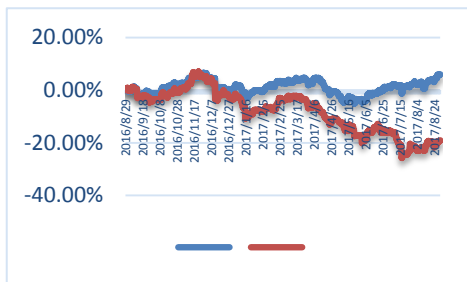


传媒游戏

## 游戏行业专题报告之一——中美游戏市场概览

### ■ 走势比较



### ■ 子行业评级

### 报告摘要

近年来全球游戏行业一直保持较高速增长。随着居民生活水平的提高和消费习惯的巩固,预计国内游戏产业规模将保持一定的正增长,但在2017年后出现增速下降的趋势,各个细分领域将出现分化。

**我们与市场不同的观点:** 手机游戏并不是电脑/主机游戏的继承者,两者更多是平行共存的关系,移动端游戏满足的是碎片化时间的娱乐需求,而对游戏质量有较高要求并有大块时间的用户依然会选择电脑/主机端游戏。在国内游戏市场,依然有许多细分领域是蓝海(例如国内电脑/主机游戏发行商、运营商、渠道商),其发展前景更为稳定与广阔。

### 相关研究报告:

证券分析师:倪爽

电话:010-88321715

E-MAIL:nis@tpyzq.com

执业资格证书编码:S1190517100002

证券分析师:戚志圣

电话:021-61375783

E-MAIL:qizsh@tpyzq.com

执业资格证书编码:S1190517100002

目前国内游戏行业增长的主要驱动力已经从原来的人口红利转变为家庭可支配收入的提高以及消费模式的变化(从先付费后玩转变为先玩后付费)。成熟的游戏设计需要兼顾游戏美学、玩家心理和赌徒理论。未来则取决于VR/AR、云技术等新技术的推广。国内游戏行业发展面临的障碍依然是盗版软件影响和监督体系尚未完善。游戏产业的盗版和监督问题需要玩家、企业和政府的共同努力。

游戏行业的部分上市公司已经具有比较巩固的行业地位和较高市场份额。随着上市公司新产品的开发,分发范围的扩大,企业盈利能力将有所提升。我们认为行业中的大公司将继续保持领先地位随着行业的发展和自身盈利能力的提升,具有较好的业绩前景。同时,随着市场营销和广告投入的增加,中小企业将面临更为激烈的竞争。

给予游戏行业“中性”评级,建议持有腾讯控股,完美世界、昆仑万维。

风险提示:游戏行业竞争加剧。国内法律监督体系还处于初级阶段,对其中的风险应予以充分关注。

## 目录

一、全球游戏行业消费的增长 .....	5
(一) 全球游戏产业规模及产业链 .....	5
(二) 国内游戏产业规模的增长 .....	8
二、游戏产业的发展 .....	11
(一) 游戏产品的发展 .....	11
(二) 各游戏平台的发展 .....	13
(1) 掌机/手机游戏 .....	13
(2) 网页游戏 .....	15
(3) 网络游戏 .....	16
(4) 电脑/主机游戏 .....	17
三、游戏行业未来的发展趋势 .....	19
(一) 新兴市场的人口红利驱动 .....	20
(二) 新技术带来的革新 .....	20
(三) 商业模式带来的变化 .....	23
四、中国游戏行业和海外游戏行业最大的区别 .....	25
(一) 成熟的游戏设计 .....	26
五、游戏行业和企业的发展 .....	29
(一) 企业规模和市场结构 .....	29
(二) 盈利模式的变化 .....	32
(三) 盗版和法律监督及其影响 .....	34
(四) 中国游戏企业的机会 .....	35
四、重点上市公司 .....	37
(一) 腾讯控股 .....	37
(二) 完美世界 .....	39
(三) 昆仑万维 .....	41
五、结语 .....	43

## 图表目录

图 1、全球游戏产业规模 .....	5
图 2、美国游戏市场结构 .....	5
图 3、游戏产业结构 .....	5
图 4、2011-2021E 游戏与玩具市场规模 .....	6
图 5、2011-2021E 游戏市场规模 .....	6
图 6、全球主要国家游戏市场份额 .....	7
图 7、游戏行业产业链 .....	8
图 8、国内游戏产业规模 .....	8
图 9、全球主要国家手机游戏每月平均 ARPU 值 .....	8
图 10、中国人均可支配收入 .....	9
图 11、中国消费者信心指数 (季) .....	9
图 12、美国 2017 年游戏软件产业结构 .....	10
图 13、中国 2017 年游戏软件产业结构 .....	10
图 14、电子游戏的发展 .....	11
图 15、全球游戏研发商分布图 .....	12
图 16、王者荣耀登陆欧美市场 .....	12
图 17、最终幻想 15 在国内发行 .....	12
图 18、美国掌机硬件销售额 .....	14
图 19、美国手机游戏软件销售额 .....	14
图 20、中国手机游戏软件销售额 .....	14
图 21、核心游戏玩家认为手机平台的不足 .....	14
图 22、中国 2010-2015 网页游戏开服数 .....	15
图 23、中国 2011-2018 网页游戏市场规模 .....	15
图 24、诛仙 (网络游戏) .....	16
图 25、诛仙 (手机游戏) .....	16
图 26、中国网络端游戏软件销售额 .....	16
图 27、美国主机游戏软件市场规模 .....	18
图 28、STEAM 各国注册用户占比 .....	18
图 29、PS VR .....	19
图 30、休闲社交手游 .....	19
图 31、《头号玩家》中的体感衣 .....	21
图 32、HARDLIGHT VR 背心 .....	21
图 33、游戏 STEAM LINK 手机效果截图 .....	22
图 34、游戏 PC 效果截图 .....	22
图 35、实体游戏玩具 (TOYS-TO-LIFE) .....	22
图 36、美国实体游戏玩具销售额 .....	22
图 37、游戏中社交 .....	23
图 38、游戏场外社交 .....	23
图 39、全球最大的主机端网络销售平台 PSN .....	24
图 40、美国游戏产品线上和线下销售额的对比 .....	24
图 41、美国游戏产业商业模式格局 .....	33
图 42、PARADOX 旗下游戏欧陆风云 4 DLC 列表 .....	33
图 43、STEAM 退款界面 .....	33
图 44、独立游戏圈 2016 年抵制 3DM 的活动 .....	34
图 45、STEAM 平台在俄罗斯的发展情况 .....	34
图 46、网络上充斥着国内未正式发行的游戏 .....	35
图 47、移动互联网月度活跃设备数及增长率 .....	36

图 48、估值水平变动.....	38
图 49、相对大盘走势.....	38
图 50、收入和毛利构成.....	38
图 51、毛利率和净利率变动.....	38
图 52、费用率变动.....	38
图 53、EPS 变动.....	38
图 54、估值水平变动.....	40
图 55、相对大盘走势.....	40
图 56、收入和毛利构成.....	40
图 57、毛利率和净利率变动.....	40
图 58、费用率变动.....	41
图 59、EPS 变动.....	41
图 60、估值水平变动.....	42
图 61、相对大盘走势.....	42
图 62、收入和毛利构成.....	42
图 63、毛利率和净利率变动.....	42
图 64、费用率变动.....	42
图 65、EPS 变动.....	42
表 1、美国游戏市场主要公司份额.....	30
表 2、美国游戏硬件市场主要公司份额.....	30
表 3、美国游戏软件市场主要公司份额.....	30
表 4、中国游戏市场主要公司份额.....	31
表 5、中国游戏硬件市场主要公司份额.....	31
表 6、中国游戏软件市场主要公司份额.....	32

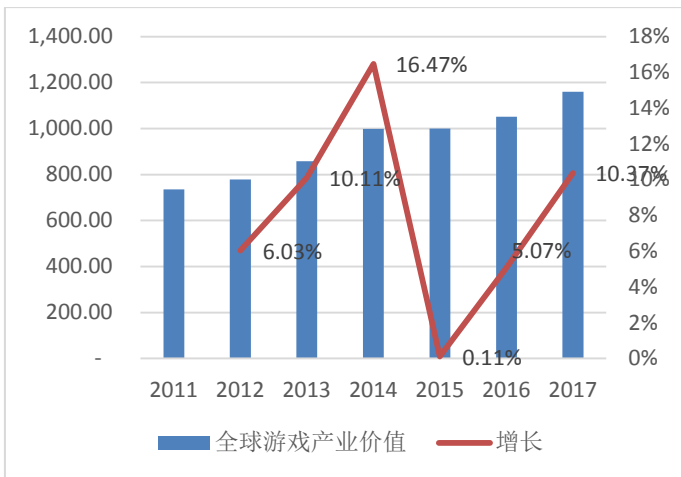
## 一、全球游戏行业消费的增长

### (一) 全球游戏产业规模及产业链

随着生活水平的提高和消费习惯的变化，游戏已经慢慢成为消费者主流的休闲方式以及社交活动。根据我们整理的数据，全球游戏产业规模在2017年达到了1160.10亿美元，相比于2016年同比增长了10.37%。游戏产业按照产品分类，可以分为游戏硬件产品和游戏软件产品。硬件产品主要包括了游戏掌机、家用游戏主机以及游戏配件等。软件产品主要包括了电脑游戏、主机游戏、网络游戏和手机游戏，又因为购买渠道的不同，可以分为实体版游戏软件和数字版游戏软件。在欧美发达国家，游戏软件市场规模一般是游戏硬件市场规模的3-5倍。以美国市场为例，美国2017年游戏产业规模达到302.95亿美元，其中硬件市场规模为77.57亿美元，软件市场规模则为225.37亿美元。

图 1、全球游戏产业规模

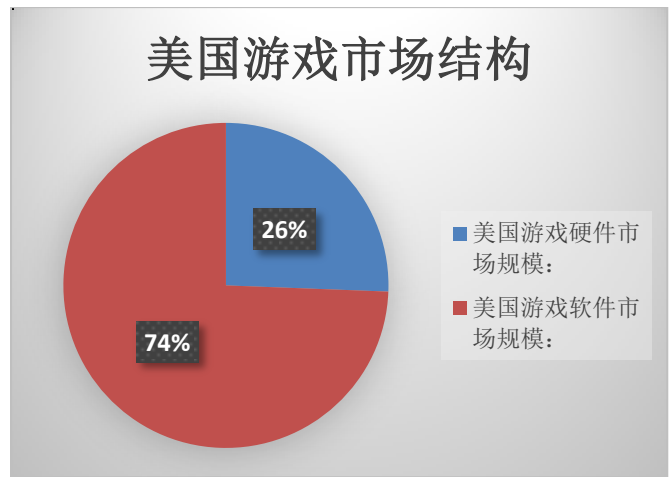
单位：亿美元



资料来源：太平洋研究院整理

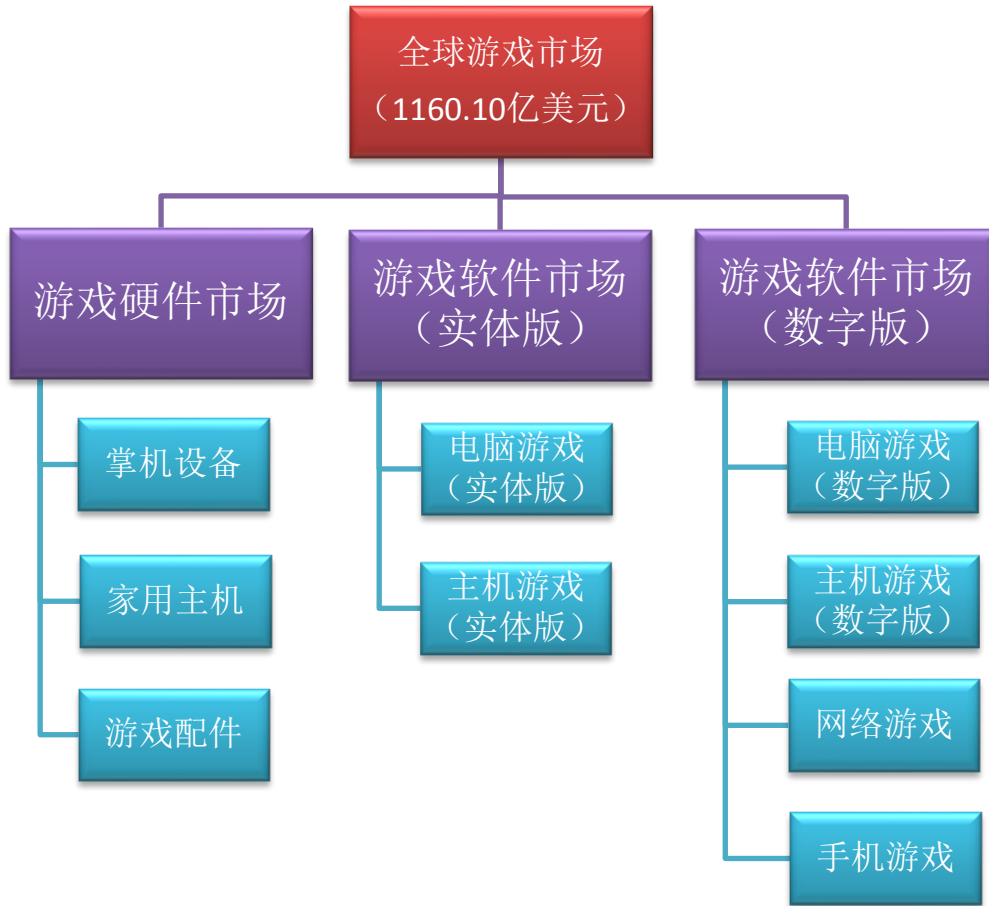
图 2、美国游戏市场结构

单位：亿美元，%



资料来源：太平洋研究院整理

图 3、游戏产业结构



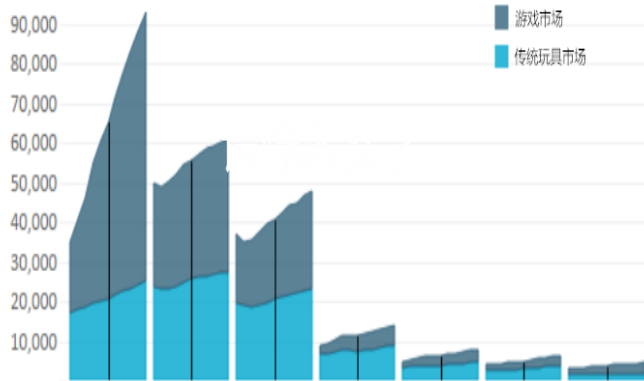
资料来源：太平洋研究院整理

目前亚太地区是游戏产业规模最大，增长最快的地区。其游戏产业的增长在所有地区中保持领先。中国市场是亚太区域高速增长的主导因素，其游戏产业的增速尤其是手机游戏市场在一直居高不下。北美和西欧的游戏产业规模保持较为稳定的增长，该地区的用户更重视高端产品的发售，例如高端的VR/AR游戏头盔等。

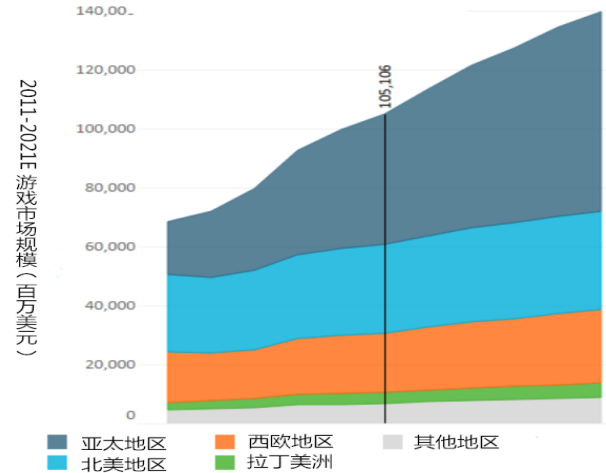
图 4、2011-2021E游戏与玩具市场规模 单位：百万美元

图 5、2011-2021E游戏市场规模 单位：百万美元

2011-2021E 游戏与玩具市场规模 (百万美元)  
亚太地区 北美地区 西欧地区 拉丁美洲地区 东欧地区 中东与非洲 澳洲地区



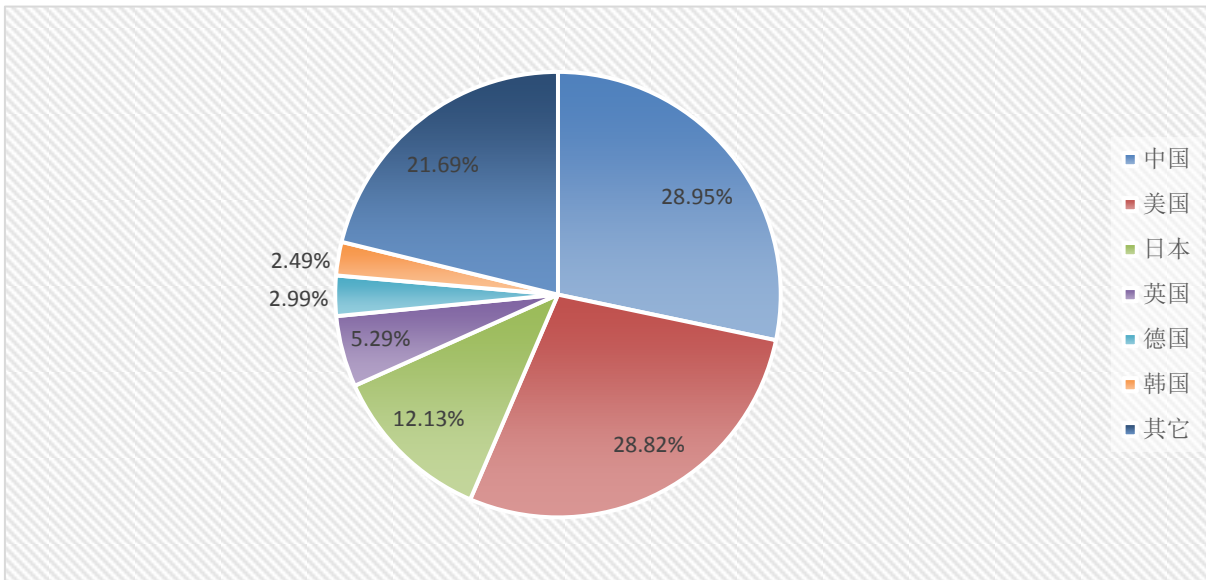
资料来源：太平洋研究院整理



资料来源：太平洋研究院整理

从国家层面来说，中国目前是全球最大的游戏市场，占比26.48%。美国第二，占比23.33%。日本第三，占比12.31%。中国以外，增长最快的国家将是东南亚地区的印尼、菲律宾以及印度。东南亚地区人口密度高，近几年的经济发展也较为迅速。而印度目前的家庭收入水平与2011年时的中国相当，而2011年正是中国游戏市场开始爆发式增长的原点。此外，到2025年，印度将会迎来新一轮的婴儿潮。

图 6、全球主要国家游戏市场份额

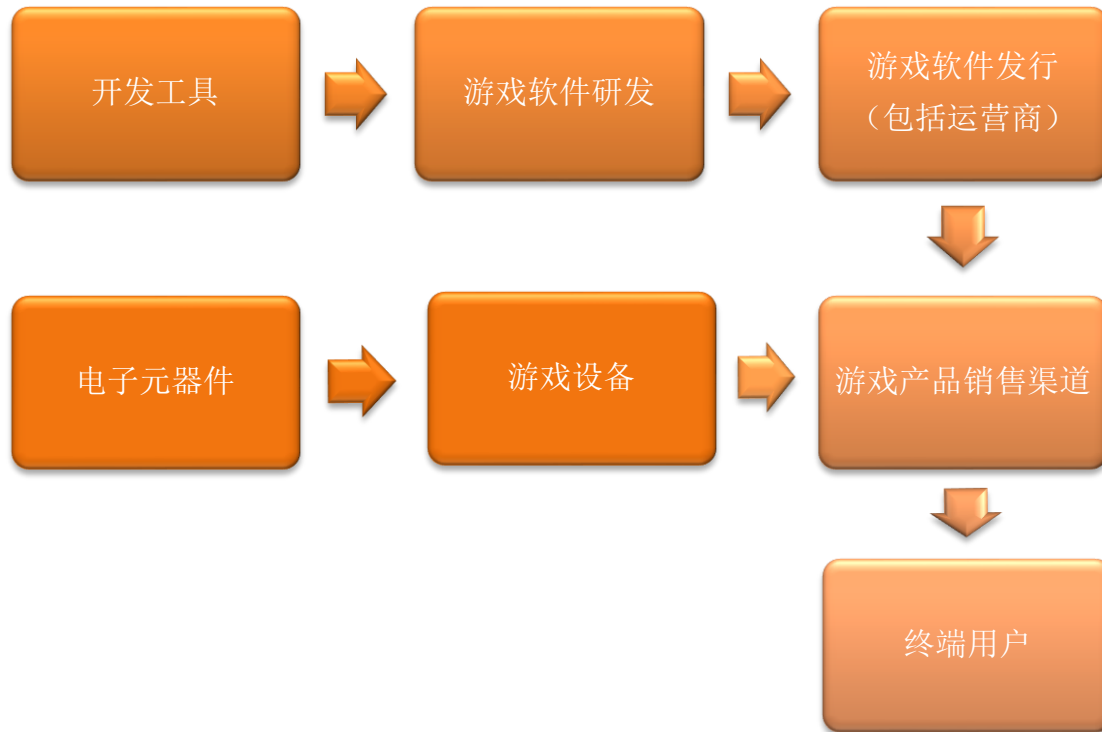


资料来源：太平洋研究院整理

从产业链的角度看，游戏硬件产品的上游主要是电子元器件，下游主要通过销售渠道销售给终端用户。游戏软件产品的上游主要是游戏开发工具(例如游戏开发引擎)，游戏研发公司研发出游戏产品，再经过发行商(含有网络功能的游戏还需要运营商)

到渠道商，最后销售到终端用户手里。目前渠道商能从产品销售中获取10%-40%不等的销售额抽成，而发行商则可以获得20%-50%不等的销售额抽成。

图 7、游戏行业产业链



资料来源：太平洋研究院整理

## (二) 国内游戏产业规模的增长

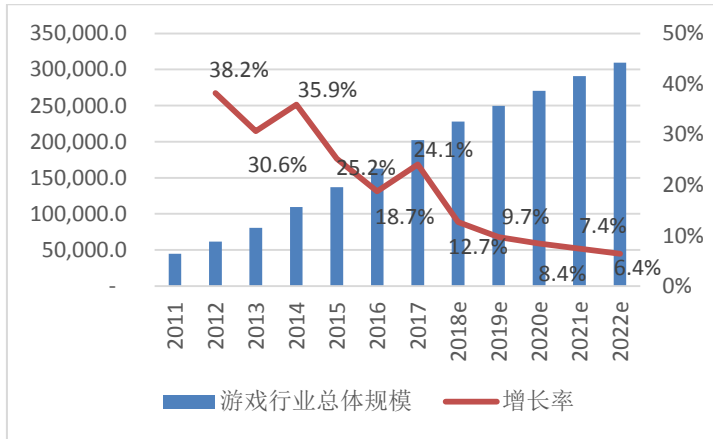
近年来国内游戏产业，尤其是手机游戏的销售额迅速增长。特别是2012-2014年期间，国内游戏产业规模的每年都以超过35%的增长率飞速增长，在2015年，增长率也达到了25%以上。国内游戏产业规模从2011年的446.39亿元人民币增长到2017年的2020.54亿人民币。虽然在2016年，游戏行业的增速下降到18.72%，不过在2017年因为《王者荣耀》的强势表现，增速又重新回到了24.1%。我们预测未来5年国内游戏行业将保持CAGR 8.89%的增速。在2022年，中国游戏市场的总体规模将达到3092.97亿元人民币。目前国内游戏产业总规模已经居于世界前列，人均消费量也有较大的增长，在手机游戏领域，中国玩家的ARPU值已经超过美国、英国等发达地区，仅次于日本。

图 8、国内游戏产业规模

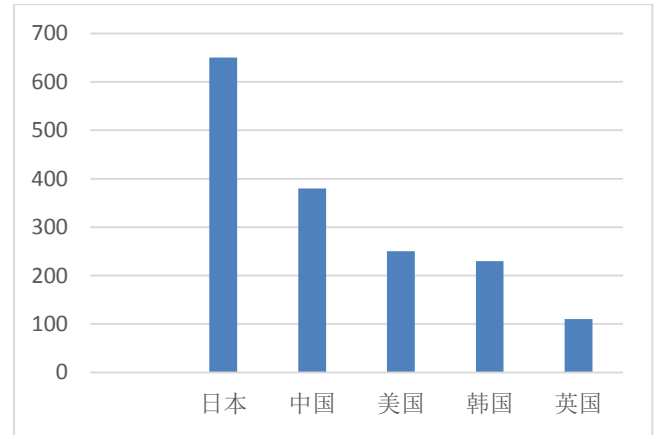
单位：百万元

图 9、全球主要国家手机游戏每月平均ARPU值





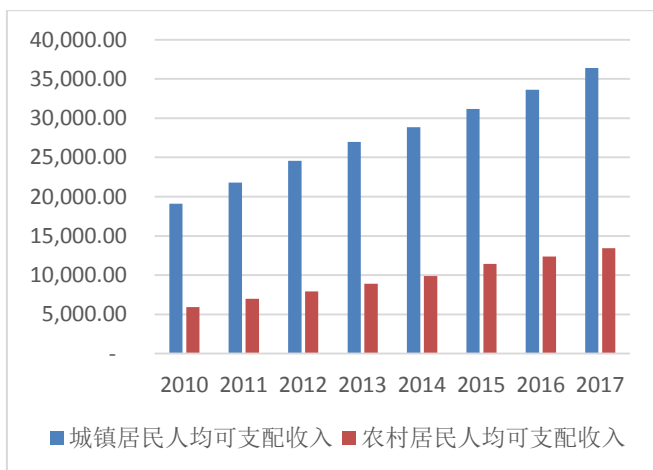
资料来源：太平洋研究院整理



资料来源：App Annie、太平洋研究院整理

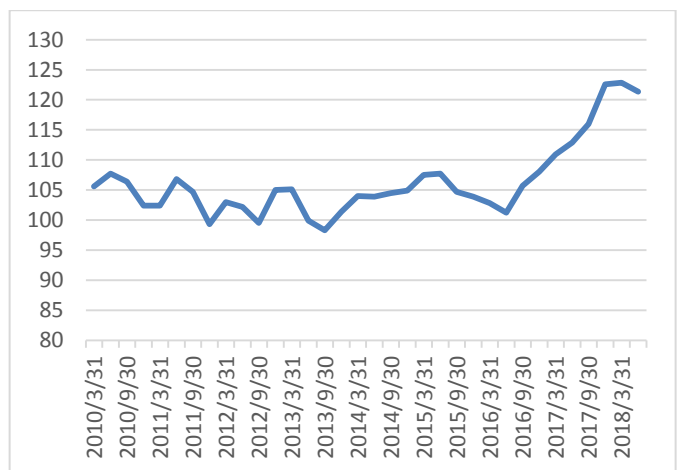
游戏产品作为可选消费品，此类商品的特性是随着居民可支配收入的增长，居民对此类产品的消费能力将得到提升。相反，消费者在可支配收入下降时，则更有可能减少对游戏类产品的投入。2017年，中国城镇居民人均可支配收入36396元，比上年增长8.3%，扣除价格因素，实际增长6.5%，农村居民人均可支配收入13432元，比上年增长8.6%，扣除价格因素，实际增长7.3%。消费者信心指数则反映了消费者如何看待目前的经济（即积极或消极的）以及他们在接下来的几个月的期望。当消费者对经济有一个普遍积极的看法时，他们更有可能购买诸如游戏产品之类的可选消费品。从国家统计局给出的数据上看，中国人均可支配收入一直保持着稳定的正增长，而消费者信心指数则在2018年的一季度达到新高，不过由于受中美贸易战等因素影响，我们预计消费者信心指数在未来会有所下滑。

图 10、中国人均可支配收入 单位：元



资料来源：国家统计局、太平洋研究院整理

图 11、中国消费者信心指数（季）

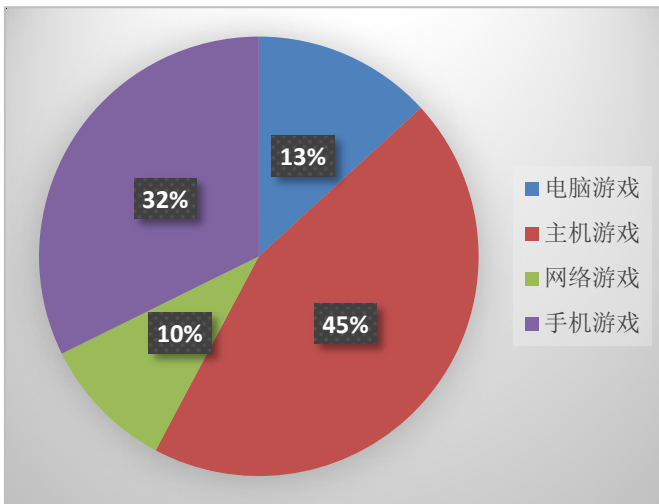


资料来源：国家统计局、太平洋研究院整理

从游戏软件发行平台分类，我国游戏产业的结构和欧美国家的差异较大。在欧美

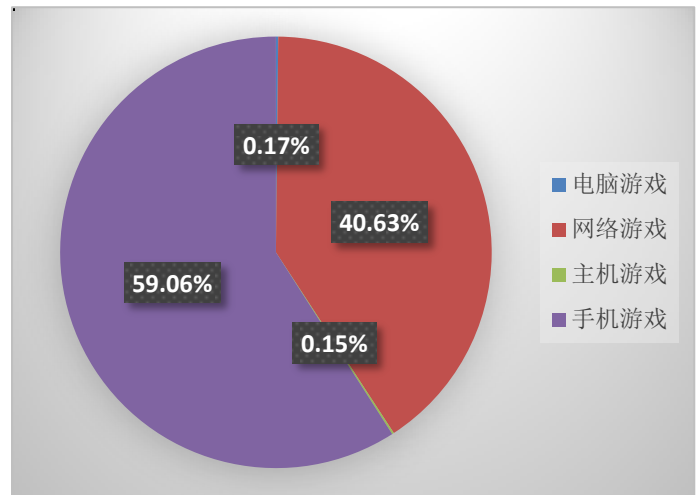
发达地区，主机游戏、PC游戏和手机游戏呈现出三足鼎立的趋势。以美国为例，2017年美国游戏软件市场主机游戏软件销售额占比45%，手机游戏软件销售额占比32%，电脑游戏软件销售额占比23%。我国游戏产业的结构和欧美国家的差异较大，我国受历史环境等因素影响，主机游戏正式进入中国市场才3年的时间，属于新兴行业，目前正处于发展期，但由于审核等问题存在，目前国内主机玩家依然倾向于从海外购买主机软件和硬件，香港和台湾主机游戏市场均受益于中国内地玩家的购买力。PC游戏由于长期受到盗版的困扰，发展较为缓慢，不过随着Wegame的推广和steam中国的正式推出，预计未来五年将保持CAGR 23.1%的增速。而网络游戏经过长年的发展，目前已经进入行业成熟期，网络游戏市场规模在2015年达到顶峰831.2亿元，随后市场规模开始萎缩，虽然电竞等细分领域（例如《CS: GO》）均保持着较快的发展，然而依然无法抵消传统MMORPG游戏收入下滑带来的负面影响。不过网络游戏行业集中度较高，竞争格局相比于手机游戏更为有利，从事网络游戏开发的公司的利润率也会因此得到提升。手机游戏市场在前几年的快速发展后，市场规模在2017年达到了1169.17亿元人民币，不过随着人口红利的消失，我们预计2018年后增速将逐年下滑，未来五年将保持CAGR 14.2%的增速。

图 12、美国2017年游戏软件产业结构



资料来源：太平洋研究院整理

图 13、中国2017年游戏软件产业结构



资料来源：太平洋研究院整理

目前国内人均可支配收入只有美国的11.69%，日本的10.69%。以此为参照，即使单纯从消费量的角度而言，随着居民生活水平的提高和消费习惯的变化，国内人均消费水平也还有较大的提升空间。由此可以预见，游戏行业整体仍有较大的发展空间。

## 二、游戏产业的发展

### (一) 游戏产品的发展

最早有记录的电子游戏诞生于1952年，为井字棋游戏（Tic-Tac-Toe），运行于真空管计算机上。电子游戏在1970年代开始以一种商业娱乐媒体被引入，成为1970年代末日本、美国和欧洲一个重要娱乐工业的基础。Magnavox在1972年推出了世界上第一款视频游戏机，1977年雅达利推出了具有开创新的家用游戏机2600，它拥有能存储游戏信息的暗盒，还配有摇杆，建立了家用游戏机标准。8位游戏机任天堂NES则在1985年的CES上初次亮相。1989年，任天堂推出Game Boy便携式游戏机。1995年，SONY推出了PS游戏机，并一直迭代到现在。在2001年，PC巨头微软发布XBOX，正式进军主机行业。2006年，任天堂推出Wii体感主机，带来了新的游戏方式。2008年，苹果上线App Store，随着智能手机的渗透率不断提高，大量移动、社交游戏登陆App Store。2014年最轰动的科技大事之一是Facebook收购了虚拟现实设备制造商Oculus VR，后者的Oculus Rift在2016年面向消费者推出。

图 14、电子游戏的发展



资料来源：太平洋研究院整理

随着科技的发展，电子游戏设备也一直在更新换代。从较早的8位游戏机到SONY发布的32位游戏主机playstation，再到任天堂的体感游戏机，以及智能手机普及后的iphone，直到目前最新的VR/AR 头盔。而全球高收入家庭数量的增长，也与后来大量研发的电子游戏产品增长相辅相成，互相促进。一方面人类对文化休闲类产品的需求带动了电子游戏产品生产的增长。另一方面，电子游戏产品生产的增长提供了更多的产品，促使更多的消费者逐渐形成了购买电子游戏消费的习惯，从而产生了更大的需求。

虽然目前国内游戏软件产品在大部分平台上都已经能够满足消费者的需求，尤其是在手机游戏方面，已经发行出口到全球各地。但在高端产品的研发上（3A大作），国内游戏研发商还有一定的困难，目前高端游戏软件依然主要是靠进口来满足国内消费者的需求。例如2016年11月推出的PS4版最终幻想15，促使索尼（中国）在2016年中国游戏软件的销售额增幅最大。

图 15、全球游戏研发商分布图



资料来源：Gamedevmap、太平洋研究院整理

图 16、王者荣耀登陆欧美市场

图 17、最终幻想15在国内发行



资料来源：太平洋研究院整理



资料来源：太平洋研究院整理

## （二）各游戏平台的发展

目前主流的游戏平台包括电脑游戏、主机游戏、网络游戏和手机游戏。

### （1）掌机/手机游戏

曾经最高峰时占领游戏市场大约20%份额的掌机游戏在近几年受到手机游戏的巨大冲击，特别是新型的智能手机拥有了越来越大的屏幕，这使得手机游戏的游戏体验越来越好。自2011-2012年以来，掌机游戏硬件产品的销售额每年同比下降都保持在两位数，游戏大厂SONY和任天堂对掌机产业的投入也一直在减少，掌机平台的市场份额将逐步被重度手机游戏继承。

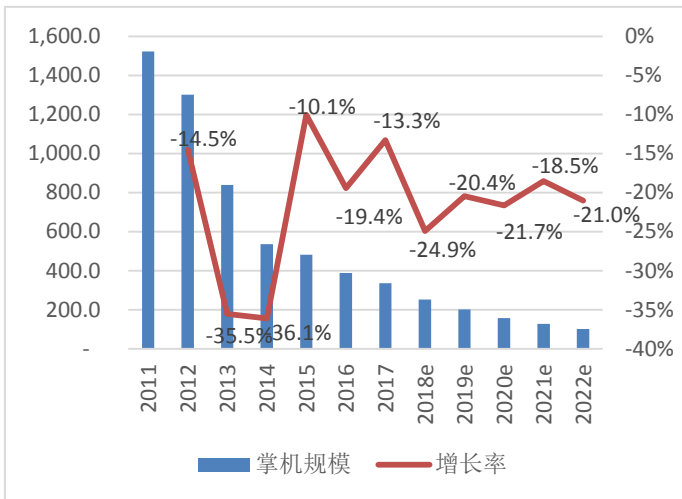
手机游戏受益于智慧手机的普及，及其新颖的商业模式，从2012年以来一直保持着高速增长。手机游戏的便携性是其最大的优势，其不仅继承了掌机游戏的市场份额，而且由于智能手机的渗透率远高于掌机，吸引了大量的新的轻度游戏用户。国内手机游戏市场还有一个趋势是传统端游迁移到手游平台，对于曾经在端游市场获得成功的顶级IP，迁移到手机游戏平台后依然有较大的号召力和吸引力，除了原有玩家的加入外，因为智能手机的普及，将吸引大量新玩家的加入。不过前几年，手机游戏的高速增长主要是人口红利导致的，在智能手机迅速普及后，欧美和日本手机游戏市场的增速均出现了大幅下滑，每年只有个位数的增长。随着人口红利的消失，能制作优质内容的研发商将会在未来激烈的竞争中更有机会胜出。不过对于核心游戏玩家，手机平台依然拥有天然的缺陷，根据欧洲咨询公司Mintel的市场调查，在欧美发达国家，有75%的核心游戏玩家认为手机屏幕太小，而有72%的核心玩家认为手机的操作感太差。

在中国，目前腾讯占有手机游戏市场最大的份额，其次是网易。我们预测，腾讯在2018年的市场份额将进一步提升，而网易可能会保持自己的市场份额。不过从长期看腾讯的市场份额在未来也面临着下降的风险，主要是由于知名CP将有可能脱离腾讯平台。

我们认为手机游戏行业中的龙头公司将继续保持领先地位，随着行业的发展和自身盈利能力的提升，具有较好的业绩前景。同时，随着市场营销和广告投入的增加，中小企业将面临更为激烈的竞争。

图 18、美国掌机硬件销售额

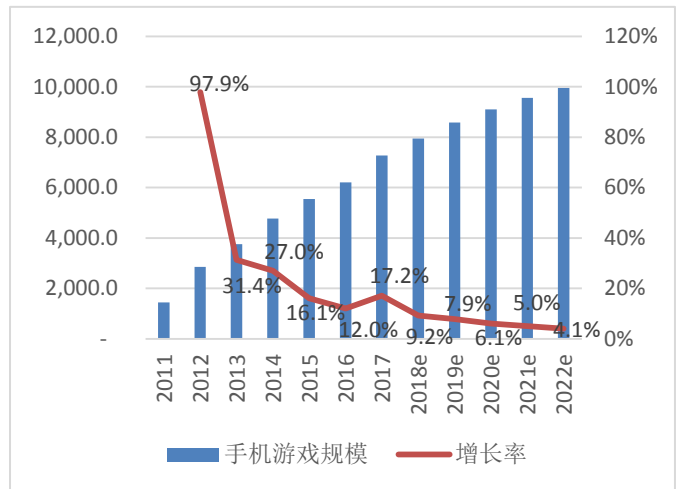
单位：百万美元



资料来源：太平洋研究院整理

图 19、美国手机游戏软件销售额

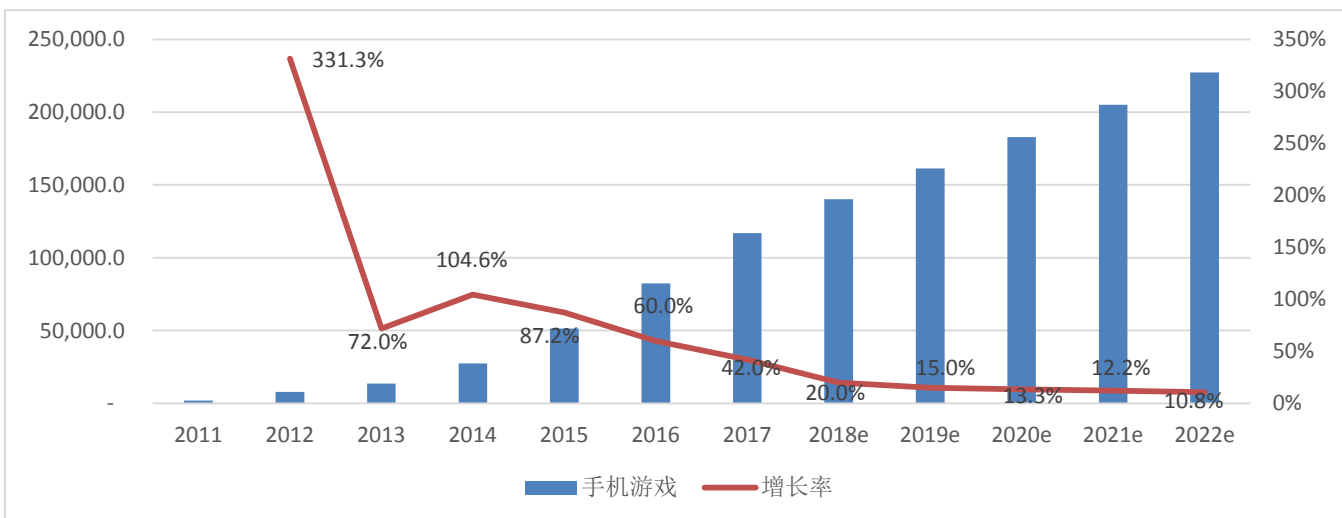
单位：百万美元



资料来源：太平洋研究院整理

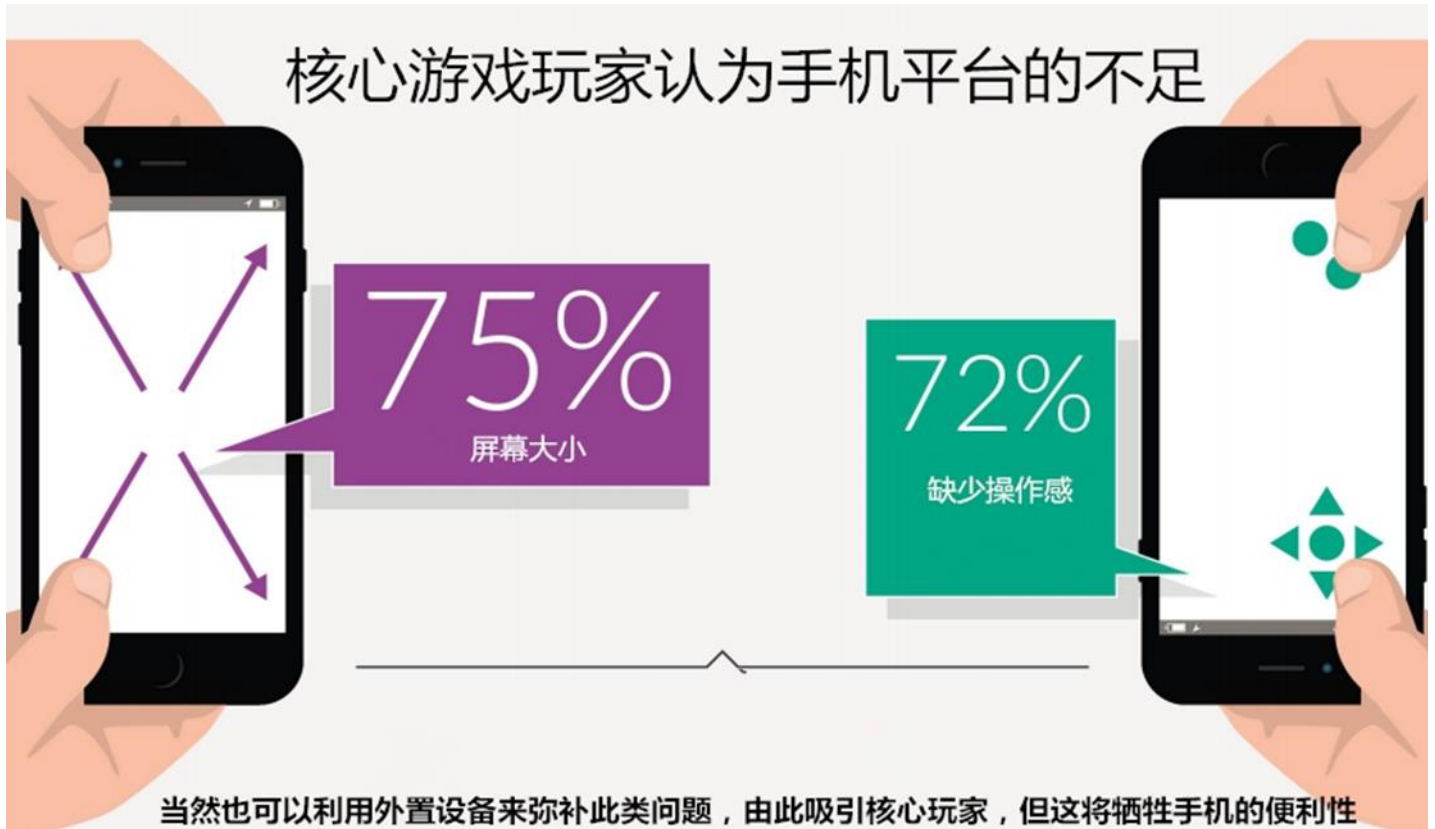
图 20、中国手机游戏软件销售额

单位：百万元



资料来源：太平洋研究院整理

图 21、核心游戏玩家认为手机平台的不足



资料来源：Mintel、太平洋研究院整理

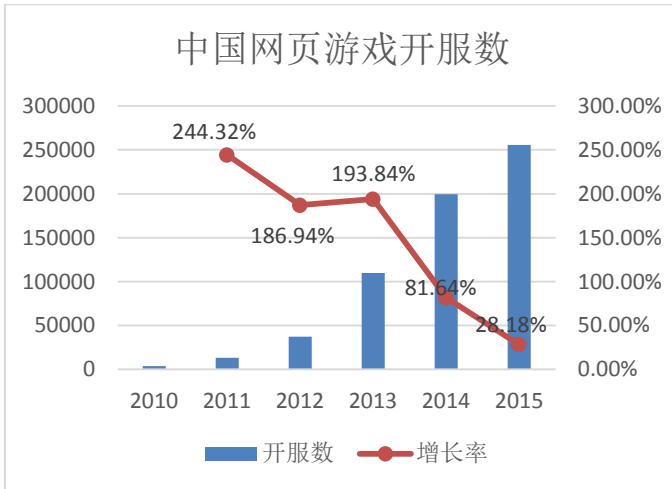
## (2) 网页游戏

中国网页游戏市场规模的增长率在2013年达到顶峰，后逐年下降，2015年起增长几乎停滞。网页游戏在体验上不如电脑/主机游戏，便捷性上不如移动端游戏，从2014年第四季度以来中国网页开服数大幅度下降。网页游戏运营平台的市场占有率上，各大运营平台的市场占有率也基本稳定。网页游戏内容开发上，更加注重IP全产业链的开发，包括“小说+网游+电视剧”。2015年二季度网页游戏开服数前十名中，有8款游戏是从小说改编而来。腾讯游戏凭借庞大的自有流量继续领跑网页游戏研运商排行，排名第二的为37游戏。

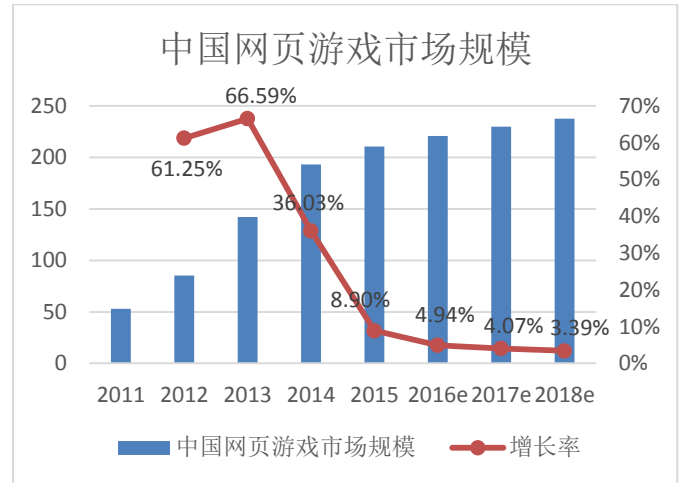
我们预测传统网页游戏很有可能将步掌机游戏的后尘，慢慢走向衰退，逐渐退出历史舞台。

图 22、中国2010-2015网页游戏开服数 单位：个

图 23、中国2011-2018网页游戏市场规模 单位：亿元



资料来源：艾瑞咨询、太平洋研究院整理



资料来源：艾瑞咨询、太平洋研究院整理

### (3) 网络游戏

从现存的游戏产品平台上看，国内普通网络游戏受手机游戏的影响也较大，特别是国产网络游戏，由于其机制相对简单，目前智能手机的硬件配置已经可以胜任部分国产网络游戏的运行。对于推出移动版的一些网络游戏，玩家已经开始从电脑网络版转移到手机版，从而对网络游戏中传统的MMORPG游戏的销售产生负面影响。而电竞游戏则依然保持着较为快速的增长，包括以完美世界代理的《DOTA2》和《CS: GO》等游戏为代表。

图 24、诛仙（网络游戏）



资料来源：太平洋研究院整理

图 25、诛仙（手机游戏）

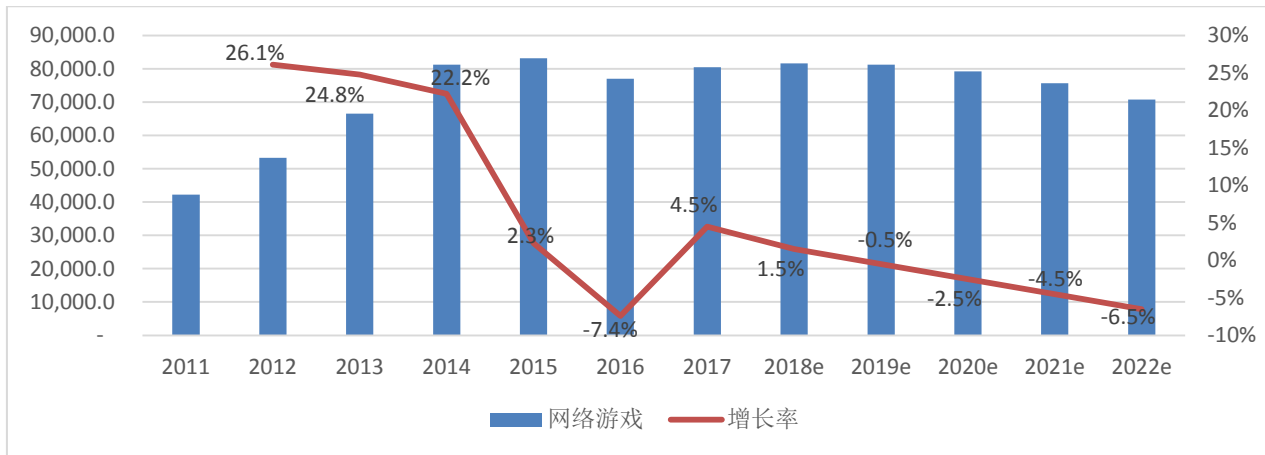


资料来源：太平洋研究院整理

图 26、中国网络端游戏软件销售额

单位：百万元





资料来源：太平洋研究院整理

#### (4) 电脑/主机游戏

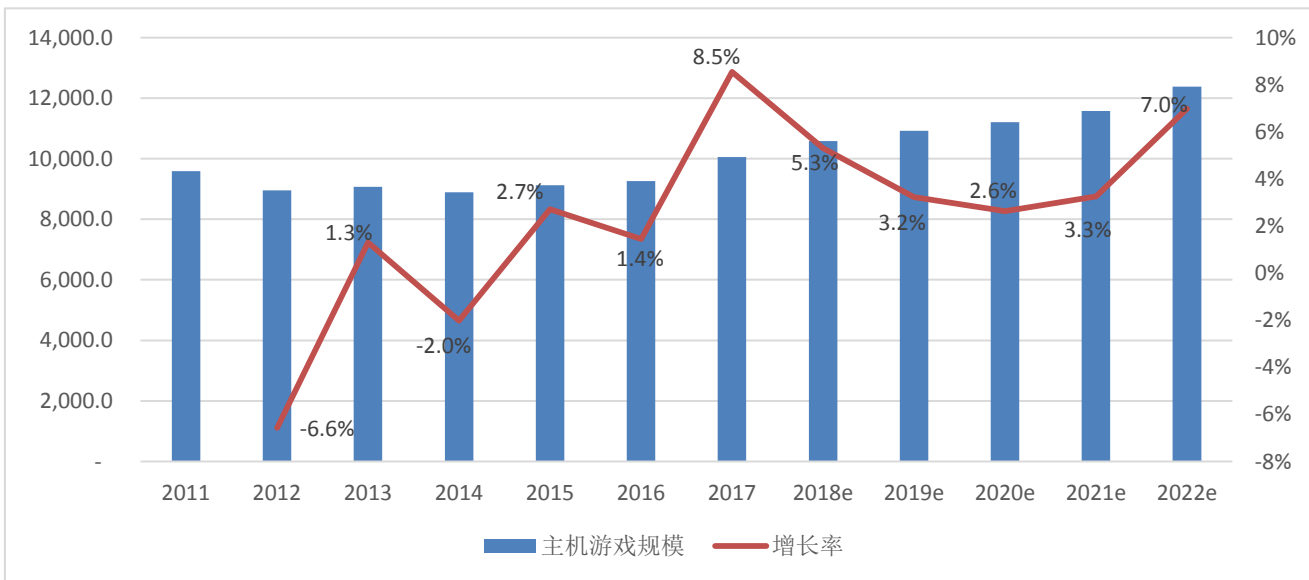
家庭游戏主机由于其超高的性价比（其硬件价格远低于主流PC，且可持续使用8-10年），以及其不错的游戏性（稳定的硬件配置是游戏研发商更好做出有针对性的优化），保持了相对稳定的增长。而VR/AR游戏设备的推出也将对游戏产业整体增长产生积极影响，不过在2018年至2020年间，新兴国家绝大多数游戏软件销售额依然将来自于手机游戏。未来随着VR技术的成熟以及新世代游戏主机的发布，电脑/主机游戏将借助其能更好发挥VR技术的性能优势，推动新一轮的高速增长。家用主机游戏市场由于早期的游戏机禁令限制，在国内属于小众市场。随着禁令解除，国际主机游戏巨头索尼和微软相继在2015年和2014年进入中国市场，微软在2014年取得了29.6%的游戏硬件市场份额，索尼在2015年凭借其主机限制更少的优势更是一举拿下了60.1%的游戏硬件市场份额。（详细数据请参考表5 中国游戏硬件市场主要公司份额）

而电脑游戏方面，早期国产游戏不乏“三国群英传”系列、“河洛”系列、“三剑”系列、“大富翁”系列等各种经典。《仙剑奇侠传1》更是有着划时代的意义，其2D图形技术可以比肩全球大部分游戏公司。而单机游戏没有发展起来的主要原因就是盗版，国内曾经坐拥百万数量级的单机游戏玩家，而真正掏钱购买游戏的却少之又少，养不活整个市场，加上免费网游大规模兴起，中国国产单机游戏行业基本宣告死亡，虽然依然有游戏制作人坚持，但和海外的差距已经非常明显。目前国内PC电脑游戏市场的发展主要依靠国际电脑端游戏分销巨头steam在国内稳步推进，steam意在打造除俄罗斯以外第二个成功的低价市场，主要分销的也是海外的精品游戏。截止于2017年，steam全球注册用户数为2.36亿，相比2016年上涨了15.12%，中国区注册用户为2172万，相比2016年上涨了88.87%，中国区注册用户在世界范围内排名第3。2018年，完美世界和Valve宣布签署授权协议，将在中国正式推出Steam China。腾讯控股在2017年，发布

了自己的电脑端游戏社区，WeGame，旨在抢占目前尚是蓝海的电脑游戏国内发行/渠道市场。和手机游戏市场充满大量的无效用户不同，PC端游戏用户的自主选择能力较强，腾讯的流量优势在PC端游戏领域无法发挥。Steam中国和Wegame的竞争主要取决于平台上的游戏阵容以及各自平台的服务质量。

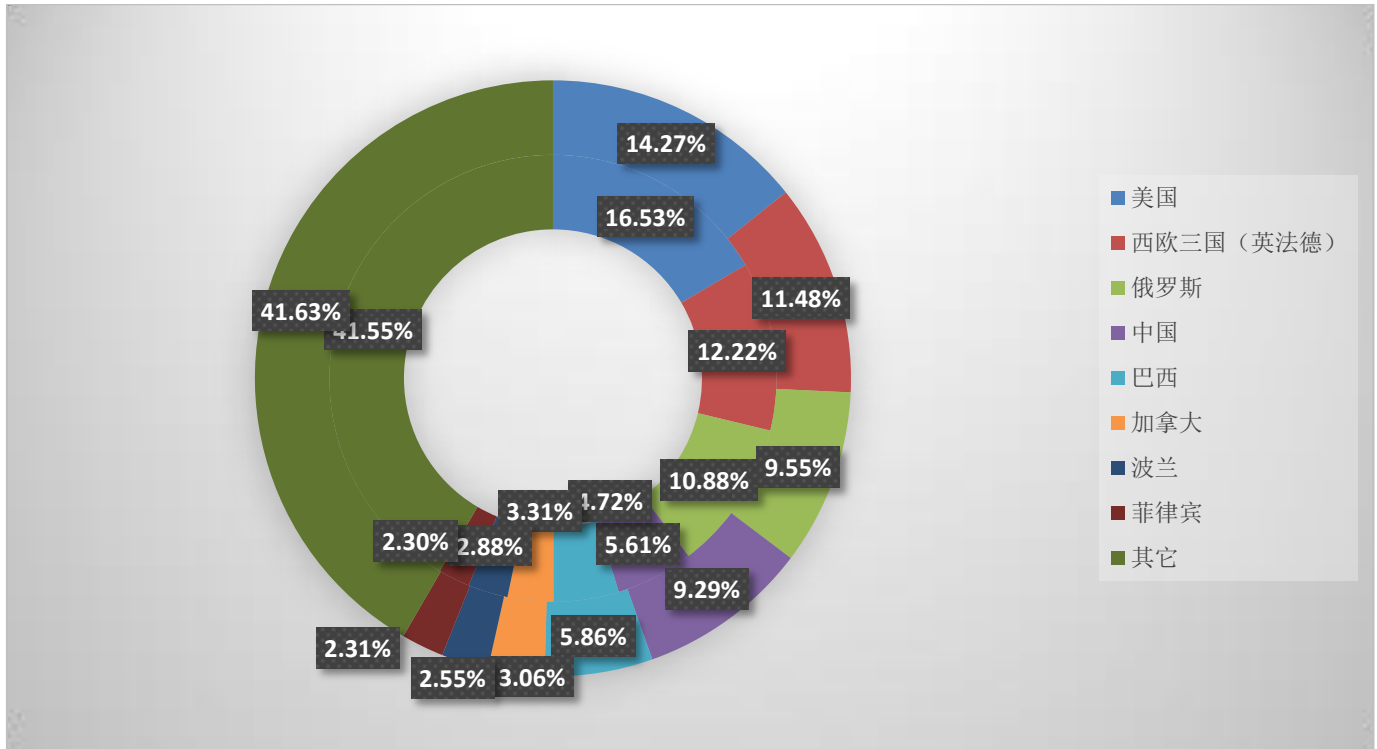
我们认为移动端游戏满足的是碎片化时间的娱乐需求，而对游戏质量有较高要求并有大块时间的用户依然会选择电脑/主机端游戏，美国主机游戏市场依然保持着不错的增长。手机端游戏由于智能手机渗透率非常高，其用户数也比电脑/主机端游戏多。但电脑/主机端游戏具有优质的品质和体验，可以获得更高的ARPU值。未来游戏市场将主要由游戏性更好的电脑/主机游戏和便携性更好的手机游戏瓜分。

图 27、美国主机游戏软件市场规模 单位：亿美元



资料来源：太平洋研究院整理

图 28、steam各国注册用户占比



资料来源：steamspy、太平洋研究院整理

图 29、PS VR



资料来源：太平洋研究院整理

图 30、休闲社交手游



资料来源：太平洋研究院整理

### 三、游戏行业未来的发展趋势

从2014年开始，许多新兴市场开始面临宏观经济的恶化和美元走强的影响。整个市场的低迷导致15年游戏市场增速同比大幅下滑，直至 2016年上半年这个问题依然存在。但截止到16年年底，市场情绪开始稳定，因此也推动了新兴市场游戏产业新一轮

的高速增长。直到2021年，家庭收入和人口的增长将有助于新兴市场再次引领游戏市场销售的增长。

## （一）新兴市场的人口红利驱动

从2014年开始，许多新兴市场开始面临宏观经济的恶化和美元走强的影响。整个市场的低迷导致15年游戏市场增速同比大幅下滑，直至2016年上半年这个问题依然存在。但截止到16年年底，市场情绪开始稳定，因此也推动了新兴市场游戏产业新一轮的高速增长。直到2021年，家庭收入和人口的增长将有助于新兴市场再次引领游戏市场销售的增长。

虽然预计新兴市场整体将恢复高速增长，但主要的几个国家将会发生变化。中国将继续成为游戏市场增速的领先者，但随着人口增长放缓，全国游戏销售额将越来越多地受到收入增长和高端产品的推动。印度的人口将会继续高涨，加上人均可支配收入的增长将有助于推动游戏销售。然而，其他一些市场将不大可能恢复到历史增长水平，例如俄罗斯面临人口增速低的问题而巴西则继续面临宏观经济问题。

总体而言新兴市场在2017年占全球游戏和玩具市场销售额的三分之一，未来将会持续带动游戏和玩具的销售增长。新兴市场的未来增长主要来自家庭收入和儿童人口增长的结合，中国、印度、东南亚和撒哈拉以南非洲等国家都具有很强的潜力。

此外随着《王者荣耀》的持续火爆，长尾市场可能越来越受游戏研发公司的关注。《王者荣耀》在基本上保持游戏平衡性的同时，只靠卖皮肤就可以达到年收入接近500亿元规模，这超出大部分游戏公司的认知。同时西山居推出的《剑侠情缘3》端游在2016年依然能保有70%的增长，同样也说明了对长尾玩家更友好的游戏在未来会越来越受欢迎，而随着长尾玩家大部分选择拥有相对公平游戏机制的游戏时，高净值玩家不可避免的也只能选择此类游戏，并且通过买限量版皮肤等方式来展示自己的与众不同。

## （二）新技术带来的革新

游戏市场中的新型硬件产品正在改变玩家参与游戏的方式。随着全球范围内高收入家庭数量的持续增长，游戏产品开发商开始更多的关注高端产品的开发。目前正在发布的游戏硬件更多专注于创造更加身临其境的游戏体验。游戏产业正在慢慢地拥抱虚拟现实和增强现实技术，以使用户能更深入地体验数字世界。VR游戏未来的爆发首

先会集中在电脑/主机游戏上，而不是移动端上。而较为简单的AR技术将有可能优先在移动端运用。除了VR头盔外，目前还有众多的力反馈外设丰富玩家的游戏体验。例如Hardlight VR背心，带有力反馈效果，消费版大约是6000人民币，企业版大约在1万多人民币左右

图 31、《头号玩家》中的体感衣



资料来源：公开信息、太平洋研究院整理

图 32、Hardlight VR背心



资料来源：公开信息、太平洋研究院整理

云游戏也是目前游戏行业发展的一个重点，目前Sony和微软均推出了云游戏服务。云游戏主要是由服务器端提供服务，经过网络由客户端显示并控制。由于其中的计算量由服务端提供，完全不依赖客户端的硬件性能。服务器端和客户端之间需要非常好的网络环境才能保证其服务质量。这将大大节省玩家购买游戏硬件的成本，并由此扩大游戏的受众。英伟达在2017年也推出了Geforce Now服务，主要服务于PC和Mac。Geforce Now支持玩家在Windows PC和Mac电脑上进行串流游戏。根据英伟达公司介绍，玩家可以支付20美元购买20小时GTX 1060的服务，或是10小时GTX 1080的服务。不过该服务非常受限于网络带宽环境，带宽连接速度至少需要25 Mbps，想要较好的游戏体验，建议至少50 Mbps带宽连接速度。Steam平台也推出了Steam Link服务，最早的Steam Link是一款硬件产品，其设计目的是为了让玩家能充分的利用家中既有的电脑，透过流式传输将游戏画面传输到家中其他的显示设备上。在2018年，Steam平台推出了Steam Link APP，可以在PC上运行的游戏传送到手机或者其他移动设备上。云游戏的关键优势是可以消除对昂贵主机或者PC的需求，这是限制游戏玩家基础的主要问题。云游戏还可以增强玩家体验，使消费者能够在设备之间无缝传输游戏。目前限制云游戏的依然是网络问题，虽然有公司提出了在3 - 5年内完全商业化的可行性观点，但行业并没有就云游戏何时会普及而达成共识。目前也还不清楚云游戏未来的分销模式，因为游戏可能由 1) 微软和索尼通过游戏机和/或他们自己的云服务提供；2) 亚马逊或谷

歌等科技公司；3) 游戏发行商。在后一种情况下，有可能会通过订阅服务来提供游戏，这可能会增加发行商通过内部开发，合作伙伴关系或收购来增加增量内容的动力。

图 33、游戏Steam Link 手机效果截图



资料来源：公开信息、太平洋研究院整理

图 34、游戏PC效果截图



资料来源：公开信息、太平洋研究院整理

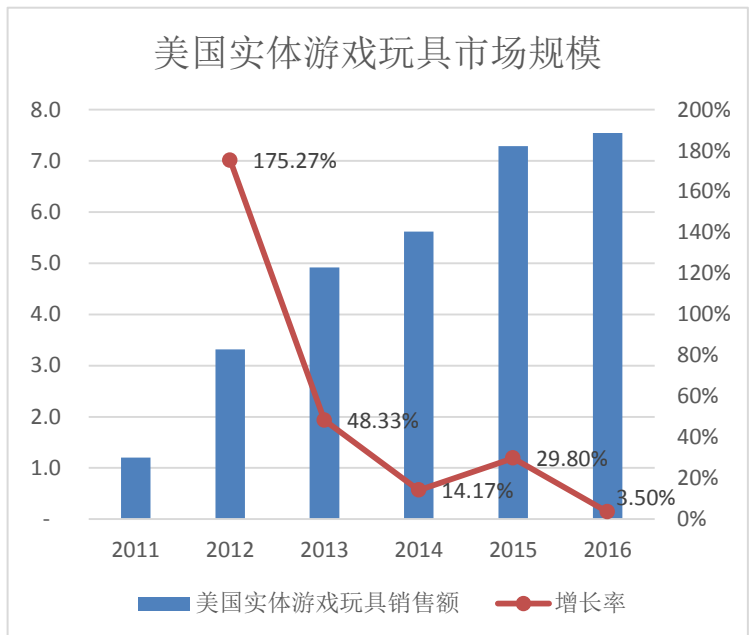
当然，并不是每一样新技术都能获得成功，曾经被视为电子游戏界未来发展方向的实体游戏玩具（Toys-to-Life）经过多年的高速增长后，进入市场萎缩期，整个行业在2016年受到了较大的冲击，在销量还不错的情况下，迪斯尼决定退出此市场，把自己的版权和剩余的存货都低价出售。目前传闻华纳兄弟也打算出售其旗下的实体游戏玩具业务，这更表明了原市场参与者对此行业的信心不足。

图 35、实体游戏玩具（Toys-to-Life）



资料来源：太平洋研究院整理

图 36、美国实体游戏玩具销售额 单位：亿美元



资料来源：太平洋研究院整理

### （三）商业模式带来的变化

数字整合与社交已经成为游戏行业的焦点，包括游戏中社交以及场外社交。手机游戏在日本一直被定义为社交游戏。而目前大部分PC/主机游戏也都具有或新增了在线多人游戏模式，在全球最大的电脑游戏分发平台Steam上，2016年最受欢迎的Top10游戏中只有排名第十的《巫师3》没有联机模式，其余的游戏均可联机游玩。而这剩余9款游戏中仅有《GTA5》、《黑暗之魂3》、《文明6》算得上传统意义上的“单机大作”，即使是自己一个人玩也有很多乐趣，剩余的《饥荒：联机版》、《黎明杀机》、《求生之路2》《全境封锁》、《彩虹六号》、《Dota2》则全部可以说是网络游戏和传统单机游戏的完美结合。现在许多新游戏也专注于对在线多人模式的打造。我们预测电子游戏在未来将会替代传统的棋牌游戏（西方的board games）在社交活动中的作用，成为人类社交行为中主流的休闲方式之一。

图 37、游戏中社交



资料来源：太平洋研究院整理

图 38、游戏场外社交



资料来源：太平洋研究院整理

互联网零售是2011-2017年游戏产业中增长最快的渠道，尤其是受手机游戏的影响而大幅增长。影音产品专卖店受到互联网零售业的冲击较大，随着网络的普及以及其传输速度的加快，网络成为更方便更快速的发送游戏产品的媒介（传统实体版游戏的光盘其实只是传递游戏软件的一种媒介），游戏软件作为一种数字产品，天生更适合在网络上销售。未来对实体版的购买需求将主要集中在在产品发烧友对实体版同时绑定发售的周边产品的收集热情上。现在玩家已经越来越普遍的选择对主机和PC游戏进行数字下载，而且消费者已经越来越喜欢在线购买游戏硬件设备。在2015财年索尼PSN总销售额达到了43亿美元，而在Steam的销售额为35亿美元。截至2017年6月11日，索尼PSN

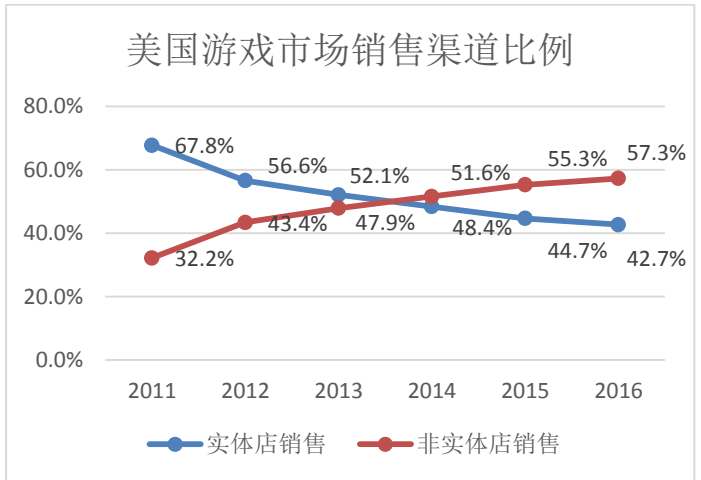
每月活跃用户超7000万。此外，数字版游戏的低成本以及便捷的服务也将对盗版游戏形成一定的抑制作用。

图 39、全球最大的主机端网络销售平台PSN



资料来源：太平洋研究院整理

图 40、美国游戏产品线上和线下销售额的对比



资料来源：太平洋研究院整理

会员制也是目前欧美游戏行业在探索的一个方向。虽然微软和Sony早期就推出了收费会员的服务，不过服务只要是针对游戏的多人联机服务，虽然每个月也有免费的游戏提供，不过游戏的销量主要还是靠玩家自己购买。

EA是首家推出收费会员制度的游戏发行商。早在2014年8月就宣布了Xbox one平台上推出EA Access服务。透过每个月5美金或者是每年30美金的资格订阅，玩家可以无限制的游玩EA旗下游戏的数字版集合（并不是所有的游戏都在此集合中）。EA Access和游戏出租服务性质类似，当玩家不再掏钱续费会员时，提供游戏的服务也会终止。可以说EA Access是一种粘性陷阱，消费者需要年复一年的续费来维持对游戏的所有权。

到了2016年，EA宣布将在PC平台推出类似的服务——Origin Access。Origin Access和EA Access运作方式基本类似，玩家每一个月缴纳一定的订阅费就可以无限制享受官方精选的优秀PC游戏。价格和EA Access相同。

在2018年E3之前的新闻发布会上，EA宣布了PC的Origin Access Premiere，每月售价15美元或每年100美元。与现有的Origin Access服务（每月5美元或每年30美元）类似，它为玩家提供超过100种游戏选择，某些特定的折扣以及更早的时间发售新游戏。然而，与旧的Origin Access不同之处在于公司的新游戏将捆绑到此次订阅中而不是单独定价。与其他形式的娱乐（音乐和视频）类似，游戏将从交易模式转变到会员模式，特别是未来当云游戏开始普及以后。该模式也可以让公司有时间更好地了解消费者行为，包括管理客户流失和增加。虽然它可能会造成“同类相食”的风险，但目前看还是比较有限。EA目前不会为主机平台提供类似的服务。从游戏玩家的角度来看，会员



制的模式可以减少尝试新游戏的障碍，可能会扩大EA游戏的受众。目前依然没有其他大型游戏发行商的尝试类似服务，目前还无法判断此类商业模式能否成功。

#### 四、中国游戏行业和海外游戏行业最大的区别

随着2017年《绝地求生》的爆火，国内各大游戏厂商纷纷转向吃鸡游戏，不仅仅是FPS游戏改成吃鸡，连MOBA、RPG类游戏都纷纷加入吃鸡玩法，可见目前中国游戏产业的知识产权保护依然处于初级阶段。

游戏主要可以分为3类，1) 内容类付费游戏，玩家掏钱买内容，像steam平台上大部分游戏均是此种类型，所有玩家花的钱都差不多。2) 增值付费类游戏，游戏免费玩，但提供一些周边付费，例如《DOTA2》卖饰品，《王者荣耀》和《CS: GO》卖皮肤。3) 数值付费游戏，中国主流的网游手游均是此类游戏。一句话总结就是充钱玩家就能变得更强大。数值游戏大多都吃相难看，经常在UI里显示玩家的战力，升级、强化、合成等会有直观的数值提升。部分设计者觉得这样让玩家有提升战力的直观成就感。这种用数值战力引领玩家养成，引导玩家恶意PK，甚至有游戏公司官方人员推波助澜，激发玩家仇恨或者攀比心理进而充钱。游戏宣传充斥着“世界首款”、“次世代引擎”、“万人同屏”、“重新定义ACT”、“革新FPS”、“来就送限量大礼包”等大量虚假信息。

海外的游戏主要是以第一类和第二类，好的游戏能给人积极的引导。玩家也会因为自己在游戏中的正向行为获得心理上的满足，是一种良性循环，而这些大多是内容付费型游戏。纵观全球，单机游戏行业是个死亡竞赛，每更新一代游戏机，开发预算至少翻一倍。成本高，开发时间长，一款3A大作至少要开发2-3年，那个时候玩家的口味怎么样，很难预测，风险非常大。目前国内的游戏公司，都更愿意做风险小，成本低的手游。虽然国内已经做出了《阴阳师》、《崩坏3》和《王者荣耀》这类精良的手游，但数值类手游跟付费类游戏在设计上有本质的区别。数值类手游侧重社交性，充值体验，收集养成，更像是有很多玩法的网络社交养成产品，甚至很多带有博彩性质。这类被称为游戏的产品和海外游戏行业所谓的游戏性关系不大，还误伤了其它引起玩家情感共鸣，带来积极教育意义的好游戏。

目前国内研发游戏的水平比起国外，积累的少且歪。由此可以明白为什么大部分游戏公司一直做武侠、仙侠类RPG手游，毕竟他们积累的美术资源和引擎都适合开发这一类的游戏。国内游戏行业的人越来越多，但优质的人才并不多。大部分人刚入行时想得太多做得太少，而在入行两三年后，执行能力提升，但又妥协不思考。所以也出

现了大量一边玩着“刺客信条”、“黑暗之魂”等海外精品游戏一边做国产武侠手游的游戏策划们。曾经国内游戏市场上充斥着挂机扫荡副本的游戏,《阴阳师》的横空出世,拒绝了最主流的扫荡功能。作为重度副本内容游戏,《阴阳师》和很多快餐养成游戏有本质上的不同,如果盲目跟从市场,也不会有当初的成功。

根据巴图分类法,把游戏玩家在游戏中的心理需求进行区分,可以分为成就型、探索型、社交型以及杀手型。成就型玩家喜欢达成游戏目标,升满级、全收藏、全成就,甚至为了一些游戏目标可以开多周目,“肝帝”一般属于此类心理占比。对于探索型玩家,自由探索的沙盒地图往往是他们的天堂。不止是探索游戏地图,还包括探索各种游戏类容,例如策略类游戏的战术等等。社交型玩家比较看重交易、工会、聊天频道、团队合作或者拜师收徒,喜欢与其它玩家互动。社交型玩家在玩单机游戏时,往往需求一个强力AI队友。杀手型玩家喜欢打败其它玩家或者真实感强的AI,如果能对对手造成真实或者心理上的伤害,他们会很兴奋。即使在不能对战的游戏里,杀手型玩家也喜欢通过其它方式控制别人,例如做个工会会长之类。类型各异的玩家心理做同一件事会有不同的感受,例如同样是组队,社交型玩家主要追求的是社交满足,而成就型玩家更多是为了组队的经验加成。目前海外的游戏基本上能满足所有类型玩家的需求,而国内的很多网游则注重于后两类游戏玩家,对于前两类游戏玩家有一定的忽视。

## (一) 成熟的游戏设计

成熟的游戏设计主要是细节体现功力,例如《DOTA2》每级升级所需的经验都不是线性增加,9级到10级需要1000经验,10级到11级只需要600经验,11级到12级需要2200经验。这样设计的原因是因为英雄在11级有两级大招,战斗力会产生质变。而10级到11级升级很快,11级到12级又升级很慢,会让玩家长时间维持在11级。既让落后的玩家有机会摆脱等级压制,又引导强大的玩家放弃刷钱,去团战收割丰富的人头经验,改善游戏体验的节奏,还提升了观赏性。再举个简单的例子,宫崎英高的“魂”系列,BOSS战的屏幕下方都会有一个长长的瞩目的血条。随着玩家不断挑战,能直观的看到屏幕下方BOSS战的血条越来越少,这就是在告诉玩家,他们变强了。而玩吃鸡的玩家会发现,虽然经常突然死亡,名次不定,但从屏幕上方大大的名次一点点变得靠前,也是在告诉玩家,他们在进步。好的游戏设计,既能让玩家迅速理解,又能让玩家产生积极的自我心理暗示,暗中引导玩家的行为选择,一石二鸟。最经典的就是FPS游戏中的爆头秒杀机制,是一种面对任何强敌都可行的反制手段,给玩家逆转般的可能性

与赌徒般的爽快感。维持游戏的动态平衡，高收益的同时还引导玩家练习爆头技术，划分玩家水平。如果一款游戏的设计很成熟，说明设计师对游戏的本质有着非常清楚的理解。道理看似简单，其实要想实现非常困难。

游戏被成为虚拟世界，因为是从现实中抽象出来，其实游戏同样是另一种真实。它的运行规则来自于人类大脑模拟真实世界的运转方式。人类对现实世界的感知基本同理游戏设计中真实世界的抽象。玩家可能会怀疑《彩虹六号》是否是对反恐的真实模拟，但一定会确实感受倒了那些规则。这些规则可以称为模式，与人类处理真实事物的方式完全一样。大多数情况下，游戏是需要玩家解开的谜团，跟生活中其它任何问题都一样。玩游戏和学开车、学乐器、学元素周期表没什么不同。学习游戏规则，深入理解并归纳，对既定的规则类提出的挑战作出自己的反馈。让学习过的模式按照自己的理解灵活重建。玩家技术的进步，就是他们对游戏规则的了解加深。所以大多数游戏的本质是互动。玩家在既定的游戏规则下，根据自己的意志进行操作，这就是游戏。一定是根据玩家个人的自由意志进行互动，而不是被动的操作。不能根据个人意志进行交互的游戏，只能算新技术下的传统媒体。游戏都是早已设定完的程序，但好的设计师会不被察觉的暗中引导玩家去向往冒险。而糟糕的游戏会让玩家有一种提线木偶的疲惫感。游戏最主要的组成系统被称为核心玩法。让玩家可以划分一款游戏到底是解谜类还是角色扮演类。其它包含的诸多系统，例如经典的RPG环式结构，都是围绕着核心玩法设计。判断一个游戏系统的好坏，就其玩法看是否契合游戏本身。像《三国无双8》不仅做成了不合适的沙盘地图，还加入了钓鱼等元素，这就是失败的游戏系统，堆砌玩法的意图非常明显，这种为了扩充游戏时间的暴力操作很常见。也有少数游戏成功将不同的玩法组合得相得益彰，像《天国拯救》，这款游戏制作了7年，该游戏融合了《荣耀战魂》、《神界2》、《骑马与砍杀》和《上古卷轴5》等多部作品元素。玩家自然期待什么都能做的好玩的游戏，但实际情况非常困难，即使做出来也很容易顾此失彼，失去核心玩法的支撑，玩家会找不到重点。

欧美的游戏开发团队都在认真的制作中国历史题材游戏，例如英国游戏工作室CI开发的《全面战争：三国》，开场CG唱的是“十五从军征，八十始得归”，是汉乐府诗集的曲辞，非常考究。好游戏能够承载着文化输出的任务，例如《仁王》的一个战斗技能就可以融合日本剑道文化核心之一的残心思想。这才是文化输出，比美其名曰搞个“长城计划”穿凿附会好得多。

游戏设计上有一点非常重要，就是游戏美学。有很多公司都热衷于画面的进步，盲目追求多边形数量，阴影和光效，但画面只是技术体现，游戏的素质不由画面表现

了多少细节来决定，而是通过游戏美学。游戏美学是游戏体验的情感环境，它包含了游戏的音效、美术、叙事、游戏系统结构。当这些元素在一款游戏里达到了高度的统一，可以说，这是一个风格化的游戏作品。游戏美学中好的色彩一定经过精心挑选，时刻彰显着游戏基调。人物比例只要统一，无论多奇异的设定，游戏玩家都会接受并喜欢。而人物场景不匹配，让玩家丧失真实感的游戏则比比皆是。好游戏可以让玩家抛开杂念，沉浸到独一无二的虚拟世界。而玩家玩着玩着就出戏，就是因为游戏中有些元素、画面或者是音乐甚至是台词有悖于游戏美学的整体性。能从头至尾保持着很高的美学完整性的游戏才能算是一款真正成功的游戏。游戏被称为第九艺术，其本身确实能引起玩家的情感共鸣。游戏不仅作为学习的工具，教给玩家新的应用技能和思维方式。更能让玩家重新了解自己。就像对着一面镜子，玩家抉择自己的结局，寻找自己的团队位置，面对挑战提出自己的解决办法，甚至可以看到自己的阴暗面。游戏的选择终归有限，但每个人在游戏中展现的意志是绝对与众不同的。

赌徒心理也是游戏设计上运用最多的理论，比较著名的是斯金纳箱。这是国内外相当多的游戏制作者都遵循的理论。斯金纳箱实验是把一只老鼠放进全封闭的只有一个按钮的箱子里，排除其它外部刺激，老鼠出于无聊或者好奇敲打按钮，会得到食物。如果老鼠每次敲打按钮都给食物奖励，结果是老鼠马上发现了这一规律，并开始服从这一行为模式，这和现实中工作后会得到工资在游戏中做完任务得到经验值的设定一致。当发现杀死怪物可以得到经验值，重复几次后，玩家就被训练出了这种行为模式。如果老鼠每次敲打按钮后，按一定的概率给出食物奖励，结果是老鼠敲按钮会上瘾，随着掉落食物的概率越来越低，老鼠的热情反而会越来越高的持续敲按钮。老鼠敲按钮的行为并不是条件反射，而是自主决定，在经过训练后，老鼠的自主意识在不知不觉间被认为操控了。和老鼠一样，人类对斯金纳箱的反应是一样的。在设计虚拟世界的时候，斯金纳箱可以说是简单粗暴，总能把玩家训练出粘性非常强的操作习惯，例如对做同样的事情乐此不疲，以及对随机抽卡等机制充满兴趣。斯金纳箱的确可以让游戏更刺激，但滥用该原理造成的不良现象也非常的多，例如无脑填充的任务，鼓励刷怪的玩法，都在不知不觉间把玩家变成设计者的傀儡。大量本质非常粗糙的游戏，都是通过登陆奖励、满7天登陆奖励、定时领取奖励、随机抽卡等元素构成了充满按钮的斯金纳箱。斯金纳箱可以是检验游戏的理论，但不应该是游戏设计的指导。如果只靠斯金纳箱理论留住玩家，那随着玩家审美的提升或者政府的干预，将会逐步受到市场的淘汰。

## 五、游戏行业和企业的发展

### （一）企业规模和市场结构

由于Wii主机和Nintendo 3DS的流行，任天堂曾经是拥有最大市场份额的玩具和游戏公司，但在2012年Wii U主机发布后，市场反映平平，以及在智能手机普及后，手游产业对掌机市场的冲击，该公司销售开始大幅下滑。不过2017年，任天堂通过Nintendo Switch的成功，重新夺回了部分市场份额。索尼在2013年主机PlayStation 4成功推出后，主机销售量持续高涨。自推出以来，新版主机每年都能畅销，而且主机取得的成功也帮助了公司推出的一些自主发布游戏的销售，如“神秘海域”系列。此外，索尼在2016年成功推出了PlayStation VR头盔，作为三大主流VR头盔，其设备价格以及使用成本都远远低于HTC Vive和Oculus Rift。索尼公司也在2014年成为游戏产业龙头，一直保持到现在。

在美国市场，游戏硬件产业上，索尼和微软仍然是最大的市场参与者，前者保留了33.6%的市场份额，而后者在2017年获得了27.3%的份额。2011年-2016年索尼每年的市场份额都在增长，2017年主要是受到了Nintendo Switch的冲击。索尼公司的大部分份额来自于其高度流行的PS4主机以及其AR / VR头盔和小部分掌机。微软的市场份额在2015年开始下降，并在2016年和2017年继续下滑。微软的市场份额主要来源于其主机Xbox One以及最新的Xbox天蝎座的销售。游戏硬件市场的另一个主要参与者是任天堂，任天堂同时也是游戏软件开发商。事实上，该公司长期的游戏IP和受欢迎的游戏人物均提高了其主机的销售量，其中包括掌机，实体游戏玩家以及最新版本的Switch主机。任天堂的市场份额从2010年的36%下降到2016年的8%。但由于Switch主机的成功，公司在2017年的市场份额大幅上涨。2017年3月发布的Nintendo Switch对整个游戏产生了深远的影响，该游戏机受到消费者的欢迎，并且几乎全年都处于供不应求的状态。它的销售影响了整个游戏领域。主机也实现了在旅途中使用的功能，这进一步加速了掌机的衰落。目前主要还是核心游戏玩家和任天堂的粉丝在2017年购买了该游戏主机，目前Switch主机可能尚未覆盖众多的年轻消费者，这可能导致Switch在2018年进一步扩张。其他游戏硬件市场参与实体游戏玩具品牌Activision，华纳兄弟和迪斯尼互动工作室以及AR / VR头盔品牌三星，HTC。Facebook和Google在2016年的市场份额都不超过2%。

美国的电子游戏软件行业集中度较为分散，EA在2017年保有两位数（10.7%）的市场份额。2016年2月，动视暴雪以59亿美元收购了Candy Crush的开发商King Digital。

该收购是动视暴雪介入手机游戏销售市场的一种方式，公司也准备推出基于其核心游戏IP的手机游戏。动视暴雪整体的市占率最高，动视+暴雪+King共有14.5%。动视暴雪和EA双巨头的格局可能会持续下去。现在游戏的发行以及销售渠道更为灵活，特别是数字版游戏，造就了大量的独立游戏。

表 1、美国游戏市场主要公司份额

美国主要游戏市场参与者份额（公司）	2012	2013	2014	2015	2016	2017
任天堂（美国）	11.5%	8.9%	8.0%	6.7%	5.3%	10.7%
SONY	7.4%	7.9%	9.6%	10.0%	9.6%	8.6%
EA	8.4%	8.1%	7.7%	8.1%	9.2%	8.0%
微软	12.2%	11.0%	12.0%	10.6%	8.9%	7.5%
动视（Activision Inc）	7.3%	7.4%	7.0%	6.2%	6.1%	6.1%
King	1.6%	2.2%	2.1%	2.3%	2.5%	2.5%
育碧	3.8%	3.1%	3.7%	2.6%	2.5%	2.5%
拳头公司	0.3%	0.9%	1.7%	2.0%	2.1%	2.0%
华纳兄弟	1.0%	1.1%	1.1%	2.4%	2.4%	1.9%
Take-Two（2K）	2.7%	6.1%	2.3%	2.0%	1.6%	1.4%

资料来源：太平洋研究院整理

表 2、美国游戏硬件市场主要公司份额

美国主要游戏硬件市场参与者份额（公司）	2012	2013	2014	2015	2016	2017
SONY	26.3%	29.0%	33.2%	36.4%	38.7%	33.6%
微软	35.6%	37.0%	38.1%	34.2%	32.1%	27.3%
任天堂（美国）	26.8%	19.7%	15.3%	15.0%	10.3%	26.5%
三星电子（美国）	-	-	-	0.1%	2.4%	1.5%
华纳兄弟	-	-	-	1.7%	2.7%	1.2%
动视（Activision Inc）	5.3%	4.8%	3.9%	3.1%	3.3%	1.1%
HTC	-	-	-	-	1.0%	0.9%
facebook	-	-	-	-	0.8%	0.8%
google	-	-	-	0.1%	0.1%	0.2%
迪斯尼互动工作室	-	2.8%	3.1%	2.9%	1.3%	-

资料来源：太平洋研究院整理

表 3、美国游戏软件市场主要公司份额

美国主要游戏软件市场参与者份额（公司）	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EA	11.6%	11.1%	10.8%	11.2%	12.2%	10.7%
动视（Activision Inc）	8.1%	8.4%	8.2%	7.4%	7.1%	7.9%
任天堂（美国）	5.6%	4.8%	5.0%	3.6%	3.7%	5.2%
King	2.0%	3.0%	2.9%	3.1%	3.3%	3.4%
育碧	5.3%	4.2%	5.3%	3.6%	3.3%	3.4%
暴雪（Blizzard Inc）	2.5%	3.1%	3.5%	2.8%	5.1%	3.2%
拳头公司	0.5%	1.3%	2.3%	2.8%	2.8%	2.8%
Supercell Oy	0.2%	1.0%	2.9%	2.8%	2.7%	2.3%
华纳兄弟	1.3%	1.5%	1.5%	2.7%	2.3%	2.2%
Take-Two（2K）	3.8%	8.4%	3.3%	2.8%	2.2%	1.9%

资料来源：太平洋研究院整理

在中国，腾讯、网易依旧是游戏行业的领头羊。2017年，手机游戏继续保持着销售增长，并占据了游戏市场最大的份额。智能手机的普及为手机游戏提供了强大的平台。几款流行的手机游戏表现强劲。例如，腾讯游戏的《王者荣耀》和网易游戏

的《梦幻西游》依然保持着强势地位，引领了整个手机游戏市场。众多传统的端游游戏公司还推出了经典客户端游戏的移动版本，例如盛大游戏的《龙之谷》，金山软件的《剑侠情缘》以及完美世界的《诛仙》等，这些游戏保留了老玩家的同时并吸引了众多的新玩家。不过未来手机游戏的增速将会放缓。像《阴阳师》和《梦幻西游》这样的“热门”手机游戏可能会逐渐失去人气。因此，游戏开发商会通过开发新产品来适应消费者的需求和行业趋势，并通过针对大量受众的高质量营销促销活动提供支持。未来，在轻手游上，腾讯依旧可以凭借社交入口的优势保持压倒性的市场份额。2016年6月，腾讯控股投资86亿美元收购移动游戏公司Supercell 84%股权。随着游戏市场竞争的加剧，Supercell的优秀团队和产品线将有助于加强腾讯在手机游戏领域的领先地位。此外，此收购还将有助于腾讯拓展海外市场，提升其全球品牌声誉，特别是在西方发达国家的品牌形象。

2017年，索尼（中国）在中国游戏硬件市场的销售额取得53.1%的份额。如此好的表现可以归功于公司游戏主机的流行，PlayStation 4的普及也受益于其在中国的发行价格低于竞争对手Xbox的价格。同时，PlayStation 4主机拥有更多的游戏选择，公司在中国推出一系列新的主机游戏，例如2016年《最终幻想15》，这有助于巩固索尼（中国）有限公司在中国游戏硬件市场的领先地位。由于2016年11月在中国推出了PS4版《最终幻想15》的游戏，索尼（中国）在2016年游戏软件的销售额增幅排名第一。

表 4、中国游戏市场主要公司份额

中国主要游戏市场参与者份额（公司）	2012	2013	2014	2015	2016	2017
腾讯	15.6%	12.8%	12.0%	13.8%	16.9%	28.8%
网易	7.4%	6.2%	5.1%	8.8%	14.8%	12.9%
拳头公司	1.6%	2.7%	3.6%	3.6%	3.3%	3.1%
西山居	-	-	-	-	1.4%	1.5%
完美世界	4.1%	3.6%	2.8%	2.2%	1.6%	1.2%
盛大网络	5.9%	4.1%	2.8%	2.1%	1.6%	1.2%
SONY（中国）	-	-	-	1.0%	1.2%	1.1%
吉比特	-	-	-	-	1.2%	1.1%
凯英网络	-	-	0.2%	2.4%	1.8%	0.8%
巨人网络	3.1%	2.8%	1.9%	1.4%	1.0%	0.7%

资料来源：太平洋研究院整理

表 5、中国游戏硬件市场主要公司份额

中国主要游戏硬件市场参与者份额（公司）	2012	2013	2014	2015	2016	2017
SONY（中国）	-	-	-	60.1%	57.2%	53.1%
暴风集团	-	-	-	3.3%	7.1%	8.9%
微软（中国）	-	-	29.6%	16.5%	10.1%	8.5%
HTC	-	-	-	-	8.2%	7.6%
乐相科技（大朋）	-	-	-	-	3.4%	5.0%
广州小鸡快跑网络科技有限公司（手柄）	-	-	-	2.2%	2.5%	2.0%
新游互联信息科技有限公司（手柄）	-	-	-	1.7%	2.4%	2.0%
广州品众电子科技有限公司（手柄）	7.1%	7.4%	6.0%	1.9%	1.5%	1.2%
深圳市莱仕达电子科技有限公司	4.4%	4.6%	3.5%	1.1%	0.8%	0.6%
罗技（中国）	3.3%	3.4%	2.7%	0.8%	0.6%	0.5%

资料来源：太平洋研究院整理

表 6、中国游戏软件市场主要公司份额

中国主要游戏软件市场参与者份额（公司）	2012	2013	2014	2015	2016	2017
腾讯	15.7%	12.9%	12.1%	14.1%	17.2%	29.4%
网易	7.5%	6.2%	5.2%	8.9%	15.0%	13.2%
拳头公司	1.6%	2.7%	3.6%	3.7%	3.4%	3.2%
西山居	-	-	-	-	1.4%	1.5%
完美世界	4.1%	3.6%	2.8%	2.2%	1.7%	1.2%
盛大网络	5.9%	4.1%	2.8%	2.1%	1.7%	1.2%
吉比特	-	-	-	-	1.2%	1.2%
凯英网络	-	-	0.2%	2.4%	2.1%	0.9%
巨人网络	3.2%	2.8%	1.9%	1.4%	1.0%	0.7%
畅游	4.4%	3.9%	2.4%	1.5%	0.7%	0.4%

资料来源：太平洋研究院整理

## （二）盈利模式的变化

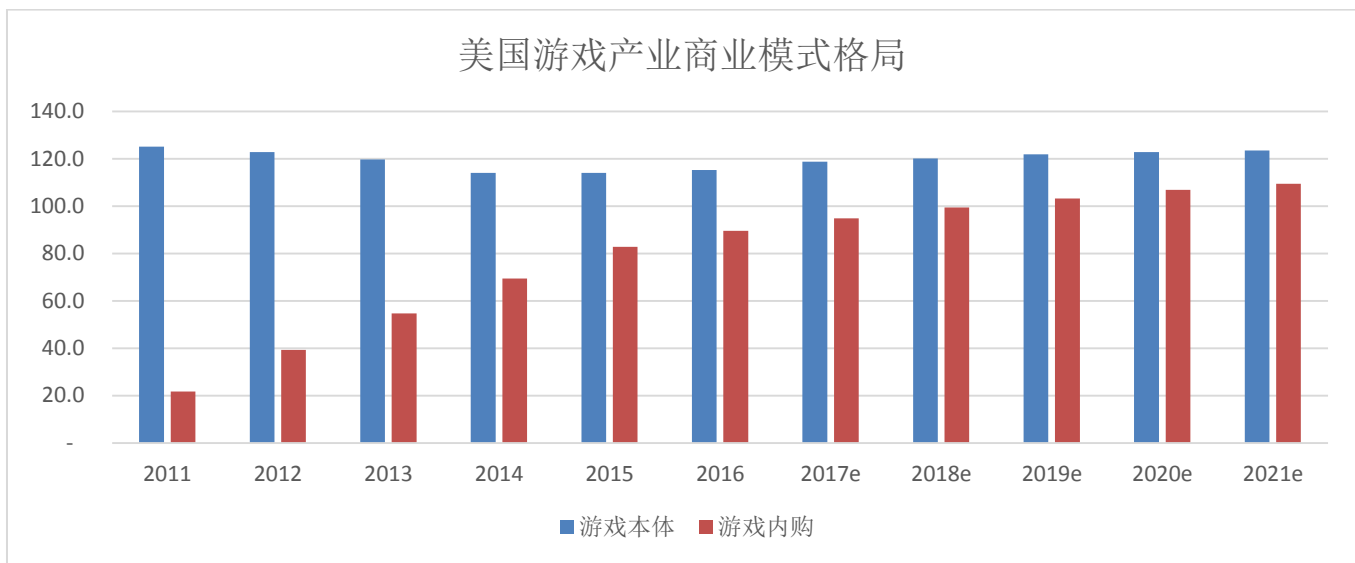
在游戏中内购的消费模式在2017年的游戏销售中继续受到欢迎，越来越多的游戏，特别是在线游戏和手机游戏倾向于提供免费的游戏本体。此外，消费者也更加愿意为游戏中的物品、等级或者角色分批少量的付费购买，而不是一次性购买一个完整的游戏，这样他们可以先尝试游戏，如果对游戏感到满意再选择付费增加自己的游戏体验。最受利于游戏内购消费模式的平台包括手机和网络游戏。前者是游戏开发商从一次性预先付费模式转变为免费模式的结果。根据euromonitor international的预测，到2021年，全球60%的游戏软件销售额将来自游戏内购买。

电脑/主机游戏的盈利模式也在发生改变，偏单机的游戏可以以比较便宜的价格出售游戏本体，再通过DLC不断的丰富游戏的可玩性，让玩家自己选择自己喜欢的内容进行付费，比较典型的是瑞典的游戏研发及发行商paradox interactive，公司旗下的主打产品DLC都超过40个。Steam平台在2016年也推出了新的退款政策，现在的退款政策



是只要是在购买后14天之内且游戏时间不超过2个小时游戏均可退款。不管你是不小心买错了，还是试完了之后觉得失望，Steam都给了玩家一个吃后悔药的机会。这些新商业模式的尝试，主要目的也是希望电脑游戏玩家能和手游玩家一样，先尝试游戏，再付费，以此提高玩家的关注度。

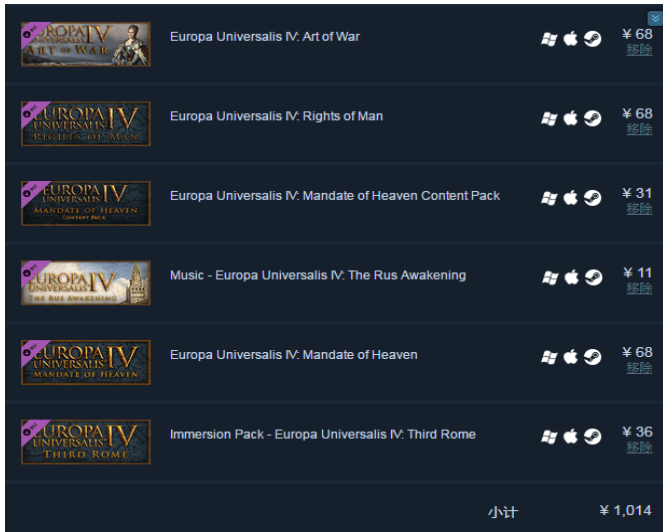
图 41、美国游戏产业商业模式格局 单位：亿美元



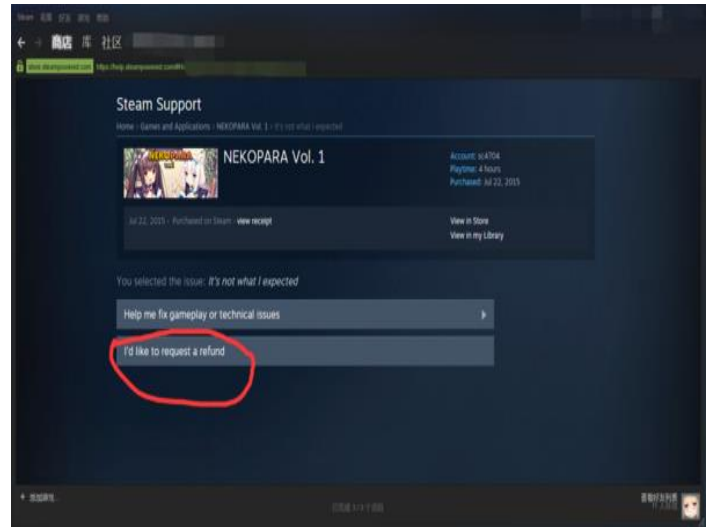
资料来源：太平洋研究院整理

图 42、paradox旗下游戏欧陆风云4 DLC列表

图 43、steam退款界面



资料来源：太平洋研究院整理



资料来源：太平洋研究院整理

### (三) 盗版和法律监督及其影响

由于行业自身的历史原因，盗版游戏软件一直是阻碍中国游戏产业发展的一个重要影响因素，虽然包括政府、电玩游戏零售商和其他市场参与者在这个问题上都采取了不同程度上的行动，但效果一直不太明显。好的方面是随着家庭收入的增加和对版权意识的提高，中国的游戏市场消费者开始逐渐改变主意，慢慢倾向于购买合法版本，而不是在网上下载盗版软件。从2015年开始，国内也爆发了多起抵制盗版事件，各大破解游戏发布网站也基本上停止了对国内正式发售的游戏的破解。俄罗斯曾经也是盗版游戏软件重灾区，但Steam借助数字版游戏成本低的优势，以及正版游戏更好的游戏体验，在俄罗斯以超低价出售游戏，俄区steam的出售价格甚至低于中国。到2016年，俄罗斯已经成为全球steam用户第二多的国家。

图 44、独立游戏圈2016年抵制3dm的活动

图 45、steam 平台在俄罗斯的发展情况

**微打赏** 登录 | 注册



拼命玩三郎

已筹 ¥9403.88 | 目标 ¥10000000 | 67人支持 | 余30天

**收购3DM，然后关闭之**



Russia

Total active users: 25,204,731 ± 306,296  
 Share of total users: 9.65%  
 Share of total games: 8.07%  
 Owned games per user: 21.78  
 Average playtime (2 weeks): 25:22  
 Average playtime (total): 863:57  
 Active users (2 weeks): 26%  
 Active users (total): 85%

资料来源：太平洋研究院整理

资料来源：steamspy、太平洋研究院整理

法律监督的影响主要是对国外游戏产品的进口有一些隐性的限制，例如原本决定要在中国内地发售的PS4独占大作“神秘海域4”最后由于各种原因，取消了中国内地的发行。导致大量玩家通过其它渠道购买该游戏的海外版本。此外网络的限制也在一定程度上限制了中国玩家对国内行货购买的热情，虽然国行的PS4已经在很大程度上尝试去解决这些问题，但是还是有很多玩家选择购买限制性更小的日版或者港版PS4。

图 46、网络上充斥着国内未正式发行的游戏

 <p>全新原封实体光盘 国行主机显示中文</p> <p>¥268.00 包邮 28人付款</p> <p>现货当天发 PS4 神秘海域 失落遗产 神海 秘境探险 中文版 正品</p> <p>升科数码配件专营店 浙江 杭州</p>	 <p>¥205.00 包邮 19人付款</p> <p>现货 PS4游戏 神秘海域4：盗贼末路 神海4 船长4 中文版 正品</p> <p>升科数码配件专营店 浙江 杭州</p>	 <p>¥368.00 包邮 46人付款</p> <p>现货正版全新 PS4游戏 神秘海域4 神海4 盗贼末路 PS4版 中文版</p> <p>游卡数码专营店 湖北 武汉</p>	 <p>全新原装 盒装正版</p> <p>¥179.00 1975人付款</p> <p>PS4游戏 神秘海域4 盗贼末路 神海4 船长4 中文 现货</p> <p>lxlvh91 上海</p>
---	--	---	---

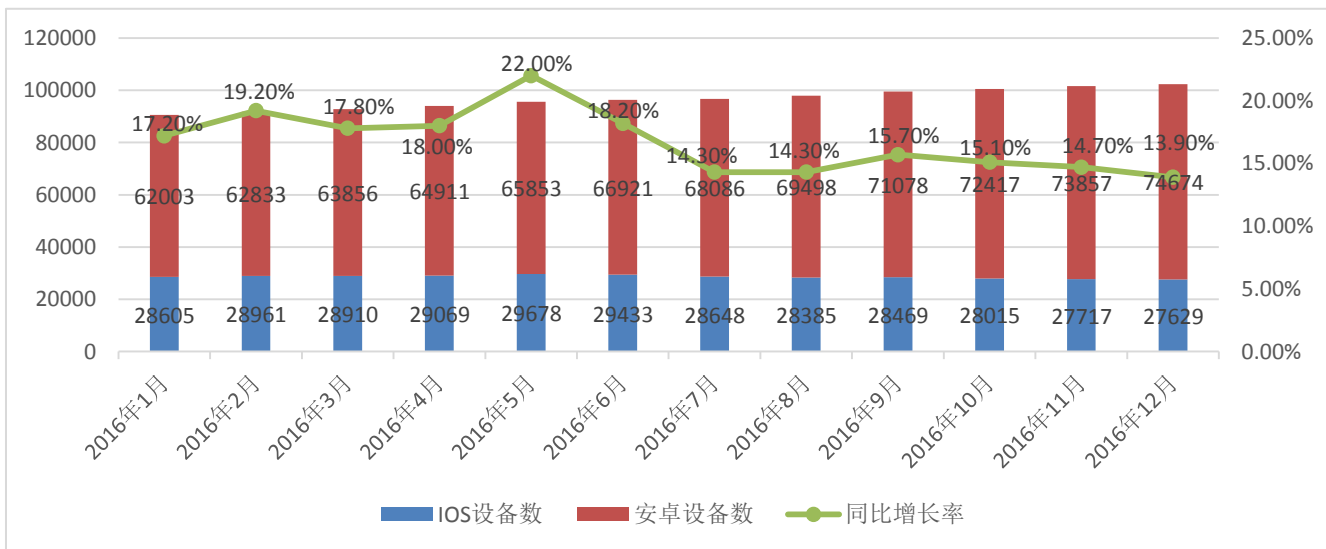
资料来源：太平洋研究院整理

#### (四) 中国游戏企业的机会

随着国内手机游戏市场用户规模触及天花板，前期由人口红利驱动的增长效应减弱，游戏行业增长的主要驱动力已经从原来的人口红利转变为家庭可支配收入的提高以及消费模式的变化（从先付费后玩转变为先玩后付费）。未来则取决于云游戏、VR/AR等新技术的推广。

随着大部分现有玩家已经从网络游戏转移到手机游戏，手机游戏的增速预计将会放缓。由于优秀的游戏开发团队和强大的知识产权资源储备，手机游戏行业中的大公司将继续保持领先地位。同时，随着市场营销和广告投入的增加，中小企业将面临更激烈的竞争。大部分二三线游戏公司把目光瞄向了海外市场，东亚、东南亚等和中国文化更为接近，人口密度大的国家成为中国手游出海的试水站。然而手游更讲究休闲和社交，在移动网络已经普及的情况下，各国的本土开发商尤其是其社交网络的缔造者拥有很大的主场优势。例如2017年日本游戏产业市场份额最高的是原来专心做社交的mixi。通过《mobile index》的分析统计，以进入韩国Google Play TOP20的中国手游为基准统计，2017年上半年的中国手游在韩国的收入同比下降15%（大概2亿人民币），也表明在海外市场要打开局面有一定的难度。中国游戏在海外手游市场与海外当地的合作越来越重要。合作模式包括发行商，代理商，分析工具内项目设定，渠道运营和广告素材制作等方面。弥补文化上的差异，通过海外合作伙伴的协力，提高中国游戏在海外手游市场的成功机率。随着尝试出海的游戏公司越来越多，精品研发类的游戏公司相对更为受益。

图 47、移动互联网月度活跃设备数及增长率 单位：万台



资料来源：Quest Mobile、太平洋研究院整理

此外，中国的游戏产业结构失衡明显。原本巨大的电脑/主机游戏市场大部分流失到海外。不过随着国外游戏巨头，包括索尼、微软和Steam China在中国布局的速度加快，国内玩家的版权和消费意识进一步提升，以及国家监督举措的完善，电脑/主机游戏玩家的回流也是有一定可能性的。并且随着VR技术的成熟，电脑/主机游戏必然是最受益的游戏平台。中国本土的游戏厂商（研发商、发行商、渠道商）均有机会在此次

科技发展的推动下受益。

## 四、重点上市公司

### （一）腾讯控股

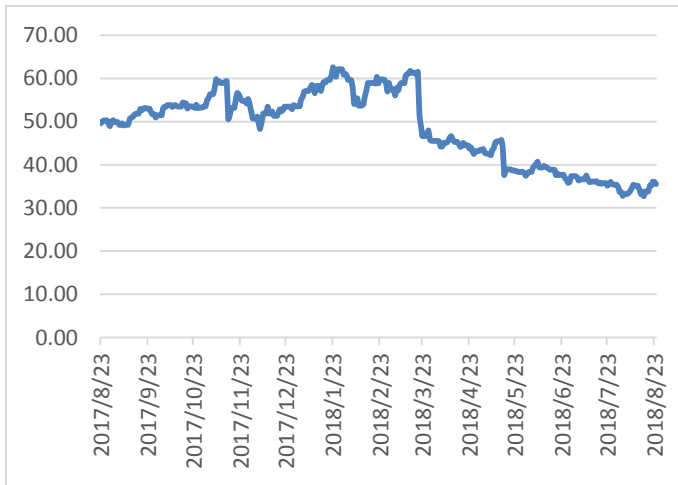
国内公司中，腾讯早期虽然被核心玩家诟病，然而近几年公司通过不断的推出新的精品游戏，逐渐扭转了其在玩家中的口碑。以目前腾讯游戏旗下的阵容以及合作伙伴看，腾讯游戏的技术积累也无疑是国内最领先的。腾讯和诸多的海外大厂一样，通过并购等方式不停的吸收国外优秀的行业人才。包括全资收购了Roit，为腾讯MOBA类游戏成功打下了坚实的基础，相继推出了PC端的LOL和手游端的王者荣耀。此外，腾讯早在2012年就收购了Epic game 48.4%的股份，成为Epic game最大的股东，Epic game拥有着全球最先进的虚幻游戏开发引擎，近期火爆全球的《堡垒之夜》也是其旗下产品。2016年6月，芬兰游戏巨头Supercell被腾讯以86亿美元收购，Supercell旗下的SLG手游《皇室战争》《部落冲突》也成为了腾讯旗下的游戏。2017年，腾讯出资1770万英镑（约合2320万美元）收购了英国游戏开发商Frontier Developments新发行的339万股普通股，占公司已发行股本的9%，该公司旗下产品包括《过山车大亨》等。此外腾讯入股5%左右的公司还包括动视暴雪、育碧和Paradox等国外知名游戏开发商和发行商，和EA、Take-Two等也保持着长期良好的合作关系。

传统的国内游戏厂商大部分只有做MMORPG游戏的经验，对于其他游戏品类涉及较少。然而近几年腾讯在不停的丰富自己运营的游戏品类。目前腾讯旗下运营的产品包括《FIFA Online》、《NBA2K Online》等球类运动游戏，《CF》、《使命召唤 Online》、《堡垒之夜》、《PUBG 手游版》等FPS\TPS等射击游戏，《尘埃4》、《QQ飞车》等赛车类游戏，《LOL》、《王者荣耀》等MOBA游戏，《天涯明月刀》《剑侠情缘手游版》等MMORPG游戏，《群星》、《皇室战争》等SLG游戏，《波西亚时光》等沙盒游戏。腾讯不仅游戏品类众多，且质量大多不错。可以说，从游戏品类上看，腾讯游戏已经是一个平台型游戏公司。

除了自己运营的游戏品类丰富，腾讯旗下还有应用宝、WeGame等手游、端游分销平台。同时微信作为手游的流量入口效果明显，也为腾讯手游带来了不可估量的流量优势。

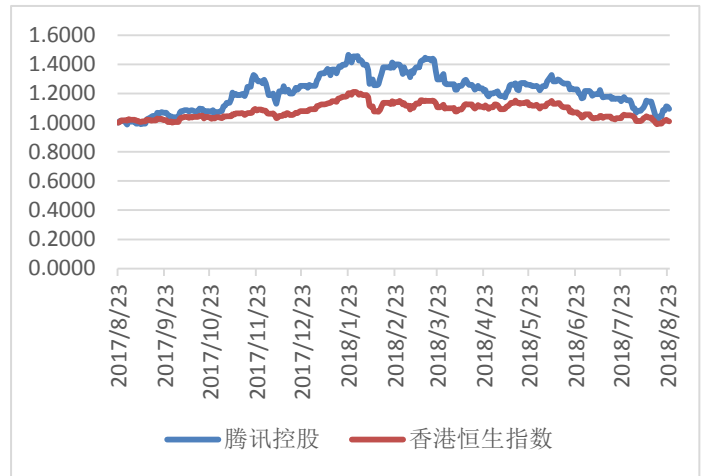
我们认为手游端的优势使腾讯在国内游戏市场上取得了举足轻重的地位，海外的布局以及自身研发实力的提升，也使腾讯在核心玩家中的口碑快速提升。腾讯只要继续保持扩展自己的海外布局，提升自己的自研能力，肯定将继续保持在国内游戏行业中的行业地位。WeGame也在2017年发布，旨在打造中国的PC游戏社区。

图 48、估值水平变动



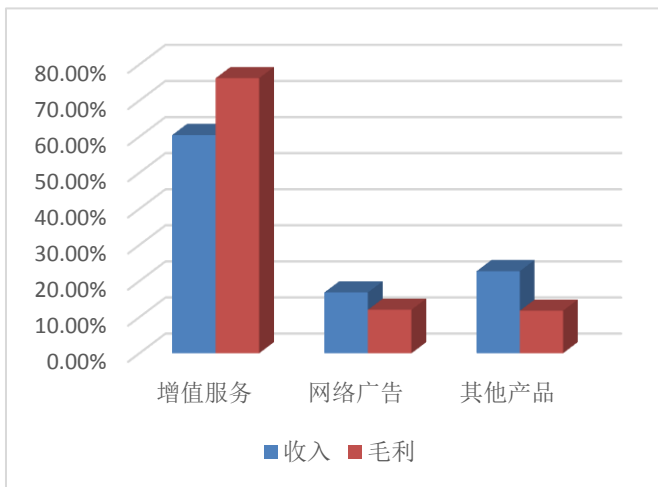
资料来源：太平洋研究院整理

图 49、相对大盘走势



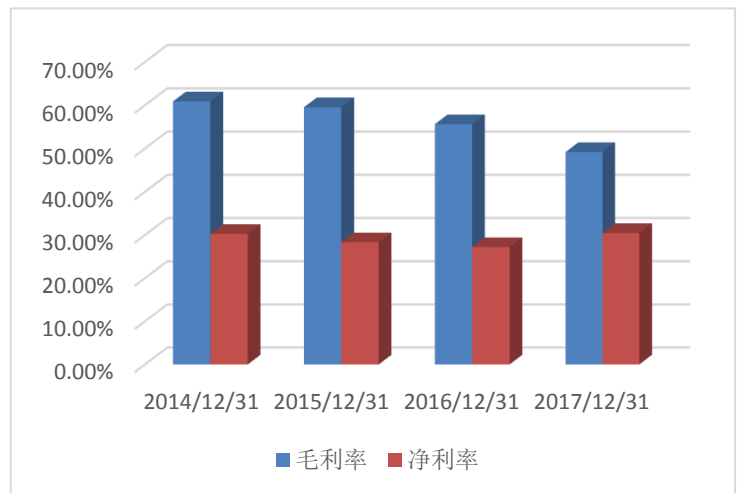
资料来源：太平洋研究院整理

图 50、收入和毛利构成



资料来源：太平洋研究院整理

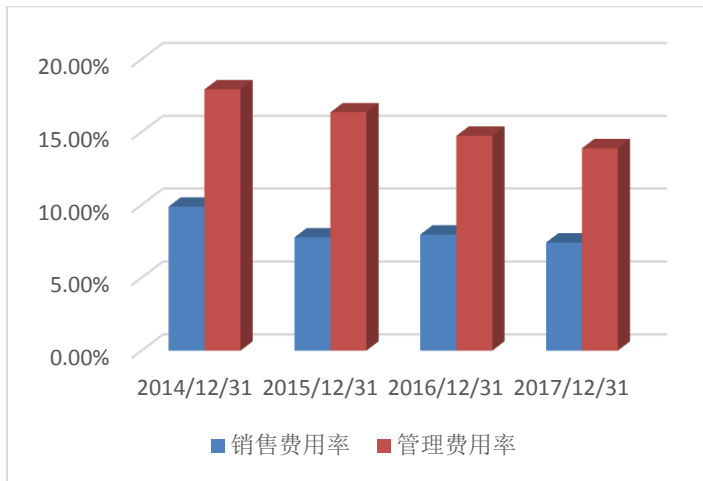
图 51、毛利率和净利率变动



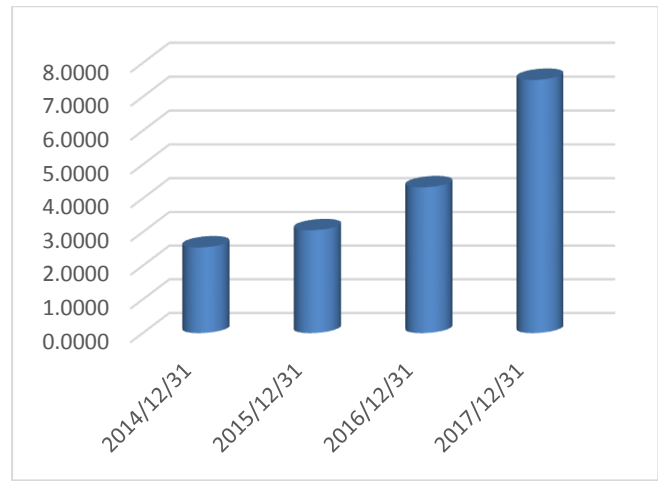
资料来源：太平洋研究院整理

图 52、费用率变动

图 53、EPS变动



资料来源：太平洋研究院整理



资料来源：太平洋研究院整理

## (二) 完美世界

作为国内第一家自主研发出3D端游游戏引擎的公司，完美世界的研发实力在国内依然处于前列。曾经公司的产品主要以MMORPG为主，包括《诛仙》、《完美世界》等著名IP。目前公司也正在积极扩展自己的游戏品类，公司设有孵化中心专门为新团队提供必要的技术支持。从孵化中心走出来的已经有《梦间集》等核心二次元游戏，并且还有沙盒游戏《我的起源》、SLG游戏《时代的崛起》、射击类游戏《边缘计划》也正在制作中。完美世界在海外也拥有300人左右的研发团队，主要由一些脱离北方暴雪、育碧等公司的团队人员组成。目前正在研发的包括WRPG游戏《火炬之光》、纸牌类游戏《万智牌》、横版过关类游戏《非凡英雄》以及沙盒游戏《Subnautica》和其对应的VR版本。

除了积极拓展自研的游戏品类之外，公司目前和Valve签署了合作协议，将在中国推出Steam中国版。相对于手游市场来说，端游市场的受众更核心化，盲目的、倾销似的导流在端游市场并不能取得很好的效果。用户更关心你平台上的游戏阵容以及平台能够提供哪些有效的功能。Steam平台是Valve公司聘请BitTorrent (BT下载) 发明者布拉姆·科恩亲自开发设计的游戏平台。Steam平台是目前全球最大的综合性数字发行分销平台之一。玩家可以在该平台购买、下载、讨论、上传和分享游戏和软件。目前平台上有超过2万款游戏，平均每天都有大约30款新游戏发布，平均每小时超过1款，平台上的游戏覆盖了几几乎所有的游戏品类。2017年Steam平台全年总收入约为43亿美元，用户数增长6300万至2.91亿。其中《绝地求生》销量近2800万，创造近6亿美元的收入。排在第二位的是《CS: GO》销量近1250万，营收为1亿2000万美元。一款游戏的收入达到2200万美元，才能进入Steam的前20名。目前Steam国区的活跃用户已突破4000万，

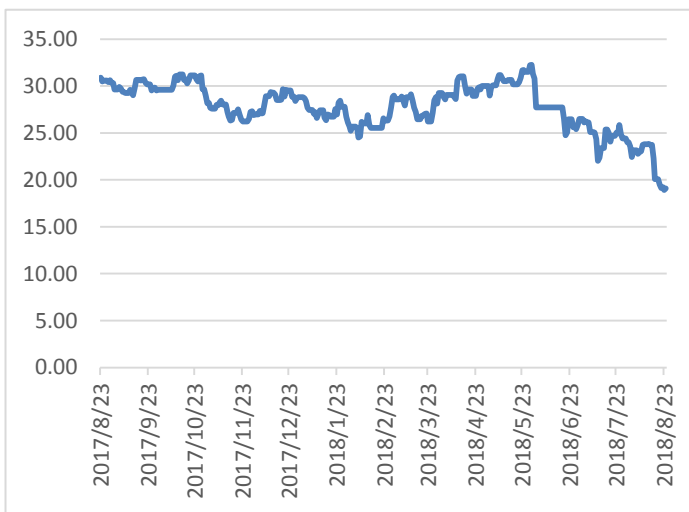
超越了美国的3900万成为全球第一。

Steam平台不仅仅只是一个数字版游戏分销平台，它还提供了各种针对游戏研发商以及平台玩家用户的服务。包括反盗版系统、VAC(Valve Anti-cheating)反作弊系统、自动更新系统、好友系统、青睐之光(Steam Greenlight)系统、创意工坊系统等。公司近期还研发出了SteamVR骨骼输入系统，可让VR交互更准。这些增值服务也让Steam从最早的一个单纯的游戏分销平台慢慢演变为一个集宣发、分销以及社区为一体的综合性平台。虽然最近几年大型游戏公司有脱离Steam平台的迹象，但同时有更多的中小型CP加入了Steam平台。完美世界在和Valve签署合作协议以后，不仅仅是可以直接沟通更多的海外优质游戏CP，引入更多的优质游戏内容，还能够帮助更多的国内游戏走向海外。

另外，对于PC端游戏而言，盗版曾经是一个大问题，然而随着国内对支持产权的保护意识不断增加，互联网巨头也有意识的推动正版化进程。曾经的盗版问题将会得到有效的解决。

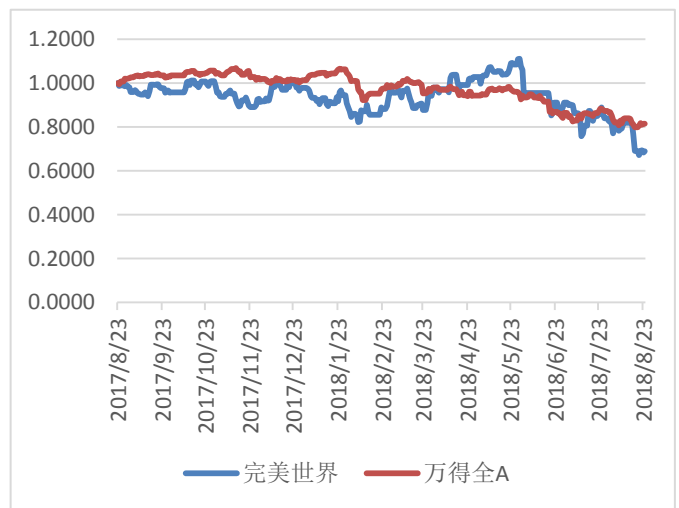
从长远来看，对标美国市场，PC端游戏将占整个游戏市场的30%，如果以3000亿的市场规模计算，PC端游戏在中国的市场大约为900亿，再假设steam平台可以占一半的市场份额，则steam中国将为完美世界带来大约450亿的收入，70亿左右的净利润规模。

图 54、估值水平变动



资料来源：太平洋研究院整理

图 55、相对大盘走势

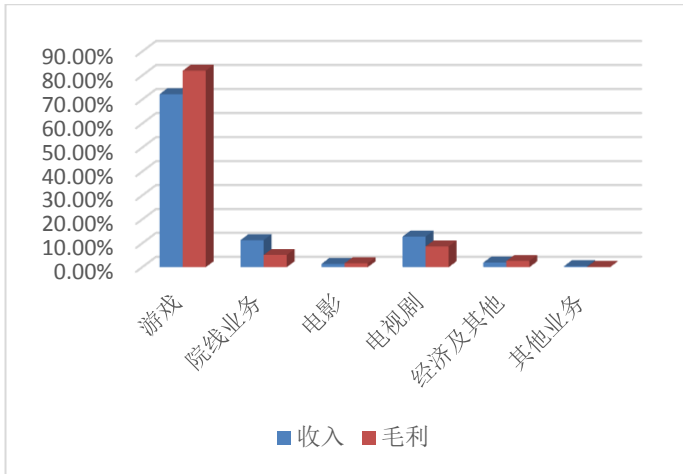


资料来源：太平洋研究院整理

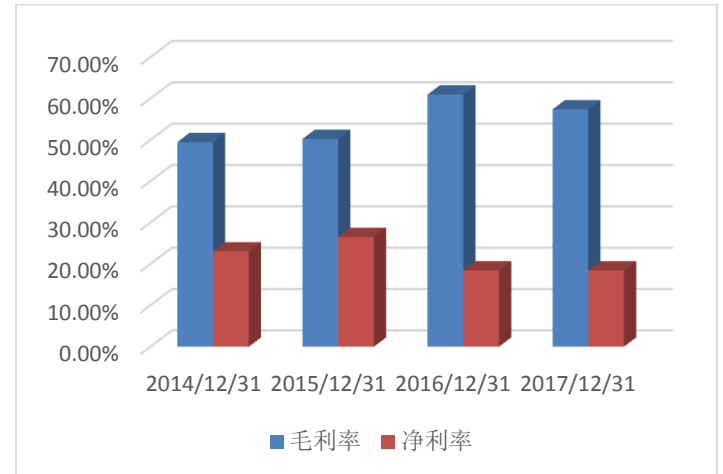
图 56、收入和毛利构成

图 57、毛利率和净利率变动





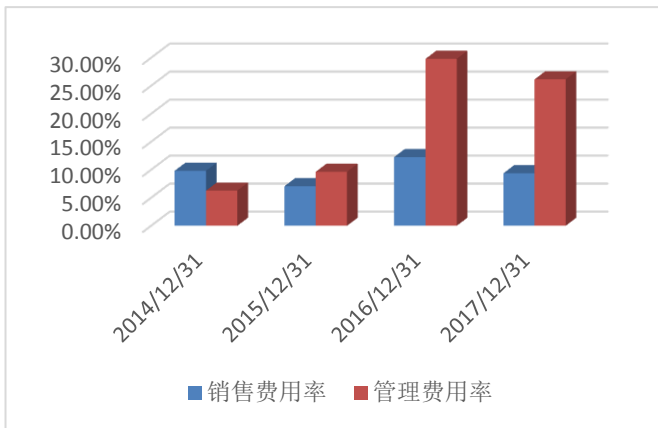
资料来源：太平洋研究院整理



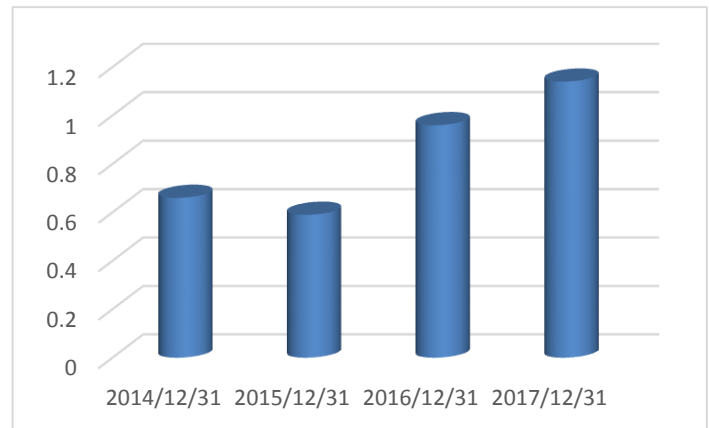
资料来源：太平洋研究院整理

图 58、费用率变动

图 59、EPS变动



资料来源：太平洋研究院整理



资料来源：太平洋研究院整理

### (三) 昆仑万维

公司最早的业务主要为国内和海外的代理游戏发行，直到2014年年底确立研运一体的战略，随后公司在2015、2016年推出了部分自研游戏，也取得了不错的成绩。目前游戏业务进入新的发展阶段，除了自研和代理，也会推广一些新类型的游戏。公司游戏以前主要以MMORPG类型为主，最近公司上线了互动阅读类产品《Moments:choose your story》，主打欧美女性市场，月活跃用户超过100万人。

公司旗下还有闲徕互娱休闲娱乐平台，客户主要来自于三四五线城市，核心区域为湖南、四川、海南等。公司在闲徕平台上做过一些游戏的联运，流水也能过千万。除了游戏，公司还在闲徕平台上加入小说、电商等社交属性产品，尝试多样的互联网发展。闲徕互娱目前分为几大事业部，包括已经很成功的游戏联运事业部，广告事业部、电商事业部、新闻事业部，公司还会尝试在闲徕平台上接入直播业务。

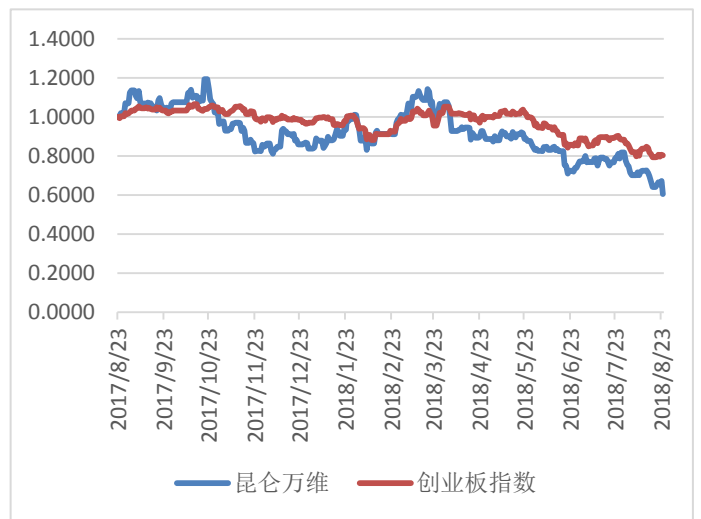
公司的Grindr同性社交平台MAU在800万左右，是欧美地区社交软件的领先者之一。且新客户主要来自于老用户的推荐和品牌教育。公司未来的重点主要是做产品优化，还会在台湾、东南亚地区进行推广。目前Grindr用户在线时长大约是55分钟，平台的广告arpu值相对较低，只相当于Facebook的1/6，成长空间依然较大。此外公司核心产品opera news的MAU超过1个亿，独立客户端MAU季度平均值达到790万，其中广告收入占63.1%。opera未来两年重心是提高新闻独立客户端的MAU和DAU。

图 60、估值水平变动



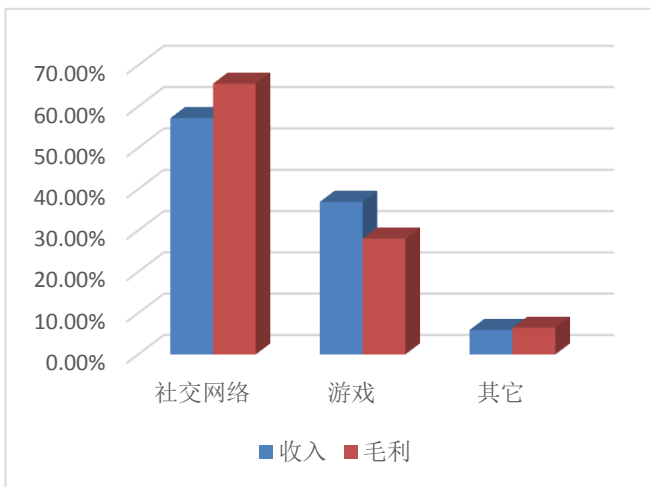
资料来源：太平洋研究院整理

图 61、相对大盘走势



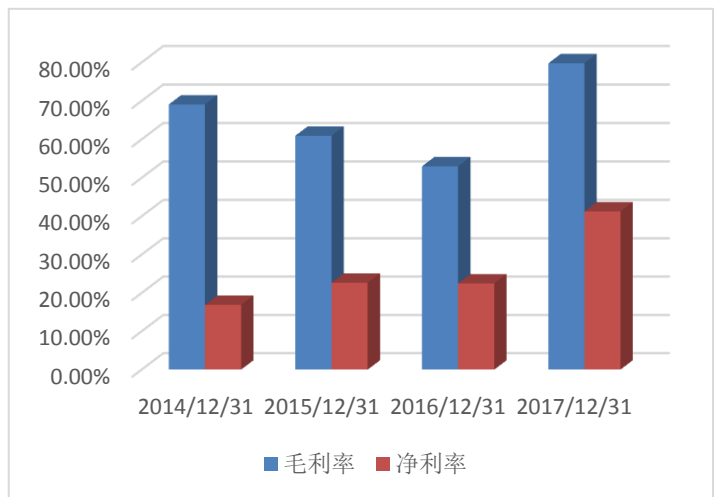
资料来源：太平洋研究院整理

图 62、收入和毛利构成



资料来源：太平洋研究院整理

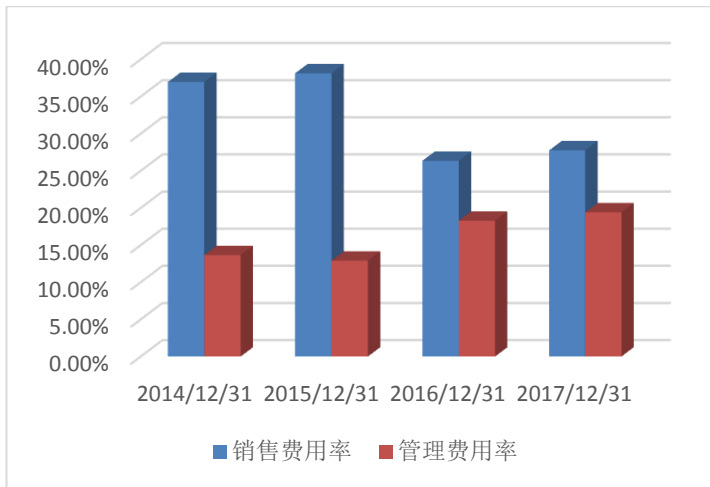
图 63、毛利率和净利率变动



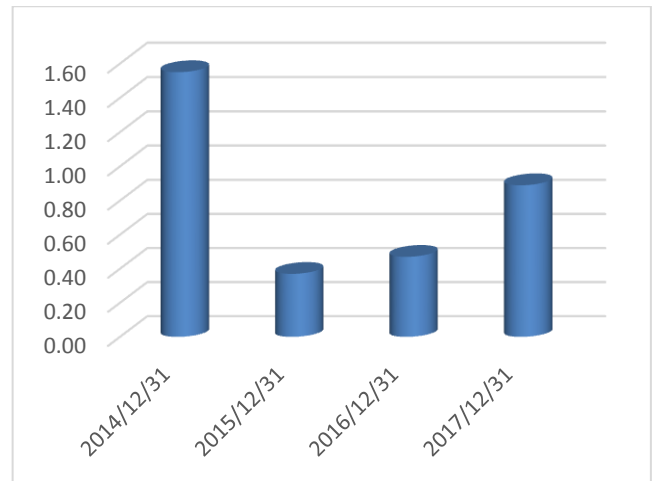
资料来源：太平洋研究院整理

图 64、费用率变动

图 65、EPS变动



资料来源：太平洋研究院整理



资料来源：太平洋研究院整理

## 五、结语

近年来国内居民游戏产品消费已经实现了大幅度增长，随着居民生活水平提高和消费习惯的巩固，预计国内游戏产品消费将持续增长，总体而言游戏行业发展前景依然较为广阔。

我们认为手游并不是电脑/主机游戏的延续，而只是掌机和部分网络端游的延续。以后电脑/主机游戏会更多的偏向于3A大作，或者CPU运算要求非常高的模拟类游戏，而手游会偏向于更休闲，更适合碎片化时间的休闲社交游戏类容。重度手游只是掌机游戏的延申。网页游戏由于定位模糊，既没有手游的便携性，又没有电脑/主机游戏的游戏性，将会逐渐被淘汰。整个游戏行业的大趋势主要有5条：

1) 新兴市场在2016年占全球游戏和玩具市场销售的三分之一，未来将会持续带动游戏和玩具的销售增长。新兴市场的未来增长主要来自家庭收入和儿童人口增长的结合，中国、印度、东南亚和撒哈拉以南非洲等国家都具有很强的潜力。

此外随着《王者荣耀》的持续火爆，长尾市场可能越来越受游戏研发公司的关注。同时西山居推出的《剑侠情缘3》端游在2016年依然能保有70%的增长，同样也说明了对长尾玩家更友好的游戏在未来会越来越受欢迎。游戏行业的受众可能会进一步提升。（人口驱动）

2) 游戏市场中的新兴产品正在改变玩家参与的方式。随着全球范围内高收入家庭数量的持续增长，游戏开发商开始更多的关注高端产品。目前发布的新游戏硬件更多

专注于创造更加身临其境的游戏体验。游戏产业正在慢慢地拥抱虚拟现实和增强现实技术，以使用户能更深入地体验数字世界。VR游戏未来的爆发将会集中在电脑/主机游戏上，而AR游戏则可能爆发在移动端。

云游戏也是未来发展的趋势之一，其中的原理是计算量由服务端提供，完全不依赖客户端的硬件性能。服务器端和客户端之间需要非常好的网络环境才能保证服务质量。这将大大节省玩家购买游戏硬件的成本，并由此扩大游戏的受众。（技术驱动）

3) 数字整合与社交已经成为游戏行业的焦点。目前大部分游戏都具有或新增了在线多人游戏模式，在steam全球畅销榜单前10的游戏中，只有巫师3一款是没有在线多人游戏模式的。现在的新游戏也比较在意对其在线多人模式的打造。我预测电子游戏在未来将会替代传统的棋牌游戏（西方的board games）在社交活动中的作用，成为人类社交行为中主流休闲方式。

互联网零售是2011-2016年游戏产业中增长最快的销售渠道，尤其是受手机游戏的影响而大幅增长。影音产品专卖店受到互联网零售业的冲击较大，随着网络的普及以及其传输速度的加快，网络成为更方便更快速的发送游戏产品的媒介，游戏软件作为一种数字产品，天生更适合在网络上销售。而数字版游戏的低成本以及便捷的服务也将对盗版游戏形成一定的抑制作用。

会员制也是目前欧美游戏行业在探索的一个方向，玩家透过每个月或者每年固定的费用获得资格订阅，可以无限制的游玩该平台旗下游戏的数字版集合（并不是所有的游戏都在此集合中）。会员制和游戏出租服务性质类似，当玩家不再掏钱续会员时，提供游戏的服务也会终止。可以说会员制是一种粘性陷阱，消费者需要年复一年的续费来维持对游戏的所有权。（商业模式驱动）

我们认为中国游戏行业的机会主要集中在国内电脑/主机游戏的发行商和渠道商，国内的电脑/主机游戏的市场一直都存在，但过去由于政策以及盗版等因素，大部分销售额都流失到了海外市场。而随着政策的逐步放宽、国内正式发行的游戏增多以及玩家对版权意识的加强，会有越来越多的玩家选择购买国内正版游戏。对新兴技术有前瞻布局的国内游戏研发商同样值得关注，较为简单的AR游戏可能会较早的研发成功。而手游出海的风险较大，成熟市场的手游份额大部分都已被自己国内的游戏研发商占据，而新兴市场对本土化的需求较高，海外的发行商和渠道商可能会更为强势。

给予游戏行业“中性”评级，建议持有腾讯控股、完美世界、昆仑万维。

风险提示：游戏行业竞争加剧。国内法律监督体系还处于初级阶段，对其中的风险应予以充分关注。

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。