

传媒行业深度研究报告

新格局下回看游戏出海史，两类厂商如何会师海外——互联网出海系列（一）

加码出海已是大势所趋，海外移动市场结构性机会凸显：

从增速看，出海必要性凸显：2021年中国游戏海外市场销售收入增速16.59%，中国移动游戏市场销售收入增速仅为7.57%。国内用户见顶压力下出海市场增速更快，SLG为第一大品类，而美日为最大目标市场。**从结构看，海外市场移动游戏结构性机会凸显：**全球游戏市场仍保持移动化趋势。且欧美市场当前主机与PC市场规模占比较大，移动游戏市场并未完全挖掘。海外大厂由于路径依赖，在手游化上存在一定的延迟反应。

回顾中国游戏出海史，三个阶段与两次转折点：

2018年中国游戏出海的一个转折点，在此之前，国内游戏出海的主力军是中小厂商，主要是依赖于国内手游、页游在商业模式上的优势抢夺少量市场。2018年之后，由于国内版号的限制，国内头部厂商也开始将目光投向海外，吃鸡手游成功打开了美国和日本的市场。**2020年~现在是新一轮的转折点，**由于国内竞争加剧和增速下滑的因素，同时叠加政策调控外，海外市场再次成为了主流厂商的焦点；更强的买量模式与质量更好的手游开始涌现。这一阶段除了原有巨头外，强产品质量的米哈游与强买量代表的三七互娱开始崛起。

同时出海厂商格局有所变动，三种路线会战海外：2020年以来大厂排名稳固，但弯道超车机会仍在，且道路各不相同。我们认为出海厂商可以划分为三类：1)以优质产品+品质取胜的头部大厂，如腾讯、网易、米哈游等。这类厂商的游戏相对更加头部集中。2)吸睛品类题材+重买量发行的厂商如FUNPLUS、莉莉丝、三七互娱，对于广告买量与本地化能力要求更高，更下沉与精细是这类厂商的特征。3)专做休闲模拟的厂商，这类厂商增长快但规模相对较小。

认知重品质游戏出海厂商：腾讯、网易与米哈游如何打开市场

腾讯游戏出海回顾与产品特质：腾讯在过去通过海外知名IP+成熟手游内容的方式快速收割海外市场，但当前则在建立IEGG与全球化协作体系，建立更加成熟和有经验的全球化发行平台。过去的腾讯出海游戏呈现出较为明显的大IP端转手+高品质全球化趋势，但存在高举高打难下沉的短板，仍需发行线补足。

网易出海回顾与产品特质：网易依赖其强大的自研能力和领先身位的产品理念，即产品较高质量+手游端的玩法优势+较早进入市场而成为了日本区域性霸主。但如今正在通过大IP加持战略积极试水欧美，这一阶段的网易出海产品我们称其为IP战略与创意驱动并举，《指环王》或是欧美首款率土类SLG。

米哈游出海回顾与产品：游戏出海的高质量异数，《原神》在我们看来突出的优点一在于全球化的设计与同步发行能力、二在于坚定的长期研发投入、三在于原创IP的能力、四在于首先将开放世界玩法引入移动游戏端。因此相较于其他出海厂商实现了更低的竞争压力、更高的利润率以及更强的品牌效应。

认知买量出海打法“新秀”：三七互娱如何成功

过去三七的成功来源于37手游团队在国内跑通的买量模式：即玩法模型跑通+精准广告快速复用推广。而公司正在把这种极强的买量发行能力在海外重现，挖掘流量红利和下沉市场。因此海外“新秀”的成功一是有着国内强发行体系的长期铺垫。二是对产品与海外发行进行试错，最终用末日题材+三消SLG玩法的《末日喧嚣》成功打开欧美SLG市场，跻身成为买量出海的头部大厂之一，此时三七已有MMO、卡牌、SLG、模拟经营等品类产品的成熟出海经验，可以因地制宜的推出产品与买量投放。

行业观点：目前国内的游戏行业仍处于监管周期与增速放缓的压力之中，我们认为出海必定是长期重要方向；但出海虽是机遇却同样存在较大不确定性，已积累一定出海经验的厂商或更有优势。整体看好腾讯、网易、三七互娱等公司出海业务的确定性；从公司体量考虑，三七互娱与网易未来的成长性或相对更优。

风险提示：游戏上线进度不及预期，海外买量费用大幅上升，国内现有业务体量超预期下滑，国内外游戏行业政策发生较大变化。

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

电话：010-63214660

邮箱：liuxin3@hcyjs.com

执业编号：S0360521010001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	154	0.02
总市值(亿元)	13,012.59	1.48
流通市值(亿元)	11,043.07	1.67

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-5.8%	-5.1%	-9.0%	
相对表现	2.9%	8.8%	6.3%	



相关研究报告

《传媒行业周观察（20220314-20220319）：金融委会议强调慎重出台收缩性政策，B站争取转为双重上市》

2022-03-20

《传媒行业周观察（20220307-20220311）：5公司被SEC列入HFCAA暂定清单，中概悲观情绪加剧》

2022-03-12

《传媒行业周观察（20220228-20220304）：爱奇艺预计年内盈亏平衡并宣布2.85亿融资，美团纾困政策落地》

2022-03-06

投资主题

报告亮点

游戏出海在一定程度上已是游戏行业公司对未来发展的共识，但当前研究中较缺乏对海外市场不同地区的规模分析，对出海厂商优势和打法的拆分。本文通过拆分八大主要移动市场大概情况，乐观预计整个海外移动游戏市场还有约 400 亿美元的增量；中国厂商当前市占率 20% 出头，未来或还有提升空间。同时提出中日韩等东亚市场同属于规模较大的存量市场，移动游戏渗透率偏高；欧美发达地区或是未来最主要挖掘方向，整体渗透率偏低。而 2021 年中国厂商游戏出海地区的增速数据与此观点基本印证。

同时本文重点对三类典型出海厂商中的重品质出海厂商与买量出海厂商进行回顾与分析。**比如重品质路线中：**腾讯以大 IP+工业化成熟手游玩法进军全球市场，网易以先发与品质优势虎踞日本市场同时开始以大 IP 战略试水欧美市场，米哈游以最强的原创 IP 与高品质开发能力占据全球市场；**重发行出海路线中：**三七作为崛起最迅速的公司，背后是其多年的发行积累+海外产品试错，最后积累了多类游戏的数值设计运营经验+全球多地区的精细化买量能力。

投资逻辑

目前国内的游戏行业仍处于监管周期与增速放缓的压力之中，我们认为出海必定是长期重要方向，且出海市场较大概率能为我国厂商提供更高的增速。从当前的出海态势中看，重品质路线与重发行出海路线厂商为规模最大的两类；腾讯、网易、米哈游都是有望持续凭借游戏品质出海的厂商，三七互娱则是已跑通海外多个品类模型与市场的头部出海买量厂商。**整体看好腾讯、网易、三七互娱等已有明确海外竞争优势与战略路线的上市公司，其游戏出海业务的确定性与成长性相较于后发者有一定优势。从公司体量角度考虑，三七互娱与网易未来的成长性或相对更优。**

目 录

一、 当前市场格局：加码出海已是大势所趋，海外移动市场结构性机会凸显	6
（一） 从增速看：出海必要性凸显，SLG 是重要出海品类	6
（二） 从结构看：海外市场移动游戏结构性机会凸显	7
（三） 从竞争对手看：海外大厂为何不优先做手游？路径依赖下的延迟反应	8
（四） 海外移动游戏还剩多少空间：以八大市场为例	9
二、 回顾中国游戏出海史：三个阶段与两次转折点，三种路线会战海外	11
（一） 移动游戏出海的三个阶段与两次转折点	11
（二） 海外市场快速增长之下：厂商格局有所变动，三种路线会战海外	11
三、 认知重品质出海厂商：腾讯、网易与米哈游如何打开市场	14
（一） 腾讯游戏出海回顾：从 IP 改编到更完备的海外发行平台	14
（二） 腾讯出海产品特质：大 IP 端转手+高品质全球化，高举高打难下沉	15
（三） 网易出海回顾：从日本区域霸主到试水欧美，IP 战略与创意驱动共举	16
（四） 网易出海产品特质：工作室出海热情不断提高，《指环王》或是首款惊喜	17
（五） 米哈游出海回顾：游戏出海的高质量异数，产品飞轮形成技术护城河	18
四、 认知买量出海打法“新秀”：三七互娱如何成功	19
（一） 新秀不“新”，以发行为核心的全球化团队	19
（二） 成功产品背后是不断的试错，潜力题材+融合玩法打开 SLG 市场	20
（三） 如何看待《末日喧嚣》的意义：迈入重发行出海头部厂商与更稳定的流水基本盘	20
五、 风险提示	22

图表目录

图表 1	中国游戏用户规模.....	6
图表 2	中国移动互联网用户日均人均使用时长	6
图表 3	各个游戏市场销售收入增速	6
图表 4	中国自主研发移动游戏出海类型(2021).....	7
图表 5	中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布(2021).....	7
图表 6	SLG 各市场 DAU 与 IAP（应用内付费）情况.....	7
图表 7	中美日 2019 游戏市场结构(2019).....	8
图表 8	中国游戏在海外市场的市占率	8
图表 9	2021 年全球游戏市场规模及增速预测	8
图表 10	2020 年上市游戏公司收入 TOP10（百万美元）	8
图表 11	2021 年中国移动游戏全球市场占比	9
图表 12	腾讯开发的《PUBG M》2021.12 月流水	9
图表 13	KRAFTON 开发的《PUBG》2021.12 月流水.....	9
图表 14	海外主要移动游戏市场情况测算（其中韩国英国数据不全）	10
图表 15	中国移动游戏出海历史	11
图表 16	中国移动游戏出海收入排名(2021 年 9 月以前口径包含非游戏厂商出海收入)	12
图表 17	2021 年中国手游市场热门出海市场收入增速	13
图表 18	2021 年中国手游收入排名	13
图表 19	腾讯移动游戏出海历史	14
图表 20	IEG 互动娱乐事业群构成.....	15
图表 21	腾讯海外收入构成	15
图表 22	腾讯发行线储备产品	15
图表 23	《PUBG M》全球畅销榜分布情况.....	16
图表 24	腾讯海外当前三款重点产品：大 IP+射击战略.....	16
图表 25	《荒野行动》全球畅销榜分布情况	16
图表 26	新上线《指环王》全球畅销榜分布情况	16
图表 27	网易互动娱乐事业群	17
图表 28	网易雷火事业群结构	17
图表 29	网易现有出海项目与其背后的工作室	17
图表 30	SLG 衍生复盘：率土类 SLG 指环王进军海外	17
图表 31	原神畅销榜分布情况	18
图表 32	中重度手游的突破机会常来自玩法的引入	18

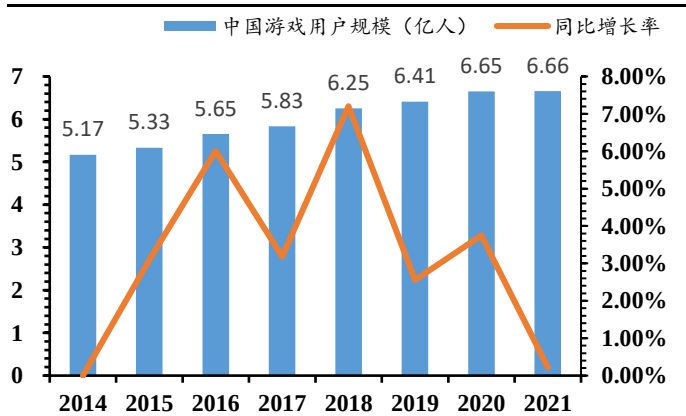
图表 33	米哈游的飞轮效应	18
图表 34	三七互娱公司构架：以发行与强领导为核心	19
图表 35	三七收入结构	19
图表 36	Sensor Tower 上的《末日喧嚣》数据追踪	19
图表 37	末日喧嚣已经全球发行	19
图表 38	末日喧嚣之前，三七已经尝试多款 SLG 产品	20
图表 39	《末日喧嚣》与传统 SLG 的差异	20
图表 40	经典 COK 类 SLG 游戏《万国觉醒》2018 年上线以来美国 IOS 排名	21
图表 41	三消+COK 类 SLG 游戏《末日喧嚣》2020 年上线以来美国 IOS 排名	21

一、当前市场格局：加码出海已是大势所趋，海外移动市场结构性机会凸显

（一）从增速看：出海必要性凸显，SLG 是重要出海品类

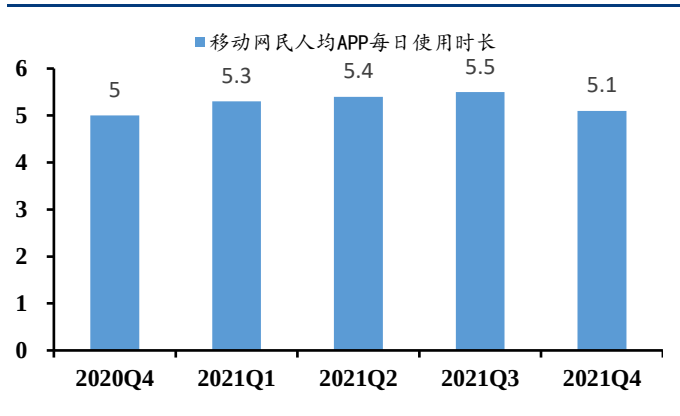
在经历了多年移动互联网与移动游戏市场高速发展后，国内的用户红利逐步接近天花板，游戏用户规模在达到 6.6 亿后增长基本停滞，移动网民人均 APP 每日使用时长同样基本保持在 5~5.5 小时之间波动。移动互联网用户红利的见顶体现在中国游戏市场则是增速开始趋于平缓，同时 2021 年 8 月起游戏版号暂停下发，两因素叠加之下国内游戏市场面临增长压力。从细分市场增速看当前已是中国厂商海外市场收入增速>中国移动游戏市场收入增速>中国游戏市场收入增速；具体看 2021 年中国厂商海外市场销售收入达到 180 亿美元（yoy+16.59%）；中国移动游戏市场销售收入达到 2255 亿元（yoy+7.57%）；中国游戏市场销售收入达到 2965 亿元（yoy+6.40%）。相比之下，海外市场仍有一定潜力为游戏公司提供更高的增长。

图表 1 中国游戏用户规模



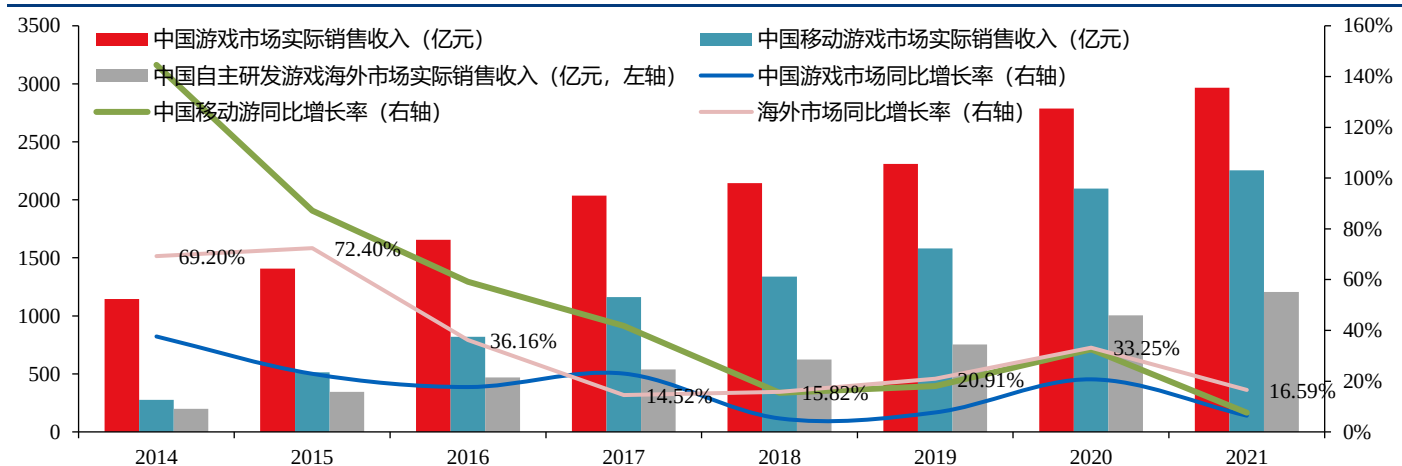
资料来源：伽马数据，华创证券

图表 2 中国移动互联网用户日均人均使用时长



资料来源：极光 APP，华创证券

图表 3 各个游戏市场销售收入增速

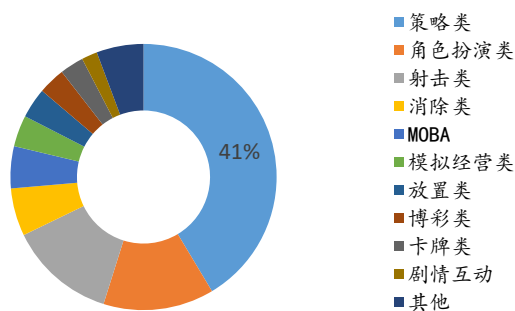


资料来源：伽马数据，华创证券

从当前中国游戏出海的类型来看，SLG 为第一大品类，达到 41%，且实际上的产品数量极多，为买量打法厂商的喜爱道路。角色扮演类为第二大品类，预计主要为《原神》出

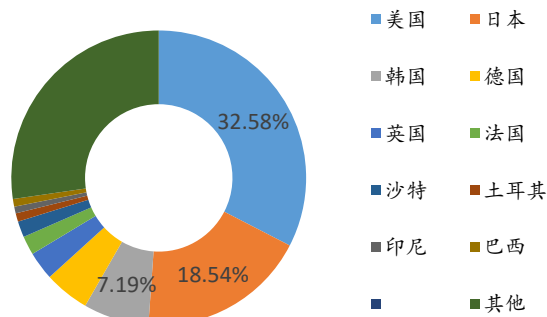
海。射击类为第三大品类，但预计《PUBGM》为最主要产品，这两类基本为单一产品称霸市场。而美日为最大目标市场，贡献半数市场规模。而从 Ad timing 统计数据来看，美国即是 SLG 最大的用户来源，也是最大的流水来源，凸显出其重要性。

图表 4 中国自主研发移动游戏出海类型(2021)



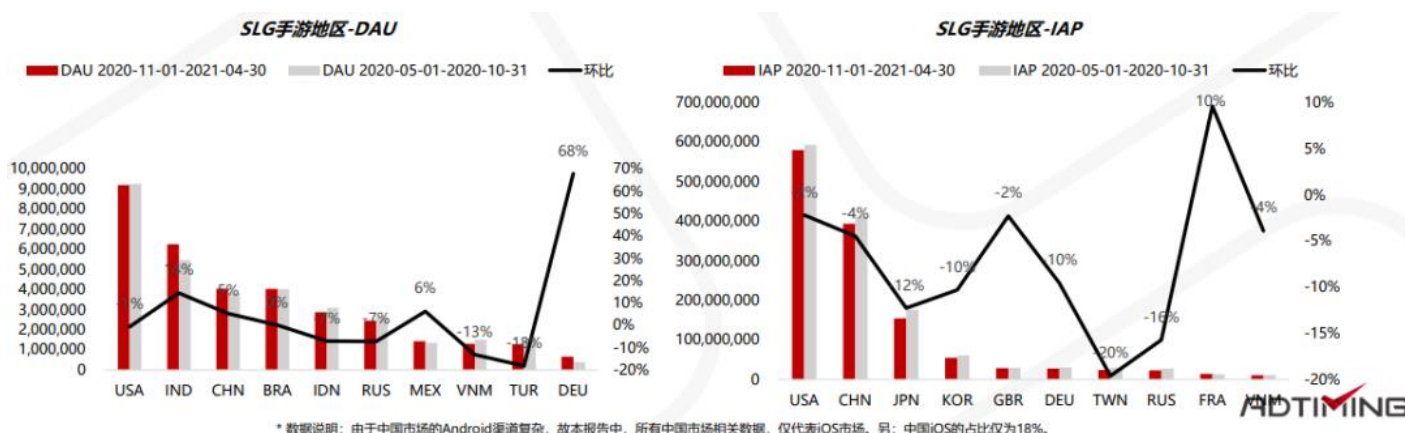
资料来源：伽马数据，华创证券

图表 5 中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布(2021)



资料来源：伽马数据，华创证券

图表 6 SLG 各市场 DAU 与 IAP (应用内付费) 情况



资料来源：Adtiming《2021年SLG手游研究报告》

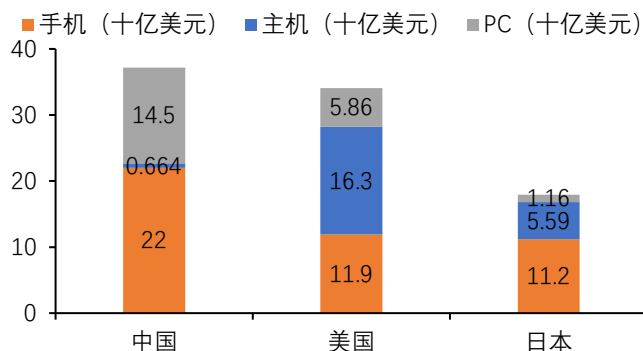
(二) 从结构看：海外市场移动游戏结构性机会凸显

从 newzoo 的 2021 年预测数据看，全球市场仅有移动游戏仍保持正增长，全球市场仍有移动化趋势；主机与 PC 市场面临一定的下滑压力，预计海外市场正处于移动游戏渗透率的提升过程之中。虽然海外本土厂商仍处在端转手的过程之中，但美国的主流厂商如动视暴雪、EA 当前的手游基本都是与腾讯、网易这样国内厂商合作推出。完全自研的手游仍在投入过程中。整体看，在移动游戏的发展下 2020 年中国游戏在海外市场的占有率已提升到 22%；从过去的 PC 游戏进口逐步过渡到了移动游戏出口这一阶段。出海的进展对中国游戏厂商后续增量或有决定性的作用。

当前全球最大的三家游戏市场分别是中国、美国、日本；而美国日本正是中国最主要的出海市场，但三家市场结构完全不一样。比如中国市场以使用最方便的手机游戏为主，规模远大于主机与 PC 市场；美国市场则由于发展因素仍以主机游戏市场为主。但从

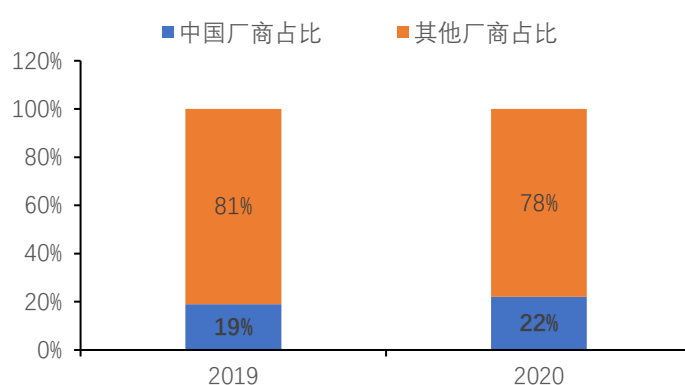
newzoo 的 2021 年预测数据看，全球市场仅有移动游戏仍保持正增长。我们认为这是由于 SONY、EA、任天堂、动视暴雪、Take Two 等海外主流游戏公司一向侧重于布局主机、PC 产品而对移动游戏布局较少，使得海外市场潜力并未完全挖掘。从消费力角度考虑，美国移动游戏市场潜力应大于中国游戏市场。

图表 7 中美日 2019 游戏市场结构(2019)



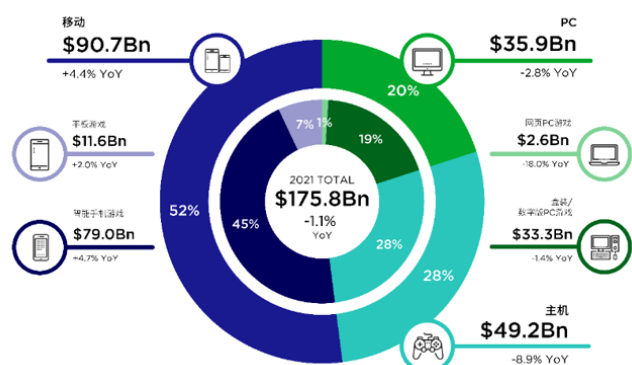
资料来源: Newzoo, 华创证券

图表 8 中国游戏在海外市场的市占率



资料来源: Newzoo 《全球移动市场报告》

图表 9 2021 年全球游戏市场规模及增速预测



资料来源: Newzoo 《全球移动市场报告》

图表 10 2020 年上市游戏公司收入 TOP10 (百万美元)



资料来源: Newzoo 《全球游戏市场报告》

(三) 从竞争对手看: 海外大厂为何不优先做手游? 路径依赖下的延迟反应

在 PC 互联网时代，海外厂商曾经是引领游戏行业潮流的霸主，然而在移动游戏时代，海外厂商甚至国外 3A 大厂大多显得反应不够及时，在全球收入最高的策略与 RPG 类移动游戏中，中国厂商分别占据 81% 与 57% 的市场份额。而对于这个问题，我们有以下几个观点：1) 欧美国家几十年游戏市场结构，导致主机和 PC 仍是最主要的成熟市场；因此 3A 大厂重心必然会放在主机端，贸然换方向存在较大商业风险，故缺位高成本的重度手游。2) 海外厂商目前主要收入是轻度手游，在模拟、益智、博彩游戏中占据主导地位。但海外市场并非没有中重度手游需求，中国厂商的原神、PUBG 都在海外取得很好的效果。3) 3A 大厂的路径依赖，海外大厂服务的核心用户更“硬核”，暴雪嘉年华就曾因为《暗黑破坏神》手游版涌现过强烈的玩家不满。越来越高的研发成本也阻碍 3A 大厂选择突破。4) 但是海外厂商并未止步不前，随着中国游戏厂商出海以及部分联合开发的成功，部分海外厂商已于近两年开启了移动游戏的开发计划，且海外大厂在美术与玩法上有过人的积累。

图表 11 2021 年中国移动游戏全球市场占比

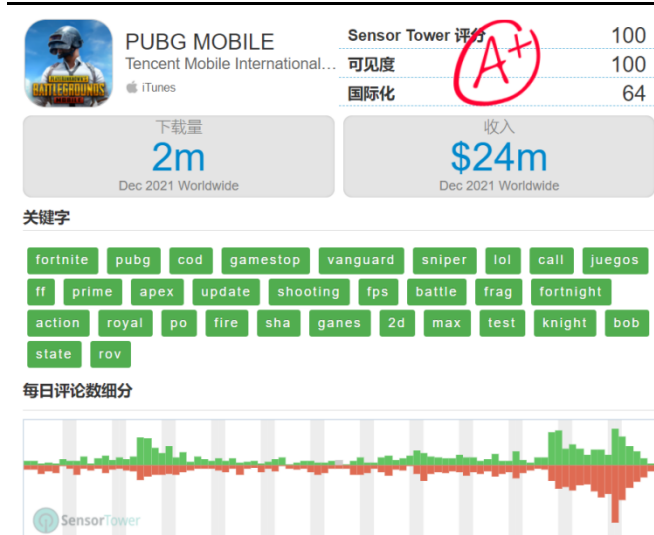


资料来源：OpenMediation《全球手游市场研究报告：2022 十大手游趋势》

但我们认为国内厂商在移动游戏上存在几点优势：1) 领先的商业模式。国内手游普遍采取的免费下载+内购的模式要更优于海外端游的付费买断模式，国内厂商多年沉淀下来的付费数据体系在长线运营上领先海外。2) 长线运营和快速研发优势。手游内容迭代速度要快于买断制端游，研发节奏、发行方式都需要时间沉淀。

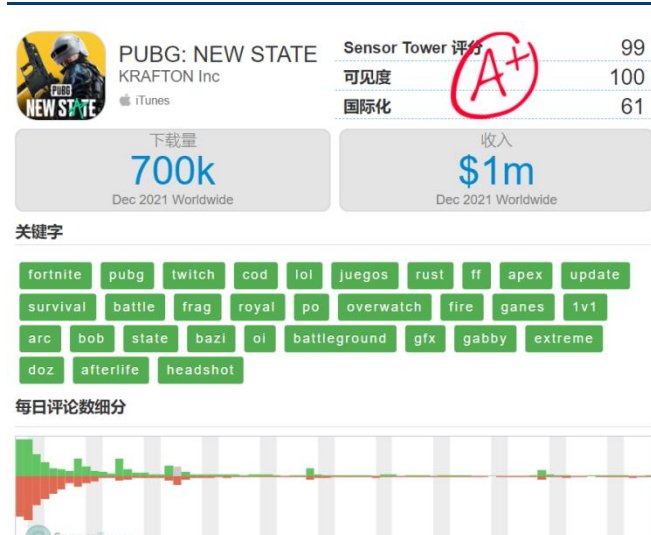
如曾经爆火的端游 PUBG，由腾讯拿下 IP 后开发出首款《PUBG M》手游取得重大成功。此后 PUBG 端游开发商 KRAFTON 开始研发属于自身的同 IP 二代手游，但由于腾讯先发优势、自身运营研发经验等原因自 2021 年 8 月上线以来表现平平；2021 年 12 月腾讯的《PUBG M》IOS 月流水达到 2400 万美元，而同期 KRAFTON 开发的自研手游《PUBG: NS》IOS 月流水仅达到 100 万美元。对于海外端游厂商来说，曾经的开发经验有助于他们快速打入中重度手游市场，但早期的市场“学费”恐仍是难以避免的。

图表 12 腾讯开发的《PUBG M》2021.12 月流水



资料来源：Sensor Tower

图表 13 KRAFTON 开发的《PUBG》2021.12 月流水



资料来源：sensor tower

（四）海外移动游戏还剩多少空间：以八大市场为例

我们整理了移动游戏市场规模最大的八大市场进行比较，其中欧美市场：手机普及率高，

但移动市场未被深度开采，潜力极大。以移动游戏/名义 GDP 指标为参考去看，各国的移动游戏挖掘程度分别为韩国 > 日本 > 中国 > 印度尼西亚 > 印度 > 美国 > 英国 > 德国；整体看德国等欧洲国家情况类似美国，市场仍未被完全挖掘。东亚的潜在空间则相对有限，欧美、特别是美国市场或是未来最主要的增量。

乐观看如果 top8 中的洼地市场移动游戏渗透率达到中国级别，则还存在约 400 亿美元左右的潜在增量；按照中国游戏 20% 以上的市占率，则是 80 亿美元的潜在增长空间，且我们乐观认为我国厂商尚有渗透率提升潜力。但在实际的市场发展情况中，美国等市场的移动游戏渗透率由于过去的主机文化沉淀或将难以到达中国水平。东亚潜在空间由于 GDP 和结构因素则相对低一点，如日本移动游戏市场规模占比已然不低，更多的竞争是在争取市占率，印度等市场则主要需要等待人均消费能力和智能手机渗透率的增长。

我们整体判断在最乐观的情况下海外移动游戏市场对于中国厂商来说仍有近千亿人民币级别的潜在空间（海外移动游戏市场的增长与中国厂商渗透率的提升），后续主要的挑战在于中国厂商能否成功出海欧美市场并确立优势。

图表 14 海外主要移动游戏市场情况测算（其中韩国英国数据不全）

市场/地区	人口数（百万）	网民数（百万）	智能手机用户数（百万）	智能手机普及率	移动游戏收入（百万美元）	2021 名义 GDP（亿美元）	移动游戏/名义 GDP	如果渗透率达到 0.18%	增量（百万美元）
中国	1,444.2	976.7	953.5	66.0%	31,368.70	177,272.00	0.18%		
美国	332.9	287.8	273.8	82.2%	14,779.90	229,935.00	0.06%	41,388.30	26,608.40
日本	126.1	115.4	83.0	65.9%	12,385.30	49,347.00	0.25%		
韩国					4,207.50	16,305.00	0.26%		
印度	1,393.4	693.0	492.8	35.4%	2,249.10	30,798.00	0.07%	5,543.64	3,294.54
英国					1,599.80	31,885.00	0.05%	5,739.30	4,139.50
德国	83.9	76.6	66.2	78.8%	1,522.50	42,189.00	0.04%	7,594.02	6,071.52
印度尼西亚	276.4	184.9	170.4	61.7%	1,511.20	11,858.00	0.13%	2,134.44	623.24

资料来源：NEWZOO，华创证券

过去两年除了原有的排名靠前的先发者之外，最大的变数即为米哈游与三七互娱，米哈游的《原神》即为品质领先碾压的代表，出海的效果类似当年首先把高品质吃鸡玩法移植到手机上的腾讯网易。而三七互娱则是在海外再次发扬了其强买量厂商的能力，我们认为三七当前对于海外主流市场的品类与广告偏好已有较深的理解与经验，正在把其在国内成功的买量打法在海外进行复用。

图表 16 中国移动游戏出海收入排名(2021 年 9 月以前口径包含非游戏厂商出海收入)

	2020 年	2021 年 1 月	2021 年 2 月	2021 年 3 月	2021 年 4 月	2021 年 5 月	2021 年 6 月	2021 年 7 月	2021 年 8 月	2021 年 9 月	2021 年 10 月	2021 年 11 月	2021 年 12 月	2022 年 1 月	2022 年 2 月
1	FUNPLUS	FUNPLUS	FUNPLUS	FUNPLUS	FUNPLUS	腾讯	FUNPLUS	FUNPLUS	FUNPLUS	米哈游	FUNPLUS	米哈游	FUNPLUS	米哈游	米哈游
2	莉莉丝	腾讯	米哈游	腾讯	腾讯	FUNPLUS	腾讯	腾讯	腾讯	FUNPLUS	腾讯	FUNPLUS	米哈游	FUNPLUS	FUNPLUS
3	腾讯	米哈游	腾讯	米哈游	莉莉丝	莉莉丝	莉莉丝	米哈游	米哈游	腾讯	米哈游	腾讯	腾讯	腾讯	腾讯
4	网易	莉莉丝	莉莉丝	莉莉丝	米哈游	米哈游	米哈游	莉莉丝	莉莉丝	字节跳动	三七互娱	莉莉丝	莉莉丝	莉莉丝	三七互娱
5	IGG	IGG	IGG	IGG	IGG	网易	三七互娱	字节跳动	字节跳动	三七互娱	莉莉丝	三七互娱	三七互娱	三七互娱	莉莉丝
6	欢聚集团	Magic Tavern	网易	欢聚集团	三七互娱	三七互娱	字节跳动	三七互娱	三七互娱	莉莉丝	网易	网易	网易	网易	网易
7	友塔游戏	网易	欢聚集团	网易	字节跳动	字节跳动	网易	网易	网易	博乐游戏	博乐游戏	博乐游戏	博乐游戏	博乐游戏	博乐游戏
8	龙创悦动	欢聚集团	Magic Tavern	三七互娱	欢聚集团	IGG	IGG	博乐游戏	博乐游戏	网易	IGG	IGG	IGG	IGG	IGG
9	米哈游	三七互娱	三七互娱	Magic Tavern	网易	欢聚集团	博乐游戏	友塔游戏	IGG	IGG	壳木游戏	友塔游戏	友塔游戏	壳木游戏	龙创悦动
10	博乐游戏	博乐游戏	龙创悦动	博乐游戏	Magic Tavern	Magic Tavern	欢聚集团	IGG	欢聚集团	欢聚集团	友塔游戏	沐瞳科技	壳木游戏	友塔游戏	友塔游戏
11	4399	友塔游戏	博乐游戏	友塔游戏	博乐游戏	博乐游戏	友塔游戏	欢聚集团	友塔游戏	友塔游戏	Topwar Studio	壳木游戏	龙创悦动	龙创悦动	壳木游戏
12	悠星网络	龙创悦动	友塔游戏	字节跳动	友塔游戏	友塔游戏	壳木游戏	壳木游戏	壳木游戏	壳木游戏	龙创悦动	Topwar Studio	沐瞳科技	悠星网络	沐瞳科技
13	壳木游戏	悠星网络	字节跳动	龙创悦动	龙创悦动	龙创悦动	龙创悦动	Topwar Studio	Topwar Studio	龙创悦动	沐瞳科技	龙创悦动	Topwar Studio	沐瞳科技	Topwar Studio
14	游族网络	字节跳动	壳木游戏	Topwar Studio	壳木游戏	壳木游戏	Topwar Studio	龙创悦动	龙创悦动	Topwar Studio	悠星网络	悠星网络	点点互动	Topwar Studio	点点互动
15	三七互娱	壳木游戏	4399	壳木游戏	Topwar Studio	Topwar Studio	沐瞳科技	沐瞳科技	沐瞳科技	沐瞳科技	4399	智明星通	悠星网络	点点互动	悠星网络

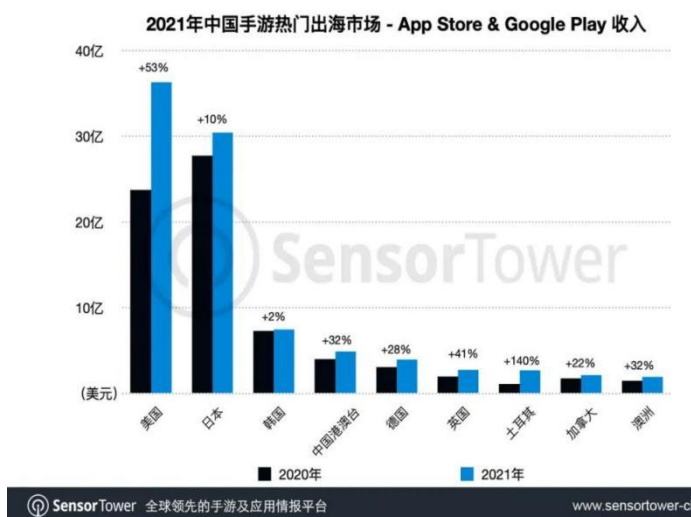
资料来源: Appannie, 华创证券

根据 sensor tower 口径看市场格局，美日韩仍为中国厂商最大的出海市场。但整体趋势呈现出明显的欧美增速远高于东亚，与我们此前市场规模测算中做出的判断基本一致。成熟的东亚市场虽然体量大但更加接近于存量竞争，欧美市场则是主要的增量市场。

从手游收入排名来看，中国成功出海手游 TOP10 中品类特点同样十分突出。Top1 为开放

世界 RPG 原神，2、5、7 都为射击游戏，3、4、6、8、9、10 则都为各种不同题材的 SLG 游戏。且基本都为 COK 玩法衍生类产品。唯一的率土类 SLG 三国志排在 TOP14。

图表 17 2021 年中国手游市场热门出海市场收入增速



资料来源: sensor tower

图表 18 2021 年中国手游收入排名



资料来源: sensor tower

三、认知重品质出海厂商：腾讯、网易与米哈游如何打开市场

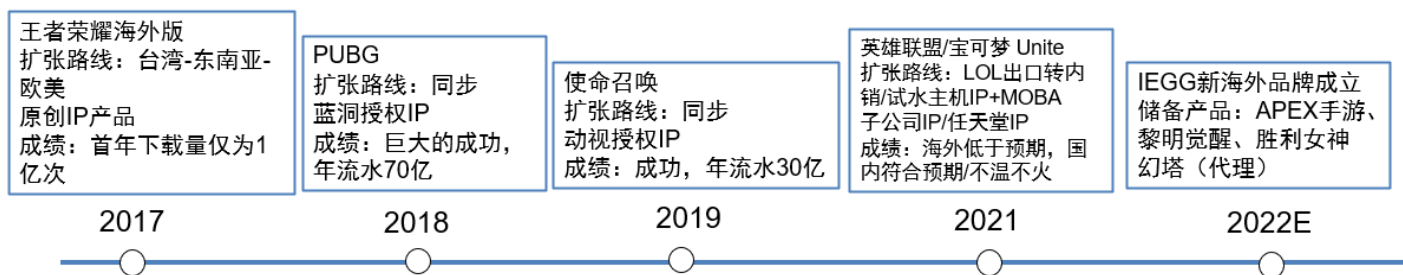
虽然三家厂商都是以高品质游戏出海而突出，但仍然可以从多维度看出各自优劣：我们认为在原创 IP 能力上米哈游（原神）与网易（荒野行动、阴阳师）更加占优；从工业化研发（复现）能力上看，腾讯与网易更加占优；在玩法探索能力上网易与米哈游更加占优；从全球发行能力上看米哈游与腾讯更加占优；从面临的市场竞争格局看，米哈游（全球市场+全新开放世界品类）优于腾讯（全球市场+FPS 品类）优于网易（从日韩到全球市场中+FPS/SLG/MMO 品类）。

（一）腾讯游戏出海回顾：从 IP 改编到更完备的海外发行平台

腾讯在过去通过和海外主要的端游 IP 通过投资和战略合作的方式形成了绑定。而腾讯（包括网易）的手游研发实力也确实获得了海外 3A 大厂的认可。《使命召唤》、《Apex》、《宝可梦》、《帝国时代》、等 IP 逐步开始了由腾讯主导研发的移动化，腾讯在国际上的投资与合作为其带来了大量 IP 和玩法的储备，通过海外知名 IP+成熟手游内容的方式快速收割海外市场。（但海外 IP 普遍分成较高，研发门槛较高，因此利润率将会偏低。）

当前目标：发行侧为 IEGG 与全球化协作体系的建立，建立更加成熟和有经验的全球化发行平台。研发端看天美、光子相继在北美设立了一系列工作室，包括天美洛杉矶、天美西雅图、天美蒙特利尔，以及光子加拿大、Lightspeed Studio 和 Uncapped Games。随着腾讯西方产线的布局日益庞大，和国际业务品牌 Level Infinite 的成立，标志着其“全球化协作体系”的初步成型，目前的主要努力方向为增强海外发行能力，未来或许将在此体系上尝试原创 IP 体系的建立。

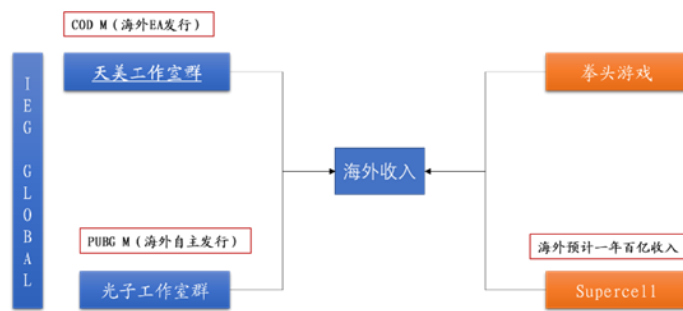
图表 19 腾讯移动游戏出海历史



资料来源：华创证券整理

而腾讯整个的游戏业务主要围绕四大工作室群+并购的拳头游戏与 supercell：两大海外子公司中的前者是端游时代顶级 MOBA 游戏《LOL》的开发厂商，当前一方面围绕 LOL 进行运营；另一方面在开发与运营新 IP 《Valorant》系列端手游。后者是开发出《部落冲突》手游的顶级创意驱动型厂商。在此之外腾讯 IEG 还存在负责对接国内第二方第三方厂商的发行中心（四大工作室群已有自己的发行力量）、负责海外发行的 IEGG 以及大量的支持团队。

图表 21 腾讯海外收入构成



资料来源：华创证券整理

图表 22 腾讯发行线储备产品



从类型看，腾讯出海成功产品以 FPS/生存竞技、MOBA 等中重度品类为主。基本采用海外大 IP+成熟且高品质的手游研发流程，有极好的复现能力，可以通过海外大 IP+自身研发经验实现，如《PUBG》、《COD》、《APEX》都是这样战略下的产品，原创 IP 产品虽有尝试但通常投入较小，表现并不突出。

从区域看,《PUBG》与《COD》的主要收入来自北美、日本等成熟市场,活跃用户大部分集中在新兴市场;在全世界都有较大市场规模。但从沐瞳的无尽对决(更加东南亚本地化的类王者荣耀 MOBA 手游)在东南亚对腾讯造成的冲击看腾讯在本地化和低线市场的精细化运营上做的并不突出。当前成功的产品较为依赖大 IP 的宣传效应与自身的研发

经验；而曾经的合作发行商 Garena 首款自研游戏《Free fire》即使质量更差，却已经通过“农村包围城市”差异化战略逐步追赶《PUBG M》。国际化的精细发行能力与差异化用户的挖掘能力仍是腾讯的短板，需要未来 IEGG 通过更多的产品沉淀经验。

图表 23 《PUBG M》全球畅销榜分布情况



资料来源：七麦数据

图表 24 腾讯海外当前三款重点产品：大 IP+射击战略



资料来源：华创证券整理

（三）网易出海回顾：从日本区域霸主到试水欧美，IP 战略与创意驱动共举

从产品上看，《荒野行动》收入为网易最大出海产品，头部非常集中。而从荒野与海外版阴阳师的收入地区上看，日本为网易的第一大出海市场。而吃鸡手游《荒野行动》在日本的成功主要来自于先于腾讯抢占先机，在日本积累了足够的用户群与本地化经验，同样方便了后续产品进入日本。但日本市场虽然规模较大，竞争格局却差于欧美，整体渗透率更高更加偏向于存量市场。

在日本出海成功这一阶段的网易依赖的是其强大的自研能力和领先身位的产品理念，即较高质量产品+手游端的玩法优势+较早进入日本市场。在此基础上，网易形成了自己的日本出海方法论：本土化 IP 联动+线上线下立体宣传+本地化精细运营。但另一方面过去网易在欧美市场的出海发行经验沉淀则相对较少。

从新产品角度看，网易 IP 战略与创意驱动共举，第一类为类似腾讯的成熟玩法+大 IP：网易与暴雪、漫威、华纳等多家全球游戏/影视 IP 巨头合作，已上线和储备的全球化 IP 包括漫威、哈利波特、指环王、暗黑破坏神等相关 IP 产品，公司向欧美拓展的意图较为明确，如《指环王手游》已经成功上线欧美地区并开始进入攀升期，《暗黑破坏神》与《哈利波特》已经确定今年上线海外。大 IP 保障了下限和可复制性，但也决定利润率较低。

图表 25 《荒野行动》全球畅销榜分布情况



资料来源：七麦数据

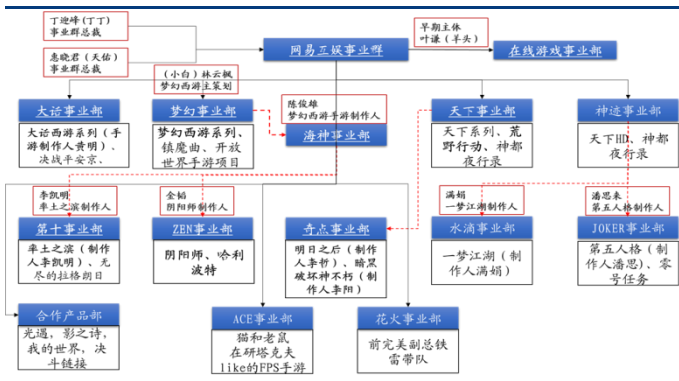
图表 26 新上线《指环王》全球畅销榜分布情况



资料来源：七麦数据

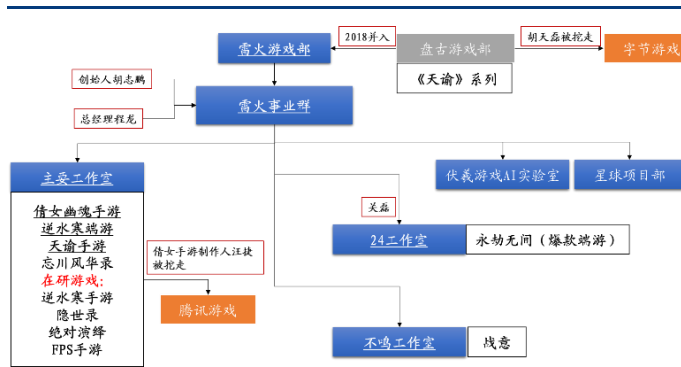
在大 IP 战略之外，不可忽视的还有网易自身研发体系下极强的创意出产能力。网易的互娱与雷火事业群下有无数个各有擅长的工作室，以工作室单位尝试自己擅长的产品。网易本身的工作室结构氛围也为创意游戏的诞生培育提供了土壤。

图表 27 网易互动娱乐事业群



资料来源：华创证券整理

图表 28 网易雷火事业群结构



资料来源：华创证券整理

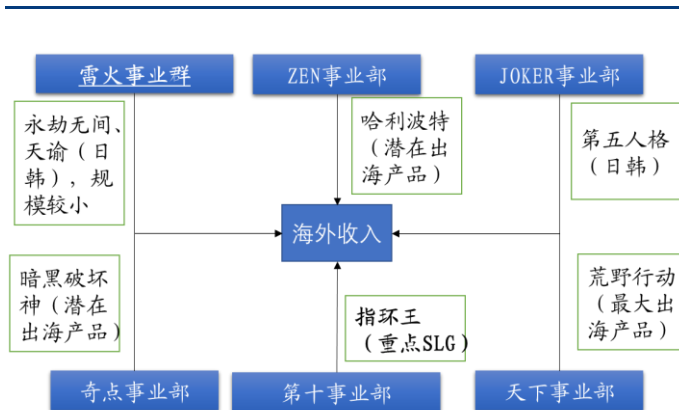
（四）网易出海产品特质：工作室出海热情不断提高，《指环王》或是首款惊喜

过去网易的出海主要集中于日本市场，主要由天下事业部的荒野行动（吃鸡玩法）、Joker事业部的第五人格（非对称竞技玩法）等产品组成；未来则有 ZEN 的哈利波特（卡牌玩法）、奇点的暗黑破坏神（ARPG 玩法）等大 IP 进行进军欧美市场，同时第十事业部的率土类 SLG 指环王已经上线欧美，尝试拓宽欧美新品类。网易的多工作室各有擅长品类这一点特质再次得到体现，出品《指环王》的正是率土玩法的起点第十工作室。

因此今年的出海产品中我们较关注《指环王》的成绩表现，从国内经验来看：率土类 SLG 往往比传统 COK 类 SLG 更加长寿且头部集中，相比百花齐放的 COK 类 SLG，国内的率土类 SLG 仅有两款头部产品分别为《率土之滨》与《三国志·战略版》但海外特别是欧美暂时缺少成功产品，若大 IP+率土类模型的产品在欧美取得了成功，我们认为不仅是为网易增加了一款超长线的 SLG 游戏，更是帮助其提高了对于欧美市场用户的理解。

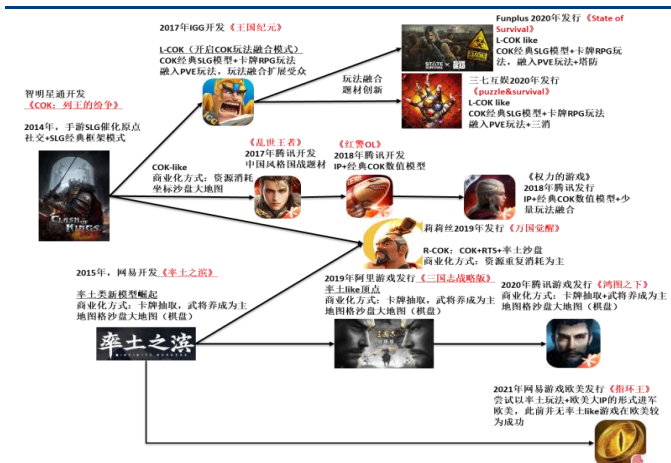
同时网易在团队立项上做了较大调整，在版号缩减与竞争压力下未来将会聚集更多力量做大项目与出海项目，未来网易的创意研发能力有望在海外得到更好的体现。

图表 29 网易现有出海项目与其背后的工作室



资料来源：华创证券整理

图表 30 SLG 衍生复盘：率土类 SLG 指环王进军海外



资料来源：华创证券整理

（五）米哈游出海回顾：游戏出海的高质量异数，产品飞轮形成技术护城河

米哈游同样是重品质出海的代表，市场主要集中在发达的高 ARPU 欧美日韩等国家；《原神》在我们看来突出的优点一在于全球化的设计与同步发行能力、二在于坚定的长期研发投入、三在于原创 IP 的能力、四在于首先将开放世界玩法引入移动游戏端。因此相较于其他质量型出海厂商实现了更低的竞争压力、更高的利润率以及更强的品牌效应。

图表 31 原神畅销榜分布情况



资料来源：七麦数据

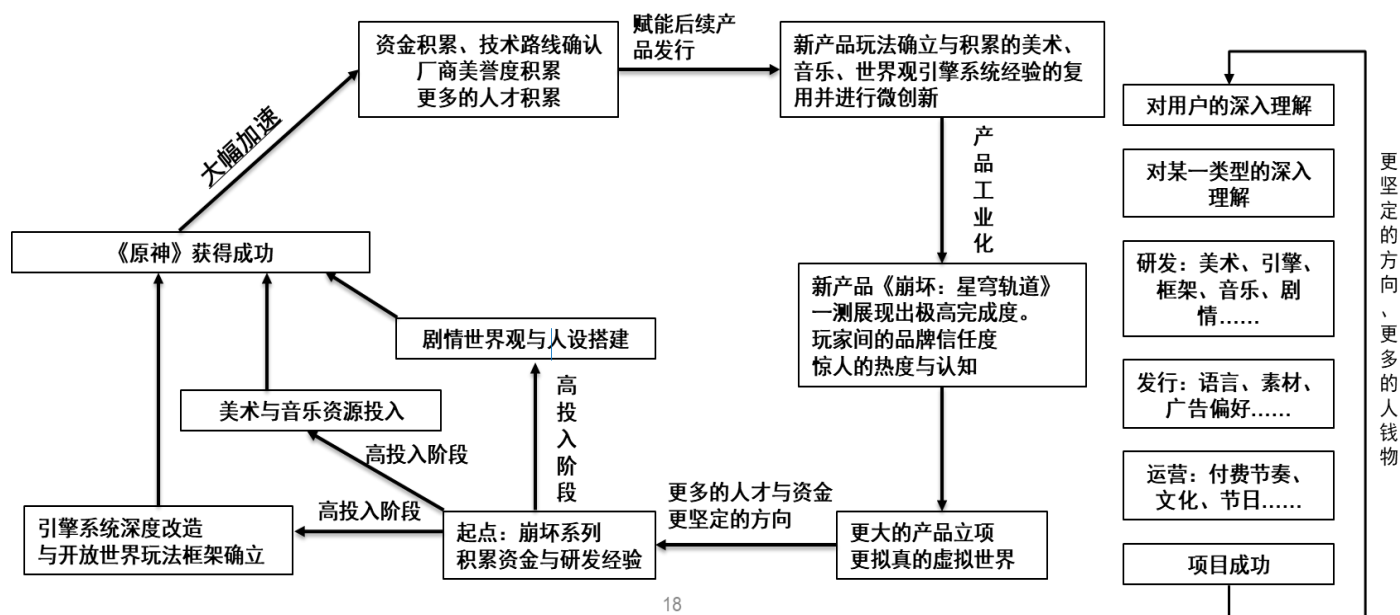
图表 32 中重度手游的突破机会常来自玩法的引入



资料来源：华创证券整理

我们认为《原神》开启了一轮确定性极高的产品飞轮：《原神》探索成功后的米哈游已经积累了更多的资金与人才、技术实力与全新且坚定的研发方法论。即使保持当前产品路径下的投入，我们认为这轮产品飞轮已经能使得米哈游在较长时间内保持资金人才积累-技术玩法提升-产品质量-资金人才积累的正向循环，在较长一段时间内保持其极强的竞争力。而这样高品质突围道路短期内对于其他游戏厂商来说难以复现。因此米哈游在海外产品端的优势有望在较长时间内保持。

图表 33 米哈游的飞轮效应



资料来源：华创证券整理

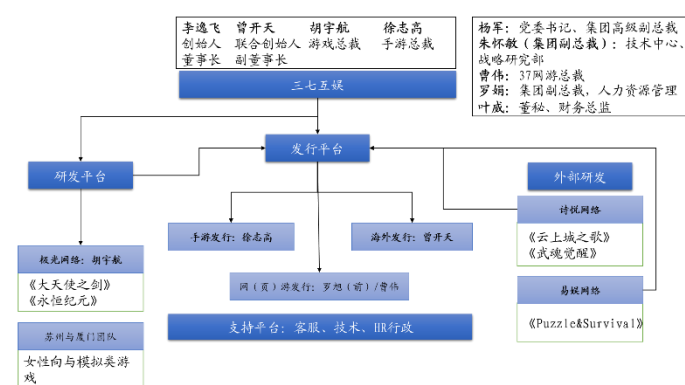
四、认知买量出海打法“新秀”：三七互娱如何成功

（一）新秀不“新”，以发行为核心的全球化团队

从当前的管理构架看，创始人团队始终在一线带业务：公司的核心业务领导包括创始人李逸飞、联合创始人曾开天（当前海外发行团队负责人）、游戏总裁胡宇航（主抓研发）、手游总裁徐志高（主抓国内买量发行）、党委书记杨军、负责技术中心的副总裁朱怀敏、负责 37 网游部门的曹伟、负责人力资源管理的罗娟以及财务总监叶威。

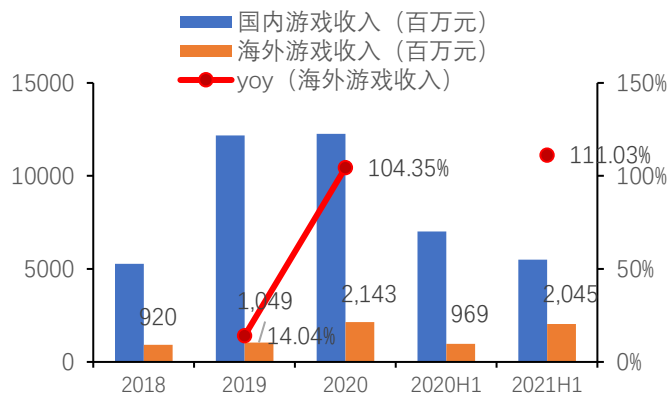
从业务特点来理解，极强的买量发行能力为核心：过去三七的成功来源于 37 手游团队在国内跑通的买量模式：即玩法模型跑通，精准广告快速复用推广。而公司正在把这种极强的买量发行能力在海外重现，挖掘流量红利和下沉市场。因此海外“新秀”的成功有着国内强发行体系的长期铺垫。公司在 2018~2019 年期间海外游戏收入并不突出，2020~2021 年有一个明显放量，且我们预计 2022 年海外收入将继续放量。

图表 34 三七互娱公司构架：以发行与强领导为核心



资料来源：华创证券整理

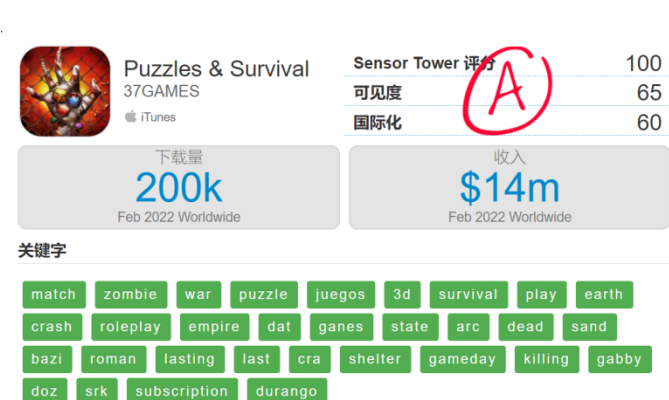
图表 35 三七收入结构



资料来源：wind，华创证券

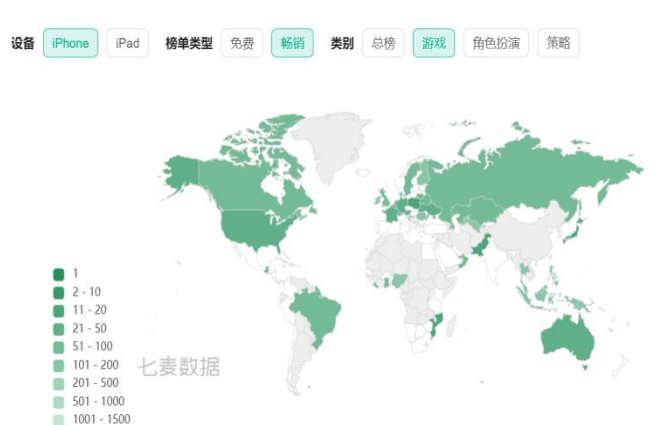
目前三七最主要的出海产品《末日喧嚣》已经全球发行，其客户群遍布全球；从 SensorTower 数据追踪来看，目前 2 月份《末日喧嚣》IOS 端流水达到 1400 万美元且实际上已经维持较长时间，我们预计单月全渠道流水接近 4000 万美元。

图表 36 Sensor Tower 上的《末日喧嚣》数据追踪



资料来源：sensor tower

图表 37 末日喧嚣已经全球发行



资料来源：七麦数据

（二）成功产品背后是不断的试错，潜力题材+融合玩法打开 SLG 市场

重发行型出海公司较为偏好 SLG 品类，因为 SLG 品类长线化变现非常好且数据成熟，非常适合在保留核心数值的基础上通过买量推广尝试适合的玩法题材。对于厂商来说研发投入思路更多是成熟 SLG 模型+玩法微创新+吸量题材，然后不断调优直到正式投放。如三七互娱曾经推出多款 SLG，但之前产品效果都相对不好；但投放与玩法经验却不断地积累，如 2018 年推出的《恐龙纪元》试水了 COK-like 玩法+恐龙题材、2019 年的《Puzzles & Conquest》试水了三消+SLG 玩法融合、之后还有 2020 年上线的《狂野西境》的推出更深度的试水了欧美题材。最后直到末日题材+三消 SLG 玩法的《末日喧嚣》发行获得成功。故我们认为三七目前在海外的流水背后是十余年的国内发行经验+至少四年多的海外 SLG 产品试水经验。

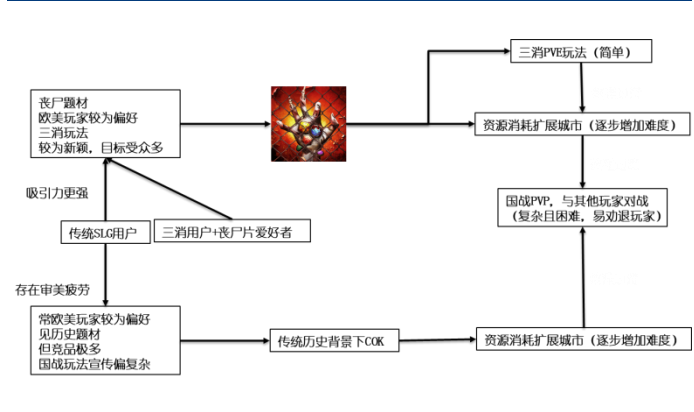
在我们看来末日喧嚣是伪装成三消 PVE 的 COK 类 SLG：从末日喧嚣的 SLG 部分来看，游戏主要是延续了传统 COK-like 玩法。但传统 COK 市场竞争激烈，原有用户池已被多次挖掘，而新用户上手 SLG 难度偏高，获客是巨大的难题。而三消在欧美有着非常广阔的用户基础，三消的模式成功让用户度过了前期困难的入手阶段，更容易让不属于传统 SLG 的用户入坑。同时公司敏锐选择了丧尸类题材，这类题材是近一年来欧美买量效果最好的题材。品类模型跑通后立即开始买量推广精准挖掘潜在用户，开启 2021 年海外流水的大幅放量。

图表 38 末日喧嚣之前，三七已经尝试多款 SLG 产品

	Puzzles & Survival 37GAMES	当前应用	277 游戏(免费)	20 策略(免费)	2020-08-21	2021-12-24	在线
	Wild Frontier: Rage West 37GAMES		- 游戏(免费)	- 策略(免费)	2020-04-24	2021-04-21	在线
	Puzzles & Conquest 37GAMES		- 游戏(免费)	481 策略(免费)	2019-12-18	2021-12-22	在线
	Clash of Mythos 37GAMES		- 游戏(免费)	- 策略(免费)	2019-07-18	2019-09-25	下架 2020-12-14
	Jurassic Tribes 37GAMES		- 游戏(免费)	- 策略(免费)	2018-11-19	2019-08-17	在线
	Stone Arena 37GAMES		- 游戏(免费)	- 动作(免费)	2018-09-13	2018-09-16	下架 2019-01-29
	Primal Wars: Dino Age 37GAMES		- 游戏(免费)	- 策略(免费)	2018-06-20	2018-08-11	下架 2018-10-12

资料来源：七麦数据

图表 39 《末日喧嚣》与传统 SLG 的差异



资料来源：华创证券整理

（三）如何看待《末日喧嚣》的意义：迈入重发行出海头部厂商与更稳定的流水基本盘

我们认为《末日喧嚣》的成功基本标志着三七正式成为重发行出海的头部大厂之一，并带来多项特殊意义。

首先 COK 模型下的 SLG 通常有着起量稍慢但持续性极好的特征：早期进入 SLG 游戏的用户通常存在较长的学习阶段，一旦留存下来形成用户数量足够的生态，验证数值与社交模型跑通。则流水与用户都将极度稳定，目前看末日喧嚣已经跨过了这一阶段。以经典 COK 类 SLG 游戏《万国觉醒》为例，2018 年上线美国后约一个季度时间快速完成爬坡并进入稳定期。上线三余年至今仍在美国畅销榜前列。

三七的《末日喧嚣》上线以来经历约半年多的爬坡期进入稳定期，目前仍在上线的第二年。预计接下来两年左右流水都将表现稳定。但三七的买量策略相较其余买量出海大厂 FUNPLUS 与莉莉丝更加激进，因此我们预计利润率会低于同类厂商，但持续性将类似。

图表 40 经典 COK 类 SLG 游戏《万国觉醒》2018 年上线以来美国 IOS 排名



资料来源: 七麦数据

图表 41 三消+COK 类 SLG 游戏《末日喧嚣》2020 年上线以来美国 IOS 排名



资料来源: 七麦数据

核心数据模板复用潜力大，复现过去国内传奇奇迹快速扩张过程：对 SLG 游戏来说，最宝贵的是其数值体系和长时间的运营经验，三七在《P&S》（末日喧嚣）上的 SLG 成功运营经验大概率可以复用且沉淀的，未来在此基础上不断套用末日、黑帮、魔幻、蚂蚁等题材。

扩张出海品类与地区的钥匙：同时在《P&S》（之前三七的成功出海产品主要集中在日韩 MMO 与卡牌市场，《P&S》为其打开了欧美 SLG 市场的大门，最近的模拟游戏《叫我大掌柜》在港澳台也获得了一定的成功。此时三七已有 MMO、卡牌、SLG、模拟经营等产品的成熟出海经验，可以因地制宜的推出产品与买量投放。

五、风险提示

游戏上线进度不及预期，海外买量费用大幅上升，国内现有业务体量超预期下滑，国内外游戏行业政策发生较大变化。

传媒组团队介绍

组长，首席研究员：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

分析师：张静雯

中国人民大学硕士。曾就职民生证券，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：费磊

南开大学硕士。曾就职民生证券，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。

助理研究员：李依韩

中国农业大学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	程婧斐	销售经理	010-66500681	chengjingfei@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	包青青	高级销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	周玮	销售助理		zhouwei@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	柯任	高级销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	王世韬	销售助理		wangshitao1@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com

	宋丹珩	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522