

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 乔琪

qiaoqi@ccnew.com 021-50588666-8081

## 游戏产业再回暖, 有望依靠 VR、云游戏再次实现快速发展

——传媒行业点评报告

### 证券研究报告-行业点评报告

同步大市 (维持)

#### 盈利预测和投资评级

发布日期: 2019年08月01日

公司简称	18EPS	19EPS	19PE	评级
三七互娱	0.47	0.86	16.64	增持
游族网络	1.14	1.34	10.94	增持
吉比特	10.06	11.63	19.35	增持
完美世界	1.30	1.53	17.11	增持

事件: 伽马数据发布 2019 中国游戏产业半年度报告。

#### 投资要点:

- **市场出现回暖, 单用户价值提升。**2019 年上半年, 国内游戏市场实际销售收入 1163.1 亿元, 同比增长 10.8%, 增速比 2018 年同期提升 5.6 个百分点, 出现明显回升。游戏市场用户规模 5.54 亿人, 同比增长 5.1%, 增幅创近 3 年以来新高, 但总体来说增速仍较缓。用户规模增速低于游戏市场销售增速, 显示单用户价值正在提升。

- **移动游戏市场保持较快增长, 网页游戏市场衰退明显。**移动游戏实现销售收入 753.1 亿元, 同比增长 18.8%, 增幅同样超过 2018 年同期 5.9 个百分点, 占整个游戏市场比为 64.8%, 比 2018 年末再提升 2.3 个百分点。在移动游戏市场, 老产品 (如王者荣耀、梦幻西游、大话西游均为 2015 年上线) 流水依然十分稳定, 占据 2019 上半年产品收入 TOP10 主要位置; 同时热门新游 (《完美世界》与《和平精英》) 爆款产品首月测算流水均能达到 10 亿元左右。

客户端游戏销售收入增长 2.3%, 至 322.7 亿元, 相比于 2018 年同期的负增长出现好转。网页游戏市场进一步下滑 18%, 仅为 59.5 亿元, 连续 4 年处于下滑状态, 主要是部分买量游戏用户向移动端迁移, 且网页游戏未能实现创新突破, 同质化现象严重。

- **自研游戏竞争力提升, 海外市场表现亮眼。**2019 上半年, 受益于移动游戏自主研发市场收入增长以及端游市场规模由负增长转为正增长, 国内自主研发网络游戏市场销售收入增长 12.7% 达到近 900 亿元, 显示出国内目前在自主研发游戏方面的创收能力增强。

同时国内自主研发网络游戏在海外地区的销售收入也不断创新高, 为 57.3 亿美元, 同比增长 23.8%, 增幅超过国内市场, 一方面是由于国内自研产品在海外的竞争力不断提高, 另一方面则是由于国内在市场竞争以及监管方面压力较大, 海外市场已经成为国内游戏公司重点布局的领域。

- **老游戏流水稳定, 腾讯网易霸榜前十。**移动游戏产品收入 TOP10 中, 2017 年及之前的游戏占据了 7 个位置, 其中 2015 年上线的《王者荣耀》、《梦幻西游》、《大话西游》、《率土之滨》分别排名第一、第二、第七以及第九。2019 年新游《完美世界》和

#### 传媒相对沪深 300 指数表现



#### 相关报告

- 1 《传媒行业专题研究: 互动影像产品的价值在哪里? 从《隐形守护者》说起》 2019-07-05
- 2 《文化传媒行业月报: 高质量国产电影缺失导致电影市场不振, 持续关注低估值游戏公司》 2019-07-01
- 3 《传媒行业半年度策略: 5G 商用化更进一步, 抓住新技术带来行业机会》 2019-06-14

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

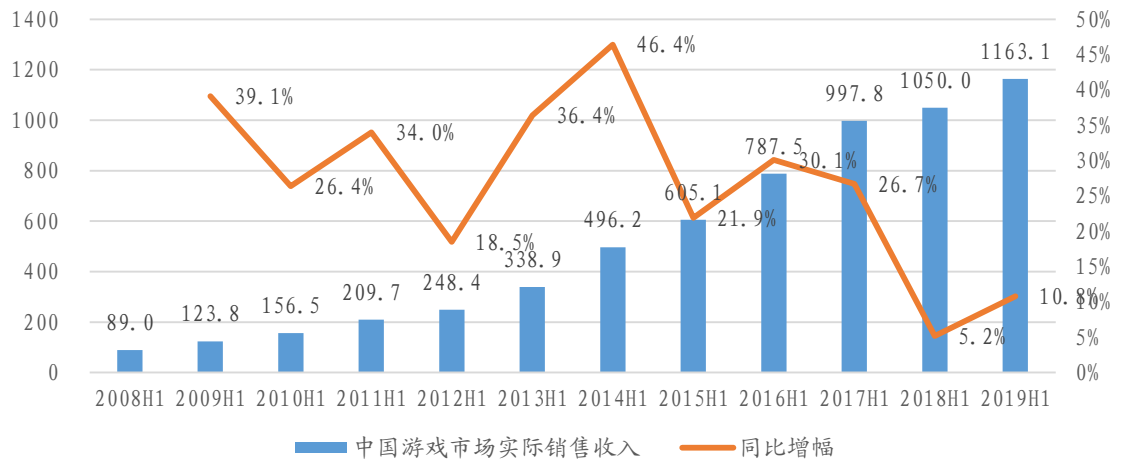
《和平精英》排名再第三与第五，表现良好。从研发与发行商的情况来看，TOP10 游戏发行商份额全部被网易和腾讯瓜分，研发商中仅《完美世界》不是由腾讯网易研发。

2019 新上线移动游戏收入 TOP10 中，具备 IP 属性的游戏产品数量较多，达到七成，类型多以 RPG、策略类为主，主要原因是这些游戏类型商业化体系较为成熟，能够在线上初期获得较高收入。

- **电子竞技上下游产业链具备商业挖掘价值。**电子竞技市场实际销售收入为 513.2 亿元，同比增长 22.8%，比 18 年同期提高了 6.7 个百分点，其中移动电子竞技游戏市场收入为 318.1 亿元，同比增长 41%，占比超过六成，成为电子竞技市场主要的收入来源。目前国内电子竞技产业收入中来自于游戏的收入达到 89.2%，产业链中由赛事以及俱乐部带来的收入占比仍然较低，存在进一步挖掘商业价值的潜力。
- **5G 技术催化新兴游戏业态，促进行业增长。**根据伽马数据调查显示，超过 15% 的核心用户体验过 VR 游戏，58.9% 的核心用户对云游戏抱有非常期待的态度。总体来说，核心用户对于新的游戏形态接受度与期待值都较高。随着 5G 技术的推广与进步，云游戏、VR 游戏所面临的技术难关、成本压力都有望得到逐步解决，成为促进行业增长的重要引擎。
- **投资评级与建议：**自 2018 年版号事件得到解决后，国内游戏市场在 2019 年出现了回暖的迹象。版号审批常态化以来，已经有上千款游戏产品获得版号，各游戏公司的产品上线进度开始逐渐恢复正常。多家上市游戏公司 2019 年中报预喜，显示出国内游戏市场景气度旺盛。而随着 5G 的逐渐普及，VR 游戏、云游戏等新技术的应用也将进一步推动行业增长。因此给予行业“同步大市”投资评级。**建议关注游戏公司产品的市场表现状况以及中报业绩情况，重点关注研发能力强的龙头公司，个股方面建议关注三七互娱、游族网络、完美世界以及吉比特。**

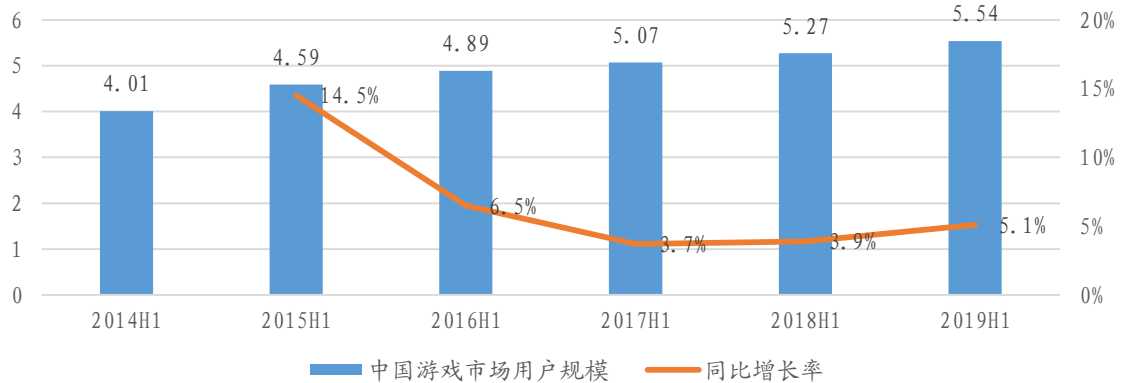
**风险提示：**行业监管趋严；行业发展增速不及预期；产品市场表现不及预期。

图 1: 中国游戏市场实际销售收入 (亿元)



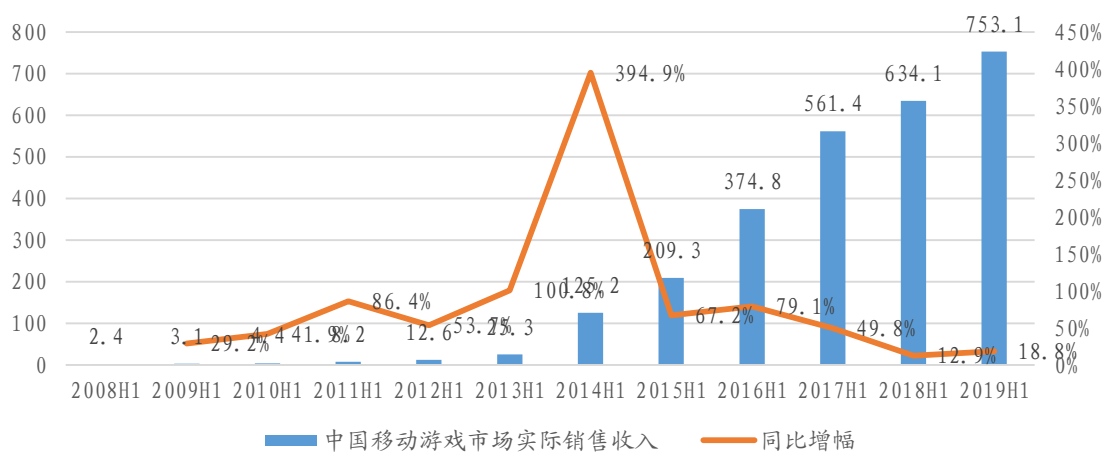
资料来源: 伽马数据、中原证券

图 2: 中国游戏市场用户规模 (亿人)



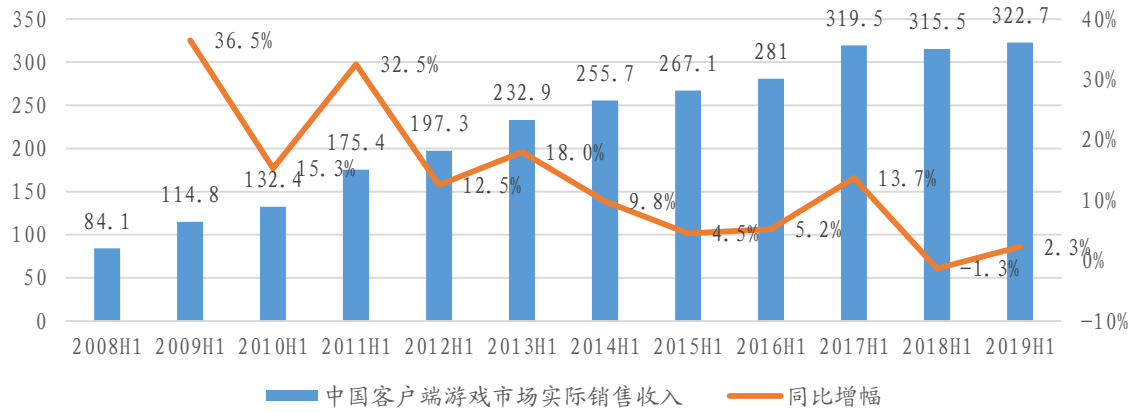
资料来源: 伽马数据、中原证券

图 3: 中国移动游戏市场实际销售收入 (亿元)



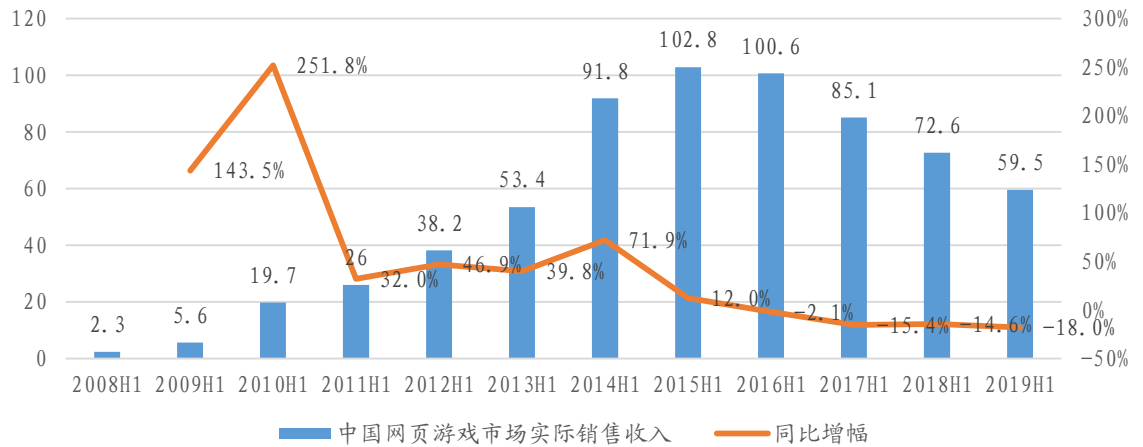
资料来源: 伽马数据、中原证券

图 4: 中国客户端游戏市场实际销售收入 (亿元)



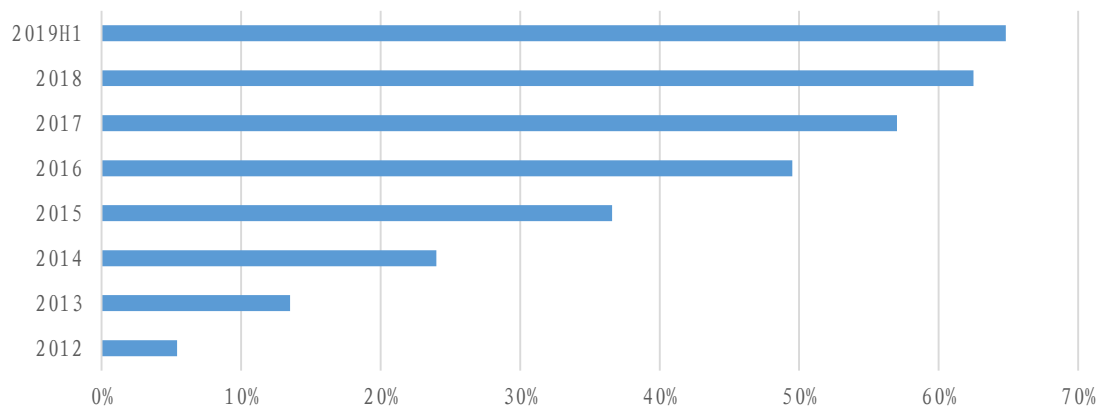
资料来源: 伽马数据、中原证券

图 5: 中国网页游戏市场实际销售收入 (亿元)



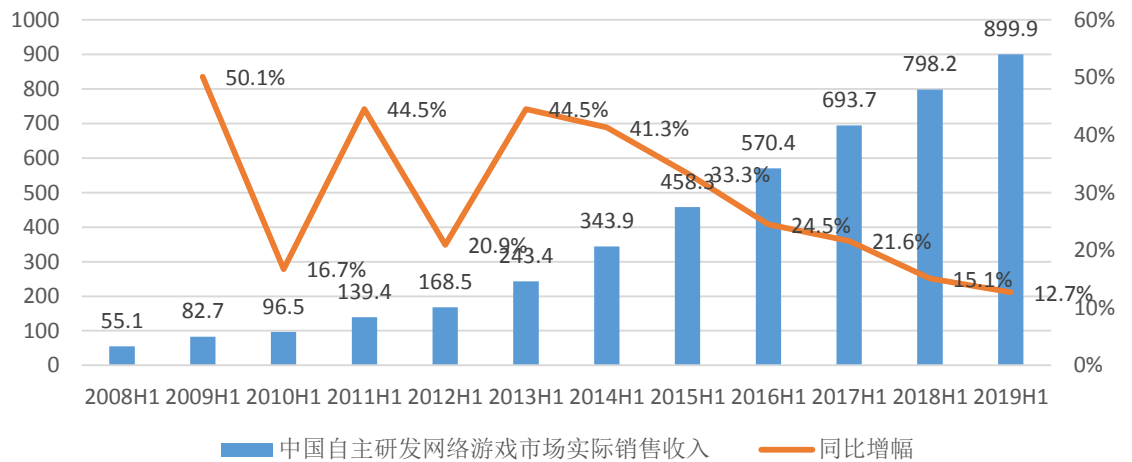
资料来源: 伽马数据、中原证券

图 6: 中国移动游戏市场销售收入占比



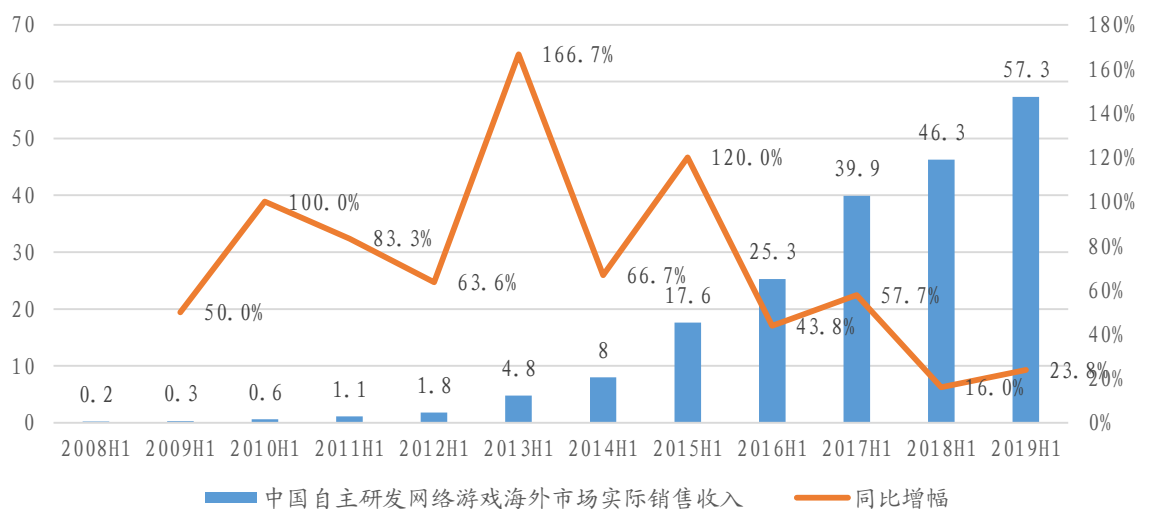
资料来源: 伽马数据、中原证券

图 7：中国自主研发网络游戏市场销售收入（亿元）



资料来源：伽马数据、中原证券

图 8：中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入（亿美元）



资料来源：伽马数据、中原证券

表 1：移动游戏产品收入排名

排名	游戏名称	开发商	发行商	游戏类型	上线时间
1	王者荣耀	腾讯游戏	腾讯游戏	MOBA 类	2015
2	梦幻西游	网易游戏	网易游戏	回合制 RPG	2015
3	完美世界	完美世界	腾讯游戏	MMORPG	2019
4	QQ 飞车	腾讯游戏	腾讯游戏	竞速类	2017
5	和平精英	腾讯游戏	腾讯游戏	设计类	2019
6	阴阳师	网易游戏	网易游戏	回合制 RPG	2016
7	大话西游	网易游戏	网易游戏	回合制 RPG	2015
8	乱世王者	腾讯游戏	腾讯游戏	策略类	2017

9	率土之滨	网易游戏	网易游戏	策略类	2015
10	QQ 炫舞	腾讯游戏	腾讯游戏	音舞类	2018

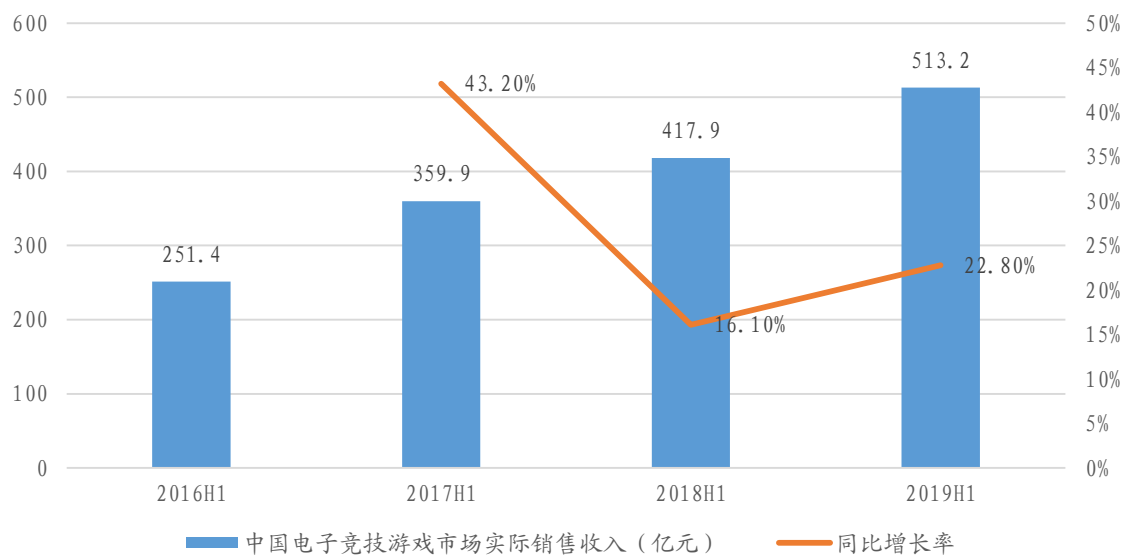
资料来源：伽马数据、中原证券

表 2: 移动游戏产品新品收入排名

排名	游戏名称	发行商	游戏类型	IP 属性
1	完美世界	腾讯游戏	MMORPG	端游
2	和平精英	腾讯游戏	设计类	无
3	明日方舟	鹰角网络	策略类	无
4	一起来捉妖	腾讯游戏	AR 探索	无
5	斗罗大陆	三七互娱	MMORPG	小说
6	疯狂原始人	爱奇艺	策略类	影视
7	妖精的尾巴: 魔导少年	腾讯游戏	回合制 MMOPRG	动漫
8	一拳超人: 最强之男	天马时空	卡牌类	动漫
9	剑网 3: 指尖江湖	腾讯游戏	MMOARPG	端游
10	蓝月传奇	腾讯游戏	ARPG	页游

资料来源：伽马数据、中原证券

图 9: 中国电子竞技游戏市场实际销售收入 (亿元)



资料来源：伽马数据、中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。