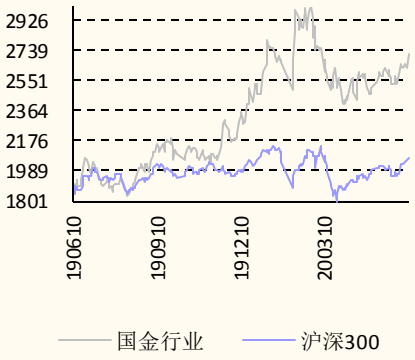
消费升级与娱乐研究中心

娱乐行业研究 买入（维持评级）

行业研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金娱乐指数	2715
沪深 300 指数	4047
上证指数	2956
深证成指	11284
中小板综指	10545



相关报告

1.《云 VR：VR 大规模普及的“正确打开方式”-云 VR 游戏深度报告》，2020.4.3
2.《网红直播带货能走多远？效率为先，生态为本-网红直播带货专题报...》，2019.11.24
3.《《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》政策解读-游戏行业政策...》，2019.11.5
4.《《未成年人保护法》拟新增“网游时间管理”，对游戏行业的实际影...》，2019.10.21
5.《千呼万唤始出来：《英雄联盟》手游即将开始预约-《英雄联盟》手...》，2019.10.15

3Q20 新游密集：盘点头条系&腾讯系&B 站系

投资建议

- **1、Q3 前瞻：20 年新游戏集中于 Q3**：预计 20 年 Q3 迎来新游戏密集上线，或创年度之最，预计 Q3 将有 7 款新游戏进入当季畅销榜 TOP50。20 年暑假时间仍集中在 Q3，暑期效应仍在。
- **2、盘点头条系&腾讯系&B 站系 Q3 游戏排期：**
  ①头条系：游戏发行头部渠道，优势在于 ROI 高。买量方面：三七互娱《荣耀大天使》、网易《天谕手游》值得期待；独代方面：与中手游、凯撒文化合作，代理《航海王热血航线》、《火影忍者：巅峰对决》值得期待。
  ②腾讯系：主要依靠头部大 DAU 游戏贡献流水。自研方面：预计《DNF》手游定档暑期，有望成为下一款头部爆款游戏；独家代理：世纪华通《龙之谷 2》、掌趣科技《街霸 3》。
  ③B 站系：二次元中的“腾讯”，需要好游戏发挥流量效应。独家代理：宝通科技自研二次元游戏《终末阵线》预计 10 月正式上线。联合发行：米哈游自研游戏《原神》关注度较高，由 B 站等平台联合发行，将于 20 年 7 月进行最终封测，预计最终将于 Q3-Q4 正式上线。
  ④其它 A 股公司：完美世界《梦幻新诛仙》、《新神魔大陆》；游族网络《少年三国志:零》；吉比特《魔渊之刃》。
- **投资建议：**重点推荐头条系的三七互娱（荣耀大天使）、腾讯控股（DNF 手游）、B 站系的宝通科技（终末阵线）

风险提示

- 游戏上线不及预期，游戏行业竞争加剧

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号：S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

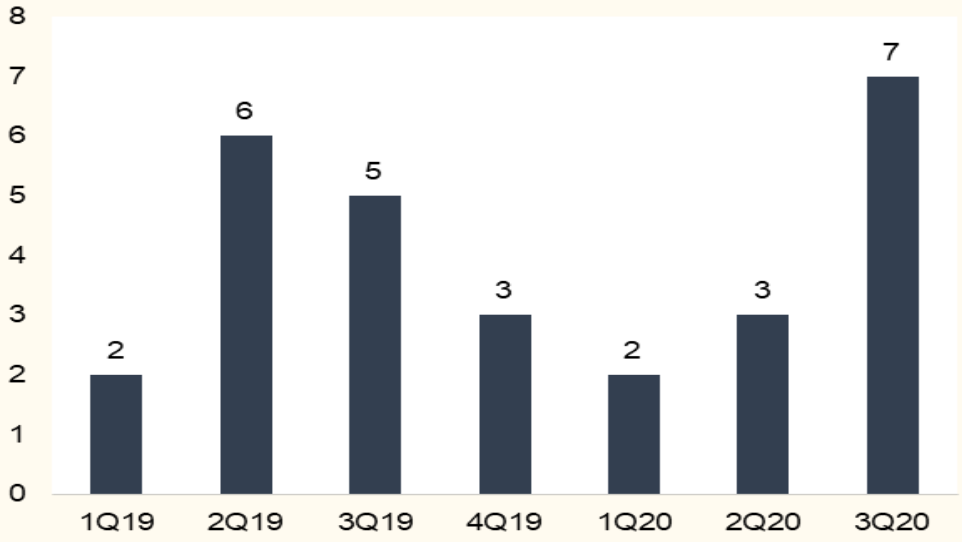
敬请参阅最后一页特别声明

1.Q3 前瞻：20 年新游戏集中于 Q3，暑期效应仍在

1. 1 前瞻：Q3 新游戏密集上线，预计季度流水将创新高

- **20 年 Q3 迎来新游戏密集上线，预计将有 7 款游戏进入当季畅销榜 TOP50。**我们以每个月最后一天的游戏畅销榜作为该季度的畅销榜单，并且以 TOP50 中在该季度新上线的游戏数量作为该季度新游戏的上线数量（即我们定义的新游戏是指能进畅销榜前 50 的新游戏）。我们发现，19 年新游戏主要在 Q2、Q3 密集上线；而 20 年 Q3 将会迎来新游戏密集上线，并且预计有 7 游戏将进入当季畅销榜的 TOP50。

图表 1：1Q19 至 3Q20 新游戏上线个数



注：①2Q20 统计截止日期为 2020 年 6 月 8 日

②3Q20 数量为根据公开信息预测

来源：七麦数据、国金证券研究所

图表 2：预计 2020 年 Q3 进入畅销榜 TOP50 的游戏

序号	游戏	公司
1	DNF	腾讯
2	荣耀大天使	三七互娱
3	天谕手游	网易
4	梦幻新诛仙	完美世界
5	龙之谷 2	世纪华通
6	街霸 3	掌趣科技
7	少年三国志：零	游族网络

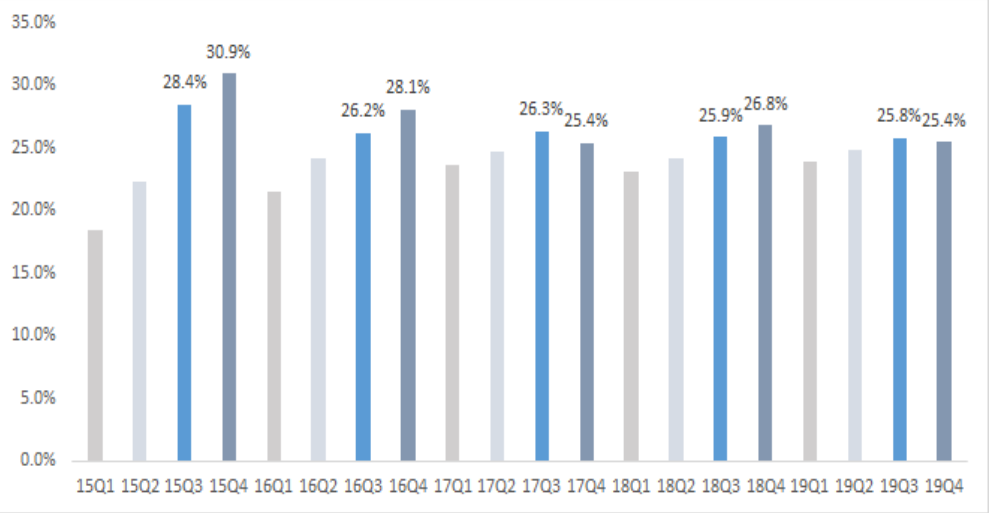
来源：腾讯科技、公司公告等、国金证券研究所

- **宅经济形成长期游戏习惯，有望实现流水持续增长。**受宅经济影响，游戏产业在 1Q20 实现阶段性爆发式增长。根据国金数据中心日活数据监测，4 月相比 3 月游戏日活环比仅略微下降，最大下降幅度在 5%以内，因此我们认为，宅经济仍会持续，玩家渗透率和付费率提高是长期趋势。加之，Q3 手游收入一直以来占全年份额较高，我们认为 20 年 Q3 有望实现流水高增长。

1.2 20 年暑假时间仍集中在 Q3，暑期效应仍在

- **由于暑期效应，Q3 手游收入占全年收入比例较高。**7、8 月正值暑假，大批学生、教职工赋闲在家，屏幕在线时间明显增多。根据中国音数协游戏工委的数据，我们发现 2015 年至 2019 年手游市场全年销售收入中，Q3 收入的占比明显高于前两个季度，并且 Q4 能够延续 Q3 的红利，继续维持较高的收入占比。

