

# 移动游戏行业深度报告

——深度剖析移动游戏市场，论产品、研发、买量

证券研究报告 2020年12月

证券分析师: 李典

电话: 021-51097188-1866 E-MAIL: lidian@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码:S0020516080001

证券分析师: 路璐

电话: 021-51097188-2174 E-MAIL: lulu@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码:S0020519080002

联系人: 陈俊璇

SAC执业资格证书编码:S0020120060016

当前时点我们给予移动游戏行业“推荐”逻辑。

- 1、从行业看，移动游戏行业是典型的大赛道高景气，整体国内+出海整体规模2335亿，是文娱产业第一大赛道，而2020前三季度国内侧增速高达37%。玩家数和付费额两大维度支撑行业长期成长逻辑，用户侧：疫情加速线上娱乐渗透率提升以及线上对于线下娱乐的替代、长期看，由于手游特别是中重度手游有明显的操作门槛，呈现非常明显的代际渗透差距，85后为核心群体，随着人口代际迁移，潜在核心用户渗透率将持续提升。且游戏的互动性、成瘾性其他娱乐方式所不可替代的，长期需求旺盛。付费角度：手游付费率位居所有在线付费赛道之首，其商业化模式灵活柔性，变现效率极高，IAA+IAP模式最大化各类产品商业价值。市场格局来看，头部腾讯网易市占率在18年前快速上升在18年达到高位后开始保持相对稳定，政策收紧叠加成本上行，使得尾部厂商加速淘汰，而以三七为代表二线龙头近年来市占率提升。**
- 2、细分品类看，以RPG为核心的重度品类研发及IP门槛高，大厂已构建核心壁垒。策略类、放置类、女性向、二次元等新品类具备弯道超车机会。**
- 3、研发方面：游戏内核为创意+工业化双轮驱动，其工业化程度较高，数据多维度介入保证成功概率，在精品化浪潮下整体研发投入和周期呈现明显的拉升趋势，大厂优势逐渐拉大。另一方面，头部厂商如腾讯、网易、三七互娱、完美世界等通过对外投资以及收编团队的方式扩充团队开拓新的品类战场。**
- 4、发行和渠道侧：买量模式打破渠道垄断，2019年买量市场占移动游戏市场比例达到56%，买量高增长叠加游戏精品化趋势，头部产品对于渠道议价能力提升，安卓渠道50%高分成逐渐被动摇。同时视频类素材快速崛起，2019年已超过图片成为第一大品类素材，其良好的沉浸感和可创作深度使得买量优化空间加大。**
- 5、推荐关注精品研发商以及垂类优质渠道。三七互娱、完美世界、吉比特、掌趣科技、哔哩哔哩、心动公司、祖龙娱乐、友谊时光、姚记科技、宝通科技、世纪华通。**

第一部分：行业——大赛道高景气，玩家数付费额两大维度支撑长期成长逻辑

- 用户及商业化
- 市场格局
- 政策
- 出海
- 明年展望

第二部分：品类——重度品类头部厂商构建高壁垒，新品类孕育新机会

第三部分：研发——创意+工业化双轮驱动，大厂追求品类突破

第三部分：发行/渠道——买量规模超越联运，买量进入精细化时代

第四部分：投资逻辑及推荐标的

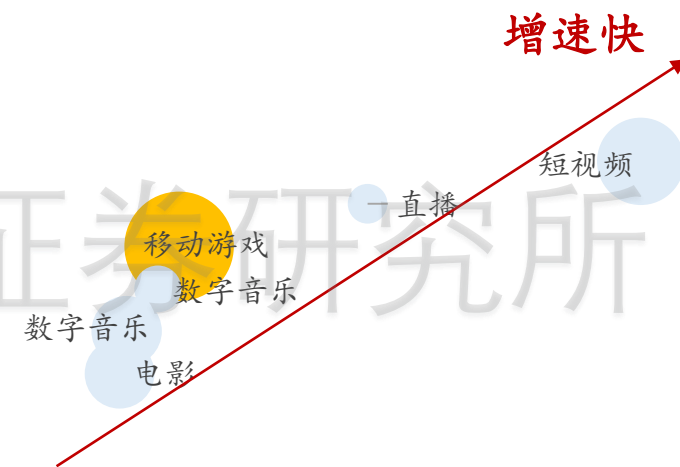
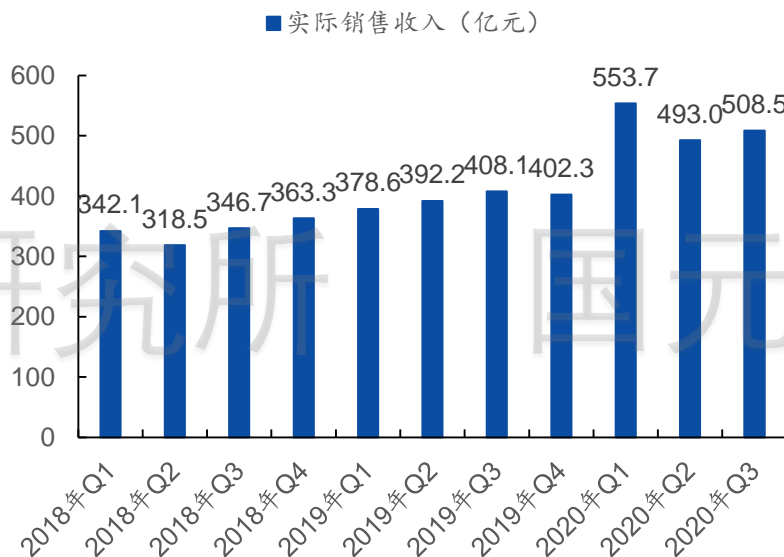
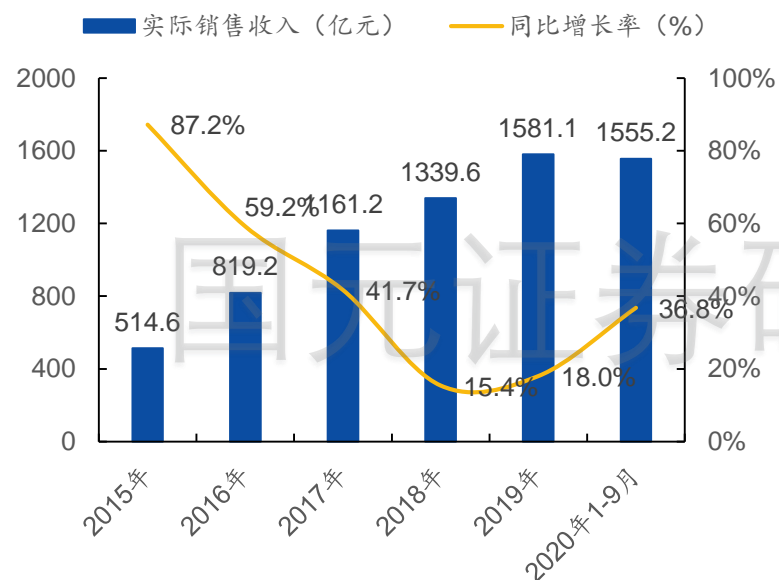
第五部分：风险提示

- 疫情影响、版号发放常态化叠加强劲需求端，移动游戏行业实现高速增长，前三季度行业增速高达36.8%，规模已接近去年全年水平。移动游戏市场规模2019年达到1581亿，同比增长18%，18/19年整体版号停发打乱厂商产品节奏，新游供给萎缩，行业增速滑落至20%以下区间。进入2020年，疫情影响下线上流量暴涨，同时大厂产品节奏逐渐正常化，新游供给逐渐回升，带动行业恢复高增长。Q1+46%，Q2+26%，Q3+25%。
- 横向比较文娱各赛道，移动游戏赛道体量最大，且增速较高，典型的大赛道高景气。同时相较于其他可比线上娱乐，手游的强互动性、玩法多元性以及在游戏成就感驱使下的成瘾性等特性均难以被替代，具备强劲的潜在用户需求。
- 我们将手游赛道拆解为用户和付费额两大维度进行分析。

图：中国移动游戏收入规模及同比增长率

图：移动游戏市场季度规模

图：2019文娱赛道规模及增速对比



资料来源：音数协游戏工委，国元证券研究所

资料来源：伽马数据，国元证券研究所

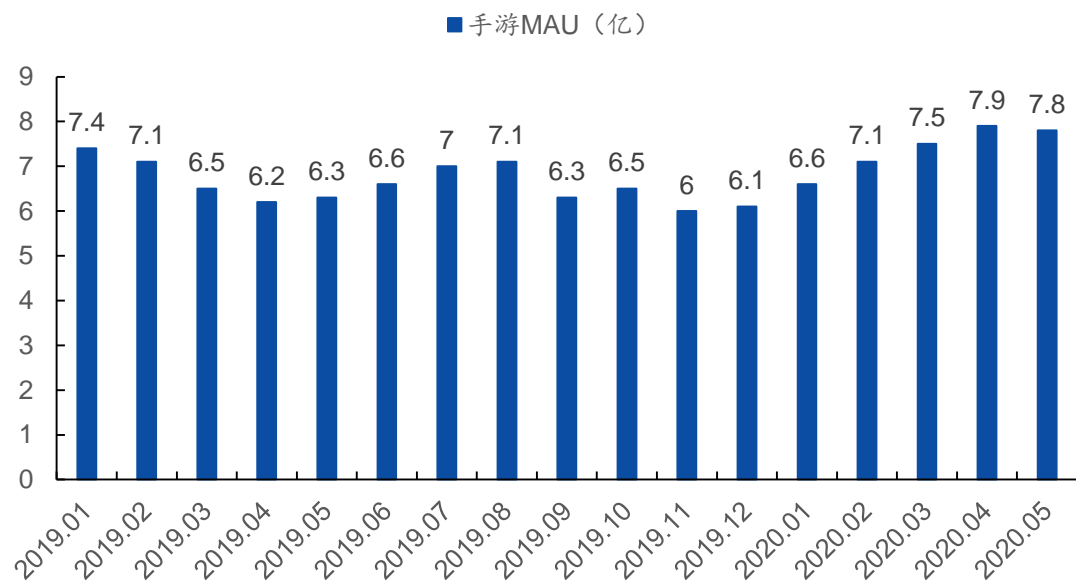
资料来源：伽马数据，艾瑞咨询，国元证券研究所



## 1 用户：短期看，疫情刺激移动游戏用户渗透率和时长显著提升

- 用户层面短期看，疫情刺激手游活跃渗透率快速提升。进入2020年以来，受到疫情影响，“宅经济”催化了游戏活跃用户渗透率的快速攀升，5月手游月活跃设备数达到7.9亿，渗透率一度超越50%。头部游戏流量暴涨，11月1日王者荣耀五周年，官方公布其年度平均日活用户数突破1亿。

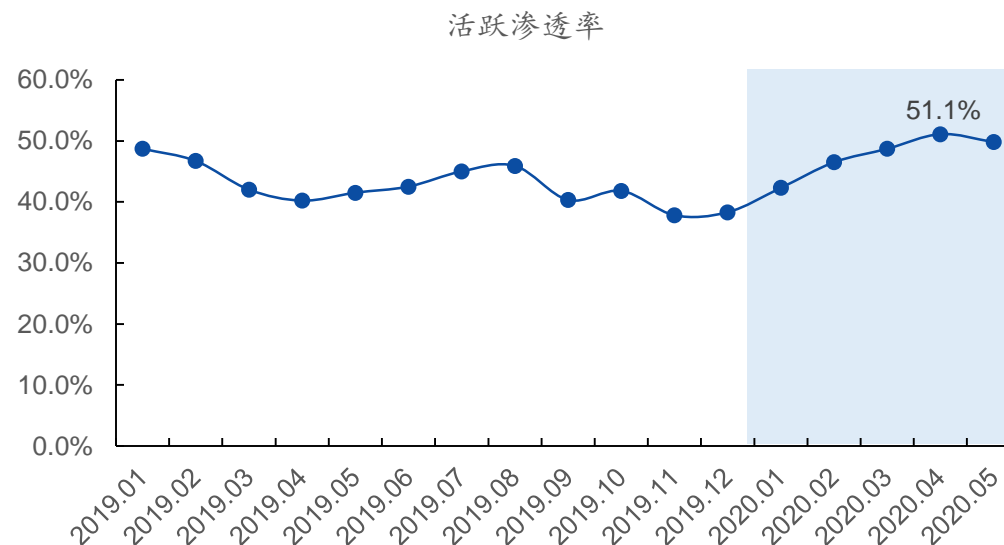
图：移动游戏行业月活跃用户规模趋势



资料来源：Talkingdata，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：移动游戏行业月活跃用户渗透率

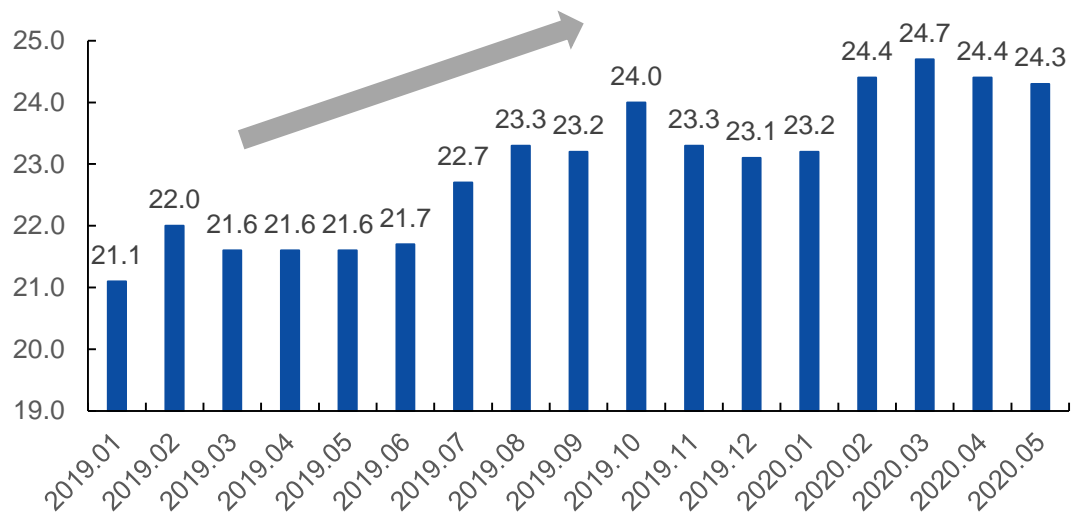


资料来源：Talkingdata，国元证券研究所 注：活跃渗透率=手游MAU/智能移动终端MAU

## 1 用户：短期看，疫情刺激移动游戏用户渗透率和时长显著提升

- 手游人均使用时长，呈现明显的梯度上升趋势。各月手游使用时长稳定增长，2019年底月人均使用时长达到23.1小时，2020年平均使用时长则突破24小时3月达到峰值24.7小时。从泛娱乐行业内部的时长分布上看，手游时长占比达到22.6%，仅次于短视频行业。

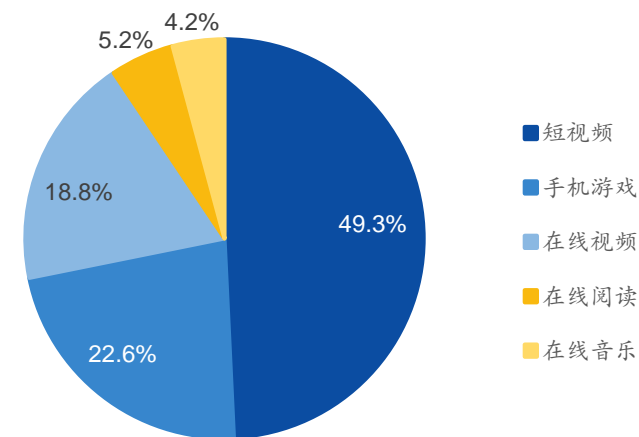
图：手游月人均使用时长（小时）



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：泛娱乐行业使用时长及分布

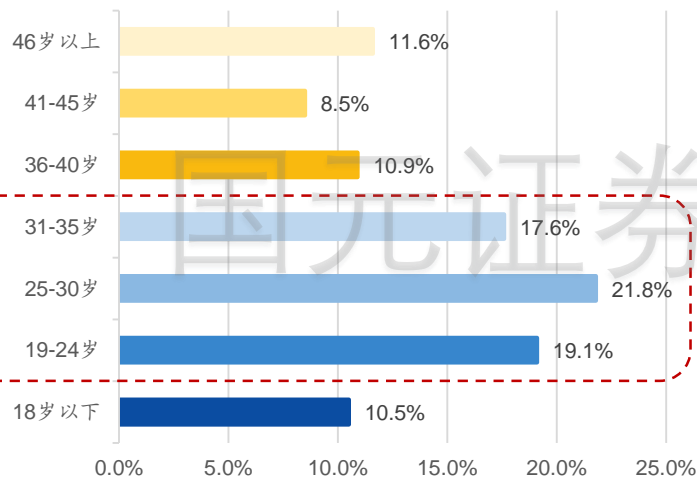


资料来源：Questmobile，国元证券研究所

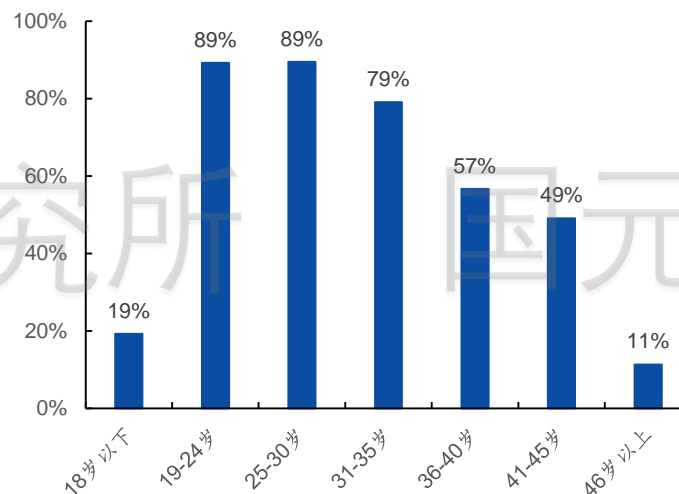
## 1 用户：中长期看，代际切换下手游核心用户渗透率具备翻倍空间

- 手游消费呈现明显的代际差异，Z世代正在逐渐成长为线上娱乐行业的主力消费人群，核心玩家将持续扩容。手游特别是中重度手游有明显操作门槛，具有一定的学习成本，从年龄分布看游戏消费呈现出明显代际差异，46岁以上人群过5亿，但渗透率仅为11%，而18-30岁年龄段渗透率高达89%，同时贡献近六成的总玩家数。
- 我们若将现阶段18-35岁人群（1985-2002年间出生）定义为手游核心用户群，目前这部分人口约占总人口的26.48%，随代际切换不断新进核心用户，至2038年潜在核心用户（18岁以上，85后）人口渗透率有望达到45.11%。

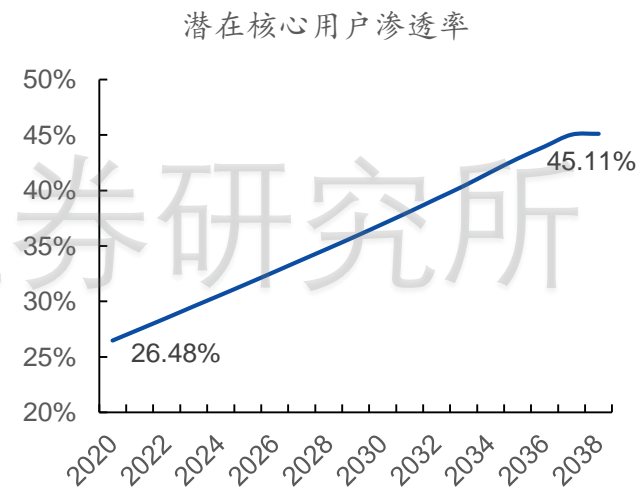
图：2020H1玩家年龄分布对比



图：手游各年龄段渗透率（玩家数/人口数）



图：潜在核心用户渗透率



资料来源：Questmobile, 国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

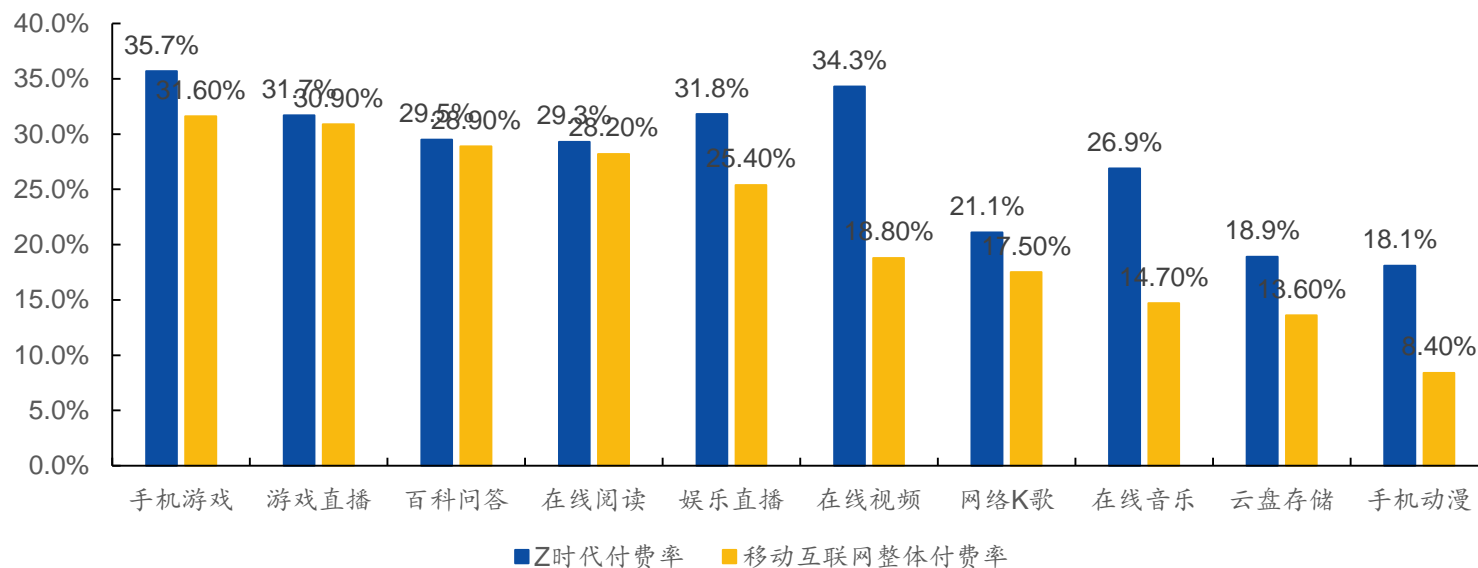
资料来源：Questmobile, CNNIC, 国家统计局, 联合国人口司, 国元证券研究所

注：总人口数为联合国人口司预测值中口径

## 1 用户：中长期看，代际切换下手游核心用户渗透率具备翻倍空间

- Z世代付费率在各个细分赛道中均好于移动网民均值，其中Z时代手游付费率高达35.7%。Z世代出生于互联网高速发展的阶段，内容消费的诉求更高，而良好的物质和教育基础决定了Z世代群体更具有版权意识，更愿意为优质内容付费。根据凯度调研数据显示，Z世代每月人均可支配收入达到3501元，远高于全国月人均可支配收入2561元。横向比较目前Z时代对于手游付费率位于所有线上消费之首，高达35.7%，整体的付费率和付费金额较优。随着Z时代成长成为消费主力，整体手游用户质量将极大提高。

图：2019年6月Z时代付费率和移动互联网整体付费率比较

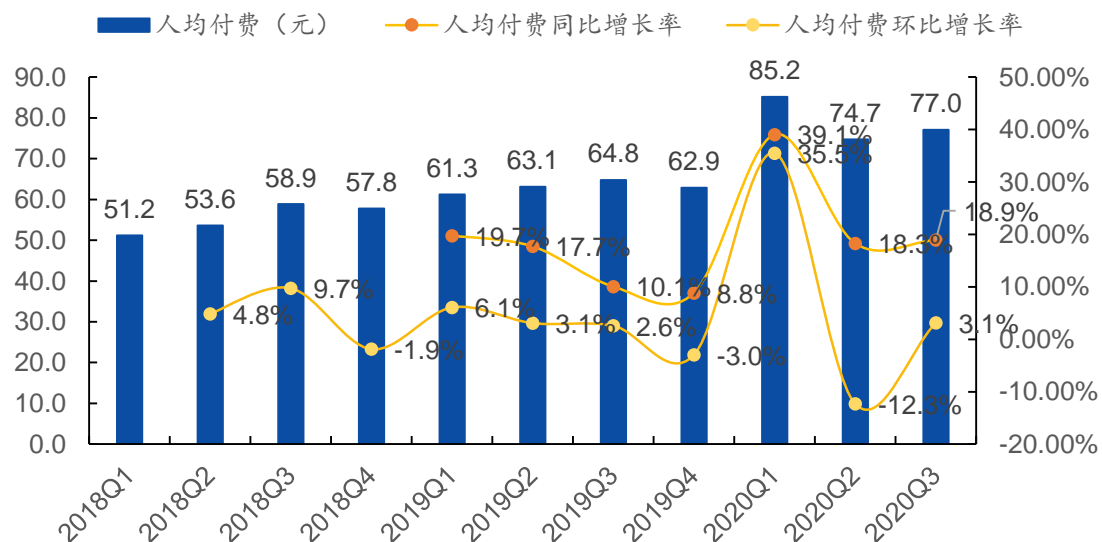


资料来源：Questmobile，国元证券研究所

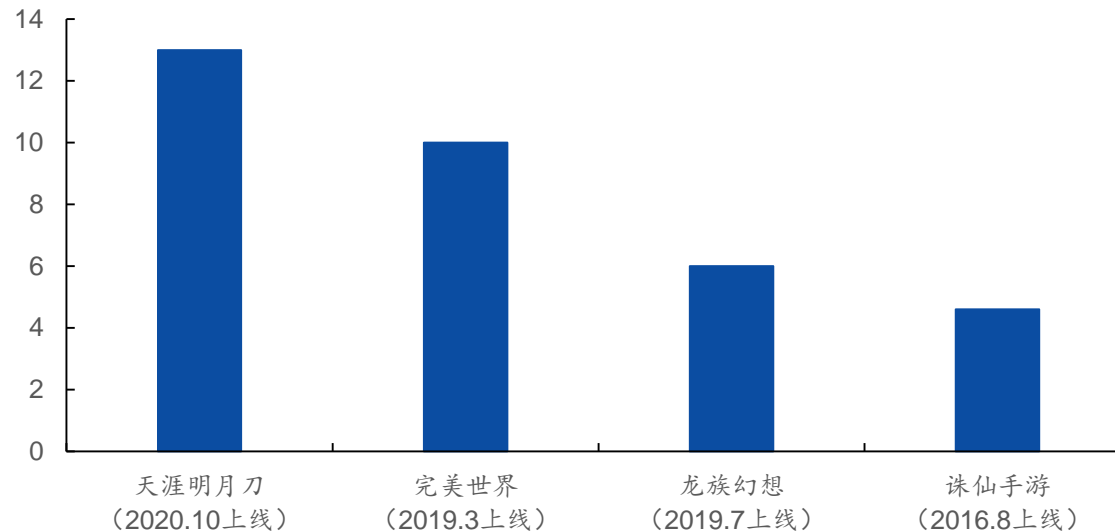
## 2 ARPU值：稳定提升，未见天花板，柔性灵活变现方式拉动付费额增长

- 付费额稳步提升，未见天花板。2018-2019年移动游戏人均付费额增速基本保持在10%以上，高于同期用户规模增长。2020Q1受疫情驱动，单用户消费额Q1达到85.2元，环比上升35.5%。虽然Q2环比略有回落但整体同比稳定高增长。
- 单产品流水天花板不断打破。从2016-2020年MMO代表产品首月流水表现来看，2020年腾讯《天涯明月刀》以超过13亿位居第一，不断刷新单产品上限。
- 中国人均付费约为同期美国的1/2，日本的1/6，付费深度仍有进一步提升空间。根据伽马数据《2019日本移动游戏市场调查报告》显示，日本移动游戏人均付费中位居第一，为171美元，美国人均付费可达65美元，中国仅为33美元。

图：2018-2020Q3移动游戏人均付费金额变动



图：代表性MMO手游上线首月流水（亿元）



资料来源：伽马数据，游戏工委，国元证券研究所（2020Q3用户数以游戏市场总用户数代替）

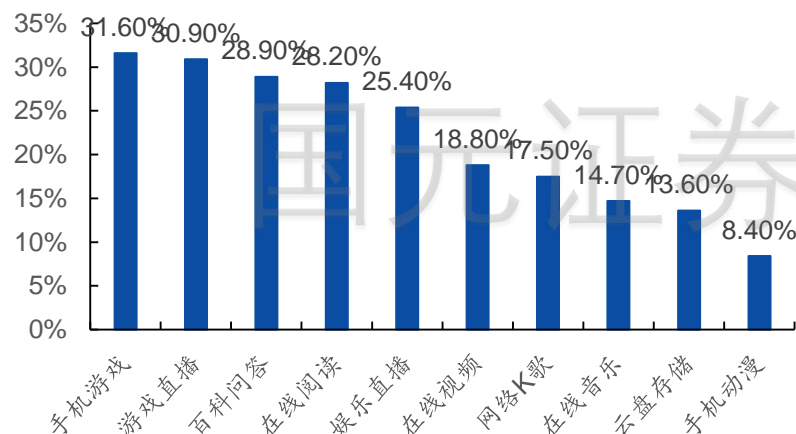
资料来源：伽马数据，祖龙娱乐招股书，调研数据，国元证券研究所



## 2 ARPU值：稳定提升，未见天花板，柔性灵活变现方式拉动付费额增长

- 手游付费模式灵活柔性，变现效率极高。游戏付费模式具有灵活柔性的特点，针对不同类型游戏的体验方式发展出多种变现模式，主要可以分为游戏内购（In-App Purchases, IAP）以及广告变现（In-App Advertising, IAA）两种付费模式。
- 重度游戏玩法复杂、强调操作感，更注重游戏体验，适用以增强游戏内成长为目的的内购变现方式为主，复购率高；中度游戏操作相对简单，操作的即时性要求相对较低，适用于IAP+IAA的商业模式；休闲游戏玩法简单，不太注重系统成长，主要用于碎片化时间的娱乐，游戏内付费点较少，依靠IAA方式进行变现。
- 变现周期来看，手游单产品变现周期显著好于其他文娱产品，长线运营提升盈利能力。相较于其他文娱类产品，游戏项目在变现周期上具有明显的优势，长线运营助力游戏产商净利润率和ROE提升。

图：2019H1不同类型线上消费付费率对比



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

表：不同类型移动游戏变现模式对比

游戏种类	特点	细分类型	变现方式
重度游戏	玩法复杂多样，玩家需要学习各类连招操作，用户付费能力强，用户忠实度高，游戏生命周期长	角色扮演、策略、动作格斗	以内购收入为主，广告变现占比较小，广告变现主要依赖激励视频，提高付费的重点在于提升内购及游戏体验，增强用户粘性
中度游戏	兼具操控简单性以及系统成长性，相较休闲游戏，需要用户具备一定的策略意识	卡牌、塔防、养成、体育竞速	以组合玩法为主，品类呈现多样化，游戏内具备成长系统不断强化用户体验，普遍采用“内购+广告”收费模式，部分弱内购或版号受限的中度游戏采用纯广告变现模式
休闲游戏	泛指花费流量、时间、金钱都很少的游戏，游戏内付费设计较弱，主要占用玩家的碎片化时间，玩法操作简单易懂，以减压为目的，不太重视系统性的成长	飞行射击、合成消除、益智解谜、挂机成长	收入以广告变现为主，“点击/滑动+操作时机”为核心玩法，游戏内广告奖励多以加速单据闯关进程为主，模式相对单一

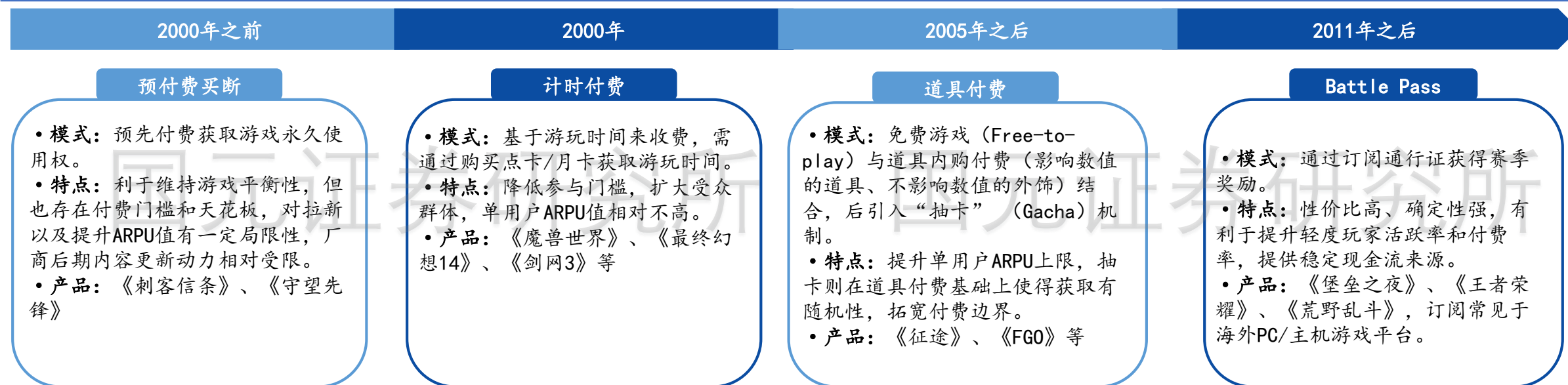
资料来源：TopOn，国元证券研究所



## 2 ARPU值：稳定提升，未见天花板，柔性灵活变现方式拉动付费额增长

- (1) IAP: 游戏内购经历付费买断-计时付费-道具付费-Battle Pass，变现模式不断演进：**
  - a. 预付费买断转向计时付费的商业模式。用户根据网游体验时长付费做到成本可控，降低游戏参与门槛，扩大受众群体，但是单用户的ARPU值有限。
  - b. 计时付费转向免费游戏+道具付费。2000年之后以《征途》为代表的F2P+道具付费的方式，配合游戏内社交系统的建立完善，在升级需求下用户ARPU值快速提升。
  - c. 免费游戏中引入“抽卡”（Gacha）机制。游戏内获得道具存在不确定性，不同层次玩家能够根据消费极限提供不同等级消费，最大化拓宽付费边界。
  - d. 游戏通行证（Battle Pass）诞生。通行证建立在订阅基础上通过发放高等级赛季奖励的形式提升了游戏付费的性价比和确定性，挖掘出更多活跃度高中小用户付费，提升付费率，同时按期收费保证了较为稳定的现金流来源。

图：游戏内付费模式演进过程



资料来源：知乎，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

(2) IAA: IAA市场快速发展，提升轻度游戏商业价值。2018年我国休闲游戏付费率仅5.4%，月均ARPU仅为1.8元，而中重度游戏的付费率及ARPU为8%及28.1元。超过90%的玩家无法通过单纯内购的方式进行创收，IAA模式应运而生，特别是对于大下载量、低付费率、低ARPU、研发周期短门槛低、买量成本较低的休闲游戏而言，IAA模式极大的提升了其商业价值。IAA游戏的运转模式简单理解就是通过买量及发行为产品导入流量，再将产品流量通过广告平台进行分发变现。近年来版号政策对于IAP的限制，以及18年后字节旗下穿山甲联盟的快速壮大解决广告入口适配、广告样式、广告布局方式以及流量切分等方面的问题，整体IAA规模迅速壮大。2018年我国休闲游戏中广告占比仅为22.7% (VS海外46%)，而到2019激励视频/插屏/横幅广告在休闲游戏渗透率达到40.26%/65.53%/98.82%。

目前IAA主要包括激励视频、插屏广告、横幅三大变现形式。其中激励视频广告价值最大eCPM最高达到25.31美元，人均展示次数3次左右。同时我们看好可玩视频未来的发展潜力。轻体量、高互动的可玩广告更能让玩家在无需下载大体积安装包的前提下、通过沉浸式的试玩场景，迅速获得最直观生动的游戏体验，增加下载冲动。

图：IAA核心收益公式拆解



资料来源：腾讯广告，国元证券研究所

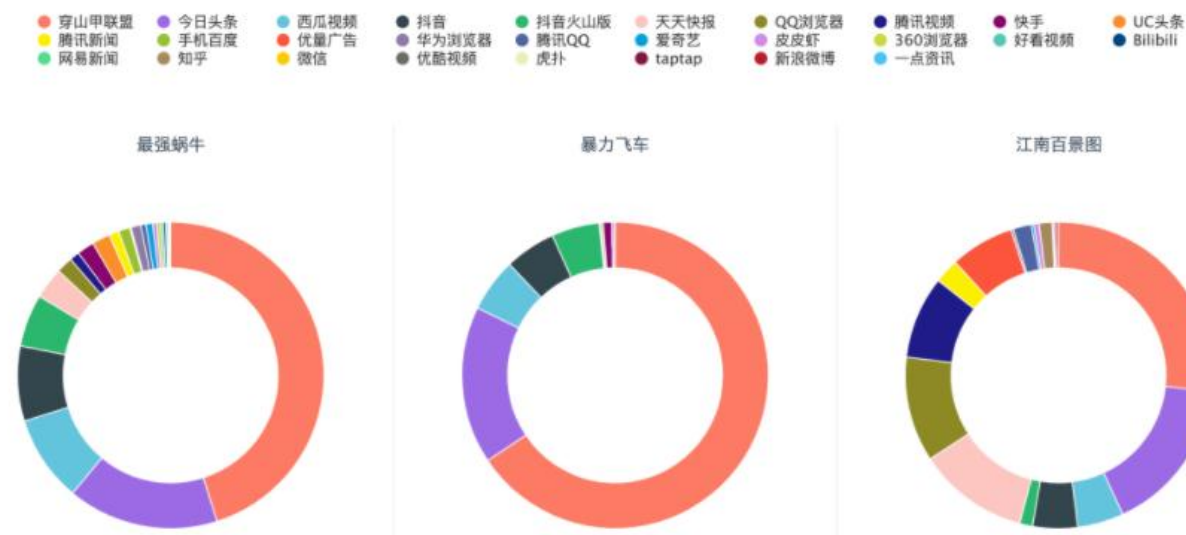
表：2019年激励视频广告/插屏广告/横幅广告对比

类型	定义	特点	收入占比	人均展示次数	eCPM (美元)
激励视频广告	玩家通过观看广告视频，获得游戏内奖励或特殊道具的广告形式	玩家主动观看广告，广告效果最好eCPM较高	36.99%	3.42	25.31
插屏广告	在游戏特定界面、时机全屏弹出，玩家被动观看的广告形式，在展示一定时间后可由玩家主动关闭	这种广告形式视觉冲击大，支持图片和视频两种类型，视频一般要求强制观看3-5秒，广告收益可观。由于休闲游戏玩法简单，玩家的游戏场景切换频率较为频繁，因此插屏广告对休闲游戏的收益贡献最大，占比达58.80%	58.80%	7.58	15.89
横幅广告	一般放置在游戏非操作区域，以块状图片占据一定游戏画面展示，在休闲游戏中较为常见。这种广告形式展示所占区域较少，一般位于游戏顶部、底部或暂停页。	广告展示量大、点击率低、ecpm低、但能提供稳定收益。休闲游戏中，横幅广告受益于广告位置和刷新机制，展示占比最高，但实际带来的收益较低	4.20%	15.05	0.52

资料来源：TopOn，国元证券研究所

**(3) IAA+IAP混合变现：**不少游戏以过去纯内购的商业化模式转变为“**IAP+IAA**”（内购+广告变现）的混合变现模式，二者在同一游戏中形成较强互补关系。国内厂商Habby(核心人员来自猎豹)的产品《**弓箭传说**》以超休闲+ARPG为核心营销策略，利用高度简化的ARPG系统增强内购收入能力，**IAP:IAA**比重可达**4:6**，吸引了包括休闲玩家以及喜爱RPG的中重度玩家。同时采用内购+广告的变现模式也并未对非休闲游戏玩家的用户体验产生负面影响。不过目前国内混合变现模式占比较低，2020年7-8月**IAP+IAA**产品买量投放前三的产品分别为青瓷的《**最强蜗牛**》、Ohayoo买量发行《**暴力飞车**》以及《**江南百景图**》，国内多数混合模式产品**IAA**收入占比不超过10%。

图：2020年IAP+IAA变现产品买量规模前三的买量渠道分布



图：2020年IAP+IAA及IAA典型产品



《弓箭传说》

《**弓箭传说**》是由Habby发行的休闲游戏，**游戏采用了内购+广告的混合变现方式**，在广告变现方面，**制作者将激励视频和游戏玩法相融合**，玩家可通过观看广告获得属性或道具奖励，依托商业设计的有力创新，游戏内广告为《**弓箭传说**》创造了约**40%**的收入。



《小美斗地主》

《**小美斗地主**》是由姚记科技研发、今日头条发行的棋牌类游戏，于2020年1月正式上线。《**小美斗地主**》**主要依靠激励视频广告变现**，玩家可在游戏中通过点击广告获得游戏币等物品；春节期间，《**小美斗地主**》每日可创造**150万元**的广告收入，姚记科技可分得**20%**。

资料来源：Dataeye, 国元证券研究所

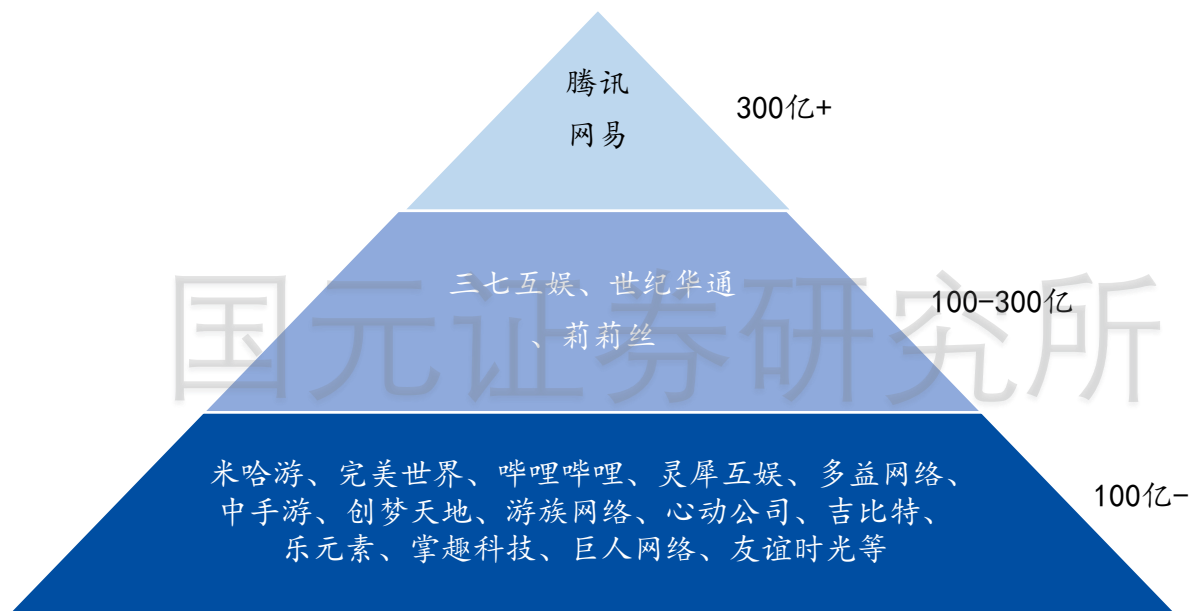
资料来源：国元证券研究所



## 1.2 市场格局：腾网市占高位稳定，尾部加速出清，二线龙头崛起

- 从厂商手游收入分布来看，头部一梯队（300亿以上）两家，分别是腾讯及网易，其中2019年腾讯手游收入937亿，来自国内的手游收入预计800亿+，网易手游收入331亿，位列第二，预计国内手游收入规模约280亿。二梯队，破百亿的手游公司共三家，三七2019手游收入120亿，世纪华通（点点互动+盛趣游戏）收入118亿，莉莉丝凭借《剑与远征》《万国觉醒》等两部大作的海内外优秀表现，预计2020年收入破百亿。百亿以下的头部企业包括米哈游、完美世界（39亿）、灵犀互娱、哔哩哔哩（36亿）、多益网络、游族网络（23亿）、心动公司（23亿）等多家中型厂商。
- 根据易观的调研统计，2020H1国内亿发行产品境内流水来计算，前五的厂商分别为腾讯、网易、三七互娱、灵犀互娱、莉莉丝、中手游。

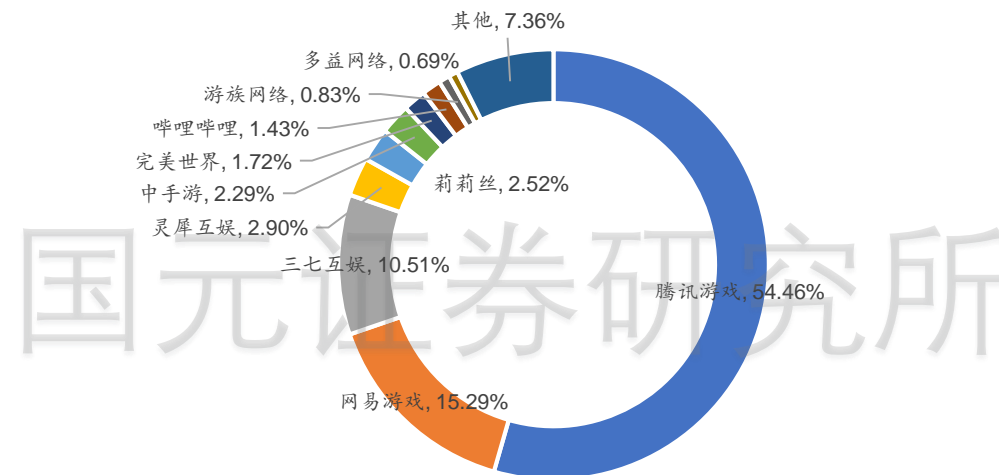
图：手游市场典型厂商年度游戏收入分布



资料来源：国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：2020H1手游发行市场份额

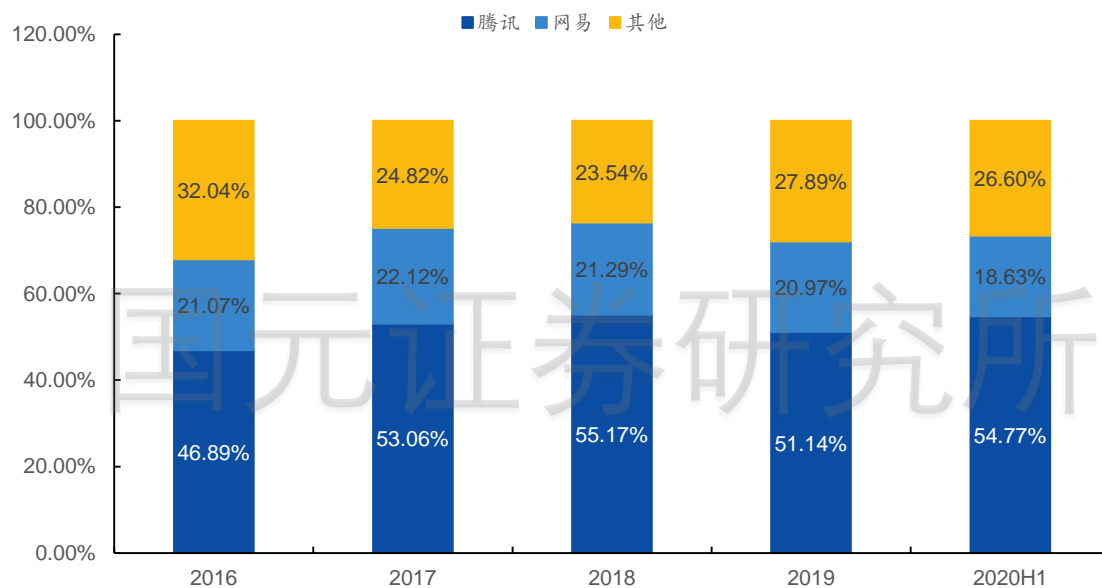


资料来源：易观千帆，国元证券研究所

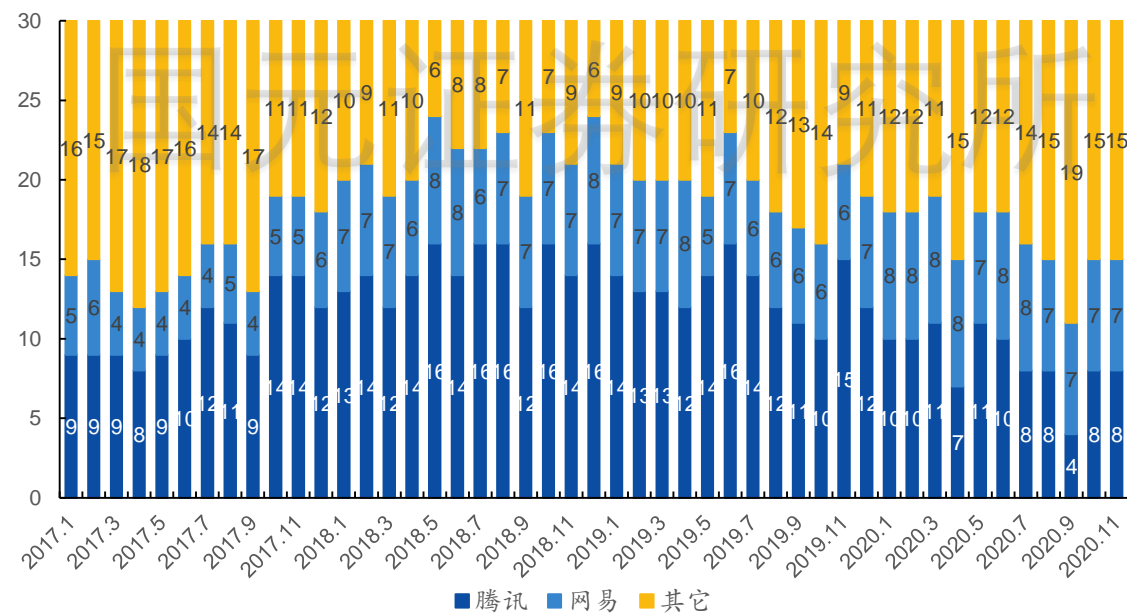
## 1.2 市场格局：腾网市占高位稳定，尾部加速出清，二线龙头崛起

- 市场格局上看，头部前二腾网在18年前市占率快速上升，2018年达到峰值76.46%后，保持相对稳定。
- 产品上看，TOP30游戏分布上，从2017年开始，腾讯网易在前30的游戏数量一路看涨，到2018年中达到高位后，开始出现下滑，2020年非腾网产品中国进入TOP30的数量明显增多，2020年Q3Q4基本维持在15+。

图：2016-2019年腾讯、网易国内市场市占率变动（腾讯扣除海外收入、网易未扣除）



图：2017M1-2020M11苹果畅销榜TOP30游戏分布情况



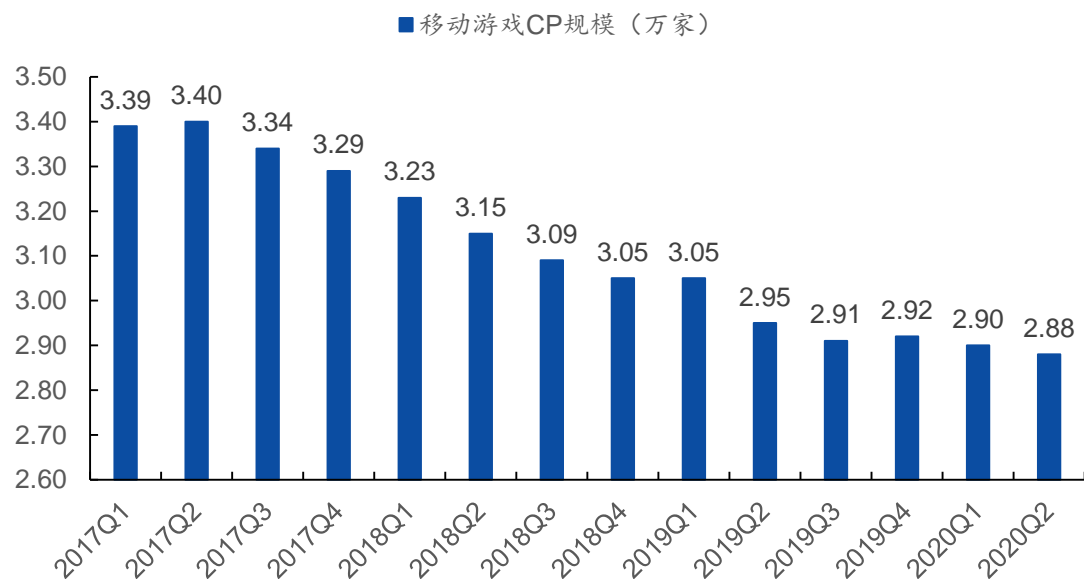
资料来源：公司财报，音数协游戏工委，国元证券研究所  
注：网易手游收入未剔除海外收入，因而实际市占低于图中值，腾讯收入为剔除海外收入及supercel后的预测值。

资料来源：七麦数据，国元证券研究所（以月底榜单为依据，存在月度误差）

请务必阅读正文之后的免责条款部分

■ 而从尾部厂商看，尾部厂商加速出清，CP规模从2017Q1的3.39万家降至2020Q2的2.88万。政策上，移动游戏行业监管日趋规范，2019年版号重启后从数量供给看监管政策收严仍是趋势，对于过审游戏的质量和数量进行严格把控。**成本端**，游戏的制作周期和成本日益提升。**渠道方面**，2020年2月，苹果、字节跳动相继发布游戏审核新规，要求在公司旗下发行渠道上架的游戏产品必须拥有版本号针对换皮类手游打击马甲包、切支付等灰色手段。在此之前，游戏厂商经常使用一个版本号上线多款相似的游戏，进而达到规避游戏审批和节约买量成本的目的。但随着内容分发平台对游戏产品的资质审查得到逐步加强，缺乏版本号支持的同质化产品，其曝光机会也将大大减少。在手游研运门槛提升，行业精品化大趋势下，尾部厂商加速出清，移动游戏CP数量由2017年Q1的3.39万家下降至2020Q2的2.88万家，两年半时间内淘汰5000多家中小CP或者独立开发者。

图： 2017Q1-2020Q2移动游戏行业CP规模趋势



资料来源：TalkingData，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表：苹果与字节跳动的版本号新规

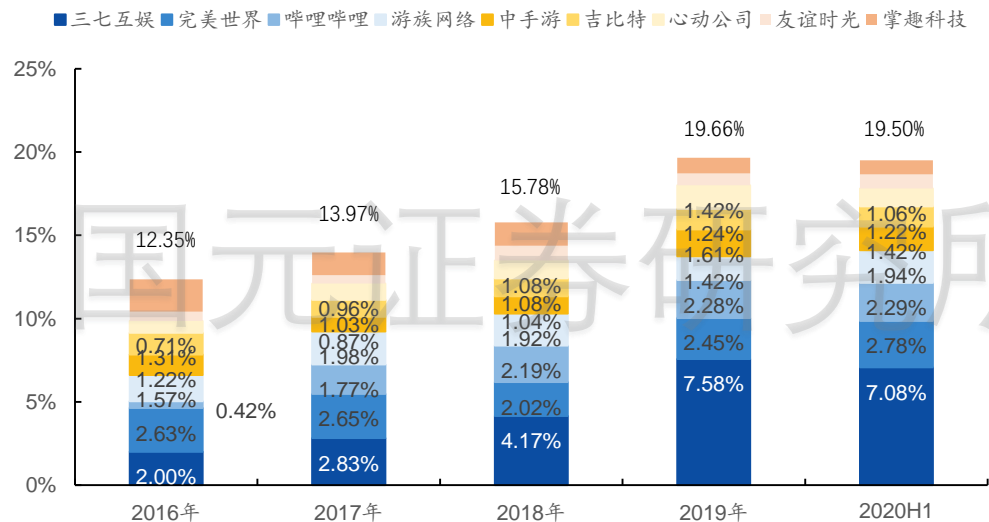
	苹果	字节跳动
事件	2020年2月25日前后，苹果对App Store后台审核页面中的规定做了修改，要求开发者必须在6月30日前提供游戏版本号；同时，从7月开始，没有版本号的新游戏将无法通过苹果审核上架中国区的App Store。	2020年2月24日，字节跳动旗下广告平台穿山甲发布名为《关于应用资质提价的说明》的公告，明确指出进行游戏推广的广告主需要在3月6日前提供相关产品的版本号。
影响	由于高度同质化的换皮游戏难以获得版本号，其在iOS渠道的生存空间将大大减小；此外，海外移动游戏也无法通过iOS跨区直接登陆中国游戏市场。	没有版号的游戏将无法通过穿山甲平台进行买量，换皮游戏的推广机会亦将大大减少。

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所



- 尾部企业的加速淘汰，给了头部二线厂商更多的空间，市占率有所提升，其中三七互娱市占率提升最为显著。我们选取了9家二线龙头游戏公司，从手游收入口径看，合计市占率从2016的12.35%提升到了2019年19.66%。其中，三七互娱凭借强流量运营以及在传奇品类的产品壁垒，市占率增长最为显著。从流水口径看，三七互娱国内手游市占率从2016年的2.09%提升至2020H1的10.52%。

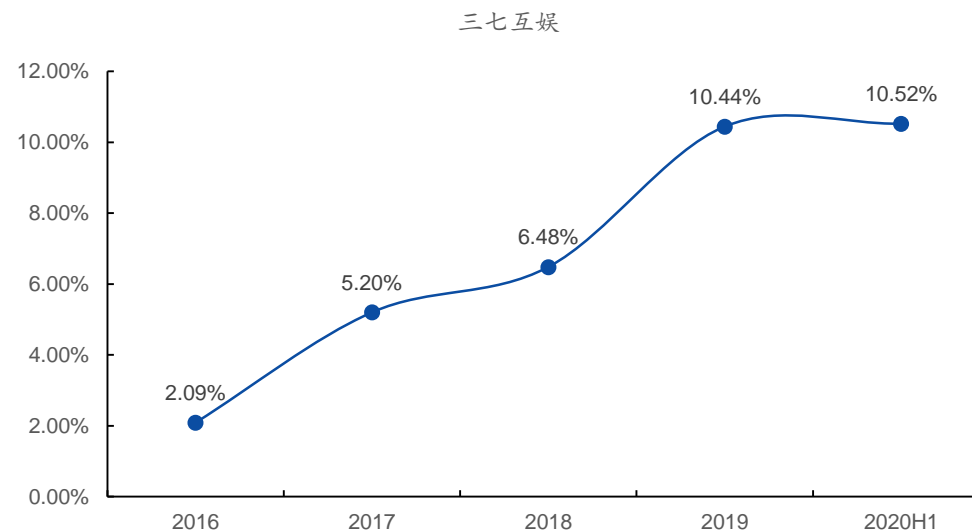
图：从销售收入看中腰部厂商市占率变化



资料来源：公司公告，伽马数据，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：三七互娱市占率变动（流水口径）

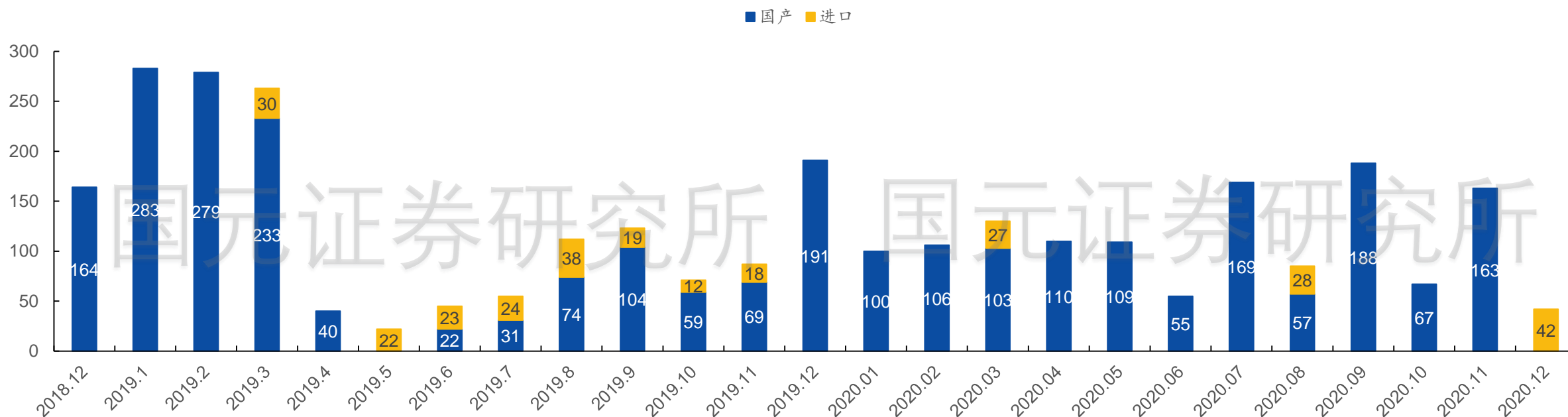


资料来源：公司公告，伽马数据，国元证券研究所

### 1.3 政策：版号发放数量趋于稳定，大中厂商产品节奏逐渐正常化

- 政策端来看，重启版号以来发放数量和频率趋于稳定，头部厂商产品节奏逐渐正常化。监管层通过总量控制，引导行业进行品质提升、产品创新，加速中长尾产品出清，同时加大对精品游戏研发、正规电竞赛事活动的扶持力度，保证游戏产业实现健康有序发展，市场从野蛮生长逐渐向规范化过度。2018年3月开始暂停游戏版号审批，政策端开始收严，12月版号重新恢复发放，2019年前三个月主要为处理先前积压的存量版号申请，审核数量较多，从4月开始，过审数量开始出现明显下滑，2019年共发放版号1570款，其中国产版号1385款，进口版号185款，且月度波动较大。进入2020年以来，基本保持在每月100以上的国产版号，发放数量和时间节点逐渐趋于稳定，18年被打乱的厂商产品节奏逐渐正常化。

图：游戏版号发放情况（截至2020.12.2）



资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 1.3 政策：版号发放数量趋于稳定，大中厂商产品节奏逐渐正常化

表：游戏重要政策梳理（2018.3月至今）

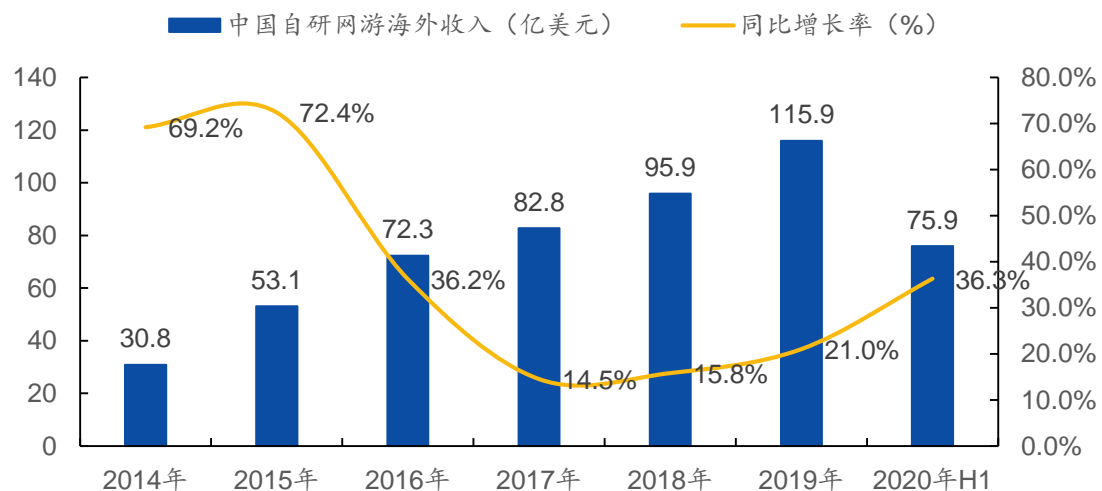
时间	单位	文件	内容
2018.3	广电总局		广电总局发布《游戏申报审批重要事项通知》，称由于机构改革， <b>暂停游戏版号审批</b>
2018.6	文化部		<b>国产游戏备案暂停</b> ，而文化部此前颁布的《网络游戏管理暂行办法》规定，“国产网络游戏在上网运营之日起30日内应当按规定向国务院文化行政部门履行备案手续”
2018.8	文化部		<b>进口游戏备案暂停</b>
2018.8	国家新闻出版署等八部门	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	“实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施 <b>限制未成年人使用时间</b> ”
2018.12	广电总局		<b>游戏版号审批重启</b> ，2019Q1版号申报仍然处于暂停，主要处理前期积压的存量项目
2019.4.19	广电总局		更新游戏版号申请表，表明 <b>游戏版号申报恢复正常化</b>
2019.6	上海市中宣部、上海市文化和旅游局、上海市体育局	《关于促进上海电子竞技产业健康发展的若干意见》	提出力争3至5年内，全面建成“全球电竞之都”。从包括提升电竞内容创作和科技研发能力，搭建电竞赛事体系，加强电竞媒体建设等九个方面促进电竞产业发展。
2019.6.25	国务院	《关于实施健康中国行动的意见》	2019.7.15国家卫生健康委员会规划发展与信息化司发布《健康中国行动（2019年-2030年）》，其中提出政府应“实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，鼓励研发传播集知识性、教育性、原创性、技能性、趣味性于一体的优秀网络游戏作品，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。（中央网信办、工业和信息化部、国家新闻出版署按职责分工负责）”。
2019.11.5	国家新闻出版总署	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	对 <b>未成年游戏用户从实名注册、游戏时长、付费、适龄提示、行业监管、监护责任等六个方面</b> 做出了详细的规定。新闻出版总署有关负责人提出“一分部署，九分落实”，要求各地主管部门和相关企业做好执行工作，确保落实到位。
2019.11.20	文化和旅游部	《游戏游艺设备管理办法》	实施游戏游艺设备分类管理，从设备机型、设备内容、未成年人保护等方面明确了相关规定。2020年1月1日起施行。
2019.12.14	北京市委宣传部	《关于推动北京游戏产业健康发展的若干意见》	要在北京 <b>建设全球领先的精品游戏研发中心、网络新技术应用中心、游戏社会应用推进中心、游戏理论研究中心、电子竞技产业品牌中心，形成“一都五中心”的格局</b> 。意见指出，通过体制机制创新，充分激发市场活力，北京要推出一批双效俱佳的原创游戏精品，培育一批具有行业引领力的龙头企业，吸引一批国际国内知名的创意人才和优秀原创游戏团队扎根北京。力争到2025年，全市游戏产业年产值突破1500亿元。
2020.2.16	《求是》杂志	《在中央政治局常委会会议研究应对新型冠状病毒肺炎疫情工作时的讲话》	“扩大消费是对冲疫情影响的重要着力点之一，要加快释放新兴消费潜力”，并 <b>重点提到了电子商务、网络教育、网络娱乐等方面的消费</b> 。

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

- 中国手游出海规模逐年扩大，参与厂商近年来经历了从专注于海外市场的厂商（Funplus IGG 智明星通等）到超头大厂（网易 腾讯）到二线大厂（三七 完美世界）的过程。海外巨大的市场潜力成为各大厂商持续增长的重要驱动力量。2019年网易游戏收入中11%来自于海外市场，腾讯19年Q4游戏海外占比达到23%。2020H1三七互娱海外游戏收入达到9.69亿，同比增长94.77%。今年米哈游新作《原神》凭借3A级别游戏品质成功打开全球市场，十月出海榜跃居首位。
- 2020年上半年，我国自主研发游戏在海外市场实际销售收入达**75.89**亿美元，同比增长**36.32%**，收入增速高于国内市场。从类型来看，SLG为出海主要品类，占比达到**38.98%**。从地区来看，出海市场主要集中在美国、日本以及韩国，占比分别为**28.23%**、**23.26%**和**9.97%**，合计超过六成。2020Q3中国手游进入美区畅销榜Top100达到20款，收入6.44亿美元，同比增长57%。进入日区畅销榜Top100达到27款，总收入达到9.6亿美元，占Top100总收入的25.6%，过去两年，中国厂商在日本的市场份额实现翻倍。

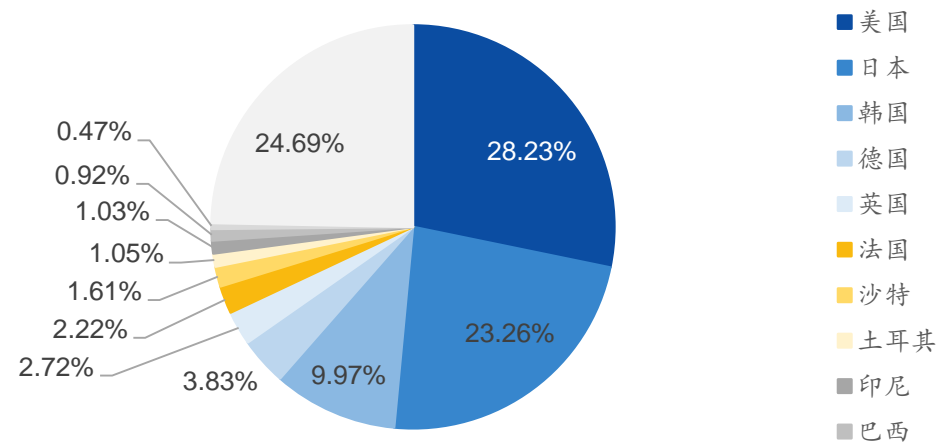
图：中国自研网络游戏收入及同比增速



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：2020H1中国手游出海主要国家占比



资料来源：音数协游戏工委，国元证券研究所



## 1.5 明年上半年新品展望

- 从明年上半年厂商已公布的新游排期来看，产品充足，品类以MMORPG、卡牌以及射击类等重度产品为主。其中，腾讯共有四款产品预计明年一季度上线，包含《使命召唤手游》（2020.12.31），神话题材MMO《妄想山海》（2020.1.6）以及两款由祖龙娱乐开发的MMORPG手游《梦想新大陆》和《诺亚之心》。网易重点IP产品《天谕手游》定档1月8日，字节（朝夕光年）代理MMORPG人气漫改手游《镖人》预计1月20日公测。完美世界回合制手游《梦幻新诛仙》预计明年Q1上线，《战神遗迹》以及虚幻4引擎制作的开放世界MMO手游《幻塔》预计明年年中前上线。吉比特修仙题材放置手游《一念逍遥》预计于2月1日上线。三七的头部产品《荣耀大天使》预计也将于Q1上线。明年上半年产品供给充足。

图：2021年上半年主要厂商新游pipeline

游戏名称	游戏类型	研发商	发行商	预计上线时间	版号
使命召唤手游	FPS	腾讯	腾讯	2020.12.31	有
妄想山海	MMORPG	北京像素软件科技有限公司	腾讯	2021.1.6	有
梦想新大陆	回合制RPG	祖龙娱乐	腾讯	2020.12-2021.1	有
诺亚之心	开放世界MMORPG	祖龙娱乐	腾讯	2021Q1	有
天谕手游	MMORPG	网易	网易	2021.1.8	有
游戏王：决斗链接	卡牌	KONAMI	网易	2021Q1	有
镖人	MMORPG	巴别时代	朝夕光年	2021.1.20	有
梦幻新诛仙	回合制RPG	完美世界	完美世界	2021Q1	有
战神遗迹	MMORPG	完美世界	完美世界	2020H1	有
幻塔	开放世界MMORPG	完美世界	完美世界	2020H1	无
荣耀大天使	MMORPG	三七互娱	三七互娱	2021.1	有
斗罗大陆3D	卡牌	三七互娱	三七互娱	2020H1	无
一念逍遥	放置	星云工作室	雷霆游戏	2021.2.1	有

资料来源：TapTap，公司公告，国元证券研究所

第一部分：行业——大赛道高景气，玩家数付费额两大维度支撑长期成长逻辑

第二部分：品类——重度品类头部厂商构建高壁垒，新品类孕育新机会

- 品类横向比较：竞争激励程度、用户规模、付费额、留存率、生命周期模型
- RPG
- SLG
- 卡牌
- 二次元
- 新品类：女性向&放置类

第三部分：研发——创意+工业化双轮驱动，大厂追求品类突破

第三部分：发行/渠道——买量规模超越联运，买量进入精细化时代

第四部分：投资逻辑及推荐标的

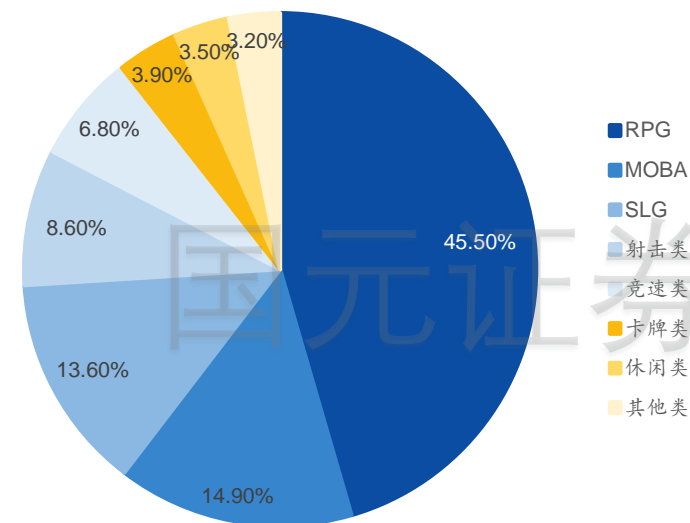
第五部分：风险提示



## 2. 从细分品类拆解手游赛道

- 手游根据玩法可分为RPG、MOBA、策略类、卡牌类、射击类、休闲类等多个细分品类。其中RPG为规模最大的细分市场，2019TOP100游戏中RPG占比达到45.50%，RPG进一步可分为回合制RPG、即时制MMORPG、ARPG三大细分品类。MOBA为第二大品类在2019年TOP100中收入占比达到14.90%，主要为王者荣耀单产品的贡献。SLG市场份额13.6%，近年来增长良好。
- 基于游戏玩法复杂性以及消耗时间及付费情况，游戏进一步划分成重度、中度和轻度三大品类。其中重度游戏典型细分包括RPG、策略、动作格斗等。重度游戏包括卡牌、塔防、养成、竞速等。而轻度游戏主要以休闲游戏如消除、益智解谜、飞行射击等为主。
- 按题材划分，主要题材包括现代、仙侠、传奇、魔幻、三国、二次元、武侠等题材。其中现代题材主要是休闲类游戏为主，数量占比第一，仙侠题材全年买量素材数占比14.43%，传奇类买量素材数占比12.59%，魔幻占比10.27%，三国题材买量占比7.17%。

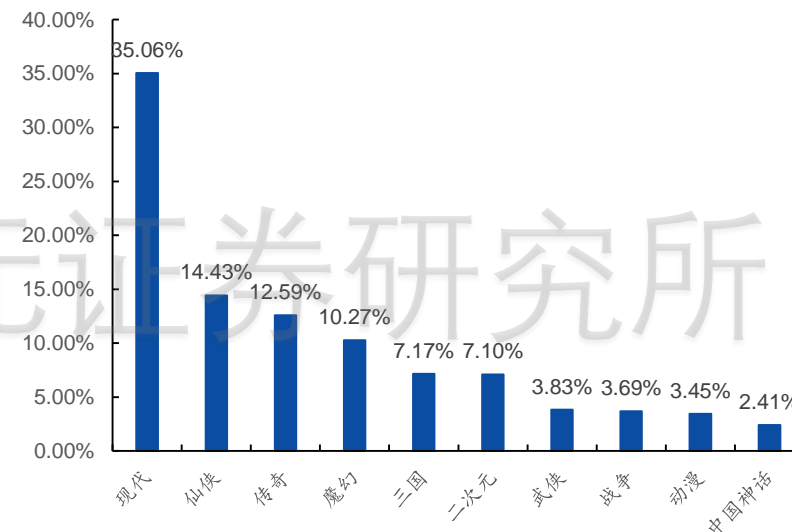
图：2019年TOP100游戏的收入占比



表：重中轻度游戏的特点及细分类型

游戏种类	定义	细分类型
重度游戏	玩法复杂多样，需要学习各类连招操作，用户付费能力强，用户忠实度高，游戏生命周期长	角色扮演、策略、动作、冒险
中度游戏	兼具操控简单性以及系统成长性，相较休闲游戏，需要用户具备一定的策略意识	卡牌、塔防、养成、模拟、体育、竞速
轻度游戏	泛指花费流量、时间、金钱都很少的游戏，游戏内付费设计较弱，主要占用玩家的碎片化时间，玩法操作简单易懂，以减压为目的，不太重视系统性的成长	飞行射击、合成消除、益智解谜、挂机成长

图：2020年1月-11月买量游戏量按题材划分占比情况



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

资料来源：TopOn，国元证券研究所

资料来源：Dataeye，国元证券研究所

## 2.从细分品类拆解手游赛道

(1) 竞争格局及产品竞争激烈程度上，角色扮演、卡牌赛道竞争激烈，赛道内产品拥挤，射击、MOBA类头部产品独大竞争格局优，但网络效应较强，放置类等蓝海市场需求持续增长。从细分赛道产品来看，RPG、卡牌以及消除、棋牌、体育竞技等属于竞争程度激烈的红海赛道。FPS以及MOBA类手游赛道中，凭借发行商腾讯的社交系统与手游深度协同形成的网络效应，以《和平精英》、《王者荣耀》为代表的头部产品以高市占率稳居首位。回合制RPG、策略类、放置类和竞速类整体属于竞争格局较优品类，其中放置类手游凭借创新玩法获得快速发展，在2020H1收入前100手游中占比达到4.55%，相较于2019年底不到2%的占比出现了较为显著的提升，且在中国自主研发移动游戏出海类型中占比6.34%，属于需求持续增长的蓝海赛道。

表：2020年游戏市场细分品类代表厂商、产品及竞争格局

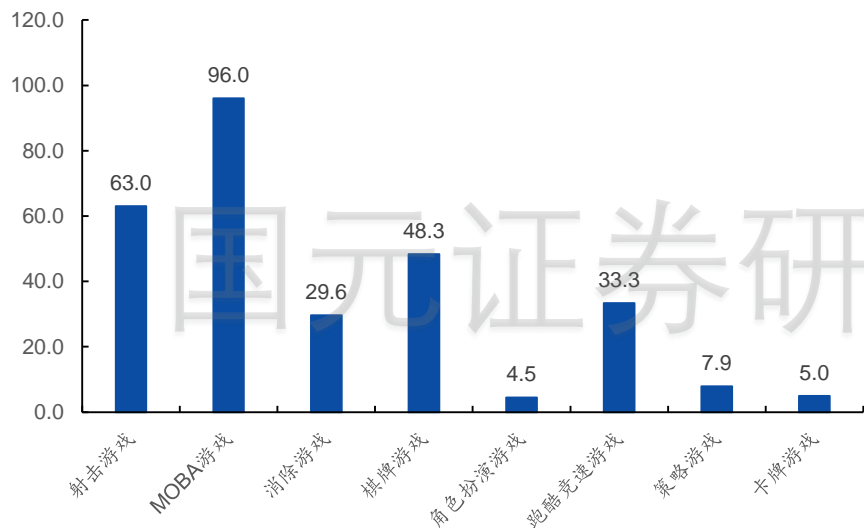
游戏品类	代表公司	代表产品	竞争格局
MMORPG	腾讯、网易、完美世界、三七互娱	剑侠情缘、一梦江湖、完美世界、精灵盛典	
射击类	腾讯、网易	和平精英、荒野行动	
MOBA	腾讯、网易、电魂网络	王者荣耀、决战！平安京、梦三国	
回合制RPG	网易、完美世界、吉比特、多益	梦幻西游、大话西游、诛仙、问道、神武4	
策略类	网易、灵犀互娱、莉莉丝、腾讯	率土之滨、三国志·战略版、万国觉醒、乱世王者	
卡牌类	网易、游族网络、莉莉丝	阴阳师、少年三国志系列、三国志幻想大陆	
放置类	青瓷游戏、莉莉丝	最强蜗牛、剑与远征	
竞速类	腾讯、竞技世界	QQ飞车、天天飞车	
消除类	乐元素、腾讯、创梦天地	开心消消乐、天天爱消除、梦幻花园	
棋牌类	腾讯、竞技世界	欢乐斗地主、欢乐麻将、JJ斗地主	
体育竞技	网易、腾讯、巨人网络	实况足球、FIFA足球世界、街篮2	
其他	叠纸游戏、鹰角网络	奇迹暖暖、恋与制作人、明日方舟	

资料来源：音数协游戏工委，伽马数据，国元证券研究所

注：竞争格局=2020H1收入TOP100中该品类游戏数量/该品类游戏总收入，数值越高表明竞争程度更高

(2) 用户规模及ARPG值来看，RPG/卡牌/SLG是典型的高付费率、高ARPPU、小DAU品类，但用户沉浸，游戏时长较长，注重数值成长。射击、MOBA、休闲益智类典型的大MAU大DAU，付费深度相对浅。月活跃用户规模来看，2020年6月TOP100产品的平均MAU中，MOBA>射击>棋牌位列前三，是典型的大用户高活跃的类型，其中MOBA平均月活接近1亿，射击类平均月活超过5000万，而策略、卡牌、RPG类型的平均月活跃规模在1000万以下，属于相对小基数用户品类。大用户规模品类均为单局游戏时间较短或适合碎片化娱乐，不注重成长属性的品类。从日均游戏次数来看，前三类依次为策略游戏>卡牌游戏>棋牌类。从平均使用时长来看，前三品类为：RPG游戏>策略游戏>卡牌游戏。从付费率来看，前三类依次为RPG>棋牌游戏>卡牌游戏>动作游戏>休闲游戏，注重数值成长类游戏付费率更高。游戏用户分为核心用户、使用用户以及兴趣用户，三类用户对于游戏产品的付费意愿逐层降低。对于重度手游，高付费玩家占比少，但整体收入贡献更高；对于轻度手游，收入贡献则主要来自于中低付费人群。

图：2020年6月各类型TOP100产品平均MAU



资料来源：TalkingData，伽马数据，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表：不同类型手游付费率、日均游戏次数及平均使用时长（2018.11）

	平台	类型	休闲游戏	智力游戏	角色扮演	动作游戏	策略游戏	模拟类	棋牌游戏	卡牌游戏
付费率 (%)	Android	平均值	2.55%	1.87%	4.06%	3.09%	2.72%	1.69%	3.49%	3.16%
	IOS	平均值	3.24%	3.20%	5.10%	4.14%	3.29%	2.27%	4.41%	3.73%
日均游戏次数 (次)	Android	平均值	4.33	3.86	4.81	3.39	6.09	5.10	5.55	5.94
		高位值	20.54	6.82	11.66	6.31	23.62	12.63	28.88	19.03
	IOS	平均值	4.76	3.36	5.22	3.66	7.09	5.60	6.13	6.36
		高位值	19.46	5.11	17.50	7.15	34.20	10.28	22.85	17.40
平均使用时长 (分钟)	Android	平均值	340	379	696	370	524	287	507	510
		高位值	1614	885	1421	1418	1371	901	996	1025
	IOS	平均值	706	1083	915	1013	984	734	842	993
		高位值	1582	1268	1627	1367	1491	1066	1377	1522

资料来源：TalkingData，国元证券研究所

## 2.从细分品类拆解手游赛道

- 以具体产品举例，回合制RPG典型产品《问道》、《神武手游》系列、《梦幻新诛仙》月度付费率在20%上下，ARPPU400-700元之间，且随产品生命周期提升，MAU在20-200万，其中《问道》及《神武》系列游戏稳定，产品长线能力较强，《梦幻新诛仙》腾讯独代，但整体用户衰减明显。《热血传奇手游》是有腾讯代理的传奇MMO，ARPPU 高达600-800元。女性向游戏《熹妃Q传》产品可以看到，其付费率水平略弱，但产品ARPPU较为明显的前低后高，和女性用户运营特性有一定关系。

表：重点上市公司回合制、MMORPG、ARPG、卡牌、女性向游戏运营数据(单位：万/元)

### 回合制RPG

《问道》	2017年	2018年	2019年
平均MAU (万)	158.38	142.45	190.92
平均MPU (万)	36.87	41.13	41.92
月度付费率	23.28%	28.87%	21.96%
月ARPU (元)	87.66	121.7	108.56
月ARPPU (元)	376.56	421.5	494.42
月流水 (万元)	13883.6	17336.0	20726.7
营销开支 (万元)	7414.6	4900.9	9574.1
单产品销售费用率	4.45%	2.36%	3.85%

### 回合制RPG

《神武》	2015年	2016年	2017年
MAU (万)	95.49	75.60	67.92
MPU (万)	9.47	9.06	11.64
月度付费率	9.91%	11.98%	17.13%
月ARPU (元)	66.33	77.04	120.25
月ARPPU (元)	669	643	702
月流水 (万元)	6334.9	5824.5	8165.7

### 回合制RPG

《梦幻诛仙》	2017年	2018年	2019年
累计用户 (万)	1562.01	1715.03	1776.03
平均MAU (万)	118.96	43.13	20.22
平均MPU (万)	26.90	8.09	3.99
月度付费率	22.62%	18.76%	19.73%
月ARPU (元)	91	97	120
月ARPPU (元)	404	518	608
月流水 (万元)	11028.6	4131.0	2409.5

### MMORPG

《热血传奇手游》	2016年	2017年	2018年
累计用户 (万)	2495.31	2809.84	2997.03
平均MAU (万)	207.91	96.74	62.68
平均MPU (万)	38.85	15.71	12.60
月度付费率	18.69%	16.24%	20.10%
月ARPU (元)	110.23	126.50	136.06
月ARPPU (元)	589.87	778.87	676.97
月流水 (万元)	23300.5	11602.0	8063.5

### ARPG

《奇迹：觉醒》	2018年	2019年	2020年H1
平均季度活跃用户 (万)	319.01	219.75	126.72
平均季度用户 (万)	72.59	28.39	16.64
季度付费率	22.75%	12.92%	13.13%
月ARPU (元)	61.87	37.17	46.12
月ARPPU (元)	271.89	287.69	351.28
月流水 (万元)	19735.7	8168.6	5844.5

### ARPG

《龙之谷手游》	2017年	2018年
累计用户 (万)	2483.34	2624.83
平均MAU (万)	367.39	54.59
平均MPU (万)	83.61	9.54
月度付费率	22.76%	17.48%
月ARPU (元)	87.45	77.59
月ARPPU (元)	384.27	444.00
月流水 (万元)	25327.2	3876.6

### 卡牌

《拳皇98》	2016年	2017年	2019年
平均季活跃用户 (万)	454.54	284.17	101.68
平均季付费用户 (万)	52.92	32.10	14.87
季度付费率	11.64%	11.30%	14.63%
月ARPU (元)	38.13	44.20	59.29
月ARPPU (元)	655.14	391.24	405.34
月流水 (万元)	17333.6	12560.1	6029.0

### 女性向MMO

《熹妃Q传》	2017年	2018年	2019年Q1
累计用户 (万)	556.16	1850.74	2066.11
平均DAU (万)	39.43	38.53	32.25
平均MAU (万)	175.55	177.99	129.68
平均MPU (万)	17.01	14.98	10.36
月度付费率	9.69%	8.42%	7.99%
月ARPU (元)	12.97	34.09	45.62
月ARPPU (元)	133.90	405.10	571.00
月流水 (万元)	2939.4	5764.9	6078.7

资料来源：公司公告，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分



(3) 留存率是衡量游戏产品最为核心的指标，18年安卓渠道留存率均值在33%，硬核超明星游戏留存率49%。不同游戏类型留存率存在差异，轻度游戏由于游戏门槛较低玩法简单，用户适应性较强，因而次日留存率通常高于中重度，次日留存率轻度>中度>重度，7日留存情况来看，通常中度>轻度>重度，14日留存上，由于重度游戏对于核心用户粘性更强，重度>中度>轻度。2018年硬核联盟超明星留存率在48.60%，明星游戏留存率42.30%，硬核联盟全渠道留存率35.70%，而Android渠道平均留存率为32.80%。根据草根调研，手游较优的留存数据通常次流不低于32%，7留不低于12%，30留不低于4%。以三七的《一刀传世》为例，次留过50%，7留18%-20%，表现优异。

腾讯对于不同项目的定级划分也基本锚定有效用户留存率，主要分为一阶段登录比和二阶段登录比，其中六星标准对应到一阶段登录比>80%，二阶留存>75%。

表：不同类型游戏留存率及付费率和月均ARPU

	次日留存	7日留存	14日留存	月均付费率	月均ARPU
重度	32%	18%	13%	8.00%	28.10
中度	35%	20%	12%		
轻度	39%	13%	8%		

资料来源：TopOn，伽马数据，国元证券研究所

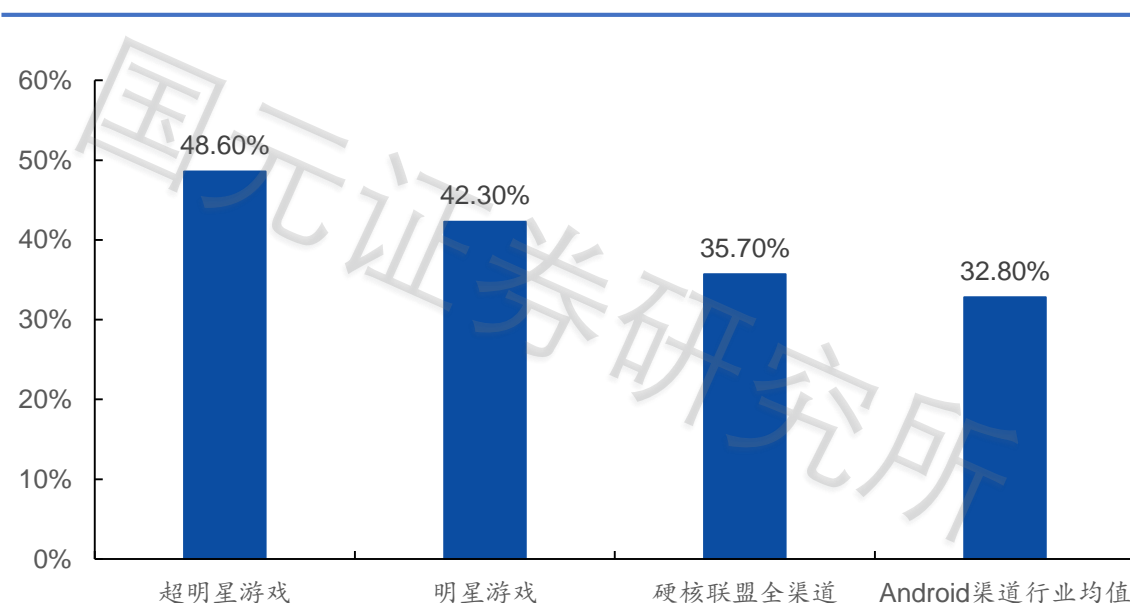
注：留存数据为2019年数据，月均付费率和月均ARPU为2018年数据

表：腾讯游戏不同项目定级划分标准

腾讯游戏项目划分标准	
一阶段登录比	首次登录后一周内登录三天或以上用户/ 首次登录一周内登录两天或以上的用户
二阶段登录比	新增用户中8-14日有登录行为的用户/ 新增用户中注册前7日内有不少于3天登录行为的用户
六星标准	一阶留存>80%，二阶留存>75%
五星标准	一阶登录比>75%，二阶登录比>60% 或一阶登录比>70%，二阶登录比>70%

