

《原神》上架小米应用商店，分成降至三成，游戏行业内容为王时代到来

增持（维持）

2021年02月04日

证券分析师 张良卫
 执业证号: S0600516070001
 021-60199793
 zhanglw@dwzq.com.cn
 研究助理 李赛
 lis@dwzq.com.cn

投资要点

■ 《原神》上架小米应用商店，分成降至三成，优质研发商议价能力逐步走高。2月3日，《原神》上架小米应用商店，分成比例调整为7:3，米哈游可获得游戏70%分成收入。《原神》为米哈游20年公测的开放世界冒险游戏，上线后登顶多国畅销榜，是目前手游市场在玩法、画面、音乐质量等方面均做到顶尖的精品游戏。本次《原神》上架小米商店将分成比例从5:5提高至7:3意义重大，CP方优质产品在渠道端议价能力正逐渐体现，内容为王时代已经到来。游戏行业CP方与渠道方关于分成比例的博弈是行业经历多年发展的必然，随着游戏行业专业性趋势不断加强，渠道分发效率出现下降，手机游戏行业APP下载渠道分布中，终端商店与应用商店下载量占比20年均有所下降，垂类渠道兴起，渠道议价能力减弱，安卓渠道分成比例有望持续向7:3靠拢，在该过程中拥有精品内容的优质CP方依靠买量发行同样可以取得优质表现，从而具备更高的议价权，有望率先受益，优质CP商估值中枢有望随可获分成比例提高而上移。

■ 1月iOS端手游收入创历史新高，新品供给增多叠加2月春节假期与鼓励居家防疫政策，对1季度行业增速不必过度悲观。1月iOS端手游收入同比增长1.77%，环比增长8.48%，单月收入突破去年1月历史高点，在去年1月疫情严重发酵叠加春节档的情况下，今年1月iOS手游收入仍然录得强劲表现，我们认为与近期新游供给增多有关，同时表明20年疫情对手游用户流量池有所扩大，新增的用户取得了较好的留存及付费转化。A股游戏公司方面，三七互娱1月上线《荣耀大天使》，吉比特2月上线《一念逍遥》，均取得较好表现，叠加2月春节假期，与当前疫情管控政策鼓励居家有望增加用户游戏时长，我们认为对1季度整体行业表现不必过度悲观。

■ 投资建议：当前游戏行业面临买量成本提升的大趋势，同时CP方对渠道的议价能力也在走强，我们认为核心要关注各游戏公司研发实力提升，游戏行业将走向产品精品化与运营精细化。从厂商策略看，各家厂商都在执行精品化与年轻化策略，追求用户与品类的破圈，未来得到产品验证的公司有望率先实现估值提升。我们推荐具备领先研发实力，有望产出精品破圈产品的优质研发商：腾讯控股、三七互娱、吉比特、完美世界、IGG、掌趣科技、友谊时光；推荐拥有优质渠道&社区资产的心动公司，休闲品类推荐姚记科技，建议关注紫天科技。

■ 风险提示：产品上线延期风险；行业政策监管趋严风险；系统性风险

行业走势



相关研究

- 1、《互联网传媒：游戏行业专题：渠道变迁与流量争夺下的买量市场新常态》2020-12-01
- 2、《游戏行业系列深度专题一：游戏仅是疫情受益行业吗？》2020-02-24
- 3、《互联网传媒行业策略报告：产业互联网大幕拉起，传统与新兴产业的动能接续》2020-02-21

表1：重点公司估值（截至2021.02.03）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
0700.HK	腾讯控股	58607.13	610.88	9.64	13.20	16.50	63.37	46.28	37.02	买入
002555	三七互娱	667.89	31.62	1.00	1.32	1.58	31.62	23.95	20.01	买入
603444	吉比特	267.52	372.26	11.26	15.42	19.28	33.06	24.14	19.31	买入
002624	完美世界	513.12	26.45	0.77	0.80	1.33	34.35	33.06	19.89	买入

资料来源：Wind，盈利预测为东吴证券研究所预测

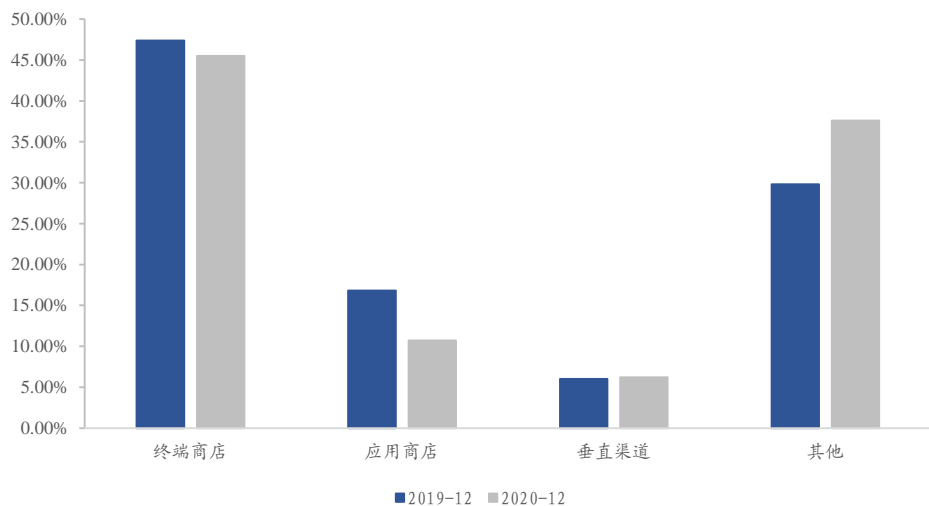
注：汇率采用1港元=0.83元人民币

1. 《原神》小米应用商店分成降至三成，优质研发商议价能力逐步走高

事件：2020年9月中旬米哈游曾因《原神》与传统安卓渠道在分成比例上无法达成一致而拒绝上架华为、小米等平台。21年2月3日，《原神》上架小米应用商店且分成比例调整为7:3，米哈游可获得游戏70%分成收入，打破双方博弈僵局。

目前来看，用户获取手游主要渠道包括：以App Store、华为应用商店、OPPO软件商店等手机厂商为代表的终端商店；以应用宝、360手机助手为代表的互联网应用商店、以哔哩哔哩、Tap Tap、好游快爆为主的游戏内容垂直渠道以及其他（包括官方服务器、买量营销等）。截止2020年底，终端商店仍占据下载渠道的半壁江山，但同比去年占比下降1.9pct；而垂类渠道和其他渠道都出现了不同程度的占比提升。

图1：手游行业APP下载渠道分布（%）



数据来源：GameLook，东吴证券研究所

渠道与内容方博弈升级，优质CP议价能力提升。顶级研发商与传统终端渠道摩擦由来已久，优质CP议价能力逐渐提升，早在2015年网易就《梦幻西游》等拳头产品与部分安卓渠道进行谈判，2020年游戏研发厂商与渠道商的摩擦更加频繁，《浮生为卿歌》、《万国觉醒》等放弃传统安卓渠道，仅上线TapTap等不分成渠道；而吉比特《最强蜗牛》和《一念逍遥》则先采取买量打开安卓市场，几个月后再接入安卓渠道获取增量用户。

一方面，以Tap Tap、B站为代表的垂类渠道其活跃用户与游戏目标用户更加匹配，研发商上线后可花较少精力定位目标用户，且其不分成或较少分成策略将给研发商带来更高收益；另一方面，即使买量成本持续走高，买量仍是较灵活、可控的方式，通过买量游戏厂商可加强对自身产品的把控，同时也将延长游戏生命周期，据统计优质游戏产品

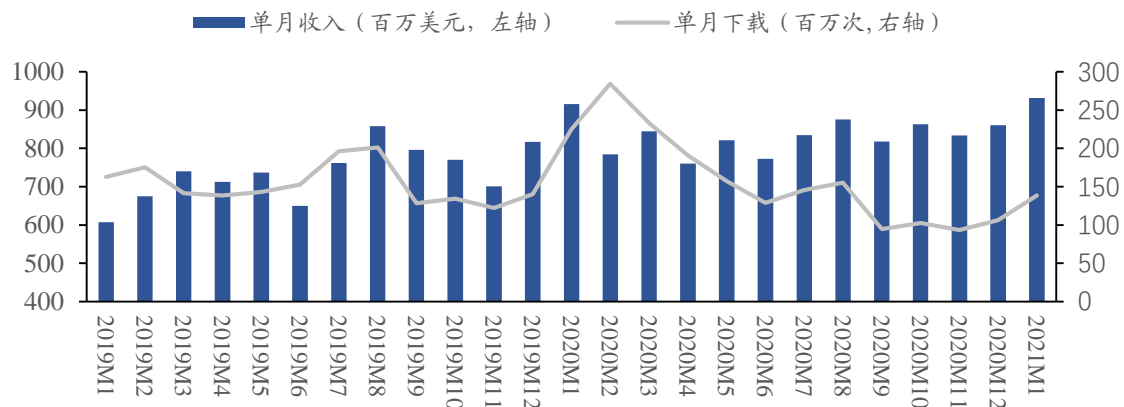
通过买量在安卓端发行的 ROI 高于传统安卓渠道，买量成本占流水比例不到 50%，是更高效宣传方式。以原神为例，自 9 月公测就仅上架 App store、Tap Tap、B 站（以 TapTap、哔哩哔哩为代表的垂直渠道，GameLook 预计其能占游戏安卓约 30% 下载量）与游戏官网，但仍取得连续 5 个月流水超 5 亿的优秀表现，12 月 MAU 超 1200 亿，验证其产品力。

短期来看，渠道与内容方的博弈仍将持续，对 CP 商采取 0 分成政策的分发渠道将从中获得确定性收益，将利好 TapTap 等垂类渠道；长期来看，游戏行业格局面临重新洗牌，行业进入内容为王时代。在行业集中度不断提升与游戏云化大趋势下，未来对精品内容的需求将不断加大，我们判断，小米提高《原神》分成比例只是一个开始，游戏研发商的溢价能力将不断增强，优质研发商的黄金时代已悄然到来。

2. 1 月 iOS 端手游收入创历史新高，对行业 1 季度表现不必悲观

1 月 iOS 端手游收入同比增长 1.77%，单月收入突破去年 1 月历史高点。根据 Sensor Tower 数据，21 年 1 月中国 iOS 端游戏市场规模 9.32 亿美金，同比去年 1 月增长 1.77%。从最近两月看，游戏行业环比持续向好，12 月环比增长 3.69%，1 月环比增长 8.48%，游戏行业实现同比与环比的持续增长一方面来源于疫情带来用户的持续变现，另一方面来自于丰富优质新品发布带来增量与寒假的催化作用。

图 2: 2019M1-2021M1 iOS 端游戏市场收入与下载量（百万美元）



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

注：收入已剔除分成

游戏行业的持续回暖并突破去年疫情与春节双重利好下产生的历史高点，验证了我们此前在《游戏行业系列深度专题一：游戏仅是疫情受益行业吗？》报告中的判断：疫情带来的新增用户将长期留存，提升行业长期变现空间。因此春节期间的大量游戏新增用户带来了游戏行业收入高韧性，虽然 21 年 1 月游戏行业 iOS 端下载量相比去年 1 月下滑明显，但老游戏进行了充分变现，为行业突破 20 年 1 月高点打下基础。

另一方面，游戏是创意驱动的内容行业，供给决定需求，近几月来上线产品多、质

量高有效带动流水提升。我们截取了 19-21 年 1 月 31 日畅销榜 TOP10 产品观察产品构成情况，可以发现，20 年畅销榜 TOP10 与 19 年相比新面孔有 6 款，其中只有 3 款为 19-20 年产出的新品，而 21 年畅销榜 TOP10 相比 20 年有 5 款，且 5 款均为 20-21 年公测新品。更多新游戏进入畅销榜前列体现游戏质量整体提高，也拉动行业整体流水提升。

表 2: 2019-2021 1 月 31 日畅销榜 TOP10

	2019 年 1 月 31 日	2020 年 1 月 31 日	2021 年 1 月 31 日
1	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀
2	阴阳师	和平精英	和平精英
3	梦幻西游	剑与远征	三国志战略版
4	穿越火线	三国志战略版	梦幻西游
5	明日之后	梦幻西游	天涯明月刀
6	大话西游	QQ 飞车	原神
7	梦幻模拟战	阴阳师	神武 4
8	风之大陆	穿越火线	万国觉醒
9	红警 OL	率土之滨	使命召唤
10	火影忍者	神武 4	天谕

数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

疫情管控政策趋严有望增加用户居家时长，今年 Q1 新品供给较多，对行业增速不必过度悲观。当前疫情管控政策依然严格，鼓励就地过年与返乡需居家健康监测等要求有望增加用户居家时长与游戏时长。同时去年春节为 1 月，流水同期达到全年高点，而今年春节为 2 月，在 1 月市场收入已经突破历史高位叠加三七互娱（《荣耀大天使》）、吉比特（《一念逍遥》）等大厂产品陆续公测的情况下，我们看好游戏行业春节期间以及 2 月整体的流水表现，预计游戏行业 2 月收入规模将再创新高，对行业 Q1 增速不必过度悲观。

3. 投资建议

在游戏行业买量成本面临提升的大背景下，我们认为核心要关注各游戏公司研发实力提升，游戏行业将走向产品精品化与运营精细化。优质产品一方面在渠道端议价能力更强，另一方面在买量端转化率更高，可有效降低买量成本，同时用户在优质游戏中的付费与留存数据更加优秀，买量 ROI 较好，此外买量成本提高也将进一步提高行业集中度，游戏行业将走向产品精品化与运营精细化。

从厂商策略看，各家厂商都在执行精品化与年轻化策略，追求用户与品类的破圈，未来得到产品验证的公司有望率先实现估值提升。我们推荐具备领先研发实力，有望产出精品破圈产品的优质研发商：三七互娱、吉比特、完美世界、IGG、掌趣科技、友谊时光。腾讯控股作为游戏行业护城河最高的领军者，长期看好其行业地位及竞争力，持续推荐。心动公司作为重要安卓渠道，生态体现不断完善，用户时长有望进一步增长，

持续推荐。休闲品类推荐姚记科技，建议关注紫天科技。

三七互娱：《荣耀大天使》上线表现优秀，验证研运一体实力，关注后续产品品类扩张、年轻化进展。公司作为 A 股领先的研运一体厂商，在发行与流量运营方面已构建强大竞争优势。同时公司持续提升研发实力，研发人员数量不断扩充，目前研发人员数量超 2000 人，预计 2023 年达到 4000 人。公司 21 年第一款核心产品《荣耀大天使》1 月 6 日公测后表现出色，最高达到畅销榜第七名，目前稳定在畅销榜 TOP20，根据 Sensor Tower，《荣耀大天使》1 月贡献 26 天，iOS 总流水预计超 1 亿。《荣耀大天使》相比公司以往产品，画面表现有所提升，其成功验证公司在核心品类的成功率和买量成本控制能力。公司后续储备有卡牌 RPG《斗罗大陆》（采用 UE 新引擎，美术品质超过三七以往所有产品）、SLG、ARPG、FPS、女性向模拟经营等多元品类产品，其中 50% 为非传统 ARPG 产品。卡牌 RPG《斗罗大陆》画面风格年轻化，目标用户群与公司以往产品相比较年轻，预计 21 年 Q2 上线，是公司用户破圈的发力作。

完美世界：21 年进入产品大年，领先研发实力叠加多元产品储备，品类扩张与用户群年轻化可期。20 年公司上线的《新神魔大陆》，采用品效合一的买量打法，上线后畅销榜最高达第 3 名，体现公司在擅长的品牌营销以外，能力圈不断拓宽，整体发行实力不断提升。

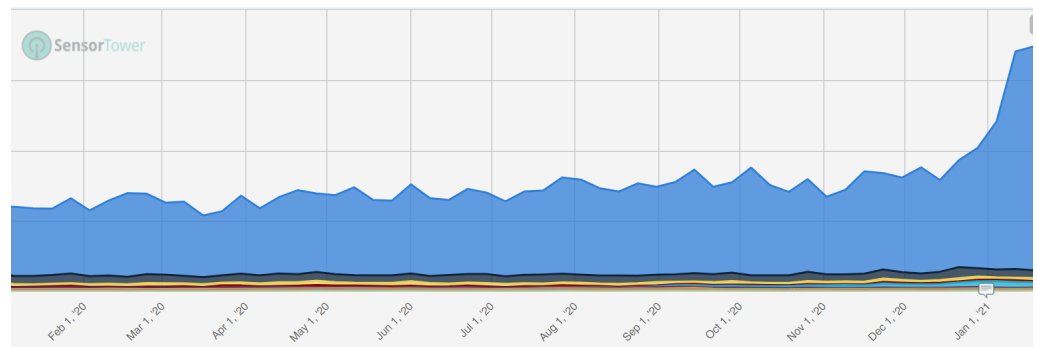
21 年公司进入产品大年，产品储备丰富，品类多元，目标用户群年轻。重点储备有回合制 RPG《梦幻新诛仙》，游戏画面表现突出，目标用户群年轻，预计 5 月上线。ARPG《战神遗迹》游戏画风偏欧美定位国际化，融入了 Roguelike 元素，是公司在擅长的仙侠题材之外的多元尝试，目前已在东南亚、国内开启测试，预计 Q2 初国内上线。泛二次元开放世界 MMO《幻塔》是公司面向年轻用户的重点产品，其融入目前火爆的开放世界玩法，近日公布的新 PV 也引起了市场与玩家高度关注并产生了正面反馈，该产品无论在用户破圈还是流水表现上有望超预期，预计暑期上线。

吉比特：《问道》保持稳定，放置品类形成领先优势，《摩尔庄园》有望实现用户圈层破圈。公司通过自研及对外投资布局，持续实践品类创新及精品化策略，目前已经形成了《问道》+多元精品游戏产品矩阵。《问道》维持了每年三大服的推广与版本更新策略，今年新年服上线后畅销榜排名快速提升，截至目前畅销榜平均排名 18 名，去年 Q1 平均排名 23 名。

2 月 1 日，公司自研水墨国风休闲放置类新游《一念逍遥》正式上线，榜单排名持续攀升，目前至游戏畅销榜排名第 5，表现超市场预期。《一念逍遥》画面表现极具差异性，采用罕见水墨美术风格，与修仙题材相呼应。玩法方面，《一念逍遥》采用了公司在 20 年爆品《最强蜗牛》中得到市场验证的放置玩法，《一念逍遥》表现优异体现了公司在放置类型游戏的领先研发实力。游戏发行上，公司采用品效合一创意买量打法，我们预计其创新水墨画风叠加新颖修仙题材在买量端具有较高转化率。公司储备产品上呈现精品化与多元化，其中《摩尔庄园》在用户圈层破圈方面值得期待。

IGG: 经典游戏强劲增长, 与 TapTap 达成战略合作。根据 Sensor Tower 数据库, IGG 近期厂商周度流水持续增长, 从增长构成上看, 主要为经典产品《王国纪元》在美国地区收入快速提高, 老游戏的持续放量, 反映了公司长线运营实力与产品质量优秀。此外, 公司积极拓探索精品游戏与优质平台合作的更多可能, 与 TapTap 达成战略合作, 未来 IGG 旗下在中国大陆地区安卓平台发布的优质手游产品, 除自营渠道外, 将优先在 TapTap 平台发布。此前公司产品主要在海外发行, 公司 20 年海外发布, 国内未上线储备产品已有 5 款, 通过与 TapTap 平台合作, IGG 能接触 TapTap 平台优质的垂直游戏玩家, 快速搭建公司在中国的社区生态, 带来用户与业绩增量。

图 3: IGG 经典产品流水强劲增长 (参考趋势)



数据来源: Sensor Tower, 东吴证券研究所

心动公司: 优质社区&分发渠道 TapTap 持续快速增长。公司拥有国内最大手游社区 TapTap, 平台不向开发者收取游戏分成, 免费分发政策更能维护开发者利益, 以服务者姿态协助游戏运营与分发进而获得更多手游资源, 从而支撑广告变现模式。公司加码自研, 以优质自研+第三方独占位平台引流, 长远看公司用户规模空间在 8000 万-1.2 亿。同时平台持续完善社区生态, 实现 TAPTAP 平台从工具属性往社交属性迁移, 提高用户时长及粘性。举措包括实现平台账号与游戏账号绑定以沉淀社交关系, 以及持续丰富社区内容增加用户浏览时长, 未来考虑推出一些用户激励措施。我们认为用户时长的增加将有助于广告位的增加, 未来随着广告形式的探索与广告位的增加, 单用户货币化水平预计持续走强。

近期渠道与研发商之间博弈持续升级, 在这个阶段中, 对 CP 商零分成而以用户流量变现的优质分发渠道 TapTap 将从中确定性受益, 一方面, TapTap 的用户画像清晰, 对游戏的分发效率较高, 弥补了安卓渠道分发效率下降的问题; 另一方面, 优质内容不上架安卓渠道, 部分用户将被 TapTap 吸收, 这将加速 TapTap 的成长性与确定性。TAPTAP 代表游戏行业未来发展的趋势, 有望成为行业的核心资产。

4. 风险提示

(1) 产品上线延期风险：由于版号审批不及预期或产品测试不达预期导致新游延期上线；

(2) 行业政策监管趋严风险：游戏行业监管趋严，包括限制版号等，未来行业监管可能存在收紧风险；

(3) 系统性风险：行业受经济形势、政策环境等可能存在系统性风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

