

游戏行业深度

IP 的绝地求生与养成：从小说、动漫、电影到游戏，“大逃杀”的兴起之路

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

王晨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100009
wangchen1@tfzq.com

IP 的由来与养成-从小说、动漫、电影到游戏的历程。《绝地求生：大逃杀》（后简称为《PUBG》）源自日本小说，随电影和漫画的相继推出，IP 概念根植东亚区域；此后《饥饿游戏》系列电影更让 IP 从北美、欧洲迈向全球，为后续游戏题材的发酵和引爆创造了良好的基础。**IP 起源(1999-2003):**《大逃杀》最早源自日本作家高见广春 1999 年的原著小说，由于内容极具冲击力以及评审们评论“读了以后很不愉快”，小说大卖、发行数量轻松突破 100 万部；此后一年中，经深作欣二和田口雅之陆续改编成电影及漫画，借助大众娱乐传播实现了二次发酵（电影以 31.1 亿日元票房取得日本当年第三的票房成绩，位居真人电影第一）；《大逃杀 II》电影获得 03 年日本票房第 9，并在 22 个国家上映。**IP 重塑与再造(2007-2016):**《大逃杀》成为暴力文学经典，成为此后日本畅销小说《国王游戏》（手机小说付费下载量 3,700 万人次，漫画单行本销量 800 多万）及美国文学作品《饥饿游戏》（NPR 青少年小说前 100 的排名第二，仅次于《哈利波特》系列）的故事蓝本。好莱坞改编的系列电影《饥饿游戏》自 2012 年推出后，陆续斩获累计 30 亿美元票房，海外占比不断提高，影响力从欧美遍及全球

游戏玩法始于小说蓝本，不断迭代创新聚焦核心要素后，成为现象级游戏。PUBG 游戏自 17 年 3 月 23 日上线后，始终位居 Steam 收入榜 Top1，截止 11 月 28 日已累计完成 2,239.8 万份销售；SteamSpy 数据显示，该款游戏时长占 Stream 近三分之一。参照 Superdata，2017 年 10 月 PUBG 已位居全球 PC 游戏按收入排名的第二位（对其他 FPS 游戏挤压明显）。从端游现状看，全球已进入成熟期，游戏用户接近饱和；头部游戏诸如《英雄联盟》和《穿越火线》等收入趋缓，非头部 PC 端游竞争更为激烈；《PUBG》基于传统 FPS 游戏进行了多维度的创新与调整，取得了参与度与可玩性的平衡。我们认为，1)《PUBG》首批种子用户的快速积累离不开 18 年从小说、动漫到电影对核心玩法的传播和培育；2)包括 Twitch、斗鱼和虎牙直播平台，以及社交媒体的传播，加速游戏的推广过程，“病毒式传播”降低获客成本；3)将 IP 最核心的玩法提纯，高品质游戏形成口碑，造就 IP 溢价。

《PUBG》催生产业升级及共振：推动游戏硬件及外设升级、赋予手游红利、驱动网吧娱乐及加速器等需求。就内容制作和发行而言，《PUBG》新增了新的游戏品类，对于具有研发实力的 PC 和移动游戏研发商而言，是进一步扩大其市场份额的抓手；另一方面，游戏触发的 PC 换代，将对此后高品质 PC 游戏奠定基础。我们预计腾讯作为 PUBG 独代引入中国后，PC 游戏全球年收入将大概率突破 10 亿美元，保守预计《PUBG》品类手游将有望产生 6-10 亿的月流水。就硬件及外设来看，最佳的游戏体验需要将其显卡（升级至 GTX1060）和内存同步升级，将新增全球 450 亿-600 亿人民币的硬件更新需求。就网吧而言，PUBG 类游戏是团队作战的“开黑”类游戏，带动了网吧上座率和客单价的提升。在此过程中，直播平台一方面推动了内容传播和玩法普及，另一方面也给平台贡献了新增游戏流量。

投资建议：我们认为腾讯(700,HK)布局领先(《PUBG》中国区 PC 独代，获得中国区手游改编权；《堡垒之夜》研发商 Epic 占股 48.4%的股东)，凭多年游戏积累及涵盖 PC 移动产品的赛马机制，及社交关系链的传播效应有望后来居上，进一步巩固游戏霸主地位，成为最大的受益者；网易(NTES,US)作为精品游戏研发商，推出《荒野生存》和《终结者 2》取得先发流量优势，在需求、品质和时效寻求平衡，未来有望占有一席之地；中文传媒(600373,CN)旗下智明星通利用海外发行能力，借《Last Battleground Survival》获取流量红利；英伟达(NVDA,US)和雷蛇(1337,HK)将受益这轮内容驱动的游戏硬件升级浪潮；顺网科技(300113,CN)和联众(6899,HK)参投的网鱼网咖也将受益线下娱乐场景的复苏；欢聚时代(YY,US)旗下虎牙直播受益游戏流量的剧增带来变现潜力；网易(NTES,US)旗下 UU 加速器和迅游科技(300467,CN)的游戏加速业务也将受益于 PC 端游戏的火爆。阅文集团(772, HK)丰富 IP 储备叠加优秀开发能力有望成为“小漫威”。

风险提示：游戏生命周期短于预期；内容监管风险。

内容目录

1. 总述-Winner Winner, Chicken Dinner	9
1.1. 此类游戏有多么火爆?	9
1.2. 为什么这类游戏得以迅速流行?	12
1.3. 它对产业链产生了哪些影响? 哪些环节会因此受益, 公司的竞争格局将可能发生怎样的变化?	15
1.4. 现象背后有什么样的启示?	17
2. 《大逃杀》IP 题材的由来与养成	20
2.1. 《大逃杀》: 从小说、动漫到电影的 IP 养成之路	20
2.1.1. IP 起源: 一段坎坷的历史	21
2.1.2. 影像化推动 IP 成为日本国内现象级作品, 在周边地区持续发酵	21
2.1.3. IP 的重塑与再造, 影响力经由欧美走向世界	23
2.1.4. 游戏媒介之上, IP 重新起舞	25
2.2. 泛内容行业 IP 化发展历程及现状	27
2.2.1. 电影: 具有 IP 源头的电影通常占整体票房的近一半	27
2.2.2. 电视: IP 电视剧正在崛起	34
3. 《PUBG》脱胎于小说、电影, 正逐步成为现象级游戏作品	36
3.1. 全球端游行业步入存量博弈阶段, 非头部端游竞争激烈	36
3.2. 高质量端游形成 IP 口碑, 体现为 ARPU 与用户量的溢价	38
3.3. 全新高普适性游戏玩法、被压抑的体验需求与社交媒体催化, 驱动《PUBG》在存量市场打开突破口	40
3.3.1. 《大逃杀》: 游戏玩法始于 IP, 不断迭代以面向全球	40
3.3.2. 《大逃杀》端游格局,《PUBG》后来者居上	45
3.3.3. 《PUBG》销量破 2,200 万, 直播平台催化下的中国区玩家成为增量来源, 但核心玩家红利已然见顶, 高时长支配奠定游戏内变现基础	46
3.3.4. 《H1Z1》早期玩家培育者, 中国战略错误导致丢失市场地位	53
3.4. 游戏火爆原因	54
3.4.1. 硬件发展与软件发展错位, 支付体系便捷性	54
3.4.2. 社交媒介参与加速游戏推广进程, “病毒式传播”降低获客成本	54
3.4.3. 被压抑的游戏需求短期得到释放	55
3.4.4. 《PUBG》类游戏独有高沉浸式真实性游戏体验	55
3.5. 《大逃杀》催生其他产业共振: 带动高质量硬件升级, 驱动网吧业态结构迁徙, 加速器等游辅需求增加	57
3.5.1. 《PUBG》高硬件要求推动“吃鸡”成为硬件销售有效推广语	57
3.5.2. 《PUBG》抢占网吧存量用户, 高硬件要求与团队作战属性保障增量需求	59
3.5.3. 加速器-PC 游戏的附加产业也因《PUBG》而引爆	60
4. 《PUBG》类手游的机遇: 借端游的声势与手游用户的基础实现迅速放大	62
4.1. 全球手游行业高增长, 但红利期已接近尾声	62
4.2. 亚洲区域, 端游手游化的成功率更高, IP 手游受益于更高玩家粘性	65
4.3. 生存射击类手游正被引爆, 中国厂商迅速崛起	69
4.3.1. 《PUBG》IP 手游在全球范围内获得广泛关注	69

4.3.2. 相比海外, FPS 游戏在中国具有良好的用户基础, 是重要的产品类型之一	70
4.3.3. 《PUBG》类手游聚集大量流量, 高品质研发商和具有社交关系链的厂商终将大概率胜出	71
4.3.4. IP 赋予高起点, 但仍需手游本身高质量留住用户	74
4.3.5. 《PUBG》手游商业模式及挑战探讨: 不影响公平竞技性的类“皮肤”售卖和品牌广告主植入将可能是当前主要的营收实现方式	76
4.4. 竞争格局: 与时间赛跑, 在品质与速度上取得平衡	78
4.4.1. 腾讯系:《穿越火线-荒岛特训》与《光荣使命》承担突击任务,《绝地求生:全军出击》、《绝地求生:刺激战场》、《无限法则》等后续作品有望借助“社交关系链”后来居上	78
4.4.1. 网易系:《荒野行动》与《终结者 2: 审判日》高质量出品获取大量先发流量, 将占有一席之地	82
4.4.2. 小米瓦力《小米枪战》最早进入大众视野, 但难敌腾讯网易夹击	87
4.4.3. 智明星通《Last Battleground Survival》发挥海外丰富经验优势, 汲取国内厂商经验主动拥抱海外市场	89
5. 《大逃杀》游戏火爆催生内容行业二次改编, 循环形成“蝴蝶效应”	91
5.1. 从游戏到电竞: 内容二次开发后持续曝光, 提升游戏生命周期, 促进玩家的普及和参与	92
5.1.1. 游戏电竞: 变现为主, 流量为辅, 整体提升 IP 影响力	92
5.1.2. 游戏周边产品	96
5.2. 游戏 IP 的二次重生: 从游戏到电影、电视剧、小说和动漫	99
5.3. 《大逃杀》游戏二次改编: 电竞初步成型, 电影、电视剧是未来方向	103
6. PUBG 类游戏带来的产业投资机会	106
6.1. 内容产业: 新增游戏品类带来的市场扩张, 及受益硬件升级的二次机会	107
6.1.1. 腾讯 (700, HK): 社交关系链有望助力生存射击类游戏后来居上, 进一步巩固游戏霸主地位	107
6.1.2. 网易 (NTES, US): 与时间赛跑, 寻求需求、品质和时效的平衡	109
6.1.3. 中文传媒 (600373, CN) 旗下智明星通: 继续利用海外发行能力的 Know How 渗透市场	109
6.2. 硬件及外设: 内容带动下的硬件升级	111
6.2.1. 英伟达 (NVDA, US): 高质量游戏显卡提价与用户设备迭代需求成为公司营收双重保障	111
6.2.2. 雷蛇 (1337, HK): 高品质产生好口碑, 将逐渐受益于中国区高端外设需求释放	112
6.3. 线下网吧: 高外设要求与“开黑”属性驱动线下网吧重回消费者视野	113
6.3.1. 顺网科技 (300113, CN) 与盛天网络 (300494, CN): 中国稀缺网吧上市公司, 资本优势明显	113
6.4. 游戏加速器:《PUBG》网速高度依赖带动加速器细分行业	113
6.4.1. 迅游科技 (300467, CN): 积极参与腾讯游戏产品, 合作有望进一步延伸	113
6.5. 直播平台: 平台“捧红”《PUBG》, 内容逐渐反哺平台流量	114
6.5.1. 欢聚时代 (YY, US) 旗下虎牙: 丰富移动直播流量, 为后续付费持续造血	114
6.6. IP 潜在来源方: “巧妇难为无米之炊”	115
6.6.1. 阅文集团 (772, HK): 丰富 IP 储备叠加优秀开发能力有望成为“小漫威”	115

图表目录

图 1: 全球 PC 游戏收入排行榜	9
图 2: 《绝地求生: 大逃杀》每日玩家数量	9
图 3: 《绝地求生: 大逃杀》总游戏时长占比	9
图 4: 《PUBG》网吧日启动次数变化 (17 年 4 月-17 年 10 月)	10
图 5: 三大主流端游网吧日启动量趋势 (17 年 2 月-17 年 10 月)	10
图 6: 淘宝商城页面	10
图 7: 四款《PUBG》类手游安装量-截止 11 月 26 日	11
图 8: 《PUBG》类手游安装量结构-截止 11 月 26 日	11
图 9: 主流《PUBG》类手游比较	11
图 10: 《PUBG》类题材的 IP 养成之路	12
图 11: 2001 年度日本本土电影票房前十及推测观影人次	13
图 12: 2003 年度日本本土电影票房前十及推测观影人次	13
图 13: 饥饿游戏系列电影票房变化	13
图 14: 生存射击类游戏的推出时间与销量	14
图 15: 生存射击类游戏的简化演进过程	14
图 16: 高自由度&射击类游戏比较	14
图 17: PUBG 相关受益的产业链公司	15
图 18: 英伟达游戏业务收入 (FY1Q16-FY3Q18)	16
图 19: 全球游戏周边设备行业规模 (2014A-2021E)	16
图 20: 《大逃杀》与生存类游戏相似点	17
图 21: 2001 年-2017 年 11 月全球电影票房前 25 名及 IP 电影占比	17
图 22: 2014 年电影全球票房前 25 名及 IP 来源	18
图 23: 2015 年电影全球票房前 25 名及 IP 来源	18
图 24: 游戏 IP 改编其他内容	19
图 25: 游戏 IP 改编电影表现	19
图 26: IP 养成之路	20
图 27: 电影《大逃杀》取景地-日本端岛	21
图 28: 电影《大逃杀》海报	21
图 29: 2001 年度日本本土电影票房前十及推测观影人次	22
图 30: 2003 年度日本本土电影票房前十及推测观影人次	22
图 31: 饥饿游戏系列电影美国与其他地区票房及票房排名	23
图 32: Hunger Games 在 Google Trends 表现 (2012-2017)	23
图 33: 饥饿游戏系列电影全球票房与观影人数	24
图 34: 饥饿游戏系列电影票房变化	24
图 35: 《大逃杀》与生存类游戏相似点	25
图 36: 2001 年-2017 年 11 月全球电影票房前 25 名及 IP 电影占比	27
图 37: 2014 年电影全球票房前 25 名及 IP 来源	28

图 38: 2015 年电影全球票房前 25 名及 IP 来源.....	28
图 39: 2001 年-2017 年 11 月全球电影票房前 25 名中 IP 电影来源.....	29
图 40: 2001 年-2017 年 11 月中国电影票房前 25 名中 IP 电影来源.....	29
图 41: 2014 年中国电影票房前 25 名及 IP 电影来源.....	30
图 42: 2008 年-2017 年 11 月中国电影票房前 25 名中 IP 电影来源.....	31
图 43: 2014 年中国票房前 25 名及 IP 来源.....	31
图 44: 2015 年中国票房前 25 名及 IP 来源.....	31
图 45: 全球市场 IP 作品转化倍数.....	32
图 46: 中国市场 IP 作品转化倍数.....	32
图 47: 2017 年全球电影票房前 25.....	33
图 48: 2017 年中国电影票房前 25.....	33
图 49: 中国市场新型 IP 来源.....	34
图 50: 2013-2017 年上半年中国电视剧市场（网络播放量）.....	34
图 51: 2013-2017 年上半年中国电视剧市场 IP 剧来源分布.....	35
图 52: 近年来 IP 电视剧网播收费.....	35
图 53: 全球游戏行业规模（2012A-2020E）.....	36
图 54: PC 终端游戏市场规模（2016A-2020E）.....	36
图 55: 2017 年全球主要区域游戏行业一览.....	36
图 56: Steam 平台发布游戏数量（2001-2017YTD）.....	37
图 57: 2017 年上半年收入 Top3 端游历年收入（2013A-2016A）.....	37
图 58: Steam 平台流水（2Q15-4Q16）.....	38
图 59: Steam 夏日促销畅销榜前十游戏.....	38
图 60: Steam 平台活跃玩家规模.....	39
图 61: Steam 平台激活用户构成.....	39
图 62: Steam 平台过去两周活跃玩家构成.....	39
图 63: 《饥饿游戏》孤岛电影画面.....	40
图 64: 《绝地求生：大逃杀》孤岛游戏界面.....	40
图 65: 大逃杀类游戏部分一览.....	41
图 66: 大逃杀类游戏功能一览.....	41
图 67: 全球不同国家 Steam 排行版 Top10 游戏.....	42
图 68: 《DayZ》玩家与销量结构.....	42
图 69: 《H1Z1: King of the Kill》销量.....	43
图 70: 《绝地求生：大逃杀》每日玩家数量.....	43
图 71: 《绝地求生：大逃杀》Steam 平台销量.....	44
图 72: 《H1Z1》Steam 平台销量.....	44
图 73: 大逃杀类游戏累计销量结构.....	45
图 74: 大逃杀类游戏三个月新增销量结构（2017 年 8-11 月）.....	45
图 75: 大逃杀类游戏过去两周活跃用户数结构.....	45
图 76: 大逃杀类游戏同时在线人数结构（2017 年 11 月 9 日）.....	45
图 77: 《绝地求生：大逃杀》销量与活跃玩家（2017 年 7 月 27 日-2017 年 11 月 28 日）.....	46

图 78: 全球端游收入排行榜.....	46
图 79: 《绝地求生: 大逃杀》主要地区活跃玩家规模.....	47
图 80: 《绝地求生: 大逃杀》销量结构.....	47
图 81: 《绝地求生: 大逃杀》活跃玩家结构.....	47
图 82: 斗鱼直播平台粉丝数 Top10 主播与直播内容.....	48
图 83: 熊猫直播平台粉丝数 Top10 主播与直播内容.....	48
图 84: 主要直播平台《PUBG》主播与观众数.....	48
图 85: 大逃杀类游戏百度指数.....	49
图 86: 《绝地求生: 大逃杀》新增玩家与流失玩家.....	49
图 87: 《绝地求生: 大逃杀》总游戏时长占比.....	50
图 88: 《绝地求生: 大逃杀》游戏价格.....	51
图 89: 《绝地求生: 大逃杀》游戏饰品网络平台售价.....	52
图 90: 《绝地求生: 大逃杀》中国区销量 (2017 年 4 月-2017 年 10 月).....	52
图 91: 《H1Z1: King of the Kill》销量规模.....	53
图 92: 《H1Z1: King of the Kill》活跃玩家规模.....	53
图 93: 2017 上半年收入 Top10 游戏及 2016 年收入.....	54
图 94: 2017 上半年畅销游戏发行年份.....	54
图 95: 《绝地求生: 大逃杀》Twitch 平台每日频道数量.....	55
图 96: 三款主要游戏的 Twitch 平台观看时长.....	55
图 97: 高自由度&射击类游戏比较.....	56
图 98: 淘宝商城页面.....	57
图 99: 手机淘宝商城页面.....	58
图 100: 某款电脑主机淘宝权重指数.....	58
图 101: 《PUBG》网吧日启动次数变化 (2017 年 4 月-2017 年 10 月).....	59
图 102: 三大主流端游网吧日启动量趋势 (2017 年 2 月-2017 年 10 月).....	59
图 103: 2017 年 10 月全国网吧启动次数排名 Top10 游戏.....	60
图 104: 五款主流加速器百度搜索指数.....	61
图 105: 熊猫加速器费用.....	61
图 106: 全球手游市场规模及增速 (2015A-2020E).....	62
图 107: 全球手游市场规模结构.....	62
图 108: 2017 年全球各地区付费玩家占智能手机用户比.....	63
图 109: 全球手游活跃用户 (2015A-2020E).....	63
图 110: 2017 年全球付费用户及结构.....	63
图 111: 全球手游 ARPU 及增速 (2015A-2020E).....	63
图 112: 2017 年全球各地区平均 ARPPU.....	63
图 113: 中国游戏行业按结构划分 (2008A-2016A).....	64
图 114: 中国手游的用户规模 (2008A-2016A).....	64
图 115: IP 手游改编路径.....	65
图 116: 全球 9 个国家及地区苹果 App Store 畅销榜前 20 中 IP 游戏改变源头.....	66
图 117: 全球 5 个国家和地区苹果 App Store 畅销榜 Top20 游戏中 IP 游戏数量.....	66
图 118: 中美日三国苹果 App Store 畅销榜前 20 游戏.....	67

图 119: 中国重度手游 Top50 中 IP 游戏与非 IP 游戏比较	68
图 120: 亚洲地区苹果 App Store 免费排行榜	69
图 121: 欧美地区苹果 App Store 免费排行榜	69
图 122: 2017 年 6 月中国 Top50 重度手游 MAU 结构	70
图 123: 2017 年 6 月中国 Top50 重度手游总时长结构	70
图 124: 2017 年 6 月中国 Top10 重度手游	70
图 125: “吃鸡”手游玩家年龄结构	70
图 126: “吃鸡”手游玩家收入结构	70
图 127: 主流《PUBG》类手游上线日期	71
图 128: 主流《PUBG》类手游比较	72
图 129: 四款《PUBG》类手游安装量	72
图 130: 《PUBG》类手游安装量结构	72
图 131: 腾讯与网易部分游戏类型竞争格局	73
图 132: 《王者荣耀》DAU 趋势	74
图 133: 四款主要《PUBG》类手游次日安装留存率	74
图 134: 主流游戏与《PUBG》类手游次日安装留存率比较	75
图 135: 《PUBG》类主流手游与端游比较	75
图 136: 中国游戏内置广告行业规模及增速 (2011A-2016E)	76
图 137: 全球几个国家和地区游戏广告占游戏行业规模占比 (2011A-2016E)	77
图 138: 《穿越火线》荒岛特训增量安装量	78
图 139: 《穿越火线》荒岛特训游戏 DAU	78
图 140: 《穿越火线》荒岛特训精良武器模型	79
图 141: 《穿越火线》手游荒岛特训模式	79
图 142: 斗鱼《穿越火线》荒岛特训直播界面	80
图 143: 《光荣使命》手游游戏画面	80
图 144: 网易《荒野行动》与《终结者 2: 审判日》百度指数	82
图 145: 《荒野行动》苹果 AppStore 免费榜最高排名	82
图 146: 《荒野行动》安装量与 DAU (2017 年 10 月 21 日-2017 年 11 月 26 日)	83
图 147: 《荒野行动》游戏截屏	83
图 148: 网易两款《PUBG》类游戏搜索用户年龄分布	84
图 149: 网易两款《PUBG》类游戏搜索用户年龄分布	84
图 150: 《终结者 2: 审判日》安装量与 DAU (2017 年 10 月 1 日-2017 年 11 月 26 日)	84
图 151: 《终结者 2: 审判日》游戏截屏	85
图 152: 《Rules of Survival》iOS 下载榜	85
图 153: 网易《阴阳师》日本 iOS 免费下载排名 (2017 年 2 月-2017 年 11 月)	86
图 154: 《Rules of Survival》游戏画面	86
图 155: 《小米枪战》安装量与 DAU (2017 年 10 月 1 日-2017 年 11 月 26 日)	87
图 156: 小米枪战游戏画面	87
图 157: 《Last Battleground Survival》最高下载排名	89
图 158: 《Last Battleground Survival》游戏画面	90

图 159: 游戏内容二次改编内容横向比较	91
图 160: 《英雄联盟》Google 搜索指数与电竞赛事	92
图 161: 《Dota2》Google 搜索指数与电竞赛事	92
图 162: 游戏电竞赛事用户数据比较	93
图 163: 全球电竞用户及增速 (2014A-2020E)	93
图 164: 全球电竞用户数量 (2014A-2021E)	94
图 165: 各地区电竞用户渗透率 (2014A-2020E)	94
图 166: 全球电竞用户结构	95
图 167: 多种传播媒介对电竞赛事的支持	96
图 168: 全球游戏周边设备行业规模 (2014A-2021E)	97
图 169: 2016 年全球游戏周边设备区域结构	97
图 170: 2016 年全球游戏周边设备结构	98
图 171: 英伟达游戏业务收入 (FY1Q16-FY3Q18)	98
图 172: 游戏 IP 改编其他内容	99
图 173: 游戏改编电影美国票房份额 (2001A-2017YTD)	99
图 174: 游戏 IP 改编电影表现	100
图 175: 游戏 IP 改编电视剧表现	100
图 176: 《神圣之门》动漫上线对游戏人气影响	101
图 177: 《秋叶原之旅》动漫上线对游戏人气影响	101
图 178: 《最终幻想》动漫上线对游戏人气影响	101
图 179: 亚马逊图书销量排名与估计每日平均销量	102
图 180: 《绝地求生: 大逃杀》电竞赛事总奖金排名	103
图 181: 《绝地求生: 大逃杀》部分战队	104
图 182: 《绝地求生: 大逃杀》Google Trend	104
图 183: 《绝地求生: 大逃杀》百度指数	105
图 184: 中国 2017 年 11 月 28 日累计票房前十电影	105
图 185: 全球游戏公司估值对比表	106
图 186: 受益《PUBG》产业公司估值对比表	107
图 187: 《绝地求生: 大逃杀》中国区销量 (2017 年 4 月-2017 年 10 月)	107
图 188: 腾讯 Forward PE Band (Bloomberg 一致预期)	108
图 189: 网易 Forward PE Band (Bloomberg 一致预期)	109
图 190: 1080P 60 帧游戏负荷指数	111
图 191: 英伟达游戏业务收入 (FY1Q16-FY3Q18)	111
图 192: 英伟达 Forward PE Band (Bloomberg 一致预期)	112
图 193: 虎牙直播《绝地求生: 大逃杀》直播界面	114
图 194: 虎牙直播《PUBG》类手游直播界面	114
图 195: IP 价值开发矩阵示意图	115

1. 总述-Winner Winner, Chicken Dinner

“Winner Winner, Chicken Dinner”即“大吉大利，今晚吃鸡”伴随《绝地求生：大逃杀》(后简称为《PUBG》)游戏的流行与畅销广为人知，俗称“吃鸡”也一度成为玩家互动的焦点。本篇深度研究以《PUBG》游戏作品为切入点，除了探寻游戏畅销背后的原因、评估对产业各环节的影响及相关上市公司的竞争格局同时，也从更深维度去思考 IP 的价值培育与放大。我们试图理解 IP 在泛娱乐产业中，小说、动漫、影视和游戏等不同内容载体是如何围绕 IP，相互产生影响、重塑与再造等螺旋式上升过程。

为了便于大家理解，我们开篇用问答的形式，将报告的要点——陈述：1) 此类游戏有多么火爆？2) 为什么这类游戏得以迅速流行？3) 它对产业链产生了哪些影响？哪些环节会因此受益，公司的竞争格局将有可能发生怎样的变化？4) 现象背后有什么样的启示？

1.1. 此类游戏有多么火爆？

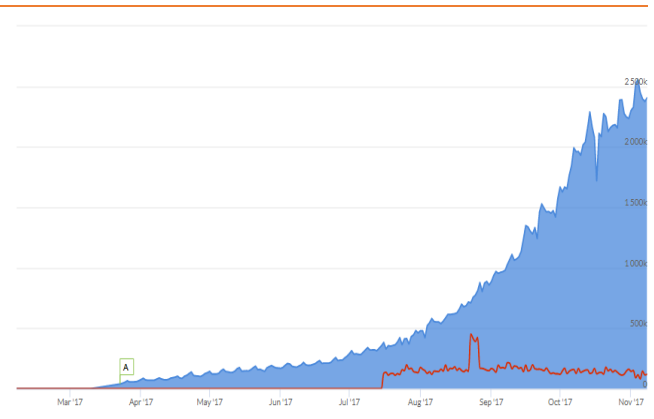
PUBG 游戏自 17 年 3 月 23 日上线后 始终位居 Steam 主机游戏分发平台的收入榜 Top1，截止 11 月 28 日已累计完成 2,239.8 万份销售，根据 SteamSpy 的数据显示，PUBG 的游戏时长占平台整体的近三分之一。参照 Superdata 数据，2017 年 10 月 PUBG 已经位居全球 PC 游戏按收入排名的第二位(对其他 FPS 游戏挤压明显)。顺网科技官网数据显示，PUBG 的火爆甚至影响了《英雄联盟》、《地下城与勇士》和《穿越火线》的启动次数。

图 1: 全球 PC 游戏收入排行榜

排名	2017上半年	2017年8月	2017年9月	2017年10月
1	英雄联盟	英雄联盟	英雄联盟	英雄联盟
2	地下城与勇士	梦幻西游	梦幻西游	绝地求生：大逃杀
3	穿越火线	地下城与勇士	地下城与勇士	梦幻西游
4	梦幻西游	穿越火线	绝地求生：大逃杀	Destiny 2
5	魔兽世界	绝地求生：大逃杀	穿越火线	地下城与勇士
6	坦克世界	魔兽世界	魔兽世界	穿越火线
7	DOTA 2	坦克世界	坦克世界	魔兽世界
8	守望先锋	守望先锋	Divinity: Original Sin 2	坦克世界
9	Counter Strike: Global Offensive	Counter Strike: Global Offensive	守望先锋	Middle-Earth: Shadow of War
10	大话西游	DOTA 2	Counter-Strike: Global Offensive	ROBLOX

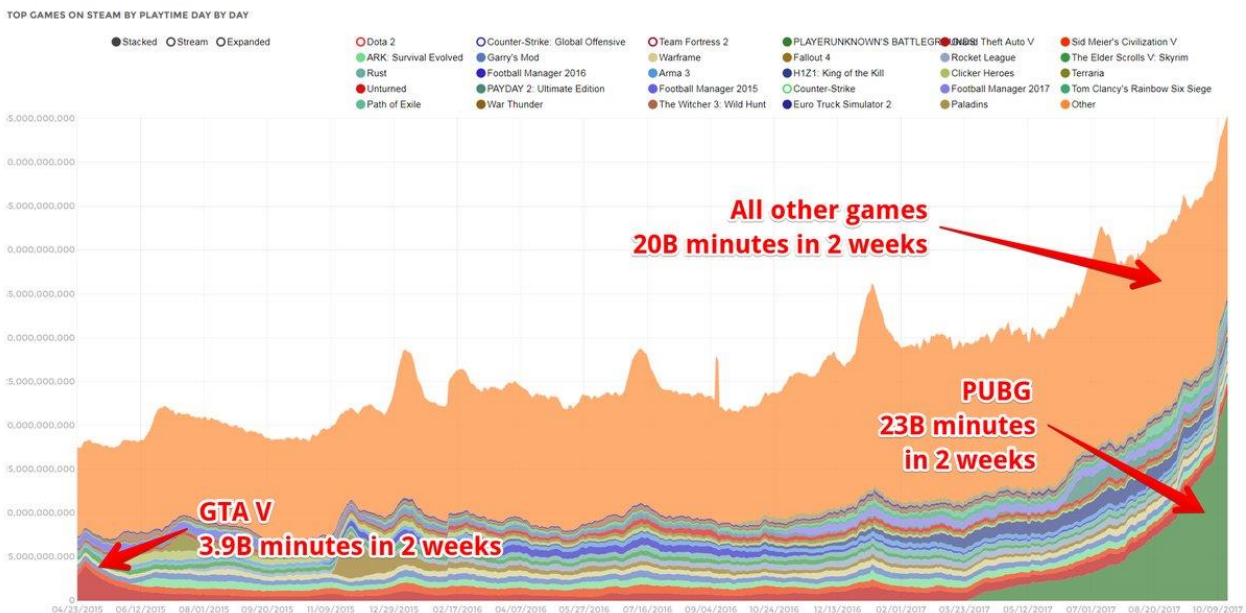
资料来源: Superdata, 天风证券研究所

图 2: 《绝地求生：大逃杀》每日玩家数量



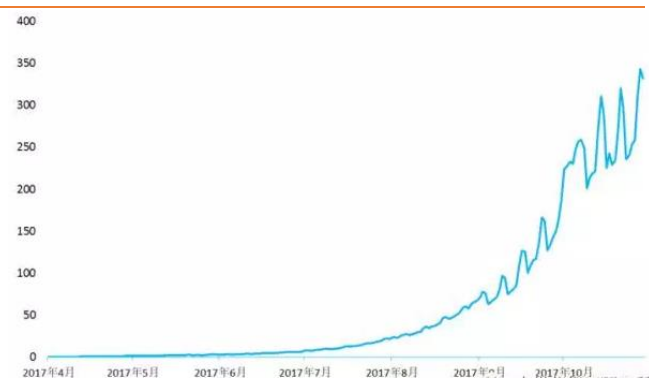
资料来源: SteamDB (2017 年 11 月 9 日), 天风证券研究所

图 3: 《绝地求生：大逃杀》总游戏时长占比



资料来源: SteamSpy (2017 年 10 月 18 日), 天风证券研究所

图 4:《PUBG》网吧日启动次数变化(17年4月-17年10月)



资料来源: 顺网科技, 网鱼网咖, 次世代经济研究所, 天风证券研究所

图 5: 三大主流端游网吧日启动量趋势(17年2月-17年10月)



资料来源: 顺网科技, 天风证券研究所

从淘宝商城某商家页面中,两款性能与售价一致的 i7/E5 八核电脑主机,“吃鸡组装机”的销量 5,317 件数远远高于“LOL 游戏”28 件的销售数量,因此“吃鸡”成为高标准硬件的代名词与推广语。

图 6: 淘宝商城页面

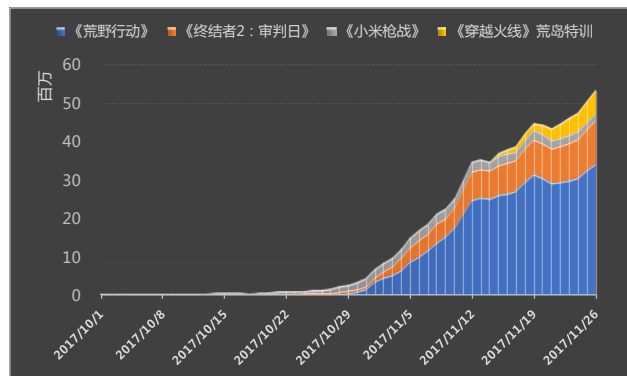
两款相同配置的电脑,在同一店铺销售,唯一的差别在于“吃鸡”与“LOL”上,销量呈现天差地别的差异

产品描述	价格	销量	评论
<p>24寸八核主机 电脑还是八核好 标配固态/独显 主流网游包流畅</p> <p>送显示器八核E5游戏电脑主机独显吃鸡组装机绝地球生台式全套整机</p> <p>活动价 ¥ 1888 原装正品行货 吃鸡全套主机</p> <p>已售: 5371件</p> <p>评论(34169)</p>	¥ 1888.00	5371件	34169
<p>家用办公主机 全新正品8G内存/120G固态/独显</p> <p>四核组装机台式主机diy家用办公游戏整机非酷睿I3 I5刷机4G独显</p> <p>立即抢购 ¥ 1098</p> <p>已售: 174件</p> <p>评论(163)</p>	¥ 898.00	174件	163
<p>24寸八核主机 电脑还是八核好 标配固态/独显 主流网游包流畅</p> <p>i7/E5八核电脑主机8G独显四核台式电脑DIY组装机LOL游戏超i5主机</p> <p>活动价 ¥ 1888 原装正品行货 吃鸡全套主机</p> <p>已售: 28件</p> <p>评论(0)</p>	¥ 1888.00	28件	0

资料来源: 淘宝, 天风证券研究所

PUBG 改编手游的火爆程度甚至超过《王者荣耀》，成为腾讯、网易新的主战场。《王者荣耀》用了 13 个月的时间月均 DAU 超过 2,000 万，而《荒野行动》DAU 破 2,000 万仅用了不到一个月，整个《PUBG》类活跃玩家超过 4,000 万。

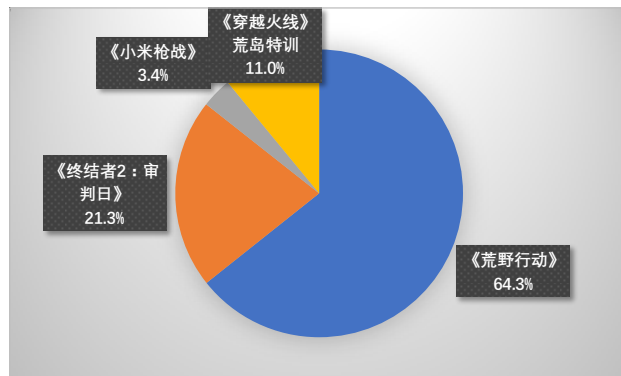
图 7：四款《PUBG》类手游安装量-截止 11 月 26 日



资料来源：极光大数据，天风证券研究所







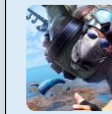
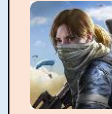
注：统计口径包含安卓与苹果全品类智能手机，安装量小于下载量，下载后卸载则不计入安装量

图 8：《PUBG》类手游安装量结构-截止 11 月 26 日



资料来源：极光大数据，天风证券研究所

图 9：主流《PUBG》类手游比较

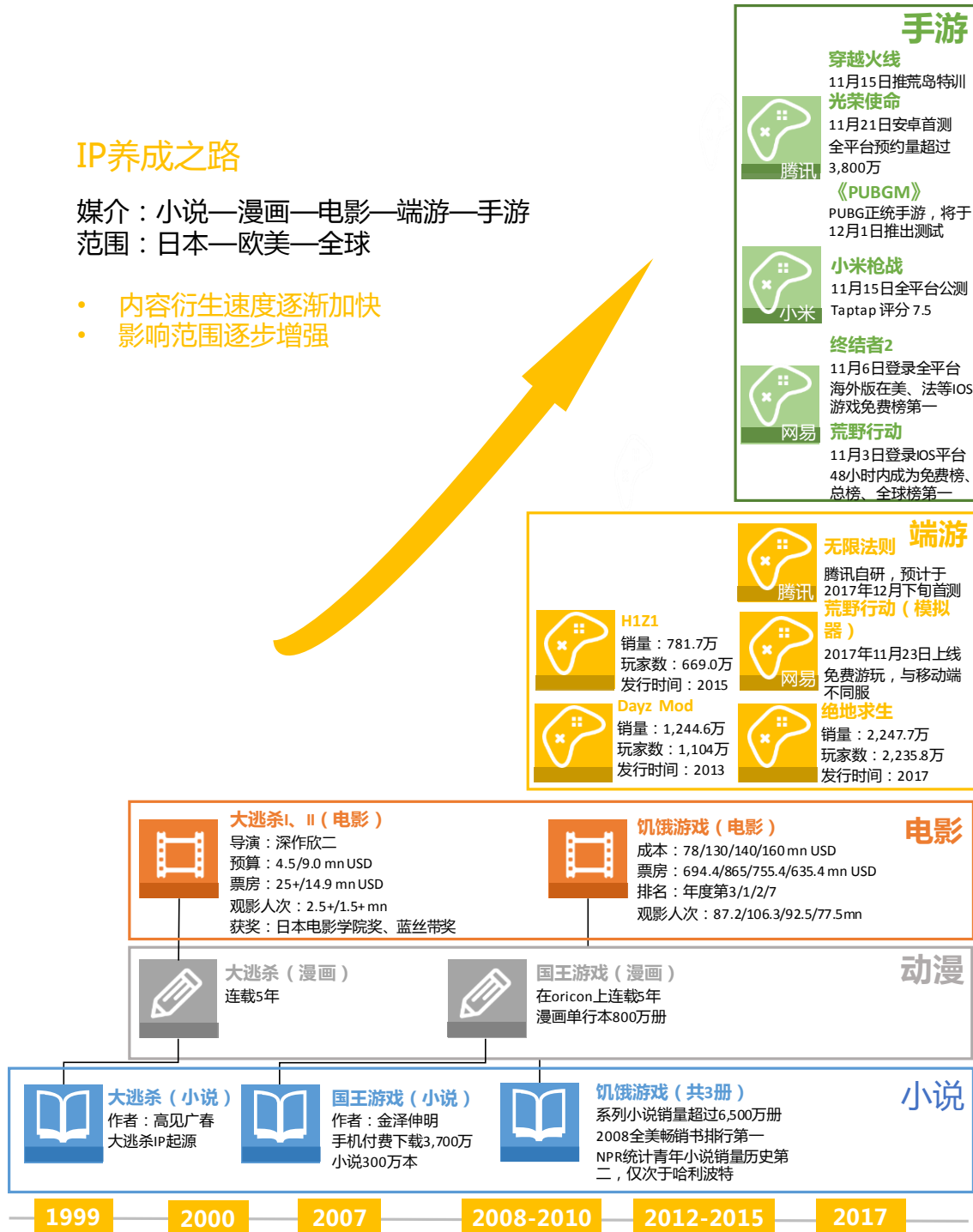
	网易		腾讯				小米	智明星通
游戏名称	 《荒野行动》	 《终结者2：审判日》	 《光荣使命》	 《穿越火线》荒岛特训模式	 《绝地求生：全军出击》	 《绝地求生：刺激战场》	 《小米枪战》	 《Last Battleground: Survival》
发行商	网易	网易	腾讯	腾讯	腾讯	腾讯	小米瓦力	智明星通
上线时间	2017年11月3日	2017年11月4日	2017年11月29日	2017年11月15日	2017年12月1日		2017年11月2日	2017年9月29日
游戏安装量 (千)	34,305	11,375		5,852			1,815	
游戏DAU (千)	23,589	8,308					1,477	
游戏活跃率 (%)	68.8%	73.0%					81.4%	
次日安装留存率 (%)	73.1%	74.9%		76.8%			76.8%	
游戏评分	4.3	4.5	2.9	4.4			4.0	4.3
每局游戏人数	100	120	100	60	100	100	60	48
地图大小	6400*6400	2000*2000	8000*8000	2000*2000		8000*8000		
设备要求	iOS 8.0	iOS 7.0	iOS 7.0	iOS 7.0			iOS 9.0	
游戏内置语音	支持	支持	支持	支持			支持	
天气系统	支持	不支持	支持				不支持	
终端互通	支持	支持					不支持	
副标题	百人空降 毒圈紧逼 胜者唯一						组队咱们跳伞去！	
游戏特色	操作相对流畅、动作真实度高、地图精致度高	操作流畅，迭代速度较快，游戏运营较好，尝试较多变现方式	预约超2,500万，国风浓厚，画质清晰但游戏Bug较多	武器系统有一定差异化、操作便利性较差	正版端游IP转手游，由天美和蓝洞共同研发，目前预约量332万	正版端游IP转手游，由光子工作室研发	地图画质较差、操作相对流畅	欧美画风，地图画质较差，道具丰富性有待加强
游戏核心玩法	随机冲突	随机冲突	随机冲突	随机冲突	随机冲突	随机冲突	随机冲突	随机冲突

资料来源：AppAnnie (2017 年 11 月 30 日)，天风证券研究所

1.2. 为什么这类游戏得以迅速流行?

《PUBG》的IP最早源自日本小说，随电影和漫画的相继推出，IP概念根植东亚区域；后续《饥饿游戏》系列电影更让IP从北美、欧洲迈向全球，为后续游戏题材的发酵和引爆创造了良好的基础，前后历经18年之久，因此在《PUBG》的火爆具备一定的粉丝基础。

图 10: 《PUBG》类题材的 IP 养成之路



资料来源：SteamSPY (2017年11月29日)，Box Office MOJO，天风证券研究所

IP 起源(1999-2003):《大逃杀》最早源自日本作家高见广春 1999 年的原著小说，由于内容极具冲击力以及评审们评论“读了以后很不愉快”，小说大卖、发行数量轻松突破 100 万部；此后一年中，经日本导演深作欣二和漫画家田口雅之陆续改编成电影及漫画，借助大众娱乐传播实现了二次发酵（电影以 31.1 亿日元票房取得日本当年第三的票房成绩，位居真人电影第一）；《大逃杀 II》电影获得 03 年日本票房第 9，并在 22 个国家上映。

图 11：2001 年度日本本土电影票房前十及推测观影人次

排名	电影	票房收入 (亿日元)	票房占比	观影人次 (万)
1	千与千寻	308	15.40%	2,510
2	口袋妖怪：雪拉比超越时空的遭遇	39	1.90%	320
3	大逃杀	31.1	1.60%	250
4	阴阳师	30.1	1.50%	250
5	哆啦A梦：大雄与翼之勇者	30	1.50%	240
6	海贼王：发条岛的冒险	30	1.50%	240
7	名侦探柯南：天国的阶梯	29	1.40%	240
8	冷静与热情之间	27	1.30%	220
9	萤火虫	23.3	1.20%	190
10	蜡笔小新：呼风唤雨！猛烈！大人帝国的反击	14.5	0.70%	120
本土电影总收入				781
日本电影总收入				2,002
人均票价 (日元)				1,226

资料来源：日本电影制作者联盟、天风证券研究所

注：观影人次=票房收入/人均票价

图 12：2003 年度日本本土电影票房前十及推测观影人次

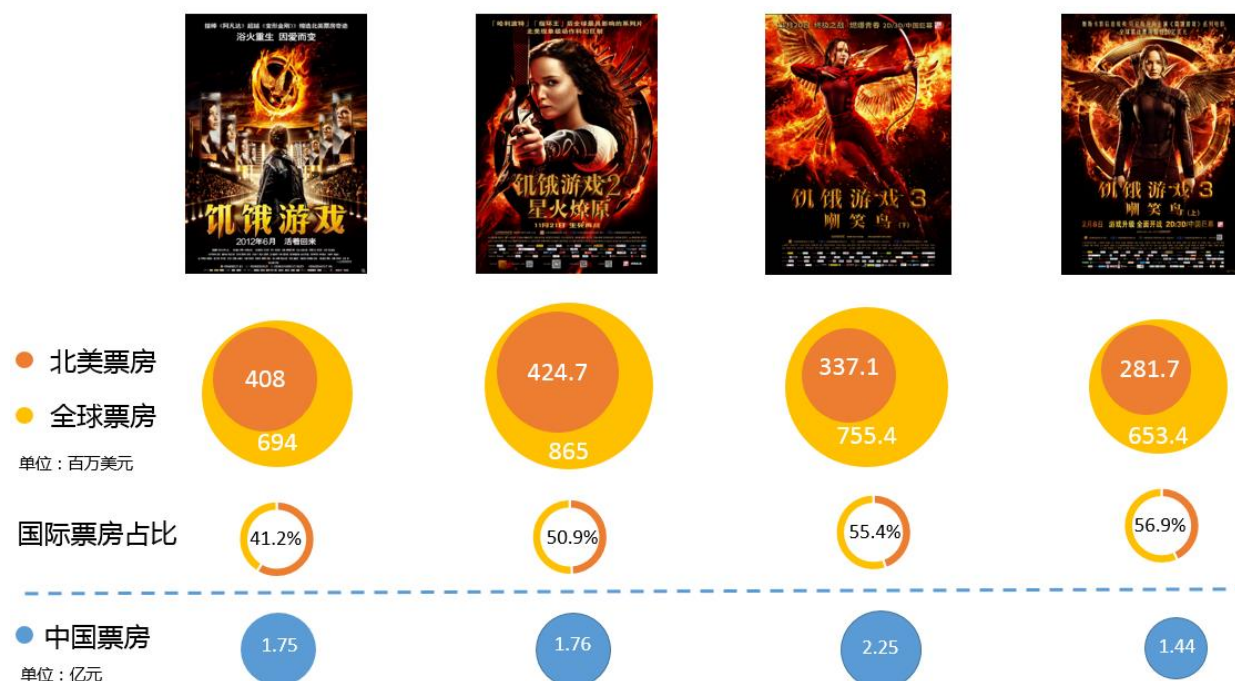
排名	电影	票房收入 (亿日元)	票房占比	观影人次 (万)
1	跳跃大搜查线2：封锁彩虹桥	173.5	8.54%	1,385.8
2	口袋妖怪：7夜的许愿星	45	2.21%	359.4
3	名侦探柯南：迷宫的十字路口	32	1.57%	255.6
4	黄泉归来	30.7	1.51%	245.2
5	座头市	28.5	1.40%	227.6
6	哆啦A梦：大雄与风之使者	25.4	1.25%	202.9
7	海贼王：死亡尽头的冒险	20	0.98%	159.7
8	哥斯拉大战机械哥斯拉	19.1	0.94%	152.6
9	大逃杀2：镇魂歌	18.5	0.91%	147.8
10	黄金之法	17	0.84%	135.8
本土电影总收入 (亿元)				671
日本电影总收入 (亿元)				2,033
人均票价 (日元)				1,252

资料来源：日本电影制作者联盟、天风证券研究所

注：观影人次=票房收入/人均票价

IP 重塑与再造(2007-2016):《大逃杀》成为暴力文学经典，成为此后日本畅销小说《国王游戏》(手机小说付费下载量 3,700 万人次，漫画单行本销量 800 多万)及美国文学作品《饥饿游戏》(NPR 青少年小说前 100 的排名第二，仅次于哈利波特系列)的故事蓝本。好莱坞改编的系列电影《饥饿游戏》自 2012 年推出后，陆续斩获累计 30 亿美元票房，海外占比不断提高。

图 13：饥饿游戏系列电影票房变化



资料来源：Box Office Mojo，艺恩数据，风证券研究所

《PUBG》首批种子用户的快速积累离不开 18 年来从小说、动漫到电影对核心玩法的传播和培育；包括 Twitch、斗鱼和虎牙直播平台，以及社交媒体的传播，加速游戏的推广过程，“病毒式传播”降低获客成本；将 IP 最核心的玩法提纯，高品质游戏形成口碑，造就 IP 溢价。

图 14：生存射击类游戏的推出时间与销量

游戏名称	上线时间	发行商	Steam销量 (套)	Steam玩家 (个)	Steam售价 (美元)
《武装突袭2》	2009年6月29日	Bohemia Interactive	4,587,907	3,774,173	12.99
《武装突袭2：箭头行动》	2010年6月29日	Bohemia Interactive	4,308,886	3,762,624	19.99
《武装突袭3》	2013年9月12日	Bohemia Interactive	3,548,755	3,503,236	39.99
《Dayz》	2013年12月16日	Bohemia Interactive	3,774,805	3,695,013	27.99
《H1Z1：King of the Kill》	2016年2月17日	Daybreak Game Company	7,593,618	6,549,137	19.99
《绝地求生：大逃杀》	2017年3月23日	Bluehole, Inc.	19,979,326	19,872,152	29.99

资料来源：Steamspy (2017 年 11 月 9 日)，天风证券研究所

图 15：生存射击类游戏的简化演进过程

游戏特征	《DayZ Mod》	《DayZ》	《H1Z1：King of the Kill》	《绝地求生：大逃杀》
僵尸	●	○	○	X
动物	●	○	○	X
生命体征	●	●	○	X
环境差异	●	●	○	X
人性值	●	●	○	X
道具可制作	●	●	○	X
游戏目的	最大化生存时长，冲突非必要	最大化生存时长，冲突非必要	突出玩家之间的随机冲突	突出玩家之间的随机冲突
自由度	10	10	6	6
道具丰富程度	10	10	6	6
一局玩家数量	60	50	170	100

资料来源：Steam，天风证券研究所

注：实心圆圈代表主流功能，空心圆圈代表已经移除的功能，X 代表没有过该功能

图 16：高自由度&射击类游戏比较

	射击类游戏					高自由度游戏			
	《绝地求生：大逃杀》	《H1Z1：杀戮之王》	《Heroes and Generals》	《CS：GO》	《GTA5》	《方舟：生存进化》	《巫师3》	《饥荒：联网版》	《塞尔达传说：荒野之息》
射击要素	10	10	8	10	6	2	0	2	4
自由度	6	6	6	0	8	8	7	8	10
PVP对战要素	10	10	10	10	3	10	3	0	0
结果随机性	10	10	10	5	3	10	3	3	10
公平性	10	10	10	5	5	10	-	10	-
PVE剧情	0	0	0	0	10	0	10	0	10
单机or联网	联网	联网	联网	联网	联网	联网	单机	联网	单机
游戏内置语音	是	是	否	是	是	是	-	是	-
人物模型	真人形象	真人形象	真人形象	真人形象	真人形象	真人形象	真人形象	卡通形象	卡通形象
道具丰富性	5	5	5	7	10	10	5	10	10
道具真实性	10	8	10	8	7	10	5	2	3
游戏物理引擎	《虚幻4引擎》	《Forgelicht引擎》		《起源2引擎》	《Rage，Euphoria引擎》	《虚幻4引擎》	《RED引擎》		《Havok引擎》
游戏上线日期	2017年3月23日	2016年2月17日	2016年10月18日	2012年8月21日	2015年4月13日	2015年6月3日	2015年5月18日	2016年4月21日	2017年3月3日
游戏销量	19,979,326	7,593,618	15,787,546	36,212,658	8,706,698	5,472,782	4,182,310	6,806,677	3,793,444
中国区销量	7,877,848	2,066,983	618,872	3,270,003	1,492,328	268,714	533,663	986,968	
中国区占比 (%)	39.4%	27.2%	3.9%	9.0%	17.1%	4.9%	12.8%	14.5%	
活跃玩家	15,351,460	1,149,113	280,407	9,902,931	1,748,962	533,558	525,012	365,868	
中国区活跃玩家	7,342,603	452,865	10,403	782,332	332,478	32,440	107,312	75,259	
中国区占比 (%)	47.8%	39.4%	3.7%	7.9%	19.0%	6.1%	20.4%	20.6%	
活跃率 (%)	76.8%	15.1%	1.8%	27.3%	20.1%	9.7%	12.6%	5.4%	
中国区活跃率 (%)	93.2%	21.9%	1.7%	23.9%	22.3%	12.1%	20.1%	7.6%	
同时在线人数	2,056,967	28,221	6,892	483,600	54,519	40,809	17,205	8,461	
平均每天游戏时	2.1	0.7	0.4	0.9	0.6	1.4	0.7	0.4	
Steam游戏价格	\$29.99	\$19.99			\$59.99	\$59.99	\$39.99	\$14.99	

资料来源：SteamSpy (2017 年 11 月 8 日)，天风证券研究所

注：评分来自主观判断，根据游戏类型进行大致估计

1.3. 它对产业链产生了哪些影响？哪些环节会因此受益，公司的竞争格局将可能发生怎样的变化？

《PUBG》催生产业升级及共振：推动游戏硬件及外设升级、赋予手游红利、驱动网吧娱乐及加速器等需求。参照《PUBG》目前在 Stream 平台上的售价：美国\$29.99/份，中国¥98/份，按平均\$23/份预估，8个月实现超过5亿美元的License销售收入；考虑腾讯成为《PUBG》中国区独代，有望显著增加中国区收入。

《PUBG》开辟了新的游戏品类，我们简单做了多个维度的测算来估计《PUBG》及类《PUBG》作品给产业带来的增量价值：

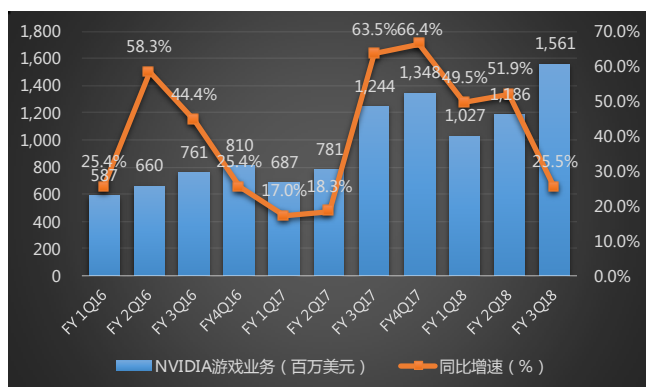
- **PC 游戏**：PUBG自17年3月23日上线后，截止11月28日已累计完成2,239.8万份销售，按平均\$23/份，8个月超过5亿美元收入；**预计腾讯作为独代引入中国后，PC游戏全球年收入将大概率突破10亿美元。**腾讯自研《无限法则》也即将在中国上线，面向Hardcore玩家有望带来新增收入；另一方面，游戏触发的PC换代，将对此后高品质PC游戏奠定基础；
- **移动游戏**：中国区正版授权手游《绝地求生：全军出击》由腾讯天美工作室和韩国蓝洞共同开发、腾讯光子工作室研发《绝地求生：刺激战场》，两款游戏有望在年末先后推出。网易先后推出的《荒野行动》和《终结者2》，以及腾讯推出的《穿越火线：荒岛特训》和《光荣使命》，连《小米枪战》一起积累超过4,000万的DAU。目前移动游戏采用免费下载模式，在不影响竞技公平性的前提下，“皮肤”售卖和品牌广告植入成为主要变现方式（参考《王者荣耀》8,000万-1亿的DAU，采用皮肤售卖的变现模式，对应月均24-30亿的月流水），**我们保守预计《PUBG》品类手游将有望产生6-10亿的月流水；**
- **硬件及外设**：我们假设类《PUBG》游戏玩家数，随着中国区的正式引进，全球将有超过3,000万玩家数量，由于游戏对CPU及显卡（升级至GTX1060）要求带来的新增及更换需求，按照30%-40%转化率，以及ASP按5,000人民币的假设预估，**将新增450亿-600亿人民币的硬件更新需求；**
- **线下娱乐场景**：《PUBG》类游戏是团队作战的“开黑”类游戏，带动了网吧上座率和客单价的提升，但具体影响程度难以有效评估；
- **电竞**：《PUBG》类的电子竞技将持续贡献内容和流量；
- **直播及游戏加速器**：直播平台一方面推动了内容传播和玩法普及，另一方面也给平台贡献了新增游戏流量；为了降低竞技过程中的时延，游戏加速器也成为硬核玩家必备的配套工具之一。

图 17：PUBG 相关受益的产业链公司

Ticker	Company	FX	Last Close	Market Cap USD	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG			ROE		
					FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18
700 HK Equity	腾讯	HKD	385.0	468,029.1	68.0	47.3	36.2	20.1	12.7	8.9	20.3	12.9	9.3	2.2	1.5	1.2	30%	31%	30%
NTE US Equity	网易	USD	323.9	42,158.6	23.5	21.0	18.0	6.9	4.8	3.6	7.5	5.2	4.1	1.6	1.5	1.3	34%	29%	28%
600373 CH EQUITY	中文传媒	CNY	18.2	3,808.4	18.4	16.5	13.8	1.4	1.4	1.2	1.9	2.0	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	13%	12%	13%
内容产业					36.6	28.3	22.7	9.5	6.3	4.6	9.9	6.7	5.1	1.9	1.5	1.2	26%	24%	24%
NVDA US EQUITY	英伟达	USD	197.7	119,794.1	125.4	67.3	43.7	23.7	16.9	12.1	24.3	17.5	12.7	10.4	5.6	3.6	17%	33%	41%
1337 HK EQUITY	雷蛇公司	HKD	4.1	4,684.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.4	5.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-28%	-8%
硬件及外设					125.4	67.3	43.7	23.7	16.9	12.1	24.3	13.4	9.1	10.4	5.6	3.6	17%	2%	17%
300113 CH EQUITY	顺网科技	CNY	20.2	2,125.9	26.6	25.2	21.5	n.a.	n.a.	n.a.	8.2	7.4	6.3	n.a.	n.a.	n.a.	26%	20%	19%
300494 CH EQUITY	盛大网络	CNY	18.2	663.7	41.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12%	n.a.	n.a.
线下娱乐					34.0	25.2	21.5	n.a.	n.a.	n.a.	12.0	7.4	6.3	n.a.	n.a.	n.a.	19%	20%	19%
300467 CH EQUITY	迅游科技	CNY	46.6	1,178.7	100.2	67.3	47.9	n.a.	n.a.	n.a.	37.5	31.7	24.2	n.a.	n.a.	n.a.	18%	12%	16%
游戏加速器					100.2	67.3	47.9	n.a.	n.a.	n.a.	37.5	31.7	24.2	n.a.	n.a.	n.a.	18%	12%	16%
YY US Equity	欢聚时代	USD	100.7	6,349.9	25.4	16.1	13.1	4.8	3.2	2.3	5.1	3.7	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	35%	36%	31%
直播平台					25.4	16.1	13.1	4.8	3.2	2.3	5.1	3.7	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	35%	36%	31%
772 HK EQUITY	阅文集团	HKD	89.0	10,324.2	n.a.	163.1	71.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18.2	12.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5%	8%
IP潜在来源方					n.a.	163.1	71.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18.2	12.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5%	8%

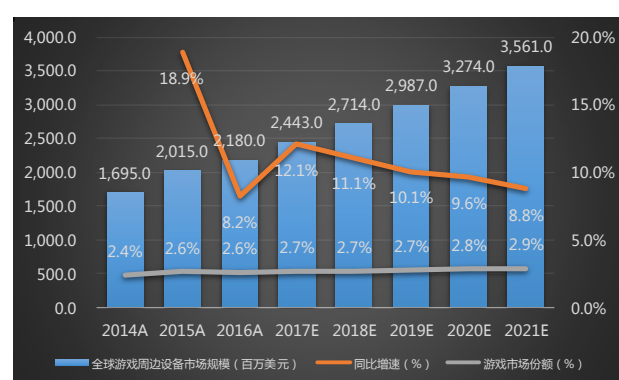
资料来源：Bloomberg（2017年12月3日），天风证券研究所

图 18: 英伟达游戏业务收入 (FY1Q16-FY3Q18)



资料来源: Nvidia, 天风证券研究所

图 19: 全球游戏周边设备行业规模 (2014A-2021E)



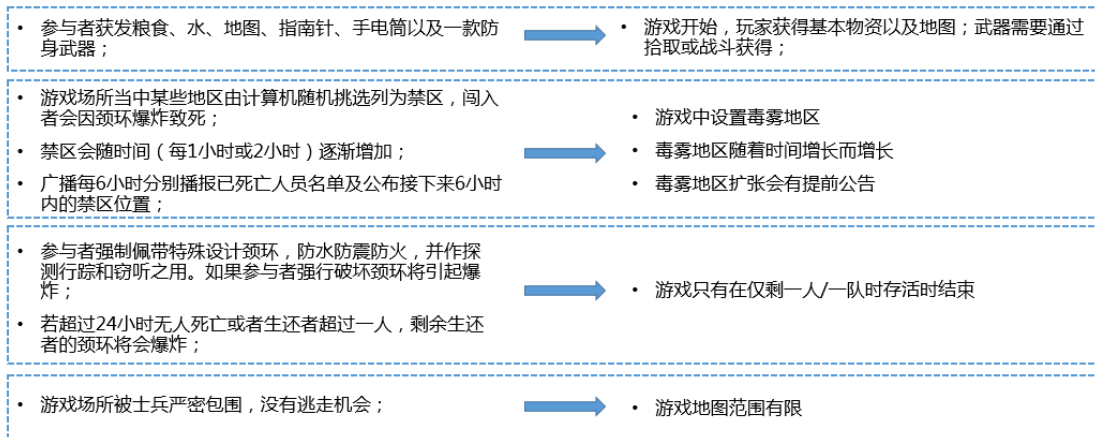
资料来源: Newzoo, 天风证券研究所

注: 游戏市场份额为周边设备市场规模除以游戏市场规模 (不含硬件) 得到

1.4. 现象背后有什么样的启示?

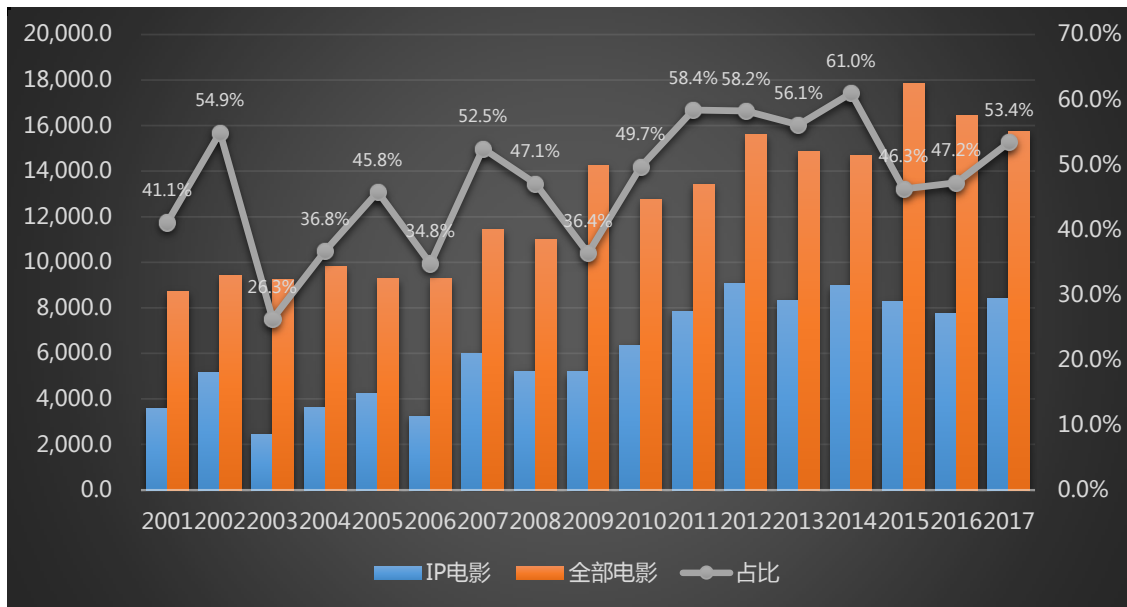
我们在回溯《绝地求生：大逃杀》游戏的成功过程中，一直在思考 IP 对于泛娱乐产业的意义，以及在不同内容载体之间的互动：1) 小说为游戏化提供了较为完善的蓝本；2) 电影的话题度与高票房培育了观众对“生存游戏”的认知；3) 游戏的参与化和沉浸式体验带来了全新热潮。在电影产业，具有 IP 源头的电影通常占整体票房的近一半。

图 20：《大逃杀》与生存类游戏相似点



资料来源：天风证券研究所

图 21：2001 年-2017 年 11 月全球电影票房前 25 名及 IP 电影占比



资料来源：Box Office Mojo (2017 年 11 月)，天风证券研究所

图 22：2014 年电影全球票房前 25 名及 IP 来源

排序	电影	全球票房 (mn USD)
1	变形金刚4：绝地重生	1,104.1
2	霍比特人：五军之战	956.0
3	银河护卫队	773.3
4	沉睡魔咒	758.5
5	饥饿游戏：嘲笑鸟（上）	755.4
6	X战警：逆转未来	747.9
7	美国队长2：冬日战士	714.3
8	猩球崛起：黎明之战	710.6
9	超凡蜘蛛侠2	709.0
10	星际穿越	675.1
11	超能陆战队	657.8
12	驯龙高手2	621.5
13	美国狙击手	547.4
14	哥斯拉	529.1
15	里约大冒险2	500.1
16	忍者神龟	493.3
17	乐高大电影	469.2
18	超体	463.4
19	马达加斯加的企业	373.0
20	明日边缘	370.5
21	消失的爱人	369.3
22	博物馆奇妙夜3	363.2
23	诺亚方舟	362.6
24	移动迷宫	348.3
25	300勇士：帝国崛起	337.6
票房总收入		14,710.5
其中：IP电影		8,973.7
占比		61.0%

资料来源：Box Office Mojo，天风证券研究所

注：橙色底色代表改编自动漫，黄色底色代表改编自小说

图 23：2015 年电影全球票房前 25 名及 IP 来源

排名	作品	全球票房(mn USD)
1	星球大战：原力觉醒	2,068.2
2	侏罗纪世界	1,671.7
3	速度与激情7	1,516.0
4	复仇者联盟：奥创纪元	1,405.4
5	小黄人	1,159.4
6	007：幽灵党	880.7
7	头脑特工队	857.6
8	碟中谍5：神秘国度	682.7
9	饥饿游戏：嘲笑鸟（下）	653.4
10	火星救援	630.2
11	五十度灰	571.0
12	灰姑娘	543.5
13	荒野猎人	533.0
14	蚁人	519.3
15	末日崩塌	474.0
16	精灵旅社2	473.2
17	终结者：创世纪	440.6
18	王牌特工：皇家学院	414.4
19	疯狂外星人	386.0
20	疯狂的麦克斯4	378.4
21	恐龙当家	332.2
22	飓风营救3	326.5
23	海绵宝宝	325.2
24	移动迷宫2	312.3
25	分歧者	297.3
票房总收入		17,852.2
其中：IP电影		8,262.7
占比		46.3%

资料来源：Box Office Mojo，天风证券研究所

注：橙色底色代表改编自动漫，黄色底色代表改编自小说

在我们对 IP 的理解中，任何一种内容形态（包括小说、动漫、电影、电视剧及游戏等）都有可能成为 IP 的源头，核心在于内容是否引起人心的共鸣。因此不少畅销游戏，在获取人心的基础上，又能回溯至电影、电视剧乃至小说和动漫进行二次创作，实现对核心玩家的附加价值开发。

图 24：游戏 IP 改编其他内容

IP名称	游戏最高销量 (百万)	游戏总销量 (百万)	改编电影	改编电视剧	改编小说	改编动漫
刺客信条	6.5	85.5	●		●	●
战地	7.4	60.6		○	●	
暗黑破坏神					●	●
毁灭战士	3.6	14.4	●		●	
龙腾世纪	2.6	13.1		●	●	
光环	12.1	67.9		●	●	●
杀手	3.0	12.6	●	○	●	
生化危机	5.8	64.0	●		●	●
星际争霸					●	
魔兽争霸			●		●	
最终幻想	9.7	119.8	●	●	●	●

资料来源：VGChartz，天风证券研究所

注：空心圆代表正在筹备中

图 25：游戏 IP 改编电影表现

IP名称	总票房 (百万美元)	总估计观影人次 (百万)	最高观影人次 (百万)	游戏总销量 (百万套)	游戏最高销量 (百万套)	电影影响力
生化危机	1,233.2	201.1	49.8	64.0	5.8	3.1
古墓丽影	434.9	54.1	34.5	41.2	5.2	1.3
魔兽世界	433.7	63.0	63.0	10.1		6.2
愤怒的小鸟	349.8	40.4	40.4	80.0		0.5
波斯王子	336.4	37.7	37.7	13.2	2.2	2.9
刺客信条	240.7	27.8	27.8	85.5	6.5	0.3
极品飞车	203.3	25.8	25.8	101.9	7.2	0.3
杀手	182.3	28.2	15.6	12.6	3.0	2.2
沉默之丘	149.9	17.3	11.3	8.9	1.6	2.0
马克思·佩恩	85.4	12.4	12.4	10.5	3.3	1.2
最终幻想	85.4	15.1	15.0	119.8	9.7	0.1
毁灭战士	56.0	7.1	7.1	14.4	3.6	0.5
死亡之屋	13.8	2.4	2.4	3.5	1.5	0.7
地牢围攻	13.1	1.5	1.5	1.1	0.4	1.3
街头霸王	12.8	1.7	1.7	34.3	6.3	0.0
鬼屋魔影	10.4	1.3	1.3	1.4	0.5	1.0
瑞奇与叮当	8.8	1.3	1.3	22.3	3.8	0.1
生死格斗	7.5	1.3	1.3	5.5	1.8	0.2
合计	3,857.4	539.6	350.1	630.1	62.3	0.9

资料来源：Boxofficemojo，VGChartz，天风证券研究所

注：总估计观影人次来自于全球票房除以美国当年平均票价，存在一定误差

魔兽世界游戏总销量是 2016 年 10 月 MAU，愤怒的小鸟为 2017 年 7 月 MAU

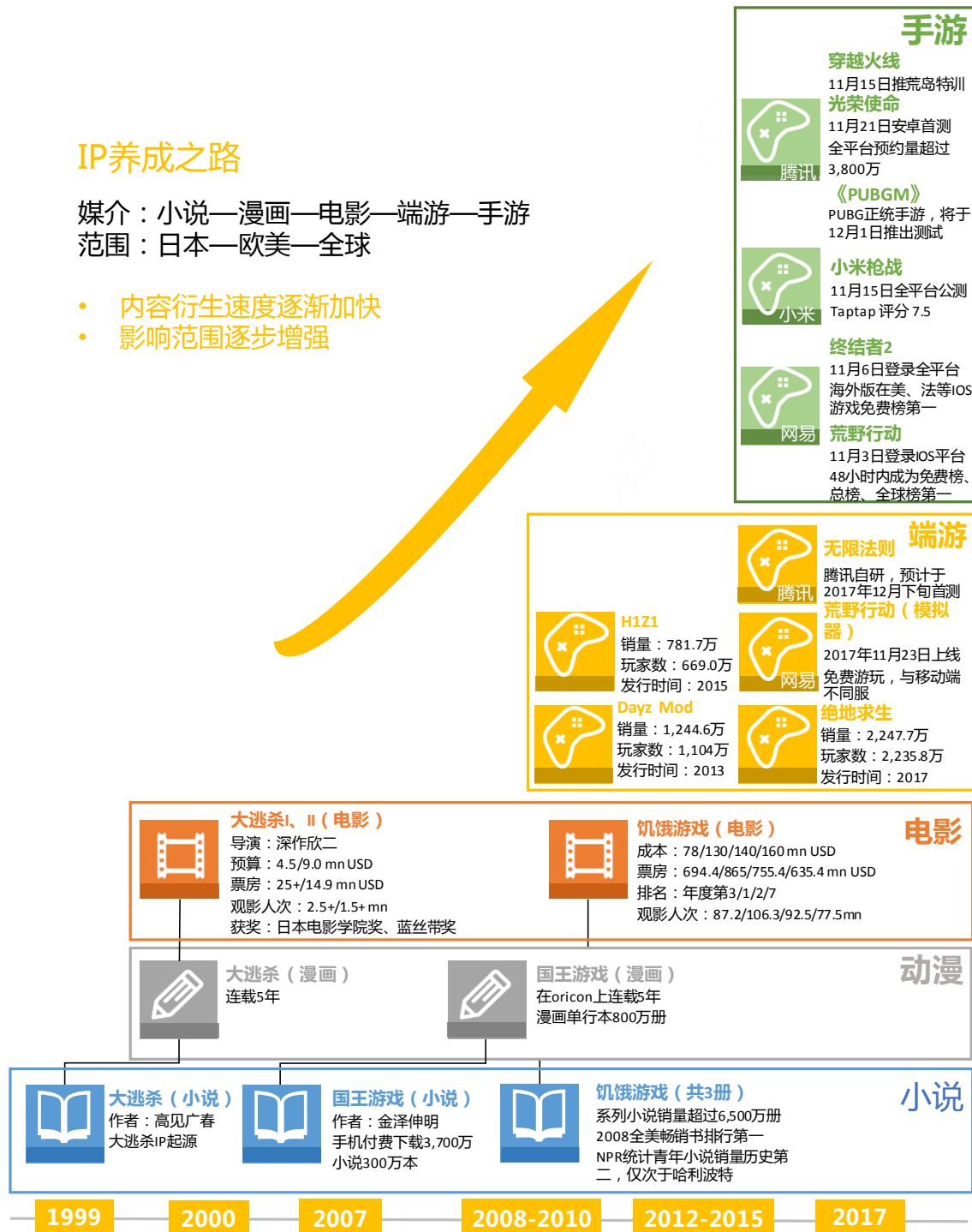
电影影响力是通过某 IP 系列电影总票房观影人次除以该 IP 游戏总销量得到，但由于游戏玩家存在较多重复购买，因此该数值会被低估

2. 《大逃杀》IP 题材的由来与养成

2.1. 《大逃杀》: 从小说、动漫到电影的 IP 养成之路

IP 养成之路：大逃杀概念源自日本小说，随着电影和漫画的相继上市，IP 的概念日本中造成较大影响；后续类似题材的好莱坞电影《饥饿游戏》系列更让 IP 从北美、欧洲迈向全球，为后续游戏题材的发酵和引爆创造了良好的基础。

图 26：IP 养成之路



资料来源：SteamSPY (2017年11月29日)，Box Office MOJO，天风证券研究所

2.1.1. IP 起源：一段坎坷的历史

《大逃杀》最早源自日本作家高见广春的原著小说，《Battle Royale/バトル・ロワイアル》，其书名取自美国世界职业摔角多人对战比赛模式，由不定数的选手参战，直到留下最后一名未被击倒的选手。小说从 1996 年开始创作，并于 1999 年参加角川书店所举办的恐怖小说比赛。由于题材过于惊悚以及对于道德标准的挑战，引发了评审们“**读了以后很不愉快**”的批判，因此没有给予这本小说首奖。随后，1999 年 4 月该书由太田出版社负责在日本出版。由于内容极具冲击力以及评审们的言论，书籍出版后立即成为大卖之作，单行本发行数量轻松突破 100 万部。

图 27：电影《大逃杀》取景地-日本端岛



资料来源：大公网，天风证券研究所

图 28：电影《大逃杀》海报



资料来源：豆瓣电影，天风证券研究所

2.1.2. 影像化推动 IP 成为日本国内现象级作品，在周边地区持续发酵

在小说出版一年后的 2000 年，经日本导演深作欣二以及日本漫画家田口雅之陆续改编成电影及漫画，借由大众娱乐的宣传，生存竞技类题材再次成为大家热议的焦点。《大逃杀》是由日本东映映画制作发行的 122 分钟恐怖影片，由深作欣二导演，深作健太编剧，北野武、藤原龙也、前田亚季等主演，于 2000 年 12 月 16 日在日本上映。因电影作品过于怪诞，使得该片剧组成员被要求致日本国会作证说明。这开启了演艺人员须到国会作证的先例，但是所引起的大幅新闻报导大大宣传了这个题材。根据日本电影制作联盟，2001 年票房收入超过 10 亿日元的本土电影共有 15 部，其中达到 30 亿元以上的仅有 6 部。《大逃杀》以 31.1 亿日元的票房排名第三，并且是其中唯一一部超过 30 亿票房的本土真人电影。估计观影人次达 250 万，占 2001 年度日本总票房 1.6%。

图 29：2001 年度日本本土电影票房前十及推测观影人次

排名	电影	票房收入 (亿日元)	票房 占比	观影人次 (万)
1	千与千寻	308	15.40%	2,510
2	口袋妖怪：雪拉比超越时空的遭遇	39	1.90%	320
3	大逃杀	31.1	1.60%	250
4	阴阳师	30.1	1.50%	250
5	哆啦A梦：大雄与翼之勇者	30	1.50%	240
6	海贼王：发条岛的冒险	30	1.50%	240
7	名侦探柯南：天国的阶梯	29	1.40%	240
8	冷静与热情之间	27	1.30%	220
9	萤火虫	23.3	1.20%	190
10	蜡笔小新：呼风唤雨！猛烈！大人帝国的反击	14.5	0.70%	120
本土电影总收入				781
日本电影总收入				2,002
人均票价（日元）				1,226

数据来源：日本电影制作者联盟、天风证券研究所

注：观影人次=票房收入/人均票价

同时，电影也获得了奖项上的认可，获得了包括日本电影学院奖最佳影片、最佳导演、最佳编剧、最佳男主角、最佳音乐、最佳新人等提名，并最终获得最佳剪辑奖。此外，该片还获得了蓝丝带奖作品奖以及新人奖。在旬报十佳电影的排名中，获得本土电影第五名。

电影作品所创造的话题效应继续在周边国家和续作发酵。影片后续在 22 个国家上映。续作《大逃杀 II》更横扫日本电影票房市场，上映当日即获得票房收入 280 万美元，创下了当时日本电影史上的票房首映纪录，最终排名本土电影年度票房第 9，真人电影第四。

图 30：2003 年度日本本土电影票房前十及推测观影人次

排名	电影	票房收入 (亿日元)	票房 占比	观影人次 (万)
1	跳跃大搜查线2：封锁彩虹桥	173.5	8.54%	1,385.8
2	口袋妖怪：7夜的许愿星	45	2.21%	359.4
3	名侦探柯南：迷宫的十字路口	32	1.57%	255.6
4	黄泉归来	30.7	1.51%	245.2
5	座头市	28.5	1.40%	227.6
6	哆啦A梦：大雄与风之使者	25.4	1.25%	202.9
7	海贼王：死亡尽头的冒险	20	0.98%	159.7
8	哥斯拉大战机械哥斯拉	19.1	0.94%	152.6
9	大逃杀2：镇魂歌	18.5	0.91%	147.8
10	黄金之法	17	0.84%	135.8
本土电影总收入（亿元）				671
日本电影总收入（亿元）				2,033
人均票价（日元）				1,252

数据来源：日本电影制作者联盟、天风证券研究所；

注：观影人次=票房收入/人均票价

2.1.3. IP 的重塑与再造，影响力经由欧美走向世界

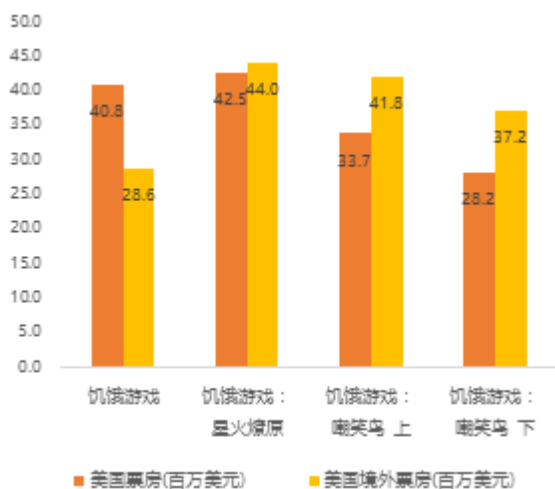
《大逃杀》成为暴力文学的经典著作，并且对后续的文学作品产生巨大影响，包括日本畅销小说《国王游戏》以及美国文学作品《饥饿游戏》，均以《大逃杀》中的游戏规定作为故事蓝本。

《国王游戏》于 2007 年在日本发表，原先是以手机小说的形式发布，订阅下载量达 3,700 万人次。该小说叙述某高中班上同学全员的收到了一封自称为“国王”之人所发送的短信，原本同班同学们认为这只是单纯的恶作剧而并没当回事，但殊不知他们要面对的是即将开始的死亡复仇游戏。该小说的展开延续了《大逃杀》中将平常人被迫置于残酷背景之下，被推动开始互相伤害的设定，受到了《大逃杀》粉丝的热衷。

《国王游戏》漫画单行本销量 800 多万，小说的销量 300 万本，手机小说 2007 年在 E★EVERYSTAR 网站上的订阅下载是 3,700 万人次（付费下载）。连续 4 个月蝉联日本 Yahoo! Maboge 手机综合榜第一名，盘踞日本纪伊国屋、丸善书店 TSUTAYA 等各大书店畅销书排行榜。2011 年，小说进一步改编为真人电影，并在 2017 年改编为动画。

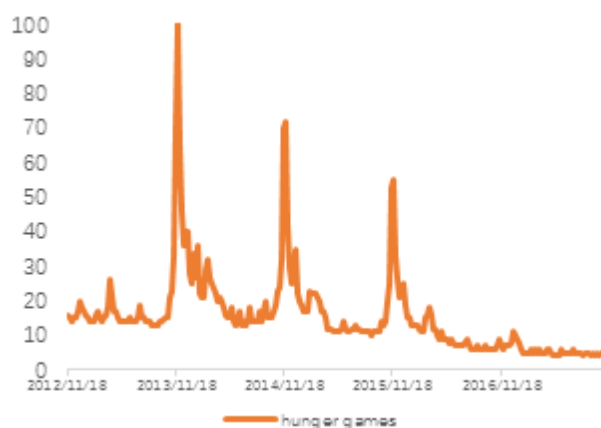
《饥饿游戏》讲述了北美洲在一场大战中被摧毁，人们建立了新的家园，但是新的家园也有新的政策，在管辖区下的 12 个区必须选出一男一女共 24 名选手参加“饥饿游戏”，在“饥饿游戏”中不仅要在游戏中与各种野兽对抗，而且必须要杀死其他选手，最后一名生存下来的可以获得巨额奖金。

图 31：饥饿游戏系列电影美国与其他地区票房及票房排名



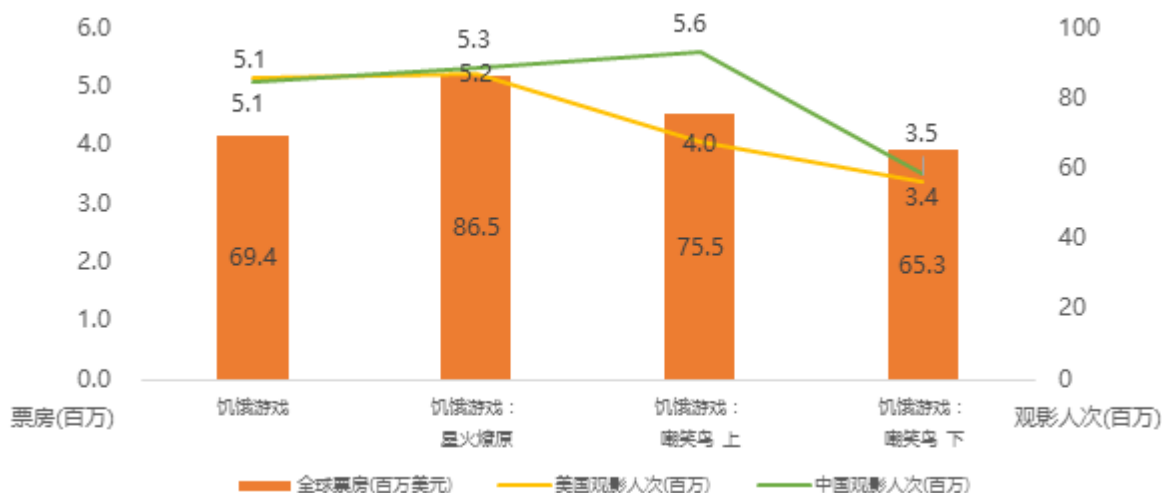
资料来源：Box Office Mojo，天风证券研究所

图 32：Hunger Games 在 Google Trends 表现 (2012-2017)



资料来源：Google，天风证券研究所

图 33：饥饿游戏系列电影全球票房与观影人数

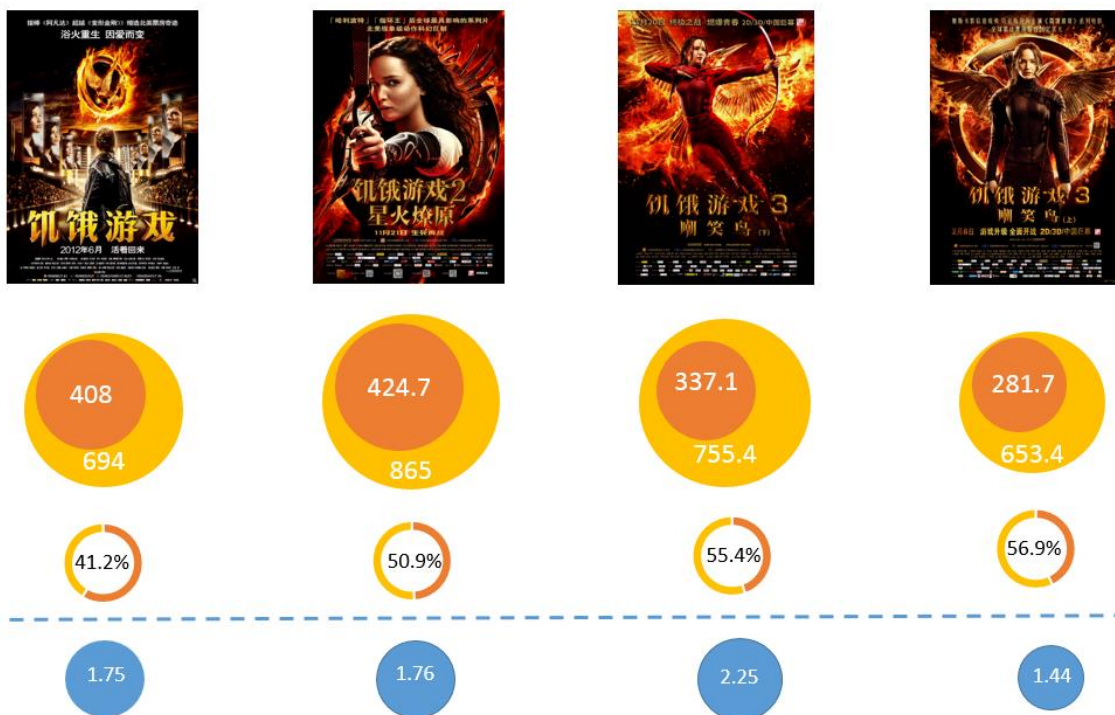


资料来源：Box Office Mojo，天风证券研究所

《饥饿游戏》系列小说上市之后受到市场的热烈追捧。根据 2012 年 8 月 NPR 关于青少年小说前 100 名的评选中，该系列排名第二，仅次于哈利波特系列。2012 年，亚马逊宣布饥饿游戏三部曲成为亚马逊网站上最畅销作品，超越了哈利波特系列所创下的记录。同时，小说被翻译为 51 种语言。

2012 年小说电影化后更是将这一热潮推至全球市场。四部电影中全球共收获近 30 亿美元票房，同时海外票房占比越来越高，大逃杀的 IP 也进入了更广泛的全球视野中。

图 34：饥饿游戏系列电影票房变化



资料来源：Box Office Mojo，艺恩数据，风证券研究所

值得关注的是,《饥饿游戏》的热映重新带动了人们对《大逃杀》的关注,体现了 IP 之间互相的联系性。根据维基百科数据,2012 年《饥饿游戏》电影版上映后,由于相互之间 IP 的紧密性,《大逃杀》电影版的销量也因此上升,一度居于北美亚马逊销售排行榜第一,并且上升到外国电影栏目的第一名。

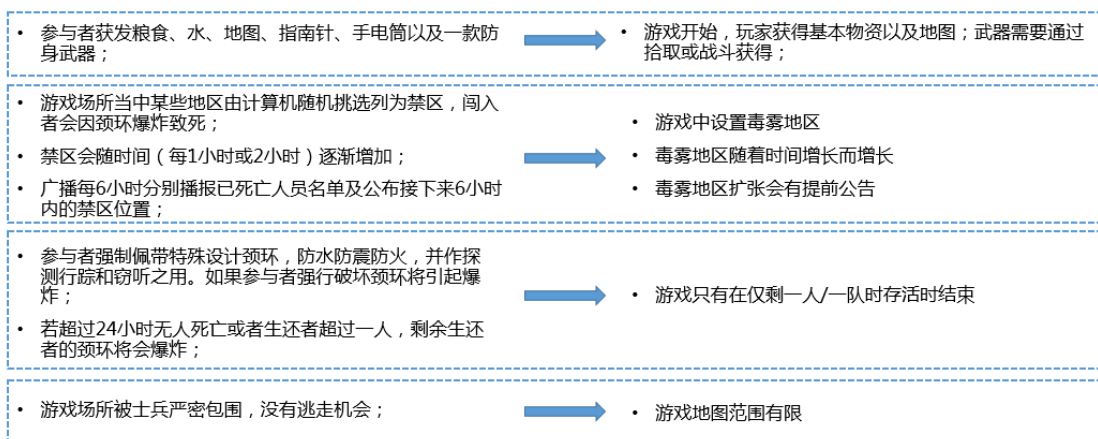
2.1.4. 游戏媒介之上, IP 重新起舞

从《大逃杀》小说问世以来,这一概念下逐步衍生出涵盖小说、漫画、电影的巨大市场,影响力辐射范围从日本经由好莱坞走向全球。2017 年,《绝地求生:大逃杀》的火热又将这一概念代入游戏平台。

回顾这一 IP 发育历程,我们认为大逃杀类游戏的热潮正是受益于这一 IP 的延续,具体理由包括如下:

1) 小说为游戏化提供了较为完善的蓝本:小说的剧情设定在诸多方面提供了生存竞技类游戏模式的设定雏形,在玩家初始设定、游戏核心玩法、地图设置以及胜利条件等方面都作出了最基本的规定,成为了游戏化的良好基础。

图 35 :《大逃杀》与生存类游戏相似点



资料来源:天风证券研究所

2) 电影的话题度与高票房培育了观众对“生存游戏”的认知

无论是日本电影《大逃杀》或是美国《饥饿游戏》都通过“电影”这一影响力巨大的大众娱乐媒介将“生存游戏”的概念扩散至更为广泛的群体,完成了 IP 之下不同媒介市场的用户基础培育。无论是日本电影上映时期遭遇的“国会说明”事件或是《饥饿游戏》在全球掀起的票房热潮都是其中重要的里程碑事件。

3) 游戏的参与化体验带来了全新热潮。

游戏的操控性为“生存竞技”IP 带来了全新体验,将热潮推上新的高度。大逃杀中危机四伏的紧张感一直是萦绕作品,吸引读者的重要因素。游戏化的表现方式让玩家能够设身处地感受这一紧张感,沉浸式的体验更大地发挥了大逃杀 IP 的魅力。

根据技术扩散曲线模型,某一类产品的早期销量取决于两大因素,首先是创新系数,即尚未使用该产品的人受到大众传媒或其他外部因素的影响,开始使用该产品的可能性;其次

是内部影响，即尚未使用该产品的人受到使用者的口碑影响，开始使用该产品的可能性。

因此，将这一模型运用到生存游戏在 2017 年的火爆情况中，可以认为正是**过往 IP 的积累提高了这一产品的创新系数，使得产品在早期就迎来一个爆炸式的增长。所以，当一个通过不同媒介完成培养用户基础的市场遇上一个具备良好游戏化素材的 IP，碰撞出 2017 年生存竞技类游戏的巨大火花便不足为奇了。**

2.2. 泛内容行业 IP 化发展历程及现状

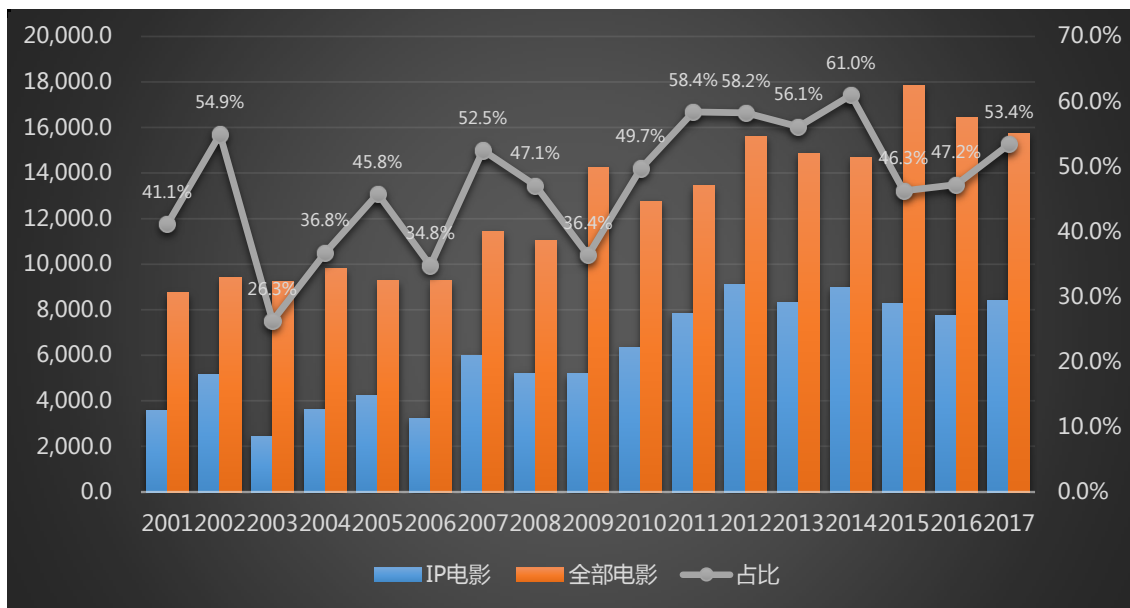
为了便于观察同一作品跨越媒介的影响力传播渠道，本报告中采用 IP 的狭义定义，即将一种媒介上的作品移植到另一媒介上，认为后者是前者的 IP 作品。这样的区分排除了续作以及翻拍作品等广义上的 IP 作品，但更为清晰地展现了 IP 跨媒介的传播力量。

以下本文将从电影、电视、动漫等平台为出发点，展现近年来狭义定义下的 IP 作品在市場中的表现，IP 的主要来源变迁以及国内外现状的对比分析。

2.2.1. 电影：具有 IP 源头的电影通常占整体票房的近一半

全球市场上 IP 电影占据半壁江山，具体表现受到头部作品影响。以全球市场排名前 25 的电影票房为例，IP 电影占全部电影票房的比例在 2011 年后基本稳定在 50%-60% 的区间，占到全球总票房的接近一半。

图 36：2001 年-2017 年 11 月全球电影票房前 25 名及 IP 电影占比



资料来源：Box office Mojo（2017 年 11 月），天风证券研究所

作为内容行业，头部作品的表现决定当年 IP 作品占比的具体表现。以 2015 年为例，尽管存在着侏罗纪世界、复仇者联盟 2、饥饿游戏等跨越媒介的 IP 电影领头羊，但受制于星球大战、速度与激情 7 等经典续作的影响，导致整体 IP 市场占比减少。与之相反，2014 年 IP 电影的总票房与 2015 年基本保持相等，但由于非 IP 电影表现低迷，导致 IP 电影占比达到近年来的最高点 61.0%。

图 37：2014 年电影全球票房前 25 名及 IP 来源

排序	电影	全球票房 (mn USD)
1	变形金刚4：绝地重生	1,104.1
2	霍比特人：五军之战	956.0
3	银河护卫队	773.3
4	沉睡魔咒	758.5
5	饥饿游戏：嘲笑鸟（上）	755.4
6	X战警：逆转未来	747.9
7	美国队长2：冬日战士	714.3
8	猩球崛起：黎明之战	710.6
9	超凡蜘蛛侠2	709.0
10	星际穿越	675.1
11	超能陆战队	657.8
12	驯龙高手2	621.5
13	美国狙击手	547.4
14	哥斯拉	529.1
15	里约大冒险2	500.1
16	忍者神龟	493.3
17	乐高大电影	469.2
18	超体	463.4
19	马达加斯加的企业	373.0
20	明日边缘	370.5
21	消失的爱人	369.3
22	博物馆奇妙夜3	363.2
23	诺亚方舟	362.6
24	移动迷宫	348.3
25	300勇士：帝国崛起	337.6
票房总收入		14,710.5
其中：IP电影		8,973.7
占比		61.0%

资料来源：Box Office Mojo，天风证券研究所

注：橙色底色代表改编自动漫，黄色底色代表改编自小说

图 38：2015 年电影全球票房前 25 名及 IP 来源

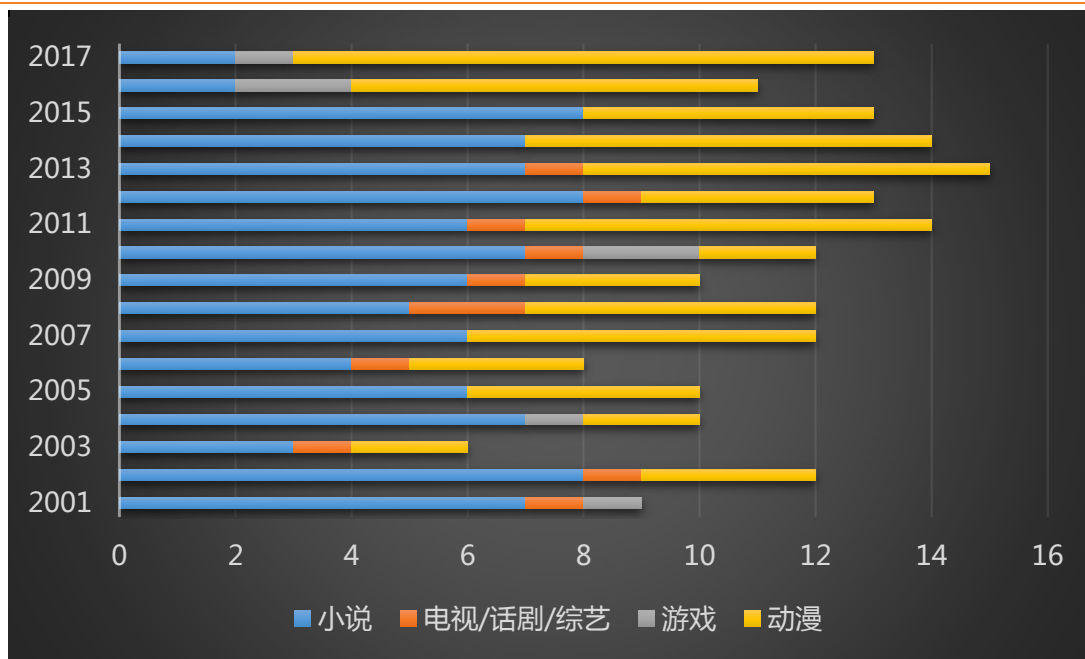
排名	作品	全球票房(mn USD)
1	星球大战：原力觉醒	2,068.2
2	侏罗纪世界	1,671.7
3	速度与激情7	1,516.0
4	复仇者联盟：奥创纪元	1,405.4
5	小黄人	1,159.4
6	007：幽灵党	880.7
7	头脑特工队	857.6
8	碟中谍5：神秘国度	682.7
9	饥饿游戏：嘲笑鸟（下）	653.4
10	火星救援	630.2
11	五十度灰	571.0
12	灰姑娘	543.5
13	荒野猎人	533.0
14	蚁人	519.3
15	末日崩塌	474.0
16	精灵旅社2	473.2
17	终结者：创世纪	440.6
18	王牌特工：皇家学院	414.4
19	疯狂外星人	386.0
20	疯狂的麦克斯4	378.4
21	恐龙当家	332.2
22	飓风营救3	326.5
23	海绵宝宝	325.2
24	移动迷宫2	312.3
25	分歧者	297.3
票房总收入		17,852.2
其中：IP电影		8,262.7
占比		46.3%

资料来源：Box Office Mojo，天风证券研究所

注：橙色底色代表改编自动漫，黄色底色代表改编自小说

IP 电影来源以小说和动漫为主。下图展现了 2001 年到 2017 年 IP 电影部数以及改编来源分布。总体 IP 改编数量稳步增加。此外，在原有的传统领域“小说”之外，以美漫为主要题材的动漫领域也成为了国际电影市场 IP 来源的主要因素。

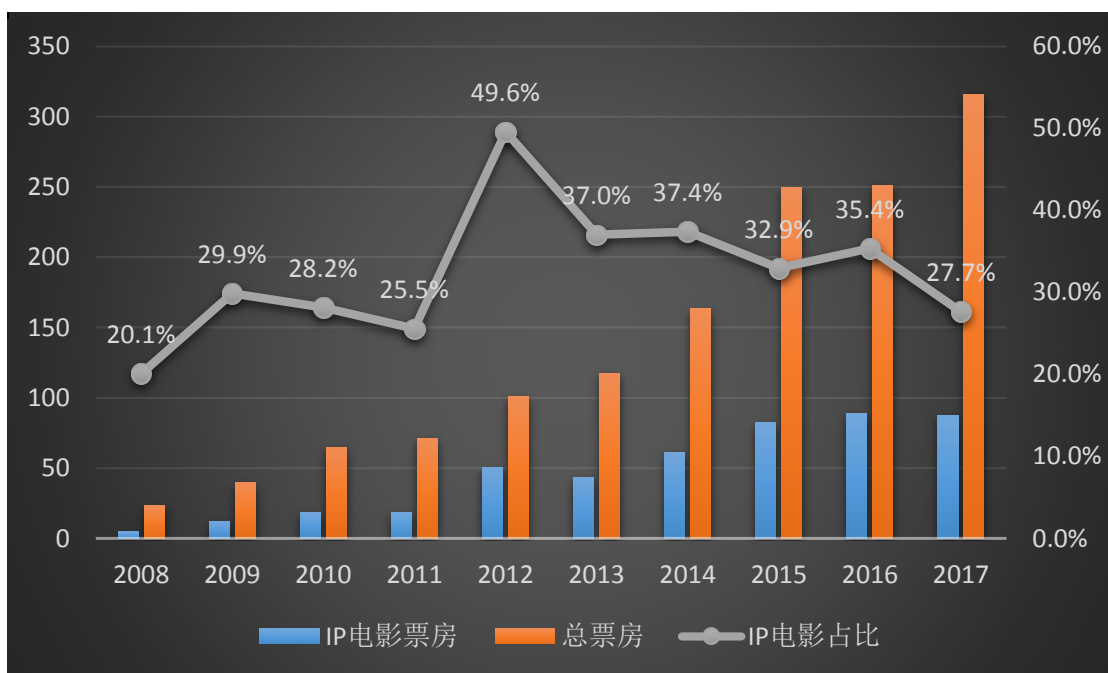
图 39 : 2001 年-2017 年 11 月全球电影票房前 25 名中 IP 电影来源



资料来源：Box office Mojo (2017 年 11 月)，天风证券研究所

伴随着中国电影市场的增长，IP 电影票房也随之增长，票房占比从 2008 年的 20.1% 逐步提升至近年来 30% 左右的水平。2014 年的极端高值则来自于本土小说电影化以及“复仇者联盟”带热的整体美漫 IP 市场。

图 40 : 2001 年-2017 年 11 月中国电影票房前 25 名中 IP 电影来源



资料来源：艺恩数据 (2017 年 11 月)，天风证券研究所

图 41：2014 年中国电影票房前 25 名及 IP 电影来源

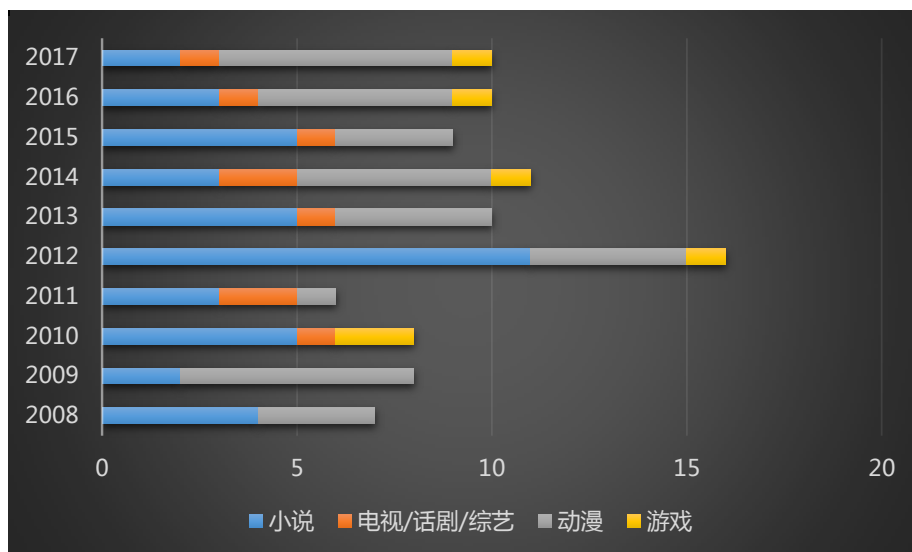
排序	影片名	总票房（亿元）	平均票价	场均人次
1	人再囧途之泰囧	10.03	32	57
2	泰坦尼克号3D	9.46	45	54
3	画皮2	7.02	41	37
4	碟中谍4	6.72	35	43
5	少年派的奇幻漂流	5.73	39	38
6	复仇者联盟	5.66	42	33
7	十二生肖	5.35	41	50
8	黑衣人3	5.03	41	29
9	冰川时代4：大陆漂移	4.47	38	28
10	地心历险记2：神秘岛	3.87	42	31
11	一九四二	3.70	37	31
12	蝙蝠侠：黑暗骑士崛起	3.39	37	29
13	敢死队2	3.32	33	26
14	超凡蜘蛛侠	3.11	41	26
15	超级战舰	3.10	34	31
16	异星战场	2.60	40	25
17	寒战	2.53	32	21
18	听风者	2.32	35	26
19	普罗米修斯	2.23	40	23
20	谍影重重4	2.13	33	22
21	马达加斯加3	2.09	39	24
22	四大名捕	1.92	33	23
23	大侦探福尔摩斯2	1.88	33	37
24	饥饿游戏	1.74	34	26
25	大魔术师	1.74	34	33
电影票房		101.15	37.2	32.1
IP电影		50.15	37.2	28.9
占比		49.6%		

资料来源：艺恩数据（2017年11月），天风证券研究所

注：橙色底色代表改编自动漫，黄色底色代表改编自小说，绿色底色代表改编自游戏

IP 来源上，中国市场与国际市场相似，主要来源为小说和动漫。值得关注的是，中国本土出现了“综艺”IP 以及“话剧”IP 的概念，前者的代表为 2014 年的依据大热综艺节目“爸爸去哪儿”拍摄的同名电影（排名当年票房第 9），以及 2015 年、2017 年根据开心麻花舞台剧改变的《夏洛特烦恼》（排名当年票房第 6）、《羞羞的铁拳》（截止至 11 月 25 日，排名当年第 4）。

图 42：2008 年-2017 年 11 月中国电影票房前 25 名中 IP 电影来源



资料来源：Box office Mojo (2017 年 11 月)，天风证券研究所

图 43：2014 年中国票房前 25 名及 IP 来源

排序	排名：影片名	总票房 (亿元)
1	变形金刚4：绝迹重生	19.78
2	心花路放	11.69
3	西游记之大闹天宫	10.45
4	星际穿越	7.55
5	X战警：逆转未来	7.23
6	美国队长2：冬日战士	7.19
7	猩球崛起2：黎明之战	7.09
8	爸爸去哪儿	6.96
9	分手大师	6.65
10	后会无期	6.29
11	银河护卫队	5.96
12	超凡蜘蛛侠2	5.86
13	匆匆那年	5.82
14	澳门风云	5.25
15	小时代3：刺金时代	5.22
16	一步之遥	4.92
17	哥斯拉	4.81
18	霍比特人2：史矛革之战	4.63
19	同桌的你	4.56
20	智取威虎山	4.55
21	敢死队3	4.53
22	京城81号	4.12
23	极品飞车	4.12
24	明日边缘	4.06
25	北京爱情故事	4.06
总票房		163.3
IP电影		61.1
占比		37.4%

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

注：橙色底色代表改编自动漫，黄色底色代表改编自小说，绿色底色代表改编自游戏，蓝色底色代表改编自其他游戏

图 44：2015 年中国票房前 25 名及 IP 来源

排名	影片名	总票房 (亿元)
1	捉妖记	24.40
2	速度与激情7	24.27
3	港囧	16.14
4	复仇者联盟2：奥创纪元	14.64
5	夏洛特烦恼	14.42
6	侏罗纪世界	14.21
7	寻龙诀	13.74
8	煎饼侠	11.60
9	澳门风云2	9.75
10	西游记之大圣归来	9.56
11	碟中谍5：神秘国度	8.70
12	霍比特人3：五军之战	7.67
13	天将雄师	7.44
14	终结者：创世纪	7.25
15	狼图腾	7.00
16	九层妖塔	6.83
17	蚁人	6.72
18	末日崩塌	6.30
19	恶棍天使	5.97
20	火星救援	5.87
21	杀破狼2	5.60
22	战狼	5.44
23	007：幽灵党	5.42
24	哆啦A梦：伴我同行	5.30
25	超能陆战队	5.26
总票房		249.50
IP电影票房		82.18
占比		32.9%

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

注：橙色底色代表改编自动漫，黄色底色代表改编自小说，绿色底色代表改编自游戏，蓝色底色代表改编自其他游戏

综合考虑全球市场，IP 以电影媒介进行传播将触达数倍以上人群。无论是全球最为畅销的小说，如哈利波特、魔戒、饥饿游戏等，或是相对受众较小的悬疑小说，如消失的爱人(Gone Girl)，都在电影化后实现了数倍的受众人群的增长。其中相对小众的作品将更容易爆发出近十倍的增长。

图 45：全球市场 IP 作品转化倍数

IP种类	原IP销量(百万)	观影人次(百万)	转化倍数
小说			
奇幻类：哈利波特	500	975	2.0
奇幻类：魔戒	150	365	2.4
小说类：消失的爱人	3	46.16	15.4
青春类：饥饿游戏	36.5	371	10.2
青春类：暮光之城	120	418	3.5
动漫			
美漫类：蝙蝠侠	0.1	110	1100.0
游戏			
魔兽	5.5	54	9.8

资料来源：Box office Mojo (2017 年 11 月)，维基百科、公司财报(暴雪动视)、comichorn，天风证券研究所

原 IP 销量取自系列小说销量、最新一期漫画销量以及游戏在线人数；观影人次取系列票房除以全区平均 8 美元票价，其中系列电影取总票房，“蝙蝠侠”取最新一部《超人大战蝙蝠侠》观影人次。

中国市场上，电影化 IP 的转化倍数在不同种类的 IP 上表现差异明显。以盗墓笔记为例，该系列小说整体销量接近 2,000 万册，将其票房对应转化为观影人次为 2,868 万人，考虑到存在粉丝多次观影的情况下，该 IP 转化倍数相对较低。与之相比，先前相对小众的严肃文学(如《我不是潘金莲》)以及话剧舞台剧(如《夏洛特烦恼》)都通过电影这一大众媒介获得了较大的转化倍数。

图 46：中国市场 IP 作品转化倍数

IP种类	原IP销量(百万)	观影人次(万)	转化倍数
小说			
严肃文学：我不是潘金莲	50	1382	27.6
网络文学：盗墓笔记	2000	2868	1.4
舞台剧			
夏洛特烦恼	20	4117	205.9

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

注：原 IP 销量摘自网络新闻，其中《我不是潘金莲》为首印册数，《夏洛特烦恼》目前已上映超过 500 场，按每场 400 人(上座率 40%)计算而得原 IP 观众基数为 20 万人；观影人次为票房除以平均 35 元票房计算而得。

对比分析中美 IP 电影市场近年来的状况，存在如下 3 点特色：

首先，全球票房冠军常年由 IP 电影把持，中国票房冠军则更多来自原创电影。纵览最近 17 年的全球电影市场，除了 2009 年的阿凡达和 2013 年的冰雪奇缘以外，其余 15 年的票房冠军均来自广义上的 IP 电影(包括先前狭义定义下的 IP 电影以及续作电影)。

具体内容来源上则大致可以分为四类，

第一类来源畅销奇幻冒险小说，包括《哈利波特》及《指环王》系列；

第二类为迪士尼旗下经典续作及真人改编，包括《史瑞克 2》、《玩具总动员 3》、《加勒比海盗》以及 2017 年目前为止的票房冠军童话改编真人电影《美女与野兽》等；

第三类则为漫威旗下的超级英雄漫画，包括《复仇者联盟》、《美国队长 3》等；

第四类则为美国传统大片，《变形金刚》和《星球大战》。

与之相比，中国的票房冠军自 2012 年以后则均来自于原创剧本（除了 2013 年的《变形金刚》），并且 2015 年、2016 年、2017 年票房冠军《捉妖记》、《美人鱼》、《战狼 2》均以接近翻倍的神奇速度刷新着中国票房纪录。与世界市场相比，中国市场情绪更容易被原创作品点燃，可能的原因来自于一方面中国文化市场发展起步较晚，IP 的影响力并未深扎，另一方面中国市场的消费潜力巨大，一旦被引爆，对票房的影响力远超其他因素。

其次，中国本土 IP 的影响力开始逐步加强。以 2017 年的中国电影票房市场与全球电影市场相比，可以看到整体境外 IP 表现并不突出，基本基于第 17 位及以后，将其与国际市场上的相比更是不尽如人意。与之相反，本土泛 IP 概念的电影作品在票房上的表现则更为优异，包括续作电影《战狼 2》成为 2017 年乃至中国历史票房第一以及年度第三位改编自舞台剧的《羞羞的铁拳》等。

图 47：2017 年全球电影票房前 25

排名	电影	全球票房 (mn USD)
1	美女与野兽	1,263.5
2	速度与激情8	1,235.8
3	神偷奶爸3	1,032.1
4	蜘蛛侠：英雄归来	880.1
5	战狼2	870.3
6	银河护卫队2	863.6
7	神奇女侠	821.8
8	加勒比海盗5：死无对证	794.8
9	雷神3：诸神黄昏	759.3
10	It	688.0
11	金刚狼3：殊死一战	616.8
12	变形金刚5：最后的骑士	605.4
13	金刚：骷髅岛	566.7
14	敦刻尔克	525.0
15	宝贝老板	498.9
16	猩球崛起3：终极之战	490.6
17	新木乃伊	409.1
18	皇家特工：黄金圈	394.0
19	汽车总动员3	383.2
20	五十度灰	381.0
21	你的名字	355.3
22	极限特工：终极回归	346.1
23	长城	334.6
24	正义联盟	332.3
25	生化危机：终章	312.2

资料来源：Box Office Mojo，天风证券研究所

注：橙色底色代表改编自动漫，黄色底色代表改编自小说，绿色底色代表改编自游戏，蓝色底色代表改编自其他游戏

图 48：2017 年中国电影票房前 25

排序	排名：影片名	总票房 (亿元)
1	战狼2	56.79
2	速度与激情8	26.71
3	羞羞的铁拳	21.98
4	功夫瑜伽	17.53
5	西游伏妖篇	16.56
6	变形金刚5：最后的骑士	15.51
7	摔跤吧！爸爸	12.99
8	加勒比海盗5：死无对证	11.80
9	金刚：骷髅岛	11.61
10	极限特工：终极回归	11.27
11	生化危机：终章	11.12
12	乘风破浪	10.49
13	神偷奶爸3	10.38
14	蜘蛛侠：英雄归来	7.74
15	大闹天竺	7.58
16	猩球崛起3：终极之战	7.40
17	金刚狼3：殊死一战	7.32
18	雷神3：诸神黄昏	7.32
19	悟空传	6.97
20	银河护卫队2	6.86
21	新木乃伊	6.26
22	神奇女侠	6.10
23	一条狗的使命	6.08
24	美女与野兽	5.92
25	追龙	5.75

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

注：橙色底色代表改编自动漫，黄色底色代表改编自小说，绿色底色代表改编自游戏，蓝色底色代表改编自其他游戏

与国际相比，近年来中国 IP 来源更显丰富化。近年来国际市场上 IP 来源主要为小说及动漫。中国市场上，话剧、电视剧、综艺改编都占据了自己的一席之地。随着整个泛内容行业的快速发展，预计未来中国的 IP 电影市场将更为丰富多彩。

图 49：中国市场新型 IP 来源

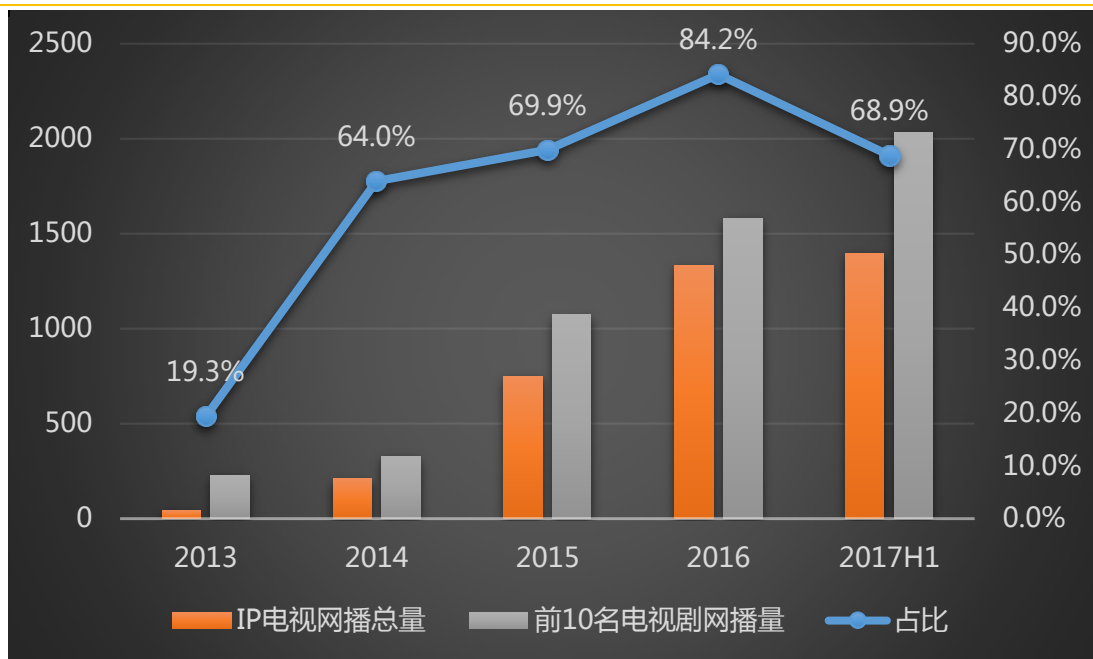


资料来源：艺恩网、天风证券研究所

2.2.2. 电视：IP 电视剧正在崛起

纵览 2013 年到 2017 年上半年以来的中国电视剧市场，可以看到 IP 电视剧的潜力。从前 10 名的网络播放量数据来看，以 2014 年的《古剑奇谭》、《红高粱》、《最美的时光》、《杉杉来了》等剧集为爆发点，2014 年以后，中国市场 IP 电视剧的播放量就占到市场前十的 64% 以上。在 2016 年，前 10 部电视剧中甚至只有 2 部来自非小说改编。

图 50：2013-2017 年上半年中国电视剧市场（网络播放量）



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

网络文学开启电视剧市场的 IP 化时代。近 5 年来的电视剧市场中尤为突出的是网络文学的电视剧化。近 5 年来 27 部 IP 作品中有 20 部来自于网络文学。这些作品往往以大制作以及当红明星作为最大吸引力，成为当今网络播放市场上的主流。另外，严肃文学作为传统来源也保持了一定的生命力，保持每年 1 部左右的出产频率。游戏方面，近年来缺乏现象级作品，《古剑奇谭》后市场上没有非常突出的表现。

图 51：2013-2017 年上半年中国电视剧市场 IP 剧来源分布



资料来源：艺恩网、天风证券研究所

随着 IP 化深入，IP 电视剧的网播授权费也开始水涨船高。就目前公开信息而言，同一题材同一作者的两部剧集，《甄嬛传》、《如懿传》的每集费用相差达到 30 倍之多。

图 52：近年来 IP 电视剧网播收费

	电视剧	万元/集
2012 年	甄嬛传	30
2017 年	择天记	1,200
2017 年	如懿传	900
2017 年	琅琊榜 2	800

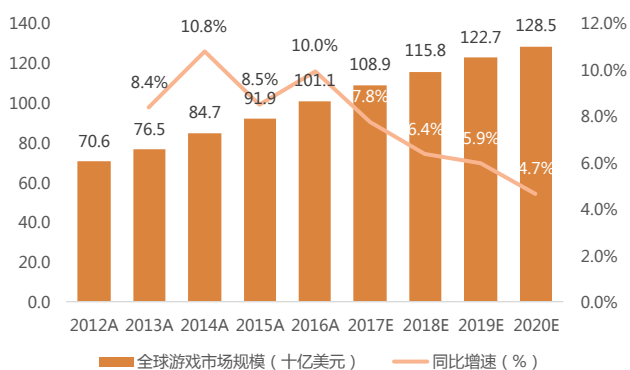
资料来源：搜狐新闻，天风证券研究所

3. 《PUBG》脱胎于小说、电影，正逐步成为现象级游戏作品

3.1. 全球端游行业步入存量博弈阶段，非头部端游竞争激烈

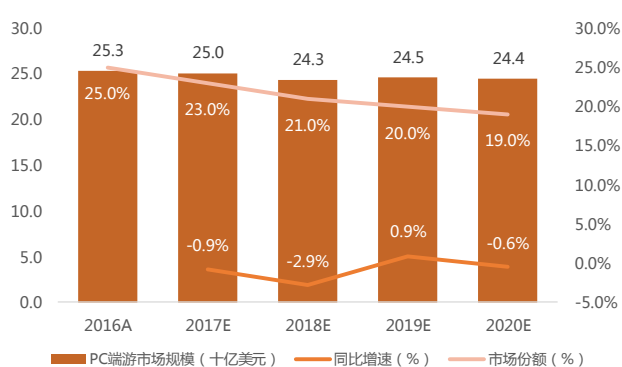
全球游戏行业天花板渐至，PC 端游市场步入存量博弈阶段。根据数据调研公司 Newzoo 发布的报告，全球游戏行业规模在 2017 年有望达到 1,089 亿美元，同比增长 7.8%，CAGR12-17 为 7.5%，增速逐渐跌落至个位数，预计在 2020 年整个行业规模达到 1,284.6 亿美元。PC 端游市场 2016 年规模达到 253 亿美元，预计在 2020 年维持在 244 亿美元，市场份额跌至 19%。

图 53：全球游戏行业规模（2012A-2020E）



资料来源：Newzoo（2017 年 6 月），天风证券研究所

图 54：PC 终端游戏市场规模（2016A-2020E）



资料来源：Newzoo（2017 年 6 月），天风证券研究所

游戏用户渗透率接近饱和，未来收入增量来自于互联网渗透率与 ARPU 提升。全球各地区游戏用户渗透率在 51.8%-63.5% 区间（游戏用户占互联网用户），基本达到饱和，人口红利驱动的行业高增长基本结束，未来更多依赖互联网渗透率与 ARPU 的缓慢提升。

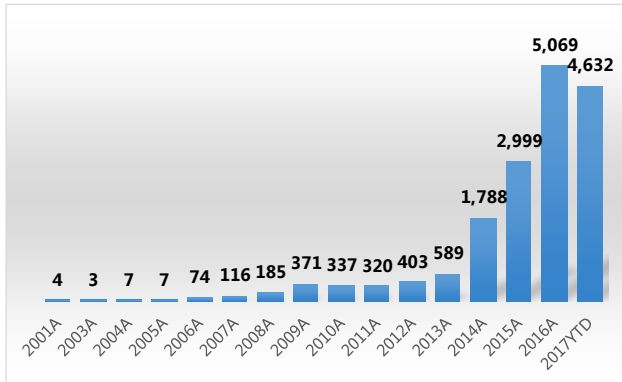
图 55：2017 年全球主要区域游戏行业一览

	亚太	北美	西欧	拉丁美洲	中东	东欧
游戏行业规模 (十亿美元)	51.2	27.0	18.8	4.4	4.0	3.4
游戏行业规模同比增长 (%)	9.2%	4.0%	4.8%	13.9%	25.0%	8.8%
行业份额 (%)	47.1%	24.8%	17.3%	4.1%	3.6%	3.2%
人口 (百万)	4,043.1	363.1	405.5	646.1	1,663.0	352.6
互联网人口 (百万)	1,804.7	294.6	353.6	397.0	585.2	260.2
游戏用户 (百万)	1,145.1	180.5	187.8	205.7	336.3	155.1
游戏用户 ARPU (美元)	44.7	149.6	100.1	21.4	11.9	21.9
游戏用户渗透率 (%)	63.5%	61.3%	53.1%	51.8%	57.5%	59.6%
互联网渗透率 (%)	44.6%	81.1%	87.2%	61.4%	35.2%	73.8%

资料来源：Newzoo（2017 年 6 月），天风证券研究所

头部游戏收入趋缓，非头部 PC 端游竞争进入白热化。根据 Superdata，2017 上半年畅销游戏 Top3 为《英雄联盟》、《地下城与勇士》和《穿越火线》，三款游戏在 2016 年收入分别为 18.6 亿美元、12 亿美元、12 亿美元，分别同比增长 13.9%、14.1%、8.1%（PC 端游行业同比减少 1.6%）。头部游戏的增长意味着非头部游戏份额下降，但 Steam 平台的游戏逐年增加，2015 年 2,999 款，2016 年 5,069 款，更多的非头部游戏在更少的游戏份额中存量竞争。

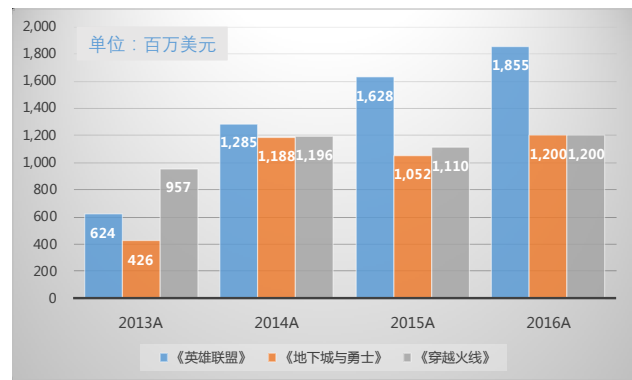
图 56: Steam 平台发布游戏数量 (2001-2017YTD)



资料来源: SteamSpy (2017年9月14日), 天风证券研究所

注: 由于 Steam 平台市场份额约 70%, 因此在一定程度上代表 PC 游戏行业

图 57: 2017 上半年收入 端游历年收入 (2013A-2016A)



资料来源: Superdata, 天风证券研究所

注: 2014 年只披露 1-9 月数据, 2016 年只披露 1-11 月数据, 因此对这两年进行简单处理得到一年收入

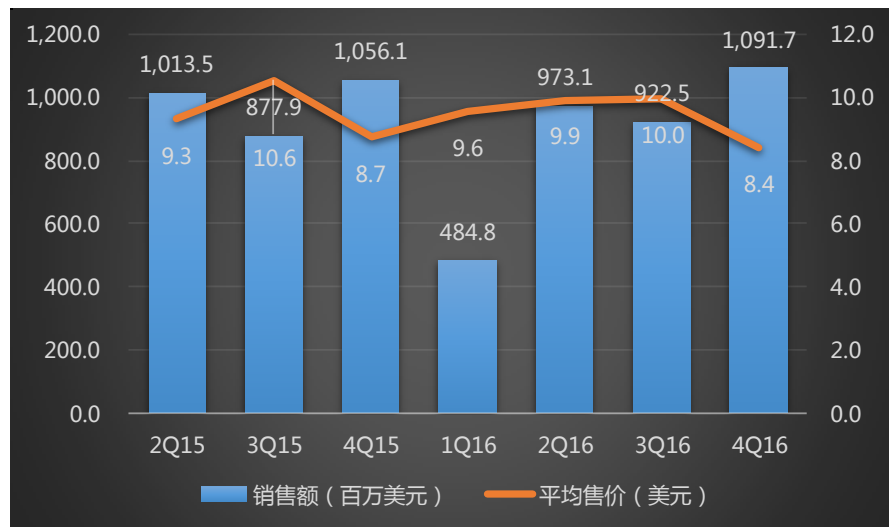
3.2. 高质量端游形成 IP 口碑，体现为 ARPU 与用户量的溢价

大型 MMO 游戏运营形成 IP 效应，高起点续作持续聚焦目标人群形成口碑，赋予 IP 更高溢价。

1. 大型 MMO 游戏 ARPU 值高于独立游戏。

截至 2017 年 11 月 28 日，Steam 平台活跃用户 2.76 亿，渗透率为 22.7%，平台 2016 年全年流水达 34.7 亿美元，市场份额为 13.6%，以 2.5 亿用户计算人均 ARPU 为 13.88 美元（端游行业平均 ARPU 为 21.7 美元），低于行业平均值，表明大型 MMO 游戏的 ARPU 值高于独立游戏。

图 58：Steam 平台流水（2Q15-4Q16）



资料来源：SteamSpy，天风证券研究所

2. 高品质游戏 IP 续作销量普遍优于其他非 IP 游戏。

从 Steam 平台 2017 年夏促销活动销量来看，销量排名 Top10 游戏中，IP 游戏续作有 6 款。游戏 IP 续作通过前期的积累（不同内容形式的用户积累有差异），对于用户的需求与偏好较为熟悉，从而可以聚焦 IP 核心用户以提高用户沉浸感，提高口碑，赋予 IP 游戏销量溢价。

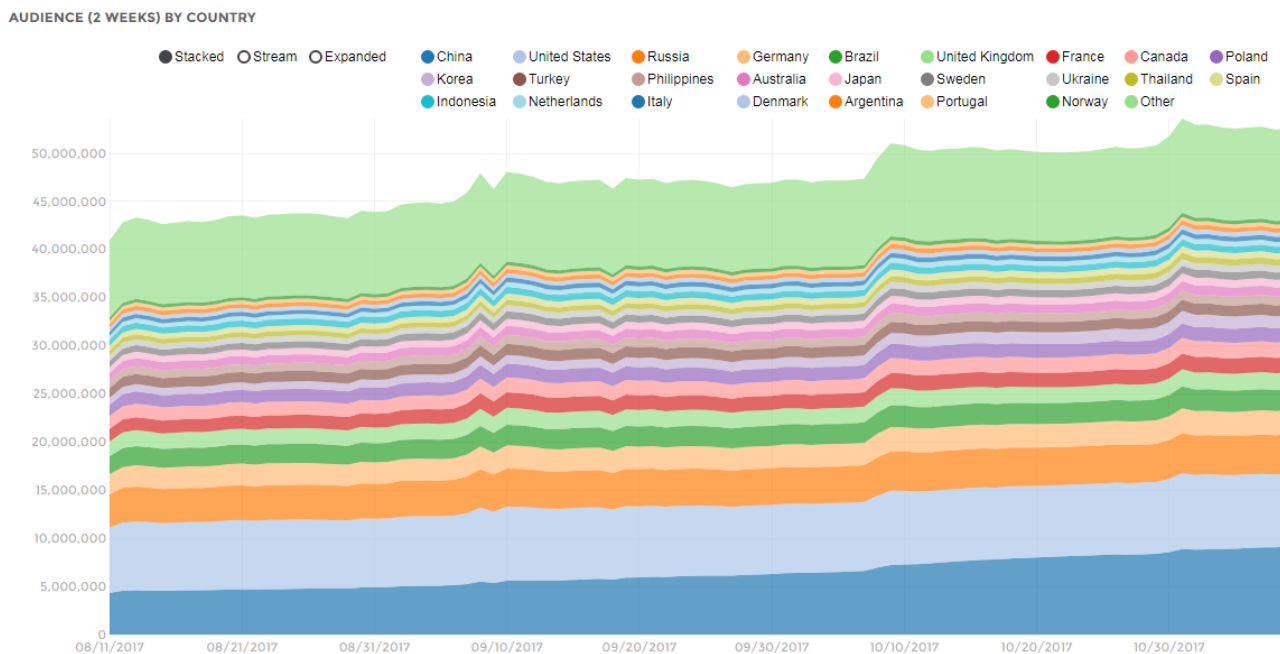
图 59：Steam 夏日促销畅销榜前十游戏

#	Game	Sales	备注
1	LIMBO	1,166,394	
2	Counter-Strike: Global Offensive	617,922	基于CS题材的二次精制
3	Garry's Mod	413,059	
4	Left 4 Dead 2	392,662	Left4Dead IP续作
5	Age of Empires II HD	362,165	基于帝国时代题材的二次精制
6	Dead by Daylight	302,874	
7	Portal 2	283,534	高口碑Portal游戏 IP续作
8	DOOM	243,816	毁灭战士 平台移植
9	Rocket League	241,414	
10	Sid Meier's Civilization V	235,773	文明系列 IP续作

资料来源：SteamSpy，天风证券研究所

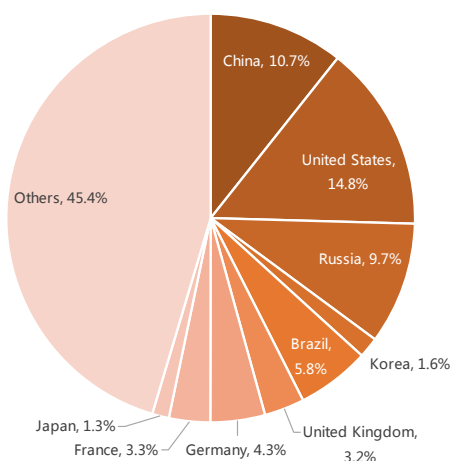
口碑对于玩家的吸引力明显,《PUBG》在中国口碑传播下,Steam 平台用户结构发生变化。Steam 平台用户以美国 (14.8%)、中国 (10.7%) 和俄罗斯 (9.7%) 为主,三者合计占比达 35.1%; 活跃用户三者合计占比达 39.6%。

图 60: Steam 平台活跃玩家规模



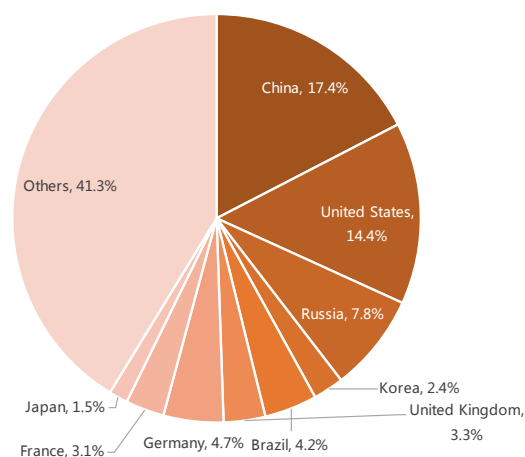
资料来源: SteamSpy (2017 年 11 月 8 日), 天风证券研究所

图 61: Steam 平台激活用户构成



资料来源: SteamSpy (2017 年 11 月 8 日), 天风证券研究所

图 62: Steam 平台过去两周活跃玩家构成



资料来源: SteamSpy (2017 年 11 月 8 日), 天风证券研究所

3.3. 全新高普适性游戏玩法、被压抑的体验需求与社交媒体催化，驱动《PUBG》在存量市场打开突破口

3.3.1. 《大逃杀》：游戏玩法始于 IP，不断迭代以面向全球

《大逃杀》由文学、电影作品转为游戏的主要推手为 Brendan Greene，一位业余游戏设计师。作为枪战类游戏爱好者，对于近乎枯燥的“蹲点”能力与装备、每 20 秒一轮回的传统 FPS 游戏感到沮丧，设计出一款强调战术与真实性、令玩家真正重视游戏生命的《大逃杀》类游戏。

大逃杀类型的特点在于一群人被限制在一个封闭区域，并进行相互竞争，最后一位幸存者成为最后的赢家，可以重获自由离开该区域。大逃杀类型的游戏每局游戏有 100 名玩家参与，玩家之间既可以组队也可以单独行动。他们被迫一无所有的降落在一个封闭的绝地岛上，通过捡起地上的物品武装自己，并且想方设法生存下来成为最后一个生还者。玩家要面对的不仅是每局比赛都会发生变化的降落点和每过一段时间就要缩小的活动范围，还有来自其他玩家无时无刻的威胁。

此类型玩法比起其他传统 FPS 游戏有多方面的改进与突破：

1. 武器需要从地面捡起，且武器性能较为平均，玩家无法通过更好的装备获得优势，保障游戏公平性；
2. 与传统 FPS 游戏相对固定的敌人位置不同，玩家需要面对来自未知方向的敌人，既丰富了游戏体验，同时减少“蹲点偷袭”现象；
3. 游戏枪械的伤害值调整为更少触发致命伤害的程度使得玩家有反击的机会，减少玩家被“爆头”致死时的沮丧感；
4. 游戏弹道更加真实，传统 FPS 瞄准点与弹道高度一致，忽略了空气阻力、重力、玩家移位速度等影响，基本满足“指哪打哪”，但《大逃杀》类游戏弹道更加真实，增加了射击难度，既提高了核心玩家练枪驱动的游戏粘性，也增加非核心玩家“战略性撤退”的机会；
5. 游戏考虑更多的外部环境因素，诸如天气变化、载具等，可以让玩家有针对性的制定策略，增加游戏可玩性；
6. 玩家之间可以互相救治，道具可以共享，增加了玩家之间的社交体验。

图 63：《饥饿游戏》孤岛电影画面



资料来源：电影截屏，天风证券研究所

图 64：《绝地求生：大逃杀》孤岛游戏界面



资料来源：游戏截屏，天风证券研究所

大逃杀 IP 转游戏最初源自《武装突袭 2》的自制模组《DayZ Mod》，演变为独立游戏《DayZ》，最终成型为《绝地求生：大逃杀》。《DayZ Mod》于 2012 年 5 月上线，同年九月玩家数超过 125 万，支持《DayZ Mod》的三款《武装行动》系列游戏共销售 1,244.6 万套，拥有玩

家 1,104 万；独立游戏《DayZ》于 2013 年 12 月上线，共销售 377.5 万套，拥有玩家 369.5 万；体验过 759.4 万套销量、654.9 万玩家的《H1Z1》之后，玩家最终在《绝地求生：大逃杀》爆发，截止 2017 年 11 月 9 日，《绝地求生：大逃杀》在全球范围内销售 1,997.9 万套，拥有玩家 1,987.2 万。

图 65：大逃杀类游戏部分一览

游戏名称	上线时间	发行商	Steam销量 (套)	Steam玩家 (个)	Steam售价 (美元)
《武装突袭2》	2009年6月29日	Bohemia Interactive	4,587,907	3,774,173	12.99
《武装突袭2：箭头行动》	2010年6月29日	Bohemia Interactive	4,308,886	3,762,624	19.99
《武装突袭3》	2013年9月12日	Bohemia Interactive	3,548,755	3,503,236	39.99
《Dayz》	2013年12月16日	Bohemia Interactive	3,774,805	3,695,013	27.99
《H1Z1：King of the Kill》	2016年2月17日	Daybreak Game Company	7,593,618	6,549,137	19.99
《绝地求生：大逃杀》	2017年3月23日	Bluehole, Inc.	19,979,326	19,872,152	29.99

资料来源：Steamspy (2017 年 11 月 9 日)，天风证券研究所

注：以 SteamSpy 的误差中间值为准，没有考虑上下误差范围

大逃杀玩法的更新迭代伴随着玩法的“减法”，摒弃其他非核心要素，突出玩家之间的“随机冲突”。《DayZ Mod》拥有较为丰富的功能，且道具多样化程度高，随着游戏的更新迭代，每次推出的新的游戏逐渐摒弃原有丰富功能，《绝地求生：大逃杀》最终将多数硬核功能移除，只保留随机冲突的游戏目的，并缩小每一局人数，在游戏可玩性和丰富性取得较好的平衡。

图 66：大逃杀类游戏功能一览

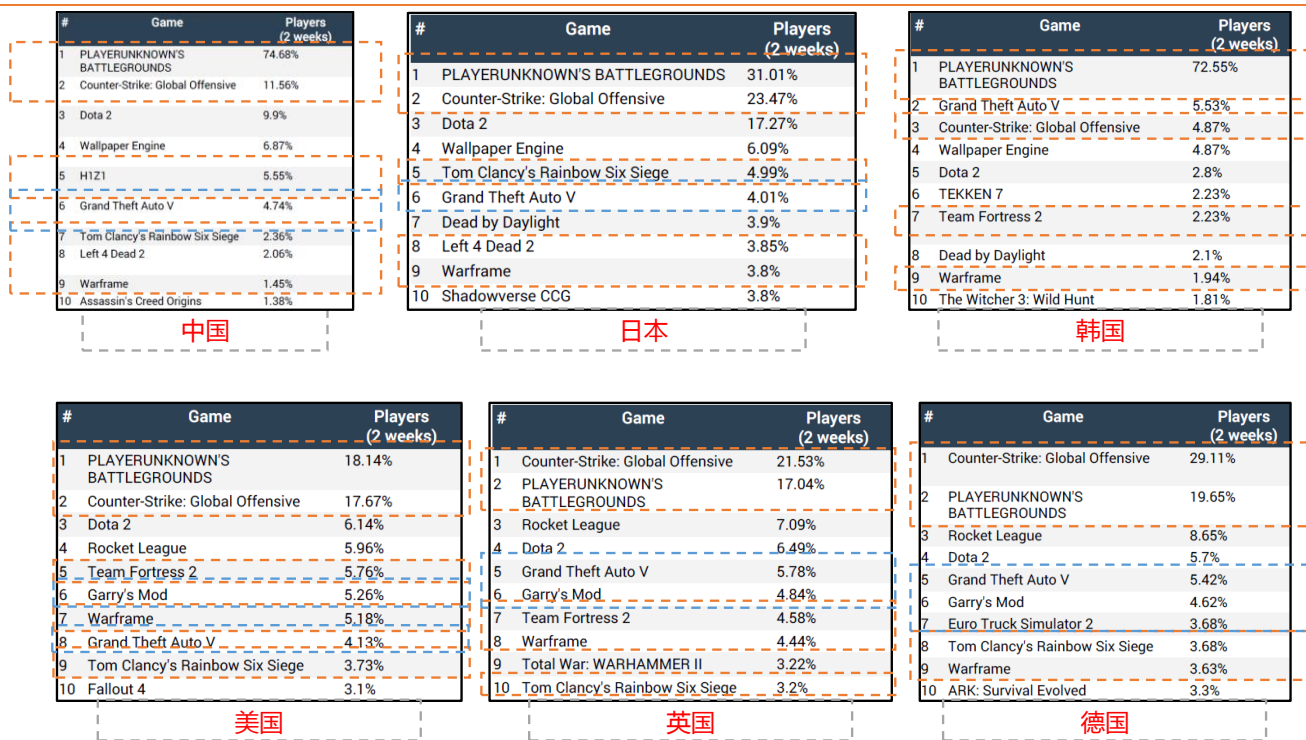
游戏特征	《DayZ Mod》	《DayZ》	《H1Z1：King of the Kill》	《绝地求生：大逃杀》
僵尸	●	○	○	X
动物	●	○	○	X
生命体征	●	●	○	X
环境差异	●	●	○	X
人性值	●	●	○	X
道具可制作	●	●	○	X
游戏目的	最大化生存时长，冲突非必要	最大化生存时长，冲突非必要	突出玩家之间的随机冲突	突出玩家之间的随机冲突
自由度	10	10	6	6
道具丰富程度	10	10	6	6
一局玩家数量	60	50	170	100

资料来源：Steam，天风证券研究所

注：实心圆圈代表主流功能，空心圆圈代表已经移除的功能，X 代表没有过该功能

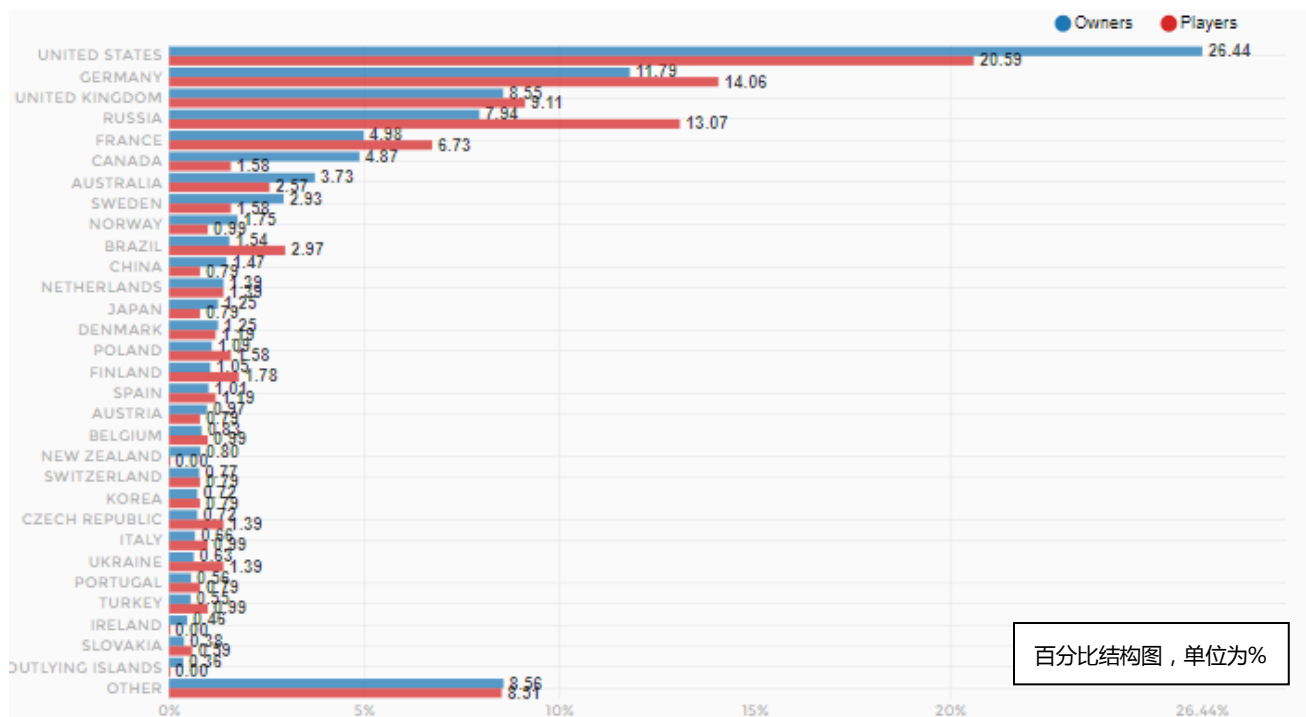
不断迭代简化的游戏玩法成为推向全球的基础。《绝地求生：大逃杀》将《大逃杀》类玩法法定为“随机冲突”公平射击游戏，该类游戏在全球皆受欢迎。从 Steam 畅销榜来看，西方玩家偏好射击、模拟、体育类游戏，而东方玩家偏爱射击类型、对模拟游戏兴趣较低。《DayZ》低东方玩家比例也能够侧面说明高复杂度模拟类玩法对东方玩家的吸引力不高。

图 67: 全球不同国家 Steam 排行版 游戏



资料来源: SteamSpy (2017 年 11 月 13 日), 天风证券研究所

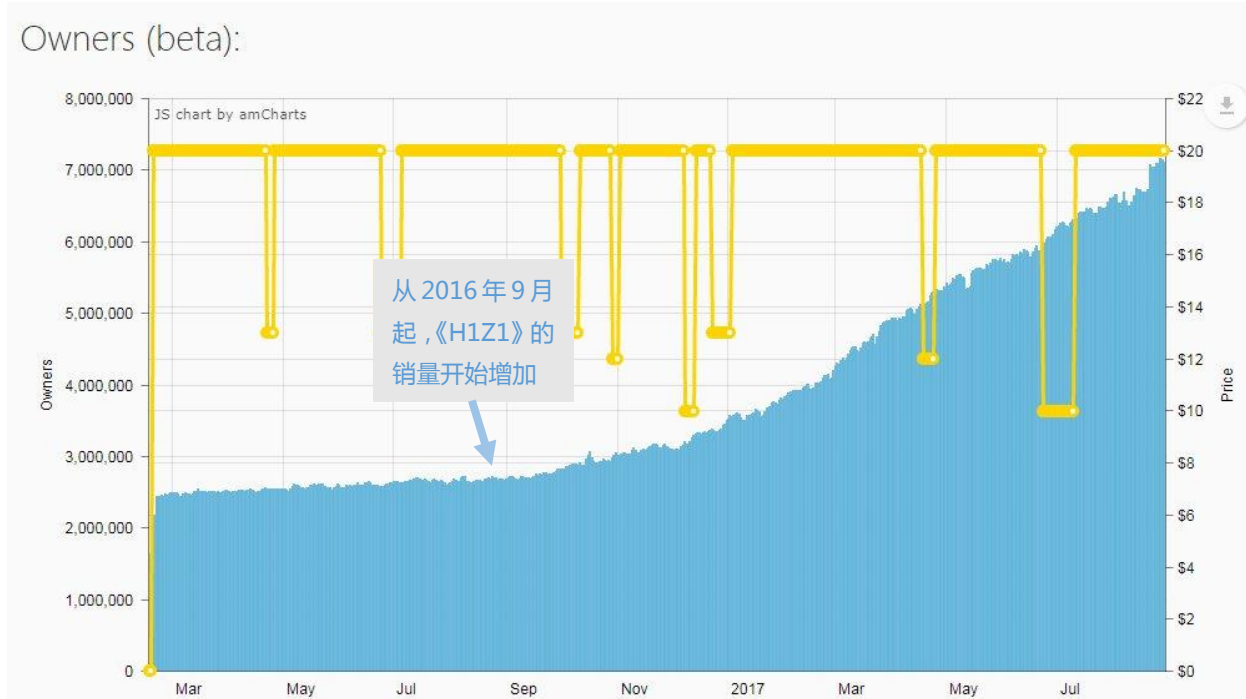
图 68: 《DayZ》玩家与销量结构



资料来源: SteamSpy (2017 年 11 月 13 日), 天风证券研究所

截至目前，大逃杀游戏人气增长经历了三个阶段，探索阶段（确定游戏最终玩法）、竞争阶段（优化游戏质量，相互竞争）和红利阶段（胜者获得流量）。具体阶段的划分，以《H1Z1》分化出两个版本的2016年9月份、2017年2月《H1Z1》开放中国区、2017年8月被《绝地求生：大逃杀》超越分别分为探索阶段、竞争阶段和红利阶段。

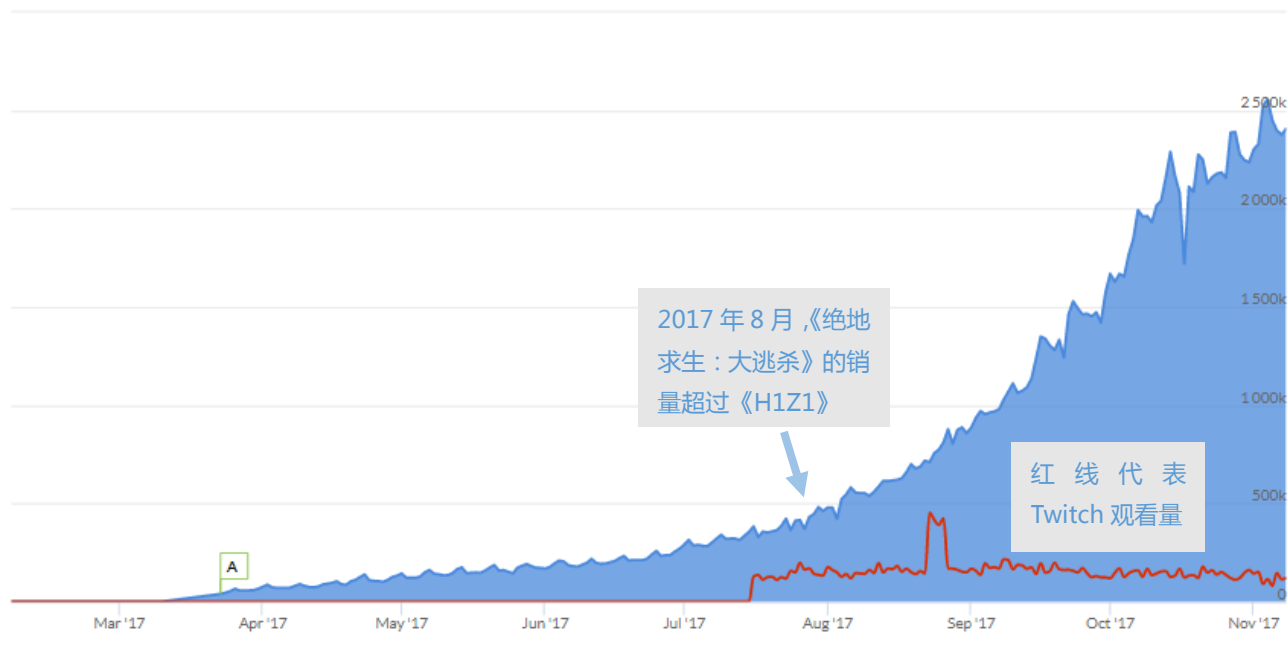
图 69：《H1Z1：King of the Kill》销量



资料来源：SteamSpy（2017年8月30日），天风证券研究所

注：黄线代表销售价格

图 70：《绝地求生：大逃杀》每日玩家数量



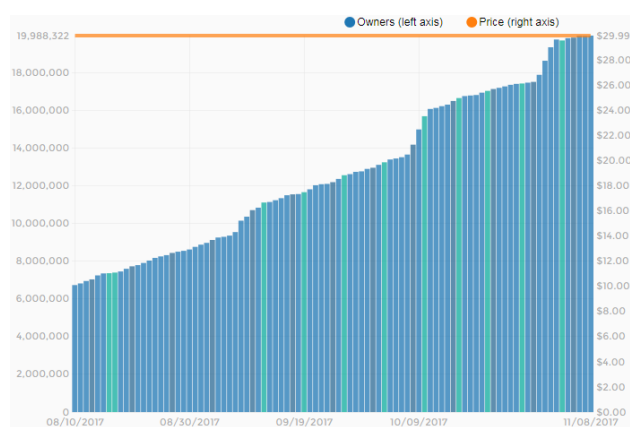
资料来源：SteamDB（2017年11月9日），天风证券研究所

探索阶段，大逃杀类游戏逐渐从模拟为主的高自由度游戏转向射击为主的随机冲突类游戏，从独立或组队对抗自然环境，延长生存时长转变为更加简单的人与人之间的对抗游戏。缩减玩法后，减少了游戏门槛并保留随机冲突的核心玩法令游戏销量有效增加，销量从 2016 年 9 月的 280 万左右，增加到 2017 年 2 月的 380 万左右，平均每月增加 20 万套销量。在该阶段，短视频成为推动人气上涨的重要因素之一。除了玩家对游戏内容的创新，海外主播在 Twitch 上高呼“China Number One”的短视频在各大短视频平台走红，成为在中国吸引流量较为重要的一环。

竞争阶段，《H1Z1》改变对中国区的 IP 封锁向中国玩家开放，同期由《H1Z1》制作人重新开发的《绝地求生：大逃杀》上线，两款游戏玩法几乎一致，《绝地求生：大逃杀》凭借更少的外挂、更稳定的服务器、更清晰的画质更真实的游戏模型取得优势。

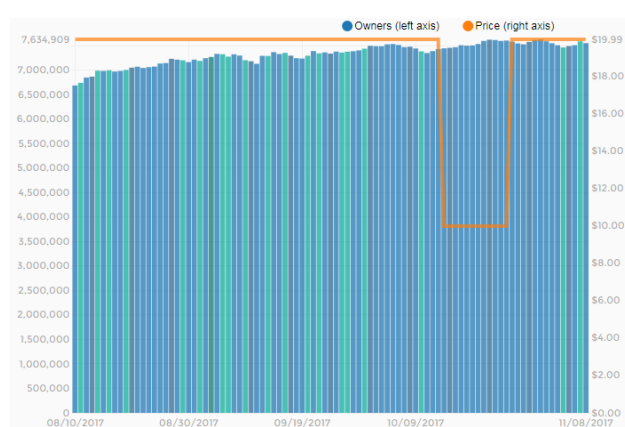
红利阶段，《绝地求生：大逃杀》获得口碑优势，病毒式营销驱动销量猛增，在三个月的时间里从 674.3 万套增加到 1998.8 万套，增幅达 196.4%（同期《H1Z1》只有 12.9%）。各大直播平台知名主播的自发直播《PUBG》成为吸引流量最为关键的一环。

图 71:《绝地求生：大逃杀》Steam 平台销量



资料来源：SteamSpy（2017 年 11 月 9 日），天风证券研究所

图 72:《H1Z1》Steam 平台销量



资料来源：SteamSpy（2017 年 11 月 9 日），天风证券研究所

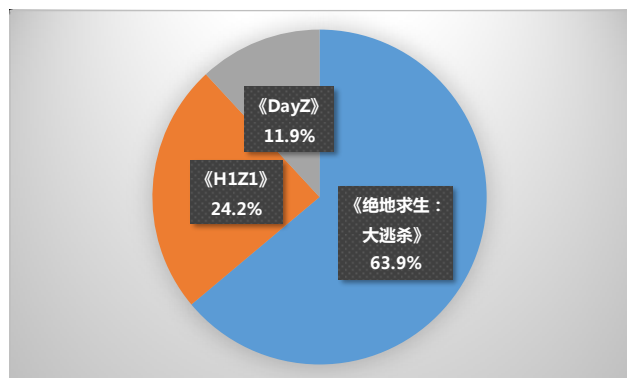
在游戏人气增长的不同阶段，短视频与直播起到较大的推波助澜的作用，但两者的作用阶段有一定差异。短视频由于时长较短无法将游戏玩法、特性完全表现出来，《H1Z1》“China Number One”短视频重点也在于主播的搞怪行为而非游戏本身，因此短视频对于游戏本身的广告作用有限，尽管传播范围广，但玩家转化比例低；直播拥有较长的用户时长，能够将游戏本身的特性展现出来，令玩家注意游戏本身，是一种高转化比例的传播方式。

3.3.2. 《大逃杀》端游格局，《PUBG》后来者居上

目前，《大逃杀》类游戏在 Steam 平台上共销售超 3,000 万套，《绝地求生：大逃杀》在该细分游戏类型中占据绝对优势，过去三个月新增销量中 93.5%来自《绝地求生：大逃杀》，活跃玩家中有 92.6%来自于该游戏，且玩家粘性最高。

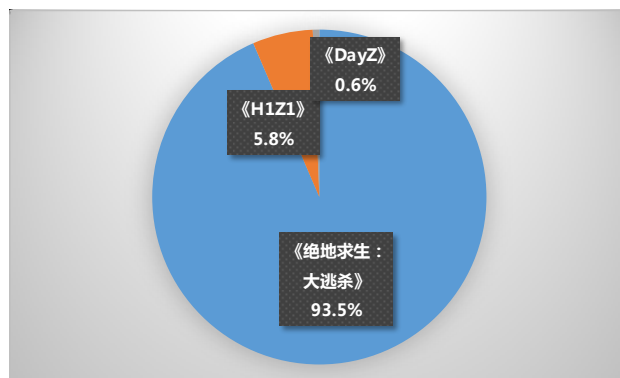
《DayZ》和《H1Z1》玩家中分别有 38.6%和 46.0%购买《绝地求生：大逃杀》，并构成 25%的玩家基础。

图 73：大逃杀类游戏累计销量结构



资料来源：SteamSpy（2017 年 11 月 10 日），天风证券研究所

图 74：大逃杀类游戏三个月新增销量结构（2017 年 8-11 月）



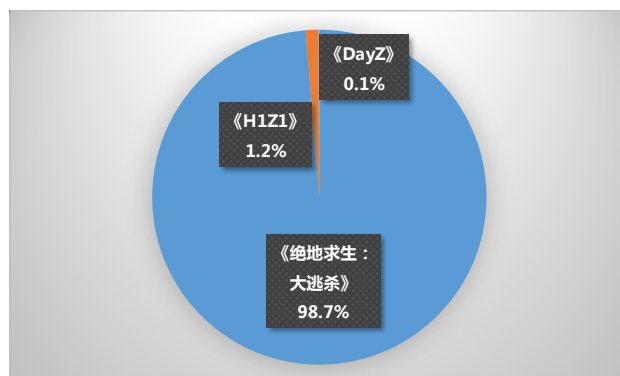
资料来源：SteamSpy（2017 年 11 月 10 日），天风证券研究所

图 75：大逃杀类游戏过去两周活跃用户数结构



资料来源：SteamSpy（2017 年 11 月 10 日），天风证券研究所

图 76：大逃杀类游戏同时在线人数结构（2017 年 11 月 9 日）

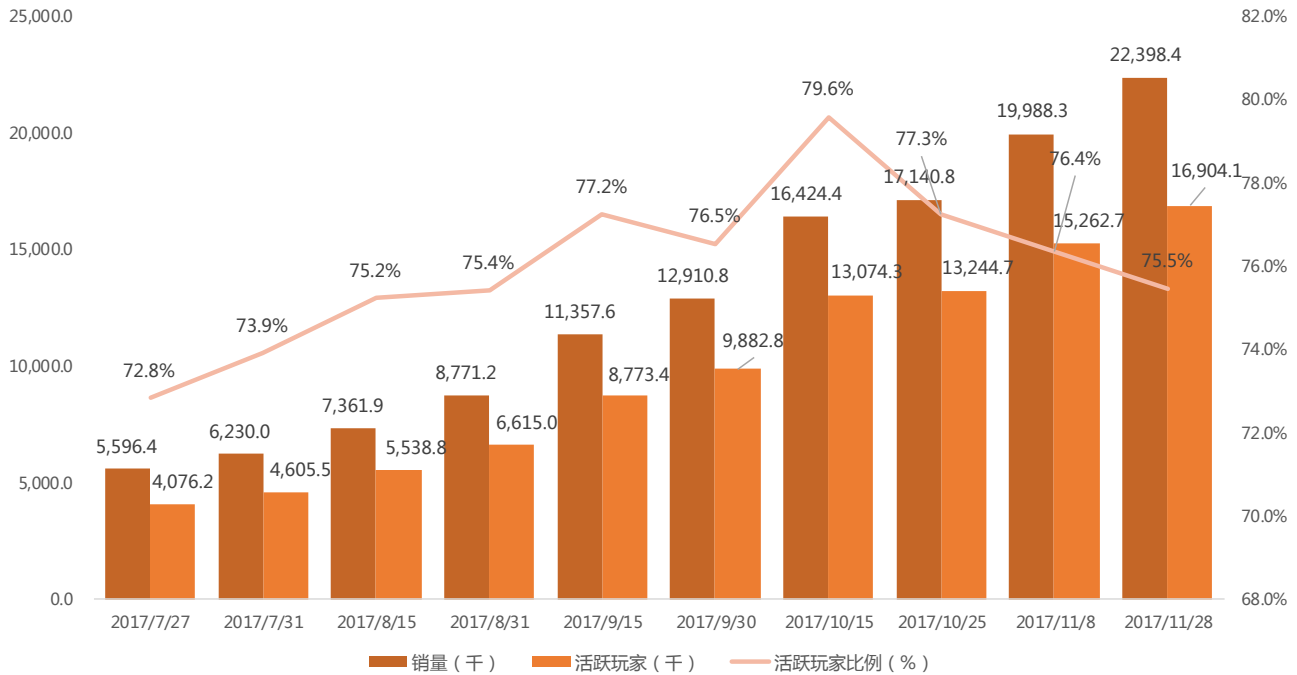


资料来源：SteamSpy（2017 年 11 月 10 日），天风证券研究所

3.3.3. 《PUBG》销量破 2,200 万，直播平台催化下的中国区玩家成为增量来源，但核心玩家红利已然见顶，高时长支配奠定游戏内变现基础

《绝地求生：大逃杀》游戏销量持续飙升，但玩家活跃率下行拐点显现。该游戏自上线日起就牢牢占据 Steam 收入榜 Top1，2017 年 3 月 23 日上线到 2017 年 7 月 27 日，销量达到 559.6 万套，平均每月销售 111.9 万套；进入红利期之后三个多月的时间内，新增销量 1,439.2 万套，平均每月增长 415.2 万套。活跃玩家占比在 2017 年 10 月 15 日达到 79.6%，并开始缓慢下行至 75.5%，但依旧处于较高水平。

图 77：《绝地求生：大逃杀》销量与活跃玩家（2017 年 7 月 27 日-2017 年 11 月 28 日）



资料来源：SteamSpy（2017 年 11 月 28 日），天风证券研究所

注：活跃玩家指过去两周内的活跃玩家

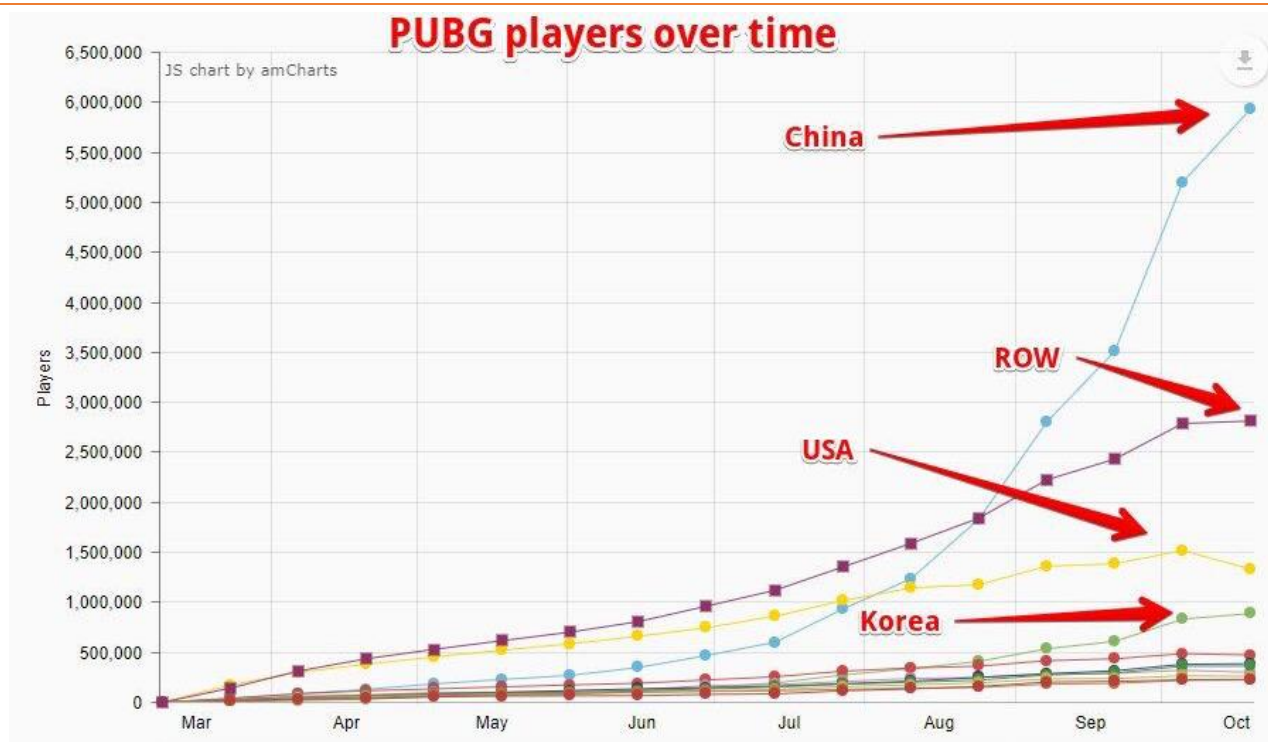
图 78：全球端游收入排行榜

排名	2017上半年	2017年8月	2017年9月	2017年10月
1	英雄联盟	英雄联盟	英雄联盟	英雄联盟
2	地下城与勇士	梦幻西游	梦幻西游	绝地求生：大逃杀
3	穿越火线	地下城与勇士	地下城与勇士	梦幻西游
4	梦幻西游	穿越火线	绝地求生：大逃杀	Destiny 2
5	魔兽世界	绝地求生：大逃杀	穿越火线	地下城与勇士
6	坦克世界	魔兽世界	魔兽世界	穿越火线
7	DOTA 2	坦克世界	坦克世界	魔兽世界
8	守望先锋	守望先锋	Divinity: Original Sin 2	坦克世界
9	Counter Strike: Global Offensive	Counter Strike: Global Offensive	守望先锋	Middle-Earth: Shadow of War
10	大话西游	DOTA 2	Counter-Strike: Global Offensive	ROBLOX

资料来源：Superdata，天风证券研究所

中国玩家驱动《绝地求生：大逃杀》从成功走向更大的成功。从 2017 年 8 月起，非中国地区进入自然上涨阶段（一定程度上受到《堡垒之夜》的影响），中国区活跃玩家开始指数级上升，截至 2017 年 11 月 9 日，中国区销量份额为 39.8%，玩家份额为 48.4%，中国成为带动游戏增长的重要驱动力。进入 10 月份后，中国区、韩国区玩家增速放缓，美国区玩家减少，其余地区趋于稳定，《绝地求生：大逃杀》面临单核驱动增长的局面。

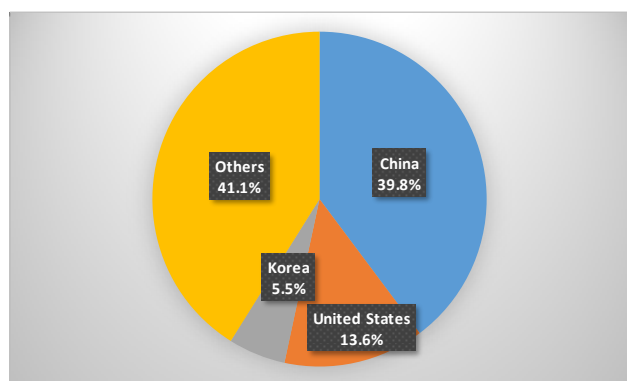
图 79：《绝地求生：大逃杀》主要地区活跃玩家规模



资料来源：SteamSpy（2017 年 10 月 30 日），天风证券研究所

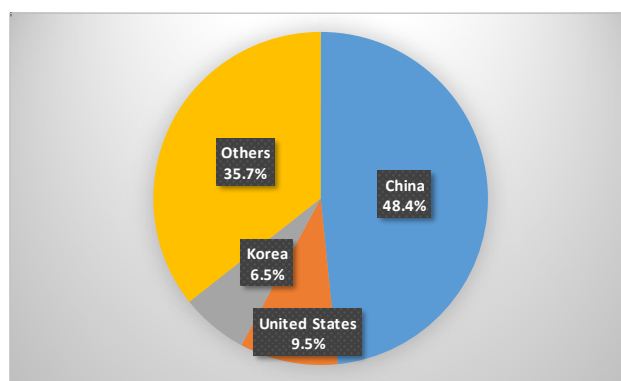
注：ROW 代表世界其他国家

图 80：《绝地求生：大逃杀》销量结构



资料来源：SteamSpy（2017 年 11 月 9 日），天风证券研究所

图 81：《绝地求生：大逃杀》活跃玩家结构



资料来源：SteamSpy（2017 年 11 月 9 日），天风证券研究所

《绝地求生：大逃杀》在国内的人气增长离不开直播平台，从斗鱼和熊猫平台粉丝数 Top10 主播来看，有 8 位都直播过该游戏，渗透率 80%，理论上影响超过 8,000 万人，熊猫平台尽管主播粉丝数量少，但由于存在王思聪、林更新、陈赫等明星筒介参与，因此话题度较高，对于推动“吃鸡”游戏人气起到较大的作用。

图 82：斗鱼直播平台粉丝数 主播与直播内容

排名	主播	粉丝数 (万)	是否直播 《绝地求生： 大逃杀》
1	White55开	1291.8	是
2	冯提莫	1068.6	是
3	芜湖大司马	930.8	是
4	陈一发儿	784.2	是
5	老实敦厚的笑笑	610.5	是
6	指法芬芳张大仙	591.1	是
7	主播油条	416.8	是
8	英雄联盟官方赛事	411.9	否
9	韦神	410.4	是
10	东北大鹌鹑	375.5	否

资料来源：今日网红，斗鱼，天风证券研究所

图 83：熊猫直播平台粉丝数 主播与直播内容

排名	主播	粉丝数 (万)	是否直播 《绝地求生： 大逃杀》
1	即将拥有人鱼线的PDD	598.1	是
2	Misaya若风lol	402.6	是
3	周二珂	290.9	是
4	trevor行云	195.9	是
5	解说JY	181.8	是
6	刘杀鸡	162.5	是
7	伍声2009	150.6	是
8	中二晚期普朗东	144.3	否
9	魔兽后裔	136.8	是
10	娜娜_Sweet	125.6	否

资料来源：今日网红，熊猫，天风证券研究所

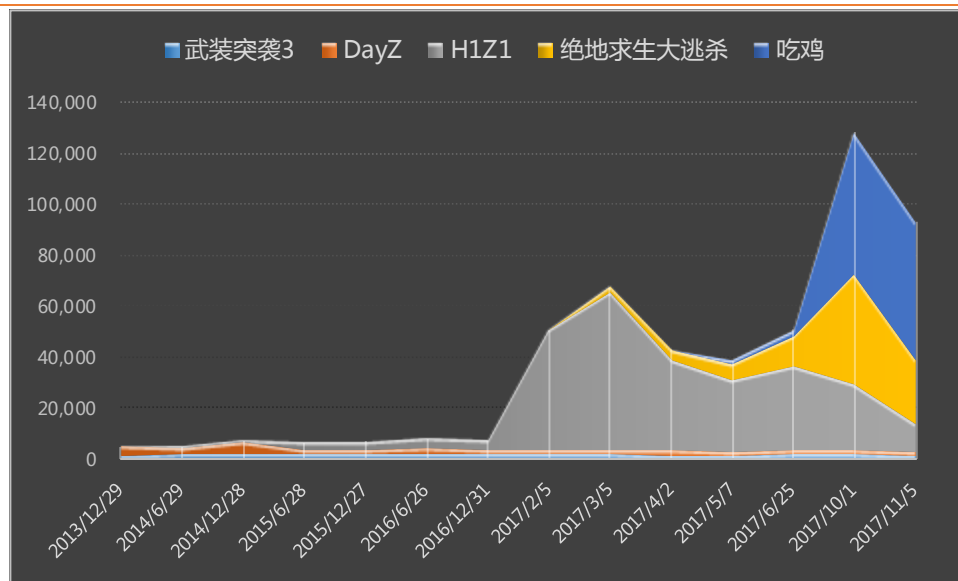
图 84：主要直播平台《PUBG》主播与观众数

主播名称	所属平台	观众数 (万)	观众排名
OMG林大	YY直播	25.1	8
韦神	斗鱼	51.5	3
pigff	斗鱼	41.1	4
解放大官人	斗鱼	39.2	6
Pc冷冷	斗鱼	22.6	10
Happy猫腻	斗鱼	20.9	11
董导、董小飒	虎牙	100.5	2
正恒、小跟班	虎牙	31.4	7
bb文	虎牙	17.0	12
久帝-告白	虎牙	16.9	13
托马斯	熊猫	123.2	1
错觉	熊猫	39.7	5
伍声2009	熊猫	22.8	9

资料来源：YY直播，斗鱼，虎牙，熊猫，天风证券研究所

注：数据获取时间为2017年11月29日0-1点

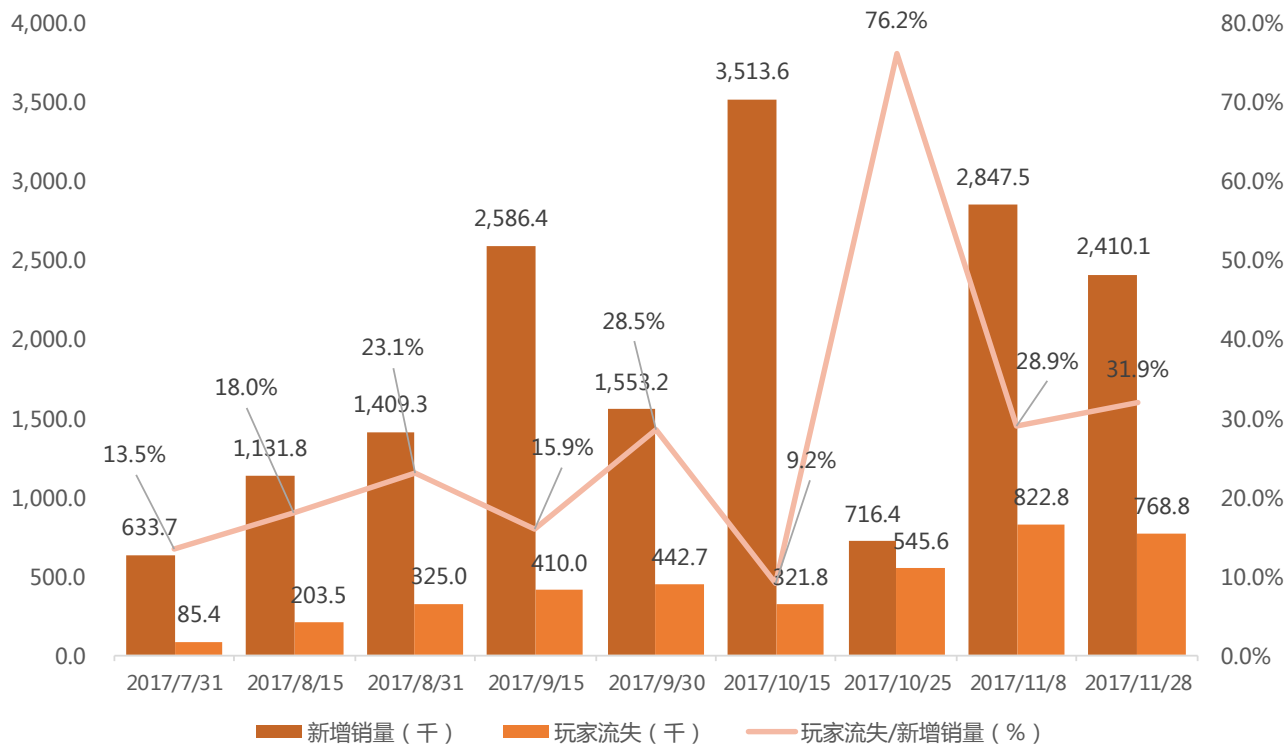
图 85：大逃杀类游戏百度指数



资料来源：百度指数 (2017 年 11 月 6 日), 天风证券研究所

《绝地求生：大逃杀》新增玩家稳中有降，流失玩家数逐渐增加，在游戏的口碑传播下非核心玩家开始涌入。在 2017 年 10 月 25 日至 2017 年 11 月 8 日期间，游戏新增购买 284.8 万套，游戏销量重新回到较高水平；游戏玩家流失 82.3 万，连续三个周期持续上升，且新增销量活跃率有所下降 (新增部分活跃率 70.9% vs. 2017 年 10 月 25 日活跃率 77.3%)；最高同时在线人数 237.4 万，趋于稳定，表明新增购买更多来自于非核心玩家。

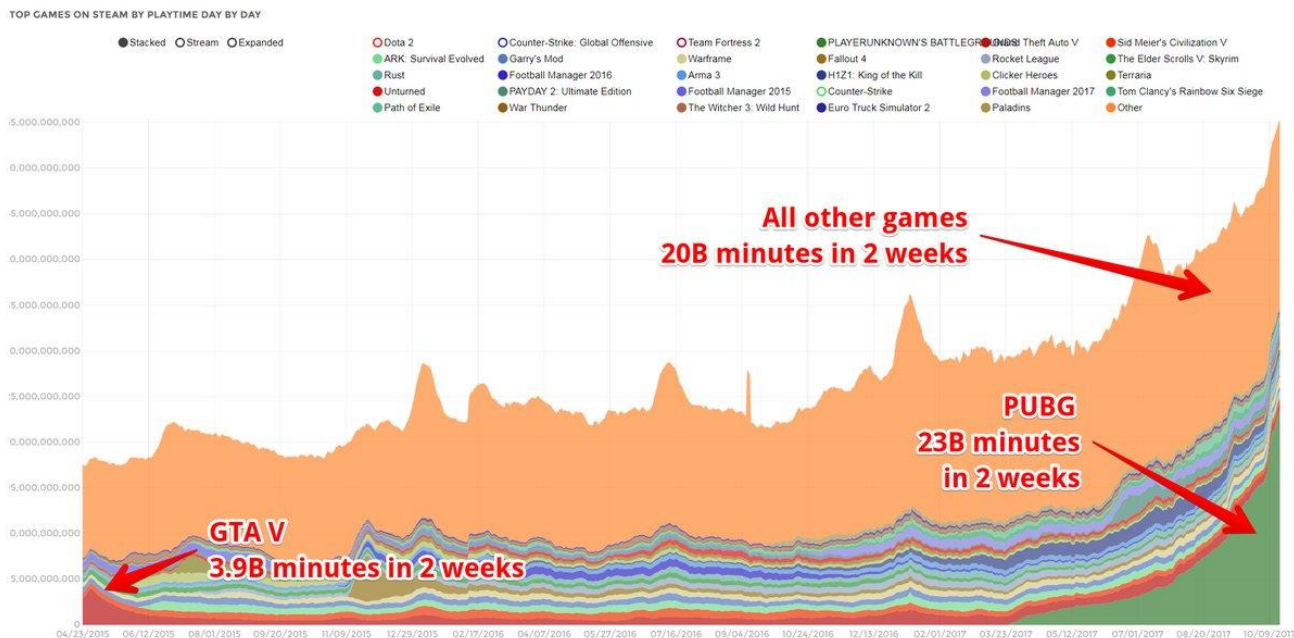
图 86：《绝地求生：大逃杀》新增玩家与流失玩家



资料来源：SteamSpy (2017 年 11 月 28 日), 天风证券研究所

《绝地求生：大逃杀》高玩家活跃率和游戏时长对其他游戏形成较大程度的挤压。《绝地求生：大逃杀》玩家活跃率 76.4% vs. 《Dota2》8.4% vs. 《CS: GO》27.1% vs. 《GTA5》20.0%；平均每日游戏时长达 2.1 小时 vs. 《Dota2》1.3 小时 vs. 《CS: GO》0.9 小时 vs. 《GTA5》0.6 小时。两者叠加下，《绝地求生：大逃杀》两周总游戏时长 230 亿小时，约占 Steam 平台所有游戏总时长的三分之一。































图 87：《绝地求生：大逃杀》总游戏时长占比



资料来源：SteamSpy (2017 年 10 月 18 日)，天风证券研究所











付费下载是第一步，游戏内购是持续经营的前提条件，《PUBG》高游戏时长为游戏内付费铺路。《绝地求生：大逃杀》游戏采用付费下载模式，不同地区价格有所不同，玩家无需在游戏内部支付更多。设置游戏内购，让更多需求的玩家在并不损害其他玩家游戏体验的条件化满足个性化需求。皮肤、时装等游戏内购商品潜在空间较大，2017 年 3 月 7 日《王者荣耀》推出赵云“引擎之心”皮肤，单凭此项收入当天收入进账 1.5 亿元；根据中国电竞饰品交易所显示，《绝地求生：大逃杀》中部分推出的游戏皮肤最高售价达 4,583 元，表现出玩家对于个性化需求的旺盛消费力。

图 88:《绝地求生:大逃杀》游戏价格

CURRENCY	CURRENT PRICE	CONVERTED PRICE	
 South Asia - U.S. Dollar	\$10.49	\$10.49	-65.02%
 Chinese Yuan Renminbi	¥98.00	\$14.76	-50.77%
 Indonesian Rupiah	Rp 199 999	\$14.78	-50.71%
 Philippine Peso	₱759.95	\$14.86	-50.45%
 Russian Ruble	₽899	\$15.15	-49.47%
 Indian Rupee	₹ 999	\$15.36	-48.79%
 Thai Baht	฿559.00	\$16.89	-43.68%
 Brazilian Real	R\$ 55,99	\$17.22	-42.59%
 Malaysian Ringgit	RM74.99	\$17.83	-40.56%
 Turkish Lira	₺69,00	\$17.83	-40.53%
 CIS - U.S. Dollar	\$17.99	\$17.99	-40.01%
 Colombian Peso	COL\$ 60000	\$19.88	-33.71%
 Mexican Peso	Mex\$ 399.00	\$20.97	-30.06%
 South African Rand	R 319.00	\$22.38	-25.37%
 Peruvian Nuevo Sol	S/. 73.95	\$22.81	-23.95%
 Chilean Peso	CLP\$ 14 500	\$22.98	-23.37%
 Hong Kong Dollar	HK\$ 188.00	\$24.10	-19.64%
 Singapore Dollar	S\$34.99	\$25.73	-14.20%
 Taiwan Dollar	NT\$ 799.00	\$26.49	-11.69%
 New Zealand Dollar	NZ\$ 39.99	\$27.77	-7.41%
 South Korean Won	₩32,000	\$28.64	-4.50%
 Japanese Yen	¥ 3300	\$29.08	-3.02%
 Canadian Dollar	CDN\$ 36.99	\$29.19	-2.66%
 U.S. Dollar	\$29.99	Base Price	
 Norwegian Krone	259,00 kr	\$31.88	+6.29%
 Saudi Riyal	120.00 SR	\$32.00	+6.69%
 Swiss Franc	CHF 31.99	\$32.16	+7.24%
 U.A.E. Dirham	120.00 AED	\$32.67	+8.94%
 Euro	29,99€	\$34.93	+16.46%
 British Pound	£26.99	\$35.48	+18.30%

资料来源: SteamDB (2017 年 11 月 10 日), 天风证券研究所

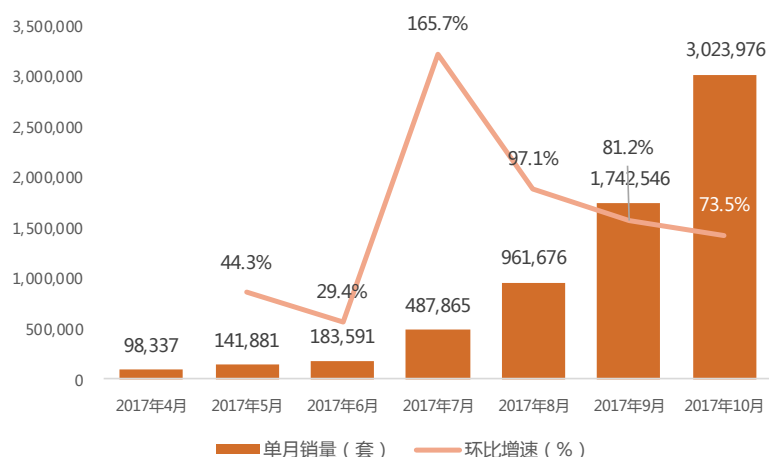
图 89:《绝地求生:大逃杀》游戏饰品网络平台售价

<p>PLAYERUNKNOWN'S Trench...</p>  <p>在售数量: 35 起价: ¥2601.00</p> <p>购买</p>	<p>PLAYERUNKNOWN's Bandana</p>  <p>在售数量: 44 起价: ¥4583.00</p> <p>购买</p>	<p>Red Hi-top Trainers</p>  <p>在售数量: 38 起价: ¥1405.50</p> <p>购买</p>	<p>Grey Shirt</p>  <p>在售数量: 30 起价: ¥527.00</p> <p>购买</p>	<p>Jeans (Tan)</p>  <p>在售数量: 28 起价: ¥534.54</p> <p>购买</p>
<p>Twitch Prime Shirt</p>  <p>在售数量: 77 起价: ¥39.89</p> <p>购买</p>	<p>Twitch Prime Combat Pants</p>  <p>在售数量: 249 起价: ¥28.66</p> <p>购买</p>	<p>Twitch Prime Balaclava</p>  <p>在售数量: 136 起价: ¥71.30</p> <p>购买</p>	<p>Twitch Prime Boots</p>  <p>在售数量: 146 起价: ¥17.30</p> <p>购买</p>	<p>TWITCH PRIME SET</p>  <p>在售数量: 5 起价: ¥794.00</p> <p>购买</p>

资料来源: IGXE, 天风证券研究所

中国区玩家持续流入, 玩家需求仍在, 多款竞品夹击下《PUBG》壁垒稍显脆弱。截至 2017 年 11 月 8 日, 中国区《绝地求生:大逃杀》渗透率 27.3%, 相较两周前提高 3.0%, 活跃用户渗透率 80.1%, 相较两周前提高 17.3%; 两周新增销量 164.3 万套, 新增活跃用户 152.5 万, 用户活跃率 92.8%, 与两周前持平。根据网鱼网咖报告, 全国 10 月共有 1,587 万用户启动该游戏, 单次在线时长 2.1 小时, 以 800 万销量计算, 仍有至少 787 万用户属于试玩或者借号体验, 表明玩家需求仍然保持一定活力。在欧美较为流行的《堡垒之夜》于 2017 年 9 月推出大逃杀版本与《PUBG》争夺用户(《PUBG》欧美地区玩家从 9 月份开始增长停滞), 在中国腾讯即将推出《无限法则》即将开始测试, 在中国地区形成竞争关系。

图 90:《绝地求生:大逃杀》中国区销量(2017 年 4 月-2017 年 10 月)

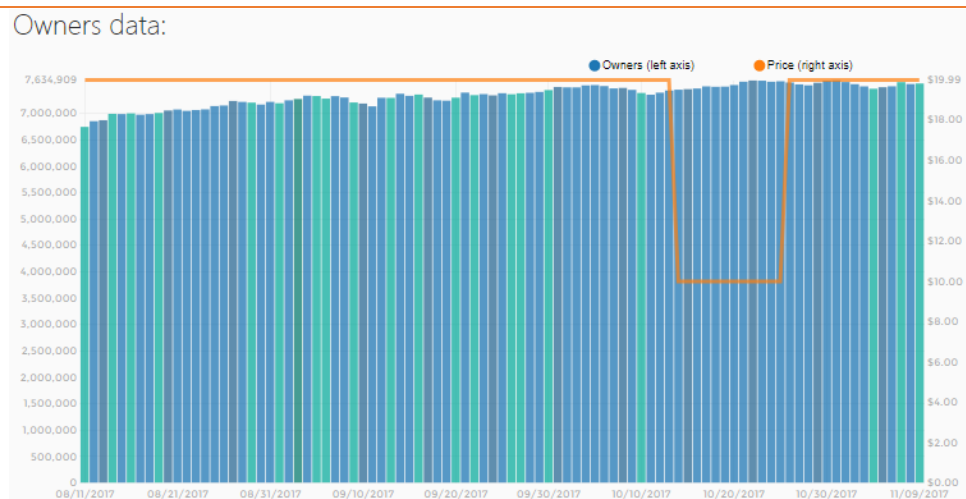


资料来源: 游民星空, 天风证券研究所

3.3.4. 《H1Z1》早期玩家培育者，中国战略错误导致丢失市场地位

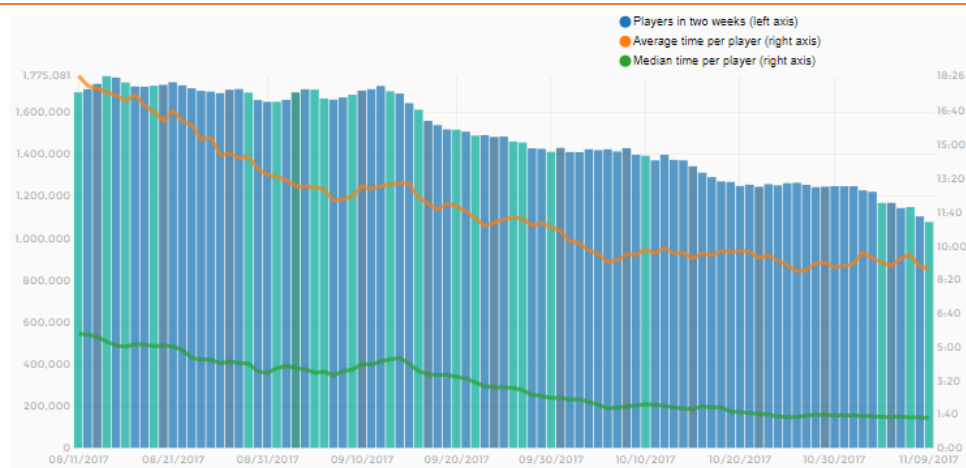
《H1Z1: King of the Kill》确定大逃杀游戏模式，培育了早期玩家，但在中期未能持续得到中国玩家青睐，无奈“英雄迟暮”。该游戏从8月份起销量从674.6万套增长到756.8万套，活跃玩家从169.6万下降到107.8万，最高同时在线人数从12.4万下降到2.8万，中国玩家占比从46.8%下滑到40.5%。

图 91: 《H1Z1: King of the Kill》销量规模



资料来源: SteamSpy (2017年11月10日), 天风证券研究所

图 92: 《H1Z1: King of the Kill》活跃玩家规模



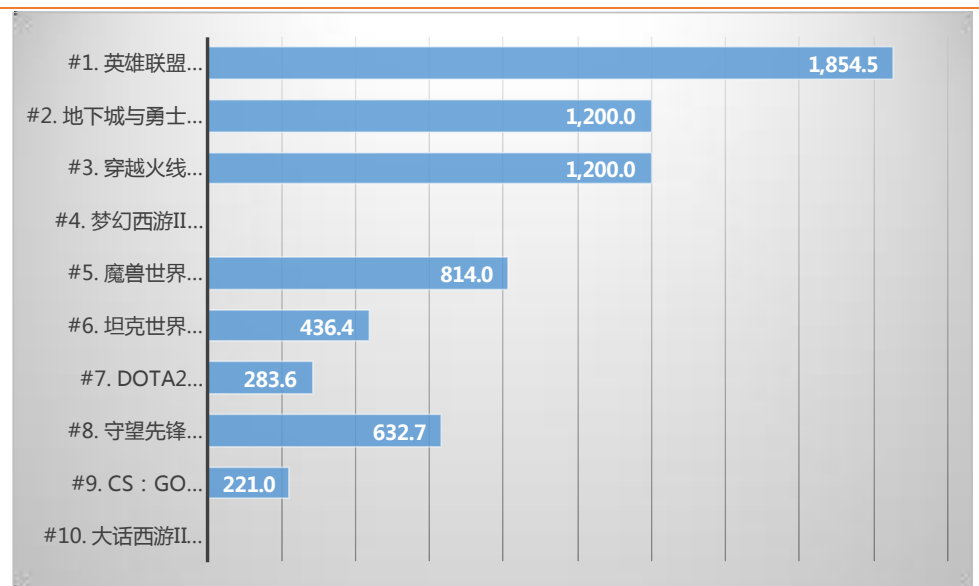
资料来源: SteamSpy (2017年11月10日), 天风证券研究所

3.4. 游戏火爆原因

3.4.1. 硬件发展与软件发展错位，支付体系便捷性

《绝地求生：大逃杀》、PC 硬件不断进步叠加 Steam 平台支付便利共同构成该游戏成功的“天时”因素。根据 Superdata，2017 上半年畅销榜前十的 PC 端游中有 5 款上线超过 10 年，畅销游戏进入生命周期中期；近四年只有一款新游《守望先锋》进入畅销榜前十，畅销游戏出现断档；显卡不断进步（三个核心指标的平均 CAGR02-16 为 27.1%）使得游戏承载画质显著提高，使得新游戏开发能够以此获得一定优势，不受玩家硬件无法更新之困扰；STEAM 平台从 2016 年下半年开始启用（或重新启用）微信支付和支付宝支付，减少支付环节，为中国用户的增加减少阻碍。

图 93：2017 上半年收入 游戏及 2016 年收入



资料来源：SuperData，天风证券研究所

注：《魔兽世界》与《CS：GO》收入为 2015 年值，其余为 2016 年 1-11 月收入/11*12 得到

图 94：2017 上半年畅销游戏发行年份

	2002A	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
游戏	大话西游II (10)	梦幻西游II (4)	魔兽世界 (5)	地下城与勇士 (2)		穿越火线 (3)		英雄联盟 (1)		坦克世界 (6)	CS : GO (9)	DOTA2 (7)			守望先锋 (8)
显卡名称	GeForce 4 Ti 4200	GeForce FX 5800	GeForce 6800	GeForce 7800GT, 7950 GX2		GeForce 8800 GTX	GeForce 9600GT	GeForce GTX 280	GeForce GTX 480	GeForce GTX 580, 560 Ti	GeForce GTX 680	GeForce GTX Titan, 780Ti	GeForce GTX 980, 970		Nvidia GTX 1080
核心频率 (MHz)	250	500	350	400		575	650	602	700	772	1,006	837	1,126		1,733
显存频率 (MHz)	444	500	1,000	1,200		1,800	1,625	1,296	3,696	1,544	6,008	6,008	7,008		10,000
显存容量 (MB)	64	128	128	1,024		768	1,024	1,024	1,536	1,536	2,048	6,144	4,096		8,192

资料来源：Superdata，Nvidia，天风证券研究所

注：游戏名称后数字代表该游戏在 2017 上半年全球畅销排名，系 Superdata 报告提供

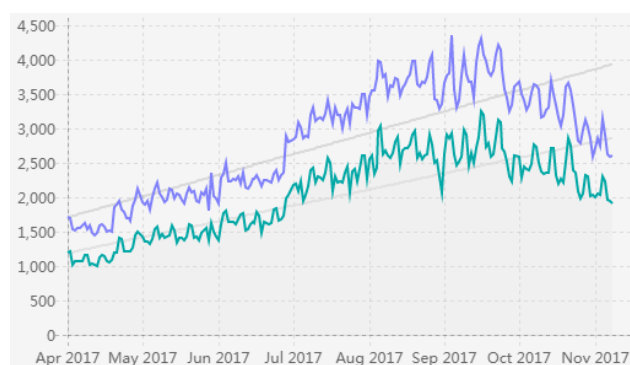
3.4.2. 社交媒介参与加速游戏推广进程，“病毒式传播”降低获客成本

游戏直播平台与短视频平台为游戏进行“病毒式营销”，低成本获客成为进入市场的“地利”因素之一。

短视频平台：除了各大在线视频网站，秒拍等短视频平台上也不断出现《PUBG》、《H1Z1》的内容，形成“病毒式传播”。

直播平台:从全球范围来看, Twitch 平台每日频道数量从平均 1,000 左右, 最高上涨到 3,300, 目前下滑到 2,500 左右 (vs. 《英雄联盟》1,700 vs. 《Dota2》413), 用户观看时长已经超过《Dota2》, 过去 180 天观看时长达到 3.5 亿小时, 成为用户较为欣赏的内容从而为游戏提高知名度; 就中国来看, 各大直播平台主播纷纷进行吃鸡游戏的直播, 且直播意图更加纯粹 (比如《王者荣耀》的主播会自发直播《绝地求生: 大逃杀》), 吸引了大量用户, 提高了该游戏的知名度与销量。从斗鱼和熊猫平台粉丝数 Top10 主播来看, 有 8 位都直播过该游戏, 渗透率 80%, 理论上影响超过 8,000 万人, 熊猫平台尽管主播粉丝数量少, 但由于存在王思聪、林更新、陈赫等明星简介参与, 因此话题度较高, 对于推动“吃鸡”游戏人气起到较大的作用。

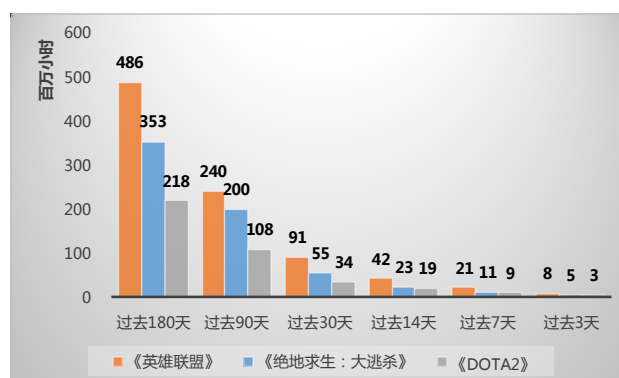
图 95: 《绝地求生: 大逃杀》Twitch 平台每日频道数量



资料来源: Sullygnome (2017 年 11 月 9 日), 天风证券研究所

注: 蓝线代表峰值, 绿线代表每天平均值

图 96: 三款主要游戏的 Twitch 平台观看时长



资料来源: Sullygnome (2017 年 11 月 9 日), 天风证券研究所

3.4.3. 被压抑的游戏需求短期得到释放

《PUBG》的 IP 最早源自日本小说, 随电影和漫画的相继推出, IP 概念根植东亚区域; 后续《饥饿游戏》系列电影更让 IP 从北美、欧洲迈向全球, 为后续游戏题材的发酵和引爆创造了良好的基础, 前后历经 18 年之久, 因此在《PUBG》的火爆具备一定的粉丝基础。

友好的全市场策略叠加大量中国被压抑的需求成为该游戏成功的因素。蓝洞公司 (《绝地求生: 大逃杀》发行商) 在游戏发行初期重视中国市场, 推出简体中文版本, 开放中国区成功吸引被《H1Z1》压抑的潜在用户 (《H1Z1》不重视中国市场, 汉化版本优化差, 玩家体验不佳, 使得喜爱大逃杀游戏的玩家被游戏体验压抑, 同时提高新玩家进入门槛)。

3.4.4. 《PUBG》类游戏独有高沉浸式真实性游戏体验

《绝地求生: 大逃杀》的相对新颖的玩法, 较高游戏性能, 简单的游戏操作是奠定游戏成功基础, 系“人和”因素。《绝地求生: 大逃杀》的新颖玩法尽管早在 2012 年就已经有类似品类, 但高游戏门槛限制游戏的流传, 只能够吸引到少量重度玩家, 《H1Z1》将游戏玩法简单化后验证了该类型游戏的市场接受度。《绝地求生: 大逃杀》在前者的基础上进行游戏性能优化, 画面感更强, 武器模型更加精致, 且弹道更加合理 (减少游戏操作难度), 逐渐在竞争中胜出。

大逃杀小说、电影移植到游戏将大逃杀类 IP 的代入感表现出来。无论是小说还是电影, 受众都是以第三人称的视角进行观赏, 意味着代入感较低且更多是引发背后的思考, 对于用户情绪的调动较少, 用户仅能够获得低层次满足感; 而游戏是以第一人称的视角进行置身于高真实度的荒岛生存枪战类环境中, 玩家不再是“上帝视角”, 而是一个需要生存的战士, 能够在较大程度上调动用户情绪, 驱使玩家持续投入时间进行代入感沉淀。

《PUBG》游戏经过小说和电影的用户积累与沉淀，清晰市场需求与定位，将 IP 最核心的玩法提纯，高游戏质量形成口碑，造就高 IP 溢价。

图 97：高自由度&射击类游戏比较

	射击类游戏					高自由度游戏				
	《绝地求生：大逃杀》	《H1Z1：杀戮之王》	《Heroes and Generals》	《CS：GO》	《GTA5》	《方舟：生存进化》	《巫师3》	《饥荒：联网版》	《塞尔达传说：荒野之息》	
射击要素	10	10	8	10	6	2	0	2	4	
自由度	6	6	6	0	8	8	7	8	10	
PVP对战要素	10	10	10	10	3	10	3	0	0	
结果随机性	10	10	10	5	3	10	3	3	10	
公平性	10	10	10	5	5	10	-	10	-	
PVE剧情	0	0	0	0	10	0	10	0	10	
单机or联网	联网	联网	联网	联网	联网	联网	单机	联网	单机	
游戏内置语音	是	是	否	是	是	是	-	是	-	
人物模型	真人形象	真人形象	真人形象	真人形象	真人形象	真人形象	真人形象	卡通形象	卡通形象	
道具丰富性	5	5	5	7	10	10	5	10	10	
道具真实性	10	8	10	8	7	10	5	2	3	
游戏物理引擎	《虚幻4引擎》	《Forgelicht引擎》		《起源2引擎》	《Rage, Euphoria引擎》	《虚幻4引擎》	《RED引擎》		《Havok引擎》	
游戏上线日期	2017年3月23日	2016年2月17日	2016年10月18日	2012年8月21日	2015年4月13日	2015年6月3日	2015年5月18日	2016年4月21日	2017年3月3日	
游戏销量	19,979,326	7,593,618	15,787,546	36,212,658	8,706,698	5,472,782	4,182,310	6,806,677	3,793,444	
中国区销量	7,877,848	2,066,983	618,872	3,270,003	1,492,328	268,714	533,663	986,968		
中国区占比(%)	39.4%	27.2%	3.9%	9.0%	17.1%	4.9%	12.8%	14.5%		
活跃玩家	15,351,460	1,149,113	280,407	9,902,931	1,748,962	533,558	525,012	365,868		
中国区活跃玩家	7,342,603	452,865	10,403	782,332	332,478	32,440	107,312	75,259		
中国区占比(%)	47.8%	39.4%	3.7%	7.9%	19.0%	6.1%	20.4%	20.6%		
活跃率(%)	76.8%	15.1%	1.8%	27.3%	20.1%	9.7%	12.6%	5.4%		
中国区活跃率(%)	93.2%	21.9%	1.7%	23.9%	22.3%	12.1%	20.1%	7.6%		
同时在线人数	2,056,967	28,221	6,892	483,600	54,519	40,809	17,205	8,461		
平均每天游戏时	2.1	0.7	0.4	0.9	0.6	1.4	0.7	0.4		
Steam游戏价格	\$29.99	\$19.99			\$59.99	\$59.99	\$39.99	\$14.99		

资料来源：SteamSpy（2017年11月8日），天风证券研究所

注：评分来自主观判断，根据游戏类型进行大致估计

3.5. 《大逃杀》催生其他产业共振：带动高质量硬件升级，驱动网吧业态结构迁徙，加速器等游辅需求增加

3.5.1. 《PUBG》高硬件要求推动“吃鸡”成为硬件销售有效推广语

从淘宝商城中某商家页面来看，两款同样的 i7/E5 八核电脑主机，性能与售价一致。一款显示“吃鸡组装机”，一款显示“LOL 游戏”，两者的销量呈现较大的差异（5371 vs. 28）。从电脑、鼠标、耳机等电脑硬件设备搜索结果基本被“吃鸡”关键词占领，特别是由于《PUBG》对于电脑主机硬件有较高要求，因此“吃鸡”成为高标准硬件的代名词与推广语。根据淘大象网站，某款 24 寸八核主机的淘宝权重随着《PUBG》迅速增加，对销量起到较大积极影响。

图 98：淘宝商城页面

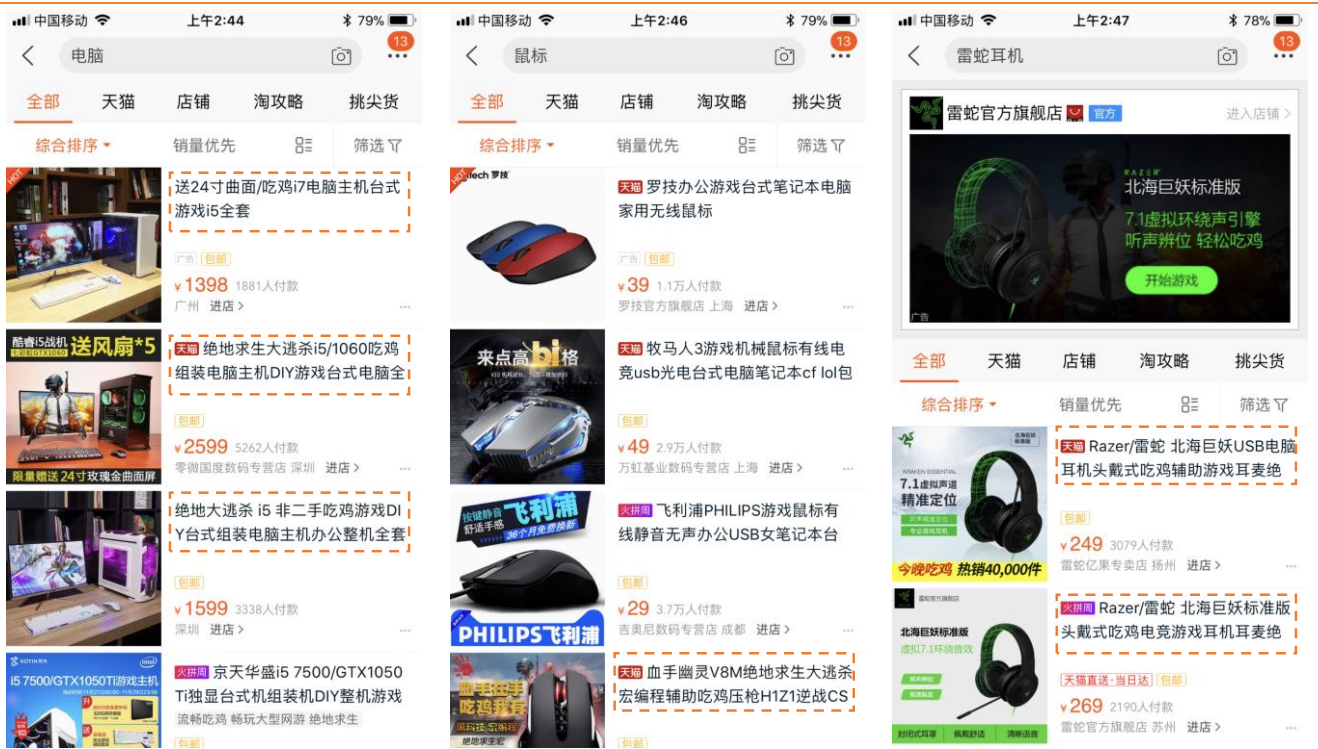
两款相同配置的电脑，在同一店铺销售，唯一的差别在于“吃鸡”与“LOL”上，销量呈现天差地别的差异



Product Name	Price	Sold	Reviews
24寸八核主机 (吃鸡)	¥1888.00	5371	34169
家用办公主机 (LOL)	¥898.00	174	163
24寸八核主机 (吃鸡)	¥1888.00	28	0

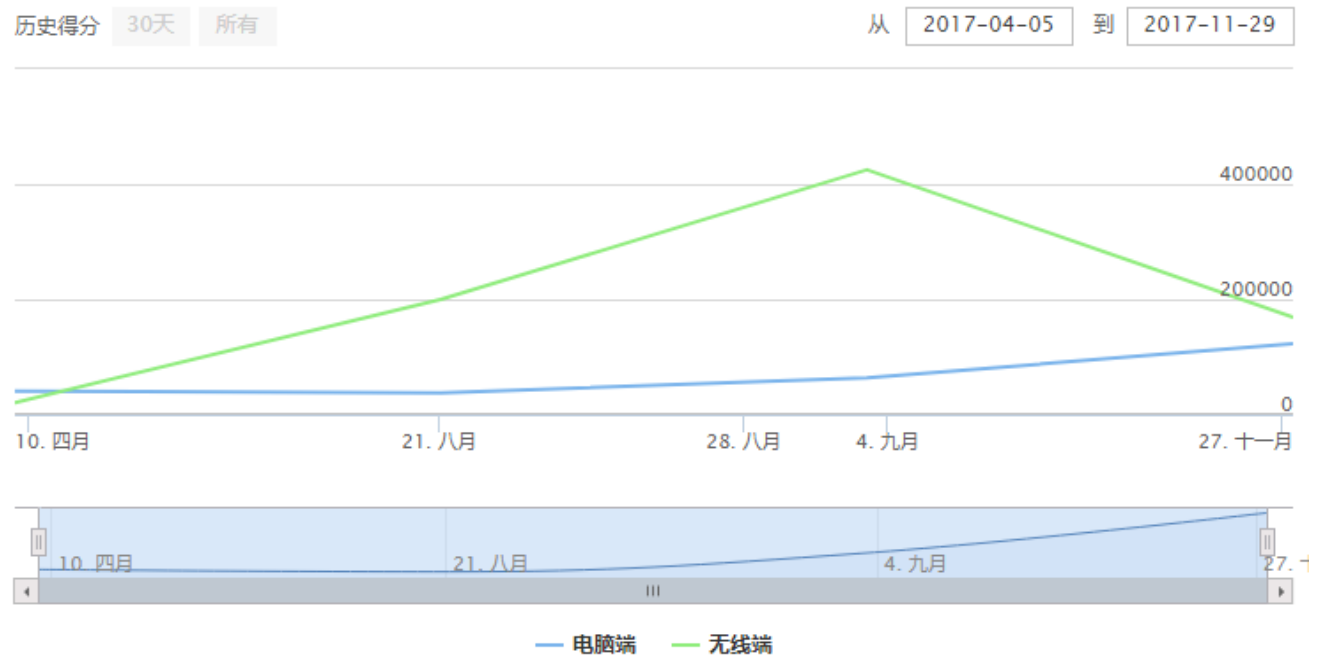
资料来源：淘宝，天风证券研究所

图 99：手机淘宝商城页面



资料来源：淘宝，天风证券研究所

图 100：某款电脑主机淘宝权重指数

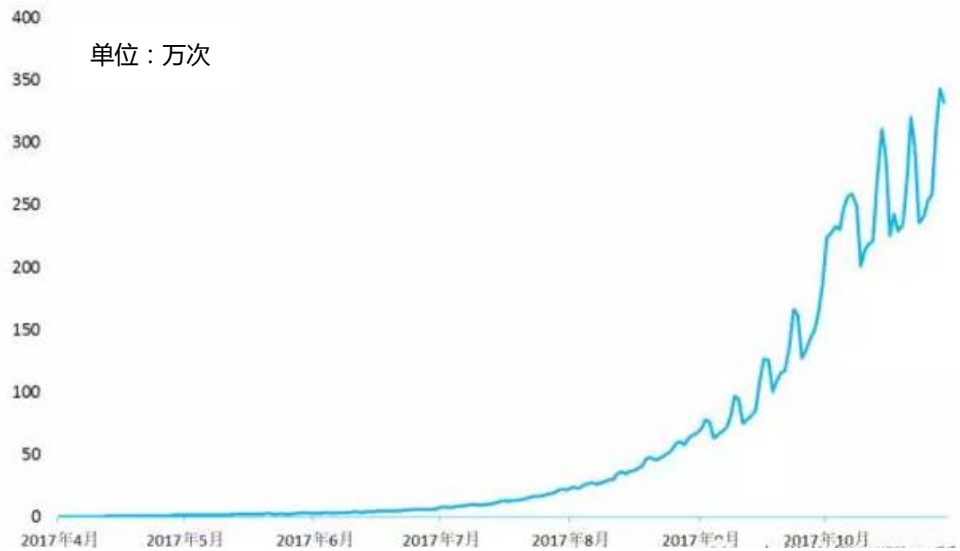


资料来源：淘大象，天风证券研究所

3.5.2. 《PUBG》抢占网吧存量用户，高硬件要求与团队作战属性保障增量需求

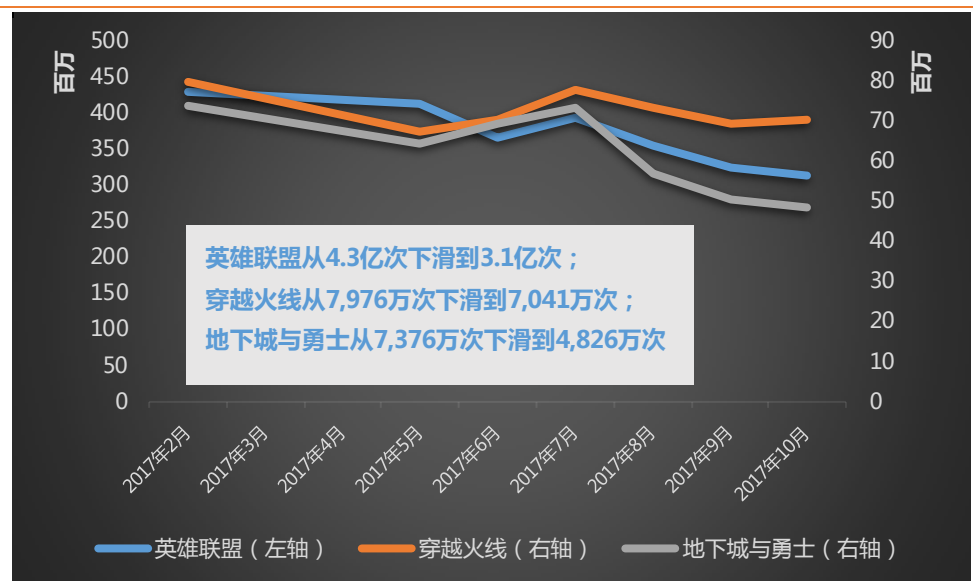
《PUBG》日启动次数的增加伴随着传统三大端游启动次数的下滑，表现出较大对存量用户的蚕食。根据顺网科技、网鱼网咖、次时代经济研究所联合发布报告，10月全国网吧《PUBG》游戏月启动用户数达1,587万人，环比增长123.3%；月启动次数达9,994万次，环比增长125.5%；次均在线时长126.2分钟（vs. 网吧用户单次上网时长196分钟），较上月的108.9分钟增加17.3分钟，占网吧行业游戏启动次数比例从上月的7.4%增加到16.2%，位列第二位。

图 101: 《PUBG》网吧日启动次数变化（2017年4月-2017年10月）



资料来源：顺网科技，网鱼网咖，次世代经济研究所，天风证券研究所

图 102: 三大主流端游网吧日启动量趋势（2017年2月-2017年10月）



资料来源：顺网科技，天风证券研究所

注：2017年3月与4月为2月至5月平滑处理结果

图 103：2017 年 10 月全国网吧启动次数排名 游戏

排名	游戏名称	网吧启动量份额 (%)
1	英雄联盟	46.1%
2	绝地求生：大逃杀	15.3%
3	穿越火线	10.6%
4	地下城与勇士	6.3%
5	QQGame	2.3%
6	QQ飞车	2.1%
7	逆战	1.4%
8	WeGame	1.3%
9	王者荣耀模拟器版	0.9%
10	QQ炫舞	0.5%

资料来源：顺网科技，网鱼网咖，次世代经济研究所，天风证券研究所

游戏体验伴随普通玩家难以支撑的高硬件成本，游戏内丰富的团队战术优化线下“开黑”体验，保障“网吧”高质量机器的增量需求。根据 21 世纪商业评论，能够非常流畅的运行《PUBG》的一整套电脑设备需要 2 万元左右，为了一款游戏去购买如此昂贵的设备显然不是一般玩家能够达到的。然而，由于该游戏对游戏流畅度要求较高，因此玩家对于网吧的需求自然上升。此外，游戏 4 人小队模式拥有较为丰富的战术与玩法，线下团队作战能够显著提高游戏体验。因此，从游戏体验最优化的角度来看，网吧有较大的增量需求。

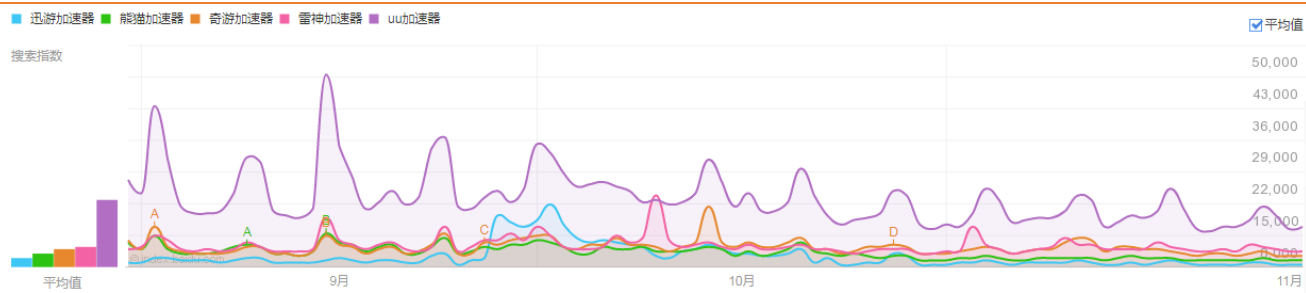
3.5.3. 加速器-PC 游戏的附加产业也因《PUBG》而引爆

由于《PUBG》在 Steam 平台发售，只开放亚洲服务器，因此中国区玩家的网络延迟普遍较高，游戏过程中较频繁出现网络断线修复，玩家体验较差。加速器能够显著改善网络延迟，从而保障玩家游戏体验与沉浸感。

目前主流的加速器为网易 UU、雷神、奇游、熊猫和迅游加速器，从百度搜索指数来看网易 UU 加速器领先于其他几款主流加速器。从熊猫加速器官方网站查询到，熊猫加速器平均每月会员费用为 24-36 元，一年会费 288 元 (vs. 腾讯 1Q17 手游 ARPU 145-155 元 vs. 端游 ARPU310-450 元)，处于较高水平。

第三方加速器行业是一个网速与游戏发展不匹配带来的短期产物，尽管能够随着《PUBG》有一定程度的增量需求，但长期来看“To C”端的商业模式是与游戏公司的目标相左，因为流畅的游戏网络是保证玩家游戏体验使其沉浸在游戏世界的重要保障，因此第三方加速器行业未来更多是通过与游戏公司“B 端”合作进行分成。

图 104：五款主流加速器百度搜索指数



资料来源：百度指数，天风证券研究所

图 105：熊猫加速器费用

<p>¥ 36</p> <p>月卡会员</p> <ul style="list-style-type: none"> · 有效期30天 · 邀请免费用>> <p>购买</p>	<p>热</p> <p>¥ 89</p> <p>季卡会员</p> <ul style="list-style-type: none"> · 有效期90天 · 折合29元/月 <p>购买</p>	<p>¥ 175</p> <p>半年会员</p> <ul style="list-style-type: none"> · 有效期180天 · 折合26元/月 <p>购买</p>	<p>荐</p> <p>¥ 288</p> <p>年卡会员</p> <ul style="list-style-type: none"> · 有效期365天 · 折合24元/月 <p>购买</p>
---	---	---	---

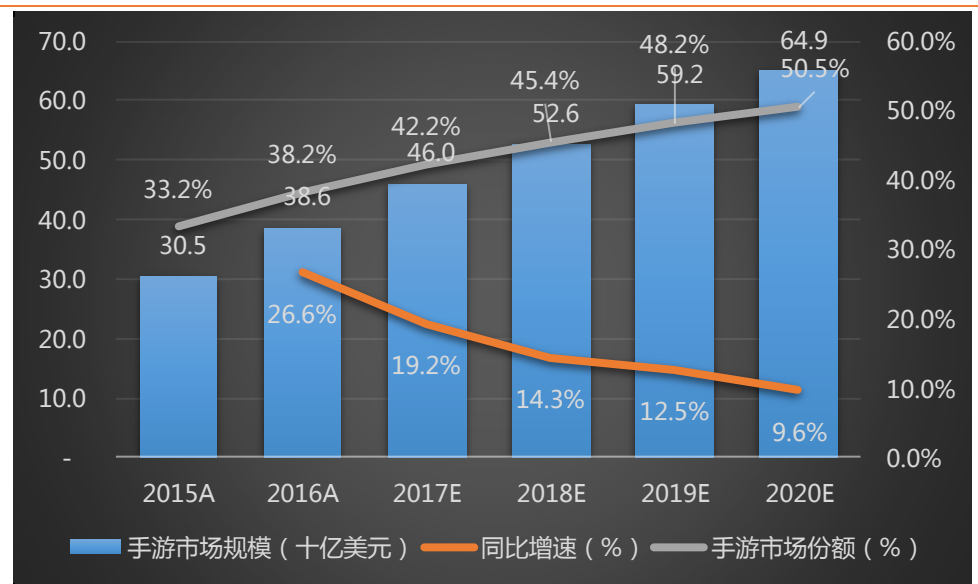
资料来源：熊猫加速器，天风证券研究所

4. 《PUBG》类手游的机遇：借端游的声势与手游用户的基础实现迅速放大

4.1. 全球手游行业高增长，但红利期已接近尾声

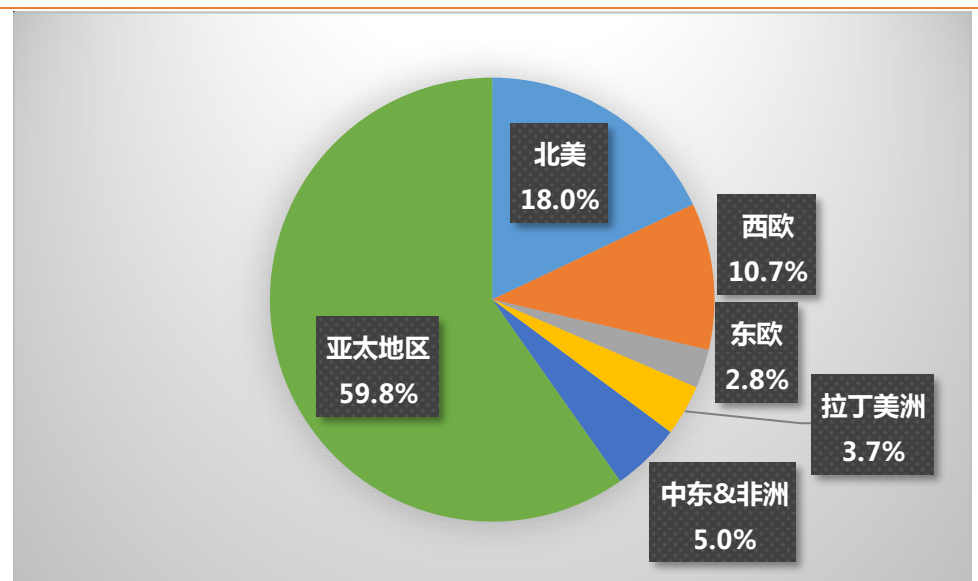
受益于手游用户与 ARPU 提升，全球手游市场近两年高速增长。全球手游市场规模 2017 年预计达到 460 亿美元，同比增长 19.2%，亚太地区市场份额最高，达到 59.8%。手游用户将达到 21.0 亿，同比增长 6.3%，活跃用户比 80.8%，全球付费用户 8.2 亿，用户付费率 39%。从付费用户占智能手机比来看全球各地区占比大体接近，北美 30.2% vs. 亚洲 29.0% vs. 西欧 24.1% vs. 东欧 29.3% vs. 拉丁美洲 29.7% vs. 中东&非洲 53.7%。2017 年全球手游用户 ARPU 将达到 21.9 美元，同比增长 12.1%，未来驱动将更多来自于玩家渗透率增加。从 ARPPU 来看，北美地区以 108.4 美元居全球最高水平，西欧 74.4 美元 vs. 亚太地区 69.5 美元 vs. 东欧、拉丁美洲 24.8 美元 vs. 中东&非洲 14.7 美元。

图 106：全球手游市场规模及增速（2015A-2020E）



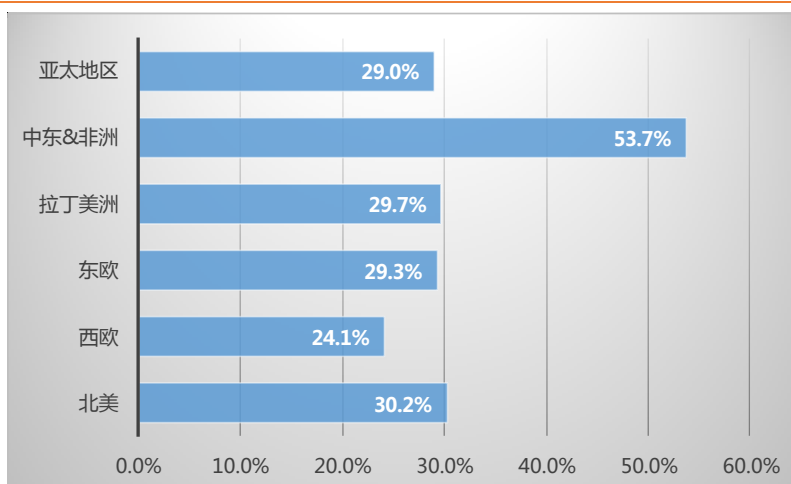
资料来源：Newzoo，天风证券研究所

图 107：全球手游市场规模结构



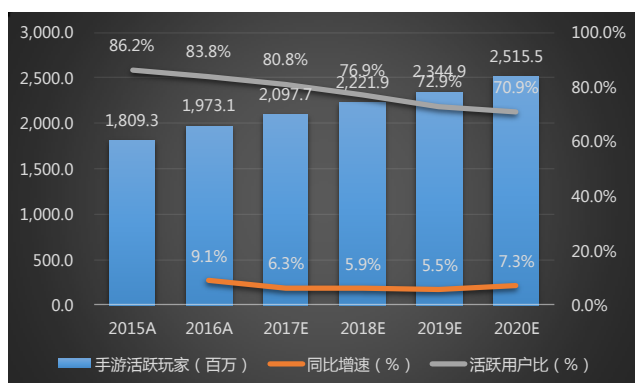
资料来源：Newzoo，天风证券研究所

图 108：2017 年全球各地区付费玩家占智能手机用户比



资料来源：Newzoo，天风证券研究所

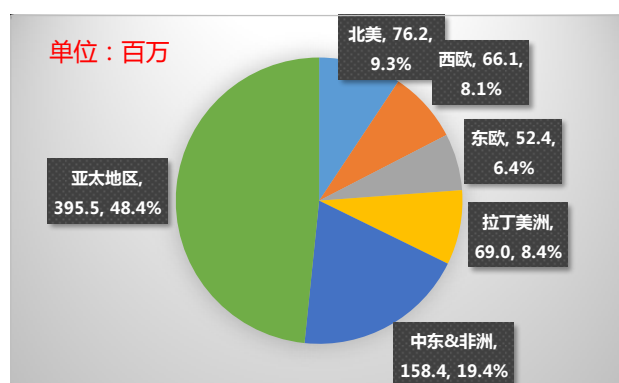
图 109：全球手游活跃用户（2015A-2020E）



资料来源：Newzoo，天风证券研究所

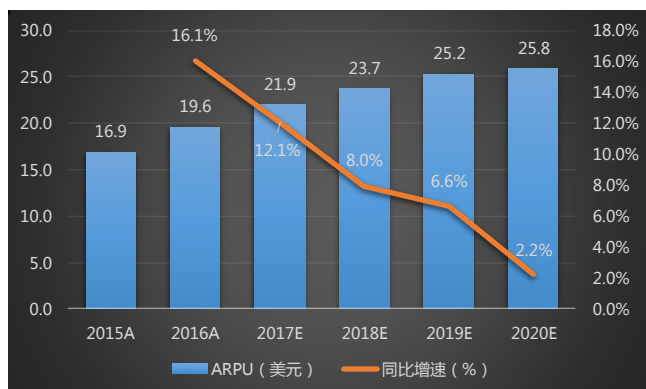
注：活跃用户比是活跃玩家数与智能手机用户数的比例

图 110：2017 年全球付费用户及结构



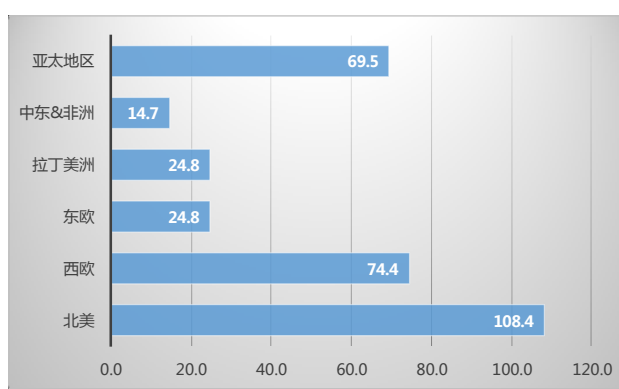
资料来源：Newzoo，天风证券研究所

图 111：全球手游 ARPU 及增速（2015A-2020E）



资料来源：Newzoo，天风证券研究所

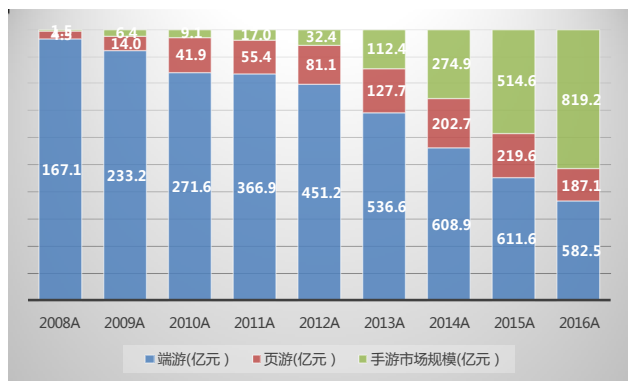
图 112：2017 年全球各地区平均 ARPPU



资料来源：Newzoo，天风证券研究所

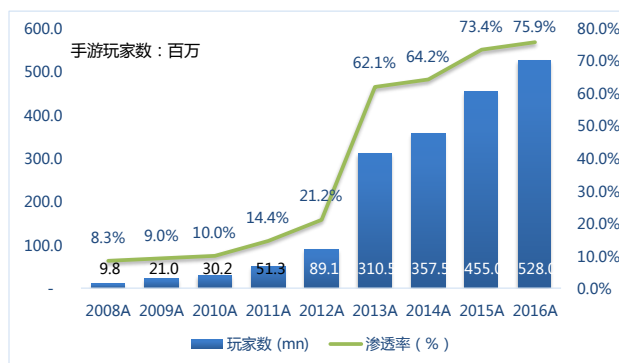
2016 年中国手游行业同比增长 59.2%至 819.2 亿元，占游戏行业整体的 49.5%，高基数下仍然实现了高速增长 (vs. 87.2% in 2015)；2016 年中国手游用户达到 5.28 亿，同比增长 16% (vs. 27.3% in 2015, 15.1% in 2014)，占中国移动互联网用户的渗透率达到 75.9%，同比提升 2.5 个百分点 (vs. 9.2pcpt in 2015, 2.1pcpt in 2014, 40.9pcpt in 2013)，基本上女性（对应休闲、养成类游戏，比如奇迹暖暖）、老人（休闲棋牌类，比如斗地主）和青少年（休闲竞技类，比如球球大作战）带来的用户增量红利已基本消化。

图 113：中国游戏行业按结构划分（2008A-2016A）



资料来源：IDC, CNG, 游戏工委（2016 年 12 月），天风证券研究所

图 114：中国手游的用户规模（2008A-2016A）



资料来源：IDC, CNG, 游戏工委（2016 年 12 月），天风证券研究所

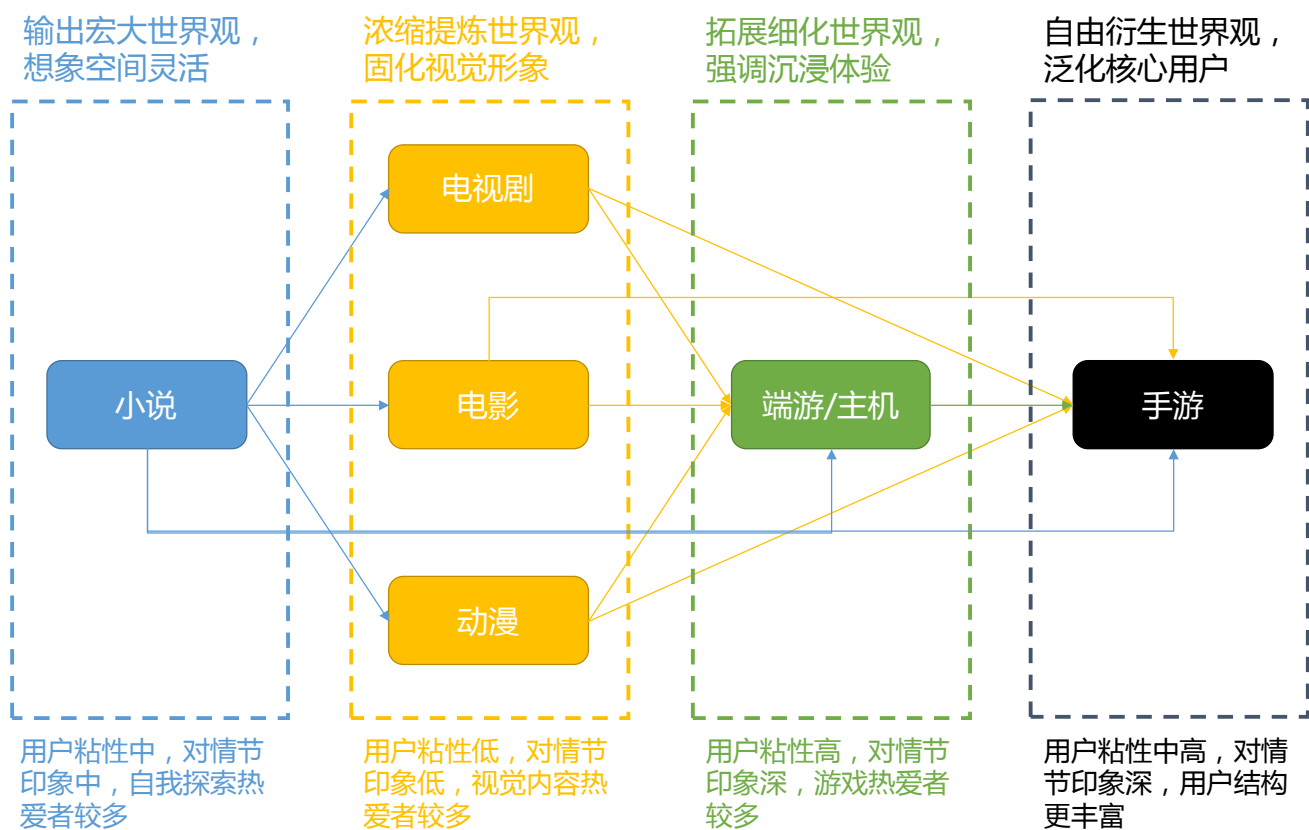
4.2. 亚洲区域，端游手游化的成功率更高，IP 手游受益于更高玩家粘性

IP 改编手游通常有两种路径：1. 改编于小说/动漫/电影等其他非游戏内容形式；2. 改编于端游/主机游戏等其他游戏内容形式。

内容形式的差异对外表现为世界观与视觉形象的调和。小说载体的重点在于构建合理的世界架构，并留给读者充分的想象空间；电影、电视剧、动漫等视觉载体重点在于突出视觉冲击，并有选择性的展现世界架构；端游载体则需要对世界观有相应拓展与细化，人物角色固定，无法对视觉形象进行修改；手游则由于载体本身的天然限制，需要的是大众化内容与 IP 内容的协调从而渗透新用户。

从游戏表现来看，从端游改编的手游获得较多的用户，主要是因为端游转手游过程中还原度高且目标人群高度一致，并且利用手游本身特性能够吸引其他内容爱好者；从视觉内容载体（电影、动漫、体育赛事等）改编的手游表现次之，主要是由于在改编手游过程中由于存在内容形式的差异，需要将浓缩提炼过的世界观进行衍生，而在这过程中较难 100%还原 IP 内容；小说内容改编手游表现较差有两方面原因：一方面，小说是一个读者拥有较大想象空间的内容，而游戏通常结局和人物角色固定，较大概率出现小说对人物的描述与游戏内人物还原度不匹配（但如果通过视觉内容形式，进行视觉形象固化，并突出故事线则会有所不同），另一方面，在小说用户对手游比起其他内容形式用户拥有更高的剧情要求，对于偏轻量化的手游来说是一个较大的挑战。

图 115：IP 手游改编路径



资料来源：天风证券研究所

从全球 9 个主要国家及地区苹果 App Store 畅销榜前 20 来看, IP 游戏合计 50 款, 占比 28%, 其中亚洲地区 IP 手游化畅销明显。中国、日本、中国台湾等国家及地区中 IP 游戏份额明显高于其他国家和地区, 分别为 60%、45%、40%。这三个国家及地区随着手游市场发展, IP 游戏数量一直增加, 主要原因来自于端转手趋势的出现。从 9 个主要手游国家及地区来看, 端游转手游的占比为 56.0%, 中国 75%。

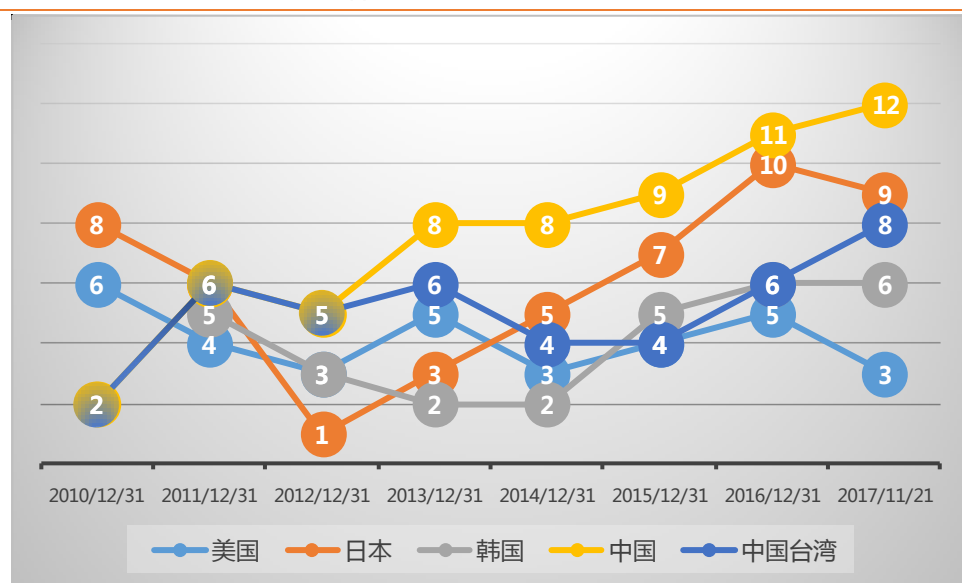
图 116: 全球 9 个国家及地区苹果 App Store 畅销榜前 20 中 IP 游戏改变源头

国家及地区	小说	电影/电视剧	动漫	端游	其他	合计	份额
中国			3	9		12	60%
日本			3	5	1	9	45%
中国台湾		4		4		8	40%
韩国			1	4	1	6	30%
泰国	1			3		4	20%
美国		1		1	1	3	15%
英国					2	2	10%
德国		2			1	3	15%
俄罗斯				2	1	3	15%
合计	1	7	7	28	7	50	28%
占比	2.0%	14.0%	14.0%	56.0%	14.0%	100.0%	

资料来源: AppAnnie (2017 年 11 月 21 日), 天风证券研究所

注: 有些作品同时拥有多种改编源头, 比如《漫威: 超级争霸战》, 以引起更大影响力的电影/电视剧作为改编源头
其他多指体育类游戏被正式体育赛事授权

图 117: 全球 5 个国家和地区苹果 App Store 畅销榜 游戏中 IP 游戏数量



资料来源: AppAnnie (2017 年 11 月 21 日), 天风证券研究所

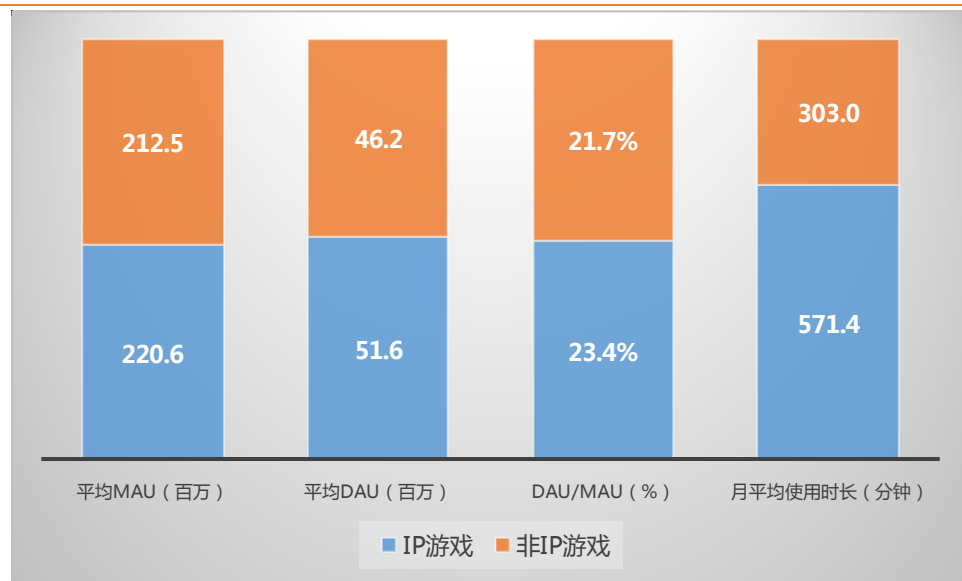
图 118：中美日三国苹果 App Store 畅销榜前 20 游戏

畅销排行	美国	畅销排行	日本	畅销排行	中国
1	Candy Crush Saga King	1	モンスターストライク XFLAG	1	王者荣耀 Tencent
2	Golf Clash Playdemic	2	グランブルーファンタジー Cygames	2	梦幻西游 NetEase
3	糖果苏打传奇 King	3	リネージュ2 レボリューション Netmarble	3	乱世王者 Tencent
4	MADDEN NFL Football Electronic Arts	4	Fate/Grand Order Aniplex	4	倩女幽魂-全民合体秒变葫芦娃 NetEase
5	部落冲突 (Clash of Clans) Supercell	5	パズル&ドラゴンズ GungHo Online Entertainment	5	元气封神-集结萌神冲破次元 Hoolai Games
6	部落冲突:皇室战争(Clash Royale) Supercell	6	LINE : ディズニー ツムツム LINE	6	苍蓝境界 CHINESEALL.COM
7	Slotomania: Vegas Slots Casino Playtika	7	A3! Liberent	7	天龙八部手游 Tencent
8	梦幻家园 (Homescapes) Playrix	8	LINE PokoPoko LINE	8	大天使之剑H5-奇迹MU正版授权 37games
9	漫威: 超级争霸战 Kabam	9	THE KING OF FIGHTERS '98UM ... Ourpalm	9	大话西游-千人激战对战大闹天宫... NetEase
10	Toy Blast Peak Games	10	星のドラゴンクエスト SQUARE ENIX	10	阴阳师-滑头鬼限定联动 NetEase
11	梦幻花园 (Gardenscapes) Playrix	11	白猫プロジェクト COLOPL	11	啪啪三国2-一番武将国战手游 Fei Gao
12	ROBLOX Roblox	12	アズールレーン Yostar	12	Fate/Grand Order (命运-冠位指... bilibili
13	王国纪元(Lords Mobile)-全球国战 IGG.COM	13	プロ野球スピリッツA KONAMI	13	开心消消乐® Happy Elements
14	Slots Casino - House of Fun Pacific-Interactive	14	Yu-Gi-Oh! Duel Links KONAMI	14	热血江湖-隐身强袭, 刺客参上 Longtu Game
15	Big Fish Casino Big Fish Games	15	にゃんこ大戦争 PONOS	15	新剑侠情缘 Tencent
16	Lineage 2: Revolution Netmarble	16	Pokémon GO Niantic	16	欢乐斗地主·腾讯 Tencent
17	雷霆天下 (Mobile Strike) - 策略... Epic War	17	実況パワフルプロ野球 KONAMI	17	梦幻西游 Tencent
18	Toon Blast Peak Games	18	ディズニー ツムツムランド COLOPL	18	妖精的尾巴-最强公会 CMGE
19	Episode - Choose Your Story Episode Interactive	19	乃木坂46公式 乃木恋~坂道の下... ALLFUZ	19	魂斗罗·归来-跨服战队 Tencent
20	战争游戏 : 火力时代 MZ	20	ドラゴンクエストライバルズ SQUARE ENIX	20	龙之谷 Tencent

资料来源：AppAnnie (2017 年 11 月 21 日), 天风证券研究所

就中国来看，IP 改编手游相较于非 IP 手游平均拥有更多的活跃用户与更高的用户参与。根据 QuestMobile 中国重度手游 Top2-50 游戏来看（不考虑《王者荣耀》），25 款属于 IP 游戏，24 款属于非 IP 游戏。IP 游戏平均 MAU220.6 万 vs. 非 IP 游戏 212.5 万；IP 游戏平均 DAU51.6 万 vs. 非 IP 游戏平均 DAU46.2 万；IP 游戏平均日活跃率 23.4% vs. 非 IP 游戏平均日活跃率 21.7%；IP 游戏月平均使用时长 571.4 分钟 vs. 非 IP 游戏月平均使用时长 303.0 分钟，表明 IP 游戏在时长与玩家粘性方面有一定的优势。

图 119：中国重度手游 50 中 IP 游戏与非 IP 游戏比较



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

注：非 IP 游戏去掉《王者荣耀》

4.3. 生存射击类手游正被引爆，中国厂商迅速崛起

4.3.1. 《PUBG》IP 手游在全球范围内获得广泛关注

根据 AppAnnie，在美国、中国、日本等游戏行业规模 Top20 国家和地区中，《PUBG》类游戏受到广泛关注。截至 2017 年 11 月 30 日上午 10 点，中国地区免费榜前五游戏中有 4 款是《PUBG 类》；截至 2017 年 11 月 29 日，《PUBG》类游戏位列日本和中国台湾地区畅销榜 Top3；美国、法国和英国等欧美地区苹果 AppStore 免费榜中同样能够找到《PUBG》类手游。

图 120：亚洲地区苹果 App Store 免费排行榜



资料来源：AppAnnie（2017 年 11 月 30 日），天风证券研究所

图 121：欧美地区苹果 App Store 免费排行榜

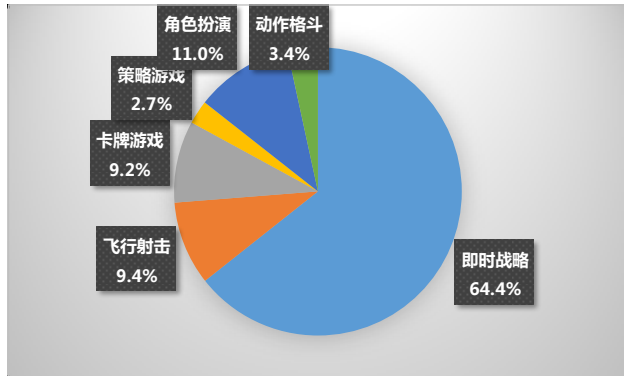


资料来源：AppAnnie（2017 年 11 月 30 日），天风证券研究所

4.3.2. 相比海外，FPS 游戏在中国具有良好的用户基础，是重要的产品类型之一

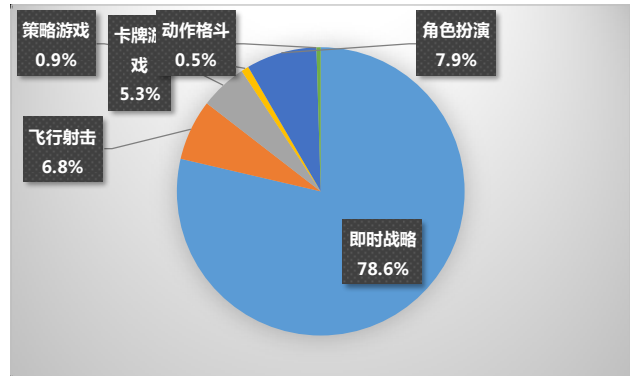
射击类手游拥有较多的用户基础与用户时长，是较受用户欢迎的游戏类型之一。在中国 Top50 重度手游中，飞行射击类游戏 MAU 达 2,712.6 万，占比 9.4%；游戏总时长 149.2 亿，占比 6.8%。根据《2016 全球移动游戏产业白皮书》，射击游戏受欢迎程度位列第五位（射击游戏 19.0% vs. 策略游戏 30.2% vs. 竞速游戏 27.8% vs. 动作冒险游戏 25.3% vs. RPG 23.2%）。

图 122：2017 年 6 月中国 重度手游 MAU 结构



资料来源：QuestMobile（2017 年 6 月），天风证券研究所

图 123：2017 年 6 月中国 重度手游总时长结构



资料来源：QuestMobile（2017 年 6 月），天风证券研究所

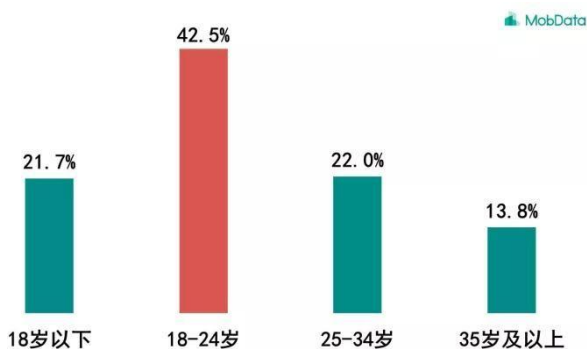
图 124：2017 年 6 月中国 重度手游

排名	APP名称	发行公司	细分行业	MAU (万)	DAU (万)	月人均使用时长 (分钟)	App Store 畅销排名
1	王者荣耀	腾讯	即时战略	18,226.5	5,733.6	941.8	1
2	穿越火线-枪战王者	腾讯	飞行射击	2,144.9	584.5	660.7	36
3	部落冲突	Supercell	卡牌游戏	1,005.0	345.1	441.8	63
4	皇室战争	Supercell	卡牌游戏	626.7	174.5	403.6	70
5	阴阳师	网易	卡牌游戏	597.2	160.3	541.8	5
6	海岛奇兵	Supercell	策略游戏	505.4	163.4	322.7	129
7	梦幻西游	网易	角色扮演	444.2	119.1	733.7	2
8	天龙八部手游	腾讯	角色扮演	385.8	85.3	531.2	3
9	火柴人联盟		动作格斗	356.8	17.1	42.2	262
10	火影忍者	腾讯	角色扮演	311.9	99.7	863.5	24

资料来源：QuestMobile（2017 年 6 月），天风证券研究所

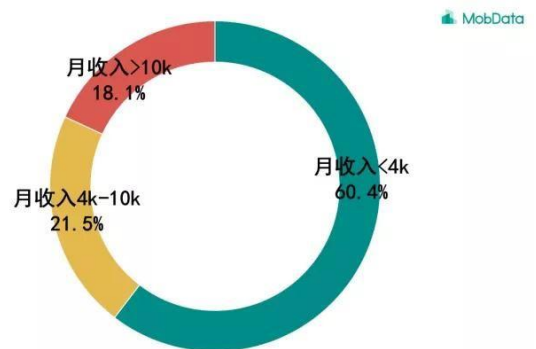
根据游戏科工委，“吃鸡”手游玩家集中在 18-24 岁以下，占比 42.5%，35 岁以上玩家只有 13.8%；从收入结构来看，该类游戏 60%以上的玩家月收入低于 4,000 元。

图 125：“吃鸡”手游玩家年龄结构



资料来源：游戏科工委，MobData，天风证券研究所

图 126：“吃鸡”手游玩家收入结构

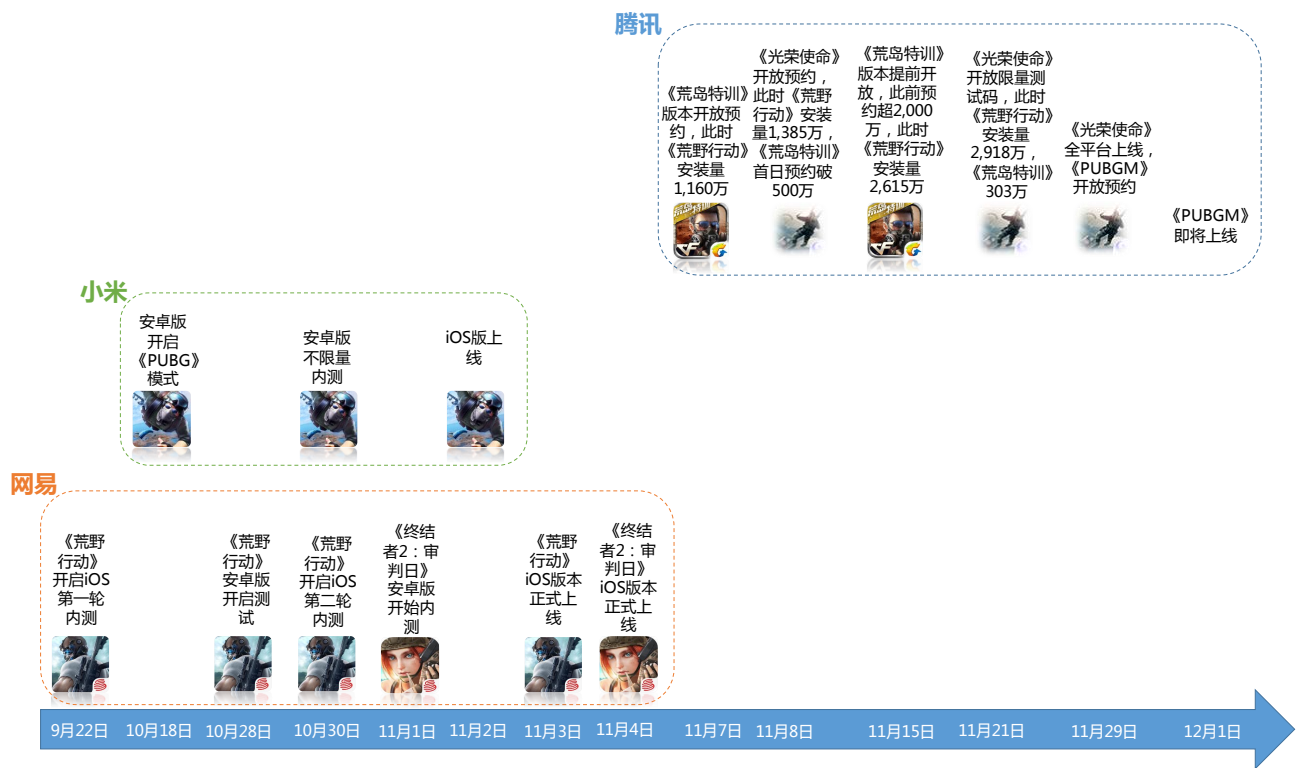


资料来源：游戏科工委，Mobdata，天风证券研究所

4.3.3. 《PUBG》类手游聚集大量流量，高品质研发和具有社交关系链的厂商终将大概率胜出


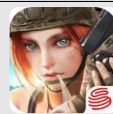
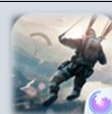
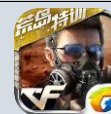


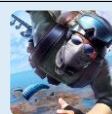
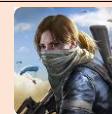
巨头入局改变前期格局，《PUBG》IP 成为腾讯、网易新的主战场。在国内，以小米为代表的游戏厂商最先开始布局，在安卓端开始推出《PUBG》类玩法。2017 年 11 月，网易、腾讯先后入局，凭借更高游戏质量、产品快速迭代、前期用户积累与高口碑、较大广告投入等优势迅速成为细分品类的主要参与者，用户开始向网易腾讯集中。根据极光大数据，截至 2017 年 11 月 26 日，四款主要《PUBG》类手游全网安装量达到 5,335 万，借助《绝地求生：大逃杀》在玩家心目中建立的口碑迅速增长，在不到一个月的时间里完成了 5,000 万用户积累。网易出品《荒野行动》凭借大厂声誉、较高游戏质量与一定先发优势处于较大优势（市场份额 64.3%）。

图 127：主流《PUBG》类手游上线日期



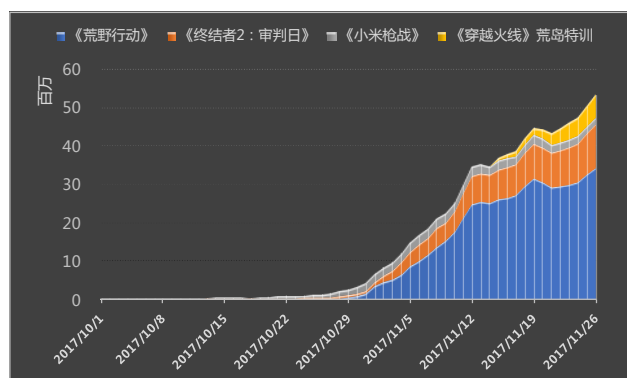
资料来源：极光大数据，天风证券研究所

图 128：主流《PUBG》类手游比较

	网易		腾讯				小米	智明星通
游戏名称								
发行商	网易	网易	腾讯	腾讯	腾讯	腾讯	小米瓦力	智明星通
上线时间	2017年11月3日	2017年11月4日	2017年11月29日	2017年11月15日	2017年12月1日	2017年11月2日	2017年9月29日	
游戏安装量 (千)	34,305	11,375		5,852		1,815		
游戏DAU (千)	23,589	8,308				1,477		
游戏活跃率 (%)	68.8%	73.0%				81.4%		
次日安装留存率 (%)	73.1%	74.9%		76.8%		76.8%		
游戏评分	4.3	4.5	2.9	4.4		4.0		4.3
每局游戏人数	100	120	100	60	100	60		48
地图大小	6400*6400	2000*2000	8000*8000	2000*2000		8000*8000		
设备要求	iOS 8.0	iOS 7.0	iOS 7.0	iOS 7.0			iOS 9.0	
游戏内置语音	支持	支持	支持	支持			支持	
天气系统	支持	不支持	支持				不支持	
终端互通	支持	支持					不支持	
副标题	巨人空降 毒圈紧逼 胜者唯一						组好队咱们跳伞去！	
游戏特色	操作相对流畅、动作真实度高、地图精密度高、端游还原度高		预约超2,500万，国风浓厚，画质清晰但游戏Bug较多	武器系统有一定差异化、操作便利性较差	正版端游IP转手游，由天美和蓝洞共同研发，目前预约量332万	正版端游IP转手游，由光子工作室研发	地图画质较差、操作相对流畅	欧美画风，地图画质较差，道具丰富性有待加强
游戏核心玩法	随机冲突		随机冲突	随机冲突	随机冲突	随机冲突	随机冲突	随机冲突

资料来源：AppAnnie (2017年11月30日)，天风证券研究所

图 129：四款《PUBG》类手游安装量

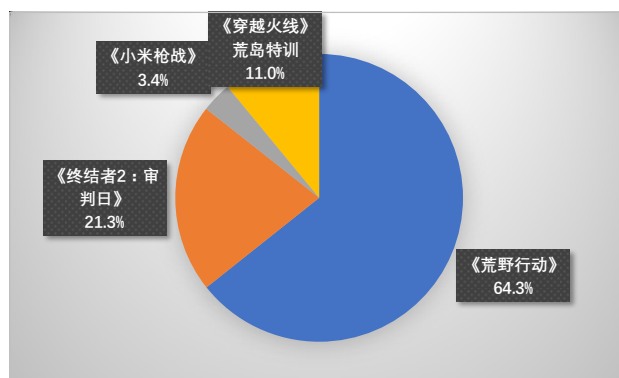


资料来源：极光大数据，天风证券研究所

注：统计口径包含安卓与苹果全品类智能手机

安装量小于下载量，下载后卸载则不计入安装量

图 130：《PUBG》类手游安装量结构



资料来源：极光大数据，天风证券研究所

《PUBG》成为腾讯和网易的最新战场。从历史竞争态势来看，腾讯与网易在多类型进行竞品竞争。腾讯在 MOBA、FPS 领域拥有较大优势，网易在 RPG 和 SLG 类有一定优势，但在腾讯的追击下优势并不明显。腾讯掌握着强大的社交网络，拥有较低流量成本，叠加雄厚研发实力，若在某一品类先行可以进行较大程度垄断，若作为追击者则会是一个强力竞争者。

《PUBG》类手游的端游 IP 目前仍处于上升期，借助该 IP 热度《荒野行动》在短期积累积累了大量核心用户，初步具有门槛。腾讯社交优势作用会减弱，因此可能没有办法发挥出现在其他游戏领域中“强力追赶者”的角色。

图 131：腾讯与网易部分游戏类型竞争格局



资料来源：AppAnnie，天风证券研究所

注：箭头方向代表追赶方向

4.3.4. IP 赋予高起点，但仍需手游本身高质量留住用户

端游 IP 人气高涨叠加大量广告投入与直播放大形成病毒式传播,《PUBG》类游戏在短期内聚集大量用户,被 IP 赋予相当高的起点(《王者荣耀》用了 13 个月的时间月均 DAU 超过 2,000 万,而《荒野行动》DAU 破 2,000 万仅用了不到一个月,整个《PUBG》类活跃玩家超过 4,000 万),但如何进一步扩张并留住原有用户则还需依靠游戏内容质量。

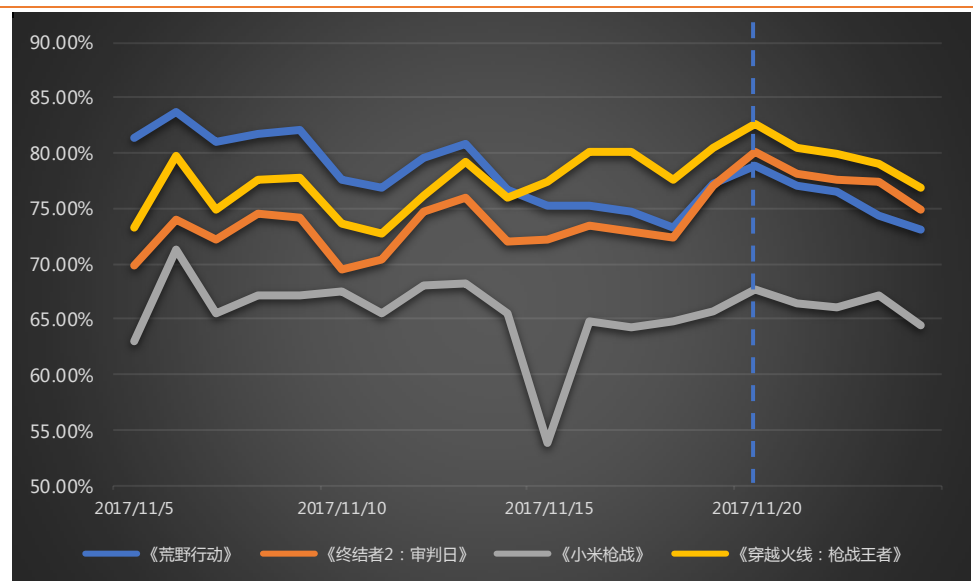
《PUBG》类手游由于端游 IP 导致原本最难以预测成为爆款的游戏玩法已经被公开,只能在游戏运营和游戏质量下功夫才有机会赢下这场赛跑。回顾王者荣耀从 2,000 万 DAU 到 7,000 万的历程,可以发现游戏玩法、美术、社交系统的持续优化是根本原因之一,目前《PUBG》类游戏更新迭代速度较快,但依然拥有较多的游戏问题,影响玩家的体验。结合四款《PUBG》类手游从 11 月 20 日起留存率开始还未触顶(相较于其他主流手游)就开始下滑。

图 132:《王者荣耀》DAU 趋势



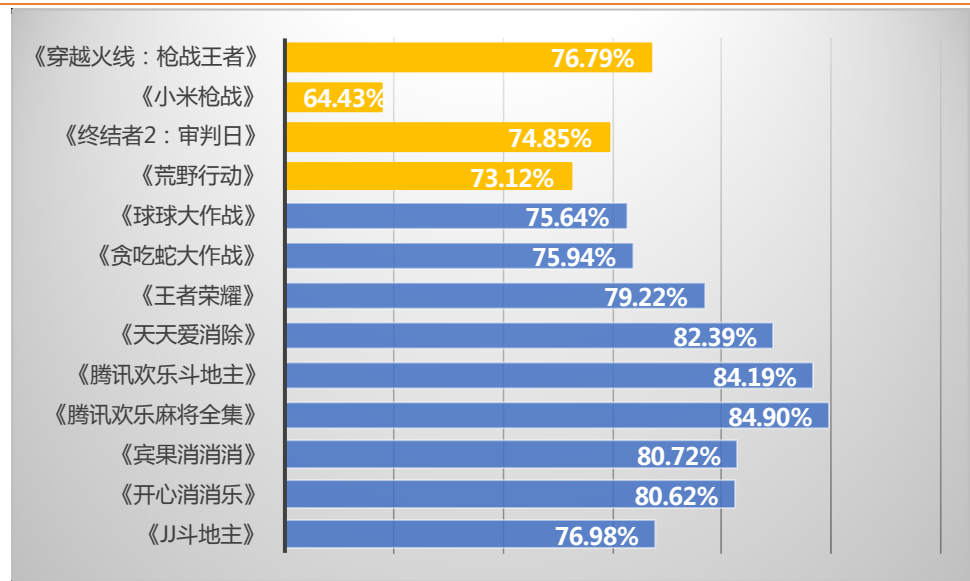
资料来源: AppAnnie, 天风证券研究所

图 133: 四款主要《PUBG》类手游次日安装留存率



资料来源: 极光大数据, 天风证券研究所

图 134：主流游戏与《PUBG》类手游次日安装留存率比较



资料来源：极光大数据，天风证券研究所

此外，《PUBG》类手游在端转手过程中缺乏对玩家体验的优化，成为制约游戏发展的一个潜在问题。无论是《王者荣耀》还是其他端游 IP 游戏，在手游化过程中无一例外简化了游戏操作，提高玩家体验，但“吃鸡”手游在流畅度、操作方便程度等多方面不如端游（设备本身限制游戏性能），无法给玩家与端游一致的游戏体验（游戏过程中反击难度较高、走路与调整视角不协调），甚至会因此增大玩家的挫败感减少游戏娱乐性与沉浸感。

图 135：《PUBG》类主流手游与端游比较

	《荒野行动》	《绝地求生：大逃杀》
视觉	屏幕	4.2
	分辨率	1920 x 1080
	游戏画质	中高
	人物模型	中高
	游戏界面	中高
操作	眩晕感	强
	流畅度	中
	操作方便度	中
	物理引擎真实度	中

资料来源：Apple，网鱼网咖，天风证券研究所

4.3.5. 《PUBG》手游商业模式及挑战探讨：不影响公平竞技性的类“皮肤”售卖和品牌广告主植入将可能是当前主要的营收实现方式

《PUBG》类手游激烈竞争与监管不确定性导致付费相对后置，但后期变现难度不大。目前《PUBG》类手游快速迭代，激烈竞争下设置付费会流失处于“比货”阶段的早期用户；且由于存在监管不确定性（特别是针对于还没有版号的几款新游），设置付费难度较大。尽管如此，当游戏用户开始稳定留存，游戏变现并无难度，未来具体会有两种变现方式：

1. “To C”：目前部分游戏内置可购买人物衣服与武器皮肤，同时设置“物资箱”形式的抽奖系统

“吃鸡”手游玩家集中在18-24岁以下，占比42.5%，35岁以上玩家只有13.8%；玩家年轻化增加玩家个性化需求，玩家为个性化皮肤、时装等游戏内购商品潜在空间较大，比如2017年3月7日《王者荣耀》推出赵云“引擎之心”皮肤，单凭此项收入当天收入进账1.5亿元。

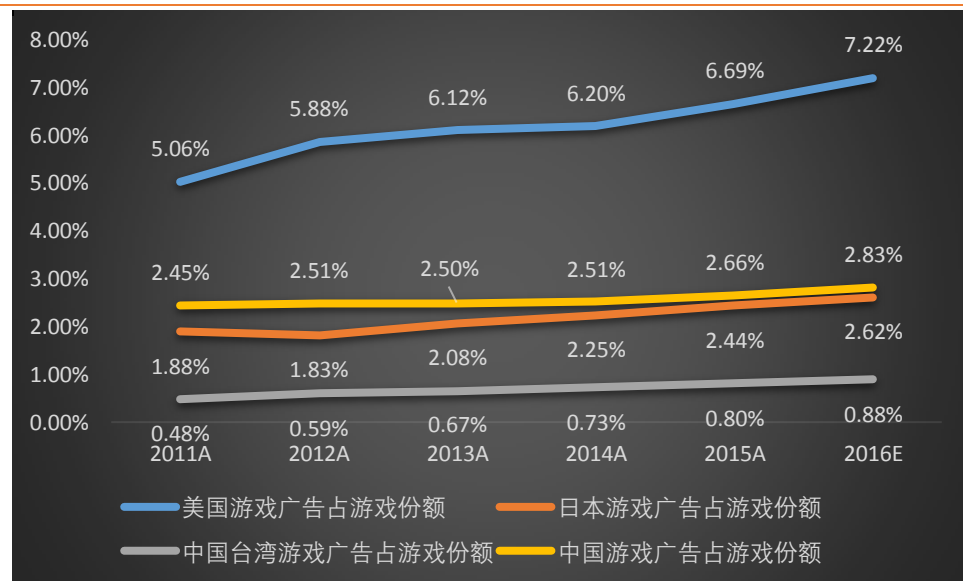
2. “To B”：游戏拥有较大的地图、较多的房屋与车辆，这些物品都可以成为游戏内置广告的载体，比如《荒野行动》已经尝试将京东的Logo、百度外卖箱、ofo自行车内置在游戏过程中。中国游戏内置广告市场规模2016年预计为2.74亿美元，同比增长14.6%，目前处于高速增长阶段。就游戏内置广告占游戏行业规模来看，中国以2.83%处于较高水平，但相较美国7.22%有较大增长空间。

图 136：中国游戏内置广告行业规模及增速（2011A-2016E）



资料来源：韩国 KOCCA，天风证券研究所

图 137：全球几个国家和地区游戏广告占游戏行业规模占比（2011A-2016E）



资料来源：韩国 KOCCA，天风证券研究所

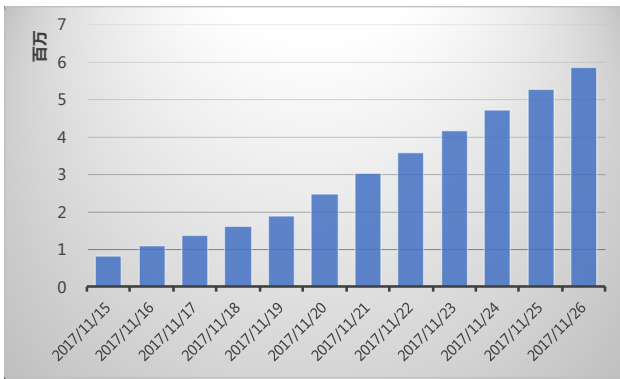
4.4. 竞争格局：与时间赛跑，在品质与速度上取得平衡”

4.4.1. 腾讯系：《穿越火线-荒岛特训》与《光荣使命》承担突击任务，《绝地求生：全军出击》、《绝地求生：刺激战场》、《无限法则》等后续作品有望借助“社交关系链”后来居上

腾讯推出《穿越火线》荒岛特训模式与《光荣使命》手游，正版端游《PUBG》手游绝地求生：全军出击》拟于 2017 年 12 月 1 日上线测试。

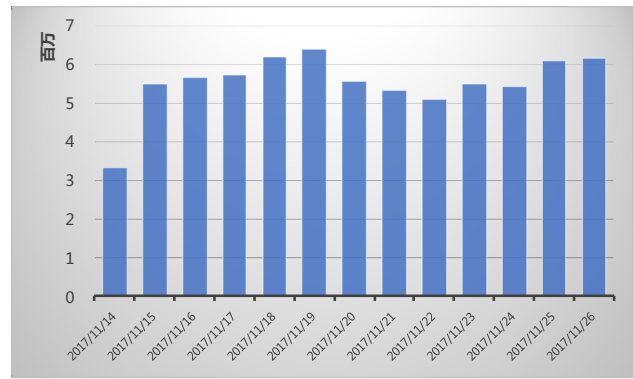
《穿越火线》荒岛特训版本根植于《穿越火线》超两千万 MAU，预约量突破 2,000 万，但上线后增量玩家不及预期。腾讯天美工作室的《穿越火线》手游改编自端游《穿越火线》，深受 FPS 玩家信任，2017 年 6 月 MAU 达到 2,144.9 万。“吃鸡”手游的核心玩法为枪战，与《穿越火线》手游原本玩家重合度高，叠加腾讯全社交平台推广，游戏上线前总预约量超过 2,000 万。荒岛特训版本于 2017 年 11 月 15 日提前上线，但截止到 2017 年 11 月 26 日，游戏增量安装只有 585 万 (vs. 《荒野行动》924 万 vs. 《终结者 2：审判日》391 万)；在不考虑存量用户的情况下，《穿越火线》荒岛特训版本新增 DAU282 万，安装活跃率为 48.1%，低于其他两款主要游戏(同期 vs. 《荒野行动》69.4% vs. 《终结者 2：审判日》77.7%)，表现不及预期。

图 138：《穿越火线》荒岛特训增量安装量



资料来源：极光大数据，天风证券研究所

图 139：《穿越火线》荒岛特训游戏 DAU



资料来源：极光大数据，天风证券研究所

《穿越火线》荒岛特训在端转手过程中，对手游玩法的简化不足，叠加较差道具灵活性与平衡性，对用户吸引力不足。该版本每局游戏有 60 人参与，最多支持 4 人组队，在 400 万平方米的地图中进行作战，每过一段时间沙尘暴范围增加挤压玩家活动范围，在遭遇敌人之前玩家需要尽快将自己武装起来。

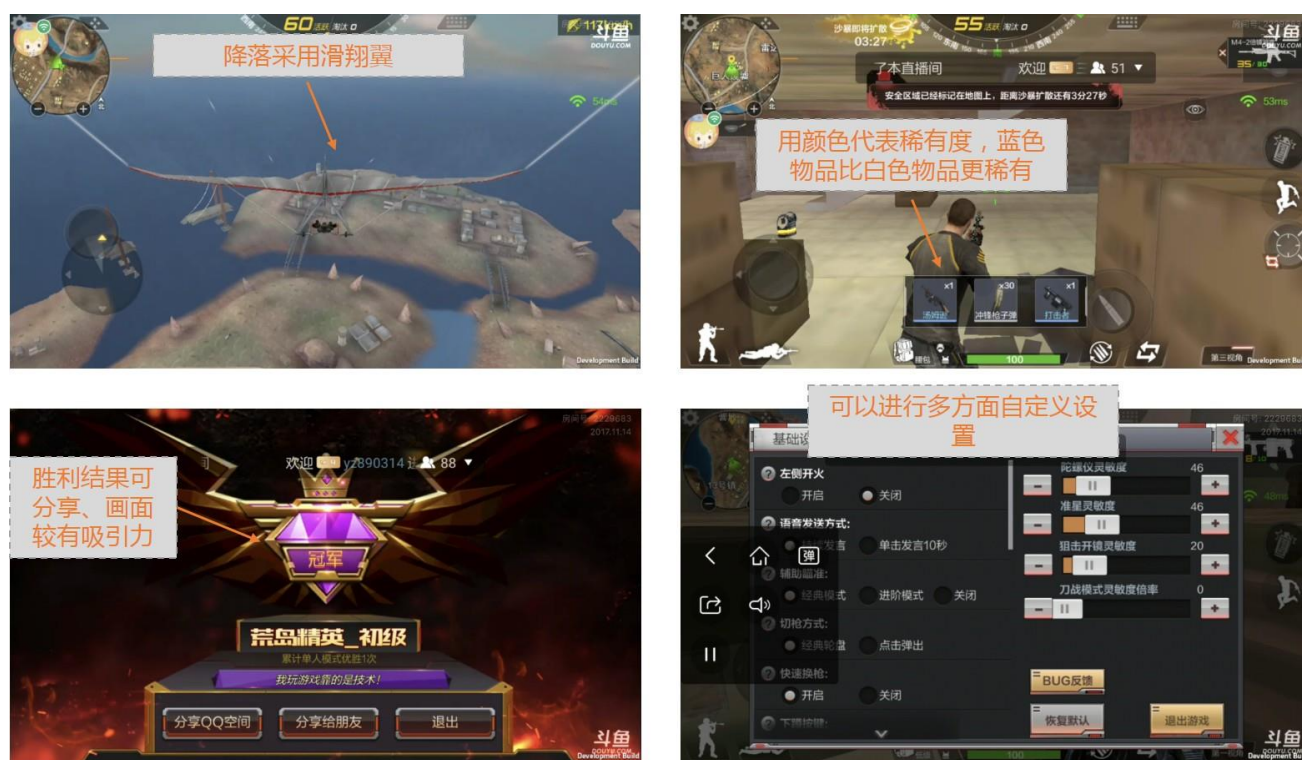
手游在与其他人遭遇时无法像其他竞品一样根据提示来源判断声音的方位，完全需要依靠自身对游戏的熟悉程度来判断方位，导致玩家通常无法有效反击，增加游戏挫败感；其次，地图内共有 7 种类型共 40 多把武器和多种载具，但道具之间的平衡性较差，不仅会有防弹车这种无法在车外直接击中车内目标的破坏平衡的道具，还会有短距离武器有效射击敌不过长距离稀有道具，游戏的平衡性较差。荒岛特训版本没有摆脱《穿越火线》手游的美术风格和操作框架，操作难度不适合 360 度全景作战的《PUBG》类玩法。

图 140:《穿越火线》荒岛特训精良武器模型



资料来源：游戏官网，天风证券研究所

图 141:《穿越火线》手游荒岛特训模式



资料来源：斗鱼、天风证券研究所

图 142: 斗鱼《穿越火线》荒岛特训直播界面



资料来源: 斗鱼 (2017 年 11 月 16 日), 天风证券研究所

《光荣使命》定位于百人对抗竞技手游，上线前已超 2,500 万预约量，于 2017 年 10 月 29 日正式开放不限量测试，上线首日登榜苹果 AppStore 免费榜第一名，根据 ASO100 的数据苹果终端首日下载量达到 46.2 万（同期《荒野行动》23.1 万，《终结者 2：审判日》16.2 万，《穿越火线》11.4 万）。游戏主打国风，从人物设计到 UI 都以“中国军人”作为蓝本，与其他《PUBG》类手游有较大差异化。

图 143: 《光荣使命》手游游戏画面



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

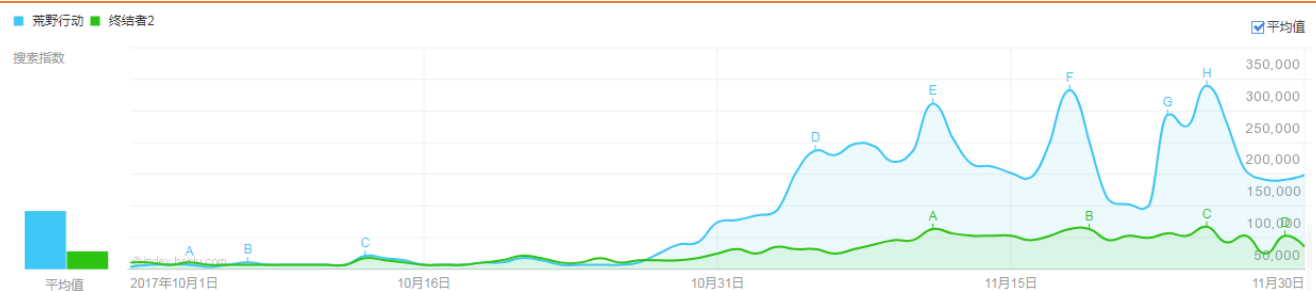
游戏受益于玩家“货比货”心理与腾讯的大力宣传，但还未形成游戏口碑。《PUBG》相对新兴且还未成熟的玩法使得玩家拥有“货比货”的心态，玩家会经过多方比较最后选定一款。尽管《光荣使命》下载榜第一，但游戏还未形成口碑，特别是在其他竞品不断更新迭代优化下，玩家会拥有更挑剔的眼光。

除了上述两款游戏“被动接招”，腾讯的天美工作室与光子工作室正版端游 IP《PUBG》预计 12 月 1 日开放测试码，该款游戏集合热点 IP 正版端转手，天美工作室实力研发，拥有多种丰富玩法（海战）与高自由度（可以破坏地图场景），多种人物形象与好友组队功能有望改变腾讯从“被动接招”的格局，做到“主动出击”。

4.4.1. 网易系：《荒野行动》与《终结者2：审判日》高质量出品获取大量先发流量，将占有一席之地

作为国内手游第二厂商，网易在《PUBG》类手游上的布局领先于腾讯。2017年11月，网易先后发行《荒野行动》和《终结者2：审判日》，其中《荒野行动》上线后迅速成为国内苹果 AppStore 免费榜第一名，百度指数也逐渐水涨船高，根据极光大数据，截至2017年11月26日《荒野行动》安装量接近3,431万，DAU2,359万，活跃率近68.8%。《荒野行动》海外版以《荒野行动》（苹果版）和《Knives Out》（安卓版）发行，在日本、中国台湾、香港等地区登上免费榜前10名。

图 144：网易《荒野行动》与《终结者2：审判日》百度指数



资料来源：百度指数（2017年12月1日），天风证券研究所

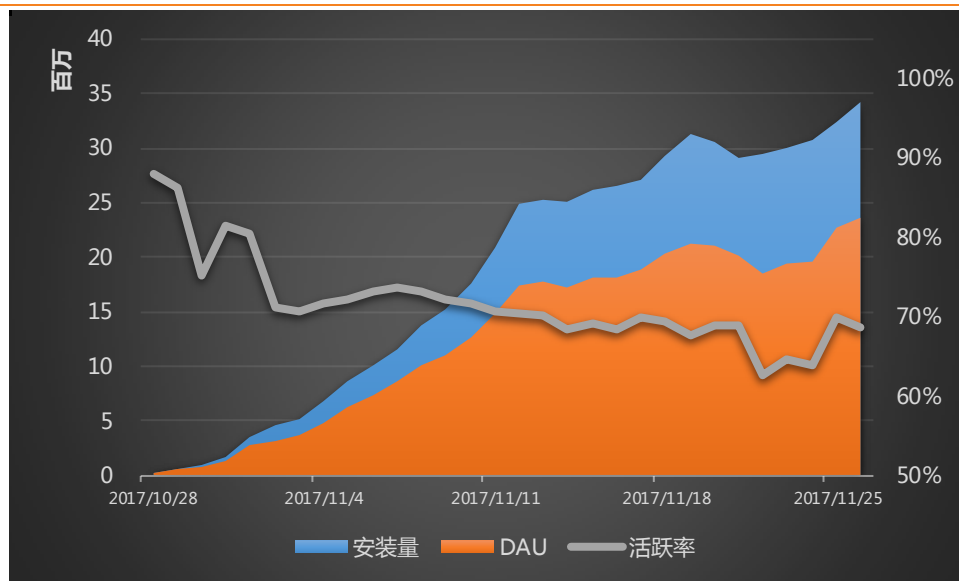
图 145：《荒野行动》苹果 AppStore 免费榜最高排名

	所有类别	游戏	Adventure (Games)	Strategy (Games)
国家的# — 排名达1	0 =	1 ▼1	3 =	4 ▼1
国家的# — 排名达5	2 =	4 =	11 ▼1	7 ▼2
国家的# — 排名达10	3 ▲1	4 =	21 ▼6	20 ▼1
国家的# — 排名达100	8 =	22 ▼4	96 ▼4	99 ▼3
国家的# — 排名达500	34 ▼5	80 =	119 ▼4	121 ▼3
国家的# — 排名达1000	61 ▼1	98 ▼7	126 ▼2	129 =
国家				
台湾	2 =	5 ▼3	2 =	1 =
日本	3 ▼1	3 ▼1	1 =	1 =
香港	9 ▲3	1 =	1 =	1 =
澳门	19 ▼6	2 ▼1	1 =	1 =

资料来源：AppAnnie（2017年12月1日），天风证券研究所

《荒野行动》安装量从11月13日起开始放缓，活跃率近一个月呈现逐渐下滑趋势，从最高接近88.1%下滑至68.8%，表明游戏对于核心用户的渗透趋缓，IP带来的核心用户红利接近尾声，高压竞争下用户开始出现分流。

图 146：《荒野行动》安装量与 DAU (2017 年 10 月 21 日-2017 年 11 月 26 日)



资料来源：极光大数据，天风证券研究所

《荒野行动》拥有其他竞品所不具备的超大型地图与操作流畅感，且快速迭代提高游戏质量，属于目前《PUBG》类手游中较高质量的一款。

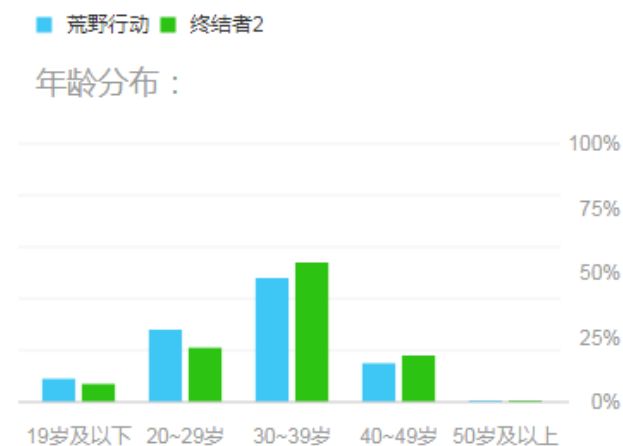
图 147：《荒野行动》游戏截屏



资料来源：游戏截屏，天风证券研究所

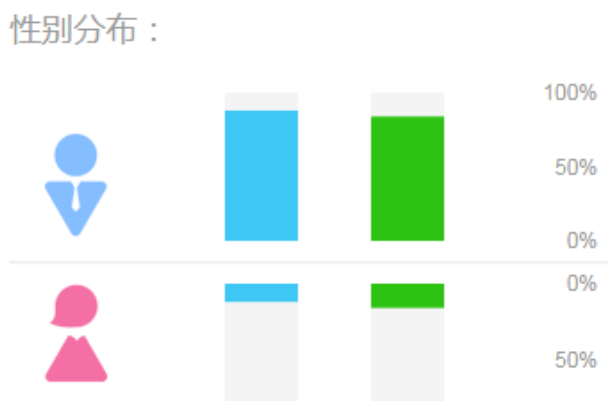
《终结者 2：审判日》于 2017 年 11 月 4 日上线苹果 AppStore，定位于《终结者》系列电影 IP。该游戏与《荒野行动》分别使用不同的自制游戏引擎，使得两款游戏侧重点、目标群体有所差异。截至 2017 年 11 月 26 日，该游戏安装量接近 1,138 万，DAU 831 万，活跃率近 73%。

图 148：网易两款《PUBG》类游戏搜索用户年龄分布



资料来源：百度指数，天风证券研究所

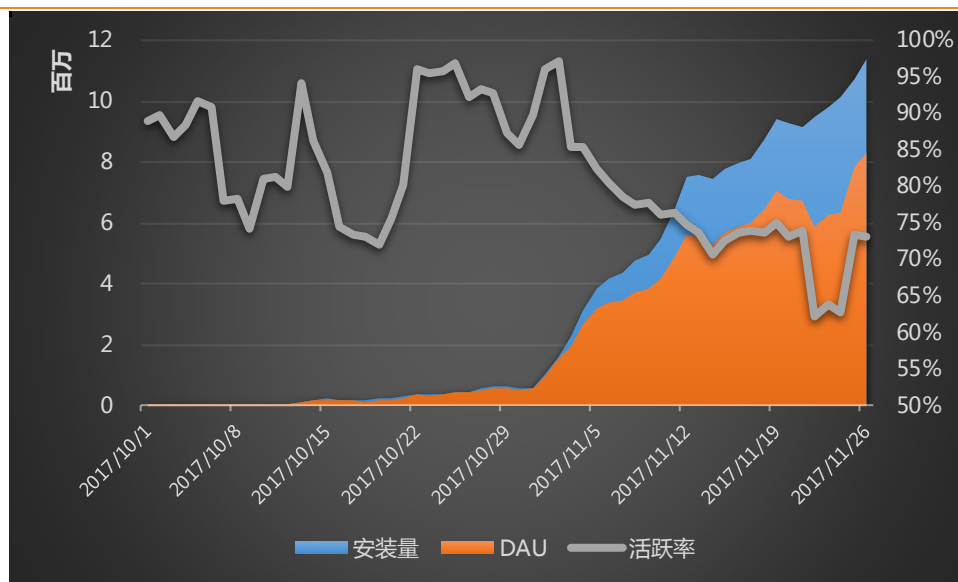
图 149：网易两款《PUBG》类游戏搜索用户性别分布



资料来源：百度指数，天风证券研究所

《终结者 2：审判日》用户逐渐稳步增加（平均每日新增安装量小于《荒野行动》），且得益于游戏内运营活动（举办线上电竞赛事）成功拉高活跃率（电竞赛事需要白银段位才能参与，从青铜到白银大约需要参与 10-15 场游戏）。

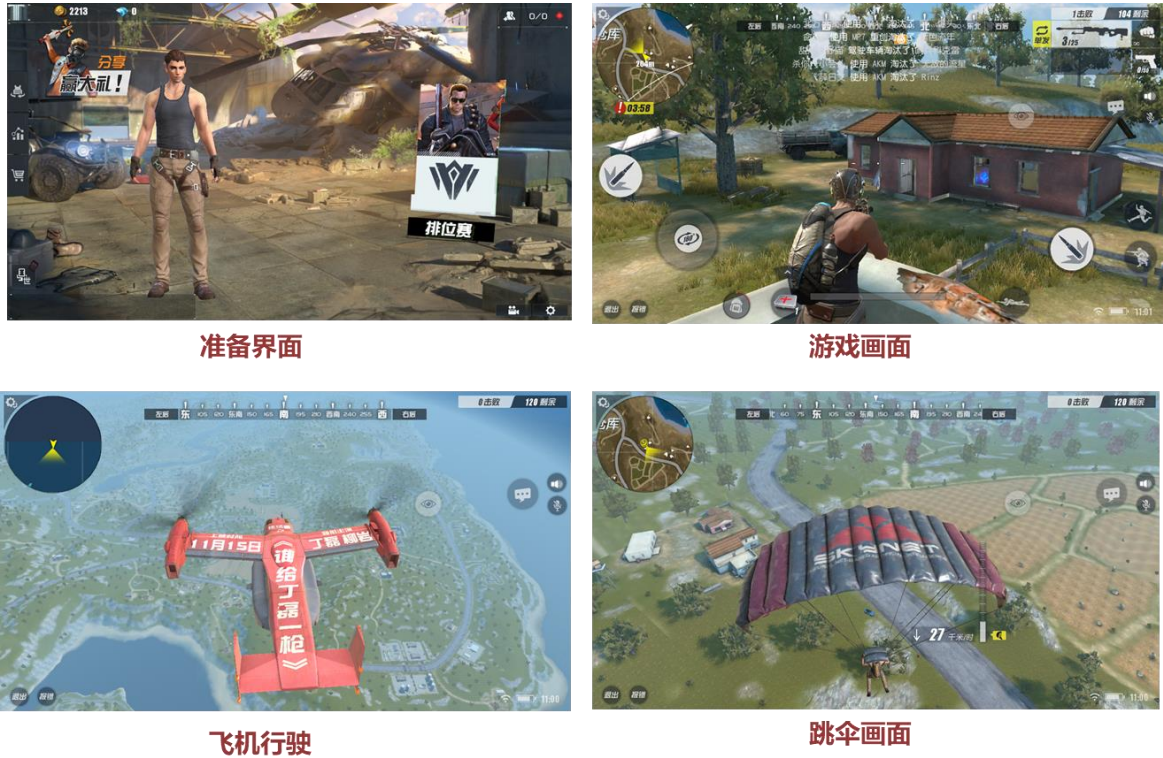
图 150：《终结者 2：审判日》安装量与 DAU (2017 年 10 月 1 日-2017 年 11 月 26 日)



资料来源：极光大数据，天风证券研究所

《终结者 2：审判日》暖色调画质，每局 60 人参与（4 人组队），在小范围地图中寻求成为最后一人，相较于《荒野行动》高真实性还原，《终结者 2：审判日》的特点在于相对更简单、装备掉率更高且节奏更快，更适合手游轻度玩家。

图 151 :《终结者 2: 审判日》游戏截屏



资料来源：游戏截屏，天风证券研究所

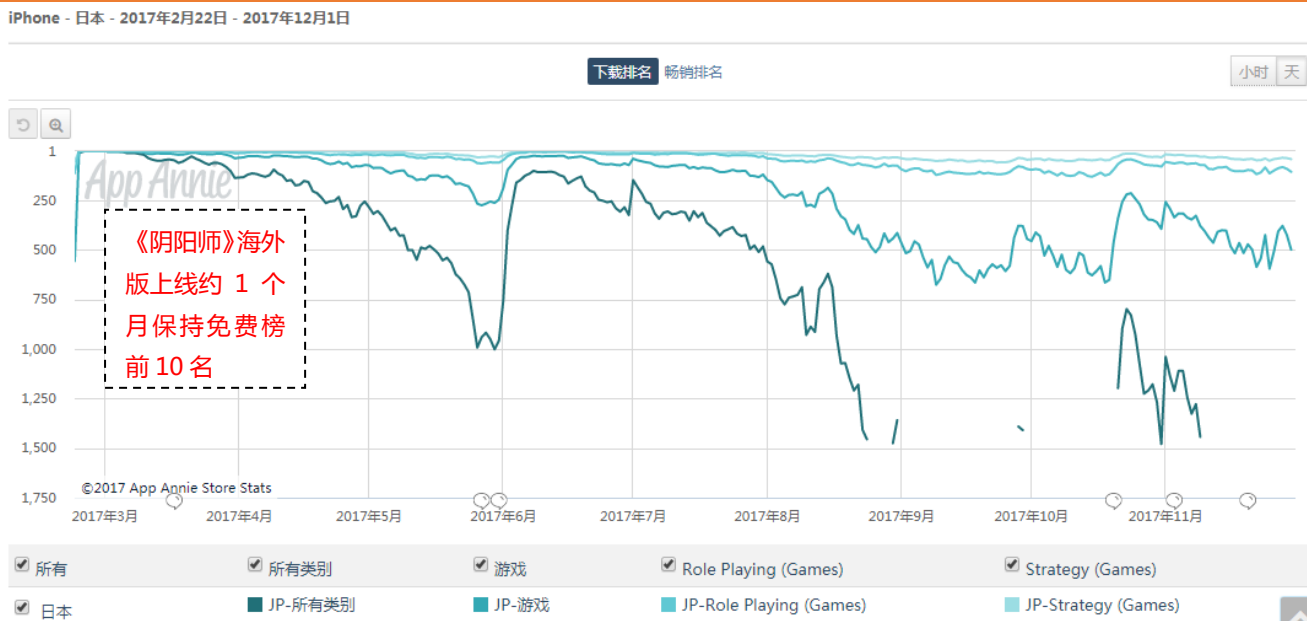
该游戏的英文版《Rules of Survival》于 2017 年 11 月 14 日上线，在欧美地区迅速成为免费下载榜第一名（可能会存在海外冲榜现象，如《阴阳师》日本上线前 1 个月也保持了下载榜前 10 的成绩，但随后下滑）。英文版与中文版差别不大，无论是从地图、人物、降落画面都趋于一致，但在汽车驾驶页面进行一定程度的改进，使其更符合双手操控驾驶。网易渗透海外，未来有望令全球玩家同台竞技。

图 152: 《Rules of Survival》iOS 下载榜

	所有类别	游戏	Adventure (Games)	Strategy (Games)
国家的# — 排名达1	6 =	10 ▲2	43 ▲5	41 ▲5
国家的# — 排名达5	11 ▲1	22 ▲1	91 ▲3	90 ▲7
国家的# — 排名达10	13 ▲2	33 ▲3	102 ▲2	106 ▲2
国家的# — 排名达100	57 ▼3	105 ▲1	129 ▼3	134 ▼1
国家的# — 排名达500	109 ▲1	128 =	147 ▼2	149 =
国家的# — 排名达1000	118 ▼2	136 =	147 ▼2	149 =
国家				
文莱	1 =	1 =	1 =	1 =
西班牙	1 =	1 =	1 =	1 =
美国	1 ▲1	1 ▲1	1 =	1 =
泰国	1 =	1 =	1 =	1 =
意大利	1 =	1 =	1 =	1 =
越南	1 =	1 =	1 =	1 =
密克罗尼西亚	2 ▲94	1 ▲35	1 ▲3	1 ▲3
法国	2 =	2 =	1 =	1 =

资料来源：AppAnnie（2017 年 12 月 1 日），天风证券研究所

图 153: 网易《阴阳师》日本 iOS 免费下载排名 (2017 年 2 月-2017 年 11 月)



资料来源: AppAnnie (2017 年 12 月 1 日), 天风证券研究所

图 154: 《Rules of Survival》游戏画面



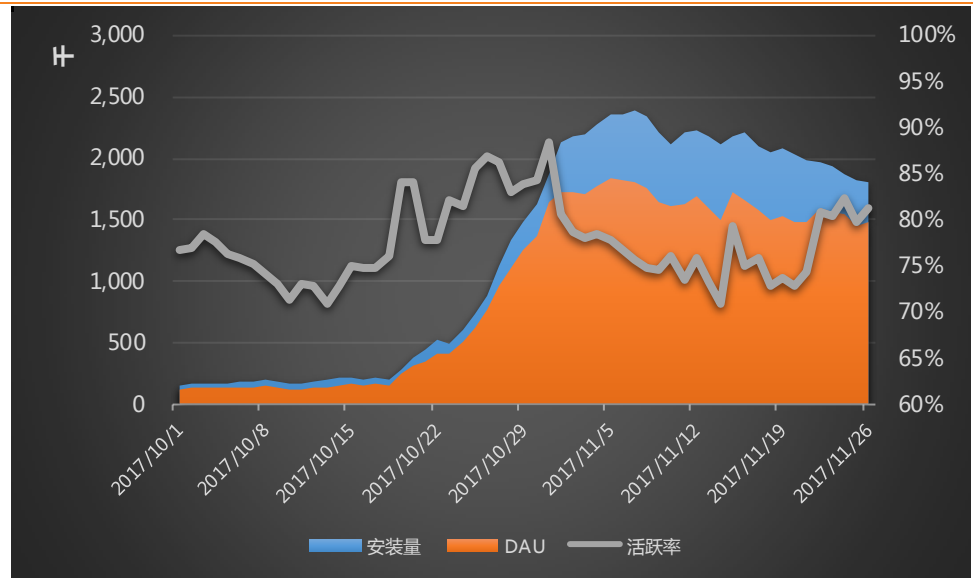
资料来源: 苹果 AppStore, 天风证券研究所

网易凭借在《PUBG》类手游领域的领先布局与快速更新迭代, 暂时顶住了腾讯《穿越火线》荒岛特训与《光荣使命》的阻击并逐渐扩大与竞品的优势, 凭借用户积累造就一定壁垒, 但腾讯集合资本、渠道、研发实力(天美工作室)与正版 IP 的《PUBGM》手游即将上线, 可能会造成一定冲击。

4.4.2. 小米瓦力《小米枪战》最早进入大众视野，但难敌腾讯网易夹击

《小米枪战》为一款 FPS 射击游戏，2017 年 10 月 30 日在游戏内推出“吃鸡”实战训练版本不限量内测。尽管该游戏上线较早，但截至 2017 年 11 月 26 日，安装量 181 万，DAU 148 万，远低于较晚上线的《荒野行动》与《终结者 2：审判日》，并且差距有逐渐拉大的倾向。

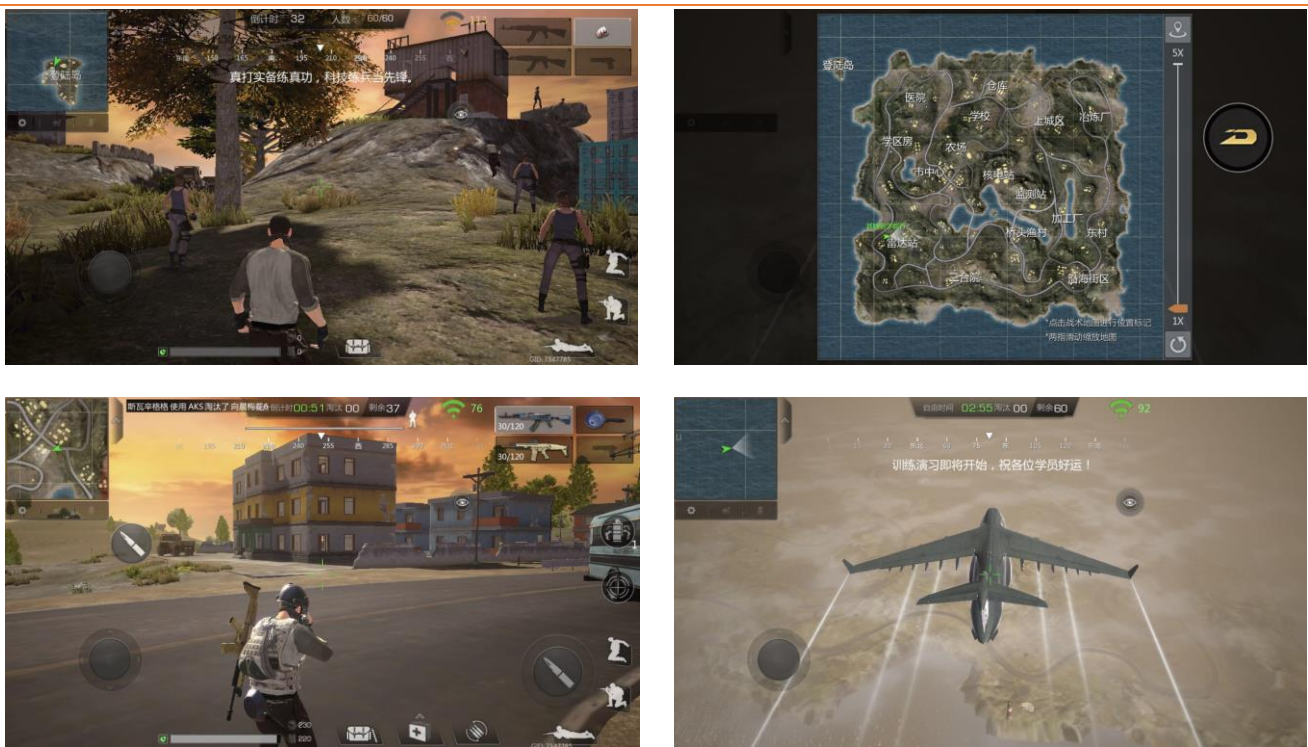
图 155: 《小米枪战》安装量与 DAU (2017 年 10 月 1 日-2017 年 11 月 26 日)



资料来源：极光大数据，天风证券研究所

《小米枪战》使用虚幻 4 引擎打造，道具和人物较为精致，但在地图、草丛的画面感与布置较差，无法进行丰富的战术实施，胜利更多的来自于“对枪”，无法通过有效的隐匿，躲避正面冲突从而获得胜利，因此具有相较于其他同类游戏更高的门槛。

图 156: 小米枪战游戏画面



资料来源：游戏截屏，天风证券研究所

在游戏高门槛叠加宣传方面的劣势导致《小米枪战》逐渐式微。网易《荒野求生》上线时各大直播平台、主播募集、流量明星参与短期聚集巨大的关注度，腾讯借助社交平台优势，与大量广告投放，同样聚集了较大关注度，《小米枪战》尽管发布较早，但宣传力度较小。无论是从官微的活跃程度（截止 11 月 20 日，单月原创发帖 14 条 vs. 《荒野求生》39 条）还是从微博投放广告和直播平台合作上都稍显不足。

4.4.3. 智明星通《Last Battleground Survival》发挥海外丰富经验优势，汲取国内厂商经验主动拥抱海外市场

智明星通《Last Battleground Survival》于 2017 年 9 月 29 日上线，上线初就主打海外市场，从香港和东南亚地区逐步拓展到全球其他地区，在香港、菲律宾、中国台湾等地区都上榜过下载榜第一位。目前在 18 个国家和地区位列下载榜前五、在 34 个国家及地区位列下载榜前 10。

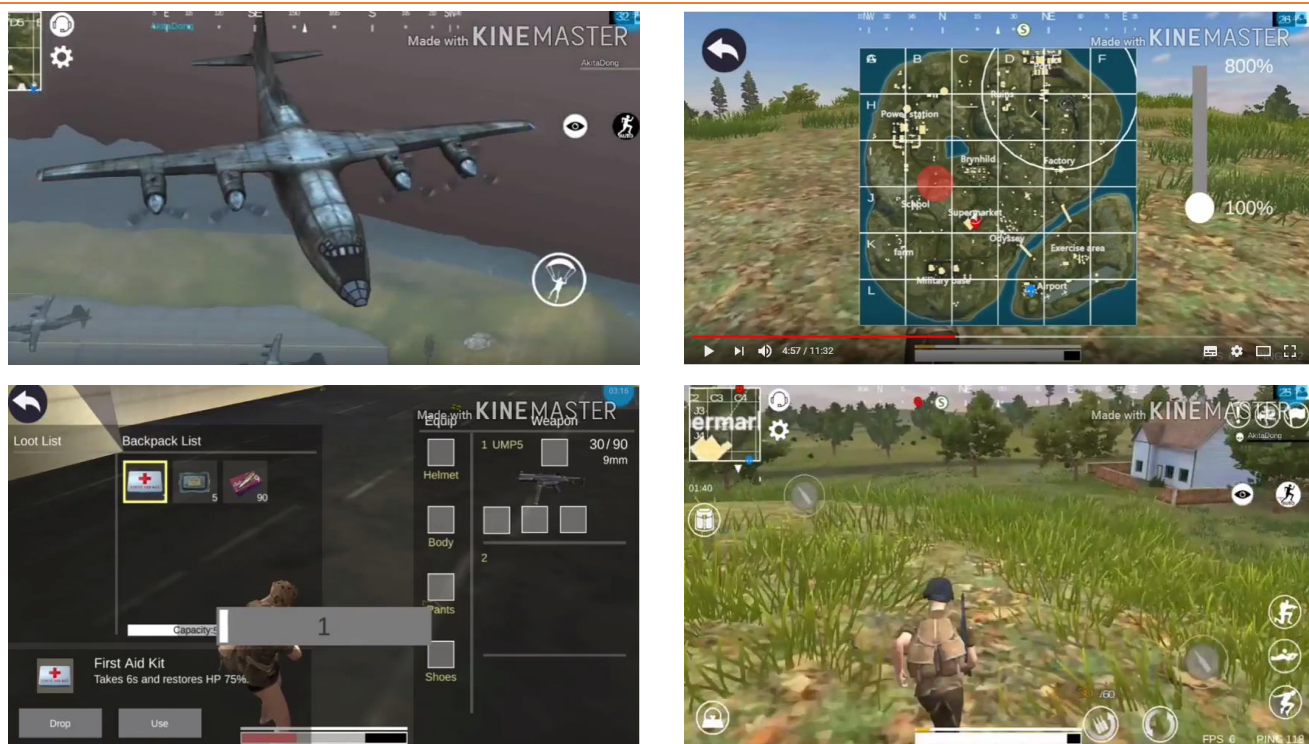
图 157: 《Last Battleground Survival》最高下载排名

	所有类别	游戏	Action (Games)
国家/地区的# — 排名达1	0 =	0 =	19 ▼6
国家/地区的# — 排名达5	0 =	18 ▼5	57 ▼5
国家/地区的# — 排名达10	1 ▼7	34 ▼4	70 ▼7
国家/地区的# — 排名达100	59 ▼4	74 ▼5	93 ▲1
国家/地区的# — 排名达500	84 ▼4	94 ▲4	100 ▲1
国家/地区的# — 排名达1000	85 ▼3	94 ▲4	100 ▲1
国家			
台湾	10 ▼4	5 =	3 =
立陶宛	11 ▼1	3 ▲1	1 =
斯洛伐克	12 ▼4	4 =	1 =
拉脱维亚	12 ▼2	4 ▼1	1 =
希腊	13 ▼6	4 ▼2	1 =
波黑	13 ▼4	5 ▼2	2 ▼1
克罗地亚	13 ▼2	5 ▼1	2 =
芬兰	14 ▼1	4 ▲1	1 =
西班牙	14 =	6 ▼1	2 ▼1
捷克共和国	14 ▼5	6 ▼3	2 =

资料来源: AppAnnie (2017 年 12 月 1 日), 天风证券研究所

该游戏在游戏质量方面相较《荒野行动》等还有一定差距，无论是从枪械模型、道具丰富性还是地图真实性都还处于较为初级状态。智明星通借鉴国内经验，将其运用到国外。《Last Battleground Survival》原本 32 人一局，增加到 48 人；增加武器平衡性（将道具与倍镜分离），增加武器插槽，开放团队作战功能等，游戏不断完善。

图 158: 《Last Battleground Survival》游戏画面



资料来源: Youtube, 天风证券研究所

5. 《大逃杀》游戏火爆催生内容行业二次改编，循环形成“蝴蝶效应”

二次改编根据内容形态可以大致分为两类：第一类是以变现为目的的二次改编，比如将游戏内容改编为电影、电视剧；第二类是以吸引流量为目的的二次改编。

电竞拥有较高用户粘性与使用时长，是目前被低估的变现方式。根据 ESC，《Dota2 The International 2017》、《CS: GO PGL Major Kraków 2017》、《Gamescom PUBG Invitational 2017》平均游戏电竞单次赛事使用时长 96 分钟，整个电竞赛事周期通常会有 10-30 次子赛事，拥有较高用户粘性。考虑到电竞赛事是一个高标准化内容（选手稳定性较好，每场赛事的质量差异较小），因此较为适合进行变现。从具体变现方式来看，既可以通过“C 端”，也可以通过“B 端”，目前 ARPU 值仅为 1.5 美元（核心用户 3.6 美元），具有较大增长空间。

明确的付费场景与意愿、叠加电影宣发带来高用户影响倍数，电影是较为成功的游戏二次变现方式。电影是一种低粘性消费，对于单场电影，通常用户只会观影一次，按照 2017 票房前十电影计算平均单场次时长为 127 分钟，电影拥有独特的高用户吸引力（平均 0.9 倍，最高可达 6.2 倍），但较难转化为游戏用户。

电视剧与动漫“追剧”现象使得用户具有粘性，但吸引力仅限于游戏用户本身，对于非核心用户的泛化能力较弱。基于游戏的小说改编通常丰富游戏世界观，多以精装版发行供玩家收集。

图 159：游戏内容二次改编内容横向比较

	电竞	电影	电视剧/动漫	小说
变				
ARPPU (美元)		8.9		9.0
单次时长 (分钟)	96	127	30-60	
使用次数 (次)	10-30	1	6-24	1
标准化程度	高	低	低	低
流				
用户影响倍数	0.6	0.9	0.8	
持续时长 (天)	10-30	30	90	

资料来源：VGChartz, Newzoo, Netflix, Booksellers, 天风证券研究所

注：电竞采用《Dota2》、《CS: GO》、《PUBG》三场最主要电竞赛事平均值得到

电影 ARPPU 值为美国 2017 年平均票价

小说 ARPPU 为英国 2014 年平均售价

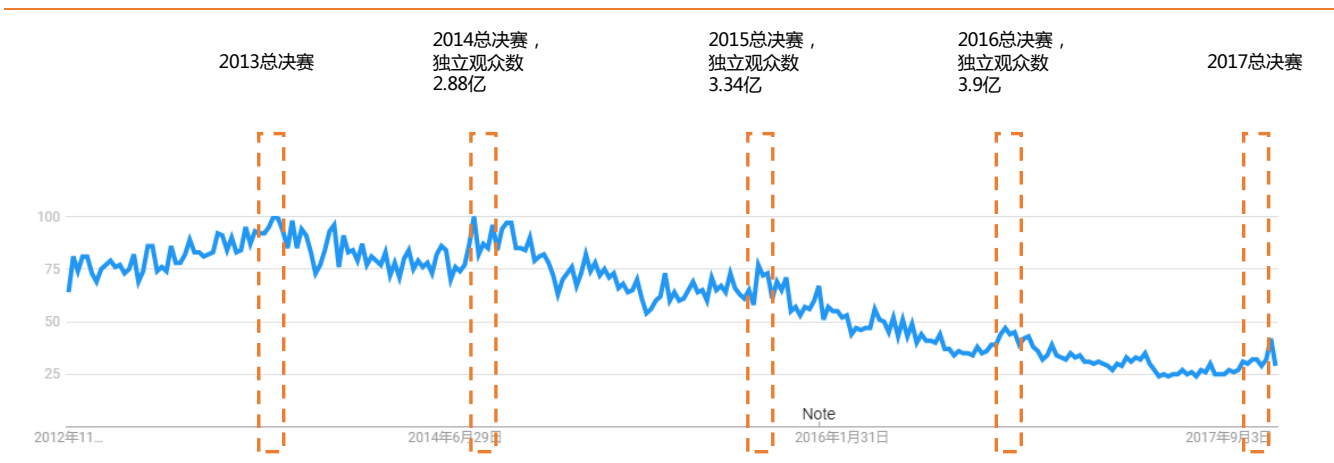
基于游戏的二次改编逐级扩大用户范围，形成“蝴蝶效应”。小说、电竞等内容对于游戏内容的高真实度还原，增强对核心玩家的吸引力的同时，牺牲对非核心玩家的渗透，建立核心玩家游戏世界观，形成最初一批忠实粉丝（需要考虑到竞技因素，能够适用于电竞的游戏数量有限）；电视剧、动漫相较于电竞和小说拥有更多用户，通过内容改编增加故事线、参演阵容等多个因素增加内容的普适性，从而能够在核心用户的基础上继续拉拢游戏非核心用户；电影成为用户“蝴蝶效应”爆发形式，弱化游戏因素，突出人物之间的情感交流，对游戏玩家与非游戏玩家具有相似的吸引力，IP 作用下的用户高起点成为“蝴蝶效应”爆发的前提。

5.1. 从游戏到电竞：内容二次开发后持续曝光，提升游戏生命周期，促进玩家的普及和参与

5.1.1. 游戏电竞：变现为主，流量为辅，整体提升 IP 影响力

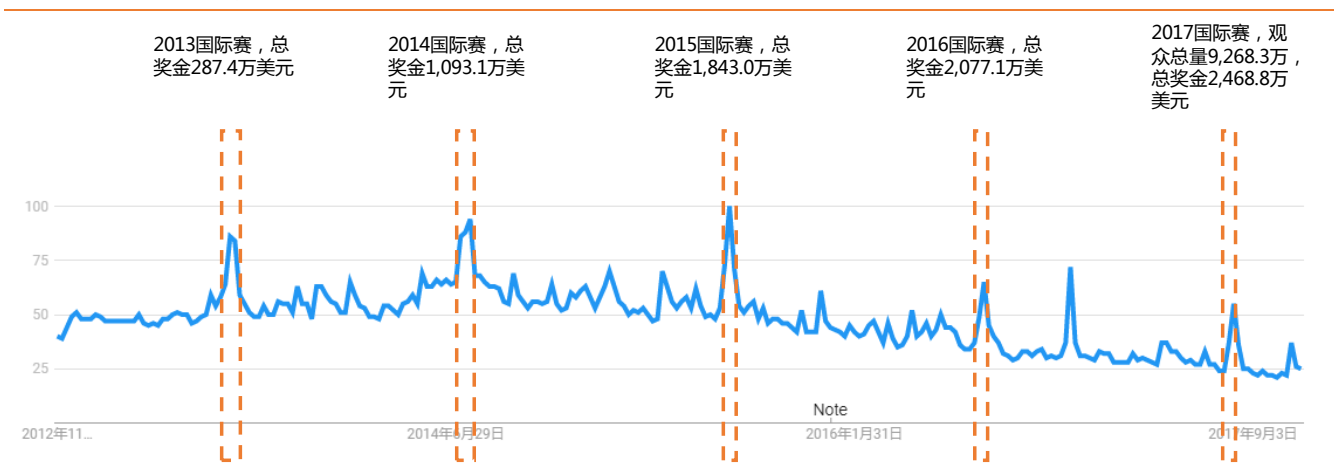
游戏电竞赛事与游戏相辅相成，电竞是基于游戏 IP 的二次内容开发，有助于扩大游戏受众，延长生命周期。电竞通过借助多种传播媒介，打通线上与线下壁垒将线上用户向线下导流，吸引更多用户，并对游戏形成较高话题度与关注度，从而扩宽变现渠道并提高 IP 影响力。从《英雄联盟》和《Dota2》来看，电竞赛事对于短时间内提高关注度，保持 IP 短期热度有明显作用。

图 160: 《英雄联盟》Google 搜索指数与电竞赛事



资料来源：GoogleTrend（2017年11月22日），天风证券研究所

图 161: 《Dota2》Google 搜索指数与电竞赛事



资料来源：GoogleTrend（2017年11月22日），天风证券研究所

电竞赛事对游戏本身流量是短暂且能够复位的影响，电竞赛事本身的用户更多会流于电竞而不会进一步转移到游戏上，因此电竞赛事的应用更多是在游戏变现的进一步拓展。电竞赛事观看呈现高重复性与高用户市场投入，较适合进行变现尝试。

图 162：游戏电竞赛事用户数据比较

	Dota 2	CS : GO	PUBG	平均值
游戏销量 (百万)	118.1	36.9	22.2	59.1
游戏活跃玩家 (百万)	9.4	9.6	16.7	11.9
赛事直播最高观看量 (百万)	10.9	1.9	8.7	7.2
平均每场观看数/游戏玩家	1.16	0.20	0.39	0.60
平均单场观看时长 (小时)	1.5	2.7	2.0	1.6

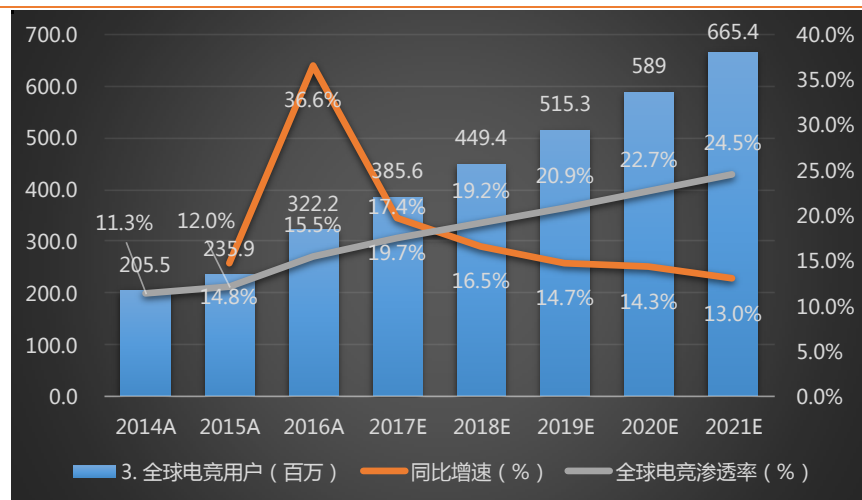
资料来源：ESC，天风证券研究所

注：三款游戏电竞赛事采用奖金最高的三场作为代表，分别为《The International 2017》、《PGL Major Kraków 2017》、《Gamescom PUBG Invitational 2017》

统计数据来自于 Twitch、斗鱼、熊猫等平台

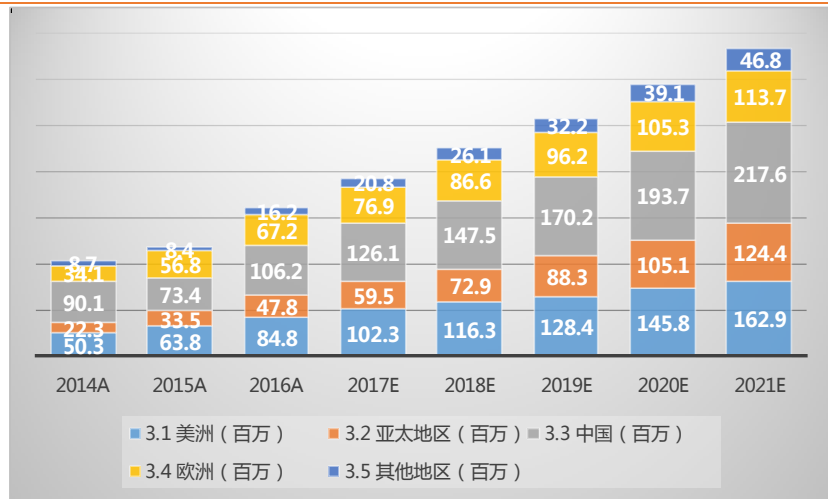
游戏电竞行业规模在 2017 年有望达到 6.96 亿美元 (ARPU 为 1.8 美元 vs. 全球手游 ARPU 21.9 美元)，同比增速 41.2%，处于高速发展的早期阶段 (占整个游戏行业的 4.5%)。**电竞用户规模与 ARPU 提升驱动游戏电竞行业未来变现潜力提升。**电竞用户规模是变现的基础，全球电竞用户 2017 年将达到 3.9 亿，同比增长 19.7%，渗透率为 17.4%，与 12.2 亿全球端游玩家和 21.0 亿全球手游用户相比还有较大渗透空间。从电竞玩家，中国、美洲、欧洲占比接近 80%，且渗透率在 22% 以上，未来几年电竞用户渗透率将会在持续提升，带动电竞用户快速增长，为电竞付费打下基础。

图 163：全球电竞用户及增速 (2014A-2020E)



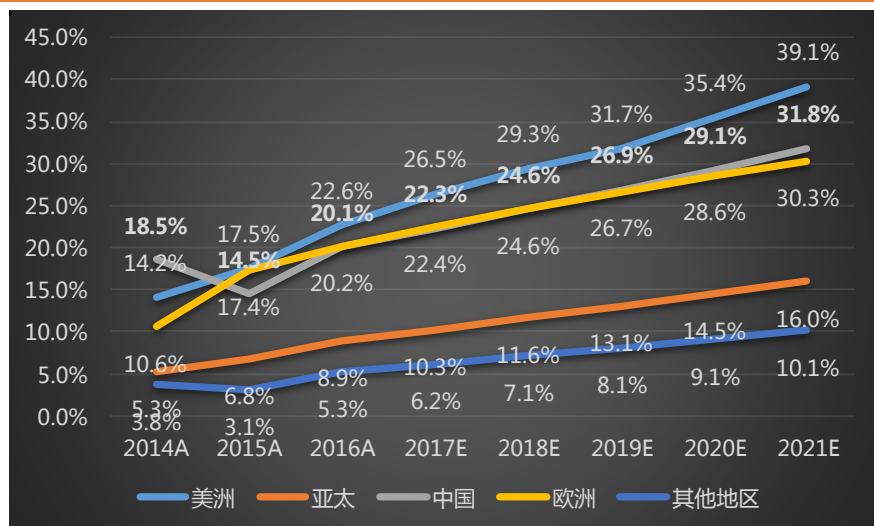
资料来源：Newzoo，天风证券研究所

图 164：全球电竞用户数量（2014A-2021E）



资料来源：Newzoo，天风证券研究所

图 165：各地区电竞用户渗透率（2014A-2020E）



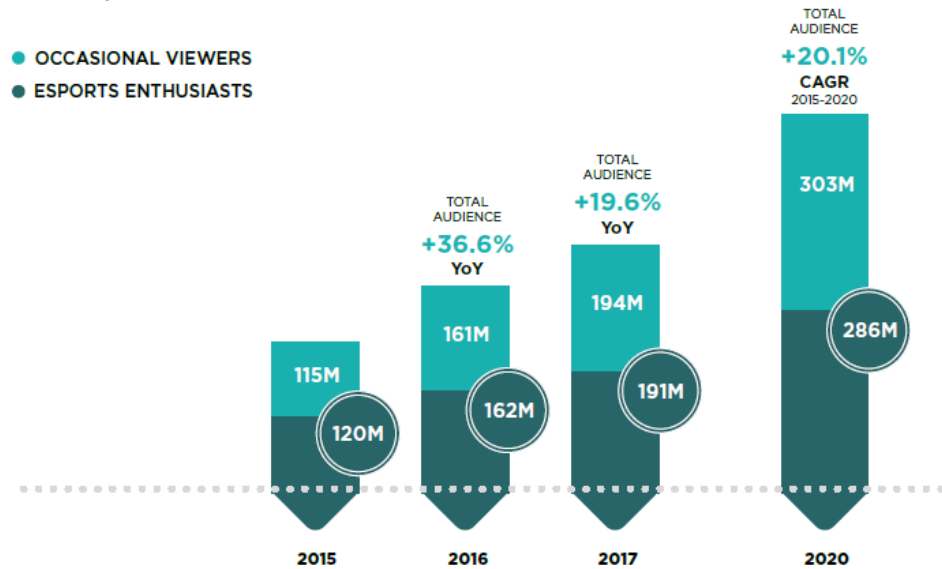
资料来源：Newzoo，天风证券研究所

电竞赛事目前人均 ARPU 薄弱，但高质量用户潜在消费能力不容小觑。电竞赛事的变现可以通过从“B 端”和“C 端”入手，目前电竞赛事的收入绝大部分依赖于来自“B 端”的赞助（38%）和广告（21%），来自“C 端”的用户付费仅有 9%，两者综合来看人均 ARPU 在 2017 年将达到 1.8 美元（vs. 篮球观看用户 ARPU 15 美元 vs. 其他赛事 ARPU 总额 54 美元）来看还有较大增长空间。根据 Newzoo 的调查，电竞用户中高家庭收入人群占比高于互联网用户（48.5% vs. 37%），电竞用户中拥有全职工作的人群比例高于互联网全用户（60% vs. 50%）。

图 166：全球电竞用户结构

ESPORTS AUDIENCE GROWTH

GLOBAL | 2016-2020



资料来源：Newzoo，天风证券研究所

对于轻度电竞粉丝而言，单用户粉丝的价值区间在 RMB24-42/年之间：

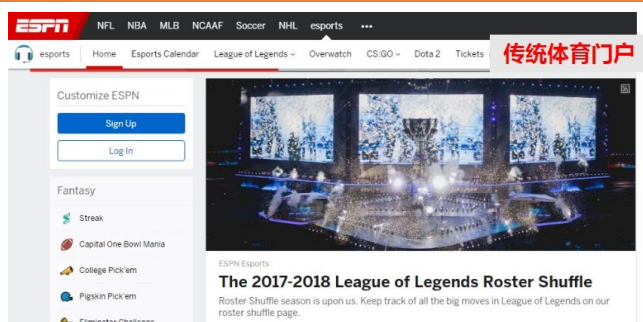
- 按照 Newzoo 的估计，预计到 2017 年粉丝商业价值的区间预计为 RMB23.9-34.5/粉丝（不包含游戏收入贡献，外围电商衍生收入）中值约合人民币 29.2/粉丝；
- YY 平台 3Q17 季度总收入 RMB30.9 亿，移动端 MAU 7,300 万，约合人民币 42.3/粉丝；
- 虎牙直播 3Q17 季度收入 RMB5.52 亿，移动端 MAU 2,192.3 万，约合人民币 25.2/粉丝；

对于重度电竞粉丝而言，单用户粉丝的价值区间 RMB355-1200/年之间：

- 腾讯视频 17 年 9 月付费会员突破 4300 万，3Q17 社交收入人民币 152.80 亿元，折合付费会员季度贡献 RMB 355/粉丝；
- ESPN 付费杂志 USD4.99 的月订阅费，约合人民币 395.2/粉丝/年(*6.6)；
- Netflix 普通会员 USD7.99 的月订阅费，约合人民币 632.8/粉丝/年(*6.6)；
- Twitch 付费会员 USD8.99 的月订阅费，约合人民币 712/粉丝/年(*6.6)；
- 乐视体育会员 16 年 4 月份上线乐视体育的年费，对外收费 590 元/年；
- 参照北京国安足球俱乐部 2016 年赛季主场年票 850 元/950 元/1,200 元

直播社交媒介繁荣与传统主流大众媒体介入有望加速电竞赛事影响力提升。从全球范围来看，电竞赛事的转播从新兴直播平台逐渐向传统主流大众媒体渗透，比如 ESPN 在 2016 年推出电竞频道，拉近传统体育与电竞的隔阂，将增加电竞对主流大众的曝光度。

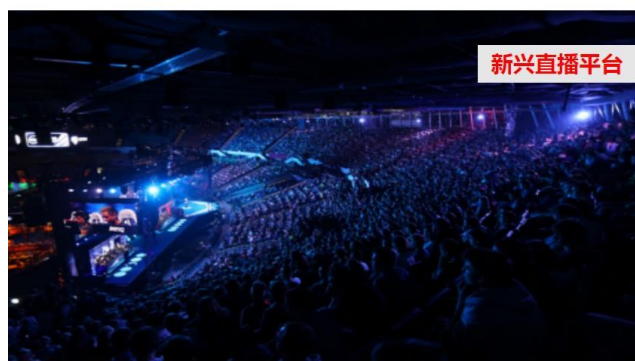
图 167：多种传播媒介对电竞赛事的支持



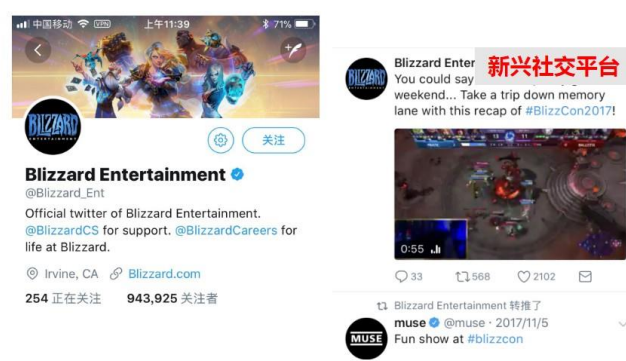
ESPN于2016年1月推出电竞频道，拉近传统体育与电竞



BBC三频道从今年开始转播电竞赛事，进一步扩宽电竞触达面



Twitch转播多种游戏电竞赛事，2015年《CS: Go ESL One》2,700万观众



暴雪Twitter官方账号，发布暴雪“BlizzCon2017”电竞赛事信息

资料来源：ESPN，BBC，Twitch，Twitter，天风证券研究所

5.1.2. 游戏周边产品

电竞赛事的衍生与发展，催生游戏高质量周边产品。游戏周边设备主要包含耳机、鼠标、键盘、手柄等，2016年市场规模21.8亿美元，同比增长8.2%（增速缓于电竞玩家增速），游戏市场份额2.6%。美洲（38.5%）和欧洲区域（37.6%）是消费的主要来源，中国区域尽管拥有较高的玩家基数，但对于周边设备没有起到相应的贡献（14.3%）；从设备结构来看，游戏专用耳机规模达到10.9亿美元，占比49.9%，是最为主要的游戏周边设备（与电脑整机厂在出厂时会附带鼠标和键盘但并不会与耳机有一定关系，同时对于游戏来说耳机能够保证沉浸感的前提作用至关重要）。由于视觉和听觉体验的差异化较为明显，玩家对于这两类消费能力较强。英伟达近11个季度，游戏业务（主要为显卡）增长迅猛，特别是在《守望先锋》和《绝地求生：大逃杀》对显卡高要求的游戏上线后有明显的提振作用。

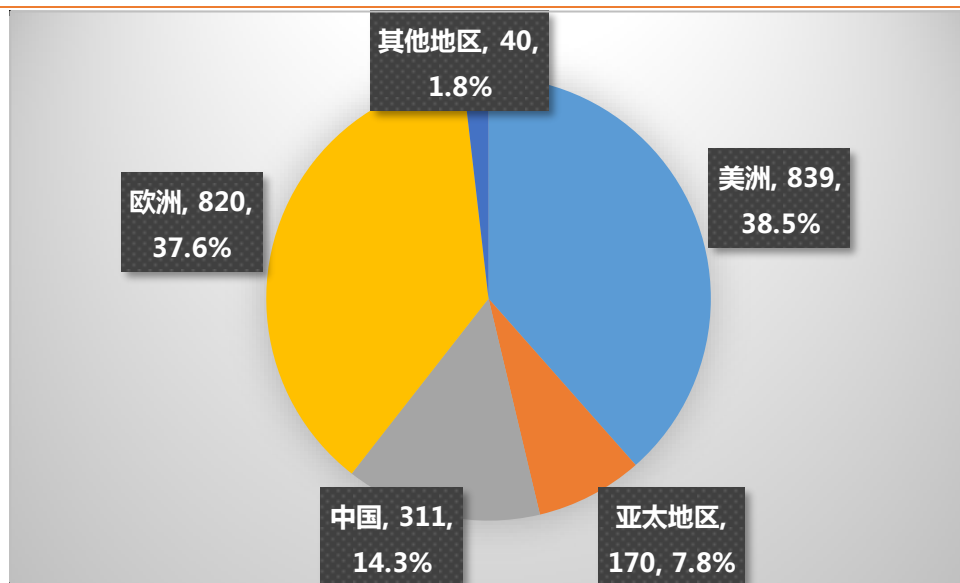
图 168：全球游戏周边设备行业规模（2014A-2021E）



资料来源：Newzoo，天风证券研究所

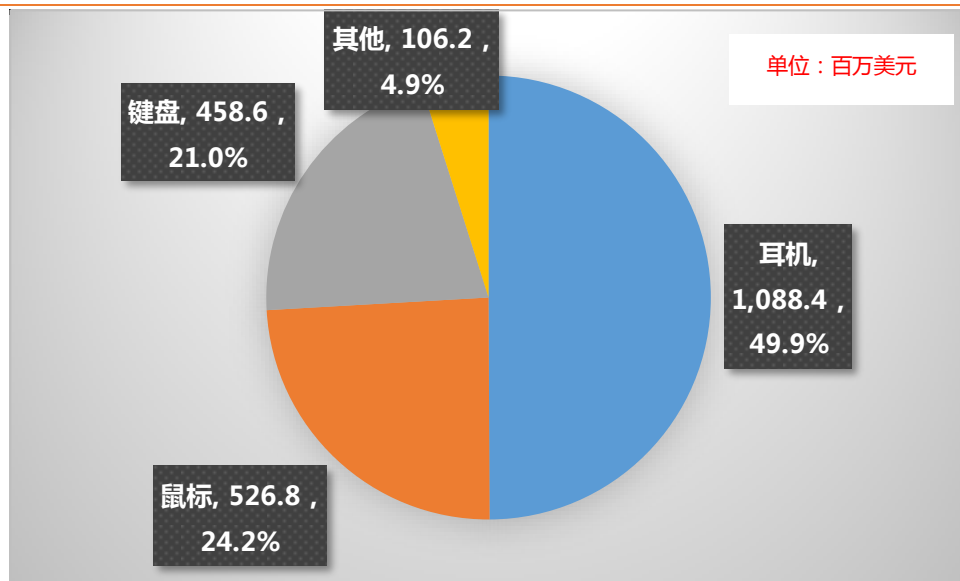
注：游戏市场份额为周边设备市场规模除以游戏市场规模（不含硬件）得到

图 169：2016 年全球游戏周边设备区域结构



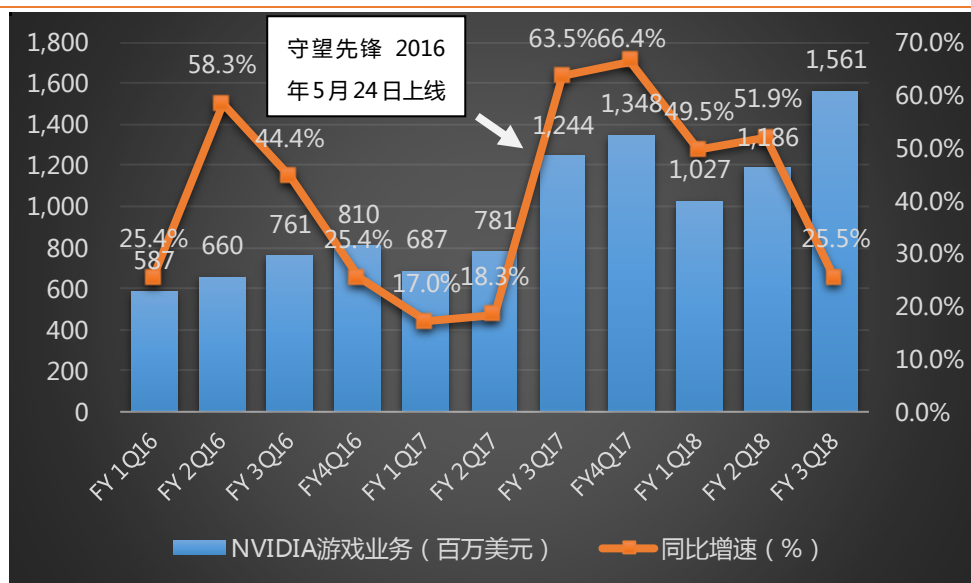
资料来源：Newzoo，天风证券研究所

图 170：2016 年全球游戏周边设备结构



资料来源：Newzoo，天风证券研究所

图 171：英伟达游戏业务收入 (FY1Q16-FY3Q18)



资料来源：Nvidia，天风证券研究所

5.2. 游戏 IP 的二次重生：从游戏到电影、电视剧、小说和动漫

在我们对 IP 的理解中，任何一种内容形态（包括小说、动漫、电影、电视剧及游戏等）都有可能成为 IP 的源头，核心在于内容是否引起人心的共鸣。因此不少畅销游戏，在获取人心的基础上，又能回溯至电影、电视剧乃至小说和动漫进行二次创作，实现对核心玩家的附加价值开发。从历史上来看，电影、动漫、小说较受欢迎，电视剧形式较少。

图 172：游戏 IP 改编其他内容

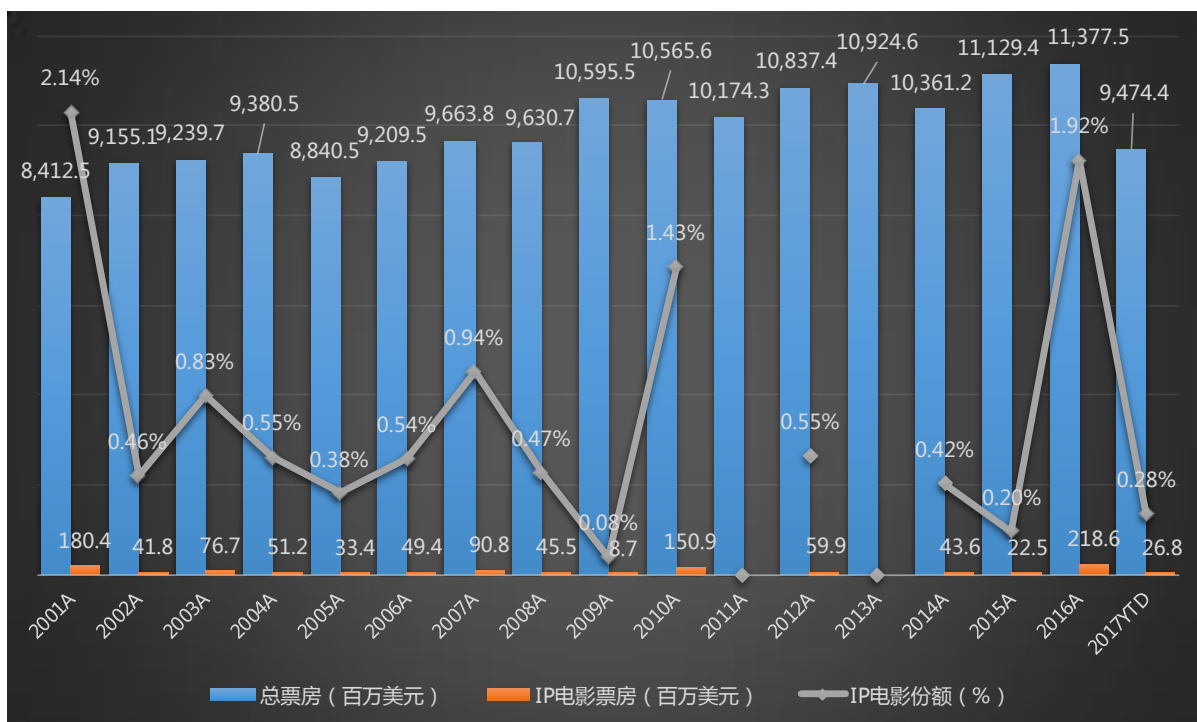
IP名称	游戏最高销量 (百万)	游戏总销量 (百万)	改编电影	改编电视剧	改编小说	改编动漫
刺客信条	6.5	85.5	●		●	●
战地	7.4	60.6		○	●	
暗黑破坏神					●	●
毁灭战士	3.6	14.4	●		●	
龙腾世纪	2.6	13.1		●	●	
光环	12.1	67.9		●	●	●
杀手	3.0	12.6	●	○	●	
生化危机	5.8	64.0	●		●	●
星际争霸					●	
魔兽争霸			●		●	
最终幻想	9.7	119.8	●	●	●	●

资料来源：VGChartz，天风证券研究所

注：空心圆代表正在筹备中

从 2001 年起，全球范围内游戏改编电影大约有 31 部（市场份额 0.3%），在美总票房 11 亿美元（市场份额 0.7%），平均票房 3,548 万美元（高于平均值 1,652 万美元），总估计观影人次 1.5 亿人次（市场份额 0.6%），平均观影人次 483.8 万人次（高于平均值 228.1 万）。从票房表现来看，游戏改编电影表现普遍较好，但总体数量较为有限。

图 173：游戏改编电影美国票房份额（2001A-2017YTD）



资料来源：Boxofficemojo，天风证券研究所

注：2017YTD 截止到 2017 年 11 月 25 日

游戏改编电影是将宏大的故事线进行浓缩，并进行改编，制作周期、成本较高，因此数量上受到一定的限制，但就吸引流量变现来说具有较好的作用。从多个游戏改编电影案例来看，共 18 款 IP，全球总票房 38.6 亿，总估计观影人次 5.4 亿人次，是游戏总销量的 0.9 倍。考虑 IP 粉丝存在对游戏一系列重复购买，该数值存在较大低估可能性。从游戏二次改编电影影响人群比例(电影影响力)来看，改编影响人群影响最高可至 6.2 倍(魔兽世界)。

图 174：游戏 IP 改编电影表现

IP名称	总票房 (百万美元)	总估计观影人次 (百万)	最高观影人次 (百万)	游戏总销量 (百万套)	游戏最高销量 (百万套)	电影影响力
生化危机	1,233.2	201.1	49.8	64.0	5.8	3.1
古墓丽影	434.9	54.1	34.5	41.2	5.2	1.3
魔兽世界	433.7	63.0	63.0	10.1		6.2
愤怒的小鸟	349.8	40.4	40.4	80.0		0.5
波斯王子	336.4	37.7	37.7	13.2	2.2	2.9
刺客信条	240.7	27.8	27.8	85.5	6.5	0.3
极品飞车	203.3	25.8	25.8	101.9	7.2	0.3
杀手	182.3	28.2	15.6	12.6	3.0	2.2
沉默之丘	149.9	17.3	11.3	8.9	1.6	2.0
马克思·佩恩	85.4	12.4	12.4	10.5	3.3	1.2
最终幻想	85.4	15.1	15.0	119.8	9.7	0.1
毁灭战士	56.0	7.1	7.1	14.4	3.6	0.5
死亡之屋	13.8	2.4	2.4	3.5	1.5	0.7
地牢围攻	13.1	1.5	1.5	1.1	0.4	1.3
街头霸王	12.8	1.7	1.7	34.3	6.3	0.0
鬼屋魔影	10.4	1.3	1.3	1.4	0.5	1.0
瑞奇与叮当	8.8	1.3	1.3	22.3	3.8	0.1
生死格斗	7.5	1.3	1.3	5.5	1.8	0.2
合计	3,857.4	539.6	350.1	630.1	62.3	0.9

资料来源：Boxofficemojo, VGChartz, 天风证券研究所

注：总估计观影人次来自于全球票房除以美国当年平均票价，存在一定误差

魔兽世界游戏总销量是 2016 年 10 月 MAU，愤怒的小鸟为 2017 年 7 月 MAU

电影影响力是通过某 IP 系列电影总票房观影人次除以该 IP 游戏总销量得到，但由于游戏玩家存在较多重复购买，因此该数会被低估

改编电视剧形式较少，只有有限个如《龙腾世纪》、《辐射》等游戏进行过电视剧改编，将 Youtube 观看量与最高游戏销量进行比较，可以发现电视剧更多依赖重度用户的“追剧”行为，无法渗透多数人，是一种适合变现，但在过去较难实现的一种方式。

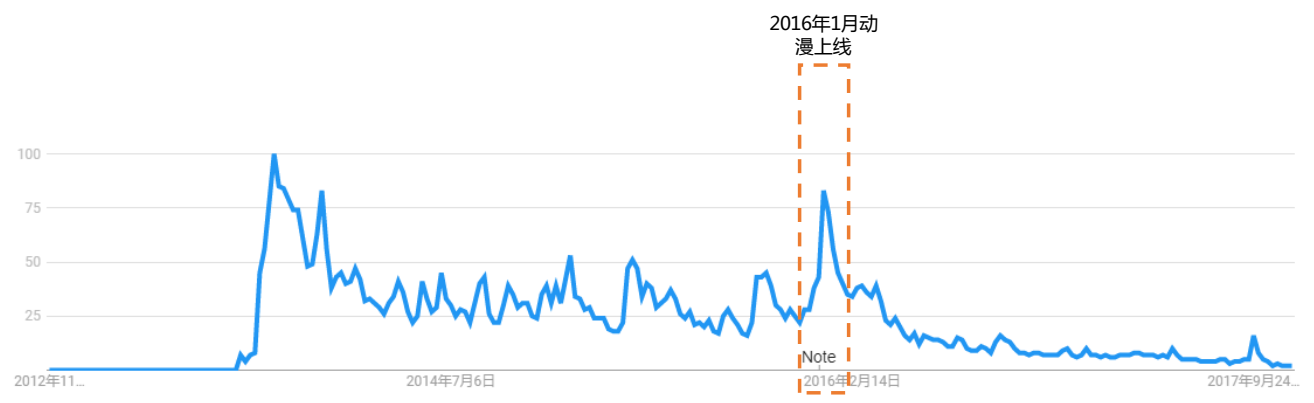
图 175：游戏 IP 改编电视剧表现

IP名称	集数	Youtube单 集观看量 (百万)	最高游戏销量 (百万)	电视剧 影响力
地球异世界	38	2.4	0.6	4.2
龙腾世纪	6	2.2	2.6	0.9
辐射	14	1.7	7.7	0.2
光环4：航向黎明	5	10.3	12.1	0.9
街头霸王	6	6.5	6.3	1.0
合计	69	23.2	29.3	0.8

资料来源：Youtube, VGChartz, 天风证券研究所

游戏改编动漫多于日本出现，动漫形式由于成本较低、且更够体现“超现实”内容，并且有独到的内容体现形式，因此被广泛应用于日本游戏行业，且改编与游戏发展阶段关系不大，更多是用于为游戏造势，吸引流量。

图 176:《神圣之门》动漫上线对游戏人气影响



资料来源: Google, 天风证券研究所

图 177:《秋叶原之旅》动漫上线对游戏人气影响



资料来源: Google, 天风证券研究所

图 178:《最终幻想》动漫上线对游戏人气影响

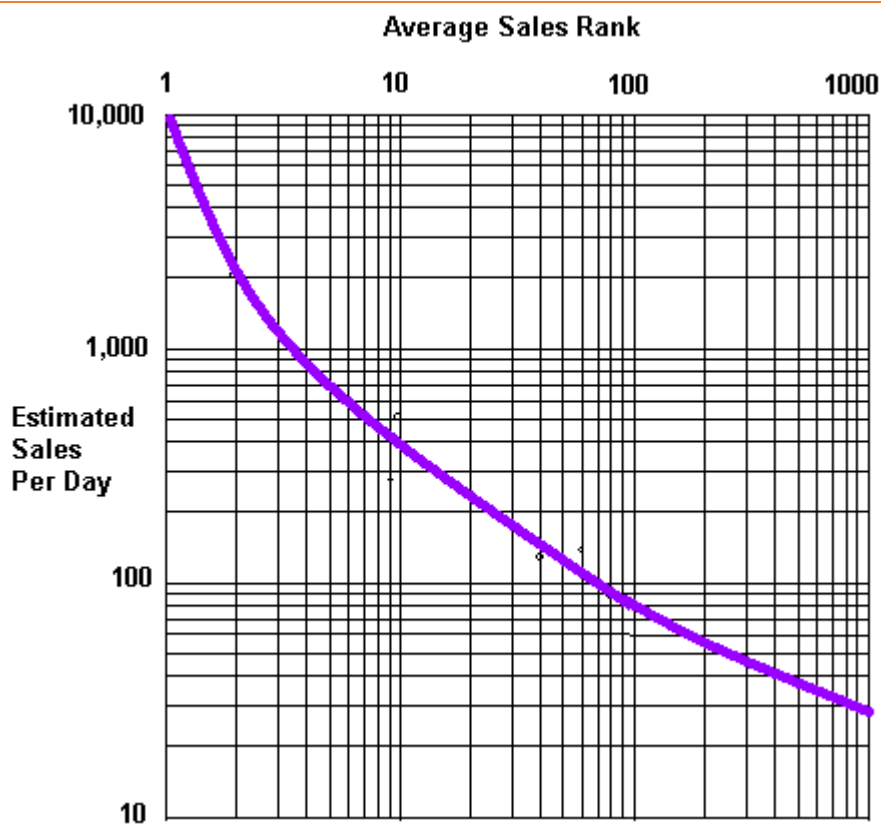


资料来源: Google, 天风证券研究所

与电影拥有明确消费场景不同，电视剧与动漫付费场景不明显，因此通过这两种内容形式变现较难，但未来随着网上付费人群逐渐增加，消费意愿确立，未来这两种形式内容有望打开变现路径。

小说改编在游戏世界观下进行故事线细化，从而丰富一些游戏的背景并展开游戏的故事线，从而给用户基于游戏人物形象下“沉浸式”体验。小说从申请 ISBN 号码到出版发行平均需要 7 个月时间，从成本的角度来看，低于电影、电视剧。以美国数据比较，每年会有新增书籍 30 万（2013 年），而电影一年新增 736 部（2016 年），两者相差 407.6 倍。从书籍的销量来看，亚马逊对头部书籍较为集中，排名 100 名之外的非头部书籍（游戏改编书籍通常为 100 名之外）年销量在 3.7 万部以下。

图 179：亚马逊图书销量排名与估计每日平均销量



资料来源：Fornrbook，天风证券研究所

5.3. 《大逃杀》游戏二次改编：电竞初步成型，电影、电视剧是未来方向

《PUBG》起源于小说，成名于电影，爆发于游戏，基于游戏的二次改编值得期待。我们预计《PUBG》向其他内容形式的二次改编会有以下几种形式：

1. 高奖金驱动电竞战队格局迅速成型，奠定游戏电竞化基础。

根据 E-Sports Earnings,《绝地求生：大逃杀》目前已经举行过 9 场电竞赛事 (0.28%), 总专业玩家数 96 人(0.67%), 总奖金 79 万美元(0.8%), 平均每选手奖金 8,234.9 美元(vs. 2017 年平均 6,858.4 美元)。高额奖金与游戏人气推动电竞战队的快速建立, 国内老牌电竞团队 iG、LGD、海外 Big 等战队也纷纷参与该游戏的专业电竞圈。

图 180:《绝地求生：大逃杀》电竞赛事总奖金排名

Top Games of 2017			
1.	Dota 2	\$35,367,355.89	755 Players 128 Tournaments
2.	Counter-Strike: Global Offensive	\$15,887,767.09	4127 Players 739 Tournaments
3.	League of Legends	\$11,295,048.63	1379 Players 98 Tournaments
4.	Heroes of the Storm	\$4,442,332.54	293 Players 29 Tournaments
5.	Call of Duty: Infinite Warfare	\$4,003,526.40	298 Players 70 Tournaments
6.	Overwatch	\$3,396,470.36	1456 Players 249 Tournaments
7.	StarCraft II	\$3,184,482.25	279 Players 507 Tournaments
8.	Hearthstone: Heroes of WarCraft	\$2,657,323.75	585 Players 84 Tournaments
9.	Halo 5: Guardians	\$1,645,000.00	89 Players 9 Tournaments
10.	FIFA 17	\$1,431,578.07	113 Players 36 Tournaments
11.	H1Z1	\$1,301,550.00	68 Players 6 Tournaments
12.	Smite	\$1,242,900.00	143 Players 8 Tournaments
13.	Rocket League	\$1,174,664.90	197 Players 60 Tournaments
14.	Quake Champions	\$1,118,042.31	83 Players 39 Tournaments
15.	Madden NFL 2017	\$904,000.00	39 Players 4 Tournaments
16.	PLAYERUNKNOWN'S BATTLEGROUNDS	\$790,546.00	96 Players 9 Tournaments
17.	Rainbow Six Siege	\$733,380.55	170 Players 12 Tournaments
18.	Gears of War 4	\$716,000.00	71 Players 13 Tournaments
19.	CrossFire	\$646,882.83	137 Players 22 Tournaments
20.	Street Fighter V	\$633,544.16	118 Players 30 Tournaments

资料来源: E-Sports Earnings, 天风证券研究所

图 181:《绝地求生:大逃杀》部分战队



资料来源: PUBGOnline, 天风证券研究所

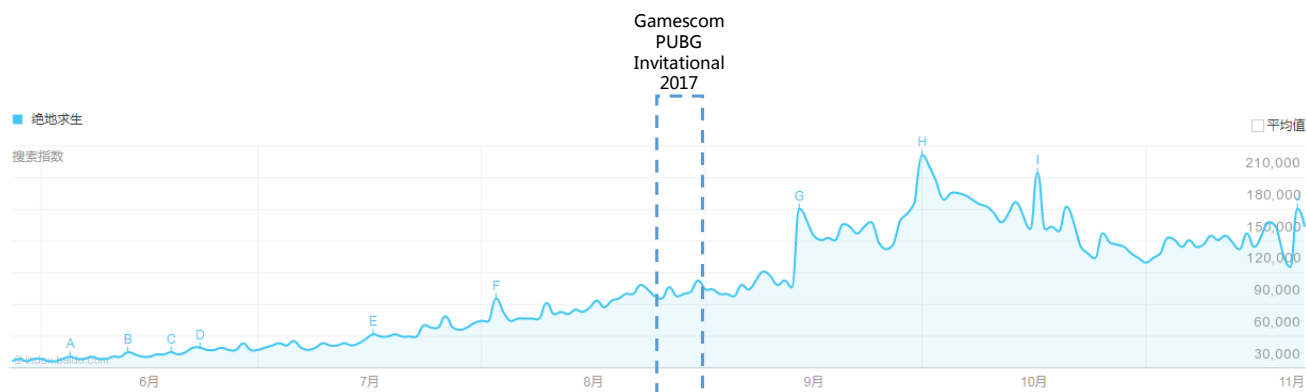
2017年8月23日到8月26日《绝地求生:大逃杀》举办2017邀请赛,该电竞赛事在Twitch、斗鱼、熊猫都有进行转播,该赛事总计观看时长8,087.2万小时(中国7,705.4万小时,占比95.3%),总观众数量821.0万,平均每场赛事观众数455.6万(中国434.1万,占比95.3%)。从Google Trend和百度指数来看,《绝地求生:大逃杀》的直播尽管能够吸引较大流量,但对于游戏本身的反哺较小。

图 182:《绝地求生:大逃杀》Google Trend



资料来源: Google, 天风证券研究所

图 183:《绝地求生:大逃杀》百度指数



资料来源:百度指数,天风证券研究所

2. 高真实性与枪战类题材增加改编电影和电视剧成功的可能性。

高真实性枪战类电影是游戏改编电影的主流,且在市场中较受欢迎。中国 2017 年 11 月 28 日票房前十的电影中有四款属于枪战类动作电影,过去 30 天网络播放量最高的十部电视剧中有两部属于军旅类电视剧。《PUBG》类游戏未来改变军事类电影电视剧有较高成功可能性。

图 184: 中国 2017 年 11 月 28 日累计票房前十电影

排名:影片名	类型	总票房(万)	平均票价	场均人次	国家及地区	上映日期
1.战狼2	动作	567871	36	38	中国	2017-07-27
2.速度与激情8	动作	267096	37	30	美国	2017-04-14
3.羞羞的铁拳	喜剧	219897	33	25	中国	2017-09-30
4.功夫瑜伽	喜剧	175260	38	33	印度/中国	2017-01-28
5.西游伏妖篇	奇幻	165593	39	36	中国香港/中国	2017-01-28
6.变形金刚5:最后的骑士	动作	155124	37	23	美国	2017-06-23
7.摔跤吧!爸爸	喜剧	129912	30	22	印度	2017-05-05
8.加勒比海盗5:死无对证	动作	117991	36	22	美国	2017-05-26
9.金刚:骷髅岛	动作	116050	35	20	美国	2017-03-24
10.极限特工:终极回归	动作	112741	36	23	美国	2017-02-10

资料来源:中国票房网,天风证券研究所

6. PUBG 类游戏带来的产业投资机会

类“生存射击类”游戏的火爆，对整体游戏产业是一个系统的更新升级，包括内容制作和发行、游戏硬件及外设、线下娱乐场景，以及直播平台在内的各个环节均由此受益。

就内容制作和内容发行而言，PUBG 等生存射击类游戏的火爆，新增了新的游戏品类，对于具有研发实力的 PC 和移动游戏研发商而言，是进一步扩大其市场份额的抓手。同时，游戏引发的 PC 性能升级换代，将对此后未来高品质的 PC 游戏奠定良好的硬件基础。

图 185：全球游戏公司估值对比表

Ticker	Company	FX	Last Close	Market Cap USD	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG			ROE		
					FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18
700 HK Equity	腾讯	HKD	385.0	468,179	68.3	47.5	36.4	20.2	12.7	9.0	20.3	13.0	9.4	2.2	1.5	1.2	30%	31%	30%
3888 HK Equity	金山	HKD	22.4	3,758	32.1	21.6	15.3	2.7	3.1	2.1	3.1	4.7	3.3	n.a.	n.a.	n.a.	2%	12%	13%
NTES US Equity	网易	USD	328.7	42,785	23.9	21.4	18.3	7.0	4.9	3.7	7.6	5.3	4.2	1.7	1.5	1.3	34%	29%	28%
CYOU US Equity	畅游	USD	36.5	1,907	13.5	14.4	10.8	2.5	1.9	1.5	3.6	3.2	3.1	0.2	0.2	0.2	13%	14%	14%
NCTY US Equity	九城	USD	0.8	52	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
777 HK Equity	网龙	HKD	22.7	1,557	n.a.	138.1	44.0	3.5	2.6	2.0	3.7	2.8	2.2	n.a.	69.1	22.0	-3%	2%	5%
799 HK Equity	IGG	HKD	7.6	1,310	19.0	7.5	6.1	3.5	1.7	1.2	4.0	2.1	1.7	n.a.	n.a.	n.a.	34%	67%	60%
434 HK Equity	博雅	HKD	3.1	308	7.0	6.3	6.0	1.0	0.2	(0.1)	2.8	2.5	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	13%	12%	11%
6899 HK Equity	联众	HKD	2.5	247	9.2	18.3	8.9	1.3	n.a.	n.a.	1.7	2.5	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	16%	4%	10%
8267 HK Equity	蓝港	HKD	1.6	77	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1022 HK Equity	飞鱼	HKD	1.0	193	24.4	41.4	5.7	5.2	7.0	2.3	5.8	6.7	2.5	n.a.	n.a.	n.a.	-1%	-1%	16%
游戏					24.7	22.3	13.4	5.2	4.3	2.7	5.9	4.8	3.4	1.4	18.1	6.2	15%	19%	21%
ZNGA US Equity	Zynga	USD	4.1	3,569	157.7	44.1	31.3	3.7	3.4	3.0	4.8	4.2	3.9	n.a.	n.a.	n.a.	1%	5%	7%
ATVI US Equity	Activision Blizza	USD	62.4	47,181	30.9	27.9	24.3	7.5	6.7	6.1	7.2	6.8	6.4	2.4	2.2	1.9	16%	16%	16%
EA US Equity	Electronic Arts	USD	106.4	32,748	34.8	27.8	24.9	6.5	6.0	5.4	7.2	6.6	6.3	2.6	2.1	1.8	24%	28%	29%
TTWO US Equity	Take-Two	USD	111.6	12,723	63.4	57.3	37.0	8.1	6.4	5.5	8.5	6.9	6.3	5.9	5.4	3.5	27%	24%	23%
2432 JP Equity	Dena	JPY	2,424.0	3,253	27.2	12.7	19.0	2.1	2.0	2.0	2.5	2.6	2.5	n.a.	n.a.	n.a.	7%	13%	8%
3632 JP Equity	Gree	JPY	728.0	1,567	15.9	13.5	19.8	1.3	1.4	1.0	2.5	2.8	2.1	n.a.	n.a.	n.a.	11%	12%	8%
3765 JP Equity	Gungho Online	JPY	285.0	2,414	8.2	9.4	11.2	1.8	2.4	2.4	2.4	2.9	3.2	n.a.	n.a.	n.a.	45%	46%	33%
2121 JP Equity	Mixi	JPY	5,280.0	3,675	7.5	7.7	8.1	1.6	1.4	1.3	2.1	2.0	2.1	n.a.	n.a.	n.a.	75%	37%	28%
3938 JP Equity	Line	JPY	4,825.0	9,562	114.9	71.8	62.1	6.8	0.7	(0.1)	7.4	6.2	5.5	2.4	1.5	1.3	13%	9%	9%
095660 KS Equity	Neowiz Games	KRW	12,400.0	251	17.0	n.a.	20.6	0.8	1.0	0.9	1.4	1.5	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	6%	0%	5%
181710 KS Equity	NHN Entertainr	KRW	68,200.0	1,232	19.8	29.4	17.4	1.1	1.1	0.9	1.6	1.5	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	5%	3%	5%
036570 KS Equity	NCSOFT	KRW	449,500.0	9,102	36.9	19.6	14.5	9.3	4.8	3.7	10.4	5.5	4.5	1.2	0.6	0.5	14%	23%	25%
063080 KS Equity	Gamevil	KRW	74,000.0	450	15.2	25.3	11.3	3.0	3.9	2.5	3.0	3.9	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	14%	8%	16%
078340 KS Equity	Com2uS	KRW	128,600.0	1,527	11.3	10.6	9.3	2.1	1.9	1.6	3.3	3.2	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	25%	22%	21%
251270 KS Equity	NetMarble	KRW	14,355.6	14,356	68.3	38.4	22.3	10.0	5.5	3.9	9.8	6.3	4.7	n.a.	n.a.	n.a.	24%	16%	17%

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

就硬件及外设而言，玩家为了获得最佳的游戏体验需要将其显卡（升级至 GTX1060）和内存同步升级，带动了一批因此升级的电脑主机，也为后期新的 PC 游戏储备了硬件基础。

就网吧而言，PUBG 类游戏是团队作战的“开黑”类游戏，因为网吧成为一个非常重要的消费场景的载体，因为 PUBG 游戏的火爆，带动了网吧上座率和客单价的提升。

而在此过程中，直播平台一方面在 PUBG 发展早期起到了玩家教育和内容传播的效果，另一方面也给平台贡献了新增游戏流量，为后续的打赏变现奠定了基础。

图 186: 受益《PUBG》产业公司估值对比表

Ticker	Company	FX	Last Close	Market Cap USD	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG			ROE		
					FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18
700 HK Equity	腾讯	HKD	385.0	468,029.1	68.0	47.3	36.2	20.1	12.7	8.9	20.3	12.9	9.3	2.2	1.5	1.2	30%	31%	30%
NTES US Equity	网易	USD	323.9	42,158.6	23.5	21.0	18.0	6.9	4.8	3.6	7.5	5.2	4.1	1.6	1.5	1.3	34%	29%	28%
600373 CH EQUITY	中文传媒	CNY	18.2	3,808.4	18.4	16.5	13.8	1.4	1.4	1.2	1.9	2.0	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	13%	12%	13%
	内容产业				36.6	28.3	22.7	9.5	6.3	4.6	9.9	6.7	5.1	1.9	1.5	1.2	26%	24%	24%
NVDA US EQUITY	英伟达	USD	197.7	119,794.1	125.4	67.3	43.7	23.7	16.9	12.1	24.3	17.5	12.7	10.4	5.6	3.6	17%	33%	41%
1337 HK EQUITY	雷蛇公司	HKD	4.1	4,684.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.4	5.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-28%	-8%
	硬件及外设				125.4	67.3	43.7	23.7	16.9	12.1	24.3	13.4	9.1	10.4	5.6	3.6	17%	2%	17%
300113 CH EQUITY	顺网科技	CNY	20.2	2,125.9	26.6	25.2	21.5	n.a.	n.a.	n.a.	8.2	7.4	6.3	n.a.	n.a.	n.a.	26%	20%	19%
300494 CH EQUITY	盛天网络	CNY	18.2	663.7	41.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12%	n.a.	n.a.
	线下娱乐				34.0	25.2	21.5	n.a.	n.a.	n.a.	12.0	7.4	6.3	n.a.	n.a.	n.a.	19%	20%	19%
300467 CH EQUITY	迅游科技	CNY	46.6	1,178.7	100.2	67.3	47.9	n.a.	n.a.	n.a.	37.5	31.7	24.2	n.a.	n.a.	n.a.	18%	12%	16%
	游戏加速器				100.2	67.3	47.9	n.a.	n.a.	n.a.	37.5	31.7	24.2	n.a.	n.a.	n.a.	18%	12%	16%
YY US Equity	欢聚时代	USD	100.7	6,349.9	25.4	16.1	13.1	4.8	3.2	2.3	5.1	3.7	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	35%	36%	31%
	直播平台				25.4	16.1	13.1	4.8	3.2	2.3	5.1	3.7	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	35%	36%	31%
772 HK EQUITY	阅文集团	HKD	89.0	10,324.2	n.a.	163.1	71.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18.2	12.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5%	8%
	IP潜在来源方				n.a.	163.1	71.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18.2	12.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5%	8%

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

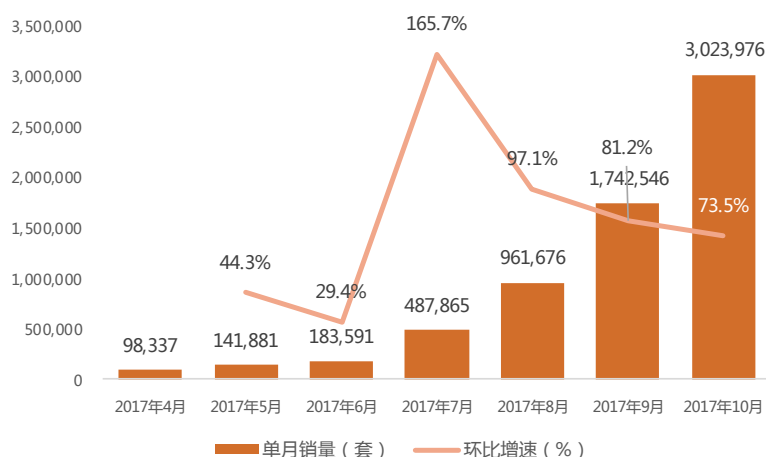
6.1. 内容产业: 新增游戏品类带来的市场扩张, 及受益硬件升级的二次机会

6.1.1. 腾讯 (700, HK): 社交关系链有望助力生存射击类游戏后来居上, 进一步巩固游戏霸主地位

3Q17 腾讯游戏实现 268.4 亿元, 同比增长 47.8%, 环比增长 12.5%, 主要来自手游《王者荣耀》及《魂斗罗: 归来》、《经典版天龙手游》、《轩辕传奇手游》与《寻仙手游》的贡献, 以及 PC 端《英雄联盟》及《地下城与勇士》的贡献,《乱世王者》帮助公司扩大至 SLG 品类。

PUBG 类游戏有望成为下一个现象级游戏品类, 目前国内市场格局未定, 但腾讯有望凭借社交关系链后来居上。Steam 中国区 PUBG 单月销量来看, 从 2017 年 4 月的 9.8 万套/月增长到 2017 年 10 月的 302.4 万套, 7 个月增长 30.9 倍。

图 187: 《绝地求生: 大逃杀》中国区销量 (2017 年 4 月-2017 年 10 月)



资料来源: 游民星空, 天风证券研究所

腾讯目前自研、发行以及通过投资方式所拥有的产品储备

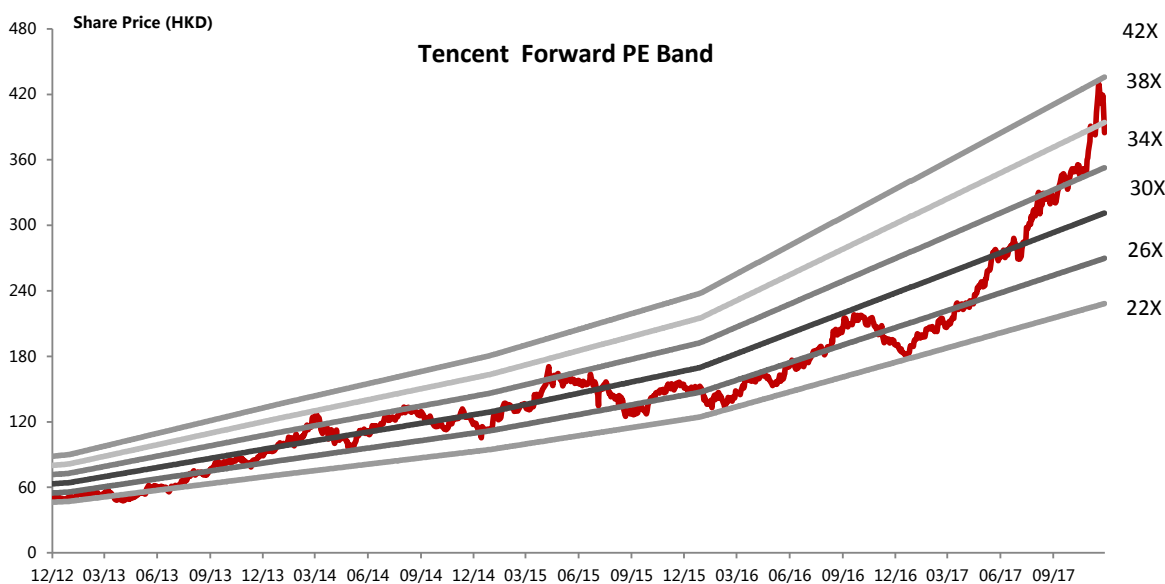
PC 游戏

- 《PUBG》由韩国蓝洞 Bluehole 公司基于 Epic 的虚拟 4 引擎开发，腾讯在 17 年 11 月 22 日正式宣布获得 PUBG 中国区的独家代理经营权，中国玩家已经占 PUBG 游戏玩家的 40%以上；
- 《堡垒之夜》由 Epic Games 研发，目前在欧美的受欢迎程度不亚于 PUBG。早在 2012 年 7 月，腾讯以 3.3 亿美元收购了 Epic Game 的 48.4%股权；
- 《无限法则 Europa》由腾讯北极光工作室研发，作为自研新一代竞技射击网游，该游戏由 QuicksilverX 引擎打造，在技术和研发上打磨已久，将于 17 年 12 月下旬进行首次技术测试时间；

手游：

- 《穿越火线-枪战王者》推出荒岛特训版本，采用 PUBG 玩法吸引用户，荒岛特训版本于 2017 年 11 月 15 日提前上线，但截止到 2017 年 11 月 26 日，游戏增量安装只有 585 万 (vs. 《荒野行动》924 万 vs. 《终结者 2：审判日》391 万)，低于预期；
- 《光荣使命》由巨人研发，腾讯发行的游戏。截止 17 年 11 月 27 日的全平台预约人数超过 3,848 万，于 11 月 30 日开启不限量测试；
- 《PUBG》正式授权手游版，腾讯在 17 年 11 月 27 日正式宣布获得 PUBG 手游版的授权，我们预计将在 17 年年末进行测试；
 - 《绝地求生：全军出击》由天美工作室与蓝洞合作开发，于 2017 年 12 月 1 日开始测试，推出海战等多种玩法与高自由度（可以破坏多种场景），集合腾讯社交关系链与正版端游人气，有望“后来者居上”；
 - 《绝地求生：刺激战场》由光子工作室开发。

图 188：腾讯 Forward PE Band (Bloomberg 一致预期)



资料来源：Bloomberg (2017 年 12 月 1 日)，天风证券研究所

目前腾讯的 FY17/18 年 P/E 分别为 47.3x 和 36.2x, 较 FB 溢价 90%和 56.7%,较好的体现了其“连接”为核心的“泛娱乐”霸主地位,而金融支付的 8 亿绑卡用户,云业务同比增长 100%的迅猛态势也将给腾讯估值带来更多的溢价。

6.1.2. 网易 (NTES, US): 与时间赛跑, 寻求需求、品质和时效的平衡

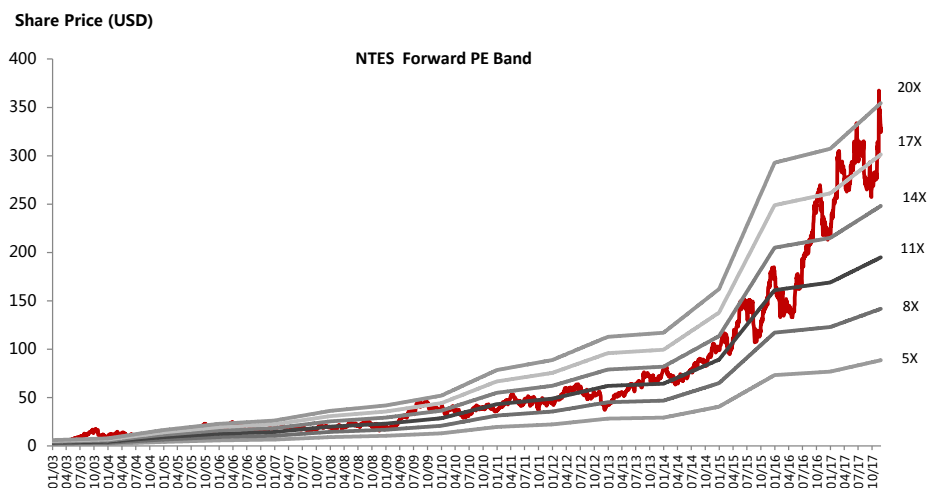
作为国内手游第二厂商,网易在《PUBG》类手游上的布局领先于腾讯。2017 年 11 月,网易先后发行《荒野行动》和《终结者 2: 审判日》,其中《荒野行动》上线后迅速成为国内苹果 AppStore 免费榜第一名;根据极光大数据,截至 2017 年 11 月 26 日,两款游戏合计安装量达到 4,569 万,DAU 3,190 万,活跃率 68.8%-73%,为《PUBG》类手游目前最受国内玩家信任的参与者。

两款游戏都已发行海外版,其中《终结者 2: 审判日》的海外版《Rules of Survival》于 2017 年 11 月 14 日上线,在欧美地区迅速成为免费下载榜第一名(可能会存在海外冲榜现象,如《阴阳师》日本上线前 1 个月也保持了下载榜前 10 的成绩,但随后下滑),若能够持续得到海外玩家的喜爱,未来有望实现全球玩家同台竞技,提高玩家游戏体验。

网易凭借在《PUBG》类手游领域的领先布局与快速更新迭代,暂时顶住了腾讯《穿越火线》荒岛特训与《光荣使命》的阻击并逐渐扩大与竞品的优势,凭借用户积累造就一定壁垒,但腾讯集合资本、渠道、研发实力(天美工作室)与正版 IP 的《绝地求生: 全军出击》手游即将上线,可能会网易造成一定冲击。

网易目前市值 421.6 亿美元,按照 Bloomberg 一致预期,目前市值对应 2017 Forward PE 为 21.0x,比动视暴雪低 24.2%,比海外游戏公司平均估值 25.3%,估值有一定吸引力。

图 189: 网易 Forward PE Band (Bloomberg 一致预期)



资料来源: Bloomberg (2017 年 12 月 1 日), 天风证券研究所

6.1.3. 中文传媒 (600373, CN) 旗下智明星通: 继续利用海外发行能力的 Know How 渗透市场

中文传媒旗下智明星通《Last Battleground Survival》于 2017 年 9 月 29 日上线,上线初就主打海外市场,从香港和东南亚地区逐步拓展到全球其他地区,在香港、菲律宾、中国台湾等地区都上榜过下载榜第一位。目前在 18 个国家和地区位列下载榜前五、在 34 个国家及地区位列下载榜前 10。智明星通借鉴国内厂商经验,不断迭代游戏产品提高游戏质量,结合自身积累的海外发行能力,有望在海外市场占据一席之地。

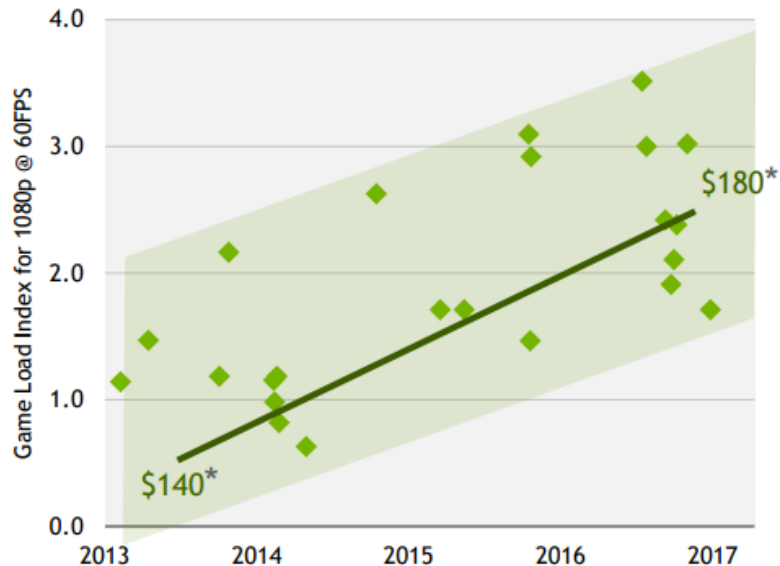
中文传媒目前市值 251 亿元，按照 Bloomberg 一致预期，目前市值对应 2017 Forward PE 为 16.5x。

6.2. 硬件及外设：内容带动下的硬件升级

6.2.1. 英伟达 (NVDA, US): 高质量游戏显卡提价与用户设备迭代需求成为公司营收双重保障

由于游戏过程中，视觉和听觉体验的差异化较为明显，玩家对于这两类消费能力较强。高质量游戏的背后往往伴随着对游戏主机的高要求，特别是对于游戏显卡。过去五年中，游戏负荷指数增长明显，随之而来的显卡价格增长较为明显。

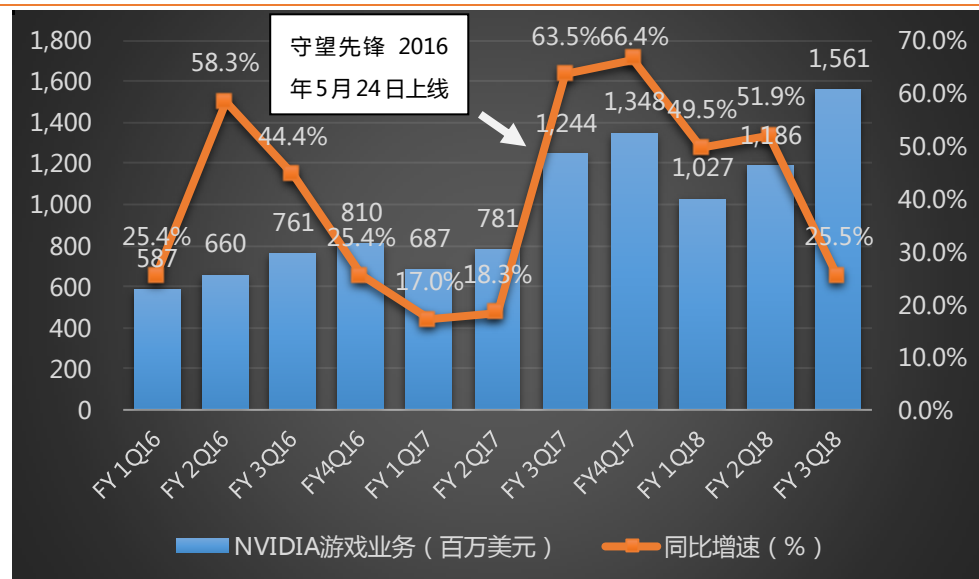
图 190：1080P 60 帧游戏负荷指数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

英伟达近 11 个季度，游戏业务（主要为显卡）增长迅猛，特别是在对显卡高要求的《守望先锋》（FY 3Q17 同比增长 63.5%，延续两个季度）游戏上线后有明显的提振作用。《绝地求生：大逃杀》上线有望令英伟达在游戏业务已有高基数下继续快速增长。

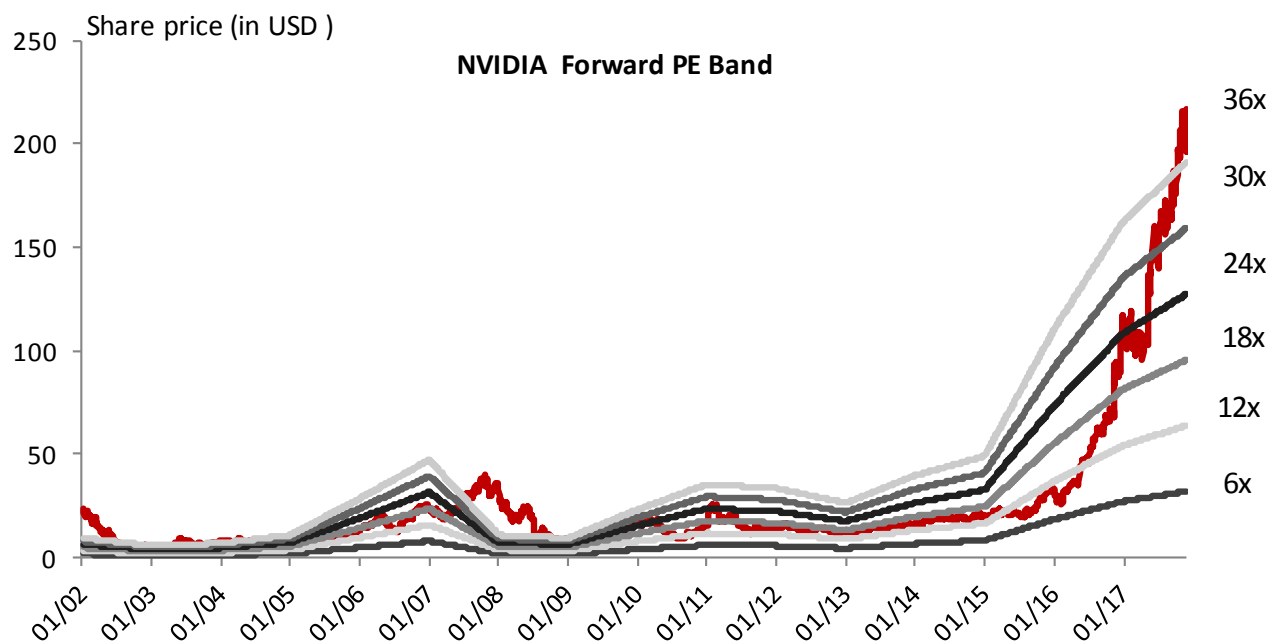
图 191：英伟达游戏业务收入（FY1Q16-FY3Q18）



资料来源：Nvidia，天风证券研究所

英伟达目前市值 1,197.9 亿美元,按照 Bloomberg 一致预期 17 Forward PE 为 67.3x,较 AMD 公司估值低 30.4%, 较全球半导体公司高 104.6%。

图 192: 英伟达 Forward PE Band (Bloomberg 一致预期)



资料来源: Bloomberg (2017 年 12 月 1 日), 天风证券研究所

6.2.2. 雷蛇 (1337, HK): 高品质产生好口碑, 将逐渐受益于中国区高端外设需求释放

电竞赛事的衍生与发展催生游戏高质量周边产品, 特别是含有 FPS 玩法的《PUBG》走红, 对于键鼠 (射击压枪)、游戏耳机 (更清楚声音来源与位置) 需求有望走高。游戏周边设备 2016 年市场规模 21.8 亿美元, 同比增长 8.2% (增速缓于电竞玩家增速), 游戏市场份额 2.6%。中国区域尽管拥有较高的玩家基数, 但对于周边设备没有起到相应的贡献 (14.3%), 该需求未来有望得到释放 (普通电脑外设拥有量中国第一, 随着玩家对于更高游戏体验的追求, 高端游戏外设在《PUBG》驱使下有更新换代的需求), 雷蛇作为中国地区最令玩家满意的游戏品牌, 有望受益于这一趋势。

6.3. 线下网吧：高外设要求与“开黑”属性驱动线下网吧重回消费者视野

6.3.1. 顺网科技（300113，CN）与盛天网络（300494，CN）：中国稀缺网吧上市公司，资本优势明显

就网吧而言，PUBG 类游戏是团队作战的“开黑”类游戏，因为网吧成为一个非常重要的消费场景的载体，因为 PUBG 游戏的火爆，带动了网吧上座率和客单价的提升。

游戏体验伴随普通玩家难以支撑的高硬件成本，游戏内丰富的团队战术优化线下“开黑”体验，保障“网吧”高质量机器的增量需求。根据 21 世纪商业评论，能够非常流畅的运行《PUBG》的一整套电脑设备需要 2 万元左右，为了一款游戏去购买如此昂贵的设备显然不是一般玩家能够达到的。然而，由于该游戏对游戏流畅度要求较高，玩家对于网吧的需求自然上升。此外，游戏 4 人小队模式拥有较为丰富的战术与玩法，线下团队作战能够显著提高游戏体验。因此，从游戏体验最优化的角度来看，网吧有较大的增量需求。

顺网科技目前市值 140 亿元，按照 Bloomberg 一致预期，目前市值对应 2017 Forward PE 为 25.2x；盛天网络目前市值 43.7 亿元。

6.4. 游戏加速器：《PUBG》网速高度依赖带动加速器细分行业

6.4.1. 迅游科技（300467，CN）：积极参与腾讯游戏产品，合作有望进一步延伸

由于《PUBG》在 Steam 平台发售，只开放亚洲服务器，因此中国区玩家的网络延迟普遍较高，游戏过程中较频繁出现网络断线修复，玩家体验较差。加速器能够显著改善网络延迟，从而保障玩家游戏体验与沉浸感。迅游科技产品在多款加速器中位置相对靠前，且作为《PUBG》端游官方唯一指定加速器，除了受益于《绝地求生：大逃杀》之外，与腾讯的合作有望延伸至《无限法则》（腾讯自研《PUBG》类端游）。迅游科技目前市值 77.6 亿元，按照 Bloomberg 一致预期，目前市值对应 2017 Forward PE 为 67.3x。

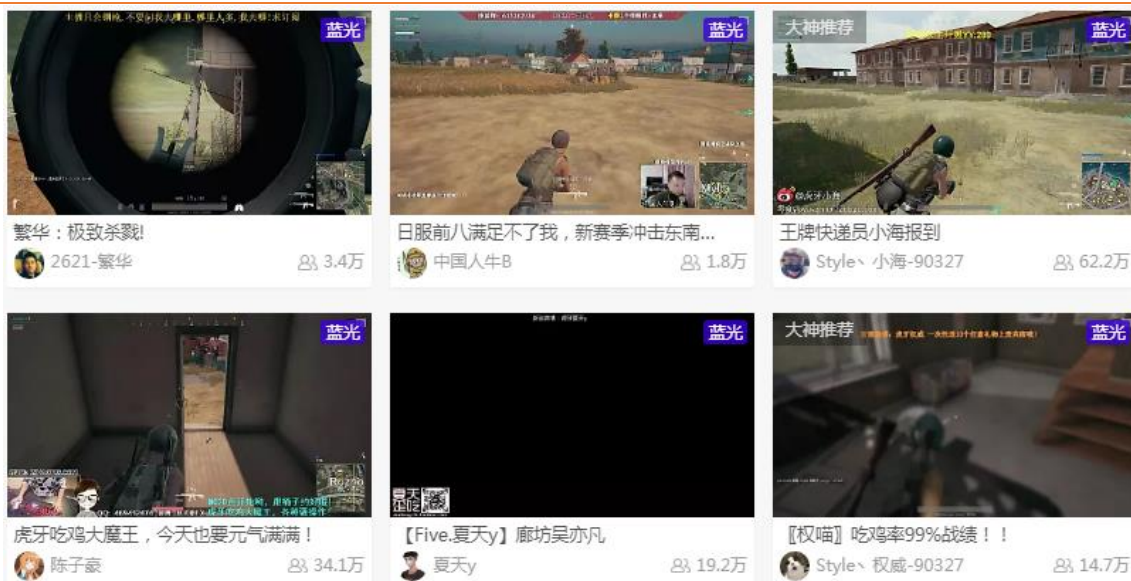
6.5. 直播平台：平台“捧红”《PUBG》，内容逐渐反哺平台流量

6.5.1. 欢聚时代（YY, US）旗下虎牙：丰富移动直播流量，为后续付费持续造血

《绝地求生：大逃杀》的成就离不开直播平台的宣传，同时该游戏的火爆持续给直播平台带来新鲜流量，2017年12月3日下午6点，观看《绝地求生：大逃杀》端游与《PUBG》类手游的观众上百万。

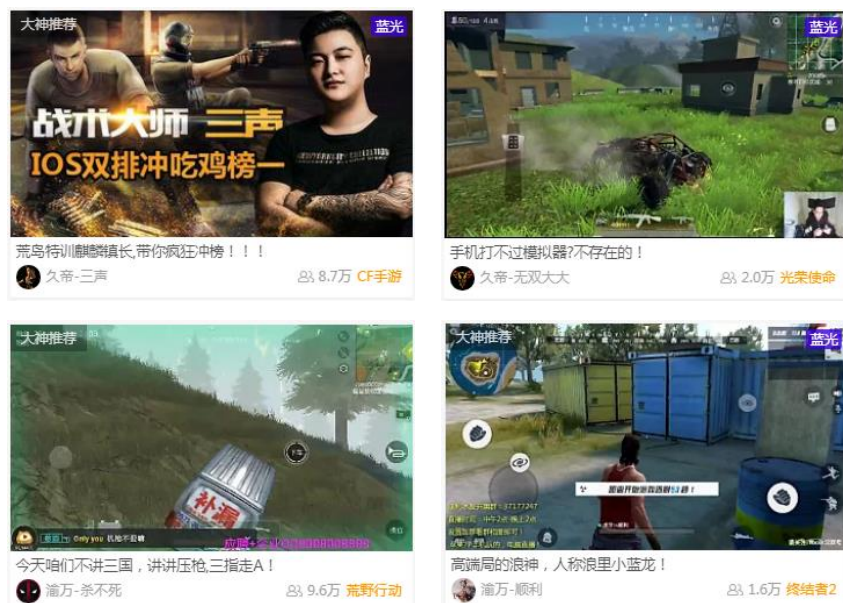
当前股价对应FY17/18的P/E为16.1x/13.1x，继“欢乐狼人杀”的成功推出后，“陪我”、“欢乐篮球”、“欢乐抓娃娃”等一系列的创新产品，证明了公司有能力强切入年轻人社区，结合短视频内容平台有望吸引更多的用户加入，在打破用户增长天花板的同时，带来新的盈利模式，推动整体估值中枢的上移。考虑账面仍有76亿人民币类现金资产，维持目标价至\$108，对应FY18的15x P/E。

图 193：虎牙直播《绝地求生：大逃杀》直播界面



资料来源：虎牙直播（2017年12月3日6 PM），天风证券研究所

图 194：虎牙直播《PUBG》类手游直播界面



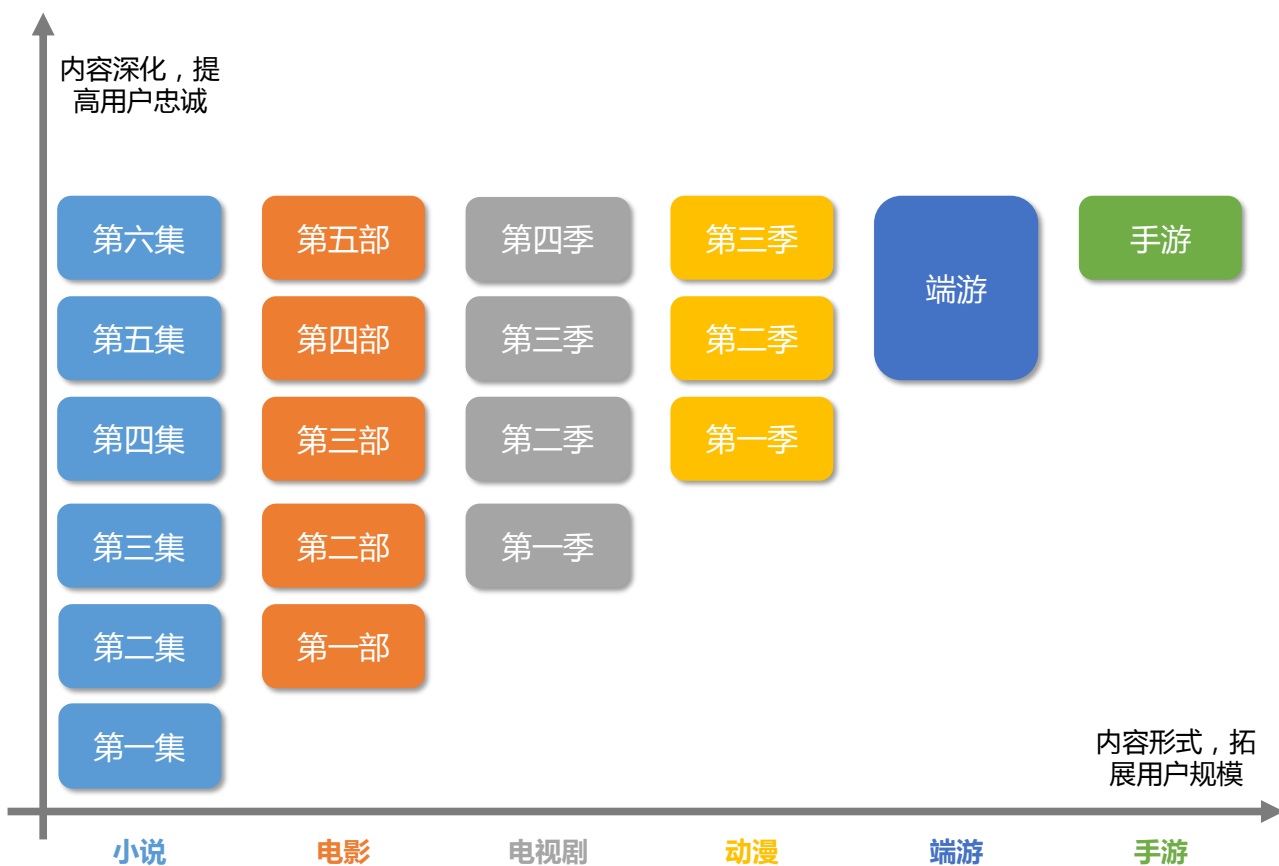
资料来源：虎牙直播（2017年12月3日6 PM），天风证券研究所

6.6. IP 潜在来源方：“巧妇难为无米之炊”

6.6.1. 阅文集团（772，HK）：丰富 IP 储备叠加优秀开发能力有望成为“小漫威”

IP 的价值在于通过不同内容形式的改编，针对性的提供受众持续喜欢的内容，因此一个好的 IP 始终能够贯穿所有泛娱乐内容与周期，形成载体与内容的矩阵。纵向来看，通过推出一系列作品做到已有内容载体的不断深化，泛娱乐内容存在的意义在于激发用户的探索欲，一系列续集会将该 IP 的世界观一部分一部分展现，既能够聚集用户，也能够增加粘性；横向来看，逐级推出不同内容形式，从而做到用户广覆盖，一个 IP 需要做到持续曝光才能增加生命周期，但单一内容形式与载体有表现的极限，无法做到内容的无限延伸，而通过横向改编其他内容形式既可以突破内容表现的极限，也可以增加用户覆盖面积，提高 IP 价值。

图 195：IP 价值开发矩阵示意图



资料来源：天风证券研究所

现阶段，小说是 IP 的主要来源，无论是改编电影较为成功的《哈利波特》系列，还是改编电视剧《权力的游戏》系列最初都源自小说这一内容形式。阅文集团以原生 IP 价值为核心，基于用户、作家、合作伙伴三个原点，通过社交、IP 开发、周边衍生三大驱动，形成相互联动的合作体系。阅文目前有 1,000 万部的作品，种类超过 200 种。阅文集团年新增作品超过 50 万部，单本作品日销售记录突破 24 万，全网订阅人次过亿产品超 30 部。

阅文集团拥有较为突出的 IP 改编能力。2016 年中国发行的国内网络文学改编娱乐产品中，按票房 20 大电影的 13 部，20 大最高收视率电视连续剧的 15 部，20 大最高收视率网剧的 14 部，20 大最多下载网络游戏的 15 部，及 20 大最高收视率动画的 16 部，基于平台上出现的文学作品改编。

随着用户娱乐需求从线下走向线上，付费意愿逐渐建立，电视剧、动漫市场逐渐打开，IP 改编的全路径将被打通。阅文集团将持续受益于 IP 改编的这一浪潮，不断开发新的 IP 并拓展新的内容形式，通过将 IP 持续曝光增加 IP 的价值与生命周期，有望逐渐提高原有 IP 的价值（如：漫威超级英雄系列 IP 价值随着不断被开发价值也随之增加）。

阅文集团目前市值为 103.2 亿美元，按照 Bloomberg 一致预期，对应 17/18 年 Forward PE 分别为 163.1x/71.4x，目前估值较高，但长期来看随着 IP 价值不断水涨船高，阅文集团有望持续收益。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com