



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

# 23年游戏投资重点梳理:AI技术驱动“精品游戏”下沉,有望抬高行业天花板

分析师:金荣 (S0010521080002)

2023年4月17日

华安证券研究所

# 目录

## 1、行业概况

- [全球游戏行业2020-2025市场空间估算](#)
- [中国厂商出海：2022中国游戏出海top 30](#)
- [全球手机游戏季度收入情况](#)
- [中国各品类手机游戏收入占比](#)
- [“安卓渠道流水”与“IOS渠道流水”的比例测算](#)
- [各公司财务预测及预测PE](#)
- [核心公司PE Band](#)
- [游戏版号政策情况梳理](#)
- [部分游戏公司核心信息整合表](#)
- [AI技术对游戏影响](#)

## 2、腾讯游戏

- [核心游戏收入测算](#)
- [产品储备Pipeline](#)
- [23年业绩预期及核心观点](#)
- [近期重点游戏-黎明觉醒案例分析](#)

## 3、网易游戏

- [核心游戏收入测算](#)
- [产品储备Pipeline](#)
- [23年业绩预期及核心观点](#)
- [近期重点游戏-蛋仔派对案例分析](#)

## 4、三七互娱、完美世界、吉比特和巨人网络

- [核心财务指标及近期情况测算](#)

[附录一：米哈游一年赚多少钱？原神产品周期处于哪个阶段？](#)

[附录二：2022中国游戏出海top 30](#)

[附录三：部分厂商季度收入统计](#)

[风险提示](#)

## 核心结论

- **全球游戏总量情况：**2023年游戏将重新回到正增长轨道，疫情宅家经济带来的高基数影响已经消退。2022年全球手机游戏收入788亿美元，同比下滑12%，由于：1) 全球20-21年疫情造成的“宅家娱乐”经济的加持在2022年不断消退；2) 全球通胀导致居民生活必要开销提高，压缩电子娱乐领域支出；3) 全球手游行业产品周期进入底部（厂商普遍新产品处于储备阶段，老产品流水下滑较多）。
- **中国政策情况：**中国大陆21年下半年至22年年初，游戏版号进入短暂停发期，未成年人保护法规落地，造成行业进入政策重塑阶段。22年4月开始版号逐步恢复常态化发放，未来年均国产版号有望达到1000款，月均80-90款。
- **AI技术变革对游戏行业影响：**
  - 我们认为AI将在游戏的3个具体方面中产生影响：研发和营销层面（深入引擎层提升渲染技术，3D美术模型制作提速，游戏内容铺量开发提速，游戏宣发精准营销等），游戏内容（游戏沙盒化系统等），和用户社群（UGC游戏等）。
  - 市场的看法：1、降本增效：AI技术会让游戏研发费用降低，进而降本增效；2：技术落地：市场较为关心AI技术应用的上限，但还未开始关心不同类别游戏厂商对AI技术的接纳度。
  - 我们的看法：
    - 我们认为AI技术的影响不仅在于降本增效，更大的故事在于加速了“好游戏”的下沉，为玩家增加价值，进而有望抬高行业的天花板：
      - 从供给改善的角度，游戏的成本主要在于渠道分成，AI技术对于研发费用的改善较为有限（经后文测算，营业利润率的改善在3%-5%左右），但是**AI技术可以加速精品游戏的诞生，增强厂商在渠道侧的溢价**或绕开渠道发行（可对标米哈游2020年的成功发行案例）。
      - 从需求改善的角度，AI技术加速游戏产品研发的“铺量制作”环节，进而提高游戏整体品质和内容量。目前，游戏行业，尤其是手机游戏领域，仍然产品同质化严重，好游戏少，玩家没得选，从产品侧对玩家的增值不够，玩家自然缺乏留存和复购的意愿。**AI技术的进步最终有望让“好游戏”快速下沉（即，好游戏开发起来容易，好游戏变多，游戏平均质量提高），收获更多的用户，让玩家有更多的选择空间，并通过精彩的游戏画面和玩法拉高用户复购意愿，有望抬高行业的天花板（TAM）。**在这个过程中，行业内将产生激烈的竞争；对于技术路径和产品不匹配，或者，财务状况无法支撑技术迭代的公司将面临淘汰。
    - 关于AI技术的落地，我们关注不同的厂商或者产品有怎样的接纳程度：
      - 接纳程度高的厂商类型：不依赖美术风格追求普世审美的产品，追求快速铺量完成游戏内容制作，只要内容量和玩法充足就可以吸引到足够玩家的游戏（比如一些不追求强美术风格的MMORPG游戏，枪战类游戏等等）。
      - 接纳程度低的厂商类型：将产品差异化立足于审美创新和强风格的产品，它们还是会更依赖于资深的原画师与模型制作专家；对于游戏类别以UI图片拼接和简单前端交互界面为主的策略游戏或者小游戏厂商，他们本身就不依赖3D美术模型。
      - 混合接纳的厂商类型：部分对美术要求不高的场景关卡、路人NPC角色和标准化的枪支与载具等可以采取AI制作。其他对审美有要求的部分，并不采取AI替代的方式。

# 核心结论

## ● 国内游戏厂商增长的长期逻辑：

- 全球游戏行业从总量来看，长期的增长依赖硬件创新周期的突破，2012-2019年游戏行业的高速增长本质为智能手机的快速渗透，而未来的增长仍然依赖终端的进步，MR/VR/AR设备快速渗透及云端游戏技术普及仍然是增长重要驱动因素；
- 从内部结构性变化来看，未来中国游戏厂商有望扩大市占率，并持续跑赢全球的游戏厂商。中国厂商由于已经在手机游戏研发、市场投放和用户培育上具备领先优势，同时由于中国厂商基于国内版号限制的生存环境，也有较强的意愿去做精品的大制作游戏并且走向出海，在海外竞争较弱的情况下（国外大厂大多采取和中国厂商合作的态度，海外主要竞争对手以长尾的小型工作室为主），中国厂商有希望在未来3-5年中快速扩大在手机游戏领域的市场份额。

## ● 游戏行业短期看什么，长期看什么？：短期看营销，长期看自研。

- 短期看营销：在厂商储备游戏尚处于研发阶段，老游戏流水下滑较快的时期，厂商有希望通过扩张销售费用拉动收入增长，但是由于销售费用在当期确认，游戏收入有递延影响，所以较为激进的销售费用扩张有可能会带来当期利润的错配
- 长期看自研：厂商的自研创新实力将决定公司是否有长期稳定的复购用户群，这将决定公司的上限，即便是过去一些年营销实力较强的厂商，近些年也在不断加大自研力度。

## ● 游戏行业投资建议：

- 建议关注影响全球游戏行业发展的龙头企业，诸如，腾讯控股，动视暴雪(ATVI)，艺电(EA)，关注要点：全球宏观环境变化，公司在游戏行业中收购或合作事件，及重要自研游戏单品是否快速扩张获得大量用户
- 建议关注在市场品牌力和创新实力较强的企业，诸如，网易-S，米哈游(未上市)，吉比特，关注要点：公司新产品的差异化程度(美术和玩法)，是否面临跨赛道竞争，及产品是否具备长线运营潜质
- 建议关注在营销领域具备较强优势的企业，诸如，三七互娱，莉莉丝(未上市)，关注要点：公司是否可以维持较强的精准投放实力，并通过不断的游戏数值调优维系产品长线运营，仍需要关注该类厂商是否扩大自研游戏在收入中的占比
- 建议关注牢牢握住“利基端市场”的游戏厂商，诸如，恺英网络(锁定“传奇游戏”细分赛道)，姚记科技(擅长运营极高ROI的“捕鱼游戏”)，盛天网络(参与三国志游戏IP监修)，和富春股份(具有仙境传说IP,古剑奇谭IP)，关注要点：公司用户群体复购意愿，是否可以有效扩充品类并维持利润率
- 建议关注平台优势显著的企业，诸如，哔哩哔哩-SW，心动公司，关注要点：平台用户是否可以转化为公司游戏产品的用户群，自研实力是否长期经得起验证
- 建议关注自身游戏产品周期改善的企业，诸如，巨人网络，祖龙娱乐，关注要点：重要游戏上线节奏及首月榜单情况

# 核心结论

---

## ● 游戏行业的风险

- 颠覆性技术(诸如生成式AI, 大模型, VR/AR/MR技术等)如果快速扩散之后, 历史财务状况不好导致无法担负新技术的初期投入的厂商, 或者, 技术储备不足、经验不足导致无法将新技术与产品有机结合的厂商, 都将面临被淘汰的风险。
- 短视频仍然是游戏产品最大的威胁, 短视频的发展和繁荣会一定程度上减少用户在游戏上花费的时间。
- 全球宏观经济下行, 物价维持高位, 居民为了维持生活必要开销, 不断压缩电子娱乐领域的开销

# 全球游戏行业2020-2025市场空间估算(玩家数量和游戏收入)

- 根据NewZoo, 2022年全球游戏玩家31.98亿人, 亚太地区玩家数量最多达17.46亿人, 占比54.6%; 中东地区增长最快, 2022年同比增长12.4%, 达到4.88亿, 占比约15%。全球游戏玩家中亚太地区是依然并将长期作为全球游戏的主要市场(中国、日本、韩国占主导), 中东市场是快速崛起的市场。根据Newzoo研究, 2025年预计玩家数量将达到5.9亿。2025年全球游戏玩家(含移动和PC等全部终端)数量有望突破35.3亿。
- 根据NewZoo, 2022年预计全球游戏收入1968亿美元2025年全球游戏收入有望达到2257亿美元, 对应2022-2025复合增长率4.7%, 主要增长驱动因素在于产品的推陈出新(产品周期2-3年), 玩家付费天花板随着人均收入增长和对游戏娱乐消费认同感增强而提高。

备注: 以下移动游戏数据统计及测算口径基于Newzoo, 和Sensor Tower不同, Sensor Tower仅包括IOS和Google Play, Newzoo口径包括IOS,Google Play和其他渠道。

图表1:2020-2025全球游戏玩家数量和游戏收入

	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
全球玩家数(百万)	2,686	2,958	3,198	3,346	3,445	3,534
yoy	6.9%	10.1%	8.1%	4.6%	3.0%	2.6%
亚太	1,447	1,615	1,746	1,813	1,845	1,877
yoy	8.7%	11.6%	8.1%	3.8%	1.8%	1.7%
中东	377	434	488	528	561	592
yoy	4.9%	15.1%	12.4%	8.2%	6.1%	5.6%
欧洲	386	408	430	443	452	453
yoy	4.0%	5.7%	5.4%	3.1%	1.9%	0.4%
拉美	266	289	315	336	355	372
yoy	5.3%	8.6%	9.0%	6.7%	5.5%	5.0%
北美	210	212	219	226	233	239
yoy	6.3%	1.0%	3.3%	3.1%	3.0%	2.7%

	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
全球游戏收入(亿美元)	1,778	1,928	1,968	2,041	2,133	2,257
yoy	22.0%	8.4%	2.1%	3.7%	4.5%	5.8%
移动游戏	862	994	1,035	1,066	1,122	1,211
yoy	31.3%	15.3%	4.1%	3.0%	5.2%	8.0%
% of total	48.5%	51.6%	52.6%	52.2%	52.6%	53.7%
主机游戏	504	540	529	558	582	606
yoy	9.8%	7.1%	-2.0%	5.5%	4.3%	4.1%
% of total	28.4%	28.0%	26.9%	27.3%	27.3%	26.8%
PC	378	365	381	395	409	420
yoy	22.5%	-3.4%	4.3%	3.8%	3.4%	2.8%
% of total	21.3%	19.0%	19.4%	19.4%	19.2%	18.6%
网页游戏	33	29	23	21	20	19
yoy	-0.2%	-14.7%	-19.4%	-8.3%	-5.8%	-2.5%
% of total	1.9%	1.5%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%

资料来源: Newzoo, Sensor Tower, 华安证券研究所测算



# 中国厂商出海：2022中国游戏出海top 30

• Top 30游戏2022年出海共产生850亿元以上流水，海外手游大盘约4800亿RMB，中国厂商现在市占率17.7%

图表2:2022年中国游戏出海top 30 (单位:亿元)

排名	公司	游戏	品类	2022年流水(估算)亿元
1	米哈游	原神	MMO/大世界/二次元	104.15
2	腾讯	PUBG	射击/吃鸡	75.10
3	莉莉丝	万国觉醒	SLG	51.01
4	Funplus	State of Survival	SLG	57.45
5	三七互娱	Puzzles & Survival	SLG	40.00
6	腾讯&动视	使命召唤手游	射击	46.09
7	IGG	王国纪元	SLG	31.03
8	网易	荒野行动	射击/吃鸡	38.00
9	江娱互动	口袋奇兵	休闲策略	32.47
10	友塔网络	Mafia City	策略	24.11
11	沐瞳科技	无尽对决	MOBA	25.57
12	Magic Tavern	Project Makeover	益智/休闲	20.95
13	灵犀互娱	三国志·战略版	SLG	24.36
14	CamelGames	Age of Origins	SLG/塔防	26.90
15	有爱互娱	放置少女	二次元/放置卡牌	23.70
16	三七互娱&Neocraft	云上城之歌	MMO	18.62
17	Funplus	阿瓦隆之王	SLG	17.02
18	龙创悦动	Rise of Empires	SLG	20.37
19	龙创悦动	守望黎明	SLG/末日	20.11
20	Funplus	火枪纪元	SLG	14.87
21	博乐科技	Cash Frenzy	Casino Slots	16.88
22	乐元素	偶像梦幻祭!!Music	偶像养成	22.64
23	博乐科技	JackPot World	Casino Slots	15.97
24	星合娱乐	小小蚁国	SLG	14.78
25	莉莉丝	剑与远征	放置卡牌	12.27
26	网易	明日之后	射击/MMO	15.7
27	博乐科技	Lotsa Slots	Casino Slots	14.95
28	CamelGames	战火与秩序	SLG	13.67
29	腾讯	王者荣耀(非海外版)	MOBA	13.53
30	友塔网络	The Grand Mafia	策略/RTS	13.41

备注:  
 此30款游戏不含国内区流水,仅包含海外区流水  
 流水估算包括全渠道,即App Store + Google Play + 其他渠道  
 腾讯王者荣耀为国内王者荣耀App在海外服务器版本,并非王者荣耀国际版  
 PUBG仅考虑海外区收入,并非合并口径

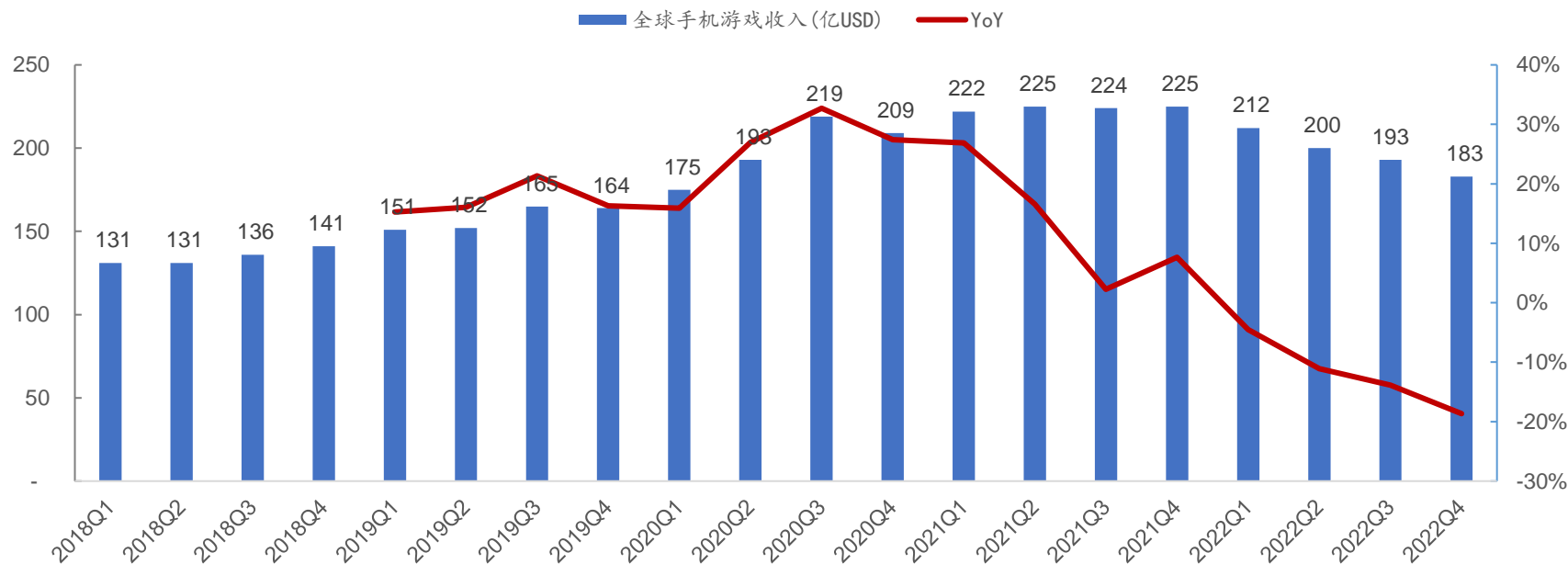
资料来源: Sensor Tower, 七麦数据, 华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

# 全球手机游戏季度收入情况

- 2022年Q4全球手机游戏收入183亿美元，(Google Android + IOS)同比下降18.7%。2022年全球手游收入为788亿美元，同比下降12.1%。2018年/2019年/2020年/2021年，手游收入对应为539亿元/632亿元/796亿元/896亿元，yoy 17.3%/25.9%/12.6%/-12.1%。2022年为全球手游收入首次年度下降，但是增长放缓迹象已经从2020年Q3开始显现。
- 全球游戏收入下降有以下几点因素导致：1) 宏观逆风因素，美国带来的通货膨胀导致全球物价上涨，消费者在游戏中扩大支出意愿受到压制。2) 智能手机21年之前的高速增长基数较高，智能手机渗透率达到一定峰值，游戏用户增长也遇到瓶颈。3) 游戏行业受制于自身创新周期，新产品仍然在研发进程中，老产品有一定程度流失。

图表3: 18Q1-22Q4全球手机游戏季度收入(google android + IOS) (亿美元)



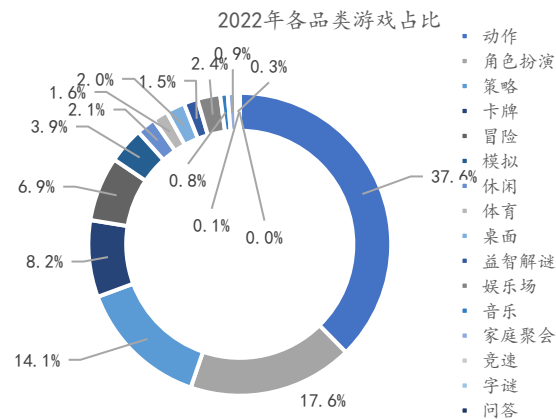
资料来源：Sensor Tower，华安证券研究所



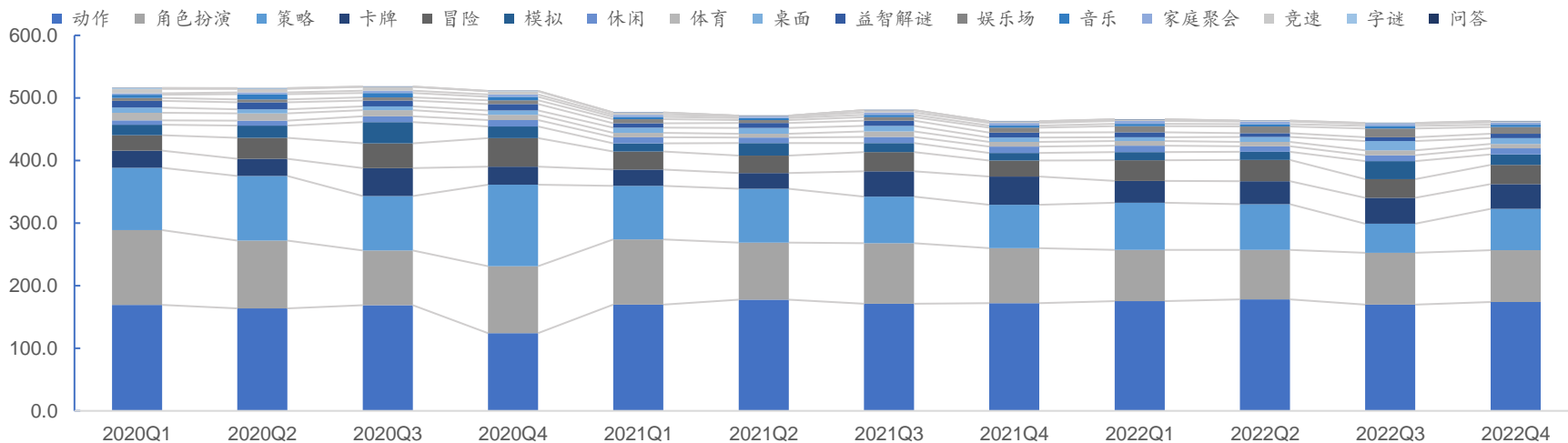
# 中国各品类手机游戏收入占比

图表4: 2020-2022中国各品类手机游戏收入占比

游戏品类	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
动作	169.2	163.9	168.8	124.1	169.7	177.9	171.0	171.9	175.5	178.2	169.7	173.8
角色扮演	119.4	108.3	87.5	107.3	104.1	90.7	96.9	88.2	81.6	79.0	82.7	82.9
策略	99.6	103.2	87.0	130.1	85.8	86.3	74.6	69.2	75.5	73.0	46.8	66.1
卡牌	27.2	27.3	44.5	28.6	26.0	24.9	40.2	45.1	34.7	36.4	41.3	39.4
冒险	24.8	33.2	39.5	45.6	28.8	27.9	30.7	25.4	33.2	34.1	29.7	30.6
模拟	16.9	19.7	34.0	18.8	13.1	20.0	14.3	12.2	13.1	13.1	28.6	16.7
休闲	7.0	7.9	9.1	9.9	9.7	9.0	10.1	10.3	10.3	8.7	9.4	9.7
体育	12.1	11.5	10.0	8.6	7.0	6.1	8.8	7.1	7.2	7.3	7.8	7.4
桌面	8.1	6.9	6.1	6.7	8.3	9.0	8.7	7.0	6.3	7.5	15.0	8.9
益智解谜	10.6	11.0	9.4	10.2	7.0	7.8	8.2	8.2	7.8	6.3	6.1	7.1
娱乐场	4.6	4.6	5.0	6.2	6.4	4.6	5.7	7.9	9.8	10.9	14.1	10.6
音乐	5.5	8.6	7.0	5.7	3.6	3.5	4.0	3.3	3.5	3.6	4.1	3.6
家庭聚会	2.4	2.7	3.6	3.5	3.5	2.2	3.7	4.2	4.9	3.9	3.0	4.0
竞速	6.7	5.5	6.0	5.2	3.4	1.2	3.3	2.1	2.0	1.3	0.8	1.5
字谜	1.3	1.0	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
问答	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.0	0.1



各品类游戏收入测算(IOS+Android,亿元)



资料来源: 七麦数据, 华安证券研究所

## “安卓渠道流水”与“IOS渠道流水”的比例测算

安卓端用户数量较多，IOS端用户数量较少。在国内，安卓端用户数量是IOS端用户数量的2.5倍至4倍左右。但是安卓端用户付费能力比IOS端用户要低。所以，**安卓端产生的流水和IOS端产生的流水的比值均值情况大致在2.7-3倍左右**；即，**全渠道（IOS+安卓）的流水比上IOS渠道的流水比例系数均值大致在3.7-4倍**。但是对于一些流水分布和MAU分布较为长尾的游戏，由于用户付费行为状态较为离散，全渠道的流水比上IOS渠道的流水**可能会大于4倍或小于4倍**。

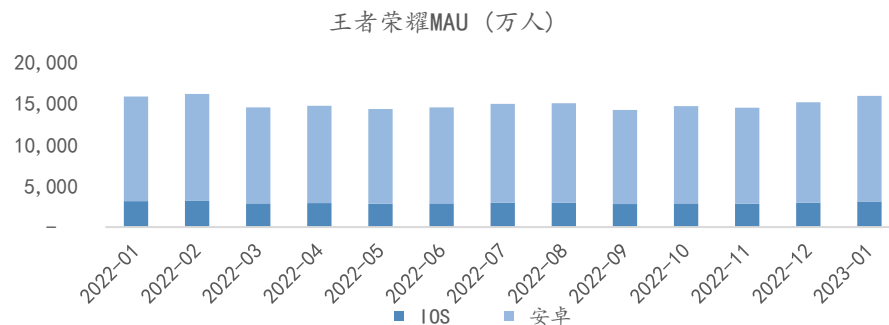
图表5: 部分游戏MAU和IOS MAU(月活) 比例

游戏名称	平均Android月活:IOS月活
鸿图之下	5.55
王者荣耀	3.98
镇魂街: 天生为王	3.37
不休的乌拉拉	3.24
梦幻西游	3.10
和平精英	2.98
航海王热血航线	2.85
无尽的拉格朗日	2.80
阴阳师	2.80
龙族幻想	2.77
全明星激斗	1.57
明日方舟	1.56
<b>平均值</b>	<b>3.05</b>

\*统计范围, 自2020年4月起

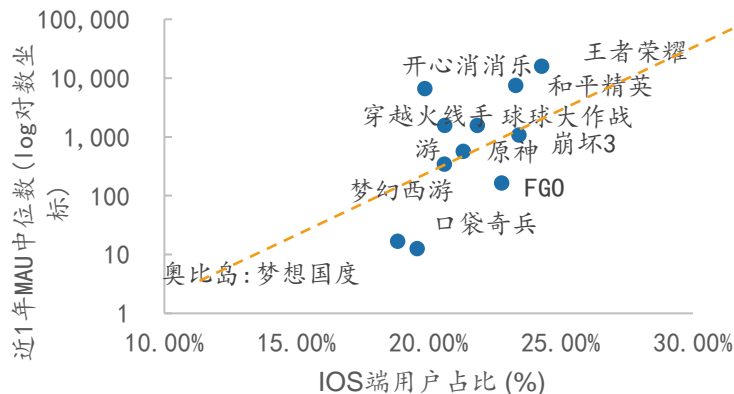
资料来源: QM, 华安证券研究所整理

图表6: 王者荣耀MAU(万人)



资料来源: QM, 华安证券研究所

图表7: 部分游戏使用IOS设备的用户占比



资料来源: 易观千帆, 华安证券研究所整理

# A股和港股游戏公司财务预测和估值情况整合

图表8: A股和港股游戏上市公司财务预测和估值情况 (截止至2023-04-16)

A股游戏公司									
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	近10日涨跌幅	近1月涨跌幅	近6月涨跌幅	2023预测PE	2023预测净利润同比	PEG	评级机构家数
300418.SZ	昆仑万维	582.9	-1.5	98.0	280.3	43.6	15.9	2.7	12.0
300494.SZ	盛天网络	97.2	13.7	90.0	151.4	32.1	35.4	0.9	5.0
002605.SZ	姚记科技	147.8	22.1	88.0	174.2	25.1	68.7	0.4	10.0
300002.SZ	神州泰岳	228.7	9.5	86.9	193.0	33.7	23.9	1.4	5.0
300299.SZ	富春股份	75.3	13.5	85.1	110.4	-	-	-	-
002292.SZ	奥飞娱乐	138.0	38.0	79.8	107.8	93.9	716.7	0.1	1.0
002517.SZ	恺英网络	298.1	5.2	63.9	115.1	21.1	31.7	0.7	19.0
300533.SZ	冰川网络	85.7	45.5	61.9	103.1	-	-	-	-
603258.SH	电魂网络	99.0	38.0	59.2	105.3	26.5	85.7	0.3	8.0
002602.SZ	世纪华通	491.1	1.4	58.0	70.3	26.0	127.7	0.2	2.0
300251.SZ	光线传媒	337.1	16.4	55.9	60.9	40.3	627.9	0.1	13.0
002174.SZ	游族网络	150.8	21.2	50.5	111.0	-	-	-	-
603444.SH	吉比特	380.9	-1.1	47.7	116.5	23.1	13.0	1.8	40.0
002558.SZ	巨人网络	294.7	-4.5	42.9	89.9	24.6	28.9	0.9	3.0
002624.SZ	完美世界	391.1	5.3	42.7	60.0	22.6	25.8	0.9	37.0
300148.SZ	天舟文化	41.7	27.3	40.2	62.5	-	-	-	-
600633.SH	浙数文化	182.8	7.5	35.8	115.8	26.7	39.6	0.7	8.0
300043.SZ	星辉娱乐	50.0	11.4	28.8	42.0	58.9	244.1	0.2	1.0
300315.SZ	掌趣科技	128.2	3.6	27.7	59.8	-	-	-	-
002555.SZ	三七互娱	606.1	-13.7	25.8	79.1	17.6	15.9	1.1	28.0
002425.SZ	凯撒文化	63.4	5.9	23.7	43.8	-	-	-	-
600880.SH	博瑞传播	70.4	7.5	16.9	16.5	62.3	24.2	2.6	1.0
300031.SZ	宝通科技	82.2	-3.9	16.4	46.3	19.0	479.2	0.0	6.0
002354.SZ	天娱数科	102.6	0.5	12.5	78.2	185.6	119.6	1.6	3.0
002148.SZ	北纬科技	38.3	2.6	11.4	25.6	-	-	-	-
300052.SZ	中青宝	61.0	0.1	10.9	23.5	-	-	-	-
002502.SZ	鼎龙文化	35.5	2.9	10.0	23.3	-	-	-	-
300467.SZ	迅游科技	30.2	2.6	7.2	40.6	-	-	-	-
600576.SH	祥源文旅	87.0	0.6	2.5	46.6	-	-	-	-

## A股和港股游戏公司财务预测和估值情况整合

图表9：A股和港股游戏上市公司财务预测和估值情况（截止至2023-04-16）

港股游戏公司									
证券代码	证券简称	总市值(亿元)	近10日涨跌幅	近1月涨跌幅	近6月涨跌幅	2023预测PE	2023预测净利润同比	PEG	评级机构家数
0799.HK	IGG	49	13.0%	101.7%	94.2%	-61.8	81.9%	-0.75	2
0302.HK	中手游	62	3.6%	27.0%	97.7%	10.5	390.4%	0.03	6
2400.HK	心动公司	114	-5.2%	18.5%	75.1%	226.6	109.1%		17
2100.HK	百奥家庭互动	12	5.6%	11.8%	33.8%	17.6	556.1%	0.03	4
1119.HK	创梦天地	49	-4.6%	9.0%	15.4%	24.4	108.1%	0.23	3
9999.HK	网易-S	4,173	3.2%	8.5%	33.3%	19.8	3.8%	5.15	29
0700.HK	腾讯控股	30,564	-5.1%	6.0%	54.4%	18.7	-13.2%	-1.42	55
9626.HK	哔哩哔哩-W	608	-2.0%	-0.7%	80.3%	-12.5	35.2%		30
9990.HK	祖龙娱乐	43	3.9%	-3.0%	136.2%	22.9	124.4%	0.18	4

资料来源：Wind, 华安证券研究所

# 部分游戏公司核心信息整合表

图表10: 部分游戏公司核心信息整合一览表(截止至2023/04/17)

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	22年游戏收入(亿元)	核心产品近1年平均年流水估计(亿元)		储备产品首年流水预期(亿元)		亮点	短期和长期跟进要素	净利润 YoY,%	P/E
										23E	23E
<p>图表中游戏流水并非官方披露,展示数据是从第三方平台数据进行推算所得。由于第三方平台国内仅可以统计IOS流水,国外仅可以统计IOS+google Play,而所有游戏均在较多安卓渠道上线,所以该图表中测算结果必然存在一定偏差,该图表数据仅供参考。</p>											
0700.HK	腾讯控股	31,065	1,708.7	王者荣耀	400~500	黎明觉醒(已上线)	20~50	在国内有极强的社交渠道优势,牢牢占据社交流量入口。拳头产品王者荣耀与和平精英为国民游戏,海外投资和参股了较多知名游戏公司和工作室(包括育碧等海外大厂),游戏领域的发行、自研和投资实力均为全球领先。	关注王者荣耀IP产品矩阵的发布及上线节奏(分别为自走棋,大世界,和动作题材的王者荣耀IP游戏)。海外收入增长是否可以靠不断的自研新品驱动,降低对被投资企业对于海外收入贡献的依赖。	24%	21.7
				和平精英(合并PUBG)	220~260	王者万象棋	40~60				
				Supercell产品矩阵	100~120	无畏契约Valorant	30~60				
				英雄联盟手游	30~50	全境封锁2	20~50				
				穿越火线	30~50	宝可梦大集结	10~30				
				金铲铲之战	20~40	命运方舟	10~20				
				其他游戏均值范围	5~20	其他游戏均值范围	5~20				
9999.HK	网易-S	4,221	745.7	梦幻西游	100~120	蛋仔派对(已上线)	40~70	游戏长线运营实力极强,梦幻西游和大话西游IP(端游+手游)运营至今将近20年。公司美术风格差异化强,游戏产品较为精品,有很强的品牌号召力,用户群体稳定,客单价高。出海日本的荒野行动曾一度维持榜单前5名,目前仍然贡献可观收入。	关注暴雪从报表中出清之后的实际影响有多大,关注蛋仔派对23年下半年的表现,是否可以维持榜单前列,关注逆水寒手游上线后的表现。海外游戏产品布局是否可以有效扩充品类,是否可以通过自研优势推陈出新,降低对荒野行动单一产品的依赖。	3%	18.0
				阴阳师	30~40	逆水寒手游	40~70				
				大话西游	30~40	永劫无间	40~70				
				率土之滨	30~40	燕云十六声	20~60				
				明日之后	25~32	梦幻西游时空	20~50				
				光遇	10~20	大话西游归来	20~40				
				第五人格	5~15	零号任务	15~30				
				其他游戏均值范围	3~10	倩女幽魂隐世录	15~30				
		其他游戏均值范围	5~10								
9626.HK	哔哩哔哩-V	619	50.2	FGO	6~7	赛马娘(优俊少女)	10~15	拥有国内最大的二次元ACG用户社区,对于运营有IP的二次元游戏有经验优势。二次元用户群体是付费能力较强、较为稳定的用户群体。	新作赛马娘有较强的二次元文化特点,这将决定B站23年收入增长;公司自研实力是否可以持续提高;24年前经调整归母净利润是否可以转正	43%	-16.2
				碧蓝航线	4.5~5.5	斯露德:异空	3~5				
				公主连结	1.0~1.3	依露希尔:星晓	1~1.5				
				坎公骑冠剑	2~3	其他游戏均值范围	0.5~1.5				
				其他游戏均值范围	0.5~2						
联运游戏分成	14~16										

资料来源: Wind, Bloomberg, 公司公告, 七麦数据, Sensor Tower, 华安证券研究所

# 部分游戏公司核心信息整合表

图表10: 部分游戏公司核心信息整合一览表(截止至2023/04/17)

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	22年游戏收入(亿元)	核心产品近1年平均年流水估计(亿元)		储备产品首年流水预期(亿元)		亮点	短期和长期跟进要素	净利润 YoY,%	P/E
										23E	23E
<p>图表中游戏流水并非官方披露, 展示数据是从第三方平台数据进行推算所得。由于第三方平台国内仅可以统计IOS流水, 国外仅可以统计IOS+google Play, 而所有游戏均在较多安卓渠道上线, 所以该图表中测算结果必然存在一定偏差, 该图表数据仅供参考。</p>											
2400.HK	心动公司	113	24.5	香肠派对	5~10	火力苏打	2~5	公司拥有细分垂类社区产品Taptap平台, 该平台是国内手游玩家经常使用的查看游戏评分的平台, 类似电影社区中的豆瓣或者IMDB。公司也有较强的游戏自研实力, 香肠派对以卡通风格的“吃鸡”游戏破圈, 获得较好口碑。	Taptap月活增长(目前4145万,yoy 31%), 该渠道游戏下载量(目前8亿次, yoy 38%), 关注Taptap商业化空间(零分成长期影响); 自研游戏实力是否经得起验证, 目前研发人员800人左右, 游戏月活用户1600万。	106%	333.8
				仙境传说M	1.5~3	火炬之光无限	2~5				
				不朽的乌拉拉	1.4~3	铃兰之剑	1~3				
				明日方舟	1.0~3	其他游戏均值范围	1~3				
				蓝颜清梦	1.0~3						
				其他游戏均值范围	0.5~1.0						
1119.HK	创梦天地	47	27.3	梦幻家园	6~10	卡拉彼丘	2~3	在休闲轻度游戏品类有较为成功的发行和运营经验, 成功代理了全球三消类游戏巨头Playrix的梦幻家园和梦幻花园, 近年不断向游戏自研转型。社交平台产品Fanbook(类似海外的Discord)为公司未来业绩增长提供支撑。	关注卡拉彼丘(动漫二次元射击)和二之国交错世界(IP游戏, 主机转手游, 由日本Level 5(代表作:勇者斗恶龙)授权的)的上线节点和首月流水情况。中长期关注公司收入中自研游戏收入贡献是否可以持续提高, 成功发行的三消和休闲游戏是否面临同行的同质化竞争威胁。	108%	23.4
				梦幻花园	5~7	二之国:交错世界	1~3				
				荣耀全明星	4~6						
				地铁跑酷	1~3						
				神庙逃亡(1&2)	0.2~0.5						
0302.HK	中手游	64	27.1	航海王热血航线	10~15	新仙剑之挥剑问情	2~7	IP运作能力较强, 具有仙剑奇侠传, 海贼王, 真三国无双, 大富翁等IP。	关注镇魂街首年流水表现, 及仙剑IP的新作(包括和恺英网络合作的仙剑卡牌游戏和与阿里灵犀互娱合作的仙剑MMO游戏)上线后表现情况。游戏长线运营实力及自研原创实力是否可以在长期得到验证。	390%	10.7
				航海王强者之路	1.5~2	仙剑IP合作	2~7				
				仙剑IP授权	1.4~2	仙剑世界	2~7				
				真三国无双霸	1.0~2	我的御剑日记	2~5				
				斗罗大陆斗神再临	0.4~1	城主天下	2~5				
				新射雕群侠传	0.2~1	镇魂街(已上线)	5~8				
				仙剑7/大富翁端游等	2.0~3	全明星激斗(已上线)	2~4				
				其他游戏均值范围	0.2~1	奥特曼集结(已上线)	1~3				
						吞噬星空(已上线)	1~3				
						其他游戏均值范围	0.5~2				
9990.HK	祖龙娱乐	40	5.8	鸿图之下	1.2~1.4	阿凡达:Reckoning	7-11	研发的游戏大多由腾讯代理, 和腾讯有良好的战略合作关系	关注阿凡达游戏收入潜质, 及腾讯后续对该游戏投放意愿; 23年预期净利润是否可以转正能达到多少; 过去几年收入波动大, 未来公司是否可以通过扩充更多游戏品类平滑掉产品周期带来的业绩波动	124%	21.4
				龙族幻想	1.0~1.3	以闪亮之名(已上线)	2-5				
				梦幻诛仙	0.7~1.0	三国群英传	2-5				
				其他游戏均值范围	0.2~0.5	代号M	2-3				
						其他游戏均值范围	0.3~1				

资料来源: Wind, Bloomberg, 公司公告, 七麦数据, Sensor Tower, 华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



# 部分游戏公司核心信息整合表

图10: 部分游戏公司核心信息整合一览表(截止至2023/04/17)

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	22年游戏收入(亿元)	核心产品近1年平均年流水估计(亿元)		储备产品首年流水预期(亿元)		亮点	短期和长期跟进要素	净利润 YoY,%	P/E
										23E	23E
<p>图表中游戏流水并非官方披露, 展示数据是从第三方平台数据进行推算所得。由于第三方平台国内仅可以统计IOS流水, 国外仅可以统计IOS+google Play, 而所有游戏均在较多安卓渠道上线, 所以该图表中测算结果必然存在一定偏差, 该图表数据仅供参考。</p>											
002555.SZ	三七互娱	601	157.8 (TTM)	Puzzles & Survival	30~40	霸业	10~15	出海实力强劲, 在A股上市公司中游戏出海销售额第一, 约60-70亿元/每年, 海外拳头游戏《Puzzles & survivals》用户和复购强劲, 年流水约30-40亿元; 买量实力较强, 具有经过验证的营销实力	老游戏流水有明显下滑, 产品周期偏短, 普遍产品周期在1.5-2年, 未来是否可以持续打造出长线运营产品是关键; 营销效率是否能提高, 未来是否能不完全依赖营销开支对业绩的驱动	16%	17.5
				斗罗大陆:魂师对决	9~15	梦想大航海	8~12				
				云上城之歌	5~9	最后的原始人	3~8				
				叫我大掌柜	3~7	空之要塞启航(已上线)	3~5				
				斗罗大陆:武魂觉醒	1~5	小小蚁国(已上线)	3~5				
				斗罗大陆H5	1~4	其他游戏均值范围	1~3				
				一刀传世	1~4						
				大天使之剑H5	1~4						
				其他游戏均值范围	1~2						
002602.SZ	世纪华通	463	100.2 (TTM, 和22中报游戏收入占比)	盛趣旗下传奇游戏	30~40	龙之谷世界	5~15	是腾讯的重要合作伙伴(腾讯是世纪华通的重要游戏发行商), 腾讯也是公司的重要股东。公司国内业务板块的盛趣游戏(前身为盛大游戏)有运营传奇类游戏的悠久历史, 近年来不断迭代传奇品类的游戏, 传奇游戏复购情况好, 客单价高; 点点互动负责发行海外游戏, 包括Funplus的一些热门单品。	关注龙之谷世界, 饥荒新家园等新游戏的上线时机及上线后的榜单情况。中长期需要关注点点互动是否可以逐步扩充自研实力, 是否具备依靠发行和自研双轮驱动去拓宽海外业务。	128%	24.5
				盛趣旗下其他游戏	10~20	饥荒:新家园	5~10				
				龙之谷手游		月夜狂想曲	1~5				
				庆余年		诸神之战	1~5				
				龙之谷等端游		其他游戏均值范围	0.5~2				
				点点互动	30-40						
				火枪纪元(代理)							
				阿瓦隆之王(代理)							
				Frozen City							
				Whiteout Survival							
				其他游戏均值范围	1~5						
603444.SH	吉比特	375	51.3	一念逍遥	18~25	新庄园时代	3~5	公司长线运营实力较强, 存量产品流水较稳固(从2018年至今单季度营业收入持续正增长), 现金流状况较好, 一直稳定分红。产品及美术都具有较强差异化(诸如一念逍遥引领了轻度修仙玩法)和风格化(美术风格轻快活泼但是不低幼), 重视对于童年IP的挖掘(诸如奥比岛, 摩尔庄园等)。	23年储备产品的关注度没有往年的关注度高, 22年下半年未发布新品, 需关注对23年上半年业绩的影响。公司是否可以维持长线运营实力, 是否可以维持对创新项目的投入及支持力度。	13%	22.8
				问道	10~15	重装前哨	1~3				
				奥比岛:梦想国度	2~5	代号M66	1~3				
				摩尔庄园	0.5~1	超喵星计划	0.5~2				
				其他游戏均值范围	0.5~1	其他游戏均值范围	0.5~2				

资料来源: Wind, Bloomberg, 公司公告, 七麦数据, Sensor Tower, 华安证券研究所  
 敬请参阅末页重要声明及评级说明

# 部分游戏公司核心信息整合表

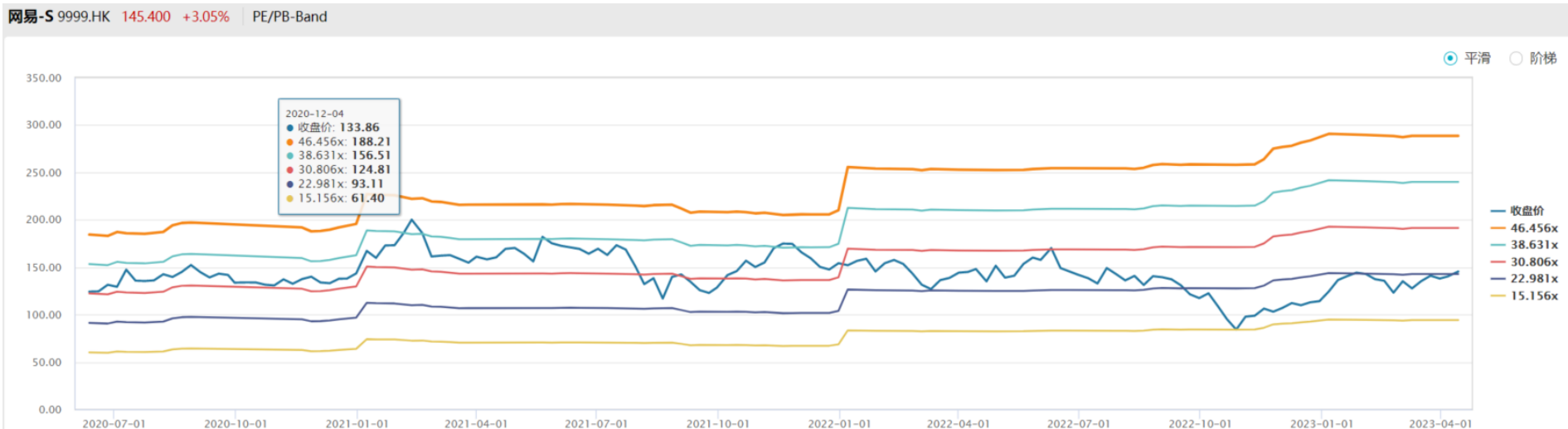
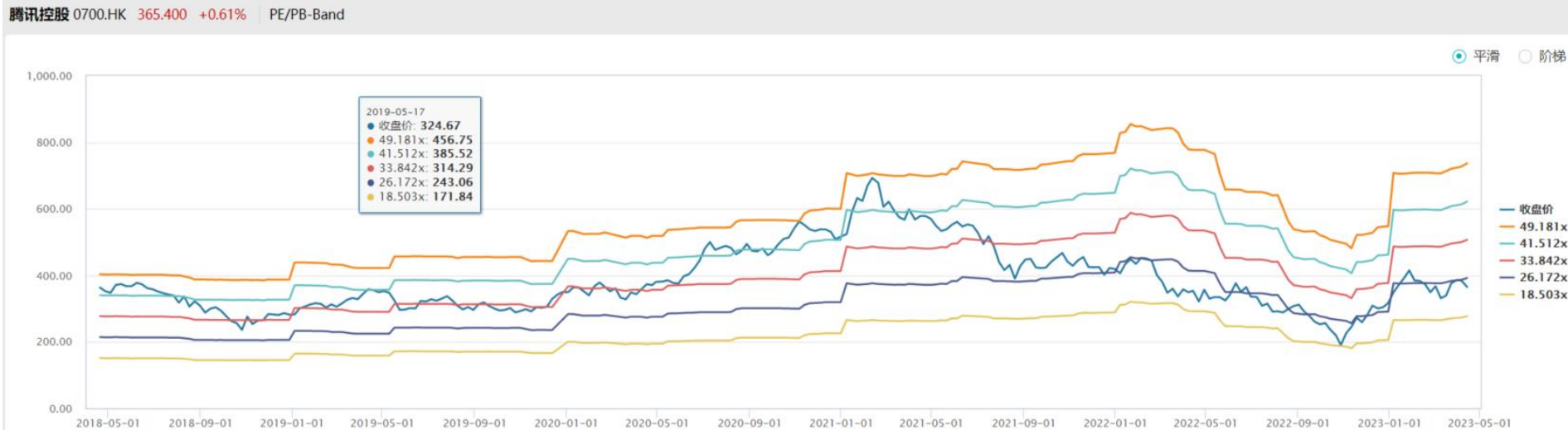
图表10: 部分游戏公司核心信息整合一览表(截止至2023/04/17)

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	22年游戏收入(亿元)	核心产品近1年平均年流水估计(亿元)		储备产品首年流水预期(亿元)	亮点	短期和长期跟进要素	净利润 YoY,%	P/E	
									23E	23E	
<p>图表中游戏流水并非官方披露, 展示数据是从第三方平台数据进行推算所得。由于第三方平台国内仅可以统计IOS流水, 国外仅可以统计IOS+google Play, 而所有游戏均在较多安卓渠道上线, 所以该图表中测算结果必然存在一定偏差, 该图表数据仅供参考。</p>											
002624.SZ	完美世界	374	72.4	诛仙	9~13	天龙八部2(已上线)	6~12	是国内传统的MMORPG领域大型厂商。聚焦“MMO+X”与“卡牌+X”两大核心赛道, 推动经典品类MMO的迭代升级的同时, 在美术风格和玩法设计上加入二次元、开放世界等全新元素。	产品创新是否可以扩充更多游戏品类, 从MMO向更广泛的品类扩张; 过去8个季度连续收入同比为负, MMO赛道的存量游戏和新品是否可以支撑未来业绩的稳定增长。	26%	21.6
				完美世界	8~12	诛仙世界	5~10				
				梦幻新诛仙	8~13	梦神异闻录5	3~7				
				幻塔	5~11	一拳超人: 世界	2~5				
				完美世界: 诸神之战	3~7	百万亚瑟王	2~5				
				其他游戏均值范围	1~3	其他游戏均值范围	1~3				
002558.SZ	巨人网络	287	21.5 (TTM)	球球大作战	4~5	原始征途(已上线)	3~6	围绕征途与球球大作战两大核心IP, 聚焦擅长赛道做长寿游戏; 重点布局国战MMORPG、休闲竞技两大重点赛道, 拓展放置类、泛二次元等赛道。	关注公司近期试水海外市场业务(海外品牌Ztimes), 成本投入能否产生预期回报; 关注二次元放置游戏《龙与世界的尽头》海外表现和原始征途上线表现。公司长期是否可以有效扩充品类, 创造更多原创IP。	29%	23.9
				征途系列手游	4~6	Super Sus(太空行动)	2~3				
				征途手游		龙与世界的尽头(已上线)	1~3				
				征途2		其他游戏均值范围	0.5~2				
				绿色征途							
				征途怀旧版							
				征途端游	8~9						
				其他游戏均值范围	0.3~2						
002517.SZ	恺英网络	282	35.5 (TTM)	传奇/奇迹类产品	15-25	天使之战(已上线)	3~5	公司旗下的传奇品类游戏复购稳定, 客单价高, 公司和世纪华通占据传奇赛道里面的主要份额。控股大朋VR, 前瞻布局VR终端赛道。	注意关注天使之战首年流水, 龙神八部上线时机及上线后榜单情况。是否可以在维持传奇品类持续贡献收入的同时, 降低对传奇品类的依赖, 推陈出新有更多的产品创新。	32%	19.9
				蓝月传奇		龙神八部	2~4				
				原始传奇		仙剑奇侠传: 新的开始	2~4				
				热血合击		归隐山居图	1~3				
				全民奇迹等		山海浮梦录	1~3				
				其他游戏均值范围	1~3	龙腾传奇	1~3				
						其他游戏均值范围	0.5~2				

资料来源: Wind, Bloomberg, 公司公告, 七麦数据, Sensor Tower, 华安证券研究所

# 核心游戏公司PE Band (23年预测PE)

图表11: 核心游戏公司forward P/E Band (截止至2023/04/15)

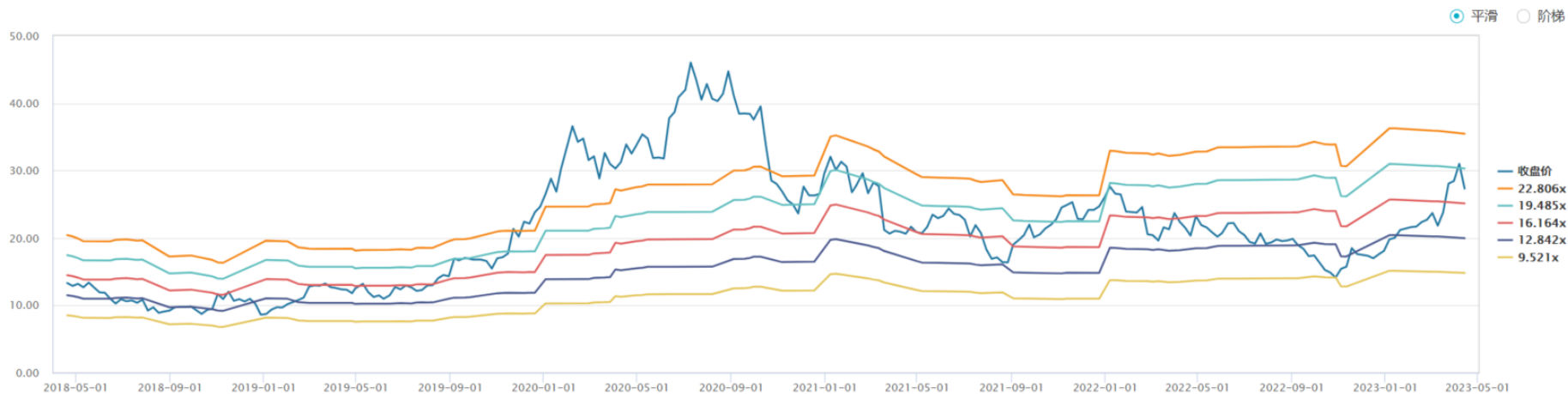


资料来源: Wind, 华安证券研究所  
 敬请参阅末页重要声明及评级说明

# 核心游戏公司PE Band (23年预测PE)

图表11: 核心游戏公司forward P/E Band (截止至2023/04/15)

三七互娱 002555.SZ 27.33 -1.97% PE/PB-Band

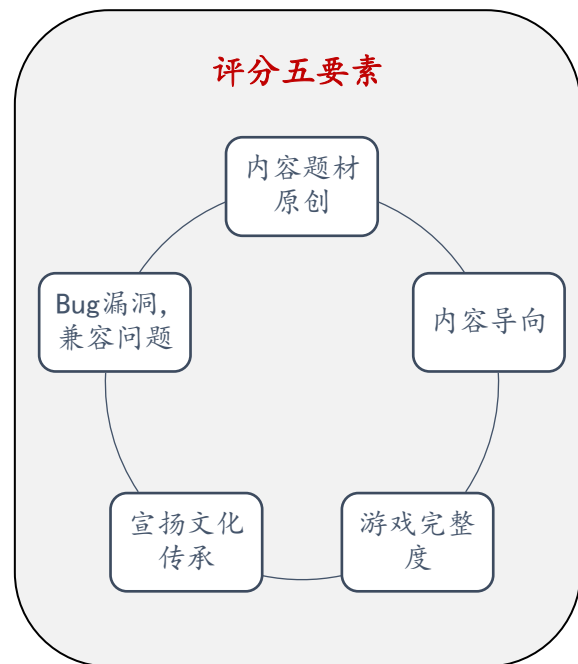
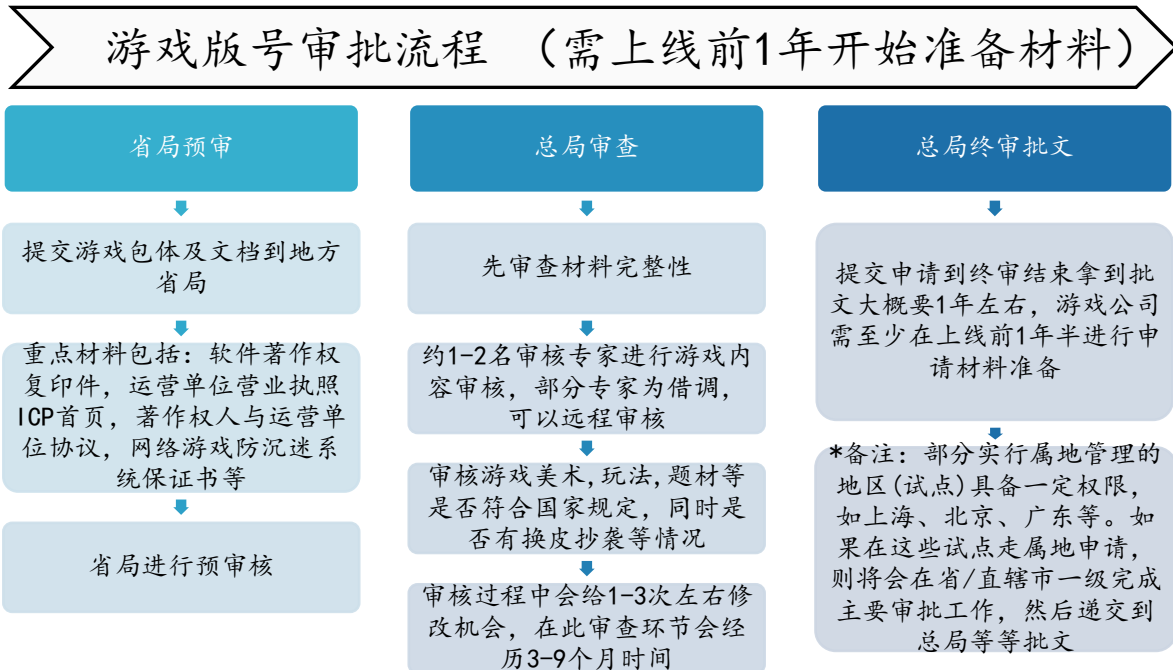


完美世界 002624.SZ 20.16 +1.61% PE/PB-Band



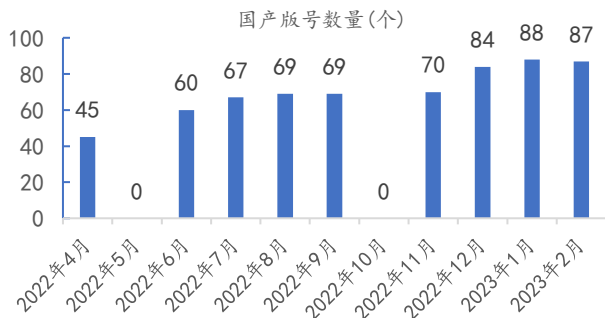
# 游戏版号政策情况梳理

图表12: 游戏版号审批流程



资料来源：国家新闻出版总署，华安证券研究所

图表13: 国产版号数量



资料来源：国家新闻出版总署，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

- **国内版号方面**：年版号数量预估900-1000款，月均80-90款。
- **进口版号方面**：如果进口版号半年发放一次，每年进口游戏有希望达到80款左右。22年12月28日45款进口版号，23年3月20日27款进口版号。
- **Steam方面**：Steam作为文化产品的销售平台也受到世贸公约的保护，暂时在Steam上不需要游戏版号，但是部分游戏上Steam后会锁国区。
- **出海方面**：出海不需要版号，越南地区有一定审批制度。但总体需要符合对应国家的政策要求，一般来说发达地区有游戏年龄分级限制。

## AI技术对游戏的影响

**主要逻辑：**尽管营业利润率会有一定程度提高，但主要重点关注应该在于加速产品品质和差异化提升(即,产生了更多好游戏)，进而促进玩家消费需求(即,吸引到了更多玩家，玩家具有更强的付费意愿)。

图表14: AI技术对游戏影响

渲染技术	美术模型	UGC增强	沙盒化系统
<ul style="list-style-type: none"><li>渲染技术通过GPU实现图形学的计算，本质是数学问题，AI技术的应用可以一定程度优化渲染的计算过程。</li><li><b>研发侧：</b>通过大量样本的训练，使用“黑盒化”的方式寻找到核心的渲染“参数”</li><li><b>用户侧：</b>更优的算法将降低用户侧的算力开销，让用户在同样的设备上获得更优的体验</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>生成初级的概念稿，2D立绘，方便原画创作者进行“头脑风暴”</li><li>通过2D图片，设定好的参数，和一定边界条件，使用自动化工具生成3D白模，降低重复劳动，减少美术发外包制作成本</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>从UGC向AIGC演化。</li><li>玩家可以通过AI助手，生成UGC内容组件，包括关卡/家园/自定义内容/角色等，节约玩家的时间和 Learning 成本，让玩家侧生成的内容指数级提高。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>有一个“无形的手”控制整个游戏的沙盒世界。好比科学假设中的“拉普拉斯妖”。</li><li>智能NPC, 可交互组件, 关卡环境, 和玩家的数值属性将不依赖策划配置表, 都将在AI体系下自学习、演进, 增强游戏AI带给人的拟人化体验</li><li>比如沙盒游戏《环世界(Rim World)》、《监狱建造师》、《我的世界》和《动物森友会》</li></ul>

资料来源：英伟达，腾讯，Unity，华安证券研究所整理

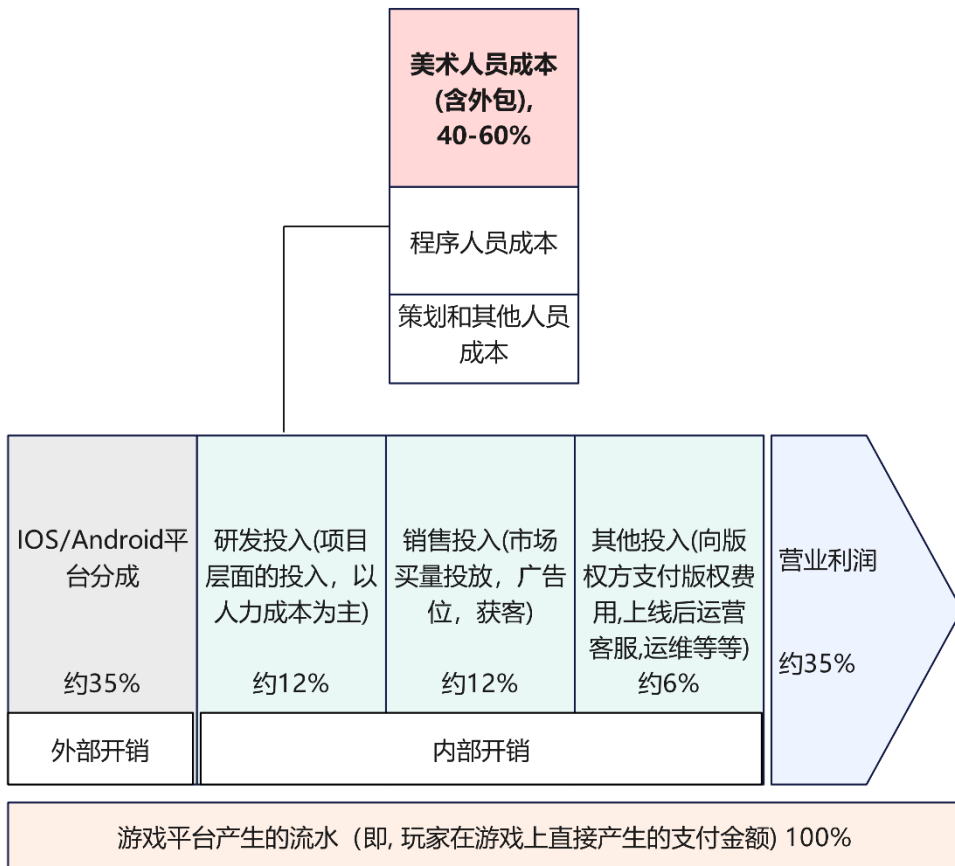


# AI技术对游戏的影响 – 对营业利润率的影响

图表15：理想情况下游戏公司(或产品组合)的成本拆分

**游戏产品组合层面成本拆分**

\*注意：由于单产品的投入和收益具有不确定性，所以为了反映行业平均情况，此处仅从公司或者游戏产品组合层面入手进行拆解，但行业实践中，游戏的ROI分布较为长尾，需要具体案例具体分析



游戏产品目前主要的成本在于市场侧(渠道分成+发行)的成本，过去由于差异化不足，产品的获客较为依赖投放及渠道推荐，AI技术变革对于研发侧的降本增效其实较为有限，但是AI技术变革对于是否加速产品差异化，增强产品商对发行渠道的议价应该是下一步关注的重点

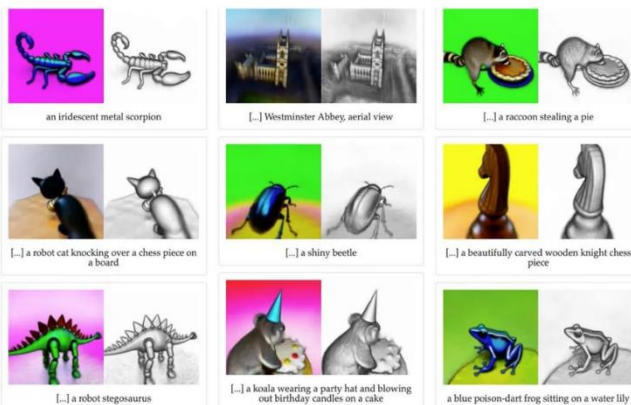
- 目前，AI对游戏降本增效的意义讨论较多的主要在**美术制作模型产出环节**（3D人物和场景白模制作，粗贴图模型等等）。
  - ✓ 如果站到公司层面或者公司游戏产品组合(portfolio)层面，考虑产品研发周期和收益期会有一定程度错配，那么可以节约的费用拆解如下：
  - ✓ 研发成本占到公司或者产品组合整体流水收入的**12%**左右，而美术成本占研发的**50%**左右，而在此基础上即便缩减50%的美术投入，则可压缩的空间仅为**3%**。
- 其它环节，包括策划数值配表，程序开发，自动化测试，和精准营销投放，AI也会有一定程度的降本空间。
- 游戏目前的主要成本项不在于内部开销，而在于平台渠道分成。AI技术落地对游戏营业利润率(Op. Margin)的影响较为有限(约Op Margin带来3%-5%提升)，但是由于AI技术会极大繁荣游戏内容产出的质量和精品化程度，游戏厂商未来对渠道的溢价能力有可能会进一步增强。

# AI技术对游戏的影响 – AI带来GPU渲染效率提高(基于DLSS 3.0)

DLSS 3.0采用实时补帧，在硬件进步的基础上，基于深度学习可以将低分辨率的图像缩放为高分辨率的图像。本质是，在显卡硬件不变的情况下，通过算法优化让其具备有更高的运算效率

图表16: 英伟达DLSS 3.0 技术(软件和硬件结合)介绍

软件(或 游戏)	渲染效率提升
Microsoft Flight Simulator	200%
战锤40K:暗潮(游戏)	200%
UE5: Lyra Demo (RT)	250%
Unity Enemies Demo (RT)	300-350%
Cyberpunk 2077 (New RT)	400%
Justice(逆水寒)端游(Full RT)	450%-500%
Portal with RTX(Full RT)	550%-600%



Bryan Catanzaro  
@ctnzs

Neural rendering takes its next step with DLSS 3.0 on Ada! In addition to DL-powered superresolution, it uses optical flow, motion vectors, and DL to generate entire frames.

7 out of 8 pixels being rendered with DLSS3 come from Neural rendering.

#GTC22

翻译推文



下午11:15 · 2022年9月20日

资料来源: Nvidia, IEEE Spectrum, 华安证券研究所整理

# AI技术对游戏的影响 - 3D美术模型生成(基于NeRF,Diffusion)

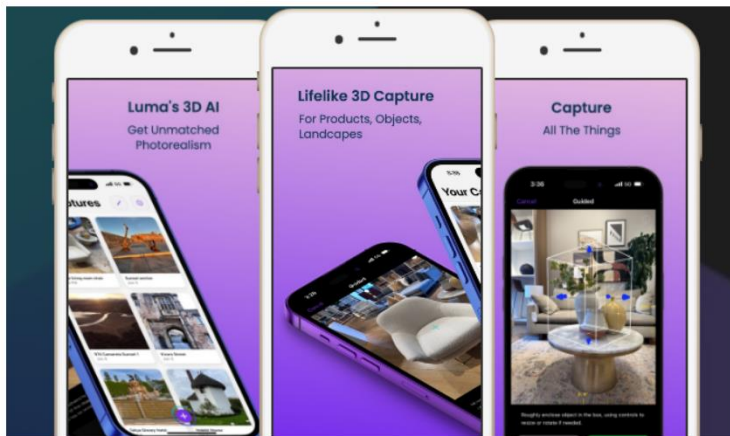
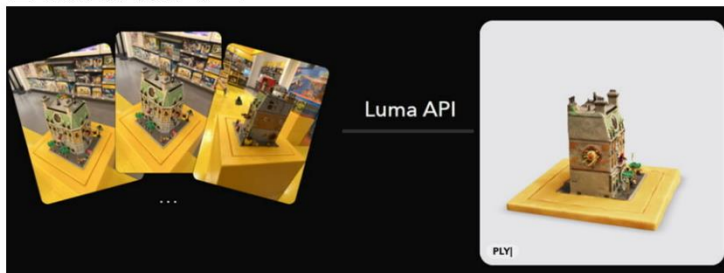
对于将AI技术应用于模型制作去提升效率，不同的厂商或者产品对其接纳程度将不同：

- 1、接纳程度高的厂商类型：**不依赖美术风格追求普世审美的产品，追求快速铺量完成游戏内容制作，只要内容量和玩法充足就可以吸引到足够玩家的游戏(比如一些不追求强美术风格的MMORPG游戏，枪战类游戏等等)
- 2、接纳程度低的厂商类型：**将产品差异化立足于审美创新和强风格的产品，它们还是会更依赖于资深的原画师与模型制作专家；对于游戏类别以UI图片拼接和简单前端交互界面为主的策略游戏或者小游戏厂商，他们本身就不依赖3D美术模型。
- 3、混合接纳的厂商类型：**部分对美术要求不高的场景关卡、路人NPC角色和标准化的枪支与载具等可以采取AI制作。其他对审美有要求的部分，并不采取AI替代的方式。

图表17: 视频, 图片和文字转3D模型或3D点云

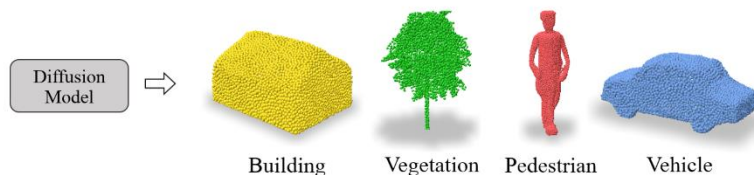
## Luma AI: 视频转3D

以API形式接入客户的开发环境，采用了NeRF模型，不限于游戏领域应用，也可以用于数字孪生

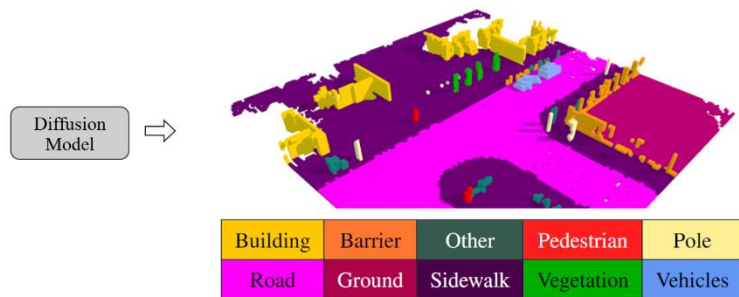


## Point E: 图片和文字转3D点云

- text-to-image Diffusion model先生成图片，再由第二个diffusion model从图片生成3D点云
- 已经在GitHub上开源，下面图片中 (a) 部分Object-scale generation的3d模型则为Point E生成的点云



(a) Object-scale generation



(b) Scene-scale generation (Ours)

资料来源: Open AI, GitHub, 《Diffusion Probabilistic Models for Scene-Scale 3D Categorical Data》

(Jumin Lee, Woobin Im, Sebin Lee, Sung-Eui Yoon, 2023), 华安证券研究所整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明



## AI技术对游戏的影响 – UGC变得更容易获得，游戏的沙盒世界更拟人化

沙盒游戏本质在于游戏体验的随机性，AI可以增强游戏数值体系的自学习和自适应，为玩家带来更多拟人化体验。比如，游戏内角色NPC性格会跟随着玩家的行为发生变化，玩家会觉得和NPC相处，就像是和真实的人在相处。

图表18：沙盒游戏和UGC范例

环世界 - 沙盒化模拟经营和剧情走向



动森 - 沙盒化经营建造/沙盒人际关系体验



蛋仔派对 - 糖豆人 + UGC关卡



Roblox - UGC游戏，玩家自定义游戏内容



资料来源：Steam，环世界，动物森友会，蛋仔派对，Roblox，华安证券研究所整理

# 腾讯控股(0700.HK) 2023年业绩预期及核心观点

- 22Q4公司收入符合预期，归母净利润低于预期，广告部分（小程序和视频号驱动业绩成长）大幅超出预期。23Q1预计收入1457亿元(yoy +7.6%), 净利润328.1亿元(yoy 28.4%)。广告收入提升较多，但是毛利下降。
- 游戏部分公司22Q4海外跑赢国内，海外yoy 5%，国内yoy -6%。23Q1/23Q2预计游戏yoy 3.8%/7.5%。公司2022年Q4尽管在海外成功代理发行了《幻塔》和《胜利女神:Nikke》，但这两款游戏对公司边际收入的贡献仍然较为有限。预计共贡献流水30亿元左右。但是，公司2022Q4并未在国内上线重要产品，同时2022年整年国内游戏市场由于宏观逆风因素及疫情扰动导致玩家整体消费意愿疲弱，王者和平流水下滑递延的影响。同时，21年Q4上线英雄联盟手游，公司去年同期基数较高。所以，22Q4公司游戏收入将一定程度同比下滑。根据《2022年中国游戏产业报告》，2022年国内市场手游销售收入1930.58亿元，同比下降14.4%，用户规模6.54亿人，同比下降0.23%；2022年腾讯游戏收入1709亿元，同比下降0.7%；在这种市场环境下，腾讯游戏的表现仍然跑赢行业的平均情况。

图表19：腾讯控股业绩预期及核心观点（截止至2023年4月8日）

## 腾讯控股(0700.HK)

百万元	2020	2021	2022	2023E	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023Q2E
	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30
营业收入	482,064	560,118	554,552	620,349	135,471	134,034	140,093	144,954	145,724	151,737
% , yoy	27.8%	16.2%	-1.0%	11.9%	0.1%	-3.1%	-1.6%	0.5%	7.6%	13.2%
收入拆分										
增值服务	264,212	291,572	287,565	312,734	72,738	71,683	72,727	70,417	77,112	77,847
% , yoy	32.1%	10.4%	-1.4%	8.8%	0.4%	-0.5%	-3.3%	-2.1%	6.0%	8.6%
游戏	156,101	174,314	170,865	185,864	43,600	42,471	42,900	41,800	45,255	45,667
% , yoy	36.1%	11.7%	-0.7%	8.9%	0.0%	-1.2%	-4.5%	-2.3%	3.8%	7.5%
网络广告	82,271	88,666	82,729	99,196	17,988	18,638	21,443	24,660	21,294	23,243
% , yoy	20.3%	7.8%	-9.6%	19.9%	-17.6%	-18.4%	-4.7%	14.6%	18.4%	24.7%
金融科技&云	128,086	172,195	177,064	208,420	42,768	42,208	44,844	47,244	47,319	50,647
% , yoy	26.4%	34.4%	4.6%	17.7%	9.6%	0.8%	3.5%	-1.5%	10.6%	20.0%
其他	7,495	7,685	7,194	0	1,977	1,505	1,079	2,633	0	0
经调整后净利润	122,742	123,788	115,649	143,309	25,545	28,139	32,254	29,711	32,809	35,143
% , yoy	30.1%	0.9%	-5.4%	23.9%	-22.9%	-6.7%	1.6%	19.4%	28.4%	24.9%

资料来源：Wind预期, Bloomberg预期, 华安证券研究所

# 腾讯控股(0700.HK)主要游戏收入一览表

图表20: 腾讯控股主要游戏收入测算表

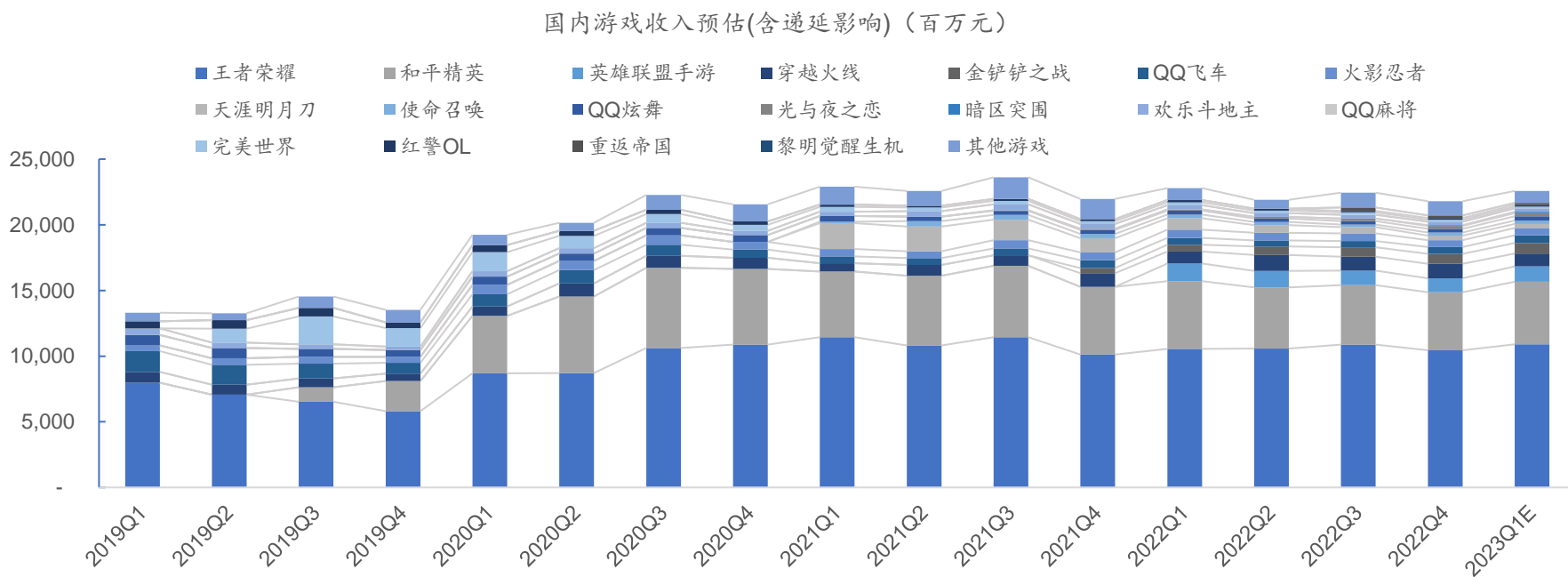
收入(百万元)	2020	2021	2022	2023E
<p>声明: 下方游戏流水并非官方披露, 展示数据是从第三方平台数据进行推算所得。由于第三方平台国内仅可以统计IOS流水, 国外仅可以统计IOS+google Play, 而部分游戏又开放多支付渠道, 所以下表测算结果必然存在一定偏差, 下表数据仅供参考。</p>				
腾讯集团收入	482,064	560,118	554,552	620,349
游戏总收入(不含社交游戏)	156,077	174,390	170,865	185,864
% 集团收入	32%	31%	31%	30%
国内手游总计(估算)	83,205	91,081	88,931	92,492
%yoy	52.3%	9.5%	-2.4%	4.0%
王者荣耀	38,921	43,811	42,479	43,636
和平精英	22,061	20,935	18,739	18,067
英雄联盟手游	0	0	4,763	4,622
穿越火线	3,470	3,290	4,296	4,616
金铲铲之战	0	386	2,657	3,066
QQ飞车	3,409	2,137	1,977	2,090
火影忍者	2,712	2,304	2,295	2,328
天涯明月刀	0	6,493	2,261	1,591
使命召唤	0	1,239	949	942
QQ炫舞	2,282	1,400	1,131	1,193
黎明觉醒生机	0	0	0	4,350
其他游戏	10,349	9,086	7,384	5,991
国外手游总计(估算)	28,334	38,110	35,034	36,161
%yoy	>100%	34.5%	-8.1%	3.2%
Clash of Clans -全球	5,846	5,960	4,947	5,126
Clash Royale -全球	3,234	3,494	3,323	2,757
Boom Beach -全球	269	346	563	661
PUBG(和平精英)-海外(不含大陆)	6,605	9,449	7,623	7,314
Call of Duty -海外(不含大陆)	2,560	4,910	4,689	4,853
其他游戏	9,819	13,951	13,888	15,452
国内端游(估算)	38,153	37,719	34,969	40,692
国外端游(估算)	6,385	7,481	11,931	16,519



# 腾讯控股(0700.HK)国内主要游戏收入测算

- 公司目前流水状况排在前五名的游戏是：王者荣耀，和平精英，英雄联盟手游，穿越火线，和金铲铲之战。黎明觉醒首年流水贡献有望达到40亿元-70亿元人民币区间，有望公司进入流水贡献的前五名。**公司的拳头产品《王者荣耀》与《和平精英》年化流水贡献在500-600亿之间（不含海外PUBG），占国内手游收入约60%以上，占公司游戏收入30%，占公司总收入10%以上。**
- 公司具备每年推出1-2款热门游戏的实力，2022年相对产品储备乏力，但是2020年的使命召唤，天涯明月刀，2021年的英雄联盟手游，和金铲铲之战均有不错的表现。今年推出的《黎明觉醒》也是话题度较高的游戏，有望为公司贡献边际增量。
- 老产品中《穿越火线手游》一直表现强劲，不断的吸引新老用户，玩家复购意愿稳定。
- 目前公司整体的战略规划在于侧重内容精品化的大制作游戏，尽可能的去打造贡献年收入超过百亿元量级的大型游戏项目，降低对渠道买量和版号数量的依赖。

图表21：腾讯控股核心国内游戏收入测算



资料来源：七麦数据, Sensor Tower, Quest Mobile, 华安证券研究所

## 腾讯控股(0700.HK)核心游戏MAU和ARPU边际情况

- 公司拳头产品王者荣耀与和平精英，2021年Q4-2022年Q3的MAU有一定程度的同比下降，王者荣耀同比单位数下降，和平精英同比2位数下降，这是由于3点原因：1) 前些年高速用户增长基数较高；2) 未成年保护政策不断落地，造成一部分未成年用户流失；3) 用户审美疲劳，产品玩法被较多的用户熟知，用户缺乏新鲜体验，同时“FPS吃鸡品类游戏”赛道竞争的产品增多。但从2022Q4和2022Q1的MAU情况来看，两款游戏的MAU下降均受到扭转。**王者荣耀22Q4-23Q1MAU回到同比正增长，和平精英MAU大幅收窄到同比下降单位数区间。**
- 相比于和平精英，长期更加看好王者荣耀的表现。由于王者荣耀在MOBA品类中独树一帜，很难被替代，竞品较少。而MOBA相比于和平精英的“吃鸡”玩法，也较难衍生出多样性的玩法，在玩法上很难被颠覆。
- 黎明觉醒是公司近期重磅游戏，但是上线后略低于市场预期。**2022年2月上线后约获得了1600万月活，这个数量低于《金铲铲之战》21年Q3刚上线时的2000万月活(目前维持在2000万月活左右)，也低于英雄联盟手游21年Q3刚上线时的5745万月活和现在的2000万左右月活。在榜单的情况来看，跟同类竞品明日之后相比，黎明觉醒上线后2周左右掉出榜单前10名，而明日之后在上线后维持前十名超过3个月。

图表22: 腾讯控股核心游戏MAU(真实值)和ARPU(估算值)

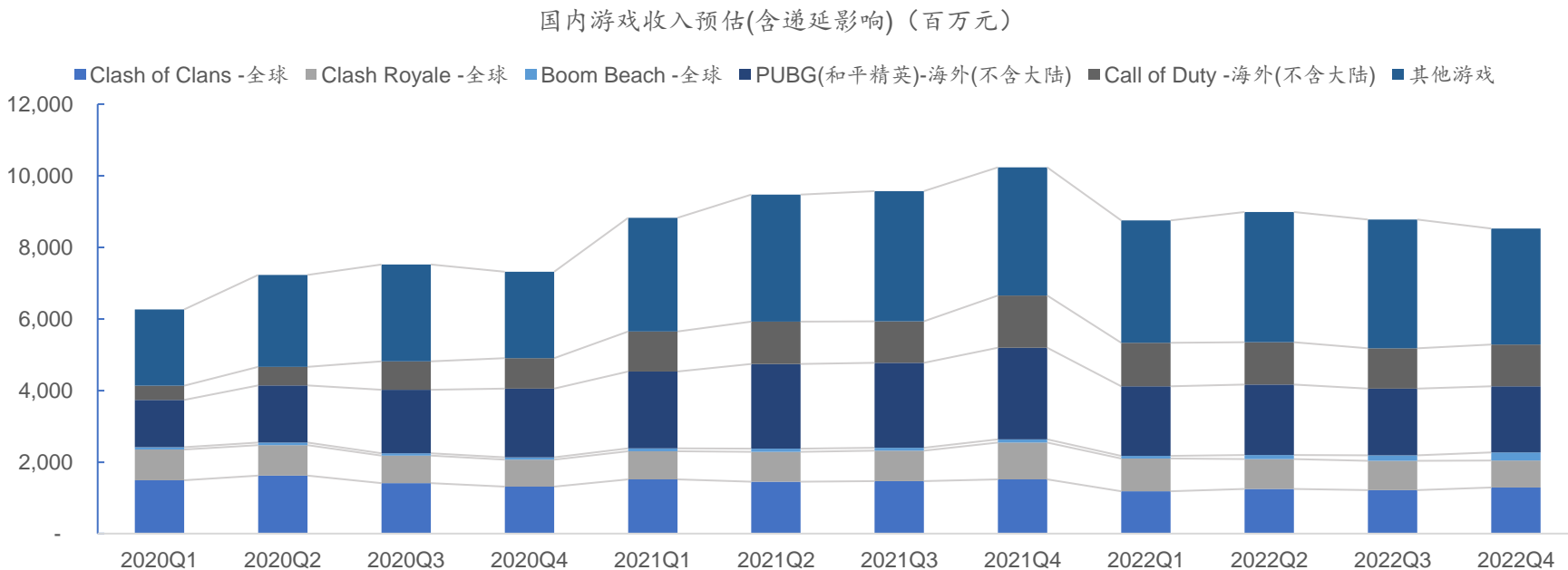
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1 E
<b>MAU(万人)</b>									
王者荣耀	16,938	15,456	16,418	14,558	15,545	14,558	14,765	14,800	15,971
和平精英	13,962	10,683	11,038	8,126	10,151	8,698	8,460	7,813	9,289
英雄联盟手游	-	-	-	5,745	2,929	1,927	2,016	2,034	1,742
穿越火线	2,186	1,654	1,728	1,242	1,397	1,202	1,327	1,257	1,331
金铲铲之战	-	-	2,082	2,288	2,394	2,209	2,191	2,139	2,286
<b>%yoy,MAU</b>									
王者荣耀		0.1%	2.7%	-9.8%	-8.2%	-5.8%	-10.1%	1.7%	2.7%
和平精英		-35.6%	-24.5%	-34.1%	-27.3%	-18.6%	-23.4%	-3.9%	-8.5%
英雄联盟手游		-	-	-	-	-	-	-64.6%	-40.5%
穿越火线		-19.9%	-32.0%	-46.5%	-36.1%	-27.3%	-23.2%	1.2%	-4.8%
金铲铲之战		-	-	-	-	-	5.2%	-6.5%	-4.5%
<b>ARPU(元/季度)</b>									
王者荣耀	68	70	70	69	68	73	74	71	68
和平精英	36	50	49	64	51	53	53	57	51
英雄联盟手游	-	-	-	-	-	-	-	-	-
穿越火线	28	50	46	84	65	101	80	89	73
金铲铲之战	-	-	-	17	22	30	32	36	35

资料来源: Sensor Tower, Quest Mobile, 华安证券研究所

# 腾讯控股(0700.HK)海外主要游戏收入测算

- 公司海外游戏收入主要以手游和端游构成
  - 其中手游的主要流水贡献在于Supercell的产品、PUBG(和平精英海外版)和使命召唤手游。Supercell全球收入在100-140亿元人民币之间，其核心产品Clash of Clans(COC)部落冲突每年收入在50亿元人民币左右。PUBG海外每年收入在70-90亿元人民币之间。使命召唤海外收入(COD)在40-50亿左右，但动视在COD海外收入中有分成。
  - 公司海外的端游收入主要靠被收购的海外游戏工作室创造。一般情况下，海外游戏工作室上线PC游戏到Steam等平台会获得买断式收入及季票收入；比如，22年《战锤40K:暗潮》和《血猎》等由腾讯海外的Level Infinite发行，为公司近期的端游贡献边际收入。
- 目前**和平精英与PUBG**合并口径全球收入在200-250亿元之间，但呈现逐年下降趋势。近些年中国手游出海获得了较好的成绩，国内游戏公司米哈游的**原神**在全球收入不断在追赶“和平精英与PUBG”的收入量级。

图表23：腾讯控股核心海外游戏收入测算



资料来源：七麦数据, Sensor Tower, Quest Mobile, 华安证券研究所

# 腾讯控股(0700.HK)产品储备(Pipeline) – 国内部分

- 公司游戏储备部分近期重点关注《无畏契约(Valorant)》上线节奏，第一个重要节点为Q2末的暑期节点，关注其是否可以在暑期档上线，Valorant为战术射击型游戏（操作感类似CSGO，画面感类似守望先锋），在海外口碑较好，是近年来位列前五名的热门直播游戏，有较好的观赏性。国股上线后贡献收入预计每年在30-60亿元之间。
- 公司游戏储备中短期关注:DNF手游上线节奏，目前韩服DNF已经上线表现也较好。长期关注3个方向：1) 腾讯是否可以推出品质可以对标原神的自研大制作精品。2) 王者荣耀系列矩阵的研发进程（万象棋-自走棋玩法，世界-大世界玩法，和破晓-动作玩法）及市场投放时机。3) 国际游戏大厂的IP合作，包括与育碧和动视等。

图表24: 腾讯控股核心国内游戏产品储备(pipeline) (更新日期2023年4月9日)

公司	优先级	平台	游戏	研发方	运营方	品类	版号	预期收入(亿元)		对标	上线预计时间
								下限	上限		
腾讯	重点	手游	DNF手游	腾讯	腾讯	RPG	情况待定	70	120	梦幻	N/A
腾讯	重点	手游	王者万象棋	腾讯	腾讯	自走棋	23/2/10	40	60	金铲铲	23Q4-24Q1
腾讯	重点	PC	无畏契约(Valorant)	Riot	腾讯	射击	22/12/10	30	60	守望	23Q2-Q3
腾讯	重点	PC	全境封锁2	育碧	腾讯	射击	21/6/28	20	50	命运	N/A
腾讯	普通	手游	宝可梦大集结	宝可梦	腾讯	MOBA	22/12/10	10	30	平安京	23Q2-Q4
腾讯	普通	PC	命运方舟(Lost Ark)	Tripod	腾讯	MMO	22/12/10	10	20	天堂	N/A
腾讯	普通	手游	大航海时代:海上霸主	盛天	腾讯	SLG	22/12/11	10	20	鸿图	N/A
腾讯	普通	手游	手工星球	腾讯	腾讯	经营	2020/11/30	10	20	我的世界	N/A
腾讯	普通	手游	劲乐幻想	腾讯	腾讯	音游	2021/7/22	10	20	QQ炫舞	N/A
腾讯	普通	手游	阿凡达:重返潘多拉	祖龙	腾讯	RPG	暂无	10	20	COD	
腾讯	普通	手游	合金弹头觉醒	腾讯	腾讯	闯关	22/11/16	10	20		23Q2-Q3
腾讯	普通	PC	重生边缘	腾讯	腾讯	射击	22/12/10	5	15	PUBG	23Q3-Q4
腾讯	普通	手游	饥荒:新家园	世纪华通	腾讯	经营	22/12/10	5	15	冰汽	23Q3-Q4
腾讯	普通	手游	健康保卫战	腾讯	腾讯	休闲	22/9/9	5	15		23Q2-Q4
腾讯	普通	手游	元梦之星	腾讯	腾讯	休闲	23/1/17	5	15	光与夜	N/A
腾讯	普通	手游	末刀	腾讯	腾讯	动作	23/3/24	5	15	合金弹头	23Q3-Q4
腾讯	普通	手游	庄园合合	腾讯	腾讯	经营	23/3/21	5	15	梦幻家园	23Q2-Q3

资料来源：公司季报, 腾讯游戏官网, 华安证券研究所

## 腾讯控股(0700.HK)产品储备(Pipeline) – 出海部分

- 在腾讯海外游戏中，端游及主机游戏是重要组成部分。公司通过控股海外的游戏工作室，不断拓展海外业务的边界，2023年公司的生存游戏《Nightgale（夜莺）》、MMO游戏《Dune:Awakening(沙丘觉醒)》，和冒险游戏《Alan Wake 2(心灵杀手)》值得重点期待。
- 海外游戏的手机游戏部分中，王者荣耀国际版(MOBA玩法)已经于海外上线，3月8日已经于巴西上线，还会陆续登录更多地区。Supercell新游Clash Heroes也是重要的产品储备，延续Supercell轻快活泼的画风同时引入了MOBA玩法的机制。
- 海外地区手机游戏玩家一部分和主机游戏玩家重合度较高，一部分为智能手机快速渗透时期的轻度游戏用户。这两部分玩家中，前者受到MMORPG及FPS等游戏品类影响较大，后者更多追求游戏的轻度休闲体验，所以MOBA品类在海外是否可以获得较好的成绩还需要验证。同时，游戏产品尽管品类不同，但皆是互为竞品的关系，都对玩家时间有不同程度的占据，吃鸡和FPS等游戏在欧美地区，和二次元卡牌在日本地区也都是对MOBA较有竞争威胁的品类。

图表25：腾讯控股海外产品储备(Pipeline)（更新日期2023年4月9日）

公司	优先级	平台	游戏英文名	游戏中文名	发行商	研发商	游戏品类	预计上线时间
腾讯	普通	手机	Honor of Kings	王者荣耀国际版	Level-Infinite	Tencent	MOBA	2023
腾讯	普通	手机	Moonlight Blade Mobile	天涯明月刀	Level-Infinite	Tencent	MMO	2023
腾讯	普通	手机	Don't Starve: New home	饥荒新家	Level-Infinite	盛趣	生存	2023
腾讯	普通	PC	Synced:Off-Planet	重生边缘	Level-Infinite	Tencent	FPS	2023
腾讯	重点	手机	Avatar:Reckoning	阿凡达	Level-Infinite	祖龙娱乐	MMO	2023
腾讯	普通	PC	Alara Prime		Level-Infinite	Fall Damage	战术射击	2023
腾讯	重点	手机	Clash Heroes	部落传说	Supercell	Supercell	MOBA	2023
腾讯	重点	PC	Alan Wake 2	心灵杀手2	Epic	Remedy	冒险	2023
腾讯	普通	PC	Convergence: A league of legends story	LOL外传-Convergence	Riot	Riot		2023
腾讯	普通	PC	Song of nunu: A league of legends story	LOL外传-Nunu	Riot	Riot		2023
腾讯	重点	PC	Nightgale	夜莺	Inflexion	Inflexion	生存	2023
腾讯	重点	PC	Dune: Awakening	沙丘觉醒	Funcom	Funcom	MMO	2023

资料来源：公司季报, Level Infinite官网, Supercell官网, 华安证券研究所



# 腾讯控股(0700.HK)热门游戏-黎明觉醒案例分析:在大世界中成长,在PvP中验证数值

图表26: 黎明觉醒核心玩法和商业化思路

## 核心玩法

大世界探索、副本任务、建造家园系统、和PvP系统  
对标《明日之后》，但技术及画面较18年上线的明日之后有进步提升

## 商业化思路

枪械装饰,载具(属性提升),人物外观装饰,月卡充值/定期促销付费等

主线剧情任务,让玩家体会沉浸式的电影剧情的乐趣



## PvE, PvP等

玩家间组队进行副本任务战斗,共同和电脑扮演的敌人作战;在游戏后期也会有PvP玩法,这部分类似穿越火线



开放大世界探索:在大世界中进行材料收集,加强人物的属性成长,同时可以进行支线任务、每日任务,玩法类似“原神”等开放世界游戏,这部分玩法类似单机游戏



## 家园建造

在游戏中通过收集到的材料搭建一个属于自己的空间



## 枪械、载具、和人物外观等



资料来源:黎明觉醒App,华安证券研究所



# 网易-S(9999.HK) 2023年业绩预期及核心观点

- 业绩情况：**收入侧，2022年公司收入达到965亿元，同比提高10.1%，2022Q4公司收入达到253.5亿元，同比提高4%；利润侧，公司2022年Non-GAAP归母净利润228亿元，同比提高15.4%，22Q4Non-GAAP归母净利润48.11亿元，同比下降27.1%。公司22Q4净利润下降受到游戏相关版权一次性确认成本发生，汇率波动影响及投资损失导致毛利受到影响(22Q4这些临时的负面影响大概在10亿元左右)。2023年游戏业务收入预计达到797.4亿元，同比增加6.3%。2023年Q1预计游戏收入达到192.5亿元，同比提高2.3%。2023年网易预计手游业务将比端游业务更加强势，这是由于2点原因：1) 端游过去几年由于永劫无间的贡献收入基数较高，但目前端游产品储备较少；2) 暴雪中断合作，国内端游业务有所收缩。
- 2023年跟踪要素：**2023年全年是否可以超预期的主要的驱动因素在于3点：1) 蛋仔派对是否可以持续维持收入贡献，目前23Q1蛋仔派对MAU预计达到5500万人(王者荣耀约1.6亿,和平精英约9000万)，如果可以保持当前的热度及付费实力，全年收入贡献有望达到42亿元，约占国内手游收入10%左右。2) 逆水寒手游上线后是否可以维持在榜单前列，逆水寒手游首年流水贡献可以对标天涯明月刀手游和一梦江湖(原楚留香)，在当前竞争环境较弱的情况下，同时同类产品处于产品老化周期的阶段，逆水寒手游首年流水贡献有望达到40-70亿元之间，约占国内手游10%-20%左右。3) 倩女幽魂隐世录，超凡先锋等游戏上线后带来的收入增量贡献是否可以抵消掉网易老化产品中流水下降的部分。

图表27: 网易-S业绩预期及核心观点

## 网易-S(9999.HK)

百万元	2020	2021	2022	2023E	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023Q2E
	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30
营业收入	73,667	87,606	96,496	104,827	23,556	23,159	24,427	25,354	24,835	25,103
% , yoy	24.4%	18.9%	10.1%	8.6%	14.8%	12.8%	10.1%	4.0%	5.1%	7.9%
收入拆分										
游戏和相关			74,566	79,738	18,642	18,140	18,699	19,086	19,250	19,246
% , yoy				6.3%	24.4%	15.0%	9.1%	1.6%	2.3%	5.8%
有道	3,168	5,354	5,013	5,760	1,201	956	1,402	1,454	1,303	1,224
% , yoy	142.7%	69.0%	-6.4%	14.2%	-10.4%	-26.1%	1.1%	9.0%	9.8%	26.2%
云音乐	4,896	6,998	8,992	10,799	2,067	2,192	2,357	2,376	2,429	2,609
% , yoy		42.9%	28.5%	19.9%	38.6%	29.5%	22.5%	25.8%	14.9%	16.7%
创新和其他			7,924	8,529	1,646	1,872	1,968	2,438	1,853	2,024
% , yoy				8.2%	-39.1%	6.1%	13.6%		14.0%	8.9%
经调整后净利润	14,706	19,762	22,808	23,445	5,118	5,410	7,470	4,811	5,666	5,517
% , yoy	-6.1%	34.4%	15.4%	2.8%	0.7%	28.0%	93.6%	-27.1%	9.9%	2.0%

资料来源：Wind预期, Bloomberg预期, 华安证券研究所

# 网易-S(9999.HK)主要游戏收入一览表

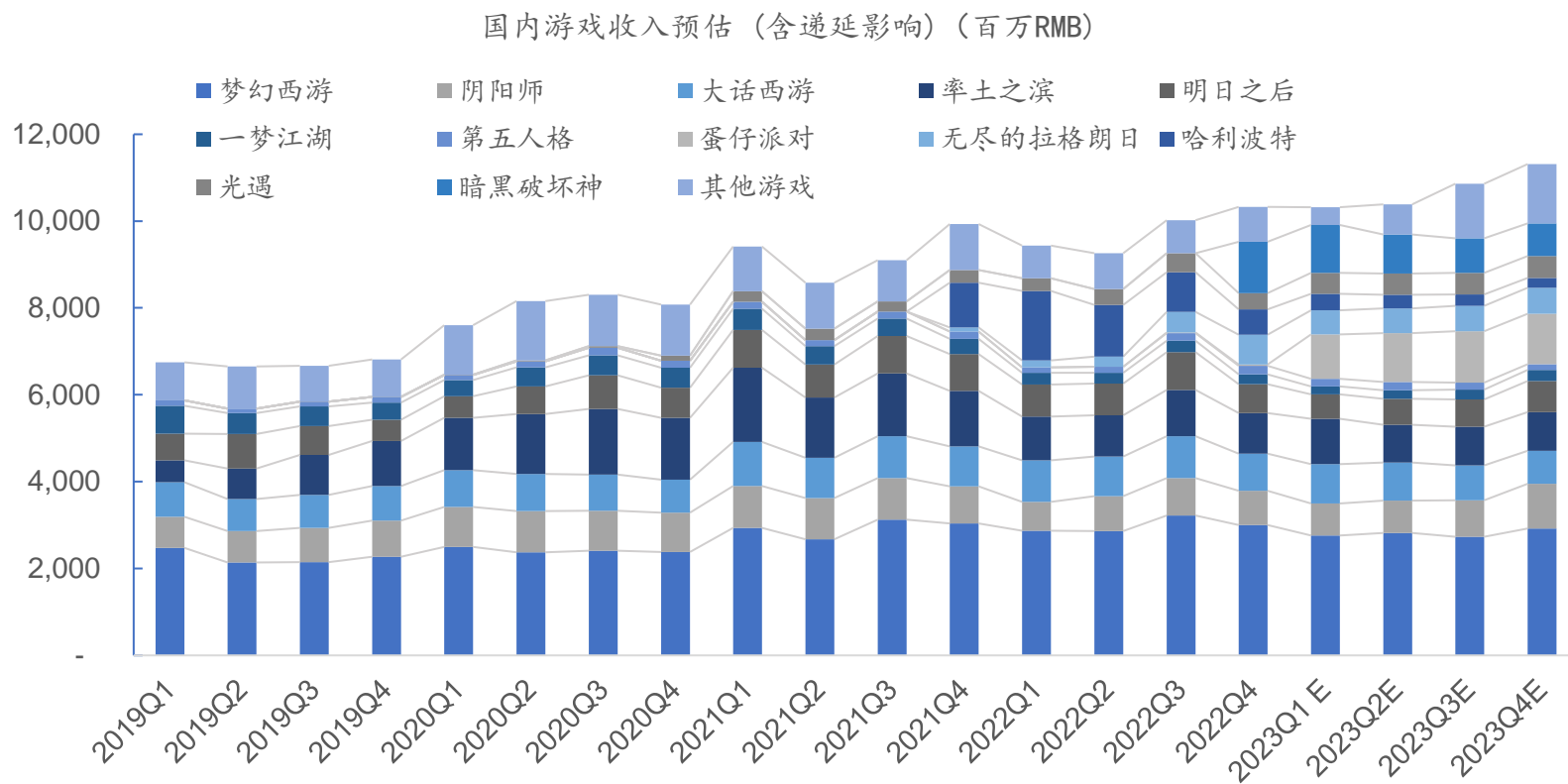
图表28: 网易-S主要游戏收入测算表

收入(百万元)	2020	2021	2022	2023E
声明: 下方游戏流水并非官方披露, 展示数据是从第三方平台数据进行推算所得。由于第三方平台国内仅可以统计IOS流水, 国外仅可以统计IOS+google Play, 而部分游戏又开放多支付渠道, 所以下表测算结果必然存在一定偏差, 下表数据仅供参考。				
网易集团收入	73,667	87,606	96,496	104,827
% yoy	24.4%	18.9%	10.1%	8.6%
游戏收入(不含CC等增值部分)	54,609	63,931	69,217	73,583
% 集团收入	74.1%	73.0%	71.7%	70.2%
国内手游总计(估算)	32,142	37,025	39,040	37,336
% yoy	19.6%	15.2%	5.4%	-4.4%
梦幻西游	9,643	11,762	11,950	11,463
阴阳师	3,697	3,722	3,108	2,918
大话西游	3,301	3,837	3,698	2,832
率土之滨	5,521	5,812	3,952	3,086
明日之后	2,610	3,344	3,002	2,189
一梦江湖	1,719	1,665	1,008	750
第五人格	598	636	638	572
蛋仔派对	-	-	47	3,913
无尽的拉格朗日	-	91	1,556	2,010
哈利波特	-	1,032	4,289	1,020
光遇	182	1,021	1,455	1,714
暗黑破坏神	-	-	1,189	2,918
其他游戏	4,870	4,103	3,147	1,953
出海手游总计(估算)	7,138	8,060	7,728	8,729
% yoy	11.6%	12.9%	-4.1%	12.9%
荒野行动	4,628	4,948	4,474	4,383
第五人格	1,239	1,492	1,526	1,380
明日之后	1,068	1,458	1,571	1,517
其他游戏	202	163	156	1,448
PC游戏(全球)	15,328	18,846	22,449	27,518

# 网易-S(9999.HK)国内主要游戏收入测算

- **优势:** 公司产品整体人均付费情况依然较强, 梦幻西游表现一直较好, 第五人格随着未成年用户逐渐走向成年逐步回流收入有所回升。核心游戏(梦幻, 阴阳师, 大话, 率土, 和明日5款游戏)年收入250亿元, 占国内手游收入65%。
- **不足:** 大话西游、率土之滨和阴阳师近年流水有一定下滑, 是因为周期老化, 及同类竞争激烈(MMO, SLG, 卡牌)。
- **亮点:** 每1-2年都保证至少有1款热门游戏出现, 18年明日之后、一梦江湖, 20年天谕手游, 21年哈利波特, 22年暗黑破坏神, 23年预计为逆水寒手游; 同时, 公司时有超预期产品出现, 比如21年无尽拉格朗日, 22年蛋仔派对

图表29: 网易-S核心国内游戏收入测算



资料来源: 七麦数据, Sensor Tower, Quest Mobile, 华安证券研究所

# 网易-S(9999.HK)核心游戏MAU和ARPU边际情况

- 网易拳头产品梦幻西游势力依然强劲，梦幻西游手游根据测算，预计20/21/22年，年化流水贡献约96~120亿元之间。根据QM，公司21年,22年梦幻西游手游的MAU仍然保持个位数增长，对于一款长达20年的IP实属不易。根据公司披露的PC端收入数据推测，经典的梦幻西游端游产品每年收入贡献约在70-100亿量级以上。整体的**梦幻西游IP矩阵**(含端、手游、网页游戏、3D版等等)，对公司的收入贡献有望达到**250-300亿元**，约占到公司游戏收入的**40%**左右。
- 根据流水及MAU测算，网易的核心产品具有高ARPU值的特点。其中，**梦幻西游**手游人均年付费在**5000元以上**，**率土之滨**人均年达到**2万元以上**(SLG题材具有“高氪金”属性，收入是梦幻手游1/3，但用户数量是梦幻1/10)。其中，率土之滨是属于典型的靠“大R玩家”拉动整体流水的游戏。
- 而2022年下半年上线的新游戏**蛋仔派对**成功的帮助网易向“高DAU”题材游戏转型，23Q1维持榜单前十，22Q1MAU有望达到**5500万人**，该游戏作为派对游戏，用户参与度极高，但人均付费相对较低，年化流水预计在45亿元左右量级。

图表30：网易-S核心游戏MAU(真实值)和ARPU(估算值)

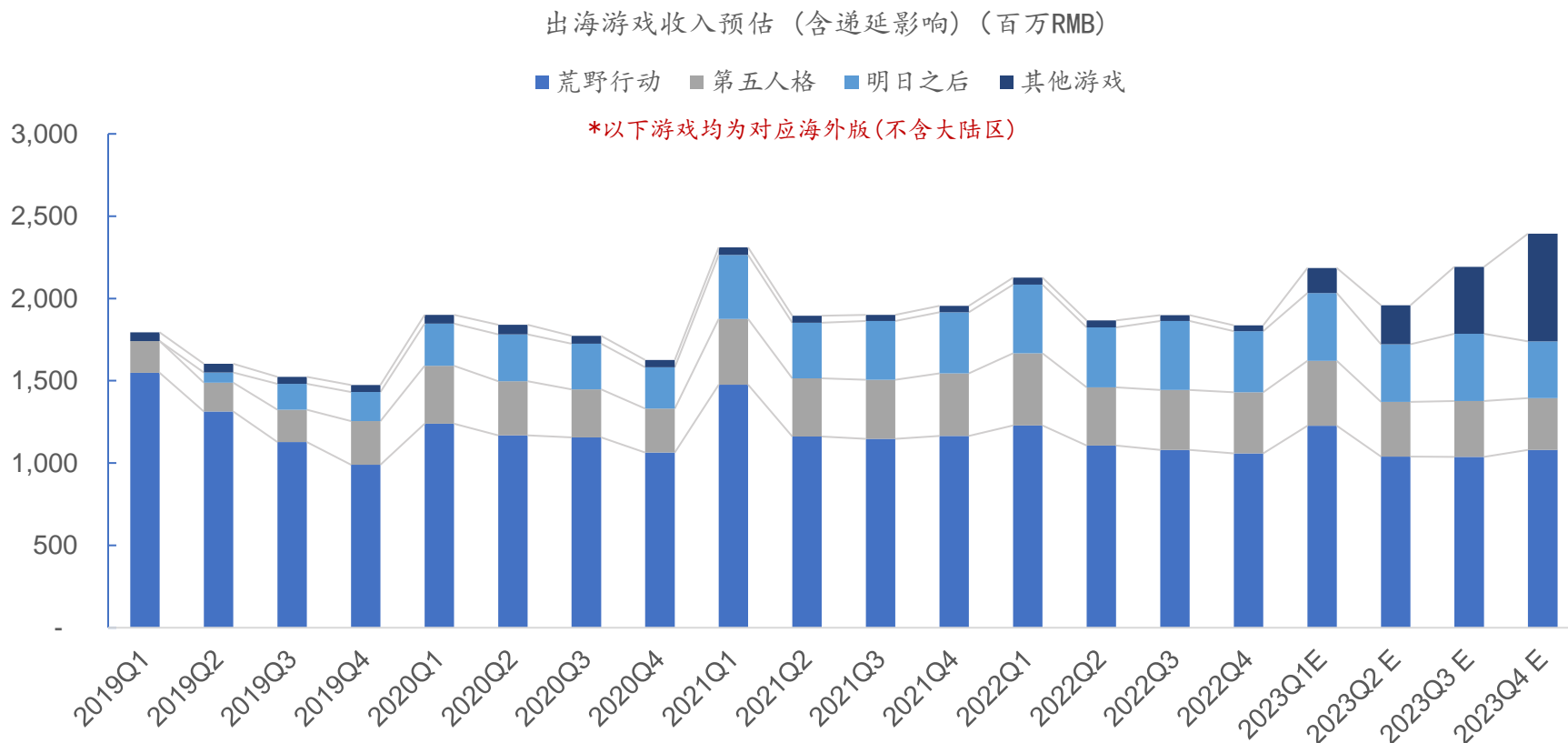
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1 E
<b>MAU(万人)</b>									
梦幻西游	191.4	197.4	192.9	190.8	219.8	245.5	243.3	258.8	245.9
阴阳师	343.6	312.6	314.8	270.4	272.8	272.7	269.8	257.3	259.9
大话西游	82.0	68.2	70.9	77.6	77.6	78.9	95.5	90.5	84.8
率土之滨	23.9	24.2	24.8	23.2	23.0	23.8	23.6	24.4	22.3
明日之后	673.4	515.6	698.0	527.0	507.3	434.7	414.6	358.0	362.9
蛋仔派对							935.3	2,322.6	5,500.0
<b>%yoy,MAU</b>									
梦幻西游		10.8%	8.2%	6.7%	14.8%	24.3%	26.1%	35.6%	11.9%
阴阳师		-11.9%	-11.3%	-12.5%	-20.6%	-12.8%	-14.3%	-4.8%	-4.7%
大话西游		10.4%	-17.4%	5.4%	-5.4%	15.7%	34.7%	16.7%	9.3%
率土之滨		-23.6%	-29.3%	-15.7%	-3.6%	-1.6%	-4.7%	5.4%	-3.4%
明日之后		-52.2%	-25.9%	-36.7%	-24.7%	-15.7%	-40.6%	-32.1%	-28.5%
<b>ARPU(元/季度)</b>									
梦幻西游	1,531.7	1,351.5	1,621.0	1,591.6	1,305.2	1,166.0	1,323.2	1,159.3	1,122.2
阴阳师	280.2	303.5	303.4	316.3	242.8	293.8	318.3	305.4	282.9
大话西游	1,242.6	1,369.7	1,361.2	1,185.9	1,235.6	1,161.7	1,009.7	950.4	1,073.1
率土之滨	7,141.1	5,704.9	5,839.0	5,503.3	4,362.8	3,976.7	4,520.9	3,810.4	4,675.6
明日之后	129.6	147.5	123.4	161.1	145.5	167.6	209.0	186.9	154.7

资料来源：Sensor Tower, Quest Mobile, 华安证券研究所

# 网易-S(9999.HK)出海主要游戏收入测算

- 优势:** 荒野行动目前海外年流水贡献约35亿元以上，其在日本的成功，较好地验证了2点：1) 网易出海和打造“大DAU品类”的实力；2) 即便是日本这样成熟的游戏市场，FPS等原来在日本并不被看好的品类如果创新力足够，日本市场仍然可以被教育。
- 不足:** 荒野行动近年来流水呈下降态势，而公司出海产品迭代较慢近4年并没有非常有实力的产品出海

图表31: 网易-S核心国外游戏收入测算



资料来源：七麦数据, Sensor Tower, Quest Mobile, 华安证券研究所



## 网易-S(9999.HK)产品储备(Pipeline)

- 22Q2末将上线的《逆水寒手游》或将是今年国内游戏市场最具竞争力产品之一。公司在MMORPG品类有传统优势，在梦幻西游端游中公司是行业内较早探索出国产MMORPG游戏商业化路径及长线运营机制的公司，并为此建立起了行业的标杆，在天下系列端游中，公司不断引领行业去推动MMORPG游戏的画面表现、故事沉浸感、和世界观的上限。《逆水寒手游》代表着行业MMO天花板，是在在网易多年MMO成功经验下孕育出的最新的MMO力作。
- 持续关注《梦幻西游:时空》和《大话西游:归来》等经典IP力作，公司经典IP上线后被验证下来均有较好的商业化表现。经典IP的衍生和变现在全球的娱乐行业也是在经得起考验的重要商业化手段；**迪士尼，育碧，动视和Rockstar等也均依靠经典IP产品的不断迭代获得了较好的品牌成长。**
- 阴阳师IP矩阵衍生品近年大作相对较少，但是不乏有一些热门小单品上线，比如《阴阳师妖怪屋》等。有一部分原因可以理解成工作室之前投入很多关注在哈利波特手游的制作和发行上。但是，阴阳师IP仍然是最具竞争实力的国产IP之一，未来几年持续看好阴阳师IP的发力，包括阴阳师IP在MMO/开放大世界等领域的边界拓展。

图表32：网易-S国内产品储备(Pipeline)

公司	优先级	平台	游戏	研发方	运营方	品类	版本号	预期收入(亿元)		对标	上线预计时间
								下限	上限		
网易	重点	手机	逆水寒手游	网易	网易	MMO	23/1/17	40	70	天刀/一梦	23年Q2-Q3
网易	重点	手机	永劫无间手游	网易	网易	动作	暂无	40	70	永劫端游	24年Q1-Q3
网易	重点	手机	燕云十六声	网易	网易	MMO	暂无	20	60	天刀/一梦	N/A
网易	重点	手机	梦幻西游:时空	网易	网易	MMO	23/2/10	20	50	梦幻3D	23Q3-Q4
网易	重点	手机	大话西游:归来(H5)	网易	网易	MMO	23/1/17	20	40	梦幻网页	23Q3-Q4
网易	普通	手机	零号任务	网易	网易	非对称	23/3/24	15	30	第五人格	23Q3-Q4
网易	普通	手机	劲舞团:全民派对	腾讯	腾讯	音游	23/3/21	15	30	QQ炫舞	23Q3-Q4
网易	普通	手机	代号世界	网易	网易	MMO	暂无	15	30	阴阳师/原神	N/A
网易	普通	手机	倩女幽魂隐世录	网易	网易	卡牌	19/8/8	15	30	N/A	23Q2-Q3
网易	普通	手机	超凡先锋	网易	网易	射击	23/1/17	15	30	明日之后	23Q3-Q4
网易	普通	手机	巅峰极速	网易	网易	竞速	22/12/24	15	30	QQ飞车	23Q1-Q2
网易	普通	端游	射雕	网易	网易	MMO	暂无	15	30	梦幻端游	N/A
网易	普通	手机	突袭:暗影传说	Plarium	宝船	MMO	22/12/10	15	30	暗黑	23Q3-Q4
网易	普通	手机	幻想生活	网易	网易	经营	22/12/10	5	15	N/A	N/A

资料来源：公司季报，网易游戏官网，对应游戏官方公众号，华安证券研究所

# 网易-S(9999.HK)热门游戏蛋仔派对案例分析：Q版欢乐的“鱿鱼游戏”和“Roblox”

图表33：蛋仔派对核心玩法和商业化思路

## 核心玩法

类似游戏《糖豆人》，并通过UGC的形式超越了糖豆人。派对、排位、限时小游戏、UGC(乐园)玩法，分成2-4人一组，16-8队，共32人进行淘汰赛。

## 商业化思路

盲盒体验、外观皮肤付费  
但人均客单价较低，付费不影响数值

派对模式(竞速:跑酷和道具, 生存:地图机关, 积分:小任务完成)



限时小游戏(把谁是卧底, 非对称竞技, 捉迷藏等小游戏玩法引入)



## UGC-乐园模式, 类似Roblox

- 玩家自行搭建游戏关卡, 邀请其他玩家体验, 官方也会收录玩家搭建的经典关卡
- 但是对标的游戏《糖豆人》并没有UGC玩法
- UGC形式类似Steam创意工坊或Roblox, 极大提升了玩家游戏参与度, 确保留存



## 盲盒体验, 获得精美可爱美术外观



## 亮点

联动网易云音乐, 给玩家欢乐的视听体验, 网易产品线之间产生协同



资料来源：黎明觉醒App, 华安证券研究所

## 三七互娱(002555.SZ) 核心财务指标及近期情况

- 预计22Q4归母净利润727.1亿，同比下降-37%，为自22Q3起连续2个季度下滑。预计22Q4收入达到47.25亿元，同比提高15.1%，有望扭转22Q3收入下降态势。另外，公司近2个季度净利润增长幅度低于收入增长幅度。主要原因在于，21年Q3为公司利润爆发期，当时新发的热门游戏《斗罗大陆：魂师对决》和海外热门产品《Puzzles & Survival》表现均超出预期，而22年下半年尽管海外部分依然强劲，但是公司大陆并未上线同等畅销程度的产品。22Q3-Q4收入增长幅度低于净利润增长幅度的原因在于，22年下半年公司有一定的买量支出(小小蚁国，凡人修仙传，和叫我大掌柜)造成销售费用的抬高；同时受制于消费环境逆风因素影响和收入递延影响，这些游戏并未在当期贡献较强的收入。
- **公司亮点包括：**1) 公司22H1海外收入30.32亿元，占22H1收入37.48%，公司远期目标为海内外收入各占50%。2) 《Puzzles & Survival》2020年8月上线至2022年6月底，根据官方口径该游戏海外累计流水超42亿元。2023年2月中国手游收入(海外)top 30榜单，排名第2。根据公司口径及第三方数据推算，《Puzzles & Survival》2022年全年流水估计约40亿元左右。
- **公司游戏流水贡献的主要产品包括：**《斗罗大陆：魂师对决》，《云上歌之城》，《叫我大掌柜》，《小小蚁国》(海内外均上线，海外2022年约15亿元，国内上线6个月约2.5亿元)，《Puzzles and Survivals》(海外上线)。公司国内上线产品目前可以稳定在中国IOS畅销榜50-150名之间。
- **公司产品储备(Pipeline)包括：**境内发行包括《霸业》(SLG, 有版号)，《曙光计划》(有版号)，《梦想大航海》(有版号)，《最后的原始人》(有版号)，境外发行包括《代号魔幻M》(MMO)，《代号古风》，《代号3D版WTB》，《代号GOE》(SLG)，《上古王冠》(代理)，《铁杆三国》(代理)。其他储备包括《代号G2》，《代号D8》以及《代号斗罗MMO》等。涵盖西方魔幻、异世界幻想、中世纪历史、三国历史、古风、女性向、神话、东方玄幻等类型。
- **近期跟进重点：**新近上线游戏《小小蚁国》和《空之要塞：启航》流水情况，《霸业》何时上线，及《代号魔幻M》和《代号GOE》研发进度。

图表34:三七互娱(002555.SZ)业绩市场预期

### 三七互娱(002555.SZ)

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E
	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31
营业收入	14,399.7	16,216.5	16,402.8	19,084.8	4,089.2	4,003.0	3,585.8	4,724.7
% , yoy	8.9%	12.6%	1.1%	16.4%	7.1%	7.6%	-21.6%	15.1%
游戏部分								
游戏收入	13,295.9	15,363.9	16,253.2	18,702.2				3,522.4
% , yoy	10.9%	15.6%	5.8%	15.1%				
营业利润	3,256.0	3,260.7	3,329.8	3,859.8	850.6	919.9	721.9	837.4
% , yoy	21.8%	0.1%	2.1%	15.9%	313.0%	15.1%	-20.9%	-37.7%
净利润	2,761.0	2,875.6	2,983.9	3,446.4	760.0	935.2	561.6	727.1
% , yoy	30.6%	4.2%	3.1%	16.2%	550.8%	26.9%	-35.3%	-37.0%

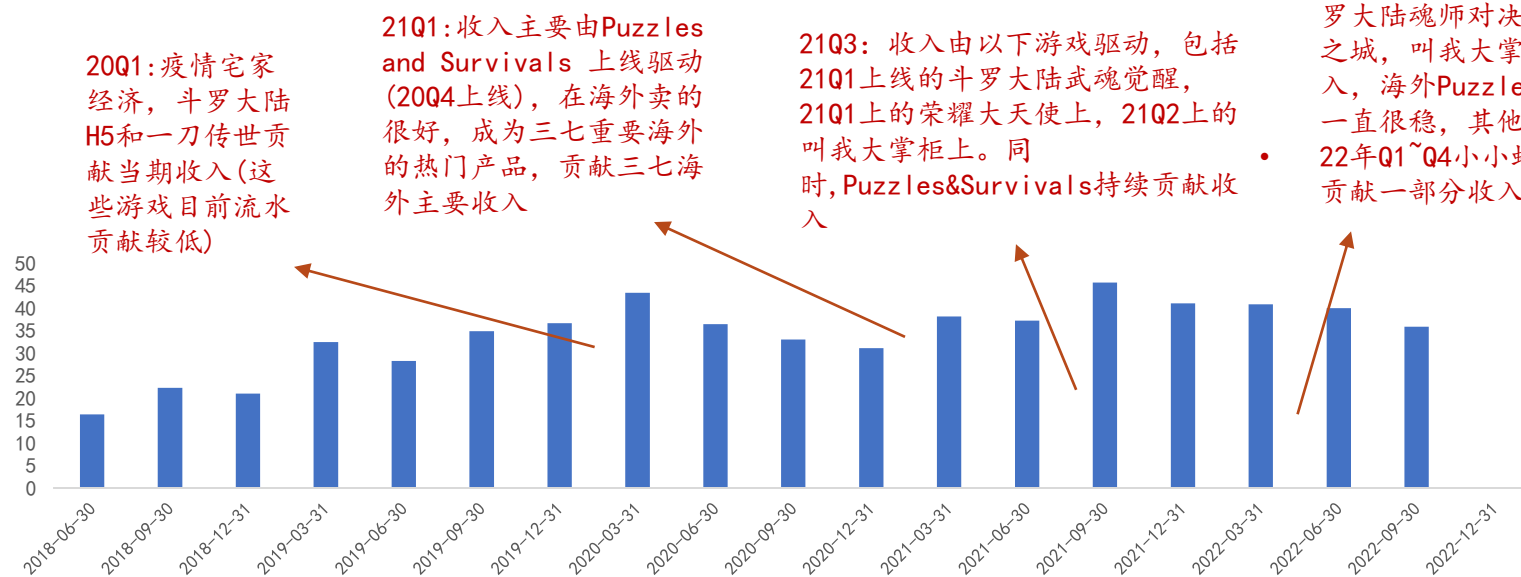
资料来源：Bloomberg预期, Wind预期, 公司季报, 华安证券研究所

# 三七互娱(002555.SZ) 季度营收复盘及产品情况

图表35:三七互娱(002555.SZ) 季度营收复盘

2018Q2-2022Q3 季度营业收入(亿元)

三七互娱



资料来源: Wind, 公司季报, 华安证券研究所

图表36:三七互娱(002555.SZ) 核心要点整合

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	22年游戏收入(亿元) (TTM)	核心产品近1年平均年流水估计(亿元)		储备产品首年流水预期(亿元)		亮点	短期和长期跟进要素	P/E	
										22	23E
002555.SZ	三七互娱	618	157.8	Puzzles & Survival	30~40	霸业	10~15	出海实力强劲,在A股上市公司中游戏出海销售额第一,约60-70亿元/每年,海外拳头游戏《Puzzles & survivals》用户和复购强劲,年流水约30-40亿元;买量实力较强,具有经过验证的营销实力	老游戏流水有明显下滑,产品周期偏短,普遍产品周期在1.5-2年,未来是否可以持续打造出长线运营产品是关键;营销效率是否能提高,未来是否能不完全依赖营销开支对业绩的驱动	20.8	18.0
				斗罗大陆:魂师对决	9~15	梦想大航海	8~12				
				云上城之歌	5~9	最后的原始人	3~8				
				叫我大掌柜	3~7	空之要塞启航(已上线)	3~5				
				斗罗大陆:武魂觉醒	1~5	小小蚁国(已上线)	3~5				
				斗罗大陆H5	1~4	其他游戏均值范围	1~3				
				一刀传世	1~4						
				大天使之剑H5	1~4						
				其他游戏均值范围	1~2						

资料来源: Wind, Sensor Tower, 七麦数据, 公司季报, 华安证券研究所整理



## 完美世界(002624.SZ) 核心财务指标及近期情况

- 22Q4归母净利润亏损在0.648亿元之间，同比下降-85%。22Q4相比22Q3净利润环比下降较多，主要由于2点原因：
  - 1) 22Q3一次性确认了除韩国以外地区的《幻塔》(2022年8月海外上线)游戏发行版权金收入，同时该游戏2022年Q3产生了较高的流水收入，导致22Q3该游戏带来的收入贡献基数较高，22Q4随着该款游戏进入收入贡献的稳态时期，公司在边际收入增量上产生一定程度下滑
  - 2) 被投资企业业绩波动，导致投资损失和股权减值
  - 3) 汇率波动和信用减值影响较多
- 公司23年4月14日发布公告预计，23Q1归母净利润在2.2-2.6亿元之间(yoy -74%到-69%)，下降系幻塔产品周期，部门项目仍然处于项目投入期及一部分非经常性损益造成。
- 公司游戏流水贡献的主要产品包括：**《梦幻新诛仙》，《幻塔》(海外22年8月上线，半年收入约12亿元RMB；国内22年约10亿元RMB)，《完美世界诸神之战》等
- 公司产品储备(Pipeline)包括：**《天龙八部 2》，《朝与夜之国》，《一拳超人：世界》，《百万亚瑟王》，《神魔大陆 2》，《完美新世界》，《诛仙 2》，《诛仙世界》(端游)，《Perfect New World》，和《Have a Nice Death》
- 近期跟进重点：**《一拳超人：世界》(动作，动漫IP，自研)，和《百万亚瑟王》(代号MA)(二次元回合制卡牌，代理)，2款均已经于1月进行首次测试。

图表37:完美世界(002624.SZ)业绩市场预期

### 完美世界(002624.SZ)

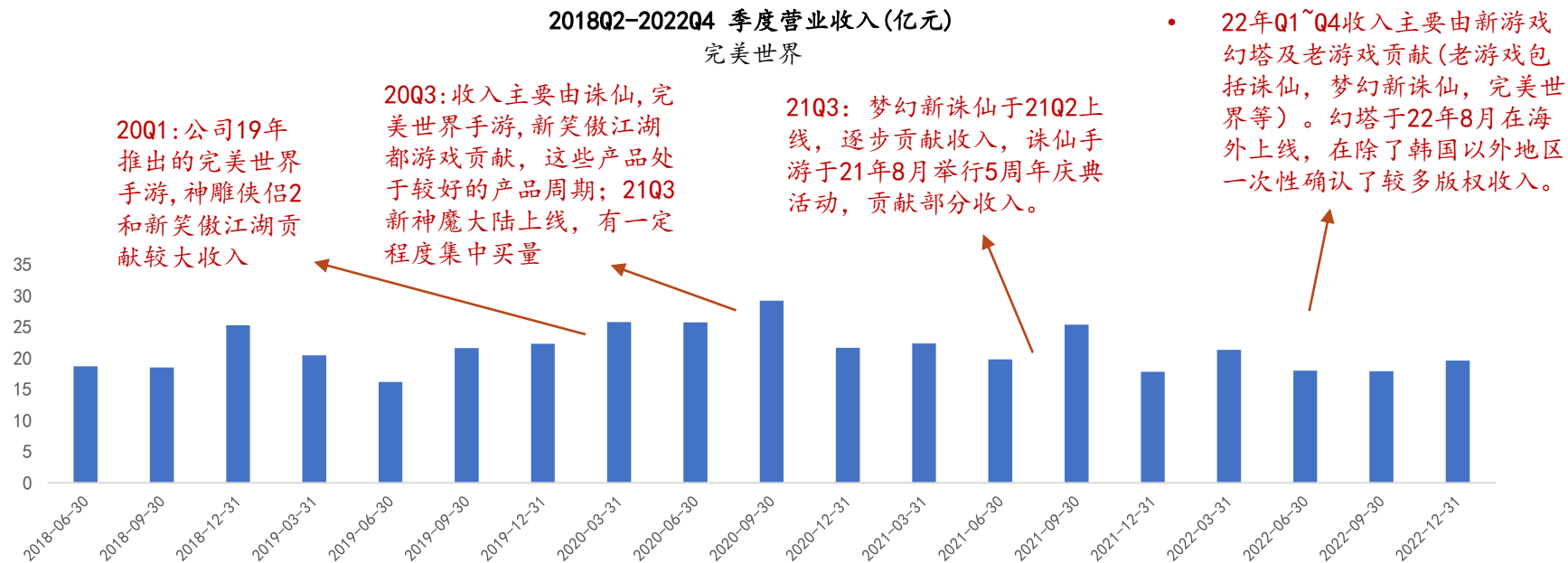
百万元	2020	2021	2022	2023E	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31
营业收入	10,224.8	8,518.0	7,670.4	9,321.3	2,128.3	1,795.0	1,788.1	1,959
% , yoy	27.2%	-16.7%	-10.0%	21.5%	-4.6%	-9.1%	-29.4%	10.1%
游戏收入	9,249.8	7,421.2	7,242.5	7,998.1				1,667.9
% , yoy	34.8%	-19.8%	-2.4%	10.4%				
PC 游戏收入	2,639.2	2,370.1	1,903.0					
% , yoy	9.1%	-10.2%	-19.7%					
手机游戏收入	6,094.4	4,560.5	5,060.8					
% , yoy	57.0%	-25.2%	11.0%					
营业利润	1,628.3	149.4	1,473.1	1,859.0	875.8	312.8	-181.5	466.0
% , yoy	21.4%	-90.8%	885.9%	26.2%	69.5%	-223.8%	-133.6%	-171.2%
净利润	1,548.5	369.2	1,377.2	1,795.8	840.2	297.2	304.5	-64.8
% , yoy	3.0%	-76.2%	273.1%	30.4%	81.0%	-243.9%	-43.9%	-85.0%

资料来源：Bloomberg预期,Wind预期,公司业绩预告,公司季报,华安证券研究所



# 完美世界(002624.SZ) 核心财务指标及近期情况

图表38:完美世界季度营收复盘



资料来源: Wind, 公司季报, 华安证券研究所

图表39:完美世界核心要点整合

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	22年游戏收入(亿元)	核心产品近1年平均年流水估计(亿元)		储备产品首年流水预期(亿元)		亮点	短期和长期跟进要素	P/E	
										22	23E
002624.SZ	完美世界	385	72.4	诛仙	9~13	天龙八部2	6~12	是国内传统的MMORPG领域大型厂商。聚焦“MMO+X”与“卡牌+X”两大核心赛道, 推动经典品类MMO的迭代升级的同时, 在美术风格和玩法设计上加入二次元、开放世界等全新元素。	产品创新是否可以扩充更多游戏品类, 从MMO向更广泛的品类扩张; 过去8个季度连续收入同比为负, MMO赛道的存量游戏和新品是否可以支撑未来业绩的稳定增长。	28.0	22.2
				完美世界	8~12	诛仙世界	5~10				
				梦幻新诛仙	8~13	女神异闻录5	3~7				
				幻塔	5~11	一拳超人: 世界	2~5				
				完美世界: 诸神之战	3~7	百万亚瑟王	2~5				
				其他游戏均值范围	1~3	其他游戏均值范围	1~3				

资料来源: Wind, Sensor Tower, 七麦数据, 公司季报, 华安证券研究所整理

## 吉比特(603444.SH)核心财务指标及近期情况

- 根据彭博预期，公司22年收入51.7亿(yoy 11.9%)，22Q4收入13.4亿(yoy 18%)，公司一直稳定分红，22年股息率4.9%，2021年4.28%。公司为三七互娱/完美世界/巨人网络中唯一22年全年4个季度连续维持正增长的公司。公司的长线产品收入贡献稳定，包括《问道》、《一念逍遥》等。公司的产品一直保持较轻松创新的调性，同时产品ROI一直较高，具备较强的盈利能力。22年受制于游戏消费环境疲弱，游戏市场费用抬高，和去年同期高基数，净利润相对有一定下滑，2022年净利润14.6亿元，同比下滑0.5%。公司一直保持较高的现金分红比例，2019-2021年现金分红比例分别为44.4%/82.4%/78.3%，2019-2021年度累计分红3.59亿元/8.62亿元/11.49亿元，2022年已宣告的分红达到10.06亿元。
- 公司游戏流水贡献的主要产品包括：**《问道》，《一念逍遥》，《摩尔庄园》，《奥比岛：梦想国度》
- 公司产品储备(Pipeline)包括：**自研的包括《超喵星计划》(有版号，今年上，青瓷运营)，《代号M66》海外付费测开启，《重装前哨》海外版本(《OUTPOST》)初步计划2023年暑期发售；代理的包括《黎明精英》(有版号)，《新庄园时代》(有版号，3月测，今年上)，《失落四境》(有版号)，和《皮卡堂之梦想起源》(有版号)，《超进化物语2》(有版号)，《封神幻想世界》(有版号)。
- 近期跟进重点：**国内《超喵星计划》和《新庄园时代》上线时机；国外《重装前哨》23暑期上线后表现。

图表40: 吉比特(603444.SH)业绩市场预期

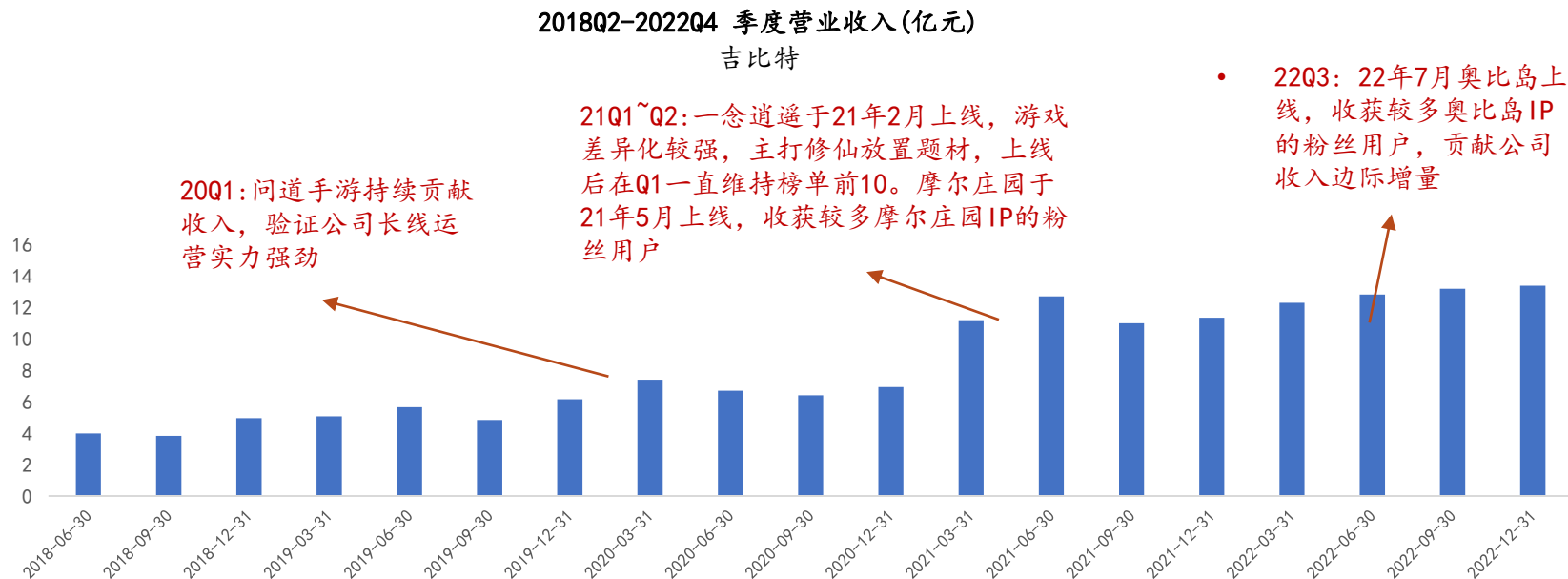
### 吉比特(603444.SH)

百万元	2020	2021	2022	2023E	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31
营业收入	2,742.29	4,619.05	5,167.62	5,930.30	1,229.23	1,281.32	1,319.48	1,338
% , yoy	26.4%	68.4%	11.9%	14.8%	10.0%	0.9%	20.2%	18.0%
营业利润	1,562.47	2,131.67	2,320.53	2,447.06	554.16	583.76	268.65	914
% , yoy	27.0%	36.4%	8.9%	5.5%	2.1%	-18.7%	-43.1%	129.0%
净利润	1,046.41	1,468.50	1,460.87	1,637.39	349.65	338.68	323.40	449.2
% , yoy	29.3%	40.3%	-0.5%	12.1%	-4.3%	-36.8%	6.1%	70.8%

资料来源：Bloomberg预期，Wind预期，公司季报，华安证券研究所

# 吉比特(603444.SH)核心财务指标及近期情况

图表41: 吉比特季度营收复盘



资料来源: Wind, 公司季报, 华安证券研究所

图表42: 吉比特核心要点整合

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	22年游戏收入(亿元)	核心产品近1年平均年流水估计(亿元)		储备产品首年流水预期(亿元)		亮点	短期和长期跟进要素	P/E		
				一念逍遥	问道	奥比岛: 梦想国度	摩尔庄园			其他游戏均值范围	新庄园时代	重装前哨
603444.SH	吉比特	393	51.3	18~25	10~15	2~5	0.5~1	0.5~1	公司长线运营实力较强, 存量产品流水较稳固(从2018年至今单季度营业收入持续正增长), 现金流状况较好, 一直稳定分红。产品及美术都具有较强差异化(诸如一念逍遥引领了轻度修仙玩法), 重视对于童年IP的挖掘(诸如奥比岛, 摩尔庄园等)。	23年储备产品的关注度没有往年的关注度高, 22年下半年未发布新品, 需关注对23年上半年业绩的影响。公司是否可以维持长线运营实力, 是否可以维持对创新项目的投入及支持力度。	26.9	23.8

资料来源: Wind, Sensor Tower, 七麦数据, 公司季报, 华安证券研究所整理

## 巨人网络(002558.SZ)核心财务指标及近期情况

- 根据彭博预期，公司22年收入预计**20.9亿元**，同比下降**1.5%**，22Q4预计收入**5.2亿元**，同比下降**10.8%**。公司2022年为产品收入稳定阶段，重要产品储备仍然处于酝酿阶段。公司2022年业绩相对平稳，公司2023年收入有望进一步抬高，根据彭博预期收入有望达到31亿元，同比提高48.8%；在存量游戏流水有一定下滑的情况下，如果《原始征途》，《Super Sus》和《龙与世界的尽头》这3款储备游戏在2023年如期上线并表现符合预期，有望贡献10亿元以上流水。由于，该3款储备产品的品类均在商业化路径上和玩法上有较好的验证，对标同类产品，有较大希望达到这样的收入水平。
- 公司游戏流水贡献的主要产品包括：**手游包括《球球大作战》(3-5亿元收入/年)，征途手游系列(3-4亿元收入/年)：《征途手游》(腾讯独代)，《征途2手游》，《绿色征途》，其他包括《街篮》等；端游部分包括《征途》端游，《仙侠世界2》等
- 公司产品储备(Pipeline)包括：**《原始征途》2023年3月24日上线，《Super Sus(太空行动)》(类似三国杀，party game)21年11月东南亚开启测试，和《龙与世界的尽头》(23年3月16日上线)(二次元放置卡牌，玩法类似莉莉丝的《剑与远征》/心动的不休的《乌拉拉》)出海。
- 近期跟进重点：**《原始征途》上线后榜单情况(对标前作和同类游戏，如果IOS游戏畅销榜可以进前70名则较为优秀)，《Super Sus》和《龙与世界的尽头》海外上线节奏。

图表43: 巨人网络(002558.SZ)业绩市场预期

### 巨人网络(002558.SZ)

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023Q2E
	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30
营业收入	2,217	2,124	2,092	3,113	580	483	509	519		
% , yoy	-13.8%	-4.2%	-1.5%	48.8%	2.4%	3.1%	0.5%	-10.8%		
净利润	1,029	995	964	1,249	271	228	276	188		
% , yoy	25.5%	-3.4%	-3.1%	29.6%	-15.4%	-10.0%	38.2%	56.7%		

资料来源：Bloomberg预期，Wind预期，公司季报，华安证券研究所

# 巨人网络(002558.SZ)核心财务指标及近期情况

图表44: 巨人网络季度营收复盘

2018Q2-2022Q3 季度营业收入(亿元)  
巨人网络



资料来源: Wind, 公司季报, 华安证券研究所

图表45: 巨人网络核心要点整合

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	22年游戏收入(亿元) (TTM)	核心产品近1年平均年流水估计(亿元)		储备产品首年流水预期(亿元)		亮点	短期和长期跟进要素	P/E	
										22	23E
002558.SZ	巨人网络	299	21.5	球球大作战	4~5	原始征途(已经上线)	3~6	围绕征途与球球大作战两大核心IP, 聚焦擅长赛道做长寿游戏; 重点布局国战MMORPG、休闲竞技两大重点赛道, 拓展放置类、泛二次元等赛道。	关注公司近期试水海外市场业务(海外品牌Ztimes), 成本投入能否产生预期回报; 关注二次元放置游戏《龙与世界的尽头》海外表现和原始征途上线表现。公司长期是否可以有效扩充品类, 创造更多原创IP。	32.1	24.9
				征途系列手游	4~6	Super Sus(太空行动)	2~3				
				征途手游		龙与世界的尽头(已经上线)	1~3				
				征途2		其他游戏均值范围	0.5~2				
				绿色征途							
				征途怀旧版							
				征途端游	8~9						
				其他游戏均值范围	0.3~2						

资料来源: Wind, Sensor Tower, 七麦数据, 公司季报, 华安证券研究所整理

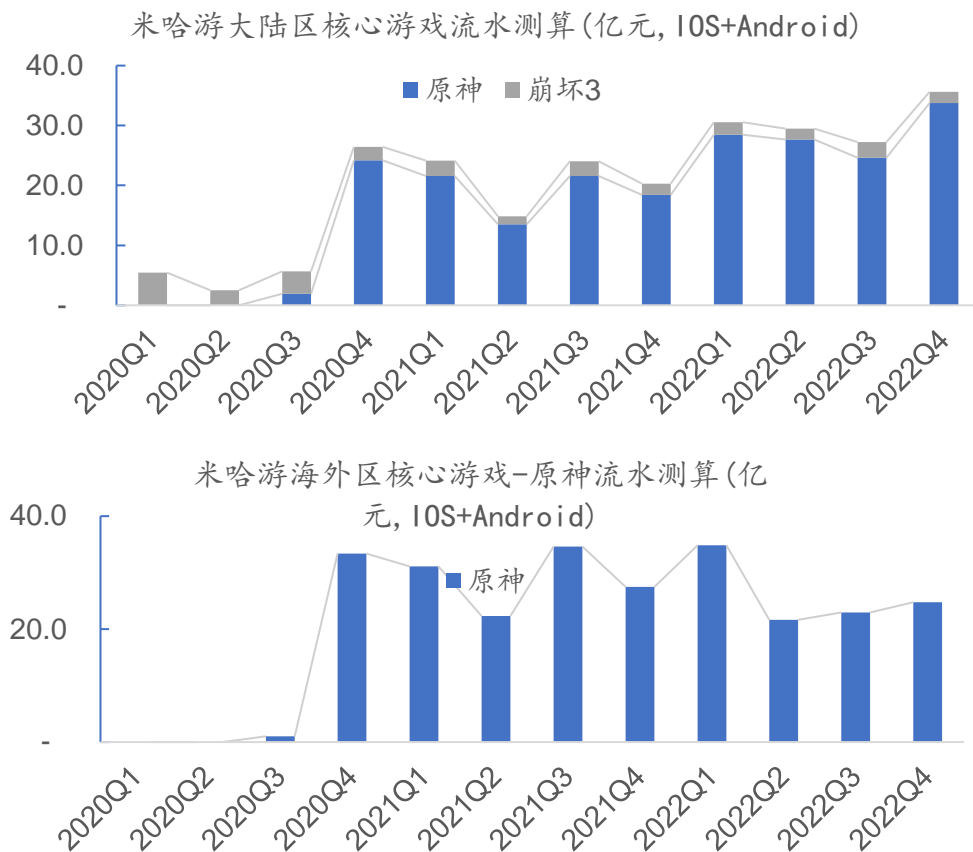
敬请参阅末页重要声明及评级说明



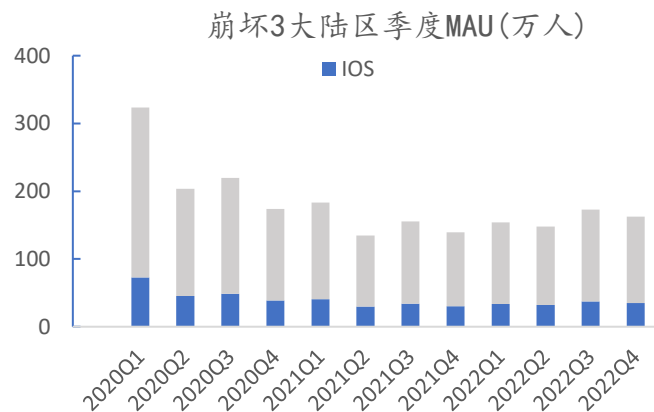
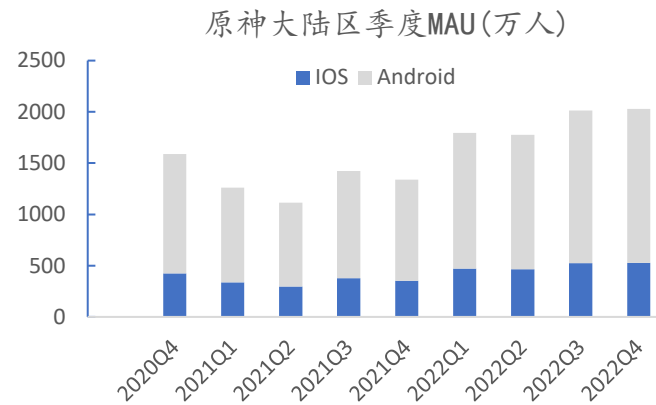
## 附录一：米哈游一年赚多少钱？原神产品周期处于哪个阶段？

原神大陆+海外区估计流水收入预估190-230亿元之间(米哈游收入目前以原神为主)；原神与PUBG(本报告将和平精英与PUBG合并口径考虑)的全球收入在“伯仲之间”，但原神游戏产品仍然处于用户和付费上升期，原神22年MAU同比增长在20%以上。

图表46:米哈游游戏核心数据(收入, MAU)



资料来源: Sensor Tower, 七麦数据, 华安证券研究所



## 附录二：中国厂商出海：2022中国游戏出海top 30

Top 30游戏2022年出海共产生850亿+Rmb流水，海外手游大盘4800亿RMB，中国厂商现在市占率17.7%

图表47:2022年中国游戏出海top 30

排名	公司	游戏	品类	2022年流水(估算)
1	米哈游	原神	MMO/大世界/二次元	104.15
2	腾讯	PUBG	射击/吃鸡	75.10
3	莉莉丝	万国觉醒	SLG	51.01
4	Funplus	State of Survival	SLG	57.45
5	三七互娱	Puzzles & Survival	SLG	40.00
6	腾讯&动视	使命召唤手游	射击	46.09
7	IGG	王国纪元	SLG	31.03
8	网易	荒野行动	射击/吃鸡	38.00
9	江娱互动	口袋奇兵	休闲策略	32.47
10	友塔网络	Mafia City	策略	24.11
11	沐瞳科技	无尽对决	MOBA	25.57
12	Magic Tavern	Project Makeover	益智/休闲	20.95
13	灵犀互娱	三国志·战略版	SLG	24.36
14	CamelGames	Age of Origins	SLG/塔防	26.90
15	有爱互娱	放置少女	二次元/放置卡牌	23.70
16	三七互娱&Neocraft	云上城之歌	MMO	18.62
17	Funplus	阿瓦隆之王	SLG	17.02
18	龙创悦动	Rise of Empires	SLG	20.37
19	龙创悦动	守望黎明	SLG/末日	20.11
20	Funplus	火枪纪元	SLG	14.87
21	博乐科技	Cash Frenzy	Casino Slots	16.88
22	乐元素	偶像梦幻祭!Music	偶像养成	22.64
23	博乐科技	JackPot World	Casino Slots	15.97
24	星合娱乐	小小蚁国	SLG	14.78
25	莉莉丝	剑与远征	放置卡牌	12.27
26	网易	明日之后	射击/MMO	15.7
27	博乐科技	Lotsa Slots	Casino Slots	14.95
28	CamelGames	战火与秩序	SLG	13.67
29	腾讯	王者荣耀(非海外版)	MOBA	13.53
30	友塔网络	The Grand Mafia	策略/RTS	13.41

备注:

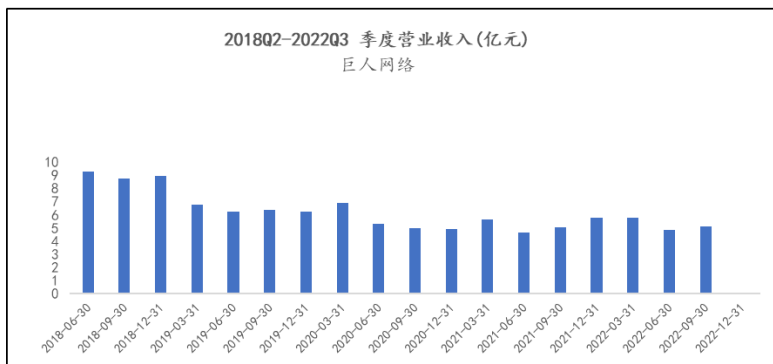
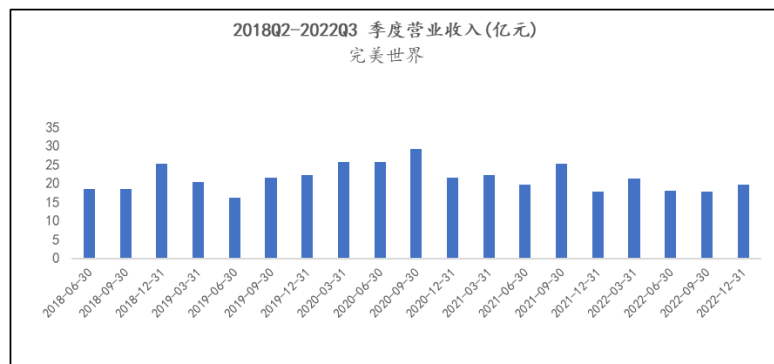
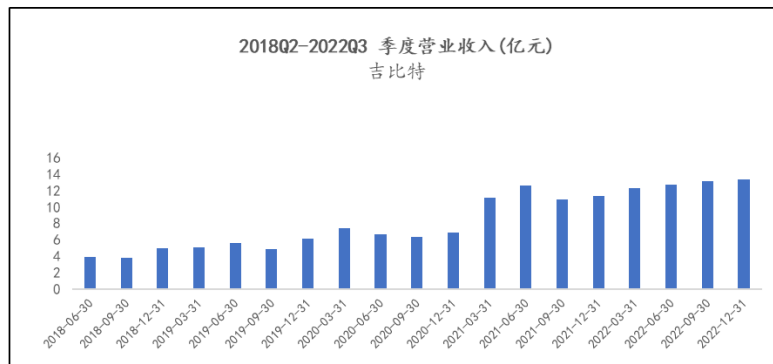
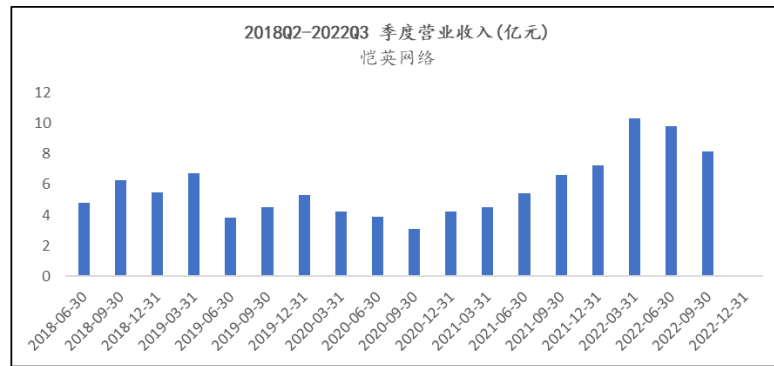
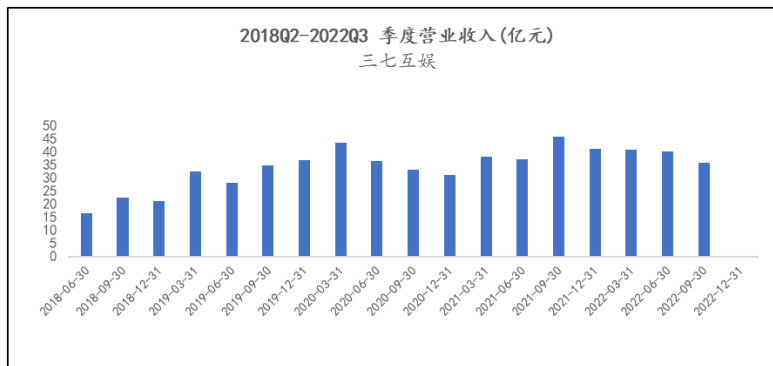
- 此30款游戏不含国内区流水，仅包含海外区流水
- 流水估算包括全渠道，即App Store + Google Play + 其他渠道
- 腾讯王者荣耀为国内王者荣耀App在海外服务器版本，并非王者荣耀国际版
- PUBG仅考虑海外区收入，并非合并口径

资料来源: Sensor Tower, 七麦数据, 华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

# 附录三：部分厂商季度收入统计

图表48:部分厂商季度收入统计



## 风险提示

---

- 在颠覆性技术(诸如生成式AI, 大模型, VR/AR/MR技术等) 扩散之后, 历史财务状况不好导致无法担负新技术的初期投入的厂商, 或者, 技术储备不足、经验不足导致无法将新技术与产品有机结合的厂商, 都将面临被淘汰的风险。
- 短视频仍然是游戏产品最大的威胁, 短视频的发展和繁荣会一定程度上减少用户在游戏上花费的时间。
- 全球宏观经济下行, 物价维持高位, 居民为了维持生活必要开销, 不断压缩电子娱乐领域的开销

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上
- 无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。