

# 多维因素助推，小游戏势如破竹

2023 年 12 月 04 日

## 【投资要点】

- ◆ 小程序游戏是以平台为载体，以小程序形式发布的游戏，具有无需下载，即点即玩的特点。2017 年，微信推出首款小游戏《跳一跳》，成功出圈，DAU 突破 1 亿。2018-2021 年，由于 1) 版号受限带来的供给不足；2) 对违规小程序的清理、整改等原因小游戏发展放缓。2021 年 9 月，随小游戏《羊了个羊》爆红，小游戏关注度回升。2022 年，随互联网互联互通进一步深化，抖音正式开放对微信小游戏的导流，小游戏发展加速。2023 年，微信小游戏已拥有超过 4 亿的 MAU 与 30 万开发者，100+款小游戏季度收入达千万级；抖音小游戏 2022 年 DAU 增速达到 43%，2023 年有望突破 150%。
- ◆ 收入端来看，2022 年，中国移动游戏市场收入规模为 1931 亿元，同比下滑 14.4%，主系疫情及版号限制等影响，随消费复苏与版号回归常态化，大盘已逐步回暖。用户端来看，随互联网红利消退，用户规模已基本见顶，近一年来手游活跃用户规模稳定在 6 亿上下，活跃渗透率保持在 50%左右。小游戏与传统手游用户画像存在差异，据腾讯 2023Q2 业绩交流，50%的微信小游戏月活用户不是腾讯 APP 游戏用户。在小程序成为流量入口，为小游戏提供肥沃土壤后，快速发展的小游戏有望为行业带来用户增量。
- ◆ 研发、发行、运营三个维度来看小游戏的优势。1) 研发端：成本低，周期短，能够降至 APP 游戏 50%水平；随技术迭代不再限于轻度品类，迈向多元品类生态，现阶段轻重品类融合通过扬长避短成为众多开发者的选择。2) 发行端：广告链路短叠加 API 回传给予广告主更大操作空间，买量效率更高；买量竞争虽有加剧，整体环境仍优于 APP 游戏；分成比例叠加广告金激励后，渠道成本整体更优。3) 运营端：以微信为例，小游戏背靠平台流量池，通过多场景触达用户高效拉新；小游戏即点即玩特性容易造成用户流失，社交关系沉淀能够提高留存；游戏圈构建社区氛围，助力开发者实现精细化运营。

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

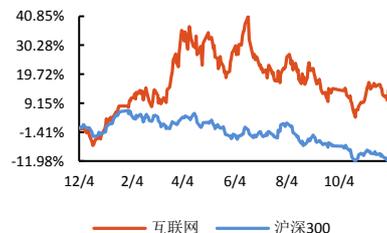
证券分析师：陈子怡

证书编号：S1160522070002

联系人：潘琪

电话：021-23586487

相对指数表现



相关研究

《跨境电商出海，亚马逊平台 β 赋能》

2023. 11. 09

《Stability AI 发布最新模型 SDXL 1.0；Adobe 公司推出“Generative Expand”的 AI 功能》

2023. 08. 01

《Open AI 宣布 GPT-4 API 全面开放；世界人工智能大会召开，AI+应用逐步落地》

2023. 07. 11

《Unity AIGC 解决方案推动游戏行业变革》

2023. 07. 03

《腾讯披露 MaaS 一站式服务，visionOS 催化 XR 内容落地》

2023. 06. 29

### 【配置建议】

- ◆ 腾讯控股：头部互联网公司，背靠大流量池；平台端主要受益方，小游戏带来增量用户，贡献高毛利且具有平台经济效应的游戏分发及广告收入。
- ◆ 三七互娱：买量大厂，前瞻性布局小游戏赛道；已有《寻道大千》、《灵魂序章》等爆款产品榜单表现出色
- ◆ 恺英网络：优势传奇品类适配度高；《仙剑奇侠传：新的开始》表现突出
- ◆ 吉比特：后续游戏储备充足，多款产品小游戏版本制作中；已上线放置小游戏《勇者与装备》

### 【风险提示】

- ◆ 内容监管趋严风险
- ◆ 版号监管趋严风险
- ◆ 行业竞争加剧风险
- ◆ 买量成本波动风险

## 正文目录

1. 小游戏——雨后春笋，蓬勃生长 .....	5
2. 行业发展趋于平稳，小游戏或带来新增量 .....	6
3. 小游戏的优势从何体现? .....	8
3.1. 研发：低成本短周期，技术升级助力品类从轻向重 .....	8
3.2. 发行：短触达高转化，低成本弱竞争优化变现效率 .....	10
3.3. 运营：多场景高曝光，社交关系沉淀提升用户粘性 .....	12
4. 相关标的 .....	14
4.1. 腾讯控股 .....	14
4.2. 三七互娱 .....	15
4.3. 恺英网络 .....	17
4.4. 吉比特 .....	18
5. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1：小游戏与 APP 游戏的差异点 .....	5
图表 2：小游戏发展历程 .....	5
图表 3：2014-2023H1 年中国移动游戏市场收入规模及增速（单位：亿元） .....	6
图表 4：2023 年 1-8 月中国移动游戏市场收入规模及环比增速（单位：亿元） .....	6
图表 5：2014-2022 年中国移动游戏市场用户规模及增速（单位：百万） .....	6
图表 6：近一年来手游行业活跃用户规模及渗透率（单位：亿） .....	6
图表 7：全网用户月人均使用小程序个数 .....	7
图表 8：典型小程序整体月活跃用户规模（单位：亿） .....	7
图表 9：微信小游戏用户年龄分布 .....	7
图表 10：移动游戏用户年龄分布 .....	7
图表 11：微信小游戏研发路线 .....	8
图表 12：Unity 团结引擎新增 WeixinMiniGame 平台 .....	9
图表 13：小游戏品类逐渐多元化 .....	9
图表 14：20 年与 22 年 IAP 小游戏核心品类分布 .....	9
图表 14：轻/重度游戏品类特性 .....	10
图表 15：《咸鱼之王》融合放置、卡牌等玩法 .....	10
图表 16：小游戏广告微信/抖音链路 .....	10
图表 17：小游戏与 APP 游戏买量差异 .....	11
图表 17：2023 年买量推广游戏数量变化 .....	11
图表 18：微信、抖音平台分成规则 .....	12
图表 19：微信小游戏社交关系链 .....	13
图表 22：UGC+官方内容丰富社区生态 .....	13
图表 23：游戏垂类用户通过社区发现小游戏 .....	14
图表 24：社区运营提升用户活跃、消费 .....	14
图表 25：腾讯控股 2019-2023Q3 营收情况（单位：亿元） .....	15
图表 26：腾讯控股各业务收入占比（2023Q2） .....	15

图表 27: 腾讯小游戏《欢乐斗地主》游戏界面 .....	15
图表 28: 三七互娱前瞻布局小游戏赛道 .....	16
图表 29: 三七互娱数智化产品矩阵 .....	16
图表 30: 三七互娱《寻道大千》小游戏界面 .....	16
图表 31: 《寻道大千》、《灵魂序章》榜单表现突出 .....	16
图表 32: 恺英网络擅长传奇品类 .....	17
图表 33: 恺英网络《原始传奇》已上线小游戏版本 .....	17
图表 34: 恺英网络《仙剑奇侠传: 新的开始》小游戏界面 .....	17
图表 35: 《仙剑奇侠传: 新的开始》小游戏畅销榜#7 .....	17
图表 36: 吉比特游戏储备 .....	18
图表 37: 吉比特《一念逍遥》游戏宣传图 .....	18
图表 38: 吉比特《勇者与装备》小游戏界面 .....	18
图表 39: 行业公司估值比较表 .....	19

## 1. 小游戏——雨后春笋，蓬勃生长

无需下载，即点即玩。小程序游戏（后文简称小游戏）是在抖音、微信等社交平台以小程序形式发布的游戏。对比 APP 游戏在应用商店后下载、安装方可游玩，小游戏拥有无需下载安装，即点即玩的特点。

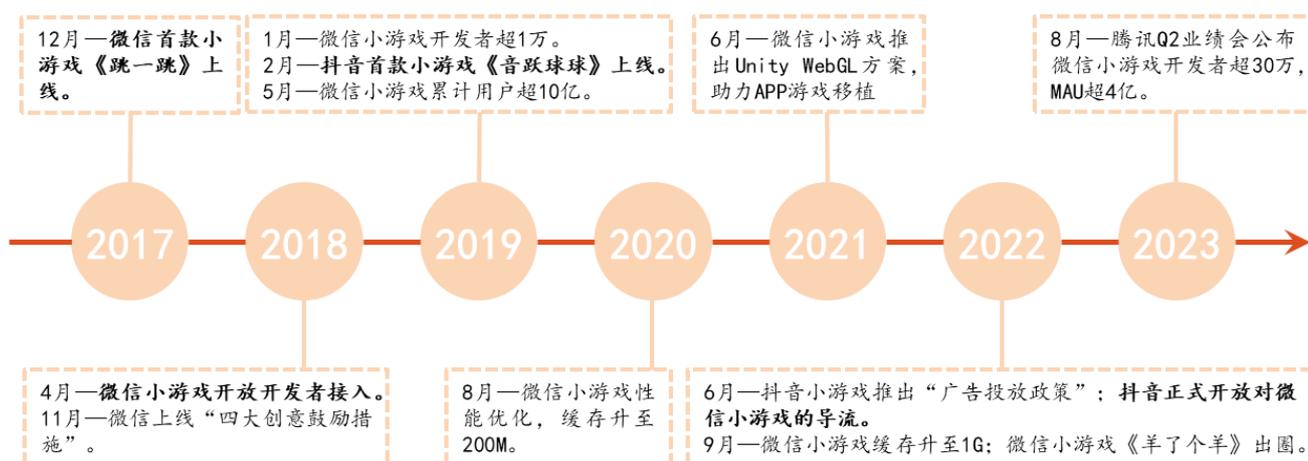
图表 1：小游戏与 APP 游戏的差异点

	小游戏	APP 游戏
平台	微信、抖音等社交平台	App Store、华为应用商城等移动端应用商店
研发	研发成本低周期短，但受到一定的平台限制	研发成本高周期长，在技术及开发引擎上受限较少
发行	如有内购则需要版号，在平台完成备案后可上架	需要版号，通过应用商店审批后上架
推广	点击即可打开小游戏，链路较短	点击后跳转应用商店，下载后打开游戏，链路较长
代表产品		

资料来源：东方财富证券研究所整理

2017 年，微信推出首款小游戏《跳一跳》，成功出圈，DAU 突破 1 亿。2018-2021 年，由于 1) 版号受限带来的供给不足；2) 对违规小程序的清理、整改等原因小游戏发展放缓。2021 年 9 月，随小游戏《羊了个羊》爆红，小游戏关注度回升。2022 年，随互联网互联互通进一步深化，抖音正式开放对微信小游戏的导流，小游戏发展加速。2023 年，微信小游戏已拥有超过 4 亿的 MAU 与 30 万开发者，100+款小游戏季度收入达千万级；抖音小游戏 2022 年 DAU 增速达到 43%，2023 年有望突破 150%。

图表 2：小游戏发展历程

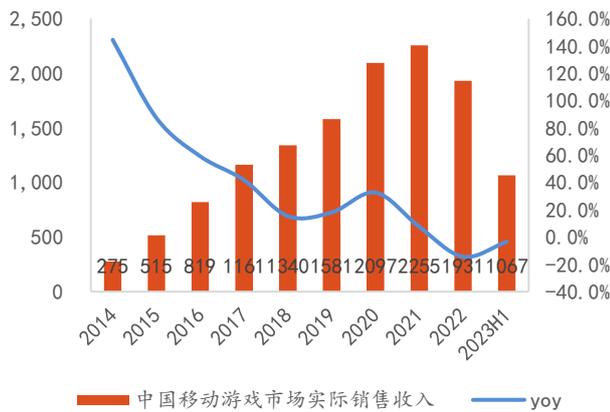


资料来源：微信公开课，做个小游戏，抖音小游戏，36 氪，GameRes，GameLook，游戏葡萄等公众号，东方财富证券研究所

## 2. 行业发展趋于平稳，小游戏或带来新增量

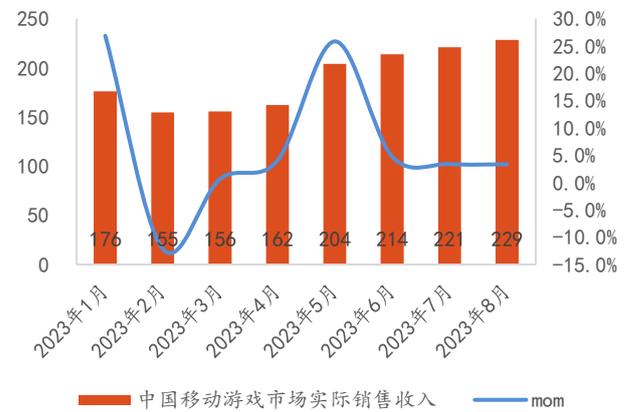
**游戏大盘逐步回暖。**2022年，中国移动游戏市场收入规模为1931亿元，同比下滑14.4%，主系1)宏观经济承压下用户消费意愿低迷；2)疫情因素影响，游戏公司发展受限，新游数量减少。2023年表现来看，随版号回归常态化、新游上线、消费回暖等因素影响，游戏大盘逐步回暖。2023年8月，中国移动游戏市场受新品及节假日效应影响表现出色，实现实际销售收入228.51亿元，环比上升3.35%，同比上升63.73%。

图表 3: 2014-2023H1 年中国移动游戏市场收入规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 游戏产业报告公众号, 游戏工委, 伽马数据, 东方财富证券研究所

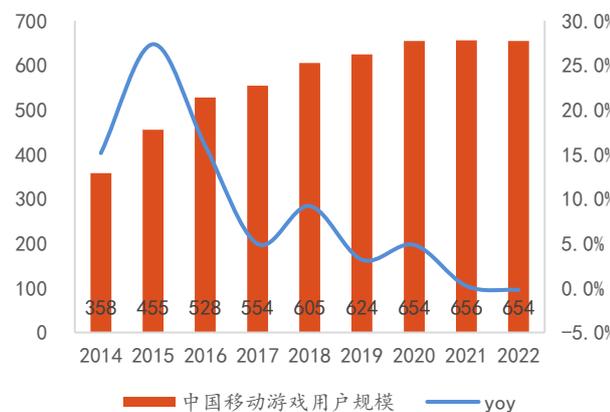
图表 4: 2023 年 1-8 月中国移动游戏市场收入规模及环比增速 (单位: 亿元)



资料来源: 游戏产业报告公众号, 游戏工委, 伽马数据, 东方财富证券研究所

**用户规模基本见顶。**2022年，中国移动游戏市场用户规模为6.54亿，同比下降0.23%。此前，受益于智能手机普及与互联网红利，手游用户规模平稳提升，但在疫情与版号等因素影响下2022年用户规模经历小幅流失。据QuestMobile数据显示，近一年来手游活跃用户规模稳定在6亿上下，活跃渗透率保持在50%左右。

图表 5: 2014-2022 年中国移动游戏市场用户规模及增速 (单位: 百万)



资料来源: 游戏产业报告公众号, 游戏工委, 伽马数据, 东方财富证券研究所

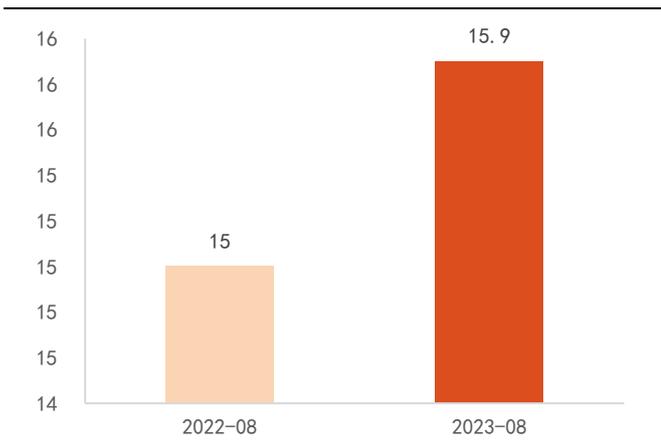
图表 6: 近一年来手游行业活跃用户规模及渗透率 (单位: 亿)



资料来源: QuestMobileTRUTH 全景生态流量数据库 2023年6月 (2022.06—2023.06), 东方财富证券研究所

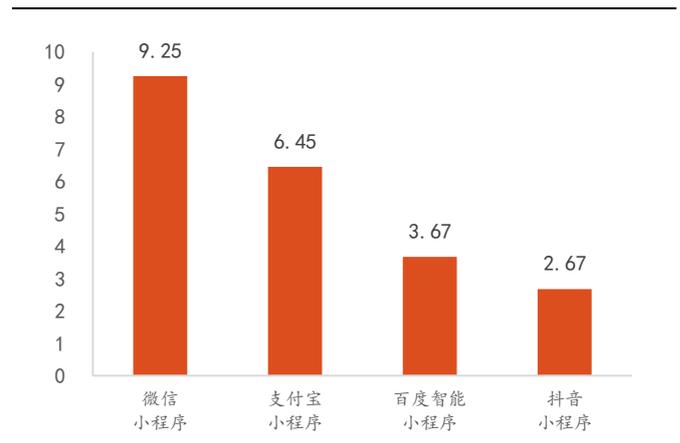
小程序已成为新的流量入口。据 QuestMobile 数据显示，2023 年 8 月，全网用户月人均使用小程序个数已达到 15.9 个，对比去年同期增长 0.9 个；分 APP 来看，微信/支付宝/百度智能/抖音小程序月活跃用户规模分别达到 9.25/6.45/3.67/2.67 亿。小程序使用基于 APP 基础之上，小程序生态与 APP 使用习惯、主要用户群等因素息息相关，例如微信小程序行业分布较为均衡，支付宝小程序更侧重日常生活，抖音小程序则更侧重于短视频娱乐。现阶段来看，小游戏主要平台为微信 APP 与抖音 APP，在小程序成为新的流量入口之后，小程序生态成为了小游戏发展的肥沃土壤。

图表 7：全网用户月人均使用小程序个数



资料来源：QuestMobileTRUTH 全景生态流量数据库 2023年8月，东方财富证券研究所

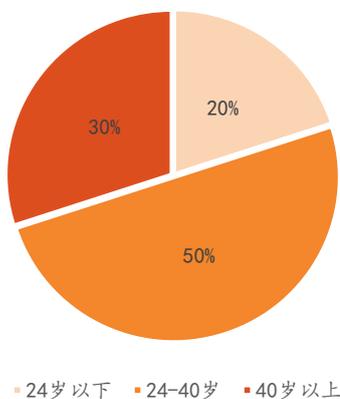
图表 8：典型小程序整体月活跃用户规模（单位：亿）



资料来源：QuestMobileTRUTH 全景生态流量数据库 2023年8月，东方财富证券研究所

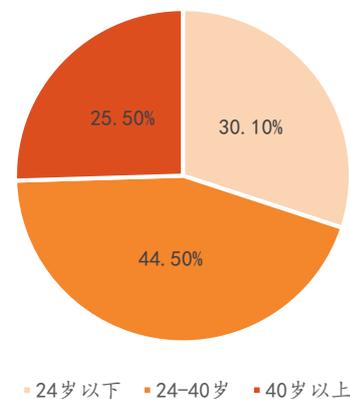
小游戏带来新用户增量。小游戏具有即点即玩的轻便特点，更符合娱乐时间碎片化的中高年龄段玩家。据微信公开课及 QuestMobile 数据显示，微信小游戏用户年龄分布与移动游戏用户年龄分布有一定不同，对比移动游戏，微信小游戏 24 岁以上用户占比达到 80%，其中 40 岁以上用户达到 30%。2023Q2 腾讯业绩会中指出，超过 50%的微信小游戏月活用户不是腾讯 APP 游戏用户；小游戏月活用户中女性占比达到一半。我们认为小游戏的用户画像具有差异性，小游戏有望拓展增量用户。

图表 9：微信小游戏用户年龄分布



资料来源：微信公开课，孟令刚《小游戏用户和内容观察》，东方财富证券研究所

图表 10：移动游戏用户年龄分布



资料来源：QuestMobile GROWTH 用户画像标签数据库 2022年3月，东方财富证券研究所

### 3. 小游戏的优势从何体现？

#### 3.1. 研发：低成本短周期，技术升级助力品类从轻向重

原生制作一般为手游转开发小游戏 APP 会使用的方案，APP 游戏引擎为 Unity，小游戏通过 APP 代码资源转换实现二次开发；H5 版本兼容制作一般用于游戏立项时便准备双端运作的情况，使用 cocos creator、laya、白鹭等作为游戏引擎，可兼容开发小游戏版本。以一款仙侠 RPG 为例，分端原生制作研发周期约为 0.5-0.8 年，研发费用为 500-1000 万；H5 兼容版本制作研发周期仅为 3-4 个月，研发费用为 100-200 万元。即便是原生制作的情况下，小游戏的研发周期与成本也至少能降低至 APP 的 50%。

图表 11：微信小游戏研发路线

研发路线	分端原生制作	H5 版本兼容制作
描述	同款游戏基于原生技术制作，APP 和小游戏分开研发	同款游戏基于 H5 制作，再发布 APP 微端版本和小游戏版本
游戏引擎	HPP: Unity 小游戏: APP 代码资源转换 (C#转 JS、Unity 插件美术资源导出) → 开发者工具二次开发	以 cocos creator、Laya、白鹭为主进行开发、H5 版本发布 APP 微端版本，可兼容开发小游戏版本
研发特点	一般是手游 APP 立项未规划小游戏版本，手游产品转开发小游戏版本的 CP 会采用此类方案	一般是游戏立项已想好制作手游 APP 与小游戏双端，可以节省重复开发成本，小游戏开发周期可缩短到 2-3 个月。
以一款仙侠 RPG 为例		
研发周期	0.5-0.8 年	3-4 个月
研发费用	500-1000 万	100-200 万
产品生命周期	1.5-2 年	1.5-2 年

资料来源：DataEye《2022 微信小游戏增长白皮书》，东方财富证券研究所

**小游戏研发体系升级。**从小游戏平台来看，微信在 2022 年进行了以下技术升级——1) 在 cocos、laya 等引擎之外推出 Unity 适配方案，助力 APP 开发者更快链接小游戏；2) 本地缓存空间自 200M 升至 1G；3) 性能优化，iOS 端性能提升至 20-45%；抖音小游戏同样能兼容 Unity 引擎开发的小游戏。

引擎侧来看，Unity 是 APP 游戏的主要使用引擎，市面上 70%以上的 APP 游戏使用 Unity 开发。Unity 小游戏主要拥有 WebGL 与 Native Instant Game 两种技术方案，WebGL 方案同时支持 iOS、安卓两个操作系统，Native Instant Game 仅支持安卓系统，但游戏品质表现更优。目前微信仅集成了 WebGL 方案，抖音、快手等 APP 则同时集成了 WebGL 与 Native Instant Game 双方案。针对 Native Instant Game，Unity 提供了完整的提审、发布、更新方案，降低 APP 游戏开发者在 Native Instant Game 的适配成本；针对 WebGL，Unity 在提供优化、改进的同时推出了 Unity 团结引擎 WeixinMiniGame 平台，多维度助力提升微信小游戏 WebGL 版本的品质接近原生 APP 游戏。

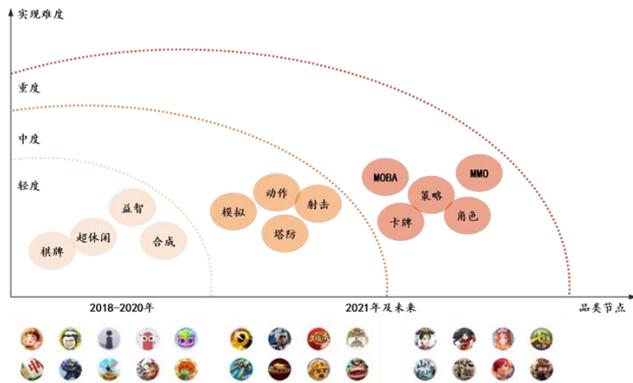
图表 12: Unity 团结引擎新增 WeixinMiniGame 平台

<p><b>优化运行时内存</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>优化IL2CPP运行时内存</li> <li>提高DynamicVBO对象池复用</li> </ul>	<p><b>优化绘制</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>支持WASM SIMD指令, 提升向量计算的性能, 提升mesh skinning</li> <li>在WebGL 2上支持GPU Skinning Shader相关优化</li> <li>提高资源复用率, 降低带宽及功耗</li> <li>优化使用WebGL2.0和TextMesh Pro动态字体时的纹理上传, 减少游戏卡顿</li> </ul>	<p><b>优化异常处理</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>加速游戏启动</li> <li>降低每帧CPU开销, 减少不必要的WASM&lt;-&gt;JS 相互调用</li> </ul>	<p><b>资产轻量化</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>支持微信宿主提供中文字体</li> <li>tuanjie_default_resources: 593KB -&gt; 341KB</li> </ul>
<p><b>增强Memory Profiler功能</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>增强AssetBundle内存统计, 可以获取更完整的内存占用</li> </ul>	<p><b>新增实用工具</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>AutoStreaming, 自动拆分资源, 自动按需下载</li> <li>模型导入默认材质替换工具, 剔除AssetBundle中残留的大量重复的默认材质</li> <li>AB依赖分析工具, 帮助分析、优化AssetBundle分包</li> </ul>	<p><b>SIMD支持</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>与微信小游戏SDK互动, 自动填写参数, 上传CDN文件</li> </ul>	<p><b>更多功能详见文档</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>优化UnityWebRequest, 跳过url正则检查</li> </ul>

资料来源: Unity CN 官网, 东方财富证券研究所

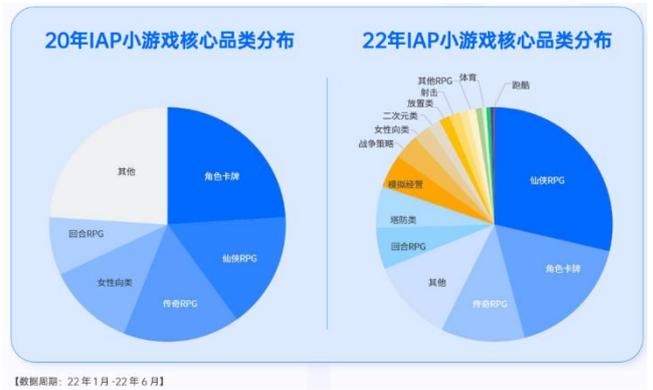
初期由于技术限制且用户习惯尚未养成, 早期小游戏品类主要集中于棋牌、益智等玩法较为简单的休闲游戏, 例如《欢乐斗地主》、《跳一跳》等。随平台限制放宽与小游戏研发体系更加成熟, 中重度品类(塔防、射击等)与重度品类(如MOBA、MMO)小游戏逐渐出现。对比2020-2022年IAP小游戏品类分布, 仙侠RPG、卡牌等传统品类表现稳健, 模拟经营、女性向、二次元品类崭露头角, 整体来看, 小游戏品类发展呈现多元化趋势。

图表 13: 小游戏品类逐渐多元化



资料来源: DataEye《2022微信小游戏增长白皮书》, 东方财富证券研究所

图表 14: 20 年与 22 年 IAP 小游戏核心品类分布



资料来源: DataEye《2022微信小游戏增长白皮书》, 东方财富证券研究所

对比轻度游戏与重度游戏, 用户层面看, 轻度游戏用户群大而浅, 用户粘性较低, 重度游戏由于门槛高, 用户群小而深, 用户粘性较高; 时间层面看, 由于玩法简单, 竞技性低, 轻度游戏的游玩时间较短, 更符合互联网碎片化时间习惯, 而重度游戏由于玩法复杂, 通常需要集中消耗更长的游玩时间; 变现层面来看, 轻度游戏玩法简单, 用户粘性不足, 付费意愿差, 重度游戏拥有更复杂的玩法与更高沉浸感, 用户付费意愿强。

**融合品类成为游戏开发者的新选择。**融合品类游戏通过平衡轻重度游戏的特性扬长避短, 以轻度休闲玩法(例如放置、益智、消除)拓展用户群体, 围

绕重度玩法（例如卡牌、策略、MMO）构建核心变现机制。以热门小游戏《咸鱼之王》为例，《咸鱼之王》在买量时更侧重营销游戏的轻度放置玩法，实则主要玩法围绕卡牌、策略等拥有强变现能力的重度玩法构建。

图表 15：轻/重度游戏品类特性



资料来源：东方财富证券研究所整理

图表 16：《咸鱼之王》融合放置、卡牌等玩法



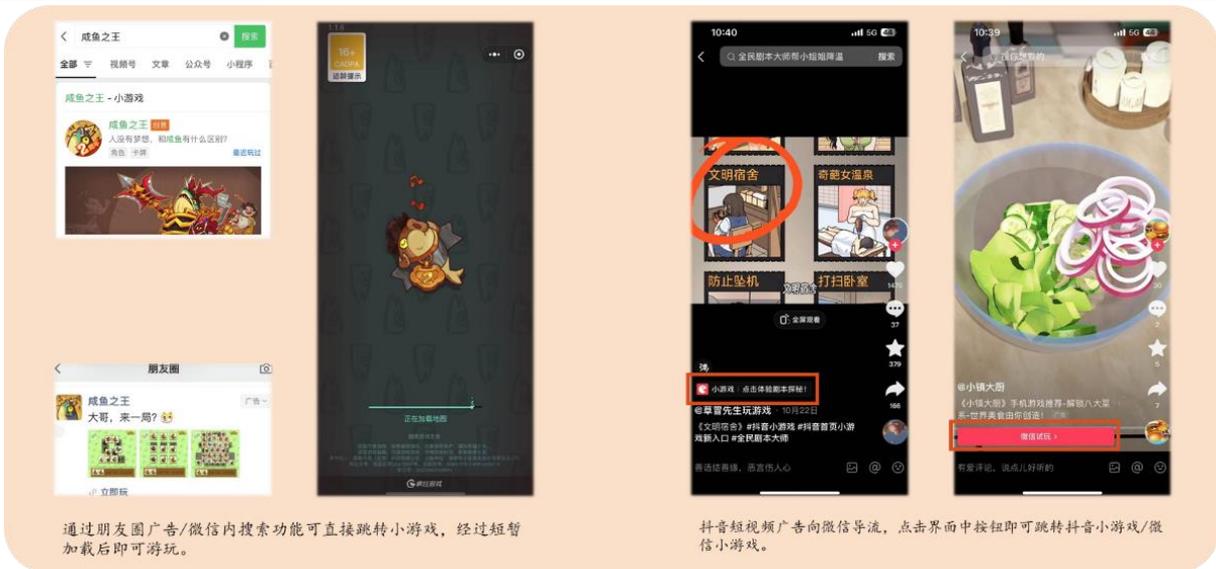
资料来源：《咸鱼之王》微信小游戏，东方财富证券研究所

### 3.2. 发行：短触达高转化，低成本弱竞争优化变现效率

- APP 游戏：用户需要通过点击 APP 游戏广告中链接跳转至应用商店中下载游戏，待游戏安装完毕后方可游玩；
- 小游戏：用户在点击广告后直接跳转小游戏，无需下载，短暂加载后即可游玩。

用户角度来看，对比 APP 游戏广告与小游戏广告，APP 游戏广告整体链路较长，且游戏下载需占用内存，用户容易在繁琐步骤中流失；小游戏广告链路极短，能够更高效触达用户，买量效率更高。

图表 17：小游戏广告微信/抖音链路



资料来源：东方财富证券研究所整理

买量角度来看，小游戏与 APP 游戏在买量技术、目标及打法均有不同。买量技术方面，由于小游戏在多数广告平台的技术链路以 H5 为基础，APP 游戏的 SDK 数据上报由于小游戏生态无法分包被 API 上报取代，API 上报可操作性更强，广告主拥有更大自主性空间。买量目标来看，由于小游戏拥有泛用户群体，且缺乏历史数据，多以首次付费、每次付费代替 ROI 作为买量目标。素材打法来看，重度游戏多针对大 R 用户进行买量营销，素材多以精美 CG、明星代言为主；小游戏玩法偏轻中度，买量素材更注重展现游戏的真实玩法。

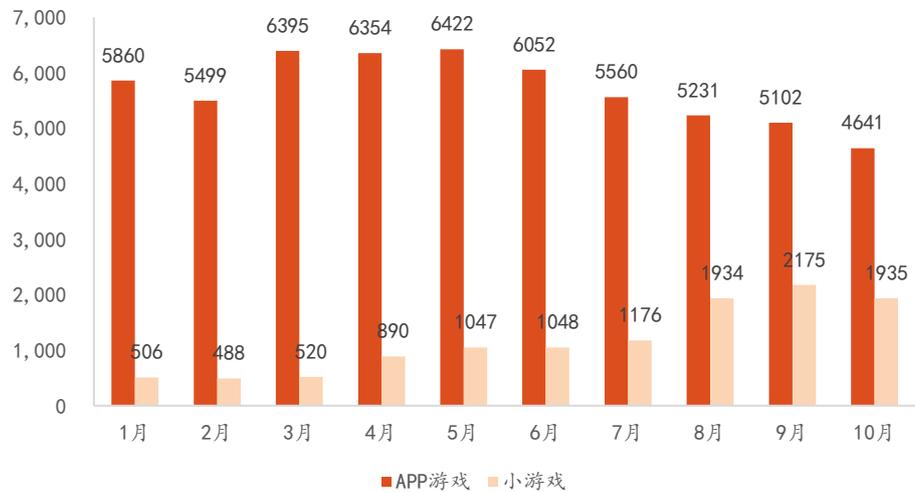
图表 18：小游戏与 APP 游戏买量差异

差异点	小游戏	APP 游戏
买量技术	API 上报	SDK 数据上报
买量目标	首次付费、每次付费	ROI
素材打法	以轻中度玩法为主，面向泛人群	以重度为主，面向大 R 用户

资料来源：DataEye 公众号，引力引擎，东方财富证券研究所

据 AppGrowing 数据显示，2023 年 10 月，小游戏买量数量为 1935 款，对比 1 月 506 款增长 282.4%，呈现快速增长趋势；2023 年 10 月，APP 游戏买量数量为 4641 款，整体趋向平稳，近月有一定下滑。现阶段来看，小游戏行业快速发展，游戏买量数量迅速提升，但数量仍明显低于 APP 游戏。整体来看，小游戏买量成本低效率高，且竞争强度较 APP 游戏低。

图表 19：2023 年买量推广游戏数量变化



资料来源：游戏日报公众号，AppGrowing 游理游据研究院，东方财富证券研究所

微信、抖音等平台分成比例优于传统渠道，在此基础上更有广告金激励。从内购分成方面来看，传统 APP 方面，APP 游戏上线安卓渠道后分成比例普遍为 5:5，苹果渠道为 7:3（即开发者获得 70% 分成）。小游戏方面，安卓端，微信普通小游戏开发者可获得 60% 流水分成，获得平台“创意小游戏”认证之后提升至 70%，抖音小游戏月消费总额在 50 万元以内的开发者获得 60% 分成，50 万以上部分获得 70% 分成。除去更高的内购分成，平台还为开发者提供了优渥的广告金激励政策，综合来看小游戏的渠道成本优于 APP 游戏。

图表 20：微信、抖音平台分成规则

平台	分成类型	分成细则
微信	内购分成	普通小游戏可获得 60% 内购流水分成；创意小游戏可获得 70% 内购流水分成
	广告金配赠	对于全部月流水，使用快周转可获转充款 50% 的广告金，最高为月流水 10%；对于月流水 ≤ 50 万元部分，直接激励流水 40% 的广告金，最高 20 万元（自月流水首次 ≥ 1 万元起，窗口期 12 个月）
	广告金申领	近 30 日内，安卓现金投放每满 200 万元可申领 10 万广告金（多次达标多次申领，可用于安卓定向投放）
抖音	内购分成	小游戏在开放平台的月消费总额在 50 万元（人民币）以内，开发者获得 60% 当月可分配内购收益；月消费总额超过 50 万元以上（含本数），开发者获得 70% 可分配内购收益。 可分配内购收益 = 消费总额 × (1 - 渠道费率【5】%)
	广告分成	推广的小游戏在开发平台的日收益总额在 100 万元（人民币）以内，开发者获得 60% 收益；推广的小游戏在开发平台的日收益总额超过 100 万元以上（含本数），开发者获得 50% 收益
	广告金激励	投流特殊收益比例：每个自然月通过巨量引擎广告投放所产生的收入，扣除渠道费后 60 万元内平台不扣除服务费，每月 1 日重新计算额度；超出 60 万元的金额部分，开发者可获得其中 80% 的收益。广告金激励规则：每个自然月通过巨量引擎广告投放所产生的收入，扣除渠道费后超过 60 万元部分的 10% 作为广告金转充到同主体投放账户。

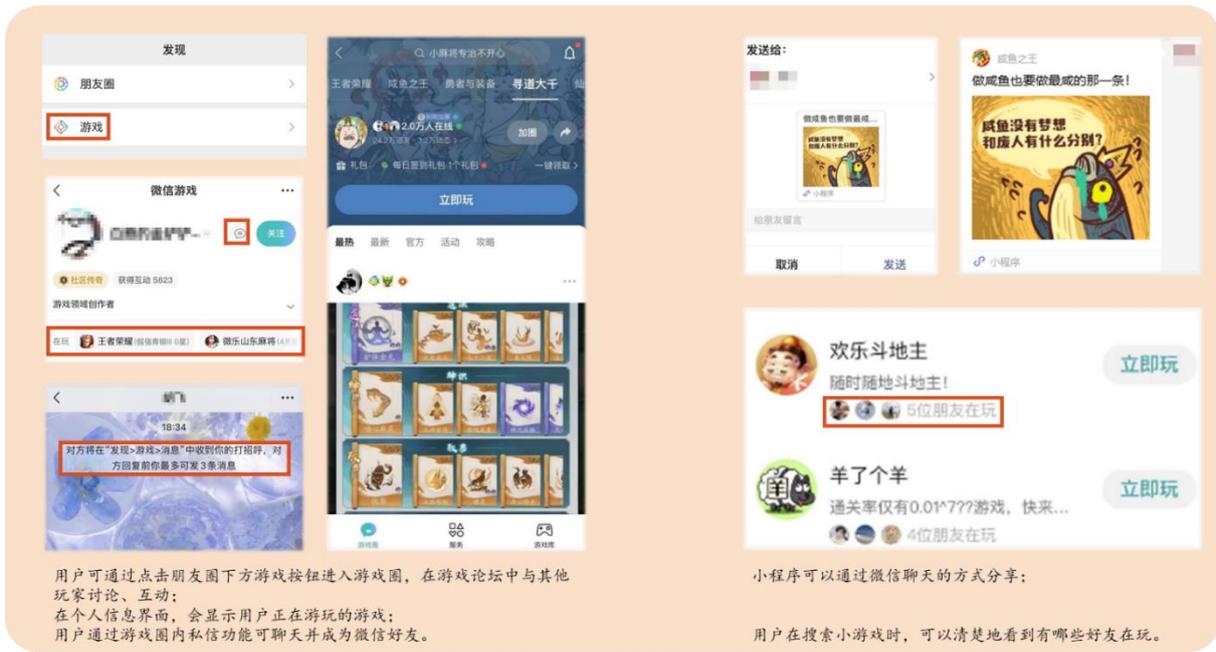
资料来源：做个小游戏公众号，抖音开放平台，东方财富证券研究所整理

### 3.3. 运营：多场景高曝光，社交关系沉淀提升用户粘性

**小游戏拥有完善的社交关系链。**我们以社交生态最为成熟的微信小游戏为例，以已建立的社交关系为基础，用户可以通过微信内聊天的方式将自己正在游玩的小游戏分享给好友并交流游玩心得，也可以在搜索、微信游戏中心等界面发掘好友正在玩的游戏。微信游戏圈则是提供了一个供游戏同好交流、互动的空间，游戏圈的功能完善度并不低于其他社区，用户无需下载新的 APP 或注册新的账号，使用微信账号即可在游戏圈中建立新的社交关系。

对比来看，小游戏已经覆盖了微信内多个场景（小程序入口、搜索、微信下方游戏入口等），能够有效聚集游戏的垂类用户，提高用户转化。APP 游戏需要授权才能复用微信的社交关系，游戏内置社交系统通常无法完全满足玩家交流的需求，转向其他游戏论坛的步骤较微信游戏圈更繁琐，玩家间的交流，互动主要还是会集中在游戏外的社交平台。

图表 21: 微信小游戏社交关系链



资料来源：微信，东方财富证券研究所整理

**游戏圈是游戏衍生内容的社区载体。**UGC 内容方面，微信游戏圈提供了高效率低门槛的内容生成工具，用户可以一键生成自己在游戏内的精彩时刻并在社区中进行分享；社区话题工具则通过激励，牵引用户发表内容活跃社区生态。官方内容方面，游戏圈为开发者提供了游戏运营活动配置工具，使开发者能够根据需求使用不同模板，快捷生成运营活动（如版本更新福利、年度赛事活动等），降低运营成本。

在内容生产工具之外，平台还为开发者提供了社区-游戏互联互通工具，打通社区、游戏，助力游戏推广，使开发者的内容更高效地被用户发现。用户在社区的数据可以实现游戏互通，意味着开发者在社区内开展的社区任务玩法可以丰富游戏本身。

图表 22: UGC+官方内容丰富社区生态



资料来源：做个小游戏公众号，东方财富证券研究所

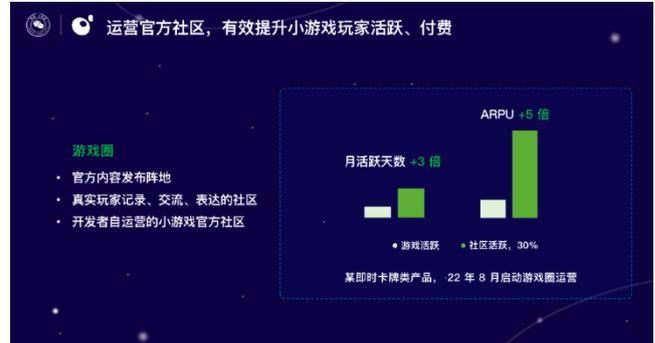
以两款游戏为例，某 merge 模拟产品自去年 8 月启动游戏圈运营，截至今年 5 月，微信游戏渠道注册增长 200%，流水增加 400%，该渠道注册用户 ARPPU 高出大盘平均水平 17%；某即时卡牌类产品，约 30% 用户会在游戏圈活跃，该部分玩家对比普通玩家月活跃天数高出 3 倍，ARPU 高出五倍。

图表 23：游戏垂类用户通过社区发现小游戏



资料来源：竞核公众号，微信公开课，岑俊图《游戏社区运营与新工具运用》，东方财富证券研究所

图表 24：社区运营提升用户活跃、消费



资料来源：竞核公众号，微信公开课，岑俊图《游戏社区运营与新工具运用》，东方财富证券研究所

我们认为微信小游戏的运营优势主要在于 1) 背靠微信用户大盘优势，通过多场景触达用户高效拉新；2) 小游戏由于即点即玩的特点，容易产生用户流失，社交关系沉淀能够帮助提升游戏留存；3) 游戏圈社区功能完善，社区氛围良好，开发者得以在社区丰富游戏内容生态，实现精细化长线运营。

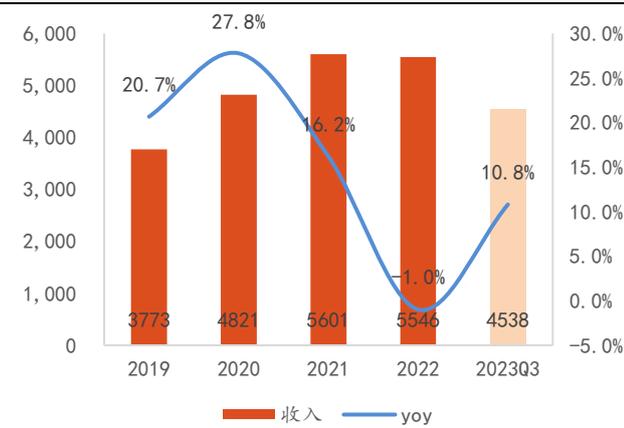
## 4. 相关标的

### 4.1. 腾讯控股

背靠腾讯流量池，叠加起步时间更早，微信已成为小游戏的核心阵地。2023Q3 腾讯控股实现收入 1546 亿元，同比增长 10.4%；实现 Non-IFRS 归母净利润 449.21 亿元，同比增长 39.3%。据半年报数据，小程序 MAU 超过 11 亿，小游戏贡献显著，MAU 达到 4 亿。小游戏对腾讯具有三大战略意义：1) 已成为国内最大的休闲游戏平台；2) 用户群扩展，50% 小游戏玩家不玩任何腾讯 APP 游戏；3) 贡献高毛利且具有平台经济效应的游戏分发及广告收入。

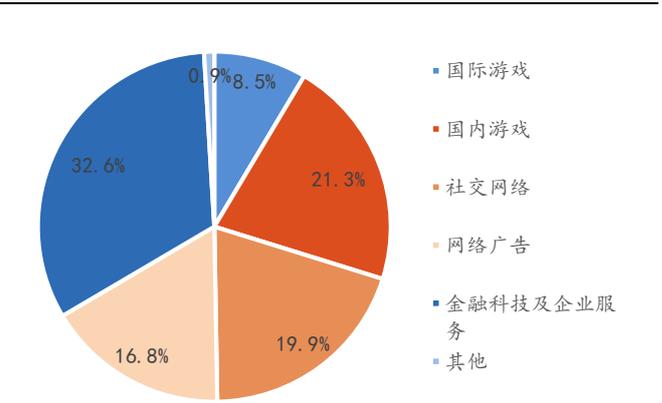
收入方面来看，小游戏收入纳入社交网络和在线广告板块，半年报数据显示收入贡献在个位数百分比。分板块估算，2023Q2 腾讯社交网络收入为 297 亿元，1-9% 对应收入 2.97-26.73 亿元；在线广告收入为 250 亿元，1-9% 对应收入 2.5-22.5 亿元。考虑到小游戏收益以分成口径纳入财报，微信小游戏大盘规模已相对可观。

图表 25: 腾讯控股 2019-2023Q3 营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: Choice-腾讯控股-深度资料, 东方财富证券研究所

图表 26: 腾讯控股各业务收入占比 (2023Q2)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

目前腾讯上架的小游戏主要以《欢乐斗地主》、《腾讯桌球》、《欢乐升级》等棋牌类游戏为主, 玩法休闲, 更注重社交属性, 重度游戏中上线了《穿越火线: 枪战王者》。现阶段来看, 腾讯并不希望给已有数千家研发工作室入局的小游戏生态施加压力, 而是优先将小游戏视为一个类 Roblox 的平台机会。

图表 27: 腾讯小游戏《欢乐斗地主》游戏界面

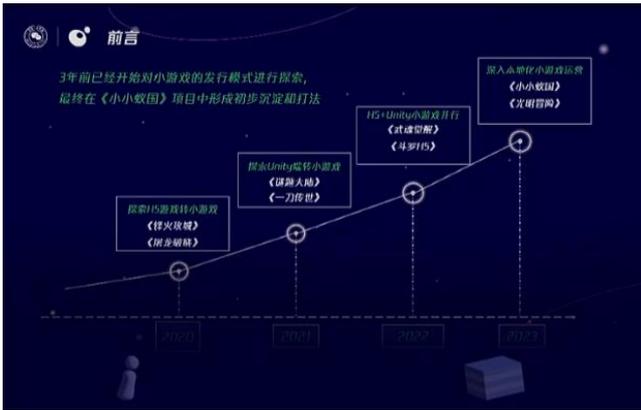


资料来源: 《欢乐斗地主》微信小程序, 东方财富证券研究所

## 4.2. 三七互娱

2020 年三七互娱即布局小游戏赛道, 由于市场红利, 早期产品以《烽火攻城》、《屠龙破晓》等传奇品类为主。2021 年公司开始尝试 Unity 端转小游戏, 推出《谜题大陆》、《一刀传世》、《叫我大掌柜》, 2022 年转向 H5+Unity 小游戏并行, 推出《武魂觉醒》、《斗罗 H5》。2023 年公司深入本地化运营, 推出《小小蚁国》、《寻道大千》等标杆产品。

图表 28：三七互娱前瞻布局小游戏赛道



资料来源：微信公开课，源浩《Unity重度手游如何做好小游戏本地化》，GameLook公众号，东方财富证券研究所

图表 29：三七互娱数智化产品矩阵

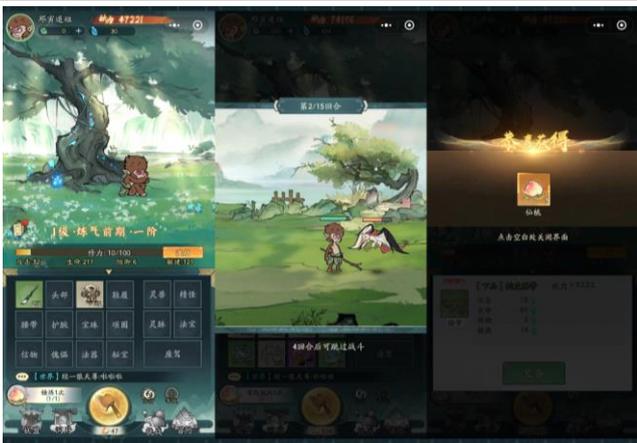


资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

我们在前文论述过小游戏买量的优点：1) 链路短，买量效率更高；2) API 上报，广告主可操作性更强；3) 现阶段竞争强度低于 APP 游戏。三七互娱积极拥抱数字技术带来的技术革新，已建立 AI 全链路赋能的数智化产品矩阵，智能化投放平台“量子”与智能化运营分析平台“天机”充分发挥作用，提升发行成效。其中“量子”已对接所有主流渠道，实现快速、自动化投放，同时该平台能够合并多个系统，减少计划创建时间，能够对计划进行标准化批量处理与自动化、系统化维护。在业内突出的大数据能力与买量能力助力公司夯实在小游戏赛道的领先地位。

