

证券研究报告

2021年01月07日

行业报告 | 行业深度研究

互联网传媒

产品精品趋势不改，关注细分领域突围

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

- 1. 继续看好游戏行业，手游及出海仍有想象空间，看好研发能力持续提升的国内游戏厂商。**我们认为虽然目前手游市场已过2000亿，但是在各细分品类上的分布非常不平均，主要是靠产品数量多、国内发展时间长的角色扮演类游戏支撑。SLG、FPS近年随产品面世占比有所提升，放置类更是在20年异军突起，证明游戏行业在细分类型上仍有挖掘空间——**挖掘细分游戏品类就是开拓新的目标用户群体以及付费空间**，例如二次元游戏用户目前1.2亿人与手游用户6.5亿人相比仍有较大挖掘空间。
- 2. 除最大的RPG品类，SLG（出海功能）、二次元、放置类、女性向等细分赛道非常值得关注。**率土类《率土之滨》、《三国志·战略版》等产品商业化设计提升整体用户体验，战略玩法创新推动长期留存与付费表现，国内SLG产品出海如《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》已成为欧美畅销榜TOP产品。《原神》凭借高质量的开放世界MMORPG玩法，流水表现优异（全球首月流水突破2.5亿美金），继续引领二次元叠加玩法的创新风潮。放置类赛道，针对碎片化时间的游戏需求，营收表现高于市场平均水平，《剑与远征》、《最强蜗牛》、《江南百景图》等产品挖掘新的用户空间。女性向《恋与制作人》、《浮生为卿歌》持续挖掘女性游戏消费。
- 3. 投资观点：**前期游戏行业因为担心增速、竞争格局变化等原因导致股价下降，目前各大厂游戏进入上线周期（网易《天谕》、三七《荣耀大天使》等），优质内容厂商相较渠道议价能力有望提升，21年的pipeline也逐渐明晰，对21年行业增速的忧虑或将减弱，对应21年行业估值中枢15x处于历史低位水平，我们给予游戏行业“买入”评级。海外优先推荐龙头【**腾讯、网易**】、渠道格局变化建议关注【**Bilibili、心动（TAPTAP）**】，A股【**三七互娱、完美世界、吉比特、富春股份、凯撒文化、巨人网络、掌趣科技、宝通科技**】等。

风险提示：市场竞争加剧、游戏延迟时间、研发失败或表现不及预期、政策变化等风险。

目录

1 移动游戏行业概况

1.1 手游及出海增长亮眼，季度环比增长反映高景气

1.2 头部游戏趋势分化，细分品类机会渐出

1.3 版号与需求推动内容精品化趋势，关注游戏研发和长线运营能力

1.4 文娱游戏电商教育买量竞争加剧，游戏中SLG与RPG投入较大

1.5 优质内容议价能力提升，超级APP崛起降低对渠道联运的依赖

2 移动游戏品类介绍

2.1 《王者荣耀》——MOBA类一枝独秀

2.2 PUBG、COD牵头——射击类快速增长

2.3 SLG玩法不断创新迭代，细分领域百家争鸣

2.4 看好二次元赛道，《原神》引领二次元新潮流

2.5 放置类手游正在崛起，碎片化内容切中用户痛点

2.6 激发女性玩家消费潜力，女性向市场大有可为

2.7 游戏Pipeline关注大厂与其绑定的优质CP，看研发和流量价值

3. 投资观点及风险提示

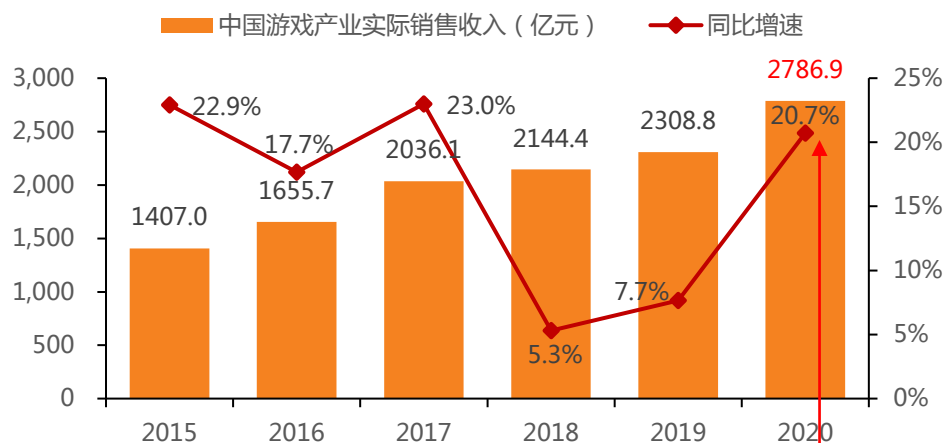
3.1 投资观点与风险提示

3.2 行业估值

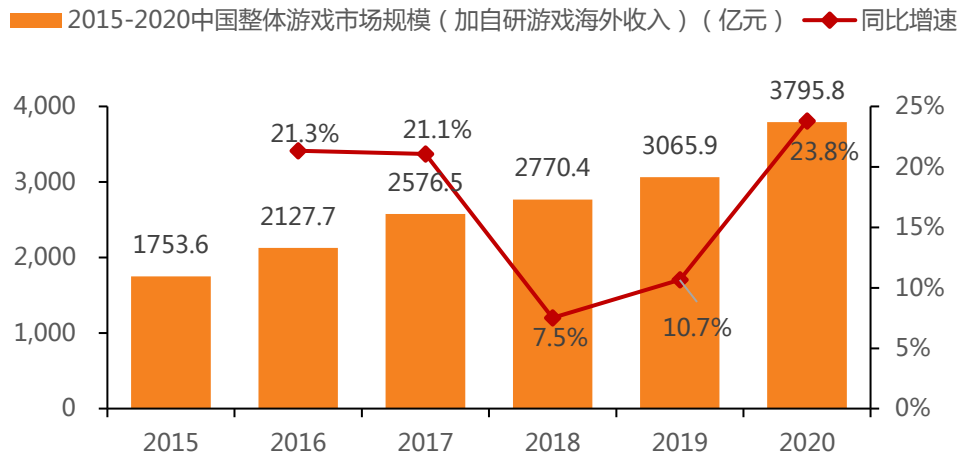
1 移动游戏行业概况

1.1 手游及出海增长亮眼，季度环比增长反映高景气

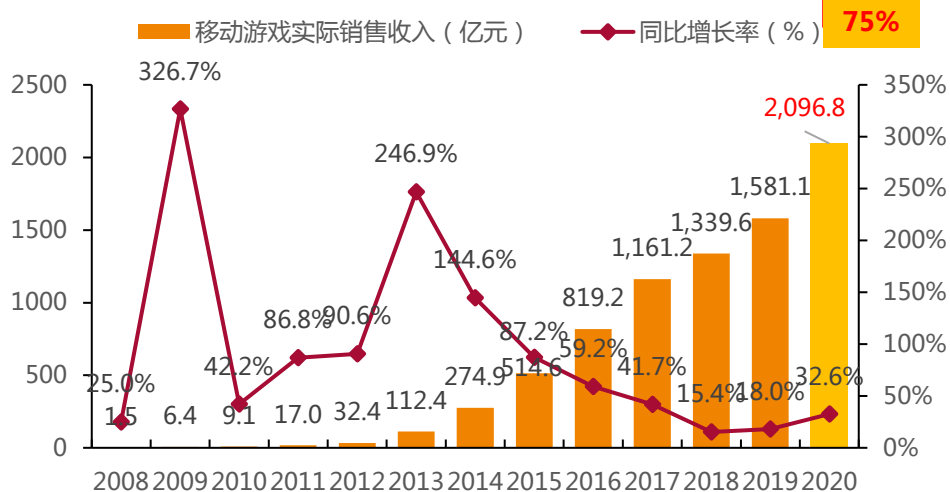
2015-2020中国国内整体游戏市场规模及增速



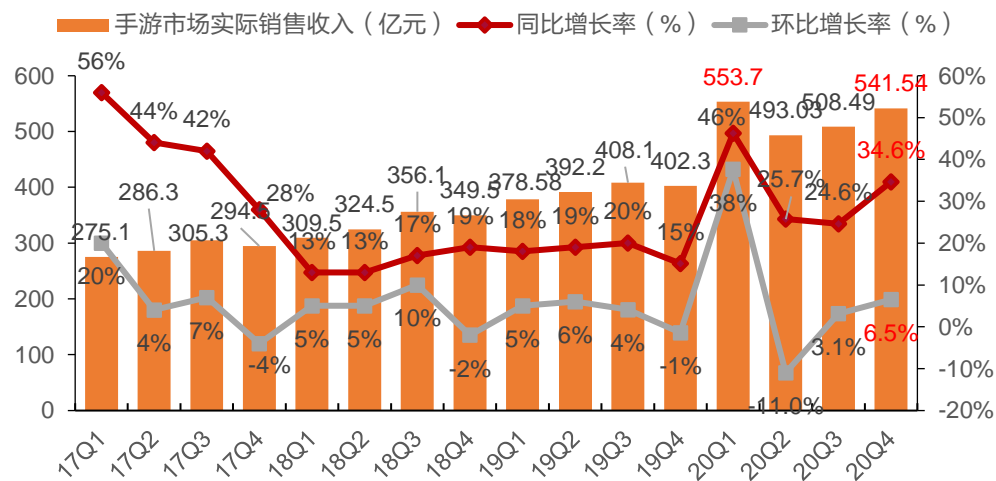
2015-2020中国整体游戏市场规模及增速 (加自研游戏海外收入)



2008-2020中国移动游戏市场规模及增速 (年度)



2017Q1-2020Q4中国移动游戏市场规模及增速 (季度)



资料来源：中国音数协游戏工委(GPC)、天风证券研究所；注：实际销售收入指游戏内所有付费用户每年玩游戏直接花费金额的总和，即总流水；游戏工委口径国内及海外分开计算。

1.2 头部游戏趋势分化，细分品类机会渐出

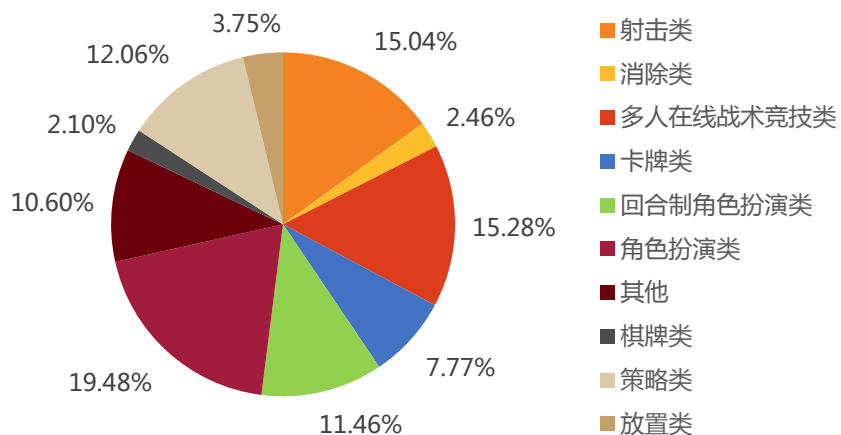
- 从收入前100移动游戏产品收入/数量占比来看，卡牌、休闲与角色扮演类游戏占比下降，射击类高增。
- 角色扮演类呈下降趋势，下半年腾讯《天涯明月刀》、21年网易《天谕》等手游发布后有望回暖。
- 多人在线战术竞技类与射击类仍为腾讯系基本盘，头部产品《王者荣耀》、《和平精英》持续贡献流水，射击类叠加《CODM》催化有望强势。
- 策略类游戏中买量及出海表现瞩目，国内率土类《率土之滨》、《三国志·战略版》等产品商业化设计提升整体用户体验，战略玩法创新推动长期留存与付费表现。
- 放置类20年异军突起，上半年《剑与远征》破记录打开想象空间，下半年《江南百景图》、《旅行青蛙》以及21年《一念逍遥》、《放置大陆》等值得关注。

2018-2020年收入前100移动游戏产品收入/数量比 (pct)

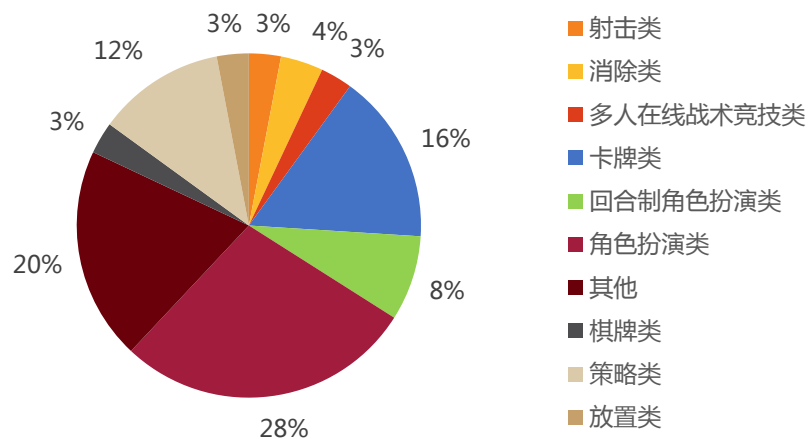
	2018	2019	2020	2020H1
MOBA类	17	-	5.09	7.32
射击类	0.80	2.87	4.18	5.01
放置类	-	-	1.14	1.25
策略类	0.74	0.97	1.01	1.02
角色扮演类	0.97	0.84	0.86	0.83
休闲类	0.62	0.70	0.62	0.53
卡牌类	0.53	0.56	0.49	0.44
其他	0.86	0.59	0.55	0.56

注：收入/数量比=收入前100移动游戏产品中该类型收入占比/该类型数量，如1.00pct表示平均该类型单个产品贡献该年收入前100移动游戏产品收入的1.00%；由于口径差异部分类别分类至其他；消除类分类至表中休闲类；

2020年收入前100移动游戏产品类型收入占比



2020年收入前100移动游戏产品类型数量占比

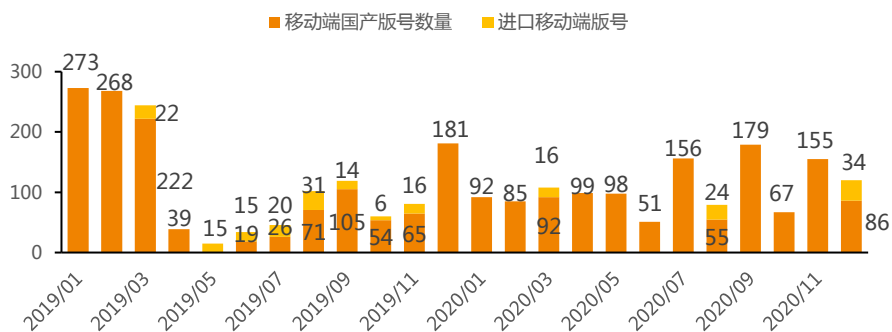


资料来源：中国音数协游戏工委(GPC)、天风证券研究所；

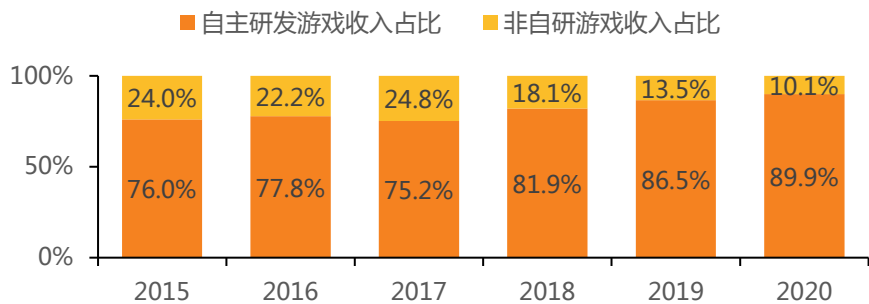
1.3 版号与需求推动内容精品化趋势，关注游戏研发和长线运营能力

版号监管以及竞争压力游戏公司专注游戏研发硬实力的提升。(1) 版号发放数量趋稳，长期看供给侧基本稳定。有限的供给数量迫使企业更加注重产品排期与游戏上线安排，在产品内容和后续运营方面深度打磨保证游戏流水的长期贡献。(2) 中国自主研发网络游戏市场份额持续提升，2020年市场占比已达89.9%。(3) 头部游戏天花板及生命周期延长。20年《王者荣耀》日均DAU再创新高，《剑与远征》、《万国觉醒》、《原神》等多款产品全球月流水突破5亿，2020H1中国移动游戏产品畅销TOP30中14款游戏(19H1为8款)已上线超过3年，占比46.7%。

2019-2020移动版号数量



中国自主研发游戏市场在中国游戏市场的份额状况



2020H1中国移动游戏产品畅销TOP30 (iOS)

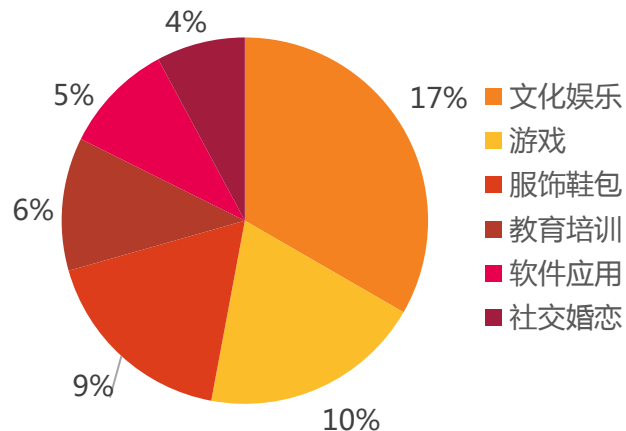
排名	游戏名	上线时间	排名	游戏名	上线时间
1	王者荣耀	2015年10月	16	梦幻西游三维版	2019年12月
2	和平精英	2019年5月	17	明日之后	2018年10月
3	三国志·战略版	2019年9月	18	QQ炫舞	2018年3月
4	梦幻西游	2015年4月	19	开心消消乐	2014年2月
5	剑与远征	2019年10月	20	浮生为卿歌	2019年12月
6	率土之滨	2015年10月	21	问道	2016年4月
7	新笑傲江湖	2019年11月	22	明日方舟	2019年4月
8	神武4	2017年11月	23	完美世界	2019年3月
9	阴阳师	2016年9月	24	欢乐斗地主	2008年4月
10	大话西游	2015年9月	25	一梦江湖	2018年1月
11	QQ飞车	2017年12月	26	新剑侠情缘	2016年6月
12	穿越火线·枪战王者	2015年12月	27	崩坏3	2016年9月
13	火影忍者手游	2016年1月	28	跑跑卡丁车官方竞速版	2019年7月
14	少年三国志2	2019年12月	29	魂斗罗：归来	2017年5月
15	倩女幽魂	2016年5月	30	乱世王者	2017年8月

资料来源：中国音数协游戏工委(GPC)、七麦数据、gamelook、天风证券研究所；注：自主研发网络游戏市场规模包含国内收入及海外收入两部分

1.4 文娱游戏电商教育买量竞争加剧，游戏中SLG与RPG投入较大

游戏行业在买量市场重要性提高，买量竞争也在加剧。2020年的重点行业TOP5为文化娱乐、游戏、服饰鞋包、教育培训、软件应用，其中游戏行业排第二广告投放数占整体市场达10%，投放力度较大，各季度游戏行业占比分别是11%/7%/12%/13%。排第一的是文化娱乐占17%，包括抖音、拼多多、快手、七猫、番茄小说等超级APP，各季度12%/12%/25%/20%，下半年相较上半年也在持续抢量。App Growing数据表明广告投放前100中31款是手游APP，占1/3，大部分出自游戏大厂；从游戏分类来看，游戏行业的买量主力是SLG与RPG游戏。

2020年重点行业广告数对比



资料来源：App growing、TapTap、天风证券研究所；

2020年游戏买量榜单

名称	类型	发行商	TapTap评分
1 三国志：战略版	SLG	阿里游戏	6.3
2 云上城之歌	MMORPG	三七互娱	4.4
3 剑与远征	放置类	莉莉丝	6.1
4 率土之滨	SLG	网易	4.2
5 蓝月至尊版	SLG	-	-
6 梦幻西游	MMORPG	网易	-
7 乱世王者	SLG	腾讯	3.8
8 大话西游	RPG	网易	6.6
9 三国志幻想大陆	卡牌	阿里游戏	5.8
10 荣耀至尊	RPG	-	-
11 新笑傲江湖	MMORPG	完美世界	4.5
12 道友请留步	SLG	Woobest	6.5
13 第六天魔王	-	M2game	5.9
14 阴阳师	卡牌	网易	7.1
15 少年三国志2	SLG	游族网络	3.5
16 倩女幽魂	MMORPG	网易	6.7
17 新神魔大陆	RPG	完美世界	5.2
18 龙纹至尊	RPG	-	-
19 万国觉醒	SLG	莉莉丝	3.7
20 梦幻西游网页版	MMORPG	网易	-
21 神戒传说	-	-	-
22 真放置三国	放置类	CTW	9.2
23 魂斗罗：归来	射击	腾讯	4
24 战火与秩序	SLG	壳木软件	6.2
25 荒野乱斗	休闲竞技	游族网络	4.4
26 新射雕群侠传之铁血丹心	回合制	中手游	3.1
27 神魔三国	卡牌	Eskyfun	-
28 冰雪传奇	-	-	-
29 天涯明月刀	MMORPG	腾讯	6.7
30 三国志：零	SLG	游族网络	5.5

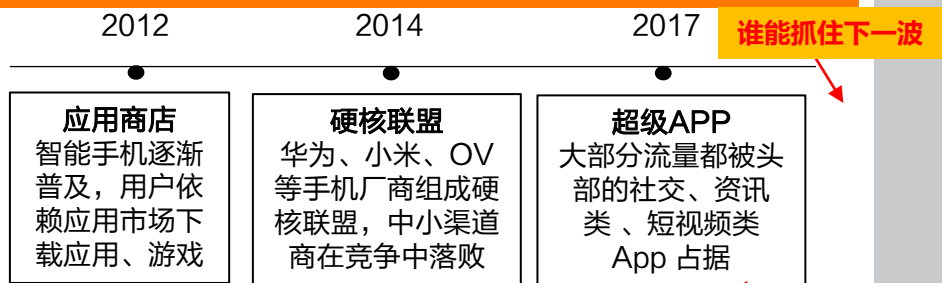
1.5 优质内容议价能力提升，超级APP崛起降低对渠道联运的依赖

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大幅式增长，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，因此渠道商便占据主动权。后来随着华为、小米、OV等成立“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，大部分流量都被超级App占据。

目前开发者对渠道尤其是国内分成比例的呼声愈强。21年元旦华为下架又上架腾讯游戏安卓联运下降，以及之前苹果下降中小开发者分成比例至15%，《原神》、《万国觉醒》国内选择TAPTAP平台安卓首发，都是这个逻辑。

手游分发渠道演进



2018年起三七等公司吃这波红利

资料来源：极客公园、竞核、天风证券研究所

2019年各渠道成分情况

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	APP STORE	30%	
		买量（给苹果商店导量）	头条系 腾讯系广点通 各种流量APP	40%-60%	10%-30%
安卓	400亿	联运	华为	50%	15%-20%
			OPPO	50%	1%-10%
			VIVO	50%	1%-10%
			哔哩哔哩	50%	20%-25%
			TAPTAP	0%	50%-70%
			阿里九游	50%	5%-15%
			腾讯应用宝	50%	1%-8%
			各种长尾		5%-8%
			小米金立酷派联想360魅族	50%	5%-8%
			头条系		5%-15%
其他	400亿	买量（可直接下载）	腾讯系广点通	40%-60%	5%-15%
			各种流量APP		5%-12%
			官网等		60%-70%

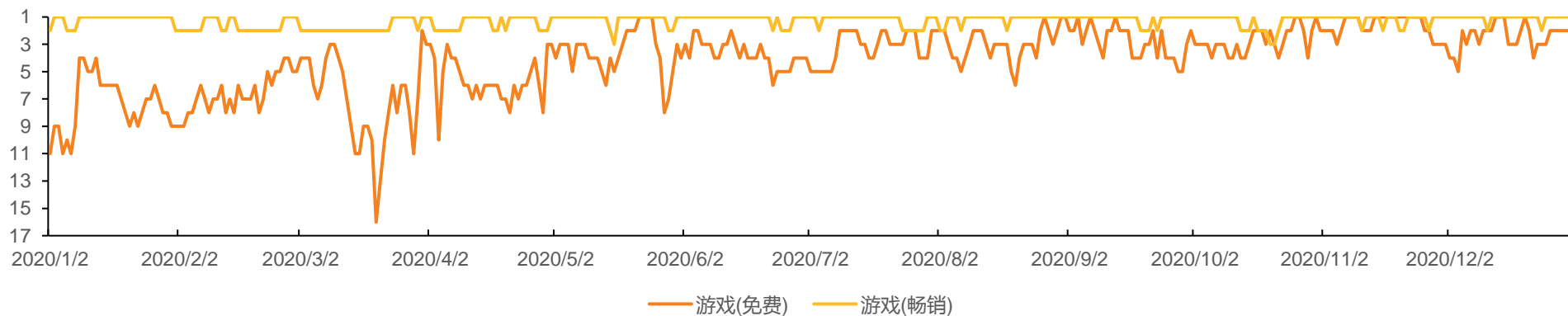
资料来源：竞核、天风证券研究所

2 移动游戏品类介绍

2.1 《王者荣耀》——MOBA类一枝独秀

- **MOBA类游戏发展平稳，主要贡献系腾讯《王者荣耀》（15年上线）。**据游戏工委统计，2020年仅有三款MOBA类手游进入收入前100榜单，收入占比为15.28%，**平均每款游戏的收入占榜内手游总收入的5.09%。**
- **《王者荣耀》通过MOBA类产品在移动端精简调优以及持续的版本迭代奠定其行业地位，IP工业化扩展产品边界。**据Sensor tower统计，2019年腾讯系MOBA手游《王者荣耀》及海外版本全球预估收入超过14.8亿美元，连续两年获得全球手游收入冠军。20年日均活跃用户数突破一亿，成为国内乃至全球首个日均DAU过亿的手游。
- **《王者荣耀》作为MOBA类手游具备强社交属性与腾讯系社交平台微信与QQ强分发能力高度契合。**

长周期游戏是一种有价格提升空间的可选消费——《王者荣耀》免费榜和畅销榜走势



注：区间为2020年1月2日至2021年1月2日

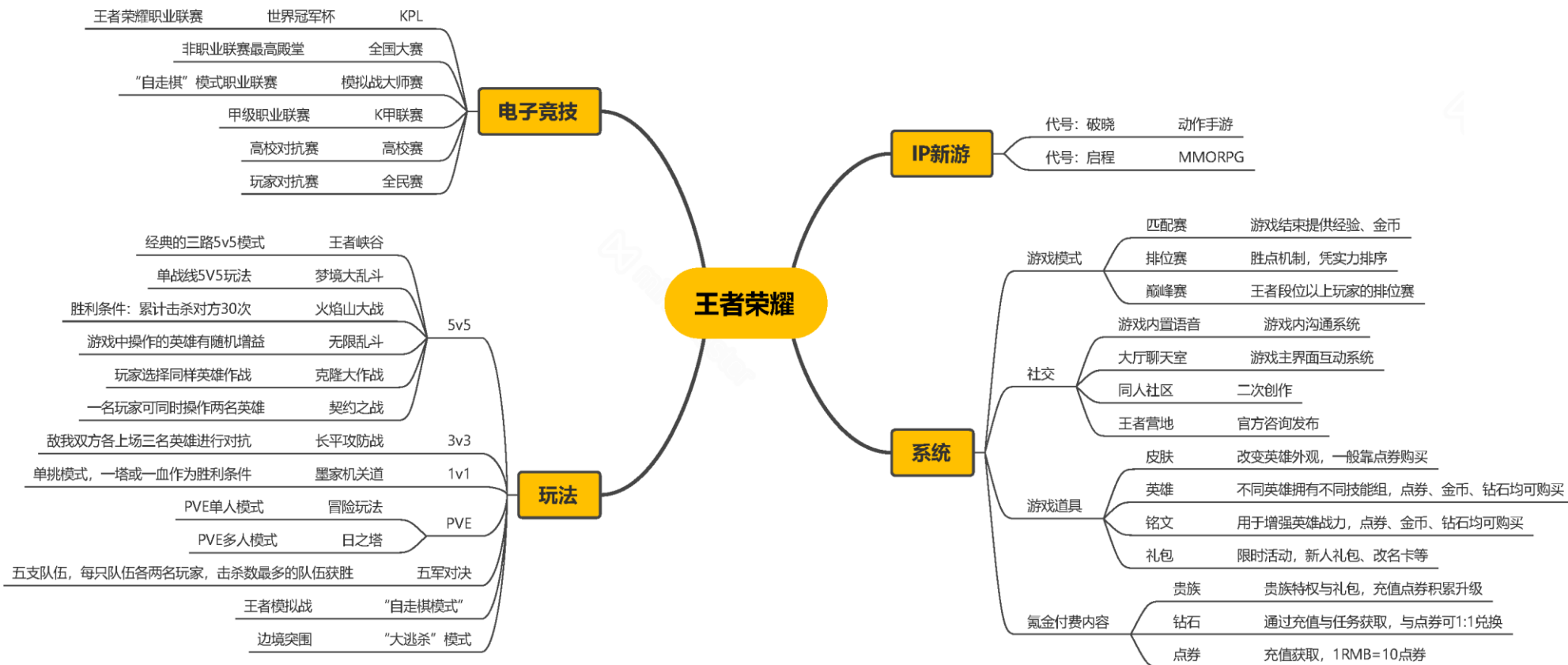
MOBA类游戏pipeline

游戏名称	(预计) 上线时间	游戏类型	TapTap评分	来源/合作方式
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	8.9	代理
雷霆远征	2021	多人对战	6.7	字节自研自发
LOL手游	2021	多人对战	9.5	腾讯独代

资料来源：七麦数据、天风证券研究所

2.1 《王者荣耀》——MOBA类一枝独秀

王者荣耀玩法示意图



资料来源：《王者荣耀》游戏、天风证券研究所整理

2.2 PUBG、CODM牵头——射击类快速增长

- 射击手游随19年5月《和平精英》改版上线（PUBG MOBILE正式商业化）开始发展。FPS和之前的RPG和SLG相比不算大但依然在快速增长，20年上线的腾讯代理大作《使命召唤手游》发布有望持续催化。
- 总体来说，射击游戏（含端游）可以分为四个子类别：
 - 战术竞技：代表作为《PUBG MOBILE》
 - 经典PvP射击：代表作为《使命召唤手游》
 - 战术射击：代表作为《坦克世界》
 - 狙击：代表作为《Sniper 3D》

《PUBG MOBILE（和平精英）》



《使命召唤手游》



《坦克世界》



《Sniper 3D》



资料来源:各游戏官网、天风证券研究所

2.2 PUBG、CODM牵头——射击类快速增长

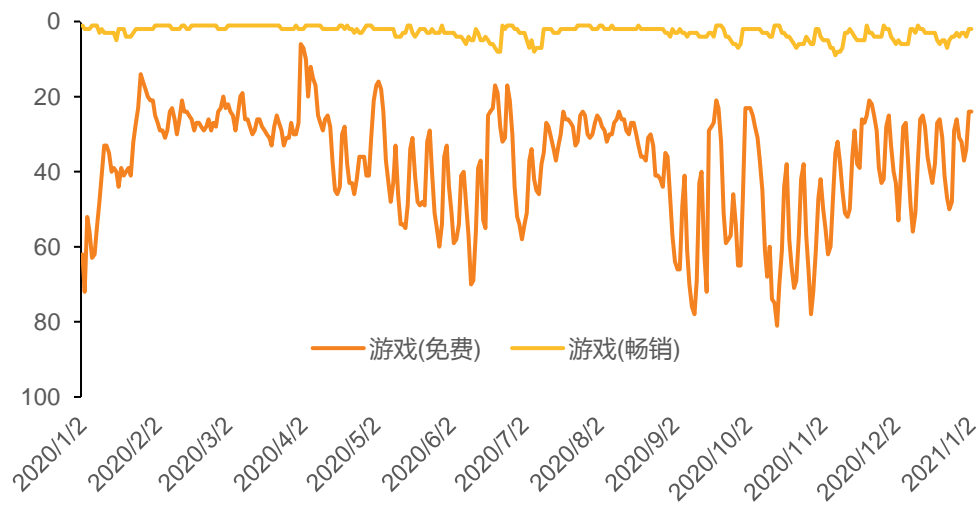
- **战术竞技**：《PUBG MOBILE》在2019年取得巨大成功。仅从欧美市场来看，该游戏几乎占据了整个细分品类总收入的30-40%，如果算上中国市场的《和平精英》，这两款游戏占据了整个战术竞技品类80%左右的收入。
- **经典PvP射击**：该品类下的《使命召唤手游》整体质量较高，在移动平台完美重现了《使命召唤》主机般的多人体验。根据Sensor Tower报告显示，《使命召唤手游》在海外发布的首周便登顶148国iPhone游戏免费榜，在82个国家和地区GooglePlay成为手游下载榜冠军，上线8个月达到2.5亿下载量。国服正式上线前，《使命召唤手游》获得超6000万国内玩家的预约。
- **战术射击**：该品类规模比战术竞技和经典PvP射击市场小，通常带有与经典PvP玩法类似的5v5游戏模式和系统，但对装弹系统增加了更多的内容，更为与众不同的是游戏时长和能量进度系统的设计。
- **狙击品类**：该品类自2010年就已经在手游平台出现，是最适合所有人的射击玩法，它对于操作要求极低，通常加入了轻度RPG玩法和进度系统。

《使命召唤手游》



资料来源：Gamelook、天风证券研究所

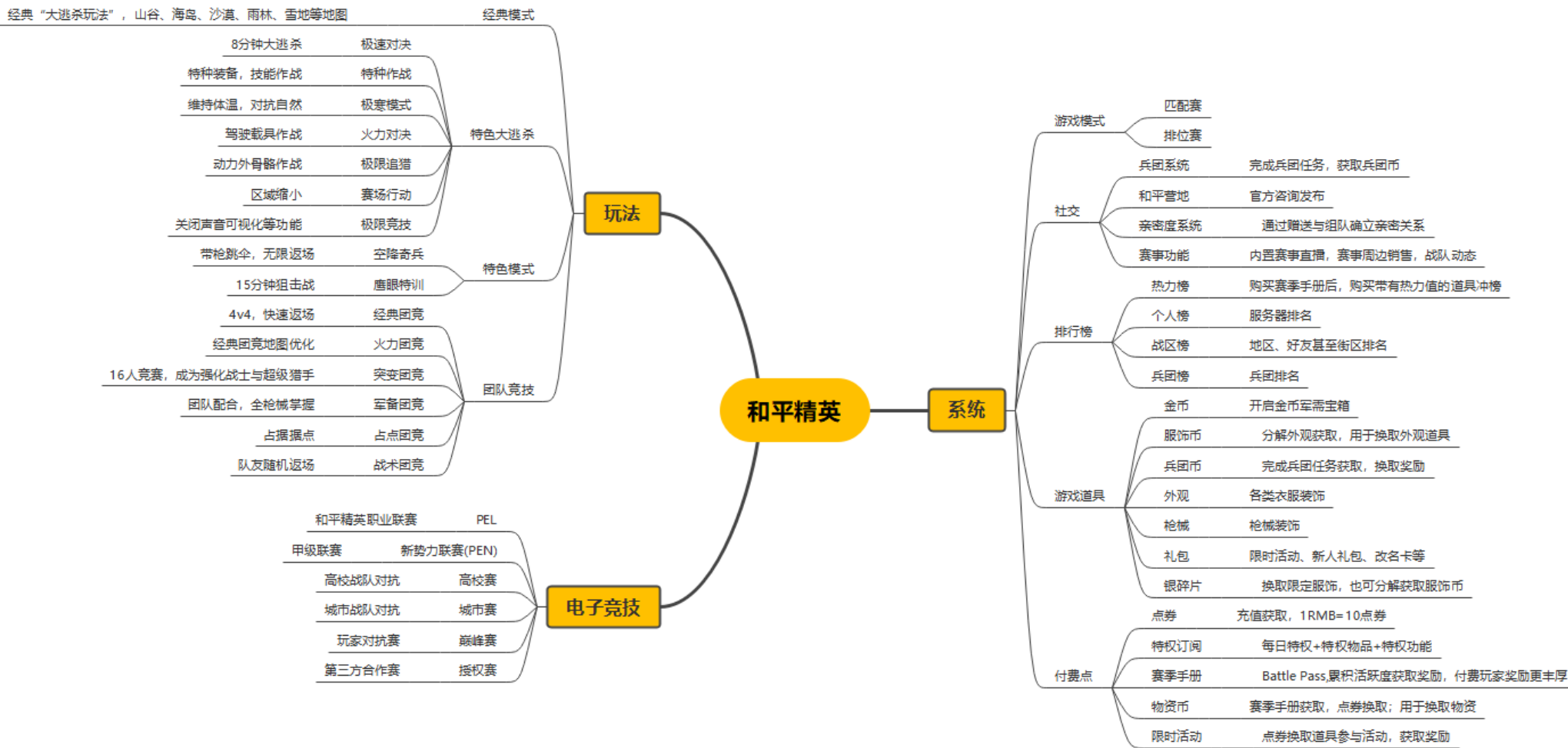
《和平精英》免费榜和畅销榜走势



注：区间为2020年1月2日至2021年1月2日

2.2 PUBG、COD牵头，射击类快速增长

在皮肤/物资以外，跟进《堡垒之夜》Battle Pass体系带动氪金——《和平精英》玩法示意图



资料来源：《和平精英》游戏、天风证券研究所整理

2.3 SLG玩法不断创新迭代，细分领域百家争鸣

- 目前SLG市场盘子大，主要针对拥有一定策略诉求的玩家，且经历数年高增长后逐渐放缓，产品走向精品化与创新化；头部产品多样化，新品受头部产品影响小。**2020年中国自主研发移动游戏海外市场收入前100中策略类游戏收入占比37.2%，预计SLG移动游戏20年收入为185亿。**
- 国内SLG市场较为火热的四大细分品类分别为COK类、率土类产品、国战类以及COC类。

策略类游戏细分品类

	坐标沙盘类				据点沙盘类				无沙盘
	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
代表	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 
核心特点	玩家城池对应坐标，沙盘自由对抗	在COK基础上加入卡牌RPG，卡牌单独一套战斗系统与PVE系统	即时战略化，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	玩家城池依附系统据点，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	大逃杀规则，匹配对局	加入RPG冒险体验，创新程度高	简化战略，强调战术，以战斗操作作策略核心乐趣
开发者	腾讯	IGG	莉莉丝	网易	游族网络	X.D. Network	尤达科技	莉莉丝	Supercell

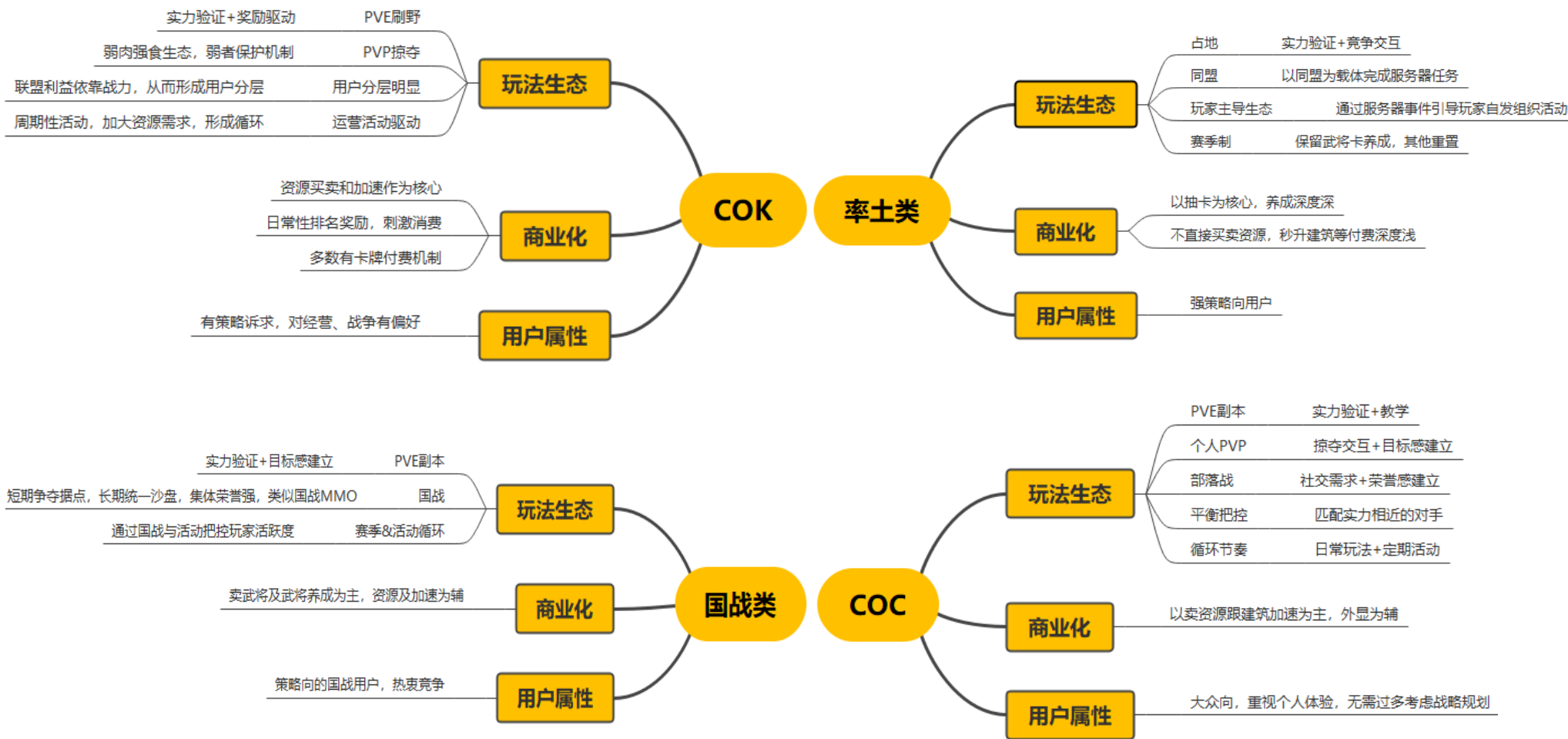
策略类游戏pipeline

所属公司	游戏名称	(预计)上线时间	游戏类型	TapTap评分	来源/合作方式
三七互娱	雷尚末日 SLG_全球版	2021	SLG	-	代理
三七互娱	三国SLG	2021	策略类 SLG	-	自研
掌趣科技	修谱诺斯Hypnos	2021 (已开启预约)	策略 解谜	8.6	自研
凯撒文化	三国志：威力无双	20H1已在港澳台地区陆续上线 (已开启预约)	策略	6.9	自研，国内快手独代
网易	EVE星战前夜：无烬星河	2021，海外服于8月13日上线运营，国内已开启预约	策略 沙盘	8.5	Crowd Control Productions联合开发
腾讯	代号：三国	现已开启预约	策略	9.4	代理
腾讯	征服与霸业	已于8月获得版号 (已开启预约)	SLG	9.5	代理

资料来源：冰川网络、七麦数据、TapTap、公司官网、天风证券研究所

2.3 SLG玩法不断创新迭代，细分领域百家争鸣

策略类热门细分品类介绍



资料来源：冰川网络、Gamelook、天风证券研究所

2.4 看好二次元赛道，《原神》引领二次元新潮流

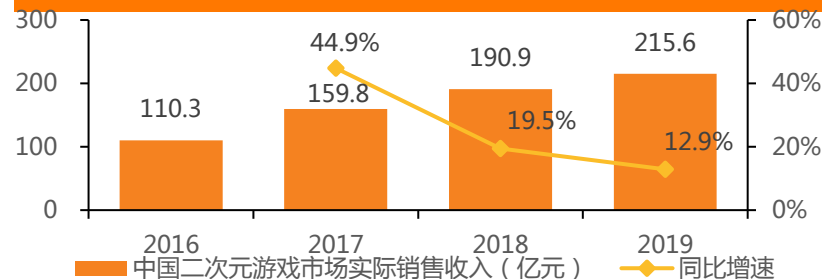
- **二次元游戏市场用户红利仍存。**2019年实际销售收入增长12.9%，用户规模增长11.5%，ARPU值同比增长1.3%。截至2019年，我国二次元游戏用户1.2亿人，泛二次元用户3.9亿人，渗透率约为30.8%，二次元游戏ARPU值低于行业水平（360.1元），均有较大挖掘空间。
- 《原神》于12月1日推出1.1版本，**当天移动端收入超过1550万美元，刷新自身记录的同时，亦打破中国手游在海外的单日收入纪录。**随着1.2版本上线，该游戏收入再次迎来周期性峰值。**截至2020年底，《原神》在全球移动端的总收入接近5.6亿美元，米哈游亦成为2020年Q4全球收入增长最快的手游厂商。**
- 在《原神》取得成功之时，腾讯和网易两个国内大厂也都根据自家的头部IP《王者荣耀》和《阴阳师》，开始设计类似的新品游戏，开放世界MMORPG游戏也许会暂时成为二次元手游发展的主流。
- **B站——瞄准中国Z世代和ACG人群的视频内容消费平台，逐渐发展成为具二次元属性的原生在线娱乐平台，是二次元游戏的重要垂直社区。**

2020年二次元手游畅销榜TOP10上榜情况

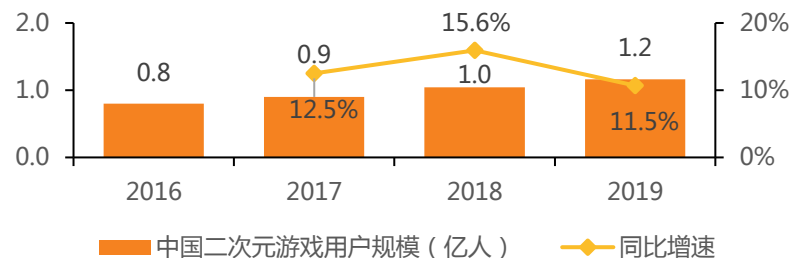
游戏	发行	上线时间	畅销榜TOP10在榜时间	最高畅销成绩
原神	米哈游	9.28	67	1
阴阳师：妖怪屋	网易	9.17	7	5
公主连接Re:Dive	哔哩哔哩	4.17	26	2
一人之下	腾讯	5.27	13	4

资料来源：国家统计局、中国音数协游戏工委(GPC)&国际数据公司(IDC)、游戏茶馆、天风证券研究所；注：Z世代指1995-2009年出生的人；为保持可比性行业ARPU值为2019年值

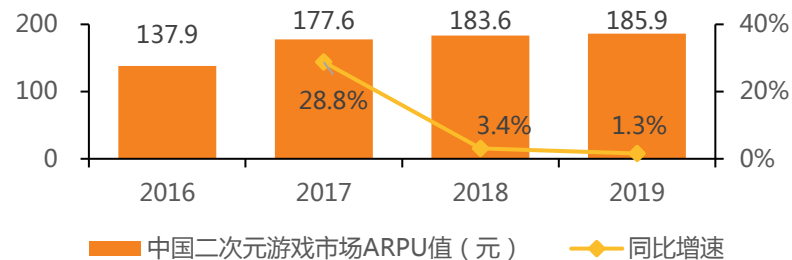
2016-2019年中国二次元游戏市场实际销售收入



2016-2019年中国二次元游戏用户规模



2016-2019年中国二次元游戏市场ARPU值



2.4 看好二次元赛道，《原神》引领二次元新潮流

二次元游戏pipeline

所属公司	游戏名称	(预计)上线时间	游戏类型	TapTap评分	来源/合作方式
掌趣科技	那些需要守护的	预计2021年上线, 已开启预约	策略 塔防	9.0	自研
宝通科技	终末阵线: 伊诺贝塔	2021	机甲RPG	8.8	成都聚获
完美世界	幻塔	2021	RPG	9.0	自研
凯撒文化	火影忍者: 巅峰对决	已获版号, 21年3/4月上线, 官网TapTap同步开启预约	RPG	8.3	中国区域字节独代
网易	隐世录	已于5月开启测试, 已开启预约	ARPG	9.0	自研
中手游	航海王热血航线	2021	3D动作	8.9	字节独代
中手游	全明星激斗	2021	卡牌	8.6	字节独代
中手游	幻想神姬	2021	养成	7.1	代理
bilibili	宝石幻想: 光芒重现	20/8月初首测 (已开启预约)	RPG	9.2	与盛趣合作研发
bilibili	黑潮: 深海觉醒	8月初首测	卡牌	6.2	代理
bilibili	工匠与旅人	已开启预约	模拟经营	9.4	独代
bilibili	空匣人型	2021	ARPG	7.7	独代
bilibili	机动战姬: 聚变	8月中首测	机甲 二次元	8.4	access!研发, b站代理
bilibili	拾光梦行	已开启预约	剧情	9.2	代理
bilibili	悠久之树	已开启预约	RPG 养成	8.7	代理
bilibili	灵笼: 火种	正式开启预约	RPG	7.6	代理

资料来源: TapTap、公司官网、天风证券研究所

2.5 放置类手游正在崛起，碎片化内容切中用户痛点

- ▶ 伴随着核心玩家体验时间的减少、以及泛用户群体的加入，对碎片化体验的需求越发重要——放置游戏20年异军突起。
- ▶ 头部厂商受限于营收要求，相比于竞争激烈的MMORPG、MOBA等大品类赛道，较少参与细分赛道，给予研发商在细分赛道上的发展空间。
- ▶ 放置类手游盈利能力较强，据游戏工委的数据表明，2020年进入国内手游收入TOP100的游戏中有三款属于放置类，且平均每款游戏的收入占榜内手游总收入的1.14%。

《剑与远征》



《最强蜗牛》



《江南百景图》

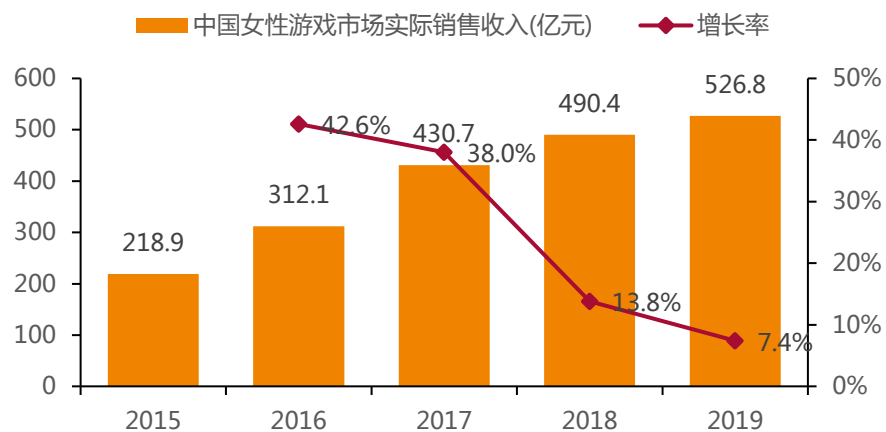


资料来源：Taptap、公司官网、天风证券研究所

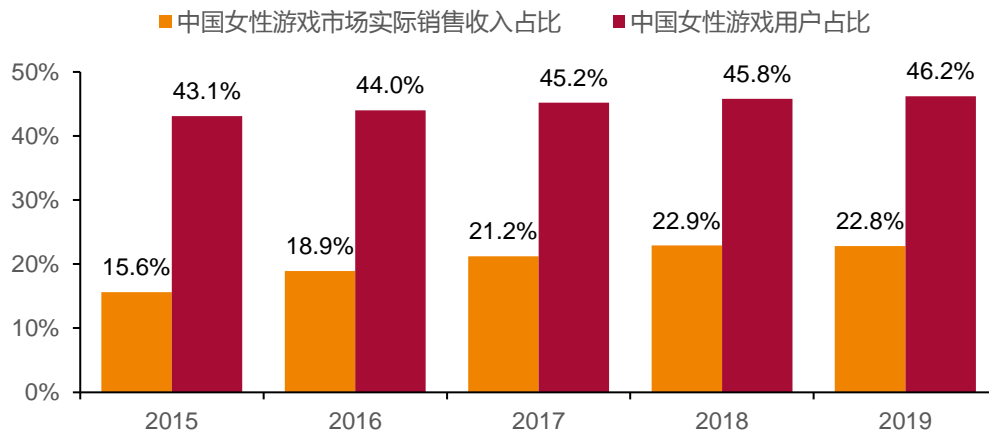
2.6 激发女性玩家消费潜力，女性向市场大有可为

- 中国女性游戏用户占中国游戏用户规模近半，但贡献的市场收入不足整体游戏市场收入的四分之一。2019年，中国女性游戏用户规模突破3亿人，占中国游戏用户规模的46.2%，中国游戏市场女性用户贡献的实际销售收入为526.8亿，占整体游戏市场收入的22.8%，增速放缓。
- 女性向市场大有可为，增速放缓并不影响该群体巨大的消费潜力，面向女性消费群体的产品线逐步成熟：
 - 休闲类小额消费游戏仍占据主要女性用户市场；
 - 针对女性游戏用户市场的企业马太效应明显；
 - 中国游戏企业逐渐走向精品游戏战略的路线；
- 除了叠纸游戏《恋与制作人》、腾讯《奇迹暖暖》等厂商固守赛道外，腾讯、网易、米哈游、三七等实力公司和大厂也开始布局自研女性游戏。2020年有Friendtimes的《熹妃传》与《浮生为卿歌》、华清飞扬《掌门太忙》、米哈游《未定事件簿》、网易《时空中的绘旅人》相继发布，且腾讯即将上线《光与夜之恋》。其中，古风MMO手游《浮生为卿歌》，在长线买量和运营加持下在女性向手游中表现出色。三七游戏宣布其苏州分部“萤火工作室”正式成立，并将重点研发针对女性市场的精品移动游戏。

2019中国女性游戏市场实际销售收入



2019中国女性游戏用户及实际销售收入占比



资料来源：中国音数协游戏工委(GPC)&国际数据公司(IDC)、天风证券研究所

2.6 激发女性玩家消费潜力，女性向市场大有可为

《恋与制作人》



《浮生为卿歌》



《奇迹暖暖》



女性向游戏pipeline

所属公司	游戏名称	(预计) 上线时间	游戏类型	TapTap评分	来源/合作方式
世纪华通	小森生活	2020年4月29日台湾上线，国内2021上线（已开启预约）	模拟养成	8.7	腾讯代理
巨人网络	胡桃日记	2021（已开启预约）	养成	9.2	腾讯独代
腾讯	光与夜之恋	8月21日开启新一轮测试	剧情养成	8.5	自研
友谊时光	此生无白	已开启预约	古风RPG	8.0	自研

资料来源：中国音数协游戏工委(GPC、七麦数据、TapTap、公司官网、天风证券研究所

2.7 游戏Pipeline关注大厂与其绑定的优质CP，看研发和流量价值

游戏厂商pipeline

所属公司	游戏名称	(预计)上线时间	游戏类型	TapTap评分	来源/合作方式
腾讯	地下城与勇士手游	延期原定20/8/12上线时间	横版动作	1.5	代理
腾讯	秦时明月世界	已于7月10日开启付费删档测试	3D MMORPG	8.5	自研
腾讯	光与夜之恋	已完成首测	女性向	8.5	自研
腾讯	从前有座灵剑山	20年3月底测试	MMORPG	8.5	自研
腾讯	健康保卫战	20年7月底首测	策略 塔防	9.7	自研
腾讯	小森生活	已开启预约	模拟 养成	8.6	代理
腾讯	比特大爆炸	已于20年9月10日开测	射击	8.5	自研
腾讯	俄罗斯方块环游记	已于1月21日开启不删档测试	多人对战	8.9	代理
腾讯	代号：三国	现已开启预约	策略	9.4	代理
腾讯	金属对决	已于3月安卓上线限量测试	机甲 格斗	9.1	代理
网易	宝可梦大探险	已于1月8日开启预约	养成 闯关	6.4	与Game Freak和Pokemon联合推出
网易	哈利波特：魔法觉醒	2021，已于8月获得版号（已开启预约）	RPG卡牌	6.1	自研
网易	伊格效应	-	RPG 卡牌	8.5	自研
网易	天谕	21年1月8日全渠道	MMORPG	8.9	自研
网易	时空中的绘旅人	已于20年10月23日全平台公测(现已开启预约)	女性向	8.4	自研
网易	陈情令	已开启预约	古风 RPG	3.9	自研
网易	代号：T	-	赛博朋克	-	自研
网易	Westworld:Awakening	-	VR	-	代理
网易	星战前夜：无烬星河	2021(已开启预约)	策略	-	自研
网易	代号：Onmyoji Idol Project	-	-	-	自研
网易	代号·世界	-	MMORPG	9.8	自研
网易	忘川风华录	已开启预约	养成 卡牌	8.8	自研
网易	代号：Ragnarok（诸神黄昏）	-	RPG 开放世界	6.5	自研
网易	王牌竞速	-	竞速 赛车	7.1	自研
网易	隐世录	已于5月开启测试，已开启预约	ARPG	9	自研

资料来源：TapTap、公司官网、天风证券研究所

游戏厂商pipeline

所属公司	游戏名称	(预计)上线时间	游戏类型	TapTap评分	来源/合作方式
bilibili	暗影火炬城	2021	动作	9.2	代理
bilibili	宝石幻想：光芒重现	20/8月初首测（已开启预约）	RPG	9.2	与盛趣合作研发
bilibili	黑潮：深海觉醒	8月初首测	卡牌	6.2	代理
bilibili	工匠与旅人	已开启预约	模拟经营	9.4	独代
bilibili	空匣人型	2021	ARPG	7.7	独代
bilibili	机动战姬：聚变	8月中首测	机甲 二次元	8.4	access!研发，b站代理
bilibili	拾光梦行	已开启预约	剧情	9.2	代理
bilibili	悠久之树	已开启预约	RPG 养成	8.7	代理
bilibili	灵笼：火种	正式开启预约	RPG	7.6	代理
中手游	航海王热血航线	2021	3D动作	8.9	字节独代
中手游	全明星激斗	2021	卡牌	8.6	字节独代
中手游	幻想神姬	2021	养成	7.1	代理
中手游	真·三国无双 霸	现已开启预约	ARPG	8.9	国内腾讯代理，海外自主发行
中手游	仙剑奇侠传九野	2021Q1	卡牌	9.4	自主发行
中手游	Last Hero-战火硝烟	2021	动作	-	自主发行
中手游	画江湖之杯莫停	2021	MMORPG	7.8	自主发行
祖龙娱乐	梦想新大陆	2021年1月19日上线	RPG	8.9	自研，腾讯代理
祖龙娱乐	三国群英传	2021年	SLG	5	代理
祖龙娱乐	诺亚之心	已于2020/6开启先遣测试	MMORPG	8.1	自研，腾讯代理
心动公司	火炬之光：无限	2020年7月CJ已开放试玩	MMORPG	8.4	自研
心动公司	心动小镇	已完成一次小规模内部测试	模拟经营	8.7	自研
心动公司	项目A	-	MMORPG	-	自研

