

助力文化强国扬帆起航，游戏乘东风之势出海

——出海专题系列报告一

核心观点：

- **中国经济强势崛起，文化建设上升为国家战略** 疫情之下中国经济依然保持稳定增长，中国经济实力已位居世界前列。经济的强势崛起对提升软实力提出更高的要求，建设文化强国已成重大战略。国产游戏凭借在文化输出方面的天然优势，展现了出很强的海外拓展能力，有望随着全球数字化的深入发展成为未来中国文化产品中的核心，带领中国文化产业走向世界。
- **机遇与挑战共驱出海，竞争力持续加强** 早期中国出海游戏偶有爆款，出海地基本小范围限于东南亚以及港澳台地区。随着互联网技术的发展，国内流量红利消失，市场竞争加剧，海外市场开发空间巨大，游戏出海掀起热潮。2018年版号政策收紧，迫使游戏厂商大规模转向海外市场。同时国内游戏厂商深耕自研领域，不断提升自身的研发能力。中国自研游戏在全球市场中收入与市场份额均得到明显提升，产品全球竞争力持续加强。此外政府扶持力度不断加大，“十四五”下游戏有望带动文化输出。
- **把握优质品类赛道，携手文化扬帆全球市场** 策略类游戏依然是出海游戏的最热门品类，在策略类赛道竞争白热化的背景下，品类创新将成为国内游戏厂商新的突破口。展望未来，我们认为深受Z世代喜爱的二次元游戏具有长期价值与很强的出海潜力。以美日韩为代表的成熟市场依然是中国游戏厂商主要海外收入来源地，且增速迅猛。而中国游戏厂商在新兴市场坐拥较大的市场份额的同时也面临着市场份额下降的压力。基于成熟市场稳定的付费能力与潜在增长空间，我们认为其依然将是出海主要发力地区。
- **投资建议** 出海进程的不断加速与国内研发商市场地位的提升，有望为国内游戏厂商贡献新的增长空间，估值和业绩有望双提升。长期来看，游戏行业仍然具备较好的成长性，随着近期估值的持续回落，行业逐渐进入具有配置价值的区间，具有强研发实力的厂商将享有红利，市场集中度和头部稳定性都将提升，建议关注具备出色研发能力的祖龙娱乐(9990.HK)、腾讯控股(0700.HK)、网易(09999.HK)、心动公司(2400.HK)、完美世界(02624.SZ)。
- **风险提示** 市场竞争加剧的风险，海外政策及监管环境的风险，产品创新不足，海外地区用户游戏体验不及预期等风险。

传媒互联网行业

推荐 维持评级

分析师

杨晓彤

☎: 010-80927626

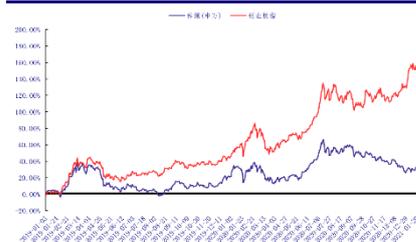
✉: yangxiaotong@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130518020001

特此鸣谢: 岳铮、实习生刘其妮

行业数据

2021.01.27



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

目录

一、时代背景：中国经济强势崛起，文化建设上升为国家战略	3
二、他国之鉴：美国、日本文化输出的经验与启示	5
（一）美国文化输出之路：从文化荒漠到文化霸主，游戏功不可没	5
（二）日本文化输出之路：重拾文化自信，ACG产业成为中流砥柱	10
三、出海之路：机遇与挑战共驱，竞争力持续加强	14
四、浪潮所向：把握优质品类赛道，携手文化扬帆全球市场	18
（一）品类解读：策略类游戏大热，国风游戏前景广阔	18
（二）地区探索：成熟市场潜力巨大，新兴市场竞争加剧	21
五、优势分析：买量及运营模式的破局之道	23
（一）买量优势凸显，内容依然为立身之本	23
（二）付费设计推升市占率，强势营销助力市场开拓	25
六、出海阵营：头部格局基本稳定，差异化竞争实现突围	27
（一）头部厂商地位稳固	27
（二）差异化竞争助力弯道超车	28
七、重点标的及投资建议	30
（一）祖龙娱乐：深耕MMORPG自研，海内外精品频出	30
（二）腾讯控股：积极整合全球游戏产业链，顶级研运助力爆款持续输出	32
（三）网易：研发实力超群，IP长线运营实现“畅销+长销”	33
（四）心动公司：精品游戏矩阵不断丰富，自研+TapTap协同铺就出海之路	35
（五）完美世界：端游技术沉淀深厚，持续发力手游出海	37
八、风险提示	39

一、时代背景：中国经济强势崛起，文化建设上升为国家战略

国民经济持续稳定增长。正是经济大发展，为文化繁荣提供了坚实的物质基础。改革开放以来，我国经济保持良好的发展态势。一方面，GDP 总量与增速在世界主要经济体中均名列前茅，疫情之下更加彰显经济活力。2019 年，我国 GDP 约为 99.1 万亿元，稳居世界第二，增长率为 6.1%，已连续 18 个季度保持在 6%—7% 之间，并明显高于全球水平。2020 年，中国经济在全球新冠疫情中率先复苏：2020 年前三季度，我国 GDP 总量为 72.27 万亿元，同比增长 0.7%，是全球的主要经济体中唯一实现 GDP 正增长的国家；2020 年全年 GDP 更是首次突破 100 万亿元，同比增速达到 2.3%。其次，对外贸易和外汇储备取得巨大进步，成为支持文化繁荣的重要引擎。2020 年，我国外贸总额由改革开放初期 206.4 亿美元上升到 4.6 万亿美元，已成为全球最大的贸易国。我国国民经济的飞速发展，为我国文化建设提供硬实力的支撑。

图 1：近十年我国 GDP 及增速情况



图 2：近十年我国进出口总额及增速情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

建设文化强国已成重大战略。文化能否繁荣也决定着经济发展的高度和质量。1990 年美国哈佛大学教授约瑟夫·奈首次提出“软实力”概念，即与政治、经济、军事、科技等硬实力相对应的、能产生全球影响的精神力量，这种力量的核心就是文化。当今世界，文化对人类发展的渗透力已经日趋明显，综合国力竞争复杂而激烈。许多国家都在努力壮大自己的文化实力。美国、日本、韩国、都是文化软实力博弈的积极参与者，它们的文化不仅形成产业，走向世界，而且成为国家经济的支柱。改革开放 30 多年以来，我国的经济飞速发展，综合国力在很多方面大大提升，也加快了文化发展的步伐。文化在发展取得成绩的同时，与我国快速发展的经济还有很多不适应的地方。在拥有具备强大的经济实力、科技实力、国防军事实力的同时，还需拥有强大文化实力作后盾，这就对我国文化建设提出了新的要求。目前，文化建设已上升到国家战略发展的新布局中。党的十九届五中全会对“十四五”期间繁荣发展文化事业和文化产业、提高国家文化软实力作出全面部署，提出到 2035 年建成文化强国的战略。

表 1: 党中央提出和部署建设文化强国战略的时间线

时间	会议	相关内容
2011 年	十七届六中全会	首次提出建设社会主义文化强国的重大战略任务
2012 年	十八大	专列“文化强国”专题，提出“扎实推进社会主义文化强国建设”的目标
2017 年	十九大	进一步阐述了文化发展对于国家建设的重大战略价值，第一次提出将文化自信作为检验文化强国的重要标尺。
2020 年	十九届五中全会	首次明确 2035 年建成文化强国的具体时间表

资料来源：人民网，中国银河证券研究院整理

游戏或成文化输出核心产业。文化产业输出的变化是经济局势变化的一个缩影，在国家综合实力逐渐提升的有利背景下，中国迎来输出中华文化的重大机遇。在众多的文化服务产品中，游戏产业在文化输出方面存在着天然优势：一是获取成本更低，受众面更广；二是极佳的用户代入感。凭借以上优势，游戏成为全球最容易共通的文化服务产品之一。此外，全球互联网时代的到来，也极大地推动了游戏的全球传播速度。而我国国产游戏也已展现出很强的海外拓展能力。根据游戏工委的数据，2020 年中国自研游戏海外市场实际销售收入为 154.5 亿美元，同比增速达 33.3%，高于同期国内自研游戏市场增速。目前，游戏出口已经成为我国文化服务贸易的急先锋。无论是文化产品还是文化的出海都要把握发展趋势，顺势而为。可以预见，随着全球数字化技术的不断发展，游戏将会成为未来文化产品中的核心，并且在中国文化产业走向世界的过程中发挥“领头羊”的作用。

图 3: 2015-2020 年中国自研游戏海外市场规模


资料来源：游戏工委，中国银河证券研究院

二、他国之鉴：美国、日本文化输出的经验与启示

美国和日本在文化输出方面有着相对成功的经验，二者合计共占世界文化产业国际市场份额的三分之二，且均属游戏大国，本国游戏文化已沉淀多年，对全球游戏文化的塑造都具有浓墨重彩的一笔。尽管二者与我国的社会制度、文化体制不同，但其游戏实现海外拓展，并在此过程中积极传播本国文化的经验对我国出海厂商游戏具有重要的启示意义。

（一）美国文化输出之路：从文化荒漠到文化霸主，游戏功不可没

美国的文化霸权并不是随着经济发展同步出现的。直到上世纪初期，尽管美国在 GDP 上已成为世界第一，但公众认知中欧洲依然是文化高地，美国则是“文化荒漠”。然而就在此后几十年里，美国文化风靡全球，曾经的“暴发户”已经摇身变为主导世界文化的霸主。美国文化产业的繁荣离不开经济力量的强大支撑，两次世界大战之后美国强势崛起，取代英国成为了世界霸主，尤其在苏联解体后的九十年代，美国进入了经济高度繁荣、科技迅猛发展、综合国力显著提高的强盛时代。在经济层面，美国的经济长期快速稳定地发展，为文化输出战略的实施构筑了强大的物质基础。2019 年，美国的 GDP 总量约为 21.02 万亿美元，占全球经济总量的 24.4%，人均 GDP 约为 6.4 万美元，是全球最大的经济体。美国凭借其无可比拟的经济优势，运用外交、政策、技术、文化等各种杠杆因素，在国内形成了成熟的巨大的文化产业链、文化市场和文化消费群体，为海外拓展提供了有利条件，从而迅速确立了全球文化产业的中心地位，成为全球化时代主流文化的塑造者。

图 4：1950-2000 年美国 GDP 及增速情况

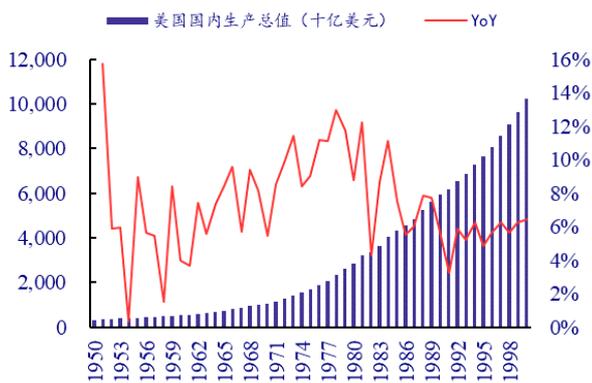
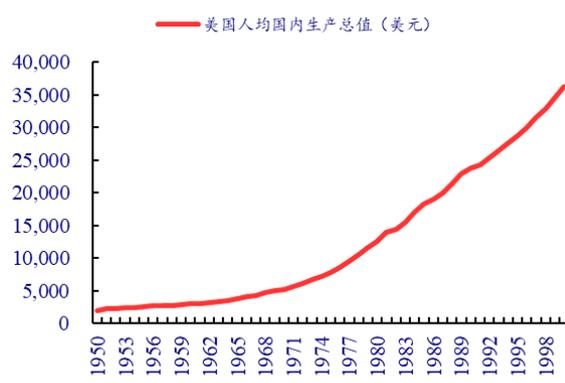


图 5：1950-2000 年美国人均 GDP 情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美国文化输出的先锋之一就是游戏。20 世纪 80 年代，个人电脑（PC）的普及使电子游戏成为计算机的主要功能之一，美国迅速取代日本成为 PC 游戏的中心。美国在游戏载体和操作方式上的不断创新、在游戏产品营销模式上的不断变革，使得美国游戏产业日益成为美国经济发展新的增长点。2000 年，美国的电子游戏产业超过拥有百年历史的好莱坞电影产业成为整个娱乐业的龙头。游戏产业作为高新科技支撑下的新兴行业，已经逐渐显

示出强大的发展势头和市场潜力。美国娱乐软件协会（ESA）的数据显示，美国电子游戏产业收入在 2018 年达到了 434 亿美元，同比增速为 18%，是同期美国 GDP 增速的六倍。

图 6: 2016-2018 年美国电子游戏产业规模



资料来源: NPD, 中国银河证券研究院

而美国游戏在全球游戏产业的发展中一直扮演着重要角色。在如今的全球游戏市场中，北美地区是体量最大、最有影响力的区域市场。如今游戏行业的大部分 3A 游戏都有着十分鲜明的美式文化烙印，而欧美化的游戏风格也是当下游戏行业的主流审美。美国拥有众多享誉世界的游戏开发公司，例如全球最大游戏商电子艺界（Electronic Arts）、动视暴雪（Activision Blizzard）、微软等。目前在游戏主机市场上能与日本任天堂和索尼相抗衡的只有美国微软。而风靡全球《DOTA》、《星际争霸》、《英雄联盟》以及《守望先锋》等都是动视暴雪旗下的产品。此外，美国知名游戏开发商 Rockstar Games 的现象级产品《侠盗猎车手》（GTA）旗下的《GTA 5》，截止至 2018 年销量已超过 9000 万套，创造了 60 亿美元的收入，成为当时全球有史以来最赚钱的娱乐产品；此外，根据 2009 年 2020 年 Steam 销量周榜上榜作品统计，《GTA5》是过去 12 年间上榜次数第二多的游戏，可见《GTA5》拥有持久而广泛的全球影响力。GTA 的游戏画面大量借鉴了美国洛杉矶和加州南部的建筑特点，游戏的各个细节都充斥着浓浓的美国味，被称为游戏中展现美国现代文化的集大成者，成为美国乃至世界游戏史中的经典代表。借助美国游戏在全球范围内广泛而持久的影响力，美国的价值观念和生活方式也一并深远传播。

图 7：2009 年至今 Steam 销量周榜上榜作品次数统计

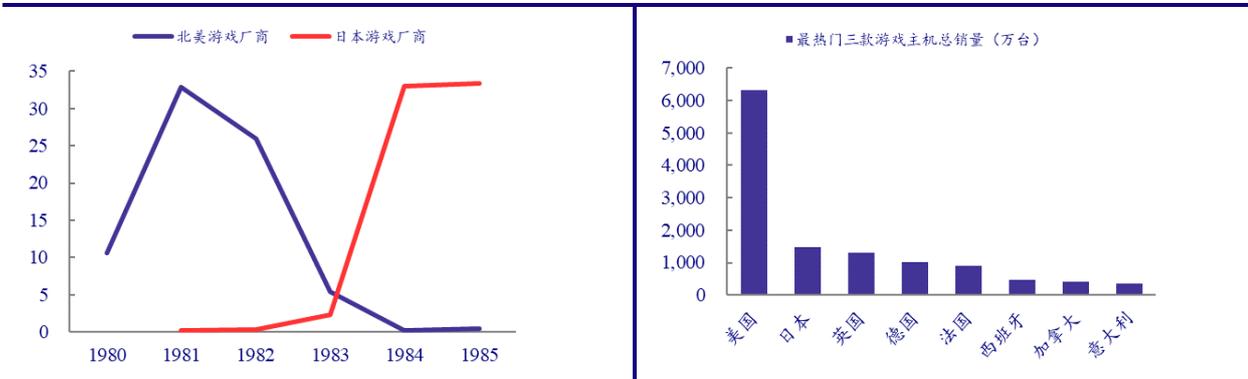
图 8：GTA5 游戏画面



资料来源: Youtube, 游戏官网, 中国银河证券研究院整理

背靠本国强大的科技实力，美国可谓全球主机游戏的“鼻祖”，并且游戏引擎研发技术也位居世界尖端水平。早在 1972 年，世界上第一部家用游戏主机 Odyssey 便诞生于美国，并取得了巨大的商业成功：发售元年在美国本土销量便突破 10 万台，全球总销量突破 100 万台，成为七十年代最成功的家用电子产品之一。70 年代末，依托于主机的电子游戏作为一种娱乐形式已经被大众广泛接受。但在 80 年代，美国游戏业曾陷入一蹶不振的境况：由于过多的游戏厂商涌入市场，美国游戏业出现了产品供给过剩、质量下降的现象，从而引发了游戏滞销，即“雅加达冲击”。但依靠多年在 PC 领域所积累的大量经验与对好莱坞 3A 大作先进模式的效仿，美国游戏业在 90 年代实现了强势复苏，并第一次在游戏业全面实现工业化体系。在这一时期，电子游戏发展到“3D+动感”立体声时代。除了 3D 动画，日新月异的计算机技术，例如游戏引擎，也赋予了主机游戏新的生命力。美国主机游戏研发商在全球游戏市场的领先地位得到巩固，并逐渐取得了全球游戏业的主导权。2001 年，美国微软推出了游戏机 Xbox，在游戏硬件市场上打破了日本的垄断。美国游戏历经几十年的发展，已形成了十分成熟的规模化体系和独有的主机游戏文化，美国玩家对于主机游戏也是青睐有加。美国也是游戏主机的最大消费市场。据 NPD 数据显示，2018 年全球最热门三款游戏主机总销量排名第一的国家是美国，达到 6320 万台，是第二名日本的 4 倍左右。

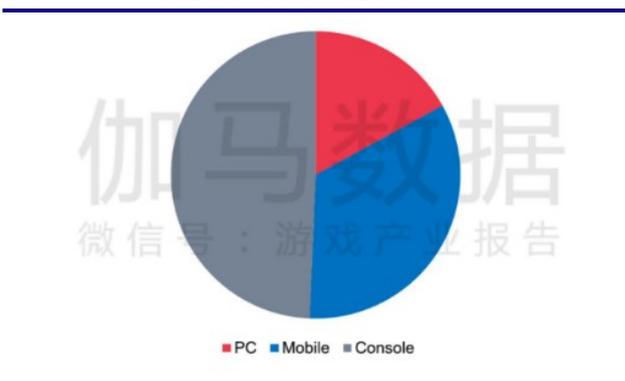
图 9: 1980-1985 年北美主流主机游戏销量统计 (百万台) 图 10: 2018 年全球主要国家最热门游戏主机总销量统计 (万台)



资料来源: Kaggle, NPD, 中国银河证券研究院整理

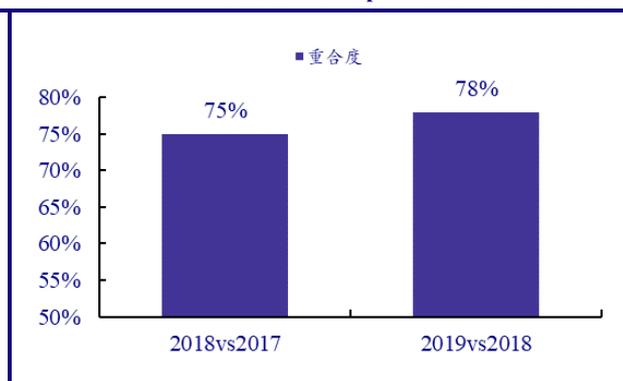
目前, 美国游戏市场仍以主机游戏为主, 移动游戏市场规模相对较小却潜力巨大。伽马数据显示, 在用户选择上, 移动游戏已成为美国玩家选择最多的游戏方式, 占比远超主机游戏与 PC 游戏, 具备较大的发展空间。伽马数据预测, 2020 年美国移动游戏市场规模预计达 133.7 亿美元, 增速达到 11.8%, 用户规模也将从负 5.1% 回暖至正 2.7%。经过多年的发展, 美国手游市场也出现了头部产品固化, 新品难以打入头部市场的情况。根据近三年美国手游流水 Top100 的产品重合度显示, 2018 年与 2017 年的产品重合度为 75.0%, 2019 年与 2018 年的产品重合度达 78.0%。这意味着美国手游用户更倾向于熟悉的的游戏产品, 对于新游的接受度相对较低。因此, 在同品类市场已然成熟的情况下, 寻求品类与产品的创新, 更易打入美国市场。

图 11: 2019 年美国游戏市场规模分布



资料来源: 伽马数据, 中国银河证券研究院整理

图 12: 2018-2019 年美国流水 Top100 移动游戏重合度对比



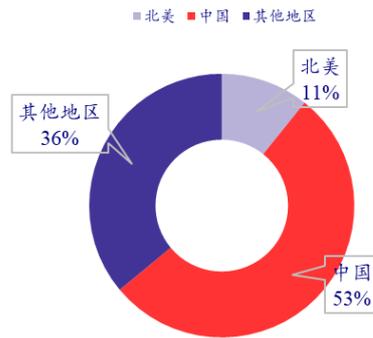
同时, 随着技术不断发展和互联网时代的到来, 文化产业的跨界融合效应越来越突出, 游戏产业也不例外。电子游戏和电影是当下最流行的娱乐方式, 游戏也因电影的带动而受益良多。如美国游戏商电子艺界在“哈利·波特”系列电影热映的背景下, 适时推出《哈利·波特与魔法石》游戏软件, 全球销量超过 700 万套, 充分利用了游戏与电影的媒介融合效应和“哈利·波特”的品牌效应。而电子游戏也对美国动画产生了深远的影响。不少动画电影直接取材于流行的电子游戏, 并获得巨大成功。例如, 暴雪旗下的《魔兽世界》是全球范围

内最具影响力的游戏之一，被纳为 21 世纪流行文化的符号之一，16 年的时间积累了大批忠实玩家，衍生出了一系列《魔兽世界》相关的亚文化产品，其中，由其改编的电影《魔兽》，在全球范围内获得 4.38 亿美元的票房收入，至今依然是电影史上票房最高的游戏改编电影。其中 89% 的票房来自海外市场，中国是则是其最大的海外票仓，贡献了 2.21 亿美元，超过总票房的一半。

图 13: 《哈利·波特与魔法石》游戏光盘



图 14: 《魔兽世界》全球票房分布



资料来源: Wikipedia, Box Office MOJO, 中国银河证券研究院整理

(二) 日本文化输出之路：重拾文化信心，ACG 产业成为中流

砥柱

战后的日本重新确立了经济立国战略,把全部精力投入到了经济建设中。在“经济立国”战略的带动下,日本经济腾飞,在 60 年代就超过西德成为世界第三大经济体,80 年代又超过苏联成为世界第二大经济体,虽然在 2010 年其 GDP 总量被中国超越,但目前仍是世界第三大经济体。经济上的强大让日本重拾文化自信。20 世纪 60 年代至 80 年代也正是日本文化软实力逐渐崛起时期,这一时期的日本意识到了文化建设的重要性,逐渐把目光从经济建设转移到文化建设的上。通过多年来在文化输出方面所做的努力,当今日本的文化产业在全球占据着巨大的市场份额,成为继美国之后世界最大的文化产业强国。

图 15: 战后 50 年日本 GDP 及增速情况

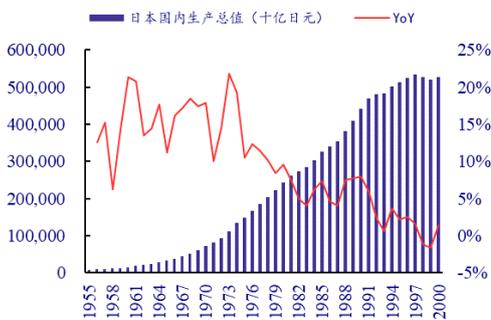
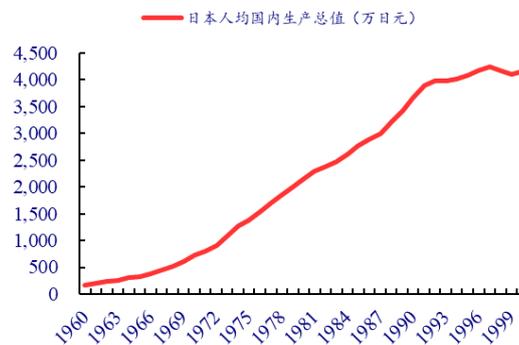


图 16: 战后 50 年日本人均 GDP 情况

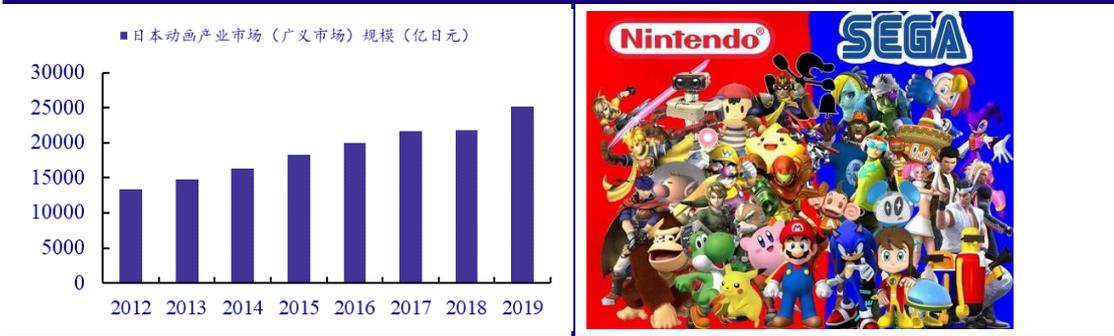


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

ACG 产业,则成为日本文化输出的先驱。ACG 为英文 Animation(动画)、Comic(漫画)、Game(游戏)三大产业的总称,作为娱乐经济时代的新生文化力量,ACG 被誉为“21 世纪知识经济的核心产业”。日本 ACG 产业发展最早的是动漫产业,凭借细腻的故事和情感的刻画,日本动漫风靡全球。日本在 1963 年播出首部动画电视连续剧《铁臂阿童木》,8 个月后就将其出口到了北美市场;70 年代,日本动画又开始转向亚欧国家,《聪明的一休》、《哆啦 A 梦》等日本动画在中国家喻户晓;《高达战士》在法国电视台播出,成功登陆欧洲市场。此后,日本动漫便开始逐步主导世界动漫市场,成为行业标杆。发展至今,日本已成为世界上最大的动漫制作和输出国,根据日本动画协会发布的报告,2019 年日本广义动画产业市场达到 25112 亿日元(广义动画市场包括动画电影、网络、演出娱乐、商品化、游戏以及海外市场等)。具体到游戏方面,日本不仅诞生了世嘉、任天堂和 PlayStation 等全球知名的主机厂商,并且在上世纪 80 年代改变了全球游戏市场格局,把家用游戏的概念带向了主流人群。

图 17: 日本动画产业市场（广义市场）规模

图 18: 日本知名游戏商任天堂、世嘉及旗下经典 II



资料来源: 日本动画协会, Wikipedia, 中国银河证券研究院整理

日本独特的动漫文化也赋予了日本游戏新的生命力。基于本身国际化的视野和文化特点，二次元向游戏在拓展海外玩家时拥有天然的优势。例如，日本游戏拥有《超级玛丽》和《精灵宝可梦(Pokémon)》等全球知名的超级 IP，围绕这些 IP 开发的游戏经久不衰，获得全世界数亿玩家的拥趸。2020 年日本手游收入榜 Top10 中，除了《职棒野球魂 A》，其他全部游戏均与动漫有关，要么自身已有同名动漫，要么如同《荒野行动》选择和知名动漫进行联动。

表 2: 2020 年日本 iOS&Google Play 游戏畅销榜 TOP10

排名	名称	发行商	发行商所属国
1	怪物弹珠	XFLAG	日本
2	命运	Aniplex	日本
3	荒野行动	网易	中国
4	智龙迷城	Gungho	日本
5	勇者斗恶龙 Walk	SQUARE ENIX	日本
6	职棒野球魂 A	科乐美	日本
7	Pokemon Go	Niantic	日本
8	龙珠 Z 激战	万代南梦宫	日本
9	迪士尼 扭曲奇境	迪士尼	美国
10	双生视界	哔哩哔哩	中国

资料来源: App Annie, 中国银河证券研究院整理

目前，日本 ACG 产品也已成功走向世界，成为最有价值的出口产品之一。2018 年日本动漫产业海外销售额已突破 1 万亿日元，已接近日本本土市场规模；目前欧洲播放的动漫作品 80% 出自日本。日本动漫，已和日本电器、日本汽车并列，被称为影响世界的三大“日本制造”。任天堂旗下游戏《宝可梦 GO》凭借其 IP 优势，自 2016 年发布以来已在全球范围内获得超过 36 亿美元的收入，吸金能力世界一流。随着数字娱乐及创意产业的发展，日本 ACG 产业借助于三网融合，在电影电视、网络电玩、移动通信增值服务等平台互相渗透，形成了成熟的联动模式及庞大的衍生产业链，并带动旅游、服饰、文具等相关行业及衍生产品快速拉升。日本 ACG 产业成为不断扩大日本文化粉丝群和全球影响力的强大助推器，在全球范围内传播着日本文化，彰显着日本的影响力。

图 19: 日本动漫产业本土及海外收入规模

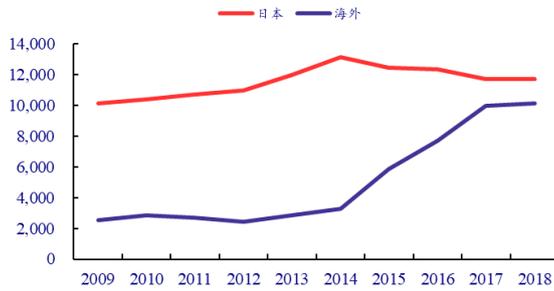
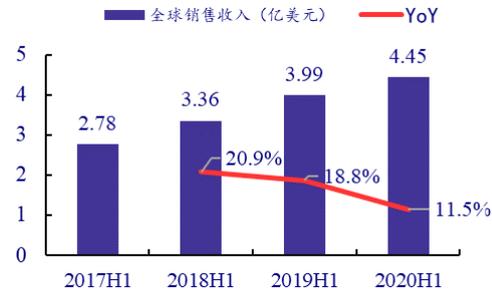


图 20: 2017H1-2020H1 《宝可梦 GO》全球收入



资料来源: 日本动画协会,

中国银河证券研究院整理

与始终由主机游戏主导的美国市场不同, 日本游戏业则经历了主机市场和手游市场的此消彼长。上世纪 80 年代和 90 年代是日本主机游戏的辉煌期, 从 FC 时代的《超级马里奥》到《魂斗罗》、《恶魔城》、《绿色兵团》等, 再到 SFC 时代日式 RPG 的百花齐放, 直至 20 世纪末, 日本优秀经典的主机游戏一直层出不穷。然而千禧年初由于人才断代、欧美市场的强势爆发等原因, 日本主机游戏市场开始进入低谷期, 虽然此后经历了一定的复苏, 但难以再与欧美对手抗衡。随着智能手机的普及, 手机持有数远远超过了主机数量, 再加上手游更胜一筹的便携性和社交性, 主机游戏市场的衰退不可避免。因此, 以 IP 运营见长的日本游戏厂商也将目光放到了手游市场, 利用强大的 IP 优势进行多角化经营。近年来, 任天堂、Atlus 以及卡普空等主流日本发行商均围绕自有游戏 IP 推出了面向多个平台、不同品类的产品。例如, 任天堂围绕“超级马里奥”IP, 制作了涵盖平台冒险、体育竞技、沙盒建造等类型的游戏, 利用自身 IP 和国外合作研发的手游《Pokemon GO》在海外市场大获成功。索尼旗下经典 IP 改编游戏《Fate/Grand Order》则获得了 2018 年手游全球营收冠军。由此, 日本游戏厂商展示出了 IP 的强大能量, 并向市场证明了主机厂商具备在手游市场成功的能力。

图 21: 2008-2019 年日本主机游戏及手游市场规模



图 22: 《Fate/Grand Order》国服游戏界面



资料来源: Famitsu, Newzoo, Grand Order, 中国银河证券研究院整理

总结: 虽然美国和日本在游戏文化输出上发展的方向不同, 但站在历史的视角来看, 他们本质是类似的, 都是在经济崛起后, 该国文化产业靠着更先进的技术, 更大的消费市场, 更强的资本支撑, 然后按照自己对旧世界故事的理解, 用自己的价值观对过去的故事

进行再演绎，最终形成文化输出。而他们的崛起之路也体现了一条内在逻辑，即谁强大，谁就能掌握讲故事的方式，谁就能对外进行本国文化的输出。美国、日本借经济崛起之势大幅提高文化影响力的经验对我国具有良好启示。基于对于中国经济发展的乐观预期，我们认为中国文化出海步伐大幅加快已成未来趋势，在海外市场崭露头角的中国游戏迎来了新的历史机遇。

三、出海之路：机遇与挑战共驱，竞争力持续加强

萌芽期（端游阶段）：2000年以前，国内游戏公司大都是小团队，受自身技术实力所限，海外似乎遥不可及。而进入21世纪后，随着这些公司的日益壮大，在最早的端游时代，中国自研游戏开始尝试出海，《梦幻西游》、《大话西游》、《天龙八部》、《完美世界》等均曾试图进军海外市场。然而这些产品的出海几乎都只停留在了东南亚等与中国文化相近的地方，其中最为代表性的是金山旗下的《剑侠情缘网络版》，2006年，这款游戏在越南收获了超过20万同时在线的成绩，成为当时越南的“国民级网游”，一度占领了当地游戏市场70%的份额。然而由于彼时中国游戏在技术缺位和硬件条件上的相对落后，除了《剑侠情缘》外，其他游戏也只是表现平平，并未掀起过多水花，在欧美日韩等传统市场更是反响甚微。

成长期（页游阶段）：2010年前后，海外市场难以攻克的局面在页游的出现后得到了改善。页游不需要强大技术支撑，操作相对简单，这给予了中国游戏避开技术等薄弱领域，形成错位竞争的机会。这一阶段的中国页游在东南亚地区站稳了脚跟，同时在欧美等地区的表现也开始有所起色，例如第七大道的《神曲》、游族的《女神联盟》均在海外收获了千万美元的流水，而北美均是其重要的市场。其中《女神联盟》曾被评为Facebook最佳新游戏，北美市场贡献了其一半的收入。然而此时在国内发行游戏可以较低成本换取高收益，出海的性价比相对较低，因此大部分游戏公司并没有考虑开拓海外市场。

图 23：中国游戏出海历程



资料来源：中国银河证券研究院整理

扩张期&爆发期（手游阶段）：然而随着智能手机的兴起，页游开始走下神坛，中国游戏厂商也迎来了一个可以真正逐鹿全球游戏市场的机遇。不同于从前端游时代的起步落后，页游时代的错位竞争，在移动游戏时代，中国游戏厂商第一次与海外厂商站在了同一起跑线上。在2016年前后，开拓海外市场已开始在游戏行业掀起一番热潮。在这一阶段，中国游戏出海主要缘于国内外不同市场背景的影响：一方面，国内流量红利消失，市场竞争加剧以及政府监管持续趋严。另一方面，相对于集中化明显，风险巨大的国内市场，广

阔的海外市场显然蕴藏着更多机会。2018年可谓国内游戏业转折的一年，政府通过停发游戏行业版号、控制版号总量等政策引导游戏行业进行供给侧改革。2018年3月末至12月，游戏版号审批暂停，期间所有新游戏无法在国内上线实现商业化。虽然在2019年版号审批重新开放，但发放量依然有限，游戏政策呈现收紧趋势，倒逼游戏厂商大规模出海“谋生”，“不出海就出局”。另一方面，相对于集中化明显的国内市场，广阔的海外市场蕴藏着更多机会。根据伽马数据，近5年来，除2017及2018年外，中国自研游戏海外市场收入增速均超过国内市场收入增速。2020年疫情席卷全球，全球线上娱乐需求持续旺盛，海外市场强势增长，更是大大加速了游戏厂商向海外的重心转移。根据伽马数据，2020全球移动游戏市场营收预计将达到863亿美元，同比增加25.6%。

图 24: 2014-2020 年获批版号的游戏数量



图 25: 2015-2020E 全球移动游戏市场规模及增速



资料来源: 国家新闻出版广电总局, 伽马数据, 中国银河证券研究院

经过不懈的努力，中国游戏厂商不断在海外市场取得突破。App Annie 的数据显示，从用户支出看，中国出海移动游戏发行商在海外市场持续上升，截止至2020年H1已达到21.2%，与美日韩共同形成第一梯队。伽马数据发布的报告显示，目前中国自研移动游戏在美、日、韩、英、德等重要海外市场的流水同比增速均高于该国移动游戏市场的增速。从初出茅庐、小试牛刀到坐拥一席之地，中国游戏出海的阵营日益壮大，步伐也愈发坚实。

图 26: 2020 上半年海外 Top100 移动游戏的发行商来源国家分布 (按用户支出)

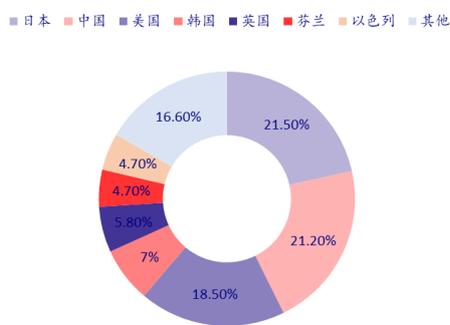


图 27: 2019 年海外重要手游市场流水 TOP100 流水及其中产游戏流水同比增长率



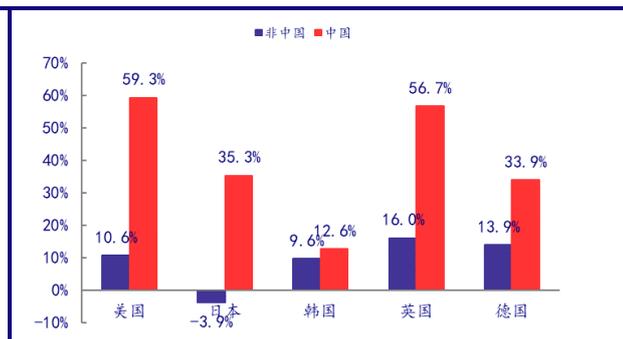
资料来源: App Annie, 伽马数据, 中国银河证券研究院

自研推动海外竞争力提升，“十四五”下游戏有望带动文化输出。随着近年来中国游戏厂商出海进程的不断加快，为强化在海外游戏市场的竞争力，国内游戏厂商深耕自研领域，不断提升自身的研发能力，目前已经取得了一定的成绩。根据伽马数据，2019 年在美日韩等海外手游主要市场中，中国自研游戏的流水同比增速基本远高于其他国家。中国自研游戏在全球市场中实际销售收入与市场份额均得到明显提升，中国自研游戏产品全球竞争力持续加强。

图 28：2015-2019 年中国自研游戏在全球市场实际销售收入中的比重情况



图 29：2019 年全球重要手游市场流水 TOP100 中中国&非中国研发游戏流水同比增长率情况



资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

游戏出海不仅仅只是行业趋势，更是一种文化现象。经过多年的发展，中国游戏行业已经进入“精品时代”，随着中国游戏实力的增强与影响力的扩大，中国游戏开始通过质量得到全球玩家的接受与认可。前一阵，游戏科学发布的以国内四大名著之一的《西游记》为题材的游戏《黑神话：悟空》预告，不仅在国内掀起了一阵讨论热潮，也在海外引发轰动。预告视频由美国电游评论媒体 IGN 搬运到 Youtube 后，至今已经收获了超 600 万的播放量，甚至有不少外国网友开始借此宣传《西游记》与中国文化。业内普遍认为视频中所展现出的精美画面和丰富的战斗场景，从水准上来说已经追平国外高品质游戏大作，《黑神话：悟空》有望成为首款国产 3A (A lot of money、A lot of resources、A lot of time) 游戏大作。《黑神话：悟空》所展现出的 3A 品质，体现着国产游戏研发能力的不断强化。我们认为，如果国产 3A 游戏能够得到成功研发，国产游戏出海收入新的增长空间将被打开，同时中国文化也能够更加直观立体地被输出。

作为连接中国与全球的又一架桥梁，在“十四五时期”，中国自研游戏有望成为中国文化输出的先锋，基于中央“十四五”规划，以讲好中国故事为着力点，创新推进国际传播，加强对外文化交流和多层次文明对话。

图 30：《黑神话：悟空》游戏海报



图 31：《黑神话：悟空》游戏截图



资料来源：游戏官网，中国银河证券研究院

政策扶持力度不断加大，“一带一路”、RCEP 开拓历史机遇。作为传播优秀中华文化的新载体，游戏已成为中国文化“走出去”的重要产业。基于游戏对于建设“文化强国”的重要意义，政府对游戏出海产业愈发重视，从16年开始，从地方到国家层面相继出台了一系列扶持政策。今年7月，国家对外文化贸易基地（上海）发布了“千帆计划”，这是全国首项聚焦游戏企业出海的政府扶持计划，对于我国游戏产业贸易的深化与升级有着重要意义。政策的开放性为中国游戏企业开拓海外市场，积极传播中国文化，提供了有力保障和支持。

此外，随着“一带一路”倡议的不断推进，相关政策预计将对出海游戏产生重大利好。2020年11月正式签署的RCEP更是为出海游戏企业带来了积极信号。据悉，15个成员国在市场开放、原产地规则、贸易便利化等多个方面达成重要共识，多项举措承诺水平超过WTO。由此，随着全球区域经济一体化融合的加剧，各国通过更加紧密的经贸合作，让区域的文化交流更加密切和频繁，带来了巨大的市场空间，中国游戏出海迎来了前所未有的机遇与挑战。

表3：近年来出台的与游戏出海相关的支持政策

时间	出台方	相关政策	相关内容
2010年	新闻出版总署	“中国原创网络游戏海外推广计划”	着力打造具有国际影响力的知名游戏出版品牌和版权交易平台，将对立意新颖、技术先进、体现中华优秀传统文化内涵的网络游戏作品和相关企业给予重点扶持。
2016年	广州市政府	《广州市人民政府办公厅关于加快动漫游戏产业发展的意见》	积极开拓国内外市场，鼓励动漫游戏“走出去”。
2018年	上海市政府	《关于促进上海动漫游戏产业发展的若干实施办法》	支持有条件的动漫游戏企业开拓海外市场，尤其是“一带一路”沿线国家和周边国家市场。
2018年	文化和旅游部产业发展司	《关于推荐动漫游戏产业“一带一路”国际合作项目的通知》	遴选一批国际合作成效与示范带动效应好的动漫游戏产业，作为“一带一路”国际合作项目予以扶持。
2019年	北京市政府	《关于推动北京游戏产业健康发展的若干意见》	推动游戏“走出去”，要求推进游戏行业国际传播能力建设，发挥游戏国际化表达优势，讲好中国故事。
2020年	国家对外文化贸易基地（上海）	“千帆计划”	在数字内容生产、数字内容海外推广、优化原创数字内容生产和发展等方面开展服务。

资料来源：人民网，中国银河证券研究院整理

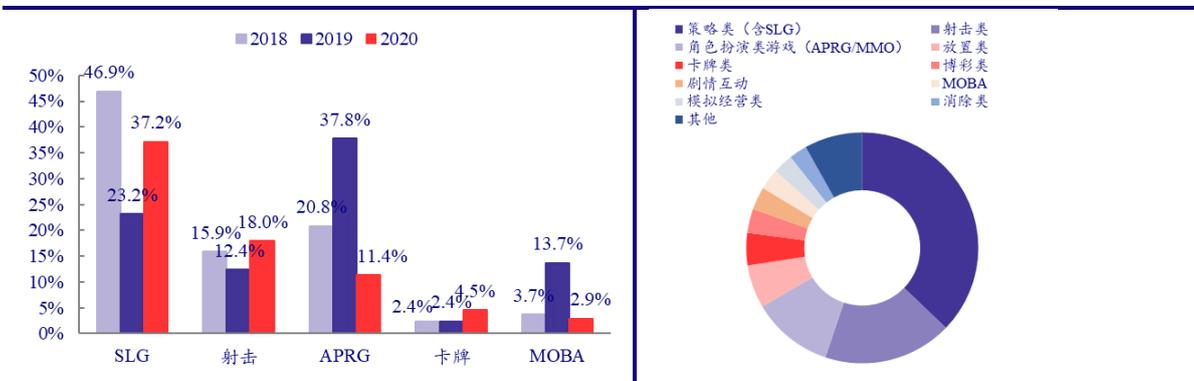
四、浪潮所向：把握优质品类赛道，携手文化扬帆全球市场

（一）品类解读：策略类游戏大热，国风游戏前景广阔

1. 市场现状：策略类游戏受到热捧，细分品类游戏挖掘新机遇

近年来，中国出海游戏公司在重点市场的游戏品类不断取得突破。鉴于出海游戏中移动游戏占绝大多数，可以近似认为移动游戏情况代表自研游戏整体表现。从品类分布上看，在进军海外市场的中国自研游戏中，SLG（策略类）、射击以及APRG（角色扮演）为主的重度产品最受欢迎。其中《王国纪元》《黑道风云》、《万国觉醒》等多款SLG游戏长期雄踞Sensor Tower中国手游出海月度收入Top30榜单。但这三种游戏品类的总计占比从2018年的84%下滑至2020上半年的68%，整体热度有所降低。同时，出海游戏类型也趋于多元化。卡牌、放置类、剧情互动类等细分品类游戏持续挖掘潜在玩家，国产游戏不断向新领域拓展。根据Sensor Tower的数据，三消游戏《消消庄园》2019年6月海外收入超过2260万美元，其发行商时空幻境（Firecraft Studios）仅凭该游戏便一举拿下该年Q2中国手游发行商收入榜单第11名。风眼科技旗下休闲游戏《脑洞大师》上线2个月海外首次安装量达到4090万，登顶2019年12月出海手游下载榜，打破了腾讯竞技手游对榜首13个月的垄断。可以预见，在SLG等品类已成为出海厂商的兵家必争之地的情况下，品类创新将成为国内游戏厂商新的突破口。

图 32：2018-2020 年中国自研游戏主要出海类型变动情况 图 33：2020 年中国自研游戏移动游戏出海类型分布



资料来源：游戏工委，伽马数据，中国银河证券研究院

2. 未来展望：二次元游戏未来可期，国风游戏携手文化出海

2020年下半年米哈游旗下二次元手游《原神》在全球范围内的大获全胜，令二次元游戏获得了空前的关注。二次元起源于日本，如今已经衍生出庞大的ACG产业（即动画、漫画、游戏、小说），游戏则是其中变现最为成熟的产品之一。此次国产二次元游戏在海外市场的成功并非偶然。一方面，由于本身国际化的视野和文化特点，二次元游戏在面向海外玩家时有天然的优势，并且受益于21世纪全球化的深入发展，作为二次元游戏的核心玩家，全球Z世代表现出了更高的文化认同感和接受能力。另一方面，随着中国国内二次元市场的扩展与成熟，二次元题材的游戏发展势头迅猛。根据伽马数据2019年发布的数据，

在近一年首月流水过亿元的手游中，具有明显二次元特征的游戏占比达到了 46.9%。此外，近年来中国二次元游戏已积累了不少出海经验。早前已有一些二次元手游，如《阴阳师》、《明日方舟》等，反向输出到日本市场并成为当地爆款。二次元游戏已成为中国游戏厂商出海日本的核心力量。我们认为目前二次元游戏依然处于发展的黄金时期，二次元游戏具有长期持续的价值与非常强的出海潜力。原因如下：

(1) **二次元游戏正逐渐走向大众化，影响力持续提升。**近年来，二次元文化从小圈层亚文化逐渐被大众主流所接受。随着泛二次元用户逐年增加，二次元手游也逐渐在国内崭露头角，破圈能力不断扩展，向更广泛的玩家群体渗透，从最初仅针对核心二次元用户的小众产品，逐渐发展为面向泛二次元用户的一大手游品类。根据伽马数据，2019 年国内二次元用户规模已达 1.16 亿，2020 年国内二次元移动游戏营收达 223.1 亿元，预计 2021 年将超过 270 亿元。国内二次元游戏领域无论玩家数量还是收入规模都呈稳步上升趋势，市场潜力逐渐显现。放眼全球市场，发展至今，二次元已经成功“破圈”，成为全世界整个年轻市场的流行元素之一。无论是《Pokémon Go》抑或《原神》，他们的成功都证明了二次元在全球范围内极高的流行度。

图 34：2016-2021E 中国二次元手游市场规模

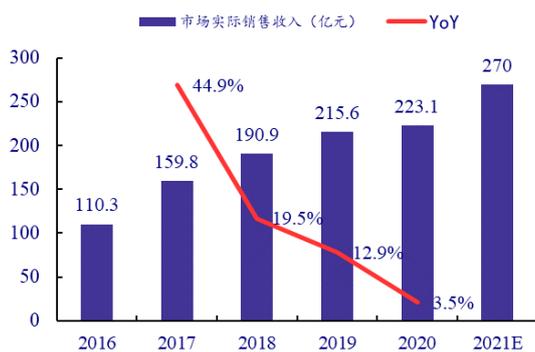


图 35：《原神》游戏海报



数据来源：游戏工委，游戏官网，中国银河证券研究院

(2) **Z世代为二次元游戏创造广阔空间。**二次元游戏的核心玩家为 90、00 时代出生的 Z 世代人群。在移动互联网的高度普及下，Z 世代用户已成为移动网民中的重要组成部分。根据 QuestMobile 的数据，截止至 2020 年 11 月，中国 Z 世代活跃用户规模达 3.2 亿，在 5 年内实现数量翻倍。Z 世代游戏玩家具有三高特点：高付费意愿、高付费能力、高用户忠诚度。福布斯报告显示，Z 世代有望成为全球市场上最大的消费者群，其消费能力超过 1430 亿美元，约占全球消费者的 40%。研究机构 Deep Focus 的《卡桑德拉报告》及 IBM 的调查显示，在美国市场，Z 世代大约拥有 2000 亿美元的直接购买力以及 1 万亿美元的非直接购买力。在人均消费上，以中国市场为例，Quest Mobile 的数据显示，2019 年 90 后二次元用户在二次元产品上的人均消费为 1510 元，而 95 后二次元用户的人均消费为 1328 元（由于二次元游戏用户与二次元用户的重合度较高，可以近似将二次元游戏用户的消费水平等同于二次元用户）。考虑到 Z 世代依然存在较大群体尚未实现财务独立，二次元游戏用户群体中存在着极大尚未释放的消费潜力。而随着 Z 时代逐渐成为消费主力，其游戏付费意识与能力还将进一步提升。可以预见，Z 世代付费能力的不断提升将推动二次元游戏市场持续繁荣，二次元游戏市场具有巨大挖掘价值。

图 36: 2016-2020 年 11 月中国 Z 世代用户规模及占全网比例变化

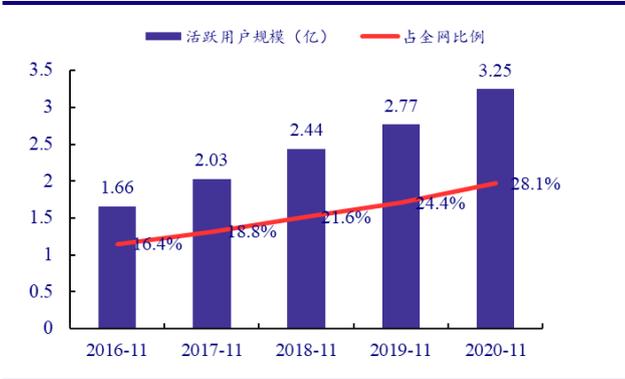
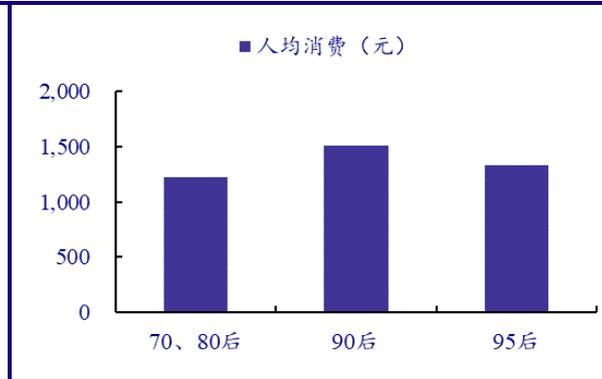


图 37: 2019 年中国各年龄层二次元用户对二次元产品的人均消费水平



资料来源: Quest Mobile, 中国银河证券研究院

国风游戏广受欢迎，助力中国文化“走出去”。伴随着中国游戏一起“出海”的还有中国文化。近年来不少带有鲜明“中国风”的游戏走红海外，令越来越多的海外用户通过游戏了解中国文化。其中，作为最受欢迎的品类，以三国题材为代表的国产 SLG 游戏，在吸引大量游戏用户的同时，也将中国三国历史文化传递了出去。基于相近的文化传统，三国题材的国产 SLG 游戏在日韩市场表现突出。由网易自研出品的三国 SLG《率土之滨》（日服名：《大三国志》）上线后迅速占领了日本市场，在日本玩家最喜欢的三国手游中位列第一。不少日本玩家开始学习中国文言文，甚至办起了诗词大赛、开设综艺节目讲述三国历史。有爱互娱的原创三国放置类 RPG 手游《放置少女》，在日上线三年却依然热度不减，入围 2019 年日本全游戏市场收入榜 TOP20，在 2020 年 Q1 位列中国手游在日收入榜 Top2。

在题材上，除了经久不衰的三国主题，中国游戏厂商也进行着多元化创新探索，巧妙地利用武侠、军事等题材，将中国元素融入游戏，极大地丰富了国风游戏矩阵。完美世界旗下以《山海经》故事改编的仙侠类游戏《诛仙》移动端于 2017 年陆续上线新加坡、马来西亚等地，一周内便跃居该地区免费及畅销榜前列；而网易旗下风靡日本市场的自研战术竞技类游戏《荒野行动》则与中国航空工业集团开展合作，在游戏中加入了众多中国国防元素，将国产自研的武直-10 和直-8 运载体引入游戏中，输出国产武器枪械文化。根据 Sensor Tower 发布的数据，自登陆日本市场以来，《荒野行动》长期雄踞日本畅销榜，日本玩家累计花费已超过 12 亿美元。凭借强大的影响力，《荒野行动》将有效促进国产国防力量的传播。以中国文化为背景的游戏，不仅为海外玩家提供了新鲜感，也因独特的产品诉求避开了同质化竞争。此外，文化认同感的提升，反过来会降低游戏出海的难度。国产游戏在出海中自觉肩负起文化传播的使命之时，也将帮助自身不断乘风破浪。

图 38:《率土之滨》(大三国志) 自制节目画面



图 39:《荒野行动》游戏海报



资料来源: 游戏官网, 中国银河证券研究院

(二) 地区探索: 成熟市场潜力巨大, 新兴市场竞争加剧

成熟市场发展迅速。分地区来看, 国产游戏的海外市场可以分为两类: 以美日韩为代表的成熟市场, 以及以巴西、东南亚地区为代表的新兴市场。成熟市场的游戏用户基数庞大、用户付费能力强, 是中国游戏厂商出海的主要目标市场。根据游戏工委发布的数据, 2020 年, 中国自研游戏的海外市场销售收入地区分布中, 占比位居前列的均为发达国家。其中来自美国的收入占 27.55%、日本占 23.91%、韩国占 8.81%, 三个地区合计占比超过 60%, 这表明以美日韩为代表的成熟市场依然是中国出海游戏的收入主要来源地区。目前, 中国游戏厂商在这些重点市场取得了持续突破, 虽然不敌本土厂商, 但增速迅猛。根据弗若斯特沙利文的数据, 中国手游韩国地区的市场份额由 18H1 的 14.2% 上升至 20H1 的 27%, 日本和美国地区的市场份额则上涨超过两倍, 在 2020H1 分别达到 23% 和 17%。

图 40: 2020 年中国自研游戏海外市场销售收入地区分布

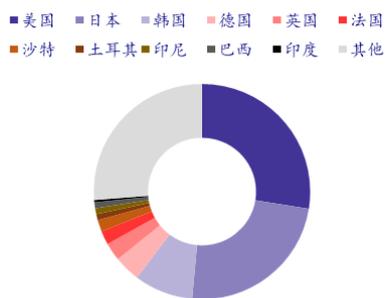
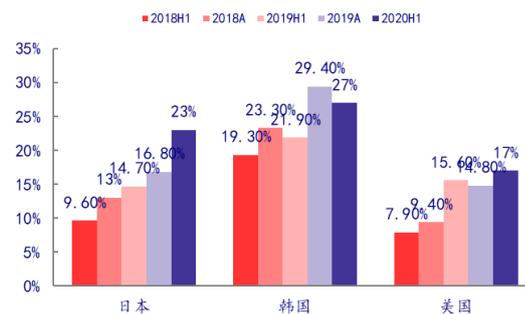


图 41: 2018H1-2020H1 中国手游在美日韩三地的市场份额 (按 Top100 总收入的占比)



资料来源: 游戏工委, 弗若斯特沙利文, 中国银河证券研究院

新兴市场表现有所下降。而新兴市场的人口红利巨大, 进入门槛低, 用户下载量大, 但付费能力弱, 需要一定时间培育用户习惯。目前中国移动游戏发行商的在这些市场的占有率较高, 基本处于领先地位。根据 App Annie 的数据, 按用户支出计算, 2020 年上半年, 中国游戏厂商在东南亚、俄罗斯、印度的市场份额分别达到 50%、30% 以及 28%, 均高于同期在欧美等发达地区的市场份额。然而与 19 年同期相比, 20 年上半年中国出海游戏在

以上三个地区（东南亚、俄罗斯、印度）的市场份额均有所下降，在这些市场中，中国游戏厂商也承受着较大的竞争压力。

图 42: 2019H1-2020H1 中国出海游戏在主要海外市场份额占比情况

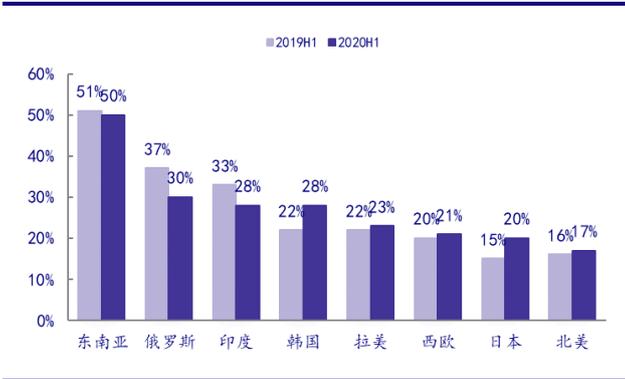
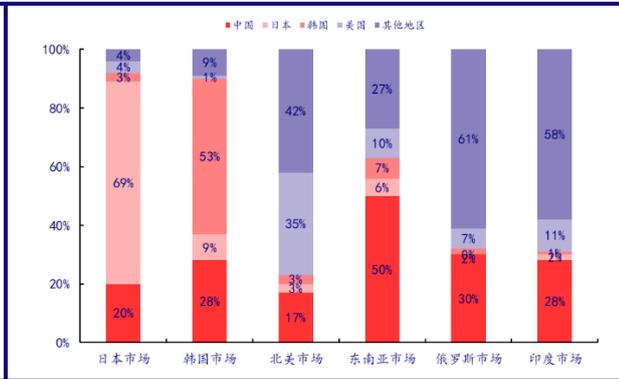


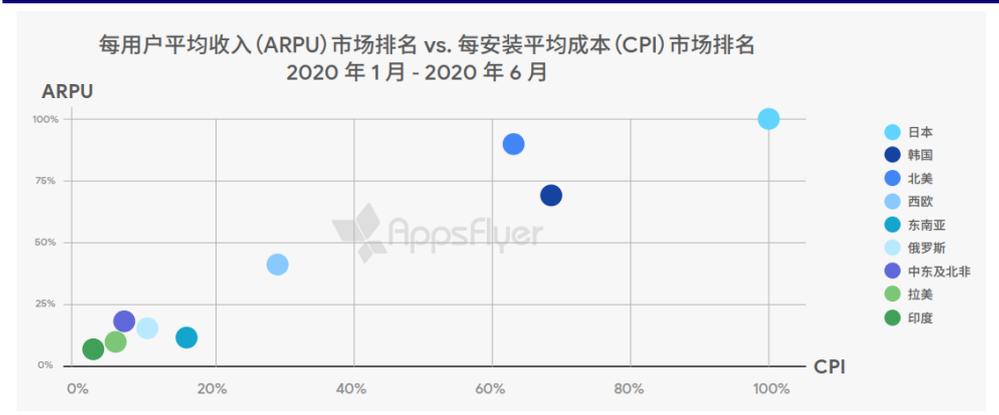
图 43: 2020H1 中国游戏厂商在各市场 Top 250 手游中的市场份额(按用户支出)



资料来源: App Annie, 中国银河证券研究院

成熟市场依然将是主要发力点。一方面，成熟市场更加稳定，拥有新兴市场所不可比拟的营收优势，中国游戏在这些地区的市场份额仍有巨大的增长空间。根据 App Annie 的数据，虽然在美日韩等成熟市场中，中国游戏已经积累了一定的市场，但其市场份额依然较低，主要市场地位仍由本土游戏厂商把握。在用户付费意愿强、付费能力高的成熟市场中，如何与实力强劲的本土游戏厂商竞争，打破现有格局，将是出海游戏的面临的一大挑战，也是一项重大的机遇。另一方面，在买量成本不断上涨的大环境之下，北美、西欧等地区以较高的 ROI 凸显其在买量上的高性价比。根据 AppsFlyer 的数据，通过比较各地区 2020 年 H1 用户平均收入 (APRU) 以及安装成本 (CPI)，可以看到北美、西欧地区在拥有相对较低的 CPI 的同时，也表现出较高的 APRU，成为地区买量的优质选择。

图 44: 2020 年 1-6 月 APRU 排名与 CPI 市场排名对比情况



资料来源: AppsFlyer, 中国银河证券研究院

五、优势分析：买量及运营模式的破局之道

（一）买量优势凸显，内容依然为立身之本

买量已成大势所趋。中国游戏要想顺利出海，首先要解决的是产品本身，其次就是如何实现本地化、流量获取以及用户运营和维护。目前，随着游戏行业的竞争加剧，商店中数以万计的游戏应用要被自然地发现难度很大，游戏厂商不得不通过广告投放等营销买量形式，增加游戏的曝光度来获取用户。AppsFlyer 的数据显示，2020 上半年，全球游戏自然安装量则同比下滑 5.5%，而通过营销带来的非自然安装量同比增长 26.4%。如果不依靠营销买量，自然获取用户将难以为继。同时，买量正逐渐成为游戏厂商获取用户的必要手段。2020 年 Q2，全球游戏市场中非天然安装量占比约为 60%。尤其在成熟市场，买量效应更为明显。在中国出海游戏的主要市场美日韩三地，非天然安装量占比均超过 60%，其中韩国地区甚至接近 70%。而在俄罗斯、中东以及拉美等新兴市场地区，虽然不及美日韩，但非天然安装量占比增长迅速，目前与西欧市场水平相近。由此，买量已成为中国游戏出海的必经之路。

图 45：2019Q2-2020Q2 各国游戏非自然安装量占比

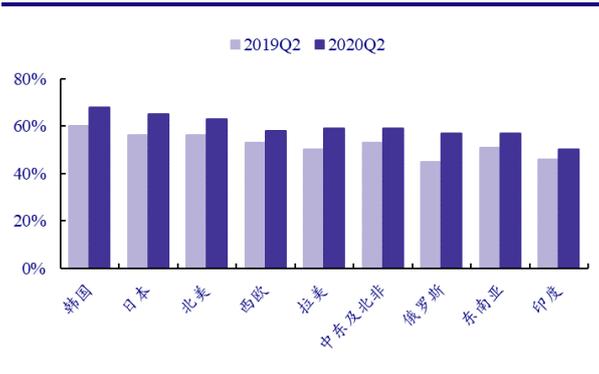
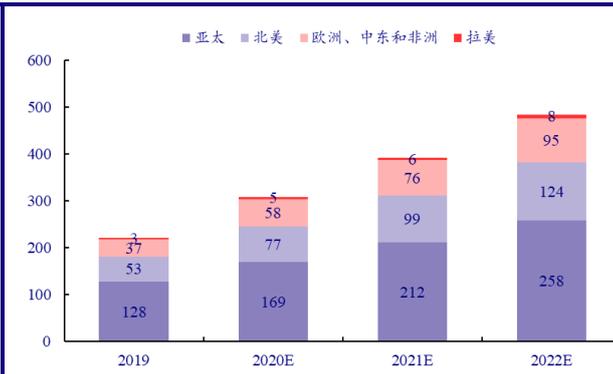


图 46：2019-2022E 游戏类应用安装广告花费（亿美元）



资料来源：AppsFlyer，中国银河证券研究院

国产游戏更加重视买量，买量及运营上具备优势。相较海外对手，中国游戏发行商显然对买量趋势的捕捉更加敏锐，也更加注重买量投入。以手游为例，根据 App Growing 的数据，2020 年 8-11 月，手游广告投放榜 Top10 中，中国厂商已占比近半，并且据 App Growing 披露，国内发行厂商往往专注单一类别或者少数几款主打游戏，并集中铺量。而海外大厂如 Lion Studio、Voodoo 等投放游戏数超过 50 款，推广较为分散。同时，由于国内买量市场相对成熟，国产游戏在资金储备以及买量营销方面也具有一定经验和优势。中国的手游厂商一向以运营能力见长，尤其是在移动游戏的付费点挖掘、用户运营、活动运营等方面。就整个游戏的运营而言，中国在机动性、获利、游戏的生命周期都有着相对成功的模式，游戏运营能力属世界一流。App Annie 发布的《2020 年度全球发行商 52 强》中，中国占有 11 席，腾讯和网易分别占据前二。

表 4：2020 年 8-11 月手游投放 Top10 发行商（21 个国家和地区）

排名	8 月	9 月	10 月	11 月
1	Puzzle Saga Studio	BitMango	ZenLife Games	ZenLife Games

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

2	Grande Games	Lion Studios	Lion Studios	Lion Studios
3	YottaGame	Grande Games	BitMango	BitMango
4	Lion Studios	Origin Mood Limited	IEC Global Pty Ltd	IEC Global Pty Ltd
5	BitMango	IEC Global Pty Ltd	Grande Games	Grande Games
6	Playrix	VOODOO	VOODOO	VOODOO
7	Funtap.vn	Playrix	Puzzle Saga Studio	Puzzle Saga Studio
8	Origin Mood Limited	Tap Lab	Tap Lab	Tap Lab
9	LiftApp LLC	YottaGame	Eyugame Network Technology Co., Ltd	Eyugame Network Technology Co., Ltd
10	ZenLife Games	Eyugame Network Technology Co., Ltd	Playrix	Playrix

资料来源: App Growing, 中国银河证券研究院

*加粗字体者为中国厂商

表 5: 全球 Top10 游戏发行商 (iOS&Google Play 综合收入)

排名	公司	国家
1	腾讯	中国
2	网易	中国
3	Activision Blizzard (动视暴雪)	美国
4	Supercell (超级细胞)	芬兰
5	南梦宫	日本
6	Netmarble (网石游戏)	韩国
7	Playrix	爱尔兰
8	Sony	日本
9	Playtika	以色列
10	InterActiveCorp (IAC)	美国

资料来源: App Annie, 中国银河证券研究院

海外发行及买量渠道较为简单，集中度高，竞争相对公平。国内发行渠道的格局较为分散和繁复。国内的游戏发行渠道主要包括以手机应用商店为主的传统渠道和以哔哩哔哩、TapTap 为代表的新兴渠道。安卓传统渠道又包含如 oppo、华为等手机硬件自有应用商店，以及应用宝、小米等第三方应用商店。反观海外市场，其渠道则相对简单和集中，主要包括 Google Play、iOS App Store 以及特色地方渠道，其中谷歌和苹果占据了绝大多数市场份额。流量方面，海外市场的买量平台也相对固定，Google 和 Facebook 占据了全球超过 60% 的市场份额，并且较少介入游戏研发，这意味着海外游戏市场中基本不存在同时把控内容和渠道的巨头，在渠道方面，中国游戏厂商和海外厂商站到了几乎相同的起跑线上。因此，海外市场不论是渠道分成还是流量采买难度均大幅低于国内，海外市场中相对透明和公平的渠道将为中国出海游戏厂商提供优质的发力点，有利于公司推动业绩以及巩固稳定性。

图 47: 国内外游戏分发渠道



资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院

买量对出海厂商很重要, 但核心竞争力依然取决于产品质量。一方面, 虽然买量能够帮助很大程度上帮助拥有精品化内容、具备长线运营能力的产品快速成长, 但打铁还需自身硬, 一旦生命周期步入中后期, 买量能起到的作用急剧降低, 竞争维度回归产品本身。买量现在不是, 未来也不会是游戏行业竞争的唯一要素。另一方面, 游戏的高品质也能反哺买量, 提升买量 ROI。优质产品可玩性强, 品质高, 相比普通产品, 厂商为优质产品购入的流量更可能会为游戏进行口碑裂变传播, 而口碑传播又可以在一定程度上降低流量获取成本。因此, 依赖买量发行并不是长久之计, 买量应属于一种早期快速启动和持续造势的手段。提升游戏品质, 不断创造自然增长才能在市场站稳脚跟。此外, 相比国内, 海外游戏的市场环境和运营推广更为简单、透明, 这就给予了游戏厂商更多专注产品和内容的空间, 同时中国出海游戏厂商还可以充分发挥在人力成本方面的优势, 显示出更强的竞争力。

(二) 付费设计推升市占率, 强势营销助力市场开拓

1. 付费模式

游戏的盈利模式通常分为是“先买后玩”买断制的付费模式以及“先玩后买”内置付费制的免费模式。受用户消费习惯等因素所限, 不同于欧美等成熟地区的游戏厂商, 为了最大程度地获取用户, 从端游到手游时代, 免费模式始终都是中国游戏厂商的主要选择。经过十多年的经验积累, 国内厂商已经发展出各式设计精细的内付费运营模式, 中国也逐渐发展为全球游戏内购付费模式的标杆, 付费设计已成为中国游戏的强项之一。内置付费让玩家可以在付费之前体验更多游戏, 对消费水平有限的玩家十分友好, 并同时令厂商触及更多游戏玩家。中国游戏厂商出海时, 低门槛的内置付费模式在开拓用户市场方面发挥了关键的作用: 在新兴国家, 当地玩家的消费习惯与国内差异不大, 对免费游戏的接受程度远高于付费游戏, 再加上中国游戏自身质量的不断提升, 因此, 即使面对来自本土和其他国家的竞争者, 中国游戏依然能够在新兴市场保持较高的占有率。

图 48: 2020H1 中国游戏发行商各地区的市场份额对比

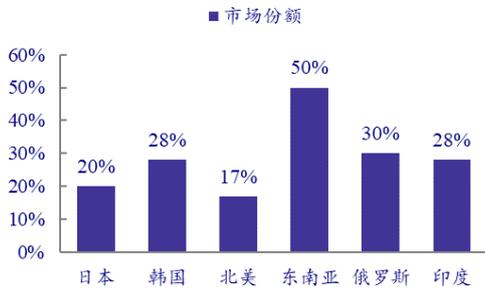
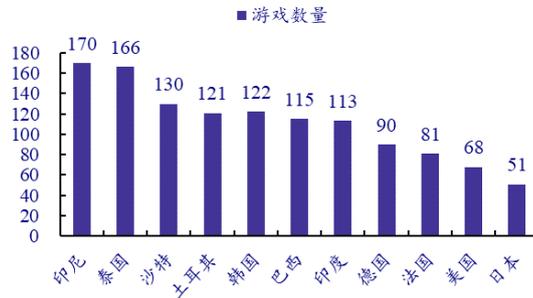


图 49: 2019 年海外地区进入日收入 Top100 的中国游戏数量



数据来源: App Annie, 游戏工委&IDC, 中国银河证券研究院

2. 营销模式

国产手游全球表现强劲, 也与海外强势营销息息相关。海外营销与变现是游戏出海过程中十分重要的环节。在竞争激烈的国内市场, 不少游戏厂商早已将各式营销手段运用得炉火纯青, 擅长对于潜在流量的把握, 再加上海外市场广告资源的集中度较高, 在移动游戏营销与推广环节相较于国内更加成熟, 因此, 中国游戏在海外具有强大的营销优势。

目前, 已有许多出海游戏企业回归到广告投放, 产品品质及营销创意上, 并结合大数据技术, 通过数据分析和数据挖掘以实现精准化推广, 极大地帮助了海外市场的拓展。比如, 网易《荒野行动》在日本市场举办一周年庆祝活动时, 利用包括主播赛、IP 联动、东京大地图更新、线下演唱会、开设实体店等多维度营销组合不断提高用户粘度。《荒野行动》周年庆直播结束后, 活动登上了日本热搜榜第六名, 总观看人数达 311 万, 当日话题总量突破 40 万。在精准化营销与高品质内容的加成之下, 《荒野行动》在日本 DAU 提升 25%, MAU 提升 22%, 并有效触及回流用户。

图 50: 《荒野行动》一周年活动海报



图 51: 《荒野行动》与《进击的巨人》联动街头广告



数据来源: 游戏官网, 中国银河证券研究院

再如《龙族幻想》出海欧美和日本时则采用了差异化的思路, 并在这两个市场都有着极佳的表现。在欧美市场, 《龙族幻想》本身不同于国内主流 MMO 国风的武侠、仙侠主题, 其包含许多现代都市的内容元素, 在面向欧美的宣传营销上, 恰好形成了视觉风格上的优势。游戏在宣发上捕捉到欧美市场的对应受众, 突出现代感、科技感以及多人组队副本的社交玩法。此外, 其社群运营、与网红主播的合作也为早期建立核心受众口碑起到了

关键作用。《龙族幻想》提前半年左右开始了本地化工作，并在上线前 2~3 个月开启预热活动，在 Facebook、Instagram 等社交平台，以及 Discord 和 Reddit 等社区都有针对性的宣发活动。《龙族幻想》在上线当天就成为美国 iOS 免费榜第 5，并且获得了多个国家 App Store 和 Google Play 的推荐。Sensor Tower 数据显示，《龙族幻想》在欧美首月内下载量达 276 万次，流水达 485 万美元。在日本市场，《龙族幻想》则在不刻意强调 MMO 概念的基础上，把细节玩法拿出来做渗透，如前期将宣传 PV 素材包装成重点展现游戏的换装、捏脸、副职业等玩法，以此来削弱玩家的陌生感，强化玩家对游戏内容的理解。游戏通过持续几个月的素材释放和相关玩法内容预告，在发行之之前就成功吸引了大量核心玩家。《龙族幻想》在日两个月内拿到了突破百万的预注册用户量，开放预下载后数小时就登顶 App Store 免费榜，服务器开放后不久登顶 Google Play 免费榜。

图 52:《龙族幻想》与知名 Youtube 主播合作海报



图 53:《龙族幻想》日本地区海报



数据来源：游戏官网，中国银河证券研究院

六、出海阵营：头部格局基本稳定，差异化竞争实现突围

（一）头部厂商地位稳固

根据 App Annie 发布的 2020 年各月中国游戏厂商出海收入排行榜，尽管排名之间有小幅度变动，但 Funplus，腾讯，网易，莉莉丝，IGG 等头部游戏大厂在大多数时间下依然稳居 Top5，地位难以撼动。而 App Annie 早前发布的 2019 年度中国厂商出海收入排行榜中，FunPlus、网易、腾讯、莉莉丝位列前四。国产游戏出海头部格局趋于稳定，头部厂商在资金、产品、渠道上的优势凸显，已筑起较高的竞争壁垒。同时，不难发现这些头部厂商旗下必定会有在全球主要市场表现出色的战术竞技类或者 SLG 类的“王牌”产品：网易手握《荒野行动》；腾讯拥有世界级手游《PUBG MOBILE》；FunPlus 旗下有着《火枪纪元》、《阿瓦隆之王》双 SLG 爆款；莉莉丝手握着《万国觉醒》、《剑与家园》等王牌；IGG 则拥有《王国纪元》、《城堡争霸》。

而从国内游戏企业的海外市场收入情况来看，在选取的部分上市头部游戏公司中，除 IGG、昆仑万维以及完美世界外，其余公司 2019 年海外收入均实现增长，其中增速最高的祖龙娱乐达到 80.1%，海外市场对于中国游戏企业的重要性与日俱增。而作为中国游戏出海表现最优秀的公司之一，世纪华通凭借旗下海外游戏发行公司点点互动（Funplus）的优

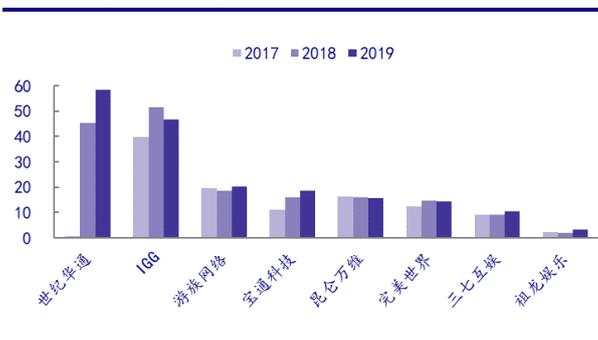
异成绩，2018 年海外营收同比增速高达 7329.5%，2019 年海外营收达到 58.3 亿元，表明公司近年来在出海先发优势、产品海外研运能力等方面积累丰厚，具备充分的经验优势。

表 6: 2020 年 1-12 月中国厂商出海收入排行榜 (iOS&Google Play 综合)

排名	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
1	莉莉丝	莉莉丝	莉莉丝	莉莉丝	腾讯	FunPlus	FunPlus	FunPlus	FunPlus	米哈游	腾讯	FunPlus
2	网易	FunPlus	腾讯	FunPlus	FunPlus	莉莉丝	莉莉丝	莉莉丝	腾讯	FunPlus	网易	米哈游
3	FunPlus	腾讯	FunPlus	腾讯	莉莉丝	腾讯	腾讯	网易	莉莉丝	腾讯	米哈游	莉莉丝
4	腾讯	网易	网易	网易	网易	网易	网易	腾讯	网易	莉莉丝	莉莉丝	腾讯
5	IGG	IGG	IGG	IGG	IGG	有塔游戏	有塔游戏	IGG	欢聚集团	网易	FunPlus	网易

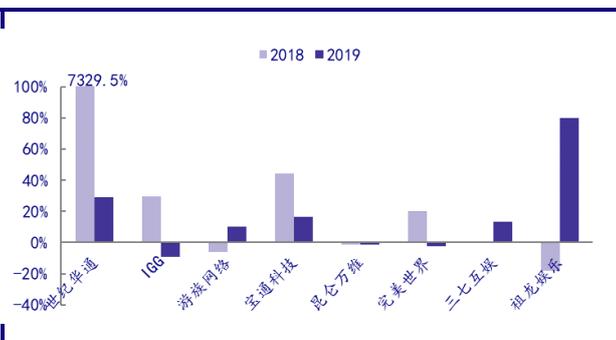
资料来源: App Annie, 中国银河证券研究院整理

图 54: 2017-2019 年部分 A 股及 H 股头部游戏公司 (已披露) 海外营收规模 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 55: 2018-2019 年部分 A 股及 H 股头部游戏公司 (已披露) 海外营收同比增速



(二) 差异化竞争助力弯道超车

海外市场中不乏全球运营经验丰富的游戏大厂，如果直接与这些顶尖公司在同一赛道上展开竞争，则很容易陷入他们的包围圈。而海外市场自身较强的承载能力和多元的游戏环境，则给予了游戏厂商进行差异化竞争的机会。因此，差异化竞争战略成为不少出海厂商的破局之道，他们利用差异化竞争，在海外市场中立起了自己的优势，甚至实现了弯道超车。

以莉莉丝为例。在传统欧美大厂在核心玩法上安于现状之时，莉莉丝《万国觉醒》率先于同类游戏，实现了玩法创新和细节体验的优化，并且题材范围更广、世界观也更为宏大，人物设定囊括古今中外的英雄人物，几乎覆盖了全球玩家市场。因此《万国觉醒》脱颖而出，海外吸金能力强劲：游戏仅用 16 个月就以月流水超 5400 万美元的成绩打破了国产 SLG 出海收入记录，2019 年海外收入达 4.58 亿美元，位列国产手游出海收入榜第二。

图 56: 2019 年国产手游出海收入 TOP30



图 57: 莉莉丝《万国觉醒》日服海报



资料来源: Sensor Tower, 游戏官网, 中国银河证券研究院

综上，海外用户对高品质国产游戏接受度空前高涨，尽管非成熟市场目前的付费能力还没有完全释放出来，但足够大的基本盘还是使中尾部游戏厂商得以立足。同时不同地区的市场也被充分解构、打开，使得不同类型、体量、题材的产品都比以往有更大的运作空间。对于中小厂商来说，避免与头部游戏扎堆，精细化目标用户和游戏定位，找准切入点进行创新，选择合适的深耕地区，研究当地文化和买量套路，或许是在海外市场有效的安身之道。

中国出海游戏迎来高光时刻。中国游戏厂商通过积极拓展海外市场、打造精品游戏的战略，凭借差异化的产品定位与优良的游戏品质，成功塑造了一批中国游戏品牌。随出海进程的不断加深，与海外相关平台、厂商的良好合作更是助推了国内游戏厂商对专业化、本地化以及快速高效的研发运营体系的搭建。

根据 Sensor Tower 的数据，在 2020 年全球手游收入 TOP5 中，冠亚军均属中国游戏厂商旗下产品，且与季军拉开较大差距；米哈游《原神》先后被 App Store、Google Play 两大应用商店评为全球 2020 年最佳游戏；2020 年 Google Play 最佳排行榜上，中国内地游戏开发团队的作品占据了两席，分别是《原神》《极简地下城 RPG》。这些原创作品所取得的耀眼成绩，意味着中国游戏已经具备为全球玩家提供品质作品的的能力。随着中国游戏陆续占领全球市场，中国已逐渐从全球游戏大国发展为游戏强国。然而，中国游戏厂商未来的出海之路也未必将一帆风顺。游戏品类及内容的研发创新、存量时代下的业内竞争，成熟市场的固化，不同市场的文化差异等，依然都是出海中国游戏厂商需要面临的挑战。

图 58: 2020 年全球手游收入 TOP5

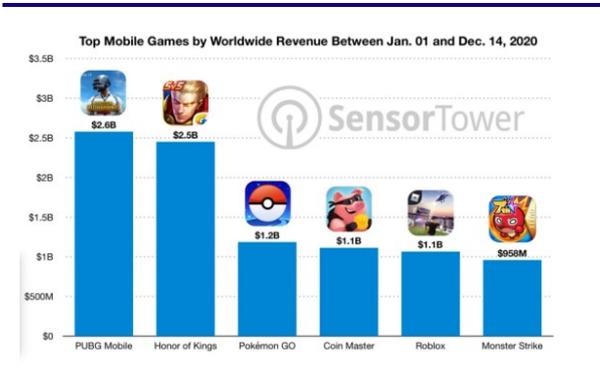


图 59: 2020 年 App Store、Google Play 评选的 2020 年最佳游戏



资料来源: SensorTower, Google Play, App Store, 中国银河证券研究院整理

七、重点标的及投资建议

随着互联网平台竞争进入相对稳定期，流量成本波动成为长期趋势，我们认为，未来游戏行业将以高品质研发来提高游戏成功率及收入能力，从而对冲流量成本上升造成的小幅影响。同时，出海进程的不断加速与国内研发商市场地位的提升，有望为国内游戏厂商贡献新的增长空间，估值和业绩有望双提升。长期来看，游戏行业仍然具备较好的成长性，随着近期估值的持续回落，行业逐渐进入具有配置价值的区间，具有强研发实力的厂商将享有红利，市场集中度和头部稳定性都将提升，建议关注具备出色研发能力的祖龙娱乐（9990.HK）、腾讯控股（0700.HK）、网易（09999.HK）、心动公司（2400.HK）、完美世界（02624.SZ）。

（一）祖龙娱乐：深耕 MMORPG 自研，海内外精品频出

公司概况：祖龙娱乐前身为祖龙工作室，于 1997 年成立，是国内成立最早的专业游戏工作室之一。2014 年 9 月，祖龙娱乐成立，聚焦自研游戏开发，重点布局移动 MMORPG 品类游戏开发，超过 85% 的公司员工是研发人员，拥有自主研发的云端服务器架构、高度适配的先进游戏引擎，也是市场上少数对先进引擎（如虚幻 4 引擎）有深度定制和二次开发的研发商。祖龙娱乐已陆续推出了《梦幻诛仙》、《天空纪元》、《万王之王 3D》、《龙族幻想》及《御剑情缘》等现象级精品游戏，行业优势地位得到巩固。根据弗若斯特沙利文数据，按国内自研游戏的总流水统计，2019 年祖龙娱乐在中国移动游戏开发商中排名第五，按国内自研 MMORPG 的总流水统计，公司则排名第三。

出海表现：祖龙娱乐持续开拓自研游戏的海外发行业务，扩大全球游戏玩家群，已成为自研游戏出海赛道的先驱者。截至 2020 年上半年，祖龙娱乐已在全球超过 170 个地区市场推出 14 款手游。根据弗若斯特沙利文数据，按 2017-2019 年海外市场自研 MMORPG 流水统计，祖龙娱乐在中国移动游戏开发商中排名第三。同时，祖龙娱乐海外业务收入持续攀升，2018 年及 2019 年海外业务收入分别为 1.92 亿元、3.44 亿元，同比增速高达 80.1%，海外收入占总营收比从 2018 年 22% 提升至 2019 年的 32.2%，海外市场对整体营收贡献度日益提升。

图 60: 2017-2019 年祖龙娱乐海外业务收入情况

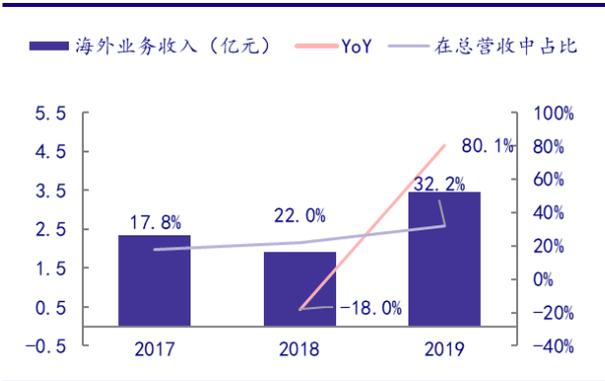
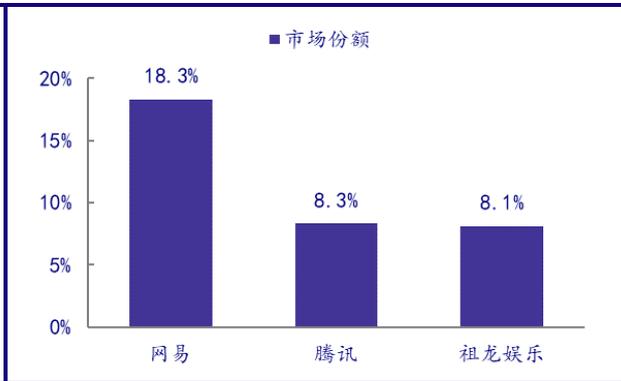


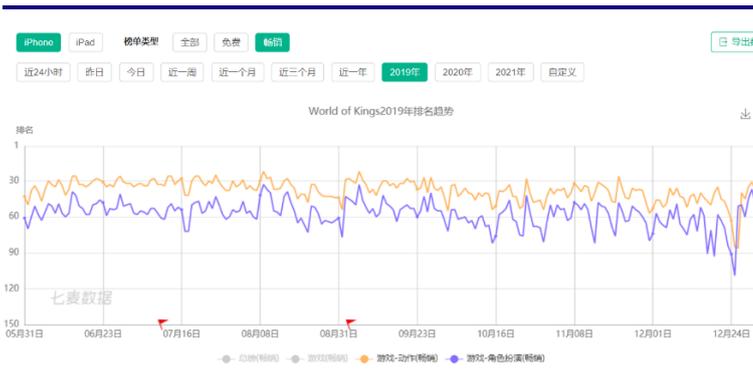
图 61: 前三大中国移动游戏开发商 (2017-2019 年海外自研 MMORPG 流水计)



资料来源: Wind, 弗若斯特沙利文, 中国银河证券研究院整理

在具体出海游戏方面, MMORPG 游戏《万王之王 3D》于 2019 年在欧美自主发行后收入及排名表现良好, 海外自主发行总流水超 5 亿, 并且流水表现非常稳定, 累计注册玩家超 1290 万, 月活用户 210.3 万; 此外, 现象级产品《龙族幻想》在中国内地及海外市场的成功发行亦重要为公司收益增长做出贡献, 战绩辉煌。2020 年《龙族幻想》在欧美地区推出后位列美国 iOSAppStore MMORPG 手游下载榜首以及 RPG 手游第二, 同时进入欧洲八个地区市场 iOSAppStore 手游下载榜 Top10, 跻身欧美热门 RPG 手游; 在日本推出后, 成为首款在日本 iOSAppStore 和 GooglePlay 免费榜位居首位的中国 MMORPG 手游, 且在当地付费表现十分优异, 三个月流水均超 1500 万美元; 在东南亚地区推出后, 连续八日荣登泰国 iOSAppStore 和 GooglePlay 免费游戏榜首位, 并于新加坡连续九日荣登 GooglePlay 免费游戏榜首位。《龙族幻想》已成为近年来在海外最成功的国产 RPG 手游之一。

图 62: 《万王之王 3D》2019 年美服畅销榜排名趋势



数据来源: 七麦数据, 中国银河证券研究院

图 63: 欧美热门 MMORPG 手游上市首月收入



祖龙娱乐研发实力强劲, 游戏质量有保障, 多为爆款产品, 且公司不断持续丰富其产品线, 2021-2022 年预计上线 6 款手游, 涵盖 MMORPG、SLG 及其他类型, 其中两款新游已确定全球发行。基于祖龙娱乐优异的研发能力、海外运营优势以及不断攀升的海外收入, 我们预计祖龙娱乐的出海业务规模有望持续扩大, 未来储备产品将为公司贡献大量增量。

(二) 腾讯控股：积极整合全球游戏产业链，顶级研运助力爆款

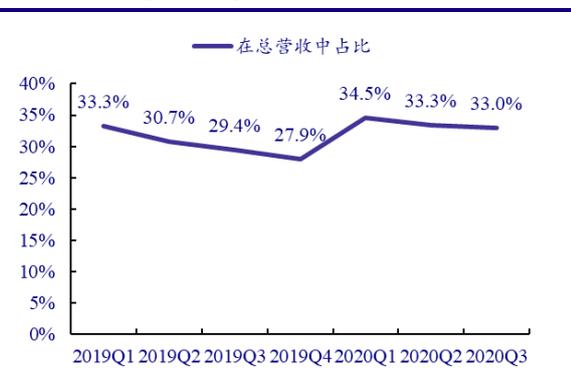
持续输出

公司概况：腾讯在海内外游戏市场都稳坐龙头地位。游戏是腾讯最主要的营收来源，游戏营收占比长期稳定在 30% 的水平。2020 年 Q3，腾讯控股网络游戏收入达 414.22 亿，同比增长 45%，增速显著高于 25% 的行业水平。同时出海战绩斐然。2019 年 Q4，腾讯海外游戏收入同比增长超过一倍，占网游游戏收入 23%；2019 年始终位列各月出海发行商收入榜 Top4，头部地位稳固。

图 64：2019Q1-2020Q3 腾讯游戏营收及增速



图 65：2019Q1-2020Q3 腾讯游戏营收占比情况



数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

出海表现：具体出海游戏产品方面，帮助腾讯在海外市场站稳脚跟的当属《PUBG MOBILE》（《绝地求生》）。该款游戏由动视和腾讯天美工作室联合开发，2018 年 3 月登陆多个海外市场，不久后便登顶 102 个国家和地区的免费榜。据 Sensor Tower 统计，《PUBG》2019 年预估收入超过 7.76 亿美元。截至 2020 年 3 月，其海外的总下载量超过 5.15 亿次。App Annie 统计的全球游戏 2020 年 1 月-11 月的数据排名显示，《PUBG MOBILE》的月活跃用户（MAU）排名第一。基于腾讯在海外发行手游所积累的丰富经验，此后腾讯旗下天美工作室与动视联合开发的另一款游戏《Call of Duty: Mobile》（《使命召唤》手游）亦收获了巨大的成功，2019 年上线以来登顶超过 150 个国家和地区的下载榜，在美上线首月下载量达到 1.48 亿次，长期位列该地区畅销榜 Top 10。根据 Sensor Tower 的数据，截止至 2020 年 9 月后起之秀的《CODM》以 2.15 亿美元的收入，成为美国收入排名第三的 FPS 游戏，仅次于《PUBG:M》以及《堡垒之夜》，且三款游戏的收入已经十分接近。

图 66: 2020 年 1-11 月全球热门游戏在月活跃用户的排名情况

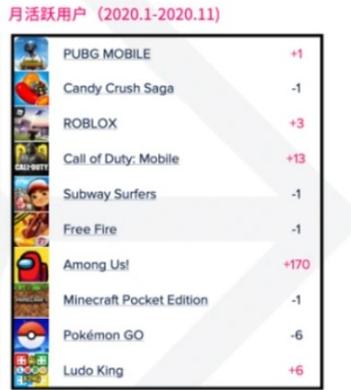
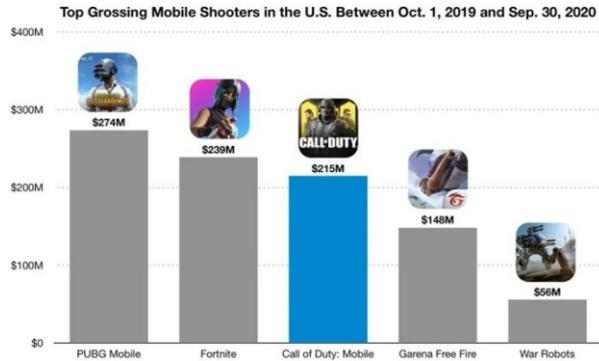


图 67: 美国 FPS 游戏收入排行榜 Top5 流水



资料来源: App Annie, 中国银河证券研究院

海外布局: 近年来, 腾讯通过投资、发行代理等多元化手段加速整合布局海外市场。腾讯的海外投资中, 游戏类公司所占比例最高, 达到了 28%。腾讯海外参控股游戏公司众多, 其中囊括出品《绝地求生: 大逃杀》的韩国蓝洞公司、韩国知名游戏企业 Kakao Games, 甚至包括了国际 3A 游戏大厂法国育碧、研发出品过《部落冲突》《皇室战争》等精品移动游戏的芬兰公司 Supercell、《英雄联盟》研发商 Riot Game、游戏引擎 Unreal 的开发商 Epic, 这些公司涵盖游戏产品研发、游戏技术支持、游戏发行等整个产业链条。同时, 腾讯也与老牌游戏厂商 SE、宝可梦公司等达成合作, 为海外业务的持续增长奠定坚实基础。

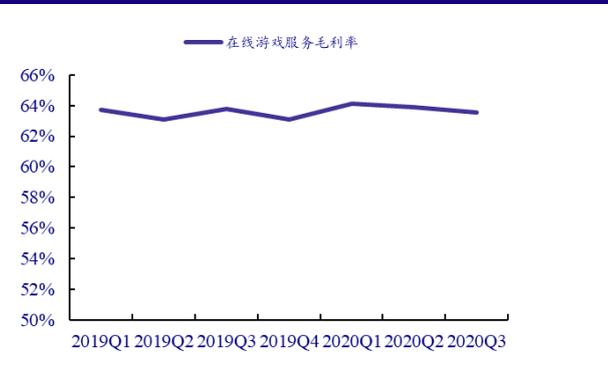
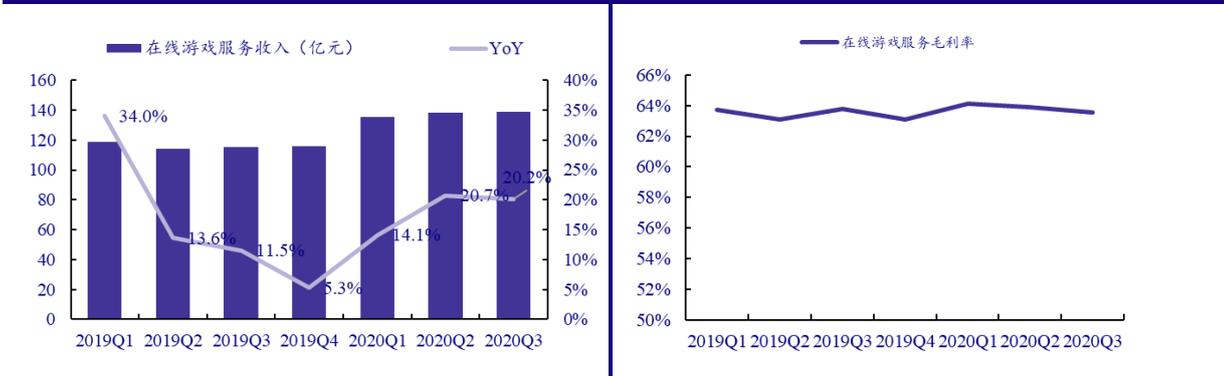
发展预期: 2020 年以来, 国外疫情反复带动国外游戏用户使用时长的增加, 推动了腾讯在海外手游市场的营收增长。同时, 中国手游厂商的研发实力也不断获得海外头部公司的认可。从游戏厂商的研发实力、市占率以及运营经验来看, 腾讯都处于国内顶尖水平, 具备承接顶级 IP 的能力; 并且考虑到与动视合作研发《PUBG MOBILE》、《CODM》的成功经验, 预计未来会有更多手握顶尖 IP 的国际游戏公司选择与腾讯展开合作。在强大的研发与资金实力加持下, 腾讯日后将不断打造题材和类型全球化的游戏, 积极推动游戏的海外发行, 为营收开发新增量。此外, 中国出海头部阵营日趋稳定, 作为头部厂商的腾讯将持续受益, 海外业务收入预计将保持强劲增长。

(三) 网易: 研发实力超群, IP 长线运营实现“畅销+长销”

公司概况: 网易于 2001 年成立游戏事业部, 是国内首屈一指的游戏研发商及运营商, 主攻游戏自研, 长线运营能力出色, 旗下经典游戏《梦幻西游》、《大话西游》、《阴阳师》及《率土之滨》等上线多年依然人气不减。同时, 网易的产品体系也较为完善, 目前已形成一套上至引擎研发、下至品牌营销的成熟产品体系。2019 年网易自研游戏收入占比 89%。凭借日益丰富和多元化的游戏产品矩阵及其持久的生命力, 网易游戏展现出了强劲的势头。在线游戏作为网易的最大业务收入来源, 净收入长期保持稳定增长, 毛利润亦常年保持稳定。2020 年 Q3 净收入实现 138.6 亿元, 同比增长 20.2%。总体游戏业务毛利实现 294.48 亿元, 毛利率达 63.4%。

图 68: 2019Q1-2020Q3 网易游戏营收及增速

图 69: 2019Q1-2020Q3 网易游戏毛利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

出海表现: 在海外市场中, 得益于“产品+推广运营”双线布局, 网易实现了运营高度本土化, 并稳坐出海头部厂商收入榜宝座, 吸金能力强劲。日本是网易出海的重点发力市场。根据 App Annie 发布的 2020 年 5 月日本 iOS 收入榜单, 网易不仅成为唯一一家入围 TOP10 的中国厂商, 更一举超过万代南梦宫、科乐美等一众日本本土企业, 实现中国厂商的在日的首次登顶。此外, 考虑到 2019 年网易总游戏收入中海外收入占比仅为 11%, 其海外业务增长依然存巨大的增长空间。

图 70: 2020 年 5 月日本 iOS 收入榜 Top 10

#	收入排行	总部	应用
1	NetEase (网易)	▲3	269
2	BANDAI NAMCO (バンダイナムコ)	▼1	163
3	KONAMI (コナミ)	=	35
4	SQUARE ENIX (スクウェア・エニックス)	▼2	164
5	mixi (ミクシィ)	▲2	22
6	Sony	=	332
7	CyberAgent (サイバーエージェント)	▼2	168
8	GungHo Online Entertainment (ガンホー・オンライン)	=	45
9	Niantic	▲1	4
10	LINE (ライン)	▼1	109

资料来源: App Annie, 中国银河证券研究院

具体出海游戏产品方面, 《荒野行动》是网易旗下当之无愧的王牌出海产品。截至 2020 年 Q3, 《荒野行动》在日本预估的总收入已经突破 12.7 亿美元, 并成为连续两年 (2018 及 2019 年) 入围《Fami 通手游白皮书》收入 TOP10 唯一的中国游戏。除《荒野行动》外, 《阴阳师》《明日之后》《机动都市阿尔法》《量子特攻》等产品也曾相继登顶日本 App Store 免费榜。日本之外, 网易也积极向其他市场探索。《明日之后》成功走出亚洲, 拿下美国、加拿大、泰国等 App Store 游戏免费榜前 3 名, 目前《明日之后》全球下载量已突破 2 亿次。

图 71:《阴阳师》日服海报



图 72:《明日之后》游戏海报



资料来源: 游戏官网, 中国银河证券研究院整理

发展预期: 网易目前手握多个优质原创 IP, 开发空间大。网易具备多个原创游戏 IP, 其中“大话西游”“梦幻西游”IP 运营时间超过 15 年, 2016 年上线的《阴阳师》已经拥有较为成熟的衍生产品矩阵。而根据公司近期游戏布局情况, 多款重磅 IP 手游新品如《天谕》、《宝可梦大探险》、《哈利波特: 魔法觉醒》等将在 2020 年下半年至 2021 年上线, 并布局全球市场, 有望在海内外市场为网易贡献新的增长点。此外, 网易也在积极寻找新的游戏营收增长点, 一方面以日本市场为起点辐射欧美地区, 扩大手游出海版图; 另一方面, 在海外各地设立新的工作室, 研发多平台游戏或主机游戏。整体而言, 背靠流水稳定的经典 IP 产品, 网易不仅拥有一批占领头部市场的精锐产品, 还积极挖掘细分市场, 拓展品类边际, 在海内外布局上保持稳中有进的步伐。我们预计, 拥有出色的研发实力和 IP 运营能力的网易, 有望通过新游戏和多产品矩阵共同发力游戏市场, 实现稳定的长效收益, 进一步稳固市场的头部地位。

(四) 心动公司: 精品游戏矩阵不断丰富, 自研+TapTap 协同铺

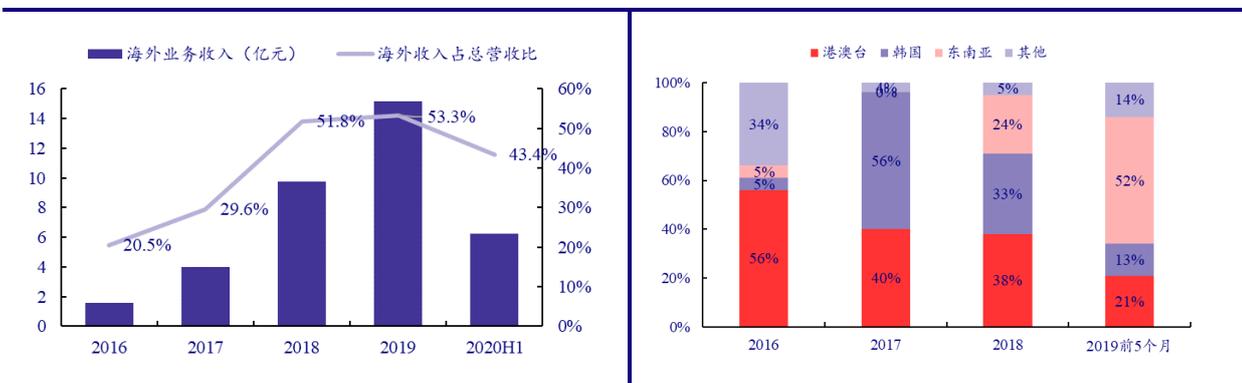
就出海之路

公司概况: 心动公司正式成立于 2011 年, 初期以页游为主, 2011 年下半年推出爆款页游《神仙道》, 截止 2013 年 6 月该产品总流水超过 20 亿, 2019 年 12 月公司在港上市。心动公司已在中国及海外地区形成游戏自研、发行、渠道运营的一体化业务体系, 并拥有国内领先的手游垂直分发平台手机游戏垂直分发平台 TapTap。公司的发展战略是以平台为核心进行游戏制作发行, 注重游戏和平台之间的协同效应, 致力于打造独特的游戏生态。心动公司于 2014 年开始布局手游及出海领域: 公司与腾讯达成战略合作并推出手游《仙侠道》; 同年携手韩国知名页游发行商进军韩国市场, 完成出海首战。

出海表现: 2016-2019 年公司的海外游戏业务发展迅速, 海外市场成为其游戏营收的主要来源。2019 年海外游戏营收为 15.15 亿元, 同比增长 55%, 占整体游戏营收比例为 63.8%; 2020 上半年海外游戏营收为 6.26 亿元, 同比下降 16%, 占比降至 54%, 主要系公司上半年无新发海外游戏及《仙境传说 M》海外流水自然减少所致。分地域看, 海外市场的游戏运营收入主要来自东南亚、港澳台、韩国等亚洲地区市场, 公司未来海外业务的拓展空间十

分广阔，可以通过提升来自欧美、日本等其他手游市场的游戏营收，从而为海外收入持续贡献增量。

图 73: 2016-2020H1 心动公司海外收入及占总营收比情况 图 74: 2016-2019 前 5 个月心动公司海外各地区收入占比



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

具体出海游戏产品方面, 自研方面, 公司头部 MMORPG 手游《仙境传说 M》自 2017 年上线以来, 已在全球超过 50 个国家与地区发行, 曾获得 30 个国家和地区的收入榜冠军, 截至 2019 年累计注册用户数超过 3300 万, 月活跃用户数超过 500 万, 据心动公司招股书数据显示, 《仙境传说 M》在 2017 年、2018 年及截至 2019 年前五个月分别贡献 4.68 亿元、6.27 亿元和 5.04 亿元的游戏运营收入。代理方面, 旗下代理的放置手游《不休的乌拉拉》自 2019 年 5 月以来, 已陆续登陆海外超过 50 个国家和地区, 在上线之初迅速进入多个国家畅销榜前十, 曾连续 2 个月进入台湾地区 iOS 畅销榜前十。此外, 公司负责在港澳台发行的《明日方舟》, 2020 年 6 月底上线后曾登顶台湾和香港地区游戏畅销榜。

表 7: 心动公司旗下部分海外代理游戏

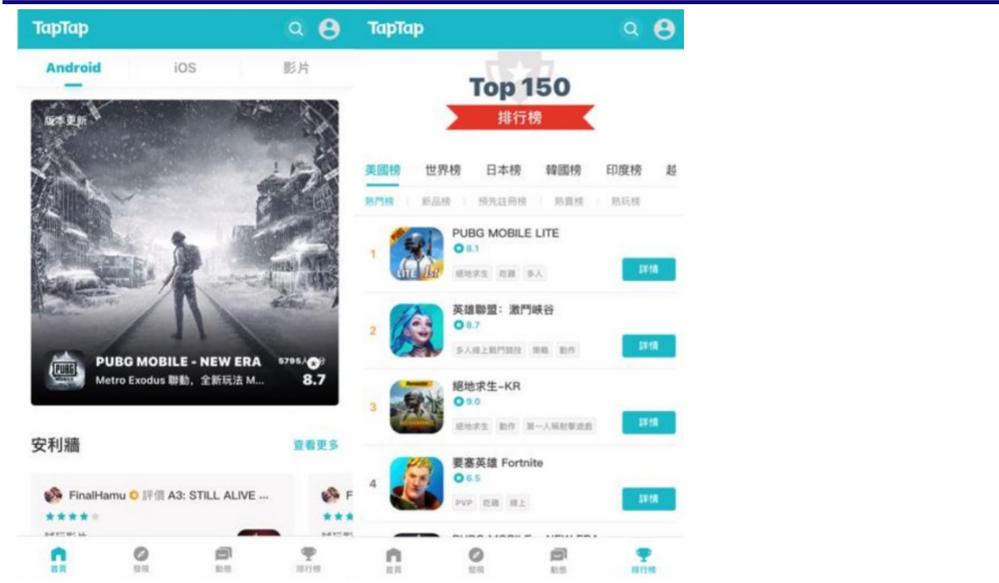
游戏名称	研发商	上线时间	类别	主要运营市场
少女前线	上海散爆	2017 年 1 月	卡牌养成	港澳台、韩国
碧蓝航线	上海蛮啾, 厦门勇仕	2018 年 3 月	策略养成	韩国
苍蓝境界	破晓互动	2018 年 8 月	RPG	日本
第五人格	网易	2018 年 9 月	战术竞技	韩国
明日之后	网易	2019 年 4 月	MMORPG	韩国
不休的乌拉拉	厦门真有趣	2019 年 5 月	放置	港澳台、韩国、日本、美国、东南亚

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

同时, 心动公司目前正着力发展 TapTap 全球版。TapTap 国际版界面与国内安卓版相仿, 首页分为安卓、IOS 区域。一级入口有发现、动态及排行榜, 其中排行榜按不同国家及地区划分。并且该应用支持包括 Line、谷歌等社交账号登陆。心动公司计划在未来所有新产品设计制作的时候, 直接支持全球化的版本, 以及时跟进中国版的产品改进, 让海外用户看到更多中国开发者和玩家的有效信息, 帮助游戏开发商实现游戏的全球发行。TapTap 全球化步伐的加快将为公司出海提供更多有利空间。

图 75: TapTap 国际版界面

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。



资料来源: TapTap, 中国银河证券研究院

发展预期: 目前公司不断在自研上发力, 目前储备有 5 款自研游戏, 其中《心动小镇》、《火炬之光: 无限》预计将在 2021H1 推出。游戏代理方面, 公司运营经营丰富, 公司独代的《不休的乌拉拉》、《香肠派对》在国内外的成功已经对其发行能力有所验证。依托代理+自研, 公司已构建涵盖 MMORPG、战术竞技、放置类、SLG 等品类的多元游戏产品矩阵, 预计未来公司盈利能力将随着自研能力的增强得到逐步提升。同时, TapTap 国际版对于公司海外发行游戏有较强的助力, 有望逐渐成为中国出海游戏的战略推广重地。考虑到广阔的全球移动游戏市场, 我们认为拥有丰富精品移动游戏内容库的 TapTap 具备较大的潜力, 将有越来越多的精品游戏厂商将选择 TapTap 作为发行渠道。综上, 心动公司通过游戏开发运营以及 TapTap 平台产生的强大的协同效应打造的独特游戏生态, 将助推公司营收持续实现高增长。

(五) 完美世界: 端游技术沉淀深厚, 持续发力手游出海

公司概况: 完美世界是国内最大的在线游戏供应商之一, 致力于打造拥有自主知识产权的高质量网游精品, 所有产品都采取自主研发、自主设计的原则, 并且非常注重向海外市场拓展。在海外布局方面, 公司坚守以产品为中心的经营理念, 将全球研发、全球发行及全球流量运营模式积极整合, 借助灵活多样的出海方式, 布局新兴市场及重点文化市场。完美世界十分重视在出海中融入中国文化, 其与法国团队合作研发的西游题材横版过关游戏《非常英雄》, 运用西方的艺术视角和手法还原中国经典名著《西游记》。这款游戏在 2017 微软 E3 展上一经亮相即收到如潮好评, 2020 年初更是摘得有“动画界奥斯卡”之称的第 47 届安妮奖最佳游戏角色动画。

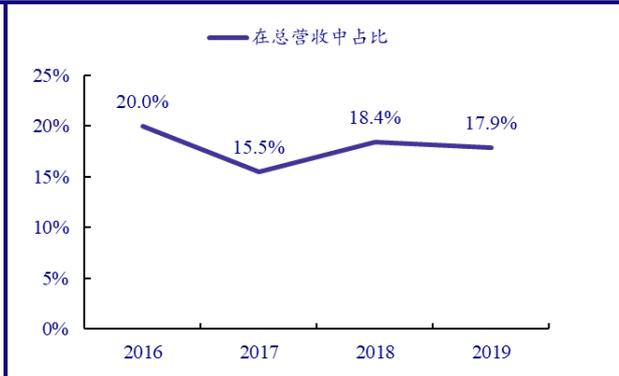
出海表现: 完美世界是国内最早进行海外运营的游戏企业之一, 自 2007 年起完美世界曾连续 5 年蝉联中国游戏出口第一, 一度占中国网络游戏出口总额的 40%。目前, 完美世界游戏在北美洲、欧洲和日本设有全资子公司, 并已向海外出口 10 多款游戏, 用户群体

覆盖至 100 多个国家和地区。2019 年公司海外收入 14.41 亿元，同比下滑 2.6%，海外游戏收入占游戏业务整体收入的 21%。海外业务收入下滑主要系去年同期自研主机游戏《深海迷航》高收入规模导致的高基数影响。过去，公司海外游戏收入主要由端游和主机游戏贡献，手游海外发行规模较小。因此在深耕端游和主机游戏的同时，公司开始重点发力海外手游业务，目前已取得一定成绩。根据伽马数据与 SensorTower 的数据，2019 年完美世界进入全球移动游戏中国企业竞争力榜 Top5 以及当年 12 月中国手游发行商收入榜 Top10。

图 76: 2016-2019 年完美世界海外业务收入及增速



图 77: 2016-2019 年完美世界海外业务收入占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 8: 2019 年全球移动游戏中国企业竞争力榜 Top5

排名	公司
1	腾讯
2	网易
3	三七互娱
4	世纪华通
5	完美世界

资料来源: 伽马数据, 中国银河证券研究院

具体出海游戏产品方面, 2020 年 2 月, 《R5》(新神魔大陆) 在韩国上线, 进入该地区 Google 及 iOS 畅销榜 Top 10。同年 3 月, 《新笑傲江湖》在港澳台地区上线, 登顶香港、台湾 is 畅销榜, 两个月在新加坡和马来西亚上线后首周便成为新加坡 iOS 免费榜第 4 以及 Google 免费榜第 1, 屡获双平台推荐。多人不对称生存类游戏《无路可逃》(《DON'T EVEN THINK》) 于 2020 年 7 月份上线 PlayStation 北美地区, 首月登顶 PlayStation 美服 F2P 游戏下载榜单并获官方推荐, 9 月上线 PlayStation 日服, 目前用户累计突破百万。

图 78:《新笑傲江湖》游戏海报



图 79:《无路可逃》游戏画面



资料来源：游戏官网，中国银河证券研究院整理

发展预期：完美世界在端游 IP 领域储备丰富，IP 研运能力成熟，具有“完美世界”“诛仙”等价值超百亿的头部 IP，同时也曾在客户端领域对这些 IP 成功展开过产品改编，帮助相关产品积累了丰富的玩法内容与核心用户，在改编成移动游戏后均获得较好成绩。公司目前拥有数十款储备游戏，囊括多元品类：3D 回合制《梦幻新诛仙》以及采用 UE4 技术的《战神遗迹》等精品手游将陆续推出。此外，端游及主机双平台游戏《完美世界》、《Torchlight III》、《Magic Legends》等项目也正在积极研发中。近年来完美世界游戏研发实力持续增强，出海游戏表现亮眼，重要产品流水周期得到延续，业绩稳定性进一步提升。预计后续丰富的手游储备将成为公司海外业务收入增长的核心驱动。

八、风险提示

市场竞争加剧的风险，海外政策及监管环境的风险，产品创新不足，海外地区用户游戏体验不及预期等风险。

插图目录

图 1: 近十年我国 GDP 及增速情况.....	3
图 2: 近十年我国进出口总额及增速情况.....	3
图 3: 2015-2020 年中国自研游戏海外市场规模.....	4
图 4: 1950-2000 年美国 GDP 及增速情况.....	5
图 5: 1950-2000 年美国人均 GDP 情况.....	5
图 6: 2016-2018 年美国电子游戏产业规模.....	6
图 7: 2009 年至今 Steam 销量周榜上榜作品次数统计.....	7
图 8: GTA5 游戏画面.....	7
图 9: 1980-1985 年北美主流主机游戏销量统计 (百万台).....	8
图 10: 2018 年全球主要国家最热门游戏主机总销量统计 (万台).....	8
图 11: 2019 年美国游戏市场规模分布.....	8
图 12: 2018-2019 年美国流水 Top100 移动游戏重合度对比.....	8
图 13: 《哈利·波特与魔法石》游戏光盘.....	9
图 14: 《魔兽世界》全球票房分布.....	9
图 15: 战后 50 年日本 GDP 及增速情况.....	10
图 16: 战后 50 年日本人均 GDP 情况.....	10
图 17: 日本动画产业市场 (广义市场) 规模.....	11
图 18: 日本知名游戏商任天堂、世嘉及旗下经典 IP.....	11
图 19: 日本动漫产业本土及海外收入规模.....	12
图 20: 2017H1-2020H1《宝可梦 GO》全球收入.....	12
图 21: 2008-2019 年日本主机游戏及手游市场规模.....	12
图 22: 《Fate/Grand Order》国服游戏界面.....	12
图 23: 中国游戏出海历程.....	14
图 24: 2014-2020 年获批版号的游戏数量.....	15
图 25: 2015-2020E 全球移动游戏市场规模及增速.....	15
图 26: 2020 上半年海外 Top1000 移动游戏的发行商来源国家分布 (按用户支出).....	15
图 27: 2019 年海外重要手游市场流水 TOP100 流水及其中国产游戏流水同比增长率.....	15
图 28: 2015-2019 年中国自研游戏在全球市场实际销售收入中的比重情况.....	16
图 29: 2019 年全球重要手游市场流水 TOP100 中中国&非中国研发游戏流水同比增长率情况.....	16
图 30: 《黑神话: 悟空》游戏海报.....	16
图 31: 《黑神话: 悟空》游戏截图.....	16
图 32: 2018-2020 年中国自研游戏主要出海类型变动情况.....	18
图 33: 2020 年中国自研游戏移动游戏出海类型分布.....	18
图 34: 2016-2021E 中国二次元手游市场规模.....	19
图 35: 《原神》游戏海报.....	19
图 36: 2016-2020 年 11 月中国 Z 世代用户规模及占全网比例变化.....	20
图 37: 2019 年中国各年龄层二次元用户对二次元产品的人均消费水平.....	20
图 38: 《率土之滨》(大三国志) 自制节目画面.....	21
图 39: 《荒野行动》游戏海报.....	21

图 40: 2020 年中国自研游戏海外市场销售收入地区分布	21
图 41: 2018H1-2020H1 中国手游在美日韩三地的市场份额 (按 Top100 总收入的占比)	21
图 42: 2019H1-2020H1 中国出海游戏在主要海外市场占比情况	22
图 43: 2020H1 中国游戏厂商在各市场 Top 250 手游中的市场份额(按用户支出).....	22
图 44: 2020 年 1-6 月 APRU 排名与 CPI 市场排名对比情况	22
图 45: 2019Q2-2020Q2 各国游戏非自然安装量占比	23
图 46: 2019-2022E 游戏类应用安装广告花费 (亿美元)	23
图 47: 国内外游戏分发渠道	25
图 48: 2020H1 中国游戏发行商各地区的市场份额对比	26
图 49: 2019 年海外地区进入日收入 Top100 的中国游戏数量	26
图 50: 《荒野行动》一周年活动海报	26
图 51: 《荒野行动》与《进击的巨人》联动街头广告	26
图 52: 《龙族幻想》与知名 Youtube 主播合作海报	27
图 53: 《龙族幻想》日本地区海报	27
图 54: 2017-2019 年部分 A 股及 H 股头部游戏公司 (已披露) 海外营收规模 (亿元)	28
图 55: 2018-2019 年部分 A 股及 H 股头部游戏公司 (已披露) 海外营收同比增速	28
图 56: 2019 年国产手游出海收入 TOP30	29
图 57: 莉莉丝《万国觉醒》日服海报	29
图 58: 2020 年全球手游收入 TOP5	30
图 59: 2020 年 App Store、Google Play 评选的 2020 年最佳游戏	30
图 60: 2017-2019 年祖龙娱乐海外业务收入情况	31
图 61: 前三大中国移动游戏开发商 (2017-2019 年海外自研 MMORPG 流水计)	31
图 62: 《万王之王 3D》2019 年美服畅销榜排名趋势	31
图 63: 欧美热门 MMORPG 手游上市首月收入	31
图 64: 2019Q1-2020Q3 腾讯游戏营收及增速	32
图 65: 2019Q1-2020Q3 腾讯游戏营收占比情况	32
图 66: 2020 年 1-11 月全球热门游戏在月活跃用户的排名情况	33
图 67: 美国 FPS 游戏收入排行榜 Top5 流水	33
图 68: 2019Q1-2020Q3 网易游戏营收及增速	34
图 69: 2019Q1-2020Q3 网易游戏毛利率	34
图 70: 2020 年 5 月日本 iOS 收入榜 Top 10	34
图 71: 《阴阳师》日服海报	35
图 72: 《明日之后》游戏海报	35
图 73: 2016-2020H1 心动公司海外收入及占总营收比情况	36
图 74: 2016-2019 前 5 个月心动公司海外各地区收入占比	36
图 75: TapTap 国际版界面	36
图 76: 2016-2019 年完美世界海外业务收入及增速	38
图 77: 2016-2019 年完美世界海外业务收入占比	38
图 78: 《新笑傲江湖》游戏海报	39
图 79: 《无路可逃》游戏画面	39

表格目录

表 1: 党中央提出和部署建设文化强国战略的时间线	4
表 2: 2020 年日本 iOS&Google Play 游戏畅销榜 TOP10	11
表 3: 近年来出台的与游戏出海相关的支持政策	17
表 4: 2020 年 8-11 月手游投放 Top10 发行商 (21 个国家和地区)	23
表 5: 全球 Top10 游戏发行商 (iOS&Google Play 综合收入)	24
表 6: 2020 年 1-12 月中国厂商出海收入排行榜 (iOS&Google Play 综合)	28
表 7: 心动公司旗下部分海外代理游戏	36
表 8: 2019 年全球移动游戏中国企业竞争力榜 Top5	38

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：杨晓彤，传媒互联网及教育团队负责人。哈尔滨工业大学管理学硕士，具有7年证券从业经历，2017年加入银河证券研究院投资研究部。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn