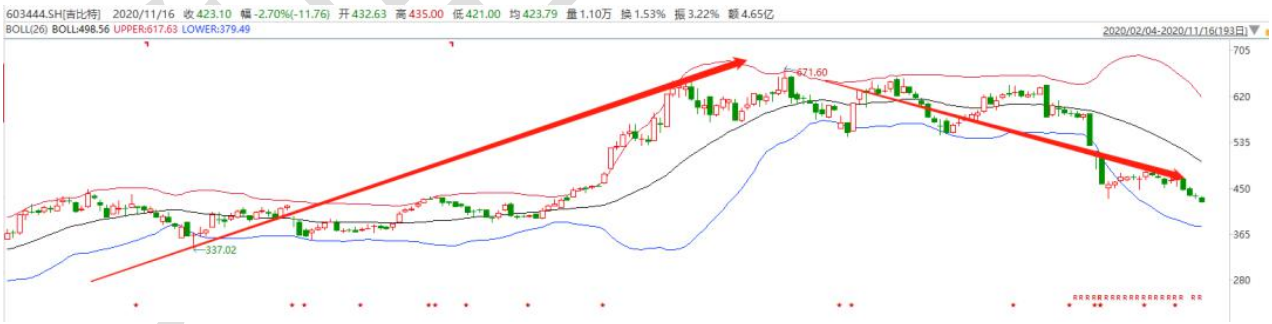
吉比特 VS 掌趣科技 VS 姚记科技

游戏赛道二线梯队如何突围?

对这条产业链，它从曾经的市场寒冬跨越，正在迈向高质量产品与精细化运营。

今年，更是由于突发的卫生事件，在兴起的"宅经济"中，处于获益颇丰的行业之一。然而近期却出现了较大的波动。比如我们今天所要对比的这几家龙头：

代表 A，从年初 337.02 元一度涨至 671.6 元，涨幅达 99.27%；近日下挫至 423.1，跌幅为 37%。



图：代表 A 走势

来源：wind

代表 B，股价从年初附近的 4.91 元涨至 10.08 元，涨幅为 105.3%。后期从高位跌至 6.19 元，跌幅为 38.65%。



图：代表 B 走势

来源：wind

代表 C，从年初 23.75 元上升至 46 元，涨幅达 93.68%；近日跌至 28.85 元左右，跌幅为 37.28%。



图：代表 C 走势

来源：wind

这条产业链就是——游戏产业链。以上三家代表公司，分别是**吉比特 VS 掌趣科技 VS 姚记科技。**

对这条产业链，之前我们还研究过完美 VS 三七 VS 华通，以及腾讯、网易、B 站、心动，详见科技版报告库，此处不再详细叙述。

看到这里，我们需要深度思考几个问题：

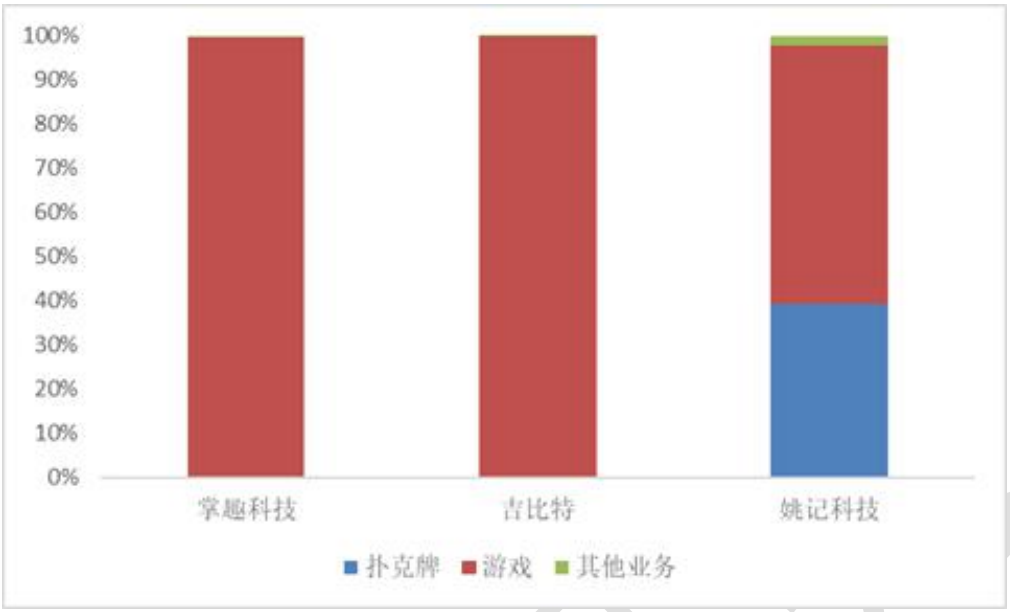
1）同属游戏赛道，三家龙头属于二线梯队，它们之间的游戏产品各有什么不同？

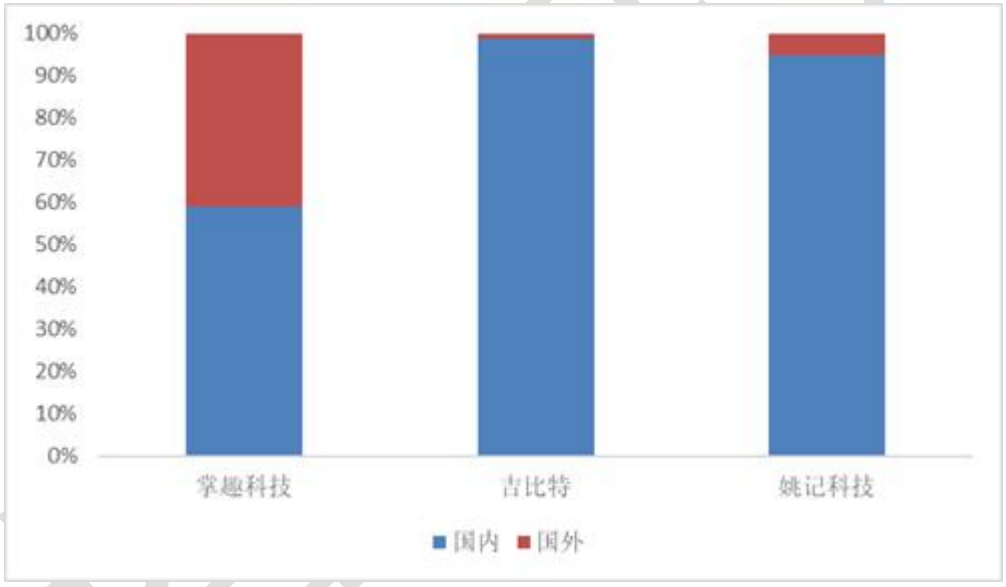
2）三家二线龙头之中，各自的运营及储备的游戏，谁更有优势？

（壹）

本篇报告，我们选取游戏公司中的三家再来对比，分别是吉比特 VS 掌趣科技 VS 姚记科技。先来看看三家的收入结构（2019 年）：

从业务来看，吉比特和掌趣科技收入以游戏为主，而姚记除了游戏，还有 39.16%的扑克牌收入；再从地区来看，吉比特、姚记科技的游戏收入几乎全在国内，而掌趣科技则是国内游戏收入占 59.13%，国外游戏收入占 40.87%。





图：收入结构对比

来源：塔坚研究

再来看看近期三季报数据，对比一下两家的增长情况：

1、收入规模：吉比特 > 姚记科技 > 掌趣科技；

2、收入增速：姚记科技 > 吉比特 > 掌趣科技；

3、净利润增速：姚记科技 > 掌趣科技 > 吉比特；

4、毛利率及净利率：吉比特 > 掌趣科技 > 姚记科技；

2020Q3	收入	收入增速	净利润	净利润增速	毛利率	净利率
掌趣科技	13.66	13.69%	4.82	40.94%	74.91%	35.28%
吉比特	20.5	31.79%	9.96	15.59%	84.85%	48.61%
姚记科技	18.15	41.56%	10.23	179.77%	58.10%	56.36%

图：三季报业绩情况

来源：塔坚研究

其中，姚记科技收入增速较高是因为扑克牌、游戏业务有所增长，以及收购芦鸣科技纳入合并报表所致。而净利润增速较高则是非主营业务带来的投资收益大增所致。

吉比特收入增速较高是由于《zui 强蜗牛》（国内的港澳台地区版）、《不朽之旅》等新游上线。而净利润增速小于收入增长，主要系为《zui 强蜗牛》推广的销售费用拉低净利率，以及游戏授权金摊销增加、对外投资预提业绩奖金等所致。

掌趣科技净利润增速较高，是受公允价值变动收益（其他非流动金融资产变动收益）影响。

所以整体来看，单纯受新游上线等游戏业务驱动的，主要是吉比特。

塔坚研究

对比完三季度数据，接下来我们复盘一下，近几个季度，几家龙头的历史增长情况：



图：季度增速对比

来源：塔坚研究

1、吉比特——整体对比三家来看，吉比特较为稳定，而姚记、掌趣波动较大。吉比特 2017Q1 收入增速极高，主要是上年同期 IP 端转手爆款《问道手游》收入贡献，以及代理《不可思议迷宫》等新游上线。2018Q1 收入增速较低则是当期没有新游上线。

2、姚记科技——2018Q1 的增长低谷是受网络棋牌游戏冲击传统扑克牌，销量下滑所致。2019Q1 出现高峰值，是收购成蹊公司 53.45%股权以及增资芦鸣网络（短视频广告营销业务为主）所致。

3、掌趣科技——2017 年、2019 年这两年中，每个季度的收入增速均为负，2017 年是由于已上线产品流水下降及部分重点新游上线推迟、业绩承诺未完成的业绩补偿等原因，导致收入下滑；2019 年则是因为自研重点新游上线推迟。

（贰）

再来看三家公司的回报：

		2017年	2018年	2019年
ROE	吉比特	28.84	27.76	27.07
	姚记科技	4.95	7.63	20.95
	掌趣科技	3.11	-46.12	6.81
ROA	吉比特	29.89	29.94	29.47
	姚记科技	5.60	10.29	18.45
	掌趣科技	2.88	-38.25	6.11
ROIC	吉比特	27.95	26.67	26.39
	姚记科技	4.68	6.71	16.18
	掌趣科技	2.82	-43.47	6.80

图：回报对比

来源：塔坚研究



图：ROE-TTM

来源：塔坚研究

		2017年	2018年	2019年
总资产周转率	吉比特	0.50	0.46	0.52
	姚记科技	0.34	0.41	0.61
	掌趣科技	0.17	0.25	0.27
权益乘数	吉比特	1.28	1.28	1.27
	姚记科技	1.18	1.41	1.92
	掌趣科技	1.15	1.14	1.08
净利率	吉比特	50.99	55.50	49.13
	姚记科技	12.18	20.46	25.50
	掌趣科技	16.53	-157.10	22.27

图：杜邦因子拆分

来源：塔坚研究

从以上回报数据来看，可以发现：

吉比特的回报高于其他两家，主要是毛利率高、净利率高。掌趣的毛利率偏低，是因为将市场推广费计入营业成本，如果统一口径计算，其毛利率在 69%左右。统一口径后的毛利率依然低于吉比特，可能是因为成本中还有一部分版权摊销需要承担（因掌趣的游戏爆款大多都是买 IP 版权再研发）。

毛利率	2017年	2018年	2019年	2020Q3
吉比特	90.87	92.24	90.54	84.85
掌趣科技	58.97	61.27	56.10	74.91
姚记科技	27.03	47.31	65.25	58.10
净利率	2017年	2018年	2019年	2020Q3
吉比特	50.99	55.50	49.13	48.61
掌趣科技	16.53	-157.10	22.27	35.28
姚记科技	12.18	20.46	25.50	56.36

图：毛利率净利率对比

来源：塔坚研究

掌趣科技 2018 年回报为负，是由于 2018 年受游戏版号暂停影响，导致产品上线延迟，以及商誉减值、可供出售金融资产减值、长期股权投资减值损失等，净利润严重下挫。

整体来看，吉比特的经营更为稳健，姚记科技处于转型期，而掌趣对外投资的风险稍高。

（叁）

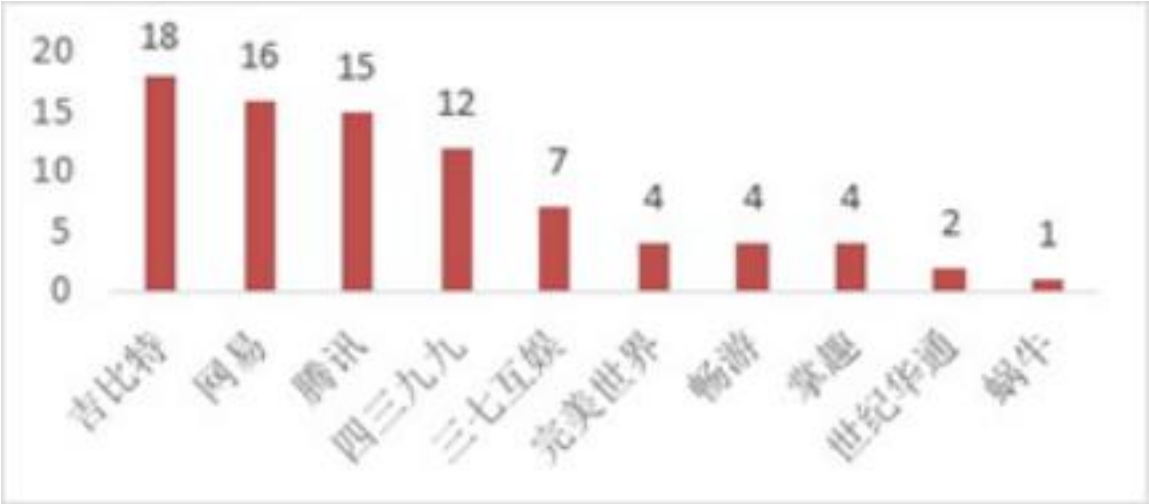
在前次对游戏产业链的报告中（详见**科技版报告库**，此处不详述），我们得出结论，除了腾讯、网易、B 站、心动这几家本身具备强渠道优势的"渠道型厂商"之外，对其他"产品型厂商"来说，内容为王是未来行业发展的必然趋势，也就是说：得爆款产品者得天下。

因此，要想获得优质内容，研发投入、版号获取必不可少；其次，手握优质内容，游戏玩家充值的递延收入大概率会更高；再次，优质内容投放后，单位销售费用的收入产出比会较高。

因而，沿着这个逻辑，我们来细拆一下几家厂商的关键经营数据：

1）获得版号情况

率先拥有更多版号的公司，游戏可发行数量越多，可为公司带来贡献的机会越多，并且率先拿到版号推出的，更具先发优势。 在此情况下，吉比特（18 个）的版号获取数量上远远领先掌趣（4 个），所以，未来新游上线上，可以判断，吉比特占有更大优势，其版号数量，甚至比其他大型龙头也不逊色。（姚记科技未查获数据，也未披露）



图：2020 年至今版号获取情况

来源：塔坚研究

不过，需要注意，吉比特获得版号的产品中，除《zui 强蜗牛》为自研以外，绝大多数为代理，例如《摩尔庄园》等，这是因为吉比特旗下有自己的游戏发行平台（雷霆游戏平台）。*（雷霆游戏平台类似三七手游平台，是单一的游戏平台，罗列各种代理游戏，但游戏丰富度较为局限，品类矩阵较少）*

2）已上线主要运营数据

A、 吉比特——

角色扮演类《问道手游》一直以来是其收入主力，2019 年的流水收入达 24.87 亿元，收入 15 亿，占比高达 73%。其次，Roguelike 品类更为出色，其中，《不思议迷宫》流水收入 1.23 亿元，《地下城堡 2》

流水收入 0.47 亿元；而其他类型（《长生劫》《奇葩战斗家》《探灵》《贪婪洞窟》等）占比约 7%。

《问道手游》自 2016 年推出，高度还原端游故事背景，以传统道家文化为切入点贯穿主线。上线后成功登上 IOS 畅销榜前十，上线 2 个月内流水达 4.1 亿元，是《问道》端游的 4 倍左右。目前，问道手游近 7 日日均流水为 132.86 万元。

并且，其运营四年多，仍始终保持畅销榜前 50 名左右，累计注册用户突破四千万。截止 2020 年 11 月 17 日，排名畅销榜 22 位，MAU 为 190.92 万，同比增长 34.03%，付费用户数为 41.92 万人，ARPU 值为 108.56 元。

指标	2017		2018		2019	
	运营数据	变动比例（%）	运营数据	变动比例（%）	运营数据	变动比例（%）
月平均活跃用户数（万户）	158.38	-38.79	142.45	-10.06	190.92	34.03
月平均付费用户数（万户）	36.87	-32.40	41.13	11.55	41.92	1.92
月平均付费渗透率（%）	23.28	10.44	28.88	24.05	21.95	-24.00
年末累计注册账户数（万户）	2266.81	49.28	2935.28	29.49	4002.07	36.34
月 ARPU 值（元）	87.66	16.58	121.70	38.83	108.56	-10.80
月平均同时在线人数（万人）	19.78	-17.13	23.52	18.91	30.64	30.27
充值消费比	1.00	1.01	0.99	-1.00	0.99	-
营销推广费（万元）	7414.61	-42.62	4900.85	-33.90	9574.13	95.36

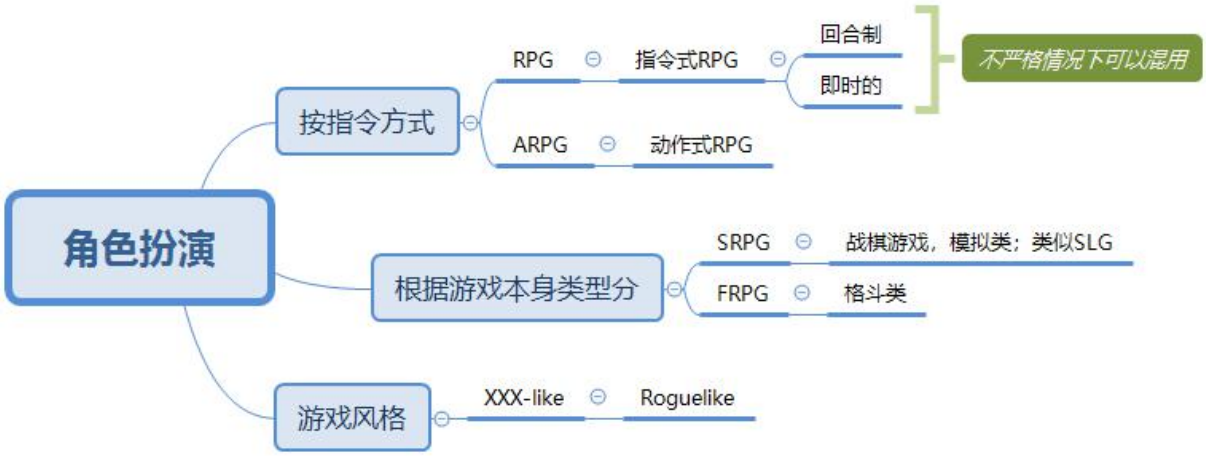
图：《问道手游》运营数据

来源：国元证券

这样的生命周期和运营数据，可以说已经比较强大。不过，与同样处于成熟期的大 IP 手游数据相比，《问道手游》仍然差了一截。如 2015

年 3 月上线的《梦幻西游》手游，刚上线时的月流水超过 10 亿元（是问道的 2 倍多）；2016 年 9 月上线的《阴阳师》，刚上线月均流水在 7.5 亿至 10 亿元左右。

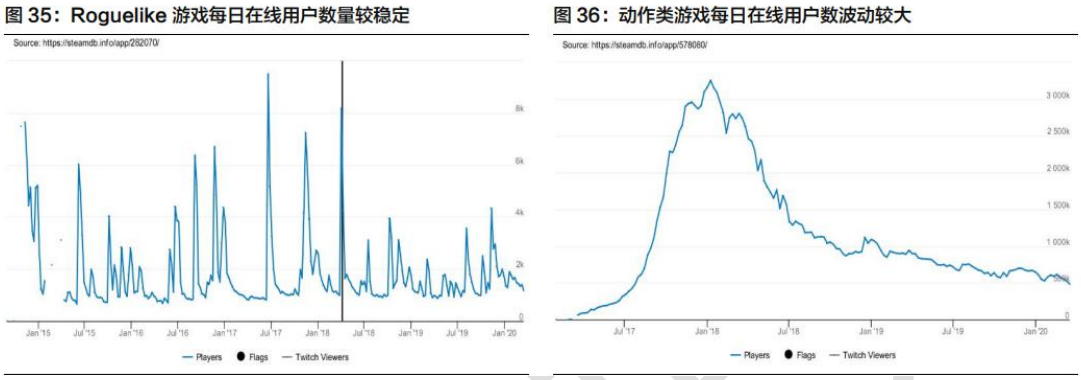
再看 Roguelike，是吉比特目前的主要方向之一。近年来，电魂网络（代理《元能失控》）、心动公司（代理《恶果之地》）等厂商，也在拓展 Roguelike 类型的游戏。 Roguelike（随即生成、地宫探索类）是角色扮演的一个子类，其研发成本较低，游戏画面、声效都比较简单，不如 ARPG 精致，研发成本相对较低。



图：角色扮演分类来源：塔坚研究

不过，Roguelike 的吸引力在于创新性和探索性，用户粘性强。表现为：**1)高自由度**：因为关卡、武器等的随机性，玩家可以在每一局游戏中体会到高度自由的战略选择，同时关卡清零的设定也带来游戏刺激新鲜感。

2)高开放性：可以结合多种游戏类型，例如结合 RPG 的《伊洛纳》、结合 MOBA 的《原力守护者》，结合卡牌的《超越地牢》等等。



图：Roguelike 和动作类在线用户数对比

来源：西部证券

另外，吉比特投资的研发商青瓷游戏推出的《zui 强蜗牛》，凭借搞怪情节和玩梗文化的特殊趣味性，迅速突围重度手游，登上畅销榜首，八月中国手游流水排名位居第六。即便是近 7 日表现，流水仍然亮眼，超过吉比特爆款《问道手游》的日均流水。

由此可见，吉比特已基本可以摆脱"单一游戏依赖"的瓶颈，从其对《zui 强蜗牛》的投资来看，其具备爆款游戏的识别力和投资力。

游戏名称	上线时间	类型	评分	近7日日均流水（美元）	下载量（汇总）	近一年最高畅销排名（分榜/总榜）	自研/代理
地下城堡：炼金术师的魔幻之旅	2014.09	冒险	7.7	136	10.37万	158/1120	代理
冒险与挖矿	2015.04	卡牌	4.2	1928	5.34万	28/227	代理
贪婪洞窟	2016.01	Roguelike 冒险	7.6	156	162.02万	69/554	代理
问道手游	2016.04	角色扮演	4.3	227639	1454.3万	3/8	自研
不思议迷宫	2016.07	Roguelike	8.4	9569	9.83万	33/98	代理
地下城堡2：黑暗觉醒	2016.08	冒险	9.1	13963	143.14万	16/111	代理
长生劫	2017.06	益智	9.4	257	211.16万	44/852	代理
探灵	2018.09	益智	8.8	17	206.9万	15/946	自研
贪婪洞窟2	2018.11	Roguelike 冒险	6.5	5519	233.55万	11/119	代理
螺旋英雄谭	2019.01	策略	7.5	295	29.07万	93/246	代理
跨越星弧	2019.03	Roguelike 冒险	7.7	246	67.59万	71/558	代理
异化之地	2019.05	Roguelike 冒险	6.8	4085	1253.94万	18/186	自研
末日希望（海外及港澳台）	2019.06	RPG	-	-	350万	-	代理
伊洛纳	2019.08	Roguelike	7.1	1910	190.89万	33/288	代理
奇葩战斗家	2019.08	动作	8.6	1576	237.5万	116/358	自研
人偶馆绮幻夜	2019.09	益智	9.4	21	102.5万	23/1067	代理
失落城堡	2019.10	Roguelike 冒险	8.7	2576	555.12万	25/278	代理
下一把剑	2019.11	休闲消除	8.8	-	73.12万	289/-	自研
五行师	2020.04	卡牌	8.5	85	103.32万	57/418	代理
匠木	2020.06	益智	9.2	145	94.4万	21/395	
最强蜗牛	2020.06	冒险放置	4.6	299403	185.87万	1/4	自研
合成小小镇	2020.07	休闲模拟	3.4	63	1.76万	40/532	自研

图：吉比特已上线主要游戏

来源：塔坚研究

（注：粗体为近期上线游戏）

B、掌趣科技——

主要在**角色扮演和卡牌类**两大方向发展，并且多款游戏都联名 IP，如《拳皇》《一拳超人》《奇迹》《魔法门》《塔防三国志》等。 其中，《一拳超人：zui 强之男》2019 年上线后，季度活跃用户突破 700 万，三个季度的收入就达 2.6 亿元，下载量突破 2300 万。截至 2020 年 4 月，自上线以来累计实现收入 5 亿元。

此外，《奇迹 MU:觉醒》《拳皇 98 终极之战》上线多年经久不衰，2019 年收入分别为 3.94 亿元、3.88 亿元，可以看出，经典 IP+运营策略为其能带来长期稳定的现金流。

塔坚研究

游戏名称	上线时间	类型	评分	近7日日均流水（美元）	下载量（汇总）	近一年最高畅销排名（分榜/总榜）	自研/代理
全民奇迹	2014.12	角色扮演	4.7	10285	57.73万	75/131	自研
拳皇98终极之战	2015.07	角色扮演	5.6	37761	1.3万	30/57	自研
魔法门之英雄无敌：战争纪元	2017.06	卡牌	5.2	15760	796.7万	19/50	自研
奇迹MU:觉醒	2017.08	角色扮演	3.5	18218	1029.71万	31/53	自研
一拳超人：最强之男	2019.06	角色扮演	3.2	19652	2389.92万	17/33	自研
境界：灵压对决	2019.08	角色扮演	4.3	3492	2.05万	65/109	自研
我的英雄学院：入学季（11.11下架）	2019.10	卡牌	2.5	59	-	10/98	自研
真红之刃	2020.08	动作	4.9	16310	0.43万	13/31	自研
塔防三国志II	-	策略	4.2	-	458万	-	自研

图：掌趣科技已上线主要游戏

来源：塔坚研究

姚记科技——自 18、19 年通过收购进军**棋牌休闲**游戏领域，且以**捕鱼类**为主。

此外，海外收入则以 **bingo 品类**为主，由于该品类为社交博彩游戏，操作简单门槛低，玩家付费意愿极强。以 bingoparty 为例，虽然下载量不高，但是日均流水极高，高达 80 万-100 万美元，秒杀完美、吉比

特。不过，相较于王者荣耀（196 万美元）和平精英（193 万美元）还有点差距。

值得注意的是，由于游戏类型较为特别，目前，社交博彩类游戏，受政策监管因素，仅在海外开展；而据管理层表示，国内对于捕鱼类游戏的监管，只要不涉及相互兑换（cash in & cash out）比较绿色，监管的风险偏低。

游戏名称	上线时间	类型	评分	近7日日均流水（美元）	下载量（汇总）	近一年最高畅销排名（分榜/总榜）	自研/代理
Bingo party（海外）	2013.04	娱乐场	-	1000000	8万	189/259	自研
姚记捕鱼	2018.07	休闲	3.7	-	457.14万	-	自研
真香饭店	2019.06	休闲	4.7	4	0.5万	317	自研
小美斗地主	2019.08	娱乐场	4.4	26	10.73万	86/216	自研
鱼丸捕鱼大作战	2019.10		2.2	-	88万	441	自研
捕鱼炸翻天	2019.11	休闲	4.7	64499	11.34万	2/58	自研
全民养恐龙	2020.01	休闲	4.5	4297	4万	-	自研
指尖捕鱼	2020.03	休闲	4.6	57473	8万	2/59	自研
Bingo Journey（海外）	-	娱乐场	-	800000	9万	-	自研

图：姚记科技已上线主要游戏来源：塔坚研究

综上，吉比特的游戏开发、运营等综合能力更强，而姚记科技除社交博彩类游戏吸金能力较强之外，其他休闲产品差强人意。

3）在研游戏储备及已获版号游戏进度

吉比特——储备产品较多，且品类较为完备，涵盖 Roguelike、MMORPG、角色扮演、放置类、模拟经营等，储备产品以代理为主，仅一款自研。其中，8 款游戏获得版号，《摩尔庄园》是获得版号游戏中预约人数较多的，而《纪元变异》预约人数居多，但暂未获得版号。预计下半年至少有 5-6 款游戏新上线，能为其收入再添浓墨。

游戏名称	类型	客户端类型	评分	预约人数	版号	自研/代理	预计上线时间
摩尔庄园	休闲经营	移动游戏	9.6	97.09万	有	代理	
精灵魔塔	Roguelike	移动游戏	9.2	1.47万	有	代理	2020下半年
石油大亨（steam移植）	模拟经营	移动游戏	7.9	15.99万	有	代理	2020Q4
一念逍遥	角色扮演 放置	移动游戏	7.5	12.05万	有	自研	2020Q3
冒险与深渊	放置养成	移动游戏	8.0	7.16万	有	代理	2020Q4
巨像骑士团	策略	移动游戏	6.3	11.56万	有	代理	2020Q4
白之物语	MMORPG	移动游戏	8.7	8.03万	有	代理	
复苏的魔女	角色扮演	移动游戏	8.9	16.86万	有	代理	
纪元变异	角色扮演	PC、PS	8.3	61.24万	无	代理	2020年
军团	Roguelike	移动游戏	9.8	5.64万	无	代理	
爱丽丝的精神审判	解谜推理	移动游戏	9.8	10.06万	无	代理	
四目神	解谜推理	移动游戏	9.9	4.99万	无	代理	
勇敢的哈克	独立游戏	PC	9.2	3.28万	无	代理	

图：吉比特储备项目及预约情况来源：国元证券

掌趣科技——储备游戏以并购资产旗下子公司自研为主，其中，预计下半年上线的《街霸：对决》，由腾讯游戏平台发行，预约人数超 100 万，需要跟踪研究。

游戏名称	类型	客户端类型	评分	预约人数	版号	自研/代理	预计上线时间
罗兰创世录	角色扮演	移动游戏	-	-	有	自研	-
黑暗之潮	角色扮演	移动游戏	-	-	有	自研	-
街霸：对决	角色扮演	移动游戏	7.2	100万	有	自研	20.11.26
那些需要守护的	塔防	移动游戏	9	3.46万	无	自研	
修谱诺斯	解谜	移动游戏	8.6	4.86万	无	自研	
全民奇迹2	MMORPG	移动游戏	3.3	0.22万	有	自研	

图：掌趣储备项目及预约情况来源：国元证券

姚记科技——未找到相关数据。 总而言之，在储备作品中，各家布局多品类，但侧重略有不同。掌趣以 IP 属性较强的作品为主打，吉比特则偏重 Roguelike。姚记虽未找到储备相关数据，但从已有产品风格来看，是走差异化路线，国内偏重休闲游戏，国外偏重 bingo 博彩类。

(肆)

看完上面的对比，我们再结合其他关键经营数据，做对比： 1）销售费用率对比： 掌趣科技销售费用率较低，是因为前期将销售费用支出计入成本核算。经调整，2017 年至 2020 年 Q3，其销售费用率分别为 11.78%、9.56%、15.56%、23.81%。 整体来看，对于买量投入方面：掌趣科技 > 姚记科技 > 吉比特。

销售费用率	2017年	2018年	2019年	2020Q3
吉比特	11.15	8.08	10.37	10.20
掌趣科技	1.49	1.59	2.33	23.81
姚记科技	1.11	9.94	19.62	17.81

图：销售费用率对比来源：塔坚研究

其中，掌趣科技、姚记科技均在字节跳动等平台有买量经验。掌趣《一拳超人:zui 强之男》是 2019Q3 游戏 APP 买量 TOP10;姚记科技 2018 年买量投入达 1 亿元，2019 年达 4 亿元。

因而，整体从单位销售费用带来的收入来看，吉比特 > 姚记科技 > 掌趣科技。

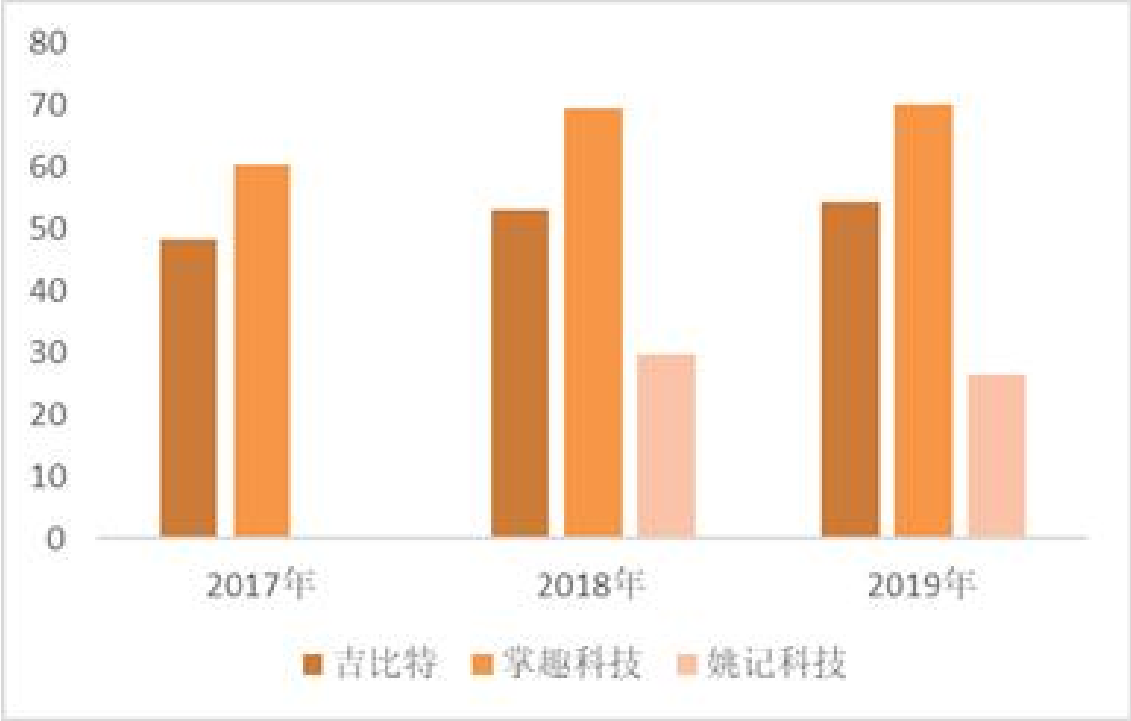
收入/销售费用	2017年	2018年	2019年	2020Q3
吉比特	8.96	12.37	9.64	9.80
掌趣科技	8.49	10.46	6.43	4.20
姚记科技	90.15	10.06	5.10	5.60

图：单位销售费用对收入的拉动作用来源：塔坚研究

2）研发投入对比：这方面，三家的排序分别是，掌趣科技 > 吉比特 > 姚记科技。



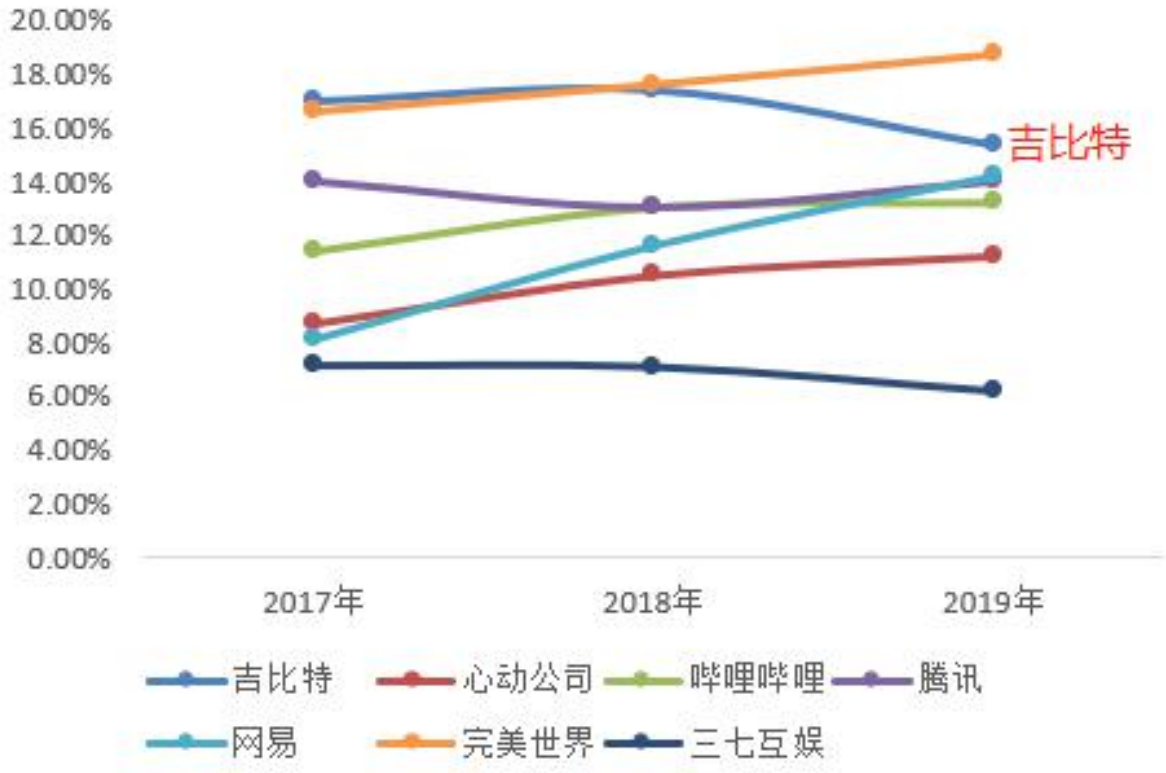
图：研发费用率对比来源：塔坚研究



图：研发人员占比来源：塔坚研究

吉比特，研发累计投入 8.63 亿元（2017-2019 年），累计研发投入占累计收入比例为 16.39%。2019 年研发费用率为 15.31%。发明专利及著作权 157 项，研发人员占比也高达 50%以上。

注意，吉比特的游戏代理较多，与同行游戏代理较多的公司（心动、哔哩哔哩）相比，其研发能力处于较高水平；而与大厂相比，也处于中上水平，仅次于完美。



图：研发费用率对比来源：塔坚研究

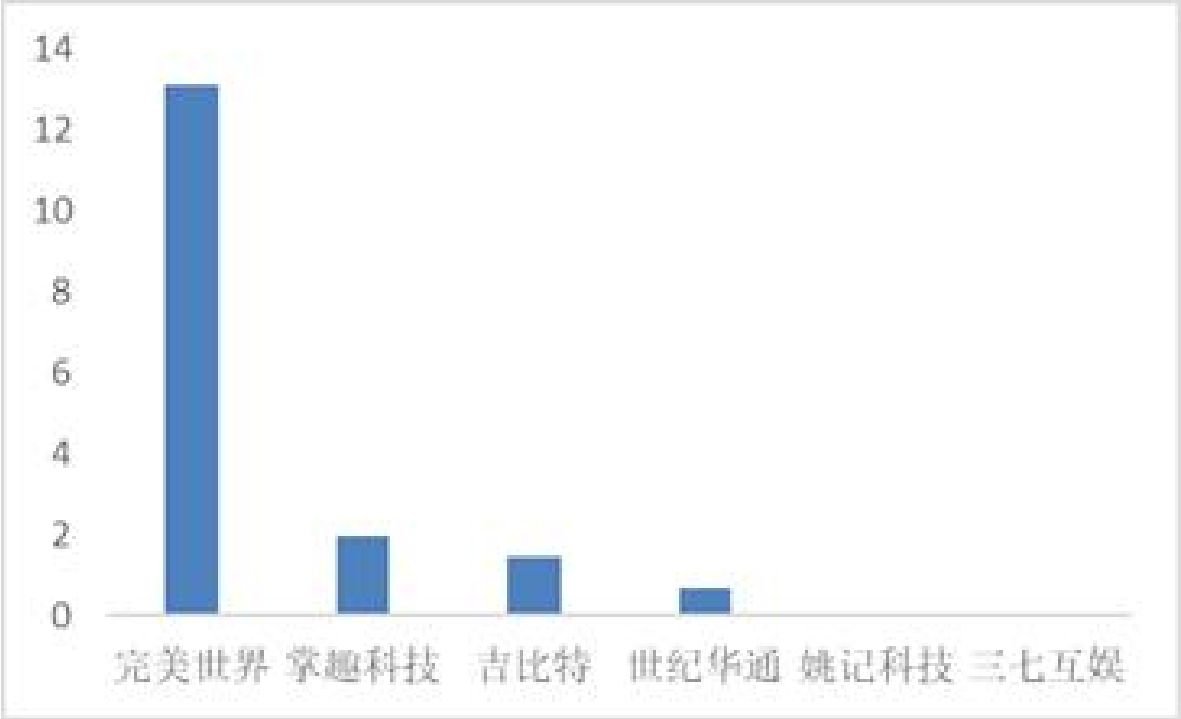
3）递延收入：递延收入是游戏业绩的先行指标，直接反映公司产品的运营和吸金能力。从前三年来看，三家的递延收入比例差异不大。2020 年 Q3，掌趣科技和吉比特的递延收入比例明显上升， 可见今年上线的

新游表现不错（掌趣科技的《一拳超人：zui 强之男》、《真红之刃》；吉比特的《zui 强蜗牛》、《匠木》等）。 而姚记科技则相比较差，主要是没有新游上线，且在运营游戏均为休闲类游戏，游戏充值金额消耗较快于一般 RPG 手游，使得递延收入比例偏低。

如果与完美、三七、世纪华通相比，则是：完美 > 掌趣 > 吉比特 > 世纪华通 > 姚记科技 > 三七互娱。（对完美、三七、华通的研究，详见**科技版报告库，**此处不详细叙述）



图：递延收入占比来源：塔坚研究



图：2019 年递延收入比例对比来源：塔坚研究

至此，我们对上述关键经营数据赋予权重，并给出加权得分。（注：打分权重为版号 20%、上线游戏运营情况 20%、新游预约及储备游戏情况 20%、递延收入 10%、销售费用 10%、研发费用 20%。打分标准（1-5 分，1 分为低分，5 分为高分，按权重换算满分为 6 分）。

满分6分	上线游戏运营情况	新游预约及储备游戏情况	版号	递延收入	销售费用	研发情况	总计得分
权重	20%	20%	20%	10%	10%	20%	100%
完美世界	5.0	5.0	3.0	5.0	4.0	5.0	4.50
吉比特	5.0	5.0	5.0	2.5	4.0	4.0	4.45
三七互娱	4.0	4.0	5.0	1.0	1.0	4.0	3.60
掌趣科技	4.0	3.0	3.0	3.0	2.0	5.0	3.50
世纪华通	3.0	4.0	1.0	2.0	3.0	3.0	2.70
姚记科技	3.0	0.0	0.0	1.0	3.0	3.0	1.60

图：三家得分情况来源：塔坚研究

整体来看，吉比特 VS 掌趣科技 VS 姚记科技，吉比特的得分更高。如果与前次游戏报告中研究的完美、三七、世纪华通对比，吉比特仅次于完美。得分由高到低依次是：完美世界 > 吉比特 > 三七互娱 > 掌趣科技 > 世纪华通 > 姚记科技。

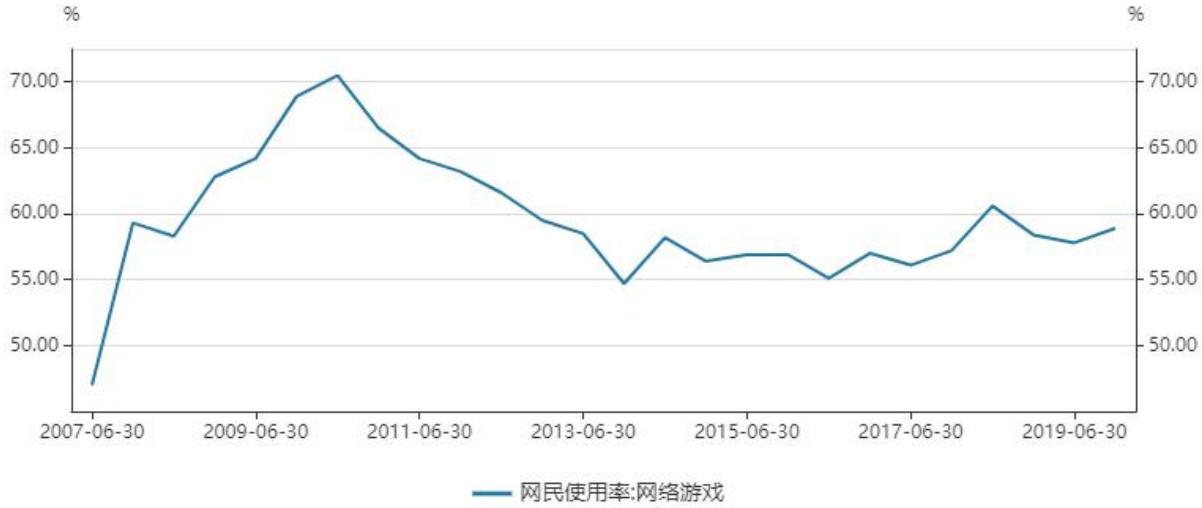
（伍）

对比到这里，我们再从宏观视角出发，看下整个行业的未来前景如何？ 游戏行业增长逻辑是：总体上游戏行业的红利消退，由于直播、选修等其他文娱产品的时间积压，游戏市场已经从增量进入存量时代，未来比的是游戏产品精品化，以及平台厂商的虹吸效应。

具体到行业的关键数据：

游戏用户规模：网民使用率（网民中游戏玩家比例）2018 年，我国游戏用户规模6.26亿人，游戏用户渗透率达到75.5%。对比美国(61.37%)、日本（54.09%）、德国（50.8%）、英国（51.30%）、韩国（54.58%），国内游戏用户渗透率处于较高水平，未来提升空间，其实也已不大。

整体来看，游戏市场人口红利接近顶部，由增量时代步入存量时代。因此，游戏用户规模增速预计维持当前 5%的增速。



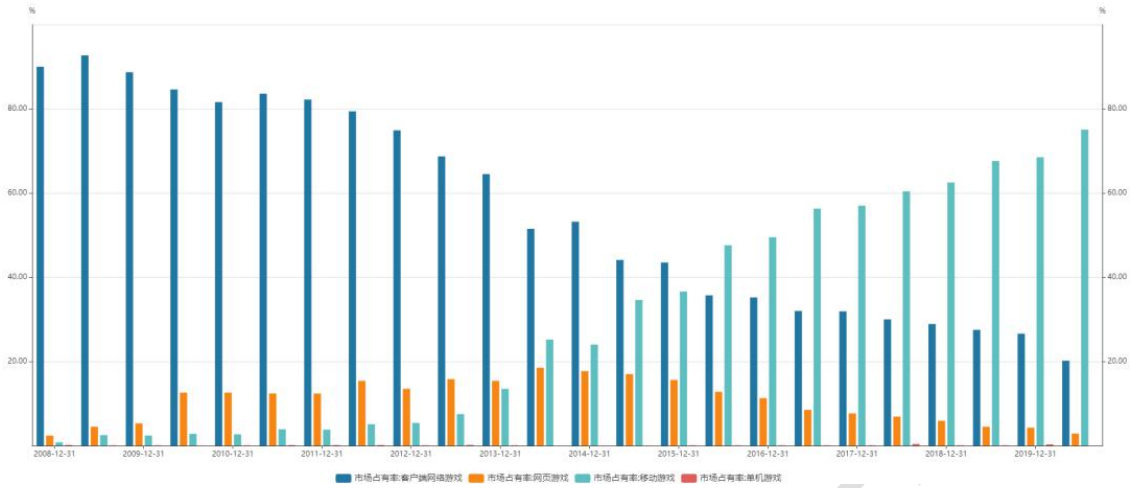
图：网民使用率：网络游戏来源：wind

2）端游、手游等终端渗透率

2019 年，中国平均每月游戏用户达 8.25 亿人，手机游戏在智能手机的安装渗透率为 73.6%，平均每人每月玩游戏的时长在 15 小时左右。从历年各游戏终端渗透率变化看，随着我国智能手机使用率的提高，朝着发达国家水平提升，游戏增长主要看手游端。

因此，假设各类终端渗透率水平维持通胀水平 3%。

培训研究



图：各类游戏市占率来源：wind

3）APRU 值

2009 年至 2018 年，我国手游市场 ARPU 值从 30.48 元上升至 221.4 元，复合增速 21.93%。

对比其他游戏大国的手游 ARPU，日本（60 美元）、美国（33 美元）、韩国（93 美元）、德国（27 美元）、法国（33 美元）、英国（60 美元）、加拿大（35 美元），国内手游用户 ARPU 约为 31 美元，与欧美等发达国家相近，但与日韩仍有较大差距。（游戏产业的发展程度，与国家的产业定位、战略策划、政策、经济水平等差异相关）

而未来游戏付费的增长主要看人均可支配收入的增长情况。以人均可支配收入/人均 GDP 来看，世界各国均处于 50-60%的区间，美国维持在

70%左右，2018 年为 76.75%，日本为 57%，但中国目前的水平仅有 43.67%。

因此，假设未来游戏 ARPU 提升至国际平均水平 55%，每年至少有 2.26%的增长。

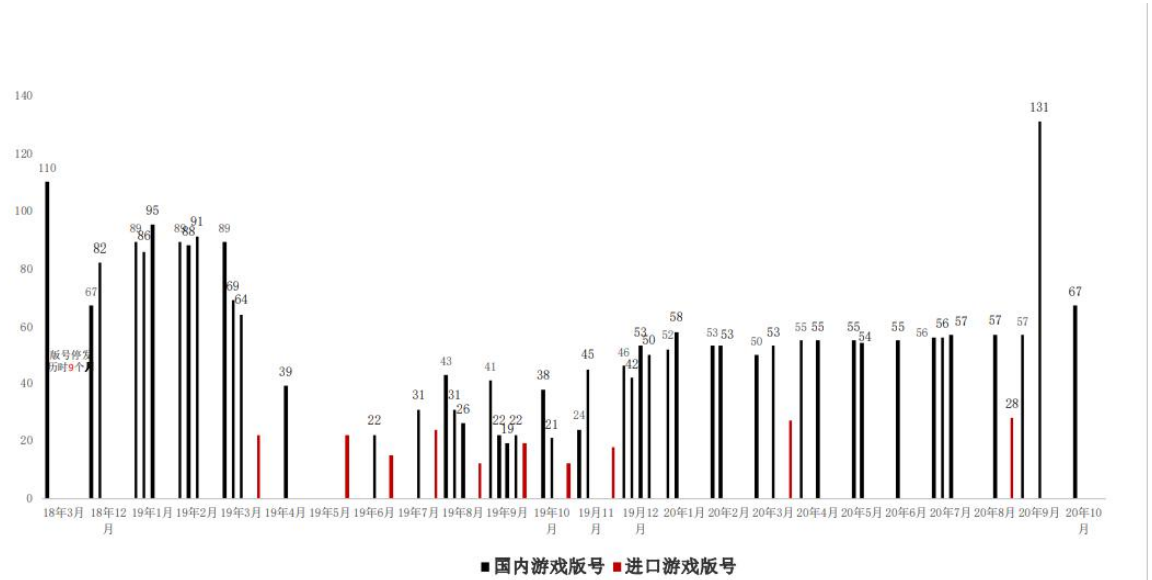
综上，根据公式——游戏行业增速=（1+游戏用户规模增速）×（1+各类游戏终端渗透率）×（1+APRU 值增速）-1，测算下来，游戏行业增速中枢在 10.6%左右。

（陆）

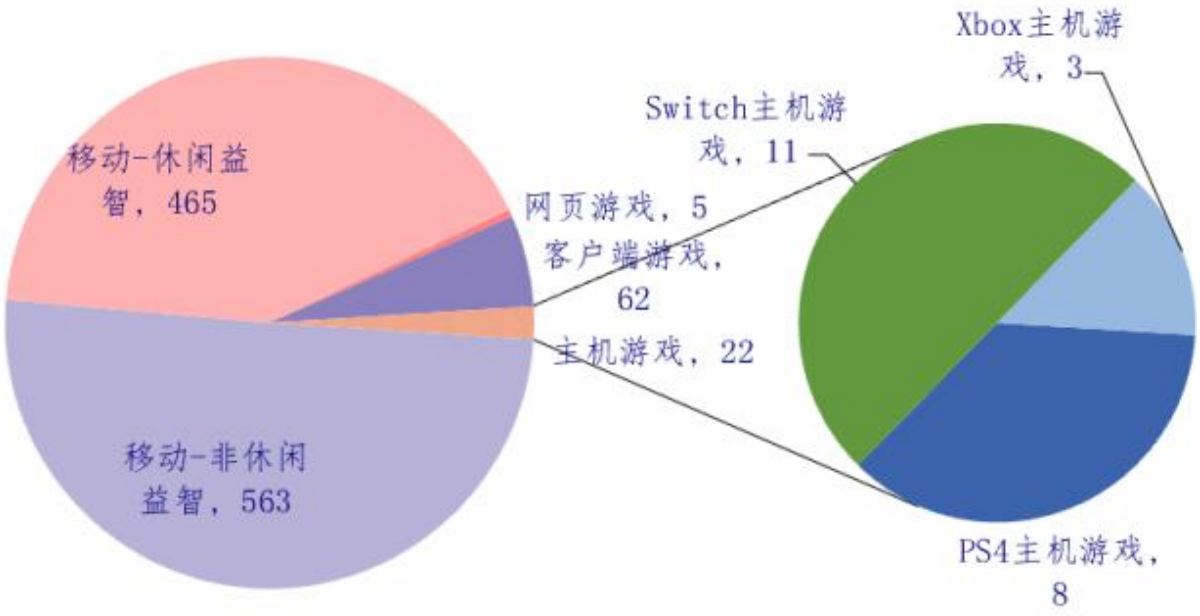
接着，我们由大及小，来看目前行业近期的高频数据，结合数据大致判断目前游戏市场的局面如何： **1）国产网络游戏版号数量**

在我国的政策监管对游戏行业有一定影响，这个指标反映未来实际可发行游戏总量的变化。 2018 年 9 月版号恢复后，2019 年初至 2020 年 10 月 18 日实际审批 59 批，一共 2558 款游戏。2020 年 9 月，国内版号批准 188 个，较上年同比增长 79%，环比增长 229.8%。 在过审游戏类别方面，移动游戏占绝对大头，共 989 款国产移动游戏、39 款进口移动游戏过审，占比 92.03%，其中，休闲益智类 465 款，占移动

游戏近半壁江山。与 2019 年相比，**端游、主机游戏均有所增长，网页游戏下滑明显。**

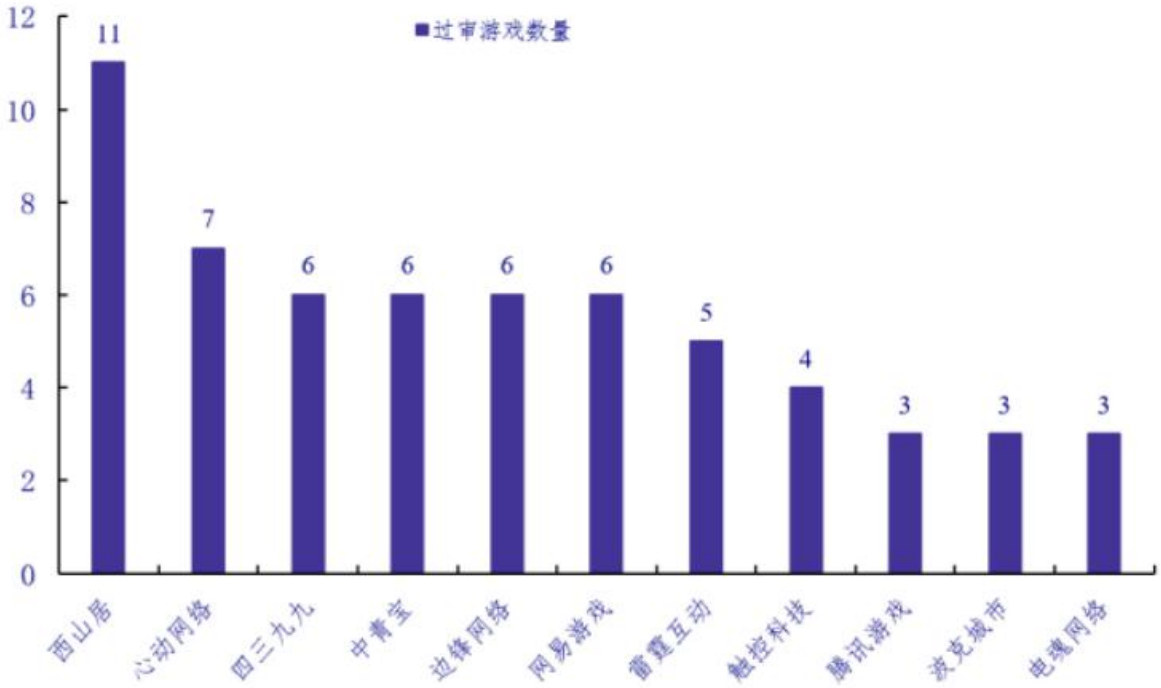


图：版号情况来源：西部证券



图：过审游戏类别分布来源：银河证券

据银河证券统计：2020 年三季度过审的 414 个版号中，涉及上市公司的有 189 个，占比 45.65%。其中，过审数量居首的为**西山居**，共过审 11 款，心动公司过审 7 款，网易、中青宝过审 6 款，吉比特过审 5 款（雷霆互动），腾讯过审 3 款。三季度游戏过审中，表现较好的是西山居、心动、中青宝、网易等。



图：三季度过审游戏数量来源：银河证券

2）游戏 IOS 畅销榜情况 截至 10.31 的近四周 IOS 游戏畅销榜 TOP20 榜单情况，依然是腾讯和网易为主导。 其中，上榜新游有《新神魔大陆》、《新笑傲江湖》（完美世界）、《zui 强蜗牛》（吉比特）、云上城之歌：勇者传说（三七互娱）、《高能手办团》（恺英网络）。

●国内iOS游戏畅销榜TOP10（2020/10/31）

排名	游戏名称	类型	研发商	发行商	上线时间
1	王者荣耀	动作	腾讯	腾讯	2015/10/1
2	和平精英	动作	腾讯	腾讯	2018/2/8
3	天涯明月刀	MMORPG	腾讯	腾讯	2020/10/14
4	命运-冠位指定	二次元卡牌	哔哩哔哩	哔哩哔哩	2016/9/28
5	三国志·战略版	策略	广州简悦	阿里游戏	2019/9/20
6	万国觉醒	策略	莉莉丝	莉莉丝	2020/9/24
7	光遇	RPG	网易	网易	2019/6/21
8	梦幻西游	角色扮演	网易	网易	2015/4/21
9	原神	角色扮演	米哈游	米哈游	2020/9/28
10	阴阳师	二次元卡牌	网易	网易	2016/9/1

●国内iOS游戏畅销榜TOP20排名变化，连续4周/周六　FOUNDER SECURITIES

排名	10.31	10.24	10.17	10.10
1	王者荣耀	王者荣耀	天涯明月刀	王者荣耀
2	和平精英	天涯明月刀	王者荣耀	和平精英
3	天涯明月刀	原神	和平精英	原神
4	命运-冠位指定	梦幻西游	三国志·战略版	万国觉醒
5	三国志·战略版	率土之滨	原神	梦幻西游
6	万国觉醒	和平精英	万国觉醒	三国志·战略版
7	光遇	万国觉醒	梦幻西游	率土之滨
8	梦幻西游	三国志·战略版	火影忍者	三国志幻想大陆
9	原神	鸿图之下	率土之滨	神武4
10	阴阳师	炉石传说	三国志幻想大陆	阴阳师
11	率土之滨	火影忍者	明日方舟	火影忍者
12	鸿图之下	最强蜗牛	最强蜗牛	新神魔大陆
13	剑与远征AFK	最强NBA	云上城之歌：勇者传说	QQ飞车
14	新神魔大陆	三国志幻想大陆	浮生为卿歌	最强蜗牛
15	神武4	神武4	一梦江湖	云上城之歌：勇者传说
16	三国志幻想大陆	大话西游	神武4	大话西游
17	大话西游	新神魔大陆	大话西游	浮生为卿歌
18	浮生为卿歌	新笑傲江湖	新神魔大陆	明日之后
19	云上城之歌：勇者传说	剑与远征AFK	倩女幽魂	高能手办团
20	最强蜗牛	云上城之歌：勇者传说	公主连结Re:Dive	倩女幽魂
腾讯（款/发行端）	4	6	4	4
网易（款/发行端）	5	3	5	6

图：IOS 畅想榜 TOP20 排名变化来源：方正证券

(柒)

看完以上对比及行业分析，我们再深入梳理一下这条产业链图谱：

以上，为本报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、产业链梳理笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅科技报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读产业链报告

如需了解更多，请添加工作人员微信：bgys2020

【版权与免责声明】*1）版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2）尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，我们会删除、更正相关内容。3）内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来变化做背书，未来发生任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4）阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5）主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6）平台声明：所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。*