资料来源：知乎，国元证券研究所

图：2018年硬核联盟游戏留存率情况

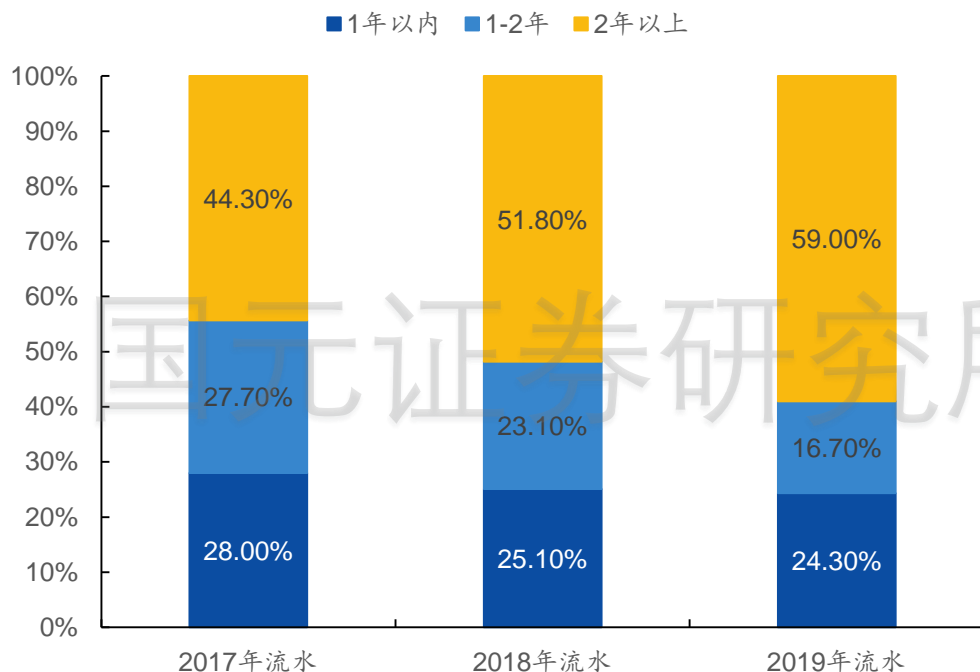


资料来源：硬核联盟，国元证券研究所

(4) **游戏产品生命周期**：从近三年手游流水构成结构变动来看，2年以上产品流水贡献从2017年的44.30%提升至2019年的59.00%，具备长线运营的老游戏流水稳定，长线运营能力变得越来越突出，直接关系到游戏企业利润率。

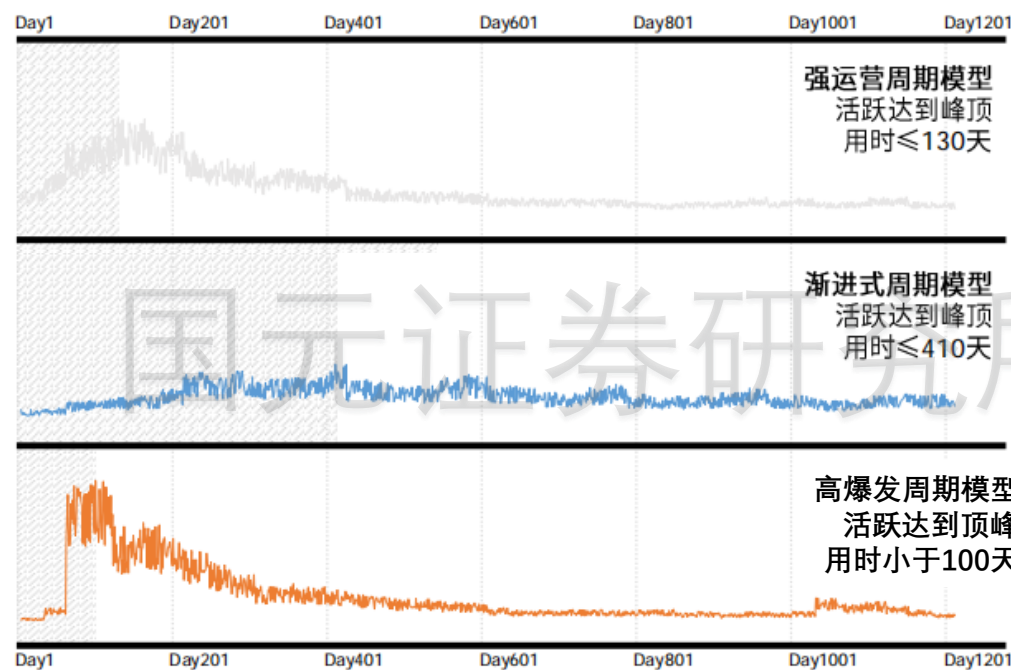
目前主流的产品周期模型有三类：**强运营周期模型**、**渐进周期模型**以及**高爆发式周期模型**。强运营前期通过发行及买量，通常在130天内达到玩家活跃度峰值，随后进入流失期，玩家活跃波动较大。渐进式周期模型依赖于自然增长，产品形成口碑后玩家稳定。高爆发式表现出一波流的前期高爆发特点。

图：流水TOP250国产移动游戏各上线时间流水占比



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

图：主流产品周期模型



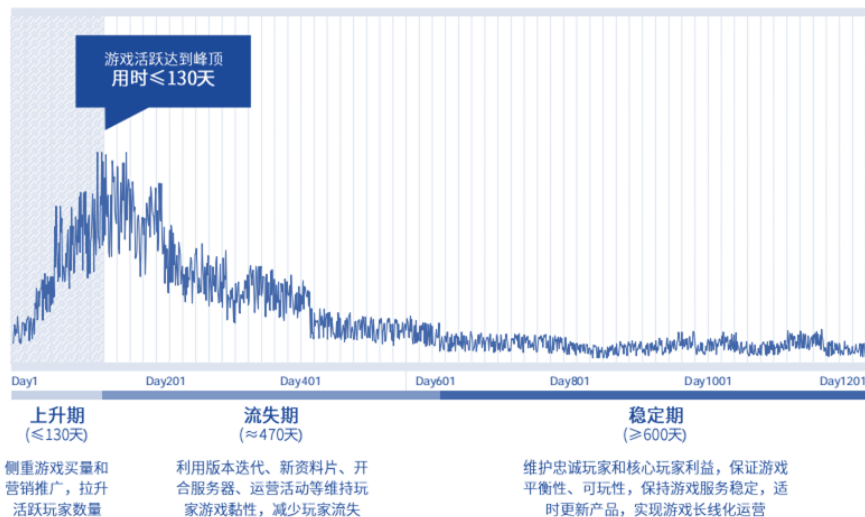
资料来源：Talkingdata，国元证券研究所



## 2.从细分品类拆解手游赛道

**a. 强运营周期模型：**为目前主流的游戏曲线模型。强运营周期模型的上升期通常小于130天，上升期侧重买量和营销推广，拉升整体用户规模，在前期大量的买量导入下流水规模冲高。整个流失期约为470天，当中利用版本迭代、新资料片、开合服务器、运营活动等维护游戏玩家粘性，减少玩家流失。以三七的买量强运营游戏为例，单用导入成本在M1发生，单用户ROI遵循721模型，即第一个月回收70%，第二个月回收20%，第三个月回收10%，三个月累计单产品利润转正。同时流水第三到四个月达到峰值，随后开始衰减，并伴随大活动进行波动。后600天为稳定期，主要是维护核心玩家利益，保证游戏平衡性和可玩性。典型产品为MMORPG/ARPG等类型，题材上玄幻、仙侠、魔幻为主。以永恒纪元为例，16年7月上线，国内流水峰值在17年初达到，M1-12国内流水26亿，M1-20累计流水40亿，M1-29累计流水50亿。

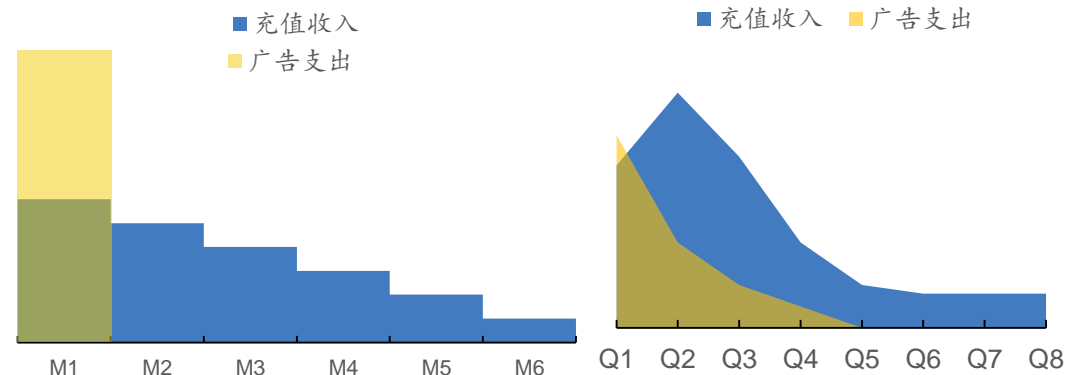
图：强运营模型用户活跃情况



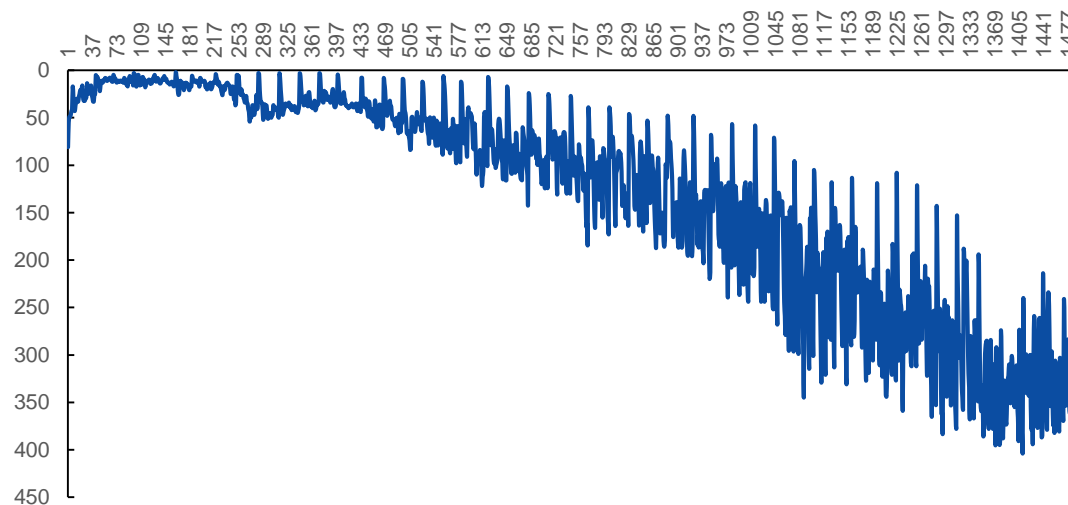
资料来源：Talkingdata，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：三七单用户收入和支出及单产品充值收入支出模型



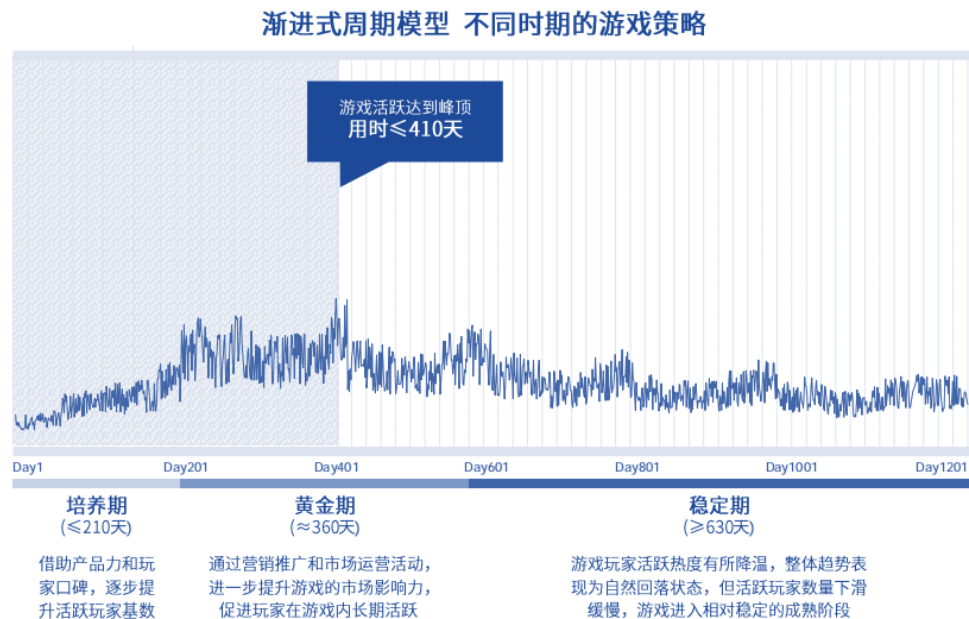
图：《永恒纪元》流水模型（IOS畅销榜排名）



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

**b. 渐进周期模型。适时推动游戏更新与迭代，运营频率保持克制，长效维护玩家留存率。培养期前6个月内，凭借前期测试积累一定玩家，之后通过媒体曝光和渠道推广，推动玩家数的稳定增长，市场运营活动接入再次助推上涨。生命周期较长，常态化运营策略。代表类型包括策略类、二次元等。**

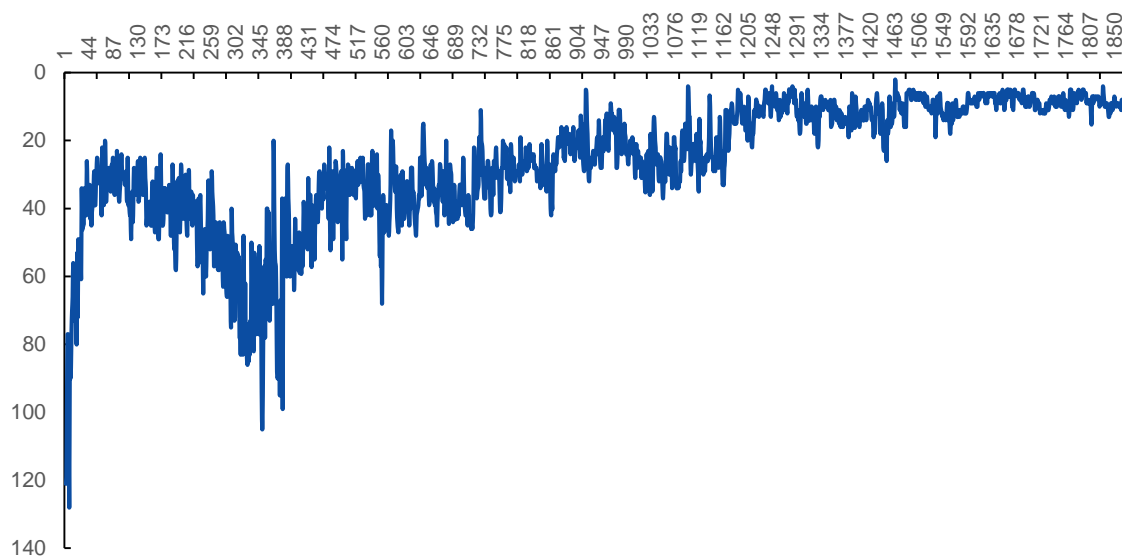
图：渐进周期模型用户活跃情况



资料来源：Talkingdata，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

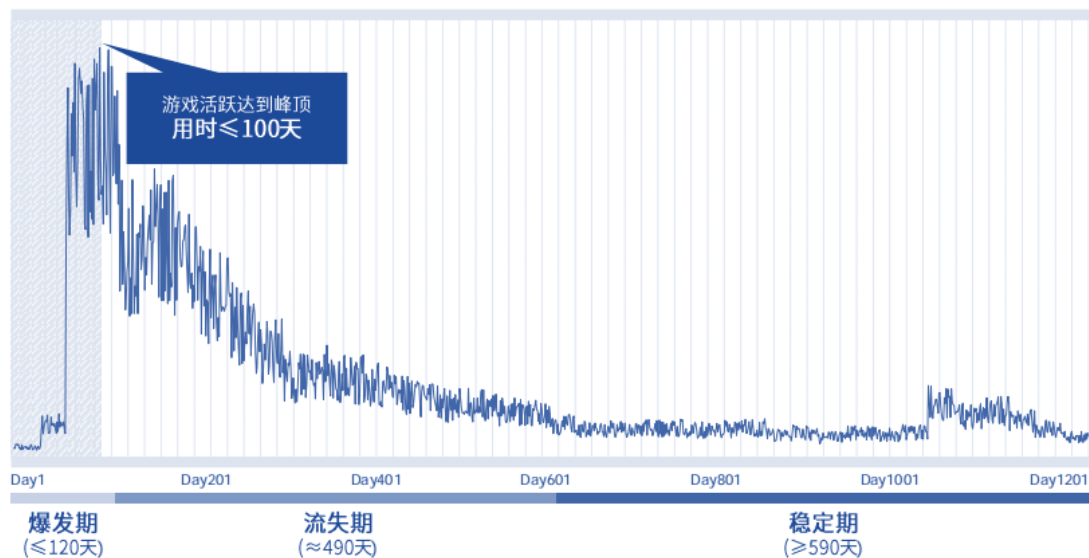
图：《率土之滨》流水表现（IOS畅销榜排名）



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

**c. 高爆发式周期模型。**上线初期通过高强度市场推广或者病毒式传播，实现活跃玩家集中爆发。例如通过IP和媒体热点爆发式买量或者通过腾讯这样的大发行商快速导入大量用户，使得玩家规模直线上升。通常首月达到流水峰值，随后玩家活跃度回落，流水回落。

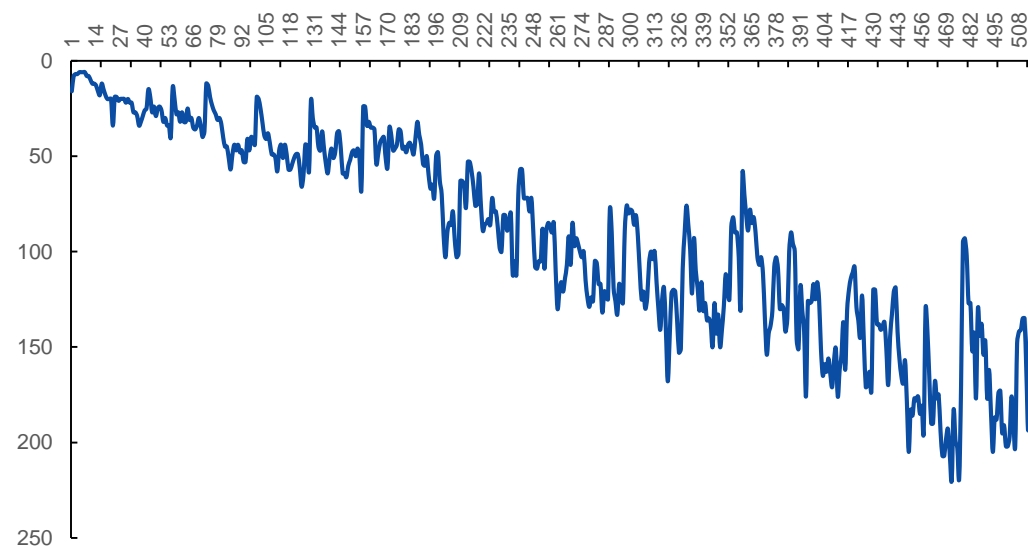
图：轻运营模型用户情况



资料来源：Talkingdata，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：《权力的游戏》流水表现（iOS畅销榜排名）



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

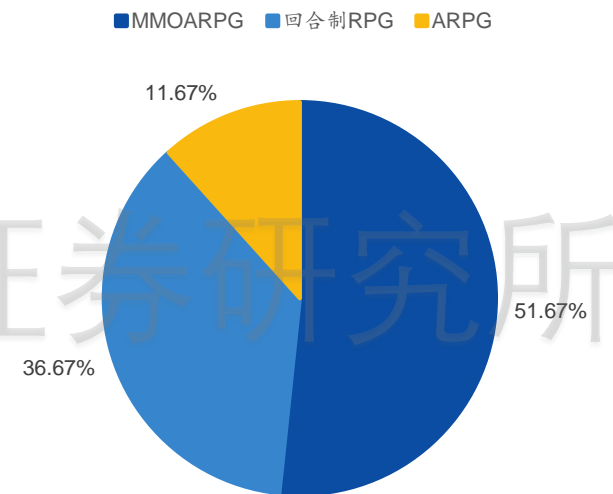
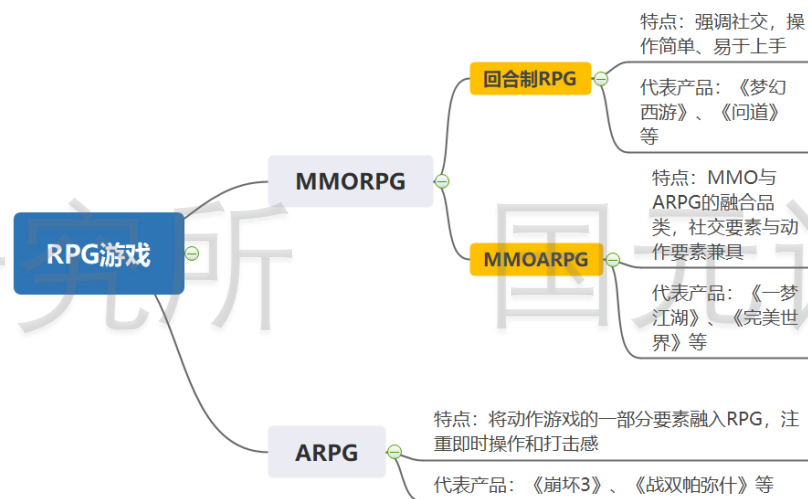
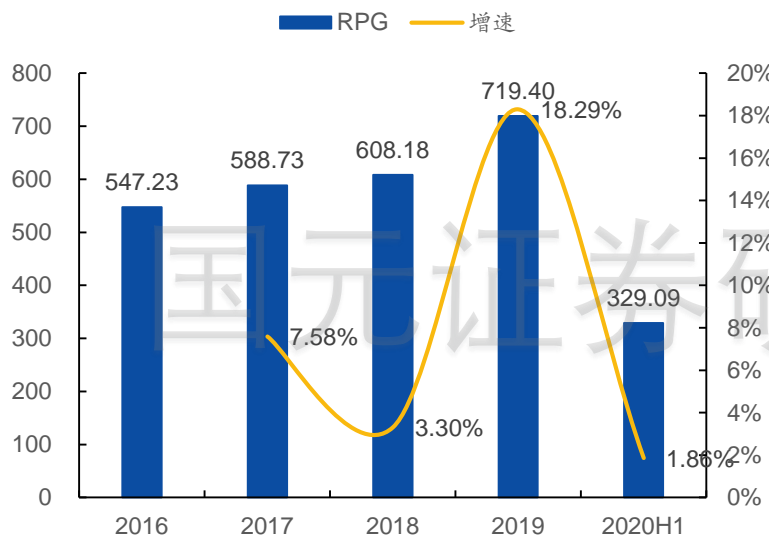
## 2.1 RPG类：具有操作难度强代入感，研运门槛高，大厂构建壁垒

- **RPG即角色扮演类手游**，玩家可以通过扮演虚拟类角色战斗和操作获得及时反馈，具备一定操作难度和较强的代入感。因此游戏对于画面表现、数值、社交、经济系统等能够加强沉浸感的参数有较高的技术要求，用户基数大，研运门槛高，主流产品基本为国内大厂出品。
- **ARPG/MMORPG/回合制RPG是主要分支**，ARPG核心是数值成长，强调动作元素，具有良好打击感，社交内容偏弱。MMORPG核心为成长和社交体验，注重世界观塑造打磨，倾向长线运营，其中回合制角色扮演操作更为简单、易于上手。一款RPG中一般都会出现多种游戏方式，具体到产品上两类玩法很多时候存在一定融合。
- **RPG是国内市场规模最大的细分游戏品类**，2019年中国RPG游戏市场规模达719.4亿元，在大体量的基础上实现18%的增速，上半年RPG缺乏头部产品，下半年随着《天涯明月刀》的上线，有望拉动增速回升。
- 根据伽马数据近一年流水占比，我们估算MMOARPG市场规模在294.08亿，回合制RPG规模为208.71亿，ARPG市场规模为66.41亿。

图：RPG游戏市场规模变动

图：RPG品类细分类别

图：RPG品类细分类别



资料来源：伽马数据，国元证券研究所测算

资料来源：国元证券研究所

资料来源：伽马数据，国元证券研究所



## 2.1 RPG类：具有操作难度强代入感，研运门槛高，大厂构建壁垒

表：RPG细分品类ARPG及MMORPG的主要特点

品类		ARPG	MMORPG		
产品核心体验		核心在于角色的数值成长，依赖玩家个人时间投入，较少有与其他玩家交互合作的需求	社交体验为核，数值成长为辅，游戏体验在不同类型玩家、不同游戏阶段中有所分化，如女性玩家更加看重社交氛围，游戏在新手期社交弱，而中后期的社交体验更强		
数值设计	成长	成长频率和成长数值的叠加性较高，利用高频数值成长满足玩家成就感，培养玩家游戏习惯，弥补社交缺失下的黏性不足，采用数值叠加，保证玩家的数值获取性价比和数值保值效果	用户留存不单纯依靠数值成长刺激，成长频率低于ARPG，需要保证整个玩家群体的实力平衡，对单一成长线采用“替换式”而非“叠加式”，成长系统随玩家等级提升更换，保证头部玩家仍有成长目标可追		
	战斗	PVE模式中，主要为“割草”路线，攻击范围大，伤害数值高；PVP模式中，一种类型为大R玩家以一敌百碾压，免费和轻度付费玩家陪玩，另一种路线下玩家伤害相对平衡，保证不同付费程度玩家的游戏体验	PVE模式中，“割草”、“势均力敌”两种类型均有；PVP模式中，采用战力平衡路线，以保证服务器的人员生态		
	经济	多采用半开放经济模式，同时支持玩家与系统的交互、玩家与玩家的交互，但对玩家之间交易作出限制，如限制交易道具和价格范围，采用多种货币等。经济模式与游戏本身特性相关，而与游戏类型无关。			
社交		社交偏弱，提供一些轻度压力的社交体验，强调“个人英雄主义”体验，在公会集体性玩法、玩家协助玩法等正向社交体验中控制压力，压缩时间需求，在带来负向社交体验的PVP活动中控制活动频次，减轻PVP对战对玩家数值成长的影响	社交支撑整个游戏架构，玩法和产出均围绕社交设计，从社交工具（聊天室、交易行等）、社交需求（组队玩法、道具流通等）、社交话题（答题、运营活动等形成聊天氛围）、社交关系（家族、公会）四个维度构建社交系统		
生命周期		中长线留存弱于MMO	社交体验增强用户黏性，中长线留存较优		
付费设计		由于生命周期更短，多是付费前置，PVP压力较小，因此不限制付费上限，满足玩家不断付费不断成长的需求	生命周期更长，付费点可以后置，需要控制玩家间的成长差距，设有一定期限内的付费上限		
运营方式		倾向于“滚服”，单服导入玩家人数较低，以使单服内的排行榜、运营活动对玩家达成有效刺激，中长期留存差，因此合服相对频繁	倾向于“长线运营”，由于社交需要，单服导入人数远高于ARPG，中长期留存高，更加注重口碑运营和社区维护		
玩法		即时制	回合制	半回合制 即时制	
玩法特点		对抗双方的操作次数不受限制，优点在于打击感强、战斗技巧丰富、可操作性高；缺点在于长时间操作容易出现疲劳，且对玩家的操作能力、反应速度有一定的要求；在ARPG游戏中，由于PVE内容的比重较高，战斗过程较容易实现自动化，因此该类游戏往往会加入自动战斗的机制以缓解玩家在长时间游戏中出现的操作疲劳和手速下降的问题	战斗双方按回合轮流行动，操作次数均等；优点在于操作简单、易于上手，缺点在于战斗方式上缺乏变化的空间	在回合制的基础上加入“速度”等其它变量，使得战斗双方在同一回合的游戏中可以有不同的操作次数，进而丰富了对战内容，提高可玩性	操作次数不受限制，打击感强、战斗技巧丰富、可操作性高，对玩家的操作能力、反应速度有一定要求
代表产品		《精灵盛典》、《崩坏3》	《梦幻西游》、《诛仙》	《复苏的魔女》	《天涯明月刀》、《一梦江湖》
厂商		三七互娱、米哈游	网易、完美世界	吉比特	网易、腾讯
商业化		开箱抽卡，养成资源购买	以开箱抽卡、道具购买等内购付费为主，部分MMORPG游戏会采用计时付费的商业机制		

资料来源：uaka，国元证券研究所

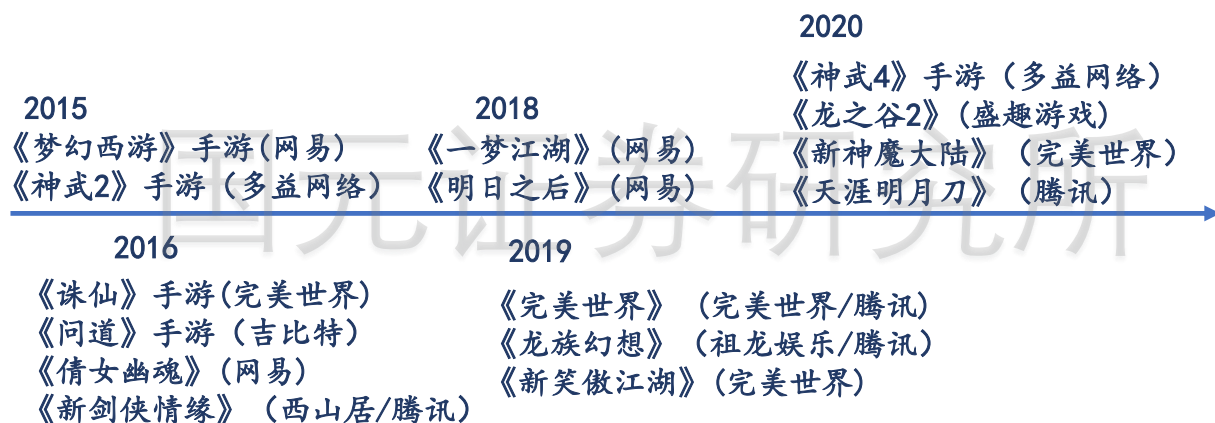
请务必阅读正文之后的免责条款部分



### 1 MMORPG（含回合制）——以社交体验为核心，数值成长为辅

- MMORPG是RPG品类下最主要的细分玩法。网易、腾讯、完美世界、多益、吉比特、西山居、祖龙娱乐等大中型厂商是主要参与者。其中相较于其他自研型厂商，腾讯早期MMO手游多以代理产品为主，并不具备明显的产品优势，主要是因为区别于MOBA以及FPS等网络效应要求更强的大DAU类产品，MMO手游的社交系统是通过公会、组队活动等方式基于游戏内展开。
- 若按弗若斯特沙利文口径，2019MMORPG市场规模488亿，增速26%。市场份额上，MMO赛道整体较为集中，CR（5）达到58.3%，其中网易市占率第一位33%，完美世界11.7%，祖龙5.6%，腾讯4%，多益网络4%。

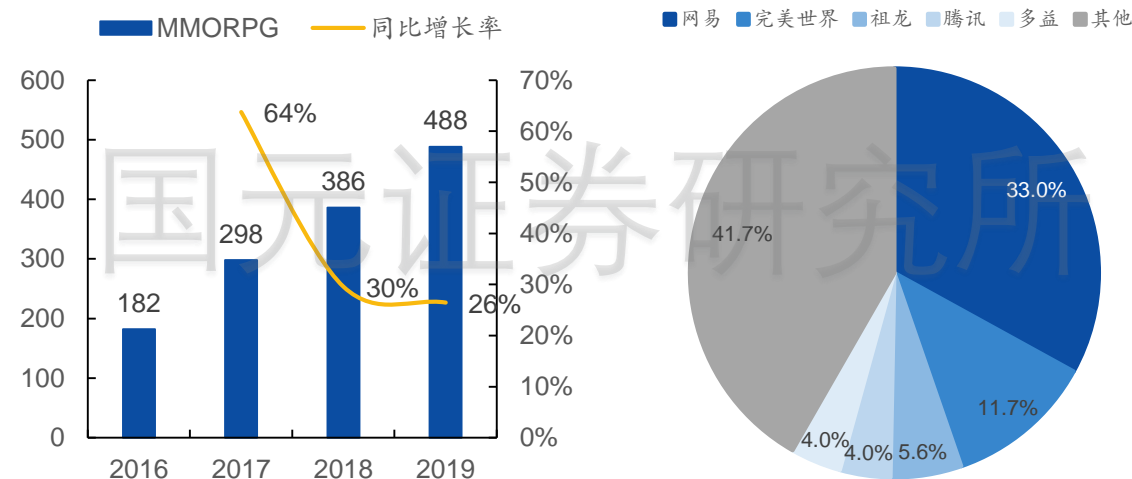
图：MMORPG手游主要产品时间线



资料来源：国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：MMORPG市场规模及增速 按自研产品流水口径下时长份额（弗若斯特沙利文口径下）



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

### 1 MMORPG（含回合制）——以社交体验为核心，数值成长为辅

- 玩法上，MMORPG手游以社交体验为核，数值成长为辅。社交支撑整个游戏架构，玩法和产出均围绕社交设计，从社交工具（聊天室、交易行等）、社交需求（组队玩法、道具流通等）、社交话题（答题、运营活动等形成聊天氛围）、社交关系（家族、公会）四个维度构建社交系统。游戏体验在不同类型玩家、不同游戏阶段中有所分化，如女性玩家更加看重社交氛围，游戏在新手期社交弱，而中后期的社交体验更强。
- 商业模式上，MMO手游倾向于长线运营，收费模式细水长流，付费点可以后置，需要控制玩家间的成长差距，设有一定期限内的付费上限。

图：回合制MMORPG手游《梦幻西游》核心玩法及付费点

核心玩法：社交驱动的角色成长
《梦幻西游》将社交玩法充分融入到了角色成长当中，游戏玩家可通过师徒、结拜、夫妻、帮派等系统和其他用户形成多种多样的社交关系；而在社交关系的引导上，《梦幻西游》采用了疏堵并重的策略；例如，一方面，玩家可通过加入帮派获得帮派福利、组队奖励，同时还可获得帮派职位、扩大自身在虚拟世界中的影响力，但在另一方面，如果玩家不加入帮会，那么玩家将无法学习修炼技能和生活技能，进而影响到角色的成长。
付费点
仙玉是最高级的货币，只能通过充值的方式获得，仙玉可用于开箱抽卡、换取装备锻造材料以及购买社交道具，还可用于兑换金币、银币两种低阶虚拟货币，其中金币主要用于玩家间的交易，玩家可使用金币从其他玩家手中换得装备，而银币则主要用于召唤兽养成、技能升级、装备制作等游戏日常活动。

资料来源：国元证券研究所

图：即时制MMORPG手游《天涯明月刀》核心玩法及付费点

核心玩法：以战斗为中心，策略性与操作性兼具
作为一款即时制的MMORPG手游，《天涯明月刀》以战斗为核心玩法。在战斗系统的设计上，《天涯明月刀》选择了策略性与操作性并重的路线，策略性方面，《天涯明月刀》设置了大量的特殊战斗属性以及多样化的心法主动技能，使游戏玩家无论在战斗前还是战斗中都有丰富的对抗策略可供选择。操作性方面，《天涯明月刀》推出了对操作速度有一定要求的连招系统和考验玩家攻击预判能力的格挡反击系统，并强调PVP模式中的1V1对抗，力求减少团队合作对玩家的影响，鼓励玩家最大化地发挥自身的操作能力。
付费点
付费点众多，主要付费内容包括天涯月卡、天涯战令、成长基金、点券充值、天波府礼包等等，可覆盖有着不同付费能力和空闲时间的玩家群体的需求，通过付费内容的购买，玩家可以提高角色功力值的提升效率，加速角色成长，还可获得时装道具，美化角色外观。

资料来源：国元证券研究所

### 2 ARPG——核心在角色数值成长，付费较为前置

- **ARPG的手游题材以奇迹类和二次元类为主**；其中奇迹题材ARPG游戏主要来自于三七互娱，代表性产品有《永恒纪元》、《大天使之剑》等；而基于二次元IP创作的ARPG游戏多来自于腾讯，代表性产品有日漫IP改编的《火影忍者》和国漫IP衍生的《一人之下》；此外，也有多家游戏厂商凭借自身出色的自主研发能力，打造了拥有原创二次元IP的优质ARPG产品，这一类游戏的代表主要有网易《永远的7日之都》、米哈游《崩坏3》以及库洛游戏《战双帕弥什》。从玩法上看，核心在于角色的数值成长，依赖玩家个人时间投入，较少有与其他玩家交互合作的需求，成长频率和成长数值的叠加性较高，利用高频数值成长满足玩家成就感，培养玩家游戏习惯，采用数值叠加保证玩家的数值获取性价比和数值保值效果，中长线留存相对弱于MMO，但是厂商可以通过不断的内容更新提高留存率。
- **商业模式上，多为付费前置，满足玩家不断付费不断成长的需求。**

图：ARPG手游主要产品时间线及市场规模



资料来源：国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：ARPG手游《崩坏3》核心玩法及付费点

核心玩法：战斗推图+家园&角色养成
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 游戏内的战斗要求玩家根据“生物-异能-机械”属性相克的设定选择适合的女武神进行PVE战斗，战斗过程需要玩家的技能操作，但相较于传统ACT游戏难度更低，采用关卡战斗模式，副本时间较短，基本控制在5分钟以内，完成主线关卡可获得金币、武器、圣痕、材料等资源；</li> <li>- 养成系统包括女武神养成和家园养成，女武神战力取决于角色卡等级、技能、圣痕和武器，升级消耗角色碎片和强化材料，家园对全体女武神提供属性加成，并有存储体力、生产金币、家园商店等生活效果，引入放置玩法，可派遣女武神打工获取经验值和道具，女武神养成可获得小队经验，提升家园小队等级并解锁和升级家园生活效果。</li> </ul>
付费点
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 付费引导主要是数值成长、战力提升，付费内容包括直充水晶、月卡和礼包，首充带有翻倍奖励，礼包中包含高级武器、材料、圣痕等奖励，充值的主要用途有武器、圣痕的锻造和强化(购买进化材料、崩坏碎片、灵魂碎片等)、角色强化(购买角色碎片、技能材料等)、道具购买(复活道具、干涉道具等)、家园补给卡(家园补给100次必出S女武神)和体力兑换。</li> </ul>

资料来源：国元证券研究所



### 3 传奇&奇迹题材——切入中年男性市场，传奇仅官服年流水超百亿

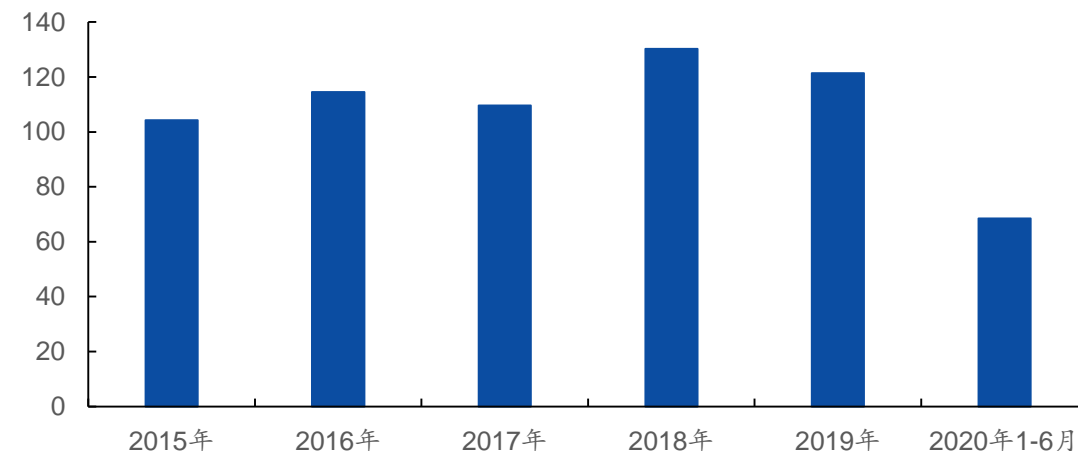
- 从题材角度分类，RPG手游中传奇品类占据较大市场空间，年流水规模超百亿。传奇类游戏即来源于端游《热血传奇》IP改编的游戏产品。《热血传奇》由韩国娱美德公司研发，2001年9月由盛趣游戏（原盛大游戏）引入中国市场。根据伽马数据，自《热血传奇》上线以来传奇类游戏累计注册用户超过6亿，已创造超过900亿元流水规模，2015年之后每年流水保持在百亿以上，2020年有望达到140亿，其中2020H1手游贡献率达到80%。在2019年国内年流水超10亿元的MMORPG手游中，传奇IP手游数量占比达25%，流水贡献占比达到18.4%。此外，传奇存在较大比例的私服市场，根据调研数据显示，私服的市场规模约为正版授权市场的一半，随着对私服打击力度的加大，正版市场体量有望进一步释放。
- 奇迹类游戏即《奇迹MU》IP改编的游戏产品。《奇迹MU》是由韩国网禅开发的魔幻题材MMORPG游戏，2002年10月由九城代理发行国内市场。在中国网游兴起早期以相对成熟的玩法、世界观吸引了最早一批玩家，经过二十年持续运营，积累了庞大用户基础，并随着时间推移付费能力、IP忠诚度方面逐渐成熟，带来了长期的商业化价值。

图：传奇IP游戏发展历程



资料来源：国元证券研究所

图：传奇IP游戏流水情况（亿元）



资料来源：伽马数据，国元证券研究所 注：流水统计范围为经过授权的传奇IP产品

## 2.1 RPG类：具有操作难度强代入感，研运门槛高，大厂构建壁垒

- 传奇类游戏代表性企业有研发商极光网络（三七互娱）、盛和网络（恺英网络），发行商腾讯游戏、贪玩游戏，研运一体厂商盛趣游戏、三七互娱、中手游等；《热血传奇》是传奇IP的开山之作和代表产品，《热血传奇》端游在上线16年后的2017年仍可实现4.99亿元的年收入，而该作的移动版本《热血传奇手机版》，其累计流水突破了80亿元。
- 奇迹类游戏代表性企业包括研发商天马时空，发行商腾讯游戏、恺英网络，研运一体厂商掌趣科技、三七互娱等；其中《全民奇迹MU》是奇迹类游戏在移动领域的代表性产品，该作的累计流水已达83亿元。

表：传奇&奇迹类IP主要游戏及变现情况

类别	游戏名称	发行时间	研发公司	发行公司	游戏类型	变现情况
传奇类	热血传奇	2001年9月	娱美德	盛趣游戏	PC客户端	2017年收入4.99亿元
	传奇世界	2003年	盛趣游戏	盛趣游戏	PC客户端	2017年收入2.05亿元
	传奇霸业	2014年12月	极光网络	37游戏	PC网页	季度最高流水4.8亿元
	热血传奇手机版	2015年8月	盛趣游戏	腾讯游戏	移动端	累计流水超80亿元
	蓝月传奇	2016年4月	盛和网络	恺英网络/贪玩游戏	PC网页	累计流水超过37亿元
	传奇世界手游版	2016年12月	盛趣游戏	腾讯游戏	移动端	2017年收入4.35亿元
	传奇来了	2017年	九翎网络	恺英网络	PC网页	2017年流水3.58亿元
	雷霆霸业	2018年10月	中手游	中手游	移动端	2019年H1收入7.72亿
	一刀传世	2018年12月	三七互娱	三七互娱	移动端	2019年月均流水过亿
奇迹类	奇迹MU	2002年10月	韩国网禅	塔人网络	PC客户端	
	全民奇迹MU	2014年12月	天马时空	恺英网络	移动端	截止2019年底上线以来总流水达83亿元
	大天使之剑H5	2017年9月	三七互娱	三七互娱	移动端	上线24天流水破亿元
	奇迹：最强者	2017年12月	塔人网络	龙图游戏	移动端	上线首月流水破亿元
	奇迹MU：觉醒	2018年5月	天马时空	腾讯游戏	移动端	2020年H1流水3.51亿
	精灵盛典	2019年7月	三七互娱	三七互娱	移动端	2019年月均流水过亿
	真红之刃	2020年8月	掌趣科技	掌趣科技	移动端	

资料来源：公司公告，游资网，国元证券研究所

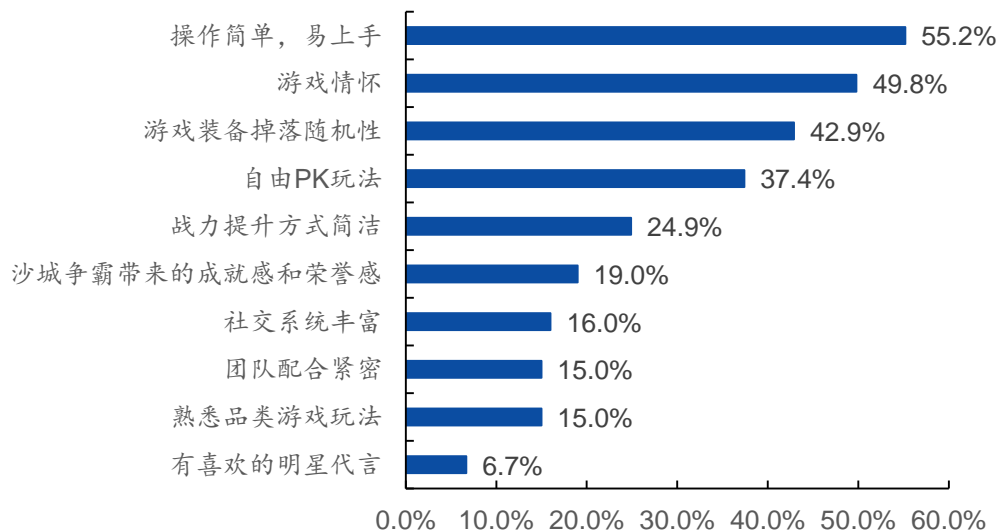
请务必阅读正文之后的免责条款部分



## 2.1 RPG类：具有操作难度强代入感，研运门槛高，大厂构建壁垒

- 传奇类游戏具备长线生命力的原因主要在于较低的上手门槛和游戏情怀的加持。传奇类游戏往往具备自动战斗机制，且升级速度较快，对于不善操作的玩家来说十分友好，再加上传奇IP已有近20年的历史，用户积淀深厚，因此传奇类游戏能够持续维系对玩家的吸引力；伽马数据的调查显示，多达55.2%的受访者认为“操作简单，易上手”是传奇类游戏的主要吸引点，此外，还有49.8%的玩家认为传奇类游戏的主要吸引力在于“游戏情怀”。
- 传奇类游戏的美术门槛低，产品差异和壁垒更多体现在产品数值以及买量营销能力上。

图：传奇类游戏对于用户的吸引点



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：部分2D类能够实现工业化生产

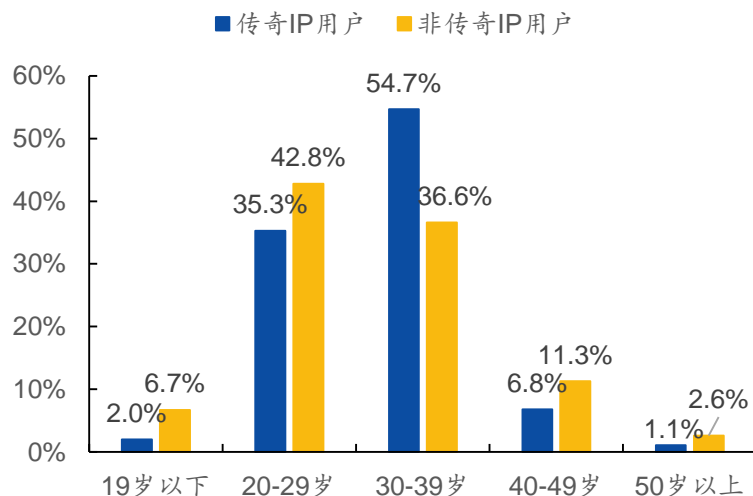


资料来源：三七互娱，国元证券研究所

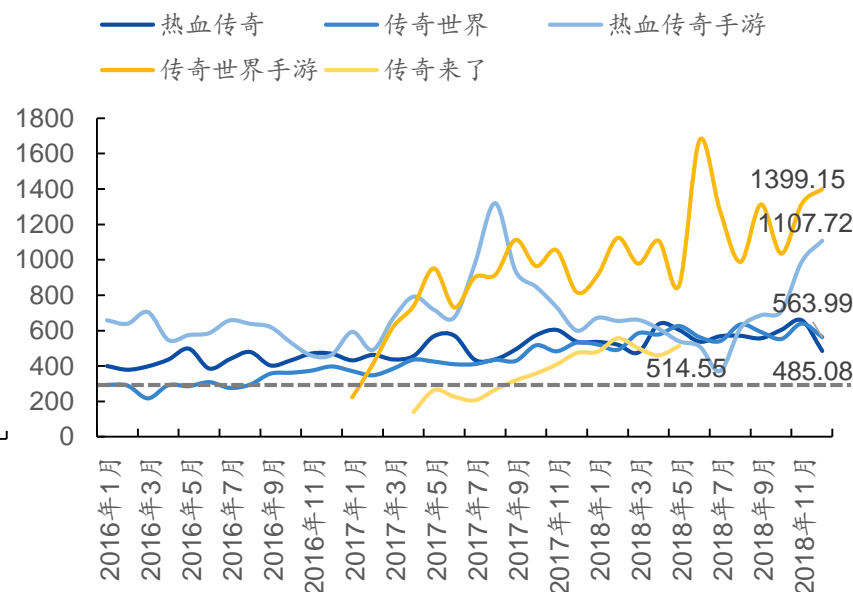
## 2.1 RPG类：具有操作难度强代入感，研运门槛高，大厂构建壁垒

- 高付费中年男性用户构成收入基本盘，30岁以上用户占比超过六成，传奇类手游ARPPU值基本保持在500元/月以上，奇迹类手游约在200-600元/月。传奇奇迹类游戏用户主要来自于端游时代积累下来的男性用户，随着时间推移玩家年龄层相应增长。从用户画像来看，超过62.6%的传奇类游戏玩家年龄在30岁以上，54.7%的传奇类玩家年龄在30-39岁之间，男性用户占比达88.7%。从人均付费来看，2018年11月端游《热血传奇》、《传奇世界》的月均ARPPU分别为485元和564元，两款手游的月均ARPPU分别为1108元和1399元，页游《传奇来了》2018年5月ARPPU为515元，均为RPG类游戏高位。

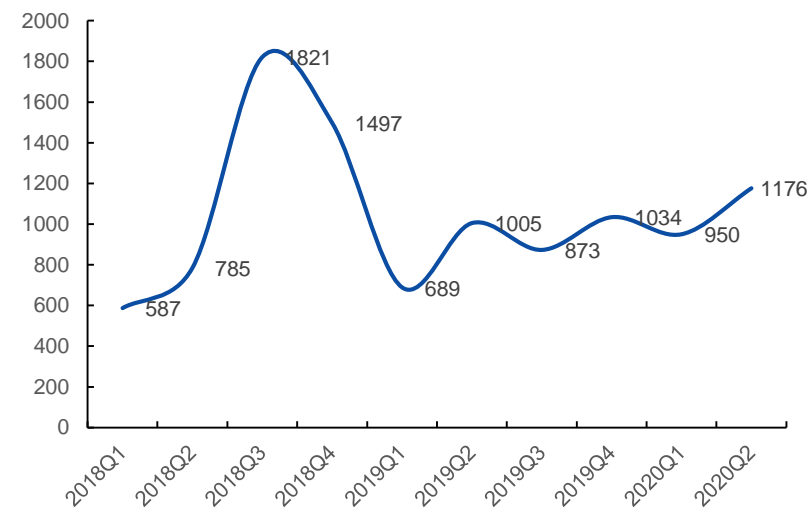
图：传奇类游戏用户年龄分布



图：传奇类游戏月均ARPPU（元）



图：《奇迹MU：觉醒》每季度ARPPU（元）



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

资料来源：世纪华通重组报告书，恺英网络公告，国元证券研究所

资料来源：掌趣科技财报，国元证券研究所

## 2.2 SLG类：轻操作重玩法策略，长生命周期

- **SLG即战争策略模拟游戏，游戏更偏重策略，弱化了对于操作技巧的要求，核心玩法是获取和消耗资源升级城堡、英雄、兵种和部队数量提升战力，通过对抗战斗争夺土地和更多的资源实现胜利。玩家需要长周期的经营，并根据游戏内的变量做出策略调整和排兵布阵，对于游戏内数值体系、玩法设计、社交系统的研发要求较高。广义SLG包括无沙盘大地图的COC（supercell《部落冲突》）类游戏，狭义SLG游戏即模拟策略战争游戏，以沙盘地图为核心活动空间，根据沙盘类型的不同可分为坐标型（确定坐标可以直接到达）和路径型（点与点之间存在路径要求）。**
- 近年来SLG市场规模保持持续增长，其中2017年同比增速达到57%，主要是由于网易《率土之滨》开始逐渐起量，2019年SLG游戏市场规模达到185亿，同比增长48%，主要由于灵犀互娱的《三国志战略版》上线，凭借耳熟能详的三国题材+简易玩法降低上手门槛，迅速吸引用户，成功推高市场份额。同时，SLG也是中国厂商出海主要品类，根据App Annie数据，2020年10月中国出海手游收入TOP20中有9款为SLG产品，而国内畅销榜TOP20中仅有4款，相比之下还有较大提升空间。

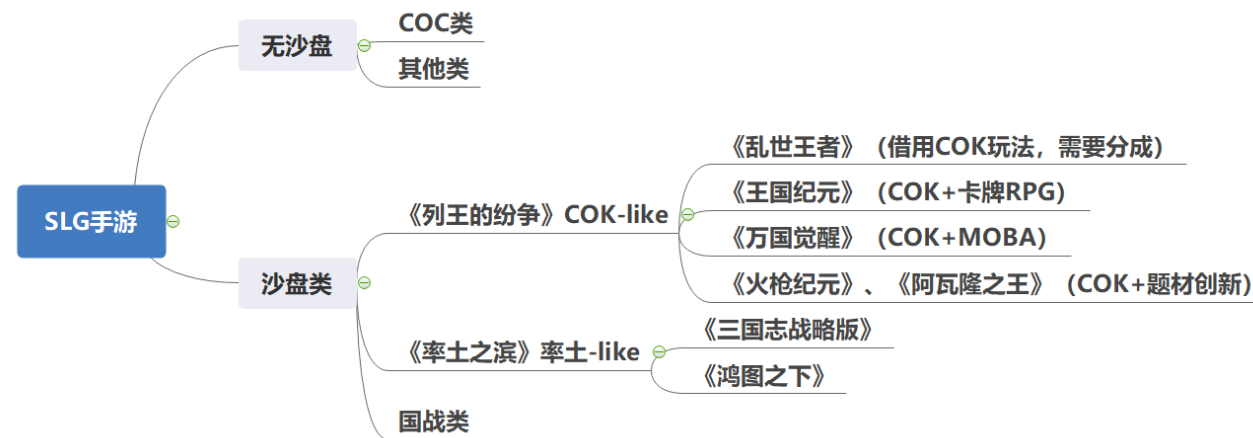
图：SLG游戏市场规模变动



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：SLG游戏品类演变



资料来源：游资网，国元证券研究所

## 2.2 SLG类：轻操作重玩法策略，长生命周期

玩法上，以《COK》（侧重数值）和《率土之滨》（侧重策略）两款产品为代表，新品多在两者基础上进行题材和融合玩法的微创新以及美术品质的提升。（1）COK-like：《列王的纷争》（COK）是首款取得较大商业化成功的SLG手游，游戏采用坐标型沙盘大地图、以资源重复性消耗为主，核心侧重数值对抗。基于COK玩法基础上衍生出IGG《王国纪元》（COK+卡牌RPG）、莉莉丝《万国觉醒》（COK+MOBA）、Funplus《火枪纪元》、《阿瓦隆之王》（多题材创新）等。（2）率土-like：网易《率土之滨》采用路径型沙盘地图，以武将卡牌养成为主，核心侧重战略布局。并创新性引入赛季机制，游戏按照一定的周期和区服的游戏状态，在保留武将卡牌的基础上对整个服务器进行更替重置，玩家需要重新经营势力和培养队伍，配合新的活动内容重新激活玩家的积极性，保证长期留存。类似玩法产品包括灵犀互娱《三国志战略版》。SLG类手游生命周期长，头部老产品流水收入保持稳定高位。相较于COK-like，率土类玩法以两款头部产品为代表，细分品类里的产品数量相对更少，是目前国内厂商切入的主要方向，如腾讯《鸿图之下》、《征服与霸业》，网易《神谕文明》等。

图：SLG手游主要产品时间线



表：SLG各细分品类玩法及代表产品

品类	狭义SLG-沙盘类								无沙盘	
	玩法	COK类	王国纪元类	ROK类	率土类	国战类	卡牌类	对局类	剑与家园类	COC类
特点	玩家城池对应坐标，沙盘自由对抗	COK基础上加入卡牌RPG，卡牌单独一套战斗系统与PVE副本	战斗RTS化，引入文明发展概念，加入赛季PK等多种融合创新	以武将卡牌养成为核心，严格赛季制对战，1个赛季通常数月	玩家城池依附系统据点内，创角选择阵营，强调阵营对抗，争夺据点	卡牌闯关，SLG城建包装，无士兵概念，国战限时开启，战场不一定为据点沙盘	参考页游三国志之体系，大逃杀规则，匹配对局	战斗借鉴泰坦黎明，加入RPG冒险体验	简化战略，强调战术，以战斗操作策略为核心乐趣	玩法多样，部分游戏将异步PVP改为实时同步PVP，并允许多人组队战斗
产品	《乱世王者》	《王国纪元》	《万国觉醒》	《率土之滨》	《三十六计手游》	《横扫千军》	《朕的江山》	《剑与家园》	《海岛奇兵》	《敢达前线指挥官》
厂商	腾讯	IGG	莉莉丝	网易	游族网络	心动网络	尤达科技	莉莉丝	Supercell	万代南梦宫
商业化	以资源买卖各类加速为核心，通常有大量日常排名活动持续刺激消费	日常排名活动持续刺激消费，以及限定英雄卡牌碎片、高级领主装备投放	日常排名活动持续刺激消费，抽卡开箱获取统帅	抽卡为核心，养成深度深卡包赛季分散投资，保持长线付费	以卖武将、武将养成资源为主，城建资源、加速为辅	开箱抽卡、卖武将养成资源	开箱抽卡	通过开箱抽卡强化英雄，获取英雄装备或是直接得到新英雄，卖资源道具	以卖资源、加速为主，外显为辅	购买城建资源，加速基地建设

资料来源：国元证券研究所

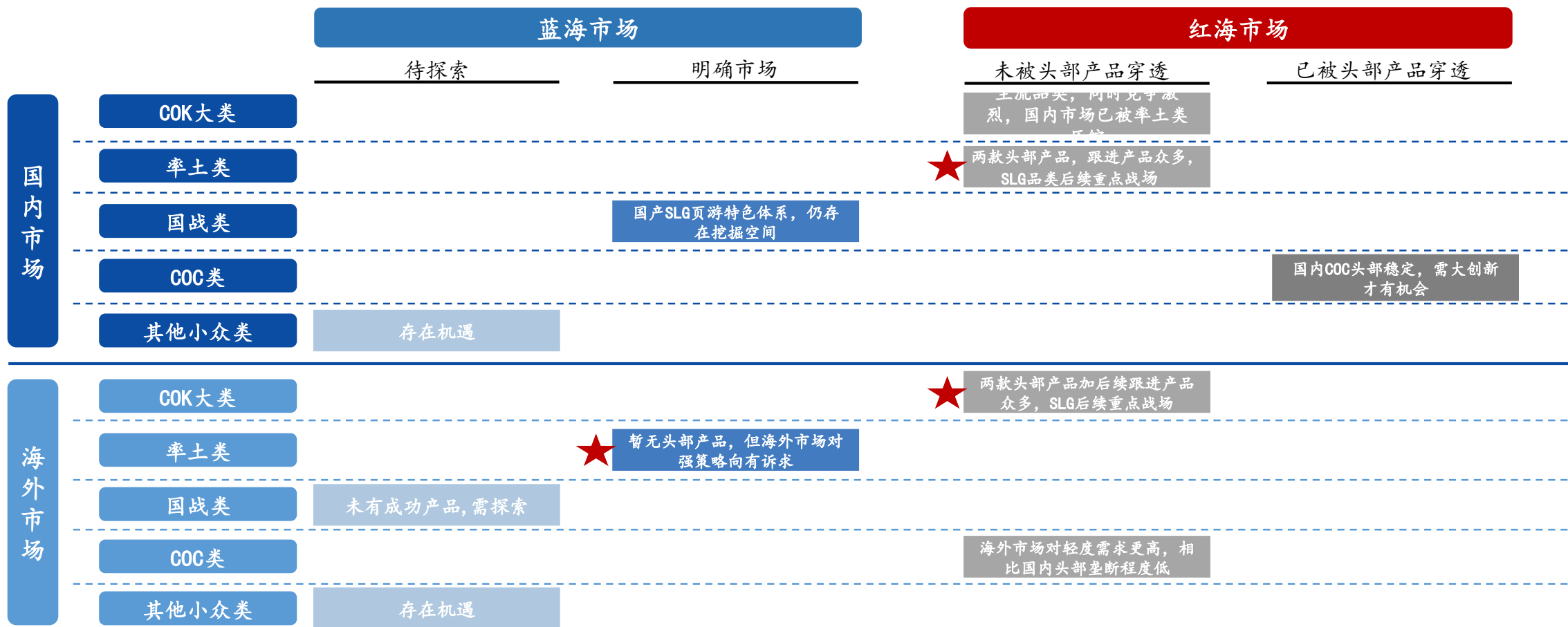
资料来源：游资网，国元证券研究所



## 2.2 SLG类：轻操作重玩法策略，长生命周期

- 竞争格局上，国内市场来看，主流品类COK类以及率土类是竞争较为激烈的红海市场，前者为主流品类且产品数量较多，多为中小厂商在题材和玩法上的迭代，以IGG《王国纪元》，莉莉丝《剑与家园》、《万国觉醒》为代表。后者两款头部产品网易《率土之滨》、灵犀互娱《三国志战略版》排名稳定，是国内大厂后续布局的主要方向。出海市场看，以Funplus《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》以及《State of Survival》等多题材COK类产品为主流，率土类产品目前尚属蓝海。

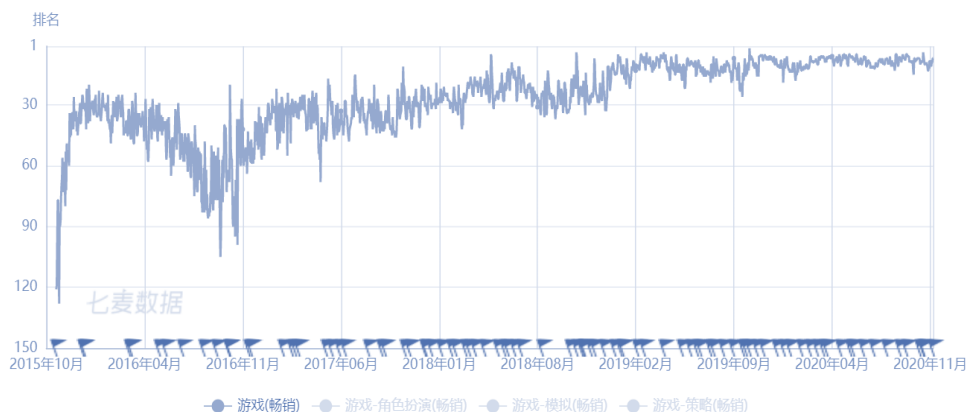
图：SLG手游品类市场竞争格局



## 2.2 SLG类：轻操作重玩法策略，长生命周期

- 商业模式上，SLG手游付费点可以分为两类，侧重资源消耗和侧重养成。前者以COK-like为代表，玩家付费需求主要来源于资源的重复性消耗，侧重数值成长，氪金能够直接获取资源或者加速建设，带来更为直观强烈的付费反馈，对于大R用户体验较好。后者以率土-like为代表，付费需求集中于固定养成模块，包括武将养成和主城建设，游戏结果受策略深度影响较大，给予中小R更多发挥空间，商业化设计更友好。
- 运营上，游戏反馈周期长，需要长线投入和前期积累，触达年龄层较高的成熟高质量玩家。区别于RPG手游前期流水的高爆发性，玩家需要较长反馈周期体验玩法，“操作门槛低+策略深度高+家国情怀代入感”的特点决定了高质量中青年玩家为核心目标群，因此策略游戏需要长线投入，在前期不断筛选和积累核心用户，获得玩家认可后留存玩家的付费表现良好。

图：《率土之滨》上线以来iOS畅销榜排名变动



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：《率土之滨》核心玩法及付费点

### 核心玩法：发展势力—加入同盟—多边对抗—掠夺资源

- 势力发展包括设施、城市、武将、战法四大经营元素，城建系统在城市内部建设军事设施强化部队战力，建设功能性设施(仓库、伐木场、城墙等)获取资源和情报、发挥防御等功能，城市系统允许玩家自选地址建设发展分城，在主城分城之间分配资源，武将和战法共同构成游戏中的战斗单位，武将可通过抽卡获得，战法通过拆解武将卡获得。
- 游戏内土地控制权限分为自势力、同盟、友盟和敌对。加入同盟后，玩家对盟友的土地控制权限变为同盟，同盟间建立外交关系后土地权限互变为友盟，同盟玩家的出征掠地成果共享，吸引玩家结成更大的集体展开多边对抗，游戏中的PVP对抗基本都以同盟为单位，强化玩家归属感和认同感，显示出强社交性。
- 引入赛季制度，保证玩家的长期留存率。游戏按照一定的周期和区服的游戏状态，在保留武将卡牌的基础上对整个服务器进行更替重置，玩家需要重新经营势力和培养队伍，配合新的活动内容重新激活玩家积极性。

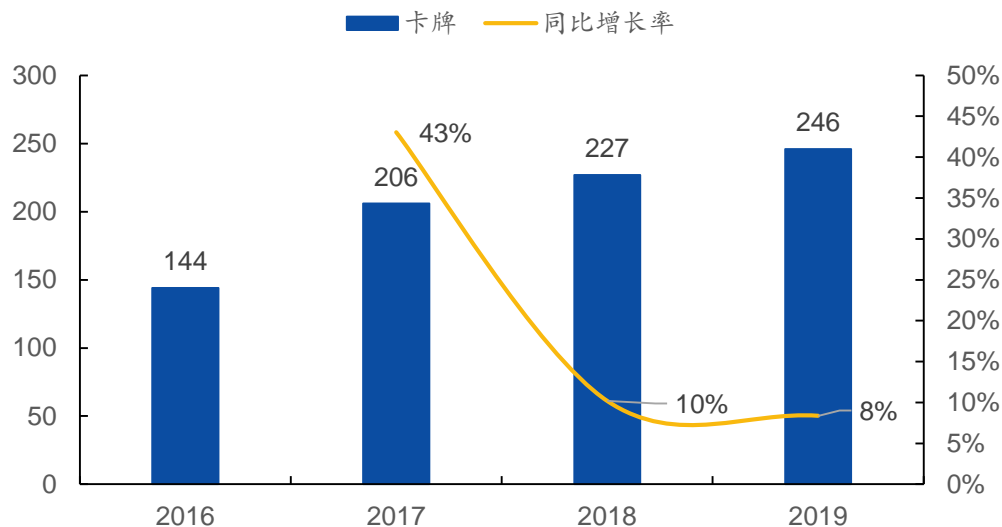
### 付费点

- 玩家充值的主要用途包括武将卡包抽取、宝物武器材料购买和锻造、内政建设加速、部队出征加速等，消耗游戏内硬通货“玉符”，其中武将卡包是主要付费点，玩家制作宝物武器可大幅提高部队战力，也可通过付费加快资源获取和声望提升。

## 2.3 卡牌：玩法多元化，融合品类持续创新

- 卡牌手游易于上手，玩家能够充分利用碎片化时间操作，受众群体广泛。弗若斯特沙利文数据显示，2019年广义卡牌类手游在中国地区的市场规模已达246亿元，同比增长率为8%。
- 玩法上，经历了从传统卡牌到多元玩法融合的演变。2013年卡牌手游兴起，占据半数以上市场份额，以《我叫MT》为代表的早期产品具有传统集换式卡牌特色，莉莉丝《刀塔传奇》则融入了动作元素和高阶竞技玩法，成为主流形式。2015年之后，ARPG等重度手游对卡牌形成冲击，卡牌游戏开始求新求变，以游族《少年三国志》为代表的产品继续深耕传统玩法，打造品牌IP化，同时各类“卡牌+”形式手游不断涌现，网易《阴阳师》、米哈游《崩坏3》、鹰角网络《明日方舟》等融合品类手游，依托卡牌游戏形式基础，叠加回合制、ARPG和塔防等玩法要素，将玩法边界进一步拓宽。

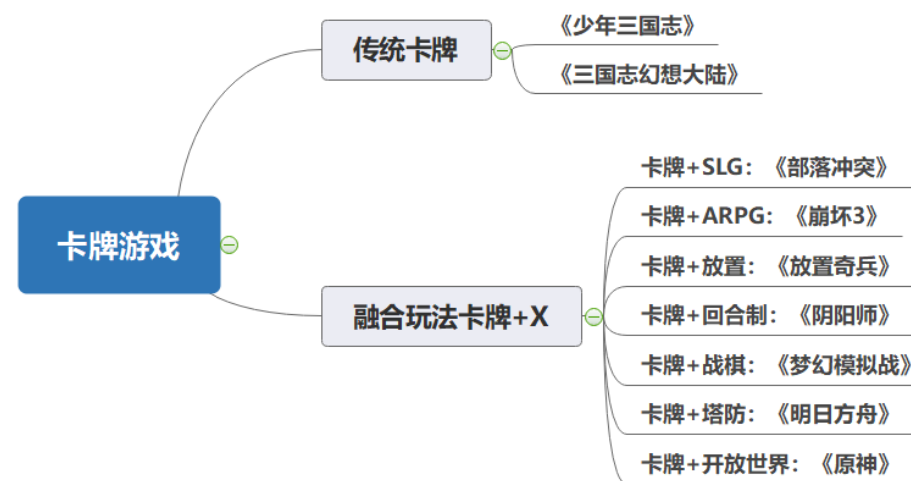
图：广义卡牌游戏市场规模变动



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：卡牌手游类型



资料来源：游戏葡萄，国元证券研究所

## 2.3 卡牌：玩法多元化，融合品类持续创新

- 商业模式上，卡牌手游可以分为偏数值向和偏策略向，前者付费点主要集中在抽卡（稀有度），后者在收集的基础上还注重牌面数值的养成（品质提升、装备强化），付费点较其他类游戏更为前置，因此通常在游戏的前期留存和流水表现相对较好。

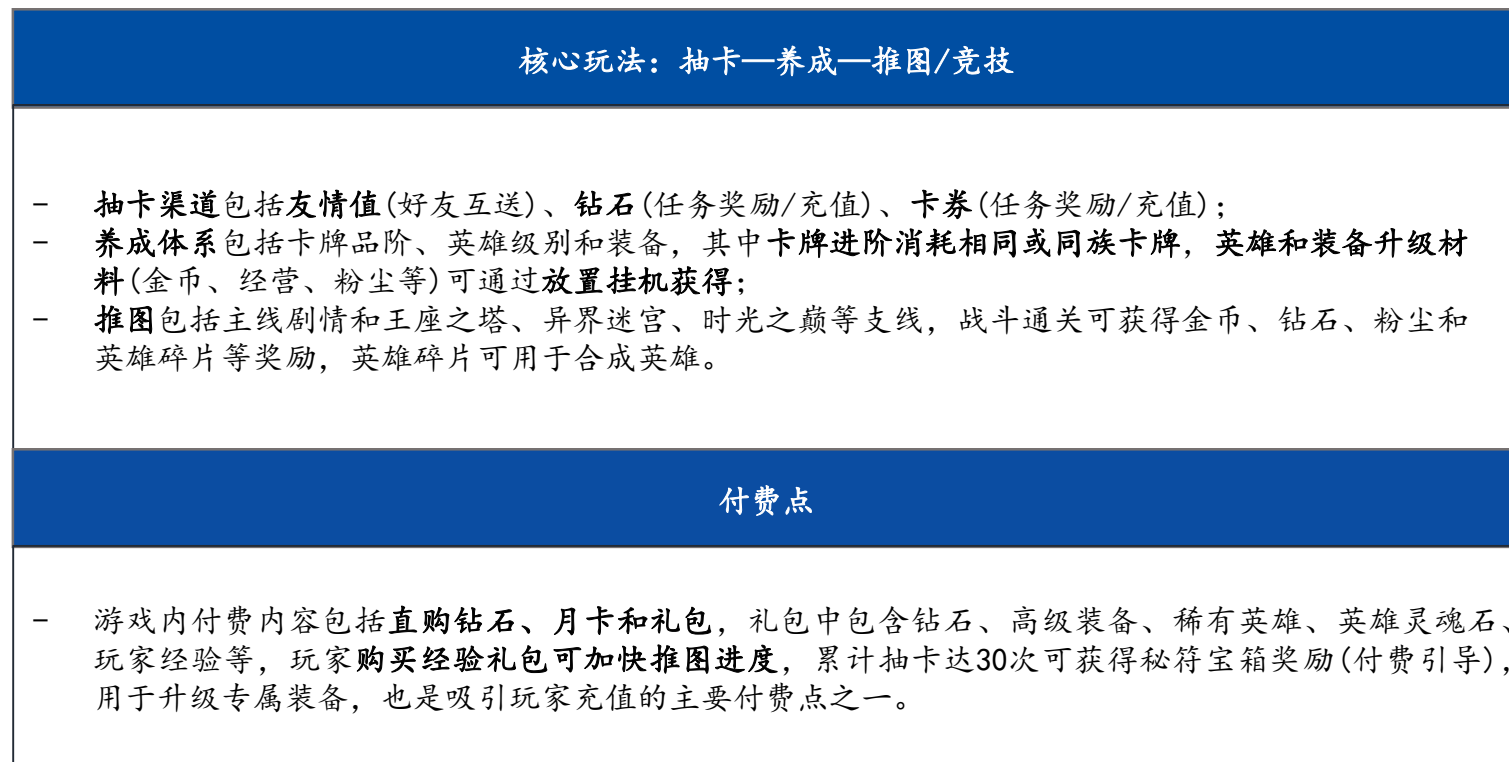
图：卡牌手游主要产品时间线



资料来源：国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：《剑与远征》核心玩法及付费点



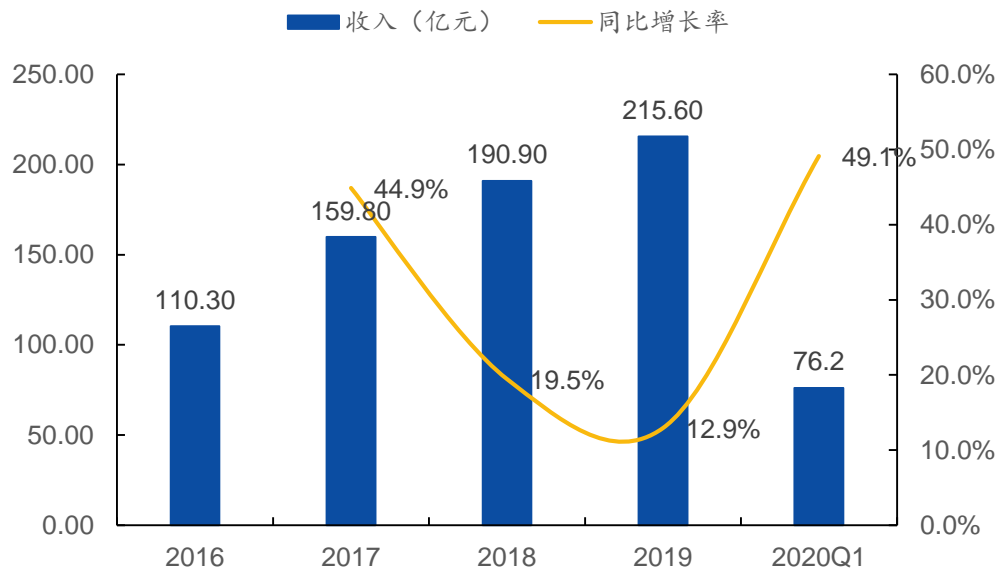
资料来源：国元证券研究所



## 2.4 二次元：内容设定为核，优质中小厂商存在爆款机会

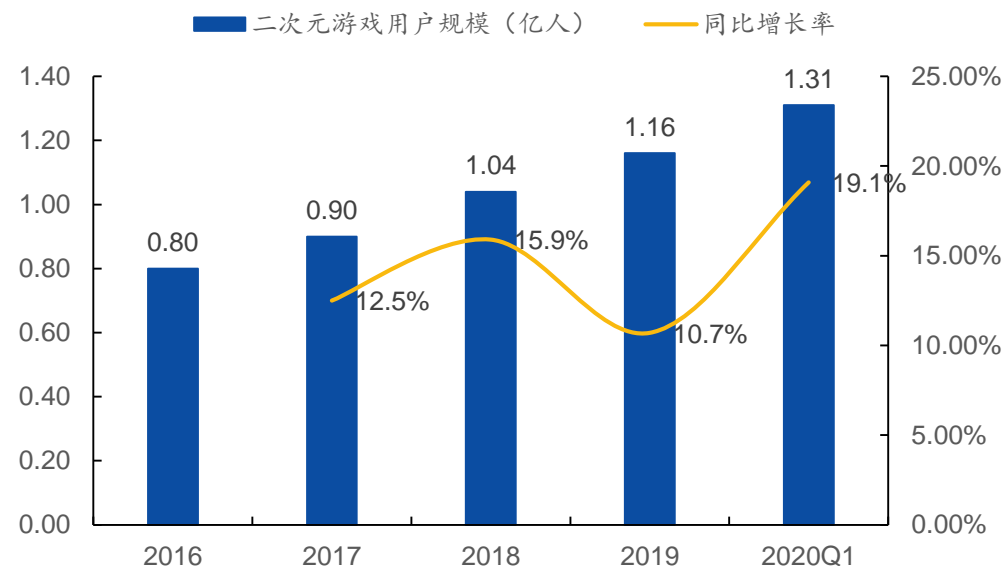
- 二次元游戏主要指受二次元文化（来源于日本，主要指ACGN，即Animation、Comic、Game、Novel及其延伸产品、同人文化、社交圈）影响较深，包括日漫改编、受日系文化影响的动漫改编以及针对二次元群体开发的原创IP游戏。二次元用户类型可以分为泛二次元和核心二次元。泛二次元用户是指对ACGN文化感兴趣，关注高话题度动漫作品，喜欢日漫画风，但对日漫IP和题材没有特别偏好的用户。核心二次元用户则对于日漫IP和题材有着明显偏好，对二次元相关产品有强烈主动需求。
- 2020Q1中国二次元游戏市场收入为76.2亿元，同比增长49.1%，核心二次元用户1.31亿人，同比增长19.09%，高于同期移动游戏收入和用户规模37.6%以及1.6%的增速。而根据伽马数据统计，泛二次元用户规模接近3亿，为核心二次元用户规模的两倍以上，市场增长空间巨大。

图：中国二次元用户游戏市场实际销售收入及同比增长率



资料来源：GPC&IDC，国元证券研究所

图：中国二次元游戏市场用户规模及增速



资料来源：GPC&IDC，国元证券研究所

## 2.4 二次元：内容设定为核，优质中小厂商存在爆款机会

- 二次元手游受众由核心二次元逐渐向泛用户群体扩展。二次元手游经历了由相对小众题材向知名IP改编再到更多优质原创内容兴起，由核心二次元逐渐向接受度更广的泛二次元内容拓展，从代理日服游戏到自制游戏成功实现出海的发展历程。2012年后开始有少量二次元手游进入国内市场，其中2013年由盛大游戏引进的《扩散性百万亚瑟王》是国内首款发行较为成功的二次元手游，2014年盛大代理《Love Live! 学园偶像祭》，米哈游推出原创IP《崩坏学园2》，2015年哔哩哔哩代理发行《Fate/Grand Order》，此时市场上二次元产品数量较少，且多数为代理日版游戏。2016年网易推出《阴阳师》，依托精美画风、和风背景以及知名日本声优，吸引了大批泛二次元用户，打造出国产二次元手游首款现象级产品，成功突破核心圈层。国产二次元手游数量日益增多，《崩坏3》、《碧蓝航线》、《明日方舟》以及《原神》等多款优质产品涌现，并成功实现出海。

图：二次元手游主要产品时间线



资料来源：国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：《明日方舟》核心玩法及付费点

### 核心玩法：塔防策略 + 卡片收集 + 角色养成

- **塔防策略：**在游戏中，玩家需要根据固定条件例如敌兵类型和地形状况来设计自己的角色布置方案，合理地进行战术部署。
- **卡片收集：**《明日方舟》主要通过招募、寻访、采购三种收集角色卡牌，其中寻访是移动游戏中常见的普通抽卡，采购则是通过消耗材料来换得卡牌，而招募则是2小时一次的免费抽奖机会，通过多元化的卡牌收集机制，《明日方舟》较好地平衡了氪金玩家和非氪金玩家之间的关系。
- **角色养成：**《明日方舟》中有先锋、狙击、近卫、医疗等8种角色类型，以及等级提升、精英化、潜能、技能升级、天赋、特性总计6种养成属性。

### 付费点：通过抽卡获取角色

- 《明日方舟》采用了二次元游戏常见的**抽卡机制**，游戏中抽卡池里的内容以游戏角色为主，该作品的游戏角色设计十分用心，每名角色都有自己的立绘、动画、配音和背景文案，再加上《明日方舟》中有保底爆率和抽卡超过50次后增加爆率的机制，因此《明日方舟》中的抽卡有着很高的性价比。

## 2.4 二次元：内容设定为核，优质中小厂商存在爆款机会

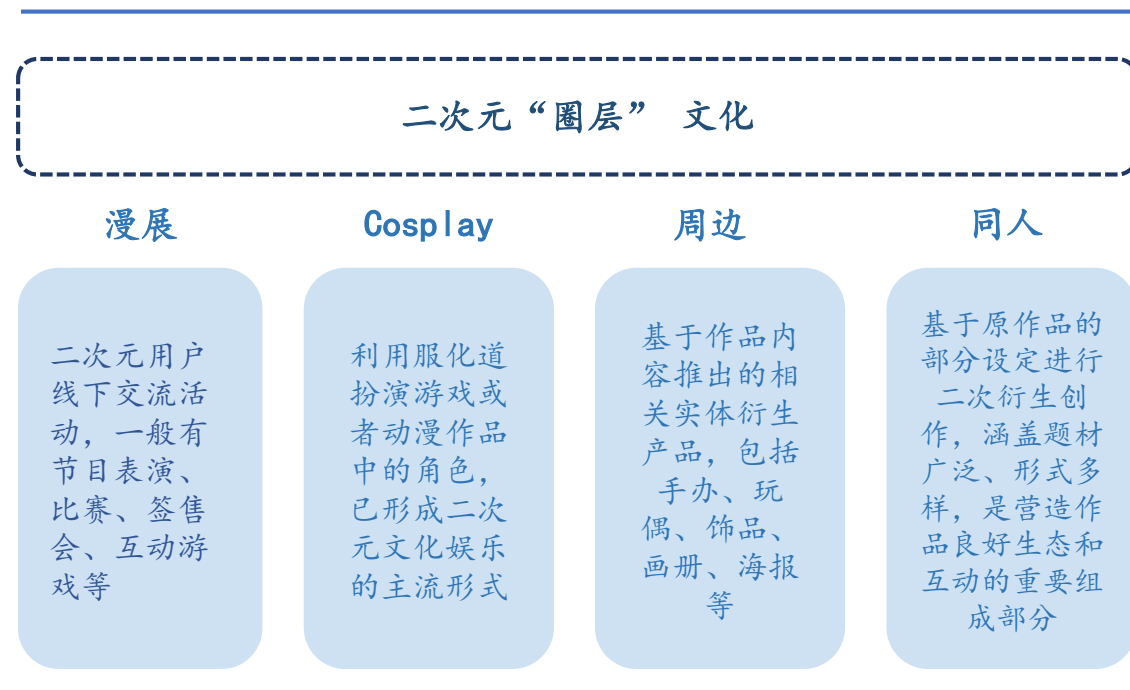
- 画风和故事性是二次元手游的核心要素，具备优质内容创意的中小厂商存在爆款机会。相比较重度手游对于玩法深度的要求，二次元用户更为看重游戏的内容设定（包括IP、画风、人设、世界观、立绘、配音等），其中对于画风的关注度近九成。体现在畅销榜层面，二次元游戏排名波动区间上下限差距较大，在游戏玩法保持稳定的前提下排名显著提升往往伴随游戏内容更新，优质内容能够充分激发二次元用户的消费意愿。2019年国产二次元手游收入排行榜前十的产品中，除去腾讯、网易之外，有六款游戏均出自于中小厂商，占比过半，类型上以卡牌、塔防、女性向为主，主要侧重游戏人物形象设定以及剧情设计，并且均为厂商自主开发的原创IP。
- 从推广方式来看，二次元用户具有独特的圈层文化和用户习惯，游戏推广不依赖于传统大厂的优势渠道。二次元用户喜爱“同好”交流和同人文化，漫展、组织同人活动、COSPLAY等线上线下活动是其独有的参与方式。圈层文化的内容使二次元IP更有生命力，核心用户参与度更高，引发话题再通过圈层进一步扩散到泛二次元用户。

表：2019年国产二次元手游收入TOP10

名次	游戏名称	游戏类型	研发商	发行商	流水合计 (亿)	国服流水 (亿)	海外流水 (亿)
1	阴阳师	卡牌	网易	网易	57.48	55.71	1.77
2	火影忍者	格斗	腾讯	腾讯	28.38	28.38	-
3	明日方舟	塔防	鹰角网络	鹰角网络	25.35	25.35	-
4	崩坏3	动作	米哈游	米哈游	23.53	17.88	5.66
5	碧蓝航线	卡牌	上海蛮啾/厦门勇仕	B站/悠星	11.37	3.85	7.52
6	圣斗士星矢	卡牌	腾讯	腾讯	9.58	9.58	-
7	闪耀暖暖	女性向	叠纸游戏	叠纸游戏	9.06	8.56	0.50
8	奇迹暖暖	女性向	叠纸游戏	腾讯	7.41	2.32	5.09
9	妖精的尾巴	RPG	腾讯	腾讯	7.08	7.08	-
10	恋与制作人	女性向	叠纸游戏	叠纸游戏	5.95	3.89	2.06

资料来源：App Annie, Sensor tower, 国元证券研究所

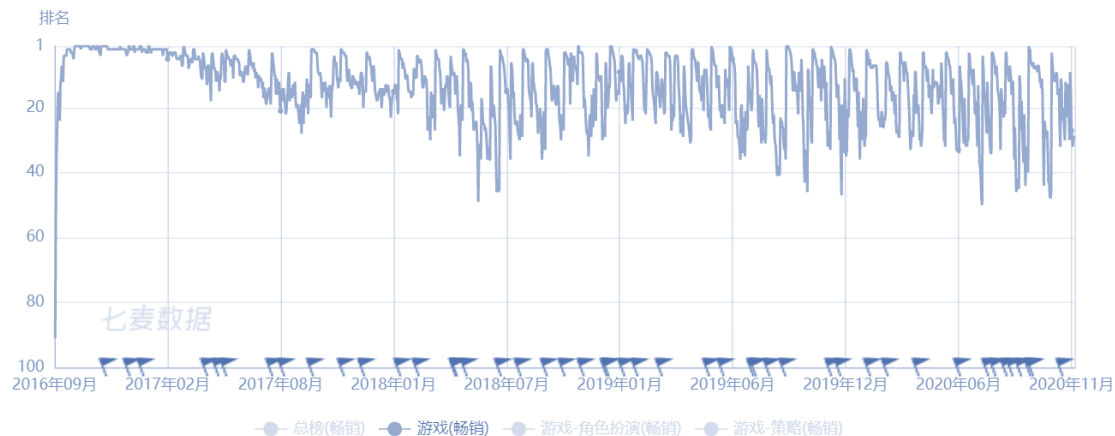
图：二次元圈层文化



资料来源：GPC&IDC, 国元证券研究所

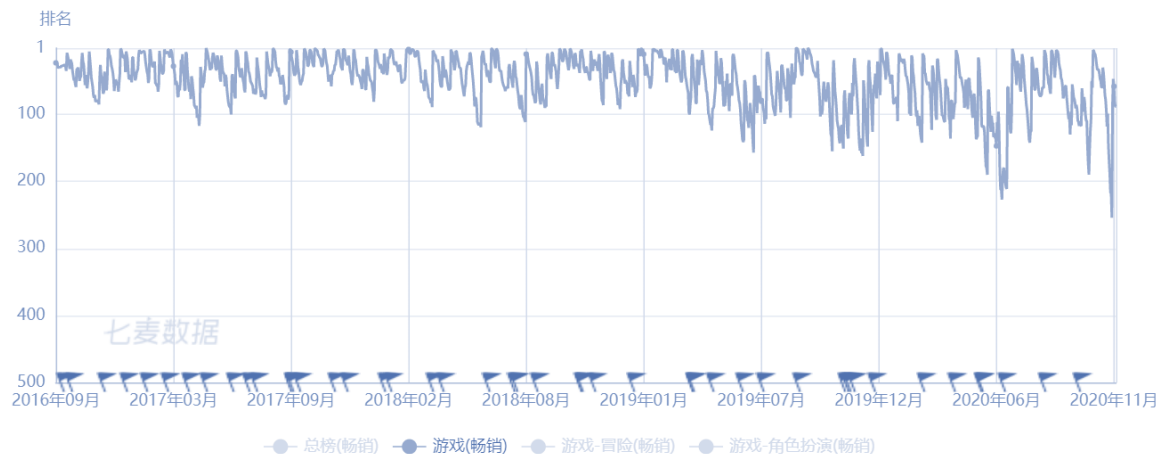
## 2.4 二次元：内容设定为核，优质中小厂商存在爆款机会

图：《阴阳师》iOS畅销榜排名变动



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

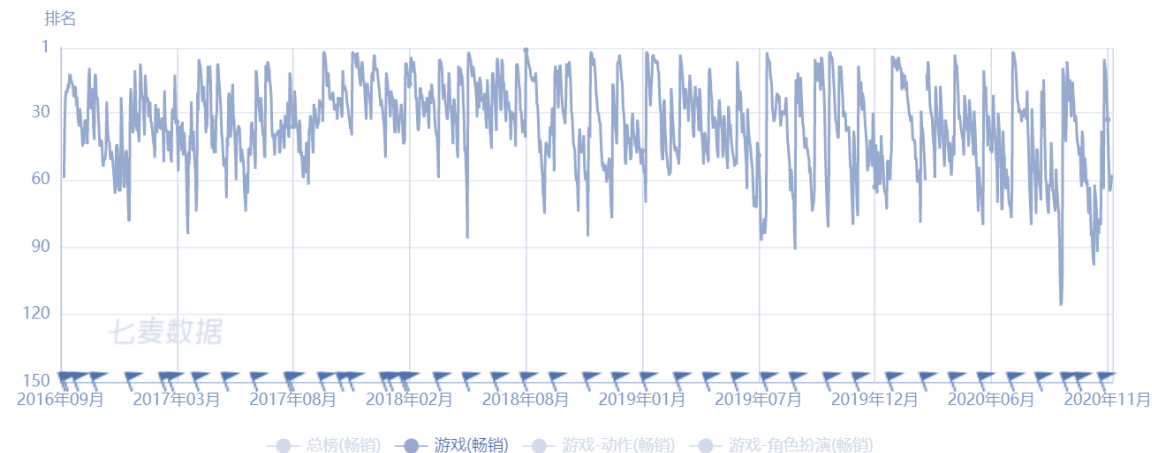
图：《Fate/Grand Order》iOS畅销榜排名变动



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

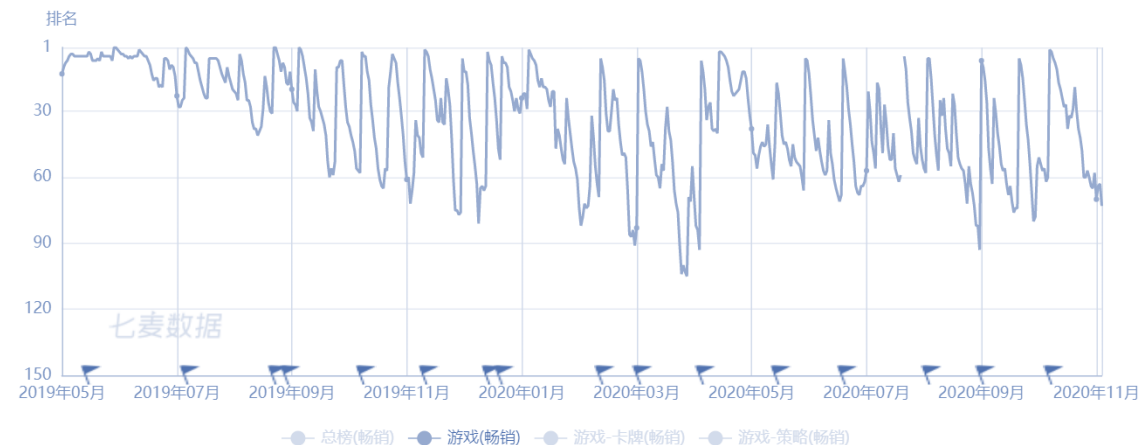
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：《崩坏3》iOS畅销榜排名变动