图表 3：中国手游市场季度实际销售收入占比全年情况



来源：中国音数协游戏工委、国金证券研究所

- **虽然疫情有所影响，20 年暑假时间仍集中在 Q3，暑期效应仍在。**基于新冠疫情影响，20 年全国高考延迟至 7 月初举行，中考依据各地政策延迟时间不等，中小学其他年级和大学也将通过延迟暑假来完成相应课时，暑假时间预计延迟半个月至一个月。

图表 4：各类学校复课及暑期计划

学校类型	线下复课情况	暑期计划
小初高	初三、高三年级在 4 月中下旬完成复课，其余年级及小学在 5 月中下旬基本完成复课	中考、高考顺延至 7 月；其余年级通过调减周末、缩减暑假补齐课时，预计暑假分地区将压缩半个月到一个月不等，预计 7 月中下旬开始暑假
高校	毕业年级及有科研任务的年级优先返校；其余年级大部分仍处于网课阶段	受影响不大，预计 7 月初正常放假

来源：公开资料整理、国金证券研究所

2.头条系：优势在于 ROI 高，三七互娱值得期待

- **头条游戏竞争力：买量＞独代＞自研。1)、买量方面，**头条作为目前 ROI 相对最高的头部媒介之一，是主要游戏公司的广告投放重点；而这些游戏大厂在游戏运营能力方面高于头条，综合变现能力更强。2)、**独代方面，**头条可以利用自身优势，在控制买量成本方面会优势突出，但由于市场上做垂直品类相对突出的公司，其更加倾向于自研自发进而获

得更长线的流水。**3)、自研方面，**头条目前在北上杭深四地建立自研游戏工作室，相对一线团队而言，目前处于起步阶段。北京工作室以王奎武为首，人员部分来自完美的老团队；杭州工作室部分为网易盘古成员，盘古已被并入网易雷火团队。上海工作室以墨鹞为主，深圳工作室以上禾网络为主，人员主要为过去腾讯的团队。

2.1 三七互娱：《荣耀大天使》值得期待

- **《荣耀大天使》是三七传统优势品类，预计 Q3 上线后将对公司流水带来较大提升。**三七目前是头条游戏广告主中仅次于网易的广告主，因而在用户画像获取方面有更大的优势，进而有效降低用户获取成本。

图表 5：三七互娱游戏排期

游戏名称	代理/自研	游戏类型	上线时间	版号
荣耀大天使	自研	魔幻 RPG	Q3	N
代号机械	自研	RPG	Q3	N
代号暮光	自研	RPG	Q3	N
代号绿色一刀	自研	传奇 RPG	Q3	N
仙念永恒	自研	仙侠 RPG	Q3	N
浮生妖绘卷	自研	二次元	Q3	Y
人生：模拟经营类	自研	模拟	Q3	N
代号 SLG	独代	出海 SLG	Q3	-
战争题材代号 FO	自研	出海 SLG	Q3	-
希望 ARPG	自研	出海 RPG	Q3	-
代号 DS	自研	RPG	Q4	N
代号 DL（斗罗大陆 3D)	自研	卡牌	Q4	N
克拉：女性向	自研	女性向	Q4	N

来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 网易：《天谕手游》值得期待

- **网易目前是头条最大的游戏广告主，正在加大对全球性 IP 游戏的研发，**如《暗黑破坏神：不朽》、《星战前夜：无烬星河》、《哈利波特：魔法觉醒》、等。国内方面，后续将推出《天谕手游》《猎手之王》、《实况球会经理》和《阴阳师：妖怪屋》等游戏，其中预计《天谕手游》表现最佳。

图表 6：网易游戏排期

游戏名称	代理/自研	游戏类型	上线时间	版号
天谕手游	自研	MMORPG	H2	Y
阴阳师：妖怪屋	自研	休闲养成	H2	Y
倩女幽魂：隐世录	自研	MMO	H2	Y
哈利波特：魔法觉醒	自研	卡牌 RPG	H2	N
EVE 星战前夜：无烬星河	联合研发	星战沙盒	H2	N
暗黑破坏神：不朽	联合研发	MMORPG	H2	N
宝可梦大探险	授权代理	休闲收集闯关	H2	N

来源：网易 520 发布会、国金证券研究所

2.3 头条自研和独代游戏排期：

- **自研：主要是**《战斗少女跑酷》和《荣耀之地》。《战斗少女跑酷》不局限于动作敏捷反应，另外加入了 RPG 元素和动作打击元素，预计 7 月正式上线。《荣耀之地》为 SLG 游戏，背景设定为中古世纪，美术品质较高。

图表 7：字节跳动自研游戏排期

游戏名称	游戏类型	上线时间	版号
战斗少女跑酷	动作类+RPG	Q3	Y
荣耀之地	SLG	H2	N

来源：知乎、国金证券研究所

- **代理：与中手游、凯撒文化合作，独家代理游戏值得期待。**字节跳动独家代理中手游《航海王热血航线》和《全明星激斗》两款游戏，其中《航海王热血航线》有 IP 加持，被公司内部看好；独家代理凯撒文化《火影忍者：巅峰对决》为经典 IP 改编 MMO 手游，拥有全新的开放世界设定，值得期待。代理的其它游戏中，《镖人》由精品国漫授权改编，为玩家创造一个国风武侠世界。《伊甸之扉》拥有经典的日系动漫画风和萌妹角色选择。《伟大的骑士》为 SLG 游戏，采用少见的阿拉伯题材，较为新颖。《U92: Final Battle》是一款射击生存类游，游戏玩家能够随时联机探险，预计将在下半年进行测试。

图表 8：字节跳动代理游戏排期

游戏名称	游戏类型	上线时间	版号
Strike Royale（海外）	TPS+MOBA	H2	N
U92: Final Battle	战术竞技	H2	N
火影忍者：巅峰对决	MMORPG	H2	N
伊甸之扉	RPG	H2	N
镖人	RPG	H2	Y
伟大的骑士(The Great Knight)	SLG	H2	N
航海王热血航线	RPG	H2	N

来源：知乎、GameLook、国金证券研究所

3.腾讯系：《DNF》将于暑期上线，流水比肩《刺激战场》

- **自研：主要依靠头部游戏贡献流水，《DNF》手游预计暑期上线，有望成为下一款头部游戏。**
- **代理：**独家代理世纪华通《龙之谷 2》和掌趣科技《街霸 3：对决》。

图表 9：腾讯代理游戏排期

游戏名称	游戏类型	上线时间	版号
龙之谷 2	MMORPG	Q3	Y
街霸 3：对决	RPG	Q3	Y

来源：公司公告、Gamelook、国金证券研究所

4. B 站系：二次元中的“腾讯”，需要好游戏发挥流量效应

- **二次元用户充足，需要好游戏充分发挥流量效应。**B 站自身拥有强大的流量基础，截至 1Q20，B 站月均活跃用户数达到 1.72 亿，日均活跃用户 5100 万，B 站需要的是一款游戏充分发挥其流量价值。
- **自研：**B 站自研的《古剑奇谭：木语人》尚未取得版号，预计 2H20 上线。

图表 10：哔哩哔哩自研游戏排期

游戏名称	游戏类型	上线时间	版号
古剑奇谭：木语人	RPG	H2	Y

来源：公司公告、国金证券研究所

- **代理：宝通科技是目前 A 股游戏公司中站队 B 站的核心游戏公司，**其自研二次元《终末阵线》，由 B 站独家代理，预计将超越同类型的《双生视界》，预计 7 月份大规模曝光，10 月将正式上线。
- **联合发行：**米哈游自研游戏《原神》关注度较高，由 B 站等平台联合发行，将于 20 年 7 月进行最终封测，预计最终将于 Q3-Q4 正式上线。

图表 11：哔哩哔哩代理游戏排期

游戏名称	游戏类型	上线时间	版号
终末阵线：伊诺贝塔	二次元	Q3~Q4	N
原神手游	RPG	H2	N
万灵启源	RPG	H2	Y
终焉誓约	RPG	H2	Y

来源：公开资料，国金证券研究所

5.其它 A 股公司：多款新游有望上线，储备品类丰富

- 完美世界：有望在 H2 上线《梦幻新诛仙》、《新神魔大陆》、《战神遗迹》，延续团队经典 MMORPG 自研能力。
- 游族网络：有望在 Q3 完成自研游戏《少年三国志:零》的发行工作。
- 吉比特：有望在 H2 推出《一念逍遥》、《魔渊之刃》、《精灵魔塔》、《不之朽旅：重生》。

图表 12：其他主要游戏公司排期情况

游戏名称	公司	代理/自研	游戏类型	上线时间	版号
梦幻新诛仙	完美世界	自研	MMORPG	H2	Y
新神魔大陆	完美世界	自研	MMORPG	Q3	Y
战神遗迹	完美世界	自研	RPG	H2	Y
少年三国志:零	游族网络	自研	卡牌	Q3	Y
魔渊之刃	吉比特	代理	Roguelike	H2	Y

来源：公司公告、国金证券研究所

6.投资建议：

重点推荐头条系的三七互娱（荣耀大天使）、腾讯控股（DNF 手游）、B 站系的宝通科技（终末阵线）。

7.风险提示

游戏上线不及预期，游戏行业竞争加剧。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH