

游戏行业深度复盘与展望：新周期下的新起点，看好 底部双击可能

行业研究 · 深度报告

传媒 · 游戏

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：张衡
021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

证券分析师：夏妍
021-60933162
xiayan2@guosen.com.cn
S0980520030003

- **监管周期扰动游戏行业及二级市场表现。**1) 监管周期是传媒互联网行业的重要外生变量。版号及相关的监管政策调整之下，游戏新品特别是头部游戏产品上线时间不确定性显著提高，加大内容供应周期波动、扰动国内用户增长及ARPU值（付费意愿）表现，从而对游戏行业成长周期、二级市场游戏板块上市公司基本面表现乃至估值体系带来直接冲击；2) 从监管周期来看，基于版号暂停与重启，基本上可以划分为三个大的周期：2018年2月之前，版号监管的宽松期；2018年3月-2021年6月，首个版号暂停到重启常态化发放周期；（其中2018年3月-11月版号首次暂停，12月之后开始版号重启发放）；2021年7月至今的第二轮版号暂停与重启（其中2021年7月至2022年3月暂停，2022年4月重启发放）；3) 从行业及市场表现来看，2018年之前版号管理宽松期，新游数量持续增长叠加用户数渗透率提升，游戏行业整体处于高增长期；版号暂停与重启的周期中，严监管阶段行业增速及二级市场表现均出现显著下行，版号重启之后的政策友好期（2019-2020），行业增速明显改善、上市公司业绩、估值及股价均有亮眼表现。
- **复盘2019-2020：什么驱动了基本面与估值的戴维斯双击。**1) 第一轮版号暂停与重启周期中，2019、20年国内移动游戏增速分别达到13%、33%，以三七互娱、吉比特为代表的上市公司迎来了基本面与估值的戴维斯双击；2) 基本面上来看得益于如下因素：a) 版号重启后的新品供应特别是以《和平精英》、《原神》为代表的爆款产品带动行业重拾较高增速；b) 抖音商业化释放国内市场买量红利；c) 出海提供增量蓝海市场；d) 版号重启后的总量控制以及用户红利减退，带动游戏行业进入高质量发展阶段，头部公司研发与运营优势放大，行业加速走向集中；3) 受益于如下因素，板块估值整体得到显著提升：a) 2019-2020年市场向上特别是消费牛市所带来的整体估值提升；b) 监管环境改善所带来的估值超跌修复；c) 云游戏为代表的新技术、新模式打开游戏行业长期想象力。
- **展望2023：新周期下的新机遇。**1) 2021年以来，在游戏版号暂停、互联网及内容监管趋严以及用户红利降低的背景下，游戏行业迎来了持续两年的寒冬：8个季度中有6个季度国内移动游戏收入同比下滑，2022年全年更是同比下降14.4%；上市公司业绩与二级市场表现亦出现显著波动；2) 否极泰来，展望2023年，游戏行业无需过于悲观：a) 行业与上市公司基本面上：版号重启、监管趋势转变之下，新游上线有望驱动国内游戏市场在低基数下逐步回暖；依托国内游戏公司在研发与运营上的显著优势，出海市场依然有持续向上空间，而TikTok的商业化有望复制国内路径、加速海外市场流量运营红利释放；国内买量市场，在版号总量控制、教培新消费互联网等领域买量需求降低的背景下，整体ROI有望持续改善；高质量发展模式持续，头部公司研发与运营优势有望进一步扩大，集中度提升与出海加速之下头部及部分中腰部游戏公司有望获得高于行业的成长速率；b) 估值与二级市场来看：悲观预期与底部的景气度背景下，板块及头部游戏公司估值、机构持仓占比均处于历史低位，监管转向、市场环境整体改善、行业回暖之下，具备戴维斯双击的客观基础；中长期来看，以VR/AR、AIGC、元宇宙、WEB3等为代表的新科技、新模式渐行渐近，游戏作为最佳的内容承载主体之一，估值乃至基本面具备超预期修复的可能。
- **投资建议：看好底部双击可能，自下而上优选个股、把握主题驱动的中观投资机会。**1) 基于对历史监管政策周期以及行业、二级市场表现的复盘与展望，我们认为2023年游戏板块具备基本面与估值的戴维斯双击的客观基础，中长期配置的机会突出；建议自下而上优选中长期竞争力突出、短期具备优势产品周期的标的，推荐吉比特、恺英网络、三七互娱，关注完美世界、电魂网络、冰川网络、姚记科技、顺网科技、祖龙娱乐、中手游、创梦天地等标的；同时建议关注受益于游戏行业复苏且具备一定游戏自研能力的平台标的：心动公司、哔哩哔哩等；2) 从主题上来看，以VR/AR、AIGC、元宇宙、WEB3等为代表的新科技、新模式有望加速落地，建议关注相关领域进展所带来的主题投资机会。

- 【 01 】 监管周期：游戏产业及二级市场表现的重要外生变量
- 【 02 】 复盘2019-2020：基本面与估值的戴维斯双击
- 【 03 】 展望2023：政策、景气度到新科技，新周期下的新机遇
- 【 04 】 投资建议：看好底部双击可能，自下而上优选个股

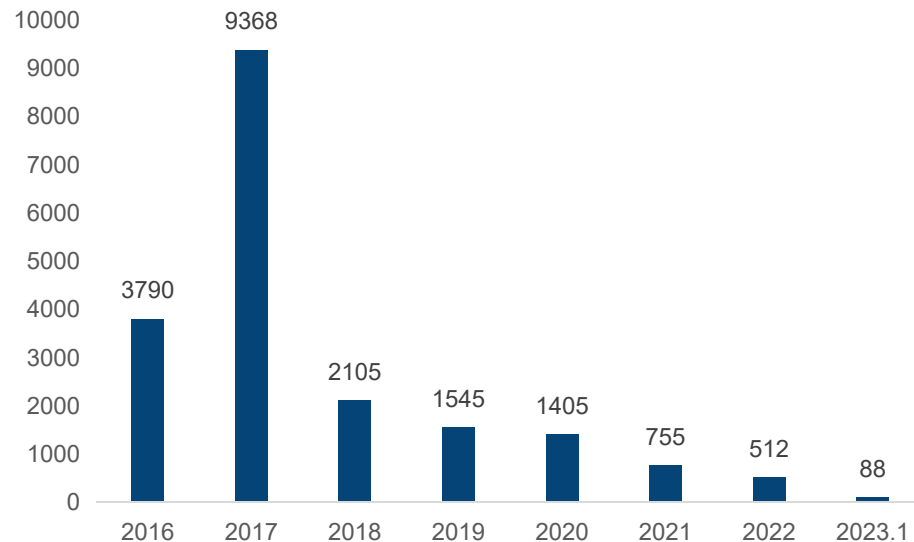
【 01 】 监管周期：游戏产业及二级市场表现的重要外生变量

1.1 版本号发放与暂停：游戏行业的重要监管周期

➤ 2016年7月至今，游戏行业经历了两次版本号暂停发放阶段。根据游戏版号的发放情况，游戏行业的发展经历了4个阶段：

1. 2016年5月-2018年3月，版本号第一次暂停前的“游戏五证”时代，版本号申请宽松；
2. 2018年3月-11月，版本号暂停发放；
3. 2018年12月-2021年7月，版本号恢复发放；
4. 2021年8月-2022年3月，版本号再次暂停发放；
5. 2022年4月，版本号发放重启；

2016-2023.1游戏版本号发放数量



资料来源：伽马数据，国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理



资料来源：国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

1.1 版本号暂停与发放：游戏行业的重要监管周期

2018年版本号首次暂停前的监管政策与舆论环境

- 版本号暂停前，北京市新闻出版广电局于2018年2月重申游戏经过批准才能上网运营，并对游戏价值导向和内容格调做出要求。
- 2018年8月，教育部等八部门发布《综合防控儿童青少年近视实施方案》，提出实施网络游戏总量调控，并限制未成年人使用时间。
- 12月，网络游戏道德委员会成立，对存在道德风险的网络游戏进行评议，要求游戏做出整改。
- 人民日报、新华社批判《王者荣耀》为代表的游戏等

表：2018年游戏行业重要政策监管			
时间	发布机构	政策	具体内容
2018年2月	北京市新闻出版广电局	《关于在北京地区开展网络游戏出版专项整治行动的通知》	对未经总局批准、擅自上网运营的网络游戏、予以坚决取缔；对价值导向严重偏差、含有暴力色情内容的游戏，予以坚决查处；对内容格调低俗和大打擦边球的，予以坚决整改。
2018年3月	原国家新闻出版广电总局	《游戏申报审批重要事项通知》	由于机构改革，原国家新闻出版广电总局各种印章已经停止使用，新的印章还未启用。鉴于目前情况，非第三条范围的受理通知书无法印刷、游戏批文无法印制、游戏账号无法核发。第三条范围游戏受理及审批将暂缓。
2018年8月	教育部、国家卫生健康委员会等八部门	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。
2018年12月	中宣部指导	网络游戏道德委员会成立	对首批20款存在道德风险的网络游戏进行评议。对其中11款游戏责成相关出版运营单位认真修改，消除道德风险；对其中9款游戏作出不予批准的决定。

资料来源：教育部、新闻出版署官网，国信证券经济研究所整理

1.1 版本号暂停与发放：游戏行业的重要监管周期



2018年12月游戏版本号重启后，监管政策持续回暖

- 实施网络游戏总量调控，对游戏题材进行引导限制，版本号审批对精品游戏予以倾斜。
- 推行游戏审查评分细则，对游戏品质、观念导向、文化内涵、原创设计和开发程度评价进行评分，鼓励研发精品游戏。
- 对未成年人使用网络游戏监管趋严，规定了适龄游戏提示标识符。

表：游戏行业重要政策监管

时间	发布机构	政策	具体内容
2019年4月	国家新闻出版署	召开全国游戏管理工作专题会议	4月底开始所有新游戏可提交版本号申请材料。在游戏题材上，宫斗类、官斗类、棋牌类一律不受理，换装类未明确。小程序游戏需要申请版本号方可上线运营，如果无版本号无收费的小程序已经上线运营的，10个工作日内到省局备案。对国产原创精品游戏进行推介，审批方面对精品游戏予以倾斜。
2019年7月	国务院	《健康中国行动（2019—2030年）》	实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，鼓励研发传播集知识性、教育性、原创性、技能性、趣味性于一体的优秀网络游戏作品，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。（中央网信办、工业和信息化部、国家新闻出版署按职责分工负责）
2019年10月	全国人大常委会	《未成年人保护法修订草案》	对未成年人使用网络游戏时间实行时间管理，要求网络游戏服务提供者应当按照国家有关规定和标准，对游戏产品进行分类，作出提示，并采取技术措施，不得让未成年人接触不适宜其接触的游戏或者游戏功能。
2020年12月	中国音像与数字出版协会	《网络游戏适龄提示》	规定了适龄提示标识符，提供了绿色的8+、蓝色的12+和黄色的16+三个不同年龄段标识；明确规定了标识符的下载渠道、展现时长、尺寸比例和更新频率，对有可能刻意模糊、弱化标识使用和提示用语的行为做了必要防范；明确了适龄提示标识必须安放在游戏产品界面的显著位置，以突出标识在游戏产品中的能见度和可视性。
2021年3月	中宣部	《游戏审查评分细则》	4月1日开始实行基于游戏品质的游戏评审评分制。每款游戏完成终审后，将由参与审核的专家对送审游戏进行评分。评分方式采取5分制，分别从“观念导向”“原创设计”“制作品质”“文化内涵”“开发程度”5个方面进行评分，5分为最高分，0分为最低分，3分为及格分，任何一项出现0分、游戏“一票否决”。

资料来源：卫生健康委网站，国家新闻出版署，人民网，伽马数据，国信证券经济研究所整理

1.1 版本号暂停与发放：游戏行业的重要监管周期

2021年9月版本号暂停，新一轮监管政策转向

- 出台最严格的管理办法，通过严格限制未成年人游戏时间防止未成年人沉迷网络游戏
- 升级实名认证系统，上线防沉迷举报平台，引导游戏内容优化

表：游戏行业重要政策监管			
时间	发布机构	政策	具体内容
2021年9月	中国音像与数字出版协会	《网络游戏行业防沉迷自律公约》	坚决落实实名认证，精准识别用户。游戏企业(包括部分小游戏平台)必须全面接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统；各类单机、主机游戏要同步内设防沉迷设置和家长监护系统，在下载、购买等环节必须严格执行身份实名认证；坚决执行向未成年人提供网络游戏的时段时长限制和充值消费额度；对含有未成年人用户的游戏产品应在游戏相关界面明确给出“游戏适龄提示”标识；要积极探索运用人脸识别等手段强化用户识别的精准度。严守内容安全底线，坚决禁止政治有害、虚无历史、污秽色情、血腥恐怖等违法违规内容；坚决抵制拜金主义、“娘炮”、“耽美”等不良文化；坚决反对追求“唯金钱”“唯流量”等不良倾向，下决心改变诱导玩家沉迷的各类规则和玩法设计；不得发布错误引导、诱导消费等内容；坚决抵制绕过监管机制，通过境外游戏平台向国内用户提供服务。
2021年9月	国家新闻出版署	防止未成年人沉迷网络游戏举报平台正式上线运行	举报平台专项受理群众关于游戏企业防沉迷相关问题的举报，包括实名认证违规举报、时段时长违规举报、充值付费违规举报等，举报线索一经核实，有关部门将对违规游戏企业进行严厉查处。
2021年9月	国家新闻出版署	《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》	2021年9月1日起，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日20时至21时向未成年人提供1小时网络游戏服务，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。

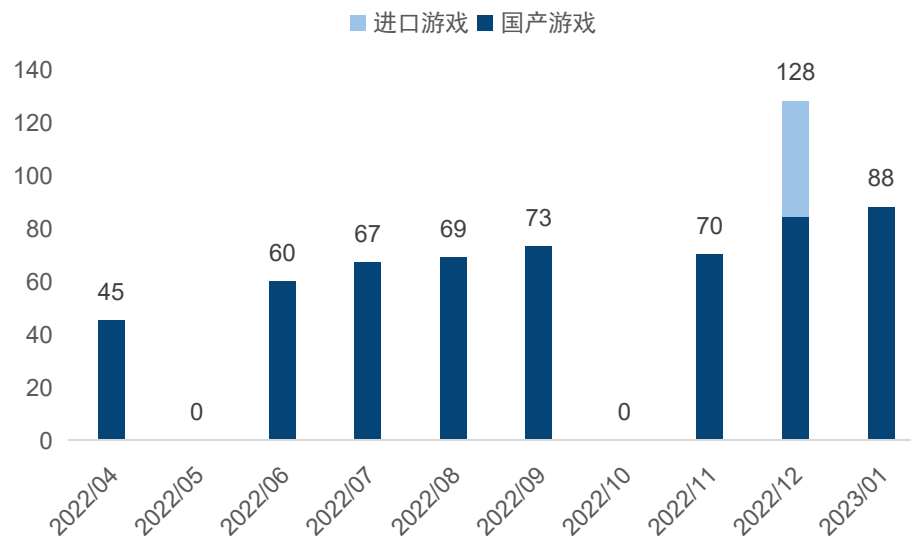
资料来源：国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

1.1 版本号暂停与发放：游戏行业的重要监管周期

2022年4月版本号重启，游戏及互联网监管政策转向

- 央媒发文重视游戏产业潜在价值。人民网于11月16日发布《人民财评：深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》，文章指出电子游戏早已摆脱娱乐产品的单一属性，已成为对一个国家产业布局、科技创新具有重要意义的行业。核心要点包括：1) 游戏产业不仅是大众娱乐，已助力多个产业释放数字经济新动能；2) 游戏是中国文化传播的重要载体；3) 游戏逐步告别野蛮生长，监管和发展并重前提下，将释放经济、文化、科技价值。
- 2022年4月版本号恢复发放后，2022年国家新闻出版署共下发了七批国产游戏版号和一批进口网络游戏版号，474个国产网络游戏和44个进口游戏获得版号，累计512款游戏过审。版号的总量调控促使游戏精品化发展需求增强。
- 从版本号发放节奏来看，版本号发放常态化。自2022年4月游戏版本号恢复发放，国家新闻出版署于4月11日/6月7日/7月12日/8月1日/9月13日/11月17日/12月28日，分别发放国产游戏版号 45/60/67/69/73/70/84款，并于2023年1月17日发放88款游戏版号，基本保持每个月发一次国产游戏版号的节奏，每批次发放数量逐步提升。

2022年4月-2023年1月每月版本号发放情况

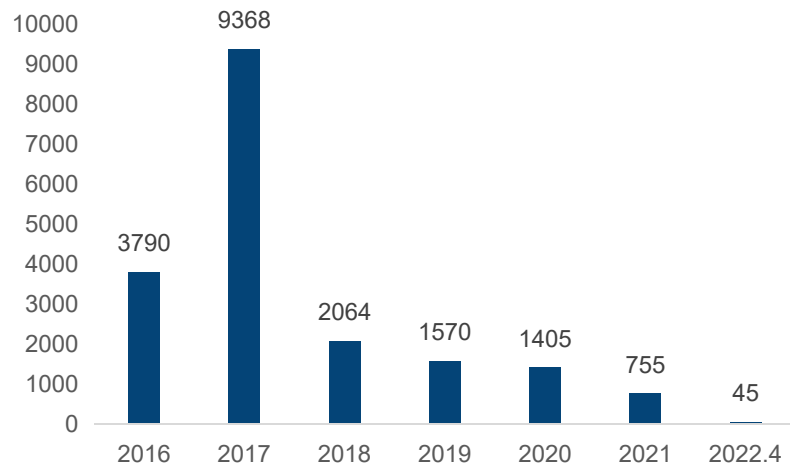


资料来源：国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

1.2 监管周期扰动行业周期波动

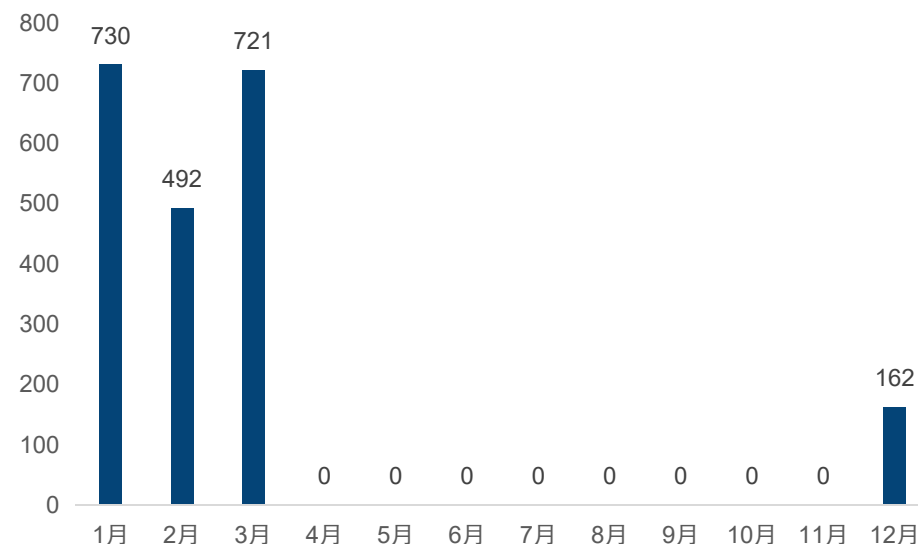
- 版号暂停与重启之下，新游特别是头部游戏产品上线时间不确定性显著提高，加大内容供应周期波动。
- 新品周期扰动国内用户增长及ARPU值（付费意愿）表现。

2016-2022年4月版号发放数量



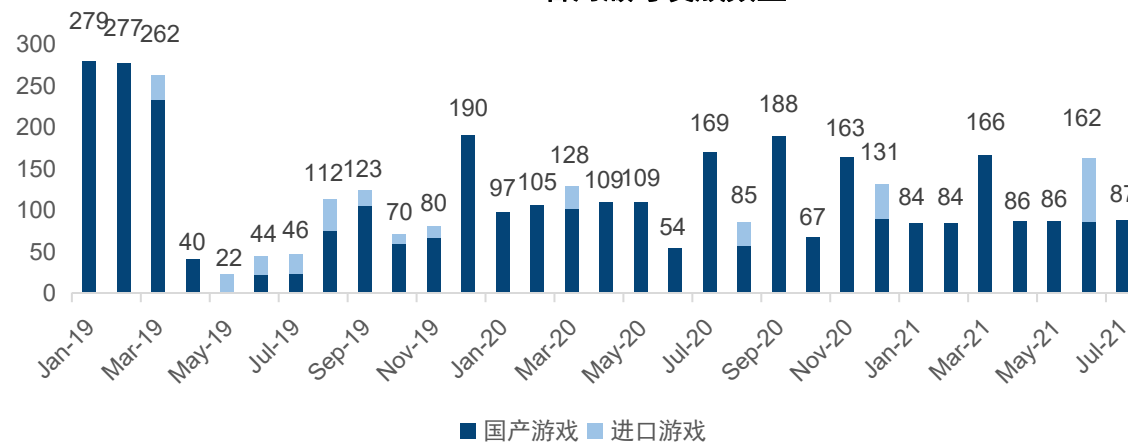
资料来源：国家新闻出版署，伽马数据，国信证券经济研究所整理

2018年各月版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署，伽马数据，国信证券经济研究所整理

2019-2021.7各月版号发放数量



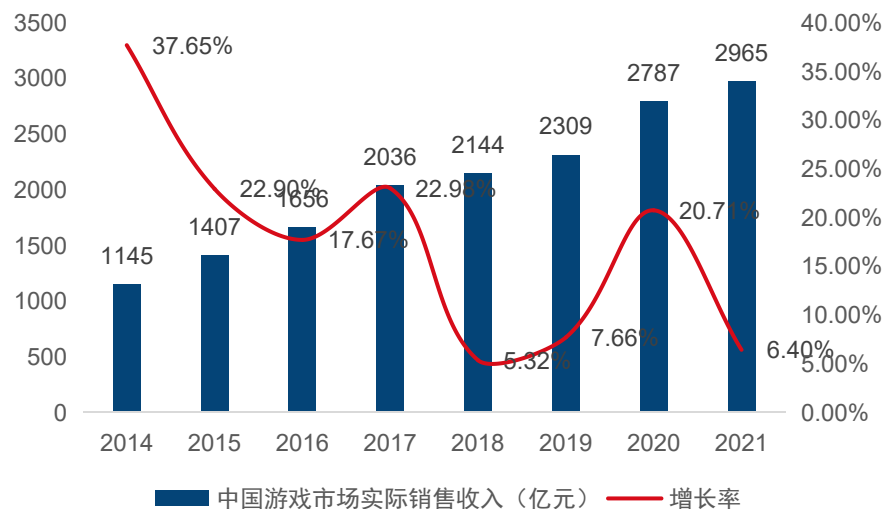
■ 国产游戏 ■ 进口游戏

资料来源：国家新闻出版署，伽马数据，国信证券经济研究所整理

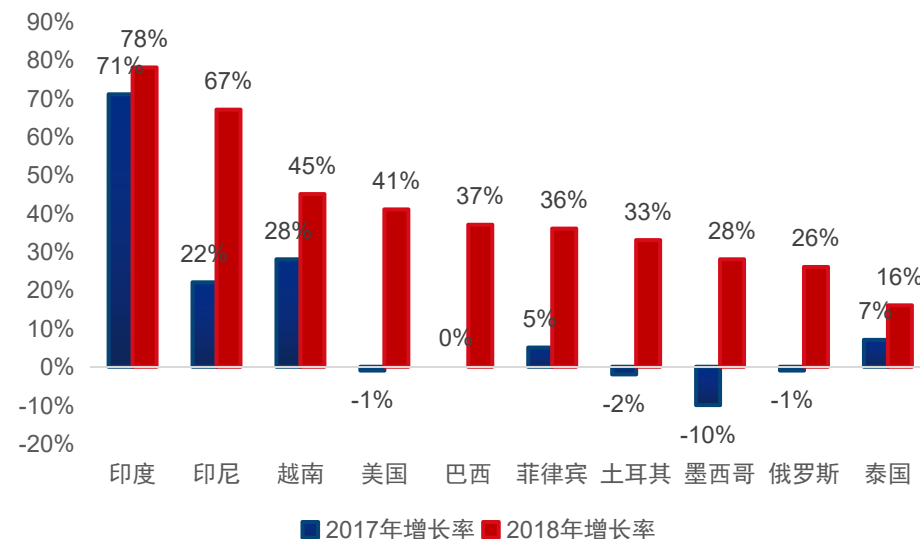
1.2 监管周期扰动行业周期波动

- 2018年行业监管、版号暂停之前，国内游戏市场持续保持较高增速。中国游戏市场实际销售收入从2014年的1145亿销售额增长至2017年2036亿的销售额，CAGR为21.15%。2018年中国游戏市场实际销售收入为2144亿元人民币，相比2017年销售额增长仅为5.30%，与2014年至2017年21.15%的CAGR相比增速大幅下降；
- 版号重启带动2019、2020国内市场复苏。2018年至2021年，中国游戏市场实际销售收入相比前一年增长率分别为5.32%、7.66%、20.71%和6.40%。相比2014年至2017年21.15%的CAGR，总体增速放缓；但在游戏版号相对稳定发放的2020年，增速实现两位数增长达到20.71%；
- 版号暂停、数量收缩下，出海成为必选项，海外市场逐渐成为主要增量贡献来源；

中国游戏市场实际销售收入及增长率



2017和2018年中国游戏公司海外市场下载量增长



资料来源：伽马数据，国信证券经济研究所整理

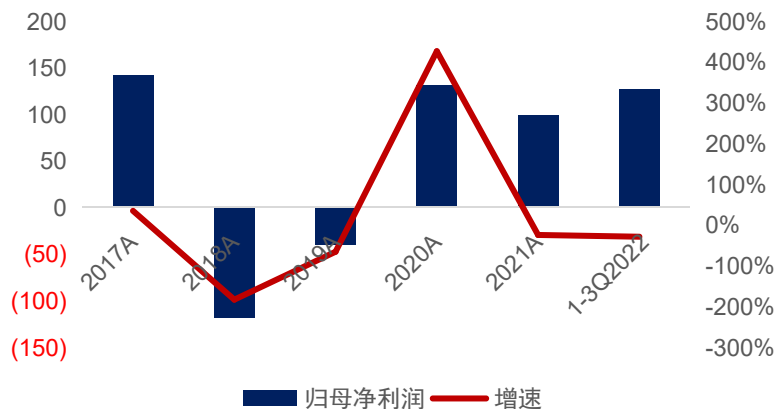
1.2 监管周期扰动行业周期波动

- 监管周期叠加上市公司自身产品周期，A股游戏板块营收及归母净利润增速表现同期亦出现较大幅度波动；
- 典型上市公司三七互娱来看，营收与归母净利润2019年在2018年低基数的背景下均出现显著增长，2020年以来营收则呈现显著下滑的趋势；

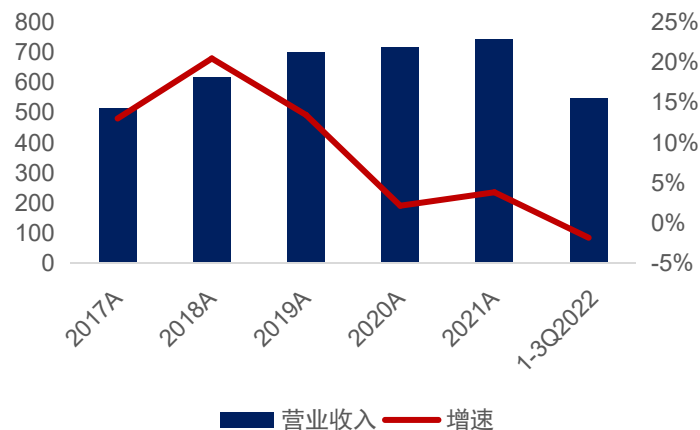
三七互娱归母净利润及增速



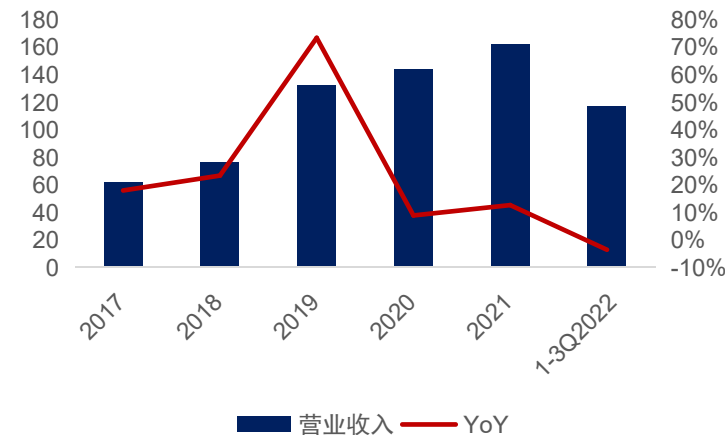
A股游戏板块归母净利润及增速



A股游戏板块营收及增速



三七互娱营收及增速



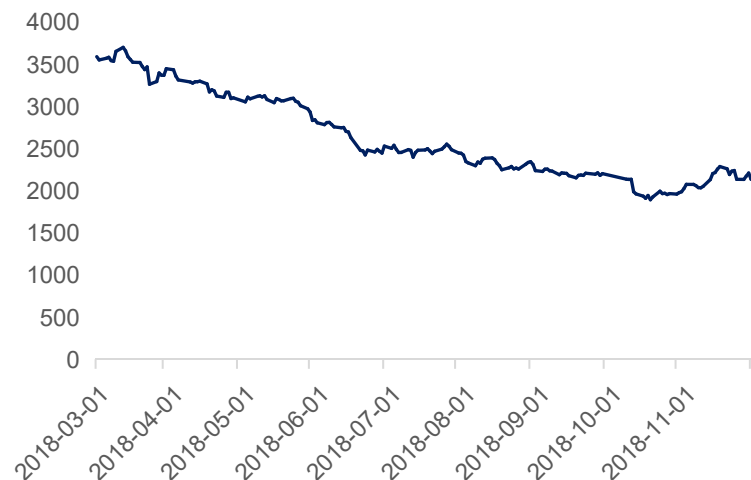
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

1.3 监管周期下的二级市场表现

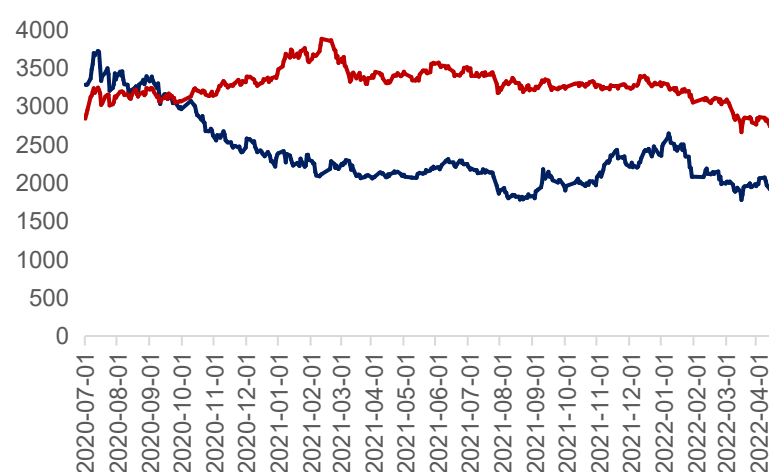
市场表现：强监管、版号暂停背景下板块大幅调整

- 2018年3月原国家新闻出版广电总局发布《游戏申报审批重要事项通知》：由于机构改革，游戏版号无法核发，版号审批暂缓；自此开启了2018年长达8个月的第一次“版号冰封期”。
- 2018年年初暂停版号至2018年底版号重启，申万游戏指数下跌超过40%；个股普遍下跌30%左右；
- 自2020年《青少年保护条例》起点开始，游戏指数至2022年4月版号重启期间下跌达到48%；

2018年版号暂停期间游戏指数下跌40%



2020.7-2022.4游戏指数下跌48%



— 申万游戏指数 — 沪深300

监管周期游戏板块个股表现

代码	公司	市值	2018	2020-2022.4
002624.SZ	完美世界	266	-27%	-65%
002425.SZ	凯撒文化	46	-19%	-58%
002168.SZ	惠程科技	31	-23%	-57%
002174.SZ	游族网络	103	-34%	-57%
603258.SH	电魂网络	55	-39%	-52%
300533.SZ	冰川网络	42	-23%	-52%
300315.SZ	掌趣科技	90	-40%	-49%
002602.SZ	世纪华通	288	8%	-49%
300113.SZ	顺网科技	74	-37%	-47%
002605.SZ	姚记科技	62	-29%	-46%
002555.SZ	三七互娱	440	-41%	-46%
002558.SZ	巨人网络	182	-41%	-40%
300051.SZ	三五互联	38	-35%	-32%
300418.SZ	昆仑万维	172	-42%	-29%
603444.SH	吉比特	259	-13%	-29%
300494.SZ	盛天网络	41	-27%	-26%
300002.SZ	神州泰岳	91	-46%	-24%
300299.SZ	富春股份	36	-20%	-18%
300043.SZ	星辉娱乐	37	-33%	-15%
300031.SZ	宝通科技	60	-18%	-15%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

1.3 监管周期下的二级市场表现

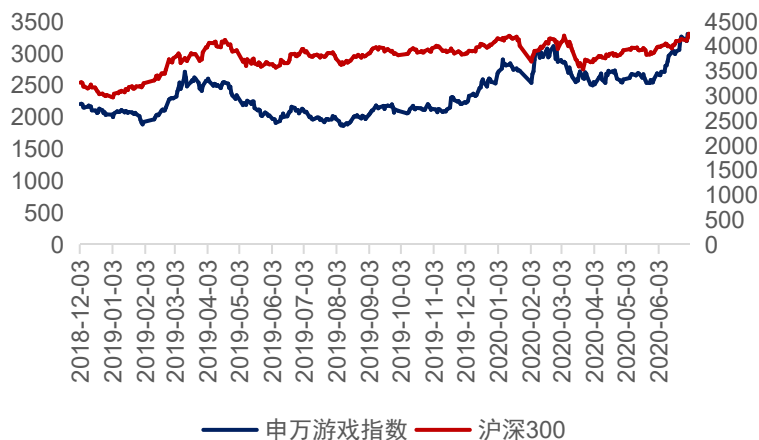
市场表现：监管转向、版号重启带动二级市场向上反弹

- 2018年12月21日，中宣部出版局在中国游戏产业年会上宣布版号恢复开放，申万游戏指数从2018年12月至2020年7月上涨45%，跑赢沪深300同期表现；
- 监管政策改善、盈利预期提升所带动的估值扩张是板块整体表现的主要动力；个股来看，龙头公司（三七互娱、吉比特等）业绩与估值再此轮周期中均实现双击；

监管改善周期游戏板块个股表现

代码	公司	2018年底市值	201812-202007涨幅
002605.SZ	姚记科技	31	410%
603444.SH	吉比特	97	337%
002555.SZ	三七互娱	254	295%
603258.SH	电魂网络	38	268%
002425.SZ	凯撒文化	49	193%
002624.SZ	完美世界	317	137%
300494.SZ	盛天网络	26	131%
300031.SZ	宝通科技	50	118%
300299.SZ	富春股份	34	84%
300315.SZ	掌趣科技	107	83%
300418.SZ	昆仑万维	162	78%
300002.SZ	神州泰岳	69	76%
300113.SZ	顺网科技	101	73%
300533.SZ	冰川网络	33	64%
002174.SZ	游族网络	140	62%

2018.12-2020.7年游戏指数上涨45%



2018.12-2020.7年游戏指数PE变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

【 02 】 复盘2019-2020：基本面与估值的戴维斯双击

2.1 版本号重启，游戏新品从数量到质量

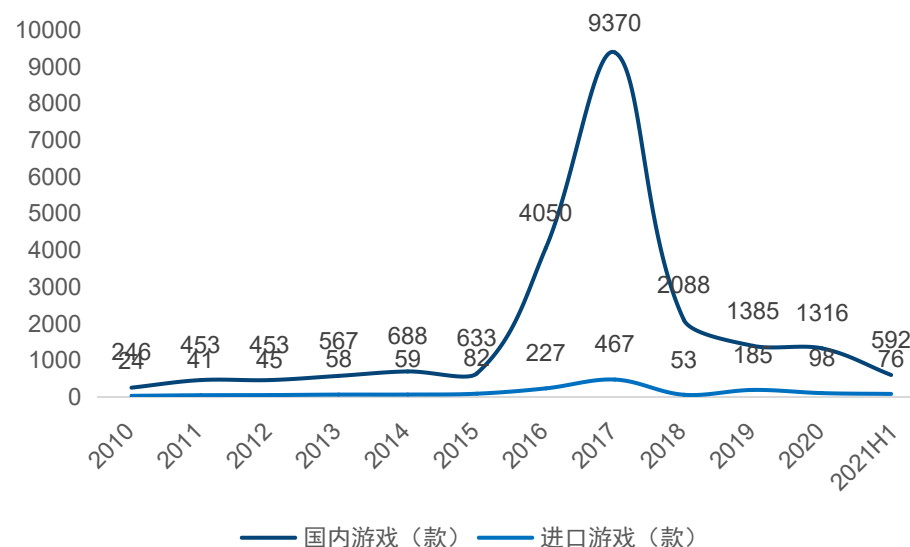
- 游戏版号自2018年12月开始重启，但是从总量上来看，2019年以来仍然呈现收紧的趋势；
- 新游上线数量从2017年9370款的峰值下降至2019、2020年1300款左右的水平；
- 内容供给开始从数量到质量转化，头部化效应逐步显现。

中国游戏市场游戏版号发放数量变化趋势



资料来源：热云数据，国信证券经济研究所整理

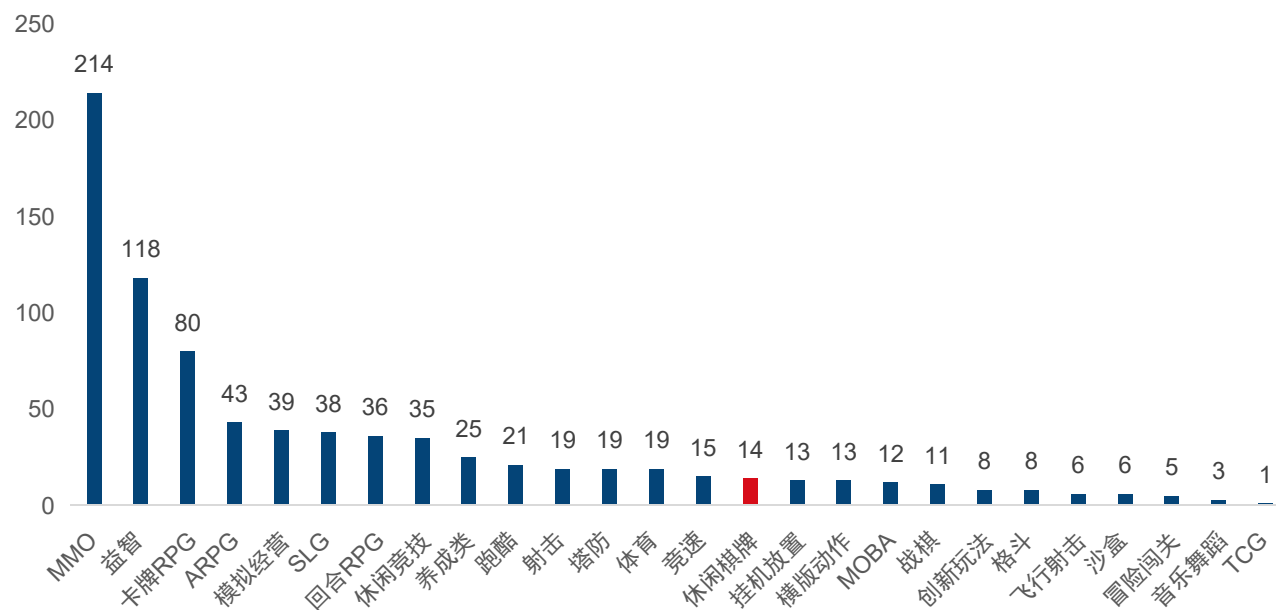
2010-2021年上半年中国新发布游戏数量



2.1 版号重启：从数量到质量

- 版号限发前，棋牌类、益智类（包含消除）、ARPG类、MMO类是过审量最多的手游类型，棋牌类过审占比达30%-40%。
- 版号恢复发放后，在2019年1月至6月发放版号的游戏类型中，MMO数量第一，益智类、ARPG数量数量居前，休闲棋牌类游戏数量大减，占比不足2%，监管导向从数量到质量转变。

2019年1月至6月中国手游过审类型分析

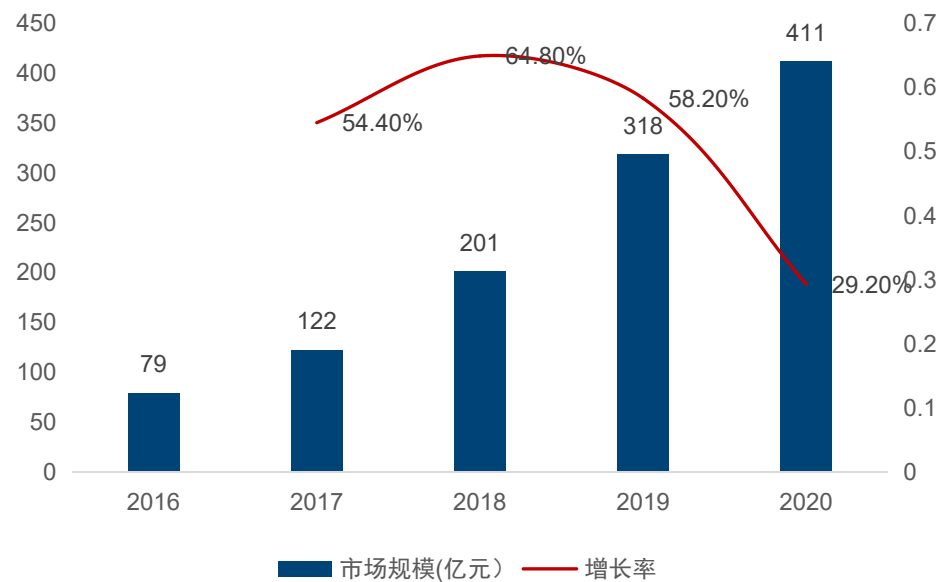


资料来源：Mobtech，国信证券经济研究所整理

2.2 品类创新、头部大作激活游戏市场

- 《和平精英》2019年上线激活FPS游戏市场；
- 二次元游戏市场规模高速增长，诞生出现象级游戏《原神》（2020年6月上
线）。中国二次元游戏市场从2016年的79亿增至2020年的411亿，4年间CAGR为
51.03%，且在2020年仍保持29.20%的高速增长，跑赢市场整体表现。

2016 - 2020年中国二次元游戏市场规模及增速



《和平精英》2019年上线



《原神》2020年上线

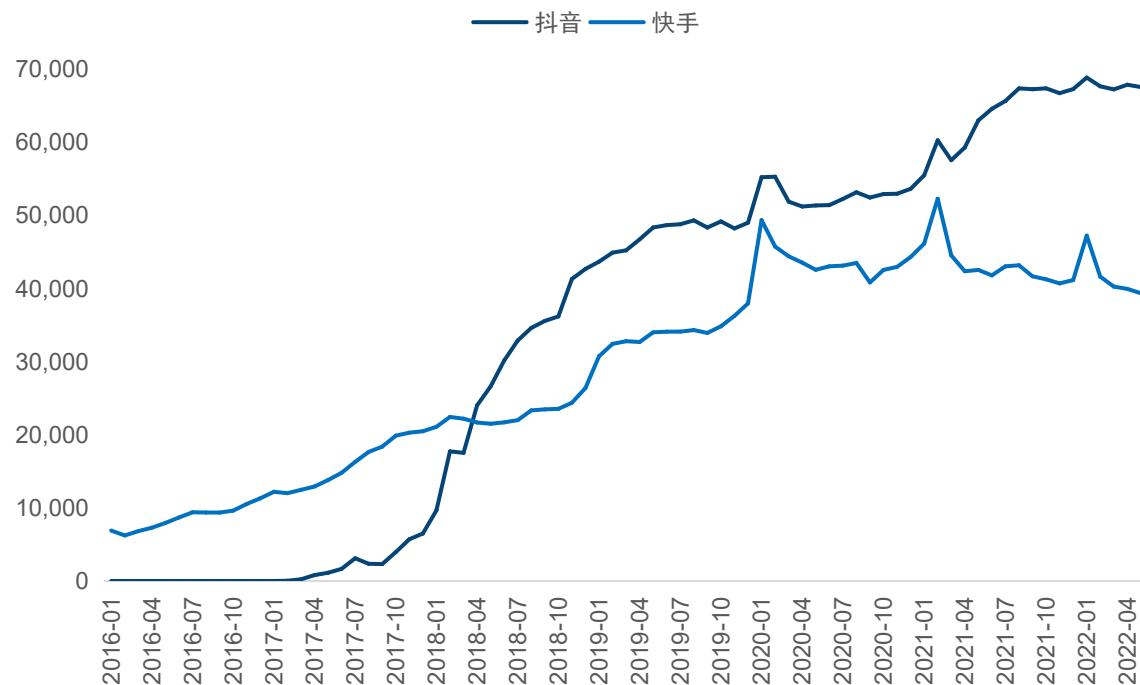


资料来源：艾瑞咨询，游戏官网，国信证券经济研究所整理

2.3 短视频释放买量红利

- 抖音、快手为代表的短视频平台快速崛起；
- 取代传统的信息流广告，短视频逐渐成为游戏买量的第一阵地。
- 巨量为代表的广告平台带动行业更好的投放效率提升，叠加版本号控制下流量竞争程度相对可控，买量型产品获得时代发展红利；

2016.1-2022.5抖音快手月活跃用户数（万人）



资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理



数据来源：热云数据TrackingIO

2020年 五大行业流量平台 & 投放素材形式概览

五大行业重点流量平台 TOP 10

	游戏	教育培训	金融	综合电商	社交婚恋
1	巨量引擎	腾讯广告	腾讯广告	巨量引擎	腾讯广告
2	腾讯广告	巨量引擎	巨量引擎	腾讯广告	巨量引擎
3	百度百青藤	百度信息流	百度信息流	京东直投	百度信息流
4	百度信息流	搜狗星耀	搜狗星耀	百度信息流	搜狗星耀
5	阿里汇川	百度百青藤	百度百青藤	阿里汇川	阿里汇川
6	搜狗星耀	阿里汇川	网易易效	百度百青藤	百度百青藤
7	快手	微博粉丝通	阿里汇川	网易易效	快手
8	微博粉丝通	快手	快手	趣头条	微博粉丝通
9	网易易效	网易易效	WiFi 万能钥匙	搜狗星耀	美柚女人通
10	京东直投	京东直投	京东直投	快手	京东直投

资料来源：AppGrowing，国信证券经济研究所整理

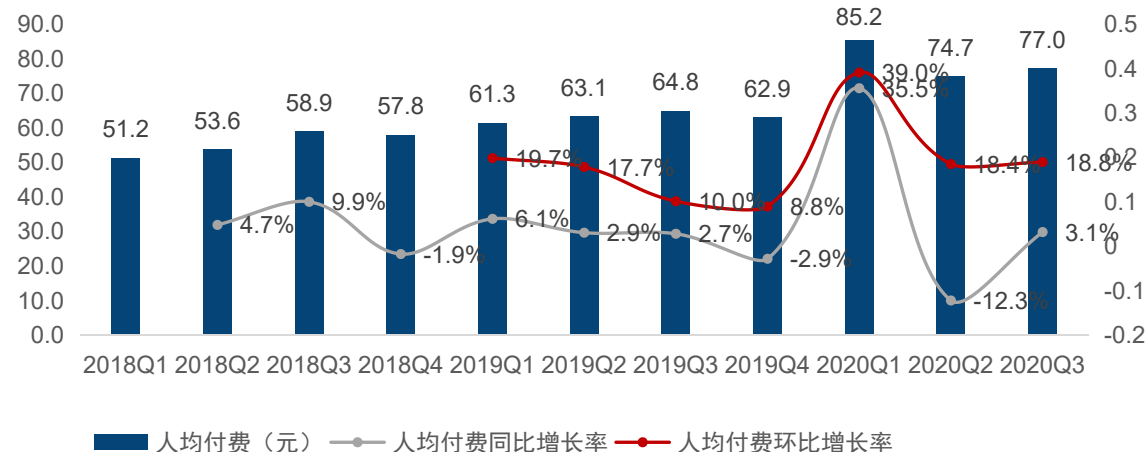
2.4 用户渗透（用户数&时长）*ARPU提升

- 用户数增增速趋缓，使用时长提升。虽然用户增速边际递减，但是在游戏新品质量提升推动下，人均使用时长呈现持续上升趋势；
- 头部优秀新品推动ARPU值持续向上。优质爆款产品推动之下，用户付费意愿不断提升，2019、2020年移动游戏人均付费额增速基本保持在10%以上，拉动国内移动游戏时长增速显著超越用户增速。

手游月人均使用时长（小时）

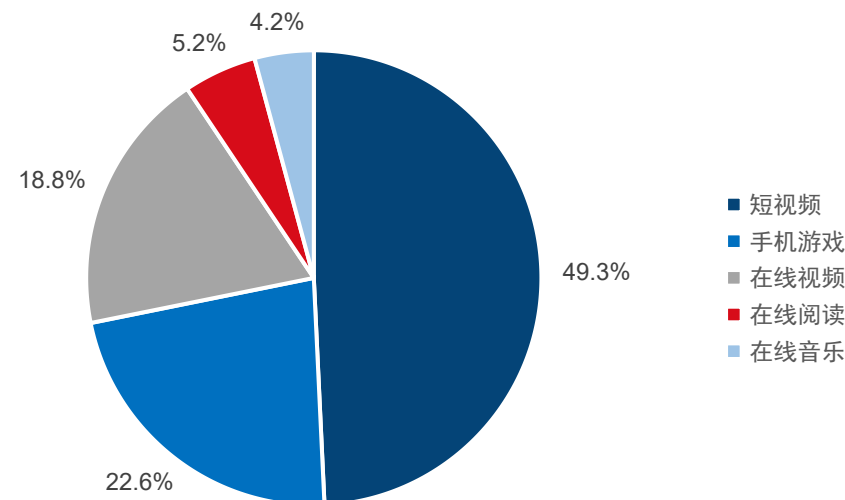


2018-2020Q3移动游戏人均付费金额变动



资料来源：游戏工委&伽马数据，国信证券经济研究所整理

使用时长分布

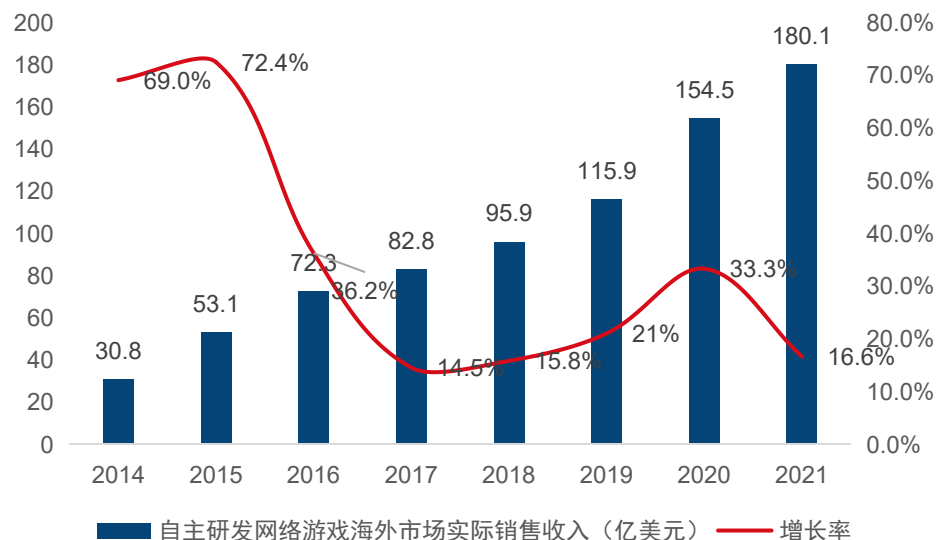


资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

2.5 版本号限制下出海市场加速拓展

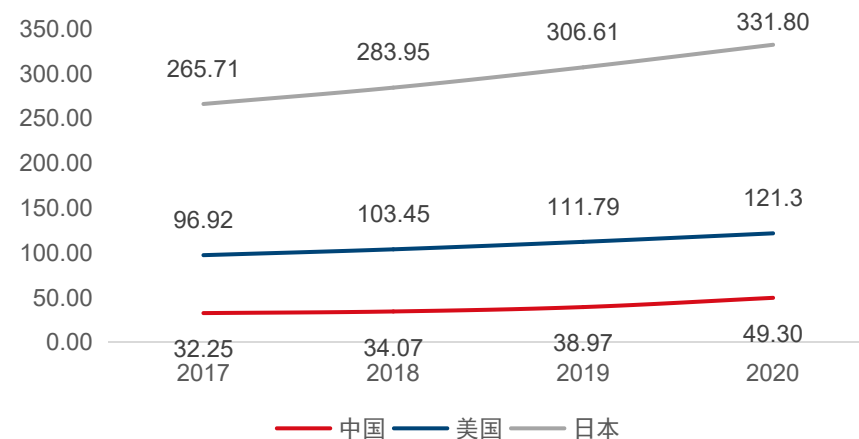
- 版号监管、新游过审及获得版号不确定性提升的背景下，出海成为游戏公司增量蓝海时长；
- 2014年至2017年，自主研发网络游戏海外市场实际销售收入从30.8亿美元增至82.8亿美元，实现39.05%的CAGR。版号收紧后的2017年至2021年，4年CAGR达到21.44%，显著超越国内市场表现。

2014-2021年自主研发网络游戏海外时长销售收入及增长率



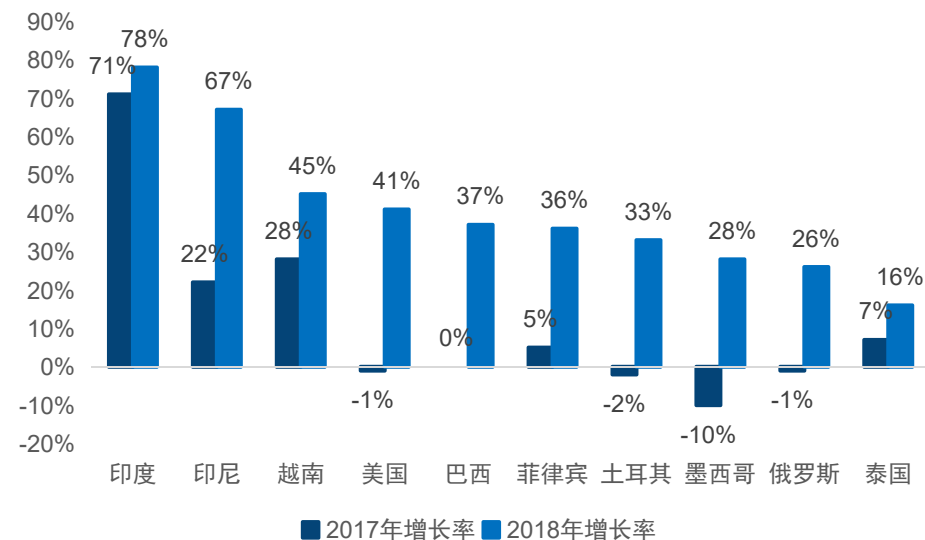
资料来源：伽马数据，游戏工委，国信证券经济研究所整理

2017 - 2020年中国、美国及日本移动游戏ARPU值（美元）



资料来源：Statista，游戏工委，国信证券经济研究所整理

2017-2018年中国游戏公司海外市场下载量增长



资料来源：MobData，国信证券经济研究所整理

2.6 精品化趋势放大头部公司优势

- 版本号数量收缩，精品化成为行业趋势；
- IP价值和研发成本快速提升，头部公司优势放大；
- 从市占率来看，腾讯、网易市占率分别从2018年的48.5%、20.1%提升至2020年的56%、19.6%；A股公司中，三七互娱、吉比特、完美世界亦有显著提升；CR5之外，收入占比从2017年的27.9%降至2021年的10.5%，降低了17.4%。

A股游戏公司研发费用投入（亿元）

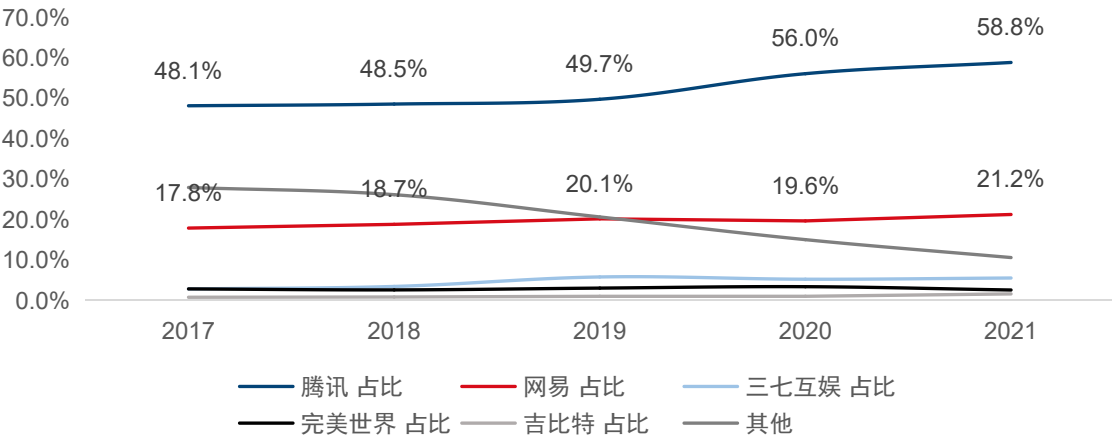
公司	2018	2019	2020	2021	2022H1
完美世界	14.13	15.04	15.89	22.11	10.52
世纪华通	2.22	13.30	14.96	19.66	9.03
三七互娱	5.38	8.20	11.13	12.50	4.97
巨人网络	7.88	8.11	7.21	7.13	3.17
吉比特	2.87	3.32	4.31	6.09	3.79
昆仑万维	3.89	2.83	1.66	5.96	3.06
恺英网络	4.81	3.73	3.13	3.39	1.90
富春股份	0.66	0.78	0.71	0.85	0.36
星辉娱乐	0.58	0.61	0.22	0.71	0.08
惠程科技	0.54	0.72	0.57	0.41	0.15
三五互联	0.27	0.27	0.26	0.22	0.10
鼎龙文化	0.27	0.20	0.19	0.15	0.05

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

A股游戏公司研发人员数量

公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021
完美世界	2,490	2,563	2,823	3,202	3,739	4,255
世纪华通	958	745	890	3,594	3,715	4,008
三七互娱	1,004	1,461	1,379	1,582	2,343	1,957
昆仑万维	372	854	832	364	426	1,270
巨人网络	1,051	1,661	1,635	1,537	1,191	998
恺英网络	NA	564	828	838	796	948
吉比特	200	239	297	360	439	530
星辉娱乐	736	852	756	623	611	522
富春股份	173	206	307	389	306	276
三五互联	238	220	207	182	174	171
惠程科技	54	330	367	368	265	152
鼎龙文化	232	154	168	123	47	70

2017-2021年重点游戏公司市场份额

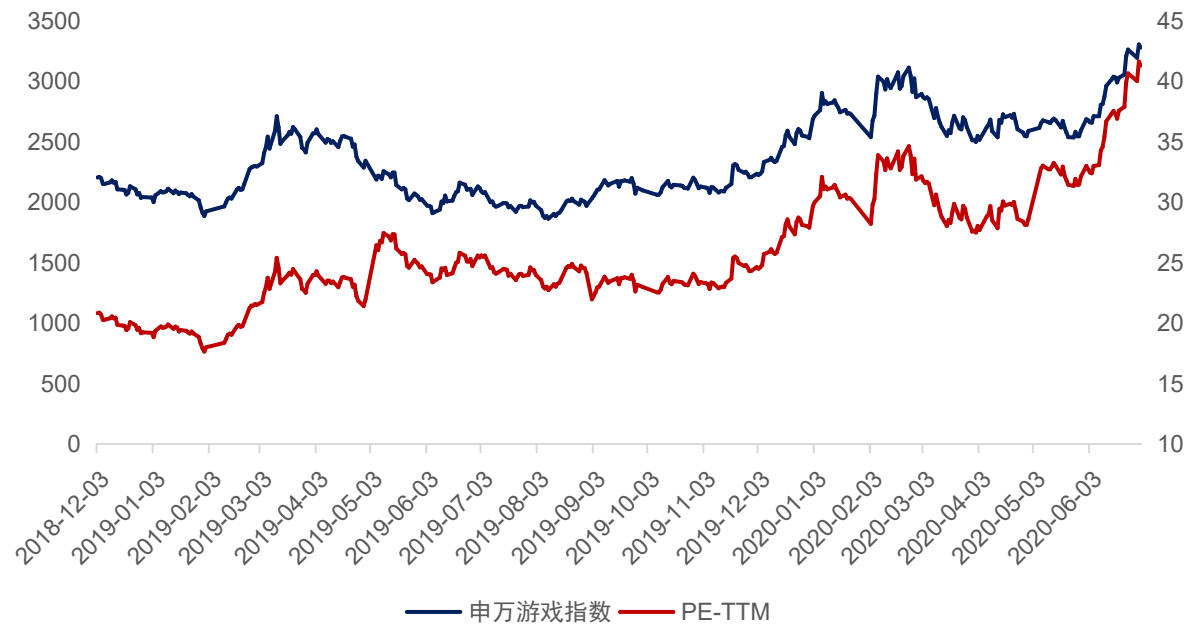


资料来源：游戏工委&伽马数据、公司公告，国信证券经济研究所整理

2.7 二级市场表现：政策与新科技，驱动板块业绩与估值双击

- 版号重启、监管政策驱动行业估值修复（2018年底至2019Q3）；
- 行业景气度确认、盈利预期改善推动头部公司上涨；
- 云游戏进一步提升行业整体估值水平。

申万游戏指数表现



游戏板块上市公司股价表现

公司	2018年底市值	201812-202007涨幅	业绩增幅(2020-2018)
姚记科技	31	410%	743%
吉比特	97	337%	45%
三七互娱	254	295%	174%
电魂网络	38	268%	204%
凯撒文化	49	193%	-56%
完美世界	317	137%	-9%
盛天网络	26	131%	13%
宝通科技	50	118%	61%
富春股份	34	84%	-37%
掌趣科技	107	83%	110%
昆仑万维	162	78%	396%
神州泰岳	69	76%	338%
顺网科技	101	73%	-72%
冰川网络	33	64%	-14%
游族网络	140	62%	-119%
中青宝	26	30%	-471%
三五互联	24	20%	80%
浙数文化	112	15%	7%
星辉娱乐	45	11%	-89%
世纪华通	514	11%	206%

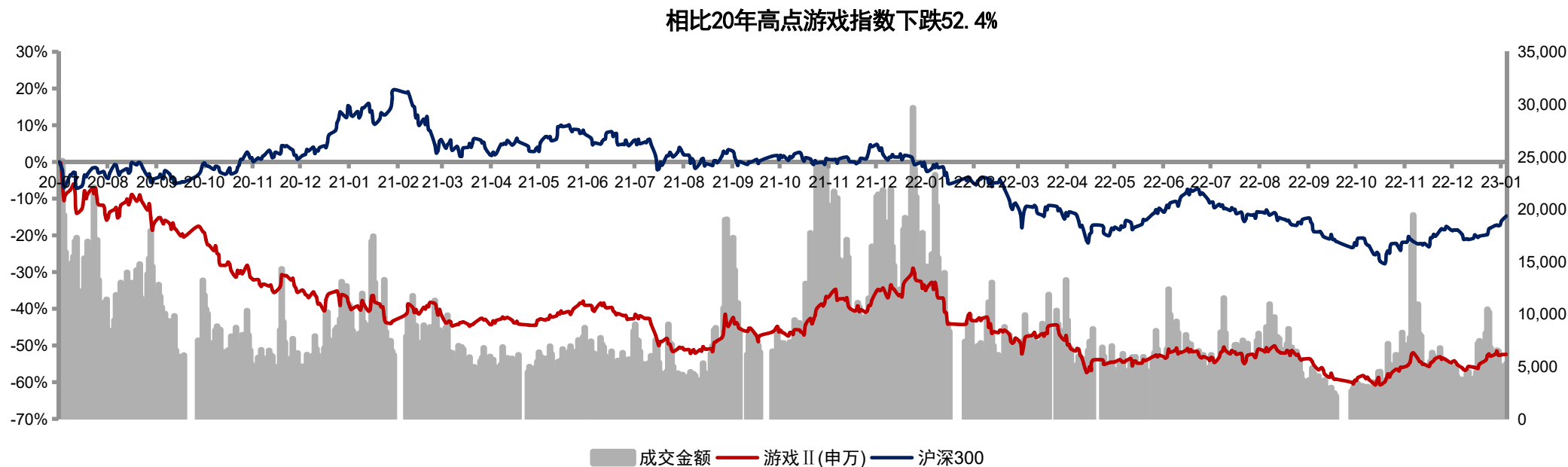
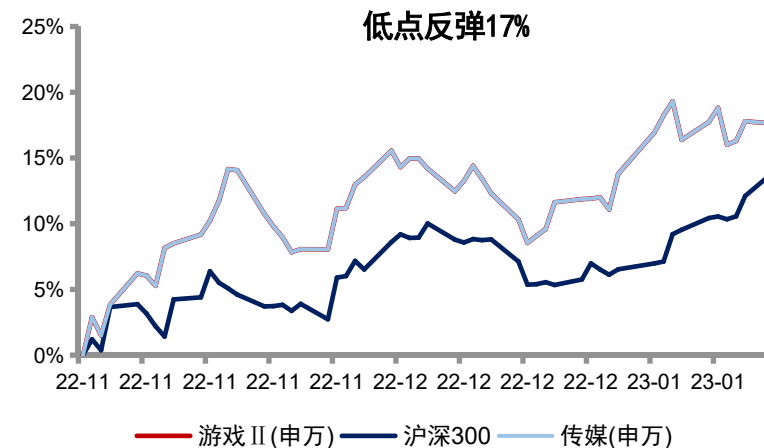
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

【 03 】 展望2023：政策、景气度到新科技，新周期下的新起点

3.0 市场状态：低景气度、低估值、低关注度

低迷的板块市场表现

- 相比上一轮游戏行业高点，游戏行业指数（申万游戏）下跌幅度达到52.4%，同期沪深300指数下跌14.7%，板块整体大幅跑输市场表现；
- 从阶段表现来看，自2022年11月初市场反弹以来，游戏板块仍处于弱修复状态，底部以来上涨16.0%，跑输传媒、略跑赢沪深300板块表现；
- 游戏娱乐板块成交额处于相对低位。

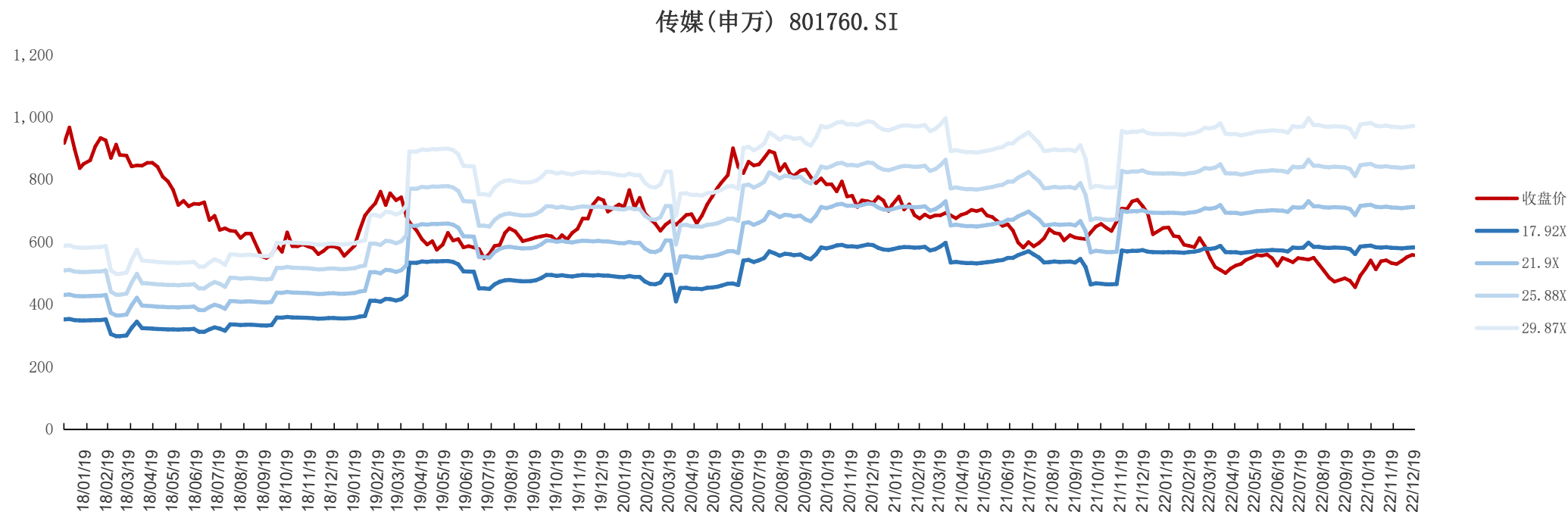


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3.0 市场状态：低景气度、低估值、低关注度

底部的估值体系

- 低景气度下的低估值：从历史景气度与估值分位数来看，游戏板块（申万游戏指数）ROE处于历史30%分位数，PB处于8%分位数
- 板块整体PE估值亦处于过去5年低位，绝对估值低于2018年底估值水平
- 头部游戏公司三七互娱、吉比特等TTM估值约为20x PE，处于历史低位。



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3.0 市场状态：低景气度、低估值、低关注度

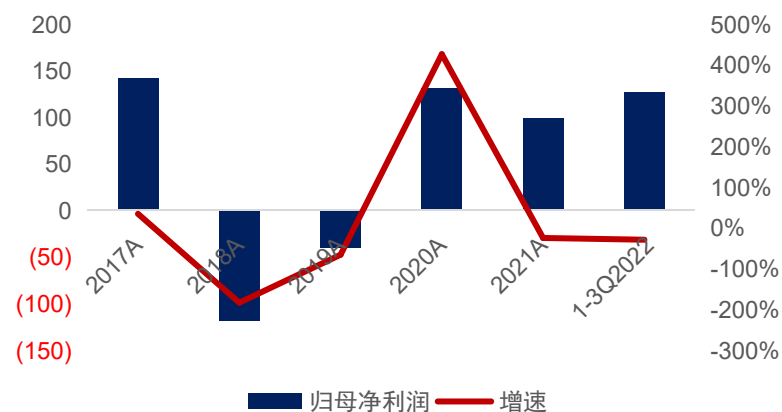
底部的景气度与盈利能力

- 监管周期叠加上市公司自身产品周期，A股游戏板块营收及归母净利润增速2021年以来持续向下；
- 游戏板块（申万游戏指数）整体ROE处于历史30%分位数
- 典型上市公司三七互娱来看，2020年以来营收则呈现显著下滑的趋势；

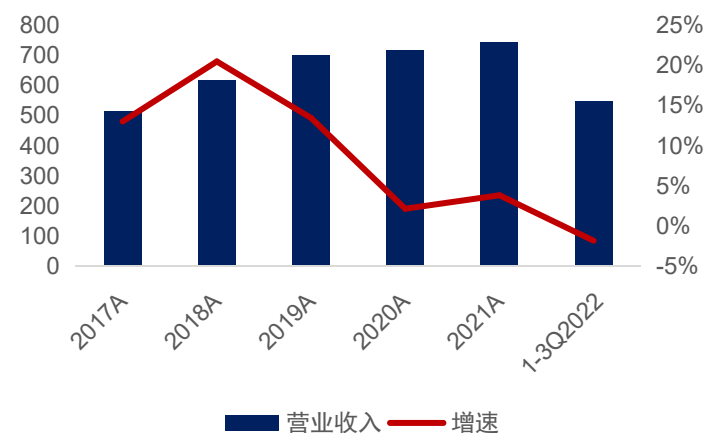
三七互娱归母净利润及增速



A股游戏板块归母净利润及增速



A股游戏板块营收及增速



三七互娱营收及增速

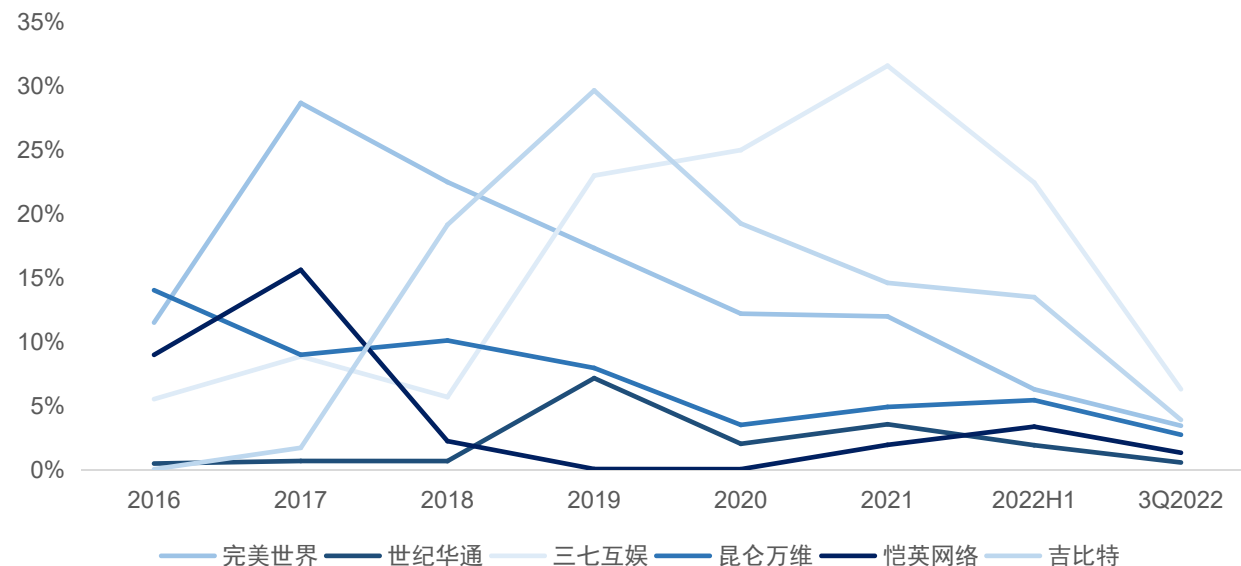


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

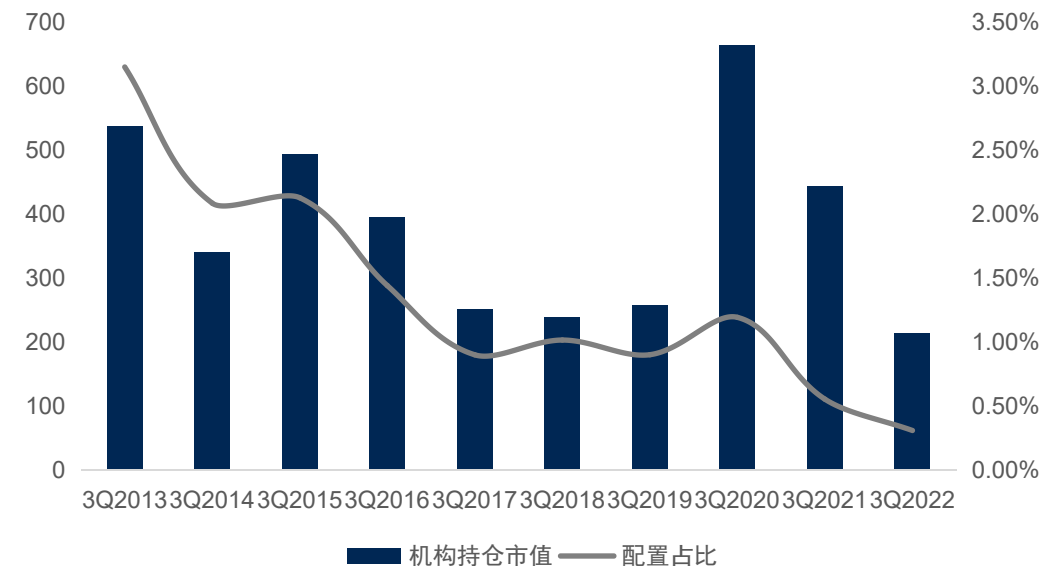
3.0 市场状态：低景气度、低估值、低关注度

- Q3机构持仓总市值213亿元（Q2 590亿元），占传媒板块总市值1.99%，占股票型基金+混合型基金净值比例为0.31%，整体配置占比持续下降、显著低配；
- 头部游戏公募机构持仓占比自2020年以来亦呈现持续下降的趋势，配置占比处于历史低位；

2022年公募机构持仓占比加速降低



公募机构传媒板块持仓占比加速降低



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

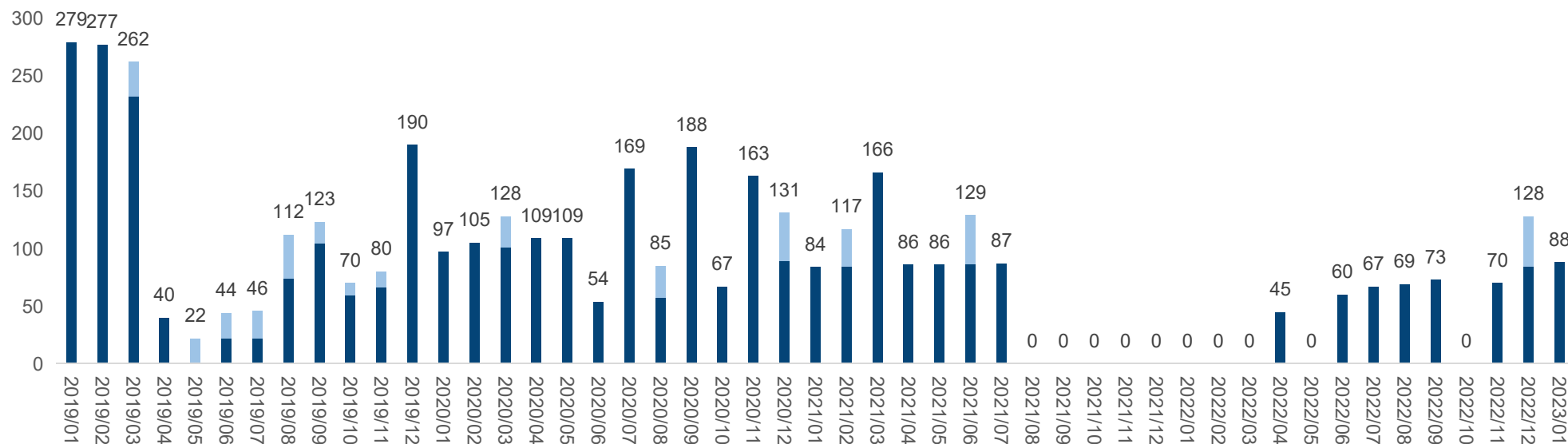
3.1 版本号重启，监管导向新周期

版本号重启、游戏及互联网监管政策转向，政策对估值与景气度的负面影响有望修复

- 2022年4月版本号恢复发放，全年共下发了七批国产游戏版号和一批进口网络游戏版号，474个国产网络游戏和44个进口游戏获得版号，累计512款游戏过审；
- 从版本号发放节奏来看，版本号发放进入常态化。自2022年4月游戏版本号恢复发放，国家新闻出版署于4月11日/6月7日/7月12日/8月1日/9月13日/11月17日/12月28日，分别发放国产游戏版号 45/60/67/69/73/70/84款，并于2023年1月17日发放88款游戏版号，基本保持每个月发一次国产游戏版号的节奏，每批次发放数量逐步提升。
- 央媒发文重视游戏产业潜在价值，外部环境持续改善。人民网于11月16日发布《人民财评：深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》，文章指出电子游戏早已摆脱娱乐产品的单一属性，已成为对一个国家产业布局、科技创新具有重要意义的行业。核心要点包括：1) 游戏产业不仅是大众娱乐，已助力多个产业释放数字经济新动能；2) 游戏是中国文化传播的重要载体；3) 游戏逐步告别野蛮生长，监管和发展并重前提下，将释放经济、文化、科技价值。

2019-2022年1月每月发放版号数量

■ 进口游戏 ■ 国产游戏

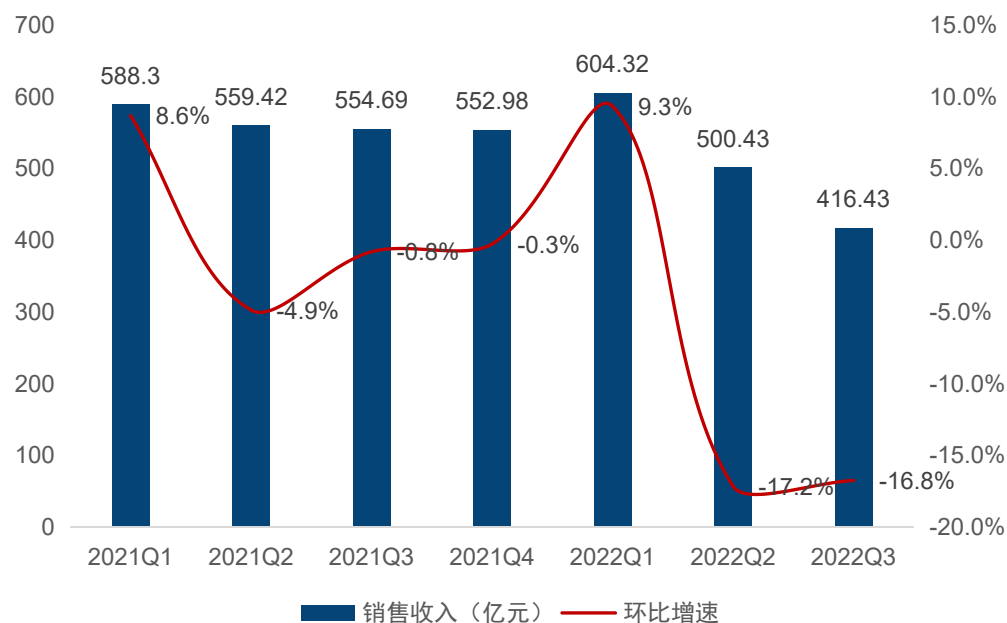


资料来源：伽马数据、国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

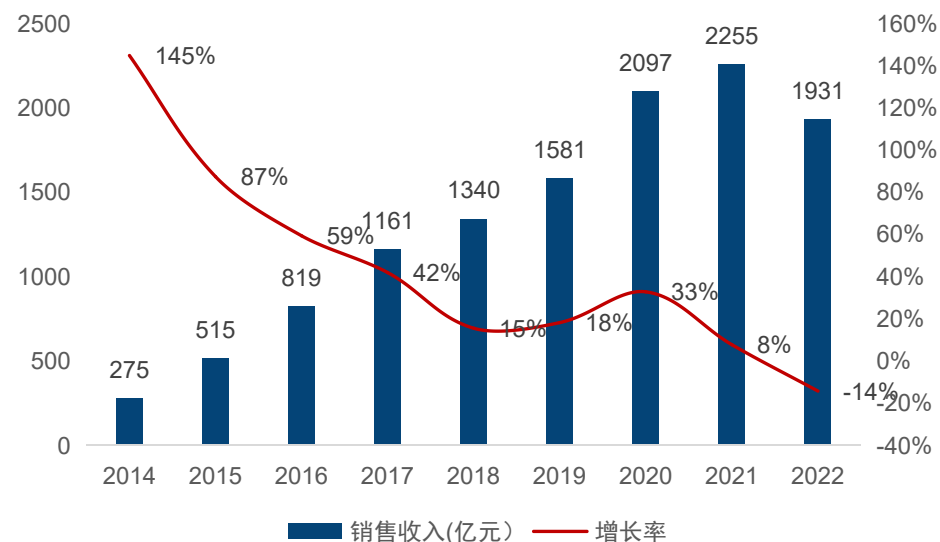
3.2 新品供应有助景气度提升

- 多重压力之下，国内移动游戏市场收入2022年显著下滑。受版号暂停、爆款新品匮乏以及宏观背景下的收入预期下降等因素影响，2022 年中国游戏市场遭遇了过去十年最严酷的寒冬：全年实现销售收入 2658.84 亿元，同比下降 10.33%，其中移动游戏市场实际销售收入1930.58 亿元，同比下降14.40%；
- 低基数下，新品供应增加、宏观预期改善，移动游戏市场景气度有望底部反转。版号重启之下，优质新品有望批量上市，累积的需求有望得到释放；在较低的基数下，国内移动游戏市场景气度有望持续改善。

中国移动游戏市场实际销售收入（季度）



中国移动游戏市场实际销售收入（年度）



资料来源：中国游戏产业研究院&伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

3.2 新品供应有助景气度提升

相关公司	名称	申报类别	文号	获得版号时间	产品特点	TapTap评分
腾讯	疯狂的库库姆	移动	国新出审[2022]659号	2022/6/5	休闲养成，快速对战的趣味塔防手游	7.5
	谍：惊蛰	移动	国新出审[2022]1012号	2022/7/30	多支线多结局的文字解谜游戏，2020年的GWB腾讯游戏创意大赛手游赛区银奖，改编自著名作家海飞长篇小说《惊蛰》。	9.6
	健康保卫战	移动	国新出审[2022]1190号	2022/9/9	腾讯游戏追梦计划、NExT Studios和TGideas（腾讯创意设计团队）联合推出的首款健康科普休闲塔防游戏，去年曾登上腾讯游戏年度发布会	9.3
	合金弹头：觉醒	移动	国新出审[2022]1587号	2022/11/16	首作于1996年诞生，已经出了十多部续作，是街机时代不可磨灭的超明星级产品。	7
	白荆回廊——古剑奇谭	移动、客户端	国新出审[2022]1561号	2022/11/16	即时策略RPG的二次元手游，《古剑奇谭》IP衍生作，上海烛龙首次采用虚幻引擎开发。	9.2
	无畏契约	客户端	国新出审[2022]1665号	2022/12/10	海外爆火游戏转内销。《Valorant》由腾讯全资子公司拳头研发，海外版于2020年中上线，上线一年后月活跃玩家超过1400万。根据Newzoo数据，22年1至11月，《Valorant》在美国市场的流水已超3.1亿美元。《无畏契约》有可能拉动腾讯的电竞业务。JTeam俱乐部CEO JimmyL在接受人民电竞采访时表示，近几年FPS电竞项目比较稀缺，《无畏契约》很可能在未来几年成为FPS项目的流量之王。	-
	尖塔奇兵	客户端	国新出审[2022]1661号	2022/12/10	Roguelike卡牌对战类游戏，Steam热门游戏《Slay the Spire》的国服版。	8.2
	命运方舟	客户端	国新出审[2022]1670号	2022/12/10	海外爆火游戏转内销。《命运方舟》是《Lost Ark》国服名称，由韩国游戏开发商Smilegate RPG开发，国服由腾讯游戏代理发行，是一款类暗黑破坏神MMOARPG免费游戏，全球用户已经超过了2000万，是Steam史上同时在线玩家第二高的游戏。	-
	饥荒：新家园	移动	国新出审[2022]1641号	2022/12/10	生存游戏IP《饥荒》的独立手游版本，盛趣游戏研发，腾讯游戏发行	7.2
	宝可梦大集结	移动、游戏机-Switch	国新出审[2022]1653号	2022/12/10	知名IP改编游戏。背靠宝可梦这个全球最赚钱的IP，《宝可梦大集结》在海外市场上所向披靡——全球下载量已突破7000万次，海外收入超过3200万美元。	8.3
	大航海时代：海上霸主	移动	国新出审[2022]1644号	2022/12/10	《大航海时代4》IP改编的模拟经营手游，天戏互娱研发，腾讯游戏发行。	7.1
	重生边缘	客户端	国新出审[2022]1700号	2022/12/24	腾讯 NExT 工作室基于虚幻4引擎开发的近未来背景下的科幻策略射击游戏，结合了生存、制造、基地建设等元素。	-
	白夜极光	移动	国新出审[2023]7号	2023/1/17	由永航科技研发、腾讯发行的二次元架空魔幻策略风的战棋手游。凭借着“连线策略RPG+卡牌养成”的创新玩法，以及全剧情且出色live2D立绘演绎，在二次元玩家里面有着较高的知名度，也被看做是腾讯在二次元赛道上最具竞争力的产品。《白夜极光》在海外已经上线了一年多的时间，首日登顶了日本App Store、Google Play免费榜。在畅销榜上也冲进了Top 15。据Sensor Tower数据，游戏首月（共上线半个月）流水约1700万美元。	9.2
	黎明觉醒：生机	移动	国新出审[2023]55号	2023/1/17	腾讯光子工作室群基于虚幻引擎4自主研发，超真实的开放世界生存手游。游戏中创造了一个充满真实细节的超大无缝开放世界，玩家可以感受到现实世界的阴晴雨雪和雷电轰鸣，此外，燃烧、导电和爆炸等各种特性也都在游戏中得到了还原。	8

资料来源：国家新闻出版署，TapTap，国信证券经济研究所整理

3.2 新品供应有助景气度提升

相关公司	名称	申报类别	文号	获得版号时间	产品特点	TapTap评分
吉比特	盒裂变	客户端	国新出审[2022]416 号	2022/4/8	轻松可爱风格的3D平台物理解谜游戏，获得2020 GWB腾讯创意游戏大赛PC游戏赛区银奖。	-
	塔猎手	客户端	国新出审[2022]416 号	2022/4/8	融合了Roguelite要素，以卡通渲染风格呈现的横版动作游戏，玩家操控主角艾尔莎，为了获得猎人执照只身前往巨塔，挑战形形色色的敌人以及强大的BOSS。	8.5
	皮卡堂之梦想起源	移动（试点）	国新出审[2022]711 号	2022/6/5	模拟经营类游戏	-
	勇敢的哈克	移动	国新出审[2022]873 号	2022/7/11	steam移植，2D的类银河战士恶魔城游戏。在传统的横版跳跃游戏的基础上，增加了丰富的解谜内容和独创的黑客元素。不仅需要玩家有高超的操作技巧，同时需要玩家可以大开脑洞，破解各种精心设计的谜题。	8.5
	超喵星计划	移动	国新出审[2022]1025 号	2022/7/30	青瓷游戏运营，3D捏猫+云吸猫休闲游戏	9.2
	雨纪	游戏机-Switch	国新出审[2022]1000 号	2022/7/30	角色扮演休闲解谜类游戏	9.1
	皇室护卫队	移动-休闲益智	国新出审[2022]1213 号	2022/9/9	塔防	8.5
	捕梦猫	移动	国新出审[2022]1563 号	2022/11/16	文字剧情游戏	10
	渊海王座	移动	国新出审[2022]1725 号	2022/12/24	-	-
网易	这个地下城有点怪	移动	国新出审[2022]1693 号	2022/12/24	《Path of Immortals（这个地下城有点怪）》，弓箭轻Roguelike的线性关卡玩法，拿下了日本iOS免费榜第3。	9.6
	全明星街球派对	移动	国新出审[2022]1245 号	2022/9/9	NBA官方球员工会正版授权，网易自研全明星街头竞技手游，拥有高自由度的球鞋DIY系统。	9.6
	大话西游：归来	移动	国新出审[2022]1546 号	2022/11/16	网易雷火工作室自研，大话西游IP游戏。	-
	幻想生活	移动	国新出审[2022]1662 号	2022/12/10	日本游戏公司 LEVEL-5是基于3DS上累积销量超过百万套的人气休闲RPG《幻想生活》开发的模拟经营手游，国服由网易代理运营。	8.9
	突袭：暗影传说	移动	国新出审[2022]1650 号	2022/12/10	以西方玄幻为题材的卡牌RPG游戏。在海外上线以来，活跃玩家超过5000万。在App Store平台获得4.8分，入选Google Store最受欢迎玩家手机游戏。	7.5
	巅峰极速	移动	国新出审[2022]1757 号	2022/12/24	与Codemasters深度合作，网易游戏研发的3A级拟真操控竞速游戏。	8.3
	超凡先锋	移动	国新出审[2023]25号	2023/1/17	新世代生存射击手游，有丰富的枪械改装和自由交易系统。	6.5

资料来源：国家新闻出版署，TapTap，国信证券经济研究所整理

3.2 新品供应有助景气度提升

相关公司	名称	申报类别	文号	获得版号时间	产品特点	TapTap评分
心动网络	派对之星	移动	国新出审[2022]410 号	2022/4/8	心动自研的平台格斗游戏	6.8
	模拟江湖	客户端	国新出审[2022]1234 号	2022/9/9	由汉家松鼠团队开发的单机武侠手游RPG	7.3
	退休模拟器	移动、客户端	国新出审[2022]1580 号	2022/11/16	单机版模拟游戏	8.8
	无尽旅图	移动	国新出审[2022]1663 号	2022/12/10	画风可爱的冒险解谜游戏	9.6
	火炬之光：无限	移动	国新出审[2023]58号	2023/1/17	“火炬之光”IP授权、心动网络使用UE4引擎自主研发的类暗黑的ARPG手游，延续“火炬之光”世界观背景，以次时代的画面创造机械与魔法结合的全新幻想大陆。玩法上强调通过自由养成BD、刷怪打宝以及持续性的赛季内容带给玩家长久的游戏追求和新鲜体验。	7.8
恺英网络	龙腾传奇	移动	国新出审[2022]407 号	2022/4/8	-	-
	归隐山居图	移动	国新出审[2022]1554 号	2022/11/16	古风治愈卡牌休闲手游	9.2
	纳萨力克之王	移动	国新出审[2022]1659 号	2022/12/10	-	-
	仙剑奇侠传：新的开始	移动	国新出审[2022]1636 号	2022/12/10	-	-
	奇点时代	移动	国新出审[2022]1679 号	2022/12/24	首款男性向恋爱养成手游	8.4
完美世界	黑猫奇闻社	移动（试点）	国新出审[2022]692 号	2022/6/5	女性向卡牌+解谜游戏	7.1
	迷失蔚蓝	移动	国新出审[2022]1559 号	2022/11/16	2023年1月5日开启首测，高自由度的海岛生存MMORPG。	8.4
	双点医院	客户端	国新出审[2022]1674 号	2022/12/10	双点工作室研发的医院主题的模拟经营游戏，最出圈的卖点是游戏中的各种黑色幽默元素。	-
	筑梦颂	客户端	国新出审[2022]1639 号	2022/12/10	德国开发商ToukanaInteractive制作的休闲游戏	-
	天龙八部2：飞龙战天	移动	国新出审[2023]19号	2023/1/17	金庸正版授权的3D真武侠MMORPG手游，通过写实风格、次世代研发技术，力求还原武侠世界中的人、物、景、光，打造一个真实江湖	7.6

资料来源：国家新闻出版署，TapTap，国信证券经济研究所整理

3.2 新品供应有助景气度提升

相关公司	名称	申报类别	文号	获得版号时间	产品特点	TapTap评分
三七互娱	梦想大航海	移动	国新出审[2022]391 号	2022/4/8	-	-
	霸业	移动	国新出审[2022]998 号	2022/7/30	-	-
	小小蚁国	移动	国新出审[2022]1003 号	2022/7/30	37手游发行，昆虫题材SLG手游。2021年初该游戏海外版《The Ants: Underground Kingdom》上线美国、日本、韩国、东南亚等地，拥有不错市场表现。根据 Sensor Tower 数据，《小小蚁国》21年一季度陆续在各国上线，21 年8月逐步进入回报期，当月收入环增 73%，流水达1300万美元；根据 GameLook 和竞核数据，22年3月海外流水约保持在9000万元左右；截至22年3月，累计营收已经接近7000万美元。	6.3
	扶摇一梦	移动	国新出审[2023]23号	2023/1/17	女性向游戏	-
世纪华通	龙之谷世界	移动（试点）	国新出审[2022]697 号	2022/6/5	ARPG，《龙之谷》IP手游	6.9
	飞龙岛历险记	移动	国新出审[2022]1051 号	2022/7/30	岛屿模拟休闲类手游，模拟经营+冒险清图的全新玩法品类	6.3
	最后的江湖	移动	国新出审[2022]1002 号	2022/7/30	-	-
中手游	我的御剑日记	移动	国新出审[2022]1049 号	2022/7/30	中手游投资入股、乐府互娱研发的探索式仙侠放置卡牌手游。在海外新加坡与马来西亚地区测试，取得平均次留超过55%，月度留存超过12%的成绩。	8.7
	镇魂街：天生为王	移动	国新出审[2022]1219 号	2022/9/9	国漫《镇魂街》正版授权的3D ARPG游戏，喀什奥术研发、中手游与奥飞游戏联合发行的3D ARPG 手游。上线首日全渠道新增突破200万、首日全平台流水2200万、次日冲上iOS畅销榜第4。2022年12月29日开启全新资料片《云沙荒梦》开启的同时，取得了首周流水破亿的优异成绩。	6.5
	吞噬星空：黎明	移动	国新出审[2022]1605 号	2022/11/16	《吞噬星空》小说与动漫双授权手游，2023年1月16日开启全渠道正式开启预约。游戏前期采用了卡牌与RPG养成的融合框架，保障游戏在前期的卡牌策略丰富性与可玩性；中长期将卡牌策略底层与SLG玩法进行融合，通过类沙盘SLG玩法打破竞争壁垒，为广大玩家塑造新的竞争生态。	8.2
哔哩哔哩	暗影火炬城	客户端、游戏机-PS5	国新出审[2022]871 号	2022/7/11	bilibili游戏代理发行、钛核网络研发。首款买断制国产PS5游戏，上线PS平台后，在Metacritic的全球媒体评分中收获了83分的高分（随后稳定在80分）。PC端自2021年10月在Steam平台开售，《暗影火炬城》首日便冲上了全球热销榜。截至2022年10月，游戏在Steam上已经收获了超过4600份玩家评测，好评率90%。	7.9
	长安百万贯	移动	国新出审[2022]1010 号	2022/7/30	女性向游戏工作室十字星的新作，主打国风题材和模拟经营，该游戏由B站独家代理。	8.6
	艾塔纪元	移动	国新出审[2023]36号	2023/1/17	二次元机甲手游，3D少女机甲海陆空战斗模式，玩家可使用不同身穿机械战装的角色，采用开放式战术搭配来进行三栖全空间实时动作对战。	8

资料来源：国家新闻出版署，TapTap，国信证券经济研究所整理

3.2 新品供应有助景气度提升

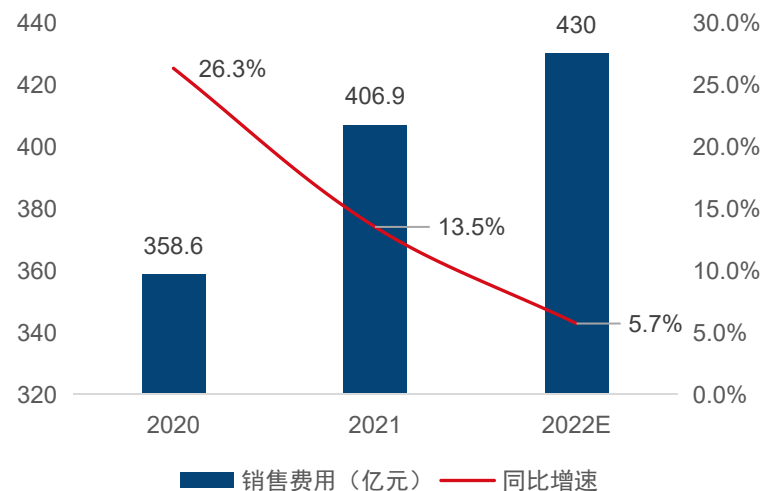
相关公司	名称	申报类别	文号	获得版号时间	产品特点	TapTap评分
莉莉丝	生活派对	移动	国新出审[2022]375 号	2022/4/8	休闲社交游戏	-
	战火勋章	移动	国新出审[2022]1571 号	2022/11/16	自主研发的现代军事战争题材策略手游，采用真实3D画风与架空的现代化兵种混战题材，融合大地图战略与RTS即时策略玩法。指挥官们需要夺取逐级交通枢纽，获取城市指挥权，直至进军下一座城市。	7.3
青瓷游戏	三国演义：兵临城下	移动	国新出审[2022]920 号	2022/7/11	三国类型策略手游	-
	超喵星计划	移动	国新出审[2022]1025 号	2022/7/30	休闲游戏，通过3D捏猫功能亲自DIY一只自己理想中的猫咪，培养猫咪 成长，搭建理想的家，开启愉快的云吸猫模式	9.2
米哈游	科契尔前线	移动（试点）	国新出审[2022]685 号	2022/6/5	-	-
	崩坏：星穹铁道	移动、客户端	国新出审[2023]16号	2023/1/17	米哈游以“崩坏”为IP所做冒险主题回合制策略游戏，先后已经开启了两次测试，在TapTap上收获了8.6分，以及接近240万的预约量。	8.6
快手	舞动星闪耀	移动	国新出审[2022]1053 号	2022/7/30	主打音乐舞蹈社交的手游。游戏提供了音弦玩法、流星玩法和演奏玩法的不同音游品类，玩家可以自由建房选择玩法，也可以在主城区内的不同场景进行聊天社交。游戏中还内置了小游戏，用来获得奖励装扮自己的家园。	8
祖龙娱乐	以闪亮之名	移动、客户端	国新出审[2023]80号	2023/1/17	由Vvanna工作室打造的超自由时尚生活手游。游戏中玩家可自由定制造型妆容，还可以作为设计师，从挑选面料到裁剪缝合DIY衣服。	8.4

资料来源：国家新闻出版署，TapTap，国信证券经济研究所整理

3.3 买量收益有望提升

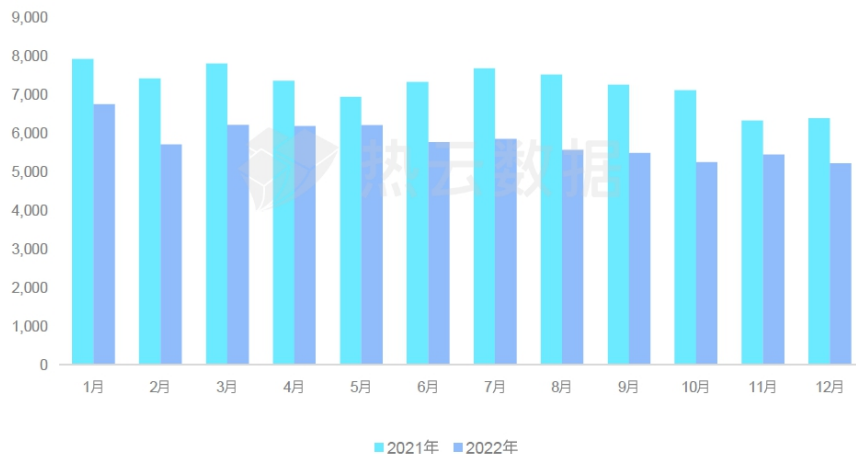
- 版号控制、行业集中度提升背景下，游戏买量需求持续下降；2022年手游买量市场投放总数约2万个，同比下滑13.7%，首次出现负增长；
- 新游上线数量减少、买量需求下降，叠加教培、互联网、新消费等领域网络投放需求降低，买量成本有望得到有效控制，带动买量市场盈利能力提升。

主要上市游戏企业销售费用

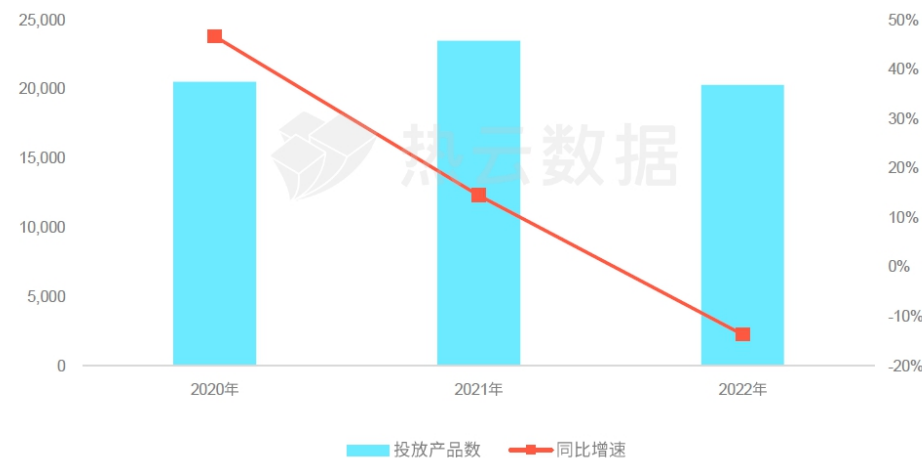


资料来源：中国游戏产业研究院&伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

2021 - 2022 年手游买量市场各月投放产品数对比



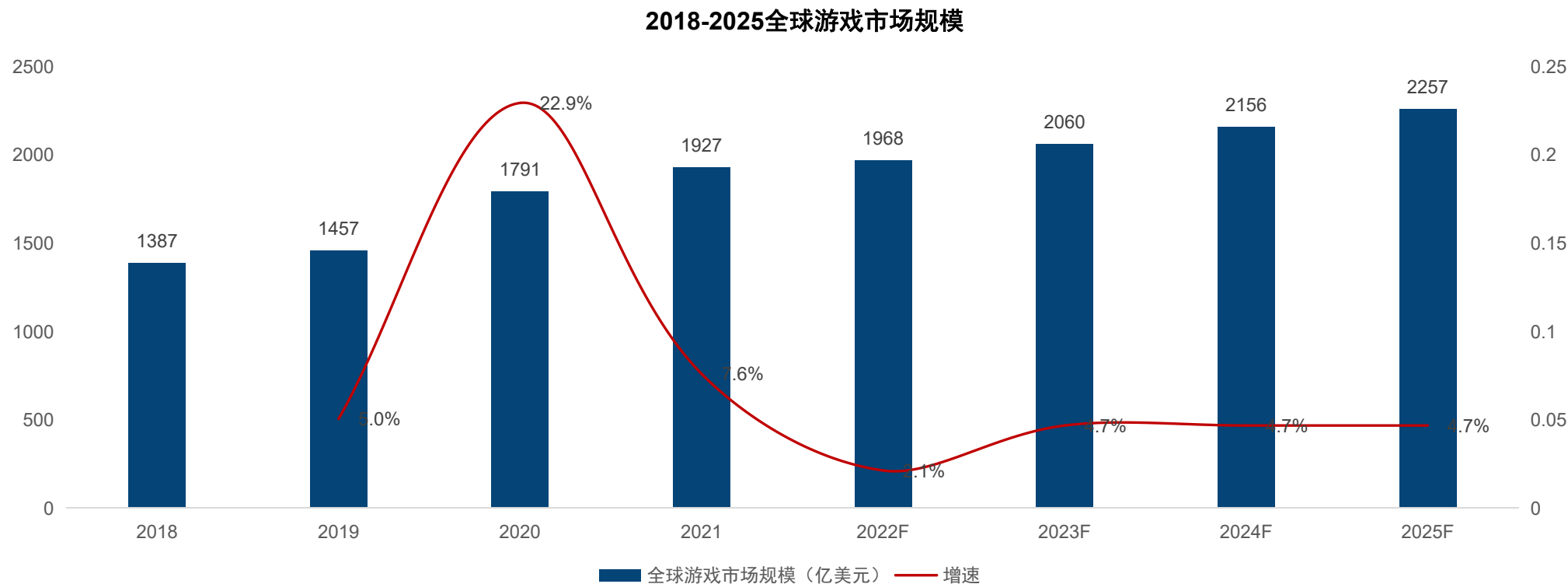
2020 - 2022 年手游买量市场投放产品总数对比



资料来源：热云数据，国信证券经济研究所整理

3.4 出海市场有望持续向上

- 海外市场仍有向上空间：1) 整体上看，国内游戏厂商出海市场空间大；2) 从细分区域市场看，国内游戏厂商在成熟市场仍有提升市占率的机会；3) 新兴市场成为全球游戏玩家数量增长的主要驱动力，国内游戏厂商对新兴市场的探索不断加强，仍具有较大的市场空间和机会。
- 全球游戏市场规模仍保持扩张态势。游戏市场在经过2020年的强势增长后依旧保持增长势头，2021年全球游戏市场规模仍实现7.6%的增长达到1927亿美元。Newzoo预计2022年游戏市场仍将实现2.1%的增长达到1968亿美元，并在2025年达到2257亿美元的市场规模，保持2020-2025年4.7%的CAGR。



资料来源：Newzoo，国信证券经济研究所整理

3.4 出海市场有望持续向上

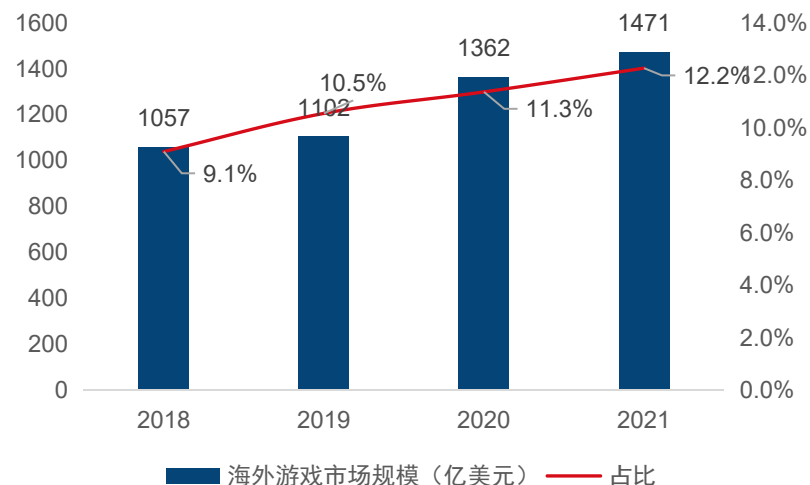
- 我国游戏产业出海规模保持高增速增长，竞争优势显著。从全球市场来看，国内游戏公司在移动游戏市场具备显著的研发、运营等优势；游戏出海规模也从2014年的30.76亿美元增至180.13亿美元，7年间CAGR为28.7%。在经过2020年游戏市场的强势增长实现33.25%的增速后，2021年仍实现了16.59%的增长。
- 从总体海外市场上看，国内游戏厂商在除中国之外的海外游戏市场市占率较低，但呈增长态势，发展空间大。从2018年至2021年，中国自研游戏海外市场收入占海外市场规模比例从9.1%升至12.2%，呈增长态势，仍有较大向上发展空间。

2014-2021年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入



资料来源：中国音数协游戏工委，国信证券经济研究所整理

海外游戏市场规模及中国自研游戏海外市场收入占比

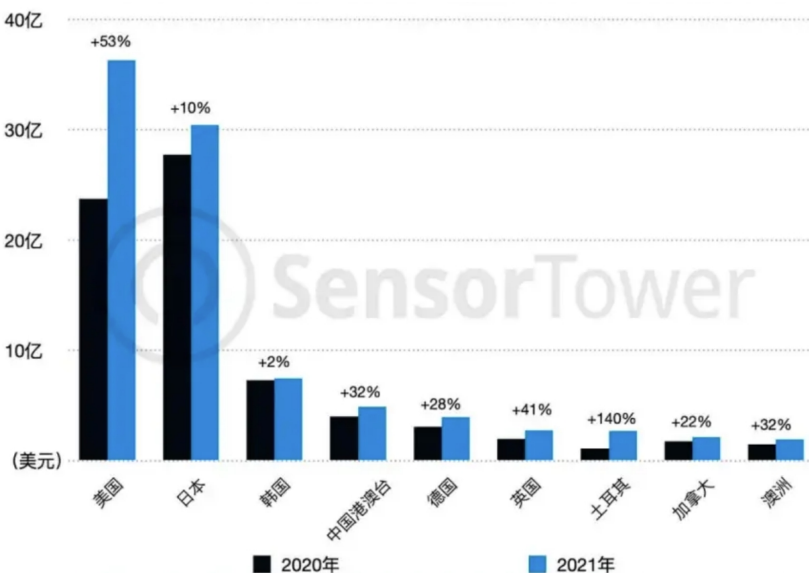


资料来源：中国音数协游戏工委、Newzoo，国信证券经济研究所整理

3.4 出海市场有望持续向上

- 从海外成熟市场上看，国内游戏厂商在成熟市场的市占率仍在稳步提升。美国和日本作为国内游戏厂商当前出海的主要市场，2021年中国手游在美国和日本的App Store和Google Plays收入分别增长了53%和10%。中国手游在美国手游畅销榜TOP100的收入占比总体趋势向上，2018Q1至2021Q1期间，收入占比从6%升至超过25%，仍有增长空间。
- 成熟市场游戏玩家为游戏付费意愿更强，ARPU值仍呈上升态势。2020年美国和日本的ARPU值分别是国内的2.5倍和6.7倍，且美国和日本玩家的ARPU值在2017-2020年仍分别保持7.77%和7.69%的复合年增速。在国内厂商出海产品内容更加多元，坚持“内容为王”的游戏精品化发展趋势前提下，对比成熟市场的规模，国内厂商的市占率和收入仍有广阔的增长空间。

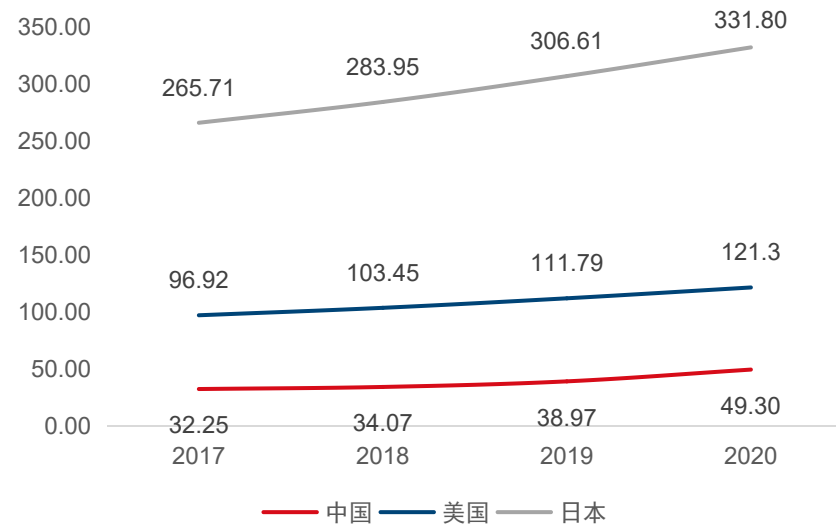
2021年中国手游热门出海市场 – App Store & Google Play收入



美国手游畅销榜TOP100 – 中国手游收入及占比



2017-2020年中国、美国及日本移动游戏ARPU值（美元）



资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

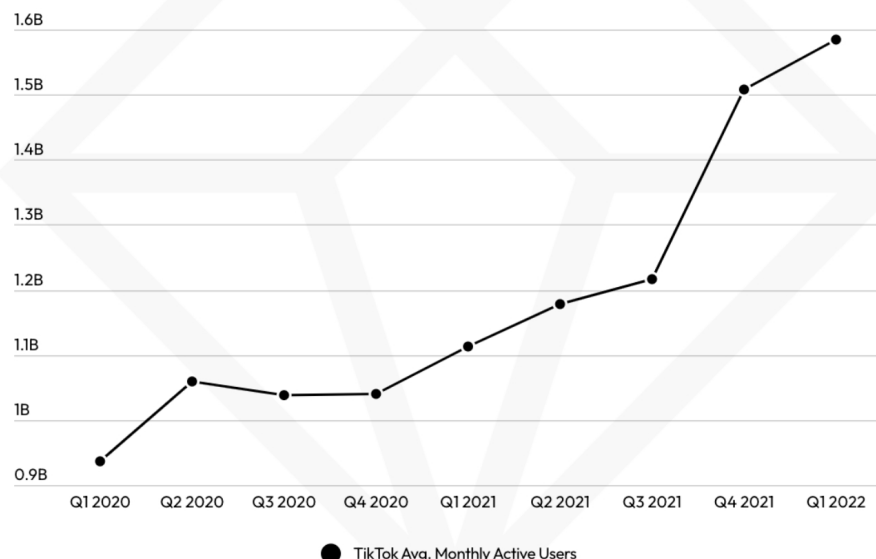
资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

资料来源：Statista，中国音数协游戏工委，国信证券经济研究所整理

3.5 TikTok商业化加速出海市场红利释放

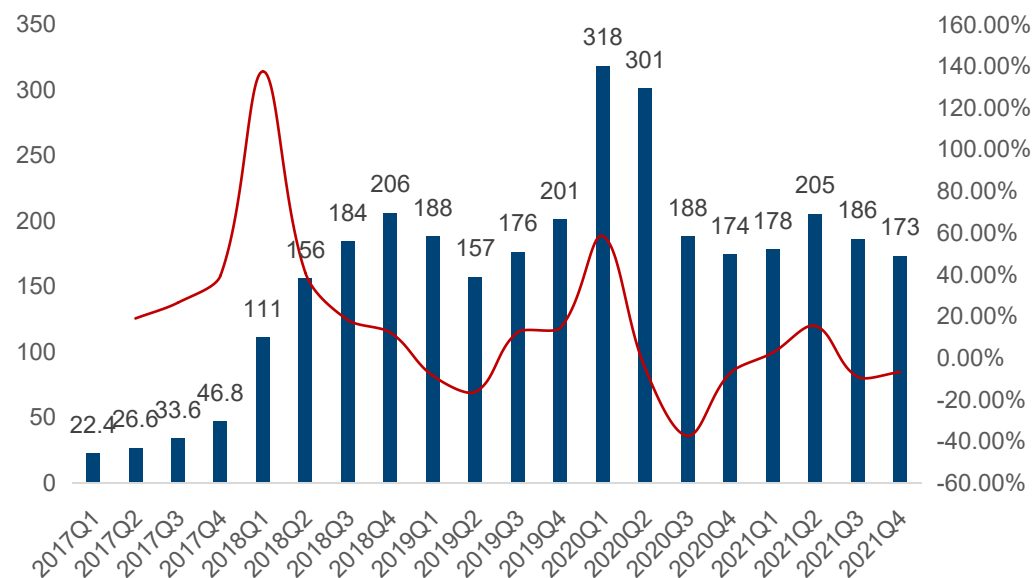
- 从用户数量上看，TikTok全球用户数体量大，近两年用户数仍高速增长，季度下载量维持高位。根据data.ai数据，在不包括国内安卓用户数据的情况下，TikTok在2020年Q1全球MAU在9.5亿左右，2022年Q1TikTok的MAU已增至接近16亿，两年间CAGR近30%，维持高速增长。软件全球季度下载量环比增速下降，但仍保持在每季度1.7亿至2亿之间。
- TikTok用户高速增长带来的全球流量红利有助于国内厂商游戏出海。国内游戏厂商仍可以通过TikTok买量触达广阔的海外玩家，并通过算法实现“游戏找人”，减小供需摩擦，最大化利用买量优势提升变现能力。

2020-2022Q1 TikTok全球季度平均MAU
Global Average Monthly Active Users on TikTok



资料来源：data.ai，国信证券经济研究所整理

2017-2021年TikTok软件全球季度下载量（百万）

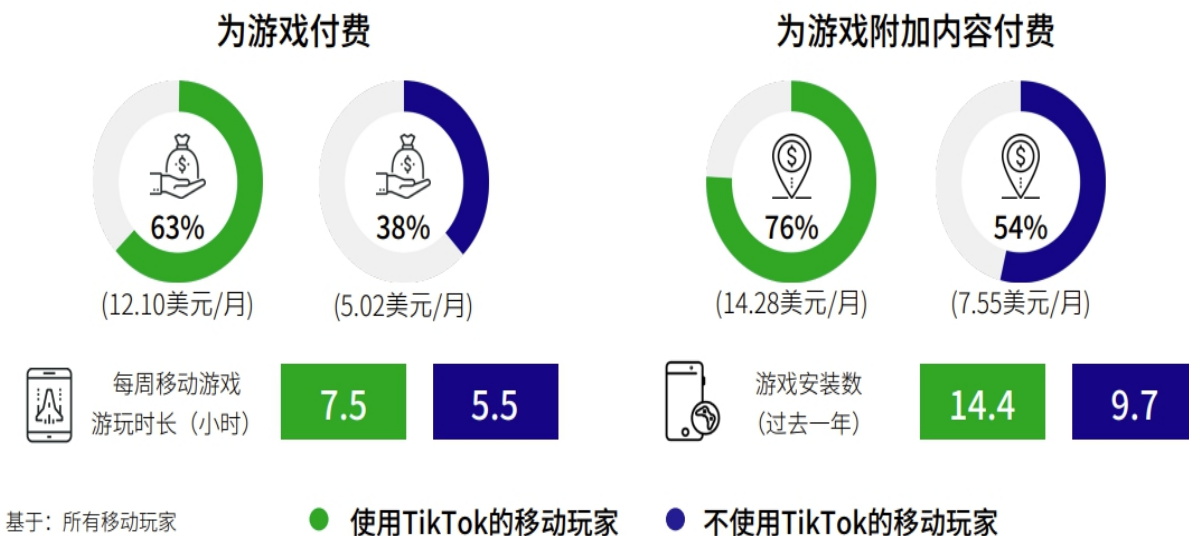


资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理
注：数据不包括国内安卓用户

3.5 TikTok商业化加速出海市场红利释放

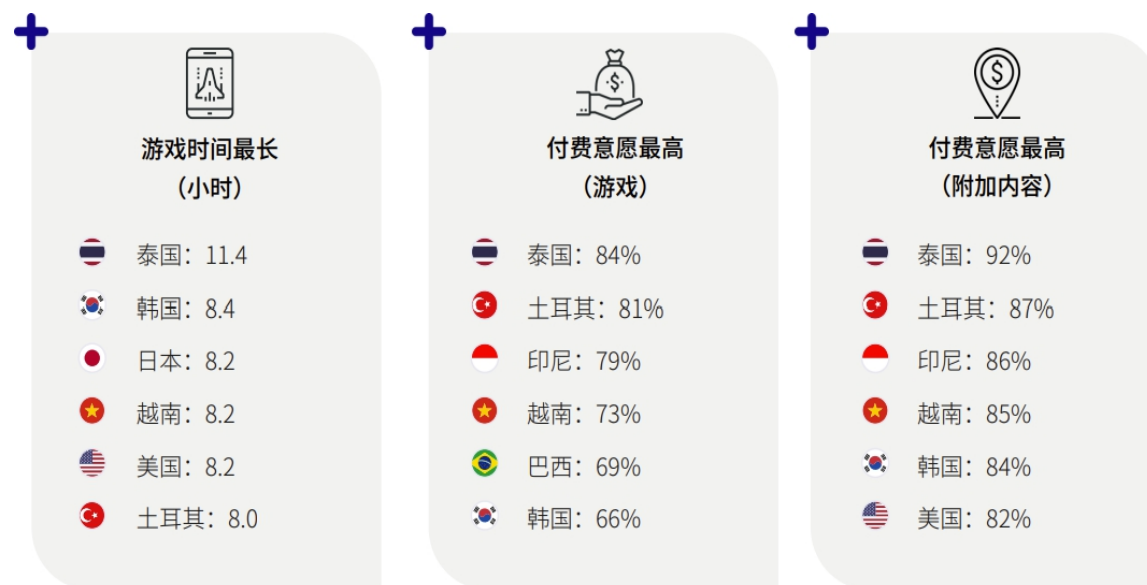
- 从用户质量上来看，在TikTok上买量有助于游戏厂商接触更优质的游戏用户。在Newzoo基于全球所有移动玩家的TikTok用户样本中，使用TikTok的移动玩家都拥有更高的参与度：游戏时间更长、游玩品类更多、付费意愿更强。和不使用TikTok的玩家相比，使用TikTok的游戏玩家每周的游戏时间多出36%，为游戏付费意愿高出66%，在为附加内容付费意愿也相对高出40%。
- 相比游戏产业更加成熟的市场，来自新兴市场玩家的游戏时长和付费用户比例都更高。尤其是来自东南亚国家譬如泰国、越南和印尼使用TikTok的游戏用户在游戏时长和付费意愿中排民靠前。

使用TikTok和不使用TikTok的游戏玩家数据对比



资料来源：Newzoo，国信证券经济研究所整理

使用TikTok的移动玩家按市场划分的参与度数据

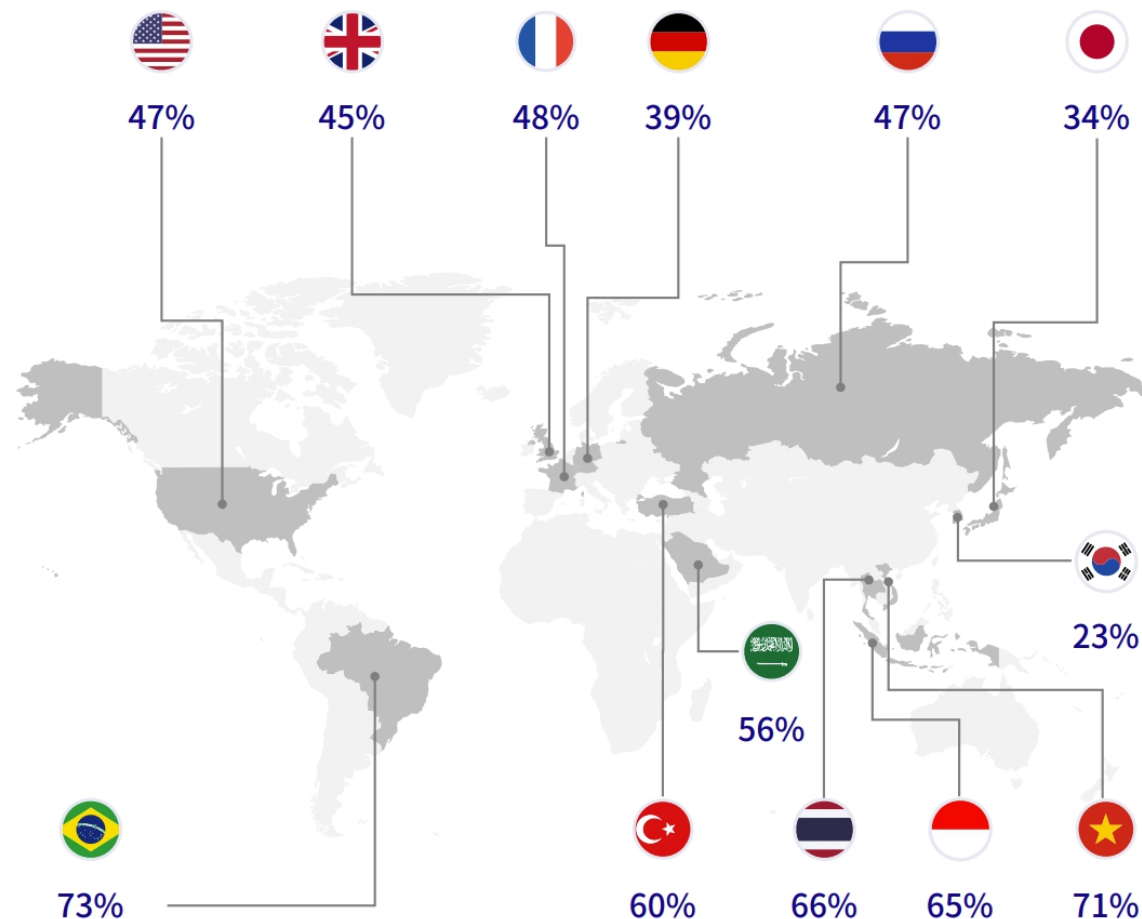


资料来源：Newzoo，国信证券经济研究所整理

3.5 TikTok商业化加速出海市场红利释放

- 从用户分布上来看，在全球核心市场中近一半的移动游戏玩家使用TikTok。在东南亚（越南、泰国和印尼）、土耳其和巴西等新兴市场，使用TikTok的移动玩家占比均超过60%；在美国、英国和法国等成熟市场，使用TikTok的移动玩家占比也达到近50%。

全球核心市场移动玩家中TikTok用户所占比例



基数：本次调研中涵盖市场的所有移动游戏玩家

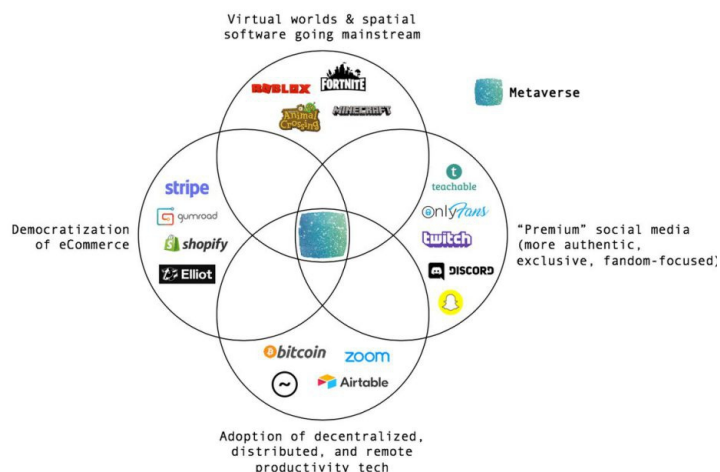
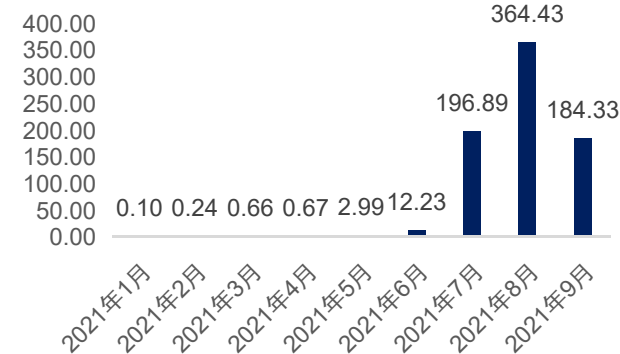
注：本页数据结论基于Newzoo消费者洞察数据对全球互联网用户中的移动游戏玩家样本进行了加权，以帮助我们对这些受众做出有代表性的概述。

资料来源：Newzoo，国信证券经济研究所整理

3.6 新科技：元宇宙、web3打开向上新空间

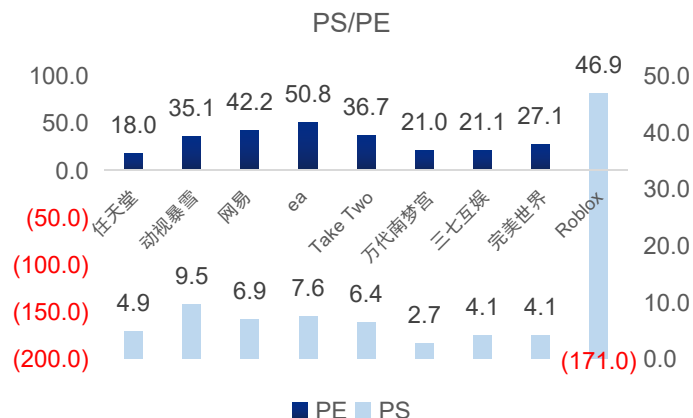
- Roblox提出了通向“元宇宙”的8个关键特征，即Identity（身份）、Friends（朋友）、Immersiveness（沉浸感）、Low Friction（低延迟）、Variety（多样性）、Anywhere（随地）、Economy（经济）、Civility（文明），其中，文明是最终发展方向。
- 更加沉浸、更丰富多元的需求释放更多的内容需求；游戏内容天生的互动以及社区氛围有望成为新时代的“元宇宙”起点；游戏行业中长期有望迎来从生态、运营以及资本市场估值体系的巨变；
- 作为首家上市的开放世界游戏平台，Roblox单用户市值（总市值/MAU，腾讯为微信+QQ用户数量）与Facebook相当，低于腾讯但显著高于哔哩哔哩；从估值体系上来看，资本市场对Roblox的估值已经脱离了游戏公司的定位，而是将其对标头部互联网平台，对元宇宙前景给予了显著的估值溢价；
- WEB3加速游戏生态巨变。2021年2月Axie月收入24万美元，而到8月份月收入达到3.64亿美元，超越王者荣耀，代表Axie宇宙股权的AXS币价格也由年初的0.5美元上涨至最高82.9美元（9月5日），最高市值达到48亿美元；

月收入（百万美元）



资料来源：Roblox，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：token terminal，国信证券经济研究所整理

【 04 】 投资建议：看好底部双击可能，自下而上优选个股

投资建议：看好底部双击机会，自下而上优选个股，关注主题相关机会



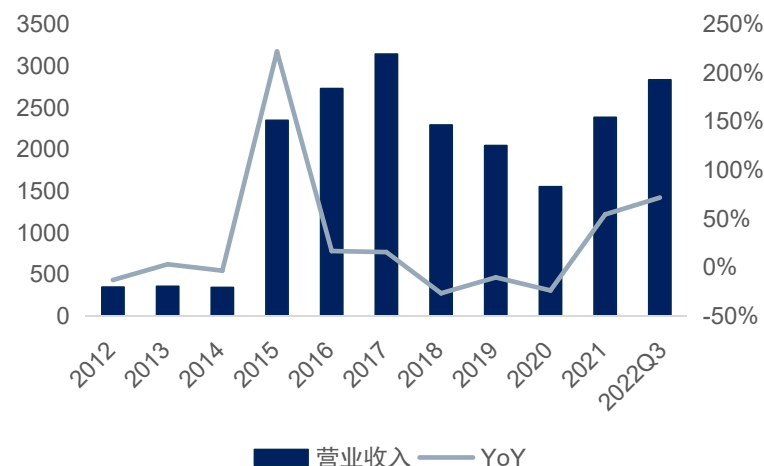
- **监管周期扰动游戏行业及二级市场表现，监管及成长周期逆转驱动2019-2020年底部双击。**1) 监管周期是传媒互联网行业的重要外生变量。版号及相关的监管政策调整之下，游戏新品特别是头部游戏产品上线时间不确定性显著提高，加大内容供应周期波动、扰动国内用户增长及ARPU值（付费意愿）表现，从而对游戏行业成长周期、二级市场游戏板块上市公司基本面表现乃至估值体系带来直接冲击；2) 从行业及市场表现来看，2018年之前版号管理宽松期，新游数量持续增长叠加用户数渗透率提升，游戏行业整体处于高增长期；版号暂停与重启的周期中，严监管阶段行业增速及二级市场表现均出现显著下行，版号重启之后的政策友好期（2019-2020），行业增速明显改善、以三七互娱为代表的上市公司实现了一轮非常亮眼的戴维斯双击；
- **展望2023：新周期下的新机遇。**1) 2021年以来，在游戏版号暂停、互联网及内容监管趋严以及用户红利降低的背景下，游戏行业迎来了持续两年的寒冬：8个季度中有6个季度国内移动游戏收入同比下滑，2022年全年更是同比下降14.4%；上市公司业绩与二级市场表现亦出现显著波动；2) 否极泰来，展望2023年，游戏行业无需过于悲观：a) 行业与上市公司基本面上：版号重启、监管趋势转变之下，新游上线有望驱动国内游戏市场在低基数下逐步回暖；依托国内游戏公司在研发与运营上的显著优势，出海市场依然有持续向上空间，而TikTok的商业化有望复制国内路径、加速海外市场流量运营红利释放；国内买量市场，在版号总量控制、教培新消费互联网等领域买量需求降低的背景下，整体ROI有望持续改善；高质量发展模式持续，头部公司研发与运营优势有望进一步扩大，集中度提升与出海加速之下头部及部分中腰部游戏公司有望获得高于行业的成长速率；b) 估值与二级市场来看：悲观预期与底部的景气度背景下，板块及头部游戏公司估值、机构持仓占比均处于历史低位，监管转向、市场环境整体改善、行业回暖之下，具备戴维斯双击的客观基础；中长期来看，以VR/AR、AIGC、元宇宙、WEB3等为代表的新科技、新模式渐行渐近，游戏作为最佳的内容承载主体之一，估值乃至基本面具备超预期修复的可能。
- **投资建议：看好底部双击可能，自下而上优选个股、把握主题驱动的中观投资机会。**1) 基于对历史监管政策周期以及行业、二级市场表现的复盘与展望，我们认为2023年游戏板块具备基本面与估值的戴维斯双击的客观基础，中长期配置的机会突出；建议自下而上优选中长期竞争力突出、短期具备优势产品周期的标的，推荐吉比特、恺英网络、三七互娱，关注完美世界、电魂网络、冰川网络、顺网科技、姚记科技、祖龙娱乐、中手游、创梦天地等标的；同时建议关注受益于游戏行业复苏且具备一定游戏自研能力的平台标的：心动公司、哔哩哔哩等；2) 从主题上来看，以VR/AR、AIGC、元宇宙、WEB3等为代表的新科技、新模式有望加速落地，建议关注相关领域进展所带来的主题投资机会。

4.1 恺英网络：公司治理改善，新品周期驱动成长

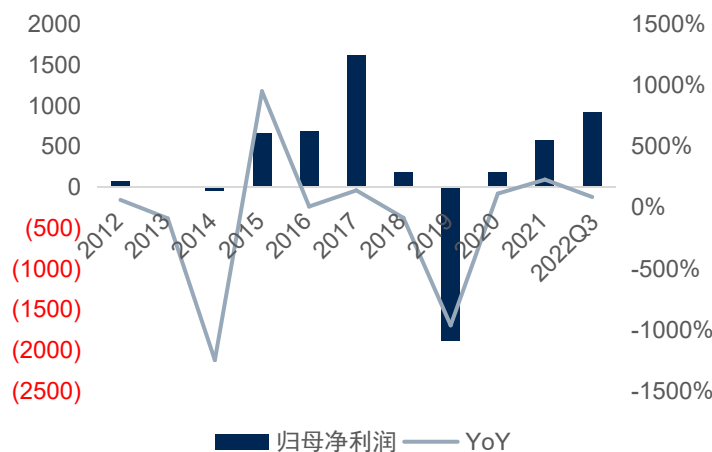
恺英网络产品储备

- **治理改善助力长期发展。**经历多轮股权转让之后，公司原第二大股东、董事长金锋成为公司第一大股东，历史问题得到充分解决，公司治理持续改善；
- **良好的产品组合驱动业绩持续保持高增长。**1) 22年前三季度公司实现营业收入28.25亿元、归母净利润9.14亿元，同比分别增长71%、82%，继续保持了2021年以来的高增长趋势；3) 业绩高增长主要在于《原始传奇》、《天使之战》、《热血合击》、《王者传奇》等良好的产品组合表现；
- **中长期三大业务板块持续发力，VR游戏有望成为新亮点。**1) 研发上，传奇品类游戏继续保持领先，《蓝月传奇》累计流水超过40亿元。目前运营传奇品类包括《蓝月传奇》、《蓝月传奇2》等蓝月系产品及《王者传奇》、《原始传奇》等知名游戏；非传奇品类推出MMORPG游戏《刀剑神域黑衣剑士：王牌》、卡牌类游戏《魔神英雄传》、实时对战游戏《敢达争锋对决》等产品；2) 发行业务以XY发行平台(XY.COM)为核心；3) 投资+IP业务，IP方面积累了“传奇世界”、“热血系列”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“西行纪”、“封神系列”等知名IP；4) 公司已有一款动作竞技类VR游戏已在研发中，未来公司将持续加强在VR游戏、虚拟场景等VR内容领域的布局和投入。此外，公司在研储备项目《一念永恒》及一款开放世界大型游戏也在开发中；
- **投资建议：关注产品表现及公司治理改善、战略落地，维持“增持”评级。**预计公司2022~24年归母净利润为10.62/15.08/18.74亿元；摊薄EPS=0.49/0.70/0.87元。自研+发行+投资/IP驱动之下业绩实现高增长，公司治理改善之下长期成长动能持续改善，自研+游戏出海+VR元宇宙中长期布局着眼未来成长，继续维持“增持”评级。

恺英网络营业收入及增速（单位：百万元、%）



恺英网络归母净利润及增速（单位：百万元、%）



主要研发项目名称	项目进展
王城争霸	已上线
原始传奇PC版	已上线
传说霸业	已上线
刀剑神域黑衣剑士：王牌	已上线
魔神英雄传	已上线
敢达争锋对决	已上线
山海浮梦录	开发末期
Project O	开发中后期
代号：重生	开发中期
代号：武侠	开发中期
归隐云深后的 种田生活	开发初期
代号：探险	开发初期
代号：斗罗	开发初期
代号：源灵	开发初期
代号：复古	开发初期
Project S	开发初期
Project D	开发中后期

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

4.2 吉比特：“小而美”的稳健游戏公司，关注新游上线节奏



- ▶ **三季度扣非利润增长，《摩尔庄园》因调整摊销贡献增量业绩。**2022Q1-Q3公司实现营收38.3亿，同增9.89%，其中22Q3实现营收13.19亿，同增20.17%，环比增加2.98%，2022Q1-Q3公司实现归母净利润10.12亿，同减16.07%，如剔除投资业务和汇率波动，归母净利润为9.39亿，与去年基本持平，其中22Q3实现归母净利润3.23亿，同增6.15%，扣非归母净利润3.35亿，同增12.50%。公司业绩持平主要因经典老游《问道》、《一念逍遥》流水稳健增长，三季度新游《奥比岛：梦想国度》《一念逍遥（韩国版）》《一念逍遥（东南亚版）》处于营销投入期，《摩尔庄园》因调整永久性道具摊销周期贡献增量营收、利润，此外，汇率波动产生的收益为1.09亿元。
- ▶ **三季度发布高分红利润分配方案，提振市场信心。**公司发布前三季度利润分配方案：拟向全体股东每10股派发现金红利140.00元（含税）。截至目前，公司总股本71,866,482股，以此计算合计拟派发现金红利10.06亿元（含税），占2022年前三季度合并报表归属于母公司股东的净利润的比例为99.45%。
- ▶ **老游表现稳健，关注新游运营及业绩兑现。**《问道手游》第三季度推出首个夏日服，前三季度收入、利润均有同比增加；《问道》端游前三季度收入、利润同比略有下滑；《一念逍遥》今年以来陆续推出了周年庆、穹顶争辉、天下名剑、三界奇缘、星辰变联动等活动和玩法，营收、营销开支较去年基本持平，利润略有下滑；《一念逍遥（韩国版）》、《一念逍遥（东南亚版）》三季度刚上线，仍处于投入期；《摩尔庄园》因第三季度调整永久性道具摊销周期，前三季度收入增加7156万，利润同步增厚；《奥比岛：梦想国度》贡献增量收入，因向外部研发商支付分成款，截至2022年9月末有一定幅度的亏损。
- ▶ **风险提示：**新游流水不及预期；产品竞争激烈；政策监管压制。
- ▶ **投资建议：**公司精品研发能力和长线运营能力构成护城河，行业下行之际基本盘稳固，前三季度提前高额分红彰显公司对长期发展的信心，考虑相关新游仍处于投入期，远期兑现值得期待。我们预计22-24年公司归母净利润为13.93/16.72/19.72亿，增速为5.2%/20%/18%，EPS为19.38/23.26/27.44元，对应PE为14/11/10x，短期波动不改公司长期价值，维持“买入”评级。

吉比特重点产品储备进展情况

编号	游戏名称	版本号	自研/代理	游戏玩法	上线进展
1	超喵星计划	2022年8月拿到版号	自研	模拟养成	-
2	m66	无	自研	放置经营	-
3	m88	无	自研	放置MMO	-
4	代号：bug	无	自研	放置挂机	-
5	代号：原点	无	自研	放置卡牌	-
6	黎明精英	2021年3月拿到版号	代理	Roguelike 射击	-
7	新庄园时代	2021年4月拿到版号	代理	模拟经营	-
8	花落长安	2021年6月拿到版号	代理	宫廷养成RPG	-
9	失落四镜	无	代理	冒险RPG	-
10	地下城堡3（海外版）	2020年10月拿到版号	代理	地牢探险RPG	2021年10月国内版上线
11	奇葩战斗家（海外版）	2018年1月拿到版号	自研	轻竞技RPG	2018年国内版上线
12	王国传承（海外版）	无	代理	经营类	-
13	Shop Heroes Legend（商店传说）	无	代理	城镇模拟经营类	-
14	Warrior Ville	无	代理	策略经营模拟	-
15	律动世界	无	代理	音乐节奏类	-
16	封神幻想世界	无	代理	国风题材RPG	-

资料来源：公司公告、公司官方微信、TapTap、国信证券经济研究所整理

4.3 三七互娱：

- **产品交替周期压制短期业绩表现，中长期竞争优势显著。**1) 公司前3季度实现营业收入116.78亿元、归母净利润22.57亿元，同比分别增长-3.6%、31.1%；分季度来看，Q3公司单季度实现营业收入35.86亿元、归母净利润5.62亿元，同比分别下滑21.6%、35.3%，呈现逐季下滑的趋势；公司短期业绩下滑主要受产品上线进度等因素影响，公司国内市场新上线重点游戏产品对比上年同期有所减少，而存量产品在本年度逐步进入成熟期或产品生命周期的中后期；2) 中长期来看，公司治理及买量发行优势突出、出海表现亮眼、自研产品不断创造惊喜，新品周期下有望重拾高增长；
- **产品储备丰富，关注新品及出海表现。**1) 公司坚持产品精品化、多元化和市场全球化的策略，通过自研、代理、定制等方式面向海内外储备了近三十款产品，其中《梦想大航海》、《空之要塞：启航》、《最后的原始人》、《曙光计划》、《扶摇一梦》等多款产品已获得版号，涵盖卡牌、MMO、策略、二次元等品类；2) 海外战略持续推进，面向海外市场储备了16款新品，其中《斗罗大陆：魂师对决》、《Puzzles & Survival》、《叫我大掌柜》、《云上城之歌》等游戏表现优秀；3) 新品方面9月份已上线《小小蚁国》、10月26日开启公测蒸汽朋克跑酷卡牌新游《空之要塞：启航》；同时《霸业》、《曙光计划》、《梦想大航海》等产品已取得版号；海外市场《代号魔幻M》、《代号古风》、《代号3DWTB》、《代号GOE》等产品有望陆续上线，新品驱动之下业绩有望逐步恢复增长；
- **看好公司中长期竞争优势，关注新品周期表现，维持“买入”评级。**预计2022/23/24年归母净利润分别为30/35/39亿元，摊薄EPS=1.35/1.59/1.76元，当前股价对应PE=11/9/8x。公司发行业务继续保持领先、产品自研表现良好，海外拓展顺利；当前估值处于历史较低水平，结合估值与公司基本面状况，继续维持“买入”评级
- **风险提示：**新游流水不及预期；政策监管风险等。

三七互娱归母净利润及增速（单位：百万元、%）



三七互娱营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

4.3 三七互娱:

三七互娱国内游戏储备

序号	披露名称	预计上线地区	产品品类	产品类型	研发商
1	《代号魔幻M》	国内	MMORPG	西方魔幻	自研
2	《代号C6》	国内	卡牌	多文明题材	自研
3	《代号古风》	国内	MMORPG	唯美古风	自研
4	《代号3D版WTB》	国内	MMORPG	Q版3D	自研
5	《代号三国BY》	国内	SLG	三国题材	自研
6	《代号AOE》	国内	SLG	中世纪历史	自研
7	《代号CY》	国内	模拟经营	古风经营	自研
8	《梦想大航海》	国内	MMORPG	航海射击	代理
9	《曙光计划》	国内	MMORPG	未来科技	代理
10	《空之要塞：启航》	国内	卡牌	蒸汽朋克	代理
11	《代号YG》	国内	SLG	昆虫题材	代理
12	《代号修仙传》	国内	MMORPG	修仙题材	代理
13	《代号二次元ZQ》	国内	卡牌	二次元	代理
14	《代号三消卡牌》	国内	卡牌	RPG融合	代理
15	《最后的原始人》	国内	卡牌	回合放置	代理
16	《代号森林》	国内	模拟经营	农场类	代理
17	《代号魔幻K计划》	国内	MMORPG	西方魔幻	代理
18	《代号三国CB》	国内	SLG	三国题材	代理
19	《代号WG》	国内	SLG	多文明写实	代理
20	《代号DG》	国内	SLG	中世纪城建/轻度消除	代理

三七互娱出海游戏储备

序号	披露名称	预计上线地区	产品品类	产品类型	研发商
1	《代号魔幻M》	海外	MMORPG	西方魔幻	自研
2	《代号C6》	海外	卡牌	多文明题材	自研
3	《代号古风》	海外	MMORPG	唯美古风	自研
4	《代号3D版WTB》	海外	MMORPG	Q版3D	自研
5	《三国：英雄的荣光》	海外	SLG	三国题材	自研
6	《代号AOE》	海外	SLG	中世纪历史	自研
7	《代号CY》	海外	模拟经营	古风经营	自研
8	《斗罗大陆：魂师对决》	海外	卡牌	东方玄幻	自研
9	《代号修仙传》	海外	MMORPG	修仙题材	代理
10	《代号魔幻K计划》	海外	MMORPG	西方魔幻	代理
11	《空之要塞：启航》	海外	卡牌	蒸汽朋克	代理
12	《代号S》	海外	SLG	西方魔幻	代理
13	《AntLegion》	海外	SLG	昆虫题材	代理
14	《代号BX》	海外	MMORPG	西方魔幻	代理
15	《代号ZH》	海外	模拟经营	日本经商	代理
16	《代号PK》	海外	SLG	蒸汽朋克	代理

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

4.4 完美世界：老游表现稳定，2023年有望开启创新品类验证新周期



- **预计22Q4公司利润环比下滑，非经常损益对全年业绩影响较大。**公司发布2022年业绩预告，预计2022年实现归母净利润13.6-14.4亿，同增268.41%-290.08%，预计扣非净利润6.9-7.5亿，同增578.88%-637.92%。1) 预计公司22Q4实现归母净利润区间-8200万到195万之间，22Q4扣非归母净利润区间在-2.31亿到-1.71亿之间，22Q3扣非净利润为2.51亿。公司22Q4扣非利润环比下滑主要因《幻塔》三季度海外发行有较高的版权金确认及刚上线游戏流水处于高点，此外还受其他游戏生命周期影响流水的自然下滑。
- **基本盘老游流水稳定，新游方面《天龙八部》版号获批，关注其上线进展。**根据公司公告，预计2022年公司游戏业务实现净利润15.8-16.4亿，同增119.35%-127.68%，扣非归母净利润10.7-11.3亿，同增318.49%-341.96%，其中22Q4预计游戏业务实现净利润3300-9300万，22Q3游戏业务实现净利润3.64亿。报告期内《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界：诸神之战》流水稳定。公司储备的手游产品《天龙八部2》《朝与夜之国》《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《神魔大陆2》《完美新世界》《诛仙2》以及端游产品《诛仙世界》《Perfect New World》《Have a Nice Death》等多款游戏正在稳步推进中，其中《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》已于近日启动测试，2023年1月17日完美世界《天龙八部2》获得版号。
- **影视业务聚焦精品。**报告期内《昔有琉璃瓦》《仙琦小姐许愿吧》《蓝焰突击》《摇滚狂花》《月里青山淡如画》等精品电视剧相继播出，取得良好市场口碑。目前，公司储备的《云襄传》《许你岁月静好》《星落凝成糖》《特工任务》《灿烂！灿烂！》《心想事成》《温暖的甜蜜的》《只此江湖梦》《纵横芯海》《九个弹孔》等影视作品正在制作、发行、排播过程中。
- **投资建议：**公司传统IP老游流水相对稳定，2023年公司创新品类游戏有望陆续上线，其中在海外发行的《天龙八部2》已拿到1月国内版号，2023年公司新游表现值得期待，考虑22Q4扣非业绩环比下滑，我们预计公司2022-2024年净利润为14/18.14/20.57亿，增速为279.3%/29.6%/13.4%，EPS为0.72/0.94/1.06元，对应PE 19/15/13x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**新游流水不及预期；影视业务持续拖累业绩；政策监管风险。

完美世界重点产品储备进展情况

编号	游戏名称	游戏类型	版号	自研/代理	游戏玩法	上线进展
1	天龙八部2	移动	获批时间2023/1/17	代理	武侠MMORPG	有望在2023年上线
2	朝与夜之国	移动	无	自研	二次元RPG	-
3	一拳超人：世界	移动	无	自研	RPG	2023年1月6号开启首测
4	百万亚瑟王	移动	无	自研	回合制策略卡牌	2023年1月12号开启测试
5	神魔大陆2	移动	无	自研	RPG	-
6	完美新世界	移动	无	自研	MMORPG	-
7	诛仙2	移动	无	自研	MMORPG	-
8	诛仙世界	端游	无	自研	MMORPG	2022年8月19日首测
9	Perfect New World	端游	无	自研	开放世界冒险游戏	-
10	Have a Nice Death	PC 端游+主机	无	自研	2D动作类roguelike	2022年3月9日上线Steam

资料来源：公司公告、公司官方微信、TapTap，国信证券经济研究所整理

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
002517.SZ	恺英网络	增持	8.04	173	0.08	0.27	0.45	0.57	97	30	18	14
002555.SZ	三七互娱	买入	21.11	468	1.24	1.30	1.35	1.59	17	16	16	13
002624.SZ	完美世界	增持	14.36	279	0.80	0.19	0.97	1.08	18	75	15	13
300418.SZ	昆仑万维	增持	14.88	176	4.22	1.31	0.90	1.10	4	11	16	14
603444.SH	吉比特	买入	360.28	259	14.56	20.43	19.42	23.19	25	18	19	16
9626.HK	哔哩哔哩-W	买入	202.80	831	(7.35)	(16.56)	(19.10)	(12.23)	(28)	(12)	(11)	(17)
9992.HK	泡泡玛特	买入	26.10	360	0.38	0.62	0.57	0.85	69	42	46	31
2400.HK	心动公司	买入	24.25	117	0.02	(1.80)	(1.07)	0.07	1274	(13)	(23)	364
0302.Hk	中手游	增持	1.95	54	0.25	0.22	0.06	0.20	8	9	30	10
9990.HK	祖龙娱乐	增持	3.60	29	(0.94)	(0.38)	(0.51)	0.36	(4)	(10)	(7)	10
1119.HK	创梦天地	增持	4.09	58	(0.31)	(0.11)	(0.07)	0.14	(13)	(37)	(58)	29

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

- 一、新产品推出速度以及流水表现不达预期风险。
- 二、行业复苏低于预期的风险。
- 三、监管政策风险。
- 四、业绩低于预期风险。
- 五、新科技、新模式落地低于预期的风险等。

免责声明

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032