

游戏行业深度：内容为源头，研运是真金

传媒行业

投资建议： 强于大市

上次建议： 强于大市

投资要点：

政策“供给侧改革”，行业步入健康稳定发展阶段

游戏行业政策在过去十年中经历了三个阶段：2010年~2015年政策扶持期，行业高速发展；2016-2019政策紧缩，行业步入寒冬；2019后，出台三方面政策规范行业监管：一是对于版权审核的规范化管理；二是对于版号数量和发放频率的控制；三是全面推进未成年人防沉迷体系。长远来看，我国的移动游戏已经具备了较强的世界竞争力，是中国文化输出的重要途径之一，而随着新政对于国内游戏行业的监管规范化管理，行业将逐渐步入健康稳定发展阶段，因此未来游戏行业政策继续收紧的概率较小。

需求驱动型行业，人口红利消退下，仍具备付费提升空间

从供给端看，版号数量下滑，审批流程拉长考验游戏公司长线运营能力，加速尾部企业淘汰出局，头部厂商市占率将持续提升，其中一二线厂商通过吸收并购巩固行业地位，而头部三线厂商则有望依靠细分品类实现突围。从需求端看，我国目前90%以上的手游人群在40岁以下，而未来3年用户增量将以“Z世代”人群为主；从游戏付费来看，当前我国呈现“低付费率、高付费额”的情况，未来随着中国人均可支配收入提升、年轻人群体付费意愿加强，行业付费率仍有较大提升空间。

渠道分成比例松动、买量成本提升，产业链上游话语权加强

短视频等流量入口增加使游戏买量发行模式逐渐打破传统渠道联运模式垄断地位。但近年来随着人口红利消失，短视频用户增速放缓使买量效率下滑，而买量素材数则急剧上升则抬升游戏买量发行模式成本，因此在游戏总数减少的情况下，渠道方开始向优质游戏抛出橄榄枝，产业链话语权逐渐向优质游戏研发运营商倾斜，国内安卓5：5渠道分成比例有望向国际7：3比例靠拢。买量、渠道两种发行模式的博弈最终将让利产业链上游——游戏研发运营商，行业步入“内容为王”时代。

行业处于估值底部，关注强研发、强运营、具备游戏出海能力的公司目前A股游戏板块正处于估值底部，随着政策面企稳，游戏公司净利润波动幅度将有望缩小，有利于行业估值回升；在内容为王时代，建议关注强研发、强运营的游戏公司，如完美世界、吉比特等。

风险提示

行业政策发生重大变化的风险；地缘政治等因素导致的游戏出海风险；游戏流水不及预期的风险；游戏运营事故风险；游戏抄袭等舆论风险。

一年内行业相对大盘走势



陈梦瑶 分析师

执业证书编号：S0590521040005

电话：0510-85630532

邮箱：cmv@qlsc.com.cn

相关报告

1、《乘数字经济东风，传媒扬帆起航》

《传媒》

2、《教育行业双周报：政府工作报告关注促进就业和教育公平》

3、《下沉空间广，用户和技术双轮驱动在线教育长期发展》

股票简称	股票代码	EPS(元)			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
完美世界	002624.SZ	1.25	1.66	1.92	16x	12x	11x
吉比特	603444.SH	20.52	24.66	28.95	28x	23x	20x

正文目录

1	游戏行业概述：硬件决定形态，移动仍为主流	4
2	供给端：政策导向明显，集中度持续提升	5
2.1	监管规范化、版号总量控制、推进防沉迷为政策趋势	5
2.2	行业格局：龙头并购巩固行业地位，头部三线厂商靠细分品类突围	10
3	需求端：人口红利消退，付费提升为主要方向	14
3.1	玩家人数：网民数量及渗透率达到瓶颈，玩家人数步入缓慢增长通道	14
3.2	玩家付费：付费率、付费值相比日韩仍有极大提升空间	17
3.3	付费提升三大驱动力：人均收入增加、玩家结构变化、精品游戏趋势	20
4	趋势：渠道、买量相互制衡，产业链上游话语权逐渐加强	22
4.1	短视频快速发展+高渠道分成促使买量模式崛起	22
4.2	短视频人口红利消退下，买量模式效率下滑	25
4.3	渠道分成比例松动，精品游戏研发发行商利润率有望提升	26
5	投资机会及相关标的	27
5.1	游戏板块：历史低估值，静待新周期	27
5.2	关注具备优秀研运能力的公司	28
6	风险提示	32

图表目录

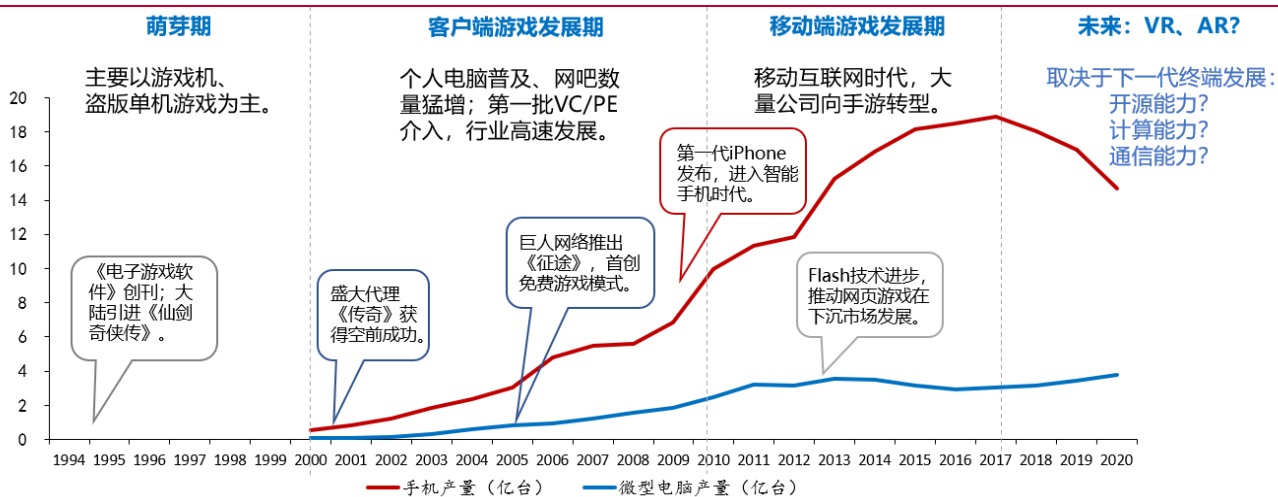
图表 1：游戏行业发展历程	4
图表 2：中国各类型游戏收入（亿元）及同比增速（右轴）	5
图表 3：政策对应 A 股网络游戏指数	5
图表 4：游戏相关政策梳理	6
图表 5：游戏行业也正在经历从模仿跟风到创新的转变	7
图表 6：游戏审批流程	7
图表 7：App Store 下架了近 14 万款游戏	7
图表 8：2014-2020 年国产游戏版号下发数量	8
图表 9：2019-2021 年 3 月国产游戏版号下发情况	8
图表 10：2013-2016 年新规发布前过审游戏类型	9
图表 11：2019 年 6 月-2021 年 6 月过审游戏类型	9
图表 12：《王者荣耀》中的未成年防沉迷系统	9
图表 13：网络游戏适龄提示分为 3 个等级	9
图表 14：国产游戏海外收入持续提升	10
图表 15：美、日、韩为中国游戏出海前三国家	10
图表 16：美、日、韩手游市场收入 TOP100 产品中，中国手游收入（亿美元）及收入占比（右轴）提升	10
图表 17：国内网络游戏行业格局（按营收排名，非上市公司排名不分先后）	11
图表 18：腾讯游戏业务收入在疫情期间猛增	12
图表 19：腾讯投资/并购游戏公司数量	12
图表 20：网易游戏营收及增速	12
图表 21：网易游戏产品，几乎涵盖所有品类	12
图表 22：游戏行业营收前十上市公司市占率变化情况（营收口径）	13
图表 23：中小游戏企业发展过程中面临的主要问题及风险分布	13
图表 24：游戏收入=游戏玩家人数*玩家付费率*付费玩家人均付费	14
图表 25：中国网民规模、手机网民规模及移动游戏用户规模	14
图表 26：中国手机网民以及移动游戏用户数量增速	15

图表 27: 移动网民人均 App 每日使用时长 TOP7	15
图表 28: 抖音、快手 MAU (亿人) 及增速 (右轴)	16
图表 29: 中国各年龄段人口测算 (万人)	16
图表 30: 中国各年龄段人口网民及渗透率预测	17
图表 31: 2019 年美、日、韩网民覆盖率	17
图表 32: 2020 年中国移动游戏用户年龄分布	17
图表 33: 2018 年移动端细分行业付费率对比, 手游具备高 MAU、高付费特性	18
图表 34: 2010-2020 年中国移动游戏 ARPU 及同比增速	18
图表 35: 游戏主要充值付费系统演变	19
图表 36: 各国移动游戏指标对比 (中国为 2019 年, 日、韩为 2018 年)	19
图表 37: 付费率对比付费用户付费值 (ARPPU) 具有更高弹性	20
图表 38: 2019 年各国人均可支配收入、6 年 CAGR	20
图表 39: 2019 年各国人均可支配收入	20
图表 40: Z 世代网络消费调查 (是否曾经有过下列付费行为?)	21
图表 41: 2019Top250 游戏各类型创新数量占比	21
图表 42: 2019Top250 游戏各类型创新流水占比	21
图表 43: 画面品质、玩法创新为玩家最关注部分	22
图表 44: 中国移动游戏市场参数以及规模预测	22
图表 45: 游戏产业链	23
图表 46: 游戏对接渠道流程	23
图表 47: 国内前十大安卓渠道平台渗透率	23
图表 48: 目前国内主流安卓渠道分成比例仍保持在 50% 左右	24
图表 49: 渠道 (联运) 模式和买量模式优缺点对比	24
图表 50: 抖音、快手等短视频平台兴起增加了买量入口	25
图表 51: 2020 年国内移动游戏买量素材数	25
图表 52: 部分上市公司销售费用率变化	25
图表 53: 2019-2020 移动游戏买量激活率下滑	26
图表 54: 2020 年中重度游戏买量前十排行	26
图表 55: 2020 年买量游戏类型分布	26
图表 56: 各大渠道调整分成比例相关内容	26
图表 57: 2021 年 Q1 全球手游收入排行	27
图表 58: 《原神》7:3 分成上架小米商店渠道	27
图表 59: A 股游戏板块 PE 处于历史底部	28
图表 60: A 股游戏板块净利润企稳	28
图表 61: A 股游戏板块净利润波动高于营收	28
图表 62: 完美世界营业收入 (亿元) 及同比增速	29
图表 63: 完美世界净利润 (亿元) 及同比增速	29
图表 64: 完美世界游戏产品及上线时间 (未统计部分内购游戏)	29
图表 65: 完美世界 (002624.SZ) 财务和估值摘要数据	30
图表 66: 吉比特营业收入 (亿元) 及同比增速	30
图表 67: 吉比特净利润 (亿元) 及同比增速	30
图表 68: 吉比特游戏产品及上线时间 (未统计部分内购游戏)	31
图表 69: 吉比特 (603444.SH) 财务和估值摘要数据	31

1 游戏行业概述：硬件决定形态，移动仍为主流

硬件终端及通讯能力决定了游戏发展路径。中国游戏产业最早可追溯至 90 年代，由于网络不发达，当时主要以游戏机、盗版单机游戏为主。1995 年大陆引进《仙剑奇侠传》迅速风靡全国，由此打开 PC 游戏时代序幕。2000 年后，随着个人电脑以及网吧的普及，PC 网络游戏迅速发展，2001 年《传奇》、2005 年《征途》成为当时的现象级网游，使资本注意到了网络游戏强大的吸金能力，因此第一批 VC/PE 介入，行业得以高速发展。2007 年，第一代 iPhone 问世，智能手机时代来临，从 2010 年开始，手机的增量主要由智能手机提供，大量游戏公司开始向手游转型。从行业发展历史可以看出，各类型游戏销售额和对应终端产量增速匹配度较高，游戏形态发展主要以硬件终端的普及率决定。放眼未来，我们认为决定下一代硬件终端（如 VR、AR 设备）是否能普及的因素包括其开源能力、计算能力和通信能力。

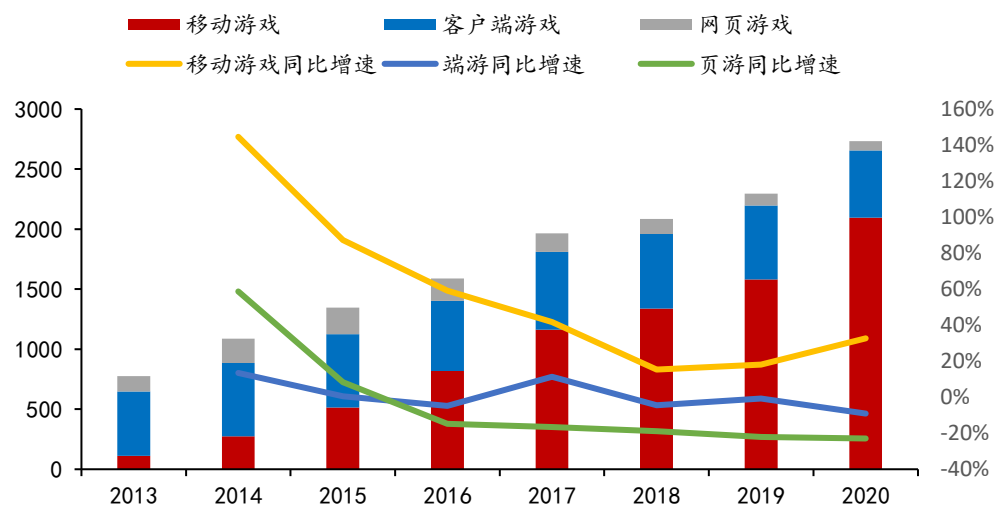
图表 1：游戏行业发展历程



来源：国家统计局，国联证券研究所

移动游戏仍为中国未来三年内的游戏行业的主要增长来源。我国客户端游戏收入已连续 3 年下降，网页游戏收入则连续 5 年下降，且下滑幅度仍在扩大；另一方面，随着智能手机的普及，移动游戏在用户碎片化时间的利用上占据绝对优势，而芯片算力的提升也使其多样性和可玩性大大加强，因此国内头部游戏公司在 2010 年后就开始准备向移动游戏转型；2016 年，全国移动游戏市场收入超过了客户端和网页游戏，2013-2020 年复合增速达到 51.9%；2018 年经历行业低谷后，近两年营收也在逐步抬升。未来三年内，移动游戏仍为游戏行业成长的主要驱动力。

图表 2：中国各类型游戏收入（亿元）及同比增速（右轴）



来源：中国版协游戏工委，国联证券研究所

2 供给端：政策导向明显，集中度持续提升

2.1 监管规范化、版号总量控制、推进防沉迷为政策趋势

中国游戏行业受政策面影响较大。新世纪以来国家对文化娱乐产业的重视程度不断提升，出台了包括指导意见、对版权法律的完善、对文化娱乐企业的融资力度支持等扶持政策，2008-2016年，游戏行业经历了近十年的快速发展期。2016年，广电总局发布政策，要求所有移动游戏也必须获得版号才可上线运营；2018年2月，宣传部、工信部等发表了《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》，表示要对四类游戏产品进行整治；同年3月，由于监管部门调整，国内全面暂停游戏版号发放并陆续出台规范网络游戏出版管理等政策，游戏行业迅速进入寒冬期，2018年全行业收入增速下滑至历史低位，A股上市公司利润均出现负增长。

图表 3：政策对应 A 股网络游戏指数



来源：Wind，国联证券研究所

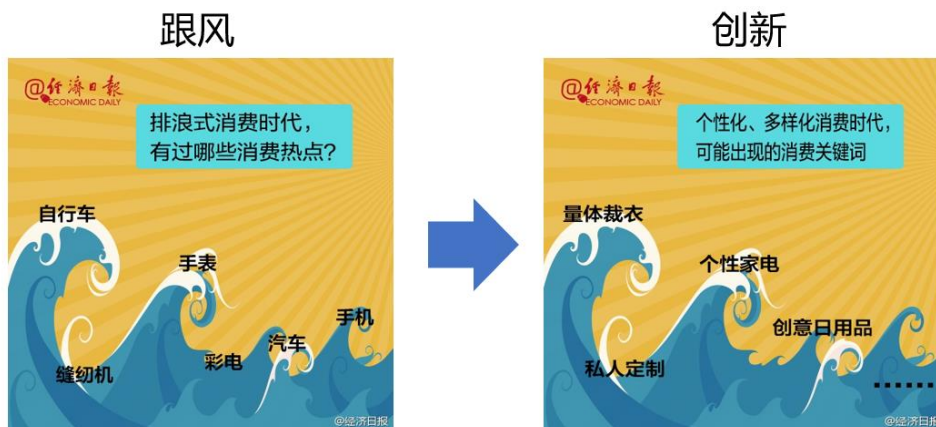
图表 4：游戏相关政策梳理

时间	政策	相关内容
2009	《关于加快文化产业发展的指导意见》	增强游戏产业的核心竞争力，推动民族原创网络游戏的发展，提高游戏产品的文化内涵。
2011	《关于加快发展高技术服务业的指导意见》	促进数字内容和信息网络技术融合创新，拓展数字影音、数字动漫、健康游戏、网络文学、数字学习等服务，大力推动数字虚拟等技术在生产经营领域的应用。
2012	《文化部“十二五”时期文化改革发展规划》	加快发展动漫、游戏、网络文化、数字文化服务等新兴文化产业，构建结构合理、门类齐全、科技含量高、竞争力强的现代文化产业体系
2014	《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》	深入挖掘优秀文化资源，推动动漫游戏等产业优化升级，打造民族品牌。推动动漫游戏与虚拟仿真技术在设计、制造等产业领域中的集成应用。
2016	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	规范移动游戏出版服务管理秩序，所有移动游戏出版运营前均需获得版号，除益智休闲（七大类）外的游戏类型还需提交防沉迷等其他材料。
2018	《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》	整治规范几类产品：1. 用户数量大、社会影响力大的头部产品；2. 内容低俗、含有暴力色情产品；3. 未经许可、版号等内容不全的产品；4. 来自境外，含有法律法规禁止内容的产品。
2018	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	对网络游戏上线运营数量进行总量调控，控制新增网游商务运营数量；探索复合国情的适龄提示制度，实现游戏分级；采取措施限制未成年人使用时间。
2019	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	进一步明确移动游戏出版服务的管理规定以及具体流程，移动游戏包含在网络出版服务管理范畴，与网络游戏出版流程基本一致，需经国家新闻出版广电总局审批后才能上线运营。
2019	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	实行网络游戏用户账号实名注册制度；严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长；规范向未成年人提供付费服务；切实加强行业监管；探索实施适龄提示制度等。
2020	《网络游戏适龄提示》	明确中国游戏分级标准，以及标识符的下载渠道、展示时长、尺寸比例和更新频率等。
2021	《游戏审查评分细则》	从 2021 年 4 月 1 日起，游戏送审试行全新的评分审查制度。低分游戏将被打回，无法进入版号审批排队流程。
2021	《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施意见》	鼓励网络游戏产业发展。探索将国产网络游戏试点审批权下放海南，支持海南发展网络游戏产业。

来源：政府公告，国联证券研究所

游戏行业政策经历放开—收紧—完善的过程。中国正处于经济转型的过程中，大消费上则体现在从跟风式消费到创新型消费的转变，因此国家在 2010 年后出台了大量的产业相关扶持政策，而游戏作为文化产业中创新能力较强的分支，政府也予以了充分支持。但在游戏产业的发展过程中，国内出现了大量了玩法单一，以次充好，只以营利为目的的换皮游戏，同时因为缺乏分级制度和相关管理体系，未成年人沉迷网络游戏现象严重，这和国家对于消费升级的初衷背道而驰。因此 2016 年后游戏行业政策逐渐收紧；2018 年游戏版号暂停发放，数量断崖式减少；2019-2021 年，随着版号数量趋稳，国家陆续推出用户实名、未成年人防沉迷体系等，监管体系逐渐完善，行业将步入稳定发展期。

图表 5：游戏行业也正在经历从模仿跟风到创新的转变



来源：经济日报，国联证券研究所

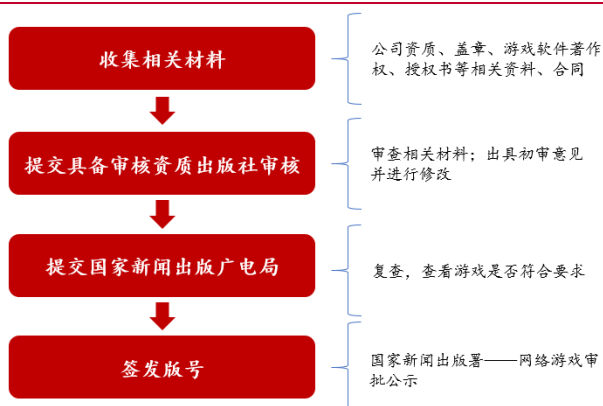
近几年游戏行业政策逐渐完善，主要方向集中在三点：

➢ 政策要点一，监管趋严，游戏审核、版权管理规范化。

在 2020 年 7 月举办的中国国际数字娱乐产业大会（CDEC）中，中宣部出版局副局长冯士新提出要“严格遵规守矩”，“着力加强精品生产”，对涉及套取版号、扒皮套皮、非法运营、擅自更改上线内容等问题要进行严肃处理。今年 2 月，苹果公司首次表示在中国区 AppStore 上线的游戏均需获得版号，不符合要求的游戏将从 8 月 1 日开始下架，从 2021 年开始禁止无版号游戏在中国区 AppStore 上架。截至 12 月 31 日，AppStore 已经下架了近 14 万款游戏，其中 99% 的付费游戏未获得版号。版权方面，8 月中国版权协会网络游戏版权工作委员会在京成立，修改后的新《中华人民共和国著作权法》也将于 2021 年 6 月 1 日起施行，为游戏行业的版权授权、使用、保护等工作提供指引，游戏行业监管、审核及版权管理工作日趋规范。

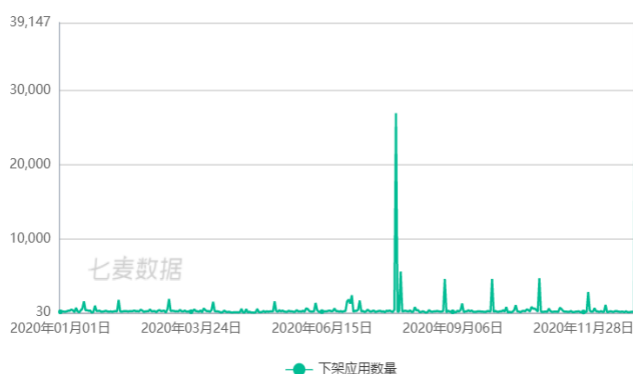
版号审批难度增加。 游戏版号审批通常需要经历提交申请表——提交申请文件——缴纳费用——受理申请四个步骤。同时，申请版号的游戏运营方还需拥有 ICP 资格证书。2018 年游戏版号重新开放后，广电总局对审批游戏的完成度要求有所提升，对其他申请材料文件也有更高要求，如果三次仍不通过，版号申请将会被退回，叠加游戏审批时间拉长等因素，游戏运营方的风险承受能力愈加重要。

图表 6：游戏审批流程



来源：游戏陀螺，国联证券研究所

图表 7：App Store 下架了近 14 万款游戏

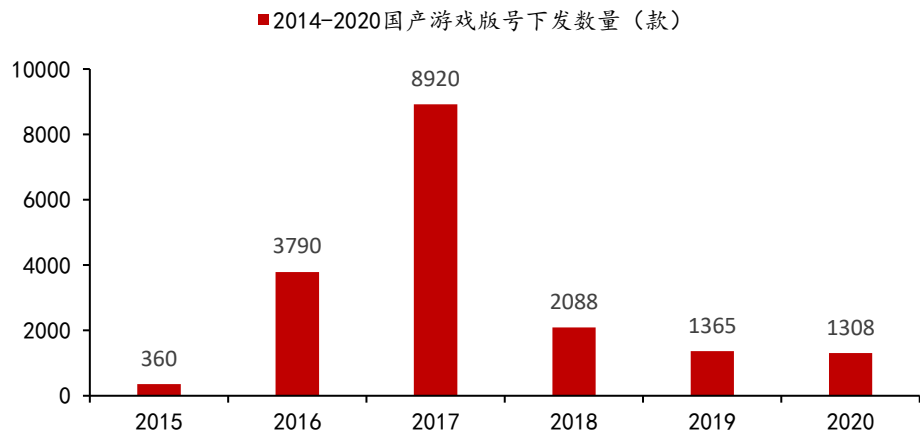


来源：七麦数据，国联证券研究所

➤ 政策要点二，游戏版号总量控制，发放频率趋于稳定。

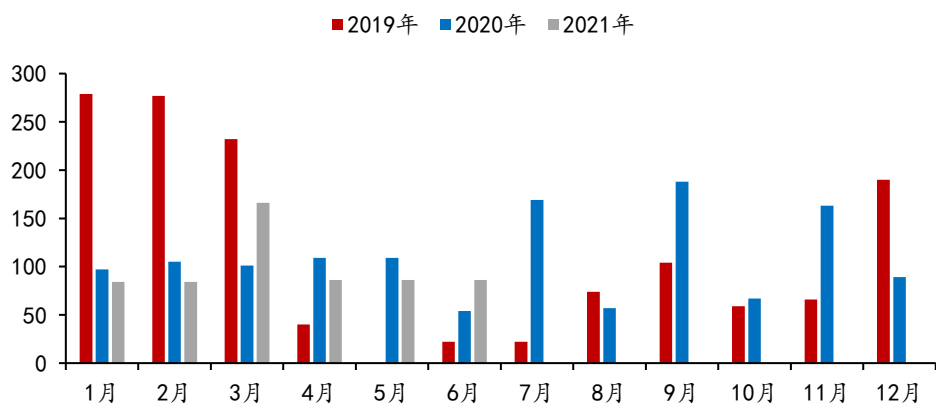
2017年，国内有9368款游戏获得了版号，到2019年，仅有1570款游戏过审（包括进口游戏185款）。2020年，共有1324款游戏过审（包括进口游戏97款）；从版号发放的频率来看，2019年版号发放时间和数量不稳定，主要集中在年初和年末，而2020年则基本维持在每月1-3批，每批约50-60款，整体发放节奏趋于稳定，预计2021年版号将继续保持在约1200-1300款左右的数量上。

图表 8：2014-2020 年国产游戏版号下发数量



来源：国家新闻出版署，国联证券研究所

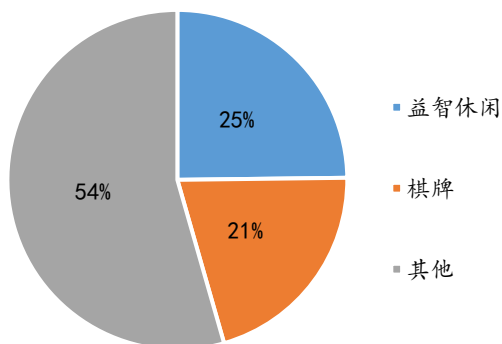
图表 9：2019-2021 年 3 月国产游戏版号下发情况



来源：国家新闻出版署，国联证券研究所

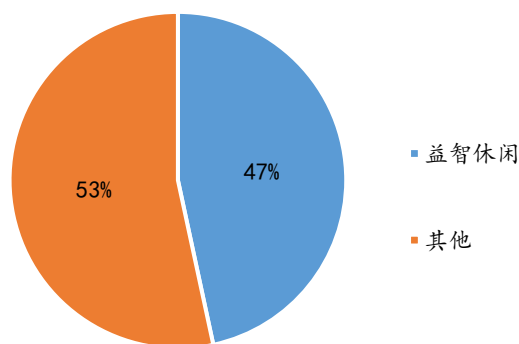
过审游戏中益智休闲类占比最高，长远看有利于提升潜在玩家用户数量。广电总局最早将不涉及政治、军事、民族、宗教等内容，且无故事情节或者情节简单的消除类、跑酷类、飞行类、棋牌类、解谜类、体育类、音乐舞蹈类统称为“七大类”游戏，并对此类游戏给予审批时间上的优待。2018年游戏审批重新放开后，棋牌类游戏没有再获得版号，但截止2021年6月，过审游戏中休闲益智类始终保持在40%-50%左右的比例。我们认为益智休闲类游戏具有低付费率，低玩家门槛的特性，可最大化利用用户的碎片时间，长远来看有助于提升潜在玩家用户数量。

