

传媒行业

游戏未来的三条线索：创新红利、海外市场 和云游戏

核心观点：

1) 市场冰点已经过去，头条入局带来渠道端变化

2018 年游戏市场整体降速明显，特别是手游增长失速 (+15% YoY)，我们认为主要原因有三个：监管因素、买量成本上升和创新空间缩小。我们认为三个压制力量在 2019 年都有明显的边际改善：版号审批已经恢复；互联网流量价格上涨趋势放缓；2019 年以来各种玩法创新不断出现，行业自身的创新动能仍有空间。另外从结构上，腾讯网易份额稳定，对于余下玩家的挤压作用放缓。而今日头条正式入局游戏，或能够打散渠道端集中度，对中游的发行商和上游的 CP 构成利好。

2) 创新红利并未枯竭，吃鸡品类、Battle Pass、自走棋等纷纷涌现

2018 年以来，吃鸡类游戏、Battle Pass、自走棋、真人互动式电影等创新层出不穷，我们认为随着轻度玩家逐渐过渡为重度玩家，各类细分领域的需求仍待释放。从品类角度来看，我们对标主机/PC 端，射击类游戏在手游端的潜力或还没有释放完全，仍能够给市场带来较大的增量。

3) 国内公司产品和发行优势明显，出海节奏加快

根据 App Annie 的统计，2018 年海外用户在中国手游的花费达到了 61 亿美元以上，同比去年 41 亿美元的水平增长了 50%，18H2 的 55% 左右的增速相比 18H1 的 40% 增速甚至有所加速。接近 400 亿人民币的海外手游流水基本相当于国内手游市场的 1/3 左右。而在出海上的变化特征是：第一上市公司开始凭借资本和产品优势后来居上，第二是品类上从原来重度为主到超轻度等全品类覆盖，各个细分领域都有头部产品冒头。

4) 云游戏或许长远来看是颠覆渠道的一种方式

云游戏作为 5G 时代即将落地的应用场景，Google、腾讯等大厂纷纷入局，各个产业链环节也逐渐成熟。我们认为最大的想象空间在于云游戏将改变当前的游戏以应用商店为主的分发模式，产生类似“社交电商”的效果，直播、社区等成为核心的分发渠道，增强用户对游戏的粘性和消费频次。

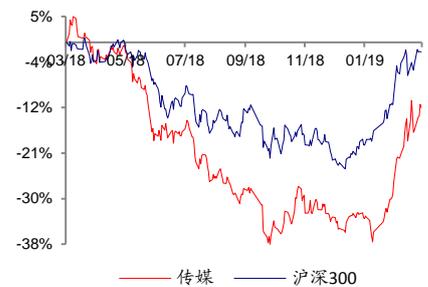
投资建议：我们认为市场在缺少版号之后需求亟待满足，上市公司新品释放有望超出预期，而从海外的估值演变历史来看，暴雪、EA 等公司在 2019 年指引大幅度不及预期的情况下，当前 PE(forward) 估值普遍在 20-25X，消费属性凸显周期属性减弱后，游戏股的估值是从 10X 开始一路上提至 20X 以上的。当前国内游戏公司对应 Wind 一致预期下对应 2019 年 PE 估值约为 15X-20X 区间，我们认为随着游戏公司估值逐步兑现，后续估值仍有提升空间。可关注完美世界、吉比特、三七互娱、游族网络等。

风险提示：监管加强的风险，游戏流水、出海、云游戏不及预期的风险。

行业评级

前次评级 买入
报告日期 2019-03-31

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

朱可夫



SAC 执证号：S0260518080001



0755-23942152



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

传媒行业:广电行业: 国网整合 2019-03-22

合序幕拉开，5G 及超高清带来新机遇

传媒行业:北京春推会剧集数量 2019-03-17

量同比下降 18.5%；可持续关注游戏和有线板块

传媒行业:完美世界畅销免费 2019-03-10

双榜登顶，可配置优质龙头与主题性中小市值个股

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/29	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
光线传媒	300251.SZ	买入	人民币	8.64	-	0.48	0.37	10.05	23.41	34.1	25.4	16.46	11.00
横店影视	603103.SH	增持	人民币	24.61	27.38	0.71	0.72	34.76	34.18	17.9	18.4	14.60	13.00
芒果超媒	300413.SZ	买入	人民币	44.3	45.5	0.90	1.20	49.09	36.96	13.5	8.6	16.40	18.20
视觉中国	000681.SZ	买入	人民币	26.36	30.8	0.55	0.72	47.84	36.61	41.8	31.6	13.00	15.00
平治信息	300571.SZ	买入	人民币	58.96	-	1.80	2.30	32.67	25.63	19.5	14.9	49.89	36.50
万达电影	002739.SZ	买入	人民币	21.52	-	0.73	0.92	29.33	23.39	16.1	13.7	10.63	11.00
完美世界	002624.SZ	买入	人民币	31.92	34.32	1.30	1.56	24.65	20.51	21.29	15.27	20.37	17.50
吉比特	603444.SH	买入	人民币	206.43	198	9.59	11.04	21.54	18.71	14.76	11.61	23.08	21.04
三垒股份	002621.SZ	增持	人民币	23.95	-	0.09	0.47	272.15	50.62	173.96	25.71	2.45	11.98
科斯伍德	300192.SZ	买入	人民币	10.54	-	0.31	0.50	33.71	20.90	18.69	10.50	10.19	13.12
分众传媒	002027.SZ	买入	人民币	6.27	-	0.40	0.46	15.79	13.52	12.63	10.15	46.61	19.43
新经典	603096.SH	买入	人民币	59	68.49	1.83	2.28	32.19	25.88	22.7	17.8	14.20	16.2
中南传媒	601098.SH	增持	人民币	12.87	-	0.69	0.7	18.67	18.39	6.5	5.3	9.30	8.00

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 其中光线传媒、芒果超媒、平治信息、万达电影、完美世界、三垒股份、科斯伍德、分众传媒、中南传媒已经披露 2018 年业绩快报; 横店影视已经披露 2018 年年报。

目录索引

一、行业现状：市场冰点已过，渠道竞争或生变	6
1、监管、买量成本和创新乏力造就低增长，当前三大因素均有所反转	6
2、产业链结构：网易腾讯份额上维持强势，头条系正式入局或有变化	8
二、线索之一：吃鸡品类、BATTLE PASS 和自走棋或代表游戏的创新红利并未枯竭....	10
1、玩家迅速分层，中短期手游端 FPS 潜力尚未全部释放	10
2、BATTLE PASS 或许意味着微交易时代游戏厂商价格歧视的能力更强	12
3、自走棋的崛起：玩法的创新始终在不断迭代.....	14
三、线索之二：国内厂商加速出海	16
1、出海节奏明显加快，地区已经不仅仅局限在东南亚、港澳台	16
2、上市公司开始凭借产品和资本优势后来居上.....	18
3、品类上的拓展，从重度到超轻度的全面进击.....	19
四、线索之三：云游戏的最大愿景是颠覆渠道.....	22
1、云游戏：5G 时代下崭新的应用场景	22
2、GOOGLE、腾讯大厂入局，仍待产业链各个环节成熟	22
3、或颠覆渠道：从“人找游戏”到“随时随地”.....	24
五、估值讨论.....	27

图表索引

图 1: 2018 年中国游戏市场同比增长 5.3%至 2144 亿元	6
图 2: 2018 年中国移动游戏市场同比增长 15%至 1340 亿元	7
图 3: CNNIC 显示 2018 年中国游戏增速低于 2017 年	7
图 4: 中国手游用户在互联网渗透率已经达到 56%	7
图 5: 2018 年 4 月-11 月期间版号处于停止审批的状态	8
图 6: 18Q4 腾讯和网易的手游增速有所回暖	8
图 7: 市场格局已经进入稳定期, 腾讯网易头部份额增长基本停滞 (单位: %)	9
图 8: 今日头条游戏行业消耗收入迅速上升	9
图 9: 今日头条凭借流量优势正式切入游戏领域	9
图 10: 全球的轻度休闲玩家正在逐步过渡到中度忠实和重度硬核玩家	10
图 11: 2018 年手机端的休闲玩家比例略高于 PC 和主机用户比例 3pct 左右	11
图 12: 2005-2017 年进入 Top100 的主机游戏中射击游戏数量推移	11
图 13: 2005-2017 年进入 Top100 的主机游戏中射击游戏销量推移	11
图 14: 2017 年 5 月以来 Twitch 直播三类吃鸡游戏的时长指数情况	12
图 15: 《王者荣耀》战令系统简介	13
图 16: Battle Pass 进一步降低了付费门槛, 同时将游戏付费和活跃度相关联	14
图 17: Dota 自走棋玩法简单介绍	15
图 18: Steamspy 显示单日同时在线人数在自走棋推出后增长较快	15
图 19: 总部位于中国的公司海外应用总下载量	16
图 20: 总部位于中国的公司海外应用用户总支出	16
图 21: 2018 年除中国之外的全球地区中国内手游占比达到 16%	17
图 22: 2018 年除中国外全球移动游戏市场规模分布	17
图 23: 2014-2018 年各地区游戏市场年均增长率	17
图 24: 18H2 出海游戏中重度游戏下载份额减少	20
图 25: 18H2 出海游戏中轻度游戏下载份额增长	20
图 26: 18H2 出海游戏中重度游戏时长份额增长	20
图 27: 18H2 出海游戏中轻度游戏时长份额减少	20
图 28: 相比国内, 出海产品还有部分细分品类并未覆盖	21
图 29: PUBG Mobile 在海外目前月流水已经超过 4000 万美元	21
图 30: 本地游戏和云游戏的两类解决方案	22
图 31: 云游戏产业链涉及云服务商、网络运营商、平台商和内容提供商多个环节	23
图 32: Google 的 Stadia 将打通 YouTube 频道, 看完即玩	23
图 33: 腾讯在 GDC 2019 上正式发布了云游戏项目腾讯即玩	24
图 34: 云游戏对于渠道的颠覆作用或通过类似社交电商的形式实现	25
图 35: 社交电商市场近几年来规模增速较快	25
图 36: 社交电商的从业者近几年来增速较快	25
图 37: 手机淘宝上线信息流之后显著提升了 DAU	26
图 38: 小红书上线了 5.0 版本之后 DAU 提升明显	26
图 39: 2018 年 9 月主要应用商店时长和直播平台月度时长比较	27
图 40: 目前海外主流游戏公司的 PE(forward)估值普遍在 20X 左右	28

图 41: 动视暴雪 2000 年至今的 PE(forward)推移.....	29
图 42: EA 2000 年至今的 PE(forward)推移.....	29
图 43: Taketwo 2000 年至今的 PE(forward)推移.....	30
图 44: 育碧 2000 年至今的 PE(forward)推移.....	30
图 45: 完美世界、三七互娱和游族网络的 PE(forward)目前仍处于历史低位	31
表 1: 王者荣耀战令系统定价体系.....	13
表 2: 中国的游戏公司在各个地区出海收入增长加速.....	18
表 3: 2018 年中国 App 发行商出海收入榜单.....	18
表 4: Apps 下载及新安装渠道来源-2017 年 9 月.....	26
表 5: 19Q1 部分游戏公司的新品情况和当前估值情况 (2019 年 3 月 26 日) ...	28

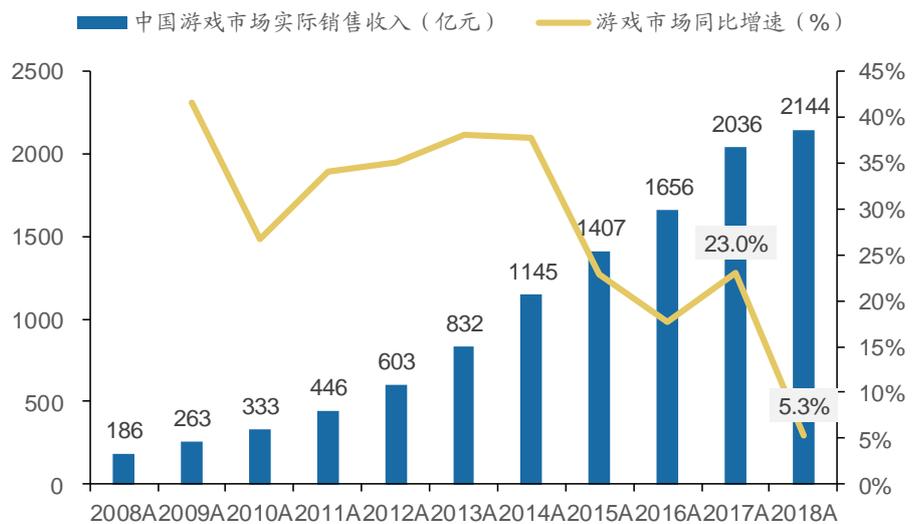
一、行业现状：市场冰点已过，渠道竞争或生变

1、监管、买量成本和创新乏力造就低增长，当前三大因素均有所反转

2018年游戏市场整体降速明显。根据伽马数据，2018年中国游戏市场实际销售收入达到2144.4亿元，同比增长5.3%，增速相较于去年的23.0%同比下滑了17.7pct，过去十年首次进入了个位数增长阶段，一方面有政策整肃管控的原因，另外一方面整体行业也进入到了成熟期，未来长期的增长趋势也将降至平稳区间。但整体上，中国游戏市场仍为全球最大的游戏市场，按照2018年中国游戏市场实际销售收入来计算，我国占全球游戏市场比例约为23.6%。

细分市场结构上移动游戏继续扩大占比，端游和页游相比下滑。细分市场占比结构依然延续了去年的趋势，根据伽马数据，移动游戏市场实际销售收入1339.6亿元，占比为62.5%，提升了5.4pct；客户端游戏市场实际销售收入为619.6亿元，占比为28.9%，下滑了3.0pct；网页游戏市场实际销售收入126.5亿元，占比为5.9%，下降了1.8pct；另外还有家庭游戏机游戏市场实际销售收入10.5亿元（-23% YoY），占比为0.5%，下滑了0.2pct。

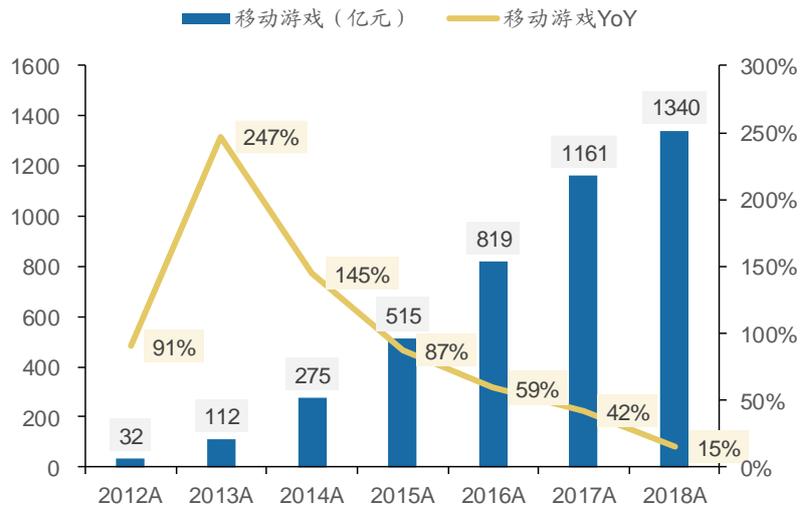
图1：2018年中国游戏市场同比增长5.3%至2144亿元



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

移动游戏市场增速下滑明显，主要原因系版号暂停审批。根据伽马数据，移动游戏同增15.4%至1340亿元，增速相较于2017年同期的41.7%大幅回落，游戏用户数增长略超预期。移动游戏市场用户数同增9.2%至6.05亿人，同比增速相比去年的4.9%有所加速，玩家数量净增加超过5000万人。另外移动游戏市场的ARPU值增速明显放缓，从2017年的210元/人增加至221元/人。结合两个数据我们认为2018年整体因为吃鸡游戏和其他轻度游戏，有较多的用户进入市场成为新的玩家，但受限于版号等因素并未变现。新用户或为2019年的增长奠定了一定的基础，2019年我们预计ARPU值的提升将快于2018年。

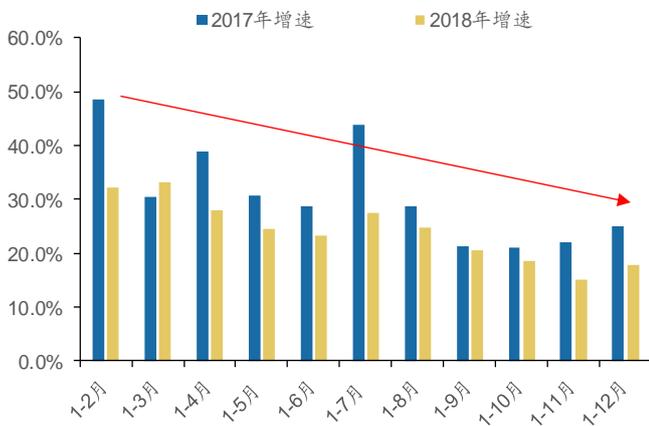
图2：2018年中国移动游戏市场同比增长15%至1340亿元



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

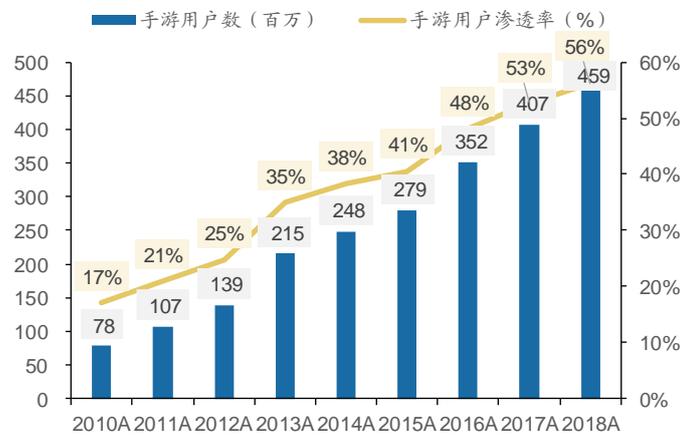
CNNIC的数据同样反映出了游戏市场的弱势。各个月份的游戏市场规模累计增速在2018年要显著慢于2017年，另外手游用户的增量约为5200万人左右，在网民当中的渗透率达到了56%。

图3：CNNIC显示2018年中国游戏增速低于2017年



数据来源：CNNIC，广发证券发展研究中心

图4：中国手游用户在互联网渗透率已经达到56%



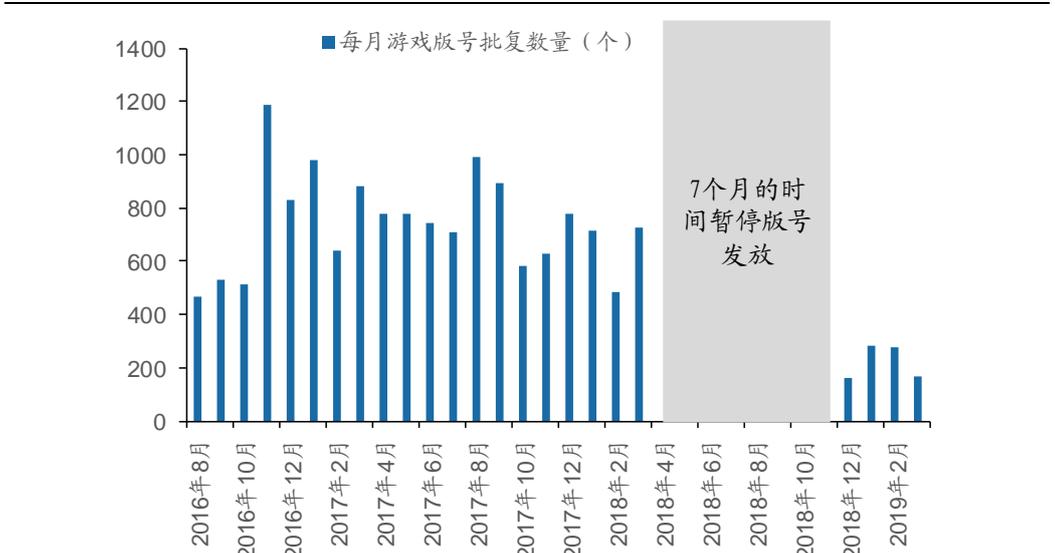
数据来源：CNNIC，广发证券发展研究中心

我们认为2018年游戏行业增速显著放缓的主要原因有三个：监管因素、买量成本上升和创新空间缩小。2018年3月之后国内游戏市场版号停止发放，影响了部分新品的推出进程；2018年互联网流量价格持续上行，导致游戏的拉新成本不断升高；而由于端转手和页转手红利消失；手游在类型上的创新走入深水区，新游戏创新乏力。

但我们认为这三个因素在2019年都有边际改善的趋势。首先在版号上，2018年12月起版号的审批开始逐渐恢复，2018年12月-2019年3月分别审批通过了164、283、279和166个版号，市场的新品供给也显著增多，如手游《完美世界》拿到版号之后在3月6日首发，登顶畅销榜至今。而互联网的流量价格近期上涨趋势也趋缓，另外随着

各种玩法创新的出现，说明本身游戏行业的创新空间，各类题材内容的红利足够满足更加细分的用户需求。

图5: 2018年4月-11月期间版号处于停止审批的状态

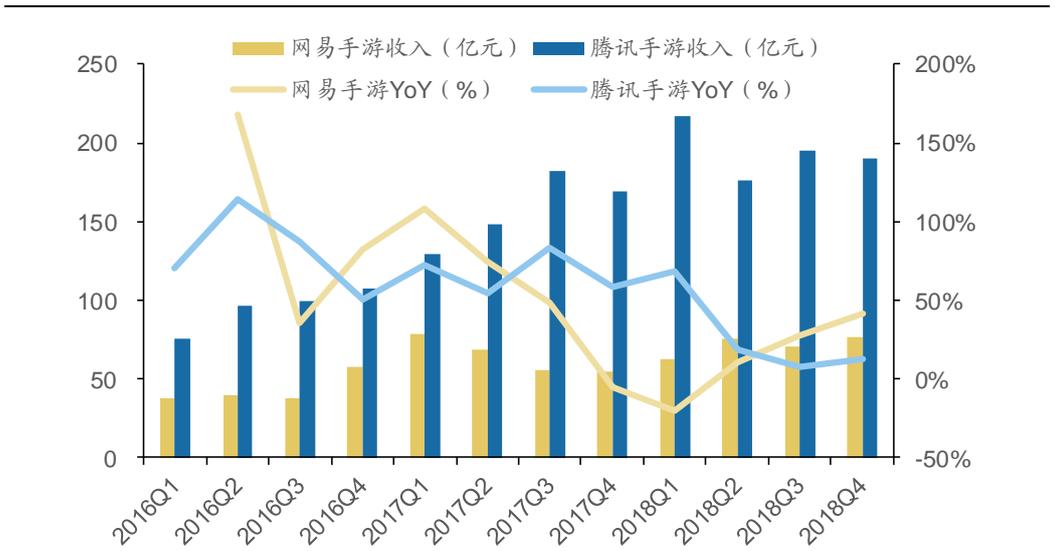


数据来源: 广电总局官网, 广发证券发展研究中心

2、产业链结构: 网易腾讯份额上维持强势, 头条系正式入局或有变化

从产业链的结构来说, 网易腾讯仍然维持强势地位, 但份额已经稳定。2018年Q1-Q4网易手游的增速分别为-20%、10%、27%和41%, 产品周期逐步向好; 而腾讯手游的增速分别为68%、19%、7%和12%, 18Q4增速也有所回暖。综合全年来看, 网易手游同增11%, 腾讯手游全年同增24%, 基本均维持稳定。

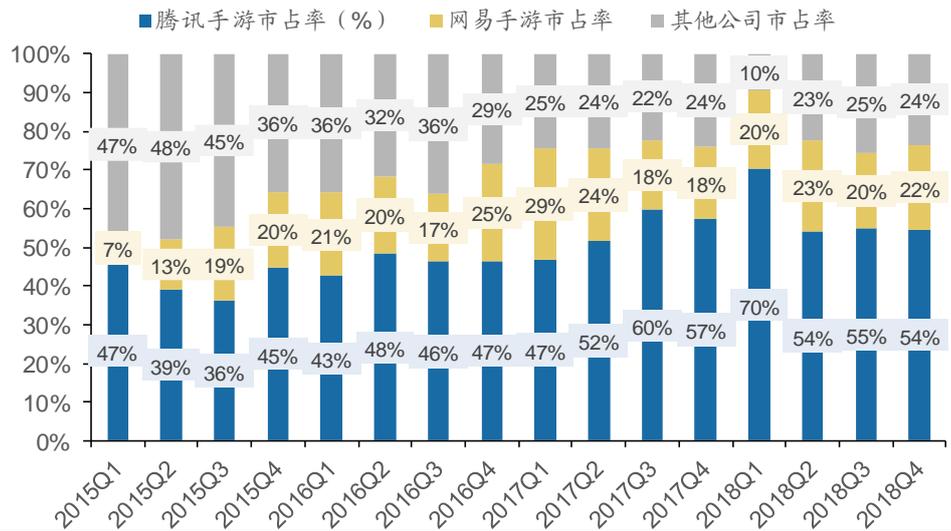
图6: 18Q4腾讯和网易的手游增速有所回暖



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

腾讯网易对其他游戏公司的挤占效应或已停止。从市占率角度来看，按照2016年手游市场是819.2亿元规模来计算，腾讯占据手游市场的46.6%，网易的份额占比达到21.86%，CR2达到了68.46%。而18Q4腾讯手游收入为190亿元，市占率约为54%；网易的手游收入达到77亿元，市占率约为22%；CR2达到76%，相比2016年略有提升，但是从17Q2开始（除18Q1之外）市占率已经基本保持稳定。

图7：市场格局已经进入稳定期，腾讯网易头部份额增长基本停滞（单位：%）

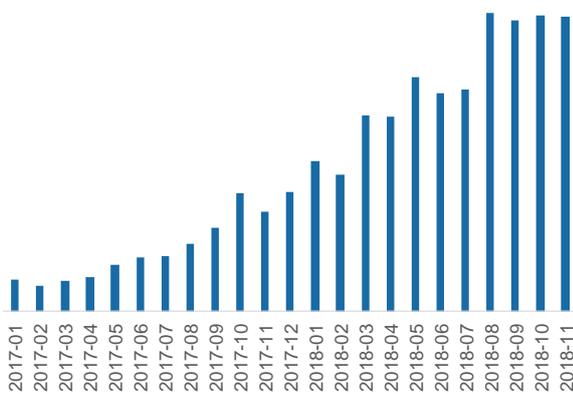


数据来源：公司季报，伽马数据，广发证券发展研究中心

而从纵向产业链上，头条入局游戏产业或成为今年竞争格局最大的变量。根据今日头条的游戏行业白皮书，在行业萧条的2018年，头条系的游戏行业消耗收入呈现指数型增长，成为了游戏产品获取流量的最重要渠道之一。而头条在2018年6月正式入局游戏流量分发领域，并在2019年1月份正式推出了小游戏，而3月中旬，头条宣布收购上海墨鹍进入研发领域。我们认为短期字节跳动仍将以自己的流量为基石涉足游戏渠道业务，而渠道端的分散或对于A股以研发、发行为主力的公司形成利好。

图8：今日头条游戏行业消耗收入迅速上升

■ 今日头条游戏行业消耗趋势收入指数



数据来源：今日头条游戏行业白皮书，广发证券发展研究中心

图9：今日头条凭借流量优势正式切入游戏领域



数据来源：今日头条游戏行业白皮书，广发证券发展研究中心

二、线索之一：吃鸡品类、Battle Pass 和自走棋或代表游戏的创新红利并未枯竭

我们此前论述了流量成本、监管收紧和创新动能减少构成了2018年行业萧条的主因。而其中流量成本和监管收紧均为外因且已经得到明显改善，而投资者目前更加疑虑的是行业未来的成长空间究竟几何？我们认为有三条线索显示行业未来前景或并不像投资者预期的那么悲观：第一条是2018H2以来的创新玩法迭代不停，分别在类型创新、付费创新、玩法创新上显示行业内生增长的动能仍在；第二条线索是国内游戏厂商加速出海，且在海外明显构筑了自己的竞争优势；第三是已经有大厂提出并跟进云游戏的解决方案，或点亮了行业的长期成长方向。

1、玩家迅速分层，中短期手游端 FPS 潜力尚未全部释放

区别于大部分投资者的思路，我们认为在已经形成足够规模的情况下，玩家在手机端的需求会与PC/主机端趋同。无论是在哪个平台上，Newzoo按照Playing、Viewing、Owning三个维度进行分层，都出现了明显的从轻度用户向重度用户的转化趋势，如玩家层面上主要从非玩家开始接触游戏，变为轻度休闲游戏的玩家，之后开始接触中重度游戏转化为中度忠实玩家，最后则会将游戏作为一种常规的生活方式，成为重度硬核玩家。

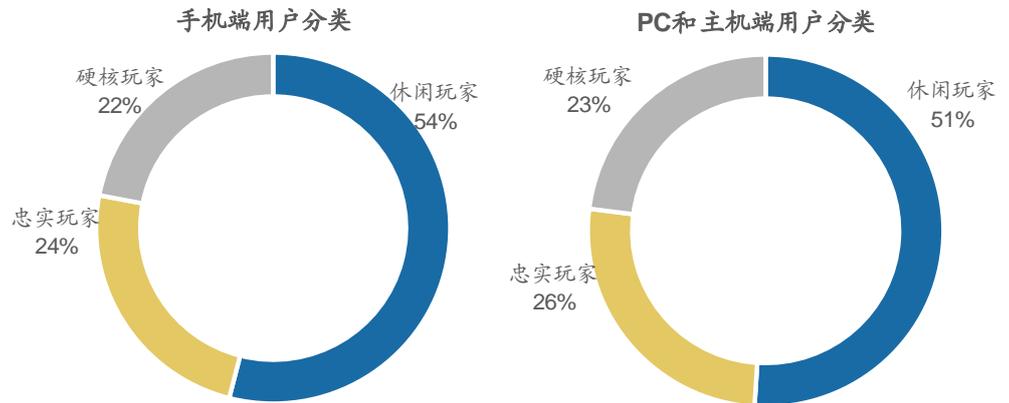
图10：全球的轻度休闲玩家正在逐步过渡到中度忠实和重度硬核玩家



数据来源：Newzoo，广发证券发展研究中心

从Newzoo对玩家的问卷调查来看，按照休闲（轻度）、忠实（中度）、硬核（重度）玩家进行分类，手机端休闲玩家、忠实玩家、硬核玩家的占比分别为54%、24%和22%，而PC/主机端休闲、忠实、硬核玩家的占比则分别为51%、26%和23%。手机端休闲玩家比例仅比PC和主机高出3pct，硬核玩家少1pct，忠实玩家少2pct，我们认为这或许反映了由于用户基数的扩大，手机、PC和主机作为不同的平台面对的消费者群体或许正在趋同。

图11: 2018年手机端的休闲玩家比例略高于PC和主机用户比例3pct左右



数据来源: Newzoo, 广发证券发展研究中心

注: 统计时间为2018年12月, 统计方法为抽样调查

所以我们认为用户对于游戏的需求或许也将趋同, 主机游戏当中射击品类的强势位置或将通过“吃鸡类”等FPS手游逐步嫁接至手机端。我们梳理了VGchartz历年主机端Top100游戏的销量和品类情况, 射击类游戏是最强势的游戏类型, 截至2017年, 进入销量Top100的射击类游戏达到了22款, 而其总销量超过了5000万份, 占比达到了26%, 另外还有大量的游戏糅杂了Shooting的元素。目前手机端因为硬件和解决方案的不成熟, 射击类游戏还并未这么流行, 但“吃鸡类”手游的强势代表已经出现了这样的迹象。

图12: 2005-2017年进入Top100的主机游戏中射击游戏数量推移



数据来源: VGchartz, 广发证券发展研究中心

图13: 2005-2017年进入Top100的主机游戏中射击游戏销量推移

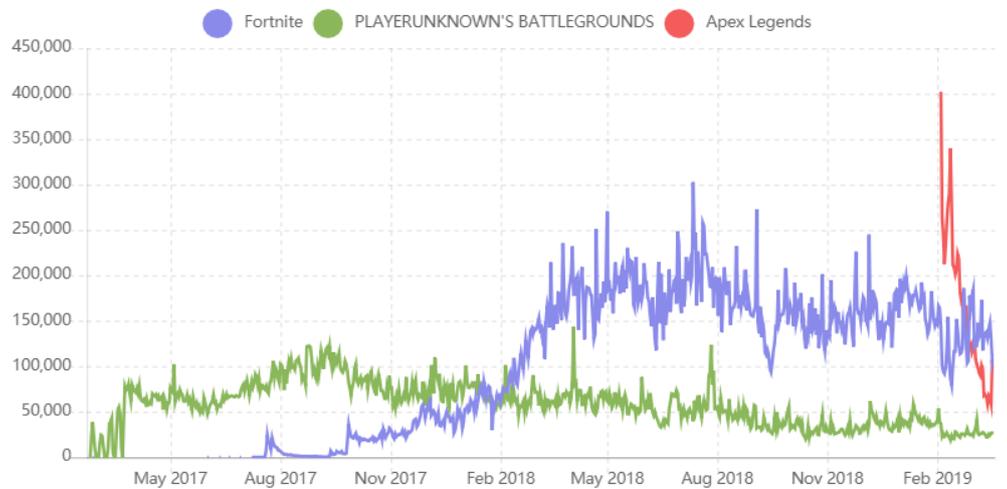


数据来源: VGchartz, 广发证券发展研究中心

“吃鸡”本质上是一种玩法, 版号的停滞我们认为只是短期现象。由于版号停滞, 目前腾讯的《刺激战场》、《全军出击》两款吃鸡类手游均未能拿到版号没有进行商

业化，因此国内玩家的大部分时长并未进行变现，但我们认为“吃鸡”玩法和其他美术、主题元素嫁接的可能性，未来总会出现类似玩法的爆款游戏拿到版号将玩家的这部分需求进行商业化变现。我们以海外为例，从Twitch直播平台的直播时长可以看到2017年年中以来已经有三个头部游戏利用吃鸡元素迅速崛起，首先是吃鸡类游戏的开创者《绝地求生PUBG》，然后2018年以来《堡垒之夜 Fortnite》增长迅速，近期则是EA的新作品《Apex Legends》取得了较大的热度。这说明只要这一玩法能够容纳不同的主题和美术风格，未来厂商必然能够在商业化上做出突破，为国内游戏市场提供增量。

图14: 2017年5月以来Twitch直播三类吃鸡游戏的时长指数情况



数据来源: SullyGnome, 广发证券发展研究中心

2、Battle Pass 或许意味着微交易时代游戏厂商价格歧视的能力更强

厂商创新空间仍在的第二个线索在于Battle Pass的流行。此前《堡垒之夜 Fortnite》设计了Battle Pass这一崭新的付费体系：玩家可以购买游戏通行证，凭此加上日常的游戏进阶可以最后领取相应的皮肤、道具奖励，简单来说就是“花钱买奖励”。在这一模式的助推下，根据Superdata，《堡垒之夜》全年收入突破了25亿美元，付费率高达68.8%，远高于其他竞技类游戏15-20%的付费率。这一付费模式在海外市场已经得到了充分验证，腾讯的《PUBG Mobile》在开启了Royale Pass系统之后，2018年6月份总收入超过了2500万美元，而根据最新Superdata的数据，1月份流水已经突破了4500万美元。

而《王者荣耀》在2019年1月份的更新当中加入了战令系统，验证了这一付费设计同样适用于国内玩家。战令系统主要系：玩家可以购买进阶版（388点券）和典藏进阶版（1288点券）两类Battle Pass，获得更高的等级上限，而购买了进阶版之后每周的任务经验会更多，升级将更快，而升到一定的等级，系统将赠送一些免费的道具和皮肤。如果没有时间进行升级，则在购买进阶版之外可以直接买级，一般折算为80点券/级，《王者荣耀》1-30级分别对应80、800、2000、2400点券，对应的累计奖励分别为2、22、55、65件商品。

图15: 《王者荣耀》战令系统简介



进度界面
每级可领取对应奖励，精英版60级，进阶版最高可达200级

任务界面
每周最多获得19900任务经验，进阶版可获每周签到经验包，约2000经验/周



升级界面
80点券/级(8元/级)



兑换界面
可获皮肤宝箱、碎片等奖励

数据来源: 《王者荣耀》游戏截图, 广发证券发展研究中心

根据我们对于《王者荣耀》热度的检测, 战令系统更新推出之后《王者荣耀》的热度显著攀升, 微信指数在2月2日攀上了4134万的高峰, 环比增长了151%, 而同天《刺激战场》只有476万的微信热度。

表 1: 王者荣耀战令系统定价体系

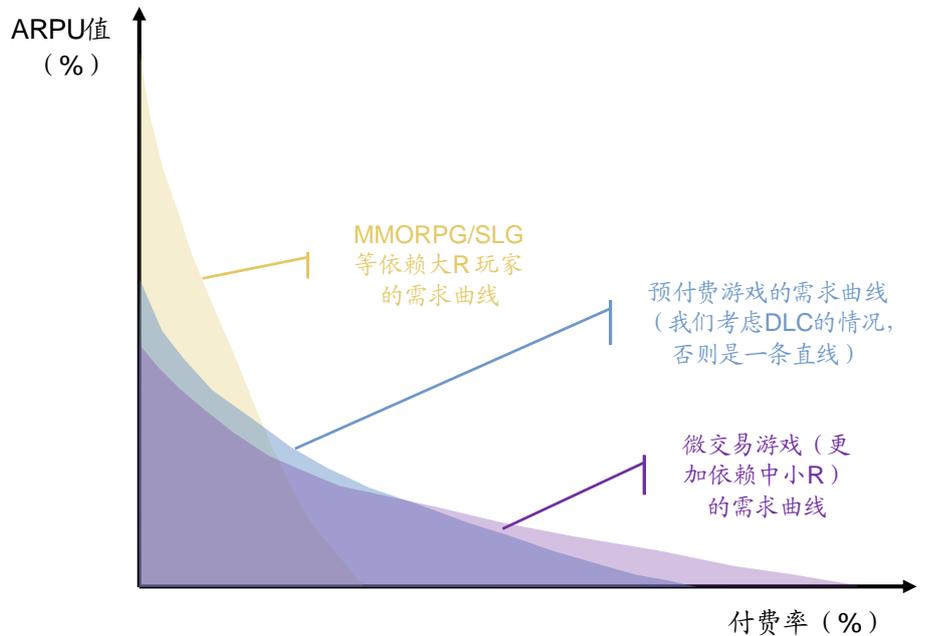
项目	精英版	进阶卡	典藏进阶卡
价格	免费	388点券(38.8元)	1288点券(128.8元)
三款皮肤	无	英雄购价68.8元/个	英雄购价68.8元/个
每周签到礼包	无	约2000点经验/周	约2000点经验/周
总级别数	60级	200级	200级
赠送级别	无	无	30级
满级所需经验	120000	400000	340000
每周最多经验	19900	约21900	约21900
满级所需时间	超过6周	约18周	约15周

数据来源: 《王者荣耀》游戏, 广发证券发展研究中心

Battle Pass的设计颠覆之处在于增加了微交易的场景, 同时将玩家的付费能力和活跃程度关联, 越硬核的核心玩家越倾向于付费, 很好的兼顾了付费率和游戏健康生态。如果我们将游戏视作一种提供商品, 厂商是可以通过各类虚拟商品实现价格歧视的, MMORPG/SLG等模式通过数值变现做到了付费用户高ARPU, 但是这类游戏的付费率一般较低(个位数居多); 海外的主机大作一般是预付费的形式, 随后辅助DLC、衍生品等部分降低了付费门槛, 但是轻度玩家因为购买价格较贵往往不能满

足开始游戏的门槛，付费人数天然受到限制；微交易的形式包括抽卡、Battle Pass 等设计，让游戏的小额付费更多，更加依赖于中小R，付费基数扩大带来游戏的健康增长。

图16: Battle Pass进一步降低了付费门槛，同时将游戏付费和活跃度相关联



数据来源: Necromanov 知乎专栏“旗舰评论”《堡垒之夜：游戏付费的第三次革命》，广发证券发展研究中心

3、自走棋的崛起：玩法的创新始终在不断迭代

第三类创新则主要是自走棋所代表的玩法创新。DOTA自走棋由国内的巨鸟多多工作室研发，内置于valve公司的老牌MOBA游戏DOTA2的创意工坊中，即以DOTA2提供的人物模型和数据自主发明的新玩法地图，游戏核心玩法创意来源于中国麻将。游戏1月4日上线，十天游玩人数即破10万，目前游戏订阅人数达657万，同时在线人数30万以上。

比赛的模式可以简述为：8名玩家形成一局棋，每玩家各有100点血量，每回合组建自己的棋子组合对抗对手，防守成功便保持血量，若失败则依据对方剩余棋子扣除己方血量，血量归零则被淘汰，最终剩下的即为胜者。每回合包括两个阶段，准备阶段玩家可以在刷新的5个棋子中挑选并使用金币购买，也可以选择花费2个金币刷新5个待选棋子，在战斗阶段开始前摆放到棋盘上。战斗阶段由棋子进行自动战斗，无需操作，玩家可进行升级人口和卖出棋子的操作。

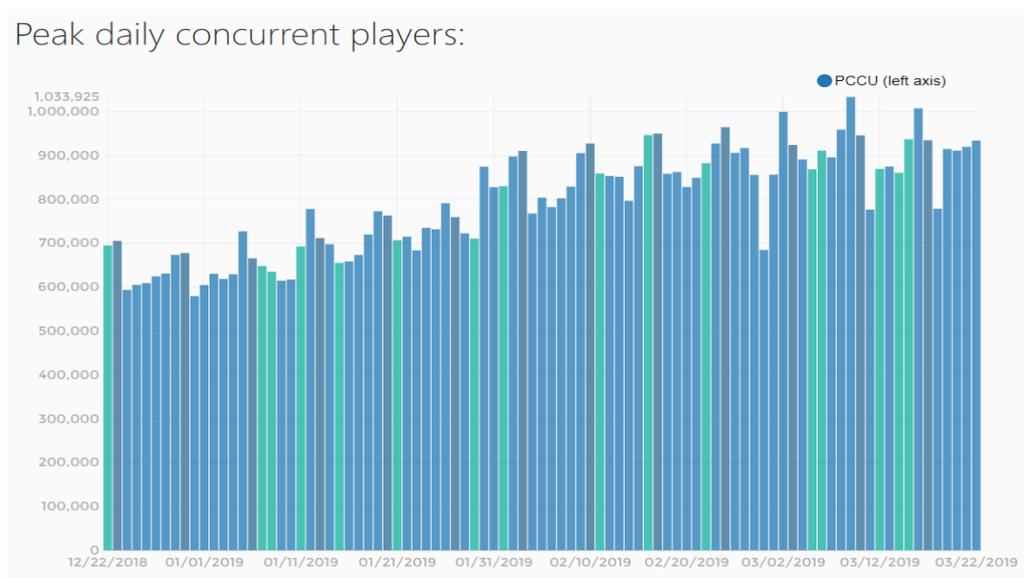
图17: Dota自走棋玩法简单介绍



数据来源: DOTA2游戏截图, 广发证券发展研究中心

Dota自走棋上线之后迅速走红, 网友甚至戏称Dota只是Dota自走棋的游戏启动器, 我们截取Steam上Dota每日同时在线人数峰值来计算, 可以发现, 从1月初Dota自走棋推出之后用户数量持续上升, 峰值在线人数达到了103万人, 相比12月份60万人同时在线的水平高出近60%。目前该地图的研发商巨鸟多多已经确定将由龙渊网络发行, 并已经开启预约, 目前在TapTap上的预约人数已经达到55.2万人。另外这一玩法也能够套用到成熟IP的试验性项目上, 如网易的游戏《逆水寒》就在3月19日上线了豪侠战棋玩法。自走棋的成功充分说明了即使是在成熟的游戏类型中, 通过微创新和玩法的迭代, 依然存有提升用户价值的极大空间。

图18: Steamspy显示单日同时在线人数在自走棋推出后增长较快



数据来源: Steamspy, 广发证券发展研究中心

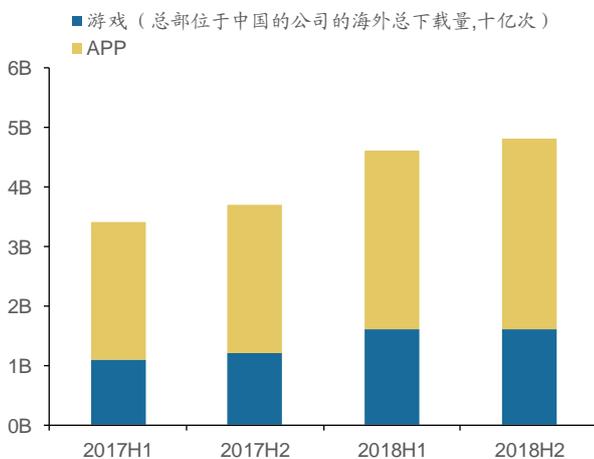
三、线索之二：国内厂商加速出海

第二条大的线索体现在游戏公司的出海节奏明显加快，我们在计算国内游戏公司的市场空间时或过于关注国内市场的情况而忽略了海外市场已经形成了国内游戏公司收入增长的重要增量空间。而2018年来看，国内厂商首先在区域上不仅仅局限于东南亚和港澳台，另外在日韩、欧美也均有布局；第二是出海的竞争开始激烈，集体出海之后上市公司凭借产品和资本开始体现出部分优势；第三是在产品品类上也逐渐由SLG、ARPG品类拓展至轻度、MOBA、FPS等全品类覆盖。

1、出海节奏明显加快，地区已经不仅仅局限在东南亚、港澳台

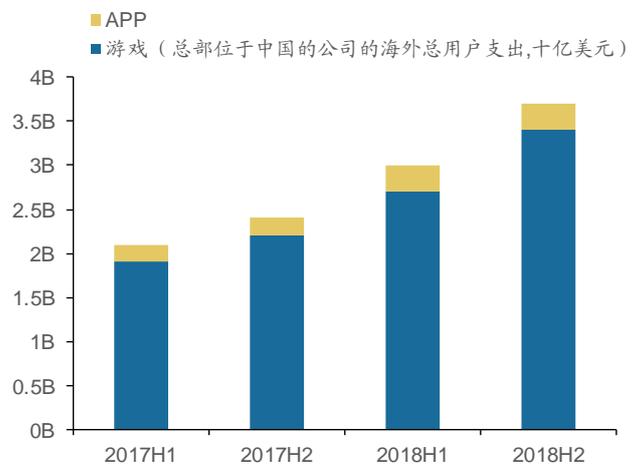
根据App Annie的统计，国内应用出海的下载量和收入都增长明显。2018年全年游戏的下载量或达到32亿次，相比2017年全年的23亿次增长了39%，高于同期App端29%的增速；从收入口径来说，用户在中国游戏上的花费达到了61亿美元以上，同比去年41亿美元的水平增长了50%，18H2的55%左右的增速相比18H1的40%增速甚至有所加速。接近400亿人民币的中国海外手游流水基本相当于国内手游市场的1/3左右。

图19：总部位于中国的公司海外应用总下载量



数据来源：App Annie，广发证券发展研究中心

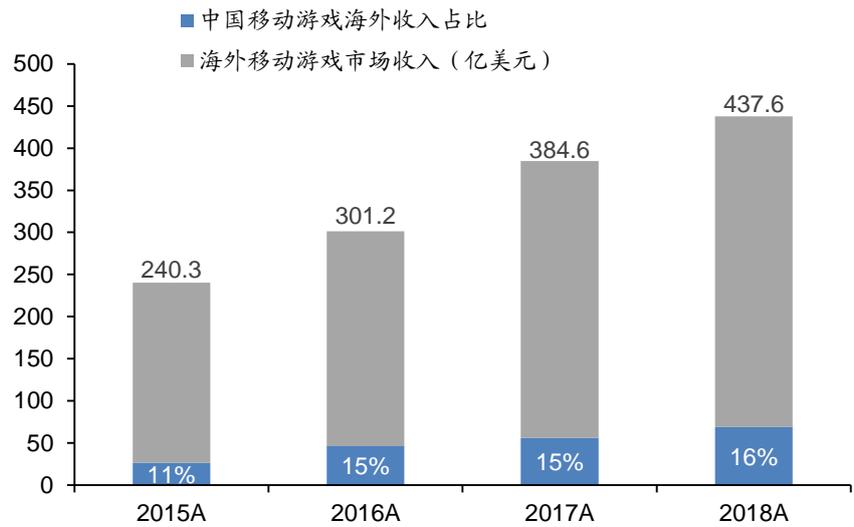
图20：总部位于中国的公司海外应用用户总支出



数据来源：App Annie，广发证券发展研究中心

App Annie的统计数据基本与伽马数据相吻合，目前中国手游在除中国外的地区占比份额达到了16%以上。根据伽马数据，2018年除中国外的海外手游市场规模达到437.6亿美元，同比增长14%，而中国游戏同比增长23%达到69.1亿美元，份额达到16%左右。我们认为随着国内大厂集体出海趋势持续发展，后续这一比例还有继续上提的可能。

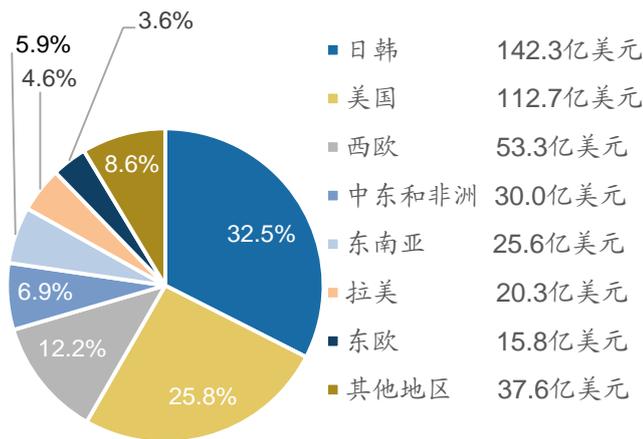
图21: 2018年除中国之外的全球地区中国内手游占比达到16%



数据来源: 伽马数据&Google《中国移动游戏海外市场发展报告》, 广发证券发展研究中心

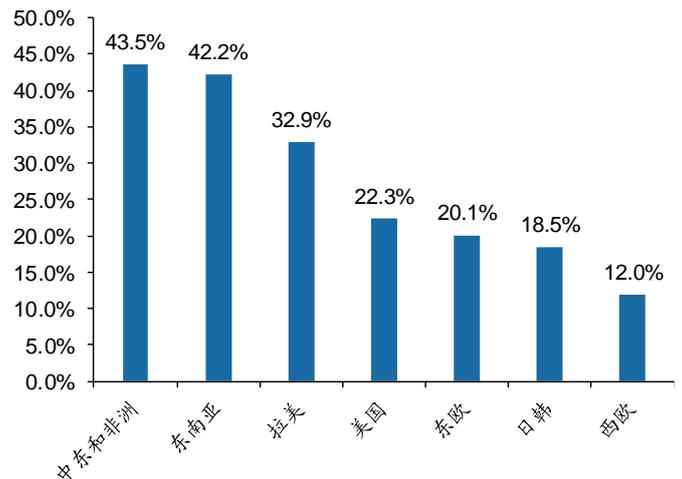
而在出海的区域来看, 此前国内厂商占比较大的东南亚增速较快, 日韩和美国市场占比仍最大。从市场规模来看, 日韩合计占比达到32.5%约为142.3亿美元, 美国其次占比25.8%达到112.7亿美元, 而这三个市场本国的游戏公司产品能力较强, 之前国内厂商的出海主要以东南亚和港澳台为主, 2018年东南亚市场约为25.6亿美元, 占比5.9%, 但从2014-2018年来看年均增速仅次于中东和非洲, 达到42.2%。中东地区和非洲市场规模约为30亿美元, 占比6.9%, 年均CAGR达到43.5%, 这部分市场近年来国内厂商也逐步开始渗透。

图22: 2018年除中国外全球移动游戏市场规模分布



数据来源: 伽马数据&Google《中国移动游戏海外市场发展报告》, 广发证券发展研究中心

图23: 2014-2018年各地区游戏市场年均增长率



数据来源: 伽马数据&Google《中国移动游戏海外市场发展报告》, 广发证券发展研究中心

注: 主要选取2014-2018年间计算市场规模CAGR (%)。

根据App Annie的统计，在国别的拓展上2018年国内厂商在日韩美等成熟市场的份额明显大涨。从下载端口径来看，国内游戏在美国市场的下载量增速达到41%，远超2017年的-1%，此外在印度、俄罗斯、土耳其等此前并不强势的国家都取得了较大的进步；而从收入口径上更加明显，国内游戏在美国市场的收入增速达到60%，相比去年51%的高增长提升9pct，在日本市场增速为72%，相比去年的62%增速高出10pct，在韩国市场增速为84%，远高于2017年的19%的增速。此外，国内厂商在德国、英国、法国、加拿大等成熟市场地区均取得了较大的增长，说明国内公司的产品竞争力有了进一步的提升。

表 2: 中国的游戏公司在各个地区出海收入增长加速

主要市场（按总部位于中国的公司的游戏下载量排名）				主要市场（按总部位于中国的公司的游戏用户支出排名）			
iOS 与 Google Play 综合数据				iOS 与 Google Play 综合数据			
排名	国家/地区	2018A YoY	2017A YoY	排名	国家/地区	2018A YoY	2017A YoY
1	美国	41%	-1%	1	美国	60%	51%
2	印度	78%	71%	2	日本	72%	62%
3	印尼	67%	22%	3	韩国	84%	19%
4	巴西	37%	0%	4	中国台湾	4%	8%
5	越南	45%	28%	5	德国	40%	40%
6	泰国	26%	-1%	6	中国香港	23%	19%
7	俄罗斯	16%	7%	7	英国	55%	48%
8	墨西哥	28%	-10%	8	俄罗斯	26%	31%
9	土耳其	33%	-2%	9	法国	47%	59%
10	菲律宾	36%	5%	10	加拿大	52%	68%

资料来源：App Annie，广发证券发展研究中心

2、上市公司开始凭借产品和资本优势后来居上

从出海的厂商来看，逐渐由原来以专取出海的中小厂商为主转变为大型、中型公司并重的格局。我们整理了2018年7月-10月的中国App出海发行商榜单，可以发现Top30榜单当中上市公司(标红)已经占据了接近半壁江山，7-10月上市公司在Top30当中的个数分别为11、13、13和12个。另外国内大厂如腾讯、网易在海外的的发展尚未形成寡头垄断的局面，目前出海市场仍是群雄割据的阶段，上榜的其他公司凭借单一大作就能够进入榜单前列，而一款头部作品能够在此时给公司带来大量的本地化运营经验积累、资本积累等，从而在国内大厂尚未进入之前提前建立核心竞争力。

表 3: 2018 年中国 App 发行商出海收入榜单

排名	7月	8月	9月	10月
1	FunPlus	网易	FunPlus	FunPlus
2	网易	FunPlus	网易	IGG

3	IGG	IGG	IGG	网易
4	智明星通	智明星通	智明星通	智明星通
5	腾讯	腾讯	Game168	友塔游戏
6	龙创悦动	龙创悦动	腾讯	腾讯
7	易幻网络	Game168	龙创悦动	龙创悦动
8	Game168	龙腾简合	创酷互动	莉莉丝游戏
9	龙腾简合	创酷互动	龙腾简合	创酷互动
10	Tap4Fun	散爆网络	游族	游族
11	卓杭网络	Tap4Fun	卓杭网络	龙腾简合
12	昆仑	卓杭网络	米哈游	卓杭网络
13	37 互娱	百度	沐瞳科技	沐瞳科技
14	创酷互动	心动网络	百度	猎豹移动
15	沐瞳科技	游族	猎豹移动	易幻网络
16	盖娅互娱	易幻网络	散爆网络	英雄互娱
17	神州泰岳	昆仑	神州泰岳	神州泰岳
18	米哈游	沐瞳科技	Tap4Fun	37 互娱
19	游族	猎豹移动	易幻网络	百度
20	猎豹移动	神州泰岳	昆仑	Tap4Fun
21	掌趣	37 互娱	37 互娱	昆仑游戏
22	乐元素	米哈游	莉莉丝游戏	散爆网络
23	绝地科技	掌趣	英雄互娱	掌趣
24	莉莉丝游戏	绝地科技	心动网络	米哈游
25	天象互动	乐元素	原力棱镜科技	乐元素
26	心动网络	盖娅互娱	绝地科技	原力棱镜科技
27	绿洲游戏	莉莉丝游戏	掌趣	心动网络
28	奇酷工场	玩友时代	乐元素	梦加网络
29	Word find	奇酷工场	创智优品	绝地科技
30	狂热网络	Word Find	奇酷工场	创智优品

资料来源：App Annie，手游那点事，广发证券发展研究中心

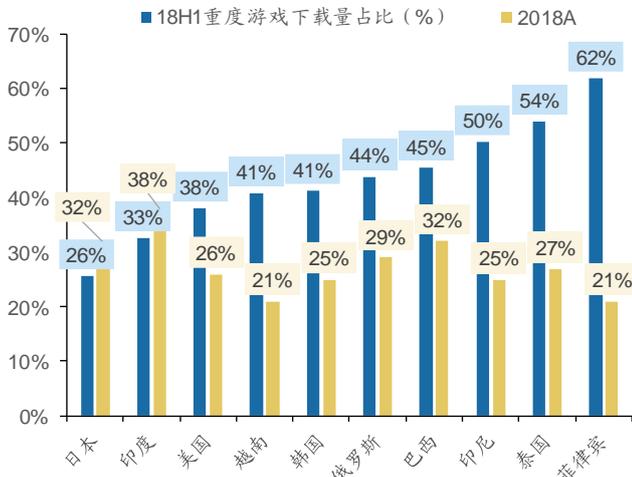
3、品类上的拓展，从重度到超轻度的全面进攻

出海在品类上呈现出重、中、轻度游戏齐头并进的局面，这说明国内厂商的产品在各个维度上已经建立起了优势。根据App Annie的统计，在下载总量上2018年全年海外游戏下载量同增39%达到了32亿次，而在结构上呈现出了非常有趣的一点是轻度游戏的下载份额有所上升，重度游戏的下载份额有所下降；而从时长维度上，重度游戏的时长份额却在增加，而轻度游戏的时长份额却在下降。在手机这一终端上，目前手机游戏呈现出了两极分化的趋势：重度游戏的沉浸感越来越强，而超轻度游戏也同样越来越流行，前者的核心衡量指标往往是付费、时长，而后的核心衡量指标往往是下载量。

在下载量份额上轻度游戏占优，说明国内厂商在超轻度游戏上竞争力不输海外大厂。

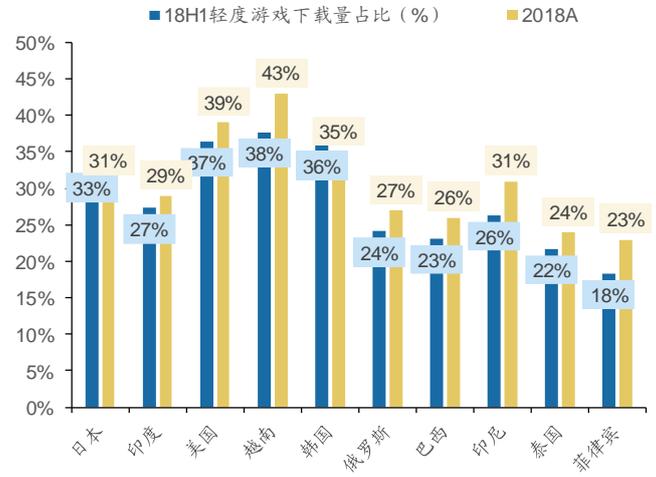
如SuperTapx旗下的《Love Balls》，创智优品的《Word Connect》、《Word Link》等优秀的超休闲游戏均取得了较好的成绩。

图24: 18H2出海游戏中重度游戏下载份额减少



数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

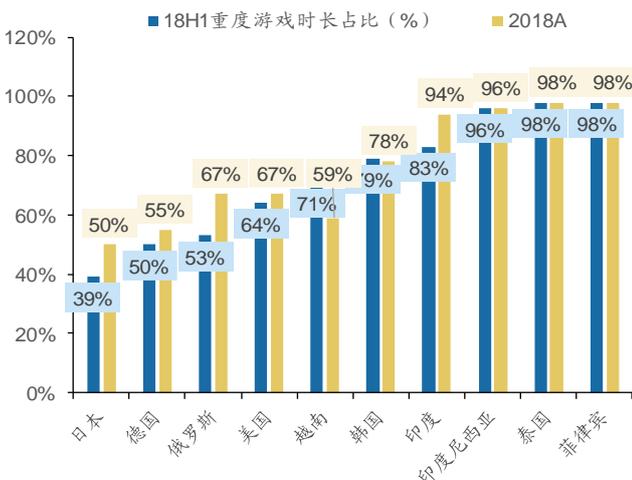
图25: 18H2出海游戏中轻度游戏下载份额增长



数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

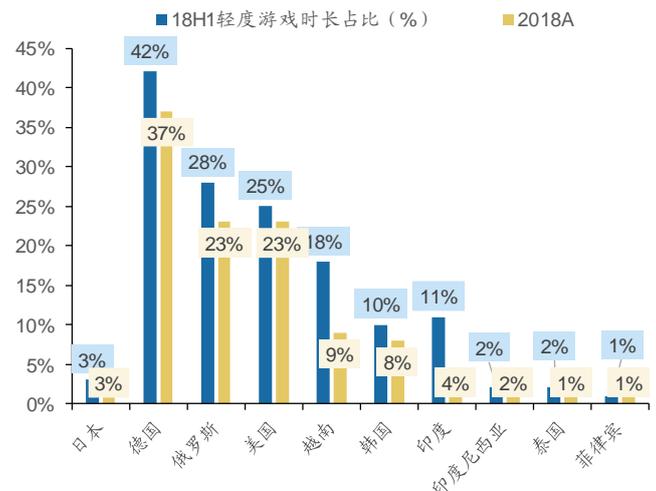
重度游戏历来就是国产游戏的强项，时长份额上升说明在重度手游上国产厂商已经形成了竞争优势。在重点的日本、美国、德国、印尼市场，重度游戏的时长占比分别上升11pct、3pct、5pct和0.5pct达到50%、67%、55%和96%。而在日本，如网易的《荒野行动》这样的FPS游戏也实现了中国游戏日本出海的最好成绩，腾讯的《PUBG》也在近期登顶美国畅销榜第一名，在传统游戏强国日本和美国取得这样的成绩足以说明我国手游的产品力已经形成了较厚的竞争优势。

图26: 18H2出海游戏中重度游戏时长份额增长



数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

图27: 18H2出海游戏中轻度游戏时长份额减少

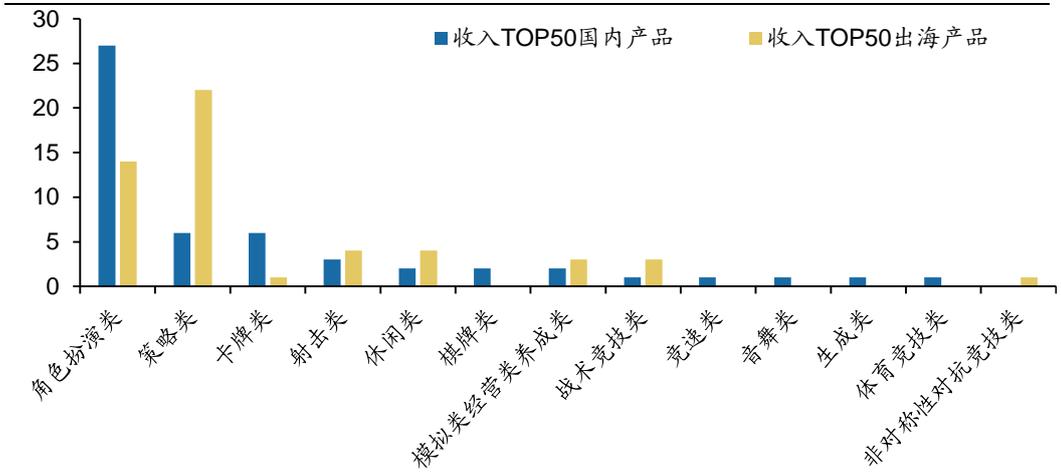


数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

根据伽马数据,从具体的品类来看,出海产品的品类基本已经和国内头部游戏趋同,在某些细分品类上有所缺失。国内和出海同样是角色扮演类和策略类为主,但是出

海在棋牌类、竞速音舞类、生存类、体育竞技类等领域仍未出现代表作，我们认为随着头部厂商的逐步出海，细分领域产品的覆盖也将逐渐齐全。

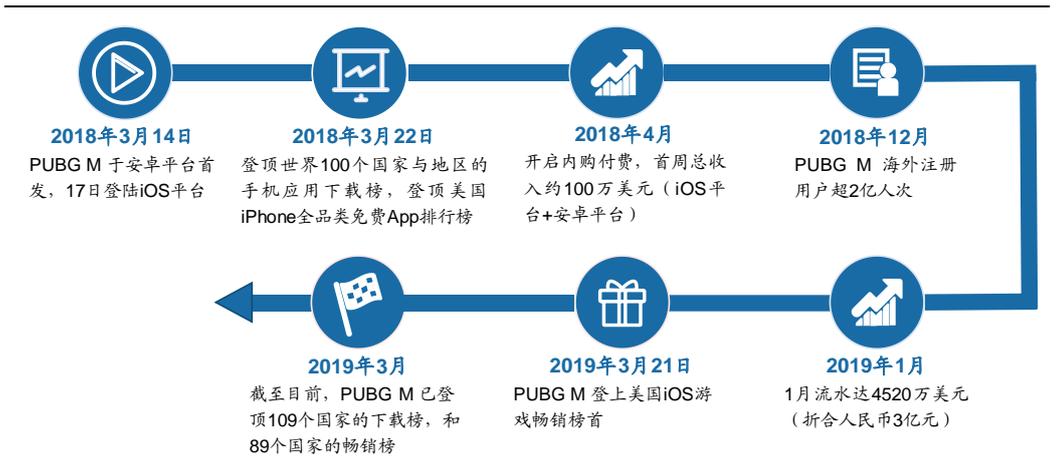
图28: 相比国内，出海产品还有部分细分品类并未覆盖



数据来源：新浪新闻、腾讯游戏等，广发证券发展研究中心

比如我们此前欧美厂商擅长的FPS为例，腾讯的PUBG Mobile于2018年3月在海外上线，此后DAU成长十分迅速，在3月当月即登顶超过100个国家地区的下载排行榜首，在2018年年底其海外注册用户超过了2亿人次，DAU的增长也滞后反映在了收入上，根据Superdata的统计，2019年1月PUBG Mobile的流水超过了4500万美元，达到了新的峰值，甚至在3月22日登顶美国畅销榜第一名，这是中国游戏第一次实现此成就。

图29: PUBG Mobile在海外目前月流水已经超过4000万美元



数据来源：新浪新闻、腾讯游戏等，广发证券发展研究中心

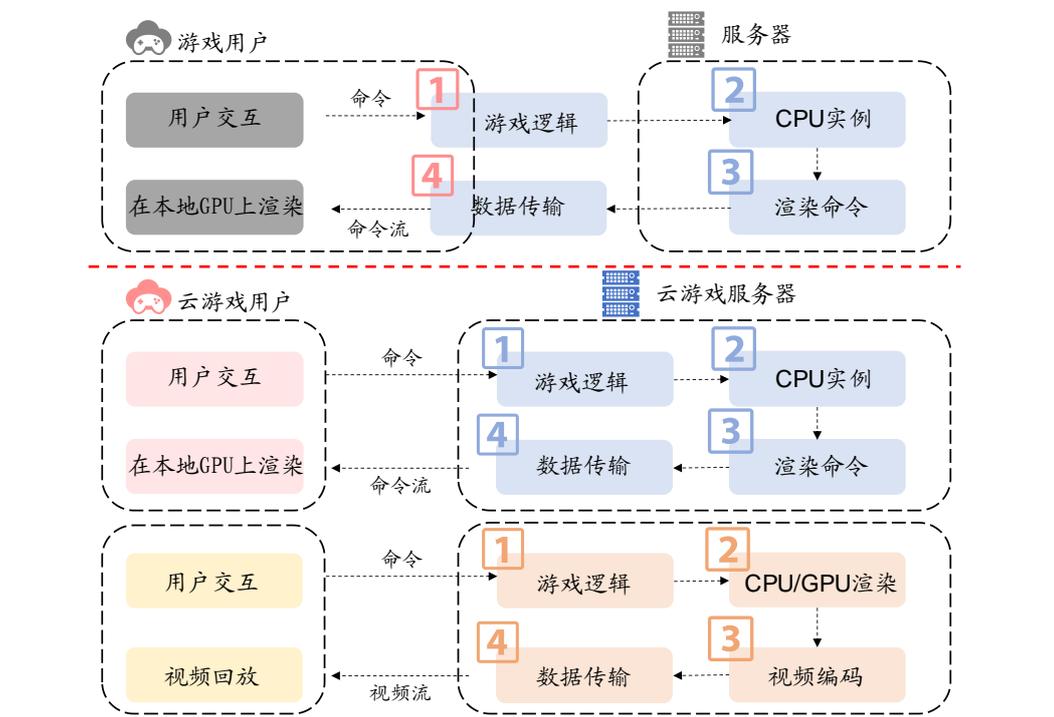
四、线索之三：云游戏的最大愿景是颠覆渠道

第三条大线索则主要来自于云游戏，有望改变玩家的游戏习惯，催生更加高频的需求，甚至是颠覆现有的游戏渠道。而长远来看5G网络通畅之后将彻底打通云游戏这一场景，真正让游戏做到入口、地点、时间都无所限制。目前Google、腾讯等大厂均已经入局，未来的最大愿景我们认为或许是颠覆现有以应用商店为核心的渠道体系，做到通过社交和内容来充当游戏的渠道。

1、云游戏：5G 时代下崭新的应用场景

云游戏的最大特点在于，其能够让消费者在多平台，通过移动网络体验游戏作品。玩家只需利用家中的接收设备接收来自于云端的游戏内容和数据信息，操纵杆、手柄、键盘等设备的操作信息也会反馈到云端，整个游戏的主机就是云服务器。目前主流的云游戏主要可以分成云端回传的是命令流还是视频流两类，我们在此处提到的云游戏一般指后一种，云端需要承担视频的输工作，最后在本地是视频回放，不像第一种解决方案，需要进行本地渲染和最后输出。这一解决方案的优势在于不依赖本地的计算能力，而更加看重视频的传输速度，即网速和延迟情况。

图30：本地游戏和云游戏的两类解决方案



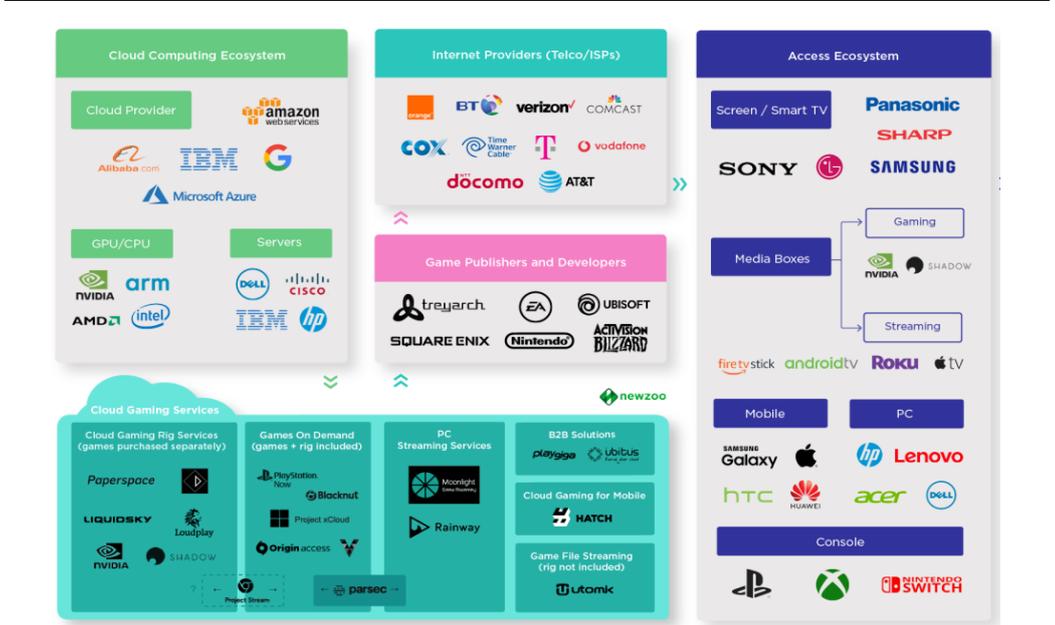
数据来源：Newzoo《Cloud Gaming Report》，广发证券发展研究中心

2、Google、腾讯大厂入局，仍待产业链各个环节成熟

从云游戏涉及的产业链条上，可以主要分成以下几类厂商：1) 云计算厂商，比如云服务的提供者Amazon、Google、阿里巴巴、腾讯等；2) 第二类是网络基础设施提

供者；3）第三类是云游戏的配套第三方提供商，比如NVIDIA、Unity等厂商；4）各类云游戏的承接渠道：如智能电视、PC、手机、主机等平台；5）最后则是游戏的发行商和研发商，比如EA、动视暴雪、育碧、任天堂等厂商。目前国内涉及云游戏产业链的角色主要系腾讯、阿里等云计算厂商和游戏发行商、内容商。

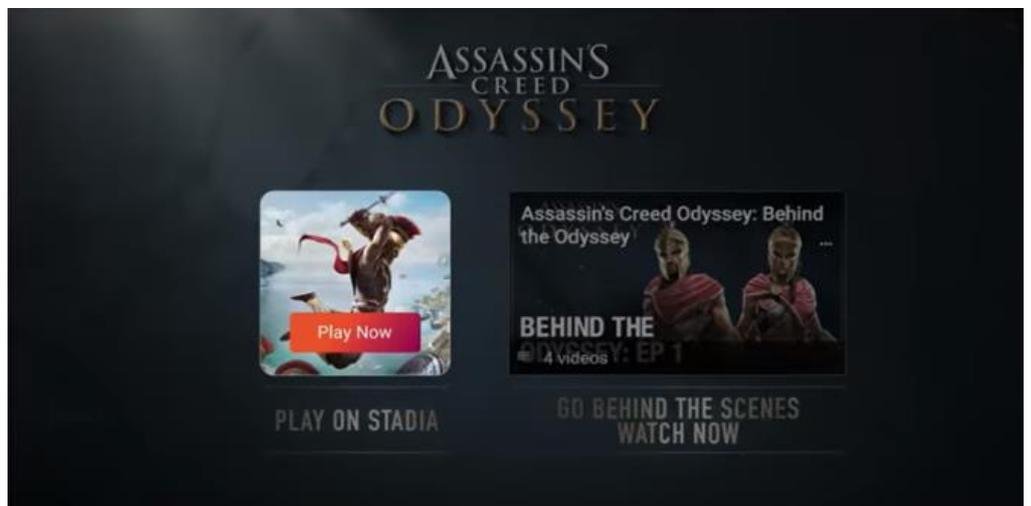
图31：云游戏产业链涉及云服务商、网络运营商、平台商和内容提供商多个环节



数据来源：Newzoo《Cloud Gaming Report》，广发证券发展研究中心

Google首先在GDC（游戏者开发大会）上推出了Stadia云游戏服务，此前在10月份Google曾向美国玩家推出了游戏串流项目Project Stream，与育碧合作提供最新版《刺客信条》。根据工作人员的描述，Stadia用户可以在台式机、笔记本、电视、平板和手机上玩游戏，另外Google的云游戏计划还将与直播渠道YouTube深度结合，为Stadia推出了Crowd Play功能，直播过程中，主播可以让挑战的玩家进入一起玩；玩家也可以在任何时候存档、生成链接分享到社交平台。

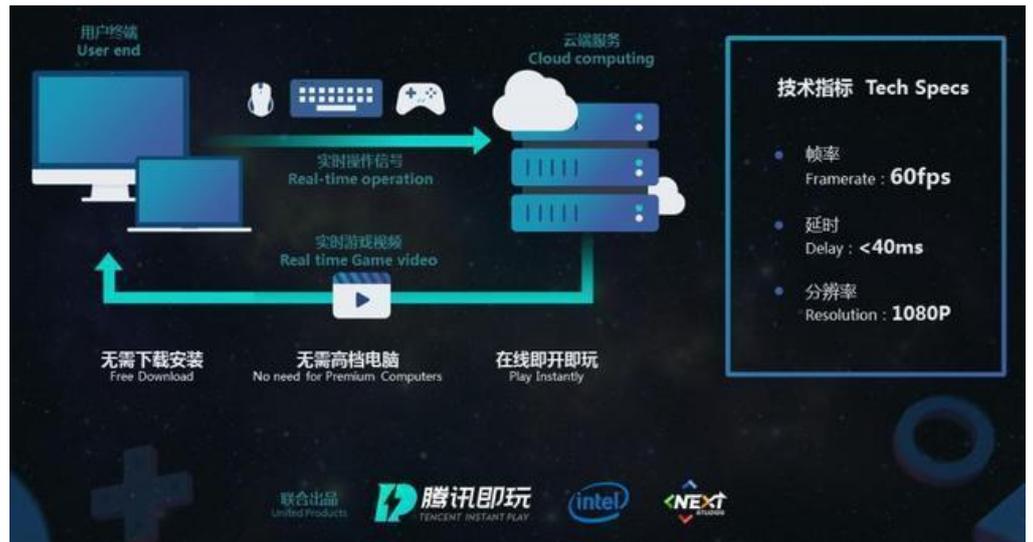
图32：Google的Stadia将打通YouTube频道，看完即玩



数据来源：YouTube截图，广发证券发展研究中心

而在GDC 2019上，“腾讯即玩”发布并阐述了有关云游戏的全新项目的相关规划与技术路线图，腾讯打算围绕云游戏打造完整生态，基于云游戏技术探索商业模式。腾讯即玩在GDC现场展示了北极光工作室旗下生存类游戏《无限法则》以及NEXT Studios旗下的《幽林怪谈》。在技术指标上，腾讯即玩实现了60fps的帧率、低于40ms的延时和1080P的分辨率。

图33：腾讯在GDC 2019上正式发布了云游戏项目腾讯即玩

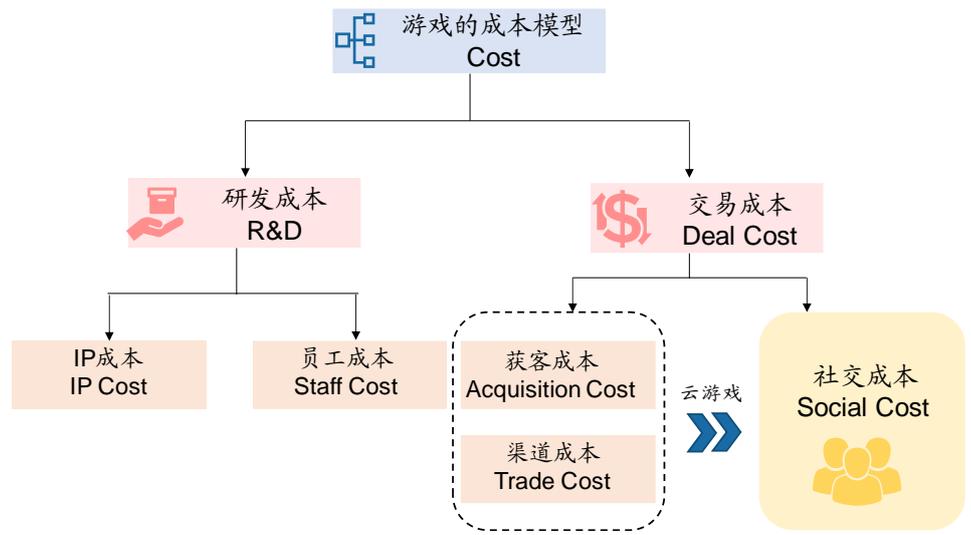


数据来源：MWC 2019，腾讯，英特尔，广发证券发展研究中心

3、或颠覆渠道：从“人找游戏”到“随时随地”

我们认为云游戏最大的想象空间就是来自于其新设了一个渠道，并且有可能颠覆目前游戏的分发机制。我们以一个游戏的成本模型为例，一款游戏的主要成本是研发成本+交易成本，研发成本主要包括IP成本和员工成本，而交易成本原来是两类，一方面是发行商给予渠道商的分成，另一方面是发行商打广告获客的成本。而云游戏由于让单一渠道垄断的场景不存在了，在PC端、主机端、手机端都可以玩到云游戏，因此原来依赖单一渠道做分发和粗暴买量的模式可能会转变为更加倚重游戏本身的口碑传播、社交传播和KOL的内容传播；渠道的获客门槛降低之后，往往会加剧头部效应，优质的游戏将在“羊群效应”下强者越强。这一逻辑与此前电商领域发生的社交电商类似，催生出了此前传统电商没有的很多新的需求。

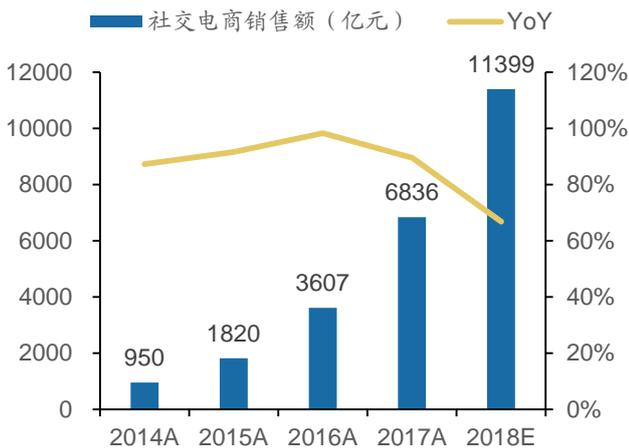
图34: 云游戏对于渠道的颠覆作用或通过类似社交电商的形式实现



数据来源：广发证券发展研究中心

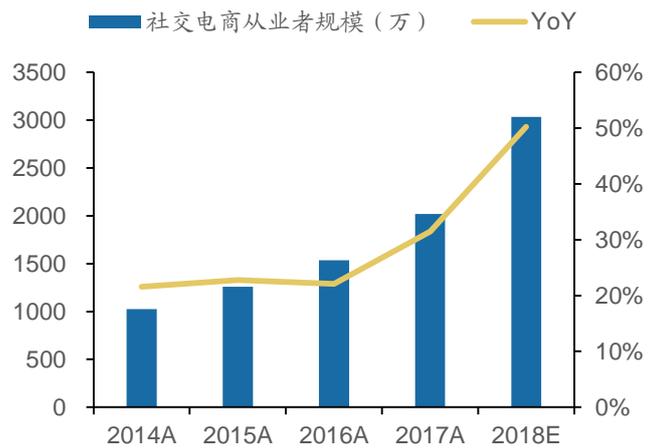
我们可以以社交电商做一个简单的对照，社交电商让原来“人找货”的模式变为“货找人”的模式，卖家开始以社交关系和内容带货，这一改变是释放了新的需求的。社交电商的销售额自从2014年开始便迅速增长，CAGR达到了86%。而对应的电商从业者的规模也增长迅速，创奇社交电商研究中心2018年预计同增50%达到3033万人，2014年以来CAGR约为31%。我们认为这就是“卖货模式”变革对于整个市场需求端的刺激作用。

图35: 社交电商市场近几年来规模增速较快



数据来源：创奇社交电商研究中心，广发证券发展研究中心

图36: 社交电商的从业者近几年来增速较快

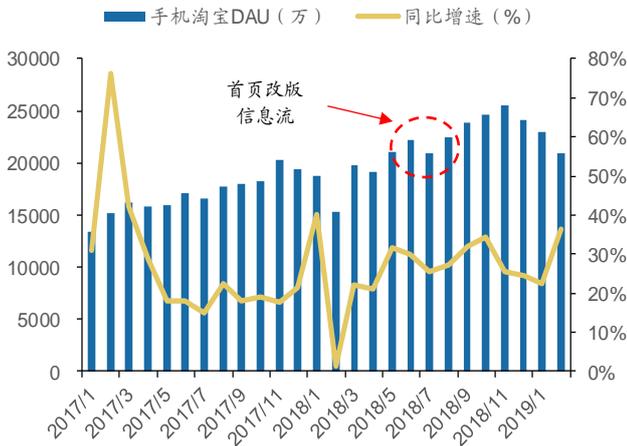


数据来源：创奇社交电商研究中心，广发证券发展研究中心

社交电商带来的最大模式的改变就来自于由“人找货”变为了“货找人”，在社交关系和KOL的内容信任背书下，促进了消费者的消费频次和活跃度。我们以手机淘宝和小红书为例，手机淘宝于2018年8月正式首页大改版，变为信息流的首屏，主要依

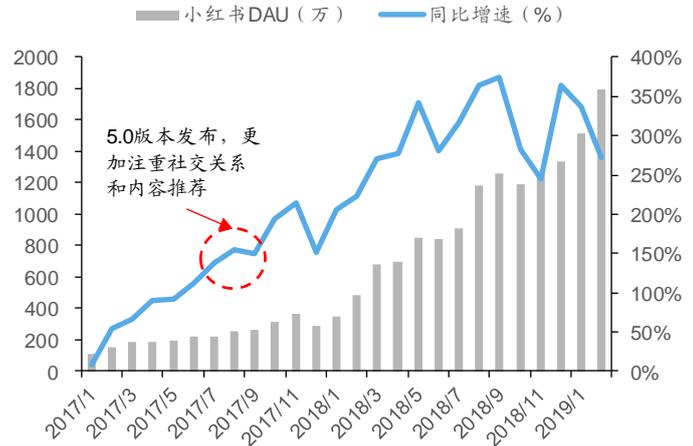
赖内容推荐带给消费者“逛街”的氛围。上线之后的半年淘宝的DAU有了明显上升的趋势，在11月甚至突破了2.5亿人。另外小红书在2017年7月正式上线了5.0版本，同样强调关注的社交关系和推荐的内容属性，其后用户的数量和活跃度都提升非常明显。

图37: 手机淘宝上线信息流之后显著提升了DAU



数据来源：艾瑞指数，广发证券发展研究中心

图38: 小红书上线了5.0版本之后DAU提升明显



数据来源：艾瑞指数，广发证券发展研究中心

我们再回头看原来的手游分发渠道与之前以精准搜索和类超市货架的淘宝是极为类似的。大部分的应用，也包括游戏，都是从应用商店里面进行分发，渠道只是单一的陈列应用和游戏，在供给小于需求的情况下，用户玩什么游戏很大程度上取决于渠道基于游戏的曝光度。根据Quest Mobile，2017年6月，iOS的AppStore单月可以实现5亿以上的下载量，几乎占据平台分发量的22%。而之后更加高频的社交软件如QQ、微信、抖音等开始成为新的游戏下载渠道，但与内容的结合也较少；而此后AppStore也将首页改为信息流形式，并强调了Story功能对于游戏的推荐作用。今年以来，小众游戏《隐形守护者》、《Dota自走棋》和海外的《Apex》均从直播平台上开始火爆，并随后成为了爆款游戏，直播平台如斗鱼、虎牙等开始逐渐成为新的游戏内容推荐源，但目前仍是和游戏分发渠道相分裂的状态。

表 4: Apps 下载及新安装渠道来源-2017 年 9 月

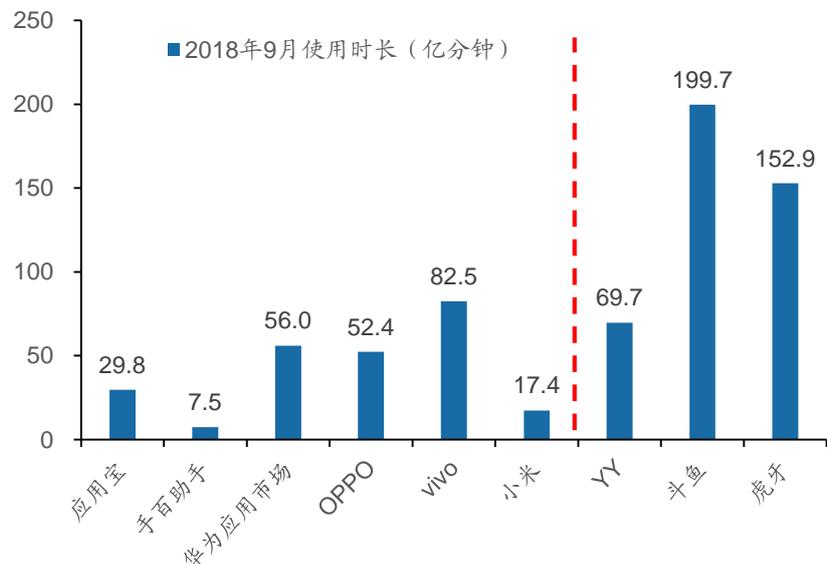
序号	渠道	下载量 (万)	安装量(万)	安装量/下载量
1	AppStore	50189	50189	100%
2	应用宝	26384	20626	78%
3	百度手机助手	26070	20575	79%
4	小米应用市场	23395	20509	88%
5	360 手机助手	23053	18424	80%
6	华为应用市场	19179	17331	90%
7	OPPO 软件商店	17194	15116	88%

8	vivo 应用商店	11844	9563	81%
9	魅族应用商店	6026	5519	92%
10	pp 助手	4565	3602	79%
11	豌豆荚	3846	3243	84%
12	安智市场	3745	2955	79%
13	酷派应用商店	3438	2824	82%
14	三星应用商店	2891	2251	78%
15	搜狗手机助手	2306	1667	72%

资料来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

从Google对于YouTube的展示场景上来说，我们认为未来直播渠道或能够成为颠覆云游戏的渠道先锋。游戏直播本身有着更强的媒体属性，我们摘取2018年9月各大直播网站单月的总时长与各大应用商店进行对比，可以发现即使直播平台中时长最少的YY，也基本与应用商店的第一名Vivo相当。以内容为主的直播平台显然在游戏上与玩家有着更强的羁绊和信任感，主播如果能够借助直播平台推广即开即玩的云游戏，既能够满足主播商业化的需求，也能够形成更好的游戏社区氛围，活跃用户之间的社交关系。

图39：2018年9月主要应用商店时长和直播平台月度时长比较



数据来源：Quest Mobile《中国移动互联网2018年秋季大报告》，广发证券发展研究中心

五、估值讨论

在讨论合理的估值区间之前，我们认为游戏公司在2019年业绩存有超出市场预期的可能性。从19Q1的情况来看，凯撒文化业绩预告显示19Q1同比增长80-120%达到1.05-1.29亿元。另外从产品周期上，完美世界的《完美世界》手游上线后，持续排名iOS端畅销榜第一；三七互娱的《一刀传世》上线后持续排名iOS畅销榜前20；19Q1

的吉比特新游戏《贪婪洞窟2》和《跨越星湖》均达到iOS付费榜第一。市场在2018年的产品荒情况后，迎来了A股上市公司的产品周期，我们认为这将对几家游戏公司的全年业绩预期产生较大的支撑。

表 5: 19Q1 部分游戏公司的新品情况和当前估值情况 (2019 年 3 月 26 日)

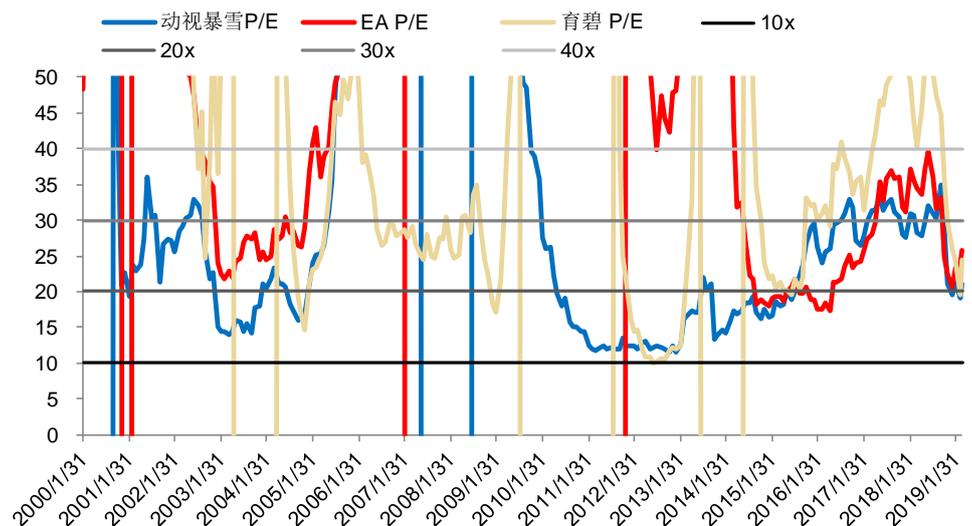
代码	公司	2019 年总市值 (亿元)	2019 年 PE 估值	19Q1 新产品表现或者业绩表现
002425.SZ	凯撒文化	69.8	12.2	预计 19Q1 同比增长 80%-120%达到 1.05 亿元-1.29 亿元
002624.SZ	完美世界	456.2	21.2	手游完美世界上线，持续排名 iOS 端畅销榜第一
002555.SZ	三七互娱	308.1	16.5	一刀传世上线后持续排名 iOS 畅销榜前 20
002174.SZ	游族网络	207.6	17.1	海外《权力的游戏》页游已经在海外上线
603444.SH	吉比特	153.7	19.6	《贪婪洞窟 2》和《跨越星湖》均达到 iOS 付费榜第一

资料来源: Wind, 七麦数据, 广发证券发展研究中心

注: 利润我们均按照 Wind 一致预期计算

而从海外估值对标来看，国内游戏公司的估值并不贵。我们曾讨论过海外游戏公司的长期稳定估值情况。我们发现在2015年之后，育碧、EA、动视暴雪三家公司的PE就开始比较稳定，净利润也开始稳步增长。而此前由于主机的开发进度长，同时受到主机平台的研发周期制约，游戏公司经常会出现亏损，其估值的体系类似周期股。而2013年之后行业洗牌充分，各家公司手中的王牌IP也已经成熟，因此市场开始参考消费股的估值，给予游戏公司比原来更高一些的溢价。总体上对应2019年，目前海外的游戏公司PE(forward)估值目前都在20-25X左右。

图40: 目前海外主流游戏公司的PE(forward)估值普遍在20X左右



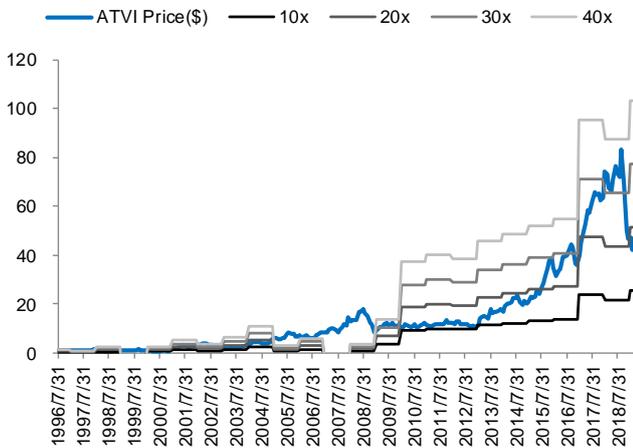
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

以动视暴雪为例剖析海外游戏公司的估值历程。从其公司的历史来看，主要经历过三个较长时期的景气阶段，2002年-2007年，是动视公司独立发展的阶段，期间公司

凭借着游戏单品实现了稳步的增长。2008年之后，动视合并了维望迪游戏，合并为动视暴雪，2010年之后公司实现了利润上的大幅增长。而到2015年公司并购了Candy Crush开发商King正式进军手游领域。2017年，公司实现净营收70.17亿美金，同比增长6%，创下了历史新高，净利润受到美国科技行业税收行业调整影响为2.73亿美元，单Q4亏损5.84亿美元，我们粗略剔除掉税收影响，公司实现净利润超过10亿美元，创下了历史新高。但随后公司在2018年年报电话会议上表示，2019年预计将没有重大一线新品推出，同时裁员8%（800人），公司业绩预计将有所下滑。

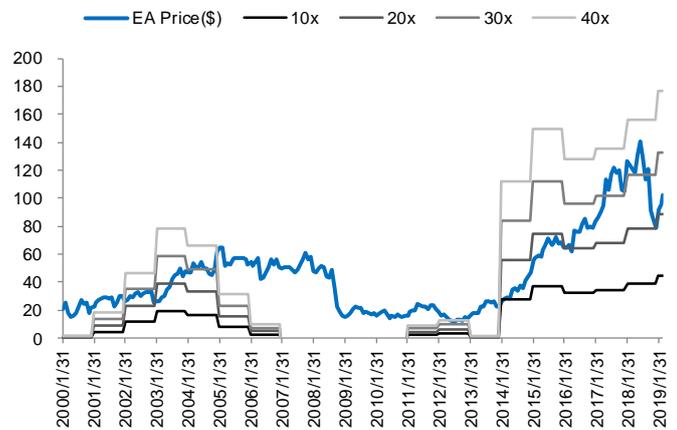
而对应估值，在2010年之前，由于动视（收购暴雪之前）的主营业务为主机游戏内容开发，主机硬件的迭代周期基本为7-10年，而主机软件开发的周期也超过一年，头部作品甚至达到3年以上，因此产品周期和财年的不匹配有可能带来利润较大的波动性，动视在2000年和2008年前后都出现了较为严重的亏损。此时公司的估值体系类似周期股，以20-25X为中枢上下波动。动视在2008年正式与暴雪合并，2010年-2012年公司缺少新作品，同时新一代主机PS4、Xbox等尚未诞生，市场给予新公司约15X的估值，2012年之后，伴随着新的主机平台开始出货放量，公司的软件内容销量开始回升，另外公司在PC游戏上也取得了多个IP的进展，开始进军手游（《炉石传说》、收购King），本身手中游戏IP也有手游化改编预期，2012年之后公司估值稳步提升，动视暴雪的PE（Forward）到2018年7月触及高位40X，而2018H2以来，公司接连遭受了裁员、下调业绩预期、品牌形象负面影响等事件，估值回调猛烈，目前估值约为20X左右。

图41：动视暴雪2000年至今的PE(forward)推移



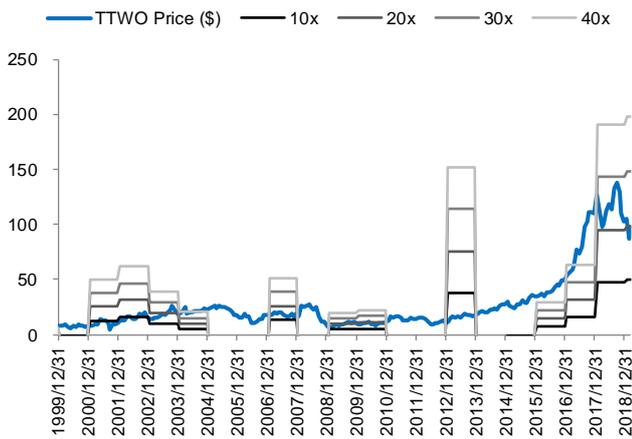
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图42：EA 2000年至今的PE(forward)推移



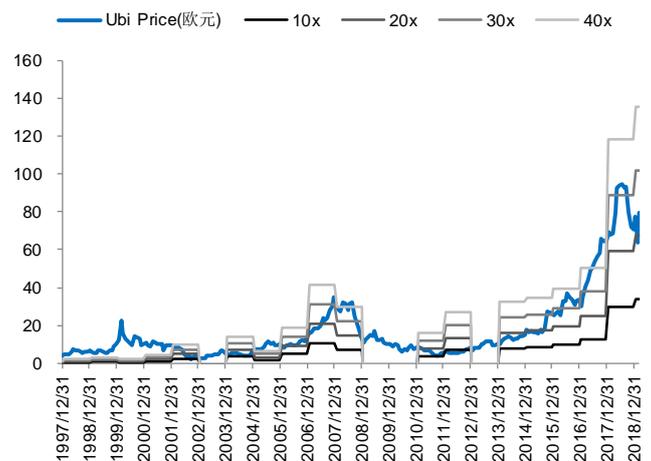
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图43: Taketwo 2000年至今的PE(forward)推移



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图44: 育碧2000年至今的PE(forward)推移

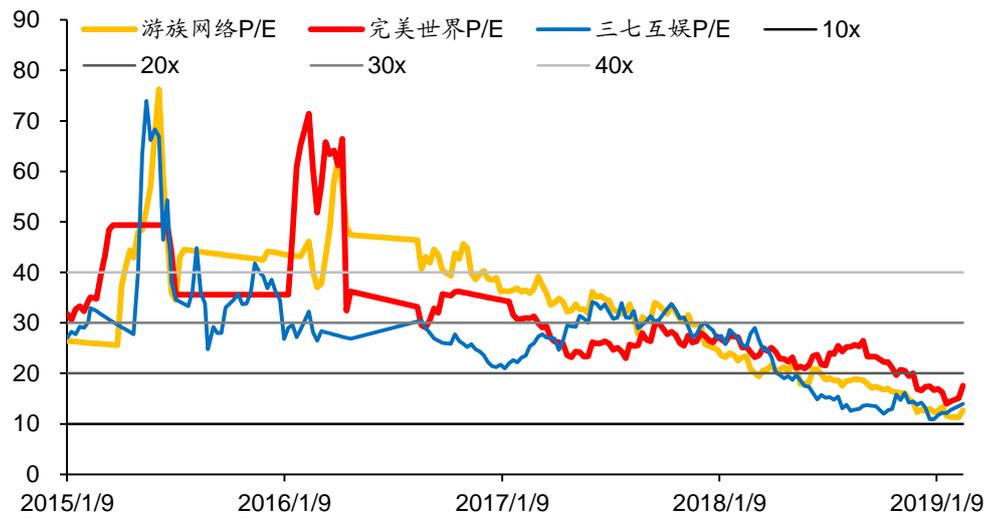


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

国内游戏公司的估值处于上市以来的最低点。我们选取公司过去的披露净利润和Wind一致预期的2019年净利润计算PE (forward) 推移情况, 可以看到2014年游族网络和三七互娱借壳, 2015年完美世界中概股退市正式A股上市以来, 行业整体估值向下。而2017年上半年由于行业整体出现了一波端转手、页转手的产业趋势, 手游行业整体40%以上的高增长抬升了几家公司的估值, 在2017年5月左右达到PE (Forward) 为30X左右。而随着行业增速逐渐回落, 几大游戏公司的估值稳定在20X-30X之间。18Q1之后行业版号暂停审批, 游戏公司的估值经历了一次迅速的下调, 估值普遍低至10-15X区间, 其后2018年底到2019年出现了小幅反弹, 目前PE(Forward)估值在15-20X之间, 但仍是估值的历史低位。

我们认为国内的游戏公司目前的估值仍处于历史低位, 盈利情况和市场状况有望超出预期, 可持续关注。我们认为此前压制行业增长的因素主要有三: 监管严格、买量成本高企和创新红利消退, 但2019年以来这三点均出现了边际改善的迹象, 即版号重新恢复审批、买量成本基本停滞、各类创新的机制和玩法层出不穷。我们认为短期考虑到射击类游戏的红利, 中期考虑到出海的广阔市场, 游戏公司的景气度和成长性 or 当前被市场低估, 可持续关注。

图45: 完美世界、三七互娱和游族网络的PE(forward)目前仍处于历史低位



数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

- 1) 游戏公司新品流水低于预期的风险, 季度业绩低于预期的风险。
- 2) 内容监管层面对游戏监管趋严的风险; 目前我们判断在释放版号之后监管层的监管力量有所放缓, 后续不排除监管重新变严的风险。
- 3) 出海不及预期的风险, 出海过程中国内公司需要面对海外不同的文化、市场环境等, 长期来看竞争能力有不一定能够保持的风险。
- 4) 云游戏落地不及预期的风险, 目前云游戏缺少可以落地的基础设施条件, 即5G传输网络, 后续落地仍待基础设施的完善。

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
叶敏婷：分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。