

游戏市场的魂与魄？

过去几年，国内游戏市场是一个“年轻而巨大”的市场，以移动游戏为例：根据中国音数协游戏工委(GPC)与伽马数据(CNG)统计，2018年国内移动游戏市场收入总额为1339.6亿元，在2013年该数据仅为112.4亿元，5年时间完成了10倍以上的增长。然而，2018年移动游戏同比增速也从2017年的41.8%滑落到15.4%，预示着其从年轻迈向成熟。

对于互联网产业而言，游戏行业研究的重要性不言而喻。对腾讯、网易等公司来说，游戏贡献了其大部分的利润来源；对华为、OPPO、小米等手机厂商来说，游戏是其重要的增值服务渠道；而对阿里巴巴、今日头条等公司来说游戏是其潜在的变现方式和扩张方向。资本市场经常花较多精力深挖某一款产品的流水表现，因为核心产品往往对公司的EPS有着显著的影响，即使是腾讯、网易这样体量的巨头也不例外。

然而游戏产品表现一方面受美术风格、关卡体验、付费设计等产品因素的影响，另一方面又与营销方式、渠道分发、买量投放等市场因素息息相关，同时版本更新、政策限制、竞品推出等也会对其带来短期的冲击或者推动。因此探听短期游戏流水推其其实是一个事倍功半的做法，从短期历史流水线性推算游戏产品或整体市场的表现常与事实相去甚远。本文希望从游戏产品构成元素、游戏运营主要流程以及用户、资金等角度对游戏市场进行分析，对如何系统性地研究观察游戏市场进行探讨。

本文将涉及探讨的热点问题包括：（1）版号放开之后游戏市场仍需面对的问题有哪些？（2）存量用户环境下游戏市场的增长动力在哪里？（3）2019年游戏市场表现如何？（4）小游戏是否能成为新的千亿级市场？（5）在当前游戏市场环境中哪一类游戏公司将会拥有更好的成长空间？等等。

以下为本文所包含的主要内容：在第一章中我们首先对游戏产品的生命周期及其组成要素进行剖析，随后提出游戏行业分析的一个核心和三个基本点，即PC网游阶段诞生的“PRAPA”分析方法及用户、资金及产品三条主线；在第二章中，我们将在“PRAPA”的基础上给出游戏市场研究的基本框架，包括首日新增、留存率、付费率、ARPU、LTV等参数的作用以及使用这些要素进行分析时需要注意的内容；第三章将重点介绍“用户”在游戏市场中所扮演的重要角色，对用户的分析往往可以判断出游戏市场变迁的大趋势；在第四章中，我们将从“资金”的角度分析游戏市场的兴衰演替，资金往往会紧跟着用户推动游戏市场的演变，在该部分内容中我们将对买量市场进行分析，为什么买量在某些时刻是灵丹妙药在另一些时候却又变成了饮鸩止渴？第五章我们将对聚焦“产品”这一更加本质性的因素，存量环境是否仍有增长空间？新的游戏市场如何发展壮大？我们将在此进行探讨。最后第六章给出了我们对当前游戏市场的观点及投资建议。

风险提示：新产品延期，头部产品不达预期，政策风险等

海外研究

维持评级

买入

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600-818

执业证书编号：S1440515080001

香港证监会中央编号：BMV926

发布日期：2019年02月18日

市场表现



相关研究报告

目录

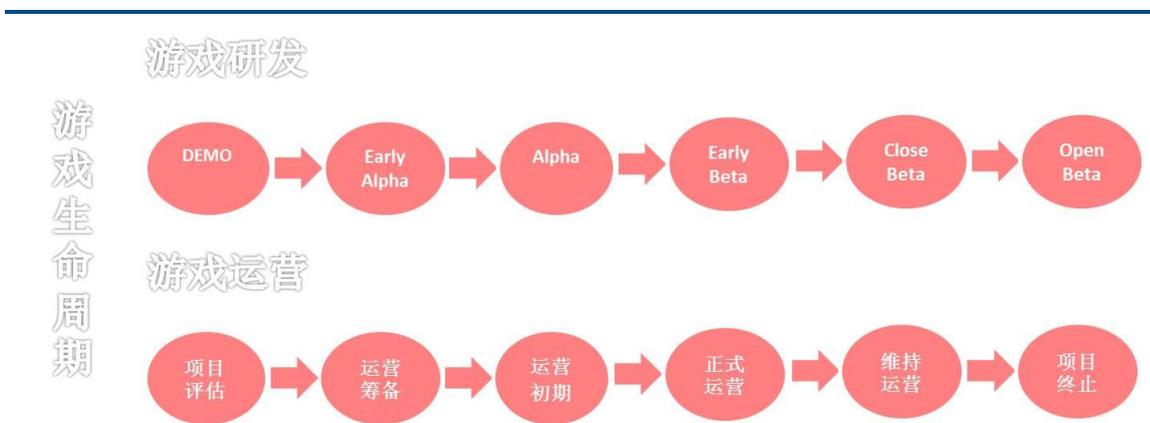
游戏是怎样炼成的?	1
游戏产品的生命周期及组成要素	1
游戏行业的一个核心和三个基本点	2
游戏行业的核心:PRAPA.....	3
COME: P->R.....	3
STAY: R->A	6
PAY: A->P->A.....	9
用户带来游戏市场的变迁	13
资金决定游戏市场的兴衰	16
怎么算游戏研运这笔账?	16
千金买量所为何?	18
产品是游戏市场一切的起源	21
产品创新是游戏市场发展的根源所在	21
小游戏能成为千亿级市场吗? 尚缺产品类型的爆发.....	22
关于 2019 年的游戏行业	25
出海仍有较大的增量机会	25
买量已近黄昏, 产品创新为王	27
相关标的	29
风险分析	30

游戏是怎样炼成的？

游戏产品的生命周期及组成要素

游戏是怎样炼成的？对于看清游戏市场，这是一个很基本又很重要的问题。按照游戏产品生命周期的演变，我们大致可以将其分为研发和运营两大部分。一般而言研发包含了 DEMO、Early Alpha、Alpha、Early Beta、Close Beta 以及 Open Beta 等众多阶段（根据不同 CP 厂商的内部情况会略有变化），而运营涉及了评估阶段、运营筹备、运营初期、正式运营、维持运营、项目终止等不同状态。

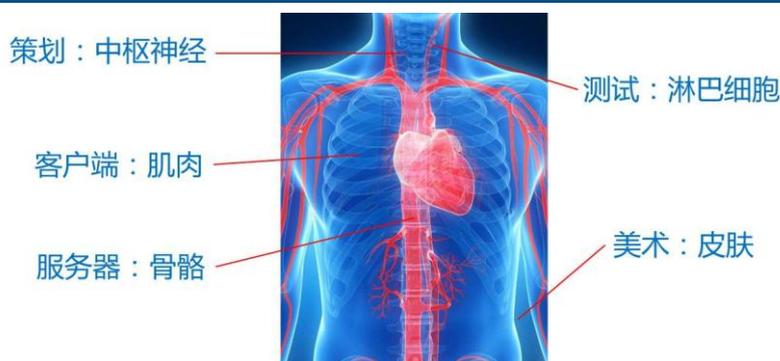
图表1： 游戏生命周期



资料来源： 中信建投证券研究发展部

从组成要素而言，游戏研发除了项目经理负责研发设计的整个计划和进度外还需要“3+1”的核心要素，其中“3”是程序（客户端、服务器端）、策划和美术，而“1”是指版本 QA。如果把游戏产品比作一个人的话，那么策划就是中枢神经系统，服务器是骨骼、客户端是肌肉、美术则相当于皮肤，这也正是所谓“换皮产品”名称的来源。

图表2： 游戏研发组成要素



资料来源： 中信建投证券研究发展部

策划主要包含成长线、伤害平台、行为控制及交互等内容。其中成长线是策划设计的重中之重，涉及整个游戏的数值体系，行为控制包含游戏 PVE、PVP 的模式及付费机制，交互属性决定游戏是需求型、友好型还是对抗型等等。**程序**主要包括服务器、客户端、DB 以及配置文件等。其中 GS（服务器）对玩家游戏流畅性体验影响最大，客户端主要影响易用性，DB 是游戏物品、技能、人物、怪物等信息的统一载体，而配置文件则影响游戏的地图属性和地图跳转等内容。**美术**主要包含角色设计、场景设计、风格及技术定位、特效制作、版本整合等内容。美术影响玩家对游戏的直观感受，随着游戏玩家群体的扩张以及女性玩家占比的上升，美术在游戏产品中的重要性日渐提高。

游戏运营可归纳为“6+1”组成，“6”是指市场宣传、新手、活动、事件、商城、版本，“1”是指运维。除此之外，部分运营团队中还会包含运营美术、数据分析以及海外专员等相关人员。

游戏行业的一个核心和三个基本点

新年伊始，无论是资本市场还是产业圈的朋友都会关注各行业新一年的增长空间，游戏行业也是如此。然而，对于游戏行业的预测时常会存在较大的偏差，因为游戏是一个对新技术较为敏感又与内容高度相关的行业。宏观层面，技术变革、渠道演变、类型创新以及政策变动等都会对市场整体带来巨大影响。而微观层面，一款游戏的成功与否、流水天花板的高低与 IP 属性、画面质量、核心玩法、市场营销甚至运营事故等都息息相关。再加上短短几年内买量、渠道对赌、流水自充、榜单优化、分包洗量等众多层出不穷的新玩法，游戏行业总给人一种雾里看花的感觉。

那么，到底应该从哪些角度观察游戏市场？观察游戏市场的核心又是什么呢？

我们认为，要看清游戏市场只要围绕“一个核心”和“三个基本点”，其中“一个核心”指的是“PRAPA”分析方法，“三个基本点”分别指“用户”、“资金”及“产品”。

“PRAPA”方法是研究游戏产业链各个环节的主要线索，而抓住用户、资金和产品三个要素就可以找到游戏市场表象下的内在逻辑。游戏市场的变迁往往是由用户驱动，资金决定着游戏市场每一轮的兴衰演变，而产品更是游戏市场一切的起源。

图表3： 游戏行业的一个中心和三个基本点



资料来源：中信建投证券研究发展部

游戏行业的核心:PRAPA

一款新游戏的上线总是伴随着众多的运营参数，首日新增、次日留存、七日留存、付费率、ARPU、ARPPU、LTV、下载量、充值流水、消费流水……我们是否总被纷繁的指标弄得头晕眼花？实际上，游戏行业的数据分析有一条清晰的脉络，而沿着这条脉络去看这一切就会变得井井有条。这条脉络就是 PC 网游阶段诞生的“PRAPA”分析方法。

PRAPA 模型诞生于端游时代，由以下五个单词的首字母组成：

(1) P—Promotion：用户推广，包含用户推广数量以及获取成本。

(2) R—Register：注册用户，Register 是一个宽泛的定义，代表的是游戏首次登录的用户，在移动游戏中，则代表首次打开的用户。

(3) A—Active：活跃用户，代表登录游戏的用户数，即活跃用户数。

(4) P—Pay：付费用户，为游戏付费的用户，代表收益类指标。

(5) A—ARPU：Average Revenue Per User，平均每用户收益，代表用户付费价值。

PRAPA 体系围绕在投入和回报层面分析游戏营运的整体状态。与 AARRR 模型不同，PRAPA 重视社交病毒传播，同时强化分析营销推广的作用。因此当游戏在移动市场中，用户的获取方式从网吧地推、品牌硬广转变为纯粹的移动端流量后，PRAPA 方法仍然适用，并且拥有很高的效果检测和分析效率。

PRAPA 方法的本质是对用户进入游戏，注册，留下来，活跃游戏进而付费的整个过程进行数据追踪，精准把控“Come->Stay->Pay”的整个过程。这些参数一方面可以作为游戏运营的参照，另一方面也为我们分析产品品质及提前把控游戏流水表现提供了较好的基础。

COME: P->R

市场推广往往决定了游戏上线初期的体量大小，一般在产品上线前三到六个月就会开始运作并且在游戏上线后仍会保持投入，有的重点产品甚至提前一年多就会开始做市场预热。市场推广主要有硬推广、软性投放、线下地推、活动视频以及异业合作五大方面组成。

硬推广指的是在各个节点主流媒体和渠道上的广告排期和素材替换；**软性投放**指的是在 SNS 社区以及各大论坛进行主题投放，包括撰写特定软文在论坛中进行话题炒作，比如逆水寒“阴阳师的隔壁项目组”的软文投放；**地面推广**指的是在公测前期及公测期间进行各种地面活动的开展和宣传，常见于网吧、校园等；**活动视频**早期主要指的是各种线上视频元素和活动的策划及事件炒作，近年来随着游戏直播的兴起，通过知名主播进行直播推广也成为其主要方式；**异业合作**指的是通过推出主题产品、开主题餐厅等方式与异业达成深度合作，比如王者荣耀与 KFC、麦当劳在广州、深圳、上海等地开设主题餐厅等。

图表4： 王者荣耀麦当劳主题餐厅



资料来源：中信建投证券研究发展部

P->R 阶段是游戏产品的起跑线，几乎一大半的产品在该阶段就确定了其上线后的大致流水体量，从市场推广投入的多少也可以看出公司对该产品上线后表现的期望值高低。在游戏推广阶段，我们常常会听到“吸量”、“单用户成本”等词汇，这常常可以用来衡量该阶段的工作是否成功。P->R 阶段预约、预注册的用户规模与产品上线后总用户规模成正相关，很多现象级的产品在该阶段就初现端倪，如《乱世王者》预约人数超 1000 万、《刺激战场》预约人数破 4000 万等。而用户的获取成本对游戏产品相同预算下的获取用户量以及上线后盈利压力等都有较大影响，会侧面影响公司对该产品后续市场推广的投入力度，进而影响其最终上线后的流水规模。据调研了解，2018 年国内年轻度休闲游戏平均用户成本安卓约为 15-35 元，苹果约为 20-40 元左右。而重度游戏安卓平均约为 50-70 元，苹果约 80-120 元左右，部分产品甚至会达到 200 元以上。

成功的市场推广能放大产品的价值，在一定程度上弥补产品本身质量的不足。在这一点上页游时代“买量”起家的公司以及腾讯、B 站等本身具有较强推广渠道的公司有较大的优势。

图表5： 贪玩蓝月营销广告



资料来源：中信建投证券研究发展部

因为有微信、手 Q、应用宝等强大的自有流量，腾讯不需要花费高价的市场费就能为其发行的游戏导入充足的流量。这是其在 P->R 阶段拥有强大护城河的原因之一。而腾讯之所以强大的另一个原因则是丰富的用户行为数据使得其能够较为精准地进行游戏推送和导流。在 P->R 阶段，用户流量的“质量”和“数量”是同样重要的两个指标。对于游戏“买量”公司而言，其核心竞争力便是找到便宜的、正确的流量，并进行良好的投入和产出控制，这一点我们在 4.2 节中会再次探讨。

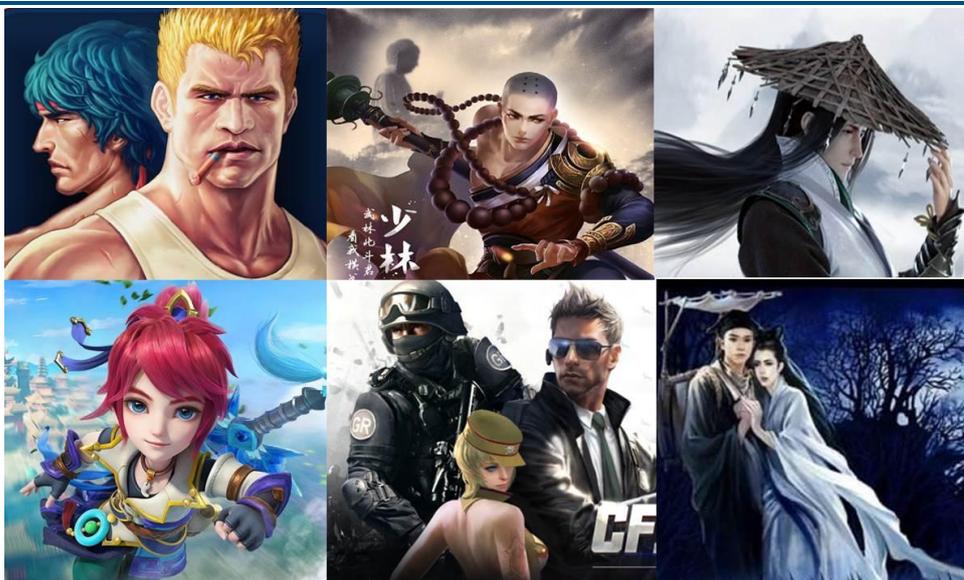
图表6： 腾讯通过自由流量构建强大游戏分发渠道



资料来源：中信建投证券研究发展部

除了出奇制胜的宣发方案和强大的自有渠道之外，为游戏购买知名 IP 也是在 P->R 阶段建立优势的常见方法。知名 IP 配合充足的广告投放往往能为游戏产品带来大量的流量，但这并不能确保其一定会取得好成绩。回顾过去几年市场上的 IP 产品，我们会发现“端转手”IP 的成功率会比跨界 IP 的成功率高不少，这其中核心原因就是前述“数量”和“质量”的差别。端游或者主机 IP 所承载的用户流量往往是成熟的老玩家群体，他们转化到新游的概率会大很多，而“影视”、“动漫”、“综艺”等 IP 所承载的流量很多并不是游戏的目标用户群，这使得其转化、留存的几率大大降低。当然，很多跨界 IP 的失败与很多中小 CP 厂商“换皮赚快钱”的策略不无关系。对于游戏、影视等文化产业而言，当其变成一个依赖题材和 IP “洗用户、赚快钱”生意的时候，不光厂家自身难以赚钱甚至整个市场都会走下坡路，2014 年的页游市场和 2015 年的电影市场都是很好的例子。

图表7: 经典 IP 产品



资料来源: 中信建投证券研究发展部

STAY: R->A

用户进入游戏只是第一步，留存下来的用户才能真正产生价值。在聊到某款游戏的用户情况时，我们会更多地听到 DAU、MAU 等指标，而不是总注册用户数。而当 P->R 阶段新进用户数稳定时，影响 DAU 及 MAU 的主要因素就是留存率。因此，在 R->A 阶段，CP 及发行方会用次日留存、七日留存、月留存等指标去观察游戏的用户健康度。

R->A 阶段考验的是一个游戏及其运营团队对于新手引导、活动设计以及版本更迭的掌控能力。新手引导是否完善直接决定了当期的用户留存情况，活动设计为阶段性的留存提供保障，而好的版本更迭往往能够让游戏活跃度大幅上升，但也出现过不少版本更迭出现事故而导致游戏活跃一蹶不振的案例。

图表8： 欢乐斗地主每日留存及七日留存活动



资料来源：中信建投证券研究发展部 游戏截图

图表9： 《料理次元》定期的版本更迭



资料来源：中信建投证券研究发展部 游戏截图

R->A 阶段的数据研究，有两个点容易造成误解：（1）DAU、MAU 与游戏品类有极大关联，不同类型的游戏没有可比性；（2）次日留存、七日留存等数据的对比要注意测试阶段，如内测与渠道测试的数据不可混为一谈。

不同品类游戏的 DAU 衡量标准有较大区别，因为付费率以及 ARPU 值的水平往往受品类影响较大。对于现象级产品而言，休闲类的产品 DAU 一般会破千万，如《开心消消乐》峰值约 3000 万，《星球大作战》超 1000 万等。竞技类的产品头部效应会比较明显，如 MOBA 类手游中《王者荣耀》峰值 DAU 过 1.3 亿，而除此之外

的二线 MOBA 如《光影对决》、《自由之战》等，一般能有几百万 DAU 就算合格了。MMO 类的产品上线初期会比较高，随后进入稳定状态，一般而言 MMO 类产品 DAU 能稳定在百万以上就能算现象级产品，如《楚留香》、《倩女幽魂》等知名 MMO 产品在进入稳定期后 DAU 多在 100 万-150 万之间。SLG 的买量周期比较长，不少产品上线后 DAU 有一个较长的爬坡期，现象级的 SLG 产品 DAU 能达到几百万。在观察新上线产品 DAU 水平时，MMO 以及卡牌类的重度产品次日留存和七日留存等数据有较好的参考价值，休闲竞技以及 SLG 类的产品需要更多地关注月度数据。

图表10： 峰值 DAU 过 3000 万的《开心消消乐》



资料来源：中信建投证券研究发展部

次日留存、七日留存等数据的对比要注意测试阶段，如内测与渠道测试的数据不可混为一谈。一般而言，对于一个休闲竞技类手游，如果次留能达到 50% 以上，七留达到 30% 以上，月留存在 10% 上就算很不错。而对于 MMO、卡牌等重度品类来说次留 40% 以上，七留 20% 以上，月留 5% 以上就算比较好了。2016 年，一款名为《圣斗士星矢：重生》的产品在测试期间达到次日留存 55%，三日留存 33%，七日留存 22% 的好成绩，成为了经典 IP 的重生之作，不少研发团队专门内部对该游戏进行了剖析学习。

图表11： 渠道次日留存达到 55% 的《圣斗士星矢：重生》



资料来源：中信建投证券研究发展部

但是当我们研究一些新游产品时，经常能看到某款游戏测试阶段次日留存达到 70% 多的新闻稿，甚至还会有 80%，90% 的说法。这是为什么呢？在本文第一章中有提到，游戏研发需经历 DEMO、EARLY ALPHA、ALPHA、EARLY BETA 等众多阶段，一般在不同阶段都会安排一定规模的测试。比如《传奇世界》手游在内测阶段曾组织过几百位《传奇世界》端游老玩家以及部分内部员工进行测试，得到的次留数据达到 90%。这些前期的测试由于测试样本量较小，测试用户群的属性会对测试结果有较大的影响，所以适合拿来做横向的对比。所以在进行留存数据对比时一定要先确认是接入渠道 SDK 后进行的测试结果，在此基础上可以按照上方所述的数据标准进行对比判断。

PAY: A->P->A

在 COME->STAY->PAY 的整个环节中，让用户完成付费是最后一步，也是最核心的一步。不少游戏在 COME 和 STAY 两步做的很好，但却在这一步折戟沉沙。有的是因为“坑”挖的太浅空有留存收入却不达预期，有的是因为急于提升付费却因此破坏了游戏的生态。比如 2015 年网易的《乱斗西游》因为急于提升付费，尝试在 MOBA 玩法中加入“内丹”和“升星”两条成长线，结果使得游戏平衡性被破坏，用户活跃快速下跌。这便是犯了第二个类型的错误。

图表12： 付费成长线影响竞技平衡的《乱斗西游》



资料来源：中信建投证券研究发展部

而博瑞传播于 2017 年暑期上线的《战地指挥官》，则是走了相反的极端出现了第一个类型的问题，该产品以 TCP+RTS 为玩法核心，战争题材为美术主题，上线初期就依靠口碑效应获得了大量的下载注册。并且较高的游戏品质使其拥有良好的留存率。但是《战地指挥官》的付费系统却没有做好，其取消了《皇室战争》的卡牌升级模式，只做了抽卡和建筑皮肤两条成长线，两条成长线深度都很浅，通过长时间游戏获取的奖品就能替代付费，并且第二条成长线对用户没有足够吸引力。于是虽然产品在几乎没有买量投入的情况下，游戏长时间保持了几十万的日活跃用户，但是 PAY 环境表现很差，月 LTV 甚至只有 10 元左右。最终导致游戏收入很快就遇到了天花板，而较低的流水表现也使得发行方不敢投入更多的市场经费去扩大用户规模，原本有机会成为现象级的产品最终却折戟沉沙。

图表13: 付费点过少 ARPU 值偏低的《战地指挥官》



资料来源: 中信建投证券研究发展部

游戏产品的 A->P->A 环节主要由“释放本质需求”和“挖掘外在刺激”两部分组成。前者考验产品研发过程中成长线和数值系统设计的能力，后者考验产品运营过程中对用户需求和产品生命周期的把握能力。所谓释放本质需求，核心可以概括为“追名逐利，爱恨情仇”八个字。可以说在游戏产品中玩家所有的付费动力均逃不过“追名逐利，爱恨情仇”，早期的传奇、征途等付费点几乎都围绕着“个人荣耀”和“江湖矛盾”去设计，而近几年的二次元卡牌游戏以及新一代 MMO 则对“为爱付费”做了更多的开发。一个游戏产品的付费系统做的是否好，一方面取决于系统策划对于这八个字的把握能力，另一方面则取决于数值策划对于系统每条成长线的成长节奏以及各成长线之间平衡度的掌控力。这一点实际上也体现了公司研发团队的产品能力，比如大部分 MMO 产品付费率做到 10% 就算不错了，而网易的很多 MMO 产品却能够做到 20% 左右。

图表14: 《传奇》游戏眼花缭乱的成长线



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表15: FATE 对“为爱付费”的开发



资料来源: 中信建投证券研究发展部

所谓的挖掘外在需求则指的是游戏产品在运营过程中，通过精彩纷呈的活动来刺激玩家的付费。我们常常看到一些老产品在特定的时间段内畅销榜排名大幅上升，这就是运营活动带来的影响。玩过游戏的朋友一定深有感触，每到特定节日大部分游戏都会有促销活动，在活动中玩家可以购买特定节日礼包获得比平常性价比更高的物品、抽到节日特定的卡牌和装备以及折扣价购买道具和充值优惠等等。在游戏运营团队中，往往有专门的活动策划人员来负责各个时间节点的活动设计。好的活动设计能够不断地刺激玩家的付费意愿，并且控制游戏中货币贬值的速度和成长线消耗的节奏。通过定期观察游戏产品的活动设计，不光可以追踪其短期的流水情况，还可以对其所处生命周期阶段做大致的判断，一般而言游戏产品在进入生命周期后半段时活动折扣的力度会逐渐加大。

图表16: 《王者荣耀》春节与情人节专属皮肤售卖



资料来源: 中信建投证券研究发展部 游戏截图

在 A->P->A 阶段，主要的参数是付费率和 ARPU 值（ARPPU 可以由两者得出）两项。不同品类的付费率和 ARPU 值有较大的区别。对于 MMO 和卡牌类游戏而言，付费率做到 10% 以上算比较好，对于休闲竞技产品而言只要做到 5% 以上就算不错（休闲竞技类产品一般更加看重活跃数据），而对于好的 SLG 产品来说付费率则需做到 15% 以上。根据草根调研了解，当前休闲类产品的比较好的月度 ARPPU 表现是在 80 元以上，卡牌类产品是 500 元以上，比较好的 MMO 产品能做到 1000 元以上，而 SLG 则能达到 1800 元以上甚至超过 2000 元。

图表17： 游戏产品运营数据参考表

运营指标	休闲竞技类		重度游戏	
平均用户成本-苹果	20-40 元		80-120 元	
平均用户成本-安卓	15-35 元		50-70 元	
次日留存	50%		40%	
七日留存	30%		20%	
首月留存	10%		5%	
	MMO	SLG	休闲竞技	卡牌
付费率	10%	15%	5%	10%
月度 ARPPU	1000 元	1800 元	80 元	500 元

资料来源：中信建投证券研究发展部草根调研

通过 PRAPA 方法可以从微观层面对产品收入和游戏公司经营情况进行跟踪判断。比如当了解了产品渠道测试阶段的留存率和月度 ARPU 值时，可以根据游戏上线后的首日新增用户量对其首月 MAU 进行预判，进而预测其首月的流水情况。再比如通过月度收入和新增用户数可以计算平均单用户的月度 LTV 值（life time value），然后对比其买量用户成本，可以对产品的真实利润情况进行判断，有不少产品前期依靠持续的买量拉新可以创造较高的流水，但是在很长一段时期内很可能是亏钱运营的。通过月度留存、DAU、ARPU 等数据的追踪可以对其真实的盈利状态进行预判。

用户带来游戏市场的变迁

当我们研究游戏市场时，首先应当去把握的一条主线就是用户。在端游时代早期，中国互联网用户主要在网吧上网，网吧渠道成为产品推广中最重要的一环。在《腾讯传》中有一段将美国大学与中国网吧进行对比的文字，充分反映了用户的重要性：“全美有 2700 多所四年制大学，任何互联网产品只要占领了其中的 1/3，或者在排名前 100 的大学中‘引爆流行’，便足以成就一家让资本趋之若鹜的大公司。可是在中国，如果你的产品不能出现在那 10 多万家网吧的桌面上，那你永远是在自娱自乐。”为大众所熟悉的《传奇》、《大话西游》、《梦幻西游》、《征途》等产品早年都将网吧地推作为最大的市场投放目标。

图表18：《大话西游》早年网吧地推海报

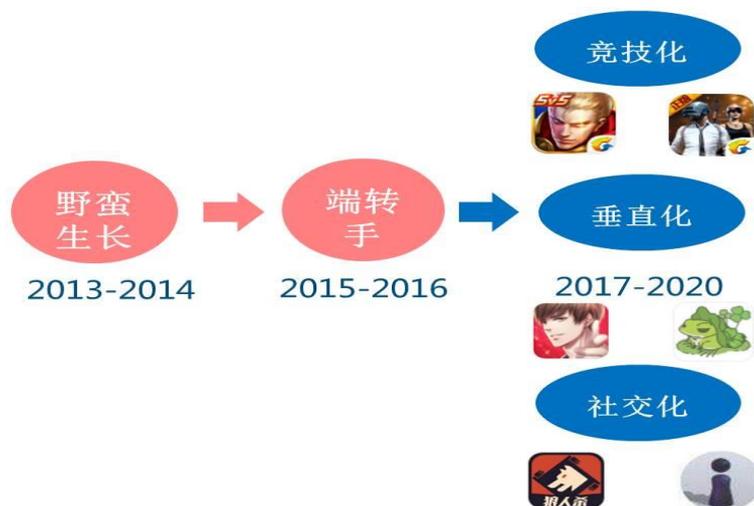


资料来源：中信建投证券研究发展部

而当个人电脑在用户家中普及之后，端游厂商则将更多的精力放到了线上抽奖、明星代言等方面。2005 年到 2015 年明星代言几乎成为知名网游的必须项。在页游时代，腾讯凭借 QQ 和 QQ 空间导流一举成为页游市场的称霸者，而互联网在办公环境的大量普及无疑也是页游市场兴起的主要原因之一。

手游时代的游戏产业链重心前移则更能具体地反应用户在游戏市场变迁中的重要性。国内手游市场是一个“年轻而又巨大”的市场。根据中国音数协游戏工委(GPC)与伽马数据(CNG)统计，2018 年国内移动游戏市场收入总额为 1339.6 亿元，在 2013 年该数据仅为 112.4 亿元，5 年时间完成了 10 倍以上的增长。回顾手游市场快速发展的这几年，其增长动力持续发生着变化。2013-2014 年手游市场处于野蛮生长阶段，支撑其增长的主要动力是智能手机带来的大量游戏新用户，在这个阶段最受益的是创业小公司。2015-2016 年手游市场的主题是“端转手，重度化”，该阶段增长的主要动力来源于 PC 端硬核用户的转移以及上一阶段中新游戏用户从轻度游戏向重度游戏转化的需求，这一阶段最受益的是网易、盛大、金山、畅游等端游时代走过来的老牌厂商。2017-2018 年“竞技化，垂直化”成为市场增长的主要动力，一方面《王者荣耀》、《荒野行动》、《刺激战场》等竞技类产品成为市场的主旋律，另一方面《恋与制作人》、《青蛙旅行》等产品的爆红反应了女性玩家群体付费力的崛起。

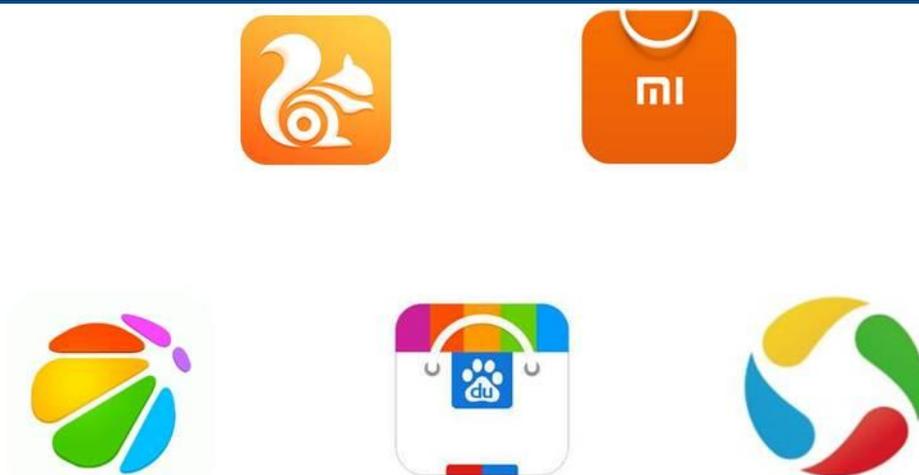
图表19: 手游市场发展驱动力



资料来源: 中信建投证券研究发展部

在 2013-2014 年手游市场早期, CP 厂商和渠道都较为零散, 一款游戏的发行可能要跟大大小小上百个渠道进行沟通, 发行商的重要性相对较高。在这个时期, 360、UC、应用宝、百度、小米是安卓五大渠道, 豌豆荚、91 助手、安智、机峰、应用汇等众多第三方渠道也十分活跃, 北京是非常重要的流量大本营。

