

# AIGC 技术和游戏出海驱动下，游戏产业进入新一轮产品周期

行业评级：增持

报告日期：2023-05-03

主要观点：

## ● 内地游戏行业已经进入新一轮的产品周期

根据《2022 年中国游戏产业报告》，22 年游戏行业整体承压，22 年中国游戏市场实际销售收入 2658.84 亿元，同比下降 10.33%。游戏用户规模 6.64 亿，同比下降 0.33%。下降的原因有：1) 版号中断，未成年人法规逐步落地；2) 全球宏观经济逆风因素及国内疫情，玩家担忧生活必需品的开销，在游戏中的付费意愿减弱；3) 国内游戏公司新产品普遍处于储备阶段，老产品有一定用户流水。

目前，随着政策重塑，经济回暖，消费复苏，游戏研发商新产品不断释放，和游戏发行商投放意愿不断增强，游戏行业已经进入新一轮产品周期，我们预计 2023 年内地游戏行业收入将重回正增长区间。2017-2021 年的游戏产品周期，在智能手机快速下沉的大背景下，大 DAU 题材游戏（王者荣耀、和平精英）通过不断拓圈的方式，拉动整体游戏行业付费用户数量的提升。本轮游戏产品的周期上行的驱动因素在于：1) AI 技术驱动游戏全产业链的升级，提升研发效率和内容质量；2) 高质量精品游戏的释放(创新点包括但不限于：付费模式创新，UGC 社群打造，开放大世界，经典 IP 重塑，和渲染技术进步)；3) 游戏公司持续出海提高全球市占率；同时，我们仍然认为云游戏和 VR 游戏有广阔前景，并持续关注云游戏和 VR 游戏的技术进步对行业的影响。

## ● 游戏行业整体新品强劲，多点开花

目前，内地游戏公司 23Q1 上线的备受瞩目的新产品包括：腾讯游戏的《合金弹头:觉醒》，米哈游的《崩坏：星穹铁道》，巨人网络《原始征途》，完美世界《天龙八部 2》，莉莉丝《战火勋章》，祖龙娱乐《以闪亮之名》。

未来，关注腾讯《DNF 手游》，网易游戏《逆水寒》，完美世界《女神异闻录》，三七互娱《霸业》，吉比特《不朽家族》，恺英网络《新石器时代》，中手游《剑侠世界》，祖龙娱乐《阿凡达手游》。

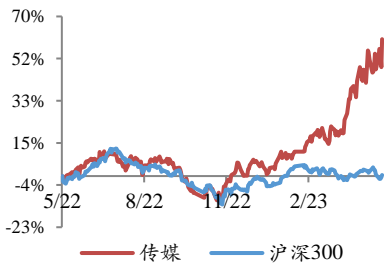
## ● 游戏行业估值仍有上行空间，同时估值中枢有望维持在高位

根据 Wind 一致预期的预测 P/E，游戏行业目前的权重股估值如下：

- 三七互娱 23 年 P/E 20.11 X，24 年 P/E 17.41 X
- 完美世界 23 年 P/E 26.26 X，24 年 P/E 21.95 X
- 吉比特 23 年 P/E 22.98 X，24 年 P/E 19.72 X
- 世纪华通 23 年 P/E 31.13 X，24 年 P/E 20.73 X
- 恺英网络 23 年 P/E 25.57 X，24 年 P/E 20.66 X

以上游戏行业权重股 23 年 P/E 目前在 20.11 X 至 31.13 X 之间，

## 行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

## 相关报告

1. 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 2023-04-17
2. 华安证券深度报告：AIGC 研究框架与投资逻辑 2023-04-20

24 年 P/E 在 17.41X 至 21.95X 之间。这些游戏行业权重公司 P/E 的历史高值在 30-35 X 左右。

2023 年一季度和二季度初游戏板块的上涨是对游戏行业监管趋于平稳和疫情后娱乐消费复苏估值修复，并一定程度计价了 AIGC 技术进步对游戏产业的正向影响。而从 2023 年 5 月开始，随着游戏公司新游戏产品上线事件的不断催化，新产品带动的用户数量与付费屡创新高，游戏出海业务不断向好和 AI 技术在行业中持续实践，游戏行业的估值中枢有望上行；如果以未来一年的预测 P/E 衡量，游戏行业的 P/E 中枢有望从目前的 25 X 左右提升到历史估值高位 35 X 左右。

同时，我们判断未来 1-2 年游戏行业的估值有望维持在 30-35 X P/E（按未来一年预测净利润衡量），基于以下 3 点原因：

1) 游戏行业兼具科技和消费属性，具备长期配置价值。游戏行业往往直接受益于科技创新周期，而游戏产品本身是文化娱乐消费品，会为终端消费者带来虚拟世界的满足感，并且行业内参与者普遍有较好的变现能力和盈利状况，所以游戏行业本身兼具科技行业的进攻属性和消费行业的防守属性。政策上如果不存在较大压力，游戏行业将具备较好的长期配置价值。同时，由于国内游戏公司目前研发实力和商业化理解都居于世界前列，我们持续看好国内游戏公司的游戏出海。

2) 游戏出海空间仍然非常广阔，国产厂商市占率提升驱动成长。根据我们外发报告《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》中的统计和测算，2022 年国产厂商在海外移动游戏市场获得的市场份额在 17.7% 左右，而目前几大游戏公司包括腾讯、网易、米哈游、和三七等均已经广泛布局海外业务。网易 CEO 丁磊于 2022 年 5 月 24 日的网易 22Q1 业绩会上提及，希望未来网易海外市场占比达到 50%。所以，目前国产游戏公司整体处于一个文化出海的氛围之下，我们看好国产游戏公司“走出去”并且在全球扩大市场份额的愿景。国产游戏公司有希望持续跑赢全球竞争对手，并因此在未来 3-5 年中持续成长。

3) AIGC 技术变革对于游戏行业的影响不亚于智能手机。智能手机的渗透让游戏这种产品形态教育并获得用户，但碍于游戏内容量不够、大部分产品趋于同质化，所以用户的体验并未被完全满足。而 AIGC 技术的出现有望让“高质量精品游戏”以低成本的形式出现并快速扩散，拉大产品差异化维度，让用户的体验进一步满足。AIGC 技术将提振游戏的全产业链条，包括游戏设计，美术原画，美术模型制作，程序开发，QA 测试，市场营销，长期运营和用户社群维护等。在游戏品质上，AI 技术将加速游戏产品制作的“铺量环节”，并且一定程度提高美术和设计的创意，最终将促使更多的“高质量的精品游戏”以低成本的形式诞生；最终，AI 与游戏的结合将为更多、更广泛的玩家创造价值，让“更多的人”能玩“更多的好游戏”并且为之付费，进而打开游戏行业整体的天花板。

### ● 23Q1 游戏公司业绩持续向好

2023年Q1游戏公司业绩已经发布,世纪华通23Q1归母净利润4.33亿元(yoy 108%),三七互娱23Q1归母净利润7.75亿元(yoy 2%),恺英网络23Q1归母净利润2.9亿元(yoy 17%),吉比特23Q1归母净利润3.07亿元(yoy -12%),完美世界23Q1归母净利润2.41亿元(yoy -71%)。吉比特23Q1归母净利润下滑是因为22Q1问道和一念逍遥处于较为强劲的产品周期,而22年新产品上线较少。完美世界23Q1归母净利润下滑,是由于22Q1非经常性收益和幻塔上线带来的高基数,而目前幻塔流水下降较多,去年上线的新产品较少。

### ● 投资建议

根据游戏公司产品布局的差异化,现阶段游戏行业的投资建议可以归纳为5个方向:

方向1: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,完美世界,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

方向2: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),冰川网络(去年新品《超能世界》近期榜单表现亮眼),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

方向3:建议关注牢牢握住“IP资源”的游戏厂商,诸如,恺英网络(锁定“传奇游戏”细分赛道),中手游(“IP游戏”研运实力强),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),星辉娱乐(三国群英IP,斗破苍穹IP,冒险岛IP等),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

方向4: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

方向5:建议关注自身游戏产品周期改善的企业,诸如,姚记科技(擅长研运高ROI的“捕鱼游戏”),巨人网络(征途系列新游上线,自研品类扩充),祖龙娱乐(以闪亮之名上线,阿凡达IP手游等),电魂网络(电竞复苏,MOBA类游戏梦三国的研发商),关注要点:重要游戏上线节奏及首月留存情况

### ● 风险提示

游戏行业面临短视频行业的持续竞争;游戏行业竞争格局恶化;出海不及预期;政策监管要求发生变化

图表 1 游戏公司 23Q1 业绩等信息

| 证券代码      | 证券简称 | 2 周涨跌幅<br>(截止至<br>4.28) ,% | 总市值(亿元) | 23Q1 营业<br>收入(亿元) | yoy,% | 22Q1 归母<br>净利润<br>(亿元) | 23Q1 归母<br>净利润<br>(亿元) | yoy,% |
|-----------|------|----------------------------|---------|-------------------|-------|------------------------|------------------------|-------|
| 300031.SZ | 宝通科技 | 40.93                      | 122.89  | 7.55              | 14%   | 0.69                   | 0.83                   | 21%   |
| 002174.SZ | 游族网络 | 37.92                      | 200.85  | 4.74              | -13%  | 0.80                   | 0.43                   | -46%  |
| 300148.SZ | 天舟文化 | 36.48                      | 51.87   | 0.53              | -28%  | -0.06                  | -0.04                  | 31%   |
| 300467.SZ | 迅游科技 | 31.47                      | 40.58   | 1.07              | 15%   | -0.19                  | 0.12                   | 165%  |
| 300418.SZ | 昆仑万维 | 30.06                      | 779.07  | 12.17             | 2%    | 3.74                   | 2.12                   | -43%  |
| 603258.SH | 电魂网络 | 28.65                      | 120.18  | 1.56              | -31%  | 0.71                   | 0.47                   | -34%  |
| 300315.SZ | 掌趣科技 | 28.60                      | 169.86  | 2.46              | -25%  | 0.32                   | 0.79                   | 150%  |
| 300043.SZ | 星辉娱乐 | 23.47                      | 62.83   | 3.21              | -13%  | -0.10                  | -0.41                  | -335% |
| 002517.SZ | 恺英网络 | 20.96                      | 359.04  | 9.55              | -7%   | 2.48                   | 2.90                   | 17%   |
| 300002.SZ | 神州泰岳 | 20.86                      | 269.26  | 12.12             | 22%   | 0.63                   | 1.78                   | 182%  |
| 300494.SZ | 盛天网络 | 19.60                      | 119.53  | 4.29              | 35%   | 0.52                   | 0.74                   | 40%   |
| 300533.SZ | 冰川网络 | 15.11                      | 100.84  | 6.90              | 44%   | 2.17                   | 1.91                   | -12%  |
| 002624.SZ | 完美世界 | 10.48                      | 425.24  | 19.04             | -11%  | 8.40                   | 2.41                   | -71%  |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 10.08                      | 680.66  | 37.65             | -8%   | 7.60                   | 7.75                   | 2%    |
| 002558.SZ | 巨人网络 | 6.24                       | 317.58  | 5.08              | -13%  | 2.71                   | 2.45                   | -10%  |
| 600576.SH | 祥源文旅 | 3.89                       | 94.03   | 1.32              | 280%  | 0.03                   | 0.25                   | 706%  |
| 002602.SZ | 世纪华通 | 3.79                       | 510.50  | 30.23             | -14%  | 2.09                   | 4.33                   | 108%  |
| 600880.SH | 博瑞传播 | 1.36                       | 73.14   | 1.35              | 24%   | 0.10                   | 0.09                   | -9%   |
| 002425.SZ | 凯撒文化 | -3.13                      | 62.28   | 0.86              | -55%  | 0.17                   | -0.23                  | -238% |
| 603444.SH | 吉比特  | -4.26                      | 376.83  | 11.44             | -7%   | 3.50                   | 3.07                   | -12%  |
| 002605.SZ | 姚记科技 | -7.01                      | 141.64  | 11.88             | 18%   | 0.92                   | 1.98                   | 116%  |
| 002148.SZ | 北纬科技 | -8.80                      | 34.89   | 0.64              | 19%   | 0.07                   | 0.01                   | -78%  |
| 600633.SH | 浙数文化 | -9.60                      | 175.30  | 9.24              | -11%  | 0.50                   | 2.71                   | 440%  |
| 300052.SZ | 中青宝  | -10.12                     | 55.59   | 0.63              | -9%   | 0.04                   | 0.02                   | -61%  |
| 002354.SZ | 天娱数科 | -10.15                     | 98.12   | 4.74              | -5%   | 0.09                   | 0.10                   | 12%   |
| 002292.SZ | 奥飞娱乐 | -10.41                     | 137.37  | 6.02              | -10%  | -0.31                  | 0.17                   | 154%  |
| 300251.SZ | 光线传媒 | -10.98                     | 299.81  | 4.13              | -6%   | 0.75                   | 1.22                   | 64%   |
| 002502.SZ | 鼎龙文化 | -11.28                     | 31.83   | 1.01              | 20%   | -0.26                  | -0.09                  | 64%   |
| 300299.SZ | 富春股份 | -21.12                     | 59.65   | 0.79              | 0%    | 0.12                   | 0.08                   | -31%  |
| 002919.SZ | 名臣健康 | -24.96                     | 60.60   | 4.07              | 173%  | 0.02                   | 0.34                   | 1982% |

资料来源: Wind, 华安证券研究所整理



## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

## 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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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。