

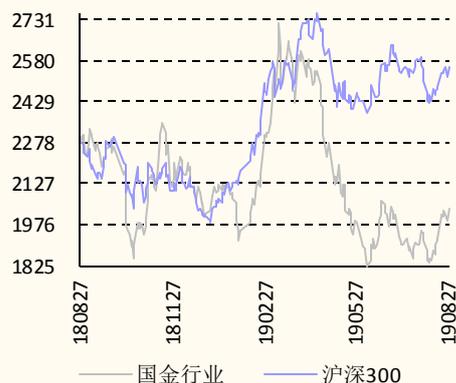
消费升级与娱乐研究中心

网络游戏行业研究 买入（维持评级）

行业研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金娱乐指数	2032.62
沪深300指数	3816.95
上证指数	2902.19
深证成指	9443.18
中小板综指	8935.91



相关报告

1. 《《哪吒》爆红之后，国产动画的“复兴之路”才刚刚开始呢-国产动...》，2019.8.13
2. 《迈入“黄金时代”的游戏直播江湖 从群雄混战到两强争霸，未来路...》，2019.7.14
3. 《进击的网络综艺：会是视频平台进入新时代的“门票”吗？-网络综...》，2019.7.11
4. 《腾讯新游要求渠道 3:7 分成，将带来哪些影响？-手游行业渠道分...》，2019.7.8
5. 《自走棋战场硝烟四起，它给了我们什么启示？-游戏行业点评》，2019.6.27

裴培

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

未来几个季度，哪些游戏公司产品储备最饱满？谁是市场复苏受益者？

行业观点

- **市场复苏的受益者是“腾讯系”和垂直品类：**在版号恢复发放之后，经过一段产品“空窗期”，从2019年5月开始，手游市场进入了复苏期。《和平精英》《明日方舟》《跑跑卡丁车》《龙族幻想》《闪耀暖暖》……这些爆款新游，大部分可以归为两类：第一是腾讯代理或自研产品，第二是二次元、女性向、沙盒等垂直新兴品类。它们将是市场复苏最大的受益者。
- **腾讯、网易、B站，几家欢乐几家愁：**腾讯进一步巩固了在手游市场的统治地位，就连一贯比较薄弱的沙盒、女性向品类，都在大步赶上；它的自研实力有了很大的提升。网易则受困于产品荒、版号荒，加上资源倾斜到海外市场，估计到2019年底才能迎来国内市场的拐点；它的研发思路正在变得越来越像腾讯。B站代理的新游戏没有取得很大成功，但是在《明日方舟》等联运游戏上斩获颇丰，进一步证明了自己的二次元游戏导流能力。
- **内容质量越来越重要，品类创新是王道：**仅仅依靠渠道和市场推广就能制造爆款游戏的年代，一去不复返了。用户越来越挑剔、分化，游戏公司不但要高度重视产品质量，还要做出品类创新。《明日方舟》的爆红源于“二次元+塔防”的混搭，《王牌战士》则在射击电竞领域做出新的尝试。我们无法预测下一个产品风口，但是产品线更广、更重视创新的公司一定会受益。

投资建议

- **腾讯控股**在游戏市场的份额仍在不断扩张，2019年暑期档是历年以来的最强；它的产品储备涵盖了各个品类、各个目标用户，而且还有DNF等超级IP没有移植到移动端。在历史上，投资者往往认为腾讯的流量基础较强、游戏质量一般；现在，腾讯在自研实力方面也走在了市场前列。
- **哔哩哔哩**的游戏业务同时面临着机遇和挑战：二次元游戏市场趋于“主流化”，爆款产品不断涌现，这是机遇；“用户主动找产品”成为潮流，使得独立CP更倾向于自主发行游戏，这是挑战。无论如何，B站对二次元游戏的导流能力再次得到验证，出现下一个独家代理爆款只是时间问题。
- **完美世界**是国内极少数具备全平台、全品类自研实力的游戏公司，同时占据了“腾讯系”和“垂直品类”两条主线；强大的主机和端游研发能力，是持续创新的保证。**世纪华通**旗下的盛趣（盛大）游戏，在发行端具备与腾讯的良好关系，在产品端已经远远超出了《传奇》《龙之谷》等经典IP、进军新品类，2019-2020年将是一个产品上升期。

风险提示：监管风险；新产品不达预期；游戏生命周期耗尽；估值偏高。

“两个半”游戏发行巨头，有人欢喜有人愁

- 时至今日，在中国的游戏发行市场，可以说存在“两个半”巨头：腾讯、网易是当之无愧的两巨头，另外“半个”则是 B 站。其中，腾讯在自研和代理产品方面都占据着绝对优势，尤其擅长高 DAU 产品；网易主要是自研产品，在 MMORPG 领域的统治力较强；B 站目前以代理产品、泛二次品类为主。今年上半年，腾讯势头很猛，网易处于守势，B 站喜忧参半；我们预计这个趋势将持续到今年年底或明年年初。

腾讯：产品数量多、质量好，将进一步巩固统治力

- 如果现在还有人认为“腾讯统治游戏行业是靠流量优势”，他的观点显然落伍了——现在，腾讯在产品端也占据了优势，它不但能获得来自国内外的优质代理产品，自研实力也已经大幅提升。2019 年暑期，《和平精英》的商业变现取得巨大突破，《跑跑卡丁车》《龙族幻想》大获成功，《王牌战士》则很可能成为下一款全民级电竞手游。更恐怖的是，腾讯的产品储备还远远没有枯竭：在数量、质量和品类分布上，均可圈可点。
- 端游方面，《堡垒之夜》《无限法则》两款“吃鸡”端游，都经过了一年以上的内测，决定上线时间的因素主要在监管方面。在全球颇具人气的《火箭联盟》《万智牌竞技场》的国服也经过了长时间内测，国内玩家口碑不错。问题在于，直到 2019 年 3 月底，进口游戏版号的发放才恢复，至今仍处于“版号瓶颈期”。我们认为，腾讯不会将宝贵的版号资源优先分配于端游，这些游戏上线恐怕还需要一段时间。

图表 1：腾讯测试中或已公布的主要端游产品

游戏名	游戏类型	来源	测试状态
百变球球	休闲竞技	代理	2018 年 4 月内测
火箭联盟	体育/竞速	代理	2018 年 7 月内测
艾兰岛	沙盒/生存	代理	2018 年 5 月内测
堡垒之夜	吃鸡/射击	代理	2018 年 7 月内测
万智牌竞技场	集换式卡牌	代理	2018 年 9 月内测
无限法则	吃鸡/射击	自研	2018 年 9 月 Steam 上线
虚幻争霸	动作/MOBA	代理	2017 年 12 月内测
幸运之夜	VR/棋牌	代理	不明
全职大师	MOBA	代理	不明
代号：LN	吃鸡/射击	自研	不明

来源：游戏官网，国金证券研究所整理

- 手游方面，腾讯已经有两款代理产品——《食物语》《我的起源》，定档 2019 年 9 月公测，它们将成为三季度腾讯的公测的最后两个游戏。腾讯联合动视研发的《使命召唤手游》、Supercell 研发的《荒野乱斗》国际版均已上线，只要监管许可，相信国内上线也只是时间问题。从内测情况看，我们认为《狐妖小红娘》《猎人 x 猎人》《天涯明月刀手游》《剑侠情缘 2：剑歌行》《一人之下》等产品也已经基本成熟。总而言之，直到 2020 年春节档之前，腾讯的手游产品线都将非常饱满。
- 腾讯的手游产品储备做到了“全覆盖”：从休闲到重度，从电竞到 MMO，从二次元到女性向，从改编 IP 到原创 IP……迄今为止，腾讯在女性向、沙盒（开放世界）两个细分市场还缺乏重量级产品，但是《食物语》恰恰属于前者，《我的起源》《手工星球》恰恰属于后者。我们预计，在 2 个季度以内，腾讯游戏产品线上的明显漏洞都将填补完毕，而在最擅长的高 DAU 品类（休闲、竞技、社交）的优势将进一步巩固。

图表 2：腾讯测试中或已公布的主要手游产品

游戏名	游戏类型	来源	最近一轮内测
食物语	RPG/养成	代理	预计 2019 年 9 月公测

游戏名	游戏类型	来源	最近一轮内测
我的起源	沙盒/生存	代理	计划 2019 年 9 月公测
使命召唤手游	射击	合研	2019 年 6 月国际服上线
荒野乱斗	MOBA	代理	2018 年 12 月全球上线
猎人 x 猎人	横版格斗	代理	2019 年 8 月
手工星球	沙盒/冒险	自研	2019 年 8 月
雪鹰领主：英雄本色	MMORPG	自研	2019 年 7 月
小森生活	模拟经营	代理	2019 年 7 月
一人之下	横版格斗	自研	2019 年 6 月
我的英雄学院：最强英雄	ARPG	自研	2019 年 6 月
秦时明月手游	MMORPG	自研	2019 年 5 月
剑侠情缘 2：剑歌行	ARPG	代理	2019 年 5 月
龙珠最强之战	ARPG	代理	2019 年 4 月
天堂 2：誓言	MMORPG	代理	2019 年 4 月
天涯明月刀手游	MMORPG	自研	2019 年 3 月
狐妖小红娘	MMORPG	自研	2019 年 3 月
地下城与勇士手游	MMOACT	自研	2019 年 1 月
仙境传说 RO：爱如初见	MMORPG	代理	2018 年 10 月
逆战手游	射击	自研	不明
堡垒之夜手游	射击	合研	不明
牧场物语 OL	模拟经营	代理	不明
街霸 OL	SLG/卡牌	合研	不明
从前有座灵剑山	ARPG	自研	不明
泡泡堂	休闲竞技	代理	不明
代号：生机	沙盒/生存	自研	不明
王牌捉妖师	AR/收集	自研	不明

来源：游戏官网，TapTap, 国金证券研究所整理

- 当然，市场最关注的还是腾讯手头的两个尚未移植手游的重量级端游 IP：《地下城与勇士》(DNF)和《英雄联盟》(LOL)。其中，《地下城与勇士》已经开启渠道预约，从内测进度看，我们估计将在 2019 年底或 2020 年上半年满足上线条件。《英雄联盟》手游的定位与《王者荣耀》重叠，所以在历史上腾讯一直比较保守；但是，今年以来，“云顶之弈”（自走棋）玩法的推出，使得《英雄联盟》与《王者荣耀》拉开了定位差距。我们认为，“云顶之弈”在 2020 年单独推出手游是有可能的。由此看来，腾讯的端游 IP 远远没有枯竭，甚至可以再支撑 1-2 年的手游业绩。

网易：国内产品青黄不接，预计到年底将有改善

- 2019 年 1-8 月，网易在国内市场严重缺乏游戏新品，至今只推出了《堡垒前线》等极少数新作，商业上也不成功。网易的困境可以归结为：产品荒、版号荒、大量资源投向海外。2017-18 年的“吃鸡手游大战”严重牵扯了网易的研发实力，影响了“吃鸡”之外的核心产品进度。此外，受到《荒野行动》《终结者 2》《第五人格》海外成功的鼓舞，网易不但在日本、北美投入大量市场资源，而且研发路线也开始偏向海外。
- 端游方面，网易一口气推出了至少 7 款 VR 端游，其中大部分为代理，涉及许多热门玩法；不过，目前在国内几乎尚未展开内测。这些 VR 产品的实验意义大于商业意义。可能取得商业成功的是《星战前夜：克隆崛起》，它是欧美热门 MMO 端游《EVE Online》的最新版。不过，鉴于《EVE》的生命周期已经很长，引进中国能否成功，还是未知数。

图表 3：网易测试中或已公布的主要端游产品

游戏名	游戏类型	来源	测试状态
超激斗梦境	动作	自研	2019 年 1 月内测
星战前夜：克隆崛起	科幻/沙盒/星战	代理	2019 年 3 月内测
荒野潜伏者	VR/射击	自研	2019 年 4 月内测
故土	VR/沙盒	自研	预定 2019 年 9 月内测
Sprint Vector	VR/体育	代理	不明
Electronauts	VR/音乐	代理	不明
CREED	VR/拳击	代理	不明
Raw Data	VR/射击	代理	不明
Beat Saber	VR/音乐	代理	不明

来源：游戏官网，国金证券研究所整理

- 手游方面，网易的《机动都市阿尔法》《海岛纪元》《量子特攻》等自研产品国际服已经上线，但是国内迟迟不见动静；版号不是唯一原因——至少《量子特攻》早已取得了版号。我们认为，这体现了网易的资源明显向海外倾斜，国内市场的优先级下降。2019 年网易“520”公布的一系列漫威 IP 游戏，显然也是主打海外市场。由此看来，网易在国内缺乏爆款新游戏的局面还可能持续一个季度。
- 不过，网易正在开发的手游中，至少有三个值得寄予厚望：《梦幻西游 3D》《天谕手游》《暗黑破坏神：不朽》，它们都有大 IP 加持，制作团队精良，投入资源极多。目前，《梦幻西游 3D》《天谕手游》已经内测，有可能在年底前后达到上线要求；《暗黑破坏神：不朽》尚未内测，我们认为 2020 年发布的可能性较大。只要不遇到版号瓶颈，网易在国内的“游戏产品荒”可能在 2019 年 12 月-2020 年 2 月告一段落。

图表 4：网易测试中或已公布的主要手游产品

游戏名	游戏类型	来源	最近一轮内测
机动都市阿尔法	射击	自研	2019 年 5 月国际服上线
海岛纪元	沙盒/冒险	自研	2019 年 6 月国际服上线
星战前夜：无烬星河	沙盒/MMO	代理	2019 年 8 月国际服内测
宝可梦大探险	休闲/动作	代理	2018 年 6 月全球上线
黑潮之上	3D/科幻/卡牌	自研	2019 年 8 月
花与剑	RPG	自研	2019 年 8 月
天谕手游	MMORPG	自研	2019 年 8 月
量子特攻	沙盒/吃鸡	自研	2019 年 8 月
梦幻西游 3D	MMORPG	自研	2019 年 8 月
重装上阵：无限战车	动作/竞技	自研	2019 年 7 月
阴阳师：妖怪屋	宠物养成	自研	2019 年 6 月
隐世录	MMORPG	自研	2019 年 5 月
Disorder	射击	自研	2019 年 5 月
一起优诺	休闲/棋牌	自研	2019 年 3 月
阴阳师：百闻牌	卡牌/竞技	自研	2019 年 2 月
无限战车	沙盒/竞技	自研	2019 年 1 月
贝泰鲁斯启示录	MOBA	自研	2019 年 1 月
逗斗火柴人	休闲/竞技	代理	2018 年 12 月
神谕文明	SLG	自研	2018 年 12 月
绿茵之巅	体育	合研	2018 年 11 月
猎手之王	吃鸡	自研	2018 年 11 月
代号：Rider	休闲/竞技	自研	2018 年 10 月
墟土之争	RTS	自研	2018 年 10 月
风云岛行动	吃鸡	自研	2018 年 8 月

游戏名	游戏类型	来源	最近一轮内测
战争怒吼	MOBA	代理	2018年8月
三国诛将录	动作	自研	2018年7月
战春秋	MMORPG	自研	2018年5月
纸盒大乱斗	沙盒/竞技	自研	2018年5月
迷雾求生	生存	自研	2018年2月
代号：M	动作/MOBA	自研	2018年2月
超激斗梦境手游	动作	自研	不明
泰坦黎明	RTS	代理	不明
游戏王：决斗链接	卡牌/竞技	代理	不明
暗黑破坏神：不朽	ARPG	合研	不明

来源：游戏官网，TapTap, 国金证券研究所整理

- 在历史上，网易是一家鼓励创新、乐于“开脑洞”、不怕失败的游戏公司。但是，现在的游戏开发成本不断攀升、市场竞争日益激烈，网易正在改弦易辙，采取“低风险、重 IP”的开发模式。例如，《阴阳师》IP 已经被变现多次，《梦幻西游》《逆水寒》正在二次变现；许多创新产品自 2018 年以后就没有再次内测，显然并未得到足够资源。从今往后，网易的游戏业务大概会越来越像腾讯：重视成功率，反而不太鼓励创新。

B 站：独家代理新作不断，大作尚未问世

- 直到现在，B 站游戏业务对 FGO 的依赖程度仍然很高。2019 年，《明日方舟》等联运游戏取得了巨大成功，但是独家代理游戏的表现平平。B 站的游戏业务还很年轻，缺乏自研大作，集中在泛二次元代理产品上。从牌面看，B 站未来几个季度即将上线的手游新作不少，可惜其中尚未有能够比肩 FGO 的大作，而且很难判断哪几款将取得商业成功。
- 不可否认，2018 年的版号暂停，影响了 B 站的游戏发行业务：许多日系二次元游戏都早已在国外、港澳台上线，B 站国服却迟迟不能开启，让玩家颇为失望。就算这些游戏拿到了版号，在延迟 1-2 年的情况下，国服的商业价值也会受到严重影响。幸运的是，在日本游戏 CP 心目中，B 站仍享有不错的声誉，许多热门 IP 产品仍在选择 B 站代理。
- 目前，B 站正在测试或预约的独家代理游戏，涵盖了 RPG、动作、射击、养成、解谜、文字冒险等多个品类，也不再局限于传统的“硬核二次元”。除了日系游戏，西山居等老牌国内 CP 的二次元游戏也选择 B 站发行，大大拓宽了其内容基础。我们认为，《一血万杰》《双生视界》《十二神兵器》等游戏都有成为垂直爆款的可能性，但是很难达到 FGO 的高度。

图表 5：B 站测试中或已公布的主要游戏产品

游戏名	游戏类型	来源	最近一轮内测
寄居隅怪奇事件簿	解谜（端游）	代理	
Dead Cells	动作/横版	代理	2018年8月 Steam 上线
十二神兵器	ARPG	代理	2019年8月
万灵启源	模拟养成	代理	2019年6月
月野天堂	模拟养成	代理	2019年3月
大王不高兴	RPG	代理	2018年12月
一血万杰	RPG	代理	2018年8月
桃源乡	ARPG	代理	2018年5月
双生视界（少女咖啡枪第二部）	射击/模拟经营	代理	2019年3月
坎特伯雷公主	解谜/RPG	代理	计划近期内测
妃十三学园	VR/RPG	代理	

游戏名	游戏类型	来源	最近一轮内测
公主连结 Re: Dive	RPG	代理	
A3!满开剧团	模拟/养成	代理	
战刻夜想曲	女性向	代理	
妄想破绽	文字冒险	代理	
魔法纪录：魔法少女小圆外传	卡牌/RPG	代理	
梦之祭！	音乐/养成	代理	

来源：游戏官网，TapTap, 国金证券研究所整理

- B 站游戏业务同时面临着机遇和挑战。机遇在于：二次元文化日益主流化，《明日方舟》等国产二次元游戏爆红，B 站的目标用户人群不断扩大。挑战在于：二次元游戏越来越依赖于口碑效应，“玩家主动找产品”成为常态，独立 CP 往往倾向于自主发行。所以，B 站作为联运渠道的重要性有增无减，作为发行商的地位则没有提升。要打破这个局面，既要提高运营效率，也要指望自研游戏的崛起；这将是一个漫长的过程。

其他游戏公司：聚焦新品类、垂直市场

- 在腾讯持续强势、垂直品类的独立 CP 崛起、用户对产品越来越挑剔的情况下，游戏公司有两种选择：第一种是依托腾讯强大的流量和运营体系，享受“腾讯系”的市场份额增长红利；第二种是深挖垂直市场、寻求新玩法和新用户群体。最好的情况，当然是两种选择一起做，不过对大部分游戏公司来说很难。固守老地盘、不求新求变，只会逐渐落伍。

完美世界：自研产品全平台、全品类覆盖

- 完美世界是国内游戏公司当中，极少数能做到全平台（主机、PC、手机）、全品类覆盖的自研游戏厂商。2019 年，腾讯已经代理了完美研发的《完美世界》手游、《云梦四时歌》，还即将代理《我的起源》；但是，完美仍然保留了强大的自主发行业务，而且至今仍然在主机、PC 端开发新产品。例如，近期上线的主机游戏 DON'T EVEN THINK 就取得了佳绩。
- 即便只考虑面向国内市场的手游产品，完美的产品储备也非常强劲：《我的起源》《梦间集天鹅座》分别定档 2019 年 9 月、10 月，《新笑傲江湖》《奈奥格之影》最近进行了大范围内测，老牌 IP 续作《梦间集 2》《新梦幻诛仙》均已公开。可以看到，完美的产品储备涵盖了 RPG、沙盒、模拟经营、二次元、女性向等多个品类，甚至包括 Roguelike 这样的小众市场。

图表 6：完美测试中或已公布的主要游戏产品

游戏名	游戏类型	来源	最近一轮内测
我的起源	沙盒/生存	自研	预定 2019 年 9 月公测
梦间集天鹅座	经营/养成	自研	预定 2019 年 10 月公测
新笑傲江湖	MMORPG	自研	2019 年 7 月
奈奥格之影	Roguelike	自研	2019 年 6 月
梦间集 2	经营/养成	自研	
新梦幻诛仙	沙盒/MMO	自研	
新神魔大陆	MMORPG	自研	
战神遗迹	ARPG	自研	

来源：游戏官网，TapTap, 国金证券研究所整理

- 进入 2019 年，绝大部分端游 IP 早已移植为手游，“端转手”红利正在耗尽。对于完美来说，这个问题并不存在——既然公司现在还在研发端游，那么端游 IP 的储备就不会枯竭。此外，在移动端，公司也已开发出以《梦间集》为代表的可以长期变现的原创 IP。归根结底，IP 问题是一个内容问题：在品类上创新、在质量上重视，优质的原创内容就会成为 IP。

游族网络：《权力的游戏》可远远不是结束

- 腾讯代理、游族研发的《权力的游戏：凛冬将至》已经于 2019 年 7 月上线，这是否意味着游族将进入新产品的低潮期？大错特错！游族研发的国风二次元游戏《山海镜花》、卡牌竞技游戏《少年三国志 2》均已经进行多轮内测。其中，前者制作精良、玩法有创新性，内测口碑不错；后者是经典 IP 续作，前作代表了初代国产卡牌手游的巅峰水平。
- 此外，休闲竞技游戏《火烧上方谷》、卡牌 RPG《圣杯之魂》均已进行过内测。可以看出，游族的产品储备也涵盖了多个品类、多个目标用户群。在此，我们尚未计入游族已经获得开发权的《星球大战》IP 产品。在《权力的游戏》上线之后，游族成为了国内为数不多的在卡牌、RPG、ARPG、SLG 等品类都有过一线大作的游戏公司，研发实力仍在不断加强。

图表 7：游族测试中或已公布的主要游戏产品

游戏名	游戏类型	来源	最近一轮内测
山海镜花	策略/卡牌	自研	2019 年 7 月
少年三国志 2	集换式卡牌	自研	2019 年 6 月
火烧上方谷	休闲竞技	自研	2019 年 4 月
圣杯之魂	RPG/卡牌	自研	2018 年 11 月

来源：游戏官网，TapTap，国金证券研究所整理

世纪华通：不仅仅是《传奇》《龙之谷》两大 IP

- 现在，世纪华通旗下有盛趣（盛大）、点点、七酷等多家游戏厂牌，其中最重要的当然是盛趣。在历史上，盛趣主要依靠《传奇》《龙之谷》两大 IP，其中《热血传奇》手游、《龙之谷》手游都曾经打破过腾讯代理手游的单月流水纪录。目前，《龙之谷 2》手游正在内测之中；《传奇》IP 的新动向尚未公布，但是我们估计未来 1-2 年很可能也有新手游。
- 如果认为盛趣只能依靠《传奇》《龙之谷》打天下，那就太小看它了。今年以来，轻小说 IP 改编 RPG《地城邂逅》、AKB48 授权音乐游戏《AKB48 樱桃之夏》、二次元策略手游《君临之境》均已开始内测。盛趣还公布了网络文学 IP 改编 RPG《庆余年》、致敬《彩虹岛》《冒险岛》的横版动作游戏《彩虹联萌》等。未来几个季度，盛趣的手游新品将很饱满。

图表 8：盛趣测试中或已公布的主要游戏产品

游戏名	游戏类型	来源	最近一轮内测
龙之谷 2	ARPG	自研	2019 年 8 月
地城邂逅：记忆憧憬	RPG	代理	2019 年 8 月
AKB48 樱桃湾之夏	音乐/养成	自研	2019 年 5 月
君临之境	RPG	代理	2019 年 2 月
庆余年	MMORPG	自研	
彩虹联萌	横版/动作	自研	
命运砂時計	文字冒险	代理	
梦色卡司	音乐/养成	代理	
Project A	RPG	自研	

来源：游戏官网，TapTap，国金证券研究所整理

- 事实上，2019 年已经是盛趣的产品大年了——年初以来，《商店英雄》《辐射避难所 OL》《命运歌姬》《瑰雪黑阳》《流浪者小岛》等手游均已公测。在传统强项的 MMORPG/ARPG 品类之外，盛趣越来越多的做出新尝试。除了自研游戏，盛趣也有能力获得《辐射避难所 OL》《命运歌姬》这样的优质第三方游戏的代理权，从而进一步增厚了手游产品线。

金山软件：《指尖江湖》失败了，后续产品还很多

- 2019年6月，腾讯代理、西山居研发的《剑网3：指尖江湖》终于公测，但是流水和口碑均远低于预期，可以说是失败之作。然而，腾讯与西山居的关系并未破坏，腾讯代理的《剑侠情缘2：剑歌行》也仍在预约和内测之中。《指尖江湖》失败的一大原因，是玩法、美术风格与《剑网3》端游差距太大；西山居肯定意识到了这个问题，已经公布了《剑网3》原版移植手游的计划，我们预计在2020年有可能推出。
- 2019年8月29日，西山居代理的《最终幻想：勇气启示录》将在国内公测；该产品在日本很受欢迎，但是我们对国服表现持谨慎态度。B站代理、西山居研发的《双生视界》（《少女咖啡枪》续集）已经开始预约；创新MOBA《头号王牌》也早已进行过内测。无论从短期还是长期看，西山居仍能维持一个质量较高、覆盖面较广的手游产品线。

图表9：西山居测试中或已公布的主要游戏产品

游戏名	游戏类型	来源	最近一轮内测
最终幻想：勇气启示录	RPG	代理	预定2019年8月公测
剑侠情缘2：剑歌行	ARPG	自研	2019年5月
双生视界	射击/经营	自研	2019年3月
头号王牌	MOBA	自研	2018年12月
黎明决战	RTS	自研	
加勒比海盗	海战	自研	
《剑网3》移植手游	MMORPG	自研	

来源：游戏官网，TapTap，国金证券研究所整理

- 《指尖江湖》的失败，将促使西山居更重视游戏质量和品类创新。除了已经定档的《最终幻想：勇气启示录》，我们估计西山居其他产品的上线节奏不会太快，一定会在测试环节做足功课。尤其是对《剑网3》原版、《加勒比海盗》这样的重量级IP，产品的完善将需要较长的时间。

投资建议：“腾讯系”和“垂直品类”双管齐下

- 近年来，手游市场的大方向是：用户日益挑剔、分化，对游戏质量的要求提高，各个垂直市场不断变深，传统品类趋于饱和。腾讯较好地适应了这个形势，不但继续高效利用流量，其产品质量也日趋精良；B站、米哈游、苏州叠纸等发行商/内容商，则通过二次元、女性向等垂直品类打开局面。总而言之，“腾讯系”和“垂直品类”都是游戏行业较好的投资方向。

腾讯控股

- 2019年暑期，腾讯游戏继续高歌猛进：《王者荣耀》DAU再次突破1亿、流水稳定，《和平精英》的变现能力越来越强，《跑跑卡丁车》《龙族幻想》首月表现和持续性均很好。未来2-4个季度，腾讯的手游产品储备仍然是市场上最丰富、质量最高的，尤其是《地下城与勇士》《使命召唤》，很可能成为现象级产品。年初以来红极一时的“自走棋”玩法，也被腾讯通过自研+代理的方式拿下。总而言之，腾讯的游戏业务没有明显短板。

哔哩哔哩

- 2019年，B站推出了《重装战姬》等多款代理游戏，均没有取得很大的商业成功。这不足为奇——手游的成功率本来就偏低，二次元品类的玩家要求更挑剔，像FGO那样的爆款毕竟可遇不可求。在联运方面，B站的成绩不错，对《明日方舟》发挥了很大作用。B站的游戏业务还很年轻，在运营方面还有优化空间；尽早拿出优质的自研产品也是很重要的。无论如何，B站在二次元游戏导流方面的实力得到了CP认可。

完美世界

- 完美同时占据了“腾讯系”和“垂直市场”两条主线：《完美世界手游》《我的起源》《云梦四时歌》由腾讯代理，《梦间集》《奈奥格之影》等主打新兴垂直品类。完美的一大优势在于：维持着庞大的主机、端游开发能力，第一时间吸收欧美 3A 游戏的养分，实现源源不断的创新。在自主发行方面，《神雕侠侣 2》也取得了不错的成果。在用户对内容质量越来越重视的年代，完美的市场地位还有继续提升的空间。

世纪华通

- 已经并入世纪华通的盛趣（盛大），今年进入了产品上升周期：《辐射避难所》《命运歌姬》《瑰雪黑阳》已经公测，《龙之谷 2》《地城邂逅》《君临之境》正在内测。在发行端，盛趣与腾讯关系很好，几乎每年都有大作由腾讯代理；在产品端，除了《传奇》《龙之谷》两大 IP，盛趣还在不断开拓新品类和原创 IP。而且，盛趣还能获得许多优质第三方产品的代理权，在当前市场环境下，这是弥足珍贵的。

风险因素

- 国家对游戏行业的监管政策可能进一步收紧。
- 所有新产品上线后都存在市场表现不达预期的可能。
- 已上线游戏生命周期在逐步耗尽。
- 部分游戏公司估值仍然偏高。

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