

互联网传媒

证券研究报告

2021年09月08日

游戏中报总结：高基数下保持增长，出海势不可挡，未保监管落地，增速有望修复

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

冯翠婷

分析师

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

文浩

分析师

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

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《互联网传媒-行业点评:电广传媒中报亮眼,控股子公司达晨财智收入创新高》 2021-08-31
- 2 《互联网传媒-行业点评:潮玩龙头泡泡玛特中报超预期,线上线下新老IP发力》 2021-08-30
- 3 《互联网传媒-行业点评:新媒股份:21H1 业绩平稳增长,战略转型升级加快》 2021-08-25

游戏市场高基数下保持增长，游戏出海势不可挡。21H1 国内游戏市场实际销售收入 1504.93 亿元，yoy+7.89%；国内移动游戏收入占比达 76.26%，实际销售收入 1147.72 亿元，yoy+9.65%，自主研发游戏海外市场实际销售收入 84.68 亿美元，yoy+11.58%。

各公司多款新游戏上线，新游海内外受捧，收入贡献新增量。我们选取的板块代表公司 21H1 实现营收 3645 亿元，yoy+21.48%；手游收入方面，腾讯、网易、吉比特、中手游、IGG 等收入增速高于整体水平；出海方面，腾讯、网易、三七互娱、吉比特、中手游、IGG、友谊时光、凯撒文化与姚记科技 21H1 海外游戏业务收入增速均超过 10%；腾网两大巨头市场份额稳定。

展望 Q3，下半年新游频发，基数效应下行业增速有望修复。三七互娱预告披露 Q3 单季度预计营收环比增超 15%，净利 7.46~8.46 亿，yoy+30.19%~47.64%，环比增长 1.2%~14.8%；彭博一致预期腾讯 21Q3 营收 1469.7 亿元，yoy+17.2%，GAAP 净利润为 324.8 亿元，yoy-15.7%；网易 21Q3 营收 212 亿元，yoy+13.6%，GAAP 净利润为 34.7 亿元，yoy+15.8%。

游戏行业监管基本延续 18 年基调，未保新规利空终落地，同时市场预期政府或将收紧游戏等软件行业税收优惠。未保新规落地，我们统计未成年人流水收入占比低（绝大部分公司<1%），对游戏公司收入影响有限。目前对游戏等行业的监管政策都是促进行业规范健康发展，并非是针对相关行业的限制和打压。互联网税收优惠认证趋严，但随着游戏内容及前沿技术（虚拟现实、云等）本身越来越重要，技术和研发投入大的游戏公司受影响更小。

虚拟现实、元宇宙高速发展，游戏行业β将至。我们认为，字节收购 Pico，将为 Pico 及行业赋能强大的落地应用开发能力，带动国内 VR 设备出货量快速增长，VR 各环节（设备→平台→内容）的飞轮效应有望首先落实于游戏。

iOS、安卓渠道让利存在可能，利好上游。我们认为，渠道方近期变化表明游戏开发商、发行商未来有望使用第三方支付，潜在业绩增量可期。

投资建议：在 20H1 高基数效应上，游戏行业上市公司中报业绩仍有不错的成绩，21H1 营收 yoy+21.48%（v.s.游戏工委披露行业增长+8%）。未保政策利空落地，对上市公司业绩影响有限；后续季度业绩有望向上拐点；长期有游戏出海、元宇宙、VRAR 的逻辑加持；目前 21-22 年行业估值中枢港股为 19/13x，A 股为 16/12x，远低于日韩市场游戏公司估值中枢为 22/18x，以及欧美市场 29x/23x，长期来看中国游戏行业有底部投资价值。推荐底部龙头【腾讯（21/22 年彭博一致预期估值 30/24x，短期催化《英雄联盟手游》9 月 15 日上线）、网易（21/22 年彭博一致预期估值 24/21x，21Q1 及 Q2 业绩连续超预期，短期催化《哈利波特》9 月 9 日上线）】；海外个股【心动（海外 TapTap 增长明显、年底自研产品篝火测试上线）、中手游（腾讯、字节大厂合作夯实业绩，后续《仙剑》IP 作品、《我的御剑日记》、《镇魂街》等游戏储备丰富）、IGG（《命运之怒》、《Yeague》等游戏储备丰富）、创梦天地（QQFamily 线下门店获腾讯正版授权）等】；国内 A 股【三七（7 月新游《斗罗大陆：魂师对决》保持 iOS 畅销榜前列，21Q2 起业绩拐点向上修复，Q3 预告环比增长）、吉比特（自研《一念逍遥》表现亮眼促使公司业绩增速领跑行业，看好 Q3 业绩稳定性，22 年自研 SLG、放置挂机产品可期）、完美（《幻塔》、《一拳超人：世界》、《完美世界：诸神之战》有望推动 22 年业绩修复，22 年对应估值 12x 历史低位）、凯撒（《荣耀新三国》9 月 2 日正式上线、《火影忍者》定档可期）、宝通（游戏自研持续，继续加码虚拟现实布局）、华立科技（具备稀缺性 A 股商用游戏游艺公司）、姚记科技（休闲游戏出海+短视频营销电商双业务发力）等】。

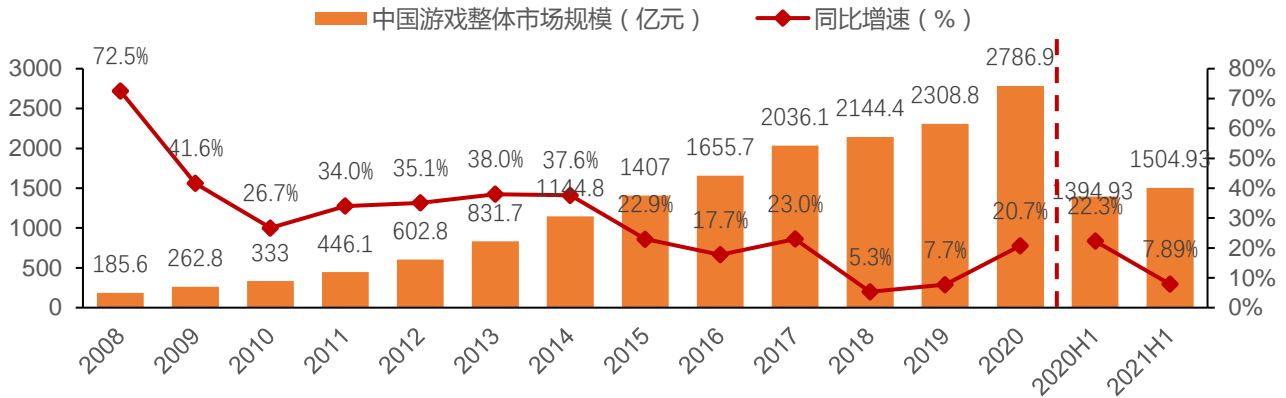
风险提示：硬件产品落地不及预期，法律监管风险，市场竞争格局变化，产品版本号不及预期等

1. 游戏行业中报总结

1.1. 游戏市场高基数下保持增长，游戏出海势不可挡

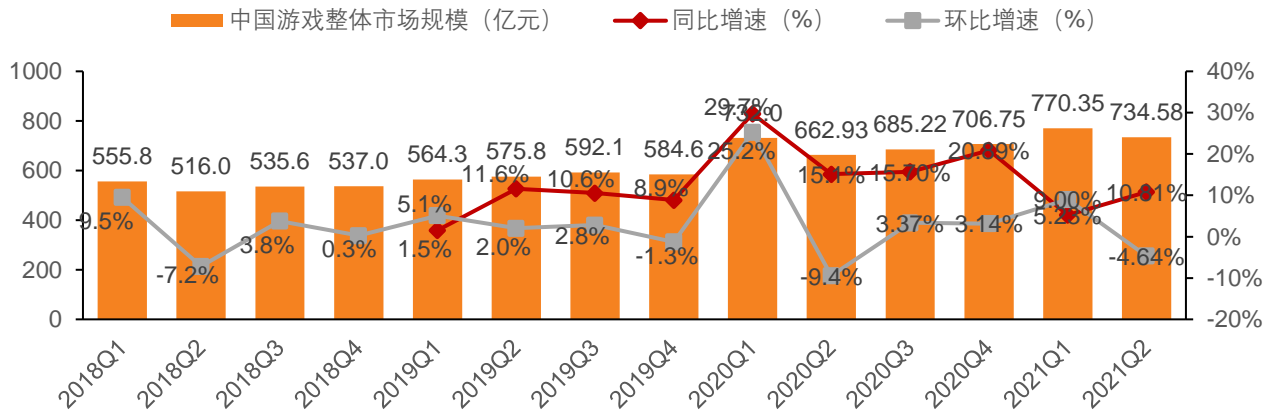
2021 年上半年，中国整体游戏市场规模继续保持较为平稳的增速。国内游戏市场实际销售收入 1504.93 亿元，同比增长 7.89%。其中，21Q2 中国游戏市场实际销售收入为 734.58 亿元，同增 10.81%，环比下降 4.64%。

图 1：2008-2021H1 中国整体市场规模及增速



资料来源：游戏工委，天风证券研究所

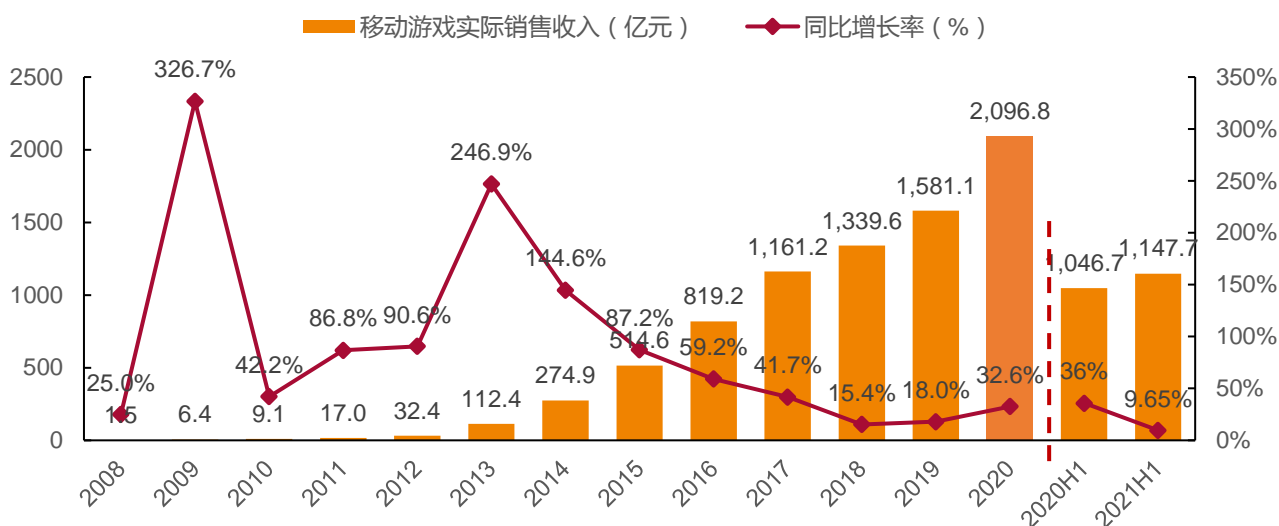
图 2：2008Q1-2021Q2 中国整体市场规模及增速



资料来源：游戏工委，天风证券研究所

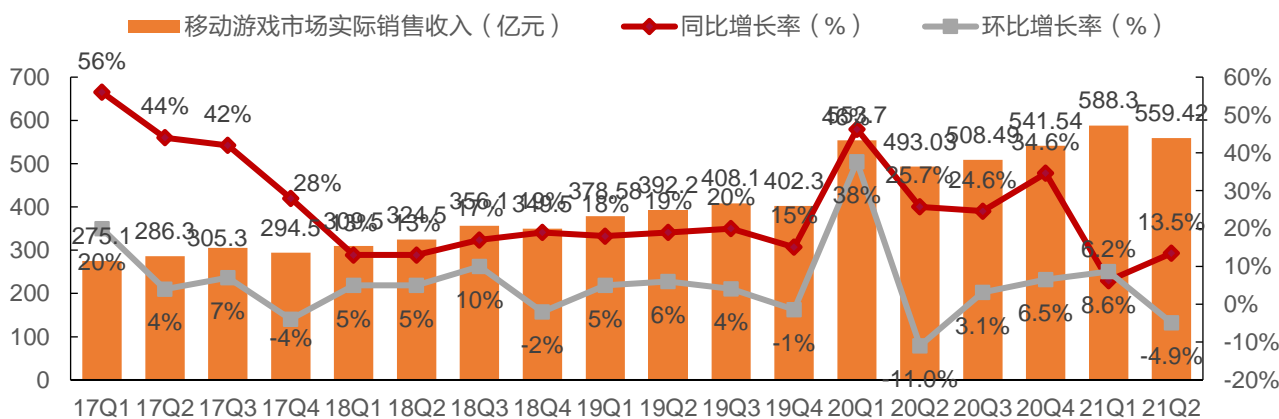
移动游戏同比增速放缓，仍主导国内游戏市场。 21H1 国内移动游戏市场实际销售收入 1147.72 亿元，同比增长 9.65%，增长额 100.99 亿元。其中，2021Q2 移动游戏实现实际销售收入为 559.42 亿元，同增 13.5%，环比下降 4.9%。移动游戏用户规模 6.56 亿，同比增长 1.34%，增速进一步放缓。

图 3：2008-2021H1 中国移动游戏市场规模及增速



资料来源：游戏工委，天风证券研究所

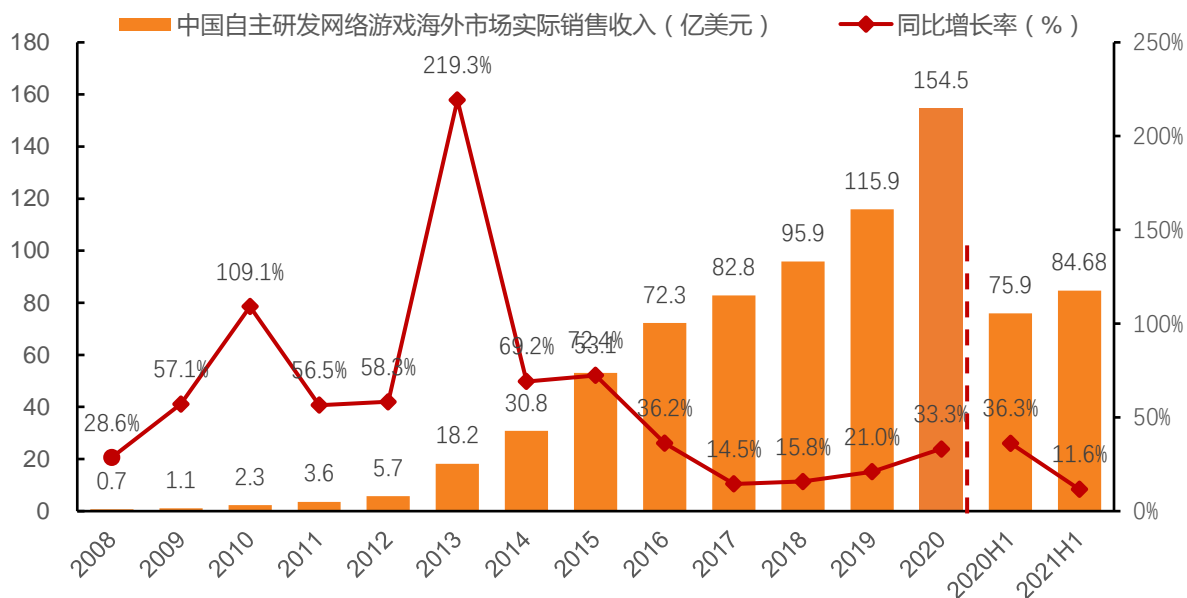
图 4：2008Q1-2021H2 中国移动游戏市场规模及增速



资料来源：游戏工委，天风证券研究所

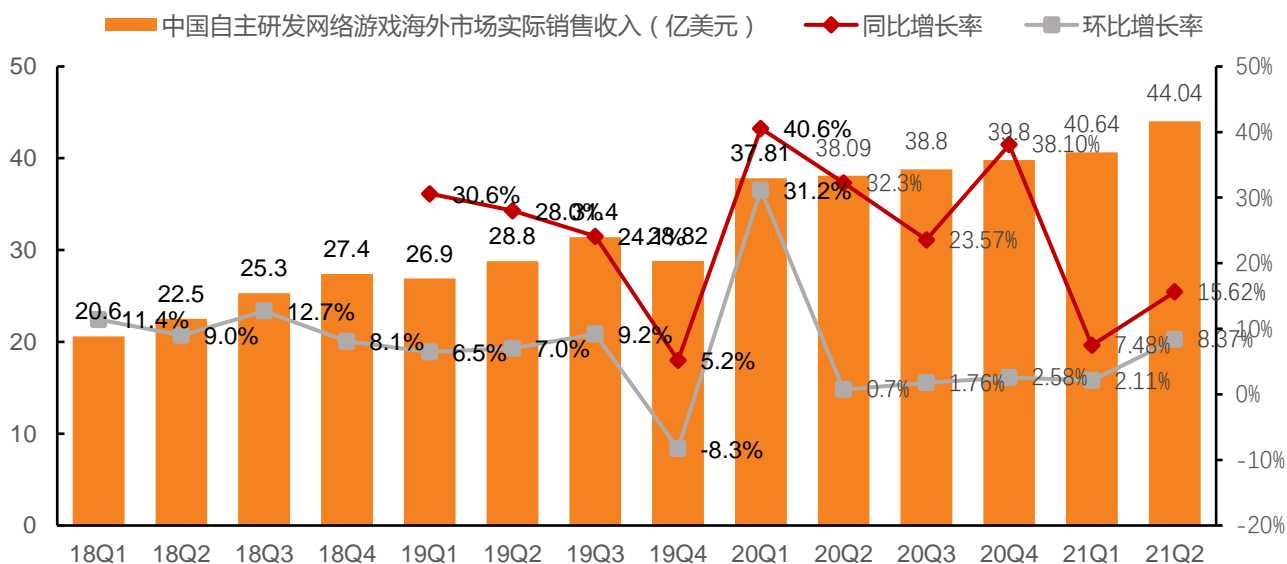
自主研发游戏产品海外收入持续增长，国产游戏构建全球化发展格局已是大势所趋。21H1自主研发游戏海外市场实际销售收入 84.68 亿美元，同比增长 11.58%。

图 5：2008-2021H1 中国自主研发网络游戏海外市场规模及增速



资料来源：游戏工委，天风证券研究所

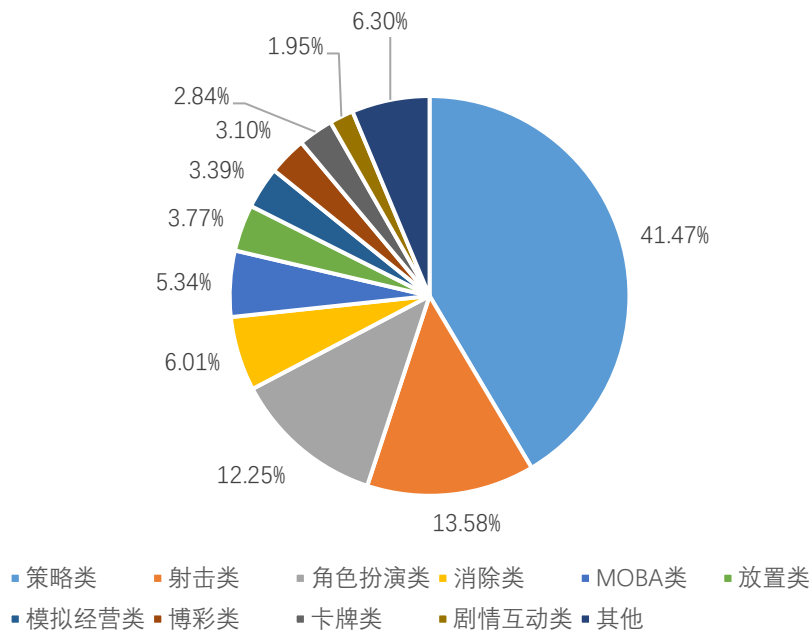
图 6：2008Q1-2021Q2 中国自主研发网络游戏海外市场规模及增速



资料来源：游戏工委，天风证券研究所

中国自研游戏出海品类多元化，出海市场空间大。在自研移动游戏出海类型分布中，策略类占 41.47%，射击类占 13.58%，角色扮演类占 12.25%，三类合计占比为 67.3%。

图 7：2021H1 中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型收入占比



资料来源：游戏工委，天风证券研究所

1.2. 国内游戏公司整体业绩表现

所选取的 26 家游戏板块相关公司在 21H1 实现营收 3645 亿元，yoy+21.47%，归母净利润 1038.28 亿元，yoy+29.57%。其中，公开 21Q2 营收情况的 19 家公司共实现营收 1796.06 亿元，yoy+19.90%，qoq+2.50%。

表 1：21H1 游戏公司营收及净利润情况

证券简称	21H1 营收 (亿人民币)	yoy (%)	21Q2 营收 (亿元)	yoy (%)	21H1 归母净利 (亿元)	yoy (%)	21Q2 归母净利 (亿元)	yoy (%)
腾讯控股	2735.62	22.70	1382.59	20.35%	903.54	45.73	425.87	28.63
网易-S	410.42	16.44	205.25	12.87%	79.81	-1.33	35.42	-21.95
哔哩哔哩	83.96	70.20	44.95	71.73%	-20.24	-84.20	-11.21	-97.76
心动公司	13.79	-4.29	/	/	-3.25	-257.42	/	/
中手游	21.80	27.19	/	/	3.94	36.76	/	/
IGG	32.37	33.42	/	/	5.77	-44.04	/	/
祖龙娱乐	5.54	-8.00	/	/	-0.86	89.10	/	/
创梦天地	13.70	-14.11	/	/	-0.74	-153.654	/	/
友谊时光	8.33	-20.69	/	/	1.30	-20.12	/	/
百奥家庭互动	5.20	-20.99	/	/	0.46	-69.43	/	/
三七互娱	75.39	-5.58	37.21	2.07	8.54	-49.77	7.37	-24.10
完美世界	42.07	-18.15	19.76	-23.10	2.58	-79.72	-2.07	-131.48
吉比特	23.87	69.36	12.70	89.66	9.01	63.77	5.36	135.06
巨人网络	10.36	-15.39	4.69	-11.56	5.74	8.95	2.53	20.64
昆仑万维	23.01	-29.80	15.08	23.48	9.99	-72.57	6.86	-78.22
中文传媒	51.68	4.35	25.80	6.48	11.74	36.64	8.00	59.30

汤姆猫	9.17	-2.27	4.22	-10.41	4.12	-17.58	1.84	-34.75
掌趣科技	8.19	-11.51	4.66	-9.91	1.87	-57.81	1.04	-70.15
恺英网络	9.88	21.54	5.40	38.81	2.77	451.33	1.28	524.39
顺网科技	5.00	14.67	2.55	23.40	0.70	35.43	0.35	30.73
凯撒文化	4.70	54.22	1.83	42.42	2.12	80.60	0.62	73.64
姚记科技	19.95	96.65	10.14	109.36	3.67	-54.15	1.68	22.90
宝通科技	13.34	1.65	6.02	-10.62	2.49	5.77	1.26	7.96
电魂网络	5.08	7.08	2.45	5.50	2.08	-0.94	1.06	-2.22
天神娱乐	6.25	30.65	3.43	30.25	0.43	123.70	0.24	122.21
盛天网络	6.20	38.88	3.19	44.95	0.70	80.66	0.32	136.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

移动游戏业务方面，腾讯、中手游、IGG、吉比特、姚记科技由于头部产品的稳定收入贡献和新游戏上线提供收入增量，收入增速高于整体水平 9.65%。

得益于新推出的《天谕》手游与《梦幻西游》等热门产品的持续热度，网易 21H1 移动游戏业务收入增速与整体水平基本持平，yoy+9.64%。

由于公司战略的调整和转型，创梦天地、完美世界 21H1 移动游戏业务收入均有所下滑。祖龙娱乐、三七互娱、巨人网络与宝通科技 21H1 移动游戏收入较去年同期有不同程度的下跌，主要系游戏尚处研发阶段或新上线游戏回报期较长所致。

三七互娱预计前三季度净利为 16 亿~17 亿，yoy-29.21%~24.79%，随着前期投入回收及新游上线加持，Q3 单季度预计营收环比增超 15%，净利 7.46~8.46 亿，yoy+30.19%~47.64%，主要系 Q3《斗罗大陆：魂师对决》采用内容化发行，品效合一，（7 月 22 日）上线后 ROI 优于其他新游，国内畅销榜排名峰值第 4 名，目前仍处于第 6 名，并在全球陆续上线，预计 8 月实现月流水超 7 亿元。Q2 起公司业绩改善，Q3《魂师对决》上线后将对下半年尤其 Q4 业绩有持续贡献。

心动公司、友谊时光由于现有游戏收入回落，21H1 移动游戏业务下降幅度超过 10%。

表 2：21H1 游戏公司移动游戏业务营收情况

证券简称	手游业务收入 (亿元)	yoy (%)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	Δ毛利率 (pct)	市占率 (%)	备注
腾讯控股	823.00	16.33	30.08	/	/	71.71	营收上涨原因：《王者荣耀》、《PUBG Mobile》、《Valorant》、《部落冲突》及《天涯明月刀手游》等的收入贡献
网易-S	213.82	9.64	52.10	65.40	1.50	18.63	营收上涨原因：《梦幻西游》、《明日之后》、《阴阳师》和《决战！平安京》、新游《天谕》手游等 毛利率统计包含端游、页游与手游
哔哩哔哩	24.04	0.22	28.63	/	/	2.09	
心动公司	10.43	-12.17	75.65	39.01	-12.29	0.91	营收下降原因：《仙境传说 M》等处于成熟期的现有游戏收入减少
中手游	20.92	22.37	95.96	38.51	7.50	/	业务收入包含端游、页游与手游。 营收上涨原因：新游《斗罗大陆-斗神再临》及《航海王热血航线》反响热烈，《新射雕群侠传之铁血丹心》港澳台新马地区流水表现亮眼 毛利率增长原因：重点发行的 IP 游戏分享收益增加，且海外发行业务收入增长迅猛。
IGG	32.37	33.43	100.00	70.50	2.00	2.82	营收上涨原因：《王国纪元》及《时光公主》收入

							贡献
祖龙娱乐	5.54	-8.00	100.00	79.60	4.30	0.48	营收下降原因：海外新上线 SLG 游戏回报期较长 毛利率下降原因：新 SLG 游戏在日本市场用户获取成本较高
创梦天地	13.25	-15.50	96.90	36.90	-5.10	1.15	营收下降原因：公司逐步终止不再符合游戏业务战略的游戏
友谊时光	8.33	-20.70	100.00	67.30	1.70	0.73	营收下降原因：上半年无大型新游上线、老游戏收入回落所致
三七互娱	70.67	-4.65	93.74	86.17	-3.99	6.16	营收下降原因：上半年在运营的主要系处于引入期的新游戏产品
完美世界	18.04	-38.08	42.90	66.77	-0.49	1.57	营收下降原因：公司处于品牌升级和产品创新迭代的过渡阶段
吉比特	23.82	69.42	99.79	82.03	-7.49	/	业务收入包含端游与手游。 营收上涨原因：《问道》《问道手游》的稳定运营及《一念逍遥》等新上线游戏 毛利率下降原因：《摩尔庄园》《鬼谷八荒(PC版)》等代理游戏需与研发商分成及上年同期营业成本基数较小
巨人网络	5.33	-23.44	51.48	86.81	0.71	0.46	营收下降原因：多款新游戏产品处于研发过程中，未能贡献收入
凯撒文化	3.03	3.35	64.57	62.50	-8.44	0.26	毛利率下降原因：版权摊销、渠道成本上升
姚记科技	6.40	9.76	32.07	97.68	1.56	0.56	毛利率较高原因：公司 2020 年 7 月份收购芦鸣科技公司 88% 股权将其纳入合并报表，上年同期尚未将其纳入合并报表
宝通科技	8.10	-2.28	60.70	53.10	-21.29	0.71	毛利率下降原因：公司将游戏金流渠道费 2.11 亿元调整至营业成本

资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：游戏工委《2021 年 1-6 月中国游戏产业报告》，21H1 中国整体移动游戏实际销售收入 1147.72 亿元，同比增加 9.65%。

1.3. 21H1 游戏公司出海情况

在公开海外游戏业务收入的公司中，中手游、IGG、友谊时光、三七互娱、吉比特、凯撒文化与姚记科技 21H1 海外游戏业务收入增速均超过 10%，主要来自头部产品的稳定收入贡献和新游戏上线提供收入增量。

中手游 21H1 海外发行业务取得突破，《新射雕群侠传之铁血丹心》港澳台上线首月在三地均获得 App Store 和 Google Play 畅销榜第一，在新马上线首月获得 App Store 和 Google Play 免费榜第一。《家庭教师》在东南亚地区上线首月同时获得 App Store 和 Google Play 免费榜第三名。

相比境内收入的负增长，友谊时光 21H1 海外收入同比上升 47.82%，旗舰产品《浮生为卿歌》登上港澳台及韩国 App Store 畅销榜。

吉比特初步打开海外市场，《最强蜗牛》港澳台版、《Elona (伊洛纳)》、《跨越星弧》海外版多次获得 App Store 及 Google Play 新游推荐，海外游戏业务收入同比上涨 905.2%。

由于公司战略布局的调整，完美世界与宝通科技 21H1 海外市场规模有所收缩。

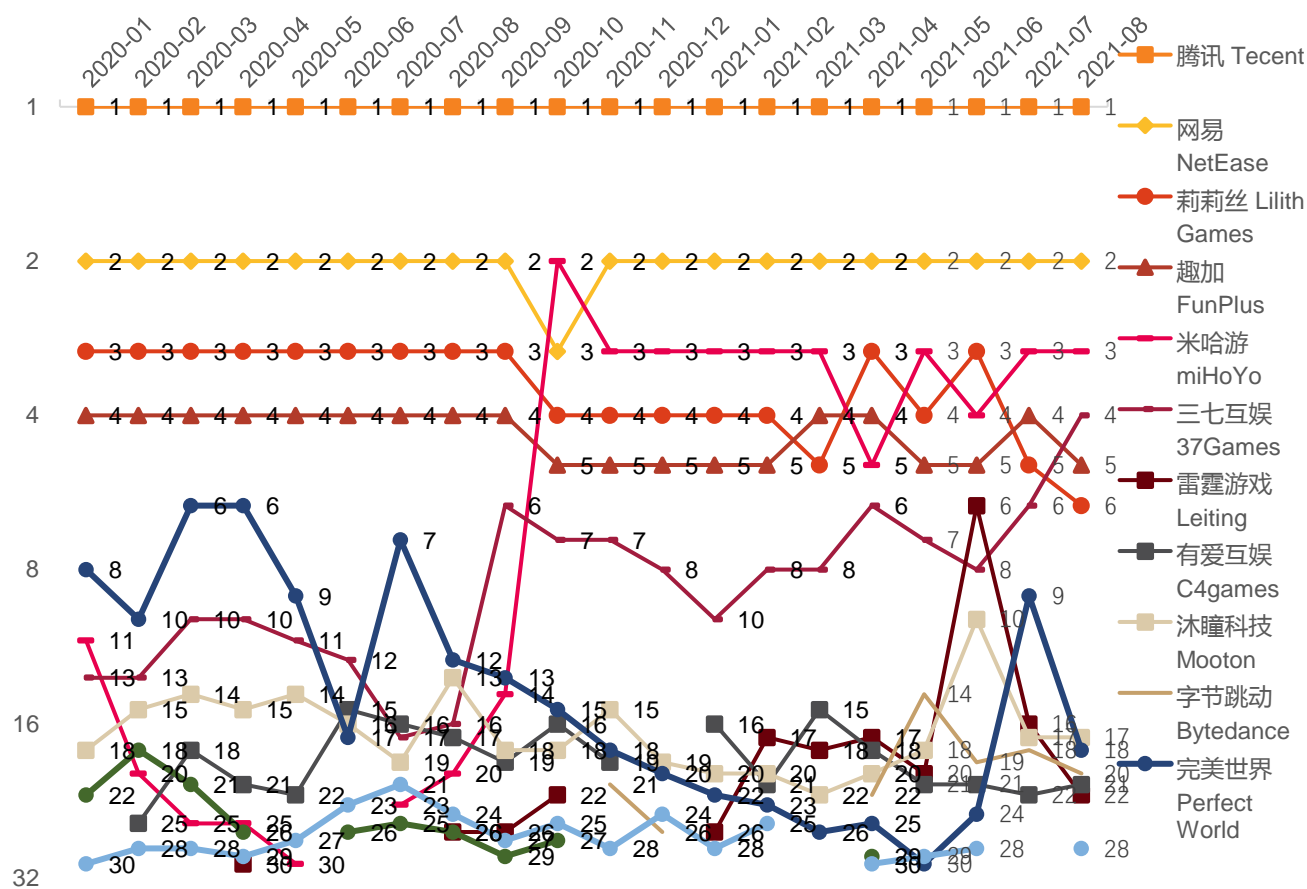
表 3：21H1 游戏公司出海情况

证券简称	海外收入 (亿元)	同比增减 (%)	海外收入占比 (%)	备注
心动公司	5.65	-11.46	40.98	收入下降原因：头部游戏《仙境传说 M》在海外市场收入减少
中手游	2.2	6250.40	10.09	收入上涨原因：新游《新射雕群侠传之铁血丹心》《家庭教师》及 2020 年已上线的海外游戏表现出色
IGG	32.37	33.42	/	收入以港元显示。 北美、亚洲、欧洲市场的收入分别占集团收入的 36%、35%及 22%，亚洲地区收入来源包含中国大陆
祖龙娱乐	2.99	-26.49	53.95	收入下降原因：新上线 SLG 游戏投资回报期较长
友谊时光	2.35	47.82	28.25	收入上涨原因：《浮生为卿歌》在港澳台及韩国地区表现出色
三七互娱	20.45	111.03	27.12	收入上涨原因：《Puzzles & Survival》全球市场表现优异，《叫我大掌柜》在亚洲各国畅销
完美世界	6.25	-11.20	0.08	公司调整海外游戏布局，相关调整于 21H1 产生一次性亏损约 2.7 亿元
吉比特	0.57	905.20	2.39	收入上涨原因：《最强蜗牛》港澳台版《Elona (伊洛纳)》《跨越星弧》等海外受热捧
巨人网络	0.03	-7.17	0.24	收入下降原因：多款新游戏产品处于研发过程中，未能贡献收入
凯撒文化	0.73	15.52	15.53	收入上涨来源：《霸王の业》日本市场表现突出
姚记科技	0.70	13.40	3.50	收入上涨原因：《Bingo Party》、《Bingo Journey》已发行至全球超过 100 个国家和地区，累计注册用户超过 2500 万人，多次取得 Google Play 全球推荐。
宝通科技	7.98	-47.71	59.80	收入下降原因：发展研运一体，海外游戏发行规模收缩

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据 SensorTower 的数据，2021 年 8 月中国手游发行商收入排名中，前五名分别为腾讯、网易、米哈游、三七互娱和趣加 FunPlus。2020 年 1 月-2021 年 8 月，腾讯和网易排名较为稳定；三七互娱收入排名总体呈现上升趋势，2021 年 8 月其收入排名上升至第 4，主要得益于旗下《斗罗大陆：魂师对决》、《Puzzles & Survival》、《云上城之歌》等多款产品收入全线增长，国内与海外市场多点开花，三七互娱 8 月收入环比增长 45.6%，同比增长 349.2%，创历史新高，位列全球手游发行商收入榜第 10 名，重回中国手游发行商收入榜第 4 名。在三七互娱本期收入中，来自中国 iOS 市场的收入占比为 33.6%，来自海外市场的占比高达 66.4%。其中，日本、美国和韩国作为海外前三大市场，分别贡献了 25%、12%和 10.5%。

图 8：2020 年 1 月-2021 年 8 月中国手游发行商收入排名（全球 App Store+Google Play）



资料来源：Sensor Tower，天风证券研究所

1.4. 21H1 游戏公司费用及同比情况

网易 21H1 销售费用率同比上升 2.21 个百分点，主要系有道和其他业务的市场推广费增加所致。

心动公司在 21H1 增加 TapTap 营销开支、加大游戏营销活动投入力度，销售费用率同比上升 5.68 个百分点。

IGG 加大核心游戏产品《王国纪元》、《时光公主》在全球的营销推广投入，销售费用率同比上升 7.29 个百分点。

中手游新游《新射雕群侠传之铁血丹心》和《斗罗大陆-斗神再临》分别在海内外大规模进行市场推广，销售费用率较去年同期增加 4.34 个百分点。

完美世界 21H1 《非常英雄救世奇缘》、《旧日传说》、《战神遗迹》、《梦幻新诛仙》先后公测，上线初期集中投入大量市场推广，销售费用率同比上升 6.94 个百分点。

吉比特 21H1 对《一念逍遥》、《摩尔庄园》等新游戏投入市场推广，持续对《问道手游》进行营销推广，销售费用率同比上涨 15.50 个百分点。

三七互娱持续增大对新上线的《荣耀大天使》《斗罗大陆：武魂觉醒》《绝世仙王》，以及全球发行的《Puzzles&Survival》等多款游戏的流量投放，销售费用率同增 6.51 个百分点。

表 4：21H1 游戏公司销售费用及同比情况

证券简称	21H1 销售费用率(%)	20H1 销售费用率(%)	Δ销售费用率(pct)
腾讯控股	6.75	6.64	0.11
网易-S	14.08	11.87	2.21
哔哩哔哩	28.58	25.97	2.62
心动公司	24.98	19.30	5.68
中手游	10.32	5.98	4.34
IGG	28.89	21.60	7.29
祖龙娱乐	28.59	16.37	12.22
创梦天地	11.97	7.07	4.90
友谊时光	33.71	36.09	-2.38
百奥家庭互动	12.69	4.29	8.40
三七互娱	63.62	57.11	6.51
完美世界	21.54	14.60	6.94
吉比特	23.21	7.72	15.50
巨人网络	17.28	13.99	3.29
昆仑万维	29.18	26.75	2.43
中文传媒	11.39	6.27	5.12
汤姆猫	4.81	10.47	-5.66
掌趣科技	22.90	20.03	2.87
恺英网络	19.62	26.16	-6.54
顺网科技	10.67	16.05	-5.39
凯撒文化	3.06	2.65	0.41
姚记科技	12.35	19.41	-7.06
宝通科技	21.53	36.18	-14.65
电魂网络	13.47	18.04	-4.57
天神娱乐	7.72	24.53	-16.81
盛天网络	3.01	2.91	0.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

网易 21H1 研发费用率 yoy+2.85pct，主要系人员成本和研发投入增加所致。

心动公司 21H1 增加研发人员、提高雇员福利水平，研发费用率 yoy+26.63pct。

祖龙娱乐 21H1 增加雇员福利（包括股份酬金开支）及外包技术服务开支，研究费用率 yoy+22.59pct。

巨人网络 21H1 研发费用仅同比增加 0.08%，但由于营业收入同比下降 15.39%，研发费用率 yoy+5.43pct。

表 5：21H1 游戏公司研发费用及同比情况

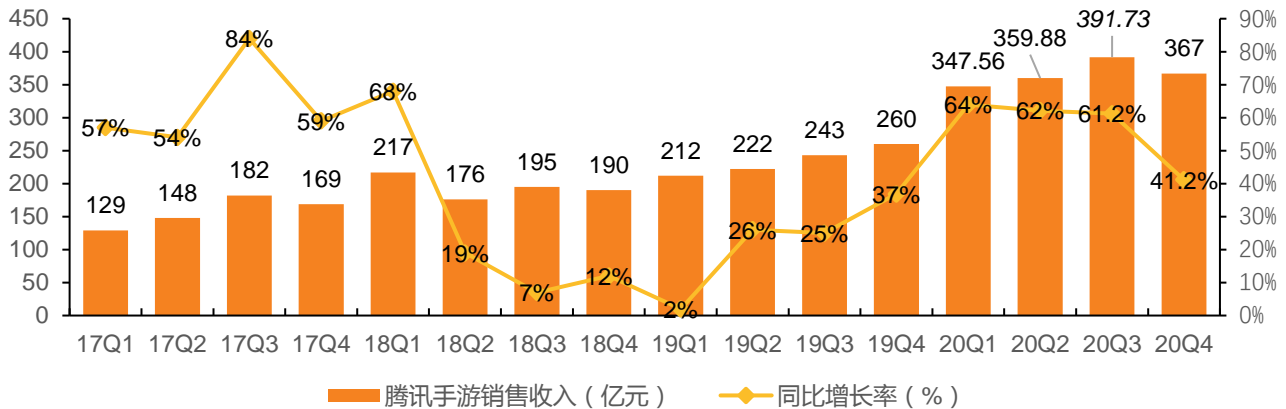
证券简称	21H1 研发费用率(%)	20H1 研发费用率(%)	Δ研发费用率(pct)
腾讯控股	8.78	8.02	0.76
网易-S	15.76	12.91	2.85
哔哩哔哩	14.93	12.73	2.20
心动公司	41.77	15.14	26.63
中手游	5.70	4.64	1.06
IGG	15.38	11.83	3.55
祖龙娱乐	60.35	37.76	22.59
创梦天地	15.22	12.07	3.15
友谊时光	21.39	12.44	8.95
百奥家庭互动	15.75	6.92	8.84
三七互娱	8.94	8.07	0.86
完美世界	20.02	16.10	3.92
吉比特	13.61	14.23	-0.62
巨人网络	35.34	29.92	5.43
昆仑万维	11.94	4.14	7.80
中文传媒	3.70	3.32	0.38
汤姆猫	13.66	21.33	-7.67
掌趣科技	28.96	19.72	9.24
恺英网络	14.53	22.91	-8.37
顺网科技	18.38	18.72	-0.33
凯撒文化	18.61	19.88	-1.27
姚记科技	4.41	5.09	-0.68
宝通科技	3.14	1.73	1.41
电魂网络	20.05	15.59	4.46
天神娱乐	7.85	11.25	-3.40
盛天网络	4.29	5.30	-1.01

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.5. 腾讯网易形成稳定的手游双寡头格局

21H1 腾讯旗下多款移动游戏表现抢眼，收入达 823 亿元，同增 16.33%。其中 Q2 移动游戏收入 408 亿元，同增 13%，主要系全球手机游戏《王者荣耀》、《PUBG MOBILE》、《部落冲突》和《Valorant》，以及近期推出的《天涯明月刀手游》等游戏的收入增长。中国及海外头部游戏的 IP 价值得到提升，《王者荣耀》官方授权剧集《你是我的荣耀》成为腾讯视频年初至今最热播的剧集。《PUBG Mobile》与《哥斯拉大战金刚》、McLaren 及 Line Friends 等国际知名品牌跨界合作，进行内容创新。《部落冲突》按日活跃账户数计在国际市场保持手游排行榜前十名的位置。《Valorant》在推出后一周年实现了 1400 万月活跃账户数。

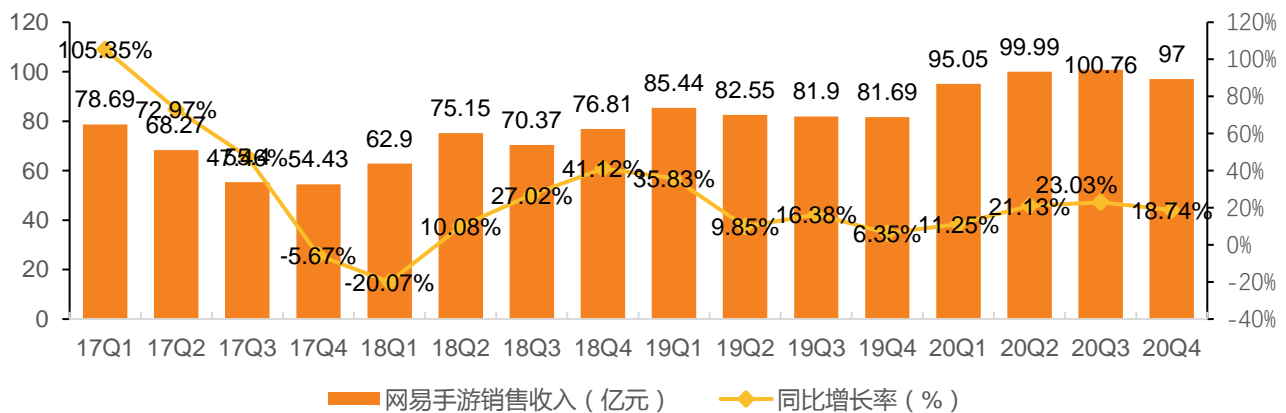
图 9：2017Q1-2021Q2 腾讯移动游戏收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

网易游戏内容更新保持高水准，新品《哈利波特》上线在即。2021H1 游戏业务收入 213.82 亿元，同增 9.64%，占总体收入的 52.10%，其中 Q2 移动游戏收入 104.74 亿元，同增 4.75%，主要系报告期内旗舰类游戏产品《梦幻西游》和《大话西游》系列表现强劲，其它热门游戏产品如《明日之后》、《率土之滨》和《阴阳师》等人气不减。新游方面，《天谕》手游、《无尽的拉格朗日》、《宝可梦大探险》、《漫威超级战争》和《王牌竞速》等深受玩家好评，新品《哈利波特：魔法觉醒》宣布将于 9 月 9 日推出，有望带来新收入增量。

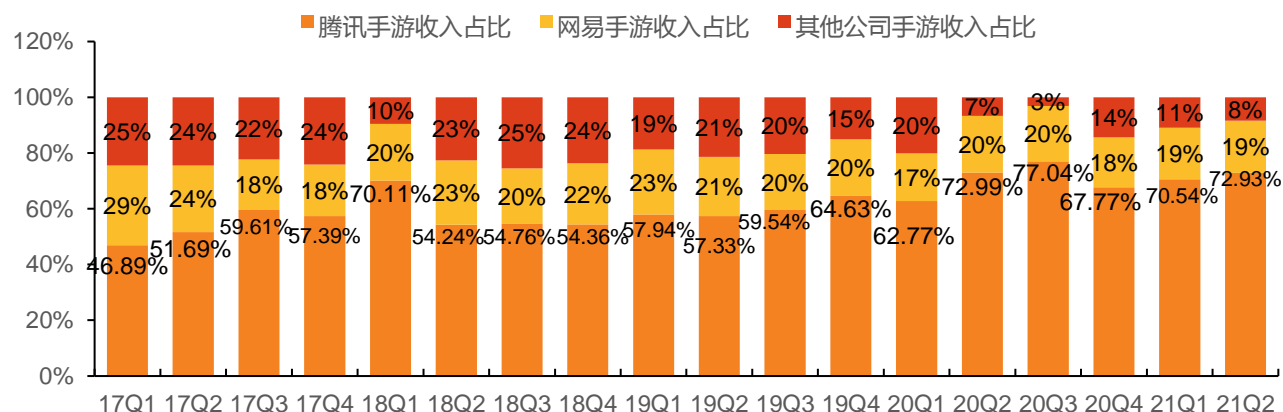
图 10：2017Q1-2021Q2 网易移动游戏收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

截至 2021Q2，腾讯手机游戏收入占比达到 72.93%，网易手游收入占比达到 19%，双巨头合计占移动游戏市场份额超 91%，形成稳定的手游双寡头格局。

图 11：2017Q1-2021Q2 腾讯、网易移动游戏收入占比



资料来源：公司公告，游戏工委，天风证券研究所

根据 Bloomberg 一致预期，预计腾讯 21Q3 营收 1469.7 亿元，yoy+17.2%，GAAP 净利润为 324.8 亿元，yoy-15.7%；预计网易 21Q3 营收 212 亿元，yoy+13.6%，GAAP 净利润为 34.7 亿元，yoy+15.8%。

2. 游戏行业监管基本延续 18 年基调，未保新规利空终落地

2.1. 游戏 18 年至今未保一直受强调，并不新鲜

全球最严未成年人网络游戏监管出台，靴子落地，悲观情绪压制有望释放。在《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》前，市场上的网络游戏都需要身份验证才能进行用户注册，各大厂商的防沉迷系统已接入国家系统，对未成年玩家的游戏时长、充值有严格规定。我们认为市场无需过分担忧，监管基本延续 18 年以来的基调，引导游戏行业健康发展。我们认为，《通知》限制未成年人游戏时间，是行业规范健康发展的必由之路。根据各公司公告（详见表 7），未成年人流水收入占比均较低，对游戏公司收入影响有限。

表 6：18 年至今游戏行业政策梳理

时间	政策文件/事件	政策
2018	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，游戏版号无法核发，版号审批暂缓。
2018	教育部会同国家卫生健康委员会等八部门制定《综合防控儿童青少年近视实施方案》	方案中提到“国家新闻出版总署将对网络游戏行业实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。”
2018	2018 年度中国游戏产业年会	中宣部出版局副局长冯士新在表示首批部分游戏已经完成审核，正抓紧核发版号；机构改革落地，新的审核部门为下属中宣部出版局的网络出版处。
2019	北京市宣布将出台《游戏内容审核流程规范》	提高审核流程的透明化和规范化，将推出游戏内容导向考核举措，将游戏内容质量和社会效益作为游戏过审的优先条件，同时建立游戏重点选题库。
2019	国家新闻出版署召开全国游戏管理工作专题会议	重新开展游戏审批工作，控制版号产品数量，提出新游戏版号审批要倾向精品游戏。
2019	国务院《健康中国行动（2019—2030 年）》	提出政府应“实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，鼓励研发传播集知识性、教育性、原创性、技能性、趣味性于一体的优秀网络游戏作品，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。（中央网信办、工业和信息化部、国家新闻出版署按职责分工负责）”
2019	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	实行网络游戏用户账号实名注册制度；严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长（每日 22 时到次日 8 时不得为未成年人提供游戏服务，法定节假日每日不得超过 3 小时，其他时间每日不得超过 1.5 小时）；规范向未成年人提供付费服务（规定网络游戏企业不得为未满 8 周岁的用户提供游戏付费服务；同一网络游戏企业所提供的游戏付费服务，8 周岁以上未满 16 周岁的未成年人用户，单次充值金额不得超过 50 元人民币，每月充值金额累计不得超过 200 元人民币；16 周岁以上的未成年人用户，单次充值金额不得超过 100 元人民币，每月充值金额累计不得超过 400 元人民币）；切实加强行业监管；探索实施适龄提示制度；积极引导家长、学校等社会各界力量履行未成年人监护守护责任，帮助未成年人树立正确的网络游戏消费观念和行为习惯。
2019	《游戏游艺设备管理办法》	实施游戏游艺设备分类管理，从设备机型、设备内容、未成年人保护（除国家法定节假日外，娱乐场所以及其他经营场所设置的电子游戏设备（机）不得向未成年人提供。）等方面明确了相关规定
2019	2019 年度中国游戏产业年会	中宣部出版局副局长冯士新表示“让游戏成为美好生活的文化力量。国家新闻出版署正抓紧建设统一的实名验证平台，为游戏企业做好防沉迷工作提供必要条件。”

2020	《网络游戏适龄提示》	明确中国游戏分级标准以及标识符的下载渠道、展示时长、尺寸比例和更新频率等。适龄提示的标识符以三个不同的年龄为标准，分别为绿色的 8+、蓝色的 12+、黄色的 16+这三个不同的年龄段标志符。另外，标准还明确了标识符的具体使用场景， 适龄提示标识必须安放在游戏产品界面的显著位置 ，以突出标识在游戏产品中的能见度和可视性。
2020	2020 年度中国游戏产业年会	中宣部出版局副局长冯士新表示：“防沉迷”是游戏行业落实社会责任的集中体现，是游戏管理工作的头等大事，新修订的《未成年人保护法》对游戏“防沉迷”提出了明确要求。目前， 国家层面的实名认证系统已基本建成 ，相关部门正组织企业分批接入，在 2021 年 6 月 1 日前， 所有上线运营的游戏须全部接入 。同时，2020 年以来，我们会同各地管理部门， 对擅自更改游戏内容、违规上线运营、套皮扒皮等 150 多款游戏作出处理 ，约谈相关单位 70 多家，暂停 20 多家企业版号申请，撤销和下架近 50 款游戏。”
2021	习近平总书记在全国政协医药卫生界教育界联组会回应教育领域热点问题	北京史家小学教育集团校长王欢在联组会上谈到“‘学生沉迷网络游戏’引发社会关注”。习近平总书记指出：“ 不仅是沉迷网络游戏的问题，网络上还有很多污七八糟的东西 ，未成年人心理发育不成熟，容易受到不良影响。”
2021	《游戏审查评分细则》	从 2021 年 4 月 1 日起， 游戏送审试行全新的评分审查制度 ，从“观念导向”“原创设计”“制作品质”“文化内涵”“开发程度”5 个方面对游戏作品进行评分。低分游戏将被打回，无法进入版号审批排队流程。
2021	《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施意见》	鼓励网络游戏产业发展。探索将国产网络游戏试点审批权下放海南，支持海南发展网络游戏产业。（牵头单位：中央宣传部）
2021	教育部办公厅等十五部门印发《儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021—2025 年）》	将实施网络游戏总量调控，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间 ；严格执行《关于防止未成年人沉迷网络游戏工作的通知》精神，督促各地出版管理部门做好属地网络游戏企业及其网络游戏的监督管理工作。 将开展网络游戏消费教育，将防止未成年人沉迷网络游戏作为消费教育重点 ，通过发放宣传材料、进校园等方式普及相关知识，呼吁青少年合理用眼，保护视力。
2021	中宣部出版局副局长杨芳在 2021ChinaJoy 致辞	中宣部出版局副局长杨芳表示：要进一步增强 文化自信 ；要坚持 精品化战略 ，着重考量游戏的导向取向、文化内涵，关注产品的完成度、创新性，综合评判产品的出版价值，同时要 优质化 ，以行业发展反哺科技创新，以科技创新助推行业发展；要增强 国际化意识 ，对标世界一流，同时为中国游戏 注入更多中华文化 ，实现有广泛的国际影响力；要进一步增强安全意识，要全力以赴抓好防沉迷工作，不折不扣落实好各项管理规定。 坚决保护青少年健康成长 ，这是当前最紧迫和最重要的安全要求，决不允许打折扣、走过场； 国家层面的防沉迷实名认证平台已建成 ，接入企业 5000 多家、游戏超万款， 初步达成了防沉迷工作的基础性目标 。下一步，我们将始终把防沉迷作为重中之重，常抓不懈、一抓到底。
2021	《经济参考报》称网络游戏是“精神鸦片”，随后文章被删除	8 月 3 日，央媒《经济参考报》发文称网络游戏是“精神鸦片”， 随后文章被删除 。
2021	《关于推进自由贸易试验区贸易投资便利化改革创新若干措施的通知》	开展网络游戏属地管理试点， 在符合条件的自贸试验区所在地推进网络游戏审核试点工作 。
2021	《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	1) 严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间， 仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时网络游戏服务 。 2) 严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。所有网络游戏必须接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名认证系统，所有网络游戏用户必须使用真实有效身份信息进行游戏账号注册并登录网络游戏，不得以任何形式（含游客体验模式）向未实名注册和登录的用户提供游戏服务。

- 3) 加强对网络游戏企业落实提供网络游戏服务时段时长、实名注册和登录、规范付费等情况的监督检查，加大检查频次和力度。
- 4) 积极引导家庭、学校等社会各方面营造有利于未成年人健康成长的良好环境。

资料来源：国务院、教育部、文化部、新华网、GameLook、GameRes 等、天风证券研究所整理

表 7：游戏公司未成年玩家收入占比

	未成年玩家占比/未成年玩家流水收入情况
腾讯	20Q4 未成年人流水收入占腾讯游戏中国收入为 6%，16 岁以下未成年人流水收入占比由 20Q4 的 3.2% 下降至 21Q2 的 2.6%
网易	未保新规的财务影响 <1%
哔哩哔哩	2021 年游戏收入中未成年人占比约为 1%
心动	游戏收入来自未成年玩家占比 1.09%，占总收入不到 1%
中手游	21H1 未成年玩家收入占比为 0.026%
IGG	《王国纪元》国内未成年玩家付费占比 < 0.05%
三七互娱	未成年人付费占比 < 0.06%
吉比特	近一个月未成年人充值金额占比为 0.14%
凯撒文化	21H1 主要游戏流水中未满 18 岁未成年人消费充值占比仅 0.0039%
宝通科技	游戏收入 99% 来自海外，国内未成年人占比接近 0
巨人网络	《征途》系列完全禁止未成年人登入，只向成年人开放；《球球大作战》未成年用户付费金额占收入约 1%。总体上，未成年玩家收入在公司游戏收入占比不到 1%
盛趣游戏	21H1 盛趣自营平台 18 岁以下注册用户充值占比 0.009%，总流水占比 < 0.01%，18 岁以下注册用户占比 0.9%
姚记科技	最新将未成年人禁止注册，之前占比小于 0.01%
恺英网络	主要服务于成年游戏用户，自营平台未成年用户注册占比仅为 0.07%。鉴于此，公司自 2021 年 9 月 1 日起关闭自营平台游戏产品未成年人注册功能
游族网络	21H1 未成年流水占比 0.055%，16 岁以下 0.016%
创梦天地	未成年玩家收入占比 0.18%
百奥家庭互动	手游 16 岁以下充值占比 0.38%
网龙	未成年玩家收入占比 < 0.01%

资料来源：各公司财报、天风证券研究所

2.2. 游戏公司税收梳理

政府或将收紧游戏等软件行业税收优惠，不同游戏企业原来享有税收优惠不一。《证券时报》于 8 月 4 日发表评论文章指出，游戏产业的税收应该和其他产业持平，建议提高游戏公司税负，重点软件企业标准调整，游戏公司企业所得税或上升。

8 月 11 日，财新网援引税务官员的话报道称，由于近期相关部委调整了重点软件企业认定标准，对重点软件企业资质审核趋严，部分互联网平台或难再享税收优惠。新政策对企业研发强度、研发人员占比、拥有知识产权、著作权数量以及重点软件企业和集成电路设计企业从事专业领域收入占比等要求提高，并将重点软件企业的支持政策进一步向专业开发软件的企业倾斜。**传统服务、金融服务、娱乐服务等服务的数字化形态不再算作国家鼓励的重点软件领域，享受税收优惠政策的范围收紧到软件产品销售收入和与实现软件产品功能直接相关的咨询设计、软件运维、数据服务收入上。**

阿里巴巴在业绩交流会上表示：旗下部分业务将不再被视为重点软件企业，不再享受 10% 的优惠税率；预测 9 月份的公司有效税率为 20%，比一年前的 8% 高出一倍多；同时阿里巴

巴认为，大多数互联网公司可能不再享受 10% 的优惠税率。

高新技术产品与服务认定标准或将趋严，关注技术和研发投入大的游戏公司。我们对部分游戏公司及其主要子公司所享受的优惠政策进行了梳理，大多数游戏公司的有效税率在 10% 至 20% 之间，主要通过注册离岸公司、子公司申请高新技术企业、软件企业、小微企业资质和利用地方税收优惠政策实现税收减免，子公司所适用的优惠税率使实际有效税率降低 10% 以上。我们认为，目前对游戏等行业的监管政策都是促进行业规范健康发展，并非是针对相关行业的限制和打压；**高新技术产品与服务认定标准或将趋严，游戏公司税收优惠有可能减少。随游戏内容本身越来越重要，技术和研发投入大的游戏公司受影响更小。**

表 8：游戏公司所得税率

	18A 所得税税率	19A 所得税税率	20A 所得税税率	21Q1/H1 所得税税率	18-20A/21Q1(H1)平均
腾讯	15%	12%	11%	11%	12%
网易-S	22%	18%	20%	22%	20%
Bilibili	-5%	-3%	-2%	-13%	-6%
中手游	11%	29%	4%	10%	14%
心动公司	9%	6%	48%	/	21%
IGG	20%	13%	9%	14%	14%
创梦天地	10%	8%	2%	/	7%
三七互娱	6%	10%	7%	45%	17%
吉比特	14%	13%	15%	16%	15%
完美世界	8%	-8%	9%	29%	10%
凯撒文化	-0.1%	-13%	-3%	2%	-3%
姚记科技	13%	11%	13%	11%	12%
宝通科技	7%	8%	15%	13%	11%
富春股份	4%	-6%	35%	23%	14%
巨人网络	5%	4%	4%	9%	5%
世纪华通	8%	11%	13%	19%	13%
盛天网络	5%	-5%	4%	13%	4%

资料来源：Wind、天风证券研究所；注：所得税率=所得税费用/利润总额

表 9：游戏公司国内主要子公司税收优惠

	国内主要子公司税收优惠政策	备注
腾讯	腾讯科技（深圳）等：国家重点软件企业，减按 10% 的优惠税率征收企业所得税	税收减免期及税收优惠对于中国内地注册成立的附属公司应课税盈利的影响： -2%（2020 年）、-3%（2019 年）、-1%（2018 年）
	腾讯云计算（北京）等：高新技术企业，减按 15% 的优惠税率征收企业所得税	
	若干附属企业：“两免三减半” 林芝腾讯科技（林芝）等：执行西部大开发 15% 的企业所得税税率	子公司适用不同税率的影响： -17%（2020 年）、-16%（2019 年）、-16%（2018 年）
网易	博冠信息科技（广州）、网易杭州（杭州）：国家重点软件企业，减按 10% 的优惠税率征收企业所得税	适用于软件企业、重点软件企业及高新技术企业的较低税率的影响： -19%（2018 年）、-14%（2019 年）、-17%（2020 年）
	网易云音乐科技（杭州）、网易有道技术（北京）等：高新技术企业，减按 15% 的优惠税率征收企业所得税	
	若干附属企业：“两免三减半”	
Bilibili	哔哩哔哩科技、幻电信息科技（上海）：高新技术企业，减按 15% 的优惠税率征收企业所得税	2018 年-2020 年受递延所得税资产减值准备变动影响，所得税率为负。

适用于附属公司的优惠所得税率的影响：
-8% (2020 年)、-8% (2019 年)、-3% (2018 年)

2020 年所得税率大幅下降原因：(i)截至 2020 年 12 月 31 日止年度就递延税项抵免 2050 万元人民币进行拨备；
(ii)中国内地若干附属公司在截至 2020 年 12 月 31 日止年度享有优惠企业所得税税率。

特定司法权区或地方部门颁布的不同适用税率的影响：

-16% (2020 年)、-1% (2019 年)、-14% (2018 年)

2020 年实际所得税率大幅上升的原因：(i)进行海外发行的子公司及运营 TapTap 的子公司是盈利的，而主要进行研发活动的附属公司是亏损的；

(ii)对预计将由子公司汇出的盈利作出一笔一次性的预扣税；

(iii)易玩适用的企业所得税豁免于 2019 年到期，在 2020 年至 2022 年三年期间，易玩预计将适用 12.5%的企业所得税税率。

适用于附属公司的优惠所得税率的影响：
1% (2020 年)、-15% (2019 年)、-15% (2018 年)

2020 年所得税费用因税前利润的增加上升了 6%，但有效税率由 13%下降至 9%，主要因为所持有的心动有限公司股份及 MFund, L.P.私人股权投资基金在 2020 年公允价值变动的未实现收益分别为 5356 万美元和 3951.4 万美元，占税前利润的 18%和 13%。

2020 年税前利润剔除公允价值变动的未实现收益部分后，所得税率为 13%。

与 2019 年所得税开支 3200 万元人民币相比，2020 年录得所得税抵免为 950 万元人民币。2020 年录得所得税抵免主要由于：

(i)税前利润下降导致 2020 年的当期所得税费用金额下降；

(ii)计提的减值拨备金额增加导致 2020 年递延所得税资产余额增加从而产生较大金额的递延税抵免。

适用于附属公司的优惠所得税率的影响：

软星科技、文脉互动 (北京)：高新技术企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税

中手游

中手游、盛悦软件、豆悦 (深圳)、钟声互娱 (北京)：“两免三减半”
文脉互动 (霍尔果斯)：霍尔果斯特殊经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税

极创网络 (西藏)：执行西部大开发 15%的企业所得税税率

战神网络、创悦科技 (海南)：注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税

心动网络股份、易玩网络科技 (上海)：高新技术企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税

心动公司

若干附属企业：“两免三减半”

天极数码 (福州)：技术先进型服务企业，减按 15%的税率征收企业所得税

IGG

天志网络、新瀚辽阔网络 (海南)：注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税

创梦天地 (深圳)、火魂网络 (上海)：高新技术企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税

盛汀信息科技 (上海)：“两免三减半”

创梦天地

创梦天地信息科技 (霍尔果斯)：霍尔果斯特殊经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税

前海创意时空科技 (深圳)：前海深港现代服务业合作区企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税

<p>硬通网络（上海）、尚趣玩网络（芜湖）：高新技术企业，减按 15% 的优惠税率征收企业所得税</p> <p>三七互娱科技、极晟网络技术（广州）、三七极光网络科技（安徽）等：“两免三减半”</p> <p>霍尔果斯星辉、霍尔果斯干娱、霍尔果斯三七文娱创业投资等：霍尔果斯特殊经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税</p> <p>西藏信泰文化传媒、西藏泰富文化传媒、西藏耀通、西藏盛格：执行西部大开发 15% 的企业所得税税率</p>	<p>5%（2020 年）、-22%（2019 年）、-16%（2018 年）</p> <p>21Q1 实际所得税率大幅上升的原因：部分子公司主要运营的游戏在 Q1 处于推广初期，使这部分子公司在一季度出现账面亏损，而其他盈利子公司正常纳税，导致公司综合税负率有所提升。</p> <p>子公司适用不同税率的影响： -13%（2020 年）、-13%（2019 年）、-27%（2018 年）</p>
<p>雷霆互动（广州）：高新技术企业（暂按），减按 15% 的优惠税率征收企业所得税</p> <p>雷霆信息（深圳）：前海深港现代服务业合作区企业（暂按），减按 15% 的优惠税率征收企业所得税</p> <p>博约互动（海南）：注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业（暂按），减按 15% 的优惠税率征收企业所得税</p>	<p>子公司适用不同税率的影响： -7%（2020 年）、4%（2019 年）、6%（2018 年）</p> <p>2018-2019 年母公司及子公司雷霆互动符合重点软件企业资格，减按 10% 的税率征收企业所得税，其余子公司税率均高于 10%，对实际税率影响调节为正。</p>
<p>完美世界（北京）软件科技、亚克互动科技（天津）、完美世界互动科技（重庆）、完美时空软件（上海）：“两免三减半”</p> <p>完美时空网络技术（成都）、浩宇股权投资管理（石河子）等：执行西部大开发 15% 的企业所得税税率</p>	<p>2019 年盈利，受子公司适用不同税率的影响，所得税费用为负，所得税率为负。</p> <p>子公司适用不同税率的影响： -20%（2020 年）、-25%（2019 年）、-9%（2018 年）</p>
<p>酷牛互动（深圳）：高新技术企业，减按 15% 的优惠税率征收企业所得税</p> <p>易丸网络、酷游网络科技、逸友网络信息技术（上海）、幻文影视传媒（霍尔果斯）：“两免三减半”</p> <p>浩游网络科技（成都）：小微企业，对年应纳税所得额不超过 100 万元的部分，减按 25% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税；对年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分，减按 50% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税</p> <p>飞娱网络科技、酷牛网络科技（霍尔果斯）等：霍尔果斯特殊经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税</p> <p>四川天上友嘉、指点世纪网络（成都）：执行西部大开发 15% 的企业所得税税率</p>	<p>2018-2020 年盈利，受子公司适用不同税率和税收减免的影响，所得税费用为负，所得税率为负。</p> <p>子公司适用不同税率的影响： -5%（2020 年）、-8%（2019 年）、0%（2018 年）</p> <p>税收减免的影响： -42%（2020 年）、-34%（2019 年）、-33%（2018 年）</p>
<p>大鱼竞技（北京）：高新技术企业，减按 15% 的优惠税率征收企业所得税</p> <p>顽游科技、愉趣网络、闲锐科技（上海）等：“两免三减半”</p> <p>姚记印务公司、趣格文化（上海）等：小微企业，对年应纳税所得额不超过 100 万元的部分，减按 25% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税；对年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分，减按 50% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税</p> <p>艾力斯特姆（霍尔果斯）：霍尔果斯特殊经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税</p> <p>拉萨硕通、华盛新通（西藏）：执行西部大开发 15% 的企业所得税税率</p>	<p>子公司适用不同税率的影响： -8%（2020 年）、-19%（2019 年）、-10%（2018 年）</p>

游戏收入主要来自境外市场,香港易幻来源于境外的收入免税,受非税收入影响,所得税率偏低。

宝通科技

百年通工业输送、宝强织造、宝通智能物联(无锡):高新技术企业,减按 15% 的优惠税率征收企业所得税
新疆天山弘毅网络科技(喀什):喀什经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税

非税收入的影响:
-10%(2020年)、-10%(2019年)、-12%(2018年)

子公司适用不同税率的影响:
-1%(2020年)、0.7%(2019年)、2%(2018年)

富春股份

北京通畅电信规划设计院(北京)、骏梦网络科技(上海)、欣辰信息科技(福州):高新技术企业,减按 15% 的优惠税率征收企业所得税
分子(孙)公司:小微企业,对年应纳税所得额不超过 100 万元的部分,减按 25% 计入应纳税所得额,按 20% 的税率缴纳企业所得税;
对年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分,减按 50% 计入应纳税所得额,按 20% 的税率缴纳企业所得税
中富泰科通信技术、富春慧联信息技术、骏梦网络科技(福州):福建平潭综合实验区企业,减按 15% 的优惠税率征收企业所得税

2019 年亏损,由于未确认可抵扣亏损和可抵扣暂时性差异的纳税影响,所得税费用为正,所得税率为负;
2020 年由于未确认可抵扣亏损和可抵扣暂时性差异的纳税影响所得税率大幅上涨。

子公司适用不同税率的影响:
-19%(2020年)、0.8%(2019年)、-4%(2018年)

巨人网络

征途信息技术、征聚信息技术(上海):高新技术企业,减按 15% 的优惠税率征收企业所得税
巨人移动、巨手网络、巨梦网络(上海)等:“两免三减半”

子公司适用不同税率的影响:
-5%(2020年)、-18%(2019年)、-15%(2018年)

世纪华通

盛趣信息(上海):重点软件企业,减按 10% 的优惠税率征收企业所得税
蓝沙信息、天游软件(上海)、掌游科技(武汉)等:高新技术企业,减按 15% 的优惠税率征收企业所得税
云派互联科技(北京):“两免三减半”
盛趣(常州)、盛跃网络(南京)等:小微企业,对年应纳税所得额不超过 100 万元的部分,减按 25% 计入应纳税所得额,按 20% 的税率缴纳企业所得税;
对年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分,减按 50% 计入应纳税所得额,按 20% 的税率缴纳企业所得税
点点互动(北京):技术先进型服务企业,减按 15% 的税率征收企业所得税
霍尔果斯盛启:霍尔果斯特殊经济开发区符合要求的企业五年内免征企业所得税
游吉科技、锦天科技、星漫科技(成都):执行西部大开发 15% 的企业所得税税率
吞鯤网络(北海):广西北部湾经济区符合要求的企业五年内免征属于地方分享部分的企业所得税,第 6 年至第 7 年减半征收

子公司适用不同税率的影响:
-2%(2020年)、-5%(2019年)、-20%(2018年)

优惠税率的影响:
-13%(2020年)、-11%(2019年)、-2%(2018年)

盛天网络

天戏互娱、天馨网络(上海):高新技术企业,减按 15% 的优惠税率征收企业所得税
盛天资本(武汉)等:小微企业,对年应纳税所得额不超过 100 万元的部分,减按 25% 计入应纳税所得额,按 20% 的税率缴纳企业所得税;
对年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分,减按 50% 计入应纳税所得额,按 20% 的税率缴纳企业所得税

母公司盛天网络于 2017 年获得高新技术企业认定,2018 年通过重点软件审查,选择减按 10% 的税率缴纳;2019 年减按 15% 的税率缴纳;2020 年通过高新技术企业复审,减按 15% 的税率缴纳。
2019 年盈利,受研发费用加计扣除的影响,

天馨网络（上海）：“两免三减半”	所得税费用为负。
盛传天成、霍尔果斯天戏、霍尔果斯天漫：霍尔果斯特殊经济开发区	子公司适用不同税率的影响：-7%（2020年）、-4%（2019年）
符合要求的企业五年内免征企业所得税	
海南天戏互娱：注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%的优惠税率征收企业所得税	由符合条件的支出所产生的税收优惠：-6%（2018年）

资料来源：公司财报、天风证券研究所

表 10：游戏公司企业所得税优惠政策梳理

优惠政策	企业所得税特殊优惠	享受条件
“两免三减半”	国家鼓励的软件企业，自获利年度起，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25%的法定税率减半征收企业所得税。	（一）在中国境内（不包括港、澳、台地区）依法注册的居民企业； （二）汇算清缴年度具有劳动合同关系且具有大学专科以上学历的职工人数占企业月平均职工总人数的比例不低于 40%，其中研究开发人员占企业月平均职工总数的比例不低于 20%； （三）拥有核心关键技术，并以此为基础开展经营活动，且汇算清缴年度研究开发费用总额占企业销售（营业）收入总额的比例不低于 6%；其中，企业在中国境内发生的研究开发费用金额占研究开发费用总额的比例不低于 60%； （四）汇算清缴年度软件产品开发销售（营业）收入占企业收入总额的比例不低于 50%（嵌入式软件产品和信息系统集成产品开发销售（营业）收入占企业收入总额的比例不低于 40%），其中：软件产品自主开发销售（营业）收入占企业收入总额的比例不低于 40%（嵌入式软件产品和信息系统集成产品开发销售（营业）收入占企业收入总额的比例不低于 30%）； （五）主营业务拥有自主知识产权； （六）具有与软件开发相适应软硬件设施等开发环境（如合法的开发工具等）； （七）汇算清缴年度未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为。
重点软件企业	国家鼓励的重点软件企业，自获利年度起，第一年至第五年免征企业所得税，接续年度减按 10%的税率征收企业所得税。	除了需符合软件企业条件，还应至少符合下列条件中的一项： （一）汇算清缴年度软件产品开发销售（营业）收入不低于 2 亿元，应纳税所得额不低于 1000 万元，研究开发人员占企业月平均职工总数的比例不低于 25%； （二）在国家规定的重点软件领域内，汇算清缴年度软件产品开发销售（营业）收入不低于 5000 万元，应纳税所得额不低于 250 万元，研究开发人员占企业月平均职工总数的比例不低于 25%，企业在中国境内发生的研究开发费用金额占研究开发费用总额的比例不低于 70%； （三）汇算清缴年度软件出口收入总额不低于 800 万美元，软件出口收入总额占本企业年度收入总额比例不低于 50%，研究开发人员占企业月平均职工总数的比例不低于 25%。
高新技术企业	（一）国家重点扶持的高新技术企业，减按 15%的税率征收企业所得税。 （二）自 2018 年 1 月 1 日起，当年具备高新技术企业的企业，	（一）高新技术企业是指在《国家重点支持的高新技术领域》内，持续进行研究开发与成果转化，形成企业核心自主知识产权，并以此为基础开展经营活动，在中国境内（不包括港、澳、台地区）注册的居民企业。 （二）高新技术企业要经过各省（自治区、直辖市、计划单列市）科技

其具备资格年度之前 5 个年度发生的尚未弥补完的亏损,准予结转以后年度弥补,最长结转年限由 5 年延长至 10 年。

(三)高新技术企业开展研发活动中实际发生的研发费用,未形成无形资产计入当期损益的,在按规定据实扣除的基础上,在 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间,再按照实际发生额的 75%在税前加计扣除;形成无形资产的,在此期间按照无形资产成本的 175%在税前摊销。

通过认定的高新技术企业,其资格自颁发证书之日起有效期为 3 年。

行政管理部门同本级财政、税务部门组成的高新技术企业认定管理机构的认定。

(三)企业申请认定时须注册成立一年以上。

(四)企业通过自主研发、受让、受赠、并购等方式,获得对其主要产品(服务)在技术上发挥核心支持作用的知识产权的所有权。

(五)企业主要产品(服务)发挥核心支持作用的技术属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围。

(六)企业从事研发和相关技术创新活动的科技人员占企业当年职工总数的比例不低于 10%。

(七)企业近三个会计年度(实际经营期不满三年的按实际经营时间计算)的研究开发费用总额占同期销售收入总额的比例符合相应要求。

(八)近一年高新技术产品(服务)收入占企业同期总收入的比例不低于 60%。

(九)企业创新能力评价应达到相应要求。

(十)企业申请认定前一年内未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为。

小微企业

对小型微利企业年应纳税所得额不超过 100 万元的部分,减按 25%计入应纳税所得额,按 20%的税率缴纳企业所得税;对年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分,减按 50%计入应纳税所得额,按 20%的税率缴纳企业所得税。自 2021 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日,对小型微利企业和个体工商户年应纳税所得额不超过 100 万元的部分,在现行优惠政策基础上,再减半征收所得税。

(一)从事国家非限制和禁止行业

(二)年度应纳税所得额不超过 300 万

(三)从业人数不超过 300 人

(四)资产总额不超过 5000 万元

从业人数,包括与企业建立劳动关系的职工人数和企业接受的劳务派遣用工人数。所称从业人数和资产总额指标,应按企业全年的季度平均值确定。具体计算公式如下:

季度平均值 = (季初值 + 季末值) ÷ 2

全年季度平均值 = 全年各季度平均值之和 ÷ 4

年度中间开业或者终止经营活动的,以其实际经营期作为一个纳税年度确定上述相关指标。

技术先进性服务企业

经认定的技术先进型服务企业,减按 15%的税率征收企业所得税。

(一)技术先进型服务企业为在中国境内(不包括港、澳、台地区)注册的法人企业。

(二)从事《技术先进型服务业务认定范围(试行)》中的一种或多种技术先进型服务业务,采用先进技术或具备较强的研发能力,其中服务贸易类技术先进型服务企业须满足的技术先进型服务业务领域范围按照《技术先进型服务业务领域范围(服务贸易类)》执行。

(三)具有大专以上学历的员工占企业职工总数的 50%以上。

(四)从事《技术先进型服务业务认定范围(试行)》中的技术先进型服务业务取得的收入占企业当年总收入的 50%以上,其中服务贸易类技术先进型服务企业从事《技术先进型服务业务领域范围(服务贸易类)》中的技术先进型服务业务取得的收入占企业当年总收入的 50%以上。

(五)从事离岸服务外包业务取得的收入不低于企业当年总收入的 35%。

资料来源:国家税务总局、天风证券研究所

3. 虚拟现实、元宇宙高速发展，游戏行业β将至

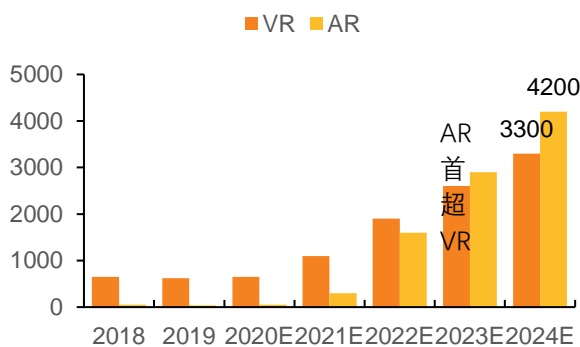
5月5日发布行业首篇元宇宙深度报告《Metaverse 元宇宙：游戏系通往虚拟现实的方舟》，随后邀请 VR 陀螺主编案山子共同开展 VR/AR 行业线上会议，5月25日举办天风 VRAR 峰会，我们再次重申看好 VRAR 行业。

3.1. 虚拟现实产业发展趋势

继 2016 年产业元年与 2019 年 5G 云 VR 元年过后，虚拟现实产业开始进入起飞阶段。虚拟现实用户体验对融合创新的需求迅速提升，技术体系初步成型。

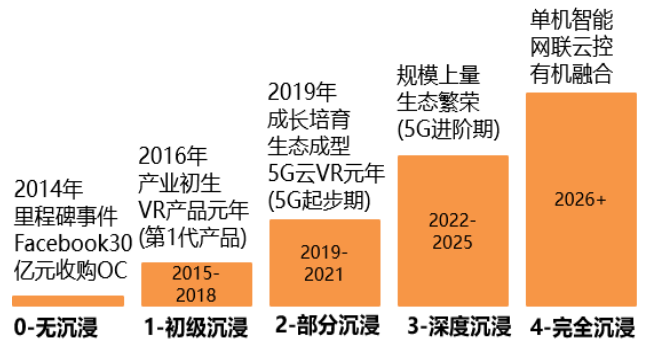
虚拟现实终端出货量稳步增长，AR 与一体式 VR 增速显著，不同终端形态间的融通性增强。受新冠疫情及宏观经济形势影响，据 IDC 统计 2020 年全球虚拟现实终端出货量约为 630 万台，VR 终端出货量占比分别 90%、10%，预计 2024 年终端出货量超 7500 万台，其中 AR 占比升至 55%，2020-2024 五年期间虚拟现实出货量增速约为 86%，其中 VR、AR 增速分别为 56%，188%。预计 2023 年 AR 终端出货量有望超越 VR。比之 2018-2020 年相对平缓的终端出货量，随着 FacebookQuest2、微软 HoloLens2 等标杆 VR/AR 终端迭代发售以及电信运营商虚拟现实终端的发展推广，**2021 年有望成为虚拟现实终端规模上量、显著增长的关键年份**，VR/AR 终端平均售价将从当前 2500/9700 元人民币进一步下降。此外，华为 VRGlass 手机伴侣、PicoNeo2 等一体式头显终端均可通过串流功能而不再受制于移动平台的功耗预算与渲染算力，跨终端形态的使用融通性显著提高，一体式终端出货量将从 2020 年 51%进一步升至 2024 年 64%。

图 12：全球虚拟现实设备出货量（万台）



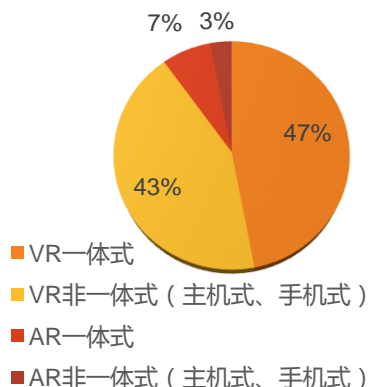
资料来源：中国信通院，天风证券研究所

图 13：全球虚拟现实沉浸体验产业发展阶段



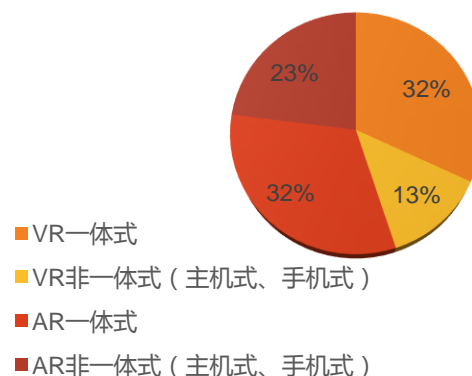
资料来源：中国信通院，天风证券研究所

图 14：2020 年全球虚拟显示终端出货量结构占比



资料来源：中国信通院，天风证券研究所

图 15：2024 年全球虚拟显示终端出货量结构占比

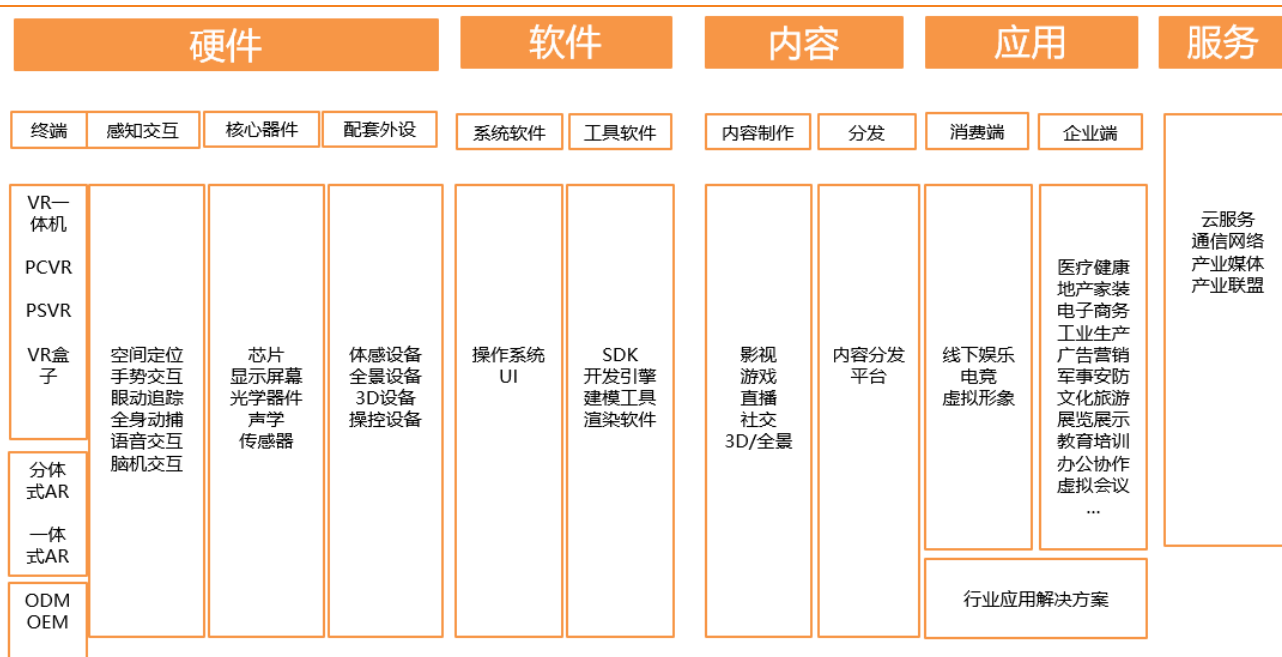


资料来源：中国信通院，天风证券研究所

3.2. 虚拟现实产业链分析

VR/AR 产业链划分为硬件、软件、内容、应用和服务五大板块。其中，上游硬件中有细分为核心器件、感知交互、终端和配套外设四个子板块，软件板块划分为系统软件和工具软件两大子版块，内容划分为内容制作和分发两个子版块，应用板块划分为消费端、企业端和行业应用解决方案三个子版块，服务则包括云服务、媒体以及产业联盟。

图 16：虚拟现实产业链



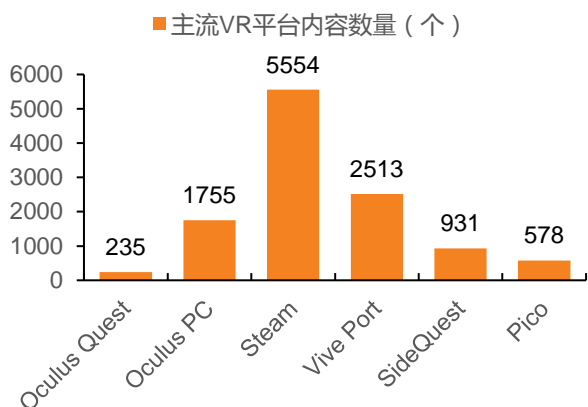
资料来源：VR 陀螺，天风证券研究所

3.2.1. VR 内容迎来放量拐点，AR 仍处于起步探索阶段

VR 内容迎来消费端逐步放量，AR 内容仍受制于 AR 眼镜销量。随着 VR 上游产业链的逐步成熟，一体机、6DOF、Inside-out 等硬件发展路劲逐步清晰，Quest 销量大涨的带动，全球 VR 用户 2020 年已经超过千万，预计未来几年用户规模还将保持 50%以上的增长，逐步壮大的用户群体为 VR 内容提供了市场前景和商业空间，形成了 VR 头显销量增长-用户增长-内容需求爆发-内容收入提高-优秀开发者持续入场-内容质量提高-VR 头显销量继续增长这一良性循环状态。

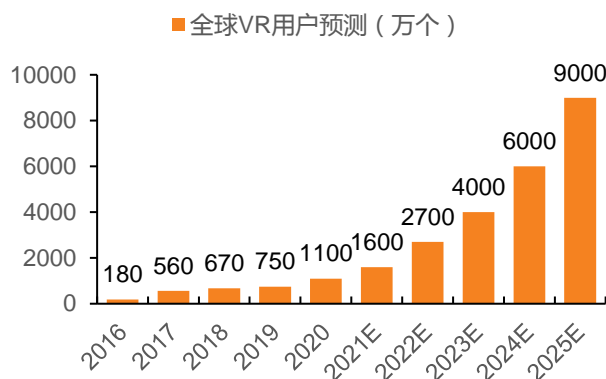
VR 内容迎来放量拐点，平台数据高增。PCVR 内容平台 Steam 上 VR 游戏达到 5554 款，第三方开放应用平台 SideQuest 自 2019 年 6 月份推出以来游戏和应用程序已经接近 1000 款，每个月都有超过 50 款新的内容上线，而 Quest 平台内容收入规模已超过 1.5 亿美元。AR 内容由于受制 AR 眼镜发展尚未成熟，用户规模很小，目前 AR 眼镜偏消费端的内容屈指可数，仍以 B 端定制化为主。当前 AR 内容开发者主要聚集在手机端，早期的 AR 游戏《PokemonGO》累计营收已达 40 亿美元，随着苹果 ARkit 和安卓 ARCore 开发工具逐步更新，双目、多目摄像头、TOF 等传感器逐步应用到手机，AR 内容在手机逐步起步，AR 游戏、AR 社交插件等等为当前手机端较为常见的 AR 内容程序。

图 17: 主流 VR 平台内容数量 (个) (截至 2020/12/31)



资料来源: VR 陀螺, 天风证券研究所

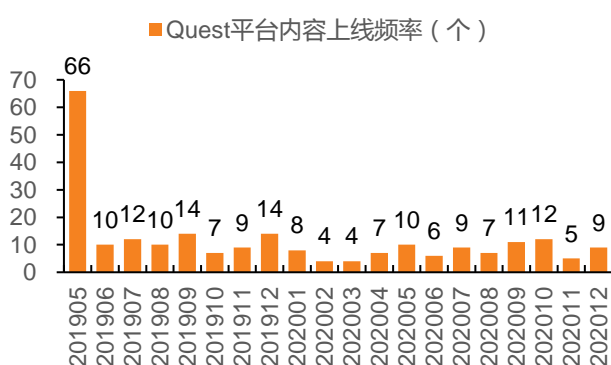
图 18: 全球 VR 用户预测 (万个)



资料来源: VR 陀螺, 天风证券研究所

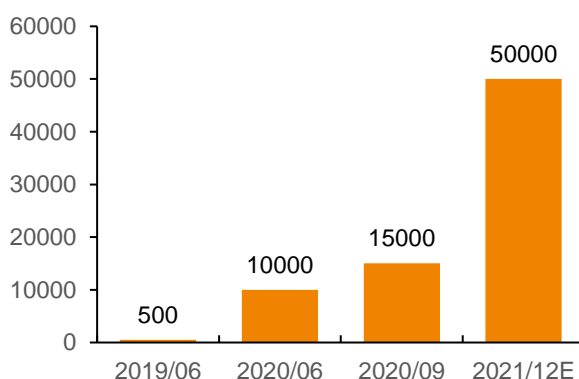
Oculus Quest 带动内容市场增长。 Quest 平台内容收入规模一路上涨, 2020 年 3 月份, 共有 20 多款游戏收入达到 100 万美元;至 2020 年 9 月份, 有 35 款游戏收入达到 100 万美元, 11 款超过了 200 万美元, 4 款超过了 300 万美元, 并且有 3 款游戏收入超过了 500 万美元;至 2020 年 12 月底, 超过 60 余款游戏收入达到 100 万美元, 达到 100 万美元收入的游戏数量大约能占到其商店所有应用程序的 30%。整个平台收入规模来看, 2020 年 5 月平台上线一年内容累计收入规模超过 1 亿美元, 到 2020 年 9 月超过 1.5 亿美元, 随着 Quest2 销量暴涨, 据 VR 陀螺, 到 2021 年底, 平台累计内容收入规模将达到 5 亿美元规模。有别于 Steam 平台较为宽松的内容上线机制, Quest 商店采用严格的审核机制, 通过深度(细节)、时长、精致度(视觉效果)、价值(性价比)四个方面审核, 为用户打造了一个体验感和价值足够高的商店, 因此 Quest 上线至今内容仅 200 余个, 平均每月仅新增 10 个左右的优质内容, 但内容的评论数已经超过 OculusPC 平台, 高质量的精品内容成就 Quest 平台内容的高口碑好评, 并以此让用户产生更多的购买倾向和付费意愿。

图 19: Quest 平台内容上线频率



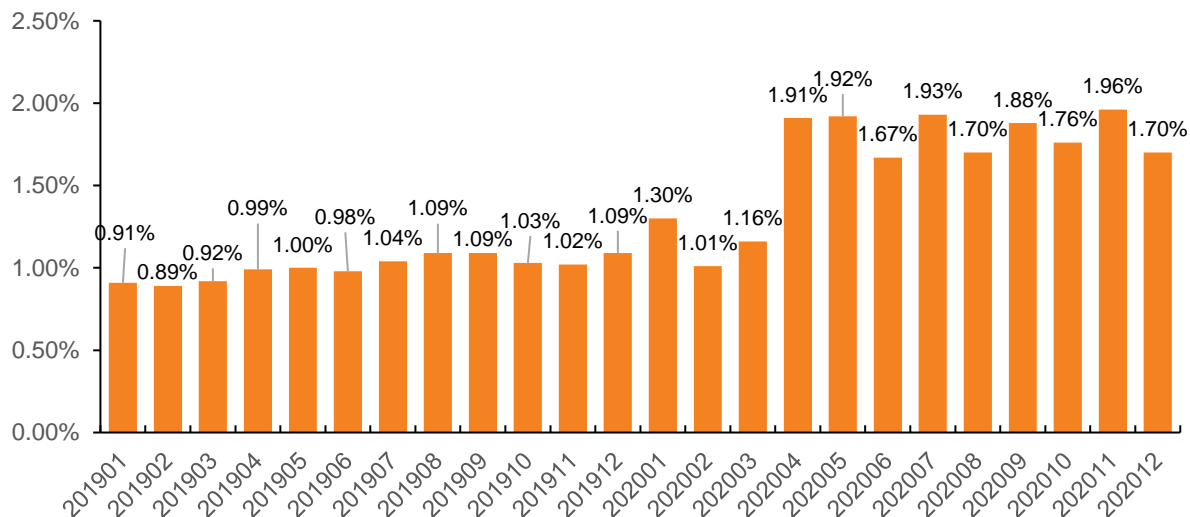
资料来源: Quest 平台, VR 陀螺, 天风证券研究所

图 20: Quest 平台内容累计收入规模 (万美元)



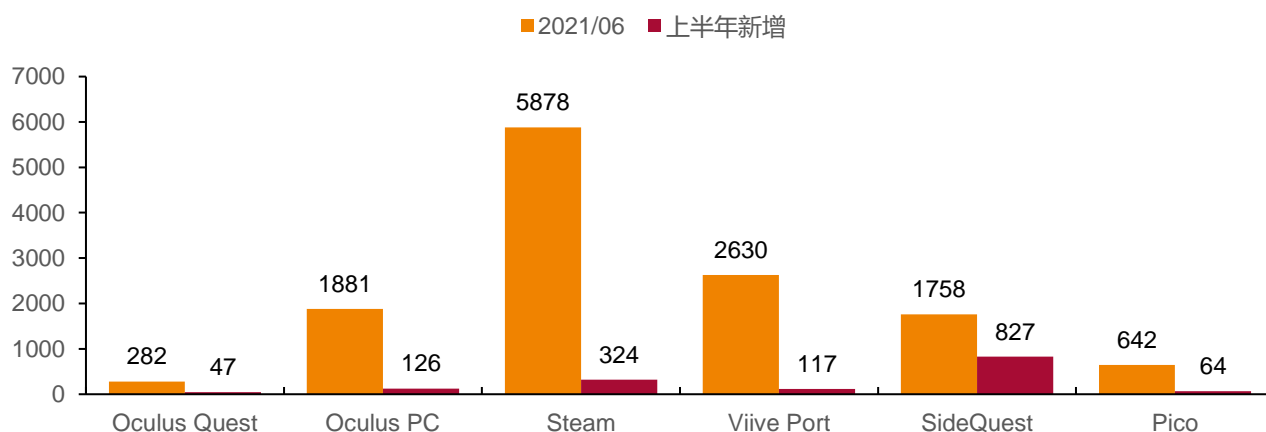
资料来源: Quest 平台, VR 陀螺, 天风证券研究所

图 21: steam 平台 VR 头显占比



资料来源: VR 陀螺, 天风证券研究所

图 22: 主流 VR 平台内容数量 (个) (截至 2021 年 6 月)



资料来源: VR 陀螺, 天风证券研究所

3.2.1. 应用: 游戏作为先发场景, 逐渐迎来回收期

游戏作为先发场景, 逐渐迎来回收期。经历几年的沉寂期, VR 游戏出现了《Beat Saber》、《半条命:艾利克斯》等几款现象级的 VR 游戏, 带动内容创作出现了赚钱效应。据 Facebook, Quest 平台上已经有超 60 款游戏收入超过 100 万美元。其中,《Beat Saber》销量超 200 万份, 营收超 6000 万美元;《行尸走肉: 圣徒与罪人》上线一年收入超过 2900 万美元。Oculus 商城内容不断丰富提升生态圈, 重磅热门 IP 的 VR 游戏即将上线, 其中包括生化危机 4 的 VR 版本、细胞分裂 VR、刺客信条 VR、侏罗纪公园 VR 游戏、星球战争 VR 游戏等一系列经典热门 IP。

国内方面，最具代表性的是南京穴居人工作室开发的《Contractors》，上线后很快在 Oculus 和 Steam 双平台销量突破 5 万份。随后《Contractors》在去年底登陆 Quest 平台，上线 45 天收入达 100 万美元。据创始人丁伟瀚介绍，该游戏在全平台的收入已超过 300 万美元。虽然无法与国内相比动辄上亿元营收的手游相比，但对于现阶段的 VR 内容创作团队来说，已经是一笔不小的收入。优质的内容也会带动硬件设备的销售，这一模式已经在主机游戏领域被验证过。玩家会为了玩《塞尔达传说》、《任天堂全明星大乱斗》去购买任天堂 Switch，也会为了玩《最后生还者》、《血源》、《战神》等去买索尼 PS 系列。Valve 推出的首款 VR 游戏《半条命：艾利克斯》，成为 2020 年 VR 游戏爆款，为 Steam VR 平台新增发展百万用户。

图 23：Beat Saber



资料来源：Bilibili，天风证券研究所

图 24：半条命：艾利克斯



资料来源：vrandfun，天风证券研究所

3.3. 海内外科技巨头战略布局

国内 VR 发展拐点将至，字节跳动 90 亿元收购 Pico。8 月 29 日，Pico 发出全员信，披露公司已被字节跳动收购。信中还称，用户在享受原有服务的基础上，未来还将获得更多的内容支持和技术升级服务。Pico 是国内领先的 VR 硬件厂商，有望持续引领 VR 硬件创新趋势。Pico 成立于 2015 年，创始人周宏伟曾主管索尼、乐视等品牌 VR 产品研发，高管团队有较强的 VR 硬件开发背景。根据 IDC 报告，2020 年 Pico 硬件销量位居中国 VR 市场份额第一。Pico 今年 3 月完成 2.42 亿元人民币 B+轮融资，并于今年 5 月发布新一代 VR 一体机 Pico Neo 3，售价 2499 元，开售 24 小时销售额便破千万。除去硬件，Pico 同时正发力 VR 内容生态，其已在北美设立发行部门 Pico Studios，致力于与全球优秀 VR 开发者展开广泛合作，为旗下 6DoF 平台引进优质 VR 游戏及应用。我们认为，字节收购 Pico 后，依托 Pico 的 VR 硬件优势，叠加字节的落地应用开发能力及此前在 Metaverse 领域投资代码乾坤（国内唯一拥有自研物理引擎的 UGC 游戏创作平台），有望推动 VR 产业链进一步完善，VR 行业的飞轮效应有望首先落实于以游戏为代表的娱乐板块。

图 25：21H1 海外巨头 VR/AR 齐头并进,持续领跑



微软：继续打磨HoloLens

- 《微软飞行模拟》正在开发适配VR控制器
- 发布VR移动机制数据库Locomotion Vault
- 微软推出HoloLens2工业版, 售价4950美元
- 微软宣布推出Mesh服务:打造多用户XR协作应用
- 与LG集团公司合作开发3D传感组件, 计划于2021年下半年开始量产
- 微软正开发增强版HoloLens2, 代号Hanami
- 获得美国陆军12万套HoloLensAR设备订单, 未来10年合同价值高达219亿美元
- 微软VR社交应用《AltspaceVR》Mac版试运行
- 197亿美元收购全球最大语音识别公司Nuance
- 微软透露正开发C端HoloLens3, 新设备将小于90克、使用功率为2W



苹果：产业链持续布局, VR/AR产品越来越近

- 与索尼签订3年dToF LiDAR模块核心部件供应合同
- 苹果计划2022年推出首款VR/AR一体机, 价格或高达900+美元
- 苹果与台积电研发微型OLED显示器, 用于VR设备
- 苹果前高级硬件主管Dan Riccio转岗负责AR/VR项目
- 推出Clips3.1版本更新, 基于LiDAR新增AR空间特效
- 向LiDAR制造商11-VI投资4.1亿美元
- 向康宁公司投资4500万美元, 康宁是显示屏和光波导材料供应商
- 苹果Apple Watch开始支持手势识别
- WWDC2021发布ARKit5.0,Reality Kit2.0, 苹果地图将支持AR导航



谷歌：消费级AR初心不改

- Google ARCore安装数破10亿
- Magic Leap宣布与谷歌云合作, 为企业用户提供空间计算解决方案
- 宣布开源VR绘画应用《Tilt Brush》
- 投资AR社交平台Gowalla
- 推出TensorFlow3D, 将利用LiDAR及深度传感器数据带来高级AR体验
- 谷歌官网正式宣布VR眼镜盒子停售
- 从Pixel4和4XL开始, 安卓手机将支持开启双摄像头空间感知功能
- 谷歌地图更新, 支持特定地点的室内AR导航
- 谷歌搜索引擎添加吃豆人、Hello Kitty等11个日本动漫游戏AR形象
- 谷歌展示突破性光场显示屏Starline, 裸眼便可体验3D效果
- XR绘画应用Tilt Brush的开源版本可在PCVR上免费使用



Facebook：持续丰富Oculus生态

- 超60款Quest游戏收入超100万美元
- Facebook硬件负责人:Facebook的智能眼镜或将在2021年到来, 无AR功能
- Quest平台253款游戏超25万条评论, 数量赶超其PC平台评论数总和
- Oculus正式推出社区平台AppLab, 对标SideQuest
- Quest2支持多帐户登录与本地应用共享功能
- 扎克伯格:Quest3、4正在研发, 搭载眼动及面部追踪, 强化社交能力
- 近10000名Facebook员工从事AR/VR业务, 占比17%
- Quest2销量超过之前所有Oculus头显总和
- 宣布收购《Onward》开发商Downpour Interactive
- 收购类Roblox游戏的Metaverse创作平台《Crayta》
- 收购VR游戏《Population:One》开发商BigBox

资料来源：VR 陀螺, 天风证券研究所

图 26：21H1 国内巨头整体进度落后海外, 处追赶探索期



阿里：积极对外联合研发, 多方尝试

- 阿里达摩院成立XG实验室, 为AR/VR等场景研究符合5G时代的视频编解码技术、网络传输协议等且制定相关标准。
- 阿里旗下钉钉与Nreal联合打造首款DingtalkWorkSpace应用NrealightAR眼镜, 进军AR协同办公。
- 升级VR技术产品“三维空间重建——临云镜”, 打造VR行业高效低成本云端一体化解决方案
- 阿里影创VR研究院成立, 并同时启动MR混合现实硬件制造自动化产线项目。
- 阿里巴巴战略投资移动端AR技术研发商视杰科技



HTC：持续优化VIVE生态

- 发布两款全新VR概念机, 一体式VR和短焦VR, Pro2和Focus3, 同时停产VivePro和Focus,
- 投资ARVR培训创业Talespin、VR内容企业ImmersiveVREducation, 以及另外7家VR/AR内容和应用领域企业
- 受疫情影响HTC将进行新一轮裁员, 涉及VR部门
- 推出XRSUITE虚拟应用套装, 多类型终端打破VR界限
- ViveFocusPlus新增VPN支持和远程设备管理功能
- Viveport将开发人员收入分成比例提高至80%
- 推出VIVE面部追踪器VIVEFacial Tracker和新一代SteamVR追踪器HTCVIVETracker 3.0
- 发布Vive Focus3VR一体机商业版定价9998元, Vive Pro2定价6888元



华为：多方位出击, 从底层布局

- 华为海思发布XR芯片, 支持8K解码, 内置高性能GPU
- 华为AR眼镜专利曝光, 弹出式摄像头设计, 还可以旋转, 联合剑桥大学共同开发视网膜成像的AR光学模块
- 华为AR地图正式上架华为应用市场, 基于河图技术构建, 河图2.0AR地图正式发布
- 发布ARVREngine3.0, 推出全新的AR内容开发工具RealityStudio,召开首届华为VR开发应用大赛
- 发布华为VRGlass6DOF游戏套装
- 华为AR地图iOS版上线
- 华为TVOS智能电视操作系统软件支持VR
- 发布面向5.5G上行超宽带(UCBC)演进“5G+8K”3DVR端到端解决方案
- 华为等发起成立XR终端互通技术标准(GSXR)工作组



腾讯：聚焦内容和云生态

- ARNR技术专家ArienneHinds博士入职腾讯美国首席研究员
- 腾讯游戏与华为成立联合创新实验室探索VR/AR等前沿技术
- 腾讯启动5G生态计划,覆盖VR/AR等12个5G场景
- 与英伟达合作在TencentMarketplace上全面提供CloudXR
- 投资VR游戏开发商上海钛核网络、VR音乐平台WaveVR, 布局虚拟演唱会
- 马化腾“移动互联网十年发展, 即将迎来下一波升级, 我们称之为全真互联网”
- 5000万美元投资Utraleap
- 腾讯、高瓴参投, 全真互联网创业元象唯思获4000万美元天使轮融资

资料来源：VR 陀螺, 天风证券研究所

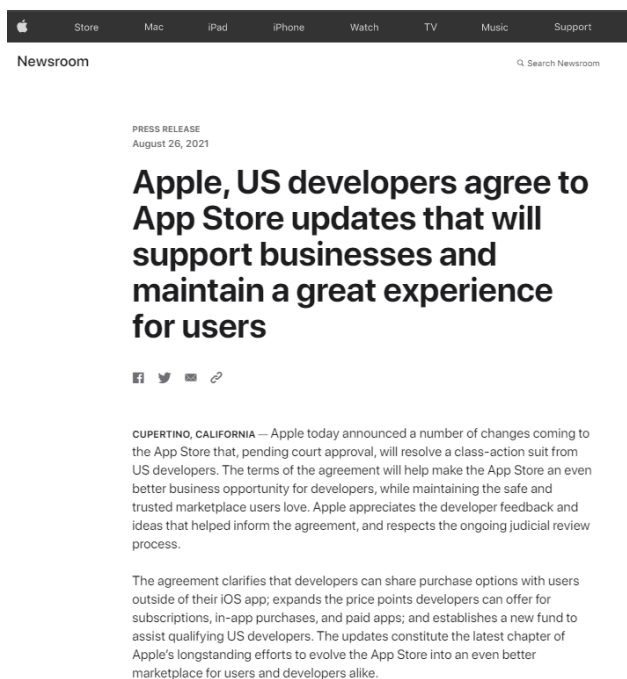
作为 Metaverse 的技术基础, VR 高速增长, 有望催化游戏行业变革。游戏是元宇宙中用户直接参与的体验, 是元宇宙的先发板块, 包括腾讯、Facebook、苹果、字节、网易、米哈游在内的国内外游戏厂商正积极推进 Metaverse 概念项目。我们认为, 参考 Facebook 收购 Oculus 后形成较强软硬件协同, 通过游戏等软件开发实力推动海外 VR 市场快速成长, 字节收购 Pico, 为 Pico 及行业赋能强大的落地应用开发能力, 带动国内 VR 设备出货量快速增长, 催化游戏行业变革。

4. IOS、安卓渠道让利存在可能，利好上游

App store 作出重大让步，韩国“反 Google Play 支付”法案通过，利好游戏内容方。为解决与美国应用程序开发者的集体诉讼官司，苹果在抽成、用户沟通以及 App Store 透明度等方面做出了重大让步：1) 开发者可以与用户直接沟通，允许 iOS 系统外支付；2) 若开发者加入 Apple News 项目，就可获得 15% 的抽成费减免（当前为 30% 抽成）。

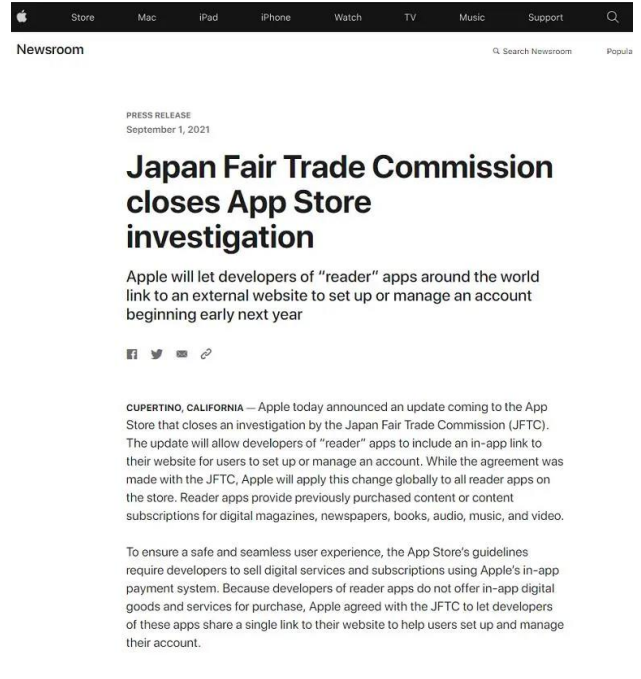
9 月 2 日，苹果发出公告称，为与日本公平贸易委员会达成调查和解，自 2022 年，“阅读器”（包含数字杂志、报纸、书籍、音频、音乐和视频类 APP，不含“应用内的数字商品和服务”）类 iOS 应用可以采用跳转网站的方式使用第三方支付，但并不含游戏类应用。我们认为，若全球各地监管继续紧逼，大势所趋下，苹果也要对剩余的“应用内的数字商品与服务”类产品即游戏类应用作出进一步的放开。

图 27：苹果发布公告允许 iOS 系统外支付



资料来源：苹果官网、天风证券研究所

图 28：苹果“阅读器”类应用可使用第三方支付



资料来源：苹果官网、天风证券研究所

8 月 31 日，韩国《电信业务法部分修正案》通过，持续多年的应用商店 3：7 分成模式、率先在韩国市场终结。根据法案，无论是谷歌 Google Play 商店、还是苹果 AppStore 商店，在韩国市场都不可再强制要求开发者使用平台唯一的支付系统，开发者将可以使用第三方支付。

我们认为，韩国《电信业务法部分修正案》法案作为“全球首例”正式通过，在全球引起美国、欧洲等地监管部门的高度关注，该法案将形成“多米诺骨牌效应”，最终引发更多国家出台类似法规允许使用非特定支付系统，游戏开发商、发行商有望从中获益，潜在业绩增量可期。

5. 投资建议

在 20H1 高基数效应上，游戏行业上市公司中报业绩仍有不错的成绩，21H1 营收 yoy+21.48% (v.s.游戏工委披露行业增速+8%)。未保政策利空落地，对上市公司业绩影响有限；后续季度业绩有望向上拐点；长期有游戏出海、元宇宙、VRAR 的逻辑加持；目前 21-22 年行业估值中枢港股为 19/13x，A 股为 16/12x，远低于日韩市场游戏公司估值中枢为 22/18x，以及欧美市场 29x/23x，长期来看中国游戏行业有底部投资价值。

推荐底部龙头【腾讯（21/22 年彭博一致预期估值 30/24x，短期催化《英雄联盟手游》9 月 15 日上线）、网易（21/22 年彭博一致预期估值 24/21x，21Q1 及 Q2 业绩连续超预期，短期催化《哈利波特》9 月 9 日上线）】；

海外个股【心动（海外 TapTap 增长明显、年底自研产品篝火测试上线）、中手游（腾讯、字节大厂合作夯实业绩，后续《仙剑》IP 作品、《我的御剑日记》、《镇魂街》等游戏储备丰富）、IGG（《命运之怒》、《Yeague》等游戏储备丰富）、创梦天地（QQFamily 线下门店获腾讯正版授权）等】；

国内 A 股【三七互娱（7 月新游《斗罗大陆：魂师对决》保持 ios 畅销榜前列，21Q2 起业绩拐点向上修复，Q3 预告环比增长）、吉比特（自研《一念逍遥》表现亮眼促使公司业绩增速领跑行业，看好 Q3 业绩稳定性，22 年自研 SLG、放置挂机产品可期）、完美世界（《幻塔》、《一拳超人：世界》、《完美世界：诸神之战》有望推动 22 年业绩修复，22 年对应估值 12x 历史低位）、凯撒文化（《荣耀新三国》9 月 2 日正式上线、关注《火影忍者》定档）、宝通科技（游戏自研持续，继续加码虚拟现实布局）、华立科技（具备稀缺性 A 股商用游戏游艺公司）、姚记科技（休闲游戏出海+短视频营销电商双业务发力）等】。

表 11：海外游戏公司可比估值

公司	市值 (亿人民币)	PE			PS		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
港股							
腾讯	40274.89	29.64	24.40	20.04	6.94	5.81	4.93
网易-S	4127.82	23.73	20.96	18.08	4.71	4.04	3.58
Bilibili	2209.70	-	-	-	11.43	7.82	5.71
金山软件	367.79	61.88	30.73	20.64	5.71	4.57	3.85
心动公司	196.77	-	-	68.72	6.86	5.25	4.22
IGG	80.05	9.44	8.51	7.75	1.48	1.42	1.37
祖龙娱乐	63.14	9.36	5.92	4.39	3.31	1.62	1.30
中手游	82.79	8.00	6.86	5.71	1.55	1.32	1.11
友谊时光	25.00	4.60	3.63	3.18	1.04	0.84	0.72
百奥家庭互动	19.19	4.87	4.08	3.53	1.24	0.97	0.74
日韩							
任天堂	4268.94	15.16	15.25	16.07	4.15	4.35	4.62
Nexon	1169.91	20.84	16.83	15.51	6.83	5.66	5.36
NC Soft	775.83	29.04	16.32	14.92	5.76	4.24	3.88
万代南梦宫	1089.83	26.13	22.41	20.28	2.33	2.24	2.15
Netmarble	604.62	35.45	26.63	23.69	4.07	3.47	3.19
Mixi	123.92	17.01	15.44	13.34	1.76	1.75	1.71
Gungho	124.67	8.23	9.66	10.19	2.17	2.27	2.32
欧美							
暴雪	4077.52	21.19	18.75	17.23	7.14	6.35	5.99
EA	2694.46	22.15	19.99	17.48	5.56	5.20	4.82

Roblox	3078.30	-	-	854.33	17.93	15.06	12.40
Unity	2437.90	-	-	-	35.60	28.23	22.21
Take-Two	1208.26	35.52	23.78	19.20	5.45	4.60	3.75
育碧	529.83	24.46	20.08	17.00	2.95	2.63	2.40
CD Projekt	320.65	40.50	31.03	39.72	15.42	15.01	17.26

资料来源: Bloomberg 一致预测 (截至 9 月 6 日), 天风证券研究所

表 12: A 股游戏公司可比估值

证券简称	总市值 (亿元)	2021E 净利润	2022E 净 利润	2023E 净利润	2021E 增速	2022E 增速	2023E 增速	21PE	22PE	23PE
吉比特*	285.30	17.40	21.03	24.82	66.28%	20.86%	18.02%	16.40	13.57	11.49
三七互娱*	460.21	25.63	31.95	37.81	-7.17%	24.66%	18.34%	17.96	14.40	12.17
完美世界*	303.80	15.82	26.33	31.24	2.16%	66.43%	18.65%	19.20	11.54	9.72
凯撒文化	70.60	5.19	7.98	10.05	320.73%	53.88%	25.83%	13.61	8.84	7.03
姚记科技	70.47	7.98	9.50	11.16	-27.04%	19.12%	17.44%	8.83	7.42	6.31
宝通科技	71.14	5.21	6.57	7.89	19.35%	26.05%	20.12%	13.65	10.83	9.01
巨人网络	213.98	11.65	14.97	16.70	13.17%	28.52%	11.57%	18.38	14.30	12.81
昆仑万维	201.07	17.19	19.80	24.53	-65.58%	15.22%	23.89%	11.70	10.15	8.20
紫天科技	44.18	5.55	8.30	11.82	83.97%	49.68%	42.41%	7.97	5.32	3.74
掌趣科技	104.23	9.57	10.75	0.00	201.95%	12.33%	-	10.89	9.70	-
金科文化	111.45	8.33	9.77	11.30	10.62%	17.30%	15.65%	13.38	11.41	9.86
顺网科技	75.54	1.55	2.23	2.45	70.53%	43.55%	10.11%	48.73	33.95	30.83
电魂网络	57.31	5.59	6.67	7.93	41.57%	19.32%	18.89%	10.25	8.59	7.23
恺英网络	87.61	5.03	6.09	7.21	182.70%	21.07%	18.39%	17.42	14.39	12.15
天神娱乐	51.55	3.05	3.78	4.92	99.43%	23.93%	30.16%	16.90	13.64	10.48
中文传媒	148.11	19.44	22.23	24.84	7.66%	14.35%	11.74%	7.62	6.66	5.96
盛天网络	31.82	1.51	2.29	3.35	149.18%	51.75%	46.44%	21.12	13.92	9.50
行业中枢								16x	12x	10x

资料来源: Wind 一致预测 (截至 9 月 6 日), 天风证券研究所

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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