图表20: 传统安卓五大渠道



资料来源: 中信建投证券研究发展部

2015 年开始随着腾讯加大微信和手游对游戏产品的导流, 华为、OPPO、VIVO、联想、魅族、金立等硬核联盟的崛起, 游戏渠道变得越来越集中。2018 年初我们草根调研了解到, 硬核联盟加上小米占国内安卓渠道 60% 以上的市场份额, 而应用宝在微信和手 Q 的支持下独自占有了 25%-30% 的份额, 渠道的集中化可见一斑。在这个过程中渠道在产业链中的重要性不断上升, 盛大、掌趣、畅游、金山、完美等二线厂商纷纷投奔腾讯, 一定程度上就是受此驱动。

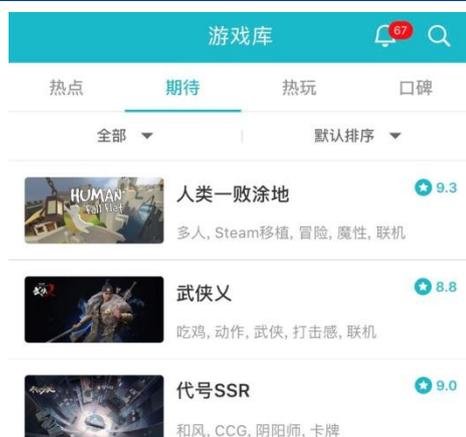
图表21: 新兴安卓渠道硬核联盟



资料来源: 中信建投证券研究发展部

而随着移动人口红利的消失以及移动端新玩家逐步成长为老玩家, 游戏市场的口碑效应愈发明显。“游戏找用户”正在向“用户找游戏”演变。对于老玩家而言, 浮夸的买量广告很难产生吸引, 因为大多明白点进去后真实的游戏内容是什么。同样“换汤不换药”的产品在 R->A 阶段也会更加艰难, 老玩家对于产品的美术表现, 模式创新等要求会比新玩家更高, 低质量的产品很难做好留存率。与市场效应降低相反, 在产品质量上的投入会获得更好的回报, 老玩家之间对游戏的讨论会更多, 好的游戏产品不需要大量的市场推广就能够通过口碑传播。所以在 2018 年之后, 游戏产业链的重心会慢慢向产品集中, 渠道不再能掌握一切, 产品为王真正到来。TAPTAP 等测试口碑渠道的崛起, 以及部分老牌厂商逐步加强产品投入注重自研自发等都是这一趋势的良好证明。

图表22: 游戏口碑渠道 TAPTAP



资料来源: 中信建投证券研究发展部

资金决定游戏市场的兴衰

怎么算游戏研运这笔账？

资金同样是游戏行业研究中需要重点关注的一个点，通过 PRAPA 方法我们可以对用户从注册到留存、活跃、付费等各个环节进行追踪，最后落实到流水的预判和验证。而在流水产生之后，其对产业链的各个环节到底能产生多少效益，形成多少收入呢？

在海外的大部分市场，这一笔帐的计算会比较简单，因为海外大部分地区主要渠道只有苹果 APP STORE 和 GOOGLE PLAY。而这两个渠道的分层都是三七开，即渠道拿三层，厂商拿七层。当然，实际上大部分情况下游戏厂商只能拿到六层多，因为产品运营中产生的流水损耗（比如玩家退款）等都是由游戏厂商承担的。国内市场由于没有 GOOGLE PLAY 的进入，所以安卓渠道非常的多，如上文所述目前主要由硬核联盟、小米和应用宝组成。

图表23： 海外和国内渠道的对比



资料来源：中信建投证券研究发展部

国内苹果 APP STORE 的分层情况与海外相同，而安卓渠道的资金分配则可以分为腾讯系和非腾讯系两种。因为大部分厂商发行的产品都会与渠道进行联运，即使用渠道的账号和支付系统并且流水先经过渠道。而腾讯发行的产品往往主推应用宝下载，使用 QQ 和微信账号登录并且流水直接从腾讯这边走。即使和其他渠道合作也是通过 CPS 包外发的形式，当然这也使得腾讯系的产品在市场早期就不受系统的隔离影响可以完成安卓和苹果的同服。

腾讯游戏内部有严格的分层流程，如果是工作室自研的产品，工作室大约能拿到流水的 20%-25% 左右。以魔方工作室的《火影忍者》为例，产生的流水先进行渠道分层（安卓五层苹果三层），然后减去 9% 支付给日本方的版权金。接着再给手游运营部门 5%-10%（X8 工作室），然后再给微信、手 Q、市场部等分层，这些部门总共会再分掉剩下流水的 50% 左右，即大约总流水的 20%-25%。这样下来到工作室还有 20%-25%，具体会受到产品苹果和安卓的流水占比以及安卓流水中内部渠道和外部渠道的比例影响。若是外部 cp 与腾讯合作的产品，

则根据各自的合同有不同的分账比例，大多会谈到渠道后两到四层，少数能谈到五层。

图表24：腾讯系游戏产品流水分配

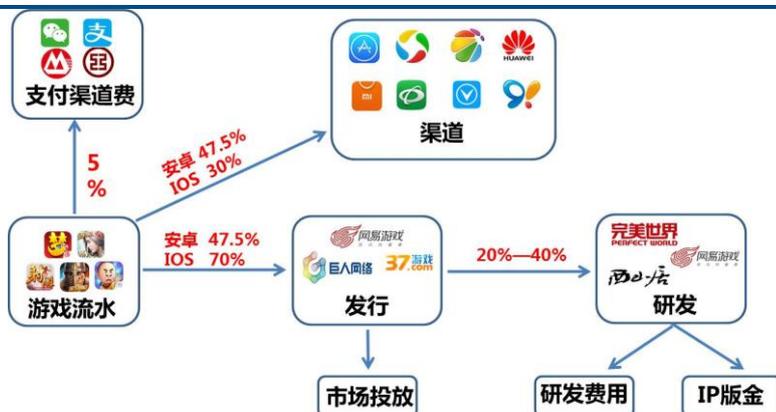


资料来源：中信建投证券研究发展部

在非腾讯系产品的发行中，一般采用渠道和发行方联合发行的方式。渠道会在产品前几个月就参与产品的预约、渠道测试、数据反馈等环节。同时，产品在不同渠道用的是该渠道的账号系统和支付方式。对于流水的分层，一般是在扣除 5% 的支付渠道通道费后，渠道获得 47.5%，发行（sp）和研发（cp）获得另外的 47.5%。事实上支付渠道费并没有 5% 那么高，支付宝目前是千分之 5，建设银行也是千分之 5，其他有些银行是 2%，但是算上渠道要承担的坏账费用后平均下来是 5%。

sp 和 cp 分配去渠道后的 47.5% 的流水，cp 的分层一般有两种方式，一是按照总流水分这种情况下一般是分 10%-20%，通常是 15%，另一种是按去渠道后的流水分，一般是三七分层，cp 方得 3 层，也有四六和二八。sp 虽然分得较高的比例，但是要承担广告买量、市场推广的费用。如果独代发行把其中某个渠道交给另一家发行商联运，则独代方会分得该渠道流水的 3%-5% 左右，联运负责方得到 30%。

图表25：非腾讯系游戏产品流水分配



资料来源：中信建投证券研究发展部

千金买量所为何？

买量是游戏市场研究中不得不提的一个词，也是资金对于市场影响最为直接的方式。根据游戏陀螺统计，2017年游戏业买量总盘子：预估200多亿，接近300亿。而具有买量行为的主体公司，大约有300多家，业内人士W指出，除去一些壳公司，实际的公司数目应该是200左右。而根据AppGrowing统计，2018年全年共有超过4000款游戏产品参与买量，9月游戏买量产品的总数达到峰值，共有超过1900款产品参与竞争。所有产品总计投放广告数接近50万条，仅2018年下半年的游戏产品投放量就超过35万条，Q3、Q4期间市场进入白热化竞争阶段。

游戏买量是如何兴起的，又经历了哪些重要的变化呢？这个问题的答案要追溯到页游时代。前文提到，在页游时代腾讯依靠其QQ推送和QQ空间的固有流量，一举成为最大的页游发行商。而在广深的一些发行公司，则与广告代理商深度合作，通过大量的广告投放聚拢网络上的闲散流量走出了一条自己的道路，即“买量运营”。买量的本质便是通过把P->R阶段做到极致，一定程度上垄断网上流量，让自己的产品最大限度地触及用户。然后通过“洗”出高价值的用户，通过“合服”挖掘头部玩家的价值，从而提升平均LTV去覆盖其用户成本。

图表26：页游时代明星产品《传奇争霸》



资料来源：中信建投证券研究发展部

在买量运营的体系中，一个周期内的帐能算平，就可以不断投入把盘子做大。所以在市场早期新用户充足用户成本较低的情况下，专注买量的游戏公司可以迅速地壮大其势力。但是当市场新用户枯竭，产品同质化严重时，用户成本会快速上升，买量运营就会面临较大的问题。2015年开始，页游市场用户转化率降低，流失率上升，买量产品盈利能力开始快速下降，不少中小型公司难以为继。

手游时代早期，渠道较少参与产品的具体运用。渠道流量大多按照产品质量评级进行分配。“游戏渠道不愿给量”是当年不少从页游市场转过来的手游厂商开启外部买量的主要原因。当一款产品被评为B级以下，这款产品在这个渠道的命运基本就完结了，这些产品后续基本不会获得什么量。不少公司就会选择自己在外部买量运营，早期流量主要来源包括应用商店、媒体渠道、第三方（包括广告联盟、工具应用等）。曾有广深厂商拿着渠道评为D级的产品，通过自己买量运营达到了B级的流水表现。

而当 2016 年开始，渠道变得越来越集中，并且以硬核联盟为代表的安卓渠道开始开放渠道买量，游戏公司的流量运营则被转向了腾讯、媒体买量、联运三大方向。手游买量也进入了快速发展的阶段，在传统广告投放之外，手游买量还发展出了 IOS 畅销榜榜单优化、安卓渠道对赌、竞价排名买量、关键词垄断、分包买量等方式。

畅销榜榜单优化指的是根据畅销榜排名算法在游戏新上线的时间内通过一定程度的自充值做榜单优化的方法。在 APP STORE 尚未取消畅销榜展示的时候，大量中小型公司使用这一方法进行买量。因为当年畅销榜前 10 名每天的新增自然下载量可以达到几万，这对于大部分中小厂商而言还是非常具有吸引力的，而考虑到新产品上线还有 30%左右的流水排名加成，自充值的投入也能有较高性价比的回报。

图表27： 曾经众多厂商重点维护的 IOS 畅销榜



资料来源：中信建投证券研究发展部

安卓渠道对赌指的是通过与渠道签订流水承诺，从而拿到渠道 A 级甚至 S 级的广告位。早期渠道通过产品评级来决定流量分配，主要是为了减少流量损耗的风险，确保变现的稳定性。针对这一情况，不少发行商提出主动承担流水不及预期的风险，来换取渠道的流量。因此，渠道逐步放开了流量购买的门槛，游戏厂商通过深度联运和提前对赌流量的方式进行渠道买量运营。

图表28： 华为应用商店的游戏推荐



资料来源：中信建投证券研究发展部

竞价排名买量指的是在通过人为去优化游戏产品在各关键词搜索页面下的排名顺序，从而带来更多流量的运营方式。在苹果 APP STORE 取消畅销榜展示之后，ASO 竞价排名投放在买量市场的热度快速上升。关键词垄断与竞价排名买量有较多关联，其指的是通过上传大量产品对某一细分行业的关键词进行垄断，从而获得该子行业的大部分流量的方式。比如 2017 年底视频远程抓娃娃火的时候，就有公司较早地采用该方法去圈流量。

分包买量指的是把同一个产品按照不同的名称去各大渠道买量分发。跟“换皮”产品不同的是，分包买量产品除了外部宣传的素材、游戏名和 UI 图标不同外，产品内部内容是一样的。这种做法是为了解决同一题材买量的天花板。这类产品往往在畅销榜上看不到身影，但有的确实能做出比较高的流水。比如《青云志》当时一个月所有游戏包的总流水超过 2 个亿，但是其流水最大名为“青云志”的包也才不到 3 千万的流水。

图表29： 分包买量明星产品《青云志》



资料来源：中信建投证券研究发展部

产品是游戏市场一切的起源

产品创新是游戏市场发展的根源所在

虽说用户带来了游戏市场的变迁，资金决定游戏市场的变迁，但对于游戏行业而言最最重要的仍然是产品，产品是游戏市场一切的起源。回顾过去十年的游戏行业，产品创新一直是游戏市场增长的主要驱动力，其中最为典型的**就是 MOBA 和“吃鸡”两个案例**。国内端游市场在 2009 年已经明显遇见用户的天花板，MOBA 类产品的兴起使其在 2010-2016 年仍然保持良好增长。截止 2017 年，《英雄联盟》连续 4 年全球端游收入第一了，累计收入超 460 亿元。2018 年虽在移动游戏市场分流下有所下降，但也仍然维持了较强生命力。而 2017-2018 年国内移动游戏市场的扛鼎之作《王者荣耀》仍然是源自于 MOBA 这一品类。综合《DOTA2》、《英雄联盟》、《王者荣耀》、《梦三国》等产品的贡献，MOBA 这一产品类型的创新起码为游戏市场带来了 1500 亿元以上的增量贡献。

2017 年，蓝洞的 PUBG《绝地求生》游戏的火爆把大逃杀玩法带到了众人眼前。《绝地求生：大逃杀》在线上后，用短短 7 个月时间突破了 2000W 份销量，并连续 34 周占据 steam 冠军宝座，同时在线人数接近 270W，是第二名《DOTA2》的 4 倍以上。

然而，这只是刚刚开始，PUBG 的火爆同时制造了一波大逃杀手游的现象级热潮。到 2017 年 12 月，国内已上架大逃杀相关手游超过 50 款，而腾讯、网易、巨人、英雄互娱等大厂尚未上线的“吃鸡”端游、手游大作仍有 10 多款。而后来网易的《荒野行动》和腾讯的《刺激战场》成为了杀出重围的两款产品，并先后出口海外。直到 2019 年初两款产品仍稳居国内产品出海流水排行榜前三。

而与此同时，大逃杀玩法对游戏市场的推动显然远未结束。2018 年 2 月《堡垒之夜》横空出世，瞬间成为北美游戏市场最耀眼的明星，并且在不到半年时间内快速占领了主机、PC、手游等多个市场。正如游戏陀螺所述：“《堡垒之夜》的 2018，就像在不断地掷骰子，每次扔出的都是一个‘六’。”在吃鸡模式上线 2 周的时间内，其就收获了 1000 万玩家。“Battle Pass”付费模式的推出更是成为了杀手锏，二月份收入 1 亿美元、三月份 2 亿美元、四月份 3 亿美元……在 2018 的游戏页上，《堡垒之夜》绝对是那个最值得谈论的有趣对象。

图表30： 2018 现象级产品《堡垒之夜》



资料来源：中信建投证券研究发展部

2019年2月5日，恰逢国内新年，一款动作射击类游戏开始席卷海外市场。根据外媒报道，这款游戏上线8小时便创下了百万玩家数，24小时累计玩家250万，上线三天总玩家数破1000万。这款以碾压《堡垒之夜》之势席卷全球游戏市场的产品名为《Apex 英雄》，其开发者为老牌游戏厂商 EA 下属的 Respawn Entertainment 工作室。有玩家说，《Apex 英雄》有多款爆款游戏的身影，包括“Destiny 2（命运 2）+ PUBG + Blackout（使命召唤：黑色行动 4 吃鸡模式）+ Overwatch（守望先锋）+ Titanfall（泰坦天降）等。”《Apex 英雄》对于“吃鸡”的核心元素“跑圈生存、随机装备、团队配合”都有很好的保留。同时，又做了非常多的创新，有玩家评论“选择加入英雄元素的《Apex 英雄》，带来的是这个品类产品的又一次进化：让游戏在趣味性和策略性上有更多的感受，给人一种从《星际争霸》走向《魔兽争霸》的即视感。”熟悉游戏历史的朋友一定明白这是多么高的评价。

图表31：2019年初现象级产品《Apex 英雄》



资料来源：中信建投证券研究发展部

2017年3月，《PUBG》横空出世，开始引领“吃鸡”潮流，3个月卖了500万份。2018年2月，《堡垒之夜》因吃鸡模式在直播平台的火爆让自己名声大噪。2019年2月，《Apex 英雄》再创辉煌，三款产品的爆发速度更是一款比一款快。“吃鸡”一年一火显然不是巧合，其玩法对游戏市场带来的巨大推动力可见一斑。根据伽马数据统计，2018年全球吃鸡游戏收入规模达到93亿元。我们认为，“吃鸡”玩法品类创新对游戏市场的增量价值远未结束，长远看该类别产品带来的贡献有望超过MOBA。

小游戏能成为千亿级市场吗？尚缺产品类型的爆发

2017年底，跳一跳的病毒式传播让微信低调了一年的小程序迎来爆发，同时也让大家关注到“小游戏”这个市场。2018年，多个亿级用户平台涉足小游戏，除了微信和QQ空间，今日头条、快手、百度、淘宝等也先后推出了小游戏功能。根据腾讯公开信息及阿拉丁小游戏统计平台显示，2018年底小游戏上线总量超过7000款，微信小游戏单款月流水最高超5000万，10款小游戏安卓内购流水超千万，11款小游戏广告流水过千万。《海盜来了》、《贪婪洞窟》等产品的成功也让更多的中小CP杀入小游戏市场。

图表32： 微信小游戏头部产品《海盗来了》



资料来源：中信建投证券研究发展部

那么小游戏能成为新的千亿级市场吗？我们认为，目前尚缺符合小游戏环境的新产品类型的爆发。从页游市场和手游市场崛起的历史中可以发现，一个新游戏市场的爆发除了用户基础之外还需要一个重要的催化剂，那就是适合该平台的产品类型的创新。对于页游市场而言，这个催化剂就是 SLG。腾讯的《七雄争霸》之所以能成为首个月流水过亿的页游并不仅仅是 QQ 流量的功劳，SLG 建筑建造的时间等待和重策略、轻操作的游戏模式天然适合大部分页游玩家的“办公室游戏环境”。

图表33： 腾讯首款页游爆款《七雄争霸》



资料来源：中信建投证券研究发展部

而手游市场之所以能成为当前千亿级的市场，卡牌手游产品的成功功不可没。卡牌游戏在移动端的用户操作体验要明显好于 PC 端，因此当《我叫 MT》、《刀塔传奇》等早期卡牌手游获得成功后，大量的 CP 厂商找到了前进的方向。在一个有用户基础的新平台上，若能产生一种天然适合该平台的游戏模式，那么该平台迎来爆发的条件就成熟了。在这种情况下，大量的游戏公司只要沿着这一产品路线，辅助以题材创新就能很好地赚到钱。游戏市场规模便会快速扩大，而赚到钱的厂商又会进行新的创新投入，从而吸引更多的用户和从业者到这个市场中来。

图表34：现象级卡牌产品《刀塔传奇》



资料来源：中信建投证券研究发展部

依赖于微信、手 Q 等众多亿级用户产品，小游戏市场的用户基础是成熟的。同时，小游戏相对于手游而言拥有更强的社交性，其不用下载这一特性又使得其拥有更好的传播性。但目前的小游戏市场尚缺乏贴合这两个特性的品类创新，大多数产品包括取得不错流水成绩的产品都是沿用先前 PC 端和 APP 手游的游戏模式，而只是把小游戏自身的特性用在市场经营和流量裂变上。这使得整个小游戏市场的规模受到很大限制。

在 2019 年微信公开课上，张小龙谈到微信小游戏时提到了一个希望和一个不希望：“我们希望看到一个小学生可以用课外很少的时间开发一个小游戏给班里的同学去用。这个小游戏是他创造出来的，是其他同学创造不出来的。我们不愿意看到的只是我们的收入上涨了多少，而是看到多少创意的小游戏，看到多少没有做过游戏的人来做游戏，把他的想法融入到游戏中，让大家看到从来没有看到的游戏。我认为当我们的游戏充满了各式各样的创意，然后得到应有的回报，才能让我们这个平台获得价值，并且给用户的价值也是最大的。”

我非常认同这个观点，现阶段的小游戏应当是创意的载体，因为只有产品创新才能创造新的千亿市场，才能创造游戏市场辉煌的未来。

关于 2019 年的游戏行业

2018 年 3 月,由于文旅部和国家新闻出版署机构改革, 游戏版号发放暂停。12 月 21 日, 中宣部版权局副局长冯士新在中国游戏产业年会上讲话: “目前首批候审的游戏已经完成了审核, 我们正在抓紧核发版号。同时, 由于申报的游戏存量比较大, 存量消化还需要一段时间, 我们会继续努力工作, 也希望大家保持耐心。” 随后版号开启存量出清工作, 2019 年版号审批工作大概率能重回正轨。但是, 版号全面放开之后是否行业就能回到 2018 年之前的高增长呢?

国内手游人口红利消失、好产品缺乏、买量转化率下降等是 2018 年游戏市场增速放缓的主要原因。在没有版号的情况下 CP 不敢轻易立项, 大 IP、大制作的产品无法及时投入市场, 使得新上线好产品不足影响了市场的增速。然而, 即使版号全面放开, 国内人口红利消失、题材买量转化率下降、成本高企等因素也依然存在。因此我们认为, 2019 年移动游戏行业整体增速不应过于乐观。移动出海带来的增量机会以及垂直领域产品创新带来的爆款是两条值得关注的主线。

出海仍有较大的增量机会

2017 年底之前, 国内移动游戏出海已有较大规模, 但其主要驱动力是国内竞争过于激烈, 不少二线厂商为求生存被迫出海。其中表现比较好的有 IGG、智明星通、EFUN、FUNPLUS、TAP4FUN 等等。这些厂商在港澳台、东南亚等地区展现了非常强的竞争力, 然而对于美国、日本等海外成熟市场却未能全面打开局面。

图表35: 截止 2017 年底美国市场表现较好的中国手游排名

NO.	名称	游戏类型	发行商	最高排名	
				IOS	Google
1	列王的纷争	策略	ELEX	3	7
2	阿瓦隆之王	策略	FunPlus	19	9
3	王国纪元	策略	IGG	8	9
4	狂暴之翼	角色扮演	游族	22	24
5	城堡争霸	策略	IGG	65	34
6	战地风暴	策略	Tap4Fun	66	43
7	战火与秩序	策略	壳木游戏	40	50
8	丧尸之战	策略	龙创悦动	61	47
9	苏丹的复仇	策略	龙腾中东	17	147
10	阴阳师	角色扮演	网易	46	—

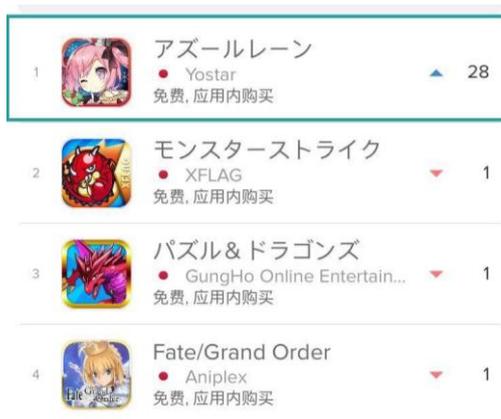
资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表36： 截止 2017 年底日本市场表现较好的中国手游排名

NO.	名称	游戏类型	发行商	最高排名	
				IOS	Google
1	列王的纷争	策略	ELEX	15	17
2	拳皇 98 终极之战 OL	角色扮演	掌趣	4	8
3	偶像梦幻祭	模拟经营	乐元素	4	13
4	阴阳师	角色扮演	网易	16	18
5	战舰帝国	策略	奇酷	15	24
6	王国纪元	策略	IGG	13	30
7	梅露可物语	角色扮演	乐元素	15	20
8	奇迹暖暖	角色扮演	Nikki Games	14	33
9	女王的纷争	策略	ELEX	42	61
10	战车帝国	策略	华清飞扬	82	71

资料来源：中信建投证券研究发展部 Avazu

2017 年 12 月 27 日国内 CP 研发的《碧蓝航线》登顶日本 IOS 畅销榜，1 月，网易《荒野行动》凭借未经本地化的中文版本登顶日本 IOS 下载榜，随后腾讯《王者荣耀》海外版《Arena of Valor》海外 DAU 达到 1000 万，而光子工作室研发的《PUBG Mobile》更是登顶了全球 100 多个国家地区的下载榜。

图表37： 《碧蓝航线》登顶日本畅销榜


Rank	Game Name	Developer	Price	Change
1	アズールレーン	Yostar	免费, 应用内购买	▲ 28
2	モンスターストライク	XFLAG	免费, 应用内购买	▼ 1
3	パズル&ドラゴンズ	GungHo Online Entertain...	免费, 应用内购买	▼ 1
4	Fate/Grand Order	Aniplex	免费, 应用内购买	▼ 1

资料来源：中信建投证券研究发展部

《碧蓝航线》、《PUBG Mobile》等产品在美国、日本的良好表现证明国产优质手游已经具备突破海外成熟市场的能力。我们认为，2018 年开始国内移动游戏出海已经从二线厂商为求生存被迫出海转向腾讯网易带领全行业出海的新篇章，随着在海外成熟市场进一步打开局面，移动游戏出海尚有较大空间。

图表38： 登顶 100 多个国家地区免费榜的《PUBG Mobile》



资料来源：中信建投证券研究发展部

买量已近黄昏，产品创新为王

买量曾在游戏市场中扮演了非常重要的作用，甚至对于不少公司而言买量运营是其业绩稳定增长的灵丹妙药。然而，在国内人口红利消失、题材买量转化率下降、用户成本高企等背景下，不重视产品创新而一味投入买量运营无异于饮鸩止渴。受以下因素影响，买量打法已近黄昏：（1）买量需要新题材来吸引用户；（2）高用户成本下能支撑买量回报的游戏类别较少；（3）老用户较难在熟悉的“坑”中重复付费；（4）版号放开买量竞争压力不减。

那么存量环境下，市场增长的驱动力在哪里呢？近期在 V 社研发完美世界代理的《DOTA2》这款“DEAD GAME”中发生的事或许能给我们带来一些启迪。在经过 lol、《王者荣耀》等年轻辈 MOBA 产品的冲击后，DOTA2 在线人数不断下滑。然而 2019 年 1 月初却从 60 多万的每日活跃一下子增长到了 80 多万。主要原因就是一张名为“DOTA2 自走棋”的 RPG 地图。“DOTA2 自走棋”地图上线后两周内突破了 100 万的注册人数，同时在线人数超过 10 万。而目前更是达到了 400 万注册和峰值 30 万同时在线的惊人成绩。

图表39： 病毒式爆发的《DOTA2 自走棋》



资料来源：中信建投证券研究发展部 游戏截图

在 DOTA2 自走棋中 DOTA 中的“信使”扮演棋手，玩家每回合可以进行抽卡，抽到的卡就是棋子。玩家通过安排手中可用于抽卡的金钱以及抽到的棋子与其他玩家在 8X8 的地图上进行博弈。每局参与人数 8 人，最后存活下来的玩家即“吃鸡”。当然其中还涉及到资源人口博弈、血量与连败补偿的取舍以及精灵、人族、战士、恶魔、德鲁伊等不同类别卡牌的配合、阵型调整等众多内容。总的来说是一个操作要求较低的“动脑”游戏，并且游戏完美的契合了好游戏“易于上手，难于精通”的特性。

图表40：DOTA2 自走棋游戏画面



资料来源：中信建投证券研究发展部

“DOTA2 自走棋”是使用 DOTA2 地图编辑器完成的 RPG 地图，因此可以说其成绩主要是来自于玩法创新。当前的游戏市场环境，对于换皮洗量、浮躁赚快钱的公司而言或许已是最差的环境，但对于潜心做产品的公司而言，这或许又是最好的时代。用户开始懂得分辨产品优劣，市场已积累了大量养成良好付费习惯的成熟用户，对于好的产品而言口碑能带来大量的“自来水”。对于 2019 年的移动游戏市场，我们不该奢求其回到整体高速增长的年代，但也不应过于悲观。认真做游戏的好公司会逐步凸显其价值。

相关标的

腾讯控股：腾讯是国内最大的移动流量拥有者，这使得其成为当之无愧的发行和渠道第一名。而经过这些年的积累，腾讯的自研能力也早进入了业界前列。两个月完成《全军出击》和《刺激战场》两款高质量的“吃鸡”手游就是最好的证明。虽然 2019 年春节《王者荣耀》的商业化运作颇为成功，但对于腾讯这个庞然大物而言显然需要新的大作来支撑其快速前行。《DNF》手游、《堡垒之夜》手游、《海贼王》手游……腾讯会先打出那张牌呢？让我们拭目以待。

网易：端转手红利逐步消失后，网易的游戏业务渐渐面临压力。品类扩张和海外布局是网易采取的两个应对之策。2017 年底，网易用《荒野行动》和《终结者》两款“吃鸡”产品打响对休闲竞技品类的攻坚之战，但这显然触及了腾讯的“逆鳞”。尽管网易后手准备了 10 多款竞技类产品，但是品类扩张之路倍显艰难。有趣的是《荒野行动》在日本市场扎下了根，值得 2018 年底尚有 4000 万美金左右的月流水贡献。通过《阴阳师》、《光明大陆》、《荒野行动》等产品的发行，网易的海外布局稳步进行。此前其游戏副总裁宣布到 2020 年网易海外游戏流水占比将达到 30%。届时，“中国的暴雪”或将需要改口为“世界的网易”。

完美世界：2018 年本应是完美的大年，但是由于版号暂停这一行业性黑天鹅事件的影响使其陷入了短期的困境。但迟到的终究还是会到来，在恢复审批后《完美世界》终于拿到了版号。目前《完美世界》手游大概率会在三月公测，而另一款与腾讯合作的《云梦四时歌》也大概率会在上半年上线。此外，完美以前的 PC 及手游产品由于题材原因大多主打国内，但 2018 年底开始完美逐步加大了海外的布局，未来我们或能在游戏出海这一领域更多地看到完美世界的身影。

IGG：凭借《王国纪元》这款爆款 SLG 作品，IGG 在较长一段时间内坐拥手游出海第一名的宝座。上线 3 年《王国纪元》表现十分稳定，并且流水屡创新高。近期凭借《王者决断》这一新作，IGG 似乎有王者归来的势头。2019 年公司新产品在全球各大市场的推广值得关注。

EFUN：虽然同为海外市场起家，但与 IGG 不同的是 EFUN 不依赖自研产品而是以代理发行见长。凭借《暗黑黎明 2》、《六龙御天》等产品，EFUN 在港澳台、日韩、东南亚都拿到过不错的成绩。在国产手游出海的大浪潮下，深耕海外市场的 EFUN 或将迎来一个好时代。

金山软件：在翘首以盼两年多时间后，金山软件的 IP 大作《剑网三：指尖江湖》这次似乎真的离我们不远了。作为国产剑侠的里程碑式产品，剑网三的“江湖地位”自不必多言。而前者《剑侠情缘》手游的生命力在众多 MMO 端转手产品中也名列前茅。目前看来《指尖江湖》或将在四月上线，而《剑歌行》大概率会定档于《指尖江湖》上线后两到三个月内。金山软件似乎终于要再次拔剑出鞘，希望这次大家的期盼不会落空。

风险分析

风险提示：新产品延期，头部产品不达预期，政策风险等。

分析师介绍

陈萌：中信建投海外前瞻研究首席分析师，中信建投中小市值首席分析师。从事中小市值研究5年，理学金融复合背景，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015年“新财富”中小市值研究第三名、2016年“新财富”中小市值研究入围奖。

报告贡献人

孙晓磊 18811432273 sunxiaolei@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859