



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

2月版号供应量与1月持平，端游市场 低估值值得关注

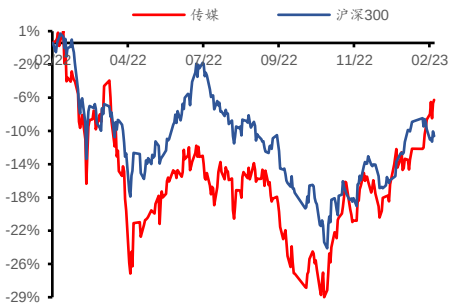
——互联网传媒行业周观点（20230206-20230212）

增持（维持）

行业： 传媒
日期： 2023年02月11日

分析师： 陈旻
Tel: 021-53686134
E-mail: chenmin@shzq.com
SAC 编号: S0870522020001

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

《2023W5 传媒周数据跟踪》

——2023 年 02 月 05 日

《周观点：ChatGPT 探索变现模式，内容多元化显著提升估值溢价空间》

——2023 年 02 月 05 日

《人民网评论《狂飙》，影视内容供给品质及深度有望提升》

——2023 年 02 月 01 日

■ 主要观点

本周（2月10日）国家新闻出版署发布23年2月游戏版号，共计87款游戏获批。2月批次版号供给数量处于第二次版号恢复发放以来的高位，我们认为未来游戏版号供给数量具备进一步提升的空间，游戏政策面边际向好的趋势不变。根据 Gamelook 公众号，2月批次游戏版号包括79款移动游戏（占比90.8%）、8款客户端及主机游戏（占比9.2%），其中重点公司重点游戏包括腾讯《王者荣耀万象棋》、网易《梦幻西游：时空》（客户端）、盛趣研发B站发行《七千兆亿的星空》、中手游研发三七发行《城主天下》、雷霆《封神幻想世界》、友谊时光《浮生忆玲珑》、电魂《卡噗拉契约》、快乐芒果互娱《向往的生活》、心动《香肠派对》（客户端）。

从供应结构上看本批次手游版号数量占比依旧较高，客户端游戏版号占比较低但质量较高，《梦幻西游：时空》、《香肠派对端游》均属于优质头部IP，我们认为端游弱供给格局改变将先后经历“提质”阶段及“提量”阶段，即高质量游戏获得优于行业平均的经济回报后，大量供应才有望释放。

（1）“提质”阶段：目前已出现两大趋势，一是头部游戏公司持续布局3A级游戏研发能力，二是少量供应的游戏版号多使用于大IP游戏产品。根据游戏茶馆，网易已成立海外工作室 Spliced，在英国曼彻斯特设立办事处，支持美国、加拿大以及其他地方完全线上办公，致力于打造原创IP的“世界级在线游戏”体验。目前需求的职位要求具有3A级产品工作经验，并参与过至少100人以上团队的大型项目，已有R星、动视等3A大厂员工加盟。

（2）“提量”阶段：量少质优的端游产品获得超过行业平均的经济回报后，行业将逐步加大端游的研发力度和产品供给，端游市场需求有望集中释放。我们认为国内压制的端游需求主要外溢至国外主机平台及端游平台，且数量及收入规模均较高。根据 Gamelook 游戏大观，SteamSpy 数据显示2022年Steam平台共上线10960款游戏，同比增加299款，其中预估销量超100万份以上的游戏共37款，同比增加2款。此外2022年预估销量50-100万份、20-50万份、10-20万份、5-10万份的游戏数量分别为45款、121款、194款、379款。根据我们22年4月23日发布的报告《Steam国际版国区收入规模超600亿元，端游潜在市场规模超预期》，2021年Steam平台仅中国区收入即达到663亿元。

我们认为腾讯、网易等国内头部游戏公司持续强化优质端游研发能力，一方面端游本身存在较大的需求缺口，另一方面VR/AR游戏更类似端游，游戏公司提前布局端游研发能力，抢占新一代终端设备风口。目前端游市场长期处于弱供给强需求的市场格局，游戏行业层面已有多方动作提前布局，资本市场层面尚未认知端游潜在的投资机会。端游市场未来红利预计包括预期修复及价值重估两个阶段，第一阶段是静态视角下市场对端游供需缺口的逐步认知和预期修复，产生第一波业绩红利。核心路径为弱供给格局下，新增端游供应带动需求

大幅度恢复和回流（主要为外溢到主机/Steam 上的消费需求）；第二阶段是动态视角下市场对新型终端技术进步而产生的增量游戏需求进行价值重估，给予相关标的较高的估值溢价。核心发展路径伴随供给端持续投入和需求端的持续正反馈。

■ 投资建议

我们认为传媒互联网板块短期受益于疫后复苏带动的基本面回暖，中期受益于政策面边际向好带动的盈利能力及确定性提升，长期受益于中国文化自信大方向带动的文化活力迸发。

1、疫后复苏有望带动广告主广告预算投放回暖，从而带动以广告为主要盈利模式的平台型/媒体型基本面复苏，关注媒体型营销标的【分众传媒】、【兆讯传媒】等；互联网板块同时受益于政策面改善、流动性改善，基本面及估值均有较大提升空间，推荐社区短视频龙头【快手-W】，关注【美团-W】、【腾讯控股】等。

2、内容端有望受益于政策面边际优化，同时文化自信下长期有望成为对外文化贸易的重要组成部分，中长期基本面及估值均存在较大的提升弹性，目前处于“政策底”、“业绩底”、“估值底”三重底部区间，需重点关注游戏及影视，其中游戏处于弱现实强预期阶段、影视处于逻辑恢复期。

游戏：（1）需重点关注弱供给强需求的端游增长机会：推荐拥有精品端游研发能力的【完美世界】、【吉比特】、关注【网易-S】；（2）需关注国内精品游戏出海浪潮带动的基本面弹性机会：推荐已验证精品游戏研发能力和出海发行能力的【三七互娱】、关注【心动公司】；（3）同时关注【恺英网络】、【名臣健康】等。

影视：目前处于供给恢复带动需求大幅回暖的阶段，未来有望受益于新型终端催生的新型内容形态。（1）关注拥有精品内容制作能力的平台型公司，如【芒果超媒】、【哔哩哔哩-W】等；（2）关注【博纳影业】、【光线传媒】、【华策影视】、【万达电影】等影视标的。

3、元宇宙政策面持续向好，具备较大的估值弹性。（1）基本面逻辑优选G端类/大型B端类业务：如VR+虚拟实景（展览馆、景区、会展、商演、线下娱乐空间），推荐内容型创意设计龙头【风语筑】，同时关注同领域的【凡拓数创】、【丝路视觉】等；关注虚拟演艺龙头【锋尚文化】；如工业/产业互联网及数字孪生方向，关注【宝通科技】（工业互联网）、【东方时尚】（VR+驾培）；（2）主题性逻辑关注弹性较大的C端类业务：如VR+影视，关注【中文在线】；如NFT方向，关注【视觉中国】、【三人行】、【天下秀】。（3）关注AIGC相关机会，如属于技术方的【百度集团-SW】；属于场景方的【风语筑】、【视觉中国】、【中文在线】、【蓝色光标】等。

4、内容电商商业模式逐渐成熟，已进入强者恒强的发展新阶段，关注直播带货龙头【遥望科技】、【新东方-S】。

■ 风险提示

文化软实力影响不及预期、政策边际优化的程度不及预期、疫情致企业经营情况不及预期、元宇宙推进进度不及预期、AIGC 商业模式或落地场景效果不及预期、端游市场发展不及预期、影视需求恢复不及预期、内容电商发展不及预期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。