2019 年		2018 年	
热门游戏	对应公司	热门游戏	对应公司	领先公司	国家	领先公司	国家
Fate/Grand Order	索尼	怪物弹珠	mixi	BANDAI NAMCO	日本	BANDAI NAMCO	日本
怪物弹珠	mixi	Fate/Grand Order	索尼	索尼	日本	mixi	日本
Puzzle & Dragons	Gungho Online Entertainment	Puzzle & Dragons	Gungho Online Entertainment	mixi	日本	索尼	日本
荒野行动	网易	Dragon Ball Z Dokkan Battle	BANDAI NAMCO	SQUARE ENIX	日本	CyberAgent	日本
Dragon Ball Z Dokkan Battle	BANDAI NAMCO	荒野行动	网易	CyberAgent	日本	LINE	日本
Pokemon Go	Niantic	Disney Tsum Tsum	LINE	KONAMI	日本	SQUARE ENIX	日本
Dragon Quest Walk	SQUARE ENIX	GranBlue Fantasy	CyberAgent	Gungho Online Entertainment	日本	KONAMI	日本
GranBlue Fantasy	CyberAgent	Pokemon Go	Niantic	网易	中国	Gungho Online Entertainment	日本
Professional Baseball Spirits A	KONAMI	IDOLM@sterStarlight Stage	BANDAI NAMCO	LINE	日本	COLOPL	日本
Disney Tsum Tsum	LINE	jikkyou powerful pro yakyuu	KONAMI	DeNA	日本	网易	中国

资料来源：Appannie，兴业证券经济与金融研究院整理

最新数据：中国手游在日本市场较为出色。1) Sensor Tower 数据显示，2020 Q1

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

日本手游市场规模 37.9 亿美元，环比增长 10.2%，与 2019 年 Q1 基本持平，其中，iOS 收入占比为 57.8%，Google Play 占比为 42.2%；2) 日本手游畅销榜头部依然固化，《怪物弹珠》以 3 亿美元蝉联榜首，前十中消除手游达 3 款；3) 2020Q1 中国手游产品网易旗下手游《荒野行动》位列日本手游畅销榜第 6 位，共有 4 款国产手游进入畅销榜前 20，另外三款分别为有爱互娱的《放置少女》、友塔网络的《黑道风云》与鹰角网络制作，悠星网络发行的二次元手游《明日方舟》，入围畅销榜 Top100 的游戏中 23 款为中国手游，总收入达到 4.88 亿美元，占 Top100 总收入的 17.5%。

图 16、2020Q1 日本市场手游收入 TOP20

1		怪物弹珠 mixi	-	11		碧蓝幻想 Cygames, Inc.	▲
2		Fate/Grand Order Sony Corporation	▲	12		偶像大师 BANDAI NAMCO Entertainment	▲
3		勇者斗恶龙Walk SQUARE ENIX	▼	13		放置少女 有爱互娱	▼
4		智龙迷城 GungHo Online Entertainment	▲	14		黑道风云 友塔网络	▼
5		七龙珠Z爆裂激战 BANDAI NAMCO Entertainment	▲	15		FFBE 幻影战争 SQUARE ENIX	▲
6		荒野行动 网易	▼	16		明日方舟 悠星网络 & 鹰角网络	★
7		职业棒球之魂A Konami	▼	17		实况力量职业棒球 Konami	▼
8		公主连结! Re:Dive CyberAgent	▲	18		少女乐团派对 Craft Egg Inc.	▼
9		精灵宝可梦GO Niantic	▼	19		浪漫沙加 SQUARE ENIX	▼
10		Disney Tsum Tsum LINE Corporation	▲	20		eFootball PES 2020 Konami	▲

资料来源：SensorTower，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、2020 年中国手游在日本收入 TOP20

1		荒野行动 网易	-	11		风之大陆 紫龙游戏	▼
2		放置少女 有爱互娱	▲	12		使命召唤手游 腾讯 & 动视暴雪	▼
3		黑道风云 友塔网络	▼	13		新三国志 英雄互娱	▼
4		明日方舟 悠星网络 & 鹰角网络	★	14		成り上がり 華と武の戦国 游族网络	▲
5		第五人格 网易	▼	15		霸王之野望 Six Waves	▲
6		万国觉醒 莉莉丝	★	16		仙境传说RO GungHo	▼
7		PUBG Mobile PUBG CORPORATION	▼	17		王国纪元 IGG	▼
8		碧蓝航线 Yostar	▼	18		战舰帝国 奇酷工厂	-
9		江山美人 三七互娱	-	19		战国布武 绝地科技	▼
10		明日之后 网易	▲	20		拳皇98终极之战OL 掌趣科技	▼

资料来源：SensorTower，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.3、韩国：中国在韩国市场小有成就

年度数据：中国手游产品在韩国畅销榜单表现越来越好。Sensor Tower 数据显示，2019 年紫龙游戏旗下手游《Langrisser》位列韩国手游畅销榜单第 8 名，莉莉丝的《万国觉醒》位列第 9 名，而 2018 年并没有中国手游如此成功，韩国领先的手游产品厂商以韩国本土为主。

表 4、2018 年与 2019 年韩国热门游戏与公司对比

2019 年		2018 年		2019 年		2018 年	
热门游戏	对应公司	热门游戏	对应公司	领先公司	国家	领先公司	国家
天堂 M	NCSOFT	Lineage M	NCSOFT	NCSOFT	韩国	NCSOFT	韩国
Blade & Soul:Revolution	Netmarble	Black Desert	Pearl Abyss	Netmarble	韩国	Netmarble	韩国
Lineage 2 Revolution	Netmarble	Lineage 2 Revolution	Netmarble	NEXON	日本	Pearl Abyss	韩国
Black Desert	Pearl Abyss	MU Awakening	腾讯	Kakao Corp	韩国	NEXON	日本
Brawl Stars	Supercell	Everybody's Marble	Netmarble	Pearl Abyss	韩国	Kakao Corp	韩国
Lineage 2	NCSOFT	Seven Knights	Netmarble	Supercell	芬兰	Webzen	韩国
FIFA ONLINE 4 M	NEXON	Ragnarok M:Eternal Love	GungHo online entertainment	GAMEVIL	韩国	GAMEVIL	韩国
Langrisser	紫龙游戏	Rise of Dynasty:Three Kingdom	EFUN	紫龙游戏	中国	易幻	中国
万国觉醒	莉莉丝	Be The King	Chuang Cool	Neowiz	韩国	SundayToz	韩国
Rohan M	PLAYWITH	Fate/Grand Order	Sony	莉莉丝	中国	GungHo online entertainment	日本

资料来源：Appannie，兴业证券经济与金融研究院整理

最新数据：中国在韩国市场小有成就。1) 2020 Q1 韩国手游市场规模 10.97 亿美元，同比增长 14.9%，环比增长 6.6%，其中 App Store 1.99 亿美元，Google Play 8.98 亿美元；2) 韩国手游畅销榜冠亚军仍由《天堂》系列两款手游包揽；3) 入围畅销榜前十的中国手游多达 4 款，分别为莉莉丝《万国觉醒》和《剑与远征》，以及 4399《奇迹之剑》，悠星网络发行的《明日方舟》，入围收入榜 TOP20 共 7 款，其他三款分别为 4399《热血之剑》、腾讯《PUBG MOBILE》与 Eyougame《诸神学院》，共有 37 款中国手游入围韩国手游畅销榜 Top100，占 Top100 总收入的 28.3%。

图 18、2020Q1 韩国市场手游收入 TOP20

1		天堂2M NCSOFT	▲	11		Random Dice 111%	▲
2		天堂M NCSOFT	▼	12		冒险岛M NEXON	▲
3		万国觉醒 莉莉丝	-	13		黑色沙漠 Pearl Abyss Corp.	▲
4		V4 NEXON	-	14		青椒扑克 NEOWIZ	-
5		剑与远征 Lilith	★	15		荒野乱斗 Supercell	▼
6		奇迹之剑 4399	▼	16		A3 Netmarble	★
7		剑灵 Netmarble	▼	17		热血神剑 4399	★
8		天堂2: 重生 Netmarble	▼	18		跑跑姜饼人 Devvisters	▲
9		FIFA ONLINE 4 M NEXON	▲	19		PUBG MOBILE 腾讯	▲
10		明日方舟 悠星网络 & 鹰角网络	★	20		诸神学院 Eyougame	▲

资料来源: SensorTower, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2020 年中国手游在韩国收入 TOP20

1		万国觉醒 莉莉丝	-	11		Be The King 创想互动	▼
2		剑与远征 莉莉丝	★	12		崩坏3 米哈游	▼
3		奇迹之剑 4399	▼	13		Mu Origin 2 Webzen	▼
4		明日方舟 悠星网络 & 鹰角网络	★	14		R5 游族网络	★
5		热血神剑 4399	★	15		Age of Z 亮木游戏	▲
6		PUBG MOBILE 腾讯	▲	16		守望黎明 龙创悦动	▼
7		诸神学院 Eyougame	▲	17		王国纪元 IGG	▼
8		风之大陆 紫龙游戏	▼	18		弓箭传说 海彼网络	▼
9		梦幻模拟战 紫龙游戏	▼	19		放置战舰 百度	★
10		叫我万岁爷 点触科技	▼	20		江山美人 三七互娱	▲

资料来源: SensorTower, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.4、德国：更多中国企业入局德国手游市场

年度数据：中国手游产品在德国畅销榜单表现越来越好。Sensor Tower 数据显示，2019 年 FunPlus 旗下手游《火枪纪元》位列德国手游畅销榜单第 7 名，2018 年位列第 8 名，其中 Funplus 在德国深耕多年，表现出色，莉莉丝呈现后起之势。

表 5、2018 年与 2019 年德国热门游戏与公司对比

2019 年		2018 年		2019 年		2018 年	
热门游戏	对应公司	热门游戏	对应公司	领先公司	国家	领先公司	国家
Coin Master	Moon Active	Gardenscapes-New Acres	Playrix	Supercell	芬兰	动视暴雪	美国
Gardenscapes-New Acres	Playrix	Pokemon Go	Niantic	Playrix	爱尔兰	Playrix	爱尔兰
Pokemon Go	Niantic	皇室战争	Supercell	动视暴雪	美国	Supercell	芬兰
部落冲突	Supercell	糖果传奇	动视暴雪	Zynga	美国	FunPlus	中国
Homescapes	Playrix	部落冲突	Supercell	FunPlus	中国	EA	美国
Brawl Stars	Supercell	Summoners War	GAMEVIL	Moon Active	以色列	IGG	中国
火枪纪元	FunPlus	Homescapes	Playrix	莉莉丝	中国	Niantic	美国
Empires & Puzzles	Zynga	火枪纪元	FunPlus	Niantic	美国	Netmarble	韩国
糖果传奇	动视暴雪	糖果苏打传奇	动视暴雪	EA	美国	GAMEVIL	韩国
皇室战争	Supercell	Empires & Puzzles	Zynga	Aristocrat	澳大利亚	BANDAI NAMCO	日本

资料来源：Appannie，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.5、英国：中国游戏企业在英国地位平稳

年度数据：中国手游产品在英国畅销榜单表现稳健。Sensor Tower 数据显示，2019 年 FunPlus 旗下手游《火枪纪元》位列英国手游畅销榜单第 8 名，2018 年 IGG 旗下手游《王国纪元》位列英国手游畅销榜单第 10 名。

表 6、2018 年与 2019 年英国热门游戏与公司对比

热门游戏	对应公司	热门游戏	对应公司	领先公司	国家	领先公司	国家
Coin Master	Moon Active	糖果传奇	动视暴雪	动视暴雪	美国	动视暴雪	美国
糖果传奇	动视暴雪	Pokemon Go	Niantic	Playrix	爱尔兰	Playrix	爱尔兰
ROBLOX	Roblox	ROBLOX	Roblox	Moon Active	以色列	Supercell	芬兰
部落冲突	Supercell	Gardenscapes-New Acres	Playrix	Supercell	芬兰	Netmarble	韩国
Pokemon Go	Niantic	部落冲突	Supercell	Zynga	美国	Zynga	美国
Homescapes	Playrix	糖果苏打传奇	动视暴雪	Playtika	以色列	EA	美国
Gardenscapes-New Acres	Playrix	Homescapes	Playrix	Roblox	美国	Niantic	美国
火枪纪元	FunPlus	Fortnite	Epic Games	FunPlus		Roblox	美国
糖果苏打传奇	动视暴雪	Toon Blast	Peak Games	Netmarble		FunPlus	中国
Toon Blast	Peak Games	王国纪元	IGG	中国	美国	Time Warner	美国
				韩国			

资料来源：Appannie，兴业证券经济与金融研究院整理

3、中国游戏出海龙头产品及厂商解读

3.1、出海 TOP30 榜单解读：头部游戏门槛逐渐提升

国产游戏出海表现越来越好，头部游戏门槛逐渐提升。Sensor Tower 数据显示，中国手游出海榜单，前 30 名的月流水门槛持续提升，代表整体国产手游出海表现更为出色，从 2019 年年初的 547 万美金上升到 2019 年末的 760 万美金。

图 20、2019 年中国手游出海收入 TOP30 榜单入围门槛逐渐提升



资料来源：SensorTower，兴业证券经济与金融研究院整理

从 TOP30 榜单来看，出海厂商产品以 SLG，射击类，MMORPG 等类型为主。

表 7、2019.01-2019.03 和 2020.01-2020.03 中国手游出海收入 Top10

	2019 年 1 月		2019 年 2 月		2019 年 3 月		2020 年 1 月		2020 年 2 月		2020 年 3 月	
厂商	游戏	发行商	游戏	发行商	游戏	发行商	游戏	发行商	游戏	发行商	游戏	发行商
1	PUBG Mobile	腾讯	PUBG Mobile	腾讯	PUBG Mobile	腾讯	PUBG Mobile	腾讯	万国觉醒	莉莉丝	PUBG Mobile	腾讯
2	荒野行动	网易	王国纪元	IGG	荒野行动	网易	万国觉醒	莉莉丝	PUBG Mobile	腾讯	万国觉醒	莉莉丝
3	王国纪元	IGG	荒野行动	网易	王国纪元	IGG	荒野行动	网易	明日方舟	悠星网络 & 鹰角网络	荒野行动	网易
4	黑道风云	友塔网络	火枪纪元	FunPlus	火枪纪元	FunPlus	使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯	剑与远征	莉莉丝	剑与远征	莉莉丝
5	火枪纪元	FunPlus	黑道风云	友塔网络	万国觉醒	莉莉丝	黑道风云	友塔网络	王国纪元	IGG	黑道风云	友塔网络
6	阿瓦隆之王	FunPlus	文明觉醒	莉莉丝	黑道风云	友塔网络	王国纪元	IGG	黑道风云	友塔网络	王国纪元	IGG
7	文明觉醒	莉莉丝	叫我官老爷	创酷互动	阿瓦隆之王	FunPlus	剑与远征	莉莉丝	荒野行动	网易	火枪纪元	FunPlus
8	苏丹的游戏	梦加网络	阿瓦隆之王	FunPlus	末日孤城	龙创悦动	火枪纪元	FunPlus	守望黎明	龙创悦动	阿瓦隆之王	FunPlus
9	列王的纷争	智明星通	放置奇兵	卓杭网络	无尽对决	沐瞳科技	守望黎明	龙创悦动	火枪纪元	FunPlus	使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯
10	仙境传说 RO	心动网络	末日孤城	龙创悦动	叫我官老爷	创酷互动	阿瓦隆之王	FunPlus	使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯	明日方舟	悠星网络 & 鹰角网络

