

游戏板块 1H18 回顾与展望：低估值高弹性标的投资价值显现，关注政策边际改善带来板块性机会

【行情回顾】

游戏板块上周经历“过山车”行情，周一周二板块在三七三季度强劲的指引下连续两天大涨。而后上周四晚间国家新闻出版署提出将网络游戏总量进行调控，周五整个游戏板块大幅回调。回顾过去半年，A 股游戏板块上市公司市值缩水幅度明显。我们结合二季报情况，从估值、业绩和政策三个方面进行了回顾与展望。

【点评】

1、从板块估值角度来看：全球游戏收入 Top 25 上市公司过去三年预测市盈率区间为 11.6x~27.0x，平均值 18.5x，截至 8/31 为 21.7x。A 股游戏板块市值排名靠前的游戏上市公司年内跌幅明显，19 家 A 股游戏公司预测市盈率中位数已由年初的 19.0x 跌至 8 月末的 12.0x。对 A 股游戏板块而言，无论相较自身历史估值水平或与全球同行业上市公司估值水平相比，都已处于估值低位。

2、从板块业绩表现来看：目前行业整体增速放缓，行业资源持续向龙头集中。我们选取了 1H18 游戏业务收入占比超过 50% 的重点游戏行业上市公司进行分析（共计 29 家，覆盖 A/H/美股市场，剔除腾讯、网易），2018 上半年营业收入+20%YoY；游戏业务营收+24.4%YoY，而净利润同比持平。部分标的业绩增速较高，主要推动力为外延并表、新上线自研游戏产品表现良好或海外发行业务快速增长。目前境内上市游戏公司净利润体量较小，优秀新品上线对当期业绩可带来较高弹性，此外也可通过外延并购或开辟海外增量市场获取更高成长性。

3、政策监管层面而言：游戏出版审批将由新的国家新闻出版署负责，接受中宣部的直接领导，游戏监管有升格和趋严的迹象。版号发放重启具体时间仍存较大不确定性，但行业普遍预期时间点为今年四季度。而网络游戏出版文号发放或在重启后面临调整，我们判断受“总量控制”政策影响较大的更多为低质量尾部市场，一二线龙头游戏公司受影响有限。当然，也应警惕监管政策变动对行业长期创新力压制的潜在负面影响。

4、当前 A 股游戏板块的低估值表现的更多是在行业增速趋缓、政策监管面临变动和不确定性预期下的投资情绪上的回落。考虑到 A 股游戏行业上市公司当前的估值水平已处于历史低点，四季度行业有望迎来政策边际改善，建议积极把握下半年产品储备丰富、业绩具备较高弹性的绩优龙头公司，继续推荐行业龙头三七互娱（《屠龙破晓》7 月上线表现优异，三四季度产品储备丰富）、完美世界（四季度有望推出腾讯代理产品《云梦四时歌》《完美世界手游》）。关注美股哔哩哔哩（代理大作储备丰富，版号发放重启后业绩具备较大向上弹性）。

【风险】行业增速放缓，监管政策趋严，行业创新力受压制。

行业专题研究

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

香港执业证书编号：BEM208

曾荣飞

zengrongfei@csc.com.cn

010-85130578

执业证书编号：S1440518030003

发布日期：2018 年 09 月 05 日

上证指数、深证成指、创业板指走势图



目录

1. 游戏板块估值跌到哪了?	2
2. 进入存量竞争阶段, 上市公司业绩如何?	4
3. 如何理性看待游戏行业政策监管趋势?	7
4. 投资建议	10

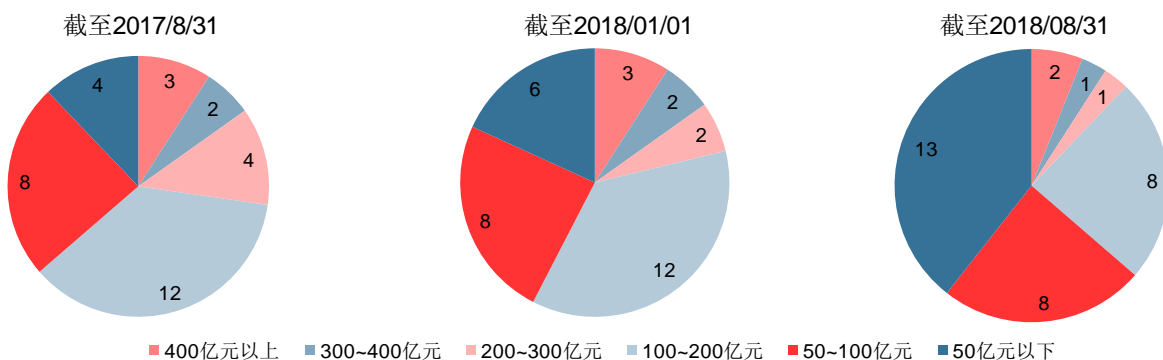
回顾过去的一周，游戏板块在短短五个交易日内便经历了急涨急跌的“过山车”行情。A股龙头游戏公司三七互娱于8/26（周日）下午发布1H18财报，披露公司7月国内手机游戏发行流水已超7亿并持续增长，预计3Q18国内手机游戏业务流水合计22~27亿元，季度环比增速将达36.2%~67.2%。受此积极信号带动，三七互娱股价在8月27日、28日两个交易日分别录得+9.46%和+6.19%的涨幅，两日累计涨幅16.24%。同样为A股游戏龙头的完美世界在这两日内的累计涨幅也达到了13.85%。然而，周四晚间（8/30）的一则新闻却让游戏板块的走势在周五（8/31）再次出现了震动。周四晚间，八部门联合印发了《综合防控儿童青少年近视实施方案》，其中国家新闻出版署提出将“实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间”。出于对监管政策以及对行业影响的不确定性的担忧，周内最后一个交易日（8/31），主要游戏板块标的都出现了不同程度的回调。

图表1： 2018/8/27~2018/8/31 游戏板块主要标的涨跌幅

公司简称	单日涨跌幅					前两日累计涨跌幅
	2018/8/27	2018/8/28	2018/8/29	2018/8/30	2018/8/31	
完美世界	7.03%	6.37%	-0.82%	-0.04%	-6.42%	13.85%
三七互娱	9.46%	6.19%	-1.29%	-1.74%	-9.98%	16.24%
游族网络	6.21%	0.80%	-0.79%	-0.55%	-7.61%	7.05%
吉比特	2.88%	3.17%	-0.85%	-0.01%	-5.93%	6.14%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

A股游戏板块上市公司在过去一年经历了较大的下跌，市值缩水幅度明显。从过去半年的股价走势来看，市值排名靠前的游戏上市公司在年内普遍出现了较大幅度的市值缩水，幅度多数达到了30%以上。根据我们对33家重点A股游戏上市公司（包括新三板）的市值分布进行的统计，截至2018年8月31日，市值在200亿人民币以上的上市公司数量已经由上年同期的9家跌至4家，而市值在50亿元以下的上市公司数量则由去年同期的4家增至13家。从估值角度来看，目前主要的A股游戏公司2018E市盈率大多已落入20x以下，甚至15x以下。

图表2： A股游戏版块主要上市公司市值分布（包含新三板，共计33家）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表3： A 股游戏板块市值 Top15 公司涨跌幅情况（按当前市值排序）

序号	公司简称	当前市值（亿元） 2018/8/31	较年初涨跌幅	较去年同期 涨跌幅
1	世纪华通	474.25	-2.1%	35.3%
2	巨人网络	404.88	-38.0%	-53.5%
3	完美世界	325.81	-17.0%	-26.2%
4	三七互娱	216.52	-51.0%	-53.4%
6	昆仑万维	177.63	-34.5%	-44.5%
7	金科文化	161.64	-25.8%	-17.6%
8	美盛文化	141.89	-15.8%	-10.8%
5	游族网络	132.74	-37.3%	-40.7%
9	浙数文化	110.92	-43.9%	-54.6%
10	掌趣科技	108.92	-34.8%	-49.8%
11	顺网科技	104.07	-27.5%	-29.7%
12	恺英网络	101.38	-66.9%	-62.9%
13	吉比特	91.51	-29.8%	-42.3%
14	天润数娱	88.59	0.0%	-12.8%
15	英雄互娱	88.53	-29.5%	-33.4%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

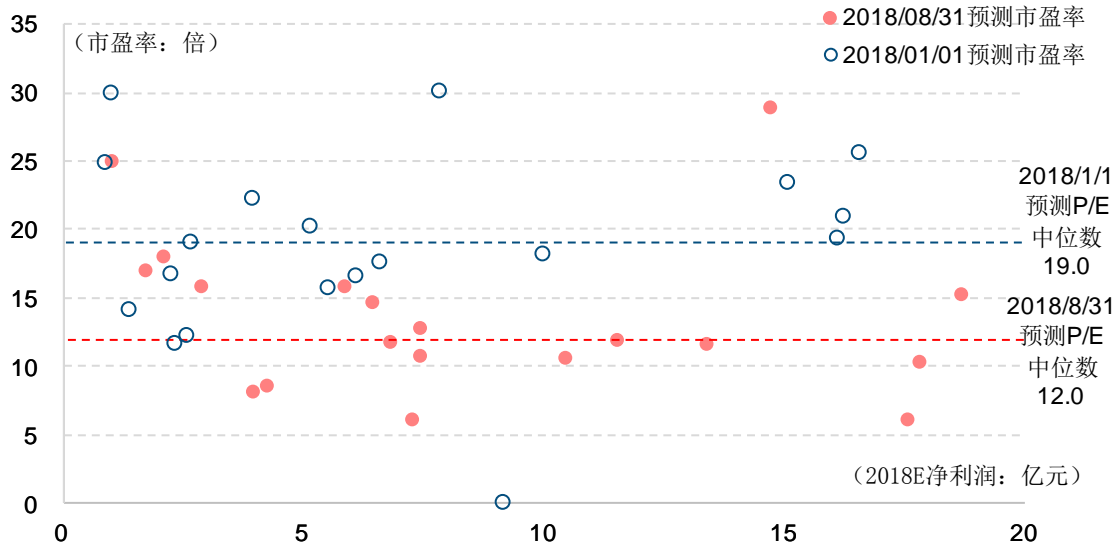
当前游戏板块上市公司较为低迷的股价表现以及较低的市盈率水平，实际上反应了投资人对于游戏行业发展态势、政策环境以及相关上市公司基本面等方面的担忧。结合近期发布完毕的上市公司半年报情况，我们对当前投资人普遍关注的游戏行业相关问题进行梳理如下。

1. 游戏板块估值跌到哪了？

从年初与当前的预测市盈率对比来看，游戏板块上市公司虽然在净利润（横轴）体量上整体有所增长，但基于未来 12 个月业绩的预测市盈率水平却出现了显著下移。针对纳入统计的 19 家 A 股游戏公司（包括 1 家新三板游戏公司，英雄互娱），年初（2018 年 1 月 1 日）预测市盈率中位数为 19.0x，而目前（2018 年 8 月 31 日）预测市盈率则已跌至 12.0x。

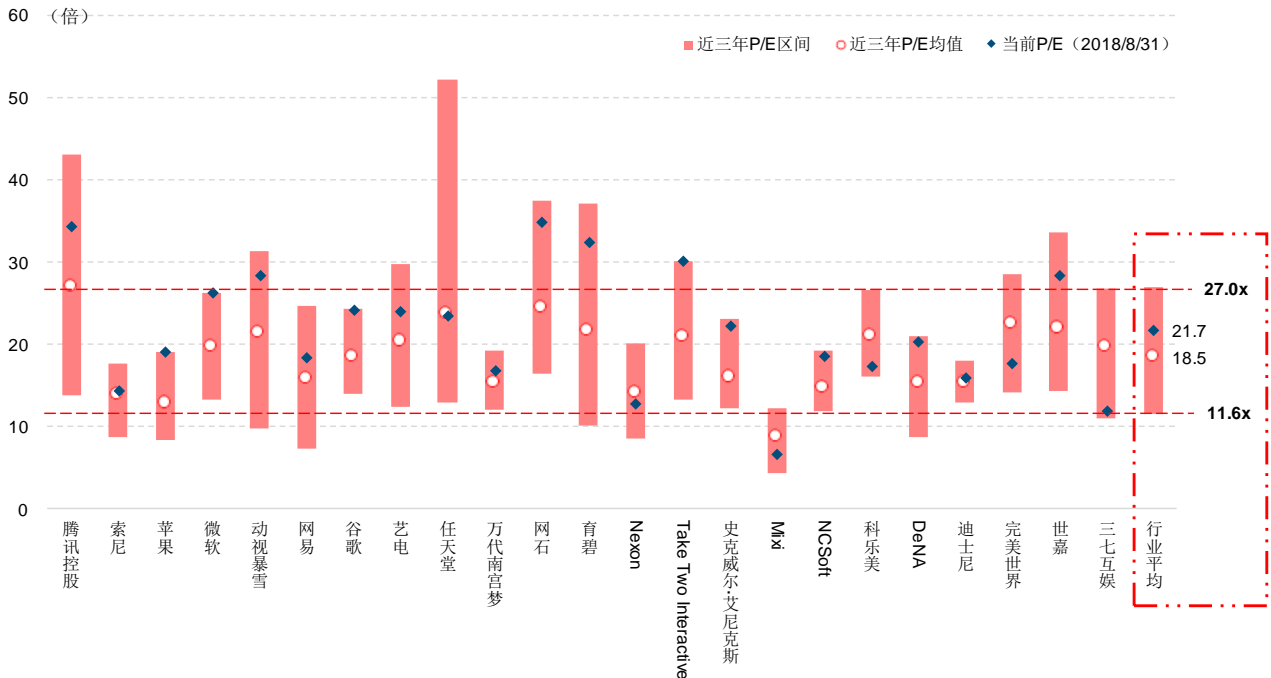
对比 Newzoo 所统计的 2017 年全球游戏业务收入 Top 25 的上市公司来看，行业平均市盈率区间在骨偶三年保持在约 11.6x~27.0x 的水平。行业过去三年平均预测市盈率为 18.5x，当前（2018/8/31）行业平均预测市盈率为 21.7x。对比当前 A 股游戏行业重点上市公司 12.0x 的预测市盈率，目前已贴近全球游戏行业上市公司历史市盈率区间下限，且相较全球游戏行业上市公司预测市盈率的过去三年平均值 18.5x 以及当前预测市盈率平均值（21.7x）来看也显著偏低。A 股游戏公司无论相较自身历史估值水平或是全球同行业上市公司估值水平而言，都已处于估值低位。

图表4: A股游戏版块主要上市公司2018年1月1日、2018年8月31日预测市盈率(基于未来12个月业绩预测)的分布情况(共包含19家公司,其中含新三板1家)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表5: 全球重点游戏上市公司过去三年预测市盈率区间、均值以及当前预测市盈率情况(2015/8/31~2018/8/31)

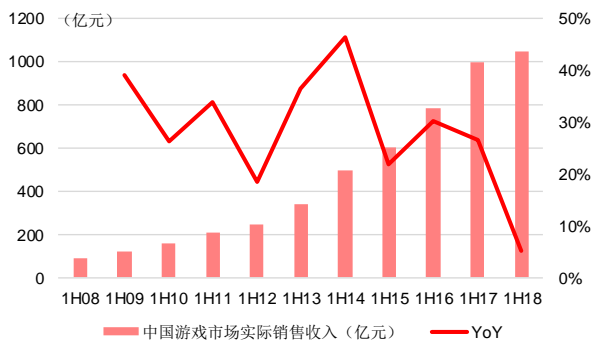


资料来源: Bloomberg, Newzoo, 中信建投证券研究发展部

2. 进入存量竞争阶段，上市公司业绩如何？

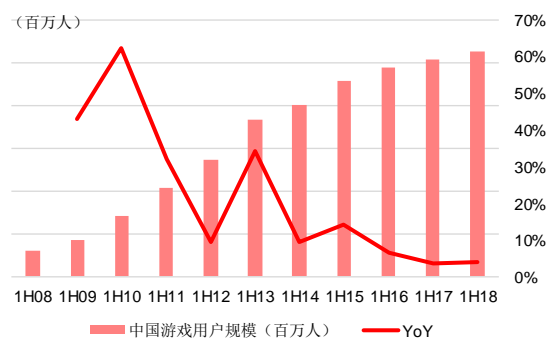
进入 2018 年，游戏市场整体增速显著放缓，人口红利趋于见顶。根据伽马数据统计，2018 年上半年中国游戏行业整体市场规模同比增速已降至 5.2%；其中，移动游戏市场规模同比增速 12.1%，环比增速也仅为 5.0%。此外，中国游戏市场用户规模也已接近天花板，同比增速自 2016 年以来连续低于 10%，1H18 同比增速低至 4.0%。

图表6：中国游戏市场实际销售收入及同比增速（1H18）



资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

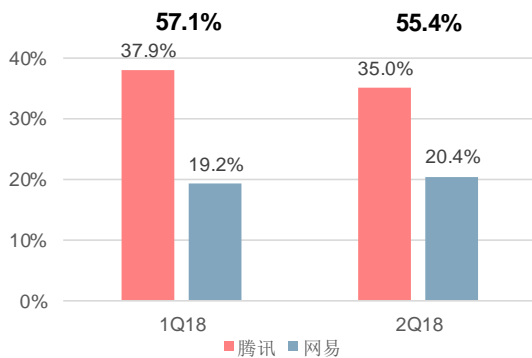
图表7：中国游戏市场用户规模（1H18）



资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

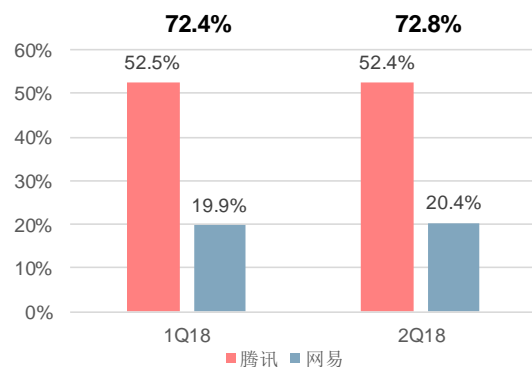
行业爆发期过后，对于存量市场的竞争愈发激烈，行业资源持续向具备研发运营与渠道优势的龙头公司集中。根据伽马数据的统计，移动游戏 Top 50 产品中，腾讯和网易在研发和发行端的合计市占率已达到 55% 以上和 70% 以上。从行业格局来看，两大一线龙头公司已占据强势地位，二线龙头游戏公司则通过采取与一线龙头加深合作的策略以稳固自身市场份额。

图表8：移动游戏 Top50 产品研发领域腾讯和网易市占率



资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

图表9：移动游戏 Top50 产品发行领域腾讯和网易市占率



资料来源：中信建投证券研究发展部

我们选取了 1H18 游戏业务收入占比超过 50% 的重点游戏行业上市公司进行分析（不含腾讯、网易），纳入统计范围的上市公司共计 29 家，其中 A 股 21 家、新三板 5 家、港股 2 家、美股 1 家。根据近期披露完毕的上市公司 1H18 财报来看：

1) 收入端：29 家重点游戏行业上市公司的营业收入 1H18 合计达到 344 亿元，同比增长 20%；其中游戏业务收入合计 284 亿元，同比增长 24.4%。收入端在竞争日益激烈的市场环境中依然保持了较为稳健的增势。

2) **利润端**: 29家重点游戏行业上市公司归属净利润 1H18 合计 79 亿元, 同比持平 (-0.1%YoY); 2017 年全年 29 家公司归属净利润合计 149 亿元, 同比增速为 35.0%。在外延并购步伐减速且行业存量竞争加剧的环境下, 游戏行业二线龙头上市公司通过内生带来的净利润增长已明显放缓。

在 1H18 游戏业务收入 5 亿元以上的境内上市公司中, 营业收入或净利润端高增速主要由外延并表带来; 此外, 新上线自研游戏产品良好的市场表现以及海外发行业务的快速增长也是带动游戏公司业绩实现较快速的主要原因。考虑到目前境内上市的游戏公司净利润体量较小, 新增产品若收获良好表现往往会为当期业绩带来较高的弹性; 同时, 通过外延并购进行产业链纵向扩张, 或开辟发掘海外增量市场也成为了当前游戏行业上市公司扩大经营规模并获取更高成长性的主要路径。

图表10: 部分重点游戏行业上市公司 1H18 业绩情况分析

公司名称	1H18 营业收入	YoY	1H18游戏 业务收入	YoY	游戏业务 收入占比	1H18扣非 归属净利润	YoY	备注 (营业收入/净利润变动主要原因)
三七互娱	33.02	7.2%	30.71	10.6%	93.0%	7.61	0.3%	
完美世界	36.67	2.2%	26.63	-13.3%	72.6%	7.07	16.8%	
世纪华通	38.95	138.5%	22.95	547.2%	58.9%	5.11	153.8%	合并点点互动
巨人网络	19.99	42.5%	19.99	42.5%	100.0%	6.89	2.4%	合并旺金金融
智明星通	17.52	-16.8%	17.52	-16.8%	100.0%	3.74	n.a.	
游族网络	17.87	6.4%	16.50	-1.0%	92.3%	3.79	16.2%	
帝龙文化	18.51	57.1%	13.56	97.8%	73.3%	2.96	48.4%	移动游戏业务进入收获期
掌趣科技	11.44	38.4%	11.44	38.4%	100.0%	3.75	66.8%	新上线自研手游表现出色
恺英网络	11.06	-14.9%	10.71	6.3%	96.9%	3.57	-5.9%	
金科文化	13.80	111.6%	10.27	239.8%	74.4%	5.49	173.6%	收购Outfit 7
星辉娱乐	16.39	25.6%	8.67	35.0%	52.9%	1.15	28.3%	自研新游表现出色, 海外发行业务迎来爆发期
吉比特	7.78	8.0%	7.78	8.0%	100.0%	3.03	2.4%	
心动网络	6.98	64.3%	6.98	64.3%	100.0%	0.96	26.2%	自研新游表现良好, 并表龙成网络(海外发行)
宝通科技	9.89	32.6%	6.55	36.7%	66.2%	1.40	34.8%	子公司易幻网络(海外发行)表现良好
浙数文化	7.64	-10.9%	5.78	75.3%	75.7%	1.41	12.1%	并表深圳天天爱
英雄互娱	5.50	-4.2%	5.50	-4.2%	100.0%	2.34	-19.6%	

资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

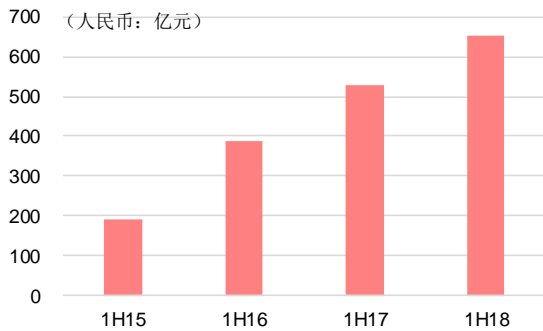
针对 A 股游戏行业上市公司, 近期市场基于较高关注的风险因素还包括历史外延并购带来的业绩对赌到期与商誉积累(潜在资产减值)风险、高质押率风险以及限售股解禁风险等。在此我们梳理相关数据(涉及 33 家 A 股及新三板游戏行业上市公司), 并作出提示如下。

1) **商誉**: 历史积累的较高商誉规模预计仍将在未来一段时期内持续存续。是否发生商誉减值并不与被收购标的业绩承诺完成与否直接相关, 判断是否发生商誉减值应视商誉相关的标的资产或资产组的可回收金额是否出现了低于其账面价值的情形。因此, 在判断公司是否存在较大商誉减值风险时更应遵循一事一议的方法, 而非仅仅参考商誉积累规模等表现因素。

2) **股票质押**: 近一年来游戏板块上市公司普遍经历了较大幅度的股价下行, 个别上市公司存在质押率过高的情况, 可能对投资情绪造成一定压制, 影响公司股价和估值水平。

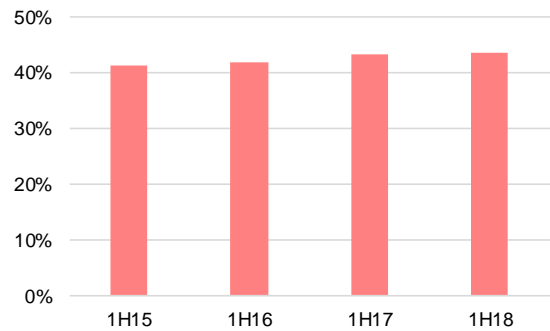
3) **限售股解禁**: 板块中部分公司在下半年面临较高的解禁压力, 建议一事一议进行分析。

图表11: 游戏行业境内上市公司累计商誉规模



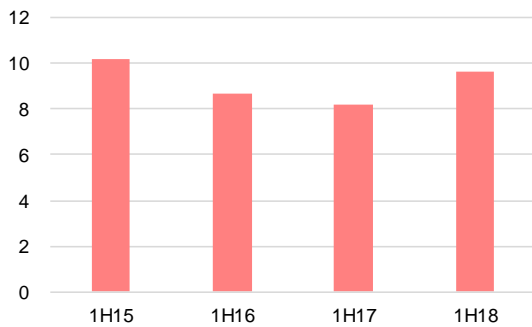
资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表12: 游戏行业境内上市公司“商誉/净资产”比值



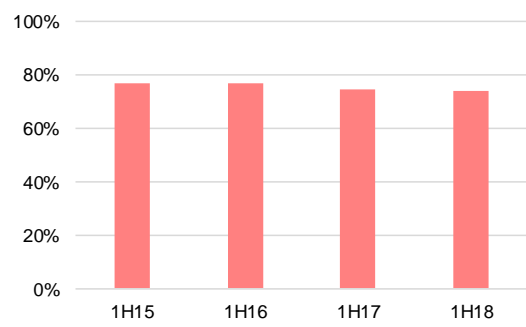
资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表13: 游戏行业境内上市公司“商誉/净扣非净利润”比值



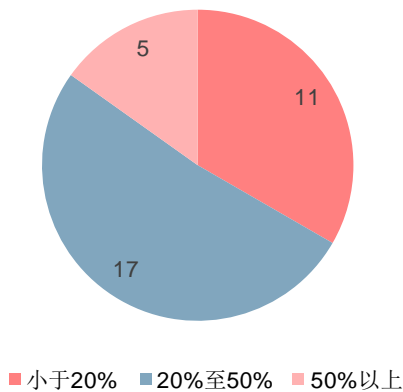
资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表14: 游戏行业境内上市公司杠杆率(净资产/总资产)



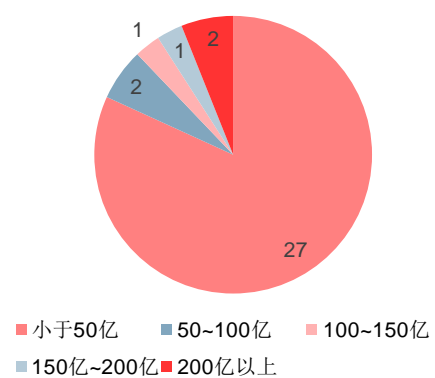
资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表15: 游戏行业境内上市公司股票质押率情况(家)



资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表16: 游戏行业境内上市公司质押市值情况(家)



资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表17： 游戏行业境内上市公司股票质押率 Top 10（截至 2018/8/31）

排序	公司名称	质押股份数量 (百万股)	质押比例	质押股份市值 (亿元)
1	艾格拉斯	1,212	65.7%	47.15
2	金科文化	1,274	64.6%	104.47
3	巨人网络	1,240	61.3%	248.03
4	世纪华通	887	60.8%	288.20
5	美盛文化	528	58.1%	82.41
6	完美世界	654	49.7%	162.06
7	天润数娱	751	49.0%	43.42
8	恺英网络	955	44.4%	44.96
9	游族网络	377	42.4%	56.33
10	帝龙文化	360	42.3%	21.94

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表18： 游戏行业境内上市公司 2018 下半年限售股解禁情况

公司简称	限售解禁日期	解禁股份数 (百万股)	占总股本比例	解禁股份性质
三七互娱	2018-07-17	20.26	1.0%	定向增发机构配售股份
	2018-12-31	117.66	5.5%	定向增发机构配售股份
完美世界	2018-12-19	21.45	1.6%	定向增发机构配售股份
游族网络	2018-12-31	2.98	0.3%	定向增发机构配售股份
恺英网络	2018-12-18	1,233.05	57.3%	定向增发机构配售股份
天神娱乐	2018-09-17	202.65	21.6%	定向增发机构配售股份
	2018-12-12	44.98	4.8%	定向增发机构配售股份
天舟文化	2018-08-27	28.53	3.4%	定向增发机构配售股份
	2018-12-17	0.27	0.0%	首发原股东限售股份
天润数娱	2018-12-31	47.58	3.1%	定向增发机构配售股份
电魂网络	2017-10-26	6.79	2.8%	首发原股东限售股份
美盛文化	2018-07-09	62.28	6.8%	定向增发机构配售股份
冰川网络	2018-08-21	4.94	4.9%	首发原股东限售股份
拓维信息	2018-12-25	53.57	4.9%	定向增发机构配售股份
盛天网络	2018-12-31	118.09	49.2%	首发原股东限售股份

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

3. 如何理性看待游戏行业政策监管趋势？

年初至今，游戏行业监管政策变动事件频发，监管收紧的整体趋势以及政策细节上的不确定性使得板块表现多次出现较大幅度的波动，估值水平也因此受到压制。回顾过去半年：

- 1) 3月起，原国家广电总局停止发放进口网络游戏出版文号，并于4月起停止发放国产网络游戏出版文号。
- 2) 6月5日，文化和旅游部关闭国产游戏运营备案入口而仅保留进口网络游戏内容审查入口，原先存在的国产游戏内容审查和国产游戏绿色通道两个入口已经关闭。
- 3) 8月30日，教育部等八部委联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》（教体艺[2018]3号），其中国家新闻出版署提出“实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，

采取措施限制未成年人使用时间”。

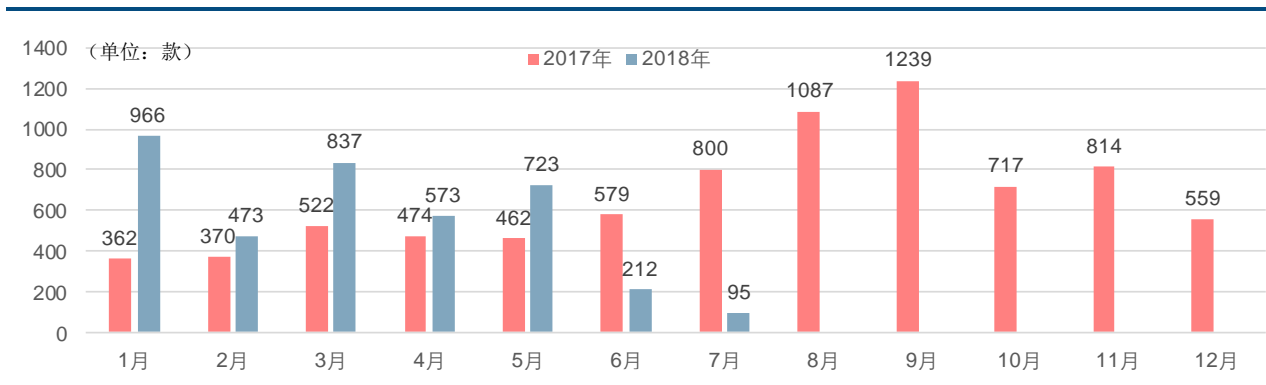
根据我们数据统计，2018 年年初至 8 月末，文旅部共发放运营备案文号 4011 个（国产网络游戏 3879 个，进口网络游戏 132 个），相比 2017 年同期总量减少 761 个，主要是国产网络游戏运营备案号发放数量减少明显。此外，由国家广电总局下发的出版文号数量在 2018 年年初至 8 月末共计只有 1982 个（国产网络游戏 1927 个，进口网络游戏 55 个），受出版文号发放停滞的影响数量同比下降显著。

图表19： 国产及进口网络游戏获批文情况（截至 2018/8/31）

类型	运营备案文号发放数量（个）			出版文号发放数量（个）		
	2017年	2017年 1至8月	2018年 1至8月	2017年	2017年 1至8月	2018年 1至8月
国产网络游戏	7985	4656	3879	9281	6508	1927
进口网络游戏	217	116	132	467	368	55
合计	8202	4772	4011	9748	6876	1982

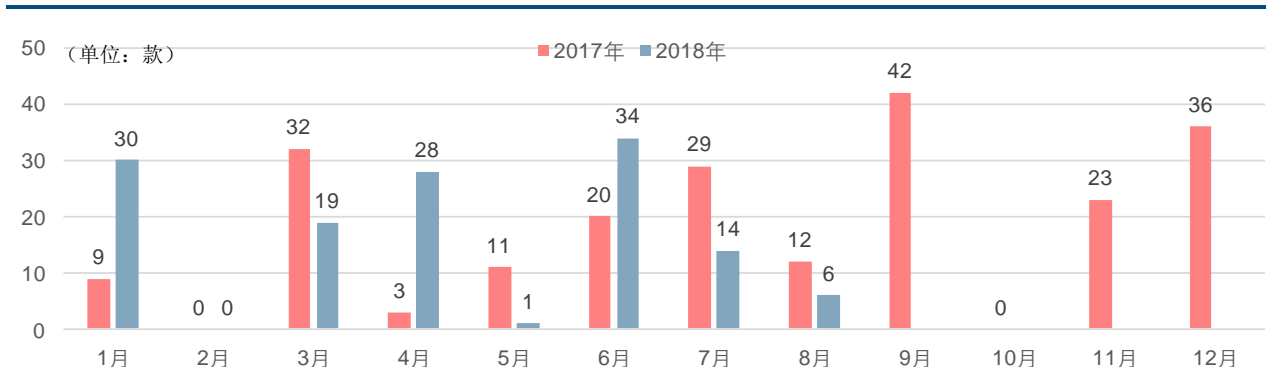
资料来源：文旅部官网，原广电总局官网，中信建投证券研究发展部

图表20： 国产网络游戏获运营备案文号情况（截至 2018/8/31）

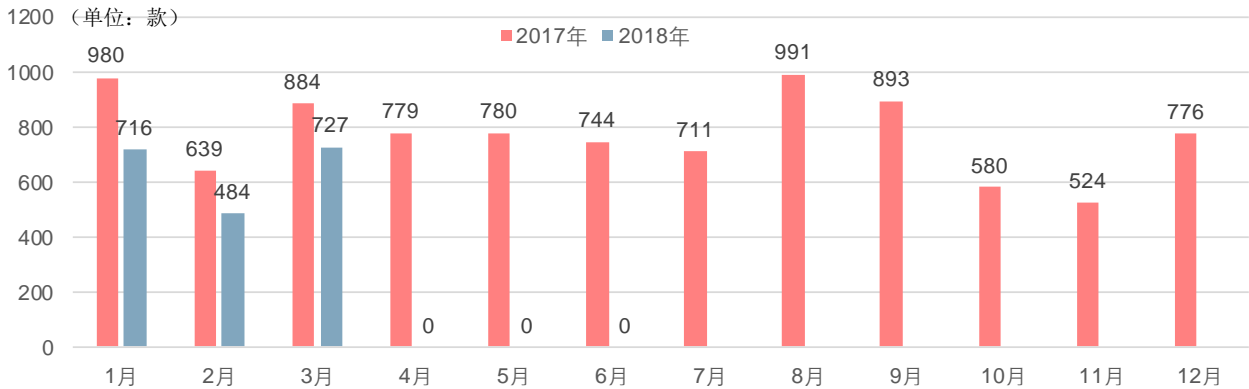


资料来源：文旅部官网，中信建投证券研究发展部

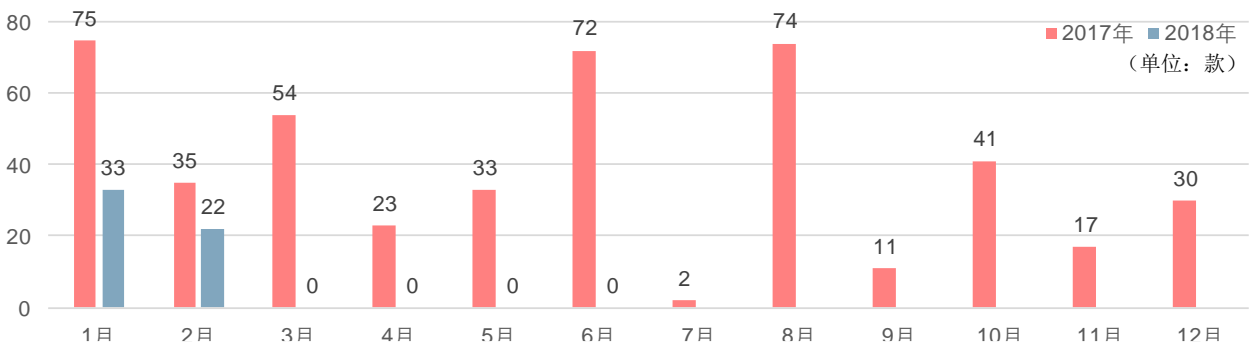
图表21： 进口网络游戏获运营备案文号情况（截至 2018/8/31）



资料来源：文旅部官网，中信建投证券研究发展部

图表22： 国产网络游戏获出版审批文号情况（截至 2018/8/31）


资料来源：原广电总局官网，中信建投证券研究发展部

图表23： 进口网络游戏获出版审批文号情况（截至 2018/8/31）


资料来源：原广电总局官网，中信建投证券研究发展部

针对近期的政策监管变动，我们认为：

1、根据《深化党和国家机构改革方案》和《国务院机构改革方案》，与游戏运营和发行审核相关的国家机构进行了调整，游戏监管有升格和趋严的迹象。其中，原文化部和原国家旅游局整合，组建文化和旅游部；在原国家新闻出版广电总局的新闻出版管理职责划入中宣部，成立国家新闻出版署（国家版权局）。根据惯例，游戏运营备案审批应由文化和旅游部负责，但至今仍未开通相关入口；游戏出版审批将由新的国家新闻出版署负责，接受中宣部的直接领导。虽然相关方案仍未正式公布，但从近日披露的消息来看，游戏监管有升格和趋严的迹象。

2、版本号发放重启的具体时间仍然存在较大不确定性，但行业普遍预期时间点为今年四季度。据我们了解，目前行业普遍期待版本号发放将于今年四季度初重启。形成这一预期主要基于：1）根据中央统一部署，各部门应在9月30日前落实“定职责，定机构，定编制”的三定规定；2）运营成熟的游戏公司对于出版文号的申领一

般提前于游戏上线运营约半年，出于维护游戏行业正常运营秩序、避免因版本号发放停滞致使行业新上线产品严重缺失等问题，监管机构或在版本号停发 6 个月后（即四季度初）重新开启版本号发放工作。考虑到此次国家机构改革涉及到游戏监管升格（原国家广电总局的新闻出版管理职能划入中宣部），且具体监管细则存在变动预期（如新上线运营游戏数量限制、适龄提醒类分级制度等），我们认为实际版本号发放重启的具体时间，以及新版号的发放节奏上仍然存在较大的不确定性。

3、网络游戏出版文号发放或在重启后面临调整。近期行业也有公司表示可以通过“绿色通道”申请网络游戏一个月的临时上线付费运营，为新产品的上线提供一定“缓冲期”。8 月 30 日，八部委印发的《综合防控儿童青少年近视实施方案》（教体艺[2018]3 号）中，国家新闻出版署提出将“实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间”。在“总量控制”思路下，我们预计出版文号的发放数量在未来会有所减少，但对行业一二线游戏公司的实际影响非常有限。2017 年，全行业获批出版文号数量高达近万个，而游戏行业中一线龙头腾讯、网易每家每年发行新游戏约 40 款，合计不足 100 款的游戏在市场规模占比上却已达到近 70%。相较一二线游戏厂商推出的主力游戏产品，受“总量控制”影响更大的实际上是市场上目前存在的大量的尾部产品（尤其是大量换皮类、棋牌类产品等），净化行业竞争环境也有助于行业的长期健康发展。而针对“适龄提醒”、“限制未成年使用时间”等方面，我们认为分类分级制度的推行对于行业发展而言更多是积极作用，针对未成年人游戏时间的控制则可能参考借鉴腾讯此前在《王者荣耀》中提供的防沉迷系统。

4. 投资建议

目前行业面临潜在的监管政策变动，且相关时间表及政策变动内容存在较大的不确定性，因此在游戏板块投资情绪上也可能会面临震荡波动。当前 A 股游戏板块的低估值表现的更多是在行业增速趋缓、政策监管面临变动和不确定性预期下的投资情绪上的回落。客观上，也有部分公司直接受到版本号发放停滞的影响导致新游上线时间延迟，影响当期业绩。

通过对行业产品格局分析，我们认为目前行业对于未来可能实行的“版本号总量限制”政策的消化能力较高，政策对一二线游戏厂商的实际影响非常有限。目前行业资源持续向头部厂商集中，具备出色研发和运营优势的厂商将更为受益。短期来看，政策监管的变动也有望在四季度后趋于明朗化，版本号发放重启也有望为后续板块行情带来重要的正向催化。考虑到 A 股游戏行业上市公司当前的估值水平已处于历史低点，且相较全球也处于估值区间低位，我们认为针对 A 股游戏板块的投资观点站在当前时点不宜过分悲观。

标的选择上，建议积极把握下半年产品储备丰富、业绩具备较高弹性的绩优龙头公司，并将商誉、质押率、限售解禁等潜在风险因素纳入综合分析。继续推荐具备新游产品爆发弹性的行业龙头三七互娱（《屠龙破晓》7 月上线表现优异，三四季度产品触笔丰富）、完美世界（四季度有望推出腾讯代理产品《云梦四时歌》《完美世界手游》）。关注美股哔哩哔哩（代理大作储备丰富，版本号发放重启后业绩具备较大向上弹性）。

分析师介绍

武超则：通信行业首席分析师，TMT 行业组长。专注于移动互联网、在线教育、云计算等通信服务领域研究。2013 年-2016 年《新财富》连续四年最佳分析师通信行业第一名。2014 年-2016 年《水晶球》最佳分析师通信行业第一名、wind 最佳分析第一名；2015 年《金牛奖》最佳分析师通信行业第一名。

曾荣飞：清华大学互联网方向博士，北京市优秀博士毕业生，拥有互联网行业多年经验，2016 年新财富第一团队成员；目前专注互联网、阅读、影视等领域。

崔碧玮 18510249707 cuibiwei@csc.com.cn

报告贡献人

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859