

强于大市

游戏行业事件点评

新华社肯定游戏价值，估值有望进一步修复

2月17日，新华社发文《别忽视游戏行业的科技价值》，聚焦游戏行业的科技价值与文化属性，肯定其对相关产业的发展促进作用。监管部门对游戏的官方定调扭转，版号发放稳定，估值和基本面持续修复。

支撑评级的要点

- 我们认为新华社文章主要内容可概括为以下四点：1) 肯定游戏背后的科技元素，肯定游戏产业对 AI、VR 技术发展的推动作用，以及在芯片、终端、工业、建筑等实体产业领域实现价值外溢的现状；2) 肯定游戏产业具备的天然的文化属性与深厚的科技属性，并期待其丰富经济属性，形成“超级数字场景”；3) 肯定游戏产业在激烈国际竞争中的积极作用；4) 认为随着未成年保护、防沉迷规定的完善和落地，游戏产业逐步告别“野蛮生长”，将肩负更重要使命。
- 监管部门对游戏的官方定调扭转。2022年11月游戏工委联合伽马数据共同发布的《2022中国游戏产业未成年人保护进展报告》，指出游戏行业未成年人沉迷问题已进一步解决；同月人民网发布《深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》，肯定游戏产业的积极作用并呼吁深度挖掘产业潜在价值。我们认为目前未成年人防沉迷、内容监管整治已达成阶段性目标，政策端亦持续释放鼓励产业发展的相关意见，对游戏行业的官方定调已逐步扭转。
- 版号稳定下发，AIGC 技术已先行得到应用。游戏产业版号下发节奏稳定，行业供给预期稳定向好。此外，游戏行业深度受益于 AIGC 发展，目前 AI 绘画、AI 交流等技术已在游戏原画、剧本编写、NPC 交互中初步得到应用，AIGC 有望帮助游戏行业降低成本、促进创意生成。

投资建议

- 目前 2023 年游戏行业平均估值约 15 倍（2019 年平均估值 25-35 倍），预期 2023 年游戏市场收入恢复弹性较大，因此我们认为行业估值和基本面均有较大修复空间。推荐储备丰富、重点产品完成度较高的游戏公司：
- 心动公司：TapTap 平台受益于版号的下发，玩家活跃度和广告投放有望提升；自研 ARPG 游戏《火炬之光：无限》已于 1 月 17 日获得版号。2023 年 1 月该游戏海外版本推出新赛季，在各地区排行榜表现突出。重点储备有《铃兰之剑》《心动小镇》等。
- 三七互娱：国内代理业务具备强大竞争力，且已验证有较好的自研能力；出海方面具备产品和发行能力优势，2020/21 年均实现海外收入翻番，目前重点产品储备有《霸业》《梦想大航海》《凡人修仙》《扶摇一梦》等。
- 吉比特：吉比特 2 款自研游戏表现稳健，产品具有长线运营优势，同时“小步快跑”策略深耕自研；代理品类新颖丰富，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。目前重点产品储备有《超喵星计划》《重装前哨》《皮卡堂》等。
- 完美世界：具备较强的精品研发能力，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。储备有多款新品类自研产品如《天龙八部 2》《一拳超人》《百万亚瑟王》等。
- 另外建议关注腾讯、网易、恺英网络、祖龙娱乐、中手游等标的。

评级面临的主要风险

- 游戏监管超预期；宏观经济下滑；新游表现不及预期。

相关研究报告

《互联网行业事件点评》20230117
 《游戏行业深度报告》20221230
 《爱奇艺》20221215

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
 yil.lu@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300522010001

图表 1. 主要游戏公司产品储备

产品名称	游戏类型	相关公司	版号
健康保卫战	策略、塔防、教育	腾讯	Y
合金弹头：觉醒（定档 2023.4.28）	动作	腾讯	Y
重生边缘	第三人称射击	腾讯	Y
白夜极光	二次元、养成、美少女	腾讯	Y
元梦之星	养成	腾讯	Y
黎明觉醒：生机（定档 2023.2.23）	开放世界、生存	腾讯	Y
金属对决	格斗	腾讯	Y
全境封锁 2	射击	腾讯	Y
格莉斯的旅程	冒险、解谜	腾讯	Y
地下城与勇士 M	动作、格斗	腾讯	Y
宝可梦大集结	多人联机、策略、竞技	腾讯	Y（进口）
无畏契约	战术射击	腾讯	Y（进口）
王者荣耀世界	开放世界、RPG	腾讯	N
全明星街球派对	篮球、竞技、体育	网易	Y
大话西游：归来	角色扮演、回合制、仙侠	网易	Y
巅峰极速	3A 级、竞速	网易	Y
超凡先锋	RPG	网易	Y
梦幻西游：时空	回合制、MMORPG、角色扮演	网易	Y
隐世录	RPG	网易	Y
逆水寒	MMORPG、武侠	网易	Y
代号：ATLAS	射击、生存	网易	Y
幻想生活	养成、角色扮演	网易	Y（进口）
突袭：暗影传说	策略、魔幻、回合制	网易	Y（进口）
永劫无间手游	战术竞技	网易	N
冰汽时代：最后的家园	生存	网易	N
阴阳师：妖怪小班	策略	网易	N
巅峰极速	竞速、赛车、多人联机	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	战棋、少女	网易	N
代号：Onmyoji idol project	养成	网易	N
代号：世界	MMORPG、开放世界	网易	N
未知记录	AI、剧情	网易	N
模拟江湖	武侠、经营、模拟经营	心动	Y
退休模拟器	模拟、单机、角色扮演	心动	Y
火力苏打（T3）	射击	心动	Y
火炬之光：无限	暗黑、ARPG、地牢	心动	Y
香肠派对 客户端	射击、吃鸡、战斗	心动	Y
心动小镇	Roguelike	心动	Y
龙套英雄	Roguelike	心动	Y
无尽旅图	手绘、单机、解谜	心动	Y（进口）
铃兰之剑：为这和平的世界	像素、战棋	心动	N
GoNNER	类 RoguelikeTPS	心动	N
梦想大航海	MMORPG、航海射击	三七互娱	Y
扶摇一梦	角色扮演	三七互娱	Y
凡人修仙传	IP 改编、修仙、卡牌	三七互娱	Y
城主天下（&中手游）	SLG	三七互娱	Y
最后的原始人	卡牌、回合放置	三七互娱	Y
曙光计划	MMORPG、未来科技	三七互娱	N
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
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

资料来源：公司公告、国家新闻出版署，中银证券

续 图表 1. 主要游戏公司产品储备

产品名称	游戏类型	相关公司	版号
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
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
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
塔猎手	日系、Roguelike、动作	吉比特	Y
勇敢的哈克	动作、单机、冒险	吉比特	Y
超喵星计划（旗下青瓷文化）	3D 捏猫抽卡养成类	吉比特	Y
皇室护卫队（雷霆互动）	塔防、街机	吉比特	Y
捕梦猫	唯美、文字	吉比特	Y
渊海王座	角色扮演	吉比特	Y
超进化物语 2	养成、放置	吉比特	Y
封神幻想世界	RPG、国风	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
上古宝藏	Roguelike、ARPG	吉比特	Y
雨纪	休闲、解谜	吉比特	Y
盒裂变	策略	吉比特	Y
三国演义：兵临城下（青瓷&中青宝）	SLG	吉比特	Y
花落长安	女性向、剧情、国风	吉比特	Y
雨纪（雷霆互动）	休闲、解谜	吉比特	Y
Project S（代号）	SLG、Roguelike	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
重装前哨	角色扮演	吉比特	N
天龙八部 2：飞龙战天	MMORPG、武侠	完美世界	Y
筑梦颂	策略	完美世界	Y（进口）
双点医院	模拟经营、策略、战略	完美世界	Y（进口）
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（云原生游戏）	MMORPG、玄幻	完美世界	N
完美新世界	开放世界、MMORPG、奇幻	完美世界	N
诛仙世界（端游）	MMORPG、仙侠	完美世界	N
Perfect New World（端游）	AVG	完美世界	N
迷失蔚蓝	生存、末日、高自由度	完美世界	Y

资料来源：公司公告、国家新闻出版署，中银证券

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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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