完美世界 VS 三七 VS 世纪华通

游戏产业龙头公司如何布局

今天，我们要分析的这条产业链，在卫生事件的重大冲击下，仍能强势上涨，相当景气。然而近期，却突然遭遇滑铁卢，逆市大幅杀跌。其中，龙头 A 市值一度超过千亿，但遭遇闪崩跌停，市值蒸发近百亿。它的画风如下：从 50.7 元跌至 29.87 元，跌幅达 41.08%。



图：龙头 A

来源：wind

龙头 B 同样曾经也一度跌停，从 43.56 元跌至 27.7 元，跌幅超 36.41%。



图：龙头 B

来源：wind

而龙头 C 更是一蹶不振，从 15.04 元一度跌至 8.55 元，跌幅高达 43.15%。



图：龙头 C

来源：wind

上述三家龙头，分别对应三七互娱 VS 完美世界 VS 世纪华通。没错，今天要研究的这条产业链，就是——游戏产业链。

本案，有几个值得我们深入思考的问题：

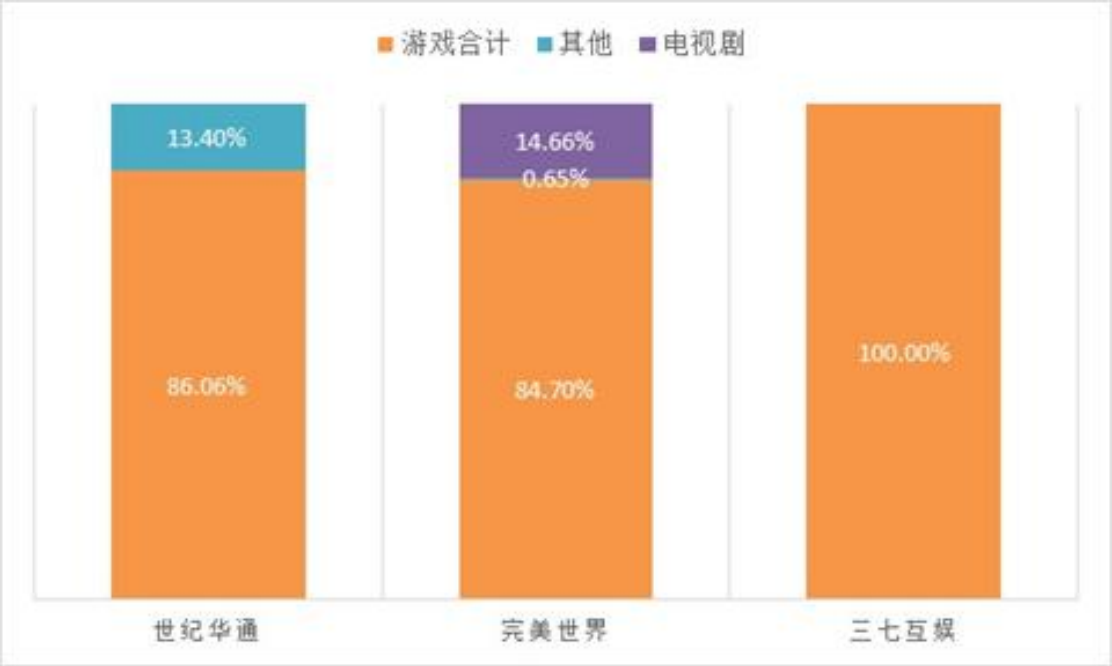
1）上述游戏龙头闪崩的背后，原因究竟是什么？游戏行业的长期增长逻辑，会因为闪崩而被破坏吗？

2）三家游戏龙头的游戏布局如何？未来的增长到底看什么？

增长研究

（壹）

本报告中，我们重点对比完美世界 VS 世纪华通 VS 三七互娱。三家尽管都属于游戏行业，但收入结构也有些许差异：



图：收入结构（单位：%）

来源：塔坚研究

1、完美世界——除了游戏（84.7%）还有一部分电视影剧（14.66%）的业务。游戏业务中，手游占比 56.65%，端游占比 24.24%，主机游戏占比 3.45%。

其端游代表作有：《诛仙》、《完美世界国际版》等；

手游代表作有：《诛仙手游》、《完美世界手游》、《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》、《云梦四时歌》等；

新游代表作有：《新神魔大陆》。

2、三七互娱——100%游戏业务，其中，手游占比 92.78%，页游占比 7.07%。

其手游代表作有《大天使之剑 H5》《精灵盛典：黎明》《一刀传世》《斗罗大陆》《SNK オールスター（海外）》等。

新游上线有《云上城之歌》、《混沌起源》、《狂野西境（全球）》、《P&C（欧美）》等。

3、世纪华通——游戏占比 86.06%，其他业务占比 13.4%（汽车零部件、铜杆加工件等）。

其端游代表作有《传奇》、《最终幻想 14》、《龙之谷》、《永恒之塔》等；

培优研究

手游代表作有《热血传奇手游》、《龙之谷手游》、《光明勇士》、《Love Live!学园偶像祭》、《阿瓦隆之王（海外）》等；

新游上线有《龙之谷 2》、《Idle Mafia（海外）》。

那么，他们在 2020 年上半年的增长情况如何？由下图可见：

收入体量方面，三七互娱（79 亿）> 世纪华通（77 亿）> 完美世界（51 亿）；

收入增速方面，完美世界（40%）、三七互娱（31%），而世纪华通则相对较弱（12%）；

净利润增速方面，三七互娱（62%）跑赢其他两家（完美 24%、华通 33%），不过，其净利润增速较好是由于公允价值变动收益所致。

2020H1	营业收入	收入增速	游戏收入	游戏增速	净利润	净利润增速	毛利率	净利率
完美世界	51.44	40.68	43.58	51.44%	12.56	24.06	60.77	24.42
世纪华通	77.68	12.02	67.27	16.60%	16.2	33.62	54.33	20.85
三七互娱	79.89	31.59	74.12	36.59%	18.83	62.39	89.19	23.57

图：中报业绩增长情况

来源：塔坚研究

塔坚研究

2020 年 H1，整体游戏板块营业收入同比实现 15.5%的增长。对比行业板块数据，完美世界、三七互娱的增速较快。我们来看各家产品情况：

完美——收入增速快，主要是新游助力，例如《新笑傲江湖》稳居国内 iOS 游戏畅销榜前列，报告期内平均排名第 11 名，以及端游+主机双平台游戏《遗迹：灰烬重生》；同时，还代理 《DOTA2》、《CS:GO》等电竞游戏，取得较快增长。

除新游外，老游戏的长线运营表现也不错。比如，《诛仙》自 2016 年 8 月公测至今已 4 年，中报期内在国内 iOS 游戏畅销榜依旧取得平均第 34 名。

三七——收入增长主要来源于报告期内新上线了《混沌起源》、《云上城之歌》表现不错。其中，《混沌起源》安卓系统峰值排名第四，角色扮演类第七；《云上城之歌》保持冒险榜 TOP10，角色扮演类 TOP30 左右。

华通——其收入增速受汽车零部业务下滑拖累。如果单看游戏业务，端游《最终幻想 14》、《龙之谷》登陆腾讯 wegame 游戏平台，新增用户及产品流水大幅提升；2019 年新品手游《热血传说》、《辐射避难所 online》、《命运歌姬》表现良好，其中《热血传说》截

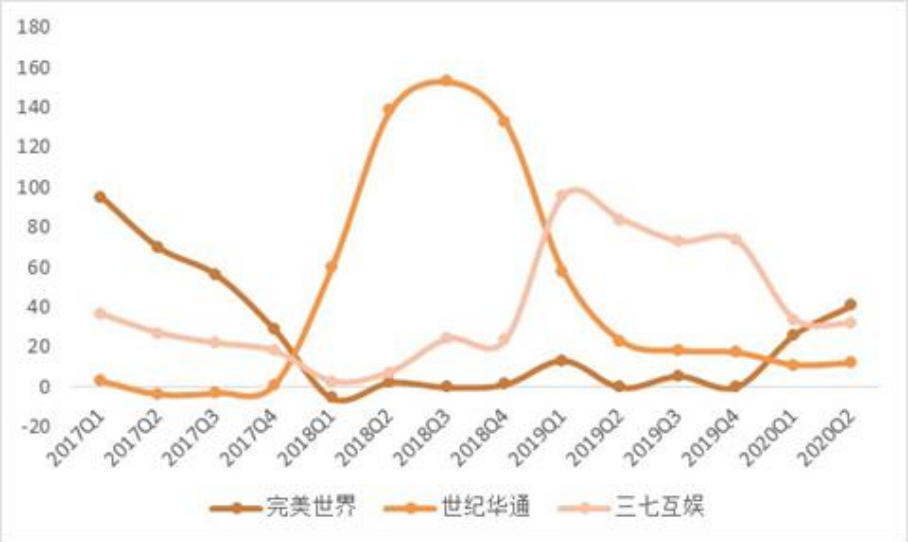
优塾研究

至中报累计流水已经超 10 亿元。海外新游方面，《Idle Mafia》上线后一周内，取得 Google Play 美国地区模拟类游戏榜单前十。

另外，世纪华通海外老游戏《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》的流水贡献也较好。据 Sensor Tower 发布的 2020 年 4 月中国手游海外收入 TOP30 排行榜名单显示，《火枪纪元》位列第八名，《阿瓦隆之王》位列第九名。

（贰）

对比完今年中报数据，我们复盘一下，近几个季度，中期视角下三家代表企业的增长情况：



图：季度增长情况

来源：塔坚研究

塔坚研究

注意，2018 年度，游戏行业版号暂停期，三七互娱、完美世界均因此冲击，在低位徘徊。而世纪华通则一鸣惊人，快速增长。这是由于世纪华通以总作价 69 亿元收购了游戏海外发行商点点互动。

2019 年度，三七互娱表现优秀，增速显著高于完美、世纪华通，主要是新手游上线，《一刀传世》、《屠龙破晓》、《斗罗大陆 H5》等带动业绩增长，且后续贡献表现稳定。

而完美世界、世纪华通主要是新游上线较少，历史增速偏低。此外，由于完美世界当年推出手游《完美世界》、《云梦四时歌》、《我的起源》均是授权第三方代理发行及运营，相较自主运营，收入分成较少；并且，其公司影视业务受大环境的影响，业绩下滑，拖累整体收入水平。

很明显，游戏公司的收入增长，一方面，主要还是靠新游拉动高增长，另一方面，也要保持老游戏的稳定流水。

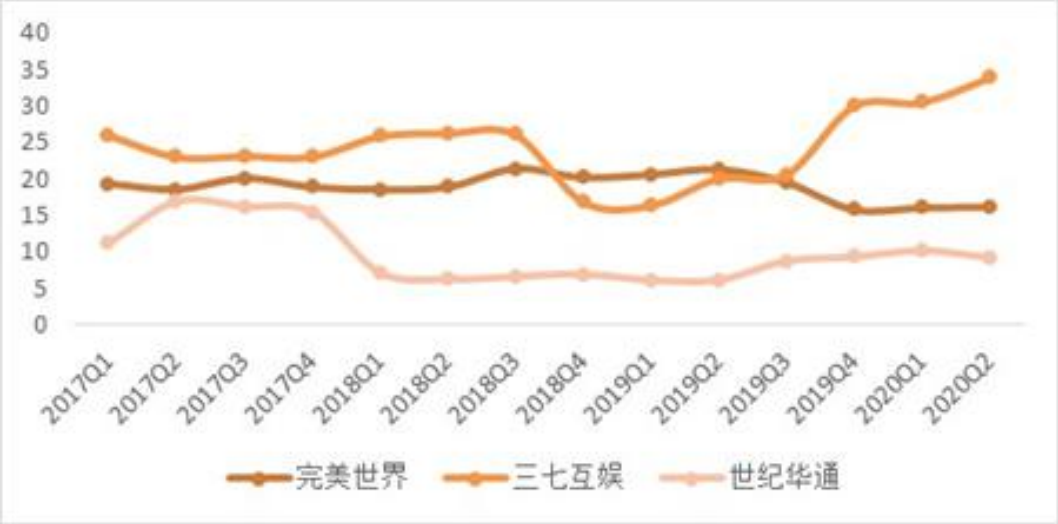
（叁）

各家大致游戏产品和类型了解完之后，我们来对比一下回报水平：

		2017年	2018年	2019年
ROE	完美世界	19.83	20.80	16.74
	三七互娱	28.09	15.53	32.53
	世纪华通	16.59	10.18	11.90
ROA	完美世界	10.89	12.83	9.54
	三七互娱	24.77	14.08	28.98
	世纪华通	16.38	9.15	13.34
ROIC	完美世界	14.39	17.14	13.35
	三七互娱	28.05	15.76	33.53
	世纪华通	15.73	9.42	13.66

图：回报数据（单位：%）

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	完美世界	0.48	0.49	0.49
	三七互娱	0.80	0.87	1.43
	世纪华通	0.59	0.70	0.60
权益乘数	完美世界	2.17	1.99	1.82
	三七互娱	1.35	1.35	1.43
	世纪华通	1.26	1.22	1.28
净利率	完美世界	18.41	21.90	18.00
	三七互娱	29.67	15.09	18.27
	世纪华通	22.48	11.84	18.62

图：杜邦因子拆分

来源：塔坚研究

通过回报对比，可以发现：

1）三七互娱的回报高于其他两家，主要是其总资产周转率较高。由于世纪华通、完美世界旗下仍有其他业务，受制于非游戏业务的影响，导致他们的存货周转率、应收账款周转率都较低，拉低他们的总资产周转率。而三七互娱是一个完完全全的游戏公司，账面没有存货且对游戏用户终端的掌控权强。

2）三者目前的净利率相差不大，但对比历史三年趋势，三七互娱的净利率有下滑，这是源于其买量投入的加大，销售费用占比逐年上升，从 2017 年的 30%提升到 2019 年的 56%。

（伍）

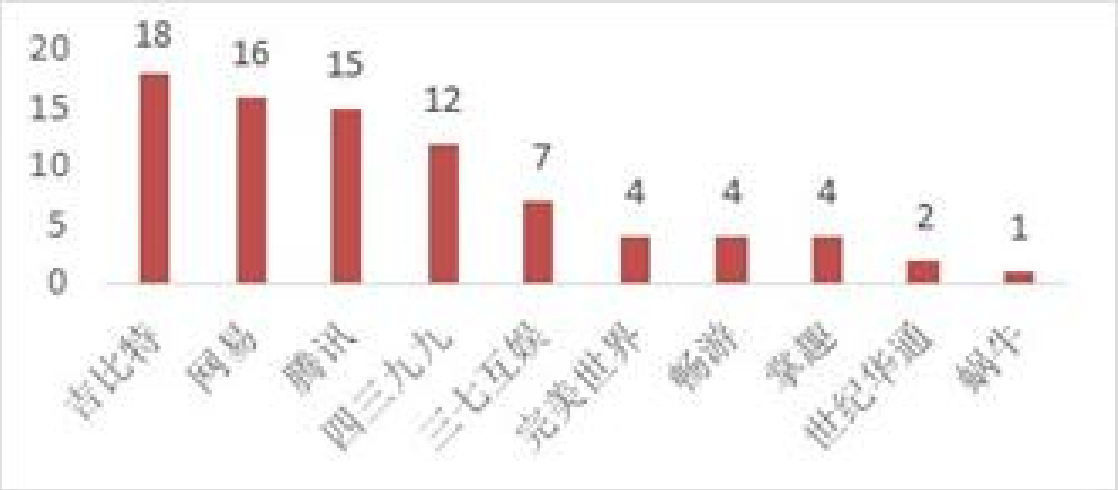
这个行业，基本是得优质内容者得天下。首先，要想获得优质内容，研发投入、版号获取必不可少；其次，手握优质内容，用户充费的递延收入会更高；再次，优质内容投放后市场情况如何，还要看销售投入情况。

接着，我们沿着这个链条，细拆三七互娱、完美世界、世纪华通的几大关键经营数据：

1）**获得版号情况** 版号获取情况中，率先拥有更多版号的公司，游戏发行数量越多，可为公司带来贡献的机会越多，并且率先拿到版号推出，游戏更具先发优势。

其中，三七互娱目前为止获取版号较多，有 7 个。其次是完美世界 4 个，世纪华通是 2 个。所以，从版号数量、未来新游上线方面，三七互娱占有竞争优势。

塔坚研究



图：2020 年至今版号获取情况

来源：塔坚研究

2）已上线主要游戏运营数据（注：粗体游戏为上线较新的游戏）

完美世界：自 2019 年版号开放后，完美世界已经推出 3 个端转手产品《完美世界》、《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》。此外还有自研的《我的起源》、《新神魔大陆》等等。

新游中，《完美世界》《新笑傲江湖》《新神魔大陆》的流水表现出色，近 7 日日流水 10w 美元以上，《新神魔大陆》更是达到了 30w 美元以上。

老游中，《新诛仙》的运营业绩较好，近 7 日日流水达到 10 万美元以上。

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（华为）	近一年最高畅销排名（分榜/总榜）
神雕侠侣	2013.08	冒险	7.3	2376	114万	87/152
射雕英雄传3D	2016.03	角色扮演	7.4	797	59万	156/491
新诛仙	2016.09	角色扮演	4.9	102956	1956万	13/19
火炬之光	2016.12	角色扮演	3.4	1460	194万	263/536
射雕英雄传手游	2017.06	角色扮演	5.1	1341	73万	136/250
梦间集	2017.07	角色扮演 女性向	6.9	178	77万	208/377
武林外传	2018.05	角色扮演	4.5	14350	2.38万	35/68
武林外传	2018.05	角色扮演	4.5	14350	224万	35/68
完美世界	2019.04	角色扮演	4.4	138853	732万	2/4
云梦四时歌	2019.05	卡牌	3.8	770	2万	19/215
神雕侠侣2	2019.07	角色扮演	3.0	24890	248万	8/16
我的起源	2019.11	角色扮演	3.5	2776	53.88万	3/22
新笑傲江湖	2019.12	角色扮演	4.5	159884	720万	6/12
梦间集天鹅座	2020.01	角色扮演 女性向	7.7	126	75万	74/121
新神魔大陆	2020.07	冒险	5.2	332166	466万	2/8

图：完美世界已上线主要游戏

来源：塔坚研究

三七互娱：2019 年上线的新游有：《斗罗大陆》《精灵盛典：黎明》《拳魂觉醒》，近 7 日日均流水高值为 4.8w 美元，大概是完美世界整体新游流水的 50%和 20%。不过，2020 年 4 月新上线的《云上城之歌》（非自研、独代），近 7 日日均流水在 40w 美元左右，表现十分强劲。

老产品方面，《大天使之剑 H5》、《永恒纪元》等，近 7 日日均流水在 1w 美元以下。老游戏流水贡献度低于完美。

游戏名称	上线时间	类型	评分	近7日日均流水（美元）	下载量（华为）	近一年最高畅销排名（分榜/总榜）
永恒纪元	2016.11	角色扮演	2.9	5802	1539万	60/100
大天使之剑H5	2017.09	角色扮演	2.8	10002	505万	33/57
屠龙破晓	2018.07	角色扮演	4.9	1252	294万	164/294
一刀传世	2018.12	动作	3.2	29096	986万	14/22
斗罗大陆	2019.01	角色扮演	4.2	19815	1577万	5/13
精灵盛典：黎明	2019.06	角色扮演	4.3	48371	554万	16/31
拳魂觉醒（独代）	2019.12	卡牌	3.3	11737	165万	17/39
末日沙城	2020.03	角色扮演	2.6	8144	16万	24/40
云上城之歌（独代）	2020.04	角色扮演	3.7	403938	461万	3/8
混沌起源		角色扮演	4.0		820万	11/48

图：三七互娱已上线主要游戏

来源：塔坚研究

世纪华通：新游方面，端转手 IP 再次创作作品《龙之谷 2》，延续 IP 实力，表现不错，在畅销排名前 15 名以内。它的 7 日日均流水在 4.78 万，超过《龙之谷》、《阿瓦隆之王》的日均表现。

老游戏目前是以《热血传奇》、《龙之谷》、《阿瓦隆之王》等为代表，促进业绩稳定贡献，日均流水均在一万美元之上。其中，《热血传奇》、《龙之谷》、《传奇世界》等，由腾讯独代发行，累计贡献流水超过 140 亿元。

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（华为）	近一年最高畅销排名（分榜/总榜）
Lovelive（代理）	2014.05	音乐	9.3	2956	62.2万	4/266
血族	2014.08	卡牌	8.7	1480	51万	25/210
热血传奇	2015.08	动作	3.9	10079	278万	50/154
超级地城之光	2015.09	角色扮演	7.5	319	11万	361/746
龙之谷	2016.10	角色扮演	3.1	13338	155万	46/75
传奇世界	2016.12	角色扮演	4.6	7252	0.98万	116/195
阿瓦隆之王	2017.06	模拟	6.9	38824	191万	26/72
神无月	2017.08	卡牌	7.4	139	23.11万	65/529
火枪纪元	2017.10	角色扮演	3.5	7214		59/102
传奇世界3D	2018.05	角色扮演	3.3	2367	51万	124/225
小镇物语	2018.09	模拟	6.5	124	113万	85/666
光明勇士	2018.11	角色扮演	5.3	842	31万	184/347
梦境侦探	2019.02	休闲	8.5	117	52.96万	51/909
命运歌姬（代理）	2019.02	音乐	6.5	38	23.26万	18/1175
辐射避难所online	2019.06	模拟	3.6	9100	283万	9/72
樱桃湾之夏	2020.02	卡牌	8	47	23万	24/206
梦色卡司（代理）	2020.06	音乐	8.2	40	1万	6/405
龙之谷2	2020.07	角色扮演	3.3	47767	216万	5/11
地城邂逅：记忆憧憬	2020.09	卡牌	5.7	1847	2万	15/112

图：世纪华通已上线主要游戏

来源：塔坚研究

对比可见，从“新游吸金能力+老游戏的用户粘性和付费能力”对比，完美世界的在手运营项目更有优势，并且量级较三七、华通差异还比较大，这可能与完美世界的游戏精品化程度较高有关。

3）在研游戏储备及已获版号游戏进度

完美世界——在研项目发力多种类型，**RPG 偏多**，且包括多项知名 IP 项目，如《诛仙》、《一拳超人》等。

从进度上看，已经获得版号的《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》已开启预约，预约人数分别是 7.53 万、11.6 万（TAPTAP 数据）。

项目	分类	类型	自研/代理	进度
《新诛仙世界》	端游	MMORPG	自研	研发中
《完美世界》	端游+主机	MMORPG	自研	研发中
《Torchlight III》	端游+主机	ARPG	自研	测试中
《Magic Legends》	端游+主机	MMORPG	自研	研发中
《X 档案》	PC 游戏	-	自研	研发中
《Glimmer》	PC 游戏	-	自研	研发中
《幻塔》	手游	开放世界 RPG	自研	研发中
《一拳超人》	手游	ARPG	自研	研发中
《旧日传说》	手游	Rougelike 回合制	自研	研发中
Lowpoly 风格产品	手游	-	自研	研发中
ARPG 产品	手游	ARPG	自研	研发中
《梦幻新诛仙》	手游	MMORPG	自研	已获得版号
《战神遗迹》	手游	ARPG	自研	已获得版号
二次元解谜冒险类产品	手游	二次元、解谜	自研	研发中
都市开放世界类 JRPG	手游	开放世界 JRPG	自研	研发中
《非常英雄》	手游	横向卷轴闯关	自研	研发中
《诛仙 2》	原生云游戏	MMORPG	自研	研发中

图：完美世界游戏储备项目

来源：东北证券

游戏名称	类型	评分	预约人数	是否有版号
梦幻新诛仙	角色扮演	8.5	7.53万	是
旧日传说	角色扮演	8.0	11.6万	是
战神遗迹	动作	8.9	2.37万	是
非常英雄	动作	9.5	2.41万	否

图：预约情况

来源：塔坚研究

三七互娱——以传统的**传奇、奇迹品类游戏之外，还着重在 SLG 品类拓展。**并且，其海外布局较多，其储备的海外游戏竞争优势较好，贴合当前海外市场的用户喜好和需求，偏向 SLG、中世纪及西部军事等游戏背景。如《狂野西境》、黑帮 SLG、丧尸 SLG 等。预期 2020 年境外流水增速或将高于国内。

从已获版号的游戏来看，休闲类《超能球球》已经开始预约，预约人数 0.94 万，评分 7.8（TapTap 数据），整体预约低于完美新游。

	游戏类型	IP	发行	研发	版号	进度
斗罗大陆 3D	MMORPG	斗罗大陆	三七互娱	三七互娱		2020Q4
洪荒异兽录	MMORPG		三七互娱		国新出审[2020]63 号	
新希望（亚洲）	MMORPG		三七互娱	三七互娱		2020Q3
奇迹 MU-跨时代	MMORPG	奇迹	三七互娱	三七互娱		2020Q2
荣耀大天使	MMORPG	奇迹	三七互娱	三七互娱		2020Q2
明日幻想	SLG（西方魔幻）		三七互娱			2020
Ocean Wars	SLG（中世纪海战）		三七互娱	易娱网络	新广出审[2016]1525 号	
黑帮类型（海外）	SLG		三七互娱			
丧尸类型（海外）	SLG		三七互娱			
Final Order	SLG（战争军事）		三七互娱			2020
狂野西境	SLG（美国西部）		三七互娱	刘宇宁团队		2020 年 3 月
江山与美人	当官游戏		三七互娱	三七互娱		
大天使之剑	RPG	奇迹	三七互娱	三七互娱	国新出审[2019]2652 号	
云上城之歌	MMORPG		三七互娱	独代		2020Q2
代号 MK4			三七互娱	独代		
诸神的谎言	放置 RPG 卡牌		三七互娱	易娱网络		
光明冒险	卡牌类游戏		三七互娱	代理		
代号-DIG			三七互娱	独代		
超能球球	休闲		三七互娱	三七互娱	国新出审[2019]2266 号	
街区英雄	格斗		三七互娱	游奇网络	国新出审[2019]184 号	
X：二次元回合	二次元		三七互娱	三七互娱		
传奇 H5	传奇类		三七互娱	三七互娱		
传奇 NB			三七互娱	三七互娱		
代号 YZD	ARPG		三七互娱	三七互娱		

图：游戏储备项目

来源：信达证券

游戏名称	类型	评分	预约人数	是否有版号
超能球球	休闲	7.8	0.94万	是

图：三七互娱预约情况

来源：塔坚研究

世纪华通——游戏储备涵盖多种类型（卡牌、角色扮演、养成、经营模拟等），《代号：远征》、《庆余年》分别为腾讯代理 S 级、A 级游戏。

可查预约游戏数据中，二次元冒险类游戏《圣裁终焉》目前预约人数突破 11 万，是其预约产品中关注度较高的，可以留意。

游戏名称	运营方式	备注
《龙之谷 2》	腾讯代理 S 级	已获得版号并进入最终删档测试，为龙之谷 IP 二次改编，预计 7 月 9 日上线
《庆余年》	腾讯代理 A 级	改编自 IP 同名小说，已获得版号，即将公开测试。
《传奇天下》	腾讯代理	传奇 IP 系列，改编自《永恒沙巴克》，已完成一轮测试。
《代号：远征》（暂定）	腾讯代理 S 级	DND 世界观设定为背景的原创 IP MMORPG 手游，已开始招募测试。
《彩虹联萌》	自营	《彩虹岛》端转手作品，已开放多轮测试。
《小森生活》	腾讯代理	田园风模拟养成手游，已开放多轮测试，台服表现良好。
《Idle mafia》		
《Project D》（待定）		
《代号 C》（待定）		
《宝石幻想：光芒重现》		
《古龙群侠传》（待定）		

图：游戏储备项目

来源：天风证券

游戏名称	类型	评分	预约人数	是否有版号
彩虹联萌	角色扮演	6.9	0.76万	是
庆余年	角色扮演	9.3	4.39万	是
月夜狂想曲	角色扮演	7.4	3.65万	否
JOJO的奇妙冒险（代理）	角色扮演	7.8	7.44万	否
疯狂爱消厨	休闲	8.6	0.13万	否
流浪者小岛	SLG	5.1	9.38万	否
命运砂时计	SLG	8.9	2.35万	否
学园偶像季：群星闪耀（代理）	音乐	9.2	2.25万	否
圣裁终焉	冒险	8.5	11.27万	否

图：部分游戏预约情况

来源：塔坚研究

总而言之，在新游及储备作品，三家都布局多品类，但侧重点不同。三家除了把握自家 IP 属性较强的作品类型之外，完美世界着重打造游戏设计细节，以及二次元、动作类游戏；三七互娱则重在 SLG 类型游戏，并且今年侧重类型在于海外市场开拓；世纪华通则偏向二次元游戏。

（陆）

除了版号、新游、在手游戏的对比，我们再增加几个财务、商业模式等维度视角：

1)销售费用率对比

销售费用，这里主要是观察游戏公司一个买量情况。因为当前游戏行业中，许多大厂游戏公司也纷纷开始买量，那么谁的买量更有成本、经验优势，对于游戏的宣传和收入效率也会达到事半功倍的效果。

销售费用率	2017年	2018年	2019年	2020H1
完美世界	9.38	10.96	14.24	14.55
三七互娱	30.83	43.85	58.49	56.95
世纪华通	5.33	19.35	14.99	15.33

图：销售费用情况

来源：塔坚研究

对比可见，三七互娱的销售费用率投入，远高于其他两家，约是完美世界和世纪华通的 4 倍。这说明三七互娱的买量投入预算的权重很大。以《斗罗大陆》为例，三七互娱为该新游上线投放的广告金额，占据了 2019Q3 手游排行榜 TOP5。

但反观买量背后的收益来看，虽然三七互娱的毛利率要远高于其他两家，但净利率其实几家几乎差不多。

毛利率	2017年	2018年	2019年	2020H1
完美世界	57.36	55.81	60.92	60.77
三七互娱	68.52	76.27	86.57	89.19
世纪华通	29.58	38.24	51.25	54.33
净利率	**2017年**	**2018年**	**2019年**	**2020H1**
完美世界	18.41	21.90	18.00	24.42
三七互娱	29.67	15.09	18.27	23.57
世纪华通	22.48	11.84	18.62	20.85

图：毛利率、净利率对比

来源：塔坚研究

从单位销售费用带来的收入比例看，完美 > 世纪华通 > 三七互娱。

收入/销售费用	2017年	2018年	2019年	2020H1
完美世界	10.67	9.13	7.02	6.87
三七互娱	3.24	2.28	1.71	1.76
世纪华通	18.75	5.17	6.67	6.52

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

但我们前面提到，游戏行业进入到存量竞争，未来的发展趋势是往精品化方向发展，而研发则是精品游戏内容的开发基础。



图：研发费用率对比

来源：塔坚研究



图：研发人员比例情况

来源：塔坚研究

这方面，完美世界保持游戏研发在业界的领先水平，同时研发人员数量占比也不断攀升。完美世界在引擎技术方面表现尤为突出，自主研发的 Angelica 3D、Cube、Raider、Eparch 2D 和 ERA 等，足以支撑在移动端、PC 端和主机端进行游戏开发，实现高品质 3D 技术应用。如手游的御剑飞行、空中群战及角色捏脸等技术。像《新笑傲江湖》、《神雕侠侣 2》的画面、人物设计等方面都有一个质的提升。

不过，三七互娱也开始重视研发，研发人员的比例在上升。同时，对于开发游戏的类型从传统单一的产品逐渐向多品类布局，画风也从简单粗暴的设计往二次元、精致化发展。



图：老游《永恒纪元》画风

来源：官网



图：新游《混沌起源》画风

来源：官网

3）递延收入

递延收入是游戏行业中已充值而未消费的游戏流水，相当于游戏业绩的先行指标，直接反应公司产品的运营和吸金能力。

腾讯的递延收入位居首位，完美世界递延收入比例约为 18%-30%，处于腾讯、网易之后，而世纪华通、三七互娱在递延收入的表现上还有待加强。



图：递延收入对比（注：分母收入指当期报表收入-上期递延收入+本期递延收入）　来源：万联证券

最后，我们对上述关键经营数据赋予权重，并给出加权得分。

（注：打分标准为版号 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
完美世界	1.0	1.0	0.6	0.5	0.4	1.0	4.5
三七互娱	0.8	0.8	1.0	0.2	0.1	0.8	3.7
世纪华通	0.6	0.8	0.2	0.3	0.3	0.6	2.8

图：三家得分情况

来源：塔坚研究

万联证券　塔坚研究

研究完上述基本面数据后，我们来会看：近期，游戏龙头纷纷暴跌。这里，到底发生了什么？

（柒）

有观点认为，这是因为市场对于买量模式的质疑，促使股价闪崩。

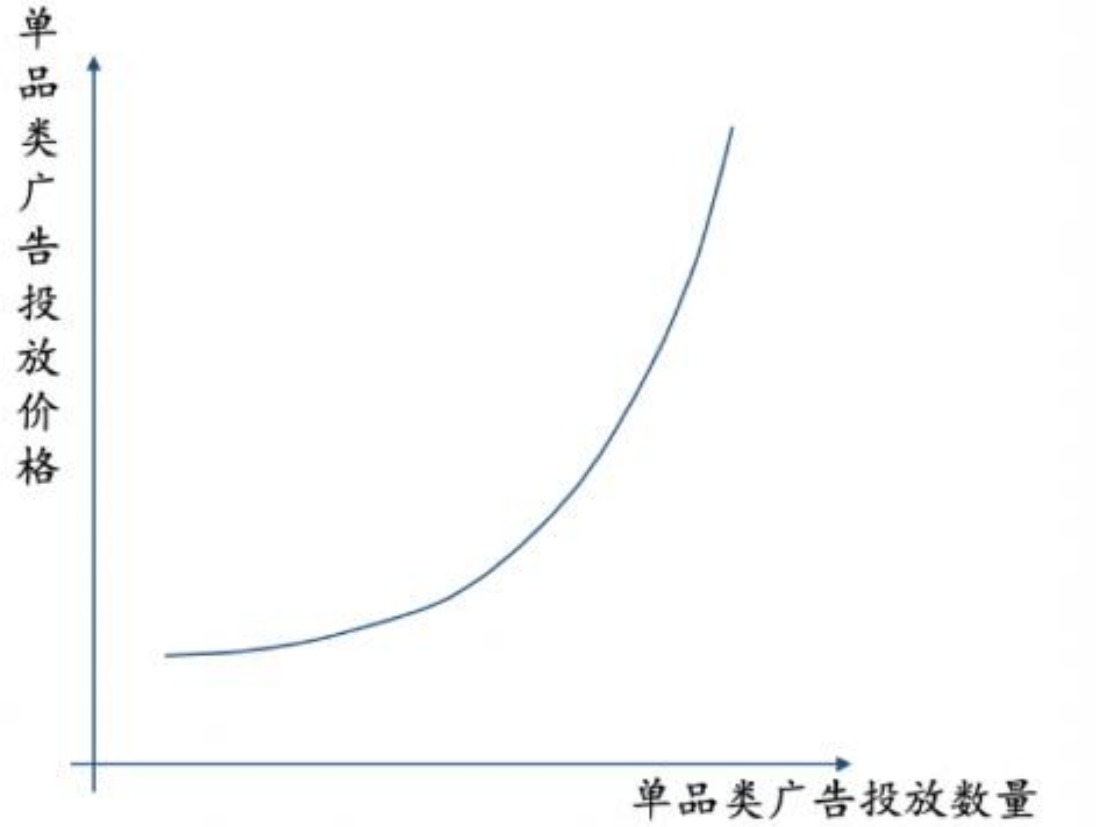
显然，买量的逻辑其实是为了快速带来用户，直接带动流水增长。但是，买量模式下，如果买量成本水涨船高，那么，衡量游戏运营效益的指标 ，ROI（投入产出比），可能会下降。

$$\text{单用户买量成本CPA}\uparrow = \frac{\text{CPM}}{1000*\text{CTR}*\text{广告转化率CVR}\downarrow}$$

$$\text{投入产出比ROI}\downarrow = \frac{\text{用户生命周期LTV}\downarrow}{\text{单用户买量成本CPA}\uparrow}$$

图：ROI 计算逻辑

来源：国金证券

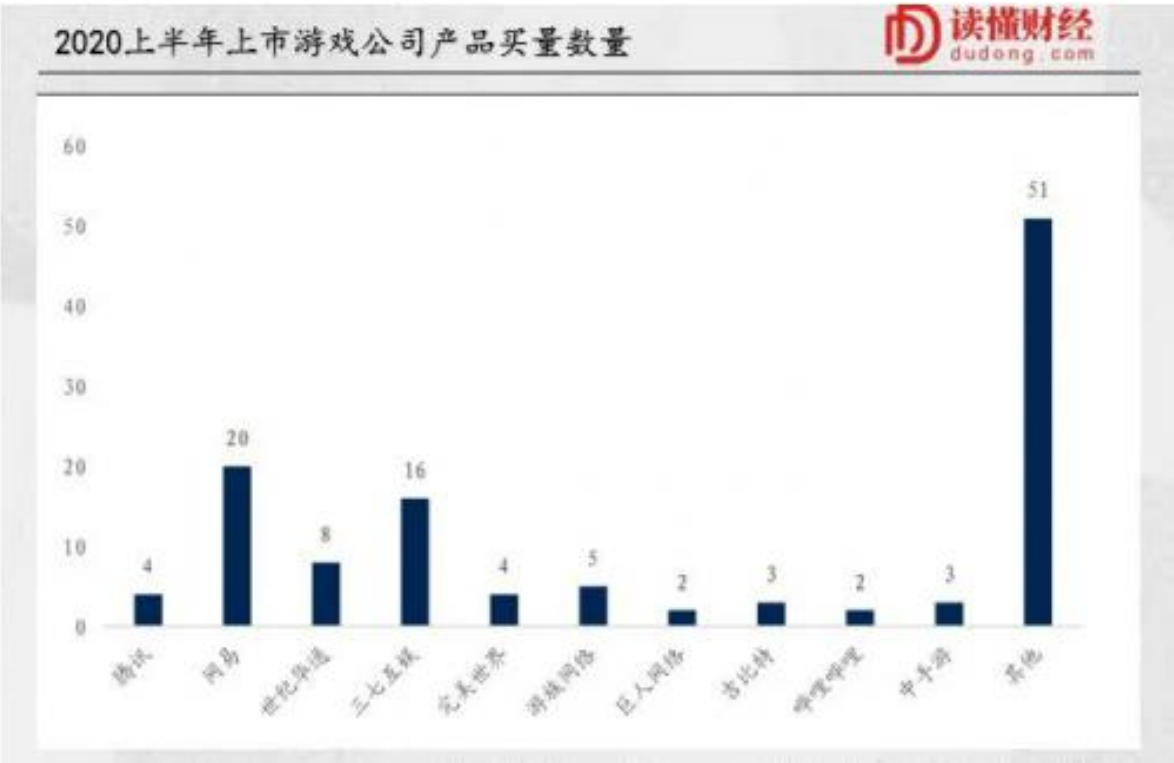


图：单品类买量成本示意图

来源：国金证券

不过，近些年来，买量其实已经成为行业标配，越来越多的大厂也纷纷进入。

从 2020 年上半年游戏公司产品买量数量来看：除了三七互娱外，游戏大厂（网易、腾讯等）、注重研发的游戏企业（完美世界、吉比特等），大家都在买量。



图：买量情况

来源：读懂财经、国信证券

为什么会这样？原因是：

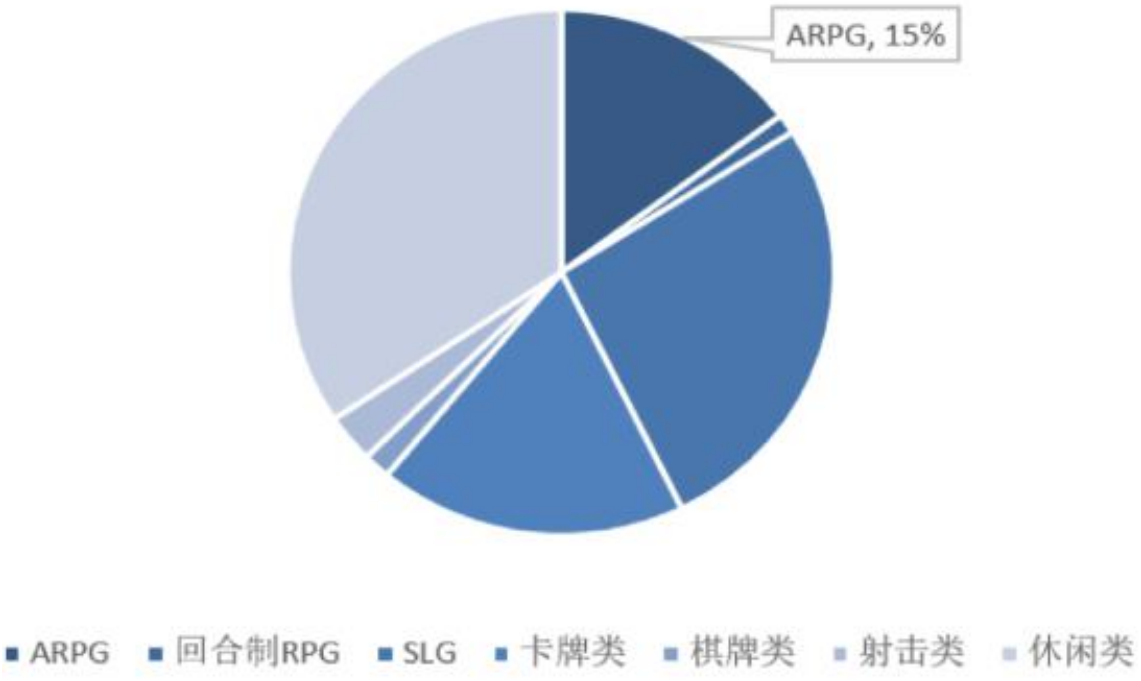
一方面随着游戏数量及行业变化，供给大于需求，市场从以前的增量开始进入存量竞争，加上游戏本身也有一定的生命周期。因此，游戏厂家需要更高效触及到玩家，买量就是快速的选择模式。

另一方面，在以往联运模式中，渠道分成比例高。如安卓渠道，一般都是五五分成。对精品游戏来说，由于用户生命周期相对较高，可以

极大摊薄买量的用户成本，边际 CPA（cost per action）相对较低，买量是其利润最大化的选择。[1]

比如今年新上线的《万国觉醒》、《原神》皆是因安卓渠道分成比例问题，都通过买量进行推广，而不选择上架安卓商店。

除《万国觉醒》外，其他如以消除类、猜谜类为代表的休闲类手游、《三国志幻想大陆》、《少年三国志 2》等卡牌类手游，也保持较高买量。买量排名前 25 款游戏中，APRG、SLG、休闲、卡牌等游戏类型的买量占比较大。



图：买量占比游戏类型分布

来源：国金证券、APP Growing

或许基于买量成本上升，引发了市场对于 ROI 下滑风险的市场担忧。

不过，仍然有几个细节值得思考：

1）为什么此次《万国觉醒》《原神》敢于放弃安卓渠道，改为买量去推广新游，这背后究竟意味着什么？

2）新买量模式下，如何保持 ROI 水平不下降？

（捌）

首先，第一个问题：

这个现象背后，可能已经意味着游戏行业已经进入内容为王的时代，以渠道为王的思想不再可取。

由于安卓渠道分成比例高（50%）且对厂商有限制，这导致厂商投入回报不成正比，倒逼厂商寻求新的流量平台，例如 B 站、taptap、抖音这类的精准分发渠道、短视频平台的存在，甚至是线下梯媒，对传统渠道平台的冲击也越来越大。

可见，传统渠道整体分发能力下滑，而短视频等分发带来的效果在继续上升。 但无论哪种渠道买量，只要游戏竞争者数量较多，流量成本迟早也会水涨船高。因此，要想从根本上获得更高的 ROI，只有通过精品内容，提高产品竞争力，延长游戏生命周期。

指数研究

因此，之前单纯追求获客效果的买量 1.0 模式即将被淘汰，当前行业趋势是向着买量 2.0 模式升级，即 **“品效合一”（品质+效果）**的趋势发展，从而，渠道的话语权、溢价空间将逐渐被压缩，精品内容厂商将掌握话语权。

参考游戏行业专家的调研记录，也说明了此点：

以前在游戏行业中，游戏研发商相对处于一个弱势低位，更多溢价空间掌握在渠道发行商手里。但现在倒过来，研发更具议价权。游戏行业一定会转换到完全依靠内容驱动的市场格局。而现在这个市场已经在逐步形成了，包括优质内容不上渠道。未来对于这些优质研发 CP，在市场里会具备更多的话语权和议价能力，也是推动整个游戏行业不断前进的重要力量。

可见，对于三七互娱这类传统买量的游戏公司来说，随着买量的竞争者不断增多，其多品类游戏布局（差异化竞争）、提高研发投入（游戏精品化提升）是必然的选择。

其次，第二个问题：

买量模式下，要控制 ROI 不下降，有几种思路：

思路一，控制获客成本——1）提升新游的精品化程度，提高用户转化率，间接降低买量成本；2）多品类布局、差异化竞争，或者错开同品类游戏上线的窗口，减少竞争抬价。

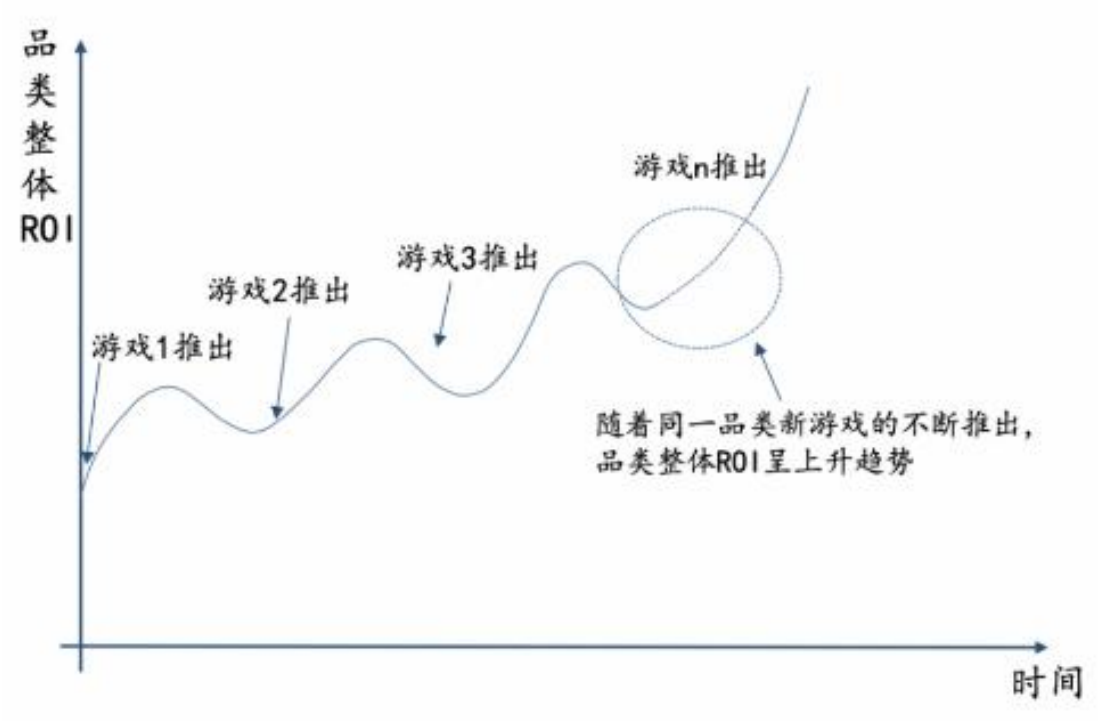
不同游戏赛道的玩家群体分化较大、重合度低，不同游戏品类在获取用户流量方面的竞争需求较弱。因此，在游戏买量发行的过程中，由于投入目标玩家的差异化，不同游戏品类间的 CPA 相关度低，能相对控制 ROI。

游戏品类	主要目标用户特征			
	年龄	性别	爱好	其他
三国类	-	男性较多	历史、权谋	-
传奇类	30-40岁中年群体	男性较多	PK	页游转化用户
二次元	15-25岁青少年	-	二次元	追求游戏画质
休闲类	30岁以上	女性较多	日常休闲	-
体育类	-	男性较多	体育运动	-

图：不同游戏品类的目标用户特征

来源：国金证券

此外，新游的精品化程度越高，吸引的用户转化率越高，那么买量的成本可以分摊到更多的用户，CPA 降低，能控制 ROI 的下降。**思路二，延长生命周期——1）做高品质新游，提高用户留存率；2）老游戏通过举办活动、提升玩法多样性来留存用户；3）加快研发进度和新游上线速度** [2]



图：产品迭代带动 ROI 提升

来源：国金证券

综上，游戏行业未来长期的发展方向一定是精品化。并且对于游戏厂商而言，纯靠买量会亏损，买量必须配合存量用户运营，有意识的去研究迭代（内容、玩法、设计迭代等等）生成更多的游戏内容，以此延长游戏的生命周期。

（玖）

对比到这里，我们再从宏观视角出发，思考整个行业的未来前景如何？

首先，大的行业趋势。

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：

1)游戏用户规模：网民使用率（网民中游戏玩家比例）

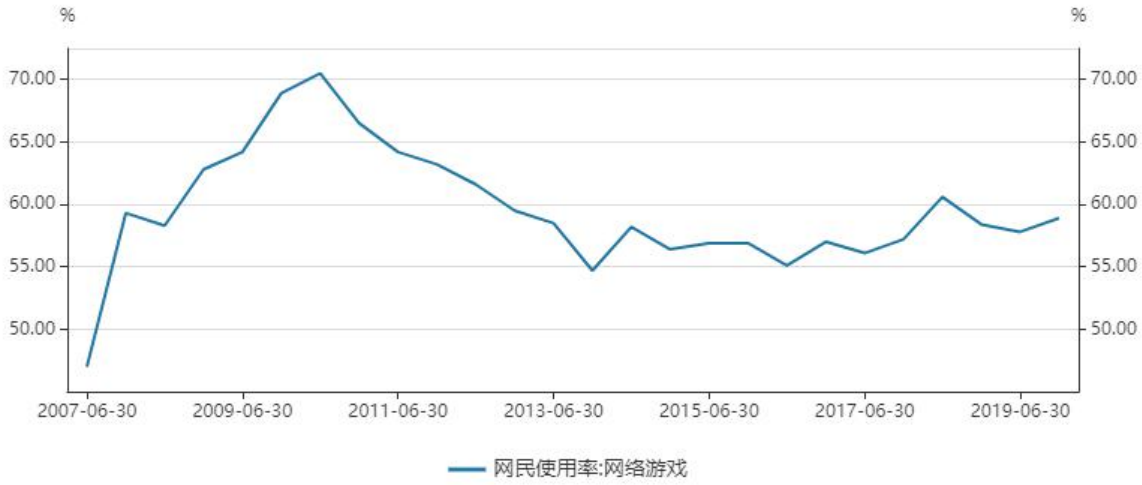
从规模来看，2018 年，我国互联网普及率为 59%，参照外国，韩国（95%）、日本（91%）、美国（89%）、德国（84%），我国互联网普及率仍处于较低水平。

但注意，2008 年至 2018 年，国内游戏用户规模增速从 70%降至 5%左右，其中 2014 年至 2017 年，用户规模连续个位数增长。

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(50.89%)、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。

