

强于大市

游戏行业深度报告

精品化趋势加深，出海和元宇宙蕴藏新机遇

本篇报告主要研究国内游戏行业的发展趋势、监管政策，以及游戏出海、元宇宙等发展机遇；并详细研究相关的头部上市公司：三七互娱、心动公司、完美世界和吉比特的业务情况、竞争优势、盈利预测和估值倍数等。

支撑评级的要点

- **精品化主导后续竞争，版号限制导致供给出清。**根据 CNNIC，中国游戏用户规模增速放缓，截至 1H22 稳定在 6.7 亿左右；行业发展将从流量导向的低质量增长模式转变为多样化精品内容驱动。版号的限制使大量低质量游戏供给出清，预计随着版号发放更加正常化、各类监管政策落地，前期积压的产品逐步上市，国内手游市场有望逐步回归增长区间。
- **国际市场空间仍广阔，手游出海动机充分。**根据 Newzoo 和游戏工委数据，海外手游玩家数量从 2016 年的 16 亿增长到 2021 年近 23 亿，CAGR 达到 7.4%，市场空间广阔；国内版号限制驱使游戏企业选择出海发展；海外内容监管相对宽松，渠道抽成较低，利好中小游戏企业发展。我们认为，对各类中国游戏厂商而言，出海仍将是接下来的发展重心之一。
- **元宇宙开辟想象空间，游戏担当变革先驱。**从内容角度看，游戏可以吸引大量用户进入并沉浸于虚拟世界。从技术角度看，由于付费空间广阔，元宇宙相关软硬件技术非常有动力服务游戏这样的 C 端消费应用。我们认为 2C 元宇宙在近期至中期的落点仍然主要在游戏行业。

重点推荐

- **三七互娱 (002555.SZ)**：三七互娱发行代理业务具备强大竞争力，自研代表产品《斗罗大陆：魂师对决》表现优异；手游出海市场龙头，2020/21 年均实现海外收入翻番；通过投资积极布局元宇宙。首次覆盖，给予**买入**评级。
- **心动公司 (2400.HK)**：心动公司覆盖游戏产业链三个核心环节：研发、代理发行和分发平台。3 款自研手游在海外取得不俗成绩，仍有 6 款产品储备在研；TapTap 平台连接四方生态，月活和收入持续增长。首次覆盖，给予**买入**评级。
- **完美世界 (002624.SZ)**：完美世界是一家多元布局的游戏龙头公司。以 MMO 品类的经典 IP 游戏为基本盘，创新推出二次元 MMO 产品《幻塔》，依靠重磅产品再次出征海外市场；分阶段规划发展元宇宙。首次覆盖，给予**买入**评级。
- **吉比特 (603444.SH)**：吉比特 2 款自研游戏表现稳健，“小步快跑”策略深耕自研；代理业务具备精细运营和持续获取精品游戏的能力；关注产业投资机会，激发与发行业务的协同效应；出海业务初现成果。首次覆盖，给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 超预期政策监管；居民消费意愿整体低于预期；多品类广告主需求持续低迷；市场竞争加剧导致行业利润率维持低位。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

证券分析师：卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522010001

目录

精品化主导后续竞争，监管政策导致供给出清	9
国际市场空间仍广阔，手游出海动机充分	19
元宇宙开辟想象空间，游戏担当变革先驱	25
三七互娱	30
心动公司	50
完美世界	73
吉比特	93

图表目录

图表 1.中国游戏用户规模及增速.....9

图表 2.中国游戏市场收入及增速.....9

图表 3. 国内手游市场收入规模变化.....9

图表 4. 中信游戏指数收盘价及国内游戏版号审批数.....10

图表 5.中国游戏用户规模及增速.....10

图表 6.中国游戏市场收入及增速.....10

图表 7.中国游戏用户 ARPU 及增速.....11

图表 8.全球及各地区 ARPU11

图表 9. 国内主要游戏厂商研发费用增长率变化11

图表 10. 国内厂商品类融合手游.....12

图表 11. 已上线&未上线精品付费游戏.....12

图表 12. 网络游戏监管历程.....13

图表 13. 国内游戏版号审批数量.....14

图表 14. 青少年游戏监管主要政策梳理.....14

图表 15. 关于网络游戏赌博的监管政策和举措.....15

图表 16. 2019-2021 年内地手游市场 TOP100 流水分布16

图表 17. 2019-2021 年内地手游流水 TOP100 入榜新游.....16

图表 18. 国内部分游戏厂商 pipeline17

续 图表 18. 国内部分游戏厂商 pipeline18

图表 19. 海外手游用户数量增长快于中国市场.....19

图表 20. 中国自研游戏在国内和海外市场的收入增速.....19

图表 21. 鼓励文化出海相关政策.....20

图表 22. 各国/地区游戏分级制度.....20

图表 23. 各渠道分成比例.....21

图表 24. 2021 年上半年海外用户支出 TOP2000 的移动游戏的研发商国家分布22

图表 25. 国内公司参与世界级 IP 改手游合作.....22

图表 26. 我国主要出海厂商分类.....23

图表 27. 国内部分厂商出海 pipeline24

图表 28. 元宇宙相关题材文艺作品.....25

图表 29. Roblox 对元宇宙的定义.....25

图表 30.元宇宙生态.....26

图表 31. 游戏与其他核心技术融合.....26

图表 32. 有能力吸引海量用户的优秀开放世界游戏.....27

图表 33. 心动公司旗下星火编辑器.....	27
图表 34. Meta 元宇宙五大装备.....	28
图表 35. 虚拟世界相关的主要软件技术及头部公司.....	28
图表 36. 中手游旗下元宇宙游戏《仙剑·世界》.....	29
图表 37. 国内外企业投资/布局情况.....	29
图表 38. 公司品牌结构.....	31
图表 39. 公司发展历史沿革.....	32
图表 40. 公司主要游戏一览.....	32
图表 41. 公司股权图（截至 2022 年半年报）.....	32
图表 42. 公司营收情况.....	33
图表 43. 公司分业务营收占比.....	33
图表 44. 公司利润率情况.....	33
图表 45. 公司分业务毛利率情况.....	33
图表 46. 公司费用率情况.....	34
图表 47. 公司研发端平台系统.....	34
图表 48. 公司历年研发投入.....	35
图表 49. 各公司研发费用增速对比.....	35
图表 50. 《斗罗大陆：魂师对决》排名情况.....	35
图表 51. 《斗罗大陆：魂师对决》首月流水.....	35
图表 52. 《斗罗大陆：魂师对决》首月下载量.....	35
图表 53. 《斗罗大陆：魂师对决》游戏画面.....	36
图表 54. 公司多元化产品矩阵.....	36
图表 55. 三七互娱国内 Pipeline 一览.....	37
图表 56. 手游买量市场投放产品数对比（个）.....	37
图表 57. 22H1 手游买量市场首次投放时间分布.....	37
图表 58. 海外手游广告占整体移动广告市场比例.....	38
图表 59. 22H1 海外广告量 Top500 手游来源地区.....	38
图表 60. 22H1 国内手游出海主要市场占比.....	38
图表 61. “量子-天机”系统运行过程.....	39
图表 62. 各公司销售费用对比（亿元）.....	39
图表 63. 公司主要产品素材投放量（个）.....	39
图表 64. 《斗罗大陆：魂师对决》买量形式.....	40
图表 65. 《叫我大掌柜》位居微信畅销榜前列.....	40
图表 66. 《斗罗大陆：魂师对决》达人直播趋势.....	41
图表 67. 《斗罗大陆：魂师对决》IOS 畅销榜.....	41

图表 68. 《云上城之歌》位列游戏直播榜 TOP5	41
图表 69. 近年年公司海外营收情况	41
图表 70. 公司海外业务收入排名持续上升	41
图表 71. 公司海外代表产品情况	42
图表 72. 《Puzzles & Survival》 美国市场收入情况	42
图表 73. 《Puzzles & Survival》 上线后排名优异	43
图表 74. 2022 年公司海外游戏素材量占比	43
图表 75. 22 年《Puzzles & Survival》 买量分地区	43
图表 76. 2022 年上半公司海外买量产品 Top5 (Google Play)	44
图表 77. 《Ant Legion》 排名情况	44
图表 78. 公司 2022 年以来海外发布重点产品一览	45
图表 79. 三七互娱海外 Pipeline 一览	45
图表 80. 公司元宇宙相关投资布局	46
图表 81. 同歌一期基金合伙人情况	46
图表 82. 三七互娱营业收入预测	46
图表 83. 三七互娱毛利和毛利润情况	47
图表 84. 三七互娱各项费用率预测	47
图表 85. 三七互娱归母净利润预测	47
图表 86. 三七互娱财务数据预测	48
图表 87. 可比公司估值表	48
图表 88. 心动公司主要产品及服务	51
图表 89. 公司发展历史沿革	52
图表 90. 公司股权图	52
图表 91. 知名公司投资心动公司情况	53
图表 92. 公司营业收入及增速	53
图表 93. 公司各业务收入占比	53
图表 94. 公司归母净利润情况	54
图表 95. 公司分业务毛利率情况	54
图表 96. 公司研发费用率提升显著	54
图表 97. 公司研发团队人数	54
图表 98. TapTap MAU 增长迅猛	55
图表 99. TapTap 国内游戏分发量	55
图表 100. 心动信息服务收入及增速	55
图表 101. 每 MAU 广告收入	55
图表 102. 国内手游行业价值链	56

图表 103. 各渠道平台对比.....	56
图表 104. TapTap 热门第三方独占游戏一览.....	57
图表 105. 各平台游戏分发数据对比.....	57
图表 106. TDS 面向开发者的长期目标.....	58
图表 107. 篝火测试与常规测试对比.....	58
图表 108. TapDB 提供更高效数据分析.....	59
图表 109. TapTap 用户端功能.....	59
图表 110. TapTap 创作者中心页面.....	60
图表 111. TapTap 推荐页面中的视频推送.....	60
图表 112. 星火编辑器页面.....	61
图表 113. 各平台社区评论数据对比.....	61
图表 114. TapPlay 核心优势.....	62
图表 115. 云玩会员收费标准.....	62
图表 116. 21 年 TapTap 云玩用户年龄分布.....	63
图表 117. TapTap 国际版 MAU.....	63
图表 118. TapTap 国际版覆盖地区.....	63
图表 119. TapTap 国际版热门游戏下载量情况.....	64
图表 120. 公司游戏业务分类营收.....	64
图表 121. 网络游戏 MPU 逐渐增长.....	64
图表 122. 心动公司主要代理游戏情况.....	64
图表 123. 《香肠派对》保持高热度.....	65
图表 124. 《香肠派对》IOS 排名情况.....	65
图表 125. 近一年《香肠派对》版本更新对应下载量变化.....	66
图表 126. 公司自研游戏储备.....	66
图表 127. 《派对之星》IOS 排名情况.....	67
图表 128. 《T3》北美排名.....	67
图表 129. TapTap 对大 DAU 类游戏有明显帮助.....	68
图表 130. TapTap 反哺游戏.....	68
图表 131. 心动公司营业收入预测.....	69
图表 132. 心动公司毛利和毛利润情况.....	69
图表 133. 心动公司各项费用率预测.....	69
图表 134. 心动公司归母净利润预测.....	70
图表 135. 心动公司财务数据预测.....	70
图表 136. 可比公司估值表.....	71
图表 137. 公司股权穿透图（截至 2022 半年报）.....	75

图表 138.	公司营收及归母净利情况	76
图表 139.	公司业务收入结构情况	76
图表 140.	公司利润率情况	76
图表 141.	公司分业务毛利率	76
图表 142.	公司费用率情况	77
图表 143.	研发人员数量及 YOY	77
图表 144.	公司研发投入及 YOY	77
图表 145.	主要游戏公司及自研引擎	78
图表 146.	完美世界主要工作室	79
图表 147.	《完美世界》手游排名（上为《完美世界手游》，下为《完美世界：诸神之战》）	80
图表 148.	《诛仙》IP	81
图表 149.	《诛仙》手游 IOS 畅销榜排名（上深红色为《梦幻新诛仙手游》，下为《诛仙手游》）	81
图表 150.	《诛仙·世界》实机演示	82
图表 151.	完美世界新 IP 战略	82
图表 152.	《幻塔》2.0 版本评分	83
图表 153.	幻塔原神对比	83
图表 154.	《幻塔》多人挑战世界 BOSS	84
图表 155.	《原神》4 人联机挑战 BOSS	84
图表 156.	全球观看量前 5 电子竞技游戏	84
图表 157.	哔哩哔哩独播的《CSGO》及《DOTA2》赛事	85
图表 158.	2022 年 3 月中国手游海外收入增长榜	86
图表 159.	2022 年 8 月中国手游海外收入 TOP10	86
图表 160.	完美世界自研/代理游戏项目储备	87
图表 161.	完美世界虚拟主播	88
图表 162.	CSGO 枪械外观及磨损值	88
图表 163.	完美世界数字艺术卡	88
图表 164.	《诛仙世界》画面极具沉浸感	89
图表 165.	完美世界营业收入预测	89
图表 166.	完美世界毛利和毛利润情况	90
图表 167.	完美世界各项费用率预测	90
图表 168.	完美世界归母净利润预测	90
图表 169.	完美世界财务数据预测	91
图表 170.	可比公司估值表	91

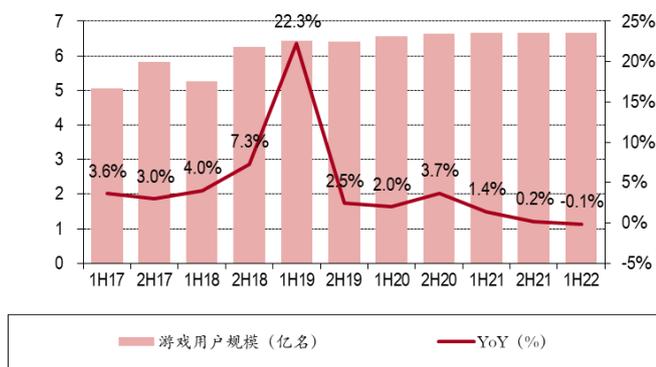
图表 171. 公司主要热门在营游戏产品	94
图表 172. 吉比特股权结构	94
图表 173. 吉比特主要控股公司结构图	95
图表 174. 公司营收基本盘稳健	95
图表 175. 公司利润增速稳定	95
图表 176. 公司各运营模式收入 (亿元)	96
图表 177. 公司各运营模式毛利率 (%)	96
图表 178. 公司毛利净利维持较高水平	96
图表 179. 公司近两年销售费用率提升较快	96
图表 180. 《问道》端游近年营收趋增	97
图表 181. 《问道手游》近一年排名波动稳健	97
图表 182. 公司“小步快跑”自研策略	98
图表 183. 《一念逍遥》上线至今排名趋势	98
图表 184. 《超喵星计划》游戏画面	99
图表 185. 雷霆游戏获奖项大事记	99
图表 186. 雷霆游戏 2021 年代理发行的产品一览	100
图表 187. TapTap Roguelike 游戏受欢迎榜 Top50 中雷霆游戏占据 7 席	100
图表 188. 《摩尔庄园》上线以来排名	101
图表 189. 官方 KOL 人员“郑文熙酱”和官方账号	101
图表 190. 摩尔庄园宣传海报	101
图表 191. 《奥比岛：梦想国度》上线以来排名	102
图表 192. 公司储备代理产品	102
图表 193. 《鬼谷八荒》上线后 steam 日在线人数	103
图表 194. 吉相资本主要投资工作情况	103
图表 195. 青瓷游戏主要产品	104
图表 196. 《羊了个羊》抖音热度情况	104
图表 197. 2022 年 9 月中国手游发行商全球 Top30 (全球 App Store + Google Play)	105
图表 198. 公司海外业务营收持续增长	105
图表 199. 吉比特营业收入预测	106
图表 200. 吉比特毛利和毛利润情况	106
图表 201. 完美世界各项费用率预测	106
图表 202. 吉比特归母净利润预测	107
图表 203. 吉比特财务数据预测	107
图表 204. 可比公司估值表	108

精品化主导后续竞争，监管政策导致供给出清

根据 CNNIC，中国游戏用户规模增速放缓，截至 1H22 稳定在 6.7 亿左右。2020 年疫情居家拉动了当年游戏市场收入快速提升，1H21 在高基数下仍保持常态增长，2H21 开始由于受到版号停发影响，收入增速开始走低，22H1 受到版号供给减少以及消费疲软的共同影响，首次出现同比负增长。

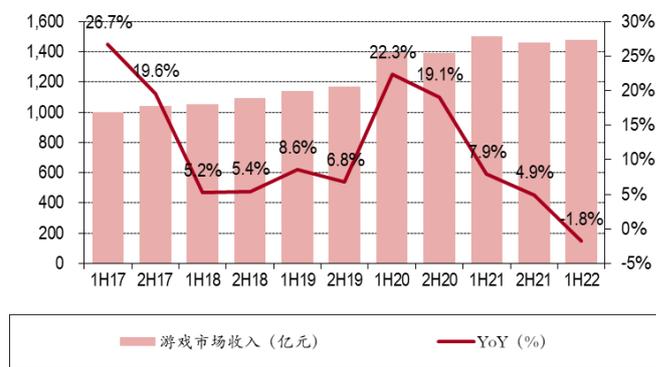
展望未来的中国游戏市场，我们认为行业整体将从以流量为导向的低质量增长模式转变为多样化精品内容驱动。随着流量红利的消退，以及目标用户审美提升和硬件设备升级，玩家群体的付费欲望将与游戏品质形成更深度的绑定，提供优质内容以提升用户付费将成为当前国内游戏企业主要的发展战略。

图表 1. 中国游戏用户规模及增速



资料来源：CNNIC，中银证券

图表 2. 中国游戏市场收入及增速

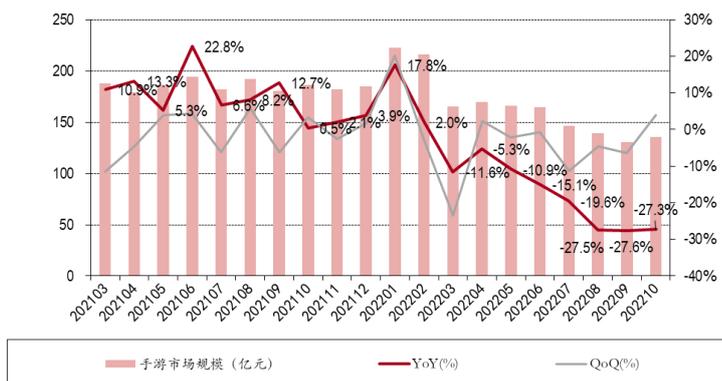


资料来源：游戏工委，中银证券

游戏产品供给受到版号政策影响较大，2022 年下半年以来，游戏行业供需双弱。2021 年 7 月游戏版号停发，厂商版号储备逐步消耗，新产品供给减少。2022 年 3 月，版号长期未发叠加消费疲软因素影响，市场收入规模同比下降 11.6%；2022 年 4 月，版号恢复发放，国内手游市场规模下滑幅度缩减至 5.3%。进入 6 月，在去年高基数、获版号游戏未上线、以及消费疲软等原因的共同作用下，国内手游市场规模同比下滑幅度持续扩大，9 月达到近年来单月最低同比跌幅 27.6%。6 月-9 月版号连续下发，每轮获批数量均在 65-70 个，相比停发之前减半，10 月暂停发放后，11 月恢复发放 70 个版号。11 月国内手游市场收入环比上升 3.9%，结束了连续 5 个月的环比下降趋势。

总体来看，游戏需求较为稳定，ARPPU 值主要受到可选消费支出减少影响；供给限制主要在版号。我们预计，2023 年如果每月版号发放数量能够增加且发放节奏较固定，同时叠加可选消费提振，游戏行业收入规模将会实现较大幅度的恢复性增长。

图表 3. 国内手游市场收入规模变化

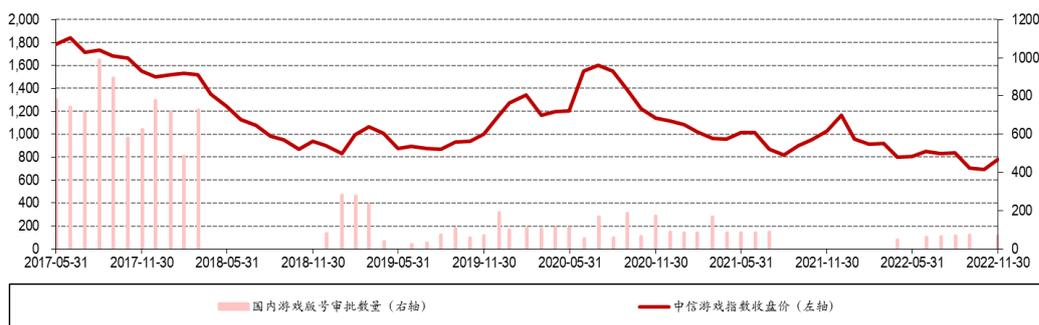


资料来源：伽马数据，中银证券

供给端的限制主要集中在版号，版号发放和游戏行业股价关系紧密。2018 年版号停发后，中信游戏指数持续下跌，后随着版号发放逐步稳定和 2020 年疫情拉动居家娱乐需求爆发，板块股价在 2020 年中达到高点。2021 年 7 月第二次版号停发后，尽管在 2021 年末由于元宇宙概念的爆火以及 1 月收入端的优秀表现，股价出现一个小高峰，但是随着版号限制在收入端得到反映，游戏行业股价一直处于 5 年来的较低位，11 月官方媒体人民网财评发表《深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》后，股价小幅提升。

我们认为，若 2023 年开始能够恢复至之前每月 100 个的下发节奏，游戏行业将能够迎来明显的复苏，股价表现也有望实现“戴维斯双击”，即同时改善业绩及估值预期。

图表 4. 中信游戏指数收盘价及国内游戏版号审批数

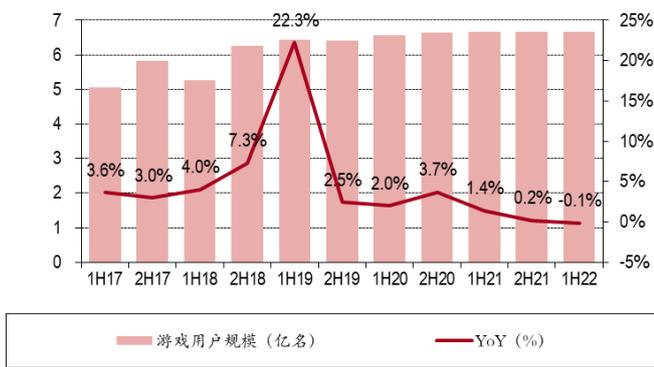


资料来源: IFinD, 国家新闻出版署, 中银证券

移动互联网流量红利消退，精品化趋势不可挡

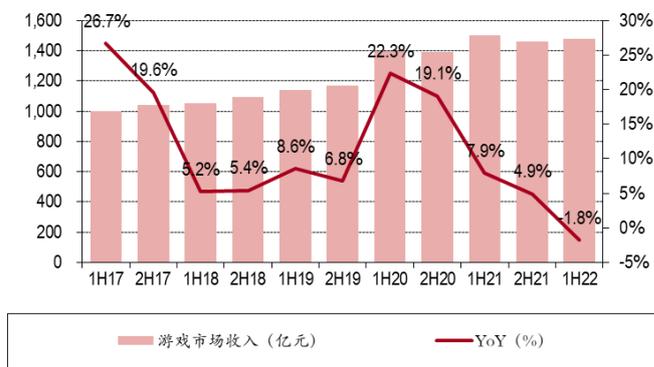
长远来看，移动互联网用户增长的红利消退，叠加玩家对优质内容需求日益增强，将促使游戏精品化趋势加深。根据 CNNIC，2021 年上半年中国游戏用户规模达 6.7 亿人，同比下降 0.1%，首次出现负增长。同期中国游戏市场收入达 1477.9 亿元，同比下滑 1.8%，即使不考虑到版号对增速的限制，中国游戏市场规模增速事实上已放缓。目前移动互联网变革带来的用户迁移红利结束，在用户数量难以进一步增长的情况下，游戏行业必须更加注重内容质量的提升。

图表 5. 中国游戏用户规模及增速



资料来源: CNNIC, 中银证券

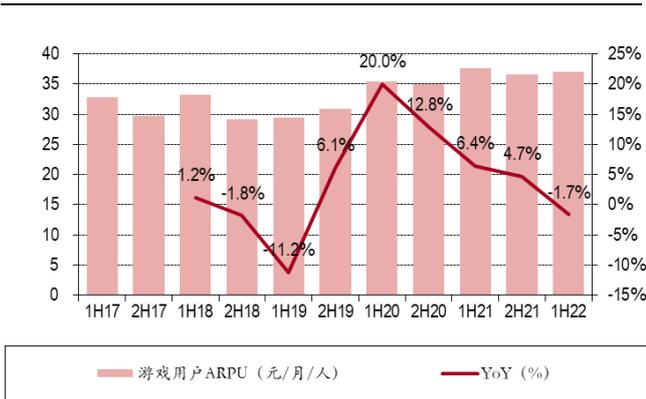
图表 6. 中国游戏市场收入及增速



资料来源: 游戏工委, 中银证券

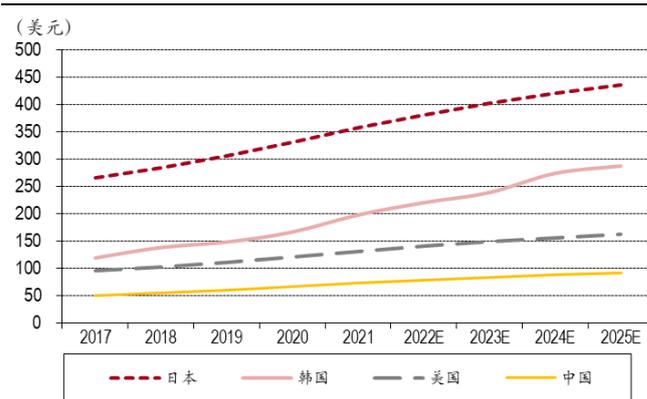
提升用户付费将成为下一阶段行业增长驱动力。由于版号限制，2022H1 上线重磅手游数量较少，中国游戏用户 ARPU 自 2019H2 后首次出现负增长，2022 上半年同比增速-1.7%，目前约 444 元/人/年。尽管中国接近世界第一大游戏市场，但是中国游戏玩家 ARPU 相对全球整体水平仍有较大差距。随着人均收入的逐步提升以及宏观经济好转带来的收入预期提升，中国游戏用户 ARPU 仍有较大潜力。

图表 7. 中国游戏用户 ARPU 及增速



资料来源：游戏工委，中银证券

图表 8. 全球及各地区 ARPU

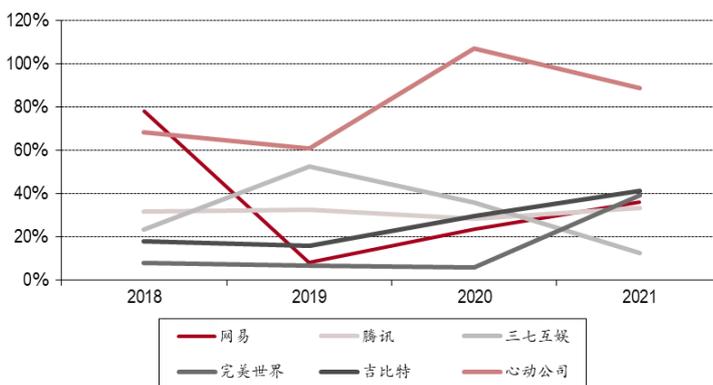


资料来源：Newzoo，中银证券

具体来看，我们认为目前国内游戏精品化趋势主要有以下三个内容：1) 研发投入提升，品质向 3A 看齐；2) 品类和题材创新融合，更加符合玩家多元化的审美；3) 玩家为优质游戏的付费意愿提升，促使行业进入正向循环。

国内精品游戏研发投入、开发周期持续提升，品质要求逐渐向 3A 看齐。国内主要游戏厂商研发费用保持较高增长率，其中心动公司发力自研，研发费用增长率近四年保持在 60% 以上，2020 年增长率高达 107%。此外，各游戏厂商重磅游戏研发周期也在逐步拉长，近期精品游戏如完美世界《幻塔》、腾讯《暗区突围》开发周期均为三年，已可对标部分海外 3A 游戏。米哈游的《原神》开发时间超过 3 年，初始研发投入超过 1 亿美元，该产品在全球各市场均收获了较高评价与市场表现，在 2021 年位列全球手游收入榜第三位。从各大厂商对产品研发方面的持续高额的投入可以看出，优质游戏内容质量已在行业竞争中扮演愈发重要的角色。

图表 9. 国内主要游戏厂商研发费用增长率变化



资料来源：公司财报，中银证券

品类和题材创新融合，迎合玩家多元化的审美需求。中国网络游戏发展的早期，MMO、ARPG 结合仙侠、武侠题材的游戏占据了主流，这一类型的产品如今虽然仍有市场，但基本是围绕过去的经典 IP 进行衍生开发、长线运营。随着玩家世代更迭、审美取向改变，许多厂商开始对更多不同的品类和题材进行创新与融合，近年来涌现了不少质量较高的产品。

例如，青瓷数码的《最强蜗牛》结合放置、解密和养成玩法，美术风格和故事情节有别于当时市场上已有的手游，融入了无厘头幽默元素；祖龙研发、腾讯代理的《诺亚之心》以 MMO+卡牌为核心玩法，无缝球形地图打造开放世界；三七互娱代理的三消+SLG 手游《Puzzles & Survival》出海成绩亮眼，根据 Data.ai，该游戏发行以来长期保持在美日等市场 iOS 畅销榜前二十。

图表 10. 国内厂商品类融合手游



资料来源：游戏官网，TapTap，中银证券

玩家愿意为优质内容买单，形成正向发展循环。近年来，哔哩哔哩、心动等主要面向年轻群体的游戏公司持续在国内推出高质量 PC/主机游戏的移动端移植版，如 Roguelike 游戏《重生细胞》、二次元音游《喵斯快跑》、冒险沙盒游戏《泰拉瑞亚》等。这些游戏的手游版本与原版变现方式类似，需要用户付费购买内容，价格在 20-30 元之间，销量都取得了不错的成绩：TapTap 独占的付费游戏中，表现突出的《泰拉瑞亚》/《人类跌落梦境》在 TapTap 平台的购买量均超过 260 万份，根据七麦数据，iOS 付费游戏畅销榜排名保持在 TOP5；2022 年 8 月初上线的《部落与弯刀》TapTap 平台购买量接近 35 万，iOS 付费游戏畅销榜排名保持在 TOP10。

玩家对优质游戏内容有更强的付费意愿和能力，激励厂商持续输出精品游戏，市场环境和游戏审美又将进一步升级，游戏精品化趋势逐渐发展出正向的循环。

图表 11. 已上线&未上线精品付费游戏



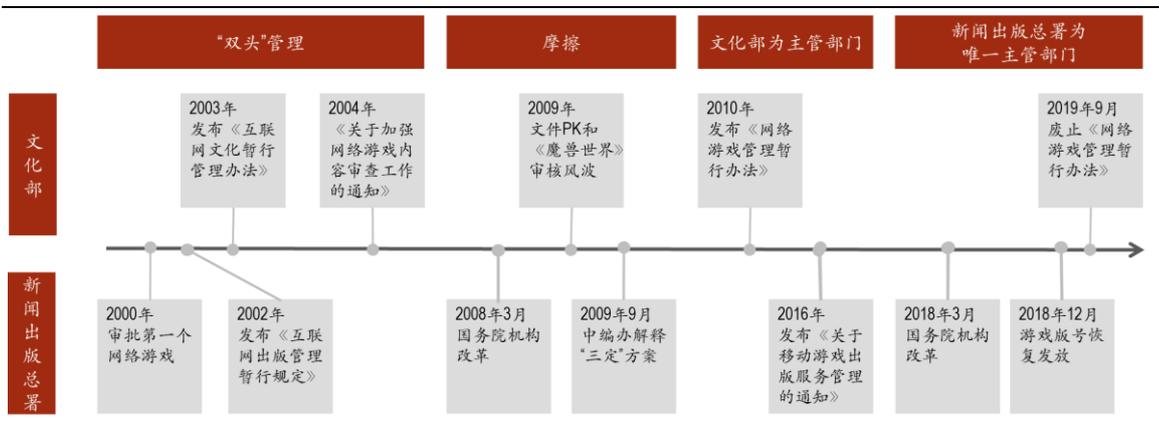
资料来源：游戏官网，TapTap，中银证券

游戏行业涉及多方面监管，版号对产品供给影响大

在线游戏是一种互联网娱乐内容，涉及到未成年防沉迷、内容审查、消费权益等一系列监管，监管政策始终影响中国游戏行业的产品供给。

纵观国内的游戏监管史，市场经历了从“监管真空”到监管制度确立并不断完善的漫长历程：80年代，游戏作为新兴事物出现在中国市场，政府主要沿用图书出版物审查流程；后续1996年新闻出版署颁布《电子出版物管理暂行规定》，标志着国内正式开启对电子游戏的监管。2003年，文化部公布《互联网文化管理暂行规定》，游戏行业进入新闻出版署和文化部交叉管辖的时期。2018年国家新一轮机构改革启动，在两大管理部门产生较大调整的情况下，游戏版号许可发放进入9个月的停滞期。随着2018年12月网络游戏审批重启，版号恢复发放，国家新闻出版总署成为网络游戏唯一主管部门，结束了交叉管辖期。

图表 12. 网络游戏监管历程



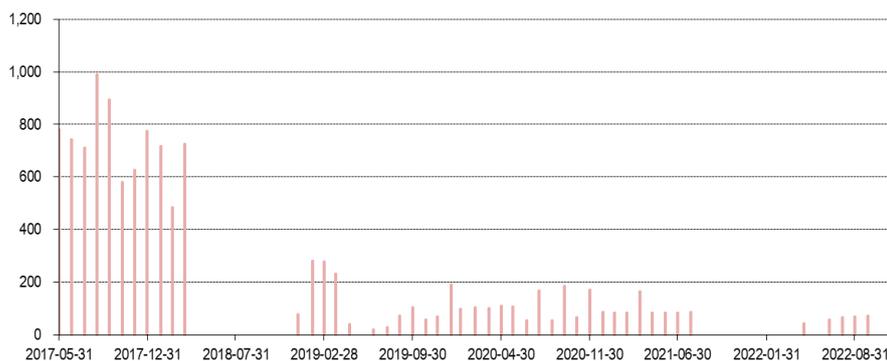
资料来源：中宣部、教育部、文化部、网信办、国家新闻出版署、国家卫生健康委员会、国家体育总局、财政部、人力资源和社会保障部、国家市场监督管理总局、国家广播电视总局、中国音像与数字出版协会，中银证券

梳理过往对游戏行业产生重大影响的政策，我国游戏监管主要围绕**游戏内容**、**未成年人保护**以及**赌博行为**三方面。游戏内容管理方式上可分为前端审批内容管理和后端持续监督。前端审批内容管理即在游戏上线前的内容审查，主要措施是涉及变现的游戏必须送审、游戏获版号后才可发行。后端持续监督即在游戏上线后对游戏版本更新、运营情况以及社会舆论进行审查，但目前后端监督的负责机构还不够明确，文旅部、工信部以及各地网信部门都有可能参与事后监管。

版号发放是游戏内容监管最为重要的政策。2000年，新闻出版总署下发第一个版号；进入移动网络时代，手游数量占比持续提高，早期存在大量无版号移动游戏上线；2016年6月，新闻出版广电总局发布通知规定未获批移动游戏不得上网出版运营，申请版号手游数量激增，游戏版号从此成为每一款涉及货币化、正式发行的游戏必备的合规基础。

2017年版号发放数量达到巅峰，全年共发放9389个国产游戏版号。除了当年行业规模增速较高、审核较为放松等原因外，还有大量申报类别为“移动-休闲益智”的游戏版号放出，推动了游戏版号数量激增。2017年版号审核较松，“移动-休闲益智”类的轻度游戏研发难度低、上线周期快，占版号发放总量约70%。2018年国家机构改革启动，游戏版号第一次停发，发放重启之后，国内对游戏的监管力度提升，“移动-休闲益智”类游戏版号发放遭受冲击，2019年过审的“移动-休闲益智”游戏占总量比大幅下滑至14.5%。

图表 13. 国内游戏版号审批数量



资料来源：中宣部、教育部、文化部、网信办、国家新闻出版署、国家卫生健康委员会、国家体育总局、财政部、人力资源和社会保障部、国家市场监督管理总局、国家广播电视总局、中国音像与数字出版协会，中银证券

防止未成年人沉迷网络游戏的措施主要通过限制游戏时间与游戏内消费等方式进行。最早在 2005 年，新闻出版总署颁布了《网络游戏防沉迷系统开发标准》，具体提出对未成年人游戏时间和对应游戏收益的限制。2011 年首次启动玩家身份证实名认证。2019 年《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》发布了具体的每日游戏时间段、时长规定，以及对未成年人的付费充值规范。在 2021 年 7 月版号再次停发之后，8 月国家新闻出版署发布《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》，规定游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日的 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时游戏服务，我国对于防止未成年人沉迷网络游戏的监管政策达到历史最严的高度。

目前未成年人保护已经结合了防沉迷系统、实名认证系统，以及对未成年人游戏时长、游戏消费和游戏内容等各方面的限制，基本完成了全方面的监管。

图表 14. 青少年游戏监管主要政策梳理

发布时间	监管条例	发布机构	具体影响
2005 年 6 月	《网络游戏防沉迷系统开发标准》	中央文明办、新闻出版总署、教育部、团中央、信息产业部、公安部、全国妇联、中国关心下一代工作委员会	确立 3 小时收益减半、5 小时降为零的规则，从而控制玩家游戏时间、削减玩家沉迷游戏收益。
2010 年	《网络游戏管理暂行办法》	文化部	第一部专门针对网络游戏管理的部门规章。明确了要控制未成年人游戏内容，限制未成年人的游戏时间，不得为未成年人提供虚拟货币交易服务等。
2011 年 7 月	《关于启动网络游戏防沉迷实名认证工作的通知》	新闻出版总署、中央文明办、教育部、公安部、信息产业部、共青团中央、中华全国妇女联合会、中国关心下一代工作委员会	网络游戏（手游除外）的运营商须提交游戏玩家身份证信息作核证，以防止未成年人利用成人身份证参与网络游戏。
2018 年 8 月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	教育部、卫健委、国家体育总局、财政部、人社部、国家市场监督管理总局、国家新闻出版署、广电总局	实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量。
2019 年 10 月	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	国家新闻出版署	1、每日 22 时至次日 8 时，网络游戏企业不得以任何形式为未成年人提供游戏服务。网络游戏企业向未成年人提供游戏服务的时长，法定节假日每日累计不得超过 3 小时，其他时间每日累计不得超过 1.5 小时。 2、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；8 周岁以上未满 16 周岁的用户，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 周岁以上未满 18 周岁的用户，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。 宣布实名认证系统已基本建成，在 2021 年 6 月 1 日前，所有上线运营的游戏须全部接入。
2020 年 12 月	中国游戏产业年会上领导致辞	中宣部	网络游戏服务提供者不得在每日 22 时至次日 8 时向未成年人提供网络游戏服务。
2021 年 6 月	《未成年人保护法》	全国人大常委会	网络游戏服务提供者不得在每日 22 时至次日 8 时向未成年人提供网络游戏服务。
2021 年 8 月 30 日	《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》	国家新闻出版署	仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日的 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时游戏服务，其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务。

资料来源：中宣部、教育部、文化部、网信办、国家新闻出版署、国家卫生健康委员会、国家体育总局、财政部、人力资源和社会保障部、国家市场监督管理总局、国家广播电视总局、中国音像与数字出版协会，中银证券

涉赌行为零容忍也是游戏监管部门一以贯之的监管思路。早在 2007 年就禁止虚拟货币兑现，使游戏内赌博利益链无法形成，后续逐步从游戏内行为、其他形式变现等进一步实现监管目标。2018 年第一次版号停发后，游戏版号发放数量大幅下滑，监管力度逐步提高。在这一阶段，禁止游戏内涉赌行为是监管重心之一，发放重启之后“移动+益智”类游戏版号数量急剧减少，德州、捕鱼类游戏逐渐被排除在版号发放名单中，基本建成对涉赌行为强监管的体系。

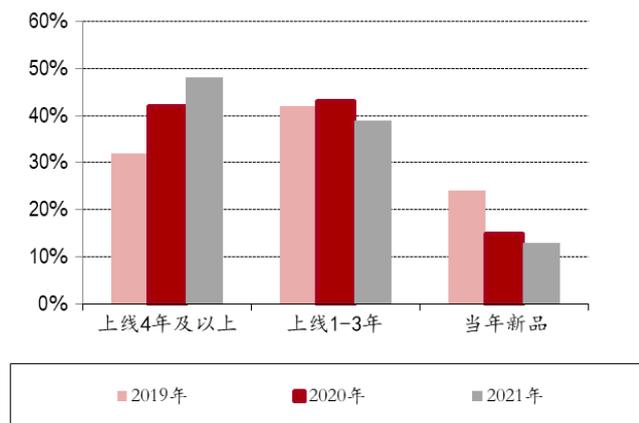
图表 15. 关于网络游戏赌博的监管政策和举措

发布时间	政策	发布机构	内容
2007 年 3 月	四部委《关于规范网络游戏经营秩序查禁利用网络游戏赌博的通知》	公安部、文化部、信息产业部、新闻出版总署	<ol style="list-style-type: none"> 1. 不得收取或变相收取与游戏输赢相关的佣金； 2. 开设使用游戏积分押输赢、竞猜等游戏的，要设置用户每局、每日游戏积分输赢数量；不得提供游戏积分交易、兑换或以“虚拟货币”等方式变相兑换现金、财物的服务； 3. 不得提供用户赠与、转让等游戏积分转账服务。
持续进行	“规范网络游戏经营秩序查禁利用网络游戏赌博”专项治理行动	公安部、文化部、信息产业部、新闻出版总署	在上述《通知》的三个监管要点外，新增一条：重点打击利用网络游戏开设网上赌局、坐庄设赌“抽水”等网络赌博活动。
2009 年	《关于加强网络游戏虚拟货币管理工作的通知》	文化部、商务部	<ol style="list-style-type: none"> 1. 网络游戏虚拟货币的使用范围仅限于兑换发行企业自身所提供的虚拟服务，不得用以支付、购买实物产品或兑换其它企业任何产品和服务。 2. 不得在用户直接投入现金或虚拟货币的前提下，采取抽签、押宝、随机抽取等偶然方式分配游戏道具或虚拟货币。
2010 年	《网络游戏管理暂行办法》	文化部	<ol style="list-style-type: none"> 1. 网络游戏虚拟货币的使用范围仅限于兑换自身提供的网络游戏产品和服务，不得用于支付、购买实物或者兑换其它单位的产品和服务。 2. 不得以随机抽取等偶然方式，诱导网络游戏用户采取投入法定货币或者网络游戏虚拟货币方式获取游戏产品和服务。
2016 年	《关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知》	文化部	<ol style="list-style-type: none"> 1. 不得向用户提供虚拟货币兑换法定货币或者实物服务。 2. 采取随机抽取方式提供虚拟道具和增值服务的，不得要求用户以直接投入法定货币或者网络游戏虚拟货币方式参与。 3. 公示可能抽取或者合成的所有虚拟道具和增值服务的名称、性能、内容、数量及抽取或者合成概率。
2018 年 6 月	《关于开展涉赌牌类网络游戏专项整治行动的通知》	文旅部	<p>严查重点：1. 游戏内设置俱乐部、战队、公会等进行特定群体内部对局的，使用房卡邀请特定玩家参加对局的牌类网络游戏。</p> <p>2. 牌类网络游戏提供现金或大额实物回兑，与“币商”勾连提供积分变现渠道、按照玩家输赢额进行“抽水”以及于俱乐部、战队、公会等勾连组织赌局。</p>

资料来源：中宣部、教育部、文化部、网信办、国家新闻出版署、国家卫生健康委员会、国家体育总局、财政部、人力资源和社会保障部、国家市场监督管理总局、国家广播电视总局、中国音像与数字出版协会，中银证券

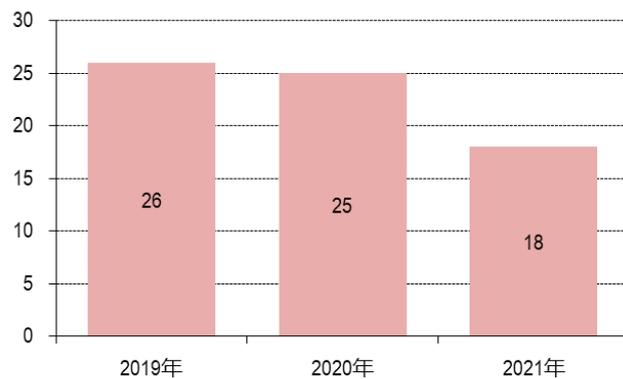
对优质游戏的需求仍在，但供给节奏受限于版号发放。目前针对游戏行业各方面监管的规则框架已经基本完善，执行的严格程度达到新高。版号第一次停发后在 2019 年重启，发放数量明显减少；根据伽马数据，2019-2021 年间中国游戏市场仍在快速发展，但上线时间 5 年以上产品的流水占比持续增加，2019 年当年新上线的游戏流水占比较高，主要是因为 2018 年上线新品数量较少。因此可以看到，在新游供给减少的情况下，玩家转而加大了对优质老游戏的消费，市场对优质游戏的需求一直较为刚性且还在提升。

图表 16. 2019-2021 年内地手游市场 TOP100 流水分布



资料来源：伽马数据，中银证券

图表 17. 2019-2021 年内地手游流水 TOP100 入榜新游



资料来源：伽马数据，中银证券

行业面临的现状是无论是新游戏供给的质量和数量，都尚不能完全满足玩家日益增强的需求。2022 年第二次版号停发后重启，版号发放数量较 2019 年再次减半，发放流程更长，通常需要经过三轮审查：具有出版资质的游戏公司初审，属地的省级新闻出版局组织专家二审，国家新闻出版总署内的综合评分小组给出终审意见。我们认为，如果版号供给数量能够增加、审核流程简化，产品供给的节奏与需求逐渐匹配，游戏行业将重回平衡增长的状态。

主要厂商产品储备丰富，期待重磅新游上线表现

国内主要厂商产品储备丰富，题材和品类更加多样，部分精品游戏已获版号。

三七互娱产品储备中至少已有 5 款游戏获得版号，题材丰富，以 MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营类为主。大部分自研储备产品计划全球发行，包括 MMORPG 类《代号古风》《代号魔幻 M》《代号 3D 版 WTB》，SLG 类《霸业》《代号 GOE》《代号 G2》，卡牌类《代号 D8》以及斗罗 IP 题材 MMOARPG《代号斗罗 MMO》等；代理/定制储备中全球发行的有《空之要塞：启航》（国内已上线）等，境内发行有《不朽觉醒》《梦想大航海》等。10 月 25 日二次元卡牌游戏《空之要塞》在境内上线，目前已来到 iOS 畅销榜 15 名。

心动公司代理移动+客户端游戏《模拟江湖》和代理手游《龙套英雄》已获得版号。自研储备中，《T3 Arena》已先行在海外上线，根据 Data.ai，游戏上线之初在 17 个国家位列 iOS 下载榜第一，目前在 TapTap 海外版下载量超百万。《心动小镇》TapTap 预约数超过 141 万人，评分高达 9.1。《火炬之光：无限》在 2022 年底海外市场先行上线；《铃兰之剑：为这和平的世界》已进入测试环节。代理的模拟类《全面憨憨战争模拟器》、国风类《竹马胭脂铺》、生存类《浮岛冒险》等 6 款游戏将在 TapTap 独家上线，根据 steam 官方数据，《全面憨憨战争模拟器》曾进入 steam 销量排行榜前十位，目前手游移植版本位居 TapTap 预约榜第一位。

完美世界已获版号的女性向悬疑游戏《黑猫奇闻社》于 2022 年 8 月 24 日上线。目前公司产品还储备有经典 MMO 类型的《天龙八部 2》《神魔大陆 2》《完美新世界》，二次元 IP 改编产品《朝与夜之国》《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》等；端游产品储备有《诛仙世界》《Perfect New World》等。以上几款游戏完成度已相对较高，将陆续在 22Q4 开展测试。

吉比特已公布的重点游戏储备中，至少已有 6 款获得版号，包括自研养成类游戏《超喵星计划》；雷霆代理的《大航海探险物语》（TapTap 预约量 66 万），模拟经营类《新庄园时代》（TapTap 预约量 76 万）、《皮卡堂》，Roguelike 游戏《黎明精英》，放置类游戏《失落四境》。其他代理游戏储备包括节奏类《律动轨迹》（TapTap 预约量 24 万）、模拟经营类《神都厨王号》等。公司还储备有海外版《地下城堡 3》《奇葩战斗家》等。

尽管腾讯、网易两大游戏厂商在 2022 年的前四次版号发放中都缺席，但作为研发实力强、经营韧性足、游戏储备丰富的国内 TOP2 游戏厂商，版号发放缺席带来的影响可控。而在 9 月、11 月的版号发放中腾讯《健康保卫战》、《合金弹头：觉醒》，网易《全明星街球派对》、《大话西游：归来》分别过审。2022 年网易上线了与暴雪合作的重量级 IP 产品《暗黑破坏神：不朽》，根据 Data.ai，该游戏在海外发行首日登顶各大下载榜榜首，目前基本保持在美国畅销榜前 60 名。7 月 25 日在国内上线后保持国内 iOS 下载榜第一，目前基本保持畅销榜前十。产品储备中，《隐世录》已获版号，《永劫无间》将于 6 月发布主机版本，其手游版和《逆水寒》手游仍在研发中，预计年内尚未能上线。此外，网易积极布局 VR 领域，已公布《RAW DATA》《怒海远征》《西部世界》等多款相关游戏。

腾讯已获版号的重磅游戏有《格莉斯的旅程》《一拳超人正义执行》《金属对决》《黎明觉醒》等，其中《格莉斯的旅程》曾获得 TGA 2019 最具影响力游戏奖，《黎明觉醒》在 TapTap 平台获得超过 200 万预约，《Apex 英雄》已在海外推出，旗下天美工作室宣布将与 CAPCOM 合作开发《怪物猎人》手游，《王者荣耀》衍生游戏《王者荣耀世界》《代号破晓》获得广泛关注。

图表 18. 国内部分游戏厂商 pipeline

产品名称	预计上线时间	游戏类型	相关公司	版号
黑猫奇闻社	2022.8.24	悬疑	完美世界	Y
天龙八部 2	(新马港澳台已上线)	MMORPG、武侠	完美世界	N
朝与夜之国	-	RPG、二次元	完美世界	N
一拳超人：世界	-	MMORPG、格斗	完美世界	N
百万亚瑟王	-	卡牌	完美世界	N
诛仙 2	-	MMORPG、玄幻	完美世界	云原生游戏
完美新世界	-	开放世界、MMORPG、奇幻	完美世界	N
诛仙世界	2022.8.19 首测	MMORPG、仙侠	完美世界	PC 端游
Perfect New World	-	AVG	完美世界	PC 端游
梦想大航海	-	MMORPG、航海射击	三七互娱	Y
空之要塞：启航	2022.10.1	卡牌、蒸汽朋克	三七互娱	Y
曙光计划	-	MMORPG、未来科技	三七互娱	Y
代号三国 BY	-	SLG、三国	三七互娱	N
代号 YG	-	SLG、昆虫	三七互娱	N
代号二次元 ZQ	-	卡牌、二次元	三七互娱	N
代号三消卡牌	-	卡牌、RPG 融合	三七互娱	N
最后的原始人	-	卡牌、回合放置	三七互娱	Y
代号森林	-	模拟经营、农场类	三七互娱	N
代号魔幻 K 计划	-	MMORPG、西方魔幻	三七互娱	N
代号三国 CB	-	SLG、三国题材	三七互娱	N
代号 WG	-	SLG、多文明写实	三七互娱	N
代号 DG	-	SLG、中世纪城建/轻度消除	三七互娱	N
小小蚁国	2022.9.21	SLG、昆虫	三七互娱	N
代号修仙传	-	MMORPG、修仙	三七互娱	N
代号 AOE	-	SLG、中世纪历史	三七互娱	N
代号 CY	-	模拟经营、古风经营	三七互娱	N
代号魔幻 M	-	MMORPG、西方魔幻	三七互娱	N
代号 C6	-	卡牌、多文明	三七互娱	N
代号古风	-	MMORPG、唯美古风	三七互娱	N
代号 3D 版 WTB	-	MMORPG、Q 版 3D	三七互娱	N
超喵星计划	已进行三测	3D 捏猫抽卡养成类	吉比特	Y
黎明精英	-	射击、Roguelike	吉比特	Y
新庄园时代	-	田园模拟经营类	吉比特	Y
失落四境	-	RPG、冒险	吉比特	Y

资料来源：TapTap，游戏茶馆，游戏葡萄，中银证券

续 图表 18. 国内部分游戏厂商 pipeline

花落长安	-	模拟经营	吉比特	Y
上古宝藏	-	Roguelike、ARPG	吉比特	Y
雨纪	-	休闲、解谜	吉比特	Y
Project S (代号)	-	SLG、Roguelike	吉比特	N
封神幻想世界	-	RPG、国风	吉比特	N
律动轨迹	-	音乐节奏	吉比特	N
神都厨王号	-	模拟经营	吉比特	N
心动小镇	预计 2022.10 二测	Roguelike	心动	N
龙套英雄	-	Roguelike	心动	Y
火炬之光: 无限	海外已上线	ARPG	心动	N
铃兰之剑: 为这和平的世界	2022.4 限量删档不计费测试	像素、战棋	心动	N
GoNNER	-	类 Roguelike TPS	心动	N
T3 Arena	-	3v3 英雄射击	心动	N
暗影火炬城	-	横板格斗	哔哩哔哩	Y
绿茵信仰	2022.10.1 (已上线)	体育	网易	Y
隐世录	2022.4.30 测试	RPG	网易	Y
永劫无间手游	2023	战术竞技	网易	N
代号: ATLAS	2021.6.15 删档测试	生存、射击	网易	N
逆水寒手游	2022.9.30 盲盒测试	MMORPG、武侠	网易	N
冰汽时代: 最后的家园	2022.4.20 海外测试	生存	网易	N
阴阳师:妖怪小班	已进行三测	策略	网易	N
巅峰极速	2022.7 三测	3A 级、竞速	网易	N
超凡先锋	2021.6 删档测试	RPG	网易	N
星海求生	-	RPG 生存冒险	网易	N
陈情令	-	女性向	网易	N
湮灭效应	2022.4.21 共研测试	战棋、少女	网易	N
代号: Onmyoji idol project	-	养成	网易	N
代号: 世界	2022.7 篝火测试	MMORPG、开放世界	网易	N
未知记录	-	AI、剧情	网易	N
RAW DATA	-		网易	N
怒海远征	-		网易	N
SUPERHOT	-		网易	N
竞速达人	-	VR	网易	N
西部世界	-		网易	N
The Room	-		网易	N
一拳超人正义执行	2022.6.23 终极测试	3D 策略卡牌	腾讯	Y
金属对决	2022.7.25-8.25 删档测试	格斗	腾讯	Y
全境封锁 2	2022.7 删档测试	射击	腾讯	PC
格莉斯的旅程	2022.3.8 删档内测	冒险、解谜	腾讯	Y
黎明觉醒	2022.9.16 删档测试	开放世界、生存	腾讯	Y
王者荣耀世界	-	开放世界、RPG	腾讯	N
合金弹头: 觉醒	-	动作	腾讯	Y

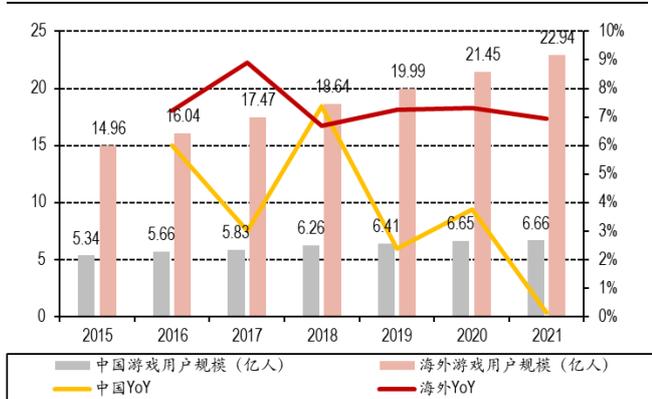
资料来源: TapTap, 游戏茶馆、游戏葡萄, 中银证券

国际市场空间仍广阔，手游出海动机充分

多方面因素促使中国游戏出海发展：1) 海外手游市场以及用户规模保持相对较高的增速，仍具备广阔的发展空间。2) 国内政策方面，正向来看，国家出台了助力文化产业走出去的相关政策，认可游戏产业在文化输出方面的积极作用；反向来看，版号的限制确实驱使游戏企业不得不出海求发展。3) 海外监管相对宽松，渠道抽成较低，中小游戏企业有更多发展机遇。4) 不少中国游戏企业具备丰富的出海经验以及较强的竞争优势。**对于各类中国游戏厂商而言，出海仍将是接下来的发展重心之一。**

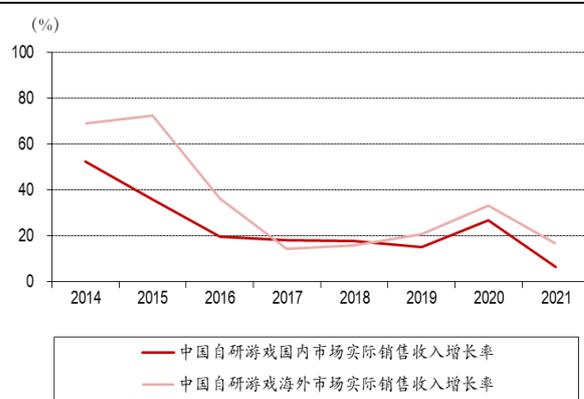
海外游戏市场空间广阔，出海仍具发展潜力。随着移动互联网普及率提升，全球移动游戏用户数量和市场规模持续增长：根据 Newzoo 和游戏工委数据，海外手游玩家数量从 2016 年的 16 亿增长到 2021 年近 23 亿，CAGR 达到 7.4%，增速远超中国市场。2014-2021 年我国自研游戏海外市场实际销售收入稳定上升，从 2019 年开始，出海收入增速已领先国内，游戏出海成为游戏企业业绩增长的重要支撑。

图表 19. 海外手游用户数量增长快于中国市场



资料来源：Newzoo，中银证券

图表 20. 中国自研游戏在国内和海外市场的收入增速



资料来源：游戏工委，中银证券

政策鼓励国内优质数字文化产品走出国门，游戏出海助力文化强国。2009 年国家发布了鼓励游戏等文化产业进入国际市场的相关政策，近年来为加强“文化强国”建设，出台了更多鼓励优质文化对外输出的相关政策：2020 年全国首项聚焦游戏企业“出海”的政府扶持项目“千帆计划”开启，体现出国家对游戏产业在文化建设上积极作用的认可。2022 年 7 月，商务部等 27 部委联合发布了《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》，再次强调积极培育包括网络游戏在内的文化产品出口竞争优势，打造具有国际影响力的中华文化符号。

图表 21. 鼓励文化出海相关政策

年份	相关政策	发布机构	相关内容
2009.11	《2009-2010 年度国家文化出口重点企业和项目目录》	商务部、文化部、广电总局、国家新闻出版总署	重点扶持具有民族特色的文化艺术、展览、电影、电视剧、动画片、网络游戏、出版物、民族音乐舞蹈和杂技等产品和服务的出口，抓好国际营销网络建设。支持动漫、网络游戏、电子出版物等文化产品进入国际市场。
2017.01	《关于实施中华优秀传统文化传承发展工程的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	加强“一带一路”沿线国家文化交流合作。鼓励发展对外文化贸易，让更多体现中华文化特色、具有较强竞争力的文化产品走向国际市场。
2020.07	政府专项扶持计划“千帆计划”	国家对外文化贸易基地	全国首项聚焦游戏企业“出海”的政府扶持项目，旨在面向全国有出海需求的优秀数字文化企业，培育数字内容生产、服务数字内容海外推广、优化原创数字内容生产和发展的黄金业态。
2020.11	《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》	国务院办公厅	提出加快发展对外文化贸易，加大对国家文化出口重点企业和重点项目的支持，加强国家文化出口基地建设。
2021.09	上海市“中华文化走出去”专项扶持资金项目	上海市人民政府新闻办公室	58 个获批项目中与电子游戏相关的共有 5 项，分别是米哈游原创 IP 产品国际化运营、中国元素移动游戏海外本地化发行与运营、游戏《少年三国志》海外推广、游戏《恋与制作人》海外推广和《Mobile Legends: Bang Bang》第二届全球冠军赛。
2021.1	《关于支持国家文化出口基地高质量发展若干措施的通知》	商务部、中央宣传部、外交部、教育部、科技部、财政部、人力资源社会保障部、文化和旅游部、海关总署、税务总局、广电总局、银保监会、移民局、文物局、外汇局、知识产权局、贸促会	鼓励优秀传统文化产品、文化创意产品和影视剧、游戏等数字文化产品“走出去”。
2021.1	《“十四五”服务贸易发展规划》	商务部、中央宣传部、中央网信办、发展改革委、教育部等 24 部门	首次将“数字贸易”列入服务贸易发展规划，鼓励支持数字产品贸易，为数字产品走出去营造良好环境。
2022.01	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	支持我国数字经济企业“走出去”，积极参与国际合作。
2022.7	《“关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》	商务部、中央宣传部、中央网信办、发展改革委、外交部等 27 部门	再次强调积极培育包括网络游戏在内的文化产品出口竞争优势，打造具有国际影响力的中华文化符号。

资料来源：中华人民共和国商务部，中华人民共和国文化部，国家广播电影电视总局，国家新闻出版总署，新华社，中国日报网，国务院办公厅，中银证券

海外主要市场使用游戏分级制度，监管力度相对较弱。2018 年以来国内游戏监管持续趋严，而美国、欧洲、日本、韩国等主要游戏市场均已建立成熟稳定的游戏分级制度，制度的核心是保护未成年人，制定者大多为民间自律性组织，监管力度和审核尺度上相对国内明显较小，这意味着国内的大部分出海游戏产品都能较容易地满足年龄分级制度要求，部分国内无法触及的品类和题材能够通过出海获取市场。

图表 22. 各国/地区游戏分级制度

国家/地区	分级制度	简要介绍
美国	ESRB	共分为六个等级，分别是 E（全年龄）、E10+（10 岁以上）、T（13 岁以上）、M（17 岁以上）、AO（仅限 18 岁以上成年人）和 RP（待分级）。
欧洲大部分国家	PEGI	包含 5 个年龄类别分级（3、7、12、16、18）和 9 个内容描述符，描述符会根据游戏内容来建议游戏是否适合特定年龄范围。
德国	USK	根据游戏的内容，将游戏分为五个等级，分别是无限制、6+、12+、16+、18+。每个等级对应一个年龄段，低于年龄段的玩家将被限制或禁止游戏。
日本	CERO	共对游戏分为五个级别，分别为 A（全年龄）、B（12 岁以上）、C（15 岁以上）、D（17 岁以上）和 Z（仅限 18 岁以上成年人）。
韩国	GRAC	包含 4 个年龄类别分级（All、12、15、18）和 7 个内容描述符。

资料来源：ESRB、PEGI、USK、CERO、GRAC 官网，中银证券

此外，海外游戏渠道抽成比例较低，更利好独立游戏开发者。近年来随着精品游戏话语权不断加强，以及买量营销兴起、TapTap 等零分成渠道的崛起，传统渠道面临挑战。但目前来看，国内安卓平台主要抽成比例仍保持 50%，仅对个别游戏放宽抽成比例，远高于海外平均 30% 的抽成比例。海外各类渠道近年来持续出台让利中小游戏开发者的相关政策：2020 年，苹果宣布 App Store 应用商店年收入低于 100 万美元（扣除佣金后）产品的佣金将被降至 15%。除苹果外，Google Play、微软等渠道也实行了佣金结构调整，大幅向中小开发者倾斜。

图表 23. 各渠道分成比例

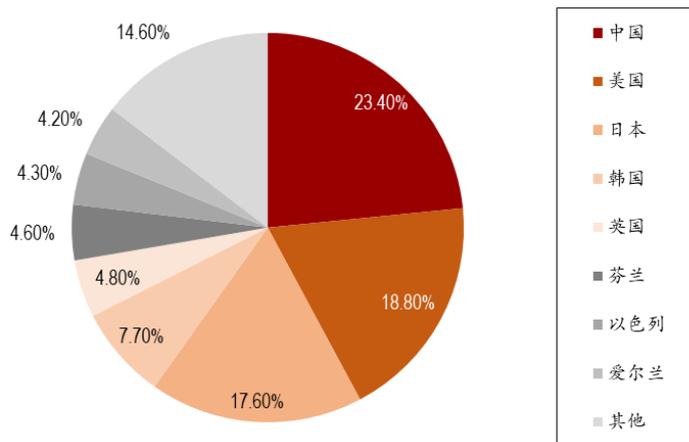
地区	渠道	平台	渠道分成
国内	苹果商店	iOS	30%(中小 15%)
	腾讯应用宝	安卓	50%
	硬核联盟	安卓	30%-50%
	小米	安卓	50%
	阿里九游	安卓	阶梯分成（新渠道 40%）
	Bilibili	安卓	50%
	Taptap	安卓	0%
	苹果商店	iOS	30%(中小 15%)
海外	Google Play	安卓	30%（订阅费用 12 个月后降为 15%）
	Steam	PC	30%
	Epic	PC	12%
	Humble	PC	25%
	GOG	PC	30%
	微软	PC	30%（PC 商店 12%）
	PlayStation	主机	30%
	Xbox	主机	30%
	Nintendo	主机	30%
	Gamestop	实体商店	30%
	Amazon	实体商店	30%
	Best Buy	实体商店	30%
Walmart	实体商店	30%	

资料来源：IGN，竞核，中银国际证券

中国出海手游在主流市场占据头部位置，IP 合作更加频繁。中国厂商已经在全球手游市场占据了举足轻重的位置，根据 data.ai 数据，2021 年上半年海外用户支出 TOP2000 的移动游戏中有 23.4% 来自中国，份额同比提升 3.6ppts。

根据 Sensor Tower 数据，22H1 美国移动游戏市场收入达到 114 亿美元，共有 23 款中国手游进入美国畅销榜 TOP100，合计收入 14.1 亿美元，占 TOP100 游戏总收入的 20.6%；《原神》位列中国出海美国游戏收入的榜首。22H1 日本移动游戏市场收入接近 82 亿美元，共有 31 款中国手游进入日本手游畅销榜 Top100，合计收入 15.7 亿美元，占 TOP100 游戏总收入的 27%。

图表 24. 2021 年上半年海外用户支出 TOP2000 的移动游戏的研发商国家分布



资料来源: data.ai, 中银证券

中国厂商手游研发和运营实力不断提升, 与海外本土游戏大厂的各项合作也越来越频繁。海外游戏市场中主机和 PC 游戏占比较大, 因此本土厂商在这些类型游戏方面技术储备丰富、IP 价值高, 但在手游开发和运营方面相比国内厂商较欠缺。因此海外多家主流厂商以及娱乐公司, 例如动视暴雪、EA、华纳、迪士尼等, 都已和腾讯、网易、祖龙等厂商合作研发了 IP 改编手游作品。

图表 25. 国内公司参与世界级 IP 改手游合作



资料来源: Data.ai, 中银证券

中小厂商在海外市场有更多发展空间。从市场竞争格局来看, 国内游戏行业市场集中度高, 腾讯、网易两大头部企业凭借其强大的产品研发和渠道优势, 在国内市场占据优势地位。海外手游市场需求更加多样化, 不同国家/地区以及不同文化的玩家对于游戏的内容都有各自的偏好, 这给了中小厂商更多的发展空间, 可以聚焦某个地区的用户群体, 也可以深耕某些优势题材或品类。

图表 26. 我国主要出海厂商分类

类别	特点	代表厂商	代表游戏
侧重游戏品质厂商	以优质产品占领市场的游戏大厂，具有打造知名游戏 IP 能力	网易、腾讯、米哈游	《AOV》、《暗黑破坏神》、《原神》
侧重买量发行、特定题材游戏厂商	注重研发吸睛品类题材游戏，发行过程中注重广告买量及本	FUNPLUS、莉莉丝、三七互娱	《阿瓦隆之王》、《万国觉醒》、《末日喧嚣》
专注休闲模拟厂商	专注于休闲模拟类游戏开发运营的厂商，增长速度较快但规模相对较小	Ohayoo、博乐游戏	《Combat of Hero》、《Cash Frenzy》

资料来源：36Kr，中银证券

主要厂商出海战略多元，精品游戏百花齐放

完美世界出海战略围绕“海外本地化发展+国内产品出海”，本地化发展产品会聚焦在更符合当地需求的品类上，并选择国内优质产品发布海外版，由第三方发行逐步转向自主发行。2022 年 8 月 11 日《幻塔》海外版上线，登顶 40 余国家和地区 iOS 免费榜，进入 30 多个国家和地区畅销榜前十；根据 Sensor Tower，《幻塔》8 月预估流水将近 3 亿人民币，占据八月全球新游预估流水排行榜第一。

三七互娱贯彻“精品化、多元化、全球化”战略，22H1 海外营收同比增长 48.3%，再创新高，占比达到 37%。旗下产品《Puzzles & Survival》基本稳定在美国、日本地区畅销榜前二十位。公司大部分自研储备产品均计划全球发行，包括 MMORPG 类《代号古风》《代号魔幻 M》《代号 3D 版 WTB》，SLG 类《霸业》《代号 GOE》《代号 G2》，卡牌类《代号 D8》以及斗罗 IP 题材 MMOARPG 《代号斗罗 MMO》等；代理/定制储备中全球发行的有《小小蚁国》（海外已上线）《空之要塞：启航》等，境内发行有《不朽觉醒》《梦想大航海》等。

吉比特的海外业务从移植国内成熟作品起步，已成功发行了《纪元变异（PC 版）》《石油大亨》等产品，初步打开海外市场。公司正在持续提高出海业务的战略优先级，除 IP 向产品外，其余自研产品均须定位海外市场才可立项，目前还储备有《一念逍遥（海外版）》《地下城堡 3（海外版）》《奇葩战斗家（海外版）》等产品。

心动公司通过平台独占游戏模式发挥旗下 TapTap 国际版与精品自研游戏的协同作用。截止 2021 年底，TapTap 国际版 MAU 已达 1220 万，同比增长 154%；2022 年上半年 MAU 有所下滑至 897 万，公司已初步建立国际版团队，将进一步聚焦海外重点地区用户增长。根据 Data.ai，已在海外发行的动作 FPS 游戏《T3 Arena》上线之初在 17 个国家位列 iOS 下载榜第一，目前在仅在 TapTap 海外版的下载量已超百万。《火炬之光：无限》已在海外上线，目前口碑评价较高，在 TapTap 海外版评分达 8.2。

网易海外布局持续推进，与暴雪共同开发的重磅产品《暗黑破坏神：不朽》6 月在海外上线，上线 8 周全球累计流水（不包括第三方安卓）突破 1 亿美元，成为全球第二快破亿营收的 IP 衍生手游。网易海外产品储备较为丰富，包括《永劫无间手游》、大 IP 手游《哈利波特：魔法觉醒》等。此外，网易持续吸纳海外顶尖人才，《如龙》系列制作人名越稔洋、《鬼泣 4》制作人小林裕幸以及 Xbox 高管杰瑞·霍克加入网易，预计将进一步强化网易研发和出海实力。

腾讯在海外发行方面已推出游戏品牌 Level Infinite，已公布《王者荣耀国际版》、《饥荒：新家园》手游、《重生边缘》等游戏，未来还将负责腾讯光子工作室群、天美工作室群作品的海外发行。腾讯在持续投资并购海外游戏公司的同时，积极组建遍布全球的海外工作室，其中包括 LightSpeedLA 工作室、TiMi Seattle 工作室、UncappedGames 工作室、TiMi Montréal 工作室、天美 F1 工作室、Team Kaju 等，预计将吸纳海外人才，提升腾讯研发以及本地化能力。

图表 27. 国内部分厂商出海 pipeline

产品名称	预计上线时间	游戏类型	相关公司
幻塔	2022.8.10 (已推出)	二次元	完美世界
天龙八部 2	2022.7.7 (新马服已上线) 2022.7.26 (港澳台服已上线)	MMORPG、武侠	完美世界
Perfect New World	-	AVG	完美世界
代号魔幻 M	-	MMORPG、西方魔幻	三七互娱
代号 C6	-	卡牌、多文明	三七互娱
代号古风	-	MMORPG、唯美古风	三七互娱
代号 3D 版 WTB	-	MMORPG、Q 版 3D	三七互娱
代号 AOE	-	SLG、中世纪历史	三七互娱
代号 CY	-	模拟经营、古风经营	三七互娱
空之要塞: 启航	-	卡牌、蒸汽朋克	三七互娱
代号修仙传	-	MMORPG、修仙	三七互娱
代号魔幻 K 计划	-	MMORPG、西方魔幻	三七互娱
代号 BX	-	MMORPG、西方魔幻	三七互娱
代号 ZH	-	模拟经营、日本经商	三七互娱
代号 PK	-	SLG、蒸汽朋克	三七互娱
黎明精英	-	射击、Roguelike	吉比特
律动轨迹	-	音乐节奏	吉比特
地下城堡 3	-	卡牌	吉比特
奇葩战斗家	-	轻竞技	吉比特
火炬之光: 无限	2022.10.12 正式上线	ARPG	心动
铃兰之剑: 为这和平的世界	2022.4 限量删档不计费测试	像素、战棋	心动
心动小镇	2022.10 开启二测	模拟经营	心动
GoNNER	-	动作、射击	心动
龙套英雄	-	Roguelike	心动
零号任务	2022.7.8 海外测试	3D、2v4	网易
哈利波特: 魔法觉醒	2022Q4	卡牌、RPG	网易
永劫无间手游	2023	战术竞技	网易
ZOZ: 最后一小时	2022.5.26 (海外不删档测试)	TPS	网易
冰汽时代: 最后的家园	2022.4.20 海外测试	生存	网易
萤火突击	22Q3 海外测试	吃鸡	网易
王者荣耀海外版	2022.7 海外 α 测试	开放世界、RPG	腾讯
重生边缘 (PC)	2022.4 封闭 β 测试	策略射击	腾讯
饥荒: 新家园	2021.9 封闭 β 测试	动作冒险	腾讯

资料来源: DataEye, 公司公告, 中银证券

元宇宙开辟想象空间，游戏担当变革先驱

在追求精品化、出海发展之外，中国游戏厂商近年来纷纷开启元宇宙相关布局。元宇宙作为真实世界的扩展与延伸，是一个和现实世界互通、平行的在线虚拟世界。元宇宙概念最早出自尼尔·斯蒂芬森在 1992 年出版的科幻小说《雪崩》，此后类似概念一直活跃在艺术创作中。随着互联网、VR/AR 等各项技术高速发展，人们开始重新审视元宇宙的可行性，并为其赋予了更具体的定义。

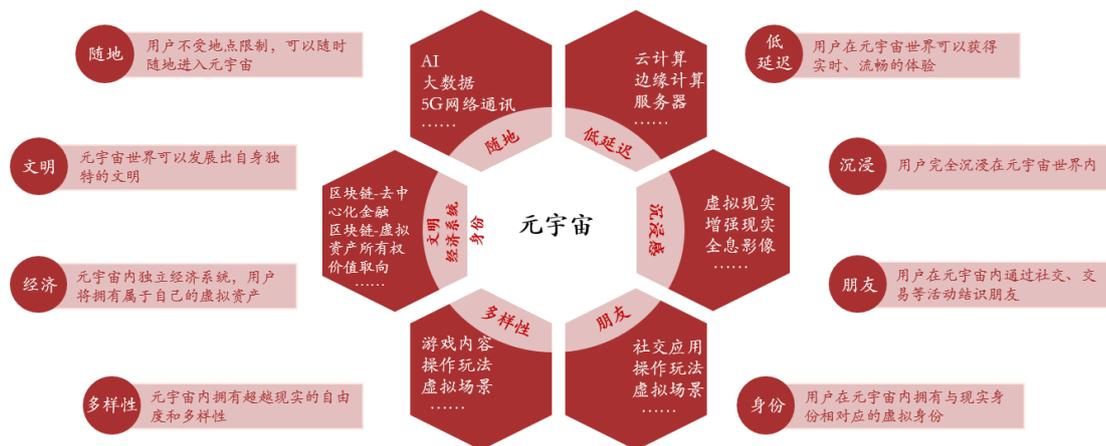
图表 28. 元宇宙相关题材文艺作品



资料来源：IDC，中银证券

知名的元宇宙游戏平台 Roblox 提出了通向元宇宙的八个要素：其中，身份和朋友构筑了元宇宙社交的最基本单位；沉浸感、低延迟、多元化和随地四点要素保证了元宇宙具备源源不断的、海量的内容供应，优质的内容消费体验以及丰富的消费场景；优秀的经济系统将作为基石服务于以上的各大要素并实现底层平台和内容创作者变现，随着用户数量和内容丰富度的逐步积累，最终将汇聚成元宇宙文明。

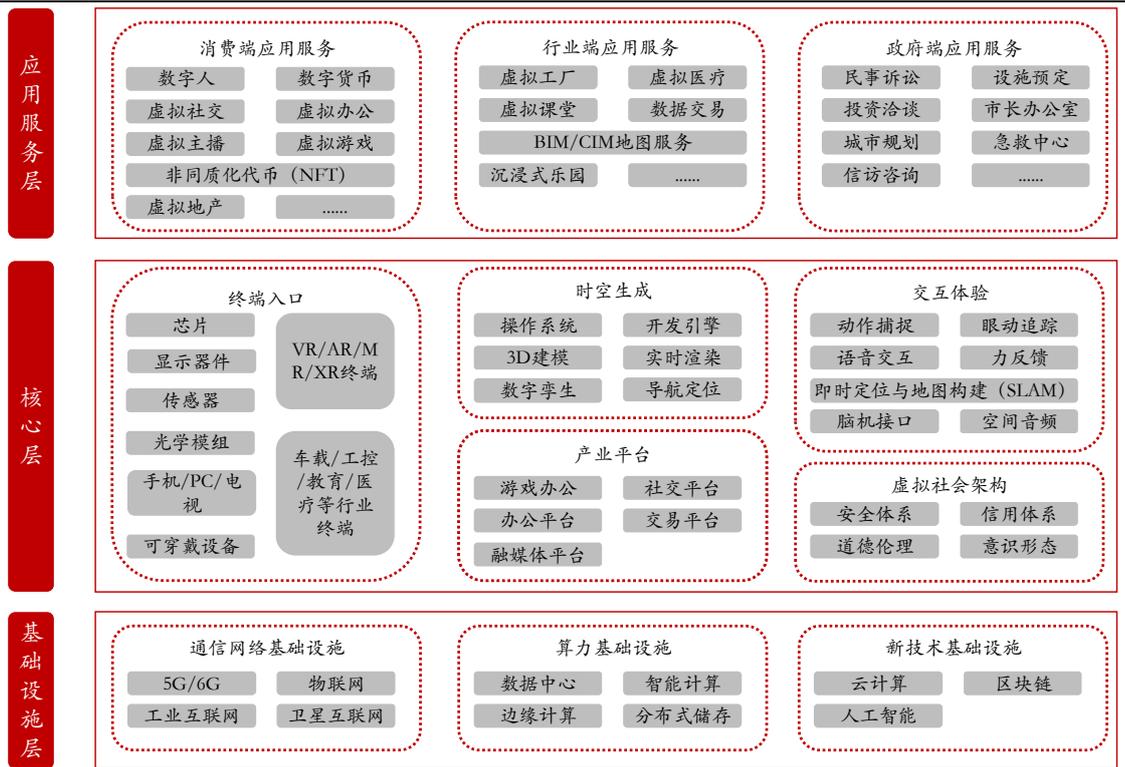
图表 29. Roblox 对元宇宙的定义



资料来源：IDC，中银证券

元宇宙生态可划分为基础设施层、核心层和应用服务层，涉及了 TMT 行业的各个领域。基础设施层包含通信网络基础设施、算力基础设施和新技术基础设施，主要在数据端负责实时传输与分发、存储计算与处理、挖掘与分析决策。核心层由终端入口、时空生成、交互体验、产业平台、虚拟社会架构组成，分别负责接入“元宇宙”所需各类终端及配套软硬件、真实物体数字化、多样化的交互技术、各类细分平台、安全和信用体系等。应用服务层包含消费端应用服务、行业应用端服务、政府端应用，元宇宙相关技术还将通过各类应用服务赋能传统行业。

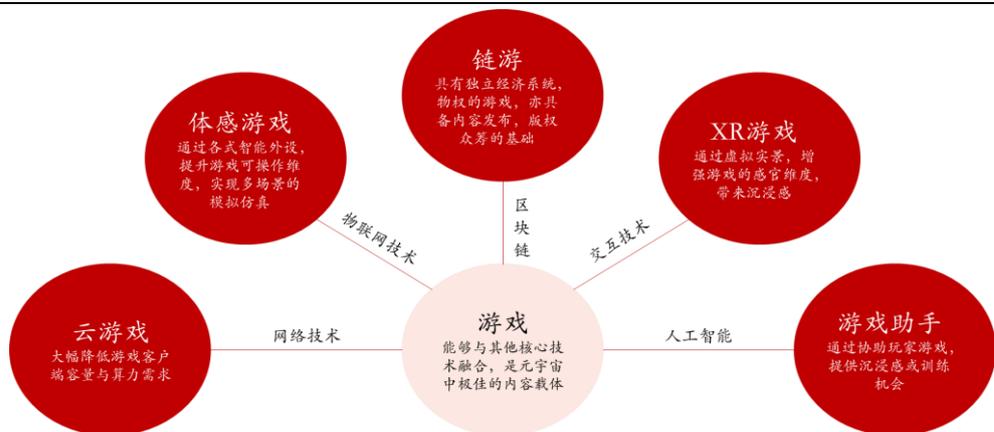
图表 30.元宇宙生态



资料来源: 中国电子信息产业发展研究院, 江苏省通信学会《元宇宙产业链生态白皮书(2022年)》, 中银证券

以上这些底层技术仍在发展,这决定了短期内我们不会看到元宇宙的成熟形态,而“元宇宙”这个概念本身或许也会根据底层技术发展不断演化出更多细节。我们认为元宇宙在近期甚至中期的落点仍然主要在游戏行业。因为首先元宇宙虚拟、交互、科幻的特质极为适合游戏,是游戏娱乐的延伸;其次无论从内容还是技术角度分析,游戏都具备在近中期成为元宇宙载体的条件。目前,有不少公司将元宇宙相关核心技术与现有游戏体系相结合,创作出了区块链游戏、XR游戏、体感游戏、云游戏等新兴品类,尽管各类游戏发展阶段均有较大区别,但是在游戏中可以率先实现较完整的元宇宙概念已是共识。

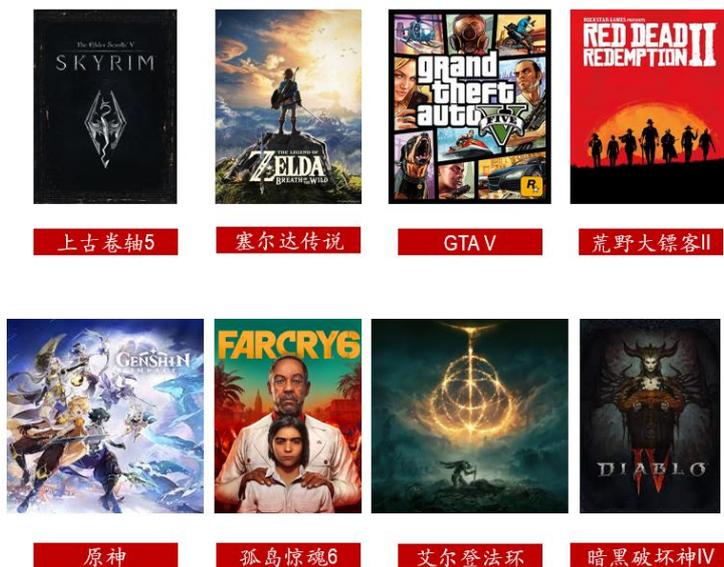
图表 31. 游戏与其他核心技术融合



资料来源: 速途元宇宙, 中银证券

从内容的角度来看，游戏可以吸引大量用户进入并沉浸于虚拟世界。元宇宙需要吸引大量用户加入方才具备进一步发展社交、文明等方面的可能性，而优质的内容是用户留存度的根基，在这一方面游戏行业已经有相对较多的经验积累，如《GTA V》《荒野大镖客2》《原神》等游戏早已凭借其提供的开放世界、丰富的内容以及多样的玩法吸引海量用户在游戏中以虚拟身份加入，并在小范围内形成了社交和文化。

图表 32. 有能力吸引海量用户的优秀开放世界游戏

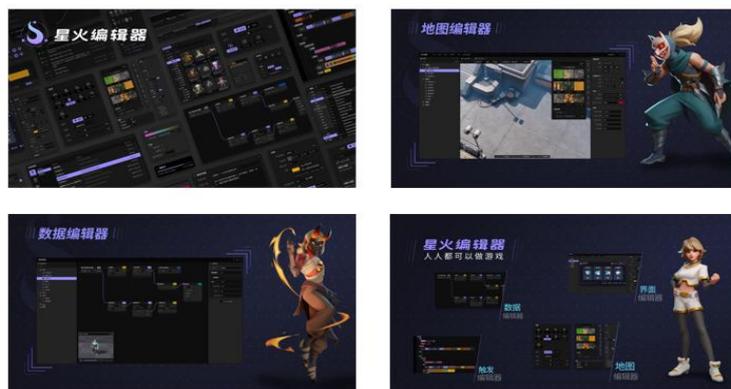


资料来源: Google, 维基百科, 中银证券

未来元宇宙时代的游戏将通过去中心化形式扩充内容与玩法。游戏内 UGC、PUGC 内容的生成与消费早已有之，例如脱胎自《魔兽争霸 3》的《DOTA》。随着技术发展，UGC 内容的生产门槛大幅降低，在去中心化的基础上，元宇宙游戏内部将产生规模更大的内容生产与消费的正向循环体系，即游戏基础内容吸引消费者与潜在内容创造者加入，促使更多样化的 UGC 内容生成并吸引更多广泛的人群。该体系将在不断发掘游戏潜力、提升游戏生命周期的同时，降低游戏生产、运营成本。

目前海内外游戏企业已纷纷在 UGC 内容上展开探索，如 Roblox 向所有开发者提供了开发工具；腾讯天美工作室展开 Z-plan 项目,其中包含开发 UGC 创作工具的元宇宙项目；心动公司推出星火编辑器，助力用户从玩家到游戏制作者的转变。远期来看，AI 技术有望将自动化游戏内容生产变为现实，有望对游戏玩法、生产成本、运营模式等方面产生变革。

图表 33. 心动公司旗下星火编辑器



资料来源: TapTap, 中银证券

从技术的角度看，由于付费空间广阔，元宇宙相关硬件技术非常有动力服务游戏这样的C端消费应用。硬件设备是元宇宙中用户感知虚拟世界的基础，Meta 元宇宙布局中也着重提出了AR、VR和可穿戴设备等相关的五大装备。纵观游戏行业的发展史，硬件设备提升不仅给游戏的交互形式、内容质量带来变革，而且带来了更为便捷的虚拟世界入口，助力游戏突破时空限制。同样地，游戏行业带来的需求也拉动了相关硬件设备的进步升级，达成正向循环。我们认为，元宇宙相关技术也将给游戏带来新一轮的升级和双向赋能。

图表 34. Meta 元宇宙五大装备



资料来源：Meta，中银证券

游戏相关的软件技术包括游戏引擎、3D 建模和渲染技术等，这些技术也决定了元宇宙中虚拟世界所能呈现的具体质感。游戏引擎控制游戏运行并有序调用资源，相当于虚拟世界整体的基础框架；3D 建模可以将真实世界中的物体进行数字化，演变成复杂的角色模型和场景，为元宇宙提供数字底板；渲染负责将模型转化为图像，其性能最终主导了虚拟世界所呈现出的视觉沉浸感。

图表 35. 虚拟世界相关的主要软件技术及头部公司



资料来源：CICD，中银证券

目前元宇宙的部分概念已在部分游戏产品中得以展现。例如海外的 Roblox 游戏平台已经具备了一些元宇宙的核心元素：虚拟身份、虚拟财产、社交、UGC 等。又如国内厂商中手游正在开发的《仙剑·世界》元宇宙游戏，以国民级的仙剑 IP 打造开放世界游戏，并提供一个与游戏世界联通的元宇宙场景，玩家可以在游戏中探索获得“资源”，带入元宇宙场景中使用和售卖；同时玩家也可以在元宇宙中自由创造，由官方筛选可带入游戏世界的资源种类和数量。这是在一定的去中心化程度下实现的元宇宙游戏。

图表 36. 中手游旗下元宇宙游戏《仙剑·世界》



资料来源：中手游《仙剑·世界》宣传材料，中银证券

国内外互联网巨头加码投资布局游戏相关的元宇宙产业。将元宇宙写入招股书并给出定义的 Roblox 于 2021 年在美上市，市值一度突破 600 亿美元，元宇宙概念成为备受瞩目的热点。同年 Facebook 宣布更名为 Meta 并将聚焦元宇宙进行战略转型，微软于 2022 年 1 月以 687 亿美元收购游戏公司动视暴雪，进军元宇宙游戏行业。国内企业字节跳动收购头部 VR 设备制造商 PICO，阿里巴巴、腾讯都参与了 VR/AR/XR 等新业务，网易、米哈游等游戏厂商也有相应布局动作。

由于相关底层技术尚未成熟、产业链还未能形成技术共享，中小企业在现阶段难以挤入赛道，因此游戏、社交平台巨头具备一定先发优势。我们主要看好两类游戏公司：1) 具有庞大的 DAU 流量优势，用户量是构建元宇宙的基础；2) 拥有强大号召力的 IP，IP 内容是吸引用户进入元宇宙的重要因素。

图表 37. 国内外企业投资/布局情况

公司	时间	布局领域	具体布局
Microsoft	2021.03	AR 设备	微软与美国军方达成了 210 亿美元的交易，用来开发生产 AR 头戴设备。
字节跳动	2021.04	元宇宙游戏	字节跳动为国内元宇宙游戏开发商代码乾坤投资近 1 亿元，该游戏产商旗下的《重启世界》与知名的 Roblox 颇为相似。
字节跳动	2021.08	VR 设备	字节跳动以 90 亿人民币的价格收购了国内 VR 设备制造企业 Pico，将其并入自身的 VR 相关业务。
阿里巴巴	2021.08	虚拟现实设备	阿里巴巴成立科技新公司“数典科技”，注册资本 1000 万人民币，经营范围包括虚拟现实设备制造等。
阿里巴巴	2021.08	元宇宙游戏	阿里巴巴参投虚拟现实游戏公司 Sandbox VR 的 B 轮融资。
Meta	2021.09	脑机接口	Meta 以 50 亿美元收购了神经接口公司 CTRL-Labs，并计划开发一种腕戴式神经输入设备。
网易	2021.10	虚拟人生态	网易战略领投虚拟人生态公司次世文化。
阿里巴巴	2021.11	元宇宙游戏	阿里巴巴参投虚拟现实游戏公司 Sandbox VR 的 B 轮融资。
Microsoft	2022.01	元宇宙游戏	微软以 687 亿美元收购游戏公司动视暴雪，进军元宇宙游戏。
米哈游	2022.02	元宇宙社区	米哈游推出新品牌 HoYoverse，为全球玩家创造和传递沉浸式虚拟世界体验。
网易	2022.05	元宇宙社区	网易参投元宇宙 UGC 社交平台 BUD。
腾讯	2022.06	XR 业务	腾讯宣布成立成立扩展现实 (XR) 业务线。

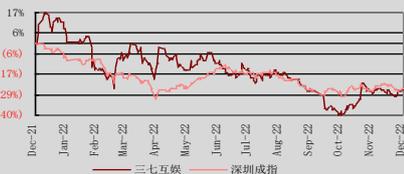
资料来源：网易，新浪财经，钛媒体，中银证券

002555.SZ
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 17.66

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(34.9)	3.0	2.0	(25.5)
相对深证成指	(9.3)	1.4	1.0	0.3

发行股数 (百万)	2,218
流通股 (%)	74
总市值 (人民币 百万)	39,167
3个月日均交易额 (人民币 百万)	558
净负债比率 (%) (2022E)	净现金
主要股东 (%)	
李卫伟	15

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2022 年 12 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《互联网行业事件点评: 三七互娱: 出海表现稳健, 产品储备丰富》20221030

《互联网行业事件点评: 三七互娱: 出海保持高增速, 产品储备丰富》20220830

《互联网行业事件点评: 三七互娱: 半年报预增 87%-99%, 海外营收占比不断提升》20220712

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

传媒

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

三七互娱

“研运一体”发展稳健, 出海业务持续增长

三七互娱是国内领先的游戏公司, 着重发展自研多年, 已推出表现优异的自研代表产品; 凭借积累多年的买量和全方位营销能力, 代理发行业务具备强大竞争力; 国内业务基本盘稳健, 海外业务持续贡献增量, 2020 年、2021 年均实现收入翻番, 首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **自研代表作表现优异, “双核+多元”储备丰富。**公司 2017 年开始加码自研业务, 2017 至 2021 年研发费用 CAGR 为 30%, 增速处于行业领先地位。公司借助人工智能、大数据等技术, 建立一系列技术平台系统实现研发环节精细化、数据化。自研游戏代表作《斗罗大陆: 魂师对决》自 2021 年 7 月上线后表现优异, 最高位居 iOS 游戏畅销榜 TOP4, 至今稳居 IOS 畅销榜 TOP60。公司坚持“双核+多元”战略, 自研和代理产品储备丰富, 囊括多种品类和题材。
- **从传统买量到全方位新型营销, 公司营销壁垒牢固。**公司凭借智能化投放平台“量子”和智能化运营分析平台“天机”构筑买量壁垒。主要买量的产品为《叫我大掌柜》、《斗罗大陆: 魂师对决》和《绝世仙王》, 公司针对不同产品制定了针对性买量策略, 将资源优先倾斜向已取得一定成功的核心产品。今年以来公司顺应趋势积极试水达人营销, 旗下代表产品均参与其中, 带来的效果立竿见影。
- **海外市场是增长的新驱动力。**2020 年、2021 年海外业务均实现收入翻番。2022 上半年公司海外业务营收达到 30.33 亿元, 海外营收占比由 2017 年 14.86% 上升至 37.48%。出海产品覆盖多种品类, 在题材方面选择了受海外用户青睐且接受度高的西方魔幻、古风、中世纪历史等题材, 并持续深耕 SLG、MMORPG、卡牌、模拟经营品类。

估值

- 我们预计 2022/23/24 归母净利润 30.73/ 33.20/ 40.82 亿元, 对应 PE 12.75/11.80/9.60 倍。首次覆盖, 给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 居民消费意愿整体低于预期; 国内新游戏上线时间不确定; 行业政策变化以及超预期的监管措施。

投资摘要

年结日: 12月31日	2,020	2,021	2022E	2023E	2024E
销售收入 (人民币 百万)	14,400	16,216	15,833	18,297	21,354
变动 (%)	8.9	12.6	(2.4)	15.6	16.7
归母净利润 (人民币 百万)	2,761	2,876	3,073	3,320	4,082
变动 (%)	30.6	4.2	6.9	8.1	22.9
每股收益 (人民币)	1.24	1.30	1.39	1.50	1.84
市盈率(倍)	14.2	13.6	12.7	11.8	9.6
每股净资产(人民币)	3	5	6	7	8
市净率(倍)	6	4	3	3	2
每股经营性现金流(人民币)	1	2	2	2	2
每股销售收入(人民币)	6.5	7.3	7.1	8.3	9.6
市销率(倍)	2.7	2.4	2.5	2.1	1.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

历经三次转型，聚焦游戏主业

三七互娱主营业务为全球移动游戏和网页游戏的研发、发行与运营。公司旗下拥有全球顶尖的游戏研发品牌“三七游戏”，专业游戏发行品牌“37 手游”、“37GAMES”、“37 网游”；以及少儿编程教育品牌“妙小程”。此外，公司跟进行业发展趋势，积极布局元宇宙，2022 年上半年与歌尔股份、米哈游成立“同歌一期基金”，聚焦 AR/VR 等新业态机遇进行投资。

图表 38. 公司品牌结构



资料来源：公司公告，中银证券

公司发展历程

公司成立于 2011 年，发展中多次把握行业变革机遇，分别完成三次转型，推出过多款流水表现突出的游戏产品。目前已经实现了“研运一体化”，围绕“精品化、多元化、全球化”的发展战略持续深耕国内和海外的游戏市场。

页游阶段 (2011-2014)

2011 年，公司组建专业化团队，成立 37 游戏（现 37 网游），全面进军网络游戏产业；2012 年，公司成立 37 GAMES，正式进军海外市场；2013 年，成立极光网络（现三七游戏），布局研发体系；2014 年，推出首款自研产品《大天使之剑》，上线 60 天总流水超 3.2 亿元，成功转型成集研发和发行于一体的页游厂商；到 2014 年，公司网页游戏运营平台市占率达 13%，仅次于腾讯。

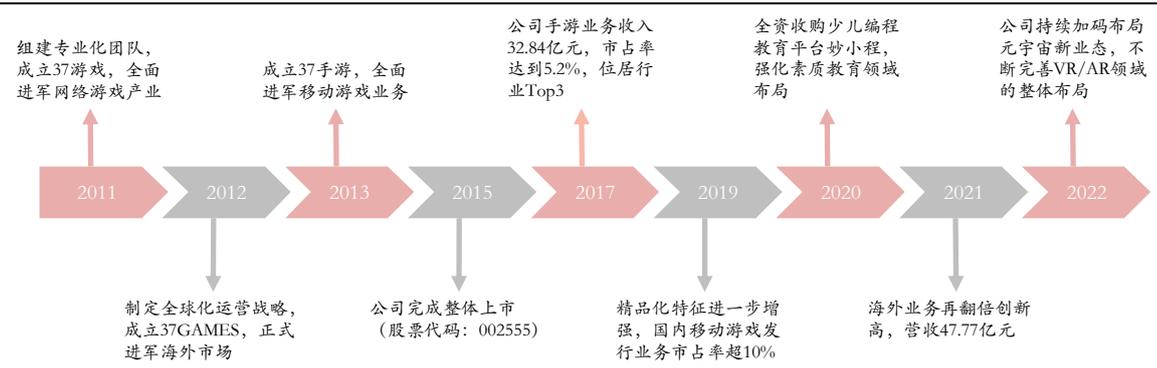
手游阶段 (2015-2017)

2015 年，公司完成整体上市，并且成为国内市场份额最高的页游研发商；2016-2017 年间陆续推出《永恒纪元》和《大天使之剑 H5》等自研手游，上线 30 天均实现流水破亿；公司将优势页游产品复刻到手游端，实现从网页端到移动端的业务中心转移，2017 年公司手游业务收入 32.84 亿元，市占率达到 5.1%，成为仅次于腾讯和网易的手游发行商，手游业务超过页游成为公司第一收入来源。

全球化“研运一体”阶段 (2018-至今)

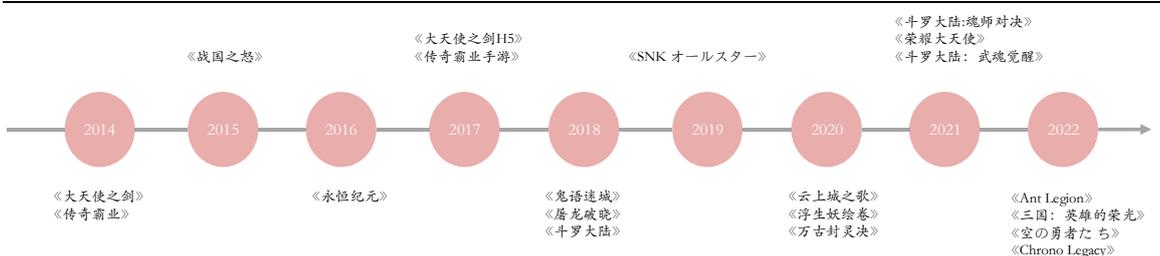
2018 年，上市公司剥离顺荣汽车业务。同年公司进行了战略升级，提出“研运一体”以及“精品化”战略，将游戏研发贯穿公司自研产品的整个生命周期，全面提升自研游戏质量以及玩家体验，以保证游戏产品的高流水和长周期；2019 年，公司精品化特征进一步增强，国内移动游戏发行业务市场占有率超过 10%，稳居行业第三位；2020 年，公司筹建云游戏平台，率先抢占 5G 云游戏新赛道，并且全资收购少儿编程教育平台妙小程，强化素质教育领域布局；2021 年，公司海外业务再翻倍创新高，营收达到 47.77 亿元，成为收入增长驱动点；2022 年，公司持续加码布局元宇宙新业态，不断完善 VR/AR 领域的整体布局。

图表 39. 公司发展历史沿革



资料来源: 公司公告, 中银证券

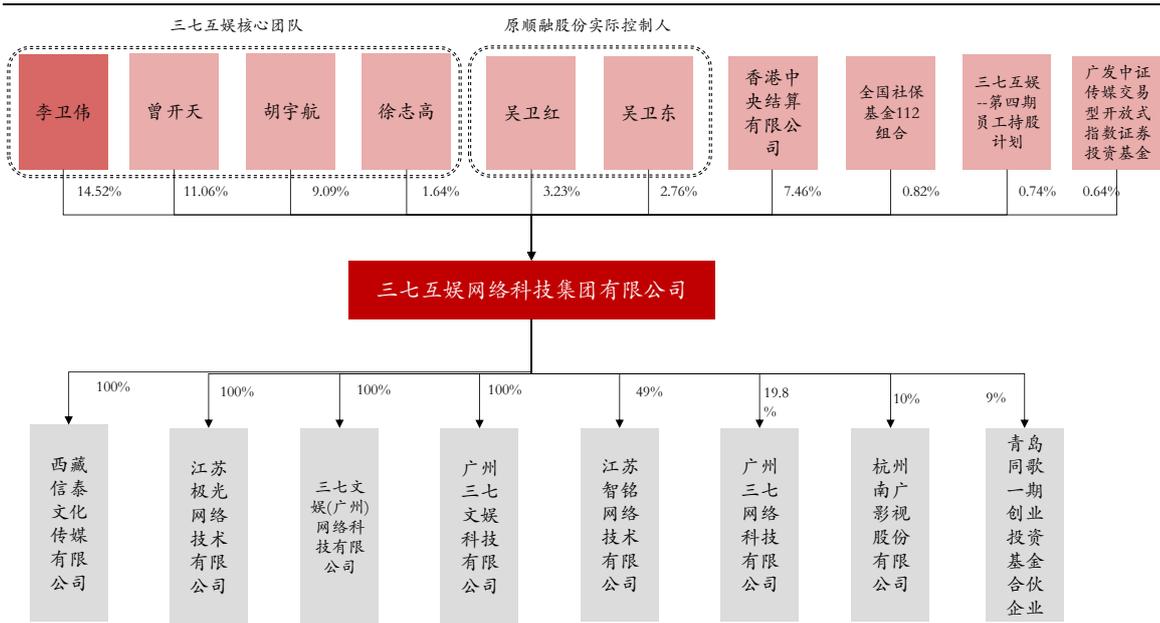
图表 40. 公司主要游戏一览



资料来源: 公司公告, 中银证券

公司股权结构稳定, 核心团队持有较多股权, 有助于公司进行长期高效的战略部署。2019年3月后, 公司第一大股东从原顺荣股份实际控制人吴氏家族变更为三七互娱创始人、董事长兼总经理李卫伟。截止2022H1, 前十大股东中共有四位三七互娱核心团队成员, 总计持股比例达到36.31%; 核心高管持股比例高更能支持游戏业务的长期发展。吴氏家族持股比例合计5.99%, 有逐渐减少持股的趋势。

图表 41. 公司股权图 (截至2022年半年报)



资料来源: wind, 公司公告, 中银证券

公司业绩持续增长，毛利率维持高位

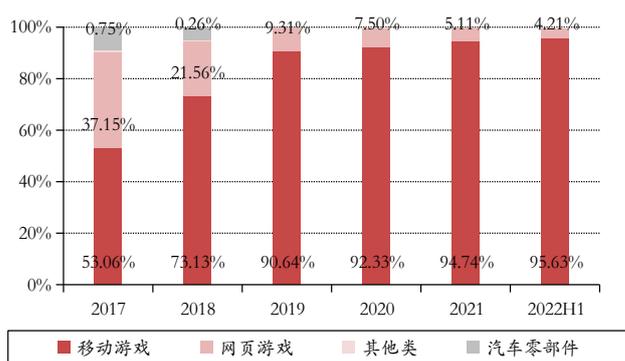
近年来公司营收与归母净利润稳定增长，2019/2020/2021/2022H1 公司营收分别为 132.27/144.00/162.16/80.92 亿元，同比增长 73.29/8.87/12.61/7.34ppts；公司归母净利润分别为 21.15/27.61/28.76/18.51 亿元，同比增长 109.69/30.56/4.15/84.20ppts。公司业绩稳定增长主要由于三次转型均取得了成功。由于公司经历了“页转手”的转型期，移动游戏业务占比由 2017 年 53.06% 提升至 2022 上半年 95.63%；相对应的网页游戏占比则连年下降，至 2022 上半年占比仅为 4.21%。

图表 42. 公司营收情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 43. 公司分业务营收占比



资料来源: Wind, 中银证券

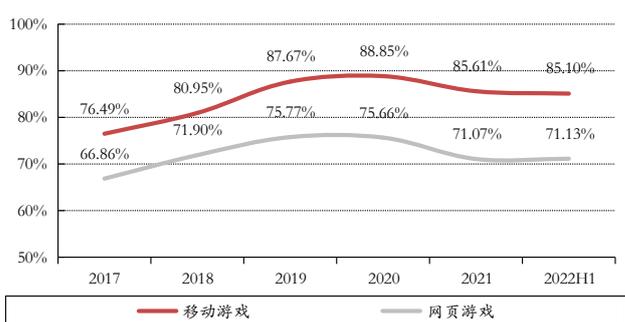
公司毛利率长期维持高位，2016-2020 年公司毛利率逐年稳定增长，2021 年整体毛利率 84.79%，同比下降 3.00ppts，综合净利率 17.57%，同比下降 3.51 ppts，但 2022 上半年净利率有所回升；主要原因为游戏业务先投入后回收的特性，2021 年公司新上线游戏产品数量增加，处于上线推广初期，销售费用增多带来毛利率阶段性降低。分业务看，近些年受益于手游市场发展强于页游市场。公司移动游戏的毛利率高于网页游戏，2017-2022H1 手游业务毛利率分别为 76.49%、80.95%、87.67%、88.85%、85.61%、85.10%。

图表 44. 公司利润率情况



资料来源: Wind, 中银证券

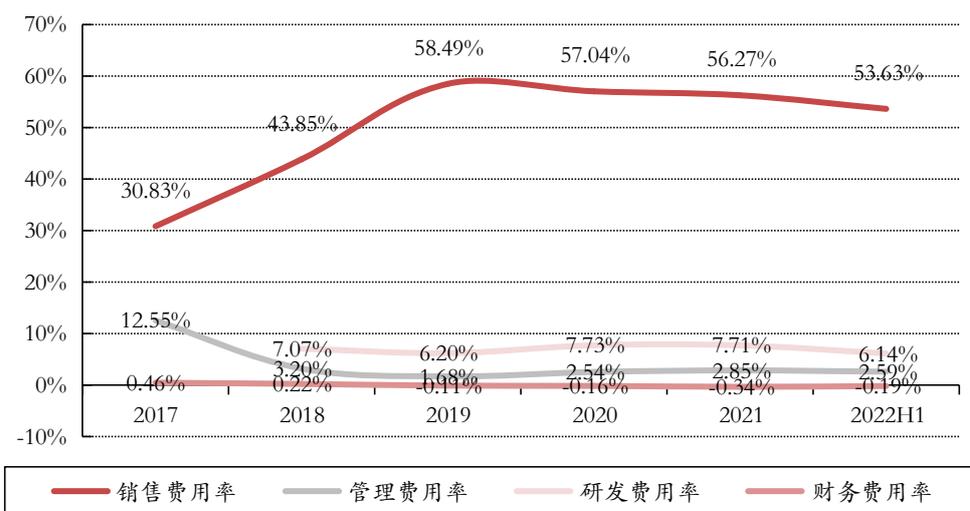
图表 45. 公司分业务毛利率情况



资料来源: Wind, 中银证券

公司费用率方面，由于游戏行业公司销售费用普遍受产品上线周期影响而波动较大，且公司自 2018 年起积极采取买量营销策略，因此公司销售费用率较高，但近几年呈下降趋势，由 2019 年最高 58.49% 下降至 2022 上半年 53.63%。

图表 46. 公司费用率情况



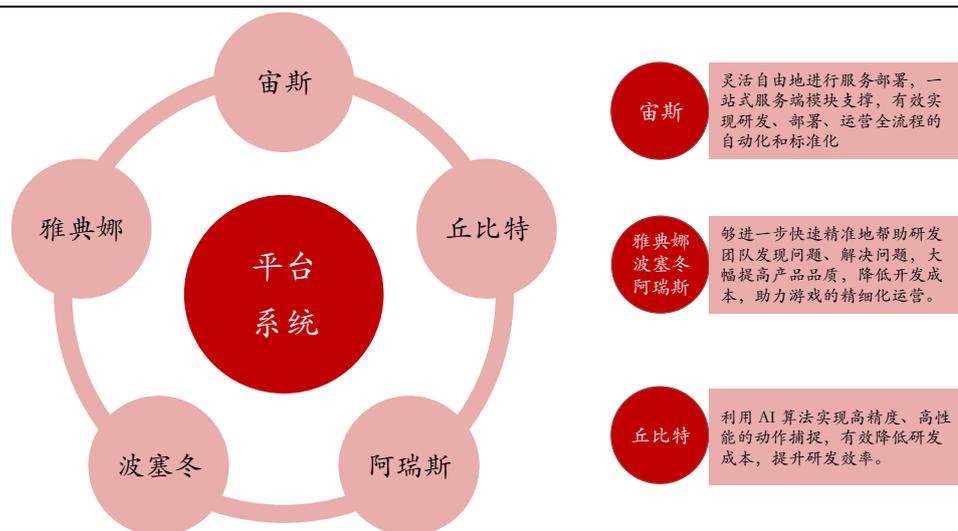
资料来源: Wind, 中银证券

“研运一体”助力公司高质高效发展

大力推进游戏精品化，自研代表作表现优异

随着国内存量市场厂商间内卷严重，以及科技技术进步导致消费者对游戏品质要求逐渐提高，游戏内容精品化趋势明显。公司自 2017 年开始加码自研业务，借助人工智能、大数据等技术，通过一系列技术平台系统提升开发效率，实现精细化、数据化。目前公司平台系统包括游戏研发中台“宙斯”、数据分析系统“雅典娜”、监控预警系统“波塞冬”用户画像系统“阿瑞斯”以及 AI 研发平台“丘比特”。

图表 47. 公司研发端平台系统



资料来源: 公司公告, 中银证券

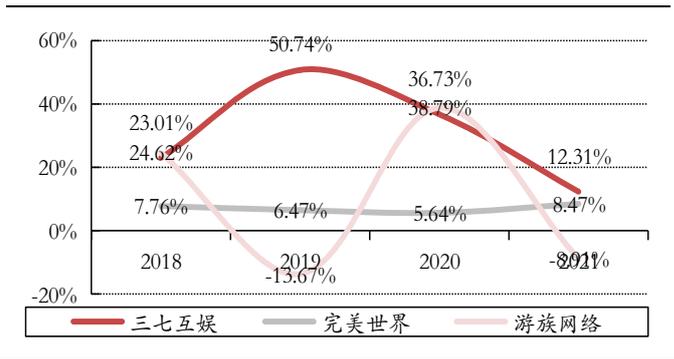
公司研发实力已跻身行业领先水平。公司研发费用稳步上升，2017 至 2021 年研发费用 CAGR 为 30%，21 年研发费用为 12.50 亿元；公司研发费用增速处于行业领先地位，近四年增速分别为 23.01%、50.74%、36.73%、12.31%。2022 上半年研发费用有所下滑，主要系公司根据战略游戏品类调整人员结构，加大对于策略等战略品类的投入，减少个别非战略品类的研发投入所致。同时公司还通过投资布局等方式，与上海易娱网络、羯磨科技等优秀的游戏研发商长期深度合作，形成丰富的外部研发储备，在产品供给侧进行了多元化布局。

图表 48. 公司历年研发投入



资料来源: Wind, 中银证券

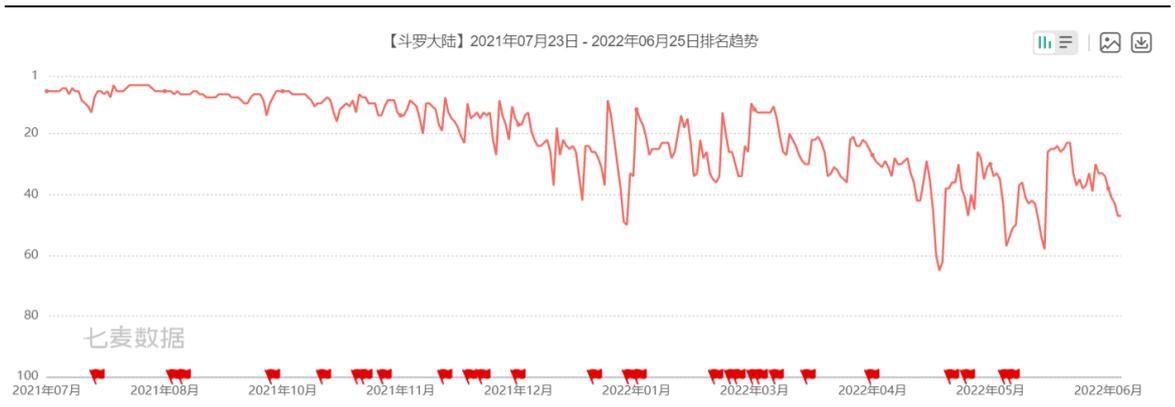
图表 49. 各公司研发费用增速对比



资料来源: Wind, 中银证券

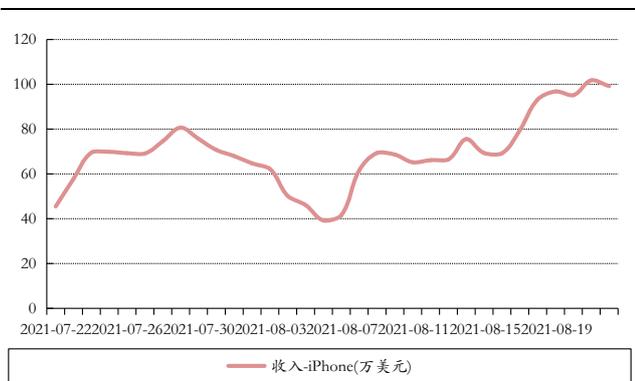
公司自研游戏代表作《斗罗大陆：魂师对决》自 2021 年 7 月上线后表现优异，最高位居 IOS 游戏畅销榜 TOP4，上线至今稳居 IOS 畅销榜 TOP60。下载量方面，游戏上线当日下载量超过 40 万，首月下载量接近 300 万；收入方面，游戏首月流水超 7 亿，发行四个月内日流水基本保持在 40 万美元以上；发行至今 IOS 端总流水约 1.14 亿美元。《斗罗大陆：魂师对决》已经成为公司自研产品的代表之作。

图表 50. 《斗罗大陆：魂师对决》排名情况



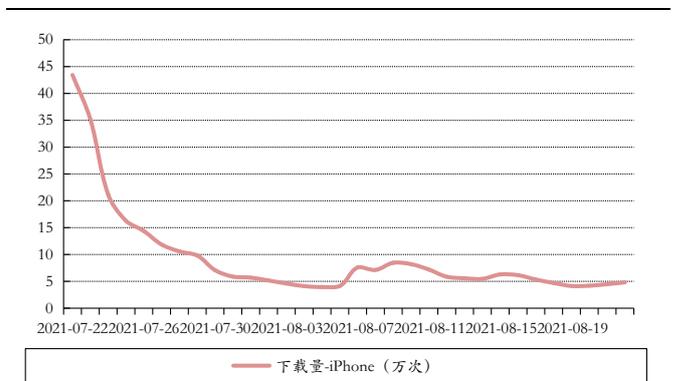
资料来源: 七麦数据, 中银证券

图表 51. 《斗罗大陆：魂师对决》首月流水



资料来源: 七麦数据, 中银证券

图表 52. 《斗罗大陆：魂师对决》首月下载量



资料来源: 七麦数据, 中银证券

《斗罗大陆：魂师对决》的成功之处在于产品品质优秀的同时叠加了公司强大的营销赋能。据微软新闻，游戏研发过程历时2年，研发投入1亿元，对游戏画面和引擎技术进行了深刻打磨。公司采用次世代3D游戏引擎，通过实时无缝昼夜切换、动态体积光追踪等效果还原动画名场面，在人物、场景等方面打造丰富逼真的画面，从而提升了用户沉浸感。同时公司推出自主研发的“魔方框架”以及“技能编辑器”，帮助提升研发效率，增强美术动效表现力。在TapTap社区中大部分玩家给予游戏“画质优良”“体验好”等评价，截至9月28日TapTap评分8.0。营销方面，公司使用类UGC短片、品牌向广告、明星/素人实拍短剧等多种内容进行广告投放，成功吸引用户兴趣进而下载体验游戏。

图表 53. 《斗罗大陆：魂师对决》游戏画面



资料来源：37 手游，中银证券

“双核+多元”战略加持，公司自研和代理产品矩阵丰富。其中“双核”指 MMORPG 和 SLG，“多元”即卡牌、模拟经营、泛二次元、女性向等品类。2021 年公司开始进行全方位布局，目前多元化产品矩阵已初见成效，MMORPG 品类以“传奇奇迹”为主，付费值高、产品流水表现稳定；SLG 主打出海市场，《Puzzles&Survival》、《Ant Legion》等产品品类和题材极为契合欧美、日韩用户，卡牌类以斗罗大陆、拳皇等 IP 为主，剧情情节精彩，用户粘性较高，而模拟经营/泛二次元/女性向等品类针对特定受众群体，内容偏轻松娱乐，但产品流水不俗。

图表 54. 公司多元化产品矩阵

MMORPG	《大天使之剑 H5》《永恒纪元》《精灵盛典》《鬼语迷城》
SLG	《Puzzles & Survival》《Ant Legion》
卡牌类	《斗罗大陆：武魂觉醒》《斗罗大陆：武魂觉醒》《拳魂觉醒》
模拟经营/泛二次元/女性向	《云上城之歌》《叫我大掌柜》《一克拉女王》

资料来源：公司公告，中银证券

公司国内产品储备丰富，囊括多种品类和题材。根据公司业绩说明会，公司目前共有 19 款针对国内发行的储备产品，其中自研产品 7 款，代理发行产品 12 款；储备的产品中《梦想大航海》《霸业》《空之要塞：启航》《最后的原始人》《曙光计划》等多款产品已获得版号，近中期有望为公司业绩提供支持。其中公司重磅自研产品《霸业》是一款国战玩法 SLG 手游，主打新中式写实美术风格，其港台版本《三国：英雄的荣光》已于 2022 年上线，IOS 评分高达 4.9；重磅代理产品《空之要塞：启航》属于蒸汽朋克风格卡牌手游，截至 9 月 28 日在 TapTap 评分为 8.5，位列游戏预约榜 Top25。

图表 55. 三七互娱国内 Pipeline 一览

序号	披露名称	产品品类	产品类型	自研/代理
1	《代号魔幻 M》	MMORPG	西方魔幻	自研
2	《代号斗罗 MMO》	MMORPG	斗罗 IP	自研
3	《代号古风》	MMORPG	唯美古风	自研
4	《代号 3D 版 WTB》	MMORPG	Q 版 3D	自研
5	《霸业》	SLG	三国题材	自研
6	《代号 GOE》	SLG	中世纪历史	自研
7	《代号 D8》	卡牌	神话题材	自研
8	《梦想大航海》	MMORPG	航海射击	代理
9	《曙光计划》	MMORPG	蒸汽朋克	代理
10	《代号魔幻 K 计划》	MMORPG	西方魔幻	代理
11	《代号 XXZ》	MMORPG	修仙题材	代理
12	《代号二次元 ZQ》	卡牌	二次元	代理
13	《光明冒险》	卡牌	异世界冒险	代理
14	《最后的原始人》	卡牌	回合放置	代理
15	《空之要塞：启航》	卡牌	未来科技	代理
16	《代号三国 CB》	SLG	三国题材	代理
17	《代号 DG》	SLG	中世纪城建/轻度消除	代理
18	《代号森林》	模拟经营	农场类	代理
19	《代号合伙人》	模拟经营	写实商业	代理

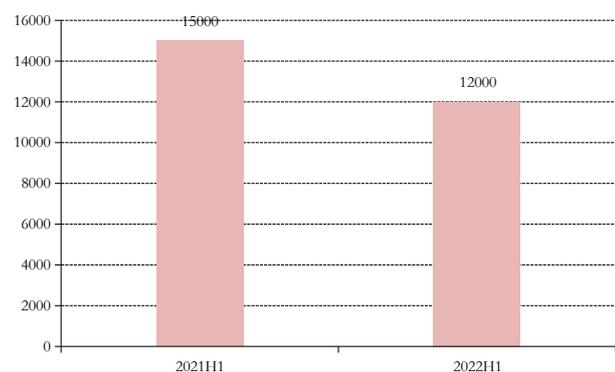
资料来源：公司公告，中银证券

从传统买量到全方位新型营销，公司营销壁垒牢固

国内买量成本不断提升，ROI 逐步走低。根据热云数据，2022 上半年国内买量市场投放产品数约 1.2 万个，同比减少 20%；而在首次投放时间分布方面，虽然今年上半年投放的新游占比最高，但与去年首次投放的旧游占比仅相差不到 6%，说明旧游在买量市场上占据重要位置的同时，厂商对今年新游的买量持较为谨慎的态度。

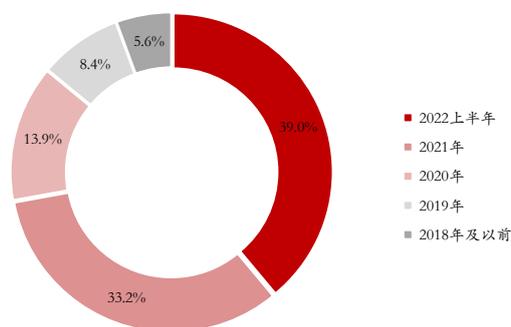
造成国内买量市场疲软现象有多方面原因：1) 游戏版号对买量市场有所限制，上半年审批的版号数量较少，腾讯、网易等大厂获版号数量较少。2) 国内买量市场内卷较严重，买量成本不断升高，因此厂商将更多精力放在游戏内在品质和出海业务上，从而造成国内买量市场的低迷。

图表 56. 手游买量市场投放产品数对比 (个)



资料来源：热云数据，中银证券

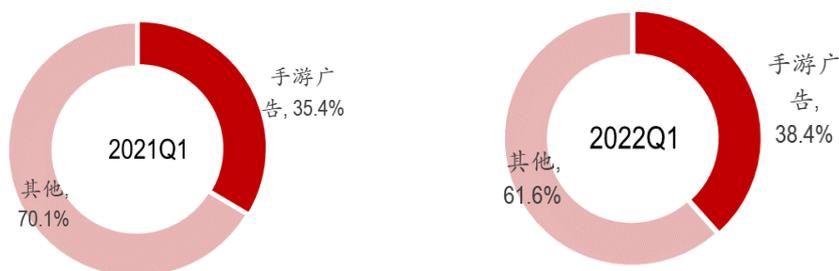
图表 57. 22H1 手游买量市场首次投放时间分布



资料来源：热云数据，中银证券

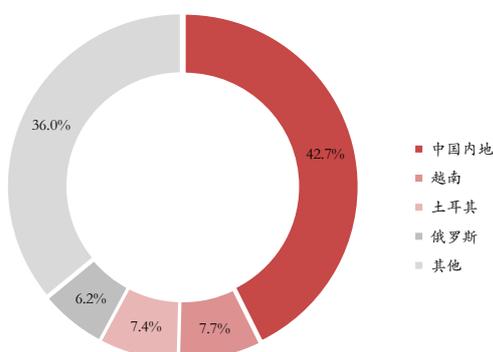
海外买量市场维持高景气。根据 AppGrowing，2022 年上半年海外手游广告占整体移动广告市场比例达 38.4%，环比增长 8.5%。不断上升的手游广告占比说明其不仅在移动广告市场长期扮演重要角色，还体现出海外游戏市场仍然有较大增长空间，厂商对于买量的依赖呈现上升趋势。另一方面，国产手游在海外买量市场最为活跃，在国内市场所积累的丰富买量经验帮助国内厂商在出海业务中占据一定优势，2022 上半年海外买量 Top500 手游中，国产手游占比达 42.7%。同时北美、东南亚、欧洲地区为国内手游主要目标市场，三个地区共占海外市场的 41.6%。主要原因为欧美市场用户对于游戏内付费和广告点击行为接受程度较高，而东南亚市场具备人口红利的同时智能手机普及率也在迅速提升。

图表 58. 海外手游广告占整体移动广告市场比例



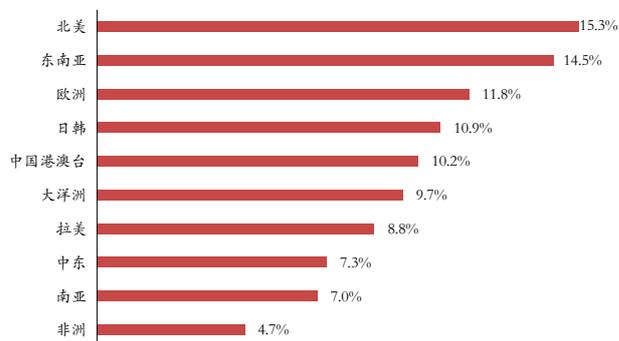
资料来源：AppGrowing，中银证券

图表 59. 22H1 海外广告量 Top500 手游来源地区



资料来源：AppGrowing，中银证券

图表 60. 22H1 国内手游出海主要市场占比

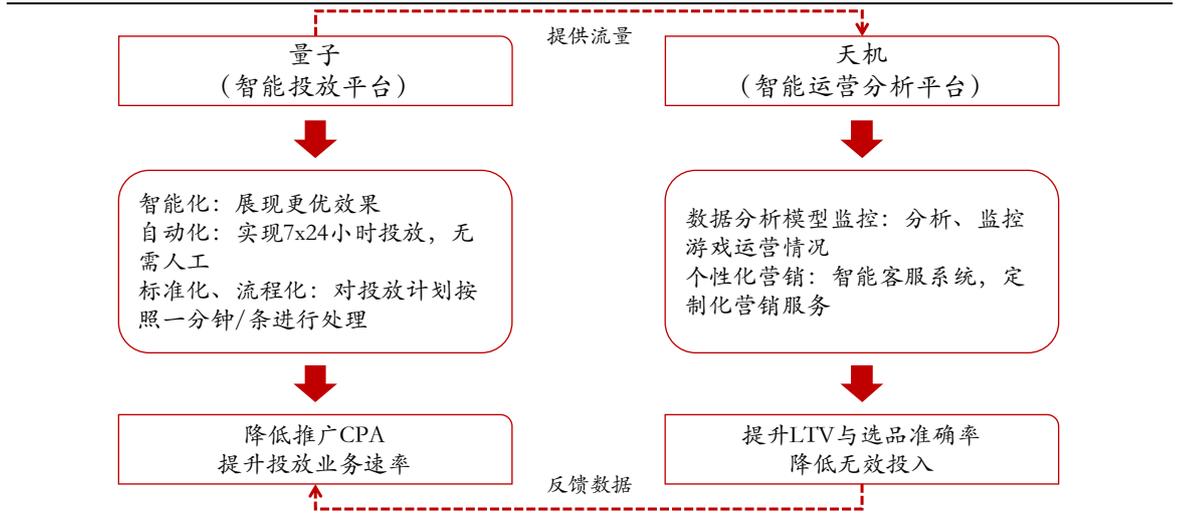


资料来源：AppGrowing，中银证券

公司凭借智能化投放平台“量子”和智能化运营分析平台“天机”构筑买量壁垒。一方面，“量子”支持对投放计划进行标准化处理，实现投放业务“7×24 小时”覆盖的批量化与自动化，可以更精准、智能地体现投放素材的实际效果，并且对接所有主流渠道如抖音、百度、微信；达到降低推广 CPA 和提升投放业务速率的效果。“天机”的核心能力在于通过对游戏核心数据进行分析对比，能够准确预估产品 LTV 模型，并将投放控制数据反馈至“量子”系统，从而降低游戏运营风险，减少无效投入。

“量子-天机”平台具备四点核心优势：1) 覆盖渠道更全更广，可覆盖国内外所有主流渠道；2) 支持移动端的操作，可以实现多端协同管理；3) 系统自动投放功能强大，功能层面贴合业务需求；4) 具备行业领先的数据挖掘和数据分析能力。

图表 61. “量子-天机”系统运行过程



资料来源：头豹研究院，公司公告，中银证券

公司在保持买量高强度的同时，采取针对性买量策略。近三年公司销售费用分别为 77.37、82.13、91.25 亿元，位居游戏公司前列，公司销售费用里约 90%为购买互联网流量产生的费用。根据 DataEye 数据，2022 年一季度，公司主要买量的产品为《叫我大掌柜》、《斗罗大陆：魂师对决》和《绝世仙王》，其中《斗罗大陆：魂师对决》投放素材数已超过去年全年；而《斗罗大陆：武魂觉醒》已基本不再买量，《荣耀大天使》买量也有明显下降。可见公司针对不同产品制定了针对性买量策略，将资源优先倾斜向已取得一定成功的核心产品。

图表 62. 各公司销售费用对比 (亿元)



资料来源：Wind，中银证券

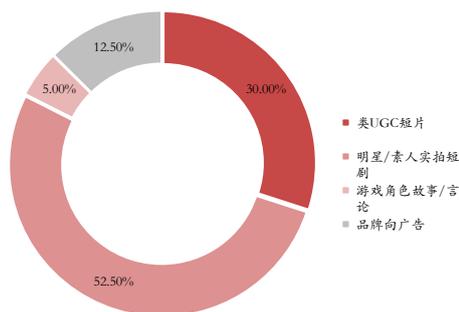
图表 63. 公司主要产品素材投放量 (个)



资料来源：DataEye，中银证券

公司将更注重素材的创意性，同时积极探索新的营销方式。在素材的创意性上，公司以素材的“吸睛能力”为切入点，吸引更多用户的兴趣，再将用户兴趣转化为下载量。如《斗罗大陆：魂师对决》的广告素材讲述了玩家只身穿越进游戏的剧情，配合生动逼真的画面，突出强调了游戏带来的沉浸感，从而吸引用户点击广告进行观看，再结合斗罗 IP 的热度和国际巨星成龙的代言，吸引用户进行下载体验。另一方面，除了传统游戏下载平台如 IOS 和安卓之外，公司紧跟微信小游戏风口，《叫我大掌柜》于去年下半年上线微信小程序，截至今年一季度在微信小程序上的流水占其总流水约三分之一，目前在小游戏畅销榜单中稳居前五。

图表 64. 《斗罗大陆：魂师对决》买量形式



资料来源: DataEye, 中银证券

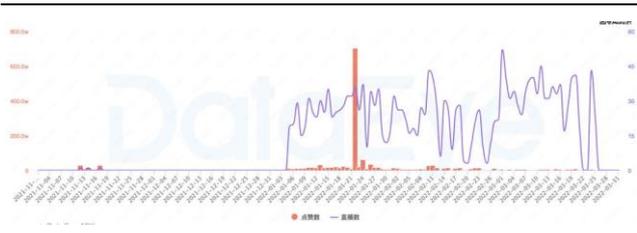
图表 65. 《叫我大掌柜》位居微信畅销榜前列



资料来源: 微信游戏, 中银证券

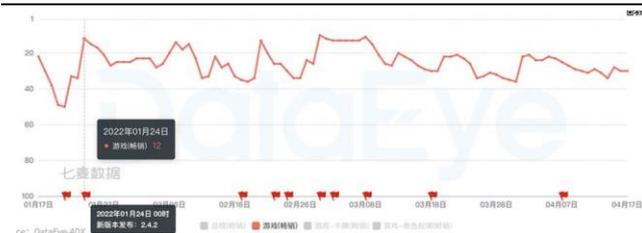
除了传统买量策略, 公司积极参与效果型达人营销。效果型达人营销包括短视频、直播, 由于传统买量市场内卷严重, 达人营销已逐渐成为新趋势。今年以来公司开始积极试水该领域, 旗下代表产品《云上城之歌》、《斗罗大陆: 武魂觉醒》、《荣耀大天使》均参与其中; 其中《斗罗大陆: 魂师对决》在 2022 年第一季度日均开启直播 22 场, 最高曾在 1 月 22 日拿下 703 万的点赞数, 同时在对应的时间内游戏在 IOS 畅销榜排名最高上升至 12 名。《云上城之歌》今年最高位列游戏直播榜第四名; 游戏收入也呈现出对应上升的趋势。达人营销带来的效果立竿见影。

图表 66. 《斗罗大陆：魂师对决》达人直播趋势



资料来源: DataEye, 中银证券

图表 67. 《斗罗大陆：魂师对决》IOS 畅销榜



资料来源: DataEye, 中银证券

图表 68. 《云上城之歌》位列游戏直播榜 TOP5

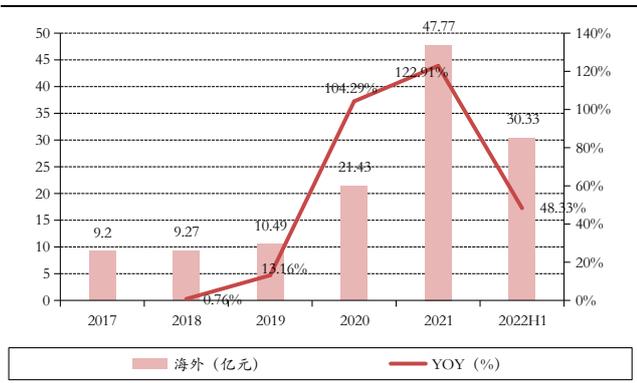
排名	游戏名	直播数	最高在线
1	指尖四川麻将 深圳市禅游科技股份有限公司	7.0w	1248.3w
2	禅游斗地主 深圳市禅游科技股份有限公司	4.8w	984.5w
3	途游斗地主 (比赛版) 在线途游 (北京) 科技有限公司	3.7w	1028.5w
4	云上城之歌 广州三七互娱科技有限公司	2.6w	90.8w
5	青云传 广州奇米信息技术有限公司	2.3w	92.8w

资料来源: DataEye, 中银证券, 注: 数据区间选自 22 年 2-5 月

游戏航海新时代，海外业务未来可期

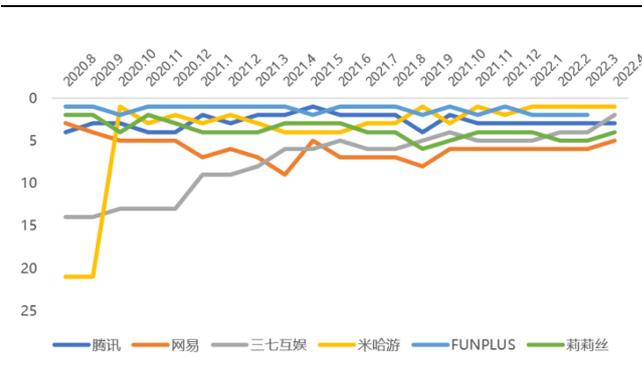
海外业务带来增量，公司收入天花板得以提升。公司海外业务持续高速增长，2020 年、2021 年均实现收入翻番。2022 上半年公司海外业务营收达到 30.33 亿元，海外营收占比由 2017 年 14.86% 上升至 37.48%；相应地，根据 DataEye 数据，2020 年来公司在国内游戏公司海外收入榜单中从十名开外逐步跻身前五，2022 年 4 月已达到榜单第二名。目前公司海外业务已覆盖全球 200 多个国家和地区，优势产品品类包括 RPG、SLG、模拟经营等均取得优秀成绩，2021 年公司在 data.ai 发布的“年度中国游戏厂商出海收入飞跃榜”中高居第二，出海业务已成为公司稳健发展的第二驱动力。

