

当前游戏行业处于底部

——中美游戏行业研究框架及思考

核心观点

海内外各国游戏公司都经历了 PC 互联网时代以及移动互联网时代，通过借鉴海外成熟游戏公司行业发展情况与市场表现，结合 A 股实际情况，我们认为目前 A 股游戏板块已经具备较高配置价值。

❖ 90 年代纳斯达克指数提升受多重因素影响

90 年代纳斯达克指数提升主因:1) 在经历 90 年代亚洲金融危机后美国大力发展新经济，流动性充裕、经济稳定;2) 随着基础设施的不断完善，互联网产业发展迅速;3) 产业周期、并购浪潮以及 IPO 使得投资者偏好科技股。

❖ 美国游戏企业投资价值在于行业周期

美国游戏龙头企业在 90 年代互联网泡沫阶段表现较为稳定，承压能力较强，此后随着优质产品的推出，股价持续上扬。美国游戏公司的投资价值更多是基于其行业周期，市场风格对其影响并不大。美国的游戏行业主要由个人消费以游戏载体更新换代共同驱动。

❖ 大环境逐步改善，A 股游戏公司估值已具备配置价值

A 股游戏公司估值已具备配置价值主因:1) 历史估值及市场溢价处于相对底部;2) 流动性宽松、科创板设立有望提升市场风险偏好;3) 个人消费支出有望提升，利好游戏行业;4) 游戏大环境逐步改善，优质产品的不断推出将推动行业进一步发展;5) 2019 年商誉风险已大幅减少。

❖ 游戏行业处于底部非常值得关注

当前我国游戏公司可能处于底部，非常值得关注。估值方面，我国游戏公司目前绝对估值及相对估值均处于底部区域，科创板的推出叠加充裕的流动性使得资金将偏好成长股，风险偏好提升利好游戏行业。盈利能力方面，在我国个人消费支出有望提升、精品作品逐步推出的背景下，行业景气度有望提升。

	中国游戏公司	参考值	
估值	历史估值	已经处于底部目前为 30X (优秀公司仅 20 倍估值)	近两年平均值为 37X, 美国公司在经营情况一般情况下估值约为 10X, 行业进入景气周期且大作表现优秀的情况下在 30X 以上
	市场溢价	已经处于底部较创业板折价 23%	平均溢价 11%, 最大溢价 52%, 美国公司波动较大, 平均溢价 47%
	风险偏好	充裕的流动性以及科创板的推出, 将使得资金偏好成长股	90 年代互联网产业快速发展, 大量企业上市; 2013 年移动互联网作为新兴技术, 刚开始普及;
盈利	个人消费	经济有望企稳; 个人消费支出有望增加	美股经济基本为稳增长、低通胀; 个人消费周期为必要条件
	游戏载体	电脑及手机游戏	90 年代刚开始普及电脑以及 2010 年普及手机; 美国额外具备主机周期
规模优势	游戏大作	版号逐步放开, 精品作品逐步上线 (一般来说游戏在开发阶段就申请版号, 现阶段优质厂商的新一代产品, 大多在版号暂停接收新申报材料之前就已经递交)	美国游戏公司的优秀表现基本由精品作品驱动
	规模优势	龙头公司能够渡过行业寒冬 (老游戏贡献现金流、规模优势明显等), 盈利能力依然强	美股三大游戏公司占有市场 80% 的市场份额 (不包含手游口径); 美股三大游戏公司占有市场 50% 的市场份额 (包含手游口径); 2017 年营业收入分别为动视暴雪 70.2 亿美元收入, 艺电 51.5 亿美元收入, 互动软件 17.9 亿美元收入

❖ 相关标的: 吉比特、三七互娱、完美世界、游族网络、中文传媒

❖ 风险提示: 内生不达预期风险; 政策风险

📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 行业深度

所属行业 | 文化传播

报告时间 | 2019/2/26

👤 分析师

欧阳宇剑

证书编号: S1100517020002

021-68595127

ouyangyujian@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼,
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼, 200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层, 518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼, 610041

正文目录

一、美股游戏公司分析框架	5
1.1 充裕的流动性以及稳定的经济增长	6
1.2 基础设施完善使得产业快速增长	7
1.3 产业周期、并购浪潮以及 IPO 引领市场偏好	8
1.4 游戏公司受市场影响不大	9
1.4.1 游戏公司表现由自身行业发展驱动	10
1.4.2 游戏公司估值区间	13
1.4.3 游戏公司盈利能力	13
二、A 股游戏公司分析	15
2.1 充裕的流动性、科创板设立有望提升市场风险偏好	15
2.2A 股游戏公司估值已具备配置价值	15
2.3 游戏大环境逐步改善	16
2.3.1 个人消费支出提升有望使得游戏市场受益	16
2.3.2 市场竞争者变少，买量成本下降	16
2.3.3 版号审批放开，新游推动行业发展	17
2.4 展望 19 年商誉风险已大幅减少	18
三、游戏行业处于底部，值得关注	20
四、风险提示	21

图表目录

图 1:	分析框架.....	5
图 2:	PC 互联网时代.....	5
图 3:	移动互联网时代.....	5
图 4:	90 年代美国利率水平持续走低.....	6
图 5:	美国整体货币环境宽松.....	6
图 6:	美国经济稳定增长.....	6
图 7:	持续走低的失业率以及低通胀.....	6
图 8:	持续的低利率环境.....	7
图 9:	美国整体货币环境较为宽松.....	7
图 10:	美国经济稳定增长.....	7
图 11:	持续走低的失业率以及低通胀.....	7
图 12:	互联网渗透率快速提升.....	8
图 13:	网络广告快速增长.....	8
图 14:	网络广告快速增长.....	8
图 15:	游戏行业收入规模快速增长.....	8
图 16:	游戏销量快速增长.....	8
图 17:	市场更偏好纳斯达克.....	9
图 18:	并购浪潮.....	9
图 19:	大量的企业 IPO.....	9
图 20:	1990-2000 年 IPO 主要以信息技术为主.....	9
图 21:	三大游戏公司的节奏和市场不一致.....	10
图 22:	1997-2003 年累计涨跌幅.....	10
图 23:	2009-2018 年累计涨跌幅.....	10
图 24:	纳斯达克与游戏估值部分相关.....	10
图 25:	美国游戏市场 90 年代初开始迅速增长.....	11
图 26:	美国游戏市场 2017 年增长迅速.....	11
图 27:	美国个人游戏消费增长情况.....	11
图 28:	美国个人游戏消费增长情况.....	11
图 29:	个人消费支出与游戏行业景气度相关.....	11
图 30:	数字化游戏已占绝大部分.....	12
图 31:	手游是美国新一代驱动因素.....	12
图 32:	美国主机保有量排名.....	12
图 33:	主机已经第八世代.....	12
图 34:	SWITCH 超预期.....	12
图 35:	SWITCH 超预期.....	12
图 36:	绝对估值上游戏公司波动巨大.....	13
图 37:	游戏公司相较行业溢价明显.....	13
图 38:	游戏行业整体毛利率处于稳定向上.....	14
图 39:	游戏公司净利润率不稳定.....	14
图 40:	游戏行业整体毛利率处于稳定向上.....	14
图 41:	游戏公司净利润率不稳定.....	14

