

传媒

存量用户市场下寻机会

评级：增持（维持）

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师：朱骥楠

执业证书编号：S0740517080007

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	138
行业总市值(百万元)	1217754
行业流通市值(百万元)	869785.18

行业-市场走势对比

相关报告

<<【中泰传媒】数字阅读行业深度报告：存量博弈渠道占优，版权运营内容为王>>2019.01.21

<<【中泰传媒-周观点】《啥是佩奇》爆红网络，春节档值得期待>>2019.01.21

<<【中泰传媒】CTR数据点评：11月广告市场整体负增长，电商、汽车类广告增幅明显>>2019.01.13

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
完美世界	25.50	1.14	1.43	1.78	2.15	22	18	14	12	0.50	买入
吉比特	160.38	8.48	9.77	10.50	11.92	19	16	15	13	1.27	增持

投资要点
移动游戏行业受到三维度影响，用户增长放缓。

- **影响一（人口）：游戏适龄人口呈下降趋势。**我国游戏人口规模为6.26亿（移动游戏用户为6.05亿），占比适龄人口数在83%左右，在适龄人口下降的大背景下游戏人口增长空间已经不大。
- **影响二（硬件）：智能手机出货量下滑，渗透率已到较高水平。**2018年国内智能手机出货量为3.9亿部，同比大幅下降15.5%，移动电话普及率达到112.2部/百人。国内智能机普及率为68%，超过日本的59%，接近德国、英国的72%，低于美国的77%。
- **影响三（时间）：游戏的时间增长受到来自视频等媒体的挤占。**2018年资讯类APP月人均使用时长同比增长25.4%，视频类APP同比增长35.7%，游戏类APP同比仅增长6.1%。在人均上网总时长较为稳定的情况下，视频类、资讯类APP使用时长的提升势必将会挤压游戏的时间。

存量用户市场下寻机会。我们认为版号停发只是行业增速下滑的其中一部分原因，核心因素还是在于行业用户红利消退，电竞游戏的兴起标志着行业走向成熟，但作为拥有6亿存量用户（国内游戏用户量是游戏市场规模2~10名国家用户量之和的1.35倍）的市场来说单款游戏的流水弹性空间足够大，研发能力突出的中小公司仍可凭借单款游戏的爆发实现业绩的大幅增长。而行业龙头公司则可依赖足够丰富的产品线将存量用户更多的转化为付费用户实现业绩的稳定增长。
游戏板块估值中枢持续下移，现阶段行业整体估值较为合理。但我们认为估值相对便宜并不能构成个股的买入逻辑，预计2019年游戏个股分化会非常明显，仍需精选标的。行业增速整体下台阶，部分公司EPS的下杀会使得当前的低PE失去意义，另一方面部分公司潜在的商誉、现金流等问题将给业绩带来极大不确定性。

推荐关注两类标的：1）行业龙头，研发实力雄厚，产品品类足够丰富，业绩稳定性较高；2）细分垂直领域拥有明显研发优势，在某一特定品类游戏的研发推广上成功概率较大。具体到A股个股推荐关注：1）完美世界；2）吉比特。
风险提示：1）政策监管继续高压态势；2）视频等娱乐内容对用户游戏时长进一步挤占；3）游戏公司产品上线节奏不及预期。

内容目录

移动游戏：受三维度影响，用户增长放缓	- 3 -
影响一（人口）：游戏适龄人口呈下降趋势.....	- 3 -
影响二（硬件）：智能手机出货量下滑，渗透率已到较高水平.....	- 4 -
影响三（时间）：游戏时间受到其他娱乐方式挤压.....	- 4 -
存量用户市场下寻机会	- 5 -
版号影响不能掩盖行业增速下滑事实.....	- 5 -
电竞兴起是行业进入成熟稳定期的标志.....	- 6 -
6 亿存量用户提供单品高流水弹性.....	- 8 -
估值中枢下移，寻求低估值稳增长标的	- 9 -
估值中枢持续下探，板块进入合理估值区间.....	- 9 -
应收账款、商誉、现金流、质押指标解析.....	- 9 -
关注拥有较强研发实力的标的.....	- 11 -
风险提示	- 12 -
政策监管继续高压态势.....	- 12 -
视频等娱乐内容对用户游戏时长进一步挤占.....	- 13 -
游戏公司产品上线节奏不及预期.....	- 13 -

图表目录

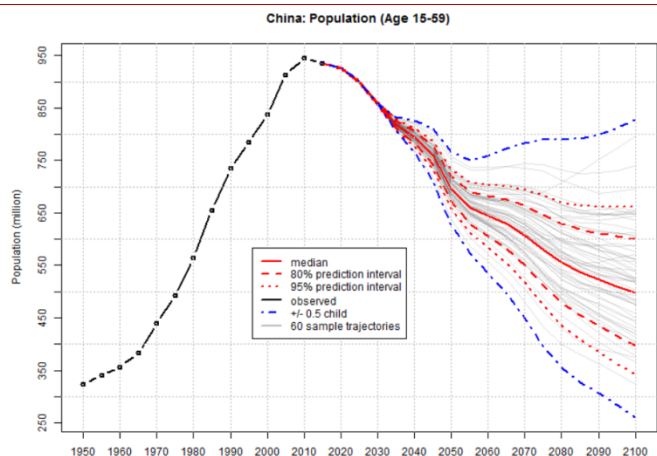
图表 1：国内 15~59 岁年龄人口数量变化趋势	- 3 -
图表 2：2011~2018 年国内 15~59 岁人口数量	- 3 -
图表 3：2008~2018 年全国游戏人口及移动游戏人口同比增速	- 3 -
图表 4：2018 年国内智能手机出货量及同比增速	- 4 -
图表 5：各国智能手机普及率对比（%）	- 4 -
图表 6：2016~2018 年内容相关领域 APP 月人均使用时长	- 5 -
图表 7：2014~2018 年中国网民每周上网时长统计	- 5 -
图表 8：2017H1~2018H2 国内移动游戏规模以及同比、环比增速	- 6 -
图表 9：游戏产业发展演变	- 7 -
图表 10：2008~2018 年国内端游用户数量	- 7 -
图表 11：《王者荣耀》+“吃鸡”类游戏对其他品类游戏时间挤占明显	- 8 -
图表 12：全球游戏 TOP10 规模的国家	- 8 -
图表 13：全球游戏规模 TOP10 国家玩家数量	- 8 -
图表 14：A 股各游戏公司 2018 年 PE（TTM）情况	- 9 -
图表 15：应收账款、现金流波动率的情况计算	- 10 -
图表 16：游戏公司控股股东质押情况一览	- 10 -
图表 17：游戏公司商誉/净资产情况一览	- 11 -

移动游戏：受三维度影响，用户增长放缓

影响一（人口）：游戏适龄人口呈下降趋势

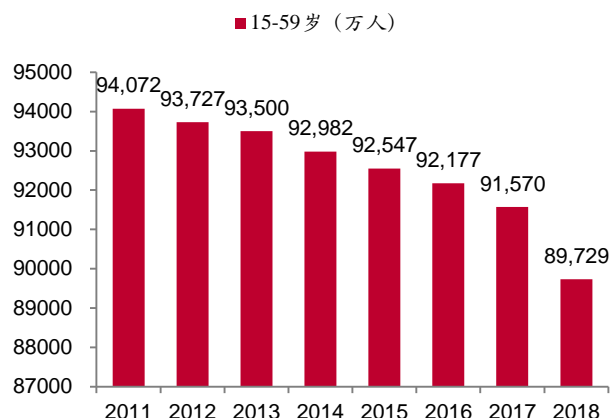
- 根据国家统计局数据,2018年国内15~59岁人口数量为8.97亿,自2010年以来已经连续8年下滑,同时根据联合国人口司的预测,2020年后中国15~59岁人口数量将会呈现加速下降态势。
- 按照目前游戏行业对于未成年人的强监管态势,我们认为实际拥有消费能力的游戏适龄人群年龄应在18~50岁区间,人数在7.5亿左右,如果再考虑女性和男性游戏参与度的差异和不参与游戏的人数,实际游戏潜在用户空间预计会更低一些。
- 截止到2018年底,根据伽马数据发布的《2018年游戏产业报告》,我国游戏人口规模为6.26亿(移动游戏用户为6.05亿),占比适龄人口数在83%左右,在适龄人口下降的大背景下游戏人口增长空间已经不大。

图表 1: 国内 15~59 岁年龄人口数量变化趋势



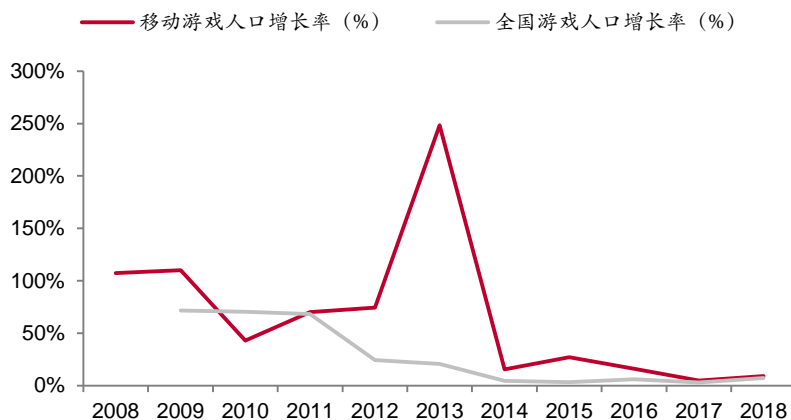
来源：联合国，中泰证券研究所

图表 2: 2011~2018 年国内 15~59 岁人口数量



来源：统计局，中泰证券研究所

图表 3: 2008~2018 年全国游戏人口及移动游戏人口同比增速

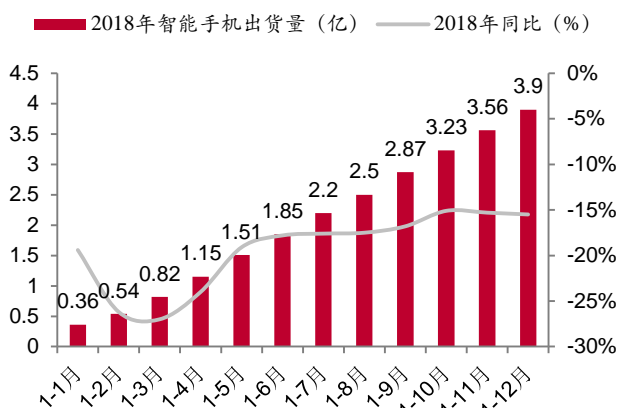


来源：伽马数据，中泰证券研究所

影响二（硬件）：智能手机出货量下滑，渗透率已到较高水平

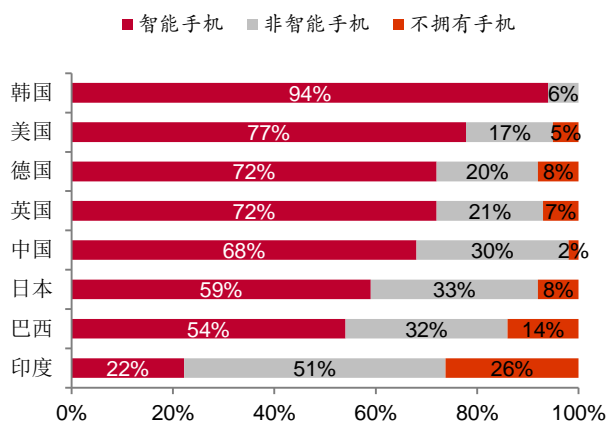
- 智能手机大规模普及+4G网络的铺设，带动了移动游戏行业的高速发展，但目前来看，国内智能机的渗透率已经达到较高位置。
- 根据工信部的发布数据，2018年国内智能手机出货量为3.9亿部，同比大幅下降15.5%，移动电话普及率达到112.2部/百人。经过2015~2017年智能手机下沉销售高峰后，2018年国内智能手机出货量下滑明显，移动电话的普及率也超过1人1部的水平。
- 根据Pew Research公布的全球智能机普及率情况来看，中国智能机普及率为68%，普及率已到较高水平，超过日本的59%，接近德国、英国的72%，低于美国的77%。

图表4：2018年国内智能手机出货量及同比增速



来源：工信部，中泰证券研究所

图表5：各国智能手机普及率对比 (%)



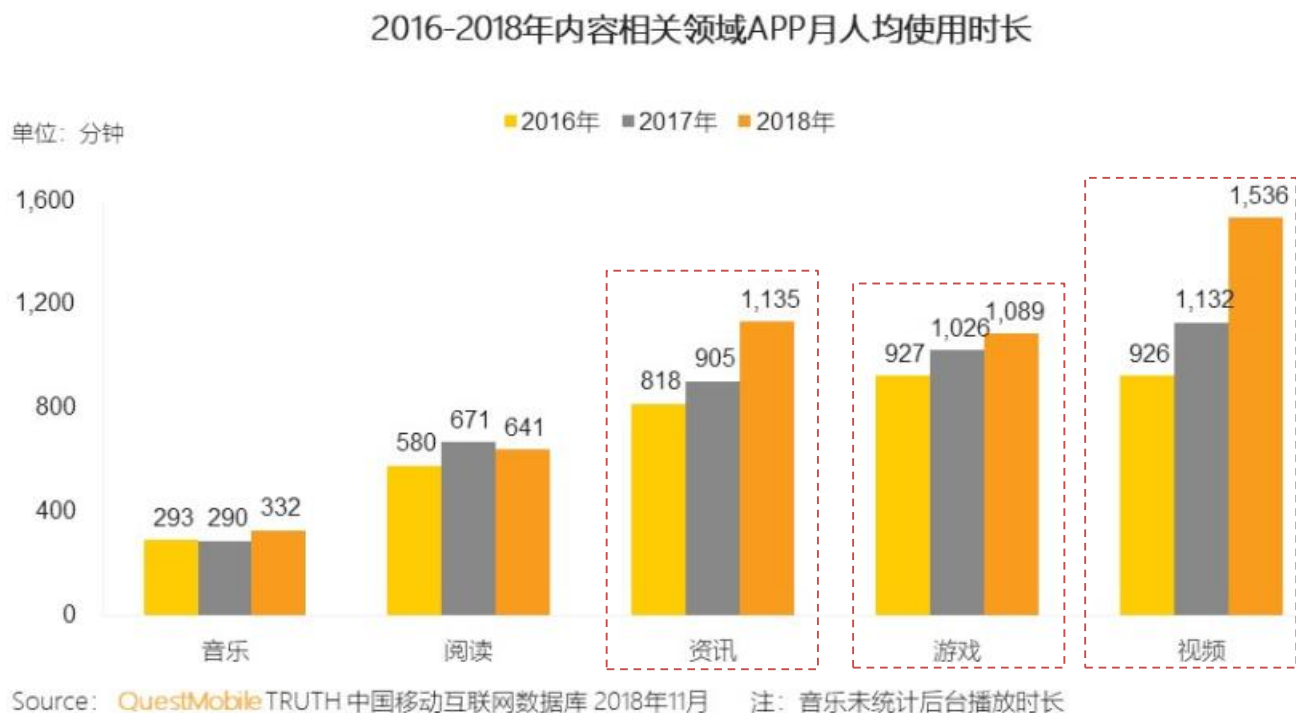
来源：Pew Research，中泰证券研究所

影响三（时间）：游戏时间受到其他娱乐方式挤压

- 游戏作为一种娱乐方式，需要耗费玩家多方面资源（体力、精力、时间、金钱），进而获得满足感，而其他娱乐内容，短视频、直播视频、在线视频则只需要消耗用户时间、小部分体力精力、小部分金钱，因此在这样一个碎片化、快节奏、高压的社会环境下，游戏的时间增长势必将会受到来自其他娱乐社交媒体的冲击。
- 根据CNNIC统计的数据显示，中国的网民从2014年~2018年每周的上网时间在25.6小时~27.7小时之间，5年来一直维持稳定，并未有明显提升。
- 根据Questmobile统计的2016年~2018年内容相关领域APP月人均使用时长数据，其中2018年资讯类APP月人均使用时长为1135分钟，同比增长25.4%，视频类APP月人均使用时长为1536分钟，同比增长35.7%，游戏类APP月人均使用时长为1089分钟，同比仅增长6.1%。在人均上网时长较为稳定的情况下，视频类、资讯类APP使用时长的提

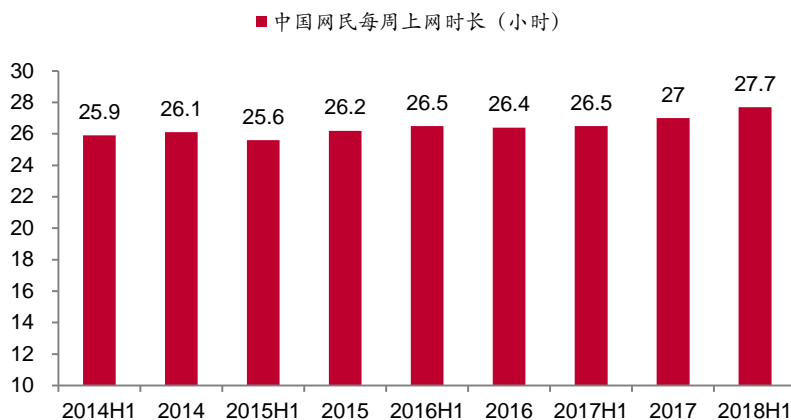
升势必将会挤压游戏的时间。

图表 6: 2016~2018 年内容相关领域 APP 月人均使用时长



来源: Questmobile, 中泰证券研究所

图表 7: 2014~2018 年中国网民每周上网时长统计



来源: CNNIC, 中泰证券研究所

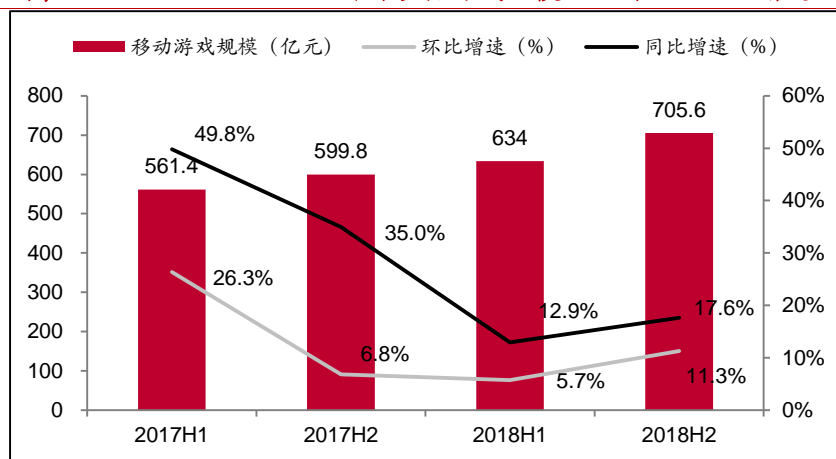
存量用户市场下寻机会

版号影响不能掩盖行业增速下滑事实

- 对比 2018H1 与 2018H2 国内移动游戏行业规模同比、环比增速情况, 其中 2018H2 行业规模为 705.6 亿, 环比增长 11.3%, 同比增长 17.64%, 而 2018H1 行业规模为 634 亿, 环比增长 5.7%, 同比增长 12.93%。

- 环比与同比指标均反应 2018 下半年游戏行业规模增长好于 2018 年上半年，而由于版号是 3 月底停发，下半年游戏行业受到停发影响应大于上半年。因此我们认为版号停发只是行业增速下滑的其中一部分原因，核心因素还是在于行业用户红利消退。

图表 8: 2017H1~2018H2 国内移动游戏规模以及同比、环比增速

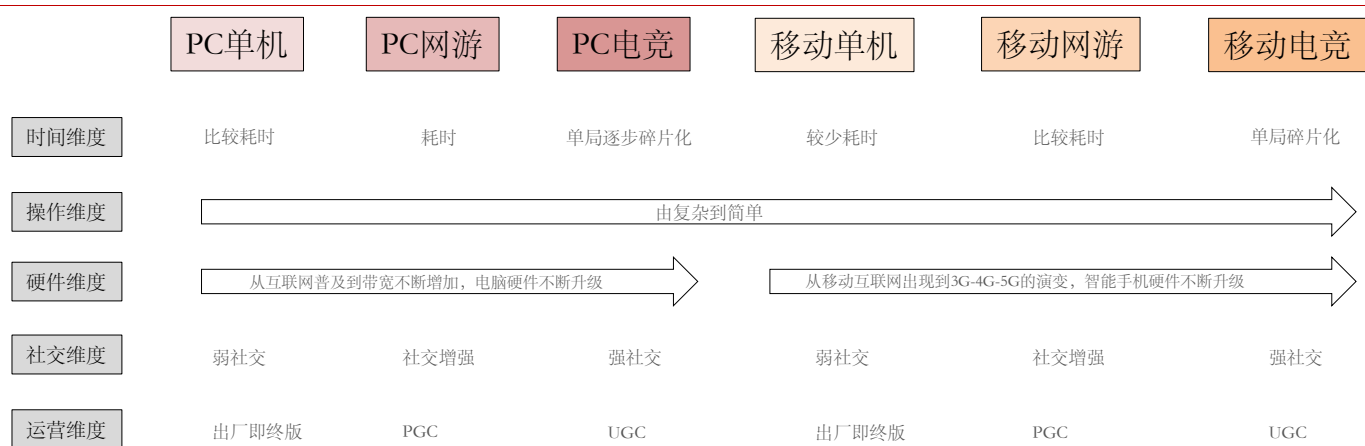


来源：伽马数据，中泰证券研究所

电竞兴起是行业进入成熟稳定期的标志

- 国内游戏市场的发展，可以总结为 5 个维度和 6 个阶段。
- 首先 6 个阶段分别为 PC 单机、PC 网游、PC 电竞，移动单机、移动网游、移动电竞，之所以单列电竞，我们认为电竞火爆的背后是蕴含着一些深层次的行业逻辑。
- 6 个阶段均对应了 5 个维度，分别为时间维度、操作维度、硬件维度、社交维度、运营维度。从时间维度来看，无论是 PC 还是移动端，都经历了轻度耗时—>重度耗时—>逐步碎片化的过程，移动端相对于 PC 更为轻度化；从硬件维度来看，PC 端和移动端都经历了硬件升级和网络升级两个阶段；从操作维度来看，游戏的操作呈现出从复杂到简单的趋势，进入门槛逐步降低；从运营维度来看，游戏经过 PGC—>UGC 的发展，单机游戏为一锤子买卖，而网络游戏则需要游戏厂家不断更新资料片去丰富内容，电竞类、沙盒类游戏则用户本身即是内容创造者；从社交维度来看：我们认为游戏一旦脱离社交属性，将难以长久，因此游戏的发展也是逐渐由弱社交向强社交演变的一个过程。
- 之所以梳理游戏发展的 5 个维度，是想要说明，**电竞类游戏——是集合这 5 大维度发展趋势的产物**，首先电竞游戏对网络延时和设备要求较高，其次从时间角度来说电竞游戏以局为单位，时间可控且更碎片化，其本身操作上也经历了由复杂到简单的过程，更加适合大众上手入门，拥有更强的社交属性，实时交流沟通，玩家本身就是内容的生产者。

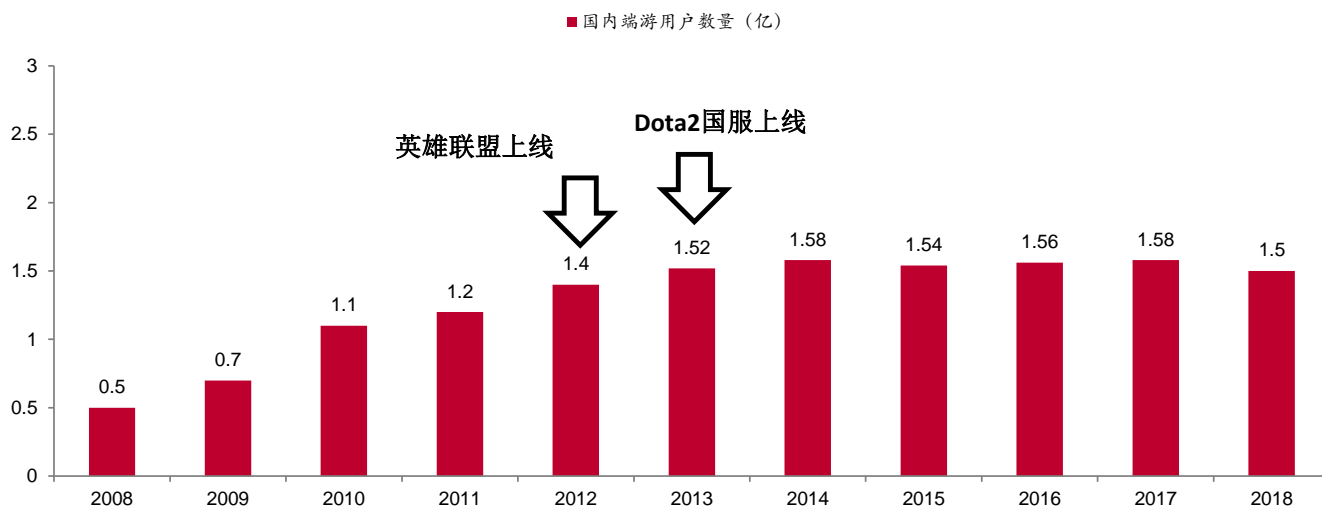
图表 9: 游戏产业发展演变



来源: 中泰证券研究所

- 端游电竞兴起后, 端游用户整体增速放缓。英雄联盟 2012 年 9 月在国服公测, 2012 年迅速火爆, 紧接着 2013 年完美世界代理的 Dota2 上线, 国内端游用户数 2014 年达到 1.58 亿后便开始缓慢下降。当然, 端游用户增长放缓还与移动端兴起有关, 但是可以说明的是电竞游戏的火爆是游戏行业各方面发展到较为成熟阶段的一种自然表现。
- 以此来看, 《王者荣耀》2017 年开始的大火, 也正好伴随着行业用户增速的快速下降以及智能机硬件、4G 网络(各类大王卡下沉助推)的普及, 移动游戏行业也进入到了一个相对成熟、稳定的时期。

图表 10: 2008~2018 年国内端游用户数量



来源: 伽马数据, 中泰证券研究所

图表 11: 《王者荣耀》+ “吃鸡” 类游戏对其他品类游戏时间挤占明显

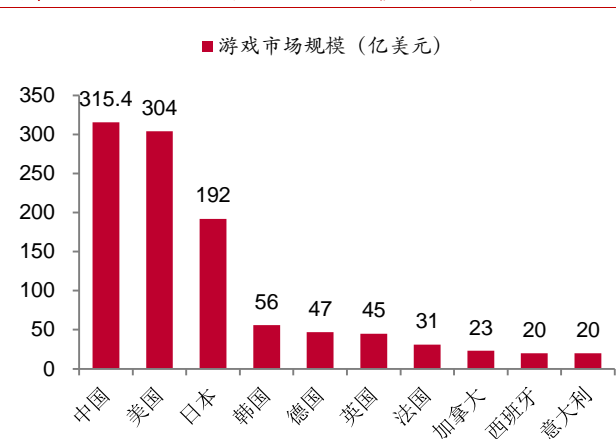


来源: Questmobile, 中泰证券研究所

6 亿存量用户提供单品高流水弹性

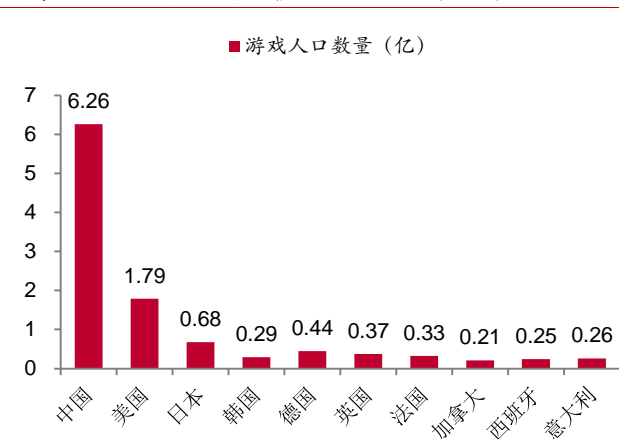
- 虽然进入存量用户的时代, 但我国游戏用户体量庞大, 单款产品流水弹性依然非常高。
- 2018 年国内游戏用户量达到 6.26 亿, 市场规模 2144.4 亿, 排名全球第一, 游戏用户量是市场规模 2~10 名国家用户量之和的 1.35 倍。
- 国内拥有完善的网络与硬件基础, 加上庞大的用户受众, 单款游戏产品若获得玩家认可存在极高的流水弹性。研发能力突出的中小公司仍可凭借单款游戏的爆发实现业绩的大幅增长, 而行业龙头公司则可依赖足够丰富的产品线将存量用户更多的转化为付费用户实现业绩的稳定增长。

图表 12: 全球游戏 TOP10 规模的国家



来源: Newzoo, 中泰证券研究所 (注: 1 美元 = 6.8 人民币)

图表 13: 全球游戏规模 TOP10 国家玩家数量



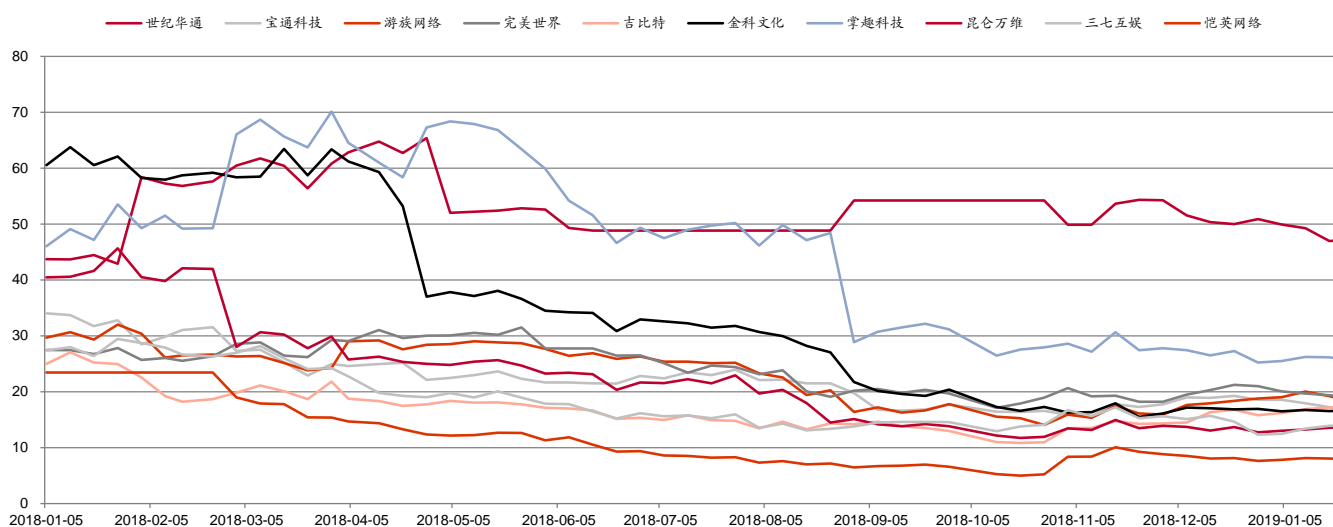
来源: Newzoo, 中泰证券研究所

估值中枢下移，寻求低估值稳增长标的

估值中枢持续下探，板块进入合理估值区间

- 2018 全年 A 股重点游戏公司 PE (TTM) 的水平持续下探，从年初的 25~35 倍区间下探到年底的 15~25 倍区间。我们认为行业增速下滑导致估值中枢下移，目前 A 股游戏公司估值处于合理区间。

图表 14: A 股各游戏公司 2018 年 PE (TTM) 情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

应收账款、商誉、现金流、质押指标解析

- 为了衡量游戏公司应收账款、经营性净现金流的表现和稳定程度，我们简单设计了一个计算方式，核心思路为： $(\text{应收账款}/\text{单季度营收}) / (\text{单季经营性净现金流}/\text{单季度归母净利润})$ 。
- 首先应收账款/单季度营收的值越小说明回款越迅速，其次单季经营性净现金流/单季度归母净利润的值越大说明现金流情况越佳，因此公式计算得出的值越小越好，同时我们以标准差来衡量几家核心游戏公司近 5 个季度的波动，数值越小公司经营越稳定。
- 通过计算得出结论：吉比特与三七互娱的值较小且标准差较低，从财务指标上看相对出色，但三七互娱在近三个季度呈现出一定的上升趋势，吉比特则相对较为平稳。完美世界波动较大主要是由于其影视业务存在明显的季节性，除此之外波动率较大的公司包括 YZ 网络、恺英网络、金科文化。

图表 15: 应收账款、现金流波动率的情况计算

	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	标准差
世纪华通	2.87	0.65	-1.59	0.49	2.23	1.55
宝通科技	1.71	0.40	4.51	0.77	1.76	1.44
YZ 网络	0.39	0.41	3.49	-6.05	1.77	3.23
完美世界	-5.18	0.49	-0.89	6.72	-2.01	3.92
吉比特	0.46	0.30	0.64	0.39	0.45	0.11
金科文化	-8.91	3.77	-23.64	0.70	1.64	10.16
掌趣科技	0.50	-0.28	1.27	0.24	0.29	0.50
昆仑万维	0.37	0.76	-0.63	0.77	0.14	0.52
三七互娱	0.59	0.54	0.44	0.57	0.63	0.07
恺英网络	3.38	4.04	7.99	1.17	0.77	2.58

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 根据我们对于游戏公司大股东质押情况的梳理来看, 大股东整体质押率较高, 平均质押其持有上市公司股份的比例在 72% 以上。吉比特与三七互娱大股东质押率相对较低, 分别为 **31.98%** 和 **16.48%**。而 YZ 网络、昆仑万维、恺英网络、金科文化的大股东对比其持有股份的质押率均接近或超过 90%。
- 商誉方面, 完美世界与吉比特情况相对较好, 商誉/净资产的比例小于 **10%**, 而金科文化商誉占比净资产接近 95%, 世纪华通、宝通科技、恺英网络均超过 50%。但仅从商誉/净资产计算比例很难界定公司商誉减值的风险, 还是需要从具体收购子公司的业务表现去判断其是否存在商誉减值的风险。

图表 16: 游戏公司控股股东质押情况一览

单位: 百万股	大股东持有股份	占公司总股本 (%)	合计质押股份	占其持有股份比例	占公司总股本比例
世纪华通	436.8	18.71%	353.576	80.95%	15.14%
宝通科技	99	24.95%	62.733	63.36%	15.81%
YZ 网络	309.54	34.84%	302.81	97.83%	34.08%
完美世界	667.62	50.78%	517.22	77.47%	39.34%
吉比特	21.6295	30.09%	6.917	31.98%	9.62%
金科文化	235.12	11.93%	211.27	89.86%	10.72%
昆仑万维	188.55	16.37%	184.97	98.10%	16.06%
三七互娱	403.66	19.00%	66.53	16.48%	3.13%
恺英网络	461.57	21.44%	425.37	92.16%	19.76%

来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据出自 Wind, 与最新情况或有些许偏差, 三七互娱数据取自李卫伟)

图表 17: 游戏公司商誉/净资产情况一览

商誉/净资产	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
世纪华通	36.4%	39.2%	50.7%	50.1%	52.0%
宝通科技	53.9%	52.8%	52.1%	50.2%	54.4%
YZ 网络	30.9%	24.1%	23.5%	23.6%	24.1%
完美世界	25.4%	23.2%	9.5%	9.2%	9.6%
吉比特	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
金科文化	52.9%	66.8%	64.5%	94.6%	93.5%
掌趣科技	64.0%	62.7%	62.1%	60.7%	59.2%
昆仑万维	37.2%	17.3%	19.9%	23.3%	25.8%
三七互娱	41.7%	34.9%	40.7%	41.9%	39.9%
恺英网络	46.7%	41.3%	39.3%	54.2%	53.9%

来源: Wind, 中泰证券研究所

关注拥有较强研发实力的标的

- 现阶段我们认为估值相对便宜并不能构成买入逻辑, 预计 2019 年个股分化会非常明显, 仍需精选标的。行业增速整体下台阶, 部分公司 EPS 的下杀会使得当前的低 PE 失去意义, 另一方面部分公司潜在的商誉、现金流等问题将给业绩带来极大不确定性。
- 推荐关注两类标的: 1) 行业龙头, 研发实力雄厚, 产品品类足够丰富, 业绩稳定性较高; 2) 细分垂直领域拥有明显研发优势, 在某一特定品类游戏的研发推广上成功概率较大。
- 结合我们上述章节的分析, A 股建议关注:
 - **完美世界:** 公司业务布局涵盖游戏及影视, 影视业务稳定发展, 游戏研发能力突出, 品类涉及端游、手游、主机游戏, 国内独家代理 Steam 中国, 电竞方面拥有 Dota2 和 CS:GO 的国内运营权, 手游与腾讯开启《完美世界》、《云梦四时歌》、《我的起源》游戏合作, 自研储备产品包括《新笑傲江湖》、《神雕侠侣 2》、《梦间集天鹅座》, 版号审批放开最为受益, 2019-2020 年公司 PE 为 18x、14x, 估值合理。
 - **吉比特:** 《问道》手游维持高流水, Rogue-like 品类占据市场领先地位, 二次元、沙盒布局完善, 核心游戏贡献稳定业绩, 细分品类提供业绩弹性, 是一家内容梯队分布合理的精品游戏研发公司。公司商誉、质押等风险较低, 现金流充沛, 业务结构较为清晰。公司 2019-2020 年 PE 为 16x、15x, 估值合理。

图表 18: 重点游戏公司核心储备产品统计

2019年主要游戏公司游戏储备列表 (标黄为重点游戏)							
公司	游戏列表	开发商	类型	公司	游戏列表	开发商	类型
吉比特	螺旋英雄谭 (已上线)	LUNARA Games	二次元	网易	风暴对决		Moba
	伊洛纳	数字狗	Roguelike		超维对决		Moba
	跨越星弧	淘金互动	二次元		失忆偶像出道中		恋爱经营类
	失落城堡	Hunter Studio	Roguelike		神谕文明		SLG
	英雄与巨龙		RPG		悠梦2: 光之国的爱丽丝		冒险解谜
	探灵之夜嫁	Phoenix studio	AVG		三国诛将录		ARPG
	砰砰小怪兽	广州野猫公园	Moba		花与剑		AVG
	Turmoil (石油大亨)	Gamous B.V.	模拟类		逗斗火柴人		ACT
	永不言弃: 黑洞		节奏跑酷		梦幻西游3D		MMORPG
	花灵	燃月科技	二次元		无限战车		模拟类
完美世界	梦间集天鹅座		二次元		轩辕剑龙舞云山		MMORPG
	新笑傲江湖		MMORPG		宝可梦大探险		休闲闯关
	神雕侠侣2手游		MMORPG		风云岛行动		逃杀吃鸡类
腾讯	云梦四时歌	完美世界	二次元		猎手之王		生存竞技
	拉结尔	Indra	ARPG		王牌猎手		战术竞技
	剑网3: 指尖江湖	西山居	MMORPG		Sky光遇	thatgamecompany	社交冒险
	地下城与勇士 M	Neople	ACT		绿茵之颠		足球
	银之守墓人: 对决	上海乐我	二次元卡牌		海岛纪元		沙盒
	生存日记	沙漏科技	RPG		战争怒吼	柠檬游戏	RTS
	天涯明月刀		MMORPG		迷室3		AVG
	龙族幻想		MMORPG		天谕		MMORPG
	肿瘤医生	阿法贝特科技	模拟类		量子特攻		战术竞技
	影子里的我		AVG		猫和老鼠: 欢乐互动		联网对战
	一人之下		ACT		暗黑破坏神: 不朽	暴雪联合开发	ARPG
	食物语	广州天梯	二次元RPG		EVE星战前夜: 无烬星河		射击
	雪鹰领主		MMORPG		迷室: 往逝		AVG
	完美世界手游	完美世界	MMORPG		游戏王: 决斗链接	KONAMI	卡牌
	石器时代		MMORPG	盛大游戏	命运歌姬	犀牛互动、咸鱼游戏	二次元
	狐妖小红娘		二次元		暗黑血统2		ARPG
	堡垒之夜手机版	Epic	大逃杀		RWBY		二次元
	王牌战士		TPS		流浪者小岛		AVG
	使命召唤手游		FPS		辐射: 避难所Online		经营探险
	我的起源	完美世界	沙盒	游族网络	山海镜花		二次元
	仙境传说RO: 爱如初见	欢乐互娱	二次元MMO		圣杯之魂		ARPG
	乐高®无限		沙盒		斗将		策略卡牌
	权力的游戏: 凛冬将至	游族网络	SLG	Bilibili	月野天堂		二次元
	龙之谷世界	盛大游戏	MMORPG		A3!满开剧团		二次元
	彩虹岛手游	盛大游戏	MMORPG		坎特伯雷公主与骑士 唤醒冠军之剑的奇幻冒险		二次元
	庆余年	盛大游戏			一血万杰		二次元
	中国式家长	墨鱼玩			英雄传说: 星之轨迹		二次元
	脸黑先生	Amanita Design s.r.o	AVG		大王不高兴	灵游坊	二次元
	星露谷物语	ConcernedApe	经营		梦之祭		二次元
	极地诡梦	Warm Lamp Games	探险		魔法纪录: 魔法少女小圆外传		二次元
	文明火种	黑脉游戏			无法触碰的掌心		二次元
	元素地牢	ComboTravellers	Roguelike		妃十三学园		二次元
	记忆重构	百思互动娱乐	AVG		公主连结Re:Dive		二次元
	进化之地2	Playdigious	卡牌		寄居隅怪奇事件簿		二次元
	音乐世界 Cytus II	Rayark International Limited	音乐节奏		BanG Dream! 少女乐团派对!		二次元
	魔弦传说	Fifth Journey Limited	三消类		音灵INVAXION	水幻之音	二次元

来源: TapTap, 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 产品为非完全统计)

风险提示

政策监管继续高压态势

- 版号审核的进度不达预期, 未成年人监管以及游戏内容监管维持高压态势。

视频等娱乐内容对用户游戏时长进一步挤占

- 短视频、直播、在线视频等内容持续占据用户时间，导致用户游戏时长被不断稀释，进而影响游戏消费，最终影响游戏行业增速。

游戏公司产品上线节奏不及预期

- 由于游戏测试存在不达预期风险，进而影响预定上线进度。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。