

证券研究报告

2019年03月10日

行业报告 | 行业深度研究

互联网传媒

# 游戏行业深度报告：短中长期如何把握板块利好？

作者：

分析师 文浩 SAC执业证书编号：S1110516050002

分析师 冯翠婷 SAC执业证书编号：S1110517090001



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 序言：这篇报告解决了什么问题？和市场上其他报告有什么不一样？

1、明确当前位置展望未来可以预期的板块及个股催化剂，从基本面出发游戏板块估值与增速预期并不匹配，有望迎来新一波补涨行情：

➤ **行业催化剂：**

- 短期：两会后进口游戏版号落地、国内版号审批进一步规范化、19Q2手游行业增速回暖；
- 中期：19年手游行业增速复苏（>20%），板块低估值（19年估值中枢16x），相对配置价值；
- 长期：游戏出海及5G带来的新增量。我们从云游戏、VR等角度入手详细论述板块长期弹性。

➤ **个股催化剂：**

- 短期：版号从0到1，头部游戏版号落地、游戏上线的弹性，19Q1高增长；
- 中期：内生高增长对应低估值，相对配置价值；
- 长期：研发实力强的公司具备长期配置价值。

2、根据A股及海外游戏公司估值梳理以及动视暴雪复盘，得出如下结论：

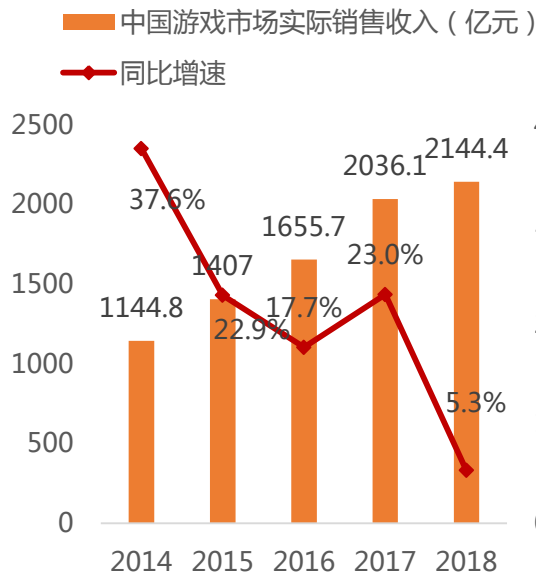
- **研发实力越强所享受的估值越高，即龙头游戏股将享受估值溢价。**我们将海外标的分为0~100，100~300，300~1000，1000亿以上四个级别，估值层层提升，19年估值分别为11/16/22/24x。
- **头部游戏上线有望提升公司盈利水平及稳定性（EPS↑），从而提升公司估值溢价（PE↑），戴维斯双击实现阶梯式跳跃。**如16年底三七互娱的《永恒纪元》。值得关注的头部游戏上线计划包括【完美（《完美世界》）、游族（《权力的游戏》）、金山（《剑网3》）、凯撒文化（《火影忍者》、《海贼王》）、吉比特（《M68》）、中文传媒（《COD手游》、《Total War》）】等。
- 动视暴雪15年-18年10月静态估值从25x提升至峰值43x，跟头部游戏《守望先锋》等的上线及表现息息相关，18年10月受《命运2》等游戏低于预期拖累又持续下跌至20x。复盘后我们发现头部游戏IP系列化能力、产品多元化能力以及团队稳定性对游戏公司尤为重要。

风险提示：版号落地不及预期等政策风险、游戏上线时间及表现不及预期等

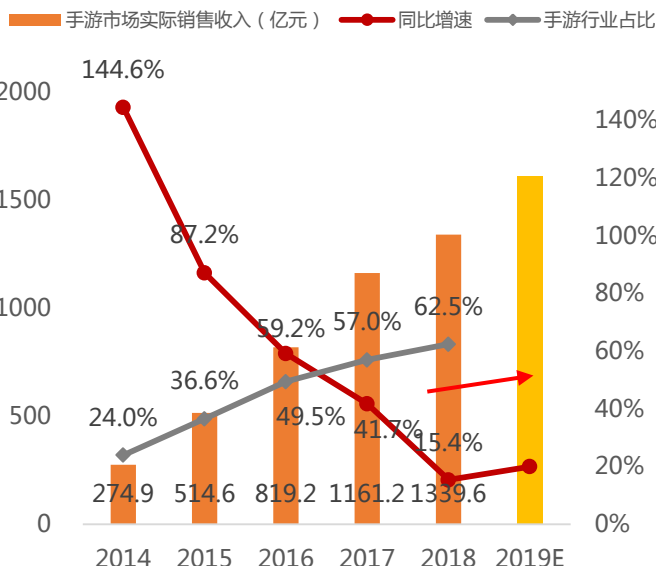
# 1.1 短中期逻辑：17-18年监管压力及增速下降导致的估值下行，19年有望触底回升

- 2018年游戏行业规模为2144.4亿元，同比增长5.3%，较2017年 23%的增速较大幅度下滑，达到十年来行业增速的最低值，主要由于高活跃用户数的吃鸡类游戏并未实现收入变现，叠加版号问题的影响（主要在18Q4开始逐步体现，19Q1影响明显，如《完美世界手游》版号1月底到位后马上安排3月初上线）。18年行业增长乏力与估值下行相匹配，行业估值中枢从17年30x峰值下降至低于15x的水平。
- 但值得一提的是，2018年手游行业规模为1339.6亿元，维持15.36%的双位数增速，占比持续提升至62.5%。
- **催化：我们认为19年游戏版号及上线正常化，预计手游市场19年增速回暖（>20%），增速拐点将出现在19Q2，估值有望相应回升。**

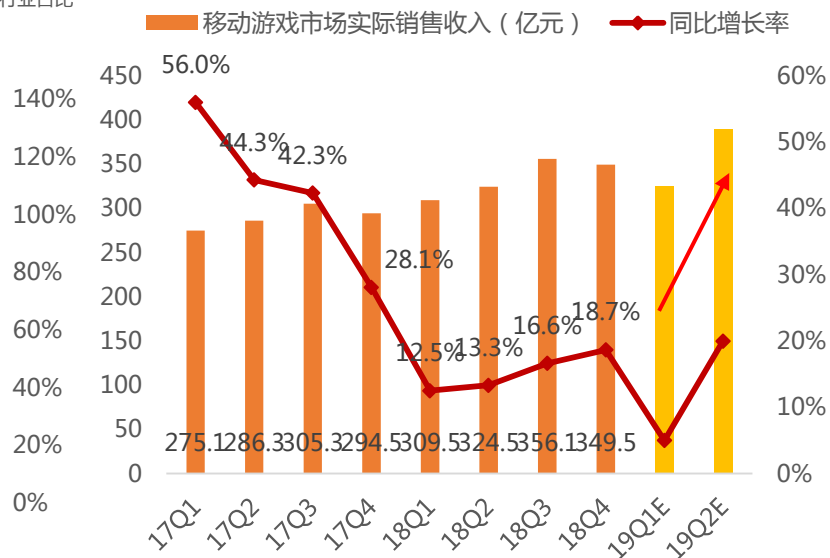
### 2014-2019E中国游戏市场规模



### 2014-2018E手游市场实际销售收入



### 2017Q1-2019Q2E手游市场实际销售收入



资料来源：GPC、CNG《2018年中国游戏产业报告》、天风证券研究所；注：对用户及ARPU值的分析欢迎垂阅我们前期发布的《19年策略报告》以及《游戏版号放开后该怎么看？》等行业深度

## 1.2 短中期逻辑：监管底部已现，引导供给侧改革，短期看进口游戏版号落地催化

- 从政策角度看，18年底版号重启表明监管并非“一棒子打死”，审核正常化显示出政府正积极引导行业进行供给侧改革。18年12月版号重启后，12/1/2月分别核发164/283/279款游戏版号，每月过审版号相较于17年有了明显下滑，且进口游戏版号未正式落地（重点关注腾讯《PUBG手游》、游族《权游》、凯撒《妖精的尾巴》《火影忍者》等获版号的情况），侧重于引导高质量的代表中国文化内涵的游戏原创佳作的研发。
- 催化：目前两会游戏行业提案及反馈声音和谐，两会后进口游戏版号有望落地、国内游戏审核细则发布等板块利好。**

### 2018年中国游戏产业政策

2018年3月

原国家新闻出版广电总局发布《游戏申报审批重要事项通知》

由于机构改革，版号无法核发，审批暂缓

2018年6月

游戏备案入口全面关闭

2018年8月

腾讯在二季度电话交流会议中披露版号暂停的情况以及存在绿色通道，不久后绿色通道也被关闭，强化了市场对版号暂停问题的担忧

2018年8月

八部门联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》  
国家新闻出版署表示将“实施网络游戏总量调控”

2018年10月

腾讯、网易等游戏公司纷纷推出最严实名认证措施

2018年12月

中宣部旗下网络道德委员会成立，对有争议的网络游戏进行道德评议，为管理部门提供决策参考

2018年12月

21日游戏产业大会，确认第一批版号已审核完成，正在抓紧发放。29日版号暂停后第一批版号发放。

### 2019年两会期间马化腾、丁磊提案



建议案一：关于加快发展产业互联网 促进实体经济高质量发展的建议

建议案二：关于充分发挥社会力量 加强中国关键核心技术与基础科学研究的建议

建议案三：关于加强科技伦理建设 践行科技向善理念的建议

建议案四：关于多措并举加强未成年人网络保护的**建议，此前已建立家长守护平台（家长）、星星守护平台（学校老师）、儿童锁（针对13岁以下小学生群体）**

建议案五：关于综合发挥区域核心优势 全面加快粤港澳大湾区建设的建议

建议案六：关于进一步推进改革 落实就业优先政策的建议

建议案七：关于推动深入开展国家公园体系建设的建议



建议案一：创新智能教育方式，将智能教育普及到贫困山区

建议案二：助推先进制造升级，深化工业物联网发展

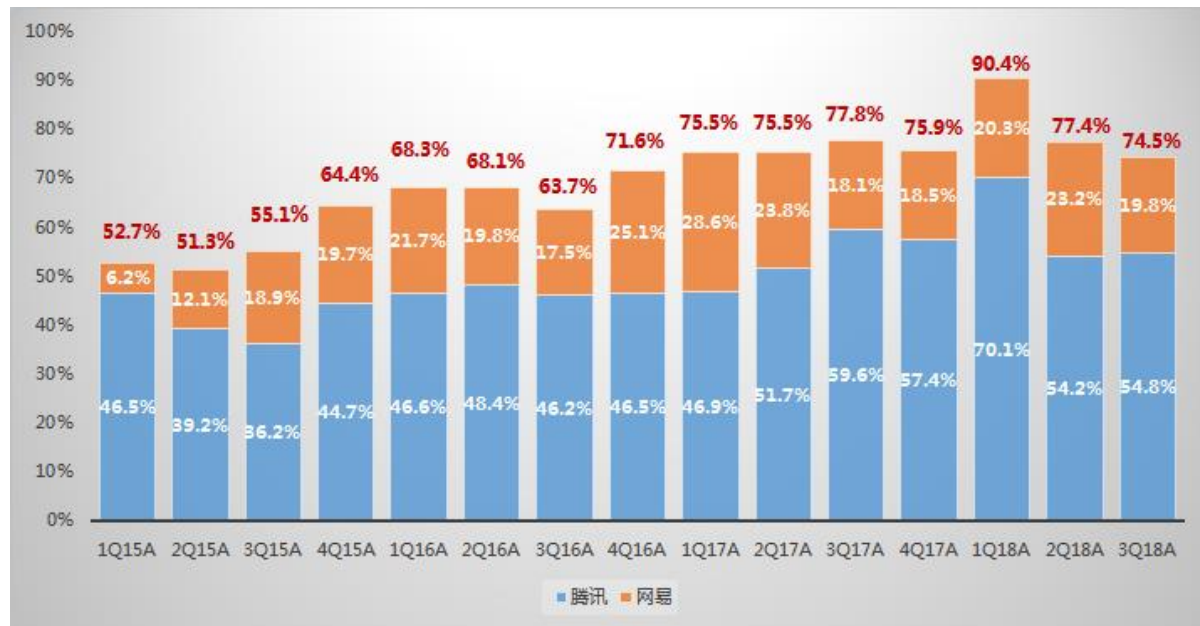
建议案三：特色品牌助力电商精准扶贫

建议案四：关注未成年人健康成长，普及智能设备的儿童模式，减少孩子对智能设备的过度沉迷。为儿童户外活动提供更多场地，增强儿童户外活动意识。

资料来源：腾讯研究院、广电总局网站、天风证券研究所整理

## 1.3 短中期逻辑：头部厂商抱团腾讯取暖，研发厂商市占率有望提升

- 腾讯加强与优质游戏CP合作填补《王者荣耀》、吃鸡类游戏的生命周期自然下滑，合作厂商将赢得腾讯社交生态圈导量支持，在存量市场中赢得一席之地。18Q3微信、QQ的MAU分别达到10.83亿、8.03亿用户，腾讯社交流量再循环优势明显，有望通过与研发厂商的合作维持现有的流水规模但将提升前端内容分成比例（自研比例下降）。
- 催化：18年年底至19年年初腾讯缺乏新的头部游戏上线，但19年3月《完美世界手游》起至年中，大厂头部游戏《龙族幻想》、《权力的游戏》、《剑网3》密集上线，有望带动19Q2游戏业务收入及手游行业收入增长。



资料来源：GPC、CNG《2018年中国游戏产业报告》、公司公告、天风证券研究所

### 2018-2019由腾讯代理的头部大厂的头部游戏

头部大厂	头部游戏	(预计)上线时间
完美世界	云梦四时歌	2019
	<b>完美世界</b>	<b>2019年3月6日</b>
	我的起源	2019
世纪华通	择天记	2018年1月
	魔力宝贝	2018年6月
	传奇世界3D (盛大)	2018年7月
	龙之谷世界 (盛大)	2018年10月
祖龙	万王之王3D	2018年8月
	<b>龙族幻想</b>	<b>2019年4月</b>
三七互娱	择天记	2018年1月
	枪战	2019年
	王者	2019年
游族网络	<b>权力的游戏：凛冬将至</b>	<b>2019年5月</b>
金山软件	云裳羽衣	2018年6月
	仙剑奇侠传4	2019年
	剑侠情缘2：剑歌行	2019年
凯撒文化	<b>剑网3：指尖江湖</b>	<b>2019年6月</b>
	银之守墓人	2019年Q2
掌趣科技	从前有座灵剑山	2019年下半年
	奇迹MU：觉醒	2018年2月

## 2.1 长期逻辑：游戏出海政策支持新高度，未来三年进入开疆拓土期

➤ 2019年，出海游戏市场是值得关注的细分市场，国内具备精品游戏出海能力的公司存在利好。18年人民日报多次发文表扬中国游戏出海表现，在18年12月21日游戏产业大会上，“加大力度让中国游戏走出去，中国游戏打造成对外文化交流的响亮品牌”，被冯副局长、音数协孙理事长、海南省委常委宣传部肖部长多次提起。我们在前期报告中多次建议大家重视游戏出海细分领域，认为游戏出海已被提升至一个新的战略高度，或将迎来3年红利期。

人民日报2月6日文章

人民日报海外版11月30日文章

文化 12 2018年2月6日 星期二

中国自主研发网游海外收入从2012年的5.7亿美元上升至2017年的82.8亿美元

### 中国游戏 世界着迷

本报记者 管峻伟

#### 解码·讲好中国故事

当日式街机游戏风靡中国，中国自主研发的网络游戏也在收割众多海外玩家的心。

《2017年中国游戏产业报告》显示，2017年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达82.8亿美元，同比增长14.5%，在2012年5.7亿美元的基础上翻了14倍。

“中国自主研发游戏的海外影响力和市场地位在提升，目前中国已成为名副其实的游戏输出大国。”伽马数据首席分析师管峻伟说。

在国际游戏市场的大江湖中，中国游戏已不容小觑。

#### 拓宽渠道，体量各异的游戏公司以不同方式突围海外

玄幻仙侠色彩饱满明艳，二次元风狂飙席卷，连萌宠也能动作闯关……这样的风，似乎和人们传统认知中的《西游记》形象不太一样，却是游戏《非常英雄》的真实写照。这款游戏由完美世界团队开发，由腾讯工作室发行的游戏作品于去年11月，便已在不少游戏圈上崭露头角，颇受欢迎。

由国内团队操刀，将中国IP融入游戏之中，这样的出海路线对完美世界而言是家常便饭。

“随着我们直接跟制作的游戏产品卖

#### 紧盯差异，针对不同区域用户的喜好做本地化改造

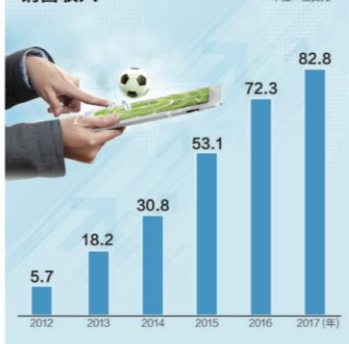
如果把游戏出海比作闯江湖，那第一步就是摸清内功。

网络江湖风云莫测，想开辟一片立身之地并不容易。“海外玩家与国内玩家在游戏偏好、娱乐习惯等方面存在较大差异，这是中国游戏出海水土不服的主要原因。”游族网络总裁陈礼标说。从2013年首次尝试韩国网游《女神联盟》的海外发行开始，游族网络便开始了自己的出海征途。其海外地区收入占企业总营收比例不断上升，到2017年上半年已超六成。

用户陈礼标和团队为游戏出海的最大门槛。通过对海外市场用户的深入了解，对游戏进行本地化改造，是行业公认的游戏出海关键抓手，也是一大挑战。所谓本地化，就是针对不同区域、做契合当地用户口味的改造处理。“比如同一款角色扮演类游戏，中国玩家更喜欢高难度挑战性的玩法，这与俄罗斯玩家的偏好很相似，但欧美地区的玩家并不喜欢，因此我们在欧美版本中弱化这一点，并增加一些策略、强调配合性的团队战斗玩法内容。”陈礼标说。

“对区域差异性的关注使得游戏商

#### 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入



数据来源：2017年中国游戏产业报告 制图：张晋豪

“本季度，我们的海外游戏收入在游戏总收入中的占比首次超过10%。”近日，网易CEO丁磊在公司发布第三季度财报后兴奋地表示。数据的背后，显示的是网易游戏国际化的重要进展。

不只是网易，近年来，中国游戏产业发展迅猛，众多国产游戏不仅吸引国内玩家，同时也风靡海外。不论是游戏数量、下载量还是综合收入，国产游戏“出海”在各方面都表现不俗。与此同时，游戏作为一种文化产业，在带动海外玩家参与电子竞技的同时，也让中国文化元素不断走向世界。

#### 游戏“出海”成绩不俗

国产游戏“出海”情况如何？我们可以先来看一组数据：

相关统计显示，2017年中国自主研发的网络游戏海外市场收入达82.7亿美元。不久前出炉的《2018年1—6月中国游戏产业报告》表明，今年上半年，中国自主研发网络游戏海外销售收入达46.3亿美元，同比增长16%。中国“出海”游戏中，收入超过100万美元的已经增至243款。

举例来说，比如IGG旗下热门游戏《王国纪元》上线两年多来已经在85个国家和地区的App Store中拿下游戏畅销榜第一，全球营收已超过8.25亿美元；国产武侠游戏《诛仙》移动版于2017年陆续上线新加坡、马来西亚、泰国、越南的iOS

和Google Play平台，一周内取得免费下载、畅销榜双榜第一。中国游戏产品已覆盖东南亚、欧美、日韩、俄罗斯、中东等地。

“如果说现在你看到有外国网友在社交平台上发帖子要求组队一起玩《王者荣耀》，真的不需要太惊讶。因为许多中国的网络游戏尤其是手游已经在海外拥有了众多粉丝。”在接受记者采访时，资深游戏迷、在美国读书的中国留学生宏宇表示。

#### 借力传播中华文化

“游戏为我打开了认识中国的一个新途径，我现在对中国传统文化的东西更感兴趣了。”在今年8月的德国科隆游戏展上，来自当地的12岁男孩列克斯在体验完中国网络游戏《河洛群侠传》后，为其中的武术招式、中国古典画面和传统音乐所吸引。不只是《河洛群侠传》，许多国产网络游戏都以中华文化为背景，将历史典故、名胜古迹、风土人情等元素内化于游戏体验中。这样的形式深受国外玩家欢迎。

比如中华美食游戏《食物语》网罗了佛跳墙、孔府菜等中国各地美食，展现中国博大精深的饮食文化；网易推出的《绘真·妙笔千山》则融入中国国画元素，以传世名画《千里江山图》为背景，从古画中提取山水线条色彩，组成不同的游戏场景；而《王者荣耀》更是把荆轲刺秦王、后羿射日等典故融入其中，游戏中英雄的台词也透着浓

浓的“中国风”，如“有朋自远方来，不亦乐乎”等。

这种方式让许多国外玩家在享受游戏本身的同时，也在潜移默化中受到中华文化的影响。

#### 做好落地抱团前行

在国产游戏“出海”获得成绩的同时，也面临着一些挑战。“由于一些游戏研发者对海外玩家习惯、海外法律制度、文化习俗等缺乏足够了解，对海外运营工作缺乏相应经验和能力，导致其游戏出现水土不服等难题。”汇量科技(Mobvista)创始人兼CEO段威表示，解决中国游戏在“出海”过程中面临的问题，需要中国企业抱团出海，做好海外运营。

在这一方面，部分国内的互联网平台起到了作用。例如腾讯游戏平台(WeGame)就致力于加强对中国“出海”游戏的引导和支持，帮助中国游戏精准找到适合海外各地用户的沟通方式。

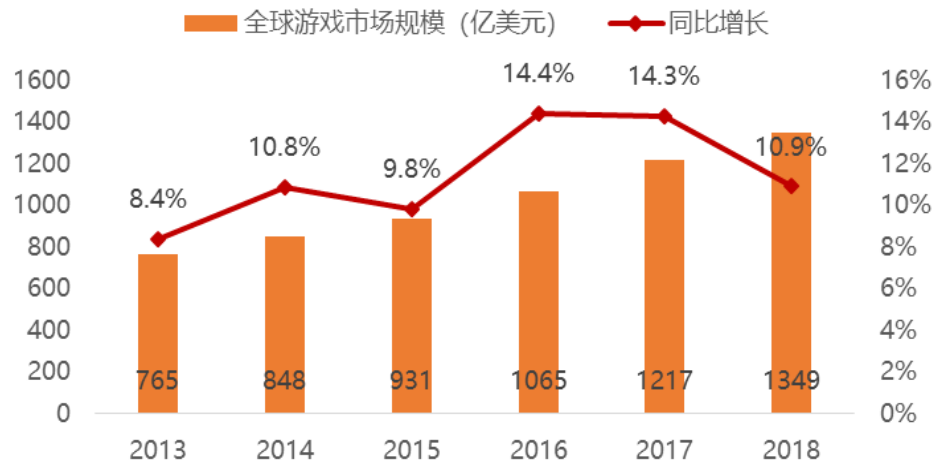
作为一个互联网平台，汇量科技依托大数据分析和AI技术，能够为国产游戏在海外落地精准寻找客户群、广告投放平台、推广模式等。“目前我们已建立起一个覆盖全球200多个国家和地区的数据库，全球的广告展示次数每月超过3000亿次，在用户获取、精准营销和流量变现方面都可以帮助国内游戏企业更好地落地海外。”段威说，除此之外，他们在海外已设立10余个办公室、搭建本地化团队。基于对当地文化的深度认知，他们有信心帮助国产游戏顺利打入当地。

资料来源：人民日报、天风证券研究所

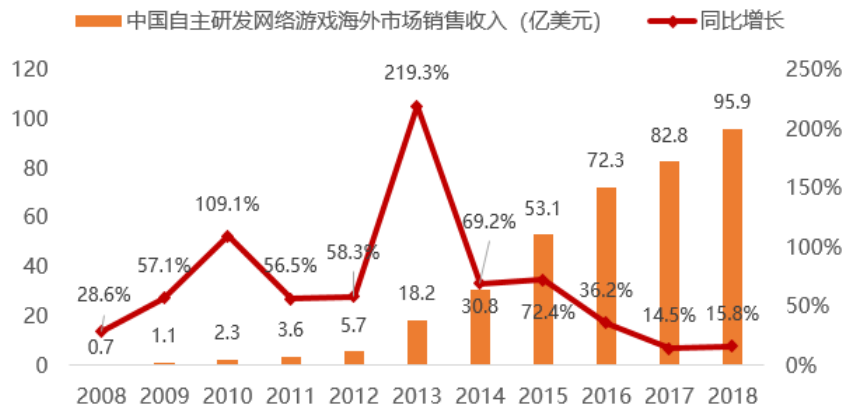
## 2.1 长期逻辑：海外游戏市场空间广阔，中国自研游戏认可度提升

- 海外游戏市场增速快空间广阔。根据Newzoo最新数据，2018年全球游戏市场规模为1349亿美元，同比增长10.9%，远高于中国游戏市场增速，预计2017-2021年，全球游戏市场规模将以9.3%的年复合增长率增长，到2021年将达到1740亿美元。
- 中国自研游戏下载量与海外收入齐升，头部游戏流水天花板不断突破，成熟市场中国游戏排名及收入不断提高，体现出中国自研游戏在国际市场认可度的提升。根据App Annie 数据，2018H1总部在中国的公司的海外游戏下载量为15亿，相较去年年底增长25.0%；中国公司的海外游戏用户总支出为26亿美元，相较去年年底增长23.8%。

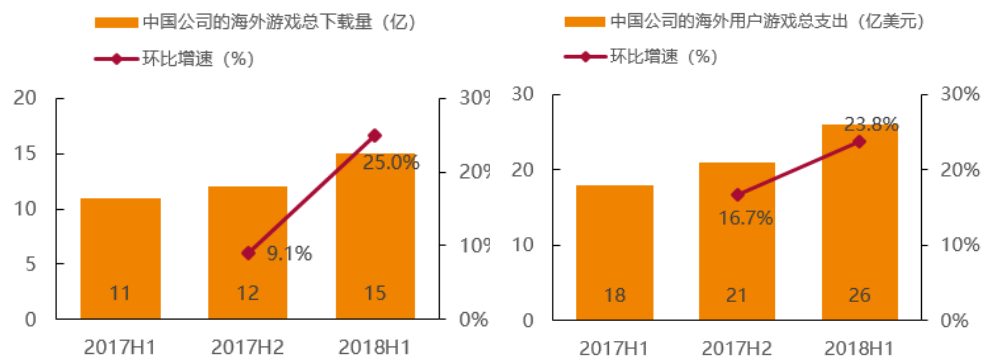
### 2013-2018全球游戏市场规模及增速



### 2008-2018年中国自研游戏海外市场销售收入



### 中国游戏海外下载量及海外用户收入



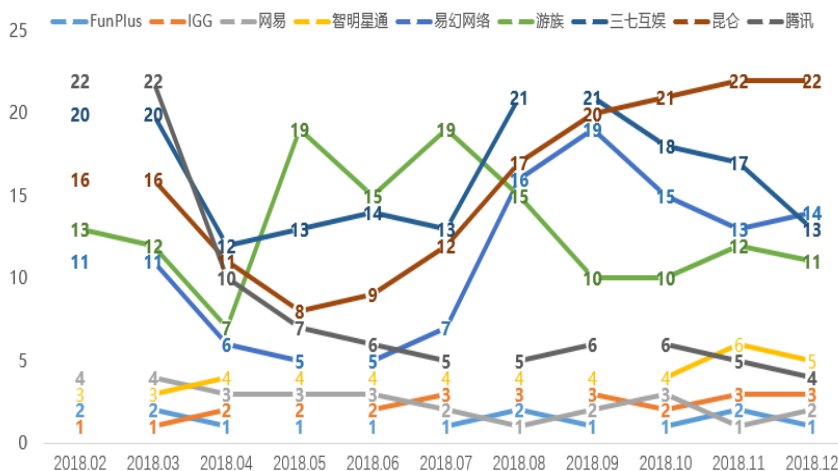
资料来源：GPC、CNG《2018年中国游戏产业报告》、天风证券研究所

## 2.1 长期逻辑：中国主要游戏公司出海成绩亮眼，有望在政策鼓励下继续开拓疆土

- 上市公司中，世纪华通旗下FunPlus、IGG、网易、智明星通、腾讯、易幻网络、游族、三七互娱等处于中国APP发行商“出海”收入榜的第一梯队。2019年，在政策的支持下，有出海能力的公司能够继续开拓疆土。目前产业竞争格局主要分为：
  - 全球化发行、研运一体化：FunPlus、IGG、网易、智明星通、腾讯、三七互娱、游族网络等；
  - 区域化发行：宝通科技。
- 根据App Annie最新披露的2018年中国发行商出海收入排行榜，排名前8的公司都是全球化发行、研运一体化的公司，排名第9是专注区域化发行的易幻网络（宝通科技全资子公司），游族网络、昆仑游戏、三七互娱分别排名第11/13/16。其中出海收入排名第一的Funplus是世纪华通旗下的点点互动，18年发行的自研游戏《火枪纪元》、《阿瓦隆之王》在Sensor Tower的18年中国手游出海排名中排名第3、第5；出海收入排名第二的IGG的《王国纪元》以4.2亿美元的收入登顶出海手游收入排行榜；排名第三的网易的《荒野行动》以3.8亿美元收入在18年中国手游出海排名中排名第2；排名第四的智明星通为中文传媒旗下公司，其《列王的纷争》在18年中国手游出海排名中排名第4；龙悦创动深耕末日题材，游戏类型以SLG为主，代表作《末日争霸：丧尸之战》、《末日之城》分别位列中国手游出海排名第16、第23；友塔游戏专注于成为全球区域性质的开发商和发行商，SLG游戏《黑道风云》中国手游出海排名中排名第8；龙腾简合以中东地区为核心，其《苏丹的复仇》在中国手游出海排名中排名第12。

### 2018年中国发行商出海收入排名

排名	公司	排名	公司
1	FunPlus	16	三七互娱
2	IGG	17	神州泰岳
3	网易	18	米哈游
4	智明星通	19	猎豹移动
5	腾讯	20	莉莉丝游戏
6	龙创悦动	21	乐元素
7	友塔游戏	22	心动网络
8	龙腾简合	23	掌趣
9	易幻网络	24	绝地科技
10	卓杭网络	25	原力镜
11	游族	26	百度
12	Tap4Fun	27	英雄互娱
13	昆仑游戏	28	奇酷工场
14	沐瞳科技	29	盖娅互娱
15	创酷互动	30	创智优品



### 2018年中国手游海外收入TOP30

1	王国纪元 4.2亿美元 (约28.4亿元人民币)	16	末日争霸: 丧尸之战
2	荒野行动 3.8亿美元 (约25.8亿元人民币)	17	战火与秩序
3	火枪纪元	18	少女前线
4	列王的纷争	19	拳皇98终极之战OL
5	阿瓦隆之王	20	偶像梦幻祭 (日语版)
6	PUBG Mobile 3.1亿美元 (约21.2亿元人民币)	21	狂暴之翼
7	无尽对决	22	兵人大战
8	黑道风云	23	末日孤城
9	放置奇兵	24	海战游戏
10	城堡争霸	25	朕的江山
11	碧蓝航线	26	终结者2 (国际版)
12	苏丹的复仇	27	战地风暴
13	崩坏3	28	永恒纪元
14	王者荣耀 1亿美元 (约6.75亿元)	29	文明觉醒
15	奇迹暖暖	30	神魔之塔

以上榜单来源于Sensor Tower 2018年全年中国大陆以外App Store及Google Play商店之手游收入估算。

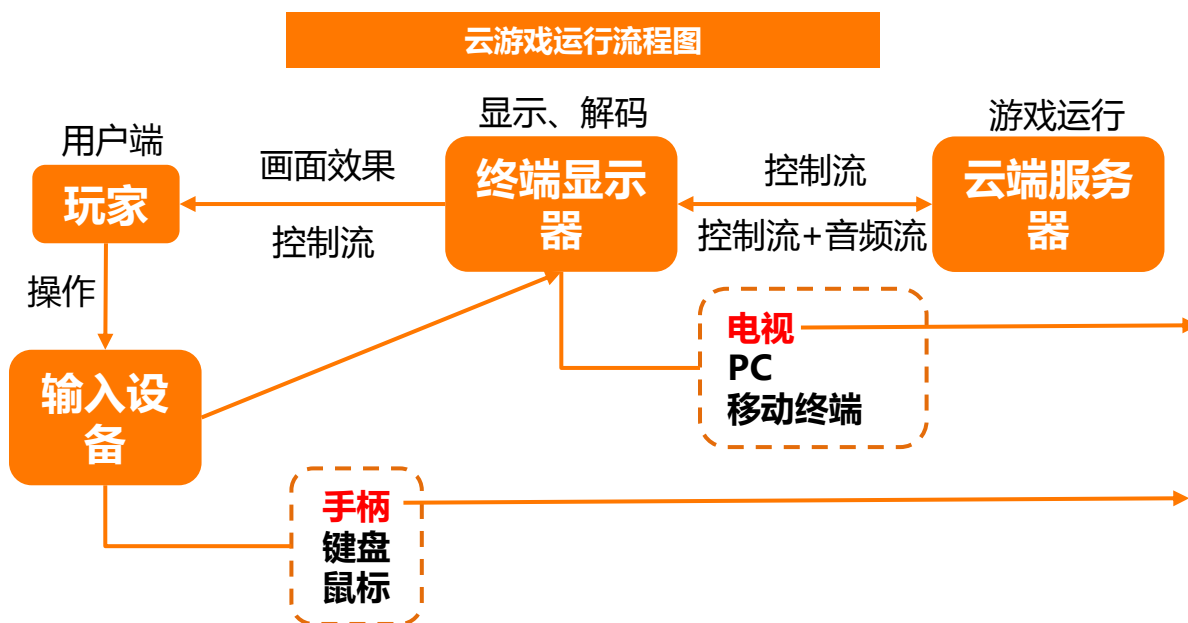
资料来源：App Annie、Sensor Tower、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



## 2.2 长期逻辑：5G时代的应用变现，云游戏

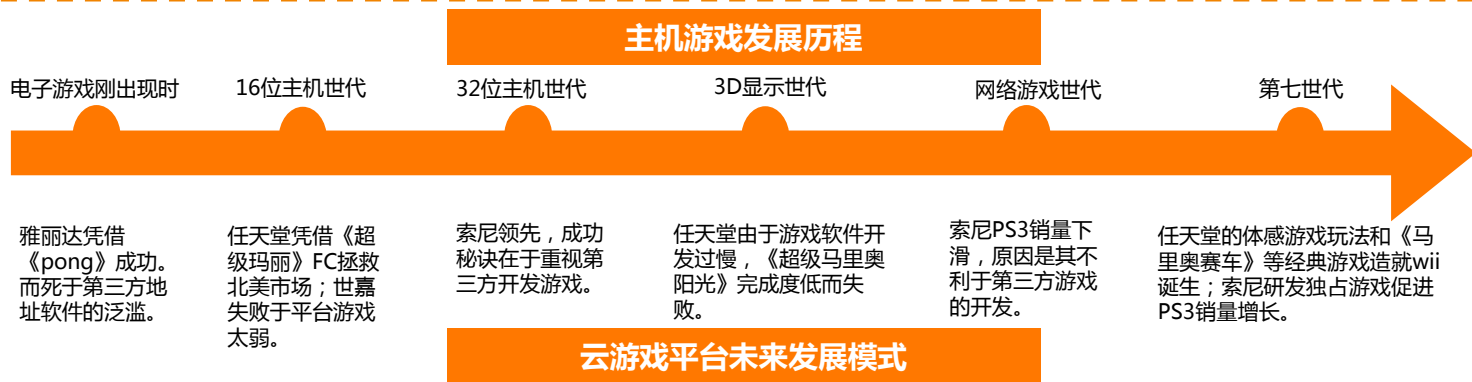
- 在2月28日结束的2019年世界移动通信大会上，云游戏及VR再次乘5G东风引发市场关注。其中腾讯宣布将与英特尔合作推出面向PC和手机的云游戏平台“腾讯即玩”，引起云游戏关注热潮。
- 云游戏是把游戏放在云端服务器运行，并将渲染完毕后的游戏画面压缩后通过网络传输给用户，同时传输用户操作。当前微软Project Xcloud、Google的Project Stream等产品即为该技术的应用，用户的游戏设备不再需要任何高端处理器，也不需要下载客户端，只需基本的视频解压能力，大大降低了玩家的游戏进入成本。



资料来源：大麦云游戏官网、环球网、天风证券研究所

## 2.2. 长期逻辑：云游戏类似主机游戏，游戏内容决定成败

- 云游戏是把硬件从玩家手中放到云上，玩家向云服务商租赁硬件服务，在云服务器上面运行游戏内容，通过串流方式把选然后的画面传到用户的具有解压功能的终端上。
- 云游戏用户负担的成本为租赁服务器成本和游戏内容成本，云游戏的模式类似主机游戏，因此，云游戏和主机游戏有类似的发展逻辑。在主机发展史上，是否重视游戏内容决定了一个游戏公司的成败与否。
- 游戏研发商作为内容的提供者有望成为云游戏产业形成期的最大受益者。由于用户不再需要自己配置电脑或主机来满足游戏运行，游戏本身的质量成为吸引玩家的唯一标准；云服务器上的游戏运营平台更容易达成统一标准，使研发商可以降低开发成本；且成熟的游戏研发商拥有更强的议价能力。



### 独占游戏帮助平台吸引核心玩家并推广：

核心玩家游戏水平高，对游戏质量要求高，独占大作是吸引他们的关键；且核心玩家付费能力强，在满意的情况下愿意主动宣传。

独占内容：  
扩大用户群体

第三方内容：  
增加用户粘性

### 第三方游戏有助于增强用户粘性：

第三方游戏丰富平台游戏类型，吸引对独占游戏不感兴趣的玩家；平台厂商需要其他厂商的游戏来降低自己的研发失败风险。

资料来源：《家用游戏机简史》、天风证券研究所整理

## 2.2. 长期逻辑：他山之石，海外云游戏索尼PS NOW和Switch云版本领跑

➤ 海外游戏平台未来的服务以及发展主要由三方推进：

- 1) **云服务商**：谷歌等云服务商借助云成本优势积极布局云游戏项目，并提供低成本的硬件租赁服务；
  - 2) **游戏研发商**：云游戏面对更多终端客户，不存在游戏运行适配问题，使研发商可以节省大量成本呢费用；
  - 3) **主机游戏厂商**：目前索尼、任天堂等主机厂商巨头均先后推出/公布了自己的云游戏平台，索尼最早布局PS NOW，任天堂推出Switch云版本丰富平台内容
- 游戏行业商业模式也迎来改变，部分消费将从传统的license购买转换为通过订阅服务来获取游戏，增加云游戏服务平台方通过内部开发、合作伙伴关系或收购来增加平台内容实力的动力。

海外主要云游戏服务

云游戏服务	所属厂商	服务平台	经营地区	价格
Playstation Now	Sony	Playstation 4,Windows	西欧、美国、日本	14.99欧/月
Geforce Now	Nvidia	Shield, Windows,macOS	欧美	7.99欧/月
Project Stream	Google	Chrome	美国部分地区	N/A
Project xCloud	微软	PCs,主机, 移动设备	全球	N/A
Project Atlas	EA	N/A	N/A	N/A
Loudplay	Loudplay.io	Windows,macOS,Android,Linux	俄罗斯、乌克兰等东欧国家	0.2欧/小时
Shadow	Blade SAS	Windows,macOS,Android,iOS(beta)	西欧、美国部分地区	29.95欧/月（12个月）

资料来源：各公司官网、天风证券研究所

## 2.2. 长期逻辑：5G有望突破云游戏瓶颈，不再低速，不再延迟

- **网速**为目前限制云游戏发展的最大问题。带宽不够限制画面传输，延迟无法满足即时游戏的需求，网络资费仍居高位。现有云游戏项目仅在少数网络设施较好的国家/地区推广。
- **高速且低延迟的5G**将解决阻碍云游戏发展的问题。5G时代网速以千兆计算，未来我国5G接入速率预期达到1000Mbps，延迟预期小于1ms，将满足谷歌Project Stream对云游戏的要求。

云游戏、VR游戏的网络要求与5G技术的对比

	云游戏网络要求		VR网络要求			5G技术
项目	谷歌Project Stream	索尼PS NOW	低分辨率	HD TV	视网膜级别	5G技术
网速要求	25Mbps, 15Mbps 稳定的下载速度	5Mbps, 顺畅玩最低12Mbps	至少 25Mbps	80-100Mbps	600Mbps	预期达到 1000Mbps
时延	<40ms		<1ms			预期小于 1ms

资料来源：mushroom networks、engadget、快科技、天风证券研究所整理

## 2.2. 长期逻辑：5G有望突破云游戏瓶颈，不再低速，不再延迟

- 我国5G规划从2015年开始，《国家十三五规划》指出积极推动第五代移动通信技术研究，于2020年启动5G商用。
- 中国5G试验规划分为两大阶段：2015-2018年为5G关键技术测试阶段，2018-2020年为5G产品研发阶段。2018年12月，工信部发放5G系统试验频率许可。
- **催化：工信部部长3月5日公开表明5G牌照将很快发放，5G应用或成为资本市场核心关注领域。**



资料来源：“工信微报”公众号、人民网、天风证券研究所

## 2.2. 长期逻辑：5G有望突破云游戏瓶颈，不再低速，不再延迟

- 云游戏时代的核心竞争力：游戏内容和云成本。
- 推出游戏云服务的公司：腾讯控股（腾讯云）、阿里巴巴（阿里云）、金山科技（金山云）、顺网科技（顺网云）、盛大网络（盛天云）等。
- 游戏研发商：腾讯控股、网易、世纪华通（盛大游戏）、完美世界、游族网络、三七互娱、吉比特、凯撒文化等。

### 目前国内主要推出云游戏服务的公司



自建万兆云机房，全球覆盖，配备20线BGP 顶级网络，800+ 个CDN节点。高IO云服务器、高可用云数据库万量级 IOPS，多样化存储方案。拥有全球五大洲共计16大数据中心即将开放，12个海外地区数据节点。

#### 游戏服务

小游戏联机对战引擎 NEW

游戏多媒体引擎

压测大师

智管网优

手游社交组件

测试服务

标准兼容测试

专家兼容测试

远程调试

手游安全测试



大规模分布式计算操作系统“飞天”、全新一代的飞天2.0拥有更强健的技术设施，包括从秒级启动ECI到云上超算集群的全场景覆盖，云边端一体的协同计算和AI能力，全球可达的网络和对IPv6的全面支持。以阿里云全球领先的商业化云服务为基础，为游戏行业提供专属的研发、测试、运营、尊享售后服务，并提供扶持基金、媒体及流量合作，打造游戏周边服务的生态合作体系，帮助您的游戏业务快速成长。



金山云，金山集团旗下云计算品牌，是全球领先的云计算服务提供商，中国TOP3的云计算公司。金山云适用于游戏、视频、政务、医疗、金融等垂直行业的云服务解决方案。金山云一直进行人工智能的研究和实践工作，推出的覆盖 IaaS、Paas、SaaS、行业解决方案四个层面。



2018年7月21日，公司发布基于“边缘计算”的云产品——顺网云。“边缘计算”是指由于主要计算节点以及应用分布式部署在靠近终端的数据中心，从而能提供更好的性能、可靠性和实时性体验。因此，对于终端性能有较高需求的场所更为适用。希望通过推动网吧及互联网行业的发展，引领行业的技术变革，推动新技术的应用。

资料来源：各公司官网、天风证券研究所

## 2.2. 长期逻辑：VR/AR是5G首批落地场景之一，有望随5G进程加速普及

- ▶ 微软在2019MWC上发布Azure Kinect DK和HoloLens 2等产品。其中Azure Kinect DK为开发平台助力VR/AR生态构建，目前定价399美元将于19年6月开售。HoloLens 2在硬件、视觉、舒适度、开放性等方面较1代更优，为1代时隔4年后的更新版本，预计售价为3500美元。
- ▶ **VR/AR是5G首批落地场景之一，随着5G进程稳步推进，预计2019年试商用、2020年试商用背景下VR/AR加速普及。** VR/AR体验对视频画面传输、延迟性以及语音识别/视野跟踪/手势感应等方面有极高的要求。5G相比于4G有着高通讯速率、超低延迟、高连接密度等特点，其网络环境上有助于VR/AR渗透和普及，具体看：1) 5G网络最高传输速度可达10Gb/s，有利于8K以上超高清内容的传输和实时播放；2) 边缘云有助于减少数据传输和反馈时间，同时5G下延迟<10ms，有助于降低使用VR/AR设备的眩晕感。

Azure Kinect DK产品



HoloLens 2

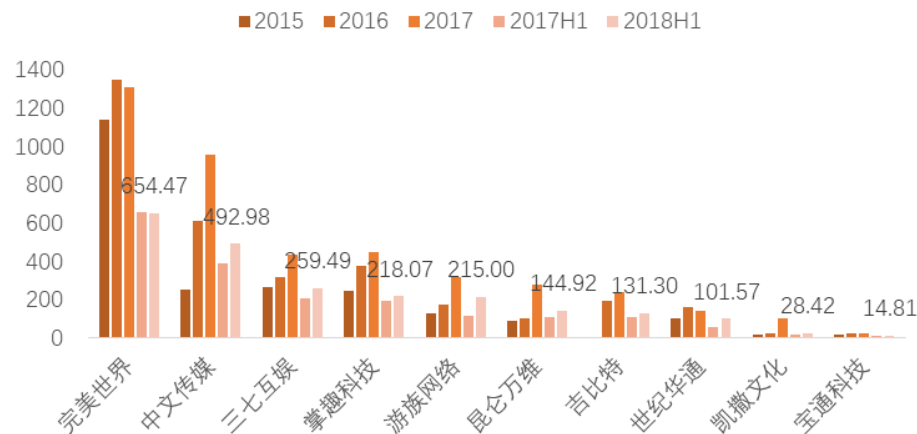


资料来源：微软官网、雷锋网、天风证券研究所

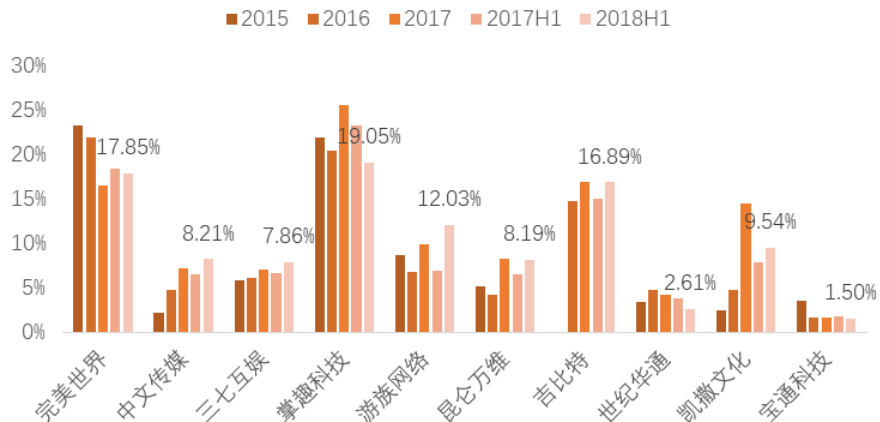
## 2.3 长期逻辑：研发能力是游戏公司的核心竞争力，关注研发投入快速提升的公司

- 中国主要游戏公司研发投入普遍呈现增长趋势，研发人员数量不断提升，研运一体公司重视研发投入。**A股关注头部研发大厂完美世界、中文传媒、三七互娱，以及17-18年研发投入快速提升的游族网络，利用产业基金投资团队联合开发产品的凯撒文化。面向19年，宝通科技研运一体化发展预计研发投入将大幅提升。**
- A股大部分游戏公司研发投入均有增长，10家头部游戏公司18H1研发投入总和同比增长20.3%。
- 从研发投入占营业收入比例来看，17H1 10家公司研发投入占营收比例平均值为9.65%，18H1提升至10.37%。
- 头部游戏公司研发人员数量与占比不断提升，2015-2017年，研发人员数量复合增长率达到18.2%，研发人员占比平均值从2015年的39.74%提升至2017年的45.11%。

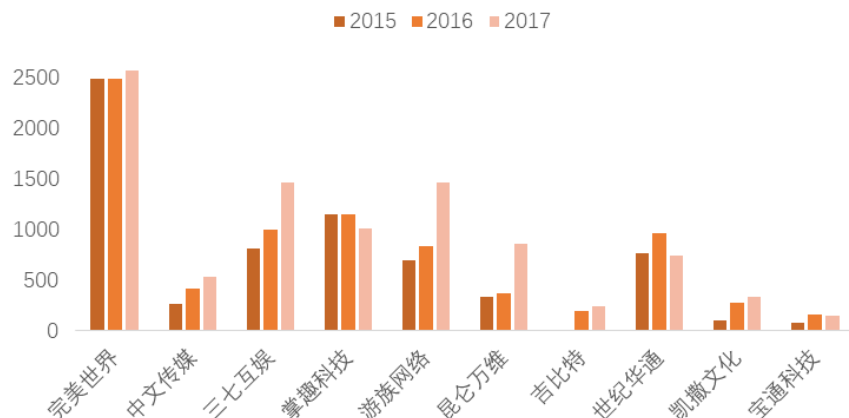
A股主要游戏公司2015-2018H1研发投入（单位：百万元）



A股主要游戏公司2015-2018H1研发投入占营业收入比例



A股主要游戏公司2015-2017年研发人员数量



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：数字图标均为18H1数据



### 3.1 投资观点：把握游戏板块及标的短中长期逻辑，围绕行业20倍估值积极配置

- 游戏行业18-20年估值中枢分别为24x/16x/13x，2018年受到监管和行业增速两方面影响，手游行业低迷，但低估值不会持续，随着监管转向、行业增速恢复，2019年游戏行业估值恢复至20倍，建议积极配置。
- 行业催化剂：
  - 短期：进口游戏版号落地、国内版号审批进一步规范化、19Q2增速回暖；
  - 中期：19年增速复苏，板块低估值，相对配置价值；
  - 长期：游戏出海及5G带来的游戏行业增量。
- 个股催化剂：
  - 短期：头部游戏版号落地、游戏上线的弹性、19Q1高增长；
  - 中期：内生高增长对应低估值，相对配置价值；
  - 长期：研发实力强的公司具备长期配置价值。
- 当前位置可参考一季度预期选择安全边际较高的标的【凯撒文化（>70%）、宝通科技（50~80%）】，持续推荐龙头【完美世界、游族网络、三七互娱】，以及其他【吉比特、世纪华通（收购盛大游戏有条件过会）、星辉娱乐、中文传媒、顺网科技】等。

游戏行业公司最新估值情况

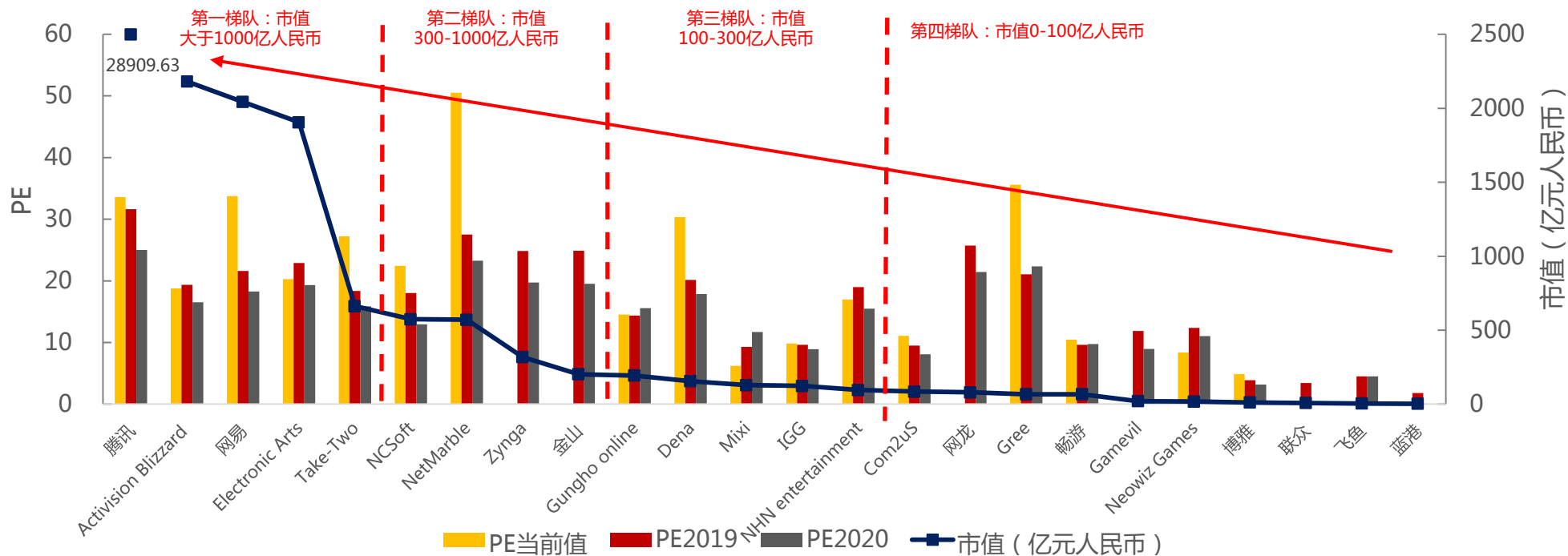
当前市值（亿元）	证券简称	总市值（亿元）	2018E净利润	2019E净利润	2020E净利润	2018PE	2019PE	2020PE	2019PEG	2020PEG
>300	世纪华通	444.54	10.06	14.45	16.71	44.20	30.76	26.61	0.98	1.11
	完美世界	397.07	17.03	21.58	25.58	23.32	18.40	15.52	0.97	0.95
	三七互娱	301.52	10.48	18.77	21.34	28.78	16.06	14.13	0.61	0.97
100~300	中文传媒	203.66	16.47	18.55	20.79	12.37	10.98	9.79	0.70	0.84
	游族网络	195.91	10.17	12.11	14.91	19.26	16.18	13.14	0.54	0.39
	昆仑万维	180.86	10.01	13.77	16.35	18.07	13.13	11.06	0.86	0.87
	顺网科技	129.76	3.59	6.45	6.91	36.10	20.13	18.78		
	吉比特	121.52	6.89	7.86	8.92	17.65	15.45	13.62	1.11	0.96
	掌趣科技	115.26	-31.68							
	星辉娱乐	77.64	2.38			32.56				
<100	凯撒文化	59.40	2.96	5.79	7.91	20.10	10.27	7.51	0.18	0.17
	宝通科技	54.79	2.77	3.61	4.44	19.82	15.16	12.34	0.65	0.55
	平均值						15.61			

资料来源：Wind、天风证券研究所（截至2019年3月8日）；注：1、2018年可采用业绩快报值的均采用业绩快报，其他均采用万得一致预期中值；2、世纪华通考虑盛大游戏收购，目前19/20年备考净利为38/45.9亿元，收购后总市值为445+31+298=774亿，对应估值约为20/17x，行业平均值采用世纪华通备考业绩。

## 3.2 他山之石：研发实力越强估值越高，头部游戏上线有望实现阶梯式跳跃

- 根据海外游戏估值情况梳理，我们可知海外游戏公司研发实力越强所享受的估值越高，即龙头游戏股将享受估值溢价。以19PE为例，第一/第二/第三/第四梯队19PE为24x/22x/16x/11x。
- 头部游戏上线有望提升公司盈利水平及稳定性，从而提升公司估值溢价，戴维斯双击实现阶梯式跳跃（如16年底三七互娱的《永恒纪元》）。值得关注的头部游戏上线计划包括【完美（《完美世界》）、游族（《权力的游戏》）、金山（《剑网3》）、凯撒文化（《火影忍者》、《海贼王》）、吉比特（《M68》）】等。

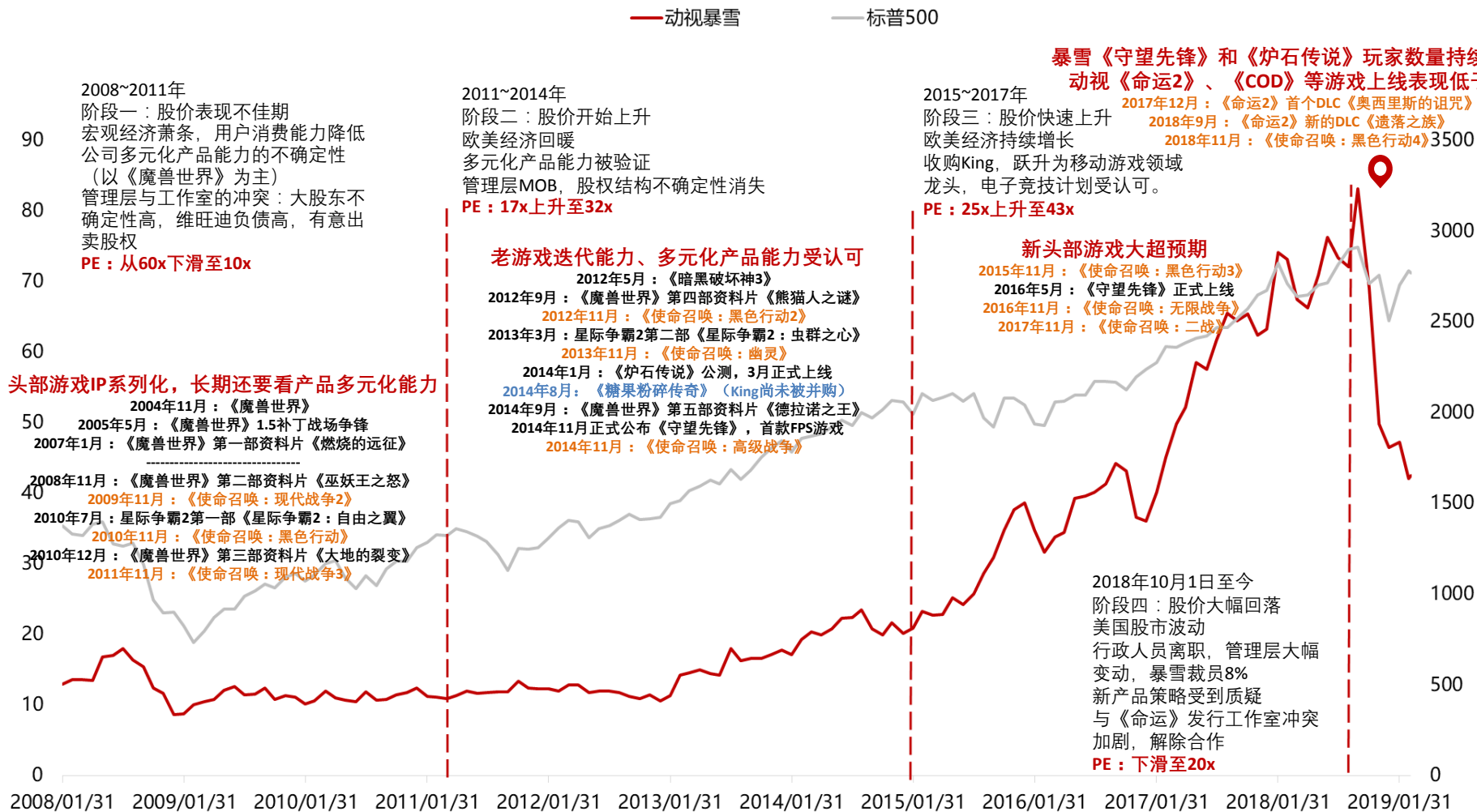
海外游戏行业公司最新估值情况



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所；注：截止2019年3月7日

# 3.3 他山之石：动视暴雪复盘

暴雪Blizzard  
动视Activision  
King



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所；注：截止2019年3月7日

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS