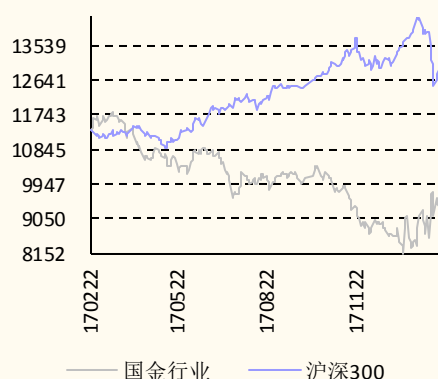


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.43
国金娱乐指数	10501.38
沪深300指数	4058.98
上证指数	3292.07
深证成指	10807.54
中小板综指	10829.05



相关报告

- 1.《“流量明星”的神话与现实-娱乐粉丝经济专题研究》，2018.2.5
- 2.《从微信小游戏看 H5 和游戏社交-H5 游戏市场专题研究报告》，2018.1.26
- 3.《“吃鸡”游戏大战走向何处？现实可能与你想象的大相径庭》，2017.12.19
- 4.《从“直播 VS 短视频”到“直播+短视频”-“移动直播+短视频”》，2017.10.24
- 5.《世界竞在眼前：高速成长的移动电竞-移动电竞产业链专题报告》，2017.10.13

孙晓磊 联系人
sunxiaolei@gjqz.com.cn

裴培 分析师 SAC 执业编号：S1130517060002
peipei@gjqz.com.cn

青蛙变王子：走进主流的女性游戏市场

2017 年底，“四个二次元男人”让市场看到了女性游戏群体强大的付费能力，2018 年初，“一只爱旅行的青蛙”更是颠覆了众多业内人士对游戏市场的认知。如果说 2015 年的《奇迹暖暖》只是将女性玩家的声音传递到了游戏市场上，2016 年的《王者荣耀》和《网易阴阳师》开始让更多投资者意识到潜在女性市场的庞大，那么冲入 App Store 畅销榜前十的《恋与制作人》则是将女性向手游的蓝海市场全面呈现在大众眼前。随后，空降 App Store 下载榜首的《旅行青蛙》再一次证明了女性玩家市场的无限可能性。在此，我们将对女性向游戏和用户群体进行全面的解析。

行业观点

- **女性玩家群体的潜力：**中国女性游戏玩家数量近 2.7 亿。女性玩家对游戏具有较大的热情，且在游戏类别的选择上呈多元化趋势，中重度游戏市场存大量女性游戏空间。女性玩家具有高消费潜力，能加速“为爱付费”进程，拉动手游基数再提升。女性群体间的话题效应明显，有利游戏厂商开展“话题营销”。此外，女性群体是同人文化的主要缔造者和参与者，能推动游戏“圈层文化”的形成，有助于游戏 IP 的运营。
- **女性向游戏的优势：**1.随着大批女性玩家的涌入，不同年龄段、不同职业、不同地域的女性玩家存在差异化的游戏需求，这些游戏需求目前并未被充分发掘。2、乙女向游戏的开发成本低且回报率高，我国乙女游戏市场供需尚未饱和，仍有大量开发空间。3、游戏厂商针对女性向游戏的买量成本和竞争强度要远低于男性向游戏。
- **女性玩家/女性向游戏具泛娱乐生态价值：**1.女性玩家是周边手办市场的积极拥护者。2.女性用户有助于电竞产业“偶像”化，可进一步掘金粉丝经济。3.女性向游戏 IP 在影游联动上具有题材优势，易受电视观众青睐。4.配音是女性向游戏 IP 的天然衍生链，配音产业链或将成为游戏 IP 开发的另一风口，女性向 IP 具有形成“声优粉丝经济”的优势。

投资建议

- 考虑到女性玩家的潜力与优势，女性用户留存较高的中重度游戏产品将优先受益，我们看好**腾讯控股（00700）**和**金山软件（03888）**，它们都有比较雄厚的女性向游戏积累或储备。从乙女向游戏的研发、本土化代理和游戏 IP 产业链上看，上市公司中**网易（NTES）**和**完美世界（002624）**值得关注。鉴于收购 Oufit7 后获得“汤姆猫”的儿童和女性粉丝，**金科文化（300459）**或将受益于女性游戏群体的崛起。

风险提示

- 国内分级制度缺失带来的监管风险；女性向游戏产业链的整体发展不成熟；经济增速放缓导致的游戏付费率下降；买量成本上升过快导致游戏厂商利润率下滑等。

内容目录

女性玩家：中国手游市场的下一个增长引擎.....	4
中国手游市场：已经很庞大，仍然有潜力.....	4
极具潜力的女性玩家群体.....	5
从《恋与制作人》谈谈女性向游戏市场.....	8
什么是女性向游戏？.....	8
竞争激烈的普通女性向游戏市场.....	9
中国乙女向游戏市场仍处于成长阶段.....	9
他山之石：成熟的日本乙女向市场.....	11
日本乙女向游戏产业的演变.....	12
颜值、人设、声优：优质的乙女向游戏要素.....	13
中重度游戏设计向女性玩家倾斜，颜值为女性用户付费首选.....	15
女性玩家崛起带来的价值.....	16
加速“为爱付费”进程，拉动手游收入基数再提升.....	16
蓝海中的女性手游“买量市场”.....	16
话题效应明显，有利“话题营销”开展.....	18
女性市场的附加价值：游戏 IP 的衍生产业链.....	20
女性玩家是游戏 IP 圈层文化推动者.....	20
配音产品：女性向游戏 IP 的天然衍生链.....	21
影游联动：女性向游戏 IP 在影视改编上具有市场优势.....	22
周边手办：女性玩家是周边市场的积极拥护者.....	24
电子竞技：掘金粉丝经济，女性用户推动电竞产业“偶像”化.....	24
投资策略.....	26
腾讯控股(0700.HK).....	26
金山软件(3888.HK).....	26
网易(NTES).....	26
完美世界(002624).....	26
金科文化(300459).....	27

图表目录

图表 1：中国游戏市场实际销售收入（亿元）.....	4
图表 2：中国移动游戏市场实际销售收入（亿元）.....	4
图表 3：2017 年 H1 移动游戏结构.....	4
图表 4：中国游戏用户规模（亿）.....	5
图表 5：移动游戏用户城市集中度（TGI）.....	5
图表 6：2014-2016 移动端游戏女性用户占比.....	5
图表 7：2017 年 Q4 男女 app 偏好对比.....	6

图表 8: 《旅行青蛙》IOS 下载榜排名	6
图表 9: 2017 年移动游戏子类别玩家性别分布	6
图表 10: 2014 年、2017 年城市女性的移动游戏在线渗透率	7
图表 11: 女性向游戏分类	8
图表 12: 2018 年 1 月 IOS 畅销榜 TOP100 三消类和换装类游戏	9
图表 13: 乙女向游戏细分市场及代表	10
图表 14: 中国乙女向市场的发展阶段	11
图表 15: 2013-2016 年日本乙女向游戏玩家年龄层细分 MAU 增长率(%)	11
图表 16: 2017 年日本手游用户性别比例	12
图表 17: 2012-2017 年日本乙女市场规模 (亿日元)	12
图表 18: 日本乙女向游戏产业大事记	12
图表 19: 日本乙女向游戏 (游戏机端口) 销量累计前十产品	13
图表 20: 《薄樱鬼-新选组奇谭》人物立绘	14
图表 21: 冲田总司的悲剧性色彩	15
图表 22: 《薄樱鬼-新选组奇谭》声优阵容	15
图表 23: 《王者荣耀》的英雄设计	15
图表 24: 《王者荣耀》女性玩家挑选英雄原因	15
图表 25: 《旅行青蛙》的道具界面	16
图表 26: 2017 年 1-12 月每月买量游戏 TOP3	17
图表 27: 2017 年单游戏产品获取新增用户分布图	17
图表 28: 女性向游戏用户层级	18
图表 30: 《恋与制作人》的同人再创作	19
图表 30: 游戏 IP 与衍生产业链的结合生态圈	20
图表 31: 2017 年上海 CP21 同人专区分布	21
图表 32: 《安琪莉可》配音衍生 CD	21
图表 33: 《遥远时空中》声优线下见面会	21
图表 34: 《恋与制作人》的配音演员受追捧	22
图表 36: 2017 年收视率前十的电视剧	23
图表 36: 女性向游戏 IP 改编的《逆袭之星途璀璨》	23
图表 37: 男女玩家对周边购买的意向分布	24
图表 38: 韩国女粉丝的战队应援	24
图表 39: 2017KPL 总决赛粉丝应援	25