塔坚研究



图：网民使用率：网络游戏

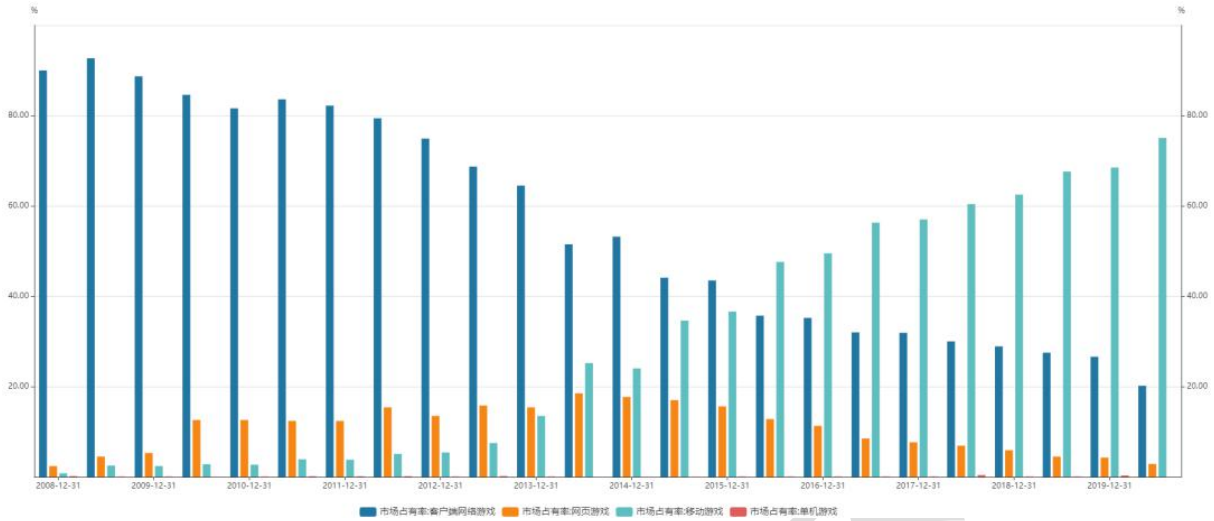
来源：wind

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%。

塔坚研究



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）*

塔坚研究

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。

（拾）

其次，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的如何：

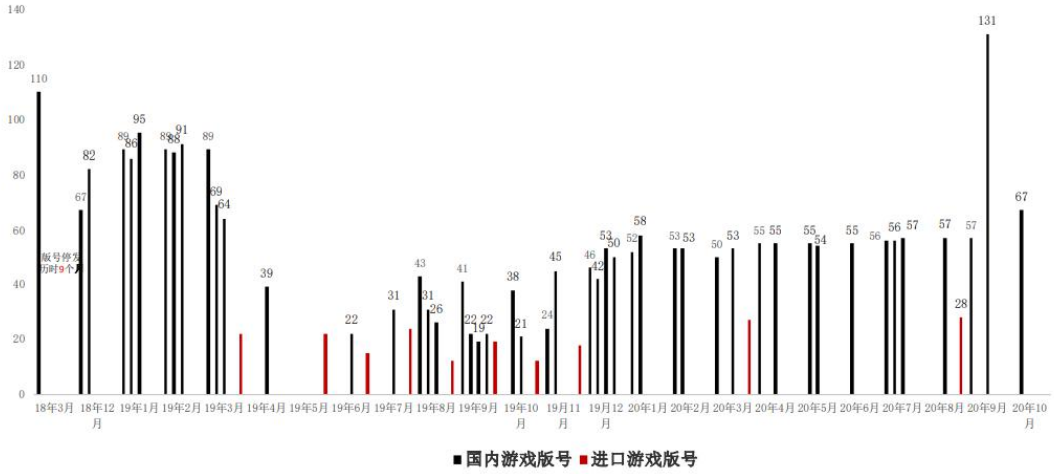
1） 国产网络游戏版号数量

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。

塔坐研究

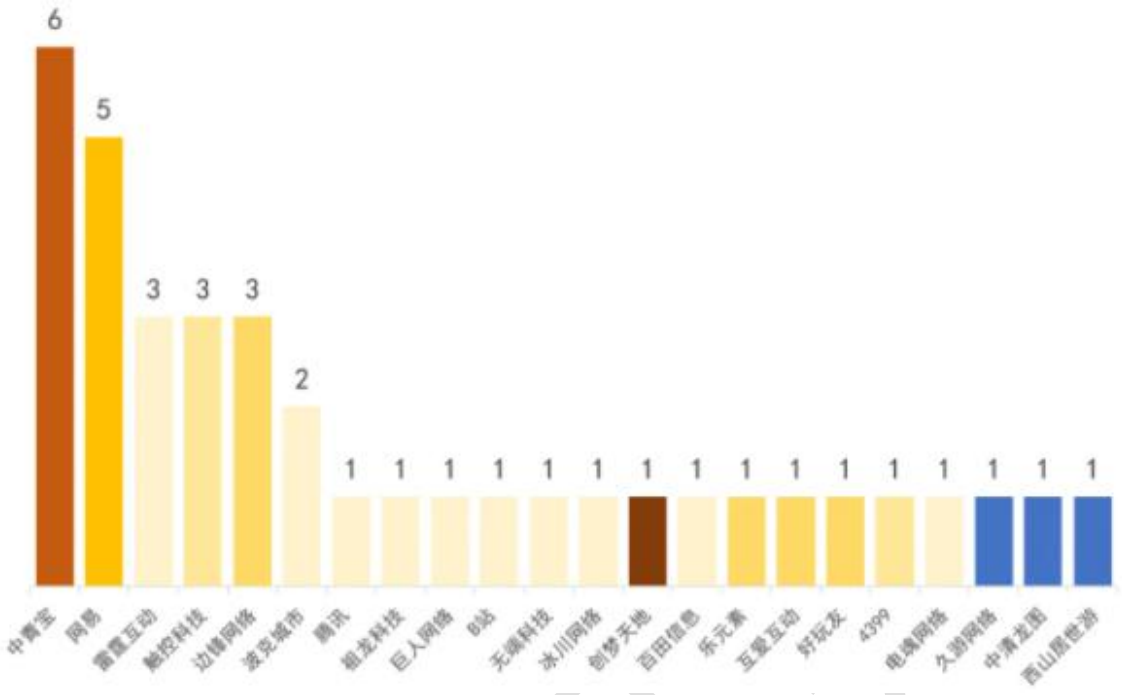
据兴业证券统计，2018 年 9 月版号恢复后，2019 年初至 2020 年 10 月 18 日实际审批 59 批，一共 2558 款游戏。其中，2020 年至今共审批 21 批，一共 1129 款游戏。

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%。其中，客户端 7 款，移动端 179 款（75 款为“移动-休闲益智”），网页游戏、主机游戏各 1 款。



图：版号情况来源：西部证券

过审版号较多的游戏公司（中青宝）有 6 款游戏过审，其次是网易（5 个）。



图：主要知名厂商 9 月版号情况

来源：腾讯新闻

总体上，很明显，今年上半年的审批游戏数量较前一年大幅上升，这预示今年可发行游戏总量有一个较大攀升。游戏行业逐渐回暖，加之上半年卫生事件的冲击，“宅经济”的兴起，游戏行业也受益，景气度上行。

但相较版号暂停之前的态势（目前每月平均 100 个版号，而这之前 2017 年国产版号一度达到一万多个，平均每月 830 多个版号），仍然处于一个版号相对严格的状态。

此外，对于国外游戏，规定只有通过代理才能进口。国外游戏的办理流程比国产游戏的办理流程稍显复杂，需要拿到运营合同去版权局做引进境外作品登记批复。拿到批复后才能进行版号的申请。（对运营海外游戏的厂商来说，需要注意）

版号申请的时间周期也会比国产游戏长，根据游戏类型的复杂程度来决定，基本上是在 4-6 个月或 6 个月以上不等。这样，一方面先筛掉一部分品质竞争力不够的游戏产品，另一方面对国内游戏开发能力的扶植考虑。

因此，综合以上，进口游戏的版号相对较少，对国内游戏厂商的威胁较小。

2） 游戏 IOS 畅销榜情况

总榜单排名——Sensor Tower 发布《2020 年 9 月中国手游发行商全球收入排行榜》，手游发行商收入 Top30：前 5 为腾讯、网易、莉莉丝、趣加和灵犀互娱（阿里旗下）。

新游榜单——今年暑假中国手游市场略显平静，但进入 9 月，中国苹果商店手游收入榜迎来几款产品新晋榜单。分别是：新神魔大陆（完

美世界）、zui 强蜗牛（吉比特）、云上城之歌（三七互娱）、高能手办团（恺英网络）、万国觉醒（莉莉丝）、原神（米哈游）。

随着一众新品在国内运营进一步深化，中国手游市场的竞争格局和榜单头部可能出现新的变化。不过整体来看，畅销榜单前十仍是以网易、腾讯为主导。

●国内iOS游戏畅销榜TOP10（2020/10/10）

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	原神	角色扮演	米哈游	米哈游	2020/9/28
4	万国觉醒	策略	莉莉丝	莉莉丝	2020/9/24
5	梦幻西游	角色扮演	网易	网易	2015/4/21
6	三国志·战略版	策略	广州简悦	阿里游戏	2019/9/20
7	率土之滨	策略	网易	网易	2015/10/20
8	三国志幻想大陆	冒险	灵犀互娱	阿里游戏	2020/6/20
9	神武4	MMORPG	多益	多益	2017/11/20
10	阴阳师	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

排名	10.10	10.3	9.26	9.19
1	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	和平精英
2	和平精英	和平精英	阴阳师	王者荣耀
3	原神	原神	万国觉醒	三国志·战略版
4	万国觉醒	三国志·战略版	梦幻西游	梦幻西游
5	梦幻西游	万国觉醒	和平精英	率土之滨
6	三国志·战略版	梦幻西游	一梦江湖	三国志幻想大陆
7	率土之滨	阴阳师	三国志·战略版	阴阳师：妖怪屋
8	三国志幻想大陆	率土之滨	最强蜗牛	最强蜗牛
9	神武4	火影忍者	率土之滨	新神魔大陆
10	阴阳师	三国志幻想大陆	明日方舟	大话西游
11	火影忍者	最强蜗牛	神武4	云上城之歌：勇者传说
12	新神魔大陆	神武4	火影忍者	荒野乱斗
13	QQ飞车	剑与远征AFK	大话西游	新射雕英雄传之铁血丹心
14	最强蜗牛	荒野乱斗	云上城之歌：勇者传说	浮生为卿歌
15	云上城之歌：勇者传说	明日之后	浮生为卿歌	神武4
16	大话西游	QQ炫舞	阴阳师：妖怪屋	火影忍者
17	浮生为卿歌	云上城之歌：勇者传说	新神魔大陆	碧蓝航线
18	明日之后	高能手办团	三国志幻想大陆	明日之后
19	高能手办团	大话西游	碧蓝航线	QQ炫舞
20	倩女幽魂	新神魔大陆	新射雕英雄传之铁血丹心	剑与远征AFK
腾讯（款/发行端）	4	4	3	4
网易（款/发行端）	6	5	6	5

图：游戏 IOS 畅销榜

来源：方正证券

以上来看，目前行业景气度回暖，且国内游戏厂家吸金能力逐渐增强。虽然仍以腾讯、网易两家占大头，但新进榜单的不同游戏企业，也证明国内游戏市场第二梯队的竞争，仍在不断变化。伴随版号减发以来，游戏行业已经出清调整。大量小型游戏工作室或被大公司吞并或退出市场，或有极小概率通过精品游戏立足市场。对大型游戏公司来说，版号严格意味着试错成本提升，未来游戏赚快钱的概率越来越小。因

此，更需要将资源集中，不断打造高质量自研游戏，加强自身运营，提升游戏变现周期，持续走精品化路线。

此外，整个游戏产业的格局目前是：

从总规模上看，2019 年，全球移动游戏市场规模约为 681.6 亿美元，中国市场占 31.63%排名龙头，远超第二的美国（17.52%）和第三的日本（16.82%）。

龙头公司出现虹吸效应，国内更是明显。TOP10 厂商占据国内游戏市场超 80%的份额。其中，腾讯、网易分别占据国内市场 53.38%、15.23%的份额。除此之外，三七互娱市场份额为 10.02%、完美世界为 2.08%、世纪华通未披露。

（拾壹）

好，行业增长驱动力看完后，我们再继续深入，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产业链报告库。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。



扫码阅读优塾产业链报告

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。*