图表 10: 2013-2016 年新规发布前过审游戏类型



来源: 广电总局国家新闻出版署, 国联证券研究所

图表 11: 2019 年 6 月-2021 年 6 月过审游戏类型



来源: 国家新闻出版署, 国联证券研究所

版号数量减少倒逼游戏厂商提升长线运营能力, 提升行业壁垒。由于游戏行业盈利的不稳定性, 过去游戏公司一般会选择提升游戏发行数量来确保当年利润。随着版号数量减少, 国内每年游戏发行数量也会随之降低, 倒逼游戏厂商提升游戏生命周期, 而长生命周期的游戏需要较高的游戏品质、较为丰富的玩家数据和完善的长期运营策略, 因此版号减少将加固游戏行业壁垒。

➤ 政策要点三, 全面推进未成年人的防沉迷工作。

2019 年末, 国家新闻出版署发布了《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》, 提出了包括网络游戏实名制、进一步减少未成年人游戏时间、控制未成年人游戏充值三大举措; 2020 年 12 月, 在中国游戏产业年会上, 《网络游戏适龄提示》团体标准正式发布, 适龄提示的标识符以三个不同的年龄为标准, 分别为绿色的 8+、蓝色的 12+、黄色的 16+ 这三个不同的年龄段标志符。另外, 标准还明确了标识符的具体使用场景, 适龄提示标识必须安放在游戏产品界面的显著位置, 以突出标识在游戏产品中的能见度和可视性。长期来看, 未成年人的防沉迷工作可以在保证行业创造力的前提下, 推动行业健康发展。

图表 12: 《王者荣耀》中的未成年防沉迷系统



来源: 王者荣耀, 国联证券研究所

图表 13: 网络游戏适龄提示分为 3 个等级

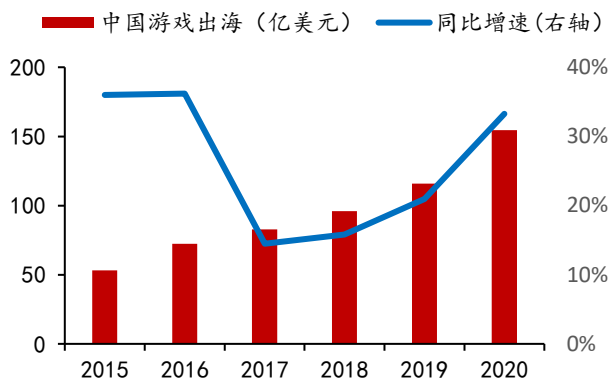


来源: 《网络游戏适龄提示》, 国联证券研究所

中国移动游戏市场已成全球第一, 肩负文化输出重任, 未来政策面收紧概率小。因 2018 年后版号总量控制, 大量厂商寻求游戏出海机会, 目前中国手游已具备较强世界竞争力。根据伽马数据预测, 2020 年国产游戏海外达到 155 亿元, 同比提升 33%, 且增速比 2019 年还要提高 12 个百分点; 中国游戏出海瞄准全球主流市场, 前三国

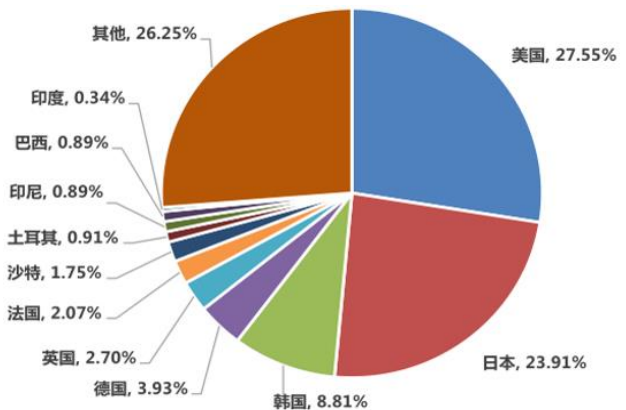
家分别为美国、日本、韩国，从全球移动游戏格局来看，中、美、日、韩、占据了全球 8 成以上份额，而国产移动游戏在这些主流游戏市场的头部产品中已保持两年高增长，且增速仍在提升。未来中国不仅仅是科技强国，也应成为文化强国，我们认为随着高质量国产移动游戏的世界影响力不断加强，移动游戏有望成为中国文化输出的重要平台之一，因此在国内监管措施完善、国产游戏健康发展的前提下，未来政策面继续收紧的概率非常小。

图表 14：国产游戏海外收入持续提升



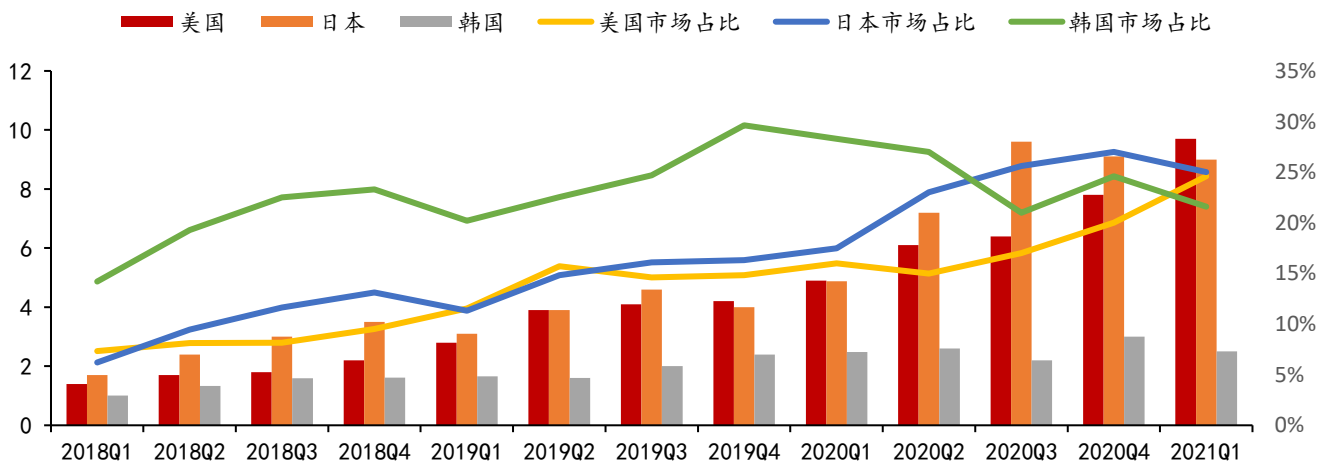
来源：伽马数据，国联证券研究所

图表 15：美、日、韩为中国游戏出海前三国家



来源：伽马数据，国联证券研究所

图表 16：美、日、韩手游市场收入 TOP100 产品中，中国手游收入 (亿美元) 及收入占比 (右轴) 提升

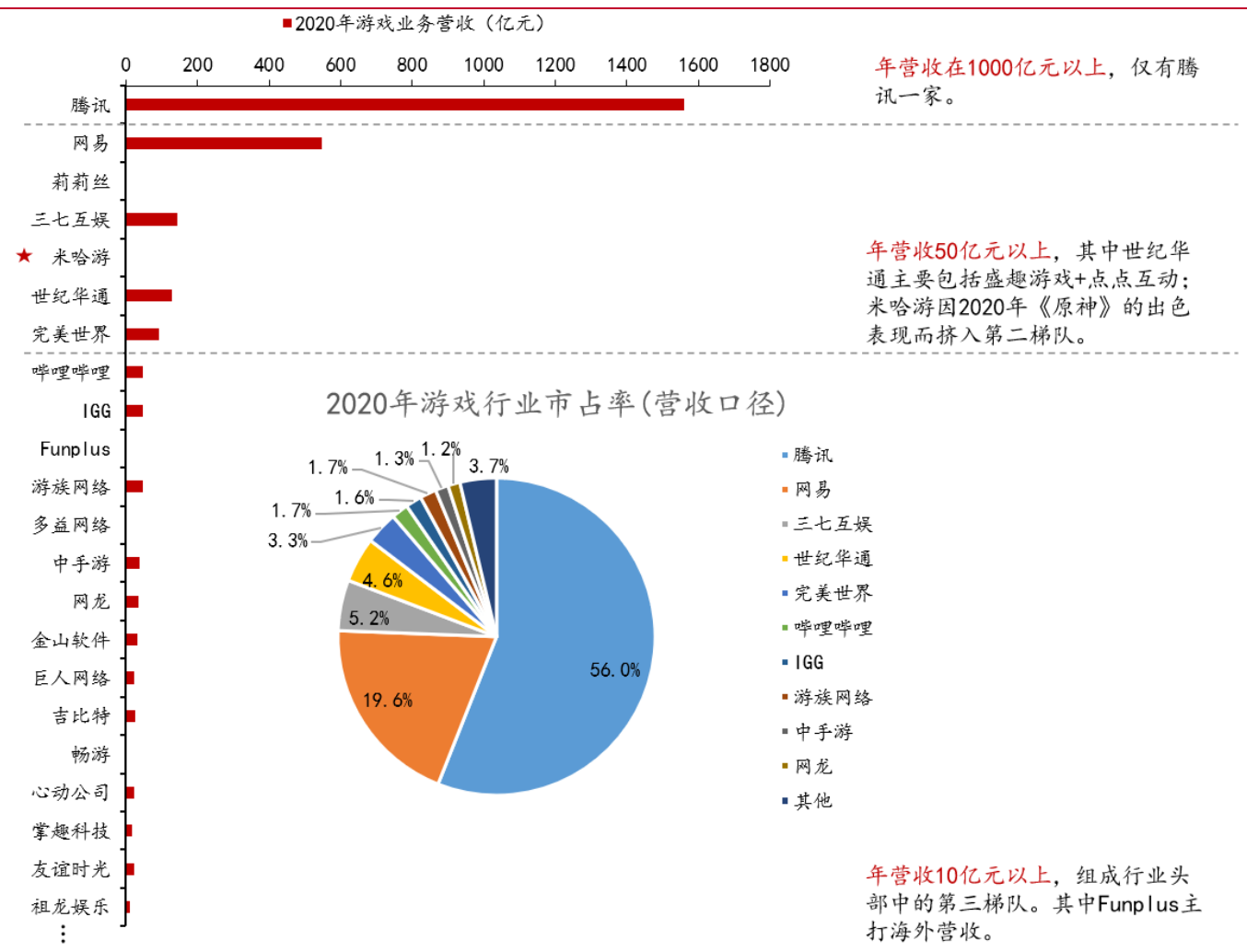


来源：SensorTower，国联证券研究所

2.2 行业格局：龙头并购巩固行业地位，头部三线厂商靠细分品类突围

按照 2020 年营收口径，中国头部游戏公司可分为三个梯队：年营收 1000 亿元以上，目前仅腾讯一家；年营收 50 亿元以上为第二梯队，网易一骑当先；年营收 10 亿元以上为第三梯队。

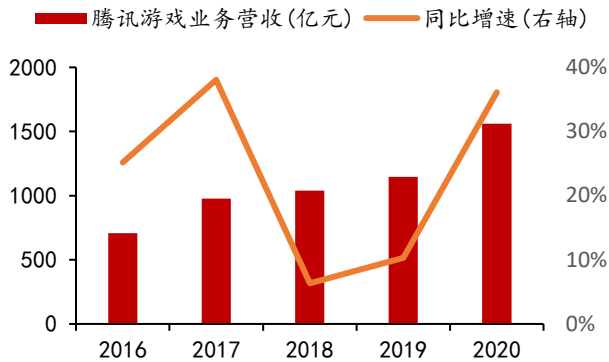
图表 17：国内网络游戏行业格局（按营收排名，非上市公司排名不分先后）



来源：相关公司公告，中国版协游戏工委，国联证券研究所整理

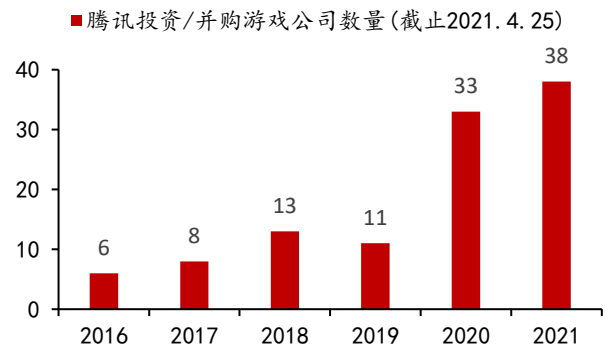
腾讯游戏强渠道+强社交模式占据超50%以上行业份额，投资并购巩固行业地位。 腾讯的业务结构复杂，但目前游戏业务仍为其主要变现通道和收入来源，2020年腾讯游戏业务收入1561亿元，是目前国内唯一游戏业务年营收超过1000亿的公司，在移动电竞端领域几乎吃透国内市场，独有的强渠道+强社交模式（竞技类+微信/QQ）使公司游戏产品具备极强用户粘性，如《王者荣耀》已运营超过5年，但其活跃玩家人数仍每年创下新高。近年来腾讯凭借其规模优势大量收购或入股海内外游戏研发商，以此拓宽游戏品类及目标用户。2020年，腾讯新投资了33家游戏公司，投资交易量较2019年增加了300%；2021年截止4月25日，腾讯已经投资了38家游戏公司。2020年，腾讯游戏业务营收同比大增36%，一方面因为疫情推动游戏流水增长，一方面则是收购的国际游戏巨头Supercell并表所致。

图表 18: 腾讯游戏业务收入在疫情期间猛增



来源: 公司公告, 国联证券研究所

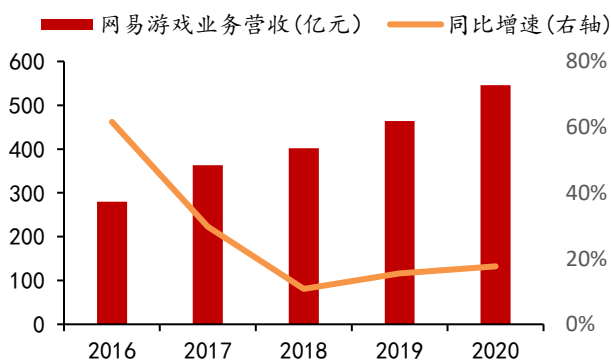
图表 19: 腾讯投资/并购游戏公司数量



来源: 公司公告, Niko Partners, 国联证券研究所

第二梯队依仗发行能力和优势品类胜出。在第二梯队中, 网易 2020 年游戏业务营收 546 亿元, 国内市占率 20% 左右, 是梯队中唯一游戏营收超过 500 亿元的公司。网易业务结构也相对复杂, 虽然目前游戏业务收入占比超过 70%, 但其他包括电商、邮箱、教育等业务也具备较大付费潜力。网易大部分均为自研游戏, 采用多元化的研发和发行策略, 创新能力较强, 基本覆盖所有游戏品类, 但在 MMO 品类上较为突出。

图表 20: 网易游戏营收及增速



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 21: 网易游戏产品, 几乎涵盖所有品类



来源: 公司官网, 国联证券研究所

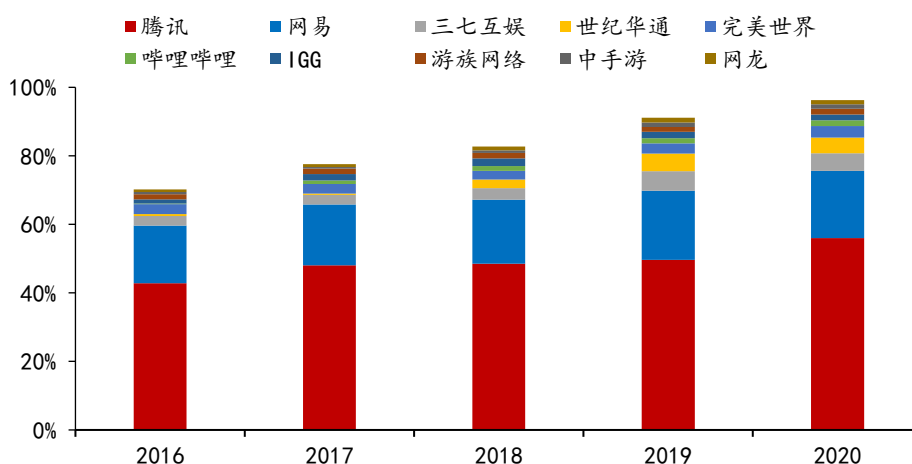
第二梯队的其他公司中, 世纪华通、三七互娱、完美世界旗下均为中国老牌游戏公司, 分别位列 2020 年 A 股游戏上市公司营收前三甲。从三家公司近年的发展路径来看, 世纪华通通过收购的盛趣游戏和点点互动开展海内外的游戏研发发行, 其海外游戏营收在 A 股上市公司中排名第一; 三七互娱属于页游转手游公司, 以数据驱动游戏研运, 可工业化流水线产出游戏产品, 公司近年在海外业务上也实现了较大幅度增长, 目前排行 A 股游戏出海营收第二; 完美世界业务覆盖游戏和影视, 致力于“影游协同”, 在游戏业务上公司是 A 股 MMO 品类龙头, 画面表现技术实力强, 近年来也在积极吸收各种开发团队进行品类和题材的拓展。另外, 第二梯队的莉莉丝、米哈游分别是出海 SLG 以及二次元题材的龙头, 两家均未上市。这些公司的共同点为: 具备较强发行能力, 擅长付费率、付费值双高的 MMORPG 以及 SLG 品类的游戏研运。

头部第三梯队厂商依靠细分品类突围。第三梯队公司营收规模相比第二梯队仍有

较大差距，但也属于行业头部企业，在擅长的细分品类上拥有产出爆款并向第二梯队突围的可能，如米哈游在 2020 年通过爆款《原神》一个季度的收入，使公司营收突破了 50 亿元并成功挤入第二梯队。其余大部分第三梯队公司也在细分品类或单一 IP 上已取得市场领先地位，如吉比特擅长放置、Roguelike 类游戏；多益网络拥有的“神武”IP；游族网络“少年三国志”IP、金山网络擅长武侠类题材游戏等。

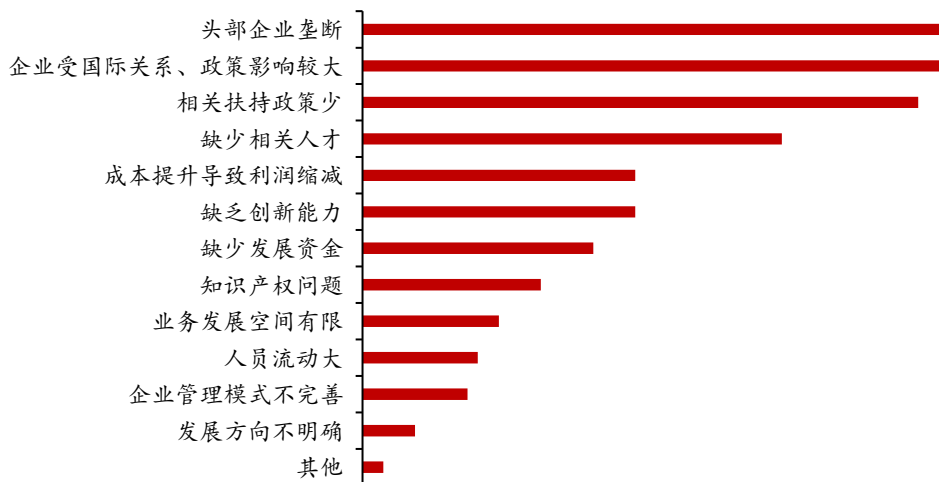
马太效应下行业集中度将持续提升。根据中国音协游戏工委在 2020 年发布的报告，我国中小型游戏企业面临的前三大主要问题依次为“头部企业垄断”、“受政策面打击”、“扶持政策较少”。2019、2020 年中国倒闭游戏企业 742、762 家（仅统计拥有软件著作权游戏公司），对比 2018 年同比增长近两倍。以营收为口径，2016-2020 年，上市公司中营收排名前十的公司市占率总和从 70.2% 提升至 96.3%，上升 26.3 个百分点，其中仅腾讯市占率就上升了 13.2%。我们认为随着行业监管趋严、版号收紧，头部企业将抢占更多资源，进一步压缩中小型游戏厂商生存空间，游戏行业集中度将持续提升。

图表 22：游戏行业营收前十上市公司市占率变化情况（营收口径）



来源：公司公告，中国版协游戏工委，国联证券研究所

图表 23：中小游戏企业发展过程中面临的主要问题及风险分布

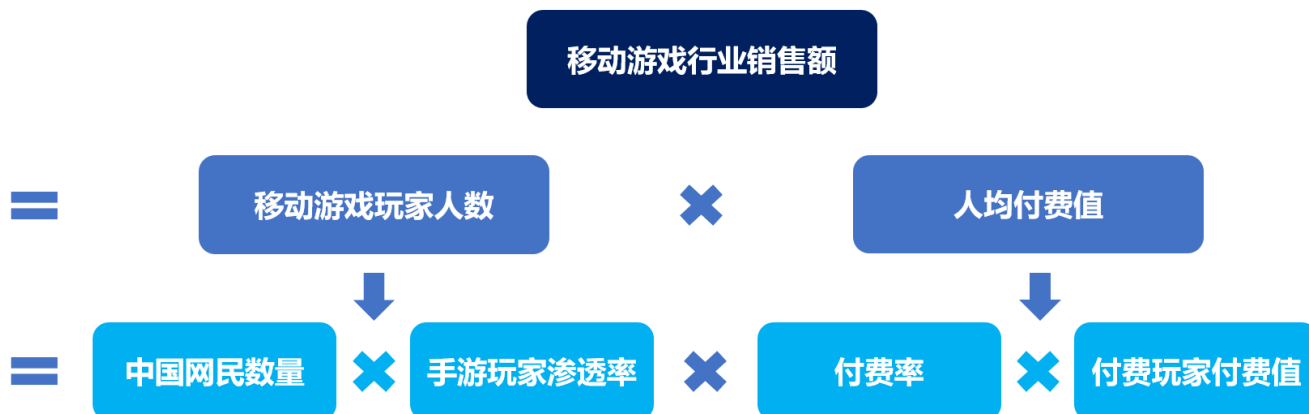


来源：中国音数协游戏工委，《2020 年中小游戏企业发展状况调查报告》，国联证券研究所

3 需求端：人口红利消退，付费提升为主要方向

根据简单公式，移动游戏收入=移动游戏玩家人数*玩家付费率*付费玩家人均付费。其中，玩家人数可以拆分为网民人数和移动玩家渗透率，人均付费（ARPU）可以拆分为付费率和付费玩家付费值（ARPPU）。我们从这三点因子出发，来分析行业未来增长点。

图表 24：游戏收入=游戏玩家人数*玩家付费率*付费玩家人均付费

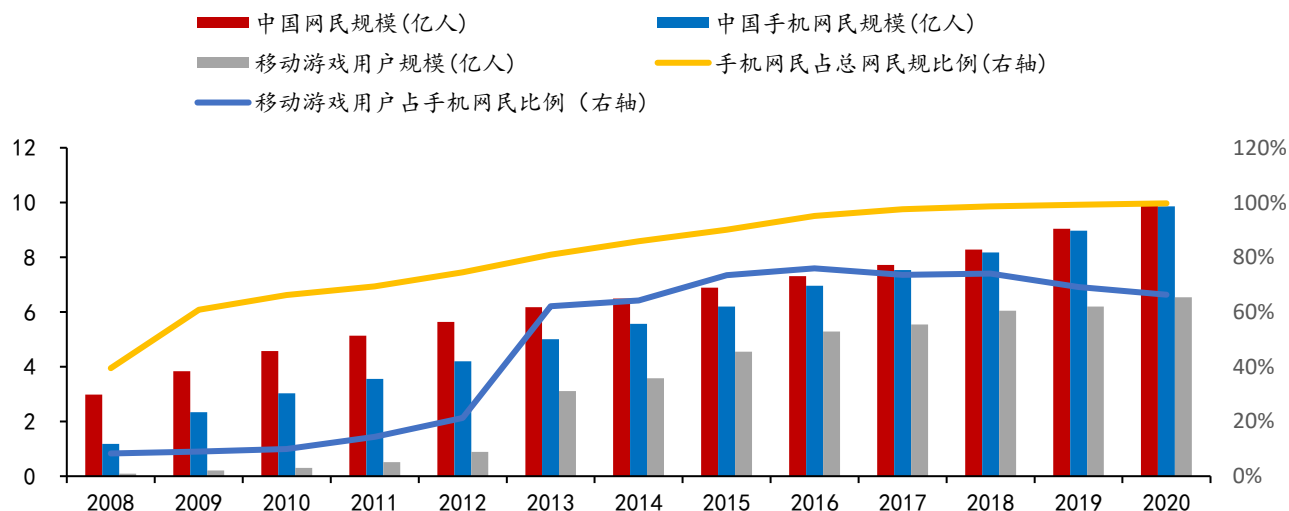


来源：国联证券研究所

3.1 玩家人数：网民数量及渗透率达到瓶颈，玩家人数步入缓慢增长通道

中国移动游戏玩家人数增长来源于国内手机网民的增长。移动游戏的主要载体为手机，随着智能手机覆盖率不断提升，2020 年我国所有网民中手机网民占比已达到 99.7%，未来手机网民将是中国网民增长的主要动力。

图表 25：中国网民规模、手机网民规模及移动游戏用户规模

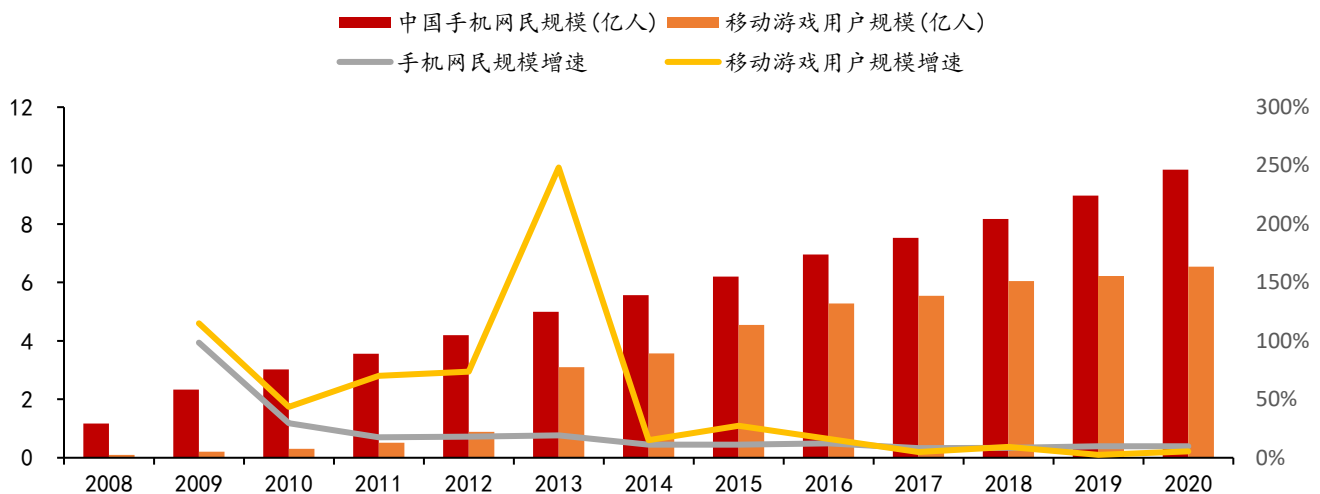


来源：国家统计局，国联证券研究所

移动游戏用户渗透率达到瓶颈，玩家数量增速放缓。移动游戏用户规模增速在 2015 年企稳步入低增速，2017 年其用户增速首次低于手机网民用户增速，代表游戏

行业人口红利期结束。移动游戏用户渗透率（手游用户占手机网民比例）在 2010 年前后增长最快，在 2016 年达到顶点（75.9%），后因政策面收紧，叠加抖音短视频等其他娱乐方式抢占潜在游戏用户等原因，2020 年下滑至 66.3%，我们认为移动游戏用户渗透率已达到阶段性瓶颈，在没有新的革命性游戏或硬件普及前，渗透率会维持在 70% 上下。

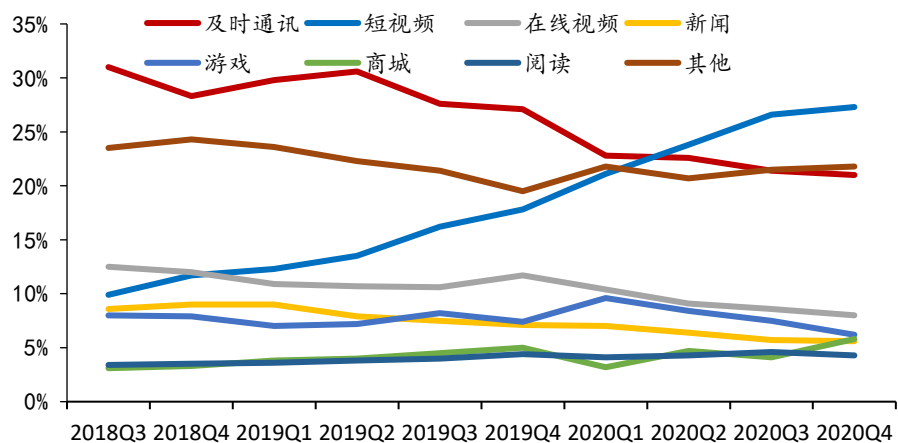
图表 26：中国手机网民以及移动游戏用户数量增速



来源：国家统计局，国联证券研究所

短视频对游戏存量用户影响有限，对增量用户的影响也正在缩小。根据极光的调研数据，短视频在移动用户中的使用时长占比从 2018 年 Q4 的 11.7% 急速提升至 2020 年 Q4 的 27.3%，而其他应用中占比下滑最多的分别是即时通讯（-7.3%）、在线视频（-4.0%）、新闻（-3.4%）、其他（-2.5%）和游戏（-1.7%）。由此可见，短视频抢夺的用户时间主要集中在即时通讯和在线视频领域，而对于已经培养起游戏兴趣的存量移动游戏用户的影响相对较小。

图表 27：移动网民人均 App 每日使用时长 TOP7

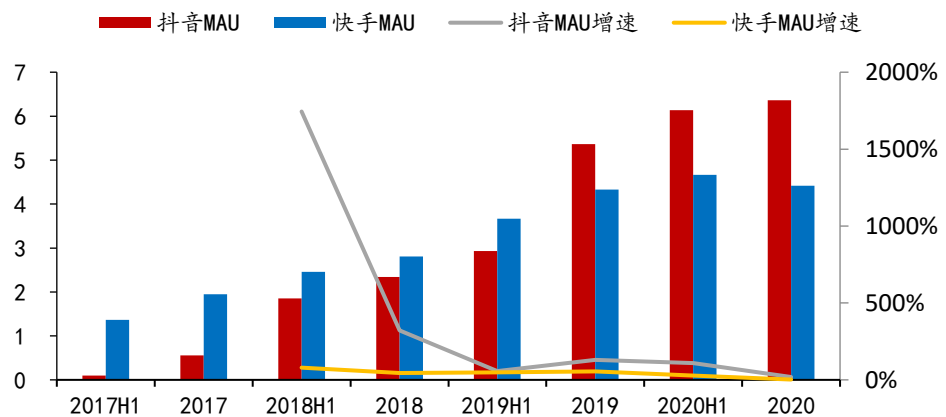


来源：极光大数据，国联证券研究所

从短视频活跃用户的情况来看，短视频头部 APP 抖音和快手短视频分别成立于

2016 年和 2012 年，其用户规模在成立后快速增长，且用户增长的时间区间和移动游戏用户增速下滑的时间对应。但近年短视频的活跃用户增速下滑已经非常明显，2020 年，抖音和快手的月活跃用户量增速仅为 19% 和 2%。我们认为短视频对于存量市场的挖掘已达到瓶颈，未来短视频和游戏对移动用户的抢夺将步入稳定期。

图表 28：抖音、快手 MAU（亿人）及增速（右轴）



来源：Wind，国联证券研究所

游戏玩家年龄结构将步入“Z 世代”。我国 30 岁以下的成年网民覆盖已达到 100%，30-40 岁的覆盖率也逐渐接近饱和，而我国网络覆盖和发达国家的差距主要体现在 50 岁以上的年龄段居民，随着我国的网络基础设施逐步完善，未来追赶上发达国家水准只是时间问题。2021 年，第一批“Z 世代”（90 后）进入 30 岁大门，根据测算，2021-2024 年，中国网民增量由这第一批 90 后提供，2025 年开始，人口红利彻底结束，网民增量将来源于 10 岁以下人口。根据艾媒咨询调研，2020 年中国 40 岁以下的玩家占全体玩家数量的 91%，而 30 岁以下占比达 46.5%，30-40 岁占比 43.9%，随着时间推移，“Z 世代”玩家数量将超过 50%。

图表 29：中国各年龄段人口测算（万人）

年份	10 岁以下	10-19 岁	20-29 岁	30-39 岁	40-49 岁	50-59 岁	60 岁及以上
2015	15588	14640	22887	19863	24152	18117	22190
2016	15791	14574	22179	20063	23796	18777	23091
2017	15972	14554	21101	20823	23451	19002	24090
2018	15935	14693	19633	21335	22661	20317	24949
2019	15821	14827	18369	22023	22149	21435	25383
2020E	15243	14959	17007	22805	21514	22591	25901
2021E	15115	15034	15930	23391	20695	23759	26518
2022E	14957	15086	14881	24067	20192	24179	27443
2023E	14802	15048	14058	24480	19887	24571	28266
2024E	14660	14819	13646	24497	19524	25229	28991
2025E	14490	14484	13493	24274	19310	25677	29837

来源：国家统计局，国联证券研究所

图表 30：中国各年龄段人口网民及渗透率预测

年份	10 岁以下	10-19 岁	20-29 岁	30-39 岁	40-49 岁	50-59 岁	60 岁及以上
中国网民渗透率预测							
2018	21.3%	100.0%	100.0%	91.3%	57.0%	24.1%	21.9%
2019	22.3%	100.0%	100.0%	85.4%	71.8%	43.0%	23.9%
2020E	23.8%	100.0%	100.0%	92.1%	83.9%	69.7%	43.6%
2021E	26.1%	100.0%	100.0%	94.0%	86.0%	72.0%	50.0%
2022E	28.3%	100.0%	100.0%	96.0%	89.0%	74.0%	54.0%
2023E	30.6%	100.0%	100.0%	98.0%	92.0%	76.0%	58.0%
2024E	32.8%	100.0%	100.0%	100.0%	94.0%	78.0%	62.0%
2025E	35.1%	100.0%	100.0%	100.0%	96.0%	80.0%	64.0%
中国网民人数测算（万人）							
2018	3397	14499	22204	19470	12925	4888	5468
2019	3526	17447	19436	18803	15910	9221	6057
2020E	3066	13352	17604	20275	18593	14934	11077
2021E	3940	15034	15930	21988	17798	17106	13259
2022E	4235	15086	14881	23105	17971	17892	14819
2023E	4523	15048	14058	23991	18296	18674	16394
2024E	4809	14819	13646	24497	18352	19679	17975
2025E	5079	14484	13493	24274	18538	20542	19096

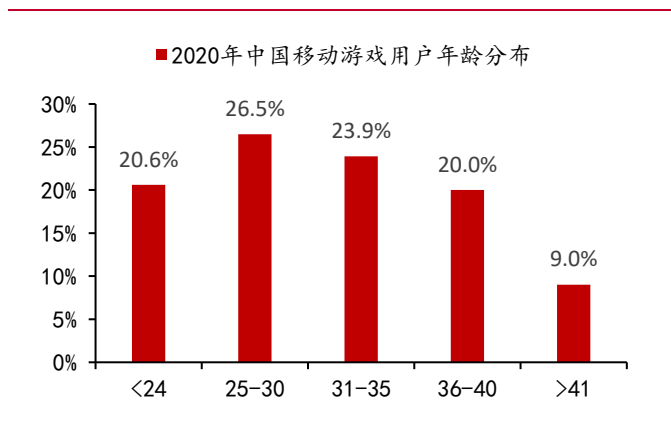
来源：国家统计局，国联证券研究所

图表 31：2019 年美、日、韩网民覆盖率

美国		日本		韩国	
18-29	100%	6-12	80%	3-9	91%
30-49	97%	13-19	98%	10-19	100%
50-64	88%	20-29	99%	20-29	100%
65+	73%	30-39	99%	30-39	100%
		40-49	98%	40-49	100%
		50-59	98%	50-59	99%
		60-69	91%	60-69	89%
		70-79	74%	70+	39%
		80+	58%		

来源：Statista，国联证券研究所

图表 32：2020 年中国移动游戏用户年龄分布

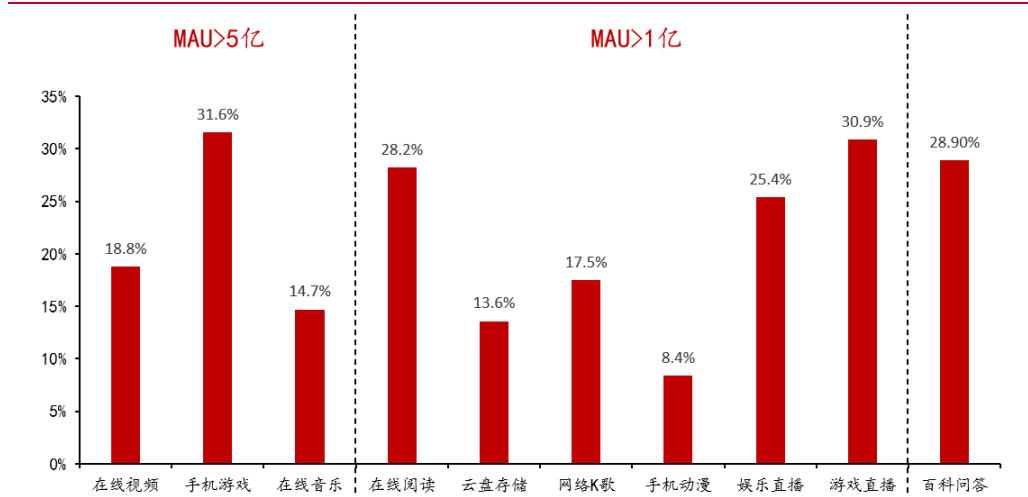


来源：艾媒咨询，国联证券研究所

3.2 玩家付费：付费率、付费值相比日韩仍有极大提升空间

移动游戏已成为移动互联网行业中最大的收入来源之一。根据极光大数据，2019 年我国移动游戏 MAU 达 8.25 亿人，移动游戏渗透率 73.6%，手游用户平均每月的游戏时间为 14.65 小时。在国内移动互联网泛娱乐领域中，移动游戏的 MAU 仅次于在线视频，而付费率达 31.6% 高居榜首，高活跃用户数、高付费使移动游戏已成为移动互联网行业内的重要收入来源。

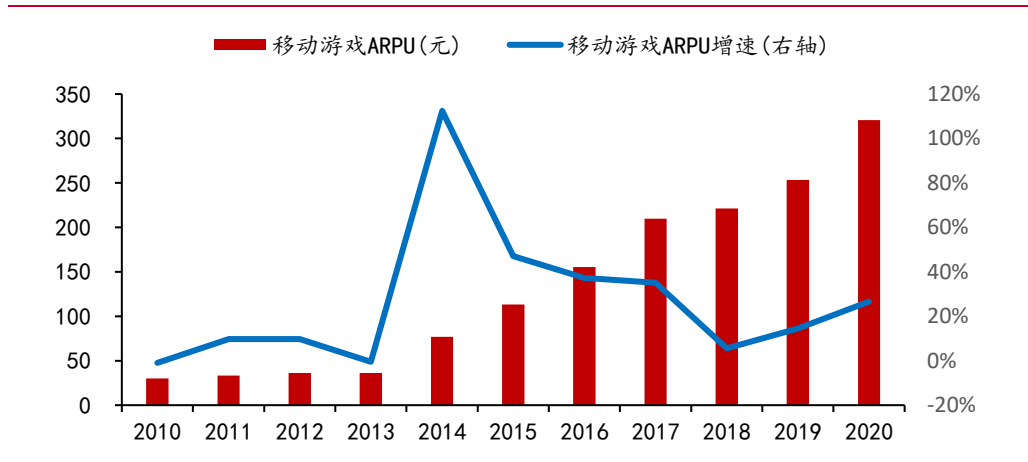
图表 33：2018 年移动端细分行业付费率对比，手游具备高 MAU、高付费特性



来源：QuestMobile，国联证券研究所

中国移动游戏人均付费（ARPU）持续提升。2010-2020 年移动游戏人均付费从 30 元提升至 321 元，复合增长率 27%，远高于中国人均可支配收入 8.4% 的增速；2018 年随着政策收紧，尾部企业和游戏出清，具备长线运营能力的头部游戏占比提升，使游戏人均付费增速出现明显拐点。

图表 34：2010-2020 年中国移动游戏 ARPU 及同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

多元化付费模式拉动付费值增长。游戏付费模式经历了多个模式演变：从最早的点卡收费，到免费游戏、道具收费系统，再到从其中演化而出的扭蛋抽卡和通行证系统，目前一款游戏可以同时包含多种不同的付费体系，且最新的游戏付费已经和游戏玩法进程高度契合，例如最新出现的将通行证系统发扬光大的游戏《Fortnite》，玩家通过在游戏中完成任务就可以获得道具，而对于购买了通行证的玩家则可以获得更多道具，一方面刺激玩家购买通行证，另一方面又可以加深玩家粘性。

图表 35：游戏主要充值付费系统演变



来源：网络资源，国联证券研究所整理

我国移动游戏付费特点：付费率低，但付费玩家花费更多。对比文化相近的日本、韩国，我国移动游戏的年付费率约为 32%，而日本韩国分别为 46%和 40%；对比人均付费（ARPU），2019 年我国仅为 253 元，不到 2018 年日韩的五分之一，但我国人均付费占可支配收入比例已为全亚洲最高。由此可见，中国付费玩家在游戏中进行高额消费的意愿更高，而我国和日韩的付费差距主要体现在付费率上。

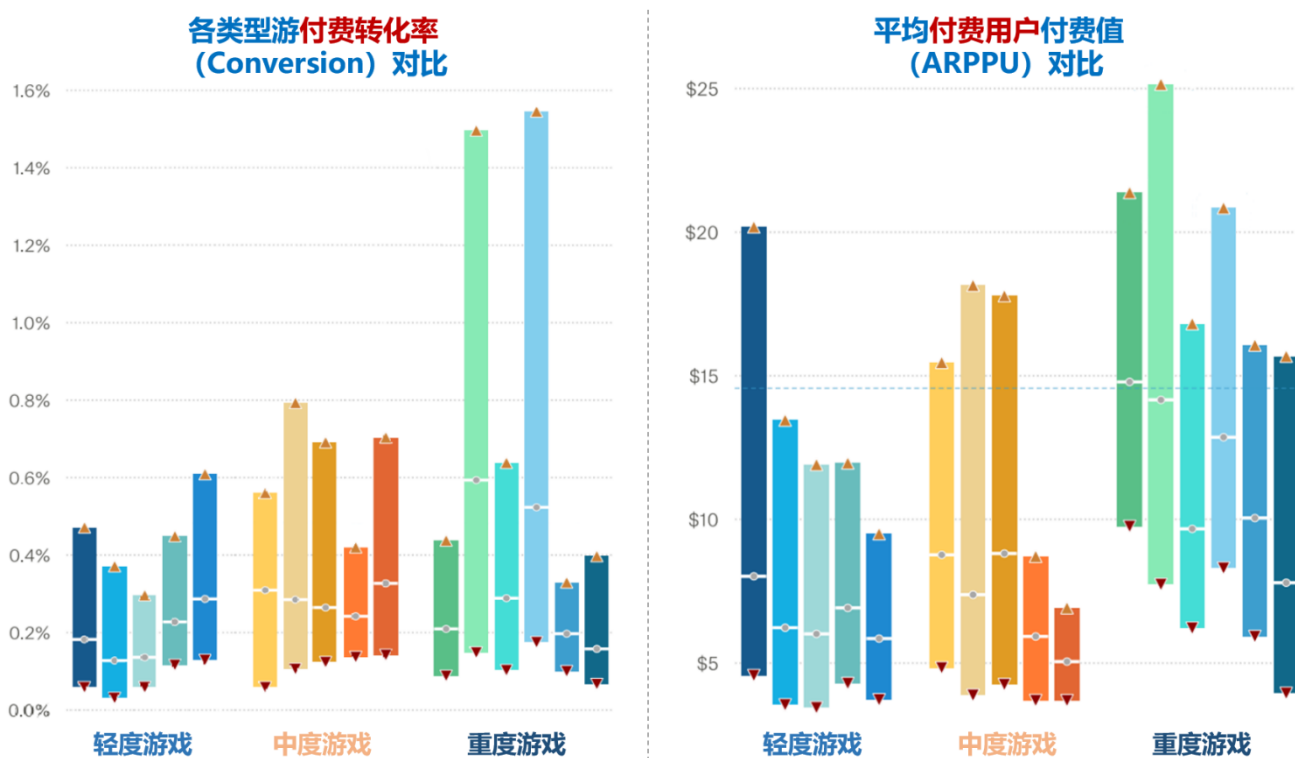
图表 36：各国移动游戏指标对比（中国为 2019 年，日、韩为 2018 年）

指标	中国	日本	韩国
人口(亿人)	14	1.26	0.52
网民渗透率	64.1%	95%	96%
网民规模(亿人)	8.97	1.20	0.50
手游玩家渗透率	69.6%	68.6%	59.1%
手游玩家人数(亿人)	6.24	0.821	0.31
年付费率	31.6%	45.6%	40.4%
年 ARPPU(元)	801	2440	3083
年 ARPU (元)	253	1112	1245
人均手游付费占可支配收入比例	0.82%	0.53%	0.71%

来源：Wind，伽马数据，Questmobile，Newzoo，韩国文化体育观光部，famitsu，国联证券研究所

提升付费率相比提升付费值具备更高收入潜力。在下图由 Gameanalytics 监测的移动游戏的付费转化率（Conversion）和付费用户付费值（ARPPU）数据中，每个颜色都代表了不同类型的游戏，每条数据的上箭头、中线、下箭头分别代表每种游戏类型的头部、平均、底部游戏；重度游戏中，从左到右分别是多人、角色扮演、模拟、策略类、竞速、体育类游戏。图中看出，所有头部游戏的付费值 ARPPU 均高于平均 1-2 倍，其中 RPG 和策略类的付费率明显高于其余品类；从付费率情况来看，而同样的游戏类型，头部游戏的付费率相比平均普遍高出 2-3 倍，且各品类游戏的差距并不大。由此可见，玩家对于付费率的敏感性（量）要明显高于其付费值（价），提升付费率对于拉升整体游戏消费的效率更高。

图表 37：付费率对比付费用户付费值 (ARPPU) 具有更高弹性

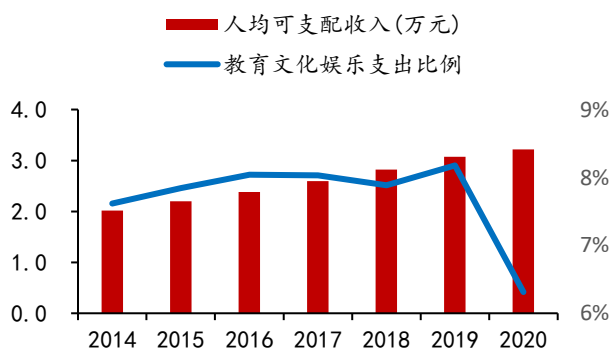


来源：GameAnalytics, 国联证券研究所

3.3 付费提升三大驱动力：人均收入增加、玩家结构变化、精品游戏趋势

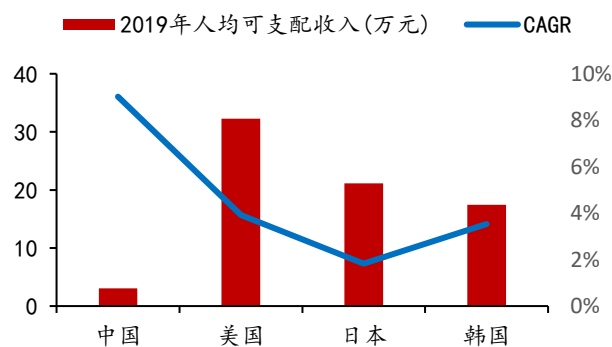
未来我国移动游戏付费将受益于中国人均可支配收入以及文娱类支出比例提升。对比美日韩等发达国家，我国人均可支配收入在绝对值上仍有较大差距，但增速高于发达国家，目前稳定在每年 8%-9%左右。从收入的使用方式来看，若除去 2020 年疫情特殊情况，我国在“教育文化娱乐”的消费支出方面也从 2013 年的 7.63% 提升至 2018 年的 8.18%。随着我国人均可支配收入和生活水平的提升，居民在娱乐方向的投入将继续增加，移动游戏作为年轻人的主要线上娱乐方式之一，有望持续受益。

图表 38：2019 年各国人均可支配收入、6 年 CAGR



来源：Wind, 国联证券研究所

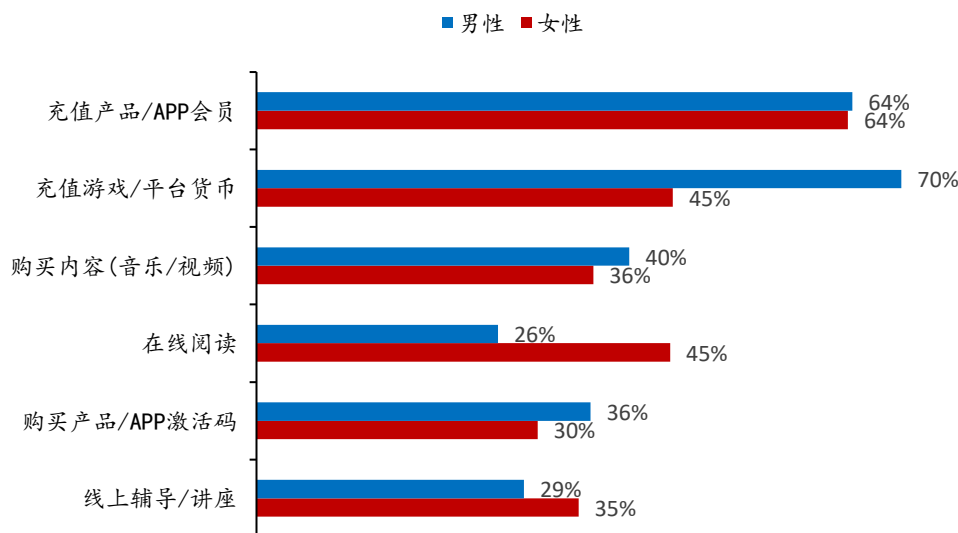
图表 39：2019 年各国人均可支配收入



来源：国家统计局, 国联证券研究所

“Z世代”对于网络消费意愿更强，随着玩家人口推移，未来游戏付费率有望提升。在版权监管加强的大背景下，随着用户对于网络资源的需求越来越深，国内在线音乐、视频等已实现正版化，用户的网络付费意识正在逐步提升。根据企鹅智库数据，Z世代（90后）对于线上娱乐的付费意愿较强，其中有70%的男性游戏玩家和45%的女性游戏玩家曾经进行过游戏内消费。目前移动游戏男女玩家比例已逐渐接近1:1，我们认为中国移动游戏的平均付费率在未来十年内可以达到55%以上的水平。

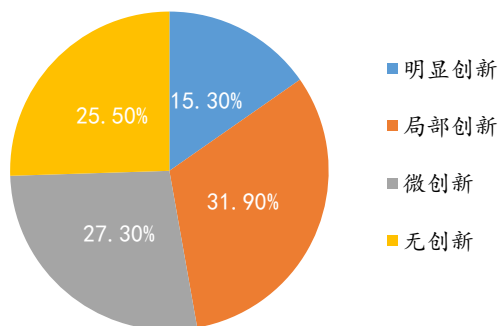
图表 40: Z世代网络消费调查（是否曾经有过下列付费行为？）



来源：企鹅智库，国联证券研究所

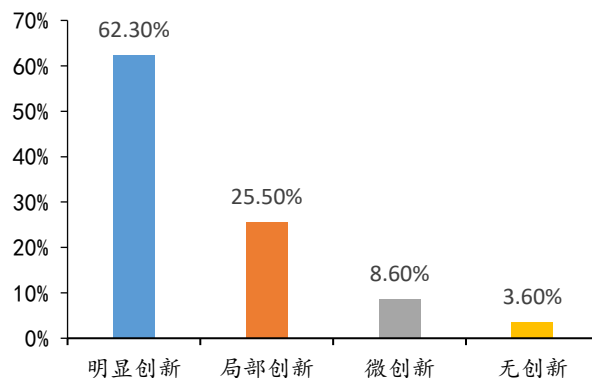
玩家对于创新类优质游戏的付费意愿更高，政策收紧加速尾部企业和低质量游戏出清，有望拉升行业 ARPU 值。根据伽马数据的统计和调查，2019 年国内流水 Top250 游戏中，只有 15.3% 为“明显创新”的类型，但却贡献了这些游戏总流水的 62.3%，对于画面优良、玩法创新强的游戏，中国玩家显然更愿意进行付费。随着政策面收紧，一些画面普通、内容玩法单调、玩家生命周期价值较短的同质化游戏将会逐渐消失，高质量精品游戏占比提升将有望拉动行业整体 ARPU 值。

图表 41: 2019Top250 游戏各类型创新数量占比



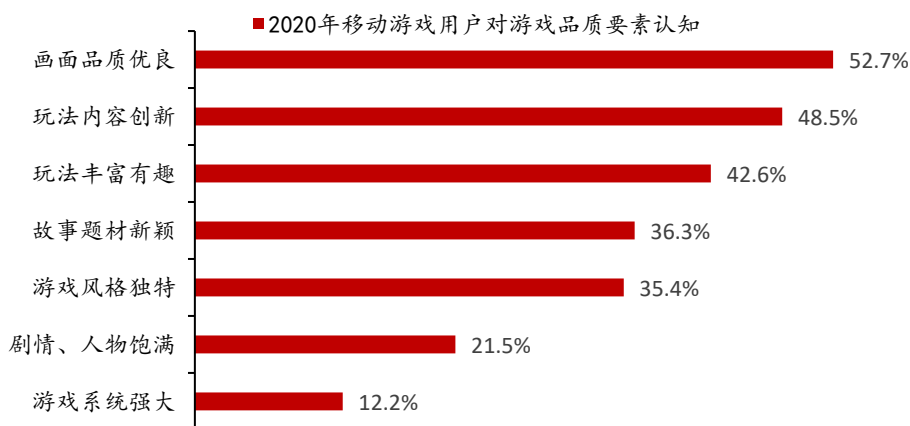
来源：伽马数据，国联证券研究所

图表 42: 2019Top250 游戏各类型创新流水占比



来源：伽马数据，国联证券研究所

图表 43：画面品质、玩法创新为玩家最关注部分



来源：艾媒咨询，国联证券研究所

➤ 未来 5 年中国移动游戏市场空间规模预测：

图表 44：中国移动游戏市场参数以及规模预测

移动游戏空间预测	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
网民人口(万人)	82851	90400	98600	105055	107989	110984	113777	115505
同比增速		9.1%	9.1%	6.5%	2.8%	2.8%	2.5%	1.5%
手游玩家渗透率	74%	70%	67%	68%	70%	70%	70%	70%
同比增速		-5.9%	-3.7%	1.5%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
付费率	30%	32%	36%	39%	44%	48%	52%	56%
同比增速		5.3%	13.9%	8.3%	12.8%	9.1%	8.3%	7.7%
ARPPU(元)	737	801	892	999	1089	1176	1270	1371
同比增速		8.7%	11.4%	12.0%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%
市场规模(万元)	1339.60	1581.10	2096.76	2782.34	3620.57	4384.02	5258.38	6208.76
同比增速		18%	33%	33%	30%	21%	20%	18%

来源：国家统计局，伽马数据，Newzoo，Questmobile，国联证券研究所

4 趋势：渠道、买量相互制衡，产业链上游话语权逐渐加强

4.1 短视频快速发展+高渠道分成促使买量模式崛起

游戏发行商可选择传统联运或买量两种模式进行游戏发行。传统游戏联运模式可以分为研发——发行——渠道三部分，其中，研发商负责游戏立项、研发以及后期的内容更新；发行商负责游戏推广、运营和对接渠道；渠道则掌握用户入口，整合提供游戏软件下载平台。目前国内主流安卓渠道的流水分成在 50%左右，研发、发行运营收入经过协商分别可获得总流水的 20%~30%。在买量模式下，发行商不对接渠道而选择在流量入口媒体中投放广告并接入下载端口，用户看到广告后可直接通过链接进行安装包下载，其成本主要来自于互联网媒体的广告投放费用，理论上游戏研发发行商可获得所有的充值流水分成。

图表 45：游戏产业链

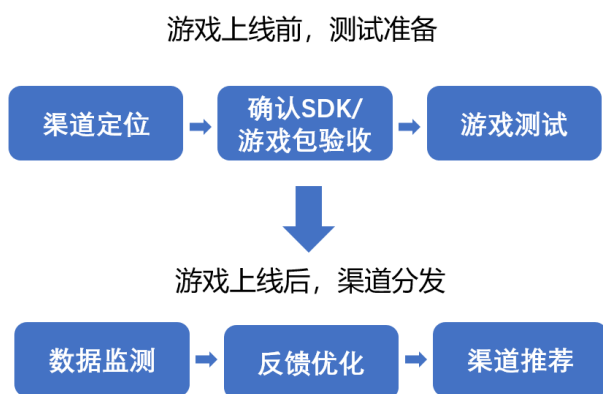


来源：网络资源，国联证券研究所整理

➢ 中国手游渠道（联运）模式特点：多个安卓渠道，分成比例较高。

中国拥有多个安卓渠道，在接入时较为复杂。联运模式中，移动游戏从对接渠道到上线至少需要一个月时间，其中流程包括了 SDK 接入，游戏数据测试等多个环节。在游戏里上线前后，渠道方会通过反馈测试数据（人数、留存、付费）等与游戏发行商沟通优化游戏数据，最后决定渠道推送方式和力度。由于中国拥有多个不同的安卓渠道，发行商若想要游戏在多个渠道上线，需要针对不同渠道接入不同 SDK，在流程上较为复杂。

图表 46：游戏对接渠道流程



来源：国联证券研究所

图表 47：国内前十大安卓渠道平台渗透率

安卓平台	渗透率
应用宝	21.6%
360 手机助手	12.3%
OPPO 软件商店	12.3%
华为应用市场	11.4%
小米应用商店	10.2%
小米游戏中心	9.0%
百度手机助手	6.0%
Vivo 应用商店	5.2%
Vivo 游戏中心	5.0%
华为游戏中心	4.5%

来源：Newzoo，国联证券研究所

我国超 8 成为安卓用户，国内安卓渠道抽成比例高于海外平均。根据 Kantar 在 2019 年的调研数据，中国安卓用户占比高达 80.4%，苹果为 19.4%，且根据最新的中国手机市场销售份额，苹果排行第五仅占 7%，未来中国安卓用户比例将持续提升。中国安卓渠道中，腾讯应用宝占据了最高的市场份额，其渗透率达到了 21.6%，其次分别为 360 手机助手和 OPPO 软件商店。从分成比例来看，除去 TapTap 这一新兴

手游渠道，其余传统渠道分成均为 50%，仍大幅高于海外主流安卓渠道 Google Play 的 7:3 分成，同时因 IOS 生态无法绕过 App Store 下载游戏，因此在游戏买量市场中，安卓端为主战场。

图表 48：目前国内主流安卓渠道分成比例仍保持在 50%左右

平台	总规模	合作方式	主要渠道	渠道分成
IOS	700 亿	联运	APP STORE	30%
		外部导量	头条系	40-60%
			腾讯系	
安卓	400 亿	联运	其他流量 APP	0%
			TapTap	50%
			硬核联盟	50%
			哔哩哔哩	50%
安卓	400 亿	买量（可直接下载）	阿里九游	50%
			头条系	40%-60%
			腾讯系	
			其他流量 APP	

来源：GameLook，国联证券研究所

➤ **中国手游买量模式特点：精准营销，自由度高，但前期投入较大。**

相比于传统联运模式，买量发行模式需要较大的前期投入（买量成本），但可以精准定位营销目标客户群，并根据 ROI 指标修改投放策略，因此买量模式可以做到稳定、持续地获取用户；同时，因为买量模式跳过渠道端，在广告配合游戏活动运营方面拥有更高自由度。买量模式由于前期投入较大，因此更适合于具备发行经验的游戏发行商以及高 LTV（用户生命周期价值）的游戏产品。

图表 49：渠道（联运）模式和买量模式优缺点对比

发行模式	优点	缺点
渠道(联运)模式	获客成本低，门槛低，适用于大部分游戏研发商和游戏品类。	渠道分成比例高，会受到用户口碑影响，需较强运营能力。
买量模式	精准用户定位，持续稳定获客，可根据运营节奏自行调整策略。	前期投入大，门槛高，适用高 LTV 游戏产品。

来源：国联证券研究所

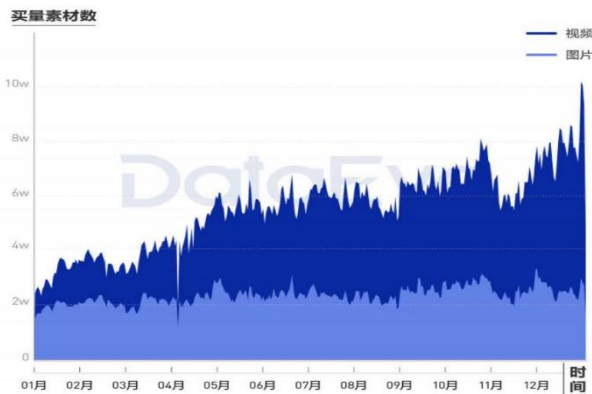
头条系等流量入口增加导致游戏买量市场迅速崛起。一方面因国内高渠道分成压缩游戏研发发行商利润；另一方面，近年来随着快手、头条系等流量入口增加、短视频活跃用户数急剧增长使广告投放策略更加多元化，多种因素促使买量模式迅速崛起。根据 Dataeye 数据，在游戏总量控制的情况下，2020 年移动游戏买量素材投放量同比 2019 年上升了 96.55%，最高峰时期达到 132404 组，平均每日在线投放素材数量为 84145 组，其中短视频已成为主流的投放素材类型，日均投放量约 6 万组，同比涨幅高达 240%。从上市公司的情况来看，大多数公司销售费用率均有所提升，其中买量大户三七互娱的销售费用率从 2017 年的 30.8% 提升至 2020 年的 59.2%。

图表 50：抖音、快手等短视频平台兴起增加了买量入口



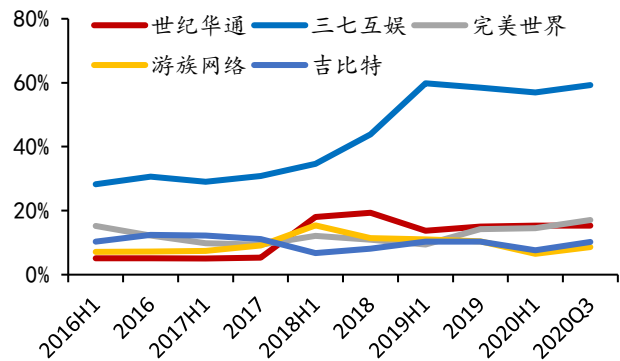
来源：QuestMobile，国联证券研究所

图表 51：2020 年国内移动游戏买量素材数



来源：DataEye，国联证券研究所

图表 52：部分上市公司销售费用率变化



来源：Wind，国联证券研究所

4.2 短视频人口红利消退下，买量模式效率下滑

短视频人口红利消退，买量成本上升、效率下滑。从买量市场的供给方来看，短视频活跃用户增速下滑，人口红利消退导致移动游戏买量效率下滑，根据热云数据，从2019年9月开始移动游戏广告点击量出现较大幅度增长，但同时期激活设备数量却并未体现上涨趋势。从需求端来看，游戏买量素材投放量急剧上升抬升整体买量成本，且头部买量产品同质化严重，2020年进行买量的中重度游戏（排除休闲类）基本以MMO、卡牌、策略为主，而其题材则基本以传奇、三国类为主，重复素材使玩家逐渐审美疲劳，加剧产品竞争，进一步拉高获客成本。

图表 53: 2019-2020 移动游戏买量激活率下滑



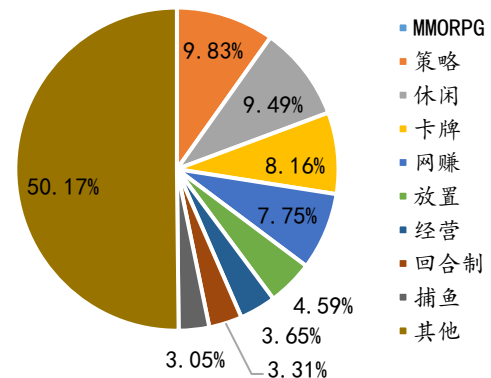
来源: 热云数据, 国联证券研究所

图表 54: 2020 年中重度游戏买量前十排行

游戏	投放指数	题材	类型
蓝月至尊版	83911	传奇	MMORPG
梦幻西游网页版	70040	西游	放置
三国志 战略版	49064	三国	策略
达叔传奇	44862	传奇	MMORPG
三国志幻想大陆	44766	三国	卡牌
原始传奇	43249	传奇	MMORPG
少年三国志: 零	34185	三国	卡牌
少年三国志 2	33419	三国	卡牌
复古传奇	33167	传奇	MMORPG
最强蜗牛	28924	末日	放置

来源: DataEye, 国联证券研究所

图表 55: 2020 年买量游戏类型分布



来源: DataEye, 国联证券研究所

4.3 渠道分成比例松动, 精品游戏研发发行商利润率有望提升

各大渠道分成比例松动。海外平台方面, IOS 和 Google Play 分别在去年 11 月和今年 3 月宣布对年营收少于 100 万美元的企业和个体开发者, 抽成比例从 30% 降至 15%。国内平台中, 新兴渠道 TapTap 的零分成模式开创行业先河, 而传统渠道包括 VIVO、OPPO、华为、腾讯等也均发布了其对于特定游戏研发商的分成优惠条款。

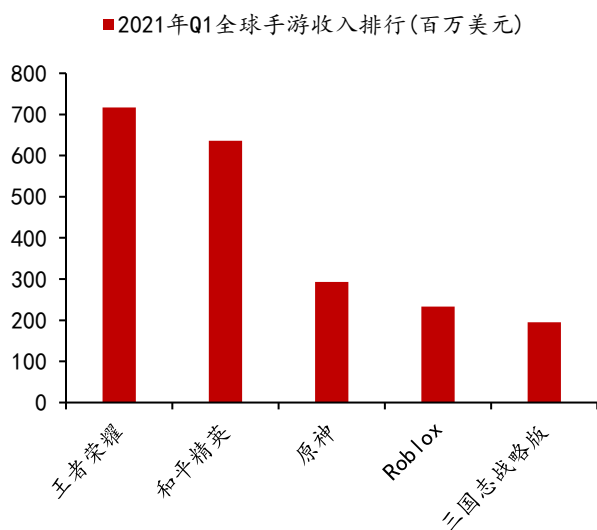
图表 56: 各大渠道调整分成比例相关内容

平台/渠道	分成相关内容
IOS	2021 年 11 月起, 对年营收少于 100 万美元的企业/个体开发者抽成比例降至 15%。
Google Play	2021 年 7 月起, 所有开发者每年营业额的前 100 万美元抽成比例降至 15%。
TapTap	除广告渠道外, TapTap 对游戏 0% 分成, 只收取 5% 手续费。
VIVO、OPPO	“星火计划”: 独立游戏流水 < 10 万, 开发者可获得 100% 流水分成; 流水 < 50 万, 开发者可获得 70% 流水分成。
华为应用市场	对于游戏出海开发者, 2021 年实现 2:8 比例分成; 2022 年后实现 3:7 比例分成。
腾讯	“极光计划”扶持独立游戏开发商, 使用灵活的代理分成方案。

来源：应用商城，国联证券研究所

买量、渠道发行模式的竞争本质上是抢夺用户，而抢夺用户的核心在于优质内容。从上述各渠道的分成优惠具体内容中可以看出，优惠主要作用于小型独立游戏开发商。继 2019 年《明日方舟》之后，2020 年《最强蜗牛》、《万国觉醒》、《原神》等手游在放弃了多个主流安卓渠道的情况下，仍向市场证明了其盈利能力。根据 Sensortower 的跟踪数据，《原神》2021 年第一季度的收入仅次于《王者荣耀》及《和平精英》，强大的吸金能力使渠道方让步，《原神》在今年的 2 月 3 日首次以 7:3 分成上架小米应用商店，还拥有单独的宣传页面和下载通道。从长期来看，一方面随着版本号缩紧，精品化游戏成为稀缺资源，各大渠道均针对独立游戏开发商出台了优惠条款；另一方面随着流量成本上升，渠道分成有望向 7:3 靠拢，买量、渠道两种发行模式的竞争将让利游戏研发商，行业即将步入“内容为王”时代，具备长期运营能力的精品游戏研发发行商利润率有望提升。

图表 57：2021 年 Q1 全球手游收入排行



来源：SensorTower，国联证券研究所

图表 58：《原神》7:3 分成上架小米商店渠道



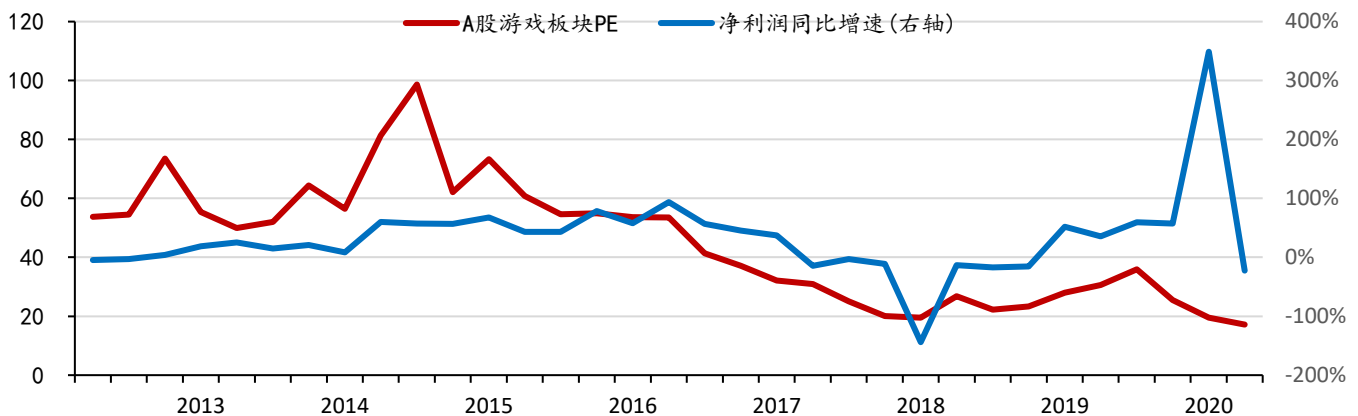
来源：小米，国联证券研究所

5 投资机会及相关标的

5.1 游戏板块：历史低估值，静待新周期

A 股游戏板块整体估值处于低位。自 2015 年后，A 股传媒游戏板块估值不断回落，用整体法计算，行业 PE 从最高的 100 倍下滑至如今的不到 20 倍估值（整体法计算），处于近 5 年来的底部区域。2013-2020 年，A 股游戏公司净利润复合增长率为 23%，但因行业政策不稳定，并购与收入确认准则等影响，导致其波动幅度较大，拉低行业整体估值；另一方面，尽管 2020 年疫情期间的居家隔离政策拉动了游戏行业增长，但同样延缓了去年部分公司的新游戏项目进度，大量产品上线时间将推迟至今明两年，可专注相关结构性机会。

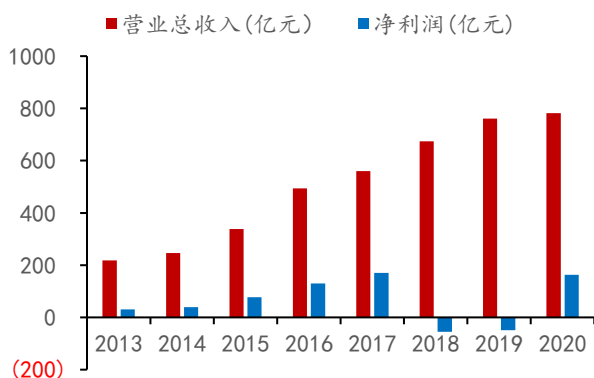
图表 59: A 股游戏板块 PE 处于历史底部



来源: wind, 国联证券研究所

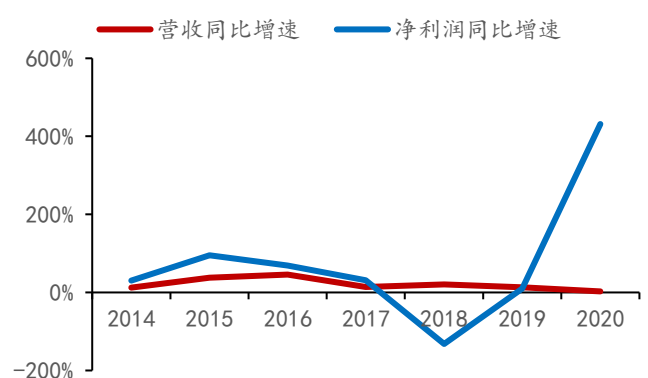
政策面企稳, 行业确定性增强, 有利于估值回升。2010-2016 年, 游戏行业处于高速发展期, 部分上市公司选择收购游戏企业增厚公司利润, 形成较高商誉; 2018 年后政策收紧, 大量被收购的游戏企业无法完成高额业绩承诺, 导致部分上市公司出现巨额商誉减值。从 A 股游戏板块历史业绩情况来看, 营收并未出现太大波动, 而净利润在 2018、2019 年为负, 2020 年随着政策面企稳, 商誉减值等负面因素出清, 板块净利润重回正常水平; 因 2016 年后证监会已限制二级市场跨界投资影视/游戏企业, 预计未来行业波动将会进一步减小, 净利润确定性增强, 有利于板块估值回升。

图表 60: A 股游戏板块净利润企稳



来源: wind, 国联证券研究所

图表 61: A 股游戏板块净利润波动高于营收



来源: wind, 国联证券研究所

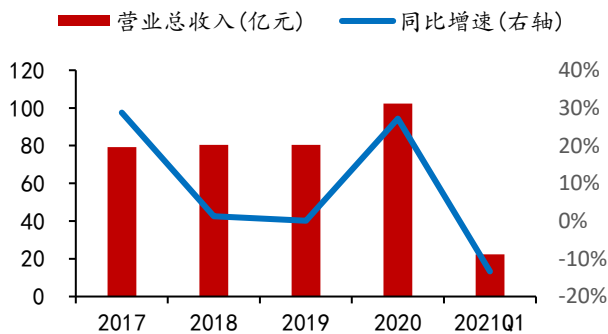
5.2 关注具备优秀研运能力的公司

推荐标的:

完美世界 (002624.SZ): A 股研运一体的 MMO 品类龙头。公司游戏业务部成立于 2004 年, 自成立起就专注于 MMO 领域, 先后推出了《诛仙》、《完美世界》等次时代端游作品。MMO 品类游戏具有高付费率和高 APRU 值的特点, 公司已有多年的 MMO 研发、发行和运营经验, 具备较强的技术和美术实力。公司在深化其 MMO 品类产品优势的同时, 也在积极布局多品类融合拓展, 吸收业内开发团队进军二次元, 竞技、射击、休闲类游戏领域。目前公司产品已覆盖 PC、移动端和主机端, 是国内

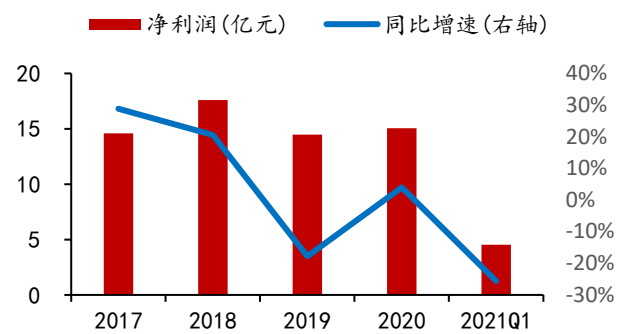
少有的多平台布局的游戏厂商。

图表 62: 完美世界营业收入(亿元)及同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 63: 完美世界净利润(亿元)及同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 64: 完美世界游戏产品及上线时间 (未统计部分内购游戏)

上线时间	游戏名称	类型	研发商	发行商
2020 年				
2020/1/9	《梦间集天鹅座》	经营, 养成	完美世界	完美世界
2020/7/2	《新神魔大陆》	MMORPG	完美世界	完美世界
2021 年				
2021/3/21	《旧日传说》	Roguelike	完美世界	完美世界
2021/5/20	《战神遗迹》	MMO ARPG	完美世界	完美世界
预计 2021/6/25	《梦幻新诛仙》	MMORPG	完美世界	完美世界
预计暑期	《幻塔》	二次元 RPG	完美世界	完美世界
.....				

来源: 公司公告, 国联证券研究所整理

疫情推迟项目进度, 2021 年公司进入产品新周期。公司产品具备较强竞争力和长生命周期, 2020 年《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》均位列 IOS 畅销榜前 5, 《诛仙》、《完美世界》等手游上线多年仍位居畅销榜前 50。因疫情原因, 公司影视板块于 2020 年底计提了约 5 亿存货减值, 业绩风险得以释放; 游戏方面, 2020 年因疫情推出项目进度, 下半年公司仅上线一款手游《新神魔大陆》, 2021 年公司将有多样重磅产品上线, 包括重量级 IP 《梦幻新诛仙》、二次元 MMO 《幻塔》、RPG 《一拳超人》等, 涵盖多个品类, 产品新周期值得期待。

因流量成本提高导致公司前期推广费用增加, 但游戏生命周期将高于预期, 因此略微下调公司 2021 年净利润, 上调 2022 年净利润, 预计公司 2021/2022/2023 年实现营业收入 122.02 亿元/143.25 亿元/166.87 亿元, 归母净利润 24.21 亿元/32.25 亿元/37.29 亿元, EPS 分别为 1.25 元/1.66 元/1.92 元, 对应 PE 分别为 16/12/11 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 《梦幻新诛仙》、《幻塔》等新游戏上线进度不及预期的风险; 新游戏流水不及预期; 线上推广效率不及预期; 影视业务销量不及预期的风险。

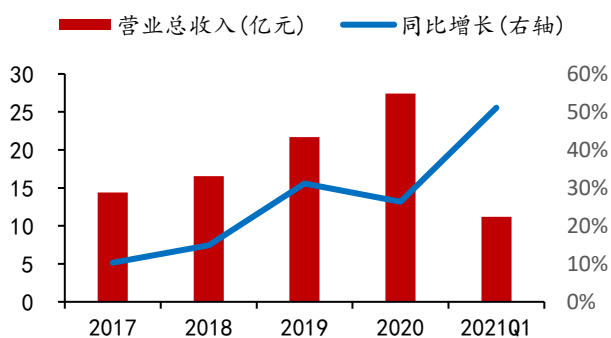
图表 65: 完美世界 (002624.SZ) 财务和估值摘要数据

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8039.0	10224.8	12201.6	14324.6	16686.9
增长率	0.07%	27.19%	19.33%	17.40%	16.49%
EBITDA (百万元)	1693.6	1965.9	2573.5	3370.6	3909.3
净利润 (百万元)	1502.8	1548.5	2420.9	3225.4	3728.7
增长率 (%)	-11.92%	3.04%	56.34%	33.23%	15.61%
EPS (元/股)	0.77	0.80	1.25	1.66	1.92
市盈率 (P/E)	26	26	16	12	11
市净率 (P/B)	4.2	3.7	3.1	2.6	2.1
EV/EBITDA	13.8	18.4	13.2	9.4	7.4

来源: Wind, 国联证券研究所预测, 股价取 2021 年 6 月 17 日收盘价 20.12 元

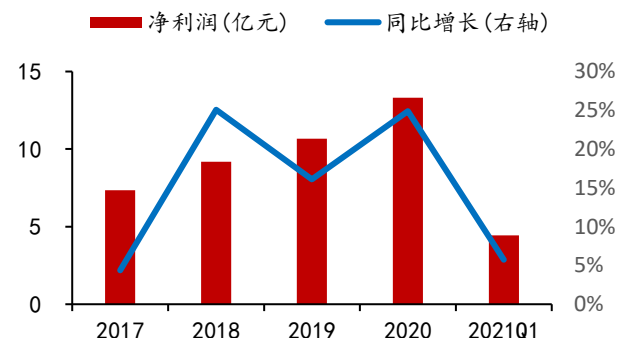
吉比特 (603444.SH): 具备长线运营能力、专注差异化的多品类精品游戏研发发行商。公司以老牌回合制 MMO《问道》端游起家, 2016 年端转手延长了其 IP 生命周期,《问道》手游上线至今每年均推出运营活动以及大版本更新, 流水规模稳定长期并排名 IOS 畅销榜前 10, 反映出公司拥有出色的长线运营能力。在《问道》的流水支撑下, 公司积极拓展其余品类研发, 坚持差异化竞争战略, 近年来在 Roguelike 细分品类中已处于绝对头部位置, 旗下研发商青瓷游戏曾推出《不思议迷宫》、《最强蜗牛》等多个爆款产品, 游戏及买量创新能力非常强。

图表 66: 吉比特营业收入(亿元)及同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 67: 吉比特净利润(亿元)及同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所

公司创新能力较强。公司在研发层面采用类似赛马的内部孵化机制, 所有员工均可立项, 秉持“谁提出, 谁负责”的原则, 立项通过战略委员会审核后即可选调员工开始制作, 并在游戏制作初期快速迭代, 因此公司作品在创新能力上始终处于行业领先地位。在发行层面, 公司不依赖买量, 销售费用率处于行业底部, 但买量素材创意度极高, 符合“品效合一”的买量打法, 未来公司发行能力有望再上台阶。2021 年游戏储备包括《复苏的魔女》、《精灵魔塔》等, 上线后将进一步增厚公司利润。

图表 68：吉比特游戏产品及上线时间（未统计部分内购游戏）

上线时间	游戏名称	类型	研发商	发行商
2020 年				
2020/6/23	《最强蜗牛》	放置	青瓷游戏	青瓷游戏
2020/9/10	《不朽之旅》	放置、冒险	重庆九鱼乐	雷霆游戏
2020/9/17	《魔渊之刃》	Roguelike	魔剑网络	雷霆游戏
2021 年				
2021/1/21	《像素危城》	RPG、像素	千益互动	雷霆游戏
2021/2/2	《一念逍遥》	放置、修仙	吉比特	雷霆游戏
2021/3/2	《提灯与地下城》	Roguelike	吉事屋	青瓷游戏
2021/4/8	《剑开仙门》	放置、修仙	飞鼠网络	雷霆游戏
2021/6/1	《摩尔庄园》	休闲、经营	淘米网络	雷霆游戏
.....				

来源：公司公告，国联证券研究所整理

预计公司 2021/2022/2023 年实现营业收入 39.59 亿元/48.16 亿元/57.37 亿元，归母净利润 14.75 亿元/17.72 亿元/20.8 亿元，EPS 分别为 20.52 元/24.66 元/28.95 元，对应 PE 分别为 28/23/20 倍，未来三年公司净利润 CAGR 为 25.7%。综合公司在产品创新能力和长线运营能力的优异表现，我们给予吉比特 30 倍 PE 估值，对应 2021 年公司股价为 615.6 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：《问道》、《摩尔庄园》等已上线游戏流水下滑速度过快的风险；新游戏流水不及预期的风险；前期流量推广费用增加的风险。

图表 69：吉比特 (603444.SH) 财务和估值摘要数据

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2170.37	2742.29	3959.16	4815.81	5736.82
增长率	31.16%	26.35%	44.37%	21.64%	19.12%
EBITDA (百万元)	1257.65	1716.79	2347.20	2785.02	3225.76
净利润(百万元)	809.19	1046.41	1474.85	1772.44	2080.41
增长率(%)	11.93%	29.32%	40.94%	20.18%	17.38%
EPS (元/股)	11.26	14.56	20.52	24.66	28.95
市盈率 (P/E)	51	39	28	23	20
市净率 (P/B)	13.4	10.9	10.0	9.1	8.3
EV/EBITDA	31.3	22.5	16.1	13.4	11.3

来源：Wind，国联证券研究所预测，股价取 2021 年 6 月 17 日收盘价 547.6 元

6 风险提示

1. 政策风险，版号审批数量进一步降低，标的公司无法拿到版号，游戏上线进度受到影响。
2. 地缘政治等因素，如美国等对中国 APP 软件封杀的可能性，导致的游戏出海风险。
3. 游戏流水不及预期，包括游戏玩家人数、游戏付费率发展不及预期。
4. 游戏公司在游戏运营中发生重大失误，如服务器崩溃、玩家数据丢失、游戏剧情发展严重失衡等导致游戏生命周期降低的风险。
5. 游戏抄袭等舆论，导致游戏可能下架的风险。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/或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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/或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。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373