图表 69. 近年年公司海外营收情况



资料来源: wind, 中银证券

图表 70. 公司海外业务收入排名持续上升



资料来源: DataEye, 中银证券

公司出海产品覆盖多种品类，SLG 品类中《Puzzles & Survival》全球累计流水超过 25 亿元，表现优秀；新游《Ant Legion》最高单月流水超 2600 万元，有望成为第二个 SLG 品类爆款；另外公司在模拟经营、MMORPG 品类中均有成功产品，在欧美、日韩等地区具备强大竞争力。

图表 71. 公司海外代表产品情况

品类	名称	取得成绩
SLG	《Puzzles & Survival》	全球累计流水超过 25 亿元
	《Ant Legion》	最高单月流水超 2600 万元
	《Puzzles & Conquest》	全球累计流水超过 11.3 亿元
模拟经营	《叫我大掌柜》	中国游戏出海收入 30 强
	《江山美人》	21 年中国手游出海收入榜第 27 名
MMORPG	《云上城之歌》	21 年海外收入超过 1 亿美元

资料来源：公司公告，游戏财经汇，中银证券

公司在出海业务中具备优秀的持续运营能力和强大的营销能力。公司海外业务的代表游戏《Puzzles & Survival》已发布 2 年，据 DataEye 2022 年 4 月数据，该游戏仍位列出海手游收入榜第五名，今年以来《Puzzles & Survival》在美国市场收入节节攀升，反映出公司出色的长期运营能力，另外公司自研游戏《斗罗大陆：魂师对决》今年以来海外累计收入超 2500 万美元，约合 1.6 亿元；证明了公司自研实力得到海外市场的认可，代理与自研齐头并进，保证公司中长期的稳步运营。在营销方面，公司拥有行业先进的买量算法和高质高效的广告素材。强大的营销实力可以确保公司拿到较多的出海代理产品，进而有较大概率在代理产品中出现长线、爆款产品，从而确保公司海外业务持续增长，形成良性循环。

图表 72. 《Puzzles & Survival》美国市场收入情况



资料来源：data.ai，中银证券

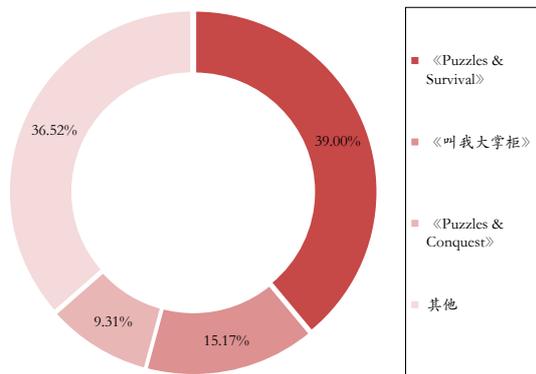
《Puzzles & Survival》是第一个出现在欧美市场的“三消+SLG”品类融合游戏，占据了先发优势。轻度的消除玩法结合较重度的 SLG 使得游戏更加平衡，同时还能拓宽受众。题材方面，末日生存题材是 2021 年最赚钱手游题材。根据 Sensor Tower 数据，2021 年中国出海手游收入 Top30 中有 5 款末日生存题材（《State of Survival》、《Puzzles & Survival》、《守望黎明》、《Age of Z Origins》、《明日之后》），2021 年上半年末日生存题材手游全球范围收入超 11 亿美元。“三消+SLG”和末日生存题材相结合，使《Puzzles & Survival》在海外市场长期具备优秀的竞争力。

图表 73. 《Puzzles & Survival》上线后排名优异

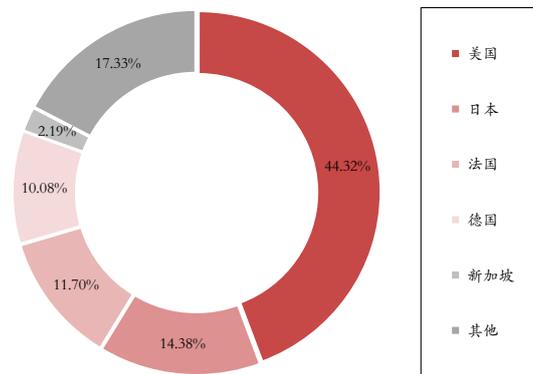


《Puzzles & Survival》是公司海外买量最多的产品，占比高达39%。在投放地区方面，公司制定了针对性较强的买量策略，美国、日本、法国、德国为主要投放地区，主要由于欧美用户对游戏内付费和广告点击行为接受度较高，以及“三消+SLG”和末日生存题材对欧美用户有更高吸引力。从成果上来看针对性较强的买量策略效果明显，《Puzzles & Survival》发行至今近两年时间经久不衰，属于公司的代表产品。

图表 74. 2022 年公司海外游戏素材量占比



图表 75. 22 年《Puzzles & Survival》买量分地区



《云上城之歌》在海外的表现同样亮眼，据 Sensor Tower，2022 年 2 月，《云上城之歌》进入韩国手游畅销榜 TOP5，2022 上半年，《云上城之歌》是出海韩国手游中收入冠军，上半年收入达 6000 万美元；其日服版本《空の勇者たち》收入稳步增长，据 Sensor Tower，游戏入围 2022 上半年日本收入增长榜 Top5。它的成功同样离不开公司的买量支持，据 AppGrowing 数据，2022 年上半年公司前五海外买量产品中，韩国版、日本版《云上城之歌》分别位列第三、五位；在日韩市场手游广告投放榜中分别位列第九、二十一位。同时公司根据不同市场指定了不同营销内容，如在韩国市场公司将宣传海报绘画为韩式二次元风格，并且邀请当地明星作为代言人，在多重打法的带动下，游戏在日韩地区大受欢迎。

图表 76. 2022 年上半公司海外买量产品 Top5 (Google Play)

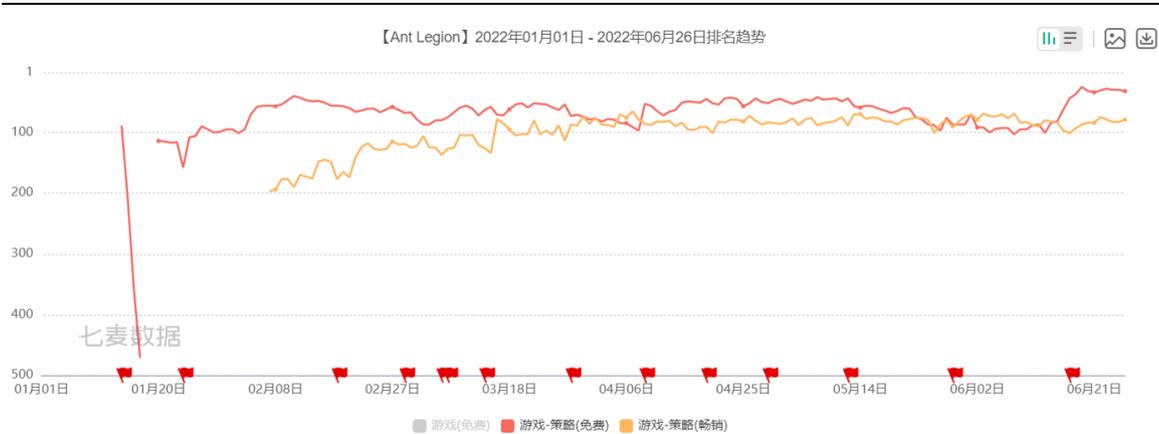


资料来源: AppGrowing, 中银证券

公司 2022 年初发行的蚂蚁题材 SLG 手游《Ant Legion》有望复刻《Puzzles & Survival》的成功，目前在 iOS 端稳定保持 TOP80，并有持续上升的趋势。《Ant Legion》的优势同样在于新颖的题材和公司强大的营销能力。蚂蚁类题材虽然相对偏门，但其与 SLG 品类有着较高的契合度：首先整个蚁群王国的发展过程与 SLG 中的开荒期相似，其次蚁群的社会架构也与 SLG 强调分工合作的品类特性相符，另外蚁群的入侵与防守行为也方便于游戏 PVE 和 PVP 的玩法设计。

营销方面，公司选择欧美地区为买量主战场，素材内容上主要强调新颖的题材以调动用户好奇心，从而进行下载和游戏内消费，据 Sensor Tower，截至今年五月，游戏累计流水已超过一亿元人民币，在 5 月中国手游海外收入增长榜中位列第十一位。未来公司将进一步发挥海外市场的先发优势，依靠强大的游戏研发能力以及本地化营销能力，不断扩大海外业务规模。

图表 77. 《Ant Legion》排名情况



资料来源: 七麦数据, 中银证券

公司出海产品类型多元，海外业务增长具备持续性。2022 年已在海外推出 SLG 类《三国：英雄的荣光》、《Ant Legion》以及放置类《Chrono Legacy》等产品。据 data.ai，今年以来《斗罗大陆：魂师对决》海外累计收入超 2500 万美元，约合 1.6 亿元，作为公司重磅自研产品，有望在海外市场取得突破性成果。

图表 78. 公司 2022 年以来海外发布重点产品一览

名称	上线时间	游戏类型	自研/代理
《Ant Legion》	2022 年 1 月	SLG	代理
《三国：英雄的荣光》	2022 年 1 月	SLG	自研
《空の勇者たち》	2022 年 2 月	MMORPG	代理
《Chrono Legacy》	2022 年 2 月	放置卡牌	自研
《斗罗大陆：魂师对决》（越南、泰国）	2022 年 4 月	策略卡牌	自研

资料来源：36Kr，中银证券

公司目前有 16 款海外产品储备，其中 10 款产品将同时针对海内外市场，另有 6 款产品为海外市场量身定做。公司在题材方面选择了受海外用户青睐且接受度高的西方魔幻、古风、中世纪历史等题材，并持续深耕 SLG、MMORPG、卡牌、模拟经营品类，未来公司海外业务有望持续高速增长。

图表 79. 三七互娱海外 Pipeline 一览

序号	披露名称	产品品类	产品类型	自研/代理
1	《代号魔幻 M》	MMORPG	西方魔幻	自研
2	《代号斗罗 MMO》	MMORPG	斗罗 IP	自研
3	《代号古风》	MMORPG	唯美古风	自研
4	《代号 3D 版 WTB》	MMORPG	Q 版 3D	自研
5	《霸业》	SLG	三国题材	自研
6	《代号 GOE》	SLG	中世纪历史	自研
7	《代号 G2》	SLG	西方题材	自研
8	《代号 D8》	卡牌	神话题材	自研
9	《代号 XXZ》	MMORPG	修仙题材	代理
10	《代号魔幻 K 计划》	MMORPG	西方魔幻	代理
11	《不朽觉醒》	MMORPG	西方魔幻	代理
12	《代号 S》	SLG	西方魔幻	代理
13	《空之要塞：启航》	卡牌	未来科技	代理
14	《上古王冠》	卡牌	西方魔幻	代理
15	《铁杆三国》	卡牌	三国题材	代理
16	《代号旧时光》	模拟经营	经商题材	代理

资料来源：公司公告，中银证券

前瞻性布局元宇宙，有望形成新业绩增长点

元宇宙催生的技术变革有望为行业带来新方向和新动力。元宇宙目前处于发展早期阶段，相关技术尚不成熟，仍有很多核心技术亟待突破；但是元宇宙的发展“脱虚向实”趋势明显——即各方的关注点，逐渐摆脱概念、畅想、炒作，更倾向于实际的落地场景。

公司通过投资切入元宇宙产业链。公司投资包括了光学模组、AR 智能眼镜、VR/AR 内容、云游戏、空间智能技术等产业链上下游优质企业，覆盖了算力、半导体、光学、显示、整机、应用及底层技术等赛道。其中英国 AR 眼镜公司 WaveOptics 已研发出全球领先的基于 SRG 表面浮雕光栅光波导的 AR 头戴式设备；美国全息波导厂商 Digilens 则致力于研究头戴式全息显示和波导技术；中国晶湛半导体是国际上唯一可供应 300mm 硅基氮化镓外延产品的厂商。投资优质元宇宙相关标的有助于公司完善元宇宙投资生态拼图。

图表 80. 公司元宇宙相关投资布局

标的公司	涉足领域	公司优势
Wave Optics	AR 眼镜	研发出全球领先的基于 SRG 表面浮雕光栅光波导的 AR 头戴式设备
Digilens	XR 设备	致力于研究头戴式全息显示和波导技术
Raxium	光学	正在研究 Micro LED 的单片集成 (monolithic integration)
晶湛半导体	芯片	国际上唯一可供应 300mm 硅基氮化镓外延产品的厂商
宸境科技	5G+AI+AR	核心产品 MirrorVerse 是一个多重镜像世界, 本质是一个超大型的、可支持超并发的、以真实世界游戏或社交棋盘为基础的共享型架构。
燧光科技	AR/MR	研发出对标微软 HoloLens 头显的 RhinoX 系列头显
万有引力	XR	预计将于 2024 年完成第一代针对 XR 领域芯片的量产

资料来源: ZAKER, 公司财报, 中银证券

合伙成立投资基金, 完善元宇宙产业链布局。据公司公告, 公司将与歌尔股份、米哈游合计认缴人民币 5.56 亿元开展创业投资活动, 该次投资标的为同歌一期基金, 投资方向为增强现实/虚拟现实、先进制造、智能网联汽车、半导体领域的未上市创业企业为主要投资方向的私募创业投资基金, 未来公司将结合自身游戏行业龙头地位与歌尔股份消费电子、VR/AR、半导体、等领域的专业优势, 聚焦增强现实 AR/VR 等新业态机遇, 推动公司产业经营和资本运营的良好互补, 不断完善产业链布局, 提升公司综合竞争力, 实现资本升值。

图表 81. 同歌一期基金合伙人情况

合伙人名称	类型	认缴出资额 (万元)	认缴比例 (%)
青岛同歌创业投资管理有限公司	普通合伙人	556	1.00
歌尔股份有限公司	有限合伙人	40,000	72.00
上海米哈游天命科技有限公司	有限合伙人	10,000	18.00
三七互娱网络科技集团股份有限公司	有限合伙人	5,000	9.00
合计		55,556	100.00

资料来源: 公司公告, 中银证券

盈利预测及估值

盈利预测

2022 年上半年三七互娱重点游戏进入成长期, 海外收入持续增长; 下半年宏观消费环境较为疲软, 游戏行业新品供给相对不足, 行业整体收入同比下滑, 但三七互娱重磅代理游戏《小小蚁国》、《空之要塞: 启航》等于 Q4 逐步上线, 产品储备中也有较多已获版号的高完成度游戏, 或将在 2023 年逐步推出。我们预计 2022/23/24 年公司总收入 158.3/183.0/213.5 亿元, 同比增长-2.36%/ 15.56%/ 16.70%。

图表 82. 三七互娱营业收入预测

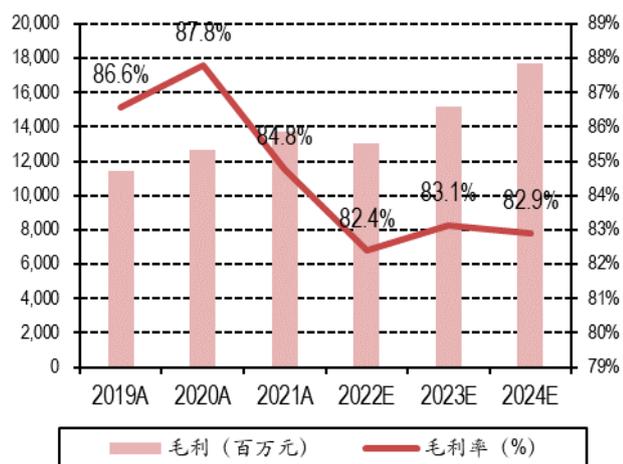


资料来源: 公司公告, 中银证券预测

2021 年公司毛利率同比下降 3.00ppts 至 84.79%，主要原因是游戏分成成本同比增加 42.57%，预计随着三七互娱自研产品逐步上线，自研产品收入占比进一步提高，毛利润将相对 2022 有所回升。

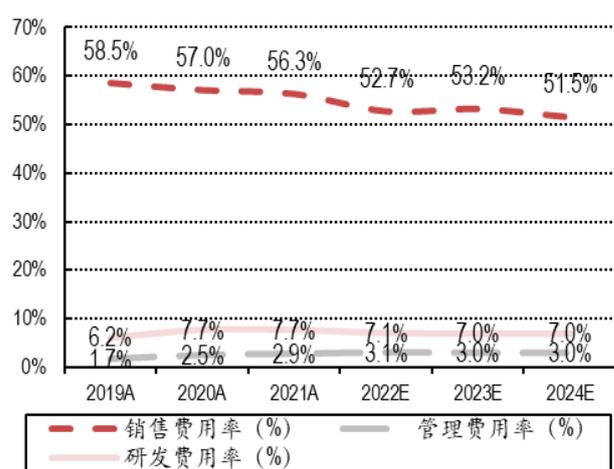
费用方面，三七互娱各项费用率整体保持稳定，其中销售费用率相对较高，主要原因是公司持续推出自营和代理游戏产品，且三七互娱在营销上具备自身独特优势，有能力借助买量等方式持续提升游戏全生命周期表现，因此不仅仅在游戏首发时产生较高销售费用。我们预计 2023 年后续储备产品的上市将使三七互娱销售费用率小幅上升，后续随着公司的发展和经验的积累，营销效率将逐步提升，销售费用率将开始走低。

图表 83. 三七互娱毛利和毛利润情况



资料来源：公司公告，中银证券预测

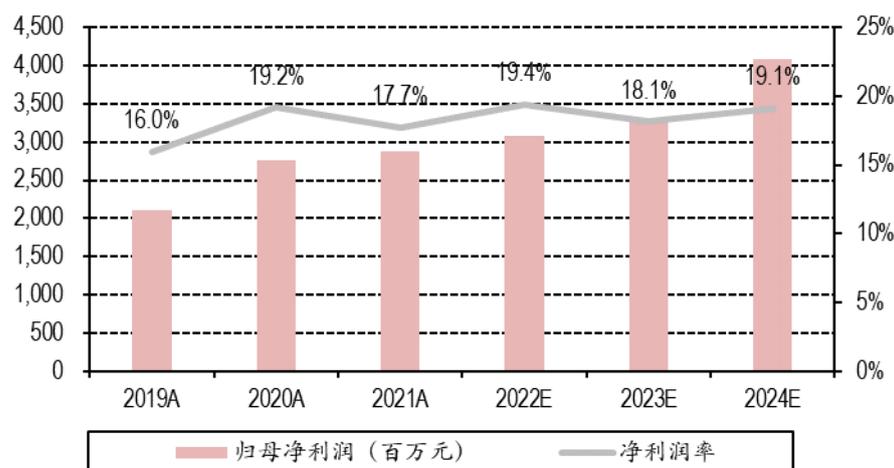
图表 84. 三七互娱各项费用率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

我们预计随着三七互娱在海外市场 and 买量策略等方面的经验积累逐步丰富，公司净利润率有望相对 2021 得到回升，预计 2022 年公司净利润率达 19.4%，之后基本维持在 18% 以上。我们预计 2022/23/24 年归母净利润分别为 30.7/33.2/40.8 亿元，同比增长 6.85%/8.05%/22.94%。

图表 85. 三七互娱归母净利润预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

近年来，公司不仅持续强化研发能力并推出优质产品，而且通过买量等营销手段持续在海内外推出爆款精品游戏。随着本身优势品类的研发能力、运营合法性实力的提高，结合旗下精品游戏的持续推出，三七互娱有望在海内外均获取更大市场份额。

图表 86. 三七互娱财务数据预测

(人民币 百万)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,216	15,833	18,297	21,354
页游	829	465	446	318
手游	15,364	15,345	17,829	21,012
游戏其他	23	23	23	23
毛利润	13,758	13,047	15,213	17,705
毛利率(%)	85%	82%	83%	83%
销售费用率(%)	56	53	53	52
管理费用率(%)	3	3	3	3
研发费用率(%)	8	7	7	7
归属于母公司净利润	2,876	3,073	3,320	4,082

资料来源: Wind, 中银证券预测

估值

三七互娱的业务集中在游戏领域,我们选取了 A 股游戏公司:世纪华通、电魂网络、恺英网络和以游戏业务为主要收入之一的姚记科技,以 PE 进行估值。

可比公司的 2023 年 PE 平均值为 10.78 倍。对比以上公司,三七互娱作为行业龙头,在国内市场份额稳居第一梯队具备更丰富的产品储备和运营稳定性,同时三七互娱海外收入保持高速增长,在出海方面具备优势。我们预计 2022/23/24 归母净利润 30.73/ 33.20/ 40.82 亿元,对应 PE 12.75/11.80/9.60 倍。首次覆盖,给予**买入**评级。

图表 87.可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002602.SZ	世纪华通	3.76	280.22	19.95	27.61	34.16	14.04	10.15	8.20
603258.SH	电魂网络	21.60	53.09	3.13	3.99	4.62	16.98	13.31	11.50
002517.SZ	恺英网络	6.39	137.55	10.99	14.40	17.97	12.52	9.55	7.65
002605.SZ	姚记科技	13.82	56.17	4.40	5.55	6.81	12.75	10.12	8.25
平均值							14.07	10.78	8.90

资料来源: Wind, 中银证券预测

注: 收盘价时间为北京时间 2022 年 12 月 28 日收盘

风险提示

- 居民消费意愿整体低于预期: 宏观经济增速放缓、疫情持续爆发,居民收入水平下滑,行业景气度下行。
- 国内新游戏上线时间不确定,老游戏生命周期缩短导致收入贡献下滑,海内外产品表现不及预期。
- 行业政策变化以及超预期的监管措施。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,400	16,216	15,833	18,297	21,354
营业成本	(1,758)	(2,466)	(2,786)	(3,084)	(3,796)
毛利润	12,642	13,750	13,047	15,213	17,558
营业税金及附加	(42)	(38)	(38)	(55)	(64)
销售费用	(8,213)	(9,125)	(8,346)	(9,736)	(10,997)
管理费用	(366)	(463)	(495)	(550)	(642)
研发费用	(1,113)	(1,250)	(1,125)	(1,281)	(1,495)
财务费用	23	55	94	160	193
其他损益	325	331	300	(10)	(71)
营业利润	3,256	3,261	3,437	3,742	4,482
营业外净收支	(7)	(12)	4	4	4
利润总额	3,249	3,248	3,442	3,746	4,487
所得税费用	(213)	(398)	(344)	(393)	(494)
净利润	3,036	2,850	3,098	3,353	3,993
少数股东损益	275	(26)	25	33	42
归属于母公司净利润	2,761	2,876	3,073	3,320	3,951
普通股数(百万)	2,112	2,217	2,217	2,218	2,218
EPS	1.31	1.30	1.39	1.50	1.78

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	1,774	4,618	6,182	7,781	9,816
短期定期存款	0	0	0	0	0
应收款项	1,165	1,264	1,234	1,427	1,665
其他流动资产	2,861	3,304	3,439	3,578	3,897
流动资产总计	5,800	9,187	10,856	12,786	15,378
固定资产	927	970	994	1,019	1,043
无形资产	1,108	1,088	1,068	1,047	1,025
其他非流动资产	2,729	3,192	3,343	3,493	3,646
非流动资产总计	4,764	5,250	5,405	5,558	5,714
总资产	10,564	14,437	16,261	18,344	21,092
应付账款	1,078	1,565	1,768	1,957	2,409
短期借款	889	446	146	57	(0)
其他流动负债	2,531	1,389	1,495	1,662	2,015
流动负债总计	4,498	3,399	3,409	3,676	4,423
长期借款及应付债券	0	20	20	20	20
其他非流动性负债	0	161	30	30	30
非流动负债总计	0	181	50	50	50
总负债	4,498	3,580	3,459	3,726	4,473
股东权益	6,037	10,774	12,693	14,477	16,436
少数股东权益	28	84	109	141	184
权益总额	6,065	10,857	12,802	14,618	16,619
总负债及权益	10,564	14,437	16,261	18,344	21,092

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,761	2,876	3,073	3,320	3,951
折旧与摊销	117	171	190	196	199
运营资本变动	867	(837)	229	21	242
其他经营现金流	(817)	1,449	(149)	45	83
经营活动产生的现金流	2,928	3,659	3,342	3,582	4,475
资本开支	(1,072)	(342)	(202)	(202)	(202)
其他投资现金流	462	(741)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(610)	(1,083)	(202)	(202)	(202)
债务融资	608	(400)	(324)	(89)	(57)
股权融资	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(3,236)	687	(1,252)	(1,692)	(2,180)
融资活动产生的现金流	(2,628)	287	(1,576)	(1,781)	(2,237)
现金变动	(361)	2,844	1,564	1,599	2,035
期初现金及等价物	2,135	1,774	4,618	6,182	7,781
期末现金及等价物	1,774	4,618	6,182	7,781	9,816

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率	8.86	12.62	(2.36)	15.56	16.70
营业利润增长率	21.85	0.15	5.42	8.85	19.79
归母净利润增长率	30.56	4.15	6.85	8.05	18.99
获利能力					
毛利率	87.79	84.79	82.40	83.14	82.23
归母净利率	19.17	17.73	19.41	18.14	18.50
ROE	45.73	26.69	24.21	22.93	24.04
偿债能力					
资产负债率	42.59	24.80	21.27	20.31	21.21
净负债比率	74.17	32.97	27.02	25.49	26.91
流动比率	1.29	2.70	3.18	3.48	3.48
速动比率	1.29	2.70	3.18	3.48	3.48
营运能力					
总资产周转率	139.06	129.72	103.15	105.75	108.30
应收账款周转率	11.74	13.35	12.67	13.75	13.81
应付账款周转率	1.41	1.87	1.67	1.66	1.74
每股指标 (元)					
每股收益	1.31	1.30	1.39	1.50	1.78
每股销售收入	6.82	7.31	7.14	8.25	9.63
估值比率					
P/E	14.19	13.62	12.75	11.80	9.60
P/S	2.72	2.42	2.47	2.14	1.83

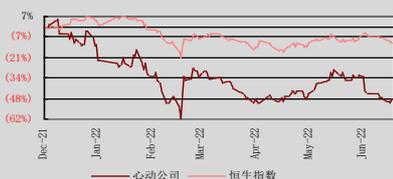
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

02400.HK
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 港币 21.40

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(47.6)	4.5	13.9	(47.0)
相对香港恒生指数	(37.0)	5.7	17.2	(22.0)

发行股数 (百万)	480
流通股 (%)	100
总市值 (人民币 百万)	9,873
3个月日均交易额(港币 百万)	61
净负债比率 (%) (2022E)	净现金
主要股东 (%)	
Credit Suisse Trust Limited	48

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 12 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《互联网行业事件点评: 心动公司: 重点产品表现优异, TapTap 月活持续提升》
20220831

《互联网行业事件点评: 心动公司: 优质产品储备丰富, TapTap 平台价值持续获得认可》
20220725

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒
证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

心动公司

TapTap 塑造游戏生态, 自研业务增添成长性

心动公司覆盖游戏产业链三个核心环节: 游戏研发、发行运营、分发平台。公司 3 款自研手游已在海外推出并取得不俗成绩, 仍有 6 款不同品类和题材产品在研, 为公司业绩提供成长空间; TapTap 平台连接四方生态, 月活和收入持续增长, 与公司游戏业务逐步形成协同效应, 首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **零佣金游戏分发渠道 TapTap, 塑造活跃的游戏社区生态。**2022 上半年 TapTap 全球月活跃用户超过 5070 万人, 国内游戏分发量超 7.43 亿次, 同比增长 35.5%。TapTap 为游戏玩家提供高质量下载渠道、社群交流平台的同时, 为开发者提供测试、数据、推广以及与玩家直接互动的“一站式服务”平台。TapTap 采取“不联运, 零分成”模式, 变现方式主要是广告收入且较为克制, 截至 2022 上半年, TapTap 平台累计手游下载量接近 9 亿人次, 具备新兴渠道中较强的游戏分发实力。
- **自研+代理双轮驱动, 追求多元化创新。**代理方面, 公司具备十余年游戏代理经验、独到的挑选眼光和成熟的代理模式, 多款代理游戏高居游戏畅销榜前列。自研方面, 公司游戏品类多是目前市场上较少厂商涉足的多元化创新品类, 已上线 3 款自研游戏成绩不俗, 目前共有 6 款在研游戏, 其中《铃兰之剑》于 2022 下半年开启海外测试。
- **TapTap 和游戏相互导流, 公司竞争壁垒牢固。**TapTap 不仅利用垂直平台优势对公司的游戏研发、运营、推广提供指导, 还与自研游戏相互导流提升早期 ROI 容忍度。自研游戏都是 TapTap 独占, 不仅享受 TapTap 平台活跃、高质量流量并更快导入游戏用户, 而且独家渠道发布使得游戏玩家被引流至 TapTap, 广告变现效率随之提升。

估值

- 我们预计 2022/23/24 营业收入 33.81/45.05/55.64 亿元, 对应 PS 2.63 /1.97 /1.60 倍。首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 居民消费意愿整体低于预期; 国内新游戏上线时间不确定; 行业政策变化以及超预期的监管措施。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入 (人民币 百万)	2,848	2,703	3,381	4,505	5,564
变动 (%)	0.3	(5.1)	25.1	33.3	23.5
归母净利润 (人民币 百万)	9	(864)	(493)	(28)	389
变动 (%)	(97.4)	n.a.	42.9	94.4	1,501.4
每股收益 (人民币)	0.02	(1.86)	(1.06)	(0.06)	0.84
市盈率(倍)	904.0	(10.3)	(18.0)	(319.8)	22.8
每股净资产(人民币)	6	5	6	8	11
市净率(倍)	3	4	3	2	2
每股经营性现金流(人民币)	1	(1)	(0)	1	2
每股销售收入(人民币)	6.6	5.8	7.3	9.7	12.0
市销率(倍)	2.9	3.3	2.6	2.0	1.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

聚焦游戏研运与分发，覆盖游戏全产业链

心动公司 (2400.HK) 是全球知名的游戏开发商和运营商，公司主要产品及服务包括 TapTap 平台、心动游戏自研和代理业务。公司业务完全覆盖了游戏产业链的三个核心环节：游戏的研发、发行运营、分发平台。旗下 TapTap 是中国最大的游戏社区平台和手机游戏垂直分发平台，2022 上半年 TapTap 全球月活跃用户超过 5070 万人，与游戏业务形成互相导流。游戏业务方面，公司产品矩阵品类丰富，涵盖 MMORPG、放置、SLG、战术竞技、塔防等品类。截止 2022 年 6 月底，公司的游戏产品包含 20 款免费游戏和 22 款付费游戏。

图表 88. 心动公司主要产品及服务

	产品/服务	代表游戏/介绍
心动游戏	网络游戏	《香肠派对》(SausageMan)、《仙境传说 M》(RagnarokM)、《不休的乌拉拉》(Ulala)、《明日方舟》(Arknights)、《蓝颜清梦》(LanYanQingMeng)
	付费游戏	《泰拉瑞亚移动版》(Terraria Mobile)、《风来之国》(Eastward)、《部落与弯刀》、《笼中窥梦》(Moncage)、《骰子元素师》
TapTap	TapTap 中国	1) 游戏开发者入驻 TapTap 平台创作和发布游戏 2) 游戏玩家通过 TapTap 平台下载和讨论游戏
	TapTap International	3) 优质独家的游戏组合持续地驱动 TapTap 平台用户增长，TapTap 平台用户数据反哺游戏研发与发行

资料来源：公司公告，中银证券

历经多次转型，打造独特运营模式

公司成立于 2011 年，始终秉持“聚匠人心，动玩家情”的愿景，历经多次转型，目前形成以 TapTap 平台为核心的游戏研发、代理、运营以及分发的全产业链布局：

页游时期 (2011-2013)

2011 年，页游《天地英雄》上线，月流水突破 3000 万元，成为当年网页游戏的一线产品；同年公司连续推出了首款网页和客户端两端互通的 MMORPG《盛世三国》，以及公司首款代理发行的游戏《神仙道》；其中《神仙道》是首款月流水超过一亿元的网页游戏产品，推动了整个网页游戏行业的成长和进步。

手游时期 (2014-2015)

2014 年，《仙侠道》承载了公司业务从页游转型手游的重任，但市场反应平平；公司认为联运模式并不适合自身产品观；2015 年，公司第一款成功的自研自发自发手游《横扫千军》上线，上线不久后便登上了 App Store 畅销榜，同年公司在新三板挂牌上市。

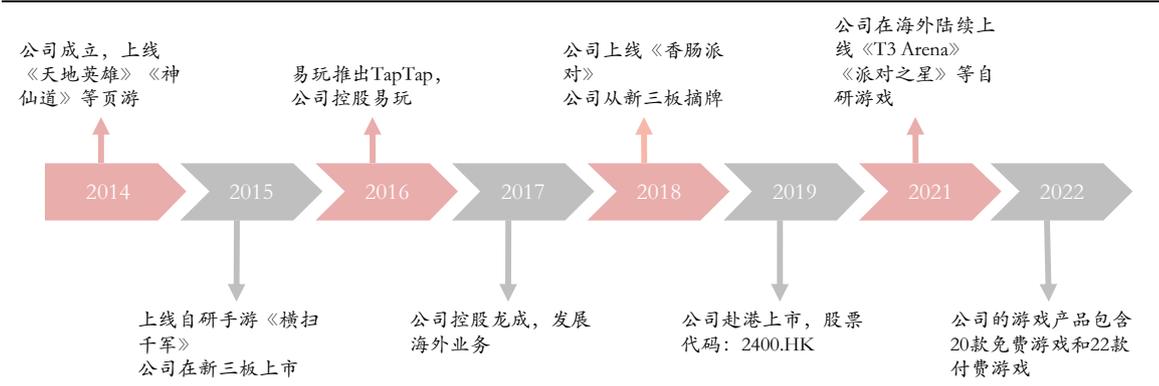
TapTap 时期 (2016-2020)

2016 年易玩推出 TapTap 平台，公司于当年 12 月控股易玩，并于 2021 年 5 月将控股比例增至 80.98%。TapTap 自诞生之日起，就确立了仅通过广告盈利，而不对游戏收入有任何分成的独特商业模式；2017 年，公司代理发行的独立游戏《艾希》在 TapTap 和 Steam 等平台上架，全平台售卖突破 100 万份；2018 年，公司正式推出《香肠派对》，在不断打磨下，《香肠派对》的营收和用户规模都在上线后第三年内逐年增加；为拓宽国际融资平台，公司于 2018 年 12 月从新三板摘牌，并在 2019 年底赴港上市，股票代码为 2400.HK。

全球化时期 (2021-至今)

公司自 2021 年起加速其业务全球化进程，在海外市场陆续上线了《T3 Arena》《派对之星》等自研游戏并取得优秀成绩，且 TapTap 国际版持续迭代，公司旗下心动游戏与 TapTap 平台实现协同效应，全球化进程稳步推进。

图表 89. 公司发展历史沿革

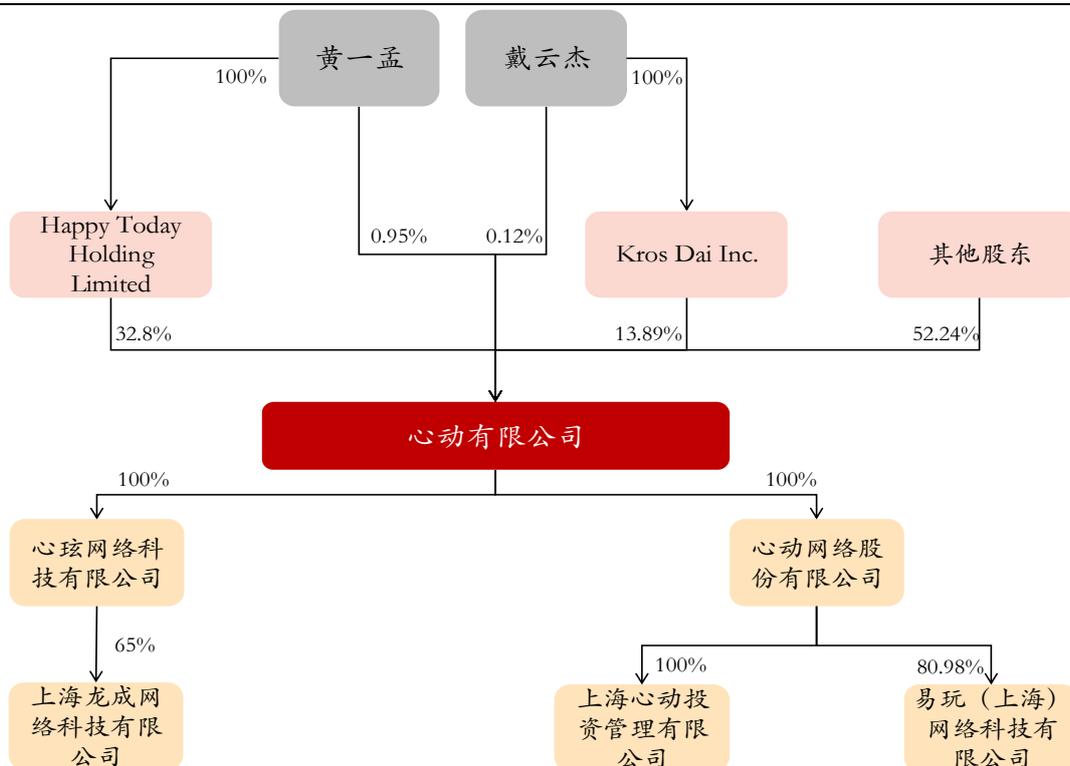


资料来源：公司公告，中银证券

股权结构稳定，未来发展受业内认可

公司股权结构集中稳定，有利于公司长期发展。公司创始人、董事会主席黄一孟先生通过直接和间接（Happy Today Limited）持股方式分别持有公司 0.95%、32.8% 的股权；创始人、总裁戴云杰先生通过直接和间接（Kros Dai Inc.）持有公司 0.12%、13.89% 的股份；两人合计持有公司 47.76% 的股权，股权集中度较高，有利于公司战略决策和长期发展。旗下附属公司中易玩网络负责 TapTap 平台的日常运营，龙成网络负责公司游戏的海外发行。

图表 90. 公司股权图



资料来源：wind，公司公告，中银证券（截止至 2022-06-30）

国内多家知名公司持股心动公司。出于对公司理念的认可以及对未来发展的看好，公司港股 IPO 时字节跳动、米哈游、莉莉丝及叠纸香港作为基石投资者共同认购 2300 万美金股票。2021 年 4 月，公司共 2631.8 万股新股配售，由哔哩哔哩及淘宝控股以每股 42.29 港元认购，哔哩哔哩持股 2266 万股，淘宝持股 365.8 万股。B 站是国内著名游戏社区平台，未来有望与公司 TapTap 进行互动合作，提升双方竞争力。

图表 91. 知名公司投资心动公司情况

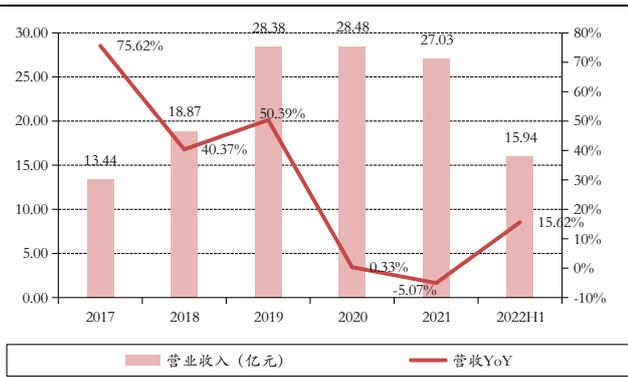
公司名称	投资金额	持股数量 (若无变更)
字节跳动	1000 万美元	705.04 万股
米哈游	500 万美元	352.52 万股
莉莉丝	500 万美元	352.52 万股
叠纸香港	300 万美元	211.5 万股
哔哩哔哩	1.206 亿元	2266 万股
淘宝中国控股	1941.6 万元	365.8 万股

资料来源：公司公告，中银证券

信息服务营收比重逐年提升，加码研发巩固竞争力

公司营收整体保持稳定，游戏业务为主要收入来源。2022 上半年公司总营收 15.94 亿元，同比增长 15.62%。从收入结构看，游戏业务为公司营收的主要来源，2022 上半年公司游戏业务收入 11.26 亿元，占总营收比重 70.64%，虽然仍为第一业务但占比逐步下降；信息服务业务收入主要来源于 TapTap 平台的广告服务，占总营收比重整体呈现上升趋势，由 2017 年的 6.03% 提升至 2022 上半年的 29.36%，公司营收渠道进一步拓宽。

图表 92. 公司营业收入及增速



资料来源：iFind，中银证券

图表 93. 公司各业务收入占比

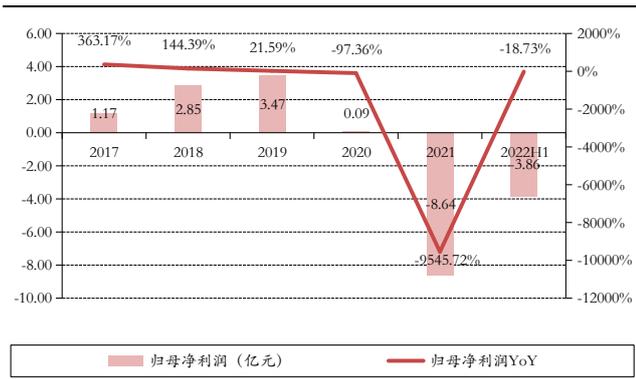


资料来源：iFind，中银证券

公司归母净利润受研发投入影响而短期下滑，长远来看盈利能力有望修复。2022 上半年公司归属母公司所有者净利润-3.86 亿元，亏损同比扩大 18.73%，亏损主要因为公司加码新游研发，导致研发开支大幅提高，因此短期利润端承压。22H1 公司通过裁撤初期表现不及预期的项目，使得研发投入更具效率，但体现在报表上需待 22H2。长期来看，公司自研游戏已经开始贡献业绩增量，TapTap 平台月活和收入仍在持续增长，故公司盈利能力具备优化空间。

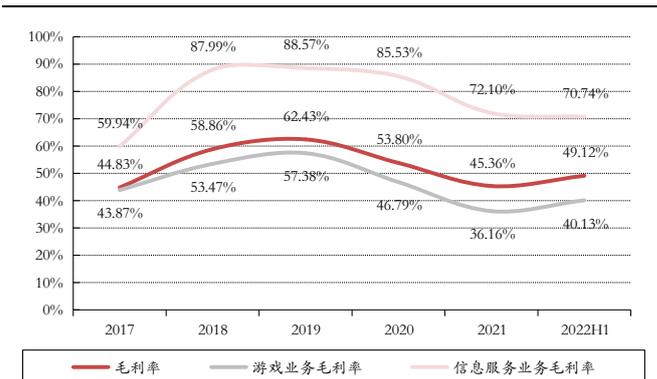
公司毛利率维持较高水平。2022 上半年公司整体毛利率 49.12%，其中游戏业务毛利率由 2021 的 36.16% 增加至 2022H1 的 40.13%；信息服务业务毛利率由 2021 的 72.10% 减至 2022H1 的 70.74%，主要由于新业务如 TapTap 国际版、TDS、TapTap 云玩的相关成本导致毛利率下降。

图表 94. 公司归母净利润情况



资料来源: iFind, 中银证券

图表 95. 公司分业务毛利率情况



资料来源: iFind, 中银证券

公司加大研发投入, 增强游戏自研能力和 TapTap 平台竞争力。2022 上半年公司研发费用为 6.56 亿元, 研发费用率由 2019 年的 11.19% 升至 2022 上半年的 41.18%, 公司重视自研游戏开发能力、TapTap 平台的升级进化, 公司招兵买马扩大研发团队规模, 研发人员数量由 2019 年的 806 名增加至 2021 年的 1635 名, 2022 上半年研发人员数量有所下滑, 为 1387 名, 主要由于游戏分部的项目重组所致。

图表 96. 公司研发费用率提升显著



资料来源: iFind, 中银证券

图表 97. 公司研发团队人数



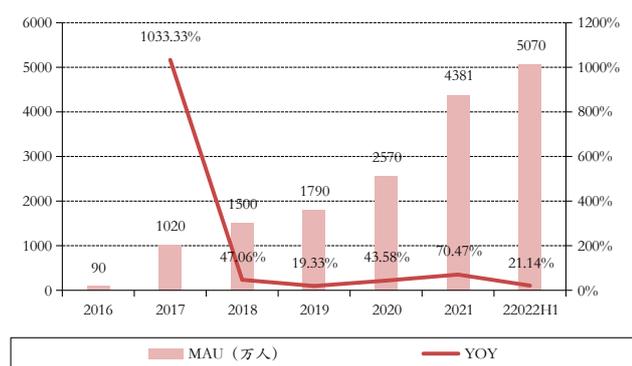
资料来源: iFind, 中银证券

TAPTAP 与游戏业务互相导流, 公司竞争壁垒牢固

TapTap: 零佣金游戏分发渠道, 塑造活跃的游戏社区生态

TapTap 是中国最大的游戏社区以及手游零佣金分发平台。TapTap 于 2016 年上线, 已运营 6 年, 一方面为游戏玩家提供高质量的官服游戏下载渠道, 提供社群交流和发表真实评论的平台; 另一方面为开发者提供测试、数据、推广以及与玩家直接互动的“一站式服务”, 为玩家和开发者搭建沟通的桥梁。根据公司公告, 2022 上半年 TapTap 全球月活跃用户超过 5070 万人, 国内游戏分发量超 7.43 亿次, 同比增长 35.5%。