资料来源：TapTap、公司官网、天风证券研究所

所属公司	游戏名称	(预计)上线时间	游戏类型	TapTap评分	来源/合作方式
三七互娱	叫我大掌柜	2021 (已开启预约)	模拟 经营	7.5	代理
三七互娱	偶像天使	2021	放置挂机	-	代理
三七互娱	传奇 NB	2021	ARPG	-	自研
三七互娱	传奇纪元	2021	ARPG	-	自研
三七互娱	斗罗大陆3D	2021Q2 (有版号)	卡牌回合制	-	自研
完美世界	幻塔	2021	RPG	9	自研
完美世界	梦幻新诛仙	2021Q1 (已开启预约)	MMORPG	8.6	自研
完美世界	战神遗迹	2021Q2 (已开启预约)	RPG	星球大作战2	自研
吉比特	像素危城	2021年1月21日公测	像素 经营	8.8	自研
吉比特	一念逍遥	2021年2月1日 (已开启预约)	国风放置修仙	7.4	自研
吉比特	石油大亨	2021 (已开启预约)	模拟经营类	7.8	代理
吉比特	摩尔庄园	全平台预约开启, 计划2021春节前上线 (已开启预约)	3D社区养成	9.6	代理
凯撒文化	火影忍者: 巅峰对决	已获版号, 21年4月上线, 官网TapTap同步开启预约	RPG	8.3	中国区域字节独代
凯撒文化	三国志: 威力无双	21年1月14日全渠道	策略	6.9	自研, 国内快手独代
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20年7月在韩国发行	MMO	-	与欢乐互娱联合开发
富春股份	仙境传说RO: 新世代的诞生	已与字节签订代理协议, 2020H2在港澳台和东南亚发行	MMO	7.9	自研
巨人网络	征途online	-	MMORPG	-	海外发行
巨人网络	ZGAME	-	MMORPG	-	海外发行
巨人网络	征途网页版	-	MMORPG	-	海外发行
巨人网络	原始征途	2021	MMORPG	-	自研
巨人网络	星球大作战2	2021Q2 (已获版号)	休闲竞技	-	自研
掌趣科技	那些需要守护的	预计2021年上线, 已开启预约	策略 塔防	9	自研
掌趣科技	全民奇迹2	2021Q1 (有版号, 已开启预约)	MMORPG	3.2	腾讯发行
掌趣科技	黑暗之潮: 契约	21年上线 (有版号, 已开启预约)	MMORPG	8.3	腾讯发行
掌趣科技	寻侠之侠影	已于8月获得版号	修仙	-	
世纪华通	庆余年	2021 (有版号, 已开启预约)	MMORPG	8.9	腾讯代理
世纪华通	传奇天下	腾讯端测试了一个周期, 2021上线	MMORPG	6.4	腾讯代理
世纪华通	饥荒 (暂定)	2021	MMORPG	-	全球化IP产品, 现在国外做全球发布
宝通科技	王者围城	2021 (已开启预约)	MMORPG	7.5	/
宝通科技	终末阵线: 伊诺贝塔	2021年4月	机甲RPG	8.8	成都聚获
宝通科技	决战三国	2021	RPG	-	/
游族网络	伊甸园的骄傲	2021	卡牌 二次元	8.2	自研
游族网络	Infinity Kingdom	-	-	-	自研
游族网络	新盗墓笔记	2021 (有版号, 已开启预约)	MMORPG	8.5	自研
姚记科技	竖屏版小美斗地主	2021	棋牌	-	自研, 字节独代

资料来源: TapTap、公司官网、天风证券研究所

3 投资观点及风险提示

3.1 投资观点与风险提示

核心观点：

1. 继续看好游戏行业，手游及出海仍有想象空间，看好研发能力持续提升的国内游戏厂商。我们认为虽然目前手游市场已过2000亿，但是在各细分品类上的分布非常不平均，主要是靠产品数量多、国内发展时间长的角色扮演类游戏支撑。SLG、FPS近年随产品面世占比有所提升，放置类更是在20年异军突起，证明游戏行业在细分类型上仍有挖掘空间——挖掘细分游戏品类就是开拓新的目标用户群体以及付费空间，例如二次元游戏用户目前1.2亿人与手游用户6.5亿人相比有较大空间。
2. 除最大的RPG品类，SLG（出海功能）、二次元、放置类、女性向等细分赛道非常值得关注。率土类《率土之滨》、《三国志·战略版》等产品商业化设计提升整体用户体验，战略玩法创新推动长期留存与付费表现，国内SLG产品出海如《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》已成为欧美畅销榜TOP产品。《原神》凭借高质量的开放世界MMORPG玩法，流水表现优异（全球首月流水突破2.5亿美金），继续引领二次元叠加玩法的创新风潮。放置类赛道，针对碎片化时间的游戏需求，营收表现高于市场平均水平，《剑与远征》、《最强蜗牛》、《江南百景图》等产品挖掘新的用户空间。女性向《恋与制作人》、《浮生为卿歌》持续挖掘女性游戏消费。
3. 投资观点：前期游戏行业因为担心增速、竞争格局变化等原因导致股价下降，目前各大厂游戏进入上线周期（网易《天谕》、三七《荣耀大天使》等），优质内容厂商相较渠道议价能力有望提升，21年的pipeline也逐渐明晰，对21年行业增速的忧虑或将减弱，对应21年行业估值中枢15x处于历史低位水平，我们给予游戏行业“买入”评级。海外优先推荐龙头【腾讯、网易】、渠道格局变化建议关注【Bilibili、心动（TAPTAP）】，A股【三七互娱、完美世界、吉比特、富春股份、凯撒文化、巨人网络、掌趣科技、宝通科技】等。

风险提示：

1. 市场竞争加剧：中国网络游戏行业竞争激烈，若公司不能通过有效竞争稳固行业地位，将可能会造成玩家流失，市场份额也将会降低，将对公司的经营业绩产生不利影响。
2. 游戏延迟上线、研发失败或表现不及预期：若公司对新游戏产品的研发、运营和周期管理等规划存在重大失误或由于受外部因素影响而发生偏离，造成新游戏产品的研发和运营效果无法满足用户偏好和市场需求，可能导致新游戏上线收益不及预期，削弱公司未来的盈利能力。
3. 政策风险：国内版号政策将影响行业内新游上线速度。

3.2 行业估值

港股及美股部分游戏公司估值

游戏行业估值更新 (2021年1月6日盘后)

	市值 (亿人民币)	Ev/Sales		Price to Sales		ROE(%)		PE	
		2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
腾讯	47,666.95	10.12	8.17	9.90	8.00	24.02	22.96	38.81	31.09
网易-S	4,530.86	5.37	4.53	6.26	5.29	17.83	17.36	27.86	23.54
Bilibili	2,299.32	19.45	13.30	19.47	13.31	-44.50	-41.45	-	-
心动公司	207.71	5.88	4.64	6.40	5.05	19.13	20.98	45.88	33.53
祖龙娱乐	139.28	9.21	4.59	8.33	4.16	25.01	33.72	23.08	12.16
IGG	78.54	1.29	1.23	1.77	1.69	47.33	30.01	6.02	7.12
								28x	22x

A股部分游戏公司估值

游戏行业估值更新 (2021年1月6日盘后)

证券简称	总市值 (亿元)	2020E净利润	2021E净利润	2020E增速	2021E增速	2020PE	2021PE
三七互娱	700.63	28.18	34.20	33.25%	21.36%	24.86	20.49
完美世界	585.67	24.01	30.00	59.77%	24.95%	24.39	19.52
吉比特	301.51	11.70	16.00	44.59%	36.75%	25.77	18.84
掌趣科技	136.50	5.75	10.44	58.14%	81.57%	23.74	13.07
富春股份	51.91	0.83	4.50	-	442.17%	62.54	11.54
凯撒文化	63.72	2.30	6.00	9.69%	160.87%	27.70	10.62
姚记科技	101.75	6.00	8.60	73.99%	43.33%	16.96	11.83
宝通科技	73.20	4.02	5.00	31.79%	24.38%	18.21	14.64
世纪华通	514.97	33.00	43.00	22.22%	30.30%	15.61	11.98
盛天网络	33.96	2.00	3.00	280.31%	50.00%	16.98	11.32
电魂网络	75.32	4.14	5.62	81.58%	35.68%	18.18	13.40
游族网络	124.28	9.00	11.00	250.83%	22.22%	13.81	11.30
						24x	14x

资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所；截至2021年1月6日收盘，Wind一致预期

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