

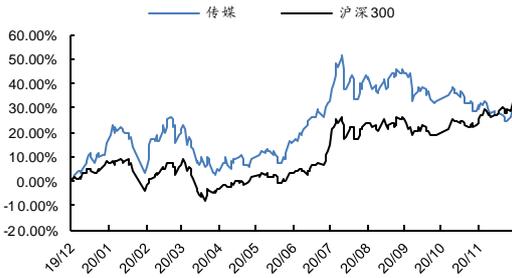
研究所

证券分析师: 朱珠 S0350519060001
021-61981372 zhuz@ghzq.com.cn
联系人: 于越 S0350120080038
yuy05@ghzq.com.cn

游戏买量的思考

——传媒行业事件点评报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒	-1.1	-10.4	29.2
沪深300	6.1	5.2	31.6

相关报告

《传媒行业周报: 贺岁档渐近助推头部院线新股博纳影业、果麦文化、快手上市提有望提振板块热度》——2020-11-29

《传媒行业深度报告: 从孩之宝与泡泡玛特看奥飞娱乐 文化符号价值再提升》——2020-11-23

《传媒行业周报: 视频平台商业化变现渐优关注优质内容供给端 盲盒经济表象下带热文化符号》——2020-11-22

《传媒行业周报: 优质内容具杠杆效应 2021 中国文化力量新韧性赛道布局时》——2020-11-15

《传媒行业 2021 年度投资策略: 2021 年看字节看国潮 中国文化力量新韧性》——2020-11-07

事件:

游戏行业买量市场从 2020 年上半年游戏厂商争抢用户时长红利带来的买量市场加剧 (2020H1 整体素材投放量同比涨幅超 250%), 再到 Q3 暑期档新游密集上线, 营销活动集中, 进一步加剧了买量市场的竞争, 再到 10 月和电商“双十一”, 2020 年下半年手游买量市场平均每日在线投放素材量整体较 2020H1 进一步增加, 高强度买量市场竞争, 使得流量成本进一步提升, 11 月日均在线投放素材数环比下降 12.27%至 8.7 万组, 游戏买量市场逐步回归理性。

投资要点:

- “双十一”成 2020 年下半年买量市场分水岭, 买量市场逐渐回归理性 游戏买量市场自 2020 年 Q3 流量成本上升, 再到 10 月至电商“双十一”延续高成本, “双十一”后买量市场逐渐回归理性。此前买量成本的上升, 一方面是由于 2020 年上半年游戏厂商争抢用户时长红利, 过度消耗用户导致流量质量下滑; 另一方面是由于 2020 年大厂加大了对买量的投入, 且下半年游戏市场新游增多, 流量竞争加剧, 使流量成本提升。此外, 今年的电商双十一预售提前, 加剧了 10 月的买量市场的竞争, 双十一后, 买量市场逐渐回归理性。随着线下广告的恢复、买量打法的成熟、买量精度和效率的提升, 买量成本增速有望放缓, 买量成本提升的影响可能不如市场悲观预期那样严重, 可能存在较大的预期差。
- 2020H1 游戏行业享受到疫情带来的时长红利, 伴随疫情红利减弱, 2021 年上半年游戏增长悲观预期已在 2020H2 逐步释放 2020H1 受疫情影响, 虽然游戏市场表现较好, 但享受时长红利进而带来流水提升的产品多为老游戏, 今年上半年新游受疫情期间停工影响, 推出的新游数量较少, 而 2021H1 除去疫情的影响, 新游的上线数量将会较 2020H1 明显增多, 且像今年下半年的密集集中的新游营销推广的可能性或将降低, 新游或将错开时间节点上线, 避免直面竞争, 整个游戏市场新游的流量竞争将会更加均匀合理, 明年上半年在新游产品正常推进上线的情况下, 2021H1 的行业规模与市场的悲观预期或存在较大的预期差。
- 未上市的游戏公司的精品游戏短期挤压上市公司产品变现, 中长期

需看目前加大新品布局公司的业绩释放 今年未上市的游戏公司的游戏产品表现亮眼，米哈游（《原神》）、莉莉丝（《万国觉醒》）均为未上市公司，对上市游戏公司的产品表现会有影响。A 股的部分头部公司，如三七互娱、世纪华通、吉比特均在探索更多元的游戏品类，向扩大游戏用户覆盖广度的方向调整，逐渐加大了对新品类的布局。手游市场产品供给伴随用户需求端提升后，具备优质研发实力的公司相对受益，多样化的精品布局能够满足用户多样化的需求，具备优质研发实力的公司即使短期业绩释放慢，但是我们从中长期看，这些企业仍具有看点。

- **行业评级及投资策略** 给予行业推荐评级。从买量成本的角度看，由于疫情影响的减弱，2021 年上半年的时长红利较今年上半年将会减少，2021H1 的买量市场竞争激烈程度或不如今年上半年，进而买量市场的流量成本有望处于较为理性的水平。2020 年 Q1、Q2、Q3 的移动游戏市场实际销售收入分别为 553.70 亿元、493.03 亿元、508.49 亿元，2020Q2 在三个季度中基数最低，2020Q2 相比 2020Q1，疫情带来的用户时长红利逐渐减弱（企业复工等因素），叠加 2020 年上半年新游上线较少，2021 年在无疫情影响新游可正常推进下，游戏行业市场规模有望在 2021 年 Q2 开始实现较好的增长，并在 2021 年下半年延续增长态势，目前板块估值处于较低水平，具有较强的吸引力。

- **重点推荐个股** 心动公司（2400.HK），2020 年下半年公司自研游戏《火炬之光：无限》《心动小镇》与《项目 A》进入量产阶段，2021 年部分自研新品上线，自研游戏有望驱动公司业绩高增长。游戏社区平台 TapTap 从功能与内容层面改版，独代游戏《人类跌落梦境》定于 12 月 17 日上线，关注高口碑高预约量付费游戏与 TapTap 改版协同作用，关注后续 TapTap 用户规模提升。

百奥家庭互动（2100.HK），低估值、业绩高增长且回购，新品储备丰富，公司页转手步伐加快，女性向、宠物收集与养成、二次元等公司优势品类产品与海外市场加速扩张战略，有望助推公司业绩持续高增长，《奥奇传说手游》《拂晓》《奥比岛手游》等精品新游有望在 2021 年上半年陆续上线。

- **风险提示：** 市场竞争加剧风险、行业政策监管风险、头部游戏收入下滑风险、新游表现不达预期风险、游戏产品延期上线风险、出海游戏产品表现不及预期风险、买量市场变化风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-12-03 股价(人民币)	EPS (人民币)			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
2400.HK	心动公司	33.72	0.82	0.88	1.21	41.12	38.32	27.87	买入
2100.HK	百奥家庭互 动	0.88	0.05	0.12	0.16	17.60	7.33	5.50	买入
002555.SZ	三七互娱	29.17	1.00	1.37	1.63	26.90	21.36	17.89	未评级
002624.SZ	完美世界	28.51	1.16	1.25	1.50	37.98	22.88	19.00	未评级
603444.SH	吉比特	406.90	11.26	15.39	19.23	26.52	26.43	21.15	未评级

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (注: 港元对人民币汇率取 1 港元=0.8462 元人民币; “未评级” 盈利预测取自万得一致预期)

内容目录

事件:	6
评论:	6
1、 买量模式的演变	6
2、 游戏板块在 2020 年下半年回调因素分析	6
3、 行业评级及投资策略	9
4、 重点推荐个股	10
5、 风险提示	11

图表目录

图 1: 2020 年手游买量市场平均每日在线投放素材量.....	7
图 2: 2020 年 1-10 月买量公司主体数变化.....	7
图 3: 2020 上半年最吸金手游 Top100 上线时间分布 (ios).....	8

事件：

游戏行业买量市场从2020年上半年游戏厂商争抢用户时长红利带来的买量市场加剧（2020H1整体素材投放量同比涨幅超250%），再到Q3暑期档新游密集上线，营销活动集中，进一步加剧了买量市场的竞争，再到10月和电商“双十一”，2020年下半年手游买量市场平均每日在线投放素材量整体较2020H1进一步增加，高强度买量市场竞争，使得流量成本进一步提升，11月日均在线投放素材数环比下降12.27%至8.7万组，游戏买量市场逐步回归理性。

评论：

1、买量模式的演变

买量的选择与游戏的题材等要素有关 取舍有度中买量趋势往头部集中，尾部游戏买量渐退出。游戏按照题材、类型、美术、玩法等要素的不同，不同的游戏具备不同的买量效果，适合买量的游戏一般在题材、美术、玩法等方面受众较广，以获取泛用户为主要目标，精品买量游戏通过买量获取用户，以游戏内容留住用户再进行后续的商业化变现。以往中小型游戏厂商会投放仙侠、三国、西游、魔幻等常见题材的小游戏的买量广告，该类游戏同质化较高，游戏内容相对较少且生命周期较短，追求短期模板化的买量收入，在监管趋严、严查套版号等问题、用户对产品需求逐渐提升的背景下，叠加版号发放数量管控的影响，尾部游戏买量渐退出，买量趋势往头部精品产品集中。

游戏买量成本高低与版本节奏、游戏自身新旧有关 品牌内容新营销方式也部分替代直接买量效果。买量游戏的买量节奏不同，一般会搭配游戏的版本、活动等进行较大规模的买量，并不会一直保持高强度买量，老游戏也很少会进行大规模的买量，近些年品牌营销成了精品游戏后续补量的一种方式，包括推出游戏主题曲、代言人等营销方式，以及与其他行业品牌、动漫IP的联动方式，增强游戏品牌的影响力，以实现用较低的成本持续的获得用户流量。

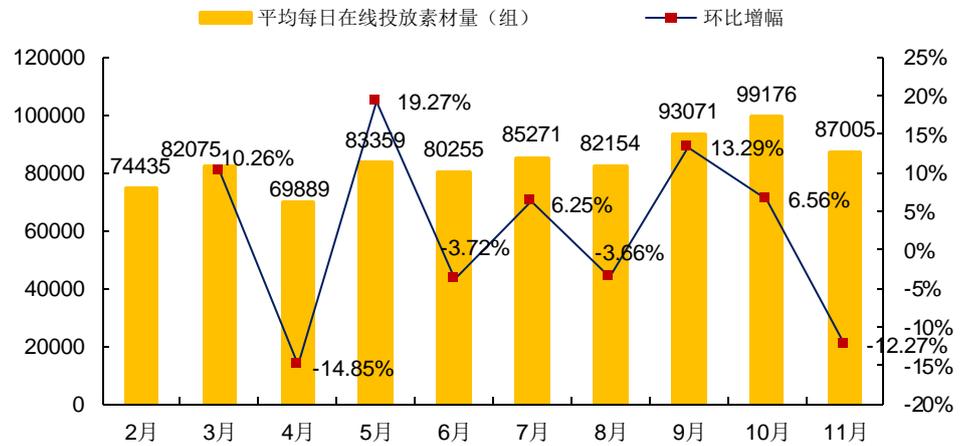
高效率的买量利于反哺研发。随着买量打法不断丰富，明星、网红、KOL、搞笑视频以及梗元素等打法层出不穷，抖音、快手等买量渠道的重要性不断提升，大量厂商在逐渐控制买量投入在营销费用中的占比，同时适当提高在品牌营销上的投入，游戏厂商在广告消耗上的投入渐小，买量素材制作上的成本逐渐提高，头部的精品游戏厂商都转向了以精品内容为核心的创意方向。另一方面，在买量市场的激烈竞争下，头部发行商已经关注到买量的精准度和转化效率的问题，希望通过开发系统性的买量工具获取更多的用户标签、优化买量效率同时以发行反哺研发。

2、游戏板块在2020年下半年回调因素分析

买量市场 Q3 流量成本上升，10月至电商“双十一”延续高成本，“双十一”成

2020年下半年买量成本分水岭。据 DataEye 数据显示，2020 年的手游买量市场平均每日在线投放素材量整体呈现上涨趋势，Q3 为暑期档，投放素材量均处于较高水平，而 10 月的平均每日在线投放素材量接近 10 万组，买量市场的竞争加剧，助推了买量成本的上升。

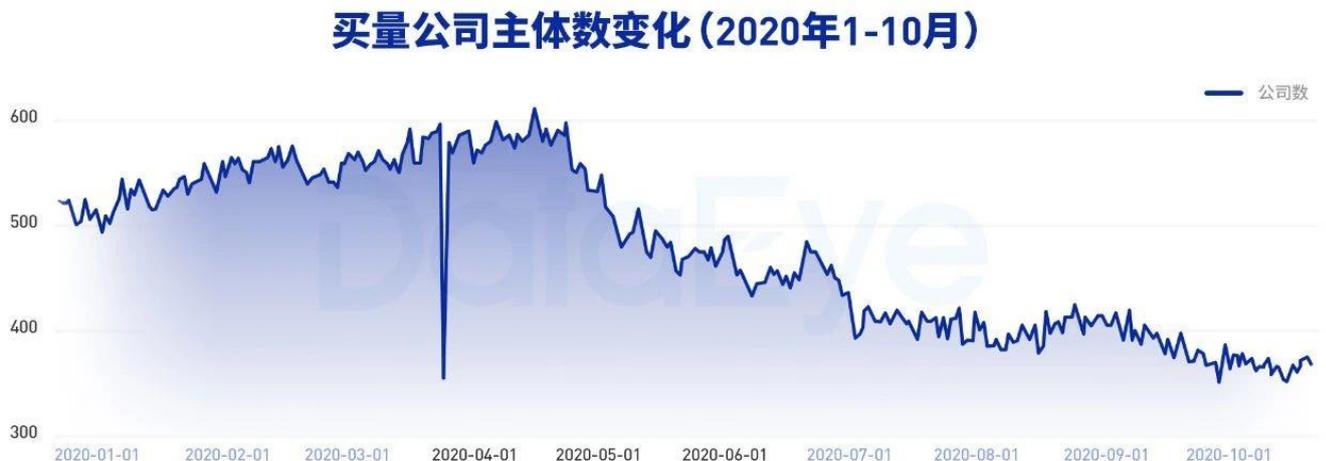
图 1：2020 年手游买量市场平均每日在线投放素材量



资料来源：DataEye、国海证券研究所

买量成本的上升原因，一方面是由于 2020 年上半年游戏厂商争抢用户时长红利，过度消耗用户导致流量质量下滑；另一方面是由于 2020 年大厂加大了对买量的投入，且下半年游戏市场新游增多，流量竞争加剧，使流量成本提升。2020 年上半年受疫情影响，新游上线周期被延长，导致新游数量较少，据七麦数据统计，2020 年上半年，游戏 app 吸金能力 (ios) 榜单 Top100 中，今年上半年上线的新游戏仅有 9 款，而下半年精品游戏密集上线，营销活动集中，加剧了买量市场的竞争。游戏公司因流量成本短期营收、利润承压，部分中小型买量游戏公司减少买量，甚至停投。此外，今年的电商双十一预售提前，也加剧了 10 月买量市场的竞争，双十一后，买量市场逐渐回归理性。

图 2：2020 年 1-10 月买量公司主体数变化

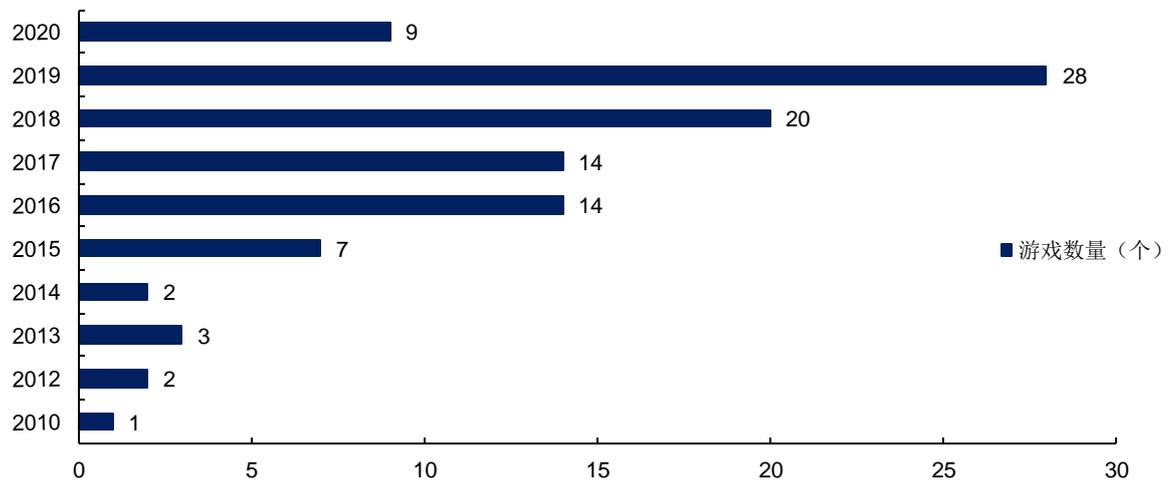


资料来源：DataEye、国海证券研究所

随着线下广告的恢复、买量打法的成熟、买量精度和效率的提升，买量成本增速有望放缓，买量成本提升的影响或不如市场悲观预期那样严重，可能存在预期差。同时，由于疫情影响的减弱，2021年上半年的买量市场，或不如今年上半年各厂商均加大买量力度抢夺用户时长那样激烈，买量成本有望回归较为理性的水平。

2020年上半年游戏行业享受到疫情带来的时长红利，伴随疫情红利减弱，2021年上半年游戏增长悲观预期已在2020H2逐步释放。具体来看，今年疫情期间虽然游戏市场表现较好，但享受时长红利进而带来流水提升的产品多为老游戏，今年上半年新游受疫情期间停工影响，推出的新游数量较少，而明年上半年，除去疫情的影响，新游的上线数量将会较今年上半年明显增多，且像今年下半年的密集集中的新游营销推广的可能性或将降低，新游或将错开时间节点上线，避免直面竞争，整个游戏市场新游的流量竞争将会更加均匀合理，明年上半年在新游产品正常推进上线的情况下，2021H1的行业规模与市场的悲观预期或存在较大的期差。

图 3：2020 上半年最吸金手游 Top100 上线时间分布（ios）



资料来源：七麦数据、国海证券研究所

未上市的游戏公司的精品游戏短期挤压上市公司产品变现，中长期需看目前加大新品布局公司的业绩释放。未上市的游戏公司的游戏产品表现亮眼，米哈游（《原神》）、莉莉丝（《万国觉醒》）均为未上市公司，对上市游戏公司的产品表现会有影响。A股的部分头部公司，如三七互娱、世纪华通、吉比特均在探索更多元的游戏品类，向扩大游戏用户覆盖广度的方向调整，逐渐加大了对新品类的布局。手游市场产品供给伴随用户需求端提升后，具备优质研发实力的公司相对受益，多样化的精品布局能够满足用户多样化的需求，具备优质研发实力的公司即使短期业绩释放慢，但是我们从中长期看，这些企业仍具有看点。

3、行业评级及投资策略

给予行业推荐评级。从买量成本的角度看，由于疫情影响的减弱，2021年上半年的时长红利较今年上半年将会减少，2021H1的买量市场竞争激烈程度或不如今年上半年，进而买量市场的流量成本有望处于较为理性的水平。2020年Q1、Q2、Q3的移动游戏市场实际销售收入分别为553.70亿元、493.03亿元、508.49亿元，2020Q2在三个季度中基数最低，2020Q2相比2020Q1，疫情带来的用户时长红利逐渐减弱（企业复工等因素），叠加2020年上半年新游上线较少，2021年在无疫情影响新游可正常推进下，游戏行业市场规模有望在2021年Q2开始实现较好的增长，并在2021年下半年延续增长态势，目前板块估值处于较低水平，具有较强的吸引力。

4、重点推荐个股

重点推荐标的：心动公司、百奥家庭互动。心动公司（2400.HK），2020年下半年公司自研游戏《火炬之光：无限》《心动小镇》与《项目 A》进入量产阶段，2021年部分自研新品上线，自研游戏有望驱动公司业绩高增长。游戏社区平台 TapTap 从功能与内容层面改版，独代游戏《人类跌落梦境》定于 12 月 17 日上线，关注高口碑高预约量付费游戏与 TapTap 改版协同作用，关注后续 TapTap 用户规模提升。

百奥家庭互动（2100.HK），低估值、业绩高增长且回购，新品储备丰富，公司页转手步伐加快，女性向、宠物收集与养成、二次元等公司优势品类产品与海外市场加速扩张战略，有望助推公司业绩持续高增长，《奥奇传说手游》《拂晓》《奥比岛手游》等精品新游有望在 2021 年上半年陆续上线。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-12-03 股价（人民币）	EPS（人民币）			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
2400.HK	心动公司	33.72	0.82	0.88	1.21	41.12	38.32	27.87	买入
2100.HK	百奥家庭互动	0.88	0.05	0.12	0.16	17.60	7.33	5.50	买入
002555.SZ	三七互娱	29.17	1.00	1.37	1.63	26.90	21.36	17.89	未评级
002624.SZ	完美世界	28.51	1.16	1.25	1.50	37.98	22.88	19.00	未评级
603444.SH	吉比特	406.90	11.26	15.39	19.23	26.52	26.43	21.15	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：港元对人民币汇率取 1 港元=0.8462 元人民币；“未评级”盈利预测取自万得一致预期）

5、风险提示

- 1) 市场竞争加剧风险;
- 2) 行业政策监管风险;
- 3) 头部游戏收入下滑风险;
- 4) 新游表现不达预期风险;
- 5) 游戏产品延期上线风险;
- 6) 买量市场变化风险;

【传媒与互联网组介绍】

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业从业经验，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究
于越，新南威尔士大学金融硕士，吉林大学理学学士，2020年加入国海证券，拥有实业经验，现从事传媒互联网行业研究

【分析师承诺】

朱珠，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。