

## 游戏行业 1H18 回顾：关注下半年重点新游 上线进程，中长期择机布局绩优龙头标的

### 行业观点

1、1H18 移动游戏市场同比增长 12.1%，其中 2Q18 同比、环比分别增长 11.8%和 3.4%，增速维持低位。新游较为乏力的表现在六月有所好转，六月 Top 10 收入榜单中有《魔力宝贝手机版》《武林外传》《FIFA 足球世界》三款新游出现。行业格局上，腾、网一梯队地位依然稳固，Top 50 手游中腾讯+网易发行市占率升至八成以上。主打二次元、女性向等细分市场的厂商如哔哩哔哩、米哈游、叠纸网络等也有持续良好表现。从分类型的产品表现来看，RPG 玩法以及端游 IP 的移动游戏依然是市场主力。

2、买量市场竞争白热化，更应加强广告投放精细化管理及挖掘细分市场机遇。在以应用下载为目的的广告投放中，移动游戏类应用为广告投放绝对主力。新游产品和头部厂商的广告投放力度较大，也侧面反映了买量市场的白热化竞争态势。买量成本不断提升的当下，游戏厂商更应注重对广告效果的追踪和精细化管理，同时也应积极开拓更具性价比的非主流或新型流量渠道，厂商针对游戏内容本身挖掘新的玩法和题材也将成为重点。

3、政策动态层面，年初以来，网络游戏出版审批文号发放停滞，国产游戏运营备案入口关闭，部分国产和进口移动游戏或受此影响上线时间推迟，后续仍需密切关注相关机构改革进程。

### 投资建议

中信传媒板指较年初回落约 23%，游戏板块标的较年内高点下跌幅度达到 30%以上。板块中龙头个股 2018E 市盈率已调整至 15x~20x 区间，密切关注下半年重磅新游上线进程，中长期可择机布局具备扎实基本面的行业龙头标的。面对激烈的行业存量竞争，二线龙头积极参与腾讯生态圈加深与巨头合作，微信小程序以及细分题材市场等领域新增空间仍有待挖掘，游戏直播平台相关投资机遇也有望在虎牙、斗鱼上市的催化下逐渐显现。**推荐标的：**1) 完美世界，年轻化战略持续推进，6 月推出《武林外传》手游表现超预期，Q4 望上线与腾讯合作产品《云梦四时歌》&《完美世界》，与 Steam 合作加深公司平台属性并打开长期发展空间；2) 三七互娱：自研手游《大天使之剑 H5》《永恒纪元》月流水保持过亿水平，1H18 新推两款过亿月流水代理游戏《仙灵觉醒》《鬼语迷城》，7 月自研新游《屠龙破晓》上线期待良好表现，后续有望持续受益腾讯生态圈+小程序；3) 关注昆仑万维，闲徕互娱开拓广告业务，1H18 预计贡献归母净利润 2.94 亿元，超出市场预期，Opera 计划 7/27 美股 IPO，后续存在增持预期。

### 风险

政策监管趋严，新游上线或流水不及预期，商誉减值风险等。

## 互联网传媒

维持

买入

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

曾荣飞

zengrongfei@csc.com.cn

010-85130578

执业证书编号：S1440518030003

发布日期：2018 年 07 月 26 日

### 市场表现



### 相关研究报告

2018/7/17	昆仑万维 (300148): 股权激励绑定高管及核心人才, 闲徕超预期, Opera 美股 IPO 在即, 建议积极关注
2018/7/17	映客 (3700.HK): 持续创新聚拢高价值社群, 货币化稳健迎利润释放

## 目录

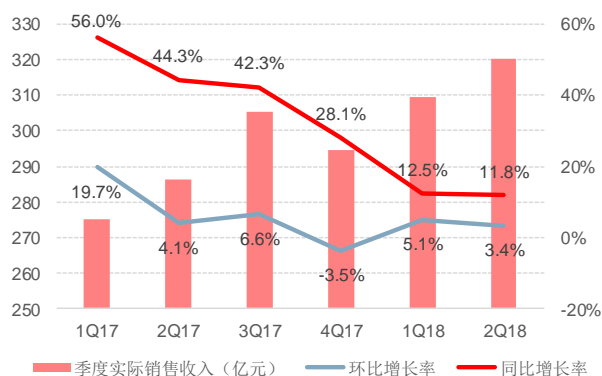
1. 移动游戏市场：二季度同比增速维持低位，腾、网市占率略有提升.....	1
1.1. 市场概览：移动游戏市场同比增速维持低位，六月新游表现较优.....	1
1.2. 行业格局：腾、网一梯队地位稳固，发行市占率进一步提升至 80% .....	3
1.3. 产品特征分析 .....	4
2. 移动游戏买量市场：竞争白热化，精细化管理&掘细分市场机遇.....	9
2.1. 概况：手游买量市场持续红海竞争，信息流广告最受青睐.....	9
2.2. 仙侠类 RPG 投放力度较重，后续更应加强广告投放精细化管理并挖掘细分市场机遇 .....	12
3. 政策监管动态跟踪：新游上线进度或受审批节奏影响，密切关注相关机构改革进程.....	14
4. 投资建议 .....	16

## 1. 移动游戏市场：二季度同比增速维持低位，腾、网市占率略有提升

### 1.1. 市场概览：移动游戏市场同比增速维持低位，六月新游表现较优

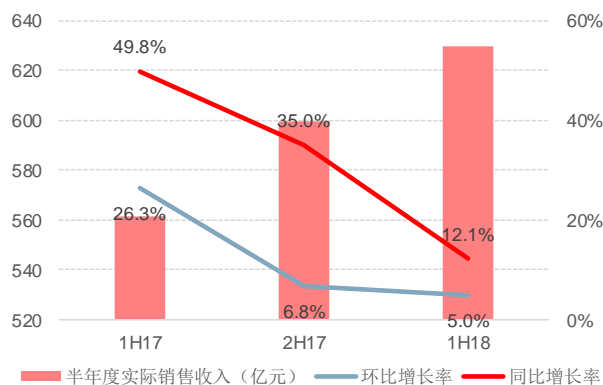
**1H18 移动游戏市场同比增长 12.1%，增速维持低位。**2018 年一季度，移动游戏市场同比增速由过去的 30%~50% 区间首次跌至 12.5%，二季度同比增速 11.8%，依然维持低位。综合上半年来看，中国移动游戏市场同比增长 12.1%，环比增长 5.0%；在较高的市场规模基数和国内移动游戏市场人口红利衰退的影响下，市场在上半年整体显露增长疲势，老游戏产品收入较为稳定，而新游戏产品则表现相对乏力。

**图表1：中国移动游戏市场实际销售收入及增速（季度）**



资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

**图表2：中国移动游戏市场实际销售收入及增速（半年度）**



资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

**2Q18 老游戏表现稳健，六月新游表现不俗。**在 2Q18 移动游戏收入榜中，《王者荣耀》与《梦幻西游》两款老游戏表现稳健，分列第一、第二位；《QQ 飞车》在二季度下滑一个位次至第三位。在 Top 10 中，仅有《QQ 飞车》《QQ 炫舞》和《楚留香》为 2018 年新推出产品，其中《QQ 飞车》和《QQ 炫舞》均为端改手产品，《楚留香》拥有小说 IP 加持。Top 10 产品中六款为 RPG 游戏，其余四款为 MOBA、竞速、SLG、音舞类，可见细分领域产品也拥有较高的流水空间。

从 2Q18 的月度榜单来看，老游戏《王者荣耀》《梦幻西游》持续位列第一、第二，新游乏力的现象在六月份才出现转机，三款排名 Top10 的六月新游中《魔力宝贝手机版》与《武林外传》均为端改手作品，《FIFA 足球世界》的良好表现则主要依赖与世界杯期间足球热度提升。

从 2Q18 新游表现来看，Top 10 新游中腾讯发行五款，网易发行三款，完美世界、阿里游戏各发行一款。从研发商角度来看，完美世界和网易游戏各推出两款，而由腾讯代理的五款新游则均为合作厂商研发。

**图表3： 2018年4-6月移动游戏收入榜 Top 30**

排名	游戏名称	游戏类型	排名变动	排名	游戏名称	游戏类型	排名变动
1	王者荣耀	MOBA类	——	16	武林外传	MMORPG	New
2	梦幻西游	回合制RPG类	1	17	新剑侠情缘	ARPG	——
3	QQ飞车	竞速类	-1	18	崩坏3	ARPG	4
4	楚留香	MMORPG	1	19	开心消消乐	休闲类/消除类	-3
5	乱世王者	SLG	3	20	王国纪元	SLG	1
6	QQ炫舞	休闲类/音舞类	21	21	火影忍者	ARPG	-2
7	倩女幽魂	ARPG	-1	22	恋与制作人	休闲类/恋爱类	-11
8	大话西游	回合制RPG类	-1	23	穿越火线:枪战王者	FPS/TPS	-13
9	阴阳师	回合制RPG类/卡牌类	3	24	天使纪元	MMORPG	-4
10	天龙八部手游	MMORPG	4	25	欢乐斗地主	休闲类/棋牌类	-7
11	奇迹:觉醒	MMORPG	-7	26	率土之滨	SLG	2
12	魔力宝贝手机版	回合制RPG类	New	27	QQ华夏	MMORPG	87
13	魂斗罗:归来	横版射击类	——	28	第五人格	ABA	New
14	Fate/Grand Order	卡牌类	-5	29	荒野行动	TPS	-14
15	FIFA足球世界	体育竞技类	New	30	大天使之剑H5	ARPG	-6

资料来源: 伽马数据, 中信建投证券研究发展部

**图表4： 2018年4-6月移动游戏收入月榜 Top 10**

排名	2018年4月	排名	2018年5月	排名	2018年6月
1	王者荣耀	1	王者荣耀	1	王者荣耀
2	梦幻西游	2	梦幻西游	2	梦幻西游
3	QQ飞车	3	QQ飞车	3	魔力宝贝手机版
4	楚留香	4	QQ炫舞	4	QQ飞车
5	乱世王者	5	楚留香	5	武林外传
6	QQ炫舞	6	乱世王者	6	乱世王者
7	奇迹:觉醒	7	阴阳师	7	FIFA足球世界
8	阴阳师	8	倩女幽魂	8	QQ炫舞
9	大话西游	9	大话西游	9	Fate/Grand Order
10	天龙八部手游	10	恋与制作人	10	楚留香

资料来源: 伽马数据, 中信建投证券研究发展部。

注: 红色字体表示4-6月新上线游戏。

**图表5： 2018年4-6月新推出移动游戏产品首月表现**

排名	游戏名称	研发商	发行商	游戏类型
1	魔力宝贝手机版	史克威尔·艾尼克斯	腾讯	日系回合角色扮演类
2	FIFA足球世界	EA Sports	腾讯	足球题材电子竞技
3	武林外传	完美世界	完美世界	MMORPG
4	拳皇命运	银汉	腾讯	拳皇IP格斗类
5	传奇世界3D	盛大	腾讯	传世IPMMORPG
6	第五人格	网易	网易	非对称对抗竞技
7	云裳羽衣	西山居	腾讯	古代恋爱换装类
8	实况足球	KONAMI	网易	体育竞技类
9	烈火如歌	完美世界	阿里	国风亲密社交MMO
10	三国志	网易	网易	战争题材RPG

资料来源: 伽马数据, 中信建投证券研究发展部

**图表6： 2018年4-6月新上线且进入 App Store 畅销榜或免费榜 Top 100 的部分移动游戏**

游戏名称	上线时间	研发商	游戏类型	产品成绩
第五人格	4月2日	网易游戏	非对称对抗竞技	免费榜最高排名第一，畅销榜最高排名第六
幻想计划	4月6日	巡音网络	社交ARPG	免费榜最高排名第十八，畅销榜最高排名第四十
征途2	4月12日	巨人网络	国战MMORPG	免费榜最高排名十一，畅销榜最高排名三十七
蜡烛人	4月12日	交创艺数字科技有限公	冒险解谜类独立游戏	付费榜最高排名第一
烈火如歌	4月18日	完美世界	国风亲密社交MMO	免费榜最高排名第九，畅销榜最高排名十九
奥拉索斯战纪	4月18日	XII Braves工作室	策略RPG	免费榜最高排名第十五，畅销榜最高排名五十七
轮回诀	4月19日	完美世界	国风RPG卡牌	免费榜最高排名第三，畅销榜最高排名二十八
万象物语	4月21日	龙渊网络&雷亚游戏	冒险RPG	免费榜最高排名第四，畅销榜最高排名十九
香肠派对	4月25日	真有趣	生存射击类	免费榜最高排名第十
我的王朝	4月26日	腾讯游戏	三国战争策略	免费榜最高排名第七，畅销榜最高排名二十九
影之诗	4月27日	Cygames	日系卡牌竞技	免费榜最高排名第四，畅销榜最高排名五十一
牧羊人之心	4月27日	YAMAYURI GAMES	二次元休闲益智养成	/
拳皇命运	5月17日	银汉游戏	拳皇IP格斗类	登顶免费榜，畅销榜最高排名第三
战国志	5月17日	网易游戏	战争题材RPG	免费榜最高排名第六，畅销榜最高排名三十一
FIFA足球世界	5月24日	EA Sports	足球题材电子竞技	免费榜最高排名第一，畅销榜最高排名第三
传奇世界3D	5月29日	盛大游戏	传世IPMMORPG	免费榜最高排名第一，畅销榜最高排名第八
我的恐龙	5月31日	蜗牛游戏	AR养成策略手游	/
魔法门之英雄无敌：元素守护者	5月31日	育碧	RPG类	免费榜最高排名第三，畅销榜最高排名三十一
武林外传	6月1日	完美世界	MMORPG	连续进入畅销榜前十天数超过二十天，最高排名第三
实况：王者集结	6月1日	KONAMI	卡牌类	/
山海异闻录	6月6日	盖娅互娱	国韵奇遇式MMORPG	免费榜最高排名第四，畅销榜最高排名第三十一
魔力宝贝手机版	6月12日	史克威尔·艾尼克斯	日系回合角色扮演类	登顶畅销榜及免费榜，上线后位于畅销榜前五超过两周
非人学园	6月26日	网易游戏	校园热血漫画MOBA	免费榜最高排名第二，畅销榜最高排名三十四
云裳羽衣	6月27日	西山居	古代恋爱换装类	免费榜最高排名第一，畅销榜最高排名第七
实况足球	6月29日	KONAMI	体育竞技类	免费榜最高排名第四，畅销榜最高排名四十二

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 1.2. 行业格局：腾、网一梯队地位稳固，发行市占率进一步提升至 80%

腾网第一梯队地位稳固，发行市占率合计超八成。腾讯、网易位于移动游戏市场第一梯队且地位稳固，2Q18排名前50的移动游戏中，腾、网在研发发行市场合计市占率分别提升至66.5%和80.7%，其中发行市场市占率已超过八成。完美世界凭借《武林外传》《烈火如歌》《轮回诀》三款新游的游戏表现也进入了双榜前三。以二次元、女性向细分品类游戏为主打发行产品的哔哩哔哩、米哈游、叠纸网络也持续上榜。

**图表7： Top 50 移动游戏中研发商收入份额（2Q18）**

排名	研发商	产品收入份额	排名变化
1	腾讯游戏	44.0%	-
2	网易游戏	22.5%	-
3	完美世界	2.6%	New
4	畅游	2.1%	3
5	掌趣科技	2.0%	-2
6	史克威尔·艾尼克斯	1.9%	New
7	DELiGHTWorks	1.8%	-2
8	三七互娱	1.8%	-4
9	EA Sports	1.8%	New
10	星辉天拓	1.7%	New

资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

注：按自研产品分成前流水占Top 50产品总流水比例测算

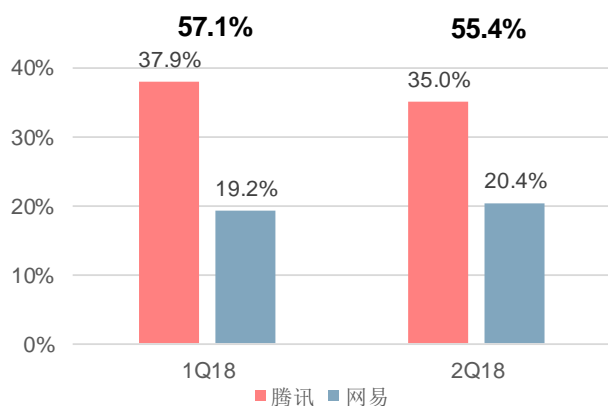
**图表8： Top 50 移动游戏中发行商收入份额（2Q18）**

排名	发行商	产品收入份额	排名变化
1	腾讯游戏	58.2%	-
2	网易游戏	22.5%	-
3	完美世界	2.6%	New
4	哔哩哔哩	1.8%	-1
5	三七互娱	1.8%	-
6	米哈游	1.6%	4
7	乐元素	1.5%	-
8	IGG	1.4%	1
9	叠纸网络	1.3%	-5
10	游族网络	1.3%	-2

资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

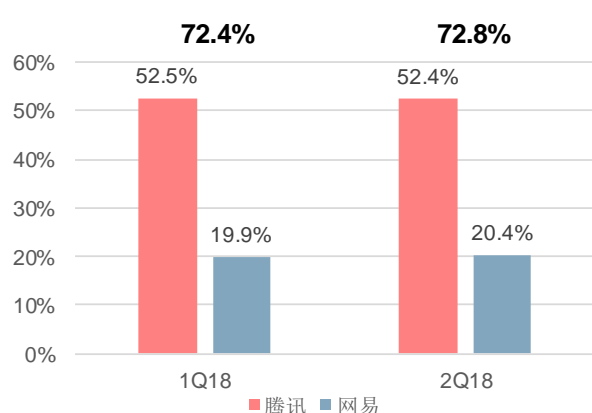
注：按Top 50产品分成前流水计入产品独代发行企业计算，非独代产品流水计入研发商

图表9： 移动游戏市场中腾讯与网易研发产品流水占比



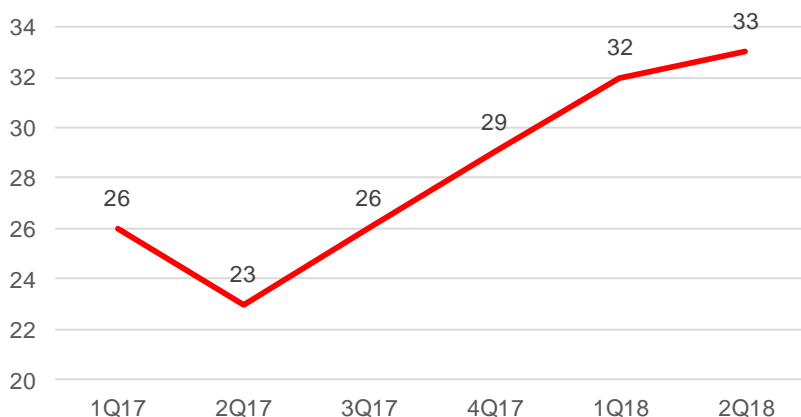
资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

图表10： 移动游戏市场中腾讯与网易发行产品流水占比



资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

图表11： Top 50 移动游戏产品中腾讯与网易发行游戏款数

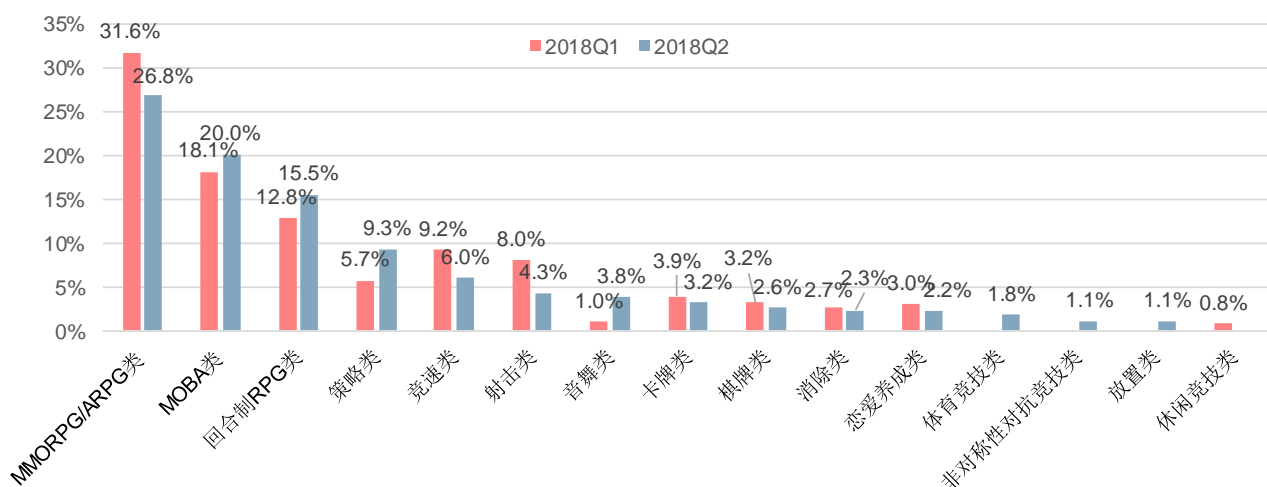


资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

### 1.3. 产品特征分析

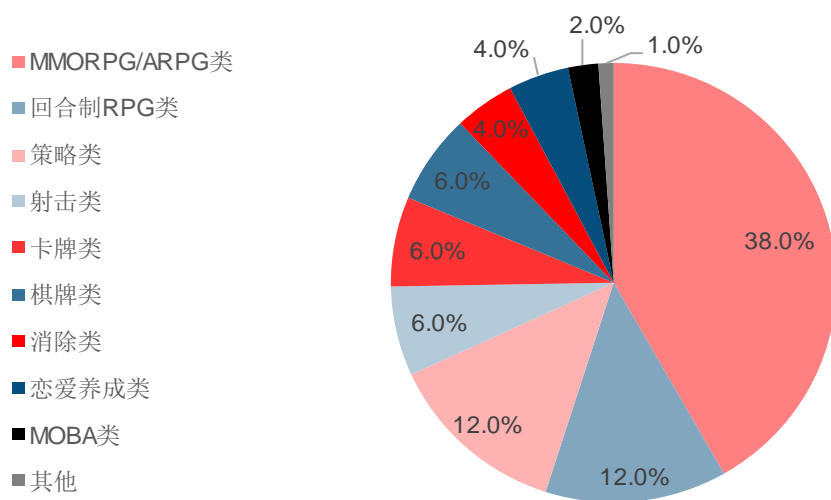
RPG 仍占据主力地位,《王者荣耀》为代表的 MOBA 类势头仍劲。一直以来, RPG 类游戏都是中国移动游戏市场的主力类型, 不论在游戏收入占比还是游戏类型数量分布上, 包括 MMORPG、ARPG 和回合制 RPG 类在内的 RPG 游戏都是市场主力。MOBA 类游戏则主要由《王者荣耀》单款游戏贡献, 依然占据按类型分收入榜第二。策略类游戏收入占比在二季度升至第四位, 此外竞速类、射击类、音舞类等细分品类也都占据了一定份额。

图表12: Top 50 移动游戏中各类型游戏收入占比



资料来源: 伽马数据, 中信建投证券研究发展部

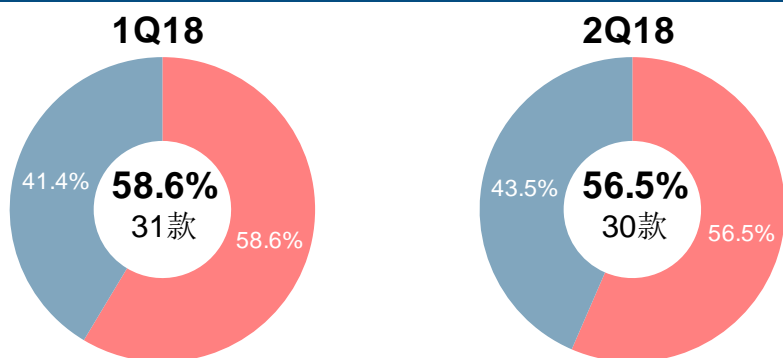
图表13: Top 50 移动游戏中各类型游戏数量分布



资料来源: 伽马数据, 中信建投证券研究发展部

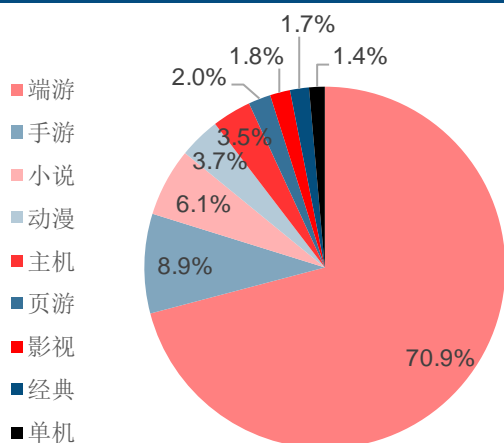
Top 50 游戏产品中 IP 游戏收入占比维持平稳, 依然扮演主力角色, 其中端游 IP 改编手游产品的表现依然十分突出。二季度, Top 50 移动游戏中 IP 游戏收入占比为 56.5%, 相较前两个季度略有下降, 但总体持平。Top 50 游戏中的 IP 改编手游中, 端游 IP 改编的游戏收入占比约 69.3%, 相较上一季度的 70.9% 基本持平。总体而言, 移动游戏市场中 IP 游戏收入表现依然强势, 端游仍然是目前移动市场中最为重要、发挥最为稳定的 IP 来源。

图表14： Top 50 移动游戏中 IP 游戏收入占比及款数



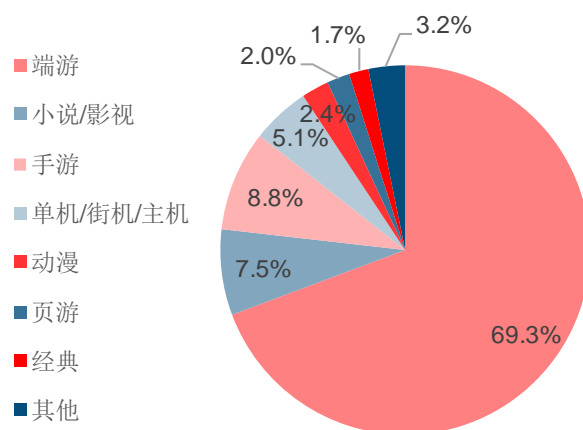
资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

图表15： Top 50 移动游戏中各类型 IP 游戏收入分布(1Q18)



资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

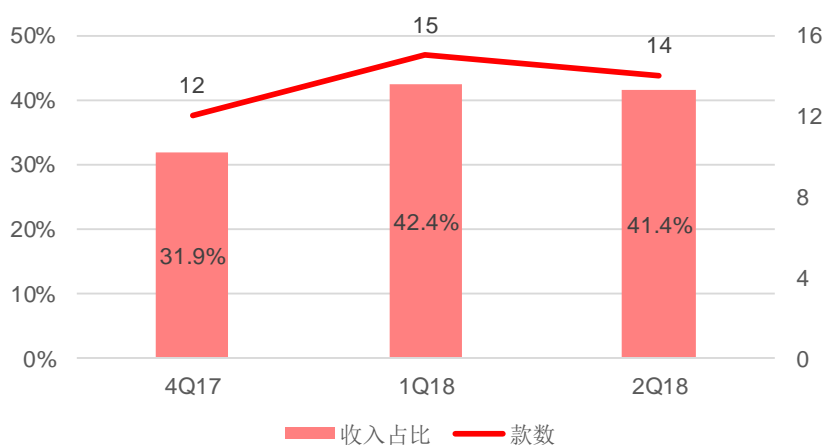
图表16： Top 50 移动游戏中各类型 IP 游戏收入分布 (2Q18)



资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

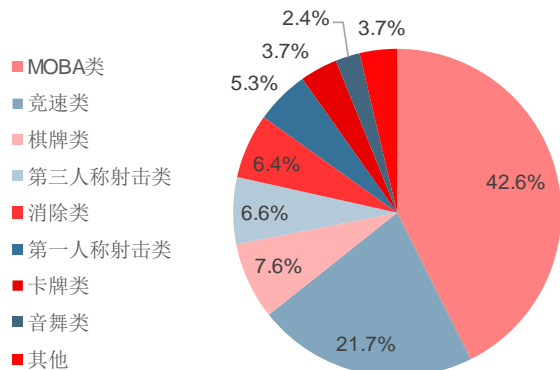
竞技类游戏在 Top 50 移动游戏收入中占比二季度依然维持在 40% 以上，其中 MOBA 类游戏占竞技游戏收入比例进一步提升至接近 50% 的水平。

图表17: Top 50 移动游戏中竞技类游戏收入占比及款数



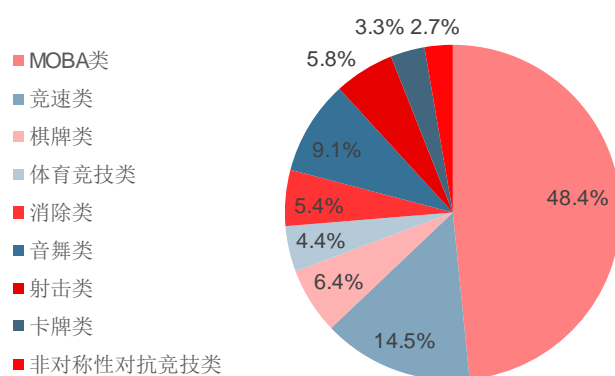
资料来源: 伽马数据, 中信建投证券研究发展部

图表18: Top 50 移动游戏中各类型竞技游戏收入占比 (1Q18)



资料来源: 伽马数据, 中信建投证券研究发展部

图表19: Top 50 移动游戏中各类型竞技游戏收入占比 (2Q18)



资料来源: 伽马数据, 中信建投证券研究发展部

从二季度移动游戏市场的产品热度来看, 网易推出的“杀鸡”玩法手游《第五人格》凭借其较为新颖的非对称性对抗玩法和出色的社交媒体营销手法位居热度榜第二, 仅次于《王者荣耀》。此外, 二次元游戏、女性向游戏产品也表现格外亮眼, 此类游戏往往拥有较高的用户活跃度和忠诚度。

**图表20： 2Q18 移动游戏媒体热度榜**

排名	游戏名称	游戏题材/类型
1	王者荣耀	竞技
2	<b>第五人格</b>	竞技、泛二次元
3	阴阳师	泛二次元
4	绝地求生：刺激战场	竞技
5	荒野行动	竞技
6	恋与制作人	女性向、泛二次元
7	欢乐斗地主	休闲竞技、棋牌
8	开心消消乐	休闲
9	<b>云裳羽衣</b>	女性向、泛二次元
10	崩坏	二次元

资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

注：综合热度榜参考的量化指数包括百度指数、微指数、微信指数、产品 IP 在社交媒体表现等，红色标注产品为 2018 年 4-6 月新上线游戏。

**图表21： 2Q18 月度移动游戏媒体热度榜**

排名	2018年4月	排名	2018年5月	排名	2018年6月
1	王者荣耀	1	王者荣耀	1	王者荣耀
2	<b>第五人格</b>	2	阴阳师	2	<b>第五人格</b>
3	荒野行动	3	<b>第五人格</b>	3	绝地求生：刺激战场
4	绝地求生：刺激战场	4	绝地求生：刺激战场	4	<b>云裳羽衣</b>
5	阴阳师	5	荒野行动	5	荒野行动
6	恋与制作人	6	恋与制作人	6	阴阳师
7	欢乐斗地主	7	崩坏3	7	欢乐斗地主
8	开心消消乐	8	<b>影之诗</b>	8	开心消消乐
9	QQ飞车	9	欢乐斗地主	9	<b>魔力宝贝手机版</b>
10	崩坏3	10	<b>FIFA足球世界</b>	10	Fate/Grand Order

资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

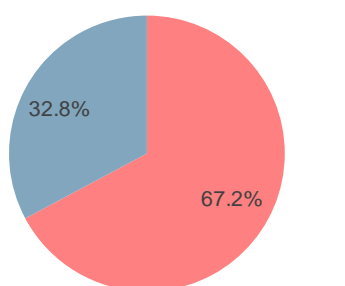
注：综合热度榜参考的量化指数包括百度指数、微指数、微信指数、产品 IP 在社交媒体表现等，红色标注产品为 2018 年 4-6 月新上线游戏。

## 2. 移动游戏买量市场：竞争白热化，精细化管理&掘细分市场机遇

### 2.1. 概况：手游买量市场持续红海竞争，信息流广告最受青睐

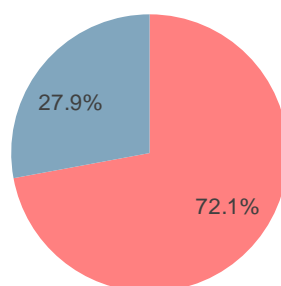
手游买量为 iOS 渠道 App 广告投放主力，广告投放总数中手游占比超过七成。2018 年上半年，App Growing 对 iOS 渠道进行数据跟踪，共检测到了 1277 款 iOS 手游投放移动广告，占全部 iOS 应用推广数量的 67.2%，总的手游广告投放数量达到 76,102 个，占全部推广广告数的 72.1%（仅统计以应用下载为推广目的的广告）。（注：仅针对 iOS 渠道，不包含安卓或 H5，覆盖 30 余加主流移动广告平台，下同。）

图表22： 1H18 进行推广的 iOS 应用中手游应用数量占比



■ 手游应用数量占比 ■ 其他应用数量占比

图表23： 1H18 全部 iOS 应用推广广告中手游广告占比



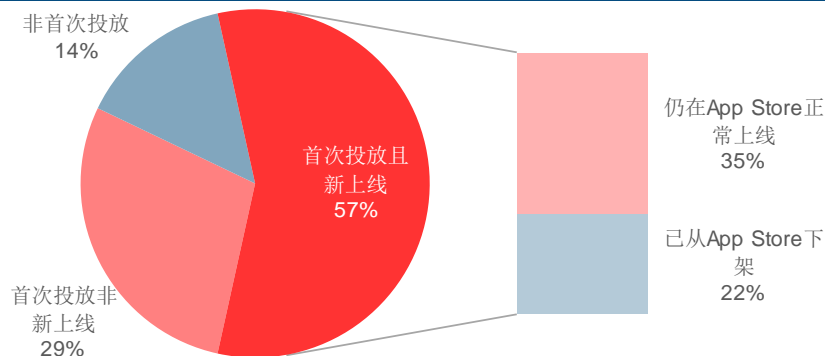
■ 手游广告数量占比 ■ 其他广告数量占比

资料来源：App Growing，中信建投证券研究发展部

资料来源：App Growing，中信建投证券研究发展部

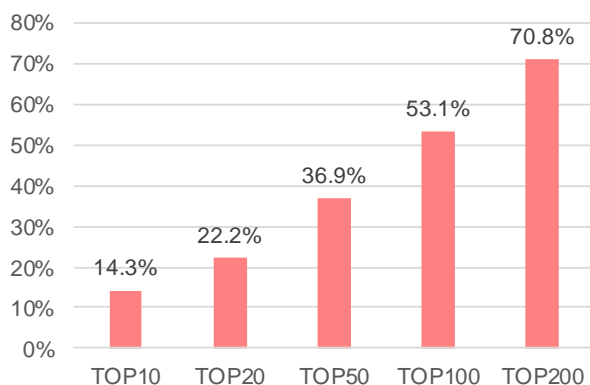
新游广告投放量占比高，头部手游广告投放力度大，侧面反映买量市场竞争激烈。根据 App Growing 的数据跟踪，2018 年上半年，所有投放广告的手游中，85.6%的手游为 2018 年首次进行投放，56.8%为 2018 年新上线且新开展投放的手游。同时，在 App Growing 数据追踪覆盖的 1277 款手游、1107 个手游开发商中，广告投放数 Top 200 的手游的投放广告数占比 70.8%，广告投放数 Top 200 的手游开发商的投放广告数占比 77.5%。新游广告投放占比高，且头部手游及手游研发上投放力度大，表明行业整体面临高企的买量压力，呈现红海竞争的特征。

图表24： 2Q18 移动游戏媒体热度榜



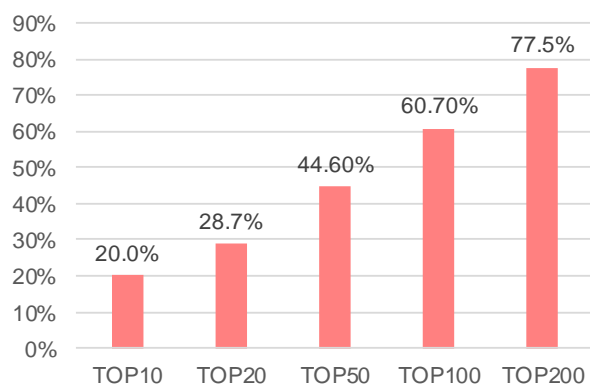
资料来源：App Growing，中信建投证券研究发展部

图表25： 头部手游产品广告投放数占比



资料来源: App Growing, 中信建投证券研究发展部

图表26： 头部开发商广告投放数占比

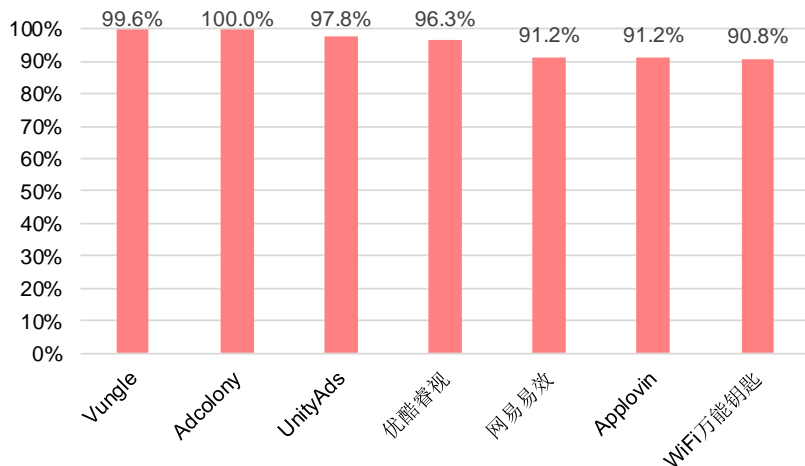


资料来源: App Growing, 中信建投证券研究发展部

从广告投放的渠道端情况来看：

1) 以应用下载为推广目的的广告中，有七大渠道手游广告数占比超过 90%。这些平台的广告形式主要为互动式广告和激励式视频广告，其中包括 UnityAds、Vungle、Applovin、Adcolony 四家全球性广告平台，以及优酷睿视、网易易效、Wifi 万能钥匙三家国内广告平台。

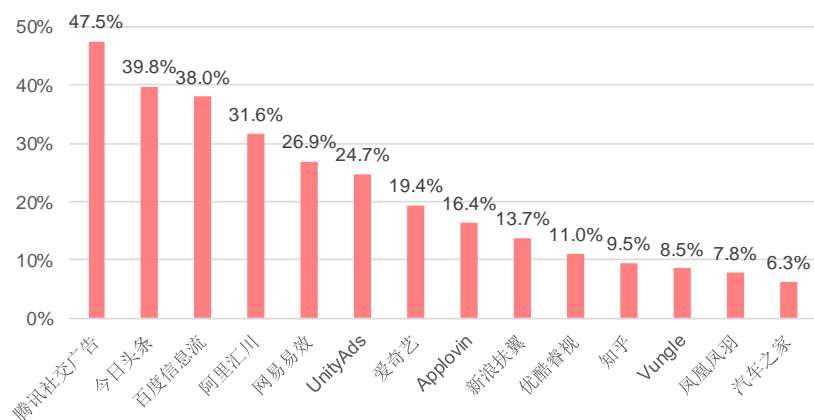
图表27： App 应用下载广告中手游广告占比超过 90%的七大渠道（1H18）



资料来源: App Growing, 中信建投证券研究发展部

2) 腾讯社交广告、今日头条和百度信息流是最受手游开发商青睐的三大广告投放渠道，在这三大渠道上进行手游广告投放的手游数量占比分别达到了 47.5%、39.8%和 38.0%。此外，UnityAds、Applovin、Vungle 目前是海外游戏广告主如花推广主选的三大平台，上半年选择在这三家平台上进行广告投放的手游数量占比分别为 24.7%、16.4%和 8.5%。

图表28： 选择热门渠道进行手游广告投放的手游数量占比（1H18）

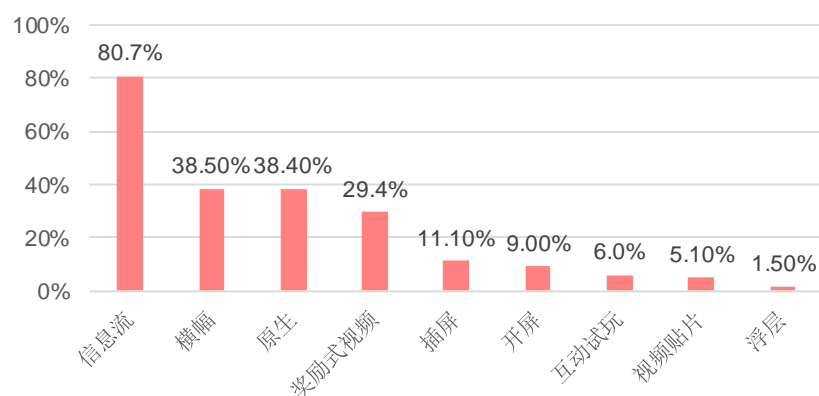


资料来源: App Growing, 中信建投证券研究发展部

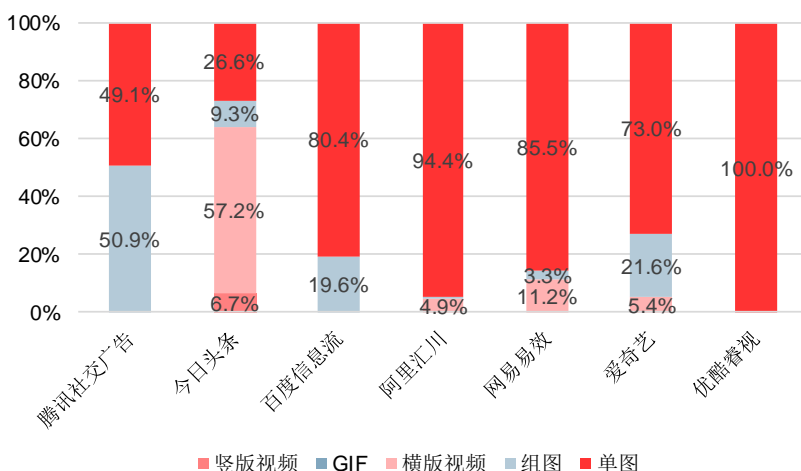
信息流广告是目前主流的游戏买量广告投放形式，超过八成手游选择投放信息流广告。2018年上半年，有80.7%的手游选择进行了信息流广告形式的广告投放，38.5%选择了横幅广告进行投放，38.4%选择了原声广告进行投放，另外也有29.4%选择进行奖励式视频进行投放。可见，信息流广告目前是最受青睐的投放形式。

在信息流广告中，单图是最主要的素材类型，而各平台由于本身搭载内容形式有别，因此主流的信息流广告素材形式也有较大区别。例如，腾讯社交广告中组图素材形式占比过半；今日头条旗下广告搭载平台主要为西瓜、火山、抖音等短视频平台，因此视频素材是其信息流广告的主要形式；爱奇艺则和优酷两大长视频网站均以单图素材为其信息流广告的主要素材形式。

图表29： 各主流广告形式游戏投放款数占比（1H18）



资料来源: App Growing, 中信建投证券研究发展部

**图表30： 信息流广告在各主流渠道中的素材形式占比（1H18）**


资料来源: App Growing, 中信建投证券研究发展部

## 2.2. 仙侠类 RPG 投放力度较重, 后续更应加强广告投放精细化管理并挖掘细分市场机遇

仙侠类 RPG 游戏广告投放数较高, 游族、网易、柠檬微趣占据手游开发商推广排行前三。从 App Growing 针对 iOS 渠道的统计来看, 上半年广告投放数最多的三款游戏为《天使纪元》《苍之纪元》和《宾果消消消》, 投放广告数均过千。在广告投放数 Top 10 的手游中, 有七款游戏为 RPG 类型, 4 款为仙侠类型。对应到相关游戏厂商来看, 游族上半年主推《天使纪元》《西游女儿国》等 5 款游戏, 以 4145 个广告投放数位列第一。仅投放《苍之纪元》一款游戏的星辉天拓则以 1179 个广告投放数排在第四位, 对单款游戏投放力度较大。

**图表31： iOS 广告投放数 Top 10 手游（1H18）**

排名	应用名称	投放广告数	投放总天数	应用类型
1	天使纪元	3093	174	魔幻MMOARPG
2	苍之纪元	1179	106	二次元放置RPG
3	宾果消消消	1023	181	消除类休闲益智
4	西游单机版	915	101	仙侠RPG回合制
5	灵谕	881	138	仙侠类RPG
6	西游女儿国	858	181	仙侠类RPG
7	部落契约（已下架）	800	82	策略休闲
8	熹妃Q传	718	181	女性向3D宫廷养成RPG社交
9	口袋军团（已下架）	706	77	魔幻卡牌手游
10	搜神纪！（已下架）	701	96	仙侠类RPG

资料来源: App Growing, 中信建投证券研究发展部

**图表32： iOS 广告投放数 Top 5 开放商（1H18，不涵盖个人开发者）**

排名	开发商名称	投放广告数	投放广告游戏款数	游戏类型	主推游戏
1	上海游族	4145	5	角色/动作	天使纪元/西游女儿国等
2	网易移动游戏	3238	33	角色/动作/策略/模拟	楚留香/叛逆性百万亚瑟王/猎魂觉醒
3	柠檬微趣	1578	2	休闲, 益智	宾果消消消/怪兽消消消
4	广东星辉天拓	1179	1	角色扮演	苍之纪元
5	盖娅互娱	945	3	魔幻类/仙侠类GPG	中土纪元/山海异闻录/古剑奇谭二

资料来源: App Growing, 中信建投证券研究发展部

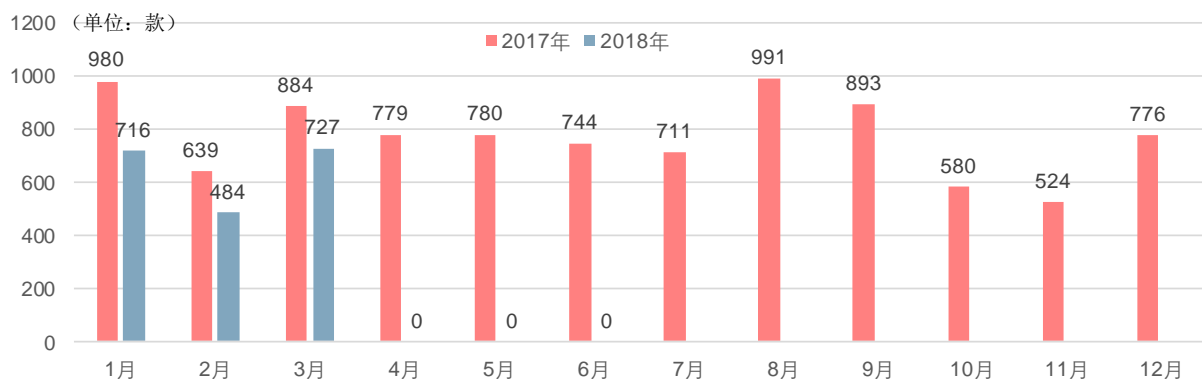
**买量成本抬升，应更加注重广告效果追踪和精细化管理，并充分挖掘细分市场机遇。**经过过去两年的发展，手游买量市场已进入白热化竞争阶段。激烈的市场竞争推高了行业整体的买量成本，诸如传奇、仙侠等买量较为重度的游戏类型的买量成本上升更为显著。在这一背景下，单纯依靠买量的策略已经很难持续，部分公司已推出买量市场，行业步入洗牌阶段。未来，游戏公司在进行游戏广告投放时将更加注重 ROI，一方面对渠道广告投放的回收效果进行更精细化的追踪和管理，另一方面也会更加积极的开拓更具性价比的非主流或新兴渠道。与此同时，游戏市场和游戏人群基数扩张至今也为细分品类提供了足够高的天花板，游戏厂商对于游戏产品本身的品质和玩法、题材新颖度的挖掘也将成为重点。

### 3. 政策监管动态跟踪：新游上线进度或受审批节奏影响，密切关注相关机构改革进程

年初以来，网络游戏出版审批文号发放停滞，国产游戏运营备案入口在6月初关闭，部分国产和进口移动游戏或受此影响上线时间推迟。后续仍需密切关注相关机构改革进程。2018年6月5日起，文化和旅游部关闭了国产游戏运营备案入口，引发市场广泛关注。我们第一时间进行了数据梳理与点评，从后续跟踪情况来看：

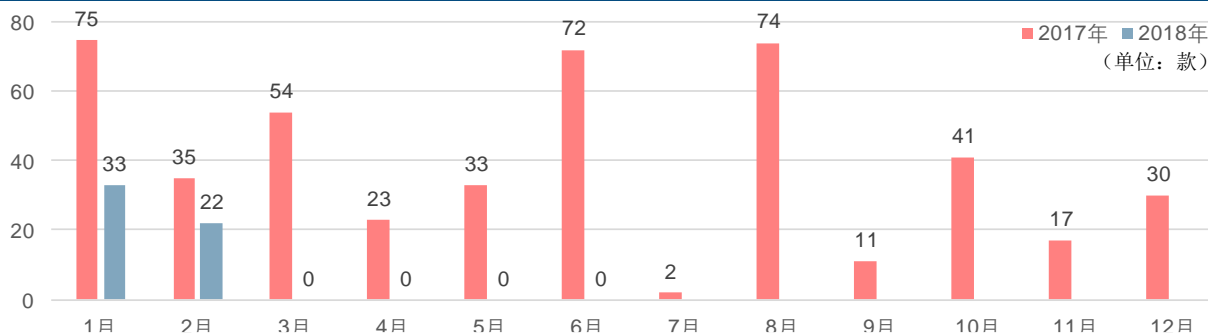
1) 出版审批方面，国产和进口网络游戏出版审批分别自2018年3月和2月起出现停滞，至今未再有新的出版审批文号发放。其中，国产网络游戏在2018年1~3月分别有716款、484款、727款获出版审批文号，去年同期则分别为980款、639款和884款，各月月度数据均出现同比下滑，而今年4~6月则没有一款国产网络游戏获出版审批文号。此外，对于进口网络游戏而言，2018年以来，仅在1月和2月分别有33款和22款游戏获得出版审批文号，去年同期则分别为75款和35款，获得出版审批文号的进口网络游戏数量大幅减少，今年3月以来更是再无新的进口网络游戏出版审批文号发放。2018年以来，获得出版审批文号的国产和进口网络游戏分别仅有1927款和55款，数量同比下滑分别达到59.9%和81.2%。目前出版审批文号下发的停滞或已对全行业新游戏产品的上线计划造成了一定程度的影响。

**图表33： 国产网络游戏获出版审批文号情况（月度）**



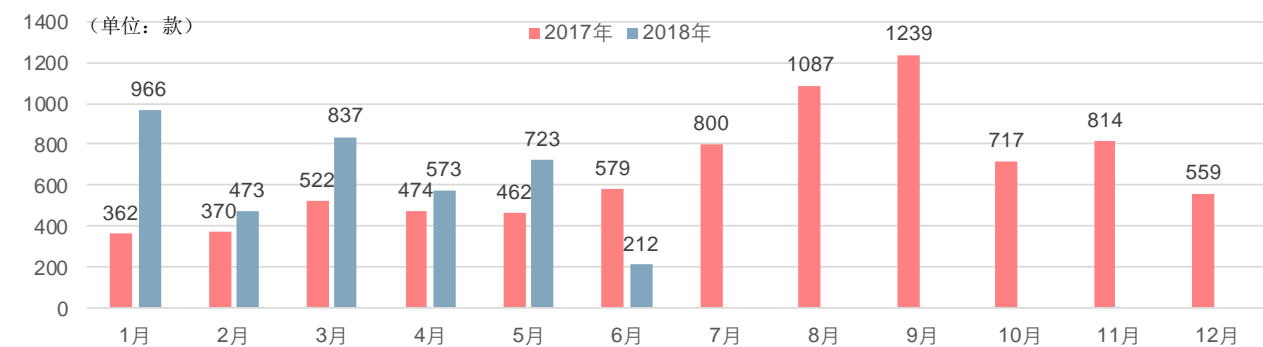
资料来源：原国家广电总局官网，中信建投证券研究发展部

**图表34： 进口网络游戏获出版审批文号情况（月度）**

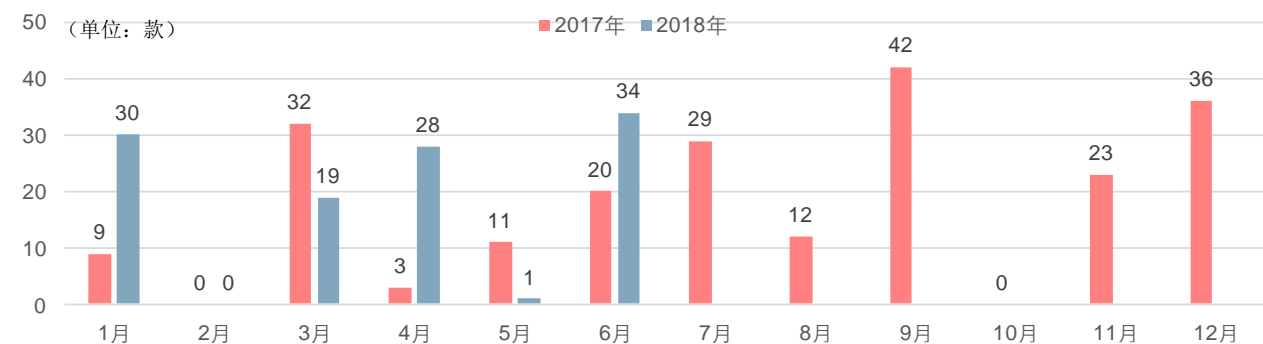


资料来源：原国家广电总局官网，中信建投证券研究发展部

2) 运营备案方面, 虽然 6 月 5 日起国产游戏运营备案入口关闭, 但国产和进口网络游戏运营备案文号仍在持续发放。2018 年 1~6 月, 国产和进口网络游戏获运营备案文号的分别有 3784 款和 112 款, 相较上一年同期增幅分别为 36.7%和 49.3%, 运营备案文号的发放速度未降反升。

**图表35: 国产网络游戏获运营备案文号情况 (月度)**


资料来源: 文化和旅游部官网, 中信建投证券研究发展部

**图表36: 进口网络游戏获运营备案文号情况 (月度)**


资料来源: 文化和旅游部官网, 中信建投证券研究发展部

## 4. 投资建议

自年初至今，中信传媒板指较年初回落约 23%，传媒互联网板块整体估值中枢进一步下移。其中，游戏板块标的普遍下跌幅度达到 20%，较年内高点下跌幅度达到 30%以上，回调幅度较大。除部分个股层面因素影响股价表现外，行业层面也面临着较大挑战。移动游戏行业在 2018 年一、二季度连续两个季度保持同比 12%左右的较低增速水平。网络游戏人口红利衰退的当下，各游戏企业普遍面临存量玩家及游戏时长的争夺，行业竞争更为白热化。加之产品同质化问题，行业买量成本持续上扬，单纯的买量策略往往难以为继，部分企业面临出清或转型。

**当前 A 股游戏板块中龙头个股 2018E 市盈率已调整至 15x~20x 区间，建议密切关注下半年重磅新游上线进程，中长期可择机布局具备扎实基本面的行业龙头标的。重点关注：**

### 1) 腾讯生态圈：加深研发+发行合作谋求共赢，挖掘小程序游戏流量红利

目前，第一梯队两大巨头腾讯与网易在整体手游市场的研发和发行领域市占率分别已经达约 55%和 70%，在 Top50 手游市场中的研发、发行领域市占率则已达约 66%和 80%。面对日趋成熟的市场和游戏玩家对游戏产品品质和厂商运营能力的更高要求，二线龙头在竞争策略上相较过去更加倾向于加深与巨头的合作。包括完美世界、三七互娱、巨人网络、盛大游戏、掌趣科技等在内的游戏企业纷纷加入腾讯生态圈，与腾讯合作进行游戏产品的发行运营，借助巨头在渠道流量上的优势谋求合作共赢。

此外，微信小程序的兴起也为移动游戏行业打开了新的增量空间。目前，微信小程序的流量成本相对较低，依托微信社交体系可以对存量用户进行充分挖掘。同时，微信小程序提供了更为便捷的开发、运营环境，以及较优的流水分成和广告变现条件，尤其对中小开发商和轻量型的游戏类型（如休闲游戏）而言更具吸引力。

**推荐标的：**1) 三七互娱，目前《大天使之剑 H5》与《永恒纪元》两款自研产品月流水保持过亿水平，上半年推出两款代理产品《仙灵觉醒》《鬼语迷城》月流水过亿；后续有望受益腾讯生态圈+微信小程序催化，7 月自研新游《屠龙破晓》推出期待良好表现；2) 完美世界，两款自研产品《云梦四时歌》《完美世界》与腾讯合作，预计 Q4 上线。

### 2) 布局年轻化受众产品，把握细分市场机遇

在竞争更为激烈的 RPG、仙侠类游戏领域，游戏产品对 IP 的依赖程度不断加深，市场买量成本尤为高企。与此同时，年轻一代的游戏玩家却愈来愈青睐于新颖的内容创意和玩法，诸如二次元、女性向等较为细分的市场领域也不断迸发新的机遇。龙头厂商在中长期的产品布局上积极向年轻化转型，并逐渐加大对细分市场布局力度，后续有望开辟业绩新增长点。

**推荐标的：**完美世界，年轻化战略持续推进，《梦间集》系列布局二次元细分领域表现良好，与 Steam 合作提升公司平台属性，有望进一步深化端游、主机游戏领域差异化竞争实力。

### 3) 头部游戏直播平台美股上市，关注相关投资机遇

游戏直播平台两大头部公司中，虎牙已于今年率先美股上市，斗鱼 IPO 计划也在推进中。随着游戏直播平台行业格局趋于稳定，行业资源或进一步向头部集中，游戏直播平台在整体产业链中的地位（尤其是在发行、

运营环节) 也有望进一步提升。

关注斗鱼 IPO 进程, 看好虎牙、斗鱼后续货币化能力进一步提升, 直播品类拓展可打开更高发展空间。

#### 4) 其他

推荐关注昆仑万维, 闲徕互娱发力广告变现预计 1H18 贡献归母净利润 2.94 亿元, 业绩超出市场预期; Opera 计划 7 月 27 日美股 IPO, 后续存在增持预期。

## 分析师介绍

**武超则：**通信行业首席分析师，TMT 行业组长。专注于移动互联网、在线教育、云计算等通信服务领域研究。2013 年-2016 年《新财富》连续四年最佳分析师通信行业第一名。2014 年-2016 年《水晶球》最佳分析师通信行业第一名、wind 最佳分析第一名；2015 年《金牛奖》最佳分析师通信行业第一名。

**曾荣飞：**清华大学互联网方向博士，北京市优秀博士毕业生，拥有互联网行业多年经验，2016 年新财富第一团队成员；目前专注互联网、阅读、影视等领域。

**崔碧玮** 18510249707 cuibiwei@csc.com.cn

## 报告贡献人

### 研究服务

#### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

#### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

#### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

#### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

#### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

#### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

#### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859