

证券研究报告—深度报告

传媒

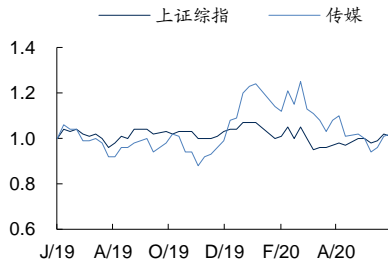
字节跳动系列报告之游戏篇

超配

(维持评级)

2020年06月16日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《2020年5月淘宝直播数据点评暨各平台618前瞻分析:直播电商GMV高速增长,PGC+UGC共创内容繁荣》——2020-06-02  
《快手与京东零售战略合作:短视频平台电商化的重要一步,关注直播电商、营销服务产业链》——2020-05-31  
《在线视频行业深度:芒果/爱奇艺/B站对比,走不同的路,看不一样的风景》——2020-05-28  
《哔哩哔哩(BILI.O)财报点评:破圈进行时,内容生态构建良性循环,MAUs单季增长创历史新高》——2020-05-22  
《传媒互联网业绩回顾暨5月投资策略:线上娱乐表现优秀,关注受损领域变化》——2020-05-12

证券分析师:张衡

电话:021-60875160  
E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

证券分析师:高博文

电话:  
E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030004

证券分析师:夏妍

电话:021-60933162  
E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

字节跳动强势入局,游戏行业新动能

●从渠道到研发、从休闲到中重度,字节跳动加速游戏布局

1)进军游戏是字节跳动内容与商业化的必选项。字节跳动有较大比例广告收入来自于游戏行业,而腾讯又占据着国内移动游戏超过6成,无论是防止被扼住游戏广告、视频和直播的咽喉,还是补全内容品类、产业链延伸获得更多收益和稳定性,游戏行业都是必争之地;2)字节跳动当前在游戏产业链沿着“从渠道到研运、从轻度休闲到中重度游戏、国内海外并举”的路径持续推进,凭借着国内外流量和运营优势,字节跳动在游戏领域(研发、发行等)具备无限潜力。

●效仿腾讯成功路径,优势品类和地区或有突破、上游CP获新动能

1)腾讯成功经验在于“休闲游戏入局,独代游戏破局,自研游戏定局”。我们认为在此基础上,字节跳动采取的应对方式主要有两点:a)扬长避短,重点突破某些品类和地区(MMO、SLG及海外市场);b)合纵连横,加强与第三方厂商合作,打造爆款,千金求马,形成稳固的阵营;2)短期来看,字节跳动尚难以撼动腾讯地位但具备巨大成长潜力,与之相应的上游CP特别是部分缺乏资源的中小型企业或迎新机遇。

●投资建议:渠道变革赋予成长新动能,海外红利开启大航海时代

字节入局有助重塑行业格局,出海战略赋能国内游戏厂商攫取海外市场份额,三条主线选择标的:1)与字节跳动存在业务合作的上市公司,凯撒文化、姚记科技、中手游等,关注标的持续扩散的可能;2)中长期游戏研发企业确定受益,推荐三七互娱、世纪华通、吉比特、电魂网络、掌趣科技等标的,关注富春股份、金科文化等标的;3)字节跳动系流量占比持续提升,游戏投放需求不断释放,相关代理公司有望受益,叠加直播电商、MCN等新生态,营销服务行业具备良好的主题投资机会,相关标的省广集团、蓝色光标、天龙集团、华扬联众等。

●风险提示

海外政策风险,行业竞争加剧风险,监管政策风险,宏观经济风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
002555	三七互娱	买入	41.00	866	1.25	1.43	32.80	28.67
002602	世纪华通	买入	14.62	910	0.72	0.83	20.31	17.61
603444	吉比特	买入	427.00	307	14.49	16.77	29.47	25.46
603258	电魂网络	买入	47.50	116	1.48	1.86	32.09	25.54
0302	中手游	未评级	2.84	66	0.36	0.43	7.89	6.60

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测(未评级按照wind一致预期,中手游按照人民币计)

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

字节跳动强势入局游戏行业，有望重塑行业竞争格局、提升市场空间。一方面，渠道竞争加剧，有助于优质研发商议价能力提升，并且字节跳动亟需优质的独代产品证明自己和积累自身能力。另一方面，TikTok 或成最成功出海应用，将切实帮助国内游戏实现出海战略。

关注三条主线：1) 与字节跳动系相关公司在战略、产品端有合作的上市公司，A 股相关标的为凯撒文化、姚记科技等，港股相关标的为中手游，同时关注相关标的持续扩散的可能；2) 中长期来看，游戏研发企业有望确定受益，推荐三七互娱、世纪华通、吉比特、电魂网络、掌趣科技、宝通科技等标的，关注富春股份、金科文化等标的；3) 字节跳动系流量占比持续提升，游戏投放需求不断释放，相关代理公司有望受益，叠加直播电商、MCN 等新业态，营销服务行业具备良好的主题投资机会，相关标的省广集团、蓝色光标、天龙集团、华扬联众、引力传媒等。

### 核心假设或逻辑

第一，我们认为字节跳动将采用腾讯成功路径——“从渠道到研发，从休闲到中重度”，在短视频渠道助力下，字节跳动游戏战略大概率取得不错成绩。

第二，字节跳动将会加速自研和独代游戏进展，与腾讯在游戏厂商争夺（尤其是 MMO、SLG 等品类）愈发激烈，研发厂商议价能力提升。

第三，20 年是 TikTok 海外快速发展的一年，随后商业化将加速，营销代理商、游戏厂商将受益于此次渠道红利。

第四，受益于海外市场拓展顺利，游戏行业仍将保持相当不错的增速。

### 与市场预期不同之处

我们不仅仅分析字节跳动游戏产业链的布局，更注重对腾讯游戏发展路径和优势品类进行更为透彻的分析，对未来字节跳动游戏战略发展预测。

我们从流量矩阵、分发方式、优势品类、自研能力、投资布局以及厂商阵营对字节跳动和腾讯进行对比分析。在团队竞技领域，微信、QQ 形成的社交关系至关重要，字节跳动难以撼动腾讯统治地位；而在 MMO 和 SLG 品类，买量重要性凸显，字节跳动与腾讯存在一战之力。海外市场，腾讯的优势品类游戏也面临激烈竞争，TikTok 存在无限可能。

对于影响估值重要因素——成长性、盈利能力和稳定性，我们认为字节跳动进入有助于打开海外市场空间，国内游戏厂商从存量博弈变为增量争夺；受益于渠道争夺，厂商盈利能力有望提升，游戏行业配置价值凸显。

### 股价变化的催化因素

第一，字节跳动与相关公司在产品、战略等方面建立合作；

第二，字节跳动出现爆款代理或自研产品，爆款产品会有显著示范效应，有助于吸引更多厂商合作。

第三，TikTok 日活用户增长超预期，海外渠道是字节跳动游戏出海的基石，用户增长超预期将大幅推动海外游戏发展。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，海外政策风险，TikTok 涉及用户数据安全、隐私问题，可能受到美国政府等限制，影响海外发展进度。

第二，宏观经济风险，游戏、广告行业与宏观经济保持高度相关性，宏观经济下行对行业存在一定影响。

第三，监管政策风险。

## 内容目录

<b>游戏布局：从渠道到研运，从轻度休闲到中重度游戏.....</b>	<b>6</b>
渠道：短视频渠道崛起，字节跳动跃升为第一大买量平台 .....	7
研运：轻度休闲颇有建树，中重度游戏逐步积累能力 .....	9
海外：TikTok 进入快速增长期，渠道红利助力国内游戏出海 .....	12
<b>字节 VS 腾讯：超级对手但潜力巨大，上游 CP 获新动能 .....</b>	<b>14</b>
腾讯经验：休闲游戏突破，重磅独代破局，手游时代自研爆发 .....	15
字节出路：MMO、海外均有机会，合纵连横静待新品类 .....	17
<b>投资建议：渠道变革赋予游戏厂商成长新动能，海外渠道红利开启大航海时代 .....</b>	<b>20</b>
三七互娱：字节系重要流量采买方，流量端、出海或有助力 .....	20
中手游：加强与字节跳动独代合作，强强联合实现共振 .....	21
凯撒文化：率先与字节跳动战略合作，资源共享优势互补 .....	22
<b>国信证券投资评级 .....</b>	<b>25</b>
<b>分析师承诺 .....</b>	<b>25</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>25</b>
<b>证券投资咨询业务的说明 .....</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 字节跳动进军游戏行业历程 .....	6
图 2: 字节跳动进军游戏行业历程 .....	7
图 3: 短视频抢占泛娱乐行业用户时长 .....	7
图 4: 移动游戏品类与短视频重合用户规模 (万) .....	7
图 5: 各类型流量媒体移动广告收入 (2020Q1) .....	8
图 6: 抖音广告分行业投放数量 (2020Q1) .....	8
图 7: 字节跳动游戏业务组织架构 .....	10
图 8: 内容创作高频化, 内容生产规模化 .....	11
图 9: 更大限度实现数据价值 .....	11
图 10: 抖音及海外版 TikTok 全球下载量 .....	12
图 11: TikTok 分地区下载量分布 .....	12
图 12: TikTok 美国用户数量 (单位: 百万) .....	12
图 13: 2019 年前三季度国内字节跳动游戏广告增长 .....	13
图 14: TikTok 美国手游相对广告占有率 .....	13
图 15: 2019 年上半年全球市场 TOP 移动游戏发行商来源国家分布 (按用户支出) .....	13
图 16: 中国手游厂商在美日韩市占率迅速提升 .....	14
图 17: 腾讯游戏成功路径 .....	15
图 18: 腾讯端游和手游收入 (单位: 亿) .....	16
图 19: 腾讯品类战略——休闲游戏入局&代理游戏破局 .....	16
图 20: 角色扮演、策略类游戏对买量需求大 .....	17
图 21: 腾讯&字节流量矩阵 (单位: 亿) .....	17
图 22: 全球移动游戏类别内购收入和下载量 (单位: 百万美元; 百万) .....	18
图 23: 三七互娱营业收入及增速 (单位: 亿元、%) .....	21
图 24: 三七互娱归母净利润及增速 (单位: 亿元、%) .....	21
图 25: 多款游戏与字节跳动达成独代合作 .....	21
 表 1: 字节跳动游戏业务布局 .....	6
表 2: 字节跳动游戏业务布局 .....	8
表 3: 不同媒介游戏买量排行榜 .....	9
表 4: 字节跳动发行游戏列表 (部分) .....	10
表 5: 字节跳动与腾讯游戏版图 .....	14
表 6: 2020 年 2 月 TOP 20 海外游戏情况 .....	18
表 7: 腾讯近 10 年海外游戏投资情况一览表 .....	19
表 8: 腾讯与国内游戏厂商也存在广泛的股权和业务合作关系 .....	19
表 9: 三七互娱部分抖音买量游戏 .....	20
表 10: 中手游 2020 年新游戏 (共 38 款储备游戏) .....	22
表 11: 凯撒文化储备游戏及代理情况 .....	23

## 游戏布局：从渠道到研运，从轻度休闲到中重度游戏

今年以来字节跳动加速游戏业务进程，作为国内第一大买量渠道，字节跳动本身就与游戏行业有着密切的关系，并且不断积累的数据（用户画像等）和算法能力也为其进入游戏行业奠定良好基础。

**字节跳动为何要布局游戏？** 1) 字节跳动以广告收入为主，而以 APP 下载为目标的广告中，游戏广告超过 4 成，向产业链上游延申，既可以获得更大的利润空间，也可以保障盈利的稳定性；2) 腾讯占据着国内移动游戏市场超 6 成的市场份额，“扼住”字节跳动游戏广告、视频和直播（存在版权问题）的咽喉；3) 尽管不同游戏类型的重点不同，但核心是产品、运营和流量能力，产品能力需要长期积累，运营能力则包括用户获取和保持用户体验下高效率变现，在长期广告数据优化过程中，字节跳动已经拥有了“一半”的运营能力，而腾讯的成功路径也给予一定的信心。

2018 年起字节跳动就开始布局游戏领域，6-7 月分别在今日头条、抖音上线游戏账号，10 月入主朝夕光年（研运大本营）。2019 年抖音上线首款小游戏“音跃球球”，先后并购入股上海墨鹍、上禾网络等游戏公司并在深圳、杭州等地组建超过千人游戏团队。2020 年 2 月原战略投资负责人严授全面负责游戏业务，标志着字节游戏自研和独家代理业务加速，未来不久将有不限于 MOBA、SLG 和 MMO 等多款产品上线。

图 1：字节跳动进军游戏行业历程



资料来源：国信证券经济研究所整理

从产业链上看，字节跳动涉足游戏产业链是“从渠道到研运，从轻度休闲到中重度游戏，国内海外并举”。渠道方面，字节跳动系 APP 占据超过 10% 移动互联网时长，渠道变迁下内容型推荐渠道崛起，以今日头条、抖音为首的产品矩阵创造超过 300 亿游戏广告收入。研运方面，轻度休闲游戏以巨量引擎和 Ohayoo 为主导，流量加持下有着不错的流水表现；中重度游戏以并购公司和自建工作室为主，加速落地。海外方面，以 Tiktok 为基石，小游戏率先发力，自研游戏均是面向国内、海外。

表 1：字节跳动游戏业务布局

	渠道	运营		自研		出海
		轻度	重度	轻度	重度	
负责部门	巨量引擎	巨量引擎、Ohayoo(朝夕光年旗下休闲游戏发行平台)	朝夕光年、上海墨鹍、自建工作室等	Ohayoo(朝夕光年旗下休闲游戏发行平台)	朝夕光年、上海墨鹍、自建工作室等	TikTok 及研发、运营、商业化部门
典型产品	今日头条、抖音、西瓜等	《我功夫特牛》、《小美斗地主》等	《战争艺术》、《火影忍者》等	《音跃球球》、《战平少女跑酷》	《海贼王》等涉及 FPS、MMO、MOBA 等重度游戏	TikTok 等
规模	游戏广告 300 亿以上	部分游戏月流水过亿	-	-	-	整体广告收入 10 亿美元+

资料来源：国信证券经济研究所整理



## 渠道：短视频渠道崛起，字节跳动跃升为第一大买量平台

**渠道大变革，硬件厂商势微，内容型分发崛起。**国内移动游戏分发渠道主要经历三个时代：1) 工具型分发渠道（2011-2015年），以豌豆荚、PP手机助手、91手机助手为代表，由于早期移动互联网流量资费高昂、苹果手机翻墙下载游戏等因素，这种工具类分发渠道快速发展；2) 硬件厂商分发渠道（2016-2018年），以硬核联盟为首的硬件厂商，受益于国产手机渗透率大幅提高，原生的手机应用商店崛起；3) 内容型分发渠道（2019年至今），以抖音、B站、TapTap为代表，用户下载量饱和，行为从主动搜索变为被动推荐，内容型分发渠道兼具精准流量和用户时长。根据 Questmobile 统计，2017年至2019年移动游戏应用 APP 从 3,711 个上升至 22,284 个；但移动互联网人均使用移动游戏 APP 数量仅从 2.98 个上升至 3.42 个，用户行为从主动搜索变成被动推荐，谁掌握用户谁就掌握渠道的主动权。

图 2：字节跳动进军游戏行业历程



资料来源：国信证券经济研究所整理

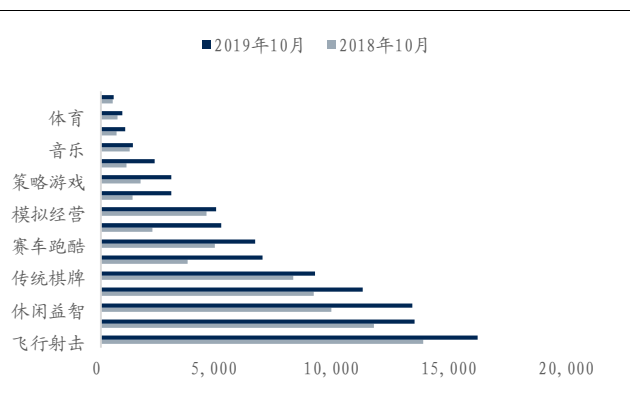
**短视频占据 1/3 移动端泛娱乐用户时长，短视频用户与游戏用户高度重合。**根据 Questmobile 统计，从 2017 年至 2019 年短视频占据移动互联网泛娱乐时长从 13.3% 上升至 37.7%，成为真正的杀手级应用。短视频与游戏有着天然的契合，其一，游戏用户与短视频应用重合度高，尤其是在 MOBA 和 FPS 等竞技类游戏中；其二，短视频内容与游戏相关度高，以快手为例，其直播用户 DAU 中超过 50% 是游戏直播用户。上述因素也决定了，短视频成为新兴移动游戏渠道，而抖音占据着短视频半壁江山，中心化属性掌握流量的主动权。