资料来源：SensorTower、兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、龙头厂商产品和竞争策略解读

游戏厂商出海收入排名与游戏产品排名正相关。

1) Funplus 旗下产品，收入榜前 10 名与前 30 名的作品数量均保持领先，前 10 名基本在 1-2 款，前 30 名基本为 2-3 款，而网易前 30 名游戏在 2-3 款，腾讯 2020 年一季度，有 2 款游戏能够计入收入榜前 10 名，莉莉丝持续发力，2020Q1 也有 2 款游戏能够挤入收入榜前 10 名。

表 8、2019.01-2019.03 和 2020.01-2020.03 中国重点厂商手游出海收入排名榜前十名与前三十名数量统计

	2019 年 1 月		2019 年 2 月		2019 年 3 月		2020 年 1 月		2020 年 2 月		2020 年 3 月	
排名	前 10	前 30	前 10	前 30	前 10	前 30	前 10	前 30	前 10	前 30	前 10	前 30
Funplus	2	2	2	2	2	3	2	3	1	3	2	3
网易	1	2	1	2	1	1	1	3	1	2	1	3
腾讯	1	2	1	2	1	1	2	2	2	2	2	2
莉莉丝	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2
IGG	1	2	1	2	1	2	1	1	1	1	1	1
智明星通	1	2	0	2	0	2	0	1	0	1	0	1
心动公司	1	3	0	2	0	1	0	3	0	3	0	3
三七互娱	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
游族网络	0	1	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
完美世界	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
掌趣科技	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
中文在线	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1

资料来源：SensorTower、兴业证券经济与金融研究院整理

2) 2019 年 Funplus 收入排名领先，网易、腾讯等位列其后，莉莉丝游戏近来发力明显，已经于 2020 年一季度冲击收入榜第一位，后面分别为腾讯、网易、Funplus 等。

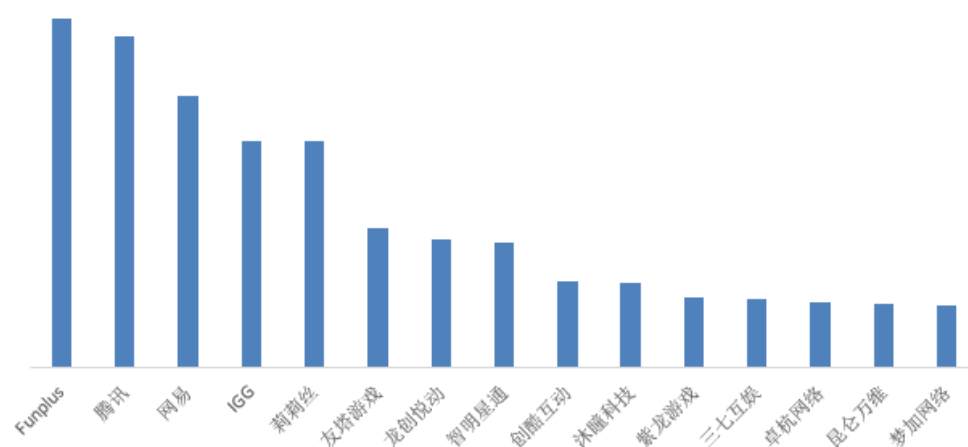
表 9、游戏公司海外收入排名

排名	2019 年 1 月	2019 年 2 月	2019 年 3 月	2020 年 1 月	2020 年 2 月	2020 年 3 月
1	FunPlus	FunPlus	FunPlus	莉莉丝游戏	莉莉丝游戏	莉莉丝游戏
2	网易	IGG	IGG	网易	FunPlus	腾讯
3	IGG	网易	网易	FunPlus	腾讯	FunPlus
4	腾讯	腾讯	腾讯	腾讯	网易	网易
5	友塔游戏	友塔游戏	龙创悦动	IGG	IGG	IGG
6	智明星通	莉莉丝游戏	友塔游戏	友塔游戏	龙创悦动	友塔游戏
7	莉莉丝游戏	龙创悦动	莉莉丝游戏	龙创悦动	友塔游戏	龙创悦动
8	龙创悦动	智明星通	智明星通	博乐游戏	欢聚集团	博乐游戏
9	创酷互动	卓杭网络	创酷互动	4399	博乐游戏	悠星网络
10	卓杭网络	创酷互动	卓杭网络	欢聚时代	4399	欢聚集团
11	游族	三七互娱	沐瞳科技	沐瞳科技	沐瞳科技	三七互娱
12	三七互娱	龙腾简合	三七互娱	神州泰岳	神州泰岳	4399
13	龙腾简合	沐瞳科技	易幻网络	Firecraft Studios	智明星通	神州泰岳
14	易幻网络	游族	梦加网络	智明星通	游族	沐瞳科技
15	梦加网络	梦加网络	龙腾简合	三七互娱	趣科技	游族网络
16	沐瞳科技	神州泰岳	神州泰岳	创酷互动	Firecraft Studios	掌趣科技
17	神州泰岳	易幻网络	游族	EYOUGAME	三七互娱	智明星通
18	猎豹移动	猎豹移动	Tap4Fun	游族	创酷互动	Firecraft Studios
19	昆仑游戏	昆仑游戏	猎豹移动	卓杭网络	爱奇艺	有爱互娱
20	英雄互娱	Black Beard Game	博乐游戏	有爱互娱	梦加网络	爱奇艺
21	Tap4Fun	米哈游	米哈游	海彼游戏	C4GAMES	创酷互动
22	米哈游	Tap4Fun	昆仑游戏	掌趣科技	EYOUGAME	龙腾简合
23	掌趣	英雄互娱	百度	百度	龙腾简合	梦加网络
24	百度	百度	乐元素	紫龙游戏	米哈游	易幻网络
25	心动网络	君海游戏	君海游戏	梦加网络	海彼游戏	紫龙游戏
26	Black Beard Game	心动网络	Black Beard Game	易幻网络	紫龙游戏	乐元素
27	君海游戏	掌趣	英雄互娱	龙腾简合	易幻网络	点触科技
28	绝地科技	乐元素	FightClub	点触科技	点触科技	中文在线
29	乐元素	绝地科技	掌趣	狂热网络	卓杭网络	海彼游戏
30	中文在线	FightClub	绝地科技	猎豹移动	Tap4Fun	心动网络

资料来源：appannie，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 根据公司财报数据，我们预计 2019 年上半年，Funplus 出海流水领先，其次为腾讯、网易等。

图 21、2019H1 出海厂商流水



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

4) 从 2019H1 重点游戏公司优势地区与流水梳理来看，强势地域主要以美日韩等核心市场为主。

表 10、2019H1 重点游戏公司优势地区与流水梳理

公司	地区流水 Top3						出海强势产品			
	地区	流水 (%)	地区	流水 (%)	地区	流水 (%)	产品	流水 (%)	产品	流水 (%)
Funplus	美国	43%	德国	8%	韩国	5%	火枪纪元	50%	阿瓦隆之王	34%
腾讯	美国	38%	沙特	8%	土耳其	8%	PUBG M	97%		
IGG	美国	29%	日本	8%	德国	6%	火枪纪元	76%		14%
莉莉丝	美国	39%	德国	7%	荷兰	6%	万国觉醒	74%	AFK Arena	19%
友塔网络	日本	52%	美国	18%	韩国	9%	黑道风云	97%		
龙创悦动	美国	34%	日本	8%	韩国	6%	守望黎明	74%	末日争霸	25%
智明星通	美国	40%	日本	11%	德国	5%	列王的纷争	60%	奇迹暖暖	26%
创酷互动	韩国	29%	萨摩亚	21%	日本	16%	叫我官老爷	99%		
沐瞳科技	马来西亚	15%	美国	15%	菲律宾	12%	无尽对决	98%		
紫龙游戏	日本	41%	韩国	29%	美国	12%	梦幻模拟战	85%	风之大陆	14%
三七互娱	日本	37%	萨摩亚	33%	韩国	7%	永恒纪元	24%	江山美人	23%
卓杭网络	美国	40%	萨摩亚	7%	德国	6%	放置奇兵	99%		
昆仑万维	美国	31%	日本	9%	萨摩亚	8%	女神圣域	24%	境界-魂之觉醒	23%
梦加网络	美国	37%	俄罗斯	22%	土耳其	15%	苏丹的游戏	99%		

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.1、Funplus：SLG 游戏出海龙头，品类扩张有望提升收入天花板

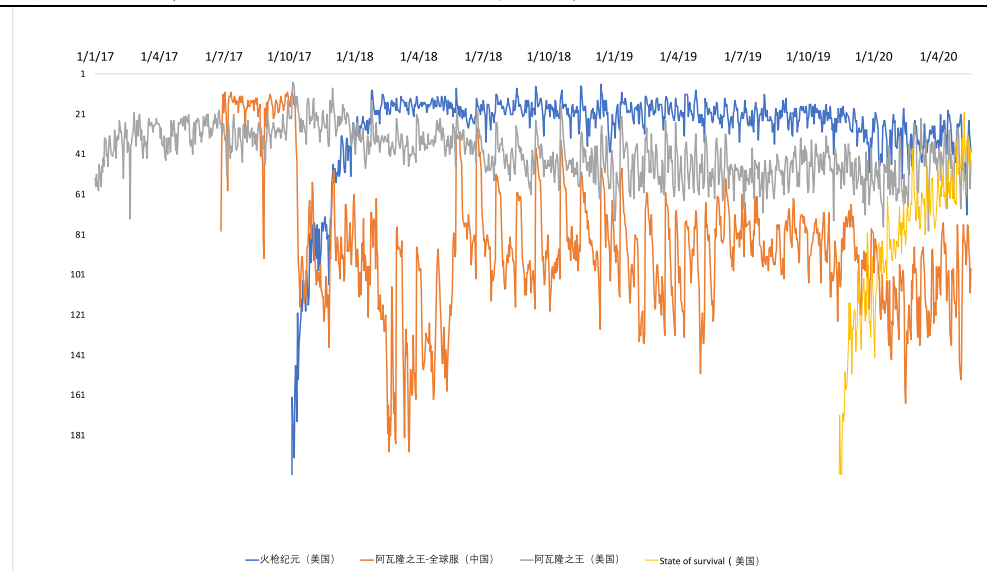
世纪华通的游戏出海收入主要由旗下 Funplus（点点互动旗下）贡献。根据公司披露，2019H1 公司海外游戏收入达到 31.65 亿元。根据 SensorTower 数据，2020 年 1 月-2020 年 3 月，点点互动旗下 Funplus 持续位列中国手游发行商收入

(IOS+Google Play) 第 4。Funplus 主系有 2 款产品常年稳居收入榜前 30，且大部分时间是在前 10 名中，即《火枪纪元》与《阿瓦隆之王》，同时还在发力新作，预计《Z Day: Hearts of Heroes》与《State of Survival》能够挤进收入榜前 30。

1) 点点互动在 SLG 游戏出海领域具有强大实力。点点互动是最早一批面向海外市场的集研发、发行、运营为一体的游戏公司，2016 年《阿瓦隆之王》正式发布，成为唯一一款两次登顶美国畅销榜的中国游戏；2017 年 9 月《火枪纪元》上线，稳定在美国 APP Store 畅销榜 TOP20，2019 年中旬《State of Survival》推出后畅销榜稳步走高，在当前已经位于美国 IOS 畅销榜 40 名左右，未来增长潜力可期。持续的成功体现公司在 SLG 领域实力卓著。

2) 与盛趣游戏合作扩品类有望实现海外收入规模增长。世纪华通旗下盛趣游戏拥有《传奇》《龙之谷》等顶级 IP，2020 年盛趣游戏新款游戏《龙之谷 2》（由腾讯发行）、《神无月》《命运歌姬》等即将上线。盛趣游戏与点点互动有望强强结合，共同拓展海外其他国家、SLG 品类之外的市场，有望打开公司海外收入的天花板。

图 22、世纪华通（点点互动）旗下重要产品排名情况



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、腾讯：游戏出海收入有望比肩国内游戏业务

腾讯长期霸榜出海厂商收入榜前五名，自 2019 年以来，其爆款产品《PUBG Mobile》常年霸榜收入榜第一名，而《王者荣耀》在海外基本维持在收入榜前 30 名，随着 2019 年下半年《使命召唤》的海外上线，自 2019 年 10 月收入前 10 中腾讯占据 2 个，后来《王者荣耀》逐渐跌出前 30 名，所以整体来说前 30 中腾讯占据 2 个，随着《使命召唤》上升，腾讯的 2 款作品都挤进了前 10 名，提升了整体收入水平。

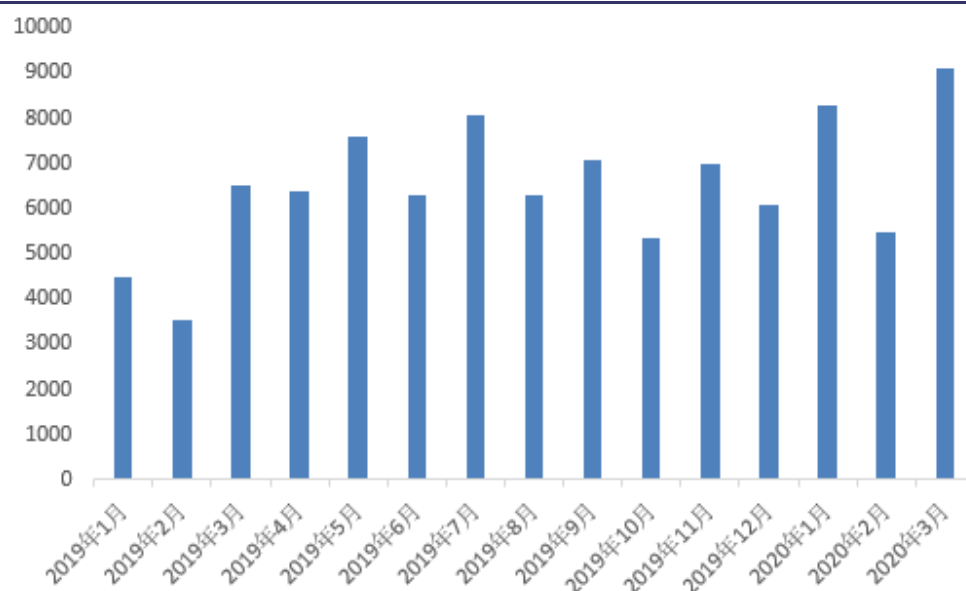
1) 2020 年一季度腾讯已位列游戏出海榜首，未来出海收入占比有望大幅提升。根据 SensorTower 数据，在头部游戏《PUBG M》《王者荣耀》《使命召唤》等带领下，腾讯蝉联中国游戏出海厂商全球收入榜首，2019 年腾讯手机游戏海外收入占公司游戏收入比例约为 4.92%，随着 Supercell 在 2019Q4 并表，2020 年海外游戏

收入占比有望提升至超过 20%，腾讯高级副总裁马晓轶于 2019 年提出，未来腾讯游戏出海部分的收入力争达到 50%。

2) 通过战略投资和自建工作室，不断打磨各品类游戏研发能力，探索游戏的新方向。腾讯近几年通过战略投资与包括 Riot、蓝洞、EPIC 等在内的全球游戏龙头公司建立了合作，共同拓展全球游戏市场。公司立足未来 5-10 年游戏精品化发展，在核心技术上有了非常多的储备。在主机、VR、云游戏等新平台也进行积极布局，如与 Switch 的合作等。

3) 并表 Supercell，预示将加强全球合作伙伴联系。公司于 2019Q4 并表 Supercell，在此前，腾讯已经开始加强旗下投资公司的战略合作，如 Epic 的技术交流，与暴雪、Riot 等 IP 合作等，未来若加强合作有望进一步提升腾讯在全球游戏产业的研发和 IP 能力。

图 23、PUBG Mobile 海外收入（千万美元）



资料来源：SensorTower，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.3、网易：更多精品游戏蓄势待发

长期霸榜出海厂商收入榜前四名，在第三大手游国家——日本取得出色成绩。

- 1) 自 2019 年以来，其爆款产品《荒野行动》稳居收入榜前 3 名，除此之外《明日之后》、《第五人格》基本维持在收入榜前 30 名；
- 2) 2019 年网易首次实现海外游戏收入占比超过 10%，海外成为重要增长驱动力；
- 3) 后续产品线丰富，包括《阴阳师妖怪屋》等，其中《哈利波特：魔法觉醒》、《暗黑破坏神》等均有有望拓展全球市场。

3.2.4、莉莉丝：2019 年以来排名持续攀升

莉莉丝，长期霸榜出海厂商收入榜前十名，自 2019 年以来排名持续攀升，2020 年以来排名第一，主系《万国觉醒》与《剑与远征》收入持续攀升，2020 年以来，这两款游戏都由原来的前 30 挤进前 10 名。

3.2.5、IGG：核心产品承压，期待新产品表现

IGG，基本维持在出海厂商收入榜十名左右，主系《王国纪元》表现稳健。

1) 核心产品承压，拳头游戏自然回落，其中《王国纪元》2019 年收入为 5.39 亿元，同比下降 10.15%，《城堡争霸》2019 年收入为 7585 万，同比下降 31.16%。2019 年毛利率为 69.32%；

2) 新产品值得期待，预计 2020 年上半年至少将推出 10 款新游，另外《王者决断》由于 19 年在海外表现良好，已在国内申请版号，预计年中将以大陆为中心进行大力推广。

3.2.6、心动公司：拟推出 TapTap 海外版，掘金出海红利

2019 年心动公司海外游戏收入为 15.15 亿元(YoY+55.08%)，海外收入占比 53.37%，海外疫情扩散下，海外用户游戏时间增加，有望为公司海外游戏收入带来增长弹性。

根据 SensorTower 数据，心动公司在 2020 年 1 月至 2020 年 3 月分别位列中国手游海外发行商收入（IOS+Google Play）第 30、28、28 名。旗下的《仙境传说 RO》以及代理网易的《第五人格》与《明日之后》基本能够挤进产品收入榜前 30。

1) 心动公司海外游戏发行的策略是通过游戏在不同国家/地区轮番上线，并不断根据新地区进行本地化，从而达到提升游戏生命周期，降低收入波动和运营成本的效果。

例如，2019 年海外游戏收入主要由《仙境传说 M》、《不休的乌拉拉》、《梦幻模拟战》、《少女前线》等。其中，《仙境传说 M》于 2017 年在中国大陆发行，随后通过强大的海外发行团队不断在港澳台、东南亚、日本、韩国、澳大利亚、美洲等地区上线本地化版本，从而维持了收入持续增长。其他出海游戏产品有望延续这样的经营策略。

随着疫情影响，海外地区逐步采取防控措施，用户游戏时间存在阶段性增长空间。公司 2019 年收入贡献前五的游戏中，两款为 2019 年新游戏，随着 2019 四季度以来发行的《大王不高兴》（韩国），以及 2020 年发行的《牧羊人之心》（日本）、《明日方舟》（港澳台）、《旅行物语》（中国+韩国）等均将为公司带来海外收入增量。

2) 拟在海外落地 TapTap 项目，有望建成优质游戏双向流动的良好循环。当前 TapTap 游戏社区已在中国大陆获得一定的行业地位，其评分已经成为游戏成功与否的重要标尺。而 TapTap 上大量的优质游戏来自于 Steam 等移植，尽管优质独立游戏未必带来大量的收入，但可带来优质的游戏用户。公司在海外布局 TapTap，一方面可分享游戏出海的大趋势红利，另一方面也可借此获得大量海外优质游戏的入驻，形成中外游戏双向流动的良好循环。

3.2.7、三七互娱：布局海外多年，发力精品游戏

深耕海外多年，公司海外品牌 37GAMES 覆盖 200 多个国家和地区，全球发行移动游戏超过 120 款，游戏类型涉及 RPG、卡牌、SLG 等，语言覆盖繁体中文、英语、日语、汉语、泰语等十余种，在游戏出海厂商中经常挤进前 30 名。

- 1) 平台型企业，《永恒纪元》、《江山美人》、《鬼语迷城》多款游戏海外流水稳健，凭借丰富的产品数量获得丰厚的游戏流水；
- 2) 同时针对海外市场积极打造精品新产品，代理的 SLG《狂野西境》陆续在海外上线，由羯磨科技制作，其 COO 刘宇宁是《火器文明》《阿瓦隆之王》的制作人；
- 3) 三七互娱预计将于 2020 年第二季度开始陆续推出多款公司自研的全球精品游戏，公司将在亚洲地区发行多款 RPG、SLG、卡牌、二次元等类型的游戏，进一步巩固在亚洲市场的优势地位。此外公司计划通过多款 SLG 精品游戏实现在欧美市场的突破，预计全年将在海外市场发行《代号 SX》、《代号 FO》、《代号 DS》、《MU：跨时代》等二十余款精品游戏。

3.2.8、其他

智明星通。基本维持在出海厂商收入榜 10 名左右，自 2019 年以来排名有所下降，主系《列王的纷争》逐渐从产品收入榜前 10 跌落至前 30，《奇迹暖暖》从前 30 名跌出。

游族网络。经常能进入出海厂商收入榜前 30，自 2019 年 10 月之后，《圣斗士星矢》基本进入出海产品收入榜前 30 名。

- 1) 布局游戏出海多年，海外收入占比超过一半，根据产品特点针对性布局全球市场；
- 2) 目前海外已上线产品中，《圣斗士星矢》与《权力的游戏》PC 版表现稳健，预计一季度月流水保持在 1000 万美金与 800-900 万美金；
- 3) 未来海外产品线丰富，手游《权力的游戏》与《少年三国志 2》有望 2020 年中海外上线。

完美世界。位列中国厂商出海收入榜前 30，旗下《完美世界 M》曾几个月之中进入出海产品收入榜前 30。

- 1) 公司持续向海外输出经典主机游戏，2019 年 7 月《DON'T EVEN THINK》上线北美，未来《Torchlight Frontiers》、《Magic Ascension》也将推出；
- 2) 手游方面，公司研发《新神魔大陆》由游族网络代理，上线韩国首周获得免费榜 TOP2、畅销榜 TOP13，未来公司的部分重点产品，公司也会选择性在欧美日韩等市场自主发行。

掌趣科技。位列中国厂商出海收入榜前 30，旗下《一拳超人》在 2020 年 2 月，3 月进入出海产品收入榜前 30。

- 1) 老牌游戏研发企业，同时具备海外自主发行能力，产品自发或者寻求三方代理均可，通常与育碧、网禅等企业合作；
- 2) 《拳皇》、《奇迹觉醒》在海外贡献稳健流水，《一拳超人》年初上线港澳台地区，长期位列 IOS 畅销榜前列。

4、投资策略

投资策略：海外市场空间巨大，龙头游戏厂商有望通过精品游戏抢占欧美日韩等手游市场份额，依托全球发行覆盖更为广泛的用户从而提升游戏变现规模，带动业绩的进一步攀升，重点关注出海龙头【三七互娱】、【世纪华通】、【完美世界】、【腾讯控股】、【网易】、【心动公司】。

表 11、重点布局海外的游戏公司海外收入占比

	2016	2017	2018	2019	2020E
完美世界	20.0%	15.5%	18.4%	17.9%	20%
三七互娱	14.2%	14.9%	12.1%	7.9%	15%
游族网络	50.1%	60.8%	51.5%	63.0%	45%
世纪华通	1.9%	1.7%	55.6%	—	50%
掌趣科技	44.4%	47.9%	33.2%	40.9%	35%
腾讯控股*	0%	0%	3.43%	4.4%	22%
心动公司	2.04%	29.58%	51.76%	53.4%	48.99%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

*腾讯为海外游戏收入占游戏总收入比例

表 12、重点游戏出海公司估值表（20200528）

公司	净利润（亿元）			PE		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
世纪华通	40.02	47.31	50.15	20	17	16
三七互娱	26.29	30.84	35.90	27	23	20
完美世界	23.95	28.75	32.39	23	19	17
游族网络	12.78	15.31	13.59	13	11	12
掌趣科技	8.31	10.36	12.29	20	16	13
腾讯控股	1116.40	1368.05	1614.73	32	26	22
心动公司	5.88	7.77	9.67	16	12	10
IGG	9.99	10.11	9.92	5	5	5
网易	136.78	158.56	178.17	25	22	19

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：除三七互娱与完美世界，预测源于 wind 一致预测

风险提示：游戏上线不及预期；政策监管加剧，游戏产品推广表现不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn