



《摩尔庄园》出圈，Z世代社交游戏模式得到验证

互联网行业 Z 世代社交游戏专题报告 | 2021.6.14

中信证券研究部

核心观点



王冠然
首席传媒分析师
S1010519040005



朱话笙
传媒分析师
S1010521010005

《摩尔庄园》的火爆验证了 Z 世代游戏用户的群体规模以及付费能力，面向 Z 世代的社交游戏赛道的广阔前景被验证，预计在 Z 世代游戏布局的相关公司将陆续启航。我们预计，2025 年 Z 世代游戏市场规模达到 2000 亿元。Z 世代更加注重自我表达，社交需求更高，我们看好面向 Z 世代的社交游戏机会，建议关注各公司在 Z 世代社交游戏领域的布局，维持腾讯控股（00700.HK）、网易（NTES.US）、心动公司（02400.HK）、哔哩哔哩（BILI.US）“买入”评级，建议关注百奥家庭互动（02100.HK）。

■ Z 世代 IP《摩尔庄园》释放强大影响力。2021 年 6 月 1 日吉比特重点代理游戏《摩尔庄园》手游正式开服。“摩尔庄园”IP 覆盖年轻人群体高达 1.5 亿人，受众广泛。据吉比特官方披露，《摩尔庄园》开服 8 小时下载量即突破 600 万，同时在线人数突破 100 万。根据七麦数据，《摩尔庄园》手游在 iOS 免费榜连续七天排名第一，截至 2021 年 6 月 6 日畅销榜总榜排名第四。《摩尔庄园》手游上线至 6 月 6 日不到一周即斩获 13 个微博热搜。

■ 《摩尔庄园》区别传统游戏，体验式游戏区别数值型游戏。《摩尔庄园》核心玩法以养成与社交为基础，搭配休闲与剧情玩法。《摩尔庄园》核心通过农场、牧场、餐厅、鱼塘等养成体系吸引玩家打造其个性化家园，以好友聊天、拜访、公共场所自由互动与小镇体系构建其社交系统。游戏内置金豆、摩尔豆两套经济体系，较高的道具装饰价格促使用户付费购买服饰、道具和家居，满足玩家的个性化表达和社交需求。

■ 《摩尔庄园》出圈验证 Z 世代社交游戏赛道的广阔前景，重点关注布局 Z 世代的厂商：《摩尔庄园》强势出圈验证面向 Z 世代的社交游戏的强大潜力。Z 世代群体已成为游戏用户最大人群，我们预计 2025 年对应游戏市场规模 2000 亿元。Z 世代注重自我表达，社交需求强烈，当前《奥比岛》《洛克王国》《糖豆人：终极淘汰赛》《炸鸡派对》《阴阳师：妖怪小班》《心动小镇》等 Z 世代社交游戏正在路上，Z 世代游戏板块值得期待。

■ 风险因素：游戏社区运营的监管风险，玩法的持续迭代和研发能力提升风险

■ 投资策略：《摩尔庄园》手游上线一周排名 iOS 免费榜第一，游戏畅销榜前三，游戏相关话题火爆出圈，验证面向 Z 世代社交游戏的广阔前景逻辑。Z 世代用户占游戏群体最高比例，用户消费潜力巨大。Z 世代更加注重自我表达，社交需求更高，我们看好面向 Z 世代的社交游戏机会，建议关注各公司在 Z 世代社交游戏领域的布局，维持腾讯控股（00700.HK）、网易（NTES.US）、心动公司（02400.HK）、哔哩哔哩（BILI.US）“买入”评级，建议关注百奥家庭互动（02100.HK）。

传媒行业

评级 强于大市（维持）

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		20A	21E	22E	20A	21E	22E	
腾讯控股	603	16.66	14.8	17.44	32	34	29	买入
网易	113.2	3.5	4.8	5.6	42	31	27	买入
心动公司	54.6	0.0	-0.2	0.0	2,262	-224	10,613	买入
哔哩哔哩	107.8	-7.8	-13.5	-15.2	NA	NA	NA	买入
百奥家庭互动	1.76	0.10	0.14	0.18	7.76	10.70	8.21	-

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：腾讯控股、心动公司、百奥家庭互动股价为港元，参照 6 月 9 日收盘价，网易、哔哩哔哩股价为美元，参照 6 月 8 日收盘价，网易 PE 按照每 ADR 利润计算。百奥家庭互动采用 Wind 一致预期，其他股票为中信证券研究部预测

目录

《摩尔庄园》：以模拟经营与 MMO 社交为核心的经典页游 IP 转手游作品	1
摩尔庄园：面向年轻用户，IP 加成强势出圈	1
IP 背景：摩尔庄园页游 IP 覆盖 1.5 亿年轻群体	2
核心玩法：以模拟经营与 MMO 社交为基础，搭配休闲与剧情玩法	4
画风：卡通形象和萌系画风，用户接受度强	7
用户：以 95 后、00 后 Z 世代群体为主	7
付费点：审美与社交需求驱动服饰道具与家居消费	8
营销特征：多渠道社区运营与情怀话题快速导入用户	9
《摩尔庄园》验证了 Z 世代社交游戏潜力巨大	10
Z 世代游戏市场空间巨大	10
Z 世代群体社交需求强烈，游戏生命周期更长	11
多厂商已经布局，Z 世代游戏板块将迎来爆发期	12
风险因素	14
投资建议	14

插图目录

图 1: 2021 年 6 月 1 日-6 月 6 日《摩尔庄园》手游 iOS 免费榜和畅销榜排名.....	1
图 2: 《摩尔庄园》上线期间 iOS 各榜单排名与百度指数（与“儿童节”对比）.....	2
图 3: 一代年轻人的童年记忆——摩尔庄园页游画面.....	2
图 4: 2009 年 12 月中国初中及以下青少年用户社交网络覆盖人数（万人）.....	3
图 5: 摩尔庄园页游画面：商店与职业系统.....	4
图 6: 《摩尔庄园》手游养成玩法循环.....	5
图 7: 《摩尔庄园》手游社交玩法场景.....	6
图 8: 《摩尔庄园》手游内置休闲游戏.....	6
图 9: 《摩尔庄园》手游剧情玩法.....	7
图 10: 《摩尔庄园》手游与页游美术风格对比.....	7
图 11: 2021 年 5 月 1 日-31 日搜索“摩尔庄园”群体性别比例.....	8
图 12: 2021 年 5 月 1 日-31 日搜索“摩尔庄园”群体年龄比例.....	8
图 13: 《摩尔庄园》仅依靠摩尔豆装扮家园需要花费大量时间.....	8
图 14: 《摩尔庄园》手游付费-货币回收体系.....	9
图 15: 《摩尔庄园》多渠道营销活动.....	10
图 16: 2016-2018 年中国移动游戏用户年龄分布.....	10
图 17: 中国游戏用户年龄结构（2019H1）.....	10
图 18: Z 世代移动游戏市场规模变化情况（测算值）.....	11
图 19: Z 世代家校环境鼓励自我表达.....	11
图 20: TapTap 平台上《公主连结 Re: Dive》玩家与运营互动.....	11
图 21: 促进 Z 世代消费的核心动因.....	12
图 22: 促使 Z 世代玩家在同款游戏多次氪金的驱动力.....	12
图 23: 最能吸引 Z 世代玩家付费的因素排名.....	12
图 24: 上线 10 个月《崩坏 3》《全民奇迹》《神雕侠侣》付费率.....	12
图 25: 多款面向 Z 世代的社交游戏值得期待.....	13

■ 《摩尔庄园》：以模拟经营与 MMO 社交为核心的经典页游 IP 转手游作品

摩尔庄园：面向年轻用户，IP 加成强势出圈

《摩尔庄园》手游是一款以模拟经营和 MMO 社交为核心的经典页游 IP 转手游作品，由淘米网络开发，雷霆游戏运营，于 2021 年 6 月 1 日正式开服。《摩尔庄园》手游改编自 2008 年开放的《摩尔庄园》页游，目前主要面向 95 后、00 后等 Z 世代群体。游戏以农场、牧场、钓鱼、餐厅模拟经营和好友、“邻居”社交为基础，搭配休闲与剧情玩法，以全新的 3D 画面形式呈现，目前主要依靠审美与社交需求驱动的服饰道具和家具付费。

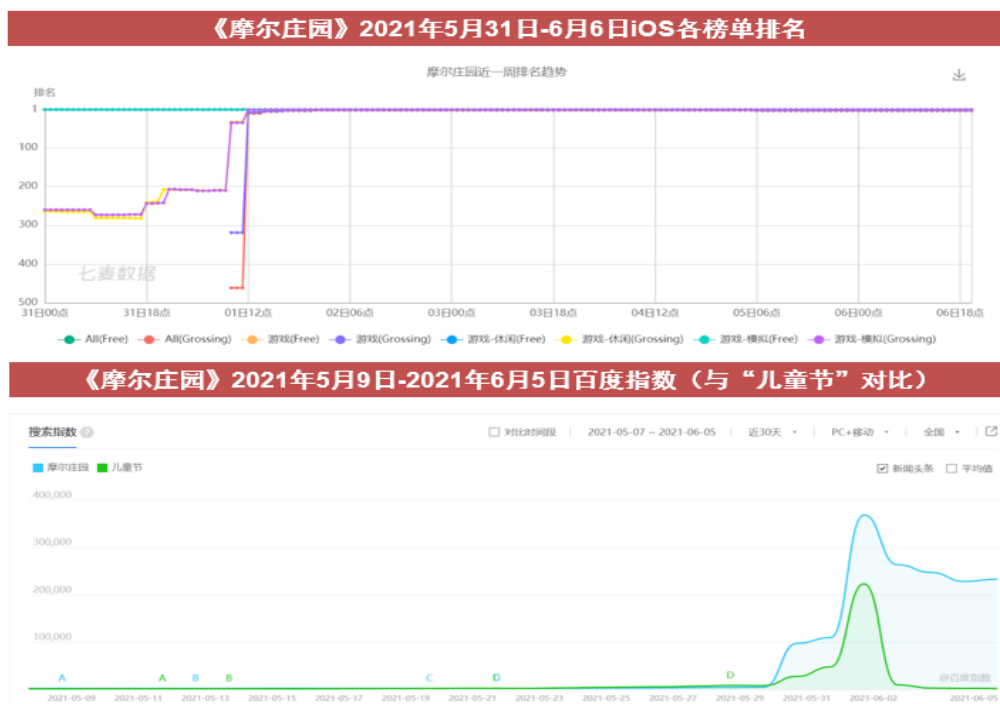
《摩尔庄园》手游上线一周 iOS 免费榜排名第一，强势出圈。《摩尔庄园》天然拥有 IP 的强大影响力，截至 5 月 29 日，《摩尔庄园》手游在官网的预约量超 926.2 万人，TapTap 上预约量超 133.6 万人，关注人数超 138 万人。据吉比特官方披露，《摩尔庄园》开服 8 小时下载量即突破 600 万，同时在线人数突破 100 万。上线前，《摩尔庄园》手游在游戏社区 TapTap 的评分高达 9.2 分，上线后截至 2021 年 6 月 6 日依然有 7.0 分。根据七麦数据，《摩尔庄园》手游在 iOS 免费榜连续七天排名第一，截至 2021 年 6 月 6 日畅销榜排名第四。《摩尔庄园》上线至 6 月 6 日不到一周即斩获 13 个微博热搜。

图 1：2021 年 6 月 1 日-6 月 6 日《摩尔庄园》手游 iOS 免费榜和畅销榜排名

《摩尔庄园》iOS 免费榜排名						《摩尔庄园》iOS 畅销榜排名					
日期	第1名	第2名	第3名	第4名	第5名	日期	第1名	第2名	第3名	第4名	第5名
今天	摩尔庄园	国家反诈中心	麦当劳	微信	抖音	今天	王者荣耀	抖音	和平精英	摩尔庄园	腾讯视频
昨天	摩尔庄园	国家反诈中心	麦当劳 -1	微信 +1	抖音	昨天	王者荣耀	和平精英 -3	抖音	摩尔庄园 +1	三国志·战略版 -3
前天	摩尔庄园	国家反诈中心	微信 -1	麦当劳 -1	抖音 -3	前天	王者荣耀	抖音	摩尔庄园	腾讯视频 +1	和平精英 -1
06.03	摩尔庄园	国家反诈中心	麦当劳	微信	抖音 -1	06.03	王者荣耀	抖音	摩尔庄园	和平精英	腾讯视频 -1
06.02	摩尔庄园	国家反诈中心	麦当劳	微信	抖音	06.02	王者荣耀	抖音	摩尔庄园	和平精英	梦幻西游
06.01	摩尔庄园	国家反诈中心	麦当劳	微信 -3	抖音 -1	06.01	王者荣耀	抖音	摩尔庄园 新上榜	和平精英 +1	梦幻西游

资料来源：七麦数据，中信证券研究部

图 2：《摩尔庄园》上线期间 iOS 各榜单排名与百度指数（与“儿童节”对比）



资料来源：七麦数据，百度指数，中信证券研究部

IP 背景：摩尔庄园页游 IP 覆盖 1.5 亿年轻群体

《摩尔庄园》原本是一款网页游戏，由淘米网络开发，最早于 2008 年 4 月开放。摩尔庄园提供专为青少年设计的虚拟交互社区，融合形象装扮、交互游戏、宠物养成、虚拟小屋等功能。游戏玩家在虚拟游戏世界中进行角色扮演，化身小鼯鼠“摩尔”。每位摩尔拥有一块可以耕作及饲养牲畜的农地，和一间可以任意装饰的房舍。玩家可与其他玩家的化身角色进行交流，比如聊天、串门、助人、互赠小礼物等。

图 3：一代年轻人的童年记忆——摩尔庄园页游画面

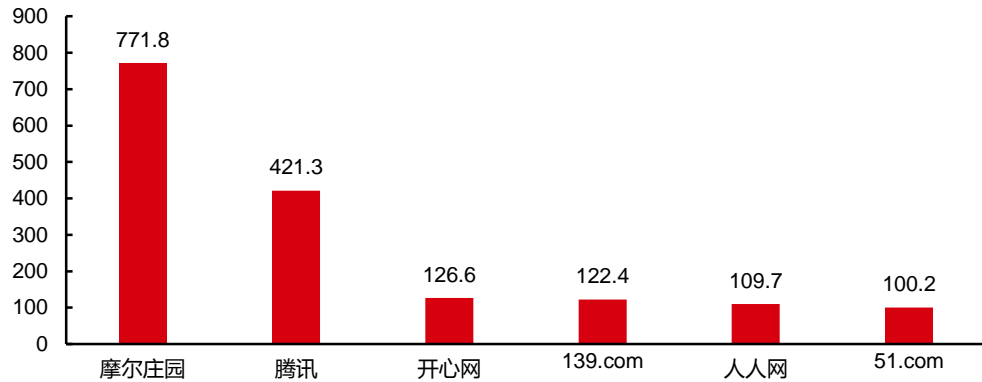


资料来源：游资网，新浪财经，中信证券研究部

摩尔庄园 IP 覆盖年轻群体高达 1.5 亿人。据 CNNIC 报道，2009 年中国网民数量达到 3.84 亿人，而据 36Kr 报道，同年摩尔庄园游戏玩家数量已达到 3000 万，其中活跃用

户 1000 万，摩尔庄园在未成年人中的渗透率甚至可能超过 QQ。根据艾瑞咨询数据，2009 年 12 月，中国初中及以下青少年用户中，摩尔庄园的月覆盖人数达到 771.8 万，超过腾讯覆盖人数。据艾瑞分析数据 2010 年注册用户达到 5000 万，游戏葡萄报道摩尔庄园历年总注册用户数达到 1.5 亿人。

图 4：2009 年 12 月中国初中及以下青少年用户社交网络覆盖人数（万人）



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

承载一代年轻人童年记忆，摩尔庄园 IP 在年轻群体中具备强大的号召力。摩尔庄园页游专为青少年设计，以养成、休闲和社交为核心玩法。在养成方面，玩家通过种植、养殖、打工来获取摩尔豆，用摩尔豆购买道具装扮自己的角色、家园和宠物（拉姆）。在休闲方面，摩尔庄园中许多地图和场景内置了数量众多的休闲小游戏，玩家通过小游戏来获取摩尔豆和道具。在社交方面，摩尔庄园支持添加好友、家园互访等社交互动，同时推出 SMC（超级摩尔俱乐部）职业系统，玩家满足条件通过职业考核后能够成为向导、记者、警官等职业，选择这些职业后的玩家可以在虚拟社区中履行真实的职责。例如，作为向导需要向新玩家解答问题，警官则负责监督游戏中其他玩家的不文明行为，而记者则在游戏中拍照（截图）并撰写新闻稿，编写《摩尔时报》等。摩尔庄园页游作为面向年轻人的社交休闲游戏，拥有完善世界观、剧情和丰富的玩家互动，在当时的青少年群体中拥有巨大的号召力。

图 5：摩尔庄园页游画面：商店与职业系统



资料来源：游资网，新浪财经，中信证券研究部

摩尔庄园页游是一款免费游戏，初期仅仅通过销售实体周边来获取收入，后期运营团队迫于营收压力推出了“超级拉姆”付费会员服务，定价每月 10 元。摩尔庄园最终于 2015 年 3 月暂停更新。2020 年 8 月，淘米网络宣布与吉比特旗下雷霆游戏达成合作，吉比特签下《摩尔庄园》的中国大陆地区独家代理运营权。

核心玩法：以模拟经营与 MMO 社交为基础，搭配休闲与剧情玩法

《摩尔庄园》手游版是围绕移动端特性在画面、玩法和交互性等方面进行全方位升级，以模拟经营与 MMO 社交为基础，搭配休闲与剧情玩法。

模拟经营：集合农场、牧场、钓鱼、餐厅等经营玩法

《摩尔庄园》上线宣传语“IP 回归 快乐养老”契合了其休闲、养成等核心玩法的特性。在养成这一核心玩法方面，每个摩尔都拥有自己的家园，里面包括房屋、农场、牧场、餐厅、鱼塘和拉姆。玩家需要在自己的家园内开垦土地种植作物，割草、伐木、砸石头收集各种资源，在池塘钓鱼、建造禽舍、牲畜舍饲养动物以获得各种农牧产品。家园内置订单系统，玩家通过完成订单赚取摩尔豆。使用摩尔豆可以购买种子、建材等生产资料，各类装饰型家具，提升个人形象的服装配饰和各类宠物（拉姆）道具和日常用品。玩家不断开垦、升级农地，装修升级牧场、商店，获取个性化的服饰和房屋装修，打造个性化的摩尔家园。

图 6：《摩尔庄园》手游养成玩法循环

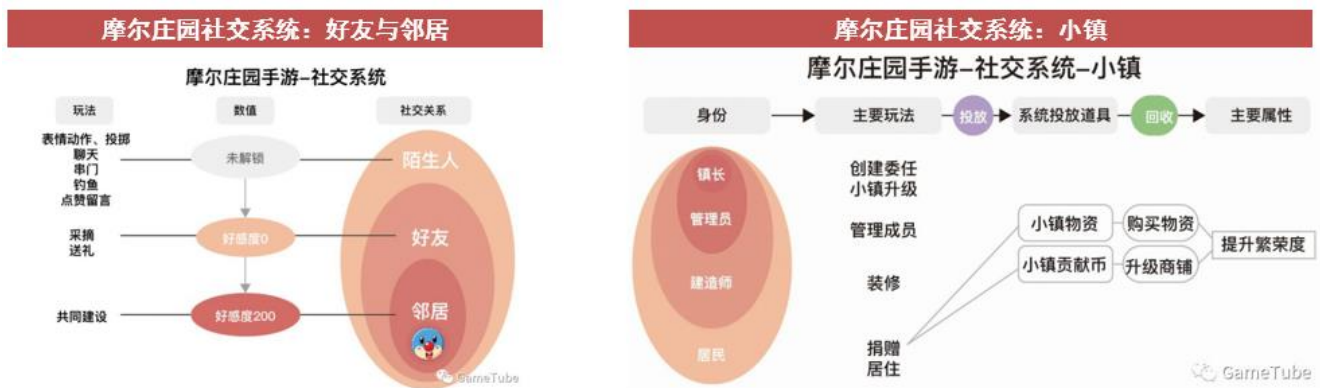


资料来源：《摩尔庄园》手游，中信证券研究部

社交：支持好友聊天、家园拜访、SMC 职业等社交互动形式

《摩尔庄园》手游继承页游的强社交特性，支持玩家交互，提升粘性与社区归属感。目前游戏中社交的主要形式包括好友聊天与家园拜访、SMC 职业、小镇系统等。玩家以虚拟身份在游戏内添加好友，能够发起聊天、参观他人家园并帮助照料农作物和牲畜。游戏内设有 SMC 职业系统，玩家达到一定的等级能够解锁各种职业，目前包括农场经营者、勤务员、餐厅经营者和勇士（暂未开放），当前 SMC 职业角色的日常经营活动以 NPC 交互为主，参考《摩尔庄园》页游设计，未来 SMC 职业系统可能开放更多玩家交互设计。《摩尔庄园》手游内置小镇系统，类似其他游戏中的帮会系统，小镇能够容纳许多玩家，居民房屋像小区一样排列在小镇内，居民能够通过捐献摩尔豆升级小镇商铺或购买物资以提升小镇繁荣度。

图 7：《摩尔庄园》手游社交玩法场景



资料来源：GameTube，中信证券研究部

休闲：内置连连看、消消乐、钓鱼等多个休闲小游戏

《摩尔庄园》手游继承页游特点，内置诸多休闲小游戏，玩家能够在场景中自由游玩并查看排行榜等。目前上线的内置休闲小游戏包括白熊游戏屋内的连连看、消消乐和抓娃娃机等，此外玩家也可以参加雪山滑雪、坐缆车、钓鱼等休闲活动。参考摩尔庄园页游设计与暂未开放的勇士职业，未来可能引入更多内置休闲游戏，包括冒险模式“黑森林”等，进一步增添游戏的趣味性和玩家的参与度。

图 8：《摩尔庄园》手游内置休闲游戏



资料来源：《摩尔庄园》手游，中信证券研究部

剧情：主线剧情丰富世界观背景，支线、日常任务提升活跃度

《摩尔庄园》手游内置剧情玩法，新用户进入游戏后将根据剧情指引完成农地开垦、作物种植、房屋/池塘修缮、家居装饰等基本任务，同时拜访各个 NPC 熟悉庄园地图和各类功能。在基本游戏玩法介绍完成后，游戏内的剧情以非强制性的任务展现，分为主线任务、支线任务和日常任务。主线任务围绕摩尔庄园的历史故事、解决当下庄园问题展开，支线任务包括各类物产收集，日常任务包括农场、牧场相关任务等。《摩尔庄园》的剧情玩法能够起到新手指引、丰富游戏故事背景和提升游戏沉浸感的作用。

图 9：《摩尔庄园》手游剧情玩法



资料来源：《摩尔庄园》手游，中信证券研究部

画风：卡通形象和萌系画风，用户接受度强

《摩尔庄园》手游将原有页游地图与角色 3D 化，同时最大程度地保留了原有卡通形象和萌系画风。手游基本还原了早期摩尔庄园页游的地图设计，包括经典的“开心农场”、“阳光牧场”和“淘淘乐街”等等，美术模型拥有较高的还原度。各个 NPC 角色形象均采用忠实于页游的卡通形象，提升了玩家的亲切感和接受度。

图 10：《摩尔庄园》手游与页游美术风格对比

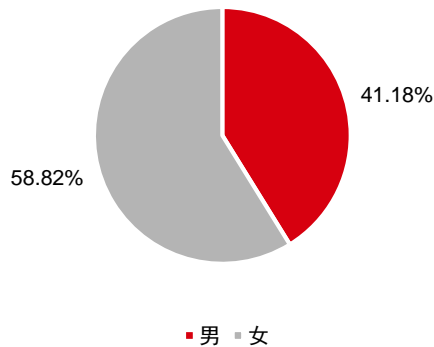


资料来源：《摩尔庄园》页游、手游，中信证券研究部

用户：以 95 后、00 后 Z 世代群体为主

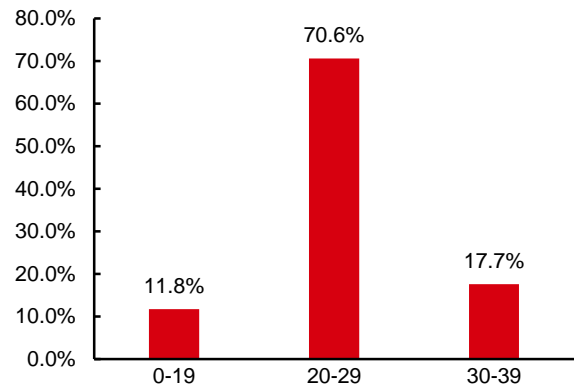
2008 年《摩尔庄园》页游上线时，以“摩尔庄园，快乐童年”为口号，主要面向青少年群体，“摩尔庄园”IP 用户主要以 90 后、00 后等 Z 世代群体为主。根据百度指数，2021 年 4 月“摩尔庄园”搜索用户平均年龄为 23.2 岁，2021 年 5 月 1 日-31 日搜索“摩尔庄园”的群体中 20-29 岁用户高达 70.6%，女性搜索用户占 58.82%，用户以 Z 世代群体为主，性别相对平衡，具备良好社交基础。

图 11: 2021 年 5 月 1 日-31 日搜索“摩尔庄园”群体性别比例



资料来源: 百度指数, 中信证券研究部

图 12: 2021 年 5 月 1 日-31 日搜索“摩尔庄园”群体年龄比例



资料来源: 百度指数, 中信证券研究部

付费点: 审美与社交需求驱动服饰道具与家居消费

摩尔庄园内付费点主要为内购个人服饰道具和家居装饰, 以满足用户个性化表达和社交的需求, 购买按月付费的超级拉姆可以提供超级拉姆标识、属性增益和限定服装和家具。《摩尔庄园》拥有金豆(付费充值)和摩尔豆(游戏内赚取)两套经济体系。普通用户可以使用摩尔豆购买部分个人装扮和家具, 但由于摩尔豆赚取速度较为缓慢, 家园、餐厅订单等单价通常为数百摩尔豆, 而多数装扮、家具价格可达数千至上万摩尔豆, 单纯依靠游戏内赚取需要花费大量的时间, 因此激发部分热爱个性化展示和社交的玩家的付费需求。

图 13: 《摩尔庄园》仅依靠摩尔豆装扮家园需要花费大量时间

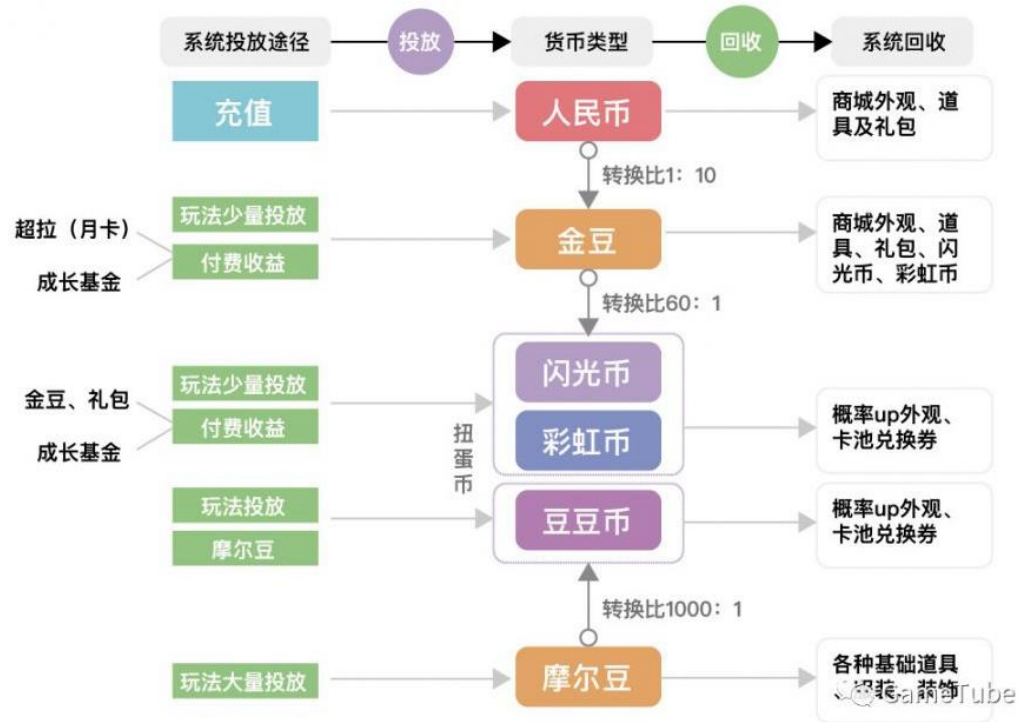


资料来源: 《摩尔庄园》手游, 中信证券研究部

具体付费点包括商城服装、家具售卖、礼包、成长基金、扭蛋、超级拉姆和各类加速道具和材料。商城服装包括仅能通过金豆购买各类服饰, 购买不受等级限制, 其中包括仅拥有超级拉姆的用户才能购买的服饰。商城家具包括家园外景装饰、小屋家具、小镇建筑和超级拉姆专属家具。礼包包含服饰家具、各类付费建材、道具和扭蛋币等礼包。成长基金为用户成长礼包, 付费购买特定物品后可额外领取。扭蛋包含金豆付费扭蛋, 用户可随机获得服饰奖励。超级拉姆付费后可获得农场、牧场等属性增益, 贵族标识, 限定装扮和家具等。而各类加速道具和材料用于加快作物成熟、购买家园所需物材和加速餐厅经营

等，以帮助用户快速获取摩尔豆。摩尔庄园整体付费点在于激发用户个性化表达和社交需求，相较页游版本付费方式更加多元，非付费玩家能够通过摩尔豆获得同类装扮和道具，游戏整体体验感平衡。

图 14：《摩尔庄园》手游付费-货币回收体系



资料来源：GameTube

营销特征：多渠道社区运营与情怀话题快速导入用户

自 2020 年 8 月起，《摩尔庄园》手游团队即开始通过微博等媒体渲染 IP 回归情怀，发起多个相关话题，如“#20 岁还在玩摩尔是什么体验#”、“#摩尔庄园十二周年庆#”、“#摩尔庄园回来了#”、“#摩尔庄园回忆大赛#”等，截至 2021 年 6 月 8 日，“#摩尔庄园#”话题已经收获 8.9 亿阅读和 54.2 万讨论。游戏团队通过抖音 KOL “郑文熙酱”持续透露游戏研发进度，提升游戏热度。2021 年 5 月起游戏团队在微博、B 站等平台上发起高校“小摩尔舞蹈”活动征集活动，上线前通过“寻找红鼻子”H5 活动快速社交裂变，最后通过新裤子乐队 X 拉姆全息 Live 秀制造营销事件，完成出圈。《摩尔庄园》宣发过程中没有通过大量效果广告买量，而是通过多渠道社区运营与导入情怀话题完成用户感知，实现用户快速拉新。

图 15: 《摩尔庄园》多渠道营销活动



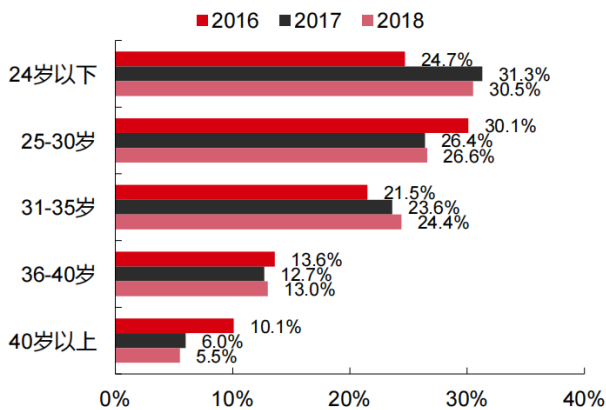
资料来源: 36 氪, 中信证券研究部

《摩尔庄园》验证了 Z 世代社交游戏潜力巨大

Z 世代游戏市场空间巨大

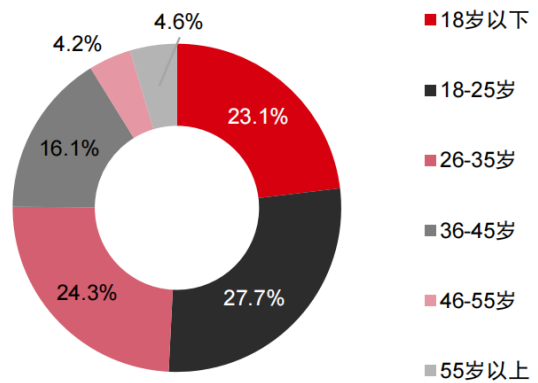
游戏用户逐步年轻化, 根据艾瑞咨询数据, 16-18 年, 30 岁以下用户占比从 54.8% 提升至 57.1%。根据伽马数据统计, 2019H1 中国整体游戏用户中 25 岁以下用户群体占比达到 50.8%, Z 世代已成为占比最高的游戏用户群体。

图 16: 2016-2018 年中国移动游戏用户年龄分布



资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部

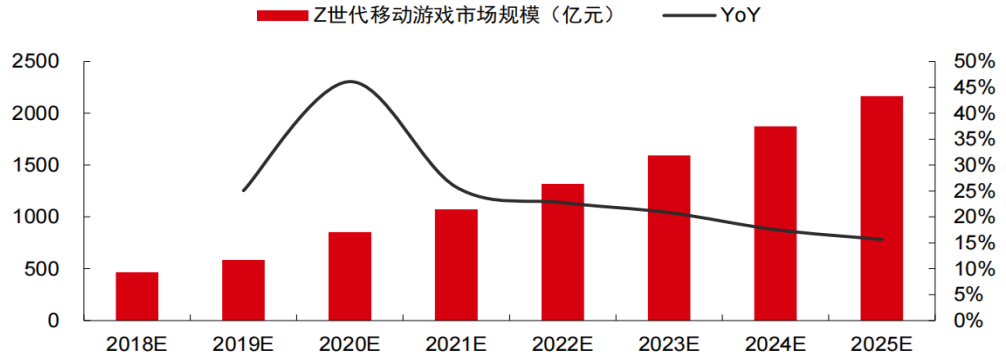
图 17: 中国游戏用户年龄结构 (2019H1)



资料来源: 伽马数据, 中信证券研究部

根据游戏工委数据, 2019 年国内移动游戏 ARPU 达到 244 元。我们预测国内移动游戏整体 ARPU 将以 CAGR12.9% 的增速持续增长, 同时随着 Z 世代收入水平及财务自主权提升, 其消费潜力将持续释放, 按 Z 世代用户的付费水平为平均水平 1.8 倍的空间进行测算, 对应 2.64 亿人 Z 世代群体规模, 按 Z 世代移动游戏用户渗透率 90% 计算, 预计 2025 年 Z 世代移动游戏空间将突破 2000 亿元。(具体测算详见外发报告《2021 年游戏行业投资策略—迎接 Z 世代游戏产业新机遇 2020-10-22》)

图 18: Z 世代移动游戏市场规模变化情况 (测算值)

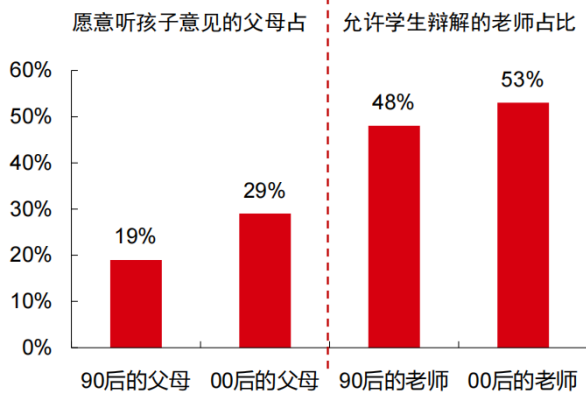


资料来源: Wind, 国家统计局, 游戏工委, 伽马数据, 中信证券研究部测算

Z 世代群体社交需求强烈, 游戏生命周期更长

Z 世代群体的自我表达欲望强烈。Z 世代在包容自我表达的社会环境下成长, 一方面现代教育观念对自我表达和自我意识更加包容开放, 家校环境中愿意倾听 Z 世代的比例更高; 另一方面, 即时通讯和社交网络的快速发展为 Z 世代自我表达提供了平台。同时, Z 世代独生子女比例更高, 课业与工作生活压力相对更为繁重, 导致孤独感更强, 社交需求更为强烈。

图 19: Z 世代家校环境鼓励自我表达



资料来源:《从“90 后”到“00 后”: 中国少年儿童发展状况调查报告》(张旭东、孙宏艳、赵霞),《腾讯 00 后研究报告》(腾讯), 中信证券研究部, 注: 调查时间为 2015 年

图 20: TapTap 平台上《公主连结 Re: Dive》玩家与运营互动



资料来源: TapTap

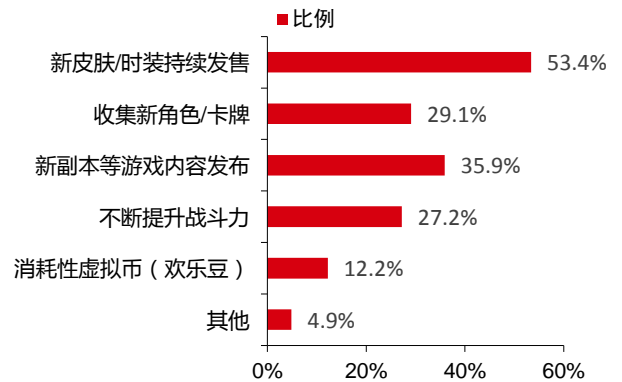
Z 世代呈现出典型的“为爱发电”特征, 并具有更长的生命周期。Z 世代群体付费的动因不是为了在游戏中获得虚荣的面子, 而是为优质内容和服务、以及价值观认同。中信证券研究部的用户调研显示(2020 年 4 月份, 样本 2000 份), 最能吸引 Z 世代玩家付费意愿的因素是游戏本身好玩, 超过 50% 的 Z 世代游戏用户愿意为皮肤、时装付费, 超过 35% 的游戏用户愿意为新副本和内容付费。单纯为提升战力值付费的比例不到 30%。年轻向游戏表现出更长的生命周期。通过对比不同类型的游戏上线后 10 个月的付费率变化, 二次元游戏的付费率表现出明显的稳定性与持续性。

图 21：促进 Z 世代消费的核心动因



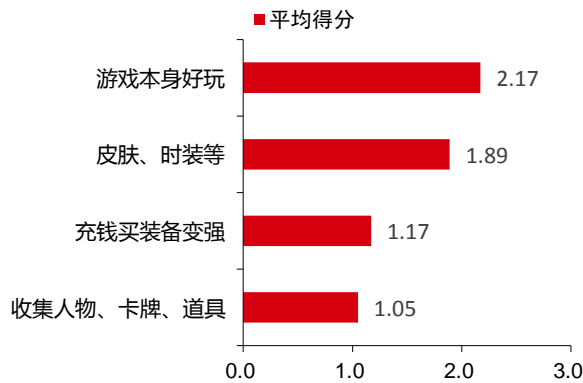
资料来源：Questmobile，中信证券研究部

图 22：促使 Z 世代玩家在同款游戏多次氪金的驱动力



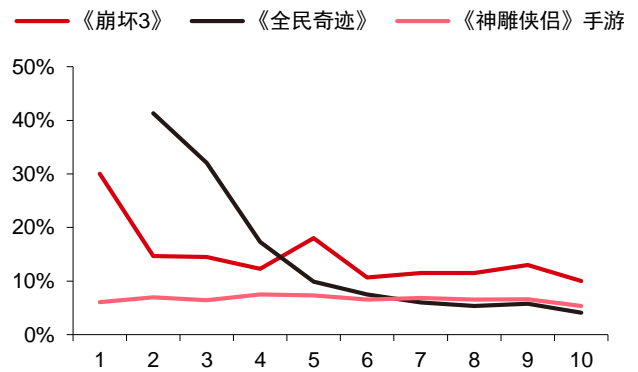
资料来源：中信证券研究部问卷调查结果，注：2020 年 4 月份，样本 2000 份

图 23：最能吸引 Z 世代玩家付费的因素排名



资料来源：中信证券研究部问卷调查结果（注：综合评分满分为 5 分）
注：2020 年 4 月份，样本 2000 份

图 24：上线 10 个月《崩坏 3》《全民奇迹》《神雕侠侣》付费率



资料来源：各游戏公司公告，中信证券研究部（注：横轴为游戏上线月数）

得益于 Z 世代在社交与表达上的强烈需求与对优质内容和社区的忠诚度，以《摩尔庄园》手游为代表的面向 Z 世代的社交类游戏受到广泛欢迎，并有望维持较长生命周期。玩家在游戏营造的虚拟场景中能够与同龄人自由互动，加入特定职业和小镇，构建虚拟社交圈并获得社区归属感。游戏内的社交关系还能够和游戏官方社区互相促进，提升用户粘性与活跃度，例如受《摩尔庄园》手游推动，雷霆村游戏社区活跃度大幅提升。与此同时游戏中社交关系的沉淀和强烈的社区归属感料将帮助游戏维持较长的生命周期。

多厂商已经布局，Z 世代游戏板块将迎来爆发期

《摩尔庄园》手游的火爆彰显了面向 Z 世代社交游戏的潜力，后续该赛道多款游戏表现值得关注。与“摩尔庄园”IP 同时间推出的“奥比岛”和“洛克王国”IP 相关手游正在研发中，百奥家庭互动研发的《奥比岛》手游截至 2021 年 6 月 9 日官网公布预约人数达到 186 万，腾讯魔方工作室研发的《洛克王国》手游官方披露预计 2021 年底开放内测。

B 站获《糖豆人：终极淘汰赛》独家代理权，游戏表现值得期待。《糖豆人：终极淘汰赛》(Fall Guys: Ultimate Knockout) 是一款由 Mediatonic 开发、Devolver Digital 发行的

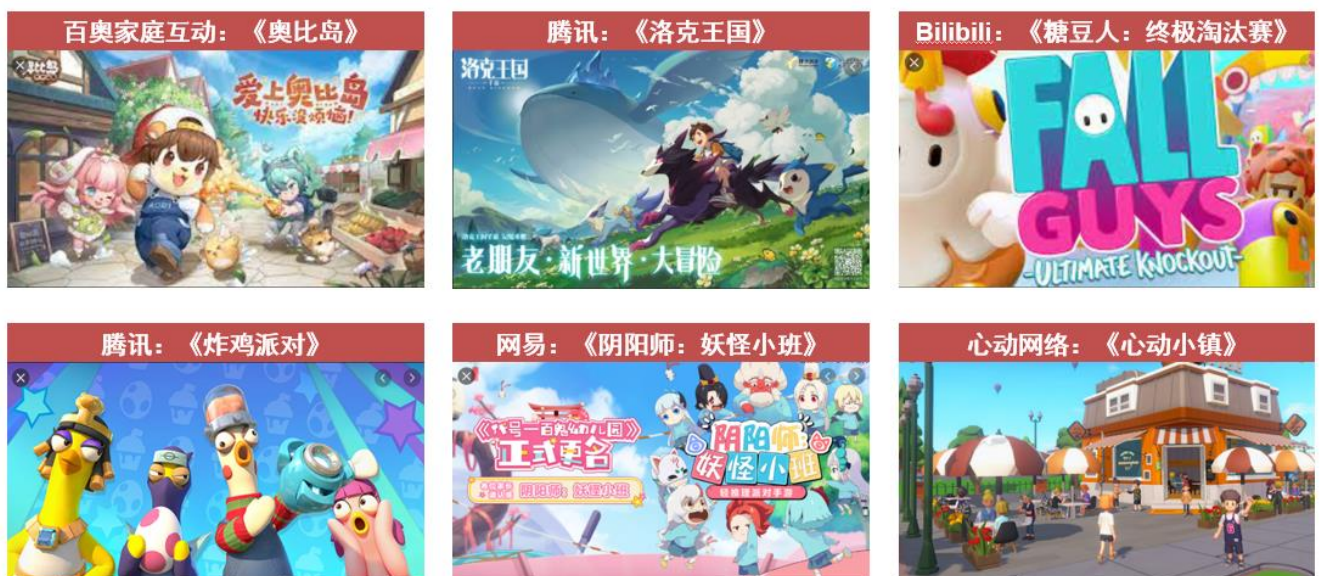
多人乱斗闯关综艺游戏，于 2020 年 8 月 4 日在 Microsoft Windows 和 PlayStation 4 平台发行。游戏共二十多个关卡，玩家需要在随机地图中与 60 名玩家互相角逐并笑到最后。该游戏融合休闲竞技并具有较强的社交特性，受到广泛欢迎。据开发商 Mediatonic 透露该游戏首日用户人数便超过 150 万，根据 Superdata 的统计《糖豆人：终极淘汰赛》上线首月收入达到 1.85 亿美元。

腾讯占股 70%的摘星网络正在研发派对游戏《炸鸡派对》，具备较强社交潜力。《炸鸡派对》是一款基于物理的多人对战游戏，玩家需要灵活运用场景中奇葩搞笑的机关道具，戏弄好友并获取胜利。游戏场景多样，画风诙谐，具备极强社交特性。

网易旗下休闲竞技手游《阴阳师：妖怪小班》和潮玩竞技游戏《蛋仔派对》上线测试。《阴阳师：妖怪小班》（原名：《代号：百鬼幼儿园》）是一款多人联机的轻推理派对手游，游戏中玩家扮演萌崽小妖怪入学阴阳师百鬼幼儿园，面临阵营对抗挑战，玩家需要运用聪明才智找出潜藏在大家当中的风纪委员。据官网披露该游戏将于 7 月全渠道测试。《蛋仔派对》是网易游戏推出的首款潮玩休闲竞技手游。玩家变身萌萌的蛋仔参与游戏中的休闲竞技，一局一共三十个玩家，活到最后的蛋仔获得胜利。玩家能够在蛋仔工坊中 DIY 各类关卡，自由编辑地图，与好友一起挑战关卡。据官网披露该游戏于 6 月 11 日开启测试。

心动网络预计今年推出重点自研游戏《心动小镇》，打造虚拟开放社区游戏。《心动小镇》是一款开放社区游戏，构建了一个自由开放、探索性极高、基于现实而又有所不同的世界。玩家可以根据自己的模型图建造房屋，吸引顾客，邀请朋友派对、吃饭、钓鱼等。截至 2021 年 6 月 9 日，《心动小镇》Tap Tap 预约量 27.7 万，评分 9.0。

图 25：多款面向 Z 世代的社交游戏值得期待



资料来源：TapTap，各游戏公司官网，中信证券研究部

■ 风险因素

游戏社区运营的监管风险，玩法的持续迭代和研发能力提升风险

■ 投资建议

《摩尔庄园》的火爆验证了 Z 世代游戏用户的群体规模以及付费能力，面向 Z 世代的赛道前景广阔，在 Z 世代游戏布局的相关公司有望陆续启航。我们预计，2025 年 Z 世代游戏市场规模达到 2000 亿元。Z 世代更加注重自我表达，社交需求更高，我们看好面向 Z 世代的社交游戏机会，建议关注各公司在 Z 世代社交游戏领域的布局，维持腾讯控股（00700.HK）、网易（NTES.US）、心动公司（02400.HK）、哔哩哔哩（BILI.US）“买入”评级，建议关注百奥家庭互动（02100.HK）。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

	收盘价	EPS (元)			PE			评级
		20A	21E	22E	20A	21E	22E	
腾讯控股	603	16.66	14.8	17.44	32	34	29	买入
网易	113.2	3.5	4.8	5.6	42	31	27	买入
心动公司	54.6	0.0	-0.2	0.0	2,262	-224	10,613	买入
哔哩哔哩	107.8	-7.8	-13.5	-15.2	NA	NA	NA	买入
百奥家庭互动	1.76	0.10	0.14	0.18	7.76	10.70	8.21	-

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：腾讯控股、心动公司、百奥家庭互动股价为港元，参照 6 月 9 日收盘价，网易、哔哩哔哩股价为美元，参照 6 月 8 日收盘价，网易 PE 按照每 ADR 利润计算。百奥家庭互动采用 Wind 一致预期，其他股票为中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。