

传媒

游戏行业
——拥抱龙头，研发为王

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：朱骏楠

执业证书编号：S0740517080007

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	142
行业总市值(百万元)	1362300.83
行业流通市值(百万元)	1011624.37

行业-市场走势对比



相关报告

<<【中泰传媒一周观点】暑期档临近，关注游戏板块和优质国企>>2019.06.16

<<传媒互联网 2019 年中期投资策略报告：顺势而为，把握积极趋势 20190611>>2019.06.11

<<【中泰传媒】传媒国企专题报告：新媒体赋能，传媒国企稳中求进>>2019.06.10

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
完美世界	26.09	1.30	1.64	1.86	2.04	20	16	14	13	0.87	买入
吉比特	202.95	10.06	11.53	13.19	15.55	20	18	15	13	0.98	买入

备注

投资要点

- 2019 年初我们曾撰写报告指出：游戏行业分化挡不住，不仅是业绩的分化，还有估值的分化，板块已经进入龙头时代。站在当前时点，过去 5 个月行业的发展基本验证了我们的观点，2019Q1 随着版号审核放开行业规模企稳增长(2019Q1 行业整体收入为 584.4 亿，同比增长 5.1%，移动游戏收入达到 377.5 亿，同比增长 10.3%)，但增量基本来自于龙头企业的贡献，行业集中度进一步提升，中小厂商生存压力依旧很大。
- 根据 5 月伽马数据测算，收入 TOP10 游戏中，6 款来自腾讯，2 款来自网易，1 款来自鹰角网络(《明日方舟》)，1 款来自乐元素，“腾网”占据了 80% 的份额，若排除《和平精英》为新游戏(由于是《刺激战场》的翻版)，则新进榜单游戏仅有《明日方舟》一款，同时腾讯系游戏中，仅有《完美世界》手游是一款非腾讯自研产品，由完美世界研发，这是大厂之间的强强联合。
- 根据易观统计的截至 2019 年 3 月回合制 RPG 游戏月活 TOP 产品来看，均是早期上线的老端游 IP 转手游产品，其中《问道》和《神武 3》在过去 6 个月中月活用户复合增长率达到了 4.6% 和 3.9%，老产品不仅没有因为运营时间的增加还衰退，反而逆势增长，TOP 产品的月活用户市场渗透率达到 82%。
- 版号审批政策的不确定性加大了中小厂商的资金负担，我们预计 2019 年下半年中小厂商的新产品将会继续大幅减少，政策端强制性的提质控量也势必进一步压缩中小厂商生存的空间，充分利好拥有较强研发能力的大公司，一方面产品丰富且过审的概率更大，另一方面资金优势明显，可以抵抗政策的不确定性。
- 游戏龙头公司经过一轮回调估值处于历史底部，当前位置性价比凸显。推荐关注：腾讯(港股)+网易(美股)，A 股推荐关注完美世界(内容储备丰富，产品爆发年，国内游戏研发龙头)+吉比特(在 MMO 领域积累明显优势，Roguelike、二次元等细分垂直领域国内领先)。
- 风险提示：政策端风险，版号审核持续延期。

内容目录

游戏行业：龙头公司充分受益于集中度提升	- 3 -
2019Q1 规模创新高，但用户数增长基本停滞	- 3 -
行业增量来自于龙头公司	- 3 -
沙盒、二次元、Roguelike 等细分品类机会较大	- 5 -
龙头个股受益于集中度提升，当前估值合理	- 6 -
风险提示	- 7 -

图表目录

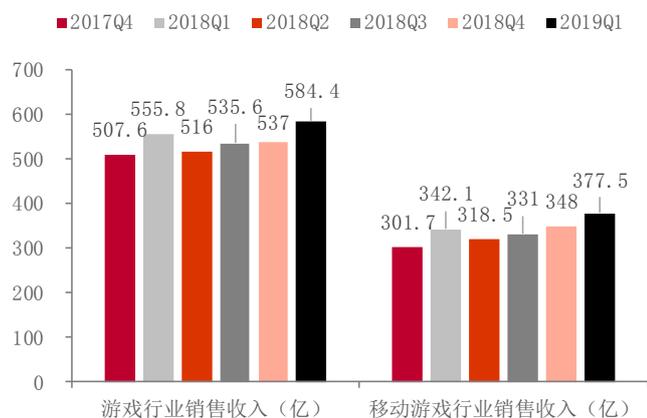
图表 1：游戏市场及移动游戏市场规模（亿）	- 3 -
图表 2：游戏行业用户数量统计（亿）	- 3 -
图表 3：2019 年 1~5 月排名 iOS 游戏畅销榜前 50 新上线游戏.....	- 3 -
图表 4：5 月游戏收入榜单 TOP10.....	- 4 -
图表 5：2019 年 3 月国内移动回合制 RPG 游戏月活 TOP5 产品.....	- 4 -
图表 6：2018 年 4 月~2019 年 3 月移动沙盒游戏领域月活用户情况.....	- 5 -
图表 7：2013~2018 年中国二次元用户规模（万人）	- 6 -
图表 8：完美世界 PE-Band.....	- 6 -
图表 9：吉比特 PE-Band	- 7 -

游戏行业：龙头公司充分受益于集中度提升

2019Q1 规模创新高，但用户数增长基本停滞

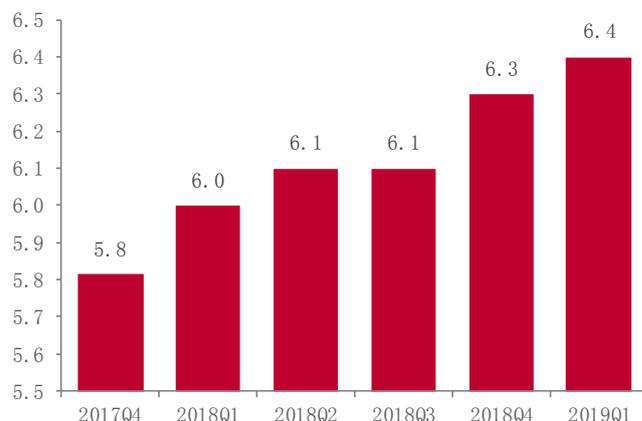
- 根据游戏工委发布的 2019Q1 的游戏行业报告数据显示，2019Q1 行业整体收入为 584.4 亿，同比增长 5.1%，移动游戏收入达到 377.5 亿，占游戏总收入的 64.6%，同比增长 10.3%，均创下了单季度收入的新高。游戏用户数继续维持 6.4 亿左右，整体变化不大，游戏行业用户的红利基本已经到达瓶颈。

图表 1：游戏市场及移动游戏市场规模（亿）



来源：游戏工委，中泰证券研究所

图表 2：游戏行业用户数量统计（亿）



来源：游戏工委，中泰证券研究所

行业增量来自于龙头公司

- 腾讯系游戏表现出色，行业集中度进一步提升。新入榜的 12 款游戏中，有 7 款是来自于腾讯的发行，其中两款由完美世界研发（完美世界、云梦四时歌），此外三七互娱表现也较为出色，两款游戏进入榜单，而开发《明日方舟》的鹰角网络则是截至目前最大的亮点，作为非腾讯、网易系的中小游戏公司开发的游戏进入 iOS 畅销榜前 10。

图表 3：2019 年 1~5 月排名 iOS 游戏畅销榜前 50 新上线游戏

1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
龙珠觉醒	疯狂原始人	完美世界	一起来捉妖	和平精英
忍者必须死 3			蓝月传奇	妖精的尾巴：魔导少年
一刀传世			明日方舟	云梦四时歌
斗罗大陆				

来源：七麦科技，中泰证券研究所（注：时间均取自 1~5 月月底）

图表 4: 5 月游戏收入榜单 TOP10

排名	游戏名称	游戏类型	较 4 月排名变化	相关厂商
1	王者荣耀	MOBA	0	腾讯
2	和平精英	射击类	new	腾讯
3	完美世界	MMORPG	-1	腾讯、完美世界
4	梦幻西游	回合制 RPG	-1	网易
5	明日方舟	策略类	new	鹰角网络
6	阴阳师	回合制 RPG	+3	网易
7	一起来捉妖	AR 探索	-3	腾讯
8	QQ 飞车	竞速类	-2	腾讯
9	乱世王者	策略类	+3	腾讯
10	开心消消乐	消除类	-2	乐元素

来源: 伽马数据, 中泰证券研究所

- 回合制 RPG 游戏市场排名前 5 游戏占据 8 成用户。** 根据易观统计的截至 2019 年 3 月回合制 RPG 游戏月活 TOP 产品来看, 均是早期上线的老端游 IP 转手游产品, 其中《问道》和《神武 3》在过去 6 个月中月活用户复合增长率达到了 4.6% 和 3.9%, 老产品不仅没有因为运营时间的增加还衰退, 反而逆势增长, TOP 产品的月活用户市场渗透率达到 82%。

图表 5: 2019 年 3 月国内移动回合制 RPG 游戏月活 TOP5 产品

	月活 (万人)	研发商	复合增长率 过去六个月
 梦幻西游	467.7	网易游戏	2.6%
 大话西游	235.5	网易游戏	0.8%
 问道	146.1	吉比特	3.9%
 神武3	74.5	多益网络	4.6%
 梦幻诛仙	49.8	祖龙娱乐	-1.8%

来源: 易观数据, 中泰证券研究所

- 版号审批的不确定性加大了中小厂商的资金负担和不确定性,** 监管部门 4 月以后并未开启新一轮国产游戏版号审核发放, 我们预计 2019 年下半年中小厂商的产品将会继续大幅减少, 政策端强制性的提质控量也将

进一步压缩小厂生存的空间，利好拥有较强研发能力的大公司，一方面产品丰富且过审的概率更大，另一方面资金优势明显，可以抵抗政策的不确定性。

沙盒、二次元、Roguelike 等细分品类机会较大

- 沙盒游戏与 Roguelike 类游戏均对玩家要求较高，沙盒游戏较为开放，需要玩家深入探索，富有想象力，Roguelike 类游戏玩法随机性高，上手有一定难度，因此受众较为硬核，玩家的忠诚度较高。
- 国内目前沙盒游戏较为成功的包括《迷你世界》、《我的世界》、《明日之后》等，《迷你世界》与《我的世界》更加适合低龄人群，而《明日之后》在强调开放性的同时，创新性的加入了生存、合作机制与一定线性内容，大大拓宽了用户面，付费水平明显提升。根据易观披露数据显示，2018年4月至2019年3月，移动沙盒类游戏的月活用户呈现明显上升趋势，这一品类在国内较为稀缺，仍有较大开拓空间。
- Roguelike 类游戏目前较为成功的包括吉比特推出的《贪婪洞窟》系列、《不思议迷宫》、《地下城堡》系列、巨人网络的《月圆之夜》等，完美世界最新测试的《奈奥格之影》市场期待度也非常高。

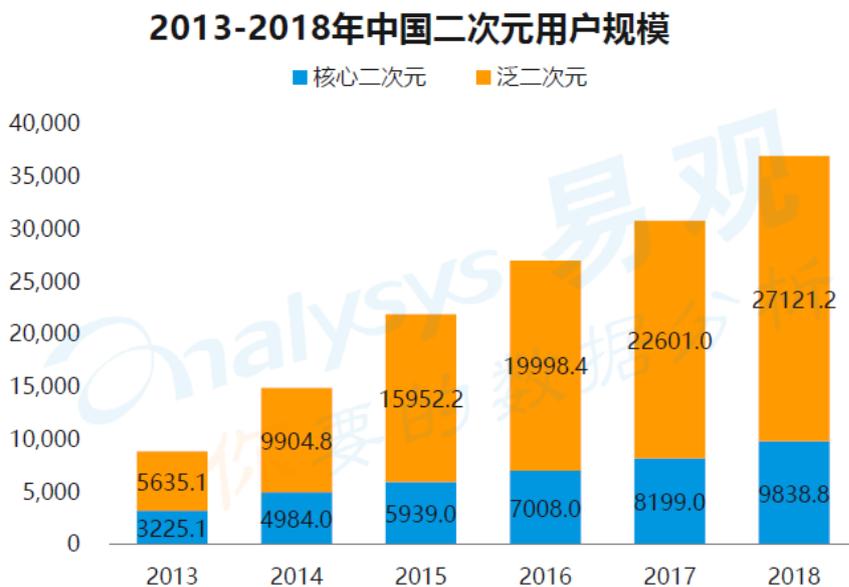
图表 6: 2018 年 4 月~2019 年 3 月移动沙盒游戏领域月活用户情况



来源：易观数据，中泰证券研究所

- 二次元品类是另一块市场较为稀缺的品类，二次元品类游戏受众广且付费能力强，活跃度高，2018 年国内二次元用户达到 3.7 亿，其中 9800 万为核心二次元受众，但二次元玩家对游戏要求较为苛刻，需研发商对用户有非常深入了解，目前国内做的较为成功的游戏包括《崩坏》系列、《FGO》、《阴阳师》、《明日方舟》等。

图表 7: 2013~2018 年中国二次元用户规模 (万人)



来源: 易观数据, 中泰证券研究所

龙头个股受益于集中度提升, 当前估值合理

- 当前市场用户红利已经消退的情况下, 集中度提升的趋势将愈发明显, 大厂拥有明显的资金和资源优势, 开启互相之间的合作, 中小公司若没有具有明显优势的研发细分领域, 将很难在市场上持久生存。
- 经过一轮回调估值处于历史底部, 业绩弹性大, 当前位置性价比凸显。推荐关注: 腾讯(港股)+网易(美股), A股推荐关注完美世界(内容储备丰富, 产品爆发年, 国内游戏研发龙头)+吉比特(在MMO领域积累明显优势, Roguelike、二次元等细分垂直领域国内领先)。

图表 8: 完美世界 PE-Band



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 吉比特 PE-Band



来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **政策端风险:** 国内版号审核持续延期, 导致大量头部游戏难以上线变现。

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。