

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年05月22日

#### 分析师

分析师：杨晓峰 S1070518090002

☎ 021-31829781

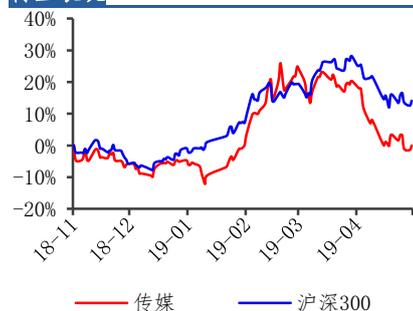
✉ yangxiaofeng@cgws.com

分析师：何思霖 S1070518070001

☎ 0755-83515591

✉ hesilin@cgws.com

#### 行业表现



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

<<云游戏：具备大规模商业化潜质，空间中枢或5年扩6倍>> 2019-05-10

<<《复仇者联盟4》票房预售破纪录，关注最大受益者中国电影>> 2019-04-15

<<4A公司分拆与并购：复盘省广系/蓝标系的新三板布局，盘点旗下技术型营销公司>> 2019-04-01

## 腾讯控股：《和平精英》的游戏流水贡献有多大？

——传媒行业点评

#### 核心观点

### 一、《和平精英》：吃鸡手游的商业化变现，腾讯游戏业务将重拾增长

**1、腾讯19Q1游戏收入增长承压。**腾讯19Q1手游收入同比下跌2%至人民币212亿元。原因是新游戏发布减少，但由于有季节性活动，上述收入环比增长11%。腾讯19Q1 PC客户端游戏收入为人民币138亿元，同比下跌2%，环比增长24%。

**2、《和平精英》将带动腾讯游戏重回增长。**根据Sensor Tower报道，《和平精英》5月8日在国内开启上线，运行3天内，iOS端流水已近1亿人民币。5月11日，《和平精英》开启Battle pass付费模式，将进一步刺激此游戏的月度流水增量。Battle pass收费模式的核心在于鼓励玩家增加投入的时间成本，进而提升付费率并大幅刺激游戏月流水增长。

**二、一般内购：“服装+枪械”=付费率之比\*MAU之比\*ARPPU之比\*《穿越火线》月流水，预计月流水中枢约为8亿**

选取国内射击手游《穿越火线》作为对照组测算《和平精英》上线后月流水。核心公式： $《和平精英》“服装+枪械”月流水 = 付费率之比 * MAU之比 * ARPPU之比 * 《穿越火线》月流水$ 。预计稳态《和平精英》月流水约为7.1~8.8亿元，稳态流水中枢约为8亿元；未来商品定价与丰富度优化后，预计不使用Battle pass模式可达到的月流水天花板为11.2亿~13.4亿元，理想情况下月流水天花板中枢约为12.3亿元。

### 三、Battle pass：购买率之比\*MAU比\*Battle pass单价比\*《王者荣耀》Battle pass月流水，预计月流水中枢约12.9亿元

选取国内手游《王者荣耀》作为测算《和平精英》开启Battle pass收费模式后月流水增益的参照。核心公式： $《和平精英》月流水增益 = 购买率之比 * MAU比 * Battle pass价格比 * 《王者荣耀》流水增益$ 。稳态下，Battle pass对《和平精英》月流水增益为12.6亿~13.1亿元，流水增益中枢约为12.9亿元，且根据分析对照，此水平已达到Battle pass模式的月流水增益上限。

### 四、投资建议

根据《和平精英》未来的月收入测算结果，我们认为在以下情况下：（1）商品丰富度对ARPPU影响程度10%~20%，价格水平对ARPPU影响程度80%~90%；（2）套装对一般内购月流水影响在60%~70%，枪械对一般内

购月流水影响程度 30%~40%; (3) Battle pass 的低价档位销售量占总 Battle pass 销量的 60%~80%。《和平精英》一般内购模式稳态可达到月度流水约为 7.1~8.8 亿元; 使用 Battle pass 收费模式对月流水增加 12.6~13.1 亿元, 稳态《和平精英》的商业化水平为月收入 19.7~21.9 亿元, 月流水中枢约为 20.8 亿元。

#### 五、风险提示

付费率变动不及预期; 市场对改版后游戏内容接受度不及预期; 《和平精英》Battle pass 对市场吸引力不及预期等

## 目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 《和平精英》: 吃鸡手游的商业化变现, 腾讯游戏业务将重拾增长 .....  | 5  |
| 1.1 腾讯 19Q1 游戏收入增长承压 .....  | 5  |
| 1.2 《和平精英》将带动腾讯游戏重回增长 .....   | 5  |
| 2. 一般内购: “服装+枪械”=付费率之比*MAU 之比*ARPPU 之比*《穿越火线》月流水, 预计月流水中枢约为 8 亿.....                    | 7  |
| 3. Battle pass: 购买率之比*MAU 比*Battle pass 单价比*《王者荣耀》Battle pass 月流水, 预计月流水中枢约 9.5 亿元..... | 12 |
| 4. 投资建议.....  | 15 |
| 5. 风险提示.....  | 15 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 腾讯 17Q1~19Q1 手游收入 .....                    | 5  |
| 图 2: 腾讯 17Q1~19Q1 端游收入 .....                    | 5  |
| 图 3: 《堡垒之夜》Battle pass 模式成长界面 .....             | 6  |
| 图 4: 《和平精英》Battle pass 模式赛季手册界面 .....           | 6  |
| 图 5: 《和平精英》赛季手册收费界面 .....                       | 7  |
| 图 6: 15 年 11 月~19 年 3 月《王者荣耀》MAU (单位: 万人) ..... | 12 |
| <br>  |    |
| 表 1: 国内外战术竞技类游戏 (主要是射击类) 的内购类别与价格 .....         | 5  |
| 表 2: 《绝地求生》与《穿越火线》iOS 端 MAU .....               | 8  |
| 表 3: 射击类游戏内购价格对比 (单位: 按当前汇率转换为元) .....          | 9  |
| 表 4: 70%~90%价格权重、30%~70%套装权重下的 ARPPU 比值测算 ..... | 10 |
| 表 5: 《王者荣耀》iOS 端 MAU 占比 .....                   | 10 |
| 表 6: 2018 年各类型代表作品流水 .....                      | 11 |
| 表 7: 优化商品价格与丰富度后 ARPPU 比值测算 .....               | 11 |
| 表 8: 18 年 Q1 与 19 年 Q1Top10 流水排名 .....          | 13 |
| 表 9: 《绝地求生》与《王者荣耀》全平台 MAU .....                 | 13 |
| 表 10: 《和平精英》与《王者荣耀》Battle pass 价格之比 .....       | 14 |
| 表 11: 各类游戏 Battle pass 模式收费水平 .....             | 14 |

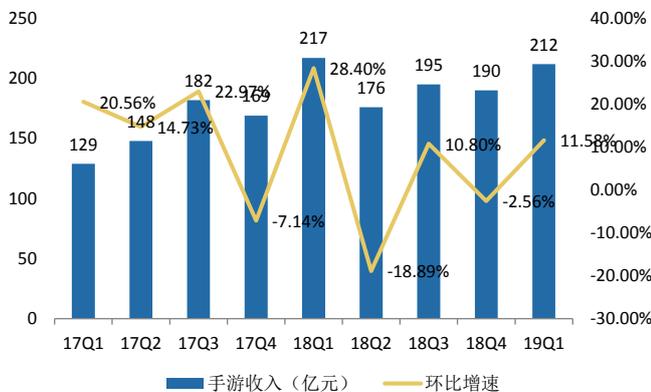
# 1. 《和平精英》: 吃鸡手游的商业化变现, 腾讯游戏业务将重拾增长

## 1.1 腾讯 19Q1 游戏收入增长承压

腾讯 19Q1 智能手机游戏收入同比下跌 2% 至人民币 212 亿元。原因是新游戏发布减少, 但由于有季节性活动, 上述收入环比增长 11%。在大陆市场, 手游总日活跃帐户数获得同比增长, 而付费用户数则获得环比增长。原因如下: (1)《王者荣耀》一月份发布内容更新, 提升了用户活跃度。(2)《完美世界手游》推出后, 迅速成为中国最高收入的智能手机游戏之一, 增加了腾讯角色扮演游戏的总日活跃账户数。但由于《完美世界手游》发行于季末, 该游戏在第一季带来大量流水收入, 而大部分的流水收入将会递延至往后期间才确认为列报收入, 因此 19Q2 手游收入会有较大增长。另外, 根据 App Annie 的数据,《PUBG MOBILE》自二月份以在国际市场的月活跃帐户数超过 1 亿, 三月份发布了新 Royale Pass, 带动该款游戏收入增长。

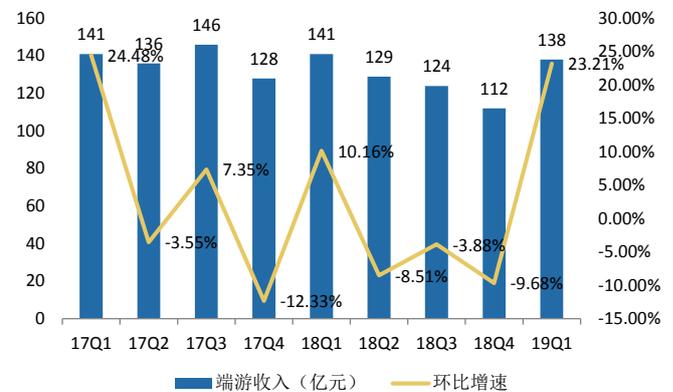
腾讯 19Q1 PC 客户端游戏收入为人民币 138 亿元, 同比下跌 2%, 环比增长 24%。第一季度主要 PC 游戏核心付费用户仍保持健康的活跃度。《英雄联盟》加快推出新皮肤造型, 提高了用户活跃度, 亦带动了流水收入的回升。一月底《地下城与勇士》发布了重大内容更新, 提升了角色等级的上限, 加上在春节推出的促销礼包, 付费用户数获得环比增长。

图 1: 腾讯 17Q1~19Q1 手游收入



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 2: 腾讯 17Q1~19Q1 端游收入



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 1.2 《和平精英》将带动腾讯游戏重回增长

19 年 4 月 9 日《和平精英》通过审核获得版号, 替代《绝地求生: 刺激战场》射击手游并导入其玩家存量, 成为国内商业化的吃鸡游戏。《和平精英》5 月 8 日在国内开启上线, 根据 Sensor Tower 数据,《和平精英》运行 3 天内 iOS 端流水已近 1 亿人民币。5 月 11 日,《和平精英》开启 Battle pass 付费模式, 将进一步刺激此游戏的月流水增量。

表 1: 国内外战术竞技类游戏 (主要是射击类) 的内购类别与价格

| 游戏   | 内购类别 | 类别定义         | 获取价格               |
|------|------|--------------|--------------------|
| 和平精英 | 外观   | 衣物、饰品等角色外部装饰 | 3 至 60RMB          |
|      | 枪械   | 枪械喷漆涂装等外部装饰  | 168 至 198RMB 或开箱抽奖 |

|             |      |                      |                   |
|-------------|------|----------------------|-------------------|
|             | 战备   | 头盔、背包、降落伞等功能性装备的外部装饰 | 开箱抽奖              |
|             | 道具   | 兑换游戏币的礼盒             | 1 至 6RMB          |
| 穿越火线        | 武器   | 游戏中使用的枪械、刀具等武器       | 6 至 688RMB 或开箱抽奖  |
|             | 角色   | 玩家使用的游戏角色            | 7 至 408RMB        |
|             | 道具   | 提升角色能力的消耗性道具         | 6 至 200RMB        |
| 王者荣耀        | 英雄   | 玩家使用的游戏角色            | 58.8RMB           |
|             | 皮肤   | 游戏角色的外观              | 28.8 至 288.8RMB   |
|             | 星元   | 游戏角色外观的组件（头饰、衣物等）    | 3 至 30RMB 或通过活动获得 |
| PUBG mobile | 服装   | 衣物、饰品等角色外部装饰         | 2 至 35USD 或开箱抽奖   |
|             | 枪械   | 枪械喷漆涂装等外部装饰          | 2 至 32USD 或开箱抽奖   |
|             | 载具   | 车辆、船只等游戏内交通工具的外部装饰   | 2 至 20USD 或开箱抽奖   |
|             | 珍宝   | 玩家头像等                | 2 至 30USD 或开箱抽奖   |
| 荒野行动        | 服装   | 衣物、饰品等角色外部装饰         | 2 至 38USD 或开箱抽奖   |
|             | 枪械   | 枪械喷漆涂装等外部装饰          | 5.3USD 或开箱抽奖      |
|             | 宝藏   | 兑换游戏币的礼盒             | 1 至 48USD         |
|             | 载具   | 车辆、船只等游戏内交通工具的外部装饰   | 8USD 或凭券购买        |
|             | 配件   | 头盔、背包、降落伞等功能性装备的外部装饰 | 2 至 5USD 或开箱抽奖    |
| 堡垒之夜        | 推荐道具 | 外观、挖掘工具、表情等          | 8 至 20USD         |
|             | 每日道具 | 外观、挖掘工具、表情等          | 2 至 12USD         |

资料来源：各款手游内部商场，长城证券研究所

**Battle pass 收费模式：**核心在于鼓励玩家增加投入的时间成本，进而提升付费率。玩家可通过积累活跃度来提升活动内的等级，满足等级要求后获得对应等级奖励。**Battle pass** 有两种奖励机制，都是通过提升活跃度来获得奖励，但是付费购买通行证后的奖励比免费版的奖励丰厚得多，以此提升玩家的付费率并刺激收入。**Battle pass** 运用的玩家心理是：玩家不付费也可通过提升等级获得道具以此激励玩家提升活跃度，而当玩家积累一定活跃度后，发现购买通行证的奖励要比免费的丰厚得多，产生一种“不买则亏”的心理，而游戏内设置赛季限定了通行证的有效期，从而将一次性付费转化为可持续性收入。**Battle pass** 模式的首创可追溯到 2016 年 Dota2 的国际大赛时代，不过当时并未设置免费获得道具这一途径，相当于付费可获得打包的道具，于是对玩家的吸引力并不大。而《堡垒之夜》发现其中商机，增设免费通行证完善 **Battle pass** 模式并成功运用，《堡垒之夜》也因 **Battle pass** 收费模式而收入颇丰，根据 Super data 提供的数据，堡垒之夜的 18 年 4 月收入超过 2 亿美元，5 月收入超过 3 亿美元，曾一度超越王者荣耀在中国内地收入。

图 3：《堡垒之夜》Battle pass 模式成长界面



资料来源：《堡垒之夜》手游，长城证券研究所

图 4：《和平精英》Battle pass 模式赛季手册界面



资料来源：《和平精英》手游，长城证券研究所

**Battle pass** 作为一种付费模式的创新，可通过提升付费率大幅提升游戏的营收。《PUBG mobile》于 2018 年 6 月推出 Royale pass，根据 Sensor Tower 数据，2018 年 6 月《PUBG mobile》在国产手游海外市场收入排名中位列 20 位，而 2018 年 7 月则大幅跃升至第 4 位。2019 年 1 月 18 日开放 Royale Pass 第五赛季开放前一周流水为 670 万美元，开放后一周流水为 1400 万美元，实现一周流水的翻倍增长，而 Battle pass 付费模式也在逐渐被各游戏厂商所采用。

《和平精英》对 Battle pass 付费模式的应用为赛季手册，购买精英手册立即获得绝版套装与枪械，并随着经验等级提升可获得更多道具。《和平精英》5 月 8 日开启上线，5 月 11 日开通 Battle pass 付费模式，即可通过充值购买精英手册获得相应道具奖励。赛季手册分为免费档和付费档，“精英手册”有精英手册和精英手册豪华包两种类型，分别为 60 元档和 168 元档。《和平精英》对于新用户有首充礼包，新用户充值几元钱就可以获得皮肤和头像框，吸引玩家进入游戏后就进行充值。

图 5: 《和平精英》赛季手册收费界面



资料来源:《和平精英》手游, 长城证券研究所

## 2. 一般内购：“服装+枪械”=付费率之比\*MAU之比\*ARPPU之比\*《穿越火线》月流水，预计月流水中枢约为 8 亿

《和平精英》作为一款大型多人竞技类的射击类游戏，与之类型相似的手游有《穿越火线》、《荒野行动》、《PUBG mobile》、《堡垒之夜》，而非射击类的多人竞技手游还有《王者荣耀》。《和平精英》、《穿越火线》和《王者荣耀》主要面向国内市场，而《PUBG mobile》是《和平精英》的海外版，《荒野行动》与《堡垒之夜》之夜作为海外游戏，主要面向日本、美国玩家。由于不同地域的价格标准与人均消费水平不同，在此我们在国内射击手游中选择最相近的《穿越火线》来分析《和平精英》的月度流水。但此参照也有其弊端：弊端之处在于两款游戏的收费风格不同：《穿越火线》的枪支类道具会获得属性增强影响游戏公平性，而《和平精英》的枪支类道具仅为外观差异不影响公平性。因而两款游戏的商品结构《穿越火线》侧重于枪械商品，而《和平精英》侧重于服饰，由商品结构的差异会影响到测算的 ARPPU 之比，测得数据可能与真实情况有细微差距。

为测算《和平精英》的商业化能力，我们假设国内射击类手游付费率相同，对比《穿越火线》得到《和平精英》月流水。于是测算公式简化为： $\text{《和平精英》月流水} = \text{MAU之比} * \text{ARPPU之比} * \text{《穿越火线》月流水}$