图 3：短视频抢占泛娱乐行业用户时长



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图 4：移动游戏品类与短视频重合用户规模（万）



资料来源：字节跳动，国信证券经济研究所整理

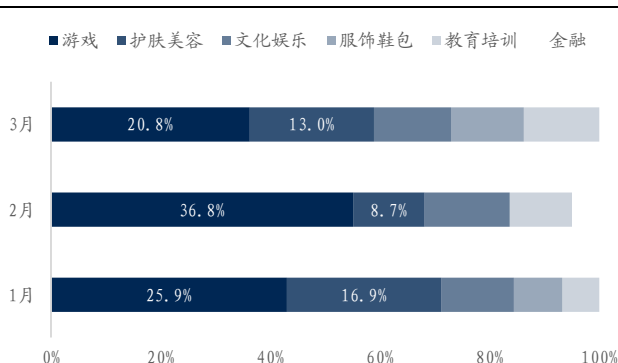
关键词流量趋势从搜索到算法推荐，字节跳动掌握泛娱乐流量半壁江山，而游戏是重要“金主”。广义角度，互联网流量主要来自于两个方面：“关键词”和“社交关系”，互联网崛起之处最为受益的就是以搜索为流量逻辑的阿里和百度；随着供给大幅增长和流量饱和，以推荐为流量逻辑的应用崛起，其中典型的就今日头条和抖音。根据 AppGrowing 数据显示，2020 年第一季度，字节跳动旗下抖音移动广告收入 261 亿、西瓜短视频 62 亿、今日头条 121 亿，字节跳动掌握泛娱乐流量超过半壁江山。以抖音广告为例，接近 1/3 的广告投放数量来自于游戏行业，字节跳动亦成为游戏买量第一大渠道，其渠道力不可小觑。

图 5：各类型流量媒体移动广告收入（2020Q1）



资料来源：appgrowing，国信证券经济研究所整理

图 6：抖音广告分行业投放数量（2020Q1）



资料来源：appgrowing，国信证券经济研究所整理

传统手机厂商势微，字节跳动迅速晋升一线渠道。2019 年国内移动游戏市场规模 1500 亿，其中买量渠道超过联运渠道（手机厂商、应用宝等）接近 60%，相比于联运渠道，买量更为公平、更注重技术、可操控性强，越来越多的游戏研发厂商选择买量，买量趋势将进一步延续。字节跳动是买量届的翘楚，不论是流量大小，还是数据及技术能力，字节跳动都非常强大，与腾讯系比肩。

表 2：字节跳动游戏业务布局

阵营	总规模/合作方式	主要渠道	渠道分成/成本占比	CP 方毛利/评价
ios	700 亿 联运	AppStore	30%	最优渠道
		字节跳动		量大
	400 亿 买量	腾讯系	40-60%	10-30% 量大
		其他流量 App		-
		华为	50%	15-20% 优质渠道
安卓	400 亿 联运	其他手机厂商	50%	10%左右 量小等
		应用宝	50%	10-25% 量大
	400 亿 买量	哔哩哔哩	50%	20-25% 优质渠道
		其他长尾	50%	10%左右 -
		字节跳动		量大
	其他	腾讯系	40-60%	10-15% 量大
		其他流量 App		-
		taptap	0%	50-70% 利润率最高
		官网	0%	60-70% 利润率最高

资料来源：竞核，国信证券经济研究所整理



不同渠道有着不同的渠道属性及其优势品类，字节跳动在传奇等重度游戏和轻度休闲领域都有所建树。根据 DataEye 近 3 个月不同媒体游戏买量排行榜数据显示，抖音 TOP 10 买量游戏中有 6 款传奇类游戏，微信 TOP 10 买量游戏中有 3 款宫斗游戏、3 款休闲游戏，TapTap TOP 10 买量游戏中有 7 款二次元游戏，侧重各有不同。腾讯系的优势在于大 DAU 休闲竞技类游戏，其背后的核心是现成的微信/QQ 社交关系链，可以保持非常高的互动性和黏性。字节跳动则在传奇等重度游戏和轻度休闲领域充分展现其流量和数据优势。

**表 3：不同媒介游戏买量排行榜**

渠道	抖音		微信		TapTap				
	游戏	类型	素材数	游戏	类型	素材数			
1	复古传奇	传奇	5269	盛世江山	宫斗	519	道友请留步	卡牌	181
2	蓝月至尊版	传奇	4408	开心消消乐	休闲	364	凹凸世界	二次元	76
3	梦幻西游	MMORPG	3647	爱上消消乐	休闲	321	山海镜花	二次元	54
4	率土之滨	SLG	3120	剑与远征	SLG	211	明天：机动战队	二次元	54
5	散人传奇	传奇	2876	疯狂猜成语	休闲	201	塔塔帝国	塔防	52
6	达叔传奇	传奇	1807	生存挑战	末日生存	189	咋吼探险队	冒险	45
7	我功夫特牛	休闲	1724	开黑三国	自走棋	184	公主链接	二次元	44
8	冰雪传奇	传奇	1663	黑龙波：觉醒	奇迹	141	苍之骑士团	二次元	44
9	传世霸业	传奇	1609	浮生为卿歌	宫斗	138	爆裂魔女	二次元	38
10	新斗罗大陆	卡牌	1604	花之舞	宫斗	129	幻书启世录	二次元	37

资料来源：Dataeye，国信证券经济研究所整理

### 研运：轻度休闲颇有建树，中重度游戏逐步积累能力

在字节跳动游戏业务体系下，轻度休闲游戏以**巨量引擎**和**Ohayoo**为主导，中重度游戏以**并购公司**和**自建工作室**为主。

► **中重度游戏**：包括北上杭深四地自研工作室，由游戏业务负责人严授统筹。其中 1) 深圳工作室由那拓（曾在腾讯负责过《DNF》等游戏运营）负责，致力于**中重度游戏发行**（国内+海外）及电竞赛事，其入职字节跳动后主导的重度游戏发行项目包括《热血街球》、《战争艺术：无限进化》等，短期由于没有好的代理产品以及自研产品尚未完成，发行业务仍处于积累能力阶段。2) 上海工作室由杨东迈（曾在腾讯负责 3D 引擎开发）负责，主要是上海墨鹍、上禾科技组成，过去代表作《择天记》最高月流水过 2 亿，未来将主攻**自研 IP 授权手游**。3) 北京工作室由王奎武（曾在完美世界负责《诛仙》等游戏）负责，其更为**擅长 MMORPG 和 FPS 品类**，或将是主攻方向。4) 杭州工作室由网易盘古工作室部分成员组成，盘古工作室代表作为《天谕》，涉及品类包括**MMORPG、TPS 及 MOBA** 等，立项初已充分考虑海外市场。尽管与腾、网的头部工作室仍存在着明显差距，但字节跳动中重度游戏研运布局已基本完成，相关成果也将在不远的时间内面向市场。

► **轻度游戏**：由字节跳动（中国）董事长张利东掌管，其中巨量引擎负责新游戏研发、Ohayoo 定位于游戏发行平台。Ohayoo 2019 年 1 月成立，随后上线《我功夫特牛》、《小美斗地主》等多款游戏，登顶免费榜，其数据驱动能力十分优秀，完善超过 200 万用户群体标签、不断提升流量效率。

图 7: 字节跳动游戏业务组织架构



资料来源：竞核，国信证券经济研究所整理

字节跳动在轻度休闲游戏已颇有成绩，但持续性仍然有待提高；中重度游戏方兴未艾，独代先行。休闲游戏领域，字节跳动异军突起，2019 年内超过 13 款代理产品闯入免费榜 TOP 10，其背后核心是流量逻辑，《音跃球球》、《我功夫特牛》等热门代理产品多来自字节体系投放（根据 Dataeye 数据显示，《音跃球球》的抖音投放占比为 37.1%，《我功夫特牛》的抖音投放占比为 39.1%）。中重度游戏不同于休闲游戏，买量并不能解决一切，IP 和社交关系起到重要作用，字节还在起步。中重度游戏领域，已上线的两款代理游戏《热血街球》、《战争艺术：无限进化》均缺乏亮点，畅销榜排名下滑至 200-400 间，“自研产品仍在研发”+“拿不到好产品”正困扰着游戏战略推进。求贤若渴的字节跳动正加速与游戏厂商合作，先后与中手游签订《航海王：热血航线》、《SNK 巅峰对决》独代并后续加强深度合作，与凯撒文化签订《火影忍者：巅峰对决》等。目前字节跳动在研的重度游戏有 10 余款，涉及 MMO、FPS、MOBA 等诸多品类，有望陆续在未来 2-3 年内上线。对于字节跳动来说，提升运营能力是中重度游戏的当务之急，需要与更多厂商和产品达成合作，优质的研发厂商有望受益。

表 4: 字节跳动发行游戏列表 (部分)

	游戏名称	研发方	上线时间	游戏类型	免费榜/畅销榜排名		
					最高	最新	维持 TOP 20 时间
轻度	我功夫特牛	PeakX Games	2019 年 10 月	Roguelie 休闲	1	90	6 个月
	我也是大侠	-	2020 年 5 月	武侠放置	6	8	2 周
	小美斗地主	姚记科技	2019 年 8 月	棋牌	1	1200	1 个月
	音跃球球：节奏达人	-	2020 年 1 月	音乐	16	500	-
	战斗少女跑酷	巨量引擎（字节跳动）	2020 年 4 月	跑酷	300	900	-
重度	热血街蓝	竞技世界	2020 年 3 月	3V3 篮球	35	188	-
	战争艺术：无限进化	GameScience	2019 年 8 月	自走棋	40	400	-
	航海王热血航线	中手游	-	卡牌	-	-	-
	SNK 巅峰对决	中手游	-	格斗	-	-	-
	火影忍者：巅峰对决	凯撒文化	-	二次元	-	-	-
	镖人	巴别时代	-	角色扮演	-	-	-

资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

轻度休闲游戏是流量的再利用，想象空间较为有限；自研中重度游戏周期长，需要长时间磨合和迭代，短期并非易事；中重度游戏发行将是字节的重要突破口，“千金求马”可期。通常来说，发行需要达成的任务有两个：1）如何高效率、高效益的获取流量；2）如何在保持用户满意度的情况下通过活动提升流水从而达到长线运营。

➢与用户更近的字节系，在流量的高效获取上具有天然优势。1)宣传素材方面，我们经常可以看到一些诸如“吃鲲”等的“沙雕”视频素材，尽管对之嗤之以鼻，但往往有着很好的引流效果。如何规模化生产游戏广告素材吸引用户是极为重要的。字节跳动通过智能视频创作引擎，可以将原本 30 分钟/个有效视频素材缩减到 2 分钟/个有效视频素材，大幅度提升效率。2) 规模化买量方面，字节系拥有完备的用户画像和数据处理能力，已经逐步实现“深度转化、ROI”等出价方式，承担了更多游戏厂商的运营智能，通过全链路转化跟踪能力深度优化实现规模化、精准买量。

➢缺乏成熟模型和经验，需要加大独代游戏引入，为以后自研游戏运营做积累。运营经验的传承和复用是非常重要的，成熟的运营团队可以预测不同活动能够产生的流水和用户反应，这也是字节跳动游戏需要补足的地方，腾讯的成功路径也给予了很好的教科书般“指导”。我们认为 10 余款自研游戏储备难以满足字节跳动的“野心”，加速独代游戏合作，积累能力将愈发重要，这也将切实推动与诸多研发厂商更紧密的合作。

图 8：内容创作高频化，内容生产规模化



资料来源：字节跳动，国信证券经济研究所整理

图 9：更大限度实现数据价值



资料来源：字节跳动，国信证券经济研究所整理

## 海外：TikTok 进入快速增长期，渠道红利助力国内游戏出海

TikTok 是国内出海内容应用最为成功的产品，20-21 年是其爆发增长期。截止 2020 年一季度，TikTok 全球总下载量超过 20 亿（不考虑中国及其他地区第三方安卓平台），单季度 App Store 和 Google Play 下载量超 3 亿，是全球下载量最高的移动应用。由于统计口径上不考虑中国地区第三方安卓渠道，这意味着 TikTok 或成为海外地区下载量最高的移动应用。如今的 TikTok 成为不容忽视的“入侵式”文化力量，扭转了以往中国互联网行业复制美国同行的趋势，甚至使得 Google 和 Facebook 等传统互联网巨头感到威胁，是中国应用出海最成功的应用之一。事实上，3 月份字节跳动组织调整、重整汇报线（张一鸣将中国区事务放权，海外业务从管理上分拆），也意味着字节跳动从一家中国互联网公司到一家全球互联网公司的飞跃，而 TikTok 正是海外战略最重要的先锋军。

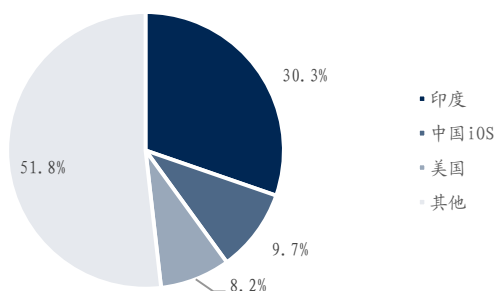
图 10：抖音及海外版 TikTok 全球下载量



资料来源：SensorTower，国信证券经济研究所整理（不包括中国及其他地区第三方安卓市场）

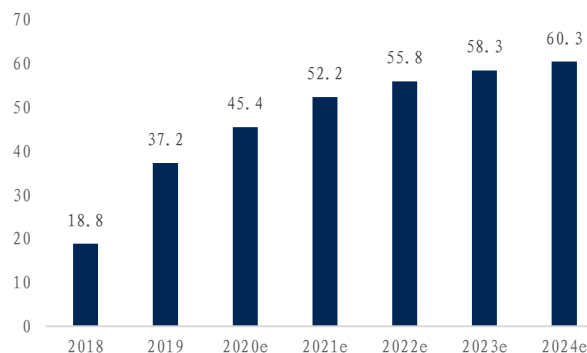
一直以来，国内应用出海的优势区域在于新兴市场国家、优势品类在工具类产品，TikTok 正逐步改变这一状态。从全球 TikTok 下载量上看，印度是最大市场，累计贡献 6.11 亿次下载，占全球总下载量的 30.3%；中国 iOS 市场贡献 1.96 亿次下载，占比 9.7%；美国市场贡献 1.65 亿次下载量，占比 8.2%位列第三。美国市场的单用户价值非常高，以 2019 年计，美国 3.3 亿人口共 2440 亿美元广告收入，中国 14 亿人口共 1200 亿美元广告收入，美国移动互联网用户的广告价值是中国移动互联网用户的数倍，并且美国流行内容在欧洲也有较大接受程度。根据 eMarketer 统计，2019 年 TikTok 美国用户数达 3720 万，仅次于 Facebook、Youtube、Instagram 等老牌 TOP 应用。据我们所了解，TikTok 美国用户数或大于 eMarketer 统计水平，并且 20 年仍保持着快速增长态势，如果增长顺利，21 年有望是 TikTok 美国地区商业化的重要一年。

图 11：TikTok 分地区下载量分布



资料来源：SensorTower，国信证券经济研究所整理

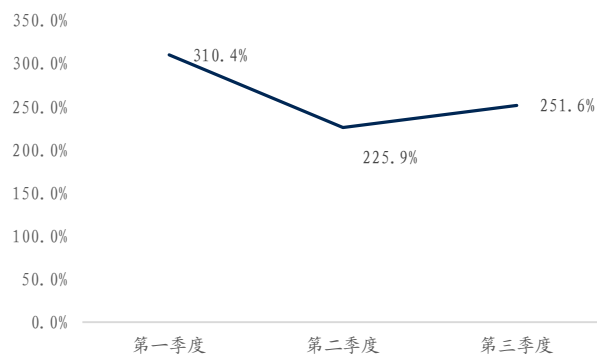
图 12：TikTok 美国用户数量（单位：百万）



资料来源：eMarketer，国信证券经济研究所整理

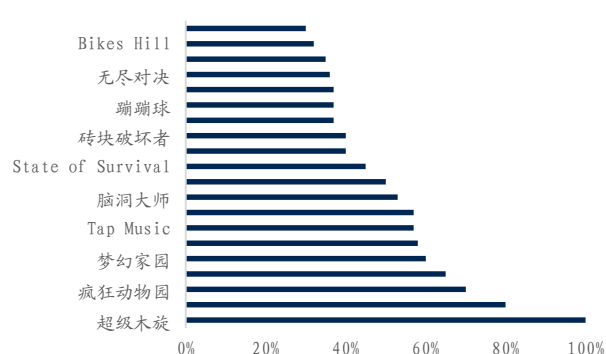
**TikTok 作为重要手游渠道，渠道红利有望在未来助力中国游戏厂商和字节自研 & 独代游戏出海。**渠道红利对于游戏厂商意味着什么？以 2019 年国内游戏行业为例，受益于抖音商业化，字节跳动游戏广告同比增长超过 200%+，为买量游戏提供了充足的用户红利。以抖音为例，游戏广告大概占据广告收入的 1/3，在 2019 年 500 亿广告收入中大约 1/3 来自于游戏行业，同理，渠道红利也适用于海外（全球第二大手游市场-美国）。从 2020 年 1 月 TikTok 美国手游广告排行榜上看，越来越多的国内厂商加入 TikTok 买量行列，比如 FunPlus 旗下 SLG 新作《State of Survival》、沐瞳科技的《无尽对决》以及角鹰网络的《明日方舟》等。

图 13：2019 年前三季度国内字节跳动游戏广告增长



资料来源：字节跳动，国信证券经济研究所整理

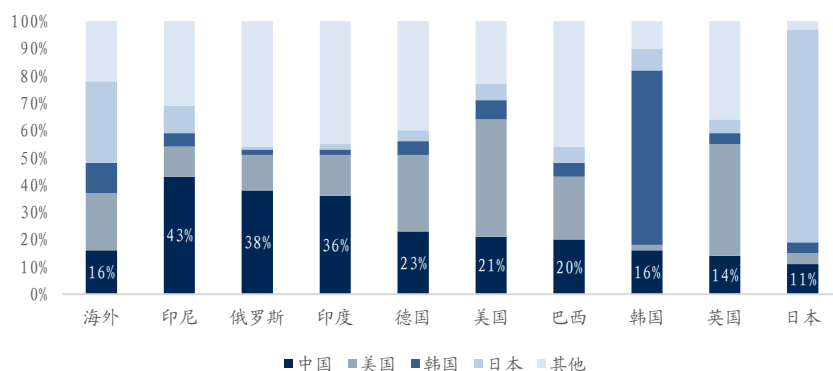
图 14：TikTok 美国手游相对广告占有率



资料来源：SensorTower，国信证券经济研究所整理

**全球游戏市场空间广阔，游戏市场规模是中国市场的四倍，手游市场规模是中国市场的三倍。**2019 年中国游戏市场 2330 亿人民币，占据全球游戏市场 24%；移动游戏市场 1514 亿人民币，占据全球手游市场 32%，中国是全球手游最发达的消费市场和制造国。中国手游出海日韩突破明显，美国表现亮眼。2019 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 112 亿美元，从 2017 年上半年至 2019 年上半年中国移动游戏出海市占率从 10% 迅速上升至 16%，其中美日韩地区突破非常明显，韩国地区中国发行商市占率从 18Q1 的 14.2% 上升至 19Q4 的 29.4%，日本地区中国发行商市占率从 18Q1 的 6.3% 上升至 19Q4 的 16.0%，美国地区中国发行商市占率从 18Q1 的 7.5% 上升至 19Q4 的 14.8%。渠道是移动游戏极为重要的一环，缺少社交关系加持的腾讯在海外也没有绝对优势，更多的国内厂商有望加紧与 TikTok 合作实现海外战略，字节的自研产品也将受到渠道加持。

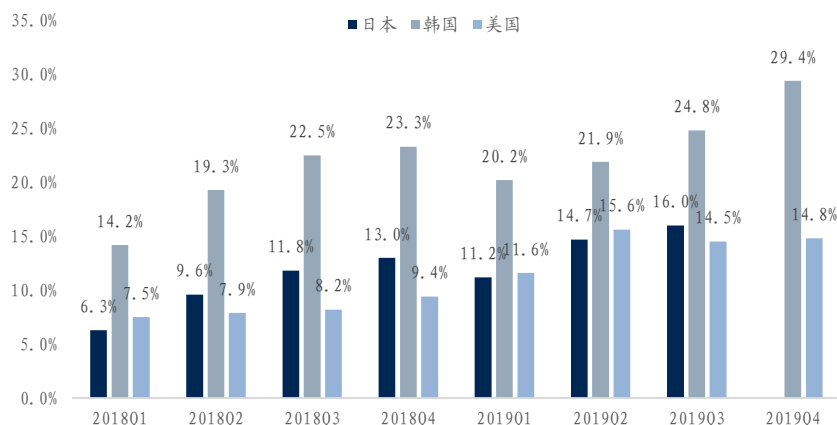
图 15：2019 年上半年全球市场 TOP 移动游戏发行商来源国家分布（按用户支出）



资料来源：appannie，国信证券经济研究所整理（基于 iOS 与 GooglePlay 综合数据，包括付费下载和应用内付费，未去除商店分成）



图 16: 中国手游厂商在美日韩市占率迅速提升



资料来源: appannie, 国信证券经济研究所整理 (基于 iOS 与 GooglePlay 综合数据, 包括付费下载和应用内付费, 未去除商店分成)

## 字节 VS 腾讯: 超级对手但潜力巨大, 上游 CP 获新动能

字节跳动入局游戏行业, 与腾讯有着既相似又不同的游戏基因和发展背景, 短期实力仍然相差悬殊。

相同点: 字节系与腾讯都拥有强大的流量矩阵, 并且早期都以休闲游戏切入赛道。不同点: 1) 腾讯聚焦于社交流量, 字节更多是关键词流量: 社交关系在 MOBA、FPS 等大 DAU 休闲竞技游戏有着强劲优势, 对于买量依赖度较小, 而没有社交关系巩固的中重度游戏可能热度都不是很稳固, 这方面网易和小米可能有切肤之痛。2) 腾讯自研超过 15 年, 投资覆盖几乎全部海外优秀游戏公司和工作室, 字节自研游戏处于起步阶段: 2005 年上线的《QQ 幻想》是腾讯推出的第一款自研游戏, 至今已经 15 年, 腾讯游戏研发人员超过 1.8 万, 自研实力无人出其右, 而几乎每个热门品类、每个知名研发公司背后都有腾讯的身影; 字节自研刚刚起步, 研发人员近千人, 研发能力与腾讯尚存在较大差距, 并且缺乏强大外援。3) 腾讯出海主要是凭借强大研发能力和知名 IP, 字节游戏出海需要以来 TikTok: 腾讯游戏出海并无渠道助力, TikTok 在海外的快速发展有望提供渠道加持。接下来, 我们将从腾讯游戏成功经验来分析头条游戏未来的可能发展路径和成功可能性。

表 5: 字节跳动与腾讯游戏版图

	渠道		海外	研发运营			其他		
	渠道矩阵	分发方式		优势品类	自研团队	独代合作	网文/动漫	游戏直播	游戏行业投资
字节跳动	抖音、西瓜、火山、今日头条等	推荐算法	Tiktok	休闲	千人 (主要来自网易、完美等)	中手游、凯撒文化等	暂无	抖音、火山等	心动网络等
腾讯	微信、QQ、应用宝等	社交分发	-	大Dau 休闲竞技	接近 2 万人 (包括世纪华通、完美天美、光子等工作室)	完美世界、掌趣科技等	阅文、腾讯动漫	斗鱼、虎牙等	几乎全部海外头部游戏公司

资料来源: 国信证券经济研究所整理

## 腾讯经验：休闲游戏突破，重磅独代破局，手游时代自研爆发

腾讯或是字节跳动游戏领域最好的老师，无论是端游时代，盛大《传奇》、网易《梦幻西游》稳居前列，腾讯《英雄联盟》后来居上；还是手游时代，网易《阴阳师》万人空巷，腾讯《王者荣耀》、《和平精英》“反败为胜”，腾讯游戏一直演绎着“后来者居上”的剧本。我们总结腾讯成功经验——“休闲游戏入局，独代游戏破局，自研游戏定局”。

►端游时代：初期腾讯看到其他互联网公司在网游领域大赚特赚，2003年顺势代理韩国 Imazic 公司的《凯旋》，但由于 BUG 太多，仅半年时间在线人数就减少了 90%以上，腾讯认识到自身网游运营的不足。一方面避免与对手直接竞争，一方面利用自身流量优势，腾讯通过《QQ 堂》等休闲游戏入局。2005 年腾讯成立互娱业务正式布局网络游戏，加强代理提升运营能力。真正的转折点在《地下城与勇士》（2Q08）、《英雄联盟》（3Q11）代理，彻底奠定了腾讯在端游领域的王者地位。而后续的《逆战》（3Q12）、《天涯明月刀》（3Q15）作为常年网吧热力排行榜 TOP 10，切实地证明腾讯端游领域的自研能力。

►手游时代：受制于网速和手机性能，腾讯初期推出“天天”和“全民”系列休闲游戏。手游早期，“端转手”崛起，腾讯先后代理了《征途》（2Q16）、《剑侠情缘》（2Q16）、《龙之谷》（1Q17）等游戏。自研游戏《王者荣耀》（3Q15 上线、2017 年开始火爆）、《和平精英》（2Q19）等的推出宣告国内手游领域被腾讯攻克。

图 17：腾讯游戏成功路径

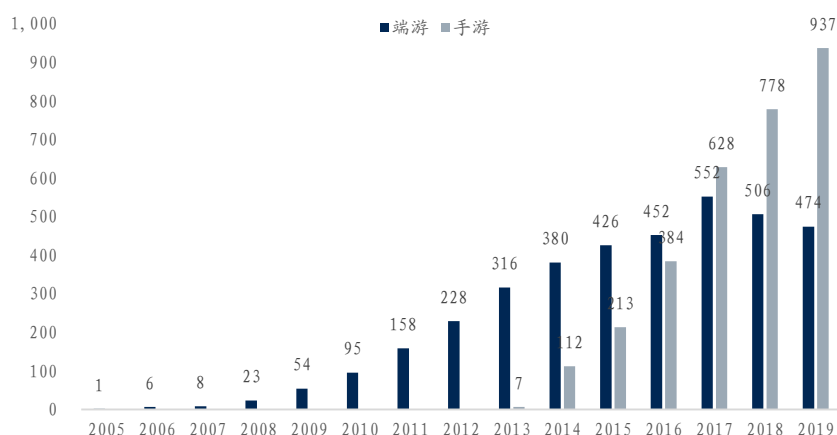


资料来源：国信证券经济研究所整理

腾讯游戏的成功包含着必然性和偶然性，其中必然性在于社交关系在大 DAU 休闲竞技类游戏的关键作用和不断积累的研发、运营能力；偶然性则是某款游戏，典型的例子就是端游时代的《地下城与勇士》、《英雄联盟》以及手游时代的《王者荣耀》、《和平精英》。我们从腾讯游戏收入来看这些游戏对于腾讯的重要性：2019 年《地下城与勇士》和《英雄联盟》仍占据着腾讯端游收入的 50%以上，2008 年是腾讯游戏的崛起一年，也正是《地下城与勇士》上线之时，2011 年则是《英雄联盟》的 showtime。相比于手游，端游中 QQ 的社交关系加持并没有如此关键（《英雄联盟》的常见场景是网吧开黑，已有线下的社交关系），《英雄联盟》上线之时《DOTA》保持着非常高的热度。《英雄联盟》的成功，顺应品类变化（MOBA 类游戏更受年轻用户喜欢）和强大的研发能力功不可没。促成腾讯拿下《英雄联盟》代理权和收购拳头公司的正是《王者荣耀》之父、天美工作室负责人姚晓光。《王者荣耀》、《和平精英》也较为相似，只是手游中的休闲竞技游戏对微信的社交关系依赖程度更高、更容易形成原始积累。对于字节跳动来说，如何、多久找到自己的“《英雄联盟》”是极

其重要的。

图 18: 腾讯端游和手游收入 (单位: 亿)



资料来源: 伽马数据, 国信证券经济研究所整理

从游戏品类上, 我们进一步分析腾讯的游戏战略和优势品类: 1) 休闲游戏先行: 休闲游戏是腾讯的优势品类, 无论是端游还是手游时期均率先试水, 积累用户 (强化账号体系)、数据和运营经验; 2) FPS 和 MOBA 是强势品类: 团队竞技对社交关系需求大, 并且社交关系也有很好的促活和存留作用, 从端游到手游, 自研能力和自研游戏地位逐步提升; 3) MMO 和 SLG 是相对弱势品类: 这部分游戏对于 IP、流量、玩法要求都比较高, 腾讯的《天涯明月刀》、《乱世王者》均有所突破, 但品类格局上仍然是百花齐放。

图 19: 腾讯品类战略——休闲游戏入局&代理游戏破局



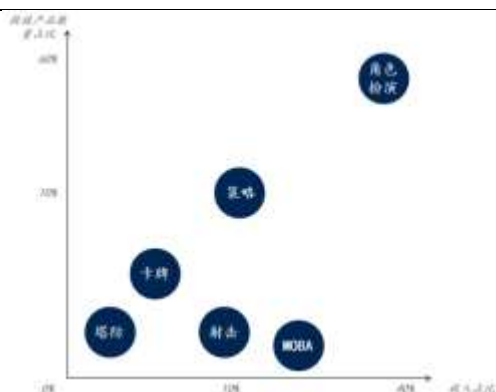
资料来源: 腾讯, 国信证券经济研究所整理

### 字节出路：MMO、海外均有机会，合纵连横静待新品类

字节系已经率先从休闲游戏出发，并且取得了不错的成绩，自研和独代游戏也正在持续推出，但腾讯在游戏领域的统治地位有目共睹，然而未来的出路在哪里？我们认为主要是两个方面：其一，**扬长避短，重点突破某些品类和地区**：腾讯的优势品类是团队竞技、优势地区是国内，其护城河非常深厚，正面难以争锋。但是 MMO 领域，合作伙伴更多是看重腾讯的流量和运营能力，“联盟关系”并非绝对牢固；海外领域，腾讯凭借的是优秀的研发能力+IP 体系，但是哪怕在 MOBA 类游戏上，《无尽对决》在东南亚地区的先发优势也较为明显，凭借 TikTok 的渠道优势，字节系拥有一战之力。其二，**合纵连横，等待新品类**：腾讯对游戏行业的战略投资遍布世界各个角落，几乎每个热门品类、每个知名研发公司背后都有腾讯的身影。字节需要“扶持”自己的阵营，尤其是在某一两款游戏中达到甚至超过腾讯独代的流水水平，“联盟关系”将发生微妙的变化，并且腾讯独代游戏的 CP 分成比例相对较低。此外，我们可以看到每一代游戏霸主都伴随着新品类的崛起，字节重金投入自走棋《战争艺术：无限进化》也说明其重视程度，正如“吃鸡”一样，新品类会给各游戏公司“洗牌”的机会。

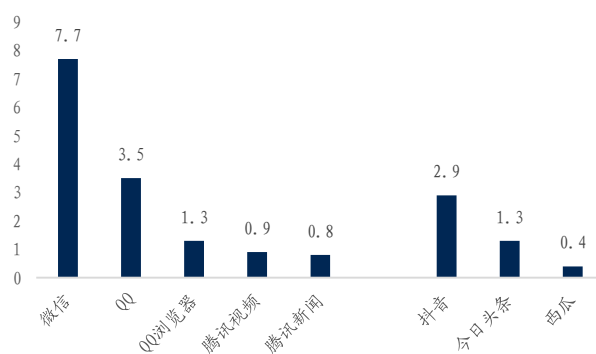
**国内角色扮演、策略类游戏对买量需求大，或是字节重点突破品类。**根据热云数据统计，我们以投放产品数量占比为纵坐标轴、以收入占比作为横坐标轴，来衡量不同品类游戏对买量需求大小：角色扮演投放产品数量占比 59.6%，收入占比 40.0%，买量需求最大；策略游戏投放产品数量占比 10.5%，收入占比 11.0%，买量需求次之；而射击类游戏投放产品数量占比 1.5%，收入占比 9.0%，买量需求较小；MOBA 类游戏投放产品数量占比 0.3%，收入占比 15.0%，买量需求最小。事实上，腾讯的优势品类团队竞技类游戏（射击和 MOBA 类）对买量需求较少，而角色扮演、策略类游戏对买量需求大，在此品类中字节流量矩阵与腾讯有一战之力。

图 20：角色扮演、策略类游戏对买量需求大



资料来源：热云数据，伽马数据，国信证券经济研究所整理

图 21：腾讯&字节流量矩阵（单位：亿）

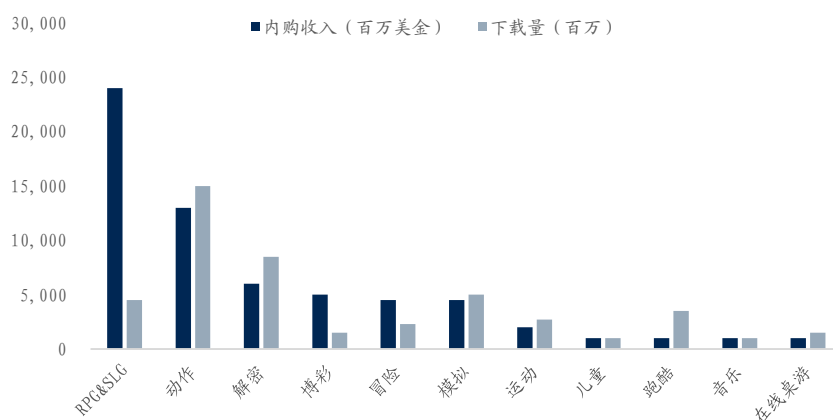


资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

**海外市场 SLG、休闲、博彩品类居前，流量重要性凸显，或是字节重点突破地区。**与国内品类分布不同，海外手机游戏以 SLG、休闲、博彩为主，不足 20% 的下载量取得超过 50% 的收入，这些品类对于流量的需求更为明显；按照国内 TOP20 出海游戏品类来看，SLG 共 9 款，其中《State of Survival》已在 TikTok 买量行业。在海外市场，对于腾讯的优势品类 MOBA 和战术竞技（“吃鸡”）来说也并非一帆风顺，其中网易的《荒野行动》在日本市场占据绝对优势，而沐瞳科技的《无尽对决》则力压《王者荣耀》（海外版）

成为出海最成功的 MOBA 类游戏。TikTok 或助力字节海外游戏业务发展，并且进一步反哺国内相关品类和合作伙伴。

图 22：全球移动游戏类别内购收入和下载量（单位：百万美元；百万）



资料来源：Appannie(2018.10-2019.9)，国信证券经济研究所整理

表 6：2020 年 2 月 TOP 20 海外游戏情况

排名	手游	游戏类型	发行商	收入 (美元)	主要市场
1	万国觉醒	SLG	莉莉丝	7100 万	美国、日本
2	PUBG	战术竞技	腾讯	6000 万左右	美国、土耳其、日本
3	明日方舟	二次元策略	鹰角网络	-	美国、日本、韩国
4	剑与远征	SLG	莉莉丝	-	美国、韩国、台湾
5	王国纪元	SLG	IGG	-	美国、日本
6	黑道风云	黑帮题材 SLG	友塔网络	-	美国、日本
7	荒野行动	战术竞技	网易	3000 万左右	日本
8	守望黎明	末日丧失 SLG	龙创悦动	2000 万左右	美国、日本
9	火枪纪元	SLG	FunPlus	-	欧美
10	使命召唤	FPS	腾讯&动视暴雪	2000 万左右	欧美
11	无尽对决	MOBA	沐瞳科技	2000 万左右	东南亚、美国
12	阿瓦隆之王	SLG	FunPlus	-	欧美
13	奇妙庄园	三消+经营养成	时空幻境	-	欧美
14	放置少女	二次元放置	有爱互娱	-	日本、韩国
15	风之大陆	二次元 MMORPG	紫龙游戏	-	日本、韩国
16	State of Survival	末日生存 SLG	FunPlus	1000 万	欧美
17	Cash Frenzy Casion	博彩	博乐科技	-	美国、澳大利、英国
18	Be The King	SLG	创酷互动	-	欧美
19	一拳超人	二次元卡牌	掌趣科技	-	香港、台湾
20	苏丹的游戏	SLG	梦加网络	-	俄罗斯、土耳其

资料来源：SensorTower，国信证券经济研究所整理

合纵连横，加强对联盟公司扶持力度，打造爆款标杆效应是字节系当务之急。游戏是创意产业，除了自研能力，提前布局游戏工作室和公司异常重要。在投资方面，腾讯对游戏行业的战略投资遍布世界各个角落，几乎每个热门品类、每个知名研发公司背后都有腾讯的身影。腾讯几乎投资了全部知名研发公司，包括但不限于 Epic Game、蓝洞、育碧、动视暴雪、拳头、Supercell 等。以至于 2017 年当字节跳动打算以收购、投资等方式进军自研游戏时发现，值得投资的海外游戏公司几乎全部纳入腾讯阵营。今年以来字节跳动加速与中手游、凯撒文化等公司加强游戏合作，试图突破腾讯的“包围圈”。



我们预计为了游戏领域突破，字节将对独代游戏和相关公司有更多扶持，在这一过程中，上游游戏 CP 厂商有望获得成长新动能。

表 7: 腾讯近 10 年海外游戏投资情况一览表

时间	公司	国家	金额	持股比例	涉及领域	典型游戏
2008-2011	GH Hope Island	韩国	1500 万	-	PC	
	Eyedentity Game	韩国	2381 万	-	PC	龙之谷、地城之光
	Redduck	韩国	895 万	-	PC	战地之王、重火力
	Toppomh	韩国	895 万	-	PC	NX 飞行战记
	Nextplay	韩国	895 万	-	PC	QQ 仙境
	Reloaded	韩国	3200 万	-	PC	THE DAY
	Studio Hon	韩国	860 万	-	PC	守护者 OL
	Outspark	美国	7700 万	-	游戏发行	Lord of Ages
2012	拳头	美国	-	100.0%	PC	英雄联盟
	Level UP	新加坡	1.9 亿	49.0%	游戏发行	
	Epic Game	美国	21 亿	48.4%	PC	战争机器
	Zam	美国	-	-	游戏论坛	
2013	Kamcord	美国	7000 万	-	游戏技术	
	动视暴雪	美国	98.6 亿	6.0%	PC	使命召唤、魔兽世界
	Plain Vanilla	冰岛	1.5 亿	-	手游	
2014	Hammer & Chisel	美国	-	-	手游	
	4: 33 creative lab	韩国	7.7 亿	-	手游	DragonLord
	Dots	美国	0.7 亿	-	手游	Dots
	Aiming	日本	-	16.8%	PC+手游	剑与魔法之罗格雷斯
	CJ Games	韩国	35 亿	28.0%	手游	
	TapZen	美国	5600 万	-	手游	
2015	PATI Games	韩国	1.2 亿	20.0%	手游	I Love Coffee
	Artillery	美国	-	-	PC	
	Miniclip	瑞士	-	-	手游	变形金刚之战
	Glu Mobile	美国	8.8 亿	14.6%	手游	枪火兄弟连
2016	Pocket Gems	美国	10 亿	-	手游	
	Paradox	瑞典	1.48 亿	5.0%	PC	斯维尼亚克
2017	Supercell	芬兰	605 亿	84.3%	手游	部落冲突
	Frontier Developments	英国	1.56 亿	9.0%	PC+手游	
2018	Miky Tea	英国	-	-	PC+手游	
	蓝洞	韩国	34 亿	10.0%	PC+主机	
	KaKao Games	韩国	3.3 亿	-	手游	
	育碧	法国	28 亿	5.0%	PC+主机	
	Dream11	印度	7 亿	-	手游	
2019	Grinding Gear Games	新西兰	-	80.0%	PC	
	Fatshark	瑞典	3.7 亿	36.0%	PC+主机	
	Sharkmob	瑞典	-	100.0%	PC+主机	
	Anstream Arcade	英国	-	-	云游戏	

资料来源：三文娱，国信证券经济研究所整理

表 8: 腾讯与国内游戏厂商也存在广泛的股权和业务合作关系

公司	合作形式	典型独代产品
世纪华通	股权+独代	龙之谷 2
完美世界	独代	完美世界
游族网络	独代	权力的游戏
掌趣科技	独代	全民奇迹
电魂网络	独代	我的侠客
中手游	独代	银之守墓人等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 投资建议：渠道变革赋予游戏厂商成长新动能，海外渠道红利开启大航海时代

我们认为，字节跳动强势入局游戏行业，短期虽难以撼动腾讯霸主地位，但将从两个方面切实推动行业发展：其一，字节系亟需优质的独代产品证明自己，在这一过程中有助于研发商议价能力提升，特别是部分游戏厂商或将获得再次腾飞的战略机遇；其二，TikTok 成最成功出海应用，将切实帮助国内游戏实现出海战略，在更大的全球游戏市场中攫取份额。

投资标的上，关注三条主线：1) 与字节跳动系相关公司在战略、产品端有合作的上市公司，A 股相关标的为凯撒文化、姚记科技等，港股相关标的为中手游，同时关注相关标的持续扩散的可能；2) 中长期来看，游戏研发企业有望确定受益，推荐三七互娱、世纪华通、吉比特、电魂网络、掌趣科技、宝通科技等标的，关注富春股份、金科文化等标的；3) 字节跳动系流量占比持续提升，游戏投放需求不断释放，相关代理公司有望受益，叠加直播电商、MCN 等新业态，营销服务行业具备良好的主题投资机会，相关标的省广集团、蓝色光标、天龙集团、华扬联众、引力传媒等。

### 三七互娱：字节系重要流量采买方，流量端、出海或有助力

三七互娱是最早在头条 APP 上大规模投放的游戏公司之一，也是整体字节系重要的游戏流量采买方，有着长期稳固的流量合作关系。一方面，字节系是买量渠道中的霸主；另一方面，三七互娱又是买量游戏厂商中的佼佼者，二者存在天然契合。从 DataEye 数据来看，在抖音广告投放 TOP 200 游戏中有着相当数量的三七游戏产品，主要涉及传奇类和 SLG 类（策略类）游戏，这也是三七的优势品类。

表 9：三七互娱部分抖音买量游戏

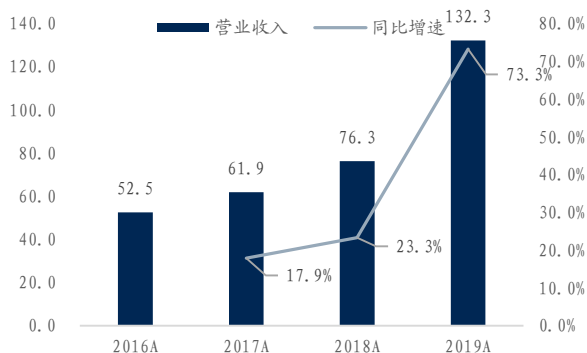
投放排名	名称	素材投放数	投放公司	上市公司
44	乱世三国	282	安徽尚趣玩	三七互娱
62	大哥超变版	198	安徽尚趣玩	三七互娱
66	斗罗大陆	190	安徽尚趣玩	三七互娱
67	天堂盛典	190	广州三七	三七互娱
95	三国诸侯	149	安徽尚趣玩	三七互娱
111	三国名将：无双霸业	129	安徽尚趣玩	三七互娱
133	一刀传世	114	安徽尚趣玩	三七互娱
147	三国激战-御龙	103	安徽尚趣玩	三七互娱
161	大天使 BT 版	97	安徽尚趣玩	三七互娱
195	超变屠龙	83	安徽尚趣玩	三七互娱

资料来源：DataEye，国信证券经济研究所整理（2020 年 2 月）

流量运营能力是公司的基本盘，在新产品周期下公司的三大战略分别是出海、品类多元及云游戏。在流量和出海两方面，三七互娱都将明显受益于头条游戏战略：1) **流量端**，2019 年公司互联网流量费用 67 亿，有相当部分投放在字节跳动渠道，并且取得了快速的收入增长和投入产出回报，随着字节跳动流量持续增长，渠道红利逐步显现。2) **出海**，2019 年公司收入爆发式增长，中国移动游戏发行市场的市场份额进一步升至 10.44%，亟需寻找新的增长点，而出海业务占比约 8%，通过复制国内流量运营能力有可能取得突

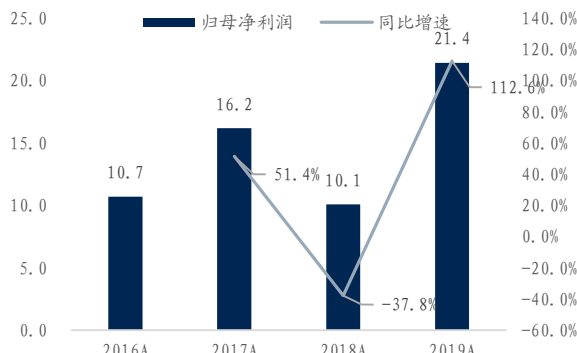
破。目前公司稳居出海游戏厂商前十，依靠“地区差异化营销+本地化精细运营”策略逐步在当地站稳脚跟，在日本、美国均有明显突破。如前文所说，TikTok 将带给国内游戏厂商出海渠道红利，作为字节系长期合作伙伴，三七大概率可以抓住机会，加快出海业务发展。

图 23: 三七互娱营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 三七互娱归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 中手游: 加强与字节跳动独代合作, 强强联合实现共振

中手游是国内领先的 IP 游戏运营商, 是中国独立手游发行商中 IP 储备最丰富的公司, 与 22 名知名 IP 版权方建立合作关系, 地域覆盖中国、日本和欧美。公司产品 and 发行能力获得字节跳动认可, 多款游戏与字节跳动达成独代合作, 包括《全明星激斗》、《航海王热血航线》, 未来还将有更多新项目推向市场。两款游戏均是中手游代理研发, 字节跳动独家代理的 IP 大作, 预计 20 年将推出时长, 并且发行方承诺保底流水, 收入更有保证。

图 25: 多款游戏与字节跳动达成独代合作



资料来源: 中手游, 国信证券经济研究所整理

中手游游戏储备充足, 储备 38 款储备游戏, 2020 年会是中手游丰收的年度。与字节跳动建立长期合作, 一方面, 公司可以利用他们庞大的用户基础来推广游戏, 获得更多的游戏收入; 另一方面, 公司储备游戏中包括大量全球发行游戏, 也可以受益于以 TikTok 为代表的海外渠道崛起。

**表 10：中手游 2020 年新游戏（共 38 款储备游戏）**

游戏名称	类型	区域	来源	开发阶段
画江湖之杯莫停	手游 ARPG	全球	IP	Beta 测试
SNK 巅峰对决	手游 CCG	大中华地区	IP	开发中
真三国无双：霸	手游 ARPG	全球	IP	开发中
航海王热血航线	手游 ARPG	中国	IP	开发中
轩辕剑之剑之源	手游 MMORPG	全球	IP	开发中
仙剑客栈 2	PC 单机	全球	IP	开发中
斗罗大陆	手游 MMORPG	中国大陆	IP	开发中
新射雕英雄传	手游 CCG	全球	IP	Beta 测试
迪士尼全明星	手游 CCG	中国大陆	IP	Beta 测试
雷霆霸业 2	手游 MMORPG	中国大陆	IP	Beta 测试
圣龙传奇	手游 MMORPG	中国大陆	IP	Beta 测试
魔域重生	手游 MMORPG	中国	IP 及内部开发	Beta 测试
仙剑：九野	手游 CCG	全球	IP 及内部开发	Beta 测试
仙剑奇侠传七	PC 单机	中国大陆	IP 及内部开发	开发中
魔法门之英雄无敌	手游 ARPG	中国大陆	代理	开发中

资料来源：中手游，国信证券经济研究所整理

### 凯撒文化：率先与字节跳动战略合作，资源共享优势互补

6 月 12 日，凯撒文化与字节跳动旗下朝夕光年签署《战略合作协议》，双方发挥各自优势，整合资源，在游戏发行、渠道、运营、IP、衍生品、时长、资本等方面实施全面战略合作。公司将作为朝夕光年在手游研发、运营方面的战略合作伙伴，朝夕光年将为公司游戏发行等方面战略合作伙伴，合作内容如下：

- 双方共同在朝夕光年平台面向全球市场发行推广公司优质精品游戏；
- 朝夕光年利用其平台和发行优势，为公司游戏研发提供研发上的建议；
- 公司定期向朝夕光年提供其研发、定制或代理的手游，其负责全球市场独家代理；
- 朝夕光年有权委托公司开发指定内容和标准的移动端、独立 APP 网络游戏；
- 双方共同探索在游戏新型业态、新技术研发方面的合作，包括但不限于共同投资优秀的开发团队，以及合作开展游戏引擎、云游戏、人工智能平台等创新项目；

公司与海内外 IP 资源公司建立了紧密合作关系，持续挖掘甄别并引入优质 IP。国内 IP 储备方面，凯撒文化在 2016 年获得腾讯动漫旗下 10 个重量级明星 IP 授权，包括《从前有座灵剑山》、《银之守墓人》、《我的天劫女友》等，基本囊括了腾讯动漫最具人气的动漫作品。国际 IP 储备方面，凯撒文化持续引入《妖精的尾巴》《幽游白书》等多个全球顶级 IP 授权。公司目前在研《妖精的尾巴》、《火影忍者》、《幽游白书》、《从前有座灵剑山》、《新三国荣耀》、《航海王》、《银之守墓人：对决》等多款精品游戏，预计未来 2 年内陆续上线，将给公司带来持续的收入。游戏联合发行方面，公司建立了稳定的多层次联合发行网络，多款游戏得到腾讯、阿里等头部平台的认可，达成了长期稳定的深度合作。如《银之守墓人：对

决》、《猎人X猎人》中国区域已获得了腾讯独家代理并发行，《火影忍者》中国区域获得字节跳动独家代理，《妖精的尾巴》、《幽游白书》等也正与大型平台进行独家代理的商业洽谈。

**表 11：凯撒文化储备游戏及代理情况**

游戏	IP 授权方	游戏类型	独家代理	TapTap 预约
妖精的尾巴	讲谈社	-	洽谈中	-
火影忍者	集英社	二次元角色扮演	字节跳动	11 万
幽游白书	集英社	-	洽谈中	-
从前有座灵剑山	腾讯动漫&日本 DEEN 社	-	-	-
新三国荣耀	-	SLG 策略	腾讯	-
航海王	集英社	-	-	-
银之守墓人：对决	腾讯动漫	二次元回合制	腾讯	0.4 万

资料来源：凯撒文化，TapTap，国信证券经济研究所整理（预计 20、21 年上线产品）

公司是少数同时受到腾讯、字节跳动、阿里等认可的游戏公司，在 IP 类游戏上有着深厚的积累。本次与字节跳动签订长达 10 年战略合作协议，将显著提高公司游戏未来流水表现的确定性、头部发行商竞争也有望提升公司的议价能力以及流量平台也有望在公司研发端提供帮助。



**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002555	三七互娱	买入	41.00	1.00	1.25	1.43	41.00	32.80	28.67	11.7
002602	世纪华通	买入	14.62	0.38	0.72	0.83	38.47	20.31	17.61	2.8
603444	吉比特	买入	427.00	11.26	14.49	16.77	37.92	29.47	25.46	7.0
603258	电魂网络	买入	47.50	0.93	1.48	1.86	51.08	32.09	25.54	3.0
0302	中手游	未评级	2.84	0.13	0.36	0.43	21.85	7.89	6.60	3.2

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理（未评级按照 wind 一致预期，中手游按照人民币计）

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032