

# 2017 年网络游戏行业研究报告

## 一、行业运行情况

伴随移动网络技术和手机硬件性能的提升，网络游戏行业已经进入移动时代

网络游戏发展起源于电子游戏，其历史发展经历了以下阶段：1980~1994年为红白机阶段，游戏画面简单，硬件公司兼任软件开发；1994~2001年为PC单机游戏时代，此阶段游戏画面依旧简单，但已经开始出现剧情及游戏世界观，玩法也更为丰富，游戏硬件以PC为主；2001~2008年为互联网游戏PC时代，此阶段游戏以MMORPG为主，游戏硬件以PC为主；2008年至今为PC游戏向移动游戏过渡时代，智能手机的面世及逐步普及以及移动互联网技术的发展推动网络游戏产业从PC端向移动端过渡。

随着智能手机CPU处理能力、内存容量、显示屏尺寸等硬件性能大幅提高，世界观宏大、游戏策略复杂、多人交互、画面精美的网络游戏应用于移动端得以实现。2013年以来，移动运营商大力铺设4G网络，移动网络带宽显著提高，也为移动游戏的大范围应用提供了物质基础。受上述因素影响，近年来移动游戏市场份额大幅提高。

表1 苹果手机历年产品性能数据变化情况

项目	苹果 iPhone4	苹果 iPhone4 S	苹果 iPhone5	苹果 iPhone5S	苹果 iPhone6/PLUS	苹果 iPhone6s/PLUS	苹果 iPhone7/PLUS	苹果 iPhoneX
发布时间	2010年	2011年	2012年	2013年	2014	2015年	2016年	2017年
屏幕尺寸	3.5英寸	3.5英寸	4英寸	4英寸	4.7英寸/5.5英寸	4.7英寸/5.5英寸	4.7英寸/5.5英寸	5.8英寸
内存	512MB	512MB	1GB	1GB	2GB	2GB	2GB	3GB
CPU主频	1.0GHz	800MHz	1.0GHz	1.3GHz	1.4GHz	1.8GHz	--	--
CPU型号	32位 A4	32位 A5	32位 A6	64位 A7	64位 A8	64位 A9	64位 A10	64位 A11
核数	单核	双核	双核	双核	双核	双核	四核	六核

资料来源：联合评级搜集整理

注：标红色为苹果手机性能重要提升点

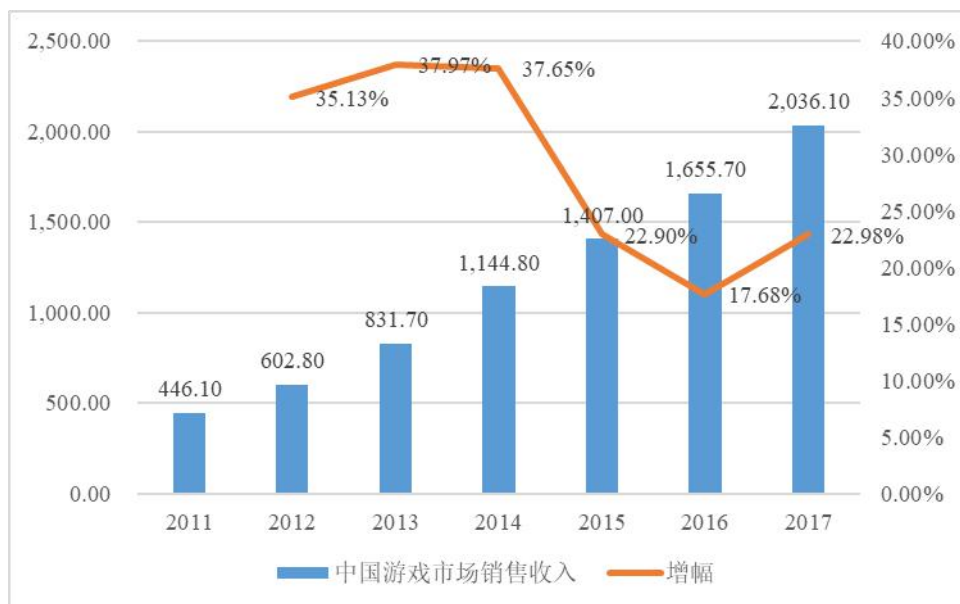
我国网络游戏市场主要由移动游戏、PC客户端游戏和PC网页游戏构成，移动游戏市场规模大幅增长，PC客户端游戏市场体量略有下降，PC网页游戏市场空间逐步压缩，

PC客户端游戏是指需在电脑上安装相应客户端软件才能进行的网络游戏，是传统的网络游戏形式。PC网页游戏包括大型网页游戏和社交网页游戏，是指基于HTTP协议，以Flash、Java、Unity 3D等网页开发技术为基础，用户只需通过浏览器就可以进行的网络游戏。移动游戏是以手机、平板电脑等移动终端为载体，通过安装特定软件或直接通过互联网浏览器进行的网络游戏。

从市场规模看，2011~2017年，我国游戏市场销售收入持续增长，主要系移动游戏市场爆发增长推动，增幅整体呈波动下降态势。2017年游戏市场销售收入为2,036.10亿元同比增长22.98%，增幅高于2016年5.30个百分点，与当期客户端游戏大作上市，导致当期

市场回温有关，增幅与 2015 基本持平。

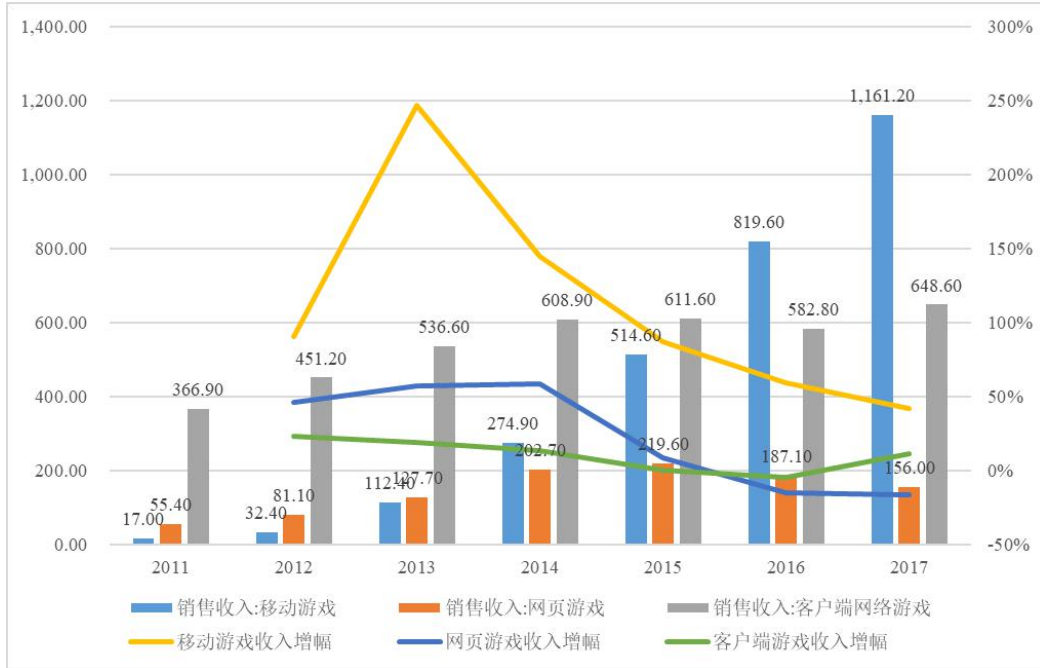
图 1 2011~2017 年网络游戏市场收入规模（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

从游戏市场构成上看，移动游戏、客户端游戏和网页游戏分别占 2017 年游戏市场收入的 57.00%、31.90%和 7.60%，是游戏市场主要构成部分。2011~2017 年，移动游戏市场爆发式增长，呈现持续增长态势；2013 年被称为中国移动游戏“元年”，移动游戏市场呈现爆发式的增长，当期移动游戏市场增幅达 246.91%，技术的积累为移动游戏市场的发展带来可能，大量游戏用户从客户端游戏和网页游戏向移动游戏市场渗透；2013 年开始，移动游戏行业保持着高速增长，增速呈下降态势，2017 年移动游戏市场收入为 1,161.20 亿元，增幅为 41.68%，增幅较 2016 年下降 17.59 个百分点，但仍保持大幅增长态势。同期，客户端游戏呈现波动增长态势，自从 2014 年后市场波动不大，2017 年客户端游戏销售收入 648.60 亿元，同比增长 11.29%，系 2016 年以来一系列电竞属性高的重度游戏大作上线所致，守望先锋（2016 年 5 月上线）、CS：GO（国服于 2017 年 4 月上线）和绝地求生（中国区于 2017 年 11 月发布）等游戏上线推动了客户端游戏市场的增长。客户端游戏市场已经发展成为较为专业的游戏细分市场，在中轻度及普通玩家持续向移动平台渗透转移过后，客户端游戏市场留存用户的电竞化程度较高。2011~2015 年，网页游戏保持着增长态势，但从 2016 年开始，移动游戏对网页游戏的替代作用逐渐显现，网页游戏销售收入开始下降，2017 年网页游戏销售收入为 156.00 亿元，同比下降 16.62%。

图 2 2011~2017 年游戏行业主要细分市场变动情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，中国版协游戏工委，联合评级整理

### 移动通讯技术环境和移动用户数量是近年来推动游戏行业发展主要推动因素

#### (1) 用户规模大幅增长

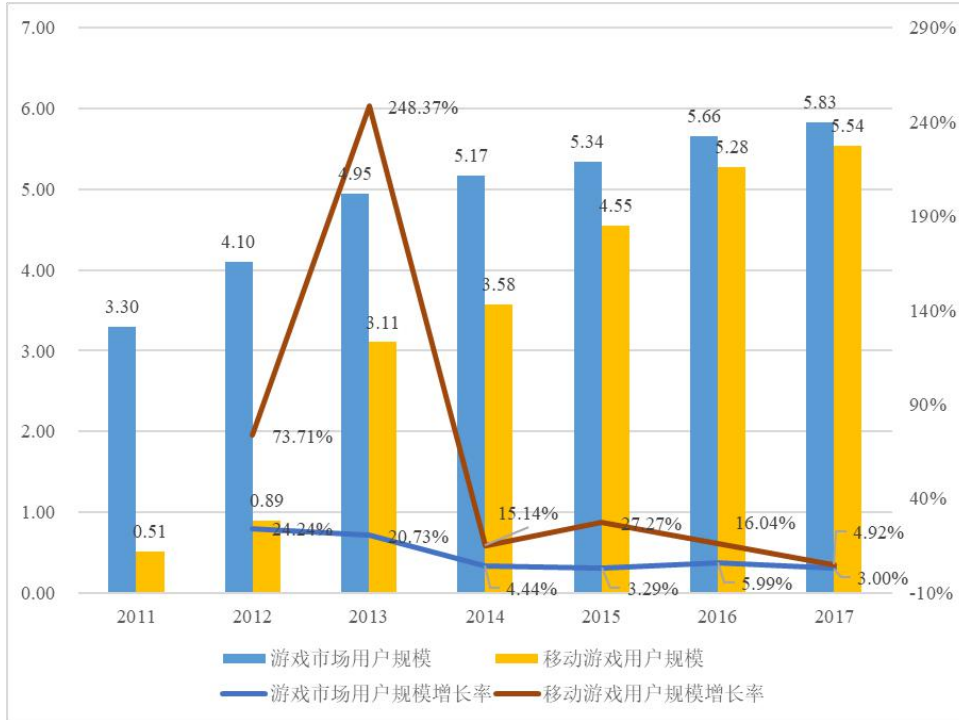
手机硬件技术和通讯技术的发展为移动游戏高速发展带来可能，大量的游戏用户从 2013 年开始涌入移动游戏市场。移动游戏的游戏硬件载体为手机，客户端游戏和网页游戏的硬件载体为 PC，游戏载体的不同使得移动游戏具有接入门槛低，单次游戏时间成本低等特点。相较 PC 游戏，移动游戏对游戏时间的长度和用户专心程度的要求更低，更善于占据用户工作生活中的碎片化时间，在游戏接入方面具有先天优势。2013~2017 年移动游戏市场增幅主要来自 PC 游戏用户的迁移来带的流量红利。

根据中国互联网发展状况统计，2010 年以来，中国网民数量呈现持续增长态势，截至 2016 年底，我国网民数量为 7.31 亿人，较年初增长 6.25%，增长率较上年的 6.01% 上升 0.24 个百分点。截至 2017 年 6 月底，我国网民数量为 7.51 亿人，较年初增长 2.74%。

从手机网民占整体网民比重、手游用户对手机网民渗透率和手游用户对游戏用户的渗透率看，自 2011 年开始，三者均持续上升，截至 2016 年底，整体网民数量、手机网民数量和手游用户数量分别为 7.31 亿人、6.95 亿人和 5.28 亿人；手机网民占整体网民比重和手游用户对游戏用户的渗透率分别为 95.10% 和 93.29%，

从移动游戏用户数量和游戏用户总量看，2013 年以来移动游戏用户大幅增长，且增幅超过游戏用户总量，移动游戏用户主要来自 PC 游戏用户的迁移。2017 年游戏用户总量和移动游戏用户数量分别为 5.83 亿人和 5.54 亿人，增长率分别为 3.00% 和 4.92%，移动游戏用户和游戏用户总量基本重叠，游戏用户的移动渗透基本完成。手机网民、移动游戏用户渗透率已经达到了一个很高的水平。

图3 2011~2016年游戏市场整体用户规模及移动游戏用户情况（单位：亿人、%）



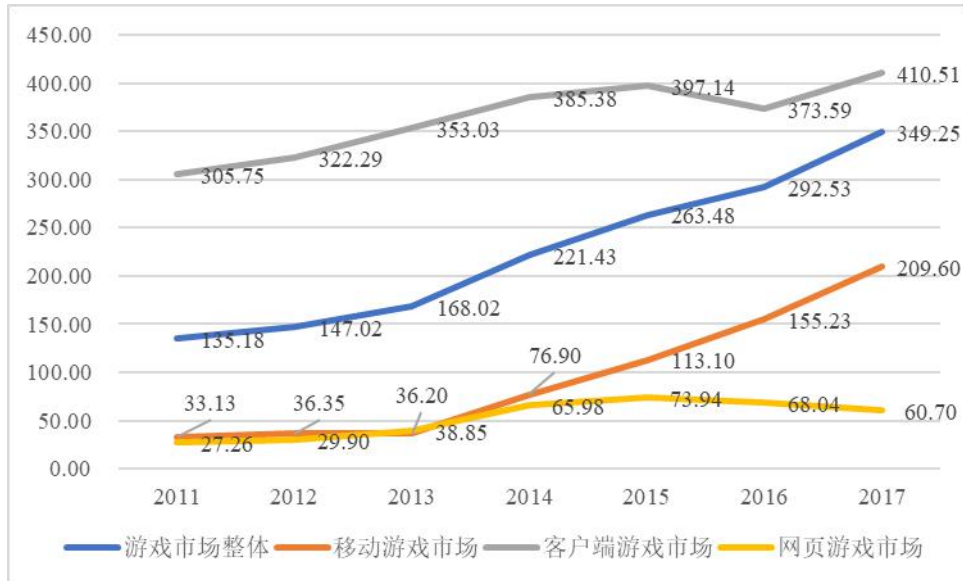
资料来源：Wind 资讯、中国版协游戏工委、中国互联网络信息中心统计，联合评级整理

总体看，移动游戏用户数量大幅增长是近年来推动游戏市场增长的主要因素之一，但传统游戏领域向移动游戏领域转化的红利期基本结束，流量红利将尽，未来手游用户规模大幅增长的潜力较小。

### （2）用户付费倾向上升

从游戏市场平均用户创收水平来看，2011~2017年，我国游戏市场平均用户创收水平持续呈现波从上升的态势，其中2016年有所下降，主要系网页游戏市场用户消费倾向下降所致，2016年平均用户创收水平为410.51元/人。客户端游戏和移动游戏的平均用户创收水平均呈现持续上升的态势，2017年分别为349.25元/人和209.60元/人；网页游戏平均用户创收水平呈波动2015年及之前为上升，2016年开始下降，与网页游戏用户数量变动趋势一致，2017年为60.70元/人。客户端游戏平均用户创收水平持续升高跟客户端游戏品质不断提升、游戏重度化和电竞化的趋势有关；伴随移动游戏市场大幅增长，移动游戏质量的提高以及用户的迁移，移动游戏的平均用户创收水平持续上升；由于中轻度游戏用户向更为便捷的移动游戏领域迁移，2016年开始网页游戏的用户数量和平均用户创收水平开始下降。

图4 2011~2017年国内游戏市场平均用户创收情况（单位：元/人）



资料来源：中国版协游戏工委，联合评级计算整理

注：平均用户创收情况=游戏市场收入/年末游戏用户数量

可以看出，游戏行业的主要组成部分客户端游戏和移动游戏的平均用户创收水平均呈现持续上升的态势，未来可能成为推动游戏市场发展的主要因素之一。

总体看，推动国内移动游戏高速发展的流量红利期已基本完成，高速增长期过后，国内移动游戏市场将进入沉淀期，玩家对游戏品质的要求将逐步提高。未来移动游戏精品化、游戏付费水平的提高将可能成为推动我国移动游戏市场发展的因素之一。

### 网络游戏行业参与者较多，但行业集中于头部，整体行业集中度较高；移动游戏市场更新换代较快，中小企业仍具有生存空间

网络游戏行业参与者较多。中国游戏企业方面，近几年网络游戏行业整体发展环境良好，推动了游戏企业挂牌上市的热潮。截至2016年底，中国上市游戏企业158家，其中A股上市游戏企业占81.61%，港股上市游戏企业占10.80%，美股上市游戏企业占7.59%。A股上市游戏企业占比持续增加，与国内资本市场认可游戏资产价值等因素有关。中国新三板方面，挂牌游戏企业数量为115家，主营研发占17.42%，主营运营占28.70%，研发与运营均深度涉足的占47.78%，其他占比6.10%。除了直接参与游戏运营与研发的企业外，一些专攻游戏产业链上下游的企业也得以挂牌新三板，如游戏媒体、游戏营销推广、游戏支付、游戏教育等。

网络游戏行业头部集中。从2015~2016年收入前十名游戏公司收入情况看，腾讯游戏和网易游戏二者收入合计占到收入前十名游戏公司合计收入的75%以上，为第一梯队，其余公司为第二梯队。腾讯游戏具有庞大的用户量，并且利用资本优势，以收购或者合作进一步丰富自己的产品和技术储备；网易游戏深度开发研究梦幻西游、倩女幽魂和大话西游等IP价值，并且推动与国外大厂的合作以代理引进优秀游戏产品等。第一梯队内，在体量上腾讯游戏具有压倒性优势。

从细分行业看，移动游戏领域，根据艾瑞咨询数据，腾讯游戏和网易游戏占了市场份额的55%，但移动游戏短频快的更新换代节奏、成熟的产业分工给了很多中小企业生存空间；网页游戏目前发展到了稳定阶段，较高的推广成本提高了行业准入门槛，市场集中于

大中型企业；客户端游戏市场由于发展时间较长，行业成熟度高等特点，导致行业集中度最高，头部企业（TOP5）占据了约 75% 的市场份额。

表 2 2015~2016 年收入前十名游戏公司游戏收入及占比情况（单位：亿元、%）

游戏公司	2015 年		游戏公司	2016 年	
	收入	占比		收入	占比
腾讯游戏	565.9	56.72	腾讯游戏	708.4	57.27
网易游戏	182.9	18.33	网易游戏	296.1	23.94
三七互娱	42.1	4.22	三七互娱	45.9	3.71
搜狐畅游	39.5	3.96	完美世界	42.3	3.42
完美世界	37.8	3.79	游族网络	26	2.10
奇虎 360	31.7	3.18	搜狐畅游	25.8	2.09
盛大游戏	29.5	2.96	金山网络	25.7	2.08
百度游戏	24.9	2.50	恺英网络	25.4	2.05
恺英网络	23.3	2.34	巨人网络	21.7	1.75
巨人网络	20.1	2.01	昆仑万维	19.7	1.59

资料来源：艾瑞咨询

## 二、网络游戏产业链分析

我国网络游戏产品按虚拟道具收费为主流盈利模式，全球其他国家和地区的网络游戏公司也在逐渐增加按虚拟道具收费的使用

网络游戏行业的盈利模式主要由以下三种：按虚拟道具收费、按游戏时间收费和广告收费。

### ①按虚拟道具收费

按虚拟道具收费（FTP）是指游戏运营商为玩家提供网络游戏的免费下载和免费的游戏娱乐体验，而公司的收益则来自于游戏内虚拟道具和高级功能模块的销售。玩家注册一个游戏账户后，即可参与公司的游戏而无须支付任何费用。若玩家希望进一步加强游戏体验，则需通过购买游戏点卡并充值，折算成游戏的虚拟货币后购买游戏中的虚拟物品来增加经验、技能等从而提升娱乐体验。目前该模式已成为中国网络游戏的主流收费模式，其优势是降低了初级玩家的进入门槛，有利于提升用户 ARPU 值。

### ②按游戏时间收费

按游戏时间收费（PTP）是指网络游戏运营商按照玩家的游戏在线时间进行收费，具体又分为计点收费和包月收费两种。所谓计点收费，指玩家需要先购买点卡，通过玩家的游戏在线时间来计算，将点数按一定比例转换成（小时、分、秒）来进行消费。所谓包月收费，则是指按照固定时间段来收费的模式，一般按月为单位，比较适合在线时间比较长的玩家。目前，国内采用按时间收费（PTP）模式的网络游戏逐渐减少。

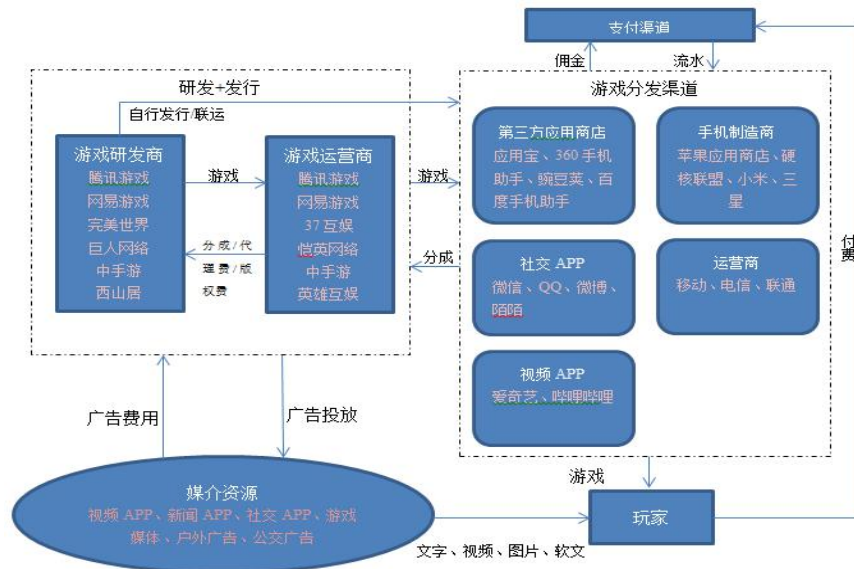
### ③游戏内置广告

游戏内置广告（IGA）是指在游戏中出现的商业广告，以游戏的用户群为基础，通过设定条件，在游戏中适当的时间、适当的位置出现的广告。游戏内置广告主要形式包括：游戏路牌广告、3D 立体物件、特制场景为主的游戏场景内置广告，游戏道具赞助，游戏内文字广播，游戏登录退出时的弹出广告，及游戏官方网站广告和游戏形象授权等形式。目前，国内采用游戏内置广告的网络游戏主要是网页游戏，市场规模相对较小。

移动游戏产业价值链分配已经明朗，具备较高话语权的环节获得了价值链上较为核心的位置；渠道分发商主要由手机厂商应用商店、腾讯和百度应用商店以及第三方应用商店构成，头部效应明显；游戏运营市场格局变化较大，平台型游戏运营商腾讯与网易市场占有率高，头部平台型游戏运营商信用水平较高；传统端游研发商进入移动游戏，使移动游戏进一步精品化

移动游戏产业链生态系统上的核心参与者包括：游戏研发商、游戏运营商、游戏分发渠道和玩家；同时，还有基础设施，如支付工具和媒介资源等，其中网络媒介是玩家了解一款新游戏重要的渠道，具体如下图所示。

图 5 移动游戏运营与分发渠道产业链



资料来源：联合评级研究整理

移动游戏产业链核心参与主体包括游戏研发商、游戏运营商和渠道分发商，其在产业链中的角色如表 4 所示，在实际运营中，上述三类核心参与主体互有重叠。

游戏渠道分发商呈垄断竞争态势，在移动游戏产业链中处于较为强势的地位，主要系受手机制造商、社交平台、电信运营商和手机应用商店前期投入建设资金巨大、品牌知名度高、用户规模大以及使用习惯具有粘性等特点所致。虽然近年来移动游戏日趋中重度化，但是受手机屏幕尺寸限制以及玩家使用习惯碎片化影响，从全市场看移动游戏生命仍处较低水平（平均为 0.5~1 年），游戏运营商和游戏研发商较难拥有稳定的玩家群体。作为移动游戏产业链上话语权较高的各类型渠道分发商，均会留存较大比率的游戏充值流水作为佣金收入，分成比率约为游戏充值流水的 30~50%。

游戏运营商话语权弱于游戏渠道发行商，但强于游戏研发商。即使是一款优秀的游戏作品，在前期游戏推广仍需要垫付大量宣传、推广费用，购买优秀 IP 也需要大规模资金支



出，后续运行中需要有一定数量的客服人员进行维护，相对于游戏研发商，游戏运营商拥有资金规模、运营经验、媒介资源和渠道关系等优势。通常游戏运营商留存扣除渠道分发商费用后充值流水 50~70%的比率作为其营业收入，或者一次性买断游戏版权；有时与游戏研发商约定一个保底收入，充值流水分成上封顶。

游戏研发商话语权最弱。游戏研发商主要以人力资本为核心，资金支出相对较小，通常取得版权金收入和游戏分成收入，应收款账期约为游戏充值确认收入后的 3~4 个月。

表 3 移动游戏产业链核心运营主体的上下游关系

项目	游戏研发商	游戏运营商	渠道分发商
角色	游戏产品供应者，根据市场需求制定产品开发、升级计划，组织游戏策划、美工、程序开发等	游戏产业链的中间环节，负责代理游戏的营销推广、购买 IP、道具销售、运营数据分析、玩家服务	移动游戏下载的主要渠道，包括手机厂商、电信运营商应用商店，第三方应用商店、社交 APP 等
充值流水分成	取得游戏运营商的销售分成收入、游戏版权出让收入	扣除渠道分发商的手续费后约留存 50~70%的游戏充值流水/买断运营权/提供保底收入、分成收入上封顶	扣除第三方支付手续费后，留存约 30~50%的游戏充值流水
结算	月初与游戏运营商进行对账，确认上月分成收入后 2~3 个月收到现金	月初与渠道商进行对账，确认上月分成收入后 2~3 个月收到现金	玩家充值后次日支付工具运营商支付扣除手续费后的充值流水

资料来源：联合评级调研、研究整理

游戏分发渠道都以互联网软、硬件平台企业居多，游戏分发渠道商的核心竞争力是对于互联网市场流量的获得能力和维系能力。以软件平台腾讯公司为例，其即时社交工具微信和 QQ 的 8.50 亿和 9.63 亿月活账户是其核心流量的来源，微信与 QQ 的语音聊天功能、朋友圈、QQ 空间等工具都是维系其庞大用户的有力工具。以硬件平台苹果手机为例，2016 年苹果 215.40 百万台的全球手机出货量是其大规模流量的来源，iOS 系统的良好体验、相对精巧的手机设计均是维护其流量的有力措施。

主流手机主要包括苹果手机和安卓手机，苹果手机的 APP 分发渠道为 APP Store。2015 年以来，安卓手机 APP 分发渠道发生明显变化，除腾讯等拥有大流量且流量粘性大的应用商店外，用户粘性小的其它第三方应用商店流量开始下滑，硬核联盟流量快速增长，并占据安卓手机主流的渠道分发商的市场地位。随着网民人口红利消失，忠诚度较高的品牌手机用户向手机厂商应用商店转移，渠道分发商市场集中度日渐提高，头部效应明显。由下表可以看出，我国移动设备 APP 分发渠道主要由手机厂商应用商店（苹果、小米和硬核联盟等）、腾讯、百度和 360 应用商店以及其它第三方应用商店构成。

表 4 2017 年 6 月 APP 下载和安装渠道排行（单位：万）

分发渠道	下载量	安装量
APP Store	50,188.66	50,188.66
应用宝（腾讯旗下产品）	26,383.82	20,625.62

百度手机助手	26,069.67	20,575.14
360 手机助手	23,394.79	20,508.50
小米应用商店	23,053.46	18,424.42
华为应用市场	19,178.77	17,330.97
OPPO 软件商店	17,193.68	15,116.36
vivo 应用商店	11,844.43	9,563.12
魅族应用商店	6,026.04	5,519.41
PP 助手	4,564.69	3,601.70
豌豆荚	3,846.40	3,243.06
安智市场	3,745.40	2,955.15
酷派应用商店	3,437.78	2,824.07
三星应用商店	2,891.30	2,251.44
搜狗手机助手	2,305.68	1,666.96

资料来源：Quest Mobile

注：华为应用商店、OPPO 软件商店，vivo 应用上的年、魅族应用商店及酷派应用商店为硬核联盟成员

硬核联盟成立于 2014 年 8 月，是由华为、OPPO、vivo、酷派、金立、联想和魅族国内 7 家最大的智能手机厂商共同组成的移动互联网增值服务组织，由玩咖传媒负责作为联盟的秘书处，负责联盟的运营与管理，通过应用商店实现用户流量的变现。近年来，华为、OPPO 以及 vivo 等联盟内手机制造商制造技术日益成熟，同时其借助时尚的外观设计、合乎国人心理的自拍能力以及更加平民的售价，联盟企业手机厂商出货量大幅增加，积累了规模庞大的用户流量。根据 Quest Mobile 数据显示，硬核联盟应用商店 MAU 持续攀升，2016 年 12 月为 2.87 亿，成为安卓手机应用最大的分发渠道；而像豌豆荚、360 等对流量粘性相对较小的第三方渠道下滑明显。未来随着硬核联盟手机出货量持续增长，其 APP 分发渠道市场份额或进一步提高。

表 5 2015~2016 年中国地区主要品牌手机出货量情况（单位：百万台、%）

2016 年			2015 年			2016 年同比 2015 年
品牌	出货量	市场占有率	品牌	出货量	市场占有率	手机出货量同比变化
OPPO	78.4	16.8	OPPO	35.3	8.2	122.1
华为	76.6	16.4	华为	62.9	14.6	21.8
VIVO	69.2	14.8	VIVO	35.1	8.2	97.2
苹果	44.9	9.6	苹果	58.4	13.6	-23.1
小米	41.5	8.9	小米	64.9	15.1	-36.1
其他	156.7	33.5	其他	173.4	40.3	-9.6

总计	467.3	100.0	总计	429.9	100.0	8.7
----	-------	-------	----	-------	-------	-----

资料来源：IDC

除上述分发渠道外，爱奇艺、哔哩哔哩和新浪微博在垂直应用领域流量规模庞大且流量粘性较大的应用平台也进入了游戏分发渠道领域，以实现其流量变现。全国视频用户规模最大的爱奇艺利用其影视资源播放渠道以及版权优势主做“影游联动”的游戏分发与发行业务。二次元领域的龙头播放平台哔哩哔哩利用其动漫播放渠道以及版权主做“二次元”游戏的分发与发行；新浪微博作为重要的社交平台，利用其游戏讨论区，也逐渐涉入到游戏分发与发行领域。

拥有大流量门户网站、社交工具、应用商店、资讯 APP、移动浏览器资源等平台型游戏运营商在媒介资源和分发渠道方面拥有巨大优势，同时平台型游戏运营商拥有海量数据沉淀可以进行较为精准的用户画像，在游戏营销和分发方面效率高。中重度游戏研发所需人力、资金规模投入大，需要被玩家快速认知获得充值流水，运营过程中也需要丰富的媒介资源持续维持游戏热度以延长游戏生命周期，因此中重度游戏研发商也乐于将游戏委托平台型游戏运营商进行代理。头部平台型游戏运营商依托媒介资源、海量的数据积累以及数据分析能力等优势，拥有较高的主体信用等级。下表展示了典型的平台型游戏运营商腾讯游戏的渠道与媒介资源。

表 6 典型平台型游戏运营公司腾讯游戏代理运营体系

资源	工具	工具特点
发行渠道	应用宝	国内最大的安卓应用商店
	微信	月活账户 962.8 百万
	QQ	月活账户 850.1 百万
媒介资源	广点通	以社交平台为主的效果广告，涵盖微信广告、QQ 智能终端、QQ 空间、手机 QQ 浏览器和腾讯广告联盟等推广资源
	智汇推	集合了资讯、娱乐、社交平台的品类广告，涵盖腾讯网、腾讯新闻、腾讯视频、天天快报、手机腾讯网和腾讯广告联盟等资源

资料来源：公司年报、官方网站、联合评级整理

以 IP 为核心和端游改编的中重度游戏本身就具有一定获客能力。2015 年以来，安卓手机游戏社会化推广力度增强，对传统分销渠道的依赖度降低，在上述市场背景下，安卓手机渠道分发商在其自身拥有稳定存量用户优势的基础上进入游戏运营领域以应对市场变化。近年来新兴游戏渠道分发商以“联运”模式对接中小游戏研发商经营游戏发行业务，老牌渠道商以“独家代理”模式经营游戏发行业务。游戏运营业务能否显著提高渠道分发商的业绩水平仍需进一步观察。

表 7 渠道分发商游戏运营模式

运营模式	渠道分发商	运营模式特点
渠道商联运模式	玩咖传媒	新兴分发渠道逐步介入游戏运营领域，除提供传统的账号、支付、云服务外，还配备专门运营团队，并提供推广、客服、数据分析等服务，并不对独享在某个市场的独家运营权
	爱奇艺游戏	
渠道商独代模式	小米互娱	涉入游戏运营时间较长的渠道分发商由联运模式转向独家代理模式，独享在某个市场的运营权（如：国内市场、安卓系统市场、苹果系统市场等）
	哔哩哔哩	
	360 游戏	

资料来源：公司年报、官方网站、联合评级研究

从产业链话语权看，网页游戏与客户端游戏各环节话语权与移动游戏类似，游戏运营平台话语权最高，游戏运营商次之，网页游戏研发商话语权最弱；在 PC 网页游戏和 PC 客户端游戏实际运营过程中，产业链各环节同样存在纵向一体化的现象

网页游戏的产业链与移动游戏类似，都包含游戏研发商和游戏运营商。但因游戏载体不同，网页游戏均在浏览器上运行，没有游戏渠道商，而是网页游戏运营平台。

网页游戏研发商与移动游戏研发商类似，均负责游戏产品的开发以及版本更新和技术支持。网页游戏运营商负责规范游戏内容并按照规定向政府主管部门报备报批、PC 网页游戏产品的平台选择、定制开服计划、提供客户反馈等。网页游戏运营平台为网页游戏的载体，是导入用户的关键环节。网页游戏运营平台可分为三大类：自主平台、开放平台、页游联运平台。自主平台即网页游戏运营商自主搭建的平台；开放平台即对外开放的网页运营平台，主要包括腾讯页游平台、37 游戏平台、360 游戏平台、9377 游戏平台等；页游联运平台又可分为两类，一类是非自有流量联运平台，通过联盟广告投放的方式导入用户；另一类是自有流量联运平台，包括视频媒体、音乐播放器、社交网络及流量巨大的综合性互联网企业，这类平台的特点是自有流量巨大，广告资源尚未饱和，会选择通过页游联运实现流量变现。目前网页游戏运营平台以开放平台为主。

客户端游戏在 Windows 下运行，运行环境相对较为开放，玩家可自主从客户端游戏官网下载游戏，客户端游戏产业链相对简单，主要包含游戏研发商和游戏运营商。PC 客户端游戏研发商负责游戏开发、更新及技术支持；PC 游戏运营商负责游戏服务器的搭建，游戏上线运营和维护等。PC 客户端游戏运营商话语权高于游戏研发商。

**买量是移动游戏重要获客手段，是网络游戏公司主要的营销费用支出方式，移动 APP 是移动游戏广告投放重要渠道；移动 APP 头部流量效应明显，呈寡头化发展趋势；未来移动游戏通过买量的获客成本或持续提高，不利于游戏运营商及研发商盈利水平持续提高**

网络游戏的买量主要通过电视、楼宇、互联网广告等，电视、楼宇和纸媒是辅助性的品牌投放，效果型的推广主要集中在互联网广告，尤其集中在移动互联网广告。受移动游戏玩家忠诚度低影响，游戏运营商在新游戏上线前期需要投入大量资金在多种媒介进行推广，使玩家了解新游戏，以获得足够多的注册激活数量。我们选取规模较大、以游戏运营为主的上市游戏公司销售费用/营业收入数据作为游戏推广支出的重要指标，考虑到游戏运营商收入主要为扣除渠道商的游戏充值流水，我们估算游戏推广费用约占游戏充值总流水的 15~20%左右。

表 8 大型游戏运营商销售费用/营业收入 (单位: %)

游戏运营商	2016 年	2015 年	2014 年
昆仑万维	26.35	38.13	36.96
三七互娱	30.64	31.33	21.54
恺英网络	29.35	22.02	--

资料来源：公开资料，联合评级整理

从过去几年的情况来看，移动 APP 数量经过了一个高速增长后开始缩减；用户覆盖上看，中部和长尾流量（MAU500 万以下）合计用户数仅为头部（MAU500 万以上）流量的 1/5 左右，头部效应很明显，且头部流量内部本身的集聚效应也非常强：DAU 过亿产品仅 7 款，过 5,000 万产品一共 18 款，过 2,500 万产品一共 30 款，而过千万产品一共有 62 款。根据热云数据，2017 年上半年，手游买量头部集中度也很高，头部的五家媒体（包含今日头条、广点通、智汇推、UC 头条、微信 MP）购买的流量占到 63%，中部媒体买量占比 22%，长尾占比 15%，结构上与整体流量的构成比较一致。

在移动互联网世界中，由于电子信号传递成本极低，地域、距离等因素都不再成为用户知晓信息的障碍；优质的产品信息会在网络中迅速传播，同时随着用户数量的增加，产品运营成本得以分摊，可交流的群体得以扩大，所有用户都可以从网络规模的扩大中获得最大的价值，网络外部性得以显现，流量向头部信息产品快速集中。中国信息流广告市场经过 4 年的发展，已经逐渐形成梯级格局，未来随着移动互联网流量寡头化，信息流广告市场将呈现寡头格局。随着信息流广告商市场集中度提高，价值流量集中于头部企业，我们预计未来网络游戏买量的单位获客成本会持续提高，降低游戏运营商的经营利润，降低游戏研发商的营业收入。

从移动游戏看，iOS 平台游戏主要通过购买媒介资源广告进行推广以获得玩家的认知与下载激活（即所谓的“买量”）。随着安卓手机渠道分发商市场份额日趋集中，人口红利用尽后，通过渠道分发商获客成本日益提高，Android 平台游戏也开始进行买量。

表 9 主要流量广告媒体情况

分级	公司	主要媒体	内容生态	17 年广告营收预测
第一梯队	腾讯	微信朋友圈、手机 Qzone、腾讯新闻、天天快报、QQ 浏览器、腾讯视频	微信公众号、企鹅号、QQ 公众号	120 亿+
	今日头条	今日头条、头条视频	头条号	100 亿+
	百度	手机百度、百度贴吧、百度浏览器、Feed 联盟资源	百家号	80 亿
第二梯队	阿里巴巴	UC 浏览器、优酷土豆	大鱼号	数十亿
	微博	微博 APP	媒体、网红、KOL	30~50 亿

	网易	网易新闻、网易有道等	网易号	30~50 亿
	凤凰	凤凰新闻 APP、一点资讯	凤凰号、一点号	10 亿+
	陌陌	陌陌 APP	陌陌用户、网 红、KOL	近 10 亿
	WIFI 万能钥匙	WIFI 万能钥匙 APP	第三方提供的新闻 咨询	近 10 亿
	快手	快手 APP	UGC、KOL	数亿
第三梯队	新浪	新浪新闻	自媒体、媒体内 容	数亿
	搜狐	搜狐新闻 APP	搜狐公众号	数亿
	一下科技	秒拍、小咖秀	UGC、网红、 KOL	数亿
	美图	美颜相机、美图、美拍	网红、KOL	数亿

资料来源：广发证券

综合以上，随着我国流量广告市场集中度持续提高，游戏运营商广告支出议价能力会有所下降，不利于游戏运营商及游戏研发商盈利的持续提高。

## 四、行业政策

我国大力支持互联网行业及其子行业网络游戏行业的发展，同时也加大了互联网信息安全以及互联网游戏经营的监管力度

2013 年 6 月，工信部审议通过了《电信和互联网用户个人信息保护规定》，进一步完善了用户个人信息保护法律制度，规范了电信经营者、互联网信息服务商在电信服务与互联网信息服务过程中需要获取的个人信息及网络使用活动信息。同时，该规定也进一步明确了电信业务经营者、互联网信息服务商收集、使用用户个人信息的规则和信息安全保障措施。

2014 年 2 月，国务院发布《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》。意见要求，大力推动传统文化单位发展互联网新媒体，推动传统媒体和新兴媒体融合发展，提升先进文化互联网传播吸引力。深入挖掘优秀文化资源，推动动漫游戏等产业优化升级，打造民族品牌。推动动漫游戏与虚拟仿真技术在设计、制造等产业领域中的集成应用。

2015 年 2 月，国家互联网信息办公室发布《互联网用户账号名称管理规定》，规定就账号的名称、头像和简介等内容，对互联网企业、用户的服务和使用行为进行了规范，涉及在博客、微博客、即时通信工具、论坛、贴吧、跟帖评论等互联网信息服务中注册使用的所有账号。账号管理按照“后台实名、前台自愿”的原则，充分尊重用户选择个性化名称的权利，重点解决前台名称乱象问题。

2016 年 4 月，国家体育总局发布《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》，开展电子竞技游戏游艺赛事活动，举办全国性或国际性电子竞技游戏游艺赛事活动。同年

9月，教育部增设电子竞技专业，教育部增设“电子竞技运动与管理”，归属于体育类。电子竞技的社会影响力逐步扩大。

2016年6月，国家广电总局发布《关于移动游戏出版服务管理的通知》，新上线的移动游戏将先审批，后上线；已经批准出版的移动游戏升级作品及新资料片视为新作品，上线时需重新审批。2016年11月，国家广电总局颁布《关于实施“中国原创游戏精品出版工程”》的政策，将在2016~2020年期间，建立健全扶持游戏精品出版工作机制，累计推出150款左右精品游戏，扩大精品游戏消费，落实鼓励和扶持措施，支持优秀游戏企业做大做强。

这些政策主要体现对新兴产业的扶持和对游戏市场的规范两个方面。扶持方面，从鼓励发展电子竞技行业，到教育部在高校增设电竞专业、扶持本土精品游戏出版，不仅在国家层面上充分肯定游戏行业的地位，而且从行业标准、从业人员、题材内容等方面，对电竞、VR、移动游戏的纵深发展提供有利的产业发展环境。规范层面主要体现在移动游戏新产品上线审核的趋严，对版号的要求，加强对游戏企业资质的考察等方面，引导游戏行业走向精品化和健康化。

## 五、国内主要上市游戏公司财务分析

截至2017年12月底，联合评级对游戏公司（沪深、新三板上市公司和发债公司）进行了筛选，共选取了52家样本企业，样本企业数据均采用2016年合并报表数据。

### （1）资产规模与商誉占比

网络游戏行业属于轻资产行业，网络游戏公司普遍呈流动资产占比大的资产结构，近年来受网络游戏行业市场规模爆发以及收并购影响，样本游戏公司的资产规模以及收入规模呈快速增长态势，商誉占比持续扩大

从资产规模看，2012~2016年，样本企业资产呈快速增长态势，2016年平均值为22.36亿元，主要是掌趣科技、三七互娱、游族网络、完美世界、巨人网络等大型游戏公司收并购及借壳上市所致；样本游戏公司资产规模同比增速自2015年以来加速增长，主要系2014年以来移动游戏市场规模进入爆发期，大型游戏公司均不同程度的收购精品小型手游研发、运营商以及动漫、影视制作公司构建各自的泛娱乐产业链所致。相应样本公司所有者权益规模持续增长。

从资产结构看，游戏公司是典型的轻资产公司，固定资产、在建工程等资产占比极小，主要由流动资产构成；2013年以来，样本游戏公司流动资产/总资产比率始终在60%以上，游戏公司流动资产主要由货币资金和应收账款构成，结构相对比较简单；2016年以来流动资产/总资产比率有所下降，主要系样本游戏公司收并购导致商誉增加所致。

从样本游戏公司商誉规模看，样本游戏公司商誉规模呈快速增长态势，主要系大型游戏公司大规模收并购所致。商誉/总资产比率从2012年的0.82%增长至2016年的27.75%，占比大幅提高。未来，随着移动游戏市场增速放缓、竞争日趋激烈，不排除部分样本企业出现较大规模的商誉减值的情况。

表10 样本游戏公司资产结构情况（单位：亿元、%）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
资产总额	3.17	5.31	7.53	12.08	22.36

同比增长率	--	67.56	41.72	60.43	85.19
所有者权益规模	2.31	3.30	4.84	8.24	16.92
同比增长率	--	42.77	46.70	70.21	105.39
流动资产/总资产	34.38	62.55	70.98	70.81	66.06
商誉规模	0.03	0.36	1.29	3.42	6.21
同比增长率	--	1,304.29	254.01	165.47	81.69
商誉/总资产	0.82	6.84	17.09	28.28	27.75

数据来源：Wind 资讯、联合评级整理

注：资产总额、所有者权益规模、商誉规模都为以样本计算的平均值，相关比率计算也按照平均值计算

### (2) 债务结构及债务负担

受上述网络游戏公司资产结构影响，网络游戏公司呈流动负债占比高的负债结构，网络游戏公司资本开支不大以及收并购股权支付占比较高的影响，其债务负担较轻

网络游戏公司的轻资产特点决定了其债务构成以流动负债为主，从下表可以看出，除 2012 年外（2012 年部分样本公司尚未取得游戏业务），样本游戏公司的流动资产/负债总额比率在 80% 以上。从债务负担看，受游戏业务长期资产投入规模小、研发成本以人员工资构成为主、盈利能力水平较高每年会获得较高的留存利润以及兼并重组收购对价主要以股权支付为主等因素影响，相对于传统行业游戏公司债务负担较轻。2013~2016 年，样本游戏公司资产负债率均在 35% 以下，全部债务资本化率在 10% 以下，且两项指标都呈逐年下降的态势，主要系部分游戏样本公司仅 2013~2014 年发生发反向收购，原上市公司债务负担较重所致。2015 年以来，样本游戏公司全部债务资本化率有所提高，主要系“泛娱乐”战略逐渐成为游戏行业主流竞争战略，大规模的 IP 资源购买需要游戏公司取得长期资本，银行借款和发行债券成了游戏公司长期资金的主要来源。未来，随着网络游戏公司 IP 采购规模逐年扩大，网络游戏公司的债务负担可能会持续上升。

表 11 样本游戏公司负债结构及债务负担情况（单位：%）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
流动负债/负债总额	51.68	83.17	94.43	92.00	88.75
资产负债率	--	33.22	31.64	24.33	19.67
全部债务资本化率	6.35	6.69	6.04	4.41	5.14

数据来源：Wind 资讯、联合评级整理

注：表中数据为平均值，2014 年资产负债率剔除所有者权益为负的异常值“广州分给网络科技股份有限公司”。

### (3) 盈利能力及成本构成

样本游戏公司营业收入与净利润呈快速增长态势，盈利能力强，毛利率在 70% 左右，净资产收益率亦较高；从成本构成看，游戏公司主营业务成本主要以对游戏研发商的分成支出、IP 版权支出以及网络使用费等构成；受游戏产业链特点以及手游生命周期较短的因素影响，网络游戏公司的销售费用及管理费用支出占比较高

受益于我国网络游戏市场尤其是移动游戏市场规模快速爆发以及收并购的影响，2012~2016 年，样本企业营业收入呈快速增长态势，年均复合增长 1.43 倍；净利润亦呈快



速增长态势，年均复合增长 1.61 倍。游戏行业盈利能力强，样本游戏公司毛利率普遍较高，其中 2012~2013 年较低系样本公司当期游戏业务收入占比还比较小所致；游戏研发业务的毛利率通常在 80~90%左右，由公司游戏研发领域的市场地位决定，游戏运营业务的毛利率通常为 50~75%，由公司对研发商的流水分成比率决定，目前游戏公司趋向于“研运一体化”运作，毛利水平通常处于上述两者情况的中间水平。相应网络游戏公司的净资产收益率通常较高，样本游戏公司净资产收益率亦较高，2015 年以来样本公司净资产收益率有所下降，主要系留存利润增加导致所有者权益增加所致。

表 12 样本游戏公司盈利能力及费用构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入	1.92	3.12	3.46	4.77	8.03
毛利率	24.72	39.15	59.38	64.89	67.02
收入费用比	16.25	84.33	73.22	56.61	49.43
净利润	0.31	0.43	0.56	1.06	2.10
净资产收益率	11.69	13.69	51.10	26.36	21.9
现金收入比	54.19	95.09	99.01	95.93	96.12
<b>2016 年销售费用/营业收入</b>			<b>2016 年管理费用/营业收入</b>		
16.34			18.80		

数据来源：Wind 资讯、联合评级整理

注：表中数据为平均值

从成本构成看，受游戏产业链特点影响，网络游戏公司的主营业务成本构成主要对上游游戏研发商的分成支出、IP 版权支出以及相关网络费用、服务器折旧费用等。网络游戏公司的期间费用占比相对较高，且主要由销售费用和管理费用构成。从网络游戏产业链看，网络游戏需要在多种媒体尤其是互联网媒体实施较强的推广力度，以保证快速使玩家获知，营销费用开支相对较大，样本游戏公司中 2016 年销售费用/营业收入占比为 16.34%。目前，网络游戏公司主流研发游戏以移动游戏为主，移动游戏生命周期相对较短，通常在 1~2 年，受此影响，大部分网络游戏公司都将研发支出费用化，计入当年的管理费用中，导致网络游戏公司管理费用相对较高，2016 年样本游戏公司的管理费用/营业收入占比为 18.80%。

#### （4）偿债能力

**受网络游戏公司轻资产、盈利能力强、收并购股权支付比率较高以及资本开支不大等因素影响，网络游戏公司长、短期偿债指标表现很好**

受网络游戏公司轻资产运营、盈利能力较强、收并购股权支付比率较高以及资本开支不大的因素，网络游戏公司偿债指标情况较好，流动比率均在 2 倍以上，2016 年流动比率大幅增加主要系部分游戏公司实施定向增发股票所致。

从 EBITDA 对利息支出的保障和对有息债务的覆盖程度看，因游戏公司融资规模小，样本游戏公司的利息费用基本均为负数，EBITDA 对利息支出的保障和对有息债务的覆盖程度均较强，网络游戏公司的长期偿债能力指标表现很好。

表 13 样本游戏公司偿债能力情况 (单位: %)

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
流动比率	0.75	2.63	2.56	2.99	4.10
EBITDA/利息费用	--	--	-19.46	-45.26	-23.63

数据来源: Wind 资讯、联合评级整理  
注: 表中数据为中位数

表 14 主板上市游戏公司 EBITDA/全部债务情况 (单位: 倍)

企业名称	股票代码	EBITDA/带息债务
掌趣科技	300315.SZ	0.82
天神娱乐	002354.SZ	3.73
三七互娱	002555.SZ	3.61
昆仑万维	300418.SZ	0.41
完美世界	002624.SZ	0.62
游族网络	002174.SZ	0.52
大晟文化	600892.SH	2.70
凯撒文化	002425.SZ	1.01
游久游戏	600652.SH	0.57
恺英网络	002517.SZ	18.67
中青宝	300052.SZ	0.00
金科娱乐	300459.SZ	6.96
冰川网络	300533.SZ	0.00
电魂网络	603258.SH	0.00
吉比特	603444.SH	66.73
世纪游轮 (巨人)	002558.SZ	669.48
盛讯达	300518.SZ	2.31

数据来源: Wind 资讯、联合评级整理

## 六、未来发展

移动游戏经历高速增长阶段过后, 内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素。移动游戏精品化以及付费规模提高将成为推动移动游戏市场发展的因素之一。

移动游戏经历高速增长阶段过后, 市场将逐步进入成熟期, 玩家对游戏品质要求将提高, 内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素。移动游戏付费规模提高将成为推动移动游戏市场发展的因素之一。我们认为随着近两年用户付费习惯的逐渐养成, 精品游戏的不断推出, 玩家付费的意愿将增强, 未来用户付费的增长将是推动我国游戏市场发展

的最重要因素之一。

### **行业面临整合趋势，市场集中度将逐渐提高**

近年来，中国网络游戏行业的快速发展催生了一大批中小型的互联网游戏公司。中小型企业由于在资金、用户、产品等方面无法形成规模效应，生存空间将受到较大限制。目前一些中小型网游企业正在逐步淡出竞争激烈的运营市场，专项研发、外包等领域，以中小型研发企业为标的的兼并收购案例也将不断增多，互联网游戏行业将面临整合趋势，市场集中度将进一步提高。但中小企业可通过对小众题材的研发，如影游联动、二次元和粉丝向作品，发挥游戏市场长尾效应。

**推动国内游戏市场发展的流量红利期基本完成，国内游戏市场集中于头部，海外拓展将是游戏企业未来发展的方向之一。**

近十年来中国网络游戏企业在国内市场积累的宝贵的研发和运营经验，企业在技术、人才、资金等方面的实力不断增强，已具备了全球化竞争的实力。同时国内游戏市场竞争日趋激烈，拓展网络游戏出口业务可以使中国网络游戏公司减少区域性经营风险，增强品牌知名度与影响力，分享广阔的海外市场收益。2016年我国企业自主研发网络游戏海外市场实际销售收入 73.2 亿美元，其中自主研发移动游戏海外市场实际销售收入 46.5 亿美元，同比增长 76.3%，较国内移动游戏行业增速高。预计未来中国网络游戏出口规模将进一步扩大，出口国家将更加多元化，海外市场业务模式将更加丰富。

### **网络游戏产品向“平台化”发展**

随着我国网络游戏市场竞争的加剧以及市场门槛的提高，网络游戏研发企业纷纷建立自己的运营平台，以构建核心竞争力。与此同时，部分传统的网络游戏研发企业也开始向研运一体化企业转型，逐步构建运营平台，并将优质产品资源投向自身平台。“平台化”有利于游戏开发商实现用户和渠道的共享，提高用户粘性，避免单一类型产品带来的运营风险。

### **PC 客户端游戏电竞化**

PC 客户端游戏操作复杂性远高于移动游戏，在社交娱乐游戏大幅向移动端转移的同时，PC 客户端游戏将加强其操作性和配合性，加强电子竞技特征。

### **技术发展是推动游戏市场发展的核心驱动力**

4G 技术的普及是推动移动游戏大幅增长的主要因素之一。未来 5G 技术可提供更高速的数据传输能力，人工智能技术为游戏内容提供了新的可能，二者的商用可能为游戏市场发展带来更多可能。

总体看，中国网络游戏市场游戏将不断精品化，用户付费规模的上升将成为推动游戏行业发展的主要因素之一；游戏行业面临整合趋势，市场集中度将逐渐提高；海外拓展或将是游戏企业未来发展的方向之一；PC 客户端游戏倾向于电竞化、网络游戏产品向“平台化”发展；技术发展是推动游戏市场发展的核心驱动力。

## 研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。