图表 98. TapTap MAU 增长迅猛



资料来源：公司公告，中银证券

图表 99. TapTap 国内游戏分发量



资料来源：手游那点事，公司公告，中银证券

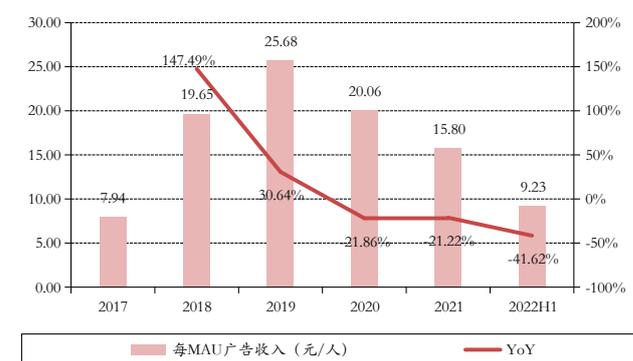
TapTap 的变现方式主要是广告收入，但变现较为克制，广告主要出现在首页“推荐”中，根据用户浏览记录、停留时长、参与讨论等数据推送用户感兴趣类型的游戏广告；近期还加入了开屏广告，其余功能模块尚未加入推广。2022 上半年 TapTap 为公司带来的信息服务收入为 4.68 亿元，YoY+39.3%；每 MAU 广告收入 9.23 元，同比有所下滑，主要原因是用户规模扩大较快，但广告变现较为克制。

图表 100. 心动信息服务收入及增速



资料来源：公司公告，中银证券

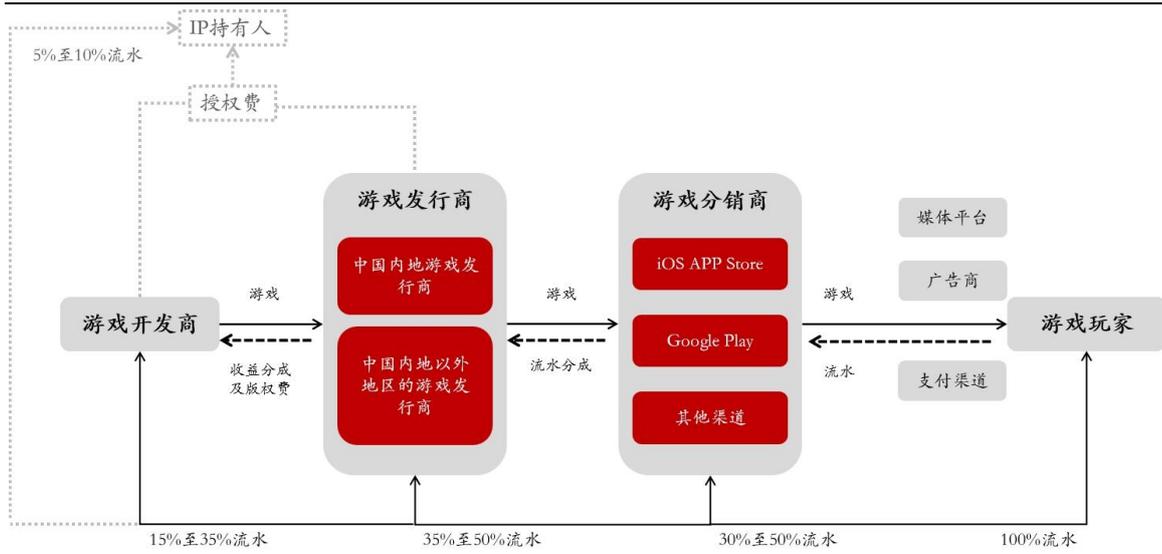
图表 101. 每 MAU 广告收入



资料来源：公司公告，中银证券

TapTap 采取“不联运，零分成”模式，正顺应了内容精品化趋势。国内 iOS 渠道分成比例为 30%，其余安卓渠道（小米、硬核联盟等）分成比例一般均为 50%，除个别头部游戏可谈。新兴渠道中，哔哩哔哩仍是 50% 分成联运模式，头条系、快手系则是巨大的流量池，通过算法广告向目标人群推送，游戏厂商可根据 ROI 目标进行买量。游戏流水扣除支付渠道费用、增值税后，如果渠道分成 50%，研发方和运营方则再各自分剩余的 50%，最终研发方通常只能得到总流水的 15%-35%。

图表 102. 国内手游行业价值链



资料来源：弗若斯特沙利文，中银证券

在手游发展的早期，大量质量不一的游戏产品涌现，内容端处于弱势，渠道话语权较强，可以要求50%甚至更高的联运抽成。头条、快手等平台兴起后，厂商开始转向买量广告，渠道逐渐式微。但随着近年来游戏用户红利的消退，买量成本也在逐步升高、投放 ROI 走低，因此游戏厂商又在寻求如何做好社群运营、原生内容推广，内容精品化、运营精细化的重要性更加凸显。TapTap 正是这样的社区平台。

图表 103. 各渠道平台对比

渠道	属性	渠道分成/成本占比
iOS Apple App Store	硬件官方商店	一般情况下为 30%佣金 (commission fee)；针对年收入不足 100 万美元的小企业和独立开发者，付费应用佣金比例为 15% 付费游戏：30%
华为应用市场	硬件官方商店	游戏内购：国内 50%，其他国家为 30%
OPPO 软件商店	硬件官方商店	游戏内购：40%分成 游戏内广告变现：30%分成
Vivo 应用商店	硬件官方商店	50%分成
小米应用商店	硬件官方商店	50%分成
酷派应用商店	硬件官方商店	50%分成
Samsung Galaxy Store	硬件官方商店	30%分成 (revenue sharing)
LG Smart World	硬件官方商店	30%分成 (service fee)
腾讯应用宝	第三方应用	网游：扣除安卓渠道成本固定成本 25%后，按 6:4 分成；单机：短代收入按运营商规则分成、米大师收入按 6:4 分成
阿里九游 (优盟渠道商)	第三方应用	阶梯分成，一般新渠道的分成比例为 40%
百度手机助手	第三方应用	50%分成
360 手机助手	第三方应用	50%分成
Google Play	第三方应用	30%服务费 (service fee)；其中，付费游戏订阅费用 12 个月后将降为 15%
Microsoft Store	第三方应用	30%佣金 (commission rate)；另有一次性固定费用：个人开发者 19 美元，企业开发者 99 美元
Amazon Appstore	第三方应用	30%佣金 (commission rate)
bilibili	游戏内容垂直渠道	50%分成
TapTap	游戏内容垂直渠道	0%分成

资料来源：公司官网，竞核，中银证券

回顾游戏主机设备 PS、Switch 以及 PC 游戏平台的发展轨迹可以发现，**独占内容是玩家购买游戏机、进入某个平台的驱动力**，尤其在平台早期发展阶段，例如《最终幻想 7》之于 PS1、《塞尔达传说：旷野之息》之于 Switch 等。TapTap 依靠独家内容吸引用户进入平台下载游戏、讨论社交，增加平台活跃度；而本身是 TapTap 用户的人群可以迅速获得这些独家游戏的最新信息，增强曝光，从而拉动游戏的活跃度。

由于社区生态较好、对中小开发者更友好，TapTap 能够获取大量优质的独占游戏。独占游戏指只在 TapTap 平台提供下载的游戏，据公司公告，近些年 TapTap 独占游戏数量呈上涨趋势，2021 年 TapTap 独家游戏新增超 170 款，总下载量超过 1808 万、总预约量超 1200 万；截至 2022 年 3 月，平台独家游戏超 270 款。基于平台不联运、零分成的特点，更多第三方中小开发者在平台上线第三方独占游戏，其中《Muse Dash 喵斯快跑》、《弈剑行》下载量均已破三百万，TapTap 评分分别为 9.2、8.8。另外，凡心动自研和代理的游戏也都是 TapTap 的独占内容，如《香肠派对》、《泰拉瑞亚》等。

图表 104. TapTap 热门第三方独占游戏一览

游戏名称	厂商	游戏类型	TapTap 下载量	TapTap 评分
《Muse Dash 喵斯快跑》	hasuhasu	音乐	320 万	9.2
《弈剑行》	青度互娱	武侠	300 万	8.8
《我的勇者》	魔力数娱	角色扮演	283 万	8.1
《石油大亨》	雷霆游戏	模拟经营	123 万	6.0
《暗魔领主》	傲人游戏	Roguelike	108 万	8.7
《Wand》	影眸科技	二次元	102 万	8.4

资料来源：TapTap，中银证券（数据截至 2022-10-04）

TapTap 在新兴渠道具备更强的游戏分发实力。通过对比 2021 年 5 款热门游戏分发数据，可以看出由于渠道间存在竞争关系、以及用户体量不在一个水平上，TapTap 与传统大渠道如 iOS、华为相比分发量差距仍然较大，但在新型渠道中 TapTap 的分发实力已经超过 B 站和好游快爆，五款热门游戏下载量均高于 B 站和好游快爆。根据 DataEye 数据，截至 2022 上半年，TapTap 平台累计手游下载量已接近 9 亿人次，是 B 站的四倍有余，TapTap 已逐渐向大渠道商的方向追赶。

图表 105. 各平台游戏分发数据对比

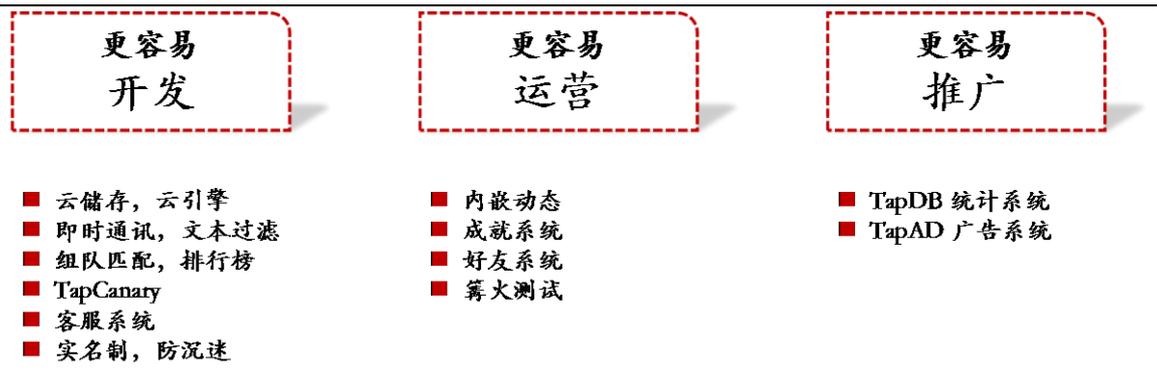
游戏名称	TapTap	B 站	好游快爆	iOS	华为
《英雄联盟手游》	556 万	231 万	218 万	2263 万	10,000 万
《金铲铲之战》	445 万	53 万	122 万	2198 万	5,615 万
《哈利波特 魔法觉醒》	476 万	212 万	114 万	1063 万	4,093 万
《一念逍遥》	475 万	87 万	63 万	611 万	2,445 万
《幻塔》	321 万	118 万	103 万	389 万	1,315 万

资料来源：TapTap，好游快爆，B 站，七麦数据，中银证券（数据截至 2022-10-04）

TapTap 提供各项高效便捷的开发者服务

2021 年下半年，公司开放了 TapTap 开发者服务 (TDS) 业务，内有“游戏功能”、“测试工具”、“运营工具”以及“基础服务”四个模块，具体包括实时语音、实名认证、未成年人防沉迷、好友系统、云储存、排行榜等。TDS 面向开发者的长期目标是使平台在游戏厂商开发、运营和推广等各主要阶段都能发挥作用，尤其帮助中小开发者降低开发游戏的时间和成本，让开发者能更集中精力放在游戏核心玩法的创造上，高质量游戏能够为 TapTap 吸引更多玩家。

图表 106. TDS 面向开发者的长期目标



资料来源: TapTap, 中银证券

开发方面, 篝火测试帮助早期游戏迅速迭代更新。篝火测试主要针对游戏早期开发阶段, 当游戏制作完成核心玩法后, 可以通过篝火测试得到玩家的反馈来验证效果。平台向热爱游戏、乐于积极反馈的活跃玩家提供参与游戏内测的资格, 并将其称之为“拾薪者”。开发者的每一次调整都能得到“拾薪者”的快速反馈, 在平台严格保密的环境下, 开发者没有太多被注视的压力, 同时篝火测试可以对外隐藏游戏评分, 让开发者更放松地修改游戏设计, 观测每一次调整带来的变化, 继而快速更新迭代以达到更高的品质, 最终进行正式上架。对玩家而言, 篝火测试提供了更多新颖游戏的试玩, 以及更自由的平台来提出反馈和意见。

图表 107. 篝火测试与常规测试对比

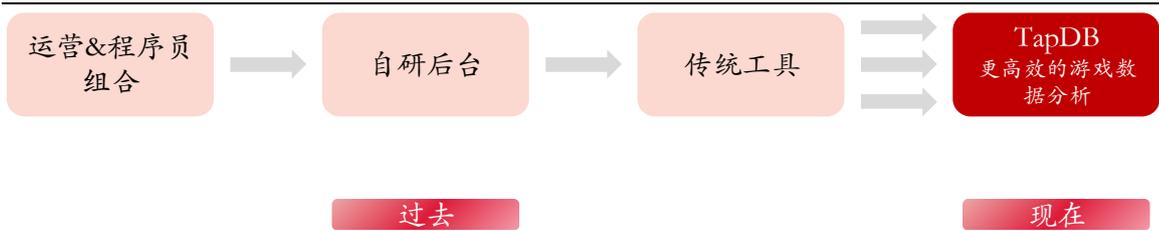
项目	篝火测试	常规测试
适用场景	早期游戏验证核心玩法	游戏上线前的测试与预热
保密措施	<ol style="list-style-type: none"> 仅针对算法分发和开发者指定的用户开放内测权限, 接入 Tap SDK 后, 即便 APK 外传, 没有内测权限的人也无法进入游戏 出于保密分发原因, 不会出现在任何游戏推荐位 同时有每日曝光上限支持自行配置保密选项: 厂商是否匿名, 在 TapTap 是否可被搜索 	对于曝光与推荐位不设任何限制
个性化设置	<ol style="list-style-type: none"> 支持自定义是否对外隐藏游戏评分 开发者可自行控制分发节奏, 限时限量获取测试用户 	默认显示游戏评分
前期工作准备	必须接入 Tap 登录	无需接入 Tap 登录

资料来源: TapTap, 中银证券

数据分析系统 TapDB 优势明显, 赋能中小开发者。TapDB 是一套专注于解决游戏项目数据需求的分析工具。作为一套低门槛且精确的工具, TapDB 可以有效地为开发者实现低成本、高效率的接入与数据分析体验。目前已有超过 3000 款游戏接入 TapDB。

TapDB 的具体优势为: 1) 低门槛接入: 接入基础简单, 可获得完善的玩家表现分析和广告投放数据; 2) 无延迟: 上报后可以立刻查到数据; 3) 保持更新的游戏分析框架: TapDB 会将最新的经验和方法持续地分享给开发者; 4) 结合 TapTap 生态的数据, 为开发者提供全链路的游戏数据分析能力。TapDB 通过自定义时间分析的功能, 帮助心动自研游戏《T3》快速诊断和解决了从下载到注册登录流程中的转化问题; 此外也帮助《香肠派对》实现云设备、模拟器、内部设备等非正常用户的识别和数据排除。

图表 108. TapDB 提供更高效数据分析

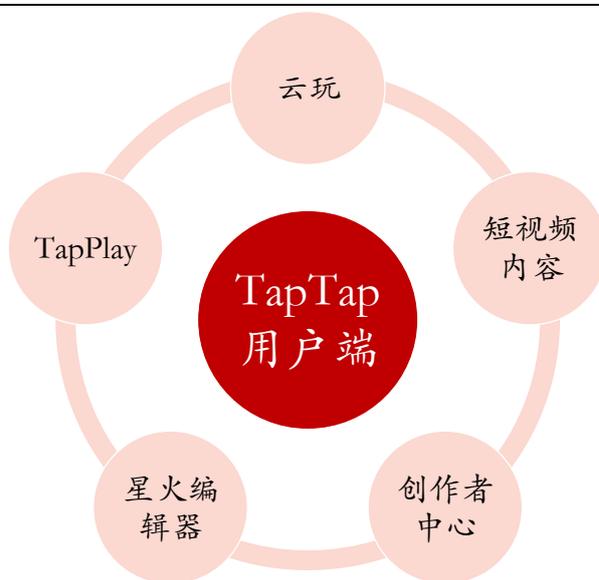


资料来源: TapDB, 中银证券

TapTap 不断更新功能, 提升用户游戏体验

TapTap 早期功能简单, 最初只提供简单的下载、评分和官方论坛等。随着用户的使用要求提升, 为了促进用户活跃度, TapTap 不断更新和增加用户功能, 包括算法推荐、短视频内容、KOL 引入、Tap 云玩、TapPlay、星火编辑器等。

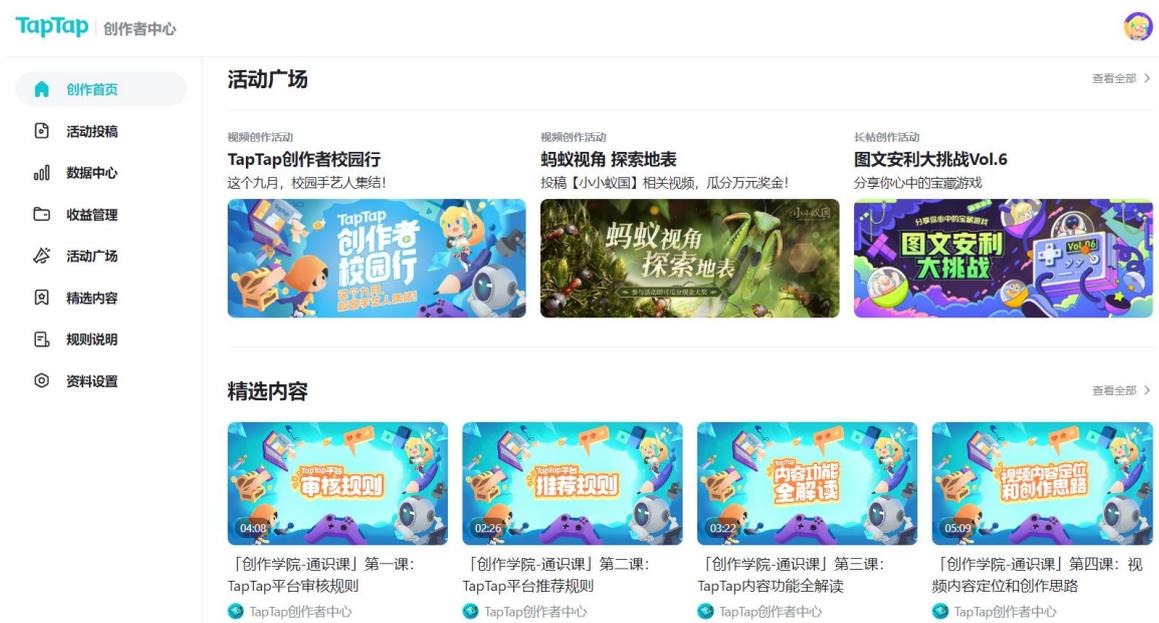
图表 109. TapTap 用户端功能



资料来源: TapTap, 中银证券

TapTap 构建四方生态, 多种方式鼓励内容创作。公司 2021 年宣布将“开发者—玩家—TapTap”三方生态升级为“开发者—玩家—创作者—TapTap”四方生态, 即引入更多的 KOL, 以及鼓励普通玩家围绕游戏创作多样化的内容。虽然 TapTap 更加积极广泛地接触游戏 UP 主、MCN 机构等, 但不计划通过“砸钱”签独家的方式引入头部 UP 主, 而是更关注中小内容创作者的活跃情况。因此, 平台在 2021 年 Q4 上线了创作者中心, 创办各项赛事活动, 指导和激励普通玩家创作试玩解说、二创剧情、游戏攻略等。

图表 110. TapTap 创作者中心页面



资料来源: TapTap, 中银证券

视频内容直观生动地为用户呈现优质产品，吸引用户留存。为了增加内容的有趣性和直观度，TapTap 也在不断加强对视频形式内容的推送，打开安卓版 TapTap，进入“推荐”一级入口，可以看到平台按照玩家关注和预约的信息，以瀑布流形式推送视频，包括官方制作的 PV、玩家实机操作录屏的 UGC，以及 PUGC 等。目前视频内容推送频率较高，每两条推荐内容中就有一条为视频形式推荐内容。高频率的视频内容推送有助于提升用户留存，增强平台活跃度。

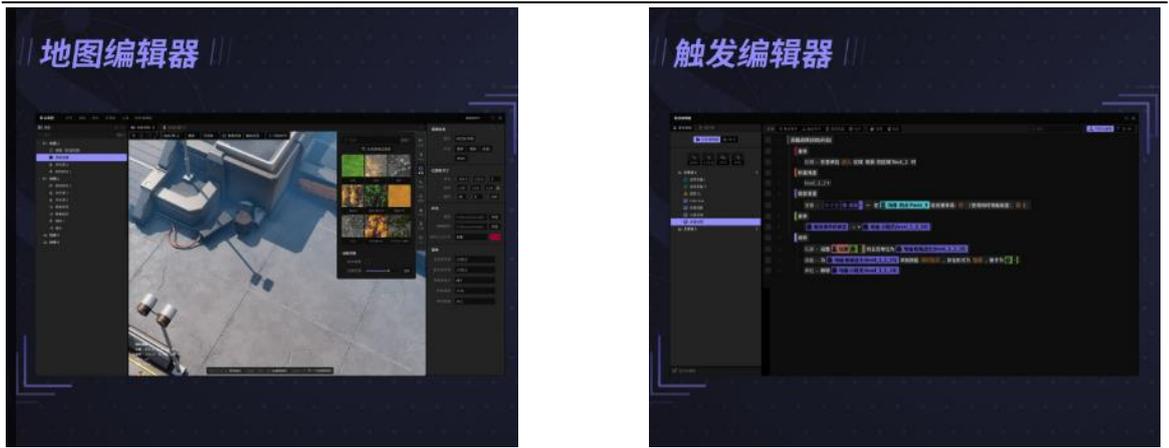
图表 111. TapTap 推荐页面中的视频推送



资料来源: TapTap, 中银证券

依托 TapTap 平台，星火编辑器提供高效便捷的创作工具。2022 年 7 月 TapTap 发布会上宣布正式开放测试星火编辑器，其是一款面向普通用户的游戏创作工具，目标是让个人开发者可以轻松创建精彩的游戏内容。该编辑器包括地形、数据、触发、机制等编辑器，以及“角色资源”、通用动作等资源库，目前所有资源均为免费，未来官方会支持创作者上传原创资源，并可选择免费分享或付费出售；且最终创作成果的一切版权全部归属创作者。公司利用星火编辑器以扩大开发者生态，同时 TapTap 社区便于玩家体验游戏内容，并且最终在平台上线利于用户加入和留存，一次实现良性循环。目前已有多款利用星火编辑器开发的游戏在 TapTap 上线，如《未知：升变》（TapTap 评分 8.4）、《第二十圈》（TapTap 评分 7.4）等。

图表 112. 星火编辑器页面



资料来源：TapTap，中银证券

TapTap 社区讨论活跃，用户粘性强。根据公司公告，2021 年 TapTap 论坛产出内容总计超 700 万，用户访问了超 8 万个论坛，其中用户注册最多，人气最旺的论坛为《原神》，用户评论数最多，最活跃的论坛则是《明日方舟》。用户在社区内的活动包括浏览游戏测评、讨论游戏攻略、提供优化建议、发表二创内容等。

对比位列畅销榜的几款头部游戏在 TapTap、B 站和好游快爆的用户评论数据，除部分 B 站代理的游戏如《坎公骑冠剑》等之外，TapTap 社区活跃度明显更高，说明 TapTap 已经聚集了一批核心游戏玩家，用户沉淀较好。同时，良好的用户粘性、活跃的社区氛围也吸引了更多游戏厂商入驻，而优秀厂商及时的信息展示和互动也进一步提升了核心玩家对社区的认同。

图表 113. 各平台社区评论数据对比

游戏名称	评论数 (万条)		
	TapTap	B 站	好游快爆
《英雄联盟手游》	11	7	5.9
《金铲铲之战》	2.4	2	0.64
《哈利波特 魔法觉醒》	3.7	2	0.7
《一念逍遥》	3.7	2	0.2
《幻塔》	8	10	2.7
《斗罗大陆：魂师对决》	1.6	0.3	0.48
《文明与征服》	0.3	0.3	0.08
《航海王热血航线》	2.3	1	0.95
《坎公骑冠剑》	2.2	5	0.81
《刀剑神域》	1.3	5	0.44
《庆余年》	0.3	0.12	0.03
《重返帝国》	0.27	0.5	0.08
《诺亚之心》	1	0.68	0.57

资料来源：DataEye，中银证券

TapPlay 是利用沙盒技术让用户直接在 TapTap 内安装并运行支持 TapPlay 的游戏，玩家只要在 TapTap 上注册了实名信息，就可以快速进入游戏，更加简易便捷。同时，TapPlay 帮助开发者实现低成本、高效率的游戏分发；无需开发游戏的防沉迷系统，TapPlay 已集成了完整合规的青少年防沉迷机制；玩家无法主动获取游戏的 APK 安装包，不会被入侵、反编译等。对于平台而言，TapPlay 可以增加 TapTap 的打开频次和用户活跃度，并更加深度绑定这些使用 TapPlay 功能的独占游戏。

图表 114. TapPlay 核心优势

序号	核心优势
1	无需开发者修改代码，零成本接入。
2	无需开发游戏的防沉迷系统，TapPlay 已集成了完整合规的青少年防沉迷机制。
3	提升游戏体验，玩家可直接利用在 TapTap 的实名信息进入游戏。
4	游戏首次启动时，无需重新进行繁琐的权限申请，玩家可快速进入游戏。
5	提升游戏的安装成功率，有效提高游戏在 TapTap 上的下载转化率。
6	集成准确有效的数据监控工具，实时有效地监控线上游戏运营及用户反馈。
7	玩家无法主动获取游戏的 APK 安装包，游戏文件安全系数高，不会被反编译，不会被恶意传播。

资料来源：TapPlay，中银证券

云玩功能未来发展潜力大。TapTap 云玩无需用户下载，直接在平台上运行云游戏，这让低端手机用户可以体验高品质游戏，无需受到设备配置困扰。云玩功能可以稳定地开启有着以 G 为单位的大型游戏，如《原神》，并达到可以畅玩的标准，从而也帮助玩家快速识别游戏的可玩性。云玩以计算游戏时长为变现模式（玩家也可通过任务赚取游戏时长）；收费标准方面，新用户首次使用云玩可以获得 5 小时免费时长，以及通过每日签到可以获得 25 分钟奖励时长，另外用户可以选择购买云玩会员获得无限时长畅玩资格，根据会员时长价格为 2.33 元至 278 元不等。

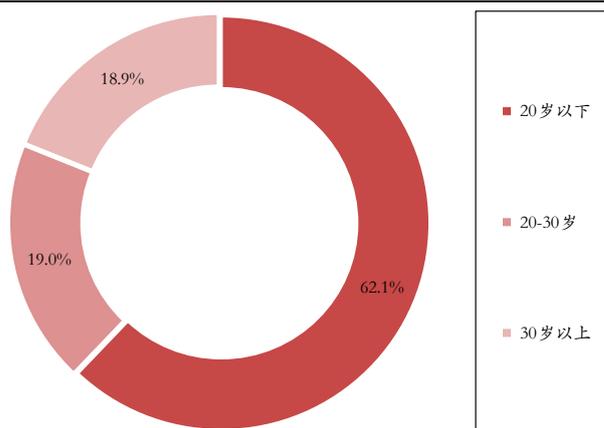
图表 115. 云玩会员收费标准

会员种类	优惠价/原价（元）
日卡	2.33/4
周卡	9.9/12
双周卡	18.9/24
月卡	29.9/48
季卡	87/144
年卡	278/358

资料来源：TapTap，中银证券

根据公司公告，截至 2021 年底，使用 TapTap 云玩服务的玩家人数超 914 万人；从年龄占比来看，云玩的主力玩家为 20 岁以下的人群，占比高达 62.1%，年轻玩家更爱尝试云玩。云玩的不足之处是该功能对网速、云服务器算力等有较高要求，目前的技术还未能很好地满足这些要求，随着未来 5G 基站普及度提高，GPU 性能、边缘计算能力等技术提升，云玩有较大的发展潜力。

图表 116. 21 年 TapTap 云玩用户年龄分布

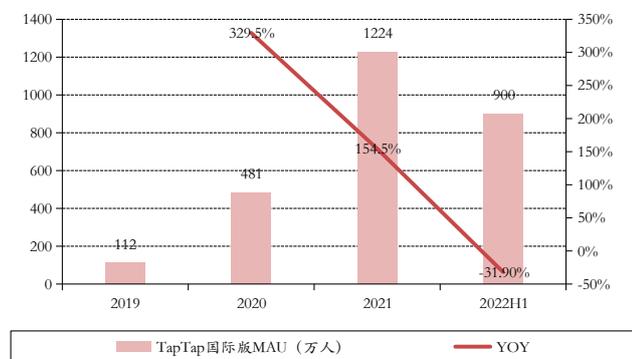


资料来源: TapTap, 中银证券

TapTap 海外发展起步顺利

由于国内版号限制和手游市场内卷严重, TapTap 的全球化步伐加速进行。据公司公告, 2021 年 TapTap 国际版已经覆盖海外 170 个国家(地区); 2022 年上半年公司成立了专门的国际版团队, 对海外重点地区进行针对性的版本开发和运营, 以提高用户渗透率和建立社区氛围作为主要目标。过去 3 年 TapTap 国际版 MAU 年复合增长率超 120%, 2021 年平均 MAU 达 1224 万, 相比 2020 年 481 万同比增长 154.5%, 2022 年上半年平均 MAU 为 900 万, 同比减少 31.9%; 主要由于个别热门游戏的火爆和海外疫情导致 2021 年增速较快, 而今年用户数据有所下滑。

图表 117. TapTap 国际版 MAU



资料来源: TapTap, 中银证券

图表 118. TapTap 国际版覆盖地区



资料来源: TapTap, 中银证券

海外手游渠道的集中性较高, 基本由 App Store 和 Google Play 两大传统应用商店垄断, 但这两大渠道并没有为核心手游玩家提供高粘性的社区讨论氛围, TapTap 填补了海外近乎空白的手游社区平台市场。与国内版本一样, TapTap 国际版也将为厂商提供便捷友好的开发服务, 尤其是先帮助国内中小开发者出海。目前 TapTap 国际版下载量位处前列的游戏主要有《PUBG MOBILE》、《要塞英雄》、《香肠派对》等, 下载量均高于 900 万次。虽然尚未对国际版开展货币化变现, 但我们认为未来国际业务将成为 TapTap 的重要新增长点。

图表 119. TapTap 国际版热门游戏下载量情况

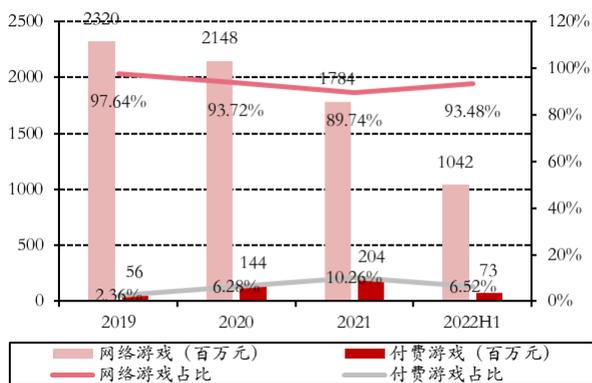
游戏名称	下载 (万次)	关注 (万)	评论数 (万)	评分	研发商
PUBG MOBILE	5,200	380	6	9.0	腾讯
BATTLEGROUNDS MOBILE INDIA	1,900	510	7.9	9.1	腾讯
要塞英雄 Fortnite	1,500	380	2.2	7.8	EPIC Games
香肠派对	920	190	2.6	8.3	厦门真有趣
决胜时刻 (美服)	600	240	1.6	8.6	腾讯、动视暴雪
英雄联盟: 联盟战旗	580	120	1.2	5.1	腾讯
Garena Free Fire	570	160	1.8	8.1	Garena

资料来源: TapTap, DataEye, 中银证券 (数据截至 2022-10-04)

游戏业务: 自研+代理双轮驱动, 追求多元化创新

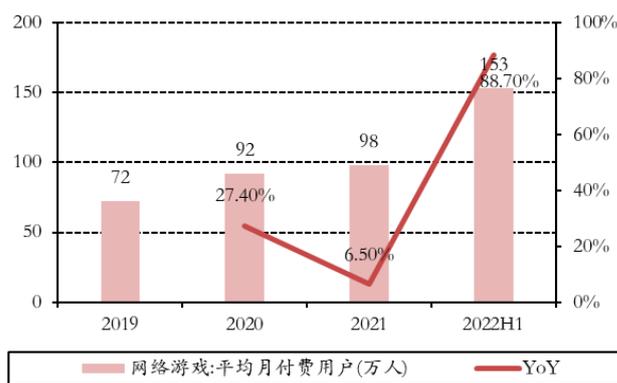
公司游戏业务产品线包括网络游戏和付费游戏, 其中网络游戏可以免费畅玩, 通过销售游戏内虚拟物品产生收入; 付费游戏则采取先付费购买后安装的形式。截至 2022 上半年, 公司的产品组合共包括 20 款网络游戏和 22 款付费游戏。虽然网络游戏占据公司游戏业务的主要地位, 但付费游戏趋势逐渐向好。2019-2021 公司网络游戏平均月付费用户分别为 72、92、98 万人; 2022 上半年网络游戏 MPU 达到 153 万人, 同比增长 88.7%, 更多玩家有意愿购买游戏内虚拟物品。

图表 120. 公司游戏业务分类营收



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 121. 网络游戏 MPU 逐渐增长



资料来源: 公司公告, 中银证券

游戏代理经验丰富, 重点产品表现愈发亮眼

公司自 2011 年代理页游《神仙道》起, 已具备十余年的游戏代理经验, 截止 2015 年 3 月, 《神仙道》累计流水将近 17 亿。独到的挑选眼光、丰富的代理经验和成熟的代理模式为公司带来了稳定优秀的业绩。公司目前已有多款代理游戏高居游戏榜前列, 公司前五大游戏中有四款代理游戏, 其中《香肠派对》自 2018 年上线以来经久不衰, 截止 2022 年 12 月累计下载量超过 1.9 亿, TapTap 评分高达 9.0; 2021 年公司推出代理游戏《泰拉瑞亚》《笼中窥梦》《人类跌落梦境》均取得了广泛好评, TapTap 评分分别为 9.3、8.8、7.8。

图表 122. 心动公司主要代理游戏情况

序号	游戏名称	上线时间	游戏类型	TapTap 评分
1	《香肠派对》	2018.04	竞技吃鸡	9.0
2	《不休的乌拉拉》	2019.05	放置类	6.0
3	《明日方舟》	2019.04	CCG	8.3
4	《泰拉瑞亚》	2021.09	动作冒险	9.3
5	《笼中窥梦》	2021.11	视错觉解谜	8.8
6	《人类跌落梦境》	2021.12	解谜探索	7.8

资料来源: TapTap, 中银证券

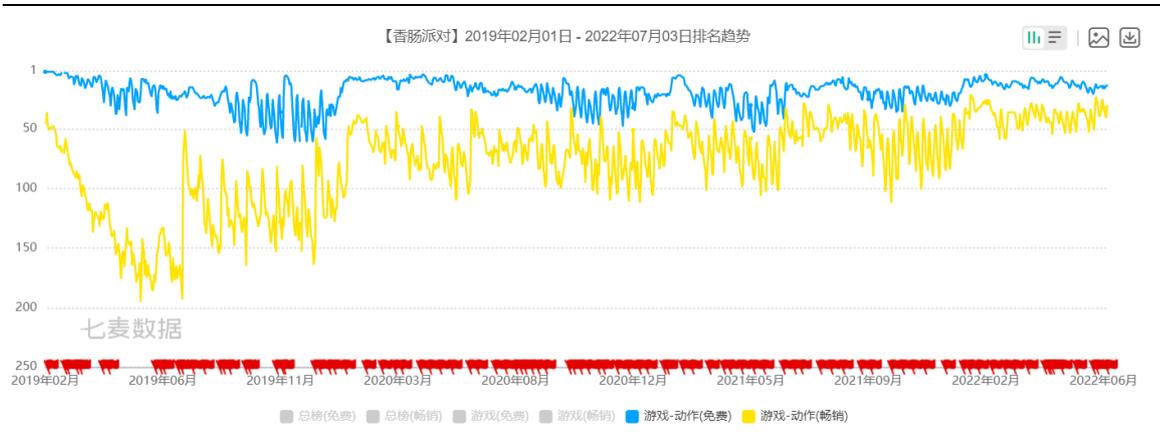
重点产品《香肠派对》作为一款大 DAU 的战术竞技游戏，随着用户量增多，表现愈发亮眼，海内外均保持强竞争力。2020 年受疫情影响，游戏吸引了大量新用户；2021 年随着疫情影响消退，平均 MAU 有一定程度的下降，但 MPU 有一定上升，致使其流水表现较去年有所增长，是公司 2021 年度收入最高的游戏。据七麦数据，《香肠派对》上线来在游戏-动作排行榜中常年位居前列，具备较强竞争力。另外游戏于 2021 年 6 月底在东南亚地区上线，收获广泛好评，在上线 30 天内获得了超 1500 万次下载，未来有望在世界范围内持续取得成功。

图表 123. 《香肠派对》保持高热度



资料来源：TapTap，中银证券

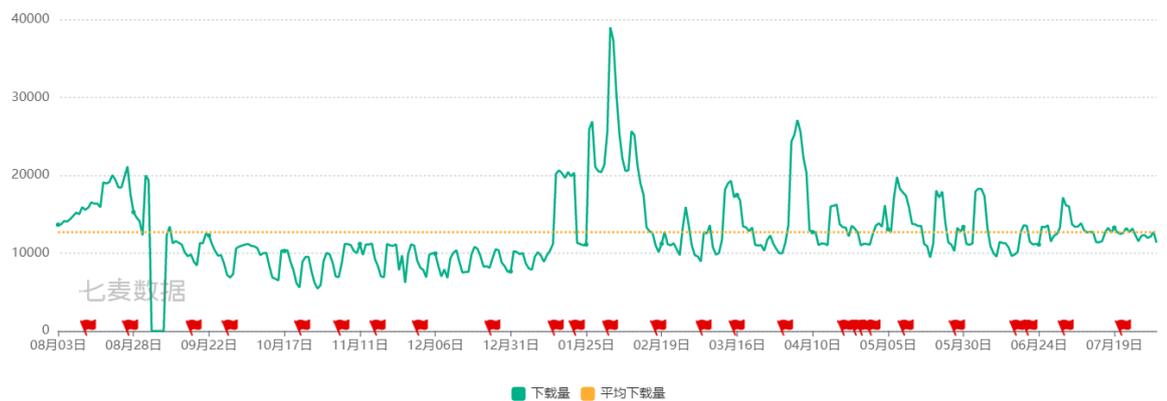
图表 124. 《香肠派对》IOS 排名情况



资料来源：七麦数据，中银证券

我们认为《香肠派对》获得成功的原因有：1) 吃鸡竞技游戏搭配动漫类型画风建模，用户既能享受到竞技的紧张感又能体验到可爱画风的休闲感；2) 运营团队与用户通过 TapTap 平台保持紧密的互动，拉近与用户的距离，同时也可以快速接收用户反馈并做出及时反应；3) 游戏活动丰富多样，版本更替较快，可持续激发用户猎奇心，并吸引增量用户进行下载体验。据七麦数据，可以看出每次游戏推出新活动和版本更新后游戏下载量都会有一定程度的上升，呈现出明显的相关性。

图表 125. 近一年《香肠派对》版本更新对应下载量变化



资料来源：七麦数据，中银证券

自研游戏瞄准多元化的创新品类

优质内容需求迫切，“研运一体”成为公司核心发展目标。无论是 TapTap 平台还是心动游戏业务，都寻求原生的、优质的自研游戏内容，因为 TapTap 需要自有的游戏内容互相引流，而游戏业务仅靠代理无法具备核心竞争力。同时由于第三方开发商多为中小创作者，研发实力等各方面并不能完全满足用户需求，还需公司自研产品持续发力以补充 TapTap 平台产品线。公司近些年持续加码研发，向内夯实自研能力，截至 2022 上半年，公司有 1037 名游戏研发人员，较 2021 年底减少 233 人，主要由于公司出于降本增效目的终止了 4 款游戏研发项目。

2022 年已经上线的自研游戏有四款：《派对之星》、《火炬之光：无限（海外）》、《浣熊不高兴（海外）》和《T3（海外）》。2022 年 2 月，《派对之星》以付费测试的形式上线，在日本取得了连续 12 次登顶苹果商店免费游戏榜的成绩，4 月获得版号后也迅速在国内上线；《T3》则在 2022 年 5 月上线了除中国以外的主要国家和地区市场。公司共有 5 款在研游戏，其中《铃兰之剑》将于 2022 年下半年开启海外测试。

图表 126. 公司自研游戏储备

游戏名称	品类	预约量	上线时间
《铃兰之剑》	SRPG	75 万	2022 年下半年海外上线
《心动小镇》	模拟经营	140 万	22 年底或 23 年初上线
《浣熊不高兴》	Roguelike	65 万	2023 年上线
《伊瑟·重启日》	回合制	17 万	2023 年上线
《出发吧麦芬》	放置	6 万	2023 年上线

资料来源：TapTap，中银证券

《派对之星》在 2020 年 12 月开启 TapTap 独家的超早期篝火测试，在不断迭代优化之后，于 2022 年 2 月海外正式上线，4 月 23 日国内正式上线。首日即在 TapTap 平台收获 139 万下载量，根据七麦数据，目前游戏基本保持在国内 iOS 家庭聚会类游戏畅销榜 15 名。由于《派对之星》属于多人联机对战游戏，对 DAU 要求较高，此类游戏往往需要长线运营，利用用户规模引导充值流水。因此我们认为长远来看随着用户规模增加，《派对之星》拥有较高增长潜力。

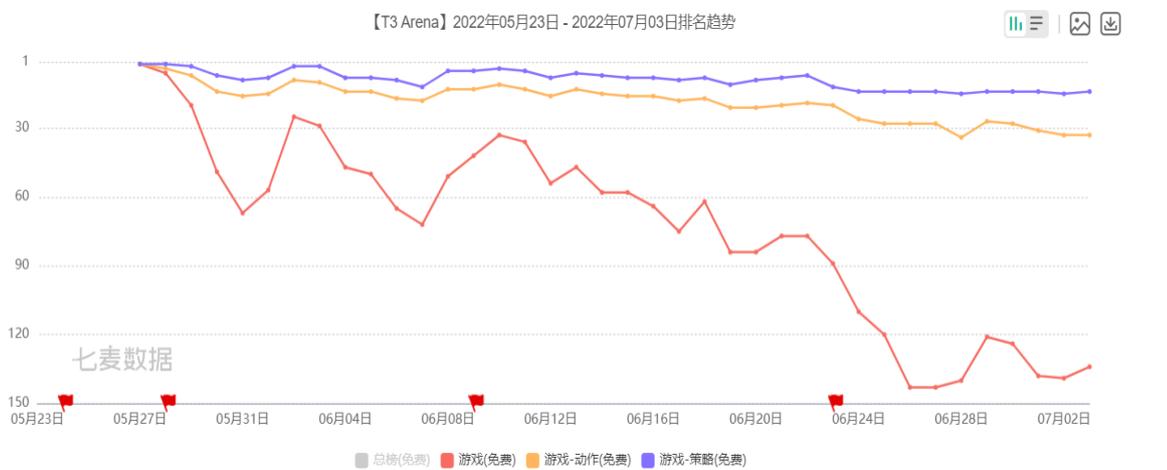
图表 127. 《派对之星》IOS 排名情况



资料来源：七麦数据，中银证券

《T3》是 MOBA+射击类游戏，在 iOS 端上线首日便冲上了全球榜单，至今已进入美国、加拿大、日本、韩国等 92 个国家地区的游戏免费榜 Top10。它虽然是轻量化游戏，但依旧令玩家感到紧张刺激，画面在简洁的同时也富有乐趣，美漫风格受到海外用户的青睐。与《派对之星》相同，《T3》在篝火测试阶段开发早期就拉拢一批“种子玩家”，随着研发推进，玩家的基数也越来越庞大，参与游戏“云研发”的机会也提高了用户粘性。由于游戏已具备一定的玩家基础，再叠加 TapTap 平台的推广，到开服时收获了较高的口碑和曝光度。

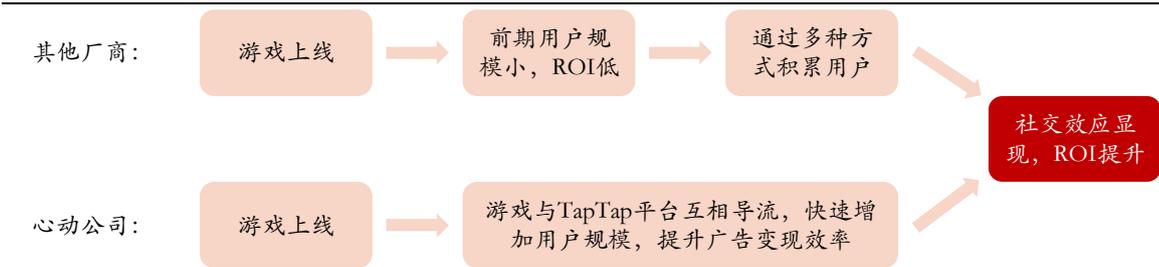
图表 128. 《T3》北美排名



资料来源：七麦数据，中银证券

自研游戏类型多元且创新，TapTap 和游戏相互导流提升早期 ROI 容忍度。公司自研游戏的品类多是目前市场上较少厂商涉足的多元化创新品类，例如大乱斗类的《派对之星》，5V5 射击类的《T3》，战棋类的《铃兰之剑》，模拟经营类的《心动小镇》等；都属于大 DAU 类型游戏，前期用户规模积累较慢，ARPU 值相对较少导致 ROI 比较低；需要长线运营，游戏收益的兑现主要体现在后期，用户社交效应体现、粘性增强且保持较高活跃度和讨论度，进而充值流水增加。考虑到前期较低的 ROI，除腾讯等利用自身社交平台自带庞大用户基础的厂商，其他厂商并不倾向于制作大 DAU 类游戏。而公司自研游戏都是 TapTap 的独占，一方面可以享受到 TapTap 平台上活跃、高质量的流量，更快导入游戏用户；另一方面，即使游戏前期流水较低，但独家渠道发布使得游戏玩家会被引流至 TapTap，广告变现效率也随之提升。TapTap 和游戏相互导流共同提升内部 ROI，提高市场对其大 DAU 游戏前期低 ROI 容忍度的同时，长期价值仍值得重点关注。

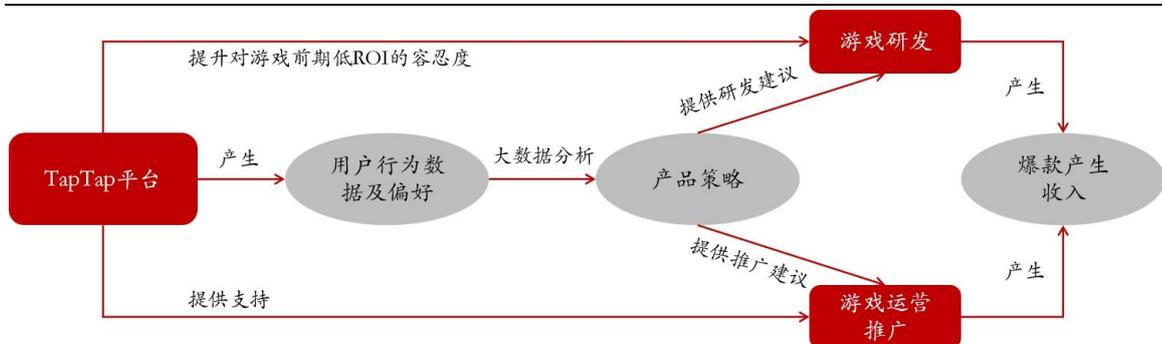
图表 129. TapTap 对大 DAU 类游戏有明显帮助



资料来源：中银证券整理

TapTap 聚集用户信息，对游戏研发提供指导。TapTap 能给公司自身的游戏研发提供全平台数据库。公司利用对用户画像、用户喜好偏向、用户评论等信息的反馈可以精准把握玩家对游戏的期望，在研发前期基就可选对赛道（即游戏类别），在运营阶段亦可完美进行内容构建以及长线运营。

图表 130. TapTap 反哺游戏



资料来源：产业调研，中银证券

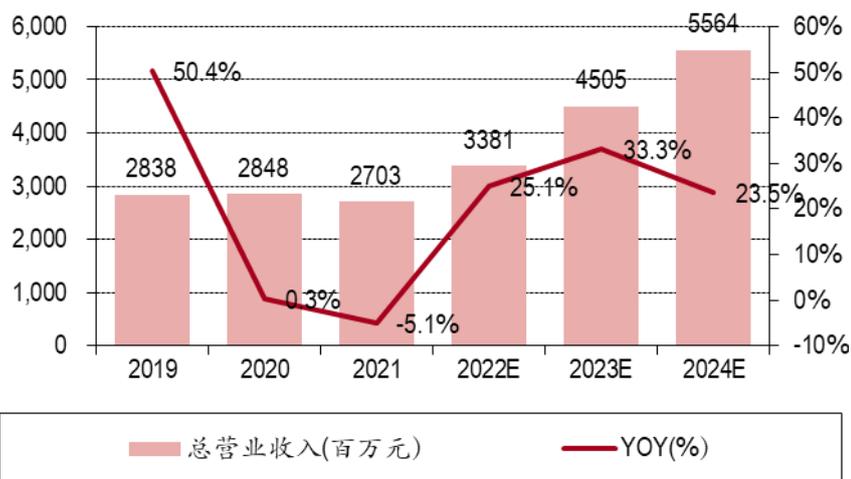
盈利预测及估值

盈利预测

2022 年上半年心动公司重点游戏《香肠派对》作为运营超过四年的游戏仍然具备旺盛的生命力和潜力，游戏月活与付费率屡创新高，展示了心动公司出色的持续运营能力。新品方面，心动公司储备有 6 款在研游戏，自研手游《派对之星》、《T3 Arena》、《火炬之光：无限》已在海外逐步推出并取得不俗成绩，随着版号发放常态化，各项产品储备在国内市场的逐步推出将持续为公司贡献业绩增量。

信息服务收入方面，TapTap 平台中国版 app 月活持续增长，初步建立海外版团队，聚焦用户增长，同时随着新品游戏的持续推出，TapTap 与心动本身研发业务逐步形成协同效应，有望驱使信息服务业务进一步成长。我们预计 2022/23/24 年公司总收入 33.81 / 45.05 / 55.64 亿元，同比增长 25.07%/ 33.26%/ 23.50%。

图表 131. 心动公司营业收入预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

由于信息服务业务的持续发展带来带宽及服务器托管费增长，同时新业务拓宽引起雇员福利开支增加，2021 年公司毛利率下降至 45.4%。预计随着心动公司自研产品的逐步上线，自研产品收入占比进一步提高，以及 TapTap 平台盈利能力的增强，毛利率将回升至 60%左右。

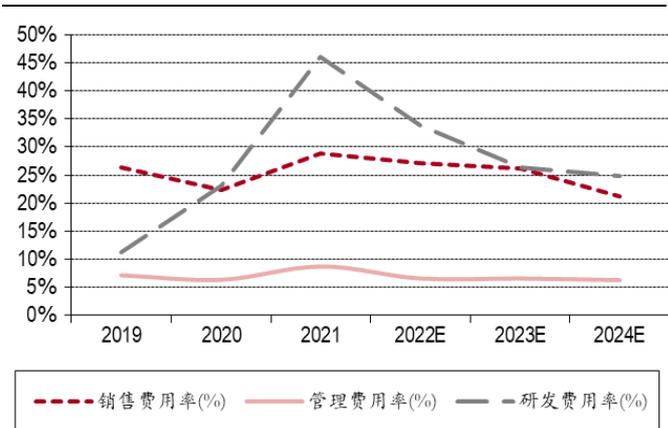
费用方面，心动公司销售、管理费用率整体保持稳定，2019 年以来研发费用率大幅走高，主要原因是 1) 公司持续加大在自研产品方面的投入 2) 近三年公司收入没有过多增长，甚至在 2021 年同比负增长 5.1%。我们预计自研储备产品的陆续上市将带来业绩增量，此外在形成成熟的产品研发模式后，研发投入效率将逐步提高，研发费用率也将随之下滑。

图表 132. 心动公司毛利和毛利润情况



资料来源：公司公告，中银证券预测

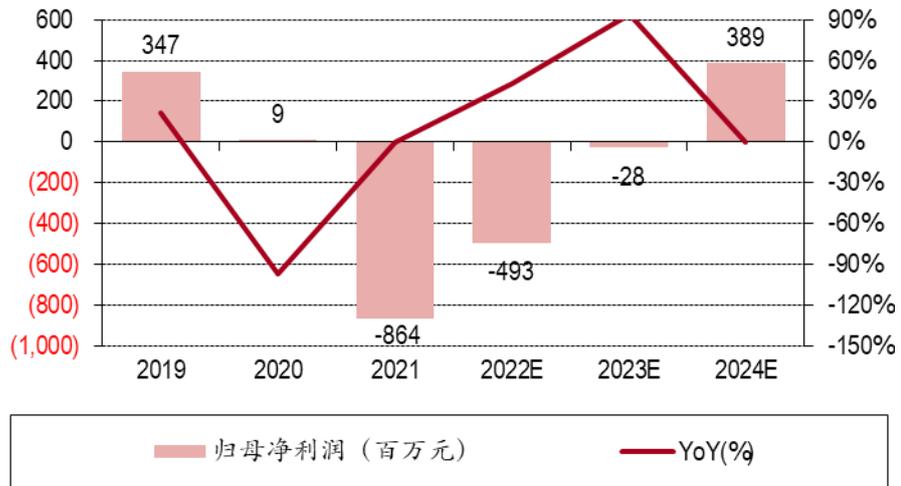
图表 133. 心动公司各项费用率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

我们预计随着心动公司自研重磅产品的逐步上线并贡献业绩增量，公司净亏损将逐步缩窄，预计将在 2024 年扭亏为盈。我们预计 2022/23/24 年归母净利润分别为 -4.93/ -0.28/ 3.89 亿元，2022/23 年同比增长 42.91%/ 94.37%。

图表 134. 心动公司归母净利润预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

近年来，公司持续加码研发投入，受限于发行节奏，多款重磅产品晚于预期上线，预计随着版号发放正常化和游戏宣发的有序进行，游戏业务收入将在后续几年得到持续的增长。TapTap 平台月活数量持续上升，国内认可度较高，预计将逐步贡献更高的收入。

图表 135. 心动公司财务数据预测

(人民币 百万)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,703	3,381	4,505	5,564
游戏业务	2,011	2,378	3,210	3,776
信息服务	692	1,003	1,296	1,788
毛利润	1,226	1,737	2,574	3,362
毛利率(%)	45.36	51.37	57.13	60.43
销售费用率(%)	28.86	27.18	26.20	21.10
管理费用率(%)	8.70	6.55	6.55	6.25
研发费用率(%)	45.95	33.83	26.38	24.77
归属于母公司净利润	(864)	(493)	(28)	389

资料来源：Wind, bloomberg, 中银证券预测

估值

心动公司的业务收入主要集中在游戏领域，我们选取了港股游戏公司：腾讯控股、网易-S、IGG、中手游、友谊时光、祖龙娱乐，由于心动公司 2021 年未实现盈利，我们选用 PS 进行估值。

可比公司的 2023 年 PS 平均值为 2.48 倍。对比以上公司，心动公司仍处于转型期，同时市占率相对较低，难以在近期实现盈利，但考虑到版号发放逐步正常化，且预计 2023 年宏观消费环境预计将有所提振，我们预计 2022/23/24 营业收入 33.81/45.05/55.64 亿元，对应 PS 2.63 /1.97 /1.60 倍。首次覆盖，给予买入评级。

图表 136. 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币)	总市值 (当地货币, 亿元)	收入 (亿元)			PS		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
700 HK	腾讯控股	324.60	31,098.91	5,601.18	5,616.66	6,303.25	4.96	4.95	4.41
9999 HK	网易-S	114.10	3,747.03	876.06	972.84	1,086.06	3.82	3.44	3.08
799 HK	IGG	2.86	34.25	7.78	6.84	7.29	3.93	4.48	4.19
302 HK	中手游	1.65	45.67	39.57	35.71	46.25	1.03	1.14	0.88
6820 HK	友谊时光	0.99	21.59	16.16	16.20	19.55	1.19	1.19	0.99
9990 HK	祖龙娱乐	4.07	32.79	9.19	9.93	21.40	3.19	2.95	1.37
平均值							3.02	3.02	2.49

资料来源: Wind, 中银证券预测

注: 收盘价时间为北京时间2022年12月28日收盘

风险提示

- 居民消费意愿整体低于预期: 宏观经济增速放缓、疫情持续爆发, 居民收入水平下滑, 行业景气度下行。
- 国内新游戏上线时间不确定, 老游戏生命周期缩短导致收入贡献下滑, 海内外产品表现不及预期。
- 行业政策变化以及超预期的监管措施。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,848	2,703	3,381	4,505	5,564
营业成本	(1,316)	(1,477)	(1,644)	(1,931)	(2,202)
毛利润	1,532	1,226	1,737	2,574	3,362
销售费用	(633)	(780)	(919)	(1,180)	(1,174)
管理费用	(180)	(235)	(221)	(295)	(348)
研发费用	(658)	(1,242)	(1,144)	(1,188)	(1,378)
其他收入	26	45	20	20	20
其他损益	0	31	9	9	9
营业利润	88	(956)	(518)	(61)	491
财务成本净额	12	(27)	16	19	23
其他损益	8	26	15	0	0
税前损益	107	(956)	(488)	(42)	515
所得税	(51)	39	24	2	41
年度损益	56	(917)	(463)	(40)	556
少数股东损益	(47)	53	(30)	12	(167)
归属于母公司净利润	9	(864)	(493)	(28)	389
普通股数(摊薄, 百万)	432	465	465	465	465
EPS(调整后, 摊薄)	0.02	(1.86)	(1.06)	(0.06)	0.84

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	2,320	3,165	3,799	4,709	6,178
短期定期存款	0	792	792	792	792
应收款项	299	224	280	373	460
其他流动资产	151	67	75	88	100
流动资产总计	2,770	4,248	4,946	5,962	7,531
固定资产	113	149	174	197	208
无形资产	199	249	253	304	400
其他非流动资产	263	399	399	399	399
非流动资产总计	575	796	827	900	1,007
总资产	3,345	5,044	5,772	6,863	8,538
应付账款	165	205	229	269	306
合约负债	99	129	207	473	630
其他流动负债	417	576	807	771	832
流动负债总计	681	910	1,242	1,513	1,768
非流动负债总计	84	1,752	1,752	1,752	1,752
总负债	765	2,662	2,994	3,265	3,520
归属于母公司权益	2,296	2,304	2,670	3,501	4,755
非控制性权益	284	78	108	96	263
权益总额	2,580	2,382	2,778	3,598	5,018
总负债及权益	3,345	5,044	5,772	6,863	8,538

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净损益	9	(864)	(493)	(28)	389
折旧与摊销	78	120	132	144	165
运营资本变动	177	396	269	165	155
其他经营现金流	84	(128)	30	(12)	167
经营活动产生的现金流	348	(475)	(62)	269	877
资本支出	(112)	(148)	(163)	(218)	(273)
短期理财增加净值	507	(766)	0	0	0
长期投资及其他	(8)	(72)	0	0	0
投资活动产生的现金流	387	(986)	(163)	(218)	(273)
净增债务	0	0	0	0	0
净增权益	653	824	940	940	946
其他融资现金流	(322)	1,563	0	0	0
融资活动产生的现金流	330	2,388	940	940	946
现金变动	1,066	926	716	992	1,550
期初现金及等价物	1,337	2,320	3,165	3,799	4,709
期末现金及等价物	2,320	3,165	3,799	4,709	6,178

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率 (%)	0.33	(5.07)	25.07	33.26	23.50
营业利润增长率 (%)	(83.43)	n.a.	45.80	88.27	909.18
归属于母公司净利润增长	(97.36)	n.a.	42.91	94.37	1,501.39
获利能力					
毛利率 (%)	53.80	45.36	51.37	57.13	60.43
调整后净利率 (%)	0.32	(31.96)	(14.59)	(0.62)	6.99
ROE	0.35	(36.26)	(17.75)	(0.77)	7.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.86	52.77	51.87	47.58	41.23
净负债比率 (%)	29.63	111.72	107.77	90.76	70.15
流动比率 (%)	4.07	4.67	3.98	3.94	4.26
速动比率 (%)	4.07	4.67	3.98	3.94	4.26
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.64	0.63	0.71	0.72
应收账款周转率	8.07	10.34	13.44	13.82	13.36
应付账款周转率	7.20	7.98	7.58	7.77	7.66
每股指标 (元)					
每股收益	0.02	(1.86)	(1.06)	(0.06)	0.84
每股销售收入	6.58	5.82	7.28	9.70	11.98
估值比率					
P/E	903.97	(10.28)	(18.01)	(319.84)	22.82
P/S	2.90	3.29	2.63	1.97	1.60

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

002624.SZ
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 12.87

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(32.2)	(4.0)	1.9	(28.1)
相对深证成指	(6.6)	(5.7)	0.9	(2.3)

发行股数 (百万)	1,940
流通股 (%)	94
总市值 (人民币 百万)	24,967
3个月日均交易额 (人民币 百万)	495
净负债比率 (2022E)	净现金
主要股东 (%)	
完美世界控股集团有限公司	23

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2022年12月28日收市价为标准

相关研究报告

《互联网行业事件点评: 完美世界: 《幻塔》贡献业绩, 多款产品将开测》 20221021

《互联网行业事件点评: 完美世界: 海外新游表现亮眼, 经营状况改善》 20220812

《互联网行业事件点评: 完美世界: 新游进入回报期, 产品储备丰富》 20220715

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

传媒
证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

完美世界

聚焦经典 IP 和优势品类, 再次出征海外市场

完美世界是一家多元布局的游戏龙头公司。近年来公司紧随市场趋势, 持续提升自身游戏研发实力, 以经典 IP 和优势品类为基本盘聚焦游戏精品化, 依靠重磅产品再次出征海外市场, 并前瞻性地多领域布局元宇宙, 首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **不断强化研发实力, 聚焦经典 IP 和优势品类。**2021 完美世界研发投入上升 39.13%, 持续加码游戏研发。公司研发经验丰富, 研发团队架构明确, MMO 研发能力处市场第一梯队。目前研发团队主力集中在两个方向: 自身具有相对优势的“MMO+”, 以及“卡牌+”, 后者面向当前及未来消费主力的年轻群体。IP 方面, 公司基于经典 IP 如《完美世界》《诛仙》等持续推出新品, 同时打造新 IP 《幻塔》, 并引入《百万亚瑟王》《女神异闻录》等优质 IP 面向年轻玩家。
- **海外市场成必争之地, 依靠重磅产品再次出征。**公司围绕“海外本地化发展+国内产品出海”双维度发力, 重磅产品《幻塔》海外版 8 月海外收入突破 4400 万美元, 跻身出海手游收入榜第 5 名。同时, 公司出售北美子公司, 海外扩张将更注重效率。公司游戏储备也倾向于适合全球发行的题材、品类。
- **多领域布局, 分步实现元宇宙。**公司将分三步实现元宇宙, 第一步是元宇宙早期积累, 主要依托虚拟数字人和 NFT。第二步是游戏研发技术力上的深层次积累。第三步是元宇宙在游戏上的终极呈现。随着科学技术逐渐提升, 公司的前瞻性布局有望成为新的业绩增长点。

估值

- 我们预计 2022/23/24 归母净利润 16.88/ 18.18/ 23.33 亿元, 对应 PE 14.79/ 13.73/ 10.70 倍。首次覆盖, 给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 居民消费意愿整体低于预期; 国内新游戏上线时间不确定; 行业政策变化以及超预期的监管措施。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入 (人民币 百万)	10,225	8,518	7,703	10,033	11,925
变动 (%)	27.19	(16.69)	(9.56)	30.24	18.86
归母净利润 (人民币 百万)	1,549	369	1,688	1,818	2,333
变动 (%)	3.04	(76.16)	357.25	7.73	28.31
每股收益 (人民币)	0.80	0.19	0.87	0.94	1.20
市盈率(倍)	16.12	67.63	14.79	13.73	10.70
每股净资产(人民币)	5.76	5.41	4.79	5.39	6.19
市净率(倍)	2.23	2.38	2.69	2.39	2.08
每股经营性现金流(人民币)	1.90	0.57	0.50	0.82	1.11
每股销售收入(人民币)	5.27	4.39	3.97	5.17	6.15
市销率(倍)	2.44	2.93	3.24	2.49	2.09

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

多元布局的游戏龙头公司

完美世界是一家以游戏业务为主，同时布局电视剧、电影等影视业务的文化娱乐产业集团。公司游戏业务前身创立于 1997 年，经过二十余年发展，在 PC 端游、移动游戏、主机游戏、VR 游戏、云游戏以及元宇宙等多个领域进行布局，2021 年游戏业务实现收入 74.21 亿元，占营收比重 87.12%；公司影视业务创立于 2008 年，截至 2021 年底参与创作发行电影电视剧达 100 多部，获专业奖项超 200 个，2021 年影视业务实现收入 9.52 亿元，占营收比重 11.18%，影视业务投入有逐渐收缩的趋势。

国内老牌网游公司，紧跟市场发展趋势

单机游戏工作室起家 (1997-2004)

1996 年，数个清华学生出于兴趣打算研发游戏，并构建了一个兴趣爱好小组。1997 年北京金洪恩电脑有限公司创始人池宇峰同是清华背景，向小组投资 20 万元创立祖龙工作室，成为公司内部的游戏部门，同年项目《自由与荣耀》成立。1999 年 8 月 6 日，《自由与荣耀》在全国各地全面上市，是中国第一款 3D 即时战略游戏，也是国内首款出口韩国的即时战略游戏。

2001 年祖龙工作室独立，成立欢乐亿派科技有限公司。欢乐亿派虽然相继在 2001 年发布即时战略续作《自由与荣耀 2》，2002、2003 年相继发布两款 FPS 游戏《大秦悍将》和《抗日：血战上海滩》，三款游戏均采用 3D 建模，体现了当时领先的游戏研发技术，其中《大秦悍将》仅在游戏 CG 上便投入了超过百万人民币，却因过高的电脑配置与盗版游戏横行，最终销量未过万套。池宇峰尝试多款国内外网游，并亲自前往韩国考察，了解了网游难以被盜版的性质，并将网游作为未来游戏研发的主要方向。2004 年池宇峰带领祖龙工作室团队成立了完美时空网络技术有限公司，完美世界游戏业务板块正式成立。

国内端游龙头 (2004-2015)

公司在这一时期是国内 PC 网游的龙头企业，创造了一系列经典 IP：2005 年《完美世界》上线，2006 年首款“喜剧网游”《武林外传》上线，同年《诛仙》正式公测，2008 年《赤壁》公测，同年《口袋西游》正式公测。2010 年 3D MMORPG《神魔大陆》正式公测，2011 年《倚天屠龙记》开启不删档测试。2012 年完美日本全资子公司 C&C Media Co., Ltd. 在日本推出了 2D 动作 MMORPG《Dark Blood》，并推出动作类角色扮演游戏《Torch light 2》的英文版、德文版、波兰语版和俄语版，同年与美国公司 Valve 签订合作协议，获得 Dota 2 在中国大陆的独家运营代理权，全面开始推动全球化策略。

2015 年开始，国内手游高速发展，公司自 2014 年 6 月 25 日《神魔大陆 2》公测后直至 2022Q1，没有上线自研端游，集中资源投入手游自研。

集中资源发展手游 IP (2015-2018)

2013 年公司推出三款移动游戏，包括卡牌类游戏《完美世界-楚汉传奇卡牌版》，SLG 游戏《国王万岁》和 2D 回合制角色扮演游戏《神雕侠侣》，其中《神雕侠侣》至今仍在运营。

公司早于 2007 年在纳斯达克上市，2014 年至 2015 年游戏业务完成私有化退市，期间没有手游发行。后续公司开始不断推出 MMO 手游作品，2016 年上线 3 款 3D MMO 手游：《射雕英雄传 3D》、《倚天屠龙记》、《诛仙手游》，2017 年推出 3D 武侠 MMO《射雕英雄传手游》。最具备战略意义的产品则是 2017 年 7 月 26 日推出的《梦间集》，这是公司首次同时进入二次元、卡牌养成、女性向多个赛道的产品。在 2018 年完美世界游戏品牌战略发布会上，完美宣布以《完美世界》《梦间集》和《诛仙》三个系列为核心 IP，推行“大 IP 战略”。2018 年，公司发行二次元卡牌游戏《轮回诀》以及 3D 武侠 MMO《新武林外传手游》。

多元化品类转型 (2019 年至今)

2019 年起公司开始尝试更加多元化品类的手游，不局限于 MMORPG，陆续推出了 MMO《神雕侠侣 2 手游》、开放世界 MMO《我的起源》、MMO《新笑傲江湖手游》、女性向模拟经营游戏《梦间集天鹅座》、国风回合制卡牌游戏《云梦四时歌》、MMO《神魔大陆手游》。2021 年 4 月 13 日，完美世界举办游戏战略发布会，公布 24 款新品游戏，品类扩展至卡牌、开放世界二次元、女性向等，并更加强化五大 IP 发展。发布会上公布的《梦幻新诛仙》与《幻塔》分别在 2021 年的 6 月 25 日与 12 月 16 日公测，上线首月流水均超 5 亿。

影视业务投入趋于谨慎 (2018 至今)

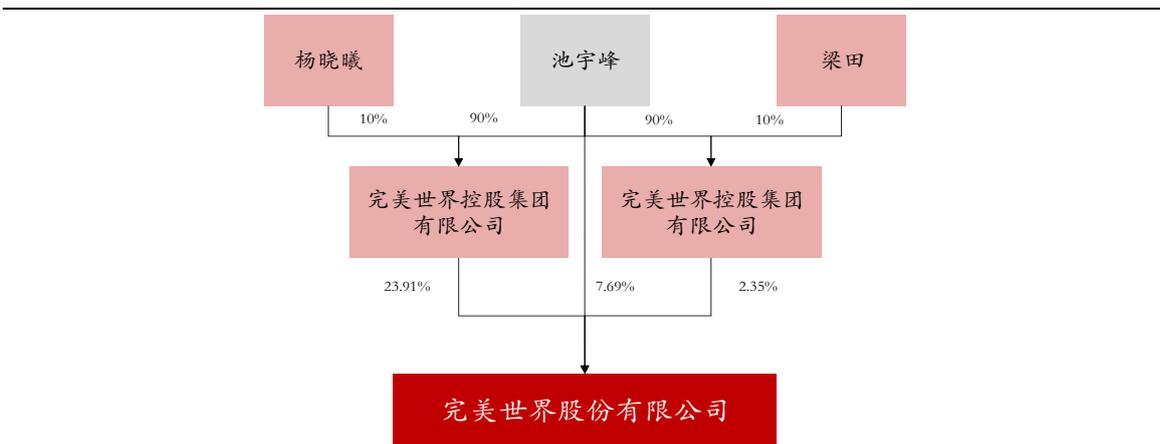
公司于 2008 年创立影视业务，主营业务涵盖影视项目开发、制作、发行和营销；综艺栏目；艺人经纪等板块；影视业务的创立可实现公司影游联动，提升公司整体竞争力的长期策略。至今完美世界影视参与创作及发行的优秀影视作品 150 多部，收获专业奖项超 300 个；并成功进行多项影游联动，如电影《赤壁》与端游《赤壁》的联动。

得益于中国文化产业的快速成长以及国家政策的大力扶持，影视业务在早期发展迅猛，但近年来影视行业进入寒冬期，各项审核监管趋严，公司影视业务表现不佳，2019 年影视业务收入 11.78 亿元，同比减少 54.92%，首次负增长，此后收入逐年下滑。在此背景下，公司为顺应行业发展，开始逐步剥离院线并加速去库存，走轻资产、精细化管理之路。2018 年公司将院线相关业务转让给母公司完美世界控股集团有限公司，2020 年提出聚焦战略，积极消化待播项目。未来公司将顺应市场环境变化，将采取谨慎投资与积极消化库存相结合的经营策略。

公司股权架构清晰，股权集中度高

公司股权集中度高，池宇峰先生为实控人。池宇峰通过直接、间接（持有完美世界控股 90% 股权、石河子快乐永久 90% 股权）的方式共持有公司 31.32% 的股份。在游戏、影视等行业具备丰富经验，股权高度集中有利于公司未来发展决策顺利实施。

图表 137. 公司股权穿透图（截至 2022 半年报）



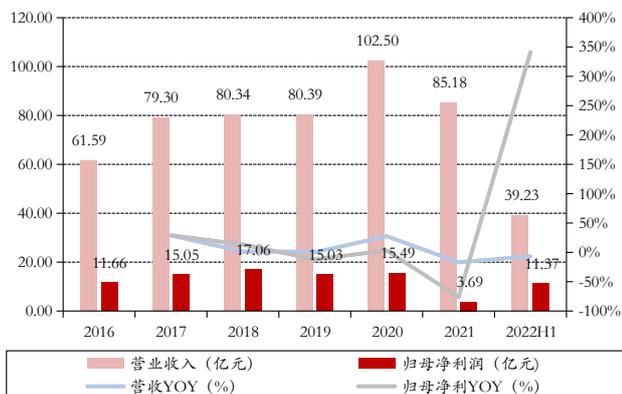
资料来源：公司公告，iFIND，中银证券

聚焦游戏主业，调整海外业务布局

游戏产品存在周期性波动，公司调整海外业务布局。2022H1 公司营收 39.2 亿元，同比下降 6.7%（扣除已售子公司不再并表影响后营业收入同比+1.6%）；其中，游戏业务营收 37.4 亿元，同比增长约 9.6%；已售出的欧美子公司不再并表，扣除该影响后，游戏收入同比增长 22.2%。另外，22H1 内地《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界：诸神之战》等产品进入回报期，持续贡献业绩增量，而 21H1 由于没有重磅游戏上线，基数较低。22H1 公司归母净利润为 11.37 亿元，同比增长 341.5%，主要由于 2021H1 关停部分表现不及预期的海外游戏项目，产生较多一次性损失导致净利润基数较低。

更加聚焦游戏业务，影视投入逐渐收缩。近年来公司战略为逐步剥离院线，影视板块以电视剧业务为主，并加速去库存，走轻资产之路。2018 年公司将院线相关业务转让给母公司完美世界控股集团有限公司，同时将完美世界院线资产商誉减值。未来公司将顺应市场环境变化，对旗下影视业务采取谨慎投资与积极消化库存相结合的经营策略；2022H1 影视业务收入 1.2 亿元，同比减少 83.6%，占收入比例由 2017 年 28.8% 下降为 4.8%；实现盈利 4061.9 万元。

图表 138. 公司营收及归母净利润情况



资料来源: Wind, 中银证券

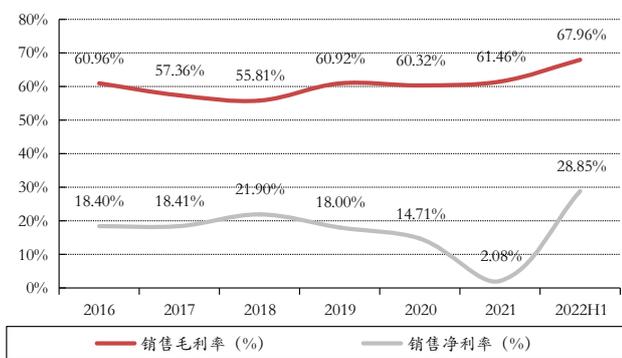
图表 139. 公司业务收入结构情况



资料来源: Wind, 中银证券

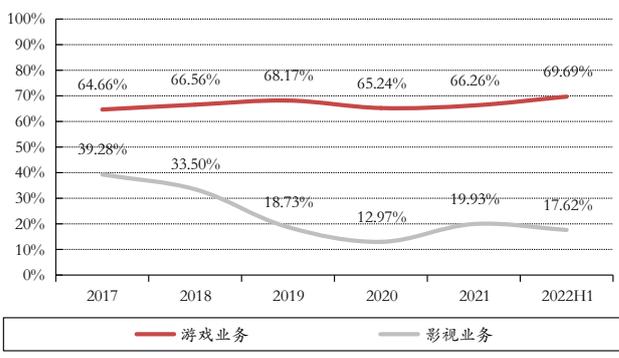
公司利润率有所提升，系游戏业务占比提升所致。公司 2020/2021/2022H1 毛利率分别为 60.32%/61.46%/67.96%，主要由于游戏业务占比逐步提升；分业务来看，公司游戏业务毛利率长期稳定在 65% 以上，2022 上半年为 69.69%；而影视业务毛利率相对较低，2022H1 为 17.62%。

图表 140. 公司利润率情况



资料来源: Wind, 中银证券

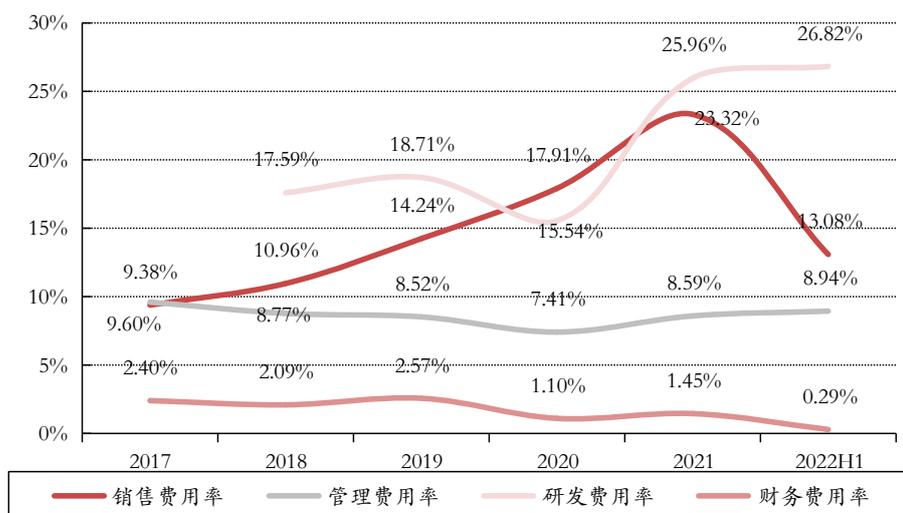
图表 141. 公司分业务毛利率



资料来源: Wind, 中银证券

公司销售费用率有所下降，研发费用率持续上升。公司费用率把控优秀，其中销售费用率由 2021 年 23.32% 下降至 2022 上半年 13.08%，同比下降 8.24pct，主要因为 21Q2 《梦幻新诛仙》《旧日传说》等游戏上线产生较高销售费用基数；公司注重研发投入，2019 至 2022H1 研发费用率分别为 18.71%/15.54%/25.96%/26.82%；主要系公司为激励研发核心人员，在 2021 年末出台调整薪酬政策等一系列配套机制，使研发人员薪酬同比增加。

图表 142. 公司费用率情况



资料来源: Wind, 中银证券

不断强化研发实力，聚焦经典IP和优势品类

研发实力积淀深厚，优化项目聚焦精品

完美世界是中国最早期的一批游戏公司，以研发起家，不断提升研发能力。完美世界 2018 年至 2021 年的研发费用分别为 14.13 /15.04 /15.89 /22.11 亿元，研发费用率分别为 17.59% /18.71% /15.54% /25.96%。2021 年完美游戏战略发布会后，公司年度研发投入上升了 39.13%，其中 21Q4 研发费用为 8.53 亿元，占全年研发费用 38.58%。

公司研发人员数量在 2018 年至 2021 年间保持年均 13.51% 的增长水平，在 2021 年年底研发人员占比达 67.84%，研发人员已达 4255 人，具备行业一流的研发能力。此外公司积极拓展海内外优质工作室，公司于 2016 年 5 月收购 Magic Design Studios 56.1% 的股权，2018 年 9 月收购赤金智娱 70% 股权，2018 年收购幻塔工作室前身苏州循塔，几家工作室分别负责《Have a Nice Death》、《战神遗迹》与《幻塔》研发工作。

图表 143. 研发人员数量及 YOY



资料来源: Wind, 中银证券

图表 144. 公司研发投入及 YOY



资料来源: Wind, 中银证券

对游戏公司而言，拥有自研引擎是技术力强的表现，且自研引擎可以根据游戏公司自身项目需求将对应工具整合，极大简化了适配项目的开发流程及成本，国内头部游戏公司均有用自研引擎研发的重点产品。

完美世界游戏业务前身祖龙工作室自 1997 年以来便致力于 3D 游戏研发，完美世界作为国内少数自主研发 3D 游戏引擎的企业，先后推出了 Angelica、ARK3D、ERA 等自研引擎，其中 ERA 引擎在 Vulkan 支持方面效果显著，能提高流畅度和帧率，并降低能耗。2020 年 12 月，完美世界游戏与华为 Harmony OS 宣布达成战略合作，就 ERA 引擎与 Harmony OS 在游戏领域展开深层次探索。

图表 145. 主要游戏公司及自研引擎

公司	引擎	对应游戏
完美世界	Angelica 1.0	《武林外传》、《完美世界》、《诛仙》
	Angelica 2.0	《赤壁》、《口袋西游》
	Angelica III	《笑傲江湖》
	ARK3D	《射雕英雄传 ZERO》、《最终兵器》
	ERA	《新笑傲江湖》手游
腾讯	QuickSilver	《天涯明月刀手游》
网易	messiah	《一梦江湖》、《荒野行动》、 《王牌竞速》、《暗黑破坏神：不朽》
	NeoX	《阴阳师》、《哈利波特：魔法觉醒》
Capcom	MT Framework	《怪物猎人：世界》
Savills PLC	RE Engine	《生化危机 8：村庄》、《怪物猎人：崛起》
CD Projekt Red	REDengine	《巫师》系列、《赛博朋克 2077》
EA	Frostbite	《战地》系列、《极品飞车》系列
史克威尔艾尼克斯	Luminous	《最终幻想 15》、《最终幻想 14》
Konami	FOX engine	《实况足球》系列、《合金装备 V》
	Anvil	《刺客信条》系列、《波斯王子》系列
育碧	Snowdrop	《全境封锁》系列

资料来源：Bloomberg，中银证券

研发团队架构明确，MMO 研发能力处市场第一梯队。完美世界公司内部的主要游戏研发工作室众多，截至 2022 年，共建有北京、上海、深圳、苏州、成都等多地多个研发中心，研发团队超 20 支。国内工作室多数具有非常丰富的 MMO 手游或端游研发经验，第一项目中心则完全负责 MMO 端游研发与维护，公司是国内少有的具备多平台 MMO 开发能力和丰富经验的公司。

图表 146. 完美世界主要工作室

研发团队及工作室	负责人	游戏品类	主要代表产品
第一项目中心		MMO 端游	完美世界国际版、完美世界、诛仙 3、梦幻诛仙、笑傲江湖、武林外传、神魔大陆、赤壁、笑傲江湖（端游）
第三项目中心		MMO 手游	诛仙手游、武林外传手游、云梦四时歌、完美世界手游
第五项目中心	铁雷（2021 年 4 月 20 日卸任）	MMO 手游	烈火如歌手游、神雕侠侣 2 手游、新神魔大陆
第七项目中心		MMO 手游	不败战神、倚天屠龙记手游、射雕英雄传手游、封龙战记、新笑傲江湖手游
逍遥项目中心/逍遥工作室		MMORPG、音游、SLG、沙盒	热舞派对（端游）、Touch、圣斗士星矢手游、火炬之光手游、最终幻想：觉醒、精灵契约、我的起源
梦间集工作室		二次元女性向	梦间集、梦间集天鹅座
黑马工作室		FPS	Don't Even Think
孵化中心（原第四项目中心）	佟庆	回合制 Roguelike	旧日传说
赤金智娱（完美控股 70%）		MMO 手游	狂暴之翼、战神遗迹
北京第一波互动科技有限公司	秦泽		代号:MA
T3 工作室		MMO 手游	射雕英雄传 3D 手游、轮回诀
乘风工作室		MMO 手游	龙之谷手游
天智游工作室		MMO 手游	梦幻新诛仙
Hotta Studio	张御	MMO 端/手游	太极熊猫 1/2、天堂 2：血战、黑暗与光明：战歌、战塔英雄、黑金
阅龙智娱工作室（完美控股 35%）	李沛泽	MMO 手游	
Cryptic 工作室(解散又卖了)		MMO 端游	Champions Online（冠军 OL）、Star Trek Online（星际迷航 OL）、Neverwinter（无冬 OL）、Magic:Legends（万智牌传奇）
UnKnown Worlds（被 PUBG 开发商 Krafton 收购）		开放世界生存制作	Natural Selection2（物竞天择 2）、Subnautica（深海迷航）、Subnautica:Belw Zero（深海迷航：零度之下，端游+主机游戏）
Echtra 工作室（被 Zynga 收购）		俯视角单机 RPG	Torchlight III（火炬之光 3，端游+主机游戏）
Magic Design Studios		横版动作冒险	Unruly Heroes（非常英雄）
glimmer Studio	Raker	横版动作冒险	逐光之旅

资料来源：雪球，中银证券

受到版号等行业政策影响，同时为了推进新品类游戏发展，公司近期对研发团队进行了优化。国内方面，公司在 21Q4 和 22Q1 进行了人员优化；海外方面，完美出售了美国研发工作室及相关欧美本地发行团队。此轮优化后，公司将研发团队主力集中在两个方向：自身具有相对优势的“MMO+”，以及“卡牌+”，后者面向当前及未来消费主力的年轻群体。这意味着完美后续将推出传统的 MMO 游戏稳固游戏收入的基本盘，并结合年轻用户的特点推出 MMO+卡牌、MMO+开放世界的新品类。

除团队优化外，公司也对项目进行了重新梳理，暂停部分不符合现有市场预期项目。对比 2021 年完美世界游戏战略发布会上的产品与 2021 年年报的研发项目，有 6 款不在 2022 年的研发项目中，分别是《代号 R》、《梦间集 2》、《project 棱镜》、《代号：火山》、《仙剑奇侠传手游》、《香蜜沉沉烬如霜》。《香蜜沉沉烬如霜》电视剧热度消失后 IP 价值较低，而仙剑 IP 总体价值虽高，但市场上同类型题材相对较多，IP 价值分散。除此的 4 款产品外均为国风 MMO，非公司研发擅长的类型。

基于经典 IP 持续打造新品，新 IP《幻塔》面向年轻玩家

自 2021 年完美世界游戏战略发布会以来，完美坚定了 IP 道路，聚焦“MMO+”、“卡牌+”两大品类进行战略转型，其中“MMO+”赛道以《完美世界》、《诛仙》两个经典 IP 为基础，叠加 2021 年末上线的《幻塔》，凭借历史积累以及技术创新，这三大 IP 将成为完美未来发展深不见底的护城河。除此之外，电竞 IP 也为公司带来了持续不断的赛事流量。

2005 年发行的《完美世界端游》是公司前身祖龙工作室由单机游戏转变发展道路而来的第一款网络游戏，借助公司在过去 3D 单机上积累的研发经验以及引擎，《完美世界》品质上佳，2006 年同时在线人数超 30 万人。

2019 年 4 月 18 日《完美世界》手游公测，自发售日以来游戏始终保持良好运营，iOS 畅销榜排名稳定在 30-60 名区间，而 2022 年 1 月发行的竖屏 MMO《完美世界：诸神之战》上线以来维持在 100 名左右，稳定的长生命周期运营反映了较高的玩家忠诚度，以及玩家对于《完美世界》IP 持续付费的意愿。未来随《Perfect New World》PC/主机端以及《完美新世界》两款次时代游戏发布，IP 情怀将让玩家的付费活力将得到更充分激发。

图表 147. 《完美世界》手游排名（上为《完美世界手游》，下为《完美世界：诸神之战》）



资料来源：七麦数据，中银证券

文学与游戏良性循环促《诛仙》长期发展。《诛仙》与《完美世界》同样是长青 IP，自 2007 年《诛仙端游》上线并运营至今已有 15 年。完美在整个游戏市场对 IP 概念还不清晰之时，便已经拿到了《诛仙》的改编权，而《诛仙》的游戏发行在 2007 年 5 月，此时《诛仙》小说尚未完结，形成了良性的互动循环，《诛仙》读者想在游戏中体验世界观与 NPC 沉浸式互动，玩家则可以通过小说了解后续情节发展和游戏内容。

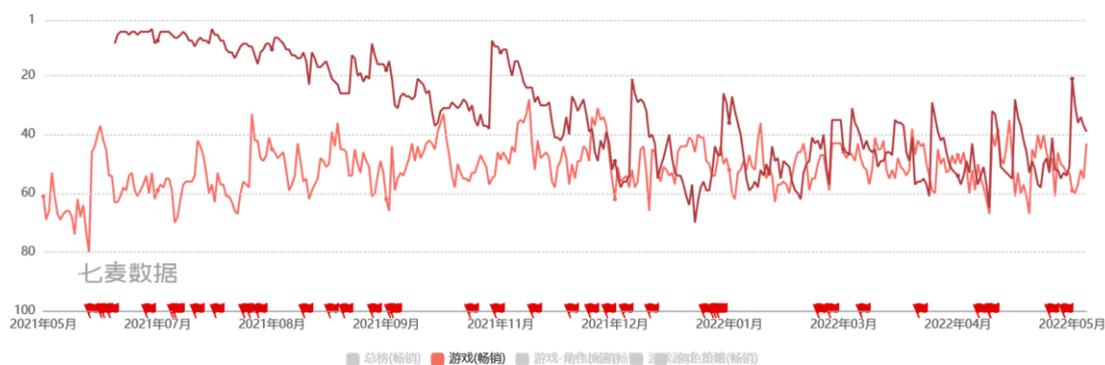
图表 148. 《诛仙》IP



资料来源：完美世界游戏发布会，中银证券

《诛仙》是公司最早踏足自研 IP 端转手的项目，2016 年就发布《诛仙》手游并运营至今，iOS 畅销榜排名与 2021 年 6 月上线的《梦幻新诛仙》处于同等水平，在 40-60 名间波动。结合《完美世界》手游及《诛仙》手游生命力及收入稳定性，在公司保持 MMO 战略情况下，我们认为《梦幻新诛仙》已成为完美世界稳定的收入贡献来源。

图表 149. 《诛仙》手游 iOS 畅销榜排名（上深红色为《梦幻新诛仙手游》，下为《诛仙手游》）



资料来源：七麦数据，中银证券

新品端游《诛仙·世界》海内外市场广阔未来可期。目前国内自研端游产品稀少，市场近四年没有全新大型端游 MMO 上线，多集中在手机平台。《诛仙·世界》在 2021 年 ChinaJoy 实机演示上提供了人物捏脸和青云大地图，画面表现优秀，玩家反馈良好。2022 年 Q4 将进行新一轮测试，这也是 2023 年完美世界备受市场瞩目的重点 PC 产品。

图表 150. 《诛仙·世界》实机演示



资料来源:《诛仙·世界》实机视频, 中银证券

调整新 IP 打造方向, 全面迎合年轻用户需求。完美在 2021 年发布会上曾提出 5 大 IP 项目, 而在 22Q1 人员及赛道优化后, 《幻塔》所代表的二次元、开放世界、卡牌赛道已经成为完美未来资源的重点, 我们将这三者统称为新赛道。新赛道 IP 实现主要分两方面, 一方面来自《幻塔》这类原创 IP 项目, 另一方面则选取优质 IP 进行游戏化, 如《百万亚瑟王》、《女神异闻录》、《一拳超人》、《哪吒》、《灵笼》等。

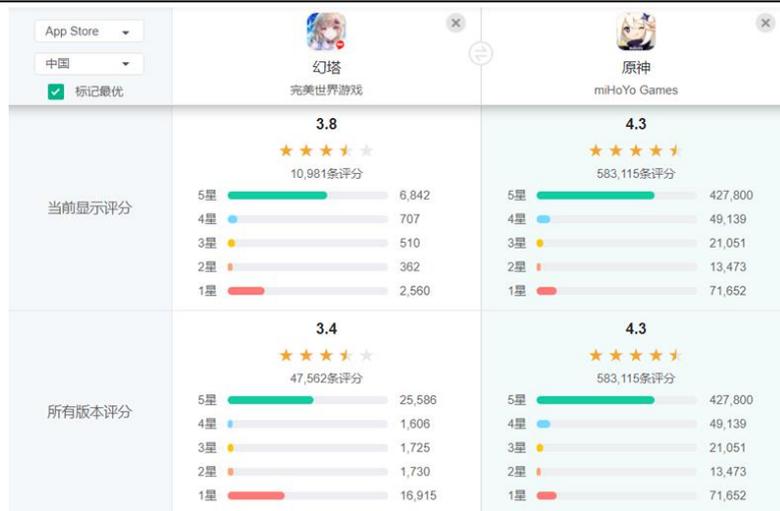
图表 151. 完美世界新 IP 战略



资料来源: 21 年完美世界战略发布会, 中银证券

根据东方网, 《幻塔》2021 年 12 月上线, 首月新增用户过千万, 首月流水近 5 亿元。虽在收入上不及《原神》, 但 2.0 更新以来游戏评分显著提升, 已经具备精品化手游水平, 而收入趋势上, 《幻塔》与《原神》同属强运营游戏, 需要持续的活动与新人物装备等刺激收入并维持玩家群体活力, 根据公司公告, 目前《幻塔》将保持 2 周 1 个小版本, 16 周一个大版本的进度更新, 在维持现有玩家目标上态势良好。

图表 152. 《幻塔》 2.0 版本评分



资料来源：七麦数据，中银证券

《幻塔》与《原神》目标人群部分重叠，但核心玩法决定道路差异。《幻塔》自公布以来，由于其二次元开放世界特点，常被用于对比《原神》，但《幻塔》MMO的核心玩法决定了其虽与《原神》目标用户部分重叠，却归属不同赛道。《幻塔》为开放世界 MMORPG，本质是以二次元开放世界为载体的 MMORPG，具有强社交属性；而《原神》为开放世界冒险 RPG，淡化了社交属性，因此针对的玩家群体有本质区别，《幻塔》更多针对的是二次元玩家群体中存在社交需求的用户以及与角色培养玩法不匹配的玩家。《原神》与《幻塔》不存在强竞争关系，《原神》相比于 MMORPG 更偏向于开放世界 JRPG 品类，这意味着细分赛道上，《幻塔》和《原神》最终将并行发展两不相干。

图表 153. 幻塔原神对比

	幻塔	原神
核心玩法	探索 社交 PVP 团队副本	剧情 探索地图，寻找宝箱，挑战秘境，解谜 人物养成 战斗
角色定位	根据职能分：防御、输出、辅助 根据属性分：物理、火焰、雷电、寒冰	无明确职能定位，包含增益辅助类、减抗辅助类、治疗类、伤害类等 根据属性分：风、火、雷、岩、水、冰、草 根据武器分：单手剑、双手剑、长柄武器、法器、弓
抽卡出货率	保底 80 抽必出 SSR	保底 90 抽必出五星
氪金点	人物、源器、意志	人物、武器
流畅度	2.0 前手机体验略差	较流畅
联机	多人在线	最多四人

资料来源：中银证券

图表 154. 《幻塔》多人挑战世界 BOSS



资料来源：哔哩哔哩，中银证券

图表 155. 《原神》4人联机挑战 BOSS

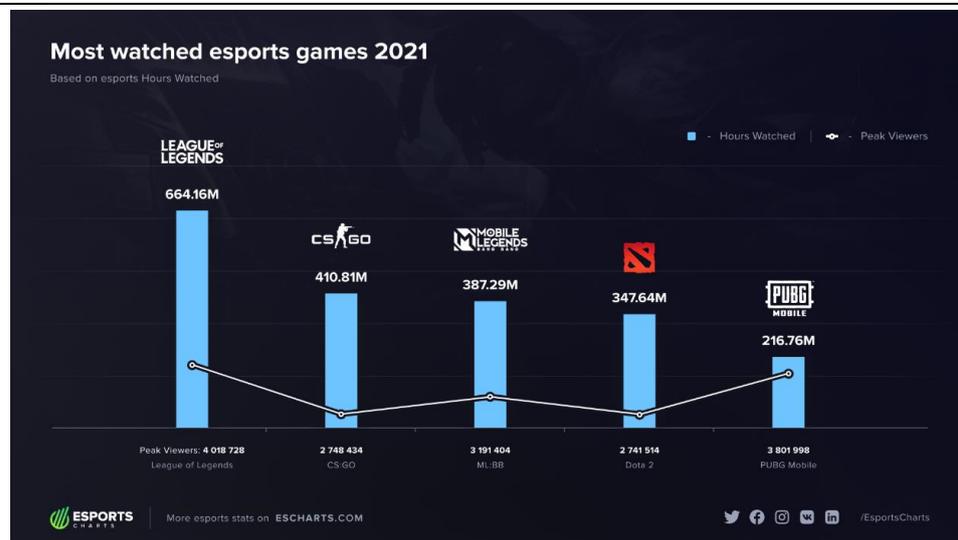


资料来源：哔哩哔哩，中银证券

《幻塔》具备 IP 潜力，将发挥先发优势，抢占开放世界 MMO 市场。《幻塔》对于完美世界的意义在于 MMO 品类游戏的年轻化和精品化，原神是开放世界 RPG 手游的天花板，而《幻塔》则是 MMO+开放世界的首个入局者。《幻塔》自 2.0 开始迎来完美最熟悉的 MMO 长线运营时期，公司将依托《幻塔》打造精品化 MMO 品类 IP。

除自研游戏 IP 外，完美依托《DOTA2》和《CS:GO》两大 IP，成为优质电竞服务商。《CS:GO》与《刀塔 2》作为全球最受欢迎的电子竞技游戏 IP 的其中两款。根据 escharts 的统计数据，在全球（由于统计口径不同，不含中国）电子竞技项目直播播放时间上，《CS:GO》和《刀塔 2》在 2021 年的总播放量分列二、四位，达 4.11 亿小时和 3.48 亿小时，合计达 7.59 亿小时，超过了排在第一位的《英雄联盟》的 6.64 亿小时。因此完美世界也是国内最有潜力与腾讯争夺电子竞技市场的公司。

图表 156. 全球观看量前 5 电子竞技游戏



资料来源：escharts，中银证券

完美世界电竞常年深耕电竞产业链，专注于产品研发、用户运营以及专业赛事组织等方面。作为知名电竞游戏《CS:GO》和《DOTA2》中国大陆独家运营商，完美世界电竞业务主要分为内容运营与赛事运营。内容运营方面，完美秉承引进来走出去的方式，自主研发了完美世界对战平台 PWA 和移动端社区应用完美世界电竞 APP。

赛事运营方面，完美提供一站式专业赛事制作以及相关顾问咨询服务，赛事包含玩家熟知的 TI、Major、Minor 等多级别赛事，以及长时间的职业联赛。以 Dota2 为例，每年最高级赛事为 TI，获取 TI 资格需要 DPC 积分，DPC 积分通过参与巡回赛取得名次获取。在 2020-2021 赛季，完美世界电竞承办了 DPC 中国联赛全部两个赛季的比赛，并制作了两次甲级联赛（MAJOR）及国际邀请赛的中文信号流，国内除 TI 外的 DOTA2 比赛中文直播必须向完美世界购买信号流版权，通常由直播平台方如虎牙、斗鱼、哔哩哔哩等进行购买。除职业联赛外，完美世界还承办了高校联赛、城市挑战赛等，高校联赛为职业赛道输送人才的同时，也为整个 DOTA2 和 CS:GO 大环境输送新鲜血液，作为优质 MOBA 以及 FPS 游戏，本身潜在受众广泛。

图表 157. 哔哩哔哩独播的《CSGO》及《DOTA2》赛事



资料来源：哔哩哔哩，中银证券

海外市场成必争之地，依靠重磅产品再次出征

围绕“海外本地化发展+国内产品出海”双维度发力，完美开启新一轮的海外征途。完美世界是国内最早的出海游戏厂商之一，根据中国游戏行业协会 2013 年会报告的数据，自 2007 年开始，完美连续 6 年排名中国网游出海领域第一，份额一度占四成。但自 2015 年端游研发速度放缓后，公司整体重心放在了国内市场的端转手领域。

由于国内手游市场增长空间有限，叠加版号收缩，完美计划再一次的大规模产品出海。2022 年 3 月以来，完美开始逐步推动旗舰产品海外化。《梦幻新诛仙》国内版本于 2021 年 6 月上线，3 月在海外 35 个国家推出，并在港澳台 3 月手游收入增长榜中排行第 8。重磅产品《幻塔》海外版（Tower of Fantasy）2022 年 8 月 11 日在海外多个国家和地区上线，根据 Sensor Tower，《Tower of Fantasy》8 月海外收入突破 4400 万美元，跻身出海手游收入榜第 5 名，其中日本市场贡献了约 42% 的海外收入。

图表 158. 2022 年 3 月中国手游海外收入增长榜

排名	游戏名称	游戏厂商
1	口袋奇兵	江娱互动
2	偶像梦幻祭	乐元素
3	State of Survival	Funplus
4	万国觉醒	莉莉丝
5	放置少女	有爱互动
6	三国志战略版	灵犀互娱
7	云上城之歌	三七互娱&NEOCRAFT
8	梦幻新诛仙	完美世界
9	守望黎明	龙创悦动
10	Demon Hunter	Eskyfun Entertainment

资料来源: Sensor Tower, 中银证券

图表 159. 2022 年 8 月中国手游海外收入 TOP10

排名	游戏名称	游戏厂商
1	原神	米哈游
2	PUBG MOBILE	腾讯
3	Puzzle & Survival	三七互娱
4	State of Survival	Funplus
5	幻塔	完美世界
6	使命召唤手游	动视暴雪&腾讯
7	Diablo Immortal	动视暴雪&网易
8	万国觉醒	莉莉丝
9	口袋奇兵	江娱互动
10	明日方舟	鹰角网络&悠星网络&心动网络

资料来源: Sensor Tower, 中银证券

出售北美子公司，扩张更注重效率。2021 年完美将全资子公司 Perfect World Europe B.V. 以 1.25 亿美元（6000 万美元现金+价值 6500 万美元的股票）的价格向瑞典游戏集团 Embracer Group 出售。完美世界娱乐包括完美北美发行团队和 Cryptic Studio，共 237 人，此次交易后，两支团队都被并入 Embracer 旗下开发商 Gearbox。Cryptic Studio 是一家成立于 2000 年的老牌工作室，曾制作和运营了《无冬》《星际迷航 Online》等几款网游，2011 年被完美世界收购。2021 年 Cryptic 的 MMO 新作《万智牌：传奇》被停运，再加上北美发行团队没有任何新游戏发布，完美世界娱乐出现了运营亏损。

未来完美海外本地化发展将地域选择上向更有人才和政策优势的加拿大转移，同时选择更开放的年轻化团队，产品类型以单机游戏和移动游戏为主，类型上舍弃了 MMO 项目，符合海外工作室现状与市场需求。

为了更好发展海外市场，公司的游戏储备也倾向于适合全球发行的题材、品类，例如与史克威尔艾尼克斯和 P-Studio 合作的知名 IP《百万亚瑟王》和《女神异闻录》手游（CODE NAME: X），也有在独立游戏市场上已经研发出优秀游戏《非常英雄》的 Magic Design Studio 的后续作品《Have a Nice Death》。

图表 160. 完美世界自研/代理游戏项目储备

游戏名称 (暂定)	游戏类型	自研/代理	预计上线时间	题材	TapTap 预约人数	TapTap 评分
Perfect New World	PC 端游	自研		玄幻 MMO		
完美新世界	移动游戏	自研	在研	玄幻 MMO		
诛仙世界	PC 端游	自研	2022 年 8 月开启小规模技术测试	仙侠 MMO		
诛仙 2	云原生游戏	自研		仙侠 MMO		
天龙八部 2	移动游戏	代理	2022 年	武侠 MMO	38647	8.0
神魔大陆 2	移动游戏	自研	在研	魔幻 MMO		
黑猫奇闻社	移动游戏	自研	2022 年 8 月 24 日上线	推理解谜、卡牌养成、女性向		8.7
朝与夜之国 (Project Bard)	移动游戏	自研	2022Q3 测试	二次元卡牌养成		
CODE NAME: X	移动游戏	自研	在研	日系/RPG		
一拳超人: 世界	移动游戏	自研	在研	动作/RPG		
百万亚瑟王 (代号: MA)	移动游戏	自研	2022 年	卡牌/日系幻想	75410	9.5
Have a Nice Death	PC 端游+主机	自研	2022 年 3 月 9 日在 steam 发布抢先体验版	横版动作 rougelike		
放置游戏	移动游戏	自研	在研	放置游戏		

资料来源: TapTap、完美世界 2021 年年报、中银证券

多领域布局, 分步实现元宇宙

完美在其 2021 年报中指出, 公司将分三步实现元宇宙:

1) **第一步是元宇宙早期积累, 主要依托虚拟数字人和区块链 NFT。**虚拟数字人方面, 完美首开先河, 已经针对代理的两款电子竞技游戏推出三位官方虚拟主播, 《CS: GO》虚拟主播古堡龙姬和永恒娘, 以及《DOTA2》虚拟主播 dodo, 而其他电子竞技类游戏, 不论是腾讯的《英雄联盟》、蓝洞的《绝地求生》、暴雪的《星际争霸》等都尚未推出官方的虚拟形象。根据游戏葡萄, 公司已成立虚拟偶像部门, 技术中台已完成虚拟偶像相关的技术储备, 为公司内部不同游戏推出各自的虚拟偶像提供全方位的技术支持, 未来会有更多虚拟娱乐产品与现有业务协同和加成。

完美世界的虚拟主播以游戏直播为主要内容, 同时借助完美自身的版权可以进行相应比赛的解说。三直播间可以自由联动, 也存在着将两平台观众引流至对方平台的能力, 同时可以实现由《CSGO》和《DOTA2》到完美世界其他产品的交叉导流能力。

图表 161. 完美世界虚拟主播

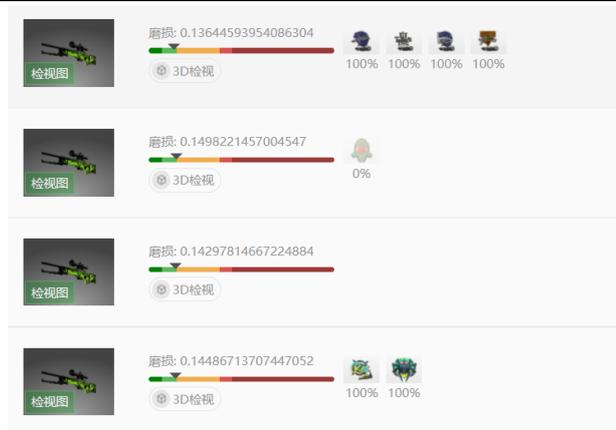


资料来源：哔哩哔哩，中银证券

NFT 方面，完美世界先后推出了“猫猫狗狗”数字艺术卡和《CS:GO》数字艺术卡。数字艺术卡基于区块链技术制作与发行，每件数字藏品有唯一外观和加密 id，不可复制，独一无二的稀缺性保证了数字藏品的收藏价值和展示价值。

在数字艺术卡之前，《CS:GO》中的武器皮肤本身就具有一定的 NFT 属性。《CS:GO》中开箱的武器有独一无二的磨损系统，同一个磨损区间的枪械外观完全一样的，但是每件枪械外观对应唯一的磨损度数值，该数值相当于非加密的 ID，玩家能够根据该数值获得该枪械皮肤的交易数据。这种 NFT 的机制，保证了游戏内部道具价值的稳定性，让《CS:GO》中的道具成为了少数能长期保持高价、稀缺及收藏属性的游戏内购产品。完美世界正在 NFT 的初步尝试中积累经验，为元宇宙货币系统打下研发基础。

图表 162. CSGO 枪械外观及磨损值



资料来源：网易buff，中银证券

图表 163. 完美世界数字艺术卡



资料来源：完美世界电竞，中银证券

2) 第二步是游戏研发技术力上的深层次积累。元宇宙上市第一股 Roblox 对元宇宙的定义包含身份、朋友、沉浸感、低延迟、多元化、随地、经济系统、文明八大要素。MMORPG 游戏天然就具有身份、朋友、经济系统、文明四个要素。而完美世界通过新游戏的开发的不断积累，有助于提高游戏的沉浸感，完美在研的《诛仙世界》端游在 VR/AR 技术尚不支持元宇宙基础的情况下，将通过增强物理引擎真实性，提高用户沉浸感与交互感。云原生游戏《诛仙 2》与 5G 技术密切关联，研发完成将解决随地的的问题，通过将渲染等过程转移至云端服务器，用户可以在任意智能终端游玩，2018 年发布的首款大型云游戏《新神魔大陆》同样取得良好成绩。多元化以及低延迟涉及的技术问题则需要软件和硬件发展破局。

图表 164. 《诛仙世界》画面极具沉浸感



资料来源：完美世界，中银证券

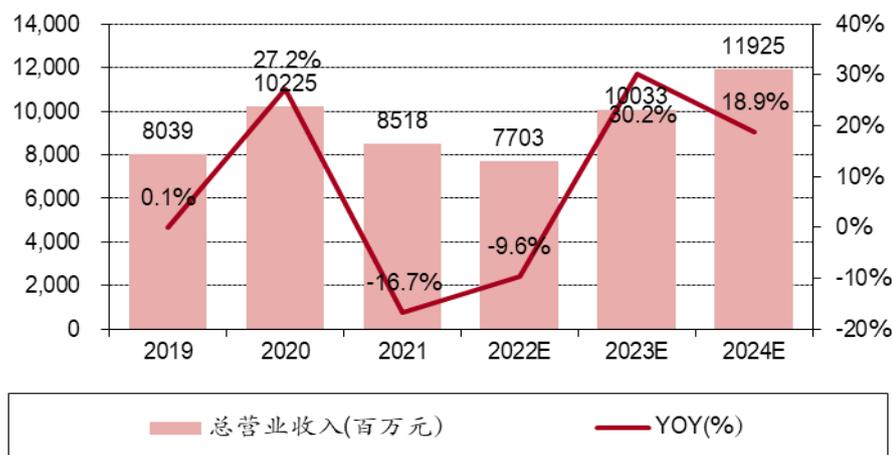
3) 第三步是元宇宙在游戏上的终极呈现。通过重磅游戏产品，借助数字孪生、智能 AI 扩展、虚拟数字人等等，在更加宏大的世界，实现游戏体验的无限延伸。但这一步仍需借助硬件升级来实现。

盈利预测及估值

盈利预测

2022 年上半年完美世界重点新游《幻塔》在海内外上线，市场反馈良好，带来的业绩增量基本抵消老游戏收入下滑带来的影响；下半年预计未有重磅新游上线，且宏观消费环境较为疲软，总体收入方面预计将有小幅正增长。公司产品储备中有较多重磅游戏，如备受关注的端游《诛仙世界》，各手游储备或将在 2023 年逐步推出。我们预计 2022/23/24 年公司总收入 77.03 / 100.33 / 119.25 亿元，同比变动-9.56%/+30.24%/+18.86%。

图表 165. 完美世界营业收入预测

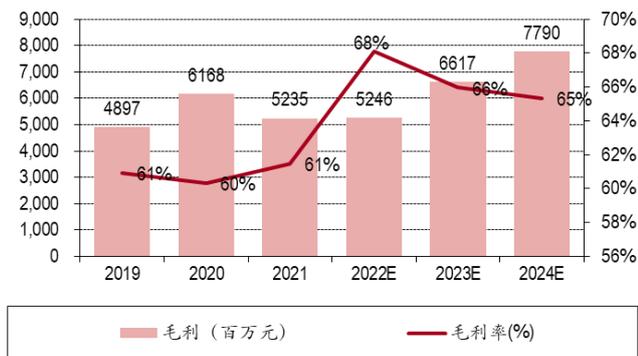


资料来源：公司公告，中银证券预测

由于高毛利的游戏业务收入占比持续提高，公司毛利率自 2020 年起持续上升，预计 2022 年完美世界毛利率将进一步提高。后续随着影视业务业绩恢复，毛利率将有所下滑。

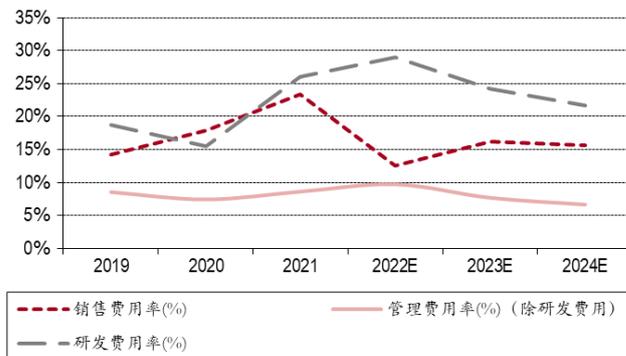
费用方面，完美世界销售费用率在 2021 年大幅提高，主要原因是推出新游戏产品宣发、老游戏持续运营带来的营销投入；由于在研产品方面的持续投入，研发费用预计也将在短期内保持高位。

图表 166. 完美世界毛利和毛利润情况



资料来源：公司公告，中银证券预测

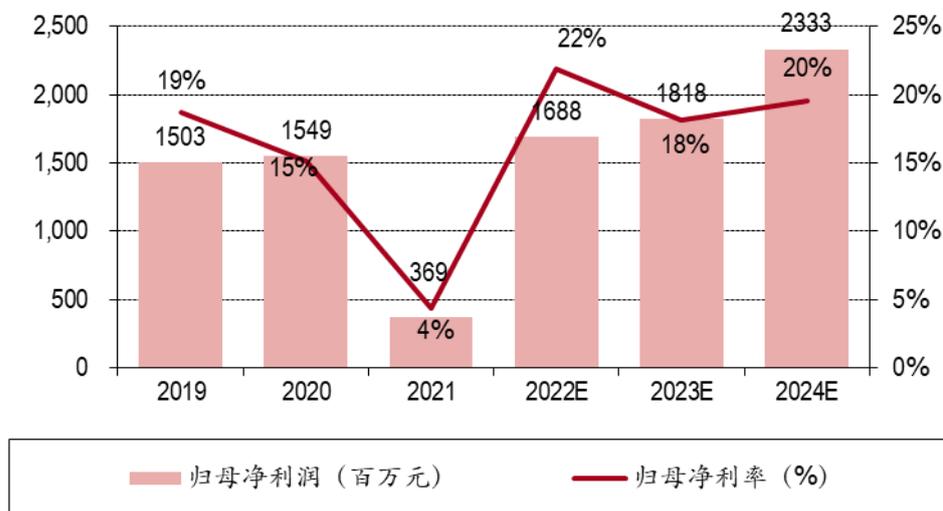
图表 167. 完美世界各项费用率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

我们预计随着完美世界销售费用逐步回归合理水平，公司净利润率有望得到回升。我们预计 2022/23/24 年归母净利润分别为 16.88 / 18.18 / 23.33 亿元，同比增长 357.25% / 7.73% / 28.31%。

图表 168. 完美世界归母净利润预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

近年来，公司继续夯实研运实力，推进游戏业务战略转型，探索新赛道，影视产品投入注重效率。公司内地主要产品表现稳定，港澳台及海外《幻塔》上线后表现突出，后续产品储备品类丰富。

图表 169. 完美世界财务数据预测

(人民币 百万)	2020	2021A	2022E	2023E
营业收入	10,224.77	8,518	7,703	10,033
游戏业务	9,249.76	7,421	7,339	9,547
影视业务	935.21	952	220	342
其他	39.80	144	144	144
毛利润	6,167.73	5,235	5,246	6,617
毛利率(%)	60.32	61.46	68.10	65.96
销售费用率(%)	17.91	23.32	12.53	16.18
管理费用率(%) (除研发费用)	7.41	8.59	9.68	7.66
研发费用率(%)	15.54	25.96	29.00	24.13
归属于母公司净利润	1,548.50	369	1,688	1,818

资料来源: Wind, bloomberg, 中银证券预测

估值

完美的业务集中在游戏领域,我们选取了 A 股游戏公司:世纪华通、电魂网络、恺英网络和以游戏业务为主要收入之一的姚记科技,以 PE 进行估值。

可比公司的 2023 年 PE 平均值为 10.78 倍。对比以上公司,完美世界作为行业龙头,具备优势研发能力,同时处于业绩提升阶段。考虑到版号发放逐步正常化,且预计 2023 年宏观消费环境预计将有所提振,我们预计 2022/23/24 归母净利润 16.88/ 18.18/ 23.33 亿元,对应 PE 14.79/ 13.73/ 10.70 倍。首次覆盖,给予买入评级。

图表 170. 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值(亿元)	净利润(亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002602.SZ	世纪华通	3.76	280.22	19.95	27.61	34.16	14.04	10.15	8.20
603258.SH	电魂网络	21.60	53.09	3.13	3.99	4.62	16.98	13.31	11.50
002517.SZ	恺英网络	6.39	137.55	10.99	14.40	17.97	12.52	9.55	7.65
002605.SZ	姚记科技	13.82	56.17	4.40	5.55	6.81	12.75	10.12	8.25
平均值							14.07	10.78	8.90

资料来源: Wind, 中银证券预测

注: 收盘价时间为北京时间 2022 年 12 月 28 日收盘

风险提示

- 居民消费意愿整体低于预期: 宏观经济增速放缓、疫情持续爆发,居民收入水平下滑,行业景气度下行。
- 国内新游戏上线时间不确定,在研新游进度不及预期,老游戏生命周期缩短导致收入贡献下滑,海内外产品表现不及预期。
- 行业政策变化以及超预期的监管措施。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,225	8,518	7,703	10,033	11,925
营业成本	(4,057)	(3,283)	(2,457)	(3,416)	(4,135)
毛利润	6,168	5,235	5,246	6,617	7,790
营业税金及附加	(32)	(29)	(29)	(30)	(60)
销售费用	(1,831)	(1,986)	(965)	(1,624)	(1,858)
管理费用	(757)	(732)	(746)	(768)	(791)
研发费用	(1,589)	(2,211)	(2,234)	(2,421)	(2,587)
营业利润	1,958	277	1,272	1,774	2,494
营业外净收支	(301)	(121)	469	231	243
利润总额	1,657	156	1,740	2,005	2,738
所得税费用	(152)	21	(68)	(200)	(274)
净利润	1,504	177	1,672	1,804	2,464
少数股东损益	44	192	16	12	0
归属于母公司净利润	1,549	369	1,688	1,816	2,464
普通股数(百万)	1,940	1,940	1,940	1,940	1,940
EPS	0.80	0.19	0.87	0.94	1.27

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净损益	1,504	177	1,073	1,579	2,239
折旧与摊销	197	187	39	45	51
运营资本变动	1,624	373	(18)	(163)	(141)
其他经营现金流	368	360	(240)	10	10
经营活动产生的现金流	3,693	1,098	855	1,471	2,158
资本开支	(572)	(419)	(100)	(100)	(100)
其他投资现金流	119	1,010	0	0	0
投资活动产生的现金流	(453)	590	(100)	(100)	(100)
债务融资	(931)	(229)	(258)	(200)	0
股权融资	17	51	0	0	0
其他融资现金流	(1,880)	(949)	(2,400)	(532)	(655)
融资活动产生的现金流	(2,794)	(1,127)	(2,658)	(732)	(655)
现金变动	418	493	(1,904)	639	1,403
期初现金及等价物	2,526	2,943	3,436	1,533	2,172
期末现金及等价物	2,943	3,436	1,533	2,172	3,576

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	2,943	3,436	1,533	2,172	3,576
应收款项	1,411	1,092	988	1,286	1,529
其他流动资产	3,530	3,036	2,746	3,576	4,250
流动资产总计	7,885	7,565	5,266	7,035	9,355
固定资产	629	391	452	506	556
无形资产	190	260	260	260	260
其他非流动资产	6,803	8,824	9,174	9,274	9,374
非流动资产总计	7,622	9,475	9,886	10,041	10,190
总资产	15,507	17,040	15,152	17,075	19,545
应付账款	733	501	375	521	631
短期借款	784	858	600	400	400
其他流动负债	2,687	2,998	2,711	3,531	4,197
流动负债总计	4,204	4,357	3,686	4,452	5,228
长期借款及应付债券	23	0	0	0	0
其他非流动性负债	98	2,178	2,178	2,178	2,178
非流动负债总计	121	2,178	2,178	2,178	2,178
总负债	4,325	6,535	5,864	6,630	7,406
股东权益	10,835	10,290	9,089	10,259	11,953
少数股东权益	347	214	199	187	187
权益总额	11,182	10,504	9,288	10,445	12,139
总负债及权益	15,507	17,040	15,152	17,075	19,545

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率	27.19	(16.69)	(9.56)	30.24	18.86
营业利润增长率	27.80	(85.88)	359.85	39.52	40.60
归母净利润增长率	3.04	(76.16)	357.25	7.61	35.66
获利能力					
毛利率	60.32	61.46	68.10	65.96	65.32
归母净利率	15.14	4.33	21.91	18.10	20.66
ROE	13.85	3.51	18.17	17.39	20.30
偿债能力					
资产负债率	27.89	38.35	38.70	38.83	37.89
净负债比率	38.67	62.21	63.14	63.48	61.01
流动比率	1.88	1.74	1.43	1.58	1.79
速动比率	1.63	1.46	1.13	1.26	1.46
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.50	0.51	0.59	0.61
应收账款周转率	5.43	6.80	7.41	8.82	8.47
应付账款周转率	6.65	5.32	5.61	7.63	7.18
每股指标(元)					
每股收益	0.80	0.19	0.87	0.94	1.27
每股销售收入	5.27	4.39	3.97	5.17	6.15
估值比率					
P/E	16.12	67.63	14.79	13.73	10.70
P/S	2.44	2.93	3.24	2.49	2.09

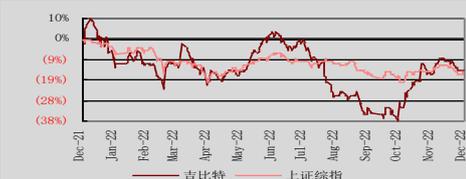
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

603444.SH
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 317.49

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(22.8)	0.3	25.6	(15.3)
相对上证指数	(7.8)	(0.0)	24.2	(0.4)

发行股数 (百万)	72
流通股 (%)	100
总市值 (人民币 百万)	22,817
3个月日均交易额 (人民币 百万)	181
净负债比率 (%) (2022E)	净现金
主要股东 (%)	
卢竑岩	30

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2022 年 12 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《互联网行业事件点评: 吉比特: 收入增长稳健, 获版号的产品储备较多》 20221026

《互联网行业事件点评: 吉比特: 新游表现亮眼, 产品版号储备丰富》 20220815

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

传媒
证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

吉比特

自研和代理并进, 坚持精品化导向

吉比特自研游戏流水表现持续稳健, 通过“小步快跑”策略持续深耕自研游戏, 代理业务具备精细化运营和获取精品游戏的能力。公司关注产业投资机会, 激发与发行业务的协同效应。公司海外收入增速迅猛, 持续推动各类型产品出海, 首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- “小步快跑”深耕自研, 代理多类型优质产品。公司自研产品《问道》手游和《一念逍遥》流水表现持续稳健; 实践“小步快跑”策略, 掌控研发投入节奏, 产品聚焦 MMORPG、SLG 和挂机放置三个主要赛道。子公司雷霆游戏代理产品类型丰富, 在部分细分赛道占据龙头, 在运营产品超过 40 款, 依靠出色的运营能力与宣发策略已成功代理《摩尔庄园》《奥比岛: 梦想国度》等第三方优质产品。
- 关注产业投资机会, 聚合上下游资源。公司全资子公司吉相资本聚焦文娱及游戏领域上下游产业的股权投资, 积累了接近 20 年的游戏行业创业经验。公司积极维护自身与众多中小型游戏研发商合作扶植计划, 给予资源支持优质作品至雷霆平台进行发行, 延展游戏品类的积累, 已成功投资了青瓷游戏 (代表作《不思议迷宫》《最强蜗牛》)、北京简游 (代表作《羊了个羊》) 等优秀公司。
- 以移植产品试水海外市场, 出海步伐加快。自 2017 年下半年起, 公司积极布局国内产品的海外移植, 2022 年 9 月, 雷霆游戏位列中国手游发行商全球收入榜第 11 位, 排名长期保持在 10-15 名。公司海外收入增速迅猛, 且持续吸纳对海外文化有较深见解的优秀制作人及发行团队。未来除个别储备的 IP 向产品外, 其余自研产品均须定位海外市场才可立项。

估值

- 我们预计 2022/23/24 归母净利润 13.94/ 16.50/ 19.20 亿元, 对应 PE 16.39/ 13.85/ 11.90 倍。首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 居民消费意愿整体低于预期; 国内新游戏上线时间不确定; 行业政策变化以及超预期的监管措施。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
销售收入 (人民币 百万)	2,742	4,619	5,125	5,935	6,798
变动 (%)	26.35	68.44	10.96	15.79	14.55
归母净利润 (人民币 百万)	1,046	1,468	1,394	1,650	1,920
变动 (%)	29.32	40.34	(5.08)	18.38	16.33
每股收益 (人民币)	14.53	20.38	19.37	22.93	26.67
市盈率(倍)	21.85	15.58	16.39	13.85	11.90
每股净资产(人民币)	59.11	70.40	74.30	90.25	109.63
市净率(倍)	5.37	4.51	4.27	3.52	2.90
每股经营性现金流(人民币)	21.33	33.65	18.33	29.83	35.33
每股销售收入(人民币)	38.16	64.27	71.32	82.58	94.59
市销率(倍)	8.32	4.94	4.45	3.84	3.36

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

自研和代理并进，坚持精品化导向

吉比特成立于 2004 年，是国内早期的网游研发商之一，于 2007 年 1 月在上海证券交易所上市。公司主要通过自研和代理游戏产品发展业务，主要的自研游戏产品包括《问道》《问道外传》《逍遥 Online》等 MMO 回合制传统文化端游，《问道手游》《一念逍遥》等精品手游，其中问道 IP 运营时间已超过 16 年。代理业务由旗下雷霆游戏平台开展，发行了多款品类多样、流水表现优异的产品，包括《不思议迷宫》《摩尔庄园》《奥比岛：梦想国度》等。

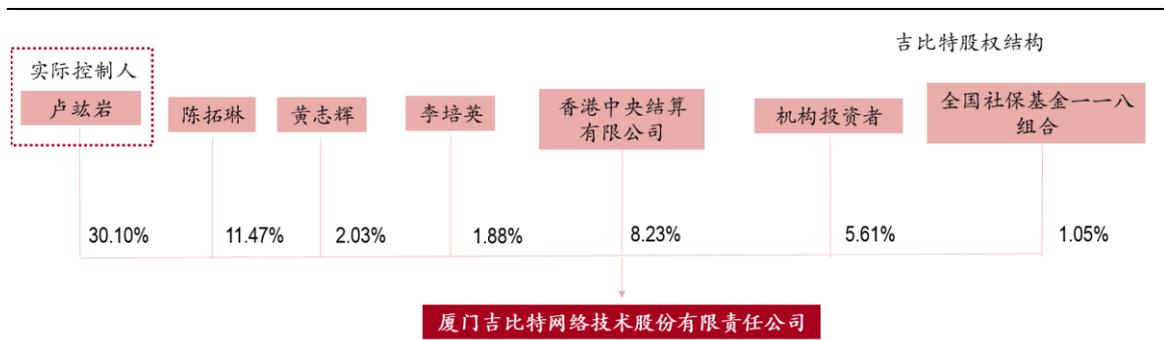
图表 171. 公司主要热门在营游戏产品

游戏名称	上线时间	运营模式	玩法	近一个月 iOS 畅销榜排名
问道端游	2006 年 4 月	自研	回合制 MMORPG	-
问道手游	2016 年 4 月	自研	回合制 MMORPG	Top30
一念逍遥	2021 年 2 月	自研	放置修仙类	Top20
摩尔庄园	2021 年 6 月	代理	模拟经营，MMO	-
奥比岛：梦想国度	2022 年 7 月	自研	社区养成	Top70
地下城堡 3：魂之诗	2021 年 10 月	代理	地牢探险 RPG	-
地下城堡 2：黑暗觉醒	2017 年 6 月	代理	地牢探险 Roguelike	-
不思议迷宫	2016 年 12 月	代理	Roguelike、养成	-
贪婪洞窟 2	2018 年 11 月	代理	地牢探险 Roguelike	-
最强蜗牛	2020 年 6 月	代理	收集、养成	-
魔渊之刃	2020 年 9 月	代理	放置、暗黑元素 Roguelike	-
奇葩战斗家	2019 年 7 月	自研	轻竞技 RPG	-
世界弹射物语	2021 年 10 月	代理、本地化研发	弹珠养成 RPG	-
伊洛纳	2019 年 8 月	代理	冒险 RPG	-
异化之地	2019 年 5 月	自研	横版格斗 Roguelike	-
鬼谷八荒 (PC 版)	2021 年 1 月	代理	沙盒修仙类	-

资料来源：公司公告，中银证券

股权结构集中，管理层深耕行业多年。公司创始人及实际控制人卢竑岩截至 2022 年最新披露持股 30.1%，较第二大股东副董事长陈拓琳的 11.47% 持股比例相差稍大，股权结构清晰，控制权转移可能性偏小。公司管理层团队深耕游戏业务第一线多年，创始人卢竑岩及副董事长陈拓琳领导开发了公司目前主要常青树产品《问道》端游，保证了公司在游戏设计、运营推广、技术研发等方面形成的成熟稳健的体系。

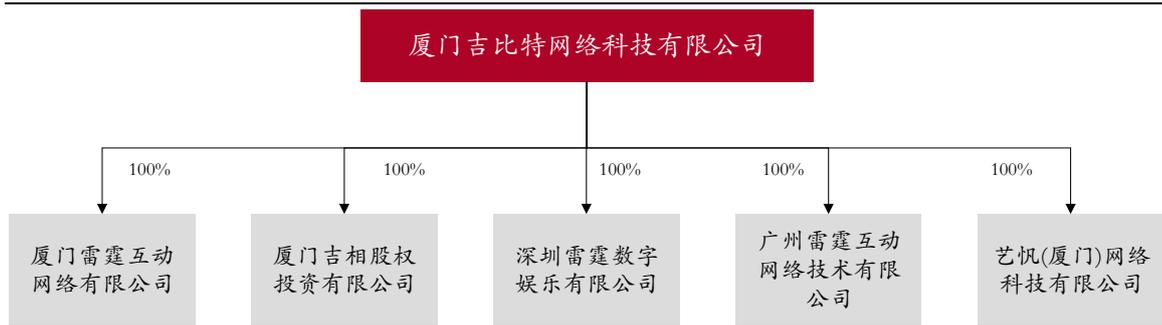
图表 172. 吉比特股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

三赛道并举，牢牢探索成功率。2021 年公司 5 家主要控股及参股公司包括网络游戏研发公司雷霆互动和雷霆娱乐，游戏运营公司雷霆股份和雷霆信息，股权投资公司吉相资本。公司集中研发+运营+资本运作一体化的产业链模式，以母公司吉比特及子公司雷霆游戏、吉相资本为核心形成多元化产业矩阵，涉及业务包含游戏的运营、研发和制作，外延优质股权投资。

图表 173. 吉比特主要控股公司结构图

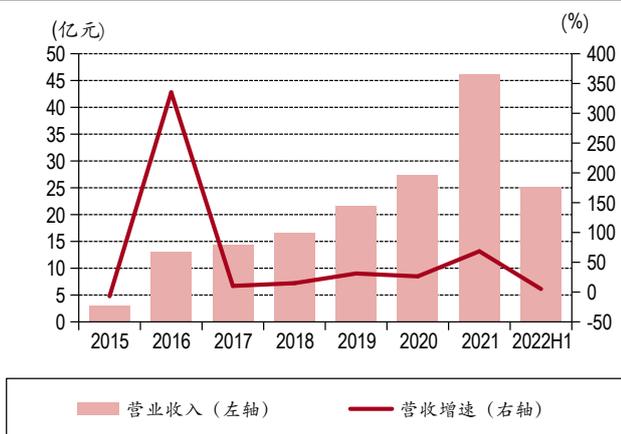


资料来源：公司公告，中银证券

自研产品长线运营，业绩表现稳健

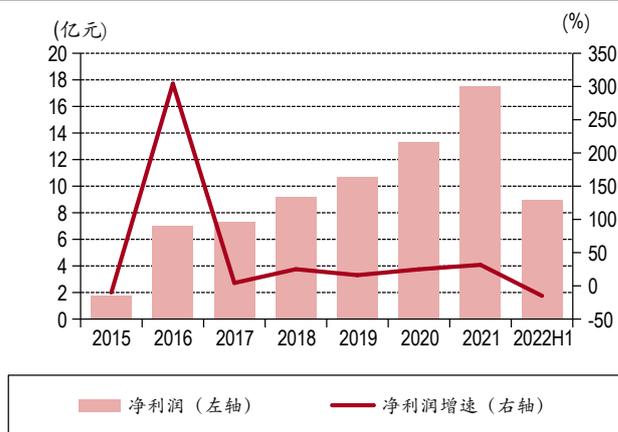
老游持续供血，新游表现出色，盈利增长稳健。公司 2015-2021 年营业收入和归母净利润实现较高增长，6 年 CGAR 分别达到 57.73%、46.96%。根据七麦数据，2016 年公司上线重磅产品《问道手游》，流水表现长期稳定在 iOS 游戏畅销榜 TOP20；2021 年《问道手游》的稳定运营，叠加公司新上线放置类手游《一念逍遥》表现优异（近一年 iOS 游戏畅销榜 TOP15），公司实现营业收入 46.19 亿元，同比增长 68.44%，实现净利润 17.53 亿元，同比增长 31.62%。

图表 174. 公司营收基本盘稳健



资料来源：公司公告，中银证券

图表 175. 公司利润增速稳定

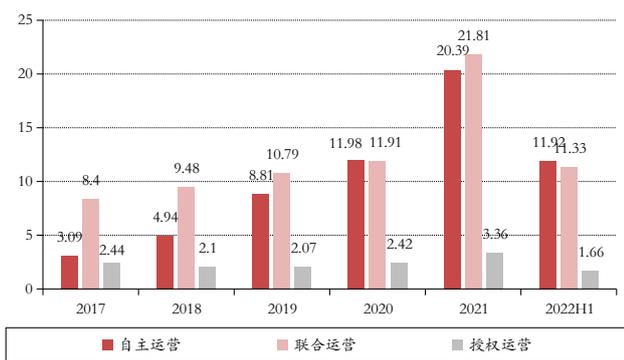


资料来源：公司公告，中银证券

公司业务涉及三种运营模式，其中自主运营指公司集游戏的研发、推广、运营工作于一体，此模式下游戏流水不会被渠道商分成；联合运营指公司产品使用第三方渠道平台作为入口，如 App Store、华为商店、Steam 等，渠道商会按一定比例进行分成；授权运营指公司授权其他游戏平台运营本公司自主开发或有权运营的游戏，公司将收取固定比例的分成。

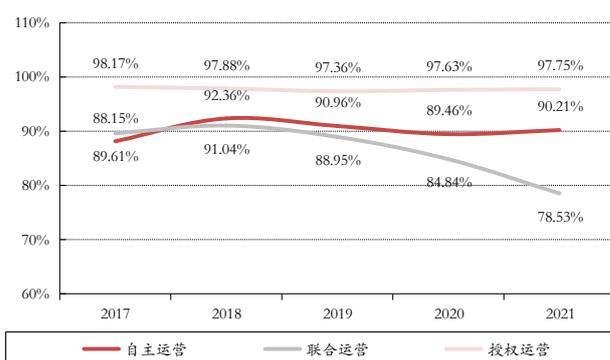
自主运营与联合运营为公司主要业务模式。2022 上半年公司自主运营收入为 11.92 亿元，联合运营收入 11.33 亿元，授权运营收入 1.66 亿元，公司产品除《问道》端游为授权运营模式，其余产品主要采取联营和自营模式。毛利率方面，由于自主运营模式下各环节均由公司独立完成，因此毛利率维持较高水平，2020/2021/2022H1 毛利率分别为 90.96%/89.46%/90.21%；由于公司较多代理游戏上线，代理游戏的分成成本增加，因此联营模式毛利率降低至 78.5%。

图表 176. 公司各运营模式收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 177. 公司各运营模式毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 中银证券

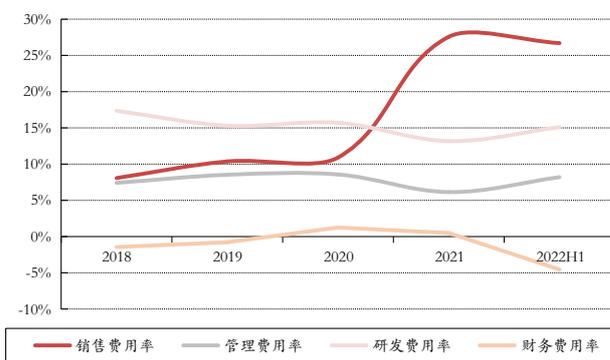
综合毛利率稳定在高位, 销售费用提升导致净利下滑。公司毛利率长年基本稳定在 90% 左右, 2015-2020 年毛利率和净利率呈小幅下行趋势, 主要原因为公司探索多元化赛道, 外部代理业务发展迅速, 游戏分成款作为主要成本端支出有所上升。2021 年开始净利率水平有进一步下降, 主要是因为销售费用率同比增加 16.66pcts, 公司为自研产品《一念逍遥》和代理产品《摩尔庄园》等新游上线支付了较多宣发费用, 其中《一念逍遥》为买量型产品, 营销占比较大; 另外还针对《问道手游》5 周年庆典活动加大了营销力度。公司管理费用率和研发费用率表现平稳, 无较大波动。

图表 178. 公司毛利净利维持较高水平



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 179. 公司近两年销售费用率提升较快



资料来源: 公司公告, 中银证券

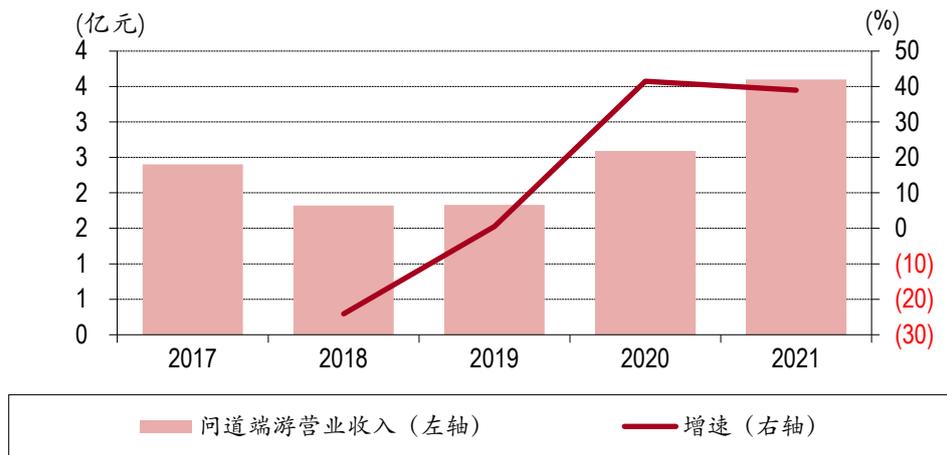
小步快跑深耕自研, 代理多类型优质产品

自研 IP 经久不衰, 小步快跑策略提升研发效率

《问道》端游经久不衰, 2021 年营收创新高。2006 年公司上线修仙世界主题的回合制 MMORPG 端游代表作《问道》, 凭借其优秀的游戏品质、独特文化题材、创新玩法等特色夯实了第一批玩家基底, 其 PCU 一度接近百万。《问道》端游目前仍坚持每年推出四大重点版本更新维系玩家新鲜感, 运营 10 数年来 PCU 依旧维持在 30-60 万, ACU 长年保持 20 万以上。

尽管近年我国端游市场受大环境所趋规模逐步缩减, 《问道》月活跃用户逐年下滑, 但是玩家粘性 & 消费能力较高, 月平均付费渗透率仍保持上行趋势, 2021 年 3 月《问道》上线 WeGame 平台, 达成新玩家注入及老玩家回归的双循环, 反响良好。2021 年受益于用户回流, 《问道》营收再创新高达到 3.6 亿元, 同比增加 39%。

图表 180. 《问道》端游近年营收趋增

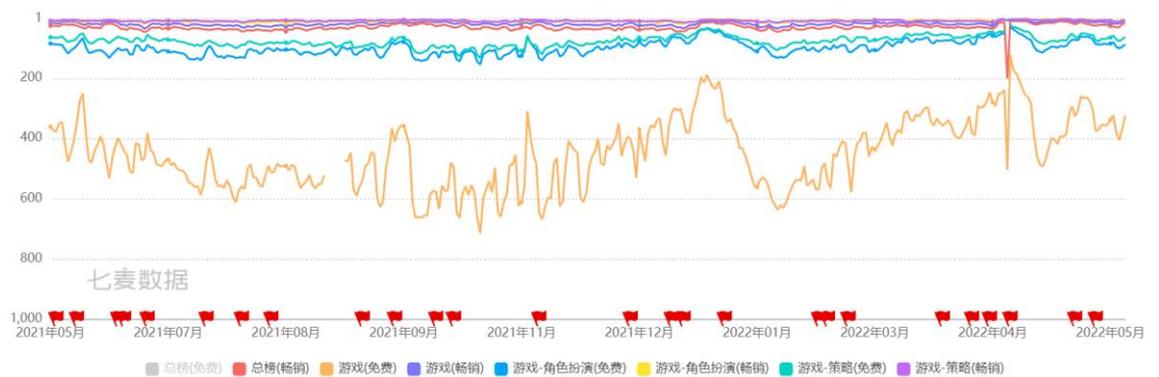


资料来源：公司公告，中银证券

《问道手游》流水表现长期位居前列。2016年4月，公司依托《问道》端游所带来的强劲用户基底及IP价值，顺利推出沿用端游世界观、设定、核心玩法的《问道手游》。根据公司招股书，《问道手游》上线之初便表现亮眼，公测半年后累计注册用户达1200万，付费游玩用户约290万，月度PCU突破50万，玩家累计充值金额达到12亿。截止2021年《问道手游》仍为公司主要流水产品，全年App Store游戏畅销榜平均排名20，最高达到第7名。

2021年作为《问道手游》五周年，开展了一系列品牌宣传推广活动，有效提升游戏人气及用户粘性。相较于其他品类，MMORPG游戏用户粘性更强，迭代更新叠加优异运营管理能够维持游戏较强的生存空间，2021年5月至今，《问道手游》于iOS游戏畅销总榜上始终维持20名左右，趋势稳定。

图表 181. 《问道手游》近一年排名波动稳健

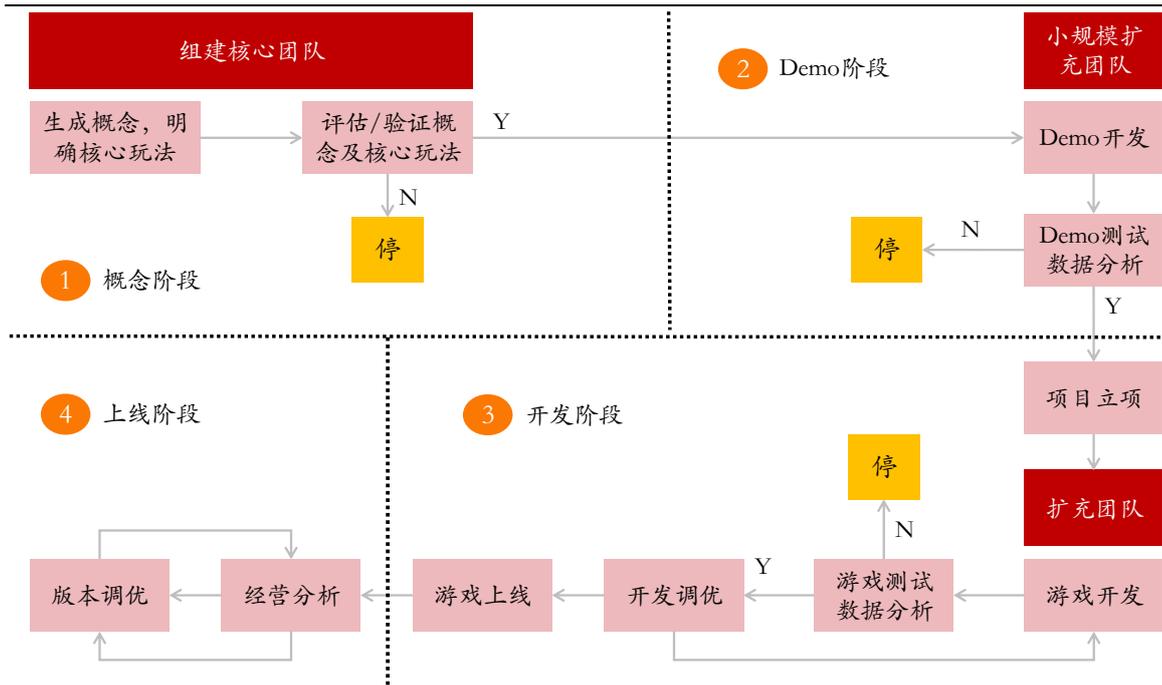


资料来源：七麦数据，中银证券

实践“小步快跑”自研策略，掌控研发投入节奏。公司在发展新的自研项目方面，长期践行“小步快跑”策略，即自下而上由制作人提出产品创意，搭建前期核心团队，并根据创意策划尽快做出demo，通过用户测试验证核心玩法，快速更新迭代调优、反复验证。如果某个项目表现不达预期，可以在较早期就做出暂停、调整等决策，有利于把控研发方向，控制研发成本，保证推出的自研精品游戏表现稳定、生命周期长。

在这种机制下，公司运营团队也能够与研发团队紧密配合，协同研发团队进行多次测试分析，掌握产品的市场反馈、用户特征，能够更好地提供定制化的产品发行方案，降低发行端的风险和成本。

图表 182. 公司“小步快跑”自研策略



资料来源：公司公告，中银证券

《问道手游》之后，公司时隔 5 年，于 2021 年 2 月 1 日上线水墨国风放置类手游《一念逍遥》，游戏具体玩法包括放置挂机玩法与 PVP 玩法，玩家在离线状态也能进行真实的战斗和挂机产出，而非传统放置类游戏是在上线时根据离线时间计算奖励；并且游戏不仅支持玩家个人之间的切磋 PK，还支持跨服的千人战斗。玩家在游戏内具备高自由度，因此受众群体较广。游戏上线前全网预约突破 100 万，上线以来在 App Store 畅销排行榜中平均排名第 9 位，最高至榜单第 5，截至 2022 年 6 月 30 日累计注册用户数量过 1500 万，彰显了游戏过硬的品控。

图表 183. 《一念逍遥》上线至今排名趋势



资料来源：七麦数据，中银证券

在研游戏的题材品类方面，公司表示将聚焦于 MMORPG、SLG 和挂机放置三个主要赛道。MMORPG 是公司的优势品类，《问道》IP 积累了相当丰富的研发经验和忠实的玩家群体；SLG 则是全球玩家普遍接受的品类；放置挂机品类可以满足玩家碎片化时间的休闲需求，并且这一品类方便融合其他玩法、题材。

目前自研储备中公开的产品有《超喵星计划》，是一款 3D 云养猫抽卡养成类游戏，玩法比较轻度，玩家可根据自身喜好 DIY 猫咪形象、挂机云养猫等。该游戏已获得版号，2022 年 12 月将开启三测，后续由青瓷游戏代理运营。TapTap 平台预约数接近 17 万，评分达到 9.2。

图表 184. 《超喵星计划》游戏画面



资料来源: TapTap, 中银证券

雷霆游戏运营能力突出，代理多品类精品游戏

雷霆游戏为公司自主游戏运营平台和全资子公司，成立于 2013 年 6 月 20 日，创立以来主要从事网络游戏产品运营与推广、创意设计、研发制作、发行等业务，已形成丰富完善的游戏发行运营体系。公司自研产品《问道手游》《一念逍遥》均由雷霆负责运营，另外雷霆还代理了《不思议迷宫》、《最强蜗牛》《地下城堡》《摩尔庄园》《奥比岛：梦想国度》等一系列第三方优质产品。

图表 185. 雷霆游戏获奖项大事记

时间	大事记
2017	《不思议迷宫》荣获首届国际移动游戏大奖（中国）“最佳核心玩法奖”称号；第一届“金陀螺奖”之“年度最佳移动游戏网游奖”称号；第三届黑石奖“2017 年度最受欢迎独立游戏”称号。 《问道》手游荣获厦门市科学技术局“2016 年度厦门市高新技术成果转化项目”称号；今日头条首届游戏盛典“最具生命力游戏奖”称号；2017 年游戏行业金钻榜“最受欢迎网络游戏”称号。 《不思议迷宫》荣获魅族应用商店魅斯卡奖“年度最具人气游戏奖”称号；努比亚开发者大会“年度人气游戏奖”称号。
2018	《问道》手游荣获厦门市经济和信息化局“优秀软件产品”称号；OPPO2018 年度开发者大会“最受欢迎游戏”称号。 《贪婪洞窟 2》荣获游联社游鼎奖“年度最佳创意游戏奖”称号。
2019	《失落城堡》提名 2019 TapTap 年度游戏大赏“最具影响力国产游戏”“最佳独立游戏”“最受玩家喜爱游戏”称号。 《下一把剑》荣获 TapTap2019 年度游戏大赏之“最佳玩法入围”和“最受玩家喜爱游戏入围”两项提名。 《探灵》荣获 TapTap2019 年度游戏大赏之“最具影响力国产游戏入围”“最佳独立游戏入围”“最佳剧情入围”三项提名。 《异化之地》荣获“第十一届 CGDA 优秀游戏制作人大赛”之“最佳游戏原画美术设计奖”称号。 《问道》手游荣获硬核联盟第五届黑石奖“2019 年度人气游戏”称号。
2020	《不思议迷宫》荣获 OPPO“2020 年中最受喜欢的 TOP10 至美应用”称号。 《奇葩战斗家》荣获厦门市科学技术局“2019 年度厦门市高新技术成果转化项目”称号。 《一念逍遥》荣获 2020 年第十二届 CGDA 优秀游戏制作人大赛“最佳游戏原画美术设计奖”称号。 《不朽之旅》荣获中国音像与数字出版协会“2020 年度中国游戏十强新锐游戏”提名。 《问道》手游荣获深圳市版权协会第九届“深圳版权金奖”称号。

资料来源: 公司公告, 中银证券

代理产品类型非常丰富，在部分细分赛道占据龙头。雷霆代理的游戏以“小而美”产品为主，类型风格较独特，注重核心玩法的有趣性。雷霆代理且目前仍在运营的产品超过 40 款，主要的品类包括放置、模拟经营、Roguelike、沙盒类、解谜类，以及这些玩法与其他题材或元素的结合品类，例如“Roguelike+策略”、“放置+RPG”等。2021 年雷霆共代理上线 12 款游戏，国内市场 7 款，海外市场 5 款，涵盖模拟经营、格斗、Roguelike+卡牌、放置+卡牌等多种品类和题材。

图表 186. 雷霆游戏 2021 年代理发行的产品一览

游戏名称	发行区域	上线时间	游戏类型
摩尔庄园	内地	6 月	模拟经营、社区养成
墨斗	内地	7 月	格斗
复苏的魔女	全球	7 月	二次元像素风 RPG
恶魔秘境	内地	8 月	Roguelike 卡牌
地下城堡 3: 魂之诗	全球	10 月	地牢探险 RPG
世界弹射物语	内地	10 月	弹珠养成 RPG
冰原守卫者	全球	11 月	沙盒类
光之守望	内地	11 月	休闲卡牌 RPG
鬼谷八荒 (PC 端)	全球	1 月	沙盒修仙类
跨越星弧	全球	1 月	放置
Elona	全球	4 月	Roguelike
EZ Knight	全球	8 月	放置卡牌

资料来源：公司公告，中银证券

雷霆早期代理了大量 Roguelike 品类产品，目前平台代理发行的超过 40 款游戏中，Roguelike+品类（带有 Roguelike 玩法元素）游戏有 10 款。这些游戏的长期运营表现仍然稳定，TapTap 平台上 Roguelike 游戏最受欢迎榜单 TOP50 中，雷霆游戏旗下产品占据 7 席，公司在此细分赛道上的研运经验及其丰富，已成长为赛道龙头之一。

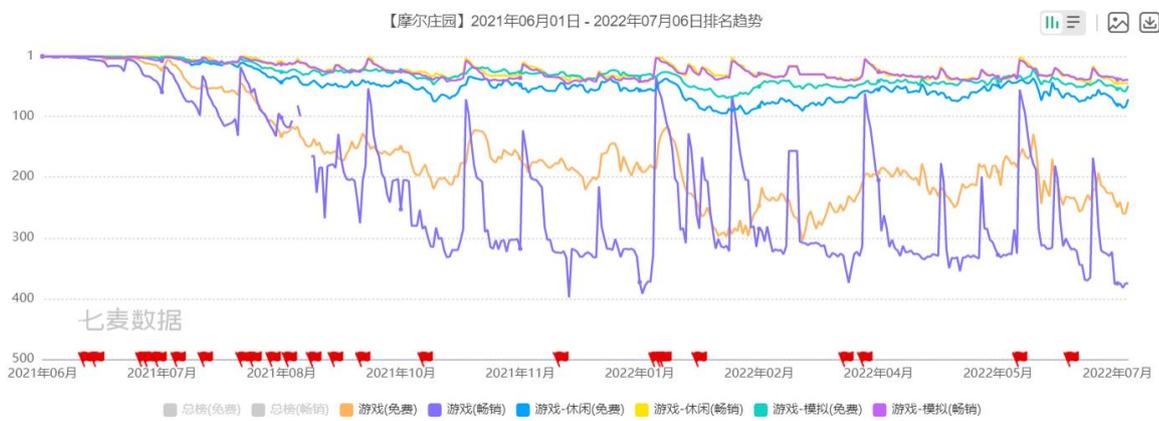
图表 187. TapTap Roguelike 游戏受欢迎榜 Top50 中雷霆游戏占据 7 席

	Lost Castle Editors' Choice Independent Game #8 ★ 8.6 Roguelike · Steam-ported · Dungeon · Action	Download
	恶魔秘境 Tap Exclusive ★ 8.7 Card · Roguelike · Strategy · dbg	Download
	贪婪洞窟 ★ 7.7 Single · Dungeon · Roguelike · Adventure	Download
	Elona Editors' Choice ★ 7.4 RPG · Open World · Pixel · 高自由度	Download
	The Legion Tap Exclusive Editors' Choice ★ 8.0 Roguelike · Single · Strategy · 付费下载	Download
	Gumballs&Dungeons Editors' Choice ★ 8.8 Tuber Recommend · Dungeon · Roguelike	Download
	Dissimilated Land Editors' Choice ★ 6.7 Roguelike · Action · 克苏鲁 · Side-scroll	Download

资料来源：TapTap，中银证券 注：榜单截取自 2022 年 5 月 30 日

《摩尔庄园》手游首月表现优异，但玩法单一导致后期流水下滑。2021年6月1日由淘米网络研发、雷霆游戏代理的社区养成类3D手游《摩尔庄园》全平台展开公测，根据wind，该游戏开服12小时内新增游戏用户超过700万，上线后连续一周位列iOS畅销榜单前3，首月稳居榜单前20，累计用户量突破3000万。后续由于游戏本身的玩法较为单一等原因，首月之后流水有所下滑。

图表 188. 《摩尔庄园》上线以来排名



资料来源：七麦数据，中银证券

雷霆挖掘 IP 情怀，宣发成功破圈。雷霆主要负责游戏的宣发和运营，公司不单纯依靠买量，而是针对通过营造讨论话题、经典角色宣传等方式激发核心玩家对摩尔 IP 的情怀，实现裂变自传播，例如在微博平台，官方引导唤起情怀和 UGC 创作，发酵出更多热门话题；在抖音平台，安排了手游项目组的成员成为 KOL，持续发布游戏内容短视频；联动新裤子乐队，和《摩尔庄园》经典宠物“拉姆”在6月5日进行了一场线上全息演唱会。

摩尔 IP 从页游到手游发展了十几年，忠实玩家已经从小学生成长为成年人，对手游的消费意愿和能力都较强；同时手游上线后出圈效果明显，强社交属性叠加休闲类的玩法已经扩展至泛用户群体。

图表 189. 官方 KOL 人员“郑文熙酱”和官方账号



资料来源：抖音，中银证券

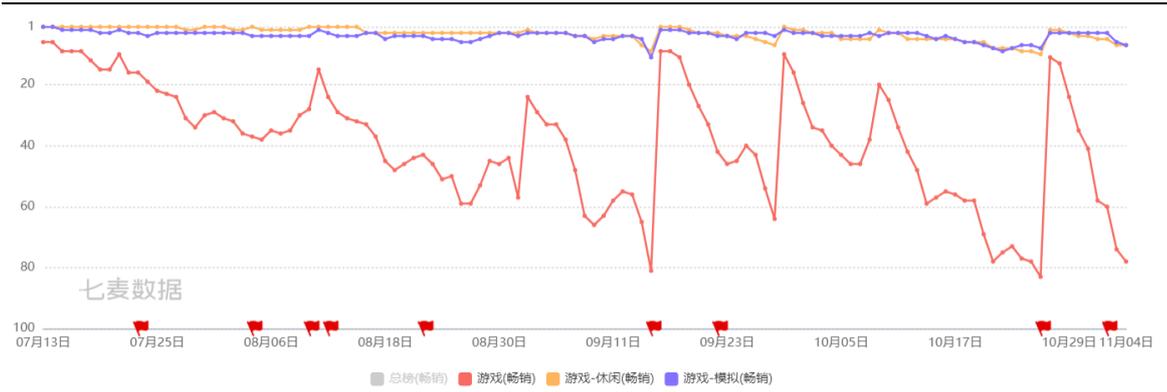
图表 190. 摩尔庄园宣传海报



资料来源：公司公告，中银证券

近期新游《奥比岛：梦想国度》表现不俗，根据七麦数据，其于上线次日凌晨即冲上 iOS 畅销榜第六位，上线六天稳居畅销榜前十，目前稳定在畅销榜 Top80。作为一款情怀向 IP 类社区养成游戏，雷霆游戏利用《奥比岛》页游 2008 年上线以来积累的庞大用户群体开展营销，在游戏首发期团队所制作情怀动画短片：两个平行世界的奥比时隔多年再度重逢，成功兑现那句“明天见”的诺言，此动画短片不仅登上 B 站热搜，还引发无数奥比岛 IP 用户的共鸣，显示了公司宣发运营深厚功底。2022 年上半年“奥比岛手游”相关话题一度冲上微博热搜榜第三，达成 1.3 亿阅读量，上线前夕全平台预约数突破 500 万，官网预约数超过 400 万。

图表 191. 《奥比岛：梦想国度》上线以来排名



资料来源：七麦数据，中银证券

代理产品储备充分，拓展至更多元的品类。雷霆奉行代理精品游戏的理念，重视游戏口碑及用户粘性，以此延续产品的生命周期，储备项目品类除了过去较擅长的 Roguelike、模拟经营、RPG 等，还增加了不同品类融合、女性向题材等更多样化的产品。例如《花落长安》就是公司积极试水女性向赛道的一款产品，为古风宫廷题材养成类 RPG 手游。公司储备代理产品中多款游戏已获得版号，上线节奏预计比较平稳，对业绩的贡献预期也较为稳定。

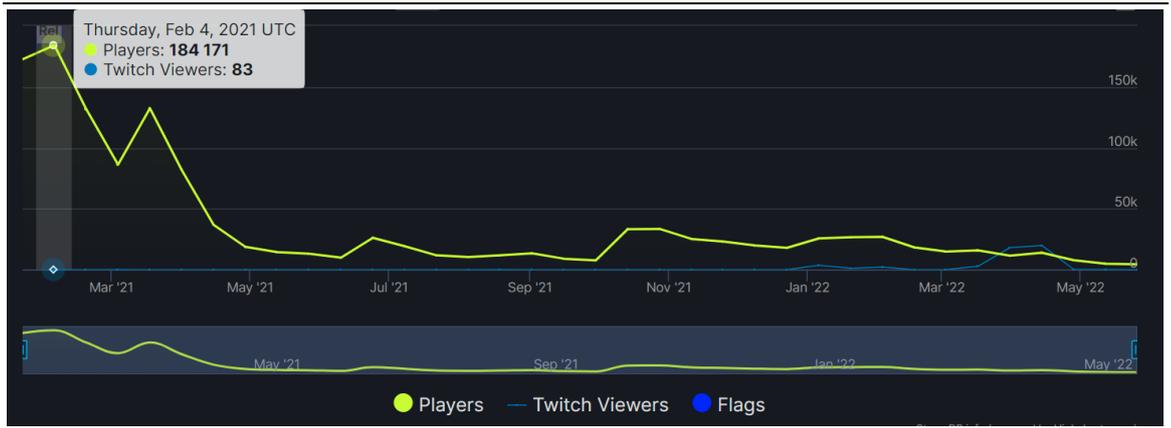
图表 192. 公司储备代理产品

游戏名称	版号	类型	授权区域
黎明精英	有	Roguelike 射击	全球
Shop Heros Legends (商店传说)	无	城镇模拟经营	全球
Project S (代号)	无	Roguelike、SLG	中国大陆及港澳台
花落长安	有	宫廷养成 RPG	中国大陆
失落四境	有	冒险 RPG	中国大陆
Project G (代号)	有	田园模拟经营	中国大陆
封神幻想世界	无	国风题材 RPG	中国大陆
上古宝藏	有	Roguelike ARPG	中国大陆
律动轨迹	无	音乐节奏	全球
神都厨王号	无	模拟经营	中国大陆

资料来源：公司官网，中银证券

代理 PC 游戏表现优异，巩固“修仙”品类赛道优势。公司于 2021 年 1 月在 steam 平台上线了代理的 PC 单机修仙游戏《鬼谷八荒》，立即取得了优异的成绩，根据 Steam DB，该游戏在线人数峰值超过 18 万，首周销量突破 180 万份，游戏好评率达 90%。与自研游戏《一念逍遥》类似，《鬼谷八荒》也属于相对小众的修仙题材游戏，通过代理运营同题材的游戏，公司可以更加了解目标玩家的喜好，获得直接的反馈，从而为自研项目提供数据和经验，构筑细分赛道壁垒。

图表 193. 《鬼谷八荒》上线后 steam 日在线人数



资料来源: Steam DB, 中银证券

关注产业投资机会，聚合上下游资源

吉相资本为公司于 2016 年成立的全资子公司，聚焦文娱及游戏领域上下游产业的股权投资。吉相资本背靠母公司吉比特积累了接近 20 年的游戏行业创业经验，在投资过程中吉相资本深谙游戏领域中可能出现的各类潜在风险，能够做到为参股公司提供远甚于游戏研发方面的支撑，包括管理、人力资源、融资、法律等多项领域，为自身股权投资所带来的利益最大化。此外，公司积极维护自身与众多中小型游戏研发商的合作扶植计划，给予资源支持将优质作品代理至雷霆平台进行发行，延展游戏品类的积累。

图表 194. 吉相资本主要投资工作情况

游戏名称	参股比例(%)	公司类型
青瓷游戏	18.55	网络游戏研发和运营
易玩网络	9.67	开发经营 TapTap 平台
勇仕网络	20	网络游戏研发和制作
淘金互动	30	网络游戏研发和制作
厦门真有趣	10	网络游戏研发和制作
广州因陀罗	21.9	网络游戏研发和制作
广州吓喽	15	网络游戏研发和制作
厦门稿定	-	多场景商业视觉设计
广州大火鸟	10.5	动画作品制作

资料来源: 公司公告, 中银证券

作为公司经典投资案例，青瓷游戏设立于 2021 年 3 月，其前身可追溯至 2012 年 3 月创建的青瓷数码，创始人杨煦曾在吉比特担任制作人近 7 年。青瓷游戏于 2021 年 12 月在香港联交所上市，目前吉比特共持有其 18.55% 股权。

青瓷游戏研发或运营的产品有《最强蜗牛》《不思议迷宫》《提灯与地下城》《无尽大冒险》等。公司与青瓷游戏建立了长期良好的合作互赢关系，早在 2016 年雷霆游戏就代理运营了青瓷研发的《不思议迷宫》，其在 App Store 累计获得超 18 万条的五星好评。2020 年 6 月青瓷研发的手绘风放置手游《最强蜗牛》由雷霆游戏代理上线，根据青瓷游戏公告，截至 2021 年 12 月 31 日《最强蜗牛》累计流水约 22 亿元，累计注册用户数量超过 2110 万，平均月活跃用户数量为 120 万。《最强蜗牛》帮助公司积累了运营放置类游戏的经验，为后续推出《一念逍遥》奠定了坚实基础；而公司也将《超喵星计划》代理权交由青瓷游戏，促进双方共同进步发展。

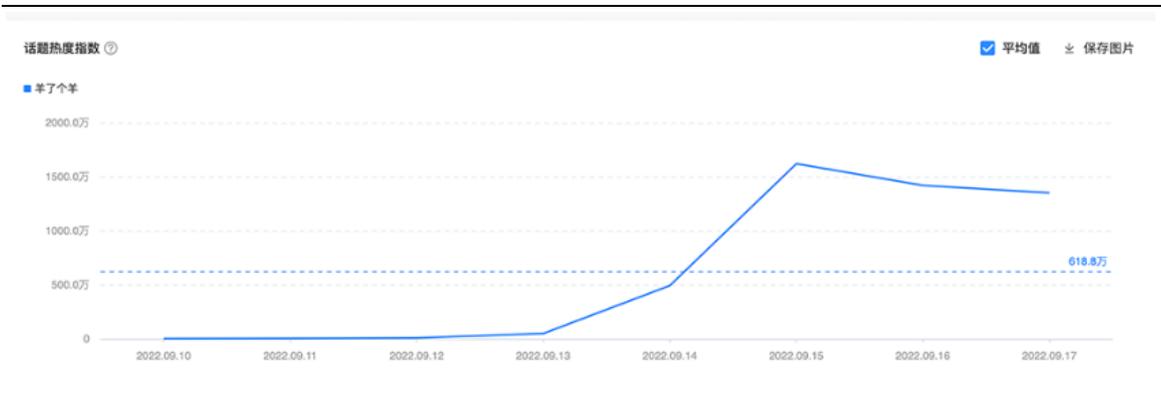
图表 195. 青瓷游戏主要产品



资料来源：青瓷游戏，中银证券

《羊了个羊》爆火，公司投资眼光独到。《羊了个羊》于 2022 年 9 月多次登上微博热搜第一，在抖音持续保持高热度，并且连续三天玩家“挤爆”服务器。游戏为消除闯关玩法，第一关为基础玩法，便于玩家熟悉规则，第二关则是通关概率仅“0.1%”的超高难度；由于游戏具备可玩性、挑战性，吸引用户不服输的心理进行通关，甚至有玩家通宵闯关。该游戏的开发公司为北京简游科技有限公司，而吉比特通过控股子公司厦门雷霆网络科技股份有限公司间接持有北京简游 20% 的股权，可见公司投资嗅觉灵敏，此项目顺利为公司带来可观的投资收益。

图表 196. 《羊了个羊》抖音热度情况



资料来源：巨量算数，中银证券

以移植产品试水海外市场，出海步伐加快

以移植产品初步打开出海市场。公司于 2007 年初次尝试进军海外市场，借《问道》端游初热推出《逍遥（问道中国台湾版）》，初次在中国大陆以外的地区发行游戏。自 2017 年下半年起，公司积极布局国内产品的海外移植，形成 Survivor 系列产品线，推出包括《问道手游》海外版、《地下城堡 1、2 海外版》（《Dungeon Survivor I、II》）、《末日希望（Fury Survivor）》、《长生劫海外版》（Tomb Survivor）等游戏，为未来公司持续推进的出海战略积攒了坚实的玩家基础。

2021 年公司海外发行的主要产品包括《鬼谷八荒（PC 版）》《Elona（伊洛纳）》《EZ Knight（呆萌骑士）》《一念逍遥（港澳台版）》等；2022 年上半年在海外成功发行了《纪元变异（PC 版）》《石油大亨》等产品，目前这些产品均在稳定运营中。2022 年 9 月，雷霆游戏位列中国手游发行商全球收入榜第 11 位，排名长期保持在 10-15 名。

图表 197. 2022 年 9 月中国手游发行商全球 Top30 (全球 App Store + Google Play)

1	腾讯	-	16	途游游戏	-
2	网易	-	17	沐瞳科技	-
3	米哈游	-	18	悠星网络	▼
4	三七互娱	-	19	麦吉太文	▲
5	趣加	-	20	ONEMT	▲
6	莉莉丝	-	21	完美世界	▼
7	灵犀互娱	-	22	有爱互娱	▼
8	IM30	-	23	4399游戏	▲
9	壳木游戏	▲	24	Tap4Fun	▼
10	海彼网络	▲	25	智明星通	-
11	雷霆游戏	▲	26	冰川网络	★
12	江娱互动	-	27	紫龙游戏	▲
13	IGG	-	28	哔哩哔哩	▼
14	友塔游戏	▼	29	朝夕光年	▼
15	乐元素	▼	30	点点互动	▼

资料来源: SensorTower, 中银证券

公司海外业务欣欣向荣。2020/2021/2022H1 公司海外营收分别为 1.0/1.51/1.2 亿元，同比增长 274.07%/49.50%/93.55%。2022 上半年公司在海外成功发行了《纪元变异 (PC 版)》《石油大亨》等产品，《一念逍遥》《最强蜗牛》等持续贡献流水；并且公司持续吸纳对海外文化有较深见解的优秀制作人及发行团队，快速布局海外市场，2022 年 1-9 月公司海外运营业务人员数量增加约 60 人。

图表 198. 公司海外业务营收持续增长



资料来源: 公司公告, 中银证券

推动自研产品出海，更多新项目面向全球发行。通过代理运营探索海外市场多年之后，吉比特开始推动自研产品出海，继 2021 年 10 月在中国港澳台地区发行《一念逍遥》之后，22Q3 公司在韩国和东南亚成功发行了该自研游戏，根据 data.ai，上线后在韩国 iOS 手游收入榜平均排名 24，最高来到 12 名，初步打开了韩国及东南亚市场。公司表示，未来除个别储备的 IP 向产品外，其余自研产品均须定位海外市场才可立项。

盈利预测及估值

盈利预测

2022 年上半年吉比特旗下雷霆游戏代理重磅游戏《奥比岛：梦想国度》等新游上线，市场反馈良好，同时年内，《问道手游》等老游戏营收贡献增加，总体收入方面预计将有小幅正增长。公司产品储备中有较多重磅游戏，如自研养成类游戏《超喵星计划》已获得版号，各手游储备或将在 2023 年逐步推出。我们预计 2022/23/24 年公司总收入 51.25/ 59.35/ 67.98 亿元，同比增长 10.96%/ 15.79%/ 14.55%。

图表 199. 吉比特营业收入预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

由于代理游戏业务收入持续提高，公司毛利率逐步下滑，预计随着吉比特自研产品上线，毛利率将小幅提高。

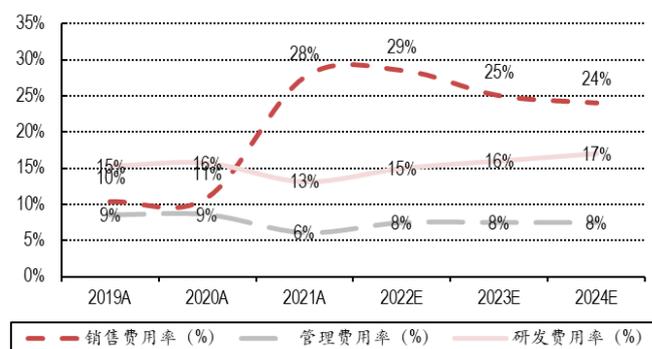
费用方面，吉比特销售费用率在 2021 年大幅提高，主要原因是推出新游戏产品宣发、老游戏持续运营带来的营销投入，预计随着版号导致供给出清，买量市场竞争缓和，销售费用率将有所下滑。

图表 200. 吉比特毛利和毛利润情况



资料来源：公司公告，中银证券预测

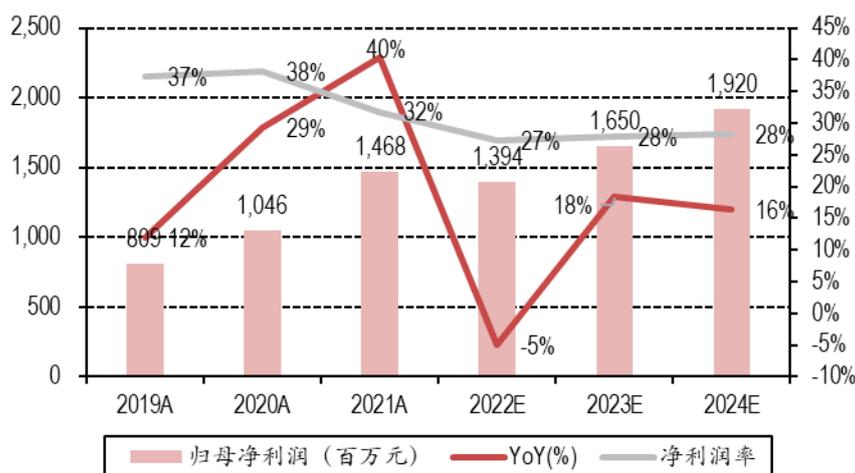
图表 201. 完美世界各项费用率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

我们预计吉比特经营状况较为稳健，公司净利润率将逐步稳定在 30%。我们预计 2022/23/24 年归母净利润分别为 13.94/ 16.50/ 19.20 亿元，同比增长-5.08%/ 18.39%/ 16.34%。

图表 202. 吉比特归母净利润预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

近年来，公司实践“小步快跑”的自研策略，推出的自研精品游戏表现稳定、生命周期长；发行运营能力出色，持续获取业内精品产品的发行合作权；后续产品储备丰富，且大量产品已获取版号。

图表 203. 吉比特财务数据预测

(人民币 百万)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,619	5,125	5,935	6,798
主营业务收入	4,606	5,123	5,933	6,796
其他业务收入	13	2	2	2
毛利润	3,921	4,477	5,191	5,964
毛利率(%)	84.88	87.34	87.47	87.73
销售费用率(%)	27.57	28.50	25.00	24.00
管理费用率(%)	6.14	7.50	7.50	7.50
研发费用率(%)	13.18	15.00	16.00	17.00
归属于母公司净利润	1,468	1,394	1,650	1,920

资料来源：Wind，中银证券预测

估值

吉比特的业务集中在游戏领域，我们选取了 A 股游戏公司：世纪华通、电魂网络、恺英网络和以游戏业务为主要收入之一的姚记科技，以 PE 进行估值。

可比公司的 2023 年 PE 平均值为 10.78 倍。对比以上公司，吉比特作为行业龙头，具备持续产出和获取精品游戏的能力，同时经营状况稳健。考虑到版号发放逐步正常化，且预计 2023 年宏观消费环境预计将有所提振，我们预计 2022/23/24 归母净利润 13.94/ 16.50/ 19.20 亿元，对应 PE 16.39/ 13.85/ 11.90 倍。首次覆盖，给予买入评级。

图表 204.可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002602.SZ	世纪华通	3.76	280.22	19.95	27.61	34.16	14.04	10.15	8.20
603258.SH	电魂网络	21.60	53.09	3.13	3.99	4.62	16.98	13.31	11.50
002517.SZ	恺英网络	6.39	137.55	10.99	14.40	17.97	12.52	9.55	7.65
002605.SZ	姚记科技	13.82	56.17	4.40	5.55	6.81	12.75	10.12	8.25
平均值							14.07	10.78	8.90

资料来源: Wind, 中银证券预测

注: 收盘价时间为北京时间2022年12月28日收盘

风险提示

- 居民消费意愿整体低于预期: 宏观经济增速放缓、疫情持续爆发, 居民收入水平下滑, 行业景气度下行。
- 国内新游戏上线时间不确定, 营销效果不及预期, 老游戏生命周期缩短导致收入贡献下滑, 海内外产品表现不及预期。
- 行业政策变化以及超预期的监管措施。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,742	4,619	5,125	5,935	6,798
营业成本	(384)	(698)	(649)	(744)	(834)
毛利润	2,358	3,921	4,477	5,191	5,964
营业税金及附加	(18)	(30)	(23)	(27)	(31)
销售费用	(299)	(1,274)	(1,461)	(1,484)	(1,631)
管理费用	(235)	(284)	(384)	(445)	(510)
研发费用	(431)	(609)	(769)	(950)	(1,156)
财务费用	(34)	(23)	273	35	55
其他损益	221	430	60	131	151
营业利润	1,562	2,132	2,173	2,452	2,842
营业外净收支	(5)	(7)	(0)	0	0
利润总额	1,558	2,125	2,173	2,452	2,842
所得税费用	(226)	(372)	(467)	(441)	(426)
净利润	1,332	1,753	1,706	2,011	2,416
少数股东损益	(285)	(284)	(312)	(361)	(496)
归属于母公司净利润	1,046	1,468	1,394	1,650	1,920
普通股数(百万)	72	72	72	72	72
EPS	14.53	20.38	19.37	22.93	26.67

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净损益	1,046	1,468	1,394	1,650	1,920
折旧与摊销	125	113	63	74	85
运营资本变动	289	910	(130)	146	150
其他经营现金流	73	(73)	(9)	274	385
经营活动产生的现金流	1,533	2,418	1,317	2,144	2,539
资本开支	(69)	(19)	(40)	(40)	(40)
其他投资现金流	479	(449)	1	12	14
投资活动产生的现金流	409	(468)	(40)	(29)	(27)
债务融资	6	(10)	(276)	(35)	(55)
股权融资	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(555)	(1,143)	(882)	(796)	(917)
融资活动产生的现金流	(549)	(1,153)	(1,158)	(832)	(971)
现金变动	1,338	761	119	1,284	1,541
期初现金及等价物	801	2,139	2,900	3,019	4,303
期末现金及等价物	2,139	2,900	3,019	4,303	5,844

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	2,144	2,903	3,023	4,306	5,848
短期定期存款	678	1,045	1,045	1,045	1,045
应收款项	195	294	313	347	379
其他流动资产	239	112	186	203	199
流动资产总计	3,256	4,354	4,566	5,901	7,470
固定资产	866	719	676	627	574
无形资产	7	2	2	2	1
其他非流动资产	1,258	2,027	2,110	2,192	2,275
非流动资产总计	2,131	2,749	2,788	2,821	2,850
总资产	5,388	7,103	7,354	8,722	10,320
应付账款	126	281	252	278	301
短期借款	0	0	0	0	0
其他流动负债	846	1,545	1,535	1,706	1,864
流动负债总计	972	1,826	1,787	1,985	2,165
长期借款及应付债券	7	0	0	0	0
其他非流动性负债	161	218	228	251	276
非流动负债总计	168	218	228	251	276
总负债	1,140	2,044	2,015	2,236	2,441
股东权益	3,803	4,580	4,824	5,778	6,872
少数股东权益	445	479	515	709	1,007
权益总额	4,248	5,060	5,340	6,486	7,879

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率	26.35	68.44	10.96	15.79	14.55
营业利润增长率	27.00	36.43	1.94	12.85	15.89
归母净利润增长率	29.32	40.34	(5.08)	18.38	16.33
获利能力					
毛利率	86.00	84.88	87.34	87.47	87.73
归母净利率	38.16	31.79	27.20	27.81	28.24
ROE	24.63	29.02	26.11	25.44	24.36
偿债能力					
资产负债率	21.16	28.77	27.40	25.63	23.66
净负债比率	26.84	40.39	37.73	34.47	30.99
流动比率	3.35	2.38	2.56	2.97	3.45
速动比率	3.23	2.36	2.48	2.89	3.37
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.65	0.70	0.68	0.66
应收账款周转率	13.51	18.87	16.89	18.00	18.74
应付账款周转率	3.13	3.43	2.44	2.80	2.88
每股指标(元)					
每股收益	14.53	20.38	19.37	22.93	26.67
每股销售收入	38.16	64.27	71.32	82.58	94.59
估值比率					
P/E	21.85	15.58	16.39	13.85	11.90
P/S	8.32	4.94	4.45	3.84	3.36

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371