

证券研究报告

2020年09月15日

行业报告 | 行业深度研究

# 游戏行业深度报告： 买量市场红炉火，研发运营是真金

作者：

分析师 冯翠婷 SAC执业证书编号：S1110517090001

分析师 文浩 SAC执业证书编号：S1110516050002



**天风证券**

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 核心观点

**流量2.0时代人口红利后周期，用户规模增长缓慢，挖掘用户ARPU是主课题，研发、推广、运营都是提高实力的可利用手段。**疫情下在线经济正当时，但20Q1中国移动游戏用户规模达6.5亿人，同比增长5.2%，用户规模增速趋缓，而一季度ARPU值为85.2元，同比增长39.1%，高增长主要系玩家在线时长提升，催化ARPU值提升，而且ARPU在相比较下，18年美国手游市场全年ARPU值为65美元，日本为171美元，19年中国手游市场全年ARPU值仅为255元人民币，未来增长空间依然广阔。在用户获取愈发难的当下，除优质的研发外，各公司也将利用起买量等各种提高游戏表现的手段，20H1大厂们尝试“爆款爆量”、“智能化投放优化效率”等做法进一步加剧竞争。字节系已成为游戏投放主流媒体平台，数据留存、内容合作及加码研发，巨头入局游戏行业带来新机会，我们6月曾经发表《游戏行业跟踪：字节跳动游戏合作梳理》论述该逻辑，并且认为外部环境不影响字节跳动在海内外游戏布局及发展的信心。

**上半年游戏行业表现优异，大厂继续加码销售及研发投入。**游戏板块24家公司上半年实现营业总收入达458.28亿元，同比增速达14.41%。推广竞争加剧，公司推广成本上升，24家公司20H1总体销售费用为100.95亿元，同比增长24.18%。从销售费用率来看，24家公司20H1平均销售费用率为17.61%，19H1时为17.17%，销售费用率总体有所提高，其中完美世界、掌趣科技、友谊时光等增长明显。大厂愈加重视游戏本身的品质，加大研发投入。从研发费用来看，25家公司20H1总体研发费用为44.71亿元，同比增长11.86%，其中三七互娱增长明显。

**买量市场热火熊熊，同类产品“撞档”容易造成影响。**20年的买量市场，MMORPG（完美世界《新神魔大陆》等）依然是绝对主力，放置类手游（吉比特参股的青瓷文化研发的《最强蜗牛》）异军突起，女性向题材尤其是宫斗类（友谊时光《浮生为卿歌》）买量投入增加。模拟、三国、传奇类游戏是top20排行榜中最常出现的三个题材。《三国志·战略版》和《三国志幻想大陆》领衔三国类游戏买量。《蓝月至尊版》是5-7月唯一稳定处在top20中的传奇类游戏。模拟类游戏买量竞争激烈，上榜游戏最多，《班主任模拟器》、《浮生为卿歌》在5-7月均稳定在top20中。上半年新品新增率不高，下半年新品周期更值得期待，腾讯《DNF》手游上线可期，三七互娱、完美世界、吉比特、掌趣科技等公司下半年不乏大作，行业持续高增长可期。

**风险提示：**买量效率不及预期、市场竞争加剧、游戏上线时间或表现不及预期、人才流失等风险。

# 框架

## 一、买量市场现状：游戏人口红利后周期，买量市场竞争白热化

- 1.1. 游戏人口红利消失，提升游戏品质和买量获客愈发重要
- 1.2. 游戏板块20H1正增长，公司营收增速出现差异
- 1.3. 推广需求：需求提升转化为推广成本提升
- 1.4. 买量供给：新增买量游戏与买量公司呈下降趋势
- 1.5. 头部化：大厂切入买量市场，买量游戏头部化
- 1.6. 竞争加剧促使公司理性买量，倒逼公司提升研发实力及产品质量

## 二、买量市场变化：渠道-产品-投放

- 2.1. 渠道变化：从应用商店到超级APP
- 2.2. 产品变化：MMORPG为买量绝对主力，放置类异军突起
- 2.3. 投放变化：字节系产品已是主投媒体平台，短视频成主要投放方式
- 2.4. 买量对比：同期、同类产品买量对比

## 三、买量市场未来：精细化、智能化买量是未来，素材重要性凸显

- 3.1. 买量因素分析：优化+素材
- 3.2. 精细化买量是趋势
- 3.3. 大厂争相发力智能化投放平台
- 3.4. 素材消耗加速，重要性凸显

## 四、下半年游戏pipeline+游戏界面

## 五、投资观点：长期研发运营是真金，短期超额收益来自产品表现

## 六、风险提示

# 1.1 游戏人口红利消失，提升游戏品质和买量获客愈发重要

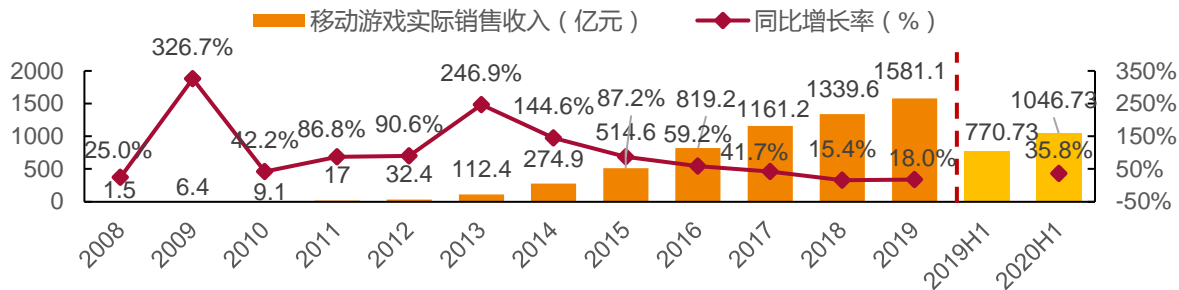
➤ 20H1受疫情影响的大背景下，在家玩游戏的时间明显增加（根据Questmobile数据，20Q1用户单日使用APP时长为7.2小时，19Q1为5.6小时，同比增加28.6%）疫情宅经济催化游戏市场H1高增长。20H1中国移动游戏市场规模为1046.73亿元，同比增长35.8%。

➤ 流量2.0时代人口红利后周期，用户规模增长缓慢。20Q1中国移动游戏用户规模达6.5亿人，同比增长5.2%，用户增速趋缓。

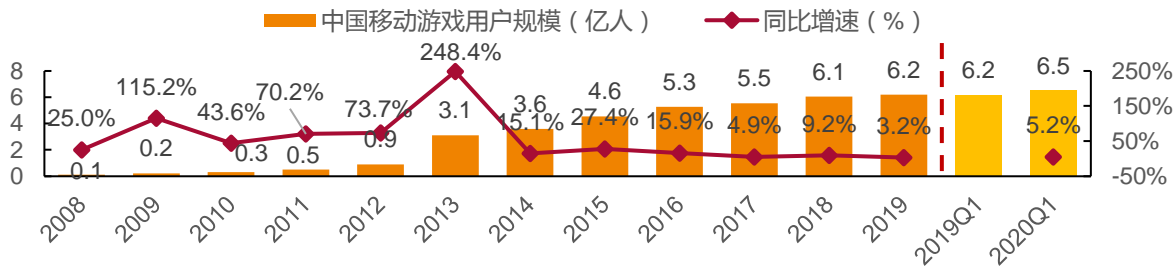
➤ 培养用户付费习惯，依靠ARPU值提升带动行业增速回暖，研发重要性再度提升。20Q1中国移动游戏市场季度ARPU值为85.2元，同比增长39.1%，19年全年ARPU值为255元。增长亮眼主要系玩家在线时间提升，催化ARPU值提升。相比较下，18年美国手游市场全年ARPU值为65美元，日本为171美元，未来空间依然广阔。

➤ 在用户获取愈发难的当下，除优质的研发外，各公司也将利用起买量等各种提高游戏表现的手段，20H1大厂们尝试“爆款爆量”等做法进一步加剧竞争。

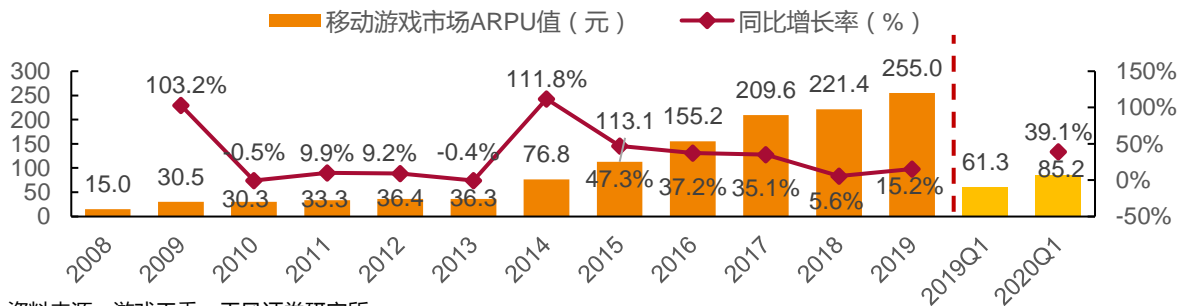
### 2017-2020H1移动游戏市场规模



### 2017-2020Q1移动游戏市场用户规模



### 2017-2020Q1移动游戏市场ARPU值



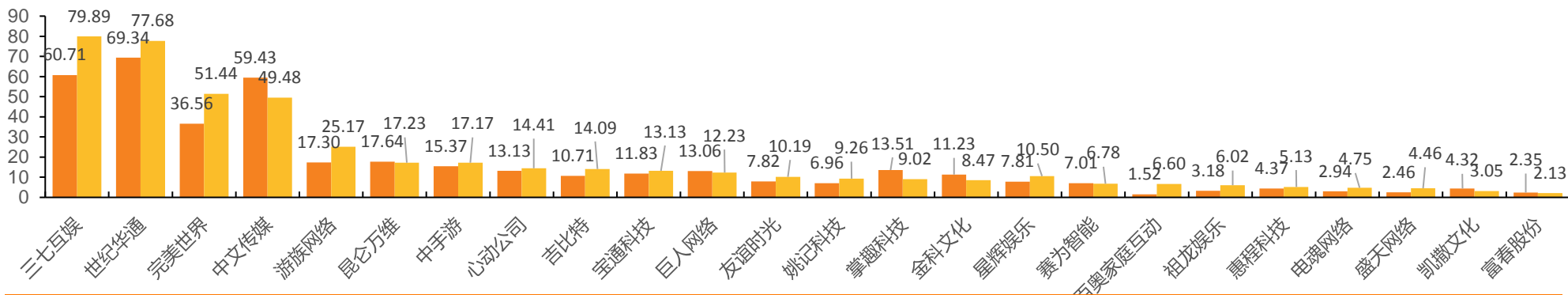
资料来源：游戏工委、天风证券研究所

# 1.2 游戏板块20H1景气度高，关注营收扣非增长稳健的公司

➤ 20H1游戏板块整体实现正增长。游戏板块24家A股及港股上市公司上半年实现营业总收入达458.28亿元，19H1为400.56亿元，同比增速达14.41%，部分公司营收受其他业务增速拖累如完美（影视）、华通（汽车）、中文传媒（出版）、星辉（足球）等。

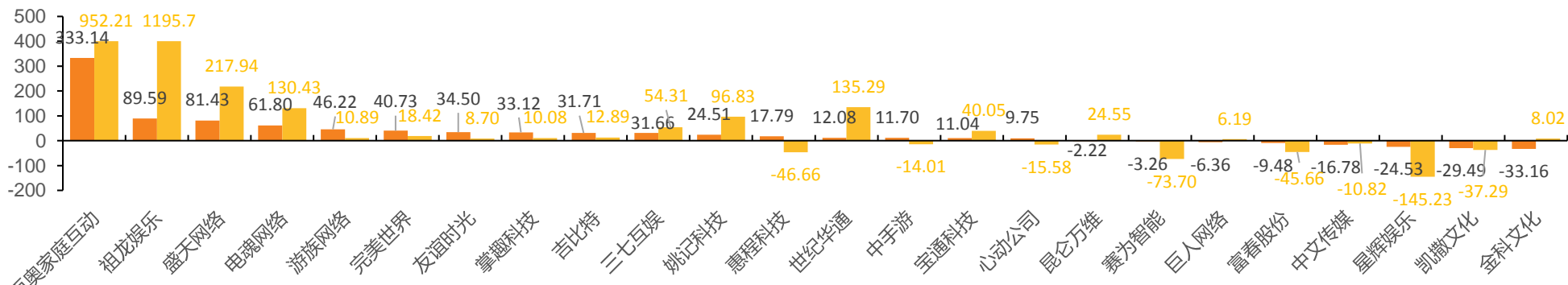
2019H1和2020H1游戏板块公司营业总收入对比

■ 2019H1营业总收入（亿元） ■ 2020H1营业总收入（亿元）



游戏板块公司20H1营业总收入增速和扣非归母净利润增速

■ 2020H1营业总收入同比增长率 (%) ■ 2020H1扣非归母净利润同比增长率 (%)

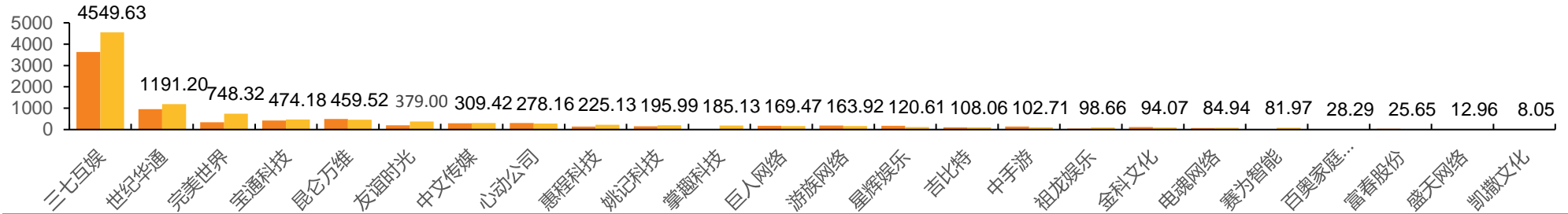


资料来源：wind、天风证券研究所；注：百奥家庭互动扣非规模净利增速为952.21%，祖龙娱乐经调整净利增速（非国际财务报告准则）为1195.7%，友谊时光归母净利增速为8.7%

# 1.3 推广需求：需求提升转化为推广成本提升

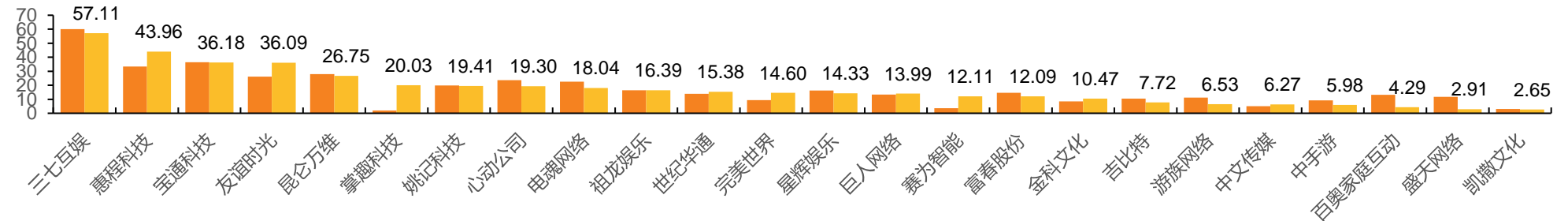
## 2019H1-2020H1游戏板块23家公司销售费用

■ 2019H1销售费用 (百万元) ■ 2020H1销售费用 (百万元)



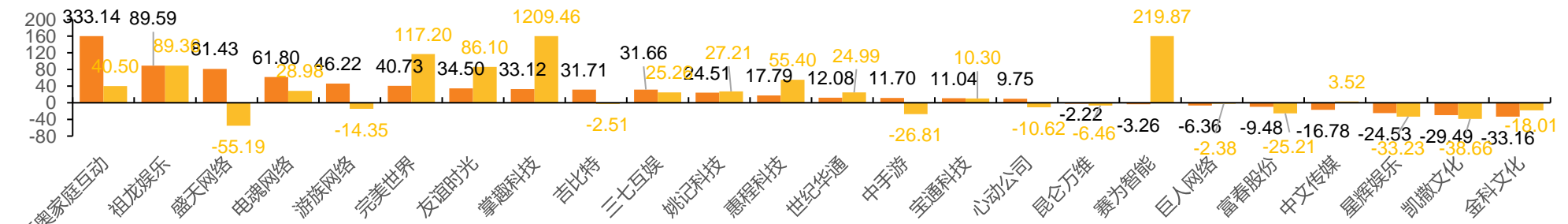
## 2019H1-2020H1游戏板块23家公司销售费用率

■ 2019H1销售费用率 (%) ■ 2020H1销售费用率 (%)



## 2020H1营收增速与销售费用增速

■ 2020H1营业总收入同比增长率 (%) ■ 2020H1销售费用同比增长率 (%)

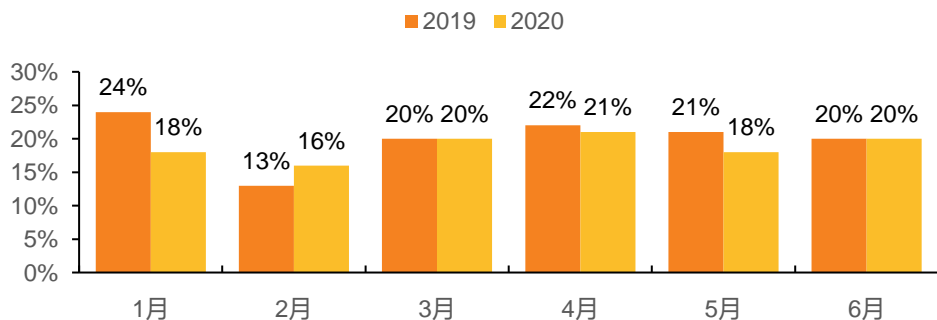


资料来源：wind、天风证券研究所；备注：百奥家庭互动20H1营收增速为333.14%，掌趣科技20H1销售费用增速为1209.46%，赛为智能20H1销售费用增速为219.87%

# 1.4 买量供给：新增买量游戏与买量公司呈下降趋势

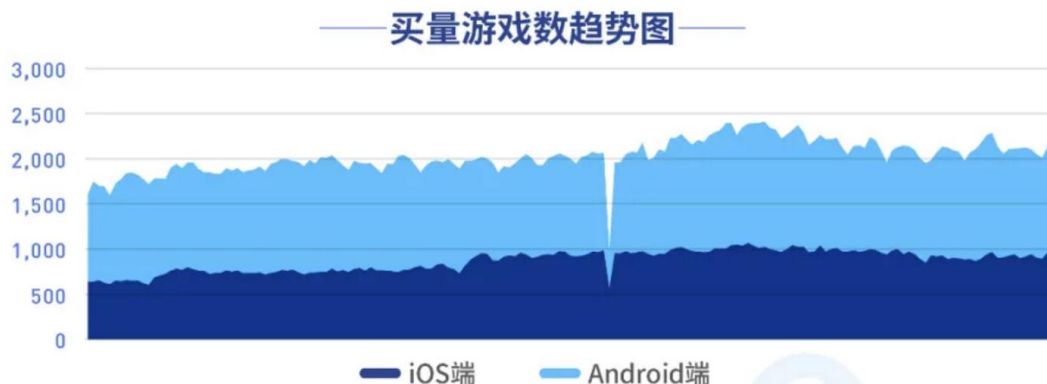
- 20H1手游买量市场买量游戏数继续增加，但新增率普遍低于去年同期，除疫情和APP Store和穿山甲对“版号政策”的持续高压外，大厂入局和日益高升的买量成本是重要原因。
- 相较19H1同期，IOS买量主体公司数量略有下降，日均买量公司主体数172家。Android端买量公司主体日均在503家，自5月中下旬起，一个月内急剧缩减到350家。在资金、版号、流量成本等重压下，不少公司已经减投、停投甚至注销。

### 2019H1-2020H1新增买量手游占比



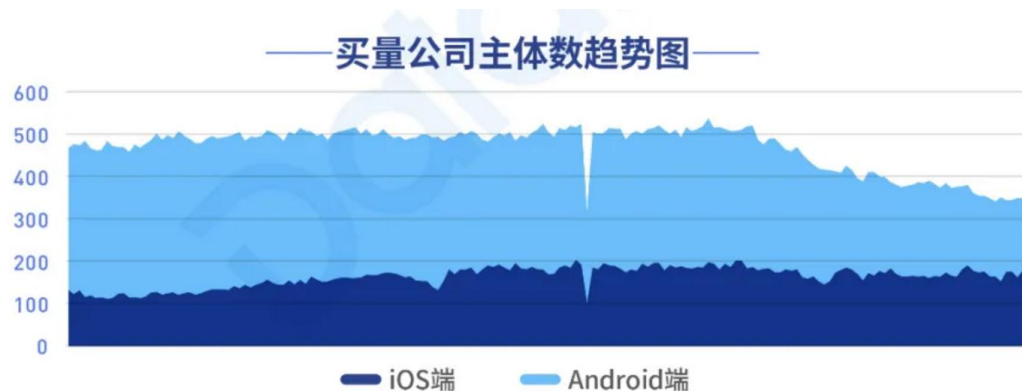
资料来源：热云数据、天风证券研究所

### 2020H1买量游戏数量趋势图



资料来源：DataEye、天风证券研究所；注：横坐标为2020年1月1日—2020年6月19日，纵坐标单位：款

### 2020H1买量公司主体趋势图



资料来源：DataEye、天风证券研究所；注：横坐标为2020年1月1日—2020年6月19日，纵坐标单位：家

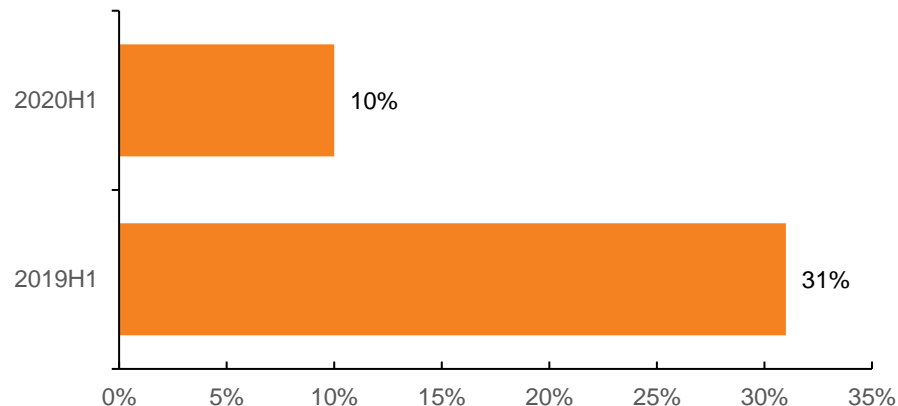
# 1.5 头部化：大厂切入买量市场，买量游戏头部化

2020H1上市公司投放指数3000以上的游戏详情

公司	游戏	题材	玩法	投放指数
腾讯	乱世王者	三国	策略	5382.3
	梦幻西游网页版	西游	放置	24520.05
	率土之滨	三国	策略	14307.3
网易	梦幻西游	西游	回合制	11692.35
	梦幻西游三维版	西游	MMORPG	10237.05
	明日之后	末日	沙盒	5863.05
	乱世三国	三国	卡牌	7232.4
三七互娱	变态切割版	传奇	MMORPG	5653.8
	寒冰怒斩	魔幻	MMORPG	3763.8
	三人高爆版	传奇	MMORPG	3024
	三人传奇	传奇	MMORPG	32751
	复古传世	传奇	MMORPG	14342.4
世纪华通	主宰传奇	传奇	MMORPG	5848.2
	雄图霸业	传奇	MMORPG	5371.2
	传奇无双移动版	传奇	MMORPG	3731.4
完美世界	新笑傲江湖	武侠	MMORPG	5690.2
IGG	王国纪元	战争	策略	3278.75
网龙	魔域口袋版	魔幻	MMORPG	3100
	少年三国志2	三国	卡牌	33831
游族	荒野乱斗	魔幻	射击	9166.5
	山海镜花	中国神话	回合制	4855.5
	天龙八部荣耀版	武侠	MMORPG	16153.8
畅游	天龙八部荣耀版之高爆	武侠	MMORPG	3866.2
中手游	轩辕剑：剑之源	仙侠	卡牌	9280.7
巨人网络	征途2	战争	MMORPG	4865.65
吉比特	问道	仙侠	MMORPG	4269.2
友谊时光	浮生为卿歌	宫廷	宫斗	12925.9
恺英	卓越之光	魔幻	MMORPG	5625

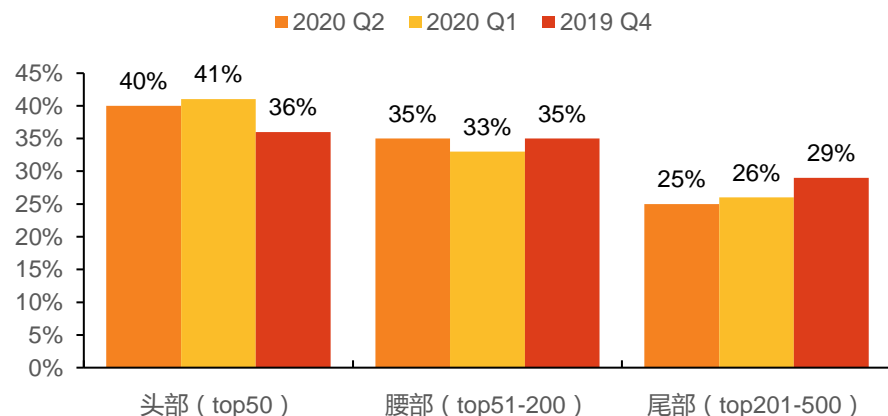
资料来源：DataEye、天风证券研究所；投放指数受投放素材数量、投放产品数量、素材IP、素材消耗周期、投放媒体占比等因素影响

2020H1投放素材前500名手游中新增手游占比



资料来源：热云数据、天风证券研究所

2020H1投放素材top500手游分布



资料来源：热云数据、天风证券研究所



# 1.6 竞争加剧促使公司理性买量，倒逼公司提升研发实力及产品质量

➤ 用户规模增长放缓，红利逐渐消失，新获客难度增大，同时大厂入局买量市场，使得买量市场成本上升，公司更加重视游戏本身的品质，加大研发投入。

➤ 从研发费用来看，板块25家公司20H1总体研发费用为44.71亿元，19H1为39.98亿元，同比增长11.86%。其中研发投入增速最快的前五家公司依次为：三七互娱（98.61%）、心动公司（53.30%）、宝通科技（49.70%）、电魂网络（39.25%）、吉比特（32.25%）。

➤ 从研发投入占营业收入比例看，25家公司20H1平均研发费用率为11.13%，19H1为13.28%。20H1研发费用占比前五名的公司依次为：祖龙娱乐（37.80%）、巨人网络（29.92%）、掌趣科技（19.72%）、天舟文化（19.68%）、完美世界（16.10%）。

➤ 高研发提升游戏品质，推动营收高增长。三七互娱20H1营收、研发均实现高速增长，其中20H1营收同比增速为31.59%，研发费用增速更是高达98.61%。

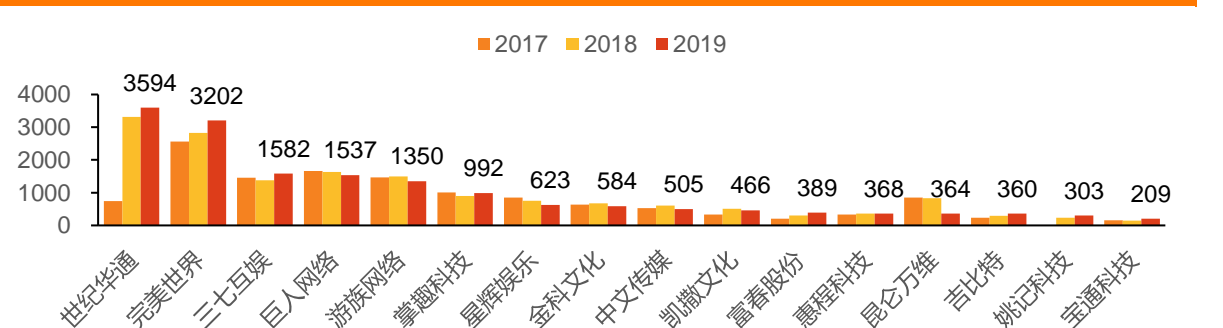
2019H1-2020H1游戏板块主要公司研发费用合计



2019H1-2020H1游戏板块主要公司研发费用占营收比例



2017-2019主要游戏公司研发人员数量变动



资料来源：wind、天风证券研究所；

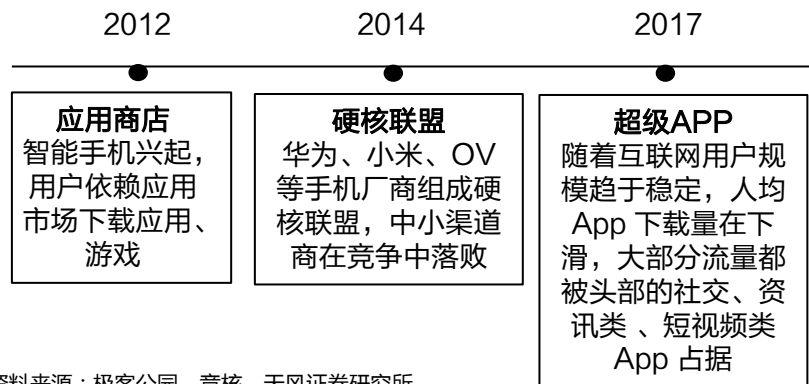
## 2.1 渠道变化：从应用商店到超级APP

国内手游分发演进线如下：第三方应用商店（联运）—手机厂商主导的硬核联盟（联运）—超级App（买量）—垂直社区（联运）。

手游的发展得益于智能手机市场的不断深化和推进，2012—2016，国内智能手机用户呈现快速增长，手游也开始进入快速增长期，起初用户依赖应用商店下载安装应用和手游，当时的人口红利越来越高，玩家又不会对产品进行选择，因此渠道商便占据了主动权。后来渠道商的优势越来越明显，但是随着华为、小米、OV们成了“硬核联盟”，中小渠道商在竞争中落败。

随着互联网用户规模趋于稳定，人均 App 下载量在下滑，大部分流量都被头部的社交、资讯类、短视频类 App 占据。

手游分发渠道演进



资料来源：极客公园、竞核、天风证券研究所

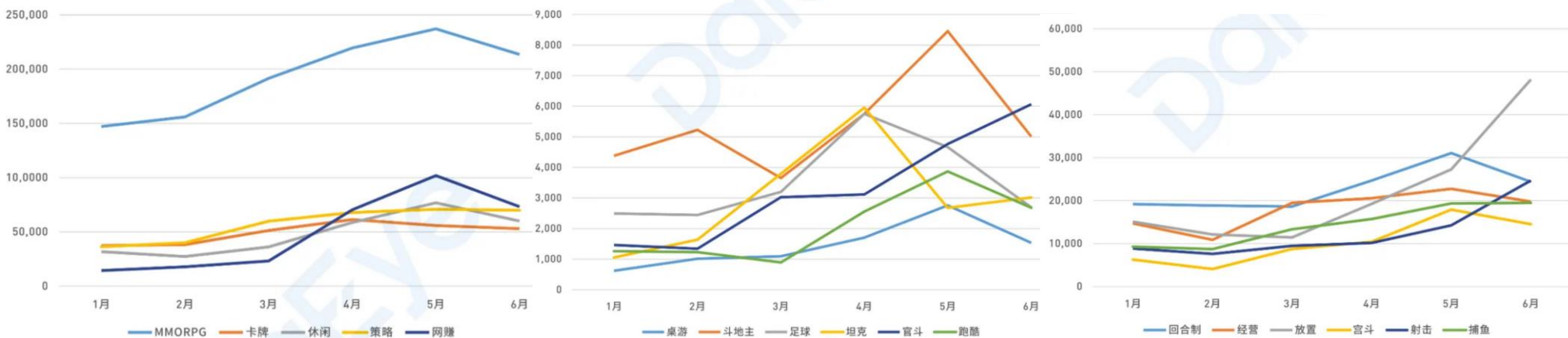
各渠道成分情况

阵营	总规模	合作方式	主要渠道	渠道分成/成本占比	CP毛利润
IOS	700亿	联运 买量（给苹果商店导量）	APP STORE	30%	10%-30%
			头条系 腾讯系广点通 各种流量APP	40%-60%	
			华为 OPPO VIVO 哔哩哔哩 TAPTAP	50% 50% 50% 50% 0%	
安卓	400亿	联运 买量（可直接下载） 其他	阿里九游 腾讯应用宝 各种长尾	50% 50% 50%	5%-15% 1%-8% 5%-8%
			小米金立酷派联想360魅族 头条系 腾讯系广点通 各种流量APP	50% 40%-60% 50%	5%-8% 5%-15% 5%-15% 5%-12%
			官网等	60%-70%	60%-70%

资料来源：竞核、天风证券研究所

## 2.2 产品变化：MMORPG为买量绝对主力，放置类异军突起

### 20H1各游戏玩法投放趋势



### 20H1各游戏题材投放趋势



资料来源：DataEye、天风证券研究所，纵坐标单位：组

## 2.2 产品变化：MMORPG为买量绝对主力，放置类异军突起

20年5月-8月投放广告数top20的游戏排名

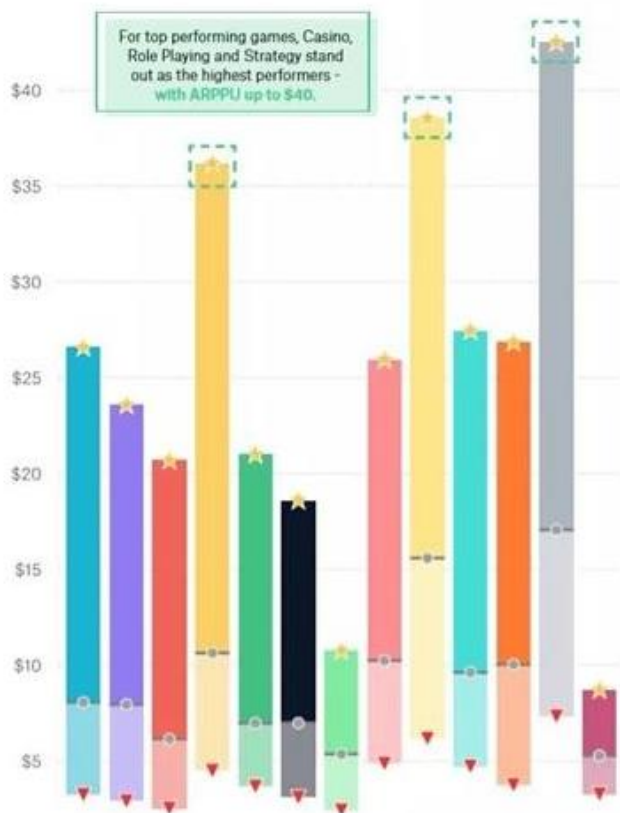
5月			6月			7月			8月		
排名	游戏名	类别	排名	游戏名	类别	排名	游戏名	类别	排名	游戏名	类别
1	三国志·战略版	战争 三国	1	三国志·战略版	三国 战争	1	新神魔大陆	魔幻	1	爱上消消消	消除
2	爱上消消消	消除	2	荒野乱斗	射击	2	三国志·战略版	战争 三国	2	三国志·战略版	战争 三国
3	大赢家斗地主	棋牌	3	爱上消消消	消除	3	三国志幻想大陆	三国	3	最强答人	其他
4	蓝月至尊版	传奇	4	看图猜成语	网赚	4	爱上消消消	消除	4	精灵盛典	魔幻
5	三国志幻想大陆	三国	5	最强答人	网赚	5	班主任模拟器	模拟	5	高铁时代	其他
6	我爱拼模型	休闲	6	梦幻西游网页版	西游	6	我爱拼模型	其他	6	三国志幻想大陆	三国
7	恶魔少爷别吻我	模拟	7	班主任模拟器	模拟	7	校花梦工厂	模拟	7	梦幻西游网页版	西游
8	复古传奇	传奇	8	三国志幻想大陆	三国	8	梦幻西游网页版	西游	8	班主任模拟器	模拟
9	少年三国志2	战争 三国	9	浮生为卿歌	模拟 宫斗	9	天天消星星	消除	9	新射雕群侠传	仙侠
10	主宰传奇之爆装传奇	传奇	10	最强蜗牛	放置 冒险	10	极品小县令	模拟	10	成语大侠	其他
11	班主任模拟器	模拟	11	达叔传奇	传奇	11	浮生为卿歌	模拟 宫斗	11	我爱拼模型	其他
12	浮生为卿歌	模拟 宫斗	12	剑网3：指尖江湖	仙侠	12	蓝月至尊版	传奇	12	飞龙大乱斗	其他
13	看图猜成语	休闲	13	我爱拼模型	休闲益智	13	荒野乱斗	射击	13	天天消星星	消除
14	剑与远征	魔幻	14	旋转大师	射击	14	新笑傲江湖	仙侠	14	2048球球大作战	其他
15	疯狂猜成语	休闲	15	拇指枪王	射击	15	拇指枪王	射击	15	猜歌大神	其他
16	率土之滨	战争 三国	16	首富特烦恼	都市 模拟	16	大话西游	西游	16	真红之刃	魔幻
17	散人传奇	传奇	17	我也是大侠	仙侠	17	大圣寻妖记	西游	17	最强蜗牛	放置 模拟
18	塞尔之光	魔幻	18	蓝云至尊版	传奇	18	乐乐捕鱼街机版	棋牌	18	王者荣耀	其他
19	音符达人	休闲	19	极品小县令	模拟	19	日理万姬	模拟 宫斗	19	新笑傲江湖	仙侠
20	来玩合体鸭	模拟 休闲	20	率土之滨	战争 三国	20	我也是大侠	仙侠	20	生存挑战	其他

资料来源：App Growing、天风证券研究所；合计排行榜中模拟类游戏15款，传奇类10款，三国类8款，战争类7款，休闲、消除、西游均为6款，魔幻、射击均为5款，宫斗为4款，棋牌、放置、网赚均为2款，都市、冒险均为1款，其他为9款。（统计含重复游戏和重复类别）

## 2.2 产品变化：MMORPG为买量绝对主力，放置类异军突起

2019年全球手游不同品类游戏ARPPU值

★ Top performing games    ● Genre median    ▼ Underperforming games



各品类的ARPU决定买量费用的支付力度。从GameAnalytics和AppGrowing的数据来看，**高ARPPU的游戏品类和高买量的游戏品类具有一定重合性**。2019年全球手游市场上，角色扮演类、策略类和博彩类游戏有着最高的ARPPU；从买量排名来看，以《三国志·战略版》、《率土之滨》为代表的三国游戏属于策略类游戏，以《精灵盛典》、《真红之刃》、《新神魔大陆》、《蓝月至尊版》为代表的魔幻、传奇游戏属于角色扮演类游戏。

**上半年各游戏品类买量趋势总结（针对P11的20H1各游戏玩法投放趋势的分析）：**

- 上半年以完美世界《新神魔大陆》为代表的MMORPG类游戏为手游市场买量的绝对主力。
- 吉比特参股的青瓷文化研发的《最强蜗牛》引爆放置类手游买量，放置类手游买量从5月起迅速攀升。
- 以《浮生为卿歌》为代表的宫斗类也在4月起加大了在买量市场的投入。
- 20H1受疫情影响，以姚记《小美斗地主》和腾讯《欢乐斗地主》为代表的斗地主类游戏在买量市场表现抢眼。

**5-8月头部买量游戏品类情况（针对P12的20年5月-8月投放广告数top20的游戏排名的分析）：**

- 模拟、三国、传奇类游戏是top20排行榜中最常出现的三个题材。
- 《三国志·战略版》和《三国志幻想大陆》领衔三国类游戏买量。
- 《蓝月至尊版》是5-7月唯一稳定处在top20中的传奇类游戏。
- 模拟类游戏买量竞争激烈，上榜游戏最多，《班主任模拟器》、《浮生为卿歌》在5-7月均稳定在top20中。
- 8月买量top榜变化较大，以《精灵盛典》、《真红之刃》和《新射雕群侠传》为代表的魔幻MMORPG和仙侠类MMORPG游戏成为头部买量游戏。



资料来源：GameAnalytics、天风证券研究所

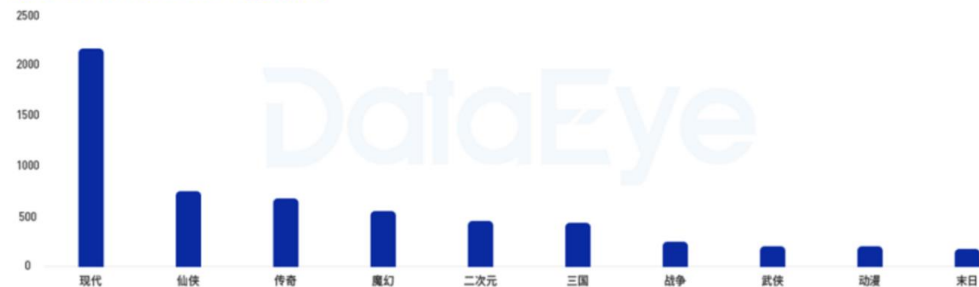
## 2.2 产品变化：MMORPG为买量绝对主力，放置类异军突起

下半年买量展望（请结合游戏最终实际上线时间参考）：

- 从题材上看，仙侠、传奇、魔幻题材将是买量主力；从玩法上看，MMORPG将保持买量龙头地位。（20H2仙侠魔幻传奇类：三七互娱《荣耀大天使》，完美世界《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》，掌趣科技《真红之刃》、《全民奇迹2》，世纪华通《庆余年》、《传奇天下》，中手游《新射雕群侠传》；其他MMO：富春股份《仙境RO：爱如初见》、《仙境RO：新世代的诞生》，祖龙娱乐《梦想新大陆》、《诺亚之心》，心动公司《火炬之光》等）
- 策略类游戏买量关注三国题材。（20H2三国类：三七互娱《三国SLG》、凯撒文化+快手《三国志：威力无双》等）
- 看好《最强蜗牛》引发的放置类游戏买量热潮。（20H2放置类：三七互娱《偶像天使》，吉比特《不朽之旅》、《一念逍遥》，宝通《WILD WEST HEROES》，中手游《轩辕剑：剑之源》等）

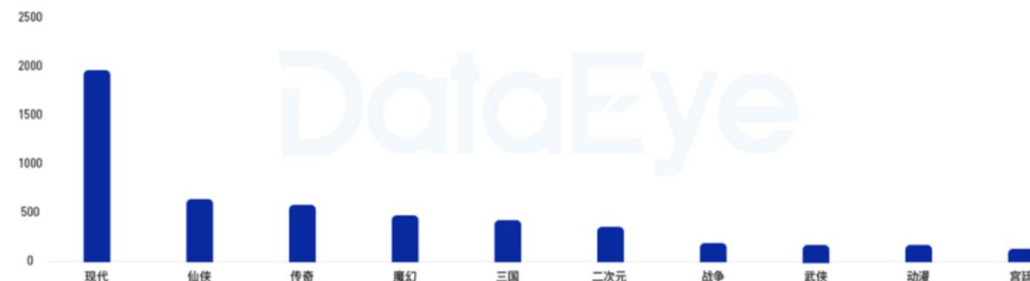
7月买量游戏题材分布

游戏题材分布TOP10（按游戏）



8月买量游戏题材分布

游戏题材分布TOP10（按游戏）



资料来源：DataEye、天风证券研究所，纵坐标单位：款

## 2.2 产品变化：MMORPG为买量绝对主力，放置类异军突起

竞核认为，《三国志·战略版》等三国类游戏取得良好流水表现的原因，除了在该系列产品在题材上，选取了中国玩家最为熟悉的“三国”题材和2020年SLG市场热情高涨，细分品类融合大众化玩法趋势明显这两个题材、品类两大利好要素外，加注买量市场则是阿里互娱、游族网络、巴别时代等厂商为产品打造第三点优势。

阿里互娱旗下两款三国题材手游领跑市场。《三国志·战略版》2020年共计投放646天，投放素材量49205，创意组数241397组，总榜排名第2。此外公司旗下《三国志幻想大陆》自4月9日推出以来，累计投放广告169天，投放素材量25747。从投放力度来看，该作日均投放素材量152，甚至高于《三国志·战略版》的日均投放素材量（76组），投放总排名第6。

阿里互娱两款三国题材游戏表现与买量情况

厂商	游戏名	游戏类型	上线时间	畅销榜最高排名	近三个月收入预估（万美元）	投放素材量	创意组数	投放天数	投放排名
阿里互娱	三国志·战略版	SLG	2019年8月14日	1	13703	49205	241397	646	2
阿里互娱	三国志幻想大陆	SLG+卡牌	2020年4月9日	3	7091	25747	128665	169	6

其他两款三国题材游戏表现与买量情况

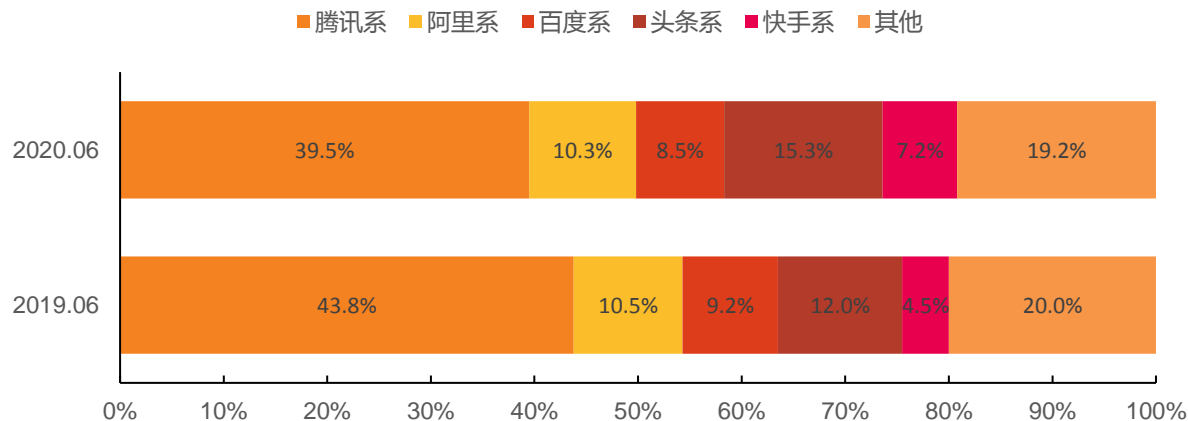
厂商	游戏名	游戏类型	上线时间	畅销榜最高排名	近三个月收入预估（万美元）	投放素材量	创意组数	投放天数	投放排名
游族网络	少年三国志2	SLG+卡牌	2019年9月25日	6	1575	24087	86748	344	9
巴别时代	放开那三国3	卡牌	2020年6月日	3	2400	17290	72608	93	16

资料来源：竞核、天风证券研究所；注：数据截至2020年9月5日

## 2.3 投放变化：字节系主投媒体平台，短视频成主要投放方式

- 相较于2019年6月，2020年6月头条系App使用时长占比增长了3.3pct，而腾讯系App的使用时长占比则较同期下降了4.3pct。
- 短视频、综合资讯共计占据手游投放媒体份额的40%，短视频已成手游广告投放的主要渠道。
- 得益于字节系产品流量占比不断提升，字节旗下广告平台巨量引擎已处于手游广告投放渠道第一梯度。

2019H1-2020H1各互联网巨头APP使用时长占比变化



资料来源：Questmobile、天风证券研究所

20H1手游投放渠道梯队名单（梯队内不排名）

### 第一梯队

爱奇艺 百度推广 巨量引擎 快手 腾讯社交平台

### 第二梯队

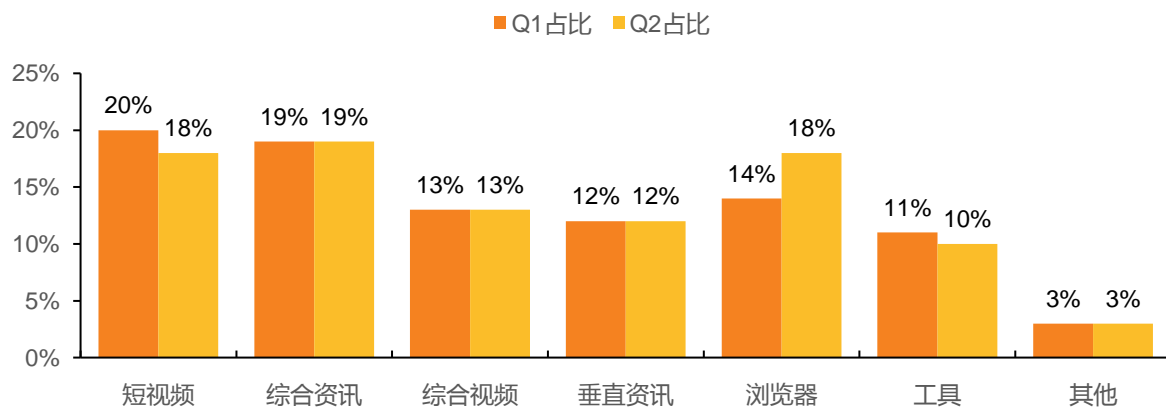
阿里汇川 bilibili Digitalmob 斗鱼 虎牙直播

Mintegral 摩邑诚 Sigmob 神马搜索 搜狐汇算

WiFi万能钥匙 微博-超级粉丝通 新数DSP 知乎 360点睛

资料来源：热云数据、天风证券研究所

20Q1-20Q2手游投放媒体占比



资料来源：热云数据、天风证券研究所



## 2.4 买量对比：同期、同类产品买量对比

在过去的一年，多款产品走红网络，这些产品上线初期的宣发力度大，通过明星/KOL代言，魔性、玩梗、等出其不意的广告创意，攻占抖音、微博、B站、斗鱼、今日头条等各大平台，在平台算法推送下，让目标用户感受到铺天盖地的广告。直观感受上是宣传力度上加码和升级，但细致分析，会发现，这些产品引爆背后是创意素材回归产品本身，找到自身内容的出圈点，以此吸引到目标用户群体，在品牌和效果类广告，即所谓的品效结合的攻势下，实现高性价比的大规模买量。

阿里《三国志·战略版》买量文案与界面

番号	文案标题	创意覆盖百分比
1	懂三国的必玩！高晓松力荐，光荣正统《三国志》新作终于公测！	15.72%
 <p>关键词：高晓松 三国 公测</p>		
3	如果你有一台iPhone，不玩简直是浪费，万人新服今日开启！	12.06%
 <p>关键词：iphone 新服 万人 开启 今日</p>		

网易《率土之滨》买量文案与界面

番号	文案标题	创意覆盖百分比
1	完美还原历史，烧脑靠操作，能否一统三国全看你智商！	17.42%
 <p>关键词：完美 历史 烧脑 三国</p>		
3	一款真正带兵打仗的游戏，先灭哪国你说了算！	16.11%
 <p>关键词：带兵打仗 游戏 说了算</p>		

资料来源：游戏客栈x爆款时代、天风证券研究所

资料来源：游戏客栈x爆款时代、天风证券研究所

## 2.4 买量对比：同期、同类产品买量对比

传奇类游戏对买量投入一直比较高，这表象是“烧钱式”营销，但实则这折射出他们是基于对自家产品的自信以及买量模型成功验证的基础上的投放。也就是说，这种“烧钱式”营销，需要两方面的支撑：一是过硬的产品品质，二是买量模型中核心数据的优异表现，这样的品效结合的营销才是健康良性的。以往骗量式的广告，在人口红利消失、存量竞争的环境下，是不可取的，对产品也将不可持续。

### 《原始传奇》买量文案与界面

番号	文案标题	创意覆盖百分比
1	PC传奇1: 1移植优化! 复古版本, 还原当年一刀烈火的快感!	18.40%
 <p>关键词: PC传奇 移植优化 复古 烈火</p>		
2	新版复古传奇手游公测了, 电脑1: 1移植优化, 小怪也能出神装!	15.16%
 <p>关键词: 新版 复古 传奇 公测 神装</p>		
3	画面=游戏内容, 真实复古, 这才是20年前网吧玩的传奇!	14.91%
 <p>关键词: 画面 游戏内容 复古 网吧</p>		

资料来源：游戏客栈x爆款时代、天风证券研究所

### 《贪玩蓝月》买量文案与界面

番号	文案标题	创意覆盖百分比
1	古天乐: 别问我为什么代言, 挂机一晚, 爆了3个麻痹, 转手兑换回收	18.85%
 <p>关键词: 古天乐 代言 挂机 回收</p>		
3	10级送毒怒斩, 20级送毒开天, 40级送毒屠龙, 你敢不敢来?	11.53%
 <p>关键词: 毒怒斩 毒开天 毒屠龙</p>		

资料来源：游戏客栈x爆款时代、天风证券研究所

## 2.4 买量对比：同期、同类产品买量对比

上线初期进行大规模的品效结合的营销，可能是性价比较高的方式。因为产品刚上线，用户第一次接触，有新鲜感，相对后续买量，成本相对更低，也更容易，如果能在早期实现大规模买量，后续持续稳定买量，有利于游戏的长线运营。

### 多益网络《神武4》买量文案与界面

番号	文案标题	创意覆盖百分比
1	无限转职，无限战力，装备全靠打，土豪也没辙！	29.95%
	 <p>关键词：转职 战力 装备 土豪</p>	
2	有事没事，玩神武4！《神武4》手游12月27日正式上线！	13.55%
	 <p>关键词：神武4 手游 上线</p>	
3	单机西游，开局175，一身无级别，无限金币无限洗宠！	8.42%
	 <p>关键词：单机 西游 开局 无限金币</p>	

### 网易《梦幻西游网页版》买量文案与界面

番号	文案标题	创意覆盖百分比
1	同事最近疯狂种草的游戏，一玩就是一天，根本停不下来！	25.52%
	 <p>关键词：同事 游戏 停不下来</p>	
2	这才是真西游，开局vip5，不肝不氪，任务一键完成，10倍爆率！	13.66%
	 <p>关键词：西游 开局 不肝不氪 任务 爆率</p>	
3	网易《梦幻西游网页版》终于上线！不肝不氪也能暴爽西游！	12.23%
	 <p>关键词：网易 梦幻西游网页版 不肝不氪 西游</p>	

资料来源：游戏客栈x爆款时代、天风证券研究所

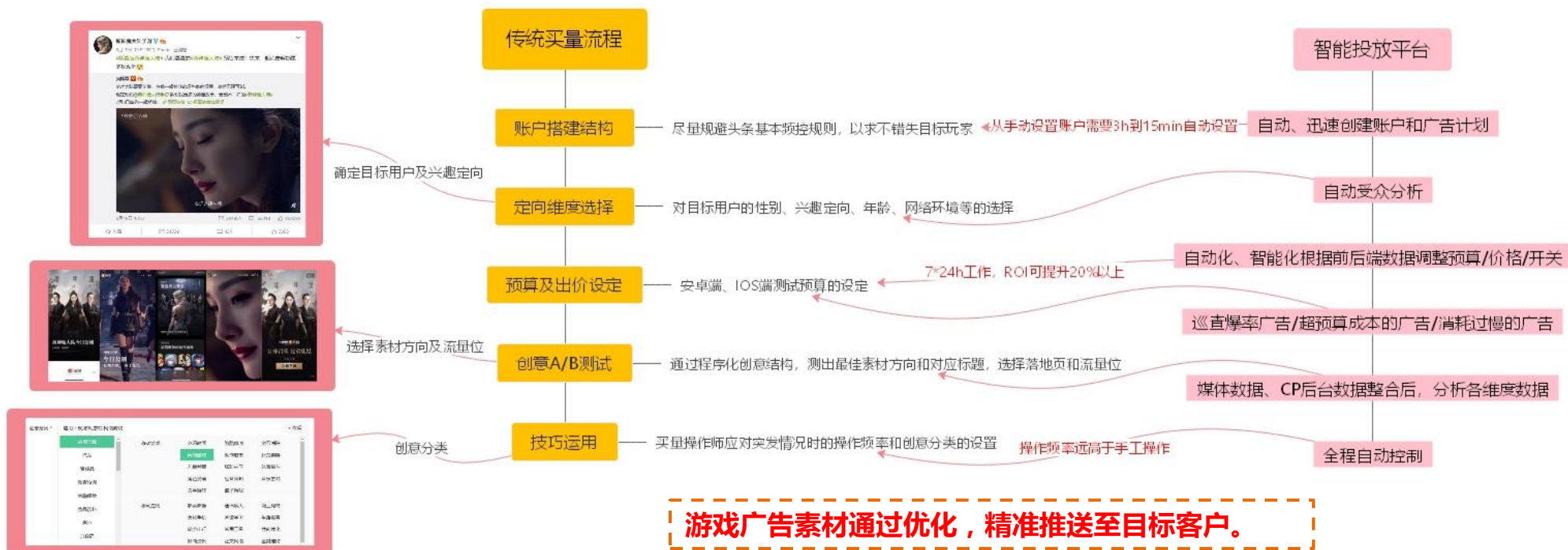
资料来源：游戏客栈x爆款时代、天风证券研究所

# 3.1 买量因素分析：优化+素材

我们认为影响买量的两个核心因素是①厂商对买量优化能力、②买量素材的质与量，我们通过整理行业买量流程不难看到：

- 买量过程中对广告计划的制定、对广告资源的识别和选择、对预算的控制和节奏的调整、以及对落地数据的后续研究和分析，买量的投放及优化过程尤为重要，有经验、有数据积累的买量团队，甚至是智能化平台，都能有效提升买量效率、提升ROI，而智能化平台通过AI及大数据等的技术应用，克服众多流程痛点。
- 买量最终要依靠素材的投放，优秀的买量素材吸引用户的心智，引导点击下载，提高广告转化率。

## 买量实操流程整理



资料来源：GameRes、游戏陀螺、天风证券研究所整理

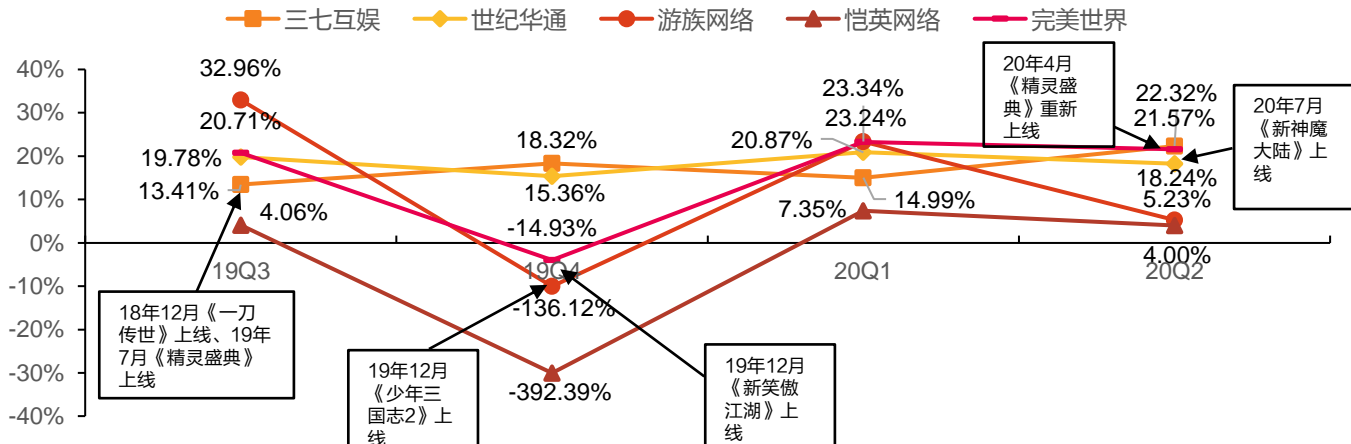
# 3.1 买量因素分析：优化+素材

重磅买量游戏会提高公司的销售费用率，在本身游戏品质过硬的基础上，提高买量投入和买量效率，做到“品效合一”可以提高公司的净利率。

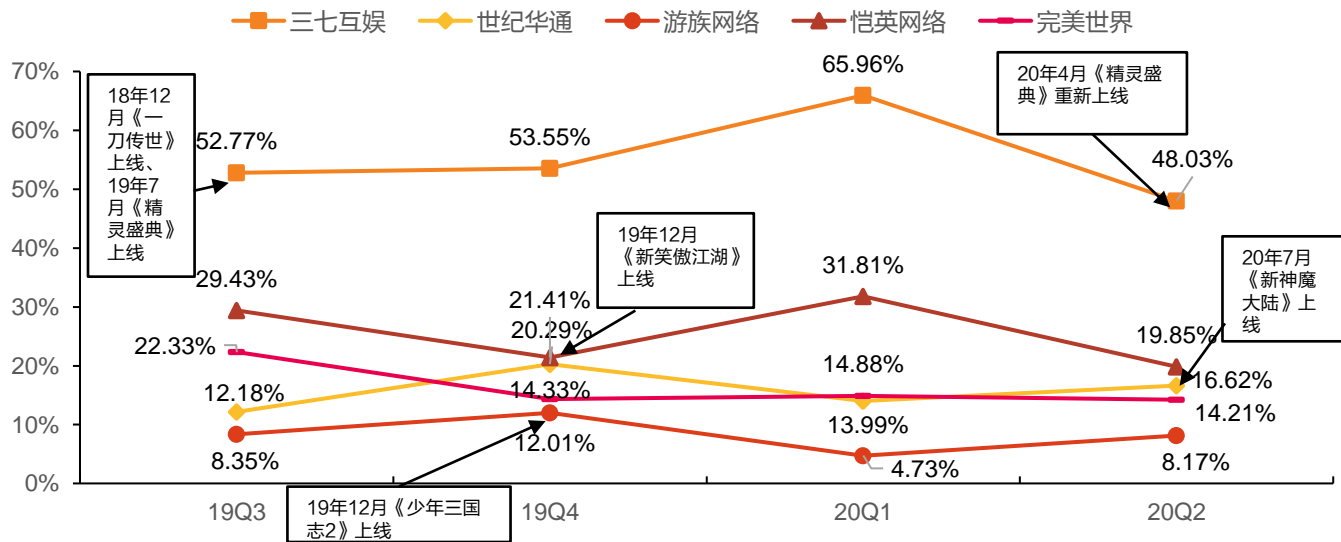
《新笑傲江湖》和《少年三国志2》均在19年12月上线，买量广告要在游戏上线前投放，可以看到两款买量重磅游戏都推高了公司对应季度的销售费用率。

《少年三国志2》、《新笑傲江湖》在19年年末才上线，对业绩的影响反映在下一个季度，可以看到两款游戏都成功推高了公司下一季度的扣非归母净利率。《精灵盛典》于20年4月重新上线，重新上线时间为当季季中成功推高了对应的19Q3和20Q2的公司扣非归母净利率。

### 19Q3-20Q2五家公司扣非归母净利率



### 19Q3-20Q2五家销售费用率



资料来源：wind、天风证券研究所；注：游族网络19Q4扣非归母净利率为负是《少年三国志2》于12月上线，推高Q4推高推广投入导致的；完美世界19Q4扣非归母净利率为负是影视业务受市场和行业整体环境等因素影响下滑导致的；恺英网络19Q4扣非归母净利率为负是计提大额商誉减值准备导致的。

## 3.2 精细化买量是趋势

- 买量市场成本高企，买量成为各家厂商常用的手段，原有的粗放式买量已行不通，买量会成为一个非常具有技术含量的工作，精细化买量的时代已经到来。买量平台的精细化投放能力体现在对不断产生的海量数据的处理和价值信息的挖掘上。
- 以腾讯为例，腾讯的精细化买量策略主要有三个维度，分别是：快、准和狠。快主要是对广告位和用户价值进行判断，并利用人工智能自动快速地进行广告排期；准是对用户画像的构建和目标用户的识别；狠则是流量作弊的管控。

腾讯精细买量策略

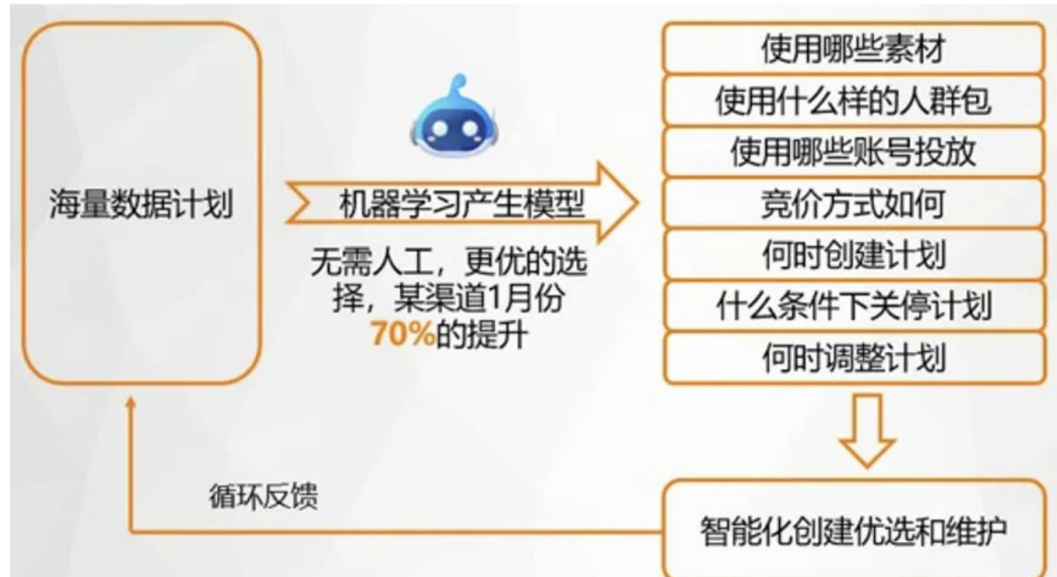
维度	能力	内容
快	竞价采买	在最短的时间内，快速判断这个用户到底值不值得买，值得花多少钱，然后完成一系列的出价和素材投递的工作
	智能排期	依托产品的历史投放情况，用人工智能的方式去设定排期和调整排期
准	用户识别	腾讯的数据中台，一共拥有超过2000个维度去描绘目标人群
狠	频次控制	结合腾讯对流量的判断，游戏内行为判断，以及账号的社交关系链及设备的各类信息，构建了不亚于金融防诈骗的体系
	反作弊	

资料来源：游戏陀螺、天风证券研究所

## 3.3 大厂争相发力智能化投放平台

- 目前买量市场“智能化”投放的整体利用率不高，但在买量成本不断提高的背景下，部分大厂已经开始布局智能化投放平台，以提高自身买量效率。
- 以三七互娱的“量子-天机”智能化投放系统为例，这套智能化投放系统主要分为三个模块，首先是资源管理，可以对自有的素材进行一个统筹、归类，方便分析和重复利用；其次是数据管理，在获得投放结果之后，AI系统能够对其进行数据分析，从中得出一些更好的投放指导意义；最后则是投放管理，由AI系统代替人工进行自动化的投放。
- 使用“量子”智能系统后，新建的广告计划条数翻了3倍，获取的消耗和转化数更是不断迎来突破。创建计划时间也大幅缩短，原一天需要花5-6小时上传计划，缩小到半小时；并且在缩短时间的同时，大大提升了计划创建数，从原本每天不到千条计划提升至高峰值3500+条计划，效率提升250%。
- 智能化平台的出现首先使得在买量的各个周期对节奏的把握自动化，在测试期判断放量时机和选择广告位，智能进行定向维度选择，稳定期稳定持续上新广告计划不会疲倦、迅速根据市场情况设定预算和调整素材，最终还能帮助买量团队沉淀买量方法，实现投放效果的提高、拔高ROI。

### 三七互娱“量子-天机”工作原理



资料来源：手游那点事、天风证券研究所

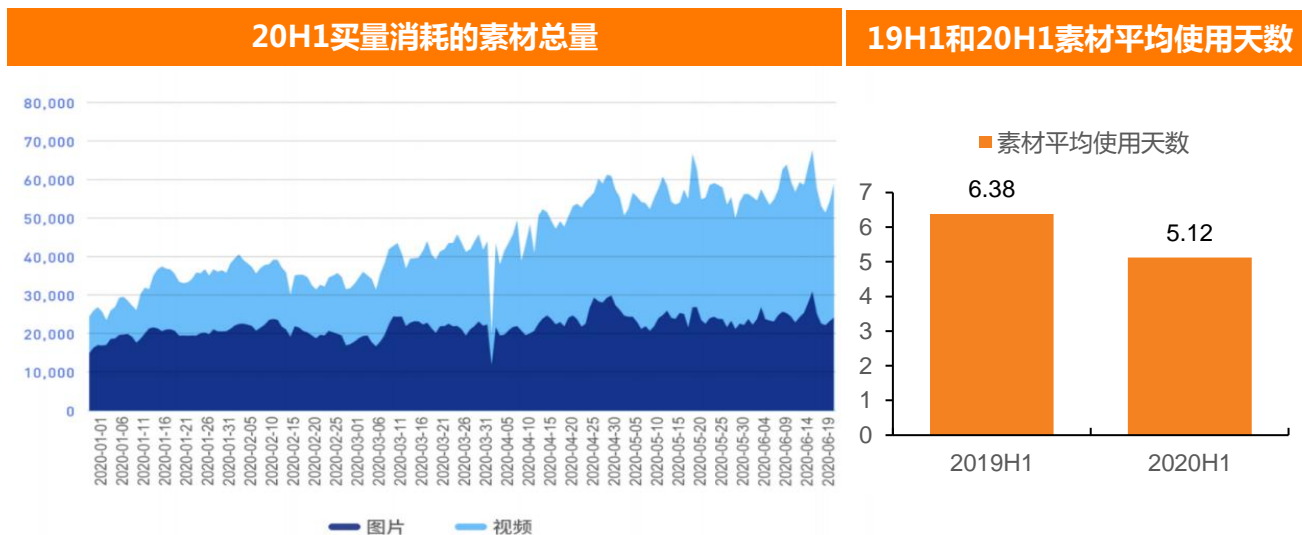
### 三七互娱“量子-天机”工作流程



资料来源：手游那点事、天风证券研究所

## 3.4 素材消耗加速，重要性凸显

- 20H1素材投放量同比涨幅超250%。20H1最高峰日投放素材为98574组，19H1最高峰日投放素材仅为26810组，其中视频类素材涨幅远超图片类素材。
- 19H1一份买量素材的平均使用天数为6.38天，20H1一份素材使用的平均天数仅为5.12天，同比降幅为19.7%。其中20H1腾讯系媒体的素材平均使用天数为6.26天，头条系媒体的素材平均使用天数为3.95天，为腾讯系的63.1%。
- 买量素材数的投放生命周期越来越短，素材创意的消耗越来越快，视频类素材成素材主力。买量市场面临创意缺口，创意团队/编剧团队将成为买量战场主力军。
- 买量最终要依靠素材的投放，优秀的买量素材吸引用户的心智，引导他们点击下载，拥有优质的内容素材产出团队，把握买量素材的质与量将成为买量的又一壁垒，在这一方面，例如姚记科技已经并购芦鸣科技，打造自己的视频内容输出团队。



资料来源：DataEye、天风证券研究所，纵坐标单位：组

巨量引擎游戏买量合作模式解析		
合作模式	游戏	具体内容
Bigday plus	凹凸世界	抖音+西瓜双端达人定向打造专属视频，品牌内容高度渗透。西瓜游戏频道onpage超大曝光，抖音挑战赛配合贴纸引发全民互动。
Bigday	新神魔大陆	打造西瓜、头条、皮皮虾三端，以达人定制、视频征集，图文撰写、话题讨论等形式产出亮点内容，游戏频道onpage超大曝光
游戏品效内容包	新笑傲江湖	达人定制，作者征集，热推加持带动转化
游戏精品达人视频栏目	剑网3：指尖江湖	游戏顶级KOL定制栏目合作，高性价比打造爆款短视频

资料来源：巨量引擎、天风证券研究所



# 4 下半年游戏pipeline+游戏界面

## 20H2主要游戏公司pipeline

所属公司	游戏名称	(预计) 上线时间	游戏类型	来源/合作方式
三七互娱	王牌高校	2020年9月8日	卡牌	代理
	武圣屠龙	2020H2 (有版号)	ARPG 东方玄幻	自研
	荣耀大天使	2020H2	ARPG	自研
	叫我大掌柜_港澳台版	2020年9月10日	模拟经营	代理
	雷尚末日 SLG_全球版	2020H2 (暂定)	SLG	代理
	日理万姬_东南亚	2020年10月15日	宫斗	自研
	日理万姬_欧美亚	2020年11月 (待定)	宫斗	自研
	偶像天使	2020年12月 (待定)	放置挂机	代理
	三国SLG	2020Q4	策略类 SLG	自研
	传奇 NB	2020Q4	ARPG	自研
	传奇纪元	2020Q4	ARPG	自研
	斗罗大陆3D	2020Q4 (有版号)	卡牌回合制	自研
完美世界	一千克拉女王	已于2020年8月获得版号	魔幻RPG	自研
	云上城之歌	2020年4月4日	魔幻RPG	代理
	梦幻新诛仙	2020H2	MMORPG	自研
	幻塔	2020H2	RPG	自研
	战神遗迹	2020H2	RPG	自研
	魔渊之刃	2020年9月17日	Roguelike	代理
	一念逍遥	2020H2	国风放置修仙	自研
	摩尔庄园	全平台预约开启, 2020Q4公测	3D社区养成	代理
	巨像骑士团	2020Q4	策略类	代理
	荣誉指挥官	2020年9月1日	策略类	代理
吉比特	石油大亨	2020Q4	模拟经营类	代理
	不朽之旅	2020年9月10日	放置类	代理
	街霸: 对决	2020年10月-11月 (有版号, 已开启预约)	角色扮演	腾讯发行
	全民奇迹2	最快2020年底, 2020年底/2021年初上线 (有版号)	MMORPG	腾讯发行
	黑暗之潮: 契约	2021年上线 (有版号)	动作	腾讯发行
	那些需要守护的	二测结束: 2019年11月15日, 预计2020年上线	策略 塔防	自研
	修谱诺斯	2020年	剧情 策略 解谜	自研
	真红之刃	2020年8月5日	RPG	自研
世纪华通	寻侠之侠影	已于2020年8月获得版号	修仙	自研
	庆余年	2020年7月开始上线测试环节, 2020H2上线 (有版号)	MMORPG	腾讯代理
	传奇天下	腾讯端测试了一个周期, 2020H2上线	MMORPG	腾讯代理
	小森生活	2020年4月29日台湾上线, 国内2020Q4上线	模拟养成	腾讯代理
	饥荒 (暂定)	2020H2上线	MMORPG	全球化IP产品, 现在国外做全球发布

资料来源: TapTap、公司公告、天风证券研究所, 注: 统计时间为2020年9月14日

# 4 下半年游戏pipeline+游戏界面

## 20H2主要游戏公司pipeline

所属公司	游戏名称	(预计)上线时间	游戏类型	来源/合作方式
凯撒文化	火影忍者：巅峰对决	2020Q4, 官网和TAPTAP同步开启预约 (待版号)	RPG	中国区域字节独代
姚记科技	三国志：威力无双 竖屏版小美斗地主	2020H1已在港澳台地区陆续上线 20Q4	策略 棋牌	自研, 国内快手独代 自研, 字节独代
富春股份	仙境传说RO：爱如初见	已签约腾讯国内独家代理发行, 已于 2020年7月在韩国发行	MMO	与欢乐互娱联合开发
	仙境传说RO：新世代的诞生	已与字节签订代理协议, 2020年10月15 日上线	MMO	自研
电魂网络	我的侠客	已于2020年8月20日删档付费测试	SLG RPG	自研, 腾讯代理
巨人网络	胡桃日记	2020H2 (已开启预约)	养成	中国大陆腾讯独代
	新款征途	2021	MMORPG	自研
	球球大作战2	2021 (已获版号)	休闲竞技	自研
	梦境链接	2020H2	RPG	代理
	造物法则2	2020H2	RPG	代理
	王者围城	2020H2	MMORPG	/
	决战三国	2020H2	RPG	/
宝通科技	dragon storm fantasy	2020年	RPG	/
	终末阵线	2020Q3已上线测试	二次元	成都聚获
	命运法则	2020年4月	RPG	/
	剑侠情缘2	2020H2	RPG	西山居
	WILD WEST HEROES	2020H2	模拟经营 放置	海南高图
	延禧攻略	2020H2	/	/
游族网络	新盗墓笔记	已于2020年6月取得版号	MMORPG	自研
	少年三国志：零	2020H2	卡牌	自研

资料来源：TapTap、公司公告、天风证券研究所，注：统计时间为2020年9月14日

# 4 下半年游戏pipeline+游戏界面

## 20H2主要游戏公司pipeline

所属公司	游戏名称	(预计) 上线时间	游戏类型	来源/合作方式
祖龙娱乐	鸿图之下	已于2020年6月10日开启首次测试	SLG	自研, 腾讯代理
	梦想新大陆	已于2020年7月开启首轮测试	RPG	自研, 腾讯代理
	诺亚之心	已于2020年6月开启先遣测试	MMORPG	自研, 腾讯代理
中手游	妖怪名单之前世今生	现已开启预约	塔防	与寰宇九州联合研发, 腾讯代理
	真·三国无双 霸	现已开启预约	ARPG	国内腾讯代理, 海外自主发行
	新射雕群侠传	2020年8月20日	武侠	自主发行
	斗罗大陆: 斗神再临	2020H2	RPG	自主发行
	航海王热血航线	2020H2	3D动作	字节独代
	全明星激斗	2020H2	卡牌	字节独代
	家庭教师	2020年8月18日港澳台上线	横版动作	自主发行
	轩辕剑: 剑之源	2020H2	放置 回合	自主发行
	last hero	2020H2	射击	自主发行
	画江湖之杯莫停	2020H2	MMORPG	自主发行
bilibili	宝石幻想: 光芒重现	2020年8月初首测	RPG	与盛趣合作研发
	黑潮: 深海觉醒	2020年8月初首测	卡牌	代理
	工匠与旅人	正式开启预约	模拟经营	独代
	空匣人型	2020H2	ARPG	独代
	暗影火炬城	2020年8月2日正式上架	动作	代理
	斩妖行	2020年8月14日抢先体验版上线	横版动作	代理
	机动战姬: 聚变	2020年8月中首测	机甲 二次元	access!研发, b站代理
	拾光梦行	正式开启预约	剧情	代理
	悠久之树	正式开启预约	RPG	代理
	灵笼: 火种	正式开启预约	RPG	代理
心动公司	火炬之光: 无限	2020H2上线, 7月CJ已开放试玩	MMORPG	自研
	心动小镇	2020H2上线, 已完成一次小规模内部测试	模拟经营	自研
	项目A (暂定)	今年确定名字并放出预告片	MMORPG	自研

资料来源: TapTap、公司公告、天风证券研究所, 注: 统计时间为2020年9月14日

# 4 下半年游戏pipeline+游戏界面

## 20H2主要游戏公司pipeline

所属公司	游戏名称	(预计)上线时间	游戏类型	来源/合作方式
网易	星战前夜：无烬星河	海外服于2020年8月13日上线运营	策略	与Crowd Control Productions联合开发
	阴阳师：妖怪屋	已于2020年6月10日上线安卓终极付费测试	养成 弹珠	自研
	哈利波特：魔法觉醒	已于2020年8月获得版号	RPG卡牌	自研
	时空中的绘旅人	已于2020年7月获得版号	剧情恋爱	自研
	天谕	已开启预约	MMORPG	自研
	隐世录	已于2020年5月开启测试	ARPG	自研
	宝可梦大探险	已于2020年1月8日开启预约	养成 闯关	与Game Freak和Pokemon联合推出
腾讯	地下城与勇士手游	2020年9月16日	横版动作	代理
	秦时明月世界	已于2020年7月10日开启付费删档测试	3D MMORPG	自研
	光与夜之恋	2020年8月21日开启新一轮测试	剧情恋爱	自研
	俄罗斯方块环游记	已于2020年1月21日开启不删档测试	多人对战	代理
	代号：三国	现已开启预约	策略	代理
	征服与霸业	已于2020年8月获得版号	SLG	代理
	金属对决	已于2020年3月安卓上线限量测试	机甲 格斗	代理

资料来源：TapTap、公司公告、天风证券研究所，注：统计时间为2020年9月14日

# 4 下半年游戏pipeline+ 游戏界面

三七互娱  
荣耀大天使



吉比特  
魔渊之刃



完美世界  
梦幻新诛仙



掌趣科技  
街霸：对决



资料来源：TapTap、公司公告、天风证券研究所

# 4 下半年游戏pipeline+ 游戏界面

世纪华通  
庆余年



凯撒文化  
火影忍者



富春股份  
新世代的诞生



电魂网络  
我的侠客



资料来源：TapTap、公司公告、天风证券研究所

# 4 下半年游戏pipeline+ 游戏界面

宝通科技  
终末阵线



游族网络  
少年三国志：零



祖龙娱乐  
鸿图之下



中手游  
真三国无双：霸



资料来源：TapTap、公司公告、天风证券研究所

# 4 下半年游戏pipeline+ 游戏界面

Bilibili  
宝石幻想



心动公司  
火炬之光



网易  
星战前夜



腾讯  
地下城与勇士



资料来源：TapTap、公司公告、天风证券研究所



## 5. 投资观点：长期研发运营是真金，短期超额收益来自产品表现

可比公司估值表

证券简称	总市值 (亿元)	2019A净利润	2020E净利润	2021E净利润	2020E增速	2021E增速	2018PE	2019PE	2020PE	2021PE
三七互娱	886.30	21.15	28.20	34.20	33.35%	21.28%	87.88	41.91	31.43	25.92
完美世界	651.72	15.03	24.01	28.80	59.77%	19.95%	38.20	43.37	27.14	22.63
吉比特	415.22	8.09	13.00	17.00	60.65%	30.77%	57.43	51.31	31.94	24.42
掌趣科技	218.39	3.64	6.42	11.51	76.57%	79.28%	-6.93	60.06	34.02	18.97
凯撒文化	91.87	2.10	2.50	6.00	19.22%	140.00%	33.02	43.81	36.75	15.31
富春股份	68.43	(5.61)	1.30	4.50	-	246.15%	118.00	-	52.64	15.21
姚记科技	126.45	3.45	6.50	8.60	88.49%	32.31%	97.49	36.67	19.45	14.70
巨人网络	394.55	8.20	11.03	14.57	34.52%	32.10%	36.59	48.11	35.77	27.08
宝通科技	90.23	3.05	4.20	5.50	37.69%	30.95%	33.20	29.58	21.48	16.40
世纪华通	791.46	27.00	37.00	45.00	37.04%	21.62%	26.72	29.31	21.39	17.59
盛天网络	45.65	0.53	2.00	3.00	280.31%	50.00%	85.42	86.80	22.82	15.22
电魂网络	98.61	2.28	4.14	5.09	81.70%	22.70%	76.05	43.23	23.79	19.39
赛为智能	66.54	(4.71)	2.00	3.50	-	75.00%	88.36	-	33.27	19.01
游族网络	173.36	2.57	9.00	11.00	250.83%	22.22%	17.18	67.58	19.26	15.76
昆仑万维	339.47	12.95	17.00	20.00	31.26%	17.65%	33.74	26.21	19.97	16.97
惠程科技	64.80	1.35	2.78	4.12	105.93%	48.20%	19.26	48.00	23.31	15.73
星辉娱乐	57.86	2.59	2.38	3.62	-7.94%	52.10%	24.26	22.38	24.31	15.98
中文传媒	164.78	17.25	17.46	19.80	1.19%	13.40%	10.18	9.55	9.44	8.32
							行业中枢	46x	28x	19x

资料来源：wind、天风证券研究所；注：截止到9月15日收盘价

投资观点：买量竞争加剧，但长期来看研发及运营仍是不怕红炉火的真金。短期来看超额收益仍来自产品表现，中长期更有5G云游戏VRAR等支撑估值，而三四季度新游密集上线，关注：

- 买量巨头三七（《精灵》葛优秦昊重推，《大天使》、三国SLG年内可期）和掌趣（员工持股回购推进、《真红》落地及腾讯3款独代有版号）、
- 买量投入增长的吉比特（参股青瓷研发《最强蜗牛》Q3业绩可期，9月代理大作《魔渊之刃》、《摩尔庄园》上线，自研《一念逍遥》可期）和完美（《新神魔大陆》验证买量发行能力，Q3可期）、
- 字节跳动合作富春股份（头条海外发行RO，《新世代的诞生》港澳台定档10月15日）、和凯撒（《火影忍者》头条合作、《三国志：威力无双》快手合作）、和中手游（《新射雕群侠传》、《斗罗大陆：斗神再临》）等，以及研发大厂祖龙（《鸿图之下》、《梦幻新诛仙》）、同时新品上市前后也要关注同类型产品的“撞档”情况灵活分析，以及【巨人、姚记、宝通、世纪华通、游族、顺网、昆仑、天舟】及【心动、腾讯、网易等】。

## 6. 风险提示

### 买量效率不及预期

买量市场竞争日趋激烈，进入买量市场的游戏和投放的素材数量均在快速增长，各大大厂切入买量市场进一步推高买量成本。智能投放平台的应用和精细化买量策略的应用以及公司在买量市场的经验积累使得不同公司买量效率出现分化，若公司买量效率不及预期，日益高涨的买量成本将对公司业绩产生不利影响。

### 市场竞争加剧

游戏行业在产品服务、市场渠道等方面已经形成激烈的竞争格局。游戏用户增速趋缓但新增热门游戏不断涌现，同质化现象日益严重使得市场竞争进一步加剧。公司若不能及时响应市场变化，快速组织并调动资源持续不断地进行新游戏和新技术的研发，或公司对市场需求的理解出现偏差，新游戏和新技术与市场需求不符，将会对公司经营业绩产生不利影响。

### 游戏上线时间或表现不及预期

公司所处的游戏行业属于文化创意领域，网络游戏在上线运营前需通过相关行政部门的前置审批，在相关部门备案并通过行政部门审批取得版号后方可上线运营。若公司游戏无法通过审核或取得版号，将影响游戏上线时间，进而影响整体游戏运营的推进。游戏市场竞争激烈，玩家喜好变化速度快，若游戏上线延迟或游戏表现不及预期，将影响游戏流水进而影响公司业绩。

### 人才流失等风险

公司游戏买量策略的制定和执行依赖于买量团队，若买量团队核心人员出走，将影响公司对买量渠道选择、素材选取、广告位价值判断、投放排期等买量策略的制定和执行，影响买量效果，进而影响公司业绩。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS