



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2024年游戏行业极简投资手册

分析师：金荣（S0010521080002）

2024年1月12日

华安证券研究所

2024年游戏行业观点

1) 成长性:

- **小程序游戏:** 小程序游戏市场规模和手机游戏市场规模比例, 可以对标页游和端游市场规模比例, 根据我们测算, 小程序游戏23年市场规模(包括IAP-内购和IAA-广告) 400亿销售额, 26年有望突破700亿。
- **精品国产游戏出海:** 北美地区是全球游戏销售额的主要驱动因素, 仅有全球7%的玩家数量, 但贡献了全球28%的游戏销售额; 中国游戏厂商积极出海欧美、东南亚、中东等地区, 腾讯、网易、米哈游、三七互娱、莉莉丝、神州泰岳(壳木游戏)、世纪华通(点点互动)、FunPlus、智明星通(中文传媒旗下公司)等优秀游戏公司持续贡献精品游戏, 驱动国产游戏出海增长。

2) 政策:

- **游戏版号常态化发放:** 年版号批准量预估将稳定在1000款/年; 进口游戏版号每年预估分2批发放, 每批50款左右。
- **未成年人保护:** 未成年人保护监管措施落地效果良好, 腾讯、网易等大厂未成年人保护造成短期用户下滑的基数影响已经消退。
- **《网络游戏管理办法(草案征求意见稿)》:** 12月22日(周五)版署发布了该意见稿。12月23日版署表示该意见稿初衷旨在促进游戏行业繁荣发展, 同时将认真研究各方就《网络游戏管理办法》征求意见稿第十七条、第十八条提出的关切和意见。

3) 估值:

- 目前游戏行业核心公司PE(预测)处于15倍和20倍之间, 处于历史合理估值区间。

4) 科技主题催化:

- **MR新硬件终端:** Apple Vision Pro将于24年1月登录, MR设备为游戏内容丰富性提供新应用场景
- **多模态视频工具:** Pika多模态视频生成工具促进游戏内容生成
- **AI美术工作流:** Stable Diffusion等AIGC工具不断深入游戏美术的工作流
- **AI+NPC与智能沙盘世界:** AI Agents(AI智能体/AI助理)与游戏进行有机结合; 斯坦福西部小镇智能NPC

2024年游戏行业观点

第一部分：游戏行业情况

- 1.1) 市场空间
- 1.2) 政策
- 1.3) 板块估值
- 1.4) 游戏行业一张表
- 1.5) AI+游戏
- 1.6) 小程序游戏

第二部分：游戏公司情况

- 2.1) 中国Top 2: 腾讯、网易
- 2.2) 海外巨头: 任天堂、万代南梦宫、育碧、EA Sports、Take-Two
- 2.3) 中流砥柱: 三七互娱、完美世界、恺英网络、吉比特、神州泰岳、巨人网络
- 2.4) 细分龙头: 电魂网络、姚记科技、汤姆猫、中手游、心动公司、宝通科技、游族网络、盛天网络、名臣健康、富春股份、掌趣科技、冰川网络

*风险提示

第一部分：游戏行业情况

1.1) 市场空间

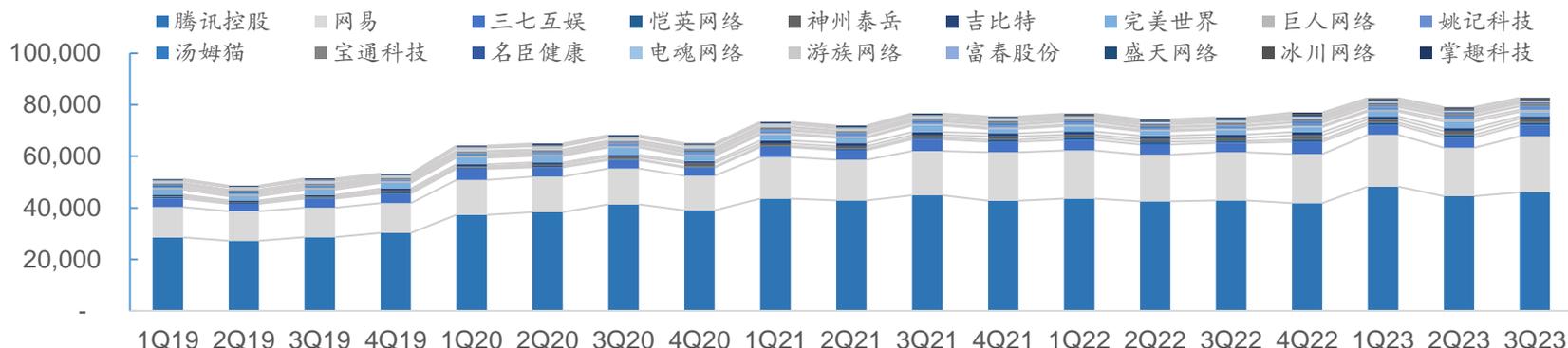
游戏公司整体情况：行业中观景气度回升，24年回到高单位数增长

图表1：A股和港股主要游戏公司营业收入

公司名称	代码	2021	2022	2023E	2024E	2025E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
腾讯控股	0700	174,221	170,800	182,758	194,915	206,655	43,600	42,500	42,900	41,800	48,300	44,500	46,000
网易	9999	67,819	74,566	82,631	92,051	101,440	18,642	18,140	18,699	19,086	20,066	18,799	21,780
三七互娱	002555	16,216	16,406	16,555	18,644	20,534	4,089	4,003	3,586	4,728	3,765	3,996	4,282
恺英网络	002517	2,375	3,726	4,227	5,229	6,269	1,029	981	816	900	955	1,022	1,053
神州泰岳	300002	4,314	4,806	5,810	6,723	7,645	991	1,090	1,155	1,571	1,212	1,441	1,398
吉比特	603444	4,619	5,168	4,470	5,162	5,858	1,229	1,281	1,319	1,338	1,144	1,205	958
完美世界	002624	8,518	7,670	8,076	9,277	10,474	2,128	1,795	1,788	1,959	1,904	2,556	1,736
巨人网络	002558	2,124	2,038	3,282	3,834	4,349	580	483	509	465	508	936	824
姚记科技	002605	3,807	3,915	4,397	5,106	5,816	1,010	888	915	1,101	1,188	1,158	1,225
汤姆猫	300459	1,941	1,633	1,871	2,148	2,479	464	388	407	374	341	347	340
宝通科技	300031	2,760	3,259	3,857	4,613	5,459	662	863	862	871	755	790	873
名臣健康	002919	744	945	2,065	2,453	2,740	149	196	218	382	407	438	459
电魂网络	603258	996	791	829	957	1,083	227	206	184	173	156	163	187
游族网络	002174	3,204	1,981	N/A	N/A	N/A	545	479	438	519	474	372	333
富春股份	300299	566	403	N/A	N/A	N/A	79	83	111	130	79	102	64
盛天网络	300494	1,221	1,658	1,711	2,146	2,458	319	414	450	475	429	383	271
冰川网络	300533	507	2,046	N/A	N/A	N/A	479	341	432	794	690	704	720
掌趣科技	300315	1,472	1,213	N/A	N/A	N/A	329	319	298	266	246	213	246
中手游	0302	3,957	2,714	3,627	6,001	7,364							
心动公司	2400	2,703	3,431	3,966	4,814	5,470							
核心公司营收总计		298,337	303,526	330,133	364,073	396,093	75,120	73,229	73,808	75,223	81,129	77,732	81,384
yoy %		14.0%	1.7%	8.8%	10.3%	8.8%	4.5%	4.0%	-1.9%	1.5%	8.0%	6.1%	10.3%

*核心公司总计：统计时不包括以上无23-25市场预期的公司)

各公司游戏收入（百万元）



备注：腾讯、网易选取游戏部分收入，其余公司均选取总营业收入；注意宝通科技，姚记科技，完美世界，以上营业收入中存在非游戏部分收入；未覆盖公司23-25年营业收入预测选用wind预期，已经用蓝色字标注出。

资料来源：公司季报，Wind预期，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

全球游戏市场空间：欧美驱动全球游戏持续复苏

根据Newzoo最新报告统计，23年预计全球游戏市场销售额1840亿美元(yoy 0.6%)，其中手机游戏收入905亿美元(占比49%)，全球游戏产业在疫情高基数及宏观逆风因素压力下，逐步复苏。

图表2：全球游戏市场空间 - 销售额 (亿元)

	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
全球游戏市场销售额(亿美元)	1,778	1,927	1,829	1,840	1,901	1,981	2,057
yoy %	21.96%	8.40%	-5.08%	0.60%	3.30%	4.20%	3.86%
按终端拆分：							
PC	373	366	384	384	399	416	411
yoy %	21.96%	-1.92%	4.91%	-0.02%	3.95%	4.20%	-1.09%
% of total	21%	19%	21%	21%	21%	21%	20%
主机游戏	498	540	512	532	532	555	576
yoy %	6.72%	8.40%	-5.08%	3.88%	0.04%	4.20%	3.86%
% of total	28%	28%	28%	29%	28%	28%	28%
手机游戏	871	1002	915	905	950	990	1,049
yoy %	32.80%	15.04%	-8.73%	-1.04%	5.01%	4.20%	5.94%
% of total	49%	52%	50%	49%	50%	50%	51%
网页游戏	36	19	18	19	19	20	21
yoy %	21.96%	-45.80%	-5.08%	3.88%	0.04%	4.20%	3.86%
% of total	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
按地区拆分：							
北美	462	462	457	506	513	535	555
yoy %	22.0%	0.1%	-1.1%	10.7%	1.4%	4.2%	3.9%
% of total	26%	24%	25%	28%	27%	27%	27%
拉丁美洲	71	77	91	87	95	99	103
yoy %	22.0%	8.4%	18.7%	-4.9%	9.2%	4.2%	3.9%
% of total	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
欧洲	320	347	329	336	342	356	370
yoy %	9.8%	8.4%	-5.1%	2.1%	1.8%	4.2%	3.9%
% of total	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
中东和非洲	53	77	73	71	76	79	82
yoy %	22.0%	44.5%	-5.1%	-3.0%	7.1%	4.2%	3.9%
% of total	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
亚太地区	871	963	878	840	874	911	946
yoy %	27.2%	10.6%	-8.9%	-4.3%	4.1%	4.2%	3.9%
% of total	49%	50%	48%	46%	46%	46%	46%

资料来源：Newzoo，华安证券研究所测算

全球游戏市场空间：欧美驱动全球游戏持续复苏

根据Newzoo最新报告统计，23年预计全球游戏玩家约33.8亿人，其中亚太地区占比53%，北美地区占比7%。从Newzoo全球各地区游戏销售额推算，2023年北美地区每年人均游戏消费213.5美元，亚太地区每年人均游戏消费46.98美元，全球每年人均游戏消费54.4美元。北美地区是游戏销售额的主要驱动因素，仅有全球7%的玩家数量，但贡献了全球28%的游戏销售额。

图表3：全球游戏市场空间 - 玩家数量(亿人)

	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
全球游戏玩家 (亿人)	28.5	30.8	31.8	33.8	35.0	36.4	37.9
yoy %	11.1%	8.0%	3.4%	6.3%	3.4%	4.2%	4.0%
ARPU (美元/年)	62.4	62.6	57.5	54.4	54.4	54.4	54.3
亚太地区	15.38	16.62	17.18	17.88	18.53	19.31	20.09
yoy %	9.5%	8.0%	3.4%	4.1%	3.6%	4.2%	4.0%
% of total	54%	54%	54%	53%	53%	53%	53%
ARPU (美元/年)	56.62	57.98	51.12	46.98	47.19	47.19	47.11
北美	2.28	2.15	2.23	2.37	2.45	2.55	2.65
yoy %	15.4%	-5.5%	3.4%	6.4%	3.3%	4.2%	4.0%
% of total	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
ARPU (美元/年)	202.8	214.7	205.4	213.5	209.7	209.7	209.3
拉丁美洲	2.85	3.08	3.18	3.35	3.50	3.64	3.79
yoy %	13.4%	8.0%	3.4%	5.3%	4.4%	4.2%	4.0%
% of total	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
ARPU (美元/年)	25.0	25.0	28.8	26.0	27.2	27.2	27.1
欧洲	3.99	4.31	4.13	4.47	4.54	4.74	4.93
yoy %	11.9%	8.0%	-4.0%	8.1%	1.7%	4.2%	4.0%
% of total	14%	14%	13%	13%	13%	13%	13%
ARPU (美元/年)	80.2	80.5	79.6	75.2	75.3	75.3	75.1
中东和非洲	3.99	4.62	5.09	5.74	5.94	6.19	6.44
yoy %	12.7%	15.7%	10.3%	12.8%	3.5%	4.2%	4.0%
% of total	14%	15%	16%	17%	17%	17%	17%
ARPU (美元/年)	13.4	16.7	14.4	12.4	12.8	12.8	12.8

资料来源：Newzoo，华安证券研究所测算

中国游戏市场空间：23年《逆水寒手游》和《崩铁》等新品驱动大盘增长

根据伽马数据，2022年中国游戏市场销售额达到2659亿元人民币。根据伽马数据23Q1-Q3已披露的数据，及腾讯、网易等公司收入增速市场预期，我们预判2023年中国游戏市场增速约5.3%，可以达到约2800亿元左右。2023年中国游戏版号常态化发放，2020-2021年疫情宅家高基数的因素逐步出清，主流游戏厂商进入新一轮产品周期，2023年出现了《蛋仔派对》，《逆水寒手游》，《崩坏：星穹铁道》，《晶核》，《原始征途》，和《凡人修仙传》等一批优秀的游戏作品。

图表4：中国游戏市场空间

	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
中国游戏市场 (亿元)	2,309	2,787	2,965	2,659	2,800	2,954	3,131
yoy %	7.7%	20.7%	6.4%	-10.3%	5.3%	5.5%	6.0%
中国移动游戏市场	1,581	2,097	2,255	1,931	2,039	2,163	2,301
yoy %	18.0%	32.6%	7.6%	-14.4%	5.6%	6.1%	6.4%
% of total	68.5%	75.2%	76.1%	72.6%	72.8%	73.2%	73.5%
中国PC游戏市场	615	559	588	614	638	663	684
yoy %	-0.7%	-9.1%	5.2%	4.4%	4.0%	3.8%	3.2%
% of total	26.6%	20.1%	19.8%	23.1%	22.8%	22.4%	21.8%
中国网页游戏市场	99	76	60	53	50	49	48
yoy %	-22.0%	-22.9%	-20.7%	-12.4%	-5.0%	-3.0%	-2.0%
% of total	4.3%	2.7%	2.0%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%
其他	14	55	61	62	73	80	98
yoy %	-76.5%	296.5%	12.1%	0.5%	17.7%	9.5%	23.3%
% of total	0.6%	2.0%	2.1%	2.3%	2.6%	2.7%	3.1%
	2019	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
中国自主研发游戏海外市场销售额(亿美元)	116	155	180	173	170	177	189
yoy %	21.0%	33.2%	16.6%	-3.7%	-2.0%	4.0%	7.0%
全球市占率,%	8.0%	8.7%	9.3%	9.5%	9.2%	9.3%	9.6%
全球游戏销售额(亿美元)(NewZoo口径)	1,457	1,778	1,927	1,829	1,840	1,901	1,981
yoy %		22.0%	8.4%	-5.1%	0.6%	3.3%	4.2%
中国游戏用户 (亿人)	6.41	6.65	6.66	6.64	6.65	6.68	6.69
yoy %	2.5%	3.7%	0.2%	-0.3%	0.2%	0.4%	0.2%

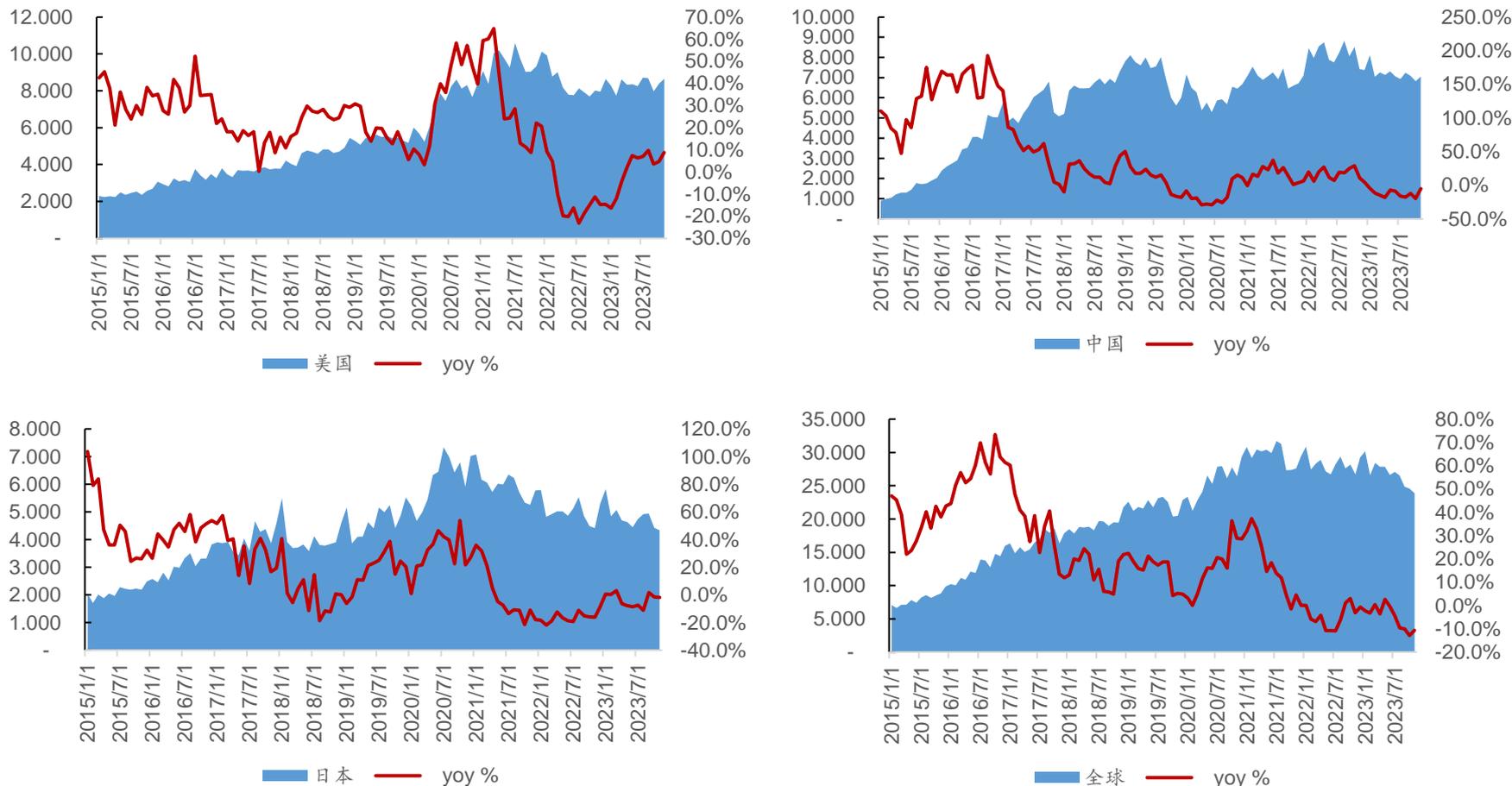
资料来源：伽马数据，华安证券研究所测算

中国游戏市场空间：23年《逆水寒手游》和《崩铁》等新品驱动大盘增长

根据“data.ai”统计，2023年全球手机游戏IOS端每月平均销售额26.7亿美元（其中，中国约占27%，美国约占31%，日本约占18%）。

图表5：全球手机游戏IOS端销售额月频统计（美元）

**注意：由于以下数据仅包括Data AI统计的IOS商城产生的游戏流水，不包括安卓端，同时由于部分IOS游戏也存在渠道外跳转支付的可能，所以以下统计仅供量级参考，但并不完全反应游戏行业的销售额的全貌。*

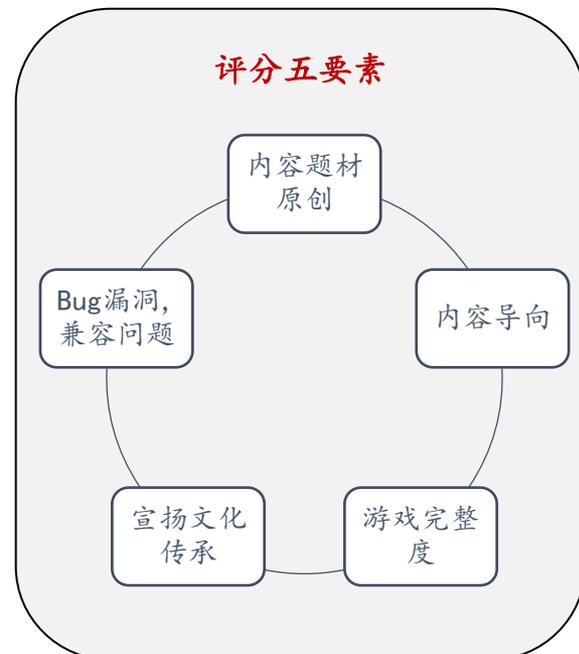
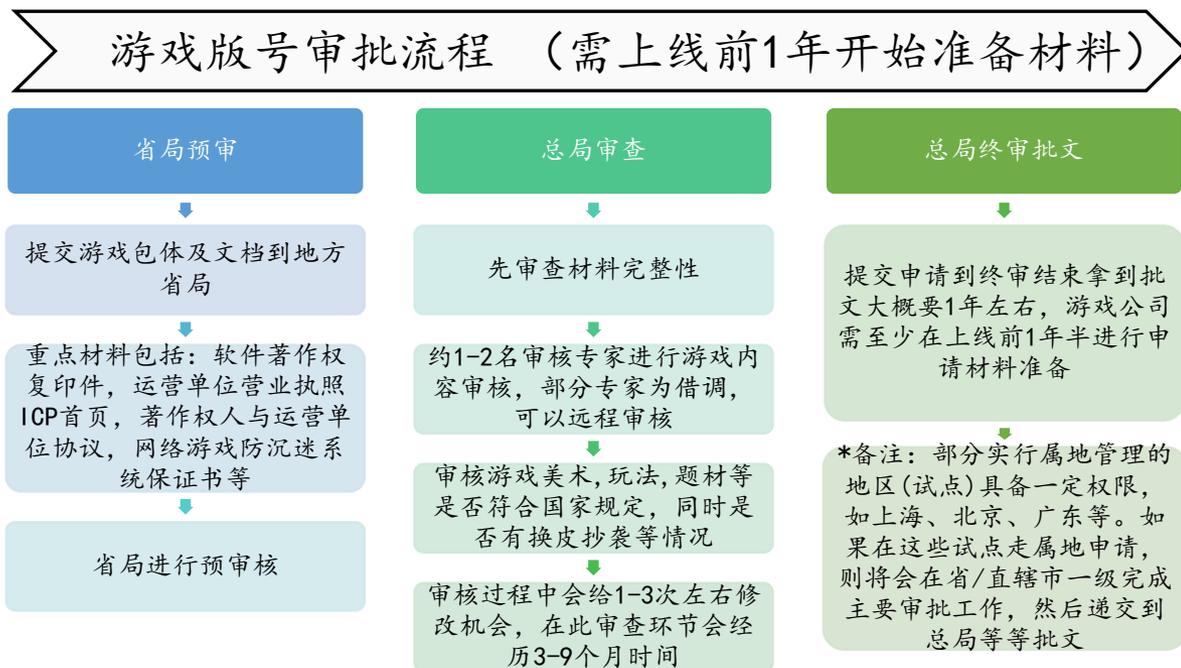


资料来源：data.ai，七麦数据，华安证券研究所测算

1.2) 政策

中国游戏版号政策：监管驱动游戏工业精品化转型

图表6：游戏版号审批流程



资料来源：国家新闻出版总署，华安证券研究所整理

国产版号数量

- **国内版号方面**：年版号数量预估900-1000款，月均80-90款。
- **进口版号方面**：如果进口版号半年发放一次，每年进口游戏有望达到80款左右。22年12月28日45款进口版号，23年3月20日27款进口版号。
- **Steam方面**：Steam作为文化产品的销售平台也受到世贸公约的保护，暂时在Steam上不需要游戏版号，但是部分游戏上Steam后会锁国区。
- **出海方面**：出海不需要版号，越南地区有一定审批制度。但总体需要符合对应国家的政策要求，一般来说发达地区有游戏年龄分级限制。

1.3) 板块估值

A股游戏公司估值情况：处于历史估值合理区间

图表7：主要游戏公司预测PE(FY1)



资料来源：wind，华安证券研究所整理

1.4) 游戏行业一张表

游戏行业一张表

备注1: 以下表格梳理中, 为了方便比较, 不同公司数据条长度尺度不同。腾讯、网易、米哈游使用同一数据条尺度进行衡量; 三七互娱、恺英网络、吉比特、神州泰岳、巨人网络、完美世界、姚记科技、电魂网络使用同一数据条尺度进行衡量。

备注2: 绝大多数上市公司不对具体游戏产品收入流水进行披露, 以下年化流水为结合第三方数据的测算值, 同时将具体数值隐去, 仅通过数据条长度展示游戏之间的量级差异, 方便阅读者理解公司收入的产品驱动因素。

图表8: 游戏行业一张表 (第1部分/共4部分)

公司名称	24年预估收入	老游戏	年化流水	储备游戏
 腾讯控股	1949亿元(仅游戏) (华安预测)	王者荣耀 和平精英(合并海外PUBG) Supercell产品矩阵 英雄联盟手游 穿越火线手游 金铲铲之战 黎明觉醒 英雄联盟(PC端游) 穿越火线(PC端游) 无畏契约(PC端游) 命运方舟	         	元梦之星(12/15上线) 王者星之破晓 王者荣耀世界 全境封锁2 极品飞车 宝可梦大集结 饥荒:新家园
 网易	921亿元(仅游戏) (华安预测)	梦幻西游 逆水寒手游 蛋仔派对 率土之滨 巅峰极速 大话西游 阴阳师 海外(荒野/第五/明日等)	      	燕云十六声 代号无限大 永劫无间手游 射雕 零号任务 七日世界 突袭:暗影传说
 米哈游	> 300亿元 (第三方数据)	原神(国内) 崩坏:星铁(国内) 原神(海外) 崩坏:星铁(海外)	   	绝区零(国内)

资料来源: 公司公告, data.ai, 七麦数据, wind一致预期, 华安证券研究所测算

敬请参阅末页重要声明及评级说明

游戏行业一张表

备注：绝大多数上市公司不对具体游戏产品收入流水进行披露，以下年化流水为结合第三方数据的测算值，同时将具体数值隐去，仅展示通过数据条展示游戏之间的量级差异，方便阅读者理解公司产品驱动因素。

图表9：游戏行业一张表（第2部分/共4部分）

公司名称	24年预估收入	老游戏	年化流水	储备游戏
三七互娱 	205亿元 (wind预期)	寻道大千 Puzzles&Survival(仅海外) 凡人修仙传 斗罗大陆:魂师对决 叫我大掌柜 云上城之歌		扶摇一梦 空之勇者 龙与爱丽丝 失落之门:序章 斗罗MMO 代号:巨兽 Puzzles & Chaos 其他小程序游戏
恺英网络 	57亿元 (wind预期)	传奇类游戏(盛和) 原始传奇 天使之战 永恒联盟 热血合击 新品类游戏 石器时代觉醒 全民江湖 仙剑小程序 纳萨力克之王		斗罗大陆:诛邪 临仙 代号盗墓 妖怪正传2 代号史莱姆 怪物联萌 太上补天卷 其他小程序游戏
吉比特 	56亿元 (wind预期)	问道手游 一念逍遥 奥比岛		不朽家族(代号66) 勇者与装备(代号BUG) 皮卡堂之梦想起源 超进化物语2

恺英分成机制较复杂，以上恺英游戏均为分成前的毛收入(即，玩家充值流水)

资料来源：公司公告，data.ai，七麦数据，wind一致预期，华安证券研究所测算

游戏行业一张表

备注：绝大多数上市公司不对具体游戏产品收入流水进行披露，以下年化流水为结合第三方数据的测算值，同时将具体数值隐去，仅展示通过数据条展示游戏之间的量级差异，方便阅读者理解公司产品驱动因素。

图表10：游戏行业一张表（第3部分/共4部分）

公司名称	24年预估收入	老游戏	年化流水	储备游戏
神州泰岳 	69亿元 (wind预期)	旭日之城 战火与秩序	 	代号DL 代号LOA
巨人网络 	38亿元 (wind预期)	原始征途 其他征途手游 球球大作战 太空行动 征途系列端游	    	征途IP小程序 王者征途(H5) 无主王座 全球化SLG
完美世界 	100亿元 (wind预期)	梦幻新诛仙 诛仙 完美世界 天龙八部 幻塔 经典端游	     	女神异闻录:夜幕魅影 一拳超人:世界 乖离性百万亚瑟王

资料来源：公司公告，data.ai，七麦数据，wind一致预期，华安证券研究所测算

游戏行业一张表

备注：绝大多数上市公司不对具体游戏产品收入流水进行披露，以下年化流水为结合第三方数据的测算值，同时将具体数值隐去，仅展示通过数据条展示游戏之间的量级差异，方便阅读者理解公司收入的产品驱动因素。

图表11：游戏行业一张表（第4部分/共4部分）

公司名称	24年预估收入	老游戏	年化流水	储备游戏
姚记科技	57亿元 (wind预期)	捕鱼系列 捕鱼炸翻天 指尖捕鱼		捕鱼游戏迭代 休闲游戏
电魂网络	10亿元 (wind预期)	梦三国(端游) 其余手游 梦三国手游 流浪方舟 游动网络 华武战国		螺旋勇士 野蛮人大作战2 代号：一剑

资料来源：公司公告，data.ai，七麦数据，wind一致预期，华安证券研究所测算

1.5) AI+游戏

AI+游戏：Pika多模态视频生成工具促进游戏内容生成

- Pika基本情况：1) 产品形态：支持3种AI视频生成方式，文生视频，图生视频，和视频转视频。同时，有视频扩展(Expand Canvas)和区域修改(Modify Region)功能，可以在生成视频后进行二次编辑。2) 成立半年，完成3轮融资，获得5500万美元融资，获得诸多硅谷投资人青睐，估值超过2亿美元。
- Pika的出现**可极大拓展泛娱乐/游戏产品AIGC内容丰富度**；它有机会在工具侧将游戏CG动画，短剧视频作品，和交互式游戏打通。

图表12：Pika实例展示



资料来源：Pika官网，华安证券研究所

AI+游戏：Stable Diffusion等AIGC工具不断深入游戏美术的工作流

- **AIGC美术工具逐步走向成熟，在游戏工业中使用场景不断增多。** Stable Diffusion由于是开源模块，所以在生成作品的画风上有较多的可拓展性，可以较好的结合美术画师自己的艺术风格，训练自己独家的小模型，进一步提高创意生成效率，促进游戏工业化。

图表13：AIGC介入美术的工作流

AIGC介入游戏美术的工作流

训练	需求生成	工业化范式
<ul style="list-style-type: none"> • 找到80-100张素材图 • 打Tag，让AI理解某个词语等于某个特征 • LoRA + SD，LoRA的训练逻辑是首先冻结SD模型的权重，然后在SD模型的U-Net结构中注入LoRA模块，将其并与crossattention模块结合，并只对这部分参数进行微调训练 	<ul style="list-style-type: none"> • 需求清晰：将需求用ChatGPT转化为文生图等可以用的关键词；然后，文生图，生成概念稿，和策划去对需求，美术可以直接在这个基础上修改 • 需求不清晰：可以拿之前的图片素材，图生图，生成模糊需求的概念图 • 利用Controlnet，避免不稳定生成，可以把图片中的线稿、姿势等检测出来 	<ul style="list-style-type: none"> • 固定角色LoRA • 固定场景LoRA • 固定画风LoRA • 文生图或图生图去生成创意进行搭配 • 其他：1) 画师想法和输入越多，内容确定性越强，AI效益将递减，需要做好取舍；2) 买量驱动型游戏产品，品质要求不高，受益于AI

资料来源：CSDN, GitHub，华安证券研究所整理

AI+游戏：AI Agents(AI智能体/AI助理)与游戏进行有机结合

- **比尔盖茨看好AI Agents的未来。**2023年11月，比尔盖茨在个人博客中写道“Android、iOS和Windows都是平台，AI Agent将成为下一个平台”。AI Agents可以更好的解决用户提出的粗线条需求，通过自主感知和规划决策解决具体问题。
- **AI Agents和游戏也有紧密的结合。**2023年8月11日“斯坦福AI小镇”开源。25个AI智能体在虚拟小镇中生活，会沟通，讨论八卦，社交，举办派对等。这篇对应的论文是2023年4月，斯坦福大学的6名AI科学家近期发表了一篇有趣的论文“Generative Agents: Interactive Simulacra of Human Behavior”。

图表14: AI智能体(AI Agents)与斯坦福西部小镇



资料来源：arXiv，斯坦福大学，华安证券研究所整理

1.6) 小程序游戏

小程序游戏-空间有多大？23年400亿元销售额，26年有望突破700亿元

- 我们将在接下来的报告中，定量分析3件事：小程序游戏空间有多大？为什么？那又怎么样？
- 2023年预计小程序游戏销售额401亿元；其中IAP充值内购(即玩家道具消费充值的流水)占比55.9%，有希望达到224亿元；IAA小程序内置广告(即游戏内的一些广告位，激励广告等等)占比44.1%，有希望达到177亿元)；2022年基数较低，2023年微信平台开始重视小程序平台发展，同时平台出现了现象级的游戏产品，包括三七互娱的《寻道大千》(月活峰值5000万人+)，豪腾嘉科的《咸鱼之王》(月活峰值1.8亿人+)。

图表15：小程序游戏市场空间(IAP+IAA)

(单位:亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
IAP(充值内购)	50	80	224	314	423	508
yoy %	0.0%	60.0%	180.0%	40.0%	35.0%	20.0%
占比	25.5%	34.0%	55.9%	61.5%	67.3%	70.3%
IAA(小游戏内置广告)	146	155	177	196	206	214
yoy %	4.3%	6.2%	14.0%	11.0%	5.0%	4.0%
占比	74.5%	66.0%	44.1%	38.5%	32.7%	29.7%
用户(亿人)	4.0	5.0	5.4	5.8	6.1	6.6
yoy %			7.0%	8.0%	6.0%	8.0%
年付费率	3.0%	3.0%	5.5%	7.0%	8.0%	8.8%
+/- pct		0.0%	2.5%	1.5%	1.0%	0.8%
所有用户年客单价(元)	12.5	16.0	41.9	54.3	69.1	76.8
yoy %		28.0%	161.7%	29.6%	27.4%	11.1%
小程序游戏销售额总计	196	235	401	510	629	722
yoy %	3.2%	19.9%	70.5%	27.2%	23.5%	14.8%



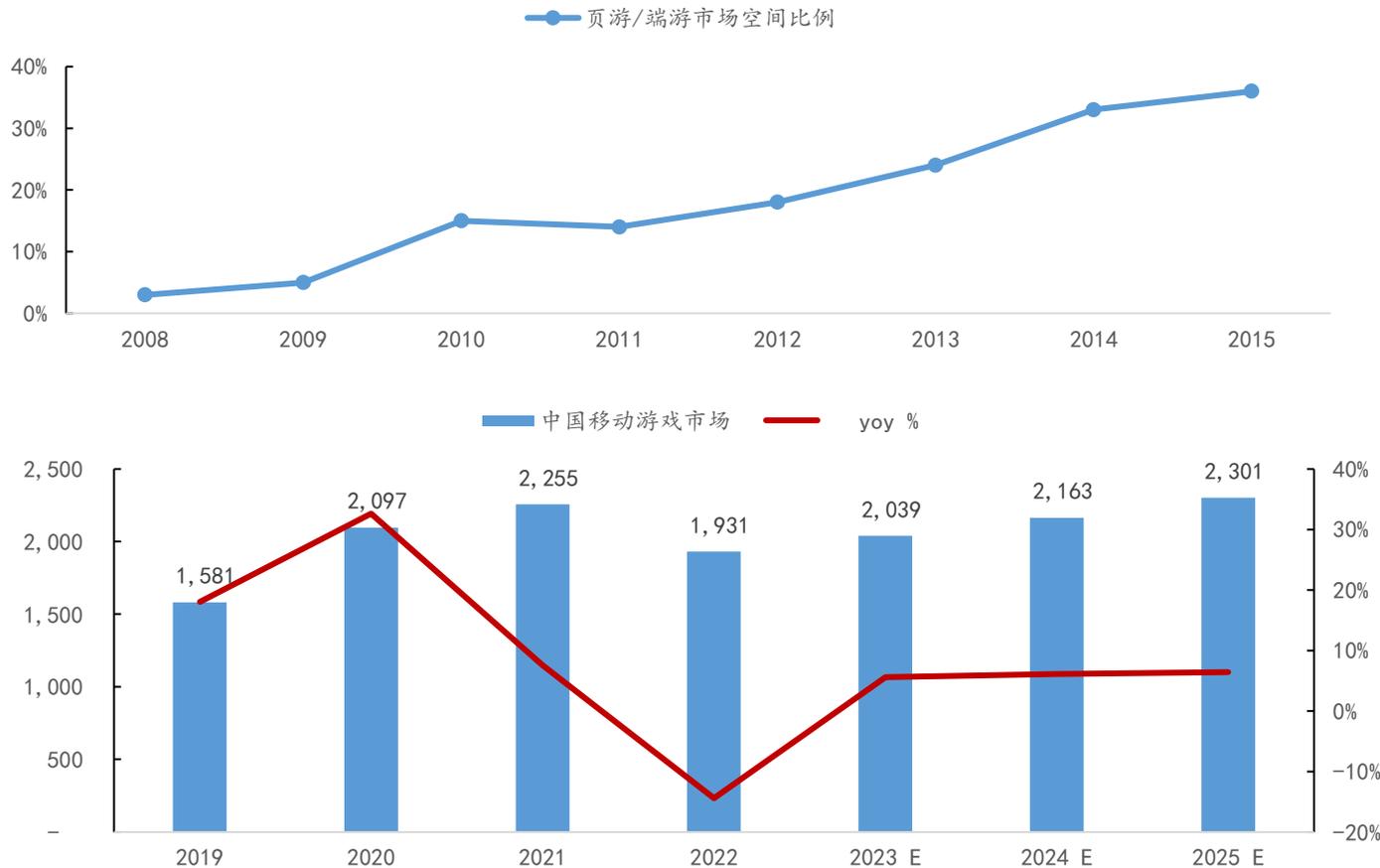
资料来源：微信公开课，Questmobile，华安证券研究所测算

敬请参阅末页重要声明及评级说明

小程序游戏-为什么有这么大空间？对标页游与端游时代的增长模式

- 小程序游戏目前处于快速增长早期：由于三七互娱，恺英网络等公司已经普遍开始布局小程序游戏，同时微信加大了小程序游戏平台的推广力度，页游与小程序游戏的用户画像有相似性。如果对标2012-2015年“页游快速成长期”的页游与端游比例情况来看，预计自25年开始，小程序游戏市场空间有望达到手机游戏市场空间的30%左右。
- 经过我们测算，2026年小程序游戏市场空间有望达到722亿元(其中，IAP 508亿元，IAA 214亿元)。复合增长率来看，**小程序游戏23-26年CAGR预计21.7%；其中，IAP(充值内购)23-26年CAGR预计31.4%。**

图表16：页游/端游市场空间比例 & 中国移动游戏市场空间

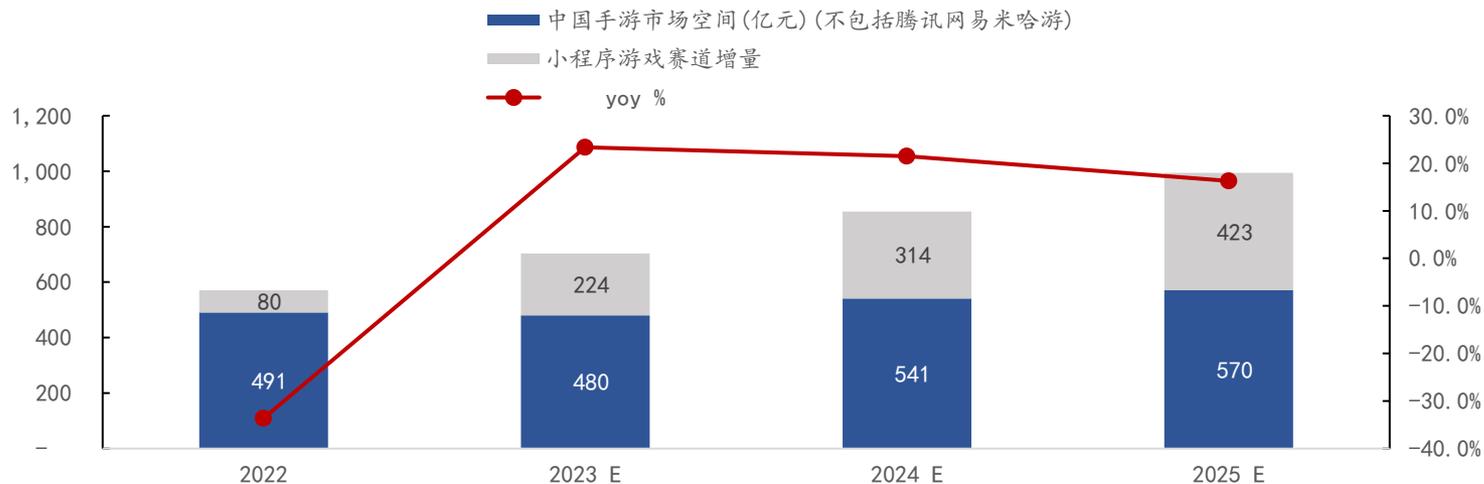


资料来源：伽马数据，华安证券研究所测算

小程序游戏-成长机遇意味着什么？二线游戏厂商目标用户的市场空间3年CAGR 20%

- 由于腾讯、网易、米哈游体量较大，同时产品调性不符合小程序游戏平台，我们认为腾讯、网易、米哈游参与小程序游戏更多是以品牌曝光引流的形式出现，并不会对其余游戏公司产生真正意义的竞争。
- 对于三七互娱、恺英网络、吉比特等20余家A股和港股主要的游戏公司(下文暂定义为二线游戏厂商)而言，以下2部分市场空间加总，才是其目标客群所对应的实际市场空间：1) 排除掉腾讯、网易、和米哈游销售额的国内手游市场空间；2) 小程序游戏赛道带来的增量。
- 经过测算，我们预计，**2022年二线游戏厂商市场空间571亿元，2025年二线游戏厂商市场空间994亿元，3年复合增长率(CAGR)达到20.3%。**

图表17：小程序游戏市场空间(IAP+IAA)



	2022	2023 E	2024 E	2025 E
中国手游市场空间(亿元)(不包括腾讯网易米哈游)	491	480	541	570
小程序游戏赛道增量	80	224	314	423
二线游戏厂商目标市场空间	571	704	855	994
yoy %	-33.7%	23.3%	21.5%	16.3%

资料来源：伽马数据，华安证券研究所测算

第二部分：游戏公司情况

2.1) 中国Top 2：腾讯、网易

腾讯控股：期待《元梦之星》成为国内游戏新代表作

- 23Q3增值服务757.48亿元(yoy 4.2%, qoq 2.1%)。国内游戏收入327亿元(yoy 7.2%, qoq 3.4%)，国际游戏收入133亿元(yoy 13.7%, qoq 4.7%)。《王者荣耀》流水持续稳健，持续保持国内手游IOS畅销榜第一名。公司将持续打造小程序游戏生态。公司游戏产品储备中有9个重点产品：
- 自有IP：王者荣耀世界，Valorant手游，三角洲行动；外部IP：怪物猎人，刺客信条，海贼王(one piece)；高潜新IP：元梦之星，夜莺(nightgale)，白荆回廊(ash echoes)；

图表18：腾讯控股利润表摘要

腾讯控股(0700.HK) - 核心财务指标

2023/11/20

	2022	2023E	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	554,552	611,530	667,224	730,214	149,986	149,208	154,625	157,711
yoy, %	-1.0%	10.3%	9.1%	9.4%	10.7%	11.3%	10.4%	8.8%
qoq, %					3.5%	-0.5%	3.6%	2.0%
增值服务	287,565	302,443	316,805	330,670	79,337	74,211	75,748	73,147
yoy, %	-1.4%	5.2%	4.7%	4.4%	9.1%	3.5%	4.2%	3.9%
qoq, %					12.7%	-6.5%	2.1%	-3.4%
国内游戏	123,900	128,477	132,943	137,561	35,100	31,800	32,700	28,877
yoy, %	-2.0%	7.0%	6.7%	6.0%	10.8%	4.7%	7.2%	5.2%
qoq, %					15.6%	-7.9%	3.4%	-4.4%
国际游戏	46,900	54,282	61,971	69,094	13,200	12,700	13,300	15,082
yoy, %	3.1%	15.7%	14.2%	11.5%	24.5%	18.7%	13.7%	8.5%
qoq, %					-5.0%	-3.8%	4.7%	13.4%
线上广告	82,729	99,955	116,831	132,813	20,964	25,003	25,721	28,267
yoy, %	-6.7%	20.8%	16.9%	13.7%	16.5%	34.2%	20.0%	14.6%
qoq, %					-15.0%	19.3%	2.9%	9.9%
金融科技和企服	177,064	204,496	228,641	261,878	48,701	48,635	52,048	55,112
yoy, %	2.8%	15.5%	11.8%	14.5%	13.9%	15.2%	16.1%	16.7%
qoq, %					3.1%	-0.1%	7.0%	5.9%
毛利润	238,746	293,031	329,631	362,861	68,182	70,840	76,523	77,486
yoy, %	-2.9%	22.7%	12.5%	10.1%	19.5%	22.4%	23.5%	25.3%
qoq, %					10.3%	3.9%	8.0%	1.3%
% of Revenue	43.1%	47.9%	49.4%	49.7%	45.5%	47.5%	49.5%	49.1%
SG&A支出	-135,925	-137,854	-151,899	-166,961	-31,660	-33,729	-34,201	-38,264
% of Revenue	-24.5%	-22.5%	-22.8%	-22.9%	-21.1%	-22.6%	-22.1%	-24.3%
经调整营业利润	153,538	205,836	231,020	252,940	48,389	50,122	55,483	51,842
yoy, %	-4%	34.1%	12.2%	9.5%	32.4%	36.7%	35.6%	31.5%
qoq, %					22.7%	3.6%	10.7%	-6.6%
% of Revenue	28%	33.7%	34.6%	34.6%	32.3%	33.6%	35.9%	32.9%
经调整净利润	115,649	154,398	189,400	210,841	32,538	37,548	44,921	39,391
yoy, %	-6.6%	33.5%	22.7%	11.3%	27.4%	33.4%	39.3%	32.6%
qoq, %					9.5%	15.4%	19.6%	-12.3%
% of Revenue	20.9%	25.2%	28.4%	28.9%	21.7%	25.2%	29.1%	25.0%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

腾讯控股：期待《元梦之星》成为国内游戏新代表作

- 《王者荣耀》与《和平精英》作为国民级常青手游，2款游戏收入每年约700亿元-800亿元之间，占国内游戏收入50%以上。
《王者荣耀》采用MOBA玩法，《和平精英》采用射击竞技玩法，有稳定复购人群，同时一直有较好的竞技表现。

图表19：腾讯国内手机游戏收入

国内游戏产品收入拆分(亿元)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
国内手机游戏	23,446	23,074	23,600	20,400	23,900	23,300	22,400	18,700	24,600	22,600	23,217	20,214
yoy,%	26.9%	18.4%	6.7%	1.1%	1.9%	1.0%	-5.1%	-8.3%	2.9%	-3.0%	3.6%	8.1%
qoq,%	16.2%	-1.6%	2.3%	-13.6%	17.2%	-2.5%	-3.9%	-16.5%	31.6%	-8.1%	2.7%	-12.9%
王者荣耀												
和平精英												
穿越火线:枪战王者												
QQ飞车												
火影忍者												
英雄联盟手游												
金铲铲之战												
黎明觉醒:生机												
欢乐斗地主												
完美世界												
天涯明月刀												
QQ炫舞												
使命召唤手游												
光与夜之恋												
暗区突围												
麻将来了(QQ麻将)												

资料来源：Sensor Tower，公司季报，华安证券研究所

腾讯控股：期待《元梦之星》成为国内游戏新代表作

- 腾讯储备游戏中蛋仔派对(12月15日上线)和王者荣耀星之破晓有较高关注度，两款游戏分别是派对游戏玩法和动作游戏玩法

图表20：元梦之星



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表21：王者荣耀星之破晓



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表22：产品储备Pipeline

游戏名称	版号	平台	合作方	游戏类型
近期已上线游戏				
无畏契约	是	PC	Riot games	射击
命运方舟	是	PC	Smile Gate	MMORPG
合金弹头觉醒	是	移动	Tencent	射击
白夜极光	是	移动	Tencent	RPG
末刀	是	移动/PC	Tencent	动作
西行记燃魂	是	移动	kuai shou	RPG
冒险岛：枫之传说	是	移动	NEXON	MMORPG
战地无疆	是	移动	Rastar	SLG
卡拉彼丘	是	移动/PC	iDreamSky	射击
手工星球	是	移动	Tencent	沙盒
新天龙八部	是	移动	Tencent	MMORPG
重生边缘	是	PC	Tencent	射击
全境封锁2	是	PC	Ubisoft	射击
高能英雄	是	移动	Tencent	射击
七人传奇：光与暗之交战	是	移动	Kodansha	RPG/策略
劲乐幻想	是	移动	Tencent	音乐
石器时代：觉醒	是	移动	恺英	MMORPG

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

游戏名称	版号	平台	合作方	游戏类型
未上线游戏重点				
元梦之星	是	移动	Tencent	派对
极品飞车	是	移动	Tencent	竞速
王者荣耀：星之破晓	是	移动	Tencent	动作
宝可梦大集结	是	移动/主机	Nintendo	MOBA
宝石大乱斗	是	移动	Tencent	休闲
冲呀！饼干人：王国	是	移动	Devsisters	模拟游戏
饥荒：新家园	是	移动	Shengqu	生存
航海王：壮志雄心	是	移动	Tencent	动作
王者荣耀：自走棋	是	移动	Tencent	SLG
王者荣耀：世界	否	移动/PC	Tencent	开放世界
地下城与勇士	是	移动	NEXON	MMOACT

网易-S：储备游戏《燕云十六声》预计24年开始贡献利润

- 23Q3营业收入272.7亿元(yoy 11.6%，qoq 13.6%)，基本符合市场预期；23Q3归母净利润(Non-GAAP)86.45亿元(yoy 15.7%，qoq -4.1%)，超出市场预期。公司毛利率的百分比连续3个季度环比提高，23Q3毛利率达到62.2%，很大程度受益于代理游戏比例下降，及支付渠道的优化(带来ios和安卓分成降低)。发行经典游戏《梦幻西游》、《大话西游》、《率土之滨》和《阴阳师》等经典游戏稳定贡献收益，《逆水寒》、《蛋仔派对》、和《巅峰极速》、《全明星街球派对》等新游戏持续驱动公司利润边际增长。

图表23：网易-S利润表摘要

网易-S (9999.HK)												
2023/11/19												
单位：百万RMB												
	2022	2023 E	2024 E	2025 E	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4 E
营业收入	96,496	104,789	116,904	129,251	23,556	23,159	24,427	25,354	25,046	24,011	27,270	28,461
游戏	74,566	82,631	92,051	101,440	18,642	18,140	18,699	19,086	20,066	18,799	21,780	21,987
有道	5,013	5,514	6,286	7,103	1,201	956	1,402	1,454	1,163	1,207	1,539	1,605
云音乐	8,992	8,020	8,822	9,793	2,067	2,192	2,357	2,376	1,960	1,949	1,973	2,139
创新和其他	7,924	8,625	9,746	10,915	1,646	1,872	1,968	2,438	1,858	2,057	1,979	2,731
毛利润	52,766	63,970	71,896	79,618	12,836	12,941	13,744	13,244	14,897	14,375	16,966	17,731
销售费用	13,403	13,387	16,717	18,224	2,915	3,301	3,769	3,418	2,905	3,272	3,567	3,643
管理费用	4,696	5,014	4,910	6,075	1,016	1,113	1,264	1,303	1,022	1,132	1,494	1,366
研发费用	15,039	16,759	18,471	20,939	3,398	3,582	3,969	4,090	3,750	3,909	4,347	4,753
营业利润	19,629	28,810	31,798	34,381	5,507	4,946	4,742	4,433	7,220	6,063	7,558	7,969
归母净利润(Non-GAAP)	22,808	33,057	34,178	38,014	5,118	6,035	7,470	4,811	7,566	9,017	8,645	7,829
% yoy												
营业收入	10.1%	8.6%	11.6%	10.6%	12.7%	12.8%	10.1%	5.7%	6.3%	3.7%	11.6%	12.3%
游戏	9.9%	10.8%	11.4%	10.2%	15.7%	15.0%	9.1%	1.6%	7.6%	3.6%	16.5%	15.2%
有道	-6.4%	10.0%	14.0%	13.0%	-10.4%	-26.1%	1.1%	9.0%	-3.1%	26.2%	9.7%	10.4%
云音乐	28.5%	-10.8%	10.0%	11.0%	38.6%	29.5%	22.5%	25.8%	-5.2%	-11.1%	-16.3%	-10.0%
创新和其他	6.6%	8.8%	13.0%	12.0%	-16.4%	6.1%	13.6%	23.9%	12.8%	9.9%	0.5%	12.0%
毛利润	12.3%	21.2%	12.4%	10.7%	16.1%	15.7%	16.4%	2.5%	16.0%	11.1%	23.4%	33.9%
营业利润	19.6%	46.8%	10.4%	8.1%	28.8%	31.6%	25.6%	-3.8%	31.1%	22.6%	59.4%	79.8%
归母净利润(Non-GAAP)	15.4%	44.9%	3.4%	11.2%	0.7%	42.7%	93.6%	-27.1%	47.8%	49.4%	15.7%	62.7%
% 营收占比												
游戏	77.3%	78.9%	78.7%	78.5%	79.1%	78.3%	76.6%	75.3%	80.1%	78.3%	79.9%	77.3%
有道	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	5.1%	4.1%	5.7%	5.7%	4.6%	5.0%	5.6%	5.6%
云音乐	9.3%	7.7%	7.5%	7.6%	8.8%	9.5%	9.7%	9.4%	7.8%	8.1%	7.2%	7.5%
创新和其他	8.2%	8.2%	8.3%	8.4%	7.0%	8.1%	8.1%	9.6%	7.4%	8.6%	7.3%	9.6%
毛利润	54.7%	61.0%	61.5%	61.6%	54.5%	55.9%	56.3%	52.2%	59.5%	59.9%	62.2%	62.3%
销售费用	13.9%	12.8%	14.3%	14.1%	12.4%	14.3%	15.4%	13.5%	11.6%	13.6%	13.1%	12.8%
管理费用	4.9%	4.8%	4.2%	4.7%	4.3%	4.8%	5.2%	5.1%	4.1%	4.7%	5.5%	4.8%
研发费用	15.6%	16.0%	15.8%	16.2%	14.4%	15.5%	16.2%	16.1%	15.0%	16.3%	15.9%	16.7%
营业利润	20.3%	27.5%	27.2%	26.6%	23.4%	21.4%	19.4%	17.5%	28.8%	25.2%	27.7%	28.0%
归母净利润(Non-GAAP)	23.6%	31.5%	29.2%	29.4%	21.7%	26.1%	30.6%	19.0%	30.2%	37.6%	31.7%	27.5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

网易-S：储备游戏《燕云十六声》预计24年开始贡献利润

- 发行经典游戏《梦幻西游》、《大话西游》、《率土之滨》和《阴阳师》等经典游戏稳定贡献收益，《逆水寒》、《蛋仔派对》、和《巅峰极速》、《全明星街球派对》等新游戏持续驱动公司利润边际增长。

图表24：网易游戏国内手游收入（亿元）

国内手游收入(亿元)	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4 E
逆水寒手游												
蛋仔派对												
梦幻西游												
率土之滨												
暗黑破坏神												
无尽的拉格朗日												
阴阳师												
大话西游												
倩女幽魂												
明日之后												
一梦江湖												
哈利波特												
光·遇												
天谕												
第五人格												
其他	2.97	3.06	1.04	8.25	5.36	2.27	4.09	22.56	3.51	22.02	69.68	44.06
国内手游收入总计(亿元)	94.16	85.80	90.99	99.30	94.34	92.61	100.18	99.96	108.26	107.84	137.78	124.15

资料来源：Sensor Tower，公司季报，华安证券研究所

网易-S：储备游戏《燕云十六声》预计24年开始贡献利润

- 公司2024年6月底之前将上线重磅手机游戏《燕云十六声》，该游戏采取动作武侠开放世界玩法，在PC和手机游戏均有布局。
- 公司2023年积极推广的派对游戏《蛋仔派对》，在未来仍然有机会持续获得国内休闲派对游戏的市场份额，并且进行出海。
- 从游戏研发周期和回报周期来看，公司海外投资的工作室有机会在2025年之后逐步开始对公司产生收入贡献。

图表25：网易-S产品储备(pipeline)

网易游戏产品储备(Pipeline)				
2023/11/19				
游戏名称	游戏种类	平台	版号批准	版号日期
已上线游戏				
大话西游归来	休闲	移动	是	22/11/17
超凡先锋	大逃杀	移动	是	23/1/17
巅峰极速	赛车竞速	移动	是	22/12/28
逆水寒手游	MMORPG	移动	是	23/1/17
三国诛将录	动作	移动	是	19/10/25
全明星街球派对	体育	移动	是	22/9/13
待上线游戏				
零号任务	动作	移动	是	23/3/22
燕云十六声	RPG	跨平台	是	23/6/20
七日世界	开放世界	PC	是	23/5/23
代号：无限大	开放世界	跨平台	是	22/9/13
突袭：暗影传说	MMORPG	移动	是	22/12/28
幻想生活	模拟	移动	是	22/12/28
梦幻西游：时空	MMORPG	PC	是	23/2/10
蒸汽战机：联盟	策略	移动	是	21/6/28
龙之灵域	MMORPG	移动	是	17/8/9
月神的迷宫	卡牌	移动	是	20/7/1
永劫无间手机版	动作	移动	否	
指环王：纷争	策略	移动	是	23/8/25
射雕	武侠	移动	是	23/10/25

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表26：燕云十六声



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表27：蛋仔派对



资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.2) 海外巨头：

任天堂、万代南梦宫、育碧、
EA Sports、Take-Two

任天堂：《塞尔达传说：王国之泪》销量达1950万件

图表28：任天堂财务摘要

任天堂 (7974.T) (百万美元)	FY 22	FY 23	FY24 E	FY25 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
报告期	2022/3/31	2023/3/31	2024/3/31	2025/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30
营业收入	15,098.12	11,847.44	11,227.15	10,912.75	2,370.25	2,527.96	4,525.59	2,316.23	3,358.28	2,317.30
yoy %	-9.00	-21.53	-5.24	-2.80	-19.60	-7.74	-26.06	-28.21	41.68	-8.33
Dedicated Video Game Platform	14,598.36	11,427.61	10,758.78	10,250.72	2,279.36	2,428.35	4,401.91	2,212.30	3,111.84	2,140.06
yoy %	-8.97	-21.72	-5.85	-4.72	-19.26	-7.35	-26.48	-28.75	36.52	-11.87
Mobile, IP Related, Etc.	475.04	377.74	406.73	604.00	84.65	91.13	108.65	91.92	231.90	160.21
yoy %	-11.77	-20.48	64.80	-25.81	-29.81	-18.45	-13.76	-20.93	173.94	75.79
Playing Cards, Etc.	24.70	42.08	61.64	58.03	6.22	8.48	15.04	12.01	14.53	17.04
yoy %	47.16	70.40	46.48	-5.86	32.46	17.82	96.79	133.49	133.55	101.05
毛利	8,425.13	6,549.51	6,388.41	5,712.19	1,423.10	1,497.27	2,170.28	1,419.02	2,046.23	1,321.16
营业利润	5,278.90	3,730.81	3,662.00	3,230.15	783.61	858.82	1,348.41	709.11	1,349.90	653.67
经调整净利润	4,254.14	3,201.14	3,060.92	2,493.34	917.26	806.22	820.98	654.00	1,317.71	624.68
yoy %	-6.12	-24.75	-4.38	-18.54	8.23	12.22	-52.27	-31.06	43.66	-22.52

资料来源：公司公告，Bloomberg预期，华安证券研究所

在2024中(报告期结束月份：23年9月)，任天堂的业绩表现可以分为以下几个部分：

(1) 在游戏销售方面，5月发售的《塞尔达传说：王国之泪》达到了1950万件的销量，而7月推出的《Pikmin 4》销量为261万件。此外，4月上映的《超级马里奥兄弟电影》促进了相关马里奥游戏的销售，例如《马里奥赛车8豪华版》卖出322万件，累计销量达5701万件。在此期间，还有16款游戏销量达到百万件级别，包括其他软件发行商的游戏。

(2) 硬件销量方面，年增长率为2.4%，共销售了684万台。软件销售方面，年增长率为1.8%，总销售量为9708万台。

(3) 在游戏平台相关的数字内容业务中，Nintendo Switch的打包软件下载版本表现良好，附加内容和Nintendo Switch Online的相关销售也有所增加，数字销售总额达到2175亿日元，同比增长15.8%，部分受益于日元的贬值。

(4) 至于移动和IP相关业务，销售总额为550亿日元，同比大增133.3%，主要得益于《超级马里奥兄弟电影》在本期的收益。这些成绩综合体现了任天堂在多个方面的强劲表现和市场影响力。

任天堂：塞尔达和超级马里奥IP塑造永恒经典

图表29：任天堂游戏代表作



资料来源：任天堂官网，华安证券研究所

万代南梦宫：《艾尔登法环》销售良好，持续贡献利润

图表30：万代南梦宫财务摘要

万代南梦宫 (7832.T) (百万美元)	FY22	FY23	FY24 E	FY25 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
报告期	2022/3/31	2023/3/31	2024/3/31	2025/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30
营业收入	7,920	7,324	7,134	7,502	1,667.03	1,890.50	1,883.17	1,865.85	1,636.49	1,918.01
yoy %	13.31	-7.52	-2.02	5.15	2.46	-3.47	-8.76	-16.86	-1.83	1.45
Digital Business	3,326	2,819			682.73	746.64	662.92	724.49	486.26	725.98
Toys & Hobby Business	3,223	3,201			706.70	831.16	905.66	743.63	843.48	866.76
IP Production Business	595	490			91.52	116.26	112.61	169.84	90.82	104.01
Amusement Business	723	763			173.49	184.13	188.92	215.90	205.34	211.87
Others	53	50			12.60	12.30	13.07	11.99	10.58	9.39
毛利	3,173	2,727	2,770	2,915	745.34	715.57	636.19	629.68	650.47	746.58
营业利润	1,118	862	888	979	342.23	269.16	174.41	77.60	203.74	259.41
经调整净利润	826	668	667	714	285.38	213.64	126.84	44.59	158.59	210.22
yoy %	79.09	-19.10	-0.27	7.16	49.31	26.38	-34.97	-83.30	-44.43	-1.60

资料来源：公司公告，Bloomberg预期，华安证券研究所

在2024中(报告期结束月份：23年9月)，万代南梦宫的业绩表现可以分为以下几个部分：

(1) 数字内容业务：在家用游戏机领域，全球发行的新作《装甲核心VI：火焰的鲁比肯(Rubicon)》在2024发行后表现较好。家用游戏机游戏中，《艾尔登法环》(由索尼的FromSoftware研发，万代发行)的持续销售对现有游戏产生了重大贡献。在网络内容方面，《龙珠》系列和《海贼王》等带来的收入稳定。

(2) 玩具业务：虽然受到原材料和燃油价格上涨的影响，但由于在表现良好的类别中扩展产品阵容、推进全球业务发展、加强生产运营以及通过实体活动和商店拓展接触点的努力，业绩依然保持强劲。具体来说，如《高达》系列模型手办等产品表现良好。此外，如《海贼王》交易卡片游戏、玩具等产品对盈利也有所贡献。

(3) IP业务：在IP制作业务方面，我们在视频制作中推出了几部新作，包括电视动画节目和剧场制作。其中，《机动战士高达：水星的魔女》吸引了新的粉丝群体，促进了集团产品和服务的强劲销售。此外，与诸如高达系列、LoveLive!系列、IDOLiSH7、《关于我转生变成史莱姆这档事》和BLUELOCK等作品相关的授权业务和视频流媒体表现良好。

(4) 娱乐业务：该业务涉及到街机游戏等。在街机游戏方面，新产品《机动战士高达极限对战Vs. 2 Overboost》和受欢迎系列的更新包销售强劲。同时，一些与万代南梦宫IP相关的主题店铺表现强劲，例如万代南梦宫Cross Store和GASHAPON Department。

万代南梦宫：高达系列IP手办历久弥新

图表31：万代南梦宫玩具及游戏代表作



资料来源：万代南梦宫官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

育碧：彩虹六号和刺客信条等经典游戏销量稳固

图表32：育碧财务摘要

育碧 (UBI.PA) (百万美元)	FY 22	FY 23	FY24 E	FY25 E	2021 S1	2021 S2	2022 S1	2022 S2	2023 S1	2023 S2	2024 S1
报告期	2022/3/31	2023/3/31	2024/3/31	2025/3/31	2020/9/30	2021/3/31	2021/9/30	2022/3/31	2022/9/30	2023/3/31	2023/9/30
Bookings	2,474	1,811	2,283	2,507	857	1,781	856	1,598	724	1,089	895
yoy %	-5.4	-26.8	26.0	9.8	16.0	84.7	-0.1	-10.3	-15.4	-31.8	23.6
Consoles	1,478	752					522	950	297	428	582
PC	612	367					180	457	152	174	170
Mobile	241	485					94	128	196	367	81
Others	142	204					60	63	80	120	77
毛利	2,157	1,664	2,010	2,185	744	1,490	772	1,368	673	993	814
营业利润	281	-610	279	365	55	289	31	244	-223	-388	18
净利润	92	-515	168	232	24	98	1	89	-197	-319	-37
yoy %	-23.6	-659.7	132.6	38.2	1686.1	170.2	-95.5	-9.9	-18448.2	-459.6	81.0

资料来源：公司公告，Bloomberg预期，华安证券研究所

24H1 (报告期结束 23年9月):

成功的新作发布:

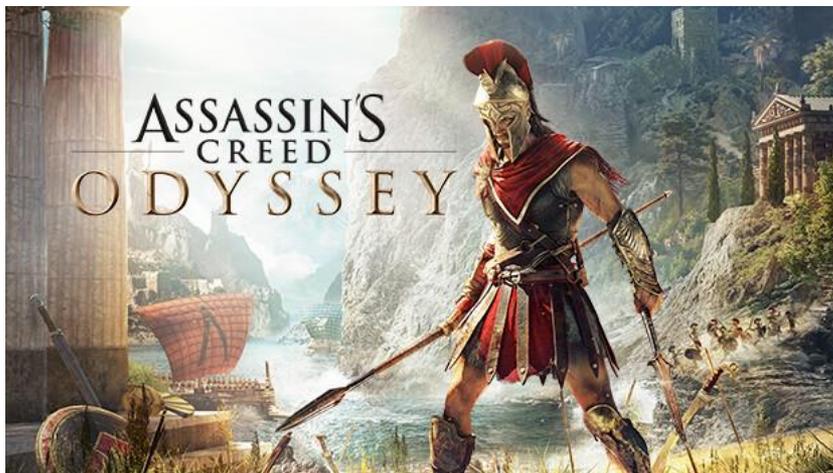
- 1) Assassin's Creed Mirage(刺客信条：幻想)：首周玩家数量与《Assassin's Creed Origins》和《Assassin's Creed Odyssey》持平，表现稳固。
- 2) The Crew Motorfest：玩家反响强烈，首周单位销售量、消费者支出和季票采纳率均创下系列纪录。

旧作(back-catalog)超预期表现:

- 1) Rainbow Six® Siege(彩虹六号：围攻)：卓越表现，凭借第8年第3季的发布，净预订量实现高双位数增长，并通过稳健的吸引力导致上半年净预订量增长约50%。
- 2) Assassin's Creed(刺客信条)：在《Assassin's Creed Mirage》发布之后，旧作继续保持稳定表现。
- 3) The Crew® 2：用户参与度异常高，月活跃用户数创纪录，带动创纪录的季度活动。

育碧：拥有刺客信条、彩虹六号围攻、孤岛惊魂、飙酷车神等经典IP

图表33：育碧游戏代表作



资料来源：育碧官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

EA Sports: Madden NFL系列销量超预期

图表34: EA财务摘要

EA Sports (EA.O) (百万美元)	FY 22	FY 23	FY24 E	FY25 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
报告期	2022/3/31	2023/3/31	2024/3/31	2025/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30
营业收入	6,991	7,426	7,635	8,126	1,767	1,904	1,881	1,874	1,924	1,914
yoy %	24.20	6.22	2.82	6.43	13.93	4.27	5.14	2.68	8.89	0.53
Full Game	1,993	1,937	2,062	2,168	341	602	622	372	443	621
yoy %	23.56	-2.81	6.46	5.15	5.90	-2.43	0.97	-15.07	29.91	3.16
Live Services & Other	4,998	5,489	5,629	5,889	1,426	1,302	1,259	1,502	1,481	1,293
yoy %	24.45	9.82	2.55	4.61	16.03	7.69	7.33	8.29	3.86	-0.69
毛利	5,132	5,634	5,888	6,326	1,453	1,442	1,313	1,426	1,556	1,458
营业利润	1,129	1,332	1,492	1,831	441	427	289	175	542	377
净利润	789	802	1,298	1,480	311	299	204	-12	402	399
yoy %	-5.7	1.6	61.8	14.0	52.5	1.7	209.1	-105.3	29.3	33.4

资料来源: 公司公告, Bloomberg预期, 华安证券研究所

2Q24(报告期结束 23年9月):

- EA SPORTS Madden NFL系列超出第二季度预期, 实现了同比增长6%的净预订额。
- 由于EA SPORTS FIFA 23的持续强劲以及对EA SPORTS FC 24发布的需求, EA SPORTS全球足球系列超出第二季度预期。
- EA SPORTS FC 24在全球发布的头四周内, 活跃账户超过1450万。

EA Sports: FIFA(现FC), Madden, UFC, 和NHL系列体育游戏持续畅销

图表35: EA Sports游戏代表作



资料来源: EA Sports官网, 华安证券研究所

Take-Two: NBA 2K系列和侠盗猎车手等游戏持续贡献收入

图表36: Take-Two财务摘要

Take Two (TTWO.O) (百万美元)	FY 22	FY 23	FY24 E	FY25 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
报告期	2022/3/31	2023/3/31	2024/3/31	2025/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30
营业收入	3,505	5,350	5,432	7,511	1,102	1,394	1,408	1,446	1,285	1,299
yoy %	3.91	52.64	1.53	38.29	35.55	62.37	55.85	55.50	16.54	-6.77
Console	2,529	2,304	2,209	4,092	607	552	561	583	504	547
yoy %	0.47	-8.90	-4.12	85.23	0.80	-7.41	-15.64	-12.26	-16.95	-0.94
PC & Other	573	508	450	712	126	112	125	145	100	106
yoy %	-33.10	-11.36	-11.40	58.34	-2.33	-24.15	-6.57	-10.89	-20.06	-4.66
Mobile	403	2,539	2,773	2,708	370	730	721	718	680	646
yoy %		529.22	9.23	-2.35	349.09	534.32	594.80	601.89	83.98	-11.49
毛利	1,969	2,285	2,630	3,863	667	680	716	223	679	415
营业利润	474	-1,165	-924	-219	-37	-253	-173	-702	-204	-544
净利润	418	-1,125	-939	82	-104	-257	-153	-610	-206	-544
yoy %	-29	-369	-17	-109	51	15	0	-8	-74	-347

资料来源: 公司公告, Bloomberg预期, 华安证券研究所

2Q24(报告期结束 23年9月):

总净预订额下降了4%, 为14.4亿美元, 相比之下, 去年同期的财季第二季度为15亿美元:

- 来自经常性消费者支出的净预订额下降了7%, 占总净预订额的78%。
- 对净预订额的最大贡献者包括NBA® 2K24和NBA 2K23、侠盗猎车手® Online和侠盗猎车手V、我们的超休闲移动游戏组合、Empires & Puzzles™、Toon Blast™、荒野大镖客® 2和荒野大镖客 Online、Words With Friends™、Merge Dragons!™以及Zynga Poker™。

按照通用会计准则 (GAAP) 计算的净收入下降了7%, 为13亿美元, 相比之下, 去年同期的财季第二季度为13.9亿美元:

- 经常性消费者支出下降了9%, 占总GAAP净收入的77%。
- 对GAAP净收入的最大贡献者包括NBA 2K23和NBA 2K24、侠盗猎车手 Online和侠盗猎车手V、我们的超休闲移动游戏组合、Empires & Puzzles、Toon Blast、荒野大镖客 2和荒野大镖客 Online、Merge Dragons!、Words With Friends以及Zynga Poker。

Take-Two：旗下Rockstar和2K工作室打造了GTA、荒野大镖客，2K NBA等经典IP

图表37：Take-Two游戏代表作



资料来源：Take-Two官网，华安证券研究所

2.3) 中流砥柱：

三七互娱、完美世界、恺英网络、
吉比特、神州泰岳、巨人网络

三七互娱：向小程序游戏转型，《寻道大千》持续驱动收入增长

- 23Q3营业收入42.82亿元(yoy 19.43%, qoq 7.17%)，归母净利润9.66亿元(yoy 72.06%, qoq 114.0%)。《寻道大千》(小程序游戏)、《凡人修仙传》和《最后的原始人》等驱动边际增长，《斗罗大陆：魂师对决》和《Puzzles & Survival》玩家群体付费意愿稳固。
- 长线运营阶段游戏《斗罗大陆：魂师对决》、《叫我大掌柜》、和《Puzzles & Survival》(海外上线)等持续贡献收入；新近上线包括，《寻道大千》和《凡人修仙传》；储备游戏包括：1)自研：养成宫斗《扶摇一梦》，Q版MMO《空之勇者》，神话卡牌《龙与爱丽丝》，魔幻MMO《失落之门：序章》，和《代号斗罗MMO》等；2)代理：巨兽题材SLG《Mecha Domination》(海外上线)，西方魔幻SLG《Puzzles& Chaos》(海外上线)等。

图表38：三七互娱财务摘要

三七互娱	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	16,216	16,406	16,555	18,644	20,534	3,765	3,996	4,282	4,512
yoy %	12.6%	1.2%	0.9%	12.6%	10.1%	-7.9%	-0.2%	19.4%	-4.6%
qoq %						-20.4%	6.1%	7.2%	5.4%
毛利润	13,750	13,357	13,193	14,868	16,739	2,945	3,151	3,442	3,655
yoy %	8.8%	-2.9%	-1.2%	12.7%	12.6%	-16.5%	-4.6%	22.9%	-1.8%
毛利率	84.8%	81.4%	79.7%	79.7%	81.5%	78.2%	78.8%	80.4%	81.0%
销售和管理费用	9,588	9,259	9,086	9,564	10,521	2,044	2,492	2,248	2,301
yoy %	11.8%	-3.4%	-1.9%	5.3%	10.0%	-15.4%	16.8%	14.2%	-16.0%
费用率 %	59.1%	56.4%	54.9%	51.3%	51.2%	54.3%	62.4%	52.5%	51.0%
研发费用	1,250	905	754	1,019	1,019	200	188	185	180
yoy %	12.4%	-27.6%	-16.7%	35.2%	0.0%	-27.5%	-14.8%	-22.3%	6.3%
费用率 %	7.7%	5.5%	4.6%	5.5%	5.0%	5.3%	4.7%	4.3%	4.0%
营业利润	3,261	3,309	3,690	4,252	5,160	853	545	1,073	1,218
yoy %	0.1%	1.5%	11.5%	15.2%	21.3%	0.2%	-45.5%	67.3%	49.2%
qoq %						4.4%	-36.0%	96.8%	13.5%
营业利润率 %	20.1%	20.2%	22.3%	22.8%	25.1%	22.6%	13.6%	25.1%	27.0%
归母净利润	2,876	2,954	3,255	3,802	4,370	775	451	966	1,063
yoy %	4.2%	2.7%	10.2%	16.8%	15.0%	1.9%	-51.7%	72.1%	52.4%
qoq %						11.0%	-41.7%	114.0%	10.0%
净利润 %	17.7%	18.0%	19.7%	20.4%	21.3%	20.6%	11.3%	22.6%	23.6%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

三七互娱：向小程序游戏转型，《寻道大千》持续驱动收入增长

图表39：三七互娱核心游戏展示



资料来源：三七互娱官网，华安证券研究所

完美世界：期待《女神异闻录》和《一拳超人》等贡献未来收入增长

- 23Q3营业收入17.36亿元(yoy -2.94%, qoq -32.10%)，归母净利润2.35亿元(yoy -22.89%, qoq 69.37%)。公司收入同比较轻微下降，主要系部分老游戏产品周期下行影响，但是由于公司23年上线了《天龙八部2》并且该款游戏在2023Q3确认了部分收入，所以抵消了一部分产品流水下滑的影响。同时由于公司在买量上投放较为审慎，所以当期利润状况较好。
- 主要产品储备期待《女神异闻录：夜幕魅影》(有版号，截止到23Q3已经完成2次测试)、《一拳超人：世界》(有版号，23年10月海外测试)、端游《诛仙世界》、和端游《Perfect New World》。公司2024年将是重要产品密集释放的关键年份。

图表40：完美世界财务摘要

完美世界	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	7,670	8,076	9,277	10,474	1,904	2,556	1,736	1,881
yoy %	-10.0%	5.3%	14.9%	12.9%	-10.6%	42.4%	-2.9%	-4.0%
qoq %					-2.8%	34.3%	-32.1%	8.4%
毛利润	5,250	4,997	6,071	6,848	1,241	1,370	1,104	1,283
yoy %	0.3%	-4.8%	21.5%	12.8%	-15.1%	13.7%	-16.1%	1.1%
毛利率	68.4%	61.9%	65.4%	65.4%	65.2%	53.6%	63.6%	68.2%
销售和管理费用	1,843	2,053	2,215	2,357	428	701	379	545
yoy %	-32.2%	11.4%	7.9%	6.4%	-9.1%	78.4%	-18.1%	5.6%
费用率 %	24.0%	25.4%	23.9%	22.5%	22.5%	27.4%	21.8%	29.0%
研发费用	2,290	2,125	2,424	2,788	553	508	528	535
yoy %	3.6%	-7.2%	14.1%	15.0%	-1.9%	4.1%	-8.4%	-19.1%
费用率 %	29.9%	26.3%	26.1%	26.6%	29.1%	19.9%	30.4%	28.4%
营业利润	1,473	974	1,503	1,859	250	191	273	260
yoy %	885.9%	-33.9%	54.3%	23.7%	-71.5%	-39.0%	-9.7%	1552.0%
qoq %					1494.0%	-23.7%	43.2%	-4.6%
营业利润率 %	19.2%	12.1%	16.2%	17.8%	13.1%	7.5%	15.7%	13.8%
归母净利润	1,377	836	1,242	1,541	241	139	235	221
yoy %	273.1%	-39.3%	48.6%	24.1%	-71.3%	-53.4%	-22.9%	441.2%
qoq %					472.6%	-42.6%	69.4%	-5.9%
净利润 %	18.0%	10.3%	13.4%	14.7%	12.7%	5.4%	13.5%	11.8%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

完美世界：期待《女神异闻录》和《一拳超人》等贡献未来收入增长

图表41：完美世界核心游戏展示



资料来源：完美世界官网，华安证券研究所

恺英网络：传奇游戏收入稳健，积极转型拓展品类

- 公司23Q3营业收入10.53亿元(yoy 29.1%, qoq 3.1%)，归母净利润3.58亿元(yoy 25.05%, qoq -17.58%)。23年8月旗下浙江盛和已经完成工商变更手续，剩余股权收购完成，并入恺英网络。
- 公司23Q3《原始传奇》《王者传奇》《天使之战》《永恒联盟》等长线产品稳定运营贡献收入，边际上《新倚天屠龙记》、《全民江湖》、《仙剑奇侠传：新的开始》等贡献一部分收入增量。公司新产品《仙剑奇侠传：新的开始》，在小程序端表现亮眼，位于畅销榜前10，对应的App版预计23Q4上线。目前，公司的游戏新产品或储备产品包括：《石器时代：觉醒》(已与10月26日上线)，《纳萨力克之王》(11月上线)，《归隐山居图》、《龙腾传奇》、《妖怪正传2》、《临仙》、《斗罗大陆·诛邪传说》、《代号：盗墓》、《代号：转生史莱姆》，同时还有一款VR游戏预计与23年内上线。

图表42：恺英网络财务摘要

恺英网络	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	3,726	4,227	5,229	6,269	955	1,022	1,053	1,197
yoy %	56.8%	13.5%	23.7%	19.9%	-7.2%	4.2%	29.1%	33.0%
qoq %					6.1%	7.0%	3.1%	13.7%
毛利润	2,795	3,524	4,337	5,220	800	861	881	982
yoy %	66.2%	26.1%	23.1%	20.4%	11.0%	19.2%	36.6%	38.9%
毛利率	75.0%	83.4%	82.9%	83.3%	83.8%	84.3%	83.7%	82.0%
销售和管理费用	967	1,361	1,524	1,881	311	301	368	381
yoy %	83.9%	40.8%	11.9%	23.5%	12.5%	57.1%	57.1%	44.0%
费用率 %	26.0%	32.2%	29.1%	30.0%	32.6%	29.5%	35.0%	31.8%
研发费用	511	543	743	977	95	111	125	211
yoy %	50.7%	6.2%	36.8%	31.5%	14.0%	4.1%	30.0%	-5.9%
费用率 %	13.7%	12.8%	14.2%	15.6%	10.0%	10.9%	11.9%	17.6%
营业利润	1,341	1,659	2,105	2,368	390	497	378	394
yoy %	47.9%	23.8%	26.9%	12.5%	11.8%	5.6%	11.6%	115.9%
qoq %					113.4%	27.6%	-24.0%	4.4%
营业利润率 %	36.0%	39.3%	40.3%	37.8%	40.8%	48.7%	35.9%	32.9%
归母净利润	1,025	1,438	1,838	2,058	290	434	358	356
yoy %	77.8%	40.3%	27.8%	12.0%	16.7%	14.6%	25.0%	219.4%
qoq %					160.3%	49.9%	-17.6%	-0.7%
净利润 %	27.5%	34.0%	35.1%	32.8%	30.3%	42.5%	34.0%	29.7%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

吉比特：期待《勇者与装备》后续推广，及《不朽家族》最终上线表现

- 公司23Q3营业收入9.58亿元(yoy -27.4%，qoq -20.5%)，归母净利润1.83亿元(yoy -43.3%，qoq -50.4%)。主要系《问道手游》和《一念逍遥》手游均同比下降较多，但公司23Q3减少了部分买量投放，销售费用同比下降。
- 自研游戏关注《勇者与装备》(代号bug)，该游戏已经上线小程序，《不朽家族》(已经于24年1月上线公测)，其他游戏关注《皮卡堂之梦想起源》(12月初上线)，和《超进化物语2》(预约中)。

图表43：吉比特财务摘要

吉比特	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	5,168	4,470	5,162	5,858	1,144	1,205	958	1,164
yoy %	11.9%	-13.5%	15.5%	13.5%	-6.9%	-6.0%	-27.4%	-13.0%
qoq %					-14.4%	5.3%	-20.5%	21.5%
毛利润	4,585	3,959	4,630	5,243	1,010	1,069	838	1,042
yoy %	17.0%	-13.7%	16.9%	13.2%	-9.3%	-6.5%	-25.1%	-13.8%
毛利率	88.7%	88.6%	89.7%	89.5%	88.3%	88.7%	87.5%	89.5%
销售和管理费用	1,742	1,569	1,572	1,854	444	394	335	396
yoy %	11.8%	-9.9%	0.1%	18.0%	9.2%	-15.6%	-37.6%	19.7%
费用率 %	33.7%	35.1%	30.4%	31.7%	38.8%	32.7%	35.0%	34.0%
研发费用	673	734	772	911	174	195	182	182
yoy %	10.5%	9.2%	5.1%	18.0%	2.4%	-6.2%	9.8%	42.1%
费用率 %	13.0%	16.4%	15.0%	15.5%	15.2%	16.2%	19.0%	15.7%
营业利润	2,321	1,893	2,412	2,635	457	625	321	490
yoy %	8.9%	-18.4%	27.4%	9.3%	-17.5%	7.1%	-40.4%	-24.0%
qoq %					-29.0%	36.7%	-48.6%	52.5%
营业利润率 %	44.9%	42.3%	46.7%	45.0%	40.0%	51.9%	33.5%	42.1%
归母净利润	1,461	1,166	1,464	1,655	307	369	183	307
yoy %	-0.5%	-20.2%	25.6%	13.0%	-12.3%	9.1%	-43.3%	-31.7%
qoq %					-31.7%	20.5%	-50.4%	67.3%
净利润 %	28.3%	26.1%	28.4%	28.2%	26.8%	30.7%	19.1%	26.4%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

神州泰岳：游戏出海收入稳健，SLG融合品类不断扩张

- 23Q3收入13.98亿元(yoy 21.04%, qoq -3.05%)，归母净利润1.59亿元(yoy -1.57%, qoq -29.71%)。公司收入环比下滑主要系计算机收入确认有一定程度递延导致，旗下壳木游戏收入稳定增长。
- 公司主要的两款游戏产品稳中有升，今年前3季度均呈现上升趋势；今年上半年《旭日之城》月均流水达到3500万美元，《战火与秩序》月均流水达到1300万美元，两款游戏分别上线5年和8年。根据Data.ai发布的“2023年9月中国游戏厂商应用出海收入排行榜”，《旭日之城》与《战火与秩序》分别位列第7名与第22名。公司产品储备包括2款游戏，科幻题材的《代号DL(Dream Land)》和文明题材的《代号LOA》，都采取了SLG+模拟经营玩法。

图表44：神州泰岳财务摘要

神州泰岳	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	4,806	5,810	6,723	7,645	1,212	1,441	1,398	1,759
yoy %	11.4%	20.9%	15.7%	13.7%	22.4%	32.2%	21.0%	12.0%
qoq %					-22.8%	18.9%	-3.0%	25.9%
毛利润	2,902	3,694	4,225	4,849	775	896	885	1,137
yoy %	8.1%	27.3%	14.4%	14.8%	29.8%	34.0%	25.1%	22.4%
毛利率	60.4%	63.6%	62.8%	63.4%	64.0%	62.2%	63.3%	64.6%
销售和管理费用	2,034	2,409	2,666	3,014	480	572	647	711
yoy %	8.9%	18.5%	10.7%	13.0%	3.6%	27.1%	23.5%	19.0%
费用率 %	42.3%	41.5%	39.7%	39.4%	39.6%	39.7%	46.3%	40.4%
研发费用	303	341	358	424	98	66	83	94
yoy %	15.5%	12.3%	5.0%	18.6%	45.3%	-12.8%	8.9%	11.5%
费用率 %	6.3%	5.9%	5.3%	5.6%	8.1%	4.6%	5.9%	5.3%
营业利润	623	1,017	1,220	1,450	222	262	175	358
yoy %	32.9%	63.3%	20.0%	18.9%	225.8%	49.6%	-4.8%	82.9%
qoq %					13.4%	18.3%	-33.4%	104.7%
营业利润率 %	13.0%	17.5%	18.1%	19.0%	18.3%	18.2%	12.5%	20.3%
归母净利润	542	873	1,075	1,277	178	226	159	310
yoy %	40.9%	61.0%	23.2%	18.8%	182.4%	42.0%	-1.5%	95.4%
qoq %					12.3%	26.8%	-29.7%	95.1%
净利润 %	11.3%	15.0%	16.0%	16.7%	14.7%	15.7%	11.4%	17.6%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

巨人网络：《征途》IP历久弥新，AIGC融入新游戏玩法

- 23Q3归母净利润4.21亿元(yoy 52.4%, qoq 0.6%)。《原始征途》开始稳定回报，营销费用投放有序稳健。
- 核心游戏产品：《征途》端游系列，《征途》手游系列，23年征途IP新游戏《原始征途》(目前月流水1亿元左右量级)，《球球大作战》，《太空杀》，和《月圆之夜》等
- 储备游戏：《原始征途》正式版和小程序版，《无主王座》(卡牌策略题材，国战题材，已经ChinaJoy亮相)
- AI+游戏：太空杀融合AI推理剧场

图表45：巨人网络财务摘要

巨人网络(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	580	483	509	465	2,038	508	936	824	2,267
yoy %	2.4%	3.1%	0.5%	-20.1%	-4.1%	-12.6%	93.6%	62.0%	44.2%
qoq %	-0.3%	-16.7%	5.2%	-8.5%		9.1%	84.4%	-12.0%	
毛利润	520	412	423	358	1,712	439	853	738	2,030
yoy %	5.1%	2.2%	-1.3%	-24.9%	-5.0%	-15.4%	107.1%	74.5%	49.9%
毛利率	89.5%	85.1%	83.1%	77.0%	84.0%	86.6%	91.1%	89.6%	89.5%
销售和管理费用	138	113	142	151	544	239	411	264	914
yoy %	-1.1%	-28.1%	-3.7%	-15.4%	-12.6%	72.8%	262.3%	85.8%	132.1%
费用率 %	23.8%	23.5%	27.9%	32.4%		47.0%	43.9%	32.0%	40.3%
研发费用	171	145	146	180	643	147	188	183	517
yoy %	-12.4%	-14.8%	-19.3%	8.2%	-9.9%	-14.3%	29.3%	25.3%	11.9%
费用率 %	29.5%	30.0%	28.7%	38.7%		28.9%	20.1%	22.2%	22.8%
营业利润	296	215	280	40	831	247	430	464	1,141
yoy %	-15.6%	-21.7%	-17.0%	-53.8%	-20.8%	-16.5%	99.6%	65.8%	44.2%
qoq %	238.9%	-27.2%	30.1%	-85.6%		512.0%	74.0%	8.0%	
营业利润率 %	50.9%	44.5%	55.1%	8.7%	40.8%	48.7%	45.9%	56.3%	50.3%
归母净利润	271	228	276	75	851	245	419	421	1,085
yoy %	-15.4%	-10.0%	-8.0%	-37.3%	-14.4%	-9.7%	83.6%	52.4%	39.9%
qoq %	125.4%	-15.8%	21.2%	-72.7%		224.9%	71.1%	0.6%	
净利润 %	46.7%	47.2%	54.4%	16.2%	41.8%	48.2%	44.7%	51.1%	47.8%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

巨人网络：《征途》IP历久弥新，AIGC融入新游戏玩法

图表46：太空杀游戏玩法展示



资料来源：《太空杀》，华安证券研究所

图表47：原始征途玩法展示



资料来源：《原始征途》，华安证券研究所

2.4) 细分龙头：

电魂网络、姚记科技、汤姆猫、中手游、
心动公司、宝通科技、游族网络、盛天网络、
名臣健康、富春股份、掌趣科技、冰川网络

电魂网络：MOBA品类稳定贡献收入，积极扩张游戏品类

- 23Q3收入1.87亿元(yoy 1.66%, qoq 15.05%)，归母净利润0.276亿元(yoy -44.55%, qoq -29.75%)。公司老游戏《梦三国》、《梦三国》手游、《我的侠客》等平稳贡献收入，旗下子公司游动网络研发实力强，持续贡献出海利润。
- 公司重点储备游戏包括《野蛮人大作战2》、《螺旋勇士》和《代号：一剑》(修仙开放世界)等。
- 电魂网络以电竞游戏见长，其核心游戏《梦三国》是第一批国产MOBA电竞游戏，有较为忠实的核心用户群。

图表48：电魂网络财务摘要

电魂网络	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	791	829	957	1,083	156	163	187	324
yoy %	-20.6%	4.9%	15.4%	13.2%	-31.4%	-21.2%	1.7%	87.0%
qoq %					-10.1%	4.4%	15.0%	73.1%
毛利润	647	673	791	895	126	133	153	261
yoy %	-21.5%	3.9%	17.7%	13.0%	-33.7%	-20.8%	3.3%	83.5%
毛利率	81.9%	81.1%	82.7%	82.6%	80.7%	81.6%	81.8%	80.6%
销售和管理费用	239	291	329	376	51	63	67	109
yoy %	-10.8%	21.7%	13.4%	14.2%	-23.5%	12.9%	25.0%	75.1%
费用率 %	30.2%	35.0%	34.4%	34.7%	32.8%	39.0%	35.7%	33.7%
研发费用	190	190	222	249	41	43	32	74
yoy %	-9.8%	0.2%	16.6%	12.4%	-8.6%	-19.8%	-33.7%	73.2%
费用率 %	24.0%	22.9%	23.2%	23.0%	26.2%	26.5%	17.3%	22.8%
营业利润	226	206	236	260	48	41	34	82
yoy %	-44.6%	-8.5%	14.3%	10.2%	-43.5%	-47.2%	-36.0%	990.7%
qoq %					542.1%	-14.1%	-16.8%	137.9%
营业利润率 %	28.5%	24.9%	24.6%	24.0%	31.0%	25.5%	18.4%	25.3%
归母净利润	201	190	211	232	47	39	28	76
yoy %	-40.7%	-5.4%	11.0%	10.1%	-33.8%	-46.8%	-44.5%	1210.7%
qoq %					717.9%	-16.9%	-29.8%	174.5%
净利润 %	25.4%	22.9%	22.0%	21.4%	30.4%	24.2%	14.8%	23.4%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

姚记科技：捕鱼等休闲游戏持续贡献收入

- 23Q3营业收入12.25亿元(yoy 33.9%, qoq 5.8%)，归母净利润1.49亿元(yoy 47.56%, qoq -28.35%)。公司游戏和广告业务持续贡献利润增长，广告业务提升导致营业成本有一定程度提升，但是整体公司的销售费用由于游戏进入回报期，买量投放减少，同比下降33.4%。
- 目前公司持续推动扑克牌生产线的产能扩张计划，未来扑克产能有望进一步释放。同时公司休闲游戏品类有望出海进一步扩大市场份额。

图表49：姚记科技财务摘要

姚记科技	2022	2023 E	2024 E	2025 E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
营业收入	3,915	4,397	5,106	5,816	1,188	1,158	1,225	826
yoy %	2.8%	12.3%	16.1%	13.9%	17.6%	30.3%	33.9%	-25.0%
qoq %					7.9%	-2.5%	5.8%	-32.6%
毛利润	1,515	1,500	1,981	2,170	406	467	371	257
yoy %	-2.2%	-1.0%	32.0%	9.5%	4.1%	38.1%	3.2%	-39.9%
毛利率	38.7%	34.1%	38.8%	37.3%	34.2%	40.3%	30.3%	31.1%
销售和管理费用	704	518	592	650	105	167	136	110
yoy %	-4.2%	-26.4%	14.4%	9.8%	-56.5%	-9.3%	-17.5%	-3.3%
费用率 %	18.0%	11.8%	11.6%	11.2%	8.8%	14.4%	11.1%	13.3%
研发费用	265	210	240	282	63	55	58	33
yoy %	21.0%	-20.6%	14.2%	17.6%	10.0%	-4.5%	-30.2%	-49.4%
费用率 %	6.8%	4.8%	4.7%	4.8%	5.3%	4.8%	4.8%	4.0%
营业利润	437	783	1,025	1,141	240	251	188	104
yoy %	-30.9%	79.2%	30.9%	11.4%	158.3%	160.3%	57.0%	-18.7%
qoq %					88.0%	4.5%	-24.9%	-44.9%
营业利润率 %	11.2%	17.8%	20.1%	19.6%	20.2%	21.7%	15.4%	12.6%
归母净利润	349	643	835	930	198	209	150	85
yoy %	-39.2%	84.4%	29.9%	11.4%	116.0%	111.9%	47.6%	51.3%
qoq %					252.3%	5.6%	-28.4%	-43.2%
净利润 %	8.9%	14.6%	16.3%	16.0%	16.7%	18.1%	12.2%	10.3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

汤姆猫：老牌休闲游戏公司，AI玩法融入海外游戏产品

- 23Q1-Q3归母净利润2.0亿元(yoy -49.9%)
- **核心游戏：**《会说话的汤姆猫》、《我的汤姆猫》、《我的安吉拉》、《汤姆猫跑酷》、《我的汤姆猫 2》、《汤姆猫英雄跑酷》、《汤姆猫总动员》、《我的安吉拉 2》，依靠游戏的内置激励广告获得收入
- **储备游戏：**公司储备了《汤姆猫图画册》、《金杰猫的游乐场》、《汤姆猫闯乐园》、《我的汉克狗：海岛》、《Sonic Dash: Endless Running》、和《Sonic Dash 2: SonicBoom》等。
- **特色：**有3款重要AI产品，和1款AI智能硬件。这3款AI重要产品包括：（1）与西湖心辰合作的多模态AI汤姆猫，实现了拍照识物，英文口语启蒙，科普教育等功能。（2）出海的AI手游《Talking Ben AI》已经进行了海外测试；（3）汤姆猫AI讲故事已于近期开启线下首轮测试。AI智能硬件包括，不断持续迭代升级的“智能语音机器人”-

GameBud Talking Tom

图表50：汤姆猫财务摘要

汤姆猫(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	464	388	407	374	1,633	341	347	340	1,028
yoy %	-6.2%	-8.1%	-16.1%	-30.7%	-15.9%	-26.5%	-10.6%	-16.5%	-18.4%
qoq %	-13.9%	-16.4%	4.8%	-8.2%		-8.6%	1.6%	-2.1%	
毛利润	433	369	387	325	1,515	312	315	315	941
yoy %	5.5%	2.0%	1.4%	-53.2%	-18.1%	-28.0%	-14.8%	-18.7%	-20.9%
毛利率	93.3%	95.1%	95.2%	87.1%	92.8%	91.3%	90.7%	92.7%	91.6%
销售和管理费用	209	194	206	176	785	155	167	174	496
yoy %	94.5%	108.3%	70.5%	-66.8%	-8.0%	-25.8%	-13.6%	-15.4%	-18.4%
费用率 %	45.0%	49.9%	50.6%	47.2%		45.4%	48.3%	51.2%	48.3%
研发费用	22	53	43	65	183	30	30	61	122
yoy %	-15.1%	39.5%	5.0%	338.9%	53.4%	37.3%	-42.9%	43.6%	3.3%
费用率 %	4.7%	13.7%	10.5%	17.5%		8.7%	8.8%	18.1%	11.8%
营业利润	191	116	117	41	465	106	92	55	253
yoy %	-18.6%	-40.8%	-39.8%	-69.3%	-38.6%	-44.5%	-21.0%	-52.7%	-40.3%
qoq %	44.8%	-39.1%	0.5%	-65.3%		161.8%	-13.4%	-39.8%	
营业利润率 %	41.1%	30.0%	28.7%	10.9%	28.5%	31.1%	26.5%	16.3%	24.7%
归母净利润	183	108	109	40	440	102	85	14	200
yoy %	-20.0%	-41.1%	-41.8%	-63.3%	-37.9%	-44.0%	-22.0%	-87.5%	-49.9%
qoq %	69.3%	-40.6%	0.9%	-63.8%		158.2%	-17.3%	-83.9%	
净利润 %	39.3%	27.9%	26.9%	10.6%	26.9%	29.9%	24.4%	4.0%	19.5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

中手游：期待《仙剑世界》为公司24年利润带来增量

- 23年上半年公司发布多款新游戏，如《新仙剑奇侠传之挥剑问情》（23年6月）、《镇魂街：天生为王》、《我的御剑日记》（23年5月）、《吞噬星空：黎明》（23年4月）、《奥特曼：集结》（23年1月）等。
- 储备游戏包括：《仙剑世界》，该款游戏采用国民游戏仙剑奇侠传的IP，结合AI+NPC玩法，开放大世界场景，给人全新的武侠MMORPG体验，有希望于2024年上线。

图表51：中手游财务摘要

	2022	2023E	2024E	2025E
单位：百万元				
营业总收入	2,714	3,627	6,001	7,364
%yoy	-31.4%	33.6%	65.5%	22.7%
1) 游戏发行	2,114	2,851	4,563	5,613
%yoy	-25.0%	34.8%	60.1%	23.0%
占收入比例	77.9%	78.6%	76.0%	76.2%
2) 游戏开发	453	629	1,251	1,487
%yoy	-50.0%	39.1%	98.8%	18.8%
占收入比例	16.7%	17.4%	20.9%	20.2%
3) IP授权	147	146	186	264
%yoy	-36.6%	-0.5%	27.1%	42.1%
占收入比例	5.4%	4.0%	3.1%	3.6%
营业成本	-1,602	-2,170	-3,459	-4,430
%yoy	35.5%	-35.5%	-59.4%	-28.1%
毛利	1,112	1,456	2,542	2,934
%yoy	-24.6%	31.0%	74.5%	15.4%
毛利率	41.0%	40.2%	42.4%	39.8%
归母净利润	-196	402	788	929
%yoy			93.5%	21.4%
占收入比例	-7.2%	11.1%	13.1%	12.6%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

中手游：期待《仙剑世界》为公司24年利润带来增量

《仙剑世界》于23年12月15日展开了问剑测试

- 在场景完成度（杭州城），人物模型优化（李逍遥等）做了持续提升
- 新增加场景桃花甸，增加了全新的剧情关卡，并增加了新的人物角色云瑞草
- 同时作为《仙剑世界》的核心特色之一，御剑飞行玩法持续深度优化，带给玩家无拘无束的飞行探索体验

图表52：仙剑世界“问剑测试”前瞻PV



资料来源：仙剑世界，华安证券研究所

心动公司：Taptap平台优势显著，自研实力不断增强

- 23H1收入17.5亿元（yoy 10%），其中，旗下游戏平台Taptap收入稳健约6亿元，收入同比增长30%；游戏方面，《香肠派对》表现稳健，23Q2上线的新游戏《火炬之光》和《火力苏打》贡献边际流水增量，同时此两款游戏为自研游戏毛利率较高。同时公司人员有所缩减，研发费用持续下降。《铃兰之剑》（23年8月上线港澳台，23年11月上线大陆地区），采用像素风战棋玩法。
- 储备游戏包括：《出发吧麦芬》（海外测试），《心动小镇》（模拟经营，预约中），《伊瑟·重启日》（二次元回合制RPG，预约中）。

图表53：心动公司财务摘要

心动公司	1H21	2H21	2021	1H22	2H22	2022	1H23
营业收入	1,379	1,324	2,703	1,594	1,837	3,431	1,753
yoy %	-4.3%	-5.9%	-5.1%	15.6%	38.7%	26.9%	10.0%
环比 %	-2.0%	-3.9%		20.4%	15.2%		-4.6%
毛利润	677	550	1,226	783	1,052	1,835	1,037
yoy %	-18.1%	-22.2%	-20.0%	15.7%	91.5%	49.7%	32.5%
毛利率	49.1%	41.5%	45.4%	49.1%	57.3%	53.5%	59.2%
销售和管理费用	-456	-559	-1,015	-508	-648	-1,157	-432
yoy %	-26.8%	-23.2%	-24.8%	-11.4%	-15.9%	-13.9%	15.0%
费用率 %	-33.1%	-42.2%		-31.9%	-35.3%		-24.7%
研发费用	-576	-666	-1,242	-656	-627	-1,284	-528
yoy %	-164.0%	-51.6%	-88.9%	-14.0%	5.8%	-3.4%	19.6%
费用率 %	-41.8%	-50.3%		-41.2%	-34.2%		-30.1%
营业利润	-337	-619	-956	-406	-161	-568	123
yoy %	-223.3%	-233.4%	-1189.7%	-20.6%	73.9%	40.6%	130.2%
环比 %	-81.6%	-83.6%		34.3%	60.3%		176.0%
营业利润率 %	-24.4%	-46.7%	-35.3%	-25.5%	-8.8%	-16.6%	7.0%
归母净利润	-325	-539	-864	-386	-167	-554	90
yoy %	-257.4%	-172.9%	-9550.9%	-18.7%	68.9%	35.9%	123.4%
环比 %	-64.7%	-65.7%		28.3%	56.6%		153.9%
净利润 %	-23.6%	-40.7%	-32.0%	-24.2%	-9.1%	-16.1%	5.1%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

宝通科技：积极推动东南亚游戏出海，旗下公司开展VR游戏内容研发

- VR布局：2017年投资了VR游戏研发商哈视奇，哈视奇目前紧跟产业巨头的发展趋势进行内容研发和适配。曾成功上线的VR游戏包括《奇幻滑雪》，《奇幻射鱼》等多款AR/VR游戏。
- 核心游戏：旗下“海南高图”自研游戏《Bloodline》和《King's Throne》流水稳健。
- 新上线游戏和储备游戏：23Q3公司旗下“易幻网络”在日本地区重点推广了新游戏《马赛克英雄》，但月流水突破了2000万美元，创造了易幻单月流水最高游戏的记录。23Q4，公司将继续发力欧美、日韩等市场，23Q4发布了《地牢猎手》和《重返未来：1999(港澳台版)》。

图表54：宝通科技财务摘要

宝通科技(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	662	863	862	871	3,259	755	790	873	2,418
yoy %	-9.6%	43.5%	35.3%	10.6%	18.1%	14.1%	-8.5%	1.2%	1.3%
qoq %	-15.9%	30.4%	-0.1%	1.0%		-13.3%	4.6%	10.4%	
毛利润	288	335	353	312	1,289	310	269	343	922
yoy %	-16.4%	35.3%	32.2%	12.1%	13.3%	7.7%	-19.8%	-2.9%	-5.6%
毛利率	43.5%	38.8%	41.0%	35.9%	39.5%	41.1%	34.0%	39.3%	38.1%
销售和管理费用	217	311	313	265	1,106	171	217	307	695
yoy %	-7.0%	140.4%	96.7%	40.0%	55.5%	-21.2%	-30.1%	-2.0%	-17.4%
费用率 %	32.8%	36.0%	36.3%	30.4%		22.7%	27.5%	35.2%	28.8%
研发费用	32	35	34	58	159	32	26	29	87
yoy %	56.3%	64.2%	-7.8%	3.7%	18.2%	1.3%	-26.0%	-15.1%	-13.8%
费用率 %	4.8%	4.1%	4.0%	6.6%		4.2%	3.3%	3.3%	3.6%
营业利润	90	-20	5	-487	-413	119	53	-11	160
yoy %	-30.9%	-111.9%	-95.1%	-1060.2%	-192.5%	32.7%	359.2%	-345.2%	115.7%
qoq %	77.4%	-122.5%	123.1%	-10525.8%		124.5%	-56.0%	-121.8%	
营业利润率 %	13.6%	-2.3%	0.5%	-55.9%	-12.7%	15.8%	6.6%	-1.3%	6.6%
归母净利润	69	-18	50	-497	-396	83	39	-18	103
yoy %	-44.0%	-114.3%	-40.5%	-815.8%	-198.3%	21.0%	313.5%	-136.9%	2.6%
qoq %	-0.9%	-126.3%	376.7%	-1090.8%		116.8%	-53.5%	-147.8%	
净利润 %	10.4%	-2.1%	5.8%	-57.0%	-12.1%	11.0%	4.9%	-2.1%	4.3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

游族网络：少年系列打造国产游戏知名IP

- 23Q1-Q3归母净利润0.1亿元(yoy -85.9%)
- 核心游戏：公司专注于卡牌游戏的研发和发行，具备研运一体化的实力。其核心IP包括“少年系列”IP，包括《少年三国志》，《少年三国志2》，《少年西游记》，SLG玩法《权力的游戏：凛冬将至》，《战火与永恒》(infinity Kingdom)。
- 储备游戏包括：3D回合制RPG手游《山海镜花》，二次元策略RPG卡牌手游《绯色回响》，少年系列卡牌《少年三国志2》，代理怪兽SLG手游《代号S》。
- 特色：三体IP，《三体》游戏预计24年上线，有望受益于24年B站《三体》番剧热度

图表55：游族网络财务摘要

游族网络	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	545	479	438	519	1,981	474	372	333	1,179
yoy %	-42.3%	-41.8%	-41.4%	-24.8%	-38.2%	-13.0%	-22.4%	-23.9%	-19.3%
qoq %	-21.1%	-12.1%	-8.6%	18.6%		-8.7%	-21.6%	-10.3%	
毛利润	244	245	180	125	794	188	162	200	551
yoy %	-33.5%	-18.4%	-42.5%	-55.0%	-36.9%	-22.7%	-33.9%	11.4%	-17.6%
毛利率	44.7%	51.1%	41.1%	24.1%	40.1%	39.7%	43.6%	60.1%	46.7%
销售和管理费用	123	114	116	186	539	113	153	104	370
yoy %	-33.8%	-44.0%	-38.2%	-3.5%	-30.0%	-8.0%	34.5%	-10.4%	4.9%
费用率 %	22.5%	23.8%	26.6%	35.9%		23.8%	41.3%	31.3%	31.4%
研发费用	59	61	71	111	303	69	94	55	218
yoy %	-37.9%	-52.9%	-25.2%	25.4%	-25.9%	16.8%	54.1%	-22.7%	14.0%
费用率 %	10.8%	12.8%	16.3%	21.5%		14.5%	25.3%	16.6%	18.5%
营业利润	81	-3	-1	-702	-625	44	-91	60	13
yoy %	-57.1%	-103.9%	-101.1%	-322.5%	-430.1%	-46.1%	-2914.8%	6020.4%	-83.2%
qoq %	149.0%	-103.7%	66.4%	-69465.0%		106.2%	-306.5%	166.0%	
营业利润率 %	15.0%	-0.6%	-0.2%	-135.3%	-31.5%	9.3%	-24.4%	17.9%	1.1%
归母净利润	80	-9	3	-709	-635	43	-95	62	10
yoy %	-57.4%	-111.9%	-96.6%	-280.3%	-478.2%	-46.4%	-954.8%	1921.5%	-85.9%
qoq %	142.9%	-111.3%	134.4%	-23032.0%		106.0%	-321.5%	165.8%	
净利润 %	14.7%	-1.9%	0.7%	-136.6%	-32.1%	9.0%	-25.5%	18.7%	0.9%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

盛天网络：游戏业务与AI社交应用不断协同

- AI布局：打造了AI音乐社交应用 - 给麦，该产品会让公司的泛社交娱乐用户与游戏用户产生协同；与AR厂商Rokid在内容方面有深度合作经验，计划针对AR/VR平台打造沉浸式的互动游戏项目。
- 核心游戏产品：全资子公司天戏互娱与日本光荣合作多年，公司通过和研运方合作的形式成功授权《三国志·战略版》，《三国志2017》，和《真三国无双霸》等游戏。
- 储备游戏：《潮灵王国》（一款手办风格的融合类手游）、《星之翼》（一款动作格斗即时竞技玩法的3D手游）、《零域幻想》（一款新式国风卡牌小程序游戏）、《遇见梦幻岛》（一款卡牌融合模拟经营玩法的手游）等。

图表56：盛天网络财务摘要

盛天网络(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	319	414	450	475	1,658	429	383	271	1,083
yoy %	6.0%	29.8%	32.4%	82.0%	35.8%	34.5%	-7.5%	-39.9%	-8.5%
qoq %	22.3%	29.6%	8.8%	5.6%		-9.7%	-10.9%	-29.3%	
毛利润	87	107	125	133	453	117	115	77	309
yoy %	16.9%	64.3%	65.3%	85.8%	57.6%	33.9%	7.4%	-38.3%	-3.2%
毛利率	27.4%	25.9%	27.7%	28.0%	27.3%	27.3%	30.1%	28.4%	28.6%
销售和管理费用	16	17	22	76	132	24	26	27	77
yoy %	-8.4%	-1.3%	30.2%	142.1%	58.0%	51.4%	50.9%	21.3%	39.2%
费用率 %	5.0%	4.1%	4.9%	16.1%		5.6%	6.8%	9.9%	7.1%
研发费用	14	14	16	27	70	18	19	20	56
yoy %	0.6%	4.3%	19.1%	30.0%	15.5%	32.0%	36.1%	26.0%	31.1%
费用率 %	4.3%	3.3%	3.5%	5.7%		4.2%	4.8%	7.2%	5.2%
营业利润	62	72	84	34	253	82	84	34	200
yoy %	39.5%	99.1%	84.5%	133.3%	79.3%	32.5%	15.7%	-59.4%	-8.5%
qoq %	319.7%	17.6%	16.3%	-59.4%		138.4%	2.7%	-59.2%	
营业利润率 %	19.3%	17.5%	18.7%	7.2%	15.2%	19.0%	21.9%	12.6%	18.5%
归母净利润	52	64	74	32	222	74	72	33	179
yoy %	36.2%	103.1%	80.1%	127.1%	77.7%	40.0%	13.0%	-55.0%	-5.9%
qoq %	272.1%	21.9%	15.3%	-56.6%		129.4%	-1.7%	-54.1%	
净利润 %	16.4%	15.5%	16.4%	6.7%	13.4%	17.1%	18.9%	12.3%	16.5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

名臣健康：擅长动漫IP改编与游戏研发结合，期待《境·界鸣刀》

- **业绩**：23Q3归母净利润0.66亿元(去年同期-0.46亿元)，23Q1-Q3归母净利润1.66亿元。
- **核心游戏**：约战沙城，镇魂街天生为王(中手游发行)，锚点降临(自研自发)，王者国度，百龙霸业。
- **储备游戏**：死神IP游戏(境·界刀鸣)，由字节发行。
- **特色**：字节重要合作伙伴，漫改IP游戏佼佼者，自研实力强，已经入局小程序游戏发行。

图表57：名臣健康财务摘要

名臣健康(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	149	196	218	382	945	407	438	459	1,303
yoy %	-31.2%	6.0%	27.3%	123.3%	27.0%	173.0%	123.9%	110.0%	131.5%
qoq %	-13.0%	31.2%	11.7%	75.1%		6.4%	7.6%	4.8%	
毛利润	65	82	24	325	496	250	288	301	838
yoy %	-45.0%	-18.3%	-70.6%	342.6%	32.4%	286.1%	249.2%	1133.0%	388.8%
毛利率	43.5%	42.1%	11.2%	84.9%	52.5%	61.5%	65.7%	65.5%	64.3%
销售和管理费用	34	42	48	280	403	191	198	200	589
yoy %	10.8%	-1.7%	43.4%	483.3%	161.2%	465.1%	374.7%	315.6%	376.3%
费用率 %	22.6%	21.3%	22.1%	73.2%		46.9%	45.2%	43.7%	45.2%
研发费用	24	25	27	33	110	32	32	25	88
yoy %	9.1%	7.9%	16.5%	13.7%	11.9%	29.5%	24.2%	-10.1%	13.7%
费用率 %	16.4%	13.0%	12.5%	8.7%		7.8%	7.2%	5.3%	6.7%
营业利润	1	23	-54	24	-5	25	57	64	145
yoy %	-98.3%	-32.0%	-328.5%	314.6%	-104.3%	2247.8%	145.0%	219.1%	594.4%
qoq %	-81.8%	2107.3%	-331.4%	144.6%		3.0%	130.3%	12.5%	
营业利润率 %	0.7%	11.9%	-24.6%	6.3%	-0.6%	6.1%	13.0%	13.9%	11.2%
归母净利润	2	26	-46	44	25	34	66	66	166
yoy %	-97.4%	-29.6%	-305.8%	250.5%	-81.0%	1981.8%	156.9%	245.5%	1002.4%
qoq %	-86.9%	1457.1%	-278.5%	196.0%		-22.0%	92.2%	1.1%	
净利润 %	1.1%	13.0%	-20.8%	11.4%	2.7%	8.4%	15.0%	14.4%	12.7%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

富春股份：《仙境传说R0》IP游戏持续贡献收入

- **业绩：**23Q1-Q3归母净利润 0.66亿元，处于老游戏流水下滑和新游戏上线交接期。
- **核心游戏：**《仙境传说 R0:新世代的诞生》(韩国，东南亚版本)
- **储备游戏：**《仙境传说 R0:新世代的诞生》(欧美，大陆地区版本、大陆地区已获得版号)
- **特色：**仙境传说IP，古剑奇谭IP，VR游戏研发(成功作品《噩梦猎手》)，参股留白影视等公司(有短剧互动游戏《神都不良探》)。旗下公司上海骏梦的精品游戏研发实力强劲，目前已经成功搭建了本地化AI应用工具，将其运用于美术、程序开发和测试等方面，持续推动研发效率提升，并不断探索AI互动等新游戏玩法。

图表58：富春股份摘要

富春股份(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	79	83	111	130	403	79	102	64	245
yoy %	-13.9%	-20.9%	-45.7%	-21.1%	-28.8%	0.1%	22.8%	-42.3%	-10.3%
qoq %	-51.9%	4.9%	34.4%	16.4%	-39.0%	28.7%	-36.9%		
毛利润	43	47	45	56	190	41	40	24	105
yoy %	-17.0%	-14.0%	-64.6%	-32.9%	-39.7%	-3.5%	-14.1%	-46.5%	-21.5%
毛利率	54.1%	56.4%	40.1%	43.1%	47.2%	52.1%	39.5%	37.2%	43.0%
销售和管理费用	13	11	15	16	55	12	15	14	42
yoy %	-2.3%	-28.3%	-32.1%	-18.4%	-21.8%	-5.2%	31.9%	-1.4%	7.1%
费用率 %	16.4%	13.7%	13.0%	12.4%	15.5%	14.7%	22.3%	17.0%	
研发费用	17	20	20	15	72	21	22	20	62
yoy %	-27.5%	6.1%	2.5%	-33.2%	-14.7%	23.4%	12.4%	-3.9%	9.8%
费用率 %	21.3%	23.7%	18.4%	11.9%	26.3%	21.6%	30.6%	25.5%	
营业利润	13	10	5	14	43	7	11	-12	6
yoy %	-5.8%	-5.0%	-90.9%	-55.5%	-62.9%	-47.7%	7.7%	-321.0%	-79.0%
qoq %	-58.5%	-20.4%	-47.9%	159.0%	-51.3%	64.0%	-206.8%		
营业利润率 %	16.5%	12.5%	4.8%	10.8%	10.6%	8.6%	11.0%	-18.6%	2.5%
归母净利润	12	8	4	16	41	8	9	-11	6
yoy %	8.8%	20.4%	-91.0%	16.4%	-46.0%	-30.8%	4.7%	-380.3%	-74.7%
qoq %	-12.1%	-32.4%	-52.8%	315.6%	-47.8%	2.2%	-226.4%		
净利润 %	15.5%	10.0%	3.5%	12.5%	10.1%	10.7%	8.5%	-17.0%	2.5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

掌趣科技：积极拓展AI游戏引擎，均衡布局研发与发行

- **业绩**：23Q1-Q3归母净利润1.75亿元(yoy 20.2%)
- **核心游戏**：MU Origin 3(全民奇迹)、一拳超人、拳皇98手游
- **储备游戏**：《代号M》(SLG题材,出海游戏)目前仍在调测中。《代号H》和《代号S》处于研发中。同时,有若干款小程序游戏处于研发中
- **特色**：具备自研自发实力,国内与国外的收入占比非常均衡
- **AI+游戏引擎**：AI+游戏引擎稀缺标的。与北京蓝亚盒子科技(Layabox)达成战略合作协议。蓝亚盒子旗下AI游戏引擎LayaAir是一款重要游戏开发工具,可以较好的赋能AI+UGC,小程序游戏,3D Web等热门前沿游戏品类;同时,公司也与悠米合作AI游戏创作平台编辑器,推动AI+UGC的技术进步

图表59：掌趣科技财务摘要

掌趣科技(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	329	319	298	266	1,213	246	213	246	705
yoy %	-6.9%	-31.5%	-17.2%	-9.0%	-17.6%	-25.3%	-33.4%	-17.5%	-25.6%
qoq %	12.5%	-3.0%	-6.5%	-10.8%		-7.7%	-13.5%	15.9%	
毛利润	261	257	247	192	957	197	167	189	553
yoy %	3.0%	-24.5%	-4.4%	-24.1%	-13.4%	-24.6%	-35.0%	-23.4%	-27.7%
毛利率	79.3%	80.6%	82.7%	72.1%	78.9%	80.0%	78.6%	76.7%	78.4%
销售和管理费用	122	106	126	125	479	86	84	149	320
yoy %	7.2%	-14.7%	63.7%	-29.8%	-2.8%	-29.2%	-20.6%	18.2%	-9.7%
费用率 %	37.1%	33.1%	42.3%	46.9%		35.1%	39.4%	60.6%	45.3%
研发费用	112	98	87	95	393	73	71	72	216
yoy %	4.5%	-24.4%	-31.9%	-50.6%	-29.6%	-35.1%	-27.4%	-17.3%	-27.3%
费用率 %	34.2%	30.7%	29.2%	35.8%		29.7%	33.5%	29.2%	30.7%
营业利润	37	63	63	-55	109	91	86	12	188
yoy %	-56.3%	-42.8%	10.6%	96.2%	109.1%	141.9%	36.0%	-81.7%	14.8%
qoq %	102.6%	68.7%	0.1%	-187.0%		264.7%	-5.2%	-86.5%	
营业利润率 %	11.4%	19.8%	21.2%	-20.7%	9.0%	36.9%	40.5%	4.7%	26.7%
归母净利润	32	56	59	-50	96	79	76	20	175
yoy %	-61.7%	-46.6%	1.5%	96.7%	107.7%	149.7%	36.4%	-65.2%	20.2%
qoq %	102.1%	75.6%	5.4%	-184.9%		258.9%	-4.1%	-73.1%	
净利润 %	9.6%	17.4%	19.7%	-18.7%	7.9%	32.2%	35.7%	8.3%	24.9%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

冰川网络：精准买量实力雄厚，《超能世界》全年成绩优异

- 23Q1-Q3归母净利润2.17亿元(yoy 115.6%)
- 核心游戏：《超能世界》、《X-Hero》(自研RPG放置卡牌)、《Hero Clash》(《超能世界》海外版)等放置卡牌游戏；远征IP系列，包括《远征手游》，《远征2手游》，MMO国战手游
- 产品储备：《天境传说》(卡牌)、《暮光幻想》(卡牌)、《代号Q》(MMOARPG)
- 特色：游戏买量实力强劲；游戏产品调性适合小程序端，《超能世界》已经上线小程序游戏

图表60：冰川网络财务摘要

冰川网络(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	23YTD
营业收入	479	341	432	794	2,046	690	704	720	2,114
yoy %	326.9%	220.8%	334.9%	320.6%	303.9%	43.9%	106.6%	66.7%	68.8%
qoq %	153.7%	-28.9%	26.7%	84.0%		-13.2%	2.1%	2.2%	
毛利润	460	321	407	736	1,924	655	667	683	2,006
yoy %	356.3%	235.8%	352.6%	325.0%	318.7%	42.4%	107.7%	67.9%	68.8%
毛利率	96.0%	94.3%	94.2%	92.6%	94.0%	95.0%	94.8%	94.9%	94.9%
销售和管理费用	167	143	570	569	1,449	343	631	515	1,489
yoy %	90.8%	157.6%	1091.5%	181.5%	268.6%	105.1%	341.8%	-9.7%	69.2%
费用率 %	34.9%	41.9%	132.0%	71.6%		49.8%	89.6%	71.5%	70.4%
研发费用	48	127	55	150	380	118	128	128	374
yoy %	35.3%	205.1%	15.3%	126.8%	98.9%	143.7%	1.2%	133.3%	62.6%
费用率 %	10.1%	37.3%	12.7%	18.9%		17.1%	18.2%	17.8%	17.7%
营业利润	240	81	-209	29	140	207	-58	51	199
yoy %	1456.8%	281.1%	-12769.7%	145.6%	341.7%	-13.7%	-172.4%	124.2%	79.2%
qoq %	480.4%	-66.4%	-359.6%	113.8%		619.2%	-128.2%	186.8%	
营业利润率 %	50.0%	23.6%	-48.4%	3.6%	6.8%	30.0%	-8.3%	7.0%	9.4%
归母净利润	217	83	-199	28	129	191	-29	55	217
yoy %	1632.3%	295.7%	-458935.7%	140.4%	304.3%	-12.0%	-135.0%	127.4%	115.6%
qoq %	411.1%	-62.0%	-341.1%	114.2%		578.3%	-115.1%	289.0%	
净利润 %	45.3%	24.3%	-46.1%	3.5%	6.3%	27.7%	-4.1%	7.6%	10.3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

- 游戏行业政策限制用户付费行为；
- 游戏版号中断；
- 各上市公司游戏上线节奏低于预期；
- 受全球宏观环境影响，玩家游戏支出低于预期；
- 游戏出海竞争加剧；
- AIGC和MR等新技术出现，颠覆现有游戏产品形态

重要声明：

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。