

国产 3A 时代或即将到来，集中度提高，头部 CP 受益

证券研究报告

2020 年 11 月 23 日

中国游戏市场发展专题报告

● 核心结论

两款备受关注的游戏或标志着中国游戏市场进入新的发展阶段。今年两款备受关注的游戏《黑神话：悟空》（目前只有预告片）和《原神》引起了广泛的关注，或标志着中国游戏市场进入新的发展阶段 - “A lot of money（大量的金钱）、A lot of resources（大量的资源）、A lot of time（大量的时间）”的3A品质游戏时代。未来3A也将不仅仅指单机，通过手游变现模式的加持，投资回报率远超传统的单机3A。用户有需求，市场空间大，研发商有热情，或将带来繁荣的国产3A时代。

历史上，政策和供需等多方面的限制导致国产3A缺失。国内3A游戏市场基本被海外大厂垄断，主要原因包括政策曾经对主机游戏的限制和盗版的盛行。从供给角度看，虽然海外3A大作的ROI均在3倍以上，但国内部分头部手游首月即可回收成本，整体ROI远高于传统3A，因此国内CP做3A游戏的热情不高。从需求角度看，主机或者高配电脑的价格较高，远不及智能手机（尤其是千元智能机）的普及程度，手游玩家数量远高于主机/PC玩家。另外，传统3A大作单价较高，大部分用户难以承受，手游灵活的变现模式更适应中国国情。

但未来国产3A不会缺席：1) 用户审美进化。历史上看，游戏品质随着硬件性能的升级不断提高；由于硬件限制，手游对画面、流畅度等要求低于主机游戏，但随着未来设备性能的继续提高，多屏统一或者云游戏的普及，将解放硬件桎梏，玩家不再满足于低品质手游，审美向高品质游戏进化。2) 从需求端看，国内玩家群体需求旺盛，付费潜力巨大。相较于主机/PC等“硬核”玩家群体，手游ARPPU值还有非常大的提升空间，高品质游戏叠加灵活的变现模式，将充分挖掘玩家的付费潜力。另外，国产游戏出海空间广阔，国际市场亦可期待。3) 从供给角度看，3A续作可持续性、可预见性高，CP愿意深耕。强大的IP号召力、可复用高品质素材以及玩家对开发者的信赖，3A游戏IP可持续开发性较高。叠加手游变现模式后，投资回报率也将大幅提升，CP的开发意愿会变强。

投资建议：“中小厂”创意机制灵活，或能成为搅动市场的“鲶鱼”，加速行业进化，例如米哈游、游戏科学等CP已经成功地收获到了关注。大厂如腾讯、网易、完美世界等更具资金和人才实力，并已通过内生外延等多种方式布局3A游戏。综上，我们认为在即将到来的3A游戏时代，具有强研发实力、超前布局的厂商将享有红利，市场集中度和头部公司稳定性都将提升。我们继续推荐完美世界（002624.SZ）。

风险提示：宏观经济下滑，游戏开发风险，政策风险，竞争风险

行业评级

超配

前次评级

超配

评级变动

维持

近一年行业走势



相对表现 1 个月 3 个月 12 个月

相对表现	1 个月	3 个月	12 个月
互联网传媒	-5.41	-18.86	24.33
沪深 300	4.76	4.76	28.40

分析师

李艳丽 S0800518050001
021-38584239
liyanli@research.xbmail.com.cn

联系人

卢翌
luyi@research.xbmail.com.cn

相关研究

互联网传媒：海外疫情利好游戏行业，建议关注游戏出海—海外疫情对游戏行业影响专题报告 2020-04-17

互联网传媒：综艺录制近期有望复工，疫情对全年影响不大—综艺制作行业调研总结 2020-03-10

互联网传媒：疫情推高长视频观看量，芒果TV 播放市占率提升—在线视频行业调研总结

索引

内容目录

一、从《黑神话：悟空》和《原神》说起.....	5
1.1 《黑神话：悟空》：让梦想照进现实.....	5
1.2 《原神》：改变“类单机版”游戏商业模式.....	6
二、国内为何缺少 3A?.....	10
2.1 国内 3A 游戏未实现工业化，市场被国际大厂占据.....	10
2.2 主机时代，政策原因国内无法引进正版.....	11
2.3 手游时代，3A 游戏 ROI 不及手游，CP 开发意愿低.....	14
2.3.1 海外 3A 游戏 ROI 尚可，但国内头部手游 ROI 更高.....	14
2.3.2 手游“全面收割”的变现模式更好.....	15
三、国产 3A 会迟到，但不会缺席.....	18
3.1 用户“审美”提升不可逆，“多屏统一”是助力.....	18
3.2 国内 3A 游戏需求旺盛，付费潜力巨大.....	19
3.3 游戏出海空间广阔，国际市场亦可其期待.....	21
3.4 3A 续作的可持续性和可预见性高，CP 愿意深耕.....	23
3.5 引入手游变现模式，3A 投资回报率提高，CP 开发意愿增强.....	24
四、谁会在未来胜出?.....	26
4.1 “中小”厂破冰，大厂技术和资金实力雄厚，后来者有望居上.....	26
4.2 市场集中度会提高，头部游戏公司稳定性会提高.....	33
4.3 投资建议.....	34

图表目录

图 1: 《黑神话：悟空》游戏场景截图.....	5
图 2: 《黑神话：悟空》主人公面部特写.....	5
图 3: 《黑神话：悟空》打斗场景.....	6
图 4: 《黑神话：悟空》打斗场景.....	6
图 5: 《原神》蒙德和璃月地图总面积达到 20-30 平方千米.....	7
图 6: 《原神》玩家可以通过多种方式探索开放世界.....	7
图 7: 《原神》建筑物画面逼真，色调明亮柔和.....	7
图 8: 《原神》游戏人物多角度细节丰富.....	7
图 9: 人物技能展示表现出空气振动效果.....	8
图 10: 人物在沙滩上行走时会表现出脚印.....	8
图 11: 各代家用游戏机设备变迁.....	12
图 12: 小霸王发售的“N 合 1”游戏卡带.....	13

图 13: 国行和灰色市场的主机销量差距将逐渐缩小.....	14
图 14: 海外 3A 大作 ROI 均在 3 倍以上.....	14
图 15: 中国手游分成机制.....	15
图 16: 几款热门国产手游上线首月流水超 5 亿元.....	15
图 17: 2019 年中国手游用户规模 (亿人) 占主导地位	16
图 18: 2019 年手游的使用频次占比 (%) 高达 80.8%	16
图 19: 手游的内购收费模式下, 能收割到各类玩家.....	17
图 20: 主机游戏卖 Copy+DLC 模式下, 仅能覆盖部分玩家	17
图 21: 任天堂 FC 红白机中的像素 2D 游戏画面.....	18
图 22: 2020 年虚幻引擎 5 实机演示画面	18
图 23: 完美世界的《幻塔》二次元风格明显.....	19
图 24: 网易的《代号: 诸神黄昏》画风更加欧美化	19
图 25: 5G 落地将加速云游戏发展.....	19
图 26: 2019 年国内移动游戏占比领先、海外主机占比高.....	20
图 27: 预计到 2024 年中国主机游戏玩家将达到 1915 万人	20
图 28: 游戏 ARPU 值占中国人均收入比重较高	21
图 29: 3A 游戏平均价格 60 美元占中国人均收入比重较高	21
图 30: 2019 年全国端游 ARPU 值达到 36.1 元/月.....	21
图 31: 2019 年全国手游 ARPU 值达到 21.3 元/月	21
图 32: 《王者荣耀》国内版英雄	22
图 33: 《王者荣耀》海外版英雄	22
图 34: 中国输出的头部 IP 中游戏占比 19%.....	22
图 35: 出海游戏 IP 的讨论度和口碑评价都较高.....	22
图 36: 2020 年 Q1-Q3 中国游戏出海收入同比增速较高.....	23
图 37: 1H20 中国出海游戏的用户支出份额增长到 21%.....	23
图 38: 《GTA5》销量 (百万份)	23
图 39: 《使命召唤》系列销量	24
图 40: 《刺客信条》系列销量	24
图 41: 游戏付费模式不断变迁	25
图 42: 游戏订阅收入比例逐年提高, 订阅制付费模式为大势所趋	25
图 43: 米哈游首款游戏《Fly Me 2 the Moon》2011 年上线	26
图 44: 《崩坏》系列开启了国内二次元手游的热潮.....	26
图 45: 游戏科学首款游戏《百将行》设定和画风大胆	27
图 46: 第二款游戏《战争艺术: 赤潮》最终表现明显较好	27
图 47: 《星球探险家》游戏在欧美市场广受欢迎	28
图 48: 《波西亚时光》是一款元素较多的模拟经营类游戏	28
图 49: “时光系列”IP 第二部《沙石镇时光》将在 2021 年上线	29
图 50: 新类型游戏《超级巴基球》已上线内测版.....	29
图 51: 腾讯发布 3A 储备《代号: SYN》技术 demo.....	31

图 52: 腾讯旗下多个工作室主攻 3A 游戏开发	31
图 53: 网易公布 3A 巨作《代号: 诸神黄昏》宣传片	32
图 54: 网易成立“樱花工作室”专注研发主机游戏	32
图 55: 国内头部游戏 CP 的研发费用及研发费率	33
图 56: 国内头部游戏 CP 的研发员工人数占比	33
表 1: 2020 年 10 月 App Annie 中国出海游戏用户支出排行榜	8
表 2: 2020 年 10 月 App Annie 中国厂商出海收入排行榜	9
表 3: 海外著名 3A 游戏厂商及其代表作	10
表 4: 传统国产单机游戏的题材玩法多为武侠 MMORPG	11
表 5: 主机游戏禁令于 2015 年全面解除	12
表 6: 3A 主机游戏的研发投入远远高于手游	16
表 7: Steam 平台上 3A 大作的简体中文评论数量占比较高	20
表 8: 三大游戏厂商旗下有“3A”或“类 3A”潜质的游戏 pipeline	29
表 9: 完美世界主机游戏储备丰富, 全方位布局进军 3A 领域	30
表 10: 完美世界收购多家海外游戏团队	30
表 11: 腾讯游戏投资计划覆盖全球各国	31
表 12: 网易游戏海外布局多家游戏公司	32
表 13: 3A 主机游戏的研发投入远远高于手游	33
表 14: 海外各大厂商纷纷推出游戏订阅平台	34
表 15: 完美世界核心财务数据预测	35
表 16: 腾讯控股核心财务数据预测 (万得一致预测)	35
表 17: 网易核心财务数据预测 (万得一致预测)	36

一、从《黑神话：悟空》和《原神》说起

《黑神话：悟空》和《原神》是值得重点关注的两款游戏，不仅仅是因为游戏本身质地优良，更是因为这两款游戏可能标志着中国游戏行业进入一个新的发展阶段，即“3A 的品质”和“网游的变现模式”的融合。

1.1 《黑神话：悟空》：让梦想照进现实

《大圣归来》是第一部票房接近 10 亿的国产动漫电影，如果说电影《大圣归来》吹响了国漫崛起的号角，那么 2020 年 8 月 20 日发布演示视频的游戏《黑神话：悟空》，则让人看到了国产 3A 游戏“大圣归来”的希望。

《黑神话：悟空》演示视频时长 13 分钟，发布后迅速引起轰动，微信朋友圈、知乎、B 站、微博等社交媒体上，玩家和游戏圈内人纷纷给予好评，并期望中国能诞生类似 R 星和任天堂这样伟大的游戏公司。

从演示视频中看，《黑神话：悟空》的表现力甚至好于目前市场上的一些 3A 大作：

首先是最直观的美术品质（画质），包括光影效果（斑驳的树叶和影子、地面积水的倒影与反光等）、流体模拟效果（天宫的云雾和地面的流水）、细节场景（落叶、青苔等植物的脉络、窗户框上的雕花）、人物建模（毛发、皱纹、毛孔）等的渲染都非常自然接近现实。

图 1：《黑神话：悟空》游戏场景截图



资料来源：游戏科学官网，西部证券研发中心

图 2：《黑神话：悟空》主人公面部特写



资料来源：游戏科学官网，西部证券研发中心

其次是打斗场景，主角可以切换战斗、冲刺、招架等棍术架势，获得不同的进攻方式，动作看起来丝滑流畅。在游戏主角的七十二变、法外分身（拔下毫毛召唤猴子猴孙）、金刚不坏之躯等招数的加持下，打击感和沉浸感爆棚，许多设计颇为创新，引人入胜。

图 3:《黑神话:悟空》打斗场景



资料来源:游戏科学官网,西部证券研发中心

图 4:《黑神话:悟空》打斗场景



资料来源:游戏科学官网,西部证券研发中心

然后是剧情,虽然演示视频较短,官方暂时也未公布游戏剧情的完整设定和世界观,但可以看出该游戏的设定不完全是照搬传统的《西游记》,是个全新的故事。如果能做到电影《悟空传》一样的标新立异(经典台词流传甚广:“大圣,此去欲何?”“踏南天,碎凌霄。”“如若一去不回?”“便一去不回!”),是足够能给玩家带来震撼的体验和思想的深度。

