

文化传媒

证券研究报告

2020年05月25日

游戏行业年报及一季报总结：高增长兑现，现金流质优，关注暑假期间新游表现

投资评级

行业评级

强于大市(首次评级)

上次评级

强于大市

作者

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

冯翠婷

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

张爽

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《文化传媒-行业专题研究:《复联》终章鸣锣开售,进口大片能否提振股市?》 2019-04-13
- 2 《文化传媒-行业点评:首批版号重开29日落地,板块政策底配置价值明显,持续推荐版号放开内容弹性【游族、完美、凯撒】、出海受益【宝通】、超跌【三七】等》 2019-01-02
- 3 《文化传媒-行业点评:游戏版号放开后该怎么看?从对产业大会监管发言的理解出发》 2018-12-24

19年手游市场增速回暖,疫情宅经济催化20Q1高景气。随着2019年版号发放正常化,游戏供应内容增加,手游市场增速回暖,19年手游行业规模为1581.1亿元,同比增长18.0%。疫情宅经济催化下,20Q1手游销售收入553.7亿元,同比增长46.3%,Q2同比增速降速不可避免,预计20年手游行业有望实现30%左右增长。19年中国手游市场ARPU值为255.0元,同比15.2%,2020Q1 ARPU值为85.2元,同比39.1%,为行业增速的主要驱动因素。手游市场竞争格局方面,腾讯网易两大巨头仍然占据手游市场较大份额,19年腾讯自研游戏尤其《和平精英》以及厂商合作占比提升,三七互娱为代表的A股游戏上市公司占比也在提升。

游戏板块整体19年及20Q1财报表现良好。整体营收689.11亿元,同比增长18.94%(高于行业增速8.7%)。20Q1营收192.57亿元,同比增长23.26%,部分公司受其他业务收入下降拖累整体增速略低于行业增速(游戏工委披露游戏行业增速为29.7%)。18年受三七互娱、掌趣科技等公司资产减值的拖累,19年整体归母净利润有所好转。2020Q1归母净利润为49.28亿元,同比增长55.73%。整体的销售及研发费用率呈逐年上升趋势。

游戏板块出现分化,龙头效应突出,报表质量持续优化。营收方面,19年三七互娱、姚记科技(并表)、吉比特等营收增速表现亮眼,部分公司受其他业务景气度拖累。毛利率方面,主要游戏公司的毛利率算术平均值近年整体呈现上升趋势,吉比特的毛利率表现突出,长期稳定在90%以上,三七互娱的毛利率在20Q1也达到90%。费用方面,整体费用率算术平均值19年略增4.76pct,15家公司中有10家费用率上升,重视推广(三七互娱向买量模式倾斜)及研发(完美、华通、三七等均有研发投入增长)。资产减值风险整体可控,19年A股15家主要游戏公司中12家商誉净值保持不变或减小,仅金科文化、完美世界、富春股份出现大幅商誉减值损失计提,但部分公司出现存货减值。经营活动现金流净额有所提升。19和20Q1A股15家头部公司中大部分经营性现金流净额出现增长,其中19年平均现金流净额增长率为47.32%,优于行业营收增长。

疫情红利有望延续全年,20Q2增速合理下行。根据手游那点事以及公司公告梳理,三七互娱、世纪华通、中手游等公司新游数量大幅提升,其中三七互娱《暗黑守护者:精灵盛典》、世纪华通《龙之谷2》、掌趣科技《真红之刃》、中文传媒《Game of Survival》等头部产品上线值得重视。部分公司与字节跳动合作值得关注,包括姚记科技《小美斗地主》竖版有望在6月上线,凯撒文化《火影忍者》、中手游《航海王》有望在下半年上线。腾讯备受关注的代理大作《DNF手游》已定档暑期上线,对标《和平精英》将对行业增速带来较大催化。

投资建议:20Q1受疫情宅经济增长的影响,游戏板块整体呈现较高景气度。目前A股游戏板块PE估值处于18年初水平,不及16-18年手游用户红利时期估值,但自19年下半年起估值已有所优化,主要随行业增速及龙头公司业绩明朗化,及5G共振带动PE增长。当前20-21年游戏板块估值中枢约为19x/15x,相较于前期估值高位仍有发展空间。个股方面,建议关注龙头【三七(利润20Q1同比+60%)、世纪华通(利润20Q1同比+258%)、完美(游戏净利润+67%)、《梦幻新诛仙》、《新神魔大陆》20年可期)、吉比特(20Q1利润+51%)、掌趣(《真红之刃》、《街霸:对决》20年可期)、宝通(20Q1利润+35%)、姚记(20Q1同比+1160%)、凯撒(腾讯头条合作)、昆仑(Grindr出售后Opera有望并表)、巨人(《球球2》获版号)、游族(20Q1利润+110%)、顺网、以及港股心动、中手游、友谊时光】等。

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。



内容目录

1. 疫情下体现高景气，ARPU 值提升带动行业增速回暖.....	4
1.1. 19 年手游市场增速回暖，疫情宅经济催化 20Q1 高景气.....	4
1.2. 人口红利后周期靠 ARPU 值驱动，更加强调研发重要性.....	6
1.3. 腾讯网易双巨头格局，三七等 A 股公司市占率有所提升.....	7
1.4. 版号正常化，政策压力已基本释放.....	8
2. 年报及一季报总结.....	9
2.1. 游戏板块公司整体表现.....	10
2.1.1. 整体营收及增速.....	10
2.1.2. 整体归母净利润及增速.....	11
2.1.3. 整体毛利率及净利率.....	11
2.1.4. 整体费用率.....	12
2.1.5. 整体经营性现金流表现.....	12
2.2. 营收增速.....	13
2.3. 毛利率及净利率.....	15
2.4. 竞争下加码销售、研发等投入，费用随之提升.....	16
2.4.1. 销售费用随头部公司买量投入增加呈增长趋势.....	18
2.4.2. 研发投入稳定增长，研发愈发得到重视.....	21
2.5. 资产减值整体风险可控.....	22
2.6. 头部游戏公司经营状况良好，经营性现金流逐步改善.....	25
3. Q2 起新游上线可期，看好 20 年手游行业实现较高增长.....	28
3.1. 20Q1 受疫情等影响新游数量大幅减少，Q2 开始新游上线可期.....	28
3.2. 供给侧改革仍在持续，长期利好经营规范的游戏大厂.....	29
3.3. 多家大厂抛出亿级定增方案，夯实资金实力，加码投入未来.....	30
4. 投资建议：行业增长逻辑不变，优选业绩确定性强的龙头以及游戏上线催化标的.....	30

图表目录

图 1：2008-2020Q1 中国整体游戏市场规模（亿元）及增速.....	4
图 2：2018Q1-2020Q1 中国整体游戏市场规模（亿元）及增速.....	4
图 3：2008-2020Q1 中国移动游戏市场规模（亿元）及增速.....	5
图 4：2017Q1-2020Q1 中国移动游戏市场规模（亿元）及增速.....	5
图 5：2008-2020Q1 中国自主研发网络游戏海外市场规模（亿元）及增速.....	6
图 6：2018Q1-2020Q1 中国自主研发网络游戏海外市场规模（亿元）及增速.....	6
图 7：2008-2020Q1 中国移动游戏用户规模及同比增速.....	7
图 8：2008-2020Q1 中国移动游戏市场 ARPU 值及增速.....	7
图 9：2016Q3-2019Q4 腾讯网易手机游戏市场份额.....	8

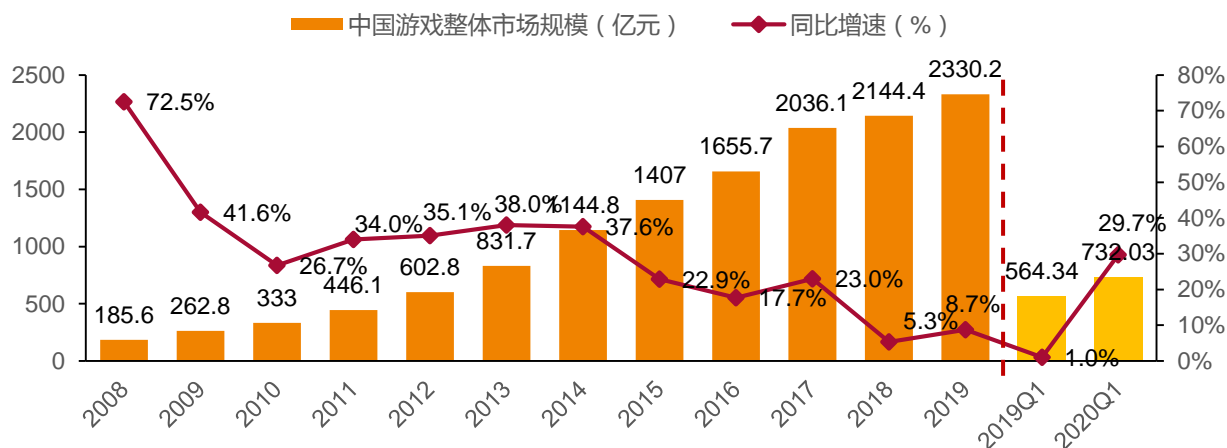
图 10: 2018 年 12 月-2019 年 11 月国产网游版号及进口网游版号数量	9
图 11: 2017-2020Q1 游戏板块整体营收及增速	10
图 12: 2017Q1-2020Q1 游戏板块整体营收 (亿元) 及增速 (根据过去三年数据, Q1 一般是游戏行业淡季, 20Q1 宅经济增长突出)	10
图 13: 2017-2020Q1 游戏板块整体归母净利润 (亿元) 及增速	11
图 14: 2017-2020Q1 游戏板块整体扣非归母净利润 (亿元) 及增速	11
图 15: 2017-2020Q1 游戏板块整体毛利率及净利率均值	12
图 22: A 股主要游戏公司 2017-2019 销售人员人数 (人)	20
图 24: 2017-2019 游戏板块主要公司研发投入占营收比例	22
图 30: A 股游戏板块 PE 估值 (PE TTM 中值)	31
表 1: 游戏板块公司列表	9
表 2: 2017-2019 游戏板块整体经营性现金流净额 (亿元) 情况对比	13
表 3: 2017-2020Q1 游戏板块主要公司营收增速对比	14
表 4: 2019Q3-2020Q1 游戏板块主要公司营收 (亿元) 及增速对比	14
表 5: 2017-2020Q1 游戏板块主要公司毛利率对比	15
表 6: 2017-2020Q1 游戏板块主要公司净利率对比	16
表 7: A 股主要游戏公司 2017-2020Q1 费用合计 (亿元)	17
表 8: A 股主要游戏公司 2017-2020Q1 费用率合计 (%)	17
表 9: A 股主要游戏公司 2017-2020Q1 销售费用 (亿元)	19
表 10: A 股主要游戏公司 2017-2019 销售费用率 (%)	19
表 11: A 股主要游戏公司 2017-2019 资产减值损失 (亿元)	22
表 12: A 股主要游戏公司 2017-2019 商誉净值 (亿元)	23
表 13: A 股主要游戏公司 2017-2019 存货跌价减值损失 (亿元)	24
表 14: A 股主要游戏公司 2017-2020Q1 经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	26
表 15: A 股主要游戏公司 2017-2020Q1 经营性现金流净额占营收比重	27
表 16: 2019-2020Q1 游戏板块主要公司经营性现金流净额 (亿元) 情况对比	28
表 17: 20Q2 主要游戏公司 pipeline	29
表 18: 基金重仓股持有游戏板块公司股份情况	30
表 19: 游戏公司估值列表	31

1. 疫情下体现高景气，ARPU 值提升带动行业增速回暖

1.1. 19 年手游市场增速回暖，疫情宅经济催化 20Q1 高景气

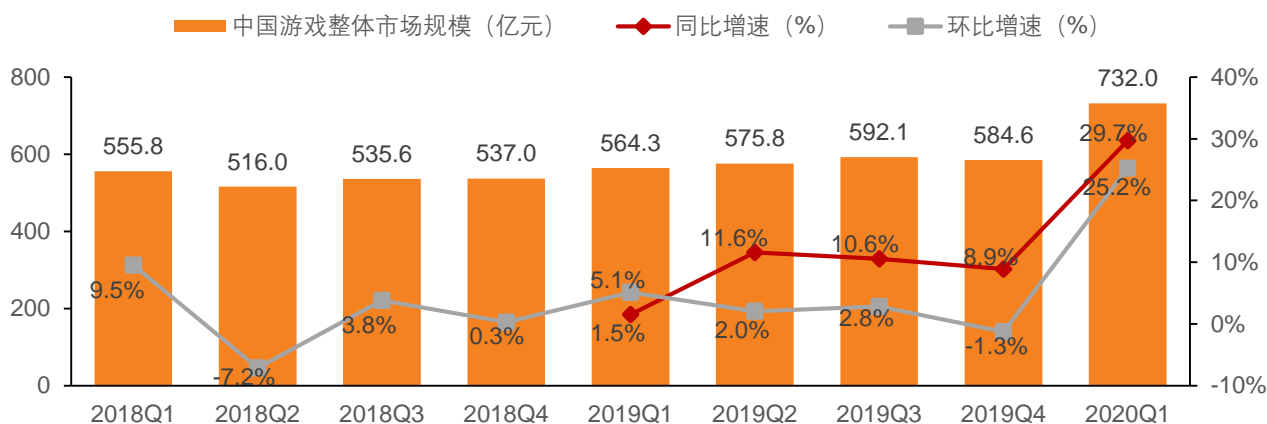
随着2019年版号发放正常化，游戏供应内容增加。整体游戏市场上，2019年中国游戏市场实际销售收入2308.8亿元，相比于2018年增长185.8亿元，同比增长8.7%。2020Q1整体游戏市场实现销售收入732.03亿元，同比增长29.7%。

图 1：2008-2020Q1 中国整体游戏市场规模（亿元）及增速



资料来源：伽马数据、游戏工委、天风证券研究所

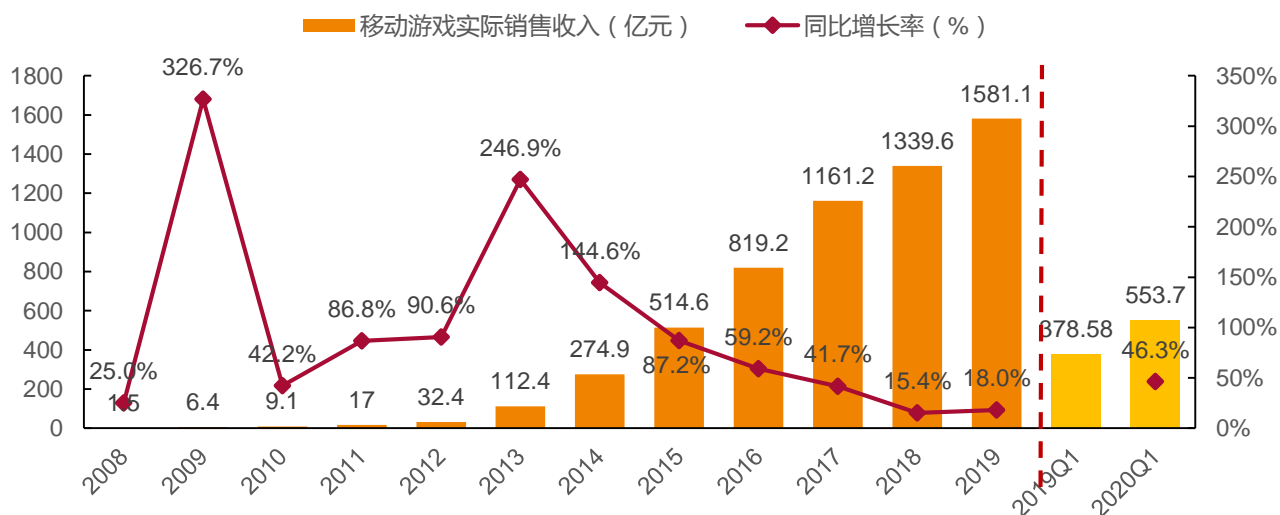
图 2：2018Q1-2020Q1 中国整体游戏市场规模（亿元）及增速



资料来源：游戏工委、天风证券研究所

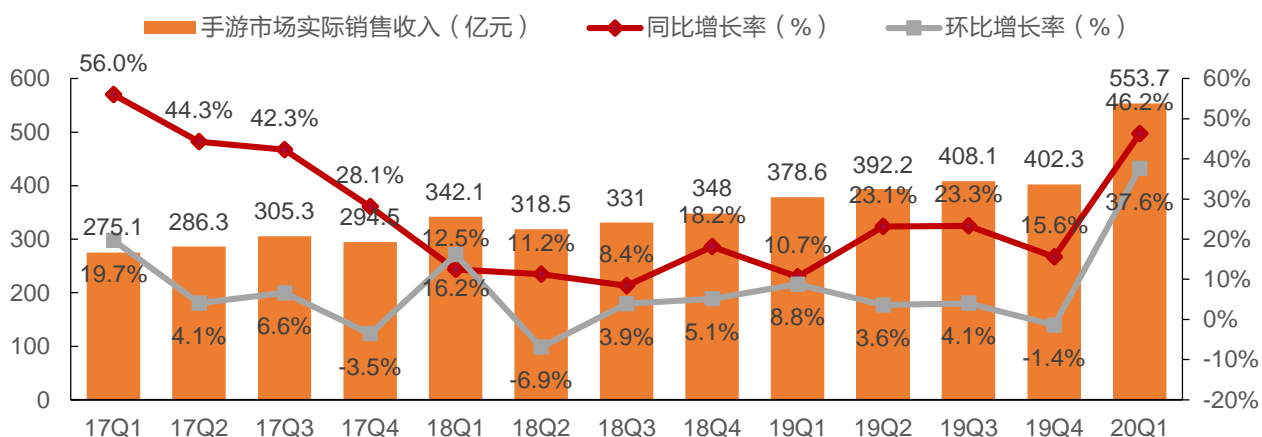
手游市场同样跟随供给波动，版号放开后增速回暖。19 年手游行业规模为 1581.1 亿元，同比增长 18.0%。20Q1 移动游戏实现实际销售收入 553.7 亿元，同比增长 46.3%。在 20 年春节受疫情影响的大背景下，大部分人都响应政府号召留在家中，少出门，少聚会，而在家庭娱乐场景下，手机、电脑、电视作为仅有的娱乐渠道重要性被无限放大，线上消费场景如游戏，特别是移动游戏，在本次春节期间受益于社交化、碎片化、宅化、以及直接内置付费属性。

图 3：2008-2020Q1 中国移动游戏市场规模（亿元）及增速



资料来源：游戏工委、中娱智库、国际数据公司、天风证券研究所

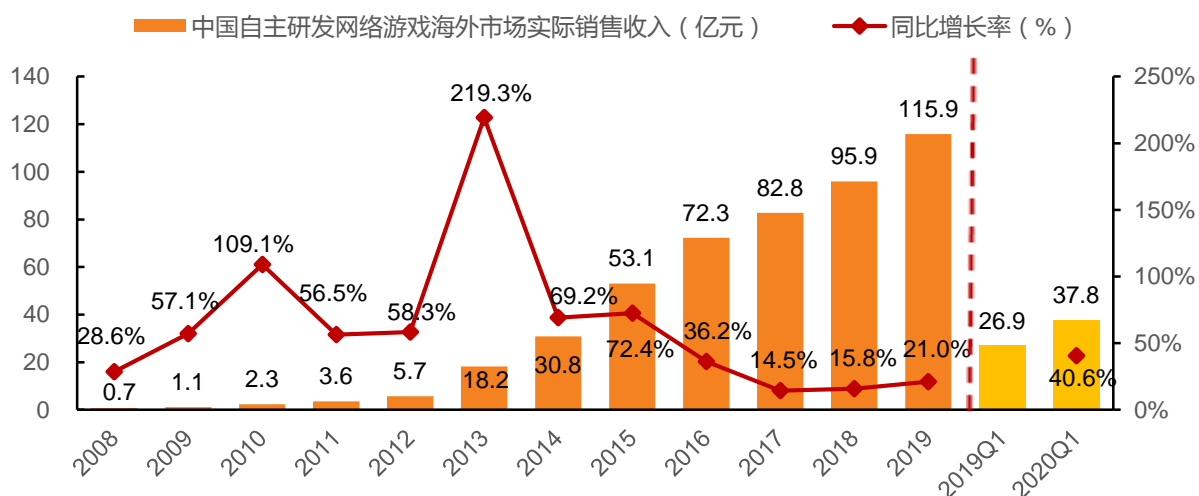
图 4：2017Q1-2020Q1 中国移动游戏市场规模（亿元）及增速



资料来源：游戏工委、中娱智库、国际数据公司、天风证券研究所

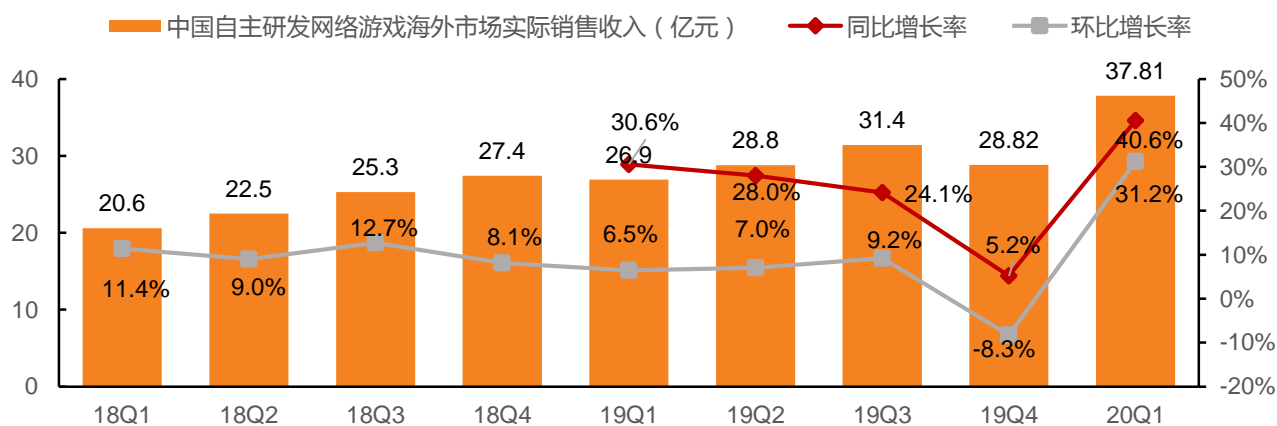
中国游戏出海近年来受政策鼓励以及国内竞争加剧厂商出海推动，增长明显。2019 年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 115.9 亿美元，同比增长 21.0%。2020Q1，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 37.8 亿美元，同比增长 40.6%。

图 5：2008-2020Q1 中国自主研发网络游戏海外市场规模（亿元）及增速



资料来源：游戏工委、天风证券研究所

图 6：2018Q1-2020Q1 中国自主研发网络游戏海外市场规模（亿元）及增速

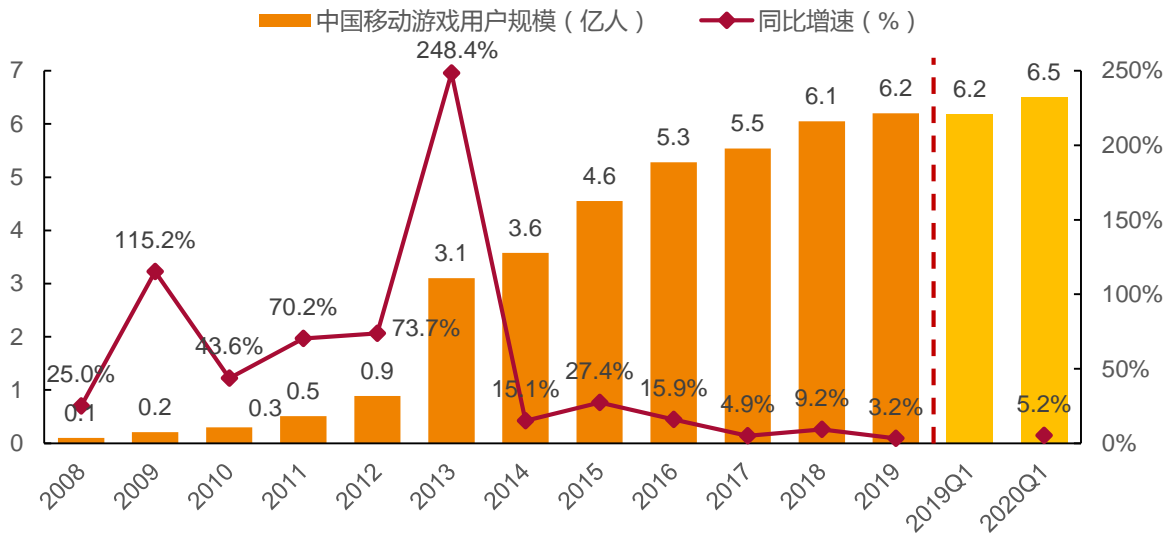


资料来源：游戏工委、天风证券研究所

1.2. 人口红利后周期靠 ARPU 值驱动，更加强调研发重要性

流量 2.0 时代人口红利后周期，用户规模增长缓慢。2019 年中国移动游戏用户规模达 6.2 亿人，较 2018 年增长 1500 万人，同比增长 3.2%，即使在疫情期间，20Q1 中国移动游戏用户规模达 6.5 亿人，同比增长 5.2%，用户规模增速趋缓，表现出移动游戏用户数量已趋于饱和，人口红利趋尽，流量 1.0 时代依靠用户规模驱动收入的逻辑需要转变。在整体游戏市场上，中国游戏用户规模亦进入稳定发展阶段，2019 年中国整体游戏用户规模为 6.4 亿人，相较 2018 年仅增加 0.1 亿人，同比增长 2.5%，增速明显放缓。2020Q1，中国游戏用户规模为 6.54 亿人，同比增长 0.31%。

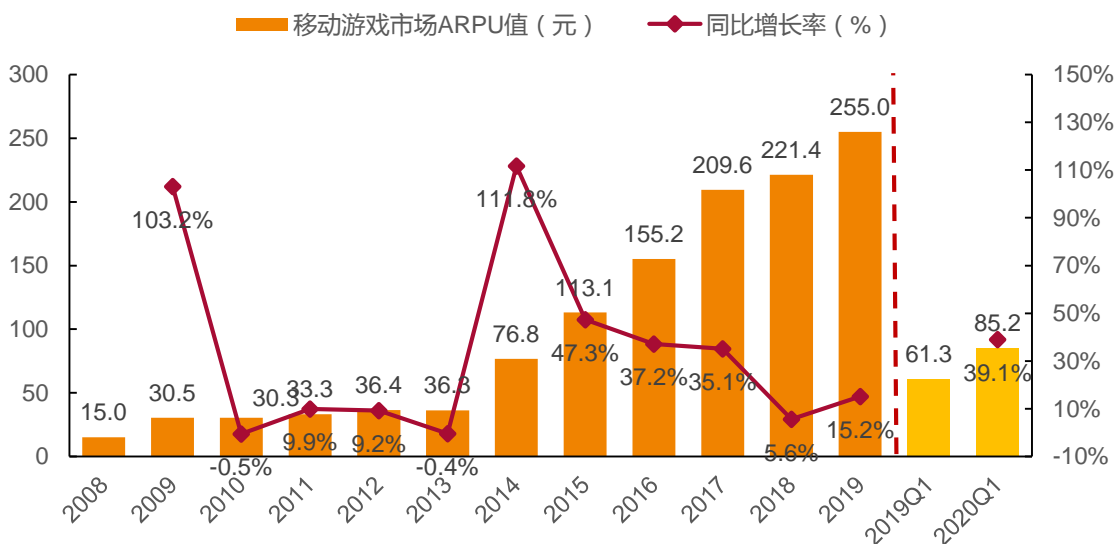
图 7：2008-2020Q1 中国移动游戏用户规模及同比增速



资料来源：游戏工委、天风证券研究所

游戏市场人口红利趋尽，培养用户付费习惯，依靠 ARPU 值提升带动行业增速回暖。2019 年中国移动游戏市场 ARPU 值为 255.0 元，同比增长 15.2%，保持两位数增长率，说明现阶段 ARPU 值增长是促进移动游戏市场增长的主要动力，游戏公司研发投入的重要性再度提升。疫情期间，2020Q1 中国移动游戏市场 ARPU 值为 85.2 元，同比增长 39.1%，增长亮眼主要系玩家在线时长提升、付费意愿提升，催化 ARPU 值提升。整体市场上，2019 年中国游戏市场 ARPU 值为 360.75 元，2020Q1 为 111.93 元，同比增长 26.14%。

图 8：2008-2020Q1 中国移动游戏市场 ARPU 值及增速



资料来源：游戏工委、天风证券研究所

1.3. 腾讯网易双巨头格局，三七等 A 股公司市占率有所提升

手游市场竞争格局方面，腾讯、网易仍然占据手游市场较大份额，A 股上市公司尤其是三

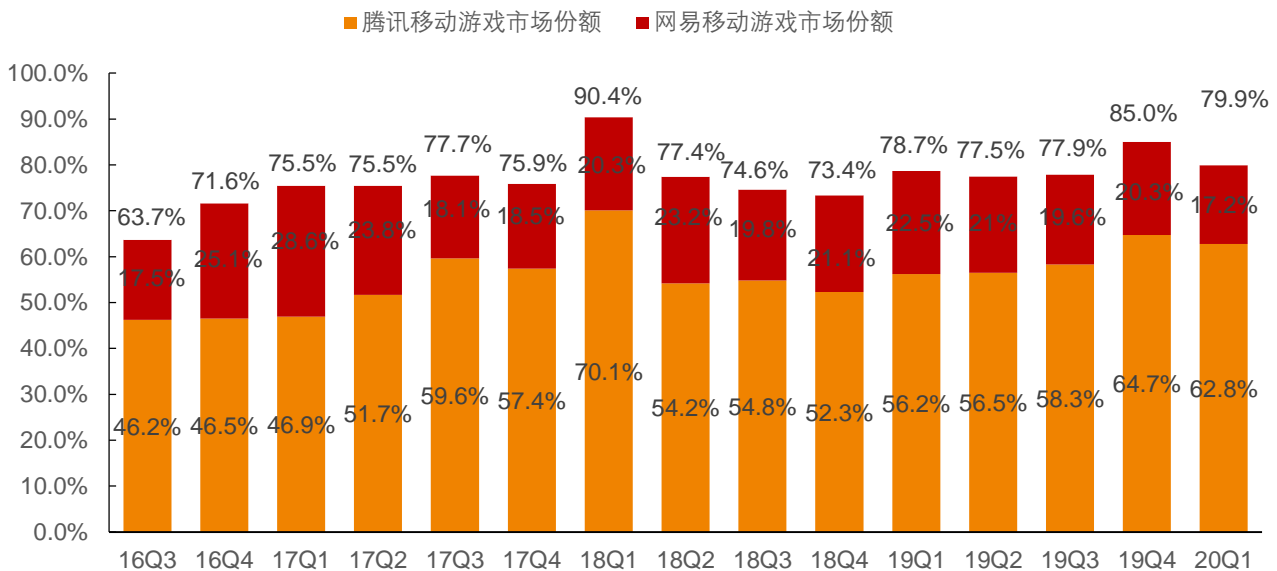
七互娱等表现亮眼：

腾讯在 19 年占比趋势向上，其中主要原因包括头部手游产品《王者荣耀》保持稳定增长，以及《和平精英》19 年 5 月获得版号后改版上线为腾讯贡献新的增量，同时也符合我们前期行业点评的“抱团腾讯”逻辑——版号正常化后，腾讯通过与内容厂商合作，锁定更多优质内容，包括 19 年 3 月腾讯发行的由完美世界研发的《完美世界》手游等，为公司带来稳定增量。

网易在 19 年占比趋向稳定，主要系 19 年网易未有亮眼大作上线，随着 20 年《哈利波特手游》以及《暗黑手游》上线，网易 20 年表现值得期待。

三七互娱市占率逐步提升，跻身前三甲，仅次于腾讯、网易。公司年报披露，根据易观数据发布的《中国移动游戏市场年度综合分析 2020》，2019 年三七互娱在中国移动游戏发行市场的市场份额进一步升至 10.44% (v.s.18 年 6.48%)，位居第三。按照游戏工委口径计算，三七互娱手游业务市占率为 7.58%，相较 18 年 4.17% 大幅增长。三七致力于精品游戏研发及创新，并通过精细化的流量运营模式以及完善的游戏运营服务来提高运营效率，提升用户的游戏体验，延长产品周期，预计未来三七在中国移动游戏市场的占有率将进一步提升。

图 9：2016Q3-2019Q4 腾讯网易手机游戏市场份额

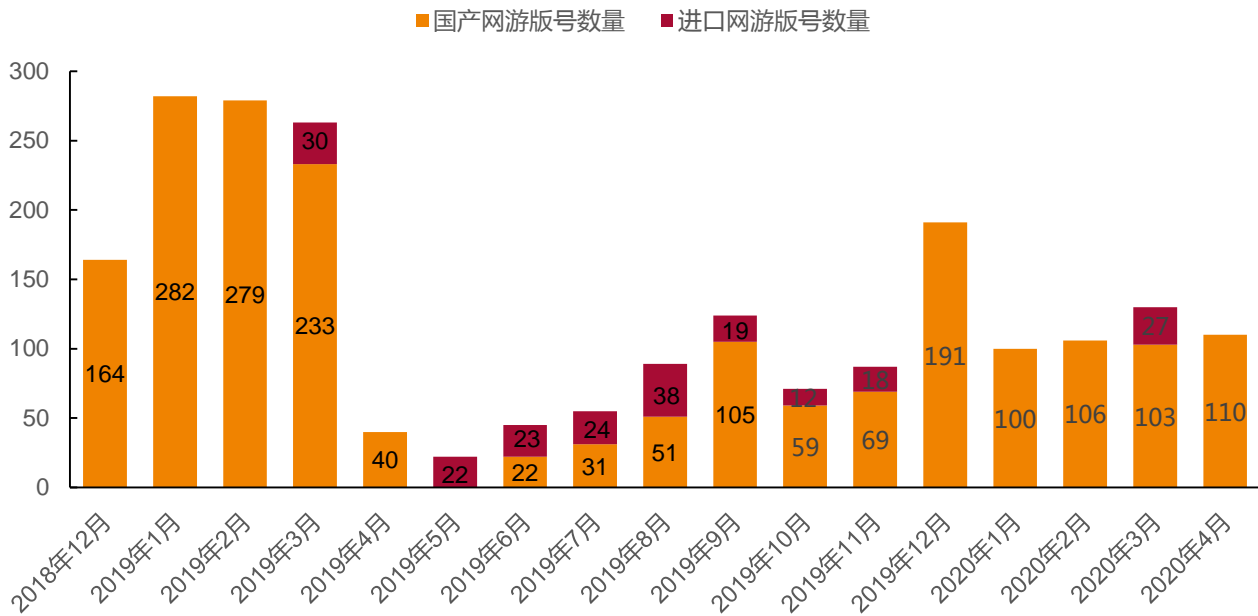


资料来源：游戏工委、公司公告、天风证券研究所

1.4. 版号正常化，政策压力已基本释放

版号审批 19 年将 18 年积压的版号审批完成后，目前中宣部出版局审批已逐步正常化。2018 年 12 月至 2019 年 3 月，主要是积压的游戏版号审批，每月的审批量在 160-300 之间不等，从 2019 年 4 月-11 月，游戏版号每月的审批量都控制在 20~120 的范围内，变化的原因是由于中国的游戏监管审核部门由广电总局变为中宣部出版局，将积压版号审批完成后，版号审批节奏逐步正常化。自 19 年 12 月起，每个月落地版号数量分别为 191/100/106/130/110 个，相较 19 年 4-11 月版号发放节奏有所提升。

图 10：2018 年 12 月-2019 年 11 月国产网游版号及进口网游版号数量



资料来源：游戏工委、天风证券研究所

2. 年报及一季报总结

为分析游戏板块年报及一季报情况,我们选取游戏板块 15 家相关公司进行财务数据对比,并以整体法对行业表现进行分析。

表 1：游戏板块公司列表

证券代码	证券简称
002555.SZ	三七互娱
002624.SZ	完美世界
603444.SH	吉比特
002602.SZ	世纪华通
300031.SZ	宝通科技
300315.SZ	掌趣科技
002174.SZ	游族网络
002425.SZ	凯撒文化
300418.SZ	昆仑万维
002605.SZ	姚记科技
300299.SZ	富春股份
300459.SZ	金科文化
002168.SZ	惠程科技
300043.SZ	星辉娱乐
600373.SH	中文传媒
002558.SZ	巨人网络

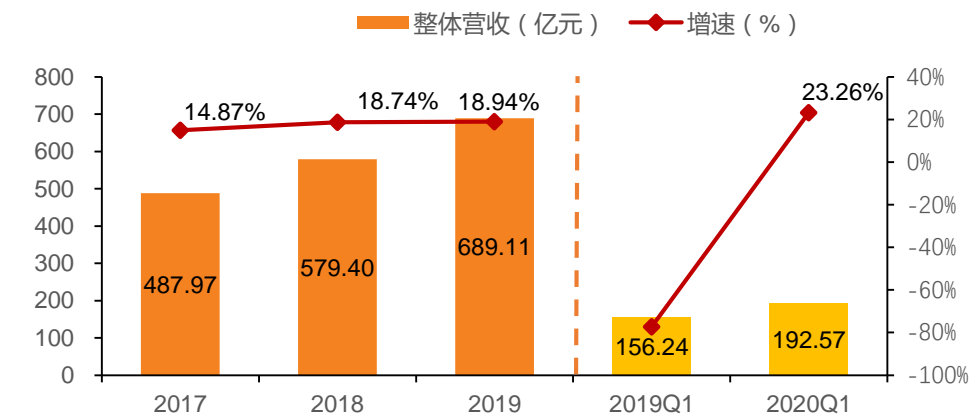
资料来源：Wind、天风证券研究所

2.1. 游戏板块公司整体表现

2.1.1. 整体营收及增速

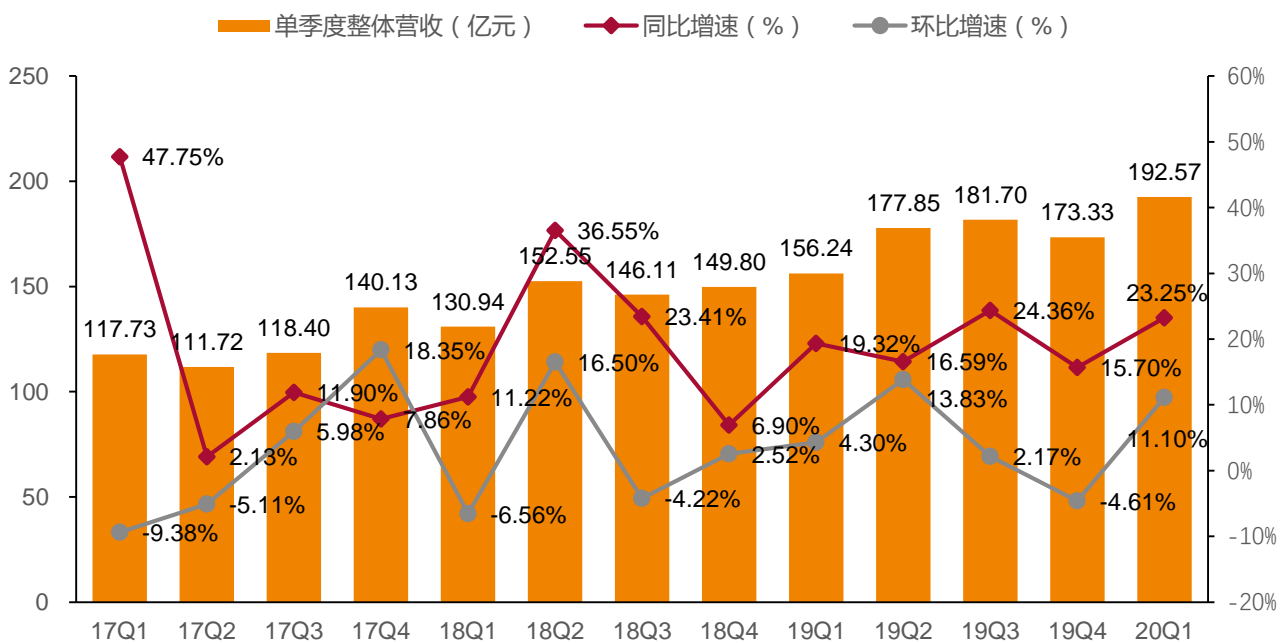
游戏板块营业收入近年来整体呈现出稳定增长的态势，优于游戏工委披露的整体游戏行业增速（含手机端主机游戏等），2019年游戏板块实现营业收入689.11亿元，相比于2018年，同比增长18.94%（游戏工委披露游戏行业增速为8.7%）。受新冠肺炎疫情的影响，人们进行线上娱乐的时间延长，使得游戏板块在20Q1显著增长，整体实现营业收入192.57亿元，同比增长23.26%，由于部分公司受其他业务收入下降拖累整体增速略低于行业增速（游戏工委披露游戏行业增速为29.7%）。

图 11：2017-2020Q1 游戏板块整体营收及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 12：2017Q1-2020Q1 游戏板块整体营收（亿元）及增速（根据过去三年数据，Q1 一般是游戏行业淡季，20Q1 宅经济增长突出）



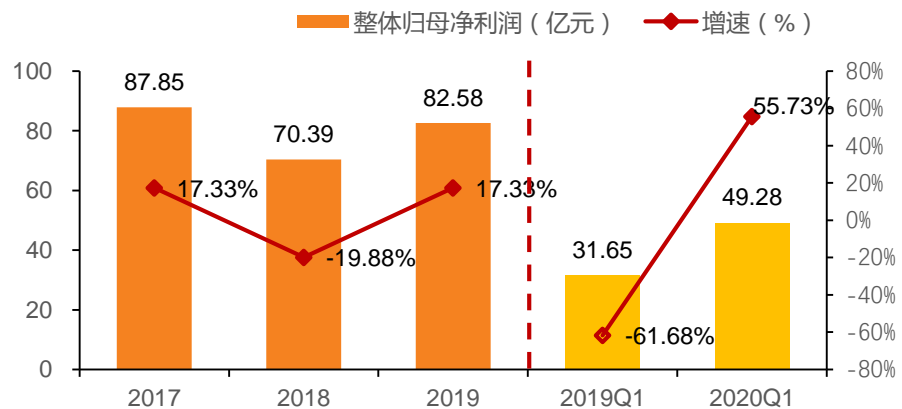
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.1.2. 整体归母净利润及增速

2019 年游戏板块整体归母净利润从 18 年负值转正（三七互娱、掌趣科技等 18 年大额资产减值），并回归到 2017 年的增速水平。2019 年，游戏板块整体实现归母净利润 82.58 亿元，相较 2018 年，同比增长 17.33%，部分游戏公司如金科文化、完美世界等受资产减值影响净利润低于前两年，但三七互娱、吉比特、掌趣科技、世纪华通（收购盛趣游戏并表）、姚记科技（收购成蹊科技并表）等公司 19 年表现优异。2020Q1 游戏板块整体实现归母净利润 49.28 亿元，同比增长 55.73%，这也主要得益于疫情所带来的线上娱乐时间增长红利。

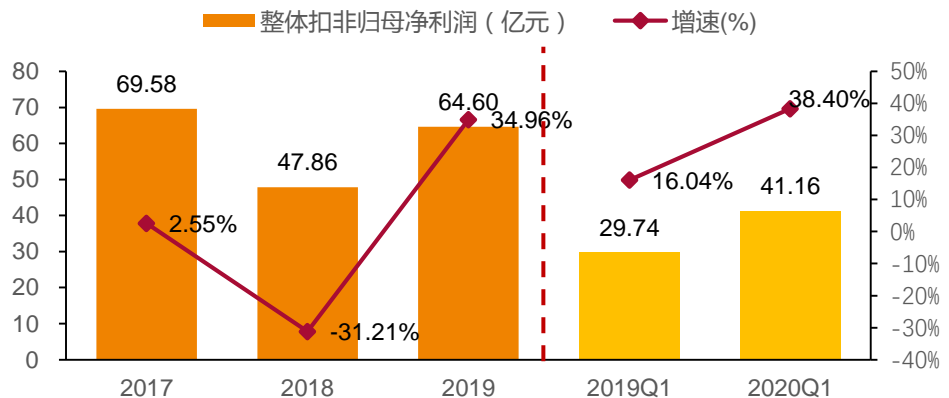
扣非归母净利润 2019 年呈现出相同的负值转正趋势，并且增速相比 2017 年和 2018 年大幅提升。2019 年，游戏板块整体实现归母净利润 64.60 亿元，同比增长 34.96%。20Q1 游戏板块归母净利润整体增长 38.40%。

图 13：2017-2020Q1 游戏板块整体归母净利润（亿元）及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 144：2017-2020Q1 游戏板块整体扣非归母净利润（亿元）及增速



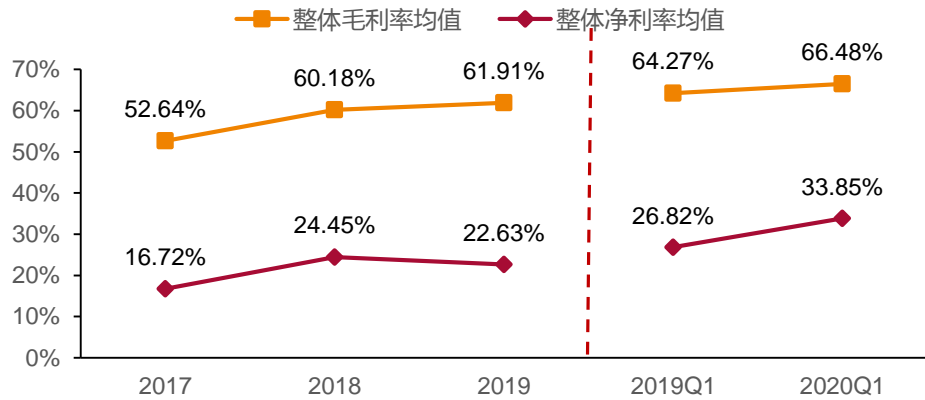
资料来源：wind、天风证券研究所

2.1.3. 整体毛利率及净利率

2019 年游戏板块整体毛利率算数平均值呈上升趋势，上升势头良好，剔除部分大额减值公司后整体净利率也呈现出波动上升的趋势。2019 年，游戏板块实现整体毛利率算数平均值 61.91%，相较 2018 年，同比增长 1.73pct，其中头部三七互娱、吉比特 19 年表现优异，毛利率高达 90%以上，处于行业较高水平。2020Q1 游戏板块整体实现毛利率算数平均值 66.48%，同比增长 2.21pct，这主要得益于疫情期间游戏业务的强劲增长。2019 年游戏板块在剔除游族网络(异常值)计提资产减值的凯撒文化(计提资产减值损失 0.79 亿元)

完美世界（计提资产减值损失 7.07 亿元）、富春股份（成都游戏公司计提大额商誉）和金科文化（计提资产减值损失 29.78 亿元）后实现整体净利率算术平均值 21.70%，同比下降 2.75pct，主要系游族网络净利率下降较大导致。2020Q1 游戏板块整体实现净利率算术平均值 33.85%，同比增长 7.03pct，其中涨幅较大者为吉比特（头部游戏《问道》表现稳定）和昆仑万维（投资收益贡献）。

图 155：2017-2020Q1 游戏板块整体毛利率及净利率均值

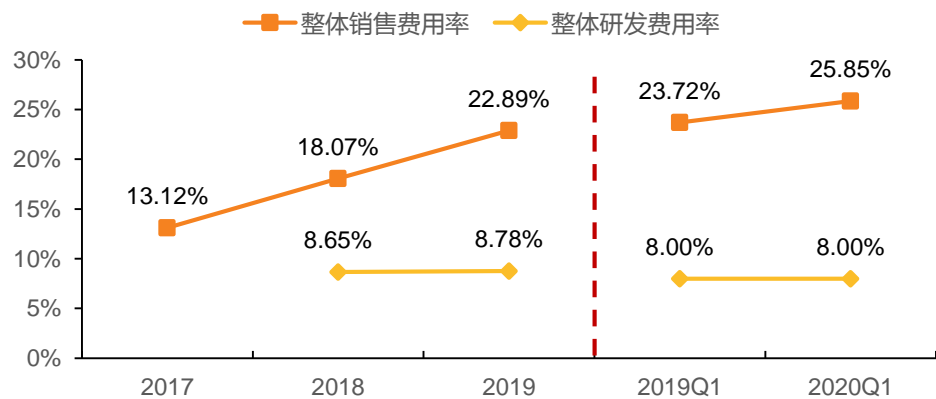


资料来源：wind、天风证券研究所注：2018 年净利率剔除资产减值较大的三七互娱和掌趣科技，2019 年净利率剔除出现异常值的游族网络和资产减值较大的完美世界、凯撒文化、富春股份和金科文化

2.1.4. 整体费用率

游戏板块各家公司整体的销售费用率算术平均值与研发费用率算术平均值近年来呈逐年上升趋势，表明游戏板块公司逐步加大在市场推广和研发创新上面的力度。其中销售费用率增长速度较快，主要受三七互娱（18 年下半年起向买量模式转移）、世纪华通（盛趣游戏并表）等公司的销售费用增长等影响，推广和宣传更加受到公司的重视。2020Q1 游戏板块整体销售费用率算术平均值为 25.85%，同比上升 2.13pct，整体的研发费用率算术平均值为 8%，与去年一季度持平。

图 16：2017-2020Q1 游戏板块整体销售及研发费用率



资料来源：wind、天风证券研究所

2.1.5. 整体经营性现金流表现

游戏板块整体的经营性现金流净额表现呈增长趋势，且占营收比重/占净利比重持续提升，表明游戏板块整体业绩质量有所改善。

表 2：2017-2019 游戏板块整体经营性现金流净额（亿元）情况对比

	2017	2018	2019
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	88.08	111.96	164.79
同比增长（%）	-4.19%	27.11%	31.88%
经营活动产生的现金流量净额/营业收入	18.05%	19.32%	23.91%
经营活动产生的现金流量净额/归母净利润	100.26%	159.06%	199.54%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

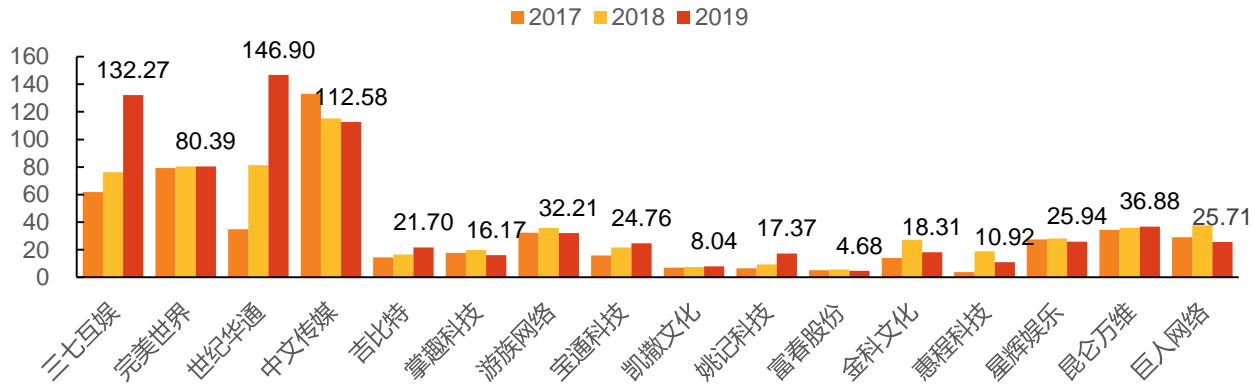
2.2. 营收增速

游戏板块主要公司在营收增速上表现出差异，其中三七互娱、姚记科技（并表）、吉比特等营收增速在 2019 年表现亮眼。其中部分有其他业务的公司，如中文传媒、富春股份、世纪华通、完美世界、惠程科技，其他业务会对公司 19 年和 20Q1 整体的营收增速造成一定的拖累。

分公司来看，

- **三七互娱**，2019 年营业收入 132.27 亿，同比增长 73.3%，其中手游业务实现高速增长，同比增速 114.8%，《一刀传世》、《斗罗大陆》等手游表现优异，带动业绩的高增长。2020Q1 公司实现营收 43.43 亿元，同比上升 33.76%；一季度公司各项业务发展良好，其中移动游戏业务表现强劲，带来收入大幅提升。除国内游戏研发、发行业务之外，本季度公司的海外游戏发行业绩也颇为突出。
- **完美世界**，2019 年实现营业收入 80.4 亿元，同比增长 0.07%，其中游戏业务营业收入 68.61 亿元，同比增长 26.56%，游戏业务毛利 48.97 亿元，同比增长 28.55%，主要系公司 19 年新上线《完美世界》手游、《云梦四时歌》、《神雕侠侣 2》、《我的起源》、《新笑傲江湖》等精品移动游戏的产品竞争力及老游戏持续生命力，电竞类端游《DOTA2》及《CS:GO（反恐精英：全球攻势）》也有稳步增长。20Q1 游戏业务收入 21.08 亿元，同比增长 47.69%，主要为《新笑傲江湖》《完美世界》《诛仙》等手游表现出色。
- **吉比特**，公司 2019 年实现营收 21.70 亿元，同比上升 31.16%。公司 2019 年度自主运营、联合运营等手游相关业务实现收入增长，主要系《问道手游》收入增长及《贪婪洞窟 2》、《跨越星弧》、《失落城堡》等新游戏贡献收入，其中自主运营收入 8.81 亿元，同比增长 78.31%，公司自主运营平台（雷霆游戏）占比提升，增长亮眼。20Q1 公司实现营收 7.40 亿元，同比增长 46.28%，主要系一季度《问道手游》的优异表现。
- **世纪华通**，据公司 20 年 4 月 30 日披露的《2019 年主要经营业绩》（未经审计）以及《2020 年第一季度报告》，公司 2019 年实现营业收入 146.9 亿元，同比增长 17.3%。公司 20Q1 实现营业收入 38.04 亿元，同比增长 11.03%。

图 17：2017-2019 游戏板块主要公司营收（亿元）对比



资料来源：wind、天风证券研究所

表 3：2017-2020Q1 游戏板块主要公司营收增速对比

公司名称	2017 营收增速	2018 营收增速	2019 营收增速	2020Q1 营收增速
三七互娱	17.93%	23.33%	73.30%	33.76%
完美世界	28.76%	1.31%	0.07%	26.09%
吉比特	10.31%	14.91%	31.16%	46.28%
世纪华通	1.01%	132.72%	17.30%	11.03%
宝通科技	7.87%	37.12%	14.28%	6.38%
掌趣科技	-4.66%	11.43%	-17.93%	14.97%
游族网络	27.89%	10.68%	-10.07%	45.45%
凯撒文化	35.38%	5.79%	7.93%	-31.80%
昆仑万维	41.73%	4.10%	3.09%	17.28%
姚记科技	-7.06%	42.42%	77.27%	37.00%
富春股份	17.17%	4.70%	-15.77%	-7.70%
金科文化	56.08%	95.17%	-32.83%	-30.35%
惠程科技	29.30%	408.65%	-42.45%	50.78%
星辉娱乐	15.13%	2.35%	-8.01%	-22.20%
中文传媒	4.15%	-13.48%	-2.21%	-12.30%
巨人网络	25.10%	30.03%	-31.96%	1.81%
行业平均	19.13%	50.70%	3.95%	11.66%

资料来源：wind、天风证券研究所

表 4：2019Q3-2020Q1 游戏板块主要公司营收（亿元）及增速对比

	19Q3 营收 (亿元)	19Q3 同比	19Q3 环比	19Q4 营收 (亿元)	19Q4 同比	19Q4 环比	20Q1 营收 (亿元)	20Q1 同比	20Q1 环比
三七互娱	34.89	56.29%	23.55%	36.67	74.81%	5.11%	43.43	33.76%	18.43%
完美世界	21.56	16.77%	33.52%	22.27	-11.66%	3.29%	25.74	26.09%	15.61%
吉比特	4.84	26.71%	-14.25%	6.15	24.34%	27.00%	7.40	46.28%	20.25%
世纪华通	40.00	10.55%	-16.01%	37.56	14.99%	-6.11%	38.04	11.03%	1.29%
宝通科技	5.86	5.00%	0.86%	7.06	14.14%	20.44%	6.40	6.38%	-9.43%
掌趣科技	5.06	15.56%	48.52%	4.15	6.88%	-17.91%	4.09	14.97%	-1.45%
游族网络	9.12	9.11%	1.70%	5.78	-39.65%	-36.61%	12.11	45.45%	109.46%
凯撒文化	1.71	23.48%	-0.97%	2.00	-35.02%	16.88%	1.77	-31.80%	-11.53%
昆仑万维	9.35	3.78%	3.49%	9.90	8.97%	5.91%	10.09	17.28%	1.98%
姚记科技	4.43	99.72%	7.91%	5.11	14.28%	15.43%	5.34	37.00%	4.53%
富春股份	1.17	3.22%	-3.33%	1.15	-36.04%	-1.29%	1.05	-7.70%	-8.63%
金科文化	4.71	-25.06%	-32.84%	0.09	-98.69%	-98.00%	4.53	-30.35%	4703.87%
惠程科技	2.40	-40.17%	11.37%	4.16	10.50%	73.36%	3.35	50.78%	-19.49%
星辉娱乐	9.37	55.88%	53.11%	5.35	-7.87%	-42.98%	3.97	-22.20%	-25.72%
中文传媒	27.23	-8.65%	-11.13%	25.92	2.70%	-4.82%	25.25	-12.30%	-2.59%
巨人网络	6.40	2.30%	-27.29%	6.26	-2.24%	-30.47%	6.92	10.68%	1.81%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 毛利率及净利率

毛利率上，主要游戏公司的毛利率近年整体呈现上升趋势。其中，吉比特的毛利率表现突出，长期稳定在 90% 以上，三七互娱的毛利率在 20Q1 也达到 90%。

净利率上，吉比特和昆仑万维的净利率水平突出，吉比特受营收占比高达 80% 的头部游戏《问道》的长期稳定表现带动，净利率基本稳定在 50% 左右，昆仑万维受投资收益近两年突出贡献净利率大幅提升。

分公司来看，

- 三七互娱，公司 19 年整体毛利率 86.57%，同比增长 10.30pcts，主要是手游业务占比提升的贡献，2019 年公司手机游戏业务收入占总收入 90.06%，毛利率为 87.67%，同比增长 6.72pcts，手游业务增长主要是《一刀传世》、《斗罗大陆》等国内高速增长，以及《永恒纪元》、《大天使之剑 H5》等海外市场发展。2020Q1 公司毛利率为 90.84%，同比增加 3.18pct，净利率为 18.35%，同比增加 3.40pct，主要系本季度公司存量手游表现良好。
- 吉比特，公司 19 年整体毛利率 90.54%，同比下降 1.70pct；净利率为 49.13%，同比下降 6.37pct。20Q1 公司毛利率为 91.34%，同比增长 1.25pct，净利率为 56.68%，同比增长 3.11pct，但总体上来看，吉比特的毛利率和净利率均处于行业较高水平。

表 5：2017-2020Q1 游戏板块主要公司毛利率对比

公司名称	2017 毛利率	2018 毛利率	2019 毛利率	20Q1 毛利率
三七互娱	68.52%	76.27%	86.57%	90.84%
完美世界	57.36%	55.81%	60.92%	62.37%
吉比特	90.87%	92.24%	90.54%	91.34%
世纪华通	29.58%	38.24%	51.29%	55.25%
宝通科技	52.01%	54.61%	58.64%	60.34%
掌趣科技	58.97%	61.27%	56.10%	74.87%
游族网络	52.17%	56.08%	30.86%	46.19%
凯撒文化	66.57%	55.31%	69.33%	76.58%
昆仑万维	79.79%	82.61%	79.42%	81.56%
姚记科技	27.03%	47.31%	65.25%	67.36%
富春股份	56.72%	57.95%	55.33%	55.60%
金科文化	45.23%	70.87%	73.20%	85.09%
惠程科技	36.84%	71.36%	68.49%	73.36%
星辉娱乐	31.81%	45.09%	47.73%	42.06%
中文传媒	36.15%	37.66%	34.97%	34.44%
巨人网络	76.04%	74.99%	83.13%	87.25%

资料来源：wind、天风证券研究所

表 6：2017-2020Q1 游戏板块主要公司净利率对比

公司名称	2017 净利率	2018 净利率	2019 净利率	20Q1 净利率
三七互娱	29.67%	15.09%	18.27%	18.34%
完美世界	18.41%	21.90%	18.00%	23.63%
吉比特	50.99%	55.50%	49.13%	56.68%
世纪华通	22.48%	11.84%	18.75%	21.38%
宝通科技	14.98%	13.34%	11.57%	20.97%
掌趣科技	16.53%	-157.10%	22.27%	22.75%
游族网络	20.53%	28.24%	7.96%	29.97%
凯撒文化	35.40%	37.34%	26.12%	45.97%
昆仑万维	41.28%	41.86%	37.61%	50.25%
姚记科技	12.18%	20.46%	25.50%	126.21%
富春股份	-32.30%	10.41%	-119.97%	13.58%
金科文化	29.30%	33.16%	-150.97%	48.05%
惠程科技	-28.50%	21.20%	17.79%	12.35%
星辉娱乐	8.98%	8.54%	10.04%	3.28%
中文传媒	10.91%	14.13%	15.38%	14.40%

资料来源：wind、天风证券研究所

2.4. 竞争下加码销售、研发等投入，费用随之提升

整体费用方面，由于中国游戏用户规模逐渐进入缓慢发展阶段，游戏市场变为存量竞争时期，整体费用出现一定的增长。

- 19 年 A 股 15 家头部游戏公司中有 10 家整体费用绝对值出现上升，15 家头部企业平均整体费用同比增长 34.42%。其中增长幅度最大公司为三七互娱，增长的原因是多款新游戏上线导致主动战略调整（买量模式倾斜）导致销售费用上涨以及研发人员数量增加、研发人员薪酬增长使得研发费用上升。20Q1 期间 15 家头部企业整体费用增长的公司数为 7 家，相对有所减少，均值同比增长 26.24%。

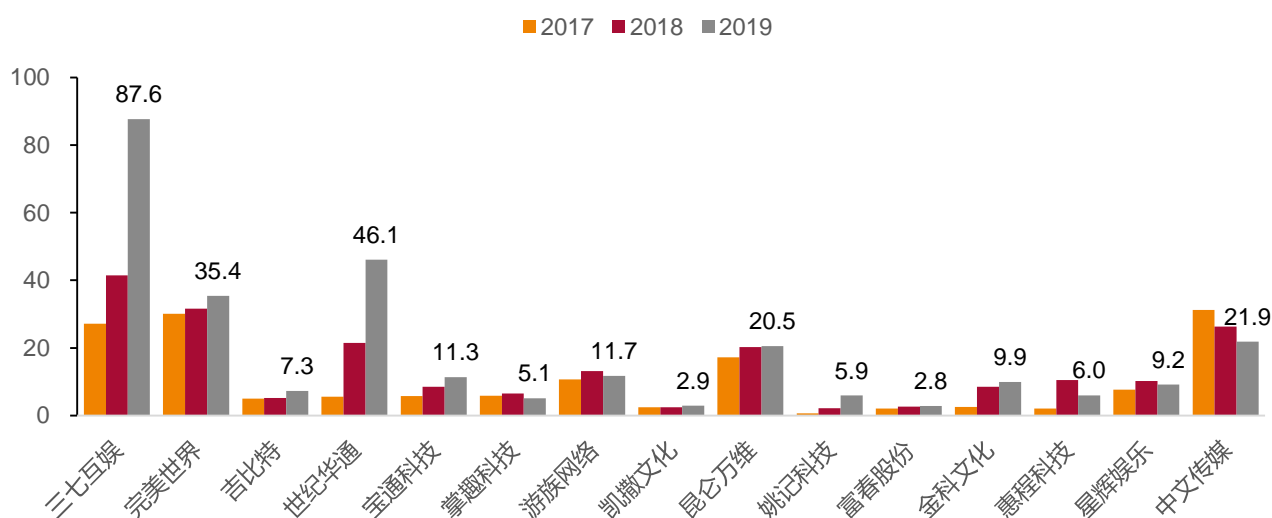
- 整体费用率方面，A 股主要游戏公司整体费用率算术平均值 19 年增速为 4.76pct，15 家公司中有 10 家费用率上升（与整体费用情况相符），涨幅最大者为金科文化，原因系移动互联网应用发行业务受到游戏版号总量控制、版号审核趋严等宏观政策环境的影响业绩下滑致营收下降而费用刚性。其次是富春股份，原因同样系公司 19 年营收下降而费用刚性。20Q1 整体费用率复合增速为 2.42pct。

表 7：A 股主要游戏公司 2017-2020Q1 费用合计（亿元）

	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1
三七互娱	27.13	41.48	87.65	23.42	31.36
完美世界	30.06	31.66	35.40	8.47	9.88
吉比特	4.99	5.19	7.25	1.62	2.07
世纪华通	5.60	21.47	46.12	4.94	12.03
宝通科技	5.73	8.50	11.31	2.74	2.53
掌趣科技	5.83	6.52	5.06	0.95	2.20
游族网络	10.64	13.11	11.71	2.67	2.64
凯撒文化	2.41	2.44	2.88	0.84	0.45
昆仑万维	17.17	20.28	20.51	4.90	4.29
姚记科技	0.61	2.19	5.91	1.29	1.69
富春股份	2.06	2.59	2.78	0.49	0.48
金科文化	2.52	8.49	9.94	2.03	1.99
惠程科技	2.09	10.52	5.96	1.21	2.27
星辉娱乐	7.62	10.20	9.16	1.95	1.56
中文传媒	31.25	26.28	21.85	5.97	4.59
行业平均	10.38	14.06	18.90	4.23	5.34

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 18：A 股主要游戏公司 2017-2019 费用合计（亿元）



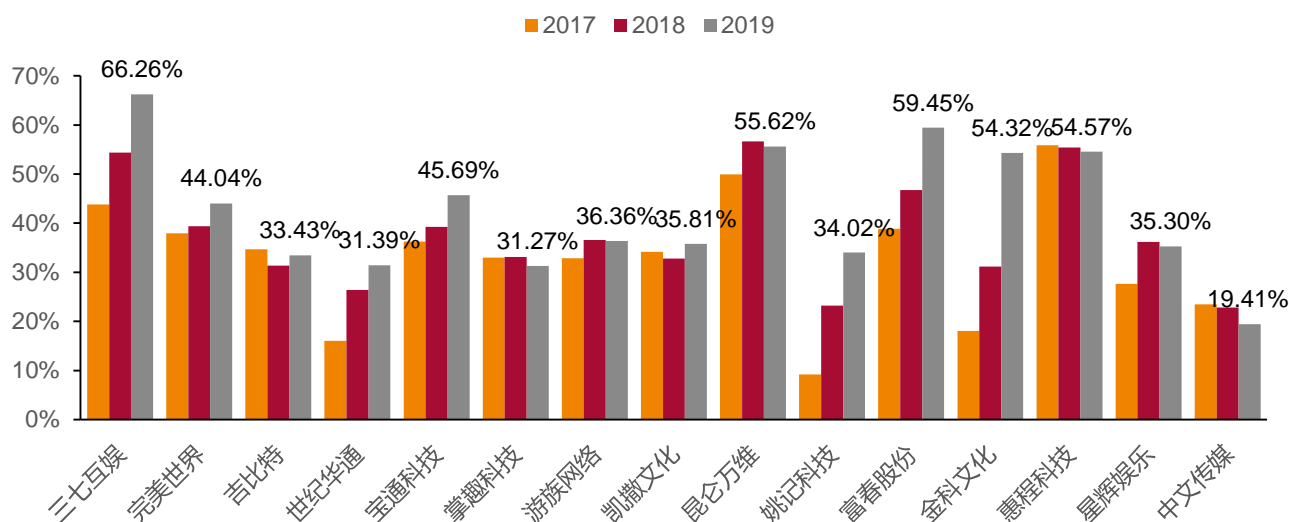
资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：数字图标为 19 年数据

表 8：A 股主要游戏公司 2017-2020Q1 费用率合计（%）

	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1
三七互娱	43.84%	54.35%	66.26%	72.13%	72.21%
完美世界	37.91%	39.40%	44.04%	41.48%	38.36%
吉比特	34.66%	31.39%	33.43%	32.04%	27.98%
世纪华通	16.04%	26.43%	31.39%	22.72%	31.63%
宝通科技	36.25%	39.23%	45.69%	45.59%	39.60%
掌趣科技	32.98%	33.10%	31.27%	26.74%	53.80%
游族网络	32.88%	36.60%	36.36%	32.12%	21.79%
凯撒文化	34.18%	32.82%	35.81%	32.40%	25.62%
昆仑万维	49.97%	56.69%	55.62%	56.96%	42.46%
姚记科技	9.20%	23.21%	34.02%	34.59%	31.65%
富春股份	38.88%	46.71%	59.45%	42.53%	45.75%
金科文化	18.03%	31.16%	54.32%	31.17%	43.99%
惠程科技	55.88%	55.44%	54.57%	54.31%	67.93%
星辉娱乐	27.67%	36.17%	35.30%	38.30%	39.38%
中文传媒	23.49%	22.83%	19.41%	20.74%	18.17%
行业平均	32.79%	37.70%	42.46%	38.92%	40.02%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 19：A 股主要游戏公司 2017-2019 费用率合计



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：数字图标为 19 年数据

2.4.1. 销售费用随头部公司买量投入增加呈增长趋势

销售费用方面，游戏用户增长速度逐渐放缓，互联网人口红利逐渐消化，买量市场竞争进入白热化阶段。因此“买量竞争”使游戏公司销售费用上升，整体带动游戏公司成本拉升。

- 19 年 A 股 15 家头部游戏公司中有 9 家销售费用上升，15 家头部企业平均销售费用同比增长 50.57%。其中增长幅度最大的公司为三七互娱，原因是多款新游戏上线，新游戏处于主要推广期，对互联网流量需求较大，导致销售费用上涨。20Q1 头部企业平均销售费用同比增长 34.41%。
- 销售费用率方面，A 股主要游戏公司销售费用率 19 年的复合增速为 2.11pct，15 家公司中有 9 家销售费用率上升（与销售费用情况相符），涨幅最大的是三七互娱，原因系销售推广增加，其次是姚记科技，原因系旗下成蹊科技推广费用升高。20Q1 头部

企业平均销售费用率同比增长 3.02pct.

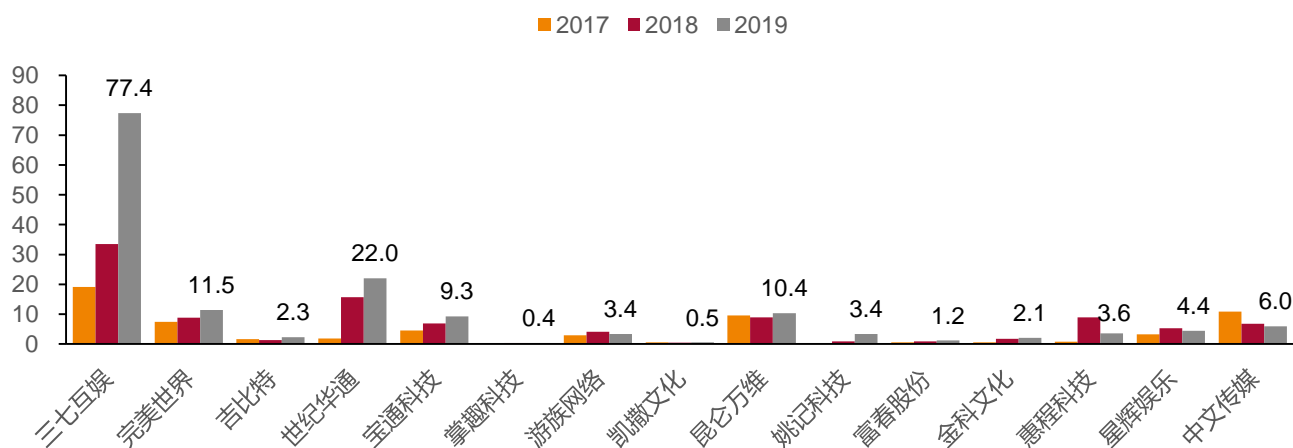
- 销售人员人数方面，A 股主要游戏公司重视销售业务，加大投入销售人力，有 9 家销售人员人数 18-19 年有所增长，三七互娱由于新游戏业务拓展，销售人员人数处于行业领先地位，人员增长速度也最大。

表 9：A 股主要游戏公司 2017-2020Q1 销售费用（亿元）

	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1
三七互娱	19.08	33.47	77.37	21.42	27.99
完美世界	7.44	8.80	11.45	1.84	3.83
吉比特	1.61	1.34	2.25	0.55	0.52
世纪华通	1.86	15.72	22.02	3.27	5.32
宝通科技	4.56	6.89	9.31	2.33	2.12
掌趣科技	0.26	0.31	0.38	0.07	1.22
游族网络	2.94	4.08	3.37	0.87	0.57
凯撒文化	0.62	0.47	0.53	0.10	0.05
昆仑万维	9.54	8.93	10.35	2.27	2.31
姚记科技	0.07	0.94	3.41	0.76	1.10
富春股份	0.54	0.95	1.20	0.12	0.22
金科文化	0.61	1.71	2.11	0.39	0.58
惠程科技	0.81	8.95	3.60	0.78	1.72
星辉娱乐	3.21	5.34	4.41	0.77	0.57
中文传媒	10.85	6.78	5.96	1.51	1.66
行业平均	4.27	6.98	10.51	2.47	3.32

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 20：A 股主要游戏公司 2017-2019 销售费用（亿元）



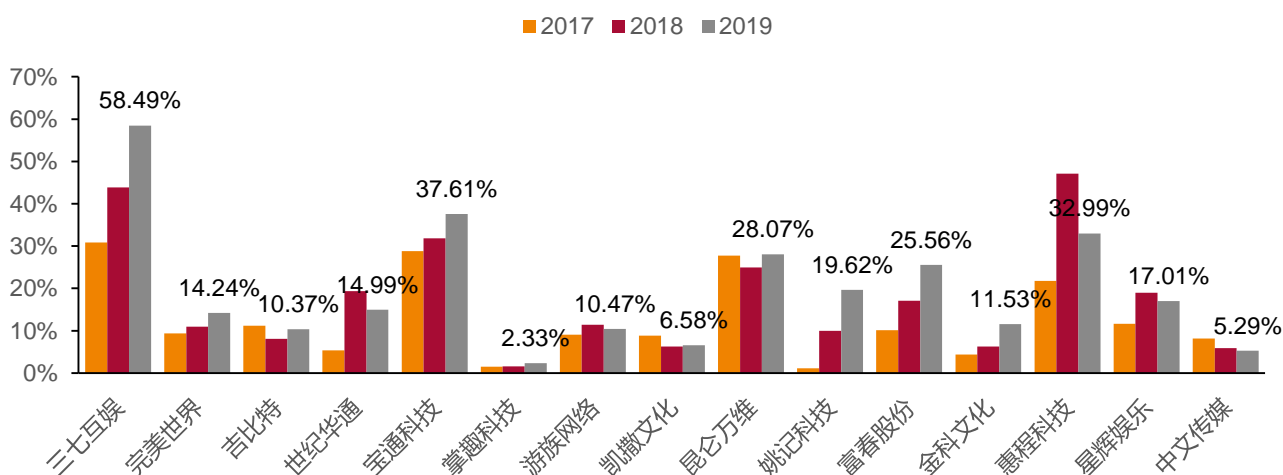
资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：数字图标为 19 年数据

表 10：A 股主要游戏公司 2017-2019 销售费用率（%）

	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1
三七互娱	30.83%	43.85%	58.49%	65.96%	64.44%
完美世界	9.38%	10.96%	14.24%	9.00%	14.88%
吉比特	11.15%	8.08%	10.37%	10.88%	7.00%
世纪华通	5.33%	19.35%	14.99%	15.08%	13.99%
宝通科技	28.84%	31.82%	37.61%	38.79%	33.18%
掌趣科技	1.49%	1.59%	2.33%	1.91%	29.86%
游族网络	9.08%	11.40%	10.47%	10.50%	4.73%
凯撒文化	8.86%	6.25%	6.58%	3.69%	2.55%
昆仑万维	27.76%	24.96%	28.07%	26.32%	22.92%
姚记科技	1.11%	9.94%	19.62%	20.32%	20.54%
富春股份	10.11%	17.07%	25.56%	10.66%	20.92%
金科文化	4.38%	6.28%	11.53%	6.01%	12.76%
惠程科技	21.79%	47.15%	32.99%	35.29%	51.48%
星辉娱乐	11.66%	18.95%	17.01%	15.18%	14.32%
中文传媒	8.15%	5.89%	5.29%	5.24%	6.56%
行业平均	12.66%	17.57%	19.68%	18.32%	21.34%

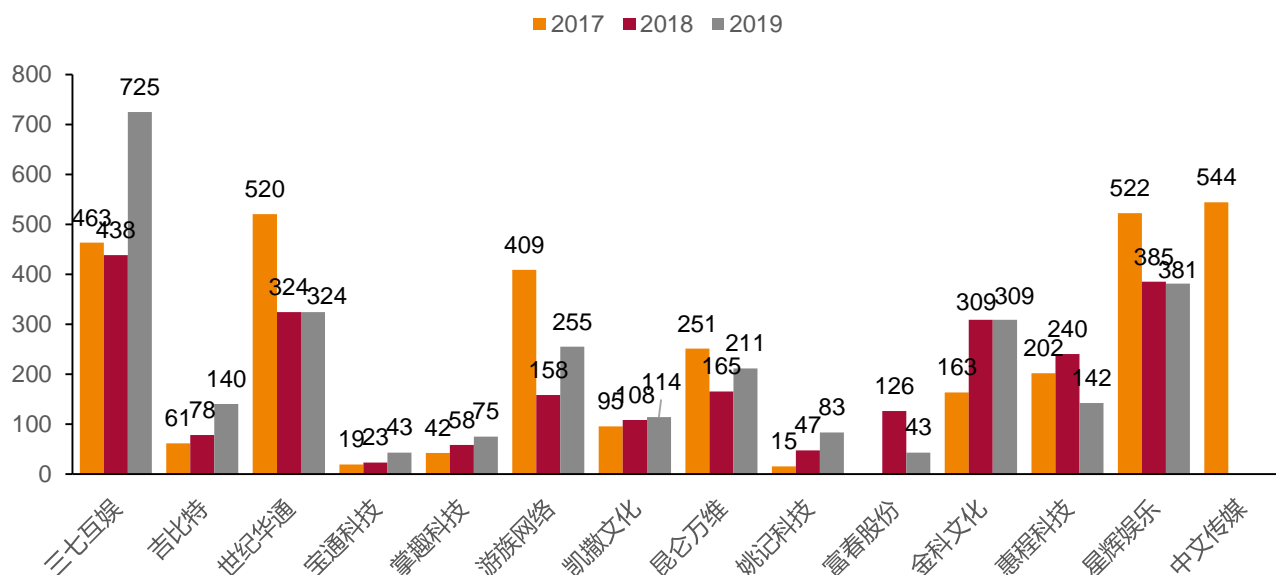
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 21：A 股主要游戏公司 2017-2019 销售费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：数字图标为 19 年数据

图 162：A 股主要游戏公司 2017-2019 销售人员人数（人）

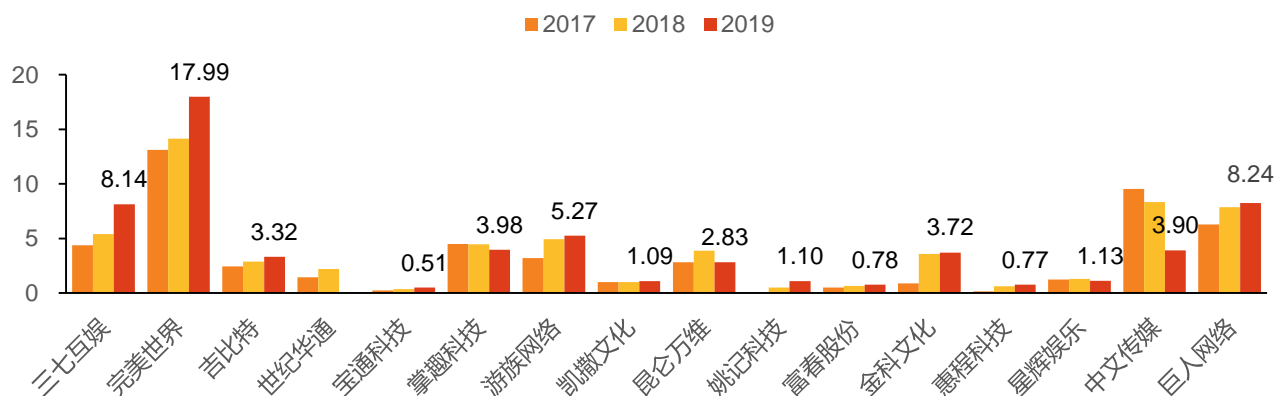


资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：完美世界 17-19 年故删去、富春股份 17 年、中文传媒 18-19 年年报未披露销售人员人数

2.4.2. 研发投入稳定增长，研发愈发得到重视

研发能力是游戏公司的核心竞争力，中国主要游戏公司的研发投入、研发人员数量均有所增长。游戏板块大部分公司 17-19 年间研发投入均有所增长，2018 年板块内主要 15 家游戏公司总研发投入同比增长 19.21%，2019 年总研发投入同比增长 0.46%，世纪华通未披露（披露后预计研发投入增速提升），中文传媒研发投入下降。

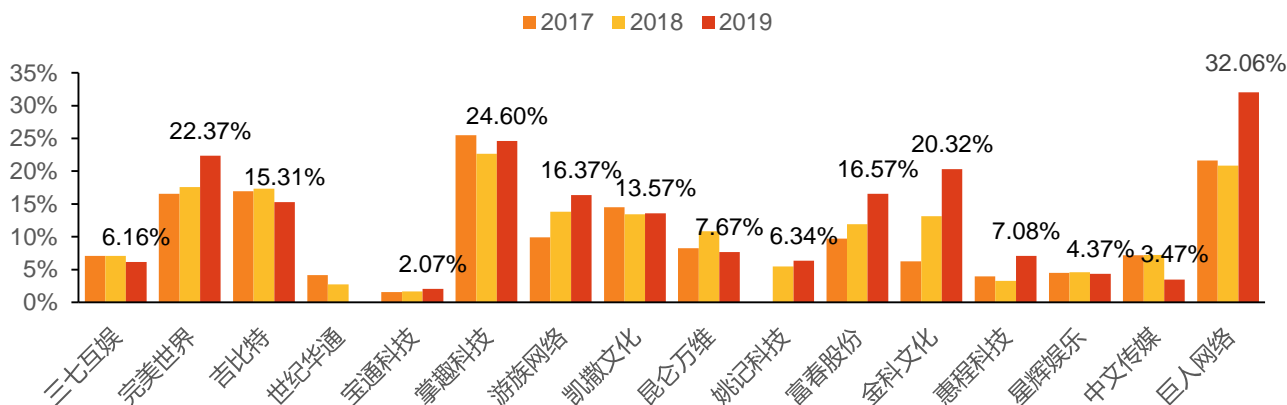
图 23：2017-2019 游戏板块主要公司研发投入（亿元）合计



资料来源：wind、天风证券研究所；备注：世纪华通 2019 年报数据仍未披露

从研发投入占营业收入比例看，2017 年 16 家公司研发投入占营收比例平均值为 9.86%，18 年提升至 10.86%，2019 年则提升至 13.22%（世纪华通未披露，披露后预计研发投入占营收比提升）。

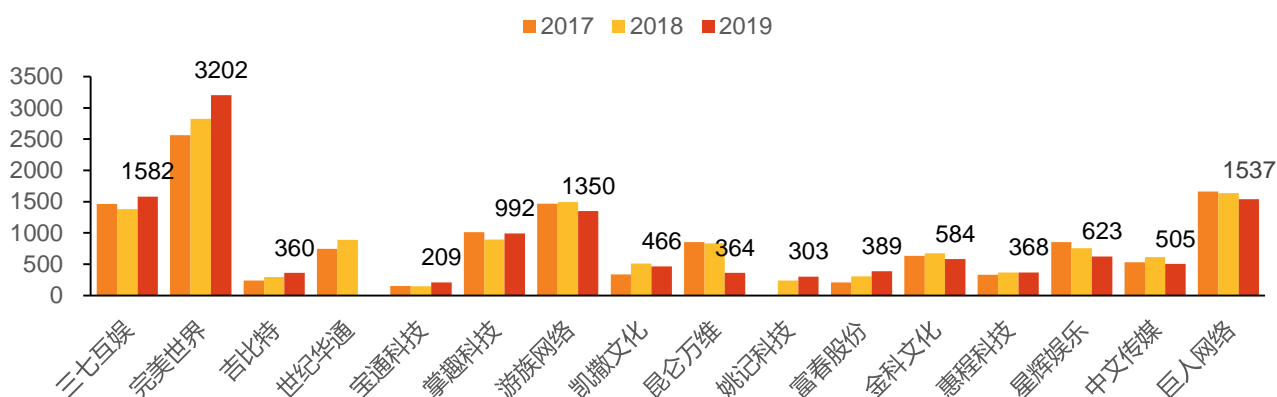
图 174：2017-2019 游戏板块主要公司研发投入占营收比例



资料来源：wind、天风证券研究所；备注：世纪华通 2019 年报数据仍未披露

头部游戏公司研发人员数量不断提升。2018 年，16 家公司研发人员数量达 13853 人，同比增长 6.23%，2019 年世纪华通未披露本年研发人员数量（预计盛趣并表研发人员大幅提升），绝大多数公司研发人员数量较去年有所上升。

图 25：2017-2019 游戏板块主要公司研发人员数量



资料来源：wind、天风证券研究所；备注：世纪华通 2019 年报数据仍未披露

2.5. 资产减值整体风险可控

资产减值损失方面，除个别公司外，行业内大部分公司资产减值损失额较小，整体行业看来风险可控。

- 19 年资产减值损失较大的公司有金科文化（29.78 亿元）、富春股份（7.33 亿元）和完美世界（7.07 亿元）。其中金科文化和富春股份主要系商誉大幅减值损失造成，完美世界系商誉减值损失与存货跌价损失所致。

表 11：A 股主要游戏公司 2017-2019 资产减值损失（亿元）

	2017	2018	2019
三七互娱	3.51	10.49	0.58
完美世界	1.37	0.10	7.07
吉比特	0.10	0.25	0.69
世纪华通	0.12	0.38	0.49
宝通科技	0.03	0.16	0.02
掌趣科技	5.12	36.82	0.81
游族网络	0.70	0.17	0.12
凯撒文化	0.48	0.49	0.79
昆仑万维	0.32	1.04	0.00
姚记科技	0.01	0.05	0.19
富春股份	4.34	3.63	7.33
金科文化	0.15	0.97	29.78
惠程科技	0.01	0.17	0.00
星辉娱乐	0.60	1.04	0.20
中文传媒	2.59	1.69	0.62

资料来源：公司公告、天风证券研究所

商誉方面，行业内大部分公司商誉净值较小，因此商誉减值损失风险较小。

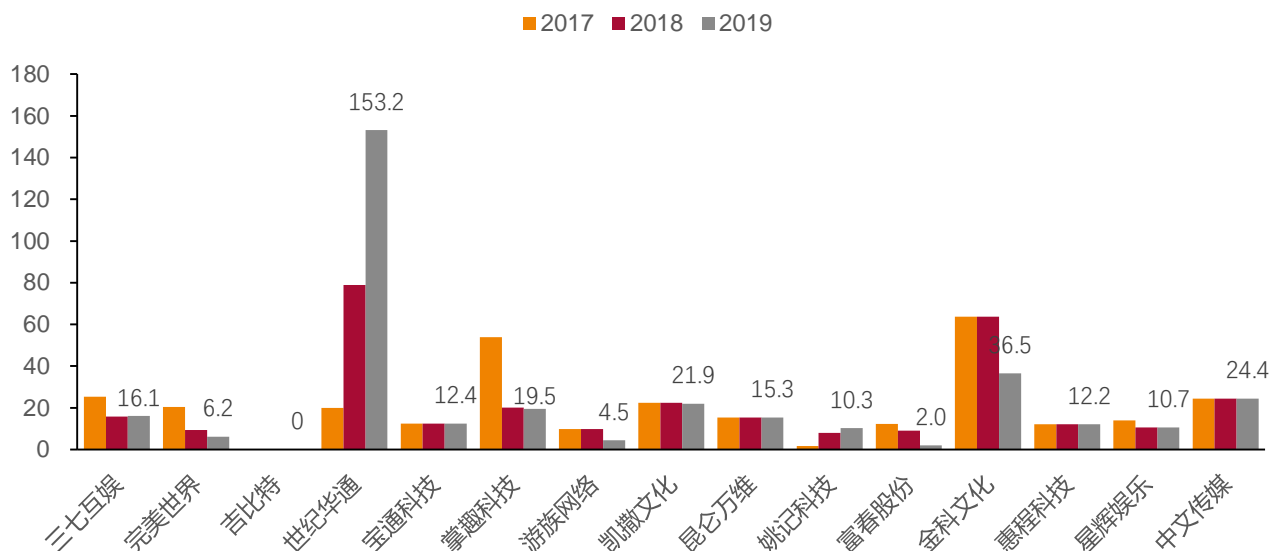
- 商誉净值方面，A股15家主要游戏公司中有12家商誉净值保持不变或减小，整体商誉减值损失风险可控。商誉净值在19年大幅增加的公司为世纪华通，原因是世纪华通收购盛趣游戏和点点，导致公司商誉居高并出现增长，但由于核心子公司盛趣游戏和点点系业绩贡献的核心力量，我们认为世纪华通商誉风险可控。
- 商誉减值损失方面，19全年仅有金科文化、富春股份和完美世界出现大额商誉减值损失计提，其余公司未出现或损失值较小。金科文化商誉减值损失主要系旗下O7_INV、杭州哲信（确认商誉减值损失23.20亿元）以及每日给力业绩未达到同行平均水平，完美世界商誉减值损失的原因为影视子公司因影视业务受市场及行业整体环境等因素业绩下滑，而富春股份是因为旗下子公司上海骏梦和成都摩奇卡卡业绩预期未达标。

表 12：A 股主要游戏公司 2017-2019 商誉净值（亿元）

	2017	2018	2019
三七互娱	25.4	15.8	16.1
完美世界	20.4	9.3	6.2
吉比特	0.0	0.0	0.0
世纪华通	20.0	79.0	153.2
宝通科技	12.4	12.4	12.4
掌趣科技	53.9	20.1	19.5
游族网络	9.8	9.8	4.5
凯撒文化	22.4	22.4	21.9
昆仑万维	15.3	15.3	15.3
姚记科技	1.7	7.9	10.3
富春股份	12.3	9.1	2.0
金科文化	63.7	63.8	36.5
惠程科技	12.2	12.2	12.2
星辉娱乐	14.0	10.7	10.7
中文传媒	24.4	24.4	24.4

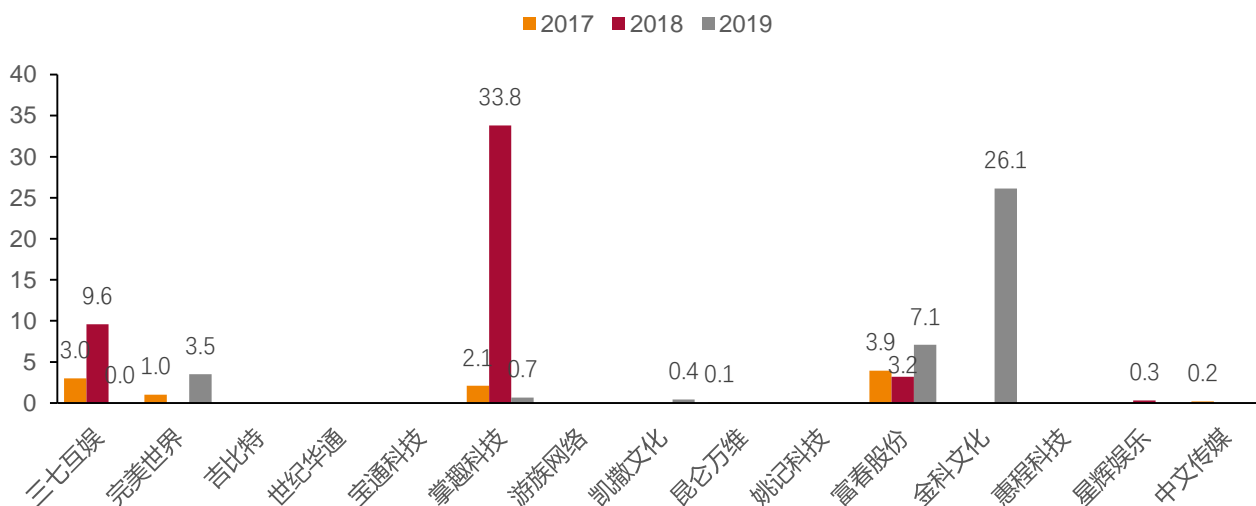
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 26：A 股主要游戏公司 2017-2019 商誉净值（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：数字图标为 19 年数据

图 27：A 股主要游戏公司 2017-2019 商誉减值损失（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

存货跌价损失方面，重点考察三大资产损失减值较大的公司：金科文化、富春股份、完美世界，存货跌价损失仅完美世界较为严重，主要原因系影视市场及行业整体环境等因素影响计提存货跌价准备，以及公司积极消化库存的综合作用。

表 13：A 股主要游戏公司 2017-2019 存货跌价减值损失（亿元）

	2017	2018	2019
三七互娱	0.00	0.04	-
完美世界	-	-	3.56
吉比特	-	-	-
世纪华通	0.02	0.00	-
宝通科技	0.00	0.06	0.02
掌趣科技	-	-	-
游族网络	-	-	-
凯撒文化	0.27	0.44	0.37
昆仑万维	-	-	-
姚记科技	0.00	0.00	0.01
富春股份	-	-	0.02
金科文化	0.00	-	0.02
惠程科技	-0.02	0.01	0.00
星辉娱乐	0.00	0.00	0.01
中文传媒	0.93	0.17	0.57

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.6. 头部游戏公司经营状况良好，经营性现金流逐步改善

现金流方面，由于游戏行业经营状况良好，营业收入正向快速增长，与之相关的全行业游戏公司经营活动现金流有所提升。

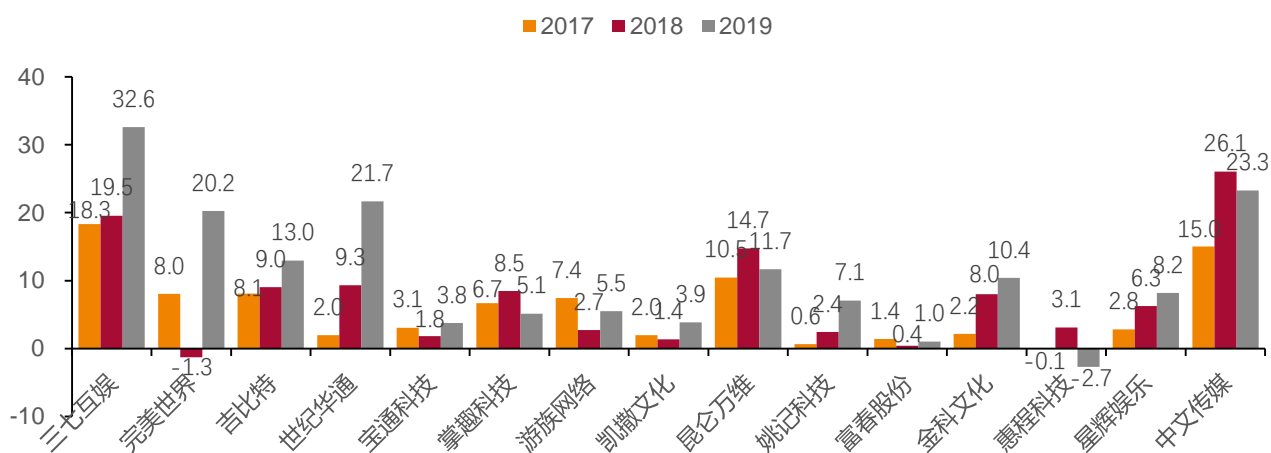
- 从经营活动产生的现金流量净额来看，19年15家头部公司中10家的现金流净额出现增长，行业平均现金流净额增长率为31.88%。其中头部三七互娱经营性现金流净额最大，且近三年随收入持续向上增长，与收入增长较为匹配，其他的头部公司完美世界、吉比特、世纪华通等也呈现增长状态。姚记科技的经营性现金流净额涨幅最大，主要是游戏业务增长较快以及收购大鱼竞技股权合并报表所致。20Q1行业平均经营性现金流净额为3.15亿元，较19Q1大幅增长。
- 从经营性现金流净额占营收比重来看，19年也出现提升，行业平均经营性现金流净额占营收比重为27.75%，同比增长5.58pct。占比最高的公司为吉比特和金科文化，其中吉比特比重连续三年居高。

表 14： A 股主要游戏公司 2017-2020Q1 经营活动产生的现金流量净额（亿元）

证券简称	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1
三七互娱	18.32	19.54	32.58	1.58	17.54
完美世界	8.04	-1.30	20.23	-1.75	5.71
吉比特	8.09	9.05	12.97	2.22	3.64
世纪华通	1.99	9.30	21.67	0.91	4.43
宝通科技	3.08	1.81	3.79	0.50	0.41
掌趣科技	6.69	8.46	5.15	0.05	0.21
游族网络	7.42	2.73	5.50	0.69	4.64
凯撒文化	1.99	1.37	3.87	-0.02	-0.05
昆仑万维	10.46	14.73	11.70	1.70	3.79
姚记科技	0.65	2.44	7.08	1.46	1.37
富春股份	1.40	0.43	1.04	-0.20	0.31
金科文化	2.17	8.00	10.41	2.72	4.58
惠程科技	-0.05	3.09	-2.67	-1.33	1.38
星辉娱乐	2.81	6.25	8.20	1.38	0.99
中文传媒	15.03	26.06	23.27	-4.52	-1.63
行业平均	5.87	7.46	10.99	0.36	3.15

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 28： A 股主要游戏公司 2017-2019 经营活动产生的现金流量净额（亿元）



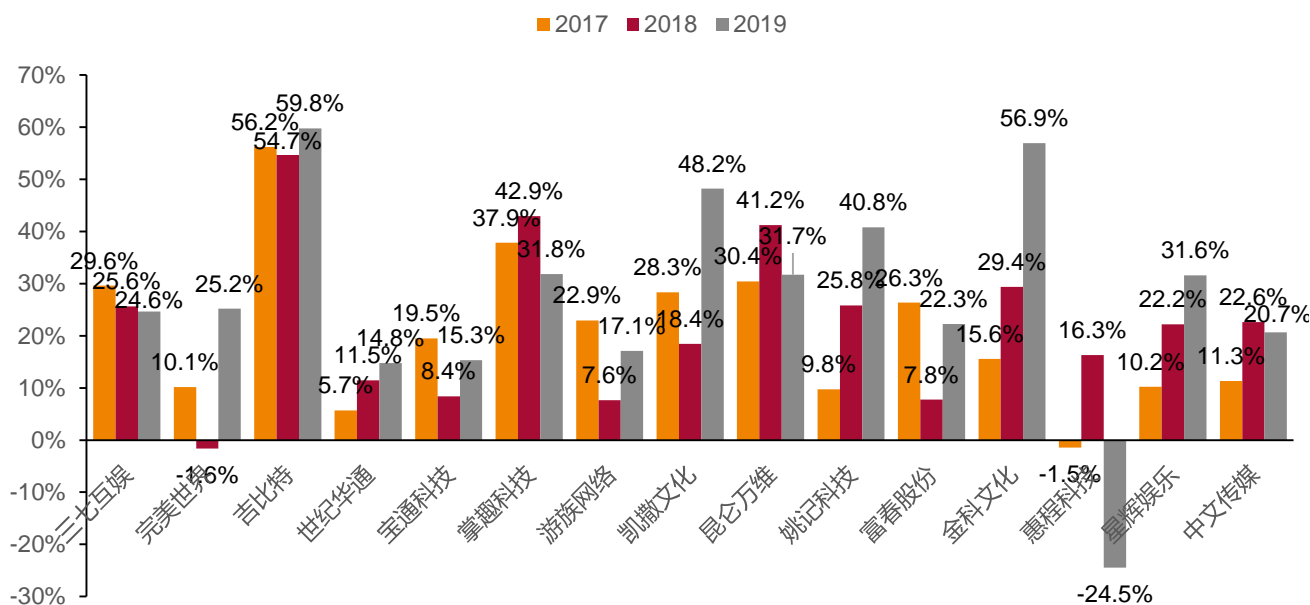
资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 15: A 股主要游戏公司 2017-2020Q1 经营性现金流净额占营收比重

	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1
三七互娱	29.60%	25.61%	24.63%	4.87%	40.38%
完美世界	10.14%	-1.62%	25.17%	-8.57%	22.18%
吉比特	56.18%	54.67%	59.76%	43.82%	49.26%
世纪华通	5.70%	11.45%	14.75%	4.17%	11.63%
宝通科技	19.47%	8.36%	15.29%	8.24%	6.49%
掌趣科技	37.86%	42.93%	31.84%	1.41%	5.16%
游族网络	22.92%	7.63%	17.09%	8.24%	38.29%
凯撒文化	28.33%	18.43%	48.19%	-0.75%	-2.97%
昆仑万维	30.43%	41.18%	31.72%	19.77%	37.55%
姚记科技	9.75%	25.80%	40.77%	39.13%	25.60%
富春股份	26.33%	7.75%	22.27%	-17.35%	29.29%
金科文化	15.56%	29.35%	56.89%	41.78%	101.28%
惠程科技	-1.47%	16.28%	-24.45%	-59.95%	41.18%
星辉娱乐	10.20%	22.17%	31.60%	27.06%	24.93%
中文传媒	11.30%	22.63%	20.67%	-15.69%	-6.47%
行业平均	20.82%	22.17%	27.75%	6.41%	28.25%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 29: A 股主要游戏公司 2017-2019 经营性现金流净额占营收比重



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

表 16：2019-2020Q1 游戏板块主要公司经营性现金流净额（亿元）情况对比

	19 年经营 活动产生的 现金流量净 额（亿元）	19 年同比	19 年经营 活动产生的 现金流量净 额/营业收 入	19 年经营 活动产生的 现金流量净 额/归母净 利润	20Q1 经营 活动产生的 现金流量净 额（亿元）	20Q1 同比	20Q1 经营 活动产生的 现金流量净 额/营业收 入	20Q1 经营 活动产生的 现金流量净 额/归母净 利润
三七互娱	32.58	66.68%	24.63%	154.04%	17.54	1009.88%	40.38%	240.65%
完美世界	20.23	1656.63%	25.17%	134.65%	5.71	426.42%	22.18%	92.95%
吉比特	12.97	43.38%	59.76%	160.29%	3.64	64.41%	49.26%	113.10%
世纪华通	21.67	-2.04%	14.75%	95.12%	4.43	615.13%	11.63%	55.06%
宝通科技	3.79	108.95%	15.29%	124.09%	0.41	-16.24%	6.49%	35.04%
掌趣科技	5.15	-39.13%	31.84%	141.60%	0.21	319.68%	5.16%	22.41%
游族网络	5.50	101.38%	17.09%	214.56%	4.64	576.20%	38.29%	127.76%
凯撒文化	3.87	182.16%	48.19%	184.69%	-0.05	-169.85%	-2.97%	-6.44%
昆仑万维	11.70	-20.58%	31.72%	90.32%	3.79	122.75%	37.55%	74.64%
姚记科技	7.08	171.19%	40.77%	205.31%	1.37	-14.57%	25.60%	20.62%
富春股份	1.04	141.91%	22.27%	-18.56%	0.31	255.80%	29.29%	207.47%
金科文化	10.41	30.22%	56.89%	-37.47%	4.58	68.84%	101.28%	210.45%
惠程科技	-2.67	-186.44%	-24.45%	-197.81%	1.38	203.59%	41.18%	497.48%
星辉娱乐	8.20	31.10%	31.60%	317.16%	0.99	-28.30%	24.93%	749.69%
中文传媒	23.27	-10.71%	20.67%	134.84%	-1.63	63.86%	-6.47%	-45.72%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. Q2 起新游上线可期，看好 20 年手游行业实现较高增长

3.1. 20Q1 受疫情等影响新游数量大幅减少，Q2 开始新游上线可期

- 产品数量上，20Q1 发布的新品游戏相比去年的新品大幅减少，一是 Q1 受春节影响本是新游上线淡季，二是疫情影响 2-3 月新游上线数量。20Q2 起，预计新游上线数量将大幅提升，三七互娱、世纪华通、中手游等公司新游数量大幅提升，其中三七互娱《暗黑守护者：精灵盛典》、世纪华通《龙之谷 2》、掌趣科技《真红之刃》、中文传媒《Game of Survival》等头部产品上线值得重视。部分公司与字节跳动合作值得关注，包括姚记科技《小美斗地主》竖版有望在 6 月上线，凯撒文化《火影忍者》、中手游《航海王》有望在下半年上线。腾讯备受关注的代理大作《DNF 手游》已定档暑期上线，对标《和平精英》将对行业增速带来较大催化。
- 产品类型上，MMO、RPG、SLG 等主流游戏类型一向是大厂的重点布局对象，这在今年 Q2 新品统计情况中表现得更为明显，其中 MMO 类游戏比重最高。MMO 新品皆为仙侠、传奇、西游、魔幻等“传统”题材类型，如三七互娱《暗黑守护者：精灵盛典》、世纪华通的《龙之谷 2》、《热血传奇复古版》，掌趣科技的《真红之刃》、游族网络的《山海镜花》、《新盗墓笔记》等。
- 二次元、女性向、模拟养成、超休闲游戏等细分类型的占比有所下降，整体而言游戏厂商倾向于更稳妥的主流品类。不过，Roguelike 和放置类这两条赛道有不少厂商布局。Roguelike 游戏如腾讯《元素地牢》、心动网络《恶果之地 NS 版》、电魂网络《元能失控》，放置类如中手游《仙剑客栈(H5)》等。

表 17：20Q2 主要游戏公司 pipeline

上市公司	游戏名称	(预计) 上线时间	游戏类型	来源
三七互娱	暗黑守护者：精灵盛典	2020 年 4 月	MMORPG	自研
	代号修仙	2020Q2	修仙放置	自研
	代号英雄	2020Q2	卡牌	代理
世纪华通	龙之谷 2	2020 年 6 月	MMORPG	腾讯代理
	彩虹联萌	2020 年 4 月 24 日	3D 横板 MMORPG	腾讯代理
	热血传奇复古版	2020 年 4 月下旬	MMORPG	自研
	小森生活	2020 年 4 月台湾发行	模拟养成	代理
完美世界	梦幻新诛仙	2020 年 5 月删档测试	MMORPG	自研
	新神魔大陆	2020 年 4 月删档测试, 预计 Q3 上线	MMORPG	自研
吉比特	最强蜗牛 (港澳台版)	2020 年中	放置 RPG	代理
	匠木	2020H1	原创空间解谜游戏	代理
游族网络	GOT-Mobile	20Q2 海外发行	SLG	自研, 腾讯代理
	山海镜花	2020 年 4 月 29 日	古风 RPG/二次元	自研, B 站代理
	新盗墓笔记	2020Q2	MMORPG	自研
	荒野乱斗	2020 年 6 月 9 日	实时对战/休闲	与腾讯联合代理
掌趣科技	真红之刃	2020 年 6 月	角色扮演	自研 (奇迹类)
宝通科技	命运的法则：无限交错	2020 年 4 月 22 日	JPRG	代理
心动公司	恶果之地 NS 版	2020 年 5 月	Roguelike	代理
	另一个伊甸：超越时空的猫	等待版号中	RPG	代理
	深渊地平线	等待版号中	RPG	自研
中手游	轩辕剑：剑之源	2020 年 4 月	卡牌	合作研发
	生死狙击	2020 年 5 月	3D 枪战	代理
	仙剑客栈 (H5)	2020 年 4 月	放置	合作研发
	凡人修仙传 (H5)	2020 年 6 月	挂机	代理
	魔域觉醒	2020 年 5 月	MMORPG	自研
	LastHero (全球)	2020 年 5 月	TPS、RPG	代理
	圣杯传奇 (港澳台服)	2020 年 5 月	卡牌	代理
	家庭教师 (港澳台服)	2020 年 6 月	横版格斗	自研
	大富翁 10	2020 年 4 月	休闲	自研
	电魂网络	元能失控	2020 年 4 月	Roguelike
梦塔防：冒险三国		2020 年 6 月	塔防、冒险	自研
巨人网络	街篮 2	2020Q2	体育竞技	代理
	帕斯卡契约	2020Q2	ARPG	自研
	月圆之夜 (日韩服)	2020Q2	卡牌	自研
中文传媒	Game of Survival	2020Q2/Q3	SLG	自研

资料来源：手游那点事 (微信公众号)、公司公告、天风证券研究所

3.2. 供给侧改革仍在持续，长期利好经营规范的游戏大厂

游戏版号方面，版号发放数量在 2018 年监管部门严管严控后出现断崖式下跌，版号放开后 2019 年 1570 款游戏过审 (部分是 18 年积压版号消化)，而 2020 年游戏版号数量或不及 2019 年。

- 按监管部门要求，游戏渠道加强版号的管控，此前安卓渠道曾要求所有上架平台游戏均需提供版号。如今苹果 App Store 对版号的态度也愈发严格。今年 2 月，苹果 App Store 后台更新一项规定，要求在中国大陆发布的付费游戏均需在 2020 年 6 月 30 日前提交版号。

- 游戏推广平台同样具有版号要求，2020 年 3 月，穿山甲联盟、巨量引擎等平台将版号要求写进与商家的合作协议中。BT 长尾渠道、公会为正规化发展也要求游戏必须有版号。
- 版号数量稀缺且版号申请难、监管严、覆盖面广成为游戏企业普遍的烦恼，这实则洗牌一批实力不足的小型公司。我们认为对于头部企业来说，游戏版号的获取相对中小型游戏公司更容易一些，增强头部效应、聚焦头部优势。
- 在国内版号稀缺的同时，游戏出海赛道由于管控更松而更加清晰。2019 年中国自主研发的游戏在海外多个重要市场均取得不错表现，流水增长率在各市场中也均远高于其他产地的游戏。这也意味着中国自主研发手游的水平具备较强的竞争优势，出海逻辑带来的增长态势已不可逆转。

3.3. 多家大厂抛出亿级定增方案，夯实资金实力，加码投入未来

- 自从今年 2 月 14 日再融资新规实施以来，定增市场已全面回暖，2 个月内共有 274 家上市公司发布或修订定增预案，预计募资合计超 4400 亿元，较去年同期增长约 70%。
- 在融资新规这一政策利好下，一众上市游戏公司亦抓住机会发布定增预案，其中世纪华通已完成 30.99 亿元的募资；三七互娱拟募资不超 45 亿元，其中 16 亿加码游戏研发，17 亿元投资云游戏平台；中青宝拟募集 6.8 亿元建设数据中心；凯撒文化拟募资 6.6 亿元投入到游戏研发和代理；游族网络拟募资 8.95 亿元投入到游戏研发和运营。
- 继 2018 年版号停发和 2019 年现金流危机后，2020 年初再融资新规的出台无疑是为游戏上市公司雪中送炭，不少公司借此机会投资云游戏、游戏研发或是补充营运资金。逆周期扩张彰显大厂长期信心，行业洗牌将使头部企业稳操胜券。

4. 投资建议：行业增长逻辑不变，优选业绩确定性强的龙头以及游戏上线催化标的

20Q1 受疫情宅经济增长的影响，游戏板块业绩整体增长复合前期市场预期，整体呈现较高景气度。20Q2 起，预计新游上线数量将大幅提升，根据手游那点事以及公司公告梳理，三七互娱、世纪华通、游族网络、中手游等公司新游数量大幅提升，其中三七互娱《暗黑守护者：精灵盛典》、世纪华通《龙之谷 2》、掌趣科技《真红之刃》、游族网络《山海镜花》、中文传媒《Game of Survival》等头部产品上线值得重视。部分公司与字节跳动合作值得关注，包括姚记科技《小美斗地主》竖版有望在 6 月上线，凯撒文化《火影忍者》、中手游《航海王》有望在下半年上线。

建议 Q2 新游上线后观察 Q3 业绩兑现，从而基本确认全年趋势。行业在 Q2 起迎来新一波新游上线后，部分公司营收将体现持续增长，部分公司有自身催化（世纪华通、掌趣科技等）。虽然行业短期 β 催化较少，但是精选标的的良好时机。Q3 起利润有望逐步落地，长期有 5G 云游戏等催化。同时提示相对涨幅较大的个股，需要基本面的夯实和验证，否则短期易跌难涨。

表 18：基金重仓股持有游戏板块公司股份情况

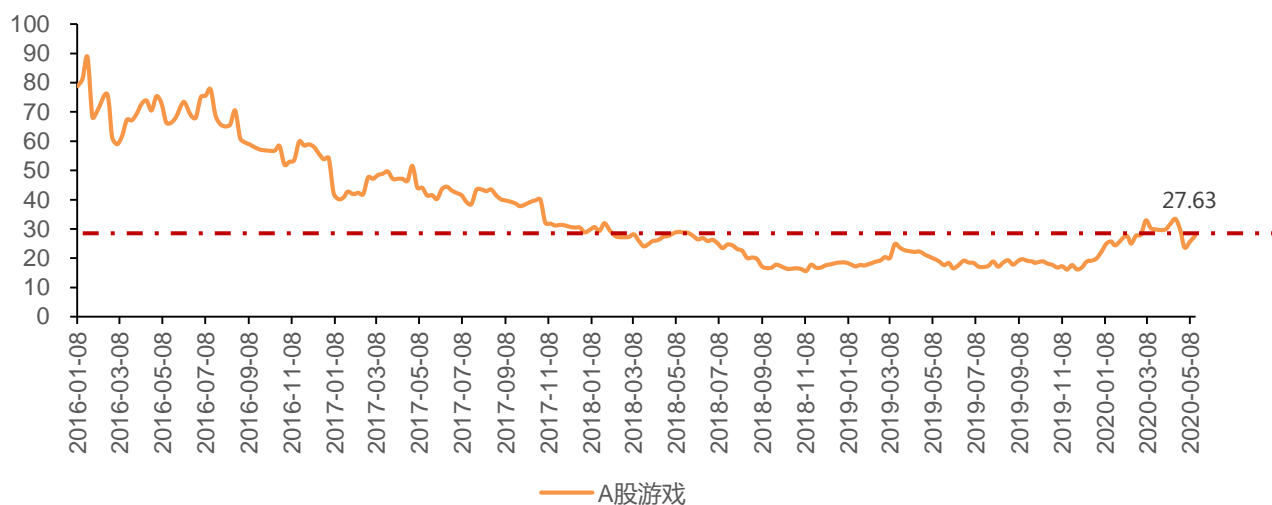
名称	持有基金数	20Q1 持股总量 (万股)	19Q4 持股总量 (万股)	持股总量变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	20Q1 持股总市值 (亿元)	19Q4 持股总市值 (亿元)	持股总市值变动 (亿元)

完美世界	191	11,886.16	9,583.38	2,302.78	10.25	56.48	42.30	14.18
三七互娱	193	17,130.70	13,165.79	3,964.91	13.00	55.90	35.43	20.48
吉比特	101	877.26	536.89	340.37	12.25	36.00	16.03	19.98
掌趣科技	25	16,373.95	23,427.11	-7,053.16	6.30	8.48	14.45	-5.97
世纪华通	37	6,438.56	1,753.60	4,684.96	2.48	7.88	2.00	5.88
游族网络	22	2,119.92	4,237.13	-2,117.21	3.20	3.98	9.86	-5.88
金科文化	9	5,253.23	0.00	5,253.23	2.32	1.55	0.00	1.55
姚记科技	14	406.07	67.36	338.72	1.51	1.21	0.13	1.08
宝通科技	5	395.34	203.64	191.70	1.22	0.72	0.31	0.42
昆仑万维	8	367.23	382.72	-15.49	0.41	0.65	0.64	0.01
中文传媒	5	332.56	727.78	-395.22	0.25	0.40	0.99	-0.59
星辉娱乐	3	159.09	14.32	144.77	0.17	0.06	0.01	0.05

资料来源: Wind、天风证券研究所

从基金 20Q1 季报披露的重仓股数据来看: 相较于 19Q4, 掌趣科技、游族网络、昆仑万维、中文传媒持股总量下降, 其余持股总量均有所增长。整体来看, 20Q1 游戏板块重仓股持股数量为 6.17 亿股, 增长 14.12%, 持股总市值为 173.33 亿元, 增长 41.91%。

图 3018: A 股游戏板块 PE 估值 (PE TTM 中值)



资料来源: Wind、天风证券研究所

目前 A 股游戏板块 PE 估值处于 18 年初水平, 自 19 年下半年起估值已有所优化, 主要随行业增速及龙头公司业绩明朗化, 及 5G 共振带动 PE 增长。当前 20-21 年游戏板块估值中枢约为 19x/15x, 20 年估值最高的游戏龙头为三七互娱对应估值 29x。

个股方面, 建议关注龙头【三七(利润 20Q1 同比+60%)、世纪华通(利润 20Q1 同比+258%)、完美(游戏净利润+67%, 《梦幻新诛仙》、《新神魔大陆》20 年可期)、吉比特(20Q1 利润+51%)、掌趣(《真红之刃》、《街霸: 对决》20 年可期)、宝通(20Q1 利润+35%)、姚记(20Q1 同比+116%)、凯撒(腾讯头条合作)、昆仑(Grindr 出售后 Opera 有望并表)、巨人(《球球 2》获版号)、游族(20Q1 利润+110%)、顺网、以及港股心动、中手游、友谊时光】等。

表 19: 游戏公司估值列表

证券简称	总市值(亿元)	2019A 净利	2020E 净利	2021E 净利	2020E 增速	2019PE	2020PE	2021PE
------	---------	----------	----------	----------	----------	--------	--------	--------

三七互娱	716.48	21.15	27.60	33.93	30.51%	33.88	25.96	21.12
完美世界	553.39	15.03	24.00	28.80	59.70%	36.82	23.06	19.21
吉比特	290.15	8.09	11.56	13.13	42.86%	35.86	25.10	22.10
世纪华通	830.02	27.00	40.20	50.00	48.89%	30.74	20.65	16.60
宝通科技	75.70	3.05	4.00	5.02	31.13%	24.82	18.93	15.08
掌趣科技	159.38	3.64	8.00	10.00	120.02%	43.83	19.92	15.94
游族网络	170.59	2.57	12.00	14.00	367.77%	66.50	14.22	12.18
凯撒文化	42.80	2.10	3.10	4.00	47.84%	20.41	13.81	10.70
昆仑万维	249.95	12.95	17.00	20.00	31.26%	19.30	14.70	12.50
姚记科技	103.25	3.45	6.00	8.18	73.99%	29.94	17.21	12.63
巨人网络	328.76	8.20	11.03	14.57	34.52%	40.09	29.80	22.56
富春股份	34.12	(5.61)	1.40	2.00	-	-	24.37	17.06
金科文化	82.56	(27.80)	9.22	10.77	-	-	8.95	7.67
惠程科技	58.70	1.35	2.78	4.12	105.93%	43.48	21.12	14.25
星辉娱乐	40.31	2.59	3.49	4.38	35.00%	15.59	11.55	9.21
中文传媒	157.73	17.25	17.84	20.42	3.38%	9.14	8.84	7.72
行业中枢						33x	19x	15x

资料来源：wind、天风证券研究所；备注：姚记科技不考虑上海细胞投资收益，昆仑万维不考虑 Grindr 出售股权收益；截至 20200525 盘前数据

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/或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/或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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com