

行业评级
领先

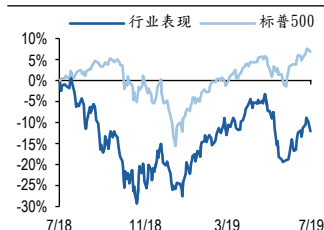
2019年7月9日

互联网行业

游戏行业月度数据追踪（截至19年6月）

- 重点手游中，除《和平精英》、《梦幻西游》，6月份多款游戏流水环比下滑。我们重点跟踪的头部游戏中，《完美世界》、《王者荣耀》流水较5月份下滑，《和平精英》、《梦幻西游》表现稳定。其他重点游戏，除了网易的《率土之滨》表现平稳之外，流水均有下滑，包括网易的《阴阳师》、《大话西游》、《倩女幽魂》和《明日之后》，以及腾讯的《一起来捉妖》、《乱世王者》、《天龙八部手游》和《QQ炫舞》。
- 预计2季度腾讯手游收入环比持平，网易手游收入下跌5-10%。6月份腾讯手游收入环比增量的包括5月底上线的《妖精的尾巴：魔导少年》，以及6月份的新游《剑网3：指尖江湖》（6月11日上线）和《拉结尔》（6月19日上线），我们预估这3款游戏合计在6月的流水贡献为5-6亿元人民币（下同）。《剑网3》手游由于服务器问题，上线初期的货币化进展低于预期。按照我们的估算，2季度腾讯手游流水相较1季度基本平稳，新上线的手游抵消《王者荣耀》流水下滑（如《和平精英》、《完美世界》等）。受《梦幻西游》、《大话西游》、《倩女幽魂》和《明日之后》流水波动的影响，追踪数据显示网易旗舰手游流水较1季度下滑，考虑收入摊销周期的影响，我们预计2季度网易手游收入环比下降5-10%。
- 其它：6月份共发放两批游戏版号，其中包括腾讯、网易的2款、3款游戏或资料片。《PUBG》及《荒野行动》海外收入环比下滑15%以上，估算月流水分别为4亿/2.5亿元。端游方面，排除3款端游受发布手游版本带动热度提升的影响，前50端游6月表现较5月稳定，2季度较1季度指数整体提升4%。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA
connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪
mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

周喆
zhe.zhou@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

估值概要

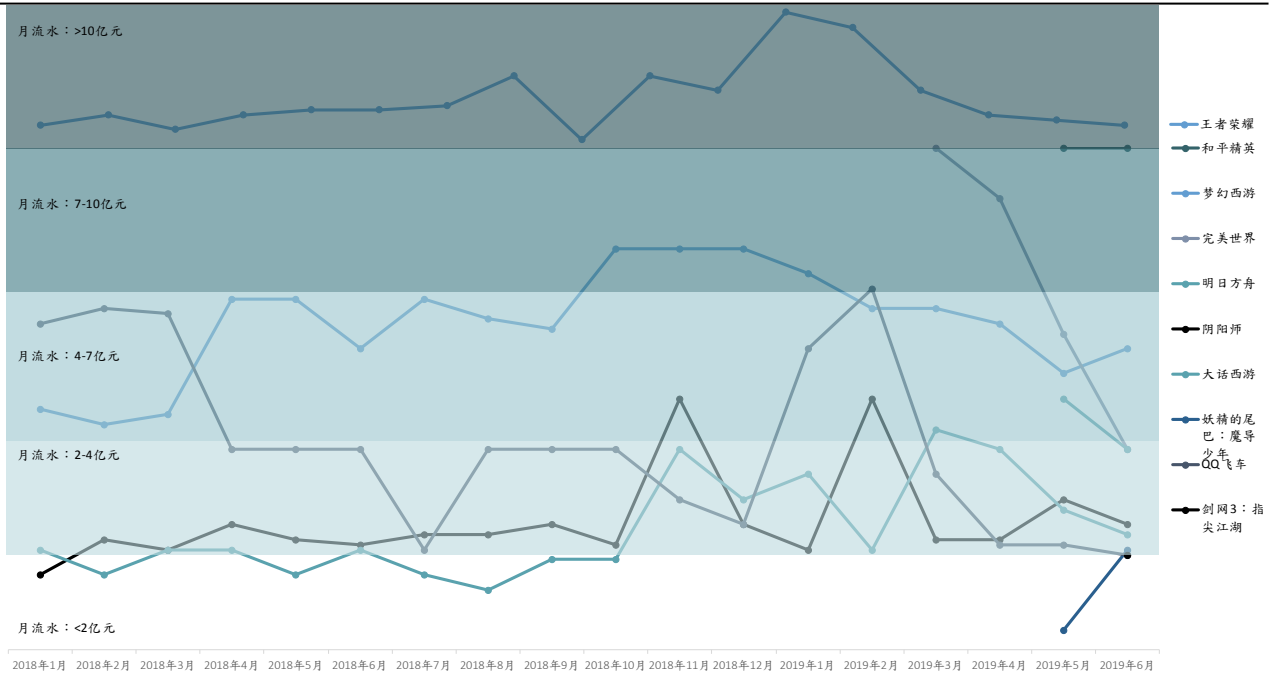
公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	每股盈利		市盈率		市账率		股息率
					FY19E	FY20E	FY19E	FY20E	FY19E	FY20E	
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
阿里巴巴	BABA US	买入	220.00	173.30	46.499	59.612	25.69	20.04	5.34	4.59	NA
腾讯控股	700 HK	买入	455.00	351.00	9.063	10.435	34.24	29.74	11.07	8.65	0.3
美团点评	3690 HK	买入	78.40	68.65	-1.059	0.743	NA	81.70	2.01	1.87	NA
好未来教育	TAL US	买入	43.50	38.25	0.739	0.948	51.79	40.35	9.65	8.27	NA
新东方教育	EDU US	买入	109.00	95.88	3.367	4.283	28.47	22.39	4.63	3.95	NA
爱奇艺	IQUS	买入	27.10	20.21	-9.629	-4.306	NA	NA	3.41	2.43	NA
58同城	WUBA US	买入	70.00	62.37	18.302	21.537	23.49	19.96	2.97	3.09	NA
陌陌	MOMO US	买入	43.00	35.02	19.321	21.388	12.49	11.29	5.38	3.67	NA
欢聚时代	YY US	买入	106.00	70.44	33.556	47.860	14.47	10.15	1.73	1.42	NA
金山软件	3888 HK	买入	22.60	16.16	0.612	0.888	23.34	16.10	1.11	1.02	0.5
网龙网络	777 HK	买入	32.00	18.98	1.144	1.299	14.67	12.92	1.86	1.66	0.7
百度	BIDU US	中性	165.00	116.29	24.056	41.959	33.32	19.11	1.40	1.25	NA
网易	NTES US	中性	272.00	261.50	77.775	75.160	23.18	23.98	3.49	3.26	0.7
腾讯音乐	TME US	中性	12.10	15.46	2.999	3.737	5.16	4.14	0.61	0.54	NA
阅文集团	772 HK	中性	34.00	37.25	1.498	1.956	21.99	16.84	1.89	1.58	NA
新浪	SINA US	中性	48.00	43.91	2.382	2.767	18.43	15.87	0.90	0.76	NA
搜狐	SOHU US	中性	19.00	13.87	-4.425	-4.035	NA	NA	1.19	1.86	NA
平均						23.62	22.97	3.45	2.93	0.5	

资料来源: 彭博、交银国际预测 *每股盈利基于 Non-GAAP 基础; 阿里巴巴、好未来、新东方预测为 20/21 财年数据, 分别截至 3 月、2 月、5 月

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分, 必须阅读。

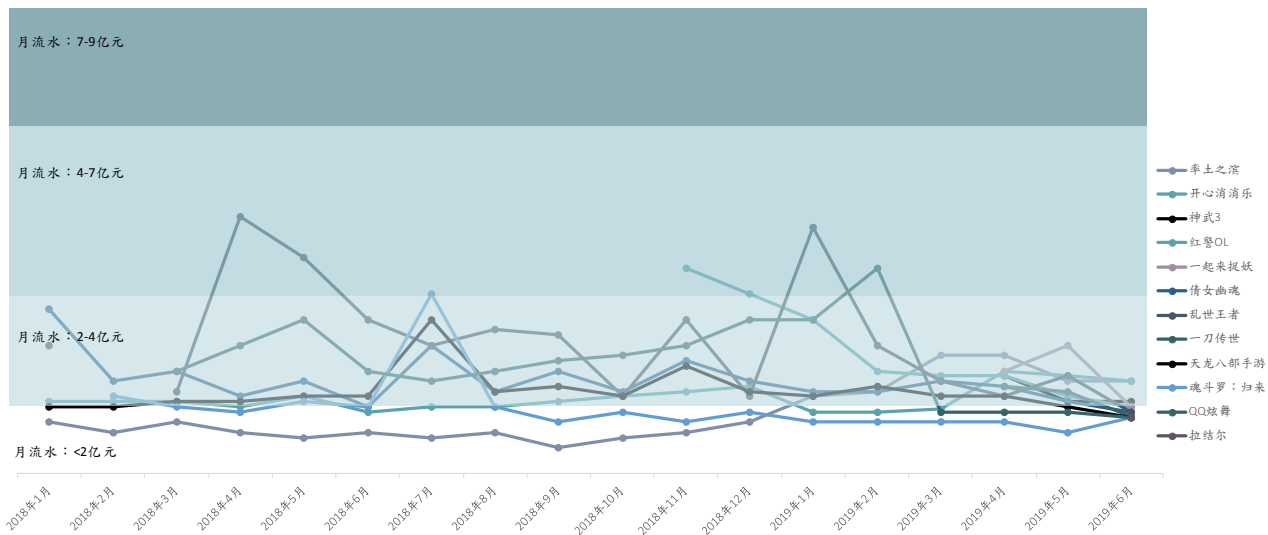
下载本公司之研究报告, 可从彭博信息: BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 腾讯《王者荣耀》、《和平精英》稳居畅销榜单排名前两名



资料来源: App Annie, 伽马数据, 交银国际

图表 2: 6月份手游畅销榜 10 名之后的重点游戏流水较 5 月份普遍下滑



资料来源: App Annie, 伽马数据, 交银国际

图表 3: 5月份相关游戏公司手游海外收入前30名 (App Store + Google Play) : 腾讯、网易分别有3款游戏入榜

3月排名	游戏	公司	4月排名	游戏	公司	5月排名	游戏	公司
1	绝地求生	腾讯	1	PUBG Mobile	腾讯	1	PUBG Mobile	腾讯
2	荒野行动	网易	2	王国纪元	IGG	2	荒野行动	网易
3	王国纪元	IGG	3	荒野行动	网易	3	王国纪元	IGG
16	QQ飞车	腾讯	15	QQ飞车	Garena & VNG	15	明日之后	网易&心动网络
20	王者荣耀	腾讯	19	王者荣耀	腾讯	19	QQ飞车	Garena & VNG
25	城堡争霸	IGG	21	第五人格	网易&心动网络	21	王者荣耀	腾讯
			23	明日之后	网易&心动网络	23	第五人格	网易&心动网络
			30	城堡争霸	IGG	30	城堡争霸	IGG

资料来源: App Annie, Sensor Tower, 交银国际

图表 4: 版号审批恢复后, 覆盖公司中腾讯、网易、网龙分别有14款、8款、3款游戏通过审批

公司	游戏	平台	游戏类型	是否已上线	获审批时间
腾讯	海盜法則	手机	休闲	否	2018年12月29日
	榫接卯和	手机	休闲益智	是	2019年1月13日
	折扇	手机	休闲益智	是	2019年1月13日
	浪漫玫瑰园	手机	模拟经营	否	2019年1月22日
	龙族幻想	手机	角色	否	2019年2月26日
	寻仙2	电脑	3D网游	否	2019年2月28日
	执剑之刻	手机	卡牌	否	2019年2月28日
	冠军盛典	电脑	MOBA	否	2019年3月29日
	猫咪别追我	手机	休闲对抗	否	2019年3月12日
	权力的游戏: 凛冬将至	手机	战争策略	否	2019年3月29日
	和平精英	手机	射击	是	2019年4月9日
	艾兰岛	电脑	沙盒	否	2019年5月13日
	一人之下	手机	横版动作	否	2019年6月6日
	星途	手机	RPG	否	2019年6月6日
网易	战春秋	手机	MMORPG	否	2019年1月13日
	绘真·妙笔千山	手机	国风解谜	是	2019年2月28日
	堡垒前线	手机	策略, 竞技	是	2019年2月28日
	迷室3	手机	解谜	是	2019年3月29日
	遇见逆水寒	手机	古风恋爱	是	2019年5月13日
	逆水寒	电脑	MMORPG	是	2019年6月6日
	花与剑	手机	古风RPG	是	2019年6月6日
	量子特工	手机	沙盒	否	2019年6月28日
网龙	魔域互通版	手机	MMORPG	是	2018年12月29日
	魔域传说	手机	MMORPG	否	2019年1月13日
	无境战地	手机	MOBA	否	2019年2月26日

资料来源: 各家公司资料, 广电总局, 交银国际

图表 5: 覆盖公司游戏发行计划 (包括研发中)

公司	游戏	端游/手游	游戏类型	是否拿到版号	游戏	端游/手游	游戏类型	是否拿到版号
腾讯	冠军盛典	端游	MOBA	是	雪鹰领主	手游	角色扮演	否
	地下城与勇士手游	手游	ARPG	是	手工星球	手游	沙盒	否
	银之守墓人：对决	手游	卡牌	是	乐高无限	手游	休闲	否
	星露谷物语	手游	模拟经营	是	我的起源	手游	休闲	否
	龙珠最强之战	手游	角色	是	荒野乱斗	手游	3V3 开黑	否
	剑侠情缘2：剑歌行	手游	MMO	是	小森生活	手游	休闲	否
	极品飞车 OL	手游	赛车	是	代号：生机	手游	生存	否
	海盗法则	手游	休闲	是	隐形守护者	手游	互动影像	否
	浪漫玫瑰园	手游	模拟经营	是	足球经理	手游	单机	否
	执剑之刻	手游	卡牌	是	元素地牢	手游	动作	否
	猫咪别追我	手游	竞技	是	众生游	手游	模拟人生	否
	龙族幻想	手游	角色	是	脸黑先生	手游	单机	否
	权力的游戏：凛冬将至	手游	战争策略	是	注	手游	音乐解谜	否
	一人之下	手游	横版动作	是	文明火种	手游	模拟经营	否
	星途	手游	RPG	是	中国式家长	手游	休闲	否
	天涯明月刀手游	手游	MMORPG	否	极地诡梦	手游	策略	否
	王牌对决	端游	MMOACT	否	维恩的最后零件	手游	跑酷	否
	食物语	手游	卡牌	否	洛菲斯的呼唤	手游	卡牌	否
	使命召唤手游	手游	枪战	否	石器时代	手游	MMORPG	否
	王牌战士	手游	射击	否	天堂II：革命	手游	MMORPG	否
	街霸 OL	手游	策略卡牌	否	暗黑之书	手游	ARPG	否
	狐妖小红娘	手游	回合	否	秦时明月手游	手游	3D MMORPG	否
	猎人 X 猎人	手游	动作	否				

资料来源：各家公司资料，交银国际。

图表 5 (续): 覆盖公司游戏发行计划 (包括研发中)

公司	游戏	端游/手游	游戏类型	是否拿到版号	公司	游戏	端游/手游	游戏类型	是否拿到版号	
网易	量子特攻	手游	RPG	是	网易	阴阳师妖怪屋	手游	策略 RPG	否	
	花与剑	手游	MMO	是		重装上阵:无限战车	手游	沙盒	否	
	孤岛先锋	手游	RPG 战术竞技	是		逗斗火柴人	手游	多人在线 格斗	否	
	泰坦黎明	手游	SLG	是		星战前夜:无烬星河	手游	沙盒	否	
	漫威:超级争霸战	手游	格斗	是		天谕手游	手游	RPG	否	
	神谕文明	手游	SLG	否		轩辕剑龙舞云山	手游	MMORPG	否	
	战争怒吼	手游	即时战略	否		梦幻西游 3D	手游	3DMMORPG	否	
	风云岛行动	手游	生存手游	否		宝可梦大探险	手游	休闲收集 对战	否	
	实况:王者集结	手游	卡牌	否		网龙	魔域传说	手游	RPG	是
	迷室往逝	手游	解谜	否			终焉誓约	手游	MMORPG	否
	捕鱼小子	手游	休闲	否	决战巨神峰		手游	MOBA	否	
	一起优诺	手游	休闲	否	Heroes of Ages		手游	策略	否	
	Disorder	手游	射击	否	英魂王座		手游	MOBA	否	
	暗黑破坏神:不朽	手游	MMORPG	否	魔域 2		手游	MMORPG	否	
	游戏王:决斗链接	手游	卡牌	否	寻宝英雄		手游	MOBA	否	
	荒野潜伏者	VR	VR 探索	否	Cyber Legends		手游	MOBA	否	
	故土	VR	VR 探索	否	Legends of Ocean		手游	策略	否	
	幻书启示录	手游	RPG	否	金山		剑侠情缘 2	手游	MMOARPG	是
	隐世录	手游	Bug 手游	否		双生视界/少女咖啡枪 2	手游	TPS	否	
	有杀气童话 2	手游	童话冒险	否		七雄争霸	手游	SLG	否	
海岛纪元	手游	MMORPG	否	卧龙吟		手游	SLG	否		
机动都市阿尔法 (代号 ACE)	手游	动作射击	否							
决战绿茵之巅	手游	足球竞技	否							
猎手之王	手游	竞技	否							
黑潮之上 (代号 U1)	手游	二次元卡牌	否							
阴阳师百闻牌 (代号 SSR)	手游	对战卡牌	否							

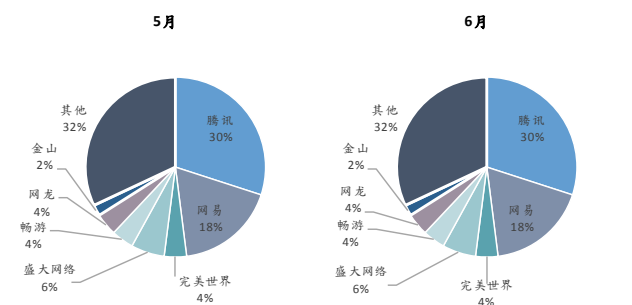
资料来源: 各家公司资料, 交银国际

图表 6: 6 月份排名前 50 的客户端游戏百度指数合计较 5 月上涨 6%，排除手游版本发布的影响，端游指数基本持平

排名	排名变动	游戏	上线时间	运营商	开发商	游戏类型	6 月搜索指数	搜索指数 月度变动 (%)
1	+0	英雄联盟	Sep-11	腾讯	Riot Games	MOBA	19,407	6
2	+0	dota2	Jul-13	完美世界	Valve	MMORPG	16,382	-6
3	+3	逆水寒	Oct-18	网易	网易	MMORPG	14,518	140+
4	-1	梦幻西游	Dec-03	网易	网易	MMORPG	9,840	-8
5	-1	我的世界	Jul-17	网易	微软	沙盒游戏	9,838	-3
6	-1	魔兽世界	Jun-05	网易	暴雪	MMORPG	6,865	8
7	+0	冒险岛	Jul-04	盛大网络	NEXON	休闲游戏	5,994	2
8	+1	魔域	Mar-06	网龙	网龙	MMORPG	5,874	15+
9	-1	剑灵	Aug-14	腾讯	Ncsoft	3D MMORPG	5,561	5
10	+0	坦克世界	Jan-13	空中网	Wargaming	第三人称射击	4,996	-1
11	+0	守望先锋	May-16	网易	暴雪	第一人称射击	4,996	11
12	+1	穿越火线	Dec-07	腾讯	Smile Gate	第一人称射击	4,345	5
13	-1	天涯明月刀	Jul-16	腾讯	腾讯	MMORPG	4,314	3
14	+0	流放之路	May-16	腾讯	Grinding Gear Games	RPG	4,233	3
15	+0	跑跑卡丁车	Mar-06	世纪天成	NEXON	休闲游戏	4,083	2
16	+3	剑网3	Aug-09	金山	金山	RPG	4,078	24+
17	+1	qq飞车	Jan-08	腾讯	腾讯	休闲游戏	3,746	2
18	-1	300英雄	Dec-13	跳跃网络	跳跃网络	MMORPG	3,659	-2
19	+5	热血江湖	Apr-05	17game	Mgame	MMORPG	3,368	18
20	-4	星际战甲	Mar-13	畅游	Digital Extremes	第三人称射击	3,174	-19
21	+1	地下城与勇士	Jun-08	腾讯	NEOPLE	RPG	3,055	0
22	+1	激战2	May-14	空中网	Arenanet	MMORPG	3,053	7
23	-3	逆战	Apr-11	腾讯	腾讯	第一人称射击	2,972	-6
24	-3	战舰世界	Nov-15	空中网	Wargaming	第三人称射击	2,786	-9
25	+0	龙之谷	Jul-10	腾讯	Eyedentity Games	MMORPG	2,774	-2
TOP50							189,528	6

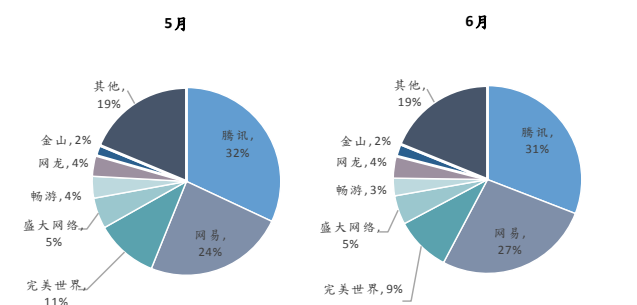
资料来源: 百度指数, 交银国际 *19年6月指数基于19年4-6月平均搜索指数, 计算搜索指数月度变动的基准基于19年3-5月平均搜索指数+当月手游上线带动PC指数波动

图表 7: 端游前 50 名中各公司游戏个数占比, 腾讯+网易为 48%, 保持不变



资料来源: 百度指数, 交银国际

图表 8: 端游前 50 名中各公司百度搜索指数占比, 腾讯+网易 58%, 环比少 1 个/增 3 个百分点



资料来源: 百度指数, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、泸州市兴泸水务（集团）有限公司、交银国际控股有限公司、HPC Holdings Limited、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、安乐工程集团有限公司、弘阳地产集团有限公司、51信用卡有限公司、浙江开元酒店管理股份有限公司、美团点评、山东黄金矿业股份有限公司、新城悦控股有限公司、恒达集团（控股）有限公司、华滋国际海洋工程有限公司、佳兆业物业集团有限公司、成都高速公路股份有限公司、中国科培教育集团有限公司、银城国际控股有限公司、太兴集团控股有限公司、申万宏源集团股份有限公司、德信中国控股有限公司、海天地悦旅集团有限公司、海通恒信国际租赁股份有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、嘉宏教育科技有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司及中汇集团控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或明示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。