

传媒/游戏

游戏 21H1 市场复盘及中报总结

维持评级/看好

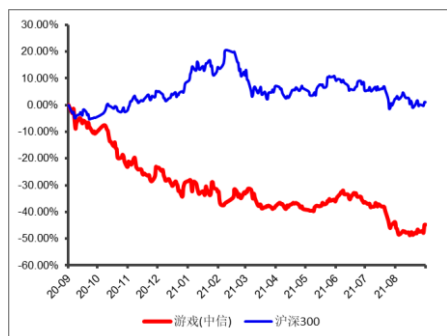
报告原因：专题报告

新品&出海助力市场平稳增长，未保新规落地推动行业健康发展

2021年9月3日

行业研究/深度报告

游戏指数（中信）近一年市场表现



报告要点

➢ **1-7月游戏市场规模稳步增长。**2021年上半年，中国游戏市场规模达1504.9亿元，同比增长7.89%，虽然在2020年上半年同期高基数下增速有所回落，但近两年复合增速达到14.89%，保持良好的增长态势。其中移动游戏在2020年疫情流量红利及2021年新品密集上线的驱动下，近两年复合增长达22.03%，市场规模达1147.72亿元，市场份额进一步上升至76.26%，同比上升1.22pct。7月，移动游戏市场为182.2亿元，环比减少6.28%，同比实现6.62%的增长。

➢ **年轻成年用户为玩家主体。**截至21Q2移动互联网用户月活规模达11.57亿，较20Q4增加600万，且用户使用时长呈现上升趋势，21Q2用户日均使用时长为5.8小时，为整个游戏市场流量大盘奠定基础。从用户年龄结构来看，手游市场规模更依赖于具有收入及付费能力的19岁至35岁用户，游戏产品能够在一定程度上满足其工作之余的娱乐及社交需求。

➢ **市场头部产品固化，优质厂商新老产品共发力。**品类方面，休闲大类游戏占新增游戏数量比例有所提升，ARPG/MMORPG、MOBA、射击品类流水贡献最高，卡牌、放置等产品类型流水占比有所提升。IP方面，游戏IP的类型呈现多样化，经典IP产品拓展深耕细作，原创IP游戏的数量及流水占比均有所提升。产品表现方面，头部产品中基本上以老牌游戏居多，表明游戏市场在存量博弈下精品研发与长线化运营将为产品建立较高的竞争壁垒，而头部及二线优质游戏厂商的产品优势更为明显，在今年1-7月属于新老产品共同发力的态势：1)上半年中国区App Store手游新增下载榜TOP 20中腾讯《王者荣耀》《和平精英》排名第一和第二名，上线多年依旧保持头部优势；新游下载榜TOP 20中，吉比特雷霆《摩尔庄园》居首，《一念逍遥》排名第15位，三七互娱有三款新产品入榜，7月iOS手游下载榜中《王者荣耀》《和平精英》继续占据前两位，《摩尔庄园》下降至第8位，网易与漫威推出的首款MOBA新品《漫威超级战争》上线后连续5天登顶iOS免费榜，并进入月度榜单前5。2)2021年上半年中国区App Store手游收入榜中腾讯与网易分别占有8款、5款产品，吉比特雷霆有2款游戏上榜，分别为《一念逍遥》和上线5年的《问道》，在7月全渠道流水测算榜TOP 10中，6月末上线的《梦幻新诛仙》表现出色，首月流水预计达5亿，排名较6月上升27名至第7；新游流水测算榜中，《斗罗大陆：魂师对决》登顶。

➢ **买量总体上升环比下降，内容营销手段多元。**上半年游戏行业素材投放数量同比增长112.83%，投放公司主体较2020年同期也有所回温，但单月呈现环比下降态势，直至6月暑期档后素材投放和投放主体才再度攀升。上半年休闲、网赚、射击、经营、动作等品类投放呈现明显的上升趋势，现代题材游戏投放居买量市场绝对主导，且原先不太通过买量进行推广的游戏题材如二次元游戏加大了买量投放；7月头部投放游戏产品的品类变化较小，题材方面传奇、仙侠、魔幻及二次元题材投放素材较6月有所下降，战争题材的投放有所上升。产品投放前通过买量增加曝光成为游戏宣发的常规手段，单纯的效果买量正在被品效合一的立体化、多元化营销方式所代替，实现内容的精准投放、私域流量的运营将成为保障营销效率的主要方式。

分析师：徐雪洁

执业登记编码：S0760516010001

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

- **游戏出海保持强劲增势，细分品类仍有上升空间。**上半年中国自研游戏出海规模为 84.68 亿美元，同比增长 11.56%；7 月，由于《原神》2.0 版上线以及《荒野行动》《State of Survival》等部分产品带来的增量导致自研游戏海外收入再度增长至 16.48 亿美元，环比增长 9.24%。游戏研发与发行能力不断提升，中国游戏厂商在美国、加拿大、德国、韩国等多个主要游戏市场的份额提升，且在三消融合、SLG&MMORPG 等细分品类市场份额仍有上升空间。
- **多因素引发上半年业绩波动，研发投入持续增加。**A 股 CS 游戏行业上市公司 2021H1 合计实现营业收入 359.36 亿元，同比减少 3.37%，实现归母净利润 81.87 亿元，同比减少 26.65%。上半年游戏行业整体业绩增速有所下滑，主要影响因素包括：1) 游戏新品上线进度以及流水递延确认；2) 新产品上线前期营销投入增加；3) 老产品运营周期因素导致流水自然回落；4) 2020 年同期疫情期间流量红利产生的业绩高基数因素。随着部分上市公司新产品利润的释放，二季度行业利润端环比已有明显改善。
- **投资建议：**游戏产业在后疫情下回归产品驱动的发展逻辑，1-7 月产业规模在去年同期高基数下依旧保持稳健增长。公司层面，产品上线节奏及投放回收周期造成了利润端的短期波动，因此产品驱动逻辑下业绩释放的节奏为先收入后利润，随着上半年上线的新品利润的释放以及后续储备产品的上线，游戏板块有望在下半年恢复业绩的增长。同时多项政策近期落地使得前期监管收紧的不确定性风险得以释放，目前板块市盈率 18 倍，21PE 中值 16 倍，建议把握调整后的游戏板块估值修复机会。标的方面建议关注吉比特、完美世界、三七互娱等。
- **风险提示：**政策变动风险，流水表现不及预期，新产品上线进度不及预期等。

目录

一、 1-7 月游戏市场规模稳步增长，年轻成年用户为玩家主体	5
二、 市场头部产品固化，优质厂商新老产品共发力	8
三、 买量总体上升环比下降，内容营销手段多元	14
四、 游戏出海保持强劲增势，细分品类仍有上升空间	17
五、 版号审批节奏稳定，未保政策再度加码	19
六、 多因素引发上半年业绩波动，研发投入持续增加	21
七、 投资建议	26

图表目录

图 1：2021 年上半年中国游戏市场规模	5
图 2：2021 年上半年中国自研游戏销售规模	5
图 3：2021 年上半年中国移动游戏市场规模（亿元）	6
图 4：2021 年上半年移动游戏单月市场规模（亿元）	6
图 5：2021 年上半年中国 PC 端游戏市场规模	6
图 6：2021 年上半年游戏市场结构	6
图 7：2021 年上半年中国移动互联网用户月活规模	7
图 8：2021 年上半年中国游戏用户规模	7
图 7：2021 年 6 月手游用户及付费用户性别比例	7
图 8：2021 年 6 月手游用户城市分布	7
图 9：2021 年 6 月手游用户及付费用户性别比例	8
图 10：2021 年上半年中国区 APP STORE 新增手游品类占比	8
图 11：2021 年上半年收入 TOP 100 游戏产品中类型数量及流水分布	9
图 12：2021 年上半年收入 TOP 100 游戏产品中 IP 类型数量及流水分布	10
表 1：2021 年上半年中国区 APP STORE 手游新增下载榜及新上线手游下载榜 TOP 20	10
表 2：2021 年 7 月 IOS 渠道下载测算 TOP 10	11
表 3：2021 年上半年中国区 APP STORE 手游收入榜 TOP 20	12
表 4：2021 年 7 月游戏全渠道流水测算榜 TOP 10	12
表 5：2021 年上半年中国区 APP STORE 新上线手游收入榜 TOP 20	13
图 13：2021 年上线的斗罗 IP 产品首月 IOS 畅销排名变化	13
图 14：2021 年 1-7 月日均投放素材与新增素材	14
图 15：2021 年 1-7 月日均买量公司主体及峰值	14
图 16：2021 年 1-7 月游戏买量峰值、新增买量游戏及日均买量游戏	15
图 17：2021 年上半年投放游戏类型分布	15
图 18：2021 年上半年投放游戏题材分布	15

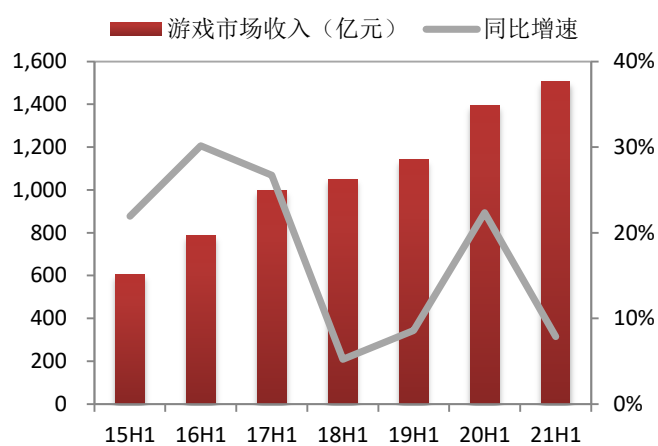


图 19: 2021 年上半年中重度游戏投放排行 TOP100	16
图 20: 2021 年上半年游戏公司投放排行 TOP100	16
图 21: 2018Q1-2021Q2 海外移动游戏市场数据	17
图 22: 2021 年上半年中国自研游戏出海收入	17
图 23: 2021 年 1-7 月自研游戏出海单月收入	17
图 24: 2021 年上半年自研游戏海外市场收入份额	18
图 25: 2021 年上半年中国发行商在各市场份额及增速	18
图 26: 2021 年上半年用户支出排名 TOP 10 细分游戏品类	18
图 27: 2021 年上半年及 7 月中国手游海外收入 TOP 30	19
图 28: 2021 年游戏版号审核数量	20
表 6: 近年游戏行业未成年监管政策梳理	21
图 29: A 股 CS 游戏行业营业收入情况	22
图 30: A 股 CS 游戏行业归母净利润情况	22
图 31: A 股 CS 游戏行业单季度营业收入情况	22
图 32: A 股 CS 游戏行业单季度归母净利润情况	22
图 33: A 股 CS 游戏行业毛利率水平	23
图 34: A 股 CS 游戏行业期间费用率水平	23
图 35: A 股 CS 游戏行业经营活动现金流净额情况	23
图 36: A 股 CS 游戏行业商誉及商誉占比情况	23
表 7: 2021H1 游戏公司业绩情况 (亿元/%)	24
表 8: 2021H1 港股部分游戏公司游戏收入情况 (亿元/%)	25

一、1-7月游戏市场规模稳步增长，年轻成年用户为玩家主体

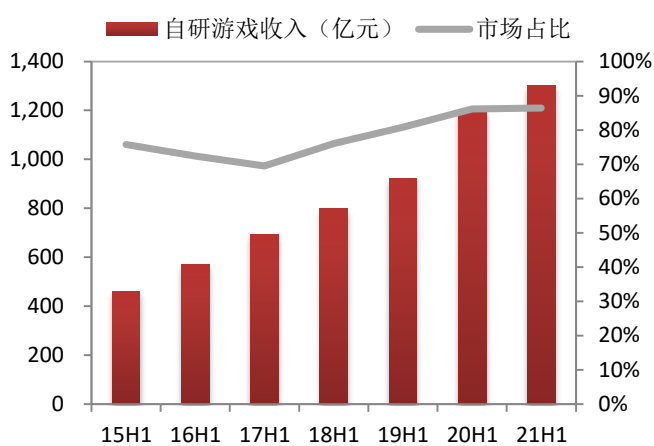
游戏工委数据显示，2021年上半年，中国游戏市场规模达1504.9亿元，同比增长7.89%，虽然在2020年上半年同期高基数下增速有所回落，但近两年复合增速达到14.89%，保持良好的增长态势。随着近两年游戏厂商研发投入不断增加，大型游戏厂商在围绕核心赛道巩固先发优势、拓展多元化的潜力赛道、玩法题材的融合性创新以及强化中后台技术搭建与注重新科技的探索等方面蓄力，研发体系建设不断完善，使得国内自研游戏产品竞争力不断增强。2021年上半年我国自研游戏实际销售规模为1301.12亿元，同比增长8.30%，占整个游戏市场的份额为86.46%，较2020年同期上升0.33pct。

图1：2021年上半年中国游戏市场规模



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

图2：2021年上半年中国自研游戏销售规模

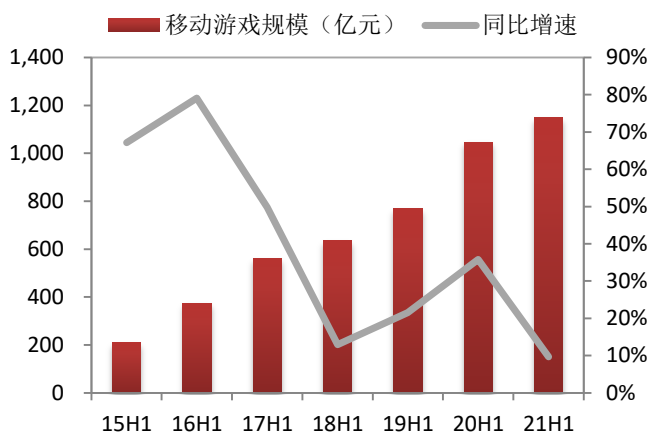


资料来源：游戏工委，山西证券研究所

2021年上半年，移动游戏市场份额进一步上升，由2020年同期的75.04%上升至76.26%，同比上升1.22pct，市场规模达1147.72亿元，同比增长9.65%；移动游戏市场在2020年疫情流量红利及2021年新品密集上线的驱动下，近两年复合增长达22.03%。从单季度数据推算，21Q2移动游戏市场规模为559.42亿元，由于二季度节假日较少处于流量与营销的淡季，所以较21Q1环比减少4.91%，但较20Q2同比增长达13.47%。2021年7月，移动游戏市场为182.01亿元，环比减少6.28%，同比实现6.62%的增长。

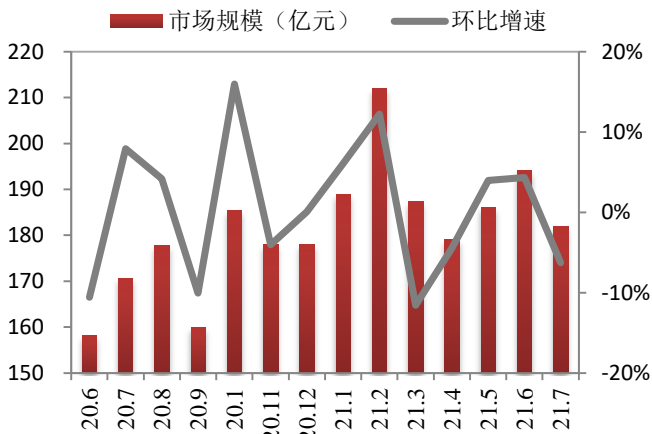
其他市场方面，PC端游2021年上半年市场规模为298.89亿元，同比增长6.16%，市场占比19.86%，同比下降0.32pct；PC页游市场规模进一步萎缩至30.21亿元，同比减少24.51%，市场规模仅为2.10%。

图 3：2021 年上半年中国移动游戏市场规模（亿元）



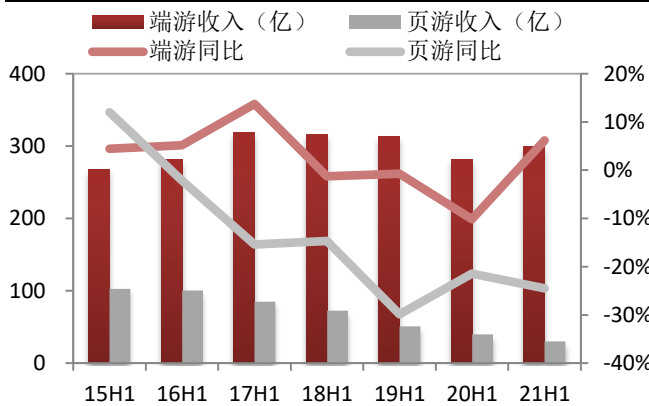
资料来源：游戏工委，山西证券研究所

图 4：2021 年上半年移动游戏单月市场规模（亿元）



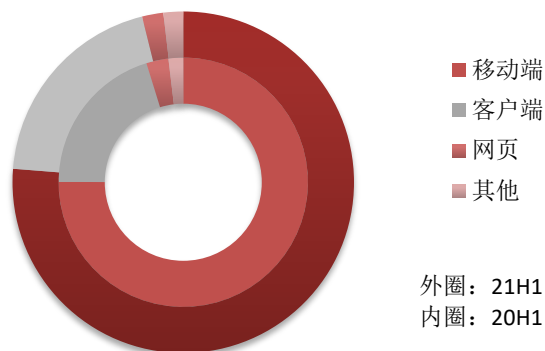
资料来源：伽马游戏，山西证券研究所

图 5：2021 年上半年中国 PC 端游戏市场规模



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

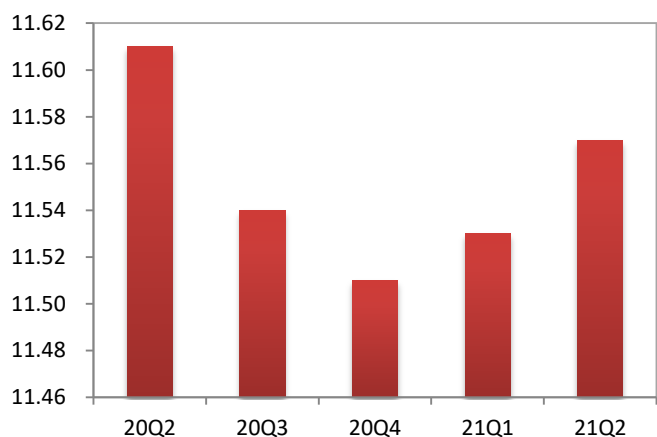
图 6：2021 年上半年游戏市场结构



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

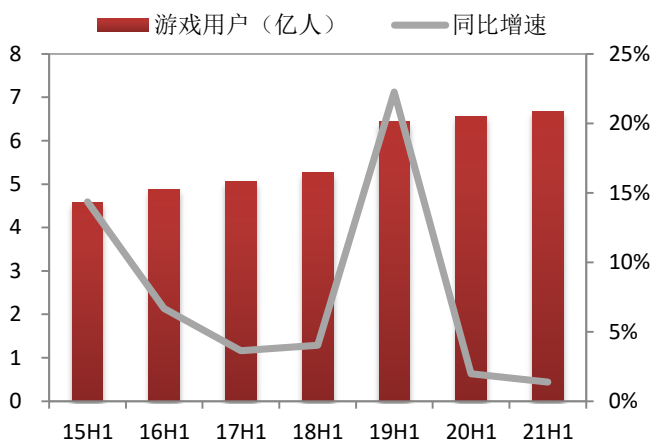
从上半年移动互联网用户数据来看，虽然月活用户规模无法回到 2020 年 Q2 时 11.61 亿人的高位，但较 2020 年下半年已有所回升，截至 21Q2 移动互联网用户月活规模达 11.57 亿，较 20Q4 增加 600 万，且用户使用时长呈现上升趋势，21Q2 用户日均使用时长为 5.8 小时，为整个游戏市场流量大盘奠定基础。2021 年上半年，中国网络游戏用户规模达 6.67 亿，同比增长 1.38%，其中移动游戏用户规模为 6.56 亿，同比增长 1.23%。

图 7：2021 年上半年中国移动互联网用户月活规模



资料来源：MobTech, 山西证券研究所

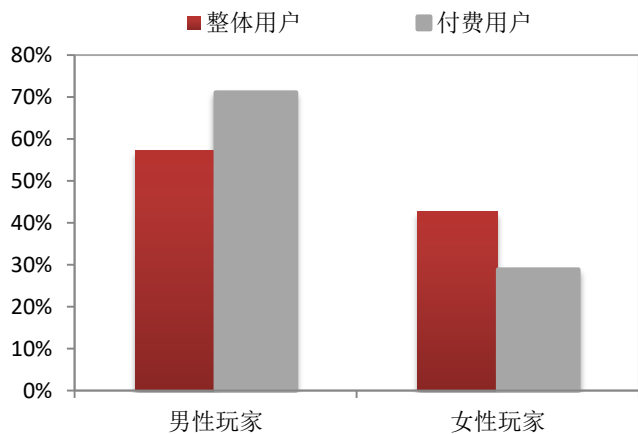
图 8：2021 年上半年中国游戏用户规模



资料来源：游戏工委, 山西证券研究所

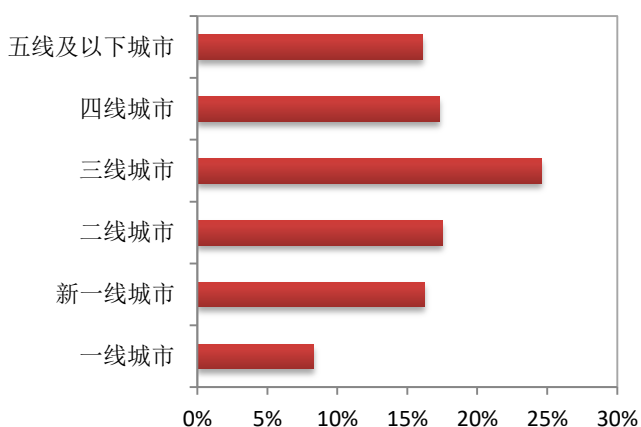
从用户结构来看，手游用户是以男性、年轻化为特征，且用户下沉已较为明显。据 Questmobile 数据，2021 年 6 月手机游戏 APP 整体用户中男性玩家与女性玩家的占比为 57.3%、42.7%，但付费用户中男性玩家占据主导，占比为 71.1%，女性用户为 28.9%，且男性玩家整体的活跃度 TGI 也明显高于女性玩家。城市分布中，三线城市用户的占比明显高于其他城市，整体玩家的占比达到 24.6%，四线、五线及以下城市玩家的占比与新一线、二线城市的占比相当，在 16% 至 17% 左右。

图 7：2021 年 6 月手游用户及付费用户性别比例



资料来源：Questmobile, 山西证券研究所

图 8：2021 年 6 月手游用户城市分布

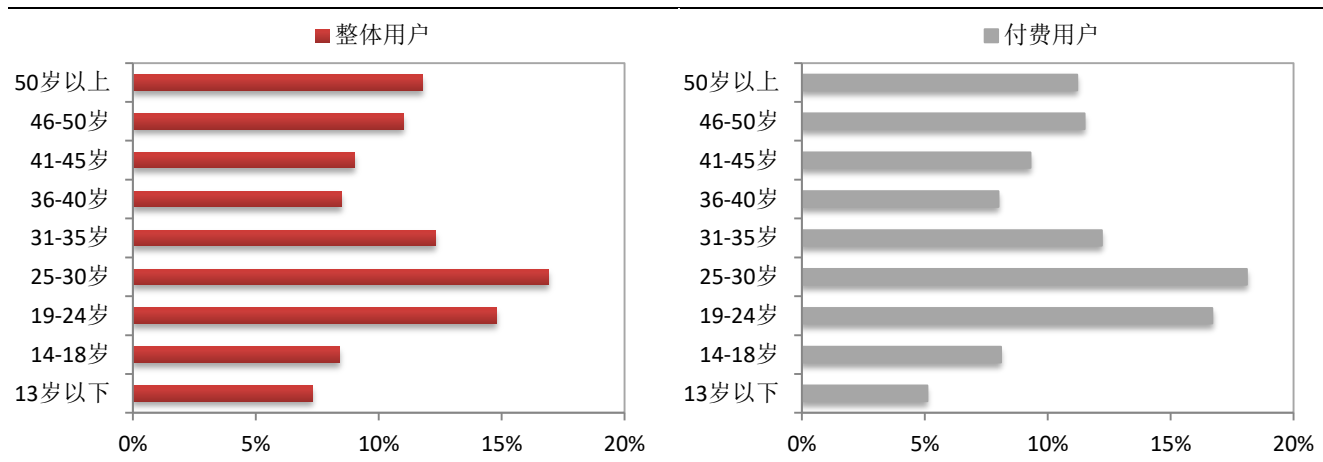


资料来源：Questmobile, 山西证券研究所

年龄结构中，手游整体用户年龄层集中于 19 岁至 35 岁，其中 25 岁至 30 岁及 19 岁-24 岁的 90、00 后群体占比最高达 16.9%、14.8%，18 岁及以下未成年玩家的占比仅为 15.7%；付费用户同样集中在 19 岁至 35 岁玩家，其中 25 岁至 30 岁、19 岁至 24 岁付费用户的占比分别为 18.1%、16.7%，18 岁及以下未成年付费用户的占比为 13.2%。我们认为近两年在监管机构主导、游戏企业积极参与下，游戏实名认证以及未成年防沉迷系统的接入已取得部分成效，在未成年玩家游戏时长与付费均有所限制下，手游市场规模更依赖于具有收入及付费能力的年轻成年用户，对于年轻群体游戏产品能够在一定程度上满足其工

作之余的娱乐及社交需求，因此游戏付费也逐步发展成为日常文娱消费的一部分。

图 9：2021 年 6 月手游用户及付费用户性别比例

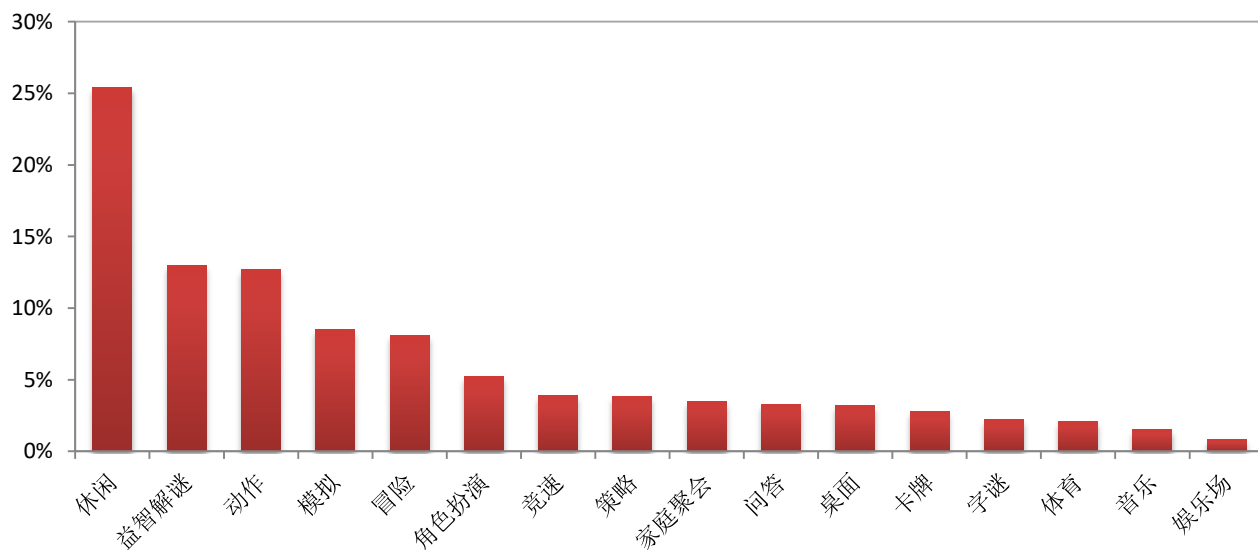


资料来源：Questmobile，山西证券研究所

二、 市场头部产品固化，优质厂商新老产品共发力

市场供给角度，休闲大类游戏在市场新增游戏数量减少的背景下占比有所提升。据七麦数据，2021年上半年中国区 App Store 新增手游为 15012 款，同比减少 26%，休闲类游戏新增占比达 25.4%，上升至 App Store 在线游戏品类占比第一位，其次为益智解类，新增占比为 13%，上述游戏类型研发偏轻量级，不通过内购变现不受版号审批限制，与之相比角色扮演、模拟、策略、卡牌等偏硬核类游戏类型在研发周期拉长、版号总量控制的背景下新增数量有限，占比排名稍靠后。

图 10：2021 年上半年中国区 App Store 新增手游品类占比

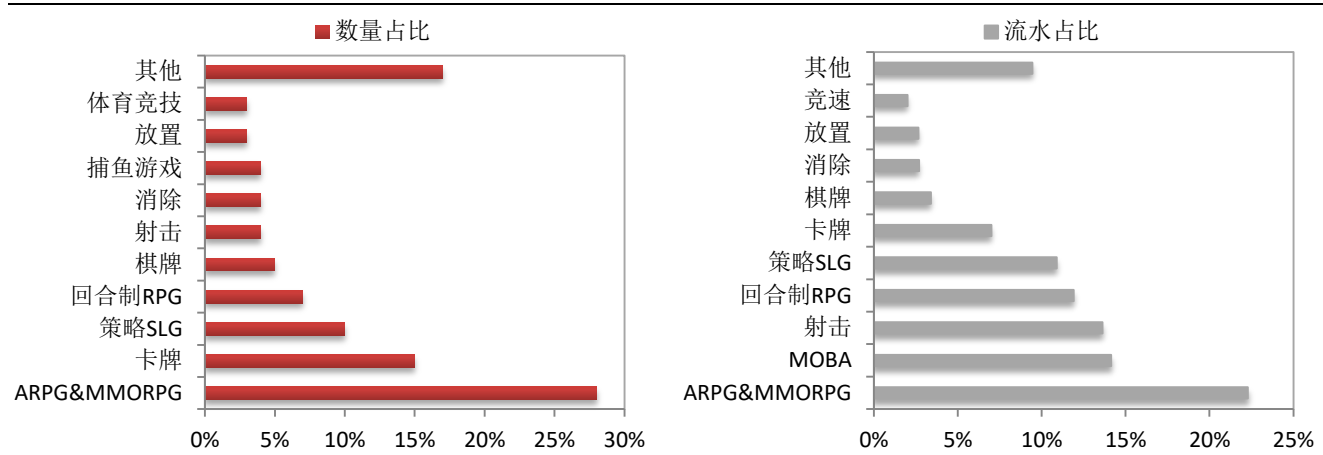


资料来源：七麦数据，山西证券研究所

市场需求角度，收入分布众主流产品类型相对集中，卡牌等年轻化产品类型占比提升。2021 年上半

年在收入 TOP 100 的移动游戏产品中 ARPG/MMORPG、卡牌、策略 SLG 在各游戏类型中的数量占比最高，分别为 28%、15%、10%，流水占比则为 ARPG/MMORPG、MOBA、射击最高，分别为 22.28%、14.14%、13.62%。我们认为，传统的中重度游戏盈利能力较强，为支撑游戏市场大盘的主要产品类型，同时以卡牌、放置、棋牌、消除等为代表的产品类型流水占比有所提升。

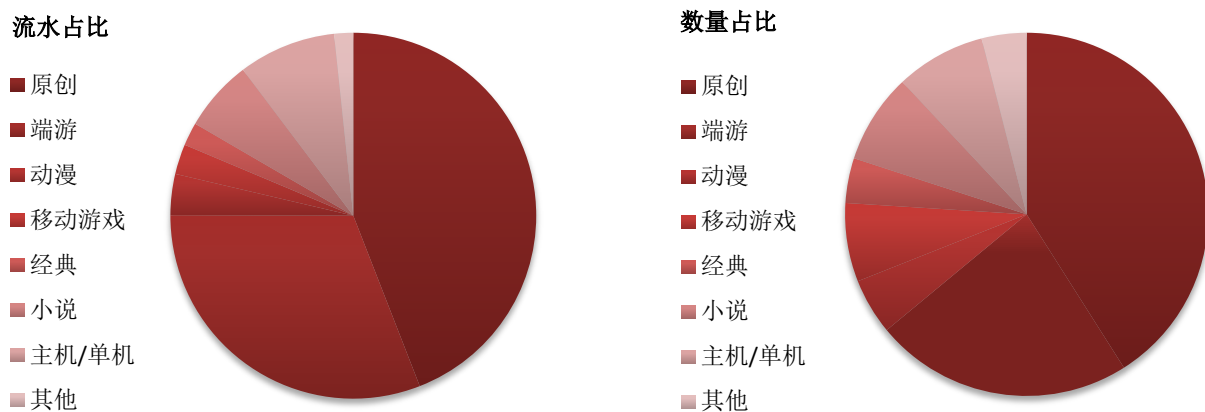
图 11：2021 年上半年收入 TOP 100 游戏产品中类型数量及流水分布



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

游戏 IP 分布多元化，注重原创与深耕细作。2021 年上半年，在移动游戏产品中原创 IP 游戏的数量及流水占比均有所提升。2021 年上半年在收入 TOP 100 的移动游戏产品中原创 IP 游戏的数量及流水占比分别为 41% 和 44.08%，同比上升 3pct、1.68pct；端游 IP 游戏的数量与流水占比其次，分别为 23% 和 30.96%，同比下降 5.00pct、4.64pct；此外小说、主机/单机等 IP 游戏的数量与流水占比也均有所上升。2021 年上半年表现较好的新游戏产品如《天谕》《斗罗大陆：武魂觉醒》《摩尔庄园》《全民奇迹 2》《航海王热血航线》等均为 IP 产品，IP 类型包括端游、小说、动漫、页游等，此外 IP 的类型也呈现多样化，例如《妄想山海》源自经典神话故事 IP “山海经” 以及《忘川风华录》据国风音乐 IP 改编。我们认为，目前游戏厂商不仅在经典 IP 内容方面进行精耕细作，同时也在注重自有原创 IP 的开放，从而形成自身的内容壁垒。如完美世界围绕其“诛仙”、“完美世界”两大经典 IP，通过推出多端、多类型产品将 IP 的生命力不断迭代并充分发挥其价值，6 月底上线的年轻产品《梦幻新诛仙》表现优异，同时公司也在挖掘原创 IP 的潜力，预计 Q3 将上线的《幻塔》即为公司一款 MMO 开放世界轻科幻题材的原创 IP 产品。

图 12：2021 年上半年收入 TOP 100 游戏产品中 IP 类型数量及流水分布



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

产品表现方面，据七麦数据显示，2021 年上半年中国区 App Store 手游新增下载榜 TOP 20 中，包括 15 款老产品，腾讯游戏《王者荣耀》《和平精英》排名第一和第二名，上线多年依旧保持头部优势，此外腾讯共有 6 款老产品进入榜单前 20；5 款新上线产品中吉比特雷霆《摩尔庄园》表现亮眼，6 月上线后单月下载量约 774 万次排名第三位；字节系与网易游戏各有 2 款游戏入榜。在新游下载榜 TOP 20 中，吉比特雷霆《摩尔庄园》居首，《一念逍遥》排名第 15 位，旗下参股公司青瓷数码《提灯与地下城》排名第 9 位；三七互娱包括代理《斗罗大陆：武魂觉醒》排名第 5、《绝世仙王》排名第 19 以及自研《荣耀大天使》排名第 7；腾讯有 2 款产品入榜，《小森生活》与《妄想山海》，TOP 20 产品包含 15 家研发商，其中以三七互娱上榜产品最多，腾讯、吉比特雷霆、Zynga Inc. 数量次之。7 月 iOS 手游下载榜中《王者荣耀》《和平精英》继续占据前两位，《摩尔庄园》下降至第 8 位，网易与漫威推出的首款 MOBA 新品《漫威超级战争》上线后连续 5 天登顶 iOS 免费榜，并进入月度榜单前 5。

表 1：2021 年上半年中国区 App Store 手游新增下载榜及新上线手游下载榜 TOP 20

排名	游戏名称	游戏公司	排名	新游名称	公司
1	王者荣耀	腾讯	1	摩尔庄园	雷霆游戏
2	和平精英	腾讯	2	翡翠大师	字节跳动
3	摩尔庄园	雷霆游戏	3	航海王热血航线	朝夕光年&中手游
4	使命召唤手游	腾讯	4	高跟我最美	Zynga Inc.
5	欢乐斗地主	腾讯	5	斗罗大陆：武魂觉醒	三七互娱
6	开心消消乐	乐元素	6	小森生活	腾讯
7	翡翠大师	字节跳动	7	荣耀大天使	三七互娱
8	腾讯欢乐麻将全集	腾讯	8	斗罗大陆 2 绝世唐门	微游互动
9	贪吃蛇大作战	微派网络	9	提灯与地下城	青瓷数码
10	航海王热血航线	朝夕光年&中手游	10	纸嫁衣	聚友趣科技
11	高跟我最美	Zynga Inc.	11	妄想山海	腾讯

12	QQ 飞车	腾讯	12	巨人冲冲冲	TapNation
13	原神	米哈游	13	天谕	网易
14	梦幻家园	Playrix	14	鬼泣	云畅游戏
15	我的世界	网易	15	一念逍遥	雷霆游戏
16	光·遇	网易	16	果冻人快跑	Zynga Inc.
17	斗罗大陆：武魂觉醒	三七互娱	17	天地劫：幽城再临	紫龙游戏
18	迷你世界	迷你玩	18	不休的音符	慕远科技
19	球球大作战	巨人网络	19	绝世仙王	三七互娱
20	地铁跑酷	乐逗游戏	20	坎公骑冠剑	哔哩哔哩

资料来源：七麦数据，山西证券研究所

表 2：2021 年 7 月 iOS 渠道下载测算 TOP 10

排名	游戏名称	游戏类型	排名	新游名称	公司
1	王者荣耀	MOBA	6	欢乐斗地主	棋牌类
2	和平精英	射击类	7	QQ 飞车	竞速类
3	开心消消乐	消除类	8	摩尔庄园	模拟经营类
4	我的世界	沙盒类	9	迷你世界	沙盒类
5	漫威超级战争	MOBA	10	光·遇	RPG

资料来源：伽马数据，山西证券研究所

2021 年上半年中国区 App Store 手游收入榜中腾讯《王者荣耀》《和平精英》及网易《梦幻西游》位列前三；TOP 20 产品中腾讯与网易分别占有 8 款、5 款产品，吉比特雷霆有 2 款游戏上榜，分别为《一念逍遥》和上线 5 年的《问道》，此外灵犀《三国志·战略版》、米哈游《原神》、莉莉丝《万国觉醒》、多益《神武 4》等头部产品继续霸榜。头部产品中基本上以老牌游戏居多，达 18 款，上线时间最早的产品为《欢乐斗地主》（2013 年），其次为 2015 年上线产品居多，2021 年上线新品仅有 3 款，表明游戏市场在存量博弈下精品研发与长线化运营将为产品建立较高的竞争壁垒。在 7 月全渠道流水测算榜 TOP 10 中，《王者荣耀》《和平精英》《梦幻西游》继续位列前三，6 月末上线的《梦幻新诛仙》表现出色，首月流水预计达 5 亿，排名较 6 月上升 27 名至第 7；已上线 5 年的《率土之滨》通过对产品系统持续升级改善，7 月排名上升 10 为至第 8，属于流水 TOP 50 产品中上线时间最长的 SLG 产品。此外，7 月新游流水测算榜中，《斗罗大陆：魂师对决》登顶，其首月预估流水约 4 亿，相较其他 TOP 5 新游流水明显更高。

表 3：2021 年上半年中国区 App Store 手游收入榜 TOP 20

排名	游戏名称	游戏公司	上线时间	iOS端收入预估
1	王者荣耀	腾讯	2015	
2	和平精英	腾讯	2018	
3	梦幻西游	网易	2015	
4	三国志·战略版	灵犀互娱	2019	
5	天涯明月刀	腾讯	2020	
6	原神	米哈游	2020	
7	万国觉醒	莉莉丝	2020	
8	阴阳师	网易	2016	
9	大话西游	网易	2015	
10	率土之滨	网易	2015	
11	穿越火线：枪战王者	腾讯	2015	
12	一念逍遥	雷霆游戏	2021	
13	神武4	多益网络	2017	
14	火隐忍者	腾讯	2016	
15	天谕	网易	2021	
16	QQ飞车	腾讯	2017	
17	使命召唤手游	腾讯	2020	
18	欢乐斗地主	腾讯	2013	
19	问道	雷霆游戏	2016	
20	航海王热血航线	朝夕光年	2021	

资料来源：七麦数据，山西证券研究所

表 4：2021 年 7 月游戏全渠道流水测算榜 TOP 10

排名	游戏名称	游戏类型	公司	较 6 月排名变化
1	王者荣耀	MOBA	腾讯	--
2	和平精英	射击类	腾讯	--
3	梦幻西游	回合制 RPG	网易	--
4	原神	ARPG	米哈游	+2
5	三国志·战略版	SLG	灵犀互娱	-1
6	穿越火线：枪战王者	射击类	腾讯	+1
7	梦幻新诛仙	回合制 RPG	完美世界	+27
8	率土之滨	SLG	网易	+10
9	一念逍遥	放置类	雷霆游戏	--
10	火隐忍者	ARPG	腾讯	+3

资料来源：伽马数据，山西证券研究所

2021 年上半年游戏龙头厂商均有新品推出，开启新一轮产品周期。据七麦数据，2021 年上半年中国区 App Store 新上线手游收入榜，入榜产品厂商分布相对分散，腾讯、网易、三七互娱各有 3 款新游上榜，其中腾讯游戏最高排名为《全民奇迹 2》（第 9）、网易游戏最高排名为《天谕》（第 2）、三七互娱最高排名为《斗罗大陆：武魂觉醒》，吉比特雷霆《一念逍遥》《摩尔庄园》上榜，其中《一念逍遥》上线后在畅销榜排名稳居 TOP 20，具有长线运营的潜质，《摩尔庄园》上线仅 1 个月排名第 7；此外朝夕光年《航海王热血航线》、青瓷《提灯与地下城》、完美世界《战神遗迹》等新产品均排名 TOP 20。7 月三七互娱

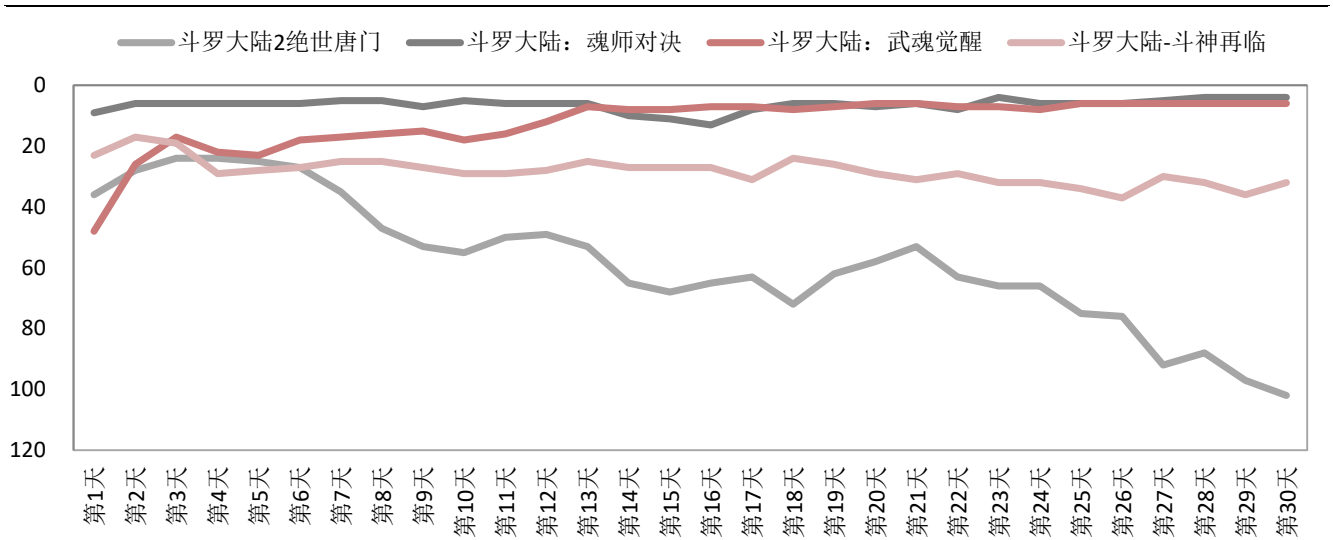
自研自发自《斗罗大陆：魂师对决》登顶新游首月流水测算榜，该产品自7月22日上线后持续保持在iOS畅销榜TOP 10，对比2021年上线的其他斗罗IP产品表现相对出色。

表 5：2021 年上半年中国区 App Store 新上线手游收入榜 TOP 20

排名	游戏名称	游戏公司	iOS端收入预估
1	一念逍遥	雷霆游戏	
2	天谕	网易	
3	航海王热血航线	朝夕光年	
4	斗罗大陆：武魂觉醒	三七互娱	
5	荣耀大天使	三七互娱	
6	天地劫：幽城再临	紫龙游戏	
7	摩尔庄园	雷霆游戏	
8	坎公骑冠剑	哔哩哔哩	
9	全民奇迹2	腾讯	
10	提灯与地下城	青瓷数码	
11	忘川风华录	网易	
12	游戏王：决斗链接	网易	
13	上古王冠	极致游戏	
14	斗罗大陆：斗神再临	中手游	
15	影之刃3	英雄互娱	
16	妄想山海	腾讯	
17	绝世仙王	三七互娱	
18	叫我大掌柜	鲁班工作室	
19	梦想新大陆	腾讯	
20	战神遗迹	完美世界	

资料来源：七麦数据，山西证券研究所

图 13：2021 年上线的斗罗 IP 产品首月 iOS 畅销排名变化

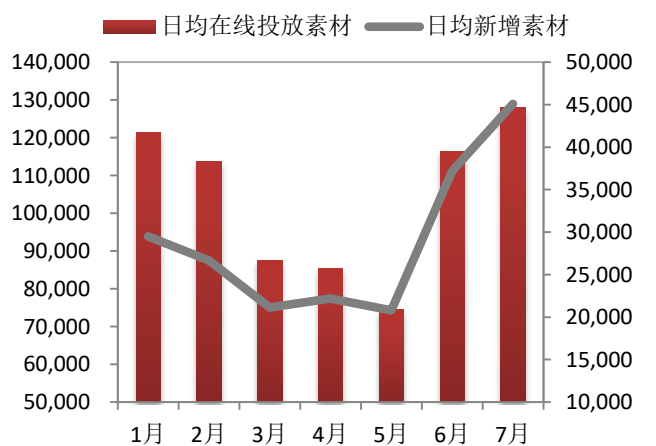


资料来源：七麦数据，山西证券研究所

三、 买量总体上升环比下降，内容营销手段多元

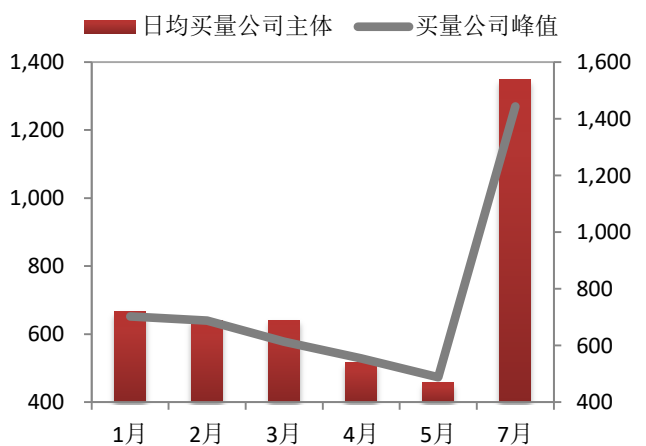
Data Eye 数据显示，2021 年上半年游戏行业素材投放数量同比增长 112.83%，最高峰日投放素材 105,575 组，较 2020 年同期峰值 98,574 组增长 7.10%。从各月的投放情况来看，上半年投放峰值在 1 月，日均在线投放素材 121,418 组、日均新增买量素材 29,495 组，之后素材投放呈现下降趋势，6 月由于暑期档到来素材投放有所回升，7 月日均在线投放素材与新增买量素材分别达到 128,092 组和 45,079 组。投放主体方面，2021 年上半年投放公司主体较 2020 年同期整体有所回温，iOS 端投放公司大幅上涨，日均数量达 376 家，Android 端投放公司数量高峰在 1-2 月，达到 400 家后有所回落，日均投放数量下降至 314 家。7 月双渠道日均买量公司上升至 1349 家，峰值为 1444 家。我们认为由于买量模式近几年快速的发展，产品投放前通过买量增加曝光成为游戏宣发的常规手段，以及近两年游戏大厂加大买量投入，导致买量市场竞争加剧，且头部大厂在产品竞争力、资金实力以及素材制作能力等方面具有一定优势，从而挤压中小厂商的买量盘，行业洗牌加速，使得买量公司数量下降，同时投放素材的平均使用时间进一步缩短。据 Data Eye 数据，2021 年上半年投放素材的平均使用时长为 4.38 天，2020 年同期为 5.12 天，降幅 14.55%，同时快节奏的内容消耗还将进一步加速素材的生命周期缩短并且倒逼厂商加快内容生产。

图 14：2021 年 1-7 月日均投放素材与新增素材



资料来源：Data Eye（6 月根据 7 月公开数据推算）

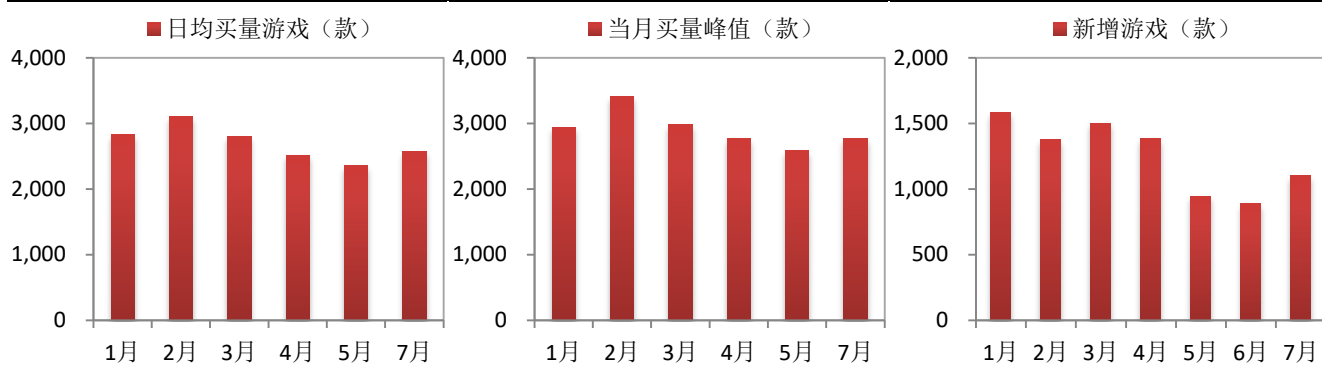
图 15：2021 年 1-7 月日均买量公司主体及峰值



资料来源：Data Eye（6 月数据未公布）

产品方面，2021 年上半年 iOS 端日均投放游戏 1116 款，同比增长 36.93%，投放峰值达 1428 款；Android 端日均投放游戏 2056 款，同比微降 2.19%，投放峰值达 2561 款。1 月为新增投放游戏的高峰，达 1538 款，其后 3 月再次迎来新增投放高峰，达 1501 款，此外各月新增投放游戏在 800-1500 款区间；日均买量游戏数量峰值与游戏买量最高峰值均在 2 月，分别为 3100 款和 3414 款，尤其是在春节叠加寒假效应为投放高峰，春节前投放游戏数量增加。

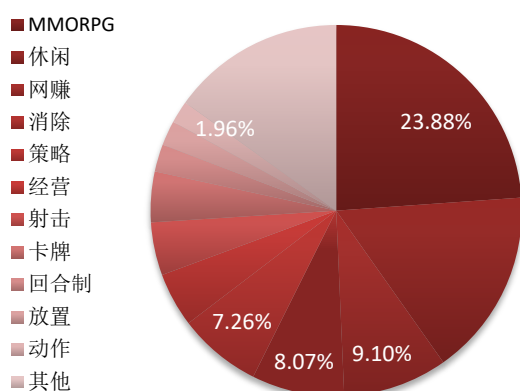
图 16：2021 年 1-7 月游戏买量峰值、新增买量游戏及日均买量游戏



资料来源：Data Eye，山西证券研究所（6月数据暂缺）

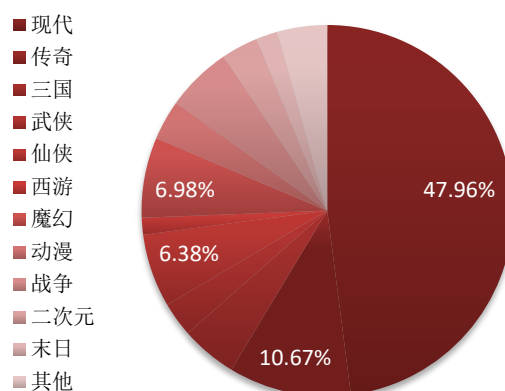
类型方面，MMORPG 投放占比较高，2021 年上半年占比达 23.88%，其次为休闲品类占比 16.33%，网赚（9.10%）和消除（8.07%）位居其后；从趋势来看，2021 年上半年休闲、网赚、射击、经营、动作等品类投放呈现明显的上升趋势，MMORPG、卡牌、策略、回合制等品类呈现缓慢下降趋势，消除、解谜、竞速，女性等则呈现波动后的增长。题材方面，现代题材游戏投放居买量市场绝对主导，投放占比达 47.96%，其次为传奇类占比 10.67%，魔幻（6.98%）和仙侠（6.38%）位居其后，此外值得注意的是原先不太通过买量进行推广的游戏题材如二次元游戏的投放占比目前也占有一定市场份额，2021 年上半年达到 3.20%，买量题材呈现多元化；从趋势来看，动漫、航海、末日等多元化题材投放呈现上升趋势，早期买量较为普遍的题材如传奇、三国、魔幻等上半年投放有所下降，现代、仙侠、西游、武侠等其他题材投放趋势较为平稳。7 月头部投放游戏产品的品类变化较小，题材方面传奇、仙侠、魔幻及二次元题材投放素材较 6 月有所下降，战争题材的投放有所上升。

图 17：2021 年上半年投放游戏类型分布



资料来源：Data Eye，山西证券研究所

图 18：2021 年上半年投放游戏题材分布



资料来源：Data Eye，山西证券研究所

公司方面，2021 年上半年游戏厂商投放素材前三分别为北京华艺汇龙、福州来玩互娱、福建棋乐网络，游戏大厂中字节跳动（巨量第 4&字节第 6）、腾讯（第 9）、莉莉丝（第 11）、网易（广州网易第 16&网易雷火第 22）、阿里（阿里巴巴第 17&灵犀互娱第 77）、雷霆网络（第 50）、三七互娱（第 53）、中手

游（第 62）、完美世界（完美世界科技第 91&完美世界网络第 97）等公司进入素材投放 TOP 100。游戏大厂在 MMORPG、策略、回合制、卡牌等中重度赛道的投放普遍较为集中，如三七 21 年自研新品《荣耀大天使》、中手游《斗罗大陆-斗神再临》、吉比特雷霆《一念逍遥》及完美世界《战神遗迹》等进入 MMORPG 投放榜单 TOP 20，莉莉丝《万国觉醒》、灵犀互娱《三国志·战略版》排名策略类游戏前 2，三七《斗罗大陆：武魂觉醒》排名卡牌类游戏第 1，游族《少年三国志：零》、网易《忘川风华录》、哔哩哔哩《机动战姬：聚变》进入卡牌类游戏 TOP 20；部分游戏公司在其他细分赛道投放上居头部位置，如字节与巨量引擎在休闲、竞速、音乐、益智、解谜、网赚等偏轻量型品类投放方面居市场前列，网易《梦幻西游网页版》在放置类、哔哩哔哩《坎公骑冠剑》在 Roguelike 类上的投放均处于头部位置。7 月由于腾讯、网易、完美等头部厂商均有新产品上线，伴随新品上线投放有所波动，其中完美《梦幻新诛仙》及三七《斗罗大陆：魂师对决》进入 7 月买量产品 TOP 50。

图 19：2021 年上半年中重度游戏投放排行 TOP100

排名	产品名称	投放	渠道	投放量	排名	产品名称	投放	渠道	投放量
01	斗罗大陆	现代	网络	9253	51	梦幻西游	三国	卡牌	4328
02	荣耀大天使	传奇	MMORPG	44255	52	梦幻西游	现代	竞速	4499
03	万国觉醒	策略	MMORPG	27915	53	梦幻西游	现代	MMORPG	4436
04	三国志·战略版	三国	策略	27627	54	梦幻西游	传奇	MMORPG	4329
05	斗罗大陆：武魂觉醒	现代	策略	27622	55	梦幻西游	现代	MMORPG	4127
06	斗罗大陆：武魂觉醒	现代	MMORPG	24054	56	梦幻西游	现代	卡牌	4101
07	斗罗大陆：武魂觉醒	现代	卡牌	23479	57	梦幻西游	三国	卡牌	4084
08	梦幻西游	现代	MMORPG	23332	58	梦幻西游	传奇	MMORPG	4029
09	梦幻西游	现代	回合制	19520	59	梦幻西游	传奇	MMORPG	4000
10	梦幻西游	现代	策略	18724	60	梦幻西游	现代	MMORPG	3967
11	梦幻西游	传奇	MMORPG	17827	61	梦幻西游	二次元	回合制	3928
12	梦幻西游	传奇	MMORPG	17389	62	梦幻西游	战争	策略	3911
13	梦幻西游	传奇	MMORPG	17044	63	梦幻西游	现代	回合制	3899
14	斗罗大陆：武魂觉醒	现代	MMORPG	15282	64	梦幻西游	仙侠	MMORPG	3853
15	梦幻西游	三国	策略	13929	65	梦幻西游	仙侠	MMORPG	3800
16	梦幻西游	现代	MMORPG	12820	66	梦幻西游	现代	MMORPG	3705
17	梦幻西游	现代	MMORPG	14926	67	梦幻西游	现代	MMORPG	3609
18	梦幻西游	现代	MMORPG	14871	68	梦幻西游	三国	卡牌	3596
19	梦幻西游	现代	MMORPG	14423	69	梦幻西游	现代	回合制	3515
20	梦幻西游	现代	MMORPG	13214	70	梦幻西游	现代	回合制	3513
21	梦幻西游	现代	回合制	12311	71	梦幻西游	现代	回合制	3442
22	梦幻西游	传奇	MMORPG	11489	72	梦幻西游	现代	回合制	3431
23	梦幻西游	现代	MMORPG	10949	73	梦幻西游	现代	回合制	3376
24	梦幻西游	现代	MMORPG	10702	74	梦幻西游	现代	回合制	3257
25	梦幻西游	现代	策略	10553	75	梦幻西游	现代	回合制	3180
26	梦幻西游	现代	MMORPG	10422	76	梦幻西游	现代	MMORPG	3118
27	梦幻西游	现代	卡牌	10074	77	梦幻西游	现代	回合制	4084
28	梦幻西游	现代	MMORPG	9997	78	梦幻西游	现代	MMORPG	4068
29	梦幻西游	现代	回合制	9744	79	梦幻西游	现代	卡牌	4048
30	梦幻西游	现代	回合制	9622	80	梦幻西游	现代	MMORPG	4019
31	梦幻西游	现代	MMORPG	9445	81	梦幻西游	现代	MMORPG	4004
32	梦幻西游	现代	策略	9389	82	梦幻西游	现代	MMORPG	4073
33	梦幻西游	现代	回合制	9279	83	梦幻西游	现代	MMORPG	4042
34	梦幻西游	现代	MMORPG	8648	84	梦幻西游	现代	MMORPG	4041
35	梦幻西游	现代	MMORPG	8498	85	梦幻西游	现代	卡牌	4077
36	梦幻西游	现代	回合制	8444	86	梦幻西游	现代	策略	4078
37	梦幻西游	现代	回合制	8432	87	梦幻西游	现代	MMORPG	4025
38	梦幻西游	现代	MMORPG	8211	88	梦幻西游	现代	回合制	4077
39	梦幻西游	现代	MMORPG	8052	89	梦幻西游	现代	回合制	4077
40	梦幻西游	现代	MMORPG	8194	90	梦幻西游	现代	回合制	4474
41	梦幻西游	现代	MMORPG	7993	91	梦幻西游	现代	回合制	4448
42	梦幻西游	现代	MMORPG	7474	92	梦幻西游	现代	MMORPG	4447
43	梦幻西游	现代	回合制	7275	93	梦幻西游	现代	回合制	4453
44	梦幻西游	现代	MMORPG	7445	94	梦幻西游	现代	MMORPG	4331
45	梦幻西游	现代	MMORPG	7380	95	梦幻西游	现代	策略	4373
46	梦幻西游	现代	策略	7142	96	梦幻西游	现代	MMORPG	4345
47	梦幻西游	现代	MMORPG	7034	97	梦幻西游	现代	策略	4334
48	梦幻西游	现代	回合制	7028	98	梦幻西游	现代	MMORPG	4319
49	梦幻西游	现代	卡牌	4830	99	梦幻西游	现代	MMORPG	4384
50	梦幻西游	现代	MMORPG	4815	100	梦幻西游	现代	MMORPG	4472

资料来源：Data Eye

图 20：2021 年上半年游戏公司投放排行 TOP100

排名	公司名称	投放量	排名	公司名称	投放量
01	北京华工互动网络科技有限公司	23296	51	江苏汇创网络科技有限公司	19788
02	福州中星互动网络科技有限公司	18472	52	成都智创网络科技有限公司	19780
03	福建嘉创网络科技有限公司	15629	53	广东三五互娱网络科技有限公司	19293
04	北京嘉创网络科技有限公司	15540	54	福州中星互动网络科技有限公司	19243
05	福州中星互动网络科技有限公司	14840	55	北京三五互娱网络科技有限公司	19124
06	北京三五互娱网络科技有限公司	13948	56	福州中星互动网络科技有限公司	19097
07	江苏嘉创网络科技有限公司	46483	57	福州中星互动网络科技有限公司	19090
08	北京三五互娱网络科技有限公司	46292	58	福州中星互动网络科技有限公司	19042
09	北京三五互娱网络科技有限公司	44187	59	福州中星互动网络科技有限公司	19041
10	江苏嘉创网络科技有限公司	41920	60	北京三五互娱网络科技有限公司	18864
11	上海嘉创网络科技有限公司	38018	61	福州中星互动网络科技有限公司	18763
12	北京三五互娱网络科技有限公司	36480	62	福州中星互动网络科技有限公司	18548
13	广东三五互娱网络科技有限公司	33997	63	福州中星互动网络科技有限公司	18474
14	广东三五互娱网络科技有限公司	33830	64	北京三五互娱网络科技有限公司	18422
15	北京三五互娱网络科技有限公司	33317	65	福州中星互动网络科技有限公司	18387
16	广州嘉创网络科技有限公司	32644	66	福州中星互动网络科技有限公司	18345
17	江苏三五互娱网络科技有限公司	31610	67	上海嘉创网络科技有限公司	18437
18	北京三五互娱网络科技有限公司	29812	68	上海嘉创网络科技有限公司	18191
19	北京三五互娱网络科技有限公司	27276	69	福州中星互动网络科技有限公司	17990
20	福州中星互动网络科技有限公司	27149	70	福州中星互动网络科技有限公司	17884
21	北京三五互娱网络科技有限公司	26827	71	北京三五互娱网络科技有限公司	17841
22	福州中星互动网络科技有限公司	25048	72	福州中星互动网络科技有限公司	17708
23	北京三五互娱网络科技有限公司	24997	73	福州中星互动网络科技有限公司	17650
24	福州中星互动网络科技有限公司	24541	74	上海嘉创网络科技有限公司	17628
25	北京三五互娱网络科技有限公司	23950	75	福州中星互动网络科技有限公司	17421
26	福州中星互动网络科技有限公司	22710	76	上海嘉创网络科技有限公司	17433
27	北京三五互娱网络科技有限公司	22218	77	福州中星互动网络科技有限公司	17404
28	福州中星互动网络科技有限公司	22212	78	福州中星互动网络科技有限公司	17404
29	北京三五互娱网络科技有限公司	21509	79	福州中星互动网络科技有限公司	17429
30	福州中星互动网络科技有限公司	21223	80	Hongkong Naga Limited	17379
31	北京三五互娱网络科技有限公司	21000	81	福州中星互动网络科技有限公司	17093
32	北京三五互娱网络科技有限公司	20253	82	北京三五互娱网络科技有限公司	17057
33	北京三五互娱网络科技有限公司	19444	83	福州中星互动网络科技有限公司	16959
34	北京三五互娱网络科技有限公司	19108	84	福州中星互动网络科技有限公司	16929
35	北京三五互娱网络科技有限公司	17384	85	福州中星互动网络科技有限公司	16844
36	广州嘉创网络科技有限公司	17282	86	福州中星互动网络科技有限公司	16827
37	北京三五互娱网络科技有限公司	17076	87	北京三五互娱网络科技有限公司	16827
38	北京三五互娱网络科技有限公司	16887	88	北京三五互娱网络科技有限公司	16542
39	福州中星互动网络科技有限公司	15992	89	福州中星互动网络科技有限公司	16190
40	福州中星互动网络科技有限公司	15774	90	上海嘉创网络科技有限公司	16011
41	北京三五互娱网络科技有限公司	14842	91	福州中星互动网络科技有限公司	14663
42	福州中星互动网络科技有限公司	14688	92	福州中星互动网络科技有限公司	14627
43	北京三五互娱网络科技有限公司	14181	93	福州中星互动网络科技有限公司	14595
44	福州中星互动网络科技有限公司	13991	94	上海嘉创网络科技有限公司	14547
45	上海嘉创网络科技有限公司	13857	95	福州中星互动网络科技有限公司	13741
46	北京三五互娱网络科技有限公司	13342	96	福州中星互动网络科技有限公司	13740
47	福州中星互动网络科技有限公司	13319	97	福州中星互动网络科技有限公司	13707
48	PKCFUN TECH LIMITED	12024	98	上海嘉创网络科技有限公司	13644
49	福州中星互动网络科技有限公司	11387	99	福州中星互动网络科技有限公司	13647
50	福州中星互动网络科技有限公司	11310	100	福州中星互动网络科技有限公司	13630

资料来源：Data Eye

目前游戏企业的营销方式已经趋于多元化，并且围绕不同网络平台构建了完善的营销体系，运营自媒体及 KOL、官方活动、异业合作、邀请明星代言人、IP 联动等营销方式更为常见。单纯的效果买量正在被品效合一的立体化、多元化营销方式所代替。今年 4 月苹果推出 IDFA 新政推，一定程度上影响了 iOS 端用户画像的获取和程序化交易的过程，使得数据化广告投放的精准性降低、推高了买量成本，我们认为这将会促使游戏企业更加转向品牌向的内容营销手段，通过媒体平台用户的圈层属性实现内容投放，其次也可以借助社区化的产品运营形成私域流量池，沉淀用户数据，深挖用户的特性与价值。

四、 游戏出海保持强劲增势，细分品类仍有上升空间

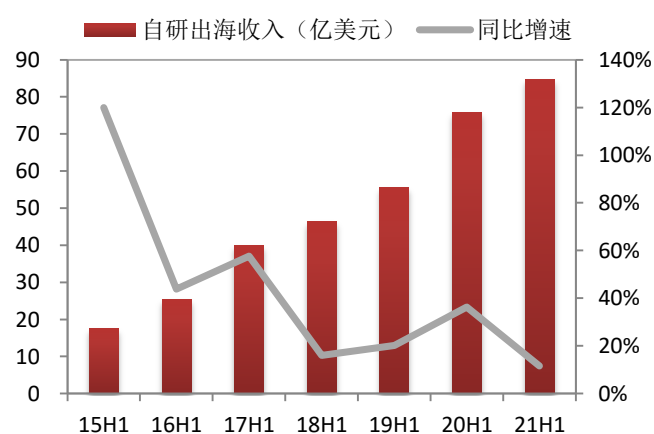
从全球角度来看，在后疫情下海外游戏玩家使用时长及游戏用户下载、支出均保持强劲增长，App Annie 与 Google 报告数据显示，2021 年上半年上述三个指标较疫情前 2018 年同期分别增长 92%、72% 和 73%。中国移动游戏出海受益于海外移动游戏高增长红利及国内游戏企业产品竞争力提升、积极布局海外市场等因素，自研游戏出海收入继续保持快速增长，游戏工委数据显示 2021 年上半年中国自研游戏出海规模为 84.68 亿美元，同比增长 11.56%；7 月，由于《原神》2.0 版上线以及《荒野行动》《State of Survival》等部分产品带来的增量导致自研游戏海外收入再度增长至 16.48 亿美元，环比增长 9.24%。

图 21：2018Q1-2021Q2 海外移动游戏市场数据



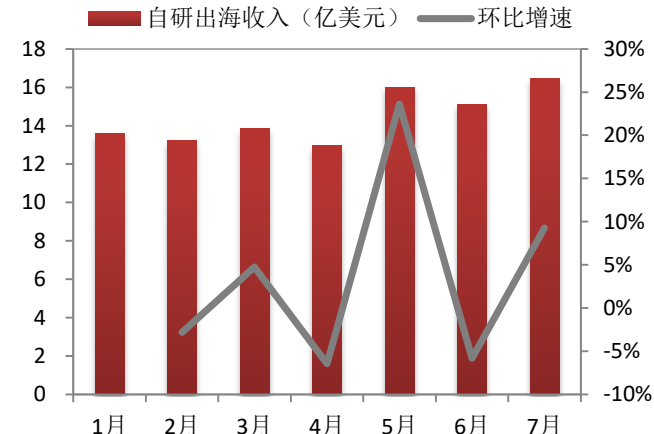
资料来源：App Annie，山西证券研究所

图 22：2021 年上半年中国自研游戏出海收入



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

图 23：2021 年 1-7 月自研游戏出海单月收入

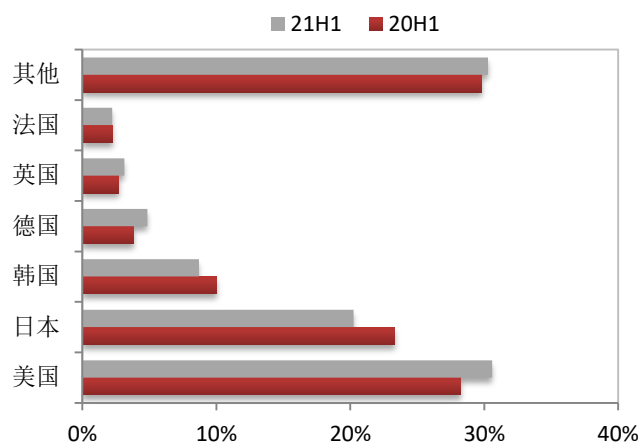


资料来源：游戏工委，山西证券研究所

从游戏出海市场分布来看，2021 年上半年美国、日本、韩国市场为中国移动游戏出海的主要市场，收入占比分别为 30.58% (+2.35pct)、20.24% (-3.02pct)、8.69% (-1.28pct)，同时德国、英国、法国等其他国家和地区的收入占比也有小幅增加。另一方面，从海外本地市场份额来看，中国移动游戏在部分高用户支出市场中获得更多的玩家偏好进而市场份额不断提升，同时侧面表明了中国游戏厂商在海外市场

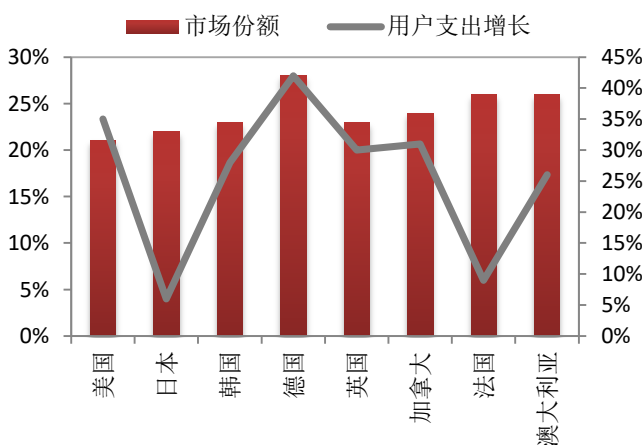
的竞争力不断提高。App Annie 与 Google 报告数据显示，2021 年上半年中国发行商在德国、美国、加拿大、英国、韩国、澳大利亚等市场用户支出增长达到 25% 以上，在德国、法国、澳大利亚、加拿大、韩国、日本、美国市场的份额达到 20% 以上；同时中国移动游戏厂商在非洲、南美等享有移动互联网发展红利的发展中市场的增长也更为强劲。

图 24：2021 年上半年自研游戏海外市场收入份额



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

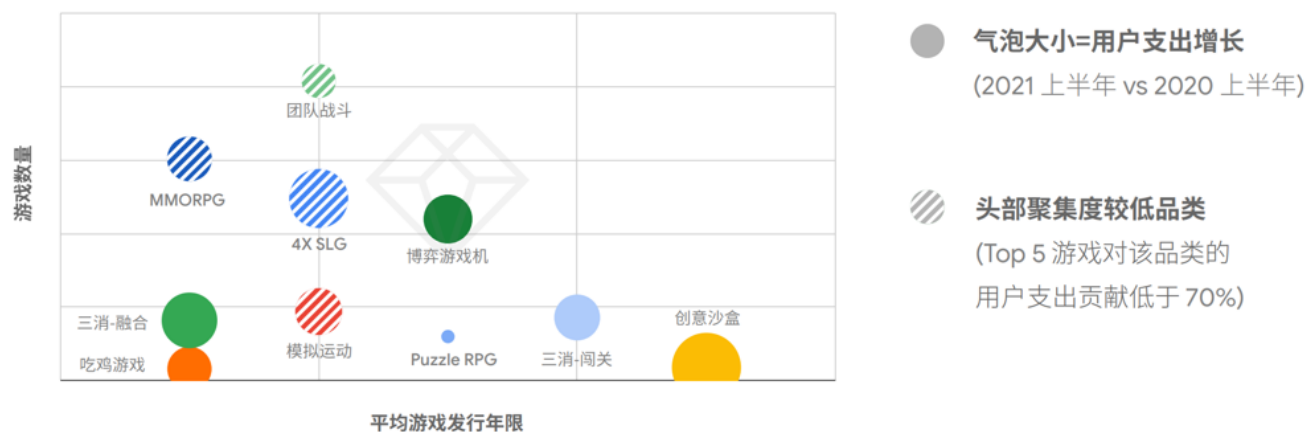
图 25：2021 年上半年中国发行商在各市场份额及增速



资料来源：App Annie（数据为 TOP 2000 游戏）

在出海游戏品类方面，策略类、射击类、角色扮演类等兼具成熟产品及海外市场偏好的品类为国内自研产品出海的主要类型，2021 年上半年自研海外收入前 100 产品类型中上述三大类型收入占比分别为 41.47%、13.58%、12.25%，此外消除类、MOBA、放置类、经营类、博彩类等同样占据部分收入份额，在 3%-6% 左右。由于不同市场用户对于游戏的偏好有显著的差异，因此对于部分海外游戏增长较快的细分品类及集中度较低的游戏品类方面中国游戏厂商仍具有拓展和提升市场份额的空间。例如上半年增长较快的三消融合品类、SLG&MMORPG 等头部聚集度较低品类、前期国内游戏企业较少涉足的博彩类等。

图 26：2021 年上半年用户支出排名 TOP 10 细分游戏品类



资料来源：App Annie

Sensor Tower 数据显示 2021 年上半年中国手游海外 App Store&Google Play 收入 TOP 30 游戏合计实现收入 59.4 亿美元，较 2020 年同期 42.1 亿美元增长 41.09%，高于市场整体增幅。头部游戏入门门槛由 2020 年的 5400 万美元提升至 7700 万美元，腾讯《PUBG Mobile》、米哈游《原神》均以超 6 亿美元收入位列前两位，IGG《王国纪元》和 FunPlus《State of Survival》两款 SLG 产品增幅最高，分别为 119.3%和 219.6%。FunPlus、莉莉丝、三七互娱及网易均有两款产品上榜，其中三七互娱 SLG+消除类手游《末日喧嚣》在上半年保持强劲增长，排名持续上升，上半年收入排名为第 11。2021 年 7 月泛二次元手游出海爆发，包括《原神》在内的收入增长排行 TOP 20 中有 7 款泛二次元产品，占榜单收入总增量的 57.6%，其中《原神》得益于 2.0 版本的推出，单月收入环比增长 55%至 1.15 亿美元，排名上升至第 1 位，同时收入增长排名第 1 位。三七互娱《末日喧嚣》收入环比增长 17.5%再创新高，排名上升至第 7 名，此外三七另一款产品《云上城之歌》于 7 月在韩国上市，位列 7 月海外收入增长榜第 2 名，新进入海外收入榜排名第 30。

图 27：2021 年上半年及 7 月中国手游海外收入 TOP 30



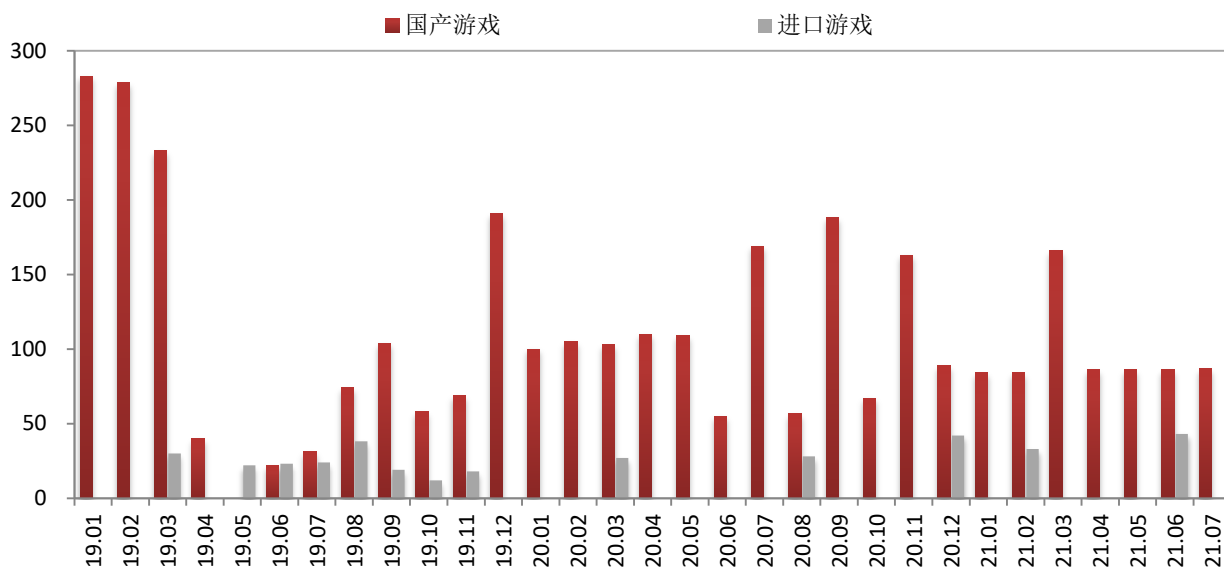
资料来源：Sensor Tower

五、 版号审批节奏稳定，未保政策再度加码

从 2021 年版号审批节奏来看较为稳定，截至 7 月国产游戏版号共计下发 592 个，较 2020 年同期增加 10 个，进口版号审批依旧缓慢，仅有 2 月和 6 月分别下发 33 个、43 个。此外，海南省、重庆市有望成为首批开展属地网络游戏内容审核的试点地区，网络游戏内容审核下放至地方有望提高版号审核的便捷性，缩短审核及上线周期，同时也有望推动地区游戏产业的发展和释放产业聚集效应，将直接利好于

国内游戏产业的进一步发展。

图 28：2021 年游戏版号审核数量



资料来源：国家新闻出版署，山西证券研究所

7 月底 China Joy 召开之时，监管部门的公开致辞也为游戏行业未来进一步的发展指明了方向，包括增强文化自觉、精品意识、国际化意识与安全意识，我们认为对应产业及游戏企业发展的路径就包括内容的精品化与技术创新（加强研发投入与游戏内容的文化内涵，合理消费），加速出海（增强核心竞争力，彰显文化软实力）与未成年保护（强化未成年人防沉迷系统、游戏适龄评分机制、限制未成年人游戏时间和禁止游戏内付费等）等。8 月游戏未成年保护问题、互联网 App 用户数据安全等问题成为市场舆论的关注点，8 月 30 日国家新闻出版署发布《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，明确规定网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时服务，并要严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。政策发布后各游戏厂商均发表公告称将全面落实防沉迷系统。

我们认为近年来游戏企业在未成年人防沉迷、实名注册登录、游戏适龄提示等各项未保系统投入与自我约束不断加强，同时根据对上市游企公开数据的整理发现，未成年玩家的流水占比普遍偏低；但在游戏时长方面不同游戏类型的用户年龄结构可能存在差异，例如休闲益智等轻度化、时长消耗大的游戏将受到影响。短期来看，虽然新未保政策的落地会增加游戏研发及运营投入，但长线来看明确的监管导向为企业提供了稳定的发展环境，将更好地推动游戏企业规范化、可持续经营。随着国民经济的发展、居民消费水平的提高及结构性变化，游戏逐步发展成为消费者线上娱乐消费的方式，并且国内游戏企业的快速成长，也使得游戏出海成为我国文化出口的重要产品之一，今年由商务部发布的 2021-2022 年国家文化出口重点企业名单中，腾讯科技、网易雷火、米哈游、三七互娱、沐瞳、中手游等众多知名游戏企

业在列。因此我们认为虽然未成年监管的收紧，但游戏行业精品化、多元化及全球化的长线发展逻辑并未改变。

表 6：近年游戏行业未成年监管政策梳理

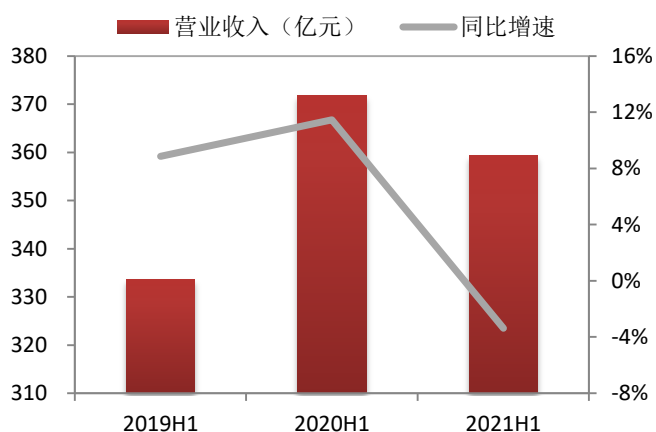
政策文件	发布时间	具体举措
综合防控儿童青少年近视实施方案	2018 年 8 月 30 日	实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。
关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知	2019 年 11 月 5 日	实行网络游戏账号实名注册制度；严格控制未成年人使用网络游戏时段时长，规定每日 22 时到次日 8 时不得为未成年人提供游戏服务，法定节假日每日不得超过 3 小时，其他时间每日不得超过 1.5 小时；网络游戏企业不得为未满 8 周岁的用户提供游戏付费服务；同一网络游戏企业所提供的游戏付费服务，8 周岁以上未满 16 周岁的未成年人用户，单次充值金额不得超过 50 元人民币，每月充值金额累计不得超过 200 元人民币；16 周岁以上的未成年人用户，单次充值金额不得超过 100 元人民币，每月充值金额累计不得超过 400 元人民币；探索实施适龄提示制度。
未成年人保护法	2020 年 10 月 18 日	网络游戏等网络服务提供者应当针对未成年人使用其服务设置相应的时间管理、权限管理、消费管理等功能。国家建立统一的未成年人网络游戏电子身份认证系统，网络游戏服务提供者应当要求未成年人以真实身份信息注册并登录网络游戏。网络游戏服务提供者应当按照国家有关规定和标准，对游戏产品进行分类，作出适龄提示，并采取技术措施，不得让未成年人接触不适宜的游戏或者游戏功能。网络游戏服务提供者不得在每日二十二时至次日八时向未成年人提供网络游戏服务。
关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知	2021 年 8 月 30 日	所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时网络游戏服务，其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务。所有网络游戏必须接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统，所有网络游戏用户必须使用真实有效身份信息进行游戏账号注册并登录网络游戏。

资料来源：政府网站，山西证券研究所

六、多因素引发上半年业绩波动，研发投入持续增加

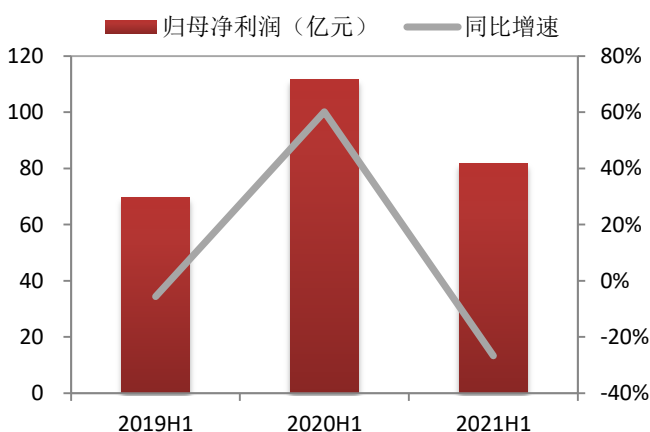
A 股 CS 游戏行业上市公司 2021H1 合计实现营业收入 359.36 亿元，同比减少 3.37%，实现归母净利润 81.87 亿元，同比减少 26.65%。上半年游戏行业整体业绩增速有所下滑，主要影响因素包括：1) 游戏新品上线进度以及流水递延确认；2) 新产品上线前期营销投入增加；3) 老产品运营周期因素导致流水自然回落；4) 2020 年同期疫情期间流量红利产生的业绩高基数因素。对比 2019H1，游戏行业营业收入与归母净利润的增速分别为 7.70% 和 17.49%。从单季度业绩来看，21Q1-Q2 营业收入分别为 182.03 亿、177.33 亿元，同比减少 4.50%、2.19%，归母净利润分别为 34.34 亿、47.52 亿，同比减少 22.67%、29.27%，相较于 2019 年同期则均实现正向增长，且二季度行业利润端环比已有明显改善。

图 29：A 股 CS 游戏行业营业收入情况



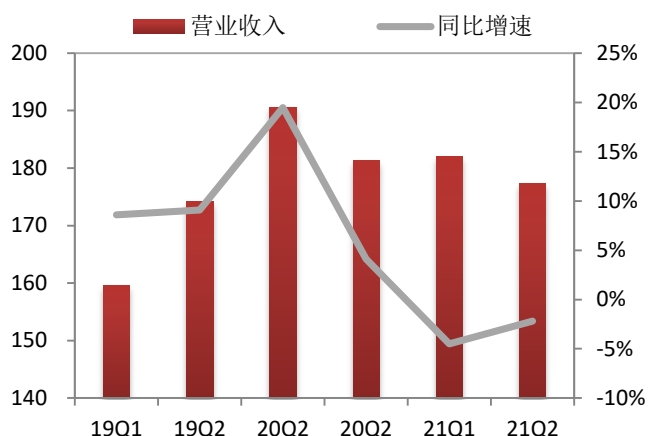
资料来源：wind，山西证券研究所

图 30：A 股 CS 游戏行业归母净利润情况



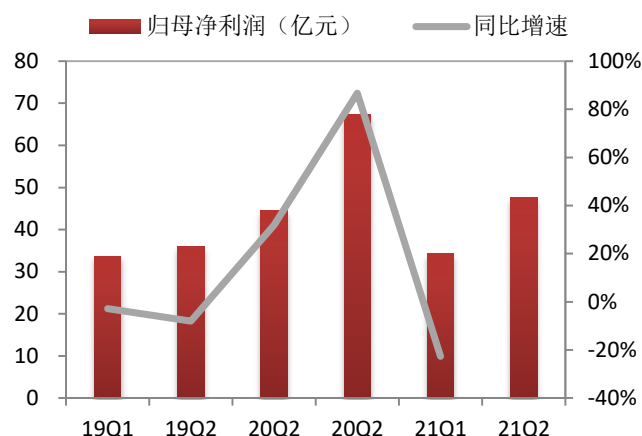
资料来源：wind，山西证券研究所

图 31：A 股 CS 游戏行业单季度营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

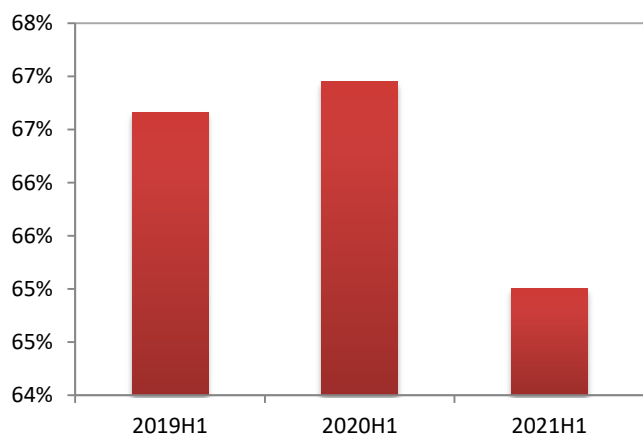
图 32：A 股 CS 游戏行业单季度归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

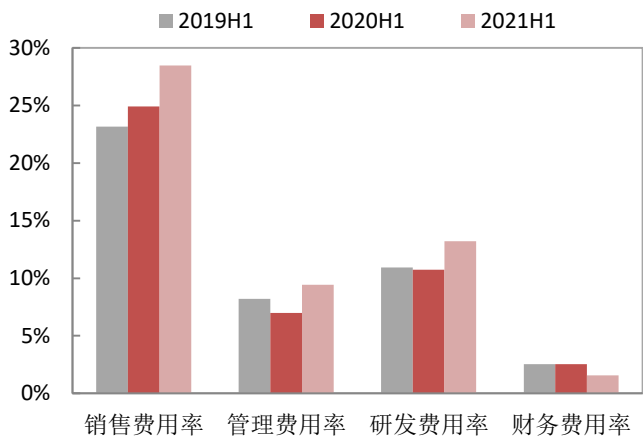
A 股 CS 游戏行业 2021H1 整体毛利率水平为 65.00%，同比下降 1.95pct；销售、管理、研发、财务费用率分别为 28.47%、9.42%、13.20%、1.57%，同比变动 3.56pct、2.44pct、2.47pct、-0.98pct。销售费用率相较于 2020 年同期上升明显，原因在于上半年新游上线数量增加，相应的买量及营销投入增加，而 2020 年同期上市公司新产品上线数量较少，同时疫情带来了自然流量红利增加，所需营销推广费用并没有显著增长。此外，研发费用率同比上升也较为明显，在产品精品化趋势下，游戏公司在研发方面的投入不断加大，2021H1 研发费用合计 47.44 亿元，同比增长 18.88%。

图 33：A 股 CS 游戏行业毛利率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

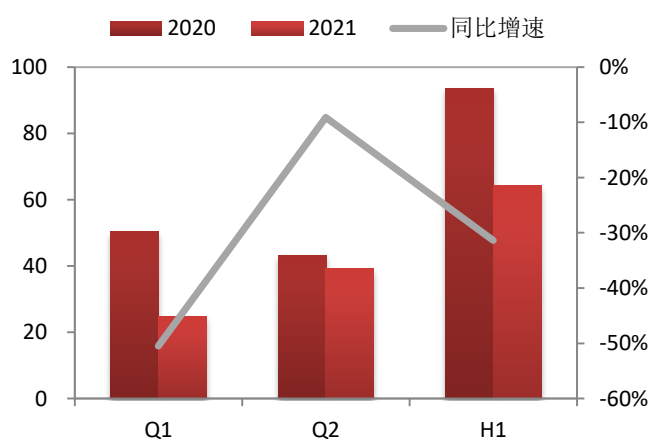
图 34：A 股 CS 游戏行业期间费用率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

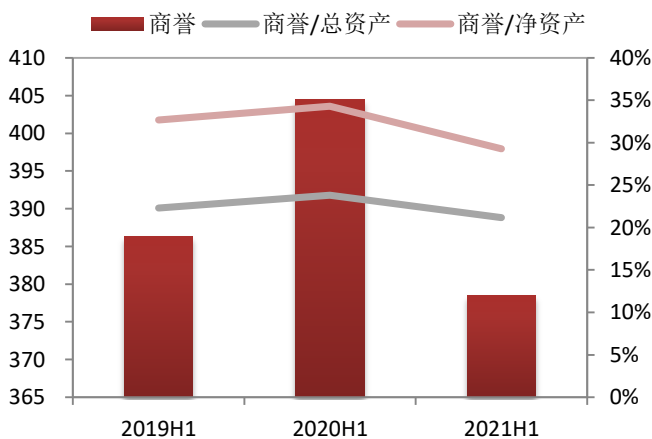
A 股 CS 游戏行业 2021H1 经营活动产生的现金流净额为 64.32 亿元，同比减少 31.36%，21Q1 经营活动产生的现金流净额为 24.93 亿元，同比 20Q1 减少 50.50%，同比 19Q1 增长 55.87%；21Q2 经营活动产生的现金流净额为 39.39 亿元，同比 20Q1 减少 9.10%，同比 19Q1 增长 36.97%，环比 21Q1 增长 57.97%。相较于 2020 年同期收入高增长、营销等支出较少、在运营老产品利润贡献较大带来的高基数，游戏行业经营活动现金流回落至正常水平，此外产品上线尚未到结算期以及对代理产品研发商支付分成款等因素同样导致经营活动现金流入减少及流出增加。据统计截至 2021 年 6 月 30 日，游戏行业整体应收账款账面价值为 128.16 亿元，较年初增加 9.75%；合同负债余额为 48.57 亿元，较年初增加 6.83%；商誉规模为 378.51 亿元，较年初减少 6.41%，商誉占总资产及净资产的比例分别为 21.18%、29.28%，较年初降低 2.63pct、5.03pct。

图 35：A 股 CS 游戏行业经营活动现金流净额情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 36：A 股 CS 游戏行业商誉及商誉占比情况



资料来源：wind，山西证券研究所

A 股 CS 游戏 31 家上市公司中，三七互娱、世纪华通、完美世界、吉比特、昆仑万维、巨人网络居行业营业收入与归母净利润规模头部。其中，吉比特、三七互娱、完美世界上半年均有新产品上线，吉

比特在《问道手游》流水保持稳定的基础上《一念逍遥》《摩尔庄园》等新产品对上半年收入与利润增长的拉动更为明显，而三七互娱、完美世界业绩放缓主要原因在于新产品收入与利润错配上，其中三七互娱 21Q2 以来利润已逐步释放，Q3 上线的《斗罗大陆：魂师对决》在营销思路有所转换，低 CPA、高 LTV 有望缩短投入回收周期，此外三七互娱出海呈现快速增长，SLG、模拟经营等长线运营品类进入利润释放期后有望继续推动公司海外业务的增长；完美世界上半年在创新品类玩法拓展上推出了部分新品，其中《梦幻新诛仙》定位于长线化产品获得年轻玩家的青睐，产品于 Q2 末上线充值收入将递延确认，同时公司还计提了海外项目关停后一次性亏损使得利润端受到影响。世纪华通上半年端游收入减少、移动游戏收入表现持平，利润贡献主要来自出售上海珑睿、无锡智慧云的股权；巨人网络上半年《龙与世界的尽头》《Project: GAIA》《原始征途》等产品在研中，尚未能为公司带来业绩增量，此外公司长投损益调整等因素导致投资收益对利润总额的贡献占比较高；昆仑万维上半年游戏业务收入有所下滑，由于 GameArk 自研新游戏集中在今年下半年发行以及闲徕互娱在疫情期间高基数下收入有所回落。在业绩中腰部游戏公司中，恺英网络、盛天网络、凯撒文化上半年业绩实现快速增长，均受益于前期在研项目在国内外市场上线运营，除上述公司外，掌趣科技由于 3 月《一拳超人：最强之男》在韩国上线以及 Q2 国内上线《全民奇迹 2》，导致 Q2 业绩环比实现快速增长。研发投入方面，三七互娱、世纪华通、完美世界、吉比特、昆仑万维、巨人网络上半年研发支出规模最大，最低为 2.7 亿、最高为 9.3 亿，且较 2020 年同期均有所增长，昆仑万维、吉比特研发费用增幅在 50% 以上，世纪华通研发费用增长 27.9%，其余公司研发投入基本保持稳定。

表 7：2021H1 游戏公司业绩情况（亿元/%）

	营业收入					归属母公司股东净利润				
	21Q2	YOY	QOQ	21H1	YOY	21Q2	YOY	QOQ	21H1	YOY
三七互娱	37.21	2.07	-2.53	75.39	-5.63	7.37	-24.10	531.09	8.54	-49.77
盛讯达	1.02	115.36	9.68	1.94	120.69	1.03	2288.23	252.53	1.32	121.62
冰川网络	1.06	7.01	-5.39	2.19	6.06	0.21	-64.03	247.32	0.07	-92.87
世纪华通	33.13	-16.42	-17.11	73.10	-5.90	18.65	133.51	218.94	24.50	52.88
*ST 游久	0.00	-95.26	-94.88	0.06	-28.62	0.07	-60.86	171.61	-0.03	-166.52
昆仑万维	15.08	23.48	90.08	23.01	-9.07	6.86	-78.22	119.22	9.99	-72.57
吉比特	12.70	89.66	13.58	23.87	69.41	5.36	135.06	46.64	9.01	63.77
天神娱乐	3.43	30.25	21.24	6.25	30.47	0.24	122.21	31.00	0.43	123.70
掌趣科技	4.66	-9.91	31.92	8.19	-11.56	1.04	-70.15	25.90	1.87	-57.81
大晟文化	0.60	-60.03	18.82	1.11	-47.29	0.04	-51.10	5.78	0.08	-77.16
*ST 艾格	0.17	-73.21	-9.49	0.36	-77.20	-0.22	11.01	4.22	-0.45	-221.19
电魂网络	2.45	5.50	-6.91	5.08	7.02	1.06	-2.22	4.10	2.08	-0.94
宝通科技	6.02	-10.62	-17.86	13.34	1.63	1.26	7.96	2.96	2.49	5.77
顺网科技	2.55	23.40	4.22	5.00	14.51	0.35	30.73	1.04	0.70	35.43
恺英网络	5.40	38.81	20.48	9.88	21.65	1.28	524.39	-14.02	2.77	451.33

盛天网络	3.19	44.95	5.82	6.20	38.89	0.31	136.56	-18.27	0.70	80.66
汤姆猫	4.22	-10.41	-14.68	9.17	-2.47	1.84	-34.75	-19.36	4.12	-17.58
巨人网络	4.69	-11.56	-17.26	10.36	-15.29	2.53	20.64	-20.88	5.74	8.95
惠程科技	0.80	-55.03	8.80	1.54	-69.93	-0.41	-880.17	-23.65	-0.74	-325.60
迅游科技	1.24	-0.53	-6.97	2.57	4.88	0.13	-7.70	-34.04	0.32	-9.05
富春股份	1.05	-2.30	14.24	1.97	-7.61	0.07	137.53	-38.94	0.18	1.70
中青宝	0.84	30.00	5.58	1.64	25.09	0.04	7.35	-45.97	0.12	30.31
星辉娱乐	2.50	-44.46	-10.64	5.30	-37.47	-1.19	-107.37	-50.82	-1.97	-348.28
中南文化	0.95	20.58	-8.41	1.99	30.89	1.37	140.62	-51.55	4.18	201.25
ST 天润	1.04	-25.87	-15.03	2.26	-20.21	0.08	64.52	-58.13	0.26	-21.86
凯撒文化	1.83	42.42	-36.40	4.70	53.94	0.62	73.64	-58.46	2.12	80.60
游族网络	8.23	-36.96	-12.85	17.67	-29.79	0.75	-42.72	-59.76	2.63	-46.86
*ST 众应	0.64	12.77	-2.89	1.30	4.99	-0.98	-716.09	-64.45	-1.57	-591.56
完美世界	19.76	-23.10	-11.44	42.07	-18.22	-2.07	-131.48	-144.50	2.58	-79.72
ST 三五	0.44	-33.57	-18.81	0.98	-17.12	-0.05	-8.03	-278.67	-0.02	63.63
*ST 晨鑫	0.45	786.77	4.15	0.88	595.62	-0.14	-362.08	-4220.45	-0.13	-335.62

资料来源：wind，山西证券研究所

港股游戏公司中，我们选取了具有 10 家代表性游戏公司作统计。2021H1 腾讯游戏业务实现收入 866 亿元，同比增长 14.55%，其中手游业务 823 亿，同比增长 16.14%，Q1-Q2 收入基本保持平稳，主要受到全民级游戏《王者荣耀》《PUBG Mobile》《和平精英》以及新游《天涯明月刀手游》等收入的带动。2021H1 网易游戏业务实现收入 294 亿元，同比增长 7.9%，其中手游业务 213.5 亿，同比增长 9.63%，在旗舰产品《梦幻西游》和《大话西游》系列的稳健表现下，上半年网易推出了《天谕》《游戏王：决斗链接》《忘川风华录》《宝可梦大探险》等多款新品。IGG、中手游上半年收入实现增长，IGG 主要受益于《王国纪元》月均流水达历史最高 4.8 亿港元，中手游在游戏发行业务小幅增长奠定基础下，自研业务实现同比增长 156.8%，与朝夕光年联合推出的新游《航海王热血航线》表现亮眼，此外公司海外收入实现高增长，增幅达 6250%。其余公司游戏业务收入同比持平或有所下滑，主要原因在于未有新产品上线、老游戏流水下滑，或新产品上线表现不及预期以及产品类型调整，影响短期业绩等。2021 上半年研发支出方面，10 家游戏公司研发支出较 2020 年同期均有明显增长，其中心动公司、哔哩哔哩、IGG、腾讯控股、中手游增幅达 50% 以上，祖龙娱乐、心动公司、金山软件等研发支出占营业收入的比重也达到了 30% 以上。

表 8：2021H1 港股部分游戏公司游戏收入情况（亿元/%）

	游戏收入	同比增速	研发费用	同比增速	研发费用/营业收入	比重变动
腾讯控股	866.0	14.6%	469.6	69.1%	17.1%	4.63
网易	295.0	7.8%	64.7	42.1%	15.8%	2.85
IGG	26.9	33.0%	4.1	70.8%	12.7%	2.75
哔哩哔哩	24.0	0.2%	12.5	99.7%	14.9%	2.20
中手游	21.8	27.2%	1.2	55.4%	5.7%	1.04

金山软件	14.8	-11.7%	10.2	37.2%	31.2%	2.46
创梦天地	13.7	-14.1%	1.6	45.8%	12.0%	4.99
心动公司	10.4	-12.2%	5.8	164.0%	41.8%	26.63
友谊时光	8.3	-20.7%	1.8	36.2%	21.4%	8.93
祖龙娱乐	5.5	-8.0%	3.4	48.2%	60.3%	22.59

资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

七、投资建议

随着近两年游戏厂商研发投入不断增加，大型游戏厂商在围绕核心赛道巩固先发优势、拓展多元化的潜力赛道、玩法题材的融合性创新以及强化中后台技术搭建与注重新科技的探索等方面蓄力，研发体系建设不断完善，使得国内自研游戏产品竞争力不断增强。游戏产业在后疫情下回归产品驱动的发展逻辑，1-7月产业规模在去年同期高基数下依旧保持稳健增长。在新产品供给增加、用户聚集在头部产品的趋势下，将考验研发产品品质与长线化运营能力，优质游戏研发优势进一步凸显。从政策环境来看，监管部门对游戏行业未来内容精品化、国际化以及未成年保护等安全意识等发展指明方向，版号审批数量稳定为新产品上线节奏奠定基础，以及近期数据安全、个人信息保护、未成年保护等政策的落地也将驱动产业健康持续的发展。公司层面，产品上线节奏及投放回收周期造成了利润端的短期波动，因此产品驱动逻辑下业绩释放的节奏为先收入后利润，且在研发投入上游戏公司更加聚焦核心赛道，强调精品化、多元化，在发行运营上营销投入强调转化效率，进而提升产品的成功率，并且加速海外产品布局分享出海红利，为业绩增长注入引擎。随着上半年上线的新品利润的释放以及后续储备产品的上线，游戏板块有望在下半年恢复业绩的增长。同时多项政策近期落地使得前期监管收紧的不确定性风险得以释放，目前板块市盈率 18 倍，21PE 中值 16 倍，建议把握调整后的游戏板块估值修复机会。

标的方面，建议关注：1) 吉比特，公司在产品设计与运营方面注重差异化与商业化兼具，并在长线化运营与产品破圈上获验证，下半年上线多款差异化、特色化产品《军团》《恶魔秘境》《世界弹射物语》等。2) 完美世界，手游储备《幻塔》有望于年内上线，《完美世界：诸神之战》《一拳超人：世界》《天龙八部 2》等新产品持续推进中。3) 三七互娱，销售费用的激增对公司业绩阶段性影响有望减弱，前期投入将逐步实现收益。下半年至明年国内外市场围绕 MMO、SLG、卡牌、SIM 核心赛道储备有自研+代理 20 多款产品。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

