

传媒互联网行业深度研究报告

游戏上云对用户生态的影响

推荐 (维持)

5G 的出现助力云游戏发展

云游戏是一种以云计算为基础的游戏方式,能实现游戏数据处理和画面显示的分隔。当前全球巨头已相继推出云游戏平台:EA 的 Project Atlas,微软的 Project X cloud,腾讯即玩,谷歌 Stadia11月问世,初登平台的云游戏有《刺客信条》、《荒野大镖客 2》等。低延时和高速是游戏将服务器处理和画面显示分离的先决条件:5G 传输速率最高可达 10Gbit/s,是 4G 100 倍。5G 网络延迟理论上可以低于 1 毫秒,而 4G 为 30-70 毫秒。

云游戏生态下重度游戏用户规模和转化率大幅提升

1、当前玩家硬件配置、保有设备制约了用户规模。《剑网三》重置版因配置要求过高而使玩家流失,另一方面手游玩家数量是端游的 4 倍,云游戏多端同屏发布使得重度游戏接入用户面更广。

2、低频玩家占比超过 50%,因此重度游戏过大包体和过高配置要求使得低频玩家的买量转化率大幅降低。随着重度游戏上云,0 等待时长和配置限制使得用户导入成功率将大幅提升。

用户留存周期变化存在不确定性

1、游戏上云后用户迁移成本降低,因此低沉浸度的短线游戏在上云时代十分容易发生用户迁移。精品化,长线游戏的用户沉浸深度高,迁移成本更高,不容易发生用户流失。

2、安卓机型种类长尾化,上云后减少报错提升研发效率,减少用户流失。每年超过 1000 款新机型上市,导致安卓碎片化问题严重。其中, TOP50 机型的用户数占比只接近 54%,上云后游戏处理器转移到云端,需要适配的机型大幅减少,报错降低,用户体验提升。

3、竞技类产品外挂大幅减少,用户留存率提升。射击类产品外挂平均每款超 200 个,一旦游戏公平性破坏,用户会大幅流失。除了脚本辅助型外挂,97% 的外挂都可以在上云后消除,竞技类产品公平性大幅提升。

游戏玩法和付费模式产生变化。版权可控性是变现的基石,在卖版本(Copy)模式下,仅有主机渠道能做好版权控制,因此海外大厂宁愿缩小受众,也将产品向主机渠道倾斜。海外主机渠道贡献 32% 营收,中国仅为 0.5%。中国因主机保有量极小,厂商变现只能依赖免费入场,道具数值圈钱变现。游戏上云后,游戏版权可控性将大幅提升,我们预期中国市场游戏付费模式会产生新的变化,由此减小厂商对数值圈钱的依赖性,提升游戏创意。

投资建议: 研发层面,我们认为游戏上云后,重度产品研发商的提振 Beta 最大。从过往包体大小来看,腾讯、网易、完美世界游戏包体大小处于行业较高水平,因此上云后获得的用户转化率提升较大。发行层面,预期买量龙头三七互娱销售费用或有所优化。而游戏付费模式的改变,将使得吉比特等创意性产品研发商获得更大发挥空间。

风险提示: 云游戏上线较慢、海外重度游戏研发商竞争、5G 资费过高等风险。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
腾讯控股	285.53	10.69	12.73	14.76	27	22	19	6.41	推荐
网易	2003.19	66.67	69.17	71.73	30	29	28	4.77	推荐
完美世界	28.51	1.6	1.91	2.1	17.82	14.93	13.58	4.37	推荐
三七互娱	17.17	0.95	1.15	1.32	18.07	14.93	13.01	6.07	推荐
吉比特	273.57	12.17	13.71	15.58	22.48	19.95	17.56	6.76	推荐

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 10 月 29 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 李雨琪

电话: 021-20572555

邮箱: liyuqi@hcyjs.com

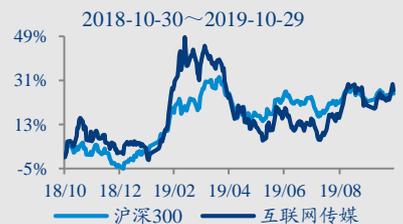
执业编号: S0360519010001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	62	1.67
总市值(亿元)	7,302.15	1.18
流通市值(亿元)	5,362.56	1.18

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	3.22	-1.68	28.67
相对表现	1.73	-2.21	5.46



相关研究报告

《音乐行业深度研究报告: 独家版权吸引用户入驻; 直签音乐人控制厂牌溢价》

2018-12-22

《数字阅读行业深度研究报告: 免费阅读 App 是用户争夺还是行业增量?》

2019-10-26

目录

一、5G 的出现助力云游戏发展.....	5
(一) 云游戏定义.....	5
(二) 游戏云化是发展大趋势.....	5
(三) 5G 对云游戏的影响.....	6
二、云游戏生态下重度游戏用户规模和转化率大幅提升.....	6
(一) 用户规模提升.....	6
1、硬件配置不再限制用户接入.....	6
案例 1: 金山软件《剑网三》重置版受限于硬件.....	6
案例 2: 吃鸡高硬件性能要求, 带动网吧火爆.....	7
2、设备种类不再限制用户接入.....	8
案例 3: 吃鸡手游化产生用户放大.....	9
(三) 用户转化率提升.....	10
1、休闲玩家占用户主体, 低门槛提升用户导入量.....	10
2、买量成本降低, 对于重度游戏转新率提振更明显.....	10
2.1 4G 非云化时代, 在用户导入环节游戏包体大小影响用户决策.....	10
2.2 大包体游戏上云后转新率将大幅提升, 带来销售费用优化.....	11
2.3 云游戏对哪种产品和公司提振 Beta 更大?.....	11
三、用户留存变化存在不确定性.....	12
(一) 用户迁移成本降低, 短线产品用户流失速度加剧.....	12
(二) 安卓机型较为长尾, 上云后兼容性问题大幅减少.....	12
(三) 竞技类产品外挂大幅减少, 用户留存率提升.....	13
四、游戏玩法和付费模式产生变化.....	14
(一) 产品重度化成为大趋势.....	14
(二) 版权可控性加强带来付费模式和游戏玩法多样化.....	15
五、投资建议.....	17
(一) 重度产品研发商.....	17
1、腾讯控股 (0700.hk).....	17
2、网易 (NTES.O).....	17
3、完美世界 (002624.SZ).....	17
(二) 转化率提升降低买量成本.....	17
4、三七互娱 (002555.SZ).....	17
(三) 付费模式转变带来创意品类开花.....	18

5、吉比特（603444.SH）	18
六、风险提示.....	18

图表目录

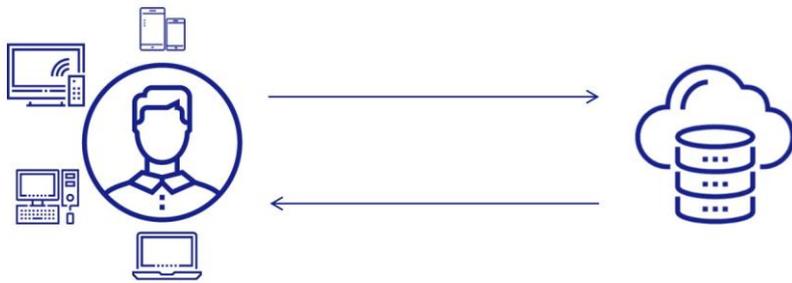
图表 1	云游戏运行模式.....	5
图表 2	云游戏的发展历程.....	5
图表 3	平台间指标差异对比.....	6
图表 4	《剑网3》硬件配置变化.....	7
图表 5	剑网三用户变化.....	7
图表 6	绝地求生配置要求.....	8
图表 7	顺网科技股价.....	8
图表 8	端游、手游用户数变化趋势（亿）.....	9
图表 9	PUBG 分地区销量.....	9
图表 10	全球移动设备游戏用户属性分布.....	10
图表 11	全球 PC/主机设备游戏用户属性分布.....	10
图表 12	不同网络传输速度差异.....	10
图表 13	APK 大小下降 10MB 对注册转化率增长的影响.....	11
图表 14	畅销榜 Top1000 不同类型游戏平均包体大小（MB）.....	12
图表 15	各公司手游包体平均大小（MB）.....	12
图表 16	安卓用户占比.....	13
图表 17	平均单款手游外挂数量占比.....	13
图表 18	2018 年手游外挂类型分布情况.....	14
图表 19	游戏安装包大小分布情况.....	15
图表 20	畅销 Top30 游戏包体大小.....	15
图表 21	全球市场各类游戏营收占比变化.....	16
图表 22	中国各渠道市场份额.....	16
图表 23	Take Two 股价变化.....	17
图表 24	Take Two 《GTA5》销售额渠道占比（2017）.....	17

一、5G 的出现助力云游戏发展

(一) 云游戏定义

云游戏是一种以云计算为基础的游戏方式，能实现游戏数据处理和画面显示的分隔。云游戏对物理硬件没有任何要求，也不要用户在本地上有任何文件。在云游戏的运行模式下，所有游戏都在服务器端运行，相比较传统手机端、PC 端游戏，云游戏将所有的数据存储、计算和渲染等都交付给云端（提供计算、存储服务的服务器）处理，服务器将渲染完毕后的游戏画面压缩后在通过网络传送给用户。

图表 1 云游戏运行模式



资料来源：newzoo

(二) 游戏云化是发展大趋势

当前全球巨头已相继推出云游戏平台：18 年 EA 推出 Project Atlas，同年微软推出 Project X cloud，19 年腾讯推出即玩。近期谷歌宣布今年 11 月 Stadia 云游戏服务将在美国、英国等 14 个国家正式推出，初登平台的云游戏有《刺客信条：奥德赛》、《荒野大镖客 2》、《命运 2》等。

图表 2 云游戏的发展历程



资料来源：华创证券整理

（三）5G 对云游戏的影响

低延时和高速是游戏将服务器处理和画面显示分离的先决条件：

2012 年底云联上线了用浏览器玩 WOW 的服务，受限于当时的网络环境，产生的延迟、卡顿不流畅给用户带来不如本机游戏的操作体验。然而随着 5G 时代的降临，核心制约因素被解决。

5G 数据传输速率远远高于以前的蜂窝网络，最高可达 10Gbit/s，比 4G LTE 蜂窝网络快 100 倍。

5G 网络延迟理论上可以低于 1 毫秒，而 4G 为 30-70 毫秒。

从当前腾讯即玩、Stadia 披露的技术指标来看，大厂间差异并不明显。那么未来对于平台来说是否能抢占头部内容显得尤为重要。

图表 3 平台间指标差异对比

平台	腾讯即玩	GeForce Now	Google Stadia	Sony Playstation Now	EA Project Atlas	顺网科技云电脑	4G (平均)	5G (预计平均)
运行帧数	60fps	60fps	60fps	60fps	60fps	144fps-60fps		
最低延迟	<40ms	16ms	<40ms	暂无	暂无	<17ms	40ms	<1ms
画质清晰度	720P-1080P	720P-1080P	720P-1080P	720P-1080P	720P-1080P	1080P-2K		
最低下载速度	9-20Mbps	15-25Mbps	15-25Mbps	5-12Mbps	10Mbps	暂无	20Mbps	400-500Mbps

资料来源：36 氪，腾讯科技，顺网科技官网，华创证券

二、云游戏生态下重度游戏用户规模和转化率大幅提升

（一）用户规模提升

1、硬件配置不再限制用户接入

随着游戏画面质量提升，玩法复杂化，端游以及手游包体、对硬件配置要求逐渐拔高。然而虽然研发商努力优化包体，但也存在用户硬件更不上要求的情况。于是用户就被排除在受众外，导致 MAU 被压制。

但随着游戏上云，所有终端处理将在云端，游戏包体大小、硬件要求将不会再制约用户入场。

案例 1：金山软件《剑网三》重置版受限于硬件

我们以西山居《剑网三》为例：《剑网三》在 18Q4 进行了引擎重做，重置版优化了引擎、加入了新玩法，但随之而来的是包体大小的大幅上升。优化前包体大小 35G，实际上上线时游戏包体大小超过 100G；同时，优化前版本对玩家笔记本性能要求仅仅为 3500~4000 元左右的配置，升级后 6000 元以下的笔记本电脑已无法带动游戏。

图表 4 《剑网3》硬件配置变化

现行版升级客户端 (约35G 需重新下载)	重制版次世代客户端 (约70G 需重新下载)
现现场景升级 优于现行版中等画质 一档画质 优于现行版高等画质 二档画质 优于现行版最高画质 三档画质	重制版高清场景 高清画质及流畅帧率 四档画质 流畅帧率 五档画质 流畅帧率 六档画质
现行角色	重制版高精度人物
现行版最低配置 台式机 CPU : Intel Core i3 内存: 8G 显卡: Geforce GTX650 京东主机参考价: 1800元以下 笔记本 CPU : Intel Core i5 内存: 8G 显卡: Geforce 940M 京东主机参考价: 3500~4000元	重制版最低配置 台式机 CPU : Intel Core i5 内存: 8G 显卡: Geforce GTX960 建议显卡: Geforce GTX1050TI 京东主机参考价: 4000元左右 笔记本 CPU : Intel Core i5 内存: 8G 显卡: Geforce GTX1050 建议显卡: Geforce GTX1050TI 京东主机参考价: 6000元左右

资料来源: 微博

于是, 虽然厂商提供了更优化的画面、更多新颖的玩法, 却反而造成了用户规模的大幅流失。平均最高同步用户人数从18Q3的729372人, 下滑到了2019Q1的570694人, 下滑幅度22%。值得强调的是, 西山居《剑网三》在此前已获得了连续8年的收入增长。却在重置版上“翻车”。这一数据下滑又在公司重新优化了引擎和包体大小后, 重新反转: 2019Q2, 最高同步用户人数上升为680869, 环比上升19%。可见硬件配置和包体对于玩家的制约在当前是确实存在的。

图表 5 剑网三用户变化

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
每日平均最高同步用户	729372	673413	570694	680869
平均付费人数	3430132	3036203	2369662	2542271

资料来源: 公司公告, 华创证券

案例 2: 吃鸡高硬件性能要求, 带动网吧火爆

吃鸡(《绝地求生》)端游于2017年底开始爆红中国, 一时间众多玩家涌入。许多想要尝鲜的玩家却苦恼地发现, 自己的笔记本电脑无法带动游戏。

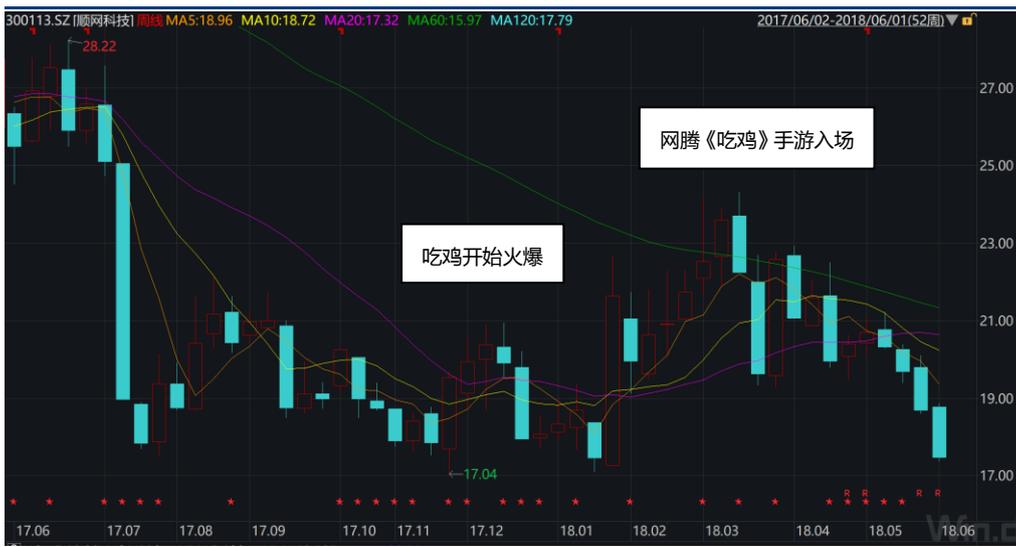
图表 6 绝地求生配置要求



资料来源: 绝地求生官网

于是玩家彼时纷纷涌入高配电脑网吧，网吧流量激增。因此带动了顺网科技广告收益，但随着网易腾讯吃鸡手游于2018年初上市，用户又被手机终端吸引。

图表 7 顺网科技股价



资料来源: wind, 华创证券

2、设备种类不再限制用户接入

从当前中国市场来看，手游因为有其便捷性，占据着绝大多数体量用户，因此端转手产品具有用户放大效果。2018年手游用户数为6.05亿，而端游用户数仅有1.5亿，拥有4倍杠杆。

图表 8 端游、手游用户数变化趋势 (亿)



资料来源: 游戏工委《中国游戏产业报告》, 华创证券

游戏上云就意味着产品的主机端、电脑端、平板、手机端可以相互连通, 同时上线。原本仅存在于 PC 或者主机的重度产品可以拓展到手机设备, 4 倍以上扩大用户基数。

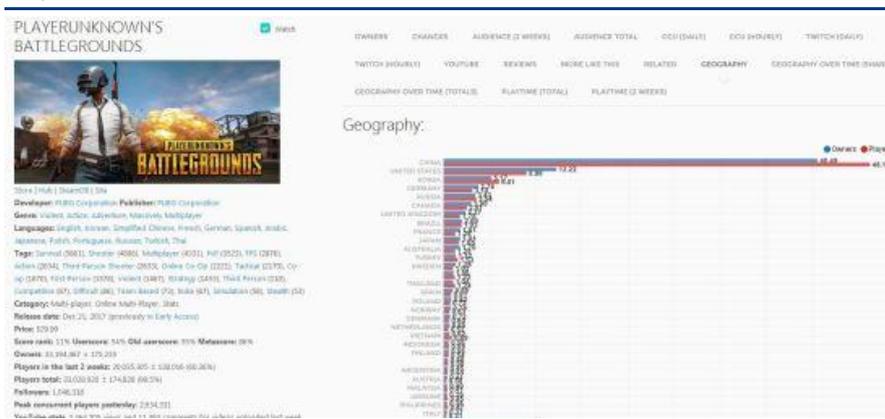
案例 3: 吃鸡手游化产生用户放大

中国地区 PUBG 移动端 MAU 远高于 PC。吃鸡手游于 2018 年初上线, 基于 2018Q1 的数据进行对比。

PC: 《绝地求生》在移动上线之前 Steam 总销量突破 3300 万份。国区销量占比 40.49%, 玩家数占比 46.16%, 中国玩家约 1500 万。

移动: 《绝地求生-刺激战场》手游 2018 年 MAU 突破 9000 万, 加上《绝地求生-全军出击》MAU 轻松过亿。用户拓展 6 倍以上。

图表 9 PUBG 分地区销量



资料来源: SteamSPY, 华创证券

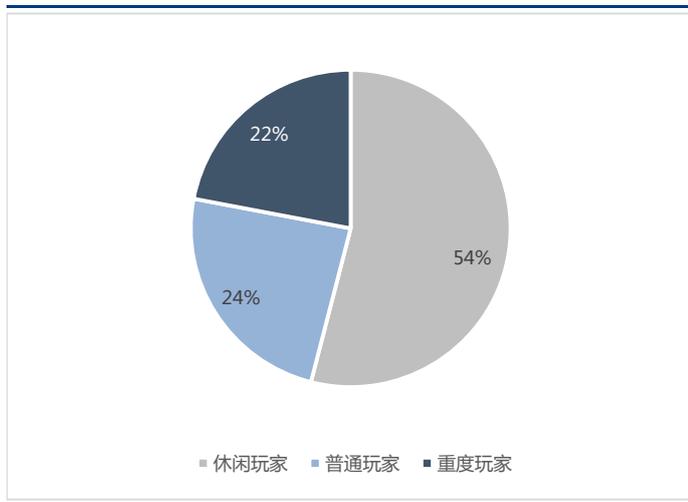
(三) 用户转化率提升

1、休闲玩家占用户主体，低门槛提升用户导入量

低频休闲玩家占比超 50%，意味着大包体、高配置产品容易将过半玩家拒之门外。休闲玩家我们在此并不是指玩休闲游戏的玩家，而是指游戏频次较低的玩家。这部分群体无论在 PC/主机还是在移动端都是占据市场主导地位：移动设备低频休闲用户占 54%，PC 占 51%。这部分玩家对各类产品通常都是一种尝试心态，或没有设备支持、或硬件受到制约。在接触重度游戏的时候通常成为“云玩家”（看游戏主播玩游戏，而自己只看不玩）。

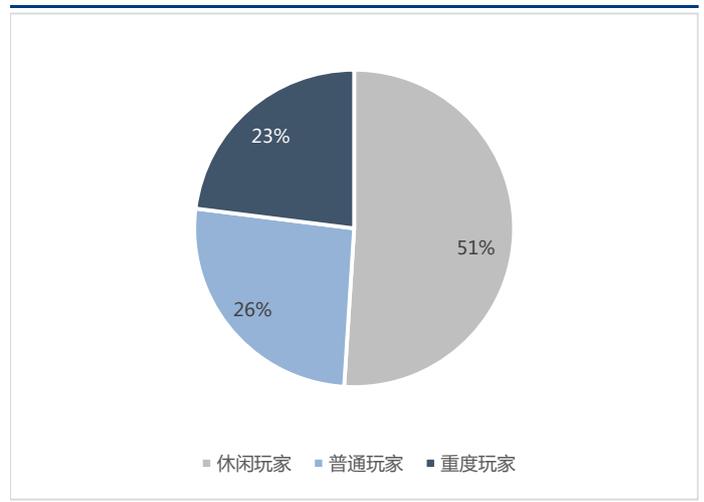
目前重度游戏来看端游包体动则 100G，手游动则 2~3G；游戏上云后反应最敏锐的也是这批高基数低频休闲用户，无需下载、无硬件要求使得休闲玩家可以成为目标受众。

图表 10 全球移动设备游戏用户属性分布



资料来源：Newzoo 《Global Games Market Report 2019》，华创证券

图表 11 全球 PC/主机设备游戏用户属性分布



资料来源：Newzoo 《Global Games Market Report 2019》，华创证券

2、买量成本降低，对于重度游戏转新率提振更明显

2.1 4G 非云化时代，在用户导入环节游戏包体大小影响用户决策

1、大体量游戏在非 wifi 环境下更容易让用户放弃下载：4G 环境下，1G 大小包体等待时长为 8.8 分钟，而 100MB 包体游戏用户下载花费等待时长则为 0.86 分钟。这 8 分钟的时间内，足以让不小比例的用户因为心疼流量、无耐心等待等因素选择取消下载。而 5G 时代上云后，用户打开即玩，在非 WIFI 环节下的用户尝试的成本也不高，导入成功率将大幅提升。

图表 12 不同网络传输速度差异

	每秒理想网速	每秒实际网速	1G 传输时长	100M 传输时长
3G	750KB/S	500KB/S	34 分钟	3.3 分钟
4G	12.5MB/S	1.93MB/S	8.8 分钟	0.86 分钟
5G	1.25GM/S	125MB/S	8 秒	0.8 秒

资料来源：华创证券整理

2、低端手机用户对于小内存游戏有明显偏爱：低端手机本身内存有限，在当前重度产品包体越做越大的情况下，手机剩余内存甚至可能无法支撑用户下载新游戏。但游戏云化后，本地内存占据将变得极小，低端手机用户也有机会试水。

3、内存不够情况下优先删除大体量游戏：一旦内存不够，用户将优先删除低频的大包体游戏，而不是工具型 APP。因此大包体产品的用户流失概率也会增加。

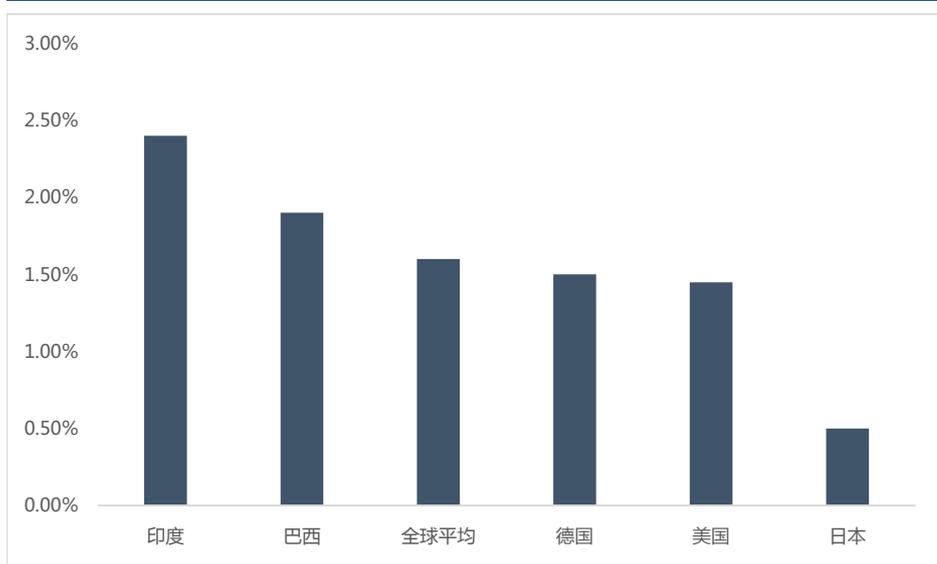
2.2 大包体游戏上云后转新率将大幅提升，带来销售费用优化

当前，不同市场对于包体大小的相关性影响不同，网络环境较差的新兴市场对于 APK 包体反应更加敏锐。500M 以下 APP 来看，以日本为例：包体大小每上升 10M，用户转化率将降低 0.5%。

包体大小在 500M~3000M 之间的游戏来看，包体大小每上升 200M，转化率将下降 1%。3G 包体和 500M 包体之间的转化率相差 12.5%。

当前不同类型的产品，买不同肖像的用户 CPA 波动巨大，但是我们以 50 元一个激活来做一个不高的假设。MAU1000 万的产品可能 12.5% 的转化率损失要带来超过 6000 万的费用提升。因此上云后我们可以预见大包体产品转化率能大幅提升带来销售费用的下降。

图表 13 APK 大小下降 10MB 对注册转化率增长的影响



资料来源：Sam Tolomei 《Shrinking APKs, growing install》，华创证券

2.3 云游戏对哪种产品和公司提振 Beta 更大？

根据我们数据统计，不同类型的产品当前需要的平均包体大小有所不同：

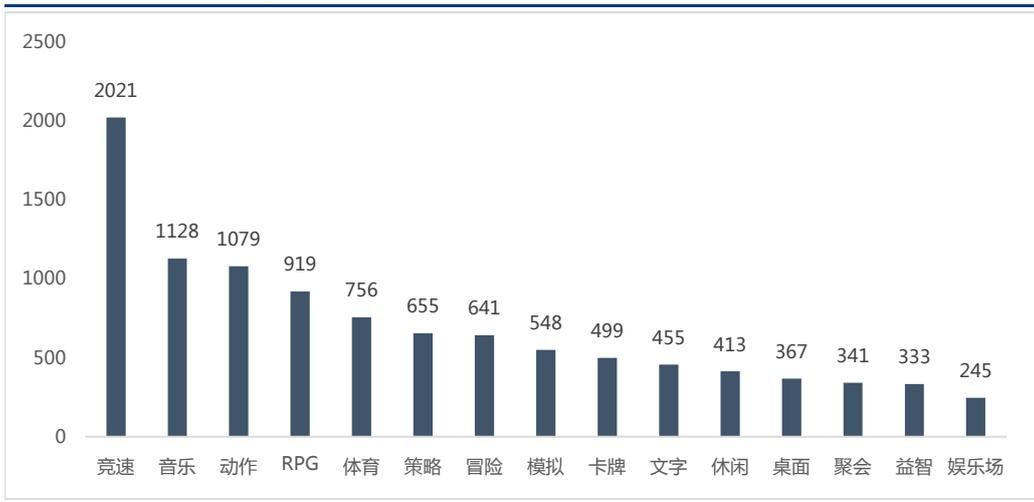
IOS 畅销榜 Top1000 的产品中，竞速类游戏包体大小平均超过 2G；

音乐、动作、RPG 类产品包体大小在 1G 左右；

卡牌、休闲、益智类等包体在 500M 以下。

因此在竞速、音乐、动作、RPG 类具有优势的开发商可以在云游戏生态中享受到更大红利。

图表 14 畅销榜 Top1000 不同类型游戏平均包体大小 (MB)



资料来源：七麦数据，华创证券（基于IOS2019年10月12日榜单）

我们可以对比不同公司平均包体大小，不难发现会产生一定分化：腾讯、网易、完美世界在当前 4G 时代，游戏平均包体大小就在较高水平。腾讯平均为 1137MB，网易为 1274MB，而完美世界在 1539MB。因此仅从包体大小来考虑问题，游戏上云后上述公司 beta 提升或更大。

图表 15 各公司手游包体平均大小 (MB)

	腾讯	网易	完美	吉比特	三七互娱	游族网络
包体大小	1137	1274	1539	431	409	592

资料来源：Appannie，华创证券

三、用户留存变化存在不确定性

(一) 用户迁移成本降低，短线产品用户流失速度加剧

游戏上云后用户迁移成本降低。

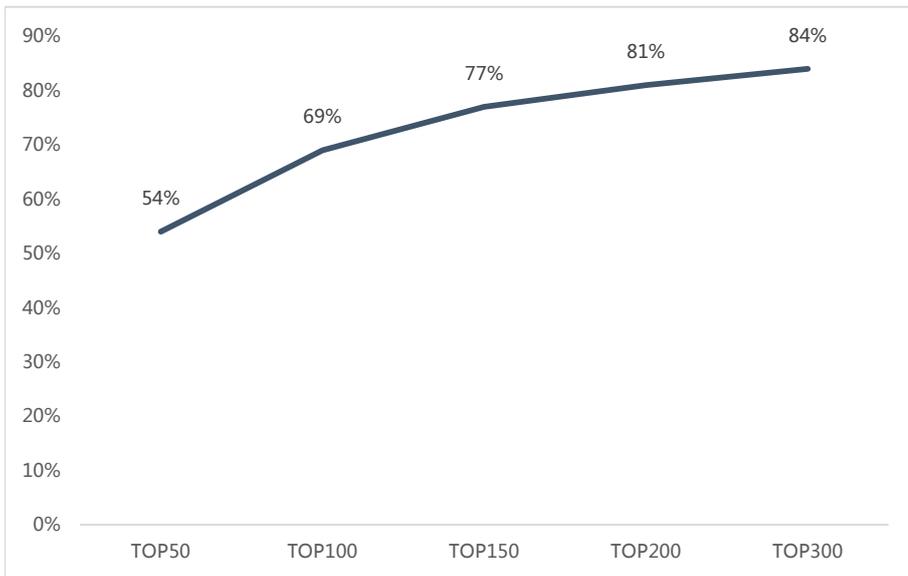
用户转移成本包括：用户在游戏里的沉浸深度、用户转换所需要付出的时间和智力成本。一般而言，用户转移成本越大的市场里，所能容纳的同类产品数量越少。

因此低沉浸深度的短线游戏在上云时代十分容易发生用户迁移。精品化，长线游戏的用户沉浸深度高，迁移成本更高，不容易发生用户流失。

(二) 安卓机型较为长尾，上云后兼容性问题大幅减少

安卓机型种类长尾化，上云后减少报错提升研发效率，减少用户流失。每年超过 1000 款新机型上市，导致安卓碎片化问题严重。其中，TOP50 机型的用户数占比只接近 54%，因此研发调优适配机型需要花不小精力。上云后游戏处理器转移到云端，报错预期将大幅减少，使得用户体验提升，从而减少用户流失。

图表 16 安卓用户占比

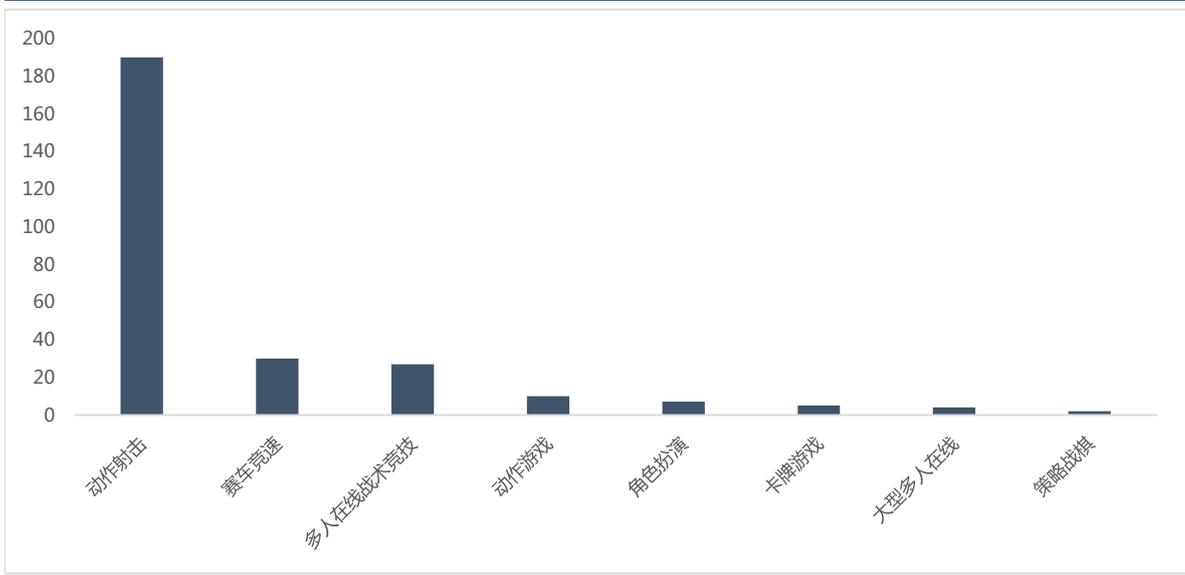


资料来源：腾讯《2017 手游质量白皮书》，华创证券

（三）竞技类产品外挂大幅减少，用户留存率提升

竞技类游戏当前受到外挂影响最大，比如动作射击类产品：单款产品平均将面临近 200 个外挂带来的困扰。而外挂将严重影响游戏公平性和用户体验，造成用户流失。

图表 17 平均单款手游外挂数量占比



资料来源：腾讯《2018 手游质量白皮书》，华创证券

当前外挂分多种类型：通用修改器、定制外挂、破解版客户端和脚本辅助类工具。

1、通用修改器（占 38%）：具备数据（内存）查找与修改能力的通用作弊工具，通常以修改教程的方式在玩家间传播；

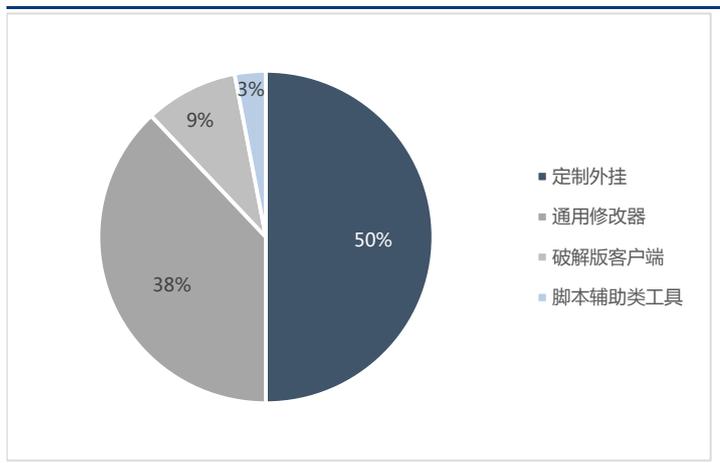
2、定制外挂（占 50%）：针对特定游戏逻辑或数据特征，通过直接修改客户端逻辑或读取敏感数据内容并展示，以实现作弊功能，玩家通常需要购买作弊程序，作弊程序较难在玩家间自发传播；

3、破解版客户端（占 9%）：在特定游戏的客户端文件中增加作弊代码（删改资源文件），后通过重新打包形成具备某作弊功能的新客户端 app，玩家通常需要购买作弊 app，作弊 app 容易在玩家间自发传播；

4、脚本辅助类工具（占 3%）：通过录制玩家操作反复重复，或通过取色找点识图等方式进行自动操作的辅助程序，容易在玩家间自发传播。

其中，定制外挂和通用修改器占比最高。从技术层面考虑，除了脚本辅助类外挂几乎都可以在游戏上云后杜绝，而脚本辅助类外挂当前占比仅为 3%。

图表 18 2018 年手游外挂类型分布情况



资料来源：腾讯《2018 手游质量白皮书》，华创证券

四、游戏玩法和付费模式产生变化

（一）产品重度化成为大趋势

为了提升用户转化率，当前移动端小包体游戏占主导：

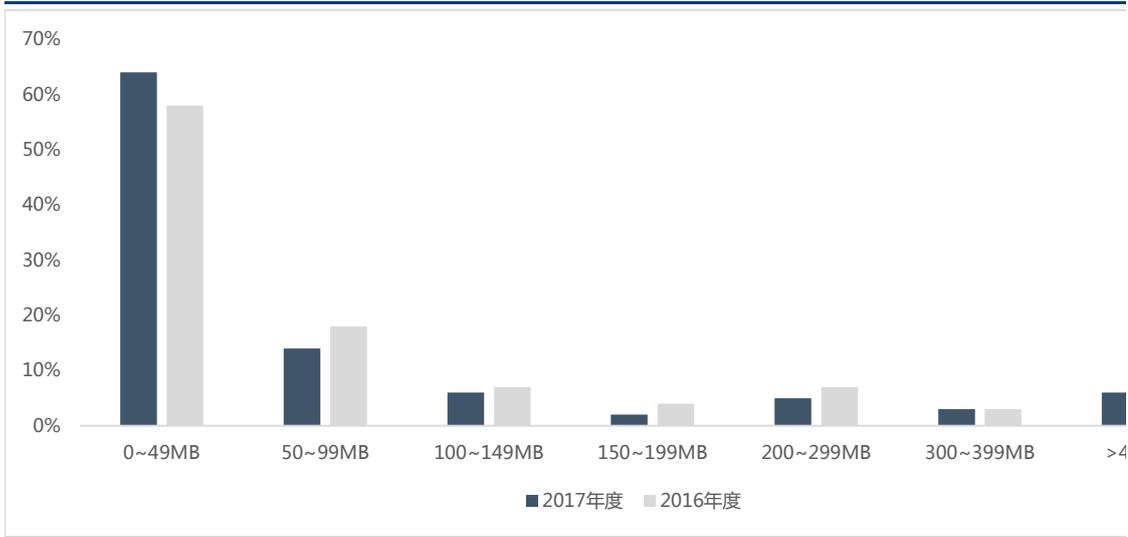
小于 50M 的游戏安装包超过了 60%

大于 100M 的游戏安装包占比为 20%

大于 400M 的游戏安装包占比为 6.0%

研发商存在为了压缩包体而舍弃美术精细程度的现象。

图表 19 游戏安装包大小分布情况

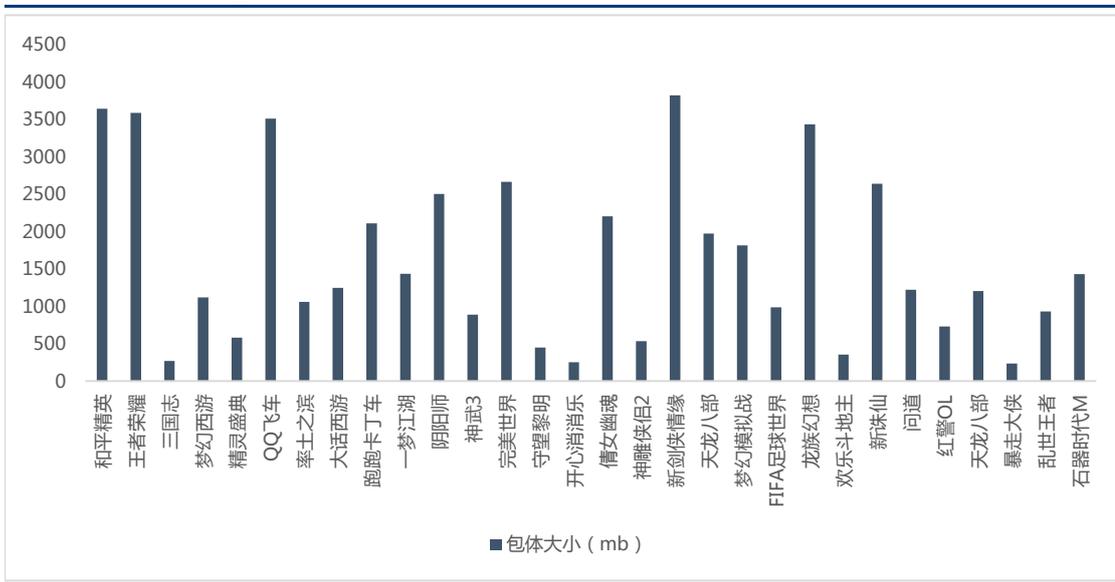


资料来源：腾讯《2017 手游质量白皮书》，华创证券

其次，根据我们对数据的抓取，毫无意外地发现，头部产品的平均包体大小远超总体平均水平。更高包体大小的产品来看，普遍游戏性更好，因此往常研发商通常要在美术精细度、玩法发行和包体大小做出权衡。但游戏上云用户转化率和产品质量就可以两手抓，两手都不放。

下图展示了 10 月 12 日 iOS 游戏畅销榜 Top30 移动游戏安装包的大小，最大游戏包体大小为 3819MB，最小游戏包体大小为 235MB；Top30 游戏包体的平均大小为 1626MB；TOP1000 游戏平均包体大小 749MB，26.4% 大于 1G，47% 大于 500M。

图表 20 畅销 Top30 游戏包体大小



资料来源：七麦数据，华创证券

(二) 版权可控性加强带来付费模式和游戏玩法多样化

版权可控性是变现的基础，以音乐上云为例，2013 年以后，随着各大平台采买版权，用户听歌习惯从一首一首歌曲下载到本地播放，变为平台云端推荐的听歌模式。这一用户行为模式的改变也增强了音乐版权的可控性：从技术

层面上看，平台从过往的对成千上万个下载平台以及成千上万首歌的版权追责变为仅仅需要对几个上云的大平台对手进行法务诉讼就可以控制住版权归属。

中国用户在游戏产品结构与海外有较大差异：海外主机市场贡献 32% 的营收，而在中国，仅贡献 0.5%。核心影响因素是海外重度产品以卖版本（copy）的付费模式为主，主机渠道更能做好版权管控，PC 渠道会造成盗版猖獗，因此研发商会向主机渠道倾斜。

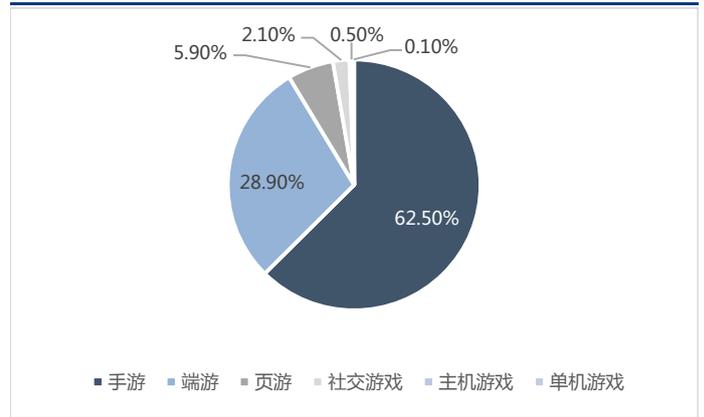
而中国因为主机设备体量极小，手游卖版本（Copy）容易造成盗版猖獗。手游研发商盈利只能依赖免费入场，道具数值变现。套路化的数值和玩法是当前中国游戏产品被诟病最大的问题。

图表 21 全球市场各类游戏营收占比变化



资料来源: Newzoo 《Global Games Market Report 2019》, 华创证券

图表 22 中国各渠道市场份额



资料来源: 游戏工委 《中国游戏产业报告》, 华创证券

我们可以预见的是：游戏上云后，游戏产品的版权管控能力能大幅提升。在中国市场卖 Copy 盈利或将成为可能。付费模式的变化将带来游戏可玩性的多样化：从免费入场数值圈钱，变成提高游戏可玩性创意性来从 DLC 获利。

从海外来看，也出现 PC 端盗版猖獗影响单机付费的情况。因此游戏研发商会做出取舍，例如优先在主机渠道发行上市，隔年再上 PC 渠道获取长尾收益。

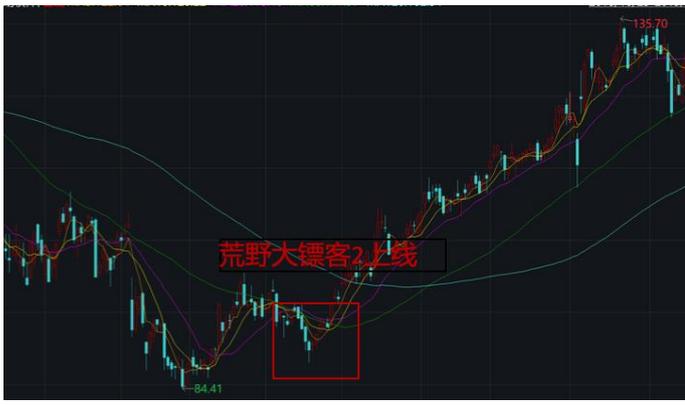
案例：Take Two 采取主机优先发售策略

Take two 旗下研发 8 年投入超 8 亿美金产品《荒野大镖客 2》2018 年底上线，风靡全球。其游戏渠道仅为 PS4、XBOX 等主机渠道，上线 2 个月销量超 2300 万份，收入超 14 亿美金。时隔一年，《荒野大镖客 2》才预计将于 2019 年 11 月 5 日才正式登陆 PC 平台。

可以参考 Take Two 旗下另一款产品《GTA5》销售份额过 1.1 亿，PC 的 STEAM 渠道数量约 1300 万，占比过 10%；然而贡献收入仅为 2.1%；而主机端贡献了 98% 的收入。

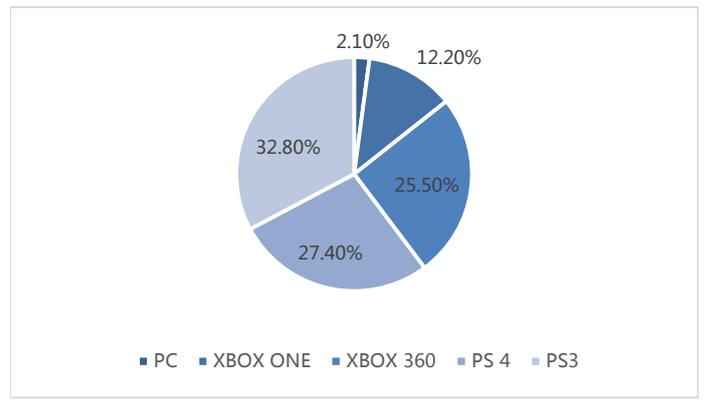
我们可以就此推到：游戏上云后 → 卖 copy 盈利的产品才能做好版权管控 → 游戏玩法的多样性在中国市场才能出现。

图表 23 Take Two 股价变化



资料来源: wind, 华创证券

图表 24 Take Two 《GTA5》销售额渠道占比 (2017)



资料来源: MarketWatch, 华创证券

五、投资建议

(一) 重度产品研发商

我们认为游戏上云后, 重度产品研发商的提振 Beta 最大。从过往包体大小来看, 腾讯、网易、完美世界游戏包体大小处于行业较高水平, 因此上云后获得的用户转化率提升较大。

1、腾讯控股 (0700.hk)

公司旗下 Q3《龙族幻想》、《跑跑卡丁车》、《王牌战士》等产品预计在暑期档再添增量。此外, 天涯明月刀、COD 等端转手大作上线可期。我们预计腾讯即玩上线后, 有较大概率成为中国市场主流平台。

2、网易 (NTES.O)

7月来看,《第五人格》等产品在日本获得 TOP5 好成绩, 表现出公司研发实力在国际市场强大竞争优势。我们预期公司后期《暗黑破坏神》、《机动战士阿尔法》等各细分品类游戏上线后会有优异表现。此外, 公司电商及包括云音乐等其他业务毛利率有大幅好转, 随着变现控费能力提升及盈利模式多样化, 我们预期利润率将有所提振。

3、完美世界 (002624.SZ)

2018 年以来, 公司产品及美术趋向重度化, 逐渐发挥会出其端游时代优势。《完美世界》手游已验证公司当前产品力, 沙盒 RPG 产品《我的起源》或持续推动流水增长。公司作为 Steam 中国运营商, 在重度端游渠道和内容方面预期将会有较强壁垒。游戏上云后公司作为强势 CP 或将在渠道竞争期间获得更大议价权。

(二) 转化率提升降低买量成本

4、三七互娱 (002555.SZ)

公司手游市占率稳固提升, 国内海外齐头并进。《一刀传世》、《斗罗大陆》、《精灵觉醒》等产品充分证明公司持续爆款和发行实力。我们预计游戏上云后, 发行层面用户的转化率将得到不小提升, 预期买量龙头三七互娱销售费用或有所优化。

（三）付费模式转变带来创意品类开花

5、吉比特（603444.SH）

游戏上云后研发商版权管控能力将得到大幅提升，中国市场卖版本盈利将成为可能。由此带来游戏玩法不再局限于数值圈钱，更多创意性产品有机会更大关注，更高投入。吉比特老产品《问道》流水稳定，创意新品《地下城堡》、《永不言弃》、《原力守护者》、《伊洛纳》等创意新品不断。我们判断此类更注重产品创意性的研发商将有机会受益于云游戏带来的付费模式变革。

六、风险提示

云游戏上线较慢、海外重度游戏研发商竞争、5G资费过高等风险。

传媒组团队介绍

组长、分析师：潘文韬

同济大学经济学硕士。曾任职于国金证券。2017 年加入华创证券研究所。

分析师：肖丽荣

北京大学管理学硕士，香港大学经济学硕士。曾任职于中信证券。2016 年加入华创证券研究所。

分析师：李雨琪

美国波士顿大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500