

需要内容取胜的游戏出海

2019 年 04 月 18 日

【投资要点】

- ◆ 2018 年全球移动游戏市场规模达到 700 亿美元，同期中国游戏出海收入达到 61 亿美元，占比近一成；而游戏出海的收入主要来自美国、日本、韩国等相对成熟的市场。近 2 年，中国游戏厂商积极布局海外，目前头部发行商出海收入的排序已经相对确定。品类上，主要贡献收入的是 SLG 和动作类游戏。
- ◆ 无论在成熟市场，还是新兴经济体，我们认为移动游戏都有增长空间。成熟市场增长点来自（1）玩家对移动游戏偏好的提升，（2）部分国家移动游戏 ARPU 同主机/端游的 ARPU 存在缺口，因而有结构机会。而新兴市场的增长点来自（1）智能硬件的普及带来用户数量的增加，（2）用户付费的增长。
- ◆ SLG 在成熟市场取得成功，其他品类的突围需要更强的研发能力。在北美、欧洲和东亚等市场，移动游戏更偏红海；全球各大厂商同台竞技。在这些国家，消费者有意愿为好游戏花钱，即“内容红利”存在。纵观游戏发展史，绝对的技术领先并非游戏取胜的关键，但游戏里的心意和新意可以，可这也是中国很多游戏所欠缺的。目前，中国自研的游戏在这些市场取得了一定成果，但主要还是 SLG、吃鸡的出海。其他品类，理论上突破空间，但对研发要求很高。
- ◆ 新兴市场相对蓝海，中国厂商已积极布局。新兴市场的行业规模上行空间更大，相对蓝海。市场分散，不同区域存在较大的差异，本地化、渠道等有很多工作，出海也是个辛苦活。目前，在破亿（美元）规模的市场，中国厂商都在积极布局，部分地区的收入榜单甚至占到半壁江山。我们认为，这些市场不会单纯复制中国曾经纯粹的“野蛮生长”路径，消费者不会是有啥玩啥，内容红利会在行业成长的同时体现。
- ◆ 我们认为以研发能力为基础、用发行和运营能力支撑的内容，是游戏出海成功的核心要素。形式上，厂商可以自己研发和出海发行，也可以选择代理或者被代理，参与出海。未来，出海仍是大趋势，大厂需要积极布局出海来巩固份额，而小厂若在部分市场取得成功，业绩弹性更大。

【配置建议】

- ◆ 看好在出海领域布局的游戏族网络（002174.SZ），建议关注中文传媒（600373.SH）、宝通科技（300031.SZ）。

【风险提示】

- ◆ 游戏上线进度不及预期，流水表现不及预期
- ◆ 海外地区政策风险

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：宋璿

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

- 《进口游戏审批开闸，《权力的游戏：凛冬将至》在列》
2019. 04. 03
- 《2019Q1 内地票房同降 8%，4 月看《复联 4》首周表现》
2019. 04. 03
- 《政策频发释放利好，职业教育迎来改革机遇》
2019. 03. 07
- 《《政府工作报告》再放利好，职校和职业培训机构迎来政策机遇》
2019. 03. 06
- 《新游+出海，网易四季度在线游戏服务收入增速 37.7% 远超行业》
2019. 02. 21

正文目录

1. 世界游戏的现状.....	4
1.1. 电子游戏市场主要在东亚、北美和西欧.....	4
1.2. 移动游戏主要市场在亚太和北美，新兴市场快速增长.....	7
2. 中国游戏出海.....	8
2.1. 出海贡献近一成全球移动游戏收入，主要市场还在美、日、韩.....	8
2.2. 头部发行商出海收入排序已相对确定.....	9
2.3. 中国游戏的出海也是品类的出海.....	12
2.4. 本地化到运营，出海是个辛苦活.....	12
3. 各市场分析.....	14
3.1. 美国玩家更偏爱休闲游戏.....	14
3.2. 吃鸡很强，但出海日韩整体表现一般.....	16
3.3. SLG 占领欧洲各国.....	19
3.4. 大厂小厂都在积极布局新兴市场.....	22
4. 结论：没那么容易的出海，对研发运营提出更高要求.....	24
5. 配置建议.....	25
6. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 电子游戏收入, (Mn \$)	4
图表 2: 电子游戏收入, 无美国、中国、日本, (Mn \$)	5
图表 3: 每网民游戏支出 (\$)	5
图表 4: 网民比率 (纵轴) 同每网民游戏收入 (横轴, 美元) 呈现相关	6
图表 5: 每天使用智能手机玩游戏的比例 (%)	6
图表 6: 移动端游戏收入 (\$) & 玩家人数	7
图表 7: 部分国家移动游戏市场规模 (Mn &) 及 ARPU (\$)	7
图表 8: 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入 (百万美元)	8
图表 9: 2018 年中国游戏出海的主要市场	9
图表 10: 中国 APP 发行商出海收入排名 (综合 iOS 及 Google Play)	9
图表 11: 中国手游月度收入排名 (海外 iOS 及 Google Play)	10
图表 12: 各厂商出海主要收入上榜国家的国家和具体排名	11
图表 13: 中国 APP 发行商出海收入年度排名 (综合 iOS 及 Google Play)	12
图表 14: 游戏出海面临的工作	13
图表 15: 王国纪元海外版	13
图表 16: 不同市场中国游戏表现	14
图表 17: 各国市场中国游戏厂商收入排名	15
图表 18: 美国玩家及中国玩家游戏偏好对比	15
图表 19: 中国手游在美国的表现	15
图表 20: 日本 iOS & Google Play 公司游戏收入榜单变化	16
图表 21: 日本 iOS & Google Play 单个游戏收入榜单变化	17
图表 22: 日本市场中国游戏厂商收入排名	17
图表 23: 韩国 iOS & Google Play 公司游戏收入榜单变化	18
图表 24: 韩国 iOS & Google Play 单个游戏收入榜单变化	18
图表 25: 韩国市场中国游戏厂商收入排名	19
图表 26: 德国 iOS & Google Play 公司游戏收入榜单变化	19
图表 27: 德国 iOS & Google Play 单个游戏收入榜单变化	20
图表 28: 欧洲市场中国游戏厂商收入排名	20
图表 29: 印度市场中国游戏厂商收入排名	22
图表 30: 墨西哥、巴西市场中国游戏厂商收入排名	22
图表 31: 中国台湾市场中国游戏厂商收入排名	23
图表 32: 印尼市场中国游戏厂商收入排名	23
图表 33: 土耳其市场中国游戏厂商收入排名	24
图表 34: 行业重点关注公司 (2019/4/16 数据)	25

1. 世界游戏的现状

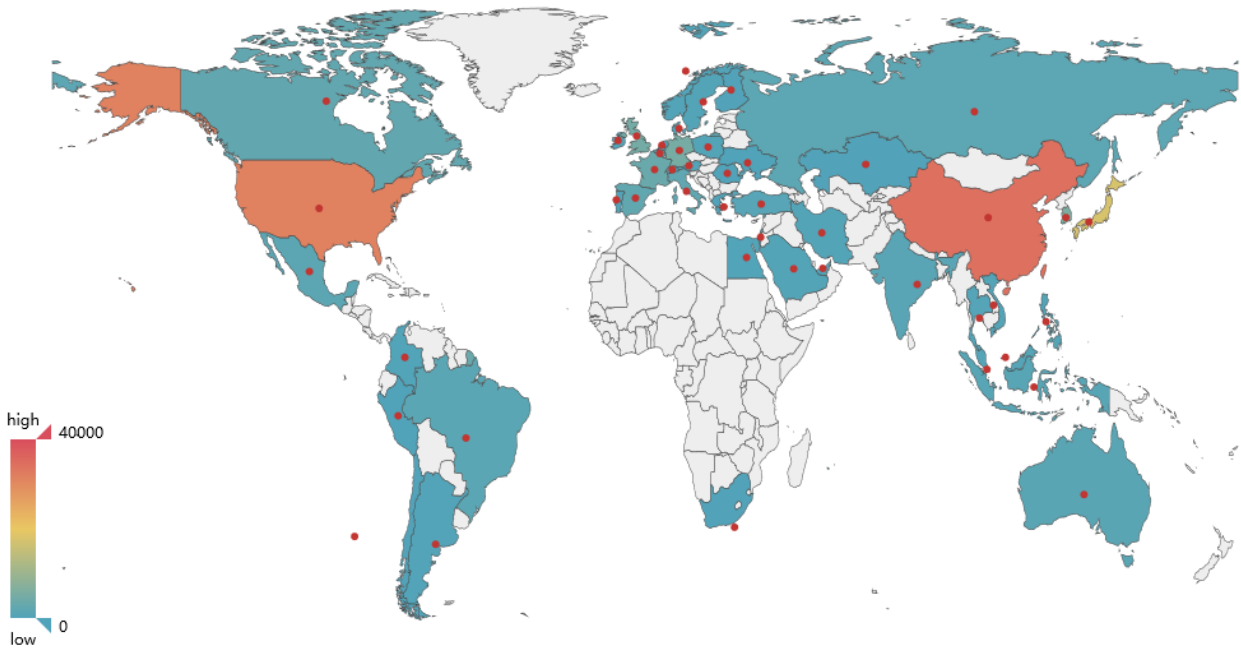
1.1. 电子游戏市场主要在东亚、北美和西欧

根据 Newzoo 最近数据，中国、美国是电子游戏最大的两个市场，两者加总可以占到全球电子游戏收入的 47.8%；年收入均可超过 300 亿美元。日本排在第三，收入规模超过 177 亿美元，占全球总和的 12.8%。

韩国、德国、英国、法国分列其后，但收入规模较前三者有明显差距，仅在 30 到 60 亿美元之间。排名上，俄罗斯、墨西哥、巴西、印度、印尼、土耳其等发展中国家位列收入 10 到 20 名区间，但年收入都不到 20 亿美元。

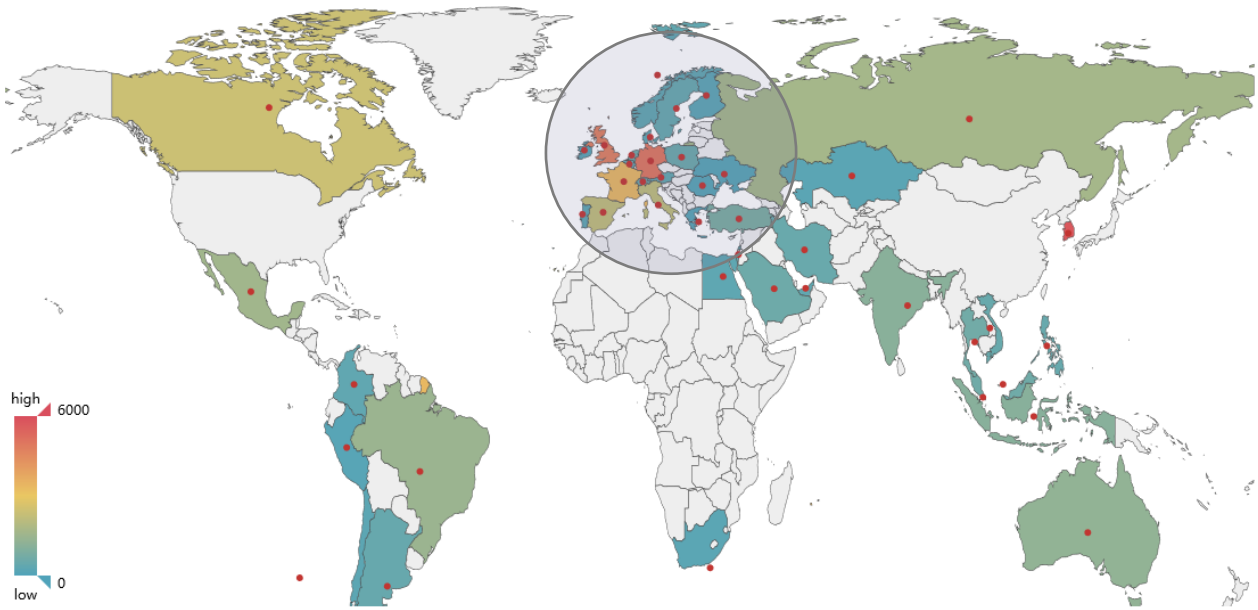
分区域看，目前电子游戏收入主要集中在东亚，北美和西欧。而中国以外的金砖五国和 MINT 四国，游戏收入增速增长。

图表 1: 电子游戏收入, (Mn \$)



注：2019 年 1 月统计数据；资料来源：Newzoo，东方财富证券研究所

图表 2: 电子游戏收入, 无美国、中国、日本, (Mn \$)

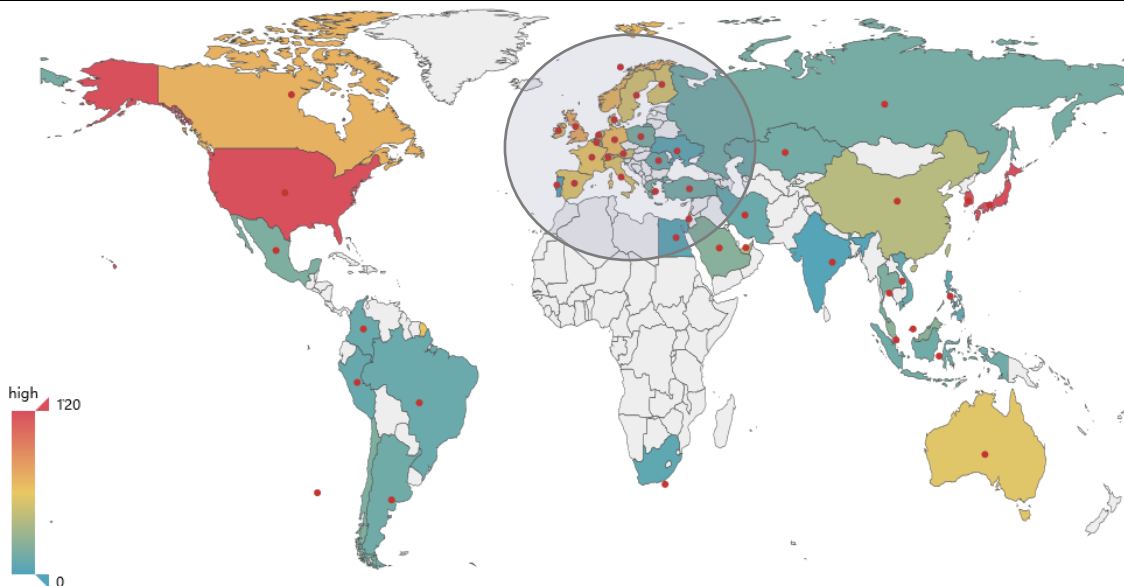


注: 2019 年 1 月统计数据; 资料来源: Newzoo, 东方财富证券研究所

对于每网民游戏支出, 排名靠前的主要是发达国家: 拥有较成熟和发达游戏行业的日本、韩国、美国超过 100 美元/年, 英国、加拿大、德国、法国、西班牙、澳大利亚跟随其后。

我们看到, 每网民游戏支出同国家经济有一定相关, 例如在欧盟内, 西欧各国的每网民支出在 50 美元/年以上, 而葡萄牙、希腊以及东欧国家则明显更低 (下图更绿)。

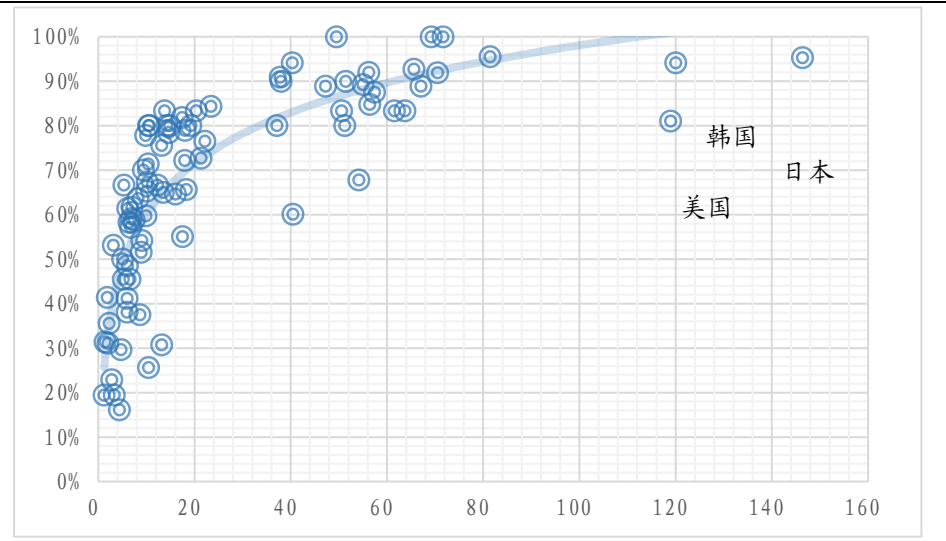
图表 3: 每网民游戏支出 (\$)



注: 2019 年 1 月统计数据, 指标计算为游戏收入/网民数量; 资料来源: Newzoo, 东方财富证券研究所

我们认为互联网的普及是推动电子游戏 ARPU 提升的重要因素。在下图我们看到，互联网的渗透率同每网民游戏收入呈现一定程度正相关。

图表 4: 网民比率 (纵轴) 同每网民游戏收入 (横轴, 美元) 呈现相关

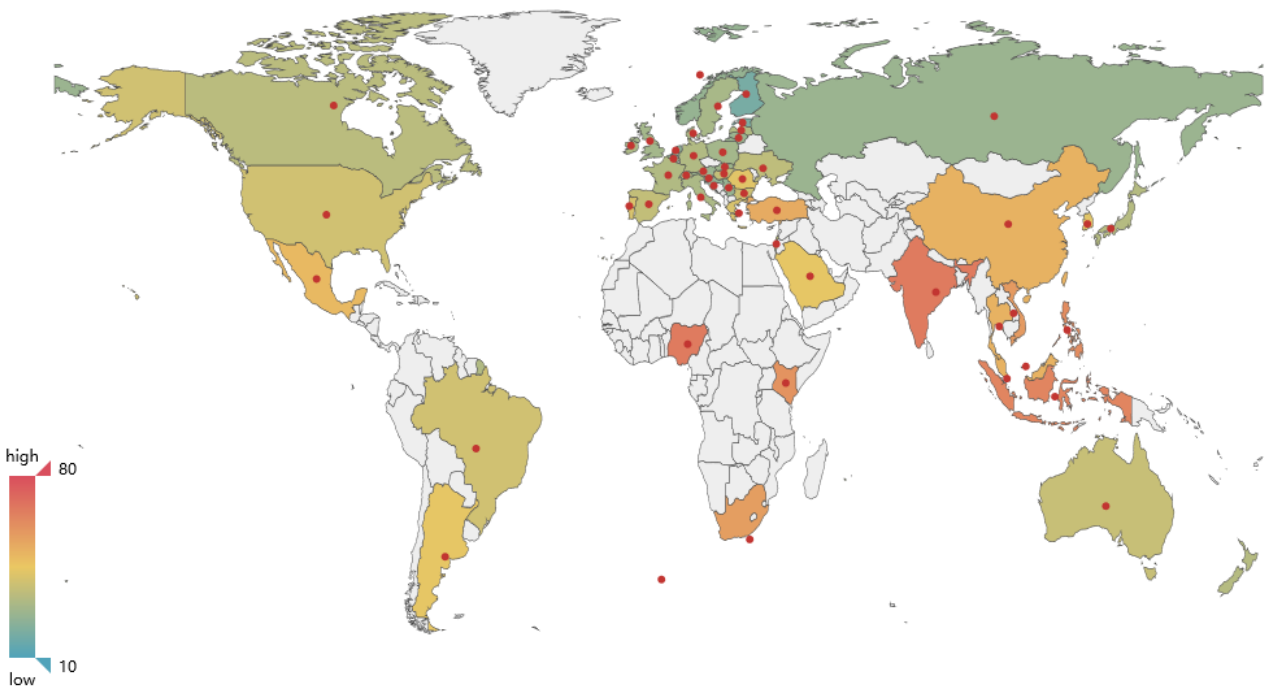


注: 渗透率为 2018 年 9 月统计数据, 剔除了网民少于 300 万的国家;

资料来源: Newzoo, 东方财富证券研究所

此外, 我们发现在游戏上的花费和时间投入并不必然相关。世界范围内, 中国、印度、印尼等发展中国家的智能手机用户每天玩游戏比率更高; 但对比图 3 这些地区人均付费反而更低。同样的, 在欧盟区域内, 葡萄牙、希腊等智能手机用户每天玩游戏比例更高, 但人均付费反而更低。

图表 5: 每天使用智能手机玩游戏的比例 (%)



注: 2017 年统计数据; 资料来源: Consumer Barometer with Google, 东方财富证券研究所

1.2. 移动游戏主要市场在亚太和北美，新兴市场快速增长

2018年，移动游戏（智能手机&平板）为全球游戏市场贡献过半收入，总额超过700亿美元。分区域看，主要市场在亚太和北美。中国移动游戏收入占到全球的1/3，而余下的亚太市场另贡献三成收入，北美和欧洲的贡献则在1/5和1/10左右。南美、中东及非洲的收入贡献仅有中低单位数，但增速则有30%左右。

图表 6: 移动端游戏收入 (\$) & 玩家人数



资料来源: 深诺智库, 东方财富证券研究所

关于各国移动游戏实际市场规模，并没有完整权威的数据（不同来源差别较大）。新兴市场，移动游戏占电子游戏比例相对较高，中国、印尼超过五成，印度达到七成，墨西哥、俄罗斯也在45%左右；而在相对成熟市场，如美国、日本、韩国、英国、法国，这个比例在三成左右，同游戏发展历史导致的端游、主机游戏在这些国家的普及率更高有关。

图表 7: 部分国家移动游戏市场规模 (Mn \$) 及 ARPU (\$)

国家	市场规模 (Mn \$)	ARPU (\$)	国家	市场规模 (Mn \$)	ARPU (\$)
中国	19800	47	俄罗斯	710	27
美国	9000	52	墨西哥	700	20
日本	6320	135	印度	820	7
韩国	1790	100	印度尼西亚	570	9
英国	1160	68	巴西	330	6
法国	1100	67			

注: 英国使用 UKIE 即英国互动娱乐协会数据, 法国使用 CNC 即法国国家电影和动画中心数据

资料来源: allcorrect、Stitista、UKIE、CNC, 东方财富证券研究所

至于 ARPU (按照移动游戏玩家计算用户数量), 成熟市场更高, 日本、韩国超过100美元, 英国、法国也在高双位数, 中美相对接近在50美元左右, 整体空间有限; 新兴市场部分, 俄罗斯、墨西哥 ARPU 均不足30美元, 印度和印尼甚至

不到 10 美元，未来在用户付费的方面有较大提升的潜力，同时玩家人数也有增长的空间。

总结来说，对于移动游戏，“成熟”市场未来多是自然增长，用户增长和 ARPU 提升的空间都相对有限，部分国家移动游戏玩家的 ARPU 同主机/端游玩家 ARPU 有较大差距，或存在结构机会。而新兴市场，玩家数量或随着智能硬件普及而增加，同时 ARPU 也有明显的提升空间。

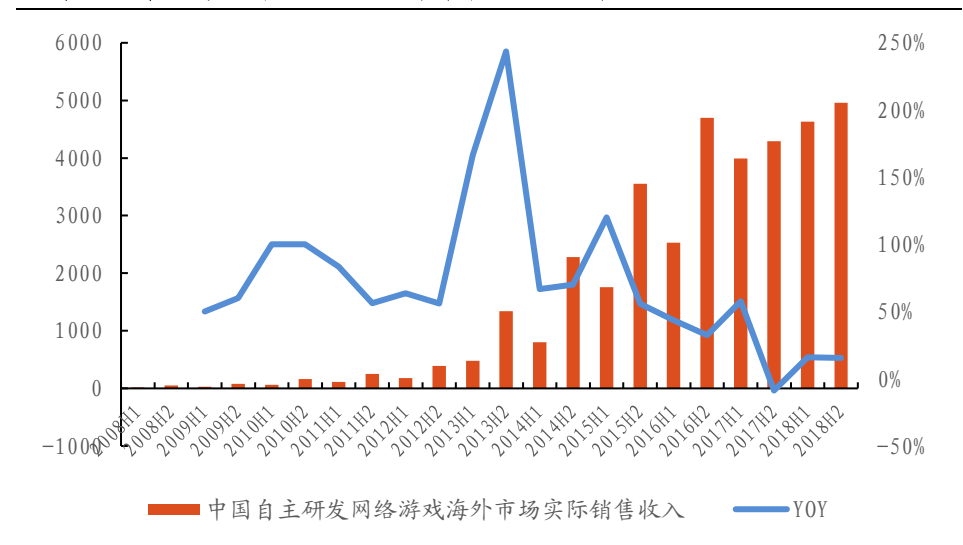
2. 中国游戏出海

2.1. 出海贡献近一成全球移动游戏收入，主要市场还在美、日、韩

目前，中国游戏的出海主要还是移动游戏的出海。

根据《游戏产业报告》，中国游戏出海自 2012 年快速增加，到 2018 年规模已经接近百亿美元，约合中国市场的三分之一；而 App Annie 测算总部位于中国公司的海外用户总支出在 2018 年达到 61 亿美元，约合中国市场的 20%。即便采用保守口径，出海收入也已经成为游戏公司营收贡献的重要来源；同时，中国游戏出海的收入或占到全球移动游戏市场的 8.5% 左右。

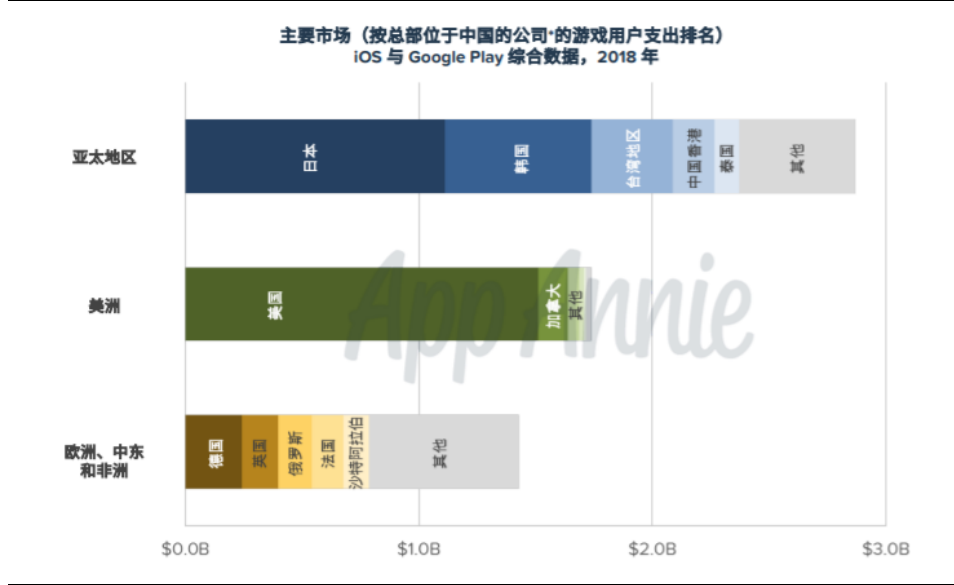
图表 8：中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入（百万美元）



资料来源：游戏产业报告，东方财富证券研究所

目前，出海的主要市场主要在美国、日本和韩国，也是除中国以外，游戏市场规模最大的三个国家。接下来则是中国台湾、中国香港、泰国等东南亚国际和地区以及德国、英国、法国等西欧国家。

图表 9: 2018 年中国游戏出海的主要市场



资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

2.2. 头部发行商出海收入排序已相对确定

App Annie 数据, 2018 年中国 APP 发行商出海收入前五分别是 FunPlus、IGG、网易、智明星通以及腾讯, 除智明星通外, 月度排名波动已经不大。其中 FunPlus、IGG、智明星通专注做出海, 而腾讯的排名在 2018 年内迅速提升。

具体游戏的话, FunPlus 的《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》, IGG 的《王国纪元》、《城堡争霸》, 智明星通的《列王的纷争》, 网易的《荒野行动》, 腾讯的《PUBG》都进入年收入出海榜单的前十; 帮助巩固公司出海排名。

图表 10: 中国 APP 发行商出海收入排名 (综合 iOS 及 Google Play)

2018年4月	排名变化	2018年5月	排名变化	2018年6月	排名变化	2018年7月	排名变化	2018年8月	排名变化	2018年9月	排名变化	2018年10月	排名变化	2018年11月	排名变化	2018年12月	排名变化
FunPlus	1	FunPlus	0	FunPlus	0	FunPlus	0	网易	1	FunPlus	1	FunPlus	0	网易	2	FunPlus	1
IGG	-1	IGG	0	IGG	0	网易	1	FunPlus	-1	网易	-1	IGG	1	FunPlus	-1	网易	-1
网易	1	网易	0	网易	0	IGG	-1	IGG	0	IGG	0	网易	-1	IGG	-1	IGG	0
智明星通	-1	智明星通	0	智明星通	0	智明星通	0	智明星通	0	智明星通	0	智明星通	0	友塔游戏	1	腾讯	1
龙腾联合	0	梦幻西游	1	梦幻西游	0	腾讯	1	腾讯	0	Game168	2	友塔游戏	上期末上替	腾讯	1	智明星通	1
梦幻西游	5	龙腾联合	-1	腾讯	1	龙创悦动	2	龙创悦动	0	腾讯	-1	腾讯	0	智明星通	-2	友塔游戏	-2
游戏	6	腾讯	3	卓杭网络	4	梦幻西游	-2	Game168	1	龙创悦动	-1	龙创悦动	0	龙创悦动	0	龙创悦动	0
Tap4Fun	0	昆仑	3	龙创悦动	2	Game168	3	龙腾联合	1	创酷互动	1	莉莉丝游戏	14	莉莉丝游戏	0	莉莉丝游戏	0
龙创悦动	-2	乐元素	7	昆仑	-1	龙腾联合	3	创酷互动	5	龙腾联合	-1	创酷互动	-1	创酷互动	0	创酷互动	0
腾讯	12	龙创悦动	-1	Tap4Fun	2	Tap4Fun	0	散爆网络	上期末上替	游戏	5	游戏	0	卓杭网络	2	卓杭网络	0
昆仑	5	卓杭网络	2	Game168	3	卓杭网络	-4	Tap4Fun	-1	卓杭网络	1	龙腾联合	-2	龙腾联合	0	游戏	1
37互娱	8	Tap4Fun	-4	龙腾联合	-6	昆仑	-3	卓杭网络	-1	米哈游	10	卓杭网络	-1	游戏	-2	龙腾联合	-1
卓杭网络	-7	37互娱	-1	沐瞳科技	3	37互娱	1	百度	上期末上替	沐瞳科技	5	沐瞳科技	0	梦幻西游	2	37互娱	4
沐瞳科技	-5	Game168	3	37互娱	-1	创酷互动	5	心动网络	12	百度	-1	猎豹移动	1	米哈游	10	梦幻西游	-1
神州泰岳	-3	心动网络	6	游戏	4	沐瞳科技	-2	游戏	4	猎豹移动	4	梦幻西游	4	猎豹移动	-1	沐瞳科技	6
乐元素	-1	沐瞳科技	-2	乐元素	-7	英雄互娱	10	梦幻西游	-9	散爆网络	-6	英雄互娱	7	神州泰岳	1	猎豹移动	-1
Game168	1	米哈游	2	神州泰岳	1	神州泰岳	0	昆仑	0	神州泰岳	3	神州泰岳	0	37互娱	1	神州泰岳	-1
掌趣	-1	神州泰岳	-3	米哈游	-1	米哈游	0	沐瞳科技	-3	Tap4Fun	-7	37互娱	3	百度	1	米哈游	-4
米哈游	-9	游戏	-12	创酷互动	6	游戏	-4	猎豹移动	1	梦幻西游	-3	百度	-5	Tap4Fun	1	Tap4Fun	0
猎豹移动	上期末上替	掌趣	-2	猎豹移动	0	神州泰岳	-3	昆仑	-3	Tap4Fun	-2	昆仑	-4	昆仑	-4	昆仑	4
心动网络	-2	猎豹移动	-1	心动网络	-6	掌趣	1	37互娱	-8	37互娱	0	昆仑	-1	沐瞳科技	-8	原力镜科技	2
绝地科技	-8	绝地科技	0	掌趣	-2	乐元素	-6	米哈游	-4	莉莉丝游戏	5	散爆网络	-6	昆仑	-1	昆仑	0
天象互动	上期末上替	英雄互娱	上期末上替	绝地科技	-1	绝地科技	0	掌趣	-2	英雄互娱	上期末上替	掌趣	4	原力镜科技	3	英雄互娱	-3
阿里巴巴	上期末上替	天象互动	-1	天象互动	0	莉莉丝游戏	上期末上替	绝地科技	-1	心动网络	-10	米哈游	-12	梦加网络	4	百度	-6
创酷互动	-2	创酷互动	0	绿洲游戏	上期末上替	天象互动	-1	乐元素	-3	原力镜科技	上期末上替	乐元素	3	乐元素	0	绝地科技	3
奇酷工场	-5	奇酷工场	0	英雄互娱	-3	心动网络	-5	英雄互娱	-10	绝地科技	-2	原力镜科技	-1	掌趣	-3	掌趣	0
百度	上期末上替	Word Find	2	奇酷工场	-1	绿洲游戏	-2	莉莉丝游戏	-3	掌趣	-4	心动网络	-3	心动网络	0	乐元素	-2
英雄互娱	2	英雄互娱	0	Word Find	-1	玩友时代	-1	玩友时代	上期末上替	乐元素	-3	梦加网络	上期末上替	绝地科技	1	心动网络	-1
Word Find	上期末上替	狂热网络	上期末上替	狂热网络	0	Word Find	-1	奇酷工场	-1	创智优品	上期末上替	绝地科技	-3	创智优品	1	Black Beard Ga	上期末上
Black Beard	-4	蓝港	上期末上替	Black Beard	上期末上替	狂热网络	-1	Word Find	-1	奇酷工场	-1	创智优品	-1	散爆网络	-8	创智优品	-1

资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

图表 11: 中国手游月度收入排名 (海外 iOS 及 Google Play)

2018年1月	发行商	排名变化	2018年2月	发行商	排名变化	2018年3月	发行商	排名变化	2018年4月	发行商	排名变化	2018年5月	发行商	排名变化	2018年6月	发行商	排名变化
王国纪元	IGG		王国纪元	IGG	0	王国纪元	IGG	0	王国纪元	IGG	0	荒野行动	网易	1	荒野行动	网易	0
列王的纷争	智明星通		列王的纷争	智明星通	0	荒野行动	网易	3	荒野行动	网易	0	王国纪元	IGG	-1	王国纪元	IGG	0
阿瓦隆之王	FunPlus		火枪纪元	FunPlus	2	火枪纪元	FunPlus	0	火枪纪元	FunPlus	0	火枪纪元	FunPlus	0	火枪纪元	FunPlus	0
碧蓝航线	Yostar		阿瓦隆之王	FunPlus	-1	列王的纷争	智明星通	-2	列王的纷争	智明星通	0	列王的纷争	智明星通	0	列王的纷争	智明星通	0
火枪纪元	FunPlus		荒野行动	网易	19	阿瓦隆之王	FunPlus	-1	阿瓦隆之王	FunPlus	0	阿瓦隆之王	FunPlus	0	阿瓦隆之王	FunPlus	0
无尽对决	沐瞳科技		无尽对决	沐瞳科技	0	无尽对决	沐瞳科技	0	无尽对决	沐瞳科技	0	无尽对决	沐瞳科技	0	无尽对决	沐瞳科技	0
末日争霸	龙创悦动		碧蓝航线	Yostar	-3	放置奇兵	卓创网络	1	三国志M	易幻网络	18	偶像梦幻祭	乐元素	7	放置奇兵	卓创网络	1
苏丹的复仇	龙腾回合 (ONEMT)		放置奇兵	卓创网络	2	末日争霸	龙创悦动	1	奇迹暖暖	Nikki, 智明星通	3	放置奇兵	卓创网络	1	偶像梦幻祭	乐元素	-1
偶像梦幻祭	乐元素		末日争霸	龙创悦动	-2	苏丹的复仇	龙腾回合	4	放置奇兵	卓创网络	-2	三国志M	易幻网络	-2	城堡争霸	IGG	4
放置奇兵	卓创网络		崩坏3	米哈游	6	城堡争霸	IGG	2	末日争霸	龙创悦动	-2	少女前线	XD Global	上期末上榜	三国志M	易幻网络	-1
城堡争霸	IGG		狂兽之翼	游族	1	奇迹暖暖	Nikki, 智明星通	9	苏丹的复仇	龙腾回合	-2	苏丹的复仇	龙腾回合	0	苏丹的复仇	龙腾回合	0
狂兽之翼	游族		城堡争霸	IGG	-1	战火与秩序	壳木软件	6	城堡争霸	IGG	-2	末日争霸	龙创悦动	-2	末日争霸	龙创悦动	0
王者荣耀	腾讯		苏丹的复仇	龙腾回合 (ONE)	-5	狂兽之翼	游族	-2	王者荣耀	腾讯	1	城堡争霸	IGG	-1	奇迹暖暖	Nikki, 智明星通	5
拳皇98	掌趣		拳皇98	掌趣	0	王者荣耀	腾讯	1	偶像梦幻祭	乐元素	8	崩坏3	米哈游	6	碧蓝航线	Yostar	8
战火与秩序	壳木软件		王者荣耀	腾讯	-2	Rules of Sur	网易	8	战火与秩序	壳木软件	-3	龙之谷	腾讯, 盛大	上期末上榜	王者荣耀	腾讯	1
崩坏3	米哈游		少女前线	龙创悦动	1	拳皇98	掌趣	-2	拳皇98	掌趣	0	王者荣耀	腾讯	-3	战火与秩序	壳木软件	1
少女前线	龙创悦动		朕的江山	绝对科技	1	朕的江山	绝对科技	0	Rules of Sur	网易	0	战火与秩序	壳木软件	-2	拳皇98	掌趣	3
女神圣域	昆仑万雅		朕的江山	绝对科技	1	朕的江山	绝对科技	0	Rules of Sur	网易	-2	战火与秩序	壳木软件	-2	拳皇98	掌趣	3
国王的崛起	龙腾回合		战火与秩序	壳木软件	-3	碧蓝航线	Yostar	-11	狂兽之翼	游族	-5	奇迹暖暖	Nikki, 智明星通	-10	Rules of Sur	网易	1
永恒纪元	三七互娱		永恒纪元	三七互娱	0	永恒纪元	三七互娱	0	碧蓝航线	Yostar	-1	Rules of Sur	网易	-2	崩坏3	米哈游	-5
奇迹暖暖	Nikki, 智明星通		奇迹暖暖	Nikki, 智明星通	0	崩坏3	米哈游	-10	崩坏3	米哈游	0	拳皇98	掌趣	-4	PUBG	腾讯	3
战略帝国	奇酷工厂		神之塔	Mad Head Gam	2	战略帝国	Tap4Fun	3	正统三国	绝对科技	上期末上榜	神之塔	Mad Head Gam	4	狂兽之翼	游族	4
战略帝国	Tap4Fun		偶像梦幻祭	乐元素	-13	偶像梦幻祭	乐元素	0	永恒纪元	三七互娱	-3	碧蓝航线	Yostar	-3	神之塔	Mad Head Gam	-1
神之塔	Mad Head Games		Rules of Sur	网易	上期末上榜	兵人大战	原力镜	4	战略帝国	Tap4Fun	-2	PUBG	腾讯	上期末上榜	龙之谷	腾讯	-8
荒野行动	网易		战略帝国	Tap4Fun	-2	少女前线	龙创悦动	-8	战略帝国	奇酷工厂	2	正统三国	绝对科技	-3	正统三国	绝对科技	0
三国无双	owaves		战略帝国	奇酷工厂	-4	三国志M	易幻网络	上期末上榜	神之塔	Mad Head Gam	4	狂兽之翼	游族	-7	兵人大战	原力镜	1
女神圣域	昆仑万雅		战略帝国	owaves	-1	战略帝国	奇酷工厂	-1	兵人大战	原力镜	-3	兵人大战	原力镜	0	战略帝国	Tap4Fun	4
国王的崛起	龙腾回合		兵人大战	原力镜	3	女神圣域	昆仑万雅	2	野蛮时代	Tap4Fun	3	战略帝国	奇酷工厂	-3	战略帝国	奇酷工厂	0
野蛮时代	Tap4Fun		阴阳师	网易	上期末上榜	国王的崛起	龙腾回合	2	国王的崛起	龙腾回合	0	永恒纪元	三七互娱	-6	永恒纪元	三七互娱	0
全民奇迹MU	恺英网络		昆仑万雅	昆仑万雅	-3	神之塔	Mad Head Gam	-8	剑与魔法	莉莉丝游戏	上期末上榜	光明大陆	网易&益姬互娱	上期末上榜	少女前线	XD Global	-19
兵人大战	原力镜		国王的崛起	龙腾回合	-3	野蛮时代	Tap4Fun	上期末上榜	少年三国志	游族	上期末上榜	战略帝国	Tap4Fun	-7	野蛮时代	Tap4Fun	上期末上榜

资料来源: Sensor Tower, 东方财富证券研究所

接下来看各个公司出海的具体区域。

FunPlus 和 IGG 的出海区域比较相似, 多在欧盟各国 (德国、英国、法国、西班牙、意大利、荷兰等) 能进入榜单前十; 这些国家的游戏规模处在第三梯队, 但文化有一定共通和交融之处, 单款游戏出海可以实现一定的规模经济。腾讯在墨西哥、巴西表现不俗, 另外在印度、印尼和土耳其也能强势进入榜单前三。网易则更多凭借其在日本 (全球第三大游戏市场) 的表现胜出。

图表 12: 各厂商出海主要收入上榜国家的国家和具体排名

	2018 年												2019 年	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
FunPlus														
德国	6	6	5	5	6	6	5	4	4	4	4	4	5	5
英国	12	10	7	10	8	8	8	10	8	8	7	7	6	6
法国	9	9	8	9	9	10	9	6	5	5	5	5	5	6
西班牙	12	10	8	9	8	9	9	7	7	6	7	8	9	7
意大利	11	10	11	9	8	9	7	8	6	4	4	4	5	5
俄罗斯	9	8	7	5	5	5	5	5	3	3	2	4	6	5
墨西哥		10	9	7	8	8								
印度						11	10	10	10	10	10	9	10	10
土耳其	8	7	7	7	7	7	8	0	11	9	10	9	10	9
荷兰	10	7	8	7	9	8	7	5	6	5	5	5	5	5
IGG														
德国	5	5	6	6	7	7	6	6	6	5	7	6	8	6
法国	6	6	7	7	8	7	6	5	6	6	6	6	7	7
西班牙	6	6	7	7	8	7	6	5	6	6	6	6	7	7
意大利	6	6	5	5	5	6	5	4	5	6	5	5	6	6
俄罗斯	4	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	2	2
墨西哥		11	10					12	7	10	10			
巴西	8	7	8	6	5	5	6	6	4	5	4	6	5	6
印度	12	9	8	8	8	7	9	9	9	8	8	6	8	8
印尼	2	2	3	3	4	4	3	4	4	4	6	7	7	7
土耳其	4	4	4	3	2	2	2	2	2	2	2	4	4	4
荷兰	5	5	6	5	5	6	6	7	5	6	7	8	9	8
腾讯														
墨西哥						23	10	9	10	11	7	8	5	8
巴西						11	9	4	5	6	5	4	4	7
印度						18	8	3	1	3	1	1	1	1
印尼					16	10	4	5	5	5	5	4	3	3
土耳其							11	9	10	11	5	5	3	2
网易														
日本					10	9	9	8	8	8	8	9	9	9
印尼		11	5	6	5	7								

注: 公司及游戏收入排名采用 App Annie Index; 资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

2.3. 中国游戏的出海也是品类的出海

2018年，中国游戏出海收入排名前五（App Annie数据）分别是《王国纪元》、《荒野行动》、《火枪纪元》、《阿瓦隆之王》、《列王的纷争》，腾讯的《PUBG》位列第六。根据IGG财报，出海榜首的《王国纪元》在2018年贡献收入近6亿美元，月均流水5500万美元；若扣除国内影响，该游戏能占到中国游戏出海收入的5%以上；出海14名《城堡争霸》的月流水在1000万美元。根据智明星通财报，出海第五的《列王的纷争》月均流水1.9亿人民币。由此可见，头部的出海游戏收入占比相对较高，而五到十五名差距其实不大。

图表 13: 中国 APP 发行商出海收入年度排名（综合 iOS 及 Google Play）

排名	游戏	发行商	类别
1	《王国纪元》 流水 5500 万美元	IGG	策略
2	《荒野行动》	LongE; 网易	冒险
3	《Guns of Glory》	FunPlus	策略
4	《阿瓦隆之王: 龙之战役》	FunPlus	策略
5	《列王的纷争》 流水 1.9 亿元 (人民币)	智明星通	策略
6	《绝地求生》	腾讯; Bluehole	动作
7	《Mafia City》	Yotta Games	策略
8	《Idle Heroes》 稳定上亿 (人民币)	DH Games	角色扮演
9	《Ragnarok M: Eternal Love》	GungHo Online Entertainment; X.D.Network	角色扮演
10	《碧蓝航线》	Yostar; X.D.Network; bilibili	角色扮演、动作
11	《Arena of Valor》	腾讯; Netmarble; SEA	动作
12	《奇迹暖暖》	VNG; 智明星通; Kakao Corp; 腾讯; Netmarble; Nikki Inc	角色扮演、休闲、模拟
13	《Mobile Legends: Bang bang》	Moonton	动作
14	《城堡争霸》 流水 1000 万美元	腾讯; IGG	策略
15	《Be The King》	Chuang Cool	角色扮演、模拟

资料来源：公司财报，公司官网，App Annie，东方财富证券研究所

如果讨论游戏品类，IGG、FunPlus、智明星通的出海游戏《王国纪元》、《火枪纪元》、《列王的纷争》都是策略游戏；策略游戏在出海前十占据半壁江山。而腾讯的《PUBG》、网易的《荒野行动》、《终结者 2》则都是动作类/吃鸡。实质上，中国游戏的出海目前是部分品类的出海。

2.4. 本地化到运营，出海是个辛苦活

众所周知的，游戏研发在品类上是有壁垒的。总体来看，中国游戏出海做得比较好的品类是SLG和吃鸡。其中做策略游戏的厂商多是专注出海，而吃鸡的腾讯网易实则国内收入规模更大。

对于游戏出海，其难点在于（1）本地化（画风、语言、UI、宗教习惯）、（2）买量的把控，（3）用户运营（喜好倾向、客服、活动）。

图表 14: 游戏出海面临的工作



资料来源: 知乎, 东方财富证券研究所

以 IGG 的王国纪元为例。SLG 游戏增加 PRG 副本可以在等待过程中获得阶段成就感。游戏采用全球同服，偏 Q 版和魔幻的画风，精灵、骑士、王后等人物设定符合欧美审美，小语种的翻译通顺易懂。合格的玩法、语言、画风等元素，都游戏成功的基础。市场营销方面，IGG 以 ROI 为核心标准，偏好在 Facebook 买量，更多投放花费在美国和欧洲市场；而美国市场的成功帮助游戏在世界范围内传播。由于游戏全球同服，游戏运营更加公平，上线 3 年游戏进行过 70+ 次更新，增加玩法、维护平衡和热度。从研发到营销，再到运营，一款优秀的出海游戏需要在方方面面精耕细作，是个辛苦活。

图表 15: 王国纪元海外版



资料来源: 《王国纪元》游戏, 东方财富证券研究所

3. 各市场分析

我们分国家来看市场规模、参与者、用户偏好以及试过游戏的表现。

图表 16: 不同市场中国游戏表现

	移动游戏 市场规模	吃鸡	策略	休 闲	MMORPG	其他类型	玩家偏好	
美国	100 亿美元左右		FunPlus、IGG 等			Casino (巨人)	休闲>策略>街机> 动作	
日本	60+亿美元	网易					动作>RPG>休闲> 策略	
韩国	18 亿美元		易幻网络、 FunPlus 等		创酷互动 等		MMORPG>策略	
欧洲	主要市场规模 加总接近日本		IGG、FunPlus				休闲>策略	
墨西哥、 巴西	7 亿和 3 亿美元	腾讯	IGG、FunPlus				休闲、策略>动作	
中国台湾	7 亿美元				创酷互动 等	MOBA (腾讯)	MMORPG>MOBA	
印度	8 亿美元	腾讯	IGG、智明星通			棋牌、 Casino	MOBA (沐 瞳)	动作>休闲、棋 牌>MOBA
印度尼西亚	接近 6 亿	腾讯、网 易	IGG、梦加等				MOBA (沐 瞳)	策略、动作>MOBA
土耳其	接近 4 亿	腾讯	梦加、IGG 等			棋牌	MOBA (沐 瞳)	策略、动作>MOBA

注：黄色底纹表示该品类中国占据一定市场份额，颜色越深份额越大；蓝色反之

资料来源：allcorrect、Stitista、UKIE、CNC、App Annie、东方财富证券研究所

3.1. 美国玩家更偏爱休闲游戏

美国的游戏规模超过 300 亿美元，其中移动游戏市场在百亿美元左右。这一市场强者云集，市场参与者包括暴雪、Supercell (腾讯控股，但独立运营股仍算作芬兰企业)、Epic Games (腾讯投资) 等美国本土及北欧的企业。

相较于中国玩家对 MOBA 的偏爱，美国玩家更喜欢休闲游戏、卡牌博彩，以及策略模拟游戏；其中最喜爱益智游戏的比例高达 44%，在中国则只有 11%。这个偏好从美国游戏的收入榜单也能验证，《Candy Crush Saga》长期蝉联榜首。此外，《堡垒之夜》、《Pokemon Go》、《部落冲突》等知名厂商的游戏在 2018 年也基本稳定在前五。

中国游戏收入能进入榜单前十的只有巨人网络收购的 Playtika 旗下产品《Slotomania》，一款老虎机 (Casino Slots) 游戏。中国游戏出海在美国主要还是以策略游戏为主，代表依旧是做出海的 FunPlus、IGG 的《火枪纪元》、《王国纪元》，收入排名预计在 20 到 30 之间。

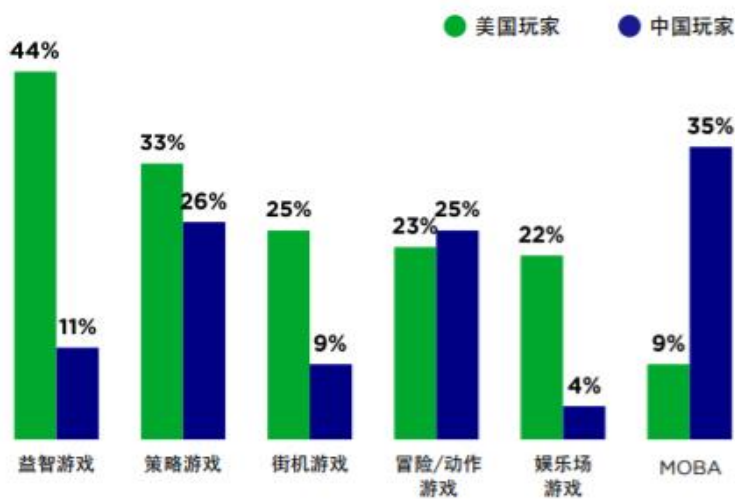
图表 17: 各国市场中国游戏厂商收入排名

	2018 年												2019 年	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
美国														
巨人网络	7	4	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	2

巨人网络有《Slotomania》上游戏收入榜；
参与者是：暴雪、Supercell、Zynga、Aristocrat、Playrix、Epic Games 等美国或北欧企业
收入榜单主要游戏：Candy Crush、堡垒之夜、Pokemon Go、部落冲突等

注：公司及游戏收入排名采用 App Annie Index；资料来源：App Annie，东方财富证券研究所

图表 18: 美国玩家及中国玩家游戏偏好对比



美国：基于10-65岁的移动游戏玩家；
中国：基于一二线城市的10-50岁移动游戏玩家。

资料来源：Newzoo 的报告《如何选择出海之路？》，东方财富证券研究所

图表 19: 中国手游在美国的表现

收入排名	游戏类型	公司排名	代表游戏
1	策略	1	火枪纪元
2	策略	2	王国纪元
3	策略	3	阿瓦隆之王
4	策略	4	列王的纷争
5	养成	5	腾讯
6	放置 RPG	6	网易
7	策略	7	终结者 2
8	策略	8	卓杭网络
9	射击	9	放置奇兵
10	策略	10	壳木游戏
			战火与秩序
			原力棱镜
			兵人大战
			Tap4Fun
			战地风暴
			游族
			天使纪元

注：没有被巨人网络收购的 Playtika 数据（即游戏 Slotomania）；资料来源：Sensor Tower，东方财富证券研究所

3.2. 吃鸡很强，但出海日韩整体表现一般

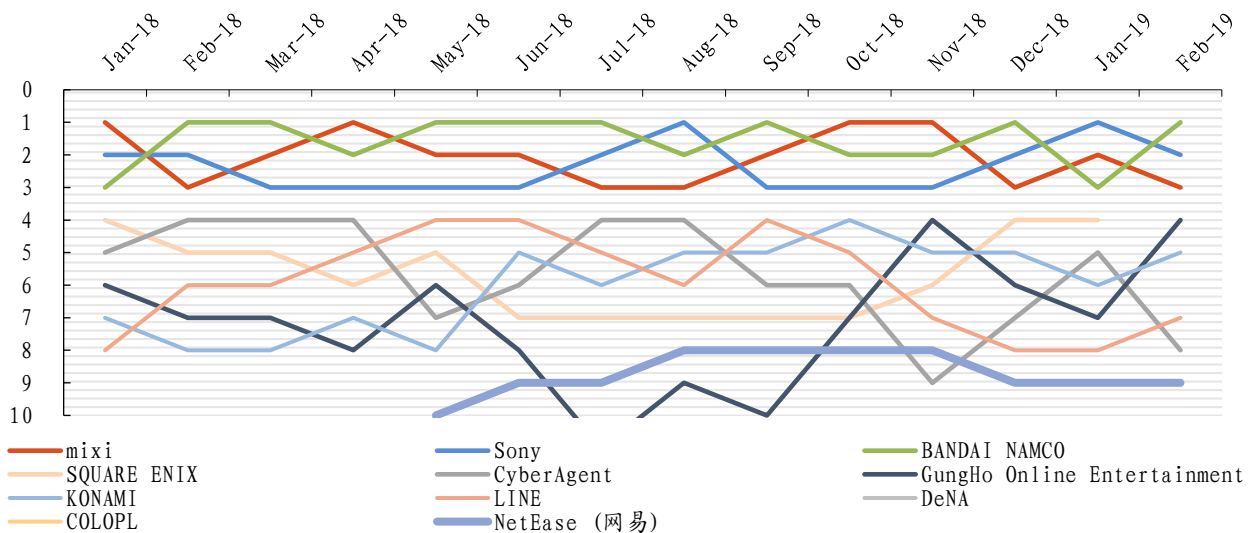
日本和韩国都是传统游戏强国，移动游戏市场的参与者多为本土企业。日本有万代南梦宫、Mixi、索尼，韩国有 NCsoft (网游时代以《天堂》、《天堂 II》为代表)、Netmarble、Nexon；都在游戏发展史上占有一席之地。

游戏类型层面，日韩市场有同中国市场的类似之处，即对 RPG 的喜爱高于欧美市场，且韩国对 RPG 喜欢甚于日本。日本市场收入榜单靠前的《F/GO》、《Granblue Fantasy》，韩国的《天堂 M》、《天堂 2》、《Black Desert》都可属于这个类别。此外日本市场对吃鸡手游更偏爱一些，《荒野行动》自 2018 年 5 月开始即稳定在收入榜前五。

日本是仅次于全球第三大游戏市场，2018 年移动游戏市场规模约 63 亿美元，头部参与者比较稳定，万代南梦宫、索尼、Mixi 交替前三的座次。具体游戏的话，2018 年，《Monster Strike》和《F/GO》稳定在榜单收入前 2 名，《Puzzle and Dragon》、《荒野行动》相对稳定，其他游戏的排位更迭较快，品类也比较多元。

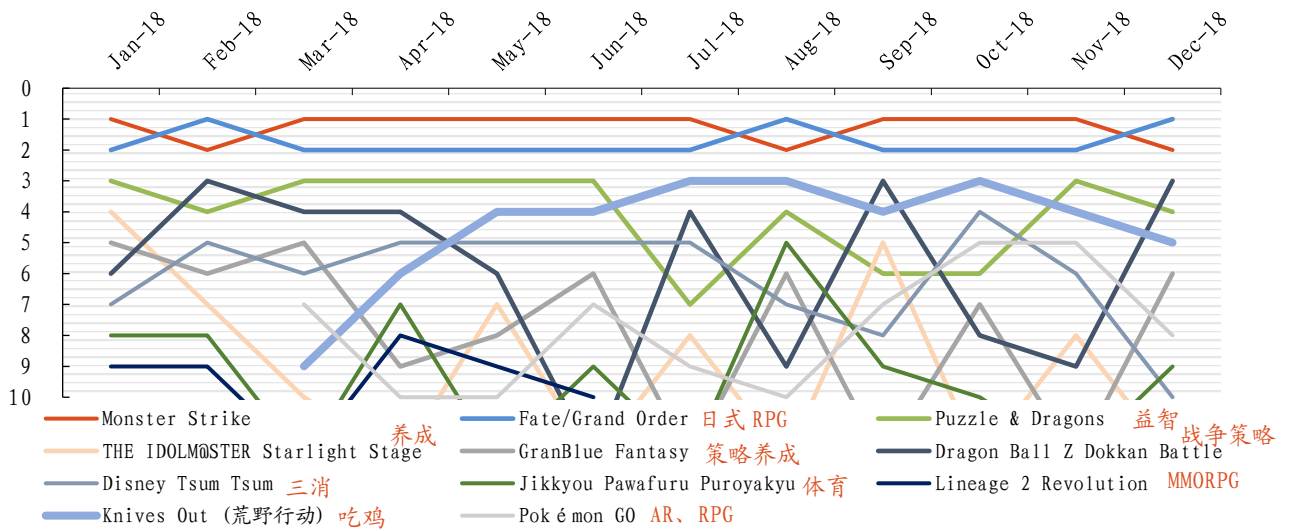
然而，日本市场虽大，但是中国游戏表现比较一般，能登上收入榜前十的厂商只有网易，同时出海的游戏 CR5 高达 58% (Newzoo 数据，五款游戏分别是《荒野行动》、《碧蓝航线》、《偶像梦幻祭》、《拳皇 98》、《战舰帝国》)，说明尾部贡献有限。鉴于中日两国玩家喜爱的游戏类型是有相似的，那么品类并非出海的瓶颈，研发（技术、设计）才是有待加强的地方。

图表 20: 日本 iOS & Google Play 公司游戏收入榜单变化



资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

图表 21: 日本 iOS & Google Play 单个游戏收入榜单变化



资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

图表 22: 日本市场中国游戏厂商收入排名

	2018 年												2019 年	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
日本														
网易					10	9	9	8	8	8	8	9	9	9

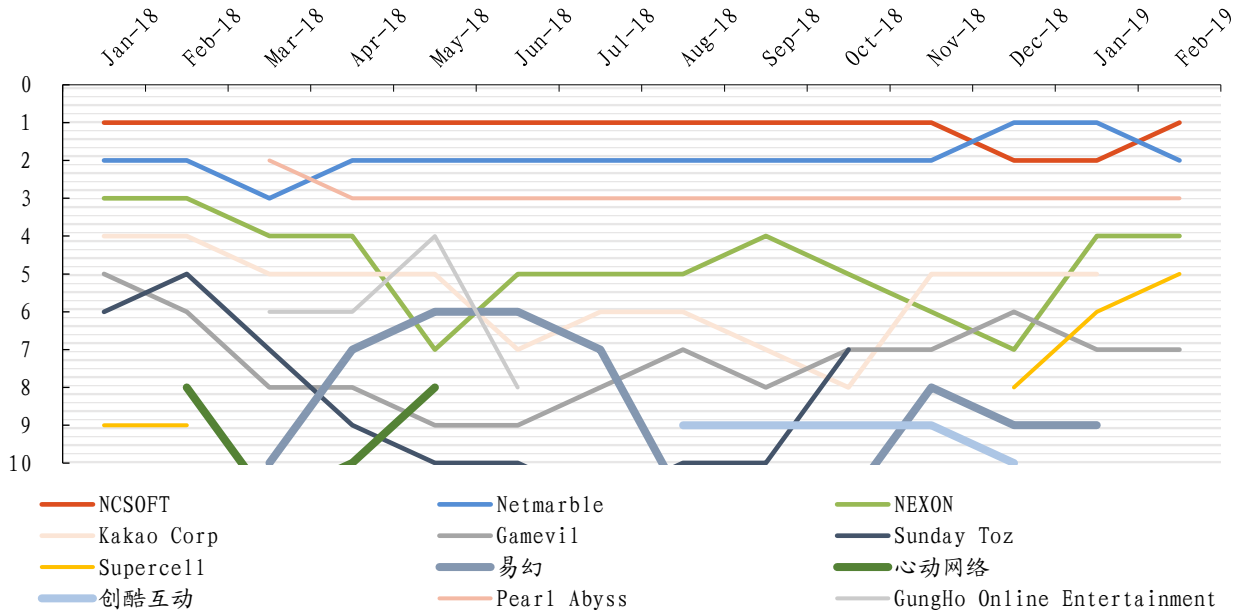
网易主要凭借《荒野行动》上榜;
市场参与者是: 万代南梦宫、mixi、索尼、LINE、KONAMI、Cyber Agent、Square Enix、Gungho Online 等本土企业
收入榜单其他主要游戏: Monster Strike、F/GO、Puzzle & Dragons (益智)、Disney Trum Trum(三消)等

注: 公司及游戏收入排名采用 App Annie Index; 资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

韩国是世界第四大的游戏市场, 2018 年移动游戏市场规模约 18 亿美元, 头部参与者同样比较稳定, 前两名是 NCsoft、Netmarble 交替, 而 Kakao 基本稳定在第三名。具体游戏的话, 2018 年,《天堂 M》稳居榜首,《天堂 2》和《Black Desert》稳定在前五, 其他游戏的排位更迭较快, 品类主要以 MMORPG 为主。

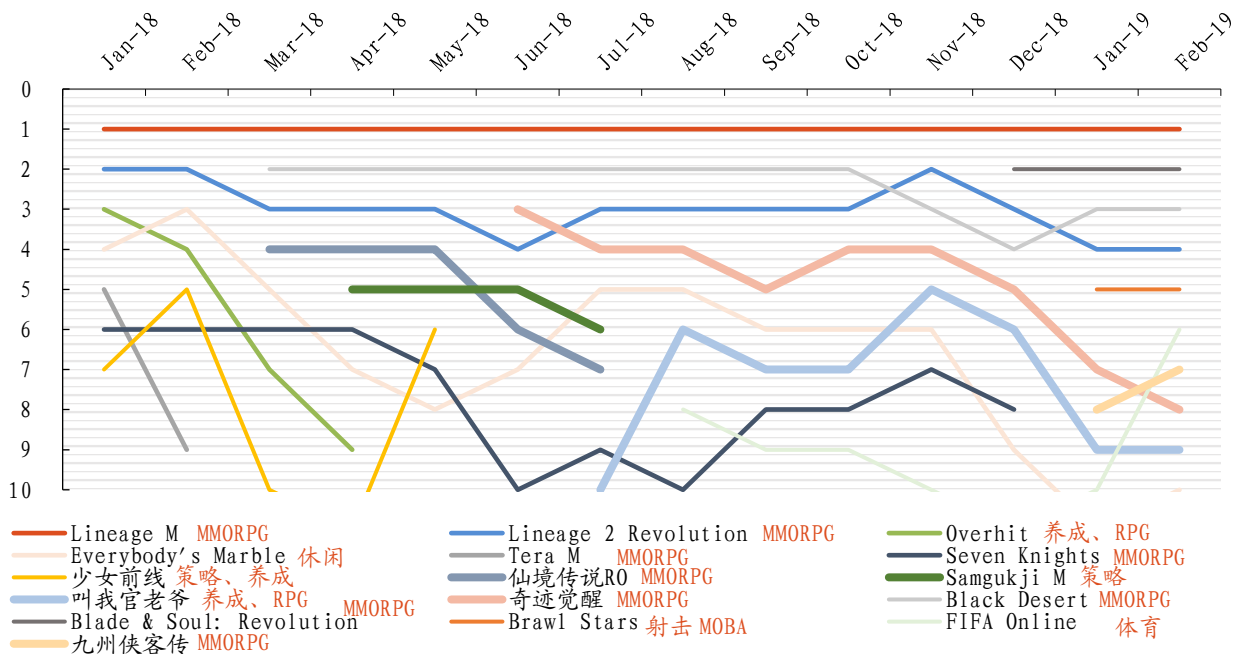
同样的, 中国游戏在韩国表现的也比较一般, 易幻网络、心动网络、创酷互动能进入收入前 10 的厂商但排名都比较靠后。Newzoo 数据, FY18H1 中国游戏在韩国收入前五分别是《三国志 M》、《少女前线》、《王国纪元》、《崩坏 3》、《火枪纪元》, 前五当中策略游戏占据到六成(收入、数量均是)。未来, 中国的 MMORPG 游戏未来在韩国是可以有明显提升空间。

图表 23: 韩国 iOS & Google Play 公司游戏收入榜单变化



资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

图表 24: 韩国 iOS & Google Play 单个游戏收入榜单变化



资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

图表 25: 韩国市场中国游戏厂商收入排名

	2018 年												2019 年	
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月
韩国														
易幻网络			10	7	6	6	7				8	9	9	
心动网络		8	11	10	8									
创酷互动								9	9	9	9	10		
创酷互动的《叫我官老爷》，易幻网络的《三国志 M》、心动网络的《仙境传说 R0》、掌趣的《奇迹觉醒》上榜														
市场参与者: NCsoft、Netmarble、Pearl Abyss、Kakao Corp、Nexon、Gamevil、Sunday Toz 等日韩企业														
收入榜单主要游戏: 《天堂 M》、《天堂 2》、《Black Desert》、《剑灵》等														

注: 公司及游戏收入排名采用 App Annie Index; 资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

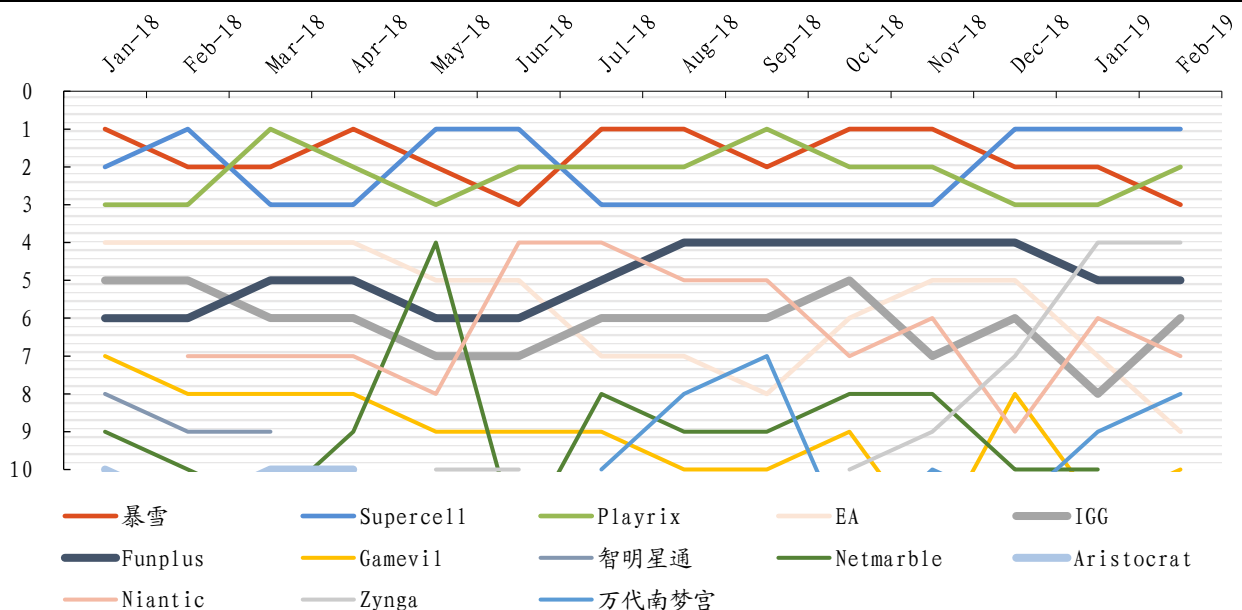
3.3. SLG 占领欧洲各国

欧洲(我们讨论的包括德国、英国、法国、西班牙、意大利、俄罗斯、荷兰)也是相对成熟的游戏市场,单拆零散,但欧洲前六规模加总能和日本接近。参与者以暴雪、Supercell、Playrix 等欧美厂商为主,但也有万代南梦宫等日本企业。

游戏类型上,欧洲各国的玩家偏好同美国玩家有类似,即对益智、策略游戏的偏好较高。我们看到,《Candy Crush》、《Gardenscapes》为代表的三消,以《部落冲突》、《皇室战争》为代表的策略在众多国家都均受到玩家欢迎。

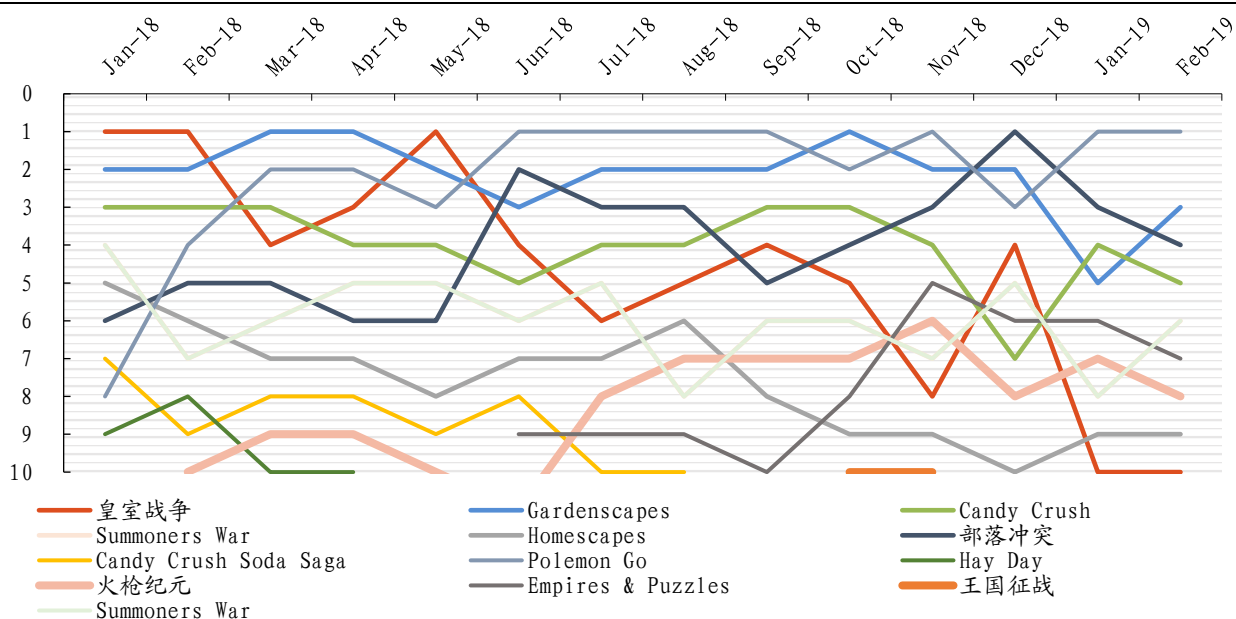
虽然欧洲各国游戏市场有存在差别,但共性也很明显,因为我们选择以德国为例。头部参与者稳定,暴雪、Supercell、Playrix 稳定在前三。具体游戏的排位其实比日韩市场更迭较快,《Gardenscapes》、《Pokemon Go》在较长时间能稳定于前三,《Candy Crush》、《部落冲突》、《皇室战争》、《魔灵召唤》能进入前十。

图表 26: 德国 iOS & Google Play 公司游戏收入榜单变化



资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

图表 27: 德国 iOS & Google Play 单个游戏收入榜单变化



资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

中国游戏出海在欧洲取得了一些成果, IGG 凭借《王国征战》、FunPlus 凭借《火枪纪元》在各国都有进入收入榜单前十, 且多在中位。此外, 巨人网络在英国、意大利、荷兰, 智明星通在西班牙、俄罗斯也有上榜。我们看到, 单个能上榜的中国游戏几乎均为 SLG (除巨人收购 Playtika 和腾讯 PUBG 以外); 我们认为该品类未来向上空间或许有限。

图表 28: 欧洲市场中国游戏厂商收入排名

	2018 年												2019 年	
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月
德国														
IGG	5	5	6	6	7	7	6	6	6	5	7	6	8	6
FunPlus	6	6	5	5	6	6	5	4	4	4	4	4	5	5
FunPlus 《火枪纪元》、IGG 的《王国征战》有上游戏收入榜 市场参与者: Supercell、暴雪、Playrix、Netmarble、EA、万代南梦宫等世界各国的企业 收入榜单其他主要游戏: 《皇室战争》、《Gardenscapes》、《Pokemon Go》、《Candy Crush》、《部落冲突》等														
英国														
FunPlus	12	10	7	10	8	8	8	10	8	8	7	7	6	6
巨人网络														7
IGG 《王国征战》、FunPlus 《火枪纪元》、智明星通《列王的纷争》有上游戏收入榜 市场参与者: Supercell、暴雪、Playrix、Zynga、Netmarble、EA 等世界各国的企业 收入榜单的主要游戏: 《皇室战争》、《Gardenscapes》、《Pokemon Go》、《Candy Crush》、《部落冲突》、《ROBLOX》、《堡垒之夜》等														
法国														
IGG	6	6	7	7	8	7	6	5	6	6	6	6	7	7
FunPlus	9	9	8	9	9	10	9	6	5	5	5	5	5	6
IGG 《王国征战》、FunPlus 《火枪纪元》、莉莉斯《文明的崛起》有上游戏收入榜 市场参与者: 暴雪、Supercell、Playrix、万代南梦宫、Ubisoft、Zynga、Netmarble、EA 等世界各国的企业														

收入榜单的主要游戏:《龙珠:激战》、《皇室战争》、《部落冲突》、《Pokemon Go》、《Candy Crush》、《Summoners War》、《Brawl Stars》等														
西班牙														
IGG	5	5	5	4	6	4	6	5	6	4	4	4	5	5
FunPlus	12	10	8	9	8	9	9	7	7	6	7	8	9	7
智明星通	8	8	10	10										
IGG《王国征战》、FunPlus《火枪纪元》、智明星通《烈王的纷争》有上游戏收入榜 市场参与者:暴雪、Supercell、Playrix、万代南梦宫、Niantic等世界各国的企业 收入榜单的主要游戏:《龙珠:激战》、《皇室战争》、《部落冲突》、《Pokemon Go》、《Candy Crush》、《Brawl Stars》、《Gardenscapes》等														
意大利														
IGG	6	6	5	5	5	6	5	4	5	6	5	5	6	6
巨人	8	9	7	8	7	7	9	7	9	7	7	9	7	7
智明星通	9													
FunPlus	11	10	11	9	8	9	7	8	6	4	4	4	5	5
巨人网络《Slotomania》, IGG《王国征战》、FunPlus《火枪纪元》有上游戏收入榜 市场参与者:暴雪、Supercell、Playrix、万代南梦宫、EA、Netmarble等世界各国的企业 收入榜单的主要游戏:《皇室战争》、《部落冲突》、《Pokemon Go》、《Candy Crush》、《Brawl Stars》、《Gardenscapes》、《Empires & Puzzles》等														
俄罗斯														
智明星通	3	4	4	4	4	4	4	4	5	5	7	11	9	10
IGG	4	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2	2	2
FunPlus	9	8	7	5	5	5	5	5	3	3	2	4	6	5
梦加										9	8	6	4	3
IGG《王国征战》和《城堡争霸》、梦加《苏丹的游戏》、易幻《War and Magic》、腾讯《PUBG》、莉莉斯《文明的崛起》、智明星通《烈王的纷争》有上游戏收入榜 市场参与者:Playrix、Zynga、Supercell、Aristorat等企业(非日韩) 收入榜单的主要游戏:《World of Tanks Blitz》、《Gardenscapes》、《Empires & Puzzles》、《Vikings: War of Clans》等														
荷兰														
IGG	5	5	6	5	5	6	6	7	5	6	7	8	9	8
FunPlus	10	7	8	7	9	8	7	5	6	5	5	5	5	5
巨人	8	9	9	8	8	7	8	6	8	7	6	6	4	4
IGG《王国征战》、FunPlus《火枪纪元》等有上游戏收入榜 市场主要参与者:暴雪、Supercell、Playrix、EA、万代南梦宫、Niantic等,欧美企业为主 收入榜单的主要游戏:《皇室战争》、《部落冲突》、《Pokemon Go》、《Candy Crush》、《Brawl Stars》、《Gardenscapes》、《龙珠:激战》等														

注:公司及游戏收入排名采用 App Annie Index;资料来源:App Annie,东方财富证券研究所

3.4. 大厂小厂都在积极布局新兴市场

印度市场由于渗透率的问题，目前移动游戏市场规模在 8 亿美元，占到其电子游戏整体收入超过 7 成。但不少欧美大厂都已进入布局，另也有本土企业参与竞争。玩家喜欢的游戏品类比较多元，包括棋牌、休闲、策略、MOBA、吃鸡等。至于中国厂商的表现，IGG、FunPlus 等专注出海的企业凭 SLG 游戏占有一定份额，沐瞳科技的《MGBB》(类似王者荣耀)也有上榜。值得注意的是，腾讯凭借《PUBG》的成功自 2018 年 9 月已经稳居了厂商收入榜首。

图表 29: 印度市场中国游戏厂商收入排名

	2018 年												2019 年	
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月
印度														
腾讯						18	8	3	1	3	1	1	1	1
IGG	12	9	8	8	8	7	9	9	9	8	8	6	8	8
FunPlus						11	10	10	10	10	10	9	10	10
智明星通	8	8	10	9										
腾讯《PUBG》、IGG《王国征战》、沐瞳科技《MLBB》、智明星通《烈王的纷争》有上游戏收入榜 市场其他参与者: Moon Active (以色列)、Octro (印度)、SEA、暴雪、Supercell 等 收入榜单的主要游戏:《Coin Master》、《Teen Patti》系列、《Free Fire》、《Candy Crush》、《8 Ball Pool》、《部落冲突》等														

注: 公司及游戏收入排名采用 App Annie Index; 资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

墨西哥和巴西的移动游戏市场规模分别在 7 亿和 3 亿美元左右。两国的玩家有一定共性, 喜欢 (1) 策略游戏 (《皇室战争》、《部落冲突》、《王国征战》), (2) 吃鸡 (《Free Fire》、《PUBG》、《堡垒之夜》), (3) 休闲小游戏; 同时, 和欧洲、美国玩家有相似又有不同。而中国游戏主要还是在做 SLG。值得注意的是, 新加坡的 SEA (腾讯参股) 凭借《Free Fire》成为两地市场的主要参与者, 是其出海的实现。

图表 30: 墨西哥、巴西市场中国游戏厂商收入排名

	2018 年												2019 年	
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月
墨西哥														
腾讯						23	10	9	10	11	7	8	5	8
IGG		11	10					12	7	10	10			
FunPlus		10	9	7	8	8								
巨人网络				13	9									
IGG《王国征战》、腾讯《PUBG》有上游戏收入榜 市场参与者: Supercell、SEA、暴雪、EA、Playrix、Netmarble 等企业 收入榜单的主要游戏:《皇室战争》、《部落冲突》、《Pokemon Go》、《Candy Crush》、《Free Fire》、《堡垒之夜》、《Brawl Stars》等														
巴西														
智明星通	4	5	4	5	9			11	9	9	10			

IGG	8	7	8	6	5	5	6	6	4	5	4	6	5	6
腾讯						11	9	4	5	6	5	4	4	7

IGG《王国征战》、腾讯《PUBG》有上游戏收入榜

市场参与者: SEA、暴雪、Supercell、Netmarble、Playrix 等企业

收入榜单的主要游戏:《Free Fire》、《皇室战争》、《Pokemon Go》、《Candy Crush》、《Brawl Stars》、《仙境传说R0》等

注:公司及游戏收入排名采用 App Annie Index;资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

中国台湾的移动游戏市场规模在 7 亿美元左右。虽然规模不大,但中国台湾在曾经的单机游戏时代曾有不少对大陆游戏历史影响甚深的作品。目前中国台湾的游戏参与者主要是亚洲企业,包括 Gamania(中国台湾)、Pearl Abyss(韩国)、SEA(新加坡)等。中国台湾游戏玩家的偏好同大陆非常类似,以 MOBA 和 RPG 居多,创酷互动的《叫我官老爷》、《AoV(王者荣耀国际版)》、三七互娱的《鬼语迷城》、紫龙互娱的《风之大陆》等有上游戏收入榜前十。

图表 31: 中国台湾市场中国游戏厂商收入排名

	2018 年												2019 年	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
中国台湾														
37 互娱				7	7	6	3	6	8	11	9	5	5	5
创酷互动											8	10	8	

创酷互动《叫我官老爷》、腾讯《王者荣耀》、三七互娱《鬼语迷城》、紫龙互娱《风之大陆》等有上游戏收入榜

市场主要参与者: Gamania、Netmarble、SEA 等亚洲企业为主

收入榜单的主要游戏:《天堂M》、《神魔之塔》、《天堂2》、《仙境传说》、《风之大陆》等

注:公司及游戏收入排名采用 App Annie Index;资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

印度尼西亚的市场规模在 6 亿美元不到,中国厂商的参与度都已经很高,厂商收入前十中常年有半数以上是中国企业。2018 年上半年,沐瞳凭借《MGBB》占据收入榜首,而下半年腾讯凭借《PUBG》排位迅速提升。印尼玩家除了吃鸡、SLG 以外,也喜欢 MMORPG,和东亚玩家类似。

图表 32: 印尼市场中国游戏厂商收入排名

	2018 年												2019 年	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
印度尼西亚														
沐瞳	1	1	1	2	1	1	1	1	1	1	3	3	4	5
IGG	2	2	3	3	4	4	3	4	4	4	6	7	7	7
腾讯					16	10	4	5	5	5	5	4	3	3
昆仑万维	6	10	12	7	3	3	6	6	6	8				
智明星通	3	5	4	4	7		11	8	8	6	7	8	10	9
易幻	4	8												
游族	7	6	9											
网易		11	5	6	5	7								
莉莉斯										9	9	9		

梦加												15	8	8
腾讯《PUBG》、IGG《王国征战》、沐瞳科技《MLBB》、智明星通《烈王的纷争》、昆仑万维《龙之谷》、网易《终结者2》、莉莉斯《文明的崛起》、《仙境传说RO》有上游戏收入榜 市场其他参与者: Supercell、Netmatble、SEA、暴雪、Gungho Online 收入榜单的其他主要游戏: 《Free Fire》、《天堂2》等														

注: 公司及游戏收入排名采用 App Annie Index; 资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

土耳其的市场规模接近4亿美元, 同印尼, 中国厂商的参与度都已经很高, 厂商收入前十中常年有半数以上是中国企业。玩家偏好吃鸡和SLG。

图表 33: 土耳其市场中国游戏厂商收入排名

	2018年												2019年	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
土耳其														
腾讯							11	9	10	11	5	5	3	2
梦加								6	4	3	3	2	2	3
IGG	4	4	4	3	2	2	2	2	2	2	2	4	4	4
龙腾中东							12	7	6	5	6	7	7	6
智明星通	3	3	3	4	4	4	4	4	5	6	7	6	6	7
FunPlus	8	7	7	7	7	7	8		11	9	10	9	10	9
游族											13	10	9	10
沐瞳	12	10	10	9	10	9	10		9	10				
龙创悦动	7	6	6	6	6	6	7	10						
腾讯《PUBG》、梦加《苏丹的游戏》、IGG《王国征战》、龙腾中国《The Great Ottomans》、沐瞳科技《MLBB》、智明星通《烈王的纷争》、龙创悦动《丧尸之战》等有上游戏收入榜 市场其他参与者: Zynga、Supercell、暴雪等欧美企业 收入榜单的其他主要游戏: 《101 Okey by Peak Games》、《Zynga Poker》等														

注: 公司及游戏收入排名采用 App Annie Index; 资料来源: App Annie, 东方财富证券研究所

4. 结论: 没那么容易的出海, 对研发运营提出更高要求

无论在成熟市场, 还是新兴经济体, 我们认为移动游戏都有增长空间。成熟市场增长点来自(1)玩家对移动游戏偏好的提升,(2)部分国家移动游戏 ARPU 同主机/端游 ARPU 存在缺口, 因而有结构机会。而新兴市场的增长点来自(1)智能硬件的普及带来用户数量的增加,(2)用户付费的增长。

SLG 在成熟市场取得成功, 其他品类的突围需要更强的研发能力。在北美、欧洲和东亚等市场, 移动游戏更偏红海; 全球各大厂商同台竞技。在这些国家, 消费者有愿意为好游戏花钱, 即“内容红利”存在。纵观游戏发展史, 绝对的技术领先并非游戏取胜的关键, 但游戏里的心意和新意可以, 这也是中国很多游戏所欠缺的。目前, 中国自研的游戏在这些市场取得了一定成果, 但主要还

是 SLG 和吃鸡的出海。其他品类，理论上突破空间，但这对研发要求很高。

新兴市场相对蓝海，中国厂商已积极布局。新兴市场的行业规模上行空间更大，相对蓝海。市场分散，区域间存在较大差异，同一游戏或需要做不同的本地化，部分国家除了 google 和 app store 有相对较大的第三方渠道，还是个辛苦活。目前，在破亿（美元）规模的市场，中国厂商都在积极布局，部分地区的收入榜单甚至占据半壁江山。我们认为，这些市场不会单纯复制中国曾经纯粹的“野蛮生长”路径，消费者不会有什么玩什么，内容红利会在行业成长的同时体现。

我们认为**以研发能力为基础、用发行和运营能力支撑的内容，是游戏出海成功的核心要素**。形式上，厂商可以自己研发和出海发行，也可以选择代理或者被代理，参与出海。未来，出海仍是大趋势，大厂需要积极布局出海来巩固份额，而小厂若在部分市场取得成功，业绩弹性更大。

5. 配置建议

建议关注布局游戏出海的中文传媒(600373.SH)、宝通科技(300031.SZ)、游族网络(002174.SZ)。

图表 34：行业重点关注公司（2019/4/16 数据）

代码	简称	总市值 (亿元)	PB(倍)			股价 (元)
			2018	2019E	2020E	
002174.SZ	游族网络	200.88	19.74	16.96	13.47	22.61
600373.SH	中文传媒	208.90	12.90	11.55	10.29	15.16
300031.SZ	宝通科技	58.52	21.17	16.19	13.18	14.75

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

6. 风险提示

游戏上线进度不及预期，流水表现不及预期
海外地区政策风险

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。