

# 休闲游戏专题报告

政策变革下休闲游戏的突围机会

证券分析师：倪爽

电话：010-88321715

E-MAIL: nishuang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511030005

研究助理：王晓萱

电话：18515104669

E-MAIL: wangxx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190120040011



1) **休闲游戏在变现方式和政策规范方面均处于变革期。**休闲游戏长期以来具有用户规模庞大、下载量高，但ARPPU低的特点，市场规模在国内仅次于RPG游戏。变现方面，IAA模式目前仍是大部分休闲游戏的主要变现方式，但随着移动游戏市场整体CPI的上升，近年来IAA与IAP混合变现的模式越来越常见。版号方面，由于休闲游戏往往不涉及政治、军事、民族宗教等内容，且无故事情节或者情节简单，监管当局过去除了对棋牌类游戏版号控制较严之外，对大多休闲游戏产品并未有特殊苛刻的限制，但是随着2021年以来监管层推出的各项有关防止未成年人沉迷网络游戏的政策措施，以及进一步落实IAA游戏需申请版号的趋势，预计休闲游戏版号的竞争会更加激烈。

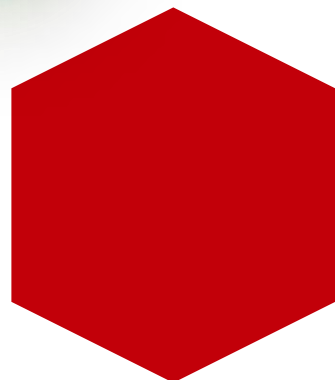
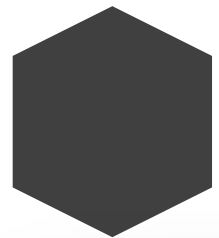
2) **关注消除、博彩类游戏的出海，放置类、模拟类游戏的长线运营。**棋牌和消除类在国内乃至全球都是休闲游戏最大的细分品类，具有较为广阔的市场空间，但国内消除品类游戏长期被头部三款经典产品占据主要市场，棋牌类游戏受到的监管则较为严格，相比之下，消除和广义的博彩游戏在海外的受欢迎程度更高，目前三消的创新融合玩法和老虎机、宾果等博彩游戏已成为国产休闲游戏出海的主要突破口。近两年放置类、模拟类游戏在数量上明显增多，且与其他玩法的融合更多、题材更为新颖，在提升休闲游戏留存与创造流水方面不断刷新成绩。超休闲游戏在新冠疫情的催化下一度再次爆发，但随着IDFA新政的推出、国内对IAA游戏版号要求的落实以及各项未成年人防沉迷措施推出后对活跃用户数的影响，未来超休闲游戏需逐步调整变现模型，引入订阅、内购等用户付费机制，并探索长线运营。

3) **政策压力之下，休闲游戏仍具备多重突围机会。**我们认为在目前买量成本上升，广告变现更加困难的内生环境压力下，正是加速休闲游戏行业变革的时机，从短期看，会有部分依赖广告变现的小游戏厂商因无法取得版号而丧失经营能力，使供给侧更加向头部休闲游戏厂商集中；从长期看，环境趋严最终的结果更可能的是逼迫头部休闲游戏厂商更深入地挖掘休闲游戏的新玩法，使之向中度化、精品化的方向演进，从而延长产品的生命周期、拓宽变现渠道，缩小与海外其他T1游戏国家之间的差距。同时，越来越多的休闲游戏在近年来涉足电竞玩法，国外Skillz休闲电竞平台的模式为休闲游戏提高付费率与ARPPU提供了新的借鉴思路。此外，国产游戏的出海在近三年来明显向休闲游戏倾斜，中国手游海外收入Top30的排行榜中休闲游戏所占数量已从2018年10月的5款提升至2021年10月的10款，且部分国内厂商已在海外的三消、博彩、模拟经营等赛道中形成品类优势。

4) **关注在休闲游戏细分品类上长期钻研的头部公司。**国内休闲游戏所涉及的上市公司可分为互联网巨头、综合游戏头部企业和休闲细分领域头部企业三种类型，前两个类型企业的PE大多保持在20倍左右及以上，而专营休闲游戏细分品类的企业目前PE多大幅低于20倍，我们认为这一方面来自于中小型游戏公司每年推出的新品数量较少，市场的容错率较低，另一方面来自于休闲游戏在过去一些年没有出现明显的产品或行业变革，从而无法拉动估值中枢上行。事实上，许多中小型休闲游戏企业同样拥有一定的核心产品作为稳定流水的基本盘，并深耕某一个或相近的几个细分领域，新品同样具备爆发力。同时考虑到目前行业的变革有望在政策规范的作用下加速推进，结合海外休闲游戏巨头公司所具备的共性特征参照（即在特定细分品类上形成专业优势，并于产品迭代中持续加入微创新；在形成特定品类的护城河后，逐渐向休闲游戏多元品类扩张；具备熟练的买量操作和数值调优能力），我们认为国内休闲游戏各细分品类的头部企业有望在内生和外部环境的共同推动下收获更大的市场空间。**建议关注上市公司【三七互娱】、【吉比特】、【姚记科技】、【汤姆猫】、【百奥家庭互动】、【友谊时光】等。**

风险提示：版号延迟发放的风险；买量价格提升的风险；海外疫情消散后活跃用户数量降低的风险。

# 目录



- 第一章 休闲游戏市场基本情况
- 第二章 休闲游戏重点细分品类分析
- 第三章 休闲游戏未来发展趋势
- 第四章 国内外休闲游戏厂商案例与投资机会

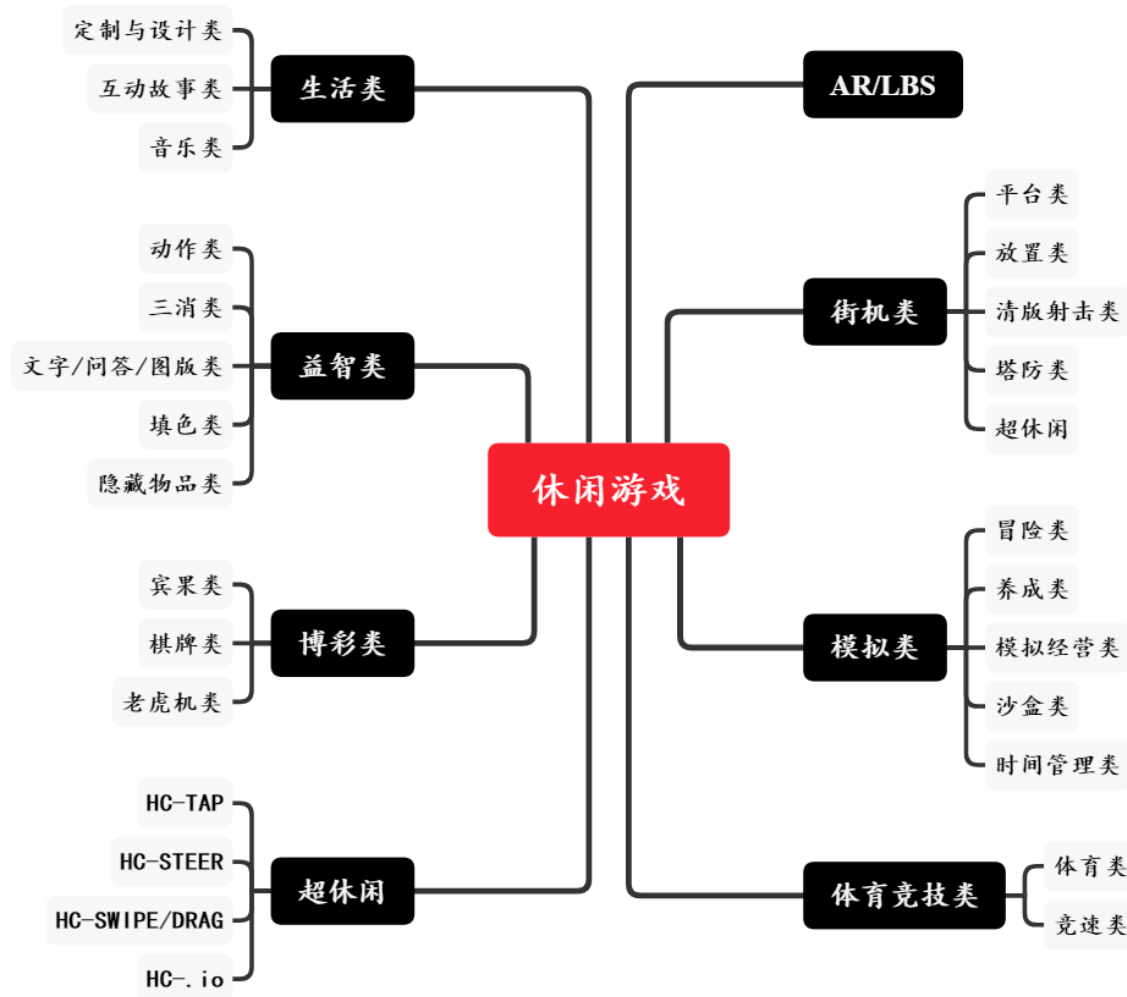
# 第一章 休闲游戏市场基本情况

# 休闲游戏的定义、特征和分类

碎片化娱乐、玩法简单重复、品类多元

- 休闲游戏是指一些上手较快，不涉及短时间大量或重度脑力活动，规则相对单一的游戏，具有核心玩法简单、游戏内容轻度、画面风格简单、游戏时间碎片、即时娱乐性较高等特点。
- 休闲游戏一般围绕一种或几种核心玩法展开游戏架构，通常包括挂机、上升/下降、转弯、融合、堆叠/消除、滑行、解谜、成长和点击+时机等。休闲游戏吸引用户的关键在于将日常生活中用户积累的具有普遍性的峰值体验，设计为具体的核心玩法，让用户通过不断重复该核心玩法，持续地获得兴趣和“爽感”。由于玩法简单的特征，休闲游戏的用户群体相对稳定和广泛，在所有游戏类型中渗透率较高。
- 休闲游戏并非某一特定玩法或题材的品类，而是符合其特征的多元品类的统称，主要包含八个类型，分别为AR/LBS类、街机类、模拟类、体育竞技类、生活类、益智类、博彩类和超休闲类，每个大类根据具体玩法还可以划分为更具体的细分品类。

休闲游戏的主要分类



资料来源：GameRefinery、太平洋证券研究院



# 休闲游戏发展历程

## 与手机载体、网络技术及手机应用的发展呈现紧密的时代相关性

- 2009年之前，手机形态尚处于功能机时代，游戏被预装在手机中，且多为玩法简单的益智类游戏。1994年上市的Hagenuk MT-2000手机和西门子S1手机中分别内置了《俄罗斯方块》的变体，同年上市的IBM Simon手机也内置了一款名为《Scramble》的游戏。1997年，诺基亚6110手机中预装了《贪吃蛇》，这款游戏迅速火爆，到2005年，《贪吃蛇》已被预装在3.5亿部手机上。
- 2009年，智能手机开始普及，用户可以自由地下载单机游戏，这时的游戏类型和玩法开始多元，随后PopCap公司的《植物大战僵尸》、Rivio公司的《愤怒的小鸟》以及Imangi工作室的《神庙逃亡》在短时间内风靡全球，在国内一度成为手机标配应用。
- 2013年末4G网络在中国的商用正式开启了手游的浪潮，国产休闲游戏也诞生了一些现象级产品，乐元素的《开心消消乐》热度持续至今，累计注册用户超过8.7亿；巨人网络的《球球大作战》累计设备安装量达6亿台，峰值DAU超2900万人，曾登顶中国区游戏免费榜榜首，长期占据App Store小游戏、智力游戏免费排行榜前五名。
- 2018年以来，随着版号政策的收紧，以及激励视频广告的兴起，IAA超休闲游戏快速爆发。微信小游戏的出现，使这类游戏具备更强的社区传播力。2018年初，《跳一跳》在上线一个月内用户数超过3.1亿，而微信小游戏整体在2019年累计注册用户数超过10亿。
- 2020年以来，随着用户在游戏广告的过度洗刷中“逐渐脱敏”，超休闲游戏出现CPA成本不断提高和广告变现收益不断降低的趋势，同时随着政策对依靠广告变现的小游戏的版号管理进一步落实，游戏厂商投身IAA游戏的热情逐渐消退，休闲游戏回归精品化、长线运营的轨道。

### 休闲移动游戏的国内发展阶段

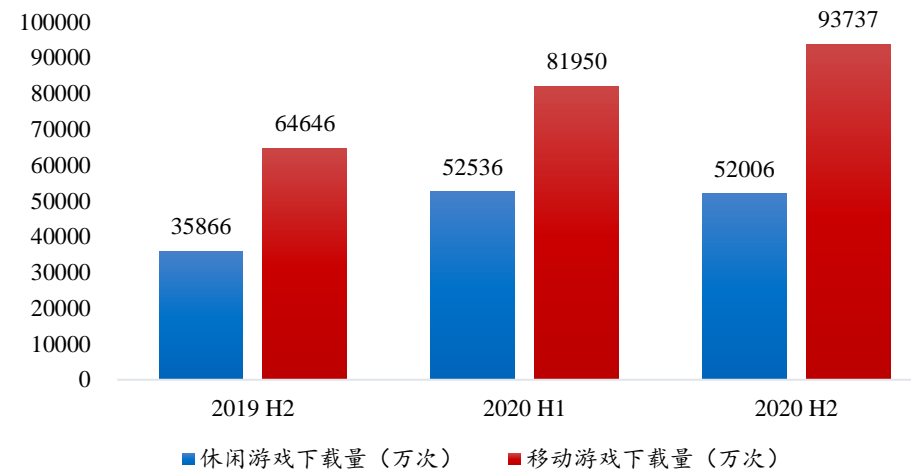
阶段时段	2009年以前	2009年-2013年	2014年-2017年	2018年-2019年	2020年至今
时代特征	游戏预装在手机中，玩法简单，以益智游戏为主。	智能手机普及，用户开始自由下载单机游戏。游戏类型更加多样，操作以点击滑动类型为主。	4G移动网络普及，大量PC移植类游戏出现，休闲游戏进入多元化时代。	激励视频广告兴起，全球超休闲游戏爆发；微信小游戏开发，引发超休闲小游戏热潮。	超休闲游戏赛道拥挤，买量成本提高，广告收益降低，休闲游戏回归精品化、长线运营轨道。
代表产品	 《贪吃蛇》  《俄罗斯方块》	 《植物大战僵尸》  《愤怒的小鸟》	 《开心消消乐》  《球球大作战》	 《跳一跳》  《旅行青蛙》	 《江南百景图》  《一念逍遥》

# 市场环境

## 保持高下载量、高用户时长及Top 2的收入规模

- 市场规模方面，根据弗若斯特沙利文的统计，2020年中国大陆地区休闲游戏市场收入规模达到463亿元，同比增长31.9%，占总体移动游戏市场规模的22.6%，在收入上仅次于RPG；根据易观数据，休闲游戏月活跃用户数在2020年突破4亿，占手游大盘比重近七成，在用户流量方面体现出明确的战略重要性。
- 下载量方面，根据App Annie的数据，2020年全年中国休闲游戏下载量突破10亿次，占总体游戏下载量的59.9%，占比较高，但与全球休闲游戏下载量占比78%相比，仍存在一定差距。
- 用户时长方面，根据易观数据，棋牌、消除类游戏长期占据主要时长份额，2021年1月占比分别为28.0%和14.6%，棋牌类用户时长占比有所下滑，但以休闲各细分品类为主的其他品类占比达到19.5%，连续两年大幅提升，体现出休闲游戏多元化发展的潜力。

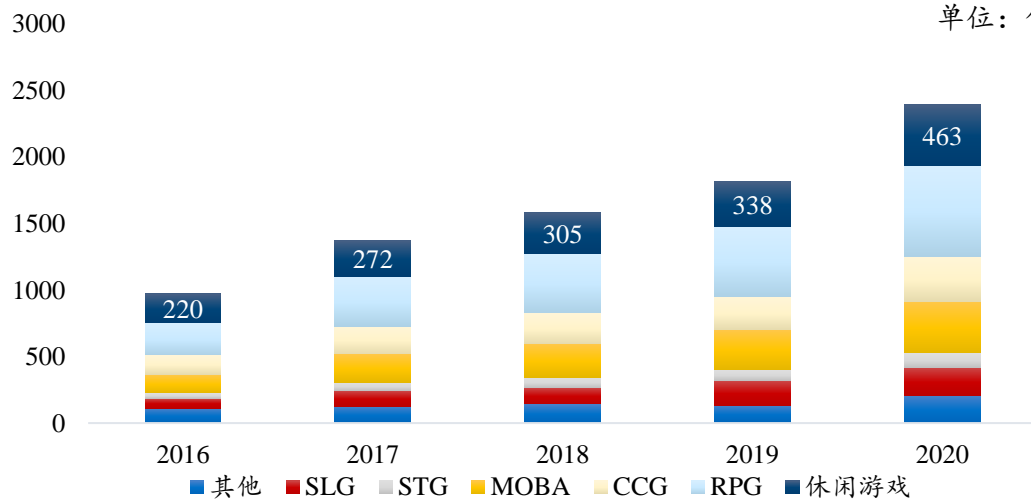
### 2019年-2020年中国休闲游戏下载量



数据来源：App Annie、太平洋证券研究院

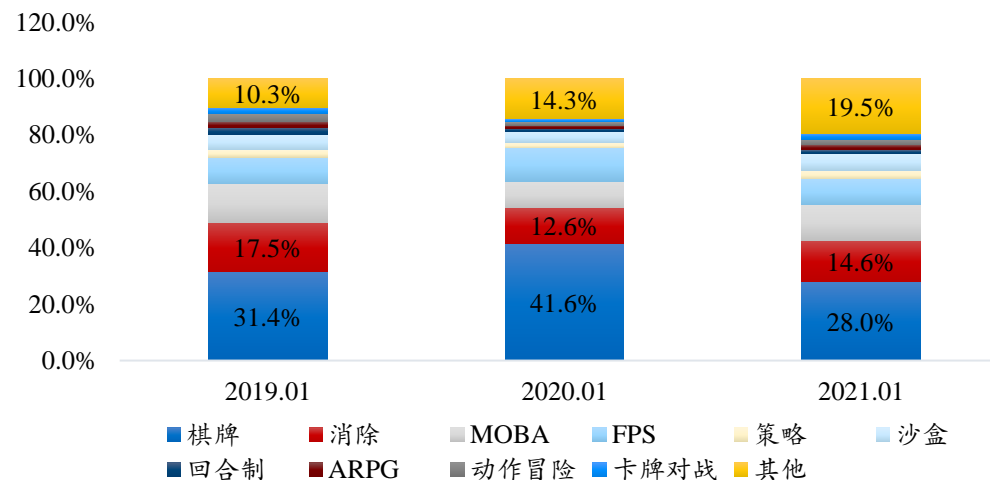
### 2016-2020中国大陆各类别移动游戏市场规模

单位：亿元



注：其他包括ACT(动作游戏)、体育游戏、赛车游戏等，与本报告口径略有差异  
数据来源：弗若斯特沙利文、太平洋证券研究院

### 中国移动游戏细分品类用户使用总时长分布占比



注：其他品类主要包含益智、控制、塔防、跑酷、模拟养成等19个品类，多为休闲品类  
数据来源：易观、太平洋证券研究院

# 收入结构

## 混合变现模式成为常态，广告与内购相互成就

- 休闲游戏的变现主要通过广告和内购两种模式，目前以广告变现为主。由于休闲游戏在内容设置和玩法上与中重度游戏的差异，休闲手游内可设置的付费点较少，具有高下载量、低ARPPU的特征，因此IAA模式（内置广告）是目前休闲游戏实现流量变现的主要来源，收入占比过半甚至八成。
- 激励视频是休闲游戏主要的广告形式。休闲游戏中的广告类型主要有视频激励、开屏广告、原生广告、插屏广告以及Banner为主，其中激励视频与插屏广告的贡献收益最高。
- IAA与IAP的结合成为常态。自2019年起，国内以超休闲游戏为代表的IAA游戏市场快速爆发，各类休闲游戏的IAA收入均展现较快增长。到了2020年中期，由于内购收入在整个疫情期间有明显攀升，伴随IAA赛道的拥挤，IAA收入占比有所回落；同时由于移动游戏市场整体的CPI均有所上升，为了提高留存率，休闲游戏厂商更多地愿意将游戏设计为IAA与IAP混合变现的模式，在追求超休闲游戏的较低eCPI的同时，获得综合传统休闲游戏（如三消、跑酷等）、中型游戏甚至大型游戏的持久LTV。

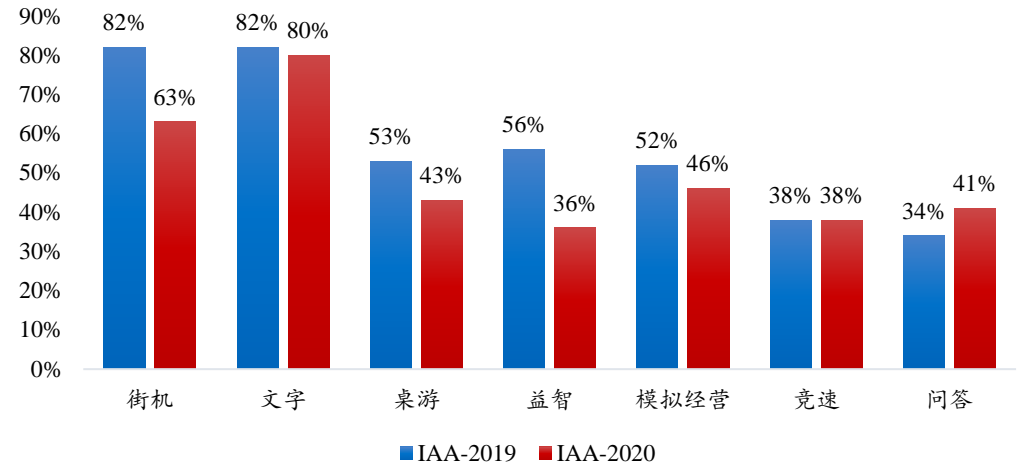
### IAA与IAP模式对比

对比指标	IAA模式	IAP模式
收入来源	广告(基于免费用户)	内购付费(基于付费用户)
盈利公式	DAU*LT*IMP*eCPM/1000 (或者: DAU*LT*ARPU)	用户规模*付费率*ARPPU (或者: 用户规模*ARPU)
主要游戏类型	休闲、超休闲、中度	社交博彩、重度
DAU规模	较大、平均在20万以上	较小, 平均在20万以下
DAU/MAU	相对较低	相对较高
留存率	除超休闲之外, 相对较高	社交博彩留存较好, 其他品类长留较低
平均付费率	较低	较低
ARPPU	低, 不依赖虚拟物品收入	高, 依赖道具等付费手段

资料来源: AppsFlyer、太平洋证券研究院

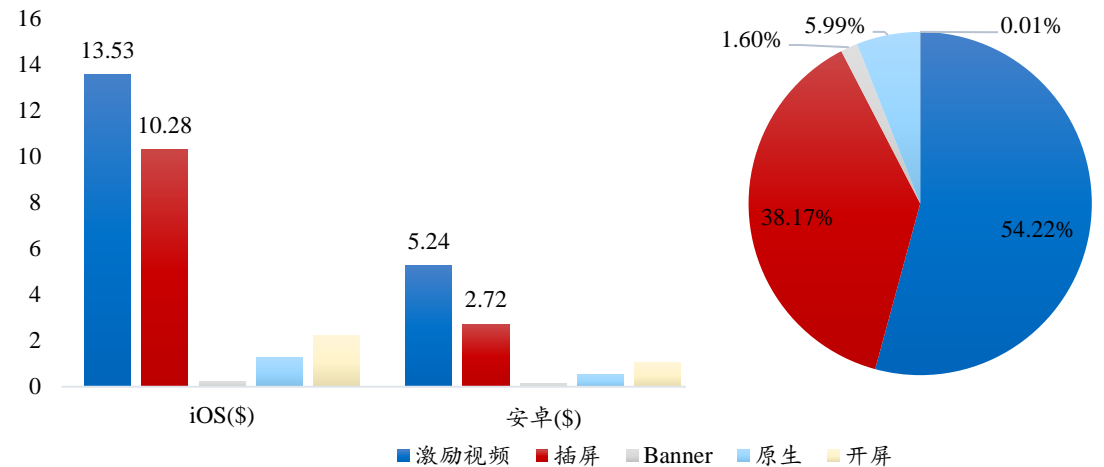


2019-2020年全球各品类休闲游戏IAA收入占比



数据来源: Unity、太平洋证券研究院

2021H1休闲游戏各类广告的全球eCPM表现及收入贡献占比



数据来源: TopOn、太平洋证券研究院



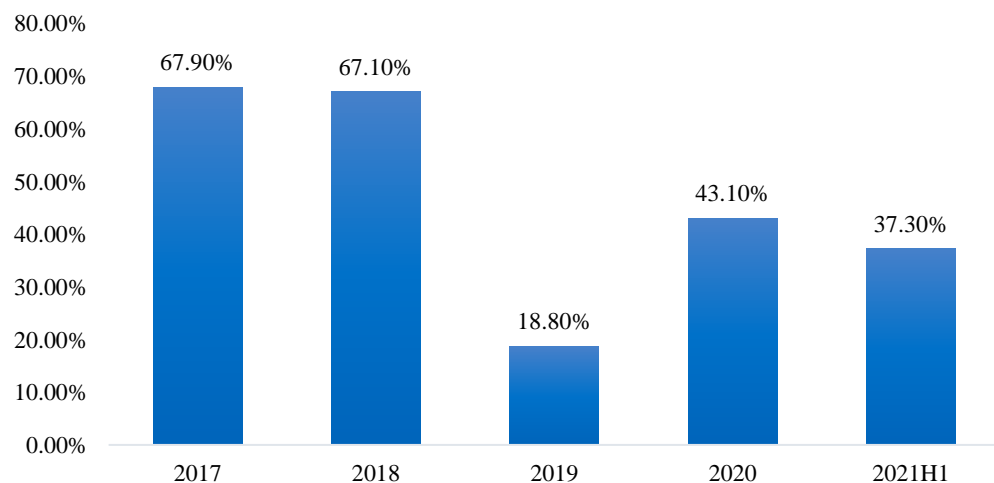
# 政策环境与版号

## 政策在内容审查、未成年防沉迷方面趋于完善，休闲游戏版号竞争或将更加激烈



- 我国游戏行业的监管在近年来不断加强，2016年出台了《关于移动游戏出版服务管理的通知》，强制要求游戏运营需取得版号；随后一系列防止未成年人沉迷网络游戏相关政策的出台，使游戏厂商不断完善其适龄提示、未成年游戏时长限制等措施；2021年3月出台的《游戏审查评分细则》则将充分发挥前置审批的作用，遏制制作水平差、开发程度低且毫无创意的山寨游戏推向市场。
- 版号方面，2018年之前，休闲益智类游戏产品在过审版号中占比较高，可以达到60%以上。2018年下半年，文化部全面终止德州类棋牌游戏的运营，并针对涉赌棋牌类游戏进行专项整治，德州和地方棋牌游戏大幅下线，棋牌游戏在此之后较难获得版号，导致2019年休闲游戏版号占比急剧下降。2020年以来，随着休闲游戏题材、品类更为丰富，加之休闲游戏本身的内容简单、审批时间较短的原因，其占比在近两年回升至40%左右。就内容本身而言，休闲游戏往往不涉及政治、军事、民族宗教等内容，且无故事情节或者情节简单，监管当局除了对棋牌类游戏版号控制较严之外，并未对休闲游戏有特殊苛刻的限制。但在过去一些年，由于国内尚存在一些无版号的休闲游戏以纯广告变现模式接入广告变现平台，而今年以来业内对此类游戏的版号要求逐渐规范，同时全行业整体版号的发放收紧，预计休闲游戏版号的获得将面临更激烈的竞争。

### 近年休闲游戏过审版号占比情况



数据来源：新闻出版署、太平洋证券研究院

### 历年重要网络游戏监管政策一览

时间	政策及主要内容
2011.07	<b>《实名认证工作通知》</b> 网络游戏(手游除外)运营商须向全国公民身份证号码查询服务中心提交游戏玩家的身份证信息作核证，防止未成年人用成人身份证参与网络游戏。
2016.05	<b>《关于移动游戏出版服务管理的通知》</b> 移动游戏需获得版号，未经国家新闻出版广电总局批准的移动游戏，不得上线运营。益智休闲外的游戏类型还需提交防沉迷等其他材料。
2016.07	<b>《移动游戏内容规范通知》</b> 除非申请出版的移动游戏属于不含情节或含有简单情节的休闲益智类移动游戏类别，并未获海外版权拥有者授权，否则移动游戏也应符合《实名认证工作通知》的规定。
2017.12	<b>《关于严格规范网络游戏市场管理意见》</b> 全面查处及规范价值导向严重偏差、含有暴力色情的产品；内容低俗、存在打擦边球行为的产品；未经许可、擅自运营的产品；来自境外、含有我国法律禁止内容的产品。
2018.08	<b>《综合防控儿童青少年近视实施方案》</b> 提出要控制新增网络游戏上网运营数量，采取措施限制未成年人使用时间。
2019.11	<b>《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》</b> 就未成年游戏用户实名注册、游戏时段时长、付费上限、适龄提示、监护守护责任六方面提出详细举措。
2020.12	<b>《网络游戏适龄提示》</b> 将未成年人游戏的适龄范围划分为8+、12+、16+三个阶段，要求在游戏中明确注明游戏适用年龄、监护提示、防沉迷规则等内容。
2021.03	<b>《游戏审查评分细则》</b> 推出基于游戏品质的游戏评审评分制，从观念导向、原创设计、制作品质、文化内涵、开发程度、5个方面进行评分，3分以下或任何一项出现0分的游戏无法取得版号。
2021.08	<b>《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》</b> 严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间，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20~21时向未成年人提供1小时服务。

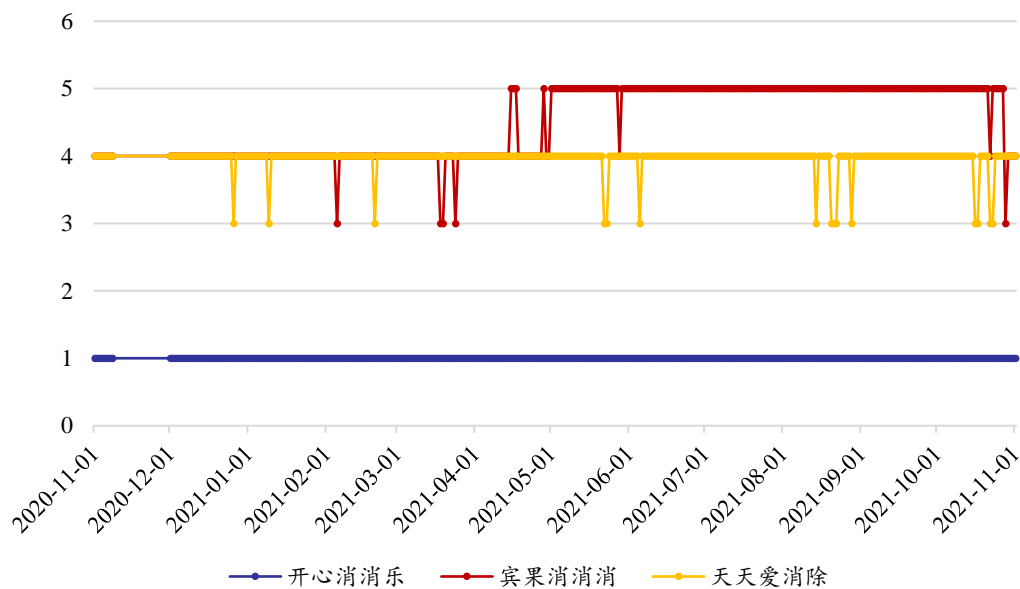
数据来源：公开资料、太平洋证券研究院

## 第二章 休闲游戏重点细分品类分析

## 消除类：头部经典产品长盛不衰，创新融合玩法是未来主要趋势

- 消除类游戏是益智游戏的子品类，玩家需要将一定量相同的游戏元素，如水果、宝石、动物头像、积木、麻将牌等彼此相邻配对消除来获胜。由于通常是将三个同样的元素配对消除，所以消除类游戏也被称为三消游戏。核心玩法方面，比较流行的消除玩法有交换消除、点击消除、连线消除、射击消除，也有相对少见的放置消除、转珠消除等。在所有消除玩法中，交换消除占据的市场份额最大，2020年至今登上美国iOS畅销榜Top500的三消游戏使用的多数为交换消除机制。近年来，传统三消玩法与其他类型游戏玩法的融合越来越频繁，三消+建造装饰、三消+SLG、三消+RPG等混合玩法不断出现，为消除游戏市场的发展提供了新思路。
- **国内头部消除游戏产品较为稳定。**由于三消品类相对成熟，且轻度游戏在买量能力上与中重度游戏相比不占优势，新产品在国内突围的机会较小，多年来国内自研前三的消除游戏一直是乐元素的《开心消消乐》、腾讯的《天天爱消除》以及柠檬微趣的《宾果消消消》。
- **消除游戏在海外有着更为广阔的市场空间。**单从IAP来看，根据DoF的数据，2020年全球益智类游戏规模达到51亿美元，其中消除类游戏占37.6亿美元(不包括中日韩)。尤其在美国，消除游戏是其手游市场最大的细分品类，也是国内消除游戏厂商出海的重要地区。根据GameRefinery的数据，2020年和2021年5月消除游戏在美国iOS游戏市场的收入占比分别为21%和16%。在美国iOS畅销榜Top100的游戏中，消除类游戏占15款左右，其中King、Playrix、Zynga几家消除类游戏大厂常年占据主要位置，且其旗下游戏生命周期超长，如果要在传统玩法上与之竞争，很难突破壁垒，近几年新上榜的产品多为创新型消除游戏或融合型消除游戏，未来在“三消+X”中寻找合适的或有创意的品类仍是消除游戏厂商寻求突破的主要机会。

2020.11-2021.11国内头部国产三消游戏iOS畅销榜益智类排名



数据来源：七麦数据、太平洋证券研究院

2020年4-6月美国iOS畅销榜Top 100中三消游戏情况一览

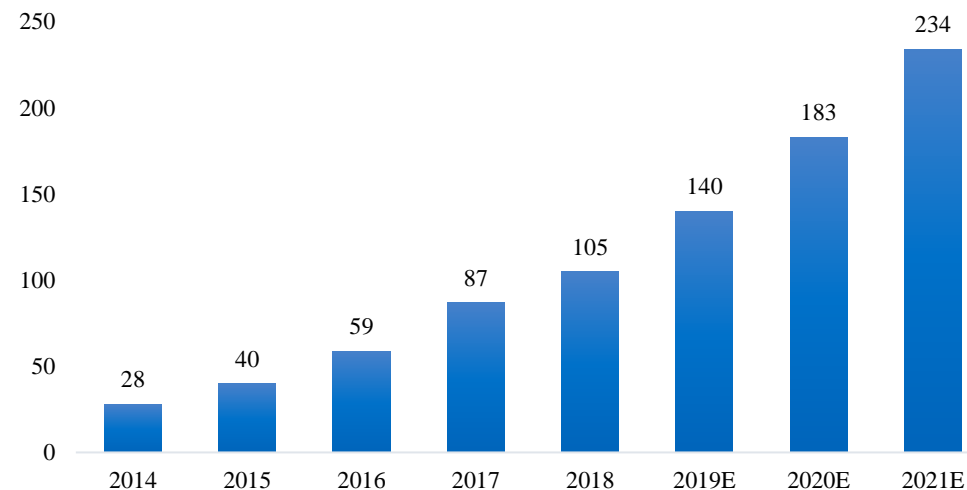
序号	游戏名称	厂商	排名	题材	上线时间
1	糖果粉碎传奇	King	2/4/2	糖果	2012
2	梦幻家园	Playrix	5/10/10	家居	2017
3	Project Makeover	Magic Tavern	11/12/11	时尚	2020
4	梦幻花园	Playrix	12/14/16	园林	2016
5	Toon Blast	Peak(Zynga)	13/15/17	动物	2017
6	糖果苏打传奇	King	15/17/22	糖果	2014
7	梦幻水族箱	Playrix	18/19/21	水族箱	2008
8	Puzzles&Survival	三七互娱	24/27/28	末日	2020
9	帝国与谜题	Small Giant Games(Zynga)	25/41/48	冒险	2017
10	Toy Blast	Peak(Zynga)	27/30/35	玩具	2015
11	Royal Match	Dream Games	39/28/23	城堡	2021
12	奇妙庄园	Magic Tavern	50/55/60	园林	2017
13	呆萌小怪物	Seriously	67/58/73	动物	2014
14	Farm Heros Saga	King	76/71/83	农场	2013
15	哈利波特：谜与魔咒	Zynga	85/67/89	哈利波特	2020
16	Disney Emoji Blitz	Jam City	99/84/92	迪士尼	2016
17	Lily's Garden	Tactile Games	-/-/91	园林	2019

注：排名数据具体取自4月25日、5月18日、6月22日  
数据来源：App Annie、太平洋证券研究院

## 博彩类：国内以棋牌为主，持续探索合规盈利模式；西方博彩市场更为成熟

- ▶ 博彩游戏主要包含老虎机、宾果、棋牌三个大类，具有生命周期长、依赖社交传播等特点，其线上产品多为传统线下博彩游戏的延续，部分厂商为了增加游戏的易玩性或迎合特定时期的玩法偏好，会在传统玩法的基础上做一定的修改，但游戏机制与传统博彩并无本质区别。
- ▶ 由于老虎机和宾果类游戏在中国大陆尚不合法，中国大陆市场的博彩类游戏主要以棋牌为主。中国在线棋牌游戏的市场规模在2018年已突破百亿，弗若斯特沙利文预计2021年将达到234亿元，复合增长率超过30%。在盈利模式上，我国网络棋牌游戏主要采用房卡和金币两种模式，但都尚未完全杜绝涉赌与反向兑换的风险。近年来，棋牌游戏厂商仍在尝试通过棋牌的竞技性赛事直播、金币和房卡模式结合等方式，探索棋牌游戏的合规化运营。
- ▶ 西方对于博彩游戏的监管相对宽松，因此美英手游市场中博彩游戏的地位更加突出。据GameRefinery的数据显示，博彩游戏在2020年Q4成为美国市场手游营收第二大品类，占比17.2%，其中80%由老虎机贡献。由于市场的成熟，Scientific Games、Playtika、Zynga等老牌厂商的地位较难撼动，收入前十的榜单中头部厂商变动较小，但仍有个别公司成功突围，如中国厂商Grande Games在2020年4月成功跻身收入前十，从海外头部厂商中抢占了一定的市场份额。

### 中国在线棋牌游戏市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文、太平洋证券研究院

### 金币模式与房卡模式的对比

内容	金币模式	房卡模式
定义	应用于竞技性比较强的游戏（如斗地主），被视为衡量玩家等级的参照物。竞技场根据玩家所拥有金币的数量，被分为初级、中级到巅峰等多个不同水平。玩家只有在具备足够数量金币的条件下，才能进入相应竞技场，参与游戏。	突破了传统的游戏币房间模式，将熟人之间的用户资源进行深度挖掘和再利用，玩家可以通过多种社交渠道邀请好友，分享二维码生成专属房卡，进入指定的游戏房间，通过人拉人的方式，进行好友之间约战竞技。
赢利点	玩家游戏币的消耗	1. 玩家线上线下相结合的自发性传播，节省推广费用； 2. 玩家房卡的消耗。
风险问题	游戏币的合法使用和运行风险	房卡传销问题

数据来源：前瞻产业、太平洋证券研究院

### 2020年4月美国博彩手游收入Top10

排名	iOS	品类	厂商	安卓	品类	厂商
1	Lucky Pusher	推硬币	Good Luck Studio	Lucky Day	网赚	Lucky Day Entertainment
2	Solitaire	Poker	Zynga	Cash Frenzy™	Slot	Grande Games
3	Coin Dozer	推硬币	Game Circus	Coin Dozer	推硬币	Game Circus
4	Solitaire	Poker	Tripledote Studios	Clubillion™	Slot	T4 GAMES
5	Solitaire Cube	Poker	Tether Studios	Jackpot Party Casino	Slot	Scientific Games
6	Poker Face	Poker	Comunix	Lotsa Slots	Slot	Grande Games
7	World Series of Poker	Poker	Playtika	Slotomania™ Slots	Slot	Playtika
8	Cash Frenzy™	Slot	Grande Games	Slots Casino	Slot	Grande Games
9	Cash Tornado Slots	Slot	Madness	Caesars Casino	Slot	Playtika
10	21 Blitz	Poker	Tether Studios	Scatter Slots	Slot	Merka Games

数据来源：AdTiming、太平洋证券研究院



## 放置类：市场规模快速增长，玩法组合与创意题材更加多元

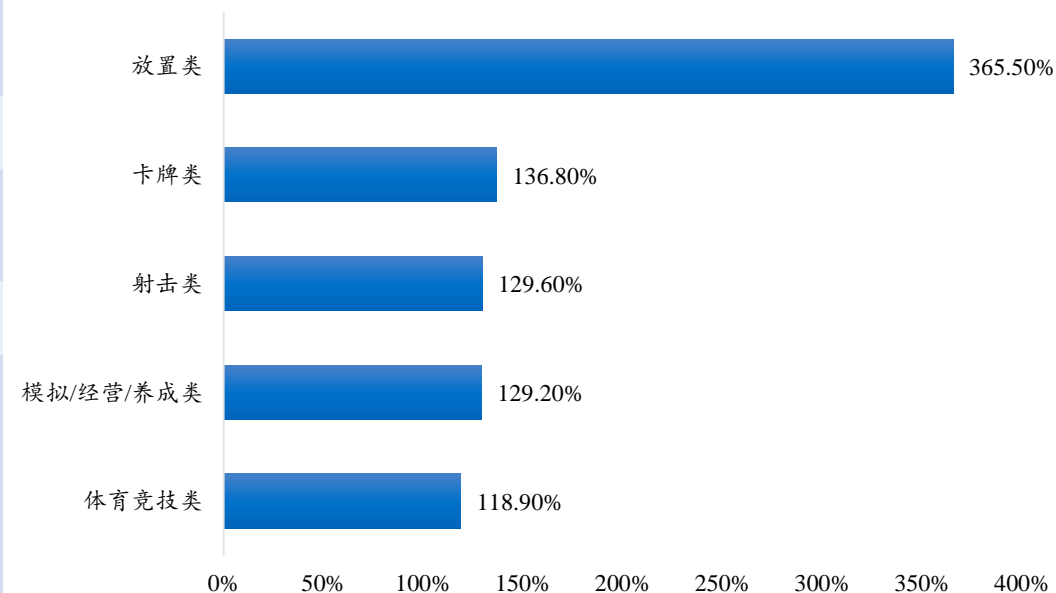
- 放置类游戏是一种几乎不需要用户进行任何操作的游戏类型，用户只需在开始游戏时输入相应的内容，即可将游戏放置一旁等待游戏自动运行结果。“放置”本身并非是一种核心玩法，而是作为一种外围系统存在，一般会与卡牌、模拟经营、模拟养成、射击、益智解谜等玩法融合设计。放置类游戏对用户的主要吸引力在于无需对游戏过分操心，却依然可以获得数值的增长，这一方面满足了用户对持续产生收益的渴望，另一方面满足了用户在现代生活中希望一心多用的状态。
- 放置类游戏在近五年高速发展，根据弗若斯特沙利文的数据，放置类游戏的市场规模自2016年的25亿元增长至2020年的90亿元，年复合增长率为38%，与移动游戏市场整体相比发展较快。2020年，放置类游戏凭借创新玩法蓬勃发展，在中国收入前100的移动游戏产品中，放置类游戏的数量增长了365.5%，是2020年取得最大突破的品类之一；流水收入方面，放置类游戏在2020年占比达到3.75%，与2019年的不到2%相比有较为明显的提升，处于需求持续增长的蓝海阶段。
- 放置类游戏一般以玩法的多元融合及创意题材取胜，爆款的长留存和强流水创造能力不输重度游戏。2020年《剑与远征》、《最强蜗牛》以及《江南白景图》等进入市场并广受欢迎，《剑与远征》更是创下了2020年流水收入43亿的成绩，三款游戏分别融合了卡牌+RPG、模拟养成、模拟经营等玩法，美术方面上分别采用了独特的玻璃彩绘式卡通、末日废土、水墨韵味的风格，与同时期的游戏相比特征相对鲜明。此外，2017年上线的二次元放置手游《放置少女》在日服的排名自上线以来不降反增，2020年的收入达到2019年两倍，彰显了放置类游戏长留存的特征。到了2021年，模拟修仙题材炙手可热，《鬼谷八荒》销量达200万套，刷新了国产独立游戏的天花板；《一念逍遥》自1月上线以来，排名居高不下，稳居iOS游戏畅销榜5-21名，体现了放置类游戏作为轻度游戏在流水收入方面不可忽视的潜力。

### 放置类游戏玩法分类及解析

核心玩法	玩法解析	代表游戏
卡牌	游戏中仅有抽卡和放置元素，玩家使用抽到的卡牌角色战斗即可。	《放置学院-一拳闯江湖》
卡牌+RPG	玩家可扮演卡牌角色或其召唤者进行(自动)战斗。	《剑与远征》
卡牌+MOBA	玩抽卡获得并使用角色进行多人在线对战，对战时无需自己操作。	《放置争霸-战斗奇兵之怒》
模拟经营	玩家通过经营实体来赚钱及升级实体，含有“人-钱-物”的经典循环。	《Idle Arks: Build at Sea》
卡牌+模拟经营	在上述模拟经营游戏上添加抽卡机制。	《江南白景图》
模拟养成+收集	以将一个人/物养“大”为目标，放置元素在其中作为数值增长的重要手段。	《最强蜗牛》
模拟养成+模拟经营	结合模拟经营和模拟养成的特点，并且将防止元素同样融入到两种玩法中	《Dragon City Mobile》
模拟养成+收集	在模拟养成的基础上添加收集元素。	《Idle Monster Marbles-Bomb Bomb》
合成+射击	在上述合成玩法的基础上增加射击元素，通过放置自动射击获取数值增长	《DragonSky: Idle&Merge》
RPG-Roguelike+射击	在Roguelike环境下闯关，通过放置自动射击获取数值增长及升级技能。	《Idle Monster Marbles-Bomb Bomb》
益智解密	游戏中通过放置来收割数值，升级游戏场景以达到解锁更多谜题得目的。	《班主任模拟器》
涂色	通过涂色来完成图片或画面，放置元素体现在涂色过程上。	《Idle Painter》
塔防	放置炮台、射手等保卫基地，放置元素体现在炮台、射手的攻击方式上。	《Zombie Idle Defense》
生活模拟	模拟某一个生活场景，放置元素在其中代替玩家完成重复性操作。	《Idle Lumberjack 3D》
模拟	游戏单纯模拟一个动作，最体现“点一下，看半年”的特点。	《Idle Brick Breaker》
合成	将两个低级物品合称为高级物品，以放置模式积累低级物品资源。	《Dog Condo》
RPG	玩家扮演角色后，可以让角色自行战斗，不需要自己操作。	《仙命决》

数据来源：AdTiming、太平洋证券研究院

### 2020年收入前100移动游戏产品中增长率Top5产品类型



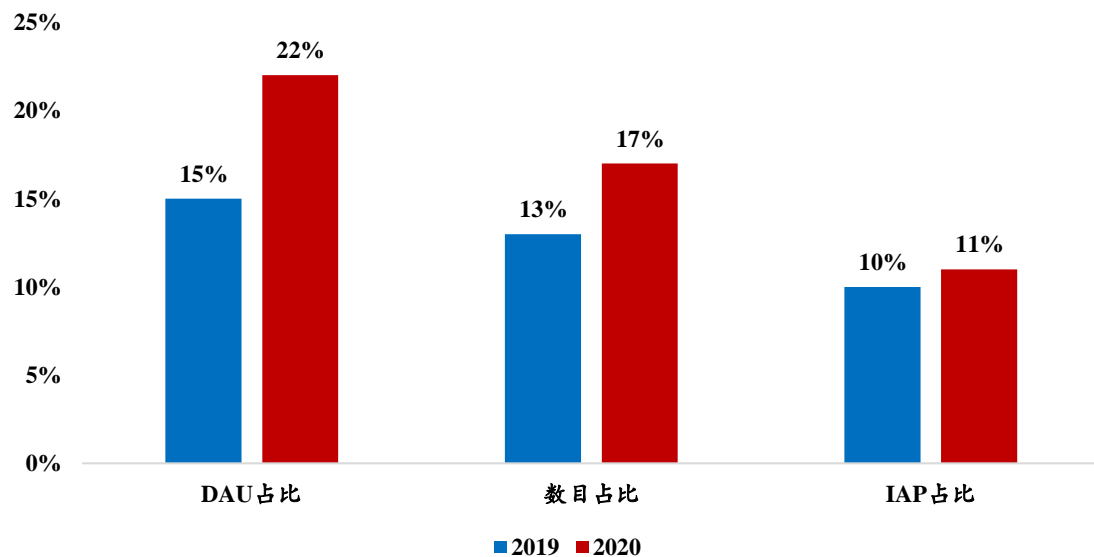
数据来源：伽马数据、太平洋证券研究院



## 模拟类：美国是主要付费区，模拟经营类最为吸金

- 模拟类游戏是指通过模拟现实或虚拟世界中的环境与事件，给玩家带来近似真实情境体验的游戏。按照场景与事件的不同，模拟类游戏可以分为生活模拟、模拟经营、模拟养成、模拟装扮、模拟建造、载具模拟等细分品类。
- 根据AdTiming的数据，全球模拟类游戏市场整体而言在2020年呈现增长的态势，DAU占比较上年增加了7%；游戏数目占比增加4%(142款)；IAP营收占比增加了1%，绝对额度接近3亿美元。
- 分品类来看，生活模拟类游戏数目在2020年快速扩张，头部市场中生活模拟类游戏数目有159款，为2019年的四倍，其用户在美国、印度、巴西和俄罗斯较为活跃，而主要付费区域集中在美国和日本，其余地区用户营收很少，用户付费能力有待开发；模拟经营类游戏主要以融合放置为当前热门玩法，2020年模拟经营融合玩法的DAU Top15榜单中新上榜的游戏均融合了放置玩法；模拟养成类游戏的活跃用户在全球范围内集中在汤姆猫系列和模拟人生系列，Outfit7贡献了全球54%的养成类DAU，国内曾涌现过诸如《旅行青蛙》、《最强蜗牛》等爆款，但尚未出现部分厂商形成显著的市场集中度；模拟装扮类游戏在2020年DAU大幅增长38%，中国是此类游戏的最大付费地区，《奇迹暖暖》、《闪耀暖暖》等热门换装手游长居模拟装扮类游戏Top 15。
- 在各细分品类中，模拟经营类手游具有生命周期长、长留表现较好的特征，贡献了模拟类手游最主要的内购收入。近年来模拟经营类手游成为中国游戏厂商出海战略中重要的选择之一，2020年中国国产游戏《江南百景图》、《企鹅岛》和《网吧模拟器》跻身融合模拟经营的DAU Top15榜单。

2019-2020全球模拟类游戏DAU、数目、IAP占比



数据来源：AdTiming、太平洋证券研究院

2020年全球融合模拟经营类手游DAU Top15

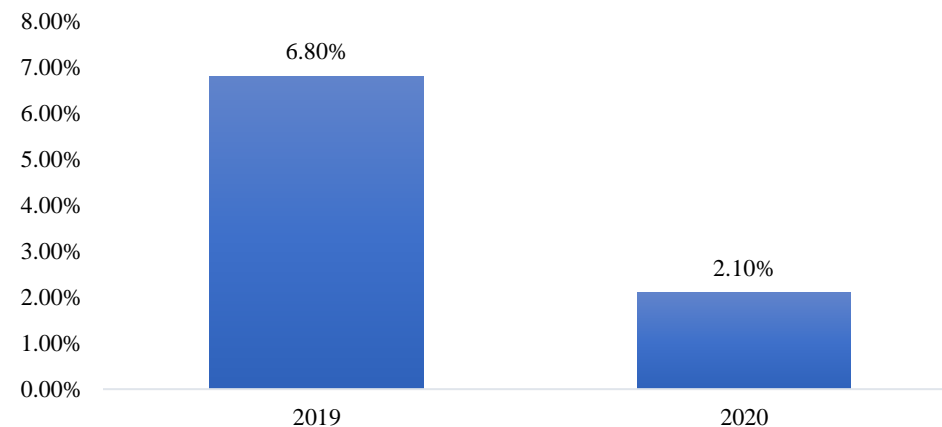
游戏名称	玩法	上线时间
Township	模拟经营&放置	2013
Dragon City Mobile	模拟经营&模拟养成	2013
Idle Miner Tycoon	模拟经营&放置	2016
Prison Empire Tycoon	模拟经营&放置	2020
江南百景图	模拟经营&卡牌&放置	2019
Monster Legends	模拟经营&模拟养成	2014
Egg, Inc.	模拟经营&放置	2016
Hotel Empire Tycoon	模拟经营&放置	2019
企鹅岛	模拟经营&放置	2019
Forge of Empires	模拟经营&SLG	2014
Hustle Castle: Mobile Kingdom	模拟经营&卡牌&放置	2017
Fallout Shelter	模拟经营&卡牌&放置	2015
网吧模拟器	模拟经营&放置	2020
Weed Inc; Idle Tycoon	模拟经营&放置	2018
AdVenture Capitalist	模拟经营&放置	2014

数据来源：AdTiming、太平洋证券研究院

## 竞速类：大厂加码硬核写实类竞速手游，传统休闲Q版竞速游戏面临挑战

- 竞速类游戏主要是指玩家参与到赛车、飞行或科幻等主题下的速度竞争的游戏。基于画风和游戏的硬核程度，当前的竞速类游戏可以分为两类，一类是画面、驾驶感逼真的写实类竞速游戏，代表产品有《极限竞速》和《GT赛车》；另一类是画面卡通，上手轻松的道具类竞速游戏，代表产品有《马里奥赛车》、《跑跑卡丁车》和《QQ飞车》等。写实类竞速游戏在国外较为盛行，且以单机为主，产品多见于主机和PC平台；而国内的竞速类游戏以道具类为主，非硬核玩法使之更具有大众普适性和社交性，产品多见于移动端。
- 竞速类手游过去两年在国内的表现有一定的停滞，且头部产品相当稳定。2020年中国收入Top100的移动产品中，竞速类的市场份额占比由2019年的6.8%下降至2.1%。《QQ飞车》手游和《跑跑卡丁车》稳居竞速类手游前2，均为卡通风格。
- 随着国内早期竞速玩家消费水平的提高，以及对卡通赛车游戏并未形成情怀的Z世代用户的崛起，国产竞速类游戏在写实领域出现了明显的缺口，这也成为大厂寻求竞速赛道突围的主要方向。网易于今年7月了上线的首款竞速类手游《王牌飞车》即选择了写实画风，并融合了RPG和MOBA中常见的职业技能体系；而腾讯在2020年末也立项了一款UE4引擎研发的3A级别大世界写实赛车手游。随着大厂对于竞速品类加大投入，预计未来国内竞速类游戏在市场规模方面将会出现较为明显的提升，但传统的休闲卡通风头部产品或将面临一定的地位挑战。

中国收入前100移动游戏中竞速游戏流水占比



数据来源：游戏工委、太平洋证券研究院

### 写实类与道具类竞速游戏产品画风对比

硬核写实类



《极限竞速》



《GT赛车》



《王牌竞速》

休闲道具类



《马里奥赛车》



《QQ飞车》



《跑跑卡丁车》

数据来源：公开资料、太平洋证券研究院

### 2021年11月iOS中国竞速类游戏畅销榜Top 5

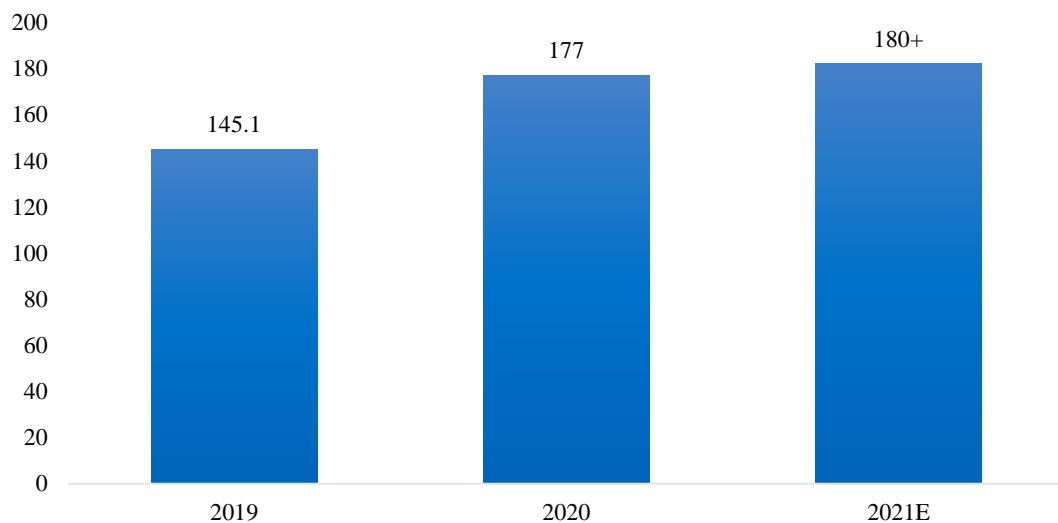
游戏	画风	上线时间	厂商	游戏大类畅销榜排名
QQ飞车	卡通	2017	腾讯	12~49
跑跑卡丁车	卡通	2019	腾讯	26~135
王牌竞速	写实	2021	网易	35~173
狂野飙车9：竞速传奇	写实	2019	Gameloft	195~225
球场风云	卡通	2021	疯狂体育	223~451

数据来源：七麦数据、太平洋证券研究院

## 超休闲：IDFA新政倒逼超休闲游戏开发者调整变现策略，向内购和订阅转型

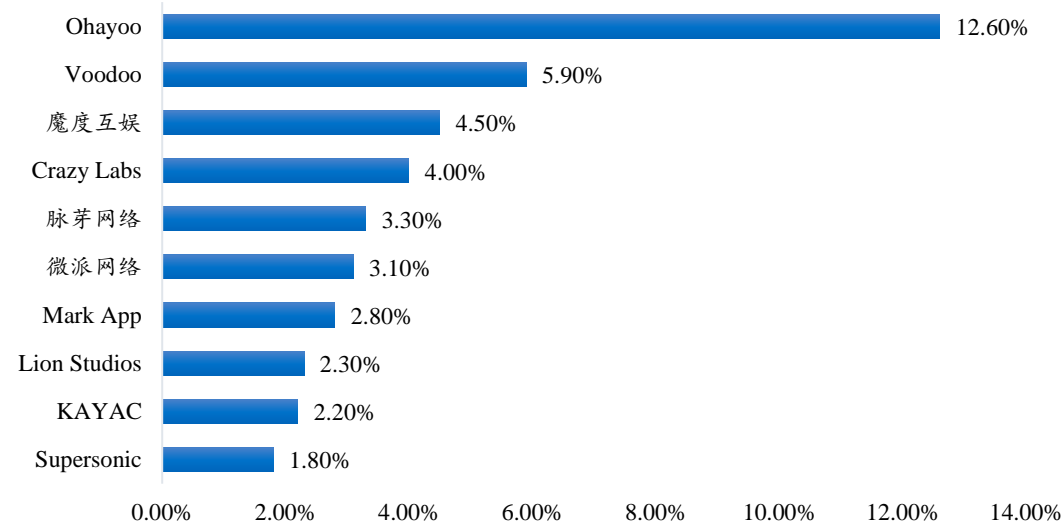
- 超休闲游戏一般是指应用体积很小，画面与玩法简洁，可即下即玩，不深入设计付费数值的游戏。超休闲游戏开发周期很短（一般在1-2周），且买量的CPI低于其他类型的游戏，因此具有较低的进入门槛。
- 自2018年以来超休闲游戏在中国经历了蓬勃发展的三年，2020年中国超休闲游戏的下载量达到118亿次(较上年+52%)，市场规模达到177亿次，成为举足轻重的游戏细分品类。但随着居家经济的结束，超休闲游戏市场的整体增速放缓。竞争格局方面，国内超休闲游戏的厂商集中度较低，先前Ohayoo依托字节跳动先天的流量和用户属性，占据了10%以上的下载量，但今年以来由于版号要求和广告影响环境的变化，Ohayoo已下架多款超休闲游戏，超休闲游戏赛道目前仍处在变局中。
- 目前全球超休闲游戏大于70%的收入来自于广告，但随着iOS14.5操作系统的推出，对原本依赖IDFA进行广告投放的超休闲游戏发行商而言，无论是获客，还是广告变现都增加了一定的难度。对**获客端**来说，我们认为其受到的影响相对较小，因为超休闲游戏用户规模较大、分布广泛，对买量投放的精准度没有过高的要求。而对于**广告变现端**来说，我们认为**纯粹的IAA模式受到的影响更大，未来将更多地向混合变现转型**，原因主要来自多个方面：1) IDFA标签体系的缺失对不具备自有标签体系的游戏app媒体来说，提高了广告主在iOS端的投放技术难度；2) 未成年人防沉迷规章的出台对降低超休闲游戏活跃用户数的效应已初步显露，与之绑定的广告收入必然同步减少；3) 目前多数超休闲游戏不具有版号，原则上即使仅通过广告变现的游戏也应取得版号，部分主流广告平台已开始逐步践行，而在行业整体版号收紧的环境下，超休闲游戏获取版号不具备强大的竞争力。鉴于赛道出现的问题，超休闲游戏厂商已经开始调整变现模型，如以更多的品牌广告代替效果广告；或在游戏中加入付费点，引入内购机制；部分开发者开始尝试订阅模式，如《魔方钢琴3》的订阅服务可去除广告，还可解锁额外的歌曲。随着付费的引入，我们认为未来超休闲游戏和中重度游戏的边界或将不再泾渭分明，混合变现会成为更多厂商的选择。

### 中国超休闲游戏市场规模



数据来源：伽马数据、太平洋证券研究院

### 2020年中国超休闲游戏所属企业iOS下载量Top 10



数据来源：伽马数据、太平洋证券研究院

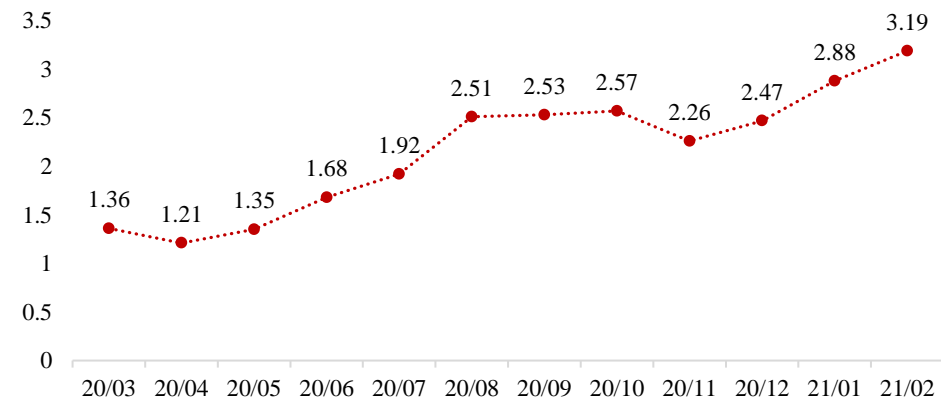
## 第三章 休闲游戏未来发展趋势



## 受买量效率降低和广告变现环境严峻双重掣肘，但仍有多重机遇

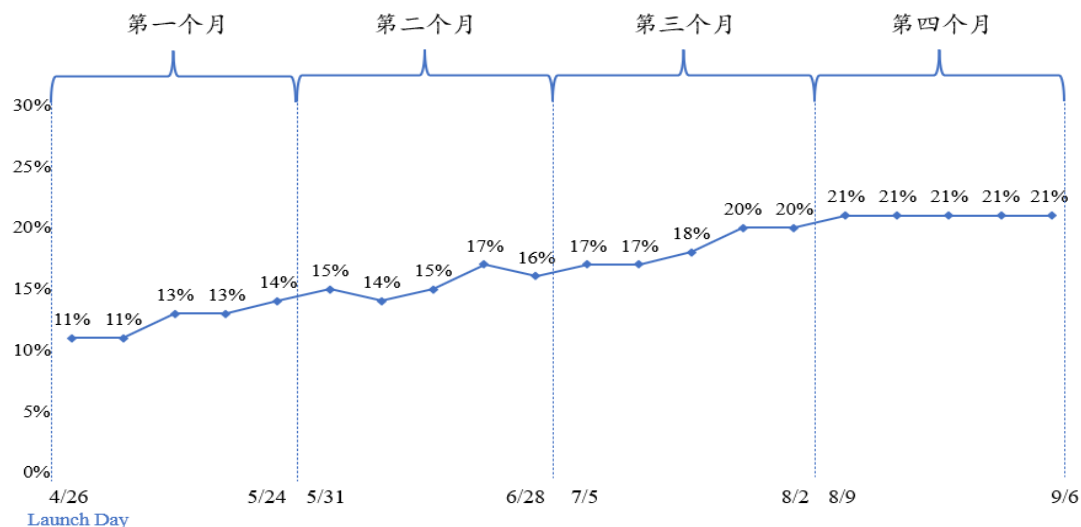
- 休闲游戏正处于买量效率降低和广告变现环境严峻的双重掣肘下。2020年以来，游戏发行商之间的竞争更加激烈，休闲游戏的CPI在2021年2月达到3.19美元，较一年前增长超过一倍。2021年4月以来，IDFA新政进一步弱化了休闲游戏厂商的买量和广告变现能力。在iOS14.5版本下，开发者需要获得明确的权限才能访问设备的广告标识符，根据Flurry的统计，截至9月，全球只有21%的消费者选择了允许追踪。用户标签的缺失，一方面会导致精准定位付费用户的效率降低，进而买量的渠道减少、成本提高；另一方面，除自身拥有封闭的IDFV标志体系的互联网大厂外，多数中小游戏厂商在iOS端依赖IDFA的数据，广告收入必然因标签的缺失而缩水。此外，2021年9月游戏工委与会员单位发起的《网络游戏行业防沉迷自律公约》中要求“不得向用户强制推送游戏广告”，再次说明部分休闲游戏在过去充当流量中介的角色需要转型。
- 虽在夹缝中生存，但仍有多重突围机会，并且挑战与机遇并存。在营销环境不利的情况下，对休闲游戏而言，拓展更多元的变现模式和探索新兴的领域是必然选择。首先内购的占比会逐步提升，这点在2020年已经有所体现，根据AppsFlyer的数据，全球休闲游戏的IAP收入在2020年第二季度提升32%，且增长水平一直保持到2020年底。海外头部休闲游戏厂商的收入结构（IAP为主）也能够证明休闲游戏用户同样具备较高的付费潜力。此外，部分带有竞技属性的休闲游戏正在探索的电竞模式也将成为可行的替代方案，为中小厂商提供突围的机会。

2020年3月-2021年2月休闲游戏月度CPI(\$)



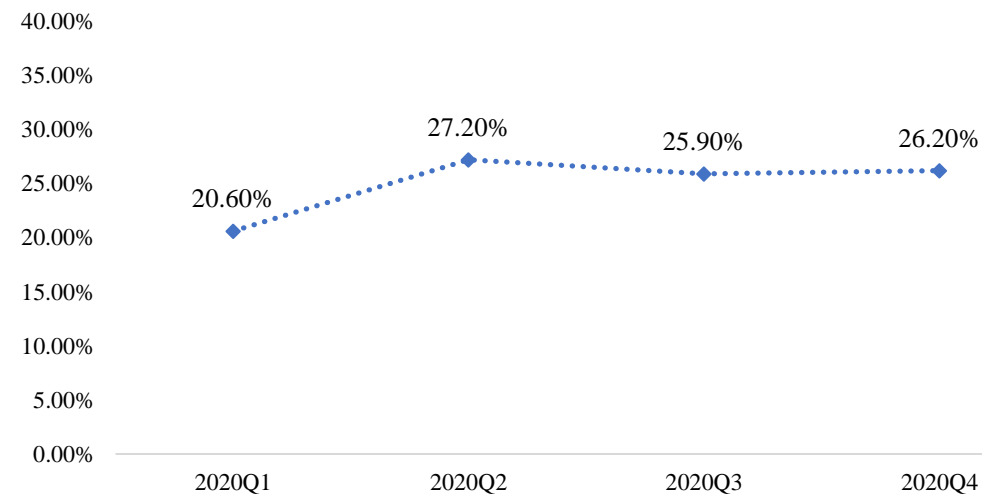
数据来源：Liftoff、太平洋证券研究院

iOS14.5推出后全球用户选择允许追踪占比



数据来源：Flurry、太平洋证券研究院

2020年全球休闲游戏内购收入(IAP)每季度分布



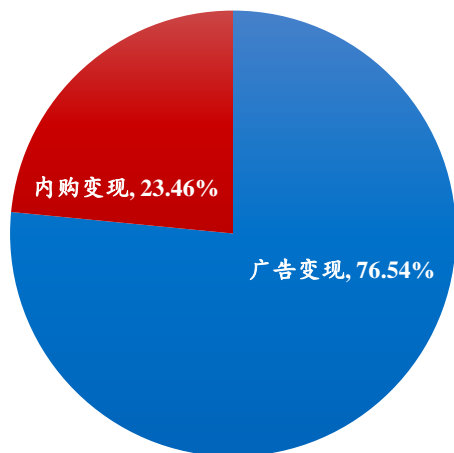
数据来源：AppsFlyer、太平洋证券研究院



## 休闲游戏将顺应精品化浪潮，通过长线运营挖掘用户付费能力

- 与其他品类类似，中国的休闲游戏也将迎来精品化时代。国内休闲游戏多年来最突出的问题在于无法长线运营，很多产品的3留、7留爆发力极强，但30日、60日的长留就相对乏力，仅有极少数产品能在用户心中长期保持存在感。而国内外真正优秀的头部休闲游戏则普遍体现出受众广泛、可以玩很多年、能够被铭记等特点。鉴于目前国内版号审查日趋严格，未来能够投入市场并触达用户的休闲游戏必将朝着精品化的方向发展，而随着产品题材更加新颖、玩法和数值设计更加丰富，用户的付费能力也将得到进一步开发。
- 过去休闲游戏的收入主要来自广告，而长期运营的头部精品多以内购变现为主，并且近年来用户的内购意愿越来越明显。事实上，三消、模拟经营、轻策略等中度休闲游戏的内购变现能力早已得到了市场的验证。如《开心消消乐》的主要盈利模式就是通过合理设计关卡的付费点，激发用户的付费能力，《开心消消乐》在2017年的月均付费账户就已经有828万，年收入达到14.58亿元；2020年上线的《最强蜗牛》将青瓷游戏的ARPPU从2018年的47元提升到2020年的206元；《一念逍遥》主要通过内购+激励视频的方式混合变现，自2021年2月上线以来保持在iOS游戏畅销榜5-21名已超过9个月。我们预计随着未来休闲游戏的精品化，游戏的复杂程度向中度倾斜，更多厂商的变现策略也将结合游戏的性质和品类特点做出相适应的调整，休闲游戏的内购收入占比会进一步得到提升。

2021H1中国移动休闲游戏广告和内购变现收入占比



数据来源：游戏工委、中国游戏产业研究院、太平洋证券研究院

各类型休闲游戏适合的变现方式

类别	游戏特点	适合的变现方式
重度休闲	产品多以内购为主，用户群体固定且忠诚度高，游戏生命周期长	内购为主
中轻度休闲	拥有比超休闲更加完善的体系，如：丰富的数值系统、创新度可玩性高	内购+激励广告
超休闲	主要玩关卡通关，占用时间少，游戏操作简单易懂，玩法单一，以减压为目的。	广告/订阅/付费下载

数据来源：OPPO开发者社区、太平洋证券研究院

## 在多元化变现探索中，休闲电竞日益展露锋芒

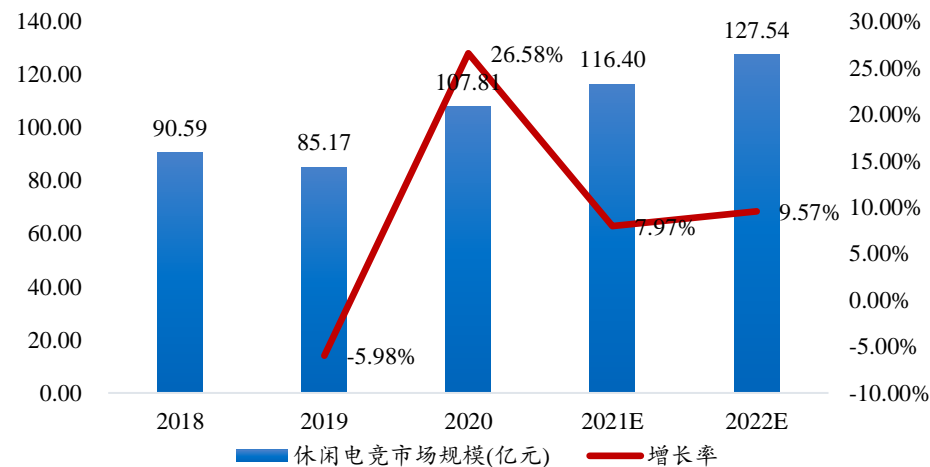
- ▶ 电子竞技近年来快速发展并构建了完整的产业链，“竞技化”成为了游戏产业重要的发展趋势。传统的电竞游戏主要集中于MOBA、FPS、RTS等重度品类，这些类型的游戏往往门槛较高，对普通玩家初步参与电子竞技并不友好。随着移动游戏渗透率的提升，电竞操作的门槛有所降低，休闲娱乐类型的竞技开始走向大众市场。2016年起巨人网络围绕旗下休闲竞技游戏《球球大作战》开展了一系列电子竞技赛事，“休闲竞技”的概念逐渐进入大众的视野。2017年腾讯旗下小游戏《跳一跳》则通过好友排行榜的方式进一步刺激了广大普通玩家参与竞技。
- ▶ 与传统电竞相比，休闲电竞对游戏操作强度的要求较低、单局游戏时长较短、对设备的软硬件环境要求更低，但仍然具备电竞所要求的公平性、对抗性和观赏性。如果说传统电竞是一种精英选手+追随粉丝的模式，那么休闲电竞则是一种全民化的活动。
- ▶ 按照伽马数据的分类，休闲电竞游戏可以分为同步对抗型和异步对抗型两类。同步对抗型是指用户在相同的时间和环境下展开的竞技对抗，用户间可以进行直接对抗，并影响到对方的胜负与排名，也可以进行间接挑战，最终以同时段的游戏结果判定胜负，需要多人同时参与。异步对抗型是用户在不同时间、相同环境下展开的竞技对抗。用户基于游戏内相同关卡与挑战进行操作，最终的胜负由关卡表现、游戏评分等因素判定，单人与多人均可参与。变现方式上，同步竞技主要通过皮肤售卖、道具售卖的方式获取流水，异步竞技则主要通过获取复活机会、消耗道具等变现，且涉及一定的广告变现。
- ▶ 2020年休闲电竞游戏市场规模已达到百亿，用户规模达到2.38亿，市场与用户规模近年来相对稳定，尚未出现爆发性增长，这主要与头部休闲产品迭代较慢以及赛事体系尚不完善有关。

### 休闲电竞与中重度电竞的主要差异

类型	休闲电竞	中重度电竞
竞技模式	同步竞技、异步竞技	同步竞技
游戏时长	单局时间较短	单局时间较长
游戏入门难度	上手难度低	上手难度高
用户付费	小额付费、付费率低	大额付费、付费率高
赛事侧重	更注重用户参与	更注重观看体验

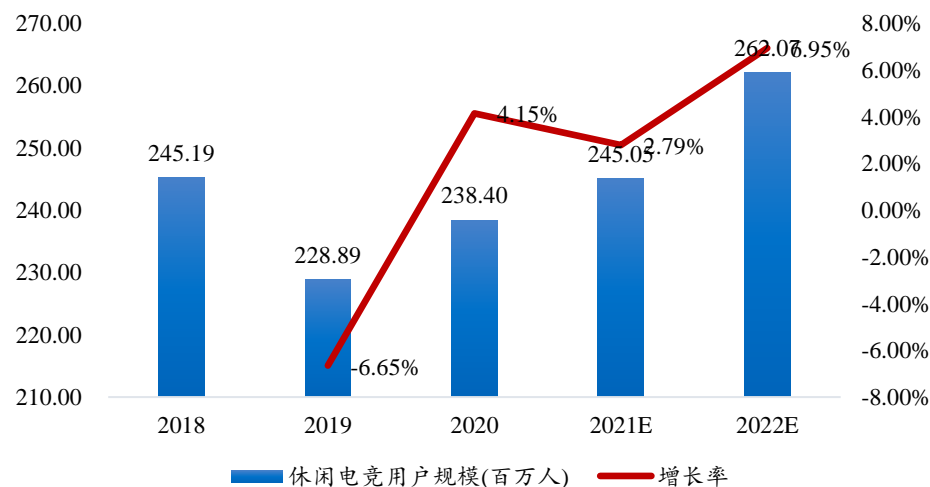
数据来源：伽马数据、太平洋证券研究院

### 中国休闲电竞游戏市场规模



数据来源：伽马数据、太平洋证券研究院

### 中国休闲电竞游戏用户规模

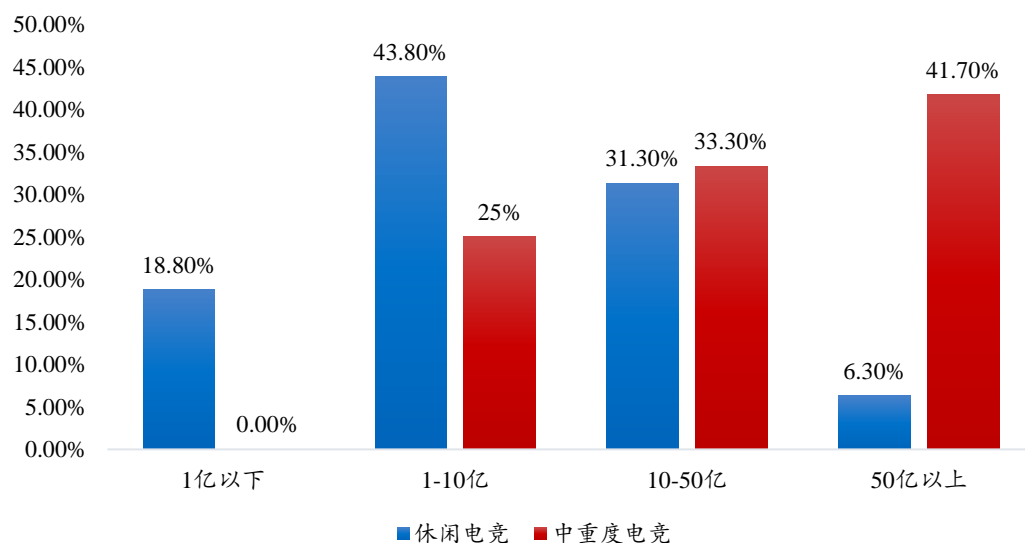


数据来源：伽马数据、太平洋证券研究院

## 休闲电竞参与者将从“产品”和“平台”两个方面切入并各自受益

- 休闲电竞为中小型游戏厂商提供了更多入局电竞产业的机会。由于中重度电竞的比赛项目多为头部硬核游戏，此类电竞的市场机会目前主要被头部的游戏厂商瓜分，集中度较高，后来者进入的难度较大。但休闲电竞市场尚处于培育阶段，全民参与的理念也注定了有更多的游戏产品可以加入其中，这就为广大中小游戏厂商提供了参与的机会。从目前主要的休闲电竞游戏的研发商分布来看，营收规模在10亿以下的中小企业占到参与者的一半以上，对比之下，同规模企业在中重度电竞布局者中仅占25%。
- 国内外大中厂商均已有所布局，参与者主要为休闲游戏研发商和移动电竞平台。游戏研发商通过赛事运营可以提高产品影响力、提高用户粘性、拓展变现渠道，同时提高用户留存、延长游戏的生命周期。创新型休闲游戏竞技平台的出现则提供了更多电竞赛事的举办机会，该平台自身的运营模式也为国内休闲电竞所处的早期市场提供了可借鉴的经验。

2020年头部电竞游戏所属企业年游戏营收规模分布



数据来源：伽马数据、太平洋证券研究院

## 头部厂商在休闲电竞领域的布局情况

公司	布局情况
腾讯	<ul style="list-style-type: none"> <li>2016年6月，QQ游戏大厅推出“王者争霸赛”，赛事设立了《英魂之刃》、《拳皇98》、《枪林弹雨》、《欢乐斗地主》、《天天德州》、《英雄杀》等11个比赛项目，包含从页游到手游，从MOBA到棋牌的多种休闲对抗游戏形态，实现了对传统电子竞技项目爱好者之外的大众休闲对抗游戏爱好者的全面覆盖。</li> <li>2018年，腾讯就自研H5游戏《跳一跳》开展了“跳一跳全国冲分赛”、“跳一跳大师赛”等线上和线下比赛，通过赛事的举办提高品牌影响力和拓宽小游戏变现渠道。</li> </ul>
巨人网络	<ul style="list-style-type: none"> <li>巨人网络自2016年以来围绕《球球大作战》打造了相对完整的休闲电竞赛事体系，参赛者覆盖从职业选手到普通用户等不同群体。目前《球球大作战》上线已超过6年，每年会举办不低于2000场比赛，每年至少投入600万元比赛奖金，挖掘了YDG、DZ、AOP等16家职业战队，以超长的生命周期成为休闲电竞新兴赛道的标杆产品。</li> </ul>
创梦天地	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020年创梦天地通过RTS手游《全球行动》切入竞技赛道，现已构建了线上游戏、线下实体店、电竞赛事多位一体的电竞生态。</li> <li>2021年5月上线的休闲射击手游《小动物之星》也将启动电竞赛事。</li> </ul>
Supercell	<ul style="list-style-type: none"> <li>旗下即时策略游戏《皇室战争》自2016年问世后就从未停止对电竞的探索，相继举办了CCGS全球个人锦标赛、CRL职业联赛等赛事，地点横跨欧洲、亚洲和美洲，并成功入选2018年第18届亚运电子竞技表演赛。</li> <li>另一款竞技手游《荒野乱斗》则通过为不同水平的玩家提供相应级别的赛事，鼓励更多用户参与到电竞当中。</li> </ul>
Skillz	<ul style="list-style-type: none"> <li>Skillz自2012年成立以来即致力于让所有人都可以参与移动竞技，其自身主要作为休闲游戏聚合平台的角色，通过与游戏开发者合作，让用户通过少量付费的形式参与比赛，并以现金、奖金或者点数的方式奖励获胜者。</li> <li>迄今为止，该平台已举办数十亿次休闲电竞比赛，帮助独立游戏开发者在传统变现渠道之外获得新的收入来源。</li> </ul>

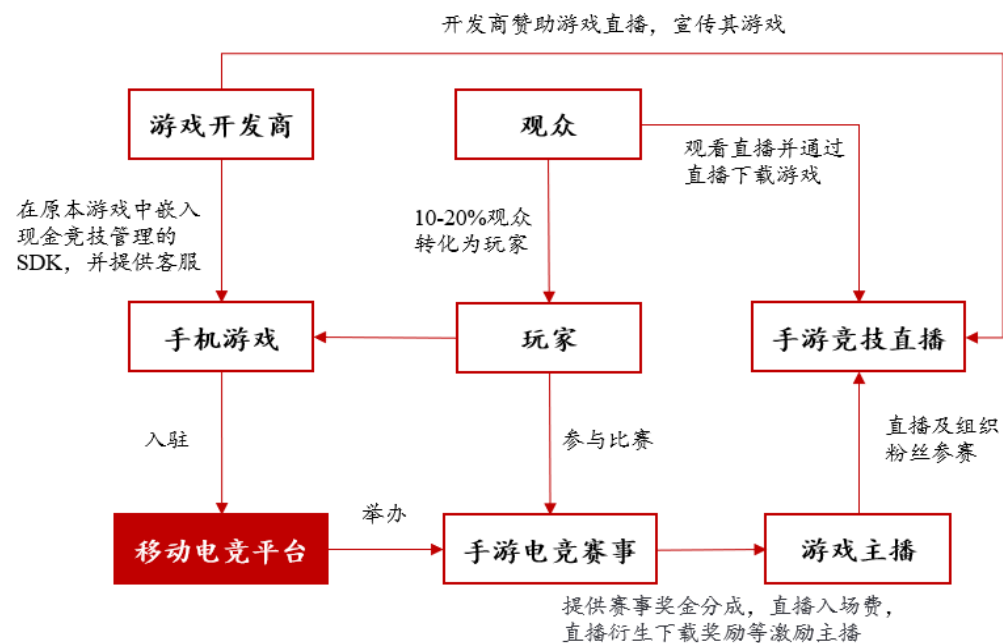
数据来源：伽马数据、公司年报、太平洋证券研究院



## Skillz的休闲电竞平台模式可借鉴至中国并改良应用

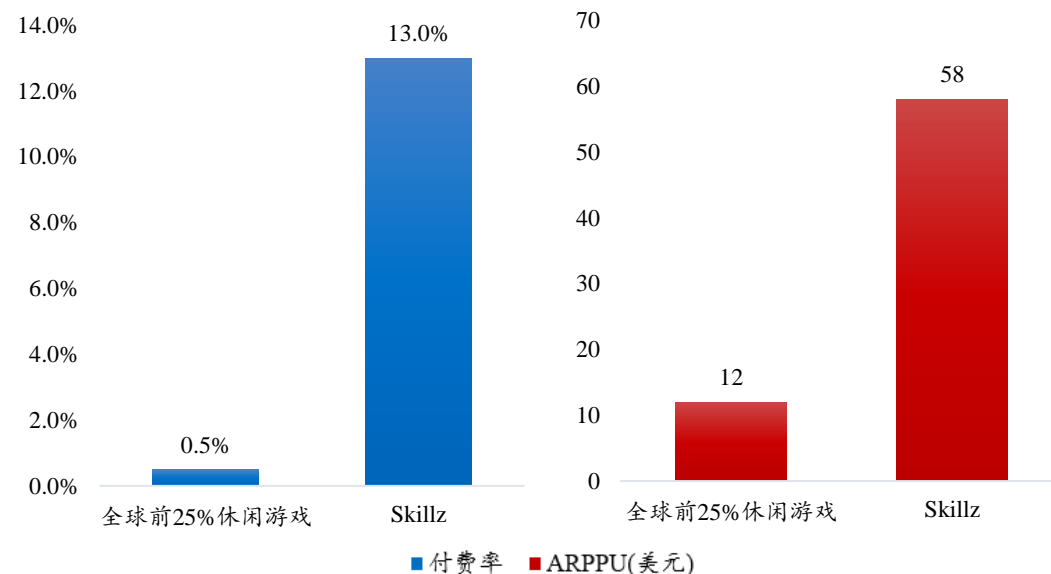
- Skillz是一家美国的休闲电竞平台公司，它允许休闲游戏开发者将自己的产品在Skillz平台上转化为电竞比赛，玩家可以通过押注少量金额的钱参赛，形成奖金池，最终获胜的玩家将获得大部分奖金，Skillz则抽取一小部分作收入。
- Skillz以提供基础设施平台的形式全方位赋能休闲电竞生态参与者。对于用户而言，现金奖励的方式使用户在虚拟竞技中获得了现实利益的回报，提高了用户利用碎片时间参加竞技娱乐的欲望。对于游戏开发者而言，由于长期受营销预算相对弱势、用户留存率低和变现困难等问题的困扰，通过Skillz平台网络可显著提高游戏的曝光度，现金竞技模式也可显著提高用户的留存和付费热情。根据Game Analytics的数据，全球前25%休闲游戏的付费率仅为0.5%，而Skillz平台的用户付费率在2020年和2021上半年分别达到了13%和19%；全球前25%休闲游戏的ARPPU最高为12美元，平均值约为7美元，而Skillz平台在2020年和2021年上半年的月平均ARPPU分别为58美元和64美元。此外，Skillz还通过奖金分成，直播入场费，直播衍生下载奖励等方式与游戏主播合作，以此吸引更多游戏开发商入驻平台并赞助游戏直播，观看游戏直播的观众还可以通过直播下载游戏或者与主播对战，转换为游戏玩家，Skillz平台10%~20%游戏玩家就是从观众转化而来。
- Skillz平台的模式可借鉴至国内，但需结合国内政策环境予以改进。Skillz平台入驻的游戏主要为棋牌、拼图、赛车等竞技类手游，但营收主要来自《Solitaire Cube》、《21 Blitz》和《Blackout Bingo》三款博彩游戏(2020年合计贡献了79%的营收)。考虑到博彩游戏参与竞技时一定程度上受运气影响，获胜者并非100%凭技能取胜，现金激励的引入使之容易变相与赌博相联系。结合我国政策环境，借鉴该模式应谨慎选择纯竞技性主导的游戏品类(如三消、跑酷、体育等)进行尝试，避免触碰监管红线。国内目前已有公司开始建设相似的休闲电竞平台，如天神娱乐旗下测试中的PK.NOW!，随着未来开发者的加入，国内休闲游戏有望被进一步盘活，迸发新的生命力。

### Skillz的主要参与者及商业模式



数据来源：公开资料、太平洋证券研究院

### 2020年全球前25%休闲游戏与Skillz平台游戏付费率与ARPPU

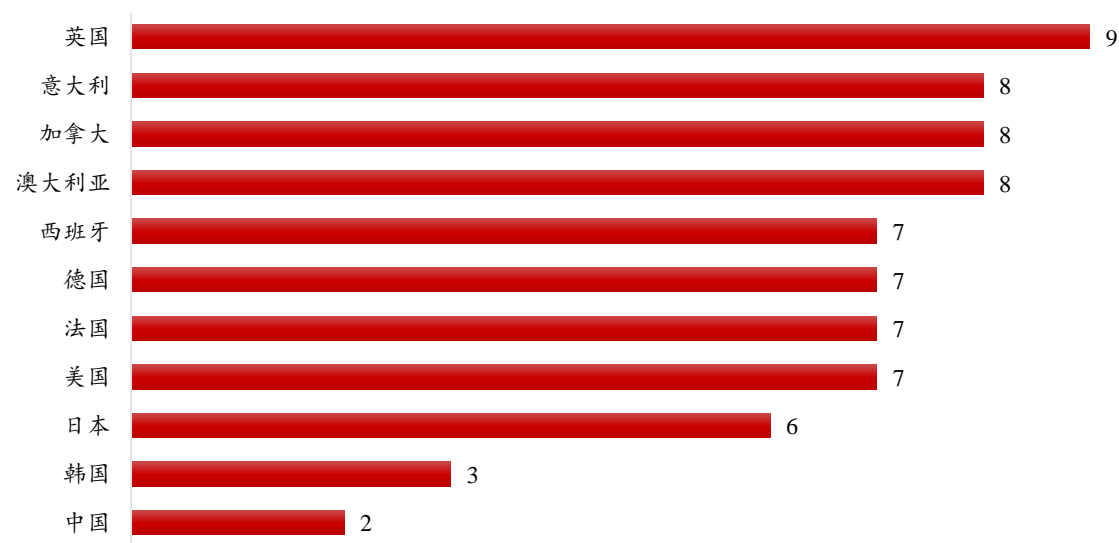


数据来源：Game Analytics、Skillz财报、太平洋证券研究院

## 休闲游戏在中国与其他T1地区地位差异显著，但压力之下正是变革突围的时机

- 中国与其他T1地区国家的畅销游戏类型存在显著差异。从各T1地区国家的iOS游戏畅销榜看，欧美地区畅销榜Top10的产品中，休闲游戏一般可以占到7-9款，且多以三消、博彩、轻度策略为主，体现出欧美用户对休闲游戏较高的付费意愿；中国和文化较接近的韩国畅销榜中，休闲游戏的数量仅有2款和3款，与多数T1地区国家的风格存在显不同；日本市场相对特殊，近年来休闲游戏的上榜数量有所上升，目前iOS畅销榜前十中休闲游戏占6款，但品类多集中在休闲RPG和模拟养成类。
- 当下国内政策环境有望逼迫休闲游戏厂商改变经营策略，收获与欧美地区长期Gap的市场空间。中国与其他T1地区之间的风格差异由多种原因造成，首先欧美和日本用户整体的付费能力较强，中国的游戏付费多由重度游戏中的硬核用户拉动，泛游戏用户的付费率整体较低；第二是欧美和日本地区的用户长期以来习惯于在PC和主机端玩重度游戏，移动端则偏好用碎片时间玩休闲游戏；第三，海外头部休闲游戏多坚持长期运营的策略，以美国长期霸榜的休闲游戏为例，《糖果粉碎传奇》、《金币大师》、《部落冲突》均已运营10年左右，《梦幻花园》、《糖果苏打传奇》也运营了超过5年，这与背后厂商多年来坚持注入新的内容、兼顾新老用户的需求，并坚持长期买量以保证用户留存和拉新活力是分不开的，而中国市场除了极个别产品以外，多数产品生命周期较短，且偏好IAA变现模式，因此没有长期积累庞大用户基数的能力。而结合当下国内营销环境与政策环境的变革，我们认为从短期看，会有部分依赖广告变现的小游戏厂商因无法取得版号而丧失经营能力，使供给侧更加向头部休闲游戏厂商集中；从长期看，监管趋严最终的结果更可能的是逼迫头部休闲游戏厂商更深入地挖掘休闲游戏的新玩法，使之向中度化、精品化的方向演进，从而延长产品的生命周期、拓宽变现渠道，逐步缩小与其他T1国家之间的差距，并获得这部分市场空间。

2021年11月T1地区游戏iOS畅销榜Top 10中休闲游戏的数量



数据来源：七麦数据、太平洋证券研究院

2021年11月美国iOS畅销榜头部休闲游戏

中文名	上线时间	品类	开发者
糖果粉碎传奇	2012	三消	King
皇室战争	2016	轻策略	Supercell
金币大师	2010	博彩	Moon Active
梦幻家园	2017	三消	Playrix
部落冲突	2012	即时战略	Supercell
梦幻花园	2016	三消	Playrix
宝可梦GO	2016	宠物RPG	Niantic、宝可梦
卡通爆炸	2017	三消	Peak
Project Makeover	2019	三消	Magic Tavern
糖果苏打传奇	2014	三消	King

数据来源：七麦数据、太平洋证券研究院



## 国产游戏出海步伐向休闲品类倾斜，三消、博彩等成为优选赛道

- 在国内游戏市场规模增速放缓、存量竞争激烈的情况下，出海成为很多国内厂商的选择，但此前出海产品主要集中在SLG、RPG、射击等中重度品类。近年来，随着国内厂商对海外市场理解的深入，三消、博彩等海外用户偏好的热门品类逐渐成为厂商发力的重心。根据Sensor Tower的历史数据，在2018年10月中国手游海外收入Top30的排行榜中，半数以上为SLG游戏，休闲游戏仅占5款；而2021年10月的排行榜中，休闲游戏所占数量大幅提升至10款。由于休闲游戏在海外受众广泛，市场空间巨大，很多产品即使在中腰部就可以获得可观的收入和投入产出比，较早休闲赛道布局的厂商则已在出海厂商中崭露头角，如三七互娱、麦吉太文和博乐科技等，已分别在三消、博彩、模拟经营等赛道中形成品类优势。
- 对于一款游戏来说，能否在海外市场迅速冲出重围并崭露头角主要取决于三个要素，即游戏的质量、厂商的获量能力和变现能力。在当下众多厂商出海扩充市场、角逐蓝海的初期，买量依然是大多数出海厂商的第一增量选择。2021年一季度App Growing Global的全球休闲产品买量推广榜单中显示，中国出海厂商占据了全球休闲手游推广榜Top10的一半，在Top20中占据8席。考虑到国产休闲游戏的出海在当下仍处在买量发挥边际效用较高的快速上升期，我们认为中短期内，会有更多休闲游戏厂商角逐于这个蓝海市场，休闲游戏细分赛道的市场规模也有望加速提升。

### 2018年10月与2021年10月中国手游海外收入Top 30对比

2018年10月				2021年10月			
排名	游戏	发行商	品类	排名	游戏	发行商	品类
1	荒野行动	网易	TPS	1	PUBG Mobile	腾讯	FPS
2	王国纪元	IGG	SLG	2	原神	米哈游	ARPG
3	火枪纪元	FunPlus	SLG	3	使命召唤手游	腾讯/动视暴雪	FPS
4	PUBG Mobile	腾讯	FPS	4	State of Survival	FunPlus	SLG
5	黑道风云	友塔网络	SLG	★ 5	Puzzles & Survival	三七互娱	三消/SLG
6	阿瓦隆之王	FunPlus	SLG	6	万国觉醒	莉莉丝	SLG
7	列王的纷争	智明星通	SLG	7	王国纪元	IGG	SLG
8	万国觉醒	莉莉丝	SLG	8	三国志·战略版	灵犀互娱	SLG
9	无尽对决	沐瞳科技	MOBA	★ 9	口袋骑士	江娱互动	休闲策略
★ 10	放置奇兵	卓航网络	放置/RPG	10	荒野行动	网易	TPS
11	末日孤城	龙创悦动	SLG/RTS	11	黑道风云	友塔网络	SLG
12	少女前线	X.D & Sunborn	SLG/RPG	★ 12	放置少女	有爱互娱	放置/养成
13	王者荣耀	腾讯	MOBA	13	无尽对决	沐瞳科技	MOBA
14	城堡争霸	IGG	SLG	★ 14	Project Makeover	Magic Tavern	三消/装扮
15	碧蓝航线	Yostar	TPS	15	Age of Origins	Camel Games	SLG/塔防
16	梦幻模拟战	GameBeans	SLG	16	明日方舟	鹰角&悠星&心动	RPG/塔防
17	苏丹的游戏	梦加网络	SLG	★ 17	Cash Frenzy	博乐科技	老虎机
18	新三国志	英雄互娱	SLG	★ 18	偶像梦幻祭!Music	乐元素	音乐
19	战火与秩序	壳木软件	SLG/RTS	19	阿瓦隆之王	FunPlus	SLG
★ 20	奇迹暖暖	Nikki Games&智明星通	养成	20	火枪纪元	FunPlus	SLG
21	天使纪元	游族网络	MMORPG	21	云上城之歌	三七互娱&NEOCRAFT	MMORPG
22	苏丹的复仇	ONEMT	SLG	22	守望黎明	龙创悦动	SLG
23	崩坏3	米哈游	ARPG	23	帝国曙光	龙创悦动	RTS
24	兵人大战	原力镜	SLG/RTS	★ 24	Jackpot World	博乐科技	老虎机
★ 25	极品芝麻官	创酷互动	模拟经营	25	奇迹之剑	4399	MMORPG
★ 26	叫我官老爷	创酷互动	模拟经营	26	战火与秩序	Camel Games	SLG/RTS
27	拳皇98终极之战OL	掌趣科技	ARPG	★ 27	剑与远征	莉莉丝	放置
28	末日争霸:丧尸之战	龙创悦动	SLG	★ 28	Lotsa Slots	博乐科技	老虎机
29	海战游戏	Special Gamez	SLG	★ 29	江山美人	三七互娱	模拟经营
★ 30	神魔之塔	Mad Head	消除/RPG	30	小小蚁国	星合互娱	SLG

注：标有星号的游戏分类为休闲游戏

数据来源：Sensor Tower、太平洋证券研究院

### 2021Q1全球休闲手游买量推广榜Top20

排名	游戏名称	排名	游戏名称
★ 1	Mergical-Fun Magic Merge Game	11	Coloring Book-Color by Number & Paint by Number
★ 2	Project Makeover	★ 12	Gardenscapes
3	Ball Sort Puzzle	13	Idle Arks: Build at Sea
★ 4	My home-Design Dreams	★ 14	Idle Gun Tycoon-Gun Games For Free, Shot Now!
5	Water Sort Puzzle	15	Homescapes
6	Traffic Puzzle	16	Township
★ 7	Cooking Madness-Kitchen Frenzy	17	Bubble Shooter: Magic Snail
★ 8	Bangbang-Rabbit!	18	Oil Well Drilling
9	Pocket World 3D-unique puzzle	19	Cross Fight
10	Puppy Town-Merge & Win	★ 20	Townnest: Alfred's Adventure

注：标有星号的游戏发行商为中国厂商

数据来源：App Growing Global、太平洋证券研究院

## 第四章 国内外休闲游戏厂商案例与投资机会

## 综合型游戏公司估值相对合理，中小型休闲游戏细分头部公司有待关注

- 按照公司规模和业务重心的特征，国内休闲游戏所涉及的上市公司可分为三种类型，即互联网巨头、综合游戏头部企业和休闲细分领域头部企业。从估值水平来看，由于前两种类型的企业往往拥有一定数量的爆款产品并可依此获得较为稳定的流水收入，同时每年都有大量不同品类的新品储备，容错率较高，这部分公司的PE大多保持在20倍左右及以上(昆仑万维除外)；而对于第三种类型，也就是把休闲游戏细分品类游戏的研发和发行作为主营业务的企业，其估值水平大多低于20倍(汤姆猫除外)，这里一部分原因或可归结于中小型游戏公司每年推出的新品数量较少，而文化类新产品的市场表现相对不稳定，较低的容错率使得市场没有赋予其较高的估值空间，另一部分原因是休闲游戏在过去一些年没有出现明显的产品或行业变革，从而无法拉动估值中枢上行。
- 我们选取了部分中小型休闲游戏企业作为案例，结合其产品表现和战略规划，认为这类企业大多同样拥有一定的核心产品作为长期的基本盘，并在此基础上深耕某一个或相近的几个细分领域，新品同样具备爆发力。同时，游戏行业相关政策在2021年频繁推出，休闲游戏这一细分行业在几年内或将出现较为明显的变革。一方面版本号限制下休闲游戏的精品化趋势必将带来供给侧向头部企业集中，另一方面休闲电竞、休闲游戏出海规模的迅速提升也将给予这类企业更大的市场空间。因此，我们认为随着行业变革的驱动，以及这类企业长期以来对细分领域积累的专业经验，中小型休闲游戏细分头部公司在中短期内值得市场更多的关注。

### 国内休闲游戏主要涉及的上市公司

证券代码	公司名称	旗下主要休闲游戏	2020归母净利润(亿元)	2021H1归母净利润(亿元)	PE(2021/11/25TTM)
0700.HK	腾讯控股	《QQ飞车》、《天天爱消除》	1598.47	903.54	20.19
9999.HK	网易-S	《我的世界》、《王牌竞速》	120.63	79.81	43.35
300418.SZ	昆仑万维	《闲来麻将》、《闲来斗地主》	49.93	9.99	8.50
002555.SZ	三七互娱	《Puzzles & Survival》、《叫我大掌柜》	27.61	8.54	24.41
603444.SH	吉比特	《摩尔庄园》、《一念逍遥》	10.46	9.01	18.74
002558.SZ	巨人网络	《球球大作战》、《胡桃日记》	10.29	5.74	19.70
300459.SZ	汤姆猫	《我的汤姆猫》、《我的安吉拉》	7.53	4.12	22.27
002605.SZ	姚记科技	《指尖捕鱼》、《Bingo Party》	10.93	3.67	12.76
0799.HK	IGG	《糖果消除大师》、《连萌星乐园》	17.63	4.80	5.70
6820.HK	友谊时光	《熹妃传》、《浮生为卿歌》	5.04	1.30	5.01
2100.HK	百奥家庭互动	《奥比岛》、《螺旋圆舞曲》	2.74	0.46	9.28
H01608.HK	青瓷游戏(拟上市)	《最强蜗牛》、《提灯与地下城》	1.04	-	-
1119.HK	创梦天地	《梦幻花园》、《小动物之星》	(4.42)	(0.74)	(10.88)

数据来源：Wind、太平洋证券研究院

## 姚记科技：由“扑克牌之王”跨界的捕鱼游戏龙头

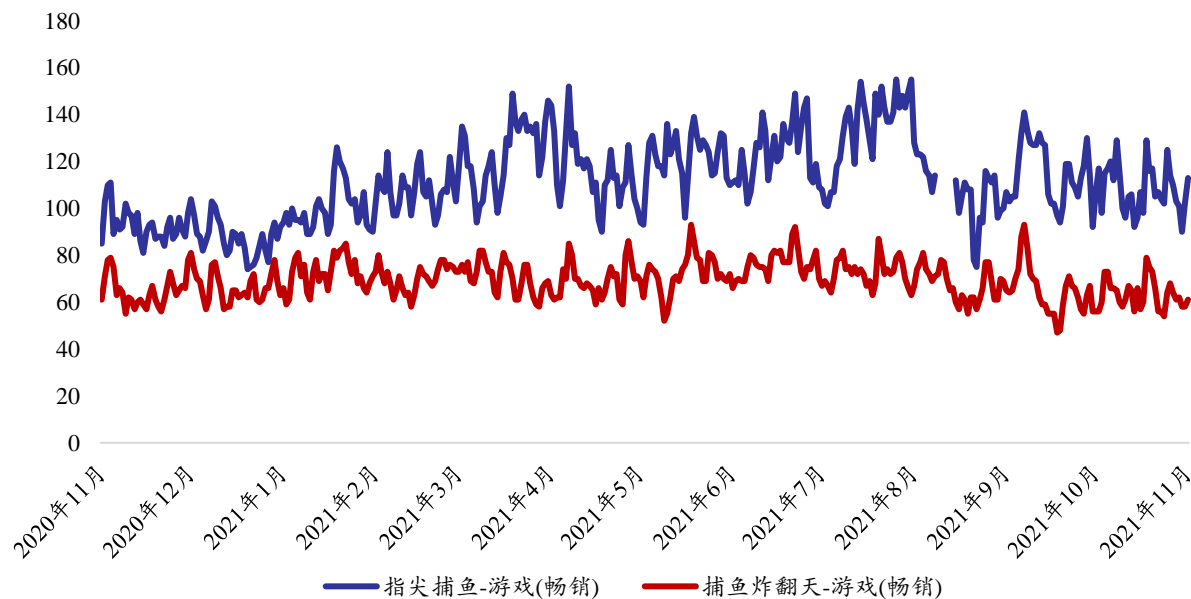
- 姚记科技成立于1989年，早期从事扑克牌的设计、生产和销售30余年，是该领域的绝对龙头。2018-2020年公司通过收购成蹊科技和大鱼竞技100%的股权成功切入休闲游戏领域。目前手游业务已取代扑克牌，成为姚记最主要的利润来源，2021年上半年公司净利润中成蹊科技和大鱼竞技两家子公司合计贡献占比达75.3%。
- 姚记在国内运营的游戏主要是成蹊旗下的捕鱼、棋牌、模拟类游戏。其中《指尖捕鱼》、《捕鱼炸翻天》已运营多年，且具有很强的用户粘性，2021年来仍保持iOS游戏畅销榜74-155和47-93名。捕鱼游戏在当前市场环境下对新进入者存在较高的政策壁垒，如果盈利机制设计不当会产生一定的涉赌风险，因此自2018年4月起，新闻出版署迄今尚未发放过捕鱼类游戏产品版号。在规避风险方面，成蹊旗下产品的盈利机制设计相对规范，游戏中不存在聊天功能，也不显示用户联系方式，内购的金币、道具也无法赠送，从各个环节规避了涉赌的可能性，从监管角度看健康、合规。此外，公司近年来积极向棋牌、模拟养成等周边品类扩张，陆续开发了《小美斗地主》、《齐齐来麻将》、《梦幻恐龙园》等产品。目前姚记在国内运营的手游产品，累计注册用户已超过7,000万人；微信小游戏产品，累计注册用户超过1.86亿人。
- 海外方面，公司主要致力于Bingo、Solitaire、Slots等博彩游戏的开发，目前Bingo类游戏已取得一定的成绩。大鱼竞技旗下的《Bingo Party》、《Bingo Journey》在国内出海休闲竞技类游戏单品排名中靠前，在全球已发行至超过100个国家和地区，累计注册用户超过2,500万人，多次获得Google Play全球推荐。由于博彩游戏在海外本身具备较强的用户粘性，同时研发成本在中国境内相对较低，大鱼竞技近年来保持着60%以上的较高净利率水平。

### 姚记科技旗下主要游戏产品



数据来源：姚记科技官网、太平洋证券研究院

### 《指尖捕鱼》与《捕鱼炸翻天》近一年iOS中国游戏畅销榜排名



数据来源：七麦数据、太平洋证券研究院



## 青瓷游戏：放置类与Rogue-like RPG游戏的领军企业

- 青瓷游戏成立于2012年，是专注于休闲游戏（尤其是放置类游戏）与Rogue-like RPG游戏细分领域的开发商与发行商。按休闲游戏及放置类游戏流水计，青瓷在中国所有移动游戏公司分别排名第三和第二。按自主开发的Rogue-like RPG流水计，公司在中国所有移动游戏公司排名第二。
- 青瓷游戏近年来频繁做出爆款，标志性产品《最强蜗牛》、《不思议迷宫》及《提灯与地下城》均实现高额流水，在iOS游戏畅销榜位列头部。《最强蜗牛》于2020年6月首月上线便获得4亿元流水，2020年6月至12月平均MAU达到440万人，在2020年中国ios游戏畅销榜上最高排名第二；《提灯与地下城》于2021年3月上线后首月流水突破1.85亿元，连续6日登上中国iOS游戏免费榜榜首，在中国iOS游戏畅销榜最高排名第四名。
- 发行和运营方面，青瓷的游戏发行模式主要基于针对性的营销活动，通过与TapTap和B站等受年轻人欢迎的垂直分销渠道建立紧密的合作，公司产品触达到更加广泛而活跃的玩家群体。截止2021年一季度末，青瓷所有游戏的平均MAU已达到370万人。
- 基于强大的研发和发行能力，青瓷游戏先后在2013年获得吉比特的A轮融资，2021年获得B站、腾讯、阿里的战略投资，体现出游戏头部企业及互联网巨头对公司未来对青瓷游戏市场潜力的认可。

### 青瓷游戏标志性游戏情况

游戏名称	Icon	上线时间	细分品类	iOS畅销榜最高排名
最强蜗牛		2020年6月	放置类	2
不思议迷宫		2016年8月	Rogue-like RPG	1
提灯与地下城		2021年3月	Rogue-like RPG	4
阿瑞斯病毒		2018年8月	RPG	1
无尽大冒险		2015年6月	放置类	-

数据来源：青瓷游戏招股说明书、太平洋证券研究院

### 青瓷游戏在放置类与Rogue-like RPG领域的竞争地位

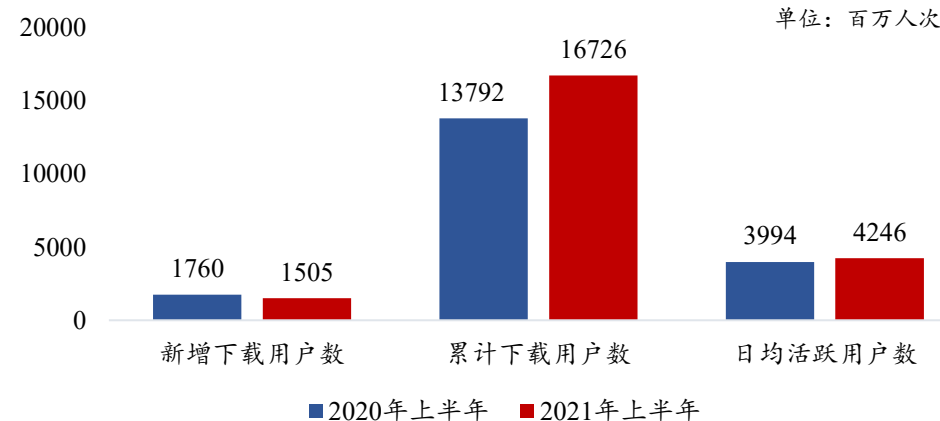
2020年中國最大移動遊戲公司排名 (按自主開發放置類遊戲的流水計)			2020年中國最大移動遊戲公司排名 (按自主開發Rogue-like RPG的流水計)		
排名	公司名稱	2020年自主開發 放置類遊戲的 流水， 人民幣十億元	排名	公司名稱	2020年自主開發 Rogue-like RPG的 流水， 人民幣百萬元
1	公司B	4.3	1	公司H	120.0
2	本公司 青瓷游戏	1.4	2	本公司 青瓷游戏	73.8
3	公司E	0.5	3	公司I	65.5
4	公司F	0.5	4	公司J	60.3
5	公司G	0.3	5	公司K	47.9

数据来源：青瓷游戏招股说明书、弗若斯特沙利文

## 汤姆猫：全球知名IP“会说话的汤姆猫”背后的中资公司

- ▶ 汤姆猫原名为金科文化，主体业务为子公司Outfit7旗下的“会说话的汤姆猫家族”系列游戏的开发和运营。Outfit7是一家位于斯洛文尼亚和塞浦路斯的电子游戏开发商，业务覆盖欧盟、美国、中国、俄罗斯、巴西、印度等全球大部分国家和地区。2017-2018浙江金科先后收购Outfit7 100%的股权，使其成为了一家中资公司。
- ▶ 目前公司仍围绕核心IP“会说话的汤姆猫家族”持续推出以养成和跑酷类为主的系列游戏，拥有广泛而活跃的用户基础。截至2021年上半年，《会说话的汤姆猫》《我的汤姆猫》《我的安吉拉》《汤姆猫英雄跑酷》《汤姆猫总动员》等20余款游戏自推出以来已获得超过160亿次的下载量，全球MAU高达4.1亿次。根据App Annie的统计数据，2017-2020年，Outfit7在iOS与Google Play游戏综合下载榜中稳居第4名。2021年8月上线的《我的安吉拉2》以其细腻的画质、更为个性化的养成玩法，成功登上2021年三季度iOS与Google Play全球下载量首位。
- ▶ 汤姆猫系列产品在变现模式上以广告为主，2021年上半年的营收中，广告收入的占比为78.96%，广告形式涵盖插页、横幅、奖励视频，占广告业务收入比重分别为35.84%、21.01%和36.38%。由于公司业务主要集中在海外，海外的广告营销环境较国内相对宽松，且不存在版号、年龄限制等压力，因此目前国内的政策调整尚不对公司的盈利模式构成冲击。

### 汤姆猫用户数量情况



数据来源：汤姆猫半年报、太平洋证券研究院

### 汤姆猫家族主要产品矩阵

#### 养成类



汤姆猫总动员



我的汤姆猫



我的汤姆猫2



我的安吉拉



我的安吉拉2

#### 跑酷类



汤姆猫英雄跑酷



汤姆猫跑酷



汤姆猫炫跑



汤姆猫的摩托艇



汤姆猫的摩托艇2

数据来源：Outfit7官网、太平洋证券研究院

### 2017-2020全球iOS与Google Play综合游戏下载量企业排名

排名	2017	2018	2019	2020
1	Voodoo 法国	Voodoo 法国	Voodoo 法国	Voodoo 法国
2	Electronic Arts 美国	育碧 法国	Good Job Games 土耳其	Applovin 美国
3	育碧 法国	腾讯 中国	SayGames 白俄罗斯	Crazy Labs 以色列
4	<b>Outfit7 塞浦路斯</b>	<b>Outfit7 塞浦路斯</b>	<b>Outfit7 塞浦路斯</b>	<b>Jinke Culture-Outfit7 中国</b>
5	Miniclip 瑞士	TabTale 以色列	Playgendary 德国	SayGames 白俄罗斯
6	涂鸦移动 中国	Electronic Arts 美国	Applovin 美国	Playgendary 德国
7	TabTale 以色列	Applovin 美国	Crazy Labs 以色列	Azur Interactive Games 俄罗斯
8	动视暴雪 美国	Vivendi 法国	Miniclip 瑞士	Miniclip 瑞士
9	腾讯 中国	Playgendary 德国	宝宝巴士 中国	Babybus 中国
10	猎豹移动 中国	Miniclip 瑞士	腾讯 中国	Playrix 爱尔兰

数据来源：App Annie、公司年报、太平洋证券研究院

## 创梦天地：由进口代理到自研，专攻消除与休闲竞技类赛道

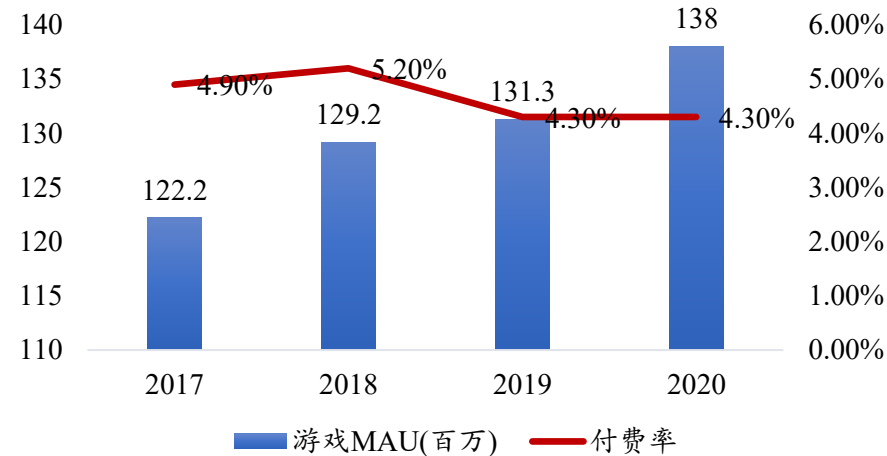
- 创梦天地成立于2011年，公司早期专注于手游发行，曾代理推出多款海外精品游戏，包括《水果忍者》、《神庙逃亡2》、《梦幻花园》、《梦幻家园》等，在手游产品偏少的早期聚集了大量用户，成为后来乐逗游戏大体量用户的前期基础。
- 与传统的游戏发行商相比，创梦更看重产品，对于发行的每一款游戏都要拿到源代码，以在中国市场做深度运营及本地化开发工作。由于坚持精品化运营和长生命周期的思路，公司多款游戏的实际运营周期显著长于行业平均周期(3-12个月)，MAU和ARPPU也保持着持续增长。
- 随着用户红利增长趋缓以及对行业精品内容的诉求，公司逐渐构建自研能力，并于2017年组建自研团队，2019年、2020年的研发开支分别为1.91亿元、3.25亿元，同比分别增长92.8%、70.2%。另外，创梦天地独有的源代码发行模式，使其长期吸收海外优秀游戏的代码开发经验，从而实现自研能力的快速积累，也为研运一体打下坚实基础。创梦天地未来的游戏自研主要聚焦于消除类与竞技类游戏，同时将发行与投资业务扩展至中重度类游戏。

### 创梦天地代表产品矩阵

消除益智类	休闲竞技类	中重度游戏
 快乐点点消 2015	 神庙逃亡2 2013	 全民冠军足球 2013
 梦幻花园 2017	 全球行动 2020	 魔力宝贝手机版 2019
 梦幻家园 2018	 小动物之星 2021	 荣耀全明星 2021

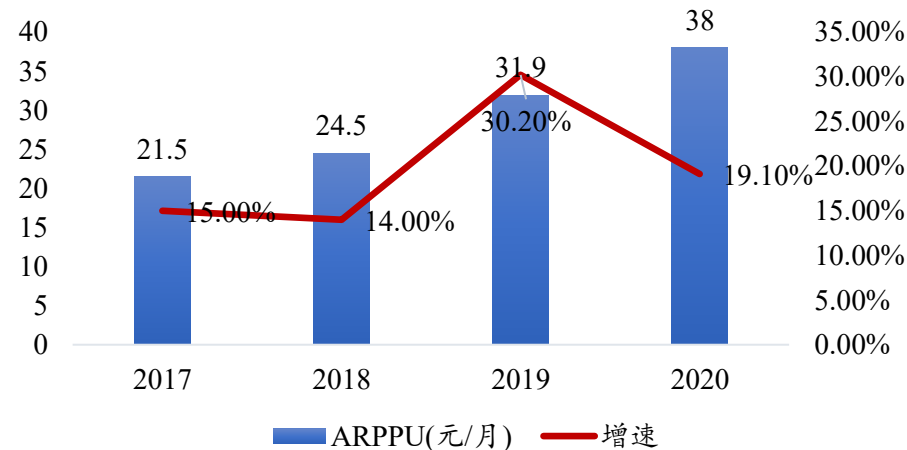
数据来源：公开资料、太平洋证券研究院

### 创梦天地游戏MAU及付费率



数据来源：创梦天地年报、招股书、太平洋证券研究院

### 创梦天地游戏ARPPU情况



数据来源：创梦天地年报、招股书、太平洋证券研究院



## Ohayoo: 始于超休闲, 终于长线运营

- Ohayoo(朝夕光年)是字节跳动旗下的休闲游戏平台, 2019年通过超休闲游戏的发行切入游戏赛道。其首款游戏《消灭病毒》于2019年春节上线6天后即登顶iOS免费榜; 2019年8月初上线的《音跃球球》持续一个月霸占iOS游戏免费榜第一名; 《我功夫特牛》在2019年11月至次年3月期间保持在中国iOS游戏免费榜前十名超过三个月, 累计下载量超过6000万。Ohayoo先前的迅速爆发可归因于三个方面: 第一是Ohayoo先天背靠字节旗下抖音、头条等用户量大且调性相同的流量池, 字节旗下广告营销平台巨量引擎是目前最受欢迎的游戏买量平台(2021年6月的游戏广告投放量Top 20中, 17款游戏的第一主投平台为巨量引擎/千川); 第二是基于用户数据对游戏进行动态调优, Ohayoo在游戏立项之初便采用游戏核心玩法的短视频在抖音中测试, 根据播放量、点赞、评论等维度观察其玩法是否为特定用户接受; 第三是依靠其前期成功的运营经验, 不断加深对休闲游戏用户的理解, 以帮助开发商对游戏不断改进, 提升留存与付费率。
- Ohayoo未来的重心或将放在自研游戏和摸摸鱼游戏平台, 不断探索休闲游戏的长线运营方式。Ohayoo先前的游戏主要通过广告变现, 但前期Ohayoo平台的游戏多数没有申请版号, 随着监管对IAA游戏的版号要求的逐步落实, 以及未成年人离场后游戏内流量的减少, 这种商业模式必然会受到巨大的冲击, 探索新的变现模式和长线运营将是必然选择。其中游戏自研以及今年上线的“摸摸鱼”游戏平台或成为未来Ohayoo探索长线运营的重心, 比如摸摸鱼平台通过短视频、社群讨论、KOL游戏推送相结合的方式, 逐步建立起用户对平台品牌的认知和粘性, 并通过“免广告券”等形式逐步探索休闲小游戏变现的各种可能。

### Ohayoo代表游戏基本情况

游戏名称	品类	上线时间	下载量	有无版号
我功夫特牛	Roguelike	2019年9月	6000万+	无
我的小家	消除类	2019年7月	5000万+	有
音跃球球	音乐	2019年8月	3000万+	无
像素射击	射击类	2021年1月	3000万+	无
消灭病毒	射击类	2019年1月	2000万+	有
我也是大侠	放置类	2020年5月	2000万+	无
脑洞大师	休闲益智	2019年10月	2000万+	无
皮皮虾传奇	模拟/放置类	2019年4月	2000万+	有
我飞刀玩得贼6	io	2019年1月	2000万+	无
是特工就上一百层	街机	2020年1月	2000万+	无
宝剑大师	模拟类	2020年3月	2000万+	无
小兵别嚣张	策略/塔防类	2019年10月	1000万+	无
全民弹弹弹	消除类	2019年6月	1000万+	无
女神之路	模拟/换装类	2019年9月	1000万+	无

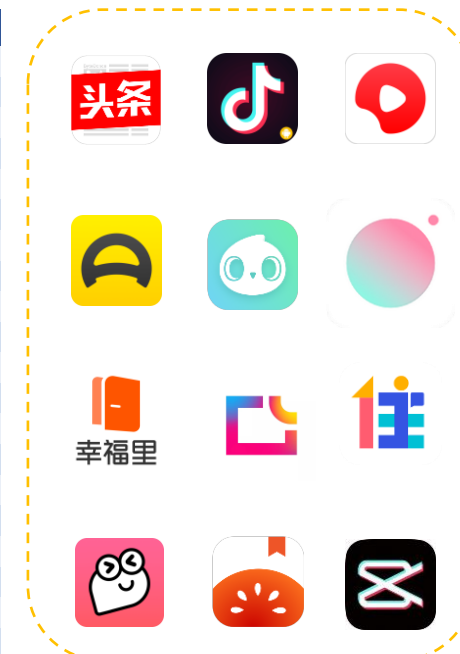
数据来源: Ohayoo、TapTap、七麦数据、太平洋证券研究院

### 2021年6月手游广告投放数Top 20

排名	应用名称	应用类别	主投平台Top4(按广告投放数排序)
1	粘土模拟器	模拟	巨量引擎/千川 奇麟神算 快手
2	星战前夜模拟器	模拟	巨量引擎/千川
3	魔性小飞机	塔防	巨量引擎/千川 腾讯广告 UnityAds 快手
4	全民来找茬	街机	巨量引擎/千川 腾讯广告 快手 UnityAds
5	梦幻新诛仙	MMORPG	腾讯广告 巨量引擎/千川 百度信息流 网易易效
6	4399游戏盒	其他	巨量引擎/千川 奇麟神算 腾讯广告 快手
7	我的文明模拟器	模拟	巨量引擎/千川 腾讯广告 快手 网易易效
8	来电了	-	巨量引擎/千川 快手 网易易效
9	星战模拟器	模拟	巨量引擎/千川 奇麟神算 腾讯广告 快手
10	汉字大英雄	文字	巨量引擎/千川 腾讯广告 快手 网易易效
11	阿伟的假期	消除	腾讯广告 巨量引擎/千川 快手
12	神奇的汉字	文字	巨量引擎/千川 腾讯广告 UnityAds 网易易效
13	天天消方块	消除	巨量引擎/千川
14	疯狂弹力球	休闲益智	巨量引擎/千川 腾讯广告 快手 UnityAds
15	鬼泣: 巅峰之战	RPG	腾讯广告 巨量引擎/千川 斗鱼 网易易效
16	花花填色	填色	巨量引擎/千川 快手
17	萌龙消消乐	消除	巨量引擎/千川 腾讯广告 网易易效
18	成语黄金屋	文字	巨量引擎/千川 快手 网易易效
19	魔力宝贝归来	模拟	巨量引擎/千川 腾讯广告 网易易效 快手
20	万国觉醒	策略	巨量引擎/千川 腾讯广告 网易易效 UnityAds

数据来源: App Growing、太平洋证券研究院

### 字节系流量池代表App





## 海外市场特征及头部厂商案例

- 海外与国内市场在头部产品格局上存在较大的差异。国内头部游戏往往由MMO、MOBA类游戏构成，而在海外，休闲游戏是最受其玩家欢迎的游戏类型，尤其在欧美、非洲乃至印度等地区，其畅销榜头部游戏多数为三消、博彩等休闲游戏品类。

### 2020年海外各地区手游用户和变现特征

#### T1: 美国、加拿大、澳大利亚、德国、英国、法国、意大利、西班牙、日本、韩国

- 用户**
- 超休闲和休闲游戏的用户约占欧美市场手游玩家的八~九成。
  - 消除、模拟、解谜玩法在欧美市场较受欢迎。
  - 澳大利亚在Top10地区中DAU全线增长。

- 变现**
- 除日本市场外，SLG的内购变现能力出现一定缩水。
  - 消除+模拟建造玩法的IAP在T1多数地区位列前三。
  - 老虎机玩法以及融合了模拟养成的老虎机游戏在欧美地区变现能力极佳。

#### T2: 俄罗斯、中国台湾地区、芬兰、沙特阿拉伯

- 用户**
- 超休闲和休闲游戏的用户约占整体手游玩家的六~八成。
  - 生活模拟玩法在T2地区增长飞速，解谜和堆叠玩法分别在俄罗斯和芬兰爆发增长。
  - 除沙特外，io的Top30头部游戏在T2市场均处于较大的萎缩状态。
  - 沙盒玩法在T2地区用户持续增长，在沙特的年度DAU增长92%。

- 变现**
- 除沙特外，以卡牌为核心玩法或融入RPG玩法的手游吸金能力上浮，但消除+卡牌+RPG玩法在T2地区的变现能力出现缩水。
  - MOBA、文字冒险和沙盒在俄罗斯的内购变现能力增长明显；桌游棋牌、沙盒在沙特的变现能力上浮迅猛。

#### T3: 土耳其、巴西、墨西哥、印度、印尼、越南

- 用户**
- 超休闲和休闲游戏的用户约占整体手游玩家的六~八成。
  - 除印度外，io游戏拥有T3地区Top10的用户池，尤其受到越南、印尼、巴西用户的喜爱。
  - 解谜游戏T3地区整体增长迅速，敏捷操作-潜藏在印度爆发式增长，生活模拟在巴西、越南爆发式增长。
  - 消除+模拟建造玩法在T3地区实现了良好的市场验证，带来新一轮的用户增长。

- 变现**
- SLG与融合了大逃杀玩法的射击游戏在T3各地区的变现能力稳居一、二位。
  - “消除+”与“卡牌+”的各种融合玩法变体在T3地区变现能力迅速增长。
  - 除印度外，沙盒游戏在T3地区的变现能力显著增强；除巴西、墨西哥外，桌游棋牌在T3地区的变现能力整体上浮。

#### T4: 埃及、尼日利亚

- 用户**
- 超休闲和休闲游戏的用户约占整体手游玩家的七成。
  - T4地区偏好射击玩法。
  - 体育运动、跑酷、SLG玩法拥有Top10的用户量，但DAU在2020年出现不同程度的缩水。

- 变现**
- 融合了大逃杀玩法的射击游戏在T4地区的变现能力远强于经典的纯TPS/FPS玩法。
  - 沙盒和融入了模拟养成玩法的老虎机游戏的内购变现增长最快。
  - SLG玩法的变现出现整体缩水。

数据来源：AdTiming、快出海、太平洋证券研究院

结合海外游戏畅销榜Top游戏的来源，我们选取了5家海外大型休闲游戏厂商为案例，总结其旗下休闲游戏的玩法特征、变现方式、盈利能力及其成功的关键因素，通过比较可以看出头部休闲游戏厂商往往同时具备三个特征：第一是在特定细分品类上形成专业优势，并于产品迭代中持续加入微创新；第二是在形成特定品类的护城河后，逐渐向休闲游戏多元品类扩张，扩大收入来源；第三是具备熟练的买量操作和数值调优能力。

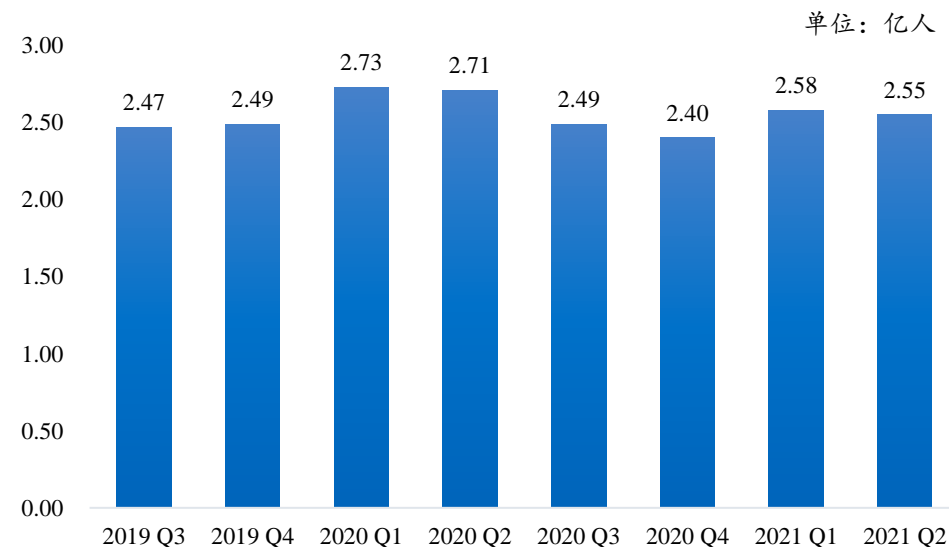
## King: 传统三消游戏龙头，具备极高的用户壁垒

- King成立于2003年，原名King.com，主要以facebook为平台开发社交及休闲游戏，是facebook上最大的游戏开发商。公司于2014年3月上市，通过IPO成功募资约5亿美元。2015年动视暴雪斥资59亿美元收购了King，也是这项交易使动视迅速在移动游戏领域取得发展。
- King旗下游戏多数为免费下载模式，主要通过内购和广告获取收入。旗下爆款游戏《糖果传奇》(Candy Crush Saga)自2012年上线以来在三消品类中始终保持较高的排名和下载量，被认为是最成功的免费模式应用之一。《糖果传奇》主要围绕基本的消除闯关核心玩法，没有添加额外的经济系统和附加元素，其地图仅反映玩家游戏进度，不含其它互动方式。虽然是一款非常传统的三消游戏，在App Annie公布的2021年第三季度全球热门游戏中，《糖果传奇》仍稳居各榜单前十，下载量、用户支出和MAU分别位列第十、第四和第三名，是全球三消游戏中的绝对龙头。
- 事实上，《糖果传奇》的付费率仅有2.3%，然而仅2020年，《糖果传奇》就创造了4.73亿美元的用户支出，其成功的主要原因来自庞大的用户数量。从King整体的MAU来看，尽管多款游戏已上线很多年，近2年各季度的平均MAU仍保持在2.5亿人左右。快节奏的移动游戏行业和市场虽然出现了新的游戏，但《糖果传奇》至今仍保持强大的玩家群体，在传统三消领域具有很高的用户壁垒。

糖果传奇三消及地图界面



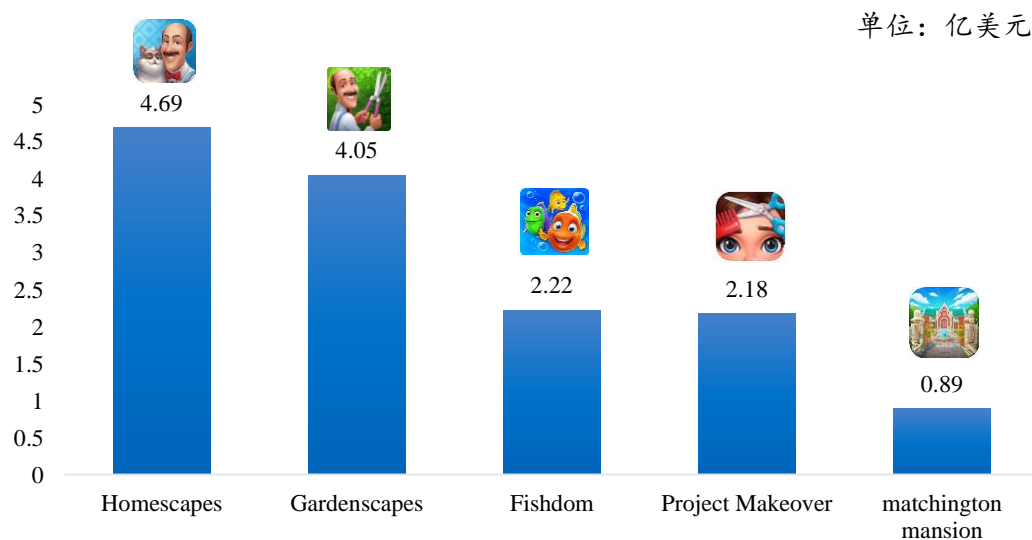
King各季度平均月活跃用户数



## Playrix: “三消+”模式的开创者

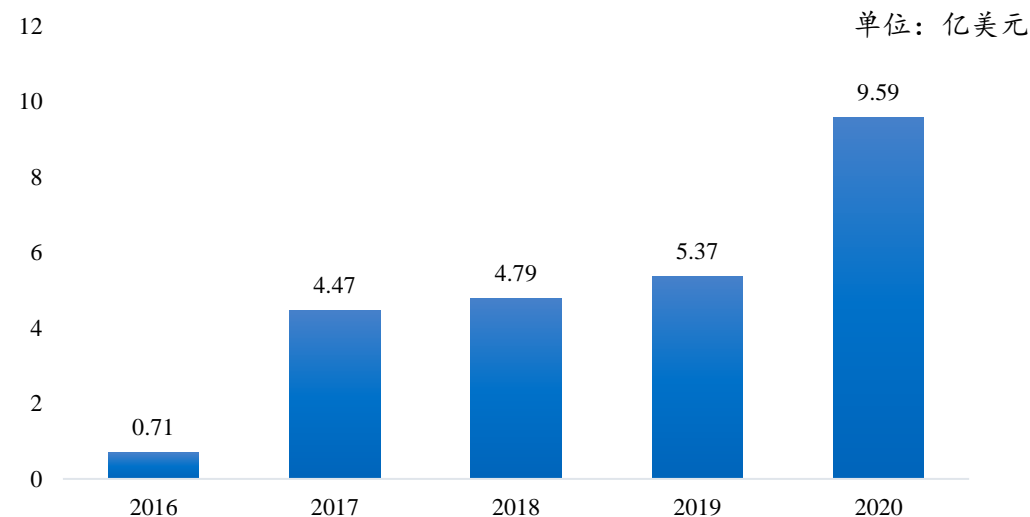
- Playrix成立于2004年，早期曾致力于PC端休闲游戏的制作，2009年开始开发移动游戏，其开发的热门游戏主要有《梦幻花园》、《梦幻家园》、《梦幻水族箱》以及《梦想小镇》等三消和模拟经营游戏。2018年起，Playrix着重发展对外投资，先后投资了欧洲头部游戏开发商Nexters和白俄罗斯的Vizor Games等公司。随着近年来持续的收购与投资，Playrix公司规模快速扩张。截至2020年，Playrix在全球拥有25个办事处，员工人数超过2500名。2021年2月，App Annie将Playrix列为年收入第三大手机游戏开发商，仅次于腾讯和网易。
- **Playrix旗下游戏主要以IAP形式变现，广告收入占比不足3%**。根据Statista的数据，2020年Playrix的内购收入达到19亿美元，两款代表作《梦幻花园》和《梦幻家园》每年贡献的收入约占公司总收入的65%-70%。SensorTower的数据显示，2021年上半年全球热门消除+装饰手游中，Playrix旗下的《梦幻家园》、《梦幻花园》、《梦幻水族馆》分别以4.69/4.05/2.22亿美元的内购收入位列前三。《梦幻花园》上线5年以来收入保持稳步增长，截至2021年8月，其累计创造收入已超过30亿美元。
- Playrix的用户主要定位在30岁以上的欧美地区中老年女性，结合这代用户的成长环境、生活步调、社交需求以及审美偏好，Playrix在传统三消游戏的基础上添加了很多创新，代表作《梦幻花园》和《梦幻家园》均采用简单的循环作为核心玩法，并通过融入欧洲贵族式的建造设计、公会竞合玩法和丰富的家庭肥皂剧剧情来推动目标用户的留存，同时以核心的消除玩法调节玩家的节奏和实现盈利。

### 2021年上半年全球热门消除+装饰手游内购收入



注：不包括中国及其他地区第三方安卓的收入  
数据来源：SensorTower、太平洋证券研究院

### 2016-2020年《梦幻花园》iOS与Google Play全球收入



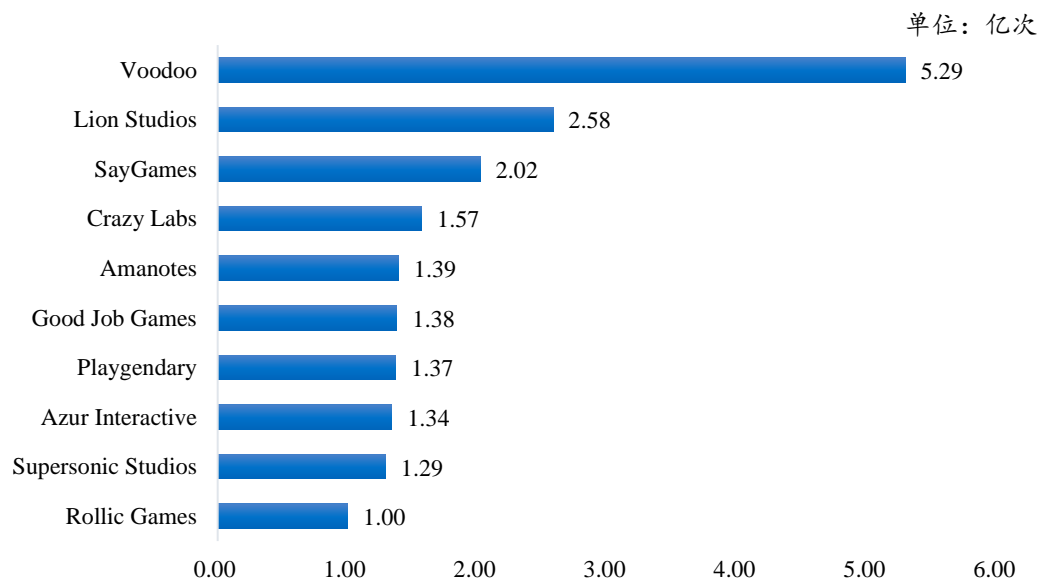
注：不包括中国及其他地区第三方安卓的收入  
数据来源：SensorTower、太平洋证券研究院



## Voodoo: 全球标志性超休闲游戏发行商

- Voodoo成立于2013年，是一家位于法国的游戏研发商和发行商，旗下大部分游戏都是基于移动端的超休闲游戏，是全球标志性的超休闲游戏厂商。在2020年第三季度的超休闲游戏的下载量排行榜中，Voodoo以5.29亿次排名第一，并远高于第二名Lion Studios。截至2021年5月，Voodoo游戏的累计下载量超过50亿次，月活跃用户数超过3亿。
- Voodoo以往的变现方式以应用内广告为主，通常没有加入内购，并且游戏多为单机模式，跑酷类游戏占比超过四分之一。由于用户留存时间是广告收入的关键，Voodoo在选择产品时非常重视留存率，创新的玩法和熟练的买量操作是其提高用户留存、取得成功的关键。研发层面上，公司通过经典玩法的创意复用和经市场验证产品的持续迭代来吸引用户；发行层面上，公司一方面通过快速的数据分析挑选产品，并通过数据反馈不断优化游戏，另一方面严格控制买量时的CPI，最大程度地发挥每一个用户的价值。同时，Voodoo还在探索超休闲游戏的内购变现模式。2020年9月，互联网科技公司第九城市与Voodoo就两款Voodoo旗下的休闲游戏达成合作，并约定了第三款游戏合作的选择权，这些游戏与Voodoo以往的广告变现模式不同，而是都加入了IAP商业模式，这也是Voodoo在中国市场对新业务模式的首次尝试。
- 2020年8月，腾讯收购了Voodoo的部分股权，Voodoo的超休闲游戏库和腾讯的流量池结合后将进一步推动Voodoo的业务向亚太市场拓展。据海外媒体TechCrunch报道，2019年Voodoo在中国地区的收入为3.6亿欧元(约29.6亿人民币)，反映出中国地区在超休闲游戏领域的巨大市场潜力。

### 2020 Q3全球超休闲游戏发行商下载量Top 10



数据来源：Apptopia、太平洋证券研究院

### Voodoo热门手游全球iOS及Google Play总下载量



注：数据截止到2021年7月

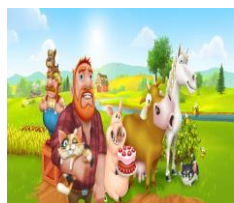
数据来源：Voodoo官网、太平洋证券研究院



## Supercell: 坚持少而精, 以轻竞技深入用户群体

- Supercell是一家位于芬兰的移动游戏开发商, 最初以模拟经营游戏《卡通农场》起家, 后来又推出了《部落冲突》、《海岛奇兵》、《部落冲突: 皇室战争》和《荒野乱斗》等, 收入均超过10亿美元, 其中最具代表性的为策略塔防类的休闲对战游戏《部落冲突》和《部落冲突: 皇室战争》, 根据Sensor Tower的数据, 截至2020年7月, 二者创造的收入已分别突破70亿和30亿美元。
- **Supercell持续做出爆款游戏的原因在于其坚持每款游戏都有所创新和极度苛刻的内部竞争的理念。** Supercell推出新游戏遵循少而精的原则, 2010年成立至今, 仅有5款自研手游正式上线, 虽然每年都有多款新品测试版本, 但测试不达标游戏均会被砍掉, 只有比其它产品更优秀的游戏才能真正和玩家见面。
- **通过休闲与竞技的结合引领“轻竞技”浪潮。** 几乎所有Supercell游戏的内核都是休闲风格与竞技内容并存的类型, 如《皇室战争》和《荒野乱斗》中充满了各种线上、线下的杯赛, 天梯排位的积分甚至也以杯数来衡量, 轻竞技逐渐成为Supercell产品的显著标志。与传统的职业电竞项目不同的是, 轻竞技项目的玩法更休闲、操作难度较低, 因此赛事更容易深入到下沉市场, 这也是Supercell的产品玩家覆盖面广的重要原因。

### Supercell诸款游戏的创新之处



卡通农场

- 在触屏设备上重新定义了农场游戏



部落冲突

- 第一款具备强烈社交属性的大型异步策略游戏



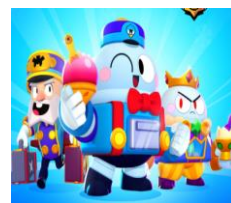
海岛奇兵

- 强调PVE版本的部落玩法



皇室战争

- 在局部即时战略中引入卡牌系统



荒野乱斗

- 3V3对局中综合了宝石、吃鸡、足球等模式

数据来源: 太平洋证券研究院整理

### Supercell历年来正式上线与测试下架的游戏

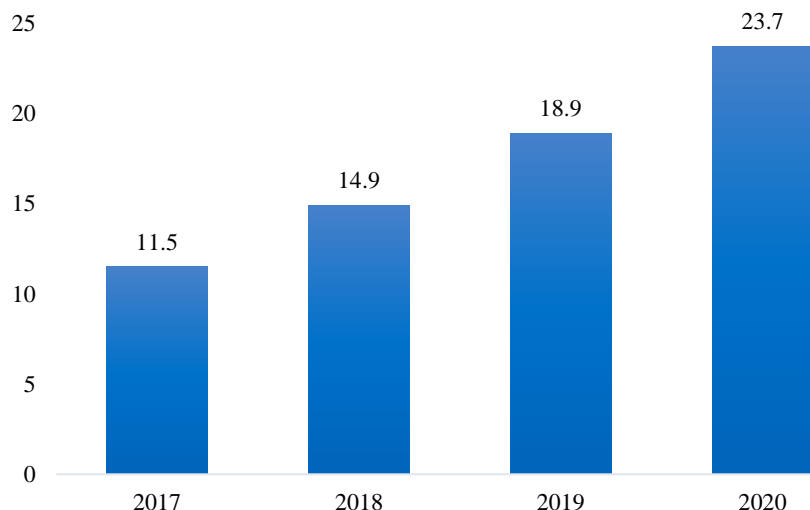
游戏名称	发售日期	游戏类型	状态
Gunshine.net	2011	MMORPG页游	停止运营
Magic	2011	-	停止运营
Pets vs Orcs	2012	塔防	停止运营
Tower	2012	-	停止运营
Battle Buddies	2012	战略	停止运营
卡通农场	2012(iOS) 2013(Android)	模拟经营	运营中
部落冲突	2012(iOS) 2013(Android)	战略	运营中
海岛奇兵	2014	策略	运营中
Spooky Pop	2014	三消/射击/策略	停止运营
Smash Land	2015	射击/卡牌	停止运营
部落冲突: 皇室战争	2016	策略/塔防/卡牌	运营中
荒野乱斗	2017(iOS) 2018(Android)	MOBA	运营中
Rush Wars	2019	策略/卡牌	停止运营
Hay Day Pop	2020	三消/模拟经营	停止运营
部落前线	2021	三消/策略	测试中
山谷物语	2021	模拟经营	测试中
部落传说	2021	ARPG	开发中
皇室奇兵	2021	策略	开发中

数据来源: 游戏新知、太平洋证券研究院

## Playtika: 始于社交博彩, 并向更多休闲品类外延扩张

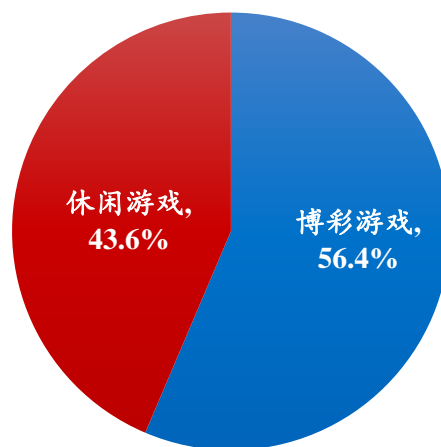
- Playtika成立于2010年, 是一家以色列的老牌游戏公司, 公司以博彩游戏起家, 并于近年来通过收购向其他休闲品类扩张。2021年1月, Playtika在美国纳斯达克上市。根据公司年报, 2020年Playtika实现营业收入23.7亿美元, 其中博彩游戏的占比达到56.4%。
- **经典老虎机游戏《Slotomania》和宾果游戏《Bingo Blitz》长线运营, 约为公司贡献一半的收入。**其中《Slotomania》于2011年上线, 目前已运营十年, 仍是首屈一指的社交老虎机游戏, 其中包含超过300款原创老虎机游戏, 每个游戏都包含丰富的虚拟奖励和虚拟硬币供用户深入研究和解锁。根据Sensor Tower监测, 《Slotomania》在2014年至2020年仍保持50-100万的月下载量, 目前累计下载量超过7000万; 在App Annie对2021年第一季度全球传统老虎机游戏的MAU Top 10榜单中, 《Slotomania》位列第一名。
- **Playtika将自己的产品定义为社交游戏, 明确游戏币不可套现和交易, 不触法律红线。**Playtika几乎所有的收入都来自游戏内虚拟物品的购买。由于各地对博彩游戏的监管要求不同, Playtika选择了一刀切的方式, 明确旗下游戏均不涉及真实的货币交易, 游戏中的积分均不能反向兑换为现金和虚拟物品以外的任何东西。
- **通过并购其他游戏及游戏工作室并进行改造调优是Playtika多年来形成的外延扩张套路。**在过去9年, Playtika收购了多个游戏及工作室, 从早期通过并购引入宾果及德州游戏, Playtika的扩张就已形成流水线作业的套路。如今, Playtika仍在通过并购涉足更多休闲游戏品类。2020年, Playtika旗下休闲游戏的年收入首次超过10亿美元, 2021Q1休闲游戏的收入较去年同比上升16%。2018年收购的Wooga工作室在2021年10月上线了三消+叙事游戏《Switchcraft》, Playtika正式进入三消领域。今年9月, Playtika收购了模拟装饰类游戏《Redecor》的开发商Reworks, 继续向更多细分品类扩张。

### 2017-2020年Playtika营业收入(亿美元)



数据来源: Playtika招股书及年报、太平洋证券研究院

### Playtika收入构成(2020年)



数据来源: Playtika年报、太平洋证券研究院

### Playtika历年来收购的游戏及游戏工作室

收购年份	工作室	游戏	细分品类
2012	Buffalo Studios	《Bingo Blitz》	宾果
2013		《World Series of Poker》	德州扑克
2014		《House of Fun》	老虎机
2017	Jelly Button	《Pirate Kings》 《Board Kings》	策略
2018	Wooga	《Switchcraft》	三消
2019	Supertreat	《Solitaire Grand Harvest》	纸牌
2019	Seriously	《Best Friends》	三消
2021	Reworks	《Redecor》	装饰

数据来源: Playtika招股书及并购公告、太平洋证券研究院

## 结论：休闲游戏市场空间巨大，或将拉动细分赛道估值提升

- 政策压力下，休闲游戏的变现方式面临一定的挑战和变革，但仍具备多重突围机会
- 休闲游戏在全球范围内占据更大的市场份额，国内休闲游戏的发展潜力巨大，未来市场份额将进一步提升
- 休闲游戏已成为国产游戏出海的优选赛道
- 混合变现、精品化、长线运营将成为国内休闲游戏未来的发展与破圈方向
- 关注在休闲游戏细分品类上长期钻研的头部公司，行业变革或将拉动细分赛道估值提升
- 建议关注公司：  
三七互娱、吉比特  
姚记科技、汤姆猫、百奥家庭互动、友谊时光

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566