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

图：《明日方舟》iOS畅销榜排名变动



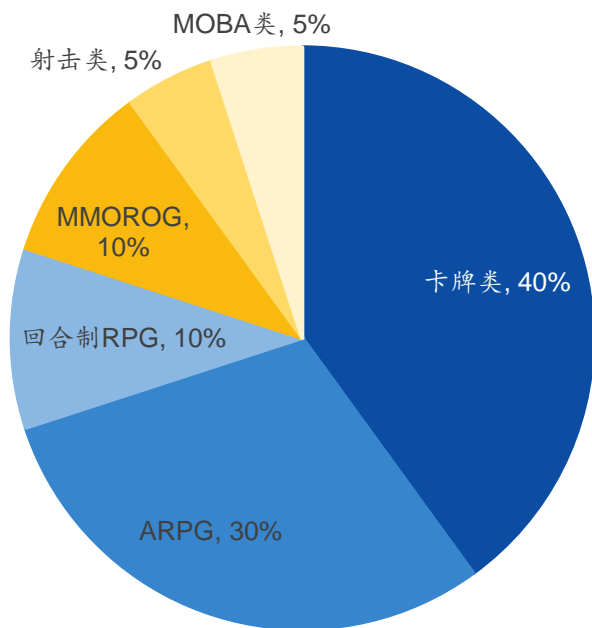
资料来源：七麦数据，国元证券研究所



## 2.4 二次元：内容设定为核，优质中小厂商存在爆款机会

- 从玩法类型看，卡牌是二次元游戏主要形式。人物和故事背景是二次元用户的核心，卡牌玩法上手门槛较低，卡面易于进行角色的塑造和展示，同时满足玩家对于虚拟角色的收集需求，便于后期新人物和新内容的添加，因此卡牌类游戏在二次元游戏产品中使用率较高。从付费看，二次元手游面向不同消费层级用户设置多档，下限一般在6元，上限多为648元。

图：2018年流水TOP20二次元游戏中各类型游戏数量占比



图：《原神》道具收费



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

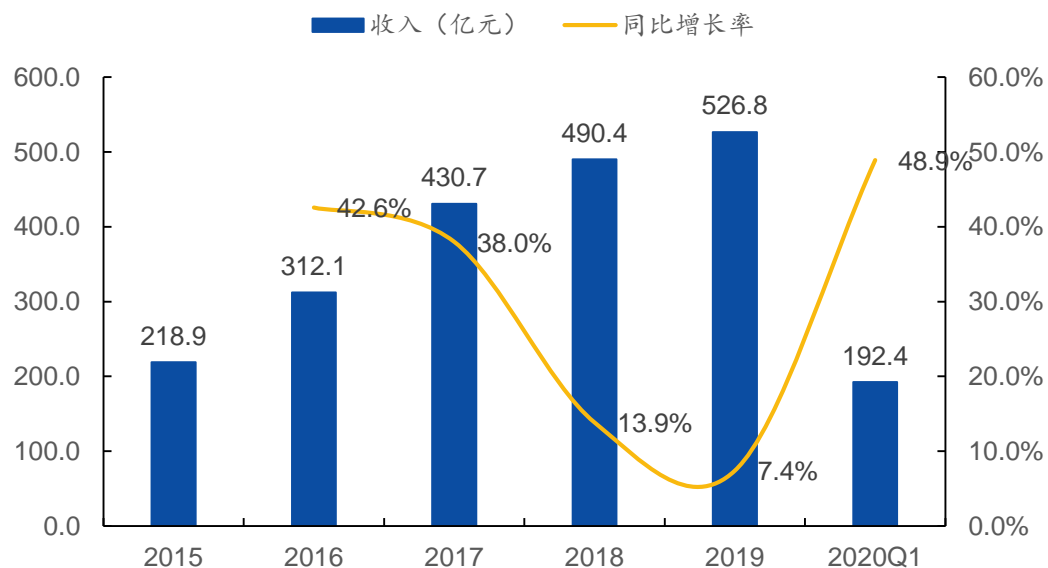
请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源：原神，国元证券研究所

## 2.5 新品类：女性向、放置类等蓝海市场需求爆发

- 情感消费为导向，“她经济”兴起，女性游戏用户成为近年来价值愈发凸显的增量群体。2019年中国女性游戏用户突破3亿人，贡献实际销售收入526.8亿元，均高于同期游戏市场规模和用户增速。其中，女性用户在游戏用户总规模中占比为46.2%，收入占整体游戏市场收入的22.8%，尚有巨大挖掘空间。我们认为，未来女性游戏用户持续增长的驱动因素有三方面：（1）需求侧：女性消费能力的不断提升和消费意识的觉醒，游戏的多品类和强社交属性满足女性用户的娱乐需求；（2）供给侧：手游促进了游戏娱乐方式的普及性，降低了游戏操作门槛，以休闲游戏为入口女性用户开始接触游戏并向中重度游戏拓展。女性用户偏向以情感消费为导向，关注游戏内容和情感的传递，包括对于游戏角色投入的情感、游戏内建立的社交关系、展现角色形象的外观装饰等内容都有更多诉求。国内游戏厂商针对女性的细分化需求推出多款优质产品，并持续迭代更新；（3）社交媒体中头部主播和KOL通过直播、短视频等方式提升游戏传播度，流行性和话题度易于带动女性用户从被动种草到主动尝试。

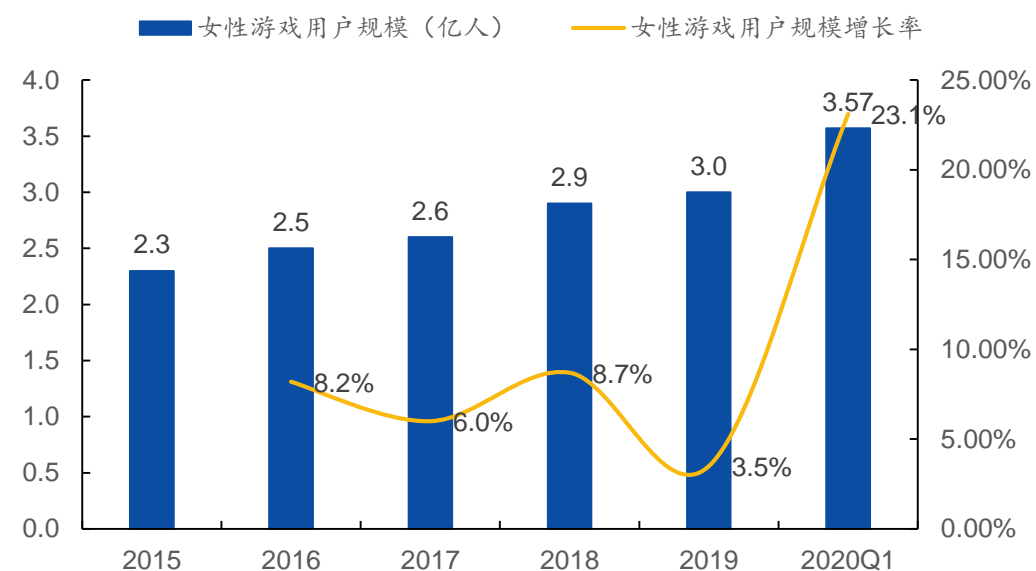
图：中国女性用户游戏市场实际销售收入及同比增长率



资料来源：GPC&IDC，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：女性游戏用户市场用户规模及同比增长率



资料来源：GPC&IDC，国元证券研究所

## 2.5 新品类：女性向、放置类等蓝海市场需求爆发

- **细分品类上**，主流女性向游戏包括换装、乙女向（恋爱模拟），侧重剧情营造代入感，精美画面和一线声优往往是头部产品标配，广义女性向手游则包括模拟经营类、休闲等轻度类别。
- **竞争格局上**，（1）国内中小厂商率先入局并持续深耕占据先发优势。1994年，日本光荣株式会社推出首款女性向游戏《安琪莉可》。国内起步时间相对较晚，2013年起叠纸游戏上线《暖暖》系列，后推出现象级产品《恋与制作人》奠定恋爱模拟题材的头部地位。友谊时光则专注古风女性向手游，《熹妃传》2015年上线，运营时间已超过五年，2019年推出融合玩法MMO手游《浮生为卿歌》长期保持畅销榜前20位。（2）从代理到自研，头部厂商发力女性向赛道。早期市场起步阶段，以腾讯、盛趣游戏、游族网络等大中型厂商多以代理方式切入。2020年开始，大厂加快拓品类步伐，自研进度明显提速，网易《时空中的绘旅人》、米哈游《未定事件簿》相继推出，腾讯《光与夜之恋》开启测试，三七互娱《一千克拉的女王》以及祖龙娱乐也储备有女性向手游。

图：女性向手游主要产品时间线



图：女性向手游主要细分品类及代表产品

品类	女性向					
	玩法	消除休闲	换装养成	乙女向	放置养成	宫斗古风
特点	通过点击、连线等简单操作消除目标图形	搭配符合要求的服饰闯关、解谜收集，同其他玩家进行装扮PK	剧情闯关，沉浸式恋爱体验，抽卡养成	以“放置”的时间成本来获取直接的养成结果	古风社交，沉浸式剧情体验	根据音乐的旋律与节拍敲击对应按键
产品	《开心消消乐》	《奇迹暖暖》	《恋与制作人》	《旅行青蛙》	《熹妃传》	《QQ炫舞》
厂商	乐元素	叠纸游戏	叠纸游戏	HIT-POINT	友谊时光	腾讯
商业化	消耗性道具的内购为主，用于开启新关卡或挑战更高难度的关卡	时装道具，开箱抽卡，VIP会员	时装道具，开箱抽卡，养成消耗材料	通过内购充值获取三叶草（游戏道具）	时装道具，数值提升道具，开箱抽卡	开箱抽卡，时装道具，会员付费

资料来源：国元证券研究所

资料来源：国元证券研究所

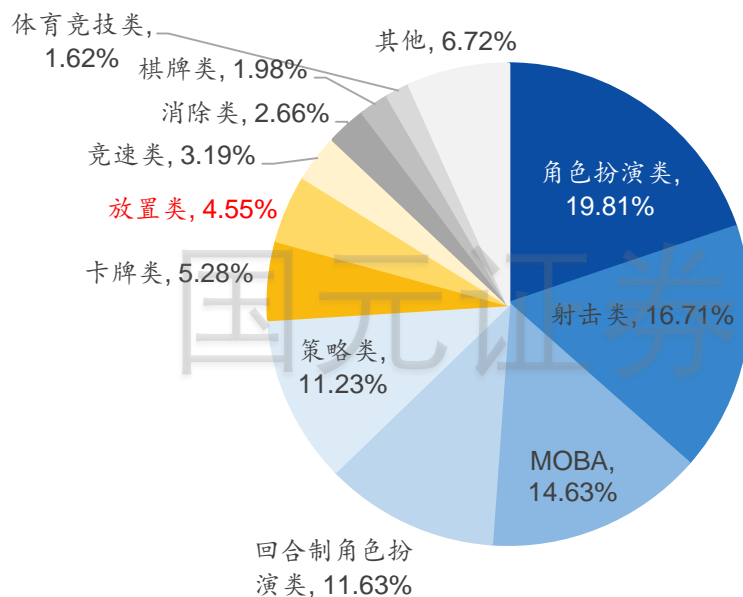
请务必阅读正文之后的免责条款部分



## 2.5 新品类：女性向、放置类等蓝海市场需求爆发

- 放置类游戏兼具休闲游戏的大规模用户受众和重度游戏的高留存率与人均付费，是近年来逐渐兴起的蓝海品类。休闲游戏玩法简单易上手，能够适应碎片化游戏时间，用户量级巨大，同时也存在耐玩性较弱、可玩周期短而造成用户留存率低、人均付费低的短板。放置游戏作为休闲游戏的子类别，在保留简单易操作特征的同时，还融入了重度游戏的养成模式，同时与卡牌、SLG、模拟经营等玩法结合。主流放置类游戏主要包括着重养成结果给予玩家成就感、单次游戏时间短、目标明确、操作简单以及高留存率的特点。放置类手游的用户受众不断扩大，付费点也更多元，有效提高用户留存和产品生命周期。国内最早的放置游戏为主打放置挂机和数值成长的《天天挂机》，2018年《旅行青蛙》的爆火带动市场上放置类游戏数量持续攀升，《不休的乌拉拉》、《剑与远征》、《最强蜗牛》等优质产品相继涌现。
- 2020H1收入前100手游分布中放置品类占比达到4.55%，相较于2019年底不到2%的占比出现了较为显著的提升。以移动游戏市场整体实际销售收入1046.73亿元推算，放置类手游收入接近47.63亿元。

图：2020H1收入TOP100手游类型分布



资料来源：音数协游戏工委&伽马数据，国元证券研究所

表：放置类手游主要细分品类

品类	放置类						
玩法	纯放置	放置卡牌	放置剧情	放置社交	放置竞技	放置养成	放置经营
特点	包含放置玩法和数值成长，战斗仅能挂机，且用文字呈现战斗流程	在纯放置玩法基础上加入卡牌机制	在纯放置玩法的基础上加入沉浸式的剧情体验	在纯放置玩法的基础上强化了组队战斗、合作社交等游戏机制	在纯放置玩法的基础上加入MOBA要素	以“放置”的时间成本来获取直接的养成结果	在纯放置玩法的基础上加入模拟经营、经济建设的要素
产品	《天天挂机》	《放置奇兵》	《秘密关系开始》	《不休的乌拉拉》	《超燃之战》	《最强蜗牛》	《江南百景图》
厂商	乐都网	DHGAMES	Cybergate	心动网络	波克游戏	青瓷数码	椰岛游戏
商业化	数值道具内购，VIP会员付费	开箱抽卡	游戏内置广告	月卡付费，时装道具，开箱抽卡	预计将贩售时装道具	内购获取游戏道具（加速、养成）	道具付费，会员月卡费

资料来源：国元证券研究所



第一部分：行业——大赛道高景气，玩家数付费额两大维度支撑长期成长逻辑

第二部分：品类——重度品类头部厂商构建高壁垒，新品类孕育新机会

第三部分：研发——创意+工业化双轮驱动，大厂追求品类突破

- 专业化分工，数据多维度介入，工业化属性突出
- 精品化下，研发周期及成本上行，大厂通过投资/收编方式扩品类

第三部分：发行/渠道——买量规模超越联运，买量进入精细化时代

第四部分：投资逻辑及推荐标的

第五部分：风险提示

■ 游戏行业产业链的参与者主要包括游戏研发商、游戏发行商和分发渠道商。规模较小、不具备丰富发行运营经验的游戏研发商多专注于游戏开发，而腾讯、网易、三七互娱等头部厂商则采用“研运一体”的经营模式。游戏下游分发渠道主要包括硬件官方商店（华为、小米、酷派应用商店等）、第三方应用商店（腾讯应用宝、App Store、Google Play等）、超级APP（抖音、头条、微博、微信等）、广告平台以及垂类社区平台。

图：游戏产业链



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 3. 研发：游戏属于工业化程度较高的项目制非标品

一款游戏产品从框架上做拆分上我们认为主要分为以下核心组建：题材IP、玩法、数值和系统、剧情世界观。通常游戏的立项时首先确定题材和IP，题材锁定目标用户，例如三国题材多面向中青年男性用户，二次元题材则对Z世代具有吸引力。优质IP能够帮助游戏在初期导入更多用户，提高转化率，例如《梦幻西游》、《问道》、《完美世界》等，拥有核心玩家积淀的端游IP往往可以在手游化过程中取得突出成绩。题材和IP树立游戏方向后确立核心玩法，并围绕核心玩法建立相应的数值体系和系统循环。

图：游戏产品设计框架



资料来源：国元证券研究所

### 3. 研发：游戏属于工业化程度较高的项目制非标品

以产品《崩坏3》为例，以原创二次元IP为世界观背景，将战斗和养成作为游戏相辅相成的两大核心玩法，通过战斗获取养成资源，角色成长有助于玩家通过更高难度关卡，形成持续的正反馈循环。此外还设置了付费内容以及家园等辅助系统，提升玩家获得正反馈的效率。

图：《崩坏3》游戏内容、数值、玩法、社交系统构成



资料来源：国元证券研究所

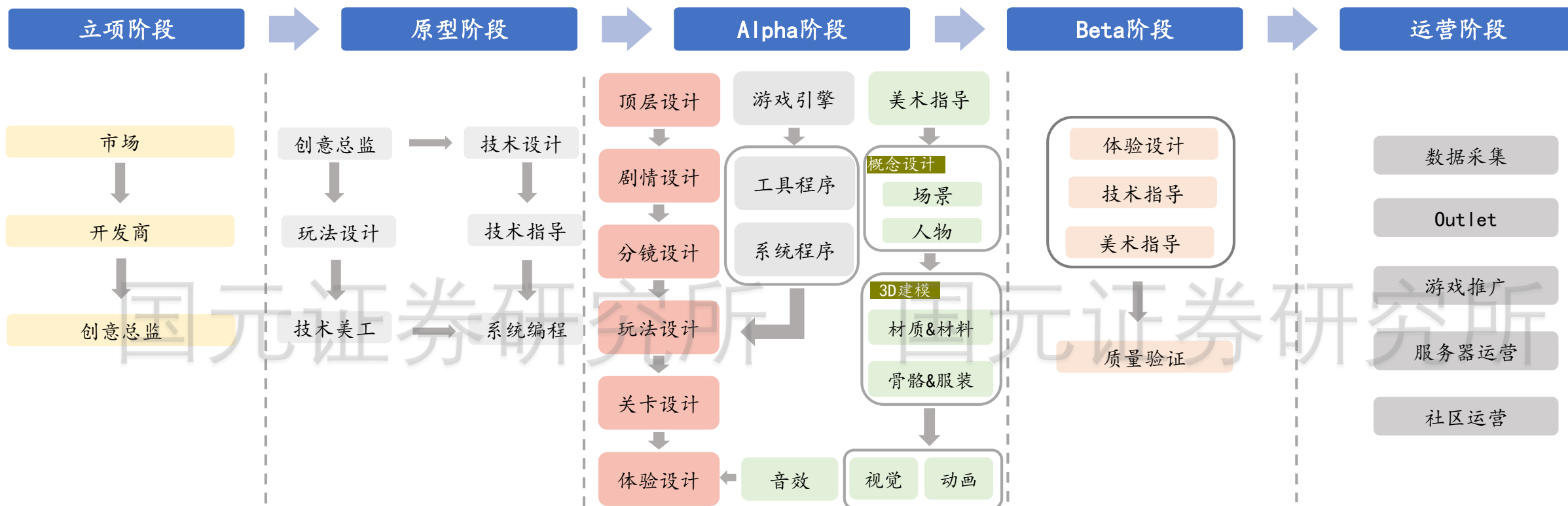
请务必阅读正文之后的免责条款部分



# 3.1 专业化分工，数据多维度介入，工业化属性突出

游戏的工业化属性愈发突出，分工专业化，大数据多维度介入。游戏的制作流程大致可分为五个阶段。其中，立项和原型属于创意驱动的阶段，立项阶段往往要确定游戏的题材和大致玩法，尽量保证市场契合度。进入原型阶段后，开发者锁定目标玩家画像，开始在玩法、技术等层面上进行较为具体的游戏设计。而当游戏进入Alpha阶段后，开发者将利用技术工具把各种游戏设计落实到Demo中并进行初步测试反馈，Beta阶段则由多轮测试构成，用以验证游戏质量。通过最终测试后游戏正式上线运营。

图：游戏制作总体流程



资料来源：知乎，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

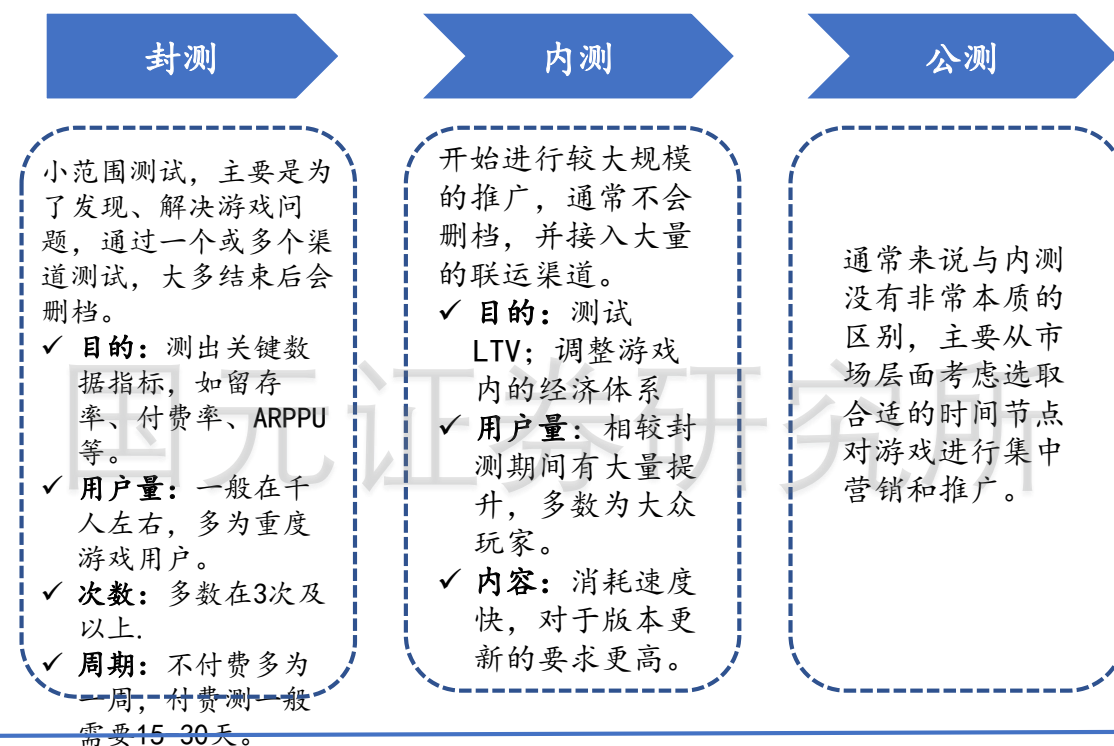
## 3.1 专业化分工，数据多维度介入，工业化属性突出

- 人员架构方面，研发流程由制作人、主策划、主程序以及主美术负责把控各环节。制作人负责统领全局，协调团队；主策划及团队负责游戏内容设计，包括游戏世界观架构的搭建、游戏玩法设计、游戏关卡设计以及剧情设计等，主程序领导软件工程团队，负责服务端、客户端、辅助工具的开发以及游戏引擎和部分游戏系统的编程，主美术及团队负责游戏艺术概念设计、模型制作、游戏图标与UI界面设计等。
- 数据化接入程度高，游戏产品在正式上线前一般要进行多轮测试，用以调整优化游戏数据，提高游戏上线后的成功率。其中，封测是最初的小范围测试，主要目的为测出留存率等关键数据指标，封测的用户规模较小，一般在千人左右，参与者亦多为重度玩家；内测是游戏测试的第二阶段，其目的主要在于测试LTV、调整游戏的经济系统，内测的参与者数量较多，多数为大众玩家；公测是最后测试，主要目的是进行市场推广、营销获客。

图：游戏研发人员架构及主要职能



图：游戏测试流程



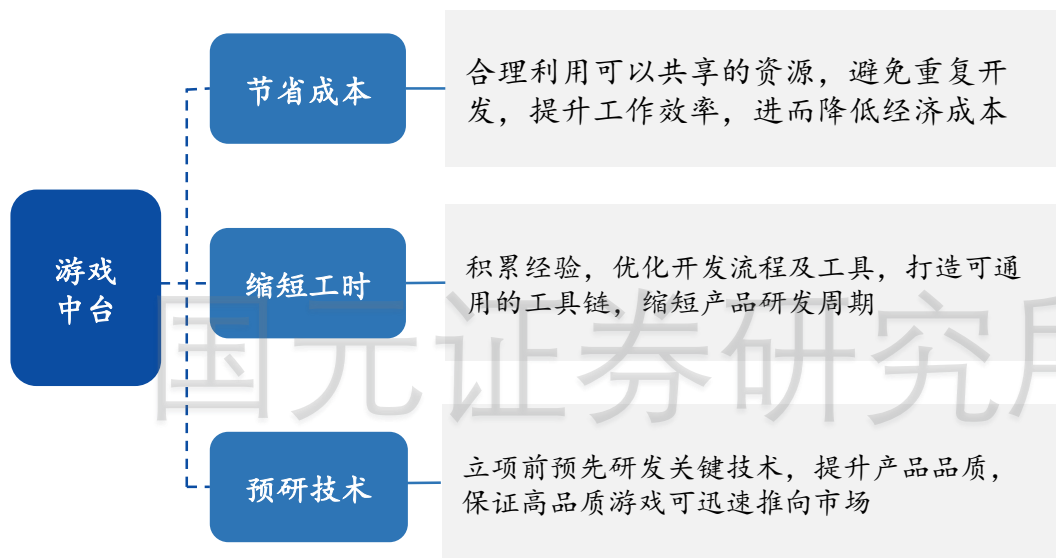
资料来源：手游那些事，国元证券研究所

资料来源：手游那些事，国元证券研究所

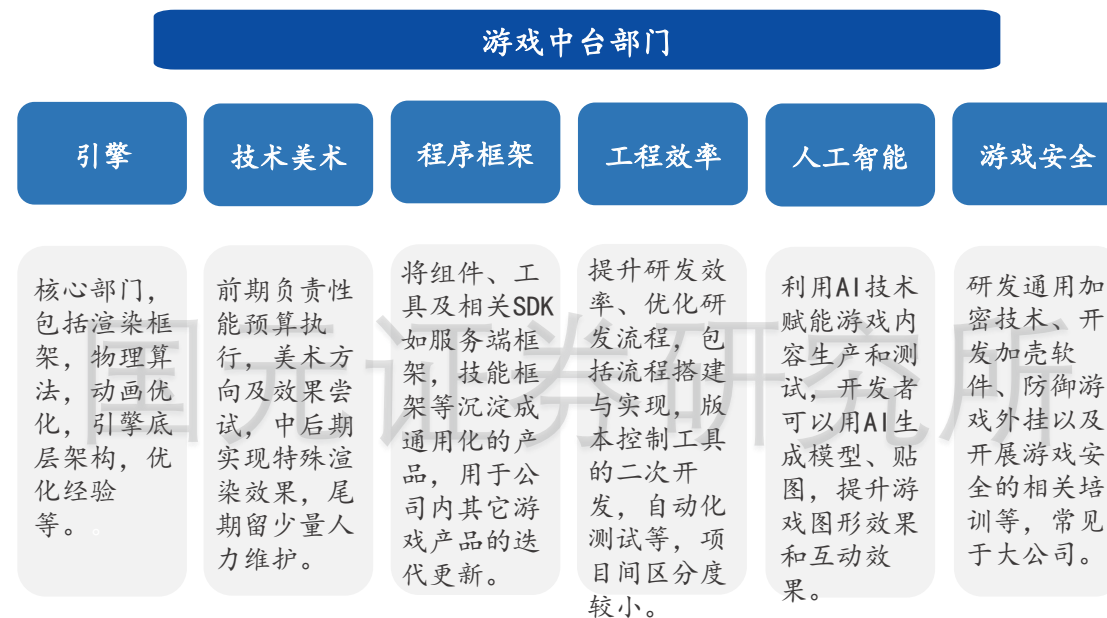
# 3.1 专业化分工，数据多维度介入，工业化属性突出

同时通过游戏中台实现企业内部资源共享、减少重复开发、提升工程效率。中台部门下辖多个团队，除引擎、AI、程序框架等较容易实现共享的技术资源外，还可进行美术、音频音效、IP文案、项目管理等方面的工作，起到降低游戏开发时间金钱成本、提升产品品质、强化技术积累的作用。构建运作成熟的中台约需要2-3年时间，以技术中台为例，框架开发时间不少于1年，后续通过项目的优化与迭代需要1-2年时间。目前腾讯、网易、巨人、盛大、游族、完美、心动等公司已经设立起各自的中台部门，新兴的精品内容厂商如鹰角、紫龙、叠纸等也在着力打造中台部门。

图：游戏中台作用



图：游戏中台部门构成



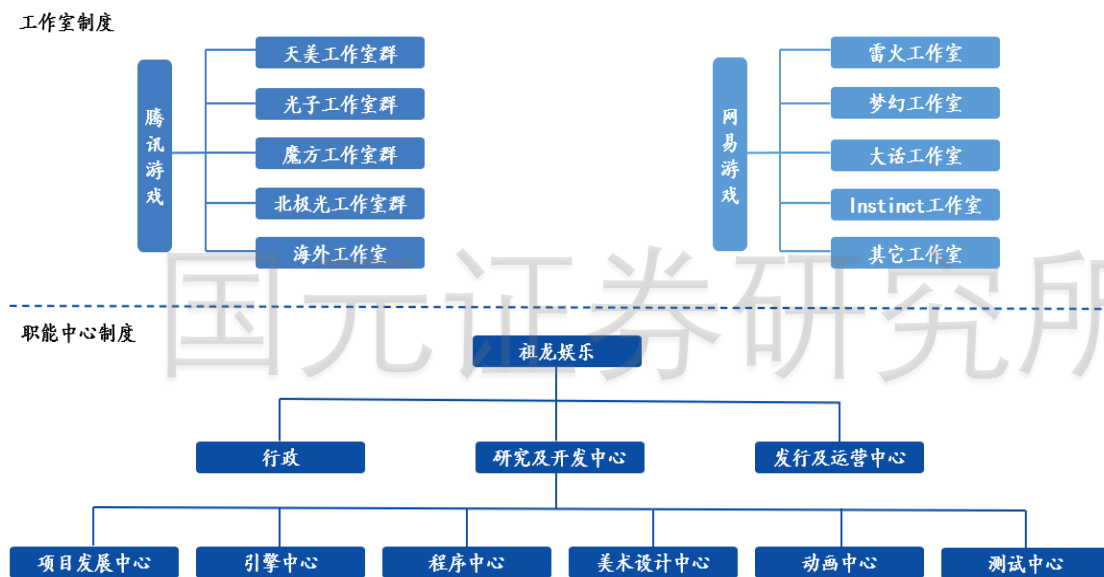
资料来源：游戏葡萄，国元证券研究所

资料来源：游戏葡萄，国元证券研究所

## 3.1 专业化分工，数据多维度介入，工业化属性突出

- **研发部门组织架构上：游戏公司研发团队一般采用工作室或职能中心的组织形式。**
- **腾讯、网易两大头部厂商是工作室制度的典型代表。**具体来看，腾讯在国内设有天美、光子、魔方、北极光四大工作室群，并在波士顿、洛杉矶等地设立了海外工作室；网易旗下有雷火、梦幻、大话、Instinct等知名工作室。工作室制度下，游戏研发团队的人员相对固定，研发人员可以集中打造特定品类游戏，例如，网易旗下的雷火工作室以RPG游戏研发见长，先后推出《倩女幽魂》、《天谕》、《逆水寒》等优质产品。
- **祖龙娱乐则是职能中心制度的典型代表。**祖龙娱乐旗下总计有研究及开发、发行及运营、行政三大中心，其中，研究及开发中心规模最大，截止2019年底，祖龙娱乐研究及开发中心总计有871人，占公司员工总数的87.3%；而祖龙娱乐的研究及开发中心则由项目发展、引擎、程序、美术设计等六大中心构成，职能分工明确。职能中心制度下，不同游戏的研发团队可以共享人力资源，提高项目的开发效率。

图：腾讯、网易与祖龙娱乐研发团队的组织形式对比



资料来源：公司官网，公司招股书，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表：2019年祖龙娱乐各职能中心的人员配置状况

职能	人数	占比
研究及开发中心	871	87.3%
-项目发展中心	222	22.2%
-引擎中心	19	1.9%
-程序中心	184	18.4%
-美术设计中心	362	36.3%
-动画中心	33	3.3%
-测试中心	51	5.1%
发行及运营中心	65	6.5%
行政	62	6.2%
总计	998	100%

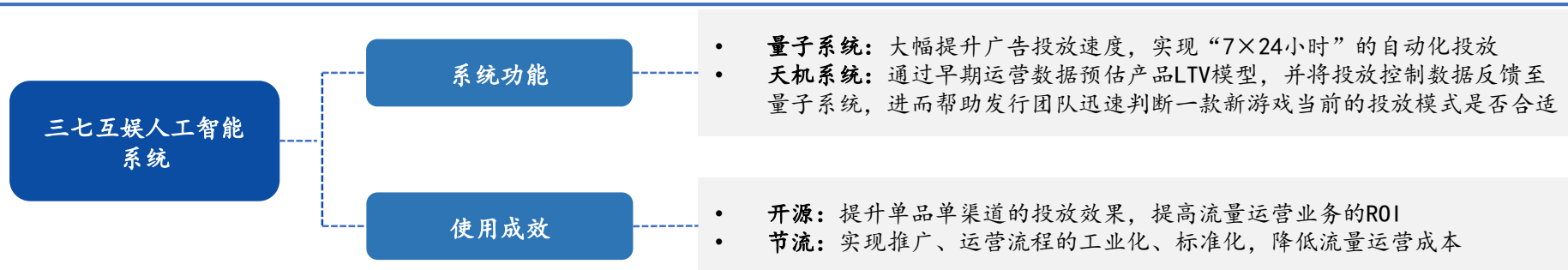
资料来源：公司招股书，国元证券研究所



## 3.1 专业化分工，数据多维度介入，工业化属性突出

- 技术介入，目前产品多依靠技术手段来减少重复人力投入，如程序复用，材质扫描、动作捕捉，场景过程化生成等。在研发阶段，游戏公司的中台部门可将包括游戏引擎技术在内的企业内部资源共享给前台部门，助力研发团队降低游戏开发的时间和经济成本；而在运营阶段，以三七互娱量子系统、天机系统为代表的人工智能技术，可大幅提升游戏广告的投放速度与投放精度，帮助企业实现开源节流。

图：工业化助力三七互娱实现高效流量运营



资料来源：三七互娱，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 3.1 专业化分工，数据多维度介入，工业化属性突出

- 引擎技术的持续迭代更新提升游戏开发效率。游戏引擎通常拥有包括渲染、物理、动画、音效、网络、脚本等多个功能模块，能够帮助开发者快速地制作游戏。
- 目前主流的移动游戏引擎包括虚幻引擎（Unreal）和Unity引擎两种。其中，虚幻引擎是一款集成了众多开发工具的开源软件，利于开发者对引擎进行维护和拓展，通常用于打造画面顶尖的头部游戏。在商业模式上，虚幻引擎主要靠收取授权费来实现盈利，使用虚幻引擎制作且收入在100万美元以上的商业产品，需将5%的收入支付给EPIC作为引擎的授权费，因此对于拥有爆款游戏的大型开发商来说，虚幻引擎存在使用成本较高的问题。Unity引擎是在移动互联网浪潮中崛起的游戏引擎，Unity引擎具有体积小、价格低的优点，因此该引擎对主要开发移动游戏和独立游戏的中小企业非常友好，但Unity引擎也存在工具数量有限、制作复杂效果需花费较多工时的问题。

图：移动游戏引擎演化历程



表：虚幻引擎和Unity引擎对比

	虚幻引擎	Unity引擎
使用功能	世界场景构建、光照渲染、音频支持	自动资源导入、可视化编辑、光照渲染等
收费标准	虚幻引擎主要通过收入分成的方式来获得盈利，对于收入在100万美元以上的商业产品，开发者需要将5%的收入支付给EPIC作为授权费，商业化尚处早期和非商业化产品可免费使用该引擎	个人版免费（年收入10万美元以下） 进阶版40美元每月（年收入10-20万美元间） 专业版150美元每月 企业版200美元每月
适用范围	主机游戏、PC游戏、大型游戏、高画质游戏	横版游戏、独立游戏、移动游戏
优点	(1) 开源，方便开发者维护和拓展； (2) 开发工具丰富； (3) 适合新人程序员上手。	(1) 引擎体积较小，方便在移动平台开发； (2) 价格较低且无须担心收入分成。
缺点	大型开发商需缴纳不菲的授权费	工具数量有限，制作复杂的效果需花费较多工时

资料来源：中国音数协会，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源：官网，国元证券研究所

## 3.1 专业化分工，数据多维度介入，工业化属性突出

- 国内游戏厂商积极布局虚幻引擎。祖龙娱乐是国内较早布局虚幻4引擎的厂商，代表产品有《龙族幻想》、《鸿图之下》、《梦想新大陆》等，掌趣科技、西山居和完美世界也陆续有虚幻4手游产品推出，其中西山居的《剑侠情缘2：剑歌行》已于2020年8月上线，掌趣《全民奇迹2》以及完美世界的《幻塔》则预计于2021年推出。

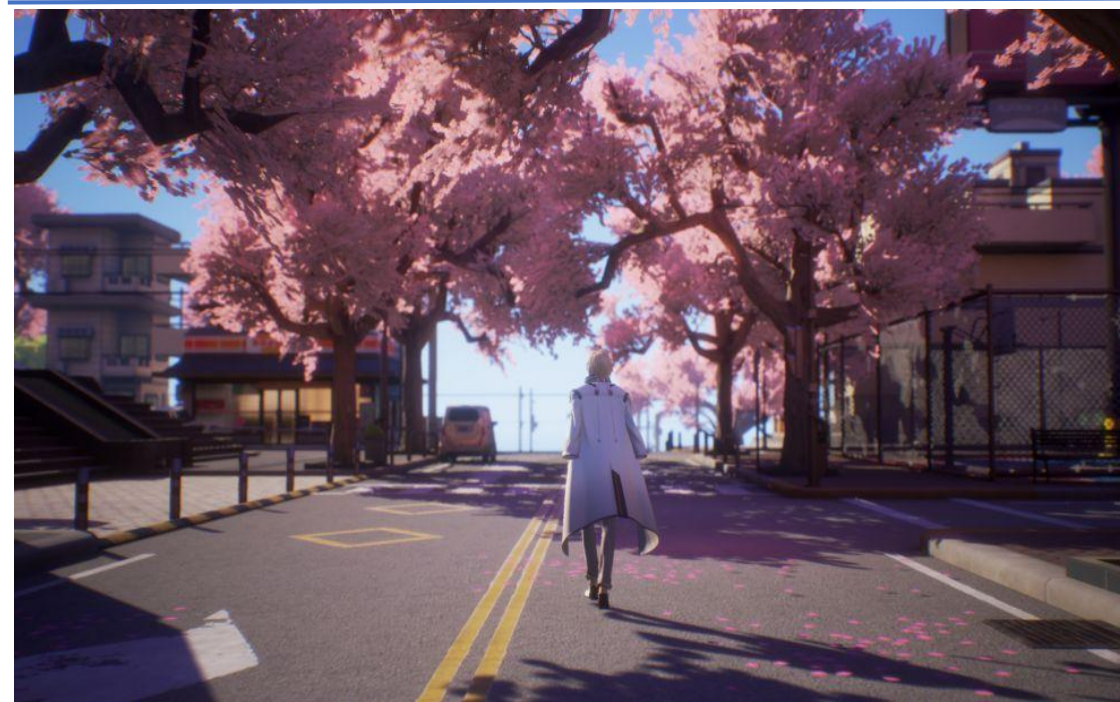
表：国内厂商采用虚幻引擎制作的游戏

厂商	作品	游戏品类	上线时间
腾讯	《绝地求生：和平精英》	射击	2018.02.05
腾讯/蓝洞	《PUBG MOBILE》	射击	2018.03.17
腾讯/西山居	《剑侠情缘2：剑歌行》	MMORPG	2020.08.04
腾讯	《黎明觉醒》	开放世界生存游戏	2020.09.16(测试)
小米/西山居	《小米枪战：战场前线》	射击	2017.04.06
莉莉丝	《末日余晖》	射击	预计2021年中
完美世界	《幻塔》	MMORPG	预计2021年
腾讯/掌趣科技	《全民奇迹2》	MMORPG	预计2021Q1
腾讯/祖龙娱乐	《龙族幻想》	MMORPG	2019.08.27
腾讯/祖龙娱乐	《鸿图之下》	SLG	2020.10.21
腾讯/祖龙娱乐	《梦想新大陆》	回合制MMO	预计2020Q4
腾讯/祖龙娱乐	《诺亚之心》	开放世界RPG	预计2021Q1

资料来源：TapTap，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：虚幻4手游《龙族幻想》画面截图



资料来源：TapTap，国元证券研究所



## 3.2 精品化下，研发周期及成本上行，大厂通过投资/收编方式扩品类

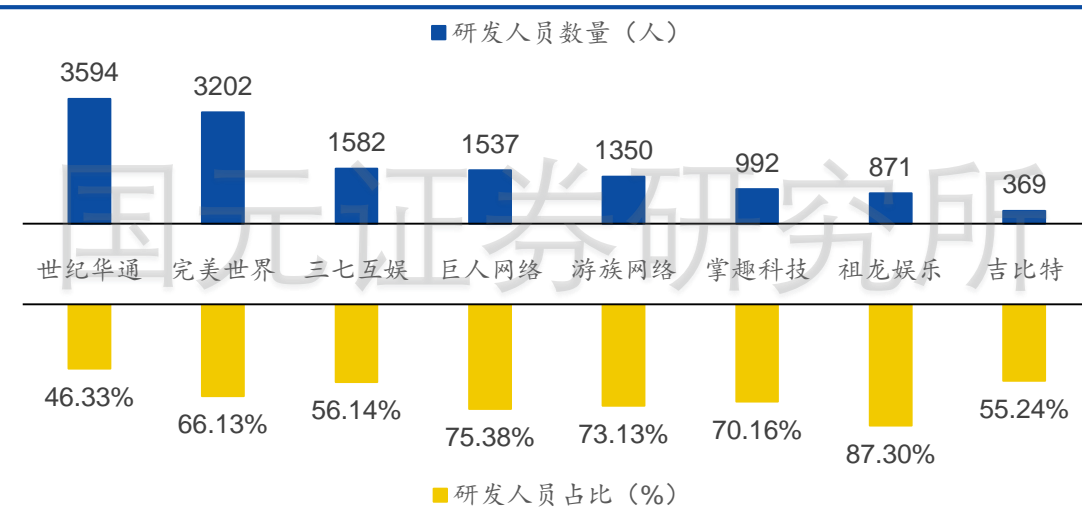
- 游戏行业精品化浪潮下，厂商更加重视新产品的调优，游戏研发及测试周期呈现加长趋势，研发成本逐渐提升。手游产品根据游戏品类及玩法的不同研发周期各异，根据调研游族网络核心游戏研发周期在18~24个月，盛趣游戏《龙之谷2》2017年开始立项研发，于2020年7月上线，研发周期接近三年。成本投入方面，根据西山居CEO郭炜炜专访指出，一款合格二次元游戏研发成本在2000万元以上，MMORPG则是亿元起步，头部产品超过2亿元。9月底上线的米哈游二次元开放世界手游《原神》研发投入甚至超过1亿美金，单产品研发成本上行趋势显著，尤其是重度及中度游戏，高研发投入构筑大厂壁垒。
- 头部厂商不断扩大研发团队的人员规模。2019年，世纪华通、完美世界的研发人员数量均已突破3000人，在行业中处于领先地位；掌趣科技、祖龙娱乐等腰部企业，尽管研发人员数量相对较少，但研发人员的占比却很高，其中，祖龙娱乐研发人员数量占员工总数的比重达到了87.30%。

表：主流品类研发周期以及研发成本

	MMO	ARPG	卡牌	SLG	休闲	二次元
研发周期	约2年以上	约1-1.5年	约1.5年	约1.5年	约6-12个月	约1.5年
研发成本	1-2亿	数千万	数千万	超过1亿	1000万元	2000万以上

资料来源：公司公告，调研资料，制作人访谈，国元证券研究所

图：主要游戏厂商研发人员情况



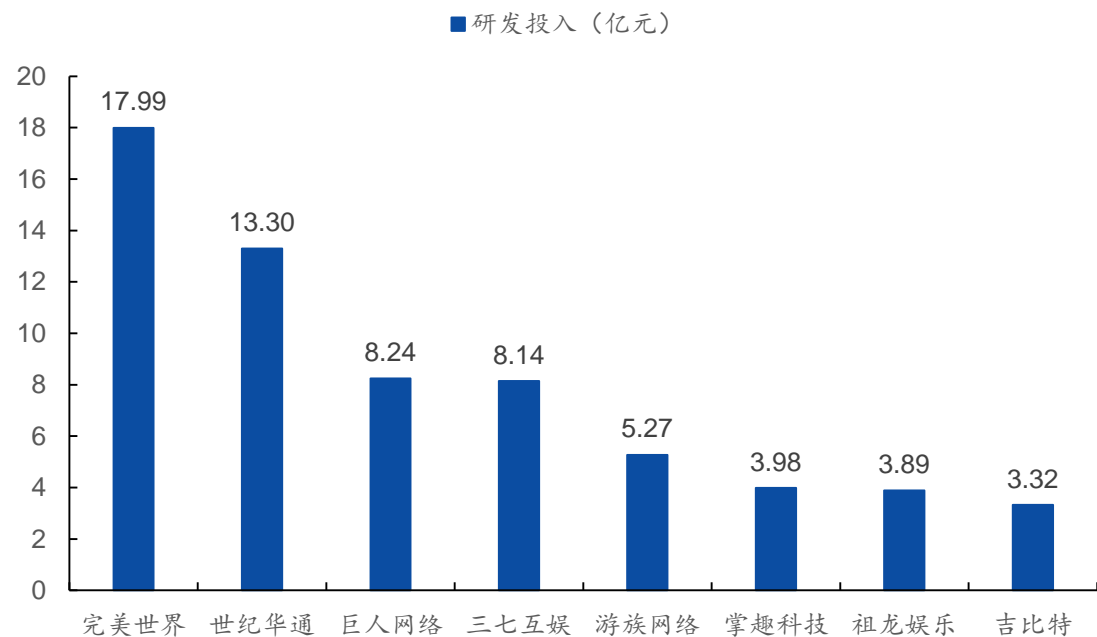
资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：吉比特的研发人员情况截止到2020年6月，其余公司为2019年底



- 头部厂商多采用研运一体的运营模式，研发投入方面持续发力以建立竞争壁垒。2019年，完美世界、世纪华通的研发投入已突破10亿元，领跑游戏行业，其中完美世界的研发投入更是高达17.99亿元。进一步支撑厂商长线精细化运营，延长产品生命周期，为营收提供长周期保障。
- 另一方面，头部厂商不断通过投资以及收编优质团队形式，扩充自身游戏品类拓展海外市场，加宽加厚自身研发护城河。头部厂商在保持优势品类产出筑底基本盘之外，通过投资合作或者收编具备新品类创意的成熟团队或中小工作室，填补非优势品类的内容空缺。目前市场上研发技术门槛高的成熟品类如MMORPG、SLG等基本被大厂垄断，中小厂商往往通过切入重内容玩法、相对轻技术要求的新兴品类，如休闲放置、女性向等，依靠产品创意另辟蹊径。如吉比特投资青瓷数码（代表产品《不思议迷宫》、《最强蜗牛》），TapTap战略投资椰岛游戏（代表产品《江南百景图》）；完美收编《狂暴之翼》、《神武》的主创团队等。

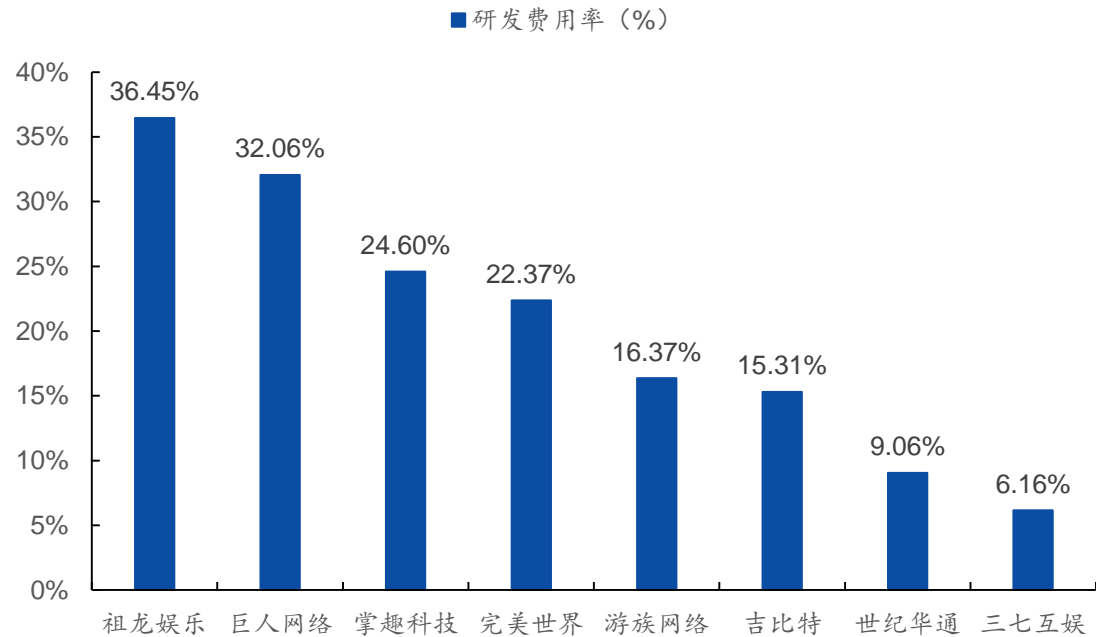
图：2019年主要游戏厂商研发投入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：2019年主要游戏厂商研发费用率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表：游戏行业部分公司对外投资布局

	投资标的	投资时间	投资金额	代表产品	游戏类型
腾讯	FunCom	2019.10.01	3886万美元	《野蛮人柯南》	开放世界生存游戏
	Fatshark	2019.01.10	5630万美元	《战锤：末世鼠疫2》	ARPG
	纳仕游戏	2020.11.03	数千万人民币	《白之物语》	MMORPG
	凡帕斯制作	2020.06.10	数千万人民币	《VGAME：消零世界》	二次元题材ARPG
网易	Marvelous	2020.05.25	4.6亿人民币	《牧场物语》	模拟经营类
	Behaviour Interactive	2019.07.16	未披露	《黎明杀机》	非对称竞技生存恐怖类游戏
	Quantic Dream	2019.01.29	未披露	《底特律：成为人类》	互动电影游戏
三七互娱	星合互娱	2019.09.09	1500万人民币	-	-
	易娱网络	2020.09.01	1亿人民币以上	《Puzzles & Survival》	末日题材策略生存
完美世界	羯磨科技	2019.04.22	5000万人民币	《狂野西境》	西部题材策略游戏
	赤金智娱	2018.09.04	完美世界持股70%	《战神遗迹》	ARPG
	智乐愉（天智游）	2019.06.24/08.02	合计6000万人民币	《梦幻新诛仙》	RPG
哔哩哔哩	千跃网络	2020.06.14	数千万人民币	《Project Doll》	女性向换装养成
	影之月	2020.08.17	数千万人民币	《牧羊人之心》	二次元题材模拟经营
字节跳动	猫之日	2020.09.11	数千万人民币	《赫炎的印加诺克的》	RPG
	有爱互动	2020.10.13	未披露	《红警OL》	策略
吉比特	麦博游戏	2020.08.21	数千万人民币	《Angry Birds Blast》	休闲益智
	青瓷数码	2019.07.12	1.2亿人民币	《最强蜗牛》	放置
	帝释天	2019.07.25	4000万人民币	《拉结尔》	ARPG

资料来源：IT桔子，国元证券研究所

## 3.2 精品化下，研发周期及成本上行，大厂通过投资/收编方式扩品类

表：主要游戏公司产品矩阵及拓展方向

公司	优势品类		拓展品类		海外布局		
	主要类型	代表产品	主要类型	代表/待发产品	优势地区	主要类型	代表产品
腾讯	MOBA	《王者荣耀》	策略	《鸿图之下》	欧美/日本/印度等	战术竞技	《PUBG MOBILE》
	FPS	《和平精英》	开放世界	《诺亚之心》	东南亚	MOBA	《王者荣耀》
网易	MMORPG	《天涯明月刀》	末日生存	《黎明觉醒》	欧美/东南亚	塔防策略	《Clash of Clans》
	棋牌	《欢乐斗地主》	女性向	《光与夜之恋》	欧美	射击	《使命召唤手游》
完美世界	二次元	《火影忍者》	模拟经营	《小森生活》	欧美/日本/东南亚	MMORPG	《龙族幻想》
	体育运动	《FIFA足球世界》					
三七互娱	赛车竞速	《QQ飞车》	放置	《宝可梦大冒险》	日本	FPS	《荒野行动》
	MMORPG	《梦幻西游》等	休闲	《阴阳师：妖怪屋》	日本/韩国	末日生存	《明日之后》
吉比特	策略	《率土之滨》	射击	《Disorder》	日本/韩国	非对称竞技	《第五人格》
	卡牌	《阴阳师》	赛车竞速	《王牌竞速》			
掌趣科技	末日生存	《明日之后》	女性向	《时空中的绘旅人》			
	体育竞技	《实况足球-2020》	ARPG	《战神遗迹》	港台	MMORPG	《完美世界手游》
世纪华通	MMORPG	《诛仙》、《完美世界手游》	开放世界	《我的起源》、《幻塔》	韩国	MMORPG	《新神魔大陆》
	女性向	《梦间集》、《梦间集天鹅座》	二次元	《一拳超人》IP产品	港台/东南亚	MMORPG	《新笑傲江湖》
游族网络	单机/主机游戏	《深海迷航》、《洪潮之焰》	Roguelike	《旧日传说》			
	MOBA/FPS	《DOTA2》、《CS: GO》	三消类	《Puzzles&Survival》	日本	RPG	《江山美人》
世纪华通	ARPG	《斗罗大陆》	SLG	《狂野西境》	欧美	三消类	《Puzzle&Survival》
	传奇类	《一刀传世》	模拟经营	《叫我大掌柜》	欧美	SLG	《狂野西境》
世纪华通	奇迹类	《精灵盛典：黎明》	女性向	《一千克拉女王》			
	MMORPG	《云上城之歌》	放置类	《一念逍遥》/《最强蜗牛》	港台	放置	《最强蜗牛》
世纪华通	Roguelike	《问道手游》	二次元RPG	《复苏的魔女》			
	休闲	《不思议迷宫》	经营养成	《摩尔庄园》			
世纪华通	解谜	《奇葩战斗家》	ARPG	《纪元：变异》			
	奇迹类RPG	《奇迹MU：觉醒》	二次元	《那些需要守护的》	韩国/东南亚	奇迹类RPG	《奇迹MU：觉醒》
世纪华通	卡牌	《大掌门》、《一拳超人》			日本	卡牌	《拳皇98终极之战OL》
	策略塔防	《塔防三国志》等			港澳台、东南亚	卡牌	《一拳超人》
世纪华通	卡牌	《少年三国志》系列	二次元	《山海镜花》	日本	二次元	《红：伊甸园的骄傲》
	ARPG	《狂暴之翼》	MMORPG	《新盗墓笔记》	日本	卡牌	《少年三国志2》
世纪华通	SLG	《权力的游戏》	放置类	《Idle mafia》	欧美	SLG	《权力的游戏》
	传奇类	《传奇世界》	ARPG	《月夜狂想曲》	欧美	策略	《阿瓦隆之王》
世纪华通	MMORPG	《最终幻想14》、《龙之谷》	女性向	《梦色卡司》	欧美	策略	《火枪纪元》
	经营养成	《冒险岛》/《彩虹岛》	模拟经营	《小森生活》	欧美	策略	《State of survival》
世纪华通	体育竞技	《街头篮球》					

资料来源：国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

第一部分：行业——大赛道高景气，玩家数付费额两大维度支撑长期成长逻辑

第二部分：品类——重度品类头部厂商构建高壁垒，新品类孕育新机会

第三部分：研发——创意+工业化双轮驱动，大厂追求品类突破

第三部分：发行/渠道——买量规模超越联运，买量进入精细化时代

- 买量超联运，垂类渠道快速增长，产业链价值重分配
- 买量市场：大厂加速入局，素材精品化提升
- 如何理解买量能力？
- 典型买量案例

第四部分：投资逻辑及推荐标的

第五部分：风险提示



## 4.1 渠道大盘：买量超联运，垂类渠道快速增长，产业链价值重分配

- 移动游戏分发模式可以分为联运和买量两大模式。**

**(1) 联运模式：**游戏厂商以合作分成的方式将产品嫁接到其他合作平台之上运营，即研发厂商提供游戏客户端、游戏更新包、充值系统、客服系统等必要资源，合作平台提供平台租用权、广告位等资源进行合作运营。苹果生态下，App Store 是唯一的分发渠道，分成比例为30%，安卓生态下主流的联运渠道包括硬件官方商店（硬核联盟、小米应用商店）以及第三方应用商店（应用宝、360）手机助手，以及垂类平台主要包括B站和TapTap等社区网站，此外抖音、快手等超级App也逐渐开展游戏联运发行。一般而言，安卓联运需要支付渠道50%的分成（除TapTap）。
- (2) 买量模式：**主要是指通过在媒体广告投放直接获取用户导入游戏。买量模式下厂商拥有主动权，掌握自身运营节奏为游戏持续导量。目前主流的广告投放平台包括巨量引擎、巨量引擎、阿里汇川、百度信息流等。在苹果生态下买量无法绕过苹果应用商店，需要支付买量成本+30%分成，安卓渠道则可以直接进行官包下载，仅需支付广告费用。

表：移动游戏分发模式对比

	联运模式	买量模式
定义	联运模式是指同应用商店进行联合运营进而获取应用商店客户资源的分发模式	买量模式主要是指通过在媒体投放广告来获取客户的分发模式
优点	应用商店用户的使用习惯已被培养，各产品类型有较为固定的目标客户，获客成本较低	任何游戏都可以买量；和联运模式相比，买量模式可以更持续、更稳定、更精准地获取用户
不足	联运渠道往往会收取不菲的抽成（iOS为3:7 安卓为5:5），而且联运方对产品的品质和数据表现也有一定的要求，部分联运渠道也会对内容方有较多干预	买量需要占用大量投放资金，且游戏企业有购买到虚假流量的风险，同时买量行业也面临着投放素材同质化的问题
代表渠道	360手机助手、应用宝、华为应用市场、oppo软件商店、vivo应用商店	腾讯广告、巨量引擎、阿里汇川、网易易效、百度信息流、快手、斗鱼

资料来源：《传统、买量、H5及小程序手游分发模式的优缺点》，国元证券研究所

表：移动游戏发行渠道分类

渠道分类	手机出厂内置	主流合作模式	代表产品
硬件官方商店	√	联运	华为、小米、oppo、vivo等
第三方应用商店	-	联运	应用宝、360手机助手、百度手机助手、手机助手等
超级APP	-	买量/联运	抖音、快手等
广告平台	-	买量	巨量引擎、腾讯广告、百度信息流
垂类APP	-	买量/联运	bilibili、TapTap

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

## 4.1 渠道大盘：买量超联运，垂类渠道快速增长，产业链价值重分配

图：2019年手游发行渠道对比

阵营	总规模	合作方式	主要渠道	渠道分成/成本占比	
iOS	700亿	联运	苹果商店	30%	
		买量(给苹果商店导量)	头条系	40%-60%	
			腾讯系广点通		
			流量App		
安卓	400亿	联运	华为	50%	
			oppo	50%	
			vivo	50%	
			bilibili	50%	
			TapTap	0%	
			阿里九游	50%	
			腾讯应用宝	50%	
			长尾渠道		
			小米+金立+酷派+联想+360+魅族	50%	
			买量(直接下载)	400亿	
	腾讯系广点通				
流量App					
		其他	官网等		

资料来源：竞核，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

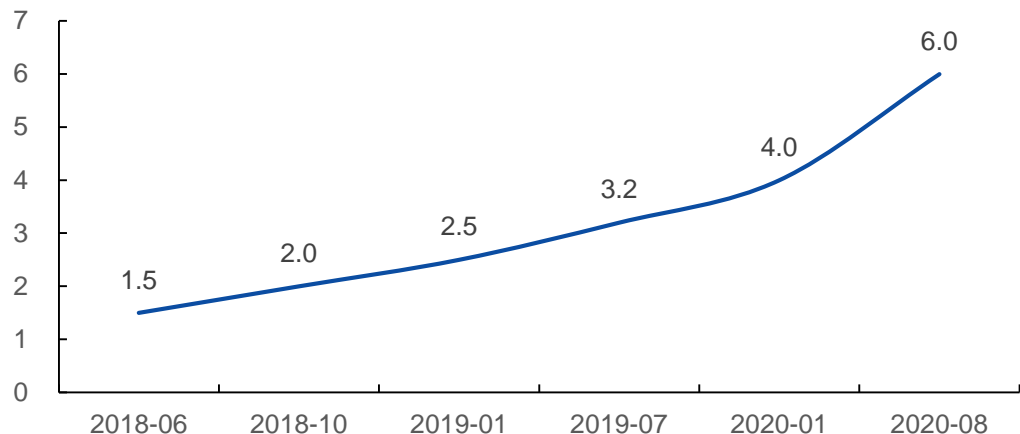
分发方式变迁的核心在于线上流量红利的变化，厂商寻求高性价比流量以及流量覆盖的广泛性。

整个国内游戏发行方式经历了从早期端游时代的厂商自研自发为主→应用商店分发为主流→买量兴起占据主流的变迁过程。

- **早期PC端游时代，游戏厂商自研自发。**早期市场游戏数量少，玩家对游戏厂商的品牌认知度和忠诚度较高，游戏厂商主要通过品牌形象的打造吸引玩家。
- **2014年前，应用商店为主要分发渠道，联运为主要分发模式。**随着手游用户需求量高速增长，应用商店凭借稳定的用户资源成为主流分发渠道，主要采取联运模式。即游戏产品上架应用商店，依据产品品质和数据表现进行评级，评级越高的产品能够获得更多应用商店的展示推荐位，为游戏进行导流，为此发行商需要向渠道支付高额分成。
- **2014年-2015年，联运市场增长乏力，更多厂商开始寻求外部获取流量的途径，买量模式开始兴起。**随着人口红利的逐渐消退，联运渠道市场流量增长乏力。而应用商店内游戏数量众多，为保证分成，有限的推荐资源位往往给到前期流水数据表现好的产品，并且对于各个联运渠道，游戏厂商需要接入不同SDK，维护成本不菲且难以及时更新，均不利于产品的长线运营维护。因此，更多较难获得优质推荐位的非头部游戏厂商开始通过买量方式寻求应用商店渠道外的流量，买量市场野蛮生长。
- **2016年-2017年，今日头条等APP逐渐成为主要流量入口之一，形成买量分发新阵地，同时以B站、TapTap为代表的垂类渠道开始兴起。**2016年开始以今日头条为代表的流量平台快速崛起，更多厂商开始参与买量市场，投放方式和素材内容相对单一。B站、TapTap等垂类渠道开始参与游戏发行，主要为依托平台内容的优势品类领域。
- **2018年之后，抖音等短视频新渠道涌现，买量市场扩容，素材内容和投放方式创新。**全网主要流量被腾讯、阿里、百度、字节以及快手系等互联网巨头瓜分，其中腾讯、阿里以及百度三家用户规模逐渐饱和，头条系和快手系依托“短视频+直播”的产品形态加剧时长争夺，渗透率及用户规模持续提升。目前抖音日活跃用户已破6亿，快手2月日活也已突破3亿，两大超级APP入局成为移动互联网市场的重要变量，驱动买量市场扩容，同时短视频为买量素材内容展示和投放提供了新的创新渠道，由原先的粗放式投放向精益化运营转变。
- **2019年后，大厂入局买量市场，推动买量成本上行，同时带动投放策略升级，精细化、智能化投放和品效合一的营销策略成为重要的新打法。**

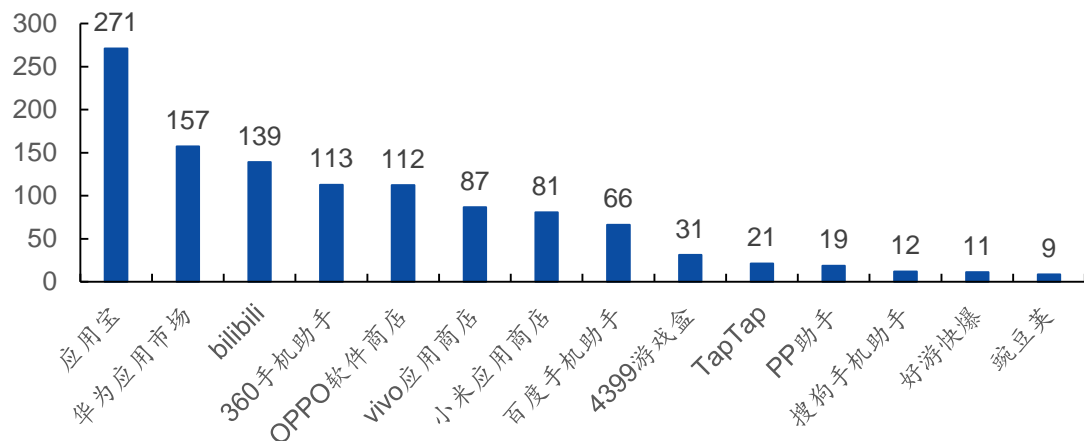
# 4.1 渠道大盘：买量超联运，垂类渠道快速增长，产业链价值重分配

图：抖音DAU (亿)



资料来源：抖音官方，国元证券研究所

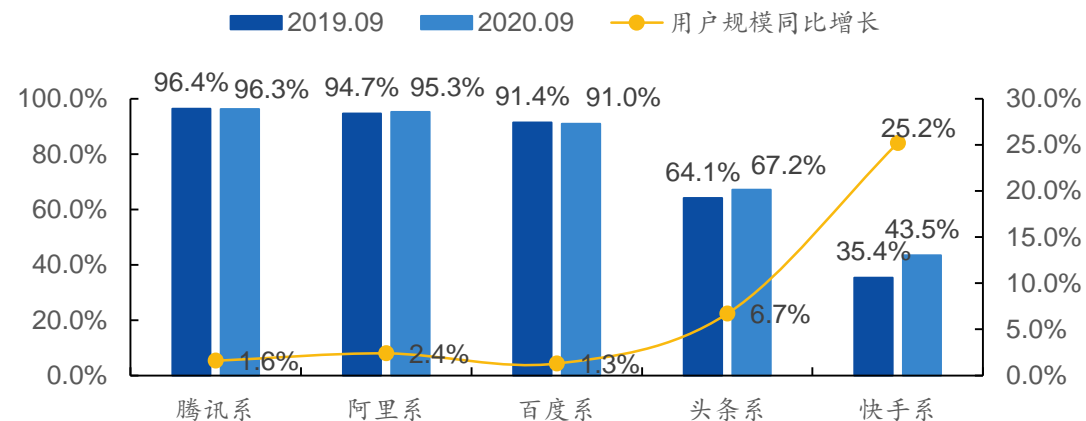
图：2020年10月主要联运渠道MAU (万)



资料来源：易观，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

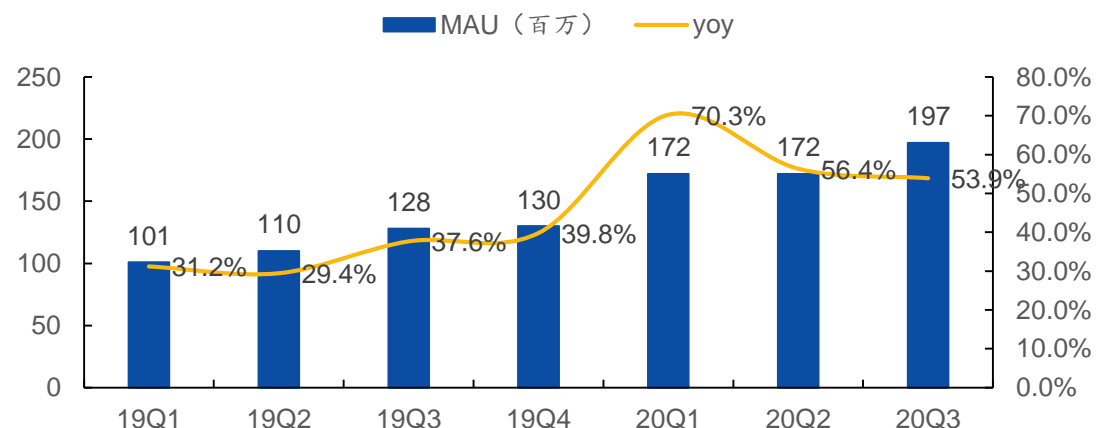
图：移动互联网巨头在移动大盘用户规模渗透率变化情况



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

注：渗透率=各派系选取旗下MAU>1万的APP合计去重用户规模/移动互联网活跃用户规模

图：2019-2020Q3B站MAU及同比增速



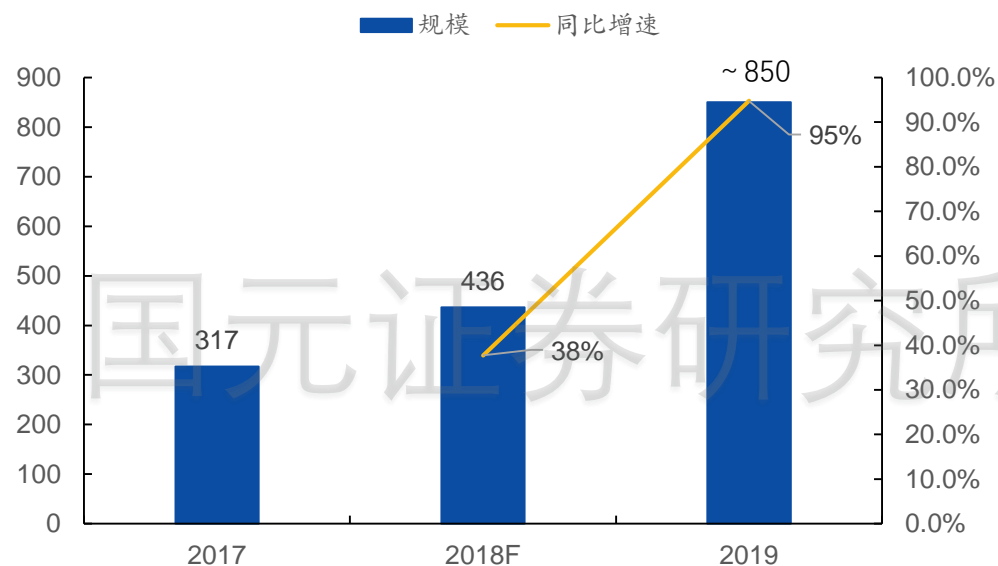
资料来源：哔哩哔哩财报，国元证券研究所



## 4.1 渠道大盘：买量超联运，垂类渠道快速增长，产业链价值重分配

- 2019年整个买量渠道的市场规模约为850亿，占整体移动游戏比例达到54%，超越联运。联运渠道整体流量趋于稳定，而近年来以抖音为核心的超级APP的兴起大量抢占用户流量及时长推动买量市场的火热，2017年买量官包市场规模为316.9亿元，2018年增长38%达到约为436亿元，2019年买量市场规模增幅接近翻倍，总规模已超联运，约为850亿。

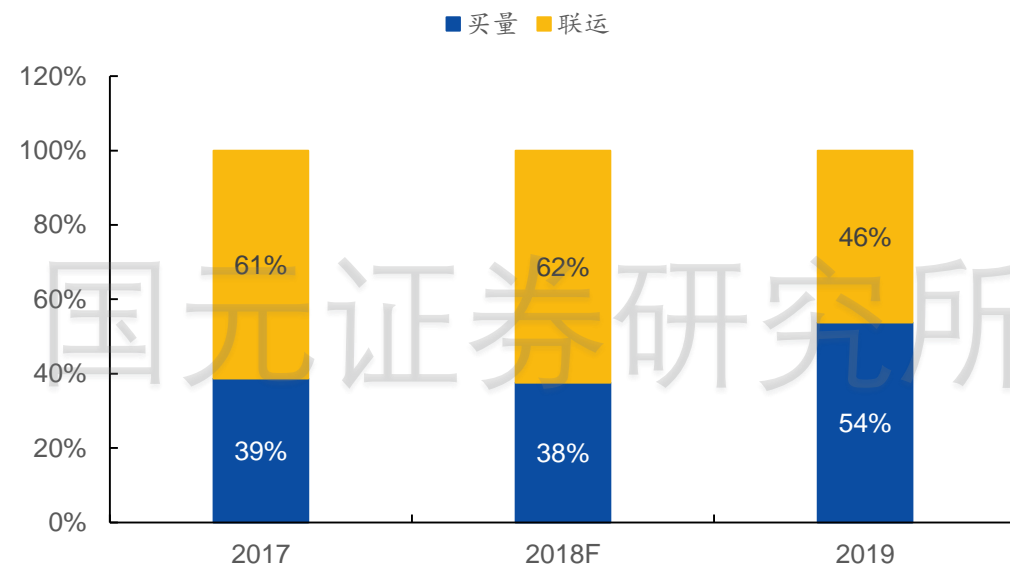
图：2017-2019年买量市场规模与增速



资料来源：硬核联盟白皮书，手游那点事，国元证券研究所

注：2017、2018为硬核联盟统计及预测移动游戏市官包买量规模，2019年规模手游那点事采访数据

图：2017-2019年买量与联运渠道占比变动



资料来源：硬核联盟白皮书，手游那点事，国元证券研究所

注：2017、2018为硬核联盟统计及预测移动游戏市官包买量规模，2019年规模手游那点事采访数据

## 4.1 渠道大盘：买量超联运，垂类渠道快速增长，产业链价值重分配

- 买量的快速增长以及垂类渠道的崛起带动精品游戏研发/发行商渠道议价能力提升，产业链价值得以重新分配。国内苹果生态渠道格局相对稳定，而在海外市场，EPIC已于今年在《堡垒之夜》中加入绕开苹果商店的新支付渠道。今年12月3日，苹果官方宣布针对小型企业和独立开发者降低抽成佣金计划，目前已经开放注册，佣金抽成将可降低至15%。国内安卓生态下，过高的分成比例、维护SDK所投入运维成本以及存在版本更新不及时、不能快速根据玩家反馈调整运营内容一直是亟待解决的问题。2019年腾讯就《剑网三：指尖江湖》以及《跑跑卡丁车》与安卓渠道谈判，要求渠道分成比例降至30%，渠道分成比例下降已开口子，未来渠道有望更多让利上游厂商。
- 厂商侧，今年出现了不少选择不在主流安卓渠道服首发的头部产品。青瓷游戏《最强蜗牛》安卓渠道目前仅上线TapTap和B站，10月31日再上线华为等应用商店，圈存住首批用户红利。椰岛游戏《江南百景图》安卓渠道则由TapTap独家发行。两者均为中小型厂商产品，通过精细化买量投放成功突围，莉莉丝《万国觉醒》以及米哈游《原神》等具备高关注度的热门产品也均未选择首发上线联运渠道。
- 通过敏感性分析（见右下表格），安卓分成比例提升至70%时，厂商净利润率有望从25%提升至42%。

表：未上线主流安卓联运渠道的部分游戏

游戏名称	游戏类型	研发商	发行商	上线渠道	上线时间
明日方舟	二次元塔防	鹰角网络	鹰角网络	App Store、官网、TapTap、B站	2019.5.1
浮生为卿歌	女性向	友谊时光	友谊时光	App Store、官网、TapTap	2020.12.31
最强蜗牛	放置	青瓷游戏	青瓷游戏	App Store、官网、TapTap、B站（10月31日上线华为应用商店）	2020.6.23
江南百景图	模拟经营	椰岛游戏	椰岛游戏	App Store、TapTap	2020.7.2
万国觉醒	策略类	乐狗游戏	莉莉丝游戏	App Store、官网、TapTap、九游	2020.9.23
原神 (手游)	开放世界	米哈游	米哈游	App Store、官网、TapTap、B站（安卓渠道暂不上线华为、小米应用商店）	2020.9.28

资料来源：游戏官网，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表：安卓端分成比例变动带动游戏厂商净利润变动敏感性分析

安卓分成比例	50%	55%	60%	65%	70%
净利润率	25.00%	30.00%	34.38%	38.24%	41.67%

资料来源：国元证券研究所

假设：原来研运一体厂商净利润为25%。

IOS和安卓流水比1:1.5

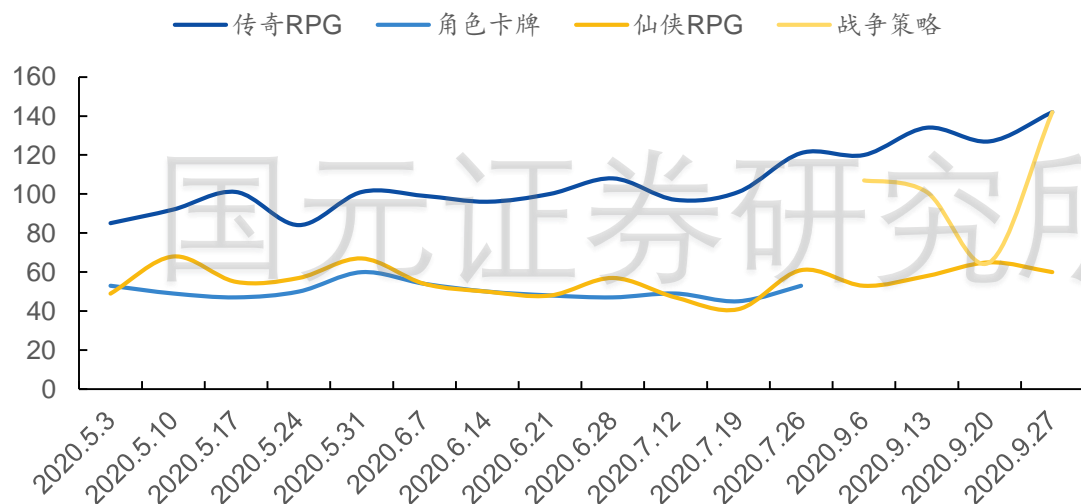
IOS分成比例保持在70%

计算安卓分成比例提高后游戏厂商净利润率变动。

### 1 买量价格：不同品类及系统价格有所差异，安卓侧9月传奇激活成本为140元

- 从买量成本来看，同品类下iOS渠道成本普遍高于安卓渠道，品类不同激活成本也有不小差异，同时头部产品上线对于同品类里买量成本冲击较大导致激活成本波动。以腾讯广告平台为例，安卓渠道买量品类以传奇RPG、角色卡牌、仙侠RPG以及战争策略为主，其中角色卡牌以及仙侠RPG的激活成本变动相对平稳，区间集中在40-70元之间，传奇RPG整体呈现上升趋势，9月战争策略进入前三品类，波动幅度较大，最高升至142元。iOS渠道以传奇RPG、角色卡牌、魔幻RPG、战争策略以及仙侠RPG为主要买量品类，其中传奇RPG价格波动相对较小，区间集中在200-300元，约为安卓渠道激活成本的2倍。角色卡牌、魔幻RPG、战争策略以及仙侠RPG不同时间段成本波动较大，其中战争策略9月份开始出现显著上升，主要是由于头部产品莉莉丝《万国觉醒》以及腾讯《鸿图之下》参与买量竞争推高市场成本。

图：2020年5/6/7/9月腾讯广告安卓渠道买量TOP3品类激活成本



资料来源：腾讯广告，国元证券研究所

图：2019年底腾讯广告游戏大盘数据

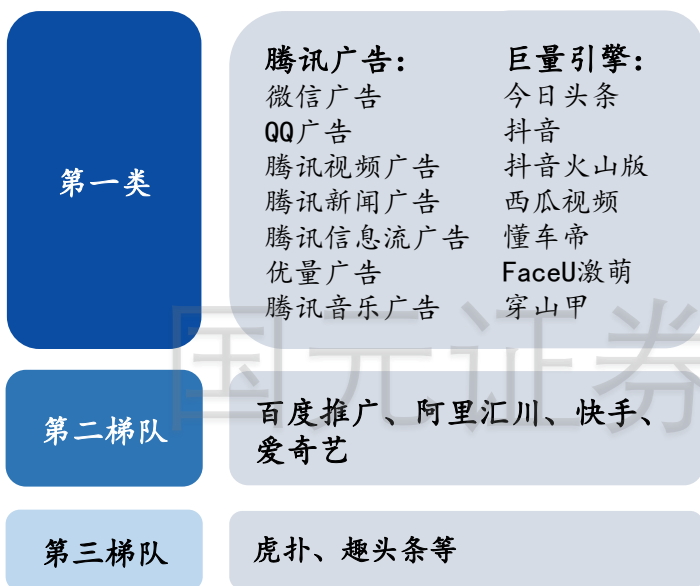
品类	安卓				iOS			
	CTR	eCPM	点击激活率	激活成本	CTR	eCPM	点击激活率	激活成本
传奇类	1.30%	50	3.60%	100	1.21%	77	2.90%	230
仙侠类	1.40%	30	2.60%	80	1.10%	40	1.80%	200
卡牌类	1.40%	20	2.00%	70	1.10%	24	1.80%	120
策略类	1.50%	20	2.60%	50	1.16%	30	1.40%	190

资料来源：腾讯广告，国元证券研究所

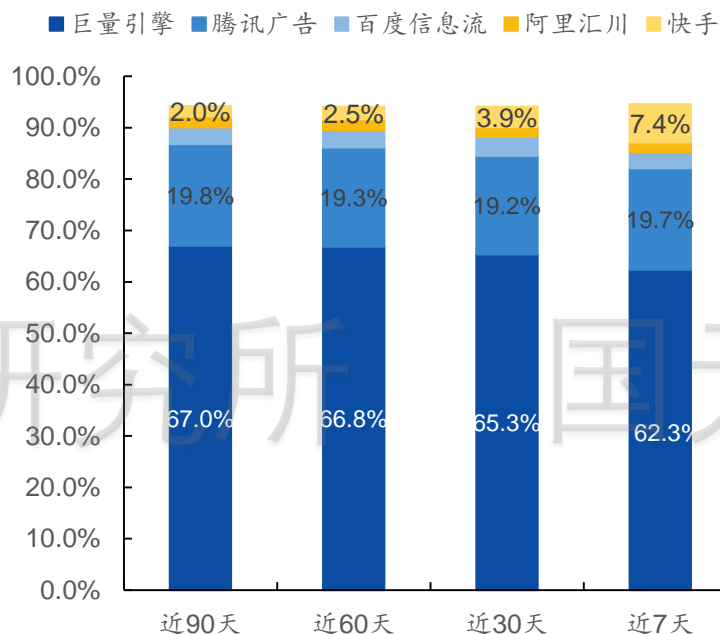
## 2 投放平台：头条系在买量市场占比超过60%，腾讯占比20%

■ 从买量投放平台来看，头条系占比超过60%，腾讯系占比接近20%。巨量引擎以及腾讯广告凭借庞大的流量基础稳居一梯队，以投放素材数占比分布来看，巨量引擎市占率约为60%-70%，腾讯广告市占率约在19%左右，两者合计市占率超过8成。细分至投放媒体平台，抖音系平台整体市占率靠前，腾讯系平台中腾讯视频占比位于首位。二、三梯队主要包含百度推广、阿里汇川、有快手、爱奇艺、趣头条、虎扑等，其中快手平台投放数占比增长较快，从近90日的2%增长至近7日的7.4%。

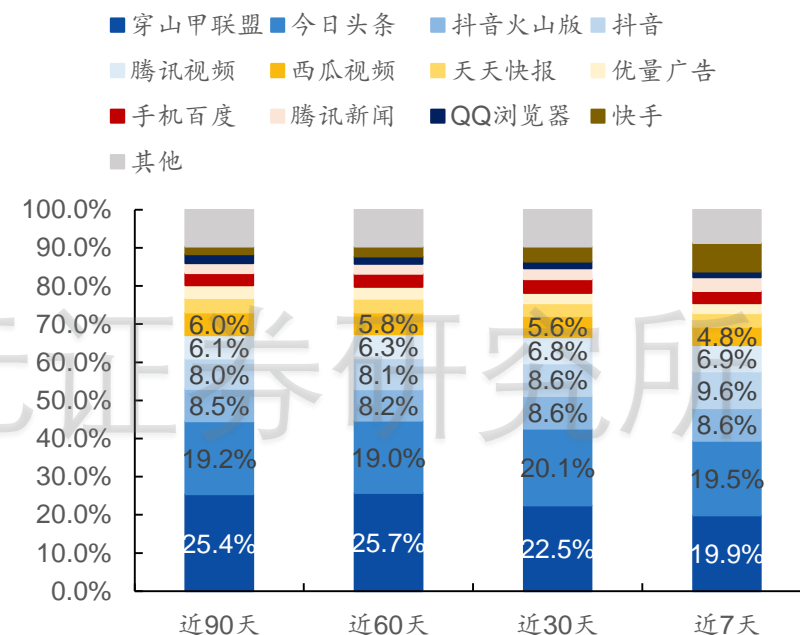
图：2020H1手游投放渠道梯队



图：素材投放数流量平台分布



图：素材投放数媒体平台分布



资料来源：Dataeye，国元证券研究所

资料来源：Dataeye，国元证券研究所

资料来源：Dataeye，国元证券研究所

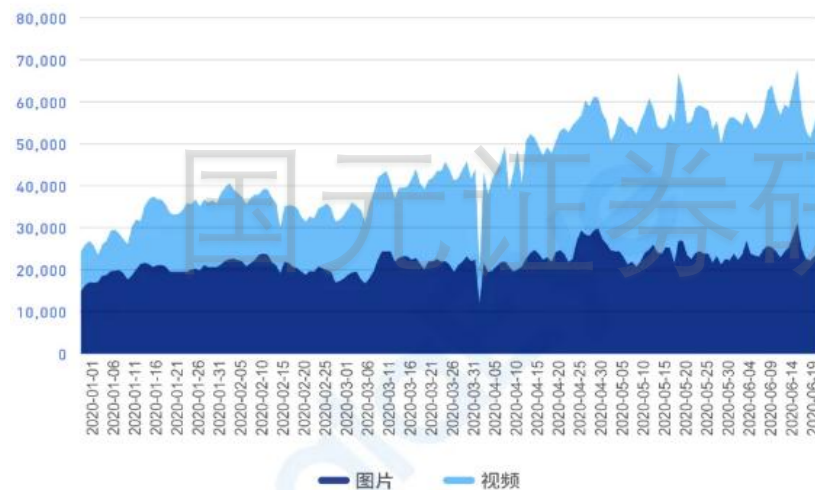
注：统计时间点为2020.12.11，选取投放素材数排名前30位媒体平台



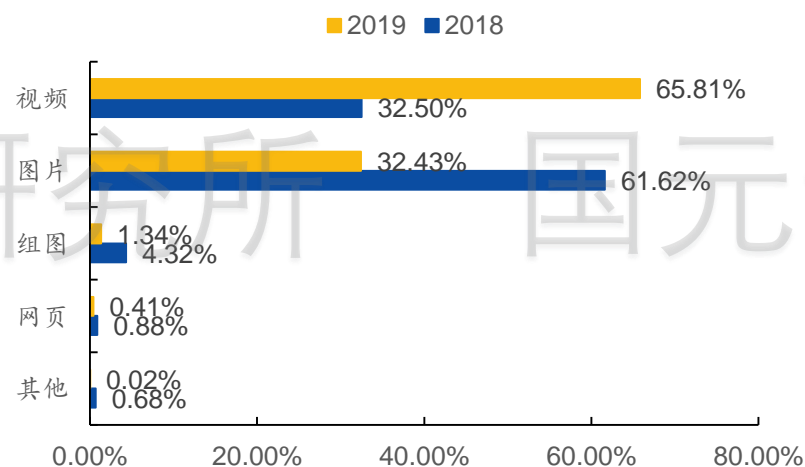
### 3 买量素材：视频素材占比已达66%，同时素材生命周期缩短，消耗速度加快

- **买量市场快速增长，素材消耗速度加快。**从投放素材数看，2020上半年整体素材投放量同比增幅超过250%。进入Q3后，《万国觉醒》、《原神》、《天涯明月刀》等重磅新游密集上线，素材数量进一步推高，11月后受双十一影响游戏行业投放节奏有所放缓，月底随着游族《少年三国志：零》、腾讯《街霸：对决》以及网易《黑潮之上》等新品上线影响投放量回升，截止12月1日，日投放素材达99915组。从素材平均使用天数来看，2019上半年买量素材平均使用天数为6.38天，2020上半年为5.12天，同比降幅为19.7%。其中，腾讯系媒体的素材平均使用天数为6.26天，头条系媒体的素材使用天数为3.95天。买量素材数的投放生命周期缩短，素材创意消耗速度加快。
- **短视频成为买量创意的主要竞争领域，**从素材类型来看，2019年视频类素材占比由2018年的35.50%提升至2019年的65.81%，根据Dataeye数据显示，2020年上半年视频素材较去年同期增长达到两倍，图片素材量涨幅为33.33%，短视频成为买量创意的主要竞争领域。

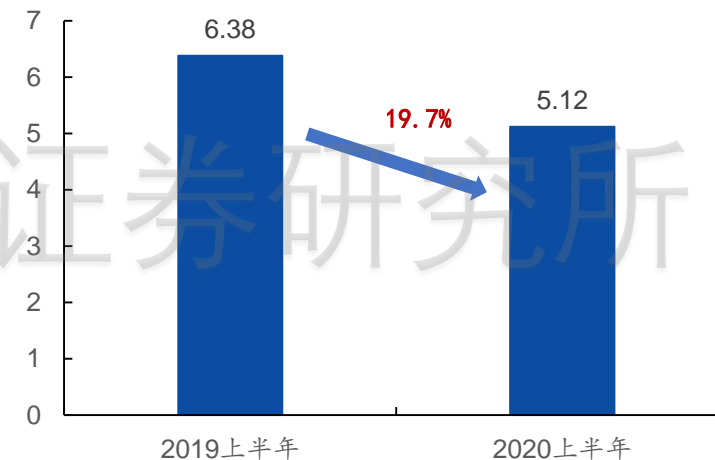
图：2020年上半年游戏买量素材数趋势图



图：2020H1手游买量素材类型占比



图：2019上半年VS2020上半年素材平均使用天数



资料来源：Dataeye, 国元证券研究所

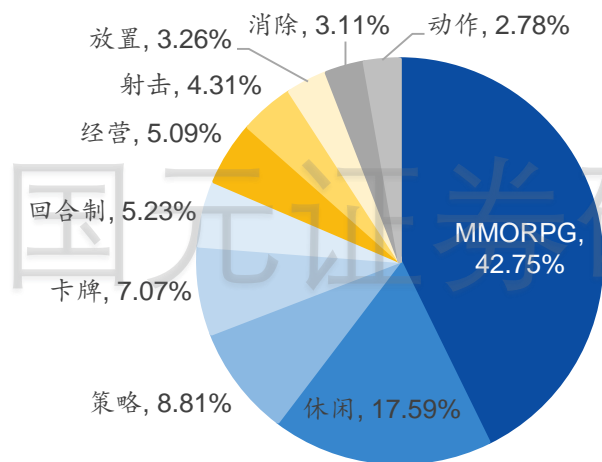
资料来源：App Growing, 国元证券研究所

资料来源：Dataeye, 国元证券研究所

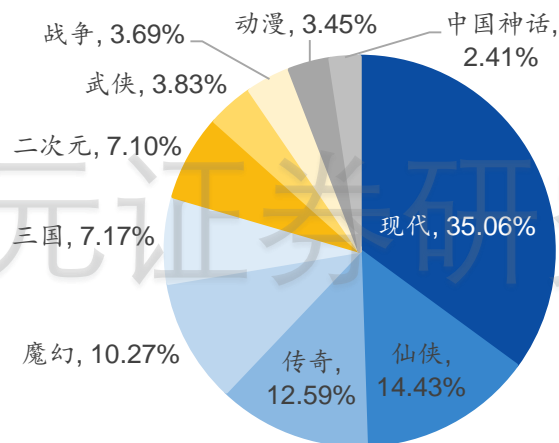
### 3 买量产品类型及题材：MMO/休闲/策略是前三品类，现代/仙侠/传奇为前三题材

- 从玩法分布来看，排名前三位分别为MMORPG、休闲类以及策略类，占比分别达到42.75%、17.59%以及8.81%。其中MMORPG主要是以《蓝月至尊版》等传奇类游戏为代表，卡牌类主要包括灵犀互娱《三国志幻想大陆》、游族《少年三国志2》及《少年三国志：零》以及莉莉丝《剑与远征》。策略类和回合制的投放产品较为稳定，主要集中在头部，其中策略类以灵犀互娱《三国志战略版》、网易《率土之滨》、莉莉丝《万国觉醒》、以及腾讯《鸿图之下》为代表。回合制主要包括多益网络《神武4》以及网易《梦幻西游》、《大话西游》系列产品。
- 从题材分布来看，排名前三分别为现代、仙侠、传奇题材，占比分别为35.06%、14.43%以及12.59%。其中，魔幻、三国、西游题材基本被大厂“正规军”占据。魔幻题材包含三七互娱《云上城之歌》以及完美世界《新神魔大陆》，三国题材则主要以灵犀互娱、腾讯以及游族产品为主，西游题材前几位则基本由网易包揽。

图：2020年不同玩法买量游戏数量分布



图：2020年不同题材买量游戏数量分布



资料来源：Dataeye，国元证券研究所注：统计区间为2020.1.1-2020.12.2

资料来源：Dataeye，国元证券研究所注：统计区间为2020.1.1-2020.12.2

### 3 买量厂商：网易/腾讯等大厂加速入局

- 传统的游戏买量厂商包括三七互娱、贪玩游戏、三九互娱、网易游戏、游族网络等。其中三七互娱2017-2019互联网流量费用为18/32/76亿，整体在买量大盘市占率从2017年的5.58%提升到了2019年的8.91%。
- 今年以来大厂大举入局国内买量市场。2019年下半年起，腾讯、网易、字节跳动、阿里游戏等游戏大厂正式入局买量市场，根据Dataeye数据显示，到2020年上述大厂的投放规模平均涨幅达200-300%，其中网易增速位于首位。

图：2019年头部买量厂商

2019年，手游广告投放厂商风云榜

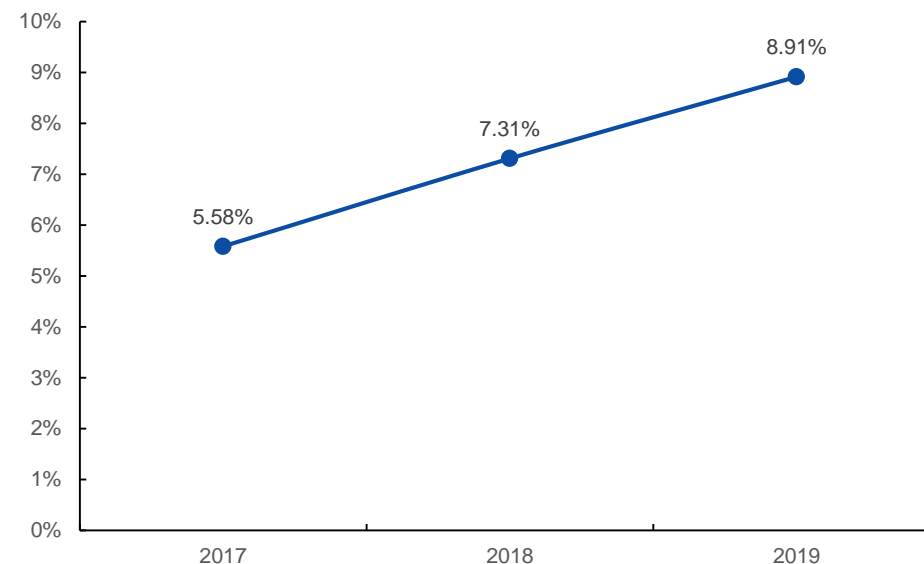
游戏厂商	在投放广告的游戏类型	热门投放的游戏 (统计旗下广告金额Top4的游戏)
贪玩游戏	传奇题材	至尊蓝月 贪玩蓝月 天王传奇 蓝月至尊版
37手游	仙侠/魔幻/传奇	斗罗大陆 黎明:奇迹MU 大哥传奇 暗黑大天使
网易游戏	传奇/仙侠/战争/魔幻/二次元/模拟/三国	率土之滨 共和国之辉 倩女幽魂 天堂契约
游族网络	魔幻/仙侠/战争/三国	天使纪元 权利的游戏 三十六计 女神联盟2
三九互娱	传奇	复古传奇 热血传说 传奇盛世2 赤血屠龙

来源：App Growing广告情报追踪，汇总各游戏厂商旗下的游戏广告投放金额（估算），游戏厂商排名不分先后

资料来源：AppGrowing，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：三七互娱买量市占率



资料来源：公司公告，硬核联盟，手游那点事，国元证券研究所

## 4.2 买量市场：大厂加速入局，素材精品化提升

- **腾讯**：2019下半年，腾讯日均投放素材数约307组，总投放量超过千组的买量游戏仅1款《乱世王者》。2020年上半年日均投放量涨至785组，在投游戏达22款，投放量超千组游戏共有5款。截止2020年12月初，主投游戏为《鸿图之下》、《乱世王者》、《街霸：对决》、《天涯明月刀》。从投放媒体看，以腾讯广告流量平台为主，前三媒体分别为天天快报、腾讯视频以及腾讯新闻，占比分别为22.90%、20.69%、11.38%。

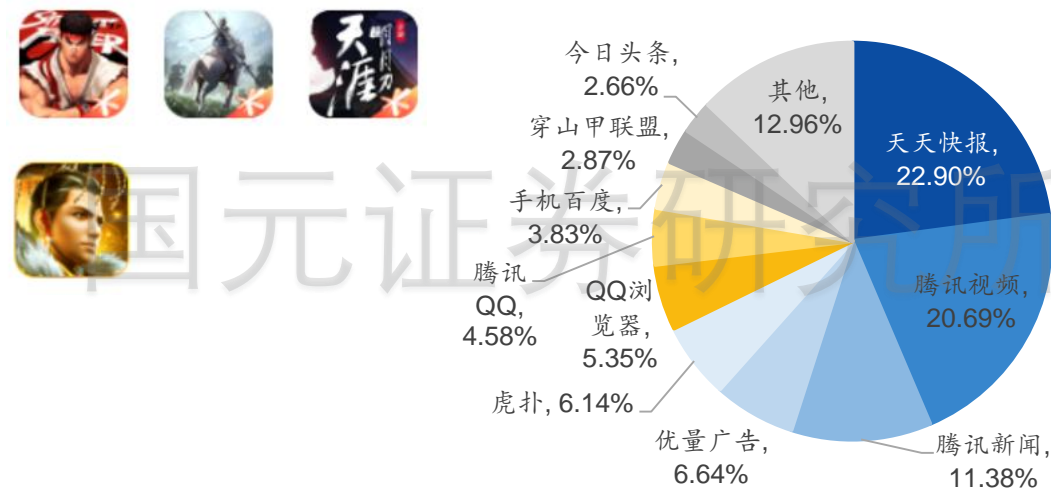
图：腾讯买量投放素材变动



资料来源：Dataeye，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：腾讯主投产品及投放媒体平台占比



资料来源：Dataeye，国元证券研究所 注：统计区间为2020.1.1-2020.12.2



## 4.2 买量市场：大厂加速入局，素材精品化提升

- **网易**：2019年下半年，网易日均投放素材数约612组，4款买量游戏总投放量超过千组，分别为《率土之滨》、《梦幻西游》手游、《倩女幽魂》以及《明日之后》。2020年上半年，网易整体投放规模快速上升至日均投放素材数达2325组，投放游戏达到54款，其中投放量超千组的达10款，超万组的为4款为《梦幻西游网页版》、《率土之滨》、《梦幻西游》手游以及《大话西游》。截止2020年12月初，网易主投产品分别为《梦幻西游网页版》、《梦幻西游》、《率土之滨》、《倩女幽魂》以及《一梦江湖》。从投放媒体来看，主要集中在巨量引擎平台，前三媒体分别为抖音、今日头条以及穿山甲联盟，占比分别为19.96%、19.66%、18.77%。

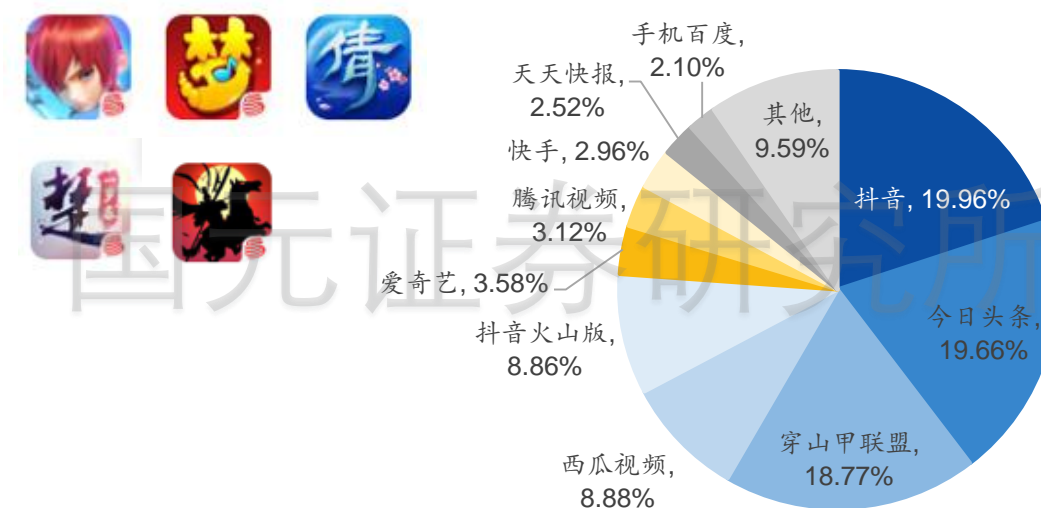
图：网易买量投放素材变动



资料来源：Dataeye，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：网易主投产品及投放媒体平台占比

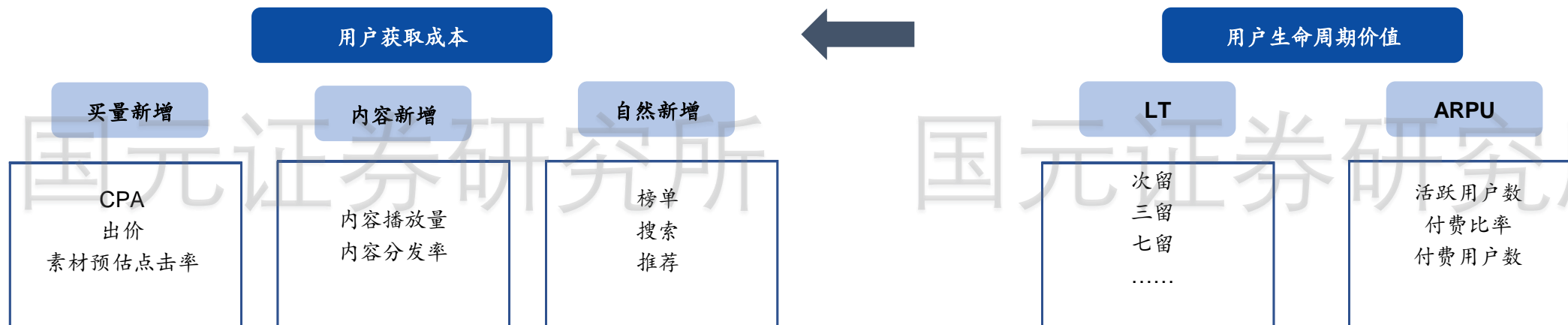


资料来源：Dataeye，国元证券研究所 注：统计区间为2020.1.1-2020.12.2

### 1 拆解买量核心指标ROI

- 衡量买量能力的核心指标是ROI。拆解来看， $ROI = \text{单用户全生命周期价值} / \text{单用户获取成本}$
- 从ROI角度来看，发行的核心目标是在可控的用户成本内获取生命周期价值更高的用户。用户LTV可以拆解为留存以及ARPU值，受游戏品类和游戏质量影响，用户获取成本主要包含自然新增、内容新增（品牌广告）以及买量新增（效果广告）。

图：ROI拆解

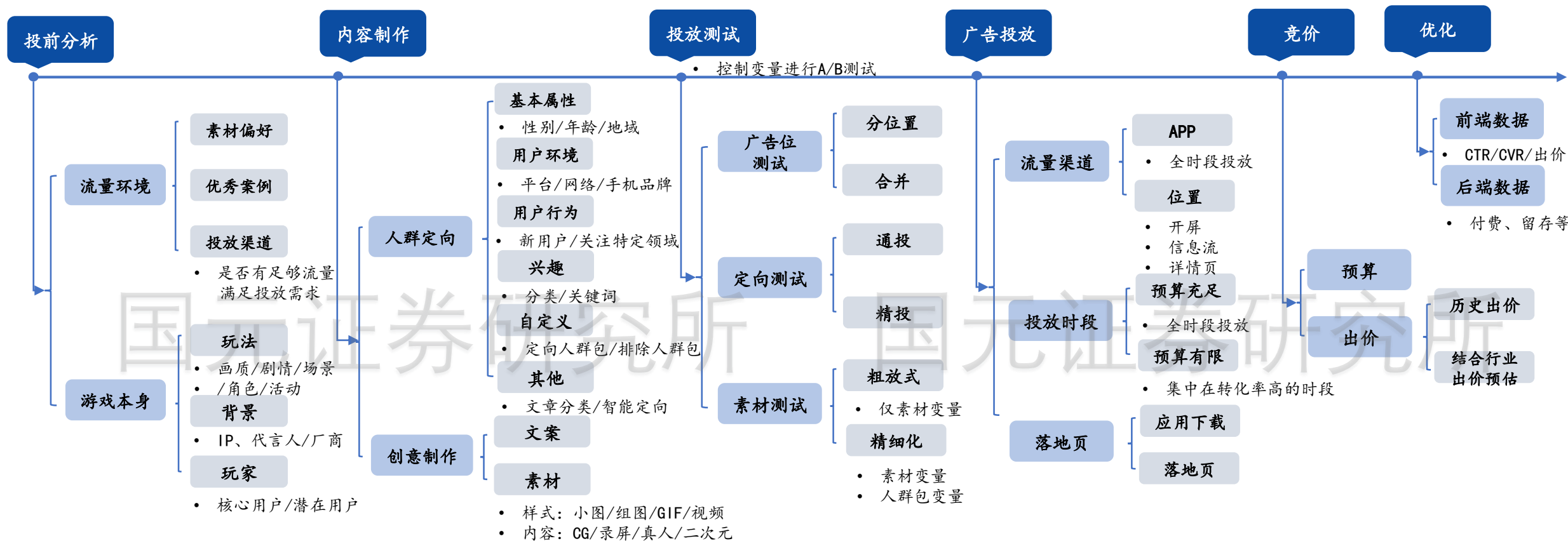


资料来源：Ohayoo，国元证券研究所

## 2 买量流程拆解

■ 买量投放流程主要包含广告计划的投前分析、投放内容制作、投放计划初步测试与投放、竞价和优化调整六大步骤

图：买量流程



## 4.3 如何理解买量能力？

(1) 投前分析：主要包括流量环境分析以及游戏本身特点分析，以决定主要投放渠道的选择以及定向人群，制作投放内容。

(2) 人群定向与制作投放内容：根据定向人群偏好以及游戏内容制作投放文案和素材。定向人群需要通过数据管理平台（DMP）上提供的用户多维度信息，将某类特征用户打包形成人群包。人群包信息来源主要三种，广告主自有数据上传、投放媒体平台以及三方数据，通过不同维度数据的组合以提高对目标人群圈定的准确度。

(3) 投放测试：测试周期一般为3-7天，通过对广告位、定向人群、素材等各种广告计划元素的进行A/B测试，寻找最优组合。

图：游戏定向人群维度

- 性别：不限、男、女
- 年龄：不限、<18、18-23、24-30、31-40、41-49、50+
- 人群包（选定/排除）：不限、定向人群包、排除人群包
- 兴趣分类：不限、添加兴趣分类、排除人群包
- 兴趣关键词：不限、使用关键词、使用系统推荐
- 平台：不限、Apple iOS、Android、PC
- 网络：不限、WIFI、2G、3G、4G
- 运营商：不限、移动、联通、电信
- 新用户：不限、一个月以内、一个月到三个月、三个月以上

图：巨量引擎平台上定向设置目标用户

用户定向 了解详情

新建定向 选择已有定向包

复制已有定向

地域：不限、按省市、按区县、按商圈

性别：不限、男、女

年龄：不限、18-23、24-30、31-40、41-49、50+

自定义人群

定向逻辑：定向、排除、同时定向排除

定向池 排除池

请输入人群包名称或ID 搜索

人群包	属性	创建时间
<input checked="" type="checkbox"/> 行业优质人群包(30130...	系统推荐	2019-09-27
<input type="checkbox"/> 行业潜力人群包(30130...	系统推荐	2019-09-27
<input type="checkbox"/> 行业通用人群包(30130...	系统推荐	2019-09-27

已选(定向+排除) 清空

- 定向(5) 排除(1)
- 行业优质人群包 ×
- 抖音游戏挑战赛高优... ×
- 游戏兴趣分类-高精度-3 ×
- 头条优质人群包-安卓 ×
- 抖音游戏包-新 ×

图：人群包数据来源



资料来源：今日头条，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分



## 4.3 如何理解买量能力？

- 以头条平台投放一款传奇游戏为例，人群筛选维度主要是明星、传奇、付费、相似拓展、用户消费能力五个维度进行圈定。
- ①明星：选择代言人对应的粉丝包。②传奇：定向传奇用户（主题专区、兴趣分类）。③付费：定向付费意愿较高的人群。④相似拓展：排除广告主近期上传的全渠道付费较差的用户做排除包。⑤用户消费能力：从消费能力、住宅水平、手机价格三个维度分别进行“排除低消费”和“定向高消费”（消费能力、住宅水平、手机价格）。

图：某游戏定向人群包圈定

**明星**

用户数据

基础定向 婚姻状态 消费能力 住宅水平 家中宝宝年龄 **明星粉丝** 职业

平台设备 手机价格

**题材**

抖音兴趣分类 (可多选)

搜索

抖音兴趣分类

全选 时尚 汽车 游戏 亲子 科技

全选 体育类 角色扮演 竞技游戏 动作游戏 射击游戏

全选 传奇 冒险 解密

已选(1) 清空全部

游戏/角色扮演/传奇

**付费能力**

行业偏好

有车人群 教育 差旅 互联网金融 汽车价格偏好 信贷意向 信用等级

二类电商 房地产 投资理财意向

第三方

游戏精选

游戏类型 不限 选择游戏类型

游戏题材 不限 选择游戏题材

搜索

游戏题材

全选 仙侠 仙侠 中国神话 玄幻 玄幻 西游

已选(5) 清空全部

美术风格 不限 选择美术风格

付费意愿 (可多选) 不限 高付费 中高付费意愿

活跃度 不限 高活跃 中高活跃

## 4.3 如何理解买量能力？

(4) 投放：确定广告计划投放的渠道、时段以及落地页。出价方式可以分为手动和自动，根据投放目的可以分为成本优先和跑量优先，前者要求成本控制要优于拿量速度，因此需要更准确的定向，后者要求拿量速度优于成本控制，定向相对宽泛，但同时也需注意试错成本。

图：投放目标设置以及预算和出价方式

The screenshot displays the 'Budget and Bidding' (预算与出价) configuration page in the Guoyuan Securities advertising platform. The interface is divided into two main sections: 'Campaign Settings' (投放目标) on the left and 'Budget and Bidding' (预算与出价) on the right.

**投放目标 (Campaign Settings):**

- 所属广告组:** 这是一个爆款组 (This is a viral group)
- 投放范围 (Placement Scope):** 默认 (Default) | 穿山甲 (Chuan Shan Jia)
- 投放目标 (Placement Goal):** 转化量 (Conversion Volume) | 点击量 (Clicks) | 展示量 (Impressions)
- 下载方式 (Download Method):** 下载链接 (Download Link) | 落地页 (Landing Page)
- 下载链接 (Download Link):** http://...apk (Use fast download service)
- 转化目标 (Conversion Goal):** 已选择: 应用下载SDK: ... (Selected: Application Download SDK: ...)
- 应用包名 (App Package Name):** c...

**预算与出价 (Budget and Bidding):**

- 出价方式 (Bidding Method):** 手动 (Manual) | 自动 (Automatic)
- 投放方式 (Placement Method):** 优先跑量 (Priority Volume) | 均衡投放 (Balanced Placement) | 优先低成本 (Priority Low Cost) | [点击查看产品介绍](#)
- 预算 (Budget):** 日预算 (Daily Budget) | [Input Field] 元
- 投放时间 (Placement Time):** 从今天起长期投放 (Start from today for long-term placement) | [设置开始和结束日期](#)
- 投放时段 (Placement Time Slot):** 不限 (Unlimited) | 指定时间段 (Specify time slot)
- 付费方式 (Payment Method):** 按展示付费 (oCPM) (Pay per impression)
- 目标转化出价 (Target Conversion Bidding):** [Input Field] 元 | [点击查看建议出价](#)
- 计划首次投放及其之后三个自然日内将获得超成本赔付保障, 您放心新建计划并投放, 详见 oCPM赔付规则**
- 过滤已转化用户 (Filter converted users):** 广告计划 (Advertising plan) | 广告组 (Advertising group) | 广告账户 (Advertising account) | 公司账户 (Company account) | APP | 不过滤 (Do not filter)
- 隐藏高级选项 (Hide advanced options)**

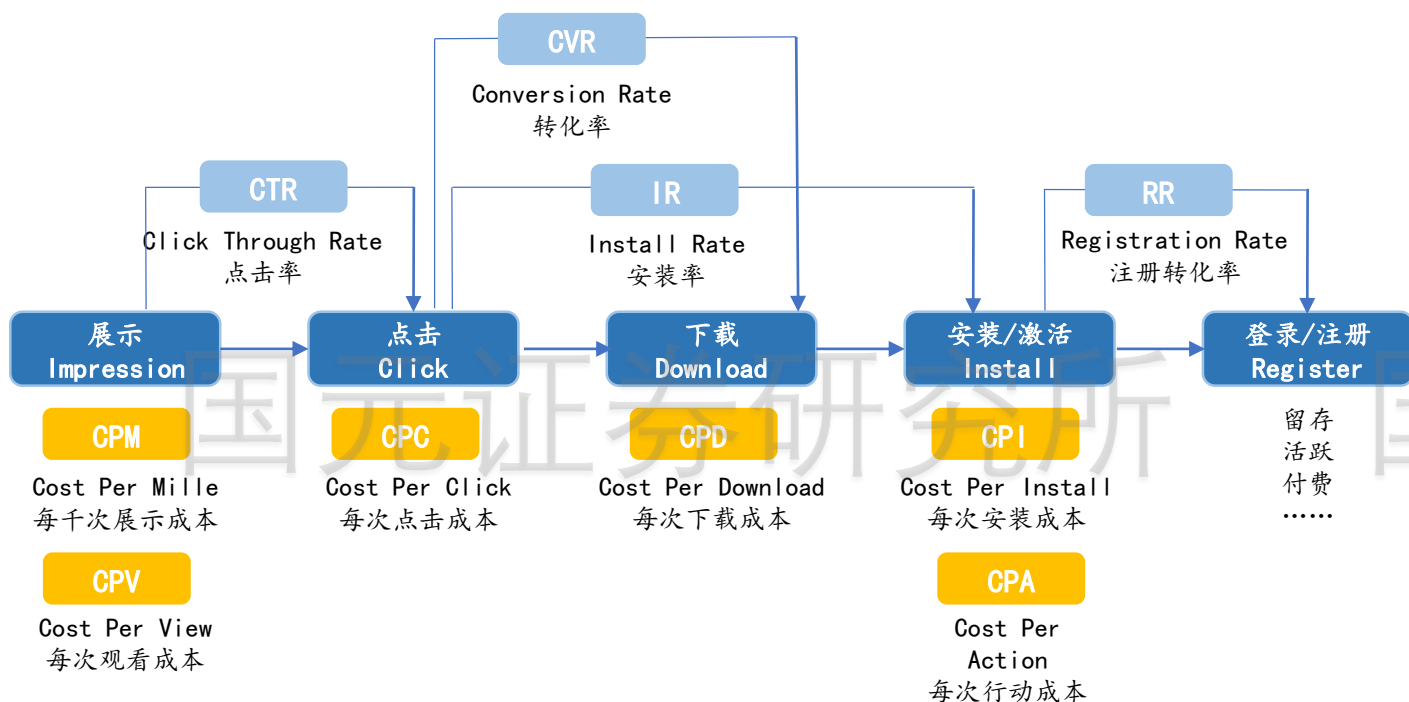
资料来源：知乎，巨量引擎，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

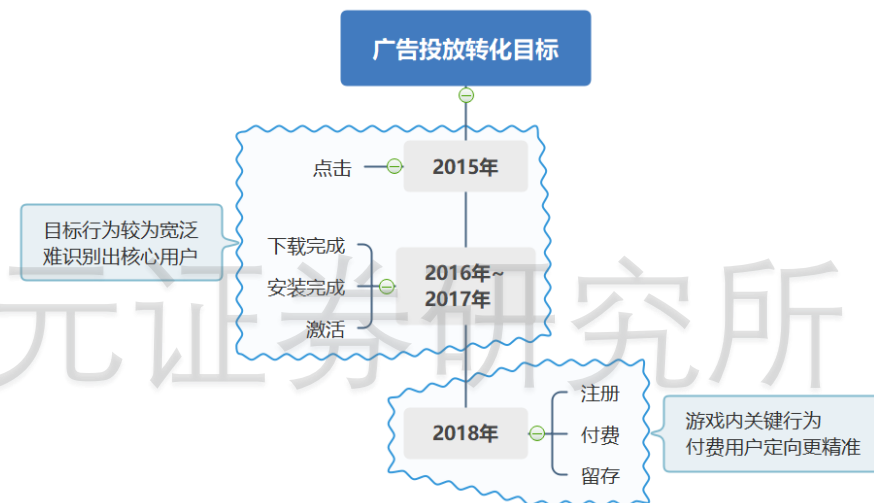
## 4.3 如何理解买量能力？

(5) 竞价：广告主根据投放目标对应到买量流程中的不同转化节点（展示m→点击c→下载d→安装/激活a→付费p）进行出价，根据eCPM排名。早期买量投放目标行为较为宽泛，2015年，广告投放以点击事件作为转化目标，2016-2017年以下载完成、安装完成、激活等时间作为转化目标。2018年之后精细化、智能化投放成为主流方向，以游戏内关键行为作为转化目标，通过大数据投放平台的深度转化模型和算法学习，深入关注游戏用户行为，更有效预测游戏用户LTV，持续优化买量效率。

图：买量过程中的转化过程及不同节点的出价方式



图：广告投放转化目标的转变



资料来源：CSDN，知乎，游戏陀螺，UPLTV，Xhance，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

注：此处转化率指不同行为节点之间的转化过程，没有特指

资料来源：今日头条，国元证券研究所

### 3 如何优化买量？

- 对于媒体平台来说，无论以何种计费模式最终都是将出价换算成eCPM，对eCPM排序后选择最高的广告进行展现。

$$eCPM = \text{出价} \times \text{预估点击率CTR} \times \text{预估转化率CVR} \times 1000$$

- 优化买量核心：**根据投放过程中的前端数据和后端数据反馈进行投放模型的调优，控制出价成本，提升点击率和转化率以实现买量效率提升。
- 影响出价的因素：**1) 账户权重：账户具有一定权重，一般新账户买量成本要高于老账户；2) 账户消耗：账户每日消耗越高，能获取到展示量的概率越大；3) 初始出价：刚开始出价一般要稍高于预估稳定成本价格，或者稍高于行业均价；4) 投放时段：高峰流量季节出价比闲时流量季节出价要高，便于抢量；5) 渠道：iOS出价一般大于安卓，预估在2倍以上。
- 影响预估CTR和预估CVR的因素：**拆分来看，eCPM则由预估CTR、预估CVR和出价来决定，在不增高广告主出价的前提下，则需要通过提升预估CTR和预估CVR。预估CTR和预估CVR会受到定向人群的特征、投放计划本身以及后验结果的影响。因此，为提高广告计划的eCPM，需要有更为合理的定向，更加优质的广告素材和文案，更加贴合广告计划的创意分类和标签以及更加优质的落地页等。

图：买量流程各环节对应指标、影响因素以及优化方向

指标	影响因素	优化方向
预估点击率CTR	创意标题、创意素材	文案、素材质量
预估转化率CVR	定向、落地页、游戏包体大小	定向精确、落地页质量、响应速度

资料来源：今日头条，国元证券研究所

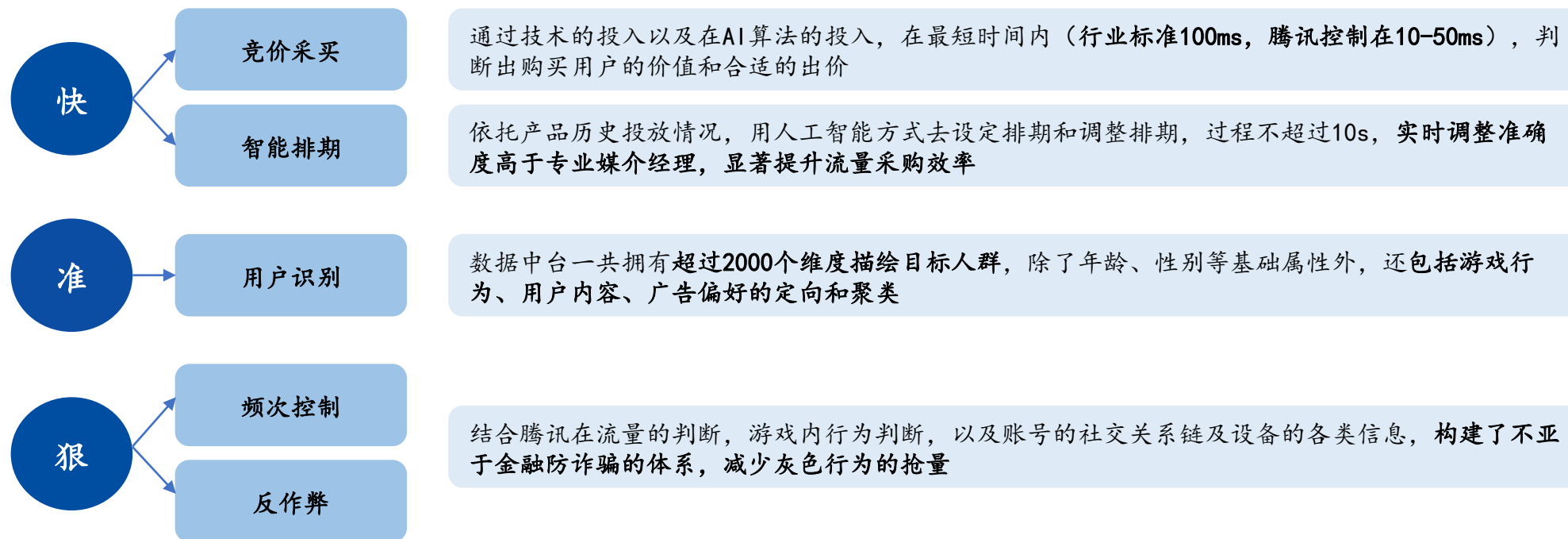
请务必阅读正文之后的免责条款部分



## 4.3 如何理解买量能力？

- **优化买量的核心要点：**1) 争夺更多流量；2) 最大化广告投放效果。包括持续上新创意素材，复制转化效果好的广告；3) 优化投放效率，减少低效损耗。广告计划稳定时，通过精细化运营方式，帮助优化人员做出投放效果预警以及智能调整投放策略；4) 品牌营销的效果。通过复盘和分析投放效果的历史数据，为之后的营销策略提供指导方向。大厂入局带动投放策略升级，精细化、智能化投放，素材创新以及品效合一宣发成为买量市场的主要打法。
- **精细化：**以腾讯为例，通过不断的完善数据技术体系，通过技术的投入以及在AI算法的投入完善实时竞价系统和反作弊技术，判断出合适出价，提升流量采买效率。同时细化目标人群标签维度，构建社区内容加强私域运营，提高用户识别能力，例如《王者荣耀》的每场对局结束后会有对局分析的社区入口，根据用户对局中的数据和反馈推送个性化内容，保持老用户的稳定和新用户的拉新转化。

图：腾讯的精细化买量方式

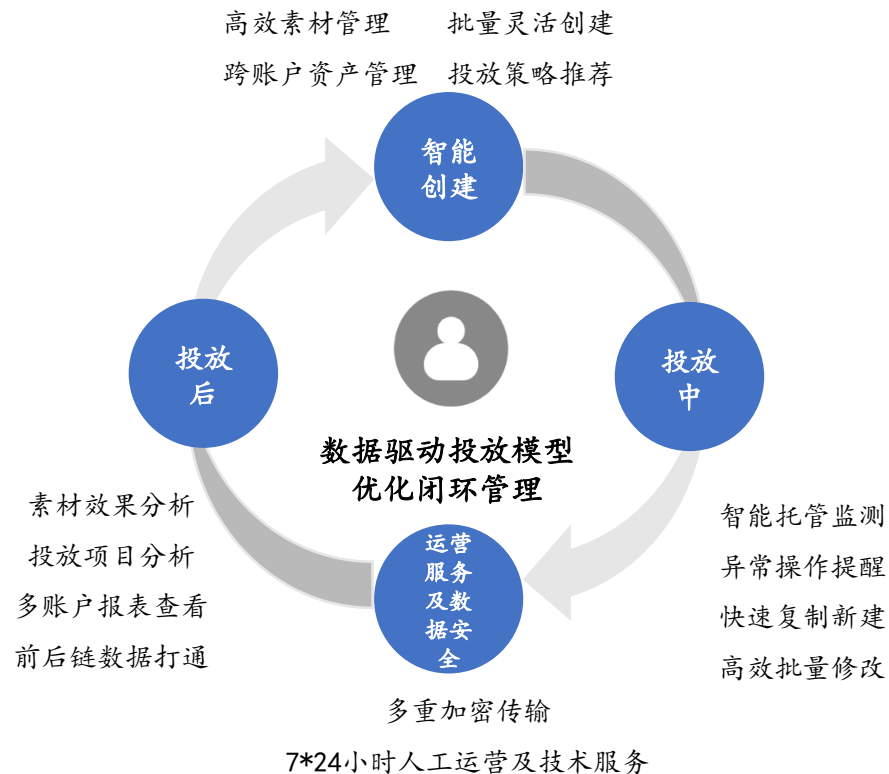


资料来源：腾讯游戏学院，国元证券研究所

## 4.3 如何理解买量能力？

- 通过智能化投放平台介入可以提高买量效率。以三七互娱为例，2019年三七互联网流量费用高达76亿，约占整个买量盘子的9%，三七通过开发智能投放平台——“量子”系统对接流量方广告系统，优化了传统繁琐的计划创建方式，将人工经验转化为机器代码，利用机器学习模型，实现标准批量化建立广告投放计划，并能够实现投放业务“7×24小时”的自动化投放，快速提升广告投放速度。从投放效率来看，19年国内广告投放量翻一倍，但投放人员数量仅增加10%左右，持续优化投放成本。

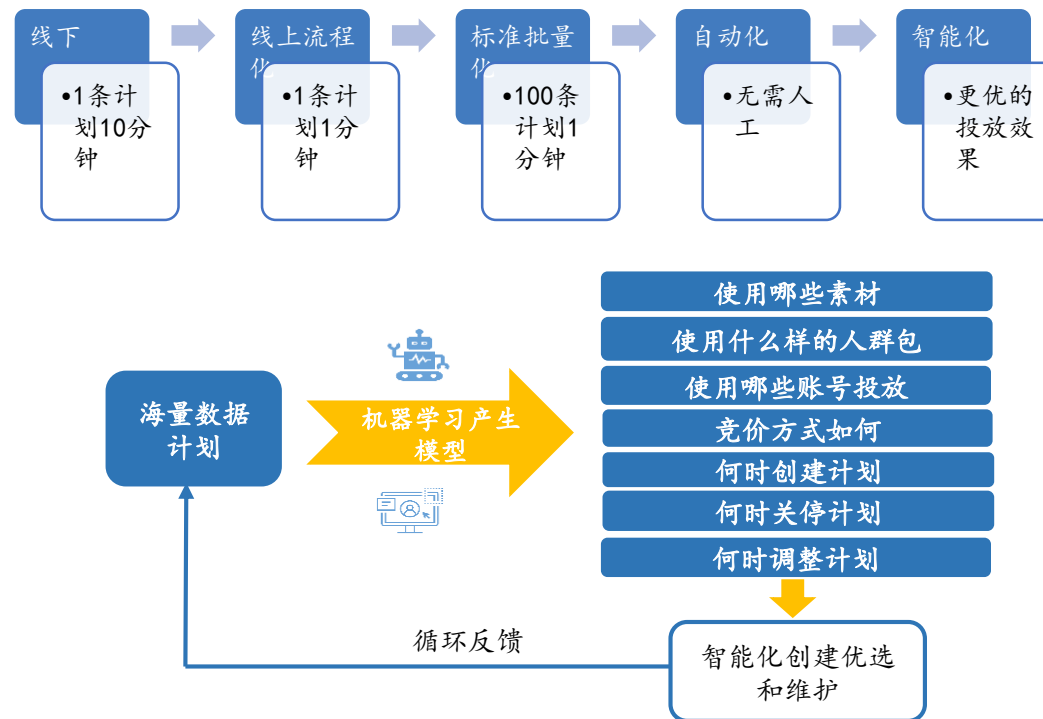
图：智能化投放平台



资料来源：游戏陀螺，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：三七互娱量子系统实现智能化投放

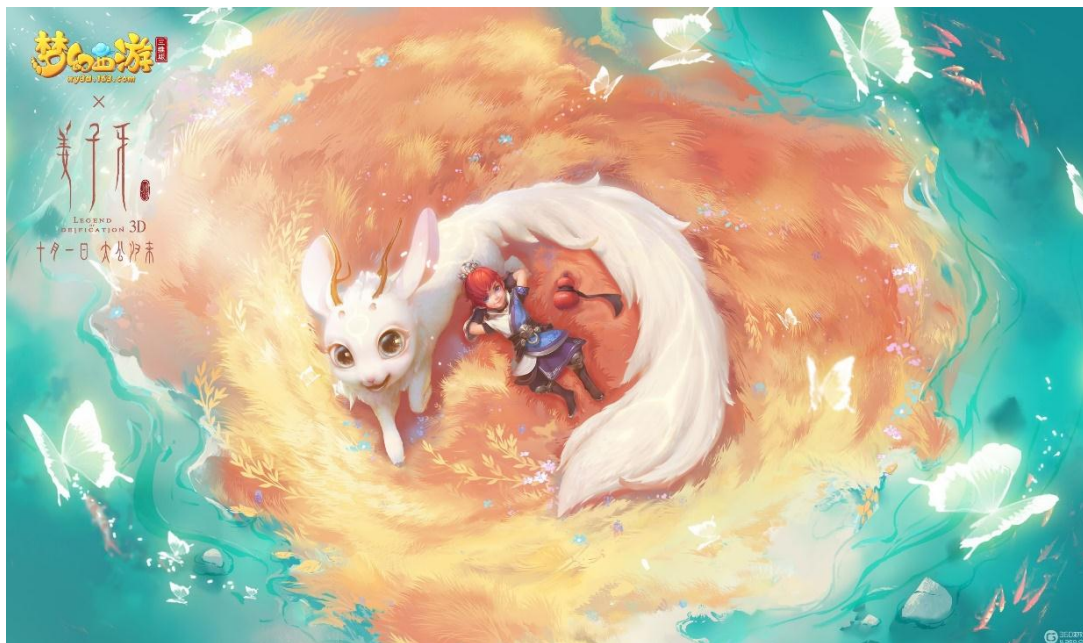


资料来源：三七互娱，国元证券研究所

## 4.3 如何理解买量能力？

- **品效合一：**网易、完美世界、灵犀互娱、莉莉丝、贪玩等游戏大厂已经率先开始主走品效合一的打法，以品牌化应对买量成本上行趋势。具体表现为：1) 买量素材精品化程度提升，充分展示游戏的高制作水平，凸显品牌实力；2) 在素材中与知名团队、IP进行跨品牌联动，增强品牌影响力。如灵犀互娱《三国志幻想大陆》与万合天宜团队联动，网易《梦幻西游》与电影《姜子牙》联动；3) 通过线上直播、线下梯媒等方式强化实现品牌营销。例如国庆期间，莉莉丝《万国觉醒》以及米哈游《原神》均在虎牙、B站等平台进行直播，贪玩游戏则率先采用梯媒投放《原始传奇》广告，进行引爆式营销，突出公司在传奇题材类的优势地位。

图：《梦幻西游》和《姜子牙》联动



资料来源：网络，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：《原始传奇》投放在分众传媒的广告



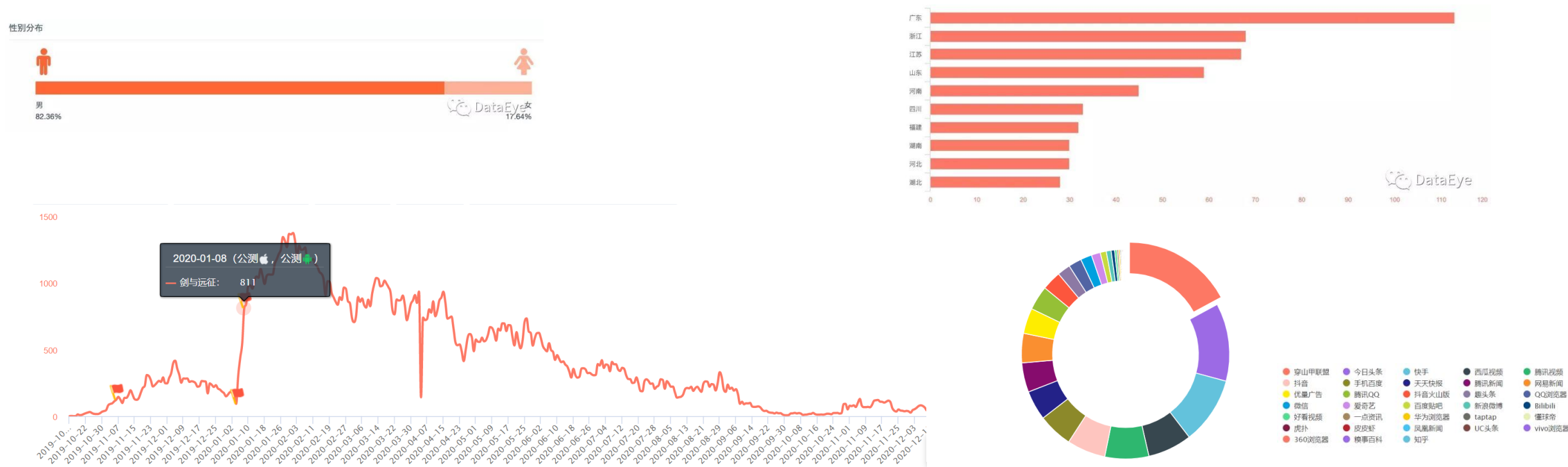
资料来源：网络，国元证券研究所



## 4.4 典型买量案例——《剑与远征》“包场式”营销

- 《剑与远征》是莉莉丝在国外成功出海产品，产品整体有过良好验证。大陆地区于2019年9月拿到版号，而产品则在2019年10月14日左右开始参与大的买量投放，前期产品铺垫期较长，10月开启预约，创下头条系预约产品记录。2020年1月《剑与远征》开启双平台公测，而从2020年1月6日开始迅速起量，整个Q1开启疯狂“包场式”买量投放，根据游戏陀螺数据，《剑与远征》一季度在核心单平台的投放就已超过5亿。整个买量周期接近一年。投放媒体上，穿山甲联盟、今日头条、快手、西瓜视频、腾讯视频位列前五。除此之外，《剑与远征》是国内首款在新兴流量平台采用大量KOL进行集中推广的手游，涵盖游戏和泛娱乐领域头部KOL。素材方面，相较于以往图文形式的宣传，以明星KOL+短视频结合的内容更为生动有趣。《剑与远征》的广告素材将反转梗，沙雕风，情景戏剧化深入灵魂，并利用TopView和信息流素材的深度曝光，最终实现了大幅破圈。

图：《剑与远征》买量数据



资料来源：Dataeye，国元证券研究所

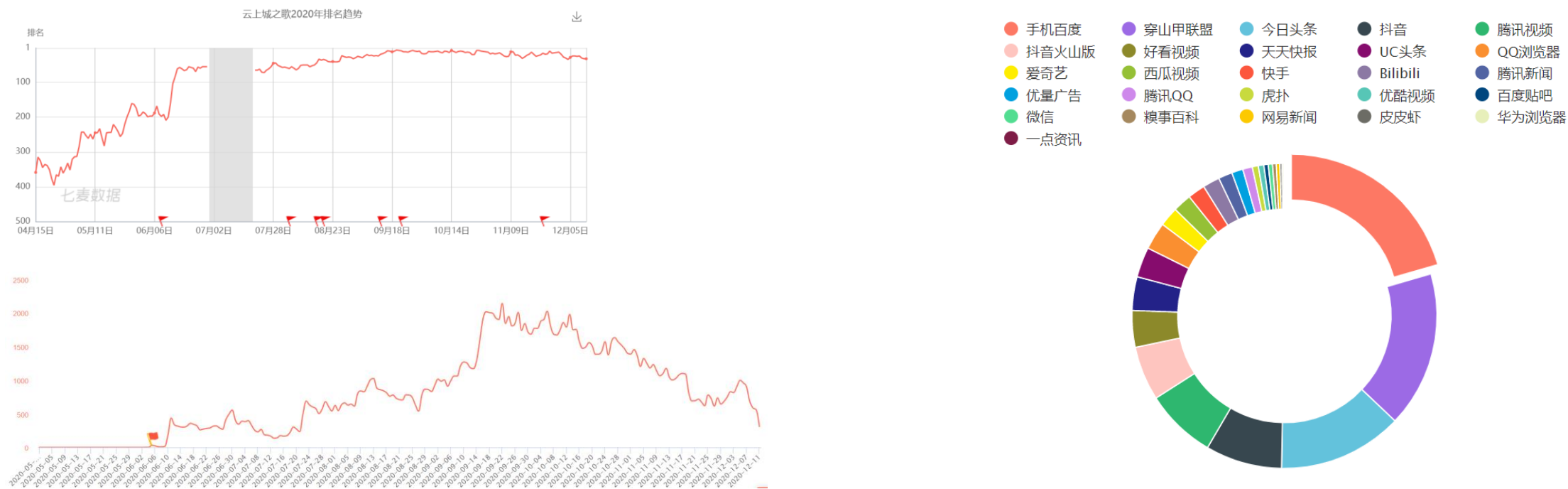
请务必阅读正文之后的免责条款部分



## 4.4 典型买量案例——三七产品之《云上城之歌》

- 《云上城之歌》4月上线，而整体规模买量从6月开始，根据Dataeye分析《云上城之歌》买量推广期划分为两个阶段，第一个阶段是6月1日-7月20日，整体买量规模维持在300组上下。在这个阶段，在头条系、腾讯系、快手、百度系等媒体均投放了一定量级的素材，其中占比较高的为今日头条/腾讯视频/快手/手机百度。第二个阶段是7月21日-9月2日，前半段整体买量规模维持在600组上下，后半段整体买量规模维持在860组上下。在这个阶段，《云上城之歌》调整了买量策略，主投百度系及头条系。随着买量规模和投放平台策略的调整，《云上城之歌》排名开始爬坡，并在9月19日进入iOS畅销榜前十。产品方面，《云上城之歌》3D动画画风，及轻度化处理的放置、MMORPG、养成等糅合玩法，都给吸量之路创造了良好的条件。素材上，《云上城之歌》并未沿袭三七传统的明星代言玩法，而是通过大量游戏主播素材进行传播，其比例高达69%，合作主播包括小团团、智勋、周淑怡等人。

图：《云上城之歌》的畅销榜排名、买量数据、投放媒体



资料来源：Dataeye，国元证券研究所

第一部分：行业——大赛道高景气，玩家数付费额两大维度支撑长期成长逻辑

第二部分：品类——重度品类头部厂商构建高壁垒，新品类孕育新机会

第三部分：研发——创意+工业化双轮驱动，大厂追求品类突破

第三部分：发行/渠道——买量规模超越联运，买量进入精细化时代

第四部分：投资逻辑及推荐标的

- 核心逻辑
- 推荐标的

第五部分：风险提示

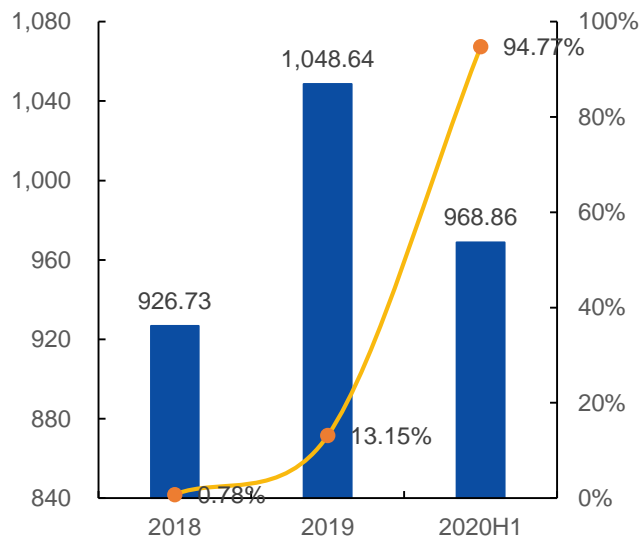
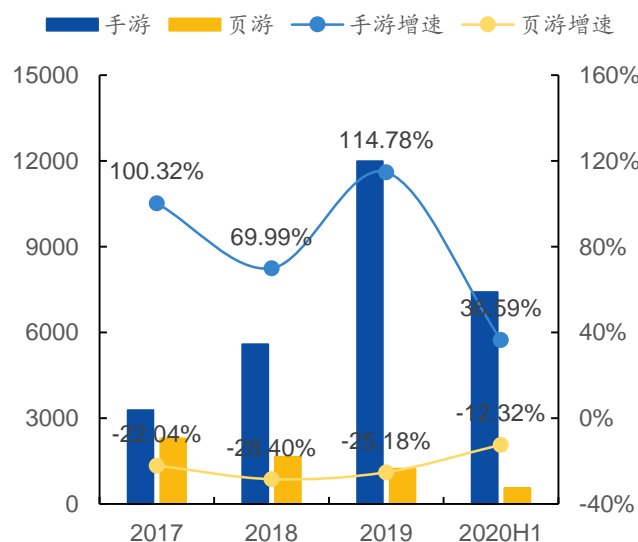
当前时点我们维持游戏行业“推荐”逻辑。

- 1、从行业看，移动游戏行业是典型的大赛道高景气，整体国内+出海整体规模2335亿，是文娱产业第一大赛道，而2020前三季度国内侧增速高达37%。玩家数和付费额两大维度支撑行业长期成长逻辑，用户侧：疫情加速线上娱乐渗透率提升以及线上对于线下娱乐的替代、长期看，由于手游特别是中重度手游有明显的操作门槛，呈现非常明显的代际渗透差距，85后为核心群体，随着人口代际迁移，潜在核心用户渗透率将持续提升。且游戏的互动性、成瘾性比其他娱乐方式所不可替代的，长期需求旺盛。付费角度：手游付费率位居所有在线付费赛道之首，其商业化模式灵活柔性，变现效率极高，IAA+IAP模式最大化各类产品商业价值。市场格局来看，头部腾讯网易在18年前快速上升在18年达到高位后开始保持相对稳定，政策收紧叠加成本上行，使得尾部厂商加速淘汰，以三七为代表二线龙头近年来市占率提升。**
- 2、细分品类看，以RPG为核心的重度品类研发及IP门槛高，集中度高，大厂已构建核心壁垒。策略类、放置类、女性向、二次元等新品类具备弯道超车机会。**
- 3、研发方面：游戏内核为创意+工业化双轮驱动，其中工业化程度非常高，数据多维度介入保证成功概率，在精品化浪潮下整体研发投入和周期呈现明显的拉升趋势，大厂优势逐渐拉大。另一方面，头部厂商如腾讯、网易、三七互娱、完美世界等头部厂商通过对外投资以及收编团队的方式扩充团队开拓新的品类战场。**
- 4、发行和渠道侧：买量模式打破渠道垄断，2019年买量市场占移动游戏市场比例达到56%。买量高增长叠加游戏精品化趋势，头部产品对于渠道议价能力提升，安卓渠道50%高分成逐渐被动摇。同时视频类素材快速崛起，2019年已超过图片成为第一大品类素材，其良好的沉浸感和可创作深度使得买量优化空间加大。**
- 5、推荐关注精品研发商以及垂类优质渠道。三七互娱、完美世界、吉比特、掌趣科技、哔哩哔哩、心动公司、祖龙娱乐、友谊时光、姚记科技、宝通科技、世纪华通。**

- 精于流量运营，推进“精品化、多元化、平台化、全球化”的发展策略。从页游到手游时代，擅长流量经营，同时自研（极光）数值类产品成功率高，爆款率高，核心产品包括传奇向《一刀传世》、奇迹向《永恒纪元》、《精灵盛典》等，市占率持续提升，2019年发行口径市占率达到10.44%，位列全市场第3，仅次于腾讯、网易。
- 2019年以来不断扩充品类，提升研发实力，布局全球化发行，海外收入上半年贡献9.69亿收入，同比接近翻倍。持续拓展包括SLG、卡牌、模拟经营、女性向、泛二次元等多个细分景气方向。后续产品节奏方面，目前S级奇迹向《荣耀大天使》预计2021年Q1发行。《斗罗大陆》3D有望2021上半年上线。
- 预计2020-2022年EPS为1.41/1.67/1.97元，给予“买入”评级。

图：三七互娱手游及页游收入（百万）及增速

图：三七互娱海外收入及增速



表：三七互娱Pipeline

游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	预计上线时间	版号
荣耀大天使	移动游戏	MMORPG、魔幻	自研	2021Q1	有
斗罗大陆3D	移动游戏	ARPG	自研	2021上半年	无
一千克拉的女王	移动游戏	女性向	代理	2021	有
代号DS	移动游戏	科幻都市题材 MMORPG	代理		无
代号DL	移动游戏	卡牌、模拟经营	自研		无
代号NB	移动游戏	-	自研		无
代号攻城	移动游戏	RPG	代理		无
叫我大掌柜	移动游戏	模拟经营类	-		无
代号OX	移动游戏	卡牌类	-		无
FRZ	移动游戏	SLG类	-		无
FO	移动游戏	SLG类	-		无
代号CM	移动游戏	休闲RPG类	-		无
代号E	移动游戏	MMO类	-		无
代号AH	移动游戏	MMO类	-		无

资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

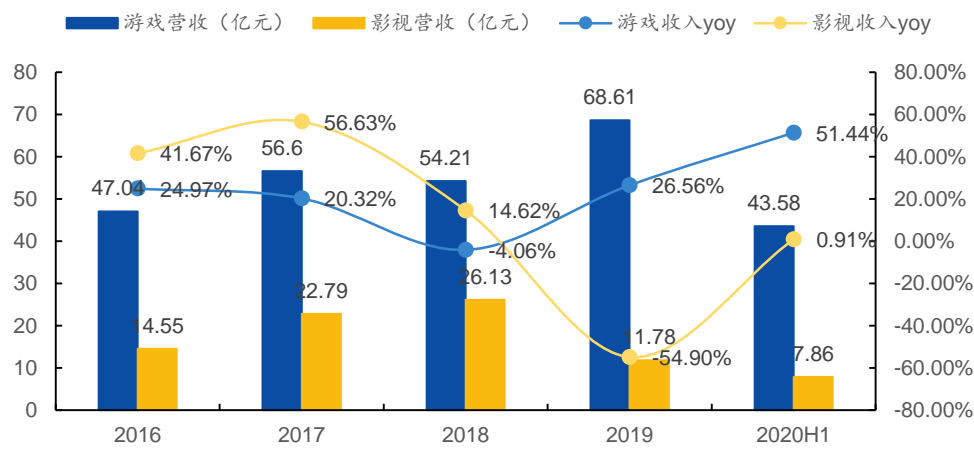
资料来源：公司公告，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分



- 完美世界游戏业务PC端游、移动游戏、主机游戏三驾马车多元化发展，公司以端游起家，具备丰富的IP储备，近年来通过“端转手”实现《武林外传》、《神雕侠侣》、《新笑傲江湖》手游、《诛仙》手游、《完美世界》手游等项目的连续爆款。完美世界在MMO手游细分市场位列第二，该类型市场规模2019年488亿，且具备典型的长研发周期、高研发成本的特点，基本被网易、完美、腾讯、祖龙等几家大厂瓜分，格局稳定。2019年公司游戏业务实现收入68.61亿，同比增长26.56%；净利润18.98亿，同比增长38.70%。2020H1公司游戏业务实现收入51.44亿，同比增长40.68%，净利润11.57亿，同比增长25.07%。
- 买量发行能力快速补足，吸收成熟研发团队拓展ARPG、二次元、开放世界、回合制、放置类等新品类。买量方面，2020年新品《新神魔大陆》尝试较大规模买量发行，获得成功，首月流水接近5亿，10月流水依然稳定在2亿级别。新品产品方面，明年有望推出《梦幻新诛仙》（原神武团队，战略级产品）、ARPG《战神遗迹》（龙之谷团队）、《幻塔》（开放世界MMO）以及一拳超人、仙剑等IP新品。
- 预计2020-2022年公司EPS为1.22/1.40/1.57元，给予“买入”评级。

图：完美世界游戏及影视业务收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表：完美世界游戏Pipeline

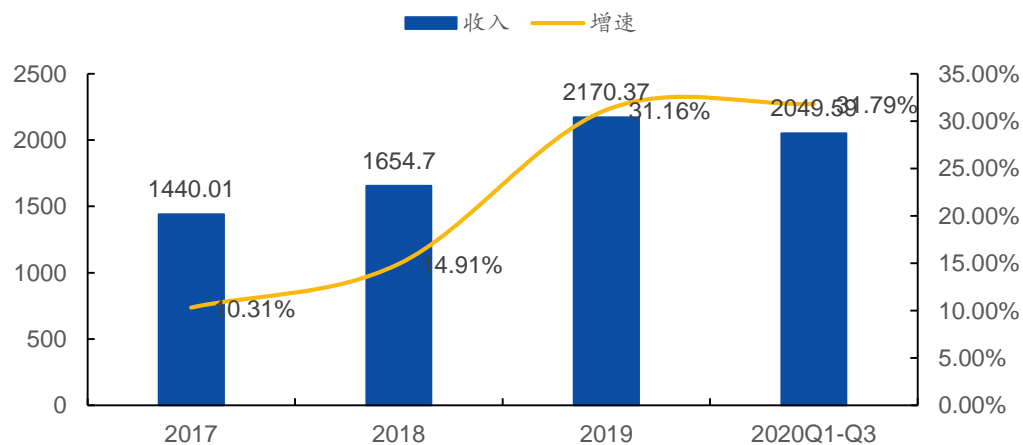
游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	预计上线时间	版号
梦幻新诛仙	移动游戏	RPG	自研	2021上半年	有
幻塔	移动游戏	RPG	自研	2021上半年	无
战神遗迹	移动游戏	RPG	自研	2021上半年	有
一拳超人手游	移动游戏	二次元3d动作RPG	自研		无
仙剑奇侠传	移动游戏	回合制RPG	自研		无

资料来源：公司公告，国元证券研究所

# 吉比特：长线运营能力突出，布局放置/SLG等新品类

- 长线运营能力突出，《问道》手游2016年上线至今依然保持良好生命力。2019年《问道》手游月活用户数增长34%，流水增长20%。公司通过多样化营销活动不断扩大问道IP影响力，并在每年进行数次大版本更新+小版本迭代，近一年更新次数达到25次，不断调优游戏内容。每年三大服涵盖周年庆、双旦和国庆，在活动期间通过集中宣发刺激流水增长，9月中的国庆活动后，公司流水稳步回升至畅销榜20位左右。
- 代理+研发布局新品类，新品商业化能力有所提升。公司旗下运营平台雷霆游戏，通过代理发行布局精品手游，涵盖Roguelike、MMO、放置类、女性向、休闲等多品类，其中在Roguelike领域独树一帜，建立了核心优势。另一方面公司成立吉相资本，通过投资绑定多家优质研发公司及团队。今年投资的研发商青瓷推出《最强蜗牛》、9月公司发行新放置手游《不朽之旅》及Roguelike+ARPG手游《魔渊之刃》，均取得不俗流水表现，商业化能力持续改善。新品方面，《摩尔庄园》、自研《一念逍遥》等项目已取得版号待发。
- 预计2020-2022公司EPS为15.32/17.87/19.77元，给予“买入”评级。

图：吉比特收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

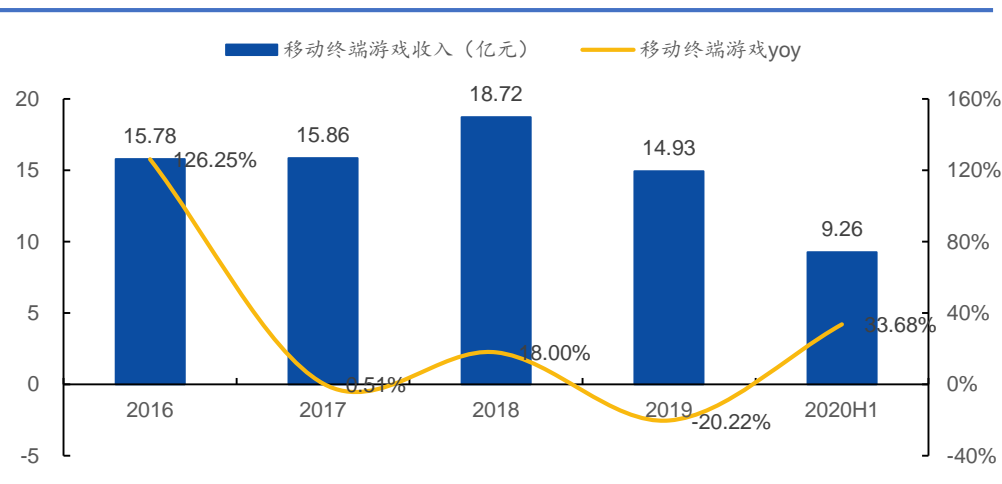
表：吉比特游戏Pipeline

序号	游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理
1	摩尔庄园	移动游戏	养成	代理
2	精灵魔塔	移动游戏	Roguelike	代理
3	石油大亨	移动游戏	模拟经营	代理
4	纪元：变异	PC端游戏	ARPG	代理
5	一念逍遥	移动游戏	放置	自研
6	冒险与深渊	移动游戏	放置养成	代理
7	军团	移动游戏	Rogue-lite	代理
8	白之物语	移动游戏	MMORPG	代理
9	复苏的魔女	移动游戏	二次元RPG	代理
10	爱丽丝的精神审判	移动游戏	解谜推理	代理
11	四目神	移动游戏	解谜推理	代理
12	摸金校尉之九幽将军	移动游戏	生存冒险	代理

资料来源：公司公告，国元证券研究所

- **MMO和卡牌领域具备优势，整合头部IP资源，UE4助推精品游戏升级。**公司通过对网禅投资。获得“奇迹”这一全球性IP的深度绑定，已上线《全民奇迹》、《奇迹：觉醒》、《真红之刃》，以及预备上线的《全民奇迹2》、《罗兰创世录》等多款奇迹IP授权之作。研发方面，子公司天马时空专注MMORPG，玩蟹科技则以卡牌见长，推出过《拳皇98终极之战OL》、《一拳超人：最强之男》等多款产品。公司注重研发，Unity3D、H5和UE4引擎为公司保有研发优势的“三驾马车”，为公司未来开辟更高的产品层级以及游戏玩法的融合和进化打下基础。
- **新发手游表现良好，明年产品值得期待。**由腾讯代理+街机经典IP的《街霸：对决》于2020年11月底上线，还原经典连击招式和游戏场景，并加入潮流元素吸引年轻用户群，辅以买量、跨界联动和周杰伦代言等营销方式，上线一周内保持IOS游戏畅销榜前10。此外，公司基于UE4引擎打造的奇迹IP《全民奇迹2》画质相较使用U3D的前作有大幅提升，有望重复前作的成功路径。
- **预计2020-2022年公司EPS为0.22/0.37/0.44元，给予“买入”评级。**

图：掌趣科技移动端游戏收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

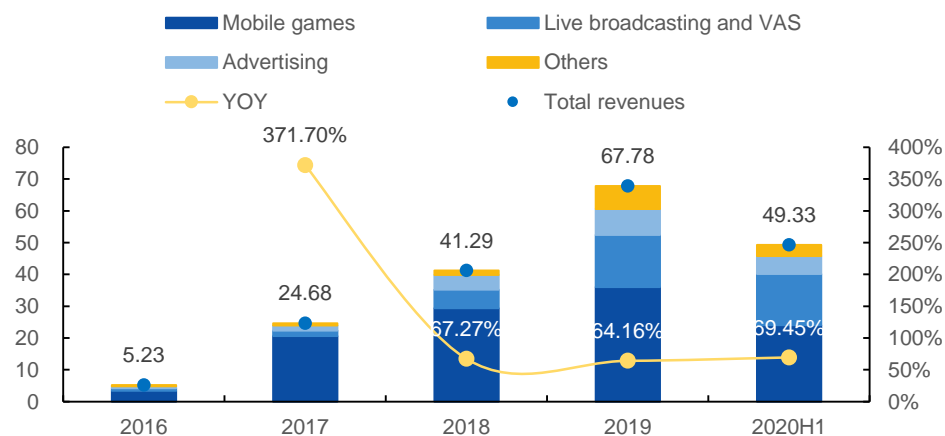
表：明年重点游戏

游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	预计上线时间	版本号
全民奇迹2	移动游戏	MMORPG	自研	2021Q1	有
那些需要守护的	移动游戏	塔防	自研		有
修普诺斯	移动游戏	卡牌	自研		有
黑暗之潮	移动游戏	MMORPG	自研		有
罗兰创世录	移动游戏	MMORPG	自研		无

资料来源：公司公告，国元证券研究所

- 以契合平台调性的二次元游戏为突破口，联运+代理发行业务协同发展。作为国内最大二次元用户聚集地，2016年前B站聚焦核心二次元用户，游戏发行业务以联运模式为主，2016年9月公司独家代理《FGO》，通过“热门IP+人气明星”宣发方式，由核心圈层向泛二次元用户拓展，国服上线后《FGO》构成B站游戏业务的主要收入来源。运营上，B站注重游戏与站内PUGV联动，营造交流互动的社区氛围，构建核心内容壁垒，并陆续上线《碧蓝航线》、《明日方舟》、《公主连结》等产品，扩充手游矩阵。随着公司游戏矩阵扩展和优化，2017-2019年，支柱产品《FGO》营收贡献占比分别为72%、74%、58%，《碧蓝航线》营收贡献占比分别为13%、11%、10%，对核心游戏的依赖性逐年下降。
- B站后续游戏储备丰富，独代游戏数量进一步上升。公司7月31日召开新游发布会推出11款独代游戏新品。包括机甲题材的《终末阵线：伊诺贝塔》、模拟经营类游戏《工匠与旅人》、偶像养成类《宝石幻想：光芒重现》、海战策略类《黑潮：深海觉醒》、二次元卡牌游戏《拾光梦行》等，独代数量及品类进一步扩充。
- 预计2020-2022年公司EPS为-8.34/-5.92/-0.80美元。

图：哔哩哔哩分业务收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表：明年重点游戏

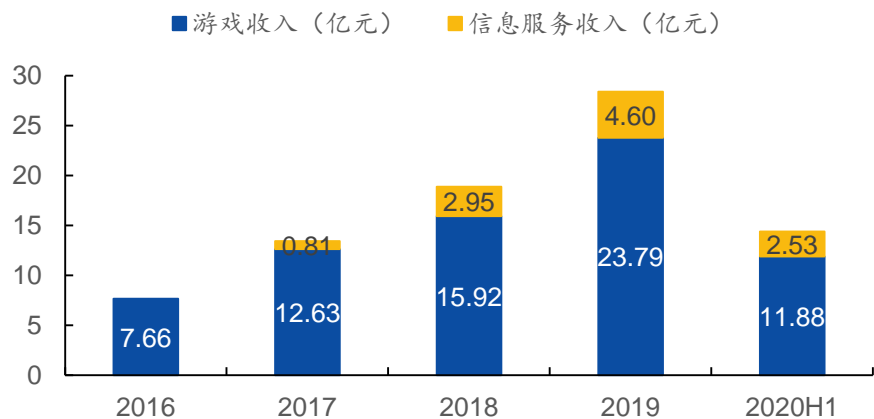
游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	版本号
终末阵线：伊诺贝塔	移动游戏	机甲射击	代理	有
机动战姬：聚变	移动游戏	科幻机娘	代理	有
拾光梦行	移动游戏	卡牌/剧情向冒险游戏	代理	有
宝石幻想：光芒重现	移动游戏	偶像养成	代理	无
黑潮：深海觉醒	移动游戏	海战策略	代理	无
工匠与旅人	移动游戏	模拟经营类游戏	代理	无
空匣人型	移动游戏	ARPG	代理	无
悠久之树	移动游戏	日式RPG	代理	无
灵笼：火种	移动游戏	RPG	代理	无

资料来源：公司公告，国元证券研究所



- 公司游戏产品组合数量众多、品类多元，助力公司游戏收入持续增长。截止2020年6月，公司的产品组合共包括35款网络游戏和11款付费游戏，覆盖MMORPG、MOBA、SLG、战术竞技、塔防等诸多品类；其中，战术竞技游戏《香肠派对》、MMORPG《仙境传说M》是公司的头部产品；得益于现有游戏组合的优异表现，公司游戏收入从2016年的7.66亿元迅速增至2019年的23.79亿元。
- TapTap用户规模持续扩张，社区生态日渐完善。公司旗下TapTap是国内领先的游戏社区，2020上半年，TapTap平均MAU已增至2480万，同比增幅高达51.9%；而在新版本的APP中，TapTap加入了“动态”功能模块以提高UGC内容的曝光度并实现了游戏与社区的账号体系互通，同时，TapTap的开发者服务TDS也即将上线，有望助力开发者进一步提升在TapTap的游戏发布效率。
- 公司自研能力提升明显，项目储备品类丰富。公司明年共有5款重点游戏，覆盖5种不同的游戏品类，其中《火炬之光：无限》等3款游戏为公司自研产品，2020年6月，公司研发人员数量已增至880人，未来自研游戏在公司产品储备中的比重也有望进一步提升。
- 2020-2022年公司EPS为0.91/1.24/1.65港币。

图：心动公司分业务营业收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表：明年重点游戏

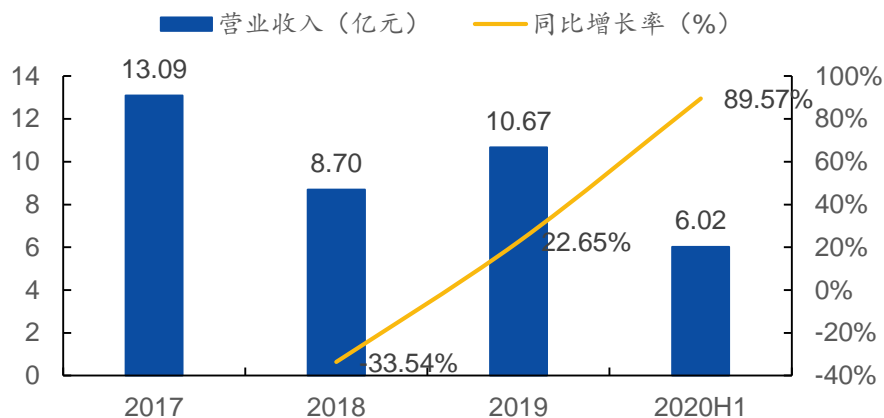
游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	预计上线时间	版号
火炬之光：无限	移动游戏	ARPG	自研	2021年下半年	无
心动小镇	移动游戏	生活模拟社交	自研	2021年上半年	无
项目A	移动游戏	MMORPG	自研	2021年下半年	无
人类跌落梦境	移动游戏	休闲益智	代理	2020年下半年	有
泰拉瑞亚	移动游戏	沙盒	代理	2020年下半年	有

资料来源：公司公告，国元证券研究所

# 祖龙娱乐：以虚幻引擎打造头部产品，拓展重度游戏品类

- **聚焦重度游戏赛道，以UE4引擎打造高画面、高品质的旗舰级产品。**公司的前身祖龙工作室创立于1997年，曾在端游时代推出《完美世界》、《诛仙》等诸多优秀的MMORPG作品，得益于公司在重度游戏品类的深厚积淀，祖龙娱乐在正式成立后迅速成为了MMORPG手游市场的龙头厂商；弗若斯特沙利文数据显示，2019年公司占据了MMORPG手游市场5.6%的份额，位列行业第三；2019年，公司基于UE4引擎打造的MMORPG手游大作《龙族幻想》大获成功，首月流水突破6亿元，推动公司当年营业收入同比增长22.65%；2020上半年，《龙族幻想》相继在欧美、日本、东南亚地区上线，得益于该作的优异表现，2020年1-6月，公司实现营业收入6.02亿元，同比增幅达89.57%。
- **公司首款SLG游戏表现优异，多部UE4大作蓄势待发。**公司在MMORPG市场取得成功，迅速将研发能力延伸至同为重度品类的SLG领域；2020年10月21日，公司首款SLG游戏《鸿图之下》正式上线，取得首月流水超3亿元的优异成绩，此外，《鸿图之下》还在2020年11月的虚幻引擎技术开放日中获得了最佳游戏作品奖项；产品储备方面，公司明年有《梦想新大陆》、《诺亚之心》、《三国群英传》总计3款由UE4引擎制作的重点游戏，其中，《梦想新大陆》更是全球第一款基于UE4引擎打造的回合制手游，具有里程碑意义。
- **2020-2022年公司0.44/1.30/1.75港币。**

图：祖龙娱乐营业收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

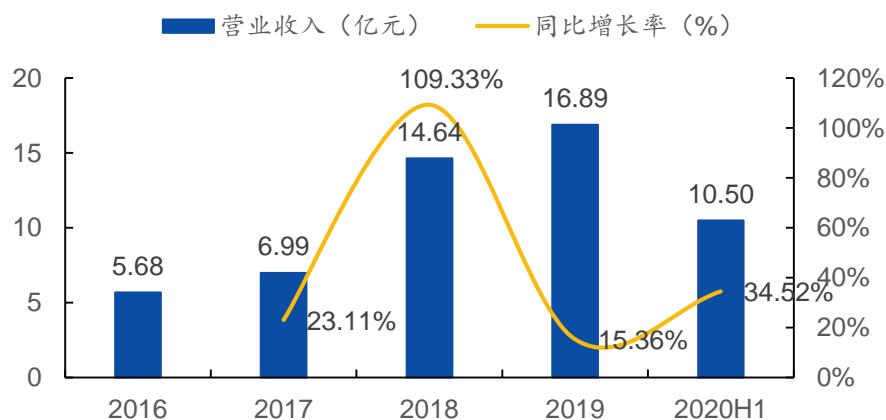
表：明年重点游戏

游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	预计上线时间	版号
梦想新大陆	移动游戏	MMORPG	自研	2020Q4	有
诺亚之心	移动游戏	MMORPG	自研	2021Q1	无
三国群英传	移动游戏	SLG	自研	2021Q4	无

资料来源：公司公告，国元证券研究所

- **深耕女性向游戏赛道，自主发行能力突出。**公司是以女性向游戏见长的精品游戏厂商，曾先后推出《浮生为卿歌》、《熹妃Q传》以及《宫廷计手游》等知名女性向游戏产品，其中，于2019年12月上线的古风题材游戏《浮生为卿歌》最高曾位列中国内地iOS游戏畅销榜第5名，并长期保持畅销榜前15名的位次；此外，公司还拥有出色的自主发行能力，截止2019年8月，公司产品组合中的全部12款游戏在中国大陆地区均由公司自主发行，通过自主发行，公司可掌握游戏产品运营推广的主动权，实现收益的最大化；得益于公司游戏组合的良好表现，公司营业收入大幅增长，从2016年的5.68亿元迅速增至2019年的16.89亿元，2020上半年，公司实现营业收入10.50亿元，同比增长34.52%。
- **储备产品题材多元化，可覆盖不同偏好的女性玩家群体。**公司明年有《此生无白》、《海岛梦想家》等多款移动游戏，覆盖古风、国风、欧美风、都市等多种题材风格，能较好地满足女性用户群体日趋差异化、多样化的游戏需求。
- **2020-2022年公司EPS0.24/0.32/0.37港币。**

图：友谊时光营业收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

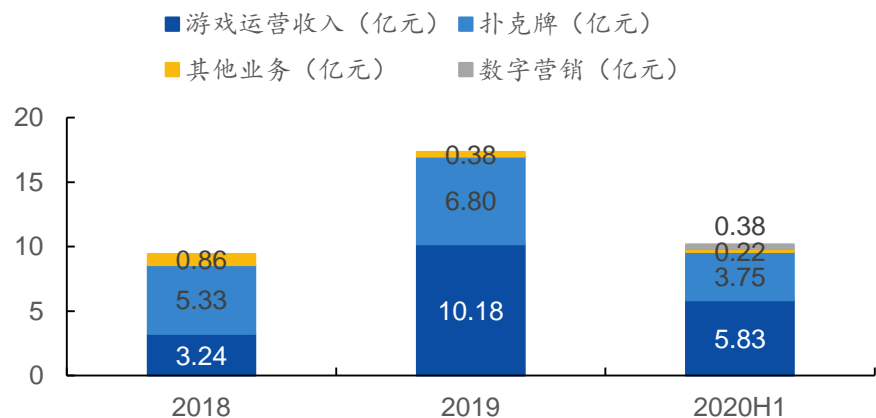
表：明年重点游戏

游戏名称	客户端类型	游戏类型	版号
此生无白	移动游戏	国风仙缘社交	有
代号：WAF	移动游戏	都市女性成长励志	无
代号：FS2	移动游戏	新一代女性向古风	无
代号：LYN	移动游戏	新国风女性向	无
海岛梦想家	移动游戏	欧美风格模拟经营	无

资料来源：公司公告，国元证券研究所

- 以棋牌品类为核心构建休闲游戏产品矩阵，通过品牌协同效应助力游戏业务发展。公司的前身姚记扑克创立于1994年，是中国主要的扑克牌生产企业之一，市占率超过30%；2018年，公司以6.68亿元的价格成功收购了成蹊科技53.45%的股权，开始向网游领域转型。2019年成蹊科技实现营业收入9.39亿元，同比增长117.71%；实现净利润3.68亿，同比增长106.92%，公司也顺势在2019年4月收购了成蹊科技的剩余股权；此外，公司还在2018至2019年间，通过直接和间接的方式收购了主攻出海方向的休闲游戏厂商大鱼竞技的全部股份，成功将公司的游戏业务扩展至海外市场。
- 广告变现增强游戏货币化空间，营销端投资布局有望推动游戏业务进一步增长。2020上半年，公司开始大力引入广告变现的商业模式，在2020年1月上线的棋牌游戏《小美斗地主》中，公司加入了激励视频广告，玩家可在游戏中通过点击广告获得游戏币等物品；此外，公司还加大了互联网营销领域的投资布局，2020年6月，公司以2.6亿元的价格完成了对芦鸣科技剩余股权的收购，通过对互联网营销企业芦鸣科技的收购，公司有望进一步提升休闲游戏买量的ROI，增强公司游戏业务的盈利能力。
- 2020-2022年公司EPS为2.73/2.17/2.79元，给予“买入”评级。

图：姚记科技分业务收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表：公司主要产品

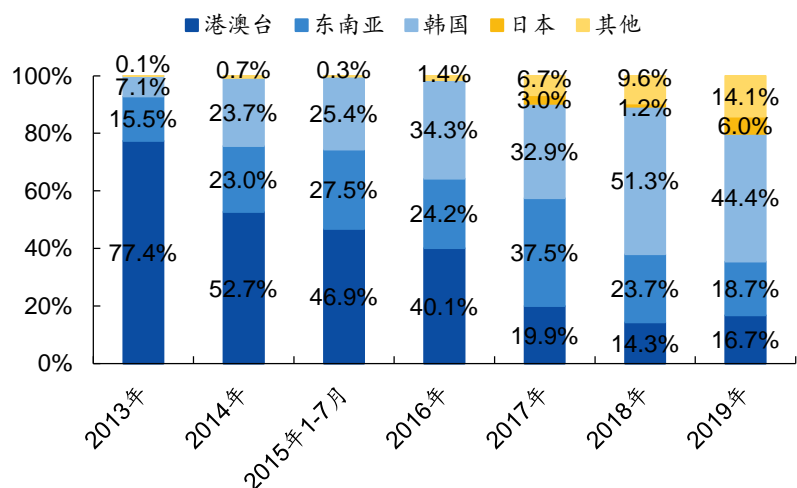
游戏名称	客户端类型	游戏类型	平台	主要市场
小美斗地主	移动游戏	棋牌	安卓、iOS	中国内地
捕鱼大侠	移动游戏	休闲	安卓	中国内地
姚记捕鱼	移动游戏	休闲	安卓	中国内地
鱼丸捕鱼大作战	移动游戏	休闲	安卓	中国内地
鱼丸深海狂鲨	移动游戏	休闲	安卓	中国内地
指尖捕鱼	移动游戏	休闲	安卓、iOS	中国内地
鱼丸斗地主	移动游戏	棋牌	安卓	中国内地
火爆连连消	移动游戏	消除	安卓	中国内地
Bingo Party	移动游戏	休闲	安卓、iOS	海外
Bingo Journey	移动游戏	休闲	安卓、iOS	海外

资料来源：公司公告，国元证券研究所

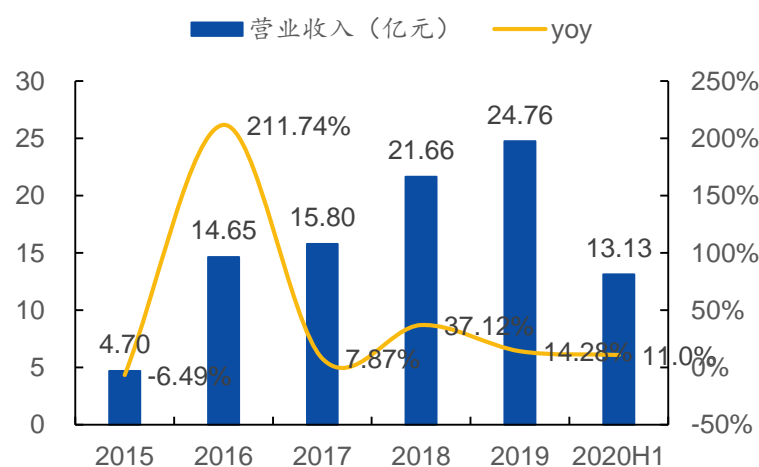


- 旗下易幻网络为海外区域游戏发行龙头，整体游戏基本盘扎实，多年本地化运营的经验使得易幻在港澳台、东南亚以及韩国市场具备较强的区域优势，2019年来突破日本、大陆及欧美等大市场。目前在运游戏超过70款，每年代理的S及A+级别产品数量保持稳定增长。自研普罗米修斯软件系统、塔罗软件系统以及GM Tool，辅助游戏运营、广告投放和产品调优，目前平台已积累了2-3亿用户，48亿多条用户数据。2020年公司产品侧从纯代理扩展到定制及合作开发，市场策略上则加大日本市场投入力度，同时试水中国大陆和欧美市场，定位大陆市场的上海易幻于9月10日正式开业，11月25日二次元轻策略卡牌产品《梦境连接》日本上线，拿下iOS&Google Play免费榜双位第一。大市场的突破有望拉动易幻流水规模走上新的台阶。
- 子公司海南高图主攻MMO、SLG以及放置经营三个品类，以欧美市场为核心。目前在各品类下推出《War and Magic》、《Dragon Storm Fantasy》以及《King 's Throne: Game of Lust》。
- 聚获主攻二次元游戏研发，核心产品《终末阵线：伊诺贝塔》即将面世，由B站独家发行。
- 预计2020-2022EPS为1.03/1.59/1.97元，给予“买入”评级。

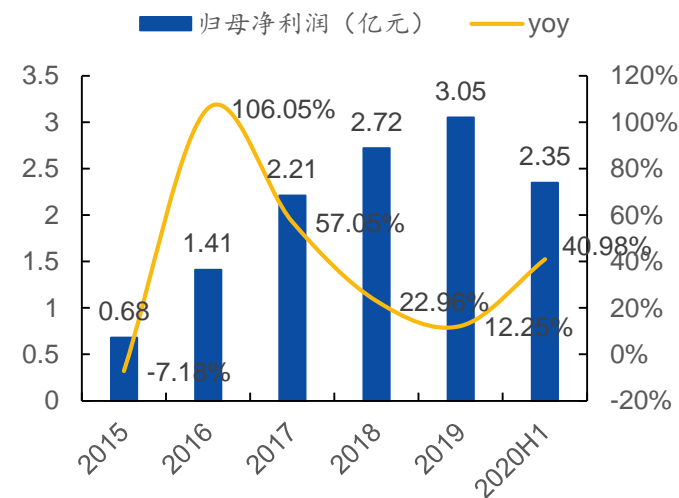
图：易幻网络地区收入分布情况



图：宝通科技营业收入及增速



图：宝通科技营业归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表：核心标的

公司代码	公司名称	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002555.SZ	三七互娱	28.44	600.72	1.37	1.67	1.97	21.10	17.03	14.44
002624.SZ	完美世界	27.00	523.70	1.22	1.40	1.57	22.13	19.29	17.20
603444.SH	吉比特	401.00	288.18	15.32	17.87	19.77	26.17	22.44	20.28
300315.SZ	掌趣科技	5.80	159.93	0.22	0.37	0.44	26.36	15.68	13.18
BILI.O	哔哩哔哩	75.71	248.42	-8.34	-5.95	-0.80	-	-	-
2400.HK	心动公司	41.60	178.69	0.91	1.24	1.65	45.71	33.55	25.21
9990.HK	祖龙娱乐	23.70	185.94	0.44	1.30	1.75	53.86	18.23	13.54
6820.HK	友谊时光	2.11	43.62	0.24	0.32	0.37	8.79	6.59	5.70
002605.SZ	姚记科技	27.21	109.38	2.73	2.17	2.79	9.97	12.54	9.75
300031.SZ	宝通科技	19.15	75.98	1.00	1.40	1.64	19.15	13.68	11.68
002602.SZ	世纪华通	7.72	575.34	0.49	0.59	0.69	15.70	13.19	11.25

资料来源：Wind, 国元证券研究所

注：哔哩哔哩单位为美元，心动公司/友谊时光/祖龙娱乐为港币

第一部分：行业——大赛道高景气，玩家数付费额两大维度支撑长期成长逻辑

第二部分：品类——重度品类头部厂商构建高壁垒，新品类孕育新机会

第三部分：研发——创意+工业化双轮驱动，大厂追求品类突破

第三部分：发行/渠道——买量规模超越联运，买量进入精细化时代

第四部分：投资逻辑及推荐标的

第五部分：风险提示

- 新游戏上线表现不及预期，老游戏流水过快下滑，行业政策风险





## (1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

## (2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

### 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)