本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅尾页的重要声明

图 42:	从市占率来看游戏行业规模优势明显.....	14
图 43:	从市占率来看游戏行业规模优势明显.....	14
图 44:	创业板、中小板设立之后市场偏好提升.....	15
图 45:	纳斯达克设立之后市场偏好提升.....	15
图 46:	绝对估值上游戏公司进入历史底部区域.....	15
图 47:	游戏公司当前较创业板折价 23%.....	15
图 48:	游戏行业已进入成熟阶段.....	16
图 49:	手游整体 ARPU 增速回落.....	16
图 50:	市场格局已较为稳定.....	16
图 51:	人均消费支出有望提升.....	16
图 52:	游戏买量价格下降.....	17
图 53:	游戏版号重启发放.....	17
图 54:	部分重点产品情况.....	18
图 55:	游戏行业商誉/总资产比重为 30%.....	18
图 56:	部分优质公司商誉比重并不高.....	18
图 57:	部分公司商誉情况.....	19
图 58:	三大美股公司商誉占比并不低.....	19
表格 1.	我国游戏公司可能处于底部.....	20
表格 2.	可比上市公司盈利预测及估值表.....	20

一、美股游戏公司分析框架

海内外各国游戏公司都经历了 PC 互联网时代以及移动互联网时代，通过借鉴海外成熟游戏公司行业发展情况与市场表现，结合 A 股实际情况，我们认为目前 A 股的游戏板块已经具备较高配置价值。

图 1：分析框架



资料来源：川财证券研究所

90 年代个人电脑的普及以及微软推出的 Windows95 操作系统，使得 PC 互联网时代到来。互联网题材股票从 1995 年开始疯狂上涨，纳斯达克指数从 1995 年 750 点上涨到 2000 年 5000 多点，随后部分互联网公司财务恶化、遭遇高管套现，叠加市场资金锐减使得市场开始抛售科技股股票。在泡沫破灭后，企业的市场表现逐渐回归基本面。2009 年美国开始实施货币宽松政策，智能手机逐渐普及，社会进入移动互联网时代。

图 2：PC 互联网时代



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3：移动互联网时代



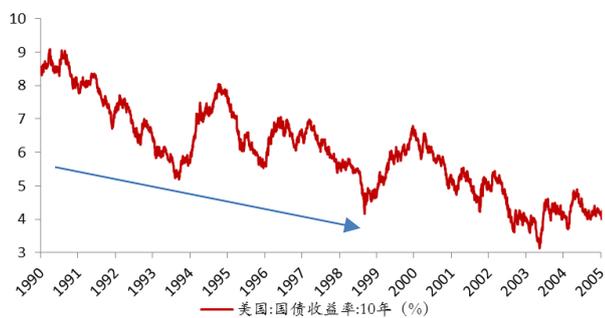
资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.1 充裕的流动性以及稳定的经济增长

纳斯达克指数的上涨由流动性以及经济稳定增长所带动。经历过 90 年代亚洲金融危机后，大量资金从新兴市场撤回美国，同时美国正处于大力发展新经济时期，经济稳定的增长、持续走低的失业率和低通胀使得美国利率持续走低。

图 4： 90 年代美国利率水平持续走低



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 美国整体货币环境宽松



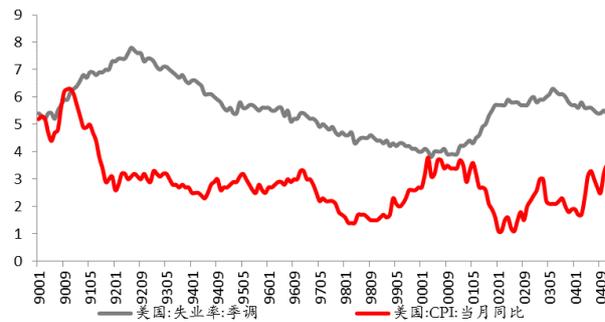
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 美国经济稳定增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

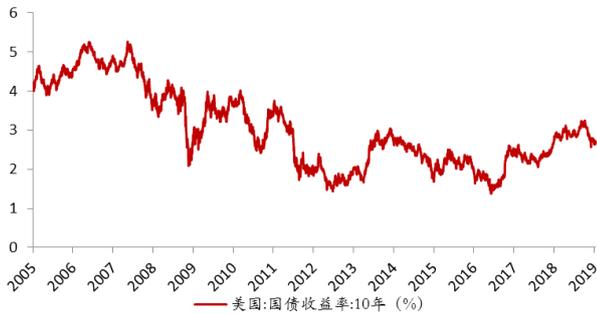
图 7： 持续走低的失业率以及低通胀 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

2009 年至今，美股整体的宏观环境与 90 年代较为类似，充裕的流动性以及稳定的经济增长奠定了美股牛市的基础。

图 8： 持续的低利率环境



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9： 美国整体货币环境较为宽松



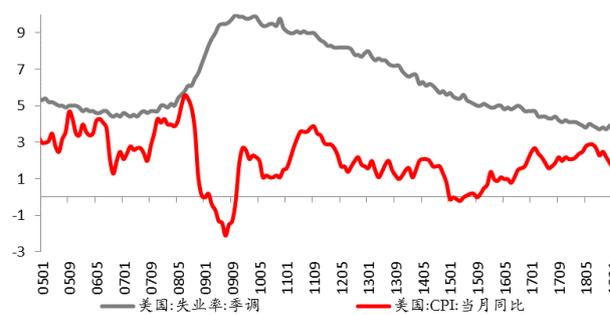
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10： 美国经济稳定增长 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11： 持续走低的失业率以及低通胀 (%)

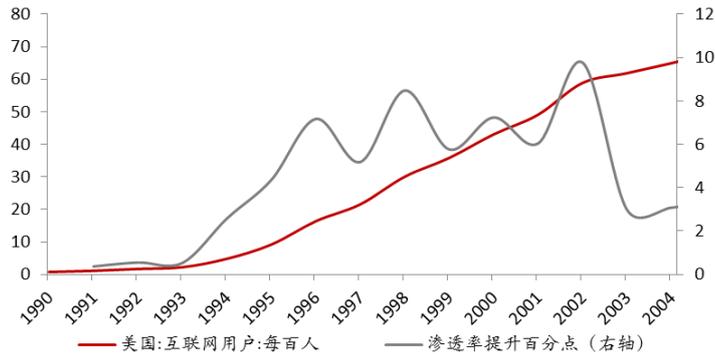


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 基础设施完善使得产业快速增长

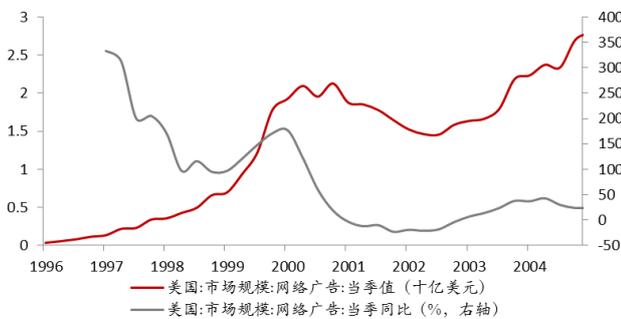
随着基础设施的完善，互联网产业快速增长。据得克萨斯大学研究统计，美国互联网产业 1999 年创造的产值超过 5070 亿美元，较 1998 年同比增长 68%；据美国商务部估算，1999 年互联网产业约占总体经济增长的 1/4 至 1/3。美国互联网发展由先前的 FTP 传输逐渐过渡到 1994 年 Mosaic 浏览器及 World Wide Web（万维网），万维网能够提供的基础功能包含文字、图像、声音，这一发展是划时代的，同时个人电脑方面得益于微软的 Windows 系统，进一步提升用户体验。

图 12: 互联网渗透率快速提升



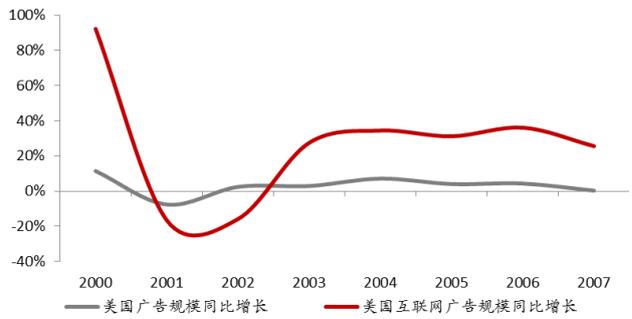
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 网络广告快速增长



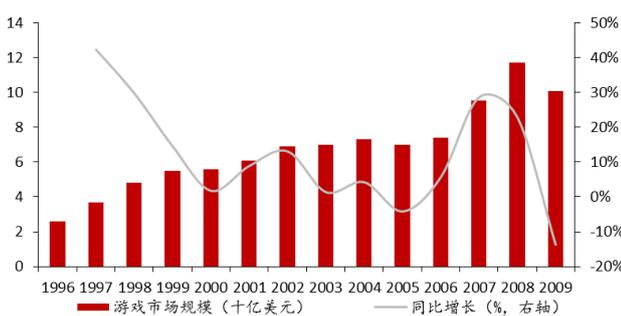
资料来源: IAB, 川财证券研究所

图 14: 网络广告快速增长



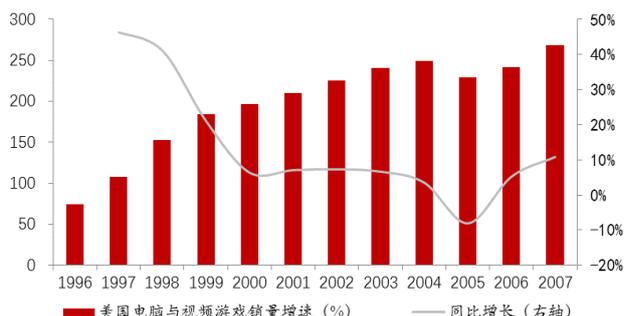
资料来源: MagnaGlobal, 川财证券研究所

图 15: 游戏行业收入规模快速增长



资料来源: ESA, 川财证券研究所

图 16: 游戏销量快速增长



资料来源: ESA, 川财证券研究所

1.3 产业周期、并购浪潮以及 IPO 引领市场偏好

从估值方面来看, 首先充裕的流动性是行情开启的前奏, 但投资者们更偏好科技股的根本因素是产业周期、并购浪潮以及大量 IPO 上市。

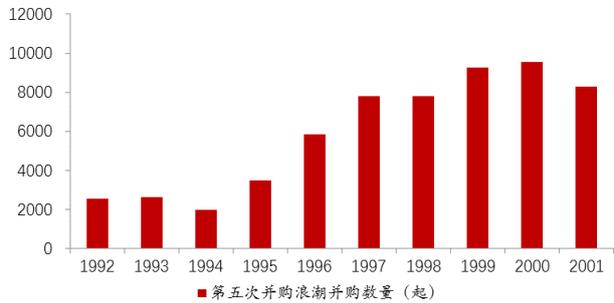
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 17： 市场更偏好纳斯达克



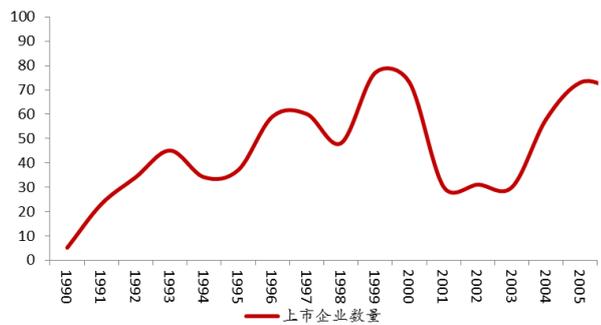
资料来源：彭博，川财证券研究所

图 18： 并购浪潮



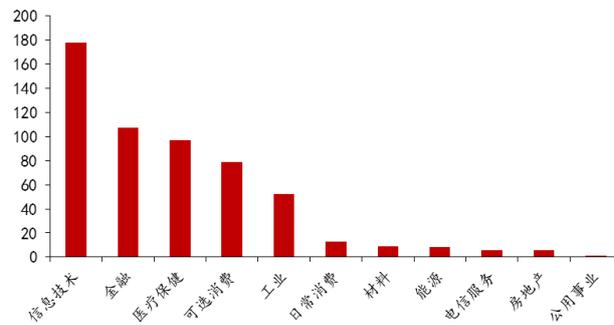
资料来源：Mergerstat Review，川财证券研究所

图 19： 大量的企业 IPO



资料来源：彭博，川财证券研究所

图 20： 1990-2000 年 IPO 主要以信息技术为主

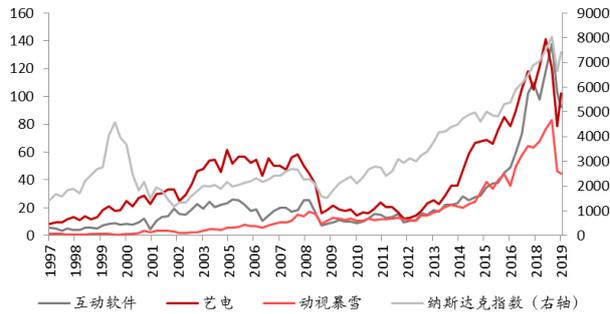


资料来源：彭博，川财证券研究所

1.4 游戏公司受市场影响不大

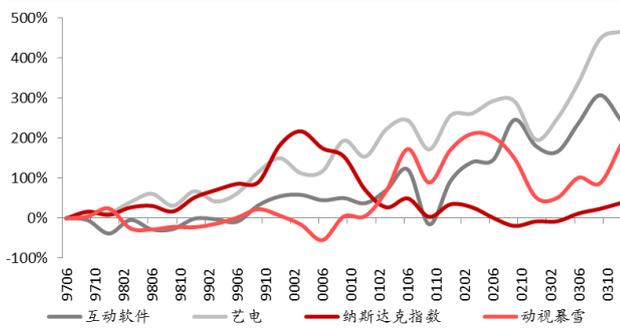
从整体市场表现来看，暴雪、艺电以及互动软件在 90 年代互联网时代涨幅一般，即便是互联网泡沫破灭的阶段内，三家公司基本没太受影响，反而在之后通过不断推出优质游戏，股价不断上涨。2007 年金融危机到 2012 年，游戏公司整体表现一般，其主要原因是游戏巨头受到自身大作推出失败、新一代终端主机体验不佳以及移动游戏的影响，之后随着成功大作的逐步推出，游戏公司股价开启上涨。基于此，我们认为美股游戏公司的投资价值更多的是基于其行业周期，市场风格对其影响并不大。

图 21： 三大游戏公司的节奏和市场不一致



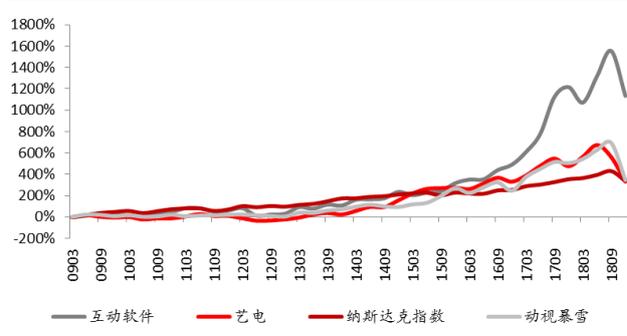
资料来源：彭博，川财证券研究所

图 22： 1997-2003 年累计涨跌幅



资料来源：彭博，川财证券研究所

图 23： 2009-2018 年累计涨跌幅



资料来源：彭博，川财证券研究所

1.4.1 游戏公司表现由自身行业发展驱动

从美国游戏公司市场表现来看，他们的估值变化与市场相关性较低，更多的是由自身发展推动。美国的游戏行业主要是由个人消费以及游戏载体更新换代共同驱动，但由于产业持续发展，产业有明显改变的是游戏被更多的数字化，大量用户在网络上购买游戏或者是玩手机游戏，导致零售店方面的消费快速下滑。

图 24： 纳斯达克与游戏估值部分相关

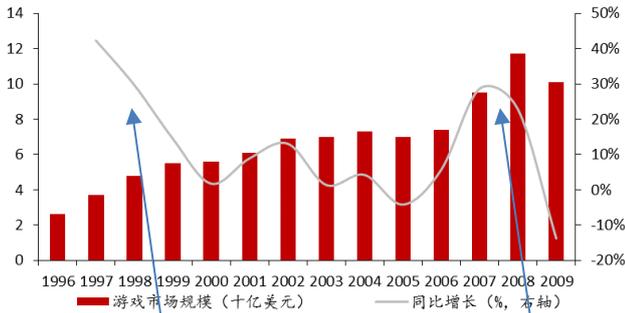
PE	1995/12/31	1996/12/31	1997/12/31	1998/12/31	1999/12/31	2000/12/31	2001/12/31
纳斯达克	11.24	13.48	13.85	22.75	56.92	35.82	28.06
动视暴雪	32.63	22.39	35.07	18.34	-9.20	32.35	32.38
互动软件		-17.23	16.36	14.66	60.42	-73.78	14.54
艺电	34.52	30.22	38.91	39.87	43.07	-697.94	86.65

PE	2009/12/31	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31
纳斯达克	20.78	17.99	15.02	16.34	21.24	20.58	21.12	21.53	23.75	18.84
动视暴雪	35.23	23.87	12.23	10.49	11.84	17.81	32.05	25.38	43.34	21.23
互动软件	17.52	24.85	-12.86	-49.99	5.32	-7.82	50.79	76.50	59.92	28.17
艺电	-11.02	-70.81	26.79	57.07	123.12	30.75	26.56	27.60	35.31	21.25

资料来源：彭博，川财证券研究所

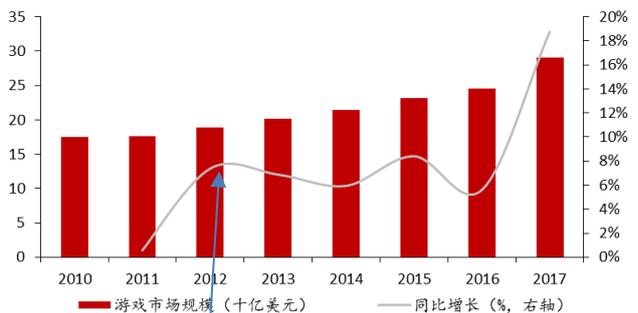
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 25: 美国游戏市场 90 年代初开始迅速增长



资料来源: ESA, 川财证券研究所

图 26: 美国游戏市场 2017 年增长迅速



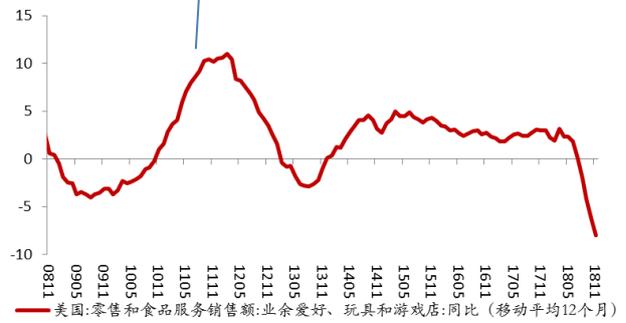
资料来源: ESA, 川财证券研究所

图 27: 美国个人游戏消费增长情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 28: 美国个人游戏消费增长情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 29: 个人消费支出与游戏行业景气度相关

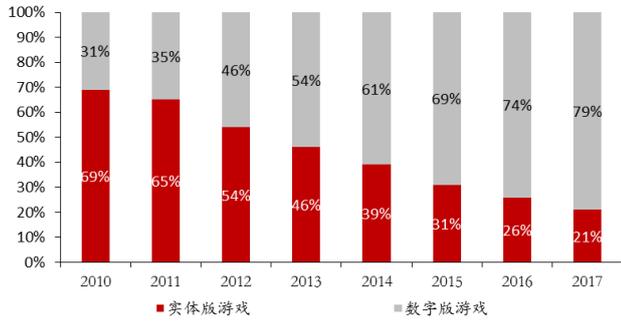


资料来源: Wind, 川财证券研究所

据 Newzoo 数据显示, 2018 年北美地区是全球第二大游戏市场, 其中手游是第一推动力, 其次是主机游戏; 手游是受到不断研发出的新游戏以及付费模式而逐步增长, 而主机游戏则是受到新一代主机任天堂 Switch 的驱动。

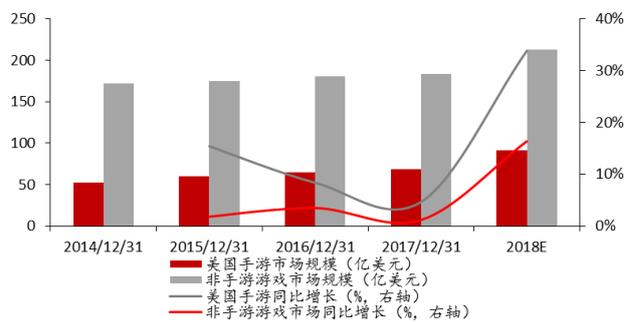
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 30： 数字化游戏已占绝大部分



资料来源：ESA，川财证券研究所

图 31： 手游是美国新一代驱动因素



资料来源：ESA，Newzoo，川财证券研究所

图 32： 美国主机保有量排名

Platform	美国市场保有量
Nintendo DS (DS)	57.39
PlayStation 2 (PS2)	53.65
Xbox 360 (X360)	49.11
Wii (Wii)	45.51
Game Boy (GB)	43.18
Game Boy Advance (GBA)	40.39
PlayStation (PS)	38.94
Nintendo Entertainment System (NES)	33.49
PlayStation 4 (PS4)	31.00
PlayStation 3 (PS3)	29.42
Xbox One (XOne)	26.83
Nintendo 3DS (3DS)	24.71
Atari 2600 (2600)	23.54
Super Nintendo Entertainment System (SNES)	22.88
PlayStation Portable (PSP)	21.41

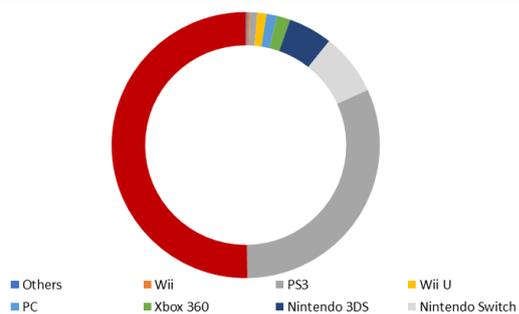
资料来源：VGChartz，川财证券研究所

图 33： 主机已经第八世代

第四世代 (1987-1996)	SFC	Mega Drive/Sega Genesis		
价格	\$200	\$190		
主机厂商	任天堂	世嘉		
第五世代 (1994-1999)	PlayStation	Nintendo 64	Sega Saturn	
价格	\$299	\$199	\$399	
主机厂商	索尼	任天堂	世嘉	
第六世代 (2000-2006)	PlayStation 2	Nintendo Game Cube	Xbox	
价格	\$299	\$200	\$299	
主机厂商	索尼	任天堂	微软	
第七世代 (2005-2013)	PlayStation 3	Wii	Xbox 360	
价格	\$499/\$599	\$250	\$299/\$399	
主机厂商	索尼	任天堂	微软	
第八世代 (2012-至今)	Playstation 4	Wii U	Xbox One	Switch (2017年发售)
价格	\$399	\$300	\$499	\$300
主机厂商	索尼	任天堂	微软	任天堂

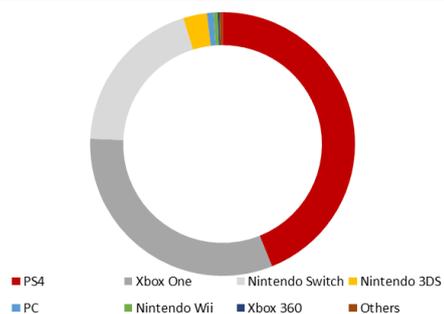
资料来源：川财证券研究所

图 34： Switch 超预期(2017 年主机市占率)



资料来源：UKIE/GfK Chart-Track，川财证券研究所

图 35： Switch 超预期(2018 年主机市占率)



资料来源：UKIE/GfK Chart-Track，川财证券研究所

1.4.2 游戏公司估值区间

通过两个指标来看美股游戏公司所处的估值水平，1、历史估值；2、市场溢价。

- 1) 从历史估值角度来看三大游戏公司在情况较差（即没有大作或者大作推出效果一般）的情况下，估值约为 10X，行业进入景气周期且大作表现优秀的情况下估值一般在 30X 以上；
- 2) 从市场溢价角度来看，整体行业平均水平较纳斯达克溢价 47%，较标普 500 溢价 63%，2012 年为折价最多时期，较纳斯达克折价 64%，较标普 500 折价 59%。

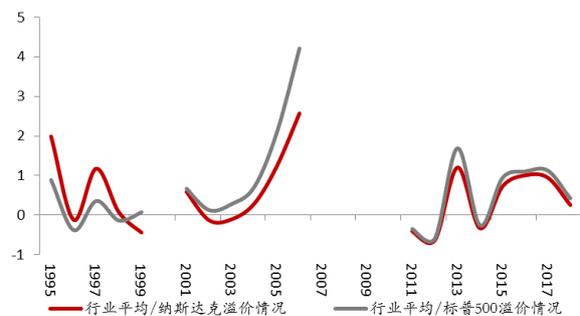
图 36：绝对估值上游戏公司波动巨大

PE	近五年平均值	近十年平均值	标准差	近10年最低值	近10年最高值
纳斯达克	21.2	19.7	9.0	15.0	23.8
动视暴雪	28.0	23.3	33.2	10.5	43.3
互动软件	41.5	19.2	33.7	-50.0	76.5
艺电	28.3	26.7	155.5	-70.8	123.1

ROE	近五年平均值	近十年平均值	近10年最低值	近10年最高值
纳斯达克	12.5	12.0	4.9	15.7
动视暴雪	12.7	10.6	3.5	16.1
互动软件	12.1	6.8	-42.1	52.7
艺电	24.0	9.8	-19.1	26.8

资料来源：彭博，川财证券研究所

图 37：游戏公司相较行业溢价明显

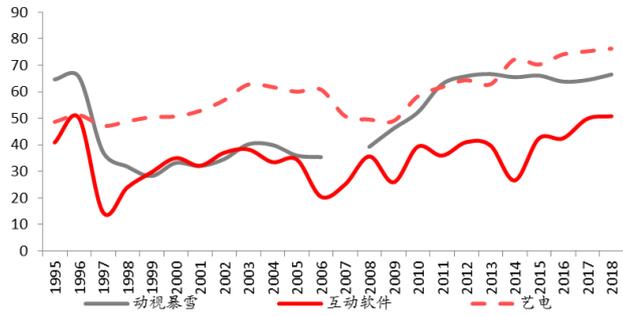


资料来源：彭博，川财证券研究所，剔除负值

1.4.3 游戏公司盈利能力

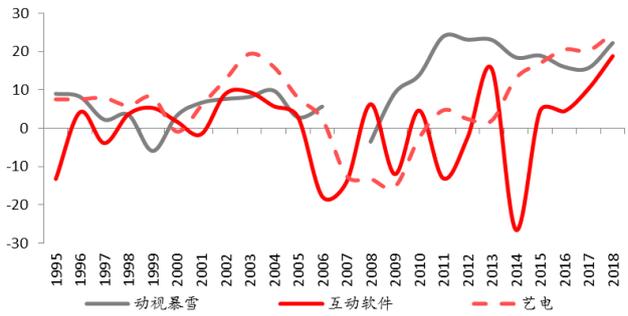
毛利率方面和国内游戏公司差异不大，整体毛利率比较稳定，但公司净利润率方面不同企业差异较大，例如靠大作盈利的互动软件波动巨大，容易产生上一年大幅盈利，下一年营业收入、利润大幅下降的情况，靠强大的游戏研发生产线以及多部大作运作（即规模优势）能够持续产生现金流的动视暴雪和艺电则在盈利的稳定性上表现更为优秀。

图 38： 游戏行业整体毛利率处于稳定向上



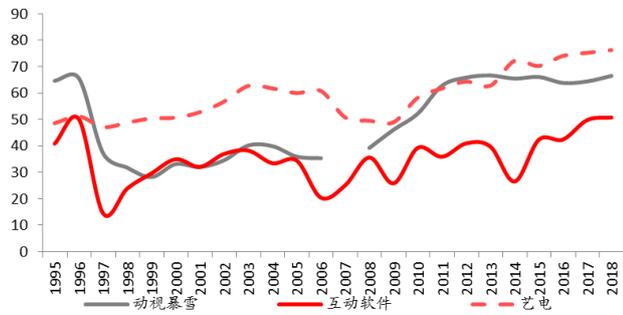
资料来源：彭博，川财证券研究所

图 39： 游戏公司净利润率不稳定



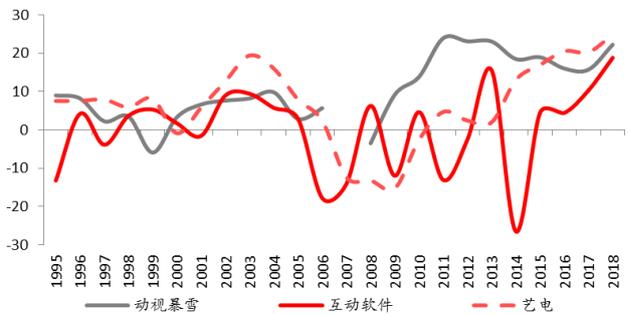
资料来源：彭博，川财证券研究所

图 40： 游戏行业整体毛利率处于稳定向上



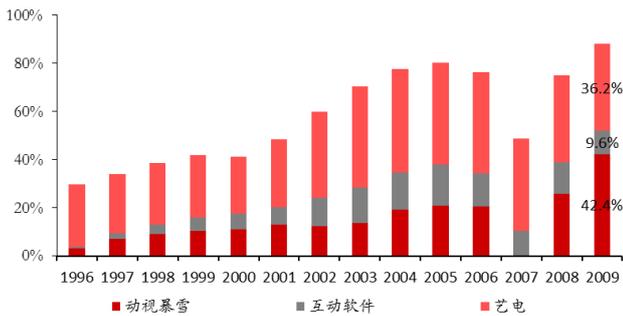
资料来源：彭博，川财证券研究所

图 41： 游戏公司净利润率不稳定



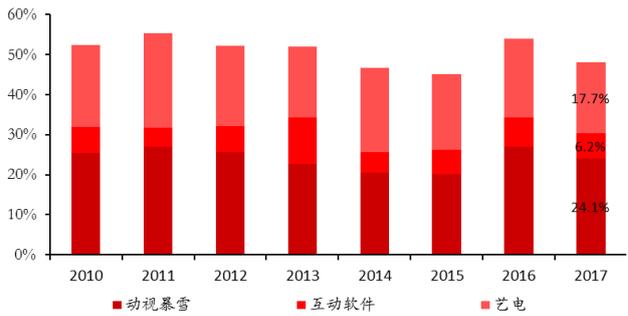
资料来源：彭博，川财证券研究所

图 42： 从市占率来看游戏行业规模优势明显



资料来源：彭博，ESA，川财证券研究所

图 43： 从市占率来看游戏行业规模优势明显



资料来源：彭博，ESA，川财证券研究所

二、A股游戏公司分析

2.1 充裕的流动性、科创板设立有望提升市场风险偏好

1 月份信贷与社会融资增速十分强劲，随着中美贸易摩擦缓解，以及中央经济工作会议对资本市场的重视，A股新一轮风险偏好回升可期，同时参照纳斯达克、中小板、创业板创设之时的市场表现，我们认为科创板的设立能提升市场风险偏好。

图 44：创业板、中小板设立之后市场偏好提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 45：纳斯达克设立之后市场偏好提升



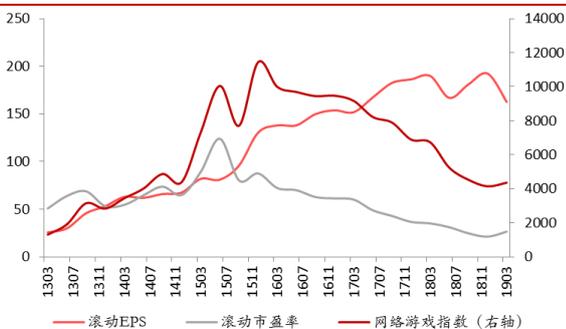
资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2 A股游戏公司估值已具备配置价值

通过两个指标来看 A 股游戏公司的估值水平，1、历史估值；2、市场溢价。

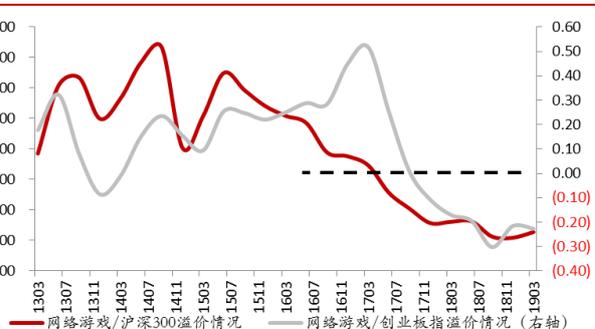
- 1) 从历史估值角度来看 A 股游戏公司估值已经达到 30X 区间（部分优秀公司为顶级区间），为历史底部区域；
- 2) 从市场溢价角度来看，整体行业较创业板指平均溢价 11%，最大溢价 52%，最大折价 30%，当前折价 23%，也处于底部区域。

图 46：绝对估值上游戏公司进入历史底部区域



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 47：游戏公司当前较创业板折价 23%



资料来源：Wind，川财证券研究所

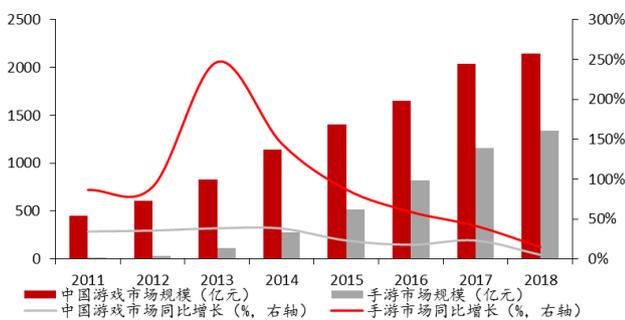
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.3 游戏大环境逐步改善

2.3.1 个人消费支出提升有望使得游戏市场受益

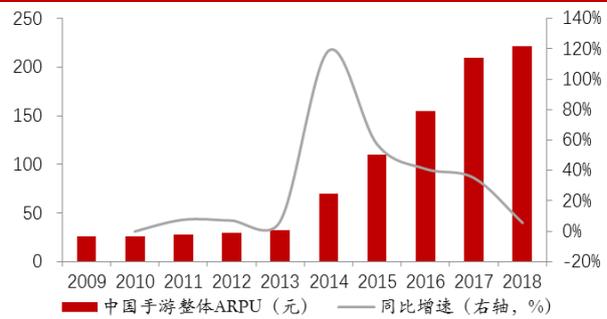
2018 年游戏市场实际销售收入为 2144.4 亿元，同比增长 5.3%，手游 ARPU 为 221.4 元，同比增长 5.6%，整体市场以及行业格局趋于稳定，参照美国游戏行业大周期，我们认为随着经济的好转，个人消费支出提升能够使得整体游戏市场受益。

图 48： 游戏行业已进入成熟阶段



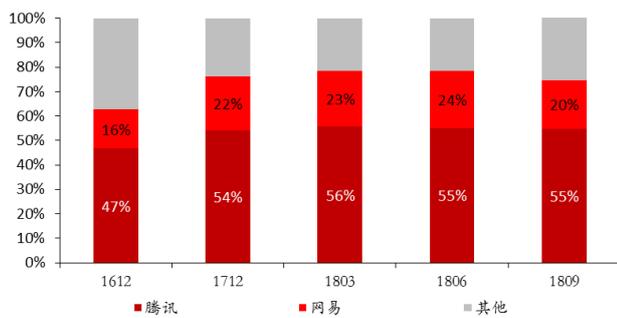
资料来源：伽玛游戏，川财证券研究所

图 49： 手游整体 ARPU 增速回落



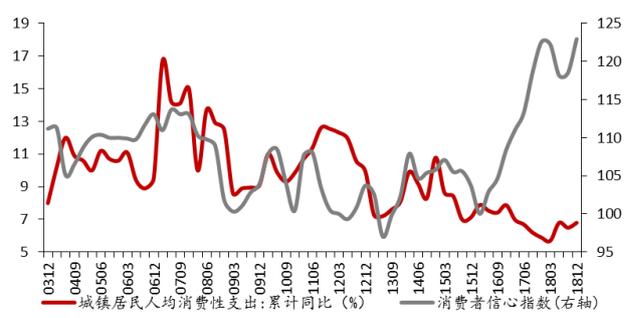
资料来源：伽玛游戏，川财证券研究所

图 50： 市场格局已较为稳定



资料来源：伽玛游戏，川财证券研究所

图 51： 人均消费支出有望提升



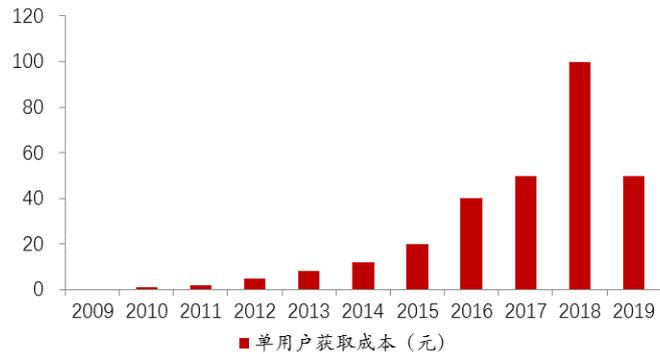
资料来源：Wind，川财证券研究所

2.3.2 市场竞争者变少，买量成本下降

2018 年 3 月后由于国家对版号限制，大量游戏无法商业化，导致大量中小游戏厂商运营困难，同时流量市场价格明显下降。据草根调研显示，流量市场自 2010 年以来价格从 1 元最高涨到 100 元，但今年回落至 50-60 元，传奇类的游戏买量价格由 300 元已经大幅下滑至 100 元。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 52: 游戏买量价格下降

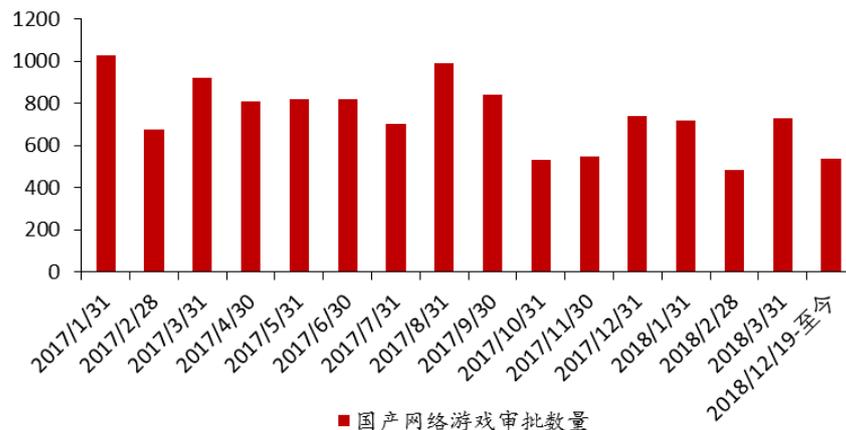


资料来源: 草根调研, 川财证券研究所

2.3.3 版号审批放开, 新游推动行业发展

一般来说游戏在开发阶段就申请版号, 现阶段优质厂商的新一代产品, 大多在版署暂停接收新申报材料之前就已经递交, 未来优质新游戏将推动行业发展。自 2018 年 12 月游戏产业年会中宣部领导正式宣布游戏恢复审批以来, 行业已获得六批的新产品版号, 共计 538 款新游戏获得审批通过, 从各批次数量上看, 第一批到第五批版号发出数量分别为 80 款、84 款、93 款、95 款、95 款和 91 款。其中, 包括腾讯、网易、完美世界、三七互娱、游族网络、吉比特等相关产品均有在列。

图 53: 游戏版号重启发放



资料来源: 广电总局, 川财证券研究所

图 54： 部分重点产品情况

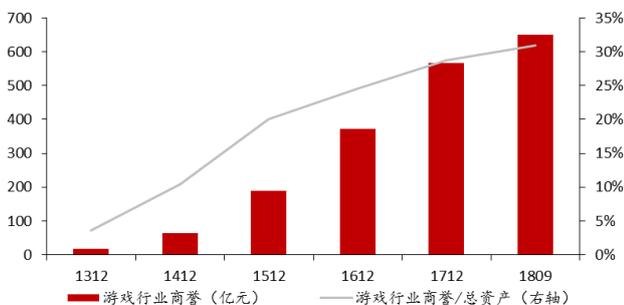
公司产品	是否拥有版号	重点产品
三七互娱	是	凡人诛仙诀、剑与轮回、从前有座山
	否	传奇霸业H5、大天使之剑手游、永恒纪元2
完美世界	是	完美世界手游、云梦四时歌
	否	我的起源、梦间集天鹅座、神雕2、失落神域、笑傲江湖、非常英雄
吉比特	是	贪婪洞窟2、螺旋英雄谭、跨越星弧、美食兄妹—海島餐厅、异化之地、子弹军团、糖糖机场、勇者学院、枫叶纪元
	否	不可思议创造、魔法洞穴2
腾讯	是	完美世界手游、云梦四时歌、剑侠情缘2、剑网3、DNF手游、极品飞车移动版
	否	街霸OL、天堂2：誓言、使命召唤、我的起源、权利的游戏、妖精的尾巴、一人之下等
网易	是	战春秋、Sky光遇、猫和老鼠、泰亚史诗
	否	绘真妙笔千山、迷失3、迷室：往逝、花与剑、轩辕剑龙舞云山、海島纪元、猎手之王、神谕文明、战争怒吼

资料来源：广电总局，公司公告，Taptap，川财证券研究所

2.4 展望 19 年商誉风险已大幅减少

截止 2018 年三季度，A 股游戏上市公司商誉账面价值 650 亿，占游戏上市公司总资产 31%，整体风险可控。部分优质公司如吉比特、完美世界、游族网络以及三七互娱等公司商誉占比并不算高，同时三七互娱等公司 2018 年已经将部分商誉减值，展望 2019 年商誉风险已大幅减少。我们还可参考美国三大游戏公司的商誉情况，他们通过不断的并购优秀的工作室能够获得优秀的研发能力以及经典的 IP，由此产生较多的商誉，但在成熟的游戏公司内商誉是可控的，通过并购有利于公司提升市场竞争力、增厚公司业绩。

图 55： 游戏行业商誉/总资产比重为 30%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 56： 部分优质公司商誉比重并不高

公司	商誉/总资产	公司	商誉/总资产
众应互联	68%	顺网科技	28%
迅游科技	60%	三七互娱	28%
富春股份	57%	瀚叶股份	22%
掌趣科技	56%	盛讯达	20%
艾格拉斯	55%	星河娱乐	18%
金科文化	53%	昆仑万维	16%
天润数娱	52%	游族网络	14%
大晟文化	52%	中文传媒	10%
天神娱乐	49%	巨人网络	9%
聚力文化	48%	完美世界	6%
凯撒文化	48%	汉鼎宇佑	3%
世纪华通	46%	中青宝	3%
恺英网络	45%	吉比特	0%
三五互联	44%	冰川网络	0%
*ST富控	43%	盛天网络	0%
游久游戏	41%		
宝通科技	37%		

资料来源：Wind，川财证券研究所

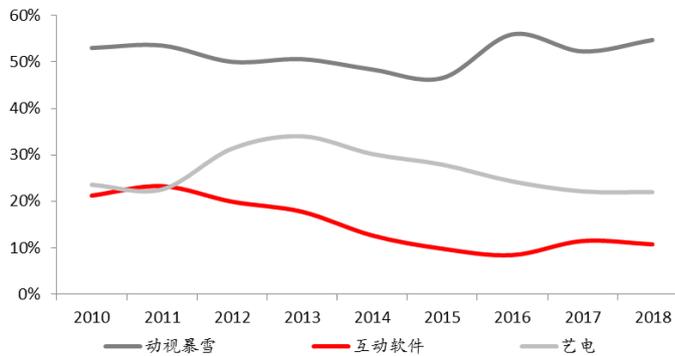
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 57： 部分公司商誉情况

公司	商誉 (2018Q3)	被投单位名称	商誉构成	减值风险评估
掌趣科技	53.92 亿	天马时空	25.98亿	2018年业绩预告减值 共计36.6亿元
		玩蟹科技	15.28亿	
		动网先锋	6.67 亿	
		信息科技	5.96 亿	
三七互娱	25.40亿	三七互娱	15.78亿	基本无风险
		上海墨鹍	9.60 亿	2018年业绩预告公告 减值5.0亿
中文传媒	24.38 亿	智明星通	24.38亿	基本无风险
昆仑万维	15.35 亿	闲徕互娱	9.56 亿	地方棋牌，风险较小
		Grindr LLC	5.79 亿	风险较小
游族网络	9.73 亿	广州掌淘	5.30 亿	风险较小
		Bigpoint	4.43 亿	风险较小
完美世界	8.68 亿	天津同心影视传媒	6.98 亿	不确定
		Global Inter Serv	1.11 亿	不确定
吉比特	381万	雷霆科技	381万	风险较小

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 58： 三大美股公司商誉占比并不低



资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、游戏行业处于底部，值得关注

当前我国游戏公司可能处于底部，非常值得关注。估值方面，我国游戏公司目前历史估值及市场溢价均处于底部区域，科创板的推出叠加充裕的流动性使得资金将偏好成长股，风险偏好提升利好游戏行业。盈利能力方面，对标美股市场，我国游戏行业在经济企稳、个人消费有望提升、精品作品数量增长、龙头企业承压能力强的背景下，行业集中度及景气度有望进一步提升。

相关标的：吉比特、三七互娱、完美世界、游族网络、中文传媒。

表格 1. 我国游戏公司可能处于底部

		中国游戏公司	参考值
估值	历史估值	已经处于底部目前为30X（优秀公司仅20倍估值）	近两年平均值为37X，美国公司在经营情况一般情况下估值约为10X，行业进入景气周期且大作表现优秀的情况下在30X以上
	市场溢价	已经处于底部较创业板折价23%	平均溢价11%，最大溢价52%，美国公司波动较大，平均溢价47%
	风险偏好	充裕的流动性以及科创板的推出，将使得资金偏好成长股	90年代互联网产业快速发展，大量企业上市；2013年移动互联网作为新兴技术，刚开始普及；
盈利	个人消费	经济有望企稳；个人消费支出有望增加	美股经济基本为稳增长、低通胀；个人消费周期为必要条件
	游戏载体	电脑及手机游戏	90年代刚开始普及电脑以及2010年普及手机；美国额外具备主机周期
	游戏大作	版号逐步放开，精品作品逐步上线（一般来说游戏在开发阶段就申请版号，现阶段优质厂商的新一代产品，大多在版署暂停接收新申报材料之前就已经递交）	美国游戏公司的优秀表现基本由精品作品驱动
	规模优势	龙头公司能够渡过行业寒冬（老游戏贡献现金流、规模优势买量等），盈利能力依然强	美股三大游戏公司占有市场80%的市场份额（不包含手游口径）；美股三大游戏公司占有市场50%的市场份额（包含手游口径）；2017年营业收入分别为动视暴雪70.2亿美金收入，艺电51.5亿美金收入、互动软件17.9亿美金收入

资料来源：川财证券研究所

表格 2. 可比上市公司盈利预测及估值表

公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			ROE
			18E	19E	20E	18E	19E	20E	18E
世纪华通	21.4	499.9	0.5	0.6	0.7	46.3	35.3	30.4	12.1
完美世界	29.7	390.1	1.4	1.6	2.0	21.7	18.0	15.2	21.8
三七互娱	13.3	281.5	0.7	0.9	1.0	19.2	14.8	12.9	24.5
中文传媒	14.4	198.4	1.2	1.4	1.5	12.0	10.4	9.3	12.9
昆仑万维	15.6	179.7	1.0	1.2	1.3	15.4	13.2	11.6	13.5
游族网络	19.2	170.1	1.1	1.4	1.6	17.6	14.0	11.6	22.3
金科文化	8.2	161.2	0.5	0.7	0.8	15.3	12.0	9.8	12.4
吉比特	160.1	115.1	9.6	10.9	12.6	16.7	14.6	12.7	27.1
掌趣科技	3.8	104.8	0.3	0.3	0.4	12.3	10.9	9.6	7.8
凯撒文化	7.3	59.3	0.4	0.7	1.0	18.6	10.3	7.5	6.6
宝通科技	14.0	55.7	0.7	0.9	1.1	19.2	15.3	12.3	13.1
平均值						19.5	15.3	13.0	

资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

四、风险提示

内生不达预期风险

传媒行业产品多为项目制，受不可控因素影响较多，存在不达预期风险

政策风险

文化传播类行业属于国家重度监管行业，容易受到政策影响进而导致行业、公司发生较大变化

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003