公司加大投放力度，产品反馈出色。据 DataEye 数据显示，2023 年 10 月，微信小游戏买量投放消耗榜中《寻道大千》为第 2 名；微信小游戏消耗增长榜《灵魂序章》为第 2 名，《斗罗大陆之武魂觉醒》为第 11 名。公司核心产品《寻道大千》始终位居畅销榜首位，新游《灵魂序章》排名迅速攀升，已升至畅销榜第 2 名。

图表 30：三七互娱《寻道大千》小游戏界面



资料来源：《寻道大千》微信小游戏，东方财富证券研究所

图表 31：《寻道大千》、《灵魂序章》榜单表现突出



资料来源：微信小游戏畅销榜（2023-11-20），东方财富证券研究所

### 4.3. 恺英网络

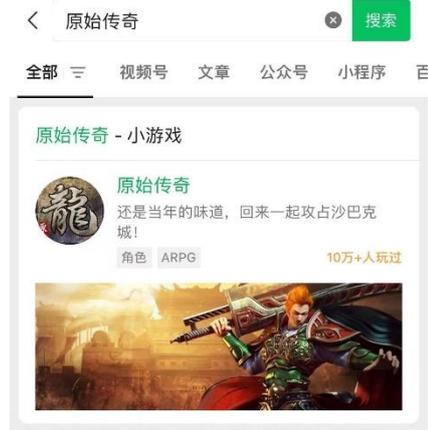
传奇品类游戏拥有重商业化、重买量、用户群体年龄偏大等特点，天然适配小游戏赛道。恺英网络积累多年品类运营经验，研发能力出众，行业资源丰富，以多款爆款产品为基，已在传奇品类建立起深厚护城河。2023年5月公司收购子公司浙江盛和剩余股权，业务层面来看，浙江盛和旗下研发团队及研发资源将完全并入公司自研体系，与上海本部研发团队深度融合，助力夯实公司在传奇品类的领先优势。

图表 32：恺英网络擅长传奇品类



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 33：恺英网络《原始传奇》已上线小游戏版本



资料来源：微信，东方财富证券研究所

公司积极布局小游戏赛道，目前已有《新倚天屠龙记》、《天使之战》等多款产品上线微信小游戏版本。其中公司新产品《仙剑奇侠传：新的开始》上线小游戏渠道，游戏融合了回合制 RPG、卡牌、放置等多种玩法，表现亮眼，进入微信小游戏畅销榜前十名。

图表 34：恺英网络《仙剑奇侠传：新的开始》小游戏界面



资料来源：《仙剑奇侠传：新的开始》微信小游戏，东方财富证券研究所

图表 35：《仙剑奇侠传：新的开始》小游戏畅销榜 #7

- 5  冒险大作战  
冒险有家族，作战不菇... 立即玩
- 6  三国吧兄弟  
小怪更多！手感更好！... 立即玩
- 7  仙剑奇侠传之新的...  
经典还原，仙剑沉浸式... 立即玩

资料来源：微信小游戏畅销榜（2023-11-20），东方财富证券研究所

#### 4.4. 吉比特

现有储备游戏充足。吉比特游戏储备充足，自研游戏中《不朽家族 (M66)》、《超喵星计划》预计分别于 2023Q4 与 2024H1 上线；代理产品中《皮卡堂之梦想奇缘》已定档 12 月 5 日，《神州千食舫》预计于 2024 年上线。随储备游戏陆续上线，公司有望开启新产品周期，业绩增量可期。

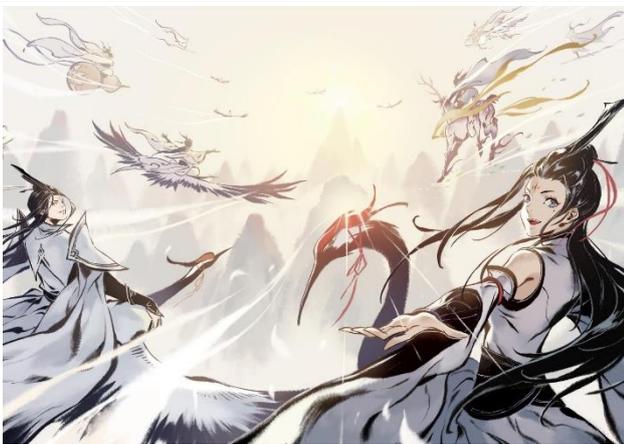
图表 36：吉比特游戏储备

自研产品	版号进度	游戏类型	拟发行地区	拟上线时间
《Outpost: Infinity Siege》	未申请	第一人称射击类端游	港澳台及海外地区	2024Q1
《不朽家族 (代号 M66)》	已取得	家族题材放置养成	全球	2023Q4
《超喵星计划》	已取得	3D 捏猫抽卡养成类	-	2024H1
《最强城堡》	已取得	策略塔防类	全球	未确定
原点 (代号)	未申请	西幻题材放置卡牌	全球	未确定
M88 (代号)	未申请	魔幻题材放置养成类	中国大陆及港澳台、日韩地区	2024 (境外)
M72 (代号)	未申请	放置挂机修仙游戏	中国大陆及港澳台、东南亚地区	未确定
M11 (代号)	未申请	西幻题材放置挂机	全球	未确定
代理产品	有无版号	游戏类型	授权区域	拟上线时间
《皮卡堂之梦想奇缘》	有	模拟经营类	中国大陆地区	2023. 12. 05
《超进化物语 2》	有	策略卡牌养成类	中国大陆地区	具体时间未定
《Beast Planet》	无	异兽题材生存策略	海外地区	未确定
《神州千食舫》	有	模拟经营类	中国大陆及港澳台、东南亚地区	2024
Project S (代号)	无	Roguelike、SLG	中国大陆及港澳台地区	未确定

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司储备产品中包含多款融合产品，如《不朽家族 (代号 M66)》为放置养成玩法，原点 (代号) 为放置卡牌玩法。公司重点产品《一念逍遥》即为 RPG+ 放置融合玩法，游戏表现稳健，公司有望将产品研运经验运用于小游戏渠道。公司从去年开始密切关注小游戏发展，现已上线小游戏《勇者与装备》，有数个产品的小游戏版本正在开发中。

图表 37：吉比特《一念逍遥》游戏宣传图



资料来源：《一念逍遥》官网，东方财富证券研究所

图表 38：吉比特《勇者与装备》小游戏界面



资料来源：《勇者与装备》微信小游戏，东方财富证券研究所

图表 39：行业公司估值比较表

股票代码	公司名称	总市值(亿元/ 亿港元)	EPS (元/每股)			PE			股价(元/ 港元)	评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
00700. HK	腾讯控股	30331.45	11.94	13.98	16.23	27.97	22.82	19.65	319.00	增持
002555. SZ	三七互娱	516.54	1.34	1.51	1.78	13.51	15.42	13.08	23.29	买入
002517. SZ	恺英网络	265.62	0.49	0.7	0.85	13.39	17.63	14.52	12.34	增持
603444. SH	吉比特	193.52	20.33	18.82	22.17	15.39	14.27	12.12	268.63	增持

资料来源：Choice (2023-12-04)，东方财富证券研究所整理（腾讯控股 EPS 为调整后 EPS）

## 5. 风险提示

- ◆ 内容监管趋严风险
- ◆ 版号监管趋严风险
- ◆ 行业竞争加剧风险
- ◆ 买量成本波动风险

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。