

全球游戏产业研究之韩国 Netmarble

证券研究报告

2017年11月06日

以史为鉴-多款精品游戏助力RPG巨头Netmarble华丽蜕变，从本土小企到世界级大厂的升级之路

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

王晨 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100009
wangchen1@tfzq.com

关注我们



扫码关注
天风证券
研究所官方微信号

Netmarble 是韩国第一大手游公司, 1H17 占韩国 36.4% 手游份额, 流水最高居全球第三。公司由游戏门户网站起家, 2010 年注册用户超过 3000 万, 覆盖韩国近 2/3 的互联网用户; 公司 2011 年起涉足手机游戏, 多款畅销游戏助推其成为韩国第一大手游公司, 16 年末上市融资 23 亿美元, 是韩国有史以来第二大 IPO 项目, 腾讯持有上市后的 17.7% 股权。公司 14-16 营收复合增速高达 103.5%, 16 年 15,000 亿韩元收入, 海外收入占比 50.5%, 净利润 2,092 亿韩元 (净利率 13.9%); 1H17 收入达到 12,273 亿韩元, 净利润 2,243 亿韩元 (净利率 18.3%)。根据 AppAnnie 排名, Netmarble 位列 2016 年全球第 9, 韩国第 1; 2017 年 3 月位列全球第三。公司的成长过程, 并购一直是自研的重要补充: 从 2003 年 9 月收购同为游戏门户网站的 Plenus 起, 到 2017 年 2 月收购 Kabam's Vancouver Studio, 公司通过并购的方式获取新的市场并扩充研发团队, 在全球拥有 24 个游戏开发子公司。

端游手游化、重度化、社交化趋势明显; 韩国游戏产业占 GDP 比重最高, 是全球第六大市场。韩国游戏市场规模预计 17 年达到 41.9 亿美元, 同比增长 3.5%, 人均年游戏支出仅次于日本 (韩国\$163.6 vs. 日本\$193.6 vs. 中国\$48.8 vs. 美国\$156.3 vs. 德国\$117.7 vs. 英国\$133.5), 远高于世界平均。2017 年上半年手游规模在《Lineage》系列游戏的带动下, 实现了高速增长至 23.8 亿美元, 接近 16 年全年 25.5 亿美元, 游戏行业在步入稳定期后的增长更多来自于爆款游戏; 安卓终端为主 (93%), Google Play 平台收入是 AppStore 的近 5 倍。韩国玩家男性为主, 中年玩家更沉迷于游戏 (30-39 岁人群的游戏时长 61 分钟显著高于其他年龄段), 不同性别偏好明显不同; 韩国 56% 的玩家有过至少一次游戏内购买, 其中 13% 是高频消费, 0.2% 的头部用户贡献 41% 的收入。韩国市场三大游戏公司 Nexon、Netmarble 和 NCSoft 市场份额在 2Q17 达到 45.2%。

Netmarble 营收 96.3% 来自手游, 其中《Lineage II Revolution》为公司带来 47% 的收入。《Lineage II Revolution》上线首月收入达到破纪录的 2,060 亿韩元, 上线 3 个月用户数超过 700 万, 渗透率接近 1/3, 2017 上半年收入达 5,771 亿韩元, 相当于每月收入 961.8 亿韩元 (约合 USD8,523 万)。Netmarble 核心优势在于拥有能够持续推出爆款游戏并维持较长生命周期的游戏开发能力、市场嗅觉和运营能力。Netmarble 从发力手游开始就推出了《Monster Taming》、《Seven Knights》、《Raven》、《Everybody's Marble》、《Lineage II Revolution》等多款曾经荣登畅销榜第一的游戏, 多款畅销游戏叠加较长生命周期使 Netmarble 市场份额持续维持高位, 2014-1H2017 市场份额分别为 16.5%, 33.2%, 26% 和 36.4%。人工智能大数据分析系统“Columbus Engine”, 可以平衡游戏的公平性和游戏难度, 为游戏开发者提供足够的游戏消费数据, 确定更精确的目标玩家人群和更合适的付费道具, 以使增加更多的游戏消费机会同时又不会引起玩家的方案。

Netmarble 公司的发展给中国公司带来很多的启示。首先, 公司的发展以行业机遇和玩家偏好为基石, 优秀的开发能力、敏锐的市场嗅觉和良好的运营能力推动公司走向成功。其次, 目前 IP 手游化趋势明显, 但如何最大化 IP 增量收入是难点; 游戏的本地化是海外成功的基础, 有时甚至需要对核心玩法进行改动令其符合目标市场玩家偏好; 新游戏类型在陌生市场的推广需耐心测试, 结合玩家偏好的游戏类型进行改进或许会有较好表现。此外, 将来游戏用户行为数据会成为行业门槛, 用户数据+人工智能会在游戏设计、用户交互等有所提高, 在增加游戏成功率和游戏寿命方面将有所表现。

风险提示: 最新力作《Lineage II Revolution》收入不及预期, 海外推广进度不及预期



内容目录

1. Netmarble：不断发展的韩国手游龙头，《Lineage II Revolution》助力“百尺竿头更进一步”	8
1.1. 公司发展历程：出身游戏门户网站，2011 年开始手游业务，用户覆盖 2/3 韩国互联网用户	8
1.2. 商业模式：逐渐舍弃低毛利发行路径，构建独立发行渠道	15
1.3. 经营业绩：多款畅销游戏驱动公司业绩快速增长，《Lineage II Revolution》提升公司市场份额	17
2. 行业机会：游戏行业进入存量博弈阶段，未来手游受益于端转手、轻转重、社交化程度加深	21
2.1. 全球游戏行业：行业增速趋缓，手游成为未来增长点	21
2.2. 韩国游戏行业规模：2017 年预计全球排名第六，高 ARPU 难抵用户基础薄弱，行业增速减缓	24
2.3. 韩国游戏行业发展趋势：游戏产业份额提高，PC 网游转手游，头部效应逐渐扩大	28
2.3.1. 游戏产业份额逐渐增加，但增速逐渐减缓	28
2.3.2. 韩国 PC 网游逐步转手游	28
2.3.3. 网游 IP 手游化成为常态	29
2.3.4. 韩国游戏市场存在头部效应	29
2.3.5. 韩国手游用户使用时长集中度提高	30
2.4. 韩国手游市场：2016 年市场规模达 25.5 亿美元，收入增量来自于 Top3 游戏	31
2.5. 韩国手游用户特征：男性为主，中年玩家比青年玩家更沉迷游戏，付费玩家的消费力较高、玩家普遍拥有较高学历	34
2.6. 韩国手游付费玩家特征：0.2%的头部用户贡献 41%的收入，30-39 岁用户最有价值	37
2.7. 中韩手机游戏市场对比：韩国玩家渗透率、人均消费更高，韩国市场集中度更低，RPG 游戏在两个地区皆受欢迎	41
2.7.1. 中国市场玩家渗透率受制于互联网人口渗透率	41
2.7.2. 中国游戏市场腾讯、网易集中度达到 75.5%；韩国三大游戏公司集中度为 45.2%，未来有望在《Lineage》系列游戏的贡献下集中度进一步提升	41
2.7.3. 中国手游的榜单更迭快于韩国，畅销榜前十游戏平均上线时长中国 11 个月 vs. 韩国 25 个月	42
2.7.4. 中韩两国近年来出现端游 IP 移植到手游平台的趋势	42
2.7.5. 中韩两国手游市场中 RPG 类型最受欢迎	42
2.7.6. 韩国社交平台发行转型多元化，中国手游市场目前还处于腾讯网易霸榜的状态	44
3. 主要产品分析：多款畅销游戏驱动公司快速增长，《Lineage II Revolution》成为公司新增长点	47
3.1. 公司主要游戏：RPG 类游戏贡献多数收入，MMORPG 成为新的增长点	47
3.2. 《Seven Knights》：累计收入 6,902 亿韩元，渗透率 50.8%，进军日本延续成功	49
3.2.1. 《Seven Knights》游戏亮点：画面精美、玩法丰富	49
3.2.2. 《Seven Knights》凭借出色的运营能力在众多 RPG 游戏中获得玩家认可	50
3.2.3. 游戏本地化令游戏在日本发行获得成功	51
3.2.4. 游戏累计下载过 3,300 万，韩国的渗透率达 50.8%，上线起累计收入 6,902 亿	

韩元	53
3.3. 《Lineage II Revolution》: 17 上半年收入 5,771 亿韩元, 成为公司最大增长点	55
3.3.1. 《Lineage II Revolution》借力《Lineage》IP,《Lineage》端游 40%的渗透率造就手游首月 MAU 快速突破 500 万	55
3.3.2. 《Lineage II Revolution》创造首月收入记录, 2017 上半年收入 5,771 亿韩元, 市场份额高达 21.2%, 日本市场有望成为另一个增长点	55
3.3.3. 游戏成功的背后: 国民级 IP+丰富的游戏内部活动	59
3.3.4. 游戏潜在隐患: 每个游戏都需面对的评级	59
3.4. 《Marvel Future Fight》: 高质量精品游戏, 累计下载超 5,000 万, 海外收入占比达 80.2%, 是公司海外发行的一次成功尝试	61
3.4.1. 《Marvel Future Fight》是一款以漫威超级英雄为题材的动作 RPG, 力求游戏平衡性	61
3.4.2. 游戏全球发行, 海外收入超 80%, 累计下载超 5,000 万, 目前每月仍有新增下载 120 万	61
3.4.3. 游戏 IP 是基本, 质量是关键	61
3.5. 《Everybody' s Marble》: 全球 2 亿次下载, 在韩渗透率高达 78%, 上线 4 年仍牢牢占据畅销榜前 10	64
3.5.1. 游戏介绍: 大富翁类游戏, 游戏拥有丰富的玩法	64
3.5.2. 《Everybody' s Marble》关注用户数据, 游戏不断更新迭代留住用户	64
3.5.3. 《Everybody' s Marble》上线时长达到 50 多月, 延续超长生命周期	65
3.5.4. 《Everybody' s Marble》休闲游戏轻量化	65
3.5.5. 全球 2 亿次下载, 单个游戏上线 4 年后依然占据全市场 6%的份额	65
3.6. 《Pentastorm》:《王者荣耀》进军韩国, 全新玩法亟待韩国玩家认可	67
3.6.1. 《王者荣耀》进入韩国沿用中国模式, 游戏发行借力社交平台	67
3.6.2. 《PentaStorm》表现逐渐走弱, 争取更多用户成为关键	67
3.6.3. 《PentaStorm》举办多种电竞活动, 但目前尚未对游戏产生较大影响	68
3.6.4. 《PentaStorm》可以尝试加入 RPG 因素以迎合韩国玩家	68
4. 核心优势: 全面的全球化布局、优秀的研发能力	69
4.1. 游戏全球化战略: 广布局奠定全球化基础, “本地化+IP” 开拓国外市场	69
4.1.1. 全球化布局: 布局全球 10 个主要地区, 全面涵盖主要游戏市场	69
4.1.2. 全球化发行策略: 舍弃 “One-build” 策略, “本地化+IP” 战略获得成功	70
4.2. 丰富的 IP 储备和与之配套的高游戏制作水平	71
4.3. 用户行为分析大数据系统- “Columbus Engine”, 在用户卸载前有所对策	72
4.4. 持续开发畅销游戏的优秀研发能力	73
5. 主要劣势: 多款游戏触及拐点,《Lineage II Revolution》遭遇竞争对手, 外来游戏竞争力逐渐增强	74
5.1. 多款游戏触及拐点,《Lineage II Revolution》遭遇竞争对手《Lineage M》	74
5.1.1. 《Seven Knights》国内市场增长乏力, 日本市场排名稳定下滑, 中国重新上市的《新七骑士》表现未知	74
5.1.2. 《Everybody' s Marble》后继乏力, 增长有限	74
5.1.3. 《Lineage II Revolution》17 上半年表现良好, 但遭遇竞争对手《Lineage M》	75
5.2. 外来游戏表现渐入佳境, 存量市场增添实力竞争对手	77
5.3. 全市场主打 RPG 游戏, 忽视市场差异	79

5.4. 值得反思的中国市场进入策略	81
6. 公司股权结构及高管团队	83
7. 启示：行业机遇造就优秀公司，畅销游戏叠加较长生命周期铸就壁垒	85
7.1. 行业机遇是公司崛起的必要条件，但需爆款游戏助力百尺竿头更进一步	85
7.2. 多款畅销游戏叠加较长生命周期助力 Netmarble 快速增长	85
7.3. 主流游戏市场进入存量博弈期，未来增量来自于爆款游戏与全球化	85
7.4. 用户数据是门槛，人工智能是未来方向	86
7.5. 新型游戏进入新市场需要“新旧”结合，发展交叉类型是可行方式	86
7.6. 中国游戏出海案例逐渐增加，腾讯网易仍需发力	86

图表目录

图 1：Netmarble 公司发展历程	8
图 2：Netmarble 全球化布局	9
图 3：Netmarble 收购公司一览	9
图 4：Netmarble 公司市值（2017 年 5 月 12 日-2017 年 11 月 6 日）	10
图 5：Netmarble 公司 Forward PE Band（2017 年 5 月 12 日-2017 年 11 月 3 日）	10
图 6：Netmarble 公司 Forward PEG Band（2017 年 5 月 12 日-2017 年 11 月 3 日）	11
图 7：Netmarble 公司 Forward PB Band（2017 年 5 月 12 日-2017 年 11 月 3 日）	11
图 8：Netmarble 公司 Forward PS Band（2017 年 5 月 12 日-2017 年 11 月 3 日）	12
图 9：中国和海外游戏公司估值比较（2017 年 11 月 6 日）	12
图 10：2016 年度全球热门发行商	13
图 11：2017 年 3 月全球游戏收入排名	13
图 12：Netmarble 公司韩国 MAU 与排名	14
图 13：Netmarble 公司所属子公司一览（2017 年）	14
图 14：Netmarble 手机游戏业务模式	15
图 15：Netmarble 公司商业模式及其分成方式	15
图 16：手游发行途径分类营业收入（2014A-1H17）	16
图 17：Netmarble 分业务营业收入（2014A-1H17）	17
图 18：2016 年 Netmarble 产品收入贡献	17
图 19：2017 年上半年 Netmarble 产品收入贡献	17
图 20：Netmarble 收入地域分布（2014A-2016A）	18
图 21：Netmarble 营业收入和净利润（2012A-1H17）	18
图 22：Netmarble 国内收入占行业比例（2014A-1H17E）	19
图 23：Netmarble 营业收入和营业成本（2012A-1H17）	19
图 24：Netmarble 历年各项费用率（2014A-1H17）	20
图 25：Netmarble 营业收入增速与净利润增速（2014A-1H17）	20
图 26：全球游戏行业及展望（2012A-2020E）	21
图 27：游戏市场规模地域分布（2017 年）	21
图 28：全球分终端收入趋势（2016A-2020E）	22
图 29：2013 年收入排名前 10 游戏一览	22

图 30: 2017 年 3 月全球游戏收入排行榜	23
图 31: 2017 年游戏行业规模前 20 国家和地区	24
图 32: 韩国游戏产业规模及增速 (2006A-2018E)	25
图 33: 2015 年韩国游戏产业收入分类	25
图 34: 韩国游戏产业细分行业规模推移 (2011A-2018E)	26
图 35: 韩国游戏海外收入 (2007A-2015A)	26
图 36: 韩国游戏海外收入地区收入份额 (2014A-2015A)	27
图 37: 韩国各文化细分产业占比 (2014A-1H17)	28
图 38: 韩国游戏产业网络游戏和手机游戏占比趋势 (2011A-2018E)	28
图 39: 韩国游戏行业上市公司收入比例 (%)	29
图 40: 2016 年 8 月韩国手游厂商使用时长占比 (%)	30
图 41: 2017 年 3 月手游厂商使用时长占比 (%)	30
图 42: 韩国手游市场收入规模 (2014A-2019E)	31
图 43: 韩国安卓 Google Play 市场单月流水	31
图 44: 韩国安卓 Google Play 市场累计流水	31
图 45: 2016Q2 全球部分国家/地区 iOS 和 Google Play 收入排行	32
图 46: 韩国安卓 Google Play 市场按畅销排名区分收入	32
图 47: 韩国安卓 Google Play 市场收入按畅销排名结构	32
图 48: 2016 年上半年韩国游戏市场安卓 Google Play 畅销榜排名对应月收入 (10 亿韩元)	33
图 49: 韩国人口年龄结构 (2016 年 12 月)	34
图 50: 韩国手游用户年龄结构 (2017 年预期)	34
图 51: 韩国男性用户 MAU 比率 (2017 年 5 月)	34
图 52: 韩国女性用户 MAU 比率 (2017 年 5 月)	35
图 53: 2015 年韩国各年龄段玩家游戏时长	35
图 54: 2016 年上半年韩国付费玩家占比	37
图 55: 2016 年上半年付费用户按消费金额分类占比	37
图 56: 2016 年上半年按消费金额分类细分付费用户总消费占比	37
图 57: 2016 年上半年韩国付费人群按年龄分类人群规模占比	38
图 58: 2016 年上半年韩国付费人群按年龄分类收入规模占比	38
图 59: 2016 年上半年韩国付费用户按年龄付费金额分类	38
图 60: 2016 年上半年韩国付费用户按年龄付费金额分类收入占比	38
图 61: 韩国游戏市场头部用户对收入的贡献 (2016 年上半年)	39
图 62: 韩国游戏市场按游戏类型付费玩家结构 (2016 上半年)	39
图 63: 韩国游戏市场按游戏类型付费玩家收入贡献 (2016 上半年)	39
图 64: 2016 年上半年韩国按游戏类型分类男女比例	40
图 65: 2016 年上半年韩国按游戏类型分类男女收入贡献占比	40
图 66: 中韩两国手机游戏畅销榜 (2017 年 6 月 30 日)	41
图 67: 中韩两国游戏畅销榜前十上线时长 (月)	42
图 68: 2016 年 8 月 MAU 最高的游戏类型与 MAU (万)	43
图 69: 2016 年 8 月游戏时长最高的游戏类型与游戏时长 (小时)	43

图 70: 韩国手游市场分类型游戏时长与 ARPPU	43
图 71: 2016 年上半年韩国分游戏类型 ARPPU 和平均使用时长	44
图 72: 2016 年韩国手游市场分类型游戏收入结构	44
图 73: 2017 年 9 月韩国手游市场分类型游戏收入结构	44
图 74: 韩国安卓 Google Play 畅销榜前 10 (2014 年 12 月 31 日和 2017 年 8 月 4 日)	45
图 75: Kakao 游戏业务收入 (2Q14-2Q17)	46
图 76: Netmarble 公司收入前 10 游戏	47
图 77: Netmarble 新游计划 (2017-2018)	48
图 78: 《Seven Knights》人物刻画	49
图 79: 《Seven Knights》游戏画面	50
图 80: 《Seven Knights》Google Play 下载排名 (2014 年 3 月-2014 年 12 月)	51
图 81: 《Seven Knights》Google Play 畅销排名 (2014 年 3 月-2014 年 12 月)	51
图 82: 《Seven Knights》分地区营业收入 (2014-1H2017)	52
图 83: 日本版《Seven Knights》日本化的人物皮肤	53
图 84: 日本版《Seven Knights》人物升级画面	53
图 85: 《Seven Knights》国内收入与市场份额 (2014-1H2017E)	54
图 86: 《Seven Knights》游戏周边玩具	54
图 87: 《Seven Knights》游戏角色图册	54
图 88: 《Lineage II Revolution》游戏画面	55
图 89: 《Lineage II Revolution》2017 年 3 月收入全球排名	56
图 90: 《Lineage 2 Revolution》前五周同时在线人数	56
图 91: 《Lineage II Revolution》应用收入排名 (2016 年 12 月 20 日-2017 年 11 月 1 日)	57
图 92: 《Lineage II Revolution》收入及市场份额 (2016-1H2017)	57
图 93: 《Lineage 2 Revolution》全球版排名 (2017 年 7 月 22 日)	58
图 94: 日本版《Lineage II Revolution》苹果 App Store 畅销排名	58
图 95: 《Lineage II Revolution》游戏活动目的分类	59
图 96: 《Lineage II Revolution》游戏活动渠道分类	59
图 97: 韩国游戏评级分类	59
图 98: 韩国手机游戏评级参考标准	60
图 99: 漫威 IP 手机游戏一览	62
图 100: 《Marvel Puzzle Quest》游戏画面	62
图 101: 《Marvel Tsum Tsum》游戏画面	62
图 102: IP 游戏结构及 IP 游戏核心玩家来源	63
图 103: 《Everybody's Marble》Google Play 畅销排名 (2013 年 6 月 17 日-2017 年 11 月 1 日)	64
图 104: 《Everybody's Marble》游戏界面	65
图 105: 《Game of Dice》游戏界面	65
图 106: 《Everybody's Marble》游戏收入及市场份额 (2014A-1H17)	66
图 107: 《PentaStorm》Google Play 畅销排名 (2017 年 4 月 28 日-2017 年 11 月 1 日) ..	67
图 108: Netmarble 公司分地区员工数量 (2016 年)	69

图 109: Netmarble 公司 2016 年收入地域分布 (10 亿韩元)	69
图 110: Netmarble 游戏全球各地区发行数量	70
图 111: 《Lineage II Revolution》日版留存率	70
图 112: 《Lineage II Revolution》日版事前预约人数	70
图 113: 中国主要手游公司持有 IP	71
图 114: 游戏发行年份分组收入	72
图 115: 世界主要游戏厂商游戏数目与位列畅销榜数目	73
图 116: 游戏成功比例 (以进入当地游戏畅销榜前 200 为标准)	73
图 117: 《Seven Knights》日版苹果市场畅销排名 (2016 年 3 月 5 日-2017 年 11 月 1 日)	74
图 118: 《Lineage II Revolution》游戏宣传画面	75
图 119: 《Lineage M》游戏宣传画面	75
图 120: 《Lineage II Revolution》日活跃用户数 (万) (2017 年 6 月 21 日-2017 年 7 月 30 日)	75
图 121: 《Lineage II Revolution》和《Lineage M》周使用时长比较 (2017 年 6 月 19 日-2017 年 7 月 23 日)	76
图 122: 韩国安卓 Google Play 畅销排名 (2017 年 8 月 4 日)	77
图 123: 中国游戏韩国出海数量与类型	78
图 124: 韩国安卓 Google Play 收入 Top20 中国手游收入情况	78
图 125: 美国手机游戏市场游戏时间 vs 消费人群规模	79
图 126: 中国手机游戏数量 (2015 年 2 月)	80
图 127: 全民打怪兽玩家评论	82
图 128: Netmarble 公司董事会构成	83
图 129: Netmarble 公司高管一览	83
图 130: Netmarble 公司主要股东	84
图 131: 2016 年中国出海全球收入 10 大公司	87

1. Netmarble: 不断发展的韩国手游龙头,《Lineage II Revolution》助力“百尺竿头更进一步”

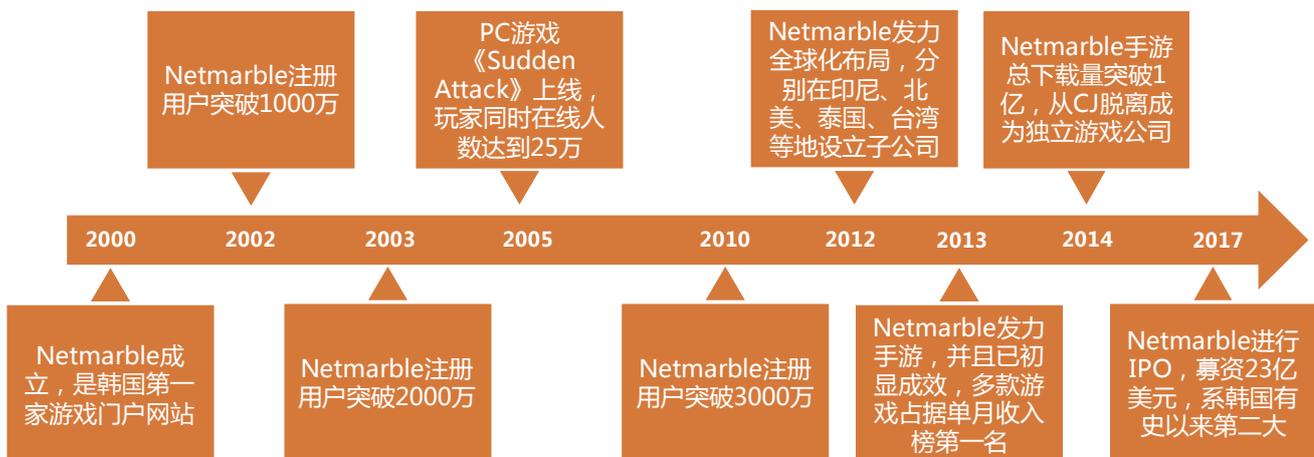
1.1. 公司发展历程: 出身游戏门户网站, 2011 年开始手游业务, 用户覆盖 2/3 韩国互联网用户

Netmarble 是目前韩国最大的手游公司, 2017 上半年年市场份额达到 36.4%。公司成立于 2000 年, 是韩国最早的游戏门户网站之一, 注册用户 在 2002 年就已经突破 1,000 万, 2003 年 11 月突破 2,000 万。截至 2010 年, Netmarble 注册用户突破 3,000 万, 覆盖近 2/3 的韩国互联网人群。

从 2011 年起, 公司开始涉足手机游戏领域, 开发出多款韩国苹果 App Store 和安卓 Google Play 畅销榜第一的游戏。如:《Everybody Baseball 2013》(2013 年 5 月韩国双榜收入第一);《Everybody's Marble》(2013 年 7 月收入第一),《Monster Taming》(2013 年 9 月收入第一)。在多款畅销游戏的带动下, Netmarble 公司的手游全球总下载量在 2014 年突破 1 亿, 并于同年 10 月脱离 CJ 集团成为一个独立主体。

公司以平均每半年推出一款爆款新游的速度, 源源不断打造精品游戏: 公司开发的《Seven Knights》、《Everybody's Marble》、《Lineage II Revolution》在韩国应用市场稳定排名畅销榜前十,《Lineage II Revolution》更是在 2017 年 3 月获得全球游戏苹果 App Store 和安卓 Google Play 合计收入榜第 2。

图 1: Netmarble 公司发展历程



资料来源: 公司网站, 天风证券研究所

从 2012 年, Netmarble 公司开始全面着手全球化布局。先后在印尼、北美、泰国、台湾、中国等地区设立子公司。目前, Netmarble 在全球 7 个地区的海外员工数量占比接近 1/4。全球化布局使得 Netmarble 可以从国际市场中受益, 海外游戏收入 CAGR2014-2016 达 180%, 2016 年从韩国以外地区获得的收入 7,573 亿韩元, 占比高达 50.5%。

图 2: Netmarble 全球化布局



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

在 Netmarble 公司的成长过程中, 并购一直是 Netmarble 自研业务的重要补充。从 2003 年 9 月收购同为游戏门户网站的 Plenus 起, 到 2017 年 2 月收购 Kabam's Vancouver Studio, 公司通过并购的方式获取新的市场并扩充研发团队。

图 3: Netmarble 收购公司一览

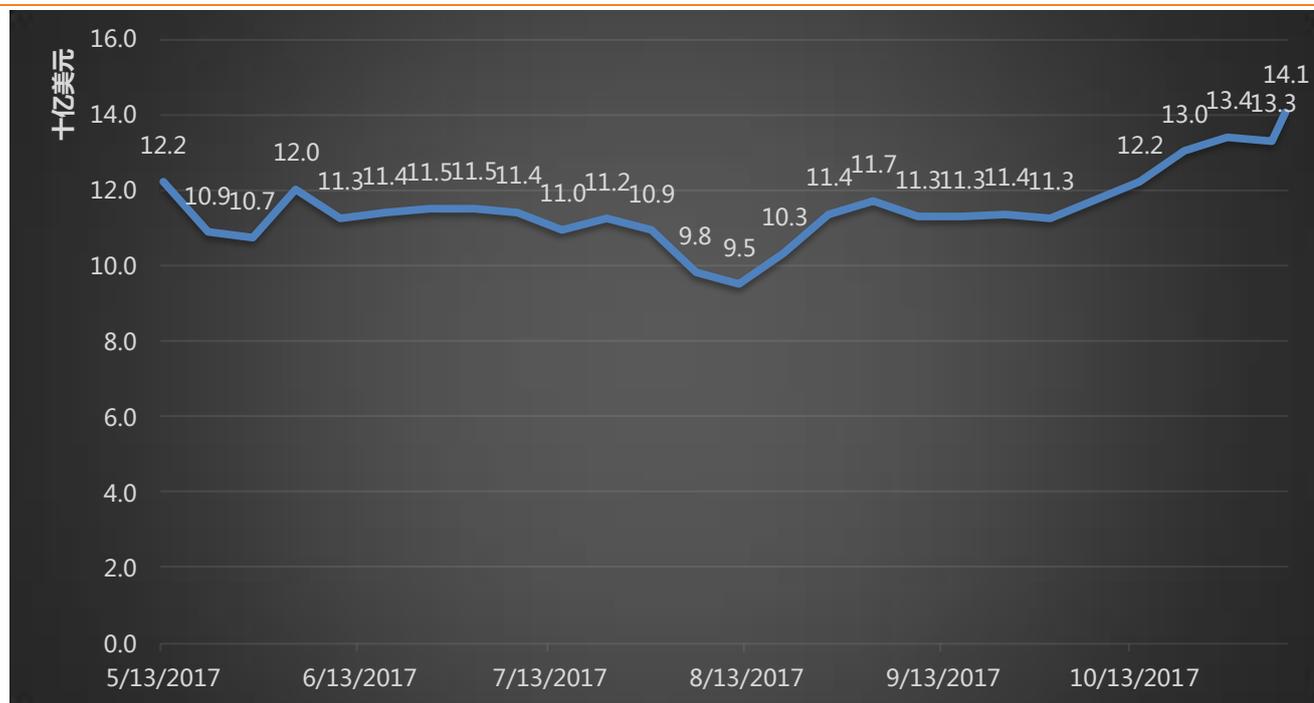
日期	详情	收购总价	被收购标的主要产品	营业收入
2003年9月	反向收购韩国Plenus投资公司		CJ E&M公司的前身	
2004年6月	CJ集团从创始人Bang Jun Hyuk手中收购Netmarble, 更名为CJ Internet	800亿韩元	游戏门户	270亿韩元 (2003)
2010年2月	收购韩国Seed9 Games 53%的股权并改名为Netmarble Monster	74亿韩元	PC和便携主机社交游戏、音乐节奏游戏, 后来开发出了《Monster Taming》、《Raven》、《Marvel Future Fight》等手游	328.1亿韩元 (2015) 426.1亿韩元 (2016)
2010年3月	收购韩国Media Web公司68.84%股权	153亿韩元	网吧管理软件	101.6亿韩元 (2009) 125.9亿韩元 (2016)
2011年3月	CJ Internet整合并入CJ E&M公司			
2011年11月	收购韩国NurienSoft公司		舞蹈类网游《Mstar》, 是当时玩家使用时长第一的游戏 (97分钟, 占总使用时长6.8%)	
2013年4月	收购土耳其最大游戏公司JoyGame的50%股权	160亿韩元	射击网游《WolfTeam》等	127.3亿韩元 (2014) 120.9亿韩元 (2016)
2014年10月	合并韩国 CJ Netmarble公司和CJ Games公司, 更名为Netmarble	3,911亿韩元 (3.53亿美元)		
2015年2月	收购韩国NCSoft 8.89%的股份	3,569亿韩元 (3.55亿美元)	网游《Lineage》(《天堂》)	8,387亿韩元 (2014)
2015年7月	收购美国手游开发公司Jam City	1.3亿美元	《Cookie Jam》	1,469亿韩元 (2015) 3,700亿韩元 (2016)
2017年2月	收购美国手游公司KABAM	10,000亿韩元 (8.4亿美元)	《Marvel Contest of Champions》	该游戏2014年上线, 累计下载9,000万, 收入4.5亿美元

资料来源: 公司网站, Bloomberg, 天风证券研究所

注: 收购总价以以 2017 年 8 月 8 日汇率计算, 1 美元=1127.3 韩元

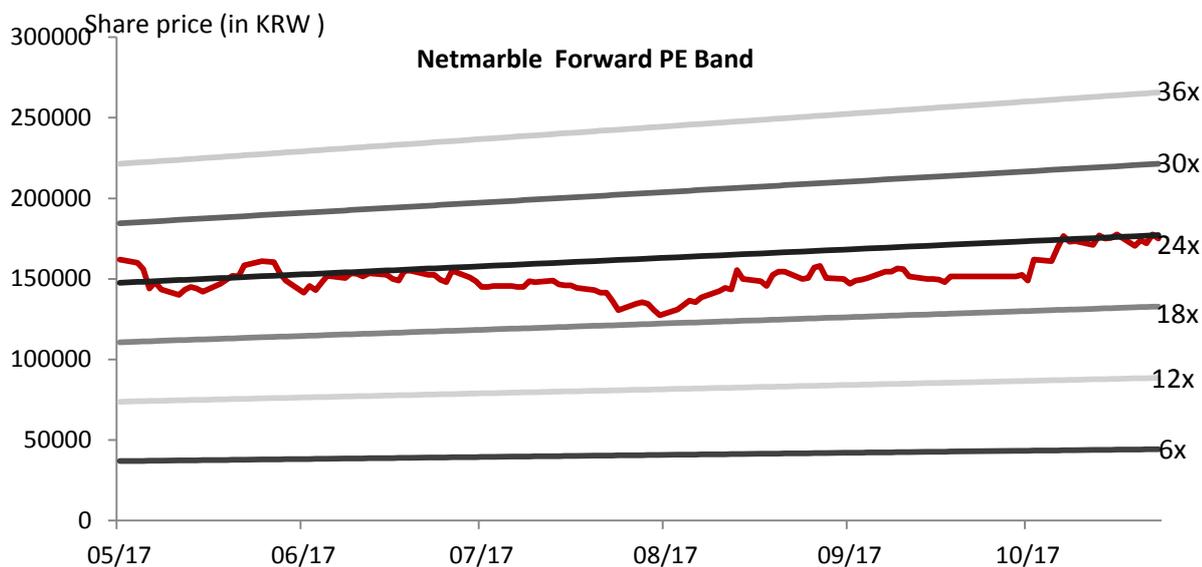
Netmarble 2017 年 11 月 3 日市值达 133.2 亿美元，静态市盈率 64.34x，市净率 3.55x，市销率 7.46x；按照彭博一致预期计算 2017 年 11 月 3 日，17/18 Forward 市盈率分别为 33.5x，22.4x；17 Forward PEG 为 0.46x。

图 4：Netmarble 公司市值 (2017 年 5 月 12 日-2017 年 11 月 6 日)



资料来源：Bloomberg (2017 年 11 月 6 日)，天风证券研究所

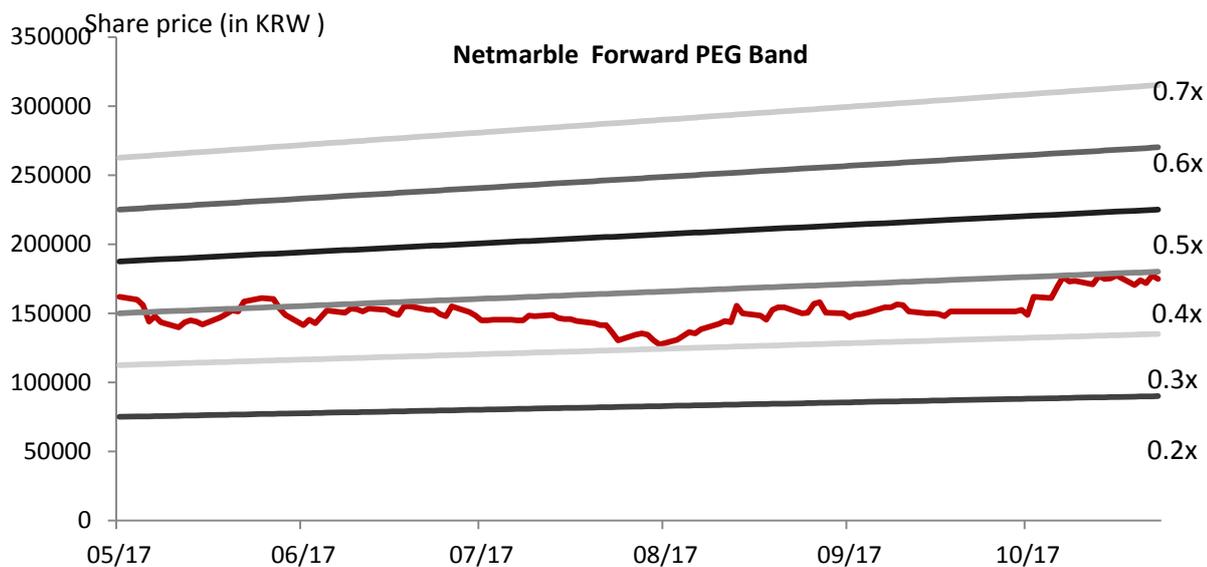
图 5：Netmarble 公司 Forward PE Band (2017 年 5 月 12 日-2017 年 11 月 3 日)



资料来源：Bloomberg (2017 年 11 月 6 日)，天风证券研究所

注：使用彭博一致预期 TTM12 月数据

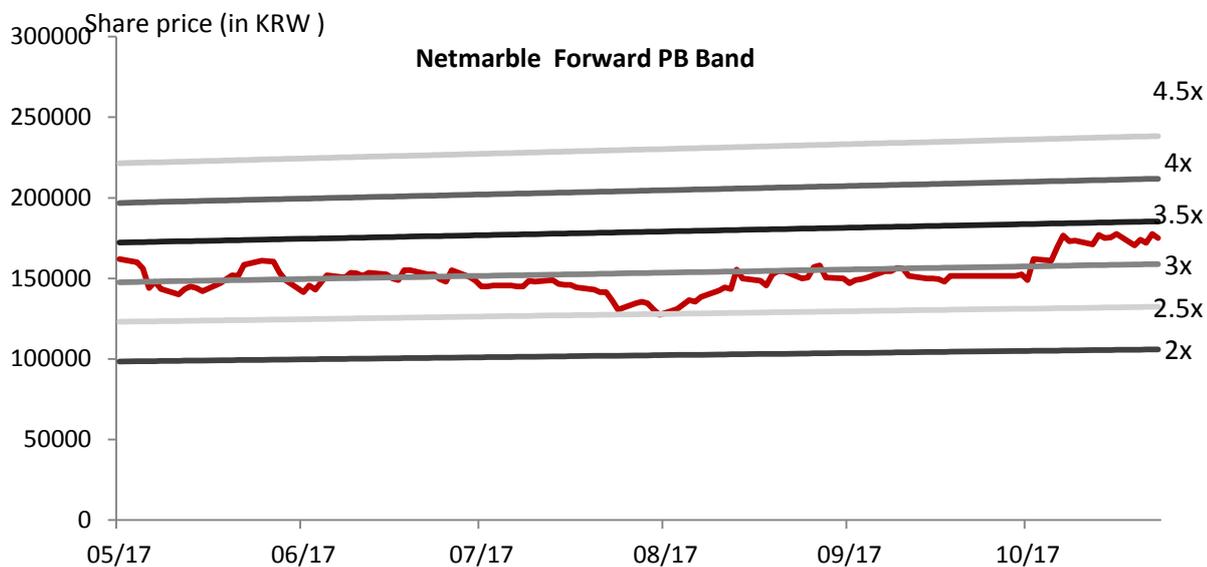
图 6: Netmarble 公司 Forward PEG Band (2017 年 5 月 12 日-2017 年 11 月 3 日)



资料来源: Bloomberg (2017 年 11 月 6 日), 天风证券研究所

注: 使用彭博一致预期 TTM12 月数据

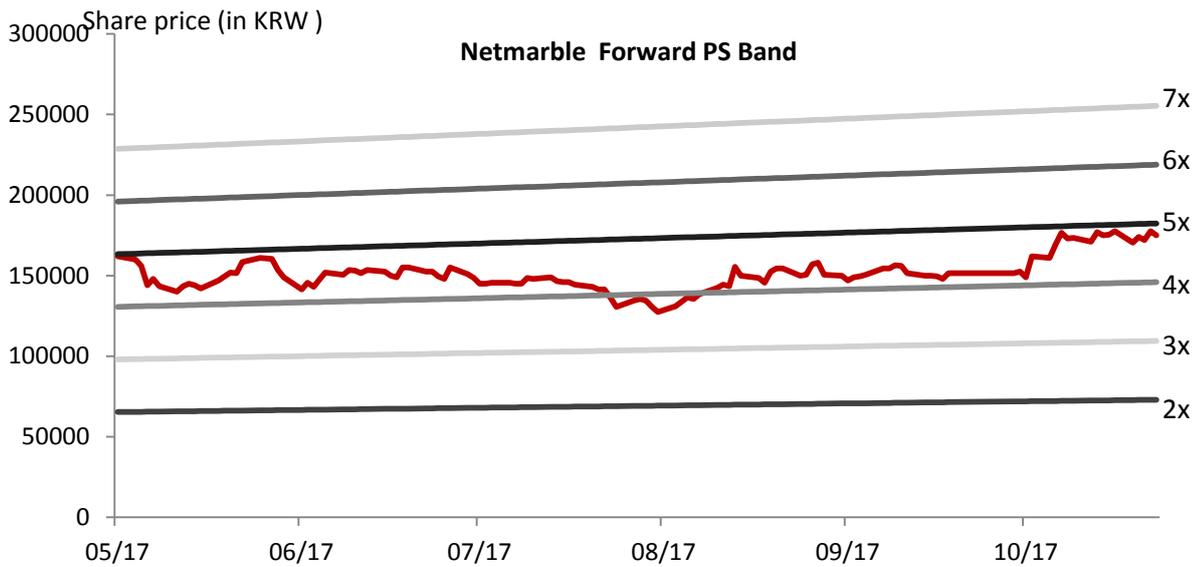
图 7: Netmarble 公司 Forward PB Band (2017 年 5 月 12 日-2017 年 11 月 3 日)



资料来源: Bloomberg (2017 年 11 月 6 日), 天风证券研究所

注: 使用彭博一致预期 TTM12 月数据

图 8: Netmarble 公司 Forward PS Band (2017 年 5 月 12 日-2017 年 11 月 3 日)



资料来源: Bloomberg (2017 年 11 月 6 日), 天风证券研究所

注: 使用彭博一致预期 TTM12 月数据

图 9: 中国和海外游戏公司估值比较 (2017 年 11 月 6 日)

Ticker	Company	FX	Last Close	Market Cap USD	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG			ROE		
					FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18
700 HK Equity	腾讯	HKD	366.6	446,287	65.3	46.5	36.4	19.3	12.5	9.0	19.4	12.7	9.4	2.1	1.5	1.2	30%	30%	29%
3888 HK Equity	金山	HKD	20.3	3,401	29.2	18.2	13.2	2.4	3.3	2.1	2.8	4.1	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	2%	13%	17%
NTE5 US Equity	网易	USD	280.5	36,821	20.5	17.9	15.3	6.0	4.1	3.1	6.6	4.6	3.7	1.2	1.1	0.9	34%	30%	27%
CYOU US Equity	畅游	USD	38.3	2,003	14.1	14.1	11.6	2.7	2.1	1.7	3.8	3.4	3.3	0.2	0.2	0.2	13%	15%	14%
NCTY US Equity	九城	USD	0.7	50	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
777 HK Equity	网龙	HKD	25.8	1,772	n.a.	157.8	51.4	4.1	3.0	2.3	4.3	3.2	2.5	n.a.	78.9	25.7	-3%	2%	5%
799 HK Equity	IGG	HKD	10.2	1,765	25.7	9.8	7.9	4.9	2.4	1.7	5.4	2.8	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	34%	69%	61%
434 HK Equity	博雅	HKD	3.3	326	7.4	6.7	6.3	1.2	0.7	0.3	2.9	2.6	2.4	n.a.	n.a.	n.a.	13%	12%	11%
6899 HK Equity	联众	HKD	2.3	233	8.7	17.4	8.4	1.2	n.a.	n.a.	1.6	2.4	1.9	n.a.	n.a.	n.a.	16%	4%	10%
8267 HK Equity	蓝港	HKD	1.9	90	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1022 HK Equity	飞鱼	HKD	1.0	206	26.0	44.2	6.1	5.7	7.4	2.4	6.3	7.2	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	-1%	-1%	16%
中国游戏					24.6	21.9	13.2	5.3	4.4	2.8	5.9	4.8	3.4	1.2	20.4	7.0	15%	19%	21%
ZNGA US Equity	Zynga	USD	3.9	3,393	150.8	41.7	30.9	3.4	3.1	2.7	4.6	4.0	3.7	n.a.	n.a.	n.a.	1%	5%	7%
ATVI US Equity	Activision Blizzard	USD	63.2	47,785	31.3	28.6	24.9	7.6	6.8	6.2	7.3	6.9	6.5	2.5	2.3	2.0	16%	16%	16%
EA US Equity	Electronic Arts	USD	113.2	34,948	37.0	29.6	26.5	7.0	6.4	5.8	7.7	7.1	6.7	2.7	2.2	2.0	24%	28%	29%
TTWO US Equity	Take-Two	USD	108.9	11,533	61.9	56.0	49.7	7.3	5.7	6.0	7.7	6.3	6.6	5.8	5.2	4.6	27%	24%	19%
2432 JP Equity	Dena	JPY	2,596.0	3,417	29.1	13.6	20.1	2.3	2.2	2.1	2.7	2.7	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	7%	13%	8%
3632 JP Equity	Gree	JPY	761.0	1,607	16.7	14.1	20.7	1.4	1.5	1.1	2.6	2.9	2.2	n.a.	n.a.	n.a.	11%	12%	8%
3765 JP Equity	Gungho Online	JPY	329.0	2,725	9.4	10.9	12.5	2.1	2.8	2.8	2.7	3.3	3.6	n.a.	n.a.	n.a.	45%	46%	33%
2121 JP Equity	Mixi	JPY	5,620.0	3,837	7.9	8.3	8.6	1.7	1.5	1.5	2.2	2.2	2.2	n.a.	n.a.	n.a.	75%	37%	28%
3938 JP Equity	Line	JPY	4,780.0	9,246	113.9	73.0	62.9	6.7	0.6	(0.1)	7.3	6.2	5.5	2.5	1.6	1.4	13%	9%	9%
095660 KS Equity	Neowiz Games	KRW	11,800.0	232	16.2	n.a.	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6%	n.a.	n.a.
181710 KS Equity	NHN Entertainment	KRW	67,700.0	1,185	19.6	22.4	15.0	1.1	1.0	0.9	1.6	1.4	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	5%	4%	6%
036570 KS Equity	NCSOFT	KRW	444,000.0	8,725	36.4	19.2	15.2	9.2	4.7	3.8	10.3	5.4	4.6	1.8	0.9	0.7	14%	23%	24%
063080 KS Equity	Gamevil	KRW	68,400.0	404	14.0	19.2	10.4	2.8	3.3	2.2	2.8	3.3	2.4	n.a.	n.a.	n.a.	14%	9%	15%
078340 KS Equity	Com2uS	KRW	135,600.0	1,560	11.9	11.2	9.6	2.3	2.0	1.6	3.4	3.3	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	25%	22%	21%
251270 KS Equity	NetMarble	KRW	14,033.5	14,033	69.0	35.4	23.7	10.1	5.4	4.1	9.9	6.2	4.9	n.a.	n.a.	n.a.	24%	17%	16%
海外游戏					19.6	18.0	12.5	3.2	2.7	2.1	3.9	3.4	2.8	1.8	0.9	0.7	13%	15%	16%

资料来源: Bloomberg (2017 年 11 月 6 日), 天风证券研究所

随着全球化进程的逐步推进, Netmarble 成为全球顶尖的手游开发商。根据 App Annie 发布的 2016 年度全球发行商 iOS 和 Google Play 综合收入排名, Netmarble 位列全球第 9, 韩国第 1, 在 2017 年 3 月借助最新爆款游戏《Lineage II Revolution》一跃成为全球收入排名第三的手游厂商。

图 10：2016 年度全球热门发行商

排名	发行商	扑克牌	总部所在国家/地区
1	腾讯	A ♠	中国
2	Supercell	A ♥	芬兰
3	网易	A ♦	中国
4	MZ	A ♣	美国
5	动视暴雪	K ♠	美国
6	Mixi	K ♥	日本
7	LINE	K ♦	日本
8	BANDAI NAMCO	K ♣	日本
9	Netmarble	Q ♠	韩国
10	Niantic	Q ♥	美国
11	GungHo Online Entertainment	Q ♦	日本

数据来源：App Annie（2017 年 3 月）、天风证券研究所

在 2017 年 3 月，凭借最新力作《Lineage II Revolution》在韩国的盛行，荣登全球苹果 App Store 和安卓 Google Play 当月销售收入全球第三位。

图 11：2017 年 3 月全球游戏收入排名

#	收入排名	地区	应用
1	 Tencent (腾讯)	=	 546
2	 NetEase (网易)	=	 295
3	 Netmarble (넷마블)	=	 195
4	 Supercell	=	 13
5	 Activision Blizzard	▲2	 94
6	 MZ	▼1	 5
7	 mixi (믹시이)	▼1	 50
8	 BANDAI NAMCO (반다이ナム코)	=	 357
9	 LINE (라인)	▲1	 158
10	 Sony	▼1	 1,398

资料来源：App Annie（2017 年 4 月），天风证券研究所

公司 2016 年全球平均 MAU 为 5,840 万，DAU 为 1,750 万。韩国 2017 上半年平均月活跃用户超过 500 万，排名韩国第一。根据韩国数据公司 Wise App 的数据，Netmarble 在 2017 年 6 月单月以 54 亿分钟位列韩国手游总使用时长第一位。

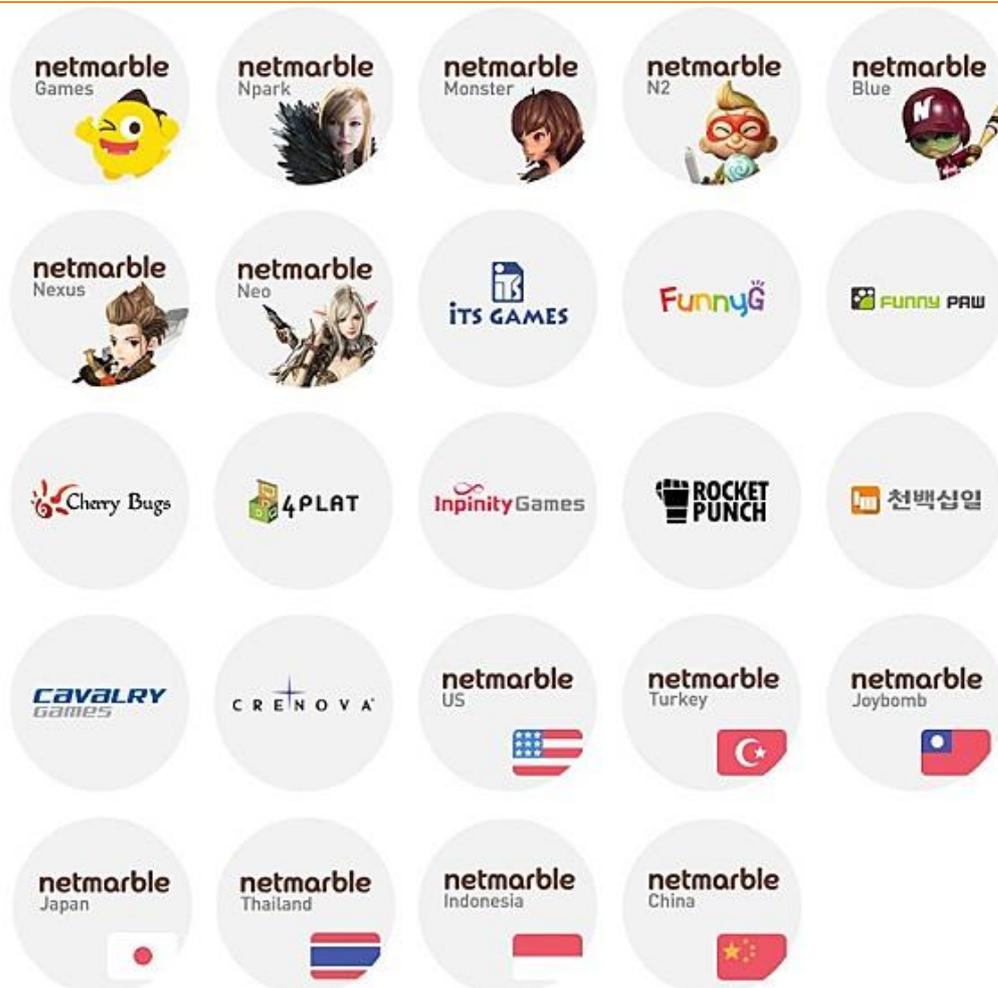
图 12: Netmarble 公司韩国 MAU 与排名



资料来源: App Ape (2017 年 7 月), 天风证券研究所

目前, Netmarble 拥有 24 个游戏开发子公司, 遍布全球 8 个地区。

图 13: Netmarble 公司所属子公司一览 (2017 年)



资料来源：公司网站，天风证券研究所

1.2. 商业模式：逐渐舍弃低毛利发行路径，构建独立发行渠道

Netmarble 的主要业务分为游戏开发与发行。截止 2016 年底，Netmarble 已经开发并发行了 49 款手机游戏和 15 款电脑游戏。从 2016 年财务数据来看，手机游戏占公司收入的 93.7%（6 款游戏占总收入比例 67%），PC 游戏占公司收入的 4.1%。2017 年上半年手游占比进一步提升至 96.2%。

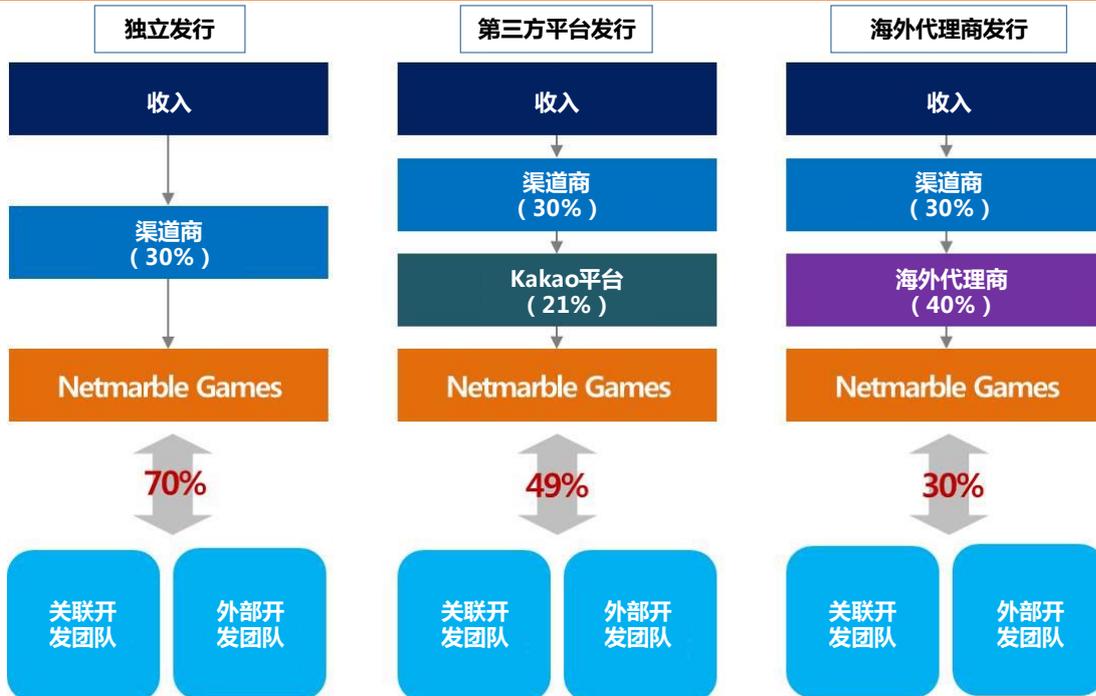
公司商业模式非常清晰。游戏内设有内购道具，这些道具可以增强游戏角色，美化角色外表或者是延长游戏时间。玩家可以通过游戏进程来获得少量付费道具，但通常无法满足拥有更高需求的玩家。公司的收入取决于玩家在游戏内部的消费。其中，手机游戏内部消费需要将 30%提成给渠道商（苹果 App Store 和安卓 Google Play），如果该游戏的发行还通过社交平台（如韩国的类微信平台 Kakao），则需要向该平台支付额外的 21%。如果是与海外的发行商进行合作，则还需向海外发行商支付额外的 40%，最终到 Netmarble 只能分得 30%。

图 14：Netmarble 手机游戏业务模式



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

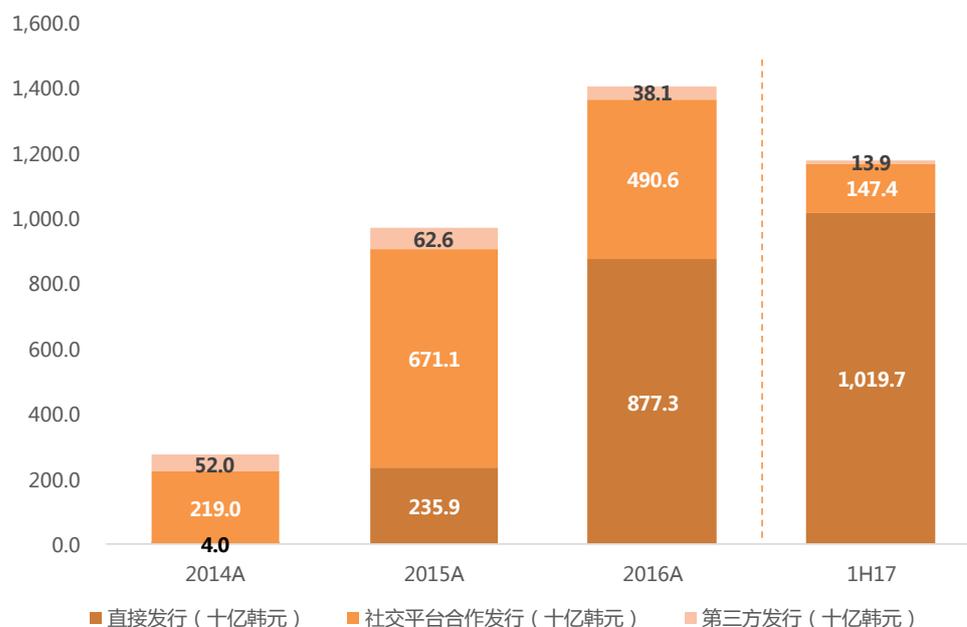
图 15：Netmarble 公司商业模式及其分成方式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

Netmarble 在发展初期较多的依赖社交平台，2014 年社交平台合作发行与第三方收入占比达到 98.5%，采用合作发行的模式能够提高游戏发行的成功率，但需要与合作商分成，因此公司开始改变策略增强自主发行，提高利润率。比如，公司早期作品《Seven Knights》和《Everybody's Marble》采用与 Kakao 合作的方式，但后期上线的《Marvel Future Fight》和《Lineage II: Revolution》都采用独立发行的方式。直接发行收入从 2016 年起超过非直接发行收入且持续放大，2017 年上半年直接发行收入占比达 86.3%。

图 16：手游发行途径分类营业收入（2014A-1H17）



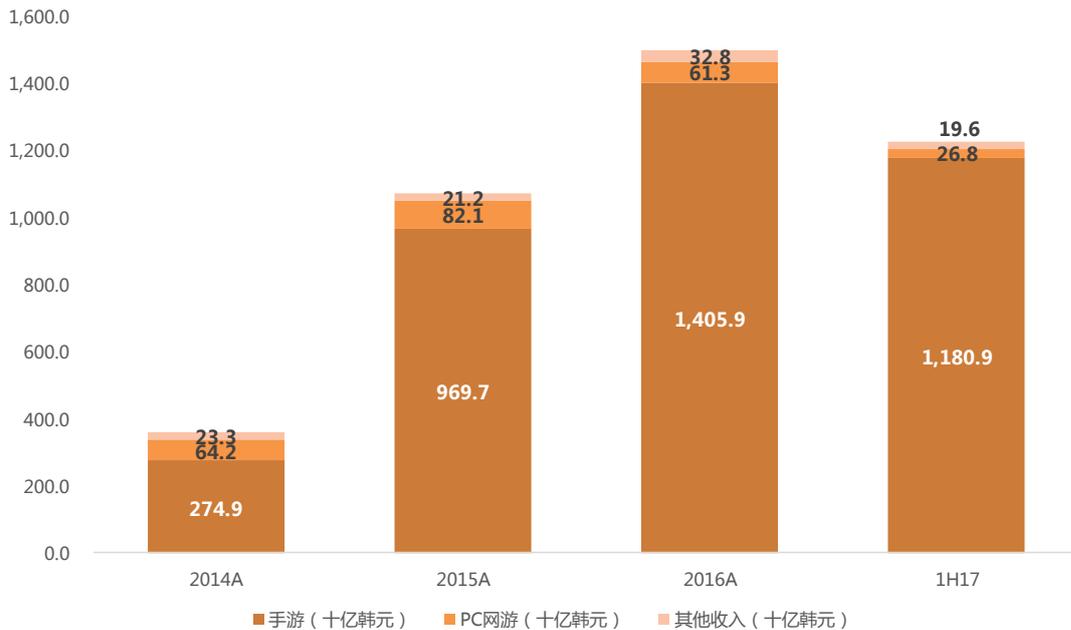
资料来源：公司公告，公司招股说明书，天风证券研究所

1.3. 经营业绩：多款畅销游戏驱动公司业绩快速增长，《Lineage II Revolution》提升公司市场份额

Netmarble 在 2016 年营业收入达到 1.5 万亿韩元，同比增长 39.8%。CAGR 14-16 103.5%，2017 年上半年收入达到 1.2 万亿韩元，是 2016 年全年的 81.8%，目前仍处于高速增长期。

公司头部游戏的贡献度比较集中，2016 年收入最高的五款游戏占总收入的 52%，2017 上半年提高到 77%。头部游戏占比提升主要是由于《Lineage II Revolution》，该游戏在 2017 上半年收入高达 5,771 亿韩元，平均每月收入 961.8 亿韩元（约合 USD8,523 万）。

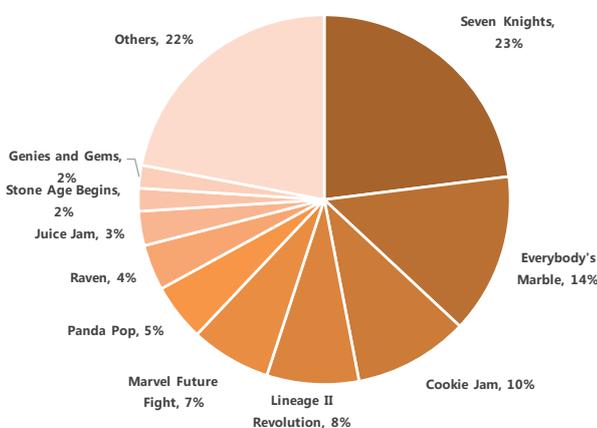
图 17：Netmarble 分业务营业收入（2014A-1H17）



资料来源：公司公告，公司招股说明书，天风证券研究所

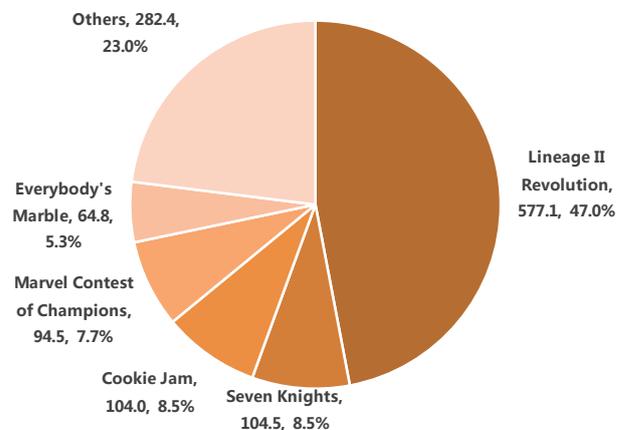
注：其他收入主要来自于租赁收入，

图 18：2016 年 Netmarble 产品收入贡献



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

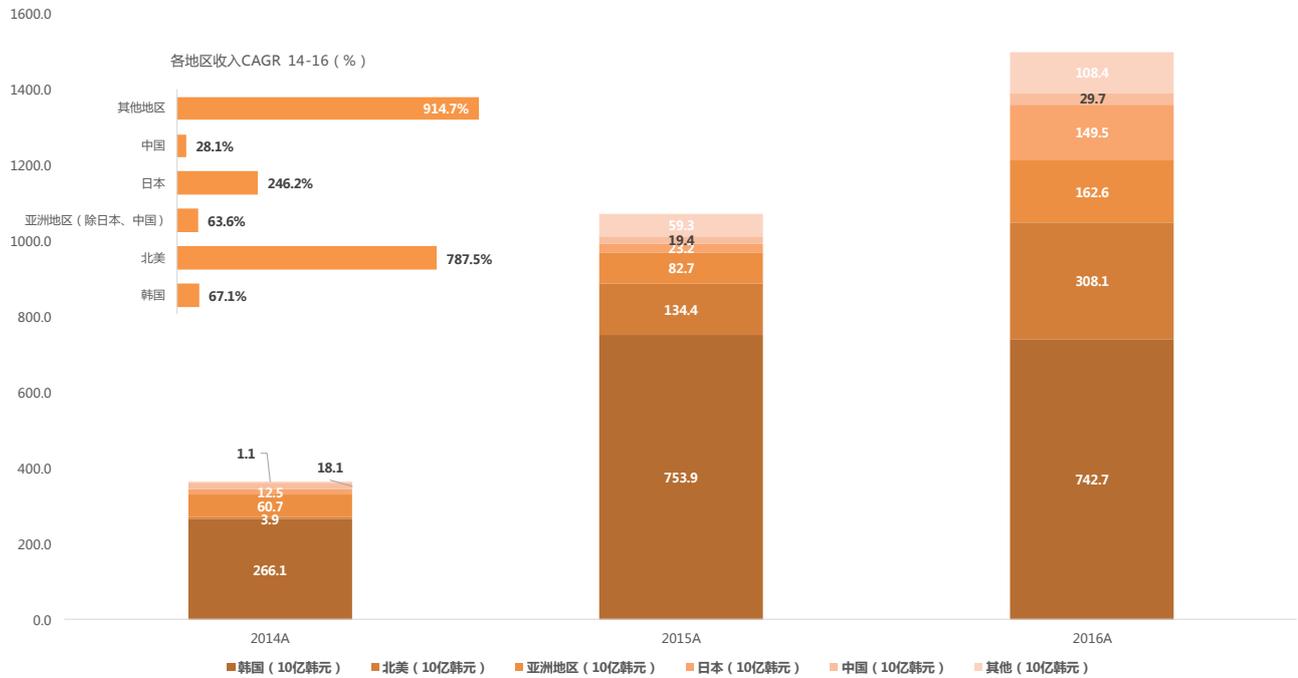
图 19：2017 年上半年 Netmarble 产品收入贡献



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从地域收入分布来看，韩国市场是 Netmarble 主要收入来源地区，2016 年占比 49.5%，但北美地区、日本和亚洲其他地区增速较快。**各地区 2016 年营业收入增速为韩国-1.5% vs. 北美 129.2% vs. 日本 543.4% vs. 中国 53.0% vs. 亚洲其他地区 96.6% vs. 其他地区 83.0%**。2017 年上半年，得益于《Lineage II Revolution》在韩国本土的优异表现，韩国地区的收入为 9,118.4 亿韩元，占总收入的 74.3%；北美地区的收入为 2,946.2 亿韩元，占总收入的 24%。

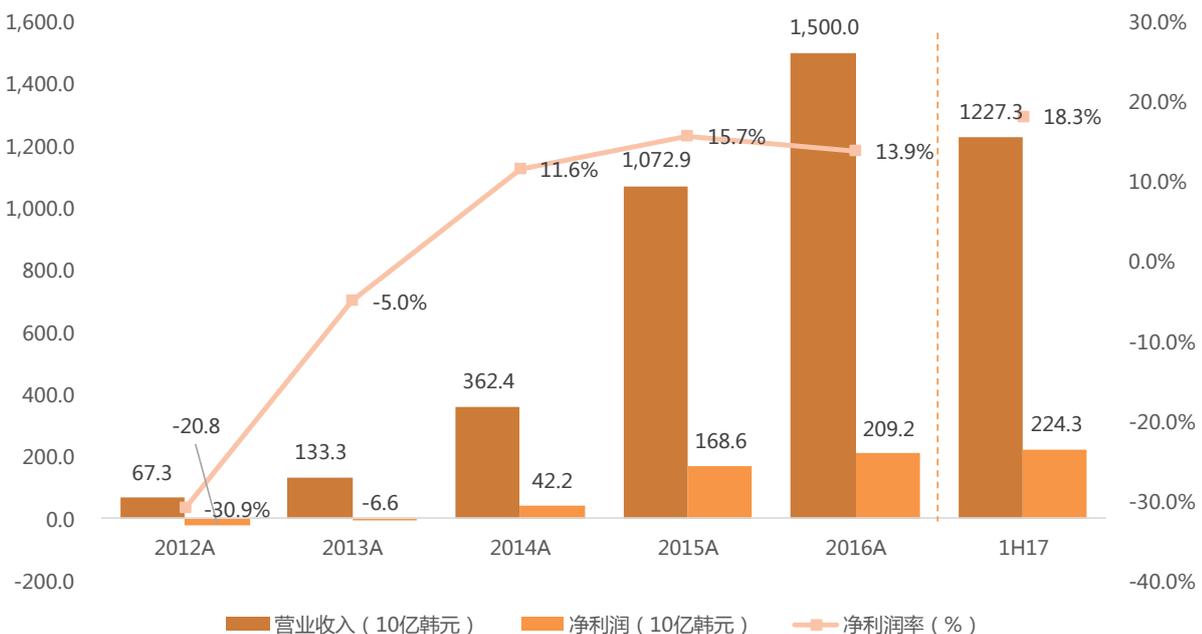
图 20: Netmarble 收入地域分布 (2014A-2016A)



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

Netmarble 2016 年净利润 2,092 亿韩元，同比增长 24.1%，净利润率 13.9%；2017 年上半年的净利润为 2,242.5 亿韩元，净利润率为 18.3%，盈利能力进一步提升。

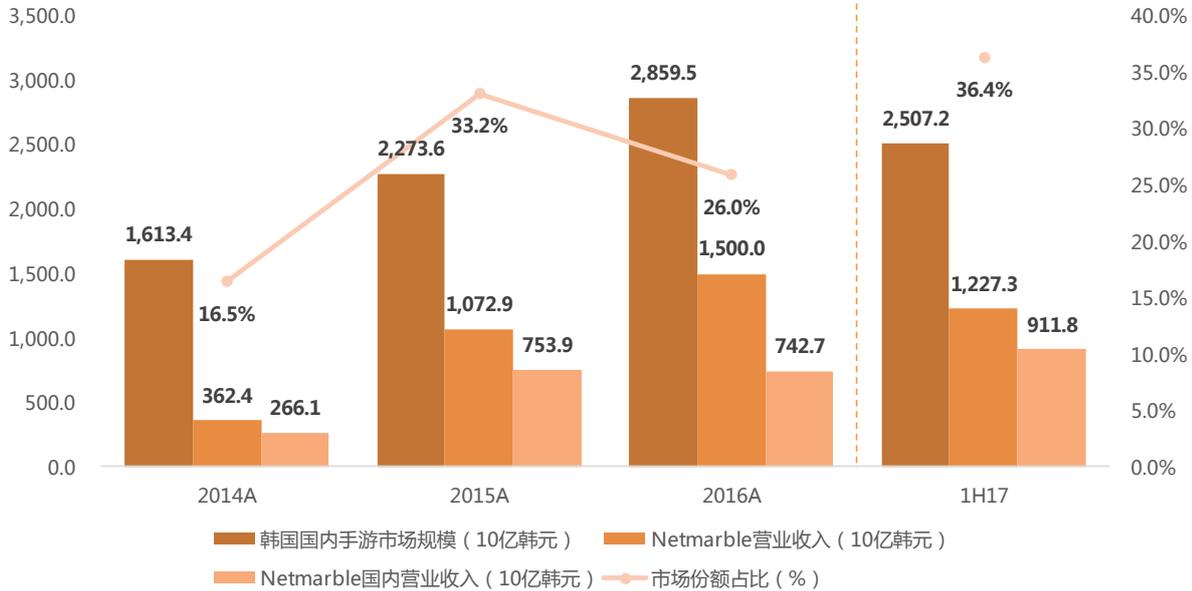
图 21: Netmarble 营业收入和净利润 (2012A-1H17)



资料来源：公司公告，公司招股说明书，天风证券研究所

Netmarble 2016 年国内收入达 7,427 亿韩元，占当年韩国市场 28,595 亿韩元的 26%，市场份额相比 2015 年的 33.2%略有下滑，根据我们的估算，2017 年上半年 Netmarble 的市场份额高达 36.4%。

图 22: Netmarble 国内收入占行业比例 (2014A-1H17E)



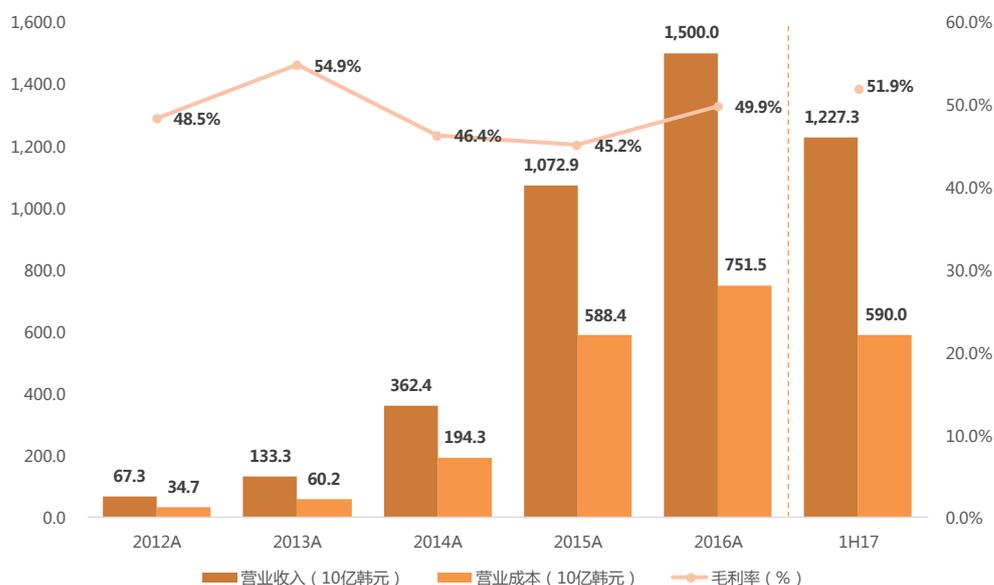
资料来源：公司招股说明书，IDC，IGAWorks，天风证券研究所

注：2014-2016 年韩国国内手游市场规模系公司招股书披露美元数据，原始数据为 1,436.6 百万，2,024.4 百万，2,546.1 百万

1H17 的韩国市场规模估算来自 IGAWorks 披露的谷歌商城收入除以 75% 得到

Netmarble 2016 年营业成本为 7,515 亿韩元，毛利率为 49.9%，同比上升 4.7%，主要是由于销售渠道转为独立发行使得渠道费平台费下降（2015 年占营业收入比例为 45.2%，2016 年下降为 40.3%）。2017 年上半年毛利率为 51.9%，比起 2016 年进一步提升。

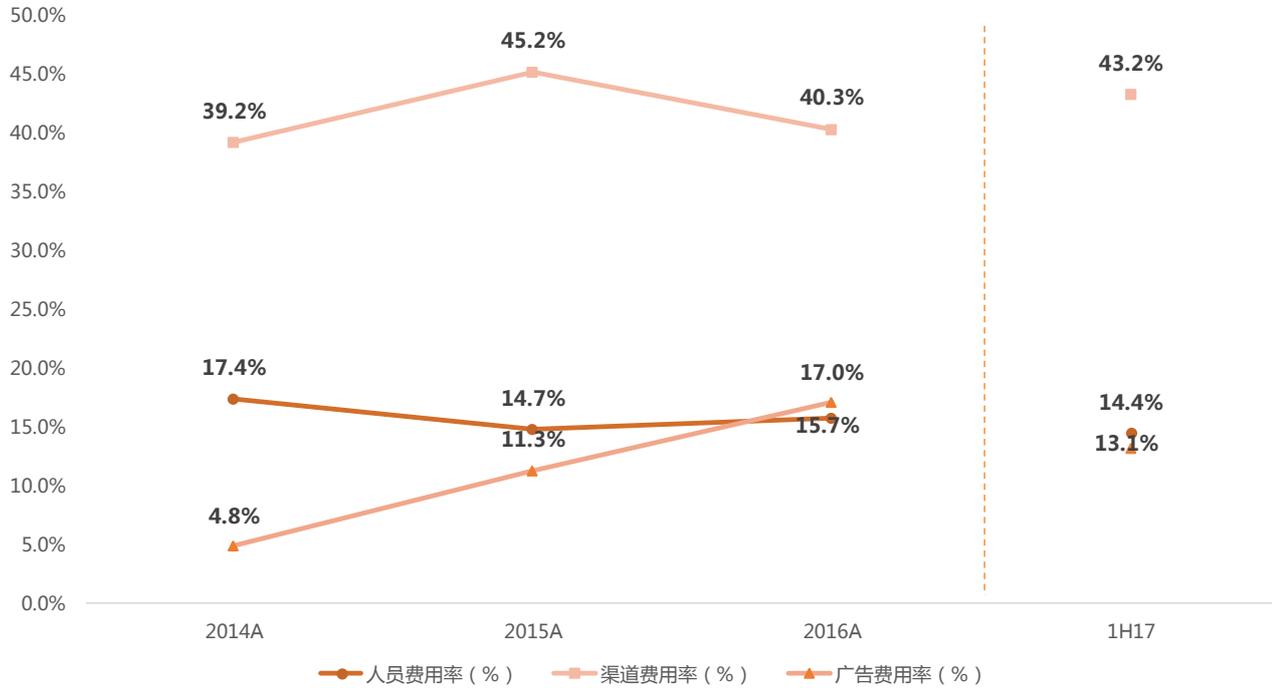
图 23: Netmarble 营业收入和营业成本 (2012A-1H17)



资料来源：公司招股说明书，Bloomberg（2017 年 7 月），天风证券研究所

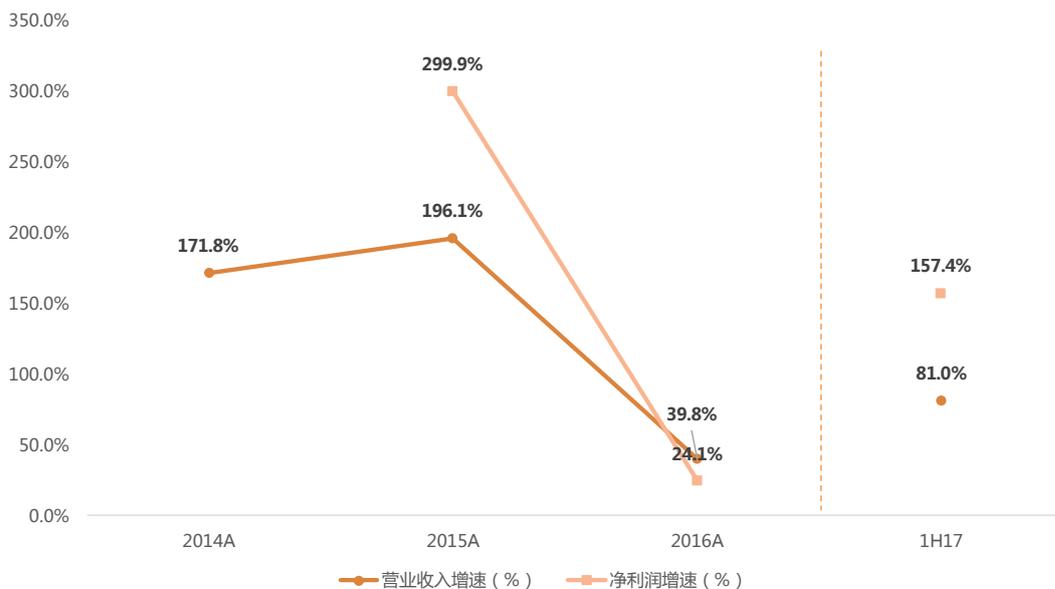
从费用率来看，Netmarble 公司渠道费用率是最大的费用支出，2017 年上半年为 43.2%，比 2016 年末提高 2.9 个百分点。由于渠道费用是按收入比例计算，因此不具备规模效应。但是，人员费用率和广告费用率逐渐减少，特别是广告费用率在半年时间里下降了 3.9 个百分点。

图 24：Netmarble 历年各项费用率（2014A-1H17）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 25：Netmarble 营业收入增速与净利润增速（2014A-1H17）



资料来源：公司公告，Bloomberg（2017 年 7 月），天风证券研究所

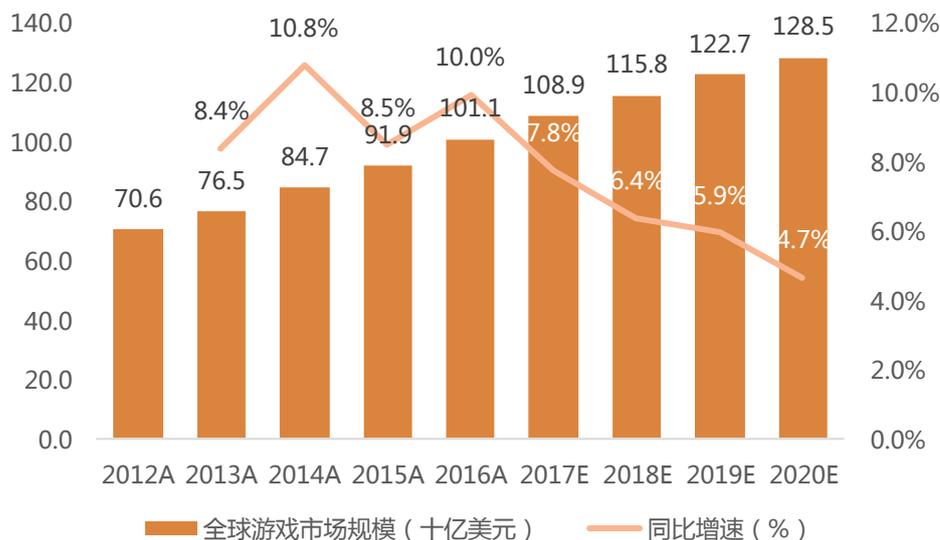
注：2013 年净利润为 -66 亿韩元，2014 年净利润为 422 亿韩元，故无法计算 2014A 净利润增速

2. 行业机会：游戏行业进入存量博弈阶段，未来手游受益于端转手、轻转重、社交化程度加深

2.1. 全球游戏行业：行业增速趋缓，手游成为未来增长点

根据数据调研公司 Newzoo 发布的报告，全球游戏行业规模在 2017 年有望达到 1,089 亿美元，同比增长 7.8%，CAGR12-17 为 7.5%。预计在 2020 年整个行业规模达到 1,284.6 亿美元。

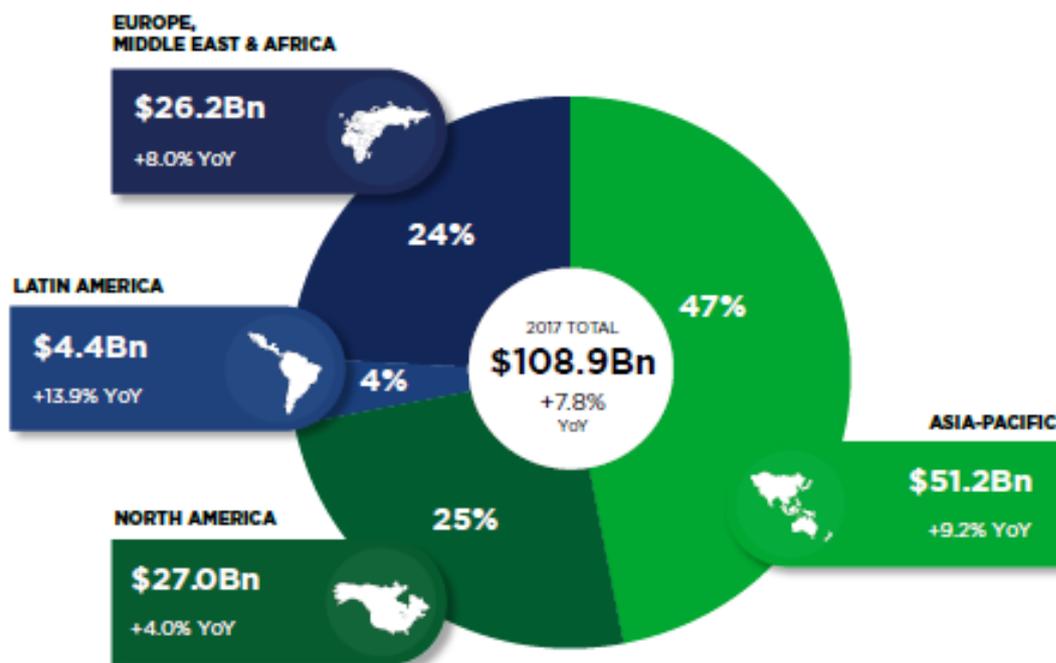
图 26：全球游戏行业及展望（2012A-2020E）



资料来源：Newzoo（2017 年 6 月），天风证券研究所

从地域分布来看，亚洲对游戏行业的贡献最大，占比 47%且增速高达 9.2%；北美地区占全球游戏收入的 25%，但增速趋缓只有 4.0%；尽管欧洲、中东和非洲地区只占 24%，但是增速较快达到 8.0%。拉丁美洲增速较为明显（13.9%）但规模非常小，对全球影响只有 4%。

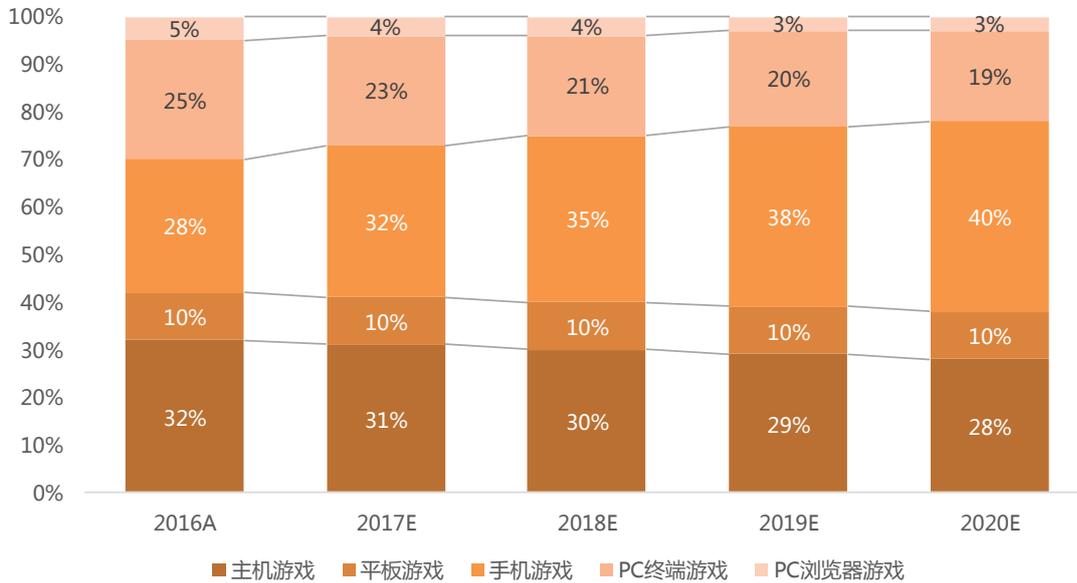
图 27：游戏市场规模地域分布（2017 年）



资料来源：Newzoo（2017 年 6 月），天风证券研究所

目前,手机游戏(32%)、主机游戏(31%)、PC游戏(23%)三分天下。但数据调查公司 Newzoo 的数据表明,预计在 2020 年移动终端(手机+平板电脑)将会占据 50% 的市场份额,主机游戏(31%减少到 28%)和 PC 游戏(23%减少到 18%)的份额会逐渐下降。

图 28: 全球分终端收入趋势 (2016A-2020E)



资料来源: Newzoo (2017年6月), 天风证券研究所

全球游戏行业逐渐从轻度游戏过渡到重度游戏。2013 年全球收入排名前 10 的游戏中有 7 款是轻度游戏,而 2017 年轻度游戏只剩下一款。像 2013 年收入榜第 2 的 Candy Crush Saga 在 2017 年 3 月就已经从收入排行榜前 10 中销声匿迹。全球手机游戏行业从休闲游戏逐步转移到真实度更高的 RPG 类重度游戏中。

图 29: 2013 年收入排名前 10 游戏一览

收入排名	游戏	类型	轻度/重度
1	Puzzle & Dragons (智龙迷城)	休闲益智	重度
2	Candy Crush Saga (糖果传奇)	休闲益智	轻度
3	Clash of Clan (部落冲突)	策略	轻度
4	Hay Day (卡通农场)	休闲模拟	轻度
5	The Simpsons : Tapped Out	休闲模拟	轻度
6	The Hobbit : Kingdoms	策略	重度
7	Slotomania	赌场	轻度
8	Megapolis	休闲模拟	轻度
9	Pokopang	休闲益智	轻度
10	Kingdom of Camelot : Battle	策略	重度

资料来源: App Annie (2014年1月), 天风证券研究所

注: 游戏轻度/轻度平衡参考游戏时长与游戏类型给出

图 30：2017 年 3 月全球游戏收入排行榜

收入排名	游戏	类型	轻度/重度
1	Monster Strike (怪物弹珠)	休闲益智	重度
2	Lineage 2 Revolution	MMORPG	重度
3	王者荣耀	MOBA	重度
4	Fate/Grand Order	RPG	重度
5	Clash Royale (皇室战争)	休闲策略	轻度
6	Game of War - Fire Age	策略	重度
7	Mobile Strike	策略	重度
8	龙之谷	RPG	重度
9	梦幻西游	回合制RPG	重度
10	智龙迷城	休闲益智	重度

资料来源：App Annie (2017 年 4 月)，天风证券研究所

注：游戏重度/轻度平衡参考游戏时长与游戏类型给出

此外，**游戏的社交化趋势越来越明显**。游戏社交最初的表现形式为公会形式的圈子社交，社交方式为简单的文字交流。这种简单且单一的社交形式逐渐发展为丰富且表现形式更为多样的形态。从关系链看小到朋友圈式的圈子社交，大到全服语音聊天的弱关系社交；从交流方式来看，丰富采用语音、小视频等方式方便用户与用户之间的交流。游戏社交方式的进化同样体现在游戏外交流，从官网论坛、百度贴吧，逐渐下沉到公会内部的 QQ 群、微信群。玩家和玩家之间的互动也变得更随心所欲，既可以精确到人也可以泛化到全服务器。

2.2. 韩国游戏行业规模：2017 年预计全球排名第六，高 ARPU 难抵用户基础薄弱，行业增速减缓

根据数据调研公司 Newzoo 公司的调查，韩国 2017 年游戏收入规模达 41.9 亿美元（手游+端游+主机游戏），同比增长 3.5%，位列全球第六，比 2016 年下降 2 位。从游戏用户（手游+端游+主机游戏）人均游戏消费来看，韩国以年人均\$163.6 位列第 2。比较日本\$193.6 vs. 美国\$156.3 vs. 中国\$48.8 vs. 德国\$117.7 vs. 英国\$133.5 处于较高水平。

从游戏用户来看，韩国 2017 年游戏用户为 2,560 万，位列游戏规模 Top20 国家和地区第 13 位，游戏用户排名靠前的国家为中国 5.6 亿、印度 2.6 亿、美国 1.6 亿、俄罗斯 7,130 万、巴西 6,630 万。

从游戏行业规模占该地区 GDP 的比例来看，韩国以 0.3% 位列前 20 国家和地区中第一位，中国和日本以 0.25% 并列第 2。从人均游戏支出规模占人均 GDP 的比例来看，中国排在游戏行业规模前 20 国家和地区中位列第一（0.6%），韩国第二（0.59%），印尼第三（0.57%），相比较发达国家而言，由于中国线下娱乐覆盖的不足，使得中国的人均游戏支出占人均 GDP 比重较高。

图 31：2017 年游戏行业规模前 20 国家和地区

排名	国家和地区	人口 (百万)	互联网用户 (百万)	游戏用户 (百万)	游戏总收入 (百万美元)	平均游戏用户 贡献收入 (美元)	2016年GDP (百万美元)	游戏行业占比 (%)	人均GDP (美元)	平均游戏支出占 人均GDP比例 (%)
1	中国	1,388.2	801.6	564.8	27,547.0	48.8	11,199,145.2	0.25%	8,067.2	0.60%
2	美国	326.5	261.2	160.3	25,059.9	156.3	18,569,100.0	0.13%	56,877.7	0.27%
3	日本	126.0	119.8	64.8	12,545.7	193.6	4,939,383.9	0.25%	39,187.4	0.49%
4	德国	80.6	73.1	37.2	4,378.1	117.7	3,466,756.9	0.13%	42,992.6	0.27%
5	英国*	65.5	61.6	31.6	4,217.7	133.5	2,618,885.7	0.16%	39,976.2	0.33%
6	韩国	50.7	46.9	25.6	4,187.7	163.6	1,411,245.6	0.30%	27,832.5	0.59%
7	法国	64.9	57.4	31.6	2,967.1	93.9	2,465,454.0	0.12%	37,965.9	0.25%
8	加拿大	36.6	33.5	20.1	1,947.4	96.9	1,529,760.5	0.13%	41,767.0	0.23%
9	西班牙	46.1	38.5	24.1	1,913.0	79.4	1,232,088.2	0.16%	26,743.7	0.30%
10	意大利	59.8	43.1	24.5	1,874.6	76.5	1,849,970.5	0.10%	30,937.0	0.25%
11	俄罗斯	143.4	113.3	71.3	1,485.2	20.8	1,283,162.4	0.12%	8,949.7	0.23%
12	墨西哥	130.2	84.2	49.2	1,428.0	29.0	1,045,998.1	0.14%	8,032.4	0.36%
13	巴西	211.2	139.8	66.3	1,334.2	20.1	1,796,186.6	0.07%	8,502.9	0.24%
14	澳大利亚	24.6	21.7	10.6	1,234.4	116.5	1,204,616.4	0.10%	48,885.4	0.24%
15	中国台湾***	23.4	21.3	13.0	1,028.5	79.1	528,550.0	0.19%	22,582.5	0.35%
16	印尼	263.5	71.9	43.7	879.7	20.1	932,259.2	0.09%	3,537.8	0.57%
17	印度	1,342.5	428.8	263.6	817.8	3.1	2,263,522.5	0.04%	1,686.0	0.18%
18	土耳其	80.4	49.1	30.8	773.9	25.1	857,749.0	0.09%	10,666.2	0.24%
19	沙特阿拉伯**	32.7	24.8	14.4	651.2	45.3	646,438.4	0.10%	19,743.0	0.23%
20	泰国	68.3	31.8	18.3	597.2	32.6	406,839.7	0.15%	5,956.9	0.55%

资料来源：Newzoo（2017 年 6 月），天风证券研究所

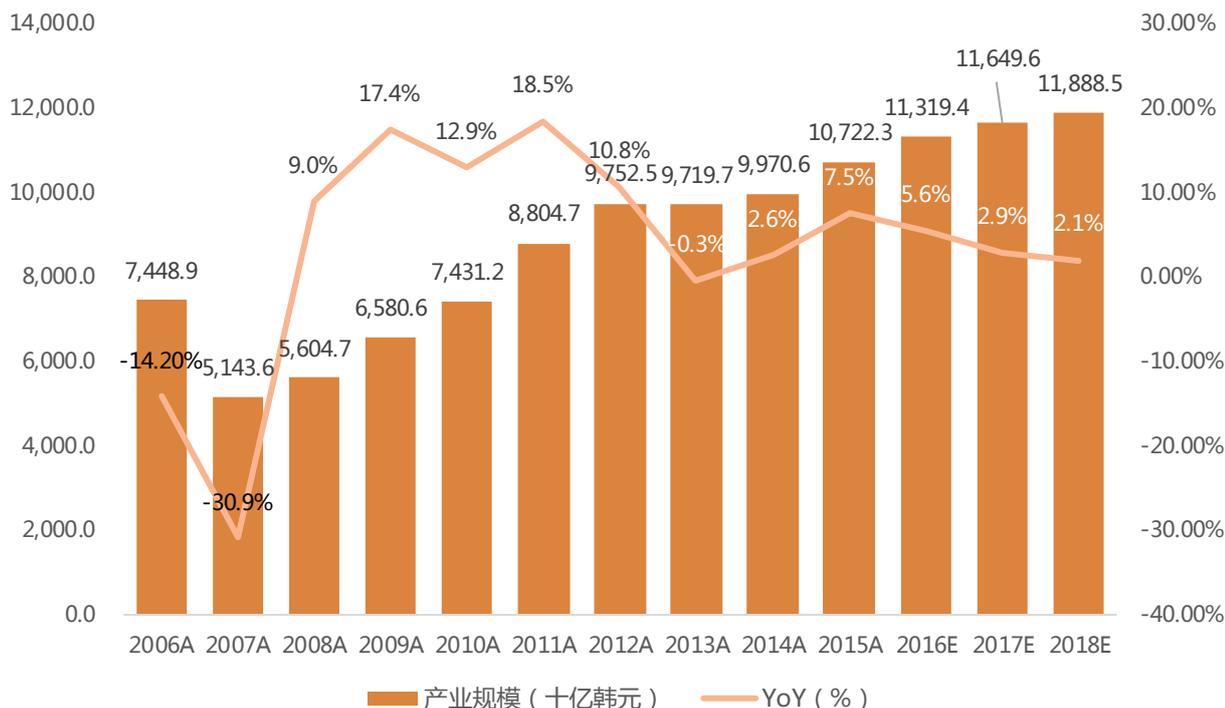
注：英国游戏用户数为 2016 年预测数据，其余为 2017 年预测数据（Newzoo 一般在年中发布该年度预计行业规模）

沙特阿拉伯游戏用户为估算值，具体估算方法为其他 19 个国家的游戏用户渗透值的平均值

GDP 数据来自于世界银行，中国台湾的 GDP 来自于 IMF

根据韩国 KOCCA 发布《2016 韩国游戏产业白皮书》，韩国游戏产业在 2015 年达到 10.7 万亿韩元，同比增长 7.5%。韩国游戏产业包含手机游戏、PC 网络游戏、主机游戏、网吧等，产业规模除了行业销售额之外还包含了产业附加值（2009-2013 年附加值平均占销售额的 48.5%）和行业进出口额（2015 年约占全产业的 33.9%）。

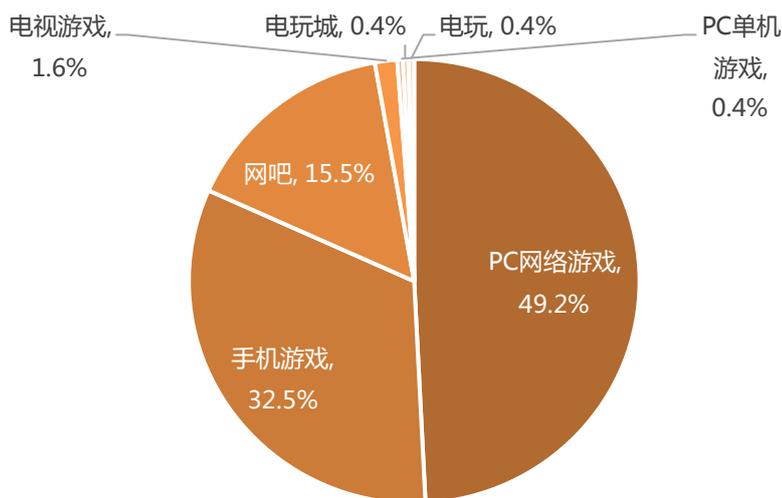
图 32：韩国游戏产业规模及增速（2006A-2018E）



资料来源：韩国 KOCCA（2016 年 12 月），天风证券研究所

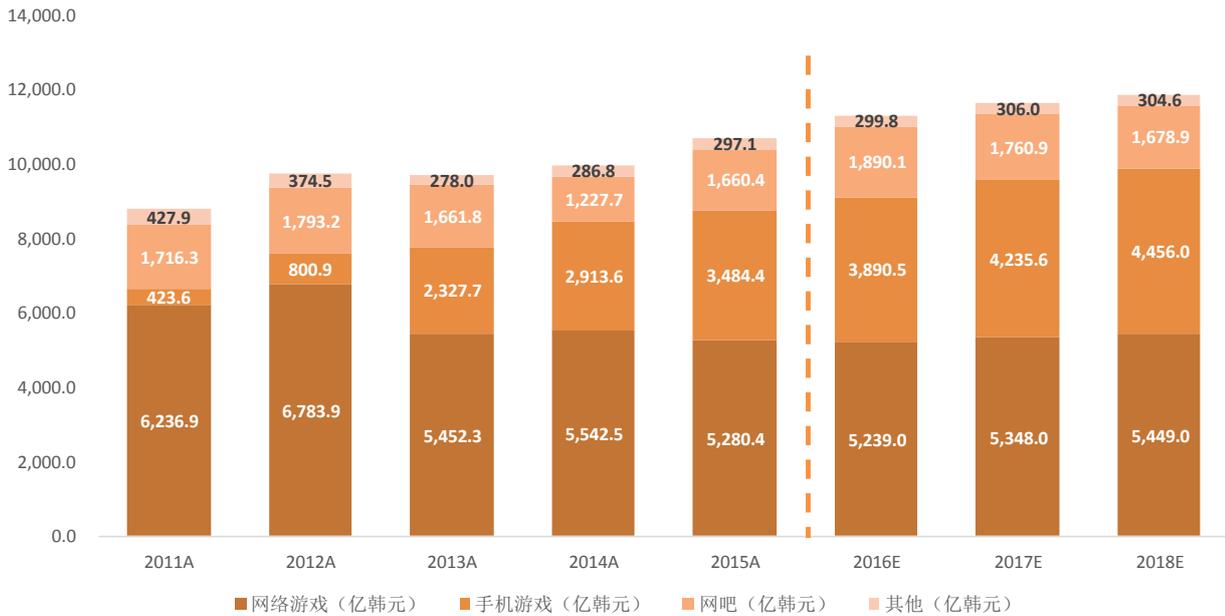
从收入结构来看，PC 网络游戏以 49.2% 的比例占游戏产业最大的比重，但该比例会逐年下降（预计 2018 年下降到 45.8%）。手游行业增速快于整体游戏行业，目前占游戏行业 32.5%，但预计于 2018 年该比例上升到 37.5%。主机游戏只占 1.6% 的市场份额。

图 33：2015 年韩国游戏产业收入分类



资料来源：韩国 KOCCA（2016 年 12 月），天风证券研究所

图 34：韩国游戏产业细分行业规模推移（2011A-2018E）

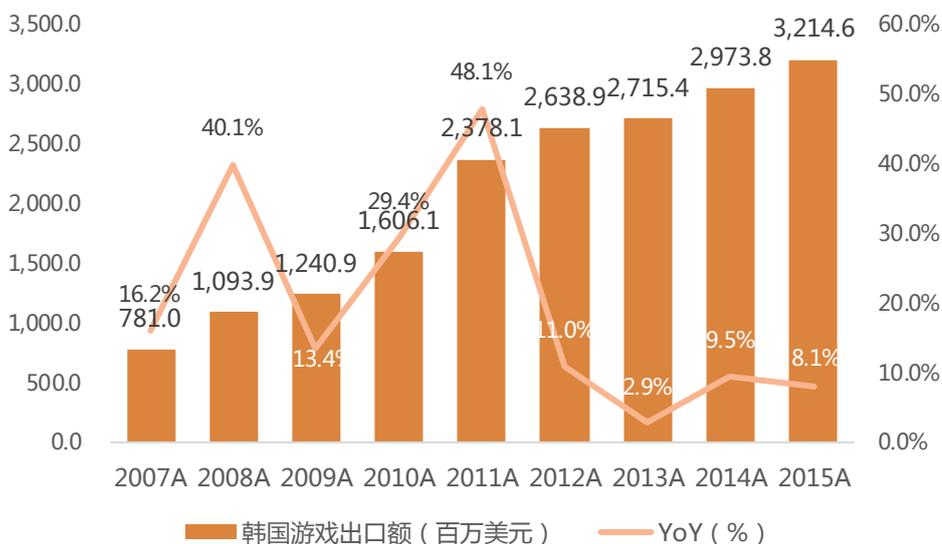


资料来源：韩国 KOCCA（2016 年 12 月），天风证券研究所

注：其他行业指主机游戏、电脑单机游戏、电玩等

2015 年游戏产业出口额达 32.1 亿美元，同比增速 8.1%，约占当年游戏产业的 33.9%，如果不考虑产业中网吧与电玩城等非出口型产业，则出口额占比将达到 39.7%，出口额与国内销售额之间的比例为 0.66:1。

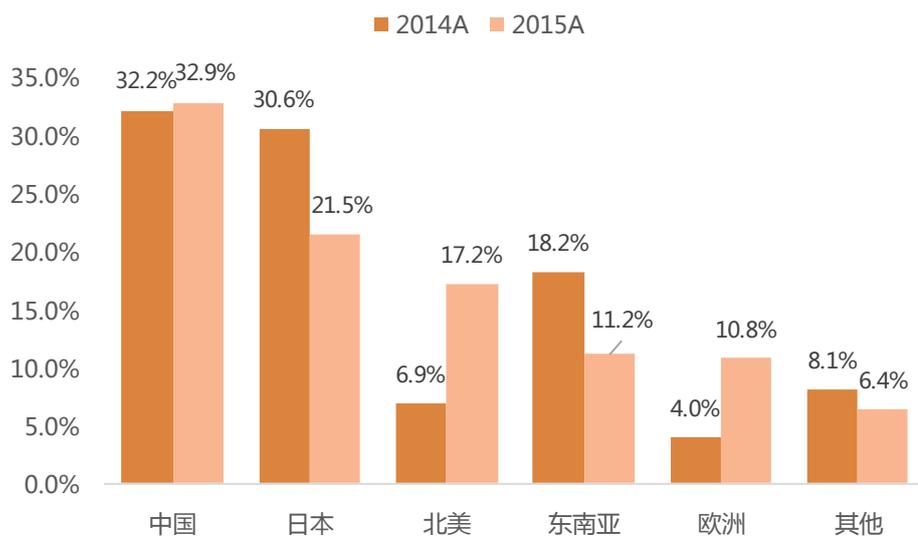
图 35：韩国游戏海外收入（2007A-2015A）



资料来源：韩国 KOCCA（2017 年 5 月），天风证券研究所

中国、日本、北美是韩国游戏出海最主要的目的地，2015 年中国市场占据了韩国游戏海外收入的 33%，该比例比上一年增加了 0.7%。日本市场贡献 21.5%，美国贡献 17.2%，东南亚 11.2%，欧洲 10.8%。

图 36: 韩国游戏海外收入地区收入份额 (2014A-2015A)



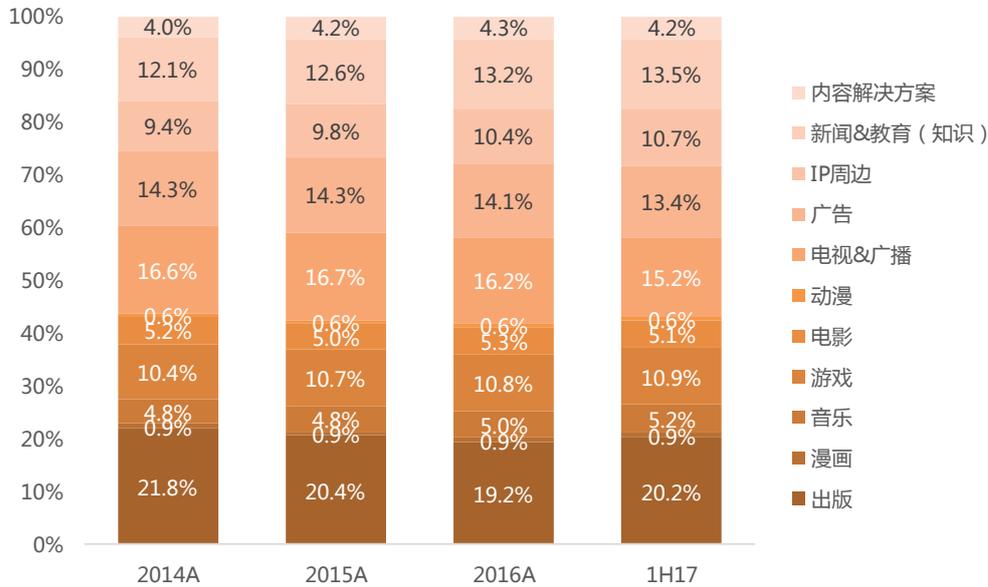
资料来源: 韩国 KOCCA (2017 年 5 月), 天风证券研究所

2.3. 韩国游戏行业发展趋势：游戏产业份额提高，PC 网游转手游，头部效应逐渐扩大

2.3.1. 游戏产业份额逐渐增加，但增速逐渐减缓

韩国游戏产业占文化产业比例在逐渐提升，2014 年占比为 10.4%，而到 2017 年上半年则达到 10.9%，增加 0.5 个百分点，表明游戏产业在韩国文化产业的重要性逐渐提高。

图 37：韩国各文化细分产业占比（2014A-1H17）

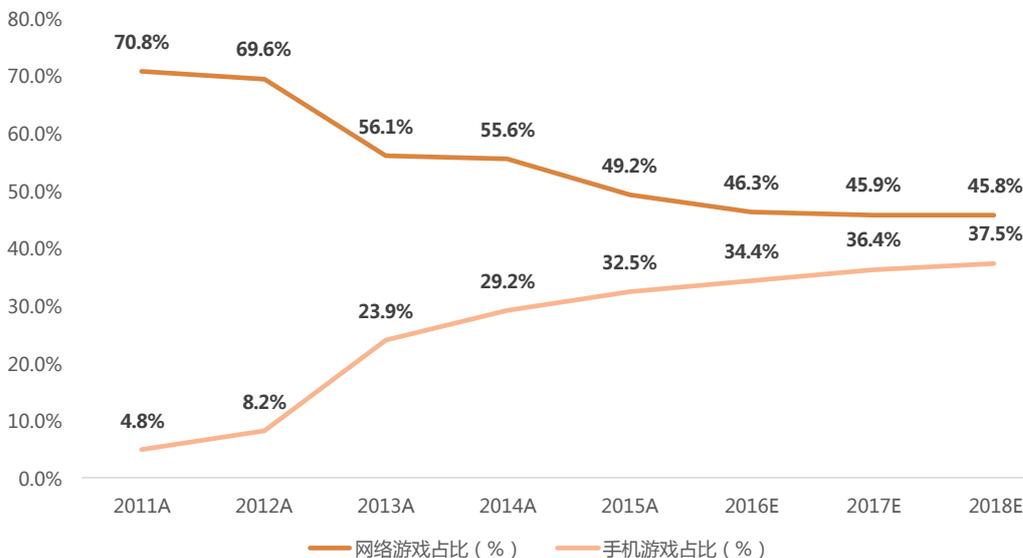


资料来源：韩国 KOCCA（2017 年 10 月），天风证券研究所

2.3.2. 韩国 PC 网游逐步转手游

韩国游戏产业呈现 PC 网游转手游的趋势。从 2011 年起，PC 网游占比呈现逐渐下降，从 70.8% 下降到 49.2%，同期手游占比从 4.8% 提高到 32.5%，预计未来手游占比与 PC 网游占比持平。

图 38：韩国游戏产业网络游戏和手机游戏占比趋势（2011A-2018E）



资料来源：韩国 KOCCA（2016 年 12 月），天风证券研究所

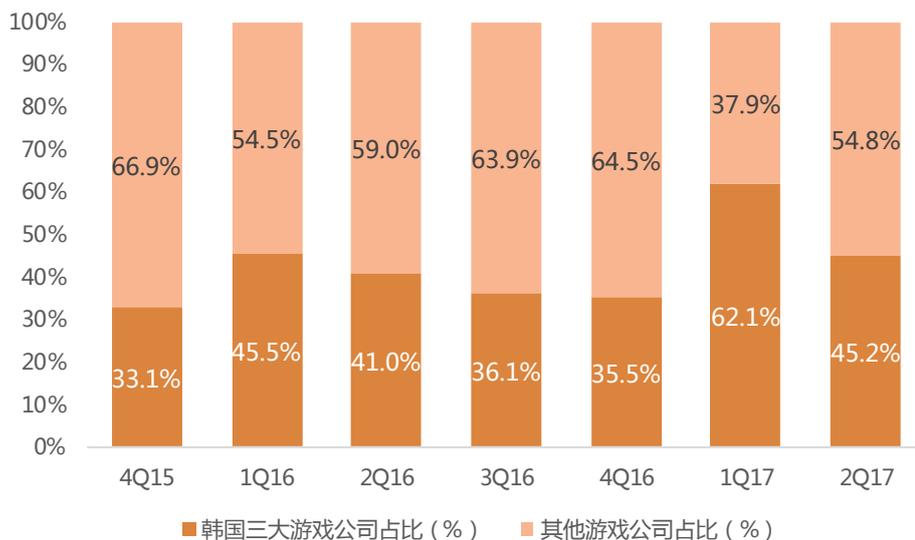
2.3.3. 网游 IP 手游化成为常态

韩国三大游戏公司 Netmarble、NCSOFT、NEXON 皆采用将 PC 端 IP 移植到移动端的策略。Netmarble 在 2016 年 6 月基于网游版《石器时代》推出了移动版《石器时代》，在 2016 年末基于《天堂》IP 推出手游《Lineage II Revolution》；NCSOFT 同样基于《天堂》IP 在 2017 年 6 月推出《Lineage M》；NEXON 于 2014 年就尝试将《冒险岛 Online》移植到手游《冒险岛 M》，全球著名的网络游戏《地下城与勇士》（《Dungeon and Fighter》）也将在 2018 年改编到手游版本，目前已经处于测试状态。

2.3.4. 韩国游戏市场存在头部效应

韩国市场三大游戏公司分别为 NEXON、Netmarble 和 NCSOFT，三大游戏公司市场份额总体处于稳中有升的格局。2015 年 4 季度，三大游戏公司市场份额为 33.1%，到 2017 年 2 季度提高到 45.2%，期间单季市场份额最高达到 62.1%，未来预计在《Lineage》系列游戏的推动下，头部效应会逐渐加重。

图 39：韩国游戏行业上市公司收入比例（%）



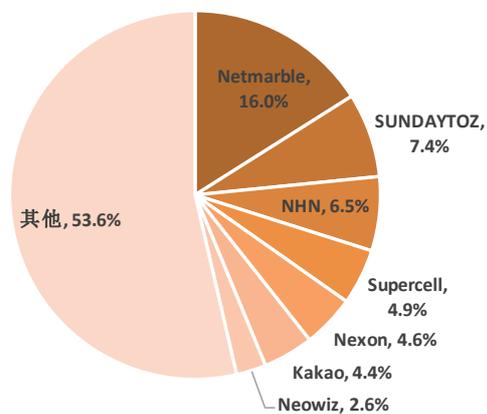
资料来源：韩国 KOCCA，Bloomberg，天风证券研究所

注：韩国三打游戏公司为 NEXON、Netmarble 和 NCSOFT

2.3.5. 韩国手游用户使用时长集中度提高

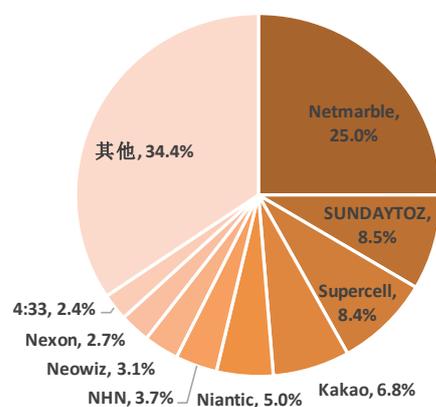
2016年8月到2017年3月期间,用户使用时长份额最高的 Netmarble 从 16.0% 提高到 25.0%, Top4 公司从 34.8% 提高到 48.7%, 韩国手游用户使用时长集中度在提高。

图 40: 2016 年 8 月韩国手游厂商使用时长占比 (%)



资料来源: Wise App, Naver, 天风证券研究所

图 41: 2017 年 3 月手游厂商使用时长占比 (%)



资料来源: Wise App, Naver, 天风证券研究所

2.4. 韩国手游市场：2016 年市场规模达 25.5 亿美元，收入增量来自于 Top3 游戏

根据数据调查公司 IDC 和 IGAWorks，2016 年韩国国内手机游戏市场规模为 25.5 亿美元，其中来自 Google Play 的收入为 19.0 亿美元，占比 74.5%。根据 IGAWorks 的数据，韩国 Google Play 市场 2017 上半年收入为 18,804 亿韩元（约合 16.7 亿美元），假定韩国市场中 Google Play 市场占比为 70%，韩国市场 2017 上半年的收入规模达 26,863 亿韩元（约合 23.8 亿美元），已经接近 2016 年的收入水平。2017 年 7 月和 8 月 Google Play 月收入 3,648 亿韩元、3,689 亿韩元，分别同比增长 108.5%和 120.5%，得益于《Lineage M》和《Lineage II Revolution》的强势表现，韩国手游市场持续保持较高增速。

图 42：韩国手游市场收入规模（2014A-2019E）



资料来源：IDC, Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

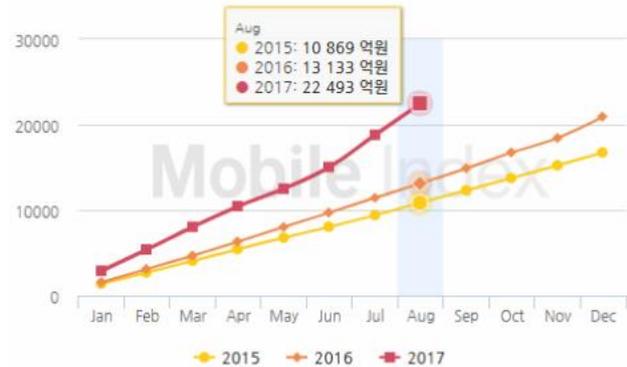
注：2014A-2016A 来自于 IDC，2017E、2018E、2019E 来自于 IDC 预测，2017YTD 来自于 IGAWorks 除以 75%
2017YTD 是 2017 年 1-8 月收入，同比增长速对象为 2016 年 1-8 月

图 43：韩国安卓 Google Play 市场单月流水



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

图 44：韩国安卓 Google Play 市场累计流水



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

由于“三星文化”的存在，韩国安卓系统渗透率高达 93%，Google Play 市场收入约为苹果 App Store 的 4-5 倍。

图 45：2016Q2 全球部分国家/地区 iOS 和 Google Play 收入排行

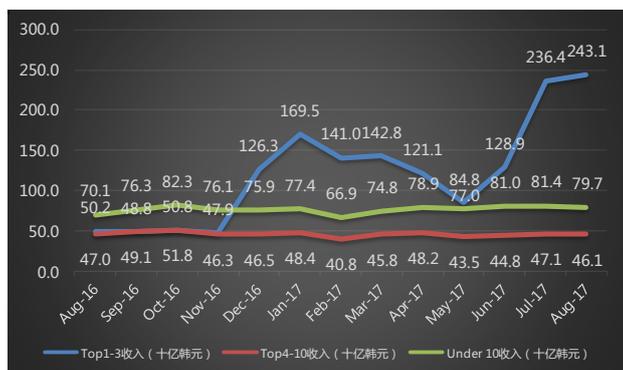


资料来源：App Annie（2016 年 7 月）天风证券研究所

注：中国由于不支持 Google Play，因此收入只统计苹果 App Store 的数据

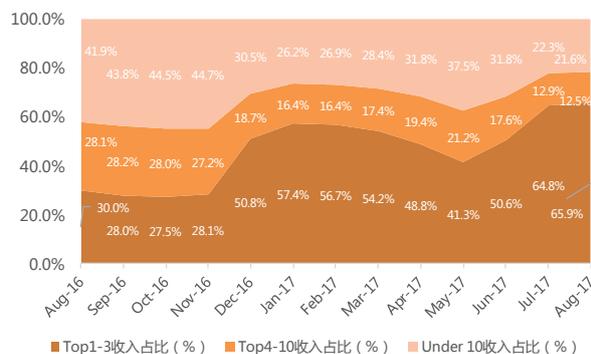
从韩国安卓 Google Play 市场来看，韩国游戏市场在 2017 年的高增长主要来自于畅销排名前 3 的游戏。以 2016 年 12 月为临界点，Top1-3 游戏单月收入从 701-823 亿韩元区间有较大幅度增长，占比开始提升；相比较而言，排名 Top3 以外的游戏收入在 2016 年 12 月前后表现较为稳定，表明游戏行业在步入稳定期后的增长更多来自于爆款游戏。

图 46：韩国安卓 Google Play 市场按畅销排名区分收入



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

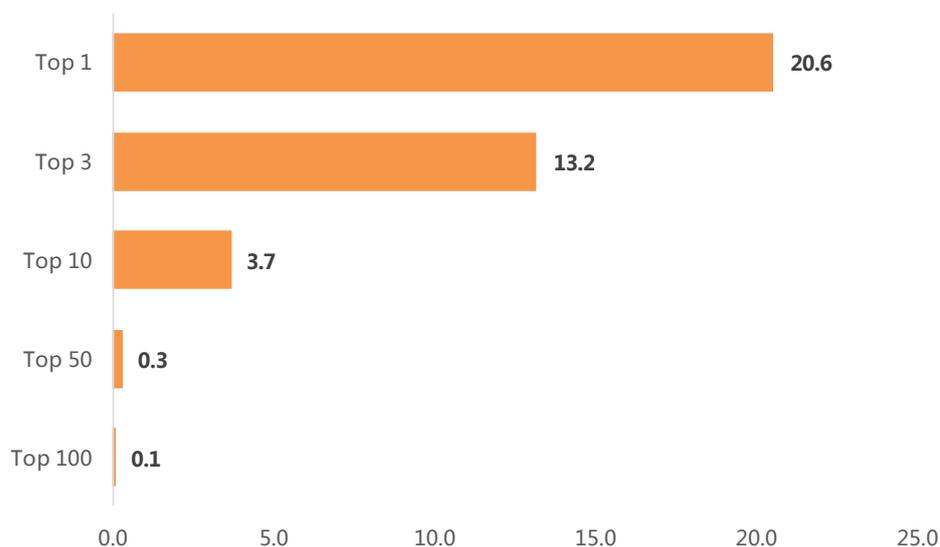
图 47：韩国安卓 Google Play 市场收入按畅销排名结构



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

2016 年上半年, 韩国安卓 Google Play 市场畅销榜排名第一的游戏月平均流水为 206 亿韩元 (约合 USD1,782.3 万); 排名第三的游戏月流水 132 亿韩元 (约合 USD1,144.1 万); 排名第十的游戏月流水 37 亿韩元(约合 USD320.1 万)。而在 2017 年, 由于存在两款爆款游戏《Lineage II Revolution》和《Lineage M》预计 Top1 游戏收入会达到更高水平。

图 48: 2016 年上半年韩国游戏市场安卓 Google Play 畅销榜排名对应月收入 (10 亿韩元)

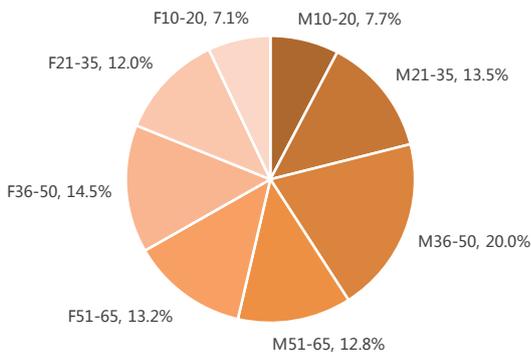


资料来源: Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

2.5. 韩国手游用户特征：男性为主，中年玩家比青年玩家更沉迷游戏，付费玩家的消费力较高、玩家普遍拥有较高学历

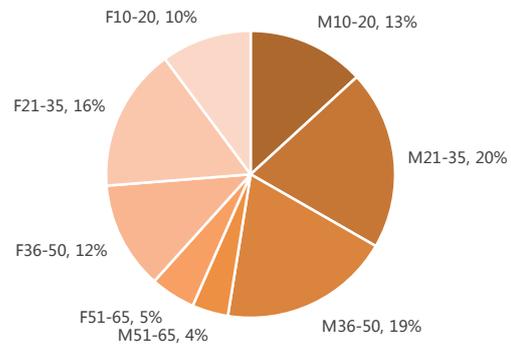
韩国以男性玩家为主。根据全球数据调查网站 Newzoo 韩国手机游戏市场男性玩家占 57%，女性玩家 43%（在 10-59 岁人群中女性人口比例为 48.6%）。韩国男性玩家偏爱 RPG 类游戏，女性玩家对益智解谜情有独钟。

图 49：韩国人口年龄结构（2016 年 12 月）



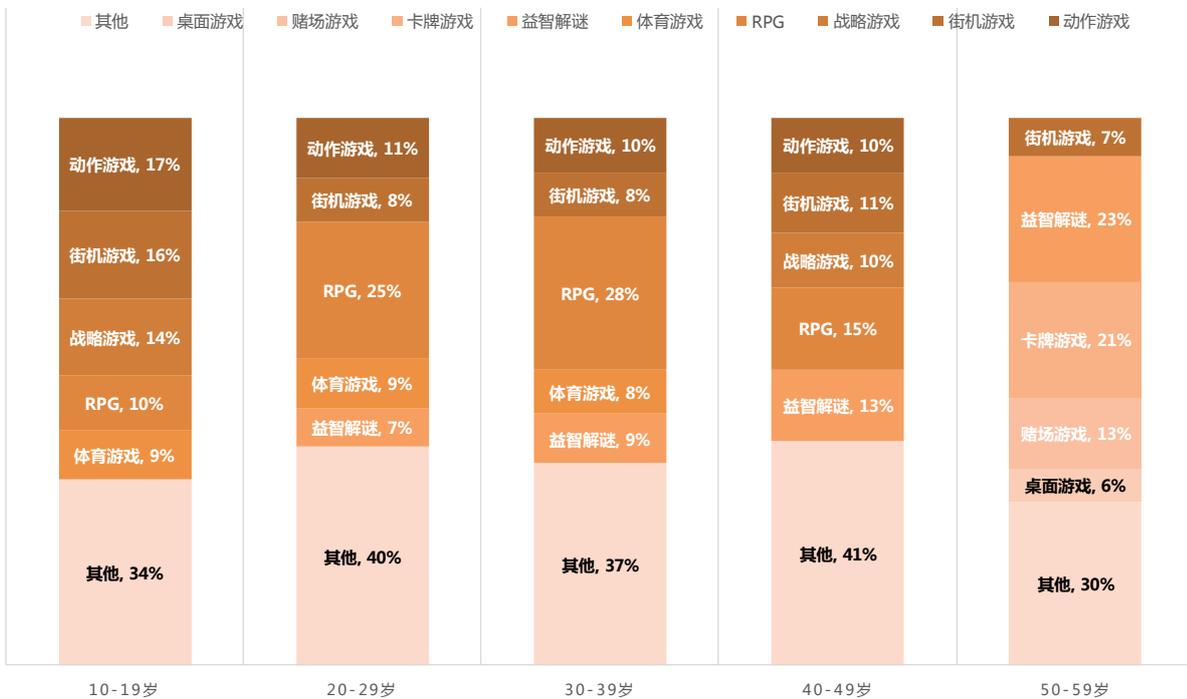
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 50：韩国手游用户年龄结构（2017 年预期）



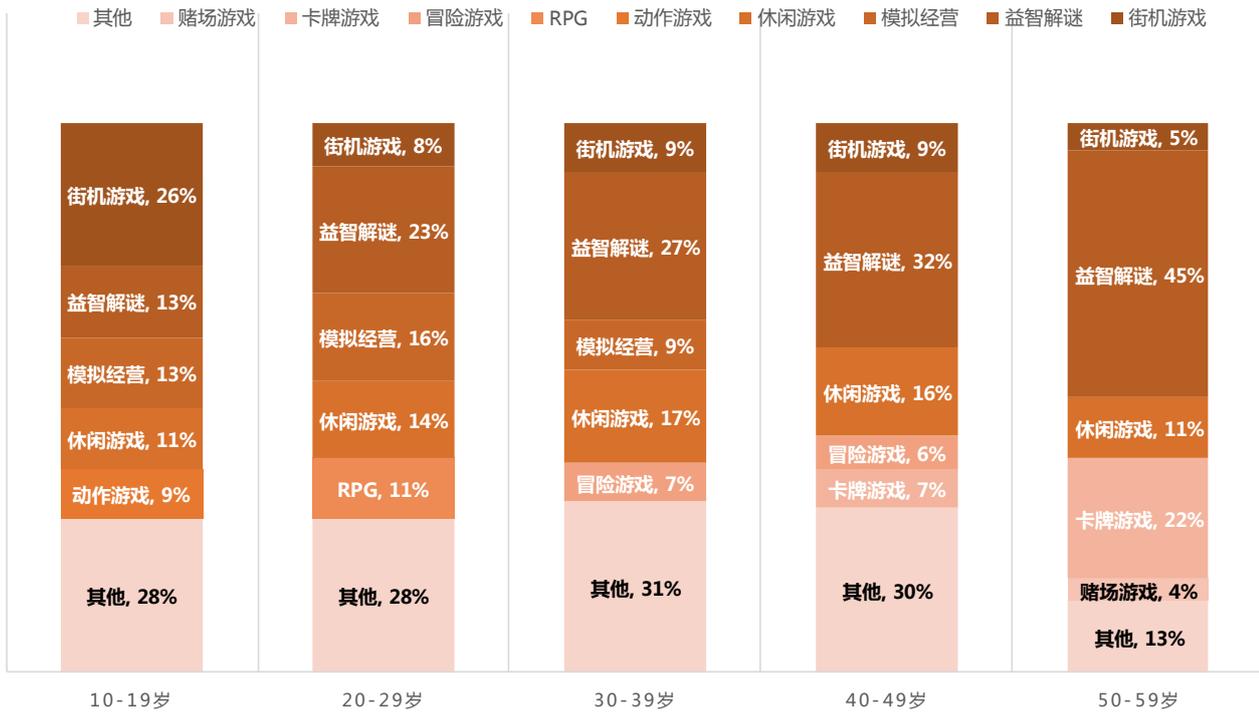
资料来源：Newzoo（2017 年 6 月），天风证券研究所

图 51：韩国男性用户 MAU 比率（2017 年 5 月）



资料来源：App Ape（2017 年 6 月），天风证券研究所

图 52：韩国女性用户 MAU 比率（2017 年 5 月）

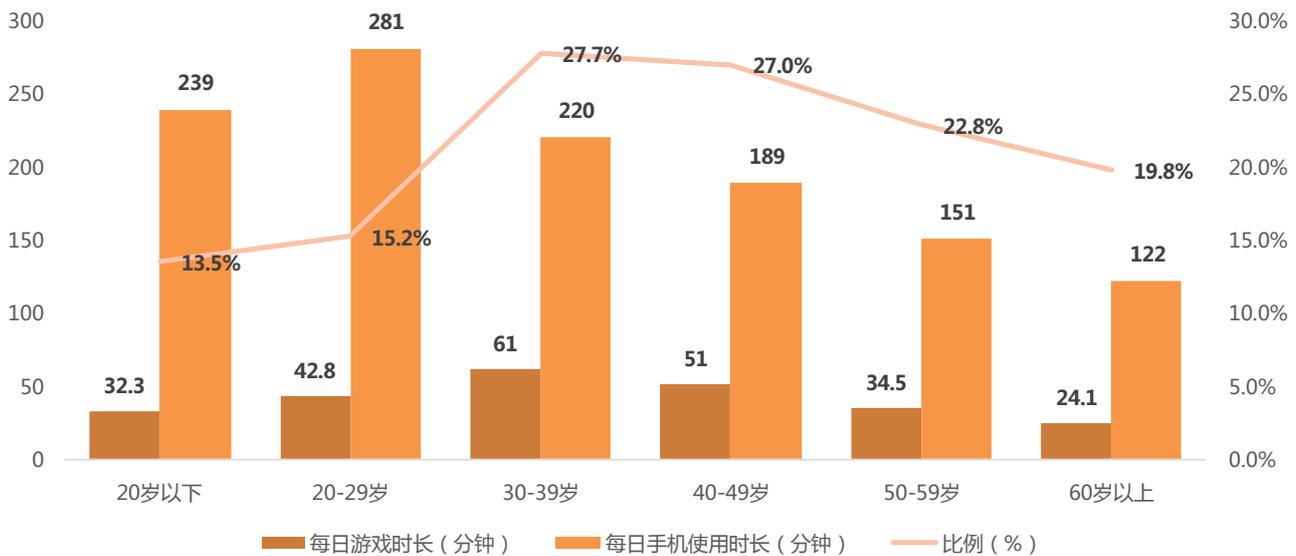


资料来源：App Ape（2017 年 6 月），天风证券研究所

韩国玩家的跨平台游戏意愿较低。游戏根据运行终端不同分为移动端游戏、PC 游戏和主机游戏。跨平台玩家越多说明两个终端玩家的重合度更高。在韩国这个比例只有 29%，只比日本（22%）高，低于中国（46%）、美国（37%）、英国（32%）等国家。

在韩国手机游戏市场，中年玩家更沉迷于游戏。30-39 岁、40-49 岁用户每天游戏时长分别为 61 分钟和 51 分钟，显著高于其他年龄段用户，手游时长占比以 27.7%和 27.0%分别位列所有年龄段第一和第二，表明中年玩家更沉迷于手机游戏。

图 53：2015 年韩国各年龄段玩家游戏时长



资料来源：Metaps（2015 年 6 月），天风证券研究所

注：代是指该年龄段全部，但 10 代指 10-18 岁；20 代指 19-29 岁，其余皆为 X0-X9 岁

韩国玩家对于社交性非常重视。根据韩国 KOCCA 于 2016 年进行的问卷调查，韩国手游玩家中有近三分之一是出于社交性原因（与朋友竞争、与朋友一起攻克副本、向朋友炫耀自己的战绩等）玩手机游戏。此外，游戏下载的主要激励来自于朋友的直接推荐（占比达 62.8%）。

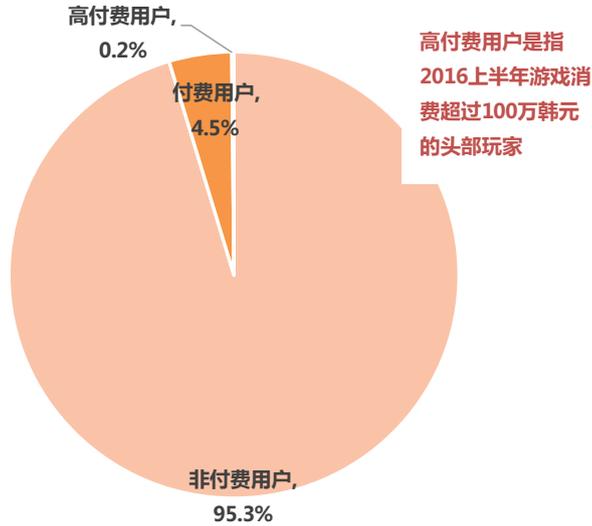
韩国付费玩家比例、高频付费用户比例都属于较高水平。根据 Metaps 提供的数据，2015 年韩国 56% 的玩家有过至少一次游戏内购买（中国 45%，美国 43%），其中 13% 的用户属于高频消费用户（中国 9%，美国 9%）。

韩国玩家学历普遍较高。根据韩国 KOCCA 于 2016 年进行的问卷调查，61.3% 的玩家有大学本科背景，只有 30.2% 的玩家学历低于高中。

2.6. 韩国手游付费玩家特征：0.2%的头部用户贡献 41%的收入，30-39 岁用户最有价值

根据韩国数据公司 IGAWorks 与 Google Play 合作提供的报告显示，在 2016 年上半年付费用户比例为 4.7%，其中高付费用户占比为 0.2%，占总付费人群的 3.2%。（高付费人群的标准为 100 万韩元以上，约合 USD877.3）。

图 54：2016 年上半年韩国付费玩家占比

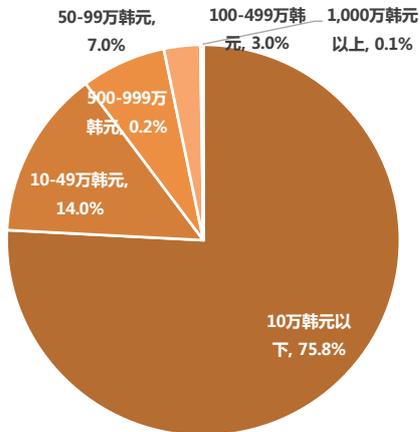


资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

注：高付费是指消费额大于 100 万韩元的头部玩家

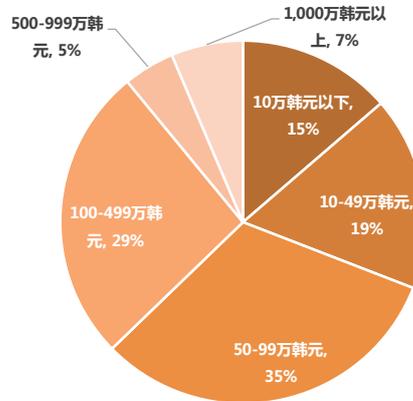
在付费用户中，75.8%的用户的付费在 10 万韩元以下（约合 USD87.7），高付费用户（指付费超过 100 万韩元的头部用户）占比 3.2%。从对游戏整体收入的贡献度来看，付费额度在 50 万-99 万韩元的群体贡献最高，达到 35%；高付费人群（头部用户）的占比达 41%，即占总付费用户的 3.2%，占游戏玩家群体 0.2%的用户群体为游戏收入贡献了超过 40%的收入。

图 55：2016 年上半年付费用户按消费金额分类占比



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

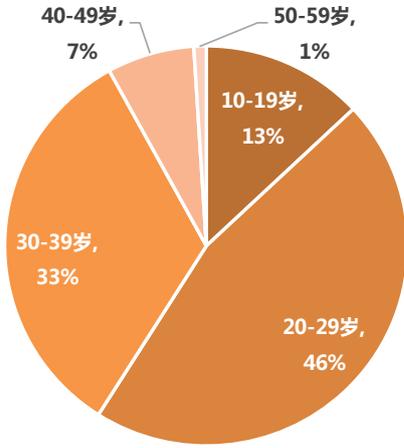
图 56：2016 年上半年按消费金额分类细分付费用户总消费占比



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

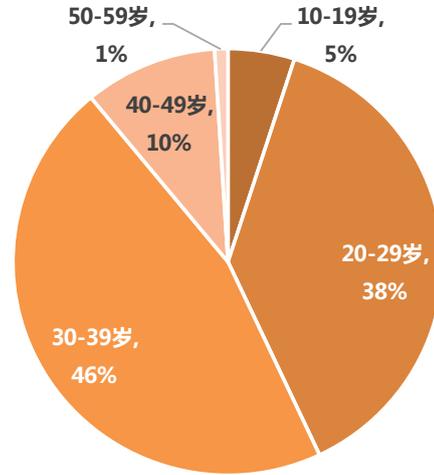
韩国的付费用户主要集中在 20-39 岁，付费用户占比达 79%，贡献 84% 的游戏收入。综合付费用户规模、头部用户规模和 ARPPU 来看，30-39 岁付费用户是最有价值的群体。

图 57：2016 年上半年韩国付费人群按年龄分类人群规模占比



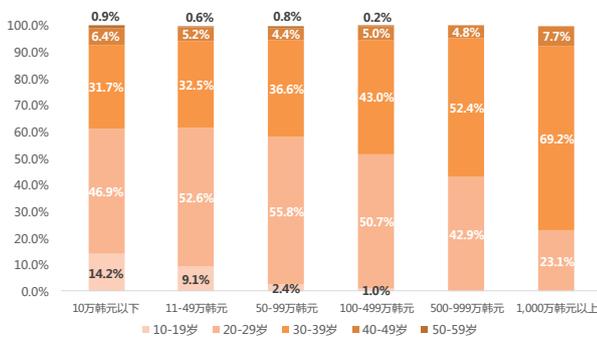
资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

图 58：2016 年上半年韩国付费人群按年龄分类收入规模占比



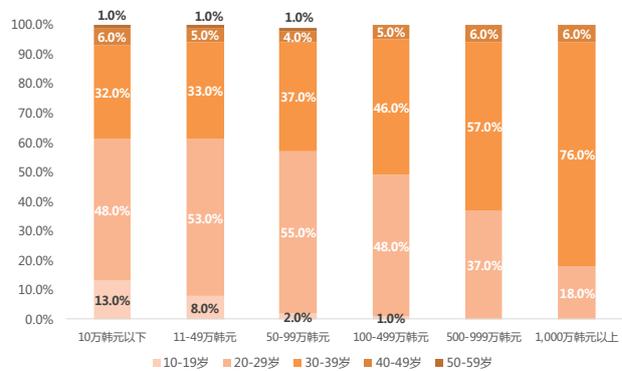
资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

图 59：2016 年上半年韩国付费用户按年龄付费金额分类



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

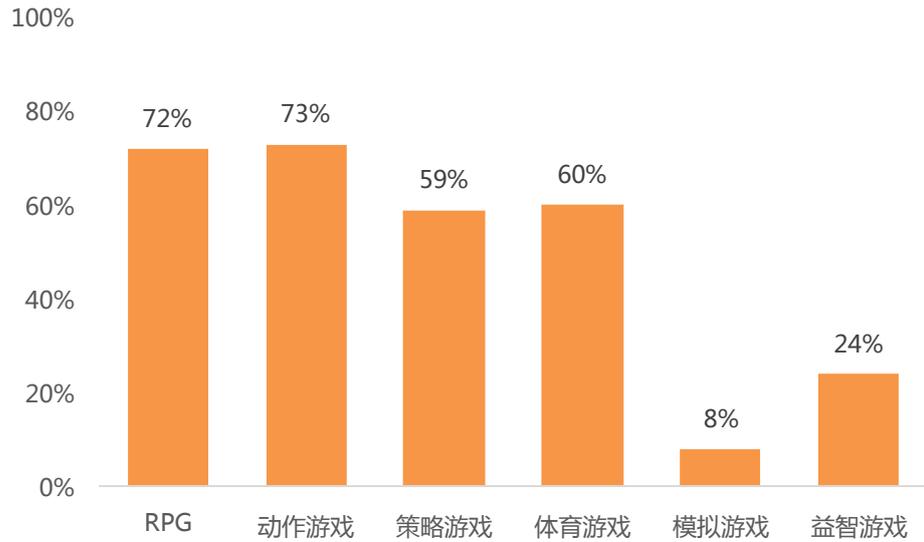
图 60：2016 年上半年韩国付费用户按年龄付费金额分类收入占比



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

RPG 游戏与模拟类游戏拥有相同的付费用户结构，但对头部用户的依赖程度有所不同（RPG 72% vs. 模拟类 8%），表明重度游戏与轻度游戏之间的收费模式有较大差异。

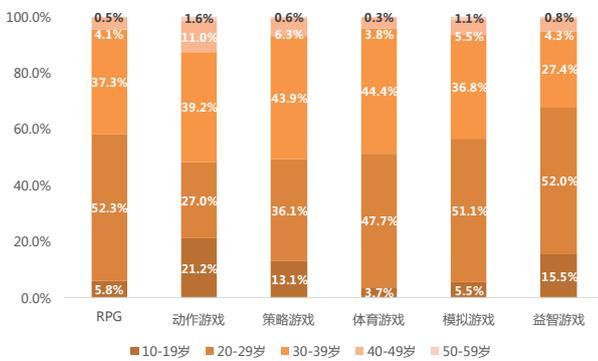
图 61：韩国游戏市场头部用户对收入的贡献（2016 年上半年）



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

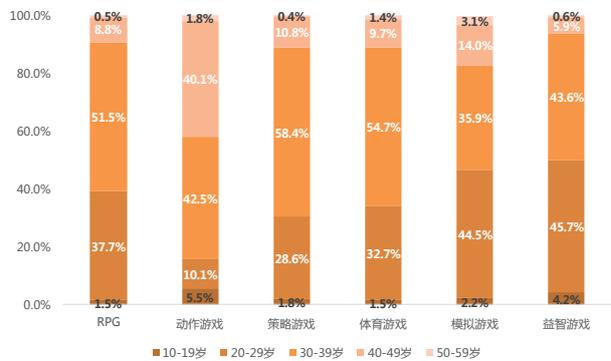
在主流类型游戏中，20-29 岁用户占比最高，30-39 岁用户次之，这两个年龄段的付费用户拥有较为广泛的跨越不同游戏类型的付费习惯。40-49 岁用户在动作游戏细分领域中，拥有相较其他类型更多的占比和更高的付费占比。

图 62：韩国游戏市场按游戏类型付费玩家结构（2016 上半年）



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

图 63：韩国游戏市场按游戏类型付费玩家收入贡献（2016 上半年）



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

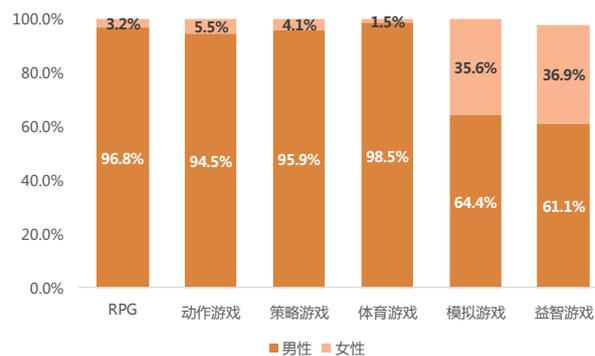
从付费用户的性别分布来看，88%的付费用户为男性，99%的头部用户为男性，呈现男性占比与付费额度之间的正相关。以游戏类型拆分，在 RPG、动作、策略、体育游戏的付费用户中，男性占比皆高于 95%。女性玩家除了占比少之外，ARPPU 也少于男性玩家。

图 64：2016 年上半年韩国按游戏类型分类男女比例



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

图 65：2016 年上半年韩国按游戏类型分类男女收入贡献占比



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

2.7. 中韩手机游戏市场对比：韩国玩家渗透率、人均消费更高，韩国市场集中度更低，RPG 游戏在两个地区皆受欢迎

2.7.1. 中国市场玩家渗透率受制于互联网人口渗透率

从游戏人群渗透率来看，中国（40.7%）显著低于韩国（50.5%），但从游戏人群占互联网人群比例来看中国（70.5%）要显著高于韩国（54.6%）。表明中国市场硬件设施上的局限限制了玩家的渗透率，因此未来随着硬件设施的更新与普及，会产生一定新增玩家。

中韩两国人均游戏支出占人均 GDP 的比例属于较高水平，分别为 0.59%和 0.60%，全球游戏收入前 20 国家平均值为 0.34%。但由于中国人均 GDP 较低，因此人均游戏消费绝对值不及平均值（\$48.8 vs. \$77.6）

2.7.2. 中国游戏市场腾讯、网易集中度达到 75.5%；韩国三大游戏公司集中度为 45.2%，未来有望在《Lineage》系列游戏的贡献下集中度进一步提升

从 2017 年 6 月 30 日手游畅销榜来看，中国前 10 的游戏中只有 3 个发行商：腾讯（5 个）、网易（4 个）和胡莱（1 个）。而韩国尽管没有中国这么极端，但也存在头部效应。位列韩国三大游戏公司的 NCSoft 和 Netmarble 占游戏畅销榜的 Top4, 后几位由 SuperCell、ENP Games、Com2uS 等占据。从 2Q17 市场份额来看，腾讯与网易两家公司在中国的市场份额达到 75.5%，韩国三大游戏公司 Netmarble、NCSoft、Nexon 的市场份额为 45.2%。

图 66：中韩两国手机游戏畅销榜（2017 年 6 月 30 日）

畅销排行		畅销排行	
 王者荣耀 Tencent	=	 리니지M(12) NCSoft	=
 梦幻西游-欢聚梦幻 畅爽一直 NetEase	=	 리니지2 레볼루션 Netmarble	=
 天龙八部手游 Tencent	=	 모두의마블 for Ka... Netmarble	=
 魂斗罗:归来-官方正版 Tencent	▲ 1	 세븐나이츠 for Ka... Netmarble	=
 阴阳师-全区互通现世集结 NetEase	▲ 2	 Clash Royale Supercell	=
 胡莱三国2-刘涛倾情代言 Hoolai Games	▼ 2	 반지 ENP Games	=
 倩女幽魂-全服赛事斗魂坛开启 NetEase	▼ 1	 魔灵召唤: 天空之役 Com2uS	=
 龙之谷 Tencent	=	 아이러브니키 for ... Kakao	▲ 15
 大话西游-全民争霸赛火热开战 NetEase	▲ 1	 部落冲突 (Clash o... Supercell	▲ 2
 魔法门之英雄无敌: 战争纪元 Tencent	▲ 1	 뮤오리진 Webzen	▼ 2

资料来源：AppAnnie（2017 年 7 月 19 日），天风证券研究所

注：左图为中国 App Store 畅销榜，右图为韩国 Google Play 畅销榜

2.7.3. 中国手游的榜单更迭快于韩国，畅销榜前十游戏平均上线时长中国 11 个月 vs. 韩国 25 个月

无论是中国市场还是韩国市场，都呈现老游戏“老当益壮”的情形。中国市场畅销榜前 10 的游戏平均上线时长 11 个月，而在韩国平均 25 个月，即 2 年前的老游戏牢牢占据着游戏畅销榜。而对于大多数游戏来说，平均游戏寿命仅有 14 周。

图 67：中韩两国游戏畅销榜前十上线时长（月）

游戏	首次发行时间	上线时长	游戏	首次发行时间	上线时长
王者荣耀	2015年10月26日	21	Lineage M	2017年6月20日	1
梦幻西游手游	2015年2月13日	30	Lineage 2 Revolution	2016年12月13日	7
天龙八部手游	2017年5月16日	2	Everybody's Marble	2013年6月10日	50
魂斗罗：归来	2017年5月12日	2	Seven Knights	2014年3月8日	41
阴阳师	2016年9月1日	11	Clash of Royale	2016年2月16日	17
胡莱三国2	2017年6月21日	1	The Epoch of Eternity	2017年4月18日	3
倩女幽魂手游	2016年5月12日	14	Summoners War	2014年4月23日	39
龙之谷	2017年2月18日	5	Miracle Nikki	2016年7月3日	13
大话西游	2015年9月9日	23	Clash of Clans	2013年10月1日	46
魔法门之英雄无敌	2017年6月21日	1	MU: Origin	2015年4月26日	27

资料来源：AppAnnie（2017年7月19日），天风证券研究所

注：中国为苹果 App Store 市场，韩国为 Google Play 市场

2.7.4. 中韩两国近年来出现端游 IP 移植到手游平台的趋势

在中国市场，端游转手游趋势较为明显，如《梦幻西游手游》，《天龙八部手游》，《魂斗罗：归来》，这些游戏得益于端游的玩家基础，IP 变现效果显著，手机平台叠加明星 IP 产生协同效应。韩国市场同样存在端转手的趋势，去年 12 月上线的《Lineage II Revolution》和今年 6 月上线的《Lineage M》都是改编自非常有名的电脑游戏 IP《天堂》，目前牢牢占据畅销榜前 2 位。

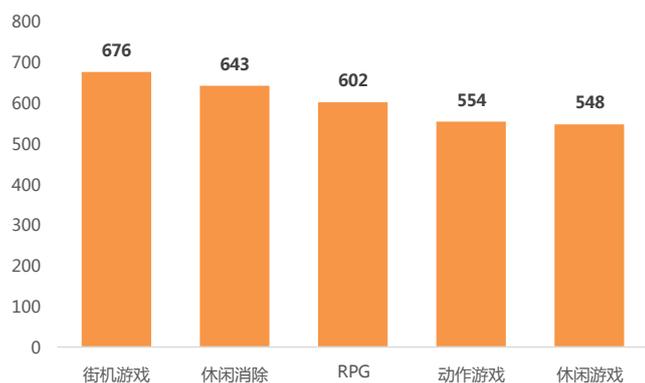
中韩两国端转手趋势的主要驱动因素来自于 PC 端游近十年来积累的玩家基础与手机使用时长增加，IP 手游从而能够实现更低的获客成本和更高的玩家留存率。

2.7.5. 中韩两国手游市场中 RPG 类型最受欢迎

在中韩两国游戏市场中，都是以 RPG 为主。截止 2017 年 4 月，在中国苹果应用市场收入排名前十的游戏中有 8 款属于 RPG 类游戏，在韩国由 7 款都属于 RPG 类游戏。

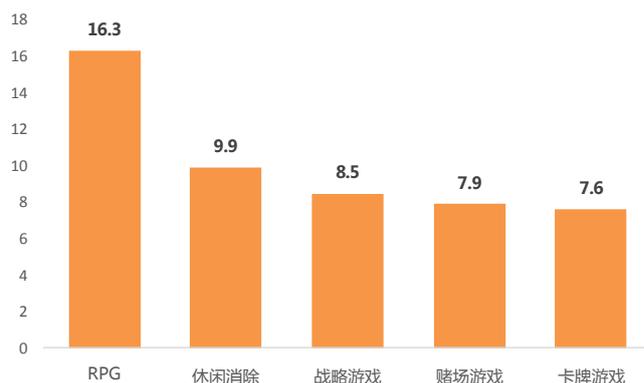
2016 年 8 月韩国 RPG 类游戏 MAU 为 602 万，在所有游戏类型中排名第三；MAU 每月使用时长 16.3 小时（约合每日平均 31.5 分钟），在所有游戏类型中排名第一位。

图 68：2016 年 8 月 MAU 最高的游戏类型与 MAU（万）



资料来源：Wise App（2016 年 10 月），天风证券研究所

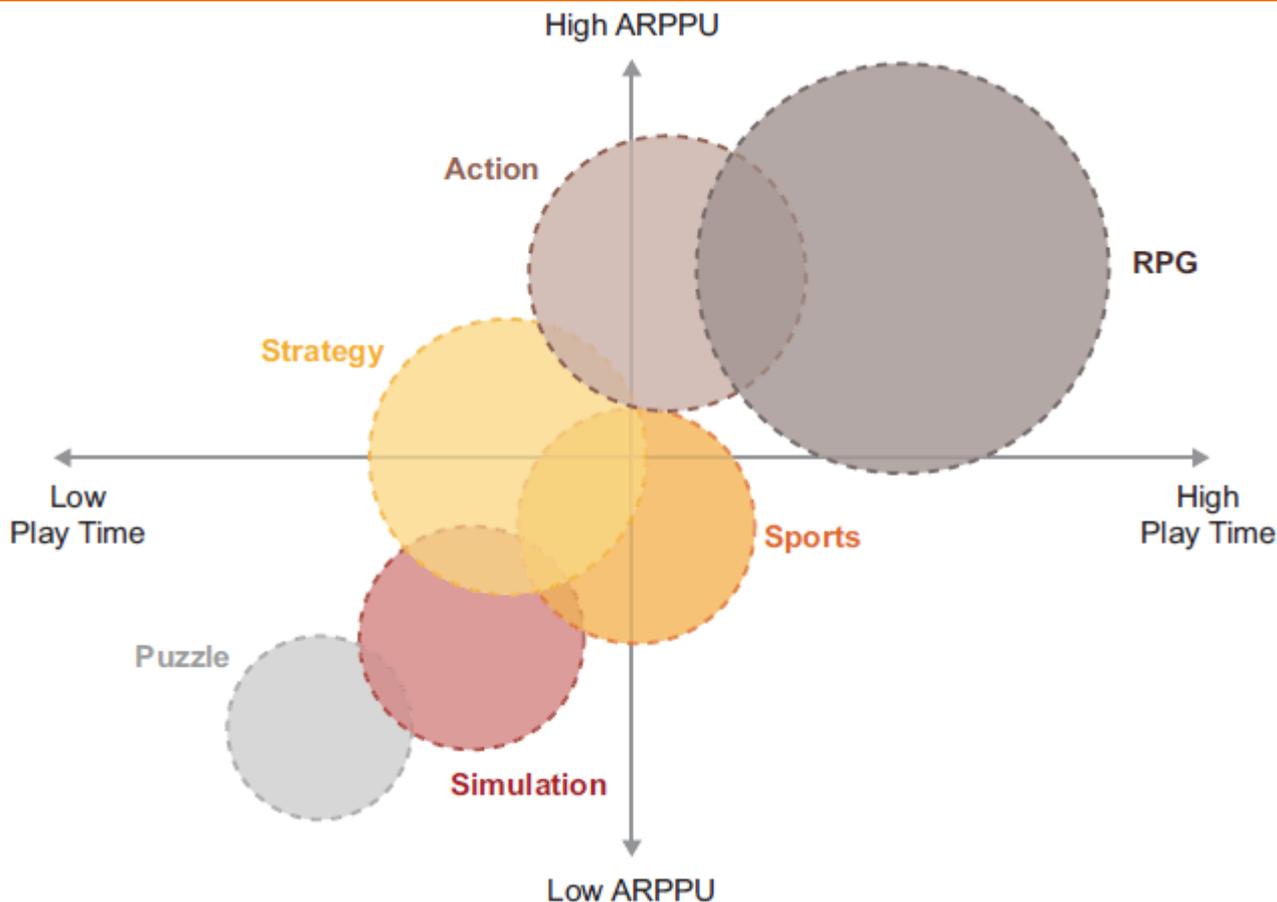
图 69：2016 年 8 月游戏时长最高的游戏类型与游戏时长（小时）



资料来源：Wise App（2016 年 10 月），天风证券研究所

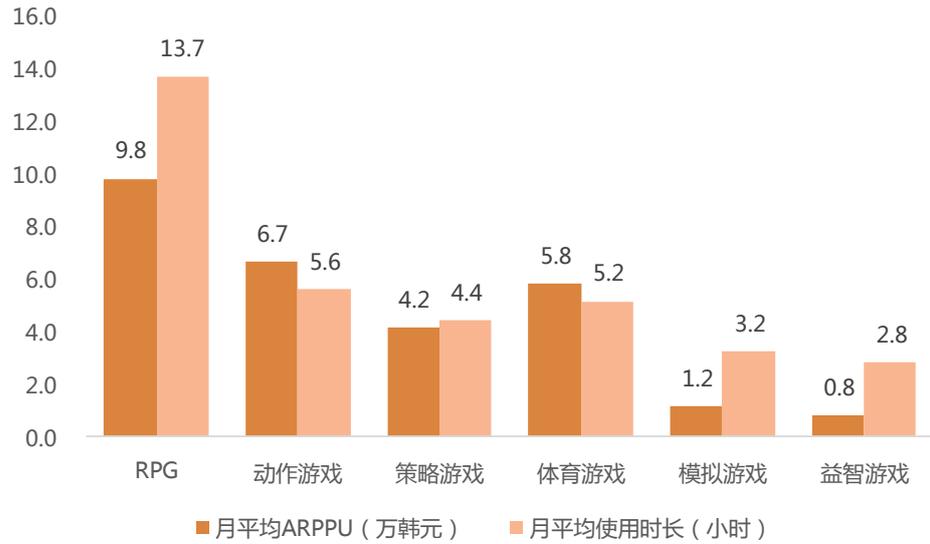
尽管韩国市场 RPG 游戏的 MAU 排名第三，但是 RPG 游戏的游戏时长和 ARPPU 都是全市场最高的。在 2016 年上半年，RPG 类游戏的月平均 ARPPU（每付费用户平均收入）为 9.8 万韩元（约合 USD86.7）

图 70：韩国手游市场分类型游戏时长与 ARPPU



资料来源：IGAWorks，公司招股说明书，天风证券研究所

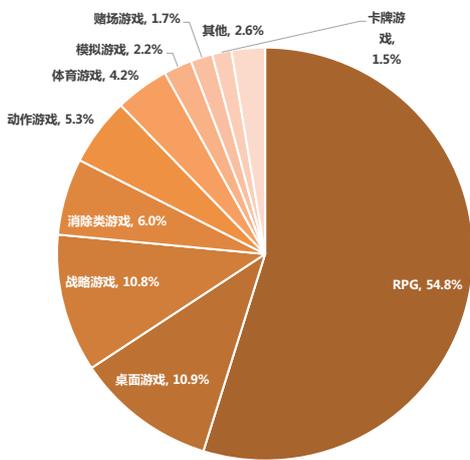
图 71：2016 年上半年韩国分游戏类型 ARPPU 和平均使用时长



资料来源：Google Play, IGAWorks, 天风证券研究所

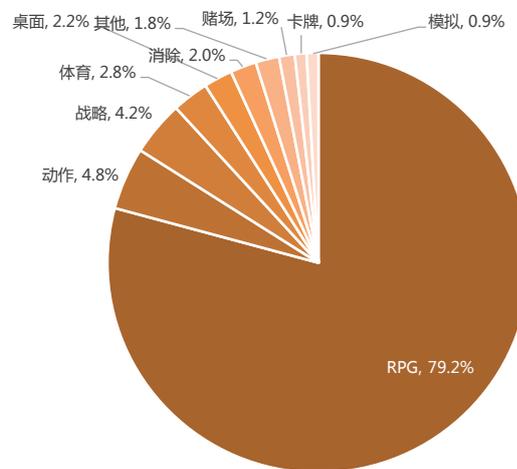
2016 年上半年，韩国市场 RPG 游戏份额为 54.8% (vs. 中国 70%)，2017 年 9 月得益于两款 MMORPG 游戏《Lineage II Revolution》和《Lineage M》，RPG 游戏份额提高到 79.2%，对其他类型的游戏造成一定程度的挤压。

图 72：2016 年韩国手游市场分类型游戏收入结构



资料来源：IGAWorks, 天风证券研究所

图 73：2017 年 9 月韩国手游市场分类型游戏收入结构



资料来源：IGAWorks, 天风证券研究所

2.7.6. 韩国社交平台发行转型多元化，中国手游市场目前还处于腾讯网易霸榜的状态

韩国曾一度出现 Kakao 代理游戏霸榜的状态，即畅销榜前 10 的游戏几乎都由 Kakao 代理，但随着手游厂名气渐长，Kakao 逐渐优势不再。从畅销榜前 10 游戏来看，2014 年 12 月畅销榜前 10 中 8 款游戏由 Kakao 代理，2016 年 12 月为 5 款，2017 年 6 月只剩下 Netmarble 的长寿游戏《Everybody's Marble》和《Seven Knights》之外所剩无几。从收入来看，Kakao 游戏发行业务也基本保持与 14 年相似的水平，并没有能够从韩国手游发展中获得增量收益。

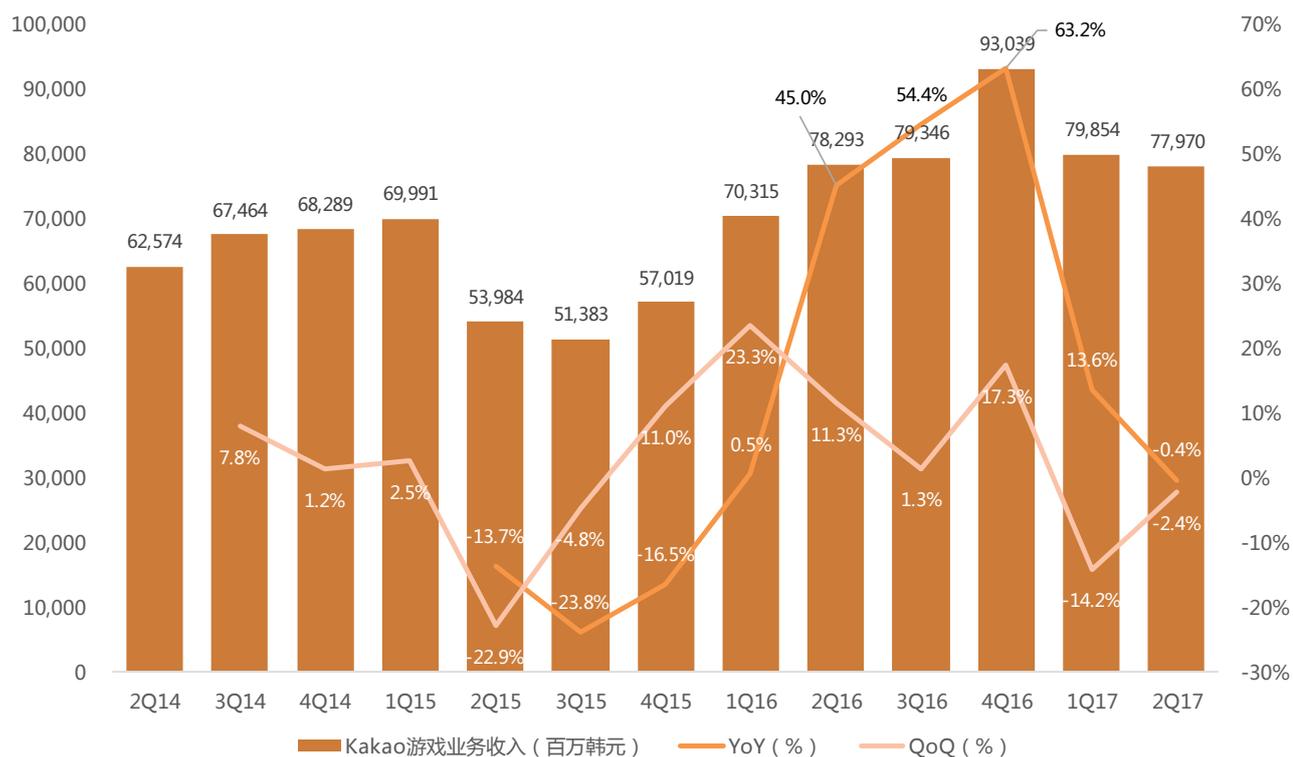
图 74: 韩国安卓 Google Play 畅销榜前 10 (2014 年 12 月 31 日和 2017 年 8 月 4 日)

#	App	#	App
1	 部落冲突 (Clash of Clans) + Supercell	1	 리니지M NCSOFT
2	 세븐나이츠 for Kakao Netmarble	2	 리니지2 레블루션 Netmarble
3	 모두의마블 for Kakao Netmarble	3	 다크어벤저3 NEXON
4	 몬스터 길들이기 for Kakao Netmarble	4	 소녀전선 Girls' Frontline Long Cheng
5	 영웅 for Kakao FourThirtyThree Inc.	5	 모두의마블 for Kakao Netmarble
6	 애니팡2 for Kakao SundayToz	6	 세븐나이츠 for Kakao Netmarble
7	 리버스월드Z for Kakao Netmarble	7	 반지 ENP Games
8	 블레이드 for Kakao FourThirtyThree Inc.	8	 리니지M(12) NCSOFT
9	 쿠키런 for Kakao Devsisters	9	 FIFA ONLINE 3 M by EA SPO... NEXON
10	 魔灵召唤: 天空之役 Com2uS	10	 Pmang Poker : Casino Royal Neowiz

资料来源: AppAnnie (2017 年 8 月 4 日), 天风证券研究所

注: for Kakao 说明是 Kakao 代理的游戏, 左图为 2014 年 12 月 31 日, 右图为 2017 年 8 月 4 日

图 75: Kakao 游戏业务收入 (2Q14-2Q17)



资料来源: Kakao 公司公告, 天风证券研究所

在 2014 年, Kakao Talk 的 MAU 达到 3,741.7 万且用户不断增长到 2017 年 6 月的 4,274.6 万, 渗透率达 91.1% (2017 年 6 月微信 DAU 渗透率 84.7%)。Kakao Talk 的流量优势越来越强, 但是在手游发行方面却并没有随着流量优势增加, 其主要原因可能在于 Kakao Talk 并没有自行在手游研发上发力, 平台业务对大厂商逐渐失去吸引力。

3. 主要产品分析：多款畅销游戏驱动公司快速增长，《Lineage II Revolution》成为公司新增长点

3.1. 公司主要游戏：RPG 类游戏贡献多数收入，MMORPG 成为新的增长点

Netmarble 公司游戏主要分为 RPG 和益智消除类游戏。其中益智消除类主要是由北美 Jam City 制作并发行（2015 年收购美国 Jam City 公司并改名为 SGN 公司），因此，可以说 Netmarble 公司的主要优势在于 RPG 类游戏。

公司已经发行了 40 多款手机游戏，其中收入 Top10 的游戏占公司总收入的 75%以上，Top4 游戏占 50%以上。从游戏类型来看，收入前 10 的游戏中有 5 个 RPG 类游戏（含 MMORPG），合计收入约 6,874 亿韩元，占比 58.6%，有四个益智消除类游戏，合计收入约 2,827 亿韩元，占比 24.1%，剩余一款桌面类游戏收入 2,033 亿韩元，占比 17.3%。

MMORPG 游戏《Lineage II Revolution》延续良好表现，在 2017 年上半年收入达到 5,771.0 亿韩元，驱动公司在韩国市场的渗透率进一步增加，成为新的增长点。

图 76：Netmarble 公司收入前 10 游戏

收入排名	游戏名称	类型	2017年6月30日游戏畅销排名	2016年收入 (10亿韩元)	2017上半年收入 (10亿韩元)
1	Seven Knights	RPG	4	352.5	104.5
2	Everybody's Marble	桌面游戏	3	203.3	64.8
3	Cookie Jam*	益智消除	239	143.8	104.0
4	Lineage II Revolution	MMORPG	2	121.0	577.1
5	Marvel Future Fight	ARPG	38	108.9	
6	Panda Pop*	益智消除	62	78.9	
7	Raven	ARPG	408	60.0	
8	Stone Age Begins	回合制RPG	120	45.0	
9	Juice Jam*	益智消除	497	30.0	
10	Genies and Gems*	益智消除	369	30.0	

资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

注：* 指在美国的畅销排名

从新游发布计划来看，Netmarble 将继续发挥自身 RPG 游戏的经验开发多款适合不同国家的 RPG 游戏。

图 77: Netmarble 新游计划 (2017-2018)

游戏	类型	预期发行时间	目标市场
Knights Chronicle	RPG	2017年3月	日本
Yokai	战略RPG	2017年4月	
Transformer- Forged to Fight	动作RPG	2017年4月	
PentaStrom	MOBA	2017年4月	
Destiny 6	战略RPG	2017年6月	
First Born	战略RPG	2017年3季度	北美、欧洲
Phantom Gate	冒险RPG	2017年3季度	北美、欧洲
The King of Fighters All Star	动作RPG	2017年3季度	日本
Blade and Soul	MMORPG	2017年下半年	
Stone Age MMORPG	MMORPG	2017年下半年	中国
Seven Knights MMORPG	MMORPG	2017年下半年	中国
Tera	MMORPG	2017年下半年	
G.I.Joe	战略	2017年下半年	北美、欧洲
Icarus M	MMORPG	2018年	
Teria Saga	战略	2018年	日本
Trendy Town	MMORPG	2018年	
Yokai Watch Medal Wars	家庭收集类	2018年	日本

资料来源: 公司 3rd NTP 发布会, 天风证券研究所

3.2. 《Seven Knights》：累计收入 6,902 亿韩元，渗透率 50.8%，进军日本延续成功

3.2.1. 《Seven Knights》游戏亮点：画面精美、玩法丰富

《Seven Knights》是一个类回合制游戏。每个玩家最多可以让 5 个角色上场，这 5 个角色与敌人轮流攻击，每个角色都拥有两个技能，玩家可以在这 10 个技能中（2X5）实时进行选择对敌人造成伤害。此外，5 个角色的站位会有不同的阵型选择，不同的阵型加成效果有所差别。

游戏的玩法分为剧情和对战两大类。在剧情玩法中，有不断深入的游戏剧情玩法，有每天不同的每日副本，还有面对随机出现 Boss 的突击副本玩法。在对战玩法中，有需要层层击败敌人的无限之塔，深渊之塔玩法，有与其他玩家较量的角斗场玩法，有需要面对特色强力 Boss 的工会攻城战玩法。

游戏集合了以下几种优点：

1. **画面精美**，每个角色都拥有非常精美且真实的人物刻画，且每次角色升级都会变得更加好看。
2. **打击感很强**，战斗场面每个角色都有自己的特殊画面，每个画面除了极其炫丽的特殊效果之外，通过地面的震动和打击数字的跳跃，给玩家非常强悍的打击感。
3. **提供 4 个阵型和针对每个角色的队长技能**。阵型的效果和队长技能都是可以通过培养得到提升。在游戏过程中，玩家面对困难副本，可以通过尝试不同的阵型和队长技能从而达到以弱胜强的游戏体验。
4. **非常丰富的培养玩法**。该游戏的角色可以通过进化、强化、超越、穷极强化、合成等方式得到提升，提升范围包括角色等级、星级、层数、装备槽个数等。此外，游戏的阵型和装备都以进行培养。
5. **提供更为多元的充值方式**。《Seven Knights》中道具主要有 4 个，金币、钥匙、红宝石和友情徽章。金币是游戏里的主要货币，可以进行任务培养、装备培养等，金币可以通过游戏进程不断得到；钥匙是进入副本的必备道具，定期会恢复，也可以通过消耗红宝石迅速恢复；红宝石是玩家付费购买的主要道具，红宝石既可以购买金币、装备、钥匙等，也可以进行角色召唤从而得到强力英雄；友情徽章是通过游戏内玩家之间的互动得到，用于角色、装备抽取。

图 78：《Seven Knights》人物刻画



随着人物不断升级，角色外表更加精致。

资料来源：产品截图，天风证券研究所

图 79: 《Seven Knights》游戏画面



资料来源：腾讯视频，天风证券研究所

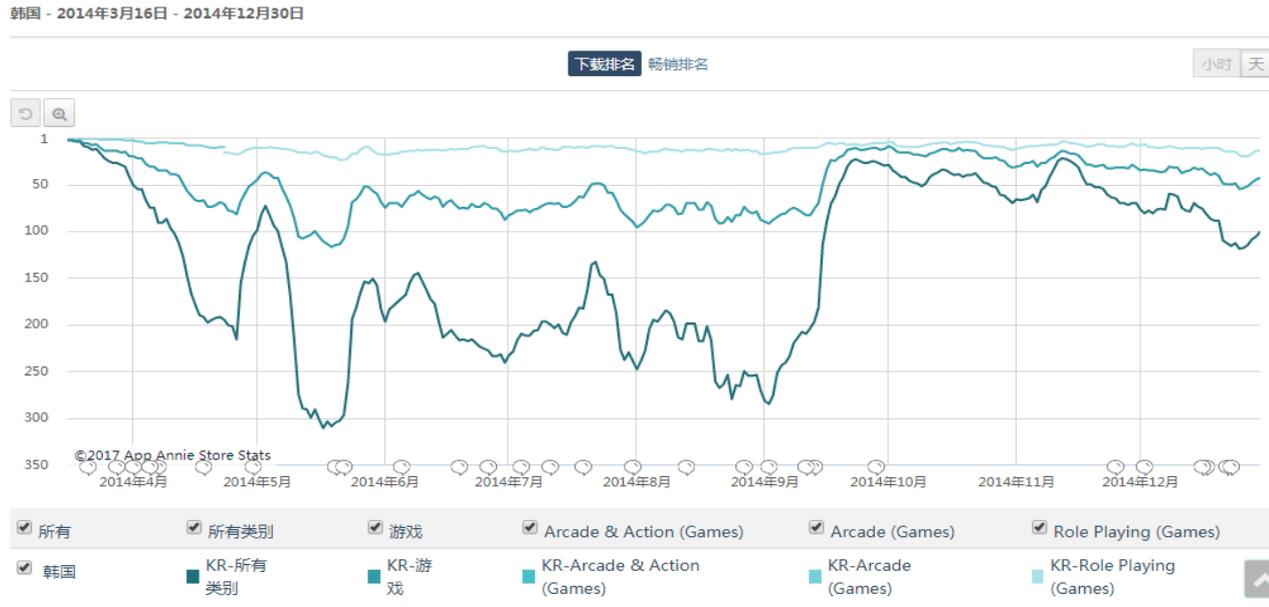
3.2.2. 《Seven Knights》凭借出色的运营能力在众多 RPG 游戏中获得玩家认可

《Seven Knights》在发行前期凭借精致的游戏画面吸引用户，但随着游戏进程不断推进玩家倦怠感逐渐增加。游戏的剧情场景一直固定 8 个地图，这对于已经通关了的很多资深玩家来说无法感受到新鲜感。此外，由于 2014 年韩国存在 Kakao 发行的游戏长期霸榜的现象，Kakao 成为游戏导流买量最重要的来源，因此玩家对游戏的不满会通过 Kakao 软件不断传播到还未加入的新玩家中，指数级放大游戏缺点，使得人气迅速下滑，无法吸引新玩家的有效加入。

Netmarble 多方面的措施让游戏重新回到上升通道。首先，《Seven Knights》于 2014 年 9 月 13 日进行了一次大的版本更新，改善了之前游戏存在的问题，增加了新的地图。其次，配合版本更新做了一个新的广告并将其投放在 MBC 等电视台和大巴等线下场所，出演广告的 Netmarble 游戏设计师用其幽默诙谐的表演给观看广告的用户留下了很深的印象，成功吸引了大批新的用户。此外，为了吸引新的用户，Netmarble 还推出了全服 SNS 邀请奖励活动，让老玩家将游戏分享到他们的 SNS 上，分享次数越多奖励就越丰厚，最后 SNS 分享超过了 500 万次。

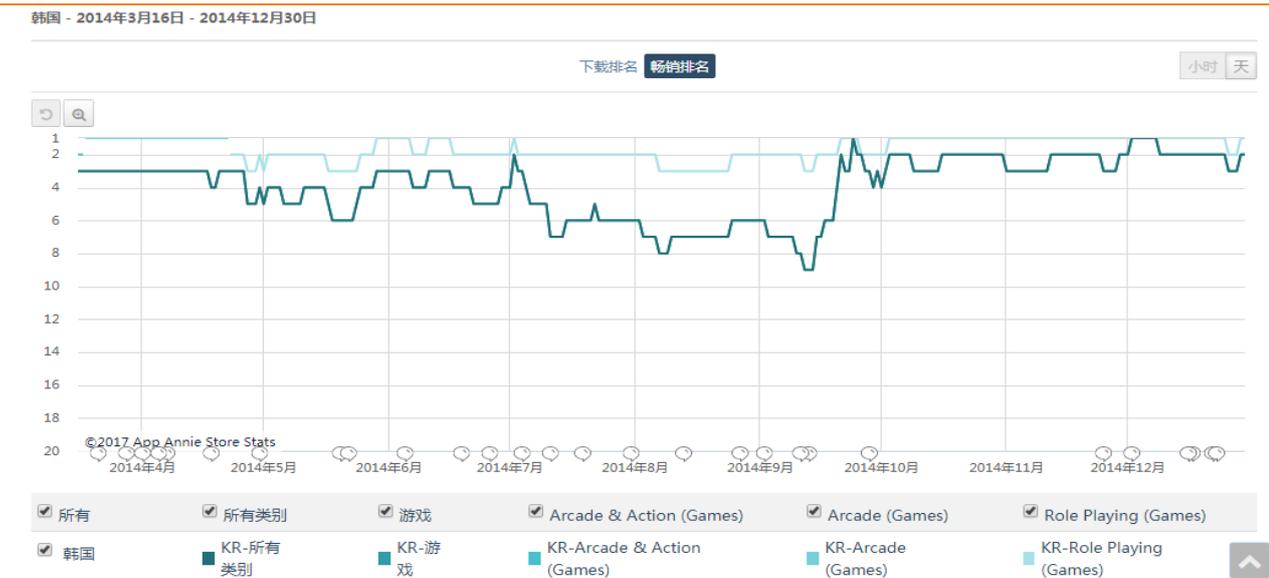
从 2014 年 9 月份起，下载排名开始不断上升，游戏类别从最低 92 名上升到最高 11 名。畅销排名也是从游戏榜第 9 重新上升到第 1。

图 80: 《Seven Knights》Google Play 下载排名 (2014 年 3 月-2014 年 12 月)



资料来源: App Annie (2017 年 9 月 6 日), 天风证券研究所

图 81: 《Seven Knights》Google Play 畅销排名 (2014 年 3 月-2014 年 12 月)



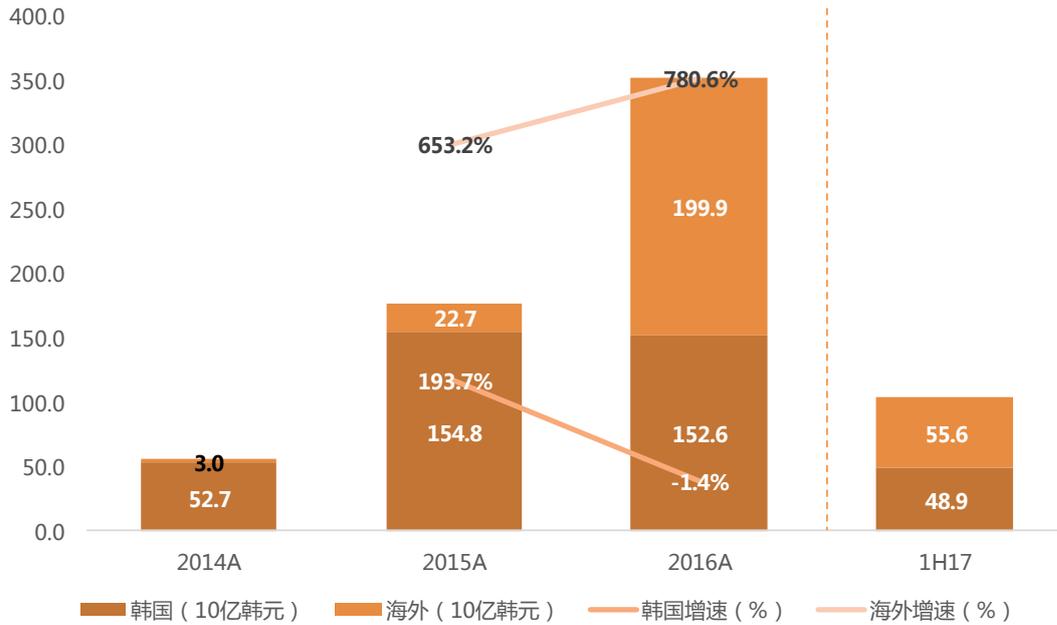
资料来源: App Annie (2017 年 9 月 6 日), 天风证券研究所

3.2.3. 游戏本地化令游戏在日本发行获得成功

《Seven Knights》在韩国运营 2 年之后, 于 2016 年 2 月登陆日本应用市场, 10 天突破 100 万下载, 上线 9 个月超过 1,000 万下载 (对比《智龙迷城》6 个月 1,200 万下载,《怪物弹珠》约 11 个月突破 1,100 万)。该游戏是日本苹果 App Store 游戏畅销榜唯一上前 10 的韩国游戏 (前 100 没有第二个韩国游戏)。

《Seven Knights》的日本登陆给这个游戏带来了新的增长驱动。经历了 2015 年高速增长之后,《Seven Knights》在国内已经面临天花板, 新的增长点需要来自新的市场, 为此 Netmarble 将《Seven Knights》进行本地化改造。2016 年该款游戏的海外版收入首次突破了韩国国内, 达到 1,999 亿韩元, 同比增长 780.6%。

图 82:《Seven Knights》分地区营业收入 (2014-1H2017)



资料来源:公司公告,公司招股说明书,天风证券研究所

为了在日本市场获得成功, Netmarble 两方面进行游戏的本地化:

一方面,《Seven Knights》日本版改变了韩版人设,将角色描绘的更贴近日本玩家的审美,同时增加了很多日本传统场景,如樱花道场、庙会屋顶等。Netmarble 还邀请了日本声优为每个角色进行配音,并且遵循其他日本游戏的规矩,将每个角色和声优一一对应(人物左下角显示声优名字),俘获了日本玩家的芳心。

另一方面,改变了游戏角色提升方法,将强化武器角色的玩家改变为收集依赖型游戏,使其更适合日本玩家。韩国版本的《Seven Knights》以丰富的角色培养为主,人物可以通过强化、进化、合成等方式不断变得强力。但在日本版本中,Netmarble 删掉了这些功能,以收集角色为主,人物培养只有一个升级经验值的渠道,升级经验值需要使用其他卡牌,即日本版《Seven Knights》是一款通过收集更多的卡牌让自己获得更多的游戏实力的收集类游戏。为了让这款游戏更贴近收集风格,《Seven Knights》的日本版增加了每个关卡掉落的卡牌数量(韩版 1 张,日版 3 张)。这种改变除了更贴近日本玩家的取向之外,增加了游戏内消费的必要性,因为玩家升级只能依赖已收集的卡牌数量,而卡牌不容易通过游戏进程获得,更多的依赖氪金抽卡。

图 83：日本版《Seven Knights》日本化的人物皮肤



资料来源：Naver，天风证券研究所

图 84：日本版《Seven Knights》人物升级画面



资料来源：产品截图，天风证券研究所

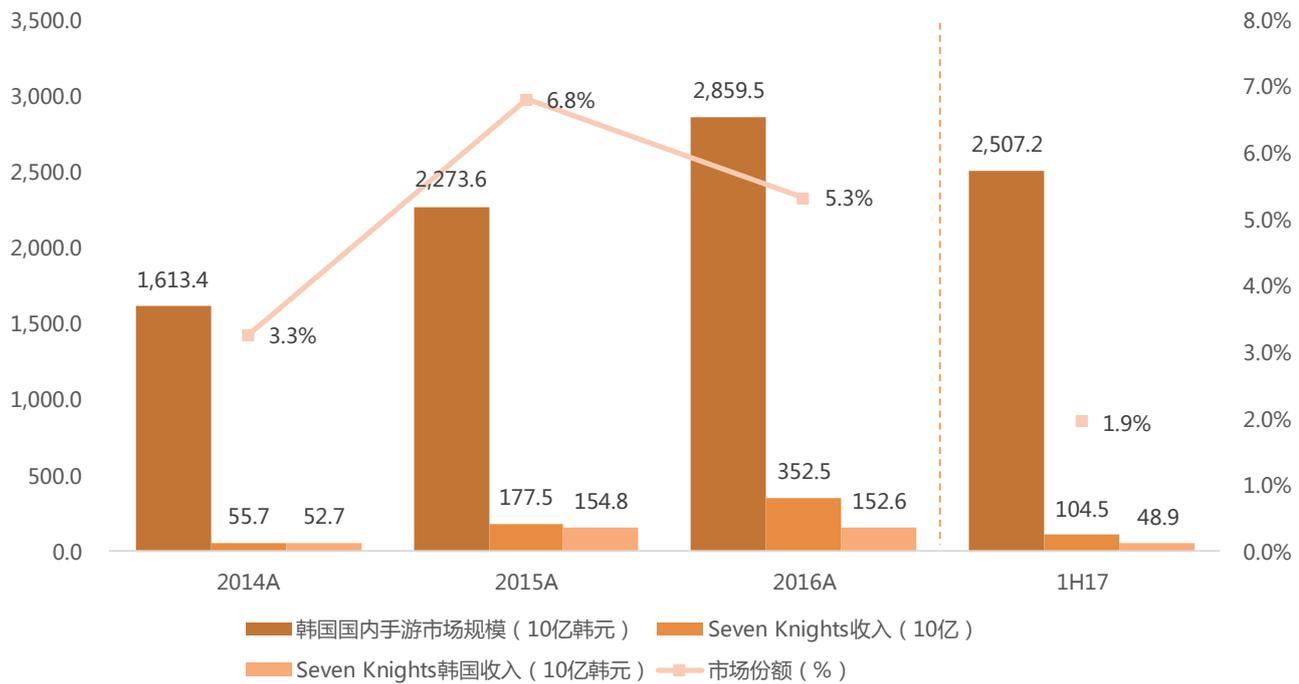
3.2.4. 游戏累计下载过 3,300 万，韩国的渗透率达 50.8%，上线起累计收入 6,902 亿韩元

截止到 2016 年 12 月，《Seven Knights》的全球总下载超过 3,300 万，其中韩国 1,300 万（渗透率 50.8%），日本 1000 万（渗透率 22.4%），其他 146 个国家超过 1,000 万。

从首次发行的 2014 年起，《Seven Knights》2014-1H2017 收入分别为 557 亿、1,775 亿、3,525 亿、1,045 亿韩元，15、16 年同比增长 218.6%和 98.6%，累计为 Netmarble 带来了近 6,902 亿韩元的营业收入。2016 年，《Seven Knights》在韩国国内收入为 1,526 亿韩元，占整

个手游市场的 5.3%，但由于受到同公司竞品《Lineage II Revolution》的挤压，2017 上半年市场份额下滑到 1.9%。

图 85: 《Seven Knights》国内收入与市场份额 (2014-1H2017E)



资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, IDC, IGAWorks, 天风证券研究所

注: 2014-2016 年韩国国内手游市场规模系公司招股书披露美元数据, 原始数据为 1,436.6 百万, 2,024.4 百万, 2,546.1 百万

1H17 的韩国市场规模估算来自 IGAWorks 披露的谷歌商城收入除以 75% 得到

根据 App Ape 的报告,《Seven Knights》2016 年韩国平均 MAU 为 108 万, 位列韩国手游第五位, RPG 游戏第一位。该游戏男女月活跃玩家比例为 78.7% vs. 21.3%, 29 岁以下男玩家占比接近 60%。《Seven Knights》日版 2016 年 12 月的 MAU 为 40 万, 主要玩家集中在 20 岁玩家。

此外,《Seven Knights》逐渐发展成为一个全新的 IP。Netmarble 围绕该游戏开发出了各种游戏周边, 比如非常可爱的限定版玩具, 游戏角色图册等, 这些周边非常火热, 游戏图册甚至都是发行当月畅销榜单的常客。此外, Netmarble 还规划要将《Seven Knights》结合目前最火热的 MMORPG 结合, 继续发掘《Seven Knights》的 IP 价值。

图 86: 《Seven Knights》游戏周边玩具



资料来源: Naver, 天风证券研究所

图 87: 《Seven Knights》游戏角色图册



资料来源: Naver, 天风证券研究所

3.3. 《Lineage II Revolution》: 17 上半年收入 5,771 亿韩元, 成为公司最大增长点

3.3.1. 《Lineage II Revolution》借力《Lineage》IP, 《Lineage》端游 40%的渗透率造就手游首月 MAU 快速突破 500 万

《Lineage 2 Revolution》是一款以《Lineage》(《天堂》) IP 为基础打造的一款 MMORPG 手游。《天堂》最初是于 1993 年发布的以中世纪长篇爱情漫画, 1997 年由 NCSOFT 收购并改编成一款网络游戏于 1998 年上线。《天堂》网游曾经是一个付费游戏, 玩家需要为此支付每月约 15 美元的会员费用, 即使如此, 在 2007 年该游戏拥有 1,400 万玩家, 而 2007 年韩国互联网用户约 3,500 万人, 游戏渗透率达 40%, 是一款全民级网游。2015 年 Netmarble 与 NCSOFT 互换股份并达成合作, 使得 Netmarble 可以使用《天堂》IP 开发手机游戏。

《Lineage II Revolution》于 2016 年 12 月 13 日上线, 上线仅半个月就带来 1,210 亿韩元的收入, 上线一个月活跃用户突破 500 万, 收入突破 2,000 亿韩元, 创造了韩国手游历史上单月收入记录。2017 年上半年收入为 5,771 亿韩元, 占公司整体收入的 47.0%, 平均月收入 961.8 亿韩元 (约合 USD8,523 万)。

《Lineage II Revolution》共有 4 个种族, 人类、精灵、黑精灵和矮人, 每个种族都具有不同的血量、魔法值和攻击值, 每个种族都可以在战士、法师和游侠中选择一个职业。游戏采用了第 4 代虚拟引擎, 游戏画面非常精美且真实, 且游戏场景采用无缝大地图, 玩家可以更真实的感受到游戏世界。

图 88: 《Lineage II Revolution》游戏画面



资料来源: 公司网站, 天风证券研究所

《Lineage II Revolution》提供免费下载, 但游戏内部有可以消费的道具。比如, 可以购买游戏道具的钻石, 有月卡还有培养游戏角色所需要的技能点包等。这些道具的消费决定 Netmarble 公司的收入。

3.3.2. 《Lineage II Revolution》创造首月收入记录, 2017 上半年收入 5,771 亿韩元, 市场份额高达 21.2%, 日本市场有望成为另一个增长点

《Lineage II Revolution》自发行日起就在不断创造着韩国手游界的记录。发行第一天收入超过 100 亿韩元, 前一个月收入达到 2,060 亿, 最短日期收入突破 1,000 亿韩元的手游等等。

图 89: 《Lineage II Revolution》 2017 年 3 月收入全球排名

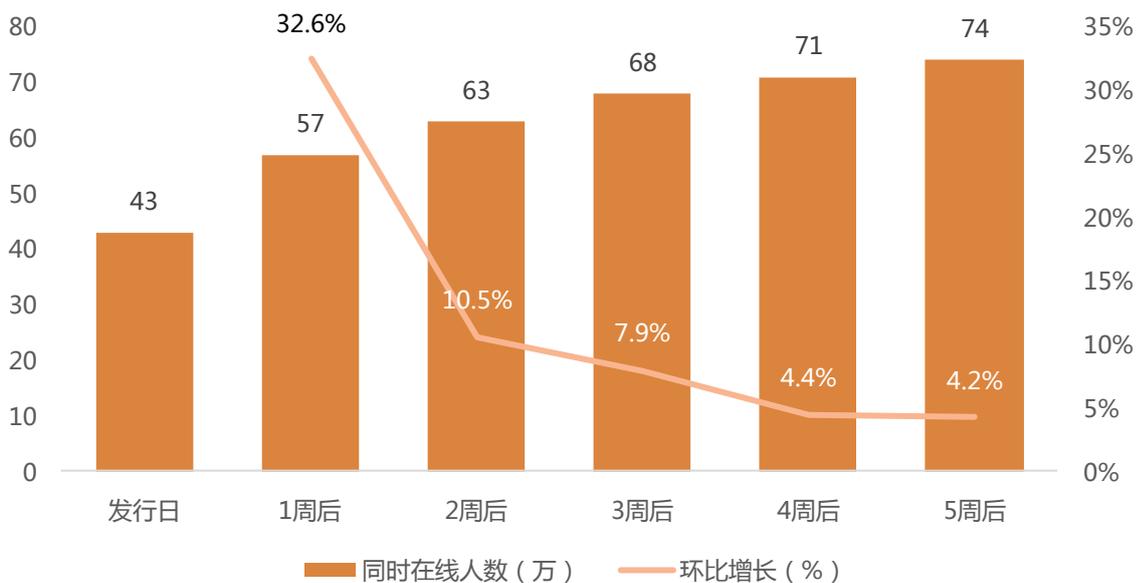
상위 앱
iOS & Google Play 총합 - 전체 - 세계 - 2017년3월

#	매출 기준	회사
1	Monster Strike (몬스터스트라이크)	mixi (믹시이)
2	Lineage II: Revolution (리니지II: 레볼루션)	Netmarble (넷마블)
3	Honour of Kings (王者荣耀)	Tencent (腾讯) Garena Online
4	Fate/Grand Order	Sony bilibili
5	Clash Royale	Supercell

资料来源: App Annie (2017 年 4 月), 天风证券研究所

游戏发行第一天就有 43 万同时在线人数, 到了第五周达到 74 万人。上线 100 天用户数超过 700 万, 相当于每 3 个韩国游戏玩家就有一人体验过《Lineage II Revolution》。根据韩国游戏数据网站 Gevolution 的数据, 《Lineage II Revolution》的官方论坛注册人数近 120 万人, 对比已经成熟的《Seven Knights》(132 万人) 和《Everybody's Marble》(96 万人) 已经很接近。

图 90: 《Lineage 2 Revolution》前五周同时在线人数



资料来源: Netmarble 3rd NTP, 天风证券研究所

《Lineage II Revolution》以 30-39 岁男性玩家为主 (39.62%)，40-49 岁男性玩家为辅 (22.83%)。这些用户的游戏习惯普遍为游戏粘性高，消费水平高，且是最初接触过《Lineage》网游的人群。这些特性使得这个 IP 的游戏表现更持续且市场受欢迎程度较高。在上线超过 300 天之后，该游戏还一直处于韩国 App Store 和 Google Play 的收入榜前 3 位 (其余两款有竞争力的游戏同样也是基于《Lineage》IP 的《Lineage M》和《Lineage M 12》，由 NCSOFT 发行)。

图 91: 《Lineage II Revolution》应用收入排名 (2016 年 12 月 20 日-2017 年 11 月 1 日)

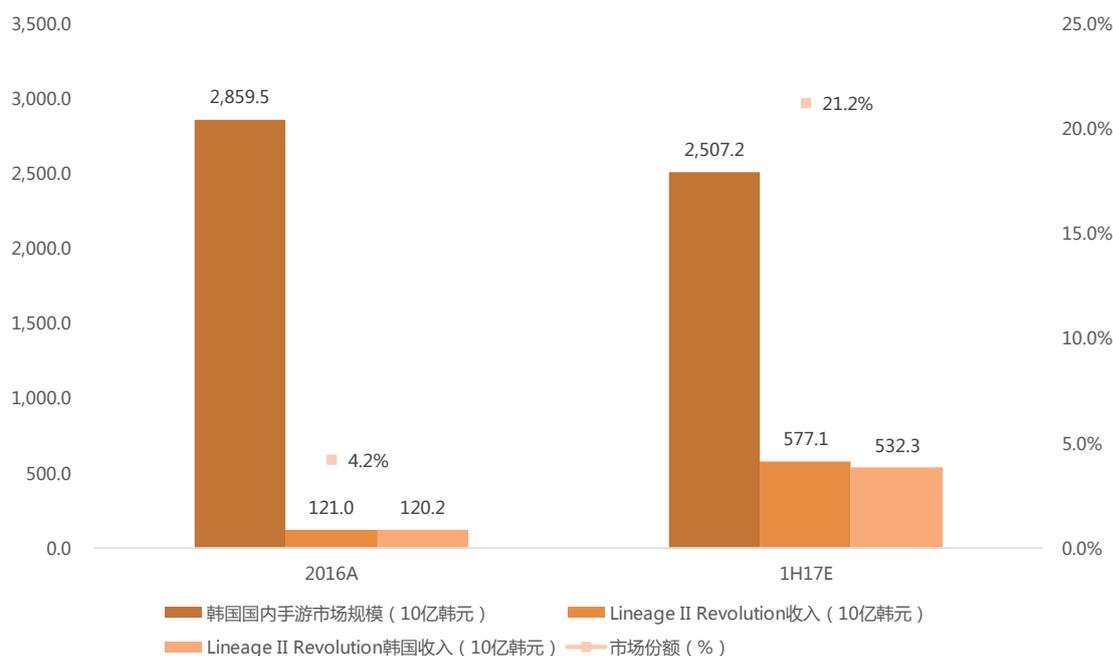
韩国 - 2016年12月16日 - 2017年11月1日



资料来源: App Annie (2017 年 11 月 1 日), 天风证券研究所

2016 年《Lineage II Revolution》的收入为 1,210 亿韩元，国内收入为 1,202 亿韩元，市场份额为 4.2%；该游戏在 1H2017 延续强势表现，上半年累计收入达 5,771 亿韩元，其中国内收入为 5,323 亿韩元，市场份额高达 21.2%。

图 92: 《Lineage II Revolution》收入及市场份额 (2016-1H2017)



资料来源: 公司公告, IDC, 天风证券研究所

在台湾、香港、泰国、新加坡、菲律宾等地,《Lineage II Revolution》都是 RPG 榜第一位,游戏榜 Top2,在其他东南亚地区也有不错的表现。台湾和泰国都是亚洲较大的游戏市场,游戏市场规模分别达到全球第 15 位和 20 位。在 2017 年上半年,东南亚地区作为海外收入的主要来源贡献了 448.1 亿韩元,平均每月 74.7 亿韩元(约合 USD662 万)。

图 93:《Lineage 2 Revolution》全球版排名(2017 年 7 月 22 日)

国家	所有类别	游戏	Role Playing (Games)
台湾	1 =	1 =	1 =
香港	1 =	1 =	1 =
泰国	2 =	2 =	1 =
新加坡	2 ▼1	2 ▼1	1 =
菲律宾	2 ▼1	2 ▼1	1 =
澳门	4 ▲1	4 ▲1	3 ▲2
马来西亚	14 ▼1	12 ▼1	6 ▲1
老挝	34 ▼17	22 ▼14	6 ▼2
文莱	72 ▼33	49 ▼21	18 ▼7
柬埔寨	181 ▼1	114 =	45 ▲1

资料来源: AppAnnie (2017 年 7 月 24 日), 天风证券研究所

该游戏于 2017 年 8 月 22 日登陆日本。在短时间内 App Store 畅销排名达到游戏榜第三位,有望成为公司另一个收入增长来源。

图 94: 日本版《Lineage II Revolution》苹果 App Store 畅销排名



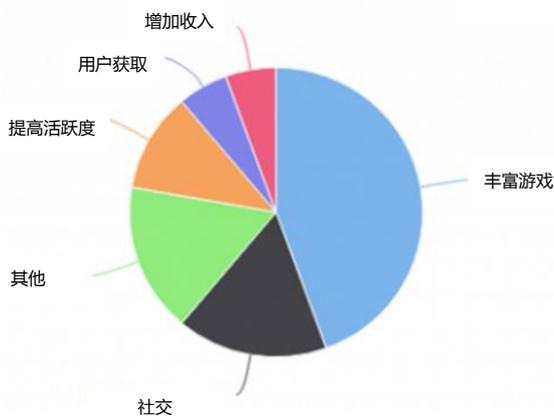
资料来源: App Annie (2017 年 11 月 1 日), 天风证券研究所

3.3.3. 游戏成功的背后：国民级 IP+丰富的游戏内部活动

《Lineage II Revolution》辉煌成绩的背后是一款国民级的 IP，丰富的游戏活动和足量的广告投放三者的协同作用。1998 年出现的韩国第一批网游笼络了一批年轻人，而这些年轻人过了 20 年以后已经成为了消费的主力军。Netmable 的《Lineage II Revolution》和 NCSOFT 的《Lineage M》在韩国市场的爆发式成功很好的说明了这一点。

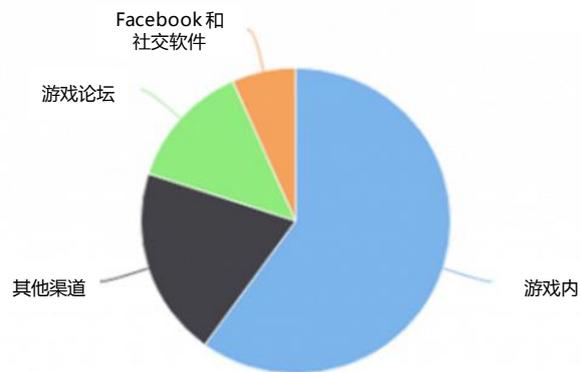
其次，《Lineage II Revolution》的游戏推广活动已经接近 100 个，相当于 2 天就有一个游戏活动，这种频繁的游戏活动可以起到很好的留住玩家的作用。根据 IGAWorks 的统计，2017 年 8 月 23 日到 9 月 19 日近一个月时间内，平均每日活动数量在 7-8 个左右，其中以丰富游戏玩法为主，同时兼顾社交、增加收入、用户获取和提高 DAU。游戏活动也在游戏内部和游戏外的社交软件分布均匀，表现出较好的运营能力。

图 95：《Lineage II Revolution》游戏活动目的分类



资料来源：IGAWorks，天风证券研究所

图 96：《Lineage II Revolution》游戏活动渠道分类



资料来源：IGAWorks，天风证券研究所

3.3.4. 游戏潜在隐患：每个游戏都需面对的评级

韩国的手游在进入市场之前，都要经历一个“游戏管理委员会”的评级过程。评级根据使用者年龄大体分为几类。所有人都可使用、12 岁以上、15 岁以上、18 岁以上这些都是些评级门槛。一款 15 岁评级的游戏，12 岁的儿童就不能单独使用。

图 97：韩国游戏评级分类

等级分类	等级	说明
	所有人都可以使用	所有人都可以使用
	12岁以上可以使用	12岁以下不可使用
	15岁以上可以使用	15岁以下不可使用
	18岁以上可以使用	18岁以下不可使用
	测试版	测试版
	公益游戏	公益用途

资料来源：韩国游戏管理委员会，天风证券研究所

游戏的分类是基于以下几个标准：“煽情性”、“暴力性”、“恐怖性”、“言语不当性”、“药物”、“犯罪”、“投机性”。比如：《Lineage II Revolution》游戏原来有一个交易所系统，即玩家之间可以通过交易所交易游戏内物品，而交易所的通用货币就是游戏内购道具，因此该游戏被认为有较强的投机性，导致其游戏被评定为 15 岁以上可以使用，并且被建议修改游戏交易所系统。

在监管政策的反馈意见下，《Lineage II Revolution》于 2017 年 7 月 2 日关停了游戏内交易所系统，紧接着 7 月 5 日 NCSoft 的《Lineage M》上线，于是保持了近半年的优势被《Lineage M》所取代，收入排行只能排在第二名。

图 98：韩国手机游戏评级参考标准

煽情性	暴力性	恐怖性	言语不当性	药物	犯罪	投机性
 신경성	 폭력성	 공포	 언어의 부적절성	 약물	 범죄	 시행성

资料来源：韩国游戏管理委员会，天风证券研究所

3.4. 《Marvel Future Fight》：高质量精品游戏，累计下载超 5,000 万，海外收入占比达 80.2%，是公司海外发行的一次成功尝试

3.4.1. 《Marvel Future Fight》是一款以漫威超级英雄为题材的动作 RPG，力求游戏平衡性

《Marvel Future Fight》是一款基于漫威超级英雄人物的动作 RPG，故事背景设置为超级英雄共同抵抗外来入侵生物。每位玩家在每个关卡可以随意使用上场的三个角色，每个游戏角色都有独特的三个技能供玩家使用。关卡通关之后，会奖励游戏角色升级所需要的道具。游戏主要有两个玩法，一个是需要不断击退外来生物的战斗玩法，另一个是玩家之间对战的 PVP 玩法。

《Marvel Future Fight》是一款画面极其精美的游戏。游戏画面强化科幻风格，90 多位漫威超级英雄都非常生动，且技能效果炫丽。甚至是游戏关卡场景的背景道具的布置、Boss 的出场效果都意在使用绚丽的画面感满足玩家的游戏体验。

《Marvel Future Fight》是一款平衡性较强的游戏。非付费用户可以通过游戏上线就可以获得自己指定的英雄，且英雄之间存在属性克制，通过合理搭配就可以达到以弱胜强的效果。

3.4.2. 游戏全球发行，海外收入超 80%，累计下载超 5,000 万，目前每月仍有新增下载 120 万

与 Netmarble 的其他游戏不同，《Marvel Future Fight》从一开始就定位于全球统一发行。从发行的 2015 年 3 月 18 日到 2017 年 2 月，《Marvel Future Fight》的全球下载超过 5,000 万，并且以每个月平均 120 万新增下载的速度增长。

《Marvel Future Fight》2016 年营业收入 1,089 亿韩元，同比增长 82%，其中韩国国内收入 215 亿韩元，同比增长 51%，海外收入 874 亿韩元，同比增长 91%。海外收入占游戏收入的 80.2%。

3.4.3. 游戏 IP 是基本，质量是关键

《Marvel Future Fight》的累计收入 1,690 亿韩元，不可否认，漫威的 IP 是这款游戏成功的基础。但是漫威的 IP 并不是游戏成功的全部，其他漫威 IP 游戏表现一般

漫威 IP 一共出现了 6 款官方授权的游戏，并且基本上都是游戏大厂制作，但是成功的游戏只有两款《Marvel Future Fight》和《Marvel Contest of Champions》（截止 2016 年 8 月，累计收入 5.5 亿美元，平均每月 1,250 万美元）。2017 年上半年，《Marvel Contest of Champions》为 Netmarble 贡献 945 亿韩元（约合 USD8,350 万）的收入。

图 99：漫威 IP 手机游戏一览

游戏	发行日期	类型	发行公司	苹果畅销排名 Top500国家数 (2017年7月23日)	苹果畅销排名 Top100国家数 (2017年7月24日)	美国苹果畅销排名 (2017年7月23日)
Marvel Tsum Tsum	2016年2月24日	益智消除	Mixi	3	0	
Marvel Avengers Academy	2016年2月4日	策略冒险	Netmarble (JamCity)	71	4	289
Marvel Contest of Champions	2014年12月11日	动作	Netmarble (Kabam)	94	86	194
Marvel Puzzle Quest	2013年10月3日	三消RPG	Bandai Namco	54	5	158
Marvel Spider-Man Unlimited	2014年9月10日	动作	Gameloft	95	10	177
Marvel Future Fight	2015年3月18日	动作RPG	Netmarble	117	48	52

资料来源：AppAnnie（2017年7月25日），天风证券研究所

游戏 IP 是进入新市场增加玩家熟悉度的利器，但是 IP 效果带来熟悉感的前提条件就是“忠于原著”。同样的漫威概念游戏，同样的休闲消除类玩法，但是《Marvel Puzzle Quest》强化了漫威剧情，而《Marvel Tsum Tsum》是在消除玩法中加入了漫威人物，整体漫威风格不强。

图 100：《Marvel Puzzle Quest》游戏画面



资料来源：产品截图，天风证券研究所

图 101：《Marvel Tsum Tsum》游戏画面



资料来源：产品截图，天风证券研究所

IP 是一个以内容为中心的社区，聚合话题共鸣度高且喜爱类型比较相似的人群。因此，一个基于 IP 改编的游戏就是一个游戏圈子和 IP 圈子的集合。一个 IP 游戏的核心用户规模会随着潜在某个 IP 游戏玩家规模的转化，某类型 IP 游戏在 IP 目标人群中的渗透率和某类游戏付费用户规模的增加而增加。游戏厂商通过借助 IP 理论上可以将用户扩大到整个热爱某

个 IP 的人群中，即将原本的喜爱某类型游戏的用户扩大到喜欢某个 IP 的人群中，形成一定的增量用户。同样的，形成的这部分增量用户中原本有部分拥有较好的游戏付费习惯，那么由 IP 增量用户带来的某个 IP 游戏的潜在付费用户就可能转变为游戏的某 IP 游戏的核心用户。因此，一个 IP 改编游戏成功公式应为：

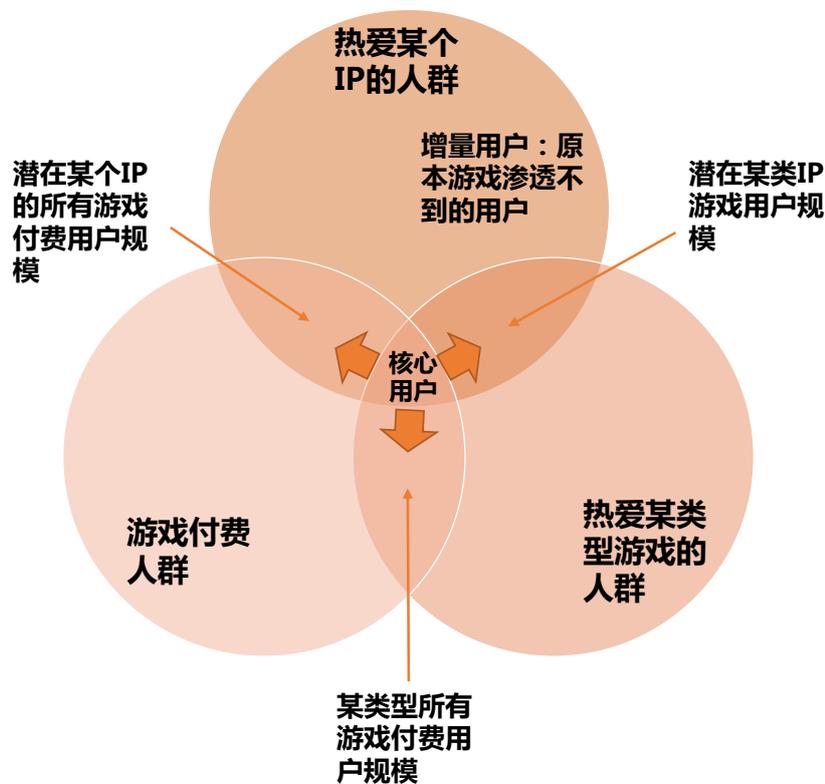
$$\text{游戏收入} = \text{非 IP 游戏部分收入} + \text{IP 增量收入}$$

$$\text{非 IP 游戏部分收入} = \text{某类游戏付费人群规模} * \text{增速} * \text{ARPU}$$

$$\text{IP 增量收入} = \text{IP 人群} * \text{用户渗透率} * \text{付费转化率} * \text{ARPU}$$

一个成功 IP 游戏在选择 IP 时既要考虑某个 IP 游戏目标人群基数，也要考虑与高付费转化率游戏类型目标人群的契合度，从而保证一定的用户渗透率，达到最大化 IP 增量收入的目的。

图 102：IP 游戏结构及 IP 游戏核心玩家来源



资料来源：天风证券研究所

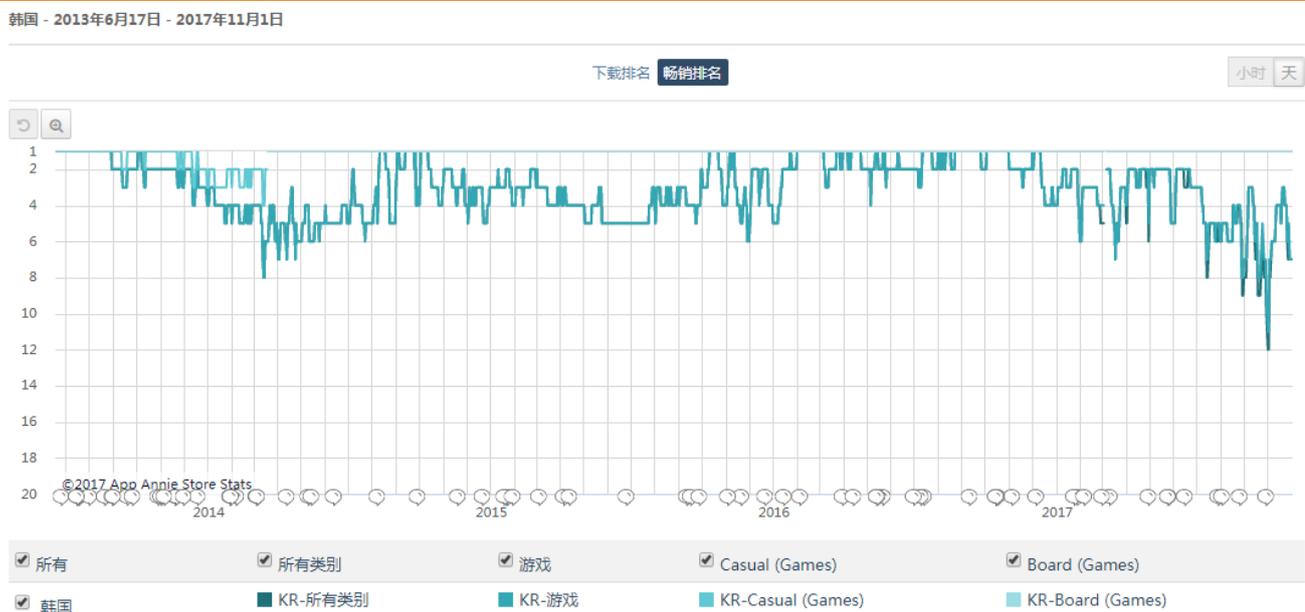
3.5. 《Everybody' s Marble》：全球 2 亿次下载，在韩渗透率高达 78%，上线 4 年仍牢牢占据畅销榜前 10

3.5.1. 游戏介绍：大富翁类游戏，游戏拥有丰富的玩法

《Everybody' s marble》是一款抢手类休闲桌游类手机游戏，于 2013 年 6 月 11 日开始发行。游戏的玩法最初来源于美国棋盘游戏《Monopoly》，游戏规则是，2-4 个玩家轮流投掷骰子，在棋盘上走到骰子摇出的数指示的位置，在到达的位置玩家可以选择花钱购地盖建筑，若其他玩家路过自己地盘则会收取过路费，过路费会随着建筑等级和游戏进程会逐渐上涨，直到有一方付不起过路费游戏结束。游戏结合角色卡牌成长、骰子皮肤、机会卡战略、多种地图等因素，帮助玩家提高胜率的同时，给玩家带来了丰富的游戏体验。

