

| 证券研究报告 |

# 2024年游戏投资策略

——供给引领，技术铺路，需求有望进一步回升

2024.01.25

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

Email: kangyw@zts.com.cn

分析师：朱骏楠

执业证书编号：S0740523080003

Email: zhuqn01@zts.com.cn

## 投资要点

### ■ 游戏是供给创造需求的行业

■ 2023年版号供给常态化，大作新品进入释放期，行业规模重回3000亿，同比增长13.9%，玩家数量亦达到历史新高的6.68亿，且在人数增长的情况下，人均ARPU超过2021年达到453.5元的新高。在供给端出现了诸多创新，既有互动游戏内容的爆火，也有小程序游戏赛道的快速增长，即将发货的vision pro对XR内容展现带来的变革也值得期待，AI技术也给游戏玩法创新带来更多可能。2023年iOS月度畅销榜被不断上线的新品打破了原有稳定格局，《逆水寒》、《崩坏：星穹铁道》轮番冲击TOP3，《晶核》稳居TOP10数月，《蛋仔派对》、《全明星街球派对》、《元梦之星》等休闲竞技类游戏打开派对赛道空间。进入2024年，首先文号审批的节奏预计仍将维持稳定，在供给创意不断的情况下，玩家需求仍将被不断激发。

### ■ 移动游戏体验轻量化，端游需求提升趋势不容忽视

■ 2023年国内手游中，捕鱼、棋牌、MOBA品类收入占比提升超过一个百分点，而偏重度的策略、卡牌占比下滑超过1个百分点。互动影视内容的大火以及小游戏的爆发，也是轻度化体验的延续。这要求游戏厂商做好长线运营，拉长用户游戏中生命周期，提高留存，进而提升LTV，政策监管上亦往此方向引导。预计2024年仍将延续此趋势，手游玩法轻度化、付费模式轻度化。

■ 由于移动设备硬件性能的持续升级，这让游戏厂商设计游戏并在多终端让玩家获取较为接近水平的体验成为可能，也为需要有升级体验的玩家提供了更好的硬件平台。国内端游市场2023年规模达到663亿元，连续3年正增长，且2023年同比增速更是达到8%，是近6年来的新高。从利润率角度考虑，由于端游可以不通过第三方渠道发行，少30%渠道抽成。2023年国内移动游戏市场规模2269亿，是端游的3.4倍，但若以16.3%移动游戏利润率作为假设（参考A股传媒板块游戏市值TOP5公司2023上半年扣非净利率平均值），完全加上30%分成情况下，端游利润率将是移动游戏的2.84倍，即端游实际产生的利润绝对额也不容忽视，当然这里还是涉及到Steam、PS、XBOX等的分成，不完全为端游国服，仅做简单假设。2024年，预计将有更多多端产品上线，预计利润率将获得明显提升。

### ■ 投资建议：板块配置价值凸显

■ 板块估值回调充分：2023年初由于政策边际改善、供给复苏预期叠加AI技术驱动，3重催化使得板块PE（TTM）从20x直接拉升至最高44x，半年内估值水平翻倍，进入下半年，又由于AI热度略有消退，叠加中腰部公司复苏不及预期等因素影响，估值水平持续下杀，当前已经回落至24x左右，在文号仍常态化发放的背景下，此估值水平基本已经消除了所有AI与产品预期带来的估值溢价，2023年初至今板块涨幅仅剩20%，成交量走低，当前涨幅仅仅支反馈了文号常态化供给带动的估值修复，高估值风险已经完全释放。

■ 推荐关注标的：神州泰岳、世纪华通、恺英网络、完美世界，此外还建议关注姚记科技、三七互娱、吉比特、巨人网络等处于估值低位的标的，以及掌趣科技、盛天网络、紫天科技等在AI领域布局较深的标的。

■ 风险提示：1、产品上线时间不及预期风险；2、产品上线效果不及预期风险；3、游戏内容监管的不确定性风险；4、使用信息更新不及时风险

# 目录

## CONTENTS

中泰证券研究所

专业 | 领先 | 深度 | 诚信

### 01.

玩家扩容，ARPU新高，端游需求提升

### 02.

竞争头部化，体验轻度化，软硬技术均有望突破

### 03.

投资建议：关注产品与技术周期

### 04.

风险提示



1

玩家扩容，ARPU新高，端游需求提升

领先一步

## 企稳复苏，玩家扩容，ARPU新高

- 2023年国内游戏市场规模达到3030亿，同比增长13.9%，创历史新高。**2022年国内游戏市场出现滑坡，企业经营面临较大困难，主要原因在于：1) 版号4月重启发放后，游戏新品从测试到上线有一定时滞，因此未能很快反馈到规模的提升上；2) 由于版号获取的不确定性，游戏公司对项目的开立更为谨慎，因此不少项目在此过程中被放弃或搁置，导致供给不足。但进入**2023年**，版号发放常态化，游戏市场的供给也逐渐跟上，新增的供给带动需求快速回暖，一举填平**2022年**的缺口，充分体现国内玩家需求之旺盛。
- 玩家总数达6.68亿，亦为新高。**虽然行业早已进入成熟阶段，2018年玩家总数就超过了6亿，但在2021年之前，玩家数量每年仍有小幅度增加，而2022年为首次出现玩家数同比下降的情况。新增优质供给是决定玩家参与度与消费力度最主要的因素，2023年随着新产品的逐步上线，玩家总规模来到6.68亿，止住下滑的同时还创了新高。**玩家数增长情况下，ARPU（单用户平均充值额）超越2021年445.2元/年，达到453.5元/年，较2022年提升了53.1元。**
- 我们认为国内玩家对游戏的喜爱和需求依旧旺盛，优质供给能大幅带动玩家的消费热情，因此在版号常态化审批发放的情况下，供给将越来越充裕，行业增长趋势向上。

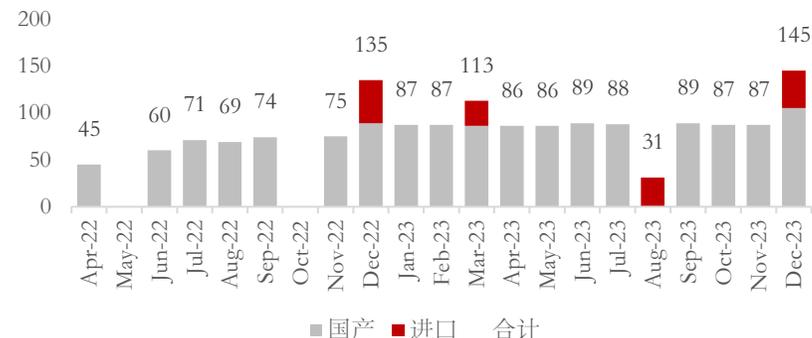
|                   | 2013A | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A  | 2023A |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 国内游戏总规模 (亿元)      | 832   | 1145  | 1407  | 1656  | 2036  | 2144  | 2309  | 2787  | 2965  | 2659   | 3030  |
| yoy               |       | 37.6% | 22.9% | 17.7% | 23.0% | 5.3%  | 7.7%  | 20.7% | 6.4%  | -10.3% | 13.9% |
| 总用户数 (亿人)         | 4.95  | 5.17  | 5.34  | 5.66  | 5.83  | 6.26  | 6.41  | 6.65  | 6.66  | 6.64   | 6.68  |
| yoy               |       | 4.5%  | 3.2%  | 5.9%  | 3.1%  | 7.3%  | 2.5%  | 3.7%  | 0.2%  | -0.3%  | 0.6%  |
| 人均ARPU (元)        | 168.0 | 221.3 | 263.5 | 292.8 | 349.1 | 342.7 | 360.1 | 419.2 | 445.2 | 400.4  | 453.5 |
| 人均ARPU 每年增加额度 (元) |       | 53.3  | 42.2  | 29.3  | 56.4  | -6.4  | 17.4  | 59.1  | 26.0  | -44.8  | 53.1  |

# 版号供给新高，新品冲击榜单

## ■ 版号审批发放量稳中有升

游戏产业兼具消费与科技双重属性，丰富大众的精神生活，在对未成年人严格管理的基础上，监管进入常态化，审批版号量稳中有升，2023年全年发放了1075个游戏版号，同比增长110%，其中2023年12月单月发放105款国产游戏版号，创出近两年单月发放数新高。

2022~2023月度版号发放数量（款）



## ■ 供给回暖，新品上线不断冲击畅销榜

2023年市场大作不断，自Q2开始新品陆续冲击榜单，根据SensorTower统计的每月国内APP Store游戏TOP20畅销榜单，4月后，至少有5款以上2023年上线新游戏位列榜单中，9月最高达到7款，《逆水寒》手游、《崩坏：星穹铁道》、《晶核》、《冒险岛：枫之传说》、《巅峰极速》等新产品陆续上榜。

中国APP STORE手游月度收入排行榜TOP20

|      | JAN-23   | FEB-23  | MAR-23  | APR-23  | MAY-23  | JUN-23    | JUL-23  | AUG-23   | SEP-23   | OCT-23   | NOV-23   | DEC-23  |
|------|----------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|
| 1    | 王者荣耀     | 王者荣耀    | 王者荣耀    | 王者荣耀    | 王者荣耀    | 王者荣耀      | 王者荣耀    | 王者荣耀     | 王者荣耀     | 王者荣耀     | 王者荣耀     | 王者荣耀    |
| 2    | 和平精英     | 和平精英    | 和平精英    | 和平精英    | 崩坏：星穹铁道 | 和平精英      | 逆水寒     | 逆水寒      | 逆水寒      | 和平精英     | 和平精英     | 和平精英    |
| 3    | 原神       | 原神      | 原神      | 原神      | 和平精英    | 崩坏：星穹铁道   | 和平精英    | 和平精英     | 和平精英     | 逆水寒      | 逆水寒      | 逆水寒     |
| 4    | 穿越火线     | 三国志·战略版 | 蛋仔派对    | 三国志·战略版 | 金铲铲之战   | 梦幻西游      | 崩坏：星穹铁道 | 崩坏：星穹铁道  | 原神       | 崩坏：星穹铁道  | 原神       | 英雄联盟手游  |
| 5    | 蛋仔派对     | 长安幻想    | 三国志·战略版 | 蛋仔派对    | 原神      | 原神        | 梦幻西游    | 晶核       | 崩坏：星穹铁道  | 原神       | 三国志·战略版  | 梦幻西游    |
| 6    | 金铲铲之战    | 蛋仔派对    | 长安幻想    | 梦幻西游    | 梦幻西游    | 三国志·战略版   | 英雄联盟手游  | 英雄联盟手游   | 冒险岛：枫之传说 | 三国志·战略版  | 英雄联盟手游   | 崩坏：星穹铁道 |
| 7    | 三国志·战略版  | 梦幻西游    | 梦幻西游    | 崩坏：星穹铁道 | 三国志·战略版 | 蛋仔派对      | 三国志·战略版 | 原神       | 三国志·战略版  | 捕鱼大作战    | 金铲铲之战    | 原神      |
| 8    | 长安幻想     | 穿越火线    | 英雄联盟手游  | 长安幻想    | 捕鱼大作战   | 英雄联盟手游    | 晶核      | 金铲铲之战    | 英雄联盟手游   | 梦幻西游     | 梦幻西游     | 金铲铲之战   |
| 9    | 梦幻西游     | 英雄联盟手游  | 穿越火线    | 合金弹头：觉醒 | 合金弹头：觉醒 | 金铲铲之战     | 巅峰极速    | 冒险岛：枫之传说 | 全明星街球派对  | 英雄联盟手游   | 捕鱼大作战    | 捕鱼大作战   |
| 10   | 英雄联盟手游   | 捕鱼大作战   | 金铲铲之战   | 金铲铲之战   | 蛋仔派对    | 捕鱼大作战     | 原神      | 蛋仔派对     | 梦幻西游     | 蛋仔派对     | 蛋仔派对     | 元梦之星    |
| 11   | 火影忍者     | 金铲铲之战   | 捕鱼大作战   | 捕鱼大作战   | 英雄联盟手游  | 穿越火线      | 蛋仔派对    | 梦幻西游     | 晶核       | 金铲铲之战    | 崩坏：星穹铁道  | 三国志·战略版 |
| 12   | 捕鱼大作战    | QQ飞车    | 三国志·战略版 | 英雄联盟手游  | 长安幻想    | 凡人修仙传：人界篇 | 捕鱼大作战   | 穿越火线     | 捕鱼大作战    | 冒险岛：枫之传说 | 晶核       | 蛋仔派对    |
| 13   | QQ飞车     | 火影忍者    | 黎明觉醒：生机 | 穿越火线    | 火影忍者    | 长安幻想      | 金铲铲之战   | 三国志·战略版  | 金铲铲之战    | 咸鱼之王     | 冒险岛：枫之传说 | 斗地主     |
| 14   | 明日方舟     | 神武4     | 咸鱼之王    | 三国志·战略版 | 明日方舟    | 火影忍者      | 穿越火线    | 捕鱼大作战    | 蛋仔派对     | 全明星街球派对  | 明日方舟     | 火影忍者    |
| 15   | 神武4      | 斗地主     | 火影忍者    | 原始征途    | 咸鱼之王    | 合金弹头：觉醒   | 新石器时代   | 巅峰极速     | 穿越火线     | 晶核       | 石器时代：觉醒  | 率土之滨    |
| 16   | 光遇       | 一念逍遥    | 斗地主     | 火影忍者    | 超能世界    | 咸鱼之王      | 使命召唤手游  | 新石器时代    | 火影忍者     | 火影忍者     | 斗地主      | 开心消消乐   |
| 17   | 率土之滨     | 光与夜之恋   | 神武4     | 天龙八部2   | 穿越火线    | 巅峰极速      | 咸鱼之王    | 咸鱼之王     | 斗地主      | 率土之滨     | 途游休闲捕鱼   | 咸鱼之王    |
| 18   | 斗地主      | 开心消消乐   | 明日方舟    | 咸鱼之王    | 原始征途    | 重返未来：1999 | 火影忍者    | 明日方舟     | 巅峰极速     | 斗地主      | 咸鱼之王     | QQ飞车    |
| 19   | 使命召唤手游   | 指尖四川麻将  | 一念逍遥    | 开心消消乐   | 三国志·战略版 | 开心消消乐     | 斗地主     | QQ飞车     | 新石器时代    | QQ飞车     | 开心消消乐    | 穿越火线    |
| 20   | FIFA足球世界 | 率土之滨    | 开心消消乐   | 斗地主     | 开心消消乐   | 超能世界      | 开心消消乐   | 斗地主      | 开心消消乐    | 开心消消乐    | 星球：重启    | 部落冲突    |
| 合计新品 | 1        | 1       | 2       | 6       | 5       | 5         | 5       | 6        | 7        | 5        | 6        | 3       |

数据来源：新闻出版署，SensorTower，中泰证券研究所

## 手游仍是国内最大市场，端游需求提升趋势不容忽视

- 国内手游2023年规模达到2269亿，占总盘子的75%左右。**移动设备作为游戏的硬件载体，在国内受众人称量超PC与主机，因此国内游戏厂商从商业化的角度考虑，移动端游戏的投入更大，因此也就形成了国内移动游戏占比远超PC与主机的格局。但这并不意味着移动端产品的技术含量与品质与PC和主机的游戏有差距，反而从近些年的研发投入看，移动游戏的研发投入有逐渐接近甚至赶超一般端主机游戏的趋势，且基于移动的游戏也支持多端，端手的界限在不断模糊。
- 端游需求提升趋势向上，净利率应更高，不容忽视。**上文提及移动游戏的研发投入持续加大，体现在端游领域，也较为明显可以看到，目前大量头部厂商推出多端产品，例如完美世界的《幻塔》，既有手游，又有端游、主机，米哈游的《原神》亦是如此。考虑到移动设备的性能不断提升，这让游戏厂商在设计游戏在多端获取相近水平体验成为可能。国内端游市场2023年规模达到663亿元，已经连续3年正增长，且2023年同比增速更是达到8%，是近6年来的新高，多端游戏带动玩家在端游上的消费提升，同时引导玩家提升对游戏品质认知。从利润率的角度看，由于端游可以不通过第三方渠道发行，因此利润率相较于在iOS或Google Play商店平台发行抽成30%来说，具有明显的利润率优势。
- 出海受到全球游戏增速萎靡影响，同比下滑。**国内游戏公司出海总规模2023年为164亿美元，同比下滑2%，从出海的产品情况看，以手游为主，受到近两年海外手游市场整体较为萎靡的影响，出海规模连续两年萎缩。预计未来海外竞争将更为激烈，3年的线上红利时期过去，更加考验国内产品的质量与运营。但就海外市场潜在空间看，我们以7.2的人民币-美元汇率计算，扣除国内移动市场情况下有758亿美元，是2023年出海规模的4.6倍。

|              | 2013A | 2014A  | 2015A | 2016A | 2017A  | 2018A  | 2019A  | 2020A | 2021A | 2022A  | 2023A  |
|--------------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 手游 (亿元)      | 112   | 275    | 515   | 819   | 1161   | 1340   | 1581   | 2097  | 2255  | 1931   | 2269   |
| yoy          |       | 144.6% | 87.2% | 59.2% | 41.7%  | 15.4%  | 18.0%  | 32.6% | 7.6%  | -14.4% | 17.5%  |
| 端游 (亿元)      | 537   | 609    | 612   | 582   | 649    | 620    | 615    | 559   | 588   | 614    | 663    |
| yoy          |       | 13.5%  | 0.4%  | -4.8% | 11.4%  | -4.5%  | -0.7%  | -9.1% | 5.2%  | 4.4%   | 8.0%   |
| 页游及其他 (亿元)   | 183   | 261    | 281   | 254   | 226    | 185    | 113    | 131   | 122   | 114    | 98     |
| yoy          |       | 42.8%  | 7.6%  | -9.6% | -10.9% | -18.2% | -39.2% | 16.3% | -7.0% | -6.0%  | -14.2% |
| 出海 (亿美元)     | 18    | 31     | 53    | 72    | 83     | 96     | 116    | 155   | 180   | 173    | 164    |
| yoy          |       | 69.0%  | 72.6% | 36.2% | 14.5%  | 15.8%  | 21.0%  | 33.2% | 16.6% | -3.7%  | -5.6%  |
| 全球手游规模 (亿美元) |       |        |       |       |        | 738    | 858    | 1005  | 1158  | 1095   | 1073   |
| yoy          |       |        |       |       |        |        | 16.2%  | 17.2% | 15.2% | -5.4%  | -2.0%  |



2

竞争头部化，体验轻量化，软硬技术均有  
望突破

领先一步

## 预计竞争格局更加趋于头部化

### ■ 头部集中化:

■ 以腾讯/网易财报公布数据统计，两家公司截至2023上半年占据市场超过60%份额，且自2018年以来，两家公司市占比均处于稳步提升状态，2023上半年市占比分别为45.64%与19.13%，合计达到64.77%。其他部分占比自2018年后持续下探，其中包含了非上市的米哈游、莉莉丝等公司，依照APPMAGIC统计的2023年全球手游收入TOP10榜单中情况分析，米哈游旗下《原神》与《崩滑：星穹铁道》占据两席，在其他类中的占比应是不断提升，因此未统计中腰部公司的市占比亦在不断下滑。

**原因分析：**呈现这一趋势背后的原因我们认为主要有两点：1) 行业增速放缓倒逼精品化；2) 玩家品味提升自然淘汰非精品化产品。以上两大原因导致了游戏公司进入大投入、大产出的工业化时代，不是一般中小企业可以支撑的。

头部游戏市占比结构变化趋势图

|      | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023H1 | 趋势图   |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---|
| 腾讯   | 37.07% | 36.76% | 41.18% | 42.33% | 44.30% | 45.64% |    |
| 网易   | 14.32% | 14.88% | 14.40% | 15.25% | 17.89% | 19.13% |    |
| 三七互娱 | 2.71%  | 4.22%  | 3.79%  | 3.93%  | 4.25%  | 3.82%  |    |
| 世纪华通 | 2.89%  | 4.69%  | 3.94%  | 3.37%  | 2.96%  | 2.42%  |    |
| 完美世界 | 1.93%  | 2.20%  | 2.44%  | 1.80%  | 1.88%  | 1.79%  |   |
| 吉比特  | 0.59%  | 0.69%  | 0.72%  | 1.11%  | 1.33%  | 1.16%  |  |
| 昆仑万维 | 1.27%  | 1.18%  | 0.72%  | 1.18%  | 1.23%  | 1.19%  |  |
| IGG  | 1.83%  | 1.49%  | 1.21%  | 1.20%  | 1.06%  | 1.13%  |  |
| 恺英网络 | 0.81%  | 0.65%  | 0.41%  | 0.57%  | 0.96%  | 0.97%  |  |
| 神州泰岳 | 0.22%  | 0.28%  | 0.64%  | 0.79%  | 0.92%  | 1.06%  |  |
| 其他   | 36.37% | 32.96% | 30.56% | 28.46% | 23.21% | 21.69% |  |

2023年全球手游收入TOP10

### 2023's top grossing mobile games

All data sourced by mobilegamer.biz via Appmagic

|    |   |                             |          |
|----|---|-----------------------------|----------|
| 1  |    | Honor of Kings<br>Tencent   | \$1.48bn |
| 2  |    | PUBG Mobile<br>Tencent      | \$1.14bn |
| 3  |    | Candy Crush Saga<br>King    | \$956.9m |
| 4  |   | Genshin Impact<br>Mihoyo    | \$943.8m |
| 5  |  | Roblox<br>Roblox Corp.      | \$868.6m |
| 6  |  | Royal Match<br>Dream Games  | \$835.2m |
| 7  |  | Coin Master<br>Moon Active  | \$728.7m |
| 8  |  | Honkai: Star Rail<br>Mihoyo | \$659.1m |
| 9  |  | Monopoly Go<br>Scopely      | \$645m   |
| 10 |  | Gardenscapes<br>Playrix     | \$605.7m |

## 国内移动游戏体验轻度化趋势明显

■ 2023年国内手游中，捕鱼、棋牌、MOBA品类收入占比提升超过一个百分点，而偏重度的策略、卡牌占比下滑超过1个百分点。预计2024年仍将延续此趋势，手游玩法轻度化、付费模式轻度化。海外市场来看，重度策略、卡牌与角色扮演有不错提升。

### 国内市场：2022A VS 2023A

**占比提升：**提升最为显著的是捕鱼游戏，增加2.3个pct，其次为MOBA，提升1.7pct，棋牌类占比增加0.51pct，其他品类由于囊括了博彩、放置等游戏无法拆分，但整体提升1.96pct，无论是放置还是博彩，都是偏轻度休闲为主

**占比下降：**下降最为明显的是策略游戏，减少4.88pct，其次为卡牌类，减少1.44pct，角色扮演类排名第3，减少0.14pct，占比下降品类明显为偏重度氪金类型。

### 海外市场：2022A VS 2023A

**占比提升：**提升最为显著的是休闲游戏，增加3.32个pct，其次为角色扮演/卡牌/策略，分别提升3.21pct/1.63pct/1.54pct

**占比下降：**下降最为明显的是其他类，减少6.03pct，其次为消除类/射击类，分别下降2.28pct/2.32pct

海外部分与国内相似的是休闲类游戏变现相对出色，不同的是在线多人竞技品类下降，而偏重度的角色扮演与卡牌有提升，预计这主要是由于米哈游《星穹铁道》海外上线带动。

不同游戏类型收入占比变化趋势（国内市场）

| 类型                      | 2022年  | 2023年  | 变化趋势   |
|-------------------------|--------|--------|--------|
| 策略类                     | 11.52% | 6.64%  | -4.88% |
| 卡牌类                     | 5.05%  | 3.61%  | -1.44% |
| 角色扮演类 (ARPG/MMORPG/回合制) | 29.69% | 29.55% | -0.14% |
| 多人在线战术竞技 (MOBA)         | 15.31% | 17.01% | 1.70%  |
| 射击类                     | 14.94% | 14.70% | -0.24% |
| 棋牌类                     | 4.16%  | 4.67%  | 0.51%  |
| 自走棋                     | 2.4%   | 2.6%   | 0.23%  |
| 捕鱼游戏                    | 2.1%   | 4.4%   | 2.30%  |
| 其他                      | 14.85% | 16.81% | 1.96%  |

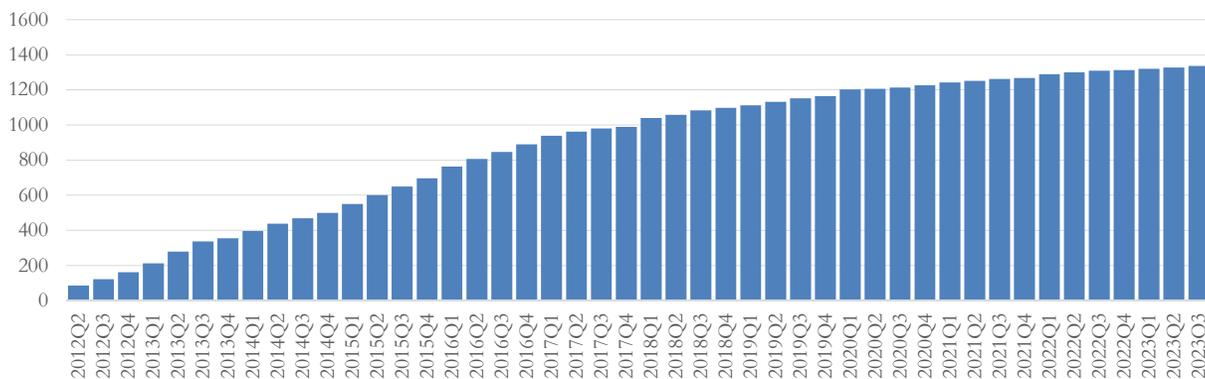
不同游戏类型收入占比变化趋势（海外市场）

|                     | 2022年  | 2023年  | 变化趋势   |
|---------------------|--------|--------|--------|
| 模拟经营类               | 4.47%  | 4.88%  | 0.41%  |
| 消除类                 | 6.36%  | 4.08%  | -2.28% |
| 多人在线战术竞技类 (MOBA)    | 5.21%  | 4.29%  | -0.92% |
| 卡牌类                 | 2.93%  | 4.56%  | 1.63%  |
| 放置类                 | 3.29%  | 4.14%  | 0.85%  |
| 角色扮演类 (ARPG/MMORPG) | 12.76% | 15.97% | 3.21%  |
| 射击类                 | 12.35% | 10.03% | -2.32% |
| 策略类 (含SLG)          | 38.76% | 40.30% | 1.54%  |
| 其他                  | 10.27% | 4.24%  | -6.03% |
| 休闲类                 | 1.79%  | 5.11%  | 3.32%  |
| 生存类                 | 1.81%  | 2.40%  | 0.59%  |

## 小游戏、互动影视轻度化的延续

- **小程序游戏：更为轻度化，放置、开宝箱等玩法，玩法轻度化碎片化，符合玩家需求趋势，且现阶段利于中腰部公司开拓**
- **1) 泛用户群覆盖：**小程序游戏的用户受众面向**13亿**微信用户，受众面拓宽，且以休闲游戏为主，上手门槛低，微信平台天然适合社交传播
- **2) 更高的转化效率：** $ROI = LTV/CPA$ ，而CPA的转化成本，受到展示点击、下载转化、游戏内激活、付费转化等多重因素影响，小程序由于即点即玩的特性，可以有效降低下载转化端的损耗，用户无需等待，且下拉菜单的模式，也有利于用户高频登录，增加游玩时长，提升付费转化效率。
- **3) 更优惠的平台分成机制：**国内安卓平台对游戏往往为**55**分成，苹果为**37**分成，小游戏平台分成更加优惠，以微信小游戏平台为例，月流水**>50**万元部分，最高可以分得**10%**的月流水返点，普通小游戏是**46**分成，定位创意小游戏则可以实现**37**分，安卓端投放每满**200**万还可以获得**10**万奖励金
- **4) 较低的研发门槛：**由于小游戏市场头部公司参与度较低，较为利好中腰部游戏公司，研发的门槛相对较低，对买量型游戏宽容度更高
- **互动影视：**
- 《完蛋！我被美女包围了！》在**Steam**平台大火，该内容为多结局多支线的互动式影视剧，节点的交互带来观更强参与感。包括《谍影成双》（互影科技、阅文集团、上影元和上影制作联合出品）、《隐藏真探》（百纳千成、大鱼快游、bilibili游戏联合出品）等在内的多部互动影视内容有望在**Steam**上线。这一模式也给游戏公司带来了业务的新方向，可以借助成熟的**IP**内容，开发轻度化的产品。

微信和Wechat合并月活跃用户（百万）



数据来源：腾讯财报，中泰证券研究所



## 技术更新，硬件铺路

### ■ AI引领新一轮变革

2023年GPT-3.5、GPT-4、GPT-4 Turbo带领AI进入落地应用阶段，2024年GPTs商店的开启，预计将带动AI应用的百花齐放，后续更加强大的GPT-5也有望在2024年推出，从文本到图片，再到音频，到动图、视频，从2D到3D，AI应用随着大模型的进化不断迭代。

国内端，各大厂商自研模型层出不穷，应用场景拓宽，我们预计国内基于AI的垂类应用量将在2024年大幅提升。

### ■ 苹果vision pro带领新展示平台突围

苹果2024年重磅MR产品vision pro将于2月2日上市销售，这是苹果首款3D空间计算的沉浸式体验的产品，预计将引领市场后续发展方向，基于苹果MR生态的应用开发者将为其提供丰富多样的应用与内容体验。IDC预计到2027年，AR类硬件头戴设备出货量将达到680万台，4年CAGR为96.5%，VR设备出货量为2190万台，4年CAGR为30.1%，整体2027年AR/VR头戴设备出货量将达到2860万台，这一数字超过全球每年主机设备出货量，4年CAGR为37.2%。

全球AR/VR出货量预计（百万）

| Product Category  | 2023 Shipments | 2023/2022 Growth | 2027 Shipments | 2027/2026 Growth | 2023-2027 CAGR |
|-------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| Augmented Reality | 0.5            | 63.5%            | 6.8            | 85.5%            | 96.5%          |
| Virtual Reality   | 7.6            | -10.7%           | 21.9           | 26.7%            | 30.1%          |
| Total             | 8.1            | -8.3%            | 28.6           | 37.0%            | 37.2%          |



3

投资建议：关注产品与技术周期

领先一步

## 投资建议：关注产品与技术周期

### ■ 投资建议：板块配置价值凸显

**1、板块估值回调充分：**2023年初由于政策边际改善、供给复苏预期叠加AI技术驱动，3重催化使得板块PE（TTM）从20x直接拉升至最高44x，半年内估值水平翻倍，进入下半年，又由于AI热度略有消退，叠加中腰部公司复苏不及预期等因素影响，估值水平持续下杀，当前已经回落至24x左右，在版号仍常态化发放的背景下，此估值水平基本已经消除了所有AI与产品预期带来的估值溢价，**2023年初至今板块涨幅仅剩20%，成交量走低**，当前涨幅仅仅支反馈了版号常态化供给带动的估值修复，高估值风险已经完全释放。

游戏板块近5年累计涨幅与成交额统计



游戏板块近5年PE（TTM）水平



## 投资建议：关注产品与技术周期

**2、技术进入新周期：**2023年AI技术大规模爆发，大模型不断迭代，各类应用应运而生，游戏作为结合了文本、图像、音频、视频、交互等多模态的内容，是技术革新最为收益的板块之一，因而也在2023年上半年享受了较为明显的估值溢价，进入下半年，市场对于AI游戏应用的高预期转变成对技术落地到成熟应用周期较慢的失落期，板块回调明显。但这一阶段，游戏公司对于AI的投入并未停歇，AI领域的各项技术还在层出不穷，大周期上看，在结合苹果vision pro这种革命性的内容展现硬件推出，游戏势必是最为受益的领域之一，AI与MR技术结合，将为交互和内容展现带来更多可能。

### 重点关注标的：

**神州泰岳**（游戏出海收入占总游戏收入近9成，核心SLG产品《旭日之城》流水环比持续提升，储备新品代号《DL》与《LOA》有望在2024年上线增厚业绩，AI催收、云服务等业务稳定增长）；**世纪华通**（子公司点点互动2023年12月进入SensorTower国内手游全球发行收入TOP4，仅次于腾网米，国内游戏出海龙头之一，国内传奇IP的唯一合法授权方，IDC业务与腾讯深度合作，建设超算中心）；**恺英网络**（传奇奇迹开发能力国内领先，构筑稳定基本盘，储备有大量新品，包括《斗罗大陆：诛邪传说》、《临仙》等，深耕VR领域多年，投资大朋VR，自研VR内容）；**完美世界**（产品大周期，转型后第一波内容上线高峰将在2024年兑现，经典诛仙IP端游《诛仙世界》，3大日系IP手游大作《一拳超人：世界》、《女神异闻录：魅影传说》、《乖离性百万亚瑟王：环》均预期在2024年全球上线，公司有望迎业务拐点）

此外还建议关注姚记科技、三七互娱、吉比特、巨人网络等处于估值低位的标的，以及掌趣科技、盛天网络、紫天科技等在AI领域布局较深的标的。

| 代码        | 简称   | 总市值<br>(亿元) | 收盘价<br>(元) | 营业收入 (亿元) |       |       | 归母净利润 (亿元) |       |      |       |     | PE (倍) |       |       |    |
|-----------|------|-------------|------------|-----------|-------|-------|------------|-------|------|-------|-----|--------|-------|-------|----|
|           |      |             |            | 2022A     | 2023E | 2024E | 2022A      | 2023E | yoy  | 2024E | yoy | 2022A  | 2023E | 2024E |    |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 418         | 18.8       | 164.1     | 164.4 | 178.4 | 29.5       | 30.5  | 3%   | 36.4  | 19% | 14     | 14    | 11    |    |
| 603444.SH | 吉比特  | 148         | 205.6      | 51.7      | 43.2  | 50.8  | 14.6       | 12.4  | -15% | 15.0  | 22% | 10     | 12    | 10    |    |
| 002517.SZ | 恺英网络 | 240         | 11.2       | 37.3      | 44.0  | 56.3  | 10.3       | 14.7  | 44%  | 18.3  | 34% | 23     | 16    | 13    |    |
| 300002.SZ | 神州泰岳 | 203         | 10.4       | 48.1      | 59.6  | 70.1  | 5.4        | 8.3   | 53%  | 9.7   | 17% | 38     | 25    | 21    |    |
| 002624.SZ | 完美世界 | 206         | 10.6       | 76.7      | 84.7  | 100.3 | 13.8       | 10.8  | -22% | 14.5  | 34% | 15     | 19    | 14    |    |
| 002602.SZ | 世纪华通 | 370         | 5.0        | 114.8     | 145.6 | 168.6 | -70.9      | 18.9  |      | 24.5  | 30% | -      | 20    | 15    |    |
| 300494.SZ | 盛天网络 | 71          | 14.4       | 16.6      | 17.1  | 21.5  | 2.2        | 2.2   | 1%   | 3.1   | 37% | 32     | 31    | 23    |    |
| 002558.SZ | 巨人网络 | 202         | 10.2       | 20.4      | 32.8  | 38.3  | 8.5        | 13.3  | 56%  | 15.5  | 17% | 24     | 15    | 13    |    |
| 300280.SZ | 紫天科技 | 63          | 38.7       | 17.5      | 32.9  | 44.8  | 1.7        | 3.2   | 81%  | 4.8   | 50% | 36     | 20    | 13    |    |
| 300315.SZ | 掌趣科技 | 130         | 4.7        | 12.1      | 10.0  | 15.2  | 1.0        | 2.6   | 170% | 4.0   | 54% | 135    | 50    | 32    |    |
| 平均PE      |      |             |            |           |       |       |            |       |      |       |     | 26     |       |       | 19 |
| 中位数PE     |      |             |            |           |       |       |            |       |      |       |     | 20     |       |       | 15 |



4

风险提示

## 风险提示

---

### ■ 1、产品上线时间不及预期风险

游戏内容作为非标型创意产品，上线时间存在较大不确定性，会根据行业喜好变化，每轮测试的情况做出动态调整，也与当前技术情况息息相关

### ■ 2、产品上线效果不及预期风险

同样作为非标型创意产品，玩家喜好是会随着时间发生变化，而游戏的研发是一个需要较长时间周期的工作，因此存在当前的喜好与此前立项的方向偏离的情况，也存在预期玩家喜好，但实际上线后并未达到预期的情况，这都会大幅影响产品上线后的实际表现

### ■ 3、游戏内容监管的不确定性风险

监管会依据不断时期的情况，对内容提出不同的标准，若未达到监管要求，则产品存在无法上线、上线后被下架等风险，大幅影响业绩预期

### ■ 4、使用信息更新不及时风险

## 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。