

网络游戏行业研究 增持 (维持评级)

行业点评

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

手游市场暑期强劲复苏，但是几乎完全被腾讯统治

事件

2019年7月18日，开放世界MMO手游《龙族幻想》由腾讯发行上线，很快登上iOS免费榜、畅销榜双榜首。此前，腾讯发行的休闲竞技手游《跑跑卡丁车》也取得巨大成功。在老游戏当中，《王者荣耀》老当益壮，《和平精英》新赛季活动提振了流水。现在，iOS游戏畅销榜出现了罕见的一幕：前4名全部被腾讯游戏占据。

评论

在大半年的“产品荒”之后，手游市场强劲复苏：2018年3月至12月，游戏版号暂停发放；在版号恢复之后，由于产品测试和排期跟不上，2019年上半年手游市场仍然呈现“产品荒”，只有寥寥几款头部产品上线。在此期间，用户需求一直处于蓄势待发的“被压抑”状态。2019年7月，大批精品终于涌入市场，又恰逢暑假，手游行业总算迎来了强劲复苏。然而，绝大部分增量都被腾讯自研或代理游戏拿走了。

腾讯再次证明了自己的游戏导流能力：我们估计，《跑跑卡丁车》首日新增用户超1000万，《龙族幻想》超400万，《权力的游戏》接近150万。只要是腾讯手游精品线发行的产品，前三天几乎肯定占据免费榜第一。腾讯的微信、QQ、应用宝本来就是最大的游戏预约渠道，今年又加强了从视频、新闻等应用向游戏导流。虽然手游玩家的口味越来越刁钻，但是腾讯的导流能力毫无松动，怪不得有底气与第三方应用商店重新谈判分账比。

腾讯对手游市场的统治是全方位的：纵观2019年7月腾讯运营中的热门手游，《王者荣耀》《和平精英》是重度竞技，《跑跑卡丁车》是休闲竞技，《权力的游戏》是SLG，《龙族幻想》是开放世界MMO……形成了全品类、全玩家群体覆盖。除了在二次元、女性向等垂直市场的覆盖较弱，腾讯可谓全面统治了手游市场。目前腾讯预约中的手游产品，也几乎覆盖了所有主流品类；可以想象，这种统治将持续下去。

网易游戏很落寞，复苏只能静待明年：2019年至今，网易在国内只发行了《堡垒前线》一款主力产品，而且在口碑和商业上都没有成功。由于缺乏成熟产品、版号储备不足，我们预计网易将继续缺席今年下半年的手游市场复苏。当然，网易开发中的《梦幻西游3D》《EVE》《暗黑破坏神》手游均有爆款潜质，但是从内测节奏看，都很难在今年上线。现阶段，网易的市场和运营重点将放在日韩等海外市场。

垂直品类、独立CP大显神威，手游市场两极分化：2019年5月上线的《明日方舟》，由独立CP制作及发行、主要依靠B站及TapTap等渠道，连续两个月iOS游戏畅销榜平均排名前5。与此同时，米哈游的《崩坏3》大显神威，再次进入畅销榜前8。以上两款都是自主IP的二次元游戏。这说明：手游市场迅速分化，一边是“腾讯系”收割高DAU、大IP产品，一边是独立CP、垂直产品赢得稳定的用户；两者之间的大批厂商则被边缘化。

投资建议

腾讯控股以及“腾讯系”CP，包括世纪华通、完美世界等，今年下半年仍有饱满的产品线，将继续提升市场份额。在暑期剩下的时间，完美开发的《我的起源》、世纪华通开发的《龙之谷2》均有可能成为爆款；腾讯自研的《王牌战士》《天涯明月刀》《乐高无限》也有可能上线。相比之下，网易几乎没有已经开始预约的重量级产品，它的下一个产品上升周期要等到今年年底或明年年初的《梦幻西游3D》《暗黑破坏神》。

哔哩哔哩通过对《明日方舟》的成功联运，巩固了自己在二次元游戏发行及渠道方面的优势地位，证明了自己在国内原创二次元IP领域也能有所作为。随着二次元等垂直品类的持续扩张、产品口碑对市场的影响力提升，TapTap等垂直分发渠道的地位也在增强，其母公司心动网络正计划在香港上市。

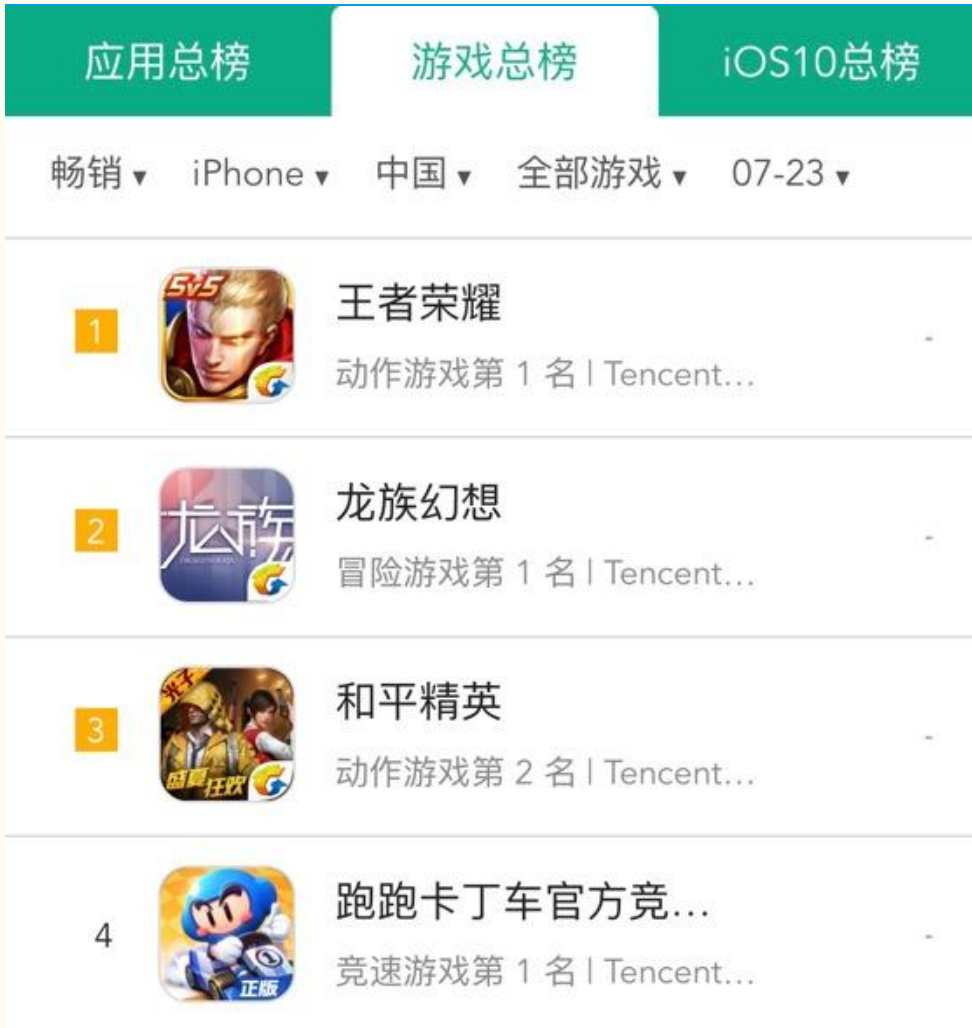
风险提示：宏观经济风险；新产品推广风险；监管风险。

这个暑期，手游市场再次目睹了腾讯的强大统治力

腾讯发行产品霸占了 iOS 游戏畅销榜的前 4 名

- 2019 年 7 月 23-24 日，iOS 游戏畅销榜出现了罕见的盛况：腾讯发行的《王者荣耀》《龙族幻想》《和平精英》《跑跑卡丁车》霸占了前 4 名。在上述游戏中，《王者荣耀》已经有三年历史，《和平精英》的前身《刺激战场》上线于 2018 年初，《跑跑卡丁车》《龙族幻想》都是 2019 年 7 月的新游戏，可谓“老中青”三代搭配。在品类上，《王者荣耀》《和平精英》是重度竞技，《跑跑卡丁车》是休闲竞技，都是腾讯的“传统主场”；《龙族幻想》是开放世界 MMORPG，是此前腾讯比较薄弱的环节。此外，2019 年 3 月上线的《完美世界》仍然稳居畅销榜前 10；7 月 10 日上线的《权力的游戏》位居第 10-15 名之间。

图表 1：罕见的盛况：腾讯霸占了 iOS 游戏畅销榜的前 4 名



来源：App Store, 七麦数据, 国金证券研究所

- 我们预计，2019 年 7 月，《王者荣耀》流水将超过 25 亿，《和平精英》超过 15 亿，《跑跑卡丁车》《龙族幻想》均达到或接近 10 亿。这将是中国手游历史上，第一次有 4 款游戏的月流水同时超过 10 亿，而且它们来自同一个发行商。而且，这 4 款游戏的生命周期都会很长。《跑跑卡丁车》作为经典端游 IP，有望取得与《QQ 飞车》类似的长期战绩；《龙族幻想》刷新了 MMO 手游的画面纪录，而且年轻粉丝极多。
- 在这个玩家口味日益挑剔、渠道多元化的时代，腾讯的游戏导流能力仍然未见任何松动：我们估计《跑跑卡丁车》上线首日新增用户破 1000 万、《龙族幻想》破 400 万，均创下同类产品近期纪录；即使是让玩家大失所望的《剑网 3：指尖江湖》，首日也有近 200 万新增。除了传统的微信、QQ、应用宝三大流量入口，腾讯加强了从媒体应用向游戏的导流，例如《权力的游戏》就从腾讯视频获得了大量预约。相比之下，其他发行商若能在首日为重度游戏导入 50-100 万用户，就算超额完成任务了。

图表 2：腾讯最近发现的 5 款主力手游初期导流情况

| 游戏名称 | 上线时间 | 首日导流估算 | 前三日导流估算 |
|------------|-----------|--------|---------|
| 跑跑卡丁车 | 2019.7.1 | 1200 万 | 2000 万 |
| 权力的游戏：凛冬将至 | 2019.7.10 | 140 万 | 210 万 |
| 龙族幻想 | 2019.7.18 | 430 万 | 700 万 |
| 拉结尔 | 2019.6.19 | 120 万 | 180 万 |
| 剑网 3：指尖江湖 | 2019.6.12 | 190 万 | 250 万 |

来源：微信游戏中心，QQ 游戏中心，国金证券研究所

腾讯的全面强势将持续多久？至少整个下半年

- 腾讯的优势在于：它既有流量入口，又有产品研发能力，还有强大的测试和运营体系。所以，它积累了大批自研或联合研发产品，而且能够与优质第三方 CP 合作；它的产品线一直是市场上最饱满、覆盖面最广的。结合产品预约和内测情况看，我们认为，在今年 7-8 月，《一人之下》《狐妖小红娘》《王牌战士》等重量级手游均可达到上线条件；具体何时上线，则要看腾讯的整体规划。到了年底，万众瞩目的《地下城与勇士》手游也可能上线。总而言之，腾讯的手游产品线可以至少保证到年底之前的“统治力”。

图表 3：腾讯今年暑期可能发行的新手游产品

| 游戏名称 | 类型 | 微信预约量 | QQ 预约量 |
|----------|------------|---------|---------|
| 一人之下 | 横版格斗 | 106.0 万 | 555.2 万 |
| 剑网 2：剑歌行 | ARPG | 129.9 万 | 340.7 万 |
| 狐妖小红娘 | MMORPG | 46.8 万 | 282.4 万 |
| 王牌战士 | MOBA + FPS | 146.5 万 | 277.5 万 |
| 我的起源 | 沙盒 MMO | 40.8 万 | 183.3 万 |
| 乐高：无限 | 沙盒 | 131.3 万 | 148.5 万 |
| 天涯明月刀 | MMORPG | 66.9 万 | 145.2 万 |
| 龙之谷 2 | ARPG | 9.3 万 | 2.6 万 |

来源：微信游戏中心，QQ 游戏中心，国金证券研究所

- 一个耐人寻味的话题是：网易今年为何陷入“产品荒”？自从 2018 年下半年的《神都夜行录》《明日之后》以来，网易在国内还没有新游戏进入畅销榜前 100 名。我们认为，原因有二：首先，2017 年四季度至 2018 年上半年，网易在“吃鸡”品类投入了太多的研发资源，拖累了其他游戏的研发进度，就连《梦幻西游 3D》《暗黑破坏神》这样的旗舰手游也不可避免的受到影响；其次，网易将更多的市场资源投向日韩、北美等海外市场，近期签约漫威，产品重心也有转向海外的趋势。看样子，国内“产品荒”将持续到今年年底。
- 我们可不可以说：腾讯已经彻底统治了国内手游市场，整个行业迎来了“大结局”？大错特错！事实上，手游市场呈现“两极分化”的态势：一边是腾讯及“腾讯系”CP（世纪华通、完美世界、祖龙等）持续收割高 DAU、大 IP 的爆款产品；一边是独立 CP 在二次元、女性向、次休闲等垂直品类大显神威。2019 年 5 月上线的《明日方舟》，由独立 CP 鹰角网络自主发行，主要依靠 B 站、TapTap 导流，前两个月 iOS 畅销榜平均排名前 5，至今仍在前 7；米哈游的老牌二次元游戏《崩坏 3》近期版本更新后，也冲回了畅销榜前 8。
- 可以想象，随着用户的自主性增强、对产品口碑的敏感度提升，B 站、TapTap（心动网络）这样的垂直分发渠道，乃至垂直游戏媒体，都将发挥举足轻重的作用。与此同时，那些“高不成低不就”的游戏厂商将面临尴尬的局面：既无法获得腾讯发行部门的青睐，又开发不出有特色、有口碑的垂直产品；它们要么会让位给“腾讯系”CP，要么会让位给米哈游、苏州叠纸、祖龙、紫龙、鹰角网络等独立 CP。当然，还有一条路，就是尽早将战略重点转向海外市场。但是，在海外发行竞争日趋激烈的今天，这条道路也越来越不好走。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH