

小游戏行业深度报告：增量市场，大有可为

评级：推荐(维持)

姚蕾(证券分析师)

S0350521080006

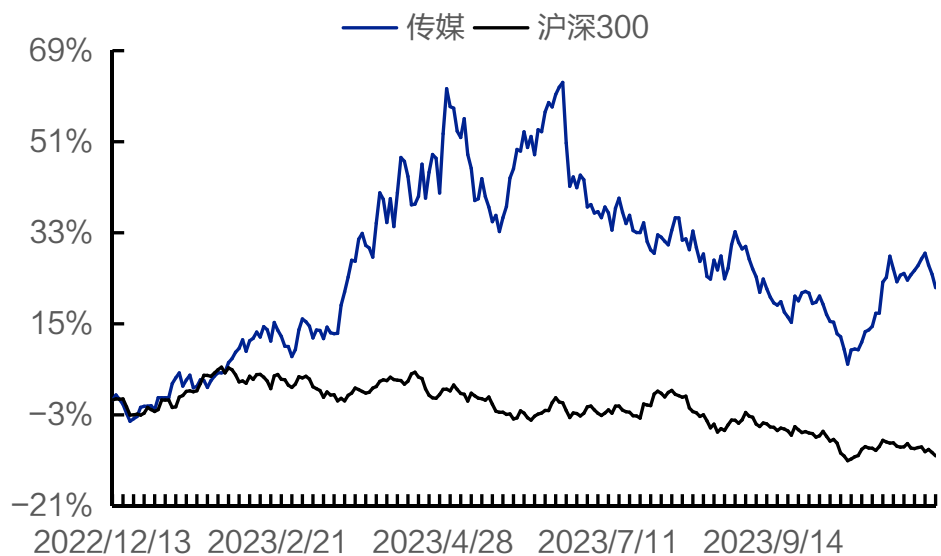
yaol02@ghzq.com.cn

谭瑞峤(证券分析师)

S0350521120004

tanrq@ghzq.com.cn

最近一年走势



沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|-------|-------|--------|
| 传媒 | 5.9% | 9.8% | 32.0% |
| 沪深300 | -5.9% | -9.8% | -14.6% |

相关报告

- 《恺英网络 (002517) 点评报告：公司治理取得新进展，回购股份彰显信心 (买入) *游戏 II *姚蕾》——2023-11-22
- 《三七互娱 (002555) 2023 年三季报点评：Q3 业绩符合预期，持续关注小游戏新风口及公司布局 (买入) *游戏 II *姚蕾, 杨牧笛》——2023-11-01
- 《传媒行业月报：ChatGPT多模态重磅升级，坚守AIGC+低估值主线 (推荐) *传媒*姚蕾, 杨牧笛, 方博云》——2023-10-13
- 《MR深度报告：苹果引领，开启空间计算时代 (推荐) *传媒*杨仁文, 陈梦竹, 姚蕾, 马川琪》——2023-08-18
- 《电影行业专题报告：暑期档有望创历史新高，看好全年票房强劲复苏 (推荐) *影视院线*姚蕾, 杨仁文, 方博云》——2023-08-03
- 《行业阶段性回调，持续关注低估值龙头、影视院线板块——传媒行业月报 (推荐) *传媒*方博云, 姚蕾》——2023-07-21
- 《传媒行业月报：坚守AIGC主线，关注低估值龙头*传媒*方博云, 姚蕾》——2023-05-27

1、小游戏是生态级别的大机会，研发及发行商的新红利。

①微信从2018年开始发展小游戏业务，经过5年的培育，在平台承载能力、开发便捷度、开发者生态及支持政策、流量支持及打通、用户心智及习惯培养、专属玩法创新方面取得了显著的进展。经过2019-2021年的沉淀期，2022年开始小游戏市场再次迎来了高速增长。

②据伽马数据，2023年1-8月国内移动游戏市场同比增速为9.1%，7月开始连续2个月增速超50%，如趋势维持，2023年国内移动游戏市场有望修复并超越2021年历史高点。但app游戏市场竞争仍非常激烈，腾讯、网易、米哈游、三七等头部企业市场份额占比大。据我们测算，中长期看，小游戏或将在国内创造750亿元的市场规模，且竞争格局或好于app游戏市场（腾讯在财报电话会议中再次重申平台的定位），其余三家头部企业中，仅三七互娱重点发力小游戏赛道。

③研发及发行商处于红利期。以微信为例，小游戏研发及发行商分成比例约70%-77.5%，较app游戏高15-22.5pct。除微信外，抖音、快手、QQ、支付宝、美团等大用户量级的厂商也在积极布局小游戏，我们认为，在平台格局稳定之前，研发及发行商的红利有望延续。

2、市场对于小游戏的理解分歧主要为：市场规模、增量创造与否及盈利能力。

①市场规模。我们用三种方法测算小游戏市场规模：1）据历年微信公开课披露的数据测算，预计2023年微信小游戏市场规模为301~373亿元；2）根据休闲游戏用户量及ARPU测算，估算2023年微信小游戏市场规模为281~342亿元；3）根据腾讯社交网络收入数据测算，预计中性假设下2023年微信小游戏市场规模约为300亿元。我们认为小游戏之于移动游戏类似页游之于端游，预计中性情况下小游戏中长期空间有望达750亿元。考虑Tiktok、Youtube等海外头部平台正在测试类小游戏产品，未来海外小游戏生态有望带来新增量。

②增量创造。1）类别及场景差异。腾讯2023Q2财报电话会提到“在中国目前看到了三个游戏类别，分别是电子竞技类游戏，故事和内容驱动型游戏和休闲游戏，暂时没有看到任何替代的证据，即使对于同时玩两种游戏的人来说，通常也会在不同的时段玩不同类型的游戏。小游戏平台在很大程度上是增量，而不会替代基于应用程序的游戏”“50%的微信小游戏用户没玩过腾讯app游戏”；2）用户画像差异。小游戏30岁以上用户占比高于app游戏20pct，将没有app下载习惯的泛娱乐用户（短视频等）转化为游戏用户；3）产品设计出发点差异。App游戏大制作、大投入、精品化，制作需满足最大公约数需求，用户沉浸式体验、块状时间投入；小游戏则满足更休闲的体验、碎片化的时间投入，并且制作门槛及投入低，玩法创新动能更强。

③盈利能力。由于转化率高，小游戏获客有较大优势，2023年3月腾讯广告数据显示小游戏激活成本约为app游戏的1/14-1/8，即使2022年以来小游戏买量成本不断上升，获客优势仍明显。小游戏可通过混变提升非付费用户LTV，通过中重度化提升付费用户ARPPU，加之较高的分成比例及较低的研发投入，盈利能力或不亚于app游戏。

3、我们认为，在小游戏赛道领先的公司有几个必要非充分条件：1）从战略层面重视小游戏机遇，理解小游戏与app游戏在场景、用户、玩法、运营等各方面的差异；2）研发与发行有较好的协同，发行端对用户及市场理解深刻，研发端能快速组织产能；3）较强的流量经营及发行中台能力。

4、投资建议及行业评级：重点推荐三七互娱、恺英网络、吉比特、名臣健康，关注腾讯控股、掌趣科技、游族网络、豪腾嘉科（未上市）、中旭未来、巨人网络、完美世界、冰川网络、浙数文化，维持行业“推荐”评级。

风险提示：政策监管趋严、苹果端分成比例变化、行业竞争加剧、广告投放成本上升、玩家偏好改变、行业估值中枢下行、重点产品表现不及预期、重点公司业绩不达预期、渠道平台政策变化、宏观经济周期影响、市场风格切换、相关数据及资料仅供参考等

| 重点公司代码 | 股票名称 | 2023/12/13 股价 | 归母净利润（亿元） | | | PE | | | 投资评级 |
|-----------|------|------------------|-----------|---------|---------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E | |
| 0700.HK | 腾讯控股 | 307.0 | 1,882.4 | 1,358.8 | 1,665.1 | 15.5 | 21.5 | 17.5 | 未评级 |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 23.7 | 29.5 | 32.1 | 39.3 | 17.8 | 16.4 | 13.4 | 买入 |
| 002517.SZ | 恺英网络 | 12.6 | 10.3 | 15.0 | 18.7 | 26.4 | 18.0 | 14.4 | 买入 |
| 603444.SH | 吉比特 | 280.9 | 14.6 | 10.9 | 13.1 | 13.9 | 18.5 | 15.5 | 买入 |
| 300315.SZ | 掌趣科技 | 6.4 | 1.0 | 1.9 | 4.2 | 184.6 | 93.8 | 42.8 | 未评级 |
| 002174.SZ | 游族网络 | 13.2 | -6.3 | - | - | -19.1 | - | - | 未评级 |
| 002919.SZ | 名臣健康 | 31.4 | 0.3 | 3.0 | 5.4 | 275.4 | 23.3 | 13.0 | 增持 |
| 9890.HK | 中旭未来 | 34.0 | 5.1 | - | - | 35.3 | - | - | 未评级 |
| 002558.SZ | 巨人网络 | 14.4 | 8.5 | 13.3 | 15.5 | 33.4 | 21.4 | 18.3 | 未评级 |
| 002624.SZ | 完美世界 | 13.7 | 13.8 | 8.4 | 13.5 | 19.3 | 31.5 | 19.6 | 买入 |
| 300533.SZ | 冰川网络 | 32.9 | 1.3 | - | - | 58.9 | - | - | 未评级 |
| 600633.SH | 浙数文化 | 13.3 | 4.9 | 8.8 | 9.5 | 34.4 | 19.2 | 17.6 | 买入 |

注：数据截止2023年12月13日，除三七互娱、恺英网络、吉比特、完美世界、浙数文化外，其余公司盈利预测均来自wind一致预期。除港股公司股价为港币外，其他数据单位数据均为人民币，且12月13日汇率为1港币=0.91人民币

1. 小程序游戏市场规模高速增长，中长期市场规模或达数百亿元

- 1.1 小游戏特点：即点即玩，入口便捷，流量规模大
- 1.2 变现模式：IAP、IAA、混变
 - 1.2.1 变现模式：IAA游戏具有“爆款”效应
 - 1.2.2 变现模式：IAP游戏2022年开始高速增长
 - 1.2.3 变现模式：混合变现小游戏成为新增长点
- 1.3 小游戏发展复盘：新生态、新增量，平台、开发者、用户、玩法共振
 - 1.3.1 2018：大量微信用户导入，小游戏生态初具雏形
 - 1.3.2 2019–2021：中重度、IAP游戏逐渐增多
 - 1.3.3 2022至今：规模高速增长，创新玩法频现
- 1.4 市场规模测算
 - 1.4.1 市场规模测算：中性假设下2023年微信小游戏市场规模约为300亿元
 - 1.4.2 中长期市场规模测算：国内市场规模或达750亿元
- 1.5 海外多平台内测小游戏，国内厂商小游戏出海空间广阔

2. 产业链角度看小游戏：生态完善，流量池扩大，玩法创新活跃

- 2.1.1 微信：5年打造小游戏生态
- 2.1.2 抖音：益智类、IAA小游戏为主，增速迅猛
- 2.1.3 支付宝等多个平台接入第三方小游戏
- 2.2.1 流量平台-微信：庞大用户基数、便捷支付及现象级产品推动小游戏热启动
- 2.2.2 流量平台-微信：视频号或带来新的流量红利
- 2.2.3 流量平台-字节：开放跳转成为新的流量池
- 2.3.1 研发商：小游戏研发周期短、成本低，双端发布方案完善
- 2.3.2 发行商：小游戏用户量庞大，获量能力强
- 2.4.1 用户：低线城市、中低收入人群、与app玩家重合度较低
- 2.4.2 用户：用户生命周期相对较短、场景碎片化

3. 诸多厂商布局小游戏赛道

- 3.1 厂商对比：专业厂商VS头部大厂
 - 3.1.1 豪腾嘉科：即点即玩游戏龙头
 - 3.1.2 简游科技：延续用户裂变思路成就爆款三消小游戏
 - 3.1.3 途游：微信强社交生态利好棋牌类为主的产品矩阵
 - 3.1.4 三七互娱：再次把握流量红利，全力出击小游戏赛道
- 3.2 上市公司布局情况

4. 投资建议、风险提示及声明

1. 小程序游戏市场规模高速增长，中长期市场规模或达数百亿元

1.1 小游戏特点：即点即玩，入口便捷，流量规模大

图表：小游戏与app游戏特点总结与对比

| | 优点 | 流量获取 | 实名认证 | 内购方式 |
|-------|-----------------|---|----------------------|--|
| 小游戏 | 无需下载、即点即玩、即玩即停 | 1.广告流量：用户转换链路短， 导流效率高 ，2022年IAP（In-app Purchase，内购变现）小游戏CVR（转化率）约为app游戏的2-3倍 2.自然流量：用户通过 微信加群和裂变分享链路顺畅 ，利于扩大用户规模、提升留存率 | 微信生态 无需再次实名认证 | 使用微信支付链路，API（应用程序接口）上报， 广告主可自主选择触发和上报策略 ，可以帮助开发者屏蔽低质用户， 对开发者而言，买量技术的差距对产品运行表现的影响更大了。 |
| app游戏 | 画面精致、玩法多样、沉浸式体验 | 1.广告流量：用户转换链路长，导流效率较低 2.自然流量：用户加群、裂变链路较复杂 | 首次进入游戏需要实名认证 | 安卓通过平台SDK（软件开发工具包）上报，广告主策略优化空间不大 |

结论：相较于app游戏，小游戏具有获客效率高、用户规模大、研发难度低、对买量技术要求高等特点

图表：小游戏以竖屏形式居多，玩法简单操作便捷

小游戏竖屏居多，可单手操作

《羊了个羊》

《咸鱼之王》

热门app游戏多为横屏双手操作

《王者荣耀》

《逆水寒》

注：图片来自分析师截图

图表：小游戏平台带来去中心化的便捷流量入口

IAP小游戏流量入口分布（2022年）

app游戏主要流量入口

小游戏点击直接跳转

app游戏需下载安装

资料来源：《2022微信小游戏增长白皮书》腾讯广告及DataEye 研究院、微信开放社区、阿拉丁指数、微信小程序、各游戏app、国海证券研究所

1.2.1 变现模式：IAA游戏具有“爆款”效应

- 小游戏变现模式可以分为IAA（In-app Advertisement，广告变现）、IAP（In-app Purchase，内购）和混合变现。
- IAA游戏的“爆款”效应。IAA游戏收入主要来自销售用户观看游戏内广告（主要是激励视频）形成的库存带来的收入。对于IAA游戏厂商来说，核心是两方面的问题，一个是通过用户增长、留存、时长提升等方式增加可售卖的广告库存，二是将广告库存售卖给广告主获得收入。IAA游戏一般由平台提供广告变现组件，研发&发行商分成比例为50-70%，平台分成30%-50%。由于IAA游戏主要的盈利来自买入广告（用户增长）和卖出广告（变现）的差额，因此一般盈利能力相对IAP游戏较弱，想要获得较好的盈利，只能依靠低成本的社交裂变方式获得大DAU，从而提高流水，成功案例包括《羊了个羊》等。
- 平台方通过完善广告主生态、创新广告形态提升IAA厂商变现能力。据微信广告，2022年小游戏IAA流水增长超40%，假设2021年小游戏收入132亿元中IAA收入占比为20%/50%/80%，估算2022年小游戏IAA收入为37/92/148亿元。但目前微信小游戏不能嵌入除微信广告外其他平台广告，一定程度会影响IAA厂商（亦称流量主）变现收益。微信广告通过创新广告形式、引入更多行业广告主等方式提升IAA流量主的收入。
- ✓ 创新广告形式：推出礼包互动、激励广告小游戏试玩功能提升广告主转化率，提升IAA流量主eCPM（每千次展示收入）。
- ✓ 引入更多广告主：通过引入电商等行业预算，提升女性玩家eCPM，2023年3-5月间激励广告女性玩家eCPM增长17%，有利于带动大盘整体收入，对开发者而言，也会激发其创作女性向游戏的热情。

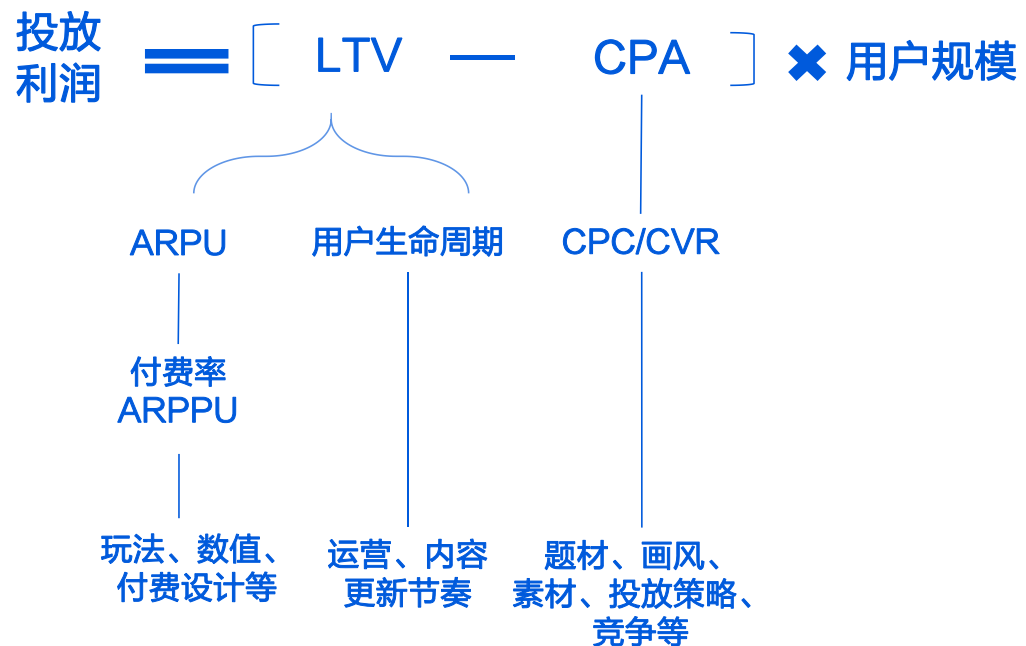
图表：IAA游戏核心收益公式

| | | |
|---|---|---|
| $\text{游戏整体利润} = \text{全周期买量消耗规模} * (\text{ROI} - 1)$ | | |
| $\text{游戏整体利润} = \text{全周期买量消耗规模} * \left[\frac{(1+K) * (1 + \sum \text{留存率}) * (\text{AIPU}) * (\text{变现eCPM}/1000)}{\text{激活CPA}} - 1 \right]$ | | |
| <p>K</p> <p>自然量系数，可以衡量游戏的吸量能力，与游戏自身质量密切相关，此外也可以借助冲榜大推或其他运营手段提升</p> | <p>留存率</p> <p>用户多日留存比例，衡量买量用户质量及游戏质量，可以通过买量效果优化及游戏内容优化提升，此处\sum留存率表示留存率累加和，用于估算用户生命周期长度</p> | <p>AIPU</p> <p>日均人均广告展示次数，与游戏的变现能力正相关，需要与用户体验指标相互平衡</p> |
| <p>激活CPA</p> <p>平均买量用户激活花费，用于衡量买量用户获取的成本，其达成率与稳定性十分重要</p> | <p>全周期买量消耗规模</p> <p>游戏全周期内广告买量消耗金额，与买量能力密切相关，可以通过买量投放中的创意、素材以及双率优化提升</p> | <p>变现eCPM</p> <p>变现广告千次曝光收益，用于衡量游戏的变现能力，可以通过广告类型调整进行优化</p> |

1.2.2 变现模式：IAP游戏2022年开始高速增长

- IAP游戏主要盈利模式为内购。IAP游戏投放利润= (LTV-CPA) * 用户规模，其中LTV指用户生命周期总价值，CPA指用户激活单价。IAP游戏实际盈利还需考虑研发、渠道及发行端人力成本，在ROI满足覆盖上述成本的前提下，最大化买量规模。
 - LTV影响因素为用户生命周期及月度ARPU。月度ARPU的影响因素为付费率及ARPPU，受到游戏玩法、数值体系、付费设计等影响，用户生命周期受到运营、内容更新节奏等影响。
 - CPA=CPC (平均点击价格) /CVR (点击转化率)，影响因素为题材、画风、素材、投放策略、竞争等。
- IAP游戏买量规模大，流水增速快。根据腾讯广告，2021年IAP小游戏全年买量规模高速增长，游戏数量增长超300%，流水增长超100%，月买量规模超10亿元。假设2021年小游戏收入132亿元中IAP占比为20%/50%/80%时，估算2022年小游戏IAP收入分别为53/132/211亿元。
- 2022年IAP小游戏中仙侠、卡牌等传统重度盘量稳定，合计占比较2020年有所增加，传奇类、回合RPG、女性向市场份额缩减，其他品类包括塔防、模拟经营、SLG、二次元、放置、射击、体育、跑酷等。

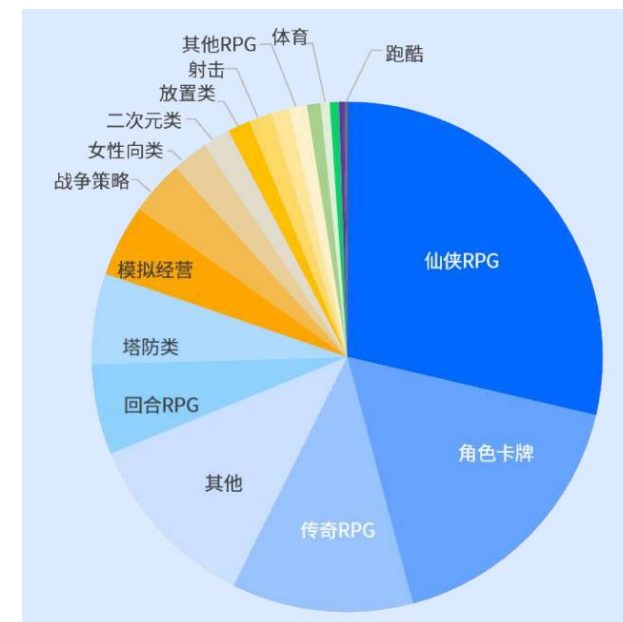
图表：IAP变现模式的利润拆解



图表：2020年IAP小游戏核心品类分布



图表：2022年IAP小游戏核心品类分布



1.2.3 变现模式：混合变现小游戏成为新增长点

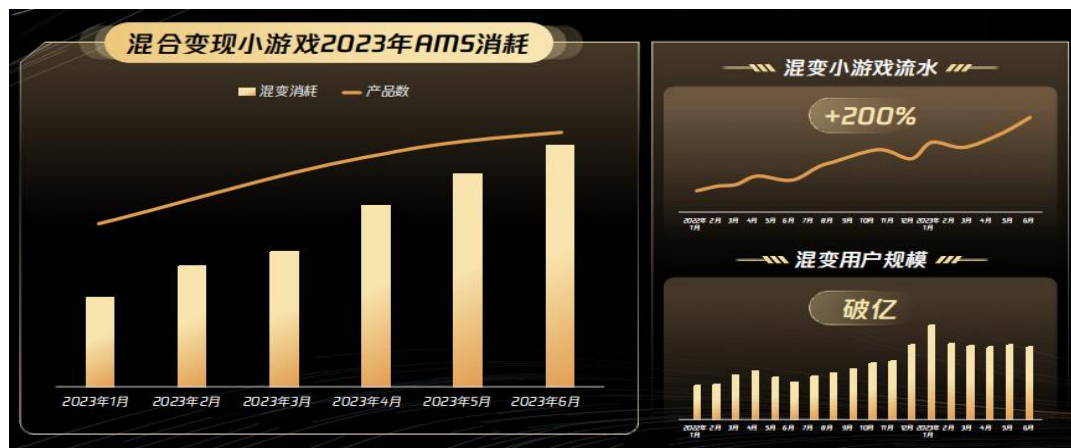
- 混合变现拓展了小游戏收入来源：
 - 小游戏搭载微信平台庞大的用户量优势，在中轻度IAP游戏中设置激励广告，可以提升轻度、零氪玩家游戏体验，通过增加广告展示频次及提升eCPM增加收入。对于内购玩家，可以通过购买“广告卡”避免受广告影响，相比纯IAP游戏多了一个商业付费点。
- 混变有利于提升留存，拉高付费率。虽然混变小游戏首日付费占比40%-50%，低于IAP小游戏的70%-80%，但由于引入广告模式提升了用户留存，随着用户在游戏中的投入时间增长，有望在中长期提升用户付费概率，提升LTV。
- 混变小游戏规模快速增长：小游戏发展初期IAA游戏偏多，2019年以来IAP游戏数量和质量不断提升，而2023年以来混变方式越来越普遍。根据DataEye数据，2023年上半年，混变小游戏消耗大幅增长，2022年2月至2023年6月流水增长200%，用户规模破亿。

图表：三种类型小游戏代表作品

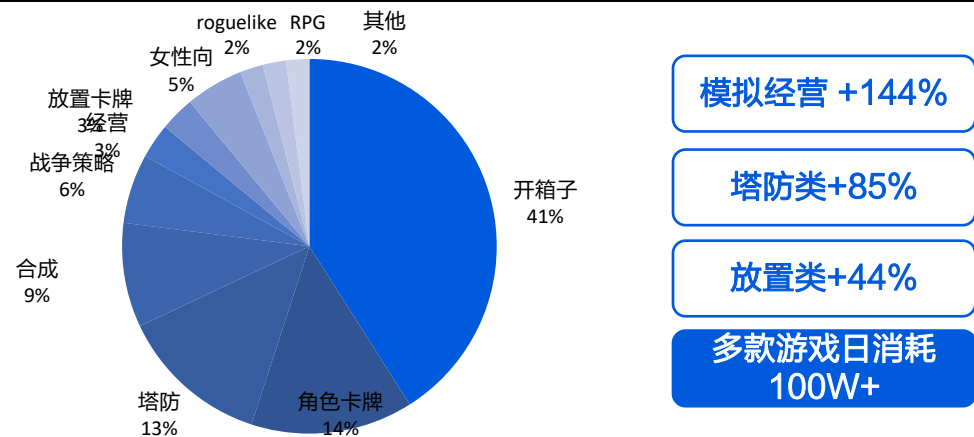


注：游戏画面来自分析师截图

图表：混变小游戏2022年以来流水、消耗和用户规模均呈上升趋势



图表：2022年混变产品中骑士团like（即开箱子）买量规模最大



1.3 小游戏发展复盘：新生态、新增量，平台、开发者、用户、玩法共振



2018：快速起量



2019-2021：沉淀时期



2022至今：高速增长期



规模

- 2017年12月28日，小游戏功能上线。**微信设置开屏直接进入《跳一跳》（用时三天DAU破亿）**
- 据阿拉丁，**2018年小游戏商业规模达60亿元**

- 截至2019年1月，微信小游戏月活超4亿，安卓内购流水过千万10款，广告月流水过千万11款，**2019年商业规模增速35%+**
- 2019年月流水超千万小游戏共43款，**2020年商业规模同比增速为20%**，月流水千万级游戏数量同比增长50%
- 2021年商业规模同比增长30%+**

- 2022年商业规模高速**，DAU过百万、月流水过千万游戏数量大幅增长，IAA游戏《羊了个羊》引爆朋友圈
- 2022年IAP小游戏流水增长超100%**，广告变现流水增长超40%+
- 2023年Q2，超过100款小游戏的季度总收入超过1000万元人民币
- 2023H1小游戏广告商业变现规模增长30%+**



开发者

- 2017年12月28日首批公布15款产品，其中14款来自腾讯
- 2018年4月起**开放接入第三方开发者**，截至2018年7月9日，小游戏数量累计超过2000款，截至2018年12月31日，游戏数量增至7000款以上

- 2019年1月开发者超10万**
- 2020年微信小游戏推出性能优化方案，**减少绘制交互、提升渲染与优化逻辑耗时等多种方案**，缓存扩容到200M，推动中重度游戏入局
- 2021年推出Unity导出H5游戏包方案，进一步推动中重度游戏进驻小程序平台

- 2022年微信广告称月流水千万级游戏数量同比+50%
- 2022年9月，**微信小游戏再次缓存扩容**，本地缓存空间从200M扩展到1G
- 2023H1开发者数量30万+**，超过100款小游戏季度总收入超千万
- 2023年8月，Unity中国发布团结引擎，将微信小游戏平台作为在iOS、Android外，另一个原生支持的游戏平台。同时基于WebGL开发了微信小游戏专属的目标平台，让开发者将其他平台游戏转换为微信小游戏。未来会针对不同小游戏平台（包括抖音、快手等）进行技术部署，降低开发者研发难度



平台政策

- 2018年11月开启小游戏**创意鼓励计划**，创意小游戏安卓内购流水分成为70%（普通小游戏为60%）
- 2018年快手上线小游戏独立app**

- 2019年腾讯广告“**优选计划**”推出app+小游戏双端买量推广服务。**抖音推出首款小游戏《音跃球球》**
- 2020年推出**微信虚拟支付广告金激励政策**，按内购月流水分阶梯进行广告金返还。**同年抖音小游戏对所有开发者开放**
- 2021年起，微信小游戏买量范围从微信生态（公众号、小程序、朋友圈）**拓展至腾讯全域流量**

- 2022年3月起，**b站、抖音陆续开放微信小游戏跳转功能**
- 2022年4月，**微信上线视频号小任务功能**，为小游戏供给流量和用户
- 2022年9月，升级虚拟支付分成政策，加大激励力度，推出基础激励、新游激励和做大激励三种激励金政策
- 2023年9月1日起，**所有微信小游戏须备案才能上架**
- 2023年9月27日，微信小游戏IP合作平台上线



用户

- 2018年DAU突破1亿**
- 2018年注册超千万游戏数量152款

- 2019年5月累计注册用户超10亿**
- 2019年注册超千万游戏数量194款
- 2020年1月官方数据，首次突破5亿MAU**
- 2020年11月，同时玩app游戏和小游戏的双栖用户仅为30%，小游戏独占用户达到2亿

- 2023H1月活超4亿
- 据伽马数据，2023年用户性别占比中男性：女性=6:4，男性用户占比增加



产品

- 2018年小游戏起步时期流量型产品受市场青睐，能迅速变现
- 合成+轻度操作游戏为主**
- 2017年底《跳一跳》上线**
- 《海盗来了》成为首个流水过亿元的小游戏**

- 2019年益智类用户规模6亿，其中4款月流水超千万。**合成、消除模拟、动作、桌游每个用户规模均5亿+**
- 截至2020年8月，**休闲益智/模拟经营/策略角色类游戏**累计用户分别为6亿/5亿/3亿，累计流水达12亿元+/10亿元+/20亿元+
- 截至2021年，**棋牌、休闲、益智、模拟经营**已成为小游戏上的成熟品类，拥有庞大的用户规模
- 2021年《叫我大掌柜》（模拟经营）上线**

- 截至2022H1，**卡牌吸金能力出色，大盘占比22%，MMORPG、经营、放置位居前列**
- 2022年《咸鱼之王》《疯狂骑士团》上线**，9月16日《羊了个羊》DAU破亿
- 2023年初《咸鱼之王》《疯狂骑士团》估算月流水过亿元**，骑士团like、咸鱼之王like游戏层出不穷

2018

2019

2020

2021

2022

2023

注：背景图根据微信小游戏大盘投放计划数量绘制，以上内容除非特殊提及，否则均指微信小游戏

1.3.1 2018年：大量微信用户导入，小游戏生态初具雏形

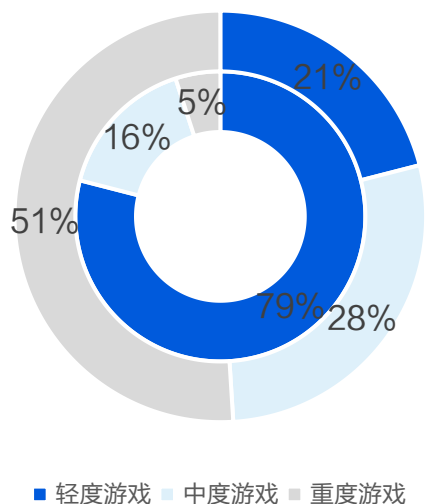
- **规模：**据阿拉丁指数，2018年小游戏市场规模约60亿元。
- **用户：**2017年12月28日，小游戏正式在微信平台上线，15款首发游戏同步上线，其中《跳一跳》火爆出圈，日活达1.7亿。据微信公开课，上线后不到20天时间，小游戏累计试用用户达3.1亿，其中有22%是从未玩过游戏的用户。
- **产品：**代表性产品包括《跳一跳》、以IAA休闲向轻度游戏为主。
- **平台及开发者：**2018年4月起开放接入第三方，11月开启创意鼓励计划，创意小游戏可享安卓端70%分成比例。2018年小游戏数量大幅增长，从2018年7月的2000款至2018年底大幅增至7000款以上。

图表：2018年开发者矩阵

| 公司简称 | 代表小游戏（2018） | 小程序数量 | 代表小游戏（2023） |
|------|-------------|-------|-------------|
| 自己人 | 全民有文画 | 31 | - |
| 勇往科技 | 画画猜猜 | 30 | 神奇脑洞、猜歌达人 |
| 亲信科技 | 挑战智力 | 15 | - |
| 豪腾嘉科 | 海盗来了 | 10 | 咸鱼之王、疯狂骑士团 |
| 在线途游 | 途游斗地主 | 10 | 次神光之觉醒 |
| 瀚叶互娱 | 几何大逃亡 | 8 | 几何大逃亡 |
| 十方时空 | 我要当皇上 | 8 | 我要当天神 |
| 睿体网络 | 黑洞大乱斗 | 7 | - |
| 市云之谷 | 跳跳神枪手 | 8 | - |

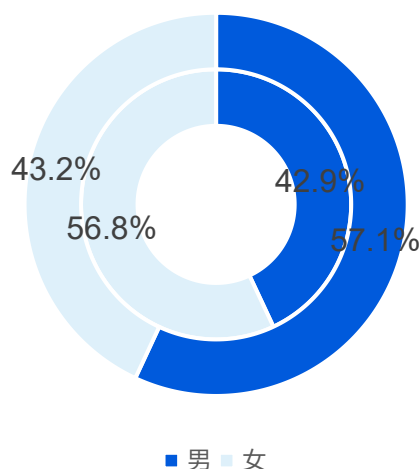
图表：2018年小游戏轻度占比明显高于app

外层为app游戏，内层为小游戏

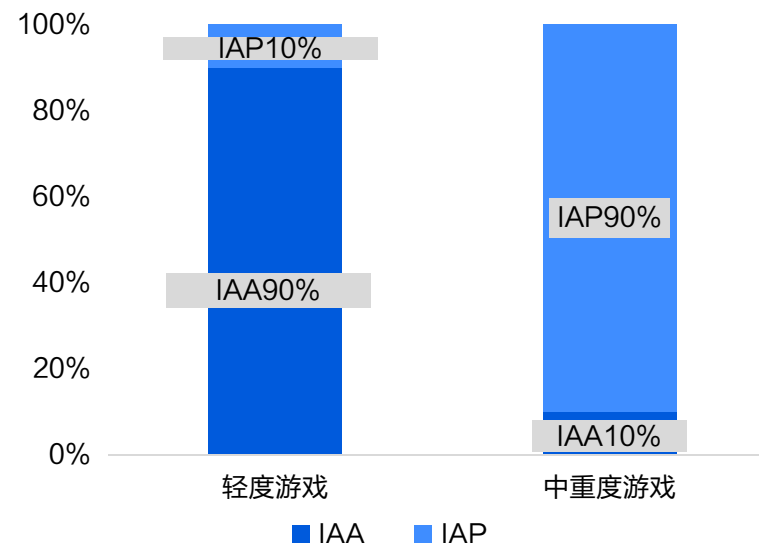


图表：2018年小游戏用户女性更多

外层为app游戏，内层为小游戏



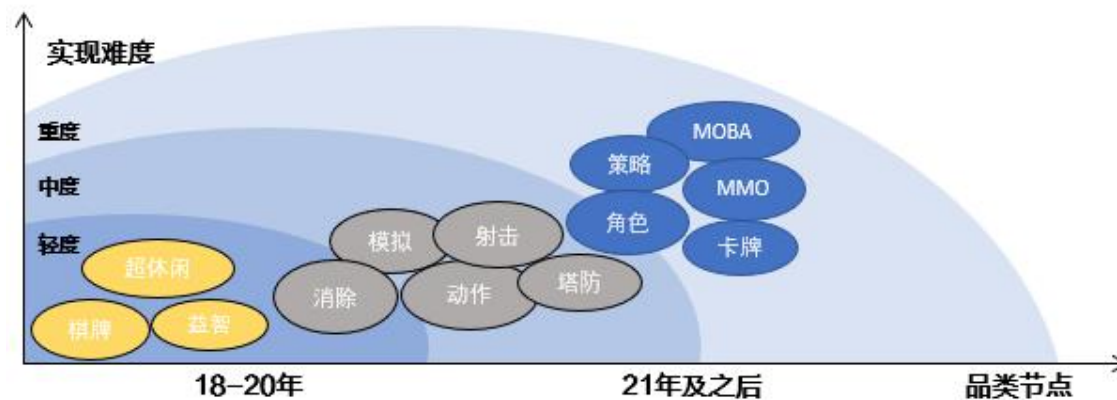
图表：2018年变现模式占比



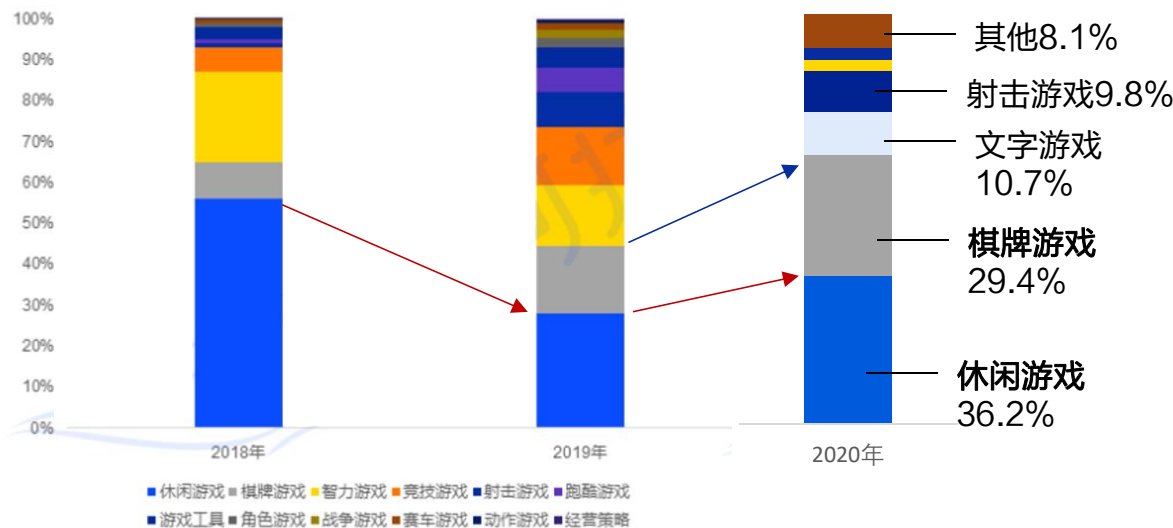
1.3.2 2019-2021年：中重度、IAP游戏逐渐增多

- **规模：**据微信公开课，2019-2021年小游戏商业规模分别增加35%/+20%/30%+。
- **平台：服务CP，优化性能，使中重度游戏入局成为可能。**
- 2019年腾讯广告推出“优选计划”，为精品休闲游戏提供app+小游戏双端买量变现一体化推广服务，开发者可获得变现收益的20%作为分成。
- 2020年推出性能优化方案，过去小游戏的执行环境在轻度游戏场景下足够，但重度游戏开发耗时久、开销重，性能优化加速了逻辑计算部分和渲染部分，同时将缓存从50m提升至200m，让开发者有更大发挥空间，**让中重度游戏的入局成为可能。**
- **产品：中重度游戏开始出现，休闲类、棋牌类仍为主流。**2019年《爱江山更爱美人》《世界争霸》等多款中重度游戏上榜阿拉丁指数TOP100，细分品类更加多样化。据阿拉丁指数，2020年TOP100小游戏中休闲、棋牌合计占比达65.6%，2021年12月休闲游戏月活占比超40%。

图表：2019-2021年中重度类型机会空间增大

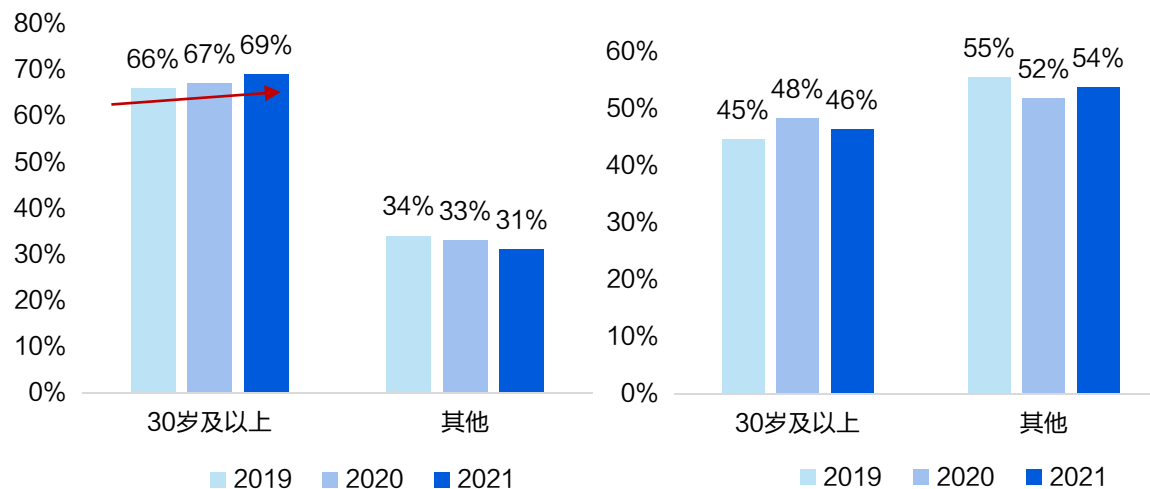


图表：2018-2020年小游戏TOP100细分品类分布情况



图表：小游戏（左图）与app游戏（右图）用户画像

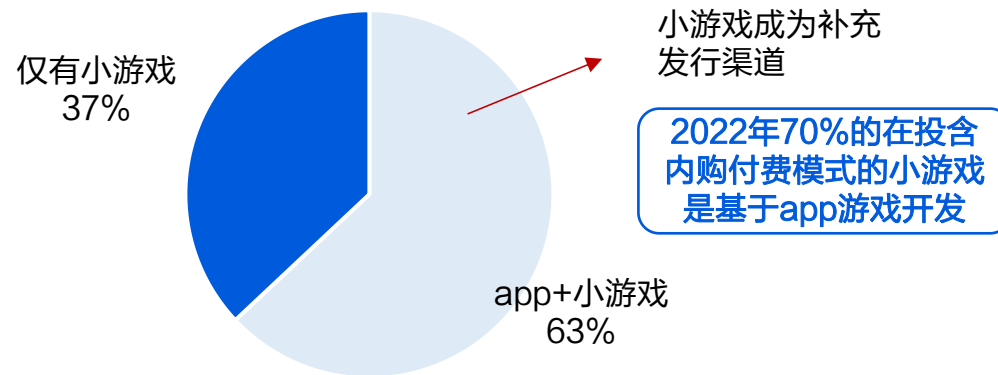
2019-2021年小游戏30岁以上人群占比高且呈上升趋势



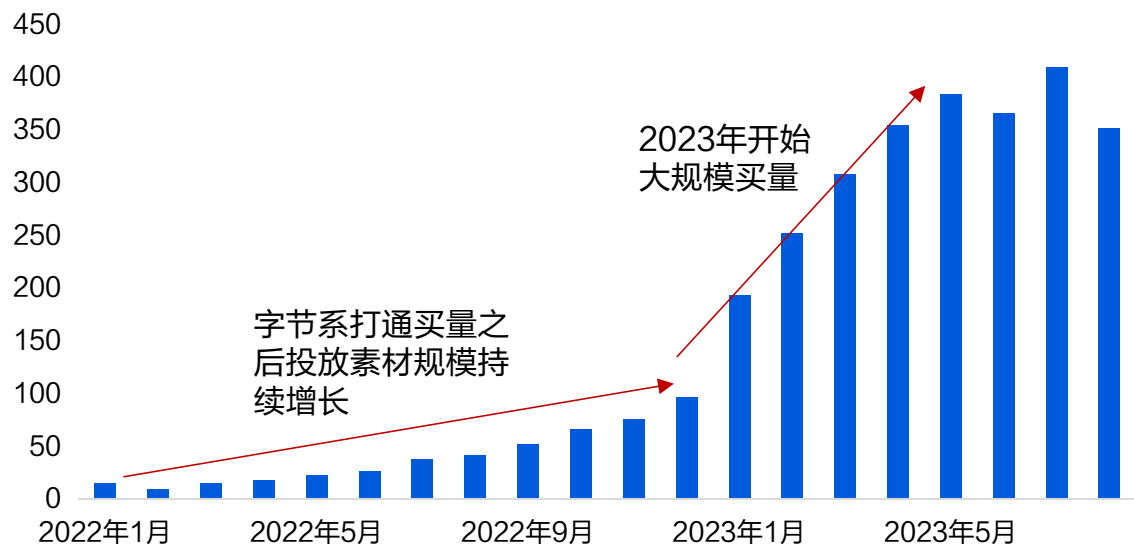
1.3.3 2022年至今：规模高速增长，创新玩法频现

- **平台：**2022年字节系开放微信小程序买量，带来新的流量红利。据Dataeye，2022H1参与买量的小游戏数量环比增长4倍，2022年Q2比Q1近乎翻倍，2022年全年投放素材数为2021年的15倍。
- **规模：**据腾讯广告，2022年IAP小游戏流水增长超100%，广告变现流水增长超40%+，内购和广告两种商业模式都已走向成熟，混合变现模式可以最大化挖掘小游戏用户价值，整体商业渗透率比纯内购高出近三倍。
- **平台：**2022年9月，微信小游戏再次缓存从200M扩容到1G，2023H1开发者数量达30万+。2023年8月，Unity中国发布团结引擎，针对小游戏赛道进行了专门的技术部署，将微信小游戏平台作为在iOS、Android外另一个原生支持的游戏平台。
- **产品：**经典玩法频现，小游戏成为重要发行补充。2022年中重度《史莱姆大冒险》《疯狂骑士团》、模拟经营《叫我大掌柜》《我是大东家》，以及IAA《羊了个羊》等代表作频现；2023年史莱姆like、骑士团like等玩法进一步引爆。小游戏成为app游戏重要渠道补充，据伽马数据，2023年5月底微信小游戏畅销榜前100中63%有app版本。

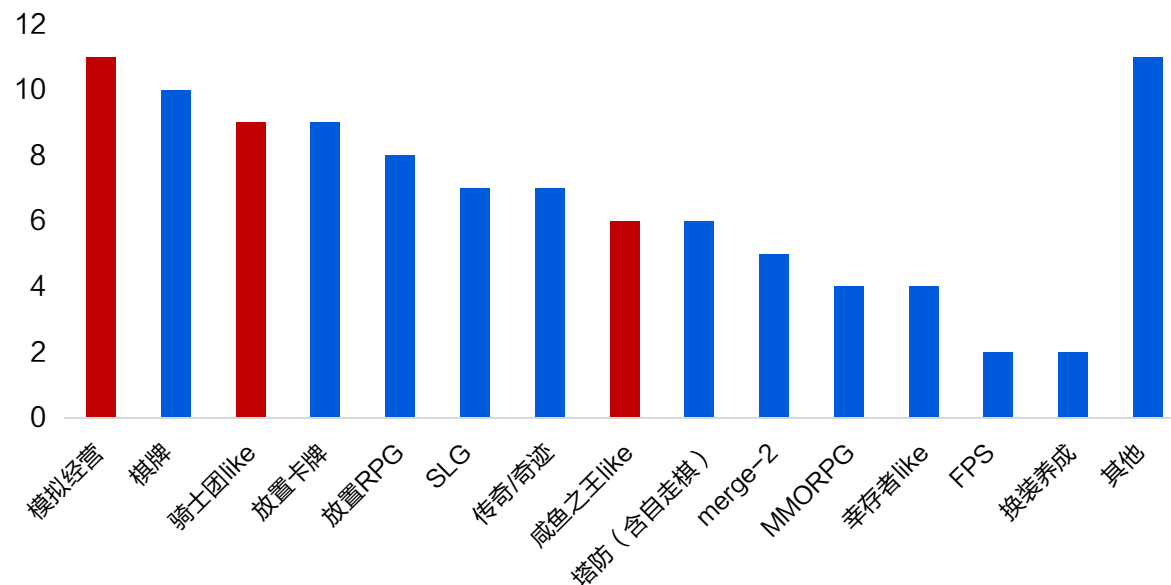
图表：2023年5月31日微信小游戏畅销榜TOP100中app拥有状况



图表：2022年以来小游戏大盘素材投放量（万组）



图表：2023年8月安卓端小游戏畅销榜TOP99产品类型



1.4.1 市场规模测算：中性假设下2023年微信小游戏市场规模约为300亿元

- **方法一：据市场规模及增速测算。**据阿拉丁指数，2018年微信小游戏商业规模为60亿元，根据历年微信公开课披露的小游戏商业规模增速，按照乐观、中观、保守分别估计增速，其中据腾讯广告，2022年IAP小游戏流水增长超100%，广告变现流水增长超40%+，按2021年IAA游戏与IAP游戏流水占比分别为2:8/5:5/8:2估算，2022年商业规模分别为201/225/248亿元。根据2023年6月第十二季微信公开课微信小游戏开发者大会提到“2022年中重度游戏商业规模相比2021年实现了100%的增长，2023年上半年增速是保持的”，假设2023年小游戏增速为50%，**对应2023年微信小游戏市场规模约为301~373亿元。**
- **方法二：根据休闲游戏数据测算。**据伽马数据估算，2022年我国休闲游戏市场规模约344亿元，用户规模5.2亿元，对应ARPU为66元/年。微信小游戏定位休闲游戏市场，2023年上半年微信小游戏MAU超4亿，2020年曾破5亿MAU，**据此按情景假设估算2023年小游戏市场规模为281~342亿元。**2021年app游戏市场规模2255.4亿元，用户规模为6.56亿人，对应ARPU为343.8元/年，远高于休闲游戏市场。在小游戏中重度化的过程中，ARPU提升潜力较大。

图表：以2018年数据和官方披露商业规模增速为基准估算

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | |
|--------------|------|-------|-------|-------|-------------------|-------|------------|
| 披露增速 | — | 38% | 20% | 33% | IAP100%+, IAA40%+ | 50% | |
| 市场规模 (亿元) | 60 | 83 | 99 | 132 | IAP:IAA=2:8 | 201 | 301 |
| | | | | | IAP:IAA=5:5 | 225 | 337 |
| | | | | | IAP:IAA=8:2 | 248 | 373 |

图表：以休闲游戏ARPU和微信小游戏用户规模为基准估计

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E |
|-------------|------|------|------|------|-------|
| 休闲游戏收入 (亿元) | 210 | 245 | 295 | 347 | 344 |
| 用户规模 (百万) | 415 | 471 | 528 | 530 | 520 |
| 人均付费 (元/人) | 51 | 52 | 56 | 65 | 66 |

| 2023年市场规模预测 | | | | |
|-------------|----|-----|-----|------|
| 人均付费 (元/人) | | 67 | 69 | 72 |
| 用户规模 (亿) | | 4.2 | 4.5 | 4.75 |
| | 67 | 281 | 290 | 302 |
| | 69 | 302 | 311 | 324 |
| | 72 | 318 | 328 | 342 |

注：2019/2021年官方披露增速分别为超35%、超30%，此处分别按38%、33%计算

1.4.1 市场规模测算：中性假设下2023年微信小游戏市场规模约为300亿元

- **方法三：根据腾讯社交网络收入数据测算。**据腾讯2023H1财报电话会，小游戏为其社交网络和在线广告业务贡献了个位数百分比的收入，假设腾讯从小游戏业务中获得的社交网络收入主要为平台分成收入，微信平台在安卓端小游戏IAP收入分成比例为40%，iOS端暂不分成，那么小游戏对于社交网络收入的贡献全部来自安卓端分成。我们假设了安卓端IAP流水占比及安卓端在小游戏市场规模的占比，可以推算出微信小游戏整体市场规模。
- **数据测算：**据彭博一致预期，2023年腾讯社交网络收入约1222亿元，在中性情形下，假设小游戏在社交网络收入中占比为5%，在安卓端IAP收入占比为85%（IAA为15%），据此推算出安卓端小游戏市场规模=1222×5%÷40%÷85%=180（亿元），假设安卓端整体收入占比为60%（iOS占比40%），那么小游戏市场整体规模=180÷60%=299（亿元）。
- 上述三种方法仅为微信小游戏市场空间测算，实际小游戏市场空间理应大于上述测算空间。

图表：以2018数据和披露商业规模增速为基准估算

| | 保守 | 中性 | 乐观 |
|---------------------|------|------|------|
| 腾讯2023年社交网络收入（亿元） | 1222 | 1222 | 1222 |
| 微信小游戏平台分成/社交网络收入 | 3% | 5% | 7% |
| 微信小游戏平台分成收入（亿元） | 37 | 61 | 86 |
| 微信小游戏安卓分成比例 | 40% | 40% | 40% |
| 微信小游戏安卓端IAP市场规模（亿元） | 92 | 153 | 214 |
| 微信小游戏安卓端IAP收入占比 | 90% | 85% | 80% |
| 微信小游戏安卓端市场规模（亿元） | 102 | 180 | 267 |

注：腾讯2023年社交网络收入来自2023年11月15日彭博一致预期

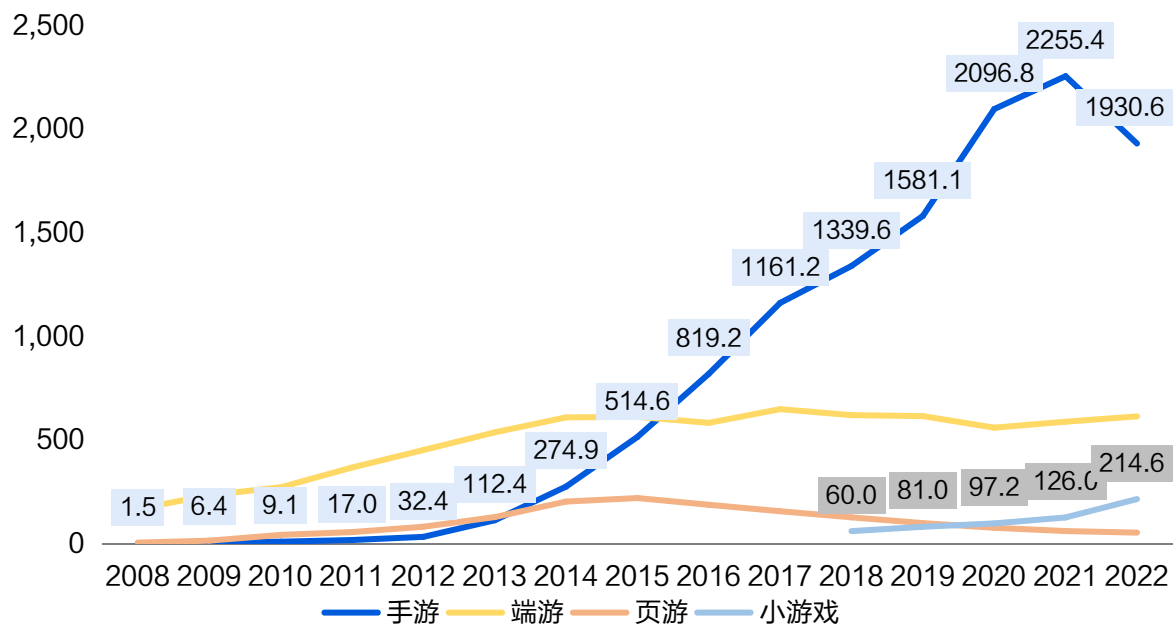
图表：根据安卓端市场规模及占比估算整体市场规模

| 2023年微信小游戏整体市场规模预测 | | | | |
|--------------------|-------------|-----|-----|-----|
| 安卓端 市场规模（亿元） | 安卓端 流水占比 | 65% | 60% | 55% |
| 102 | | 157 | 170 | 185 |
| 180 | | 276 | 299 | 327 |
| 267 | | 411 | 445 | 486 |

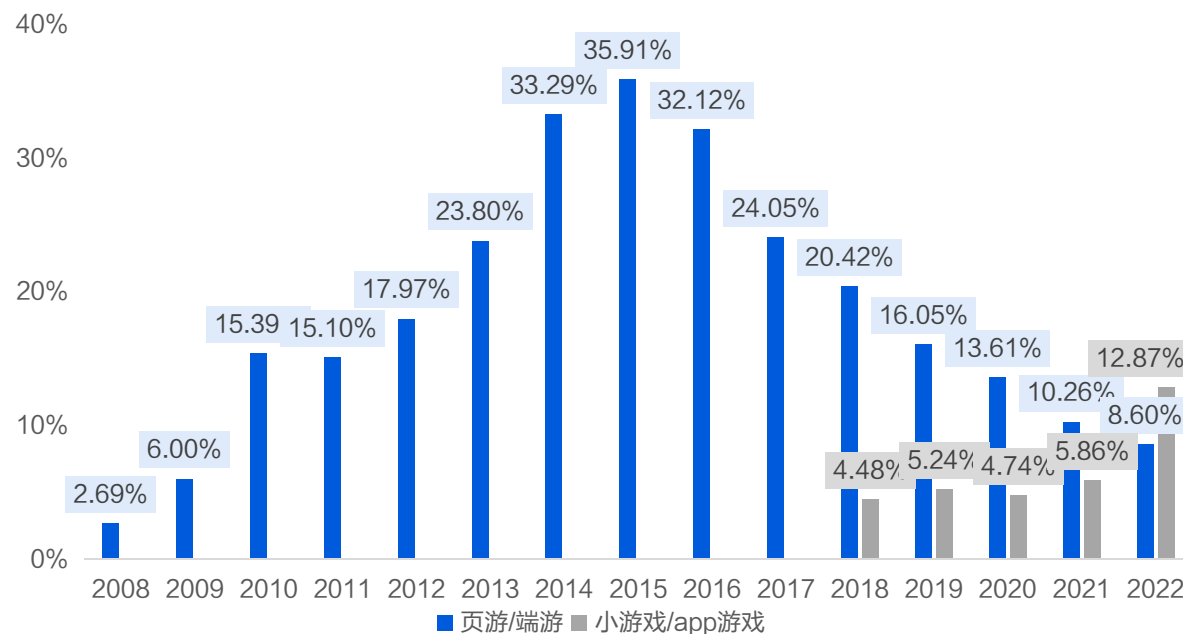
1.4.2 中长期市场规模测算：国内市场规模或达750亿元

- 中长期看，小游戏与网页游戏相似度较高，我们以网页游戏占客户端游戏市场规模的比例为参考依据，结合国内app游戏市场规模，估算国内小游戏中长期市场规模可达625-875亿元。
- 按2022年小游戏商业规模为248亿元估算，2022年小游戏市场规模为移动游戏的13%，大约相当于2009-2010年页游占端游市场规模的比重。2015年，中国页游市场规模219.6亿元，页游/端游达到历史峰值（35.9%）。假设国内app游戏市场规模空间为2500亿元，小游戏占app游戏市场规模的比例为25%/30%/35%，则小游戏市场规模空间分别为625/750/875亿元。

图表：中国各细分游戏市场规模（亿元）



图表：2022年估算小游戏规模占app游戏的12.87%

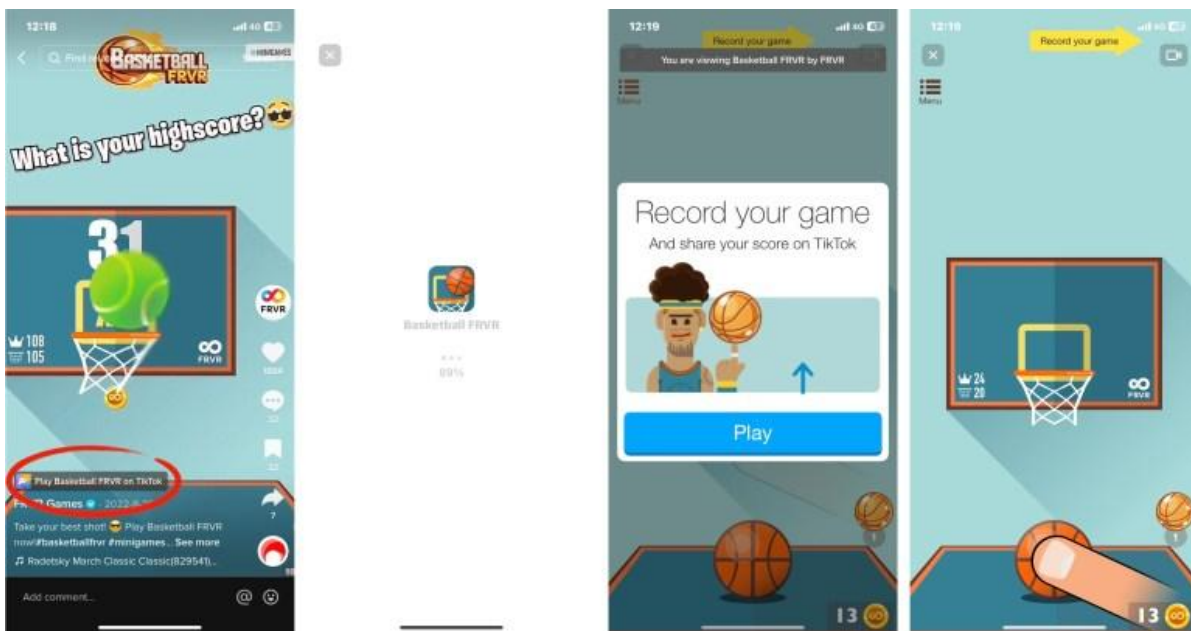


注：（1）“2019-2022年小游戏/app游戏”为估算数据

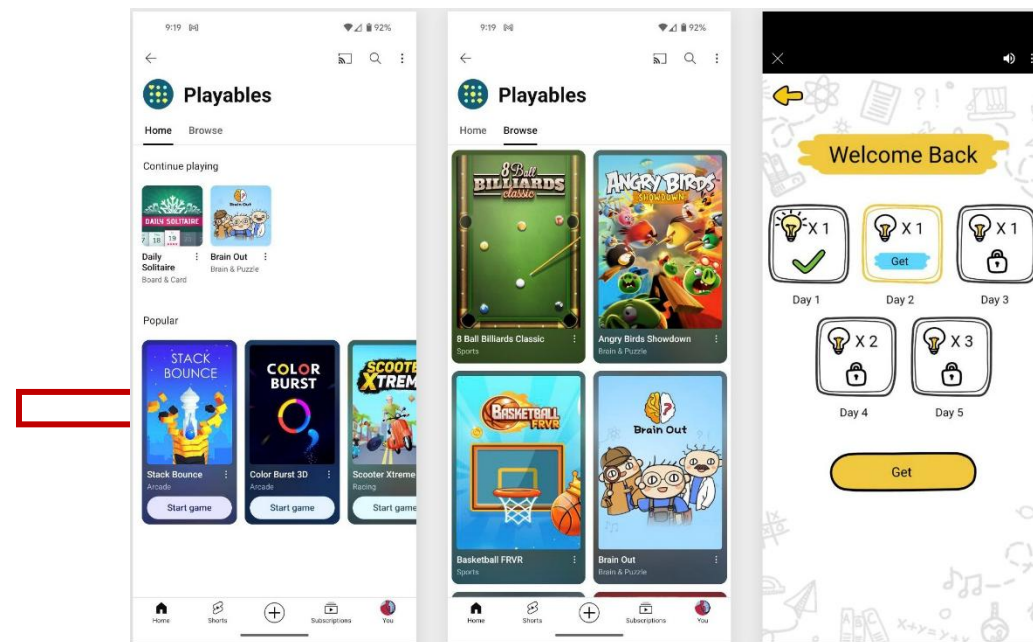
1.5 海外多平台内测小游戏，国内厂商小游戏出海空间广阔

- 月活规模超10/25亿的TikTok、YouTube等平台陆续开始内测小游戏，或将开拓新的小游戏市场。
- TikTok2022年开始在海外部分测试小游戏，以休闲和超休闲品类为主。2022年8月，TikTok开始在美国、英国等地推出9款小游戏进行试点，2023年2月下旬在英国地区测试游戏数量达到14款，用户可通过MiniGame子菜单进入游戏列表，也可通过点击视频链接直接跳转小游戏。TikTok小游戏目前没有开始变现，且暂未开放第三方合作功能，品类多为休闲和超休闲，主要目的是通过小游戏增强用户粘性。
- YouTube开始面向订阅用户测试小游戏平台Playables。2018年谷歌应用商店上线Google Play Instant功能，用户点击即可跳转试玩玩游戏，但受限于用户使用习惯，应用商店内用户停留时间较短，该功能并没有突出表现。11月24日，YouTube上线小游戏平台Playables，面向YouTube订阅用户开启测试，上线含《愤怒的小鸟：对决》《经典8号台球》等在内的37款小游戏。

图表：TikTok小游戏可以通过点击视频下方链接直接跳转至游戏页面



图表：YouTube平台Playables功能

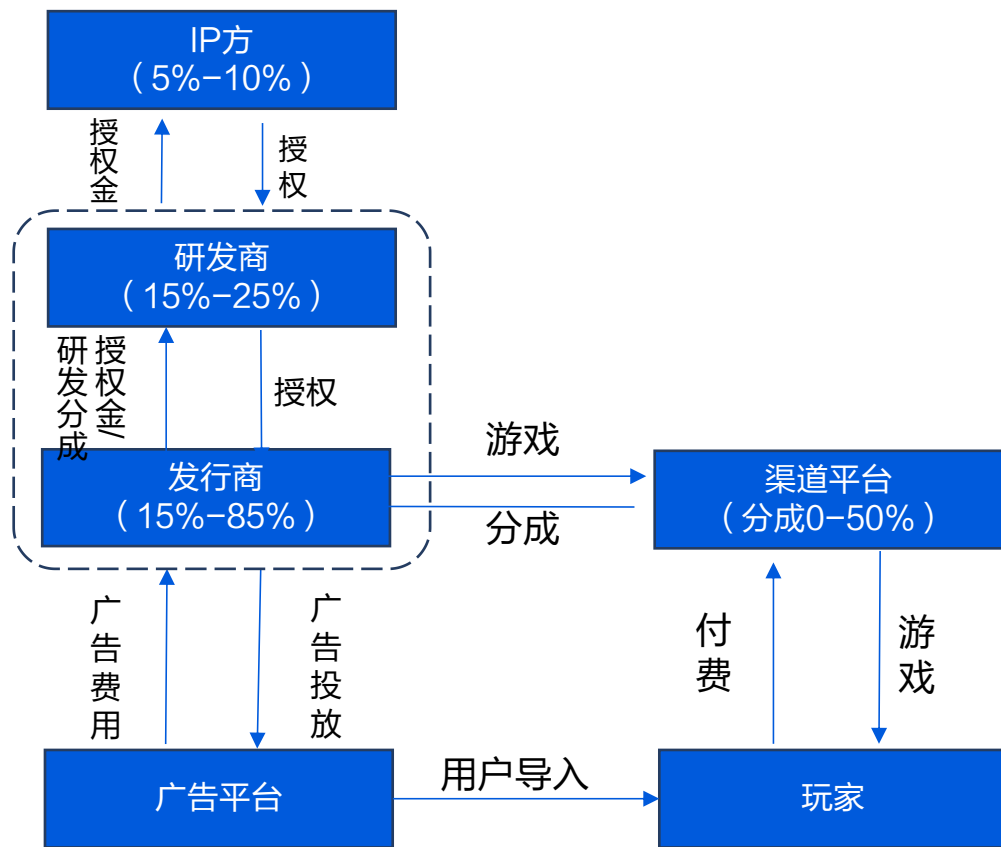


2. 产业链角度看小游戏：生态完善，流量池扩大，玩法创新活跃

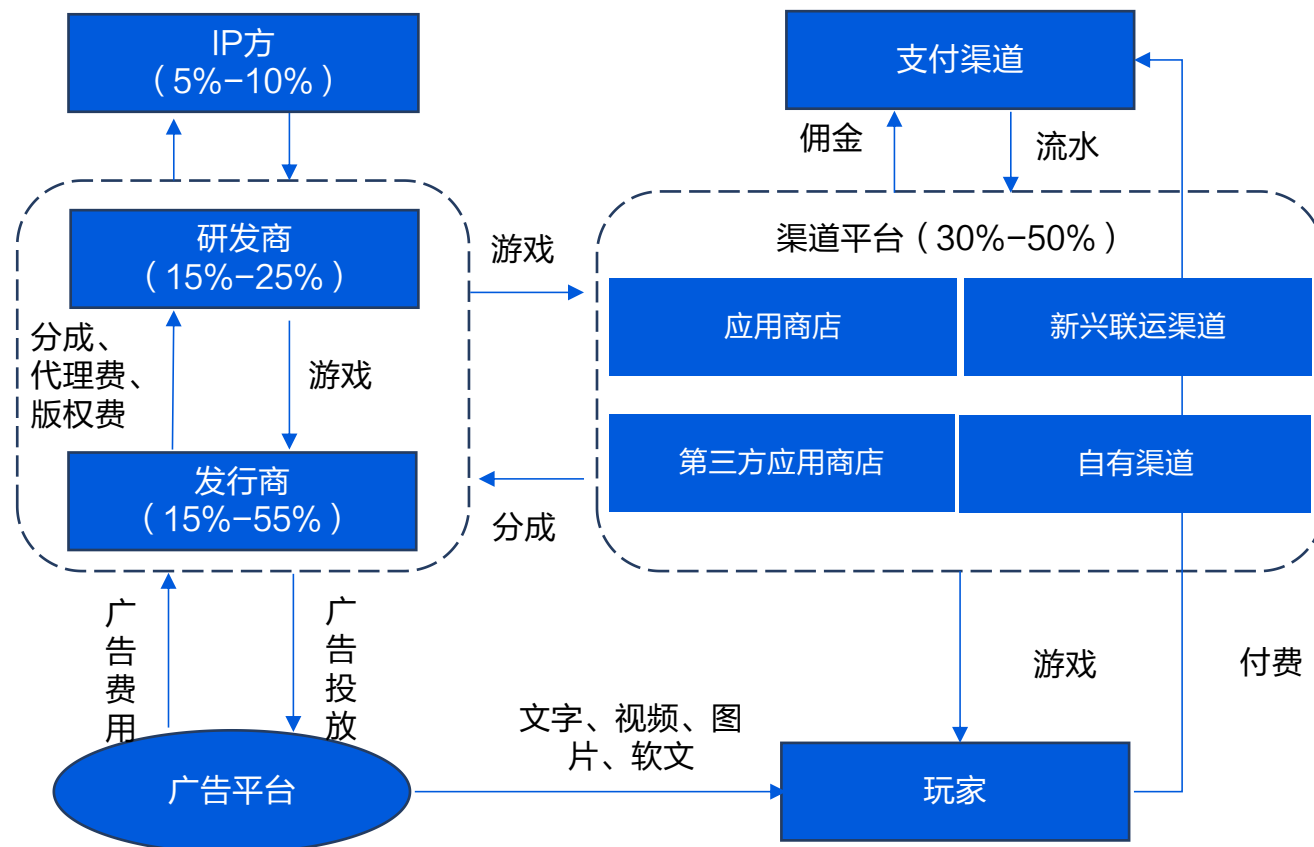
2. 小游戏产业链：发行商及研发商处于红利期

- 对于研发商而言，小游戏研发周期相对较短、研发成本低，存在以小博大的机会。
- 对于发行商而言，小游戏发行商分成比例较app游戏更高。以微信小游戏为例，IAA游戏平台分成比例为30%~50%；IAP游戏安卓端平台分成30%~40%，iOS端平台不分成。
- 假设游戏在iOS与安卓端内购流水比为1:3，IAP游戏厂商分成比例可以达到70%~77.5%（普通小游戏： $25\% \times 100\% + 75\% \times (1 - 40\%) = 70\%$ ，创新小游戏： $25\% \times 100\% + 75\% \times (1 - 30\%) = 77.5\%$ ），而app游戏厂商分成比例为55%（ $25\% \times 70\% + 75\% \times 50\% = 55\%$ ，注：不考虑安卓自营渠道），小游戏分成比例比app游戏高出15-22.5pct。考虑激励金等政策，发行商到手的分成比例更高。