最后是游戏玩法,目前信息不多。游戏玩法涉及范围较广,包括游戏自由度、地图的开放性、主线和支线任务的互补性、联动性和趣味性、胜负和奖惩的设置、玩家学习曲线和时间成本、玩家成就感和代入感等等。如果《黑神话:悟空》也能够做到上乘,或将成为中国历史上第一款 3A 游戏大作。

《黑神话:悟空》之所以“一石激起千层浪”,是因为尽管中国游戏市场规模全球之最,但中国从无 3A 大作诞生。“什么时候能有国产 3A 大作?”是关注游戏的人讨论最多的话题之一。为什么国产 3A 大作这么难,我们后文将从供给端研发商的技术能力,投资回报率,和用户需求端的文化环境、使用习惯等角度解析。

1.2 《原神》:改变“类单机版”游戏商业模式

《原神》是由米哈游开发运营的一款基于开放世界的冒险动作类游戏,于 2020 年 9 月 28 日全球同步上线,并在手机、PC、和 PS4 上发售(NS Switch 版本亦在制作中),且多端数据实时同步。《原神》具有非常明显的单机游戏玩法既视感,玩法自由度高、美术水平顶尖。

游戏设置开放世界地图,《原神》起初设定了七大区域,目前部分区域开放。仅蒙德和璃月两大区域可探索大陆的面积已达到 20~30 平方公里,相当于 140 个标准足球场大小,后续游戏更新将继续扩张版图。玩家可以透过攀爬、游泳、滑翔等移动手段来探索各式各样的遗迹和地形。

图 5:《原神》蒙德和璃月地图总面积达到 20-30 平方千米



资料来源:《原神》游戏截图,西部证券研发中心

图 6:《原神》玩家可以通过多种方式探索开放世界



资料来源:《原神》游戏截图,西部证券研发中心

开放世界玩法给予了玩家超越线性游戏的超高沉浸感和满足感,在 3A 游戏中非常热门,甚至逐渐成为一些高质量游戏的“标配”,如 R 星公司的两款拳头产品《GTA5》和《荒野大镖客》,CD Projekt 的《巫师 3》,任天堂的《塞尔达传说:旷野之息》等都代表了开放世界游戏的顶尖制作水准。但这一玩法由于研发成本较高,在手游领域尚在摸索阶段,只有研发实力较强的公司有能力和能力尝试。

《原神》的美术工艺领跑世界手游。静态画面中,人物的头饰、服装等细节丰富生动,支持玩家通过镜头缩放 360 度观察人物;建筑物和自然环境画面逼真,整体呈现出明亮柔和的色调氛围。

图 7:《原神》建筑物画面逼真,色调明亮柔和



资料来源:《原神》游戏截图,西部证券研发中心

图 8:《原神》游戏人物多角度细节丰富



资料来源:《原神》游戏截图,西部证券研发中心

实时演算的动态画面表现出 CG 品质,例如物体影子能够投射在每片草叶上,人物在沙滩走动时会展现脚印,跳入水中时水花形状真实,技能展示动画流畅自然。不同时段、不同天气下建筑物、生物都会呈现不同的状态效果,甚至人物身上的铃铛道具也会根据动作表现不同的声音效果。

图9：人物技能展示表现出空气振动效果



资料来源：《原神》游戏截图，西部证券研发中心

图10：人物在沙滩上行走时会表现出脚印



资料来源：《原神》游戏截图，西部证券研发中心

虽然在玩法和美术画面上，《原神》是类单机游戏的产品，但其核心的变现方式仍然是网游化的。传统的3A单机游戏以卖拷贝为主，后续通过发售DLC（内容资料片）增加收入，但也是卖拷贝的性质，极少出现游戏内付费；但《原神》的下载获取是免费的，游戏内部设置了抽角色、抽武器、购买皮肤、季票/月卡等多种变现方式。

接近3A的品质和网游的变现模式，让《原神》在商业上取得了巨大的成功。10月份，米哈游凭借《原神》登上了出海收入厂商和应用双榜第一。得益于《原神》在美国、日本和中国市场的收入，米哈游与上月相比在榜单上跃升了20名，首次登顶。从全球范围来看，《原神》不仅是10月全球用户支出最高的游戏（超过了《PUBG Mobile》），在下载量方面也排名第二，仅次于另一个爆款《Among Us!》。截止2020年11月1日，《原神》的全球下载量已经接近3700万次，主要来自美国、巴西和韩国等市场。

表1：2020年10月App Annie中国出海游戏用户支出排行榜

排名	用户支出排行	所有发行商	排名变化
1	原神	米哈游	43↑
2	PUBG MOBILE	腾讯、Krafton、Rekoo、VNG	1↓
3	State of Survival	FunPlus	-
4	万国觉醒	莉莉丝、Original Entertainment	2↓
5	BIGO LIVE	欢聚时代	1↓
6	王国纪元	IGG、Fantasy Plus	1↓
7	荒野行动	网易、龙邑游戏	1↓
8	黑道风云	友塔游戏	1↓
9	剑与远征	莉莉丝、Original Entertainment	-
10	阿瓦隆之王：龙之战役	FunPlus	2↓
11	守望黎明	龙创悦动	1↓
12	火枪纪元	FunPlus	1↑
13	奇妙庄园	Firecraft Studios	1↑
14	Age of Origins	壳木游戏	1↑
15	奇迹之剑	4399	1↑

资料来源：App Annie，西部证券研发中心

表 2: 2020 年 10 月 App Annie 中国厂商出海收入排行榜

排名	公司	排名变化	排名	公司	排名变化
1	米哈游	20↑	16	Firecraft Studios	1↑
2	FunPlus	1↓	17	沐瞳科技	2↓
3	腾讯	-	18	悠星网络	9↓
4	莉莉丝游戏	2↓	19	天游网络	10↑
5	网易	1↓	20	有爱互娱	2↓
6	欢聚集团	1↓	21	智明星通	2↓
7	IGG	1↓	22	乐元素	6↓
8	龙创悦动	1↓	23	龙腾简合	-
9	友塔游戏	1↓	24	爱奇艺	-
10	博乐游戏	2↑	25	乐易网络	1↑
11	壳木游戏	2↑	26	雅乐	8↑
12	4399	1↓	27	创酷互动	-
13	三七互娱	1↑	28	心动网络	3↓
14	游族	4↓	29	Topwar Studio	1↑
15	字节跳动	5↑	30	中文在线	1↑

资料来源: App Annie, 西部证券研发中心

二、国内为何缺少3A?

2.1国内3A游戏未实现工业化，市场被国际大厂占据

3A 游戏并没有明确定义，但一般地，传统的 3A 游戏需要符合以下几个特点：

- 单机游戏，即买断制游戏。约定俗成的，网游一般不被称为 3A 游戏，因为网游的研发是长线研发，成本随时间增长，而单机游戏在发售后就可以结算成本。但我们认为这一定义未来有可能发生变化。
- 研发成本高。包括资金成本，例如现阶段国外 3A 游戏的研发成本基本都高于 1 亿美金；和时间成本，研发时间 3-5 年左右。
- 游戏素质高。3A 游戏通常要具有大 IP、画面表现力强、玩法丰富等。

海外 3A 游戏市场发达，孕育出了一批著名的 3A 游戏厂商，例如：美国的动视暴雪（Activision Blizzard）、R 星（Rockstar Games）、艺电（Electronic Arts），法国的育碧（Ubisoft），日本的索尼（Sony）、任天堂（Nintendo）、卡普空（CAPCOM），波兰的 CD Projekt 等。这些公司制作了耳熟能详的游戏大作，例如《使命召唤》系列、《荒野大镖客》系列、和《巫师》系列等，每一款游戏都有大量的来自于世界各地的拥趸。

欧美之所以能够建立起强大的 3A 制作体系，关键在于积累了长期的工业化生产经验，并具有一定的技术管理壁垒。例如欧美游戏公司大多会自己制作通用引擎，或者直接使用虚幻引擎；人物、场景、剧情设计都有标准化的产出流程，甚至游戏中的配乐、角色配音等相关产业链也较为成熟，与电影工业无异。另一方面，一款商业化的 3A 游戏需要几百人的技术团队参与制作，海外游戏人才输送较为顺畅，除技术人员外还有一批具备美术和技术管理经验的制作人才，统筹管理项目进行。

表 3：海外著名 3A 游戏厂商及其代表作

国家	厂商	游戏代表作
美国	动视暴雪	《使命召唤》系列、《守望先锋》、《魔兽世界》
	Rockstar Games	《荒野大镖客》系列、《侠盗猎车手》系列
	艺电	《FIFA》系列、《战地》系列、《极品飞车》系列
	卡普空	《生化危机》系列、《怪物猎人》系列
日本	任天堂	《塞尔达传说》系列
	索尼	《战神》系列、《最后生还者》、《底特律变人》
	史克威尔艾尼克斯（SE）	《最终幻想》系列、《勇者斗恶龙》系列、《王国之心》系列
法国	育碧	《刺客信条》系列、《全境封锁》系列、《彩虹六号》
波兰	CD Projekt	《巫师》系列、《赛博朋克 2077》

资料来源：资料整理，西部证券研发中心

中国历史上也诞生过一些优秀的单机游戏，但还称不上 3A。例如上世纪 90 年代初，大宇资讯的《轩辕剑》、《仙剑奇侠传》，精讯资讯的《侠客英雄传》，智冠科技的《三国演义》《笑傲江湖》等。其中最富盛名的《仙剑奇侠传》最早诞生于 1995 年，后续被改编成电视剧、电影、小说、动漫等多种内容形式。2016 年，已经上线到第六版的《仙剑奇侠传》仍然卖出了 55 万套正版产品，IP 热度经久不衰。1997 年，内地游戏厂商西山居推出 RPG

单机游戏《剑侠情缘》，当年以 128 元的单价售出 2.5 万套，创造了内地自研单机游戏的销售记录。经过 3 年研发，2000 年西山居推出的《剑侠情缘贰》再次获得成功，上市一周销量直逼 10 万，最终共售出超过 20 万套（销售流水约 800 万元）。2018 年网元圣唐旗下上海烛龙上线了《古剑奇谭 3》，发售一年突破 100 万套销量，是国产单机游戏中又一高口碑作品。但传统国产佳作的题材和玩法大多局限在武侠 MMORPG，与海外百花齐放的单机市场仍有不小差距。

表 4：传统国产单机游戏的题材玩法多为武侠 MMORPG

游戏名称	制作公司	上线年份	价格（元）	发售 1-2 年内销量（万套）	研发时间	研发成本（万元）
《剑侠情缘》	西山居	1997	128	2.5	1 年	110
《剑侠情缘贰》	西山居	2000	40	20	3 年	400
《古剑奇谭三》	网元圣唐	2018	99	136	3 年	4500
《仙剑奇侠传 6》	大宇资讯	2015	60-239	55	2 年	6700

资料来源：资料整理，西部证券研发中心

近年来国产单机游戏迎来了更多的独立精品，例如《太吾绘卷》、《中国式家长》和《隐形守护者》在 Steam 平台上的销量均超过百万。这些独立游戏的创意可圈可点，但整体来说，中国的单机游戏市场还远没有达到“游戏产业工业化”。

国内并不缺乏美术人才，但“技术美术”非常稀缺，这个工种的工作内容是为人物动作、道具使用、场景互动提供物理合理性等技术支持，这在 3A 游戏中非常重要。其次，尽管国内后端服务器技术已经比较成熟，开发引擎也可以直接用海外的虚幻引擎、Unity 引擎等，但在游戏的开发过程中，有无数生产管线在同步推进，游戏规模越大，技术越先进，不可控性就越强，因此大型 3A 游戏需要非常专业的管理制作团队来统筹规划，3A 游戏的开发管理难度相比普通手游成几何倍数增长。

成熟的 3A 游戏市场需要厂商具备更加专业统一的开发体系、尽量可控的成本投入、完善成熟的营销包装，以及稳定长久的资本运作。

2.2 主机时代，政策原因国内无法引进正版

历史上中国政策对主机游戏的限制和盗版盛行，是国内 3A 游戏发展停滞的主要原因。

国内主机及主机游戏长期无法引进

游戏机最早的起源可以追溯到街机（arcade game），一种较大型的立柜式游戏机，投入游戏币即可使用。1972 年 9 月一家叫做米罗华（Magnavox）的公司，制造了历史上第一台家用游戏机控制台“米罗华奥德赛”（Magnavox Odyssey），需要外接电视机当作显示设备，只能玩乒乓球一个游戏，售价 100 美元，四个月就卖出去了 10 万台。

1983 年，日本游戏公司世嘉和任天堂分别推出了家用游戏机“SG-1000”和“Family Computer”；FC 游戏机通过一个插卡槽的扩展口读取游戏卡带内容，到 1984 年底卖出了 250 万台，远超过世嘉的 SG-1000，占领了日本游戏机市场。

90 年代开始，计算能力更强的 16 位 CPU 应用于游戏机中，任天堂发布了第一款掌机 Game Boy，使得游戏机便携性增强。1994 年，索尼将原本计划卖给任天堂的光驱配件

“PlayStation”做成了独立游戏机发布，光盘相对于卡带的高容量为游戏带来了更大的可能性，并且索尼公司自身不研发游戏内容，PS的游戏生态非常繁荣，外部开发者很活跃。

进入21世纪，任天堂在2006年发布了Wii，2017年发布了Switch，自有游戏内容开始偏向休闲轻度类型。同时，微软的第一代Xbox在2001年底上市，从此大型重度游戏的主机竞争集中在了PS和Xbox之间。

图 11：各代家用游戏机设备变迁



资料来源：资料整理，西部证券研发中心

2000年6月国内发布游戏机销售禁令，规定“任何企业、个人不得再从事面向国内的电子游戏设备及其零、附件的生产、销售活动”，主机游戏直到2015年才全面解禁。

表 5：主机游戏禁令于 2015 年全面解除

事件	名称	发文单位	主要内容
2000年6月 全面禁止 主机游戏	《关于开展电子游戏经营场所专项治理 意见的通知》	文化部、 国家经贸委、 公安部、信息产业部外零、附件的生产、销售活动。 经贸部、 海关总署、工商局	取缔非法经营和严重违规经营的电子游戏经营场所；任何企业、个人不得再从事面向国内的电子游戏设备及其零、附件的生产、销售活动。
2013年9月 上海自贸区 率先解禁	《上海自贸区的总体方案》	国务院	自贸区允许外资企业从事游戏游艺设备的生产和销售，通过文化主管部门内容审查的游戏游艺设备可面向国内市场销售。
2015年7月 全国 开放禁令	《关于允许内外资企业从事游戏游艺设 备生产和销售的通知》	文化部	鼓励和支持企业研发、生产和销售具有自主知识产权、体现民族精神、内容健康向上的益智类、教育类、体感类、健身类游戏游艺设备。

资料来源：文化部，国务院，西部证券研发中心

这段主机游戏缺失的15年中，国产端游和手游高速发展、迭代，即使在2015年禁令解除以后，国内主机市场也一直不温不火。以索尼游戏机PS4为例，2015年到2018年四年，PS4国行版累计销量为150万台，与9160万台的全球出货量相比不值一提。根据游戏工委数据，2019年中国家庭主机游戏和单机游戏的总市场份额仅0.6%。

盗版盛行

90年代中国内地的很多玩家从FC红白机开始接触主机游戏。正版红白机设备的价格接近500元人民币，一张游戏卡带价格最低也在百元以上，而当时中国人的平均月工资仅150元左右，因此国内市场迅速出现了大量的仿FC的游戏机，这其中影响力最大的是小霸王游戏机，当时小霸王发售的64合一/1000合一等合集游戏卡，售价只要5-10元。

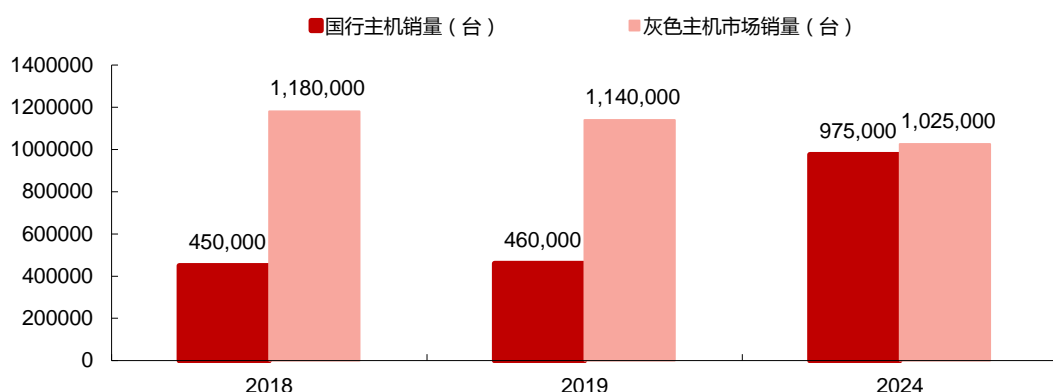
图12：小霸王发售的“N合1”游戏卡带



资料来源：资料整理，西部证券研发中心

另外，庞大的“水货”市场也在中国形成。根据 Niko Partners 的报告，2019年国服主机销量46万台，但“破解版”、“水货”等灰色市场销售台数预计114万台。不过这个差距正在逐年缩小，随着国服游戏引进数量的增长，以及自主研发主机游戏内容的发展，预计到2024年国服主机销量将达到97.5万，与灰色市场销量差距缩小至仅5%。

图 13: 国行和灰色市场的主机销量差距将逐渐缩小



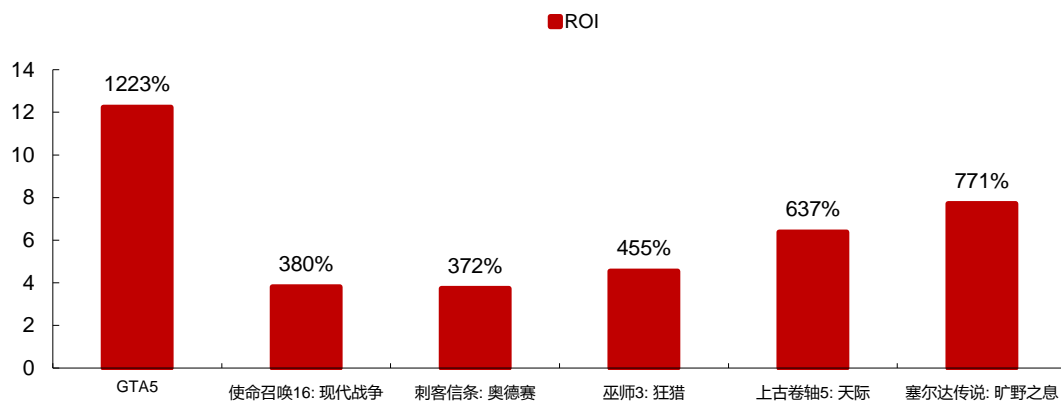
资料来源: Niko Partners, 西部证券研发中心

2.3 手游时代, 3A 游戏 ROI 不及手游, CP 开发意愿低

2.3.1 海外 3A 游戏 ROI 尚可, 但国内头部手游 ROI 更高

海外 3A 游戏以卖拷贝为主, 后续通过发售 DLC 增加收入, 但也是卖拷贝的性质。我们测算了几款 3A 大作的投资回报率, ROI 均保持在 3 倍以上, 《GTA5》的 ROI 更是高达 12 倍。

图 14: 海外 3A 大作 ROI 均在 3 倍以上

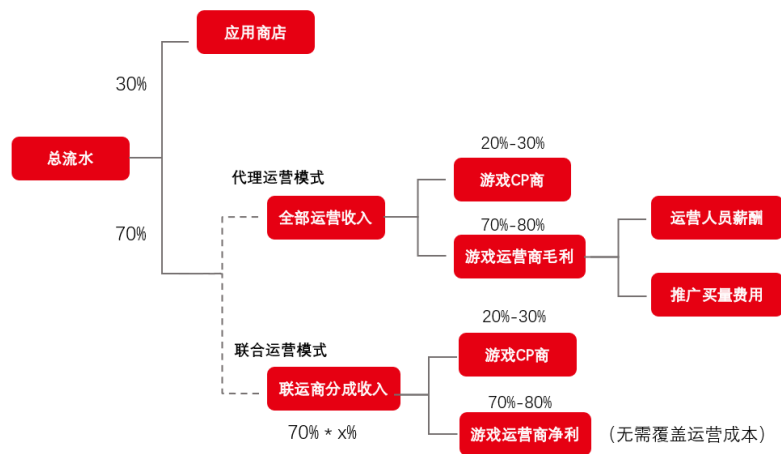


资料来源: 资料整理, 西部证券研发中心测算

注: $ROI = (\text{销量} \times \text{单价}) / \text{制作成本} - 1$

手游一般是免费下载, 通过内购 (卖道具、抽卡牌等) 让用户充值变现, 然后根据分成机制, 手游厂商拿走 30-50% 左右的流水。

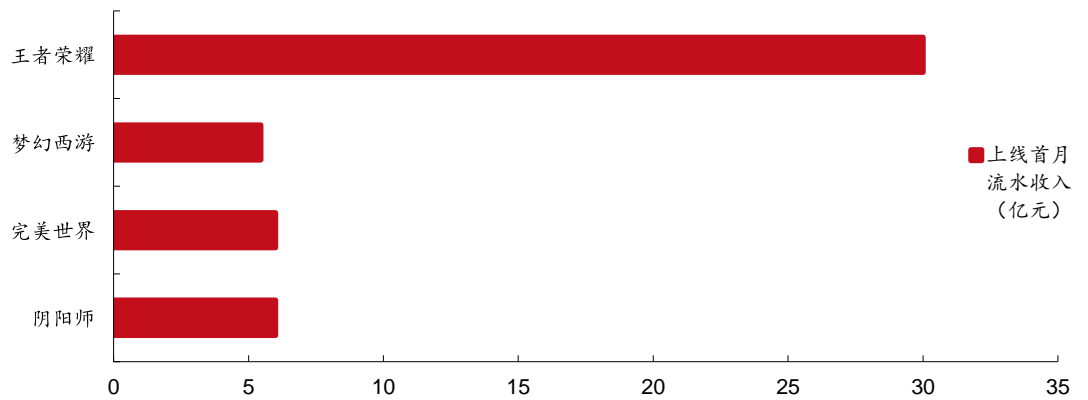
图 15: 中国手游分成机制



资料来源: 西部证券研发中心整理

手游 CP 的投资回报率很高。研发成本方面, 手游相较于 3A 等主机游戏成本要小得多, 目前较大型的手游上线前期的制作成本在 5000 万-1 亿人民币左右, 虽然手游上线后, 代理和研发商还要继续投入运营和持续开发成本, 但相对前期成本锐减。上线后, 头部手游产品的月流水可达上亿, 扣除渠道和运营方的分成, 头部作品首月的 ROI 即能大于 100%。

图 16: 几款热门国产手游上线首月流水超 5 亿元



资料来源: Sensor Tower, 西部证券研发中心

2.3.2 手游“全面收割”的变现模式更好

3A 游戏的研发投入远高于手游。《GAT5》的制作成本在 2.6 亿美金左右, 花费 5 年时间, 团队上千人。R 星的《荒野大镖客: 救赎 2》制作成本超过 8 亿美元, 研发时间花费足足 8 年。任天堂的《塞尔达传说: 旷野之息》制作成本 1.2 亿美金左右, 耗时 4 年。即便是研发成本较低的《巫师 3》, 波兰 CD Projekt 依然花费了 8100 万美元, 开发时间 3 年半, 1800 余人参与制作。而国内 S 级的重度精品手游研发成本较少超过 1 亿元人民币, 研发时间在两年以内, 研发团队规模约 80-120 人, 腰部级别的手游产品研发成本仅在千万人民币。

表 6: 3A 主机游戏的研发投入远远高于手游

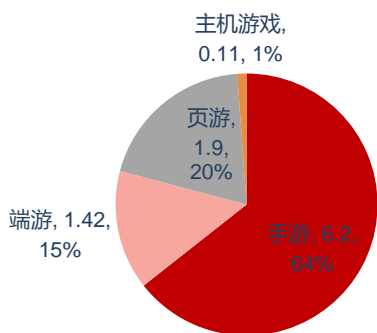
项目	一般手游	精品手游	3A 主机游戏
研发团队	50-80 人	80-120 人	150-200 人
开发成本	1500 万-3000 万元	3000 万-1 亿元	5 亿元以上 (8000 万美元以上)
开发周期	6-12 个月	12-20 个月	3-5 年

资料来源：游戏葡萄，西部证券研发中心

手游用户基数更大。因为使用场景、便携性和功能性的差异，手机相较于主机/PC，占据了用户更多的使用时间。另外，国内手游大多采取“免费下载+内购”的模式，即如果用户不追求升级速度不充值也能玩下去，玩家准入门槛低，因此手游用户数量远超主机游戏。

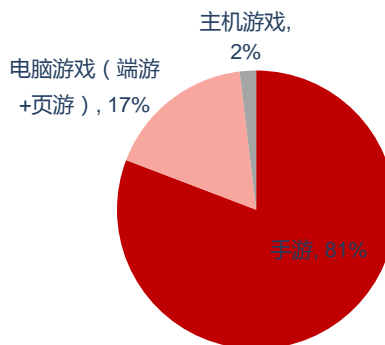
根据游戏工委数据，2019 年手游用户共计 6.20 亿人，PC 端游用户 1.42 亿人，页游用户 1.90 亿人；据 Niko Partners 数据，主机用户数量仅 1100 万人。根据极光数据，2019 年中国手游用户 MAU 达到 8.25 亿，手游安装渗透率为 73.6%，手游用户人均每月使用时长达到 879 分钟。手机游戏的使用频次占比高达 80.8%，而电脑游戏占比为 17.3%，主机游戏占比仅有 1.9%。

图 17: 2019 年中国手游用户规模 (亿人) 占主导地位



资料来源：游戏工委，西部证券研发中心

图 18: 2019 年手游的使用频次占比 (%) 高达 80.8%

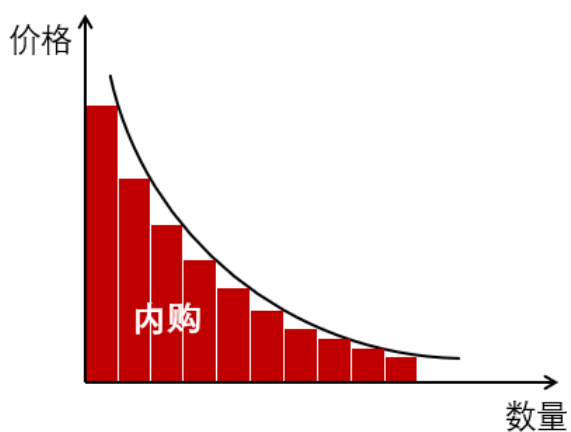


资料来源：极光大数据，西部证券研发中心

手游商业模式更适应中国的国情。动辄超过 300 元的 3A 主机游戏对于中国国民的收入负担过重。主机游戏一般采用预付费买断式，主机游戏 Copy 的价格门槛（大作一般 60 美金，300 元人民币左右）较高，之后可能推出 DLC，主要内容为游戏剧情的拓展衍生，玩家覆盖仅仅局限于硬核玩家。

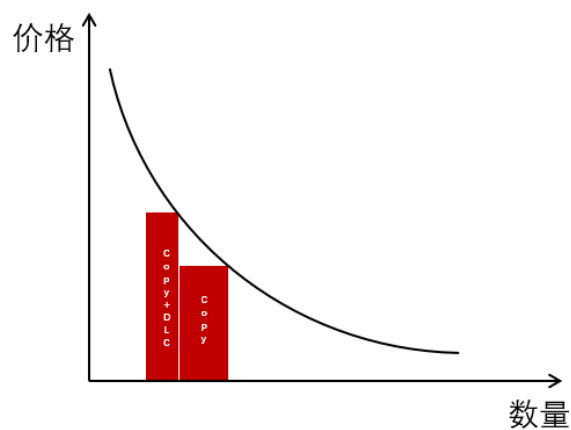
手游免费下载的模式让更多的玩家体验到游戏，从而提供“上瘾”的机会，之后利用玩家急于升级或者过关等的心理，通过定价不同的内购包（一般从 1 元到数百元不等），针对重度玩家收取更多费用、同时也能收割长尾的轻度玩家。其本质是根据玩家对游戏的喜爱程度及自身的经济能力，差异化定价。中国玩家的普遍收入水平低于欧美发达国家，因此手游这类差异化内购形式更加适应中国玩家的消费习惯。

图 19: 手游的内购收费模式下, 能收割到各类玩家



资料来源: 西部证券研发中心

图 20: 主机游戏卖 Copy+DLC 模式下, 仅能覆盖部分玩家



资料来源: 西部证券研发中心

三、国产3A会迟到，但不会缺席

3.1 用户“审美”提升不可逆，“多屏统一”是助力

娱乐审美的提升是不可逆的。随着终端性能的提升，游戏画质、可玩性等大幅提升，游戏画面从马赛克方块到最新虚幻引擎引入的超高精度渲染技术和动态全局光照技术，游戏建模从粗糙的形状集合到动漫级别的3D实感图像。一旦有划时代的游戏诞生，用户的口味就会被提升，其他厂家只能去适应这种口味提升，加大研发投入，提升游戏质量。

图 21：任天堂 FC 红白机中的像素 2D 游戏画面



资料来源：资料整理，西部证券研发中心

图 22：2020 年虚幻引擎 5 实机演示画面



资料来源：虚幻引擎 5 宣传画面，西部证券研发中心

主机和 PC 游戏品质整体上高于手游，但使用场景受限、用户规模较小，手游厂商可以只针对手机的性能和使用场景开发出相应品质的游戏，因此手游对画面、操作灵敏性、玩家心流沉浸程度等要求较低。但以在线视频和院线电影的发展为例，即使用手机小屏幕观看，不影响用户对“电影级”画质和故事内核的追求，用户还是愿意为优质的娱乐体验付费。基于玩家对游戏体验的追求不断提升，未来游戏产业多屏统一的趋势愈加明显，因为游戏既要适配手机又要适配主机，所以对游戏品质的要求会有质的提升。

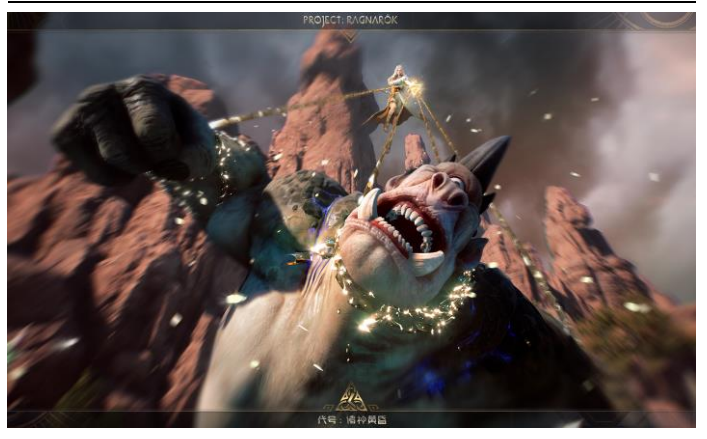
米哈游的《原神》是第一款多端互通的国产手游，多端(包括 PC、安卓、ios)之间的数据是完全互通的，玩家可以自由进行登录平台的切换，在不同设备上都可以使用共通的角色数据和进度来进行游戏。另外，不同玩家在不同端也可以联机，例如 PS4 平台玩家可以在对应服务器中，邀请 PC 或手机端玩家进行联机活动。未来完美世界的《幻塔》、网易的《代号：诸神黄昏》等几款游戏都将进行多端统一的尝试。

图 23：完美世界的《幻塔》二次元风格明显



资料来源：游戏 PV 画面，西部证券研发中心

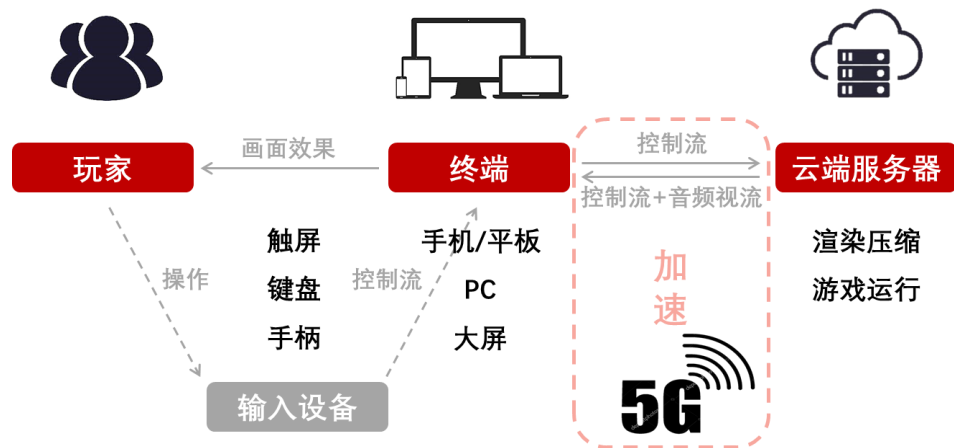
图 24：网易的《代号：诸神黄昏》画风更加欧美化



资料来源：游戏 PV 画面，西部证券研发中心

云游戏将降低 3A 游戏高画质的体验门槛。大型 3A 对硬件要求高，这也限制了一部分玩家体验 3A 游戏。随着云游戏时代的来临，未来云游戏不存在“终端性能限制”一说，高品质游戏的玩家基础将进一步扩大。云游戏模式下，游戏内的复杂计算都在云端进行，对于用户的硬件设备没有任何要求、也无需用户下载任何本地文件，玩家可以在各类终端设备上体验游戏，即便是低端设备也能畅玩大型游戏。5G 普及后，预计云游戏原有的操作延迟、画面卡顿等痛点问题将得到有效解决。云游戏时代下，产品的大屏端、主机端、PC 端、移动端等相互连通，市场对于主机游戏、PC 游戏、移动游戏的边界将逐渐模糊，多屏统一将成为游戏市场新趋势。

图 25：5G 落地将加速云游戏发展

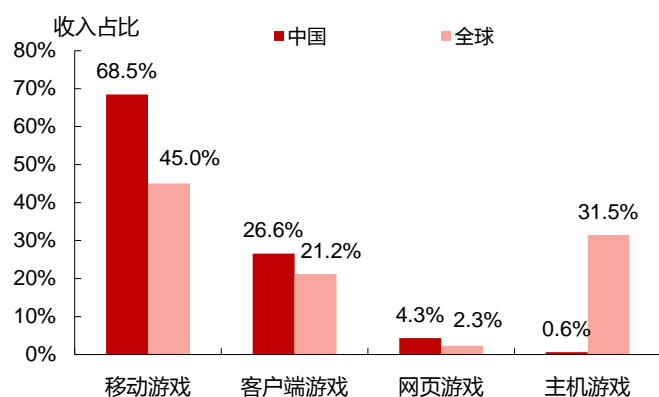


资料来源：西部证券研发中心整理

3.2 国内 3A 游戏需求旺盛，付费潜力巨大

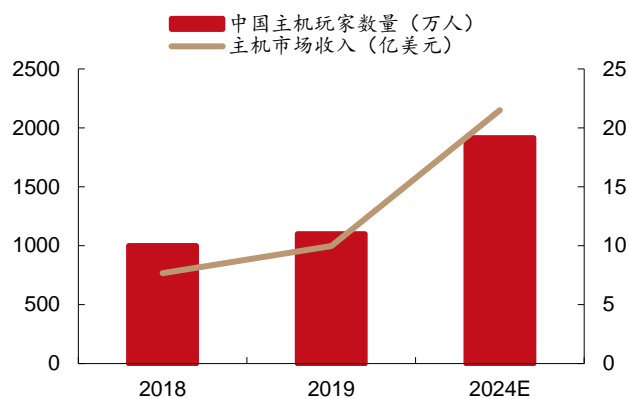
中国主机游戏玩家需求旺盛。根据 Niko Partner 的报告，2019 年中国游戏主机玩家总数已达到 1100 万，创造了 9.97 亿美元的收入（对应人民币 ARPU 634 元/年，即 52.87 元/月）；预计到 2024 年玩家总数将达到 1915 万，收入增长至 21.5 亿美元（对应人民币 ARPU 786 元/年，即 65.49 元/月）。这些收入包括了软硬件的灰色市场和国行市场。

图 26：2019 年国内移动游戏占比领先、海外主机占比高



资料来源：GPC&IDC, Newzoo, 西部证券研发中心

图 27：预计到 2024 年中国主机游戏玩家将达到 1915 万人



资料来源：Niko Partners, 西部证券研发中心

Steam 数据显示，2020 年 2 月所有用户中使用简体和繁体中文的占比合计 23.85%，位居所有语言第二；2 月其中一周用户下载数据总量中，中国总计 121.5PB，占比 17.4%，排名第一；美国总计 112.2PB，占比 16.1%，排名第二。Steam 平台上的 3A 游戏，如《刺客信条》系列、《上古卷轴》、《巫师》系列等，即使是不支持简体中文的游戏，简体中文评论占比均在 20%-40% 之间。

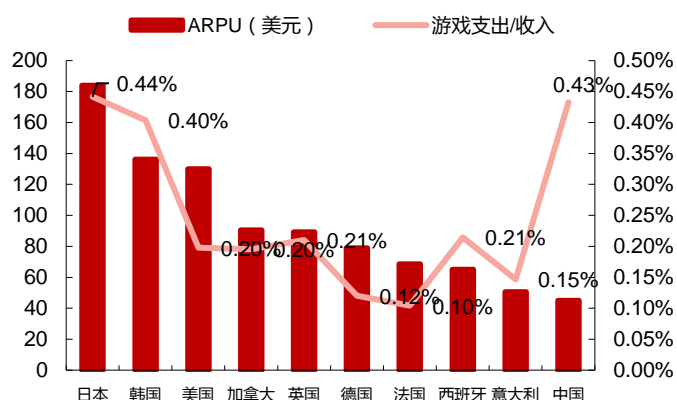
表 7：Steam 平台上 3A 大作的简体中文评论数量占比较高

游戏名称	总评论数 (条)	简体中文评论数 (条)	简体中文评论占比%	游戏是否支持简体中文
刺客信条：大革命	30179	8547	28.3%	否
刺客信条：奥德赛	84229	30805	36.6%	是
侠盗猎车手 5	959221	225448	23.5%	否
巫师 3：狂猎	427221	92110	21.6%	是
荒野大镖客 2	117896	50546	42.9%	是

资料来源：Steam, 西部证券研发中心

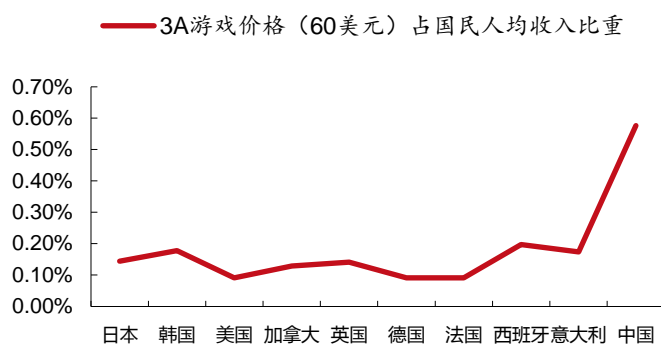
海外 3A 游戏平均 60 美元的价格，占中国人均年收入的比重达到 0.58%，还是远高于其他国家。根据 Newzoo 数据，2019 年中国游戏玩家的平均年 ARPU 值 45 美元/年，占人均收入的比重较高，达到 0.43%，与日本齐平，但日本玩家的平均年 ARPU 值是中国玩家的 4 倍。随着国人人均可支配收入的提高，中国游戏 ARPU 值提升空间还较大。而玩家付费的逐步上升，也能够从需求端反向推动 3A 游戏工业化的进步。

图 28：游戏 ARPU 值占中国人均收入比重较高



资料来源：Newzoo, Worldbank, 西部证券研发中心

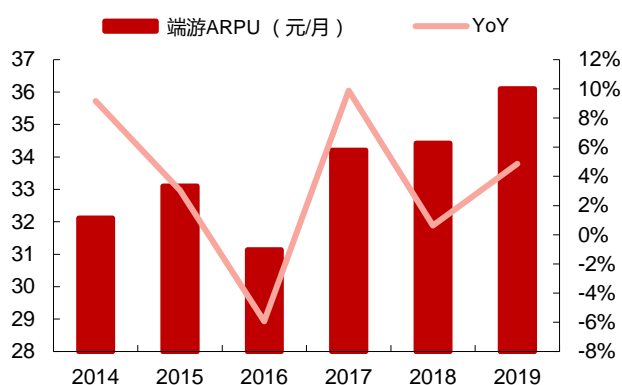
图 29：3A 游戏平均价格 60 美元占中国人均收入比重较高



资料来源：Worldbank, 西部证券研发中心

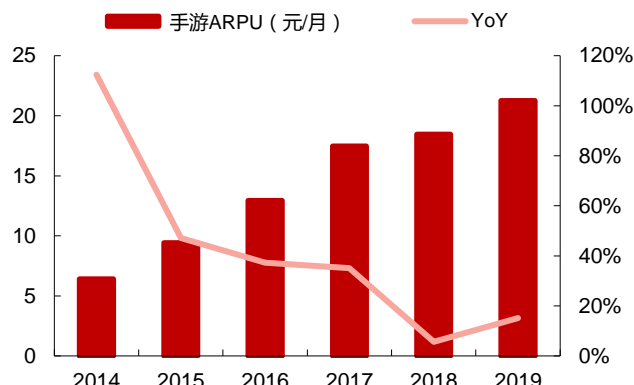
硬核玩家 ARPU 值较高，变现潜力大。国内 PC 游戏用户 ARPU 值远高于手游，2019 年中国端游用户 ARPU 值为 36.1 元/月，是手游用户 ARPU 值 21.3 元的 1.7 倍。

图 30：2019 年全国端游 ARPU 值达到 36.1 元/月



资料来源：游戏工委, 西部证券研发中心

图 31：2019 年全国手游 ARPU 值达到 21.3 元/月



资料来源：游戏工委, 西部证券研发中心

3.3 游戏出海空间广阔，国际市场亦可其期待

3A 游戏因其卓越的美术品质、故事情节、人物刻画，代表了一种文化发展的极致。欧美许多 3A 游戏都向外输出了西方的文化意识形态。例如《刺客信条》系列背后的古埃及、古希腊文化，《荒野大镖客》系列塑造的“美国大侠”西部牛仔形象，《GTA》系列表现的美国各社会阶层生活状态等。

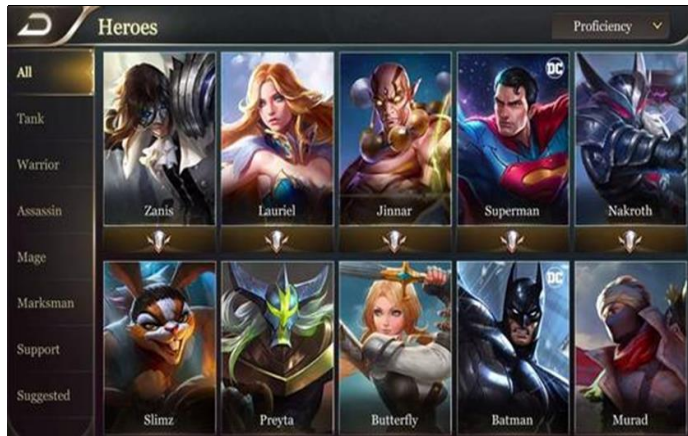
游戏相比于影视更易输出。影视剧作受制于各国传统习俗等区别，文化壁垒较高，打造一个国际大 IP 需要多年沉淀、难度颇高；而游戏品类的玩法设计上各国间差异较小，游戏厂商出海时仅需更换角色台词设定，本土化成本较低、整体程序无需大改，因此打造一款优秀的游戏产品能够实现全球多国发行。

图 32:《王者荣耀》国内版英雄



资料来源:《王者荣耀》游戏画面,西部证券研发中心

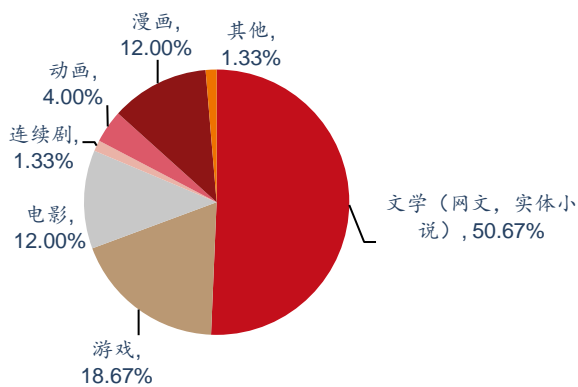
图 33:《王者荣耀》海外版英雄



资料来源:《王者荣耀》游戏画面,西部证券研发中心

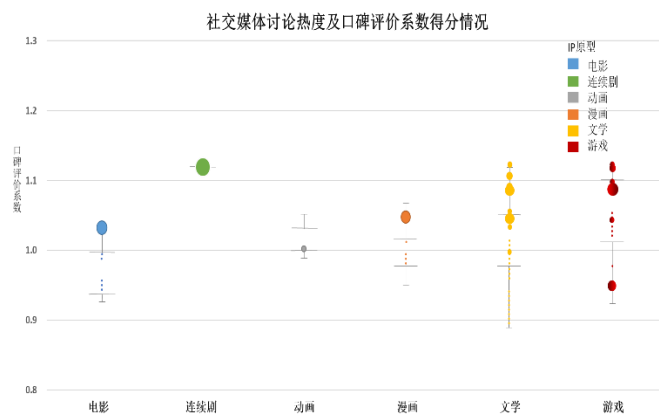
文旅部发布的《文化 IP 评价报告 2018-2019》统计了电影、连续剧、游戏(手游)、网络文学、动画、漫画六个领域在中国以外国家和地区,新发布或者仍提供更新、下载服务的中国当代文化产品,具体分析各领域 TOP15 中国文化产品,共计 90 个产品、涉及 74 个 IP。在这些头部 IP 中,有 50.67%为文学(网文,实体小说),游戏占比 18.67%,排名第二位,输出潜力较影视大。在所有 74 个 IP 原型中,游戏的讨论度和口碑评价最高,甚至高过文学。

图 34: 中国输出的头部 IP 中游戏占比 19%



资料来源:文旅部,广电总局,西部证券研发中心

图 35: 出海游戏 IP 的讨论度和口碑评价都较高

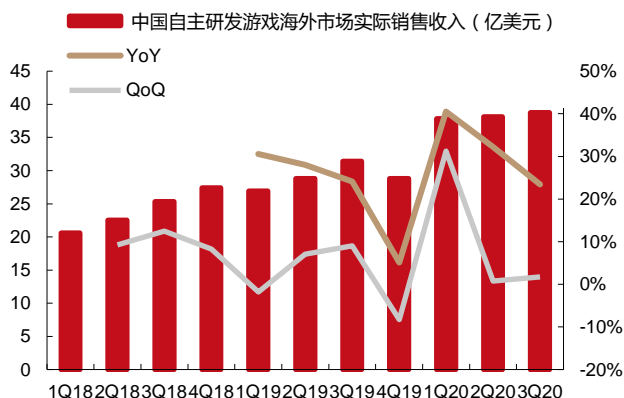


资料来源:文旅部,广电总局,西部证券研发中心

注:气泡大小代表讨论度高低

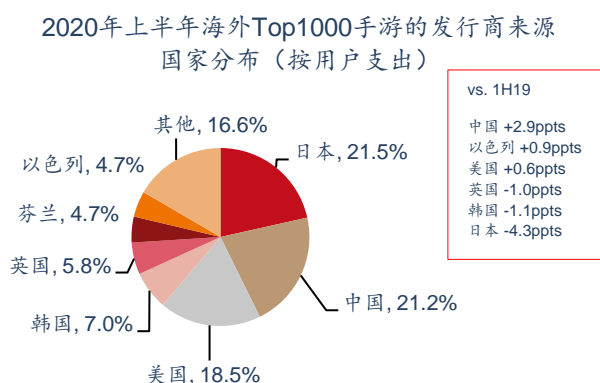
中国游戏海外变现规模在逐年增长。2019 年中国出海游戏收入规模达到 115.9 亿美元,同比增长 20.9%;今年海外疫情爆发后,Q1-Q3 中国自主研发游戏海外市场收入同比增长均达到 20%-40%。中国出海游戏的用户支出占海外移动游戏市场的份额从 2019 年的 19%增长到 2020 上半年的 21%,比第一名日本仅落后 0.3%,不出意外中国将在今年超越日本登顶榜首。

图 36：2020 年 Q1-Q3 中国游戏出海收入同比增速较高



资料来源：游戏工委，西部证券研发中心

图 37：1H20 中国出海游戏的用户支出份额增长到 21%



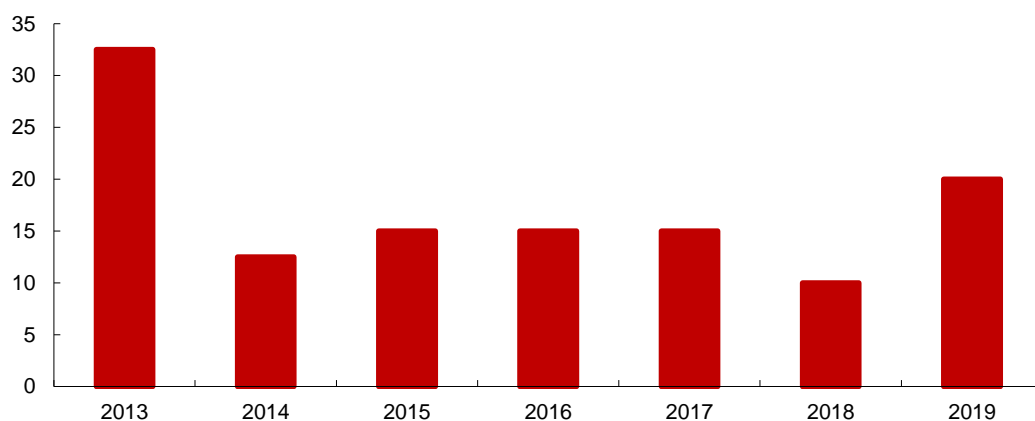
资料来源：App Annie，西部证券研发中心

我们认为，若国产 3A 游戏成功研发，中国游戏出海收入的增长空间将进一步扩大，同时能够更加直观立体地输出中国文化，例如《黑神话：悟空》中描绘的深山禅院、曲径通幽、妖怪志异等场景和人物都极具东方审美，打斗情节也很好地传达了孙悟空人物的精神内核：反抗强权、以寡敌众。

3.4 3A 续作的可持续性和可预见性高，CP 愿意深耕

高质量 3A 游戏同一 IP 系列的销量经久不衰。《GTA5》2013 年上线，在发售首年《GTA5》卖出 3250 万份，其后每年的销量都超过了千万，截至 2019 年年底合计卖出 1.2 亿份，预计《GTA5》总销量冲击 1.5 亿的有望。

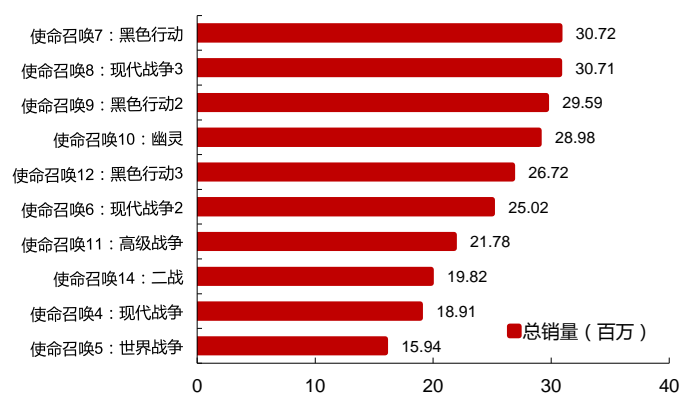
图 38：《GTA5》销量（百万份）



资料来源：Take Two 官方，快科技，西部证券研发中心测算

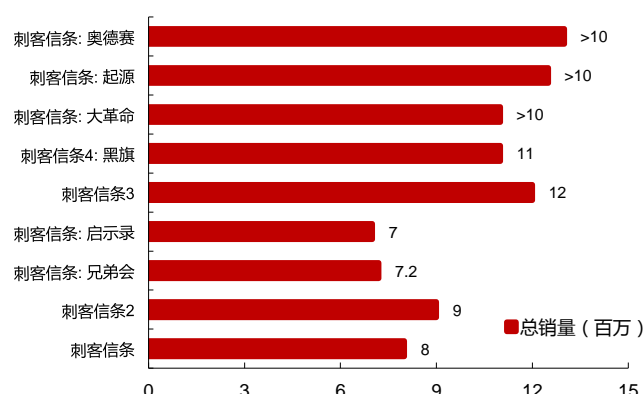
3A 游戏的续作可预见性较高。从《使命召唤》及《刺客信条》系列销量数据可看出，3A 游戏同一 IP 系列内各款产品的销量波动较小，版本迭代后产品生命力愈加旺盛，一旦前部游戏获得较好的市场反响，后续作品的用户基础将得到有力保障、并进一步扩大，鲜有销量疲软下滑等后劲不足现象。

图 39:《使命召唤》系列销量



资料来源: Statista, VGChartz, 西部证券研发中心

图 40:《刺客信条》系列销量



资料来源: Unisoft 财报, reddit.com, 西部证券研发中心

3A 续作可预见性高的原因:

- 1) IP 的号召力, 好的 3A 游戏不仅收获游戏粉丝群体, 甚至能够形成一种影响大众的文化现象。例如《GTA5》打造了一个极度真实的世界, 在这个几乎和现实中的洛杉矶一样的城市中, 玩家可以感受到美国的街头文化和汽车文化, 还有开发者对于美国社会怪象的各种嘲讽和批判。
- 2) 同一系列的续作可以复用先前版本的素材和程序技术, 成功的游戏研发团队保证了续作的品质。
- 3) 主机游戏最大的商业特点是“预先付费模式”, 和手游的内置变现不同, 主机游戏要求在用户付款之前就能用品质、画面、游戏性等硬实力打动玩家, 因此某个 IP 一旦成功, 获得信任的开发商将长期坚挺。另外开发的高风险也促使一般的游戏公司不轻易开发新的 IP 系列, 头部聚集效应非常明显。

手游通常不存在续作, 厂商需要通过不断推出新的游戏 IP 产品来争取玩家, 业绩情况对爆款产品的依赖较重。大厂商有能力同时开发多个项目, 倾斜资源在胜率较高的项目上, 因此盈利相对稳定。

3.5 引入手游变现模式, 3A 投资回报率提高, CP 开发意愿增强

虽然欧美玩家的购买力较强, 但通常而言用户能够承受的一份游戏拷贝价格在 60 美元, 并且每年只会购买相对有限次的游戏。因此买断制的付费模式也在困扰着海外 3A 游戏的进一步发展。

中国在商业模式上的创新较为领先。以在线视频为例, 美国主流在线视频网站的变现方式相对单一, 而中国是融合各种手段, 全方面变现。美国流媒体行业的主要收入来源只有两方面: 广告和会员。例如 Netflix 和 Disney+ 以会员收费为主, Roku 提供免费内容但用户需要观看广告, Hulu 则两种变现方式兼备。而国内流媒体平台变现方式更加多元, 除了所有视频网站都兼具广告和会员两种收入来源之外, 芒果 TV 创新了 IP 衍生物销售、直播带货电商等形式, 爱奇艺授权商家使用节目 IP (如《潮流合伙人》)、开发 IP 衍生游戏等。

我们认为, 未来中国的 3A 游戏不会仅有单一买断制一种变现模式。上世纪早期的游戏商

业模式基本为“买断制”，高收入玩家付费购买 Copy，该模式至今仍保留在主机游戏市场中；随着页游的诞生，付费模式由买断制发展为“按时长收费模式”，点卡是该模式下的产物，该模式减少了玩家游戏体验的成本；2010年后进入手游的爆发期，游戏内容免费下载，付费转为游戏“内购式”，并行生出 F2P、Battle Pass、抽卡等多元氪金形式，免费制下游戏门槛大幅降低，移动互联网红利带动玩家规模迅速增加，移动游戏收入成为当今贡献度最大的游戏品类。

图 41：游戏付费模式不断变迁

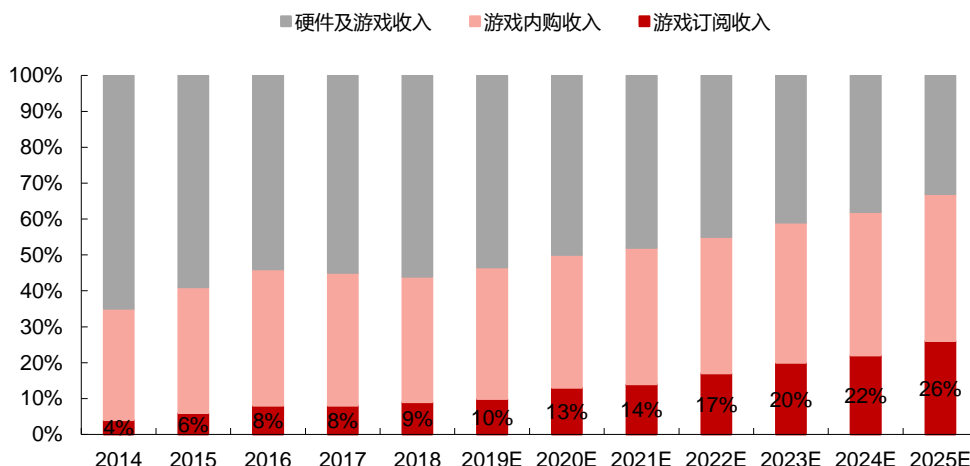


资料来源：资料整理，西部证券研发中心

从《原神》的成功来看，未来中国的 3A 游戏或许会结合“3A 品质”和“手游变现模式”，以此解决爆款手游 ROI 比 3A 游戏高的问题，厂商开发高品质游戏的动力将更加充足。实际上，海外一些厂商已经开始了所谓“服务型游戏”的尝试，例如育碧旗下《孤岛惊魂 5》的季票，海盗游戏《骷髅与骸骨》的微交易和在线内容，《飙酷车神 2》的售后 DLC 等等。

随着游戏上云，预计订阅制会大行其道。订阅制有类似于手游内购模式的好处：提供上瘾的机会，以及定价多元化。玩家可以试玩平台上大部分甚至全部产品，通过按支付固定费用（月度、季度或者年度）自主选择平台内所有的游戏产品，或者个别游戏需要另行收费，总之，未来订阅制下的收费模式将会更多元，给不同需求的玩家提供不同的选择。IDC 预测 2025 年游戏订阅收入占比将上升到 26%。

图 42：游戏订阅收入比例逐年提高，订阅制付费模式为大势所趋



资料来源：IDC，西部证券研发中心

四、谁会在未来胜出？

4.1 “中小”厂破冰，大厂技术和资金实力雄厚，后来者有望居上

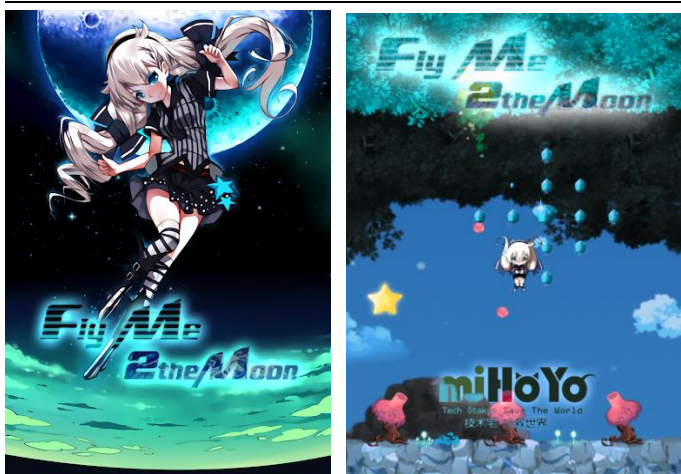
在非上市公司中，有一批“中小”厂没有报表业绩压力，机制灵活，创意丰富，有望成为游戏市场的“鲶鱼”，改变“既定游戏规则”，做出划时代的产品。我们认为目前市场上值得关注的非上市公司包括：

1. 米哈游：

米哈游成立于2012年2月，初始团队只有三人，分别是蔡浩宇、刘伟、罗宇皓，均毕业于上海交通大学。初始团队自主开发了Misato引擎，和盛大公司合作开发了“泡泡英雄”。当时的中国游戏市场以PC游戏为主，而且大多数游戏都是换皮游戏。和盛大合作期间，蔡浩宇曾向游戏主策建议做一款2.5D的ARPG游戏，但被主策拒绝，此后他们萌生了自主创业制作游戏的想法。

米哈游的第一款游戏是《Fly Me 2 the Moon》，是一款2D卷轴式过关休闲游戏，2011年9月30日在iOS平台独占发布，付费下载价格为18元，获得苹果应用商店日本区、美国区的推荐。2012年公司成立，但彼时手游和二次元未发展，b站也才刚刚步入正轨，所以公司几乎拉不到投资；后来靠着《Fly Me 2 the Moon》的成绩，勉强说服了杭州斯凯网络科技有限公司投资100万元（占15%股份）。2012年11月公司上线了《崩坏学园》，是一款二次元单机游戏；2014年1月26日，《崩坏学园2》安卓端率先公测，3月28日上架苹果商店，隔日登上App store付费榜首位，推动了国产“二次元”手游的热潮。2015年6月20日，米哈游开始在“有妖气”漫画平台连载漫画《崩坏3rd》，为一年之后发布的游戏《崩坏3》进行早期人气的铺垫，游戏最终在2016年10月1日正式公测，公测第一周就进入App store畅销榜前十。游戏的成功一方面是因为米哈游投入了巨大的精力在画面的建模和优化上，另一方面是游戏的操作风格借鉴了大量硬核主机作品的设定。《崩坏》系列目前已经形成了一个集游戏、轻小说、漫画、音乐等多种形式的整体IP。

图 43：米哈游首款游戏《Fly Me 2 the Moon》2011 年上线



资料来源：米哈游官网，西部证券研发中心

图 44：《崩坏》系列开启了国内二次元手游的热潮



资料来源：米哈游官网，西部证券研发中心

米哈游现在已经成长为了超过2000人规模的游戏公司，最新代表作《原神》于2020年9月28日全球同步上线，并多端发售；根据Sensor Tower数据，10月《原神》海外App Store

+ Google Play 收入超过 1.6 亿元, 登顶 TOP30 榜单, 创造了中国手游出海收入的新纪录。

《原神》是目前中国手游中最接近 3A 品质的产品, 其美术画面的精美程度、开放世界玩法的设定以及投入的研发资源在手游项目中前所未有的。《原神》开发团队超过 400 人, 投入人员数量是米哈游前作《崩坏 3》60 人团队的 7-8 倍; 游戏于 2017 年 1 月底立项, 直到 2020 年 9 月底上线, 《原神》的研发周期接近 4 年。根据公司创始人刘伟透露, 游戏正式上线前研发成本已超过一亿美元。

2. 游戏科学:

游戏科学成立于 2014 年, 冯骥、杨奇等创始团队成员来自腾讯光子工作室《斗战神》的原游戏研发团队。

游戏科学前期的几个作品都是当时的时髦之作。杨奇的美术风格浓烈且突出, 冯骥知道如何让游戏显得更有格调。他们的策略是找到市面上最流行的游戏品类, 再加上一流的美术、世界观和故事。于是在公司成立之初, 团队用了大概 1 年时间就推出了第一款作品《百将行》。这个产品的卖点就是“颠覆三国”, 背景设定和画风非常大胆, 英雄角色大多变成了机甲、妖兽或者女体, 比如青龙人关羽、机甲高达曹仁以及娘化的黄盖, 而河洛、赤壁、东风则被具象化成魏国、吴国、蜀国的巨神兵。这个产品交给了网易发行, 宣发时声量较大, 但上线以后表现差强人意, iOS 收入榜上最高排名只有 28 位, 1 个月后就掉到了 150 名开外。究其原因是融入要素过多, 最终在游戏里实现的美术风格和品质不够出色, 而玩法微创新也不彻底, 在当时各种模仿《刀塔传奇》的作品潮流下难言出色。

《百将行》失败以后, 2017 年游戏科学又推出了一款实时竞技游戏《战争艺术: 赤潮》。在 Steam 上, 该游戏经历了两轮抢先体验测试, 玩家给出了特别好评; 移动版《战争艺术: 赤潮》也在 TapTap 得到了 9.6 的高分。2017 年 9 月 29 日, 《战争艺术》在全球 154 个国家和地区 App Store 上线, 曾取得 17 个国家及地区免费游戏榜排名前 5 及 147 个国家及地区策略类游戏榜排名前 5 的成绩。

图 45: 游戏科学首款游戏《百将行》设定和画风大胆



资料来源: 游戏科学官网, 西部证券研发中心

图 46: 第二款游戏《战争艺术: 赤潮》最终表现明显较好



资料来源: 游戏科学官网, 西部证券研发中心

2018 年初, 杨奇和冯骥在讨论过后, 决定打造一款单机游戏以实现他们心中认为真正高品质的作品。这款游戏最初的玩法被定调在弱联网、强战斗体验、偏冷兵器格斗的动作游戏。2018 年底, 游戏中的花果山关卡基本成型, 实现了游戏世界观的初始内容; 2019 年

这个小组的成员增加到 20 人，目标是做出一个玩家可以流畅体验的完整关卡“黑风山”，最后成为了实机演示画面中的 BOSS 战内容。2020 年 8 月 20 日，该款单机游戏以《黑神话：悟空》命名，公司发布了 13 分钟的演示视频，发布后迅速引起轰动，玩家和游戏圈内人纷纷给予好评。从演示视频中看，《黑神话：悟空》的表现力甚至好于目前市场上的一些 3A 大作。

3. 重庆帕斯亚科技：

重庆帕斯亚科技有限公司 (Pathea Games) 成立于 2012 年，主要针对 PC 平台和主机平台研发单机和联网游戏。创始人吴自非 2010 年成立了雷邦科技公司，他和最初只有几个人的团队开发了第一款游戏，却以失败告终。后来重庆天使科技创业投资有限公司对雷邦科技增资 300 万元，正是利用这笔投资，吴自非成立了子公司帕斯亚科技，并从沿海地区引进了一批游戏开发人员，形成了现在的核心团队。

2014 年，帕斯亚科技研发的单机沙盒游戏《星球探险家》一上线就有了 20 多万份下载量，在游戏发布平台 STEAM 上的好评率一直高居 81% 以上，尤其吸引欧美地区玩家。这个游戏的沙盒系统非常开放，并且里面所有的元素都是平滑过渡的，而不是一个个方块。帕斯亚使用了 Smooth Voxel 搭建整个游戏世界：玩家可以任意改变大陆上的地形，可以挖一公里深的洞，也可以搭最高 3 公里的山；玩家可以制作任何道具，而且都具有物理特性，可以实际使用。游戏还具有一个 RPG 的主线剧情，引领玩家探索外星球历险的故事。

公司在 2018 年上架的第二款游戏《波西亚时光》的全球销量已经超过了 170 万份，且其中 70% 的销量来自于海外。该游戏是一款模拟经营类游戏，玩家经营一座工坊，接订单、生产所需商品、赚取酬劳、获得 NPC 好感与工坊评级，然后继续扩大生产，殷实自己的家底。除了模拟经营玩法外，《波西亚时光》还加入了“模拟人生”元素，可以与 NPC 进行社交、结婚、生育等。

图 47：《星球探险家》游戏在欧美市场广受欢迎



资料来源：帕斯亚科技官网，西部证券研发中心

图 48：《波西亚时光》是一款元素较多的模拟经营类游戏



资料来源：帕斯亚科技官网，西部证券研发中心

除《星球探险家》与《波西亚时光》两款游戏外，该公司还有更多新项目正在研发制作和推进中。比如，作为“时光系列”的第二部，《沙石镇时光》正在研发中，团队人员 44 人，预计 2021 年上线销售。此外，赛博朋克风格的多人球类运动竞技游戏《超级巴基球》，正由 34 人组成的团队紧锣密鼓地进行研发，目前已在 Steam 平台和 WeGame 平台上开放公开开发版本，供玩家体验试玩，并参与到游戏调试中。

图 49：“时光系列” IP 第二部《沙石镇时光》将在 2021 年上线



资料来源：帕斯亚科技官网，西部证券研发中心

图 50：新类型游戏《超级巴基球》已上线内测版



资料来源：帕斯亚科技官网，西部证券研发中心

除中小厂外，国内部分游戏大厂也已经开始了一系列 3A 游戏研发工作，他们的灵活性和自由度虽然不如独立工作室，但资金实力和技术积淀是最大的优势，例如国内大多数成熟的“技术美术”人才都聚集在腾讯、网易等大型游戏公司。

另一方面，大厂也能通过投资形式扶持国内的独立工作室，或者投资海外的成熟厂商，最终享受收益。目前完美世界、腾讯、网易等公司凭借其雄厚的资金实力，纷纷布局全球，投资收购海外各国顶尖游戏工作室、广纳全球游戏研发人才，实现技术融合与圈层突破。

以下是腾讯、网易、完美世界三大游戏厂商 Pipeline 当中，较有 3A 潜质的产品（不完全统计）。完美世界相比腾讯和网易，在主机游戏上的储备数量更多；而腾讯和网易从 2020 年开始，均通过内部孵化、外部收购等方式加快布局具备高品质画面、开放世界元素的游戏，国产 3A 游戏蓄势待发。

表 8：三大游戏厂商旗下有“3A”或“类 3A”潜质的游戏 pipeline

	游戏名称	研发团队	游戏类型
腾讯	《重生边缘》	NEXt Studios	战术竞技，射击，废土题材，主机
	《代号：SYN》	光子工作室群	开放世界，FPS 射击，赛博朋克风格，主机
	《Code-D》	西腾科技	暗黑系，动作类 ARPG，手游
	《黎明觉醒》	光子工作室群	开放世界，末日生存，手游
完美世界	《火炬之光 3》	Echtra Games	ARPG 冒险，主机
	《Magic Legends》	完美世界	ARPG 冒险，主机
	《完美世界主机版》	完美世界	MMORPG，主机
	《DON'T EVEN THINK》	完美世界	战术竞技，非对称射击，主机
	《幻塔》	完美世界	开放世界，二次元，RPG 冒险，多端游戏
网易	《代号：诸神黄昏》	网易	开放世界，北欧神话题材，多端游戏
	《暗黑破坏神：不朽》	网易暴雪联合开发	暗黑系，ARPG，地牢，手游
	《战春秋》	网易	古代开放世界，国战，手游

资料来源：资料整理，西部证券研发中心

完美世界：完美世界深耕主机游戏，多方合作收购，3A 游戏储备丰富。完美世界于 2010

年收购 Runic Games，其 CEO 为“暗黑之父”Max Schaefer，而后开发过《火炬之光》等作；2011 年收购 Cryptic Studios，在完美世界的资助下开发 3A 级 RPG 游戏《无冬之夜 OL》等大作。截至目前，完美世界推出的主机产品已经有 10 余款之多，除旗下海外团队的产品外，还有纯自研的《DON'T EVEN THINK》以及丰富的自研游戏储备。

此外，完美世界还在主机游戏其他领域进行全方位布局。完美世界与 Valve 于 2018 年 6 月宣布合作，完美世界将代理运营 Steam 中国，且今年 4 月平台的相关域名已过审，国服上线指日可待；完美世界还收购了多家主机游戏媒体论坛，如电玩巴士、A9VG 电玩部落。

表 9：完美世界主机游戏储备丰富，全方位布局进军 3A 领域

布局	名称	类型	上线时间	模式	研发商
主机游戏	无冬之夜 OL	RPG	2002 年 6 月	自研	Cryptic Studios
	三国战纪	横向卷轴	2015 年 9 月	发行	IGS
	3 对 3 街头篮球	MMO 篮球竞技	2016 年 12 月	发行	JoyCity
	隐龙传：影踪	动作冒险	2017 年 8 月	发行	美格方互动
	深海迷航	沙盒生存	2018 年 1 月	自研	Unknown Worlds Entertainment
	迷城之光 HOB	动作解谜	2018 年 1 月	自研	Runic Games
	非常英雄	横向卷轴	2019 年 1 月	自研	Magic Design Studios
	洪潮之焰	Roguelike	2019 年 5 月	发行	The Molasses Flood
	DON'T EVEN THINK	MMO 射击	2019 年 7 月	自研	完美世界
	遗迹：灰烬重生	生存动作射击	2019 年 8 月	发行	Gunfire Games
	火炬之光 3	ARPG 冒险	预计 2020 年	发行	Echtra Games
	Magic Legends	ARPG 冒险	预计 2020 年	自研	完美世界
	完美世界主机版	MMORPG	积极研发中	自研	完美世界
游戏平台	Steam	国服	预计 2020 年	代理	Valve
网站论坛	TGBUS 电玩巴士	游戏门户网站		收购	
	A9VG 电玩部落	主机游戏论坛		收购	

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 10：完美世界收购多家海外游戏团队

公司名称	收购时间	注册地	代表作
C&C Media	2010 年 4 月	日本	游戏发行
Runic Games	2010 年 5 月	美国	《火炬之光》《Hob》
Cryptic Studios	2011 年 8 月	美国	《无冬之夜 OL》《星际迷航 OL》
Unknown Worlds Entertainment	2013 年 2 月	美国	《深海迷航》《物竞天择》

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

腾讯：腾讯曾在 2018 年做过主机游戏代理的尝试，即卡普空 3A 大作《怪物猎人：世界》（后续由于政策原因下架）。同年年中，武汉西腾科技有限公司成立，西山居和腾讯各占股 50%，主要开发方向为 MMO、ARPG、ACT 等大型精品游戏，目前只公布了一款自研产品《Code-D》，类型为暗黑动作类 ARPG 手游。2019 年 4 月腾讯宣布和任天堂合作，在中国代理发售任天堂 Switch 主机，这也是腾讯迈入主机界的第一步。2020 年 5 月，小島工作室的创始人之一的今泉健一郎、原《Halo 4》的设计总监 Scott Warner 先后加入

腾讯；今泉健一郎曾参与《合金装备》系列、《死亡搁浅》等游戏的制作，Scott Warner 负责的《Halo 4》游戏创下了5天销量超过400万的记录。

腾讯在2020游戏年度发布会上，以彩蛋形式公布了一段主机技术demo《代号：SYN》，是一款赛博朋克风格的开放式FPS射击游戏。该游戏由腾讯光子工作室群自主研发，面向全球游戏市场的PC和主机平台，是腾讯在自主研发国际化3A大作上的重要尝试。除光子工作室群以外，腾讯旗下北极光工作室群，此前也推出了一款“准3A”网游《无限法则》，并在海外市场取得了一定的关注度。腾讯旗下的NEX Studios已初试研发了一款2A产品《重生边缘》，为未来打造3A游戏积累经验（该工作室创意总监Clark Yang为前育碧资深员工）。

另外，今年腾讯还在美国洛杉矶成立了一间新的游戏工作室——LightSpeed LA，为次世代主机开发3A级游戏巨作。该工作室由Steve Martin引领（曾参与《GTA5》以及《荒野大镖客：救赎2》等游戏开发），团队成员分别来自于R星、重生娱乐、2K游戏和索尼旗下Insomniac等公司，研发实力强劲。该工作室的首个项目将登陆PS5和Xbox Series X，将是一款3A级开放世界游戏。

图 51：腾讯发布 3A 储备《代号：SYN》技术 demo



资料来源：腾讯游戏年度发布会，西部证券研发中心

图 52：腾讯旗下多个工作室主攻 3A 游戏开发



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 11：腾讯游戏投资计划覆盖全球各国

公司名称	投资时间	注册地	持股比例/投资金额	代表作
Riot Games 拳头游戏	2008年	美国	100.0%	《英雄联盟》
Level UP	2012年	新加坡	49.0%	游戏发行
Epic Game	2012年	美国	48.4%	《战争机器》
Supercell	2016年	芬兰	84.3%	《部落冲突》《荒野乱斗》
Bluehole 蓝洞	2018年	韩国	10.0%	《绝地求生》
KaKao Games	2018年	韩国	2.93亿	游戏代理
Unisoft 育碧	2018年	法国	5.0%	《刺客信条》
Dream11	2018年	印度	7亿	运动游戏平台
Grinding Gear Games	2018年	新西兰	80.0%	《流放之路》
Fatshark	2019年	瑞典	36.0%	《战锤：末日鼠疫》
Sharkmob	2019年	瑞典	100.0%	《全境封锁》
Antstream Arcade	2019年	英国	A轮融资	云游戏平台
Platinum Games 白金工作室	2020年	日本	-	《尼尔：机械纪元》

Yager Development	2020年	德国	-	《特殊行动:一线生机》
Marvelous	2020年	日本	20.0%	《闪乱神乐》

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

注：该表仅列举腾讯主要投资的海外游戏公司，非不完全统计

网易：2020年6月，网易宣布在日本成立“樱花工作室”，专注开发次世代主机游戏。这是网易旗下首个主攻主机游戏研发的工作室，团队由日本具有丰富主机游戏制作经验的制作人领导，并计划于日本东京开设办公室，招募日本本土的核心游戏研发人才，致力于打造自研精品。另外，网易还宣布战略投资《光环：战斗进化》《命运》等游戏的开发商Bungie；2000年上线的主机游戏《光环：战斗进化》最终在全球共卖出了接近800万份，获得了多家媒体的年度最佳游戏奖，而2004年上线的《光环2》销量接近1000万份。

在520游戏发布会上，网易公布了旗下3A巨制《代号：诸神黄昏》宣传片，该游戏将实现主机、PC、手机多平台共享3A级的游戏体验。题材上，《代号：诸神黄昏》选取了全球化普适的北欧神话；玩法上，也采用了开放世界的概念，虽然是MMO但弱化了对于固定队的强制需求；技术上，游戏也有许多突破性尝试，如晨昏变化的动态光影效果、写实还原的模型搭建、自动化houdini的地形生成、多端同步的技术等。目前，该游戏已全面开放预约。

图 53：网易公布 3A 巨作《代号：诸神黄昏》宣传片



资料来源：网易游戏 520 发布会，西部证券研发中心

图 54：网易成立“樱花工作室”专注研发主机游戏



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 12：网易游戏海外布局多家游戏公司

公司名称	投资时间	注册地	持股比例/投资金额	代表作
Reforged Studios	2015年	芬兰	250 万美元	私人游戏工作室
Niantic	2017年	美国	2 亿美元	《精灵宝可梦 Go》
Bungie	2018年	美国	1 亿美元	《命运》《光环》
Jumpship	2018年	英国	10%	《地狱边境》
Improbable	2018年	英国	5000 万美元	多人在线游戏云开发工具 SpatialOS
Second Dinner	2019年	美国	3000 万美元	创始人 为《炉石传说》之父
Quantic Dream	2019年	法国	-	《超凡双生》《底特律变人》
Behavior Interactive	2019年	加拿大	-	《黎明杀机》
Bossa Studios	2019年	英国	3000 万美元	《漂泊世界》《我是面包》

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

注：该表仅列举网易主要投资的海外游戏公司，非不完全统计

4.2 市场集中度会提高，头部游戏公司稳定性会提高

高资金、时间和人力成本的研发投入非小 CP 能够承受

3A 游戏的研发投入是精品手游的 5-20 倍，是普通手游的 20-30 倍，研发周期 3-5 年起，而一旦失败所有投入都将付之一炬；超高游戏品质对人才要求也极高，人力成本高企，小 CP 难以承受。因此我们认为，随着国产高品质游戏的逐步推出，尾部厂商将失去竞争优势，市场集中度有望进一步提升，并且头部游戏公司的稳定性会更加夯实。

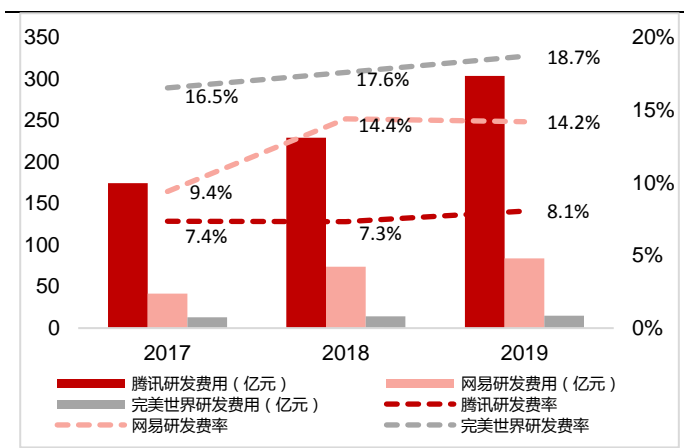
表 13：3A 主机游戏的研发投入远远高于手游

项目	一般手游	精品手游	3A 主机游戏
研发团队	50-80 人	80-120 人	150-200 人
开发成本	1500 万-3000 万元	3000 万-1 亿元	5 亿元以上（8000 万美元以上）
开发周期	6-12 个月	12-20 个月	3-5 年

资料来源：游戏葡萄，西部证券研发中心

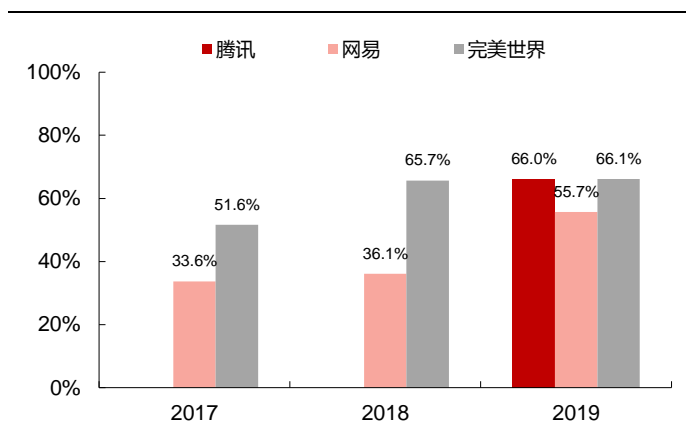
腾讯和网易资金实力雄厚，2019 年分别投入 303.87/83.13 亿元用于研发，且公司的研发人员数量占比均高于 50%；完美世界虽然资金实力不及双巨头，但其研发费率和研发人员的占比均高于腾讯和网易，可见其“重研发”的核心战略。因为研发时间 3 年起，如果之前尚没有立项的公司，在这一块市场上要经历“失去的两三年”，因此我们认为已经有 3A 游戏立项，且研发实力较强的公司才有可能先发制人。

图 55：国内头部游戏 CP 的研发费用及研发费率



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 56：国内头部游戏 CP 的研发员工人数占比



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

注：腾讯仅披露 2019 年研发人员数据

订阅制付费加速尾部淘汰

云游戏时代下，以“云端存储+流媒体分发”的商业模式将催生出全新的订阅制模式。“付费即畅玩”的订阅制下，用户转换游戏的迁移成本较低，且没有漫长的“下载→安装”过程，玩家只需轻松点击开始，就能体验游戏。因此，游戏内容将成为玩家选择的决定性因素，头部游戏相较于长尾游戏将更具优势，游戏的竞争将呈现优胜劣汰格局、加速行业出

清。

表 14：海外各大厂商纷纷推出游戏订阅平台

厂商	订阅服务平台	收费标准
育碧	Uplay+	14.99 美元/月
EA	EA Access	4.99 美元/月费、29.99 美元/年费
微软	Xbox Game Pass	19.99 美元/月、59.99 美元/半年
索尼	Playstation Now	9.99 美元/月、24.99 美元/季、59.99 美元/年
谷歌	Stadia	9.99 美元/月
英伟达	GeForce Now	7.99 美元/月（前三个月免费）

资料来源：公司官网，西部证券研发中心

4.3 投资建议

建议关注完美世界、腾讯和网易。

完美世界：

1) 公司研发能力强，旗舰手游生命周期长。2020 年上半年游戏业务收入 43.56 亿元，同比增长 51.8%。其中手游收入 29.14 亿元 (+72.5%YoY)，占收比 57%；端游收入 12.47 亿元 (+26.6%YoY)，占收比 24%；主机游戏 1.78 亿元 (-1.3%YoY)，占收比 3.5%。20Q3 公司旗舰手游《诛仙手游》《完美世界手游》《新笑傲江湖》在 iOS 畅销榜上的排名仍然维持在前 50 名，表现稳定。

2) 新手游将带来弹性。2020 年公司在运营的游戏数量将进一步增长，《新笑傲江湖》2019 年 12 月上线以来，最新排名稳定在 30 名左右；《新神魔大陆》7 月上线，根据伽马数据首月预估流水超 4 亿元，预计该款游戏 Q3 总流水超过 10 亿元。该游戏也是完美首款旗舰云游戏，玩家可以免下载、即点即玩，体验高画质游戏。

3) 公司游戏储备丰富：《梦幻新诛仙》预计 2021 年年初上线，《战神遗迹》、《幻塔》预计 1H21 上线，其中二次元沉浸式开放世界手游《幻塔》品质较高，是一款“类 3A”游戏，10 月 29 日三端首测，TapTap 预约和关注人数均以超过 40 万人，评分高达 9.1。另外，公司已获得《仙剑奇侠传》合集 IP 授权，将在 21H2 上线一款回合制产品。PC 端游+主机《完美世界》、《Torchtlight III》和《Magic Legends》将陆续上线。

4) 长期看，在国内游戏市场精品化趋势下，玩家对高品质游戏的需求越来越高，研发能力突出、产品广受认可的 CP 能够获得更多市场份额，并且话语权逐渐加强，产业链上有望分享更多的利益；完美世界研发实力强，有能力攫取更多的市场份额，增速超过行业增速。

我们预计公司 2020/21/22 年归母净利润 24.85/29.47/35.26 亿元，同比增长 65%/19%/20%，维持“买入”评级。

表 15: 完美世界核心财务数据预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,034	8,039	10,826	12,448	14,156
增长率	1.3%	0.1%	34.7%	15.0%	13.7%
归母净利润 (百万元)	1,706	1,503	2,485	2,947	3,526
增长率	13.4%	-11.9%	65.3%	18.6%	19.7%
每股收益 (EPS)	1.23	1.16	1.28	1.52	1.82

资料来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心预测

腾讯: 腾讯自研游戏占据国内手游市场份额的接近 30%, 地位难以撼动。从玩家基础、人才储备、资金资源来说, 腾讯做出 3A 游戏的可能性是最高的。

2019 年 4 月腾讯宣布, 在中国代理发售任天堂 Switch 主机, 这是腾讯迈入主机界的第一步。2020 年开始, 腾讯通过引进海外人才、收购/注资海外优秀工作室以及自研工作室创新项目等多种形式, 做了很多推动 3A 级游戏诞生的动作。现旗下的 3A 游戏储备人才包括: 曾参与《合金装备》系列、《死亡搁浅》等游戏制作人今泉健一郎、原《Halo 4》的设计总监 Scott Warner、前育碧资深员工 Clark Yang、曾参与《GTA5》以及《荒野大镖客: 救赎 2》等游戏开发的 Steve Martin, 海外新工作室 LightSpeed LA 专为次世代主机开发 3A 游戏, 团队成员分别来自于 R 星、重生娱乐、2K 游戏和索尼旗下 Insomniac 等公司

后续将要上线的高品质游戏包括:《代号: SYN》《Code-D》《黎明觉醒》等。

表 16: 腾讯控股核心财务数据预测 (万得一致预测)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	312,694	377,289	479,715	587,686	709,625
增长率	31.5%	20.7%	27.2%	22.5%	20.8%
归母净利润 (百万元)	78,719	93,310	124,217	150,570	179,025
增长率	10.1%	18.5%	33.1%	21.2%	18.9%
每股收益 (EPS)	8.23	9.64	12.95	15.71	18.68

资料来源: Wind 一致预测, 西部证券研发中心

网易: 网易自研游戏占据国内手游市场 20% 左右份额, 虽然主机游戏仍然是其一块短板, 但作为国内仅此于腾讯的厂商, 不缺乏开发 3A 游戏的资源支持且进军意愿非常强烈。

2020 年 6 月, 网易宣布在日本成立“樱花工作室”, 专注开发次世代主机游戏。这是网易旗下首个主攻主机游戏研发的工作室, 团队由日本具有丰富主机游戏制作经验的制作人领导, 并计划于日本东京开设办公室。网易已将主机游戏确立为业务未来新的增长极之一。对外投资方面, 网易也注资了多家曾做出 3A 主机游戏的工作室, 例如《底特律变人》开发商 Quantic Dream、《光环: 战斗进化》《命运》等游戏的开发商 Bungie 等。

后续网易将要上线的高品质“准 3A”游戏包括:《代号: 诸神黄昏》《暗黑破坏神: 不朽》手游、《战春秋》手游等。

表 17: 网易核心财务数据预测 (万得一致预测)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	67,156	59,241	72,411	84,551	96,740
增长率	51.1%	15.8%	22.2%	16.8%	14.4%
归母净利润 (百万元)	6,152	21,238	15,324	17,846	20,623
增长率	-42.5%	245.2%	-27.8%	16.5%	15.6%
每股收益 (EPS)	1.89	6.53	4.44	5.17	5.97

资料来源: Wind 一致预测, 西部证券研发中心

西部证券—行业投资评级说明

- 超配： 行业预期未来6-12个月内的涨幅超过大盘（沪深300指数）10%以上
中配： 行业预期未来6-12个月内的波动幅度介于大盘（沪深300指数）-10%到10%之间
低配： 行业预期未来6-12个月内的跌幅超过大盘（沪深300指数）10%以上

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路500号国家开发银行大厦21层

北京市西城区月坛南街59号新华大厦303

深圳市福田区深南大道6008号深圳特区报业大厦10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。

所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。