

云游戏系列报告之二—— 聚焦云端，引领游戏行业“技术革命”

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

联系电话：18621871887

2019年4月

研究助理：郭天瑜

联系邮箱：guoty@dwzq.com.cn

联系电话：13636553706

2019年4月

- **5G时代的云游戏的推进以及AR/VR游戏的成熟将有望整体带动游戏行业的整体估值水平，带动优质游戏公司估值中枢从15X往25X演进**
- **云游戏市场增量空间探讨：云游戏市场规模 = 传统端游和网吧用户转化 + 手游玩家转化 + 受制于硬件的核心玩家增量**
- 端游市场：云游戏推出将打破端游传统硬件限制，实现用户在多元化场景下畅玩高品质端游，预计未来三年随着云端布局不断完善，端游将借助云游戏平台实现用户数量和付费同步回升，随着未来网吧逐渐“云端化”也将加速端游云化进程，“云网吧”相关服务商也将同步受益
- 手游市场：加深“游戏精品化”趋势，带动核心手游玩家数量和付费意愿提升，预计至2021年市场规模将突破2400亿
- 新增用户：5G落地，云游戏快速发展，将推进精品3A游戏在移动端发布，挖掘受制于硬件的玩家市场潜力，至少带来10%用户增量
- 考虑游戏市场今年呈现复苏，叠加后续云游戏推进长期影响，预计游戏行业整体增速也将提升

- **“云游戏”发展对于游戏产业链影响？**
- 短期：在游戏分发平台呈现百家争鸣状态下，精品游戏研发商将具有较强的议价能力，打破现有分成格局
- 长期：在发展后期，游戏研发商将需要平台为其导流，届时平台的议价能力将提升，研发商和平台将达到新的均衡状态，行业集中度将进一步提升

- **国内云游戏平台有何优势？**
- 海外游戏通常采取一次性买断付费模式；而国内游戏通常以“游戏内付费”收入为主，游戏内收费模式相较于买断模式更具有延续性，预计未来国内云游戏平台除了传统订阅收入之外，叠加已经养成的用户在游戏内付费习惯，有望通过订阅，游戏内付费及广告等多种模式增强变现能力
- **推荐：1、优质研发公司：游族网络、三七互娱，完美世界、凯撒文化，建议关注IGG（未评级）、吉比特（未评级）等 2、游戏产业链相关公司：腾讯控股，金山软件，建议关注顺网科技（未评级）、盛天网络（未评级）、迅游科技（未评级）等**
- **风险提示：国内玩家付费习惯处于培育期，5G成本不确定性，行业竞争格局变化，行业监管政策风险**



■ 复盘云游戏发展进程

■ 市场增量空间探讨

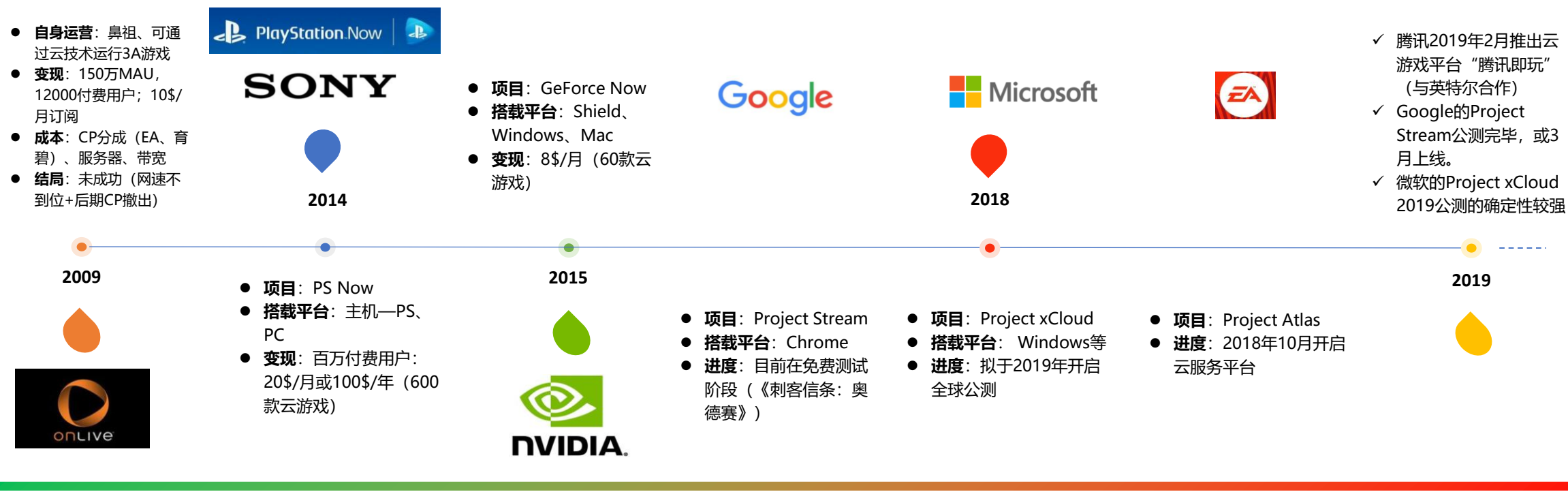
■ 游戏产业链发展

复盘云游戏发展进程

1. 全球云游戏发展历程

- 游戏内容IP化 —— 移动游戏开始增长新纪元 —— “GAAS”游戏即服务模式成为行业新标准 —— 云游戏 “重新定义游戏分发”
- 云游戏提供的**便利性，游戏广度和易用性**，与现有的主机游戏机相比，用户可通过已经拥有的设备上获取类似高质量游戏，不仅消除了高前期购买硬件的高成本，同时以较低的综合成本获取更多种类的游戏

图表：云游戏发展



1. 技术支持：5G技术要求和落地情况

- 云游戏无需在本地运行，可以绕过移动处理器的有限功能和高功耗
- 完整的国际5G标准已经正式出炉，NR测试和NSA测试基本完成，意味着不同厂商的5G网络和5G终端可进行功能测试，并支持各种进阶连网服务如超高分辨率8K视频和VR服务，数据传输单用户下载峰值高达1.5Gpbs，充分满足云游戏网速要求（谷歌Project Stream 25 Mbps，索尼PS NOW 12 Mbps）

图表：5G发展



- 开展**九**大场景研究
- 在**17**个城市开展规模试验和应用示范

杭州、上海、广州、苏州、武汉、北京、天津、雄安、郑州、成都、重庆、深圳、南宁、沈阳、南昌、兰州、福州

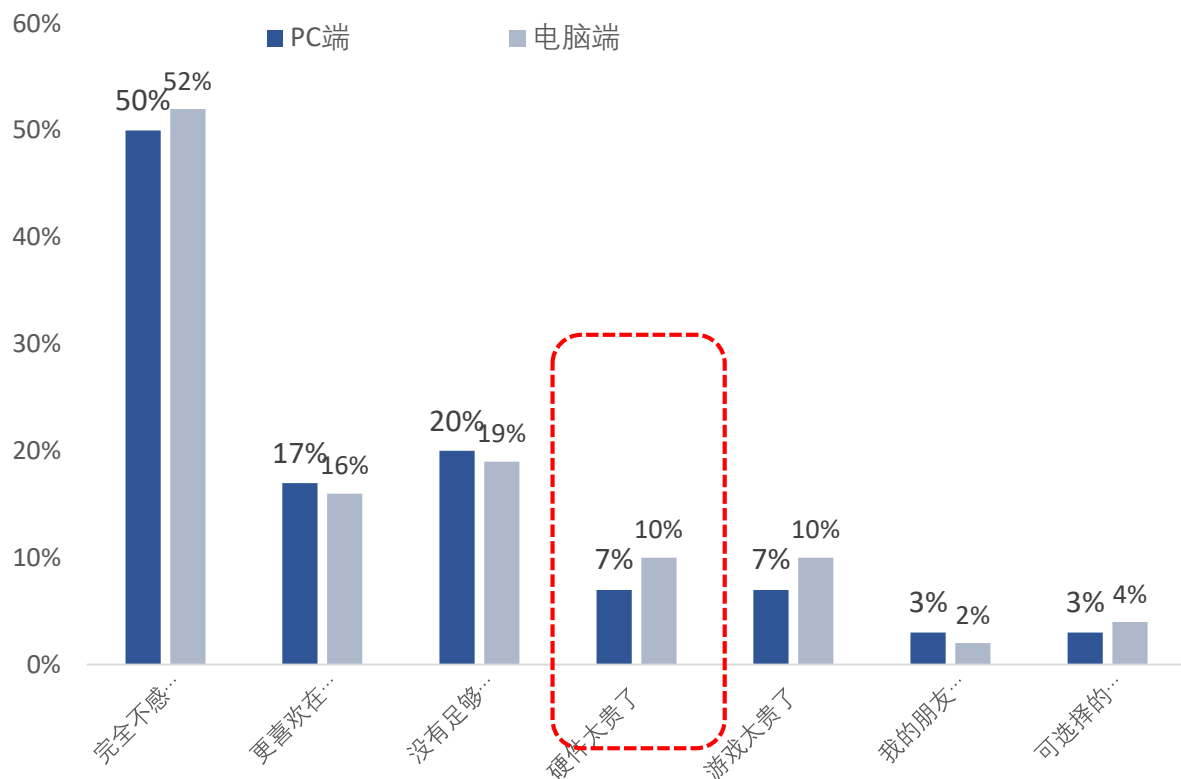
市场增量空间探讨

2. 市场增量：硬件门槛降低，核心玩家数量增长

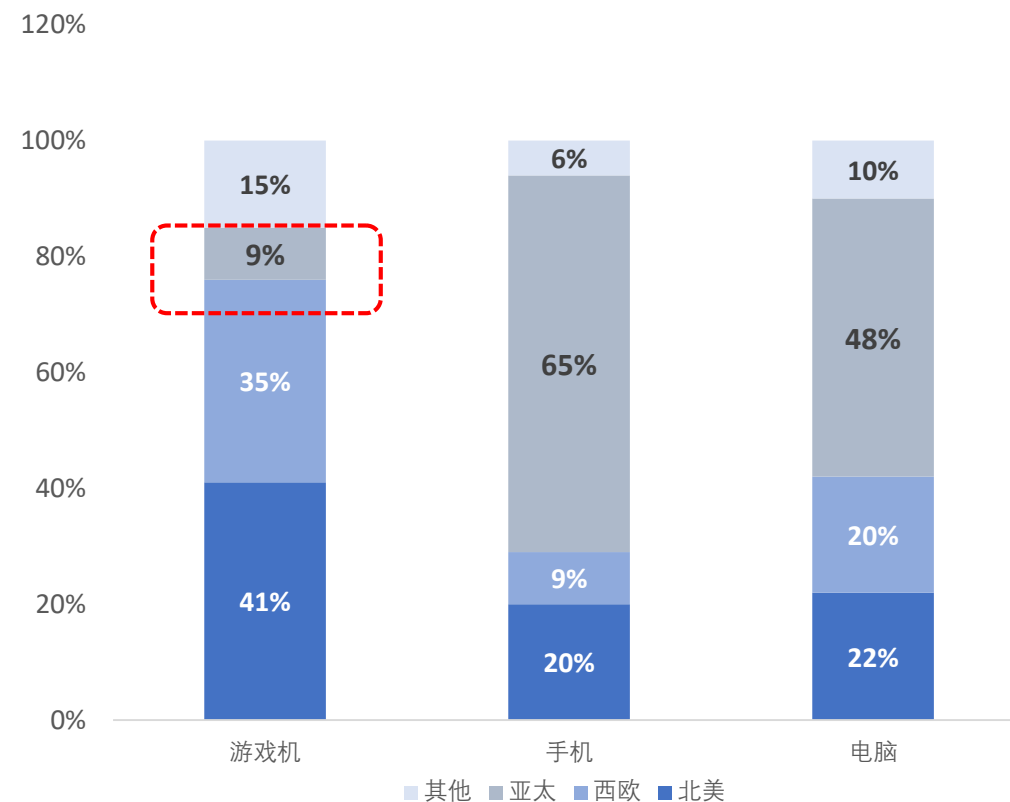
■ **云游戏市场规模 = 传统端游和网吧用户转化 + 手游玩家转化 + 受制于硬件的核心玩家增量**

■ **增量一：**随着硬件门槛降低，受制于硬件的重度游戏玩家有望成为云游戏平台未来的中坚力量之一，我们认为5G落地，云游戏快速发展，将推进精品3A游戏在移动端发布，进一步带动核心游戏用户数量增长

图表:非游戏玩家不玩游戏理由统计 (单位: %)



图表: 全球不同地区及游戏类型占比统计 (%)



资料来源: IDC, 东吴证券研究所整理

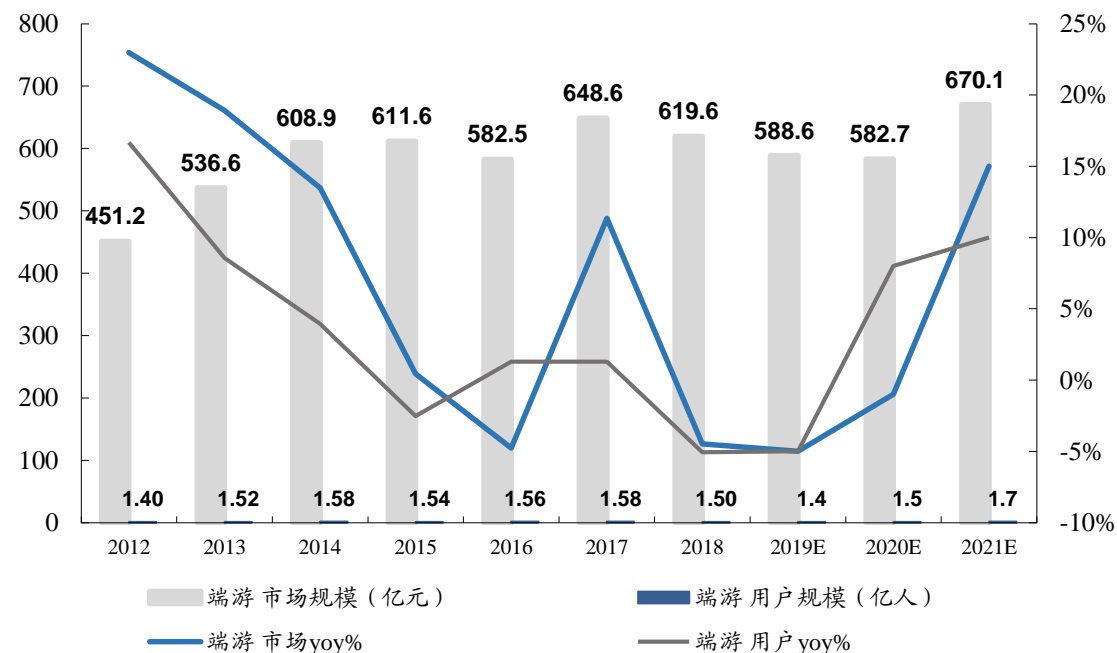
2. 市场增量：端游及网吧市场将率先云化

- **增量二：“端游”近年受硬件和玩游戏场景限制，市场规模不断下滑，18年为619.6亿元（yoy -4.5%），云游戏推出将打破传统限制，实现用户在多元化场景下畅玩高品质端游，预计未来三年随着云端布局不断完善，端游将借助云游戏平台实现用户数量和付费同步回升**
- 同时，端游玩家作为网吧的中坚力量，**随着未来网吧逐渐“云端化”（网吧无需采购主机，只需按量采购“云端服务器”即可），也将加速端游云化进程，顺网作为“云网吧”模式服务商或将同步受益**

图表：云游戏端游方面市场测算

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
网吧网民规模（百万人）	119	149	157	162	167	172
上网频次（次/月）	1.91	1.87	1.84	1.84	1.84	1.84
单次上网时长（h）	4.49	4.21	4.18	4	4	4
平均单小时收费（元）	4	4	4	4	4	4
网吧市场规模（百万元）	49064	56302	58116	57282	59000	60770

图表：国内端游市场和用户规模（单位：亿）

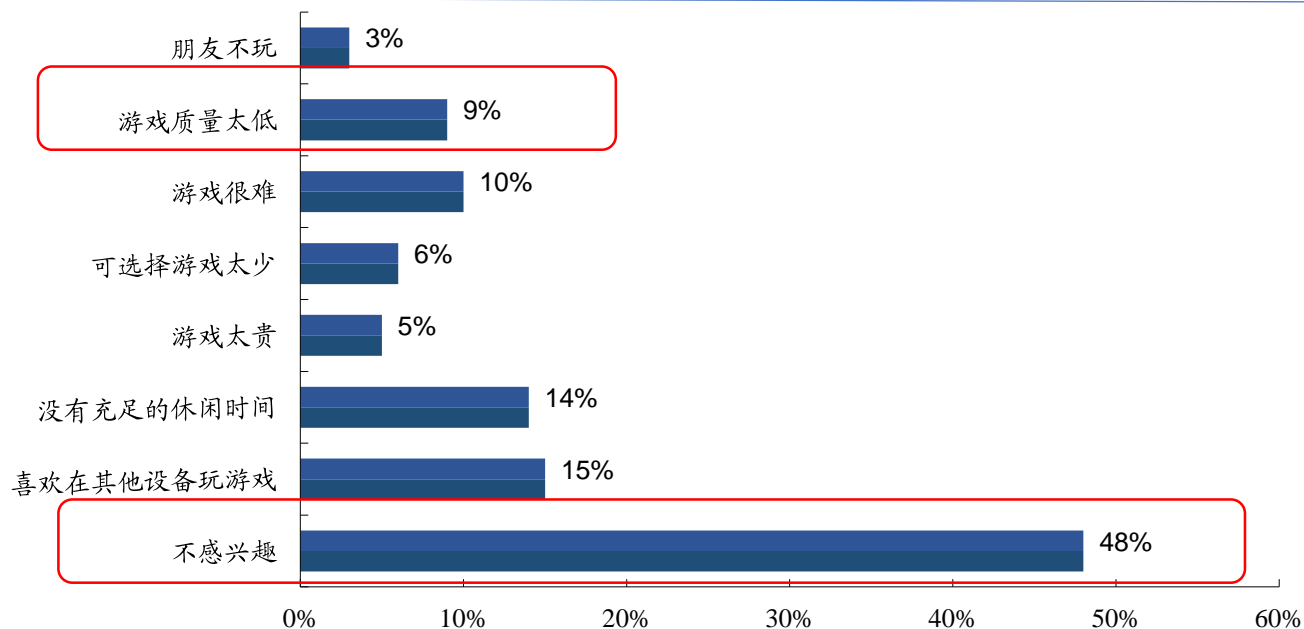


2. 市场增量：云游戏带动手游核心玩家数量和付费意愿提升

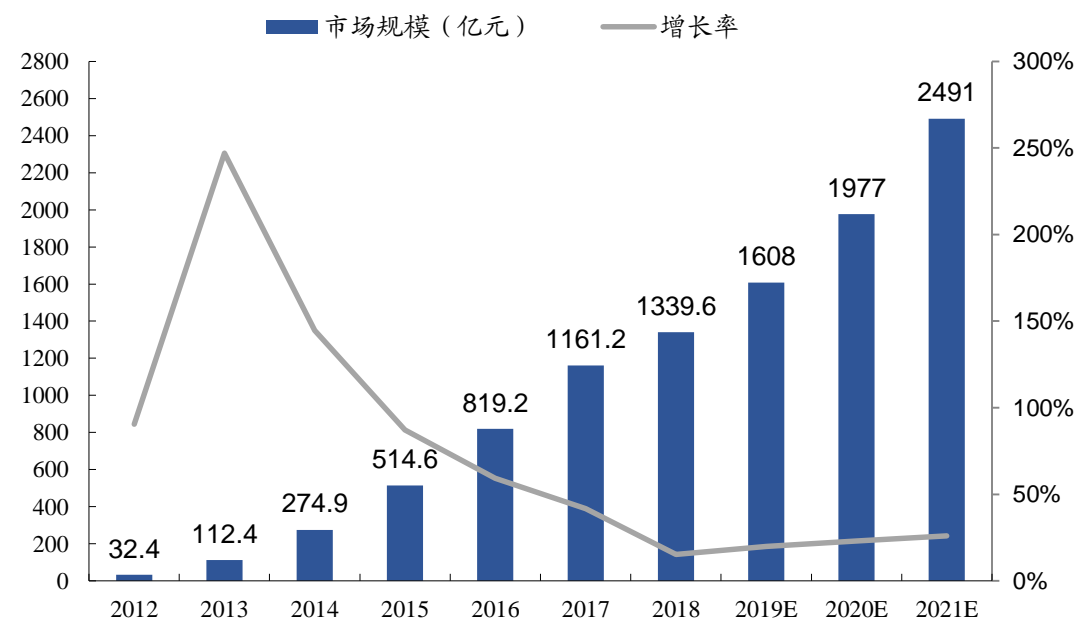
■ 增量三：云游戏将加深“游戏精品化”趋势，带动核心手游玩家数量和付费意愿提升

- 据Alphawise统计，9%的非手机游戏玩家因为移动端游戏质量低而不玩游戏，未来精品化3A游戏陆续通过云游戏平台登陆移动端，可大幅提升用户体验，同时，游戏质量提升也将带动原普通手游用户向核心游戏用户转化，实现玩家数量和付费意愿同步提升
- **考虑游戏市场今年呈现复苏，叠加后续云游戏推进长期影响，预计游戏行业整体增速也将提升：**预计2019—2020年，移动游戏市场规模可达1608/1977/2491亿元，年均增速保持20%以上

图表：全球用户不在手机端玩游戏理由统计



图表：手游方面市场及测算测算



游戏产业链发展

3.1 海外主机游戏产业链

➤ 云游戏简化内容分发链，硬件部分收益将被转化

图表：海外主机产业链

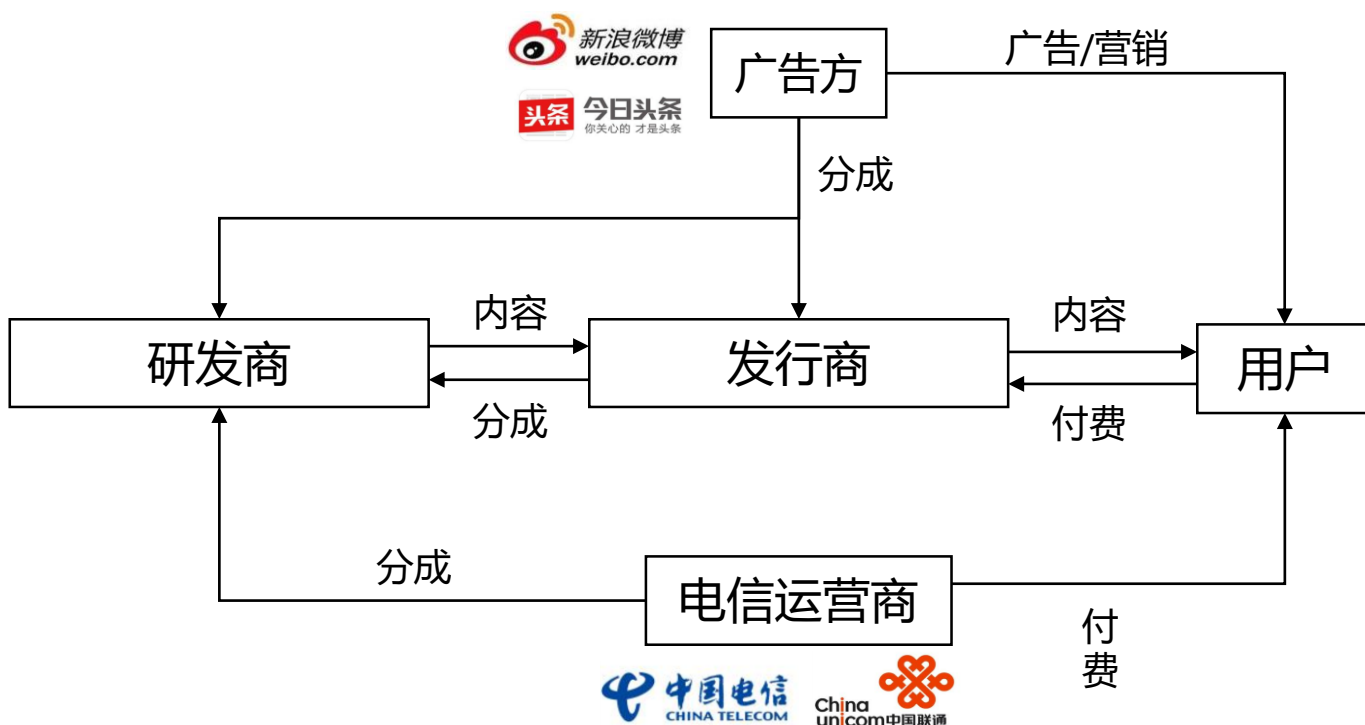


3.2 国内游戏产业链：云游戏有望实现多元化变现

- **国内外付费方式对比：**海外游戏通常采取一次性买断付费模式；而国内游戏通常以“游戏内付费”收入为主
- **国内云游戏平台优势：**游戏内收费模式相较于买断模式更具有**延续性**，预计未来国内云游戏平台除了传统订阅收入之外，叠加已经养成的用户在游戏内付费习惯，有望通过**订阅，游戏内付费及广告**等多种模式增强变现能力

图表：国内手游产业链

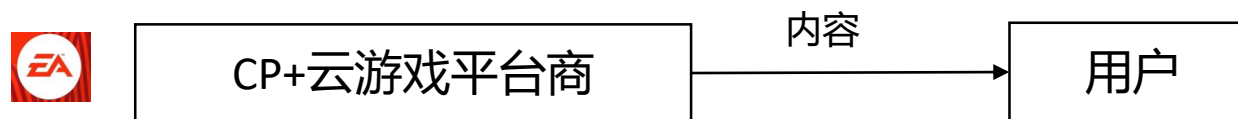
图表：国内外游戏付费模式对比



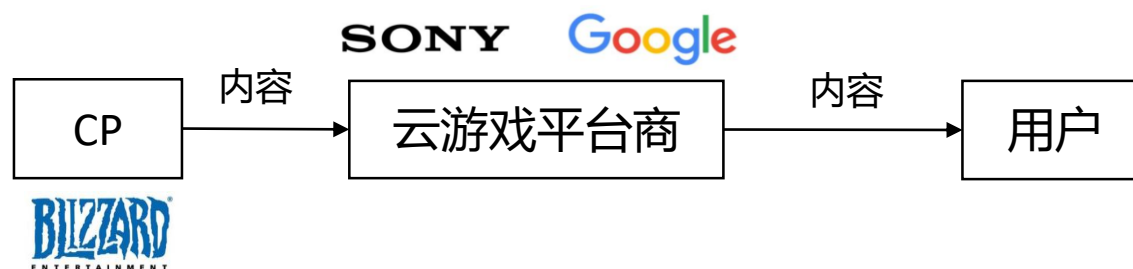
	国外	国内
时间收费		✓
买断制收费	✓	
道具/增值业务收费		✓
内挂广告/发售周边	✓	✓

3.3 云游戏简化内容分发链，硬件部分收益将被转化

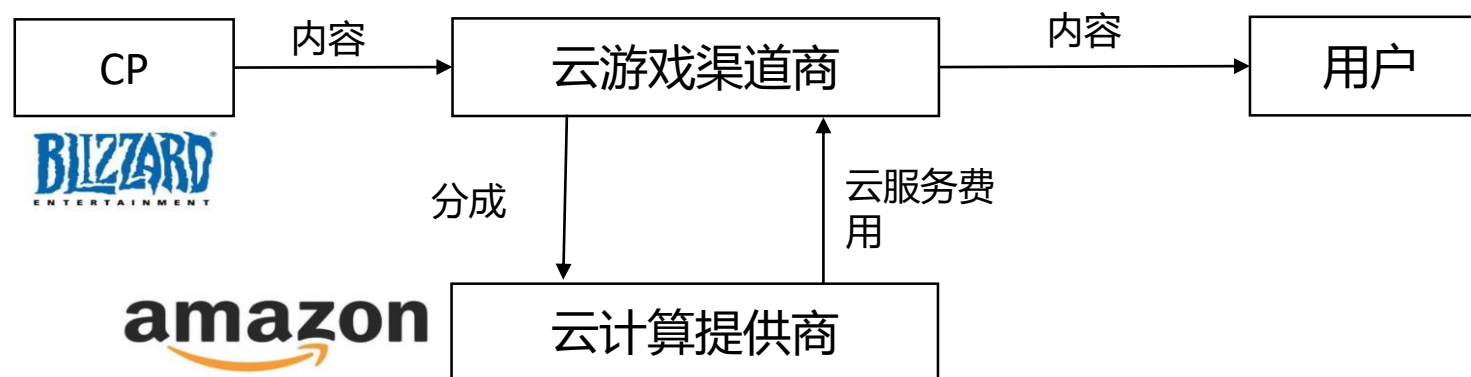
1 研发商做云游戏平台



2 云计算商做云游戏平台



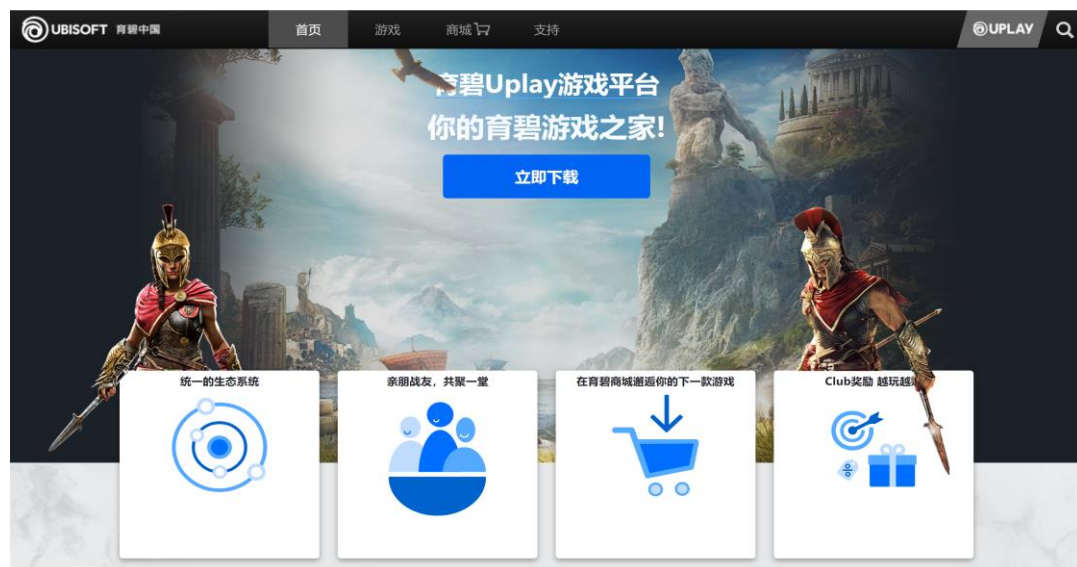
3 原渠道云化



3.3 研发商直接做平台：精力有限，难以兼顾

- **受制于有限的时间和精力，研发商来开发云游戏平台的可能性不大：** 游戏研发需要大量的资源，面对当前激烈的游戏市场竞争，只有保持高标准的游戏品质才能持续吸引和保持用户，因此游戏研发商将继续集中于开发高品质游戏，很难再留出充足的时间和精力来自己运营云游戏平台，如育碧推出过自己的游戏销售平台UPLAY，因为其服务器的缓慢网速和游戏BUG而广受诟病
- **集中于自身研发的游戏，上升空间小，平台云化可能性低：** 大部分研发公司提供的游戏平台只提供自身公司研发的游戏，极少为第三方游戏提供支持，因此面对的用户和市场有限，专门为个别款游戏运营云游戏平台的可能性不大，如暴雪游戏平台除了《命运2》外，并未加入其他非自身研发的游戏作品，并明确表示没有为第三方游戏提供平台支持的短期或长期计划

图表：育碧游戏销售平台UPLAY



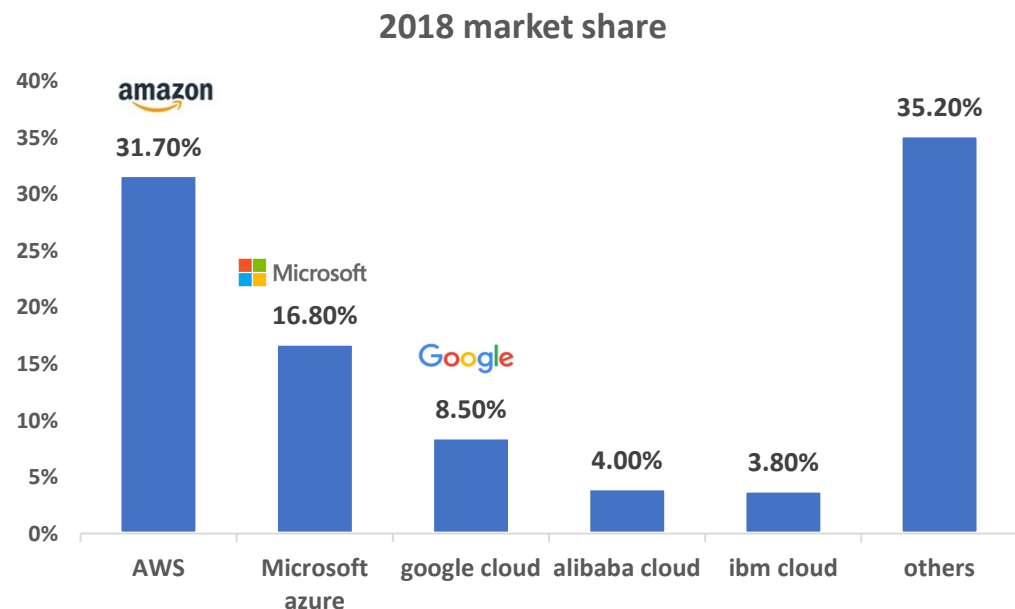
图表：暴雪游戏平台首次引入第三方游戏：《Destiny 2（命运2）》



3.3 云服务提供商涉足云游戏平台：立足云计算，未来可期

- **云服务商坐拥海量云资源，自带行业优势：**云游戏将用户硬件端运算转化到云服务器上，需要高配置的云端服务器来做性能支持，运营门槛极高，并且在非高峰期时，容易产生多台服务器闲置的资源浪费，云服务商拥有极大的云计算能力和云端服务器资源，云服务质量高，调配灵活，可充分满足云游戏的要求
- **技术升级颠覆传统游戏市场，云服务商寻机入局：**过去数年间，游戏行业逐渐走向成熟，形成了几家平台商相互博弈制衡的格局，为新企业的加入设置了一定门槛，云技术的升级打破了原有限制，局外互联网企业会抓紧机会进入游戏市场。随着5G的发展，谷歌、微软、亚马逊等云服务商头部公司纷纷推出了自己的云游戏计划

图表：2018年云计算市场份额



图表：各大公司纷纷推出云游戏计划

谷歌：

微软：

亚马逊：

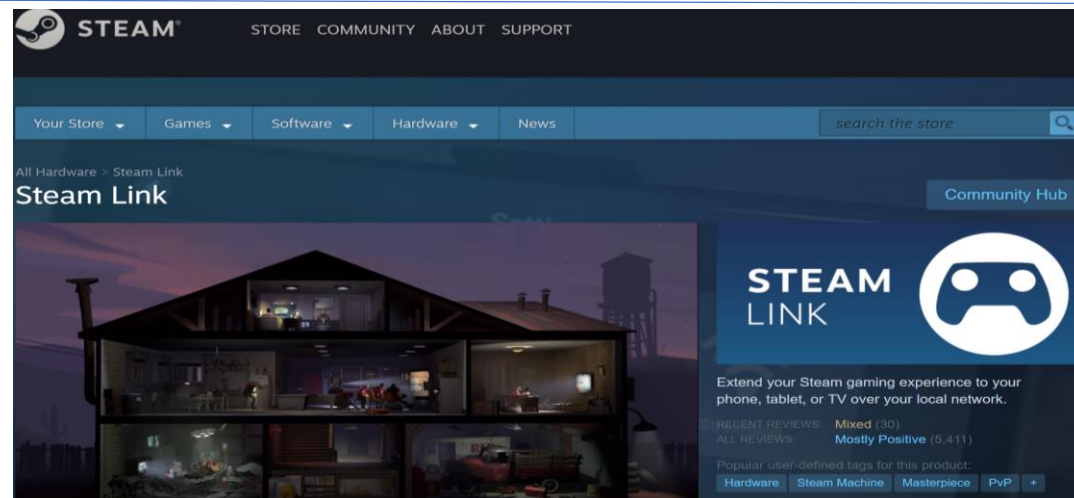
3.3 现有渠道云化：资源积累助推平台更上一层楼

- **现有资源的积累提供坚实基础，平台有望借助云化进一步提升：**现有平台运营商在游戏发行运营推广方面积累了丰富的经验、流量、用户基础，更拥有对接第三方游戏的资源，可从多方面支持云游戏平台，提高用户吸引力和平台竞争力。但是如何妥善地照顾到各种类型用户的需求，把现有的庞大资源向云端转化，仍然是一项很大的挑战
- **主机优势被削弱，硬件商将重视游戏向云端转变：**云游戏的推出将颠覆硬件市场，游戏玩家不需要再购入高性能显卡及CPU，也不需再对设备进行升级更新，硬件巨头将迎来前所未有的挑战。因此硬件商会逐渐减少主机等硬件在营收份额中的比重，积极部署串联服务

图表：索尼推出云游戏服务PlayStation Now



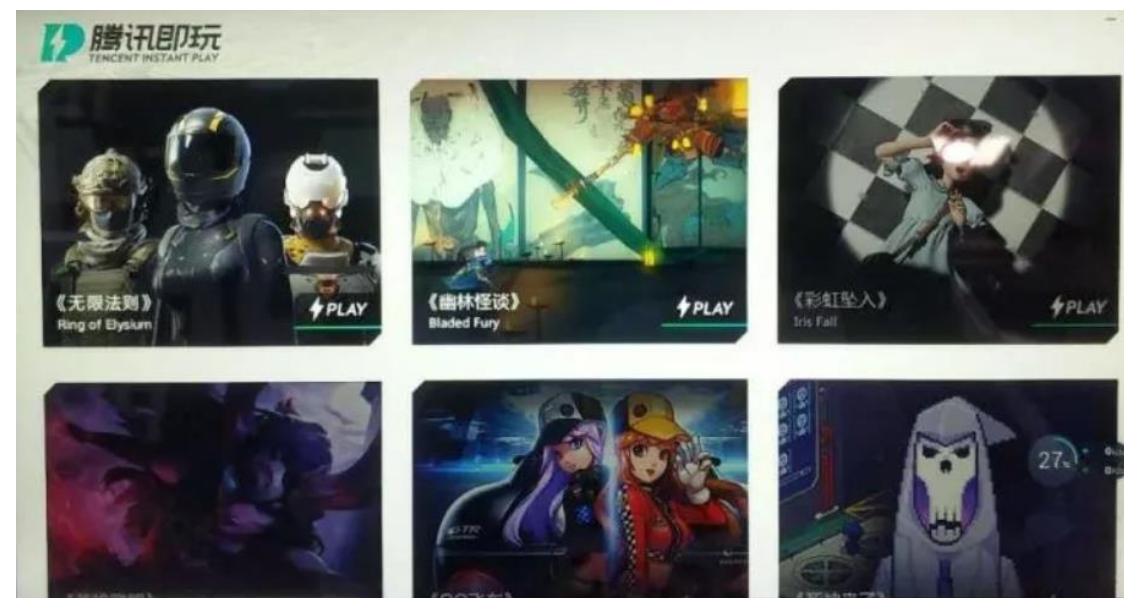
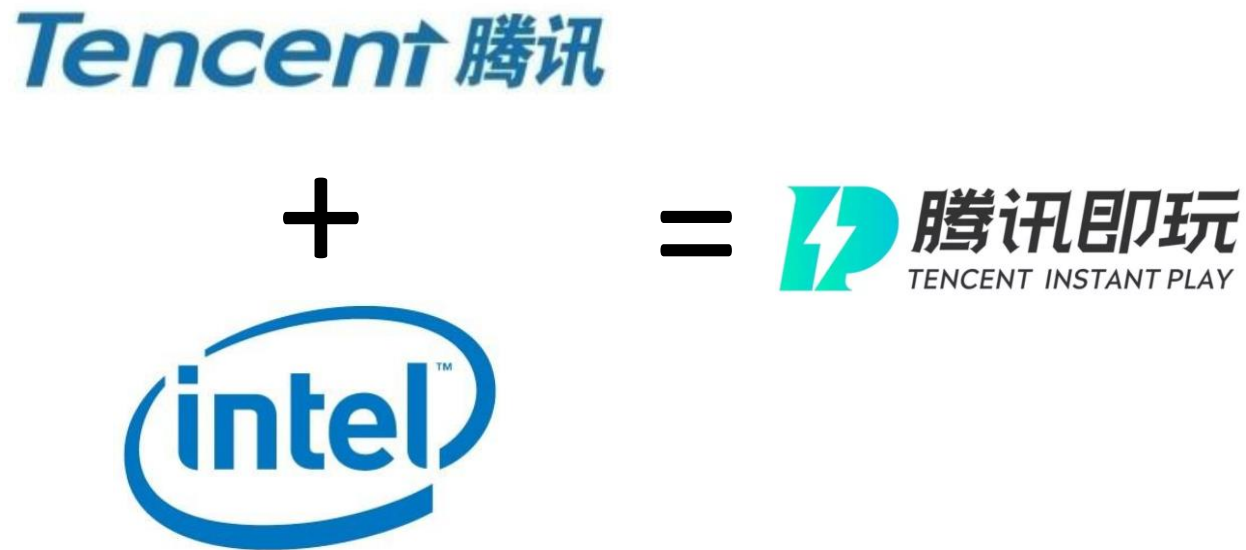
图表：Steam推出串流服务Steam Link



3.4 “云游戏” 将带动游戏产业链变革

- 在GDC 2019上，“腾讯即玩”发布并阐述了有关云游戏的全新项目的相关规划与技术路线图——围绕云游戏打造完整生态，并基于云游戏技术探索全新的商业模式，云游戏未来的发展将对游戏开发、推广、体验都带去变革，腾讯即玩在云环境下供玩家体验北极光工作室旗下生存类游戏《无限法则》以及NEXT Studios旗下的《幽林怪谈》

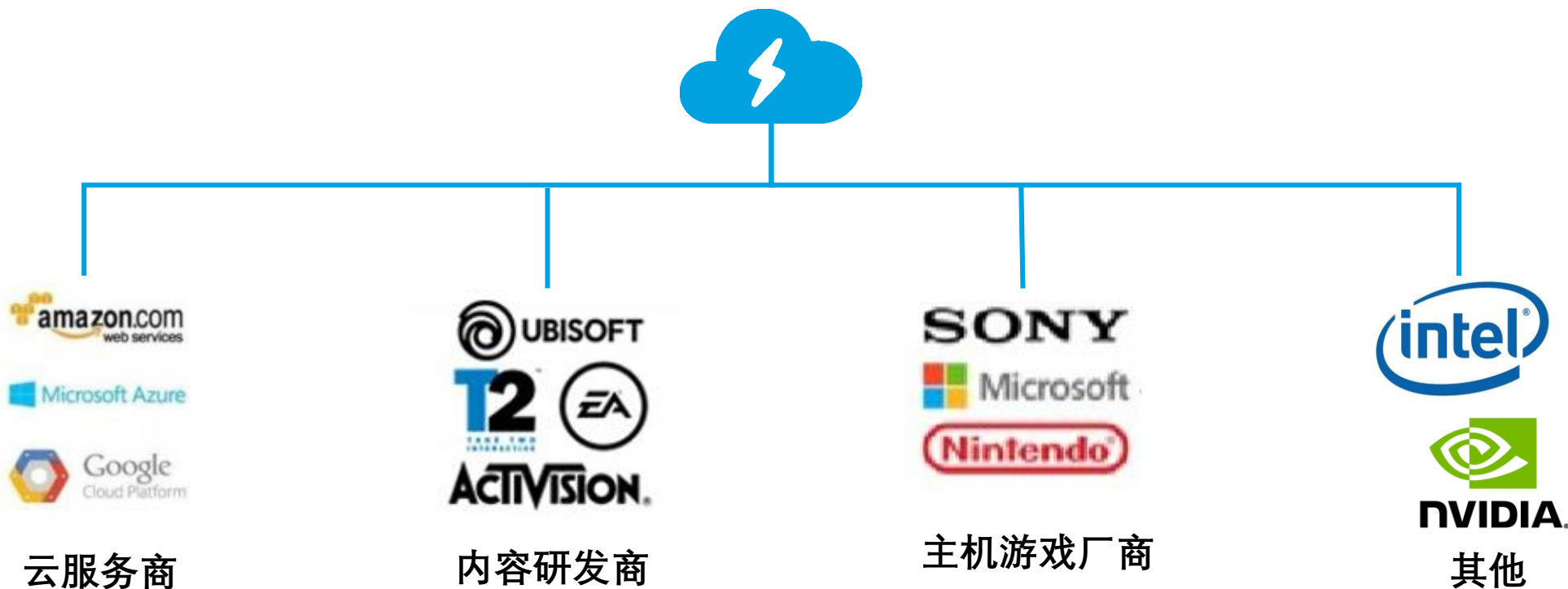
图表：腾讯云游戏平台“腾讯即玩”



3.4 短期：游戏平台百家争鸣，优质内容研发商或将受益

- 服务商，研发商，发行商纷纷进入云游戏行业，发展初期，云游戏行业格局将呈现 **“百家争鸣”** 状态
- 我们认为，在游戏分发平台呈现高度分散状态下，**“精品游戏”** 研发商对于平台将具有选择权，议价能力有望提升，打破当前游戏行业渠道为**王的状态，研发商分成比例将提升**

图表：海外云游戏市场目前玩家



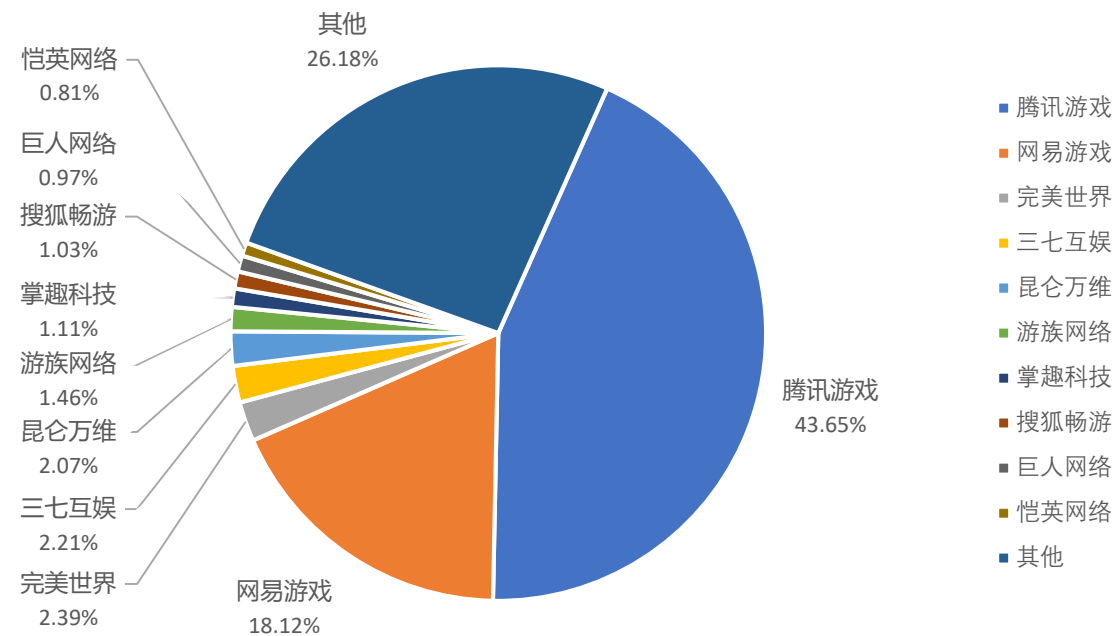
3.4 长期：平台整合，头部云游戏平台议价能力增强

- 对比音乐和视频等流媒体平台发展历程，未来随着平台不断整合，头部云游戏平台将成为新的用户流量和优质内容聚集地
- 在发展后期，游戏研发商将需要平台为其导流，届时平台的议价能力将提升
- 在云游戏平台整合中，拥有强大资本或者优质内容支撑的公司将获益，如腾讯，阿里等，行业集中度将进一步提升

图表：2018年网络剧正片有效播放市占率top10榜单集中于头部平台

排名	片名	市占率	播放平台
1	延禧攻略	7.78%	爱奇艺
2	如懿传	5.44%	腾讯视频
3	独孤天下	2.62%	腾讯视频
4	沙海	2.59%	腾讯视频
5	芸汐传	2.39%	爱奇艺
6	烈火如歌	1.89%	优酷
7	将夜	1.64%	腾讯视频
8	为了你我愿意热爱整个世界	1.53%	爱奇艺
9	双世宠妃2	1.44%	腾讯视频
10	九州海上牧云记	1.34%	腾讯、爱奇艺、优酷


图表：中国手游市场占有率，腾讯和网易占据大半江山（%）



3.5 他山之石：海外流媒体服务发展初期——内容当道

- **内容当道，高品质内容短期将成为核心竞争力：**一方面，购置版权的费用成为流媒体主要成本，获得其他网络内容的成本和复杂性越来越高；另一方面，订阅的收费模式决定了厂商必须持续地吸引用户，流媒体需要持续保证自身内容的吸引力、新颖性、独创性
- **自主开发游戏成为趋势，精品游戏或将率先受益：**考虑到目前3A级大作游戏的固定商业模式，云游戏平台垄断大型游戏的可能性不大，独立游戏将获得更多的机会和曝光率，此外，考虑到高额的内容购置费用，厂商由游戏代理转向自主研发将成为大趋势。

图表：Spotify和Netflix业务对比

	 Spotify	NETFLIX
利润	尚未盈利	\$16亿
独立内容	几乎没有原创内容	大量原创内容
版权内容成本占比	70%+	50.5%
付费率	40%	95%
付费用户单位收入	\$63.58	\$77.23

图表：多米音乐因不堪版权费用重负而倒闭



多米音乐将于2018年2月28日起停止服务

尊敬的Sonos用户：

您好！受市场因素影响，多米音乐公司计划终止多米相关业务运营，服务器将于2018年2月28日下架，无限期停止音乐服务。同时将导致您在Sonos平台上无法继续使用多米音乐。

Sonos一直致力于不断提升更好的客户体验，未来我们也将会尝试与更多的音乐服务商合作，提供更多更优质的音乐服务内容给广大用户。感谢您对Sonos的支持！

谢谢！
Sonos 支持团队



3.5 他山之石：复盘国内视频流媒体平台发展

■ 视频平台发展历程：视频平台百花齐放——版权价格水涨船高——行业并购整合——平台议价能力增强

图表：复盘国内视频平台发展历程



“云游戏”产业链相关公司梳理

- 5G时代的“云游戏”的推进以及AR/VR游戏的成熟将有望整体带动游戏行业的整体估值水平，带动优质游戏公司估值中枢从15X往25X演进

图表：“云游戏”产业链公司估值表

证券代码	证券简称	现价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（百万）		PE		
				18A	19E	18A	19E	20E
002174. SZ	游族网络	23.5	209	1017.4	1261	16.23	16.5	12.9
002555. SZ	三七互娱	13.27	282	1047.78	1878	19.14	15.07	13.27
002624. SZ	完美世界	29.51	388	1702.71	2267	21.51	17.16	15.2
002425. SZ	凯撒文化	7.52	61.2	295.6	637	16.19	9.64	8.4
603444. SH	吉比特	207.49	149	688.37	785.71	21.67	18.98	16.53
300113. SZ	顺网科技	17.77	123	359.46	629.76	24.55	19.59	16.33
300494. SZ	盛天网络	12.51	30.02	53.44	80.61	44.73	37.25	31.33
300467. SZ	迅游科技	28.38	64.07	183.86	397.36	28.15	16.12	13.07
3888. HK	金山软件	18.7	256.89	389.21	776	66.79	32.81	25.62
0700. HK	腾讯控股	328.3	31117	77469	88991	40.53	35.30	29.05
0799. HK	IGG	9.35	119.77	1269.57	1407.78	9.29	8.5	7.45

*数据截至2019/04/09收盘价（元）

*腾讯，游族网络，三七互娱，金山软件，完美世界，凯撒文化盈利预测来自东吴证券，其余均来自Wind一致预期

*港币汇率：1港元=0.8563人民币

- **国内玩家付费习惯处于培育期：**首先是玩家的付费习惯尚处于培育期，同时，3A游戏在国内的渗透率较低，因此，云游戏能否在中国玩家中有效推进仍然存在着较高的不确定性
- **成本的不确定性：**5G技术的到来能够大大提高用户的体验，是云游戏成功的强大助推剂，但该技术尚未投入商用，因此网络费用存在着不确定性
- **行业竞争格局：**国外主机厂商对云游戏的布局较早，Sony、Google等厂商近年都进行了研发投入，并在部分地区投入使用，但国内游戏厂商对云游戏的战略布局较晚，主要是中小游戏企业在做云游戏方向的探索，发展进程可能不及预期
- **政策监管风险：**虽然国内主机游戏已于2015年全面解禁，但是主机游戏和云游戏的发展依然存在着较高的监管风险，政府依然有可能出于对国内游戏厂商的保护，限制云游戏的发展

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司的客户使用。不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

腾讯网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园