图表：小游戏产业链



图表：app游戏产业链



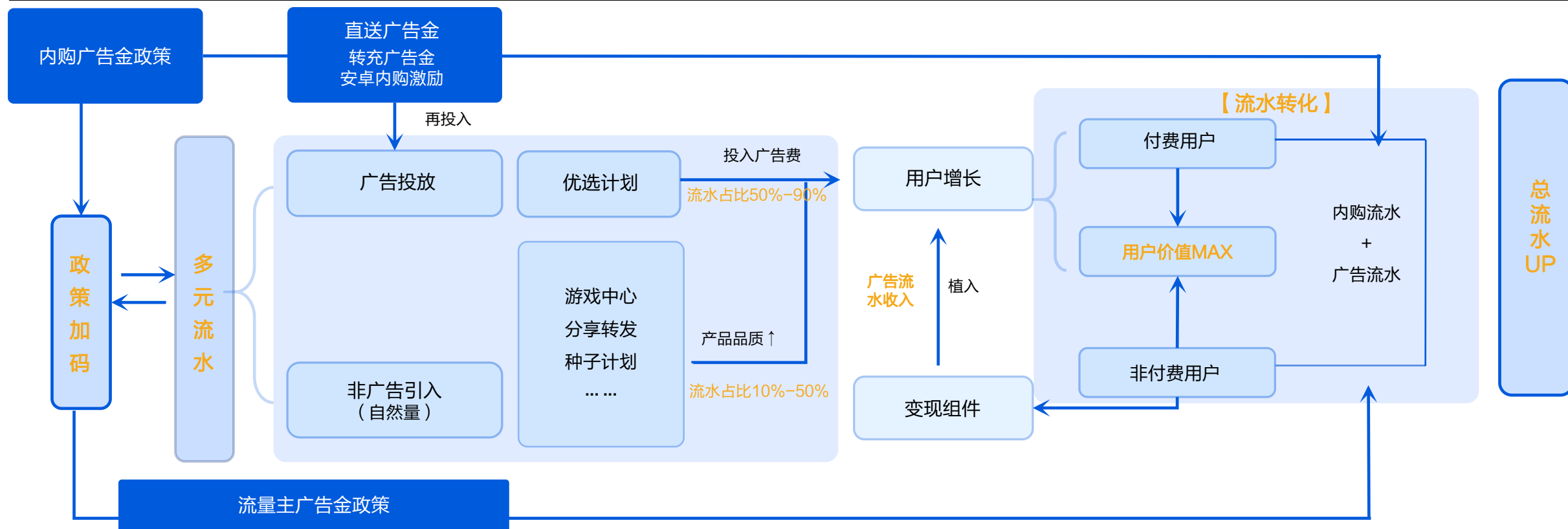
2. 小游戏产业链图景



2.1.1 微信：5年打造小游戏生态

- 作为首个上线小程序游戏的平台，微信为开发者提供了开发、增长、变现、资金、策略等完善配套及政策优惠，开发者数量及产品流水天花板大幅提升。
- 2018年11月推出“创意鼓励计划”，获评“创意小游戏”的开发者可获70%分成（普通开发者为60%），鼓励更多小游戏新玩法。
- 2019年腾讯广告推出“优选计划”，以打造休闲游戏爆款为目标，提供资金、买量、变现一体化服务。腾讯负责资金及产品增长，开发者负责游戏产品并可获取扣除渠道成本后20%的流水。
- 2020年推出虚拟支付广告金激励政策，2022年在此基础激励上，新增了成长激励计划，鼓励小游戏做大。
- 2023年9月上线“微信小游戏IP合作平台”，帮助开发者与IP方合作，已入驻IP官方有腾讯视频、腾讯动漫、阅文集团，包括斗罗大陆、琅琊榜、凡人修仙传、梦华录等国民级知名IP。平台暂不收取任何费用。

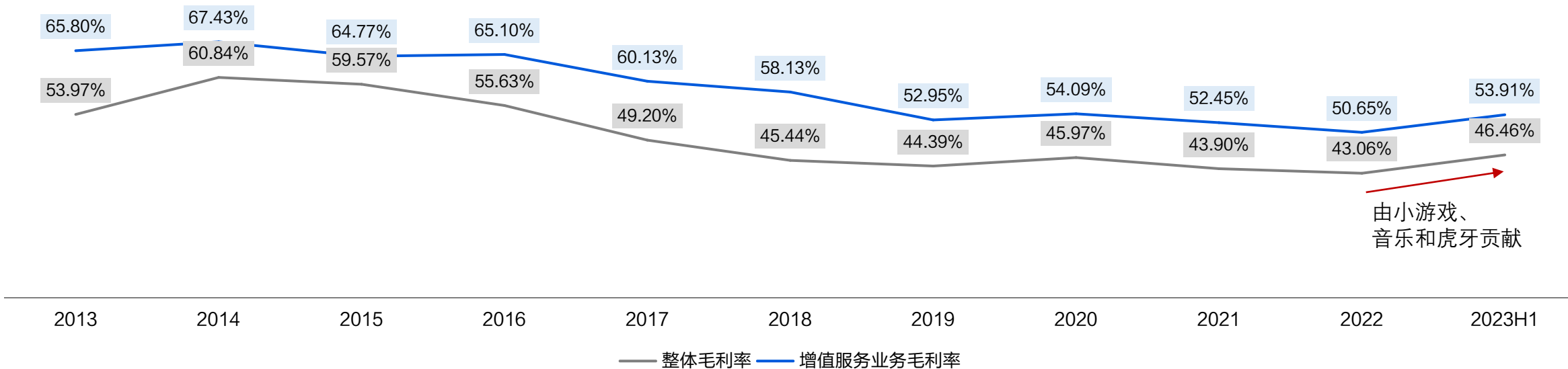
图表：小游戏商业生态全景图



2.1.1 微信：利用生态优势打造高潜力游戏平台

- 小游戏生态的优势主要体现在社交关系链、实名认证体系、支付等方面，微信利用平台优势推动小游戏快速发展。
 - 平台推广优势：拥有朋友圈、群聊等社群优势，更有利于小游戏通过社交裂变形式推广。
 - 实名认证优势：微信已经过实名认证，用户进入小游戏无需再次认证。
 - 支付方式优势：用户可通过微信支付进行游戏内购充值，更加便捷高效。
- 对于平台而言，通过发展小游戏可以提升微信甚至腾讯体系内广告填充率及eCPM，并获得渠道分成收入，提升增值业务板块收入及整体毛利率。据腾讯2023H1电话会，小游戏为社交网络和在线广告业务各自贡献了个位数百分比的收入，同时，小游戏以净收入计入总收入，因此毛利率高于传统游戏业务，为腾讯整体毛利率及利润率的提升做出贡献。

图表：腾讯2023H1整体毛利率走高，部分由小游戏贡献



2.1.1 微信：安卓内购分成及广告金政策

- 小游戏厂商基础内购收入分成比例为60%-70%。厂商通过用户充值、购买道具等获得的流水，普通小游戏中内购流水厂商分成比例为60%，获评微信“创意小游戏”可提升至70%。
- 为鼓励小游戏厂商投放广告，微信对小游戏中安卓内购收入部分按比例配赠广告金。广告金配赠有转充激励金、直接激励金和成长激励计划三种，转充激励金意在鼓励厂商使用“快周转”进行转充，将主要广告预算留在腾讯体系内；直接激励金意在激励新游；成长激励计划意在鼓励厂商在安卓端买量。

图表：微信小游戏内购分成及广告金激励政策（安卓端，2022年9月）

| 项目 | | 普通小游戏 | 创意小游戏 |
|---|----------------------------------|----------------------------------|---|
| 基础内购收入厂商分成比例 | | 60% | 70% |
| 广告金配赠 | 激励计划 | 激励目标 | |
| | 转充激励金 (同主体所有小游戏、安卓/iOS渠道均可投放) | 基础激励 | 使用快周转（微信平台上开发者将流水所得转充进行广告投放的账户）可得转充款（上限为当月内购流水的50%）50%的广告金， 上限为月流水的10% |
| | 直接激励金 (同主体所有小游戏、安卓/iOS渠道均可投放) | 激励新游 | 对调优/起量阶段（指月流水<1万元，及月流水初次>=1万元起一年内）的小游戏，从22年10月起， 月流水<=50万的部分可得月流水40%的广告金，上限为20万元。 |
| | 成长激励计划 (仅用于同个小游戏的安卓渠道) | 激励做大 | 近30天安卓端现金投放 每满200万赠送10万广告金，用于安卓端定向投放 |
| 案例：某处于调优起量阶段的小游戏，T月安卓端内购流水均为800万元，使用快周转转充200万元，当月安卓端现金投放200万元，iOS端投放100万元，假设T+1月流水同样为800万。 | | | |
| 开发者内购分成收入 | | $800 \times 60\% = 480$ 万元 | $800 \times 70\% = 560$ 万元 |
| 获得激励广告金 (可用于下月投放) | 转充激励金 | $800 \times 10\% = 80$ 万元 | $800 \times 10\% = 80$ 万元 |
| | 直接激励金 | $50 \times 40\% = 20$ 万元 | $50 \times 40\% = 20$ 万元 |
| | 成长激励计划 | 10万元 | 10万元 |
| 开发者整体收入（分成+激励金） | | $(480+80+20+10) / 800 = 73.75\%$ | $(560+80+20+10) / 800 = 83.75\%$ |

2.1.1 微信：广告变现分成及激励政策

- 小游戏厂商基础广告变现收入分成为50%–70%。通过在微信小游戏中接入激励广告、Banner广告、插屏广告、原生模板广告（格子模板）等组件，小游戏厂商可获得广告变现收益，普通小游戏基础的广告收入中厂商可分得50%，创意小游戏日广告流水不超过200万的部分可分得70%。
- 微信对小游戏中广告变现收入的部分也给予了广告金激励，鼓励小游戏开发者吸引新用户，广告金可用于小游戏的广告投放。微信根据广告用户注册时间长短为开发者配赠广告流水的10%~40%作为广告金，激励广告金每半月发放一次，可在收到广告金次月起一年内用于小游戏的广告投放。

图表：微信小游戏广告分成及广告金激励政策（2023年2月）

| 项目 | | 普通小游戏 | 创意小游戏 | | |
|--|--------|--|---|---|--|
| 基础广告收入厂商分成比例 | | 50% | 日广告流水≤200万 70% | 日广告流水>200万 50% | |
| 广告金激励 | 激励比例 | 用户注册30天以内（含） 广告流水的40% | 广告流水的20% | 广告流水的40% | |
| | | 用户注册第31–90天 广告流水的10% | 广告流水的20% | 广告流水的10% | |
| | 适用对象 | | 已开通流量主，且品类不属于休闲–捕鱼的小游戏（优选合作计划游戏不适用） | | |
| | 广告用户条件 | | 1.用户是通过 腾讯广告渠道 转化为对应小游戏注册用户的 2.用户当天在本小游戏内活跃总时长超过5分钟 | | |
| 案例：某适用广告金激励政策的游戏，日广告流水500万元（均为腾讯广告渠道获取），其中注册30天以内用户产生流水250万元，注册31–90天用户产生流水150万。 | | | | | |
| 开发者分成 | | $500 \times 50\% = 250$ 万元 | $200 \times 70\% + 300 \times 50\% = 290$ 万元 | | |
| 激励广告金 | | $250 \times 40\% + 150 \times 10\% = 115$ 万元 | $250 \times (200/500) \times 20\% + 150 \times (200/500) \times 20\% = 32$ 万元 | $250 \times (300/500) \times 40\% + 150 \times (300/500) \times 10\% = 69$ 万元 | |
| | | | 激励广告金合计 $32 + 69 = 101$ 万元 | | |
| 合计 | | $250 + 115 = 365$ 万元 | $290 + 101 = 391$ 万元 | | |

2.1.1 微信：搭建小游戏IP合作平台

- 2023年9月上线“微信小游戏IP合作平台”，IP与小游戏的合作以“IP联动活动”和“IP授权游戏”两种形式为主。
- 2023年10月14日安卓小游戏畅销榜中，IP联动游戏《仙剑奇侠传之新的开始》《葫芦娃大作战》《新斗罗大陆》《少年包青天》《火柴人归来》《新倚天屠龙记》分别位列第11/16/34/71/75/85名。
- 小游戏《山海北荒卷》与仙侠小说《遮天》联动3个月流水提升超20%，用户留存提升。

图表：IP授权游戏优质代表作



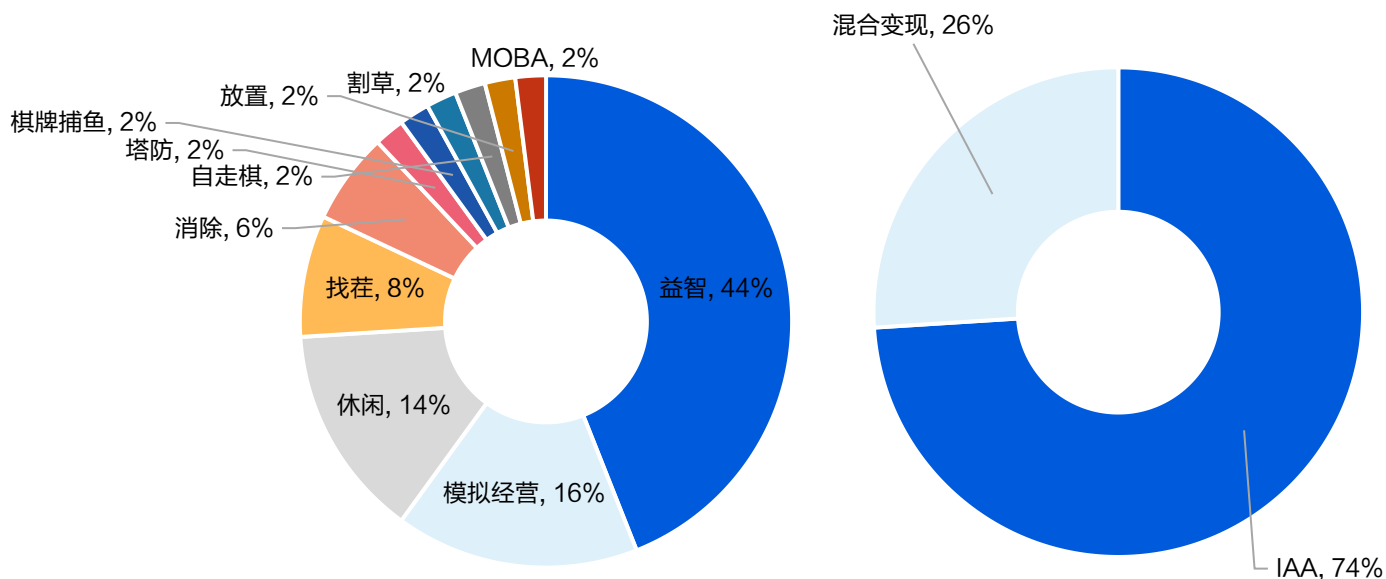
图表：IP联动游戏优质代表作



2.1.2 抖音：益智类、IAA小游戏为主，增速迅猛

- **发展历程：**2019年抖音发布首款小游戏《音跃球球》，2020年对开发者开放小游戏，目前以休闲益智解谜类小游戏为主，广告变现是主要收入方式。
- **用户规模、商业规模和投放规模高速增长：**2022年抖音小游戏DAU增速为43%，预计2023年增速为150%。随着活跃用户增长，抖音小游戏商业规模和投放消耗持续扩大，2022年抖音小游戏商业规模同比增长超100%，2023年上半年抖音小游戏投放消耗增长超10倍。
- **IAA产品为主，混变产品增多。**抖音平台2019年发布首款小游戏《音跃球球》，2020年对开发者开放小游戏。抖音平台的小游戏仍以益智解谜类型为主，IAA产品占比达74%，《咸鱼之王》《寻道大千》《三国吧兄弟》等中度混变小游戏已进入抖音小游戏市场。
- **小游戏入口较为隐蔽：**抖音平台小游戏入口在侧边折叠栏，对没有抖音小程序使用习惯的玩家来说，需要花时间留意入口和培养游戏习惯。

图表：抖音小游戏TOP50玩法及变现模式分布



图表：抖音小游戏入口在左侧折叠栏



2.1.2 抖音：iOS端与安卓端同比例分成，鼓励在巨量买量

- 抖音平台小游戏内购分成无优势，巨量买量分成更优惠。抖音平台对于小游戏内购收入需要收5%的渠道费，再从中分成30%-40%，且不区分安卓与iOS端，对比下微信平台分成比例目前更利好开发者。同时，通过巨量引擎广告投放产生的收入，扣除渠道费后60万元以内平台不分成，超过60万元的部分平台仅分成20%，因此巨量买量越多的厂商分成优势越明显。
- 案例计算：假设一款普通小游戏某月安卓端与iOS端内购收入各100万，其中通过巨量引擎投放广告产生的收入共100万，如果这款游戏在微信平台上线，那么当月厂商分成收入=100*60%+100=160万元，如果在抖音平台上线，通过巨量买量产生可分配收入=100*(1-5%)=95万元，厂商整体可获收入=60+(95-60)*80%+50*(1-5%)*60%+(200-100-50)*(1-5%)*70%=150万元。

图表：抖音小游戏分成较微信更利好开发者

| 广告收入 | | | | 内购收入 | | | |
|------|------------------|-----|-----|-----------------|--------------|-------------|-------------|
| 游戏种类 | 流水区间 | 开发者 | 平台 | 游戏种类 | 流水区间 | 开发者 | 平台 |
| 普通游戏 | 广告日流水 ≤ 100万元的部分 | 60% | 40% | 非首发或首发期限届满的合作游戏 | 月流水总额 < 50万元 | 分配可分配收益的60% | 分配可分配收益的40% |
| | 广告日流水 > 100万元的部分 | 50% | 50% | | 月流水总额 ≥ 50万元 | 分配可分配收益的70% | 分配可分配收益的30% |
| 首发游戏 | 广告日流水 ≤ 100万元的部分 | 70% | 30% | 首发游戏 (免渠道费) | | 70% | 30% |
| | 广告日流水 > 100万元的部分 | 60% | 40% | | | | |

注：可分配收益 = 消费总额 × (1 - 渠道费率5%)

图表：抖音小游戏激励政策

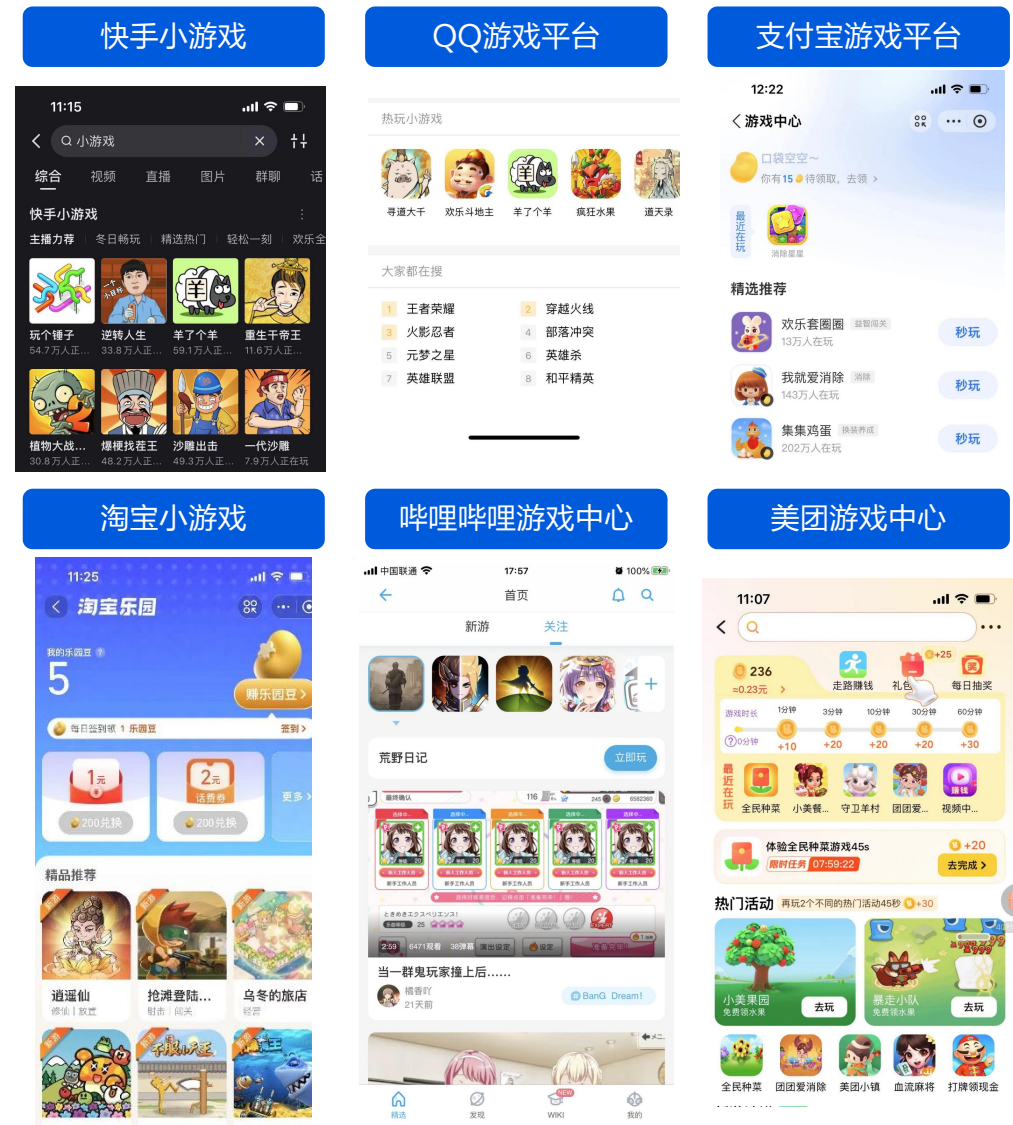
| 广告投放激励 |
|---|
| 巨量投放分成优惠：每月通过巨量引擎广告投放产生的收入，扣除渠道费（5%）后60万元内平台不分成；超出60万元的金额部分，平台仅分成20%。 |
| 广告金激励：每月扣除渠道费后，超出60万部分的10%可作为广告金转充到同主体投放账户 |
| 广告赠款（非全量）：平台在挑选配合功能测试的游戏时，被选中的小游戏有机会获得每日投流消耗的20%作为赠款，单日赠款上限为4万。 |
| 游戏发行人计划持续助力 |
| 开发者参与「巨量星图x游戏发行人计划」后，抖音平台按照推广带来的用户产生的总收入的10%，为小游戏提供推广激励。 |
| Unity小游戏倾斜政策 |
| 为鼓励手游团队进入，抖音提出对于使用Unity&UE技术转换的小游戏，上线180天内，将让利10%的游戏收入 |
| 热点游戏倾斜政策 |
| 厂商根据平台披露热点立项，符合平台要求上线的游戏，平台让利10%的游戏收入 |

2.1.3 支付宝等多个平台接入第三方小游戏

图表：主要小游戏平台优劣势对比

| 平台 | 上线时间 | 现状&优势 | 劣势 |
|----------|---------------------------|--|------------------------------------|
| QQ | 2019年6月 | 2019年头部产品月流水千万 | 核心用户偏低龄，付费能力有限，内购道具需要跳转微信支付 |
| 支付宝 | 2019年上线，2023年11月全面开放第三方接入 | 目前仍以支付宝第一方或阿里系产品为主，三消游戏《我就爱消除》（阿里灵犀互娱）显示“近期100万+人游玩过”，游戏内购可使用支付宝 | 社交属性较弱，用户游戏习惯需要培养，社交裂变、买量能力待增强 |
| 硬核联盟快应用 | 2018年 | 华为、小米、OPPO等十大厂商联盟，覆盖用户数量众多 | 联盟实际流量较少，联盟成员发展不均衡导致快应用难以在联盟内统一上线等 |
| 淘宝 | 2018年6月 | 用户通过小游戏获得淘金币或乐园豆，可以在购物时获得现金抵扣，游戏内置好友排行榜，增强用户粘性 | 小游戏入口在淘金币功能内，相对难找 |
| Bilibili | | 用户可从游戏中心、站内外app的分享链接等入口通过点击分享、收藏、feed推荐、搜索等方式找到小游戏 | 游戏中心以新游推荐为主，小游戏数量较少；内购支付需要接入服务端 |
| 快手 | 2021年 | 游戏种类丰富，数量较多，以休闲品类为主，变现模式为广告变现 | 休闲游戏为主，暂无内购充值入口 |
| 美团 | 2019年10月 | 与淘宝类似，用户可以通过美团小游戏获得外卖神券、提现红包，目标群体为下沉市场用户，游戏可以直接连接日常生活需要的外卖场景，用户吸引力较强 | 休闲游戏为主，暂无内购充值入口 |

图表：主要小游戏平台入口展示

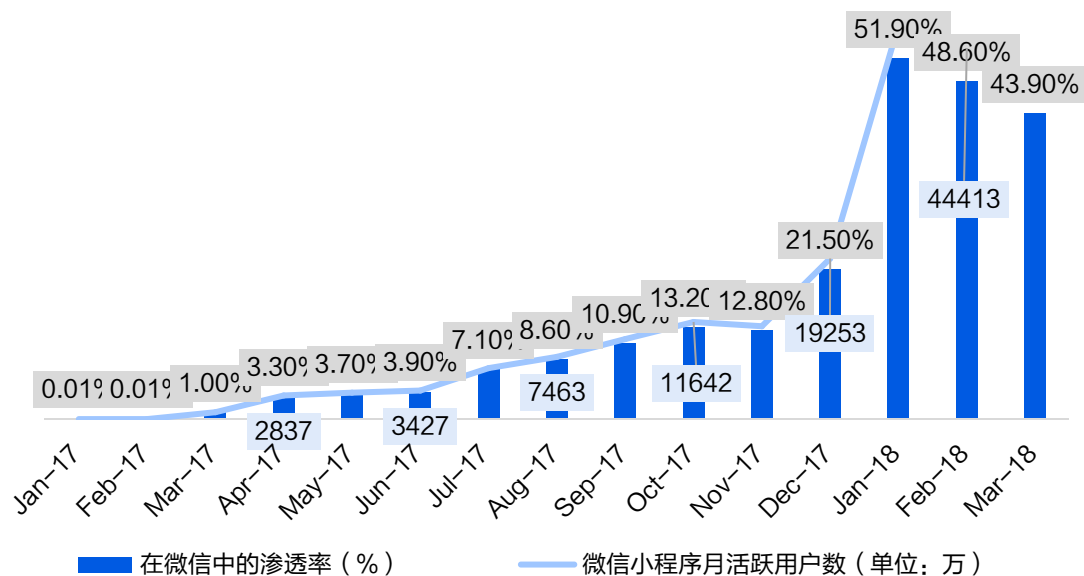


资料来源：QQ、支付宝、快应用、淘宝、bilibili小游戏、快手、美团、阿拉丁指数、爱范儿、游戏大观、36氪、游戏陀螺、腾讯科技、新浪游戏、极客公园、墨娱互动、bilibili小游戏园、国海证券研究所

2.2.1 流量平台-微信：庞大用户基数、便捷支付及现象级产品推动小游戏热启动

- 2017年底小游戏的上线强势拉升小程序月活，微信用户和支付基础助推小游戏发展：2017年12月28日，微信小游戏正式上线，不到20天，累计试用用户达3.1亿，其中有22%是从未玩过游戏的用户。小游戏帮助用户培养了使用小程序的习惯，2018年1月微信小程序整体月活同比增长145.16%。内购玩家绑卡提高微信支付的绑卡率，提高了之后场景中使用小程序完成电商购物的动作。同时，微信的用户基础、微信支付的普及为小游戏提供大量用户和快捷的内购路径，助推小游戏的发展。
- 现象级小游戏《跳一跳》在版本更新后在微信开屏页获得重磅推荐，点击可直接进入游戏，上线三天后DAU破亿；一个月后的春节假期中，其用户总量突破3亿。据QuestMobile，截至2018年3月，《跳一跳》累计用户量接近4亿。据微信公开课，《跳一跳》次留为65%，三留为60%，七留为52%，媲美高活跃的app游戏大作。

图表：小游戏上线后微信小程序月活及渗透率有效提升



图表：2018年3月小游戏累计活跃用户排行

| 序号 | 小程序名称 | 累计活跃用户数(万) |
|----|-----------|------------|
| 1 | 跳一跳 | 38,914.41 |
| 2 | 成语猜猜看 | 14,703.30 |
| 3 | 头脑王者 | 13,341.15 |
| 4 | 欢乐斗地主 | 11,284.77 |
| 5 | 成语消消看 | 8,303.60 |
| 6 | 挑战答题王 | 8,092.22 |
| 7 | 欢乐坦克大战 | 6,872.87 |
| 8 | 星途WeGoing | 5,514.07 |
| 9 | 拳皇命运 | 5,467.28 |
| 10 | 王者荣耀 | 4,831.27 |

2.2.2 流量平台-微信：视频号或带来新的流量红利

- 微信视频号或将成为下一个小游戏重要的流量来源：
 - 视频号商业化逐步推进，用户沉淀良好。视频号被视为腾讯未来收入增长的重要引擎，其商业化潜力正不断释放。据腾讯财报，2023Q2视频号广告收入超30亿元，视频号的商业化带动广告业务同比增长34%。据QuestMobile，2022年6月腾讯视频视频号月活8亿，超过抖音，2022年视频号使用时长同比增长200%+，超朋友圈使用时长，2023Q2视频号使用时长同比几乎翻倍。
 - 微信视频号小游戏广告投放潜力大，产品及功能持续迭代中。视频号扮演了微信内直播平台的角色，可以更好触达用户，吸引更多微信用户了解小游戏，通过游戏+直播的形式为小游戏导流。2022年微信视频号推出小任务功能，视频号创作者可自主接单创作内容，为小游戏供给流量和用户。据微信广告，微信平台将在未来一年持续加大视频号直播中游戏商广告的投入，进一步释放小游戏的商业价值。

图表：视频号广告两种形式：视频广告和直播广告

图表：视频号直播间“推游戏”功能

视频广告：可直接跳转

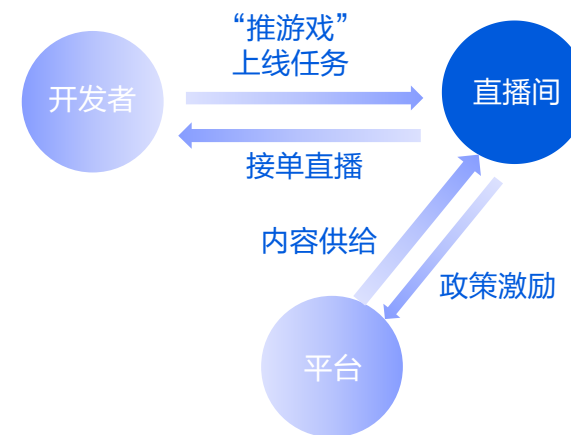
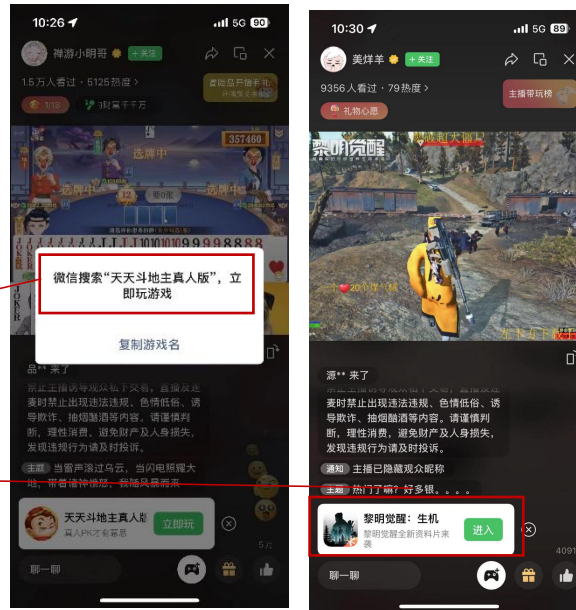


点击视频广告链接可直接跳转至小游戏

视频号直播间的小游戏广告不可直接点击链接跳转

视频号直播间的app游戏广告可直接跳转下载

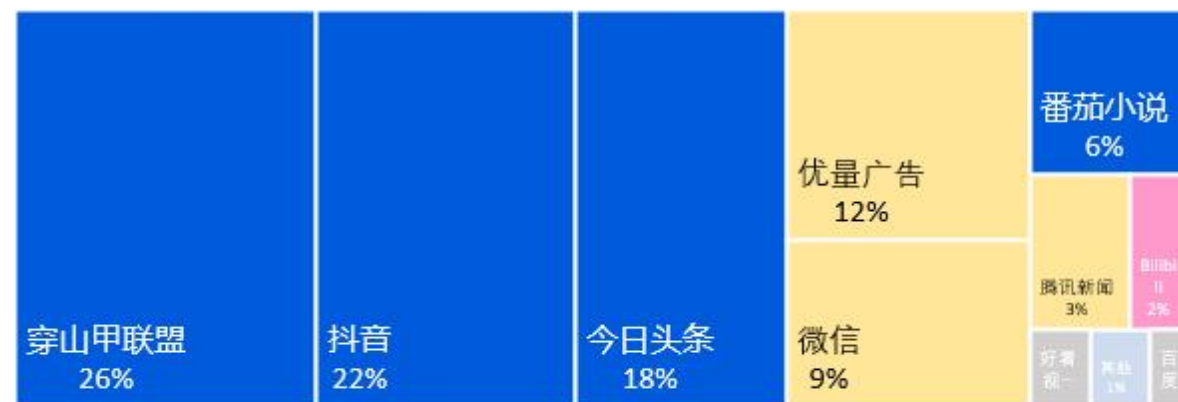
直播广告：小游戏暂时不能直接跳转



2.2.3 流量平台-字节：开放跳转成为新的流量池

- 字节系平台打通成为买量新战场。2022年6月起，以抖音为代表的巨量引擎旗下诸多平台开放针对微信小游戏的广告入口，用户通过点击广告即可跳转打开微信小游戏。2022年12月以来，在巨量引擎买量的第三方小游戏厂商数量和买量消耗快速增长。
- 字节系成为TOP200小游戏主要投放场景。2022年TOP200小游戏中字节系在TOP3平台出现的次数占比超70%，成为最重要的买量平台。

图表：2022年投放素材TOP200小游戏中买量平台在TOP3出现次数统计

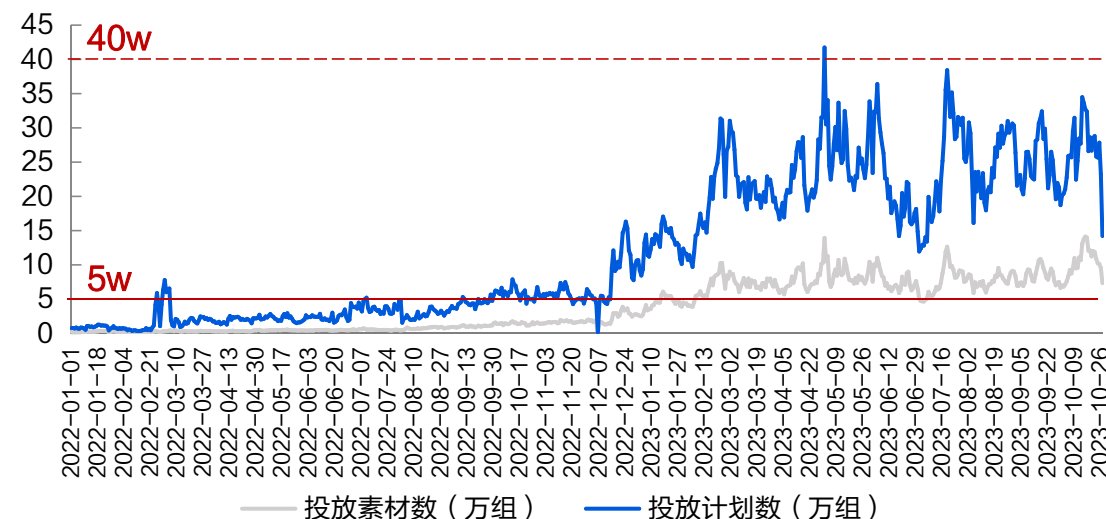


注：蓝色为头条系平台，黄色为腾讯系平台

图表：2022年3月开始抖音投放素材消耗及投放厂商数量显著增长



图表：2023年以来巨量引擎小游戏投放素材及计划数显著增长



2.3.1 研发商：小游戏研发周期短、成本低，双端发布方案完善

- 小游戏有原生制作和H5兼容两种路线。微信于2021年推出Unity导出H5游戏包的方案，便于中重度游戏进驻小游戏。2023年Unity团结引擎推出一站式微信小游戏解决方案，便于开发者将其他平台的游戏转换为小游戏。
- H5兼容版本研发周期更短、费用更低，两种路线研发周期与成本较app游戏均有显著优势。基于H5制作后分别发布app和小游戏，小游戏开发周期可缩短到3-4个月。据微信广告，即使是在app已有代码基础上进行转换的小游戏，研发周期与成本也能至少降至app游戏的50%，因此相较于app，小游戏相同投放效果下回本周期更短。
- 小游戏研发难度相对较低，小团队也可以用较短时间做出优质产品。月流水过亿的小游戏《疯狂骑士团》公测前只有6名研发人员；《羊了个羊》初始研发团队只有3人，3个月完成了初始版本的开发。

图表：小游戏两种研发路线对比

| 研发路线 | 分端制作（代码转换） | H5版本兼容制作 |
|------|---|--|
| 路线描述 | 一般先通过Unity制作手游app,再转换代码做小游戏版本 | 同款游戏基于H5制作，再发布app微端版本和小游戏版本 |
| 游戏引擎 | app: Unity 小游戏: app代码资源转换(C#转JS、Unity插件美术资源导出)-开发者工具二次开发 | 以 cocos creator、Laya、白鹭为主进行开发，H5版本发布app微端版本，可兼容开发小游戏版本 |
| 研发特点 | 一般是手游app立项未规划小游戏版本，手游产品转开发小游戏版本的CP会采用此类方案 | 一般是游戏立项已想好制作手游app与小游戏双端，可以节省重复开发成本，小游戏开发周期可缩短到2-3个月 |

图表：小游戏不同路线研发成本案例对比

| 以仙侠RPG为例 | | |
|----------|------------|------------------|
| 类型 | 分端制作（代码转换） | H5版本兼容制作 |
| 研发周期 | 6~10个月 | 3~4个月 |
| 研发费用 | 500万~1000万 | 100万~200万 |
| 产品生命周期 | 1.5~2年 | 1.5~2年 |
| 研发回本周期 | 2~4个月 | 仅考虑人工成本 |

2.3.1 研发商：平台性能提升推动中重度游戏入场并渐成主流

- 随着平台性能提升、缓存持续扩容，研发商发挥空间更大，中重度游戏数量增加并成为主流。
- 微信小游戏平台经过两次缓存扩容，2020年从50m扩容到200m，2022年从200m扩容到1G。
- 2018年12月TOP50人气榜单中合成类、消除类休闲游戏居多，2023年8月小游戏畅销榜TOP50中RPG、模拟经营、策略等中重度品类的游戏占比达84%，玩法上放置+卡牌、合成+模拟经营等融合类玩法的游戏受到欢迎。

图表：微信小游戏排行榜TOP50对比

| 2018年12月TOP50 | | | | | 2023年8月TOP50 | | | | |
|---------------|-----------|----------|--------|--------|--------------|--------|---------|-------|---------|
| 欢乐斗地主 | 途游斗地主 | 消消方块传奇 | 全民足球 | 球球蹦蹦蹦 | 寻道大千 | 侠客梦 | 我是大东家 | 叫我大掌柜 | 微乐斗地主 |
| 跳一跳 | 疯狂消星星 | 彩虹岛水果 | 乐享花园 | 途游捕鱼 | 咸鱼之王 | 青云决之伏魔 | 肥鹅健身房 | 最牛射击手 | 幻灵修仙传 |
| 海盗来了 | 全民切西瓜 | 我的地盘ol | 几何大逃亡 | 指尖四川麻将 | 三国吧兄弟 | 欢乐斗地主 | 烈焰之刃 | 龙腾天下 | 王国之橡果传说 |
| 天天斗地主 | 2048六角消除 | 趣味猜字 | 果盘忍者 | 成语猜猜看 | 跃动小子 | 道天录 | 谜题大陆 | 火源战纪 | 冒险归来 |
| 我要当皇上 | 全民填词 | 最强弹一弹 | 三消王者 | 钢琴块2 | 少年名将 | 商业都市 | 塔防精灵 | 战机大作战 | 梦幻西游网页版 |
| 欢乐球球 | 站桩英雄 | 派派 | 板子英雄 | 全民养鲲 | 冒险大作战 | 改装大作战 | 幻想名将录 | 新斗罗大陆 | 黎明召唤 |
| 王者猜词 | 疯狂玩消星星 | 俄罗斯方块消消消 | 猪猪侠快跑 | 滚蛋吧负能量 | 口袋奇兵 | 超能世界 | 雀神广东麻将 | 街机三国 | 英雄杀 |
| 绝地求生刺激战场 | 全民猜字 | 皇上吉祥2 | 趣种树 | 物理弹球正版 | 疯狂骑士团 | 神器传说 | 全民学霸 | 巨兽战场 | 那些需要守护的 |
| 数字三消 | 俄罗斯方块1010 | 最强连一连 | 搭木板 | 一笔画完 | 次神光之觉醒 | 大圣顶住 | 天龙八部荣耀版 | 守护球球 | 微乐捉鸡麻将 |
| 枪手来了 | 一起切水果 | 王者打砖块 | 途游四川麻将 | 贪吃蛇大作战 | 仙剑奇侠传之新的开始 | 狂龙怒斩 | 梦幻物语 | 武道轮回 | 微乐四川麻将 |

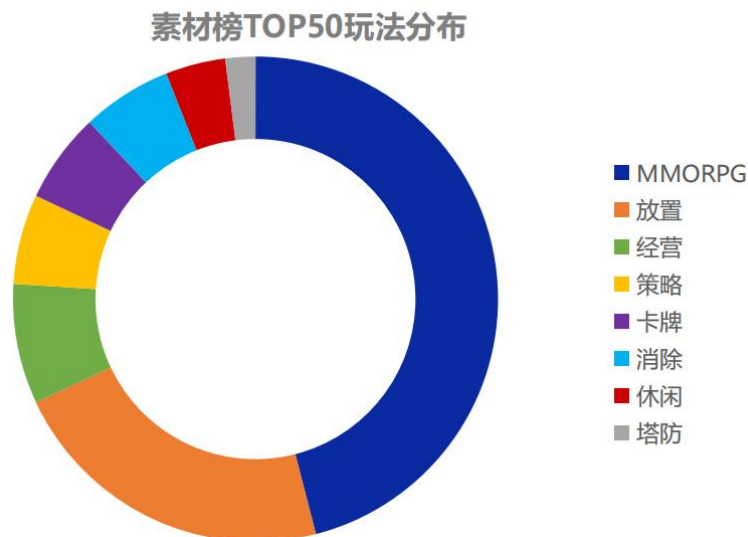
棋牌游戏
模拟经营游戏
角色扮演游戏（含ARPG、MMORPG、卡牌RPG等）
射击游戏
策略游戏
动作游戏
休闲游戏（含三消、合成游戏）

注：2018年12月数据来自阿拉丁指数，2023年8月数据来自8月31日安卓端微信小游戏畅销榜。

2.3.1 研发商：平台性能提升推动中重度游戏入场并渐成主流

- 中重度产品占据买量榜头部。2023H1小游戏买量top10中基本均为中重度产品，擅长中重度app游戏研发及发行的厂商也已开始占据榜单头部。
- 中重度品类成为主要买量品类。据Dataeye，微信小游戏TOP50中，中重度品类素材投放占比不断提升，2023H1 MMORPG占比超45%，放置、经营、策略、卡牌等紧随其后，超越消除、休闲等轻度品类，成为买量素材的主力。

图表：2023H1投放素材榜TOP50



图表：2023H1微信小游戏买量素材榜TOP10中已有多款中重度游戏

| 2023H1app中重度游戏买量素材榜 | | | | 2023H1小游戏买量素材榜 | | | |
|---------------------|-----------|------|--------|----------------|--------|------|--------|
| 排名 | 游戏名 | 厂商 | 玩法 | 排名 | 游戏名 | 厂商 | 玩法类型 |
| 1 | 超能世界 | 冰川网络 | 卡牌RPG | 1 | 咸鱼之王 | 豪腾嘉科 | RPG |
| 2 | 长安幻想 | 梦趣游戏 | 回合制 | 2 | 我是大东家 | 益世界 | 模拟经营 |
| 3 | 一念逍遥 | 吉比特 | 放置 | 3 | 小小蚁国 | 三七互娱 | SLG |
| 4 | 凡人修仙传：人界篇 | 三七互娱 | MMORPG | 4 | 疯狂骑士团 | 豪腾嘉科 | RPG |
| 5 | 热血江湖 | 中清龙图 | MMORPG | 5 | 原始传奇 | 江西贪玩 | MMORPG |
| 6 | 传奇1.76怀旧版 | 盛趣游戏 | MMORPG | 6 | 风之卷轴 | 圆戏网络 | RPG |
| 7 | 自在西游 | 游卡网络 | 卡牌 | 7 | 三国兵临天下 | 惠莱网络 | SLG |
| 8 | 小小蚁国 | 三七互娱 | SLG | 8 | 御龙争霸 | 沐楠网络 | ARPG |
| 9 | 梦幻西游 | 网易 | MMORPG | 9 | 叫我大掌柜 | 三七互娱 | 模拟经营 |
| 10 | 且试山河 | 腾讯 | MMORPG | 10 | 王者光辉 | 玩心不止 | ARPG |

2.3.1 研发商：卡牌、模拟经营仍具增长空间，新兴品类待探索

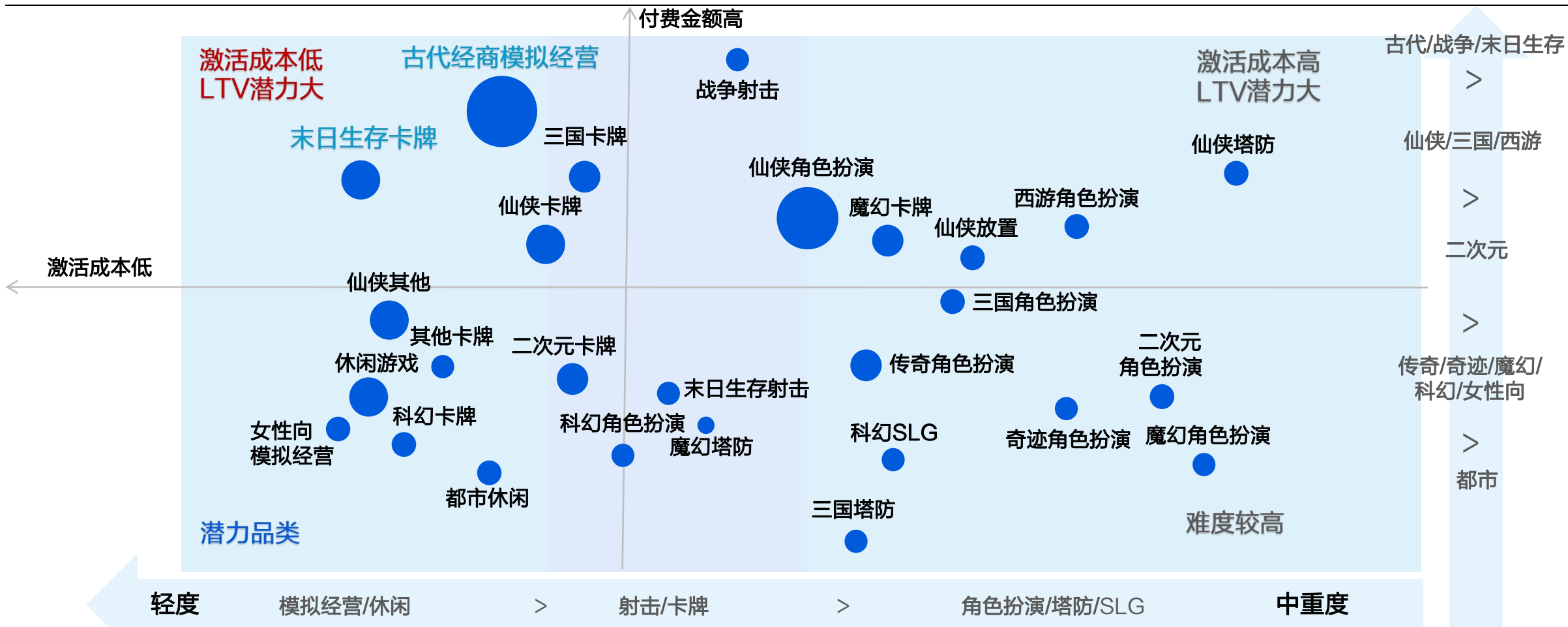
图表：小游戏分品类总结

| 品类划分 | 品类核心玩法 | 主要题材 | 代表作品 |
|---|---|---|---|
| <p>休闲</p> <p>2018年为主要玩法，2022年以来休闲与模拟经营、塔防等玩法结合的游戏增加</p> | <p>三消、合成</p> <p>拖动或点击交换元素来连接三个以上相同元素进行消除或合成</p> | <p>动物、工具、符号等多种题材</p> | <p>《数字三消》《肥鹅健身房》 《羊了个羊》</p> |
| <p>棋牌</p> <p>2018年开始流行，腾讯、途游、微乐等为主要棋牌游戏玩家</p> | <p>棋牌</p> <p>包括斗地主、麻将、掼蛋等棋牌游戏，多用于线上或线下聚会等场景，社交性较强</p> | | <p>《欢乐斗地主》《途游斗地主》 《天天斗地主》</p> |
| <p>模拟经营</p> <p>2022年开始数量增多，与三消、合成等休闲玩法结合较多</p> | <p>模拟经营</p> <ul style="list-style-type: none"> 游戏体验丰富，基于主玩法外延展出多种轻度玩法点，并利用多样玩法素材低成本获取各类用户 2022年模拟经营买量增速144% | <p>古风、动物、家装、运动等题材</p> | <p>《皇上吉祥2》《叫我大掌柜》 《我是大东家》《改装大作战》 《动物夜市》</p> |
| <p>RPG</p> <p>《疯狂骑士团》带动下放置卡牌RPG游戏在2022-2023年快速增长，三国、仙侠题材更受欢迎，二次元、女性向、养成等题材暂未出现爆款</p> | <p>放置</p> <ul style="list-style-type: none"> 以竖版放置挂机、自动战斗为核心玩法 在体验上通过高伤害数值和紧凑的成长系统刺激玩家“爽感” 付费点设置较前，基本在首次进入游戏后10min-30min，回收周期较短 | <p>仙侠题材为主，集中在经典的武侠、仙侠、东方玄幻等</p> | <p>《超能世界》《幻想名将录》 《次神光之觉醒》</p> |
| | <p>传奇</p> <ul style="list-style-type: none"> 横版/竖版两类画面，自动/手动操作两种模式 体验上贴近不同app传奇版本的画面及玩法 付费点设计暂无明显倾向，分成快回收慢回收多种模式 | <p>《传奇》IP经典复刻，基于现有传奇细分玩法进行细分深耕</p> | <p>《龙城传奇》《原始传奇》 《狂龙怒斩》</p> |
| | <p>卡牌</p> <ul style="list-style-type: none"> 集卡/抽卡和关卡战斗为核心玩法，养成属性较强，其余玩法和放置挂机RPG相似 开箱子玩法在小游戏中广受欢迎 对首日ROI要求较低，基本在5%以内即可，后续留存和增长倍数较高 | <ul style="list-style-type: none"> 卡牌题材组合丰富，其中三国卡牌持续增加，仙侠、魔幻、二次元、历史题材卡牌游戏逐步增多 卡牌玩法与不同题材组合吸引不同圈层用户 | <p>《咸鱼之王》《跃动小子》 《寻道大千》</p> |
| <p>SLG</p> <p>2023年SLG游戏数量增加，相较RPG热门游戏数量仍较少</p> | <p>战争策略</p> <ul style="list-style-type: none"> 竖版体验，以长周期养成、策略为核心玩法 对首日ROI要求较低，后续留存和增长倍数较高 | <p>目前题材上集中在历史文明、现代战争、二次元</p> | <p>《小小蚁国》《口袋奇兵》 《大圣顶住》《巨兽战场》</p> |

2.3.1 研发商：仍有潜力品类可以挖掘

- 第一象限、第二象限付费金额高，第二象限激活成本低，是与小游戏适配度较高，爆款频出的题材+品类板块。例如卡牌、模拟经营等品类。
- 第三象限、第四象限付费金额低，第三象限激活成本低，因此具备发展的潜力，如女性向模拟经营、二次元/科幻卡牌、都市休闲等。
- 题材决定了付费潜力，其中古代/战争/末日题材用户付费能力高于仙侠/三国/西游，高于二次元，高于传奇/奇迹/魔幻/科幻/女性向，高于都市。
- 品类决定了激活成本，角色扮演/塔防/SLG激活成本高于射击/卡牌，高于模拟经营/修仙。

图表：小游戏潜力品类图景



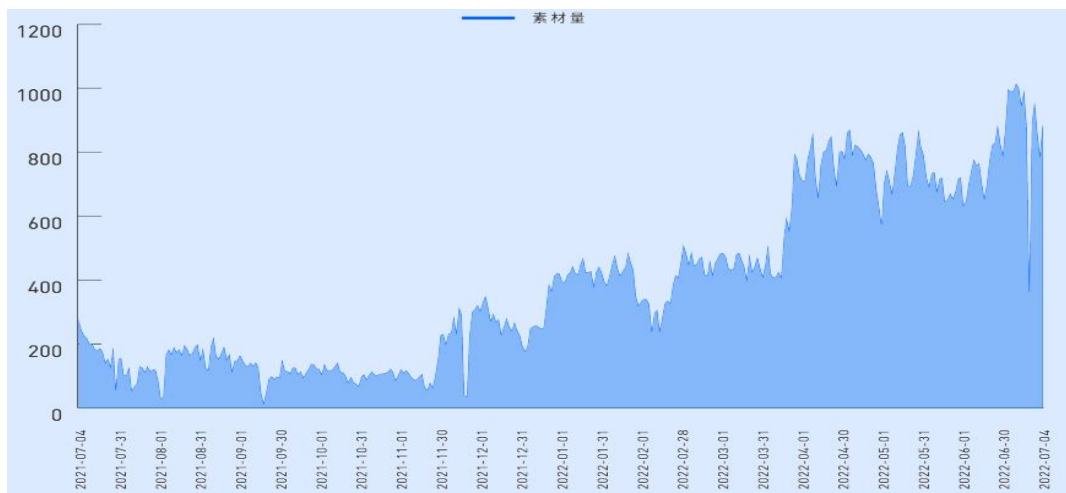
2.3.2 发行商：小游戏用户量庞大，获量能力强

- 从小游戏投放素材量增速可看强大的获量能力。据Dataeye，2022年以来小游戏总投放素材量呈现阶梯式上涨的趋势。小游戏投放游戏和素材量均保持高于手游的增长速度。从去重素材量来看，2023年上半年素材量超500万，较2022年下半年增长约5倍。
- 据微信公开课，2022年下半年，小游戏日均消耗在媒体大盘占比最高能到40%（腾讯系超50%，字节在30%）。

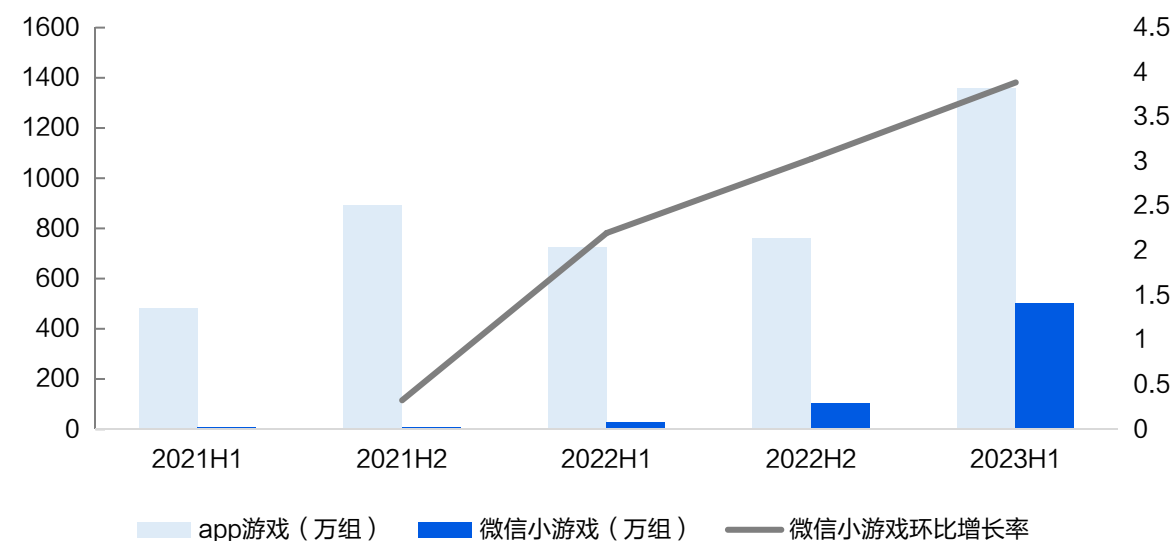
图表：2023年6月第十二季微信公开课演讲内容



图表：2022年以来小游戏投放素材量持续攀升

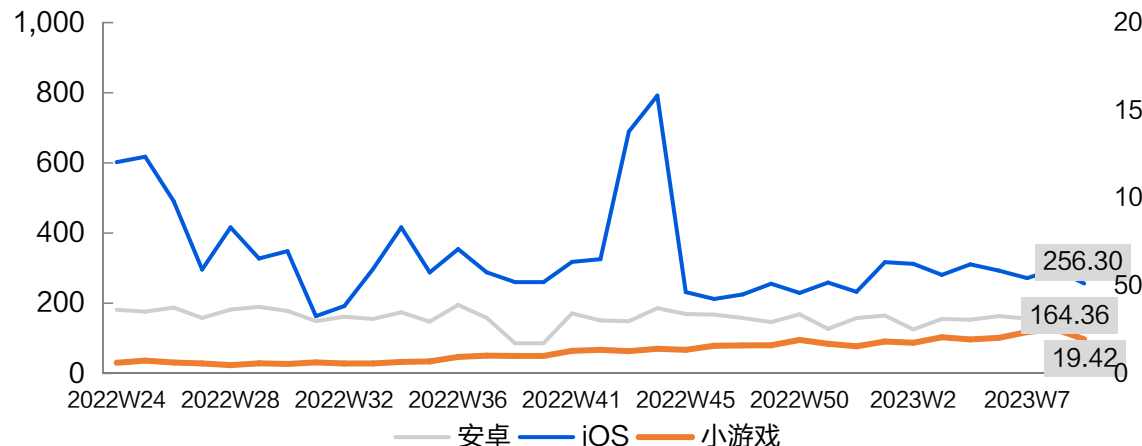


图表：小游戏2023H1去重素材量超500万组



2.3.2 发行商：小游戏买量成本较app游戏有显著优势

图表：2022年6月以来小游戏激活成本上升（单位：元）



图表：2023.3.6-3.12各类型游戏在微信广告的激活成本对比（单位：元）

| 项目 | 大盘 | 仙侠 | 传奇 | 魔幻RPG | 角色卡牌 | 策略 | 模拟经营 | 二次元 |
|----------|-----|-----|-----|-------|------|-----|------|-----|
| app安卓端 | 164 | 220 | 138 | 159 | 87 | 207 | 33 | 85 |
| app iOS端 | 256 | 710 | 223 | 324 | 124 | 495 | 52 | 261 |
| 微信小游戏 | 19 | 17 | 31 | 40 | 21 | 29 | 9 | 53 |

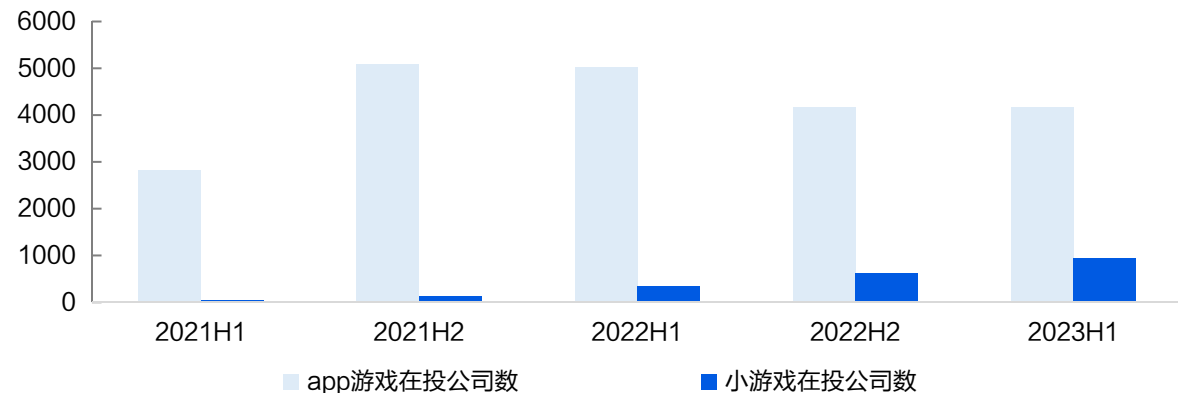
图表：2022年6月小游戏投放穿山甲大盘数据（单位：元）

| | 题材-玩法 | 激活成本 | 付费成本 | 首次付费率 | 激活率 | 点击率 | 转化率 | CPM |
|--------|--------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|----------|
| 激活且付费 | 战争-SLG | 3-5 | 850-950 | 0.4%-0.6% | 4%-5% | 4%-5% | 0.02%-0.03% | (5, 8) |
| | 国风模拟经营 | 10-15 | 1800-2000 | 0.6%-0.9% | 3%-4% | 1%-2% | 0.02%-0.03% | (5, 8) |
| | 仙侠卡牌游戏 | 5-8 | 700-800 | 0.8%-1% | 5%-6% | 4%-5% | 0.05%-0.07% | (15, 25) |
| | 仙侠角色扮演 | 10-16 | 550-650 | 2%-3% | 3.5%-4.5% | 2%-3% | 0.1%-0.2% | (10, 20) |
| 每次付费出价 | 战争-SLG | 15-20 | 1200-1300 | 1%-2% | 3.5%-4.5% | 1.5%-2.5% | 0.04%-0.06% | (10, 13) |
| | 官斗模拟经营 | 15-18 | 1100-1200 | 1%-2% | 4%-5% | 1%-2% | 0.05%-0.07% | (8, 12) |
| | 仙侠卡牌游戏 | 12-15 | 600-700 | 2%-3% | 3.5%-4.5% | 1.5%-2.5% | 0.07%-0.09% | (6, 10) |
| | 仙侠角色扮演 | 5-7 | 500-600 | 1%-2% | 9%-10% | 2.5%-3.5% | 0.1%-0.2% | (15, 20) |

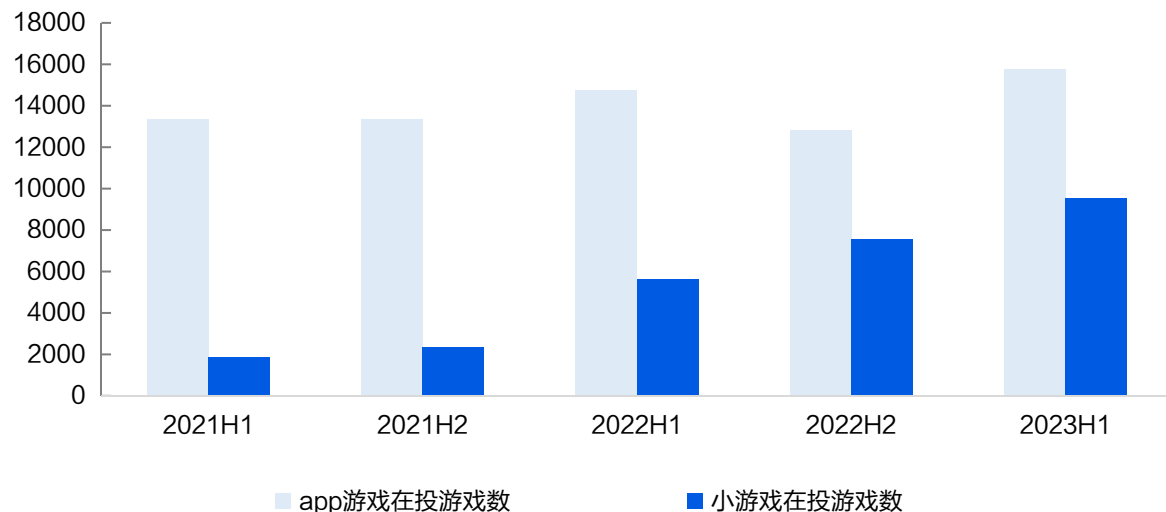
2.3.2 发行商：入局厂商仍处低位，采取多产品矩阵策略

- 入局厂商数量仍处低位。2023H1小游戏在投厂商数量为900余家，而app游戏为4000余家，入局厂商数量仍处低位。
- 投放产品数量迅速接近。从投放产品数量来看，小游戏在投游戏数量显著增长，与app的差异逐渐缩小。2021H1/2022H1/2023H1 app在投游戏/小游戏在投游戏的比例分别约为7.25/2.62/1.66。
- 单个小游戏厂商投放产品较多。小游戏投放公司数量与游戏产品数量比为1:10，主要由于小游戏生命周期更短，存在尝试性入局的企业，一个开发者半年内尝试性投多款新品情况较为常见，另一方面，小游戏开发周期短、买量成本低，厂商试错成本低，因此厂商平均投放游戏个数较多。

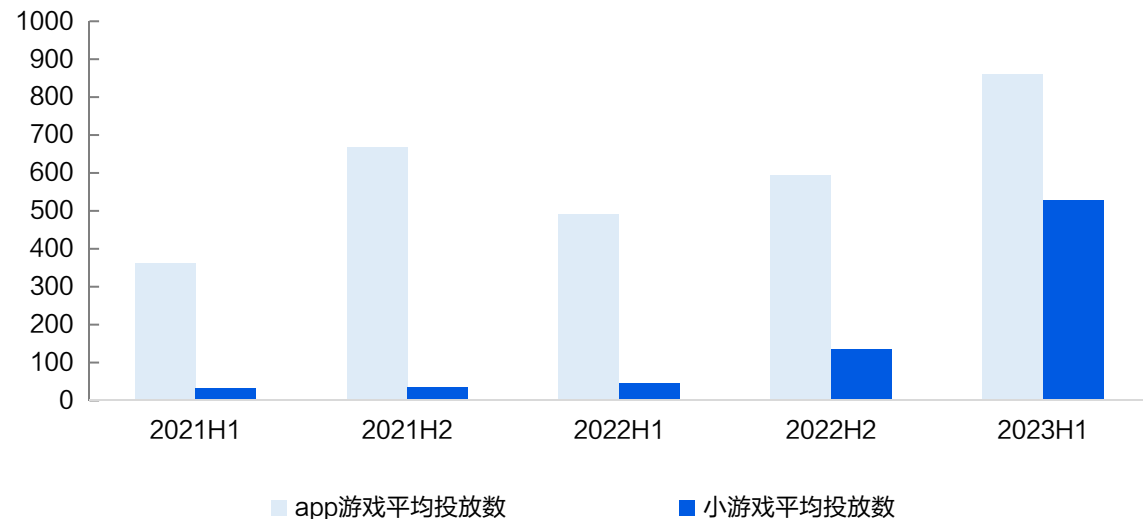
图表：小游戏在投厂商数量仍处于较低水平（单位：家）



图表：2023H1小游戏在投数量同比增长69%（单位：款）



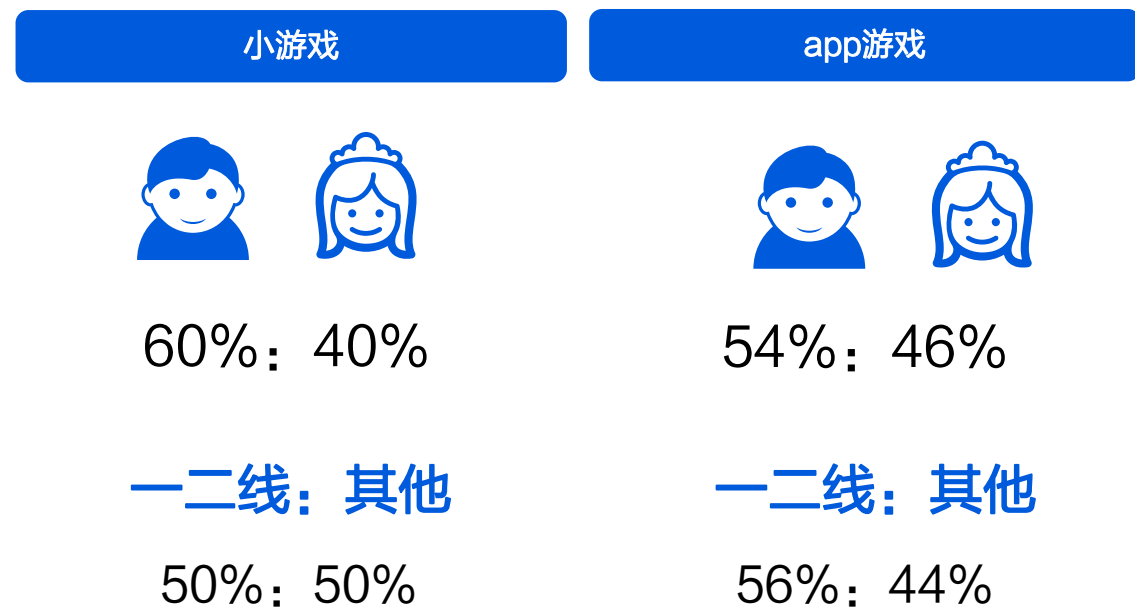
图表：2023H1小游戏平均投放素材量环比增长287%（单位：组）



2.4.1 用户：低线城市、中低收入人群、与app玩家重合度较低

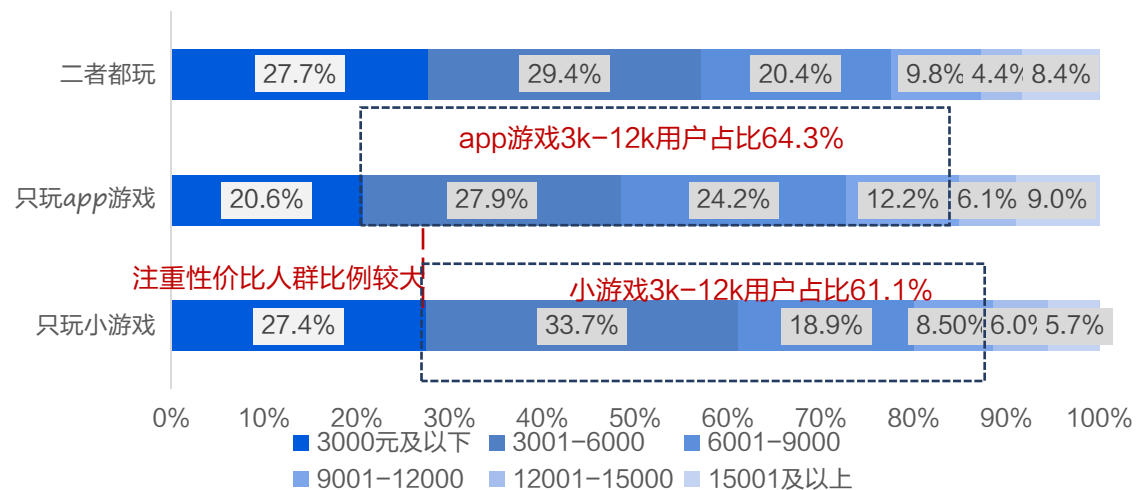
- **性别：**小游戏用户中男性比例提升。据伽马数据2023年5月31统计，小游戏用户男女性别比例为6:4，对比腾讯广告2022年报告中这一比例为5:5，2022年以来男性用户比例增加，对应中重度小游戏的比例提高，对流水贡献有正向作用。
- **地域：**小游戏低线城市用户相对占比更高。小游戏用户中一二线用户占比50%，app游戏为56%。
- **年龄：**小游戏用户中30岁以上人群占比逐年提升。2019-2021年小游戏30岁以上用户占比为66%/67%/69%，高于app游戏用户约20pct。
- **收入：**小游戏用户中中低收入人群占比相对较大。据巨量算数，2022年小游戏中低收入用户占比27.4%，高于app游戏6.8pct，中等收入用户比例与app用户差距较小。

图表：2023年小游戏与app游戏用户性别和地域分布对比



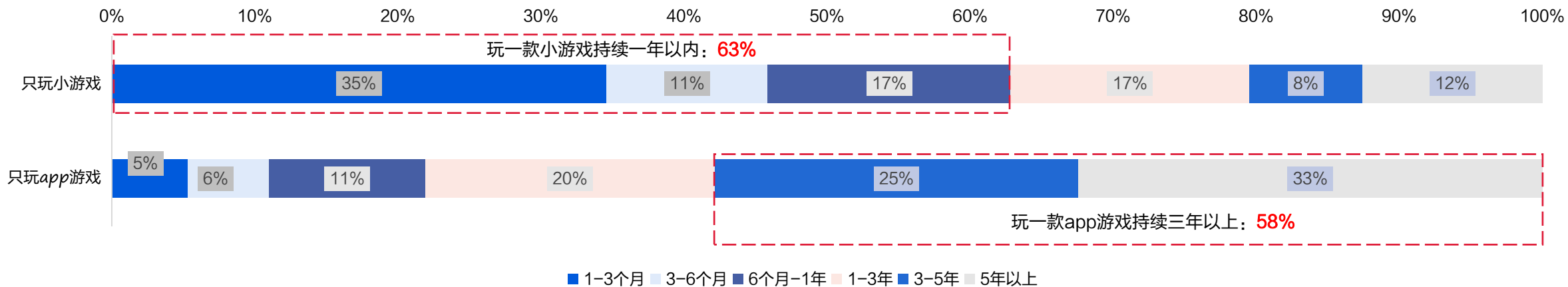
注：数据统计时间为2023年5月31日

图表：2022年小游戏用户中低收入人群占比较大

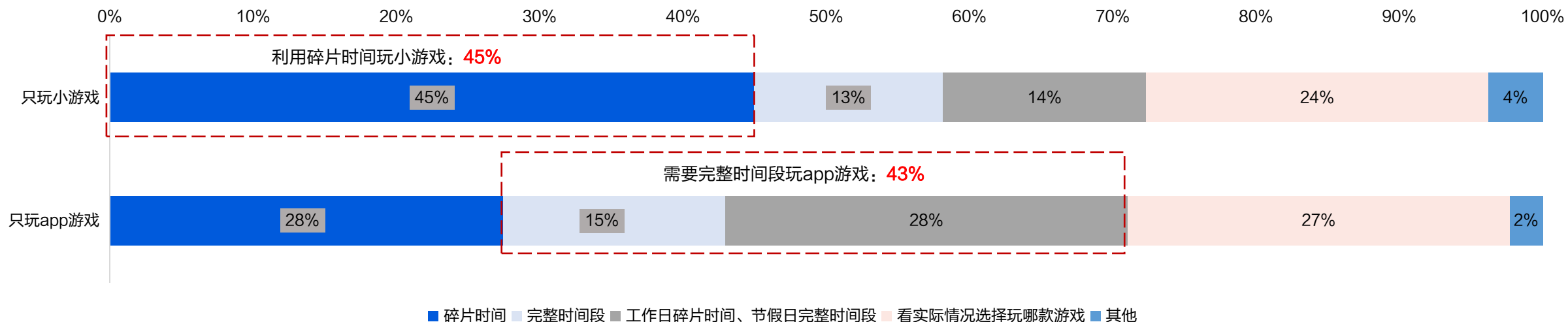


2.4.2 用户：用户生命周期相对较短、场景碎片化

图表：用户玩某款游戏的最长持续时间



图表：小游戏用户大多利用碎片化时间玩游戏



3. 诸多厂商布局小游戏赛道

3.1 厂商对比：专业厂商VS头部大厂

图表：主要玩家对比

| 类型 | 厂商 | 入局时间 | 擅长品类 | 优势 |
|------|------|------|--------------------|---|
| 专业厂商 | 豪腾嘉科 | 2018 | RPG 融合玩法 | <ul style="list-style-type: none"> 深耕小游戏赛道，已有多款爆款在手； 对用户需求有深刻理解。 |
| | 简游科技 | 2021 | 消除类 | <ul style="list-style-type: none"> 创始人为《海盗来了》制作人，擅长利用微信平台优势进行用户裂变。 |
| | 途游 | 2018 | 棋牌类 | <ul style="list-style-type: none"> 早期布局棋牌品类享受微信生态强社交属性的流量红利； 转型RPG游戏表现优秀。 |
| 头部大厂 | 三七互娱 | 2020 | 模拟经营 SLG RPG | <ul style="list-style-type: none"> 布局较早，已有app转小游戏成功经验； 公司擅长的流量经营打法与小游戏渠道特征相匹配； 研发实力雄厚。 |

图表：2023年8月31日TOP100小游戏中厂商分布

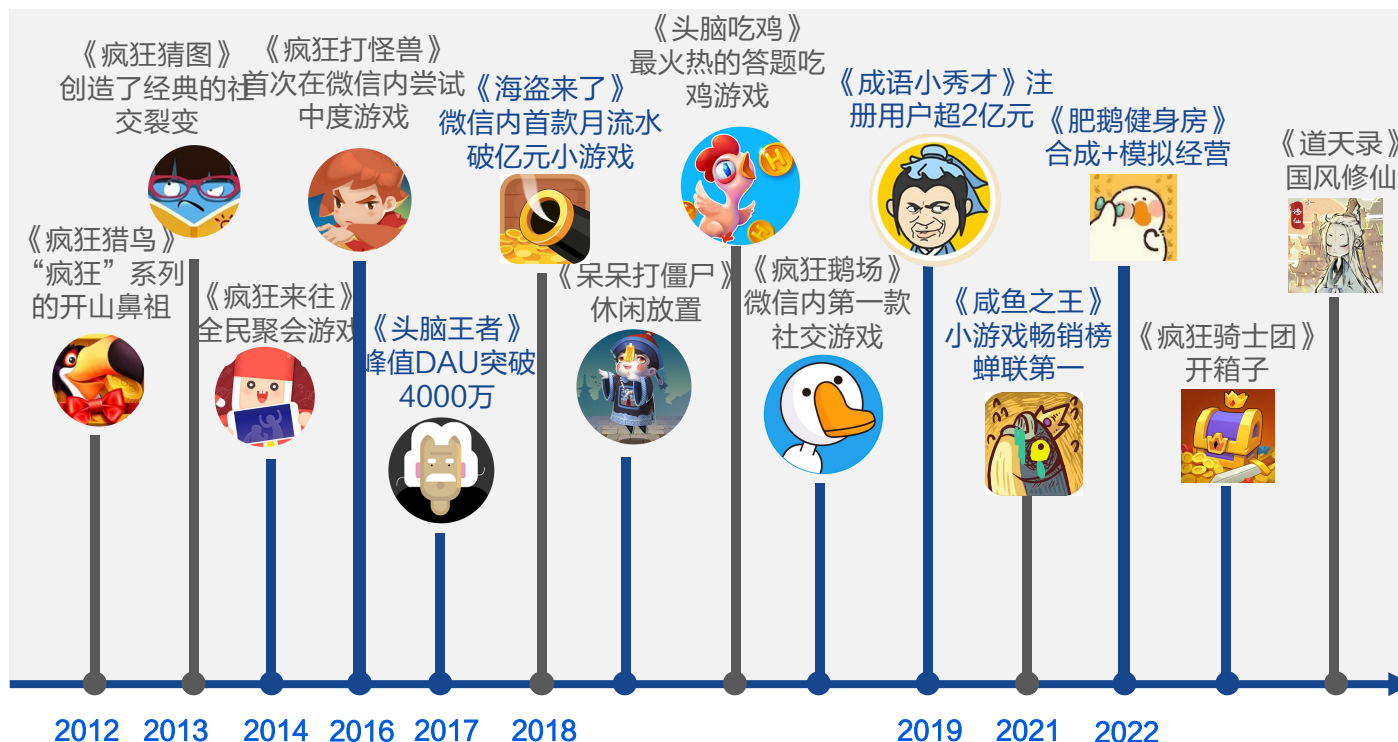
| 排名 | 公司名 | 产品数量 | 小游戏名称 |
|----|------|------|--|
| 1 | 豪腾嘉科 | 7 | 《咸鱼之王》《疯狂骑士团》 《道天录》《肥鹅健身房》 《最牛射击手》《武道轮回》 《海盗来了》 |
| 2 | 微乐 | 5 | 《微乐斗地主》《微乐捉鸡麻将》《微乐四川麻将》 《微乐家乡麻将》《微乐三打一》 |
| 3 | 三七互娱 | 5 | 《寻道大千》《谜题大陆》 《叫我大掌柜》《城主天下》 《小小蚁国》 |
| 4 | 腾讯 | 4 | 《欢乐斗地主》《英雄杀》 《穿越火线》《腾讯欢乐麻将》 |
| 5 | 恺英网络 | 3 | 《仙剑奇侠传之新的开始》 《新倚天屠龙记》《原始传奇》 |
| 6 | 寰宇九州 | 3 | 《塔防精灵》《王国之橡果传说》《进击物语》 |
| 7 | 乐游 | 2 | 《贪吃蛇》《欢乐消消消》 |
| 8 | 掌趣科技 | 2 | 《大圣顶住》《那些需要守护的》 |
| 9 | 非玩不可 | 2 | 《烈焰之刃》《武道神尊》 |
| 10 | 江西贪玩 | 2 | 《三国吧兄弟》《狂龙怒斩》《弑沙天下》 |

注：蓝色底色为A股上市公司及小游戏

3.1.1 豪腾嘉科：即点即玩游戏龙头

- 豪腾嘉科成立于2010年，2017年小游戏上线之后公司研发了多款持续霸榜的游戏产品，2021年成为小游戏发行能力行业第一。
- 《海盗来了》2018年4月在微信小游戏上线，主要通过社交裂变吸引玩家。上线次月成为第一款月流水破亿元的第三方小游戏，上线初期留存达40%，峰值DAU超2000万。2019年1月用户数量破2.5亿。2020年8月日活维持在60-70万量级，ARPU在1元左右，计算月流水在1800-2100万左右。活跃玩家次日留存率80%，7日留存率75%。
- 其后公司陆续发行《咸鱼之王》《疯狂骑士团》《肥鹅健身房》等游戏，均成为爆款游戏。据QuestMobile，2023年3月《疯狂骑士团》和《咸鱼之王》小游戏的MAU分别为8496.14万和7381.73万。

图表：豪腾嘉科产品矩阵



图表：安卓端小游戏畅销榜中豪腾嘉科上榜四款（2023年8月30日）



注：畅销榜为分析师2023年8月30日截图

3.1.1 豪腾嘉科：非典型游戏公司创业背景

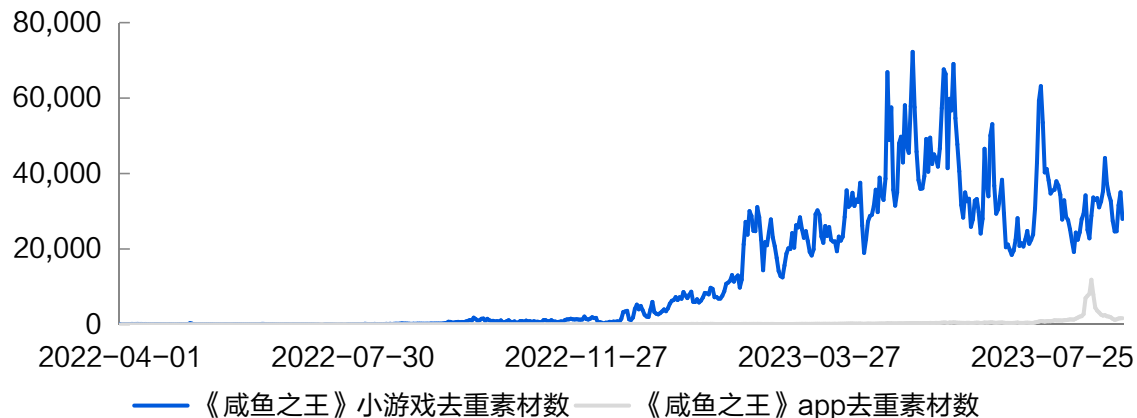
- 豪腾嘉科的创始人曹晓刚、孙劲超等人均为技术出身，在创办豪腾嘉科之前仅1人从事游戏开发相关工作，并非典型的游戏创业团队。豪腾嘉科在小游戏领域频获成功的关键在于充分利用游戏的社交属性实现用户裂变，以及通过鲜明的风格和趣味玩法吸引用户留存。
- 团队创立早期即关注到微信庞大的用户数量，引导玩家进行社交裂变，在此思路下，2013年团队制作的H5游戏《疯狂猜图》在社交平台上获得广泛关注，积累了超5000万玩家。之后制作的《头脑王者》《海盗来了》等游戏都是以社交作为核心理念，通过社交裂变吸引更多玩家进入游戏。
- 公司擅长把握用户特征，挖掘和制作符合小游戏用户喜好的游戏。2018年上线的《海盗之王》把握了微信社交裂变的红利，2022年以来畅销榜排名靠前的小游戏《咸鱼之王》《疯狂骑士团》则是基于用户偏好和付费习惯创新游戏玩法，《肥鹅健身房》则是将受欢迎的模拟经营题材和合成玩法融合，吸引更多用户。

图表：豪腾嘉科部分管理人员简介

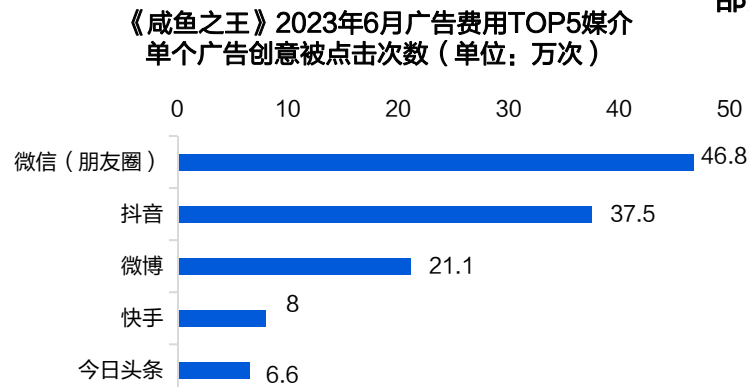
| 姓名 | 职位 | 履历 |
|-----|-----------------------|---|
| 曹晓刚 | CEO、创始人 | 曾任职微软欧洲总部，担任软件工程师及管理职位，曾参与微软OFFICE 2007和2010的发布，对应用产品市场具有前瞻性的认识和理解。 |
| 孙劲超 | 高级副总裁、联合创始人 | 曾于微软XBOX 游戏开发组工作2年，后回国创业，代表游戏产品有《疯狂猜图》《疯狂猜歌》《海盗来了》等。 |
| 杜垚 | 高级副总裁、联合创始人 | 经济学管理学硕士，擅长公司财务及资本运作，具备丰富经验。 |
| 史云和 | CTO、联合创始人 | 爱尔兰都柏林大学圣三一学院计算机博士、爱尔兰都柏林格历菲斯大学计算机硕士。曾在IBM爱尔兰分部任职。 |
| 谢祁衡 | COO | 曾就职腾讯、Gameloft，拥有多年游戏开发经验。对端游、手游、H5游戏以及微信小游戏，有着深入研究和思考。 |
| 吕佳阳 | 柑橘工作室负责人 | 2010-2019年作为美术参与游戏制作，擅长模拟经营品类，随后转型做产品。代表作品《肥鹅健身房》。 |
| 张佳旭 | 曾任《海盗来了》制作人，后离职创立简游科技 | 2017-2021年在豪腾嘉科担任游戏制作人，代表作品为《海盗来了》，2021年创立简游，打造了爆款《羊了个羊》。 |

3.1.1 豪腾嘉科：爆款《咸鱼之王》运营超2年，双端取得成功

图表：《咸鱼之王》素材投放以小游戏为主（组）



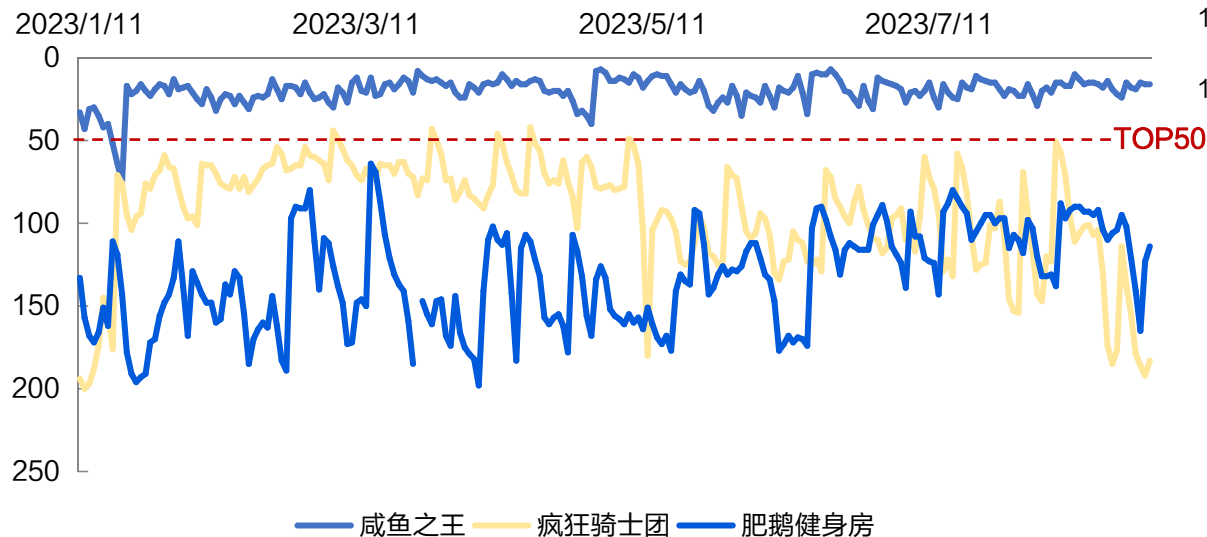
图表：微信仍是《咸鱼之王》重要宣传阵地



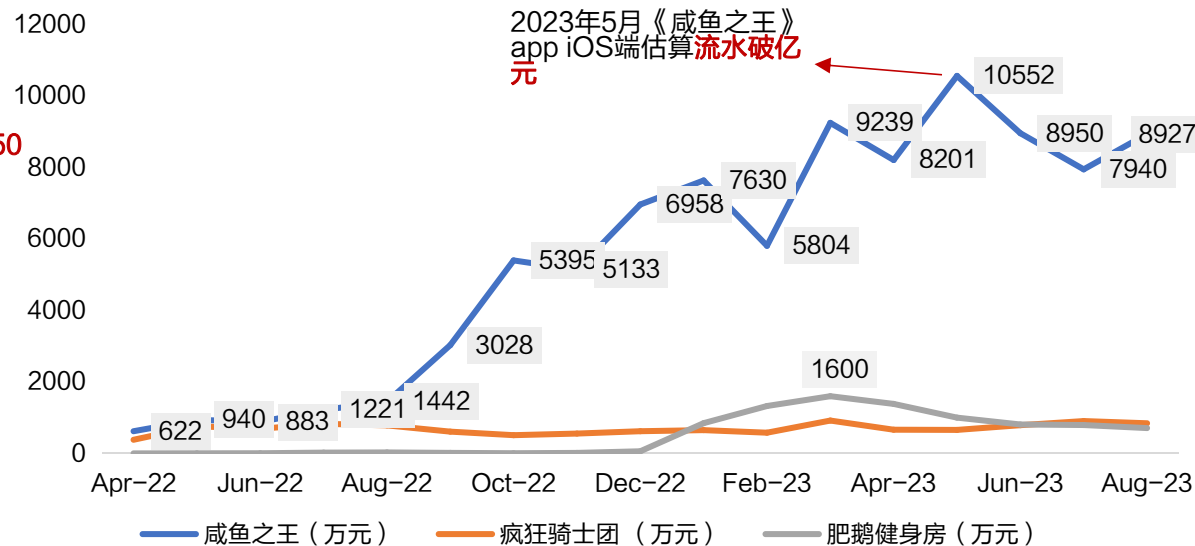
部分素材引导玩家转向小游戏版本



图表：《咸鱼之王》《疯狂骑士团》《肥鹅健身房》iOS游戏畅销榜排名



图表：《咸鱼之王》《疯狂骑士团》《肥鹅健身房》app总流水

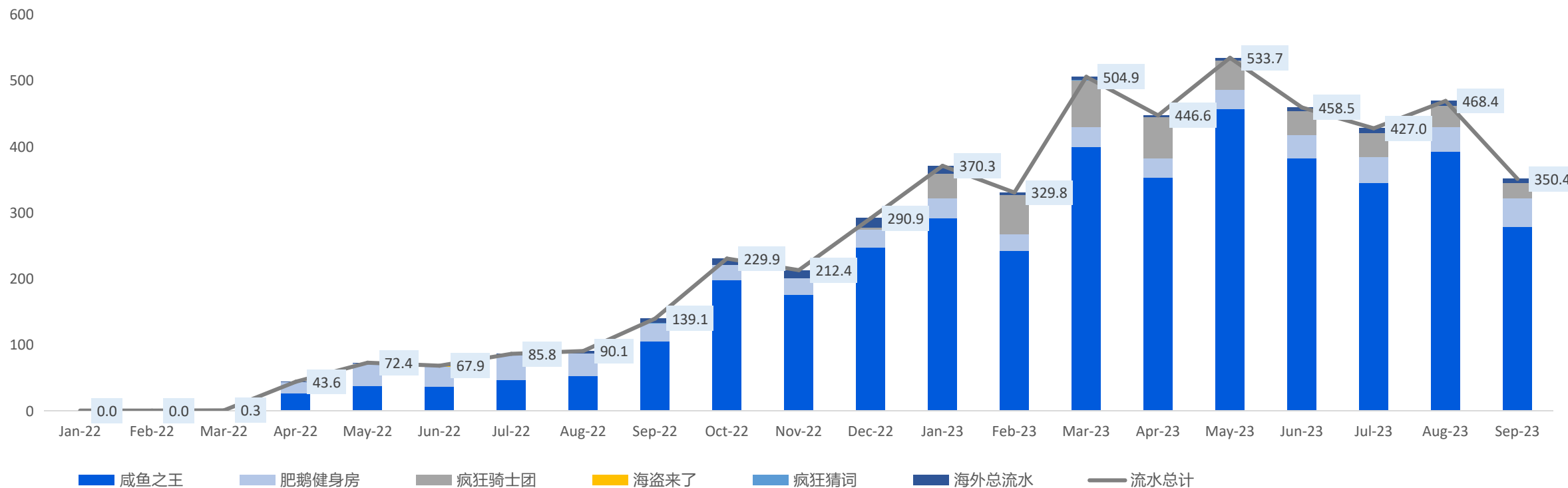


注：总流水=净流水（美元口径）/0.7*当月汇率

3.1.1 豪腾嘉科：小游戏带动公司收入规模高速增长

- 据SensorTower，2022年豪腾嘉科中国大陆iOS端总流水约3.16亿元，2022年小游戏《咸鱼之王》《肥鹅健身房》《疯狂骑士团》《疯狂猜词》和《海盗来了》均已有了小游戏版本和app版本。据GameLook，代表作《咸鱼之王》的月流水中iOS占比约为22.5%，据此估算2022年豪腾嘉科国内总流水约为12.33亿元。
- 豪腾嘉科国内已上线app中只有《疯狂猜词》无小游戏版本，按照iOS流水为30%估算《疯狂猜词》app在国内的总流水，其他产品按照iOS端在游戏总流水（含app与小游戏端）中占比分别为10%/16%/22.5%计算，2023年1-9月豪腾嘉科在中国大陆平均月流水分别为9.6/6/4.3亿元，海外平均月流水575万元，据此估算全年总流水分别为115.8/72.7/51.9亿元。

图表：假设手游iOS流水占比22.5%时豪腾嘉科代表产品流水构成（单位：百万元）

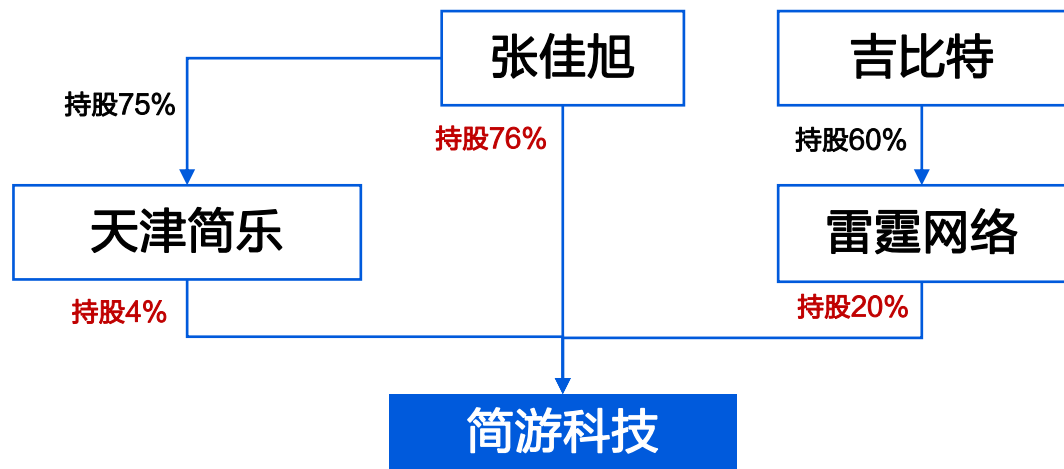


注：总流水=净流水（美元口径）/0.7*当月汇率，《疯狂猜词》小游戏版本不在架，iOS流水占比按30%计算，国内其他游戏按iOS占比22.5%计算。

3.1.2 简游科技：延续用户裂变思路成就爆款三消小游戏

- 2021年《海盗来了》制作人张佳旭成立了简游科技，截至2023年12月5日，张佳旭直接和间接持股合计79%，吉比特通过雷霆网络间接持股20%。据吉比特财报，2022/2023H1公司投资简游收益分别为7743/4137万元。
- 主攻休闲小游戏：**简游在小游戏领域进行了很多尝试，开发了《开局托儿所》《消灭屎壳郎》《解救大西瓜》《疯狂擦一擦》《月之村》《家有猫屋》等多款小游戏，但表现不佳。
- 延续社交裂变思路，简单玩法+史上最难成就三消爆款：**制作人张佳旭延续了《海盗来了》思路，以用户裂变为目标，将目光投向了制作简单、玩法经过验证的三消游戏，对标风靡北美的三消游戏《Zen Match》制作了《家有猫屋》，国内数据表现平平（次留15%-25%），又改编成游戏《Cozy Match》出海，再次经受低留存（不到20%）和高买量成本（CPI 7美元以上）的打击，随后团队加入一天一关的玩法，并强化《Zen Match》的成功内核，通过“史上最难”产生话题，成功打造爆款IAA游戏《羊了个羊》。

图表：简游科技股权结构（截至2023年12月5日）



注：标红字体表示简游科技的直接投资关系

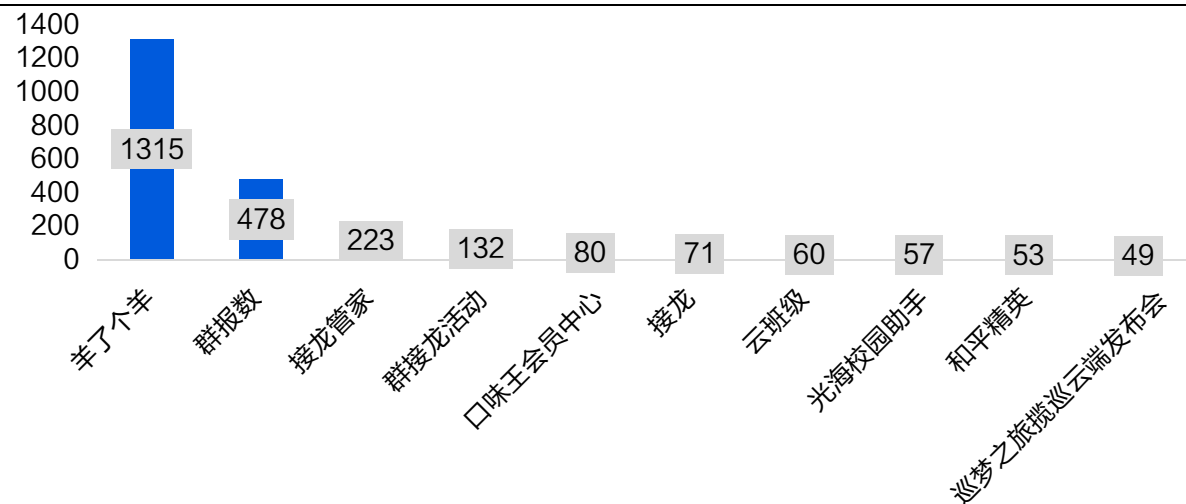
图表：《家有猫屋》《羊了个羊》游戏画面对比



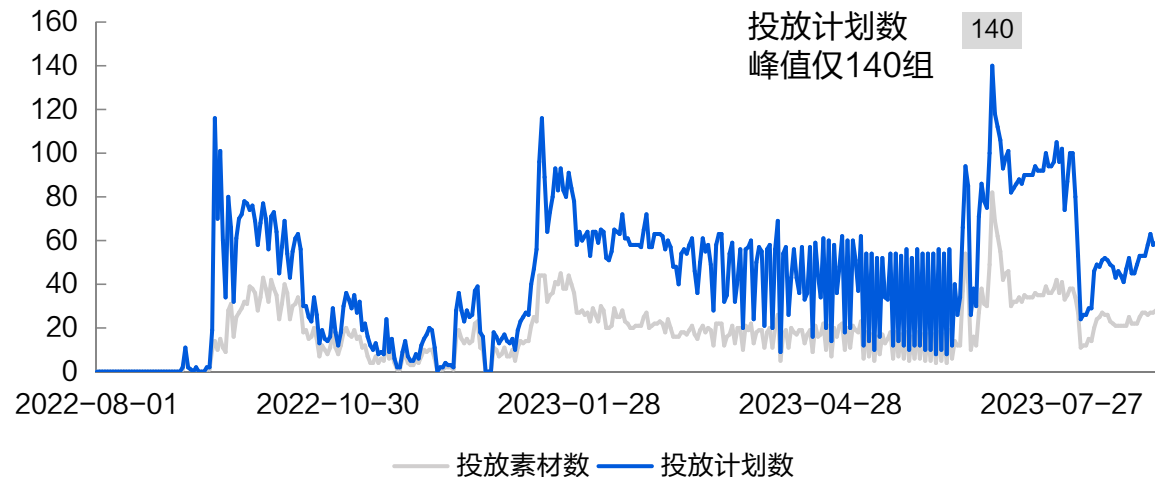
3.1.2 简游科技：IAA游戏《羊了个羊》爆火复盘

- 2022年简游科技推出三消小游戏《羊了个羊》，因为第二关特别难过（自称“史上最难消除游戏”），在社交网络上获得了广泛关注。《羊了个羊》最早在抖音平台发行，2022年下半年，由于第二关地狱难度多次登上微博热搜，继而通过社交裂变在微信小游戏爆量，截至2022年底，《羊了个羊》在抖音平台曝光达400亿，微信指数162.1万。
- IAA游戏主要靠用户裂变起量，素材投放规模较小。
- 月活数据亮眼：2022年9月16日《羊了个羊》微信小游戏DAU破亿，据QuestMobile，2022年11月《羊了个羊》在新上线微信小程序月平均DAU中以1315万占据榜首，而app游戏顶流《和平精英》11月日均仅53万。2023年6月，《羊了个羊》以272万月活仍保持在抖音小游戏月活榜首。
- 《羊了个羊》的爆火为小游戏整体导入了部分用户，让小游戏赛道被更多游戏玩家和泛用户关注到，用户量整体提升利好其他小游戏的商业规模扩大。

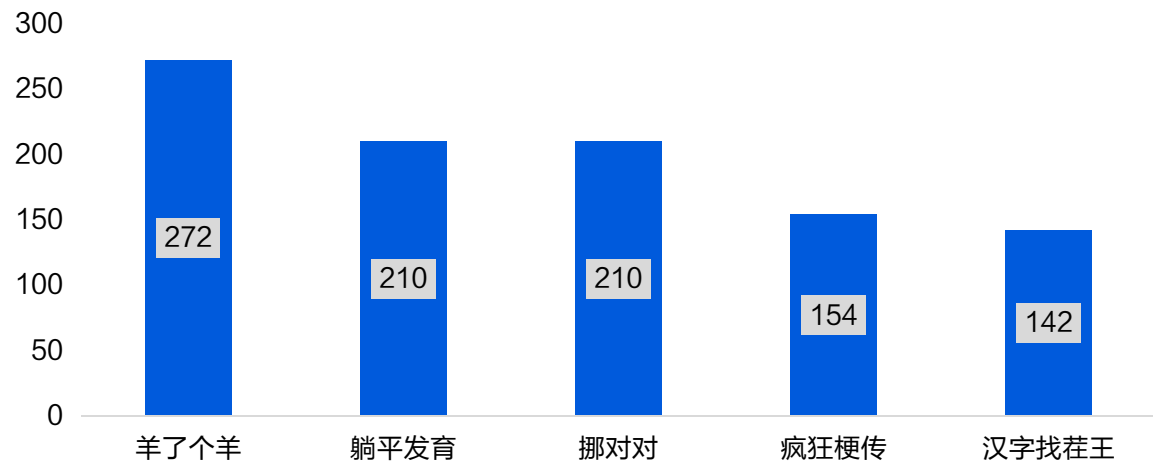
图表：《羊了个羊》2022年11月平均DAU居新上线小程序榜首（DAU，万）



图表：《羊了个羊》投放素材及投放计划数量（组）



图表：2023年6月《羊了个羊》月活272万居抖音小游戏榜首（MAU，万）



3.1.3 途游：微信强社交生态利好棋牌类为主的产品矩阵

- 途游成立于2013年，深耕棋牌游戏。作为强社交性品类，熟人社交圈更利于棋牌游戏的传播，微信小程序为棋牌游戏提供了天然的熟人游戏平台，棋牌类依靠用户裂变和自传播成为热门游戏品类。
- 棋牌为主的产品矩阵享受微信生态强社交属性的流量红利。据阿拉丁指数，2018年12月小游戏TOP50榜单中有3款（仅次于5款上榜的腾讯）游戏来自途游，分别是《途游斗地主》《途游四川麻将》和《途游捕鱼》。《途游斗地主》2020年上线，依靠小游戏端的用户积累和导流，2022年保持在iOS手游畅销榜TOP100，据QuestMobile，2022年《途游斗地主》DAU复合增长率达21.4%，位列手游黑马榜第8名。
- 公司在消除、放置卡牌等类型的游戏尝试上也取得一定成绩。2018年上线《2048六角消除》，2018年1-12月期间6次上榜阿拉丁指数TOP100小游戏榜单。2019年上线三国题材放置卡牌游戏《胡莱三国》，截至2020年9月最高日流水近200万，累计新增超800万。2023年养成类放置RPG小游戏《次神光之觉醒》居微信小游戏畅销榜第7名（2023年11月15日榜单数据）。

图表：途游主要小游戏展示

图表：《途游斗地主》app 2022年以来iOS畅销榜排名



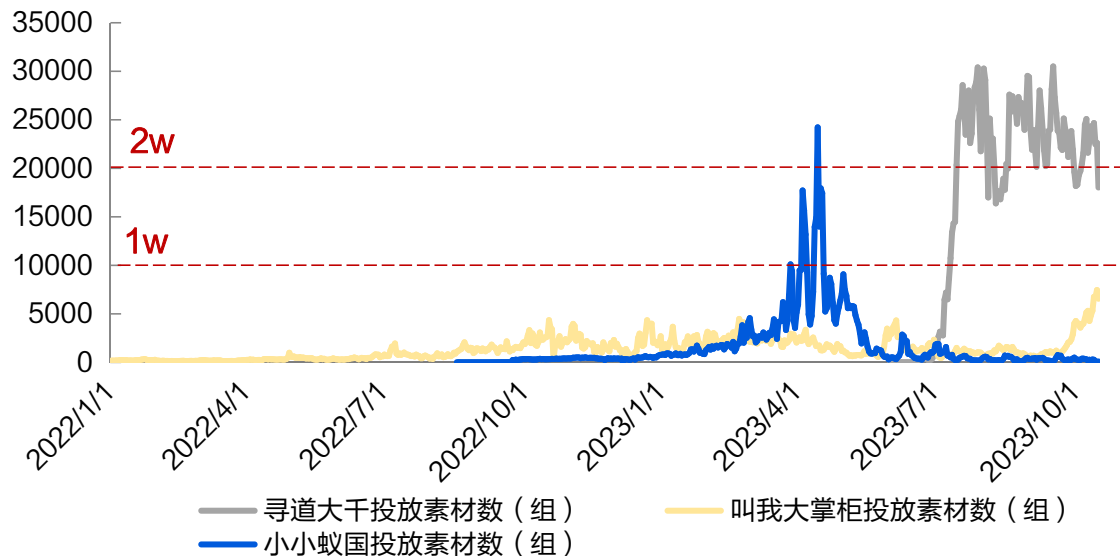
3.1.4 三七互娱：再次把握流量红利，全力出击小游戏赛道

- 三七互娱2020年开始探索小游戏赛道，2020年上线了《烽火攻城》《屠龙破晓》等传奇小游戏，之后将《叫我大掌柜》《小小蚁国》等热门手游进行了小游戏化尝试，2023年6月，延趣游戏研发、三七发行的原生小游戏《寻道大千》上线。
- 模拟经营游戏《叫我大掌柜》2021年下半年在微信小游戏上线，该游戏以清明上河图为基调，结合水墨画风，还原古代市井经商景象，以店铺经营、卡牌养成、社交互助为核心，融合三消、SLG、合成等不同玩法。小游戏上线一年流水和活跃用户数均呈增长态势，次月开始，小游戏长线留存衰退趋势优于app。
- 《小小蚁国》于2023年上半年上线小游戏版本，2023Q2加大买量力度，2023H1素材投放量大幅高于app版本，据游戏新知，《小小蚁国》小游戏版本维持月流水过千万。

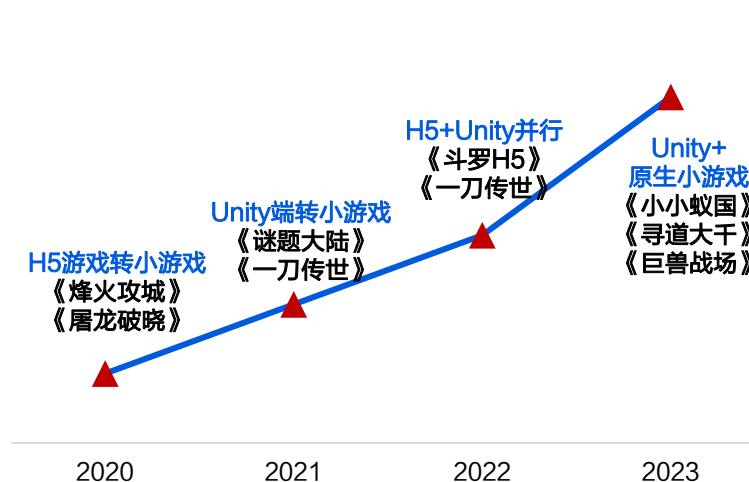
图表：《叫我大掌柜》小游戏长线留存优于手游

| 分阶段留存与次留比例（百分比越高长留表现越好） | | | | |
|-------------------------|--------|--------|--------|---------|
| | 7留/次留 | 30留/次留 | 90留/次留 | 120留/次留 |
| 小游戏 | 30.09% | 14.55% | 7.84% | 6.97% |
| app | 34.75% | 15.06% | 6.64% | 5.51% |

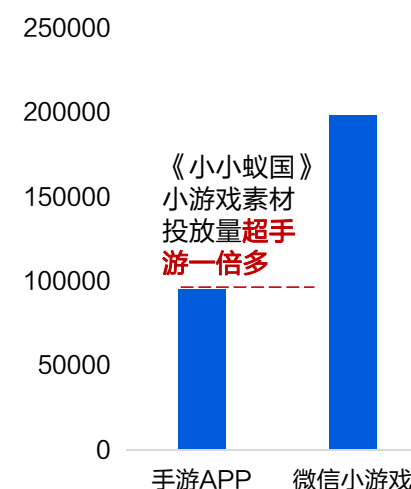
图表：2022年以来三七互娱旗下三款小游戏去重素材投放趋势



图表：37手游小游戏探索路径



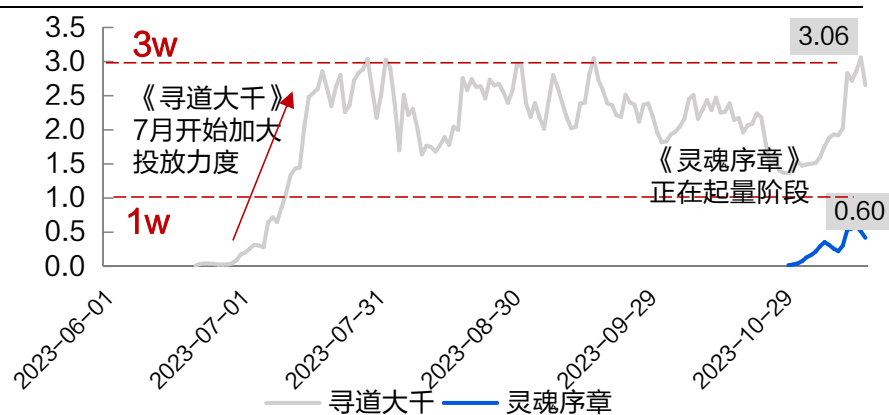
图表：2023H1《小小蚁国》素材量对比 (组)



3.1.4 三七互娱：《寻道大千》《灵魂序章》玩法商业化大获成功

- 《寻道大千》成为爆款，储备多款小游戏产品：
 - 轻重结合的创新玩法，独特的画风：《寻道大千》结合了小游戏用户喜爱的开箱玩法与受众广泛的修仙题材，丑萌画风独树一帜。游戏主界面为“消耗桃子砍树升级”，用基础玩法培养用户爽感的同时，采取回合制RPG、爬塔、推关、挑战Boss、PVP等玩法补充游戏内容消耗。
 - 重内购设计：付费设计为“重内购，轻广告”。游戏内设置VIP系统（月卡等）、道具（仙桃、灵石等）、挂机托管（自动采集）等多个付费点。
 - 买量：2023年7月11日投放素材超1万组，其后维持强势投放，7月1日-13日新增去重素材2.7万组，接近《咸鱼之王》（2.8万组）。
 - 成绩：2023年6月上线后进入微信畅销榜top2（2023年11月15日），持续保持在TOP2 位置。
- 2023年10月上线的自研原生小游戏《灵魂序章》结合已验证的玩法和斗罗IP，安卓小游戏畅销榜排名top2。

图表：《寻道大千》《灵魂序章》投放素材数变化趋势（单位：万）



图表：《寻道大千》游戏画面展示



主线玩法：砍树掉落装备

多种支线玩法

【妖盟】加入妖盟完成团队任务



【洞府】采集资源、精炼装备



【挑战】与其他玩家pk



【冒险】小村庄回合制打怪



3.2 上市公司布局情况

- ◆**三七互娱**：①公司擅长的流量经营打法与小游戏非常匹配，从战略层面重视小游戏赛道，研发与发行协同发力。②已有app转小游戏和原生小游戏成功经验，app转小游戏代表作模拟经营《叫我大掌柜》、SLG《小小蚁国》等；原生小游戏《寻道大千》（安卓畅销榜第一）《灵魂序章》（安卓端畅销榜第二）等。③储备古代模拟经营《赘婿》（已获版号）、泛女性向换装《代号：晴》、闯关RPG《代号：魔》、轻度MMO&放置修仙《代号：DPS》、三国SLG《代号：三国》、Q版玄幻《代号：A》等小游戏产品。
- ◆**恺英网络**：①已上线小游戏《仙剑奇侠传之新的开始》（微信小游戏畅销榜排名第Top20）、《新倚天屠龙记》等。②参投沐楠网络、心游网络、柒游网络（间接持股均为30%）等发行的多款传奇小游戏《魔神之战》《烈焰之刃》《天逆》，小游戏畅销榜排名TOP30。
- ◆**吉比特**：①据吉比特公告，公司认为小游戏市场规模可能会比app游戏大，短时间内会有个红利期。②已有app转小游戏和原生小游戏的尝试，包括《一念逍遥》小游戏及2023年8月21日上线的《勇者与装备》。③雷霆投资《羊了个羊》开发商简游科技20%股权。
- ◆**掌趣科技**：计划通过自研小游戏、在研和成熟游戏项目新增研发小游戏版本等方式积极进军小游戏赛道，已上线产品包括自研小游戏《大圣顶住》（畅销榜排名第18），其他已上线小游戏包括《大掌门》《那些需要守护的》《塔防三国志2》等。预计2023H2有储备产品陆续上线。
- ◆**游族网络**：已推出卡牌小游戏《少年三国志》，储备产品有《代号：DH》《代号：A》等。
- ◆**名臣健康**：已上线卡牌小游戏《部落大乱斗》（微信小游戏畅销榜排名第26）、消除塔防游戏《豌豆大作战》等。
- ◆**中旭未来**：已上线传奇RPG小游戏《原始传奇》《狂龙怒斩》《弑沙天下》。

注：本页提到的畅销榜排名均为2023年11月8日安卓端微信小游戏畅销榜排名。

3.2 上市公司布局情况

- ◆**完美世界**：积极布局小游戏赛道，一方面是原生制作的轻量级小游戏，目前已有团队正在研发中，并进行了小范围对外测试，反馈良好；另一方面是将符合小游戏特性的现有游戏进行改编，增加小游戏版本。
- ◆**巨人网络**：计划上线《原始征途》小游戏版本。
- ◆**冰川网络**：已上线小游戏《超能世界》《逍遥情缘》。
- ◆**浙数文化**：子公司边锋网络专注棋牌类游戏，小游戏产品包括《边锋掼蛋》《边锋斗地主》《边锋拖拉机》等。
- ◆**ST鼎龙**：已上线放置卡牌小游戏《少年名将》，位居小游戏畅销榜前十。

注：本页提到的畅销榜排名均为2023年11月8日安卓端微信小游戏畅销榜排名。

投资建议：我们看好小游戏市场带来的广阔的增量空间。我们认为，在小游戏领域胜出的公司具备几个必要非充分条件：1）从战略层面重视小游戏机遇，在认知层面理解小游戏与app游戏在场景、用户、玩法设计等各方面的差异性；2）研发与发行有较好的协同，发行端对用户及市场理解深刻，研发端能快速组织产能；3）较强的流量经营及发行中台能力。重点推荐三七互娱、恺英网络、吉比特、名臣健康，关注腾讯控股、掌趣科技、游族网络、豪腾嘉科（未上市）、中旭未来、巨人网络、完美世界、冰川网络、浙数文化，维持行业“推荐”评级。

风险提示：

- ◆ 政策监管趋严：对小游戏的版号、备案。内购等监管措施趋于严格可能影响行业发展；
- ◆ 苹果端分成比例变化：微信小游戏内购收入iOS端暂不分成，平台分成后可能影响厂商利润分配和行业格局；
- ◆ 行业竞争加剧：随着进入行业的厂商和产品数量增多，引起行业竞争加剧；
- ◆ 广告投放成本上升：小游戏买量竞争越来越激烈引起广告投放成本上升；
- ◆ 玩家偏好改变：玩家对小游戏偏好的改变可能影响行业发展；
- ◆ 行业估值中枢下行：游戏行业整体估值中枢下行的影响；
- ◆ 重点产品上线表现不及预期：受玩家偏好改变、买量成本上升等影响，部分重点产品上线表现可能不及预期；
- ◆ 重点公司业绩表现不及预期：主要公司在小游戏行业的战略发展方向调整可能影响行业格局；
- ◆ 渠道平台政策变化：微信、抖音等平台的政策变化可能影响行业；
- ◆ 宏观经济周期影响：整体经济环境的影响；
- ◆ 市场风格切换：市场风格切换可能对行业产生影响；
- ◆ 相关数据及资料仅供参考等。

针对本报告中所引用的第三方数据的声明：

本报告中部分数据来源于第三方数据平台，存在部分发行商口径统计不全或第三方发行未被统计的情况，请以公司实际公布数据为准。

传媒小组介绍

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业7年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业4年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

谭瑞峤，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业3年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

吴倩，中南财经政法大学本科，对外经济贸易大学硕士，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐赛道。

王春宸，中山大学本科，复旦大学硕士，主要研究方向为游戏赛道。

分析师承诺

姚蕾，谭瑞峤，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 传媒研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597