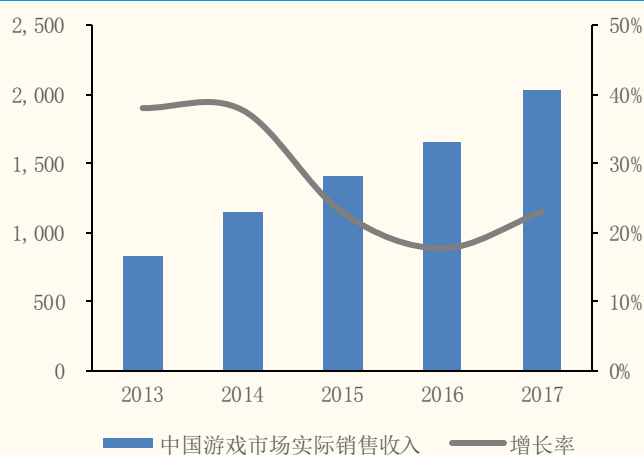
女性玩家：中国手游市场的下一个增长引擎

- 2017年，中国手游市场收入规模达到1162亿元，是遥遥领先的全球第一手游市场。基数如此巨大，今后的成长要从哪里来？传统的RPG游戏增长已经见顶，以MOBA、FPS为代表的移动电竞游戏在2017年红极一时，如果把目光再放长远一点呢？我们认为，手游市场的下一个增长引擎是女性玩家，她们正在积极参与重度手游、积极传播、积极付费。女性能顶半边天，依靠女性玩家可以实现下一个3-5年的可持续发展。

中国手游市场：已经很庞大，仍然有潜力

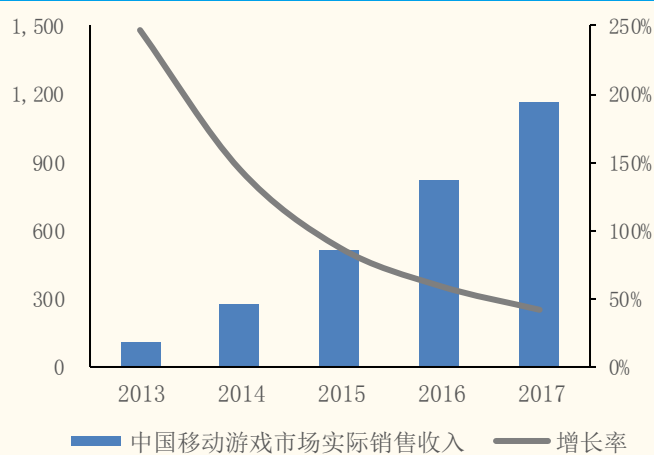
- 根据《2017年中国游戏产业报告》，中国游戏产业整体市场收入已达2036.1亿元，游戏市场增长率自连续两年下跌后首度回暖，达23%。2017年中国移动游戏市场收入为1161.2亿元，同比增长41.7%，虽然增速不及2014-16年的水平，但是仍然处于高增长状态。由此产生了一个现实问题：达到千亿规模之后，手游市场的下一个增长点何在？

图表 1：中国游戏市场实际销售收入（亿元）



来源：GPC、CNG、IDC、国金证券研究所

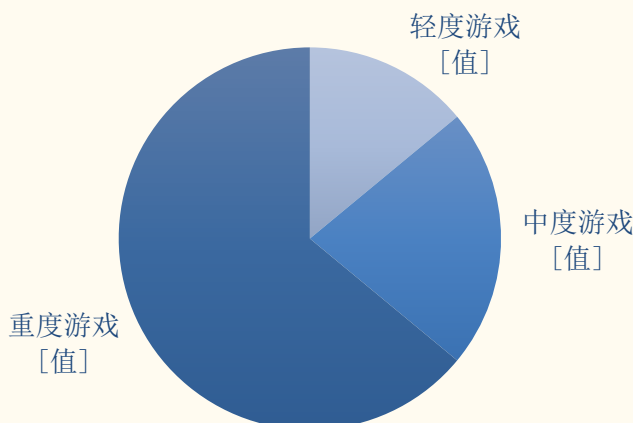
图表 2：中国移动游戏市场实际销售收入（亿元）



来源：GPC、CNG、IDC、国金证券研究所

- 整体用户结构向中重度游戏倾斜。参考游戏玩家投入的深度和参与度，可将游戏划分为轻度游戏和中重度游戏。轻度游戏玩法简单，用户广但黏性低，生命周期短，盈利能力较弱。2017年上半年，在游戏应用TOP100中，轻度游戏仅占据14%的份额，而重度游戏为64%。无论从收入规模还是成长前景看，重度游戏都是中国手游市场的主流。

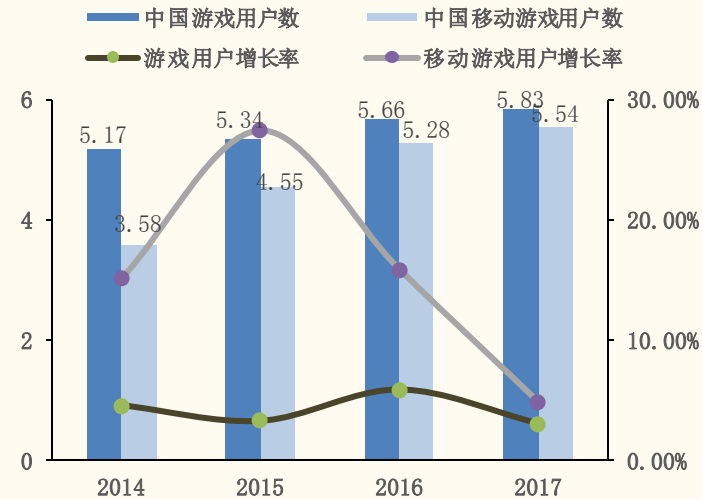
图表 3：2017年H1 移动游戏结构



来源：易观、国金证券研究所

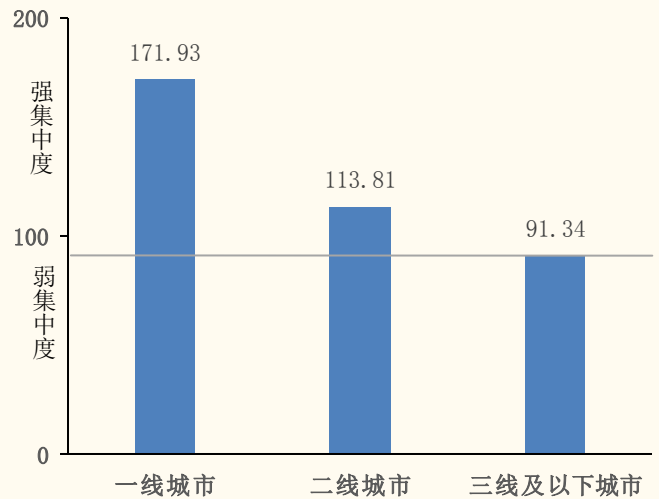
- **游戏用户增长放缓，但仍有增量挖掘空间。**据《2017年中国游戏产业报告》，中国游戏用户规模达 5.83 亿人次，同比增长 3.1%；移动端游戏用户规模达 5.54 亿人次，同比增长 4.9%。单从统计数据来看，游戏用户规模增长确有放缓，但这并不代表玩家数量已达天花板。据友盟数据，在人口基数更为庞大的三线及以下城市，玩家的集中度并未达到饱和状态，与一二线城市相比仍有上行空间。在 5.54 亿玩家的基础上，要实现进一步提升，手游厂商必须大力发掘女性用户。

图表 4：中国游戏用户规模（亿）



来源：GPC、CNG、IDC、国金证券研究所

图表 5：移动游戏用户城市集中度 (TGI)

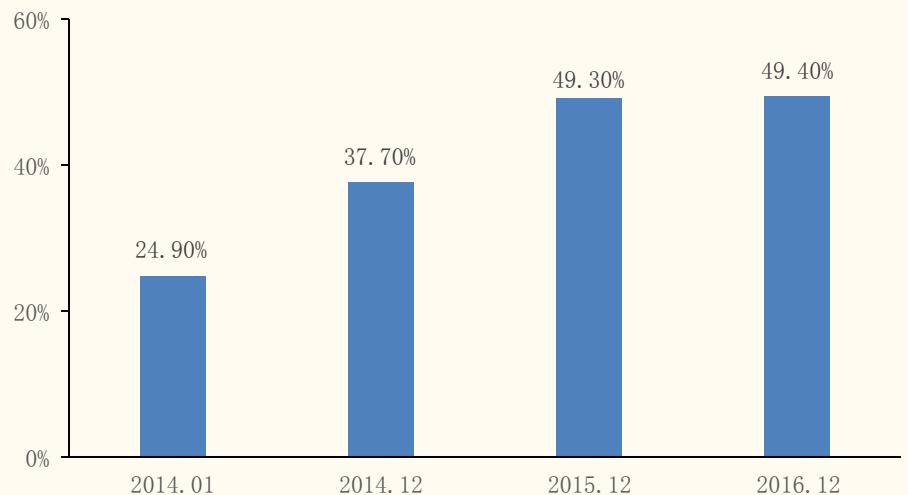


来源：友盟、国金证券研究所

极具潜力的女性玩家群体

- **女性玩家占比近半。**据 Talkingdata，2016 年中国移动端游戏女性用户占比从 2014 年初的 24.9% 上升至 49.4%，移动端游戏用户的性别结构更加均衡。随着移动互联网用户的逐渐饱和，玩家性别结构将呈稳定状态。

图表 6：2014-2016 移动端游戏女性用户占比



来源：Talkingdata、国金证券研究所

- **女性用户对游戏具有热情。**据极光数据，2017 年 Q4 女性 app 偏好前十中游戏 app 占据一席排行第 8，前三均为美颜修图类应用；同期男性用户更偏向社交，新闻，金融理财和出行类。分析女性的 app 偏好，可以发现女性用户在 app 使用上更倾向于休闲娱乐，若市场上出现足够打动女性用户的游戏，女性用户或会主动转移偏好。以“佛系”放置游戏《旅行

青蛙》为例，这款号称氪金随缘的养蛙游戏力压《QQ飞车》和《荒野行动》，空降 Apple Store 第一名。据猎豹大数据，截至 2018 年 1 月，《旅行青蛙》的女性用户占比为 71%。“儿行千里母担忧”、“崽崽你什么时候才出门”之类的话语刷爆了社交网络，《旅行青蛙》的话题阅读量一个星期突破 3.7 亿，足以见证女性玩家对于移动游戏的热情。然而现在市场上能引爆女性玩家的精品游戏数量远未饱和，具有很大的开发空间。

图表 7: 2017 年 Q4 男女 app 偏好对比

	应用名称	应用名称
男性用户	1 MOMO 陌陌	6 中国工商银行
	2 UC 浏览器	7 京东金融
	3 迅雷	8 中国建设银行
	4 汽车之家	9 QQ 同步助手
	5 京东	10 滴滴出行
女性用户	1 美图秀秀	6 作业帮
	2 Faceu 激萌	7 天天 P 图
	3 B612 咔叽	8 开心消消乐
	4 芒果 TV	9 美拍
	5 美颜相机	10 美柚

来源：极光、国金证券研究所

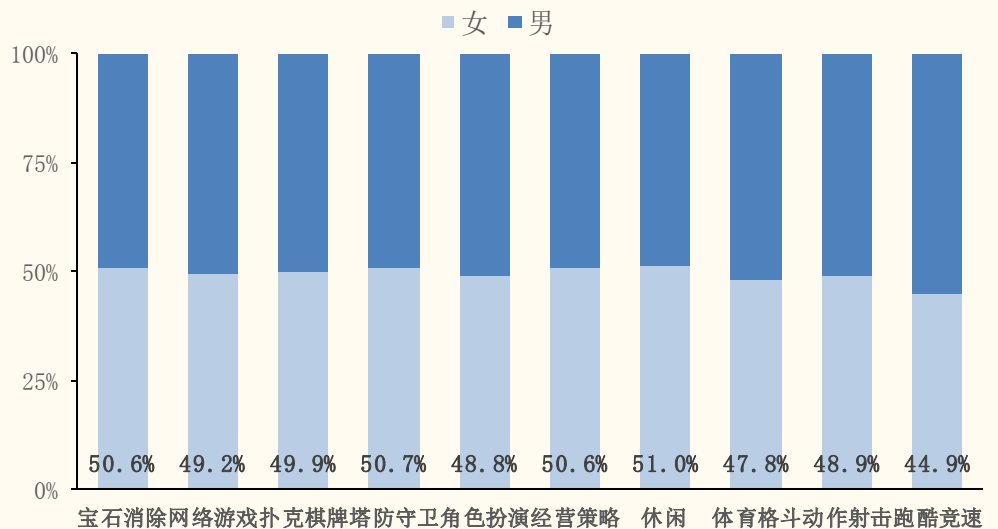
图表 8: 《旅行青蛙》IOS 下载榜排名



来源：Apple Store、国金证券研究所

- 女性玩家对移动游戏类别选择更加多元。对比 2015 年和 2017 年移动端游戏子类型玩家性别分布，可以发现女性玩家对游戏的偏好越来越多元化。据友盟数据，2015 年，女性玩家占比最高的类别为经营类，达 64%；占比最低的为动作类，仅有 42%。2017 年，经营类女性玩家占比下降到 50.6%，动作类占比上升到 48.9%。女性玩家对于游戏的选择不再局限于“小游戏”、“轻度游戏”；2017 年，《阴阳师》和《王者荣耀》的女性玩家比例分别达到了 61.1%和 54.1%。我们认为，越来越多的女性玩家乐于参与到中重度游戏，中重度游戏市场将迎来一波“女性玩家红利”。

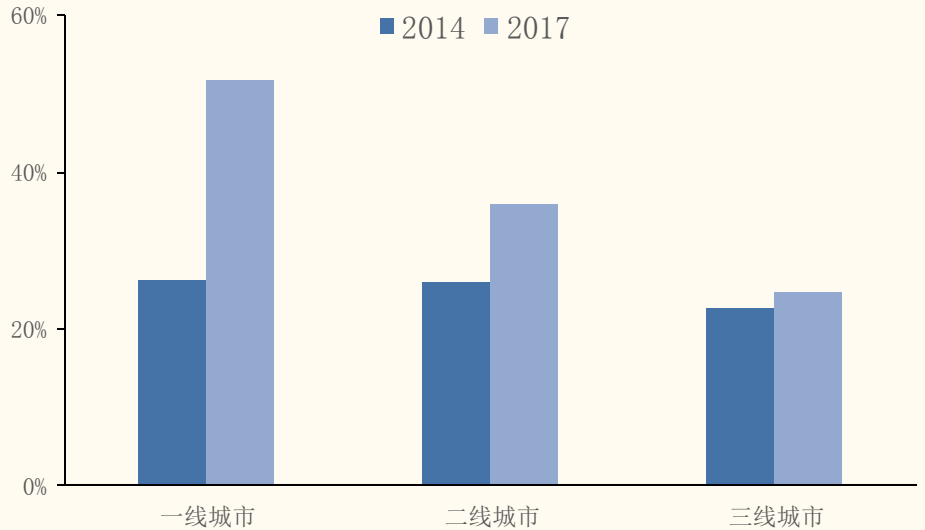
图表 9: 2017 年移动游戏子类别玩家性别分布



来源：友盟、国金证券研究所

- 女性玩家具备高消费潜力，中重度游戏持续培育女性玩家付费习惯。据群邑移动，2014-2017年间，一线城市的女性玩家明显增长。截至2017年Q1，一线城市女性的手机游戏渗透率已突破50%，二线城市女性的手机游戏渗透率亦达36%。除此之外，据JDND消费指数，2017年上半年，购买游戏设备的女性用户数量同比增长56%，呈快速上升趋势。我们认为，游戏市场正在加速向城市女性群体渗透，这类城市女性玩家具备较强的经济能力，有决策能力，并乐意为游戏花钱，具有高变现潜力。此外，随着女性玩家在中重度游戏的参与度不断提升，我们认为中重度游戏将持续培育女性玩家的付费习惯，拉升女性玩家ARPU值。

图表 10：2014 年、2017 年城市女性的移动游戏在线渗透率



来源：群邑移动、新生代、国金证券研究所

从《恋与制作人》谈谈女性向游戏市场

- “不管过去还是未来，我要你的时间只为我停止”。2017 年的最后一周，别名为“钱与四个野男人”的乙女向手游——《恋与制作人》彻底引爆了女性游戏市场。如果说 2015 年的《奇迹暖暖》只是将女性玩家的声音传递到了游戏市场上，2016 年的《王者荣耀》和《阴阳师》开始让更多研发商意识到女性市场的庞大，那么，冲入 IOS 畅销榜前十的《恋与制作人》则是将女性向手游的蓝海概念呈现在大众眼前。随后，空降 App Store 下载榜首的《旅行青蛙》再一次证明了女性玩家市场的广阔前景。少女情怀总是诗，什么是女性向游戏？中国女性向游戏的现状如何？什么特质更能吸引女性玩家并引导玩家消费？

什么是女性向游戏？

- “女性向游戏”主要是指面向女性开发，适合女性玩的游戏，其一般具有三个特点：1、以女性为设计核心；2、游戏题材受女性欢迎；3、游戏中女性用户比重较大。目前，市场中的“女性向游戏”可以被分为三类——普通女性向、乙女向和耽美向。
 - **普通女性向：**在游戏中玩家无明显情感体验，玩法以休闲娱乐、角色成长、经营为主，代表性题材为换装、三消、宫斗冒险等。
 - **乙女向：**游戏以恋爱幻想为主线，玩家通过代入女性角色视角而与游戏中的男性角色产生情感纠葛，《恋与制作人》就属于乙女向游戏。
 - **耽美向：**游戏以恋爱幻想为主线，玩家通过代入上帝视角或男性角色视角而与游戏中的男性角色产生情感纠葛。

图表 11：女性向游戏分类








来源：TapTap、百度百科、国金证券研究所

- 中国的“女性向市场”存在如下形势：传统三消类、换装类游戏竞争激烈，受困于玩法的同质化，此类游戏产品的头部化趋势明显，创新成为游戏厂商破局关键；乙女向游戏仍处于成长阶段，具有高速发展潜能。

竞争激烈的普通女性向游戏市场

- 换装类产品和休闲类产品依然是普通女性向游戏十分重要的组成部分。据极光数据，2017年Q4女性用户偏好app中，三消休闲类游戏《开心消消乐》排名第8，也是唯一上榜的游戏app。此外，《暖暖环游世界》、《奇迹暖暖》等换装类游戏也广受女性玩家欢迎。据易观数据，截至2017年11月，上线已逾两年的《奇迹暖暖》仍能保持有220万的MAU。
- 然而，这类游戏在中国市场上的头部化趋势较为明显。2018年1月，进入iOS畅销榜TOP100的三消类游戏有四款，排名依次为乐元素的《开心消消乐》、腾讯的《天天爱消除》、柠檬微趣的《宾果消消消》和Playrix的《梦幻花园》；进入iOS畅销榜TOP100的换装类游戏只剩下腾讯发行的《奇迹暖暖》一款。在三消类和换装类游戏中，能挑战头部地位的新产品已多年未见，主要是这类游戏的同质化问题严重。不过通过《梦幻花园》的上榜可以看出，游戏厂商只要做出较好的创新仍有突围的可能。

图表 12: 2018 年 1 月 IOS 畅销榜 TOP100 三消类和换装类游戏

游戏名称	开发厂商	发行日期
三消类		
 开心消消乐	乐元素科技（北京）股份有限公司	2014.03
 天天爱消除	深圳市腾讯计算机系统有限公司	2013.08
 宾果消消消	北京柠檬微趣科技股份有限公司	2014.08
 梦幻花园	Playrix Games	2016.08
换装类		
 奇迹暖暖	苏州叠纸网络科技有限公司 深圳市腾讯计算机系统有限公司	2015.05

来源：ASO100、国金证券研究所

中国乙女向游戏市场仍处于成长阶段

- 《恋与制作人》的风靡让源自日本的“乙女”概念在中国被广泛普及。其实早在2001年，“乙女文化”就已经漂洋过海，在国内的文化土地上默默扎根，然而直到2017年国内才终于迎来了第一款现象级乙女向游戏。通过研究这16年来中国乙女向游戏市场的发展历程，我们认为，中国乙女向游戏市场仍处于成长阶段。
- 2001年-2013年是中国乙女市场的萌芽期。
 - 自2001年起，乙女游戏文化从日本流入中国并吸引了一部分兴趣用户，但由于中日之间社会环境和文化背景的差异，传自日本的乙女游戏文化并没有广泛流行，而是在以“硬核二次元”为主的小众圈子中流传。这部分群体早期主要是活跃在各种乙女向论坛里，如“翼梦舞城”等。此时，玩家主要通过汉化版本的日本乙女游戏（多为PC/PSP端）来接触乙女文化。
 - 在此期间，中国国产乙女游戏也在PC端不断发展，开发出了诸如《明星志愿2》、《皇后成长计划》、《天作之合》等优秀国产原创作品，但整体而言，这一阶段乙女游戏作品反响较为平淡，且多分散在不同的游戏平台上。
- 2013-2017年，国产乙女游戏市场进入成长阶段，具高速发展潜能。

- 2013 年是乙女文化发展的转折之年，女性向游戏真正走进了普通女性用户的视野。在这一年，女性向 AVG 游戏平台“橙光”成立，平台上聚集有大量中国特色的“乙女向”文化题材，以宫斗、江湖、霸道总裁为代表的乙女向题材开始流行。目前“橙光平台”上有 2800w 注册用户，超 47000 款游戏，旗下精品的文字交互游戏如《清宫计》、《后宫三千人》、《官居一品》等也进入了移动游戏市场。
- 在这一阶段，移动端游戏市场逐渐成为游戏市场主流，随着 2014-2015 年日本乙女手游市场的高速发展，不少国内厂商顺势引进了一系列日本优质的乙女向手游。在意识到存在“水土不服”的情况后，国内厂商一方面针对国内女性玩家做引进产品的“本地化”调整，一方面开始自行研发乙女向游戏。目前，乙女游戏市场已形成以“乙女+三消”、“乙女+音乐”、“乙女+战斗养成”、“乙女+恋爱养成”为核心玩法的细分格局。

图表 13：乙女向游戏细分市场及代表

游戏核心玩法	乙女+三消	乙女+音乐	乙女+战斗冒险	乙女+恋爱养成
	梦王国与沉睡的 100 王子	偶像梦幻祭	刀剑乱舞 online	恋与制作人
代表作品				
上线年份	2015	2016	2017	2017
开发商	GCREST	乐元素科技(北京)股份有限公司	DDM Games Nitroplus	苏州叠纸
中国发行商	哔哩哔哩	腾讯	游族网络	苏州叠纸

来源：TapTap、国金证券研究所

- 2017 年，大量自研的乙女向游戏进入游戏市场，女性市场的蓝海被认知。完美世界的《梦间集》、苏州叠纸的《恋与制作人》纷纷上线，这些游戏具备较高的美术设计水平，并请来国内一流的顶级声优进行配音，无论是研发规格还是宣传力度都大大超越了过往的国产“乙女向”游戏。而随着《恋与制作人》的成功，我们认为中国乙女向游戏的市场上限已被打开。

图表 14: 中国乙女向市场的发展阶段



2001-2013

- 乙女文化萌芽期，集中在小众圈子
- 以汉化“日本乙女向游戏”+PC端厂商自研为主
- 反响平淡，游戏进入壁垒较低，竞争较弱

橙光游戏



2013-2017

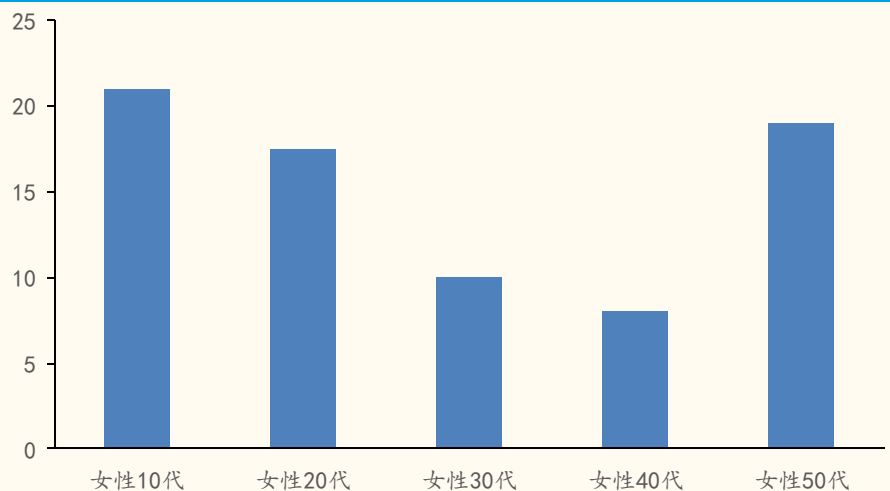
- 乙女向游戏进入高速发展阶段，受众群体一再扩张
- 女性向游戏平台成立，孵化中国特色的“乙女向”题材
- “海外产品的本地化”+“自研”双管齐下
- 乙女向游戏的细分领域被挖掘

来源：官方网站、国金证券研究所

他山之石：成熟的日本乙女向市场

- 与中国目前远未成熟的乙女向市场相比，一海之隔的日本却已建立起了完善的乙女商业市场链条。不少游戏厂商甚至只针对女性受众做游戏，在 PSP 和 PSV 盛行有大量的乙女向游戏；如今的移动端，乙女向游戏也是佳作频频。日本“乙女向游戏”的发展趋势对我国有极高的参考价值。
- 近年来移动端手机游戏的兴起大大拓展了日本女性向游戏的玩家年龄层。据 App Ape 数据，截至 2016 年 6 月，50 岁以上的女性玩家的 MAU 在三年内扩张了 19 倍。乙女游戏厂商也针对不同年龄层的目标受众进行了细分产品的开发，日本乙女产品呈百花齐放的态势。

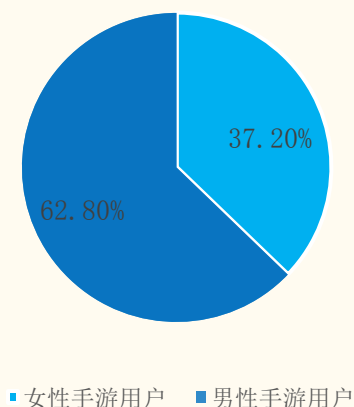
图表 15: 2013-2016 年日本乙女向游戏玩家年龄层细分 MAU 增长率(%)



来源：App Ape、国金证券研究所

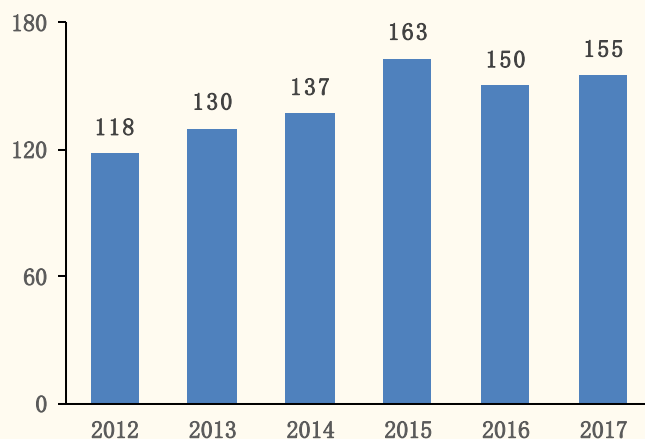
- 日本的乙女类游戏开发成本相对较低。由于乙女向游戏的商业模式较为固定，游戏的操作系统基本不需要变更，新作的更迭主要体现在美术资源和剧本设计上，节省了大量开发成本。以知名乙女游戏开发商 Arithmetic 为例，旗下普通产品的开发成本约为 100 万日元，折合人民币仅 5.7 万元。然而，乙女游戏却具有较高的回报率。据 Arithmetic 披露的数据，该公司的 30 多款乙女向游戏中，有 6 款手游的收入超过了 1 亿日元，更有一款游戏 3 年累计收入过 6 亿日元。
- 日本乙女市场现已维持在稳定状态，据矢野经济研究所，2015 年，日本“乙女游戏”市场规模达到巅峰，约为 163 亿日元，之后略有下跌，2017 年维持在 155 亿日元。2017 年日本人口约为 1.3 亿，游戏人口达 6800 万，移动游戏玩家约为 5400 万；2017 年日本女性移动玩家占比为 37.2%。以此估算，日本女性移动玩家对乙女市场的 ARPU 值约为 770 日元。

图表 16: 2017 年日本手游用户性别比例



来源: App Ape、国金证券研究所

图表 17: 2012-2017 年日本乙女市场规模 (亿日元)



来源: 矢野经济研究所、国金证券研究所

日本乙女向游戏产业的演变

- 通过观察 1994 年至今日本经典的乙女向游戏产品，我们将日本乙女游戏产业分为 4 个发展阶段。

图表 18: 日本乙女向游戏产业大事记

<p>1994-1996</p> <ul style="list-style-type: none"> • 游戏史上第一款乙女向游戏诞生 • 形成了“美型人设”和“人气声优”的固有印象 	<p>1996-2006</p> <ul style="list-style-type: none"> • 乙女向游戏IP产业链的形成 • 漫画+广播剧+线下声优见面会+TV动画 	<p>2006-2013</p> <ul style="list-style-type: none"> • 乙女向游戏的爆发期 • 乙女题材大扩张 • 研发乙女向游戏的厂商大量成立 • 乙女向IP运营模式标准化 	<p>2013至今</p> <ul style="list-style-type: none"> • 手游时代促使乙女玩家激增 • 乙女用户年龄层拓宽 • 乙女游戏类型多样化

来源: 萌娘百科、官方网站、国金证券研究所

- 第一阶段为 1994-1996 年，诞生了游戏史上第一款乙女向游戏，也奠定了未来乙女向游戏的固有要素。1994 年，日本光荣 (KOEI) 公司发布游戏史上第一款女性向游戏《安琪莉可》，大受好评，并多次成为社会热门话题，随之推出一系列的 Drama CD。1995 年，制作团队吸取玩家反馈又推出内置语音版本的《安琪莉可 Special》。自此，“美型人设”和“人气声优”的组合成为了女性向游戏的固有印象。
- 第二阶段为 1996-2006 年，逐渐形成了女性向游戏 IP 衍生产业链的运营模式。1996 年，《安琪莉可》的衍生漫画面世。2000 年，KOEI 举办以“Neo Romance Festa”为名的声优见面会，一举将乙女游戏的影响力打通到线下。2006 年，KOEI 的另一女性向大作《金色琴弦》正式 TV 动画化，奠定了乙女向游戏产业“游戏先行”+“TV 推广”的联动运营模式。
- 第三阶段为 2006-2013 年，乙女游戏迎来爆发期。乙女向题材不断扩张，多个专研乙女市场的游戏厂商成立。2006 年后，为满足玩家对于恋爱的不同需求，以历史题材、浪漫冒险题材、暗黑哥特题材等为主打的乙女向游戏纷纷面世。此外，乙女游戏市场上也出现了大量研发厂商，如：Otamate 公司、美蕾公司、Rejet 公司等。此外，我们发现日本乙女向游戏历史销量前十的作品有 9 个是在这一时期发行的

图表 19：日本乙女向游戏（游戏机端口）销量累计前十产品

游戏名	发行年份	累计销量
心跳回忆女生版 3	2010	173049
心跳回忆女生版 2	2008	163943
歌之王子殿下 Repeat	2011	144555
歌之王子殿下 All Star	2013	111898
薄樱鬼	2009	111633
心跳回忆女生版 1	2002	110628
歌之王子殿下 Music2	2013	94145
网球王子：学园祭王子	2010	92660
歌之王子殿下 Debut	2012	91247
歌之王子殿下 Music	2011	90378

来源：Atwiki、国金证券研究所

- 第四阶段为 2013 年至今，智能手机的普及致使女性玩家数量激增，乙女游戏玩家群体开始向职业女性和家庭主妇倾斜，进一步凸显出高粘性、高付费潜力的特点。智能手机也驱动乙女游戏类型向多样化发展。2013 年，KOEI 推出了知名乙女向游戏《金色琴弦》的手机版本，其他游戏厂商也将多款 PSP 端游戏移植到了手机端。2015 年后，日本的乙女向手游作品开始爆发，《梦王国与沉睡的 100 王子》、《Idolishi 7》等均在 IOS 畅销榜上名列前茅，2017 年 1 月上线的乙女向游戏《A3!》还冲上了日本 IOS 畅销榜第二名。乙女游戏类型不再仅限于 AVG、RPG 模式，而是形成了诸如经营、休闲、音乐等新玩法。

颜值、人设、声优：优质的乙女向游戏要素

- 通过上文可以发现，无论游戏产业链如何升级，但是真正核心还是游戏作品本身。只有在游戏作品获得广泛的喜爱和成功后才能进行衍生产品的开发。那么什么样的游戏特质才能直击乙女诉求呢？我们将结合 Bilibili 发布的《乙女市场调研报告》和日本知名乙女游戏《薄樱鬼-新选组奇谭》来解构乙女游戏的特质。
- 乙女类游戏的本质就是要满足女性的“恋爱幻想”，乙女玩家会寄情于虚拟的游戏人物以沉浸在恋爱的满足感和幸福感里。因此，一个优质的乙女游

戏必需要建立起游戏人物的立体化形象，才能增强恋爱体验的可信度。此外，立体的人物形象是成为“虚拟偶像”的必备条件，是“同人文化”进行二次创作再传播的萌点源泉，也是后续衍生产品能顺利运作的核心因素。在此方面，2008年发布的《薄樱鬼-新选组奇谭》可谓是乙女类游戏的佼佼者，即使时隔多年，其主要可攻略角色仍能在“Sephrot 游戏角色人气”评选中一举揽下前三。高颜值的外观、丰富的人设佐以合适的名声正是这个游戏能塑造出众多深入人心角色的核心要素。

- **颜值：**“爱美之心，人皆有之”，而乙女群体对于相貌的注重程度则会更高。作为虚拟幻想的恋爱类游戏，人物建模的美型程度将决定幻想的质量高低。在《薄樱鬼-新选组奇谭》里，制作组精心绘制了大叔、正太、美青年等多种人物立绘，充分满足玩家对角色的审美需求。

图表 20：《薄樱鬼-新选组奇谭》人物立绘



来源：游戏官网、国金证券研究所

- **人设：**仅有颜值的角色一定是扁平且无趣的，除了相貌，乙女也同样在意角色对象的性格表现。人物设定（人设）能赋予角色独有的“萌点”（性格魅力），也是让角色不平庸的关键点。成功的人物设定必须要赋予角色“人格与命运”。以《薄樱鬼-新选组奇谭》的冲田总司为例，从人格上看，他是天才剑士，是新选组一番队队长，是旁人眼中“长不大的孩子”，也是战场上“冷酷无情的杀手”，爱与嬉笑打闹但内心却满是孤单寂寞。这些人格属性每个都充满着独特魅力，结合在一起又形成巨大反差，让玩家对角色不禁又爱又怜。从命运塑造上看，冲田总司作为一个天才少年，却不幸得了肺病，在新选组面临危险且敬爱的组长近藤先生遇难的时候，他想上阵杀敌却心有余而力不足，最后化为罗刹。在游戏中，即使是冲田总司的 HE（Happy Ending）结局，也借女主之口提及了他的肺病始终没有治好。这样的角色塑造，充满了悲剧的英雄色彩，角色剧情代入感极强，又充斥着浓烈的感情交互，因此俘获了一批又一批的女性玩家。
- **声优：**声优（配音演员）是连接二次元人物和三次元现实世界交互的唯一途径，其能赋予虚拟人物真实的人性化感情，对整个人物塑造具有画龙点睛的作用。此外，乙女群体具有极强的“声控”属性，一名合适的声优不仅能赋予角色生命力，也能为游戏吸引更多的玩家，形成声优粉丝经济效益。《薄樱鬼-新选组奇谭》亦选取了知名的实力派声优参与配音，如：森久保祥太郎（代表作《网球王子》—一切原赤也）、三木真一郎（代表作《头文字 D》—藤原拓海）等。

图表 21: 冲田总司的悲剧性色彩



来源: 游戏截图、国金证券研究所

图表 22: 《薄樱鬼-新选组奇谭》声优阵容



来源: TapTap、国金证券研究所

中重度游戏设计向女性玩家倾斜，颜值为女性用户付费首选

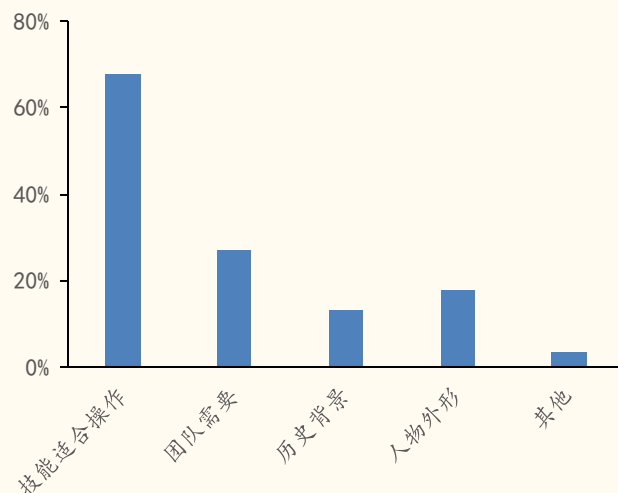
- 不可否认的是，“乙女向文化”毕竟是一种亚文化，“乙女向游戏”在整个游戏市场必然是小众且非主流的，广泛存在于游戏市场的还是以中性和男性思维为主导的中重度游戏产品。然而，随着女性玩家数量的不断增加，越来越多的游戏厂商将“乙女向要素”应用中重度游戏的研发设计中，以期在主流游戏市场吸引到更多的女性用户。
- 以《王者荣耀》为例，据极光数据，截至 2017 年 5 月，《王者荣耀》的女性用户占比已达 54.1%。那么，《王者荣耀》的哪些游戏设计是迎合女性需求的呢？首先，从游戏操作上看，其大大降低了操作的门槛且玩法易学。玩家在登入游戏后会出现较为详细的新手指引，在游戏对战模式中还存在训练营和进阶视频以供玩家学习，在游戏过程中也有智能施法和出装推荐。其次，《王者荣耀》的画面精致、具备高颜值的游戏角色、拥有豪华的声优阵容、并为每个英雄和英雄皮肤都配备了相应故事背景。整体而言，《王者荣耀》的核心主题并非以女性为主，但在游戏设计上却对女性群体有所迎合，女性玩家接受度较高。那么，女性玩家是否会为这些要素付费呢？据企鹅智酷的统计结果，在《王者荣耀》中，43.6%的女性付费玩家是为了让英雄外形更好看而充值。

图表 23: 《王者荣耀》的英雄设计



来源: 游戏官网、国金证券研究所

图表 24: 《王者荣耀》女性玩家挑选英雄原因



来源: 企鹅智酷、国金证券研究所

女性玩家崛起带来的价值

- 在国内游戏市场，随着大批量女性玩家的涌入，不同年龄段、不同职业、不同地域的女性玩家必然会在存在差异化的游戏需求，而这些游戏需求目前并未被充分发掘。以乙女向游戏为例，乙女游戏的开发成本较低且具有较高的回报率。精品的乙女向游戏，通常具备丰富的剧情和经典的人物塑造，具有极高的周边衍生价值。目前，在我国游戏市场上仅存在《恋与制作人》一款自研爆款游戏，乙女向游戏仍有大量掘金空间。

加速“为爱付费”进程，拉动手游收入基数再提升

- 一直以来，网络游戏领域存在两种付费模式：一类是为了打败其他人而“为赢付费”；一类是为自己的喜好而“为爱付费”。而在以女性为主要受众的游戏里，由于女性情感更为细腻丰富，对虚拟角色的认同感和沉浸度较高，将更容易“为自我满足”而消费。
- 以女性用户占比达 71%的《旅行青蛙》为例，其玩法十分简单，玩家可以通过庭院内生长的三叶草来换取食物、帐篷、灯具等旅行用品并进行行囊配置，之后只需等待时间推移，青蛙出门旅行即可。这款放置类游戏的氪金需求其实极其微弱，随着时间推移三叶草可自行长出；商店内配置的道具种类较少，且帐篷、灯具、幸运铃铛多为永久性道具，并不需要玩家使用三叶草反复购买。作为一次性道具的食物所耗三叶草的数量也不多，在不付费的情况下，玩家也能得到不错的游戏体验。然而，《旅行青蛙》作为一个轻度休闲游戏，在中国 iOS 畅销榜的排名最高冲上了第 12 位。不少玩家表示氪金的原因仅仅只是想尽快给“蛙崽”更换最好的装备去找朋友（游戏中的花蝴蝶、螃蟹等）。随着女性玩家的崛起，“为爱付费”的进程将被进一步推动，以“自我满足心理”为驱动的玩家消费将越来越常见。

图表 25：《旅行青蛙》的道具界面



来源：游戏截图、国金证券研究所

蓝海中的女性手游“买量市场”

- 长期以来，男性玩家都是游戏的主体服务对象，因此市场上充斥着大量的男性向游戏产品。2017年1-12月每月买量TOP3的游戏产品共18款，其中16款是男性向游戏。可以说在买量市场上，大部分游戏的买量对象都是

针对同一批男性玩家。而随着市场上同类游戏产品越来越多，男性玩家在反复面对仙侠、武侠、传奇等游戏时，口味会更加挑剔，对新游戏的尝试欲望也会下降。此外，中国移动游戏用户仍有增量空间，但不可否认的事实是用户增长的势头在不断放缓，单个用户的买量成本将会持续提高。而男性用户群体的买量成本有多高呢？据热云数据统计，以男性产品为主的传奇类产品单 IOS 用户 CPA 成本甚至超过了 300 元。因此，我们认为，目前针对男性用户的买量市场已经一片红海，竞争十分激烈。

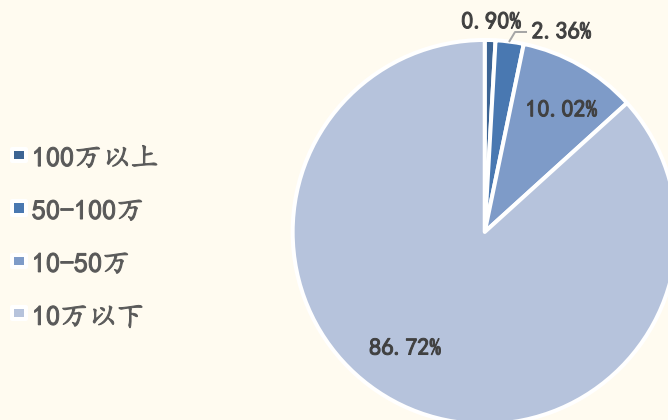
图表 26：2017 年 1-12 月每月买量游戏 TOP3

月份	第一名	第二名	第三名
一月	永恒纪元 HD	我在大清当皇帝	丧尸之战
二月	永恒纪元 HD	我在大清当皇帝	丧尸之战
三月	永恒纪元 HD	我在大清当皇帝	阿瓦隆之王
四月	永恒纪元 HD	阿瓦隆之王	勇者大作战
五月	仙剑奇侠传幻璃镜	神话永恒	勇者大作战
六月	胡莱三国 2	楚乔传	永恒纪元 HD
七月	我在大清当皇帝	葫芦娃	胡莱三国 2
八月	豪门足球风云	校花的贴身高手	我在大清当皇帝
九月	葫芦娃	叫我万岁爷	永恒纪元 HD
十月	叫我万岁爷	大天使之剑 H5	葫芦娃
十一月	大天使之剑 H5	妖精的尾巴	永恒纪元 HD
十二月	恋与制作人	大天使之剑 H5	校花的贴身高手

来源：热云数据、国金证券研究所

- 在这种情况下，针对女性玩家的“买量市场”却是一片蓝海。首先，游戏市场上的女性向产品要远远少于男性向产品，因此在女性买量市场上的竞争远不如男性市场激烈，针对女性玩家的买量价格会低于市场均价。其次，近年来女性玩家快速增长，女性玩家基数被拉升，新进入游戏市场的大量女性玩家仍然抱有对游戏的好奇心态，买量的效果会优于男性市场。
- 2017 年 12 月的买量 TOP1 游戏是女性向手游《恋与制作人》，在今日头条、新浪微博、UC 头条、爱奇艺、哔哩哔哩和手机百度等多个渠道进行了广告投放。截至 2018 年 1 月 5 日，上线不足一个月的《恋与制作人》游戏安装量已经突破了 700 万，DAU 高达 202.01 万。而整体游戏市场的买量情况如何呢？热云数据显示能获得超 100 万以上新增用户的游戏产品仅占所有买量游戏产品的 0.9%。在游戏买量越来越难的今天，女性向游戏却能逆势而上，这也说明女性买量市场仍具有蓝海空间。

图表 27：2017 年单游戏产品获取新增用户分布图

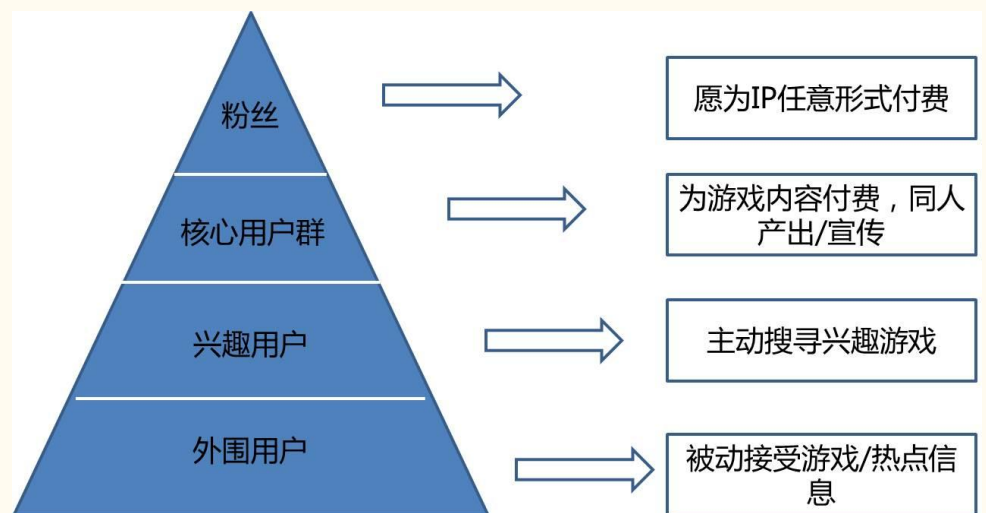


来源：热云数据、国金证券研究所

话题效应明显，有利“话题营销”开展

- 随着互联网和自媒体的发展，具有相同兴趣爱好的网络群体会在垂直领域中上聚集、分享和交流，“意见领袖+规模用户”的形成会带来明显的话题放大效应。由于女性的情感较为充沛，更容易通过付出爱与关注达到自身的精神满足，因此女性玩家对游戏和角色更容易产生感情，自发传播的话题效应也更为明显。
- 女性群体本身就具备较强的社交属性。据 ComScore 的市场研究报告，女性每月花在社交网络的时间要比男性高出 30%。而游戏话题正渐渐与社交交融，社交成为推动游戏传播的重要因素。以《王者荣耀》为例，据企鹅智酷统计，社交成为这款游戏获取用户的一个关键用户。超过 60% 的女性玩家是因为身边朋友在玩这款游戏产生好奇从而主动下载。此外，在以微博为主要陌生人社交和热点传播的平台上，女性群体具有极高的活跃度和话语权。参考女性群体较为集中的“明星粉丝圈”和“二次元同人圈”，前者是“话题营销”的良好温床，后者则是“话题制造”的优秀孵化器。
- 一般而言，我们可以将女性向游戏的用户分为四个层级：一、粉丝型用户，即关注点为游戏 IP，会为此 IP 的任意形式付费；二、核心用户群，即会为游戏内容付费，并主动为游戏进行同人产出/宣传；三、兴趣用户，即对游戏感兴趣，会主动搜寻热门游戏；四、外围用户，即被动接受游戏/热点信息，在觉得好玩或者身边人都在玩的情况下给予关注。

图表 28：女性向游戏用户层级



来源：国金证券研究所整理

- 从用户层级上看，核心玩家和兴趣用户会成为游戏的宣传主力。核心玩家通过对游戏进行高质量的同人再创作，从而引发话题点。兴趣用户会通过分享核心玩家的同人产出达到对游戏的再宣传，以吸引庞大的外围用户群体。以《恋与制作人》为例，其在 2017 年 7 月和 11 月分别进行了两次删档测试，在内测期间培育了大量粉丝型用户和核心用户群。在 2017 年 12 月游戏正式公测后，核心用户群开始自发寻找“游戏话题点”并积极创作同人以吸引兴趣用户。在用户规模和自发讨论热度达到小高峰后，再辅以微博、空间、贴吧等社交自媒体营销，从而引爆整个外围用户市场。

图表 29:《恋与制作人》的同人再创作



来源：新浪微博、国金证券研究所

女性市场的附加价值：游戏 IP 的衍生产业链

- 随着泛娱乐融合的发展潮流，游戏 IP 与其他娱乐产业的联动将会愈加频繁。因为游戏产品普遍具有迭代快，生命周期短的特点，而为了充分挖掘游戏产业价值以及维持游戏的长期可持续发展，游戏厂商会选择深挖其衍生商业模式来扩大游戏影响力。对于游戏厂商而言，一方面衍生产品通常具备较高的价值可能性，能创造收入；另一方面在衍生领域取得的成果可以反哺游戏，持续为游戏输送热度。目前，游戏 IP 运营已将触角延伸到了文学、影视、动漫、明星、周边衍生、电竞直播等多个产业链。

图表 30：游戏 IP 与衍生产业链的结合生态圈



来源：腾讯游戏产业园、国金证券研究所

女性玩家是游戏 IP 圈层文化推动者

- 游戏 IP 的构建主要来源于两方面，其一是优质的游戏内容，其二则是核心的圈层文化。前者是游戏的立足之基，后者则是游戏产业与 IP 生态圈的联结桥梁。游戏产品本身是圈层文化的培养基。每一款游戏都会形成一个用户圈层，在圈层中用户具有独特于外界的语言、习性甚至是情感逻辑和价值观。随着圈层特征的加深，会逐步形成只属于这个圈层的独有文化。圈层文化能引发用户与用户、用户与产品、产品与产品之间的协同效应，因此游戏 IP 的价值输出主要是建立在圈层文化的运营与挖掘之上的。
- 那么，女性玩家对圈层文化的运营有着什么样的作用呢？女性群体是同人文化的主要缔造者和传播者，而同人文化正是圈层文化在游戏圈的重要表现形式。“同人”是建立在现有商业作品或原创作品之上的二次创作，由于玩家对游戏投入了较深的感情，许多拥有创作才华的玩家会在游戏之外围绕游戏的剧情、人物或是个人观感进行同人创作。这种内容往往会引起大多数玩家的共鸣，从而被广泛传播。可以认为，同人文化能极好的维系玩家与游戏之间的情感共鸣，从而形成强劲的 IP 效应。而在国内的同人市场上，女性拥有绝对的霸主地位。以 2017 年上海 Comicup21（简称 CP21，是上海最大的同人展会）为例，21 个同人专区中，以女性参与者为核心的同人专区占比为三分之二。

图表 31: 2017 年上海 CP21 同人专区分布



来源: 无差别同人站、国金证券研究所

配音产品: 女性向游戏 IP 的天然衍生链

- 女性向游戏的服务对象本身就具有强烈的“声控”属性，即对声优（配音演员）的崇拜。同时，通过日本的经验我们发现声优文化与 ACG（指动画、漫画、游戏）产业密不可分。因此，女性向游戏 IP 可以说是配音衍生产品的天然温床。以第一部乙女向游戏《安琪莉可》为例，其游戏厂商出版的 Drama CD（广播剧）和角色歌集数量已达百张。此外，在日本，乙女向游戏的声优线下 event（粉丝见面会）也是广受女性玩家的欢迎。

图表 32: 《安琪莉可》配音衍生 CD



来源: KOEI 官网、国金证券研究所

图表 33: 《遥远时空中》声优线下见面会



来源: KOEI 官网、国金证券研究所

- 随着近年来中国二次元产业的快速发展，中国配音产业市场获得了越来越多的关注，2018年在湖南卫视播出的《声临其境》配音综艺节目已取得了较高的社会讨论度，游戏厂商也与配音工作室在同人配音创作上频繁合作。在这个大背景下，我们认为，国内游戏IP运营与配音产业交融的趋势正在不断加强，配音产业链或将成为游戏IP开发的另一风口，且女性向IP具有形成“声优粉丝经济”的优势。据Bilibili发布的《乙女用户市场调研报告》，近60%的乙女玩家表示有喜欢的明星且普遍为声优。此外，阿杰729（为《恋与制作人》白起配音）以游戏角色名义发布的语音视频在微博上获得了超7万的转发，播放量达到了875万。这也再次证明了国内女性玩家对声优及女性向游戏IP题材的追捧。

图表 34:《恋与制作人》的配音演员受追捧



来源：新浪微博、国金证券研究所

影游联动：女性向游戏IP在影视改编上具有市场优势

- 首先，由于电视剧的收视群体主力为女性观众，因此女性向IP会更有代入感。参考CSM52城收视率数据，2017年收视排名前十的电视剧中有一半是“大女主”剧，即女主角为整部戏的核心人物，剧情的发展推动全都围绕女主角展开。因此，在游戏IP向影视剧转化的过程中，女性向的IP会更易受到电视观众的青睐。

图表 35: 2017 年收视率前十的电视剧

排序	剧名	收视率 (%)	是否大女主	题材
1	人民的名义	3.661	否	反腐
2	那年花开月正圆	2.564/1.756	是	情感
3	因为遇见你	1.930	-	情感
4	我的前半生	1.876	-	情感
5	楚乔传	1.741	是	古装玄幻
6	欢乐颂二	1.614/1.584	是	都市职场
7	人间至味是清欢	1.315	-	情感
8	孤芳不自赏	1.314	是	古装玄幻
9	三生三世十里桃花	1.288	是	古装玄幻
10	于成龙	1.277	否	古装官场

来源: CSM52 城、国金证券研究所

- 其次，女性群体对女性游戏 IP 的题材偏好度较高。从收视率排名中我们可以看出，高收视的电视剧题材主要以情感、玄幻为主。同时据酷云数据，女性电视观众对玄幻、宫斗、偶像等非现实题材的电视剧偏好度也要高于男性用户。目前市场上的游戏 IP 大多数都属于非现实题材，且在第三部分我们也提到了女性向游戏 IP 往往具备优秀的人物塑造和较强的情感交互式体验，因此女性向 IP 在向电视剧输送的过程中具有先天性的题材优势。2017 年 6 月，改编自女性向游戏《逆袭之星途闪耀》的网络剧《逆袭之星途璀璨》在腾讯视频上线，在仅有腾讯视频会员可以观看的情况下达到了 16.8 亿的点击量，吹响了女性向游戏 IP 改编的号角。据新闻媒体报道，后续还将陆续有改编自“橙光平台”女性向游戏 IP 的电视剧上线。

图表 36: 女性向游戏 IP 改编的《逆袭之星途璀璨》

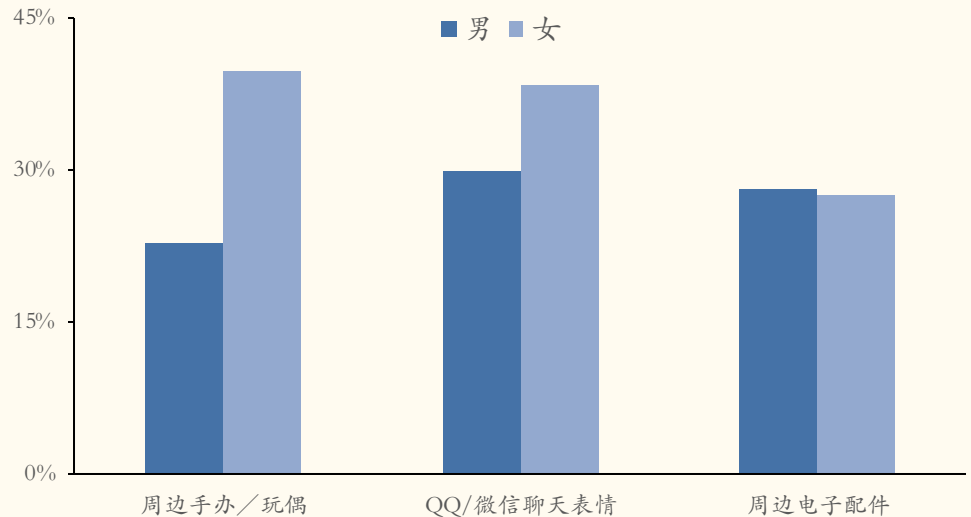


来源: 官方微博、国金证券研究所

周边手办：女性玩家是周边市场的积极拥护者

- 相比于男性玩家，女性玩家群体具有更强烈的游戏周边购买偏好。据企鹅智酷，在考虑购买周边的人群里，有 39.8% 的女性玩家表示会购买周边手办/玩偶，有 38.3% 的女性玩家表示会购买游戏对应的 QQ/微信聊天表情，比例要远远高于男性玩家。此外，女性向手游《恋与制作人》在 12 月上线的一系列官方周边已在很短的时间内被抢售一空。

图表 37：男女玩家对周边购买的意向分布



来源：企鹅智酷、国金证券研究所

电子竞技：掘金粉丝经济，女性用户推动电竞产业“偶像”化

- 在电竞产业发展相对成熟的韩国，“偶像应援活动”屡见不鲜。韩国《英雄联盟》KeSPA CUP 比赛上有近 90% 的观众为女性，这些粉丝会在比赛之前手工；制作应援横幅并带上荧光棒来为战队的比赛加油助威。在比赛结束之后，电竞战队还会举办粉丝见面会，战队选手会与粉丝近距离接触，签名、握手并交换礼物。不少韩国战队的官方社交频道也是以服务女性粉丝为主，会定时发布战队选手的个人现状、照片、采访，在选手生日、出道纪念日时也会举办粉丝应援活动。电竞选手成为了闪闪发光的“明星”。

图表 38：韩国女粉丝的战队应援



来源：腾讯新闻、国金证券研究所

- 随着《王者荣耀》、《阴阳师》等中重度游戏对国内女性玩家的孵化培育，国内女性群体在电子竞技产业中的参与度也越来越高。据企鹅智酷的统计数据，在《王者荣耀》的女性玩家中，有近 60% 的女性玩家看过电竞相关的视频。据游戏葡萄，在 2017 年 KPL（《王者荣耀》职业联赛）总决赛上，女性观众占比近半，举着战队灯牌、拿着应援荧光棒、戴着战队 logo 贴纸的女玩家比比皆是。除了对战队的应援，在比赛场馆外，不少女性粉丝也纷纷与战队选手的立牌合影，以表达对选手们的喜爱。我们认为，对标韩国，中国电竞市场上的女性观众仍有上行空间，而女性观众的增多有助于电竞产业的“偶像化”前景，能进一步引爆流量，建立粉丝经济。

图表 39：2017KPL 总决赛粉丝应援



来源：游戏葡萄、国金证券研究所

投资策略

- 考虑到女性玩家的潜力与优势，女性用户留存较高的中重度游戏产品将优先受益，我们看好**腾讯控股 (00700)**和**金山软件 (03888)**。从乙女向游戏的研发、本土化代理和游戏 IP 产业链上看，上市公司中**网易 (NTES)**和**完美世界 (002624)**值得关注，非上市公司中苏州叠纸、Bilibili、乐元素值得关注。鉴于收购 Oufit7 后获得“汤姆猫”的儿童和女性粉丝，**金科文化 (300459)**或将受益于女性游戏群体的崛起。考虑到女性群体的社交属性和“话题营销”的开展，**新浪微博 (WB)**作为资讯的集散地在游戏的社交互动过程中具有十分重要的作用。

腾讯控股(0700.HK)

- 在上市公司当中，腾讯发行的女性向游戏数量最多，包括《奇迹暖暖》《天天爱消除》等；其中绝大部分是传统的女性向休闲游戏，几乎没有现在红极一时的乙女向游戏。不过，腾讯庞大的用户基数、超强的导流能力和精准的数据分析，决定了它能在乙女向市场有所作为。在目前腾讯开始预约的新手游当中，《QQ 炫舞》《音乐世界》《云裳羽衣》《消除者联盟》都有较强的女性向色彩。我们相信，以腾讯强大的自研实力，在 1-2 年内也能研发出类似《恋与制作人》的核心乙女向游戏。

金山软件(3888.HK)

- 金山软件的旗舰端游《剑网 3》可谓 MMORPG 当中的异数：接近半数玩家为女性，以换装、自拍、双人轻功和婚恋为主打玩法，以时装为主要内购道具。我们预计《剑网 3》手游版推出之后，也将吸引大量女性玩家。2017 年 12 月，金山的第一款女性向换装游戏《云裳羽衣》开始内测，该游戏可谓“唐朝版《奇迹暖暖》”，在 TapTap 上取得了较好的口碑。《云裳羽衣》已经确定由腾讯独家发行，如果取得成功，将意味着金山在女性向游戏市场上取得巨大的突破。

网易(NTES)

- 2016 年，网易推出的《倩女幽魂》《阴阳师》两款 MMORPG 都创造了女性玩家占据半数的奇迹；《阴阳师》的爆红离不开女性玩家自带的话题效应。2017 年，网易希望在继续拓展女性向市场，遗憾的是并未推出类似重量级的新品。网易的特色是立项游戏数量庞大、敢于试错，对于蓬勃兴起的乙女向游戏市场一定不会错过。问题在于，《倩女幽魂》《阴阳师》的用户基数正在急剧下滑，网易急需在 2018 年推出至少一款优秀的乙女向游戏，才能留住来之不易的女性用户群。

完美世界(002624)

- 在历史上，完美世界的自研游戏一贯以美术制作精良、人设颜值较高著称，这也是它旗下的游戏往往能在第一个月取得较高流水的“杀手锏”。女性玩家最关注的就是场景与人物的美感，在这方面完美具备天然的优势。2017 年，完美推出了一款女性向二次元游戏《梦间集》。遗憾的是，该游戏并未进入畅销榜前 40 名，在 TapTap 上也仅取得 6.5 的评分。不过，通过《梦间集》，完美仍然积累了女性向市场的丰富经验，走在了绝大部分同行的前列，为将来推出类似游戏打下了基础。

金科文化(300459)

- 在收购 Oufit7 之后，“汤姆猫”系列游戏已经成为金科文化最重要的收入来源之一。作为智能手机发展早期就诞生的知名 IP，“汤姆猫”拥有数量庞大的儿童和女性用户。我们预计，“女性向”和“亲子向”将是“汤姆猫”未来的两个主攻方向。2018 年春节期间，《汤姆猫跑酷》进入了 iOS 游戏免费榜前 10，证明了该 IP 的强大生命力。不过，“汤姆猫”的美术设计是欧美写实风格，与中国女性玩家偏爱的日系二次元风格有差异；这个 IP 能否吸引更多女性玩家，还是未知数。

风险提示

- 中国尚未出台手机游戏分级政策，部分女性向游戏涉及较多的恋爱养成因素，可能不适合未成年人游玩。在没有分级政策的情况下，乙女向游戏可能伴随着难以消除的监管风险。
- 女性向游戏产业链不仅涉及游戏制作发行本身，还涉及配音、影视、周边、社交媒体等多个环节。在日本等发达女性向游戏市场，女性向游戏产业链非常成熟，而在中国则可能没有这样的条件。
- 过去几年，手机游戏市场的整体付费率一直在上升。但是，随着经济增速放缓，这种趋势可能扭转，不排除付费率下降的风险。
- 如果女性向游戏的买量成本像传统男性向游戏一样迅速攀升，所有女性向游戏厂商都将面临获客困难、总体利润率下滑的局面。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH