

游戏大航海时代：能力禀赋、市场环境及成长空间

证券分析师：张良卫
执业证书编号：S0600516070001
联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师：周良玖
执业证书编号：S0600517110002
联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn

2022年06月10日

- **中国手游出海驱动力？** 1) **国内存量市场竞争加剧**：2021年中国移动游戏市场实际销售收入2255亿元，同比增长7.6%，用户规模达6.56亿人，同比增长0.2%，ARPU达344元，同比增长7.3%，用户红利期已过，行业增长引擎已切换至ARPU值提升。市场竞争方面，2021年行业CR2达77%，“2+N”格局显著，同时老游戏长线运营效果好，流水占比持续提升，存量市场下新游竞争加剧，对于厂商的创新、精品化能力要求较高。 2) **海外市场空间广阔**：海外市场仍有较大提升空间，中国厂商核心竞争力领先，市占率仍有较大提升空间。Statista预计至2025年全球移动游戏市场规模将达1606亿美元，对应2020-2025年复合增长率11%，我们认为其中成熟市场增长将由ARPU提升驱动，新兴市场增长动力将来自玩家规模扩大。
- **如何看待手游出海的核心竞争力？本地化能力、发行能力、产品力**。海外手游发行渠道主要为AppStore、GooglePlay，流量获取以买量为主，因此从ROI角度来看，我们认为创新玩法和优质产品有助于前端降低获客成本，后端提升用户LTV；发行环节的买量投放效率提升、买量素材创意化将降低买量成本，后续长线运营提升用户LTV。而本地化认知贯穿在产品研运阶段，对于研发阶段的赛道选择、核心玩法和风格题材选择，发行阶段的LTV增长模型搭建、买量投放决策，运营阶段的内容联动、开放节奏等均起到至关重要的作用，好的本地化能力将帮助厂商实现更好的产品商业化表现。
- **如何看待中国手游厂商的核心竞争力水平？** 1) **研运能力领先**：中国移动游戏产业先后经历用户红利期、中重度品类拓展时期、精品化时代，市场规模与单用户付费水平均处于全球领先地位。中国厂商于多年发展中，“低配置+高质量”优化能力、数值系统设计等能力不断提升，免费游戏盈利模式成熟，产品力及发行能力已反超海外厂商。 2) **本地化能力不断提升**：我们认为通过产品迭代及设立海外工作室，厂商对各地区的本地化认知将不断加深，后续出海手游产品成功率将有所提高，流水爬升速度及峰值有望持续突破，看好中国厂商于各市场市占率稳步提升。2019-2021年在美国、日本、韩国、英国、德国5个成熟市场的流水TOP100移动游戏中，除2021年的韩国市场，中国国产游戏流水同比增速均高于非国产游戏，中国手游产品竞争力凸显。
- **中国手游出海空间：中性测算下仍有千亿元增量空间**。根据伽马数据，2021年中国自研手游海外市场实际销售收入达160.9亿美元，同比增长21.8%，市占率已达28%（2015年时为11%）。2021年主要移动游戏市场美国、日本、韩国、东南亚行业CR5分别为25%、31%、51%、31%，除东南亚市场外，下降趋势明显，给中国厂商提供了充足的空间。Statista 预计至2025年海外移动游戏市场规模将达997亿美元，我们假设在悲观情况下中国手游出海市占率略低于2017年其在东南亚地区水平，达30%；中性情况下达35%；乐观情况下达到2021年其在东南亚地区的水平，约40%，则对应增量空间分别为138、188、238亿美元，对应人民币分别为923、1256、1589亿元（以2022年6月9日USD/CNY=6.68换算）。
- **投资标的**：全球化即本地化，我们看好并推荐具备“因地制宜”的出海发行能力且已取得长周期品类突破，出海确定性较强的三七互娱；全球大IP储备丰富且产品力出色的腾讯控股；“小步快跑”立项面向全球的吉比特；产品储备全球化且逐步搭建海外自主发行能力的完美世界；自研出海开局亮眼，TapTap国际版用户数快速增长的心动公司等，建议关注国际化大IP产品储备丰富的网易-S等。
- **风险提示**：新游上线表现不及预期风险；行业监管政策趋严风险；海外市场竞争加剧风险；海外市场买量成本上升风险；成熟市场用户ARPU值提升不及预期风险。



- 1、手游出海驱动力：国内存量市场竞争激烈，海外市场发展空间广阔
- 2、手游出海竞争力：研运能力领先，本地化能力逐步提升
- 3、手游出海市场空间：中性测算下仍有千亿元增量空间
- 4、手游出海竞争格局：全球化即本地化，看好本地化认知能力出众的厂商突围
- 5、风险提示

一、手游出海驱动力：国内存量市场竞争激烈，海外市场发展空间广阔

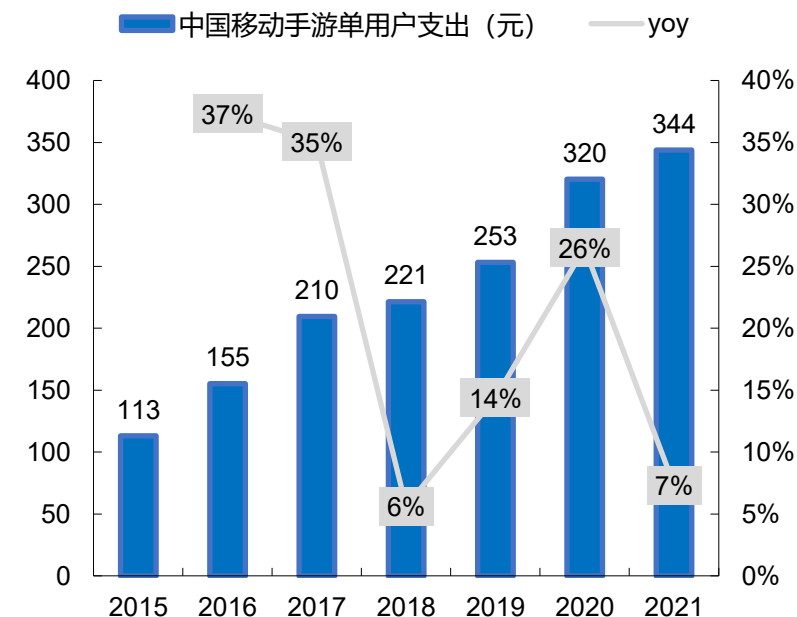
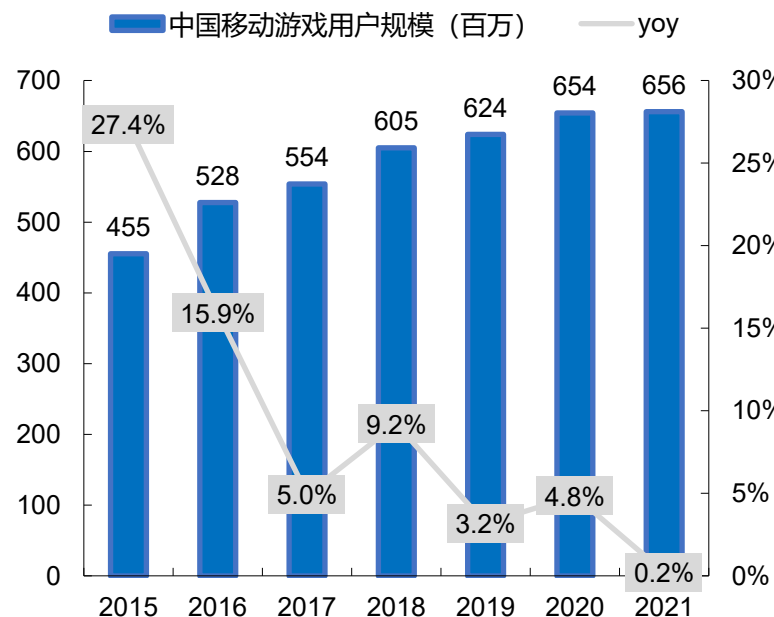
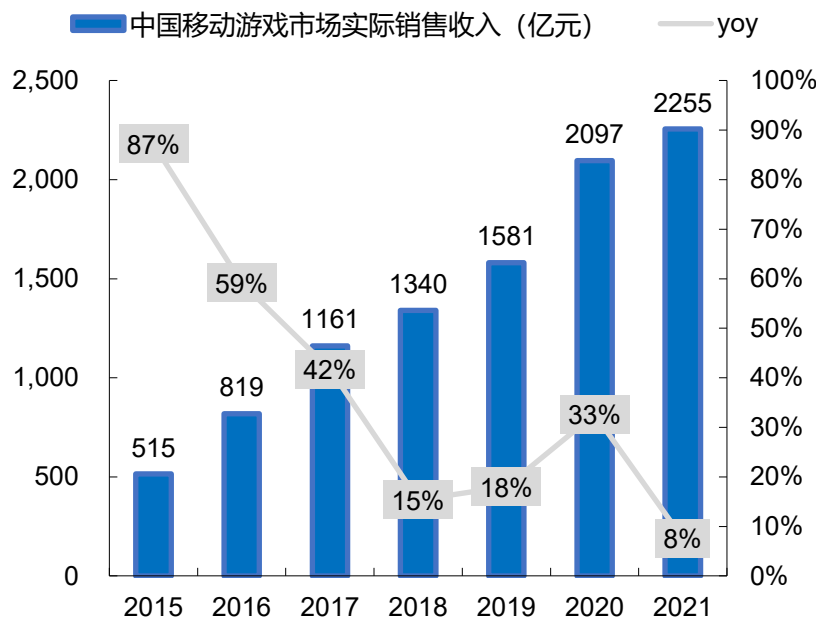
1.1.1 国内手游市场：用户端流量见顶，行业规模由ARPU增长驱动

- 2021年中国移动游戏市场实际销售收入为2255亿元，同比+7.6%，我们将游戏市场规模拆分为用户规模 * 单用户支出，其中：
 - 2021年中国移动游戏用户规模达6.56亿，同比+0.2%，2019-2021年中国游戏用户规模同比增速均低于5%；
 - 2021年中国移动游戏用户人均支出344元，同比+7.3%，2018-2021年复合增速为15.8%，我们认为2020年同比增速较高或受益于“宅家防疫”红利，而2021年同比增速较低除2020年基数较高外，或还受到版号停发，新游上线数量减少影响。
- 我们认为中国移动游戏用户流量增长已见顶，预计未来用户规模同比增速将维持下行趋势，移动游戏行业增长将主要由单用户支出增长驱动，而单用户支出主要受产品数量、产品品质影响。

表：中国移动游戏市场实际销售收入及增速

图：中国移动游戏用户规模及增速

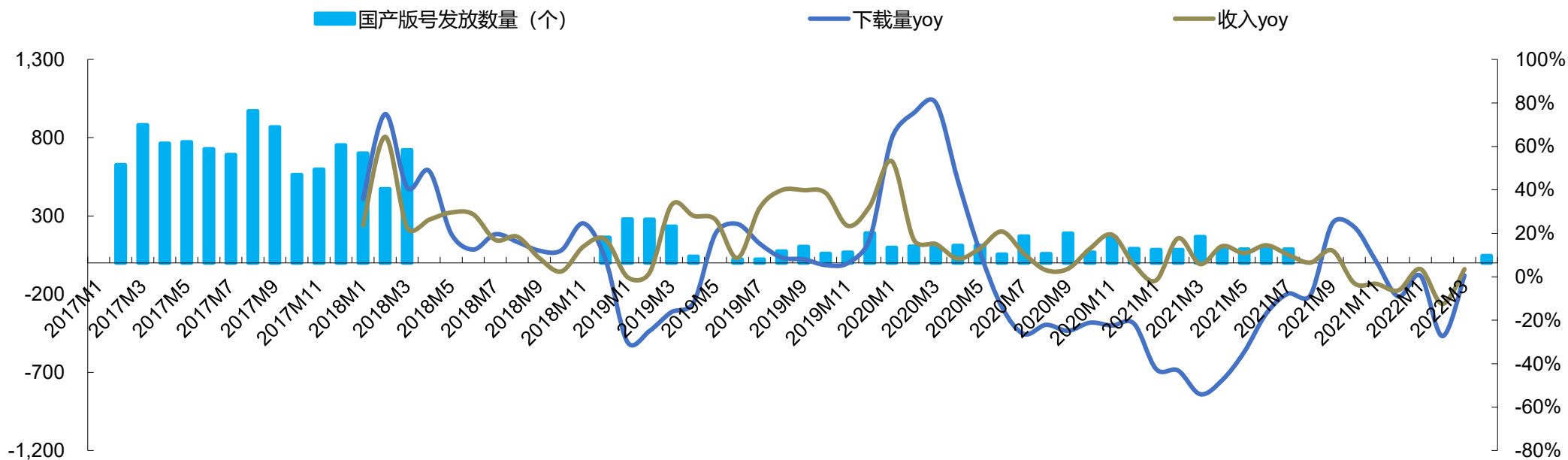
图：中国移动游戏用户人均支出额及增速



1.1.2 国内手游市场：供给侧版号总量控制，行业精品化趋势凸显

- 2018-2021年中国游戏版号经历两次停发：**1) 2018年4月-2018年11月**：共持续8个月，主要是因为机构改革，原国家新闻出版广电总局各种印章已停止使用，新印章还未启用，游戏版号受理及审批暂停，同时2018年8月明确游戏版号将实行总量控制。**2) 2021年8月-2022年3月**：共持续8个月，我们认为主要是为了推进未成年人防沉迷落地，停发时间较久主要系需筛查的已上线游戏数量庞大。
- 复盘2018年版号停发，我们以iOS端下载量作为游戏市场新游数量、用户活跃度的观测指标，可以发现：1) 由于中大厂商一般储备有版号，版号停发后的9个月内下载量同比增速仍为正，版号停发后的第10个月下载量同比增速转负。2) 厂商拿到版号后需要进行付费测试、调整，下载量同比增速转正出现在第14个月。
- 2022年4月11日，游戏版号重启核发，我们认为这意味着未成年防沉迷已逐步落地，本轮监管告一段落，同时版号重启核发，也有助于厂商在研项目推进，但考虑到用户规模日趋饱和，我们预计国内游戏行业规模增速相比2019年将放缓。同时我们认为版号将维持总量控制，游戏行业精品化趋势将愈发明显，国内手游市场已步入存量竞争阶段，但精品游戏仍可突围实现较好的流水表现。

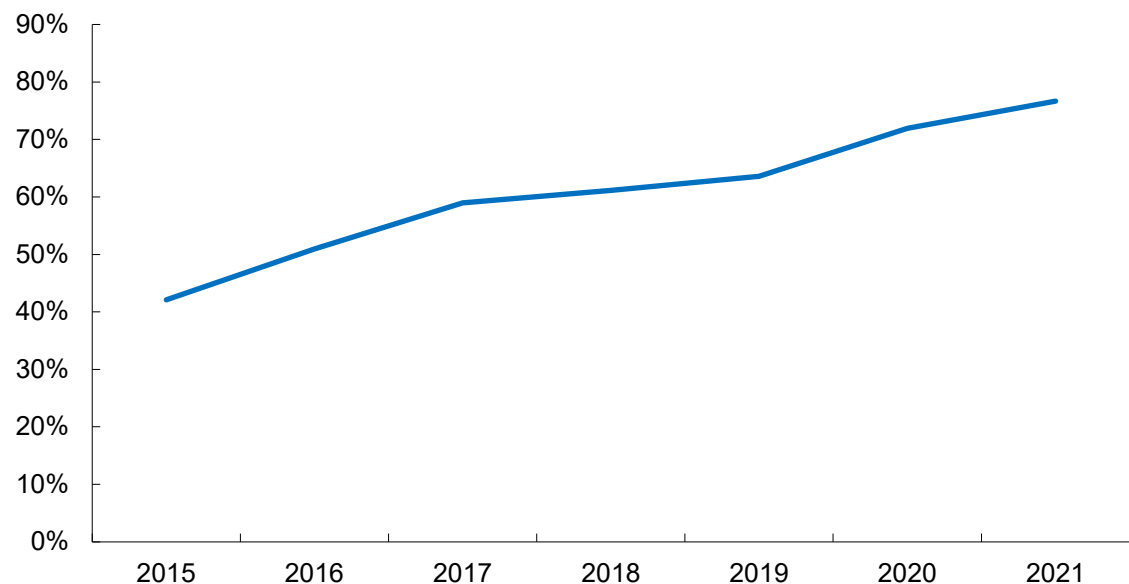
图：国产游戏版号发放数量、中国大陆地区iOS端游戏下载量及收入同比增速



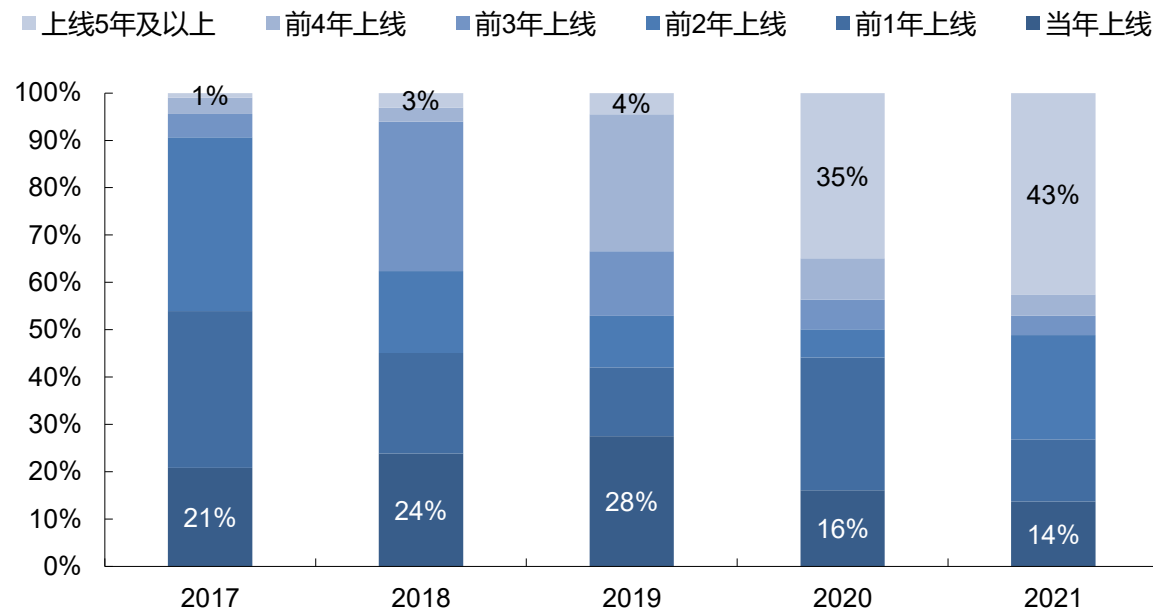
1.1.3 国内手游市场：头部厂商市占率持续提升，存量市场博弈特征明显

- **头部厂商市占率持续提升，二超格局显著。**2017年至2021年，腾讯、网易于国内手游市场市占率由42%提升至77%（注：网易手游收入未剔除海外市场收入），两家营收及利润规模、资源整合能力等均高于行业其他厂商，行业“2+N”竞争格局显著。
- **老游流水占比提升，存量市场下新游竞争加剧。**根据Sensor Tower数据，2021年国内iOS端手游流水TOP100中，2016年及之前上线的游戏流水占比达43%，老游生命周期长，其中腾讯的《王者荣耀》《和平精英》、网易的《梦幻西游》《大话西游》《阴阳师》、吉比特的《问道手游》市场表现强势，长线运营效果显著。在移动游戏市场用户规模增速放缓背景下，同时手游玩家经过多年培养，鉴赏能力逐步提升，对于游戏产品质量要求不断提高，新游竞争将持续加剧，对于厂商的创新、精品产出能力提出较高要求。

图：2015-2021年国内手游市场腾讯控股+网易游戏收入占移动游戏市场规模比例



图：2017-2021年国内iOS端流水TOP100的手游流水构成（%，按上线年度分类）

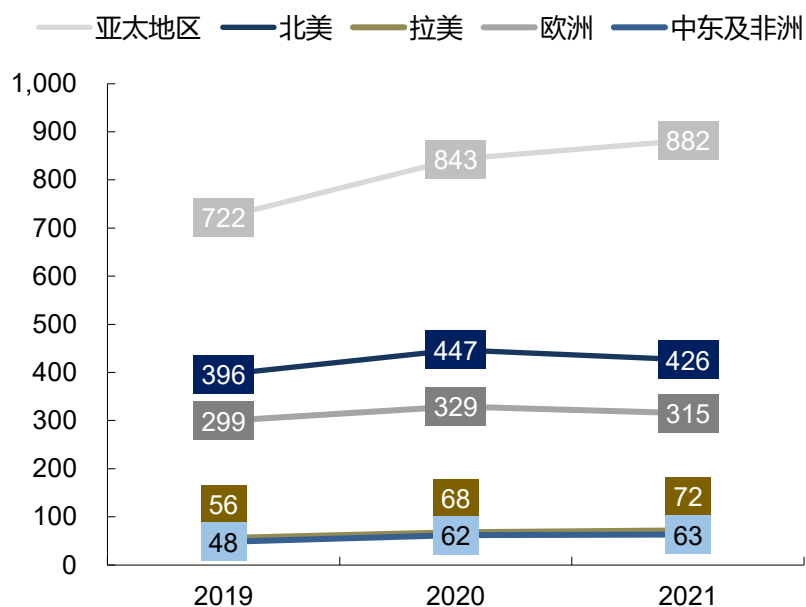


数据来源：伽马数据，Wind，公司公告，Sensor Tower，东吴证券研究所

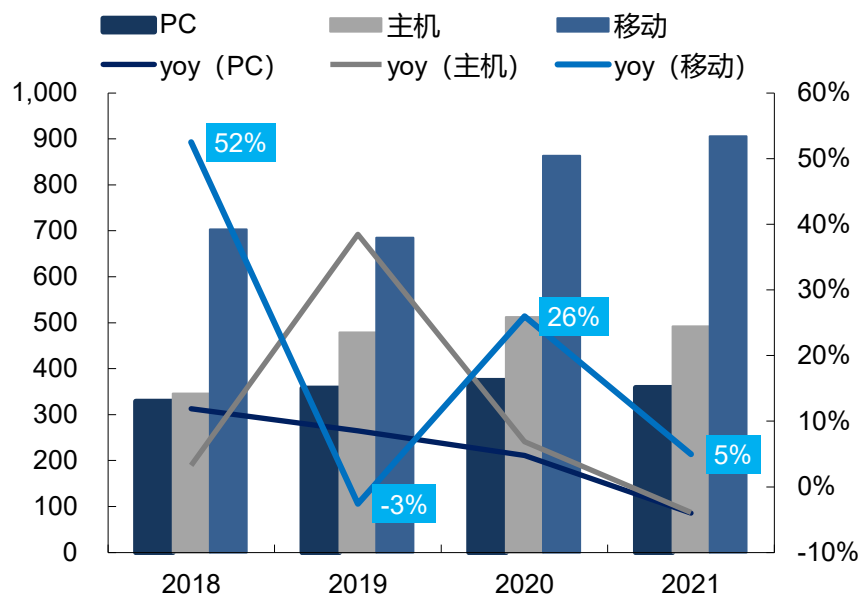
1.2.1 全球游戏市场：规模达1758亿美元，移动游戏占比过半

- 2021年全球游戏市场规模达到1758亿美元，亚太地区市场规模达882亿美元，占全球游戏收入的50.2%，其中中国内地市场规模达456亿美元，为主要贡献者。由于北美地区多数为主机游戏用户，受疫情冲击，游戏市场规模自2020年的447亿美元下滑至2021年的426亿美元。Newzoo预计亚太和北美地区游戏市场规模将维持增长态势，2019-2024年复合增速将分别达到8.7%、7.9%。
- 从细分市场来看，主机游戏受疫情影响较大，2021年收入同比下降3.9%至492亿美元，PC端游戏维稳，移动游戏市场持续增长，2021年收入同比增长5.0%至906亿美元，占总体游戏市场51.6%。
- Statista 预计至2025年全球移动游戏市场规模将达1606亿美元，对应2020-2025年复合增长率为11%。

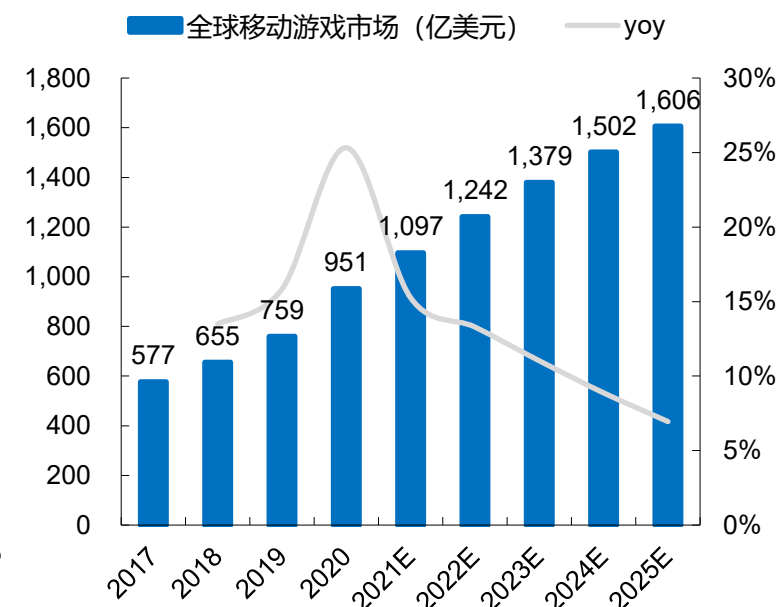
图：2019-2021年全球游戏市场规模（单位：亿美元）



图：2018-2021年全球游戏市场规模（按设备类型分，单位：亿美元）



图：全球移动游戏市场规模（亿美元）及增速

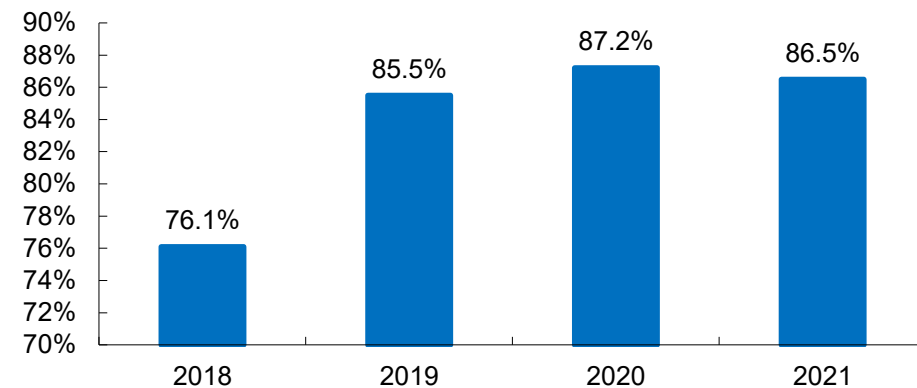


数据来源：Statista, Newzoo, 东吴证券研究所（全球移动游戏市场规模预测值为Statista预测）

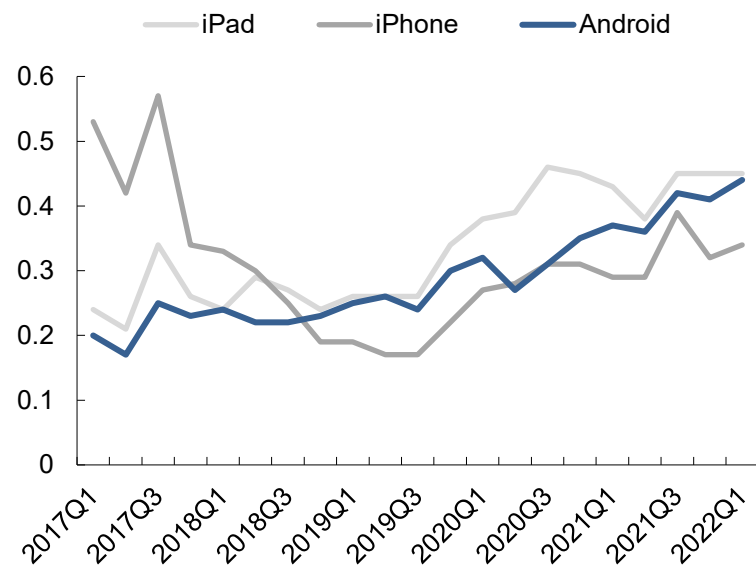
1.2.2 全球移动游戏市场：成熟市场市场增长驱动来自ARPU提升

- 我们将全球移动游戏市场分为市场规模大、ARPU值高于全球平均水平、但用户增速较缓的成熟市场，以及ARPU值低但正处于玩家规模快速增长的新兴市场。
- **我们认为未来成熟市场规模增长驱动将主要来自ARPU提升，新兴市场规模增长驱动力将主要来自用户规模持续扩大。**
- 根据伽马数据，2021年中、美、日、韩、德、英6个国家的移动游戏市场收入占全球移动游戏市场收入比例为86.5%，为全球移动市场的重要组成部分。根据Sensor Tower，2021年美国、日本、中国大陆地区、韩国手游收入占比分别为29%、21%、17%、6%，共计73%，我们后续将着重分析成熟市场中的美国、日本、韩国，以及新兴市场中的东南亚地区。

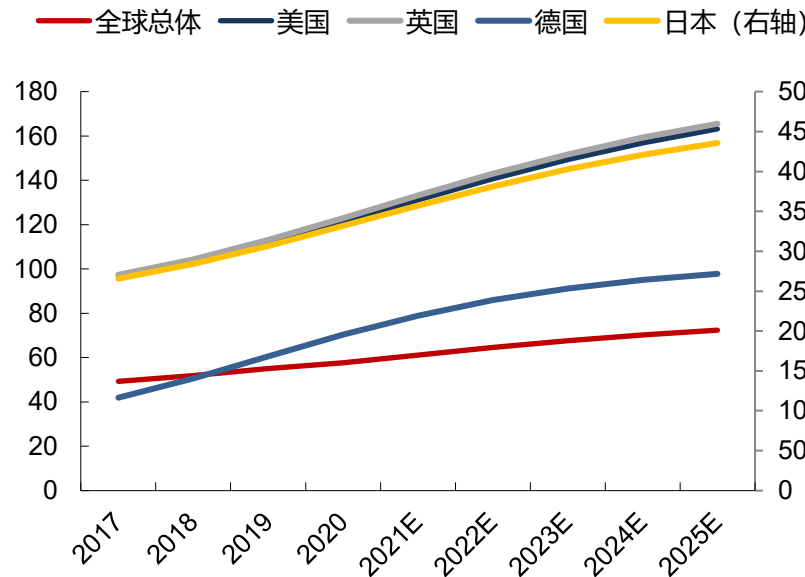
图：2018-2021年中、美、日、韩、德、英六国移动游戏市场收入占全球比例



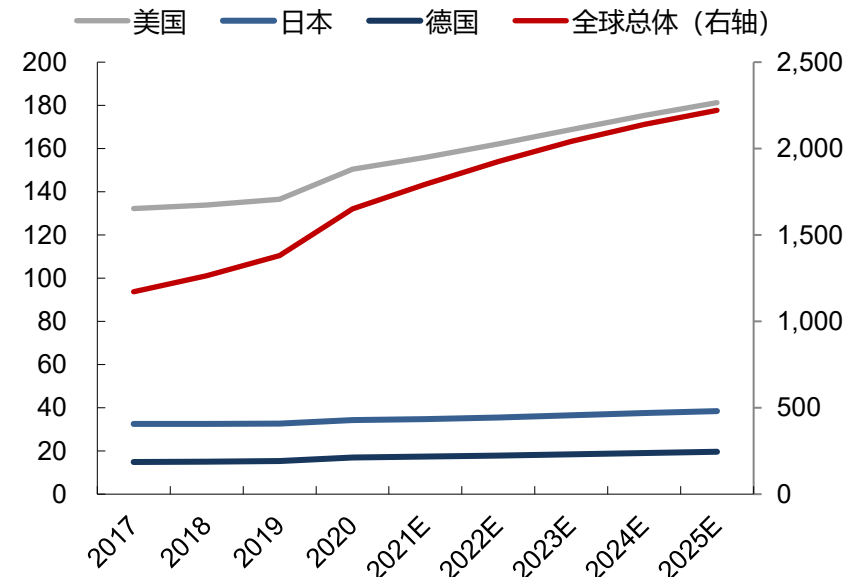
图：韩国地区ARPDPU趋势（单位：美元）



图：重要地区ARPU趋势（单位：美元）



图：重要地区移动游戏用户规模（单位：百万人）

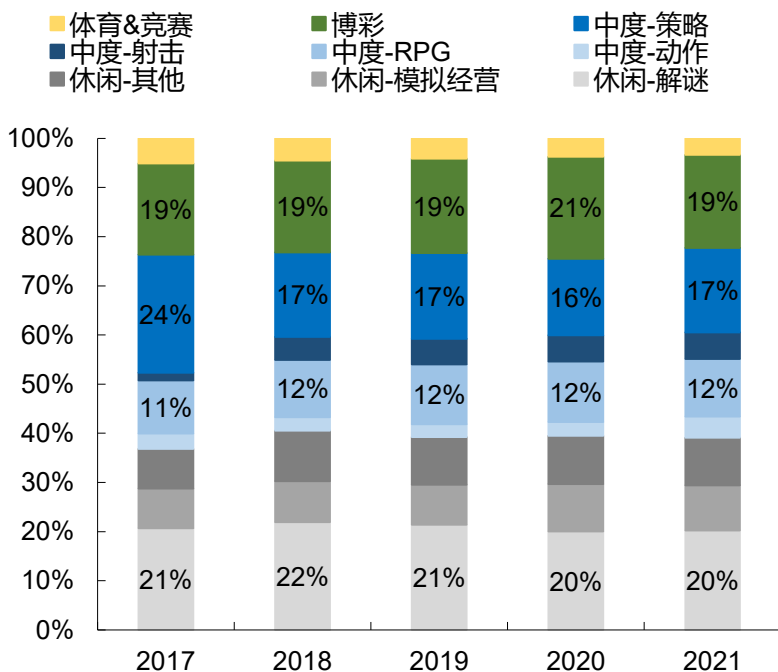


数据来源：伽马数据，Newzoo，Sensor Tower，Statista，东吴证券研究所
注：重要地区ARPU、移动游戏用户规模预测值为Statista预测。

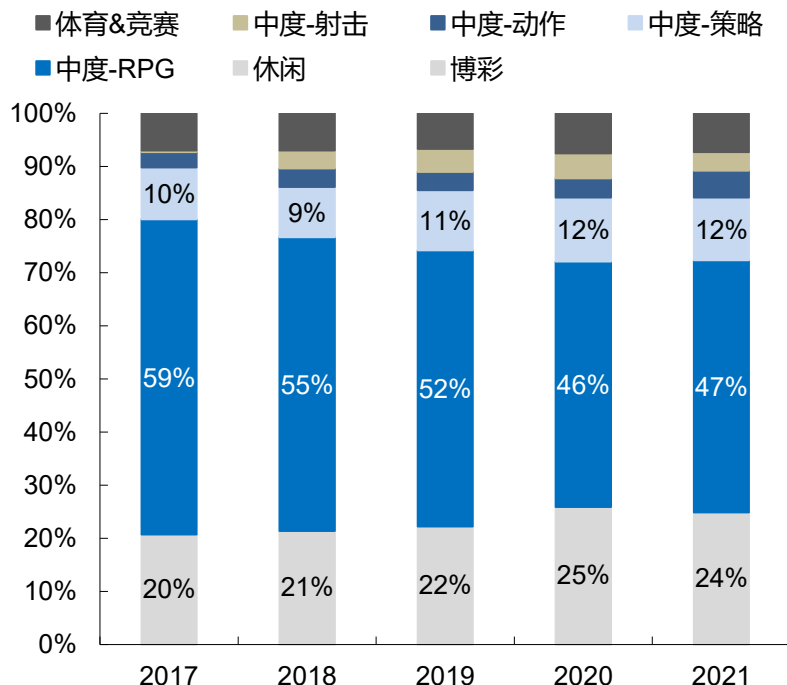
1.2.2 全球移动游戏市场：成熟市场市场增长驱动来自ARPU值提升

- **美国市场：中度游戏占比提升带动ARPU值上升。**2019-2021年美国移动游戏市场中休闲品类收入占比维持在39%，其中主要子品类为解谜及模拟经营；中度游戏收入占比分别为37%、36%、39%，其中子品类主要为策略、RPG。我们认为这主要由于美国主机、PC游戏市场成熟，用户于移动端需求多为填充碎片化时间。但随着手游产品品质逐步提升，《PUBG Mobile》《Call of Duty: Mobile》《原神》等精品中重度游戏持续突破市场，主机及PC端玩家向手游迁移，用户尚有较大增量空间，同时中重度产品数量增加将推动用户ARPU值稳步上升。
- **日本市场：**全球手游ARPU值最高的地区，用户付费能力强，成功产品变现空间大。
- **韩国市场：**中重度RPG主导市场，2017-2021年韩国地区中重度RPG收入占比近70%。

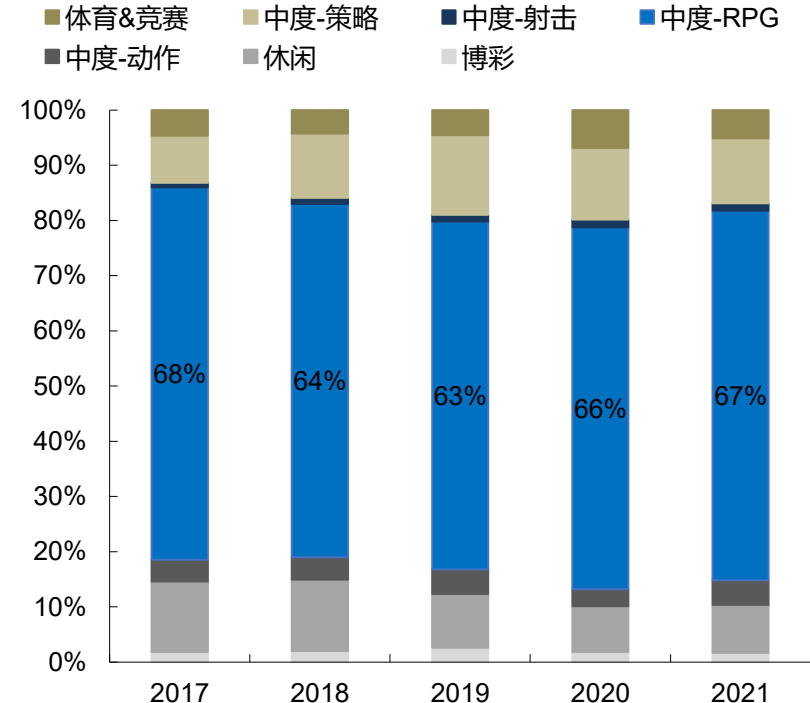
图：美国移动游戏分品类收入构成



图：日本移动游戏分品类收入构成



图：韩国移动游戏分品类收入构成

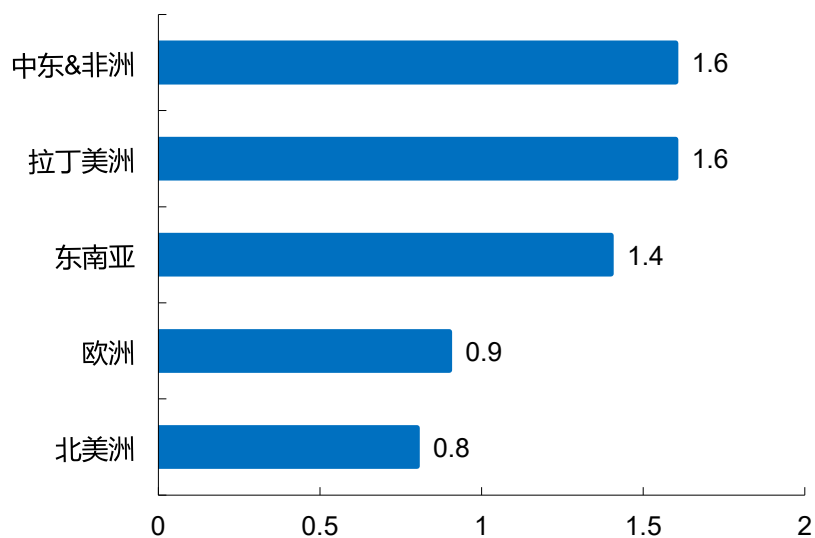


数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所（注：此处收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成后的净收入）

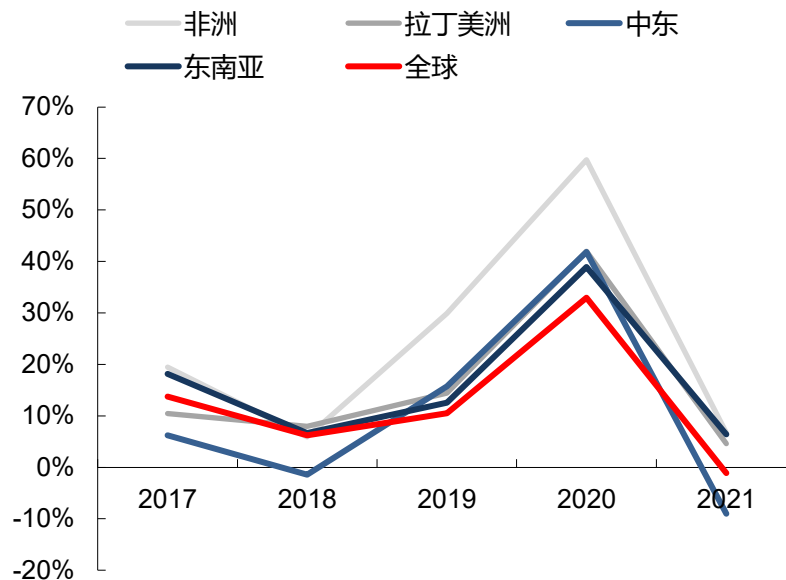
1.2.3 全球移动游戏市场：新兴市场增长驱动来自用户规模增长

- **新兴市场：伴随智能手机渗透率提升，移动游戏用户规模增速高于全球平均水平。**根据Sensor Tower，2019-2021年非洲、拉丁美洲、东南亚地区手游下载量同比增速均高于全球平均水平，仍处于用户红利期。但新兴市场用户付费尚处前期，付费能力较差，因此市场规模增长将主要来自用户规模提升。
- 根据Newzoo预测，2019-2024年中东&非洲、拉丁美洲、东南亚的移动游戏收入复合增长率将是全球平均水平的1.6、1.6、1.4倍，远高于欧洲、北美洲地区的0.9、0.8倍。

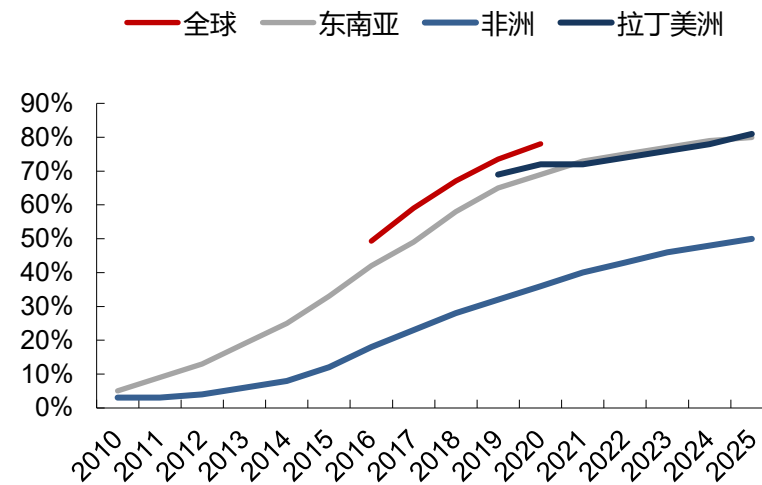
图：相比全球，各地区移动游戏收入2019-2024年复合增长率的倍数



图：非洲、拉丁美洲、中东、东南亚GooglePlay+AppStore下载量同比增速



图：非洲、拉丁美洲、东南亚地区智能手机渗透率



数据来源：Newzoo, Statista, 东吴证券研究所

注：智能手机渗透率部分，东南亚、非洲数据为Statista预测值，拉丁美洲2021-2025年数据为Statista预测值

二、手游出海竞争力：研运能力领先，本地化能力逐步提升

2.1.1 手游出海三大核心竞争力：本地化能力、发行能力、产品力

- 海外手游发行渠道主要为AppStore、Google Play，以及某些地区当地的运营商，流量获取以买量为主。因此从ROI角度来看，我们认为手游出海三大核心竞争力依次为本地化能力、发行能力、产品力：
- 我们认为提升ROI的路径可分为：
- **产品端**：创新玩法和优质产品一方面在前端获取用户环节更吸量，降低用户获取成本，另一方面在后端用户留存、付费及生命周期等指标表现更好，用户LTV更高。
- **发行运营端**：一是买量环节的智能化、精细化整合，提升投放效率；二是买量素材的创意化，提升点击率与流量竞争力（提高广告竞价eCPM）；三是后续长线运营拉长用户生命周期，从而提升LTV。

图：游戏核心收益公式

$$\begin{aligned} \text{游戏买量ROI} &= \frac{\text{用户总消费金额}}{\text{买量总投入}} \\ &= \frac{\text{ARPU} * (1 + \text{次留} + \text{三留} + \dots + \text{N留})}{\text{平均买量用户花费}} \end{aligned}$$

平均买量用户花费：
用于衡量买量用户获取成本

留存率：
用户多日留存比例，衡量买量用户质量及游戏质量，留存率累加和代表用户生命周期长度

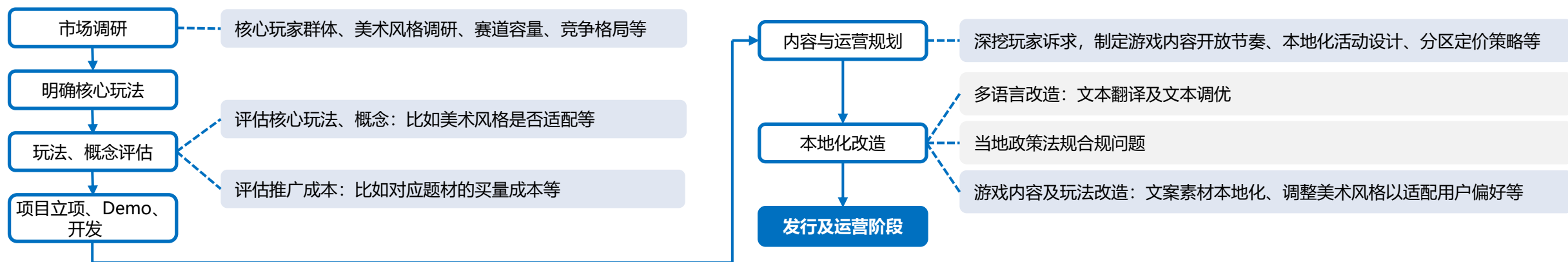
ARPU：
单用户消费金额，与游戏付费设置、产品质量有关

数据来源：东吴证券研究所绘制

2.1.1 手游出海三大核心竞争力：本地化能力、发行能力、产品力

- **我们认为本地化在出海过程中至关重要，且贯穿于产品研发、发行、运营过程：**
- **研发端：**需对产品的品类赛道容量、所发行市场的市场容量，用户偏好的风格题材及核心玩法有深入了解，在符合区域市场用户需求的基础上寻求差异化。本地化认知对于玩法、风格题材的选择将直接影响产品后续的受众广度、商业化表现。以SLG为例，三国题材于日韩地区受众较广，但欧美地区西方魔幻题材更受欢迎；不同题材也会影响到后续的推广成本，比如三七互娱的西方魔幻题材“三消+SLG”《Puzzles & Conquest》在推广时就遇到用户获取成本较高的问题，后续在《P&C》已验证过的数据模型上，“丧尸”题材的《Puzzles & Survival》为公司取得在日本、美国地区的SLG品类突破。
- **发行-导量阶段：**无论是IP产品的爆发式买量、数值型产品的渐进式买量，还是内容型产品的品效合一买量打法，都对发行厂商的LTV增长模型准确度提出了较高要求。发行商需了解用户的LTV再进行合理竞价，从而最大化ROI。大幅导量或导致推广成本过高，回收不及预期，导量不足或导致游戏内生态缺乏活跃度，进而影响后续运营。搭建较为准确的LTV预测模型需要厂商的发行经验，以及对当地市场的用户付费习惯、偏好具备深入的认知。此外买量环节的智能化投放、素材创意化都将提升投放效率，降低单用户获取成本，这同样需要发行商的本地化认知及发行经验积累。
- **发行-运营阶段：**以美国地区为代表的成熟市场，回收周期较长，意味着要不断给用户提供服务内容，以提升用户粘性及用户留存。游戏内容开放节奏及本地化活动设计也对厂商的本地化认知有所要求。

图：游戏项目开发流程图



数据来源：腾讯天美工作室群，东吴证券研究所绘制

2.1.2 本地化认知：如何提升产品竞争力，突围市场

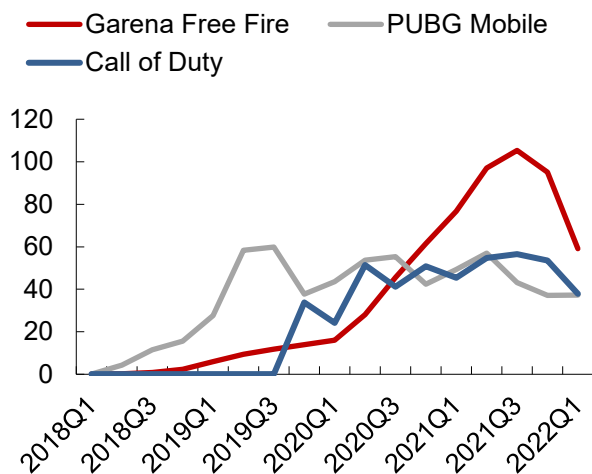
从《Free Fire》成功突围看美国市场多元性及本地化认知：

- 我们认为战术竞技类手游具备强社交属性，大DAU背景下相比其他品类更容易出现地域垄断，而《Free Fire》2020年下半年美国地区月收入成功反超《PUBG Mobile》。我们认为《Free Fire》从巴西等新兴市场兴起，并成功突围美国这一成熟市场，一定程度上得益于其低端配置差异化+本地化运营的成功。
 - 2020年8月，《Fortnite》因渠道分成纠纷从AppStore及GooglePlay Store下架，大逃杀射击市场出现缺口；
 - 2020年美国西语裔人口占比达18.7%，《Free Fire》依托拉美市场的成功，通过与热门西语剧《纸钞屋》联动等本地化营销精准辐射美国西语裔人群；
 - 低端配置差异化突围，打开下沉市场：相比于《PUBG Mobile》2145MB的软件体积，《Free Fire》更为轻量，同时相比基于虚幻4引擎的《PUBG Mobile》，基于Unity引擎的《Free Fire》更适配低端机，其GooglePlay端流水占比远高于《PUBG Mobile》及《Call of Duty: Mobile》。同时在游戏内购买方面，《Free Fire》各类套餐价格较《PUBG Mobile》低。

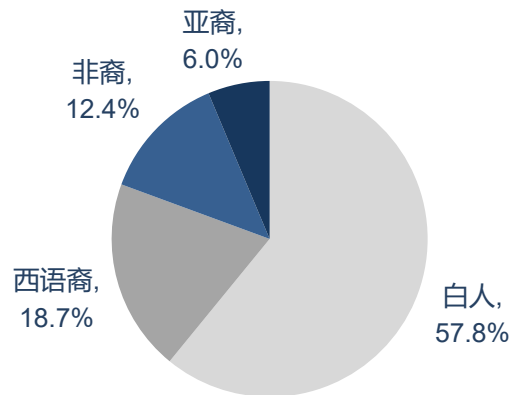
图：《Free Fire》的本地化宣发：《纸钞屋》联动、全球品牌大使C罗及对应游戏角色



图：美国地区三款游戏流水对比（百万美元）



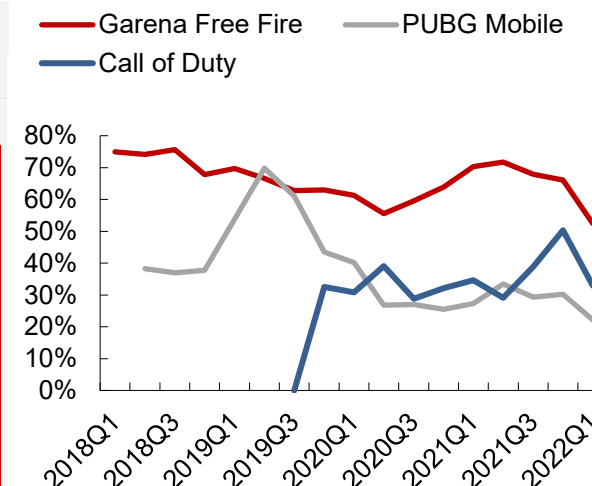
图：2020年美国各种族人口比例



图：PUBG Mobile及Free Fire软件大小及套餐价格

PUBG Mobile		Free Fire	
Title	Price	Title	Price
60 Unknown Cash	\$0.99	100-Diamond Bundle	\$0.99
600 Unknown Cash	\$9.99	310-Diamond Bundle	\$2.99
300 Unknown Cash	\$4.99	520-Diamond Bundle	\$4.99
1500 Unknown Cash	\$24.99	1060-Diamond Bundle	\$9.99
6000 Unknown Cash	\$99.99	2180-Diamond Bundle	\$19.99
3000 Unknown Cash	\$49.99	5600-Diamond Bundle	\$49.99
PUBGM Prime(1 month)	\$0.99	Rebate Card	\$9.99
PUBGM PrimePlus(1 month)	\$9.99	Weekly Membership	\$1.99
180 Unknown Cash	\$2.99	Monthly Membership	\$7.99
ig.yiyuan1	\$0.99	Shadow Assassin Special Crate	\$1.99

图：三款游戏GooglePlay端流水占比

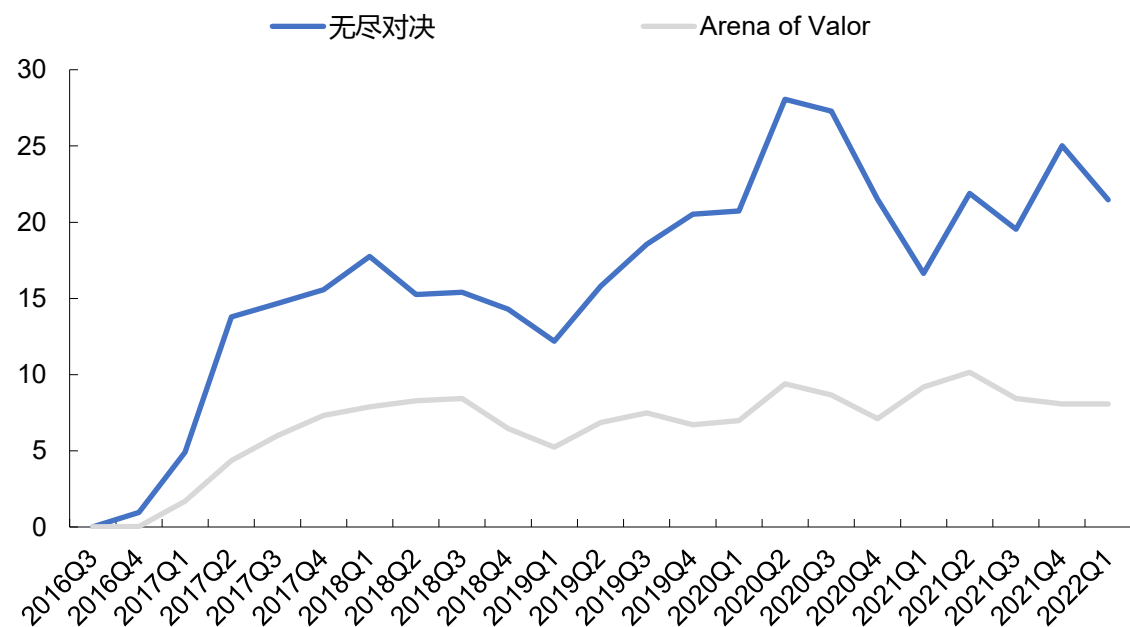


2.1.2 本地化认知：如何提升产品竞争力，突围市场

从《无尽对决》突围东南亚市场看本地化认知

- 我们认为《无尽对决》在东南亚地区流水较《Arena of Valor》（《王者荣耀》国际服）高，主要系其对东南亚地区的用户付费习惯、当地网络情况等本地化把控更为准确：
- **分区域拓展，提高本地化水平。**东南亚地区共有11个国家，但各个国家文化及消费者习惯各有不同，比如印度尼西亚和马来西亚的穆斯林文化较为明显，泰国佛教特色明显等。《无尽对决》上线初期，因游戏本地化主要由国内外外包公司负责，玩家满意度较低，仅60%。后续，公司通过寻找东南亚当地的玩家和资源，完善游戏本地化内容，玩家满意度得到有效提升。
- **部署服务器，解决网络问题。**针对东南亚地区网络基建水平较为落后的情况，为避免网络导致游戏卡顿，进而影响玩家体验，沐瞳科技于东南亚部署了超过2000台的服务器。
- **付费设置上满足当地玩家的付费能力和付费习惯。**东南亚用户付费能力、付费习惯的碎片化、小额特征明显，因此《无尽对决》在付费设置进行了细致拆分，以越南地区的《无尽对决》《Arena of Valor》的热门游戏内容项目及价格为例，《无尽对决》价格更低，能更好满足当地玩家的付费能力和付费习惯。

图：《无尽对决》《Arena of Valor》东南亚地区流水情况（单位：百万美元）



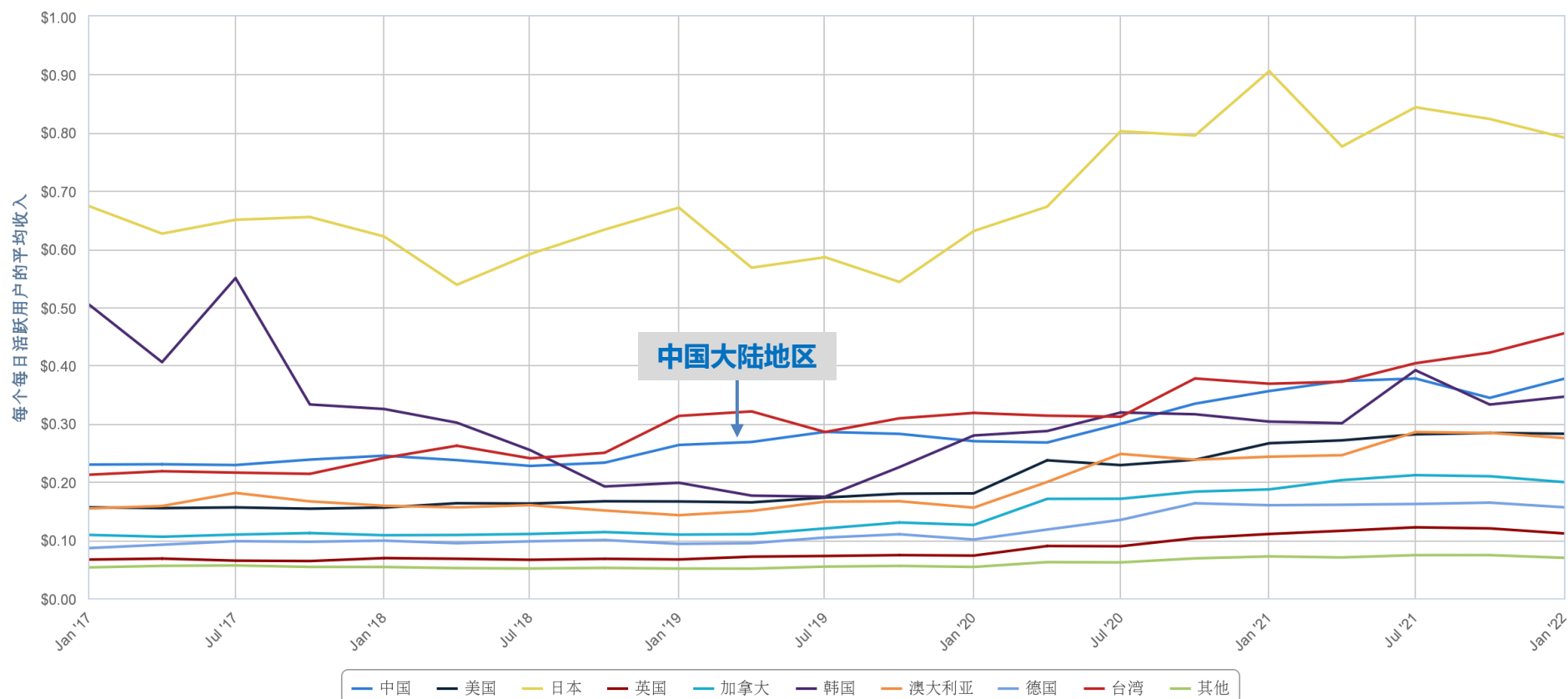
图：越南地区《无尽对决》《Arena of Valor》游戏内购项目及价格

Top In-App Purchases 《无尽对决》		Top In-App Purchases 《Arena of Valor》	
Title	Price	Title	Price
50 Kim Cương	22.000đ	35 Quân huy	22.000đ
12 Kim Cương	5.000đ	8 Quân Huy	5.000đ
Gói Elite	22.000đ	109 Quân huy	69.000đ
Gói Người Tuyệt Đặc Biệt	22.000đ	260 Quân huy	149.000đ
250 Kim Cương	109.000đ	410 Quân huy	229.000đ
500 Kim Cương	219.000đ	715 Quân huy	429.000đ
1000 Kim Cương	449.000đ	990 Quân huy	599.000đ
Gói Epic	109.000đ	1910 Quân huy	1.099.000đ
1500 Kim Cương	699.000đ	3920 Quân huy	2.199.000đ

2.2.1 研运能力：中国大陆地区iOS端ARPPDAU领先

- **用户红利推动移动游戏市场快速发展。**随着智能手机渗透率提升，中国手游产业先后经历移动用户规模快速扩张的红利期、休闲品类向中重度品类过渡阶段、产品总量控制下的精品化时代，市场规模持续扩张，于2016年反超端游市场，2008-2021年复合增速达76%。
- 根据Sensor Tower数据，仅考虑iOS端（因为Sensor Tower仅跟踪中国大陆地区的iOS端），2017-2021年中国大陆地区手游收入位于全球之首，单用户付费上也处于领先地位。

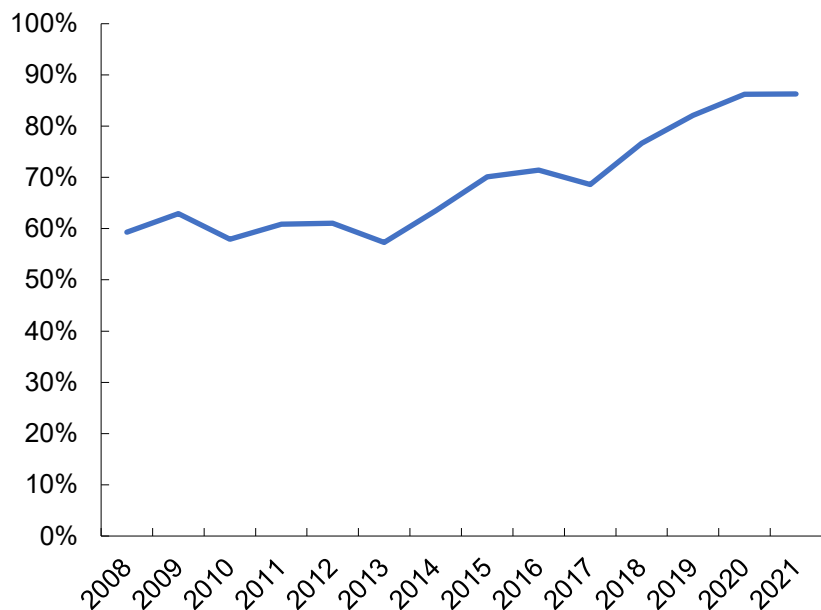
图：2017Q1-2022Q1各国家、地区iOS端ARPPDAU（单位：美元）



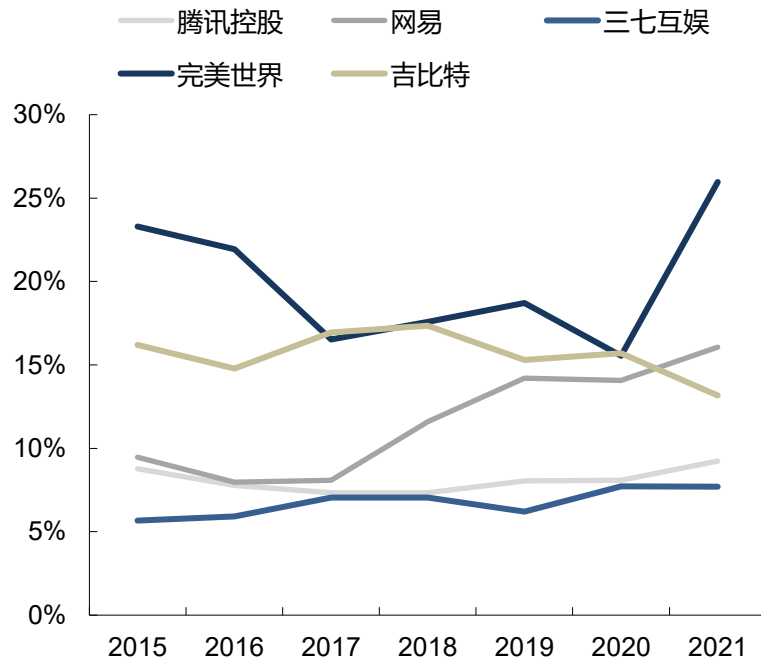
2.2.2 研运能力：加大研发投入，精品游戏获认可

- **自研产品占据市场主导地位：**中国自主研发网络游戏市场实际销售收入占中国游戏市场实际销售收入比例持续提升，2021年为86%。
- **中国厂商持续提升产品力，研发投入维持较高增速。**2016-2021年头部厂商（腾讯控股、网易、三七互娱、完美世界、吉比特）研发费用同比增速均高于25%，剔除业务较多元的腾讯控股、网易后，2021年3家头部厂商研发投入达41亿元，同比增长30%。
- **《王者荣耀》《原神》获奖，精品持续受认可。**2021年《原神》获得“PlayStation Partner Awards 2021 GRAND AWARD”和“PlayStation Game Music Award（游戏音乐奖第二名）”奖项，获奖词评价《原神》“重新定义了免费游戏品质的可能性”；2022年《王者荣耀》获得第20届G.A.N.G.的年度最佳休闲社交游戏声音奖。

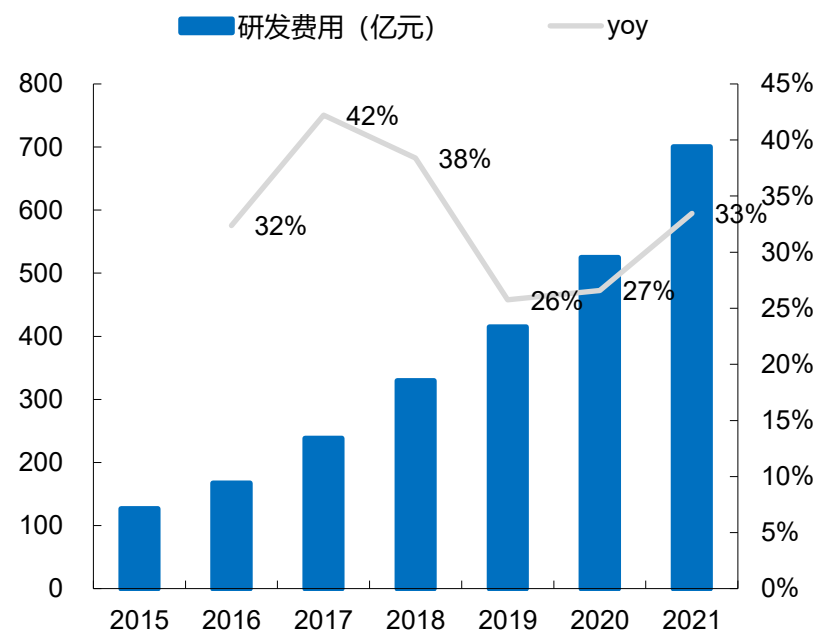
图：2008-2021年中国自主研发网络游戏市场实际销售收入占比



图：头部厂商研发费用率情况



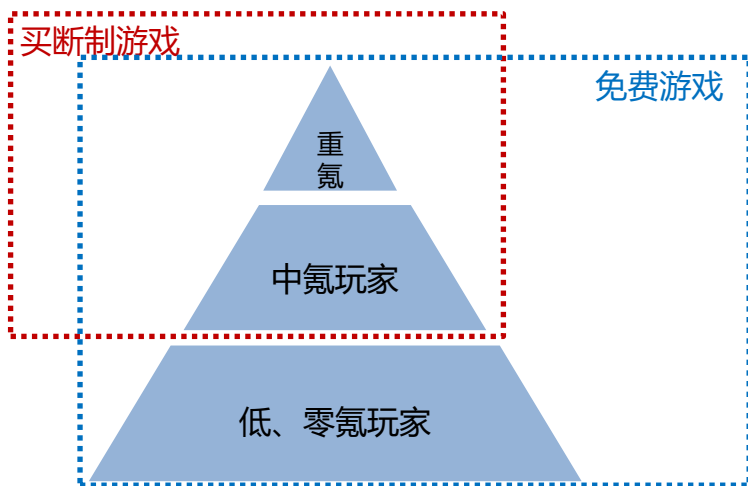
图：腾讯、网易、三七互娱、完美世界、吉比特研发费用情况



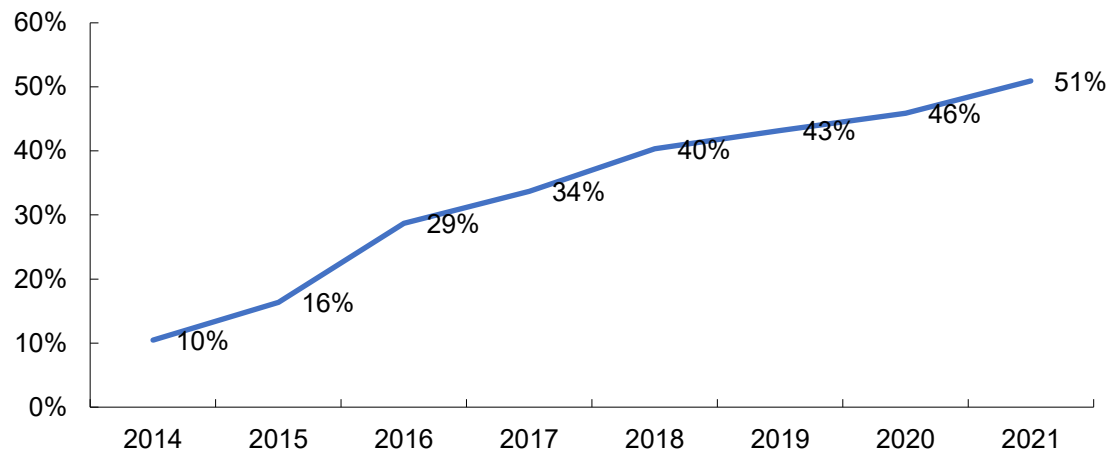
2.2.3 研运能力：中国厂商已于手游端实现“弯道超车”

- **买断制游戏与免费游戏对厂商的能力要求不同**：根据游戏玩家的付费意愿及能力，我们将其分为重氪党、中氪党、低氪及零氪党，买断制游戏主要服务于中重氪玩家，用户规模小且单用户付费金额基本相同。不同于买断制，免费游戏通过降低付费门槛扩大游戏用户规模，通过运营将低/零氪党向中氪党进行转换，同时通过不断提供服务让用户持续付费。**我们认为由于买断制游戏付费前置，对厂商的研发能力要求更高，而免费游戏则对厂商的数值设计、发行运营能力要求更高。**
- **中国厂商已于手游端反超海外厂商，核心竞争力领先**。海外主机、端游市场发达，大厂商多专注于“3A”大作，于手游端投入较少。根据Sensor Tower数据，全球手游收入TOP20的厂商中，除中、韩、日三国厂商外，多为专注休闲品类的厂商。而中国手游行业经历过休闲游戏、中重度游戏、精品化时代，中国厂商已积累了丰富的经验，核心竞争力领先：
 - **“低配置+高质量”优化能力领先，同时已积累大量数值设计经验，免费游戏的盈利模式更为成熟**。中国手游自2008年起，经历了智能手机各型号迭代，在高质量内容在不同配置、性能的手机流畅呈现方面具备丰富经验。同时通过产品迭代，中国厂商于付费设置、数值系统设计方面具备领先优势，《梦幻西游》《问道手游》等MMO产品的游戏内经济系统平衡，产品均实现较长线经营。中国手游厂商优势凸显且已得到海外大厂认可，腾讯、网易已取得较多国际性大IP进行“端转手”，如《PUBG Mobile》《Call of Duty: Mobile》《APEX Mobile》《暗黑破坏神：不朽》等均由中国厂商与IP方联合研发。
 - 国内手游行业已经历过买量成本大幅提升时期，厂商宣发能力逐步完善。
 - 中国厂商已开始通过中台化、模块化、工具化逐步提升工业化能力，保障产品盈利能力。
- 根据Sensor Tower数据，2014-2021年全球收入TOP20的厂商中，中国厂商收入占比持续提升，自10%提升至51%，厂商由早期的腾讯控股、网易游戏2家，发展至腾讯控股、网易游戏、米哈游、莉莉丝、灵犀互娱、三七互娱6家。

图：买断制与免费游戏的用户群体



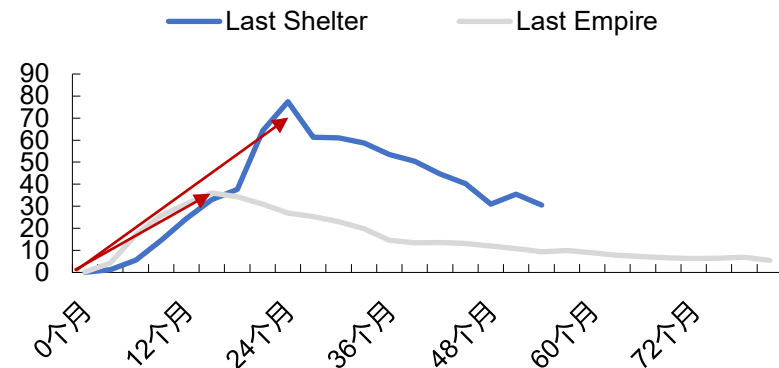
图：全球手游收入TOP20厂商中中国厂商收入占比 (%)



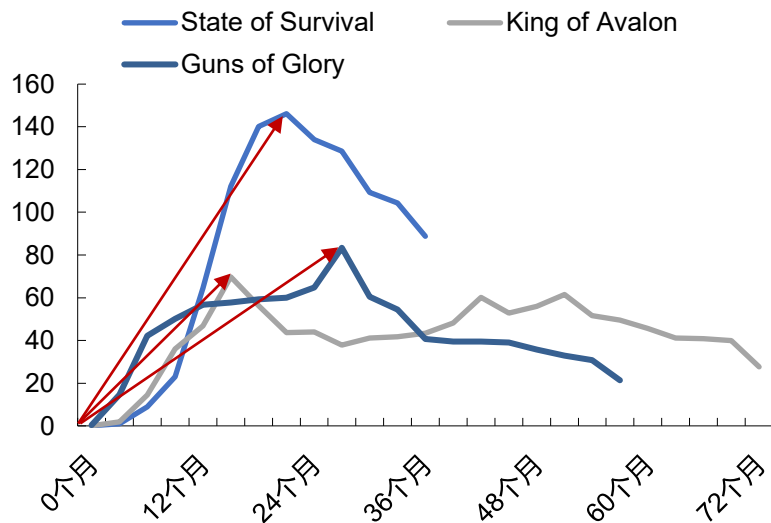
2.3.1 本地化能力：产品迭代积累经验，单款产品回报有望提升

- 我们以手游出海榜单中的头部厂商为例，选取其发行的同类型产品，对比产品发行后的净收入趋势（均为SLG品类，我们认为或由于SLG为出海大品类，同时数值模型可用于产品迭代）：
 - **FunPlus**：中世纪魔幻题材SLG《King of Avalon》、中世纪战争题材SLG《Guns of Glory》、末日生存题材SLG《State of Survival》；
 - **三七互娱**：西方魔幻题材“三消+SLG”《Puzzles & Conquest》、丧尸题材“三消+SLG”《Puzzles & Survival》；
 - **莉莉丝**：国战SLG《Rise of Kingdoms》、放置SLG《剑与远征》；
 - **龙创悦动**：末日丧尸生存SLG《Last Empire》、末世生存SLG《Last Shelter》；
- 相比于更早上线的产品，后续同类型产品收入爬升速度更快，且实现的净收入峰值更高，我们认为这主要由于在产品迭代过程中，厂商对当地买量市场、用户消费习惯、美术风格偏好等本地化认知不断加深，进而提升后续产品的成功率。

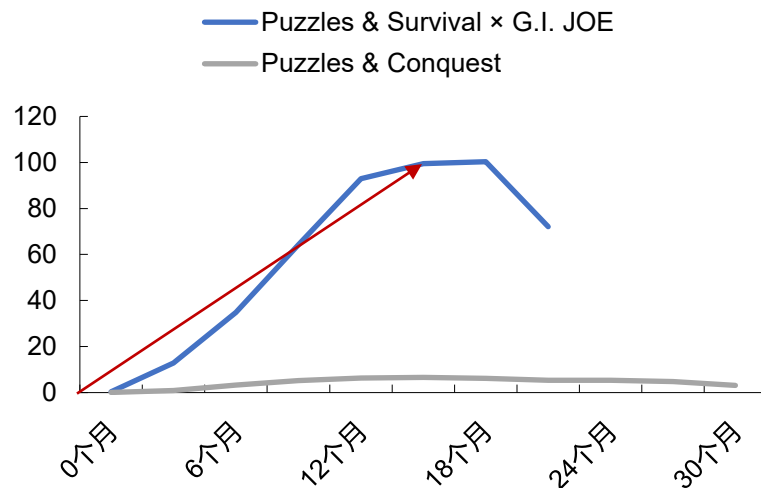
图：龙创悦动产品上线后收入表现（单位：百万美元）



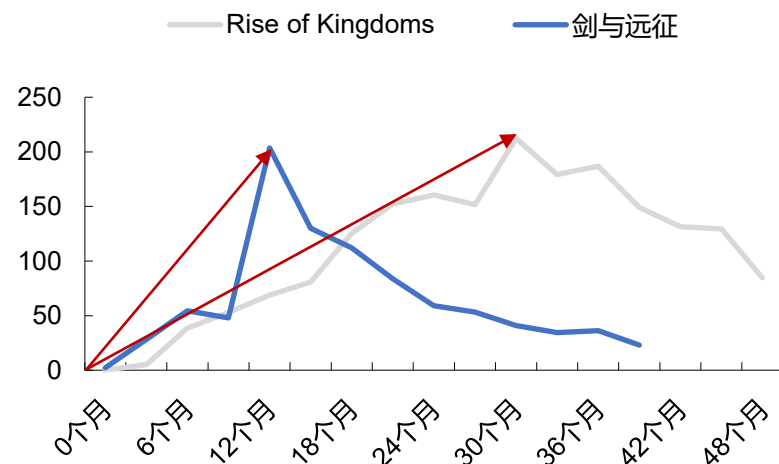
图：FunPlus产品上线后收入表现（单位：百万美元）



图：三七互娱产品上线后收入表现（单位：百万美元）



图：莉莉丝产品上线后收入表现（单位：百万美元）



2.3.2 本地化能力：成立海外工作室，深入了解当地需求

图：各游戏厂商海外工作室地点分布（不完全统计）

厂商	海外工作室地点
腾讯游戏	美国（洛杉矶、西雅图、波士顿）、加拿大（蒙特利尔）、英国（利物浦）
网易游戏	加拿大（蒙特利尔）、美国（奥斯汀）、日本（东京）
米哈游	美国（洛杉矶）、新加坡、日本（东京）、韩国（首尔）、加拿大（蒙特利尔）
莉莉丝	新加坡
完美世界	中国香港、加拿大、荷兰、法国、韩国、日本
点点互动	美国（旧金山）
FunPlus	中国台湾（台北）、美国（旧金山）、日本（东京）、瑞典（斯德哥尔摩）、俄罗斯（莫斯科）、西班牙（巴塞罗那）
IGG	新加坡、美国、加拿大、日本、韩国、泰国、菲律宾、印度尼西亚、巴西、土耳其、意大利、西班牙
智明星通	日本
4399	韩国
悠星网络	日本
游族网络	德国、新加坡、日本、韩国、印度
有爱互娱	日本东京
Tap4Fun	法国（巴黎）、泰国（曼谷）、西班牙（巴塞罗那）
乐元素	日本
龙腾简合	迪拜
梦加网络	土耳其、俄罗斯

数据来源：游戏陀螺，东吴证券研究所

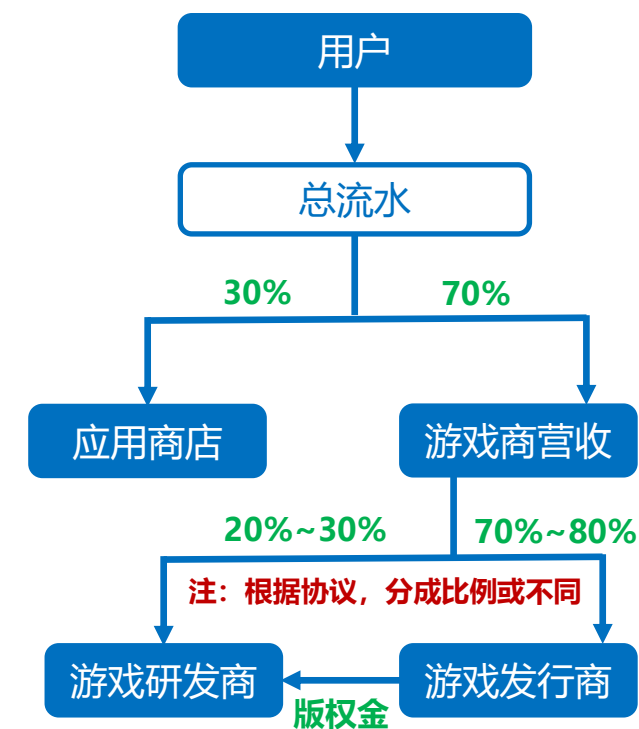
2.4 手游出海产业链已相对成熟，部分厂商已形成研运一体模式

- **游戏研发商**：主要负责游戏的设计与开发工作，代理模式下，研发商收入来自版权金与收益分成，一般能够获得游戏总流水的15%-20%。
- **游戏发行商**：主要负责游戏发行与运营，包括前期的用户流量获取以及后期的流量变现，一般能够获得游戏总流水50%-55%，成本包括支付给研发商的版权金和流水分成，用户获取成本等。
- **游戏分发渠道**：提供游戏下载和更新的平台及应用商店，海外主流渠道为App Store与Google Play，渠道分成为总流水的30%。
- 中国移动游戏出海的营收主要来自用户游戏内道具付费及买断制付费，从研发及运营模式来看，部分厂商已形成研运一体模式。

表：中国移动游戏出海产业链



图：中国移动游戏出海流水分成



三、手游出海市场空间：中性测算下仍有千亿元增量空间

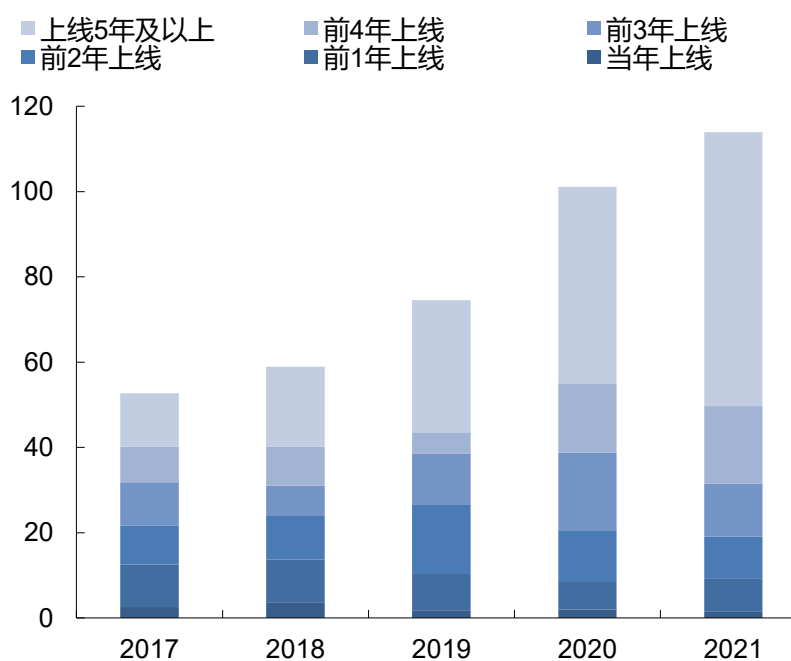
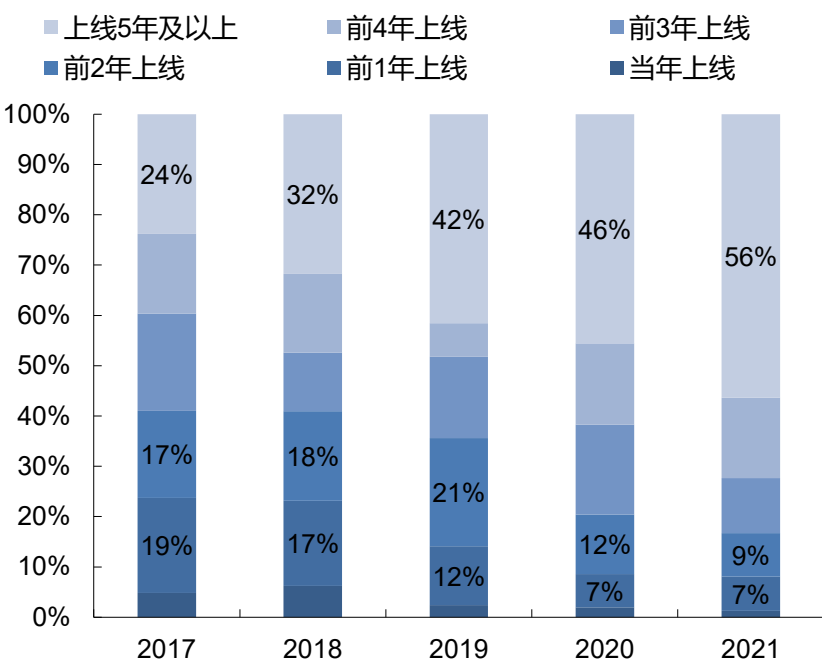
3.1.1 美国移动游戏市场：市场迭代慢，中重度仍有较大突破空间

- 我们选取了美国移动游戏市场收入TOP100的产品（2021年收入占美国整体市场65%），根据其上线年度进行分类：
- **用户忠诚度高，2021年TOP100手游收入中，56%由2016年及之前上线的产品贡献。**2017-2021年《Candy Crush Saga》《Pokémon GO》《Clash of Clans》维持在前10名，收入前100的产品迭代较慢，2017-2021年共有45款产品维持在前100名，存量游戏长线运营效果好。
- **从每年进入收入TOP100的新游数量来看，大部分新游需经历一段时间的流水爬坡期。**我们认为主要系美国市场游戏类型偏中轻度，以消除、模拟经营、棋牌类为例，均需要经历一定的用户培育期。2017-2021年美国市场当年上线且当年进入收入TOP100的手游分别有7、5、4、3、2款，其中单用户付费额更高的中重度+具备美国地区特色的游戏分别为4、4、2、2、0款。
- 我们认为美国移动游戏榜单迭代缓慢，或由于休闲品类占比高，且已上线产品保持较充分的买量投入，使新游冲击头部榜单具有一定难度。考虑到新游需要一定的回收周期，**我们认为美国移动市场对游戏产品品质及厂商发行运营能力要求较高。**

图：美国流水TOP100的手游流水构成（%，按上线年度分类）

图：美国流水TOP100的手游流水构成（亿美元，按上线年度分类）

图表：美国各流水TOP100的手游数量构成（按上线年度分类）



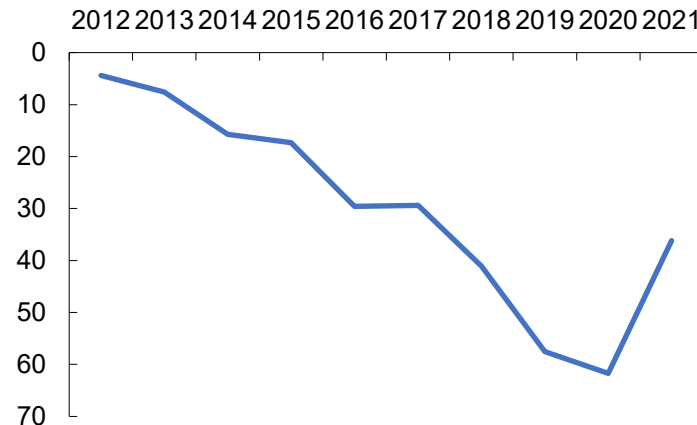
	2017	2018	2019	2020	2021
2010年上线	1	2	2	2	1
2011年上线	3	2	1	1	1
2012年上线	10	10	10	9	9
2013年上线	18	12	9	9	9
2014年上线	20	18	13	10	9
2015年上线	20	16	9	9	7
2016年上线	21	16	16	16	15
2017年上线	7	19	24	22	18
2018年上线		5	12	12	13
2019年上线			4	7	9
2020年上线				3	7
2021年上线					2

数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所（注：此处收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成后的净收入）

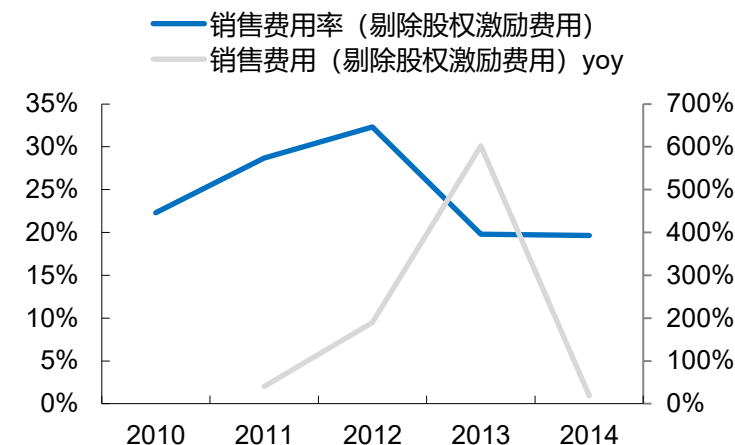
3.1.2 美国移动游戏市场：持续买量、超长线运营的《Candy Crush Saga》

- **三消+过关玩法，乘移动智能手机普及东风，《Candy Crush Saga》率先抢占市场。** 2012Q2上线Facebook，2012Q4上线移动端，此后收入稳定攀升，2014-2021年均位于美国移动游戏收入TOP5，并多次取得榜首。
- **持续买量获客，聚拢玩家。** 根据公司公告，2012-2014年公司销售费用率（剔除股权激励费用）为32%、20%、20%，同时根据其iOS游戏免费榜排名，我们认为该产品上线后持续进行买量投放。
- **持续版本更新，丰富玩法。** 我们选取Candy Crush Saga以及另一款长线运营出色的消除类手游Homescapes进行比较，根据七麦数据，Candy Crush Saga虽上线时间更早，但版本更新频次远高于Homescapes。我们认为高频的关卡更新保证玩家可消耗内容的丰富度，从而提升用户留存。

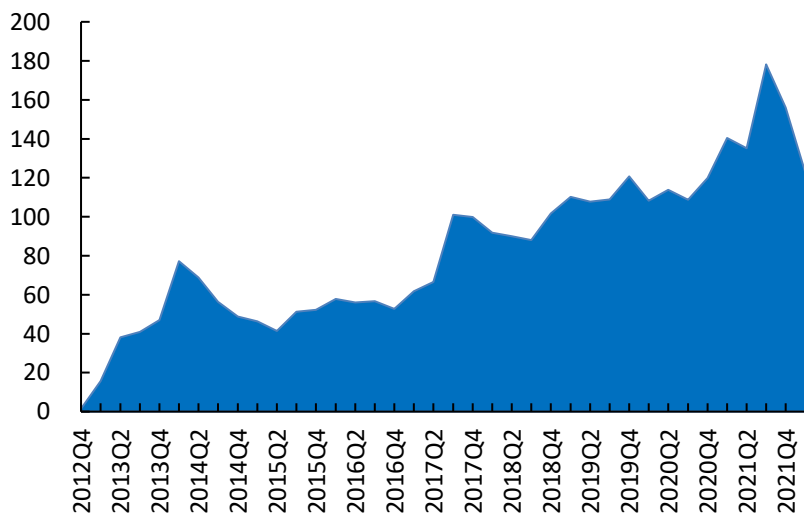
图：2012-2021年Candy Crush Saga游戏免费榜排名



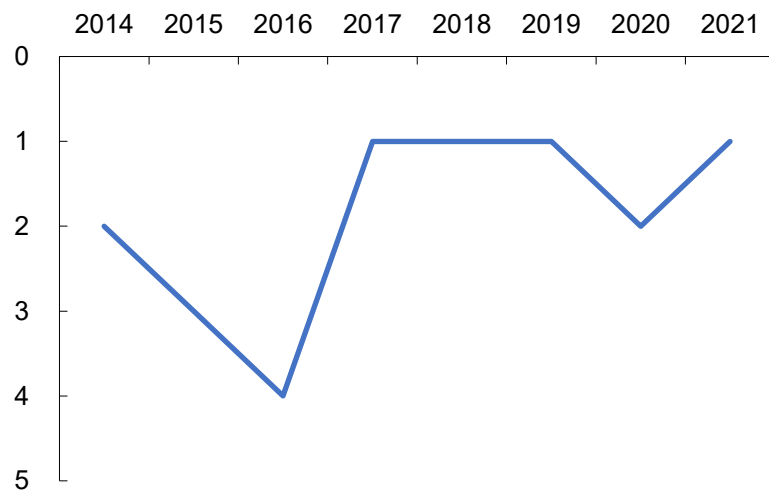
图：2010-2014年King销售费用同比增速及费率



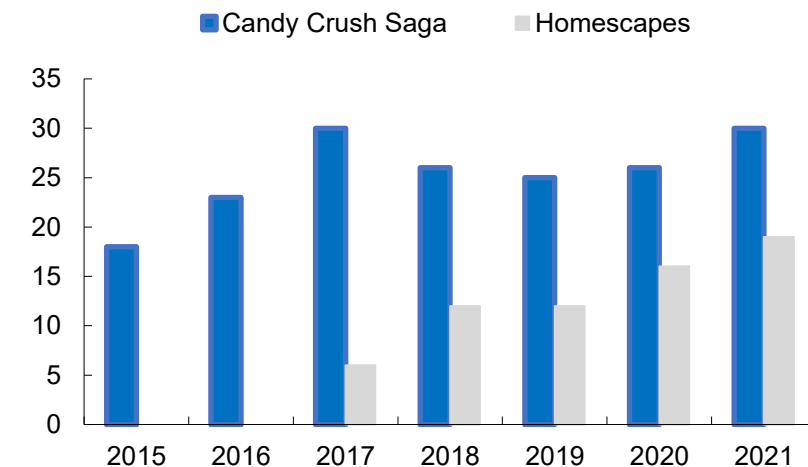
图：Candy Crush Saga美国地区收入情况（单位：百万美元）



图：2014-2021年Candy Crush Saga在美国移动手游中的收入排行



图：Candy Crush Saga与Homescapes版本更新数量



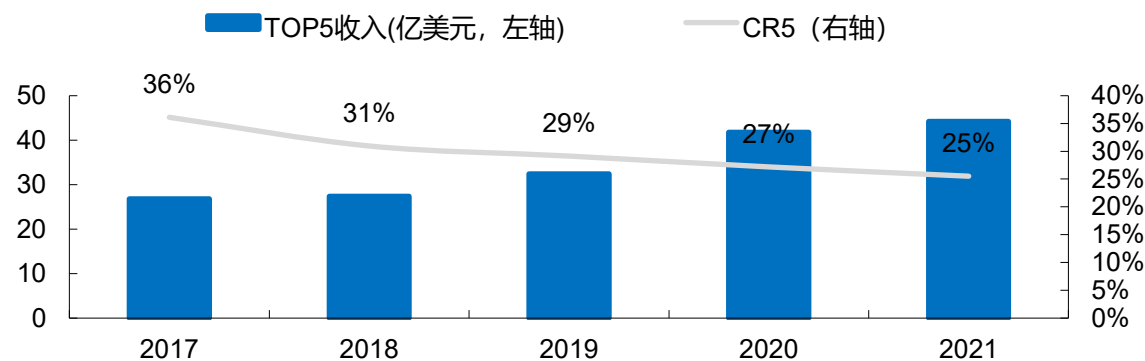
数据来源：Sensor Tower，七麦数据，King公司公告，东吴证券研究所（注：此处收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成后的净收入）

3.1.3 美国移动游戏市场：2021年CR5为25%，中国厂商打开中重度空间

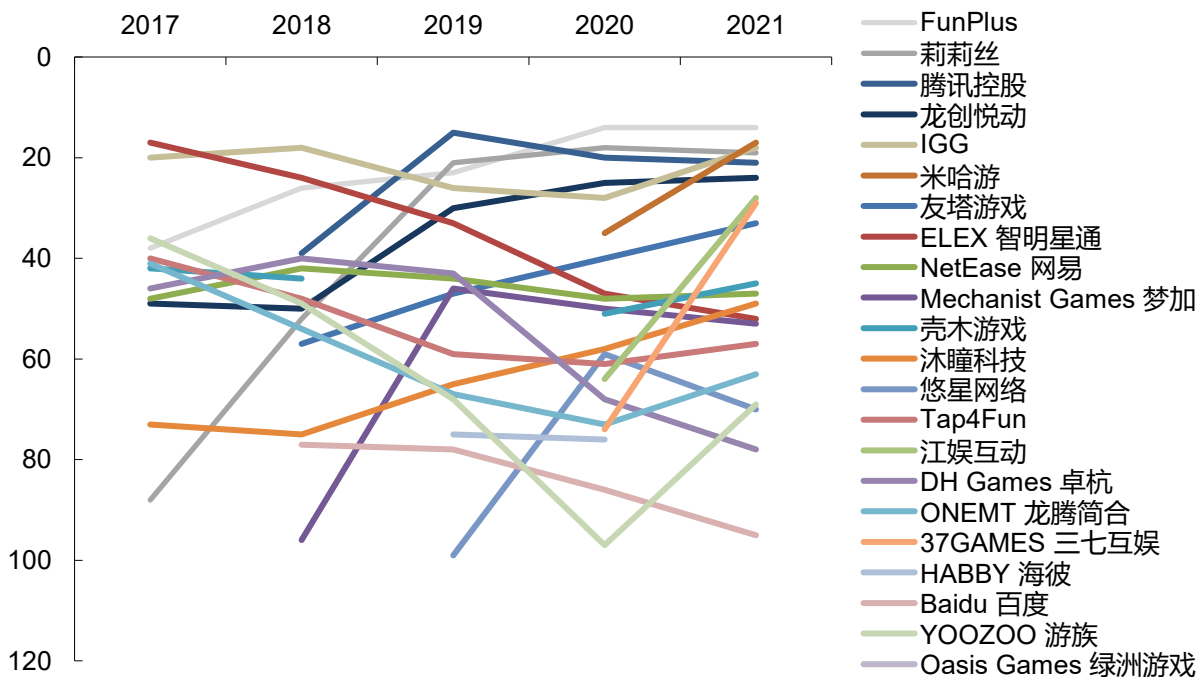
- 2017-2021年行业CR5逐年下降，我们认为这给中国手游厂商出海提供了充足的空间。2017-2021年美国手游市场CR5分别为36%、31%、29%、27%、25%，市场集中度逐步下降。
- 2021年美国移动游戏前5大发行商代表产品主要为休闲三消除、棋牌类，分别为动视暴雪（代表手游产品为King部门的三消游戏《Candy Crush Saga》等）、Playtika（代表产品有休闲棋牌类《Bingo Blitz™ - BINGO games》等）、Zynga（代表产品有三消手游《Toon Blast》等）、Playrix（代表产品为消除+模拟经营《Homescapes》）、Aristocrat Technologies Inc（代表产品为《Cashman Casino Las Vegas Slots》）。
- 中国手游厂商聚焦中重度产品，2021年美国市场收入TOP5的中国厂商分别为FunPlus（代表产品为SLG《State of Survival》）、米哈游（代表产品为二次元开放世界《原神》）、IGG（代表产品为SLG《王国纪元》）、莉莉丝（代表产品为SLG《万国觉醒》）、腾讯控股（代表产品为射击类《PUBG Mobile》）。

图：2017-2021年美国移动游戏发行商TOP5及其收入、行业CR5

	2017	2018	2019	2020	2021
NO.1	Activision Blizzard	Activision Blizzard	Activision Blizzard	Activision Blizzard	Activision Blizzard
NO.2	AppLovin Corp	Zynga	Zynga	Zynga	Playtika LTD
NO.3	Electronic Arts	Electronic Arts	Playtika LTD	Playtika LTD	Zynga
NO.4	Supercell	Playtika LTD	Electronic Arts	Playrix	Playrix
NO.5	Playtika LTD	Supercell	Playrix	Electronic Arts	Aristocrat Technologies



图表：2021年美国市场收入TOP100中的中国厂商排名变动趋势（注：腾讯不包含Supercell）

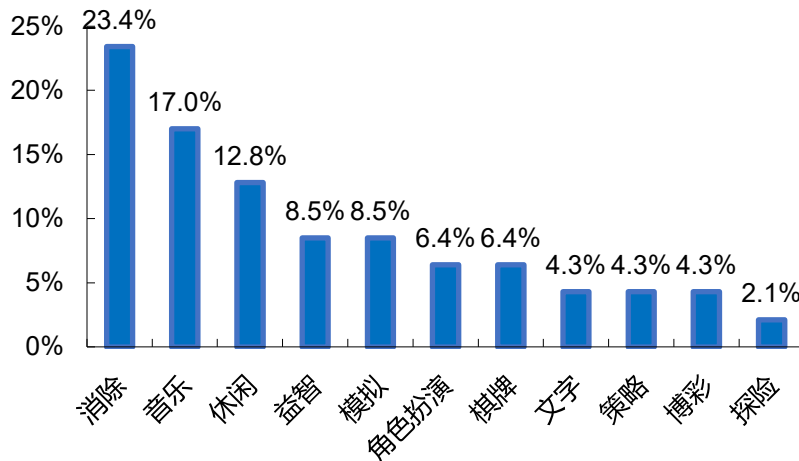


数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所（注：此处收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成后的净收入）

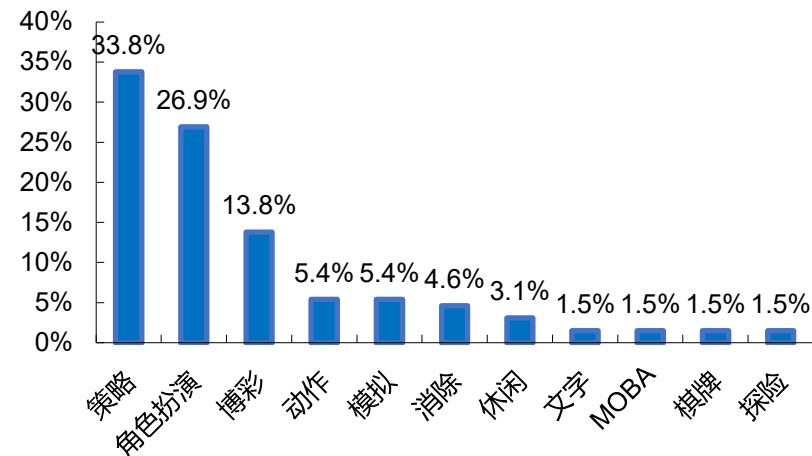
3.1.4 美国移动游戏市场：中国厂商聚焦策略及RPG，市占率仍有提升空间 东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- 美国GooglePlay Store游戏免费榜、畅销榜TOP500中，中国游戏数量占比分别为9.4%、26%；
- 中国厂商出海品类：
 - 免费榜TOP500的中国游戏中，消除、音乐、休闲品类数量占比分别为23.4%、17.0%、12.8%；
 - 畅销榜TOP500的中国游戏中，策略、RPG品类数量占比分别为33.8%、26.9%；
- 各品类中国厂商的市占率：
 - 免费榜TOP500的各品类中，中国游戏于消除、音乐类的数量占比达57.9%、44.4%。
 - 畅销榜TOP500的各品类中，中国游戏于策略、MOBA、RPG品类的数量占比分别为55.0%、50.0%、36.1%，仍有较大提升空间。

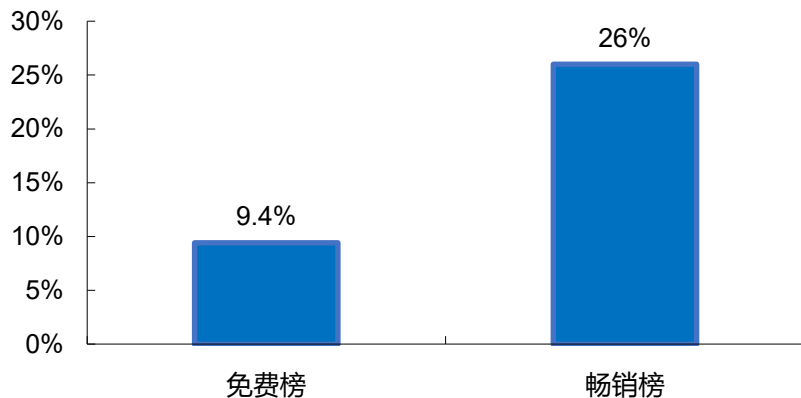
图：2021年美国游戏APP免费榜中国游戏主要类型分布



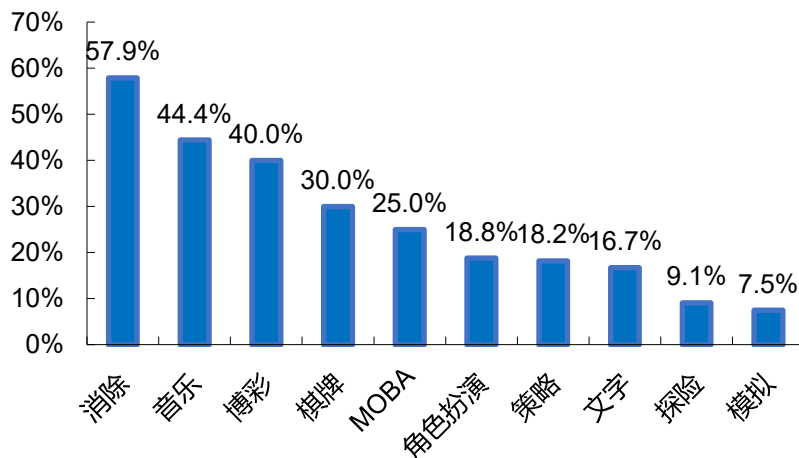
图表：2021年美国游戏APP畅销榜中国游戏主要类型分布



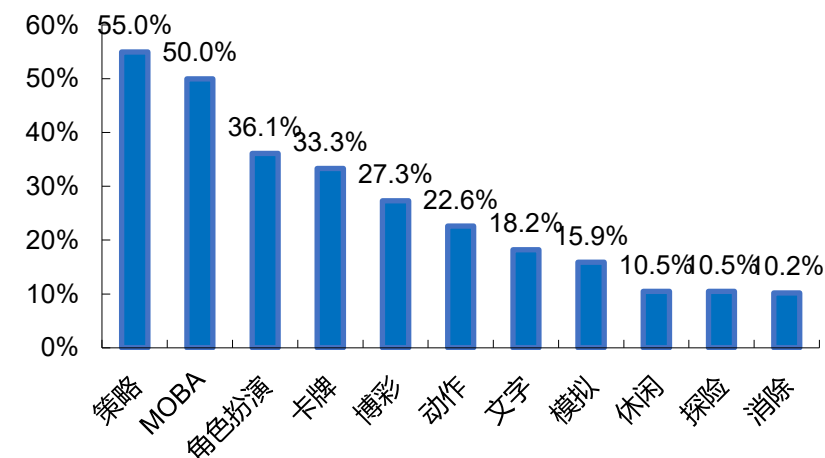
图：2021年美国游戏APP榜中国游戏数量占比



图：2021年美国游戏APP免费榜中国游戏在各类型中的占比



图表：2021年美国游戏APP畅销榜中国游戏在各类型中的占比

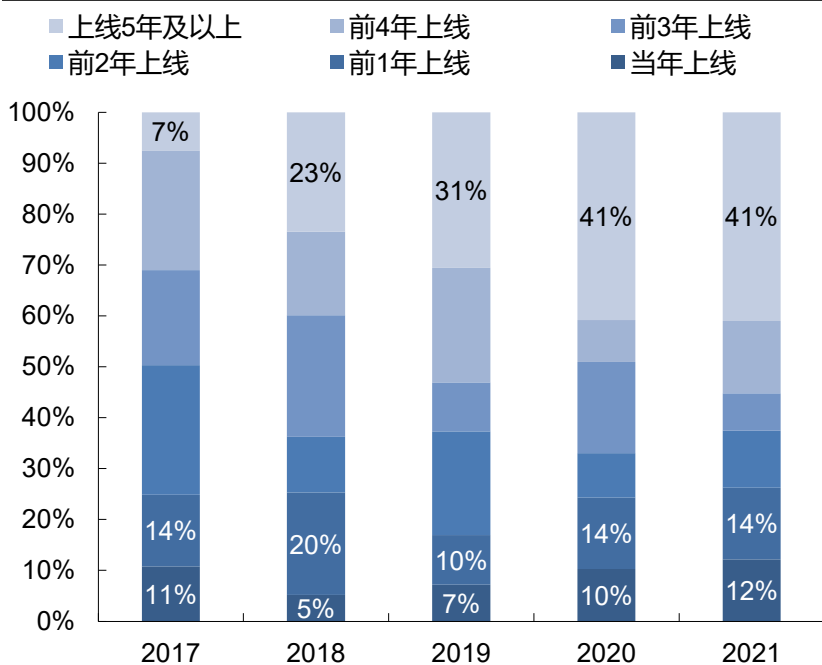


数据来源：酷量科技，东吴证券研究所（注：数据为GooglePlay Store游戏免费榜、畅销榜前500）

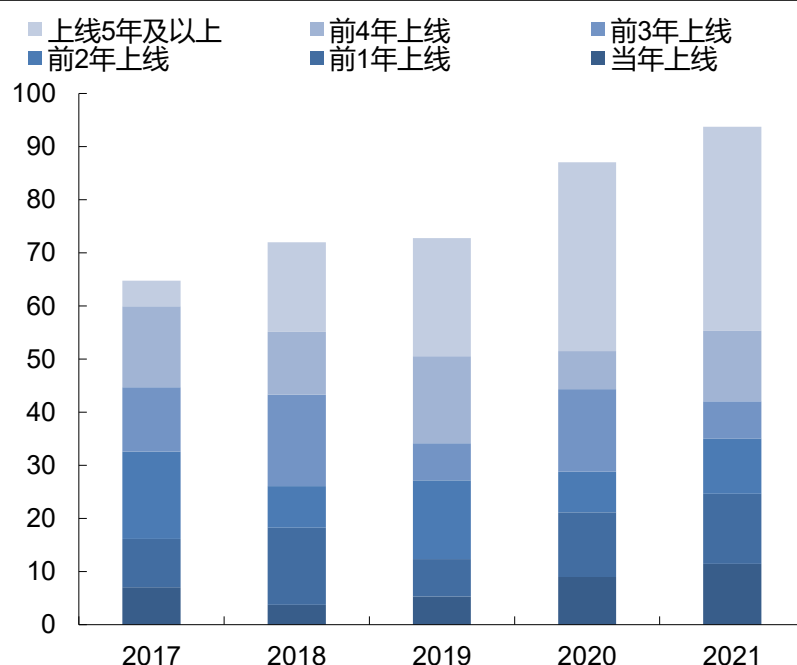
3.2.1 日本移动游戏市场：中重度游戏为主，收入TOP100榜单迭代较美国快 东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- 我们选取了日本移动游戏市场收入TOP100的产品（2021年收入占日本整体市场73%），根据其上线年度进行分类：
- **2021年TOP100手游收入中，41%由2016年及之前上线的产品贡献。**2017-2021年《智龙迷城》《FGO》《职棒野球魂A》《怪物弹珠》维持在前10名，2017-2021年共有35款产品维持在前100名，迭代较美国手游市场快。
- **中重度游戏流水爬升快，日本市场进入当年收入TOP100的新游数量远高美国。**2017-2021年日本市场当年上线且当年进入收入TOP100的手游分别有18、12、10、13、11款，远高于美国，我们认为主要系RPG品类流水爬升速度较休闲品类快。
- 2021年共30款中国手游入围日本畅销榜Top 100，其中，米哈游的《原神》登顶出海日本地区年度最畅销中国手游，网易《荒野行动》、有爱互娱《放置少女》紧随其后，三者分别位列2021年日本地区手游收入第8、9、10名。

图：日本流水TOP100的手游流水构成（%，按上线年度分类）



图：日本流水TOP100的手游流水构成（亿美元，按上线年度分类）



图表：日本各流水TOP100的手游数量构成（按上线年度分类）

	2017	2018	2019	2020	2021
2012年上线	6	4	3	3	2
2013年上线	9	7	7	4	2
2014年上线	19	16	12	11	9
2015年上线	23	17	14	11	10
2016年上线	25	19	15	11	7
2017年上线	18	25	26	17	16
2018年上线		12	13	11	11
2019年上线			10	19	18
2020年上线				13	14
2021年上线					11

数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所（注：此处收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成后的净收入）

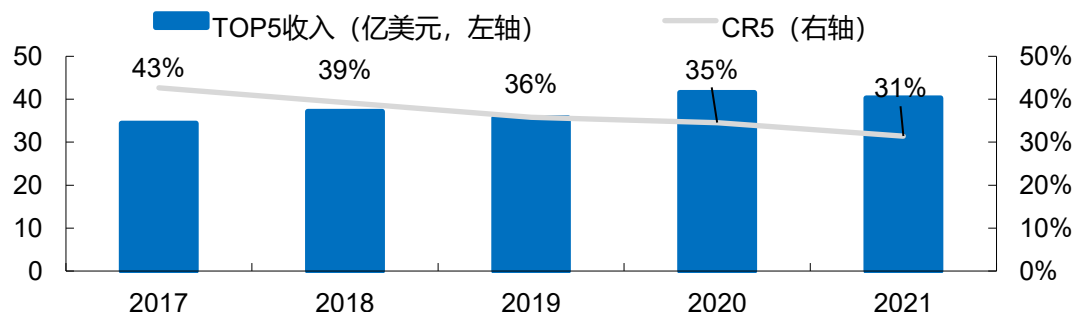
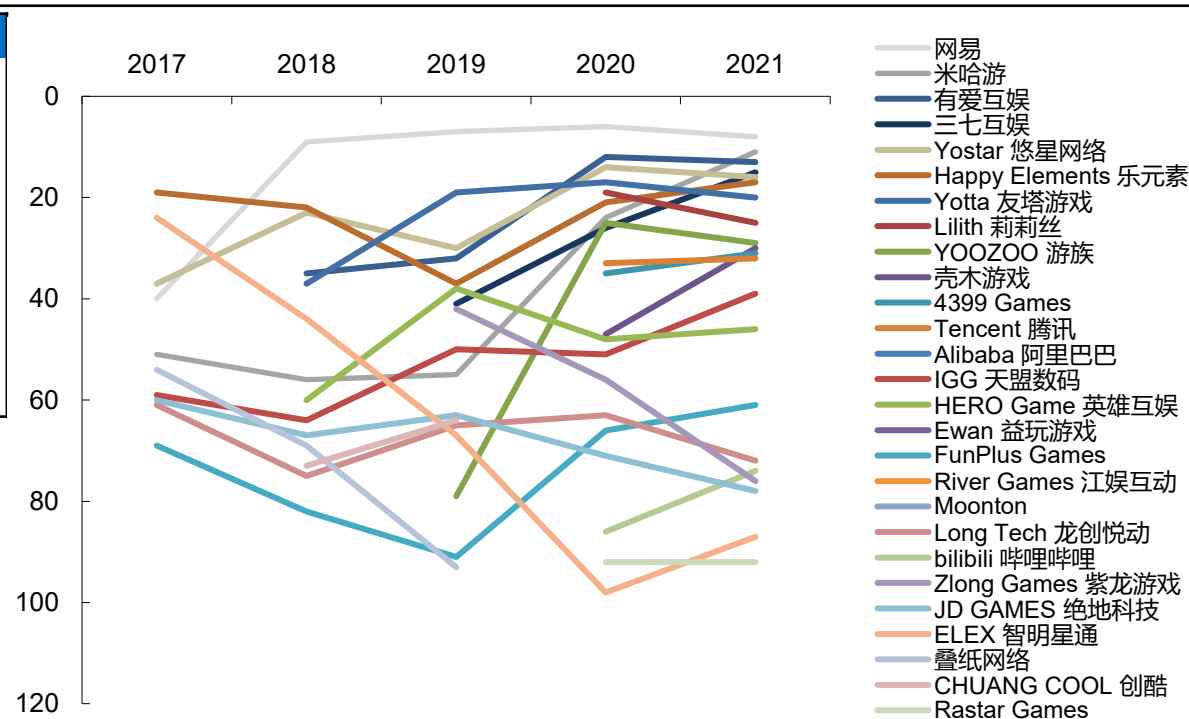
3.2.2 日本移动游戏市场：行业CR5呈下降趋势，2021年仅为31%

- **2017-2021年行业CR5逐年下降，我们认为这给中国手游厂商出海提供了充足的空间。**2017-2021年日本手游市场CR5分别为43%、39%、36%、35%、31%，市场集中度逐步下降。
- **二次元文化盛行。**2021年日本移动游戏前5大发行商分别为CyberAgent（代表手游产品为旗下开发商Cygames的二次元模拟养成RPG《赛马娘》）、SQUARE ENIX（代表产品有RPG《勇者斗恶龙WALK》《星之勇者斗恶龙》等）、Konami（代表产品有体育竞技类《职棒野球魂A》《实况力量职业棒球》等）、Sony（代表产品为二次元卡牌《FGO》）、GungHo Online Entertainment（代表产品为三消RPG《智龙迷城》）。
- **中国厂商持续突围，进入收入TOP100的中国厂商数量持续增加。**2021年日本市场收入TOP5的中国厂商分别为网易游戏（代表产品为射击类《荒野行动》）、米哈游（代表产品为二次元开放世界《原神》）、有爱互娱（代表产品有放置卡牌《放置少女》）、三七互娱（代表产品有SLG《Puzzles & Survival》、模拟经营《江山美人》）、悠星网络（代表产品有策略向即时战略塔防游戏《明日方舟》）。

图：2017-2021年日本移动游戏发行商TOP5及其收入、行业CR5

	2017	2018	2019	2020	2021
NO.1	mixi, Inc	mixi, Inc	BANDAI NAMCO	SQUARE ENIX INC	CyberAgent, Inc.
NO.2	BANDAI NAMCO	BANDAI NAMCO	Sony Corporation	BANDAI NAMCO	SQUARE ENIX INC
NO.3	Sony Corporation	Sony Corporation	SQUARE ENIX INC	Sony Corporation	Konami
NO.4	SQUARE ENIX INC	CyberAgent, Inc.	mixi, Inc	Konami	Sony Corporation
NO.5	NAVER Corp.	NAVER Corp.	CyberAgent, Inc.	mixi, Inc	GungHo Online Entertainment, Inc.

图表：2021年日本市场收入TOP100中的中国厂商排名变动趋势（注：腾讯不包含Supercell）

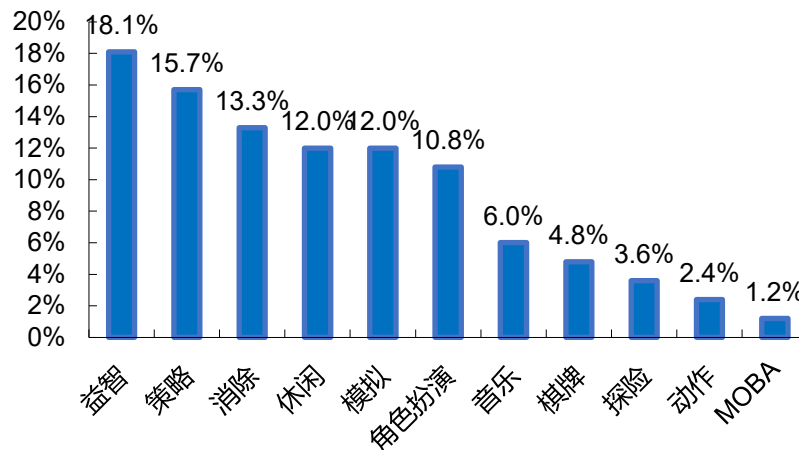


数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所（注：此处收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成后的净收入）

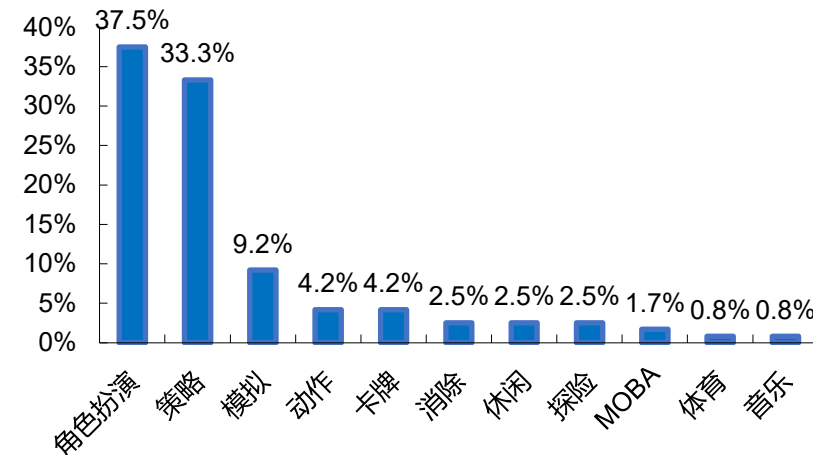
3.2.3 日本移动游戏市场：中国厂商聚焦RPG及策略，策略品类优势明显

- 日本GooglePlay Store游戏免费榜、畅销榜TOP500中，中国游戏数量占比分别为17%、24%；
- 中国厂商出海品类：
 - 免费榜TOP500的中国游戏中，益智、策略、消除品类数量占比分别为18.1%、15.7%、13.3%；
 - 畅销榜TOP500的中国游戏中，RPG、策略品类数量占比分别为37.5%、33.3%；
- 各品类中国厂商的市占率：
 - 免费榜TOP500的各品类中，中国游戏于策略、MOBA的数量占比达65.0%、33.3%。
 - 畅销榜TOP500的各品类中，中国游戏于策略、MOBA、卡牌品类的数量占比分别为70.2%、50.0%、29.4%，于策略品类处于主导地位。

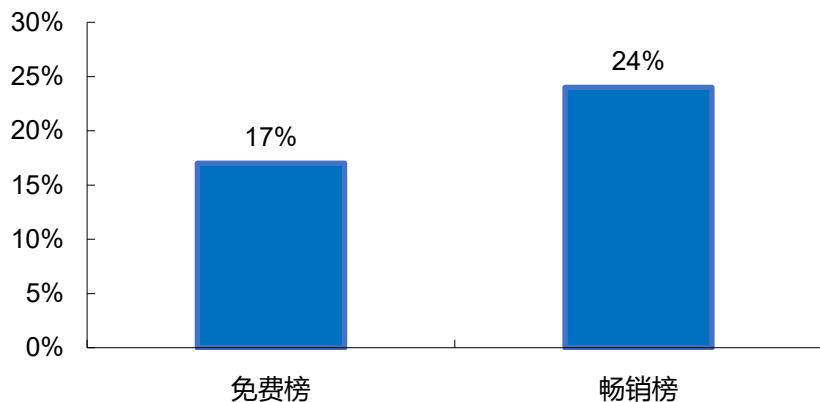
图：2021年日本游戏APP免费榜中国游戏主要类型分布



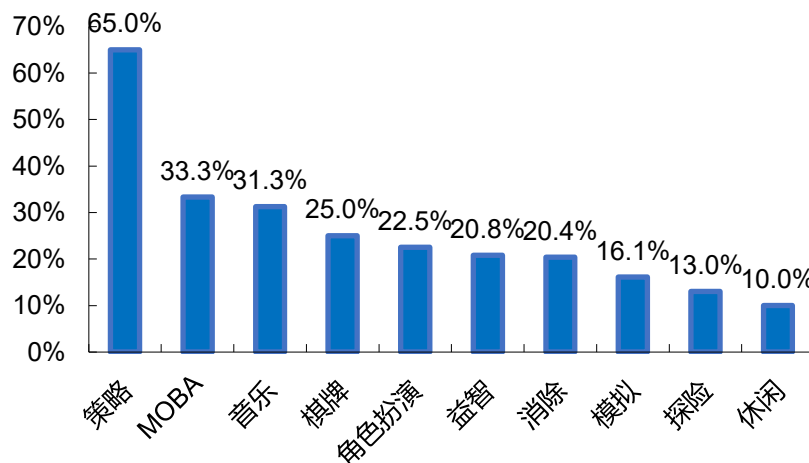
图表：2021年日本游戏APP畅销榜中国游戏主要类型分布



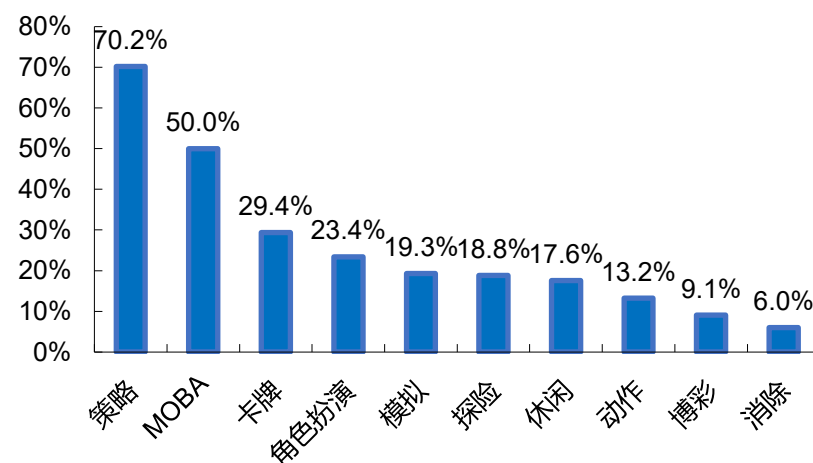
图：2021年日本GooglePlay游戏APP榜中国游戏主要类型分布



图：2021年日本游戏APP免费榜中国游戏在各类型中的占比



图表：2021年日本游戏APP畅销榜中国游戏在各类型中的占比



数据来源：酷量科技，东吴证券研究所（注：数据为GooglePlay Store游戏免费榜、畅销榜前500）

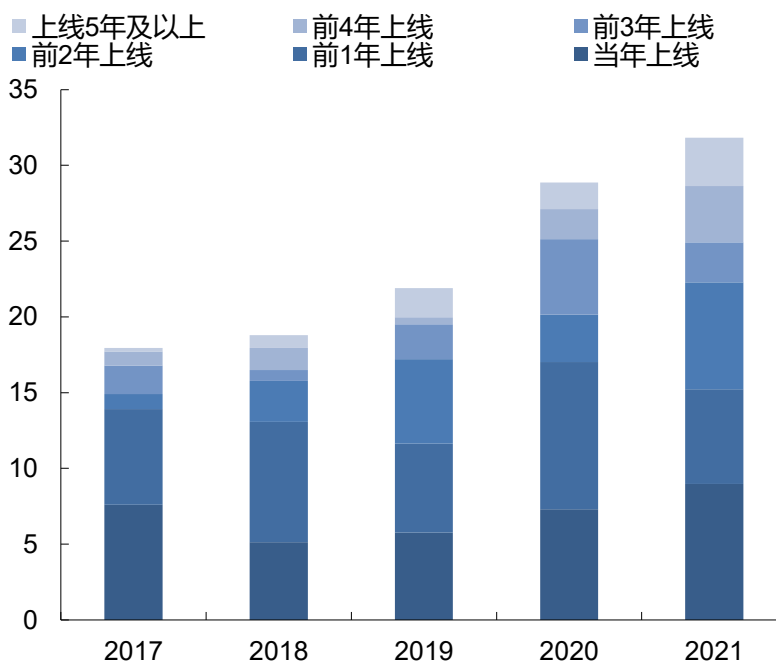
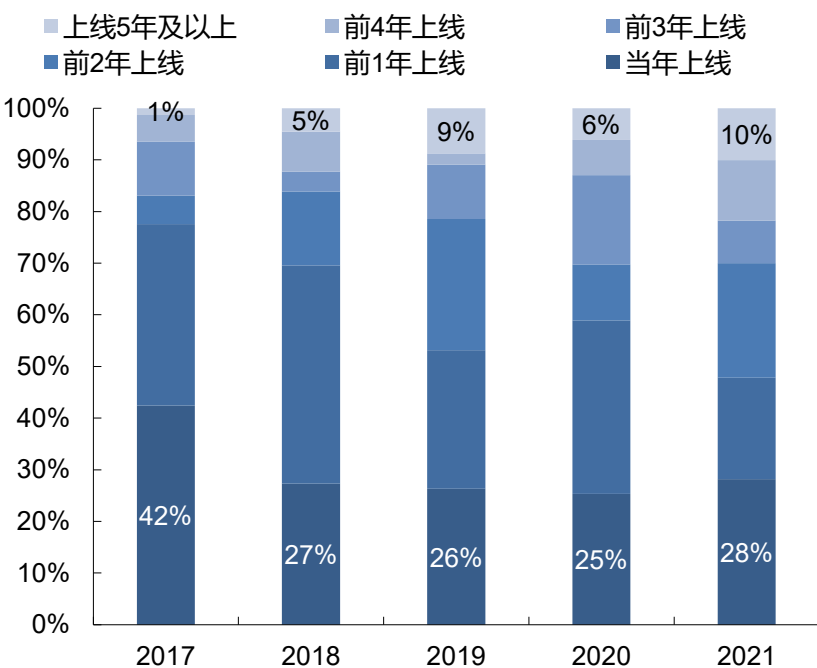
3.3.2 韩国移动游戏市场：市场竞争激烈，收入TOP100榜单迭代快

- 我们选取了韩国移动游戏市场收入TOP100的产品（2021年收入占韩国整体市场81%），根据其上线年度进行分类：
- **2021年TOP100手游收入中，仅10%由2016年及之前上线的产品贡献，每年进入收入TOP100的新游数量远高于日本、美国。** 2017-2021年仅MMORPG《天堂M》维持在前10名，2017-2021年仅19款产品维持在前100名，当年上线即进入收入TOP100的产品数量分别为30、32、29、30、23，收入前100的产品迭代速度快，我们认为这或由于韩国MMORPG手游生产工业化、套路化，产品迭代快。
- 2021年共33款中国手游入围韩国畅销榜Top 100，4399游戏《奇迹之剑》、米哈游《原神》以及莉莉丝《万国觉醒》于韩国手游收入排名中分别位列第4、8、10名，阿里巴巴的《三国志·战略版》、三七互娱的《云上城之歌》分别位列第17、25名。

图：韩国流水TOP100的手游流水构成（%，按上线年度分类）

图：韩国流水TOP100的手游流水构成（亿美元，按上线年度分类）

图表：韩国各流水TOP100的手游数量构成（按上线年度分类）



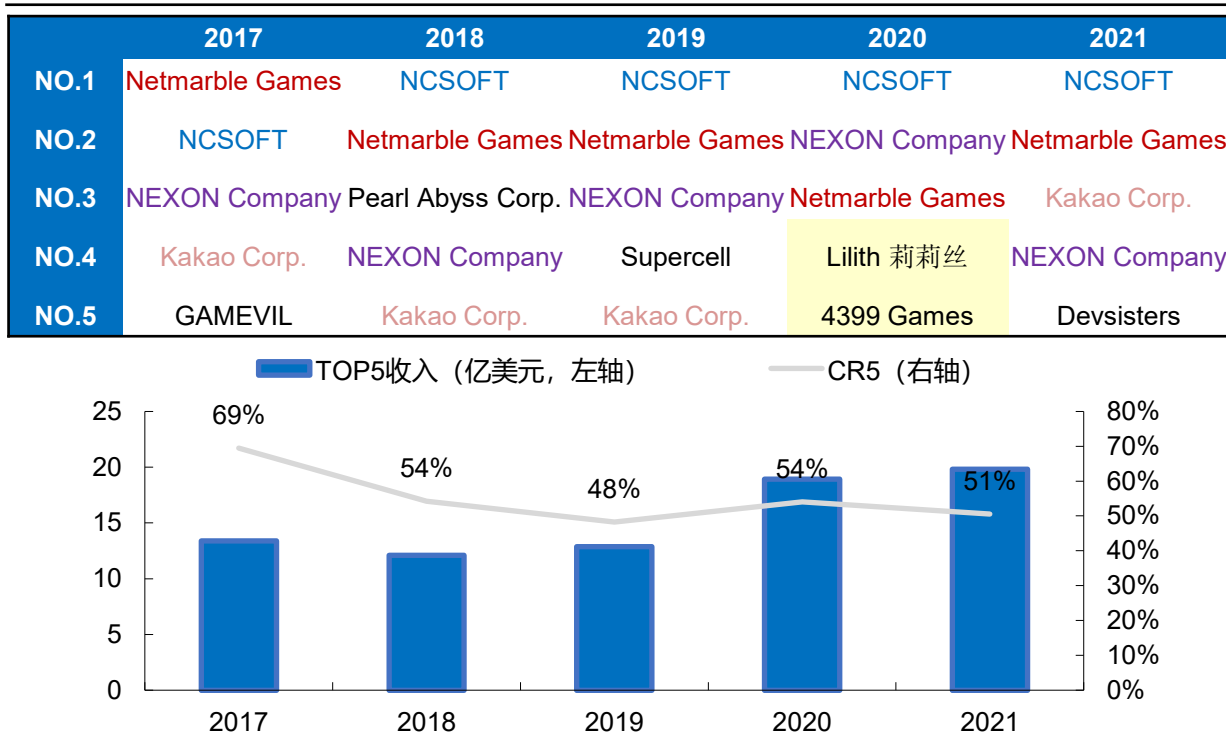
	2017	2018	2019	2020	2021
2012年上线	4	2	2	2	2
2013年上线	7	2	2	2	1
2014年上线	16	11	11	6	5
2015年上线	14	9	5	2	2
2016年上线	29	19	16	10	6
2017年上线	30	25	13	9	7
2018年上线		32	22	16	12
2019年上线			29	22	13
2020年上线				30	28
2021年上线					23

数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所（注：此处收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成后的净收入）

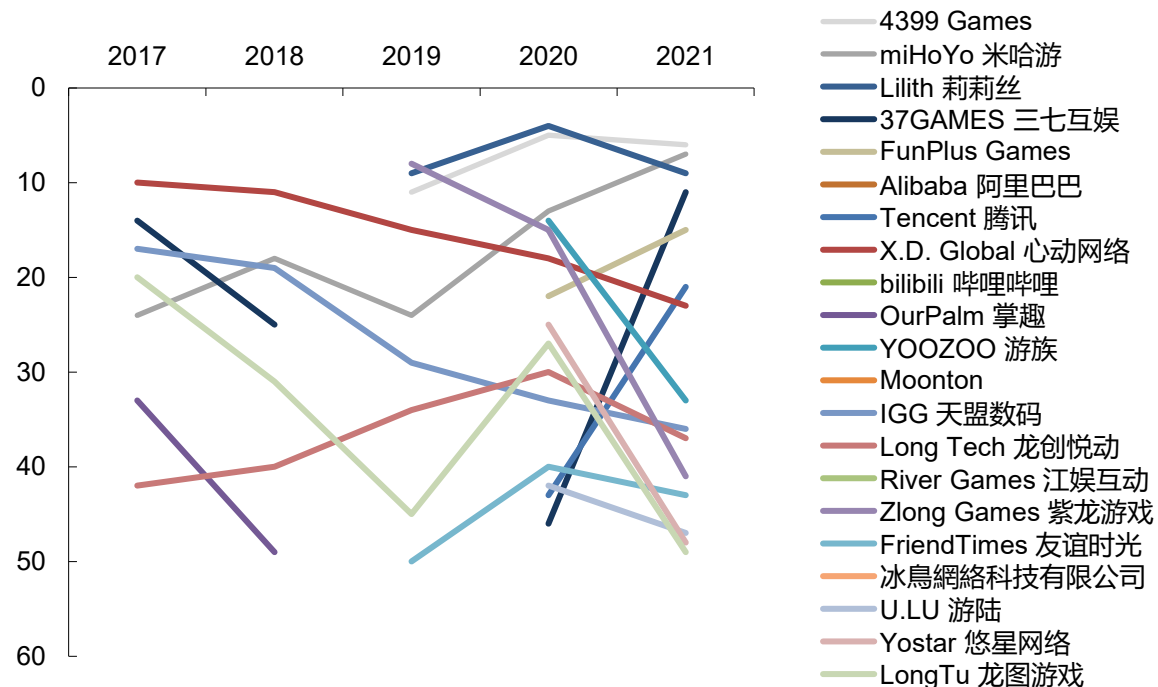
3.3.1 韩国移动游戏市场：市场竞争激烈，2021年行业CR5为51%

- 2017-2021年行业CR5呈下降趋势，但远高于美国、日本。2017-2021年韩国手游市场CR5分别为69%、54%、48%、54%、51%。
- 韩国手游市场以RPG为主，韩国移动游戏研发商代表产品均为RPG，2021年前5大发行商分别为NCSOFT（代表产品为MMO《天堂M》等）、Netmarble（代表产品有MMO《天堂2：重生》等）、Kakao（代表产品有MMO《奥丁神叛》等）、NEXON（代表产品为MMO《风之国度》、休闲竞速《跑跑卡丁车》等）、Devsisters（代表产品有姜饼人IP系列）。
- 2021年韩国市场收入TOP50的厂商中中国厂商超20家，收入TOP5的中国厂商分别为4399（代表产品为《奇迹之剑》）、米哈游（代表产品有二次元开放世界《原神》）、莉莉丝（代表产品有《万国觉醒》）、三七互娱（代表产品有MMO《云上城之歌》）、FunPlus（代表产品有SLG《State of Survival》）。

图：2017-2021年韩国移动游戏发行商TOP5及其收入、行业CR5



图表：2021韩国市场收入TOP50中的中国厂商排名变动趋势（注：腾讯不包含Supercell）

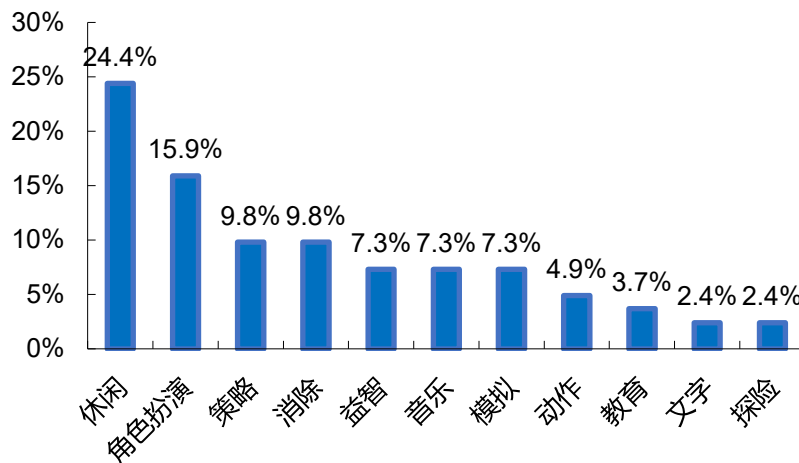


数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所（注：此处收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成后的净收入）

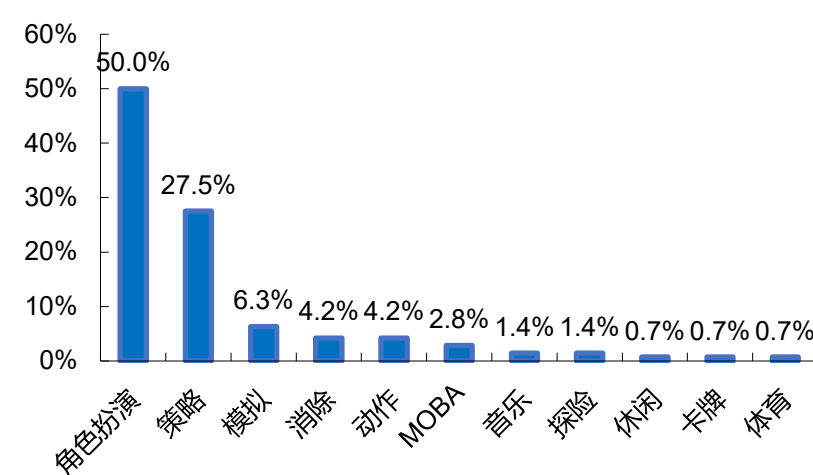
3.3.3 韩国移动游戏市场：中国厂商聚焦RPG及策略，策略品类优势明显

- 韩国GooglePlay Store游戏免费榜、畅销榜TOP500中，中国游戏数量占比分别为16%、28%；
- 中国厂商出海品类：
 - 免费榜TOP500的中国游戏中，休闲、RPG、策略品类数量占比分别为24.4%、15.9%、9.8%；
 - 畅销榜TOP500的中国游戏中，RPG、策略品类数量占比分别为50.0%、27.5%；
- 各品类中国厂商的市占率：
 - 免费榜TOP500的各品类中，中国游戏于文字、策略、RPG的数量占比达50.0%、36.4%、30.2%；
 - 畅销榜TOP500的各品类中，中国游戏于MOBA、策略品类的数量占比分别为80.0%、59.1%，处于主导地位。

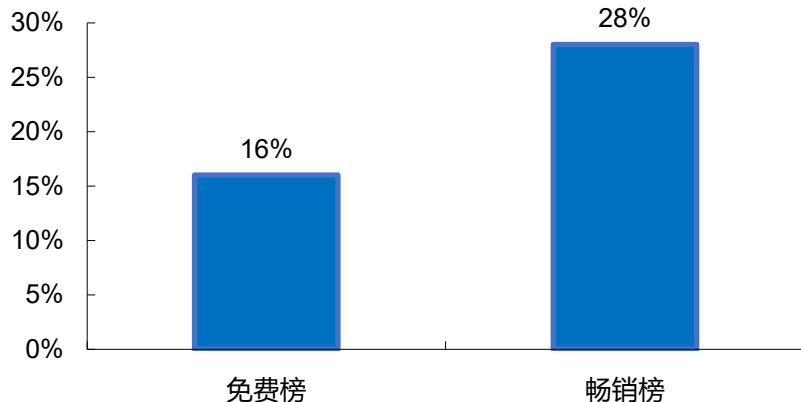
图：2021年韩国游戏APP免费榜中国游戏主要类型分布



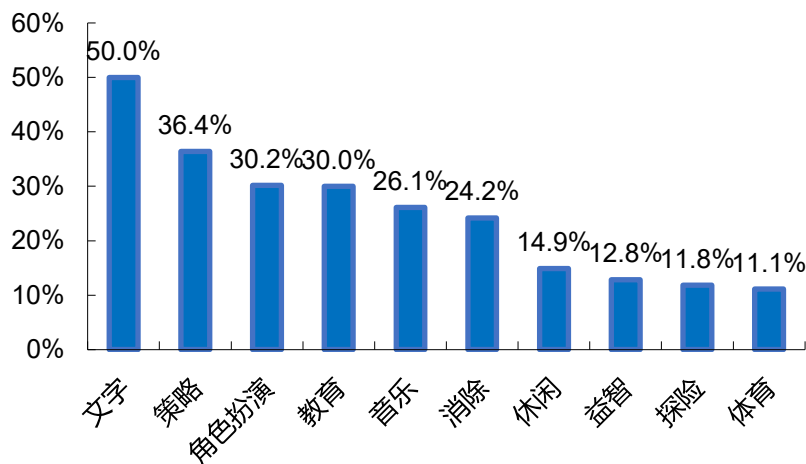
图表：2021年韩国游戏APP畅销榜中国游戏主要类型分布



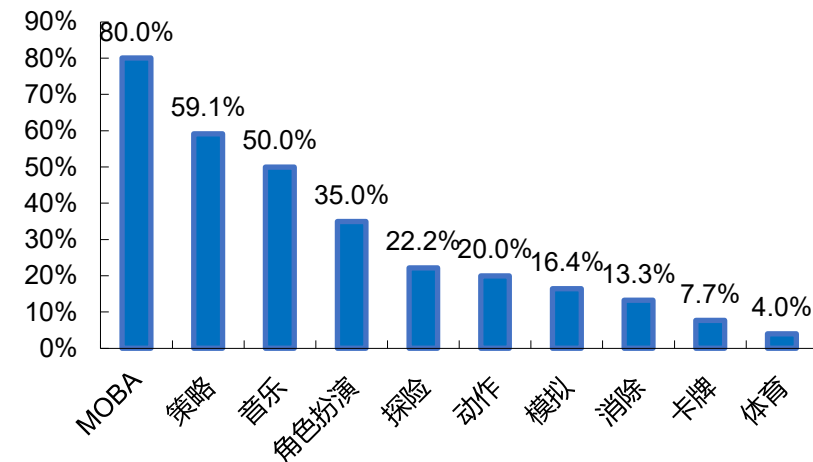
图：2021年韩国GooglePlay游戏APP榜中国游戏主要类型分布



图：2021年韩国游戏APP免费榜中国游戏在各类型中的占比



图表：2021年韩国游戏APP畅销榜中国游戏在各类型中的占比



数据来源：酷量科技，东吴证券研究所（注：数据为GooglePlay Store游戏免费榜、畅销榜前500）

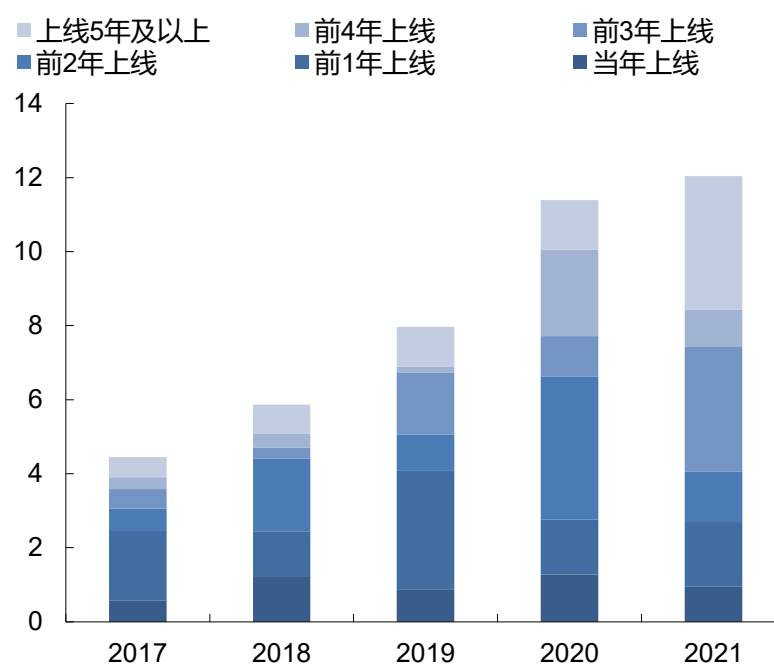
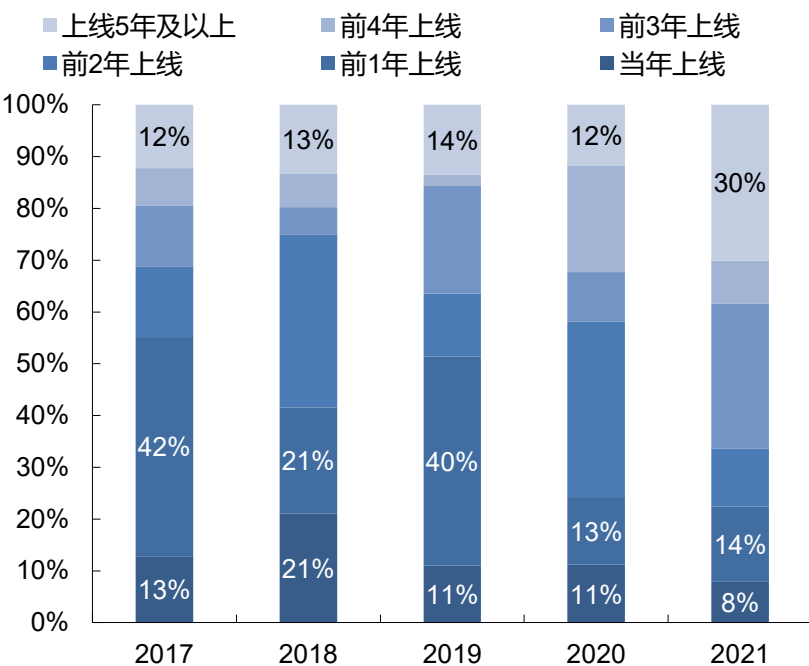
3.4.1 东南亚移动游戏市场：新游竞争激烈，收入TOP100榜单迭代快

- 我们选取了东南亚移动游戏市场收入TOP100的产品（2021年收入占东南亚整体市场72%），根据其上线年度进行分类：
- 2021年TOP100手游收入中，30%由2016年及之前上线的产品贡献，2017-2021年当年上线即进入收入TOP100的产品数量分别为28、18、19、16、13。市场竞争激烈，收入前100的产品迭代快，2017-2021年共有29款产品维持在前100名。
- 中国厂商占比高，2021年共48款中国手游入围东南亚地区畅销榜TOP100。2021年收入TOP100中，沐瞳科技《Mobile Legends》、米哈游《原神》、腾讯《PUBG Mobile》、莉莉丝《万国觉醒》、腾讯《王者荣耀》、朝夕光年《RO仙境传说：新世代的诞生》分别位列第2、3、4、5、8、9名。
- 射击与MOBA品类被头部厂商占据，2017-2021年MOBA品类《Mobile Legends》《王者荣耀》维持在前10名，射击品类《Free Fire》《PUBG Mobile》《Call of Duty: Mobile》排名稳定；4X策略类市场仍存在较大空间，2021年共7款4X策略游戏进入东南亚出海收入榜单前20，其中《口袋奇兵》、《三国志·战略版》分别为2019、2021年上线。

图：东南亚流水TOP100的手游流水构成（%，按上线年度分类）

图：东南亚流水TOP100的手游流水构成（亿美元，按上线年度分类）

图：东南亚各流水TOP100的手游数量构成（按上线年度分类）



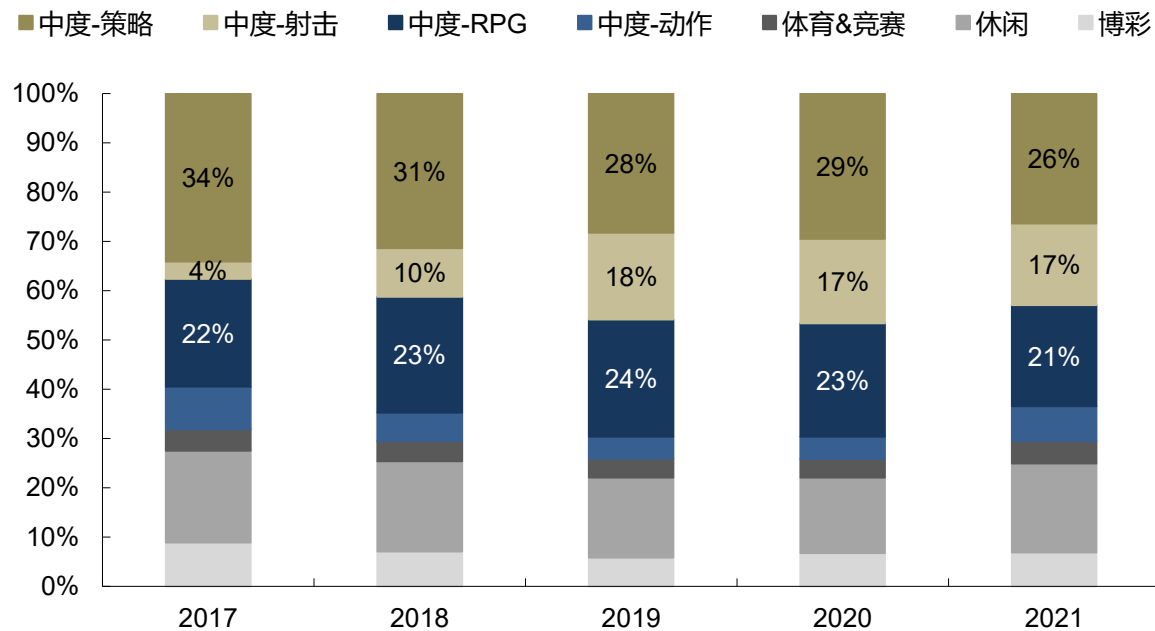
	2017	2018	2019	2020	2021
2011年上线	0	1	1	1	1
2012年上线	6	7	6	7	7
2013年上线	9	8	5	4	3
2014年上线	11	9	6	6	3
2015年上线	20	10	5	4	3
2016年上线	26	23	16	12	12
2017年上线	28	24	19	12	9
2018年上线		18	23	21	15
2019年上线			19	17	13
2020年上线				16	21
2021年上线					13

数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所（注：此处收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成后的净收入）

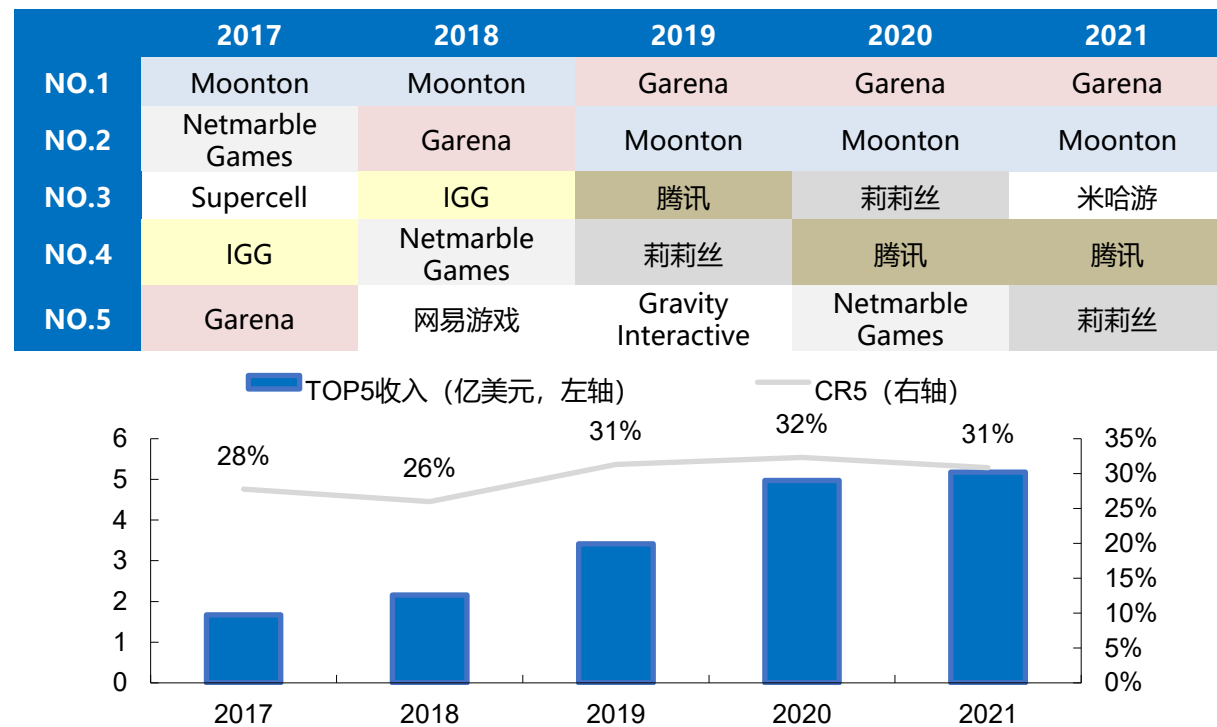
3.4.2 东南亚移动游戏市场：RPG+策略占比高，2021年行业CR5为31%

- 2017-2021年东南亚移动游戏市场中RPG、策略收入占比分别维持在20%、25%以上；《Free Fire》《PUBG Mobile》助推下，2018年起射击类收入占比提升至10%以上。
- 2017-2021年东南亚手游市场CR5分别为28%、26%、31%、32%、31%，稳定在30%左右，行业尚处于早期阶段，竞争较为激烈。
- 2017-2021年东南亚手游收入前5大发行商榜单变动较美国、日本、韩国频繁，且多为中国厂商，其中沐瞳科技凭借MOBA《Mobile Legends》稳居TOP2，Garena凭借射击手游《Free Fire》于2019-2021年稳居榜首，莉莉丝代表产品为SLG《万国觉醒》、策略卡牌《剑与远征》，腾讯代表产品有《王者荣耀》《PUBG Mobile》《Call of Duty: Mobile》，网易游戏2018年凭借《Rules of Survival》跻身TOP5。

图：东南亚移动游戏分品类收入构成



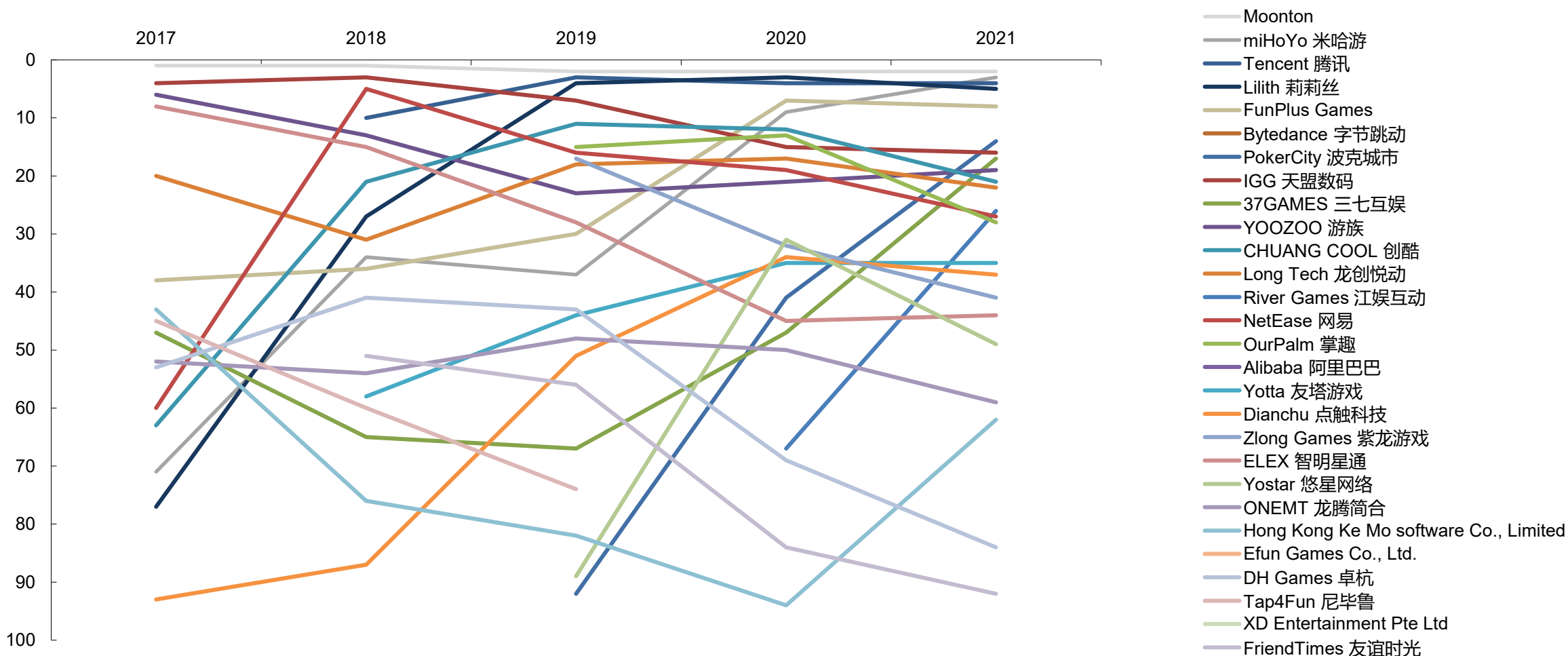
图表：2017-2021年东南亚移动游戏发行商TOP5及其收入、行业CR5



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所（注：此处收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成后的净收入）

3.4.3 东南亚移动游戏市场：文化相近，中国厂商出海首选地之一

图：2021年东南亚市场收入TOP100中的中国厂商排名变动趋势（注：腾讯不包含Supercell）



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所（注：此处收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成后的净收入）

3.5 中国手游出海进程：多品类、多市场探索

- 我们将2018年、2021年两次版号停发看作中国游戏厂商出海的两个分界点：
- 2018年前手游出海为页游出海的衍生，多以中小厂商、SLG品类为主；
- 2018年至2021年，国内监管趋严且用户饱和背景下，手游出海呈现多品类、多市场拓展特征。根据伽马数据，2019-2021年，除美国、日本、韩国外的其他地区在中国手游出海收入中的占比持续提升，收入TOP100中各品类收入占比也趋于均衡。
- 2021年至今，中国手游厂商研发持续升级，本地化能力在产品迭代下逐步提升，伴随TikTok商业化红利，我们预计中国手游海外市场占有率将持续攀升。

图：中国移动游戏出海发展历程

2012-2018年：页游出海延伸期，以SLG品类为主

- 国内移动用户数同比增速高，出海动力略有不足；
- 技术尚处于摸索提升阶段，轻操作重策略的SLG成为主要出海品类，同时国内厂商在页游时期已积累大量数值、关卡设置的经验。根据Sensor Tower数据，2017年手游出海收入Top30中有15款为SLG品类。

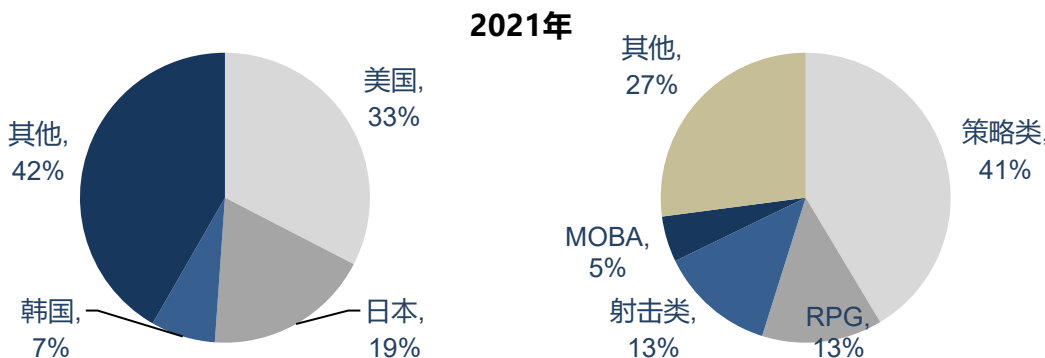
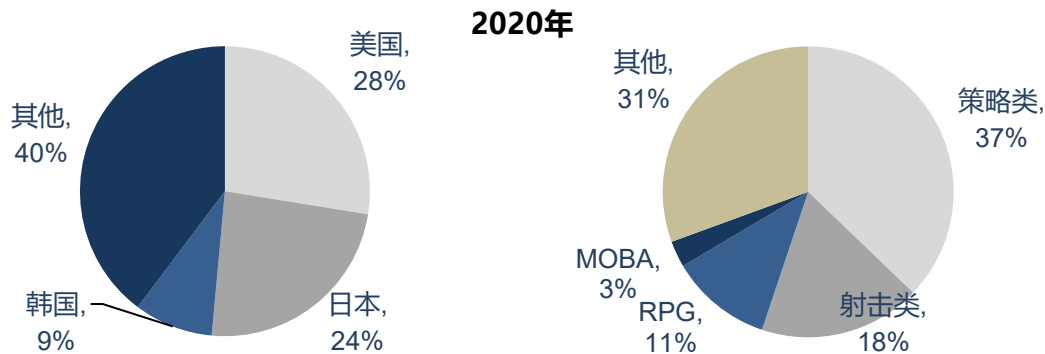
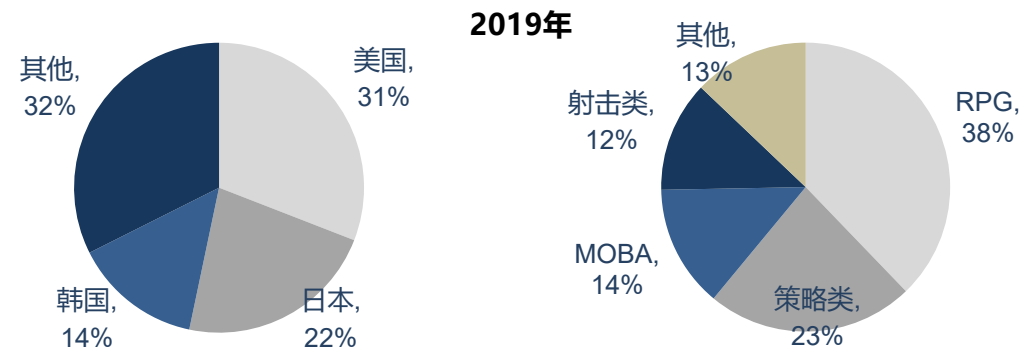
2018-2021年：国内版号停发叠加用户饱和，多品类多市场探索期

- 国内监管趋紧，且用户规模趋于饱和，出海寻求增量市场成为厂商共识；
- 研运升级，腾讯、网易等头部厂商先后开始开拓欧美、日韩等地区；
- 品类多元化：根据Sensor Tower数据，2021年手游出海收入Top30中SLG品类降至13款，休闲游戏如《江山美人》《Project Makeover》等也收获出色表现。

2021年至今：我们预计将是出海创收新一轮增长点

- 国内监管及用户饱和趋势不减，存量竞争加剧；
- 产品及运营端：研运升级，国内手游厂商优势凸显；
- 发行端：随着路径摸索逐渐清晰，伴随TikTok商业化红利

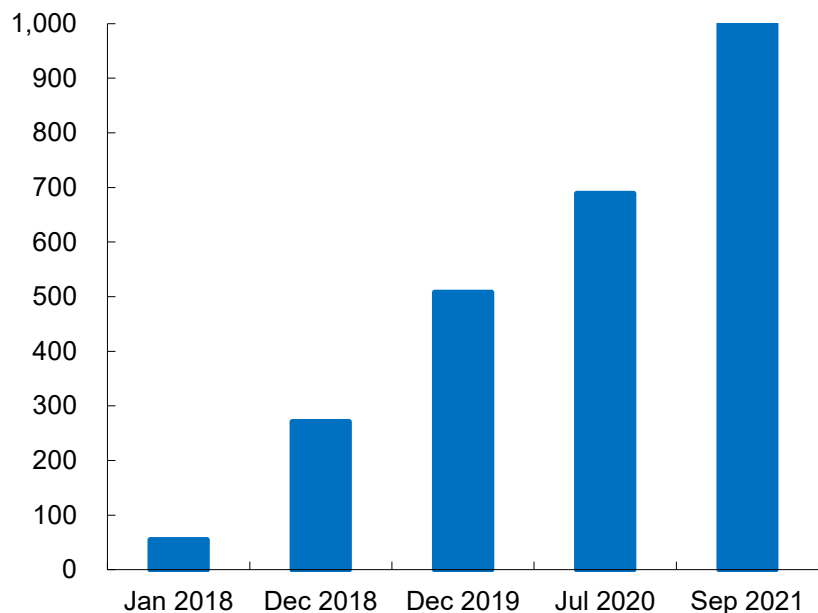
图：2019-2021年中国自研手游海外各地区收入占比，以及收入TOP100中各类型占比



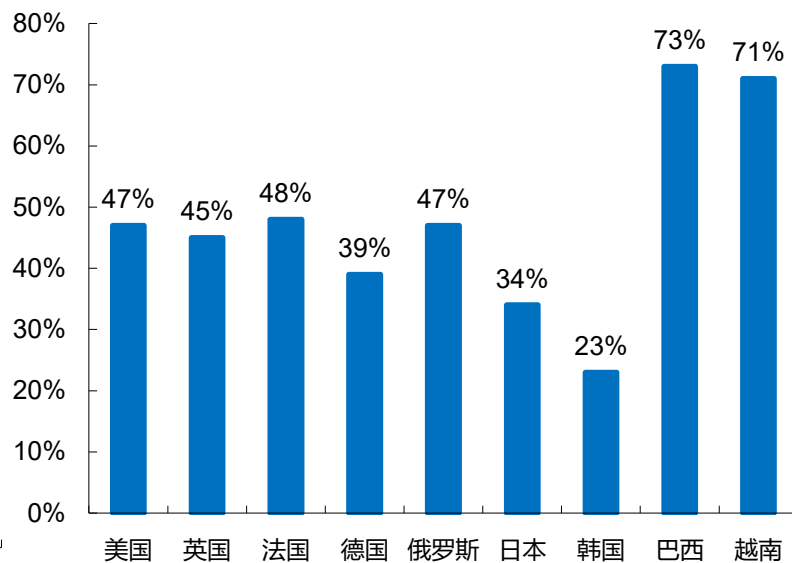
3.6 中国手游出海进程：有望借TikTok流量红利，拓宽获客渠道

- **MAU达10亿且用户参与度高。**截至2021年9月，TikTok全球月活跃用户数量已达10亿人，此外，2021年TikTok全球用户平均每月使用时间为19.6小时（与Facebook相当），充足的流量红利及年轻多元的用户群体支撑TikTok广告业务快速增长。
- **同时覆盖存量及增量市场，触达大部分游戏玩家且用户对游戏相关内容关注度高。**根据TikTok以及Newzoo数据，2021年核心市场美国、英国、德国、日本、韩国的移动游戏玩家中使用TikTok的比例分别为47%、45%、39%、34%、23%，这一占比在新兴市场，如巴西、越南等则更高。2021Q1，全球范围、美国、中东&非洲、东南亚TikTok上TOP100最后玩家欢迎游戏相关话题收视率分别同比增长533%、475%、841%、1440%。
- **伴随TikTok商业化进程，广告业务不断拓展，我们认为中国厂商有望通过更直观的信息流广告，以及更多元的内容营销方式，在TikTok平台上触达更多潜在用户。**

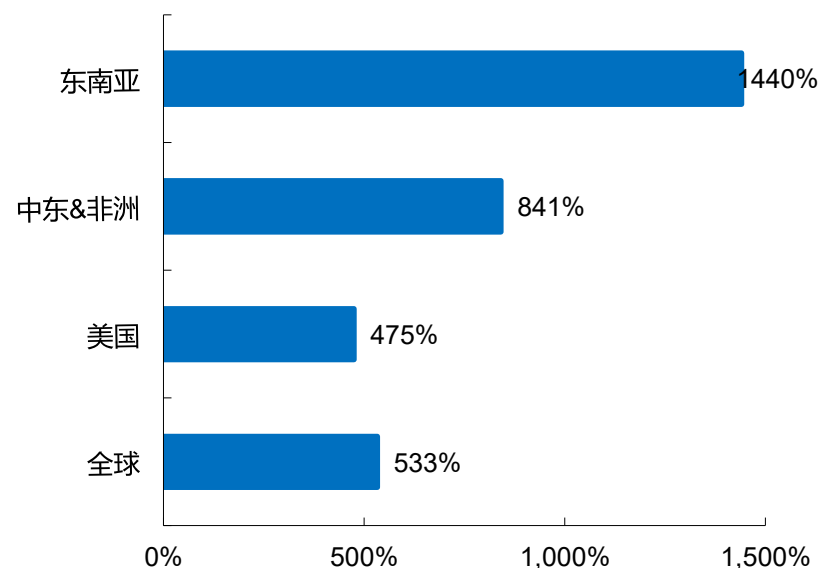
图：TikTok全球MAU（单位：百万人）



图：部分市场移动游戏玩家中TikTok用户占比



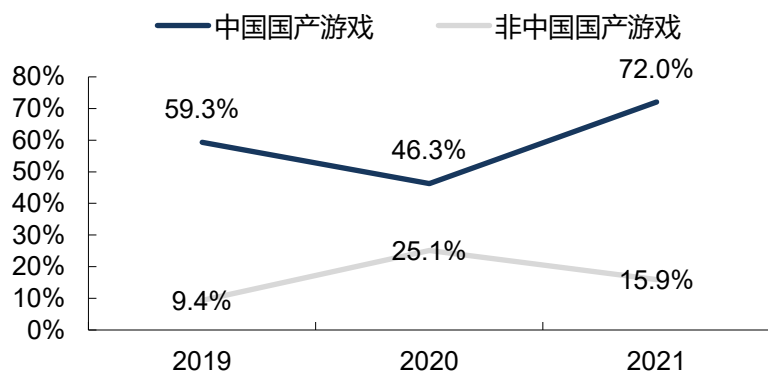
图：2021年第一季度TikTok上TOP100最后玩家欢迎游戏相关话题收视率增长情况



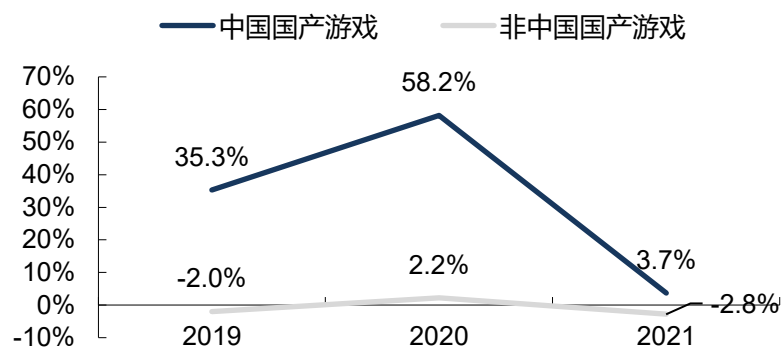
3.7 中国厂商核心竞争力领先，市占率有望稳步提升

- 根据伽马数据，2019-2021年在美国、日本、韩国、英国、德国5个重要国家的流水TOP100的移动游戏中，除2021年的韩国市场，中国国产游戏流水同比增速均高于非国产游戏，中国手游产品竞争力凸显。

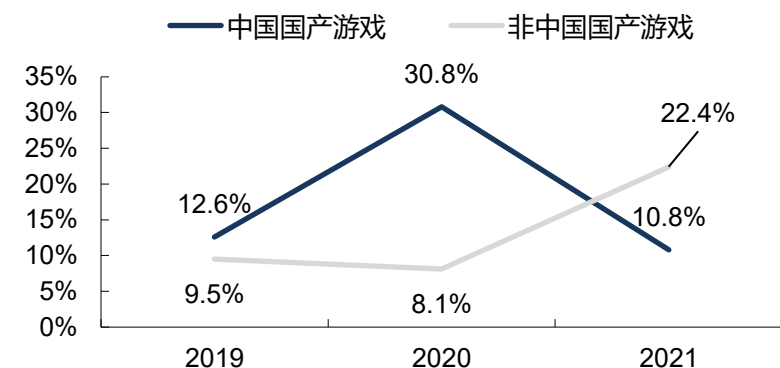
图：美国流水TOP100的移动游戏流水同比增长率



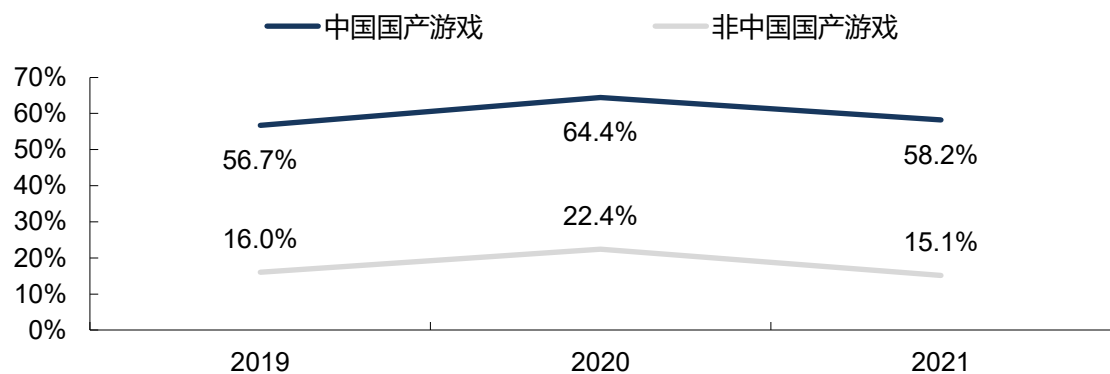
图：日本流水TOP100的移动游戏流水同比增长率



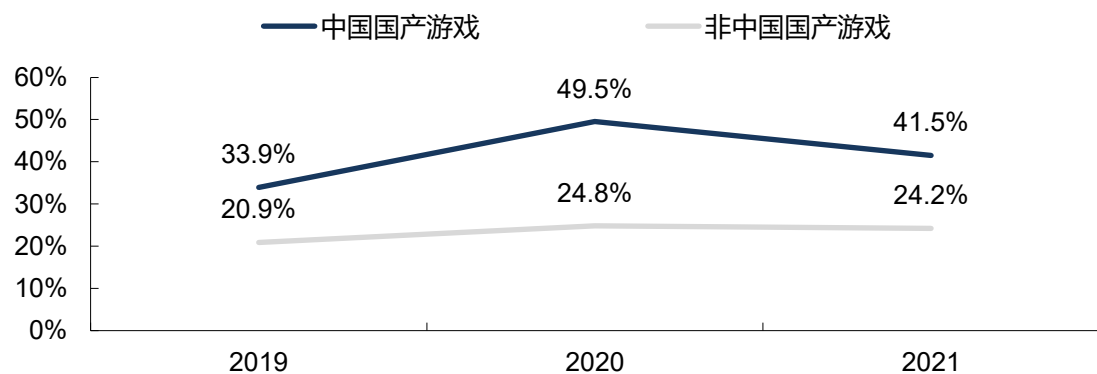
图：韩国流水TOP100的移动游戏流水同比增长率



图：英国流水TOP100的移动游戏流水同比增长率



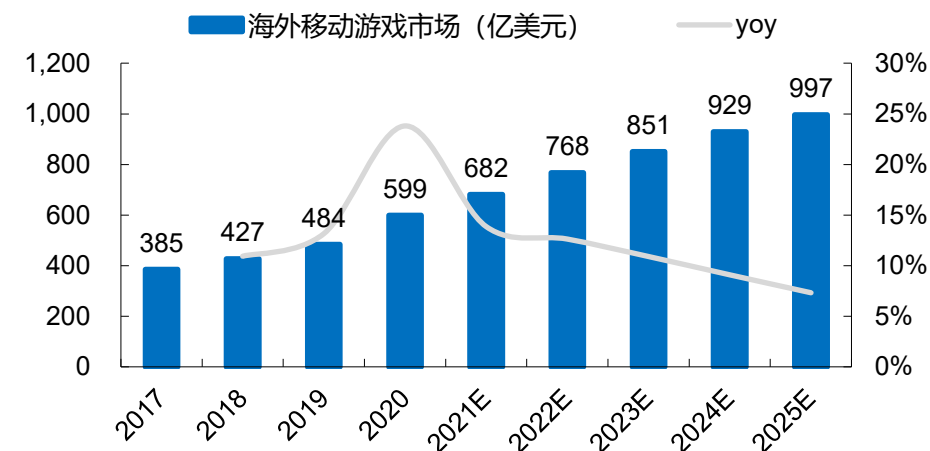
图：德国流水TOP100的移动游戏流水同比增长率



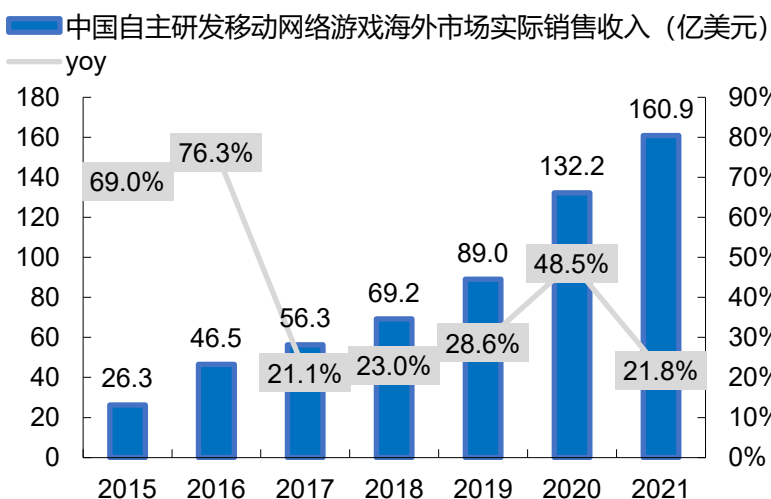
3.8 手游出海空间测算：中性测算下仍有千亿元增量空间

- 根据伽马数据，2021年中国自研手游海外市场实际销售收入达160.9亿美元，同比增长21.8%，2014-2021年复合增长率为35%，2021年中国自研手游海外市场市占率已由2015年的11%提升至28%，出海加速。
- 根据Statista数据，2020年海外移动游戏市场规模为599亿美元，同比增长24%，Statista 预计至2025年海外移动游戏市场规模将达997亿美元，2020-2025年复合增长率为11%。
- 根据Sensor Tower数据，2017-2021年美国、日本、韩国、东南亚地区收入TOP100的游戏厂商中，中国厂商占比持续上升，其中2021年东南亚地区这一占比已超40%，我们认为主要系东南亚地区受中国文化辐射深，且当地厂商能力较落后。**我们认为中国手游厂商研运能力领先，随着出海本地化认知加深，其于成熟市场、新兴市场将持续突破。2025年，假设在悲观情况下中国手游出海市占率略低于2017年其在东南亚地区水平，达30%；中性情况下达35%；乐观情况下达到2021年其在东南亚地区的水平，约40%，则对应增量空间分别为138、188、238亿美元，对应人民币分别为923、1256、1589亿元（以2022年6月9日USD/CNY=6.68换算）。**

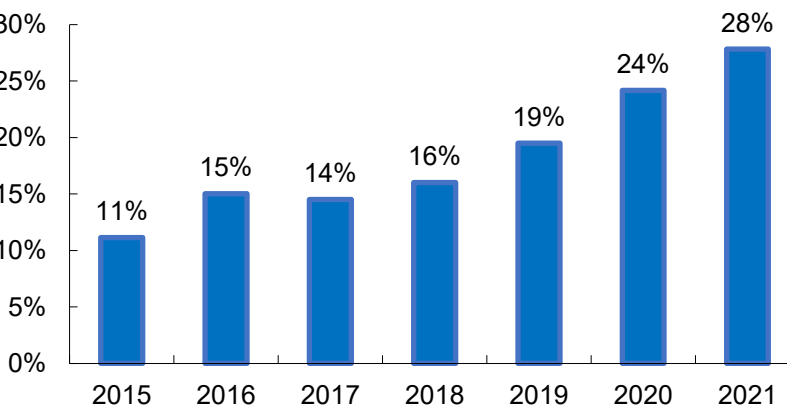
图：海外移动游戏市场规模（亿美元）及增速



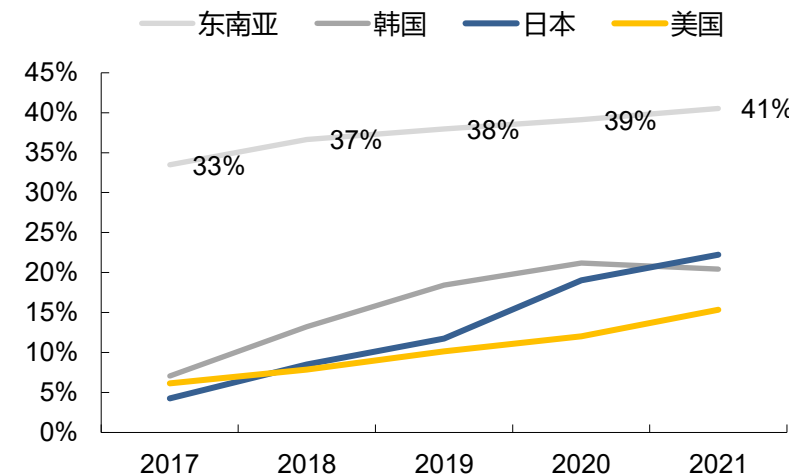
图：中国自研手游海外收入及同比增速



图：中国自研手游海外市场市占率水平



图：各地区收入TOP100厂商中的中国厂商收入占比



数据来源：伽马数据，Newzoo，Wind，Sensor Tower，东吴证券研究所（注：中国自研移动游戏海外市场市占率=自研出海规模/(全球移动手游市场规模 - 中国移动游戏市场实际销售收入 * 当年汇率，此处数据采用伽马数据，根据Newzoo及伽马数据口径，2017-2020年市占率分别为15%/16%/18%/22%，相差不大)

四、手游出海竞争格局：全球化即本地化，看好本地化认知能力出众的厂商突围

4.1 手游出海格局：行业竞争加剧，CR10、CR20逐年升高

- 2018-2021年手游出海CR3、CR5维稳，CR3分别为16.90%、17.27%、18.64%、17.62%；CR5分别为22.14%、26.34%、26.57%、25.80%；
- 2018-2021年手游出海CR10分别为29.81%、36.80%、38.12%、39.17%，CR20分别为39.34%、46.55%、50.76%、52.34%，均逐年提高，出海竞争逐渐激烈。

图：2018-2021年中国手游厂商出海表现

2018			2019			2020			2021		
发行商	收入 (亿美元)	营收占比	发行商	收入 (亿美元)	营收占比	发行商	收入 (亿美元)	营收占比	发行商	收入 (亿美元)	营收占比
网易	4.19	6.06%	网易	5.51	6.20%	莉莉丝	8.94	6.76%	米哈游	10.25	6.37%
IGG	3.81	5.51%	FunPlus	5.04	5.66%	FunPlus	8.09	6.12%	腾讯	9.28	5.77%
FunPlus	3.69	5.33%	莉莉丝	4.82	5.41%	腾讯	7.62	5.76%	FunPlus	8.82	5.48%
智明星通	2.52	3.64%	腾讯	4.65	5.23%	网易	7.02	5.31%	莉莉丝	7.22	4.49%
沐瞳科技	1.11	1.60%	IGG	3.41	3.83%	IGG	3.45	2.61%	网易	5.95	3.70%
龙创悦动	1.10	1.60%	友塔游戏	2.34	2.63%	米哈游	3.40	2.58%	三七互娱	5.90	3.67%
腾讯	1.09	1.58%	龙创悦动	2.24	2.52%	友塔游戏	3.34	2.53%	IGG	5.26	3.27%
友塔游戏	1.06	1.54%	智明星通	1.71	1.92%	龙创悦动	3.27	2.47%	友塔游戏	3.83	2.38%
龙腾简合	1.05	1.52%	沐瞳科技	1.62	1.82%	悠星网络	2.79	2.11%	龙创悦动	3.28	2.04%
卓杭网络	1.01	1.46%	紫龙游戏	1.39	1.56%	游族网络	2.48	1.87%	壳木游戏	3.24	2.01%
游族网络	0.91	1.32%	创酷互动	1.26	1.41%	沐瞳科技	2.30	1.74%	Topwar	2.95	1.84%
创酷互动	0.87	1.25%	卓杭网络	1.17	1.31%	壳木网络	2.26	1.71%	悠星网络	2.93	1.82%
Tap4Fun	0.78	1.12%	梦加网络	0.99	1.12%	4399	2.21	1.67%	沐瞳科技	2.83	1.76%
莉莉丝	0.73	1.06%	游族网络	0.99	1.12%	三七互娱	2.20	1.66%	有爱互娱	2.52	1.57%
米哈游	0.71	1.02%	龙腾简合	0.96	1.08%	有爱互娱	2.12	1.60%	4399	2.35	1.46%
神州泰岳	0.69	1.00%	三七互娱	0.89	1.00%	智明星通	1.35	1.02%	游族网络	2.04	1.27%
昆仑游戏	0.63	0.91%	Tap4Fun	0.72	0.81%	乐元素	1.31	0.99%	乐元素	1.95	1.21%
易幻网络	0.60	0.87%	壳木游戏	0.71	0.80%	创酷互动	1.12	0.85%	智明星通	1.48	0.92%
三七互娱	0.55	0.80%	4399	0.54	0.61%	龙腾简合	1.01	0.76%	龙腾简合	1.18	0.74%
猎豹移动	0.12	0.18%	易幻网络	0.44	0.49%	掌趣科技	0.84	0.63%	点点互动	0.96	0.60%
中国手游出海总量	69.2			89.0			132.2			160.9	
CR3		16.90%			17.27%			18.64%			17.62%
CR5		22.14%			26.34%			26.57%			25.80%
CR10		29.81%			36.80%			38.12%			39.17%
CR20		39.34%			46.55%			50.76%			52.34%

数据来源：Data.ai, Sensor Tower, 伽马数据, 东吴证券研究所 (注：此处收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成后的净收入)

4.1 手游出海格局：行业竞争加剧，厂商加速出海布局

■ 厂商从研发端、发行端均加速布局出海，研发立项上面向全球，同时构建海外发行能力：

- **腾讯控股**：2021年及2022Q1海外游戏收入占比分别为26%、24%，公司希望未来游戏收入中，海外收入占比能达到50%（注：含收购的Supercell、Riot Games）。研发端，公司于海外投资、收购动作频频，从而获取海外知名IP进行端转手打开市场；发行端，于2021年底推出全新发行品牌Level Infinite，“致力于向全球用户提供高质量的游戏”。
- **网易-S**：2022Q1业绩会上，公司表示网易游戏海外营收占比在10%以上，希望未来此占比提升至40%-50%。研发端，公司与暴雪、华纳等游戏、影视公司进行合作，通过《暗黑破坏神》、《指环王》、《哈利波特》等大IP手游打开市场。
- **三七互娱**：2021年移动游戏中出海收入占比达31%，2022Q1海外市场收入超14亿元，营收占比超34%，公司希望未来能成为中国手游厂商出海收入前3，2022年4月份公司已于中国游戏厂商出海收入排行榜中跻身第2，创历史新高。2012年成立海外游戏发行品牌37 Games，出海策略由最初的国内成熟产品出海，调整至“因地制宜”打法，已取得美国、日本、韩国三大成熟市场突破。
- **完美世界**：2021年游戏收入中出海收入占比达10%，公司希望未来此占比能达到50%。公司产品储备面向全球，同时搭建海外发行能力，公司希望未来海外发行将由授权第三方逐渐过渡至自主发行。
- **吉比特**：除个别储备的IP向产品外，其余自研产品均须定位海外市场才可立项。

■ 全球化即本地化，我们看好并推荐具备“因地制宜”的出海发行能力且已取得长周期品类突破，出海确定性较强的三七互娱；全球大IP储备丰富且产品力出色的腾讯控股；产品储备全球化且逐步搭建海外自主发行能力的完美世界；“小步快跑”立项面向全球的吉比特；自研出海开局亮眼，TapTap国际版用户数快速增长的心动公司等，建议关注国际化大IP产品储备丰富的网易-S等。

图：主要上市公司游戏出海收入占比及目标

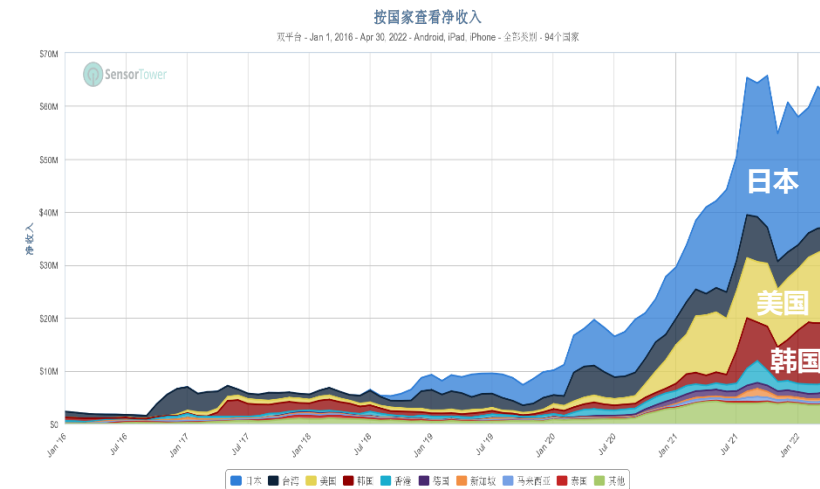
	2021年出海收入	2021年出海收入占比	2022Q1出海收入占比	出海目标
腾讯控股	455	26%	24%	国内：海外=1：1
网易	62.81	10%	10%	海外占比达到40%-50%
三七互娱（仅移动端）	47.77	31%	34%+	中国手游厂商出海排名前3
完美世界	7.55	10%	-	国内：海外=1：1
吉比特	1.38	3%		
IGG (HKD)	38.73	64%		
游族网络	20.08	63%		
宝通科技	14.88	97%		
掌趣科技	7.15	49%		

数据来源：各公司公告及公开业绩发布会，东吴证券研究所

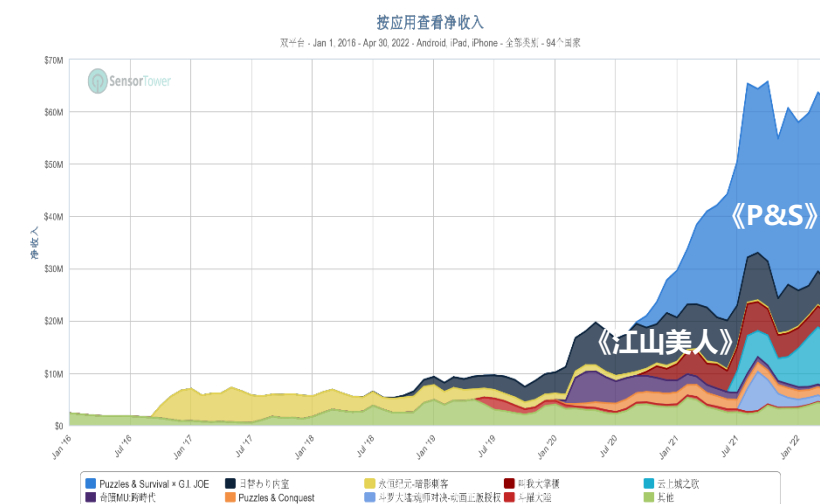
4.2 三七互娱：出海收入同比高增，日美韩为主要区域

- **出海收入持续攀升，公司战略目标为中国手游厂商出海收入前3。**2019-2021年公司海外地区收入分别为7.14、17.83、39.76亿元，分别同比增长4.82%、149.78%、122.99%，收入占比分别为6.23%、14.10%、28.91%。
- **分区域来看，公司分别于美国、日本、韩国地区取得突破，流水持续爬升。**根据Sensor Tower数据，2022Q1公司海外地区净收入中，日本、美国、韩国地区收入占比分别为41%、21%、18%。
- **分产品来看，双核（MMO+SLG）+多元战略持续推进。**根据Sensor Tower数据，2022Q1公司海外地区净收入中，“三消+SLG”《Puzzles & Survival》、MMO《云上城之歌》、宫廷模拟经营《江山美人》、古风模拟经营《叫我大掌柜》收入占比分别为55%、15%、11%、7%。
- **利润端，买量经营打法下利润回收滞后，同时长生命周期品类及高ARPU值市场致投放回收周期更长，**我们预计随着《P&S》等主力产品流水已步入平稳期，逐步释放利润，同时《云上城之歌》等新游贡献流水增量，公司海外业绩将持续增厚。

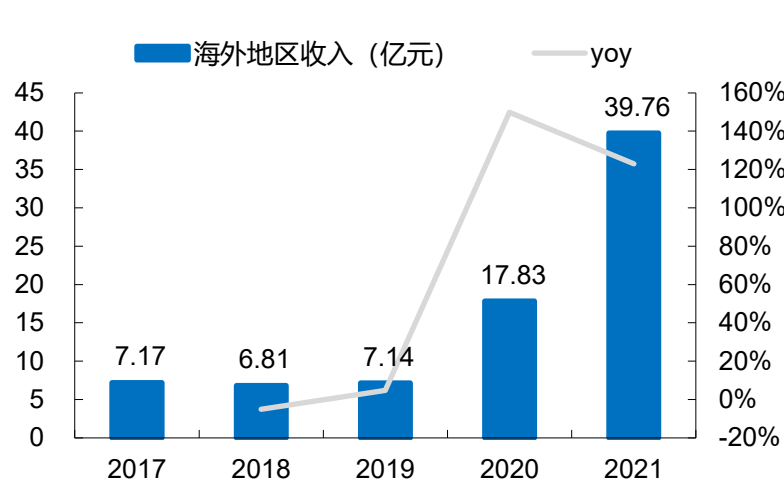
图：三七互娱海外地区分地区净收入



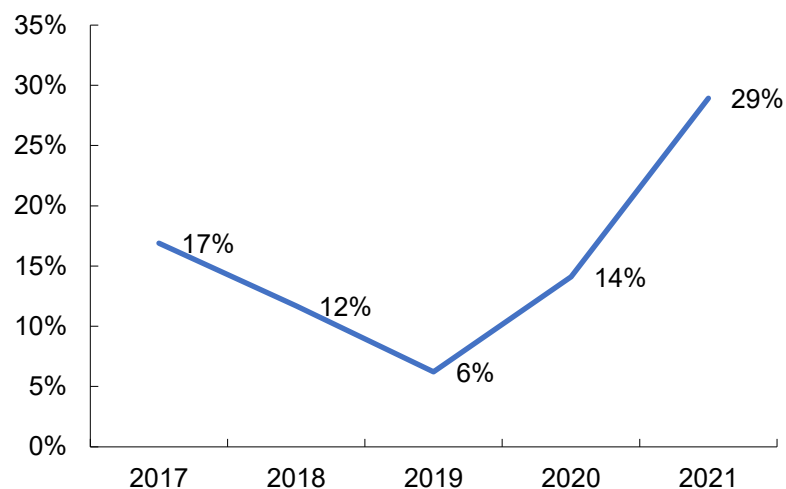
图：三七互娱海外地区分产品净收入



图：三七互娱海外地区收入及同比增速



图：三七互娱海外地区收入占比

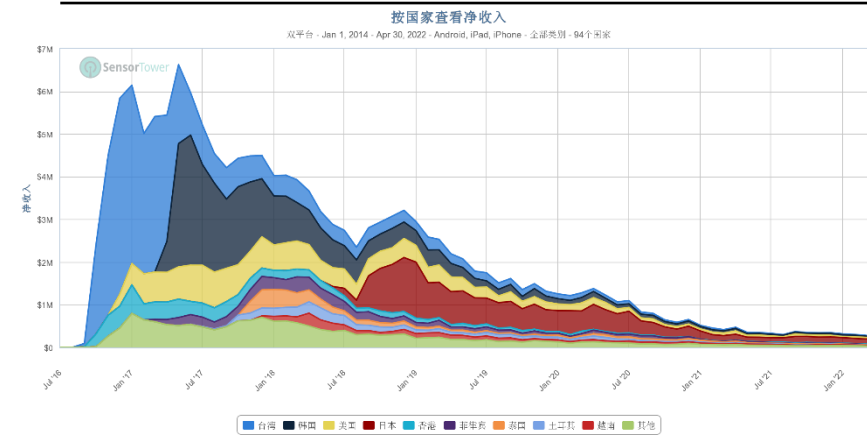


数据来源：Wind，Sensor Tower，东吴证券研究所（注：净收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成）

4.2 三七互娱：“因地制宜”策略实现长周期品类突破，出海确定性较强

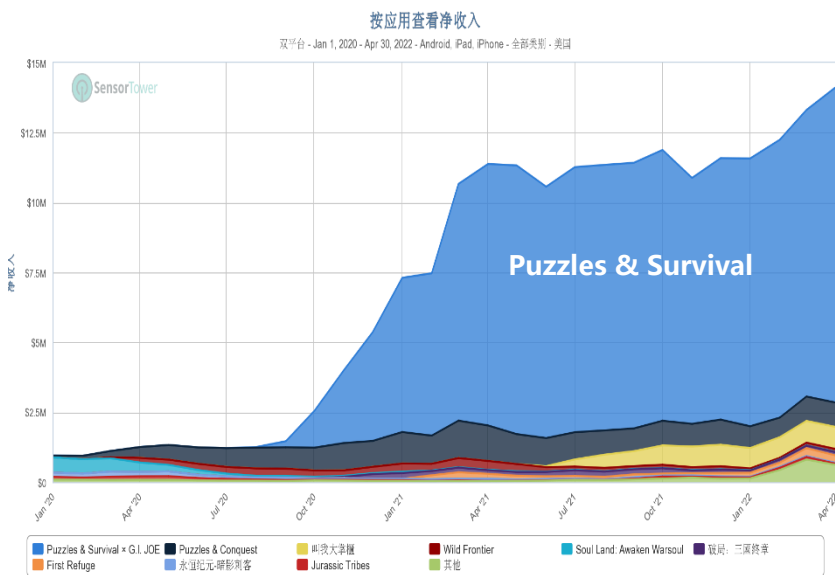
- **出海策略由原来的分区突破调整为“因地制宜”**。在原来的分区突破下，公司将成熟产品推向海外地区，此阶段代表产品有西方文化题材《永恒纪元》，但由于各市场用户偏好及文化差异，其于欧美地区拓展不及预期。公司及时将出海策略调整为“因地制宜”，即在不同地区发行适合当地市场的游戏品类，并在游戏内容和推广运营上做好本地化。**研发端**，发行经验赋能CP方研发，在游戏立项、付费设计、题材选择等方面提供建议，代表产品有《P&S》。**发行端**，区分不同区域进行本地化发行的策略包装，以《P&S》为例，欧美地区通过KOL宣发，日本地区则加入樱花、和服等本土文化元素。
- **美国地区**：SLG品类为主，根据Sensor Tower数据，2022Q1公司美国地区净收入中，《P&S》占比达80%。我们认为美国地区用户忠诚度高，《P&S》流水已进入平稳期，后续有望长周期维持。新游蚂蚁题材SLG《Ant Legion》已上线，尚处于小幅导量、调优阶段。
- **日本地区**：SLG+模拟经营，根据Sensor Tower，2022Q1公司韩国地区净收入中，《P&S》《江山美人》占比分别为62%、24%。
- **韩国地区**：MMO品类为主，根据Sensor Tower，2022Q1公司韩国地区净收入中，《云上城之歌》占比达74%。

图：三七互娱《永恒纪元》海外地区收入

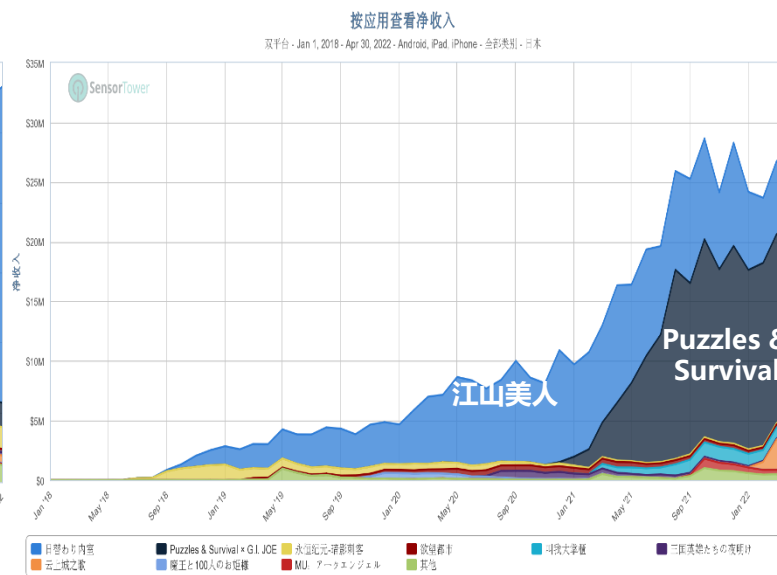


图：三七互娱韩国地区分产品净收入

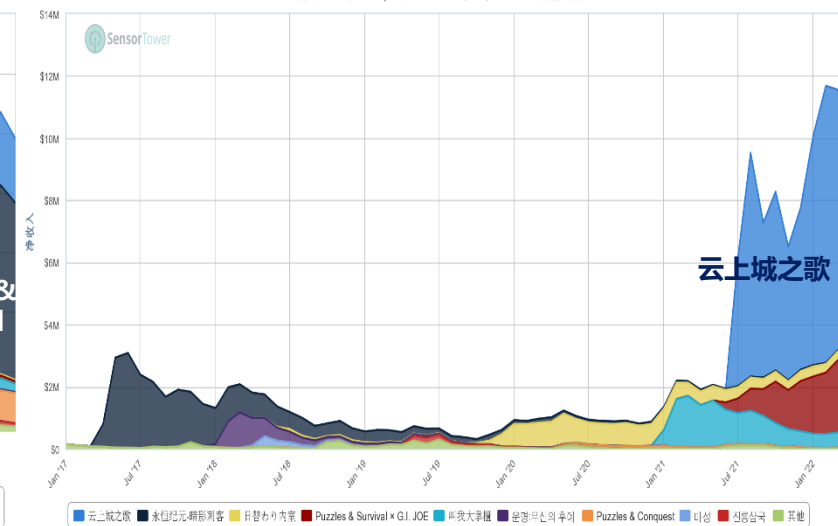
图：三七互娱美国地区分产品净收入



图：三七互娱日本地区分产品净收入



图：三七互娱韩国地区分产品净收入



4.2 三七互娱：“因地制宜”策略实现长周期品类突破，出海确定性较强

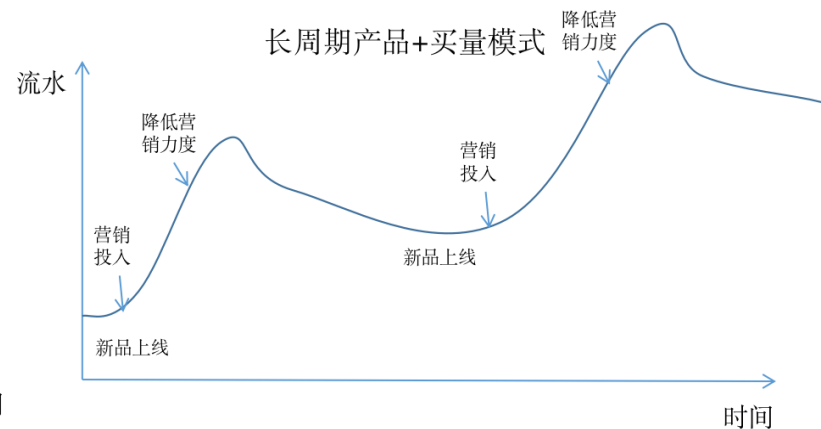
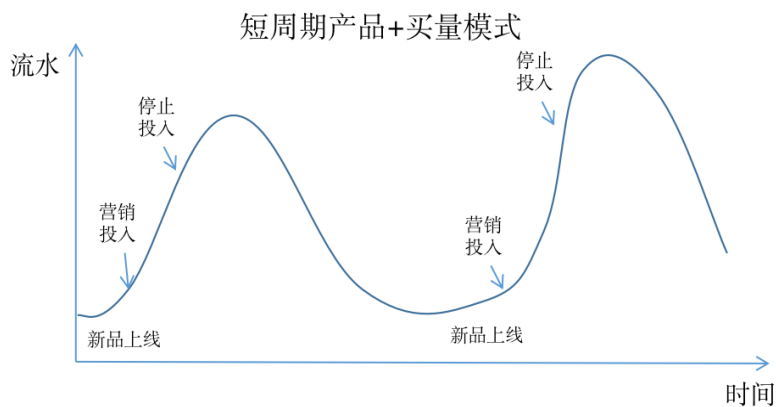
- 公司于国内已形成成熟的流量运营打法，“量子”、“天机”两大系统可复用于海外市场，提高精细化买量效率。
- 公司出海品类中，SLG、MMO、模拟经营分别跑出《P&S》、《云上城之歌》、《江山美人》等长周期产品，我们认为公司后续有望复制《Puzzles & Survival》的“SLG+”模型，持续突破成熟市场大赛道。同时区别于短周期产品流水下滑快，营收受产品周期影响大，长周期产品匹配流量运营打法，在老游戏流水步入平稳期后，新游上线贡献新增量，整体流水呈现平稳提升趋势，流水模型稳健且受产品周期影响小。
- 公司后续新品储备丰富，有望通过多题材、多IP产品矩阵稳步提升市占率：卡牌《Chrono Legacy》、蚂蚁题材SLG《Ant Legion》、三国SLG《三国：英雄的荣光》等产品已在海外开启测试，尚处于前期小幅买量、调试阶段。
- 我们认为公司海外流水模型已逐步实现转变，同时公司自2012年起布局海外市场，经过多产品迭代，已积累较丰富的本地化认知，可赋能CP方研发、复用于未来的自研产品研发、产品发行，出海确定性不断增强，看好公司出海业务收入持续攀升。

图：三七互娱产品储备

图：短周期产品+买量模式

图：长周期产品+买量模式

品类	产品
MMO	代号3D版WTB、代号魔幻M、代号古风、代号修仙传、代号魔幻K计划、代号BX
SLG	《三国：英雄的荣光》（部分地区已上线）、《Ant Legion》（部分地区已上线）、代号AOE、代号S、代号PK
卡牌	代号C6（部分地区已上线）、《空之要塞：启航》、《斗罗大陆：魂师对决》
模拟经营	代号CY、代号ZH

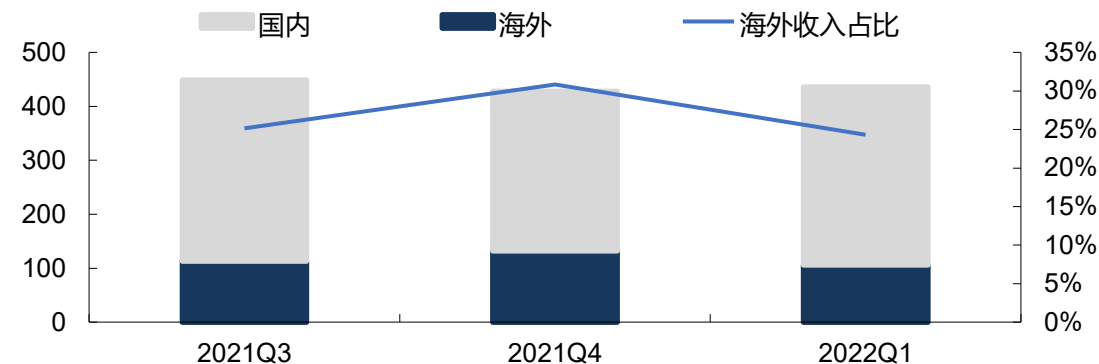


数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

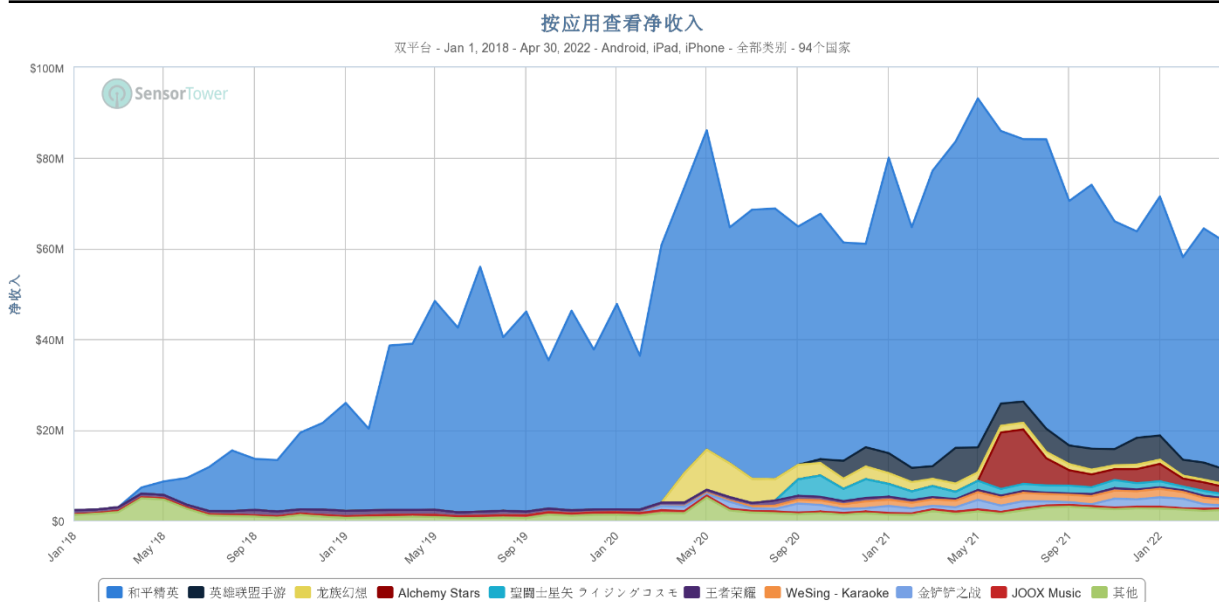
4.3 腾讯控股：投资并购海外优秀研发商，全球化大IP储备丰富

- 2022Q1公司游戏海外市场收入达106亿元，占游戏收入24%。
- **投资并购海外优秀研发商**：其中Supercell、拳头游戏贡献公司游戏海外市场收入的主要流水，代表产品分别为《Clash of Clans》、《英雄联盟》等。
- **深耕MOBA/FPS品类，成熟端转手研发+大IP打开海外市场**。公司与Krafton共同合作开发的《PUBG Mobile》上线后于海外地区流水持续攀升，根据Sensor Tower，其于2019-2021年全球手游收入排名榜中分别位列第2、1、1名。公司端转手经验丰富，通过与国际大厂合作，已推出《APEX Mobile》《Call of Duty: Mobile》等产品。
- **加速海外布局**。2021年10月公司成立专注于3A开放世界的全球型工作室—天美F1工作室，在美国洛杉矶、西雅图、加拿大蒙特利尔、新加坡等地均设有团队展开协同研发。2021年12月公司正式推出海外发行品牌Level Infinite，将发行《幻塔》、《王者荣耀》国际版等。

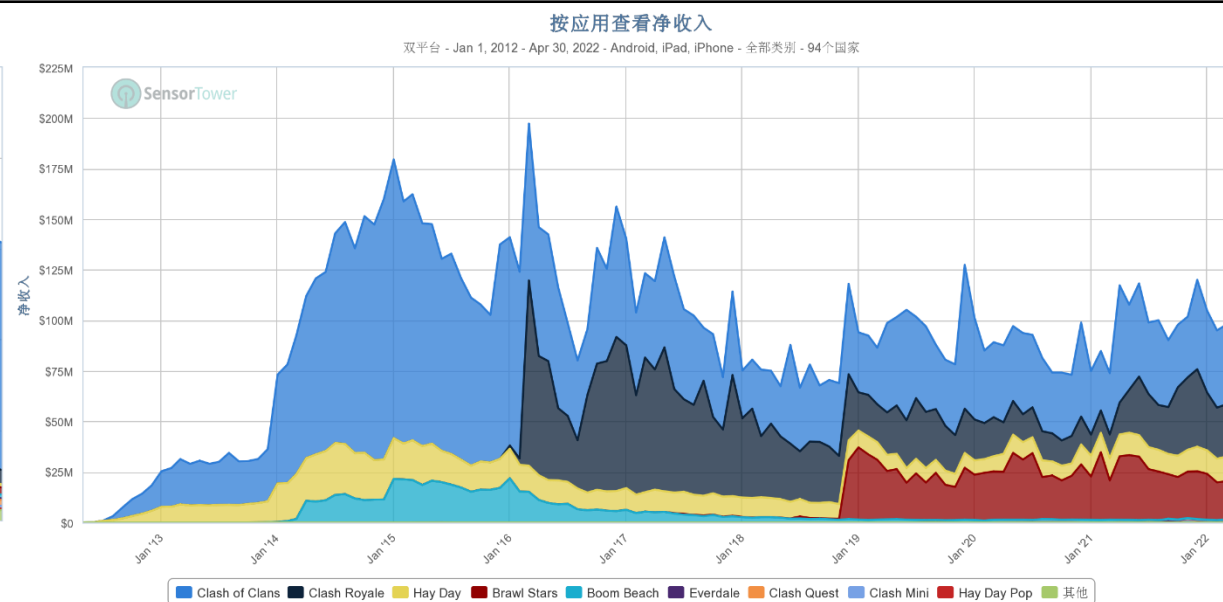
图：腾讯游戏国内、海外地区收入（亿元）及海外收入占比（%）



图：腾讯海外地区发行净收入趋势



图：Supercell海外地区发行净收入趋势

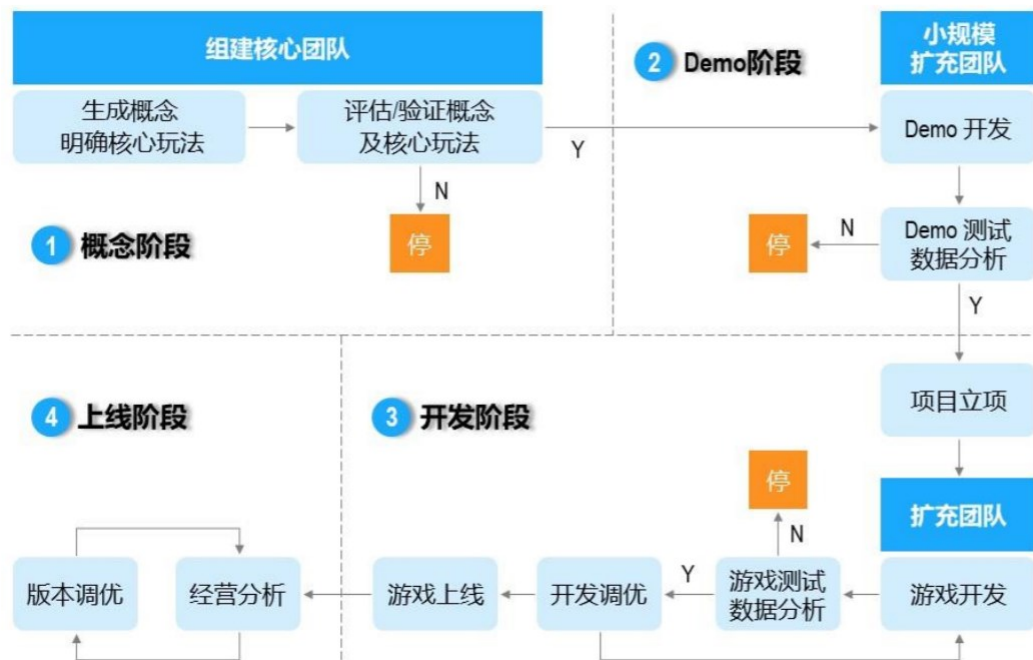


数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：净收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成）

4.4 吉比特：“小步快跑”面向全球化立项，快速布局海外市场

- 公司已在海外市场成功发行《鬼谷八荒（PC版）》《ELONA》《EZ KINGHT》《一念逍遥（港澳台版）》等产品，此外还储备有《一念逍遥（海外版）》《Shop Heroes Legends（商店传说）》《地下城堡3（海外版）》《奇葩战斗家（海外版）》《王国传承（海外版）》等多款产品。
- 公司积极拓展海外市场，未来除个别储备的IP向产品外，其余自研产品均须面向全球化市场方能立项，我们看好公司“小步快跑”的研发模式，提高研发效率，有望高效筛选出适合海外市场的项目，看好公司面向全球化研发，逐步搭建海外发行团队，快速布局海外市场。

图：吉比特“小步快跑”的研发模式



图：吉比特海外地区拓展时间线

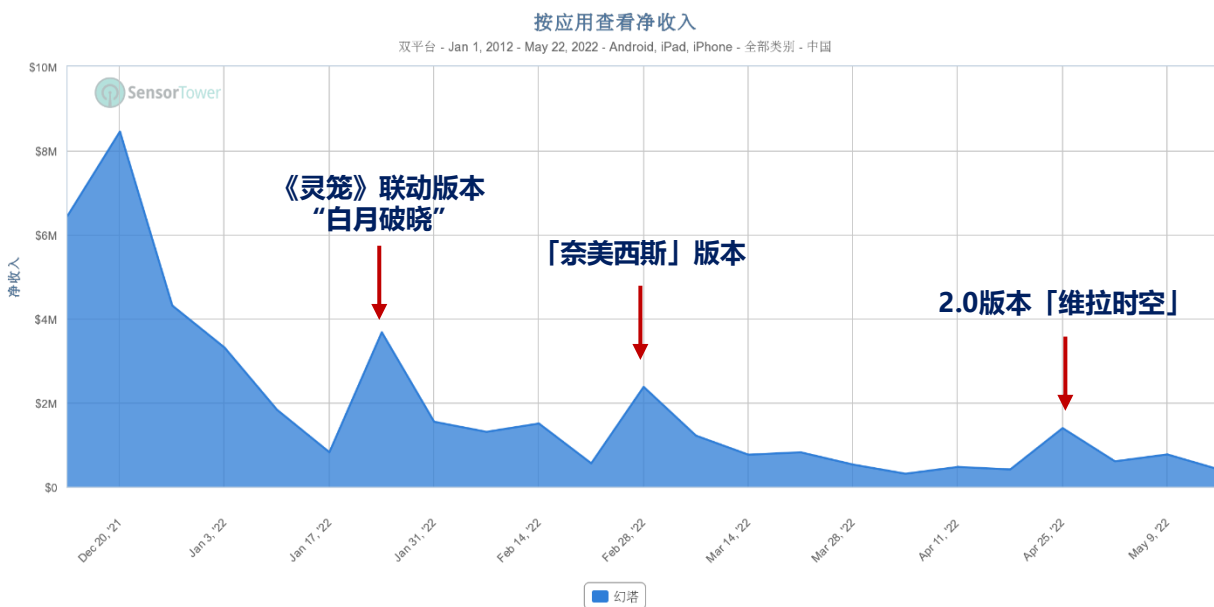


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.5 完美世界：储备产品全球化，海外发行能力逐步搭建

- 2021年游戏收入中出海收入占比达10%，公司希望未来此占比能达到50%。
- **调整海外游戏布局，“国内产品出海+海外本地化发展”双维度发力。**2021年公司及时调整海外游戏布局，关停部分表现不及预期的项目，并优化相关项目人员，出售美国研发工作室及相关欧美本地发行团队，未来公司将围绕国内产品出海+海外本地化发展”双维度发力，地域上向更有人才和政策优势的加拿大转移，产品类型以单机和移动游戏为主。同时，公司海外发行团队结构及人员团队等不断完善，国内产品出海将逐步由授权第三方发行向自主发行过渡。
- 公司重点产品《幻塔》海外地区已授权腾讯海外品牌Level Infinite负责代理发行，并于2022年4月开启测试，有望年内上线。同时公司储备产品较以往产品更为全球化，其中二次元奇幻解谜《黑猫奇闻社》、二次元RPG《朝与夜之国》、一拳超人IP动作手游《一拳超人：世界》、卡牌《百万亚瑟王》、“女神异闻录5”IP的日系RPG手游《CODE NAME: X》有望于2022-2023年陆续上线贡献业绩增量。

图：《幻塔》中国大陆地区iOS端净收入趋势



图：完美世界产品储备

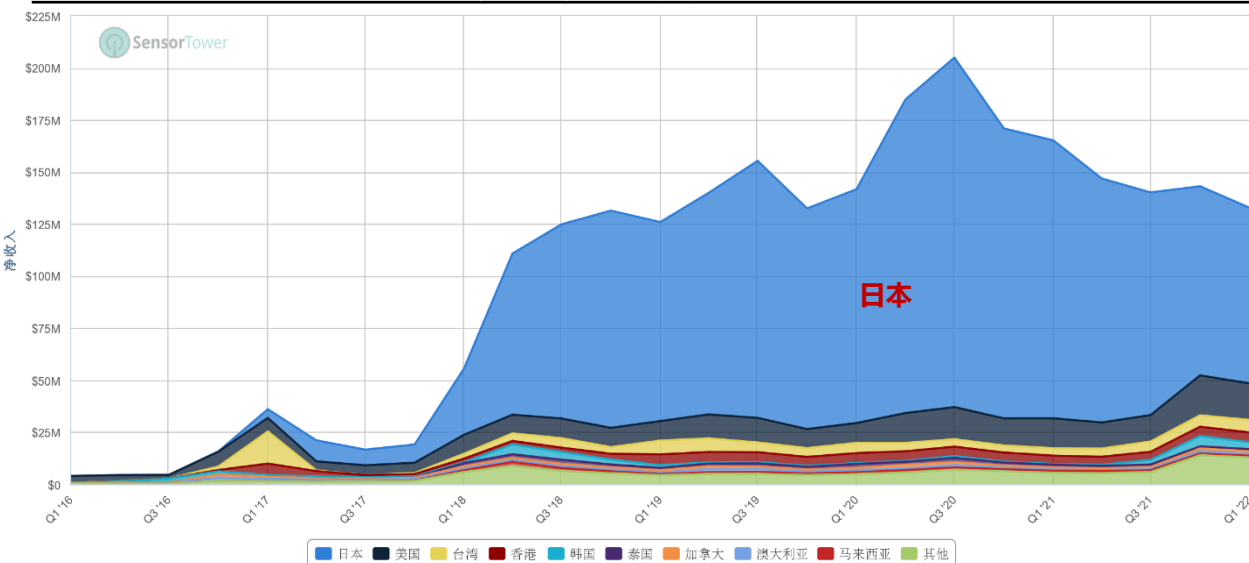
序号	游戏名称	游戏类型	自研/代理
1	Perfect New World	PC端游	自研
2	完美新世界	移动游戏	自研
3	诛仙世界	PC端游	自研
4	诛仙2	云原生游戏	自研
5	天龙八部2	移动游戏	代理
6	神魔大陆2	移动游戏	自研
7	黑猫奇闻社	移动游戏	自研
8	朝与夜之国	移动游戏	自研
9	CODE NAME: X	移动游戏	自研
10	一拳超人：世界	移动游戏	自研
11	百万亚瑟王	移动游戏	自研
12	Have a Nice Death	PC端游+主机	自研
13	放置游戏	移动游戏	自研
14	双点医院	PC端游	代理

数据来源：公司公告，Sensor Tower，东吴证券研究所（注：净收入为Sensor Tower监测的AppStore+GooglePlay端流水，并扣除30%渠道分成）

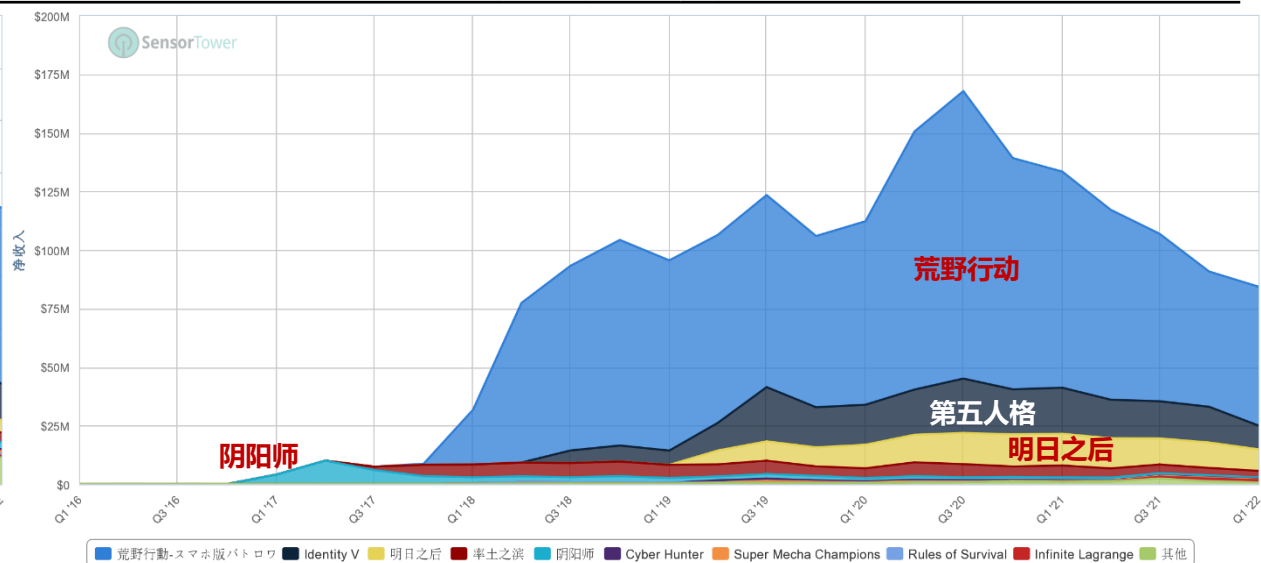
4.5 网易-S：自研产品打开日本市场，国际化大IP欲突围欧美市场

- 2022Q1业绩会上，公司表示网易游戏海外营收占比在10%以上，希望未来此占比提升至40%-50%。
- 《阴阳师》出海日本首战告捷，《荒野行动》《第五人格》《明日之后》持续深耕。根据Sensor Tower数据，2016Q1-2022Q1日本地区占网易游戏海外收入中的74%，为公司出海主要地区。2017年《阴阳师》上线日本地区，同年Q4《荒野行动》上线，并于2018年实现流水快速增长，成为日本国民级手游。后续公司自研产品《第五人格》《明日之后》陆续出海日本。
- 国际化大IP产品储备丰富，出海欧美进行时。公司研运能力领先，于欧美市场采用国际化大IP高举高打的拓展策略。公司与电影版权方华纳合作研发的策略手游《指环王：崛起之战》已于2021年上线欧美等地区；与暴雪联合开发的《暗黑破坏神：不朽》2022年6月2日已于海外上线（海外由暴雪发行），国内将于2022年6月23日上线，截至2022年5月20日中国区预约量达1500万；与电影版权方华纳共同开发的《哈利波特：魔法觉醒》，作为“哈利·波特”IP在中国唯一官方授权的手游，2021年于中国上线后表现优秀，2022年将于海外地区上线。

图：2016Q1-2022Q1网易游戏海外各国家/地区净收入情况



图：2016Q1-2022Q1网易游戏日本地区分产品净收入情况



4.6 重点公司估值情况

中国游戏公司

证券名称	证券代码	归母净利润 (百万元)		归母净利润同比增速		PE	
		2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
		腾讯控股	0700.HK	127013	153344	2.6%	20.7%
网易-S	9999.HK	18278	21291	8.4%	16.5%	26	22
三七互娱	002555.SZ	3353	4047	16.6%	20.7%	15	12
完美世界	002624.SZ	1910	2160	417.5%	13.1%	14	12
吉比特	603444.SH	1798	2178	22.4%	21.1%	14	12
均值						19	16

于美国上市的游戏公司

证券名称	证券代码	归母净利润 (百万美元)		归母净利润同比增速		PE	
		2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
		动视暴雪	ATVI.O	2183	2899	-19.1%	32.8%
Playtika	PLTK.O	312	376	1.3%	20.3%	19	16
艺电	EA.O	1176	1577.4	49.0%	34.1%	38	25
AppLovin	APP.O	141.78	477.5	299.9%	236.8%	114	29
均值						50	22

于日本上市的游戏公司

证券名称	证券代码	归母净利润 (十亿日元)		归母净利润同比增速		PE	
		2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
		MIXI	2121.T	7.97	7.47	-22.3%	-6.3%
万代南梦宫	7832.T	87.47	96.13	-5.7%	9.9%	27	25
SONY	6758.T	874.79	960.66	-0.8%	9.8%	18	16
SQUARE ENIX	9684.T	39.78	47.37	-22.0%	19.1%	18	16
KONAMI	9766.T	61.59	66.8	12.4%	8.5%	19	18
均值						20	19

于韩国上市的游戏公司

证券名称	证券代码	归母净利润 (十亿韩元)		归母净利润同比增速		PE	
		2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
		NAVER	035420.KS	1462.69	1895.9	-91.1%	29.6%
NCSOFT	036570.KS	563.06	672.07	41.9%	19.4%	18	15
KAKAO	035720.KS	1698.85	1094.8	21.5%	-35.6%	21	33
NETMARBLE	251270.KS	230.76	319.65	-5.3%	38.5%	31	22
GAMEVIL	063080.KS	24.07	52.8	-18.7%	119.4%	18	8
均值						24	20

五、风险提示

5 风险提示

- 新游上线表现不及预期风险；
- 行业监管政策趋严风险；
- 海外市场竞争加剧风险；
- 海外市场买量成本上升风险；
- 成熟市场用户ARPU值提升不及预期风险。

免责声明

- 东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。
- 本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
- 市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
- 本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
-
- 东吴证券投资评级标准：
 - 公司投资评级：
 - 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；
 - 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；
 - 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；
 - 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
 - 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。
 - 行业投资评级：
 - 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；
 - 中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；
 - 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。
-

- 东吴证券研究所
- 苏州工业园区星阳街5号
- 邮政编码：215021
- 传真：（0512）62938527
- 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园