- **MAU之比：《绝地求生》iOS端 MAU/《穿越火线》iOS端 MAU。指标选取原则：**
- (1) 出于口径选取一致的准则，由于我们涉及的游戏流水均为月度数据，因此此处评估用户活跃度的指标选取为月度数据 MAU 而非日活跃用户数 DAU 或周数据 WAU；(2) 由于 App Annie、Sensor Tower 等应用无法完全统计安卓端收入流水数据，因此我们的月活用户数也选取 iOS 端数据。(3) 我们考虑到 iOS 端与安卓端的流水之比与月活跃用户数之比存在较大差距，可理解为 iOS 端与安卓端用户消费水平不同，因此我们先测算 iOS 端总流水，再根据估测的 iOS 端流水贡献比率估测月度总流水。根据统计的近一年月活跃用户数据来看，《和平精英》作为一款新兴游戏 MAU 值逐月提升；而《穿越火线》18 年处于一个日渐衰落趋势。为避免仅统计 19 年信息造成的 MAU 之比过大，我们选取近一年的情况来观察。出于《和平精英》18 年 3 月~19 年 3 月 iOS 端平均 MAU 为 5026.17 万人，《穿越火线》同期 iOS 端平均 MAU 为 692.83 万人，得到近一年平均 MAU 之比约为 7.25。

表 2: 《绝地求生》与《穿越火线》iOS 端 MAU

|             | 绝地求生     | 《穿越火线》   | MAU 之比 |
|-------------|----------|----------|--------|
| 2018 年 3 月  | 3,473.81 | 1,108.56 | 3.13   |
| 2018 年 4 月  | 4,012.11 | 976.78   | 4.11   |
| 2018 年 5 月  | 3,866.51 | 887.41   | 4.36   |
| 2018 年 6 月  | 4,796.55 | 803.00   | 5.97   |
| 2018 年 7 月  | 5,411.95 | 759.89   | 7.12   |
| 2018 年 8 月  | 5,513.41 | 695.05   | 7.93   |
| 2018 年 9 月  | 5,048.68 | 526.01   | 9.60   |
| 2018 年 10 月 | 5,261.05 | 542.57   | 9.70   |
| 2018 年 11 月 | 4,636.35 | 444.88   | 10.42  |
| 2018 年 12 月 | 4,952.41 | 559.94   | 8.84   |
| 2019 年 1 月  | 6,000.58 | 600.02   | 10.00  |
| 2019 年 2 月  | 6,872.93 | 644.21   | 10.67  |
| 2019 年 3 月  | 5,493.88 | 458.41   | 11.98  |
| 平均值         | 5,026.17 | 692.83   | 7.25   |

资料来源: quest mobile, 长城证券研究所

- **ARPPU 之比：我们认为 ARPPU 与商品价格、商品丰富度以及游戏质量有关，此处我们假设《穿越火线》与《和平精英》的游戏质量相同。根据观察，我们发现射击手游商城的商品主要为服饰、枪械和道具，而通过低价道具、宝箱、抽奖所获得的商品也基本为服饰与枪械，而抽中奖品的概率也和服饰、枪械的价格有较强相关性，因此我们将商品主要分为两大类：服饰与枪械。** 此处列举了四款相似射击类游戏商城的内购商品价格，另外一款射击类游戏《堡垒之夜》商品主要是每日推荐和 Battle pass，商品种类较少此处并未列举；《王者荣耀》不是射击类游戏，商品主要是英雄和皮肤，商品内容不同也未列举。从价格角度看，《和平精英》的内购商品套装中位数为 60 元，枪械价格中位数为 183 元；《穿越火线》套装/角色价格中位数为 188.8 元，枪械价格中位数为 108 元。从丰富度角度看，《和平精英》内购套装种类为 20 款，枪械 4 款；《穿越火线》套装种类为 9 款，枪械种类为 79 款。《和平精英》与《穿

《越火线》角色内购价格中位数之比为 0.32；枪械类内购价格中位数之比为 1.69。《和平精英》与《穿越火线》角色/套装内购丰富度之比为 2.22；枪械类内购丰富度之比为 0.05。商品结构侧重的明显差异原因在于《穿越火线》枪械带来属性增强效果影响游戏公平性，而《和平精英》枪械仅改变外观不影响公平性，因而根据玩家需求影响商品结构。

**表 3: 射击类游戏内购价格对比 (单位: 按当前汇率转换为元)**

| 游戏名称        | 角色/套装类价格对比 |    |        |       |       | 枪械类价格对比     |       |      |       |       |       |       |       |
|-------------|------------|----|--------|-------|-------|-------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             | 单价         | 数量 | 小计     | 中位数   | 平均数   | 游戏名称        | 单价    | 数量   | 小计    | 中位数   | 平均数   |       |       |
| 和平精英        | 30         | 2  | 60     | 60    | 52.3  | 和平精英        | 198   | 2    | 396   | 183   | 183   |       |       |
|             | 36         | 3  | 108    |       |       |             | 168   | 2    | 336   |       |       |       |       |
|             | 40         | 1  | 40     |       |       | 58          | 1     | 58   |       |       |       |       |       |
|             | 48         | 1  | 48     |       |       | 60          | 4     | 240  |       |       |       |       |       |
|             | 50         | 1  | 50     |       |       | 68          | 7     | 476  |       |       |       |       |       |
|             | 60         | 11 | 660    |       |       | 78          | 11    | 858  |       |       |       |       |       |
|             | 80         | 1  | 80     |       |       | 88          | 7     | 616  |       |       |       |       |       |
| 穿越火线        | 68         | 1  | 68     | 188.8 | 243.6 | 穿越火线        | 98    | 5    | 490   | 108   | 161   |       |       |
|             | 128        | 2  | 256    |       |       |             | 108   | 6    | 648   |       |       |       |       |
|             | 168        | 1  | 168    |       |       |             | 118   | 3    | 354   |       |       |       |       |
|             | 188.8      | 1  | 188.8  |       |       |             | 120   | 2    | 240   |       |       |       |       |
|             | 348        | 2  | 696    |       |       |             | 128   | 2    | 256   |       |       |       |       |
|             | 408        | 2  | 816    |       |       |             | 138   | 1    | 138   |       |       |       |       |
| PUBG mobile | 34.4       | 1  | 34.4   | 165   | 183.1 |             | 140   | 1    | 140   |       |       | 108   | 161   |
|             | 112.3      | 1  | 112.3  |       |       |             | 142   | 2    | 284   |       |       |       |       |
|             | 123.8      | 4  | 495.1  |       |       |             | 148   | 2    | 296   |       |       |       |       |
|             | 137.5      | 6  | 825.2  |       |       |             | 150   | 1    | 150   |       |       |       |       |
|             | 165.0      | 5  | 825.2  |       |       |             | 158   | 1    | 158   |       |       |       |       |
|             | 171.9      | 6  | 1031.5 |       |       |             | 160   | 2    | 320   |       |       |       |       |
|             | 275.1      | 2  | 550.1  |       |       |             | 168   | 1    | 168   |       |       |       |       |
|             | 309.4      | 2  | 618.9  |       |       |             | 198   | 1    | 198   |       |       |       |       |
|             | 323.2      | 1  | 323.2  |       |       | 228         | 2     | 456  |       |       |       |       |       |
|             | 495.1      | 1  | 495.1  |       |       | 238         | 1     | 238  |       |       |       |       |       |
| 荒野行动        | 18         | 1  | 18     | 68.8  | 92.3  | 248         | 2     | 496  | 110.3 | 110.3 |       |       |       |
|             | 28.8       | 11 | 316.8  |       |       | 258         | 1     | 258  |       |       |       |       |       |
|             | 48.8       | 14 | 683.2  |       |       | 280         | 1     | 280  |       |       |       |       |       |
|             | 59.7       | 1  | 59.7   |       |       | 288         | 2     | 576  |       |       |       |       |       |
|             | 68.8       | 12 | 825.6  |       |       | 298         | 1     | 298  |       |       |       |       |       |
|             | 69.8       | 1  | 69.8   |       |       | 336         | 2     | 672  |       |       |       |       |       |
|             | 108.8      | 3  | 326.4  |       |       | 388         | 6     | 2328 |       |       |       |       |       |
|             | 126        | 1  | 126    |       |       | 408         | 1     | 408  |       |       |       |       |       |
|             | 128.8      | 11 | 1416.8 |       |       | 688         | 1     | 688  |       |       |       |       |       |
|             | 148.8      | 1  | 148.8  |       |       | PUBG mobile | 110.0 | 3    |       |       | 330.1 | 110.3 | 110.3 |
|             | 168.8      | 7  | 1181.6 |       |       |             |       |      |       |       |       |       |       |

|       |   |       |    |    |    |     |    |    |
|-------|---|-------|----|----|----|-----|----|----|
| 178.8 | 1 | 178.8 |    |    |    |     |    |    |
| 198.8 | 1 | 198.8 |    |    |    |     |    |    |
| 218.8 | 2 | 437.6 | 荒野 | 32 | 18 | 576 | 32 | 32 |
| 288.8 | 1 | 288.8 | 行动 |    |    |     |    |    |

资料来源：各游戏内部商城，长城证券研究所

由于《穿越火线》和《和平精英》商品结构有所差异，我们将枪械与服饰分别赋予不同权重、价格与丰富度赋予不同权重做敏感性分析。我们认为价格和丰富度两种影响因素中价格的权重在70%~90%，而套装与枪械的占比在3:7~7:3间进行分配。通过观察发现，除了《穿越火线》这种枪械影响公平性的游戏外，其他游戏的套装占比要比枪械类占比大。如《PUBG mobile》内购套装丰富度为29款，枪械丰富度为3款；《荒野行动》套装丰富度为68款，枪械18款。因此，我们认为套装最可能占比应在60%~70%之间，而价格与丰富度的比重中价格在80%~90%更为合理。观察列表发现ARPPU比值应在0.76~0.94之间，即每位付费玩家在《和平精英》中花费金额平均为在《穿越火线》中付费金额的0.76~0.94倍，这主要因为《穿越火线》商品单价比同类游戏单价高。

表4：70%~90%价格权重、30%~70%套装权重下的ARPPU比值测算

|               | 90%价格 10%丰富度 | 85%价格 15%丰富度 | 80%价格 20%丰富度 | 75%价格 25%丰富度 | 70%价格 30%丰富度 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 100%枪械        | 1.53         | 1.45         | 0.92         | 1.28         | 1.20         |
| 0.3 套装+0.7 枪械 | 1.22         | 1.19         | 0.85         | 1.14         | 1.11         |
| 0.4 套装+0.6 枪械 | 1.12         | 1.11         | 0.83         | 1.09         | 1.08         |
| 0.5 套装+0.5 枪械 | 1.02         | 1.03         | 0.81         | 1.04         | 1.05         |
| 0.6 套装+0.4 枪械 | 0.92         | 0.94         | 0.79         | 0.99         | 1.01         |
| 0.7 套装+0.3 枪械 | 0.81         | 0.86         | 0.76         | 0.94         | 0.98         |
| 100%套装        | 0.51         | 0.60         | 0.70         | 0.79         | 0.89         |

资料来源：长城证券研究所

- 《穿越火线》流水：由于App Annie、Sensor Tower等应用对安卓端流水统计不完全，前文也有提及MAU是以iOS端数据统计的，因此我们通过Sensor Tower查询《穿越火线》的iOS端月均收入流水。根据Sensor Tower数据，《穿越火线》19年1季度iOS端平均月流水为900万美元，按照19年Q1平均汇率1美元约为6.76人民币，《穿越火线》iOS端月流水约为6082万元。

目前《和平精英》服装、枪械盈利能力测算：

根据核心公式：《和平精英》流水 = MAU之比 \* ARPPU之比 \* 《穿越火线》流水，我们计算出《和平精英》iOS端月流水为3.35亿元~4.14亿元。但由于iOS端与安卓端用户消费水平不同，我们选取几种类型游戏的iOS端流水与总流水之比来估计《和平精英》iOS端流水比例，进一步求出《和平精英》月度流水。根据App Annie、Priori Data数据显示，18年《王者荣耀》国内iOS端全年流水为91亿元，而按《王者荣耀》iOS端的MAU占总MAU的24.80%(年均月活占比)计算，假设iOS端与安卓端消费水平相同，则计算出《王者荣耀》18年国内总流水367亿元，这与伽马数据显示的《王者荣耀》18年流水216亿元相差较远。因此可得出，iOS端与安卓端用户对游戏流水的贡献度不同。通过对几款游戏数据，发现iOS端流水贡献度约为41%~57%。取平均值47%来计算，则估算在非Battle pass的内购模式下，《和平精英》月流水约为7.1~8.8亿元，月流水中枢为8亿元。

表5：《王者荣耀》iOS端MAU占比

|          | iOS      | Andriod   | 总计        | iOS 占比 |
|----------|----------|-----------|-----------|--------|
| 2018年1月  | 4,373.92 | 12,820.76 | 17,194.68 | 25.44% |
| 2018年2月  | 5,226.64 | 15,378.20 | 20,604.84 | 25.37% |
| 2018年3月  | 4,659.70 | 13,773.46 | 18,433.16 | 25.28% |
| 2018年4月  | 4,623.92 | 13,794.78 | 18,418.70 | 25.10% |
| 2018年5月  | 4,230.14 | 12,694.92 | 16,925.06 | 24.99% |
| 2018年6月  | 4,236.18 | 12,850.54 | 17,086.72 | 24.79% |
| 2018年7月  | 4,671.11 | 14,247.21 | 18,918.32 | 24.69% |
| 2018年8月  | 4,426.18 | 13,573.12 | 17,999.30 | 24.59% |
| 2018年9月  | 4,158.36 | 12,805.53 | 16,963.89 | 24.51% |
| 2018年10月 | 4,428.26 | 13,684.44 | 18,112.70 | 24.45% |
| 2018年11月 | 3,770.53 | 11,787.15 | 15,557.68 | 24.24% |
| 2018年12月 | 3,948.23 | 12,418.45 | 16,366.68 | 24.12% |
| 平均值      | 4,396.10 | 13,319.05 | 17,715.14 | 24.80% |

资料来源: quest mobile, 长城证券研究所

表 6: 2018 年各类型代表作品流水

| 游戏名称  | 国内 iOS 端流水<br>(亿元) | 国内全平台流水(亿元) | iOS 端占总流水比例 | 游戏类型    |
|-------|--------------------|-------------|-------------|---------|
| 王者荣耀  | 91                 | 216         | 42.13%      | MOBA    |
| 乱世王者  | 13                 | 32          | 40.62%      | SLG     |
| 楚留香   | -                  | 32          | -           | MMORPG  |
| 阴阳师   | 17                 | 30          | 56.67%      | 回合制 RPG |
| 开心消消乐 | -                  | 18          | -           | 消除类     |
| 荒野行动  | -                  | 11          | -           | FPS     |

资料来源: Sensor Tower, 伽马数据, 长城证券研究所

未来商品定价与丰富度优化后《和平精英》服装、枪械盈利能力测算:

我们试图探索《和平精英》在商品价格与丰富度合理提升之后、一般内购能达到的最高流水。根据测算公式, 商品价格与丰富度主要影响 ARPPU 的值, 我们认为《和平精英》套装与枪械目前所在价位合理。对于不影响公平性的枪械, 《和平精英》枪械价格已达到天花板; 而套装的价格对比《穿越火线》仍有上升空间, 以《穿越火线》作为参考, 套装价格中位数可达 188 元, 然而《和平精英》改版前是一款免费游戏, 内容更改加上价格的大幅变动可能会导致核心玩家流失影响付费率和月活跃用户数规模, 因此认为其价格维持现有水平而只增加商品丰富度较合理。目前《和平精英》套装与枪械丰富度分别为 29 款、4 款, 假设《和平精英》优化商品丰富度后, 套装与枪械丰富度达到《荒野行动》水平, 分别为套装 68 款、枪械 18 款, 重新估算《和平精英》与《穿越火线》的 ARPPU 比值。由于套装商品较枪械类商品多, 于是赋予套装 60%~70% 权重, 而随着商品丰富度的大幅提升, 认为商品丰富度对人均消费影响相对下降, 丰富度因素比重很可能降至 10%~15% 区间, 此时的 ARPPU 范围在 1.19~1.43 之间。在假设商品价格与丰富度提升不影响付费率和月活跃用户数的前提下, 根据核心测算公式, 估测不使用 Battle pass 模式可达到的流水上限为 11.2 亿~13.4 亿元之间, 月流水的天花板中枢为 12.3 亿元。

表 7: 优化商品价格与丰富度后 ARPPU 比值测算

|        | 90%价格 10%丰富度 | 85%价格 15%丰富度 | 80%价格 20%丰富度 | 75%价格 25%丰富度 | 70%价格 30%丰富度 |
|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 100%枪械 | 1.54         | 1.47         | 1.40         | 1.32         | 1.25         |

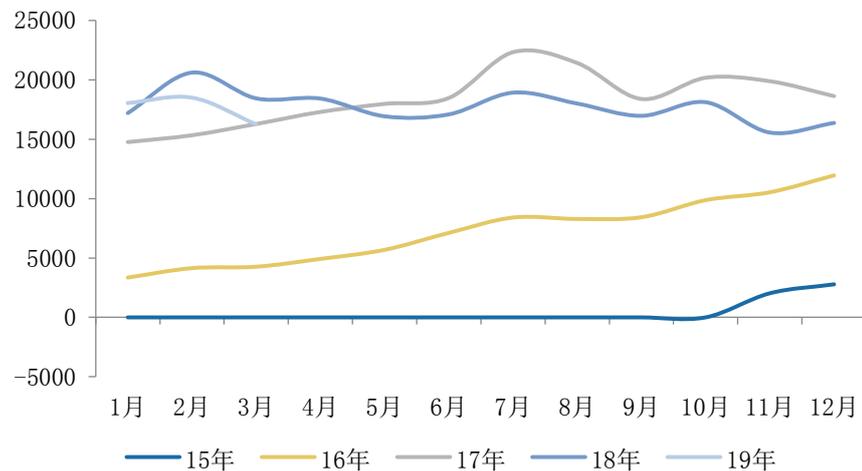
|               | 90%价格 10%丰富度 | 85%价格 15%丰富度 | 80%价格 20%丰富度 | 75%价格 25%丰富度 | 70%价格 30%丰富度 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 0.3 套装+0.7 枪械 | 1.39         | 1.45         | 1.51         | 1.57         | 1.62         |
| 0.4 套装+0.6 枪械 | 1.34         | 1.44         | 1.55         | 1.65         | 1.75         |
| 0.5 套装+0.5 枪械 | 1.29         | 1.44         | 1.58         | 1.73         | 1.87         |
| 0.6 套装+0.4 枪械 | 1.24         | 1.43         | 1.62         | 1.81         | 1.99         |
| 0.7 套装+0.3 枪械 | 1.19         | 1.42         | 1.66         | 1.89         | 2.12         |
| 100% 套装       | 1.04         | 1.41         | 1.77         | 2.13         | 2.49         |

资料来源：长城证券研究所

### 3. Battle pass：购买率之比\*MAU 比 \*Battle pass 单价比\*《王者荣耀》Battle pass 月流水，预计月流水中枢约 9.5 亿元

腾讯 19 年第一季度季报中阐述了海外游戏《PUBG mobile》三月发布 Royale pass 对收入具有带动作用，根据《堡垒之夜》的成功和《王者荣耀》2019 年 1 月发布 Battle pass 前后流水差异发现 Battle pass 模式对月流水的增益效果不容忽视。而国外的物价与消费水平与国内有较大差异，因此我们选取国内手游《王者荣耀》作为测算《和平精英》开启 Battle pass 收费模式后流水增益的依据。由于前文作为对比的《穿越火线》测算的是未使用 Battle pass 模式时的流水，因此测算的数据会比真实数据偏小。

图 6：15 年 11 月~19 年 3 月《王者荣耀》MAU（单位：万人）



资料来源：quest mobile，长城证券研究所整理

测算公式：Battle pass 对《和平精英》月流水增益=购买率之比\*Battle pass 对《王者荣耀》月流水增益\*MAU 之比\*Battle pass 价格之比，此处假设设计类游戏对 Battle pass 购买率相同，则测算公式简化为：Battle pass 对《和平精英》月流水增益= Battle pass 对《王者荣耀》月流水增益\*MAU 之比\*Battle pass 价格之比。

- Battle pass 对《王者荣耀》月流水增益：通过观察《王者荣耀》19 年 1 月前后的 MAU 与月流水变化，估计 Battle pass 对月流水增加的贡献值。根据《王者荣耀》15 年 11 月至 19 年 3 月 MAU 发现，《王者荣耀》在 15 年 11 月至 17 年 6 月处于成长期

MAU 逐月递升，2017 年 7 月后至今为成熟期，且 MAU 具有很强的季节波动性。由于《王者荣耀》的 MAU 季节波动性，我们对比《王者荣耀》18 年 Q1 与 19 年 Q1 流水情况，抛开 MAU 变动的影响来估算 Battle pass 对月流水增益情况。

测算公式：《王者荣耀》Battle pass 月流水增益=(19 年 Q1 流水-18 年 Q1 流水\*MAU 变动)/3。《王者荣耀》每年的 2 月、7 月为月活高峰期而 9 月、1 月为低谷，估测是由于 7 月为暑假 9 月开学，而 2 月份上班族与学生放假，1 月为学校期末以及上班族年末较忙而导致的 MAU 波动。根据伽马数据显示，18 年 Q1《王者荣耀》流水为 40 亿，19 年 Q1 为 60 亿，而 18 年 Q1 平均 MAU 为 18744.23 万人，19 年 Q1 平均 MAU 为 17594.60 万人，MAU 同期减少了 6.13%。我们认为 19 年流水本应在 40 亿基础上减少 6.13%，即 19 年 Q1 在保持原条件下应为 37.5 亿元，而 Battle pass 模式使其流水达到 60 亿，因此根据测算公式，我们认为 Battle pass 对其季度流水增益为 22.5 亿元，月增益 7.5 亿元。

表 8: 18 年 Q1 与 19 年 Q1 Top10 流水排名

| 18 年 Q1 手游收入排名 |                  |      |                 | 19 年 Q1 手游收入排名   |      |                 |
|----------------|------------------|------|-----------------|------------------|------|-----------------|
| 排名             | 游戏名称             | 排名变动 | Q1 全平台流水测算 (亿元) | 游戏名称             | 排名变化 | Q1 全平台流水测算 (亿元) |
| 1              | 王者荣耀             | -    | 40              | 王者荣耀             | -    | 60              |
| 2              | QQ 飞车            | New  | 20              | 梦幻西游             | -    | 25              |
| 3              | 梦幻西游             | -1   | 14              | QQ 飞车            | -1   | 20              |
| 4              | 奇迹 MU: 觉醒        | New  | 10              | 完美世界手游           | new  | 13              |
| 5              | 楚留香              | New  | 8               | 阴阳师              | -    | 12              |
| 6              | 倩女幽魂             | -3   | 7               | 明日之后             | +3   | 11              |
| 7              | 大话西游             | -2   | 5               | 乱世王者             | -4   | 10              |
| 8              | 乱世王者             | -1   | 5               | QQ 炫舞            | -2   | 10              |
| 9              | Fate/Grand Order | +8   | 5               | 大话西游             | +2   | 9               |
| 10             | 穿越火线: 枪战王者       | +10  | 5               | Fate/Grand Order | -11  | 8               |

资料来源: 伽马数据, 长城证券研究所

- MAU 之比测算公式: MAU 之比=《和平精英》全平台 MAU/《王者荣耀》全平台 MAU。指标选取原则: (1) 根据数据口径统一原则, 获得的《王者荣耀》流水增量数据为 2018、2019 年 Q1 流水差异, 因此此处 MAU 也选取 Q1 数据; (2) 由于伽马数据统计的《王者荣耀》流水为全平台流水, 即涵盖 iOS 端与安卓端数据, 因此我们的 MAU 也选取全平台数据。(3) 根据前文分析,《王者荣耀》18~19 年处于成熟期, MAU 季度波动有较强规律性, 而《和平精英》18 年仍属于成长期 19 年基本稳定, 18 年 MAU 参考意义不大, 因此此处选取两款游戏 19 年 Q1 的 MAU 进行比较。《王者荣耀》19 年全平台平均 MAU 为 17594.60 万人,《和平精英》前身绝地求生全平台 19 年平均 MAU 为 20457.11 万人, 约是《王者荣耀》的 1.16 倍。

表 9: 《绝地求生》与《王者荣耀》全平台 MAU

|            | 《和平精英》    | 《王者荣耀》    | MAU 之比 |
|------------|-----------|-----------|--------|
| 2019 年 1 月 | 19,945.05 | 18,040.45 | 1.11   |
| 2019 年 2 月 | 22,919.34 | 18,494.76 | 1.24   |
| 2019 年 3 月 | 18,506.93 | 16,248.60 | 1.14   |
| 平均值        | 20,457.11 | 17,505.08 | 1.16   |

注: 假设《绝地求生: 刺激战场》用户能够有效导入到《和平精英》  
资料来源: quest mobile, 长城证券研究所

- **Battle pass 价格之比：**由于《王者荣耀》与《和平精英》的 Battle pass 收费档位不同，《王者荣耀》流水增益的绝对值不可直接运用于对《和平精英》流水增益的估算。而《王者荣耀》Battle pass 收费模式——战令系统、《和平精英》Battle pass 收费模式——精英手册各具有两个收费档位，因此我们根据两种档位的玩家付费比重来估计出 Battle pass 价格之比的区间。我们赋予低价档位的 Battle pass 付费玩家占低价档与高价档之和的比例以 60%~80% 的比重进行敏感性分析，估测两款游戏 Battle pass 价格之比。《王者荣耀》战令系统的收费为 38.8 与 128.8，《和平精英》的精英手册收费为 60 与 168，低价档位《和平精英》是《王者荣耀》的 1.55 倍，高价档位《和平精英》是《王者荣耀》的 1.30 倍。赋予权重后认为《和平精英》精英手册价格是《王者荣耀》战令价格的 1.45~1.50 倍。

**表 10: 《和平精英》与《王者荣耀》Battle pass 价格之比**

| 《和平精英》Battle pass 价格 |        | 《王者荣耀》Battle pass 价格 |          |
|----------------------|--------|----------------------|----------|
| 低价 60                | 高价 168 | 低价 38.8              | 高价 128.8 |
| 低价比                  | 1.55   | 高价比                  | 1.30     |
| 80% 低价比+20% 高价比      |        | 1.50                 |          |
| 70% 低价比+30% 高价比      |        | 1.47                 |          |
| 60% 低价比+40% 高价比      |        | 1.45                 |          |

资料来源：长城证券研究所

- **赛季周期与付费频次：**由于《王者荣耀》与《和平精英》的 Battle pass 收费以赛季为一个周期，因此一年内的赛季次数会影响到玩家的充值频率。经过访问官方客服人员，我们了解到《王者荣耀》的每场赛季为三个月左右；《和平精英》的赛季在稳态下也为三个月左右，然而目前《和平精英》刚开始上线，Battle pass 收费模式仍处于测试阶段，因此《和平精英》的 ss1 赛季时长仅为一个多月。《和平精英》的收入流水可能由于赛季设置存在第一个月偏高情况，但我们的测算结果是针对于《和平精英》稳态时期的月度流水，稳态下《和平精英》与《王者荣耀》赛季周期和玩家充值频率为 1:1。

目前《和平精英》Battle pass 模式带来的流水增益测算：

根据核心公式：**Battle pass 对《和平精英》月流水增益=Battle pass 对《王者荣耀》月流水增益\*MAU 之比\*Battle pass 价格之比**，结合上述测算过程，得到 Battle pass 对《王者荣耀》月流水增益为 7.5 亿元，《和平精英》MAU 约是《王者荣耀》的 1.16 倍，根据敏感性分析《和平精英》精英手册价格是《王者荣耀》战令价格的 1.45~1.50 倍。得到 Battle pass 对《和平精英》月流水增益为 12.6 亿~13.1 亿元，流水增益中枢约为 12.9 亿元。

未来《和平精英》Battle pass 模式带来的流水增益潜力测算：

我们继续探索《和平精英》在优化 Battle pass 收费模式后能达到的流水上限。根据测算公式，优化 Battle pass 收费模式影响的是 Battle pass 价格比，而根据使用 Battle pass 收费模式游戏的费用对比，发现《和平精英》的 Battle pass 价格已达到上限，即认为 Battle pass 对《和平精英》月流水增益上限即为 12.6 亿~13.1 亿元。

**表 11: 各类游戏 Battle pass 模式收费水平**

| 时间          | 游戏          | 所属公司  | 名称          | 价格      |
|-------------|-------------|-------|-------------|---------|
| 2016 年 5 月  | DOTA 2      | Valve | Battle pass | \$ 9.99 |
| 2017 年 12 月 | Fortnite    | EPIC  | Battle pass | \$ 9.99 |
| 2018 年 6 月  | PUBG Mobile | 腾讯    | Royale pass | \$ 9.99 |

| 时间      | 游戏   | 所属公司 | 名称   | 价格             |
|---------|------|------|------|----------------|
| 2019年1月 | 王者荣耀 | 腾讯   | 战令   | ¥38.8 或 ¥128.8 |
| 2019年1月 | 英雄联盟 | 腾讯   | 至臻令牌 |                |
| 2019年1月 | 和平精英 | 腾讯   | 精英手册 | ¥60 或 ¥168     |

资料来源：长城证券研究所

## 4. 投资建议

为测算《和平精英》未来的月收入情况，我们认为在以下情况下：（1）国内游戏行业竞争格局保持不变，月活跃用户占比保持不变；（2）射击类手游玩家付费率相同；（3）市场对《和平精英》与原吃鸡游戏内容变动接受度高，具有与《绝地求生》相同的月活跃用户数。《和平精英》传统内购模式目前可达到流水约为 7.1~8.8 亿元；使用 Battle pass 收费模式对流水增加 12.6~13.1 亿元，目前稳态《和平精英》的商业化水平为月收入 19.7~21.9 亿元，流水中枢约为 20.8 亿元。

## 5. 风险提示

付费率变动不及预期；玩家对改版后游戏内容接受度不及预期；《和平精英》Battle pass 对市场吸引力度不及预期等

### 研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

#### 行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>