

信义山证 汇通天下

证券研究报告

传媒行业

报告原因：专题报告

2021年12月20日

游戏出海系列报告：

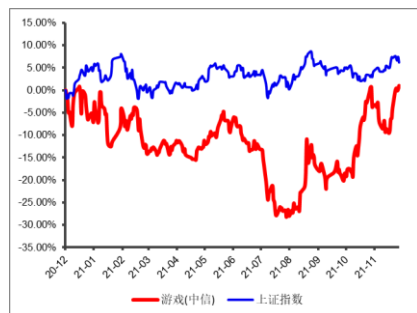
内外兼修，四重策略各显神通

维持评级

看好

行业研究/深度报告

中信游戏指数近一年市场表现



分析师：徐雪洁

执业登记编码：S0760516010001

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

实习生：王锐

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

报告要点：

中国出海手游形成资本、研发、运营三重优势，海内外政策契机助力出海转型。

投资方面，传统与新续投资前沿游戏技术和实力强劲的全球游戏工作室，构筑内容与平台护城河；兴游戏势力正持研发方面，移动端多年开发经验积累缩小了中国游戏研发技术与国外的差距，部分厂商形成了出色的自研能力；运营方面，互联网基因加持的中国出海公司掌握了买量运营方法论，驾驭海外分发渠道能力不断提升；政策方面，各地鼓励游戏出海政策为游戏厂商铺平宽广道路；国外渠道更加健全的分成条件提升游戏厂商开发优质内容的出海动力。

游戏出海打法分析：四重出海策略各显神通。根据各公司的主要优势与特征，我们认为出海公司可以分为以下四类：第一类：资本实力雄厚，全球布局多线作战的公司，例如腾讯、字节跳动；第二类，构建垂直渠道获得发行优势，夯实用户池的公司，例如心动公司；第三类，游戏深度本地化，长线化、精细化运营的公司，例如网易、三七互娱；第四类：深耕优势品类，在品质上形成差异化的公司，例如米哈游、莉莉丝。

投资建议：本篇报告主要从国内游戏公司出海优势及出海策略方面进行分析。从游戏公司自身来讲，游戏研发水平在中国玩家审美与从业人员水平提升和多年技术积累的背景下逐渐向全球主流水平靠齐；并且经过国内竞争激烈的游戏发行和运营市场的历练，使得出海厂商在相对蓝海的海外市场具备成长信心与实力。从外部环境来讲，海外渠道分成环境利好优质游戏研发商，且游戏审批环境相对宽松，而国内政策导向上监管对于游戏出海更持鼓励态度，出海有望成为游戏产业另一增长引擎。根据重要游戏公司出海打法，我们建议可关注三条主线：1) 关注公司研发能力与 IP 储备：中国工程师红利下移动端游戏的多年积累使得研发技术与国外差距缩小，部分企业在研发上形成全球竞争力，同时头部游戏企业正不断投资前瞻游戏技术和全球顶级研发实力游戏工作室，布局全球化扩张与次时代游戏大作研发，并与知名游戏 IP 合作，可以获取更多的全球用户。公司包括：腾讯控股、中手游、吉比特。2) 关注公司本地化运营能力：对海外玩家偏好的洞察能力决定了细分市场长线运营的成功，这需要游戏企业在市场调研、玩法调优和营销手段上充分匹配目标国玩家画像。公司包括：三七互娱、网易。3) 关注垂直化平台运营能力：高粘性用户群体往往是游戏运营发展的最关键的人群，而发展全球化的游戏玩家社群是聚拢此类用户的前提。公司包括：心动公司。

风险提示：海外游戏监管政策变动风险；买量成本过快上升风险；新游戏严重不及预期；商誉减值风险；海外业务汇兑损益风险。

目录

1. 资本、研发、运营三重优势，海内外环境助力游戏出海	4
1.1. 资本关注攀升，互联网巨头重金加码游戏赛道	4
1.2. 研发质量不断提升，形成完善技术路径	6
1.3. 发行与运营策略趋于成熟	9
1.4. 海外渠道分成环境利好优质内容生产	10
1.5. 国内未成年人保护政策趋严，国产游戏出海受到鼓励	11
2. 中国游戏出海打法分析：四重策略各显神通	14
2.1. 腾讯：海外布局积淀深厚，投资硕果层出不穷	16
2.2. 字节跳动：短视频构筑全球游戏新渠道，出海优势尽显	19
2.3. 心动公司：发行能力与社群平台强劲，支撑出海业务远航	22
2.4. 网易：自研能力强劲，出海方法论再革新	25
2.5. 三七互娱：战略转型成果初显，出海步步为营	27
2.6. 米哈游：技术宅拯救世界，《原神》震撼出海格局	29
2.7. 莉莉丝：立足全球化战略，SLG+卡牌风靡欧美	32
3. 投资建议	33
4. 风险提示	34

图表目录

图 1：2021H1 全球游戏行业投融资交易额、交易数量及各平台游戏并购交易数量	4
图 2：2018-2020 年部分出海游戏公司研发费用情况（单位：亿元）	7
图 3：游戏开发团队组织结构与主要职能	8
图 4：中国出海游戏在 FACEBOOK、GOOGLE 和 TWITTER 的运营策略	10
图 5：近期国内外渠道分成事件整理	11
图 6：2021 年游戏版号审核数量	12
图 7：部分国家/地区游戏分级系统情况	14
图 8：中国出海游戏厂商的打法存在明显差异	15
图 9：《绝地求生手游》《使命召唤手游》《王者荣耀》《英雄联盟手游》美国游戏排行榜排名情况	17
图 10：腾讯游戏国内及海外市场收入	18
图 11：12 月 8 日 LEVEL INFINITE 官网公布的新产品	19
图 12：国内手游发行渠道变迁	20
图 13：TIKTOK 和抖音全球下载量	20
图 14：TIKTOK 和抖音全球应用内购收入	20
图 15：《我功夫特牛》日本免费榜排名	21
图 16：《我功夫特牛》抖音推广效果	21
图 17：全球 VR 设备数量预测	22
图 18：TAPTAP 游戏生态闭环	24
图 19：TAPTAP 广告业务收入模型	24
图 20：TAPTAP 业务收入及毛利率	24
图 21：TAPTAP 国内版本及海外版本本月活跃用户数	24
图 22：《阴阳师》日本宣发活动	25

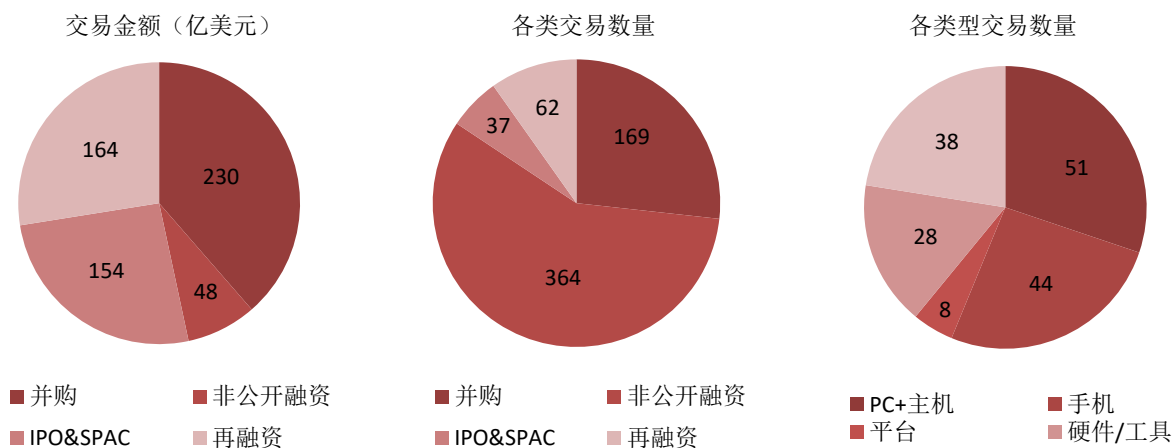
图 23: 《荒野行动》日本本地化营销案例.....	26
图 24: 《阴阳师》《荒野行动》《第五人格》日服 APP STORE 游戏畅销榜排名	26
图 25: 《PUZZLES & SURVIVAL》三消与建造玩法	28
图 26: 《PUZZLES & SURVIVAL》在出海地区畅销榜排行	28
图 27: 三七互娱海外产品储备.....	28
图 28: 米哈游产品发行历程	29
图 29: 米哈游业务部门组织架构.....	31
图 30: 《原神》哔哩哔哩官方账号视频种类.....	31
图 31: 《剑与远征》海外策略类游戏畅销榜排名.....	32
图 32: 《万国觉醒》海外策略类游戏畅销榜排名.....	32
图 33: 《剑与远征》游戏美术风格.....	32
图 34: 《万国觉醒》游戏美术风格.....	32
图 35: 《战火勋章》海外买量模式.....	33
表 1: 腾讯 2021 上半年游戏行业投资事件.....	4
表 2: 米哈游、哔哩哔哩、字节跳动 2021 上半年投融资事件	6
表 3: 《原神》主机端技术特性.....	8
表 4: 出海游戏发行流程举例.....	9
表 5: 游戏行业未成年保护相关政策梳理.....	12
表 6: 部分地区支持游戏出海政策.....	13
表 7: 游戏出海头部公司游戏产品统计	14
表 8: 腾讯近十年投资海外游戏公司概况（不完全统计）	16
表 9: PICOVR 发展历程	22
表 10: TAPTAP 代理、发行出海游戏情况及独立游戏发行情况.....	23
表 11: 米哈游部分核心技术情况.....	29

1. 资本、研发、运营三重优势，海内外环境助力游戏出海

1.1. 资本关注攀升，互联网巨头重金加码游戏赛道

2021 年游戏行业的投融资火热。Drake Star Partners 数据显示，2021H1 全球游戏行业宣告或完成的投融资交易达 635 起，金额达 600 亿美元，接近 2020 年全年水平的两倍；其中并购交易 169 笔，总价值高达 230 亿元；非上市企业融资 364 笔，累计金额 48 亿美元，有 19 笔交易超过 5000 万美元；发生 37 家 IPO 或 SPAC 事件，募资金额约 154 亿美元。PC 端、主机端和手机端游戏交易笔数占总并购交易次数的一半以上，可见当下投资游戏行业的主要逻辑仍然是围绕游戏内容本身。

图 1：2021H1 全球游戏行业投融资交易额、交易数量及各平台游戏并购交易数量



资料来源：Drake Star Partners，山西证券研究所

国内互联网大厂正围绕游戏战略全面布局行业细分赛道。腾讯依托强大资本实力和赛道优势进行全面投资。数据显示 2021 年上半年腾讯在游戏行业投资 43 笔，覆盖了游戏行业全链路企业。游戏开发商方面，腾讯投资了多个游戏品类公司，例如具备 3A 级大作研发潜质的游戏科学；独立游戏研发企业 Klei Entertainment；二次元游戏企业散爆网络；具备爆款开发能力的青瓷科技；游戏引擎方面投资了 rct AI、代码乾坤；游戏设计外包方面投资了云图动漫，云游戏平台方面投资了念力科技、Ubitus 优必达、菜鸡游戏 3 家企业。

表 1：腾讯 2021 上半年游戏行业投资事件

时间	公司名	行业	轮次	投资方
2021/6/24	yager	游戏开发商	并购	腾讯投资
2021/6/10	吉艾斯球	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/6/3	奇侠互娱	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/5/27	飞鱼科技	游戏开发商	IPO 上市	腾讯投资
2021/5/26	隆匠网络	游戏开发商	战略投资	腾讯投资

2021/5/10	龙渊网络	游戏发行及渠道	战略投资	腾讯投资
2021/5/8	掌梦网络	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/4/26	飞鱼科技	游戏开发商	IPO 上市后	腾讯投资
2021/4/23	青瓷数码	游戏开发商	战略投资	腾讯投资, 阿里巴巴, 哔哩哔哩
2021/4/22	散爆网络	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/4/19	乐曼多	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/4/15	柳叶刀科技	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/4/12	朱雀网络	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/4/6	阿哇龙游戏	游戏开发商	A 轮	腾讯投资
2021/3/30	乐府互娱	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/3/20	游戏科学 GameScience	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/3/26	胖布丁游戏	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/3/25	宙贯科技	游戏开发商	天使轮	腾讯投资
2021/3/23	月螺信息	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/3/17	Ubitus 优必达	游戏综合服务	战略投资	腾讯投资, Square Peg Capital, 索尼 Sony, Actozsoft
2021/3/15	世纪华通	游戏综合服务	IPO 上市后	腾讯投资
2021/2/22	深蓝互动	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/2/18	上海零犀	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/2/18	陀螺网络	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/2/9	玩心游戏	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/2/7	森霆网络	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/2/7	星海互娱	游戏开发商	战略投资	腾讯投资, 紫龙互娱
2021/2/7	呦尔哈科技	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/2/5	菜鸡游戏	游戏媒体及社区	战略投资	腾讯投资
2021/2/5	氩紫网络	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/2/5	东极六感	游戏开发商	战略投资	腾讯投资, 哔哩哔哩
2021/2/2	灵刃网络	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/2/1	云图动漫	其他游戏服务	战略投资	腾讯投资
2021/1/29	独立开发者联盟	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/1/29	朝露科技	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/1/29	Dontnod Entertainment	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/1/28	番糖游戏	游戏开发商	A 轮	腾讯投资
2021/1/28	Mundfish	游戏开发商	B 轮	腾讯投资, Gaijin, GEM Capital
2021/1/26	玄星网络	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/1/24	破晓互动	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/1/23	Klei Entertainment	游戏开发商	并购	腾讯投资
2021/1/19	暗星信息	游戏开发商	战略投资	腾讯投资
2021/1/11	摘星网络	游戏开发商	战略投资	腾讯投资

资料来源：IT 橘子，资本侦探，山西证券研究所

米哈游、哔哩哔哩、字节跳动等新生互联网势力投资以业务生态为核心构筑投资矩阵。米哈游围绕开放世界游戏玩法布局前沿赛道，CEO 蔡浩宇在 2021 年 2 月份曾提出希望 10 到 30 年内做出让全

球十亿人生活的“虚拟世界”，为此米哈游以 1.69 亿美元（折合人民币 10.92 亿）入股“社交元宇宙”概念的 Soul，以 1.5 亿人民币投资云游戏技术服务商蔚领时代。二次元社区哔哩哔哩思路清晰，布局多元化发展。2021 年上半年不仅投资了多家二次元与非二次元游戏研发公司，同时也投资了游戏社群 TapTap 的母公司心动网络以及定位“全球化 IP 供应商”的中手游。2021 年上半年，字节跳动战略投资《天空之门》《救赎之地》厂商悠米互娱，有望依托强悍发行能力提升中重度游戏流水表现；投资 UGC 创作平台《重启世界》的代码乾坤，布局次时代“元宇宙”世界。在出海战略上，字节跳动投资东南亚全民级 MOBA 游戏《无尽对决》研发商沐瞳科技和出海日本大热的《放置少女》研发商有爱互娱，具备国际化运营的字节跳动有望在海外市场大显身手。

表 2：米哈游、哔哩哔哩、字节跳动 2021 上半年投融资事件

米哈游 2021 上半年游戏行业投资事件				
事件	公司名	主营业务	轮次	投资方
2021/6/18	Soul App	性格匹配社交 APP	基石轮	米哈游、博裕资本、Janus Henderson
2021/4/16	蔚领时代	视频云	A 轮	彬复资本（领投）、米哈游（领投）、辰海资本、中手游、弘泰资本
2021/4/2	十二光年	泛二次元文化衍生品	Pre-A 轮	红杉资本中国（领投）、腾讯投资、米哈游、浅月资本
B 站 2021 上半年游戏行业投融资事件				
时间	公司名	主要业务	轮次	投资方
2021/5/31	子皿力网络	游戏开发商	战略投资	哔哩哔哩 bilibili
2021/5/20	空在社	游戏开发商	战略投资	哔哩哔哩 bilibili
2021/4/29	CMGE 中手游	游戏开发商	IPO 上市后	哔哩哔哩 bilibili、Century Network、Wide Fortune
2021/4/23	青瓷数码	游戏开发商	战略投资	腾讯投资、阿里巴巴、哔哩哔哩 bilibili
2021/4/2	衍光网络	游戏开发商	战略投资	哔哩哔哩 bilibili
2021/4/1	心动网络	游戏开发及代理	IPO 上市后	阿里巴巴、哔哩哔哩 bilibili
2021/2/25	天空盒科技	游戏开发商	战略投资	哔哩哔哩 bilibili
2021/2/5	东极六感	游戏开发商	战略投资	腾讯投资、哔哩哔哩 bilibili
2021/1/15	洛斯特	游戏开发商	战略投资	哔哩哔哩 bilibili
字节跳动 2021 上半年游戏行业投资事件				
时间	公司名	主要业务	轮次	投资方
2021/6/25	雷霆瀚海	游戏开发商	战略投资	字节跳动
2021/6/3	悠米互娱	游戏开发商	战略投资	字节跳动
2021/4/21	代码乾坤	游戏开发商	战略投资	字节跳动
2021/4/13	有爱互娱	游戏开发商	并购，持股 100%	字节跳动
2021/3/22	沐瞳游戏	游戏开发商	并购，持股 100%	字节跳动
2021/1/8	盖姆艾尔	游戏开发商	战略投资	字节跳动、富春股份

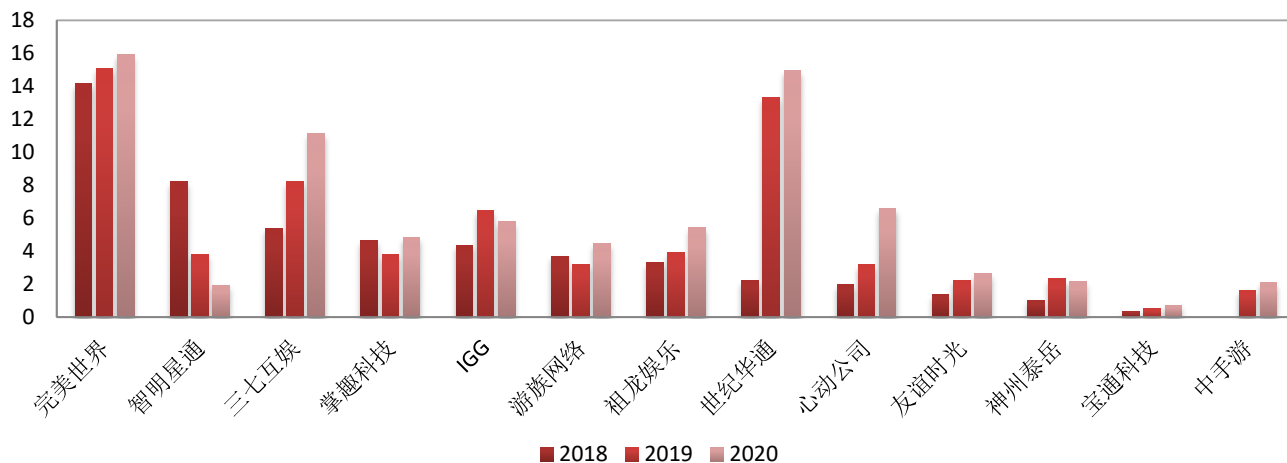
资料来源：资本侦探，山西证券研究所

1.2. 研发质量不断提升，形成完善技术路径

出海游戏公司形成全球竞争力的优势也在于游戏研发能力的不断提升。国内两大游戏巨头腾讯和

网易大力投入技术研发，2020 年腾讯控股研发费用（包含非游戏业务）达 389.72 亿元，相比 2018 年增长 69.92%；网易研发费用（包含非游戏业务）达 103.69 亿元，相比 2018 年增长 33.06%。其他出海游戏公司同样大力提升研发投入。2018-2020 年，部分重点出海游戏公司例如完美世界、智明星通、三七互娱等出海上市游戏公司的研发费用投入由 50.65 亿元增长至 78.53 亿元，增速达 55.05%，远高于同期 A 股上市游戏公司 25.27% 的平均增长水平。

图 2：2018-2020 年部分出海游戏公司研发费用情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

中国游戏研发水平在中国玩家审美与从业人员水平提升和多年技术积累的背景下逐渐向全球主流水平靠齐。过去中国游戏公司倾向于参与全球 3A 大作的部分研发工作，而现在中国游戏主动迈向了海外设立研发中心、吸纳全球技术人才的新阶段。一款出海游戏的成功需要在成熟经验的项目组带领下在编剧、策划、程序、美术、音效、动画各方面保持较高水准，这有赖于完整的游戏工业体系和组织流程。

图 3：游戏开发团队组织结构与主要职能



资料来源：Gamker 攻克，山西证券研究所

我们以《原神》为例来分析中国游戏研发技术的演进能力。据 VentureBeat 报道，索尼互动娱乐全球工作室前主席的 Shawn Layden 指出大型作品的开发成本从上世纪 100 万美元上升到目前 0.8-1.5 亿美元水平；游戏《网络创世纪》和《星球大战：星系》的设计师 Raph Koster 在其官方博客中透露，2020 年 3A 级游戏的平均研发成本在 2 亿美元左右。Gamelook 文章显示，《原神》研发成本约 1 亿美元，研发团队人数由 2017 年 150 人扩大到 2019 年 300 人、2020 年 400 人、如今预计接近 700 人，研发时长和团队规模接近 3A 游戏的制作水准要求，但研发成本低于主流 3A 游戏水平。并且《原神》在研发过程中形成了成熟的游戏项目管理能力。从市场反馈、机制开发到内容整合，《原神》可以根据全球玩家诉求及时更迭游戏版本，优化玩法，解决游戏 bug。在研发水平上，《原神》具备对 Unity 游戏引擎的底层修改技术能力，在渲染管线、线程调度、IO 等都进行了大规模改造。作为横跨主机、手机和 PC 的三端游戏，《原神》针对不同平台开发了两条渲染管线，验证了国内游戏厂商已具备深厚的技术研发和项目搭建能力。

表 3：《原神》主机端技术特性

基于 PBR 使得游戏大环境光影效果保持统一	不是完全的能量守恒 根据美术需求，对不同材质修改光照模型
------------------------	---------------------------------

实时计算的游戏光影	Time of day, 24 小时循环
高分辨率的输出	动态天气系统
大量使用 compute shader	PS4Pro 分辨率原生 4K
渲染的美术风格	PS4base 渲染分辨率 1440P, 输出分辨率 1080P
	使用 compute shader 实现近一半特性
	清新、明快、通透、干净、动画感

资料来源：米哈游，Gamelook，山西证券研究所

1.3. 发行与运营策略趋于成熟

经过国内竞争激烈的游戏发行和运营市场的历练，使得出海厂商在相对蓝海的海外市场具备成长信心与实力。从游戏立项到发行的各个环节，中国出海游戏公司以国内运营经验为基础，针对海外用户画像的特征对游戏的玩法设计、美术风格、画面性能表现、项目总体成本、发行策略、运营节奏等进行调整，形成了成熟且完整的游戏发行模式。

表 4：出海游戏发行流程举例

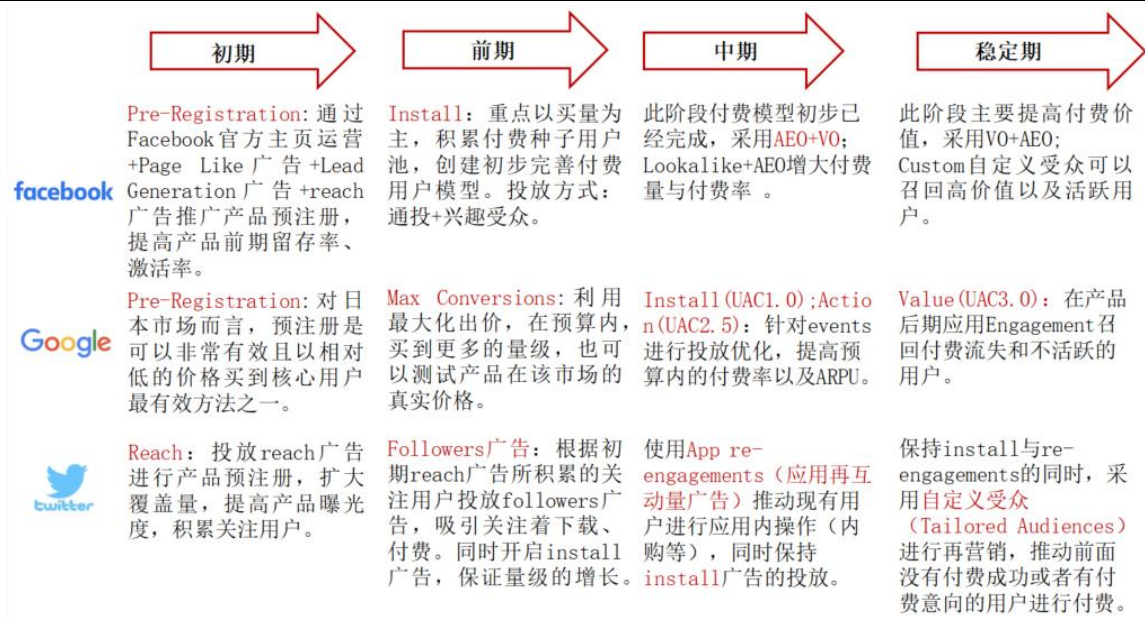
出海游戏发行流程	一、游戏立项	确定游戏玩法	对近十年游戏畅销榜排名变化趋势进行分析，提炼玩法变化趋势和玩家喜好
			利用 App Annie 分析畅销榜不同类型游戏的用户在线时长变化趋势
			观察并分析市场的成本结构变化
			选定品类
		验证玩法	利用 Game refinery 等工具，测试游戏 demo 的得分情况。
			与同品类的优秀游戏进行对比分析
	二、测试美术风格		利用 Facebook abtest 功能测试海外用户对游戏风格的喜好
			利用 Facebook 调研广告测试大众选择，为研发与策划团队提供市场、用户、品类、技术等数据反馈
			测试不同风格的研发成本差异
	三、商业化探索		前后端架构图；产品资源加载、渲染性能分析；客户端内存消耗；客户端 CPU 占用；安装包大小是否合理；对弱网环境是否正确处理；Crash 率是否达标
四、测试期验证游戏表现		在研发中快速迭代产品 demo，优化游戏表现	
		根据 CPM、CPR 等数据验证投放效果	
五、成本核算		以版本、项目、时间为基础	
		估计每个版本应达到的营收数据	
		估计每个版本的成本消耗	
		估计 ROI 为 1 需要的周期时长	
六、版本控制		严格把控版本迭代进度	
		构建内测用户社群，邀请用户提出有关游戏功能、玩法、性能和付费改进的建议	
		成立质量把控中心，严格监督项目执行情况，检测游戏是否参照用户意见	
七、产品曝光		平台：Facebook、google、twitter 等	
		国家：不同国家的用户对各类型广告的接受度不同	
		时间：用户在线时间、时长存在差异，需要寻找用户付费意愿最大的时间段	
		时区：数据反馈与后台是否及时匹配	
八、正式上线		维护内测用户群体忠诚度，提升核心用户社交媒体影响力	

通过优惠礼包等提升核心用户付费意愿
内测用户可在游戏发生严重 bug 时对外公关，减轻媒体负面评价

资料来源：Enjoy 出海，山西证券研究所

中国厂商在游戏出海上形成了高效的运营策略，尤其对 Facebook、Twitter 和 Google 三大平台打磨了针对性的运营模式。在游戏未发行时，游戏企业通常通过预注册形式以较低成本获取核心用户，采取 Facebook 主页运营、Twitter 投放 reach 广告等方式提高前期留存率和激活率；上线初期，以游戏买量投放为重点，增加游戏曝光度进而带动下载量提升，扩大潜在付费用户群体规模，形成高付费用户的画像模型；在中期通过事件优化（App Event Optimization）强化对全体付费用户的获取能力，通过价值优化（Value Optimization）提升对高付费用户的重点覆盖能力；在后期侧重召回流失付费用户和不活跃用户。

图 4：中国出海游戏在 Facebook、Google 和 Twitter 的运营策略



资料来源：西山居，山西证券研究所

1.4. 海外渠道分成环境利好优质内容生产

移动游戏市场的快速发展与智能手机的下沉息息相关。在中国移动游戏的发展初期，智能手机的普及迅速带动了游戏市场的扩张，此时手机厂商形成的“硬核联盟”在移动游戏分发中具有强势地位；而安卓手机硬件由于毛利率低，手机厂商往往需要从应用商店获取收入。因此，国内各类型安卓应用商店分成比例约为 50%，明显高于国内外 iOS 平台、海外安卓和 Steam 平台。而海外市场由于游戏产业整体成熟，玩家对游戏品质更加看中，使得游戏研发和发行商更为强势，以及手机应用平台面临严格政策监管，因此渠道分成环境相对更加友好，大部分平台分成在 30%左右，Epic 等新兴平台仅为 12%，

对于中国出海厂商而言更具吸引力。

一方面，国内外新兴渠道正在撼动传统渠道地位，Epic、TapTap 等平台依靠低分成和配套的激励措施吸引了大批中小独立团队，给传统渠道带来了内容紧迫感。在 2020 年 12 月苹果宣布了其“小企业 App Store 计划”，2021 年 1 月 1 日起在 App Store 年收入低于 100 万美元（扣除分成后）的开发者，下一年只需按 15% 的比例向苹果支付佣金；谷歌迅速跟进相应政策，2021 年 3 月宣布从 7 月 1 日开始开发者每年使用 Google Play 计费系统获得的前 100 万美元收入的分成从 30% 降至 15%，这将显著提升中小游戏厂商的研发积极性。另一方面，优质内容影响力不断提升，传统渠道需要考虑丧失头部游戏带来的潜在影响。《万国觉醒》《原神》等头部吸金游戏选择不上架国内安卓手机商店，此现象是否会影响未来游戏厂商的渠道选择仍有待观察。

图 5：近期国内外渠道分成事件整理



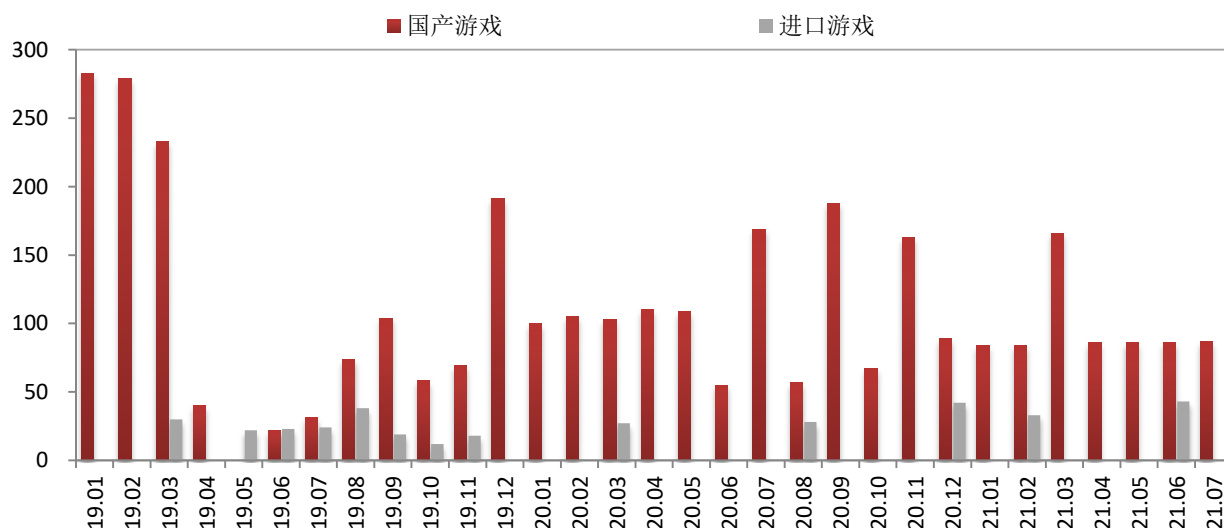
资料来源：GameLook，七麦数据，游戏茶馆等，山西证券研究所整理

1.5. 国内未成年人保护政策趋严，国产游戏出海受到鼓励

国内游戏行业监管仍处于较严态势，版号获取和未成年人保护从严。2018 年 3 月 29 日，原国家新闻出版广电总局发布《游戏申报审批重要事项通知》，称将暂停游戏版号审批工作，国内游戏迎来 9 个月的版号寒冬。2018 年底国内游戏版号发放重启后实施版号总量控制，间接推动了游戏精品化和游戏出海的发展。目前国内游戏版号审核再度收紧，2021 年 8 月以来为落实未成年人保护政策的相关要求，国产游戏版号发放进度放缓。2021 年 8 月 31 日，国家新闻出版署下发《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》中要求，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。9 月 8 日，中央宣传部、国家新闻出版署有关负责人会同中央网信办、文化和旅游部等部门，对腾讯、网易等重点网络游戏企业和游戏账号租售平台、游戏直播平台进行约谈，并提出要加强网络游戏内容审核把关，严禁含有错误价值取向、淫秽色情、血腥恐怖等违法违规内容，坚决抵制拜金主义、“娘炮”、“耽美”等不良文化。要强化“氪金”管控，杜绝擅自变更游戏内容、违规运营游戏等行为，坚决遏制“唯金钱”“唯流量”等错误倾向，下决心改变诱导玩家沉迷的各类规则和玩法设计。要严格管理游戏宣传推广，规范限制明星代言游戏广告，不得为违规游戏提供推广途径。要加强游戏直播管理，禁止出现高额打赏、未成年人打赏等情况。政策的密集出台有助于游戏产业迈向更加健康的发展路径。

图 6：2021 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

表 5：游戏行业未成年保护相关政策梳理

时间	监管政策及主要内容
2018/8/30	教育部等八部门联合发布《综合防控儿童青少年近视实施方案》，其中国家新闻出版署表示将“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。”
2019/4/16	中国音数协游戏工委主任委员张毅君表示，2019 年中国音像与数字出版协会将组织专门力量，研究制定移动游戏防沉迷系统的标准。目前，腾讯、网易、三七互娱、多益网络、米哈游等游戏头部企业均已上线并严格执行未成年防沉迷系统或家长监护系统。
2019/11/19	国家新闻出版署下发《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，共提出六方面举措，包括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。

2020/10/18	《未成年人保护法》实施，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。
2020/12/16	在国家新闻出版署指导下，中国音像与数字出版协会游戏工委组织相关研究机构、媒体、游戏企业等共同编制《网络游戏适龄提示》团体标准。根据不同年龄段未成年人的成长特点，对游戏作品的类型、内容与功能等多方面要素进行评估，提示其所适合的未成年用户年龄段，并在游戏作品相关界面给出明确建议。中国音数协将积极落实主管部门关于防沉迷的相关工作安排，推动“适龄提示”与身份实名认证、版号申报、家长监护平台等未成年人保护手段相结合，拟按照“点线面体”的实施原则，分步骤推进适龄提示标准的应用工作，以进一步规范网络游戏行业秩序。
2021/8/30	国家新闻出版署下发《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》，规定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。
2021/9/8	国务院印发《中国儿童发展纲要（2021—2030 年）》，指出加强未成年人网络保护，实施国家统一的未成年人网络游戏电子身份认证，完善游戏产品分类、内容审核、时长限制等措施；加强新闻出版、文化等领域市场监管和执法，及时整治网络游戏、视频、直播、社交、学习类移动应用软件传播危害未成年人身心健康的有害信息，严格管控诱导未成年人无底线追星、拜金炫富等存在价值导向问题的不良信息和行为。
2021/9/26	游戏工委联合 213 家企业发布《网络游戏行业防沉迷自律公约》提出，游戏企业必须全面接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统，坚决执行向未成年人提供网络游戏的时段时长限制和充值消费额度；对含有未成年人用户的游戏产品应在游戏相关界面明确给出“游戏适龄提示”标识。游戏直播平台不得设置高额打赏、未成年人打赏功能；游戏电商平台不得以任何形式向未成年人提供账号租赁交易服务；游戏陪练平台要集中清理违法违规信息和账号，不得向未成年人提供陪玩、代练等服务。

资料来源：国家新闻出版署等网站，山西证券研究所

在政策导向上监管对于游戏出海持鼓励态度，且国外市场游戏审批环境相对宽松。目前国内海南、广东、上海等地出台了一系列鼓励游戏出海政策，主要聚焦产业投资、出海政策法规培训、版权服务、鼓励参与海外展会四大层面，进一步移除出海障碍，加速出海游戏企业海外投资布局。另一方面，海外地区版号审批制度宽松，游戏厂商受到监管限制相对较少，降低了游戏出海的成本。与中国大陆地区不同，大部分海外地区对游戏内容的监管主要通过“游戏分级制”的方式来区分电子游戏对各年龄玩家适用情况的分级标准。在美国、欧洲等海外地区，游戏分级机构由民间组织自发成立并运营，并非政府机构担当最终的职能部门。大部分海外地区移动游戏市场对应用市场上市产品并无额外限制。

表 6：部分地区支持游戏出海政策

地区	政策名称	主要内容
海南	商务部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的意见	海口复兴城互联网信息产业园将致力于以文化出口和游戏出海为导向，搭建具有较强辐射力的功能载体，坚持产业集群化发展和龙头企业带动战略，引进一批头部平台力量，集聚一批生态链企业，引进市场化投资基金及推出相应扶持政策，全方位助力企业做大做强。
广东	广州市天河区关于扶持游戏产业健康发展的实施意见	支持辖区游戏企业通过扩大对外贸易、境外投资并购、联合经营、设立分支机构等方式积极开拓海外市场。针对东南亚、欧美、日韩等主要目标市场的政策法规以及游戏企业“出海”中遇到的障碍问题，定期组织专家培训，助力企业赴境外

上海	数字文化创意内容出海专项扶持计划——“千帆计划”	参赛、参展、开发与发行游戏，发挥游戏国际化表达优势，讲好中国故事。 依托保税区和自贸区叠加优势，为企业及个人提供政策指导、通关便利以及外汇金融服务；建立健全数字文化内容版权服务体系，涵盖前置保护、监测维权、授权应用，保障出海内容的竞争力和原创力以及文化企业的生命力；降低出海企业的成本，规避法律风险，提供保险、翻译、文化金融相关服务；及时掌握最新行业数据和国际动态，进行国别研究和行业研究，引导和推动行业建立科学发展策略，助力企业制定可持续出海规划；为企业项目落地出谋划策，提供一揽子整体解决方案，引进海外高质量展会，赋能数字文化产品跨界授权，推动耕耘多年的海外展会活动，提升自办展会的能级和影响力。
北京	关于推动北京游戏产业健康发展的若干意见	推进游戏行业国际传播能力建设，支持北京游戏企业开拓海外市场，定期组织游戏企业赴境外参加海外展会。

资料来源：Gamelook，海南在线，知乎，山西证券研究所整理

图 7：部分国家/地区游戏分级系统情况

部分国家/地区游戏分级系统简介		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17+	成人
北美地区	ESRB	N/A		EC			E				E10+			T				M	AO
欧洲	PEGI	N/A		3+				7+						12+				16+	18+
英国	BBFC	UC			U					PG				12				15	18
韩国	GRB					A								12				15	19
日本	CERO					A								B		C		D	Z
中国台湾	CGSRR			普通级				保护级						辅导级				限制级	

资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所整理

2. 中国游戏出海打法分析：四重策略各显神通

中国出海游戏厂商的打法存在明显不同。我们对重点出海游戏公司的策略予以分类。根据各公司的主要优势与特征，我们认为出海公司可以分为以下四类：第一类：**资本实力雄厚，全球布局多线作战的公司**，例如腾讯、字节跳动；第二类，**构建垂直渠道获得发行优势，夯实用户池的公司**，例如心动公司；第三类，**游戏深度本地化，长线化、精细化运营的公司**，例如网易、三七互娱；第四类：**深耕优势品类，在品质上形成差异化的公司**，例如米哈游、莉莉丝。

表 7：游戏出海头部公司游戏产品统计

游戏公司	重点出海产品	擅长品类
腾讯	《PUBG MOBILE》《使命召唤手游》《Arena of Valor》	MOBA、吃鸡
网易	《荒野行动》《第五人格》《明日之后》《The Lord of the Rings: War》《哈利波特》	吃鸡、卡牌、RPG
米哈游	《原神》《崩坏 3》	二次元、动作
三七互娱	《斗罗大陆：魂师对决》《末日喧嚣》《云上城之歌》《江山美人》	ARPG、MMO、策略
Funplus	《State of survival》《阿瓦隆之王》《火枪纪元》《菲菲大冒险》	策略
莉莉丝	《万国觉醒》《剑与远征》	策略

灵犀互娱	《三国志 战略版》	策略、卡牌
IGG	《王国纪元》《时光公主》	策略
博乐科技	《Cash Frenzy Casino》《Lotsa Slots》	休闲
友塔游戏	《黑道风云》	策略
江娱互动	《口袋奇兵》	策略
麦吉太文	《Project Makeover》《Matchington Mansion》	休闲
壳木游戏	《Age of Z: Origin》《泰坦王座》	策略
悠星网络	《明日方舟》《碧蓝航线》《Revived Witch》	二次元、策略
乐元素	《偶像梦幻祭典!! MUSIC》	休闲
龙创悦动	《守望黎明》《帝国纪元》	策略
沐瞳科技	《无尽对决》《Mobile Legends: Adventure》	MOBA、放置
完美世界	《R5（新神魔大陆）》《新笑傲江湖 M》	MMORPG、卡牌
4399	《奇迹之剑》	MMORPG
朝夕光年	《RO 仙境传说：新时代的诞生》	MMORPG
有爱互娱	《放置少女》	放置、策略
雷霆游戏	《最强蜗牛》《跨越星弧》《Elona》	MMORPG、放置
游族网络	《圣斗士星矢：觉醒》《权力的游戏 凛冬将至》《Infinity Kingdom》《伊甸园的骄傲》	卡牌、策略
哔哩哔哩	《命运-冠位指定》《机动战姬》《高能手办团》	二次元
智明星通	《The Walking Dead: Survivors》	策略
尼毕鲁	《Kiss of War》	策略
畅游时代	《小浣熊百将传》	卡牌、MMORPG
心动公司	《明日方舟》《明日之后》《第五人格》	游戏社区
友谊时光	《熹妃传》	RPG、女性向游戏
星合互娱	《小小蚁国》《Beasts & Puzzles》	策略消除

资料来源：Sensor Tower，山西证券研究所整理

图 8：中国出海游戏厂商的打法存在明显差异



资料来源：山西证券研究所

2.1. 腾讯：海外布局积淀深厚，投资硕果层出不穷

腾讯选择大规模海外投资作为全球战略的起点。2008 年腾讯收购 Riot Games（拳头游戏）22.34% 的股份和《英雄联盟》中国的独家代理权，2011 年购得 90% 以上的股份，并与 2015 年实现对手头游戏 100% 控股。腾讯依托这笔投资为《英雄联盟》在中国的运营保驾护航，并实现了在中国甚至全球 MOBA 类游戏在运营和电子竞技赛事的强大话语权，为腾讯积累了全球游戏战略投资的成功经验。此后腾讯投资了 Epic Games、动视暴雪、蓝洞、Supercell、Roblox 等公司，使得腾讯形成了从 3A 大作、移动游戏、游戏平台、游戏引擎到元宇宙概念的全方位出海游戏布局。

表 8：腾讯近十年投资海外游戏公司概况（不完全统计）

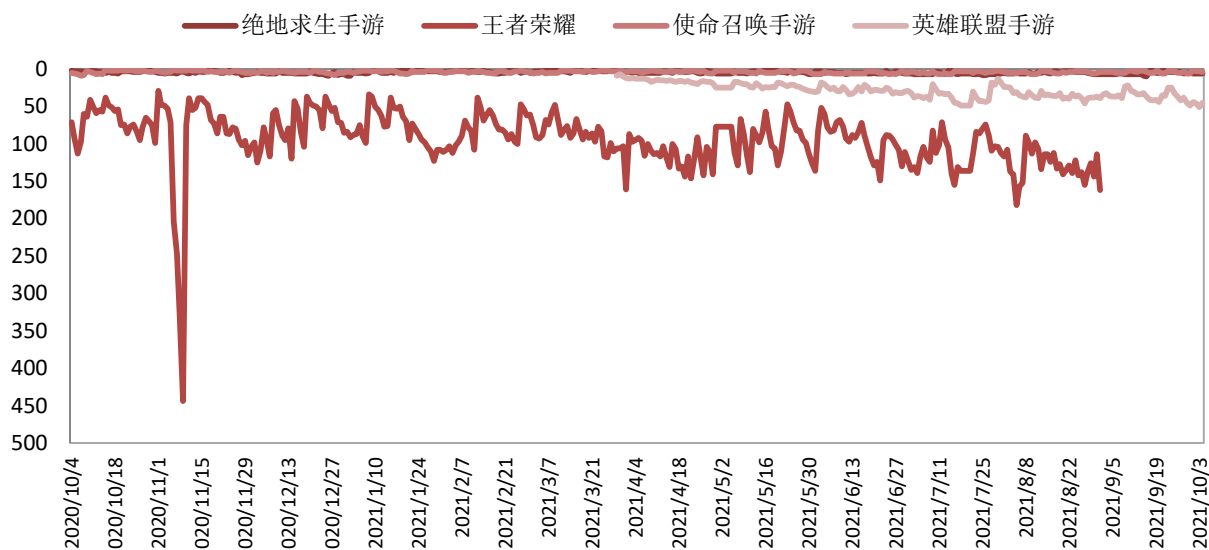
时间	公司	国家	金额	持股比例	代表作
2012 年	Epic Games	美国	21 亿元	48.40%	《战争机器》《堡垒之夜》
2013 年	动视暴雪	美国	98.6 亿元	0.06	《使命召唤》《魔兽世界》
2014 年	Aiming	日本	—	16.84%	《剑与魔法之罗格雷斯-古之女神》
2015 年	Artillery	美国	—	—	《代号 Atlas》
	拳头	美国	—	全资收购	《英雄联盟》《Valorant》
2016 年	Paradox	瑞典	1.48 亿元	0.05	《欧陆风云》《群星》
2017 年	Frontier Developments	英国	1.56 亿元	9.00%	《精英》《过山车大亨》
	Milky Games	英国	—	—	《避棺者》《超级战士球》
2018 年	蓝洞	韩国	34 亿元	10.00%	《神谕之战》《绝地求生》
	育碧	法国	28 亿元	0.05	《刺客信条》《彩虹六号》
	Grinding Gear Games	新西兰	—	80.00%	《流放之路》
2019 年	Fatshark	瑞典	3.7 亿元	0.36	《战锤 末日鼠疫》《逃离死亡岛》
	Funcom	—	—	29.00%	《秘密世界》《柯南时代》
	Sharkmob	瑞典	—	全资收购	前《全境封锁》《杀手》制作团队
2020 年	白金工作室	日本	—	—	《猎天使魔女》《合金装备崛起：复仇》
	Roblox	美国	1.5 亿美元	—	Roblox 平台
	Yager	德国	—	—	《特殊行动：一线生机》《无畏战舰》
	Bohemia	捷克	2.6 亿美元	60%-70%	《武装突袭》《DayZ》《艾兰岛》
	Voodoo	法国	14 亿美元	—	《黑洞大作战》等休闲类产品
	Marvelous	日本	4.65 亿美元	0.2	《牧场物语》《闪乱神乐》
	10 chambers collective	瑞典	—	—	《GTFO》
2021 年 Q1	Lockwood Publishing	英国	2500 万美元	—	《Avakin Life》
	Klei Entertainment	加拿大	—	—	《饥荒》《缺氧》
	DONTNOD Entertainment	法国	3000 万欧元	—	《奇异人生》《勿忘我》
	mundfish	俄罗斯	—	—	《原子之心》
	Payload Studio	英国	—	—	《泰拉克拉》

资料来源：竞核研究组，山西证券研究所

腾讯自研游戏在战略投资充分受益，在顶级 IP 获取和研发能力实现了长足进步。《王者荣耀》手

游吸收《英雄联盟》研发和运营经验，使腾讯将端游能力成功迁移手游，构筑 MOBA 手游领军地位。通过对蓝洞（现称 Krafton）的投资，腾讯获得《绝地求生手游》研发和发行权，在全球吃鸡类手游建立头部优势；腾讯与动视暴雪合研《使命召唤手游》，依托《使命召唤》世界知名的射击类 IP 实现对海外市场射击类游戏的市场影响力。

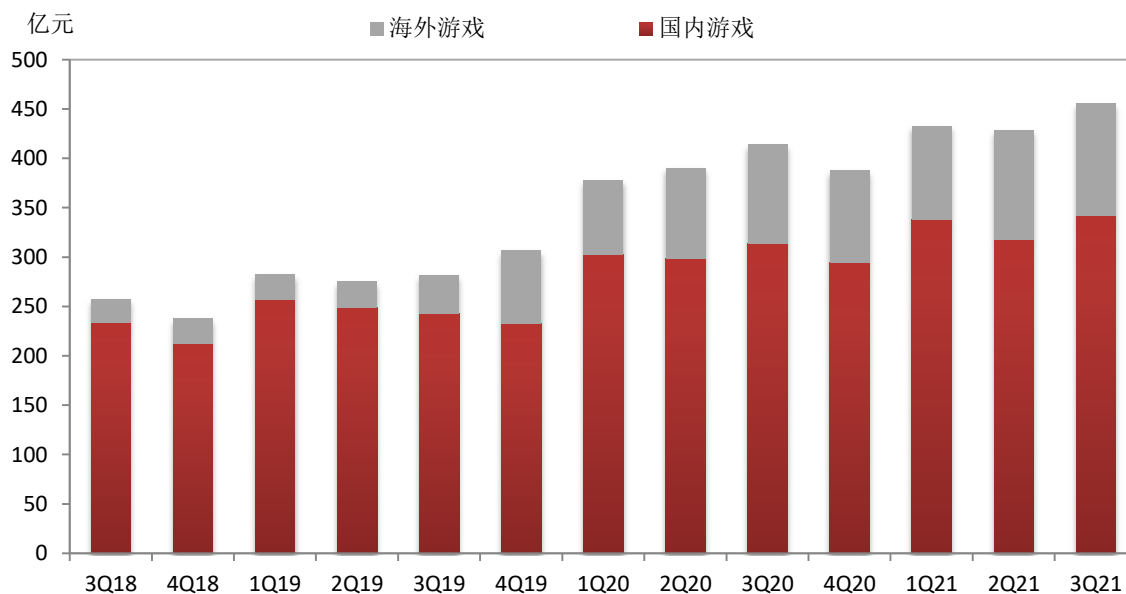
图 9：《绝地求生手游》《使命召唤手游》《王者荣耀》《英雄联盟手游》美国游戏排行榜排名情况



资料来源：七麦数据，山西证券研究所

目前腾讯游戏出海思路逐渐清晰，一方面从自身品类研发优势出发推出全球化 IP 产品，另一方面尝试探索能力圈外的新游戏品类。在内部竞争的机制下，腾讯于 2021 年推出了两款重磅 MOBA 游戏《英雄联盟》手游和《宝可梦大集结》均为与国际 IP 的合研产品。《英雄联盟》手游由光子工作室与拳头游戏合研，于今年 3 月以来全球发行，依托 LOL 端游的强大粉丝号召力有望巩固腾讯 MOBA 手游地位，最大化 IP 价值；9 月 22 日，由天美工作室研发的 MOBA 类《宝可梦大集结》在 73 个国家和地区移动端上线，当天登顶 65 个地区免费榜。在新品类方面腾讯开始尝试二次元品类和 3A 游戏出海。2021 年上半年腾讯不仅投资了出海日韩颇为成功的二次元战旗手游《少女前线》的研发商散爆网络，也着手自研二次元出海产品。腾讯旗下巡回犬工作室研发的二次元战旗手游《白夜极光》日本表现出色，入围 2021 年 6 月 TOP30 出海手游榜单，二次元出海取得初步成功。在 3A 游戏出海方面，腾讯天美工作室将基于深度定制的虚幻引擎 5 筹备跨平台 3A 主机游戏研发，此款产品有望验证腾讯长期整合顶级研运能力的阶段性成效。依托旗下天美、光子等一批具备工业化产出能力的游戏工作室，腾讯将有望继续其全球出海市场的扩展战略。2021Q3 腾讯游戏海外市场收入达 113 亿元，同比增长 20%（按固定汇率计算增长 28%），占腾讯游戏业务收入的比重 25%。

图 10：腾讯游戏国内及海外市场收入



资料来源：公司公告，山西证券研究所

Level Infinite 开启腾讯游戏迈向全球化发展新阶段。2021 年 12 月 8 日，腾讯游戏公布国际业务新品牌 Level Infinite，品牌定位于全球化、全平台游戏发行，其团队前身为运行多年的海外发行团队，业务遍布欧洲、东南亚、中东、北美等。Level Infinite 将以整合腾讯积累多年的发行、运营、技术、资源、工具等为海外合作工作室提供研发支持与技术赋能，以此打通腾讯游戏在海外的投资、研发与发行体系。据 Level Infinite 官网信息，本次品牌上线腾讯游戏还公布了 6 款新产品，包括《Warhammer 40,000: Darktide》（战锤 40K：暗潮）、《Vampire: The Masquerade – Bloodhunt》（吸血鬼：恶夜猎杀-血猎）、《Metal: Hellsinger》（重金属：地狱歌手）、《Conan Chop Chop》（野蛮人柯南：又砍又剁）、《重生边缘》（SYNCED: Off-Planet）、Don't Starve: Newhome（饥荒：新家园）以及已上线的《Arena of Valor》和《GTFO》。未来 Level Infinite 品牌的发展及腾讯游戏开启全球化进程的发展值得期待。

图 11：12 月 8 日 Level Infinite 官网公布的新产品



吸血鬼：恶夜猎杀-血猎

「吸血鬼：恶夜猎杀」IP 的 F2P 战术竞技游戏，2022 年在 PS5 和 PC 平台发布，研发商为瑞典工作室 Sharkmob。



重生边缘

PvPvE 的多人战术竞技游戏，2022 年上线 PC 平台，NEXT Studios 研发。



重金属：地狱歌手

第一人称节奏射击游戏，2022 年在主机和 PC 平台上线。研发商是 The Outsiders，制作人 David Goldfarb，曾担任《收获日 2》的总监，以及《战地 3》和《战地：叛逆连队 2》的首席设计师。



饥荒：新家园

盛趣游戏开发的饥荒 IP 手游，将在生存沙盒冒险玩法的基础上加入更多的多人社交要素，上线时间待定。



战锤 40K：暗潮

《战锤 40K》背景的四人合作动作冒险游戏，2022 年春天上线 Xbox 和 PC 平台。研发商是 Fatshark，曾研发《战锤：末日鼠疫》系列。



野蛮人柯南：又砍又剁

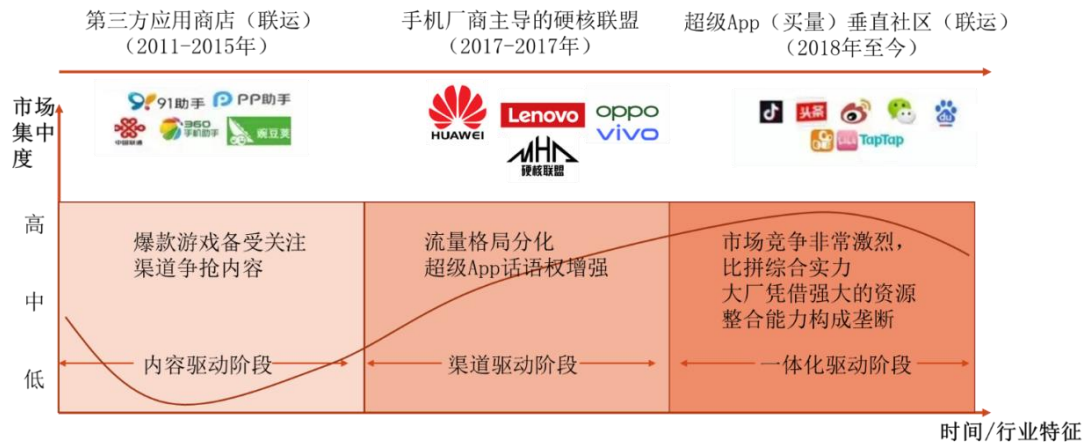
《野蛮人柯南》IP 的火柴人风格 Roguelite 动作冒险游戏，2022 年上线主机、PC 和 NS 平台。开发商是 Mighty Kingdom，发行商则是 Funcom—《野蛮人柯南》的研发商。

资料来源：Level Infinite 官网，游戏葡萄，山西证券研究所

2.2. 字节跳动：短视频构筑全球游戏新渠道，出海优势尽显

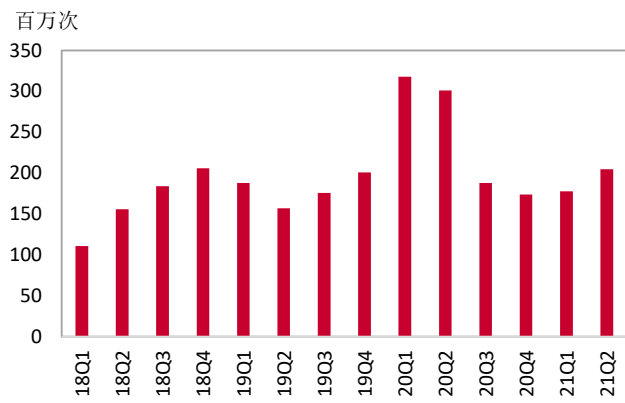
目前中国手游发行渠道逐渐由手机厂商主导的硬核联盟阶段发展为超级 App 买量和垂直社区联运并重的新阶段。互联网大厂依托流量话语权形成了对游戏发行的巨大影响能力。字节跳动掌握抖音、头条等头部 APP 和巨量引擎、穿山甲联盟两大流量分发平台，沉淀了优质产品买量数据，对游戏发展风向具有敏锐嗅觉。2021 年上半年 TikTok 仍然是全球下载量和应用内购收入最高的非游戏应用，获得 3.83 亿次下载和 9.19 亿美元的内购收入，内购收入同比增长 73%。另一方面，字节跳动拥有成熟的海外运营经验，TikTok 作为全球短视频头部产品将为出海游戏本地化提供高效买量途径。字节跳动正在将移动游戏作为扩展业务版图和提升流量效能的重要方向，布局休闲游戏和中重度游戏。

图 12：国内手游发行渠道变迁



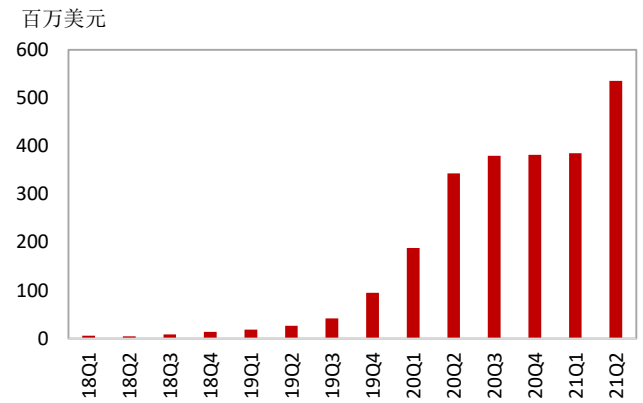
资料来源：竞核研究组，山西证券研究所

图 13：TikTok 和抖音全球下载量



资料来源：Sensor Tower，山西证券研究所

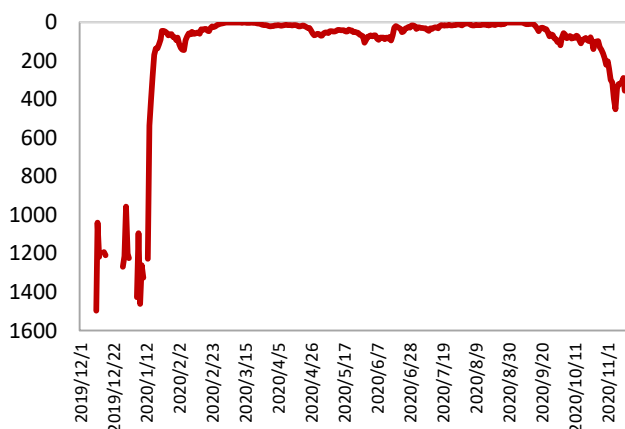
图 14：TikTok 和抖音全球应用内购收入



资料来源：Sensor Tower，山西证券研究所

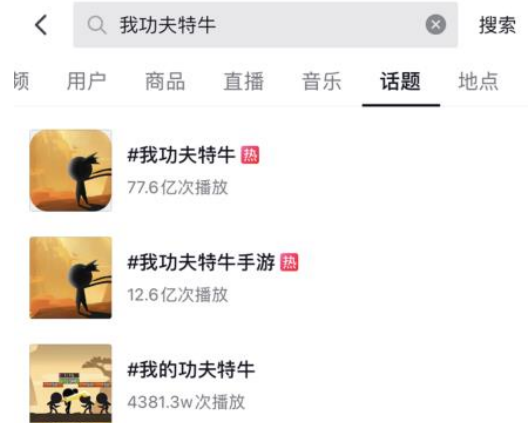
在休闲游戏方面，字节跳动已经取得出色成绩。旗下 Ohayoo 工作室产品《我功夫特牛》、《全民漂移》、《脑洞大师》等凭借出色玩法和巨量引擎充足导流加持下在海内外免费榜实现出色成绩，累计拿下超 5 亿次的下载量以及 8000 万人的月活数，其中《我功夫特牛》在日本运营期间曾长期维持免费榜前列，多次拿下动作类免费榜第一。字节跳动通过话题营销和活动推广向用户展现的《我功夫特牛》视频播放量超 90 亿次，充分展示短视频媒体作为分发渠道的重要价值。根据字节跳动总经理徐培翔在开发者大会的分享，截止 2021 年 2 月字节跳动发行的 100 多款休闲游戏，39 款产品流水超为千万，9 款产品流水过亿，单款游戏最高流水过 6 亿；游戏研发成本优势巨大，86% 的产品研发费用低于 100 万；流水过千万的项目中 63% 的团队小于 10 人，验证了字节跳动流量数据赋能游戏研发实力。

图 15:《我功夫特牛》日本免费榜排名



资料来源：七麦数据，山西证券研究所

图 16:《我功夫特牛》抖音推广效果



资料来源：山西证券研究所

重度出海游戏方面，字节跳动着眼投资并购与自研双模式。字节跳动投资了原属于三七互娱的重度手游公司墨鹞科技、拥有《放置少女》的日韩出海新星有爱互娱、凯撒文化、上禾科技等游戏厂商。2021年3月22日，沐瞳科技宣布与字节跳动旗下游戏业务品牌朝夕光年达成战略收购协议，借助字节跳动海外运营经验共同开拓全球游戏市场。沐瞳科技 MOBA 类手游《无尽对决》在东南亚具备了全民手游特质，字节跳动有望利用 TikTok 强劲渠道优势进一步增强《无尽对决》社交粘性和推广能力。自研产品中 MMORPG 手游《RO 仙境传说：新世代的诞生》由骏梦网络和字节跳动合作研发，在港澳台地区反响热烈，上线后首月 iOS 流水达 1700 万美元，是字节跳动在重度游戏领域的重要成绩。二次元手游布局上，字节跳动发行了中手游《航海王：热血航线》和凯撒文化《火影忍者：巅峰对决》，此两位合作方在 IP 手游研发方面均有充分经验。依托全球布局丰厚经验和买量优势，字节跳动出海业务有望在休闲游戏和中重度游戏实现更加出色成绩。

收购出海 VR 设备商，有望构筑全球内容生态。8月29日，字节跳动收购中国 VR 行业出货量最大的软硬件研发制造商 Pico。字节跳动此次收购 VR 硬件公司与 2014 年 Facebook 收购 Oculus 有相似之处，双方都意图将自身互联网平台生态接入未来终端设备。根据 One Sight 和 IDC，Pico 海外业务表现出色，全球出货量同比增长 44.7%，已经成为全球第三大头戴式 VR 设备制造商。由于国内尚未形成成熟的 VR 娱乐平台，因此中国 VR 游戏公司大多依托 Facebook 的 Oculus Quest 平台发布产品，例如由国内团队 Caveman Studio 研发的《Contractors》在海外销量超百万美元，连续多年被评为 Steam 年度畅销游戏。我们认为字节跳动收购 Pico VR 不仅可以依托自身算法优势增强 Pico 算法能力，还能借助全球社媒渠道为 Pico VR 海外市场提供更多优质内容和运营经验，促使全球 VR 游戏与内容着陆 Pico VR 平台；而在国内市场方面，字节跳动将加速 Pico VR 助力中国 VR 游戏回国的进程，从而快速攻占国内市场。

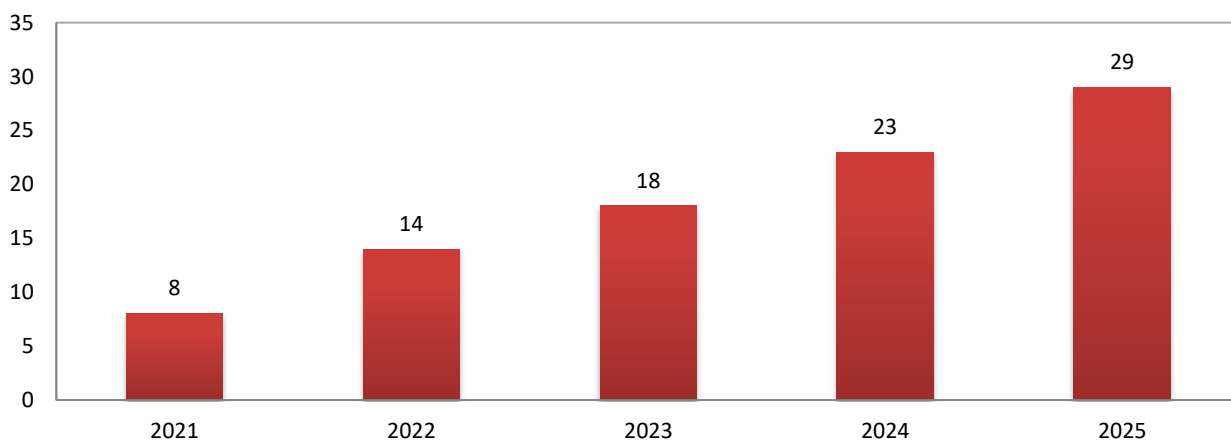
表 9：PicoVR 发展历程

时间	事件	时间	事件
2015.03	Pico 品牌成立	2015.12	推出 Pico1 虚拟现实头盔与 PICOVR 虚拟现实 APP 及 Pico 行业解决方案
2016.04	发布 VR 一体机-- Pico Neo DK	2017.05	发布手机盒子产品 Pico U,升级版分体式 VR 一体机 Pico Neo DKS,旗舰一体机产品 Pico Goblin 以及 VR 追踪套件 PicoTracking Kit
2017.12	实现量产的头手 6DoF 一体机-PicoNeo VR 推出	2018.07	2000 元价位段使用高通骁龙 835 芯片的 Pico G2 VR 一体机发布；Pico 获得 1.675 亿人民币 A 轮融资
2019.05	使用高通骁龙 835 芯片的 4K 屏显 VR 一体机一- Pico G24K 发布	2020.03	第二代 6DoF 一体机 Pico Neo2 正式推出
2020.12	Pico 获得 1.93 亿人民币 B 轮融资	2021.03	Pico 获得 2.42 亿人民币 B+轮融资

资料来源：VRCoast，山西证券研究所

图 17：全球 VR 设备数量预测

单位：百万



资料来源：IDC，山西证券研究所

2.3. 心动公司：发行能力与社群平台强劲，支撑出海业务远航

心动公司是中国游戏行业内知名的游戏研发和代理发行公司，拥有国内最大的手游平台 TapTap，2019 年 12 月 12 日在香港联交所主板上市。CEO 黄一孟曾在 2003 年创办 VeryCD，2010 年与戴云杰共同创立心动公司，并从网页游戏转型移动游戏业务。早在 2016 年心动公司凭借《神仙道》、《仙境传说 RO》成功出海。早期的海外市场运营经验使得心动公司在韩国、港澳台、东南亚地区等地区形成了游戏发行的先发优势，众多国内大厂选择与心动公司合作海外发行，例如《非人学园》、《第五人格》、《明日之后》、《猎魂觉醒》、《永远的 7 日之都》等网易产品均由心动公司在韩国等海外市场发行，勇仕网络《碧蓝航线》、散爆网络《少女前线》、完美世界《梦间集》、煜颜文化《深渊地平线》等产品也均由心动公司代理发行。在买断制游戏发行上，通过向全球市场发行《去月球》《喵斯快跑》《艾希》《人类跌落梦境》等大热独立游戏，心动网络形成了差异化的游戏品质审美，进而具备挖掘爆品潜质

的精品游戏的能力。

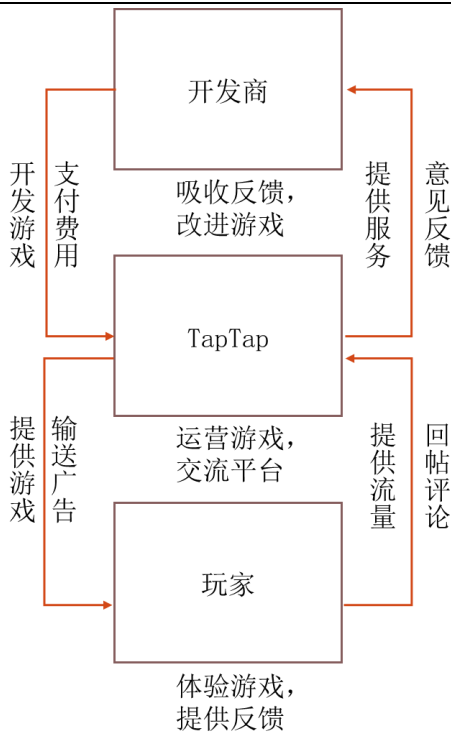
表 10：TapTap 代理、发行出海游戏情况及独立游戏发行情况

TapTap 代理或发行的出海游戏情况				TapTap 独立游戏发行情况		
游戏名称	运营模式	类别	主要运营市场	游戏名称	类型	研发商
香肠派对	代理	战术竞技类	中国	去月球	角色扮演	Freebird Games
少女前线	代理	CCG	港澳台及韩国	无尽旅图	冒险解谜	Sunhead Games
第五人格	代理	非对称性战术竞技类	韩国	部落与弯刀	角色扮演	汉家松鼠
明日之后	代理	MMORPG	韩国	人类跌落梦境	益智	No Brakes Games
碧蓝航线	代理	CCG	韩国	喵斯快跑	音乐	PeroPeroGames
仙境传说 M	自研	MMORPG	中国大陆及港澳台、韩国、日本、东南亚、美洲	泰拉瑞亚移动端	沙盒	505 Games
				风来之国	冒险解谜	Pixpil

资料来源：头豹研究院，山西证券研究所

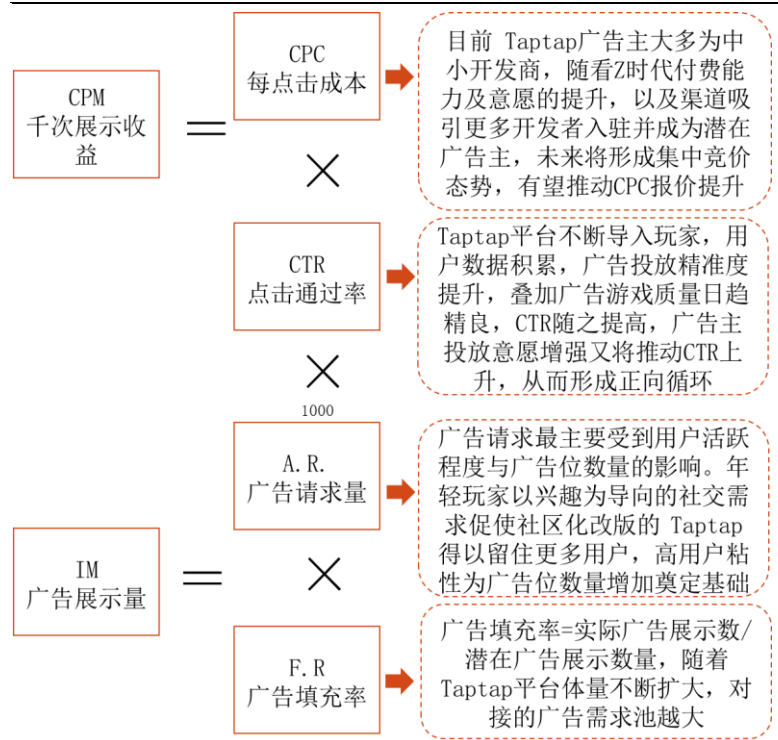
TapTap 聚合海内外游戏社区资源。TapTap 主打“发现好游戏”的玩家社区，不联运、不分成，以广告收入作为商业模式，聚集了大批重度游戏玩家，形成了深厚的游戏社群文化，用户粘性较强。良好的社区文化为开发商提供了优质的游戏发行渠道，有助于驱动用户总量健康增长。TapTap 不联运、不分成的模式降低了中小游戏厂商发行成本，吸引大批工作室入驻；凭借良好的用户环境使得玩家和厂商形成高效互动，有助于产品改进问题，优化游戏内容，提升口碑。例如在游戏未发行时，TapTap 向游戏开发者提供“篝火测试”，在研游戏可以在半开放环境下进行测试，有助于开发者在早期阶段验证游戏设计水平，并降低开发风险。同时 TapTap 构筑的评分体系形成了游戏评价和评测领域的可靠话语权，也可以帮助开发者改进产品质量。2021 年 7 月，TapTap 发布开发者服务（TDS）业务，目前已有近百款游戏接入 TapSDK，用户可以直接使用 TapTap 账号登录、内嵌动态等生态功能。未来还将加入好友系统、内部测试平台、排行榜、组队邀请等功能。TDS 将使游戏开发者专注于游戏玩法并降低开发和运营成本，同时中小型游戏开发者批量入驻将进一步提升心动公司创新品类挖掘能力，构筑 TapTap 游戏发行生态网络。

图 18: TapTap 游戏生态闭环



资料来源：头豹研究院，山西证券研究所

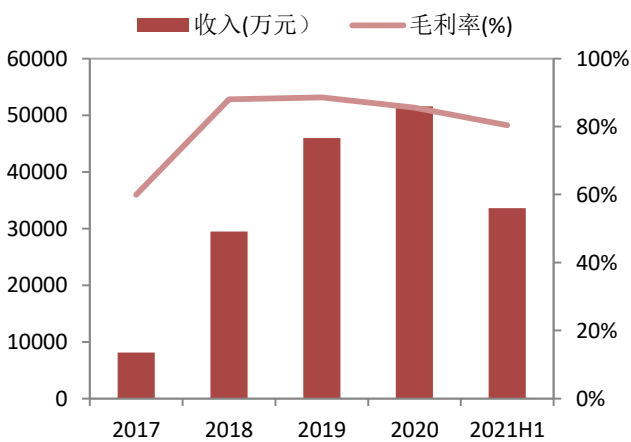
图 19: TapTap 广告业务收入模型



资料来源：头豹研究院，山西证券研究所

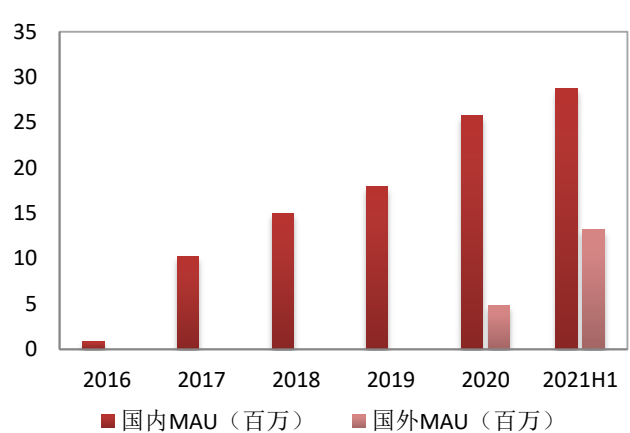
TapTap 国际版势头正盛，增量空间巨大。 TapTap 国际版自 2019 年 4 月上线，截止 2021 年 6 月 30 日，月活跃用户达 1320 万，相比去年年底增长 175%。2021 年上半年，TapTap 业务收入达 3.36 亿元，同比增长 32.74%。TapTap 广告业务主要受每次点击成本、点击通过率、广告请求量和广告填充率四种因素影响，未来随着 TapTap 将国内版智能推荐系统引入国际版、海外游戏社群规模持续扩大和用户粘性提高，TapTap 广告收入有望持续提升。

图 20: TapTap 业务收入及毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21: TapTap 国内版本及海外版本月活跃用户数



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.4. 网易：自研能力强劲，出海方法论再革新

网易游戏出海的崛起得益于网易强劲自研能力。网易早在 PC 端游时代便积累了《梦幻西游》《倩女幽魂》《天谕》《逆水寒》等重磅中国武侠 IP，长线运营能力出众。自 2003 年 12 月发行的《梦幻西游》端游已走过 17 年，其手游自 2015 年上线也已运营 6 年，长期维持国内游戏畅销榜头部位次，已成为 MMORPG 类游戏的代名词。除将端游 IP 进行手游改造，网易同样发力于原创 IP，成就了网易在移动游戏时代的领先地位，为国际化路线出海打下坚实基础。

阴阳师奠定了网易出海良好基础。2016 年 9 月泛二次元卡牌游戏《阴阳师》在国内上线以来便成为爆款产品。《阴阳师》IP 取材于日本平安朝末期的民间神怪故事，因此具有日本玩家熟悉的文化背景和 IP 接受度，而日本市场也成为了《阴阳师》出海的第一站。2016 年 12 月，《阴阳师》日服开放预约，通过官网的精美动画宣传和豪华声优团队塑造品质感，拿下 Google Play 的预注册大图推荐，通过在电车车厢、秋叶原等地投放了大量户外广告，并在 Youtube 和 niconico 等网站投放宣传广告，获得了 35 万的预约，并在上线当日登顶日本 App Store 下载榜。《阴阳师》为网易带来了日本市场丰富的运营经验，积累了宣传推荐、内容营销、线上与线下联动营销等出海必备流程方法论，组建了可靠的外团队，化解了出海游戏日本市场“水土不服”的大问题。之后《阴阳师》又与 kakao 合作发行登录韩国市场，在韩国市场取得畅销榜 Top 3 的成绩。

图 22：《阴阳师》日本宣发活动



资料来源：《阴阳师》网站，触乐，山西证券研究所

新品矩阵巩固网易日本市场成果。《阴阳师》之后，网易在日本继续推出了吃鸡类手游《荒野行动》。《荒野行动》的运营体现了网易出海部门对日本市场用户画像的洞察能力。吃鸡类游戏依赖强用户活跃数，因此需要在社交裂变方面领先竞争对手的情况下才可以获得单一市场的成功。网易在竞争对手

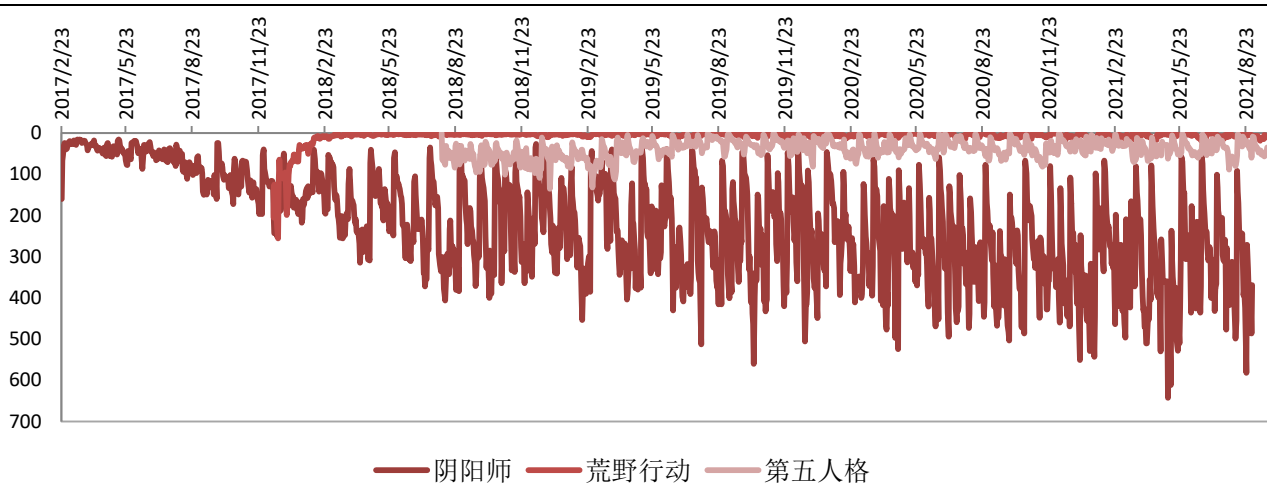
尚未开发吃鸡品类的机遇下，先行抢占日本市场份额，依托出色的游戏品质和本地化运营能力，《荒野行动》成为日本国民级手游，长期维持畅销榜前十，热度高居不下。《阴阳师》IP的MOBA手游《决战！平安京》、非对称对抗竞技手游《第五人格》、末日生存手游《明日之后》掀起出海浪潮，相继在日本、韩国、东南亚等地发行，产品表现依旧出色。

图 23：《荒野行动》日本本地化营销案例



资料来源：《荒野行动》官网，山西证券研究所

图 24：《阴阳师》《荒野行动》《第五人格》日服 App Store 游戏畅销榜排名



资料来源：七麦数据，山西证券研究所

如今网易正迈向拥抱全球顶级 IP，成就出海大战略。除了自研产品外，网易主动与暴雪、漫威、华纳、The Pokémon Company、GAME FREAK 等全球知名 IP 持有公司进行合作，寻求迅速推进西方市场的出海策略。网易过去与暴雪形成了长期的合作关系，拥有《星际争霸》《魔兽世界》《炉石传说》、《暗黑破坏神》《风暴英雄》《守望先锋》等产品在中国的运营权。随着暴雪手游化经典 IP 的战略继续

推进，网易有望参与研发并提升全球化产品开发能力。例如《暗黑破坏神》的手游版本目前《暗黑破坏神：不朽》的开发进度值得关注。2019年12月，网易在东南亚发行了与漫威合研的MOBA手游《漫威超级战争》；2020年网易与华纳达成合作，就《指环王》IP共同开发《指环王：崛起之战》游戏。2021年5月，网易上线《宝可梦大探险》国服版本，2021年9月，网易上线和华纳兄弟在国内上线了联合研发的《哈利波特：魔法觉醒》，以Portkey Games品牌推出，该产品有望在全球范围内继续发行。我们从网易IP合作情况来看，网易在东亚以外的出海市场将先围绕顶级IP进行游戏研发，积累欧美市场游戏偏好经验；在充分获得本土化运营能力后有望培育具备全球价值的自研IP。如今此路线已经初显端倪：2021年8月由网易旗下24 Entertainment研发的买断制游戏《永劫无间》上线Steam后一举登顶热销商品榜，是中国武侠题材的全球化IP传播的一次成功探索。

2.5. 三七互娱：战略转型成果初显，出海步步为营

游戏出海老兵，本地化经验丰富。三七互娱2012年开启海外发行之路，从港澳台和东南亚市场发展至全球市场，在此阶段三七互娱基于运营优势，进行深入的本地化调研，从美术风格、饮食文化、生活习惯等入手，在出海市场调整产品玩法和广告特点。例如在《永恒纪元》的发行中，三七互娱把握了日本社会压力大，游戏时间碎片化的特点，将“自动挂机”和“离线升级”作为宣传重点，击中玩家对重度游戏“又肝又氪”的抵触心理；同时还选择与知名游戏主播合作《永恒纪元》直播，单主播对游戏收入提升巨大，在MMORPG品类不是特别受欢迎的日本市场取得月1000万元人民币的较好表现。

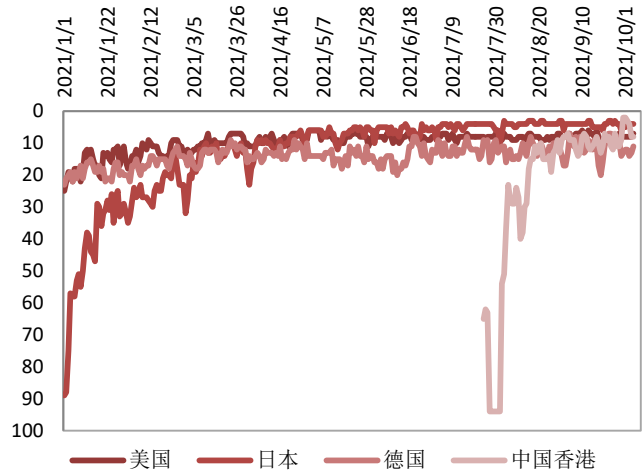
爆款产品全球热度不减验证战略转型成效，新品储备计划清晰。2018年以后三七互娱开启战略转型，调整组织模式，将出海团队管理模式从按地区划分调整为按游戏品类划分，有效提升了团队对特定品类的全球理解水平。三七互娱抓住了SLG游戏生命周期较长和流水稳定增长的特征，尝试西部、军事等欧美玩家喜好的SLG游戏题材，产品表现获市场验证。2020年末推出的《Puzzles & Survival》将欧美市场流行的轻度三消玩法、传统重度SLG玩法和受欢迎的末日丧尸风格进行融合，抓住欧美市场空白点，取得稳居美国游戏畅销榜前30名的优异表现。在日本市场，三七互娱为日本玩家定制了樱花、武士、和风建筑等游戏特色，使得《Puzzles & Survival》迅速攀升至日本畅销榜前20名。截止2021年6月，《Puzzles & Survival》最高单月流水超2亿人民币，累计流水已超10亿，进入过52个地区iOS畅销榜前十。此外，三七互娱在日本市场推出面向男性玩家的宫斗模拟手游《江山美人》，形成差异化竞争优势，长期维持日本畅销榜模拟类游戏前20名。2021年上半年，三七互娱海外游戏最高月流水超5亿，新增注册用户合计超过3000万，最高月活跃用户超过850万。公开数据显示三七互娱海外产品储备将以MMO和SLG为双核心，在女性向、修仙、魔幻、三国等主流题材不断发力。

图 25: 《Puzzles & Survival》三消与建造玩法



资料来源：GameRes，山西证券研究所

图 26: 《Puzzles & Survival》在出海地区畅销榜排行



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 27: 三七互娱海外产品储备



资料来源：公司公告，山西证券研究所

新品研发经验有望运用出海市场，技术中台驱动研发创新与运营增效。在技术研发方面，三七互娱在自研新产品《斗罗大陆：魂师对决》研发过程中积累了次时代引擎的研发经验，在技术编辑器、游戏渲染效果、自动优化指令工具、大数据分析技术、管线优化等方面有望形成独特方法论，将赋能未来精品项目研发。在运营端，三七互娱构建了智能化投放平台“量子”以及运营分析平台“天机”。“量子”可对接所有主流渠道，实现快速投放和自动化投放，可合并多个系统，串联流程，大幅减少计划创建时间，对计划进行标准化批量处理，自动化、系统化地维护计划，通过大数据分析以及 AI 算法提升推广效率以及效果。“天机”对游戏数据进行统计、分析以及预测的经营决策系统，该系统可以通过数据分析模型对游戏生命周期进行精准预测，提高用户粘性，稳定产品生命周期。在研发端和运营端的技术沉淀将为三七互娱海外业务发展增添全球竞争力。

2.6. 米哈游：技术宅拯救世界，《原神》震撼出海格局

米哈游于 2012 年由 3 名热爱二次元文化的上海交通大学学生成立，专攻二次元游戏领域。不同于侧重大批量发行的游戏开发商，米哈游自成立以来专注《崩坏》和《原神》两大 IP，游戏产品仅有数款。2020 年 9 月底米哈游自研开放世界 ARPG 游戏《原神》在 PC、手机和主机端全球发行，凭借出色的游戏品质引发全球“提瓦特”热潮，发行一周年以来仅海外 iOS 和安卓渠道吸金超 20 亿美元，成为全球最吸金的手机游戏之一。根据上观日报报道，米哈游 2020 年营收达 101.3 亿元，位列上海企业百强榜第 88 位。《原神》的成功并不仅仅是偶然，而是米哈游在游戏工业化进程中技术研发不断精进和 IP 运营长期积淀的成果。

图 28：米哈游产品发行历程



资料来源：公司官网，山西证券研究所

米哈游坚守技术驱动游戏品质，游戏美术、音乐表现与玩法设计位居国内一流水平。米哈游拥有国内一流的技术美术团队，研发出大量的移动游戏技术，积累了“PostFX”，“AnimeFX”，“3D 动画分层上色技术”，“基于 s-expr 的数据驱动逻辑技术”等一系列核心技术，使得米哈游《崩坏 3》《原神》在画面渲染、数据处理速度、系统架构设计上处于行业领先地位。2020 年 2 月至 2021 年 6 月，米哈游共申请 214 项发明专利，多数与美术渲染技术相关。在游戏音乐上《原神》聘请陈致逸为音乐制作人，并与上海交响乐团、东京爱乐乐团、伦敦爱乐乐团等合作，为不同地图定制了具有民族特色的背景音乐和战斗音乐。米哈游以 ARPG 为核心玩法，基于开放世界设置了丰富多样的中重度玩法和休闲玩法。在重度玩法方面，《原神》具有主线剧情，副线剧情，多人联机模式和深渊模式，兼顾了重视剧情内容和动作游戏体验两大玩家群体。在中轻度玩法上米哈游也融合了流行的塔防、棋牌、钓鱼、船舶驾驶、飞行、羽毛球等多种活动限定剧情，充分展示了米哈游策划的游戏设计能力。

表 11：米哈游部分核心技术情况

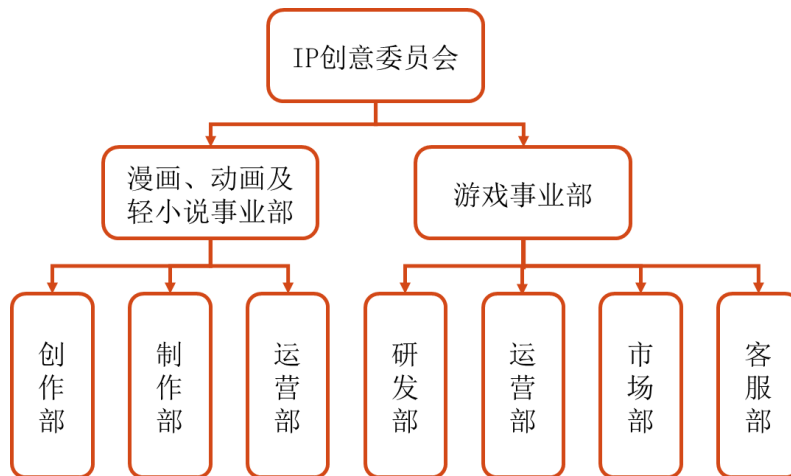
技术名称	技术特点	运用领域
PostFX	一种综合了各种后处理的技术，处理效率更高，使得画面更为绚丽，极大增强了表现力使得移动游戏的画面品质赶超客户端游戏。	崩坏 3
AnimeFX	基于 3D 的卡通渲染技术，可以实现风格化的勾线，还原上色和作画风格，该技术应用参数化方法体系，简化了美术流程，并使得效果调整更为直观。	崩坏 3

3D 动画分层上色技术	一种渲染技术，通过渲染不同的光照信息产生分层 mask，可独立调整每层的颜色信息，使得各种场景环境下的角色渲染色彩更为生动，且利于美术的后期调整。	崩坏 3
基于物理的动画系统	基于物理公式模拟各种刚体和柔体的动画表现，展现更为真实的人物动作及场景破坏效果。此外，该技术还可以修正动画间的突兀过度，使得动画更为平滑自然。	崩坏 3
基于云计算的海量用户游戏服务器框架	通过分布式云计算将同一款游戏中的所有用户集中在同一逻辑服务器，极大增强了用户间的互动，同时保证低延迟、高响应和高稳定性。	崩坏 3
基于 s-expr 的数据驱动逻辑技术	用类似 lisp 语言数据结构描述游戏内的技能和特效音效等逻辑，达到通过不修改代码来配置具有所有功能的全新技术，以及将技能逻辑配置到任意主体上。该技术减少了程序开发的负担，做到设计和实现的分离，实现代码的高度复用。	崩坏 3
游戏客户端文件非对称强加密	此技术用自定义的算法做到了可以加密客户端上的游戏代码，加密任意包体中指定文件，以及通过网络传输的基础数据。自定义的加密算法有更强的强度和鲁棒性。	崩坏 3
基于 IK 关键帧的动画系统	通过过程化的 IK 算法生成动画，从少量关键帧数据及主要标志信息，反向推出全身动画。该技术极大减少了动画的人力制作成本，资源占用小，灵活易用，适用范围广。	CG 动画
资源打包系统	一套可支持资源动态更新、资源按需下载、资源强制更新的系统。该技术基于 Unity 的 AssetBundle，使用了 RSA、AES、HMAC 等算法，保证资源的安全性。	崩坏学园 2

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

米哈游将游戏 IP 价值作为游戏研发和运营的战略支点。米哈游的组织架构中游戏事业部和漫画、动画及轻小说部均隶属于 IP 创意委员会。IP 创意委员会负责游戏 IP 的策划与评估，结合业务定位塑造 IP 内容、形象以及构建 IP 核心世界观；IP 创意委员会深度参与 IP 前期策划，为创作部门、研发部门等提供世界观统一的剧情设定；对于持续研发阶段的游戏，提出风格统一的内容策划，实现产品 IP 的延续性；同时基于游戏世界观为 IP 延展性提供思路。在具体的游戏运营上，米哈游聚焦专业内容制作和忠实用户社群的构建，形成 PGC 与 UGC 的良性互动。此外，公司高度重视官方内容建设，在社交媒体和视频平台上精耕 IP 价值，在微信公众号、Bilibili、Youtube 等平台投放高品质游戏宣传视频，举办奖励活动，积极展示《原神》在人物塑造、美术渲染和音乐制作的技术细节。目前《原神》哔哩哔哩官方账号拥有接近 800 万粉丝，官方自制视频总播放量超过 3.8 亿。《原神》鼓励玩家进行二次创作，将游戏人物模型开放以供玩家作为视频创作素材。以《原神》为话题的官方创作和二创内容播放量累计已经超 100 亿次。

图 29：米哈游业务部门组织架构



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图 30：《原神》哔哩哔哩官方账号视频种类



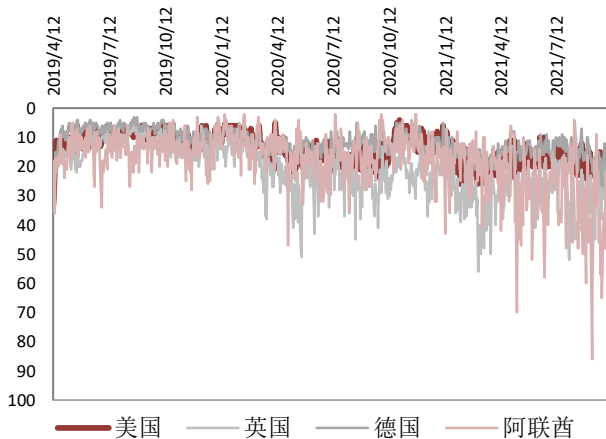
资料来源：《原神》哔哩哔哩账号，山西证券研究所

掌握全球发行能力和多端运营能力，元宇宙布局初现端倪。《原神》是国内少有的全球同步发行的移动游戏，表明米哈游已经搭建了成熟的全球发行团队，掌握了各海外市场的运营架构。《原神》也是全球少有的实现 PC 端、手机端、主机端同步上线的移动游戏，有效覆盖青睐主机游戏的欧美玩家、PC 端中重度玩家以及手机端的休闲玩家。CEO 蔡浩宇曾表示米哈游将致力于在 2030 年打造出可容纳全球十亿人愿意生活的虚拟世界。随着资本技术的持续储备，米哈游基于开放世界玩法的元宇宙游戏值得期待。

2.7. 莉莉丝：立足全球化战略，SLG+卡牌风靡欧美

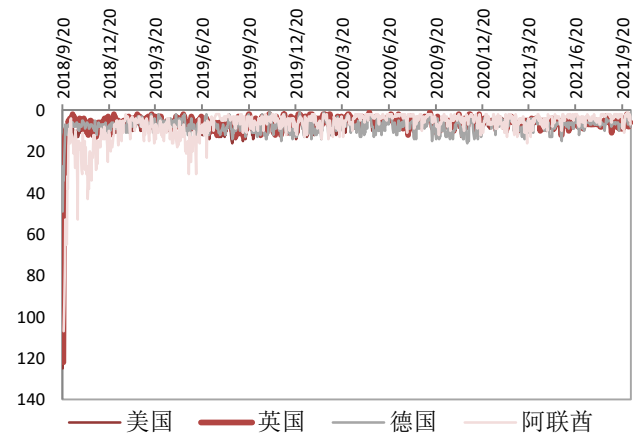
自研能力强劲，打磨全球化产品。2013 年莉莉丝由 3 名原腾讯员工创立，以“做好玩的游戏”为公司使命。2014 年莉莉丝发布了成本仅有 100 万元的产品《刀塔传奇》，上线之后取得大热，全年流水超 20 亿人民币，但由于游戏人物侵权问题陷入与暴雪的知识产权之中。此后莉莉丝走上原创 IP 之路，以 SLG+卡牌为产品双核心，发布了《剑与远征》《万国觉醒》《迷失岛》《abi》等游戏。2021 年上半年莉莉丝两款重磅产品《万国觉醒》和《剑与远征》分别位居出海手游收入第 5 名及第 15 名。莉莉丝具有独特的欧美市场游戏喜好洞察力，产品立项立足全球，高度重视海外市场。《剑与远征》是一款放置类卡牌游戏，以中世纪欧洲教堂壁画元素为美术样式，建立了全球化的游戏世界观，风靡欧美等海外市场，登顶 25 国 iOS 畅销榜，2020 年扣除国内安卓渠道外全球流水达 7.7 亿美元。SLG 类产品《万国觉醒》则采用色彩明亮的美式卡通风格，打造八个文明国家供玩家选择，并为每个文明设计了该国历史上的英雄任务，使得《万国觉醒》能够激发重要出海市场玩家的认同感，登顶 81 国 iOS 畅销榜。

图 31：《剑与远征》海外策略类游戏畅销榜排名



资料来源：七麦数据，山西证券研究所

图 32：《万国觉醒》海外策略类游戏畅销榜排名



资料来源：七麦数据，山西证券研究所

图 33：《剑与远征》游戏美术风格



资料来源：原画人，山西证券研究所

图 34：《万国觉醒》游戏美术风格



资料来源：公司官网，山西证券研究所

积累海外买量方法论，拉长 SLG 品类生命周期。由于 SLG 品类通常生命周期较长，因此实现较好水平的运营需要游戏厂商具备扎实的买量能力来获取新用户并回流老用户。莉莉丝在长期的海外运营中积累了成熟的买量方法论，以好的游戏内容为基础，将精细化买量拆解为投放线、数据线和策略线三大业务模块从而实现增长。以 2020 年 11 月全球上线的写实风格二战题材 RTS+SLG《战火勋章》为例，莉莉丝早在 2020 年 7 月开始投放素材进行效果测试；在买量素材选择上构建营销矩阵，覆盖游戏实机画面、知名主播推荐、搞笑剧情片段和军旅故事等类型，侧重渲染二战概念。同时莉莉丝于 2021 年 3 月发布了专门制作的《Showdown》品牌片，以战争片的现实主义风格镜头语言描绘了二战的残酷，对士兵面对生死的迷茫、烈属的悲痛、战乱百姓的慌乱等战争细节充分刻画，引发了巨大反响。莉莉丝于 2021 年推出末日废土风格的射击游戏《末日余晖》，依托本地化实力和买量能力，两款新品表现同样值得期待。

图 35：《战火勋章》海外买量模式



《战火勋章》买量素材覆盖小场景、大规模战斗、主播推荐和军旅故事；拍摄了5分钟战争片风格短片《Showdown》

资料来源：游戏新知，莉莉丝游戏，山西证券研究所

3. 投资建议

本篇报告主要从国内游戏公司出海优势及出海策略方面进行分析。从游戏公司自身来讲，游戏研发水平在中国玩家审美与从业人员水平提升和多年技术积累的背景下逐渐向全球主流水平靠齐；并且经过国内竞争激烈的游戏发行和运营市场的历练，使得出海厂商在相对蓝海的海外市场具备成长信心与实力。从外部环境来讲，海外渠道分成环境利好优质游戏研发商，且游戏审批环境相对宽松，而国内政策导向上监管对于游戏出海更持鼓励态度，出海有望成为游戏产业另一增长引擎。根据重要游戏公司出海打法，我们建议可关注三条主线：

1) 关注公司研发能力与 IP 储备：中国工程师红利下移动端游戏的多年积累使得研发技术与国外差距缩小，部分企业在研发上形成全球竞争力，同时头部游戏企业正不断投资前瞻游戏技术和全球顶级研发实力游戏工作室，布局全球化扩张与次时代游戏大作研发，并与知名游戏 IP 合作，可以获取更

多的全球用户。公司包括：腾讯控股（旗舰产品出海顺利，全球投资积累深厚且研发实力不断提升），中手游（手握众多 IP，与字节跳动合研《航海王：热血航线》，《新射雕群侠传之铁血丹心》在港台地区表现出色），吉比特（具备差异化选品能力和战略投资能力，发行《最强蜗牛》港澳台版、《地下城堡》系列海外版，并且已取得多款产品海外发行权）。

2) 关注公司本地化运营能力：对海外玩家偏好的洞察能力决定了细分市场长线运营的成功，这需要游戏企业在市场调研、玩法调优和营销手段上充分匹配目标国玩家画像。公司包括：三七互娱（海外发行策略转型卓有成效，以赛道和品类为组织的策略更好地适配发行人员与本地化运营，《Puzzle & Survival》打开海外业务全新发展阶段，同时研发能力积累显著），网易（自研能力积淀深厚，手握《阴阳师》《荒野行动》《第五人格》等原创 IP，在日本市场长线运营出彩，储备国际 IP 产品）。

3) 关注垂直化平台运营能力：高粘性用户群体往往是游戏运营发展的最关键的人群，而发展全球化的游戏玩家社群是聚拢此类用户的前提。公司包括：心动公司（依托搭建的垂直渠道 TapTap 平台聚拢全球优质游戏，为中小开发者提供游戏开发者服务，在心动公司成熟的全球发行能力加持之下，具备打造低成本爆款出海成本的潜质）。

4. 风险提示

海外游戏监管政策变动风险；买量成本过快上升风险；新游戏严重不及预期；商誉减值风险；海外业务汇兑损益风险。

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