在该游戏之前，有过一款《Blue Marble》，与《Everybody' s Marble》极其相似，唯一的区别就是地图的格子数量，前者是 10X10 的格子，后者是 8X8 的格子。但是，《Everybody' s Marble》上线后持续成长成为了国民级游戏，而《Blue Marble》已经被人遗忘。

图 103: 《Everybody's Marble》Google Play 畅销排名 (2013 年 6 月 17 日-2017 年 11 月 1 日)



资料来源：App Annie (2017 年 11 月 1 日)，天风证券研究所

3.5.2. 《Everybody' s Marble》关注用户数据，游戏不断更新迭代留住用户

《Everybody' s Marble》在上线初期登顶畅销榜，但是在上线近半年之后出现轻度玩家与重度玩家之间的实力断层，用户开始流失，畅销排名也不断下降。实力断层的主要原因在于游戏后期卡牌升级难度增加，重度玩家通过不断游戏增加了卡牌等级，但轻度用户就没有足够的资源进行角色升级导致玩家之间实力相差悬殊，新玩家游戏体验非常差。

面临这种状况，Netmarble 积极应对，本着轻度游戏轻量化的原则将游戏进行全面改版，全面降低卡牌培养难度，减少新玩家进入门槛，同时通过增加游戏趣味留住核心玩家，延续游戏生命周期。

3.5.3. 《Everybody's Marble》上线时长达到 50 多月，延续超长生命周期

根据韩国 KOCCA 的调查，手游用户平均游戏时长是 14.7 周，能持续游戏一年以上的玩家只有 8.5%。这种快节奏的游戏替代频率导致游戏公司如何留住玩家成为关键。

《Everybody's Marble》上线达到 50 个月，是韩国 Google Play 畅销榜中上线时间最早的一款游戏。用户建议反馈及时，定期更换游戏棋牌地图，严格的质量审核标准等高标准高成本的做法让《Everybody's Marble》能够一次次延长生命周期。

3.5.4. 《Everybody's Marble》休闲游戏轻量化

《Everybody's Marble》一直维持轻量化战略，而韩国另外一家游戏公司 JoyCity 的《Game of Dice》作为后来者（2015 年 10 月上线）加入了很多养成因素，将其变成一款较为重度的游戏。在《Game of Dice》的发行初期一度对《Everybody's Marble》挤压，造成用户流失，畅销榜排名下滑，但没过多久趋势反转《Game of Dice》畅销榜排名不断下滑。Joycity2016 年国内手游收入年收入仅 89.3 亿韩元（包含《Game of Dice》、《Ocean & Empires》等约 4 款游戏），远不及《Everybody's Marble》。

图 104: 《Everybody's Marble》游戏界面



资料来源：产品截图，天风证券研究所

图 105: 《Game of Dice》游戏界面



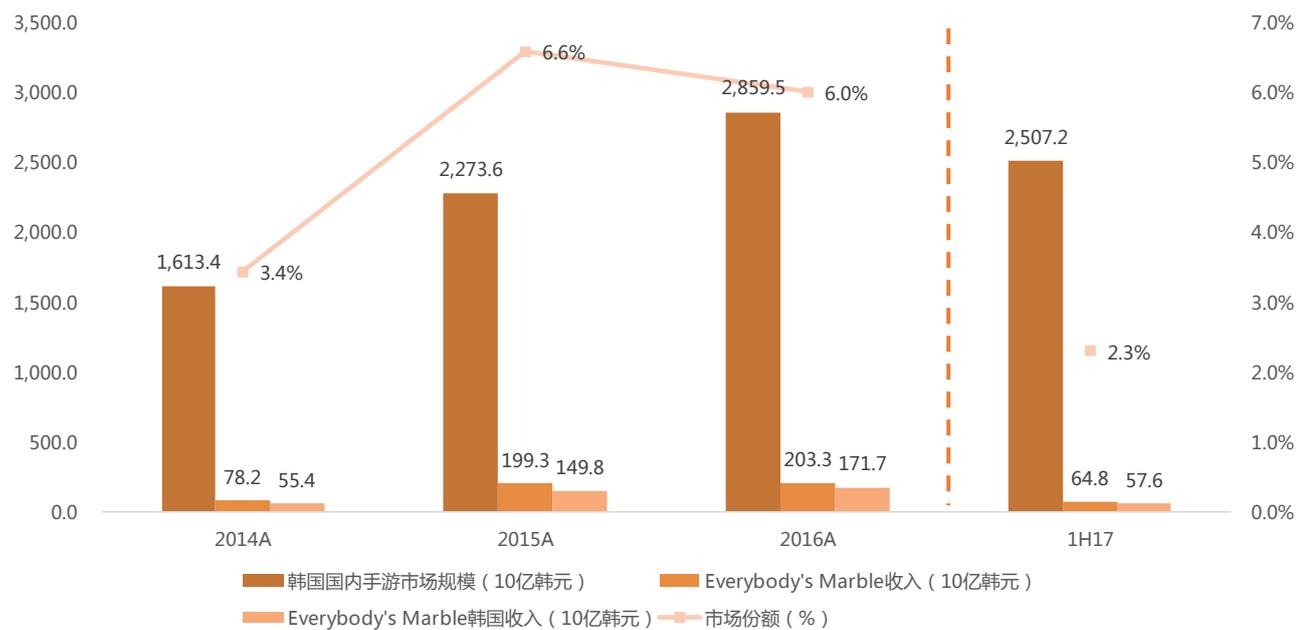
资料来源：产品截图，天风证券研究所

3.5.5. 全球 2 亿次下载，单个游戏上线 4 年后依然占据全市场 6%的份额

《Everybody's Marble》发行当天下载超过 100 万，发行第一周就成为所有应用畅销排行榜第一，每小时收入突破 1 亿韩元。截止到 2017 年 7 月，该游戏已发行超过 4 年，而在这 4 年中，《Everybody's Marble》没有掉出过游戏畅销排行榜 Top10。2016 年平均 MAU 超过 183 万，排名韩国第二。截止到 2016 年 5 月，《Everybody's Marble》在全球范围内已经拥有 2 亿次下载，韩国国内就拥有 2,000 万玩家基础（渗透率高达 78%）。

《Everybody's Marble》在 2016 年全球收入为 2,033 亿韩元，国内收入 1,717 亿韩元，国内收入占比 84.5%，占整个游戏市场的 6.0%；2017 年上半年受到《Lineage II Revolution》的挤压市场份额下降到 3.5%。

图 106: 《Everybody's Marble》游戏收入及市场份额 (2014A-1H17)



资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 天风证券研究所

注: 韩国国内手游市场规模系公司招股书披露美元数据, 原始数据为 1,436.6 百万, 2,024.4 百万, 2,546.1 百万和 2,945.4 百万美元

1H2017 的韩国市场份额使用了 2017 年整年的一半作为估算

3.6. 《Pentastorm》:《王者荣耀》进军韩国,全新玩法亟待韩国玩家认可

3.6.1. 《王者荣耀》进入韩国沿用中国模式,游戏发行借力社交平台

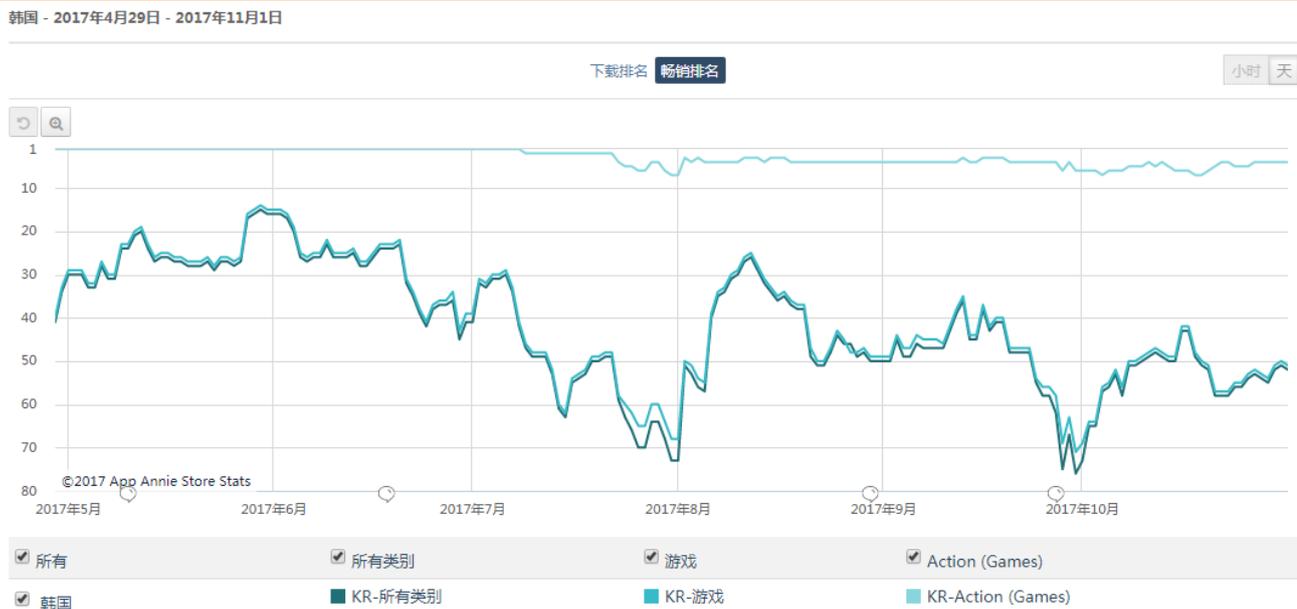
《PentaStorm》是中国《王者荣耀》的海外版本之一,玩法几乎一致。每个玩家操控一个英雄,由5个人合作推掉对方的水晶就算胜利。该游戏于2017年4月正式登陆韩国,由Netmarble代理发行,Netmarble没有选择自己独立发行,而是参照中国模式,与韩国的“微信”Kakao Talk合作,由其发行发挥在社交领域的优势。这样一来,尽管会损失部分收益(App Store和Google Play 30%,Kakao 21%,Netmarble+腾讯 49%),但是满足了《PentaStorm》最核心的功能。

根据数据网站AppApe披露,2017年5月活跃用户中男性玩家占据绝对多数(90.1%),根据游戏茶馆2017年6月数据,《王者荣耀》男玩家只有45.9%。《PentaStorm》以00后男玩家为主,占比34.3%,其次是90后玩家占31.1%,这些不到30岁的男性玩家占整个游戏的65.4%,30岁以下玩家占比71.5%(对比中国74.6%)。

3.6.2. 《PentaStorm》表现逐渐走弱,争取更多用户成为关键

《PentaStorm》于2017年4月25日正式开服,开服之后Google Play下载排名迅速增加,最高到游戏下载榜第1名,在经历了排名大幅下滑后8月份开始逐渐回升,目前排名游戏下载榜第38位。Google Play畅销排名也从最高14位,最低跌落至68位,目前稳定在前50。

图 107:《PentaStorm》Google Play 畅销排名(2017年4月28日-2017年11月1日)



资料来源: AppAnnie (2017年11月1日), 天风证券研究所

《PentaStorm》是一款需要庞大用户基础的游戏。与其它游戏不同,该游戏主打随时随地都能够公平对战的概念,这意味着这款游戏的人均收入会比RPG类游戏低,且头部玩家充值比例不会特别突出。因此,比起人均消费增长的贡献,玩家数量的增长将会成为该游戏能否成功的关键。

然而,韩国市场大部分用户活跃在RPG类游戏,特别是在20岁-39岁男性玩家当中,RPG类游戏比动作类游戏活跃玩家多近3倍,《PentaStorm》很难吸引到大部分活跃用户。特别是,与10岁到19岁玩家不同,20-39岁玩家的获客成本比较高。由于这个年龄段的人较少受到朋友推荐的影响,更多地依赖电视广告,使得获客成本更高。

3.6.3. 《PentaStorm》举办多种电竞活动，但目前尚未对游戏产生较大影响

《Pentastorm》的推广采取游戏与电竞同行的策略。《PentaStorm》已经进行到 S2 赛季，并且模仿中国 KPL 赛事，举行本地化的 PSPL 系列赛事（“Penta Storm Premier League 2017 Summer”于 2017 年 7 月 23 日开幕）。此外，也举行线下网吧锦标赛，即与线下几十家网吧合作，进行网吧玩家之间的民间电竞对抗赛。

由于韩国电竞市场网络游戏根深蒂固，手游的电竞赛事面临着很多强劲对手的威胁。《PentaStorm》目前市场影响力还不够，举行电竞赛事可能会达不到原有预期。腾讯《王者荣耀》的第一届“KPL”于 2016 年末举行，那时《王者荣耀》的活跃用户已经高达 5,000 万用户，第二届“KPL”高达 8,000 万。与此相比，《PentaStorm》目前的用户规模还是偏小一些。

3.6.4. 《PentaStorm》可以尝试加入 RPG 因素以迎合韩国玩家

《PentaStorm》在核心玩法方面没有进行太多改动。与《Seven Knights》打入日本市场的游戏彻底改编不同，《PentaStorm》有太多《王者荣耀》的影子，核心玩法几乎没变，这对于一个 RPG 类游戏长期霸榜的韩国市场是一个“异类”。应用市场用 3 个月的时间提醒该游戏可能在韩国面临水土不服。

借鉴《Seven Knights》日本市场的经验（进入一个新的市场，比起一个规则的破坏者，规则的遵循者更容易获得成功），由《王者荣耀》改编而来的《PentaStorm》或许可以尝试加入 RPG 因素。如：英雄可以培养，每局进入时的等级根据培养强度不同而有所不同，亦或者根据培养力度的差别，英雄的最高等级可以提高，而不是统一的 15 级。要体现通过游戏进程的深入，英雄的能力也要逐渐增强。此外，RPG 盛行的韩国玩家对于游戏的辅助功能有较高的要求，一般自动寻路、自动挂机等功能会很大程度上减缓游戏难度，而需要总是手动操作的 MOBA 类型，可能也在一定程度上引起玩家的不适感。

公平性方面可以通过匹配相似战力的玩家来达到，即不单单只考虑段位（《王者荣耀》模式），改版后的《PentaStorm》还要考虑战力等因素从而达到游戏的平衡性。

MOBA+RPG 类的游戏，既保留了喜欢动作游戏的 00 后，更能够吸引喜欢 RPG 的 90 后和 80 后（这群人拥有更高的游戏粘性和消费能力），既能够增加用户基础，还能够增加付费道具可选择性。

4. 核心优势：全面的全球化布局、优秀的研发能力

4.1. 游戏全球化战略：广布局奠定全球化基础，“本地化+IP”开拓国外市场

4.1.1. 全球化布局：布局全球 10 个主要地区，全面涵盖主要游戏市场

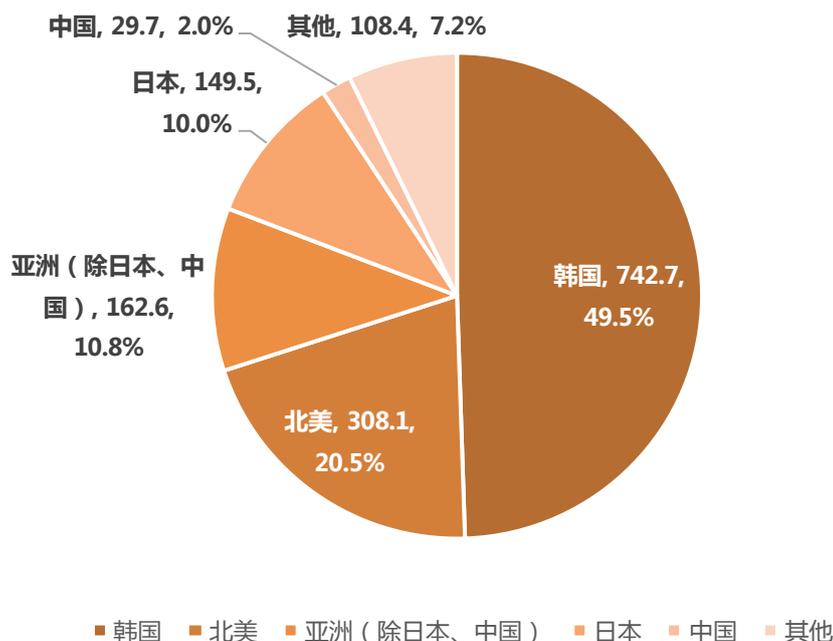
Netmarble 公司从 2012 年发展全球化，截止到 2016 年拥有 23.7% 的海外员工，超过 50% 的收入来自于海外。近两年，Netmarble 全球化速度逐渐加快，通过并购的方式拓展美国的版图，并且攻坚与韩国文化接近的中国、泰国等地区。截止到 2016 年末，Netmarble 公司的员工已经遍及美国、阿根廷、土耳其、台湾、日本、中国等全球 10 个地区。如此广阔的全球化布局，让 Netmarble 的海外收入在 2016 年超过了在韩国的收入，凸显全球化带来的效益。

图 108：Netmarble 公司分地区员工数量（2016 年）

Country	(number of personnel, except percentages)		As of December 31,			
			2014	2015	2016	
Korea	2,122	87.2%	2,400	81.8%	2,730	76.3%
United States	10	0.4	210	7.2	447	12.5
Argentina	-	-	58	2.0	75	2.1
Turkey	125	5.1	92	3.1	93	2.6
Taiwan	78	3.2	82	2.8	91	2.5
Japan	33	1.4	27	0.9	38	1.1
Indonesia	42	1.7	27	0.9	39	1.1
Thailand	14	0.6	20	0.7	36	1.0
China	10	0.4	19	0.6	29	0.8
Total	2,434	100.0%	2,935	100.0%	3,578	100.0%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 109：Netmarble 公司 2016 年收入地域分布（10 亿韩元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

根据公司招股说明书披露，Netmarble 在韩国一共发行了 44 个游戏，在北美发行了 21 款游戏（主要由旗下公司 Jam City 研发并发行）；在亚洲（除日本外）发行了 26 款游戏，日本 21 款游戏。

图 110: Netmarble 游戏全球各地区发行数量

区域	MMORPG	RPG	休闲类	其他	合计
韩国	3	12	11	18	44
北美		7	8	6	21
亚洲（日本除外）		7	8	11	26
日本		7	8	6	21

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

注：RPG 包含动作 RPG，战略 RPG，回合制 RPG 等，其他类包含设计类，动作游戏，社交游戏，赌场游戏等

北美指美国和加拿大

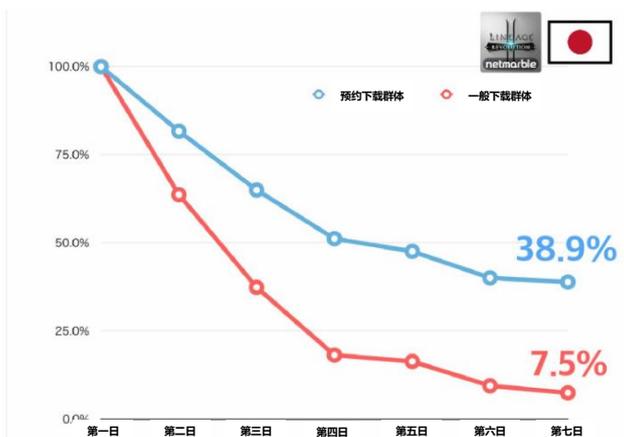
4.1.2. 全球化发行策略：舍弃“One-build”策略，“本地化+IP”战略获得成功

一般来说，游戏公司的全球化战略是全球同一版本的“One-Build”策略。即，将游戏的同一版本只更改游戏内置语言就发行到全球各个地区。这种战略是一种非常高效且低成本的方式。采用这种方式进行全球化的游戏并不少，比如，SuperCell 的《Clash of Clan》和《Clash Royale》。这种战略非常适合休闲类的游戏，因为该类型的游戏对于游戏人群的游戏习惯要求并不高，拥有很好的兼容性，但是对于以 RPG 为主的 Netmarble 并不合适。

因此，Netmarble 的全球化战略分为两部分，本地化战略+IP。Netmarble 的本地化战略彻底遵循当地玩家的游戏习惯，甚至不惜改变游戏 RPG 养成核心系统以使更好地适应当地市场；此外，通过借用玩家熟悉的 IP 笼络当地用户，使游戏的成功率大大提高。

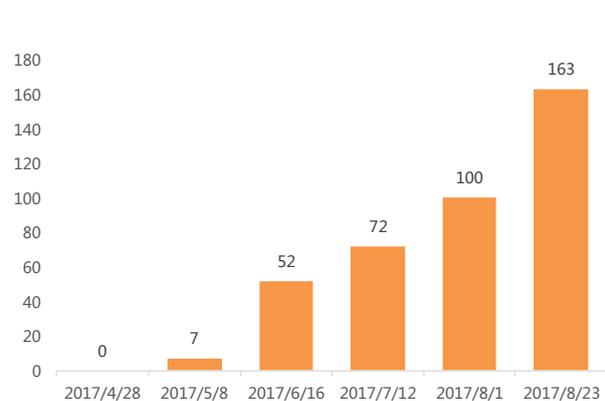
不仅仅是之前《Seven Knights》在日本的发行，最新爆款游戏《Lineage II Revolution》进入日本市场也获得了成功。上线第一天就位列畅销榜第四，上线四个月保持平均收入畅销榜 Top4。《Lineage II Revolution》在日本市场的发行采用了事前预约的方式，事前预约玩家留存率显著高于一般玩家，7 日留存率达到 38.9%，显著高于一般下载人群的留存率。截止正式发行累计预约量达到 163 万人，由此计算 7 日后留存玩家达到 63.4 万人，已经接近《Lineage II Revolution》在韩国的 MAU。

图 111: 《Lineage II Revolution》日版留存率



资料来源：App Ape，天风证券研究所

图 112: 《Lineage II Revolution》日版事前预约人数



资料来源：App Ape，天风证券研究所

4.2. 丰富的 IP 储备和与之配套的高游戏制作水平

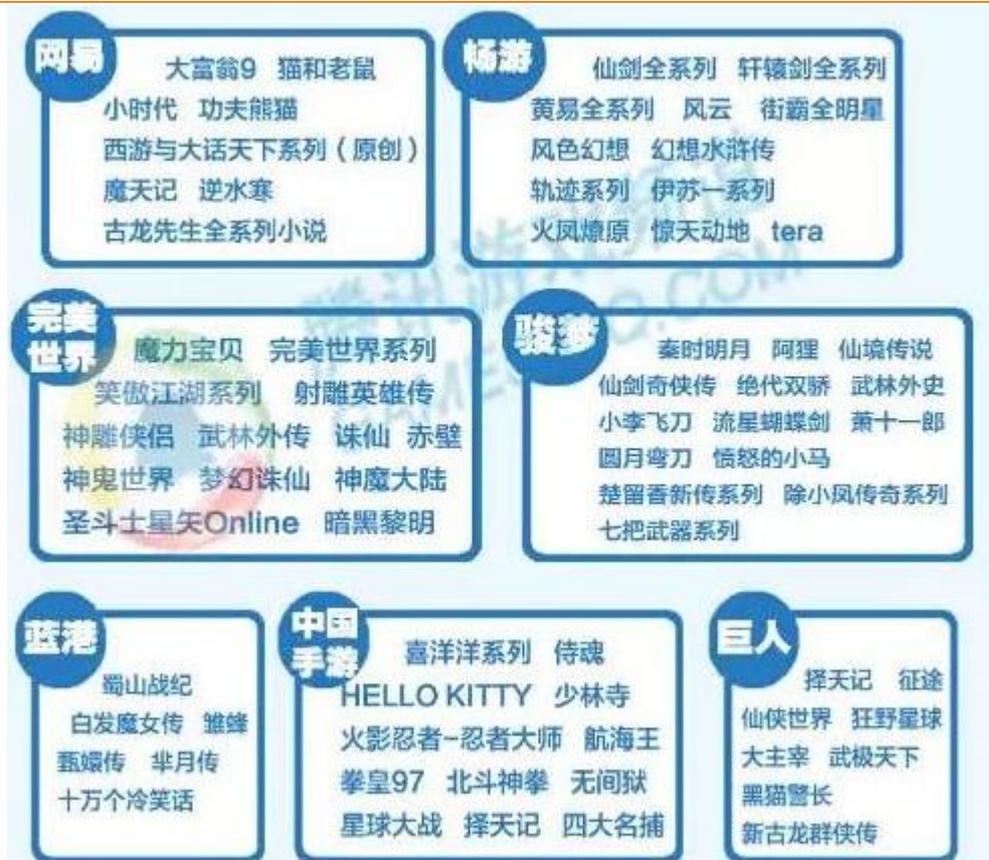
Netmarble 拥有很多现象级 IP，比如《Star Wars》，《Disney》，《Marvel》，《Transformers》和《G.I. Joe》。全球游戏公司中 Netmarble 是少数拥有如此多高流量 IP 的手机游戏公司。

此外，Netmarble 在 2015 年 3 月跟韩国三大游戏公司之一的 NCSOFT 签订合作协议，以 NCSOFT 将持有 Netmarble 6.88% 的股份，Netmarble 也会得到 NCSOFT 持有的部分 IP，其中就包含《天堂》IP。

Netmarble 为了强化自身在全球 IP 游戏化领域的开发能力，在 2016 年末收购了开发出《漫威英雄》、《速度与激情》、《饥饿游戏》的美国 Kabam 公司。

与之相比，中国手游公司目前开发的全球影视 IP 游戏比较少，腾讯以端游 IP 为主，网易拥有《猫和老鼠》、《终结者》、《功夫熊猫 3》、《来自星星的你》等，游族网络签下了《权利的游戏》手游改编权。

图 113：中国主要手游公司持有 IP



资料来源：腾讯游戏频道（2015 年 7 月），天风证券研究所

中国手游大厂的游戏 IP 化以网络文学类 IP 为主，比如天蚕土豆的《大主宰》、我吃西红柿的《莽荒纪 OL》等，这类 IP 积累了由于积累了很多粉丝，因此在玩家获取难度、玩家留存率、玩家付费意愿上都有不可替代的优势。2015 年 2 月上线的《大主宰》在上市五个月内最高排名达到第 7，月流水过亿；再比如唐家三少的《冰火魔厨》改编成手游之后单月流水破 3,000 万。

4.3. 用户行为分析大数据系统- “Columbus Engine” ，在用户卸载前有所对策

游戏界“最负盛名”的数据决策型公司是美国 Zynga。Zynga 公司在 2010 年曾经是社交游戏的龙头，其推出的 Facebook 游戏《FarmVille》、《CityVille》、《Mafia Wars》都获得了令人惊艳的成绩，曾经一度霸榜 Facebook 游戏榜前 10。但是，这样的公司由于极度依赖数据导致创新力反而降低，不发行未被数据验证过的游戏类型，不断复制他人的成功经验，使游戏失去了新鲜感并导致大量用户流失。

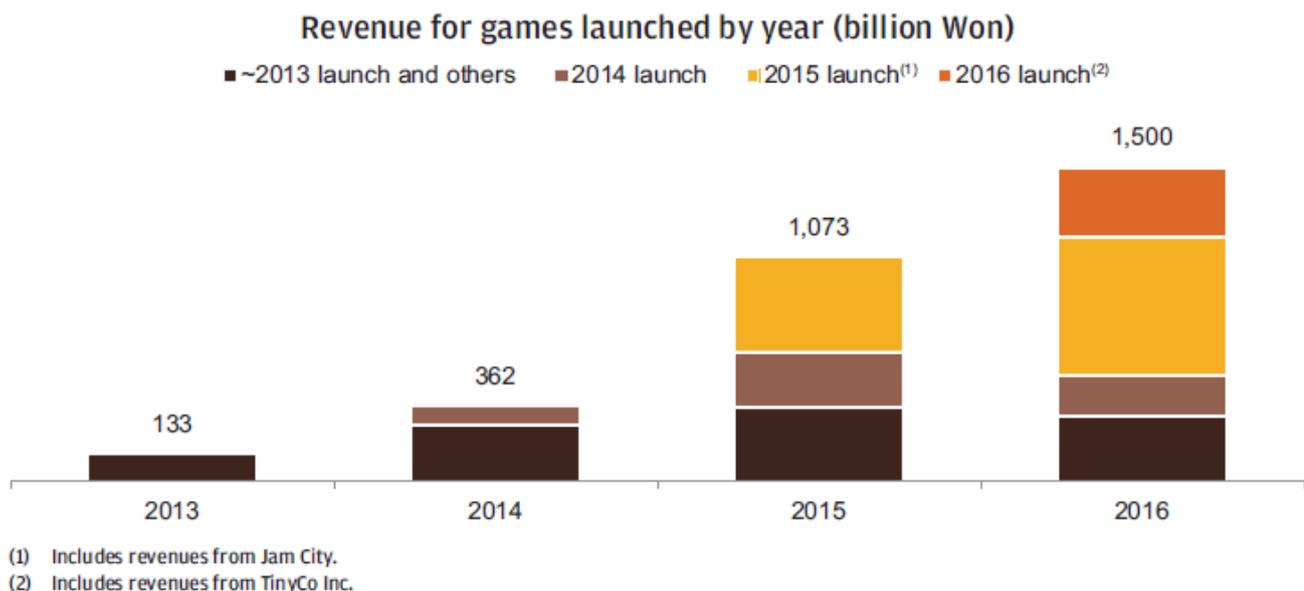
与 Zynga 不同，Netmarble 开发的大数据系统旨在利用其庞大的用户数据优化玩家的游戏体验。过去的游戏服务使得 Netmarble 积累了全面的游戏数据，这些数据不止包含玩家玩游戏时长，偏好游戏角色和游戏的充值数据。为了能够充分利用这些数据，Netmarble 在 2016 年的第一次 NTP 大会上宣布要开发一款人工智能大数据分析系统“Columbus Engine”，力求在玩家卸载游戏之前有所对策。

该系统可以平衡游戏的公平性和游戏难度。游戏内充值会让游戏进程更快且实力提升更快，如果付费用户和非付费用户之间的差距过大，则会让非付费用户失去继续游戏的动力；如果付费用户发现充值后游戏难度急剧降低，那么同样也会对游戏失去兴趣。为了避免这种情况，在游戏设计过程中，“Columbus Engine”会为游戏开发者提供足够的游戏数据，确定更精确的目标玩家人群和更适合的付费道具，以使增加更多的游戏消费机会同时又不会引起玩家的反感

在游戏过程中，该系统以游戏内秘书的形式可以对付费玩家根据玩家的偏好推荐不同的游戏内购应用，可以让玩家不断的感受到回应，不会有长期陷入游戏瓶颈期的问题，对于不付费用户，可以减少游戏上手门槛和游戏进程中的不熟悉感，亦可以提供更为合理的游戏角色成长方式。

从 Netmarble 的收入结构来看，Netmarble 的游戏半衰期大约在 2 年左右，目前占公司收入接近 1/2 的游戏都是在 2015 年发行的，假设如果继续维持 2 年左右的半衰期，那么在 2017 年左右公司的业绩会承压。

图 114：游戏发行年份分组收入



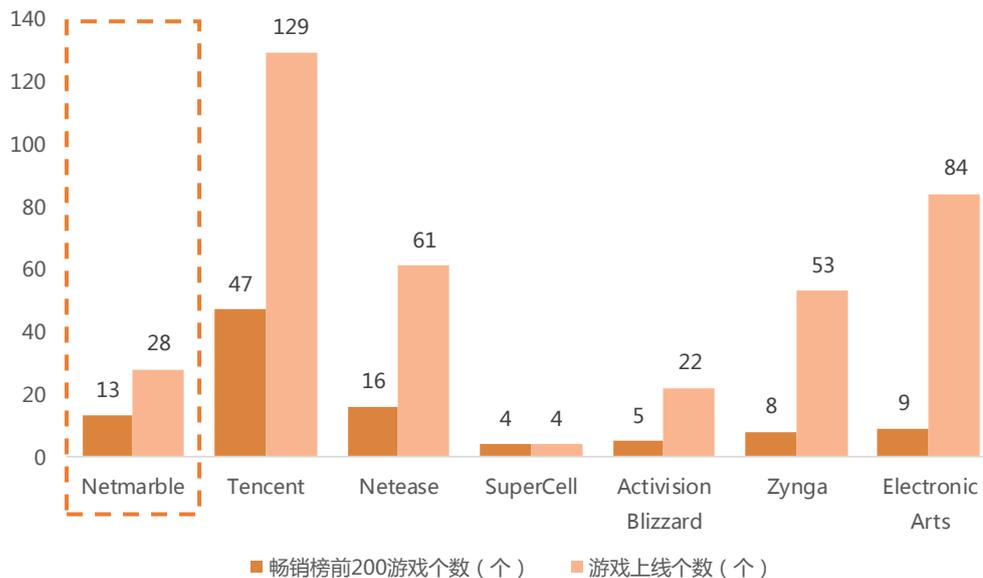
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4.4. 持续开发畅销游戏的优秀研发能力

Netmarble 拥有非常敏锐的市场嗅觉和优秀的研发能力。纵观 Netmarble 手游发展史就可以发现，该公司基本上每半年就能推出一款爆款游戏。从最初的《Everybody's Marble》、《Seven knights》、《Raven》到最近的《Lineage 2 Revolution》，Netmarble 公司总能够适时地推出令玩家喜爱的游戏。这使得尽管 NetMarble 尽管只推出了约 28 款游戏，但有高达 13 只位列安卓 Google Play 市场畅销榜前 200 位，比例高达 46.4%，这个比例是一般的游戏大厂达不到的，就连腾讯也只有 36.4%。

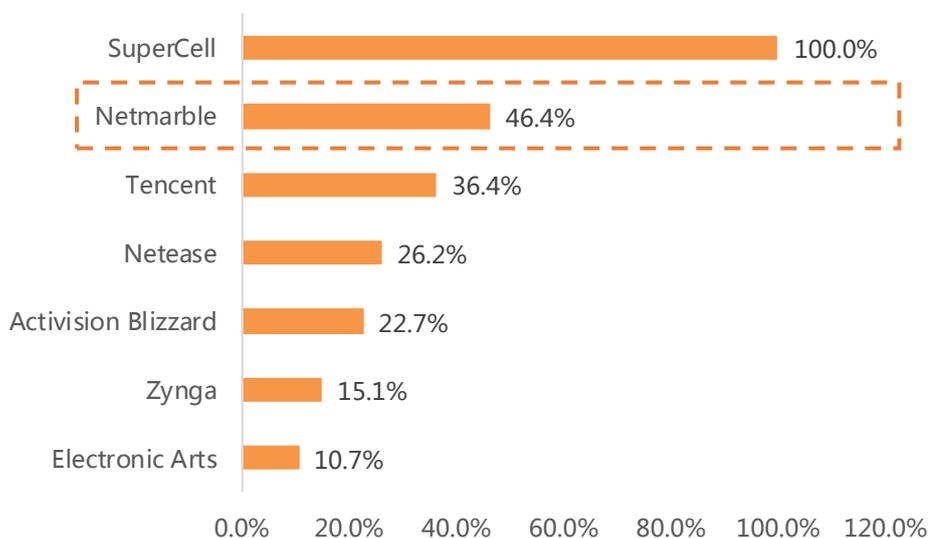
从全球范围来看，几个主要的游戏厂商中以腾讯发行的游戏数量为最，但是即使腾讯这样的全球第一手游厂，畅销排行前 20 游戏的比例只有 36.4%，只有专门制作精品游戏的 Supercell 每个游戏都进入了前 200 的榜单。与其他手游大厂相比，Netmarble 既拥有极高的游戏成功率，还具有足够的游戏数量，做到两者兼顾。

图 115：世界主要游戏厂商游戏数目与位列畅销榜数目



资料来源：App Annie（2017年8月3日），天风证券研究所

图 116：游戏成功比例（以进入当地游戏畅销榜前 200 为标准）



资料来源：App Annie（2017年8月3日），天风证券研究所

5. 主要劣势：多款游戏触及拐点，《Lineage II Revolution》遭遇竞争对手，外来游戏竞争力逐渐增强

5.1. 多款游戏触及拐点，《Lineage II Revolution》遭遇竞争对手《Lineage M》

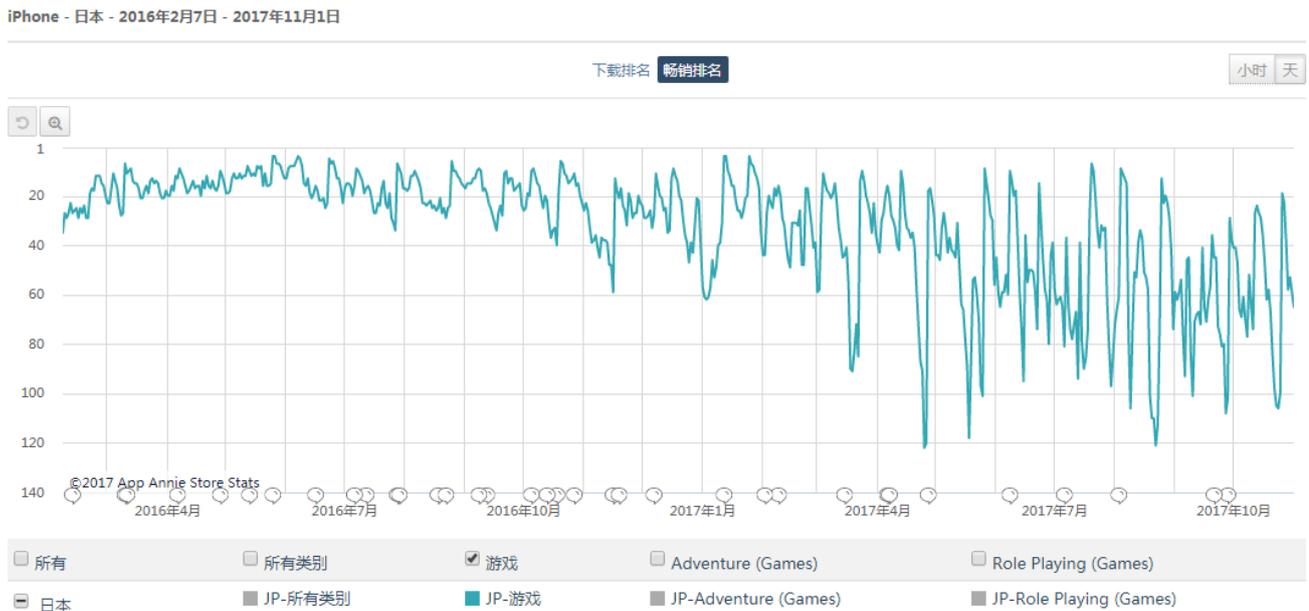
Netmarble 公司的主要业务收入来自于手游业务,2016 年收入前五的游戏占公司收入的 62%, 该比例在 2017 上半年达到 77%。因此,这几款游戏的表现大致可以决定该公司的业绩。

5.1.1. 《Seven Knights》国内市场增长乏力,日本市场排名稳定下滑,中国重新上市的《新七骑士》表现未知

《Seven Knights》在韩国市场增长已经见顶,2016 年韩国收入 1,526 亿韩元,同比下降 1.4%, 2017 年上半年韩国收入仅为 489 亿韩元。由于两款以《天堂》为主题的畅销游戏,《Seven Knights》在韩国的表现受到进一步挤压。

2016 年全球收入排名第 1, 日本市场中排名第 1 的《怪物弹珠》收入约 2,000 亿日元; 全球排名第 7, 日本排名第 2 的《智龙迷城》收入约为 950 亿日元, 全球排名第 10, 日本排名第三的《Fate/Grand Order》的收入估算 523 亿日元, 日版《Seven Knights》在 2016 年最高畅销排名达到第 7, 但是畅销排名近几个月持续下滑, 2017 年 9 月 4 日的排名下滑到 54 位, 2017 年上半年《Seven Knights》来自海外的收入仅为 556 亿韩元, 预计 2017 年收入不会有明显的积极变化。

图 117: 《Seven Knights》日版苹果市场畅销排名 (2016 年 3 月 5 日-2017 年 11 月 1 日)



资料来源: AppAnnie (2017 年 9 月 5 日), 天风证券研究所

5.1.2. 《Everybody's Marble》后继乏力, 增长有限

《Everybody's Marble》是一款非常长寿的游戏, 即使是到了上线 4 周年, 依然没有跌落韩国 Google Play 畅销榜前 10。尽管如此, 受到《Lineage II Revolution》和《Lineage M》的冲击, 2017 年整体排名下移。2016 年韩国国内收入 1,717 亿韩元, 同比增长 15%; 2017 年上半年收入就已经下滑到 576 亿韩元。

根据 Newzoo 的预计, 韩国游戏人口为 2,560 万, 而 2016 年 5 月《Everybody's Marble》在韩国玩家就已经超过 2,000 万, 渗透率高达 78%。高玩家渗透率叠加游戏增速减缓意味着游戏收入见顶, 未来很难有更进一步的收入增长, 长寿游戏已经面临着生命周期末期。

5.1.3. 《Lineage II Revolution》17 上半年表现良好，但遭遇竞争对手《Lineage M》

《Lineage II Revolution》上线一个月收入达 2,060 亿韩元，但是在 2017 年 6 月，NCSoft 的《Lineage M》上线之后，《Lineage II Revolution》的地位就受到冲击，畅销排名一直位列第 2 名。在 2017 年 7 月整整一个月的时间中，Netmarble 没有能够冲击《Lineage M》的霸主地位。

根据韩国“The Korea Times”报导《Lineage M》在上线之前预注册人数达到 550 万人，上线首日收入达 107 亿韩元，7 月 1 日达 130 亿韩元打破韩国游戏史上单日流水记录，单月收入可能超过《Lineage II Revolution》达到 2,500-3,000 亿韩元左右，“回忆杀”的效果非常显著。如此强劲的对手，让 Netmarble 最有力的增长点《Lineage II Revolution》，对公司收入能够产生的贡献被打折了。

图 118: 《Lineage II Revolution》游戏宣传画面



资料来源: App Annie (2017 年 8 月 4 日), 天风证券研究所

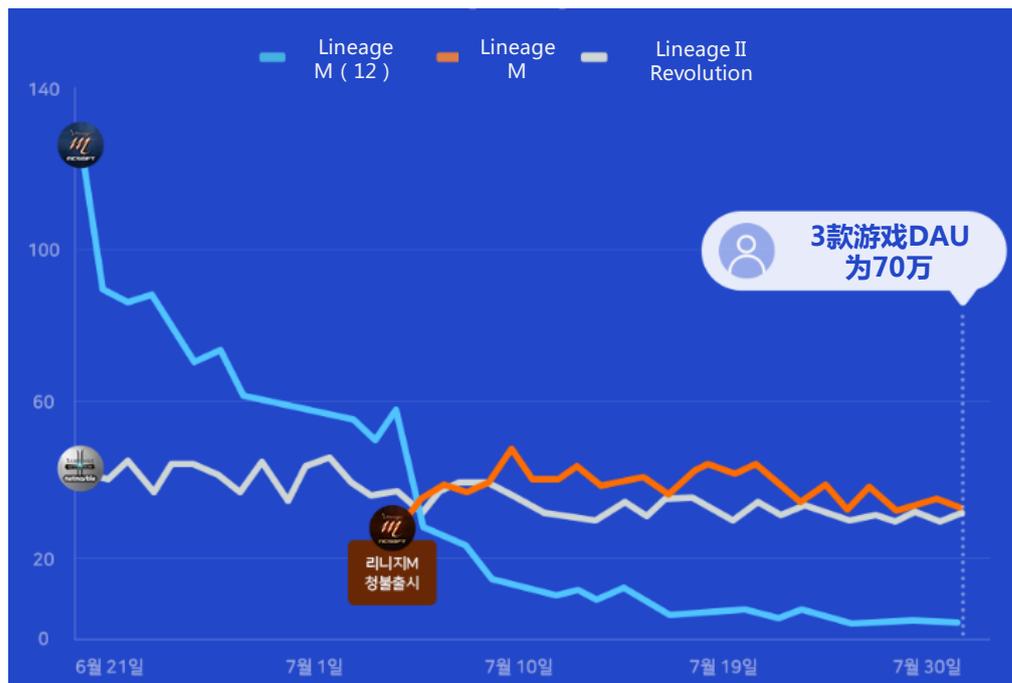
图 119: 《Lineage M》游戏宣传画面



资料来源: App Annie (2017 年 8 月 4 日), 天风证券研究所

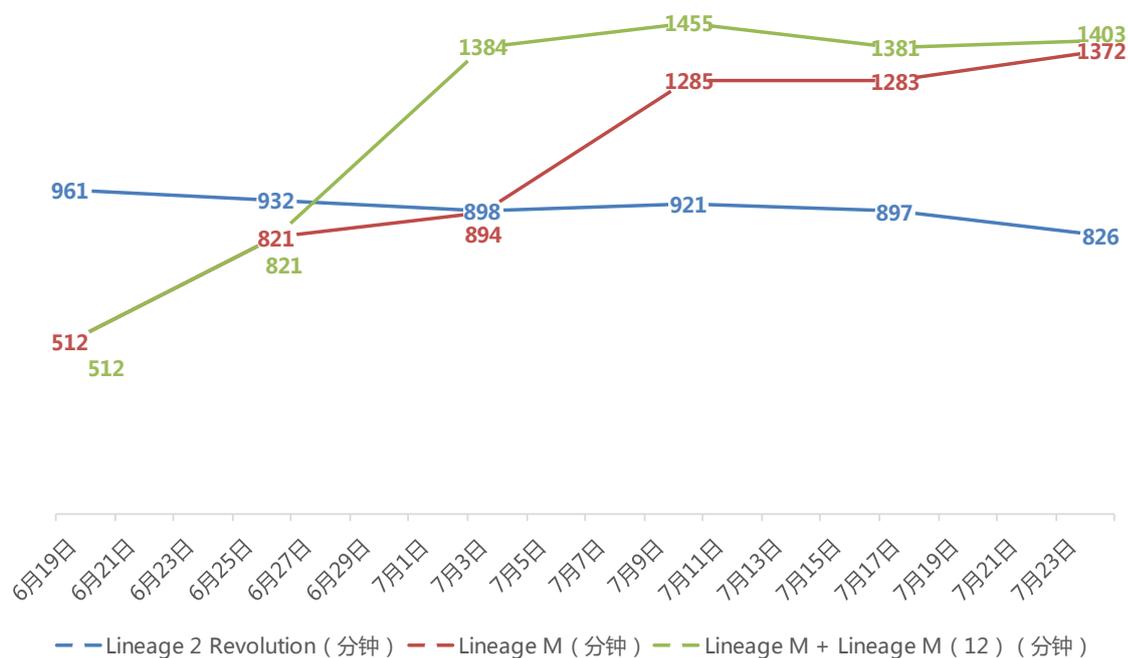
《Lineage II Revolution》的日活跃用户数从 7 月初，就已经普遍落后于《Lineage M》，且在游戏市场方面全面落后。

图 120: 《Lineage II Revolution》日活跃用户数 (万) (2017 年 6 月 21 日-2017 年 7 月 30 日)



资料来源: Wise App, 天风证券研究所

图 121: 《Lineage II Revolution》和《Lineage M》周使用时长比较 (2017 年 6 月 19 日-2017 年 7 月 23 日)



资料来源: Wise App, 天风证券研究所

因此, 接下来的 Netmarble 在韩国市场中, 两款坚挺的游戏《Seven Knights》和《Everybody's Marble》收入已经饱和, 处于衰退的开始阶段, 而最有望带来增长点的《Lineage II Revolution》又由于相同题材的强劲竞争对手的存在能够起到的作用打了折扣。

5.2. 外来游戏表现渐入佳境，存量市场增添实力竞争对手

海外开发者的游戏涌入韩国市场，使得韩国本土的游戏企业发展空间进一步缩小。2015 年末，进入畅销榜排名前 25 名里有 8 款海外游戏，其中 3 款中国游戏。到了 2017 年 8 月，前 25 位游戏中有 10 个游戏来自海外，其中 6 款来自中国。

然而，韩国的游戏进入中国并没有很好的表现，就像《Seven Knights》、《Monster Taming》这种长期霸榜韩国 Google Play 市场的畅销游戏都只能在运营几年之后草草收场。

这种“外忧内患”会增加韩国存量市场的竞争，增加韩国本土企业的竞争压力。

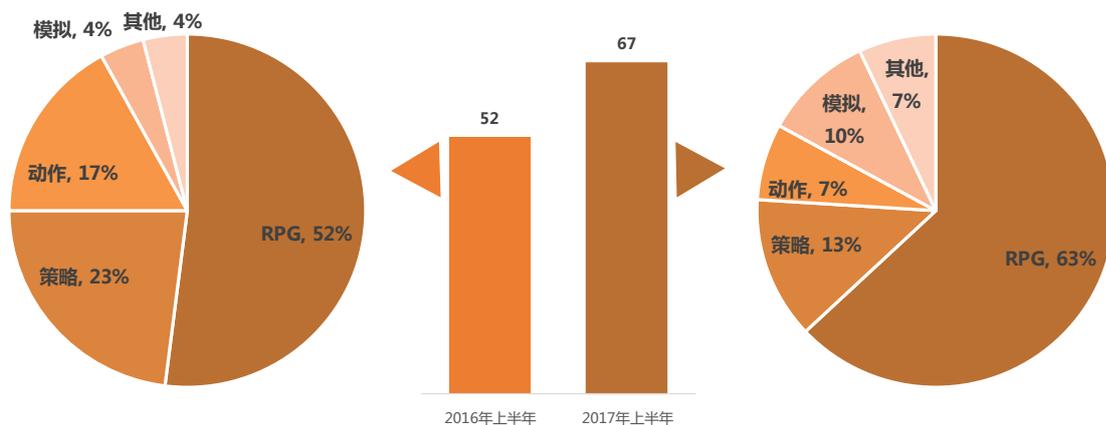
图 122：韩国安卓 Google Play 畅销排名（2017 年 8 月 4 日）

畅销排名	游戏	发行商	开发商所属	
			开发商	地区
1	Lineage M	NCSOFT	NCSOFT	韩国
2	Lineage 2 Revolution	Netmarble	Netmarble	韩国
3	Dark Avenger 3	Nexon	Nexon	韩国
4	Girl's Frontline	Longcheng	数字天空	中国
5	Everybody's Marble	Netmarble	Netmarble	韩国
6	Seven Knights	Netmarble	Netmarble	韩国
7	永恒纪元	ENP Games	三七互娱	中国
8	Lineage M (12)	NCSOFT	NCSOFT	韩国
9	FIFA Online 3	Nexon	Nexon	韩国
10	One Piece Treasure Cruise	Bandai Namco	Bandai Namco	日本
11	Clash Royale	Supercell	Supercell	芬兰
12	Pmang Poker : Casino Royal	Neowiz	Neowiz	韩国
13	奇迹暖暖	Kakao	腾讯	中国
14	The Tale of Five Kingdoms	433	433	韩国
15	Clash of Clans	Supercell	Supercell	芬兰
16	阴阳师	Kakao	网易	中国
17	全民奇迹 MU	Webzen	Webzen	韩国
18	Sword Art Online	Bandai Namco	Bandai Namco	日本
19	魔灵召唤：天空之役	Gamevil	Gamevil	韩国
20	Anipang3	SundayToz	SundayToz	韩国

21	Pro Baseball H2	NCSOFT	NCSOFT	韩国
22	Friends Popcorn	Kakao	Kakao	韩国
23	王国纪元	IGG	IGG	中国
24	黎明之光	蓝港互动	蓝港互动	中国
25	三国志曹操传	Nexon	Nexon	韩国

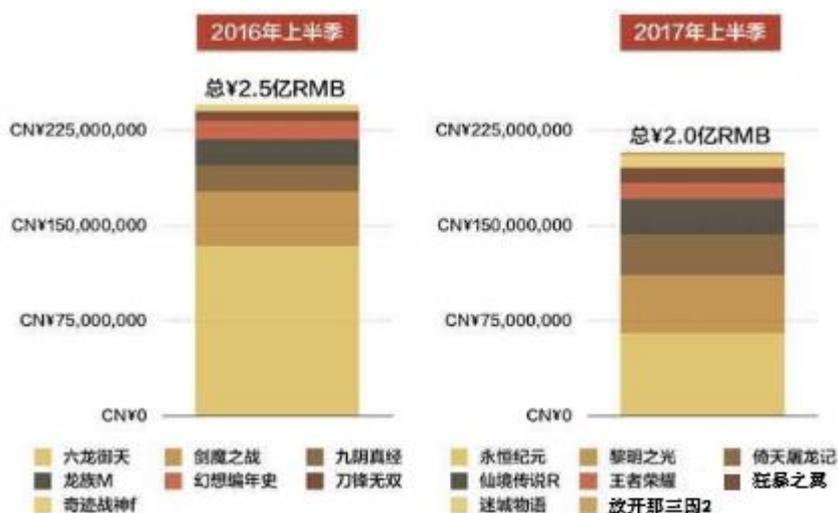
资料来源：AppAnnie（2017年8月4日），天风证券研究所

图 123：中国游戏韩国出海数量与类型



资料来源：IGAWorks，天风证券研究所

图 124：韩国安卓 Google Play 收入 Top20 中国手游收入情况



资料来源：IGAWorks，天风证券研究所

5.3. 全市场主打 RPG 游戏，忽视市场差异

全市场实行本地化 RPG 策略可能会面临市场本身游戏结构固化带来的收入天花板。 Netmarble 公司在其 3rd NTP 上发布其全“RPG”策略，即在北美、中国、日本推出适合当地市场的 RPG 游戏。RPG 游戏拥有更高的付费率和更长的单日游戏时长，但并不是所有市场都适合 RPG 游戏，比如美国畅销榜前 10 的游戏中只有 3 款 RPG 游戏(对比来看，韩国 7 款，中国 8 款，日本 5 款)。

用户特性也说明美国玩家，至少就目前阶段，对 RPG 类游戏并不感冒。根据 Newzoo 的报告，美国玩家次日留存 21% (中国 29%)，一天平均游戏时长 13 分钟 (中国 35 分钟)，只有不到 10%的人，一周的游戏时长大于 10 小时，就美国玩家的习惯来说，RPG 类并不是他们的唯一选项，甚至不是最优选项。对于他们来说，玩 RPG 类游戏更习惯在主机或者是电脑上，手机更多是一个休闲工具。因此，RPG 并不是目前的北美市场的主流。

图 125: 美国手机游戏市场游戏时间 vs 消费人群规模

MOBILE GAME SPENDERS AND NON-SPENDERS VS TIME SPEND

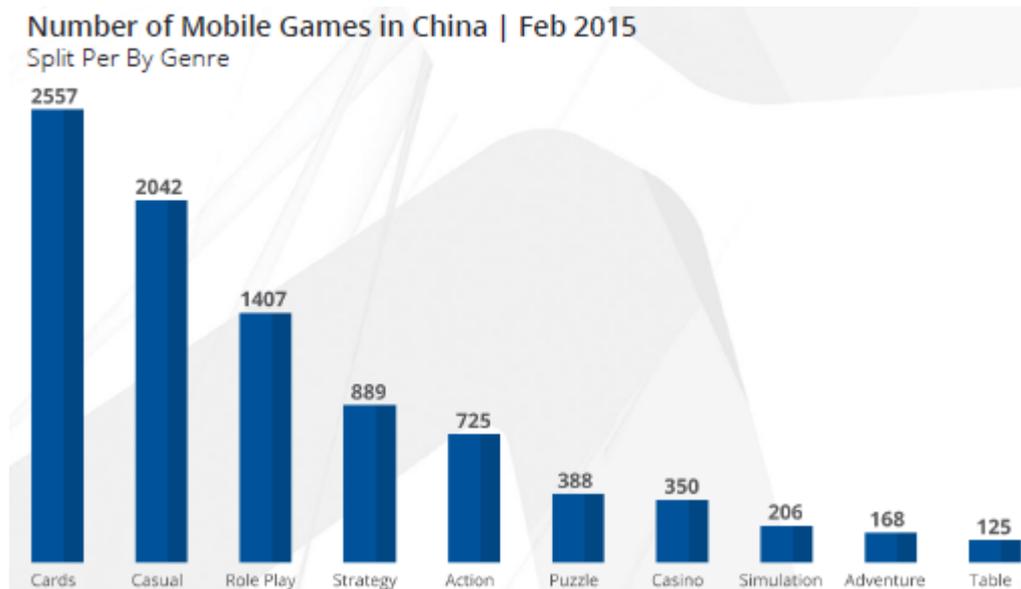
© 2014 Newzoo | Source: Newzoo Data Explorer

TIME SPEND	All Mobile Gamers	Share That Spends Money	Spenders	Non-Spenders
ALL	119.9M	43.2%	51.9M	68.0M
< 3HRS / WEEK	76.9M	36.0%	27.7M	49.2M
3 - 10 HRS / WEEK	31.4M	54.8%	17.2M	14.2M
> 10 HRS / WEEK	11.7M	59.8%	7.0M	4.7M

资料来源: Newzoo (2015 年 9 月), 天风证券研究所

中国 RPG 手游市场基本上由中国公司霸榜，国外的游戏进入有很多来自文化和监管的壁垒。从文化角度，很多韩国游戏尽管游戏画面精美但是由于玩法重复性高只以练级和追求装备为主，容易引起玩家反感，导致游戏表现不佳。即免不了陷入俗称的“泡菜游戏”怪圈。此外，2016 年 7 月起广电总局为所有游戏设置了“版号”这一门槛。所有要新上线的游戏都需要经过广电 1-3 个月审核批复之后才能上线，没有版号的游戏无法进入中国游戏市场。这两个门槛将会导致海外游戏直接进入中国市场的难度增加，找代理商时议价权也减少。加之，中国本土企业本身就有很强的 RPG 开发能力，RPG 游戏数量在所有游戏中排名前三，如此激烈的竞争也无形中提高了成功的难度。因此，Netmarble 的全球本地化 RPG 的单一策略比较脆弱，多类型多市场发展才是硬道理。

图 126: 中国手机游戏数量 (2015 年 2 月)



资料来源: TalkingData (2015 年 2 月), 天风证券研究所

5.4. 值得反思的中国市场进入策略

Netmarble 很早就瞄准了中国市场，但是比起其他手游大市场，Netmarble 的游戏在中国的表现并不是特别成功。中国、美国、日本是世界前三大游戏市场，但是 Netmarble 在 2016 年中国收入仅 297 亿韩元，比起北美 3,081 亿韩元和日本 1,495 亿韩元显得特别微不足道。

Netmarble 最早在中国的发行仅仅止于找了腾讯和网易这样的游戏大厂，并且做了语言的优化，并没有像《Seven Knights》日版进行彻底本地化。游戏本身的吸引力不足，使得早期腾讯代理的游戏都并没有取得很好的成绩，大部分都已经关停。

Netmarble 委托腾讯代理《全民打怪兽》(英文名《Monster Taming》)于 2014 年 5 月开启不删档测试。此前，该游戏蝉联韩国的苹果和安卓畅销榜第一超过半年，显然是一款高质量的游戏。但是，没过两年《全民打怪兽》就宣布在中国停运(实际上 2015 年 1 月就已经停止版本更新)。

《全民打怪兽》从上线的第二个月就跌落畅销榜前十，游戏第二版的改动(将初版强化概率调整为 100%，但需要更多的资源进行强化；即从“人品决定充钱额度”改版成“想要强化就先充值”的模式)让玩家极其不满，并不约而同的做出了“给一星，留差评，怒卸载”的手游界三连击，使得该游戏甚至一度被传出要被苹果应用商城下架的传闻(2014 年 8 月苹果应用商城评分为 1.5 星，评分过低会被应用商城强制性下架)。

此外，**游戏高星级英雄获得成本过高，和屡禁不止的作弊账号让游戏的生命力逐渐衰弱。**游戏最高星级的英雄为 6 星级，根据玩家反馈一个 5 星级的英雄需要 125 张 2 星级英雄或者是约 11 张 4 星级英雄，成本多达几百元，以此推理一个 6 星级英雄成本之高很难让玩家有动力充值，即使是冲了 3,000 元游戏体验并没有得到很好的优化。游戏的作弊玩家过多也是另一个困扰该游戏的痛点。根据游戏官网公告，2014 年 5 月 27-28 日期间封停作弊账号 19,374 个，2014 年 6 月 1 日-6 月 6 日封停帐号 28,486 个，如此大规模的作弊让游戏的公平性消失，让游戏失去了应有的活力。

在韩国大获成功的《Seven Knights》在日本获得了很好的成绩，但是在中国却又折戟沉沙。《Seven Knights》在 2014 年 11 月 29 日就已经以《七骑士》的名字由腾讯代理在中国应用市场上线公测。但是只过了一年就宣布即将停服，草草的结束了在中国的生命。一方面是由于《七骑士》的本地化几乎只改变了语言，其余玩法并没有进行太多的变动，另一方面由于运营方对于一些游戏突发情况的处理不当导致这个韩国、日本双爆款游戏在中国没能焕发同样活力。

图 127：全民打怪兽玩家评论



全民打怪兽：全面革新 4.4

Shenzhen Tencent Computer Systems Company Limited >

世界 App 内购买项目

★★★★☆ (2,263)

打开



详细信息

评论

相关项目

34. 累了

★★★★☆ 来自“Karly Xu”- 2014年8月23日

对于这次强化系统的更新，我非常失望。这种模式的更新根本就是为了让玩家充钱才能继续，而没有了娱乐。游戏本身是用来消遣的，强化成功率和合成的未知这个特色，让游戏走到现在。大改革的强化却需要非常多的金币。单靠刷图的金币根本不够，我累了，玩了半年了，我很喜欢这个游戏，但是现在真的累了，拜拜

35. 强化系统更新的相当失败

★★★★☆ 来自“Txxxinss”- 2014年8月23日

策划自己没亲自玩过游戏只知道怎么理论上的圈钱然后就搞出了这么个失败的号称还是中国特色的系统丢人臉蛋。

36. 很不错的游戏

★★★★★ 来自“yblyw”- 2014年8月22日

超级赞，个人非常喜欢的游戏风格。画风很棒，战斗特效也不错，活动也很多，感觉都不用花钱。

37. 骗子腾讯，退我钱来!!!

★★★★☆ 来自“夏桑林卡”- 2014年8月24日

冲了3万多钻，花了3000多块人民币，根本没有多少提高，完全是消费陷阱。一是游戏关卡设定简单枯燥；二是游戏材料装备爆率极低；三是购买伙伴营地几乎不出高星英雄；四是强化英雄机制需要用大量的金钱和材料，一个五星英雄强化到5，至少需要125个二星英雄或11个左右的四星英雄，外加几十万金币，成本在几百块钱人民币以上；五是购买低级装备高级装备机率不到千分之一。这样骗钱的游戏实在太坑人了，强烈要求腾讯公司退

资料来源：百度贴吧，天风证券研究所

6. 公司股权结构及高管团队

图 128: Netmarble 公司董事会构成

名字	职位	任期	简要介绍
Bang Jun Hyuk	董事长	2020年3月	公司创始人，目前持有公司30.59%股份，为公司第一大股东
Park Dong Ho	外部董事	2019年10月	Dankook大学教授，公司内部审计委员会成员之一
Hur Tae Won	外部董事	2019年10月	Ayin律师事务所代表合伙人，公司内部审计委员会成员之一
Lee Jong Hwa	外部董事	2019年10月	CJ公司执行董事，公司内部审计委员会成员之一
Piao Yanli	董事长	2020年3月	腾讯副总裁，Kakao外部董事

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 129: Netmarble 公司高管一览

名字	职位	简介
Kwon Young Sig	CEO	2011年加入Netmarble，之前为代表董事，从2016年10月起任职CEO
Paek Young Hoon	Chief Business Officer	2011年之前负责CJ娱乐事业部门，2014年10月起任职CBO
Lee Seung Won	Chief Global Officer	2011年之前负责CJ全球事业部门，2014年10月起任职CGO
Seo Jang Won	COO	2015年6月起担任Netmarble公司的COO，此前在Shin&Kim律所任高级法律顾问
Do Giuk	CFO	2014年10月起担任公司CFO，之前在CJ游戏事业部门担任融资部门总监
Sul Chang Whan	CTO	曾任CJ E&M公司游戏开发部门总监，2014年10月起担任Netmarble公司CTO一职
Kim Hong Kyu	Chief New Business Development Officer	从2017年1月起担任公司新业务开发官，之前在Netmarble Npark公司任代表董事

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 130: Netmarble 公司主要股东

主要股东	持股数 (股)	持股份额 (%)
Bang Jun Hyuk	20,729,472	24.38%
CJ E&M Corporation	18,720,000	22.02%
Han River Investment Pte. Ltd.	15,057,800	17.71%
NCSOFT	5,842,800	6.87%
其他	24,660,032	29.01%
总计	85,016,372	100%

资料来源: 公司招股说明书, Naver 证券 (2017 年 8 月 4 日), 天风证券研究所

注: 第三大股东 Han River Investment 为腾讯子公司

7. 启示：行业机遇造就优秀公司，畅销游戏叠加较长生命周期铸就壁垒

7.1. 行业机遇是公司崛起的必要条件，但需爆款游戏助力百尺竿头更进一步

Netmarble 公司从一个游戏门户网站发展到成功的独立游戏开发公司，既离不开行业发展的趋势。全球游戏市场逐渐从端游市场转向手游，2016 年全球市场手机游戏占 28%，未来趋势继续在 2020 年占比会扩大到 40%；特别是在韩国市场，手机游戏份额从 2011 年的 4.8% 提高到 2017 年的 36.4%。2016 年韩国手游行业规模约 25.5 亿美元，CAGR 2014-2016 为 33%。行业快速增长为 Netmarble 的崛起提供了绝佳的机会。

韩国男玩家偏爱 RPG 游戏，女玩家偏爱休闲游戏。韩国市场畅销榜前 10 中有 7 款是 RPG 类游戏，RPG 细分品类占行业 54.8%。Netmarble 针对这种情况，选择专注开发适合韩国市场的画面精美的 RPG 游戏，成为公司崛起的良好契机。

2017 年上半年公司重启高增长，带动行业增速回升。公司爆款游戏《Lineage II Revolution》为增速减缓的 Netmarble 和手游行业增添新的活力，表明手游行业的增速减缓更多是来自爆款游戏的短暂缺失。

7.2. 多款畅销游戏叠加较长生命周期助力 Netmarble 快速增长

Netmarble 公司拥有非常优秀的游戏开发能力、敏锐的市场嗅觉和良好的运营能力。几乎每半年公司都能够推出畅销榜第一的游戏，比如《Monster Taming》、《Seven Knights》、《Everybody's Marble》，这些游戏一经推出就快速占领榜单第一位，之后就会牢牢占据榜首直到新的爆款游戏出现。

此外，每个成功的游戏在推出半年到一年之间会有一个瓶颈出现，因为最早进入的玩家因为完成了几乎所有的游戏进程会有倦怠感。Netmarble 通过严密关注玩家动态数据，会快速的进行或游戏改版、或大力推广吸引新用户等多种针对性的策略，让游戏重新焕发活力，延长游戏寿命。

多款畅销游戏叠加较长生命周期使得 Netmarble 以 CAGR14-16 103.5%速度增长，2016 年实现营业收入 15,000 亿韩元，2017 年上半年营业收入达到 12,273 亿韩元，是 2016 年全年的 81.8%。

7.3. 主流游戏市场进入存量博弈期，未来增量来自于爆款游戏与全球化

目前，全球主要游戏市场基本进入稳定期。韩国 2017 年手游收入规模重新高增长来自于两款《Lineage》IP 的手游推出，表明未来增量更多来自于一两款爆款游戏；另一部分增量收入来自于全球化，即来自海外其他市场的收入。

由于韩国游戏市场规模有限，Netmarble 早早的从 2012 年就规划了全球化发行的策略，即“IP”+ 内容本地化战略。通过借力于全球化变现效果较好的 IP 将其进行“忠于原著”的改编会大幅减少新游戏进入陌生市场的获客成本。《Marvel Future Fight》在全球范围内的成功足以说明这一点。当然，一个好的 IP 仅仅只是成功的第一步，如何最大化 IP 增量收入才是成功的核心。

内容本地化也是致力于通过加入很多本地传统要素和符合当地玩家偏好的玩法减少新市场玩家的陌生感。同样是韩国爆款游戏《Seven Knights》，在日本市场通过彻底的本地化获得了成功，但在中国市场却只能失败，也是因为本地化程度的差异。

7.4. 用户数据是门槛，人工智能是未来方向

游戏玩家数据可以说是游戏最重要的资源之一，通过用户数据的监测可以实时得知玩家动向，就有了在玩家卸载游戏之前有所行动的前提。Zynga 在 2010 年左右的成功也可以归功于大量的市场数据分析，Netmarble 也同样凭借用户数据监控的结果救活了处于衰败边缘的《Everybody's Marble》，另其在线上 4 年后依然不减锋芒。因此，一个全品类全市场玩家的行为数据将会成为未来一个游戏公司的门槛。

庞大的用户数据结合日益精进的人工智能技术将会从多个方面帮助到游戏公司。以 Netmarble 公司正在开发使用的“Columbus Engine”为例，该系统在游戏设计之初就可以比较精确的确定目标群体，和合适的付费道具，最大化游戏预期收益和平衡游戏公平性；在玩家游戏过程中以私人秘书的形式给玩家提供最合适的升级方案，使其不会因为对游戏的不熟悉或无从比较道具优劣从而对游戏产生倦怠，即同时保证“最大化用户消费效用”和“最优化用户游戏体验”。

尽管如此，游戏公司也需要注意不能让数据分析作为决策的中心，所有数据结果应该是依据而不是决定本身。

7.5. 新型游戏进入新市场需要“新旧”结合，发展交叉类型是可行方式

在全球主要游戏市场不断步入稳定期，游戏公司想要继续保持快速可持续发展就需要不断地涉猎新的市场，扩大在全球市场中的份额，因此游戏发行的全球化将会成为游戏大厂的主流。在过去，或者说到了现在很多大厂依然还沿用“One-Build”策略，即同一款游戏多设置几种语言就同时投放到全球市场中，这种策略在轻度游戏中还比较受用因为这种游戏瞄准的就是全球玩家休闲的共性，但是在重度游戏上就不适用，因为每个不同区域玩家对重度游戏的真实性有更高的要求，因此就必须经过大范围的本地化有可能获得成功。

《王者荣耀》是一种全新的手游类型，尽管当该游戏进入韩国时，已经对游戏画面、人物进行本地化，但是对于 RPG 文化根深蒂固的韩国玩家来讲，全新的 MOBA 游戏无法对他们产生足够的吸引力。这也是一个全新的游戏进入一个陌生市场中的正常反应（当年，《王者荣耀》在中国推出时也经历了半年左右的改进适应期才找到适合市场的游戏模式）。这种新的游戏需要结合一些固有的旧元素（比如 RPG 类），这样 MOBA+RPG “新旧” 搭配的交叉游戏或许会在韩国市场带来新的吸引力。

7.6. 中国游戏出海案例逐渐增加，腾讯网易仍需发力

中国游戏公司产品出海渐入佳境。中国游戏在韩国安卓 Google Play 畅销榜前十中有 6 款游戏，比两年前多出一倍；在日本苹果市场畅销榜前 50 中有 5-6 款游戏，比起两年前只有 2 款多出近 2 倍；在美国苹果市场畅销榜前 50 中有 2 款游戏，亦比过去有了很大的进步。

尽管如此，在海外上榜的游戏中属于腾讯网易的游戏并不多见，比起在国内屠榜的场面相差甚多。这种状况首先是由于这两个大厂的游戏出海案例比较少，其次是由于在发行时更多的按照“One-Build”策略，并没有进行针对性的彻底本地化。其实，腾讯和网易游戏并不差，但是全球化方面就像过去的《智龙迷城》、《怪物弹珠》、《七骑士》那样，过分自信游戏质量忽视本地化。海外是一个巨大的市场，腾讯网易仍需努力向其渗透。

图 131：2016 年中国出海全球收入 10 大公司

排名	发行商
1	智明星通
2	IGG
3	乐元素
4	龙创悦动
5	昆仑游戏
6	易幻网络
7	龙腾中东
8	Tap4Fun
9	FunPlus
10	掌趣

资料来源：App Annie（2017 年 4 月），天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com