

游戏 II 行业深度报告

游戏行业 2023 年及 2024Q1 业绩综述：产品周期驱动业绩增长，全方位拥抱 AI 技术变革 增持（维持）

2024 年 05 月 07 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 陈欣

执业证书：S0600122070012
chenxin@dwzq.com.cn

投资要点

- 行业概况：版号重启高质量发放，行业景气度回暖。**2022 年 4 月游戏版号重启发放，此后步入常态化发放，1) 数量方面，单月版号数量呈现稳中有升趋势，并于 2023 年 12 月突破 100 个，2023 年共发放 978 个国产版号，98 个进口版号，合计 1076 个版号，2024 年 1-4 月共发放 428 个国产版号，14 个进口版号，合计 442 个，已达 2023 年全年版号数量的 41%；2) 质量方面，《黑神话：悟空》《地下城与勇士：起源》等诸多精品游戏版号相继获批，版号质量稳步提升。受益于供给端改善，2023 年中国游戏市场规模达 3030 亿元，yoy+14%，其中移动游戏市场规模达 2269 亿元，yoy+18%，2024Q1 游戏行业延续修复趋势，市场规模达 726 亿元，yoy+8%，其中移动游戏市场规模达 529 亿元，yoy+9%。
- 上市公司层面，产品周期驱动业绩修复。**2023 年及 2024Q1 A 股游戏上市公司合计收入达 812、206 亿元，yoy+3%、+7%，我们认为主要系版号重启发放，各公司新游相继上线，驱动营收增长，归母净利润合计为 89.2、26.4 亿元，yoy+1265%、-27%，归母净利率为 11.0%、12.8%，yoy+10.1pct、-5.9pct，2023 年归母净利润及归母净利率同比高增主要系 2022 年部分公司计提大额减值准备，致基数较低，同时 2023 年新游相继上线，业绩稳步增长。2024Q1 A 股游戏上市公司营收同比增长，但归母净利润同比有所下降，我们认为主要系游戏收入费用错配所致，2024Q1 A 股游戏上市公司销售费用为 72.9 亿元，yoy+46%，销售费用率为 35.5%，yoy+9.5pct，各厂商新游陆续上线，致销售费用有所增长，但收入确认及利润释放有所延迟，截至 2024Q1 末，A 股游戏上市公司的合同负债为 64.3 亿元，较 2023 年末增长 5.5 亿元。
- 经营性现金流稳健，稳定分红回报股东。**2023 年及 2024Q1 A 股游戏上市公司经营活动产生的现金流量净额为 154、27 亿元，yoy+1%、-10%，经营性现金流维稳。回顾 2021-2023 年，A 股游戏上市公司合计分红 55、48、52 亿元，股利支付率(现金分红/当期归母净利润)为 55.5%、735.1%、58%，行业股利支付率常年维持较高水平，高额稳定分红回报股东。
- 积极拥抱 AI 变革，赋能研运及玩法创新。**各厂商积极拥抱 AI 浪潮，于 2023 年年报中均详细阐述 AI 布局，积极探索“AI+”玩法创新，将 AI 落地至游戏研发、运营过程中。当前 AI 工具正不断被应用至美术资产生成、视频生成、音频生成、代码生成、文本翻译、智能 NPC 交互等各领域，研运 AI 渗透率不断提升。展望后续，我们看好 AI 将不断提升游戏研运效率，同时期待随着 AI 技术突破，“AI+”玩法有望迎来突破。
- 投资建议：看好新游周期驱动板块业绩、估值修复，AI 赋能打开向上空间。**1) **供给端：**我们看好版号持续常态化发放，各厂商重点新游储备相继获得版号，行业精品新游供给有望持续改善。2) **业绩端：**各厂商新游储备充沛，我们看好新游相继上线，驱动公司业绩稳步修复。3) **估值端：**当前游戏板块回调较深，大部分公司 2024 年 PE 仅为 12-14 倍，估值尚处低位，我们看好随着新游相继上线，业绩兑现驱动估值修复。同时我们看好 AI 产业进展，游戏作为 AI 主要应用领域之一，将受益于 AI 产业进展及突破，估值弹性有望进一步打开。我们推荐研运能力出色且新游储备充沛的厂商：恺英网络、巨人网络、三七互娱、吉比特、完美世界、宝通科技、名臣健康、姚记科技、盛天网络等，建议关注神州泰岳、世纪华通、电魂网络、汤姆猫等。
- 风险提示：**新游上线不及预期风险，行业竞争加剧风险，行业监管风险

行业走势



相关研究

《理性看待《网络游戏管理办法》(征求意见稿)，促进行业繁荣健康发展本意不改》

2023-12-24

《游戏行业 2023 年半年报综述：新一轮产品周期已开启，看好利润端逐季持续修复》

2023-09-10

内容目录

1. 行业概况：版号重启高质量发放，行业景气度回暖	5
2. 上市公司：新游周期逐步开启，全方位积极拥抱 AI.....	7
2.1. 板块业绩稳步修复，公司产品周期表现各异.....	8
2.2. 经营性现金流稳健，稳定分红回报股东.....	14
2.3. 积极拥抱 AI 技术变革，赋能研运及玩法创新	16
3. 投资建议	16
4. 风险提示	17

图表目录

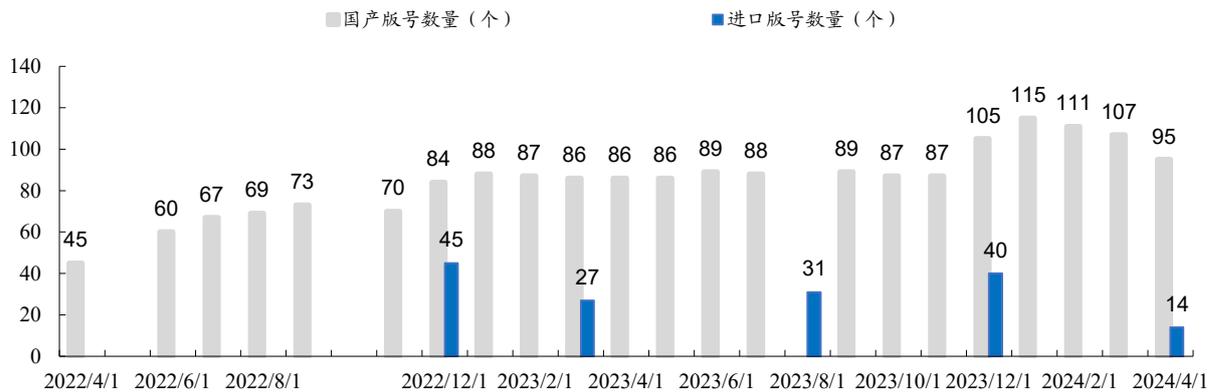
图 1:	2022 年 4 月-2024 年 4 月每月游戏版号发放数量	5
图 2:	2008-2023 年中国游戏市场规模及同比增速	5
图 3:	2008-2023 年中国移动游戏市场规模及同比增速	5
图 4:	20Q1-24Q1 中国游戏市场规模及同比增速	6
图 5:	20Q1-24Q1 中国移动游戏市场规模及同比增速	6
图 6:	小程序游戏市场规模及增长率	6
图 7:	2008-2023 年中国游戏用户规模及同比增速	7
图 8:	2008-2023 年中国游戏用户 ARPU 及同比增速	7
图 9:	2014-2023 年中国厂商出海收入及同比增速	7
图 10:	20Q1-24Q1 中国厂商出海收入及同比增速	7
图 11:	2018-2023 年游戏行业收入及增速	8
图 12:	21Q1-24Q1 游戏行业收入及增速	8
图 13:	行业内主要上市公司季度末合同负债情况	8
图 14:	2018-2023 年游戏行业毛利及增速	9
图 15:	2018-2023 年游戏行业毛利率及增速	9
图 16:	21Q1-24Q1 游戏行业毛利及增速	9
图 17:	21Q1-24Q1 游戏行业毛利率及增速	9
图 18:	2018-2023 年游戏行业归母净利润及增速	9
图 19:	2018-2023 年游戏行业归母净利率及增速	9
图 20:	21Q1-24Q1 游戏行业归母净利润及增速	10
图 21:	21Q1-24Q1 游戏行业归母净利率及增速	10
图 22:	2018-2023 年游戏行业扣非归母净利润及增速	10
图 23:	2018-2023 年游戏行业扣非归母净利率及增速	10
图 24:	21Q1-24Q1 游戏行业扣非归母净利润及增速	10
图 25:	21Q1-24Q1 游戏行业扣非归母净利率及增速	10
图 26:	2018-2023 年游戏行业销售费用及增速	11
图 27:	2018-2023 年游戏行业销售费用率及增速	11
图 28:	21Q1-24Q1 游戏行业销售费用及增速	11
图 29:	21Q1-24Q1 游戏行业销售费用率及增速	11
图 30:	2018-2023 年游戏行业管理费用及增速	11
图 31:	2018-2023 年游戏行业管理费用率及增速	11
图 32:	21Q1-24Q1 游戏行业管理费用及增速	12
图 33:	21Q1-24Q1 游戏行业管理费用率及增速	12
图 34:	2018-2023 年游戏行业研发费用及增速	12
图 35:	2018-2023 年游戏行业研发费用率及增速	12
图 36:	21Q1-24Q1 游戏行业研发费用及增速	12
图 37:	21Q1-24Q1 游戏行业研发费用率及增速	12
图 38:	行业内主要上市公司季度收入情况	13
图 39:	行业内主要上市公司季度归母净利润情况（世纪华通 2022Q4 计提大额减值，为更好展示故剔除）	14
图 40:	21Q1-24Q1 游戏行业经营活动产生的现金流量净额及同比增速	14
图 41:	2018-2023 年游戏行业年度分红金额	15

图 42: 2018-2023 年游戏行业股利支付率	15
图 43: 完美世界研发管线的 AI 渗透率	16
表 1: 2021-2023 年 A 股游戏上市公司股利支付率 (以 2023 年排序)	15

1. 行业概况：版号重启高质量发放，行业景气度回暖

版号开启常态化发放，量质齐升改善新游供给。2022年4月游戏版号重启发放，此后步入常态化发放，1)数量方面，单月版号数量呈现稳中有升趋势，并于2023年12月突破100个，2023年共发放978个国产版号，98个进口版号，合计1076个版号，2024年1-4月共发放428个国产版号，14个进口版号，合计442个，已达2023年全年版号数量的41%；2)质量方面，《黑神话：悟空》《地下城与勇士：起源》等诸多精品游戏版号相继获批，版号质量稳步提升。

图1：2022年4月-2024年4月每月游戏版号发放数量



数据来源：国家新闻出版署，东吴证券研究所

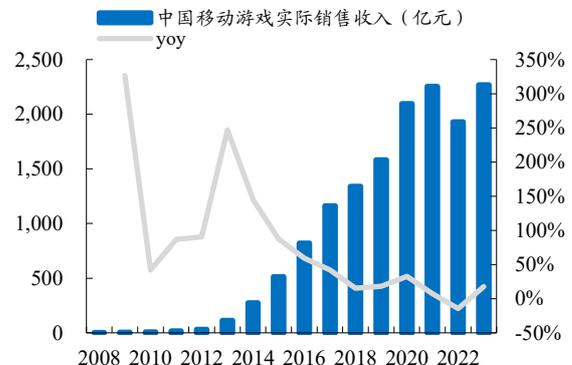
新游相继上线，驱动行业景气度回升。2023年中国游戏市场规模达3030亿元，yoy+14%，其中移动游戏市场规模达2269亿元，yoy+18%，版号重启发放后新游相继上线，驱动游戏市场强势反弹。2024Q1游戏行业延续修复趋势，市场规模达726亿元，yoy+8%，其中移动游戏市场规模达529亿元，yoy+9%。

图2：2008-2023年中国游戏市场规模及同比增速



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

图3：2008-2023年中国移动游戏市场规模及同比增速



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

图4: 20Q1-24Q1 中国游戏市场规模及同比增速



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

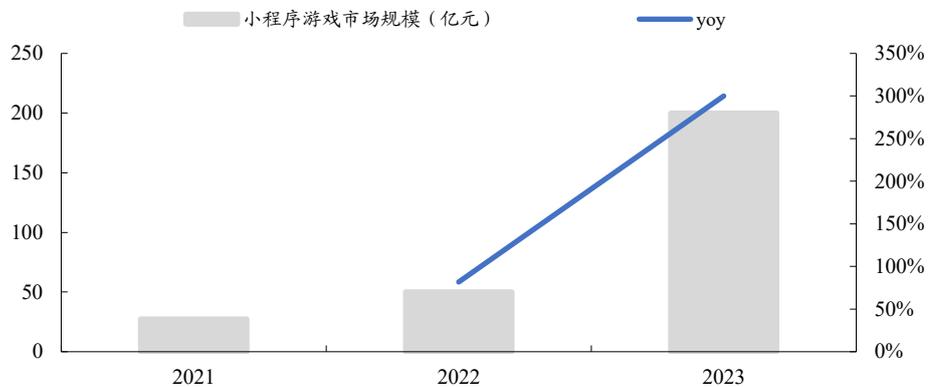
图5: 20Q1-24Q1 中国移动游戏市场规模及同比增速



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

小程序游戏市场规模快速扩张。随着抖音与微信的外链打通, 以及游戏品类创新, 小程序游戏市场迎来快速发展, 根据伽马数据, 2023 年小游戏市场规模达 200 亿元, yoy+300%。展望 2024 年及未来, 我们认为相比于 APP 游戏, 小程序游戏买量成本仍较低, 看好小程序品类持续创新丰富, 用户及市场规模仍有较大增长空间。

图6: 小程序游戏市场规模及增长率



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

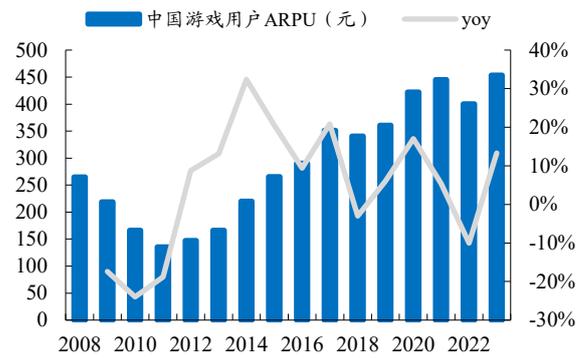
游戏用户规模维稳, ARPU 创新高。2023 年中国游戏用户达 6.7 亿人, yoy+0.6%, 游戏用户规模已相对平稳。人均付费方面, 2023 年中国游戏用户 ARPU 为 454 元, yoy+13%, 新游供给改善驱动用户付费重启增长, 再创新高。展望 2024 年及未来, 各厂商重磅新游将陆续上线, 我们看好未来游戏用户人均付费有望持续稳步增长。

图7: 2008-2023 年中国游戏用户规模及同比增速



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

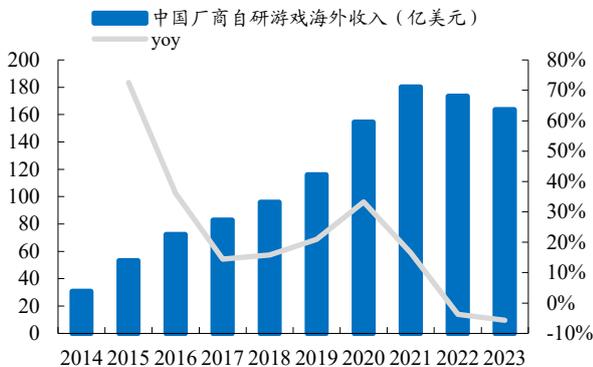
图8: 2008-2023 年中国游戏用户 ARPU 及同比增速



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

出海收入有所承压, 期待新游上线重启增长。2023 年中国厂商自研游戏海外收入达 164 亿元, yoy-6%, 主要系疫后海外移动游戏整体市场规模有所回落。2024Q1 中国厂商自研游戏海外收入达 41 亿元, yoy+5%, qoq+5%, 同环比双增, 主要系部分 SLG 游戏流水稳健增长, 以及新游《恋与深空》等表现出色。

图9: 2014-2023 年中国厂商出海收入及同比增速



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

图10: 20Q1-24Q1 中国厂商出海收入及同比增速



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

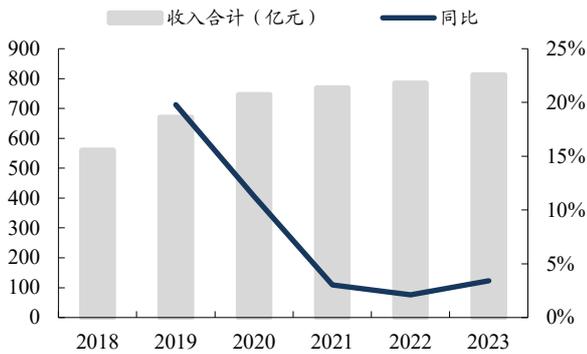
2. 上市公司: 新游周期逐步开启, 全方位积极拥抱 AI

上市公司方面, 我们选取申万行业分类中的二级游戏板块, 剔除 ST 股, 以及游戏收入占比较低的昆仑万维, 统计样本为 24 家公司。

2.1. 板块业绩稳步修复，公司产品周期表现各异

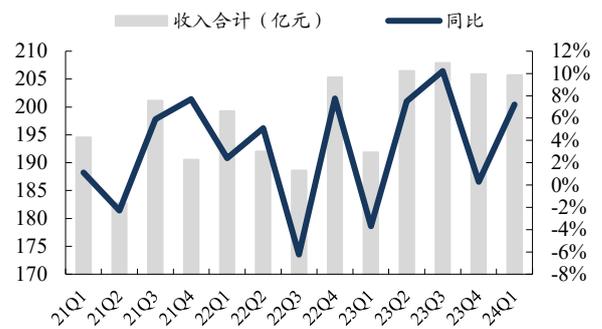
营收端：2023 年及 2024Q1 A 股游戏上市公司合计收入达 812、206 亿元，yoy+3%、+7%，我们认为主要系版本号重启发放，各公司新游相继上线，驱动营收增长。

图11：2018-2023 年游戏行业收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

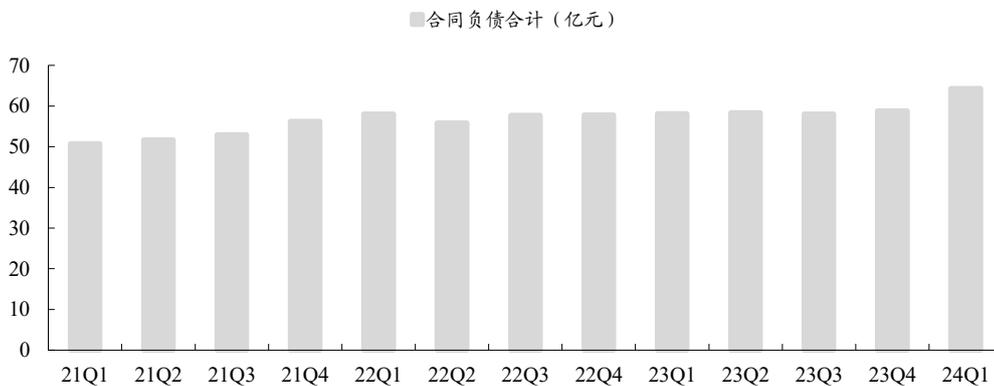
图12：21Q1-24Q1 游戏行业收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

截至 2024Q1 末，A 股游戏上市公司的合同负债为 64.3 亿元，较 2023 年末增长 5.5 亿元。

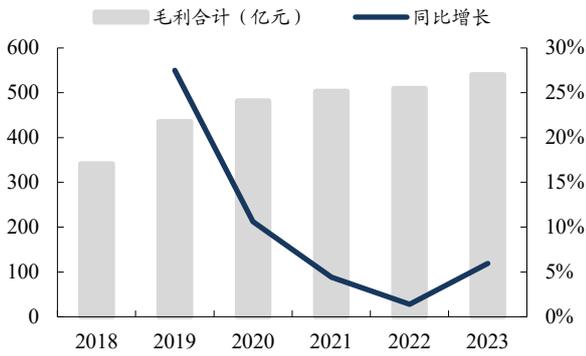
图13：行业内主要上市公司季度末合同负债情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

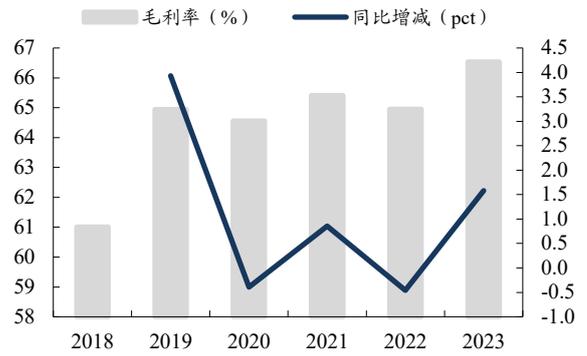
2023 年及 2024Q1 A 股游戏上市公司毛利合计为 540、140 亿元，yoy+6%、+12%，毛利率为 66.5%、68.3%，yoy+1.6pct、+2.9pct，我们预计毛利率提升主要系高毛利率的自研产品收入占比提升，游戏分成金减少。

图14: 2018-2023 年游戏行业毛利及增速



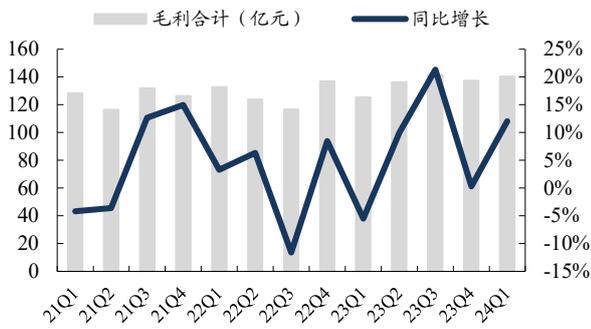
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2018-2023 年游戏行业毛利率及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 21Q1-24Q1 游戏行业毛利及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

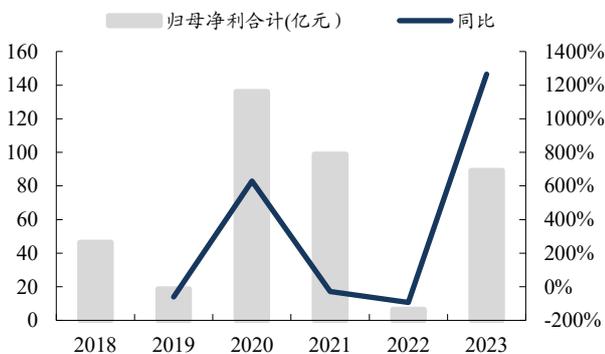
图17: 21Q1-24Q1 游戏行业毛利率及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

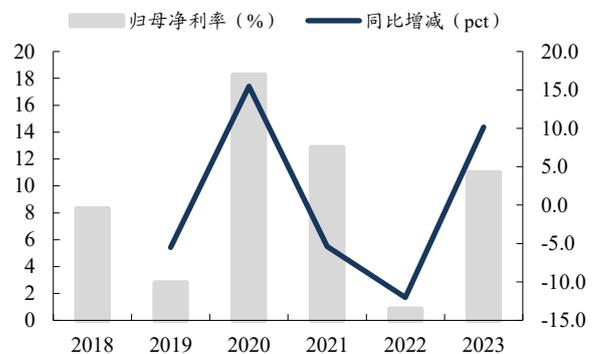
利润端: 2023 年及 2024Q1 A 股游戏上市公司归母净利润合计为 89.2、26.4 亿元, yoy+1265%, -27%, 归母净利率为 11.0%、12.8%, yoy+10.1pct、-5.9pct, 2023 年归母净利润及归母净利率同比高增主要系 2022 年部分公司计提大额减值准备, 致基数较低。

图18: 2018-2023 年游戏行业归母净利润及增速



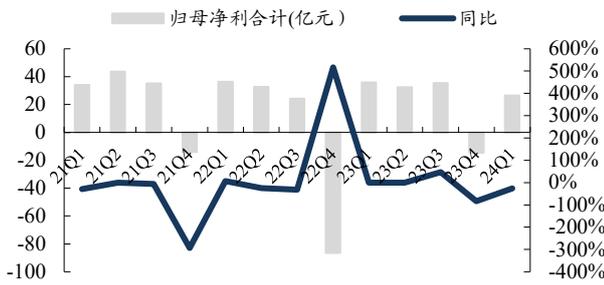
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 2018-2023 年游戏行业归母净利率及增速



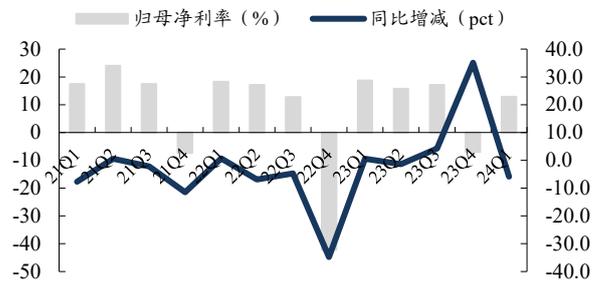
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 21Q1-24Q1 游戏行业归母净利润及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

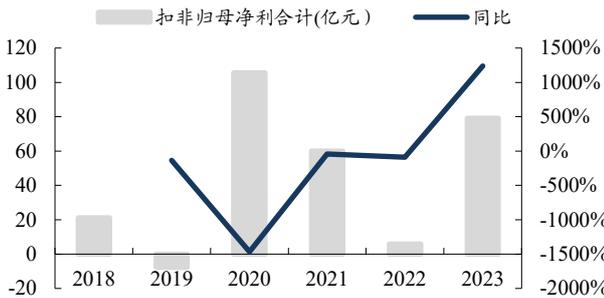
图21: 21Q1-24Q1 游戏行业归母净利率及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

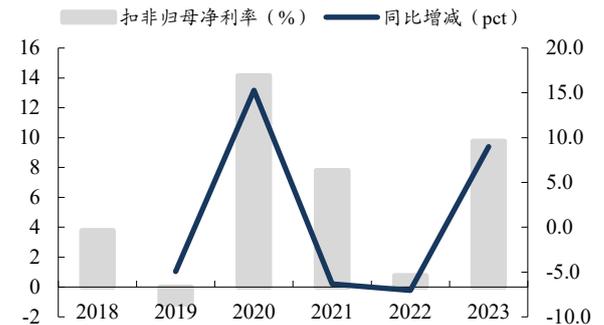
2023 年及 2024Q1 A 股游戏上市公司扣非归母净利润合计为 79.2、24.4 亿元, yoy+1238%、-21%, 扣非归母净利率为 9.8%、11.9%, yoy+9.0pct、-4.3pct。

图22: 2018-2023 年游戏行业扣非归母净利润及增速



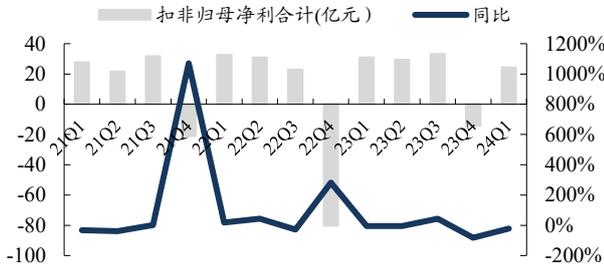
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 2018-2023 年游戏行业扣非归母净利率及增速



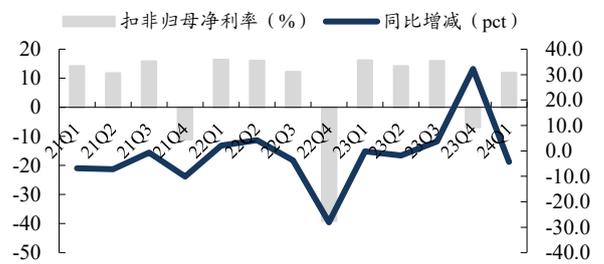
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 21Q1-24Q1 游戏行业扣非归母净利润及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 21Q1-24Q1 游戏行业扣非归母净利率及增速

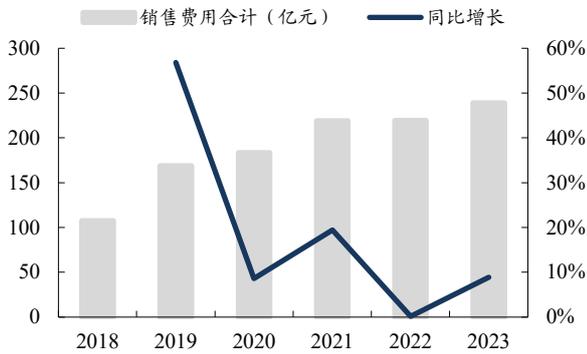


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

费用端: 2023 年及 2024Q1 A 股游戏上市公司销售费用为 239.0、72.9 亿元, yoy+9%、+46%, 销售费用率为 29.4%、35.5%, yoy+1.5pct、9.5pct, 各厂商新游陆续上线, 致销

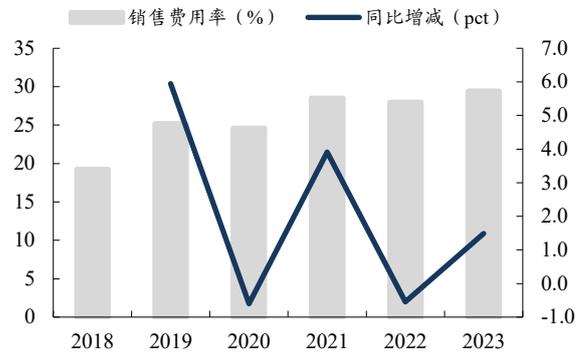
售费用有所增长，看好后续新游利润稳步释放。

图26: 2018-2023 年游戏行业销售费用及增速



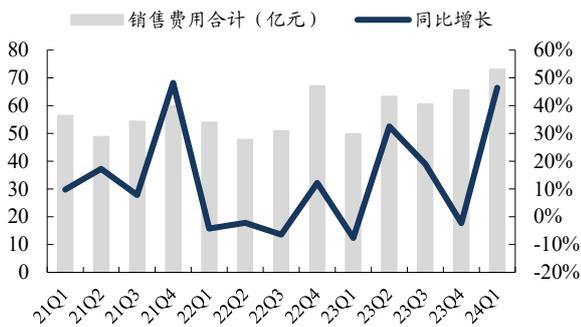
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 2018-2023 年游戏行业销售费用率及增速



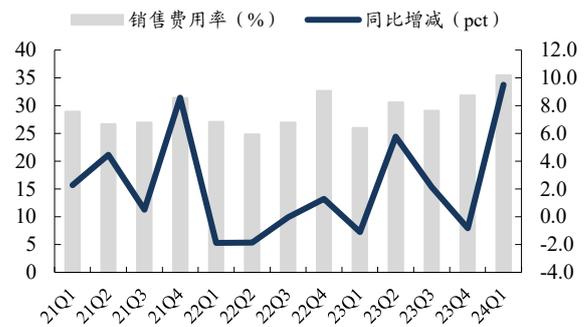
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 21Q1-24Q1 游戏行业销售费用及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

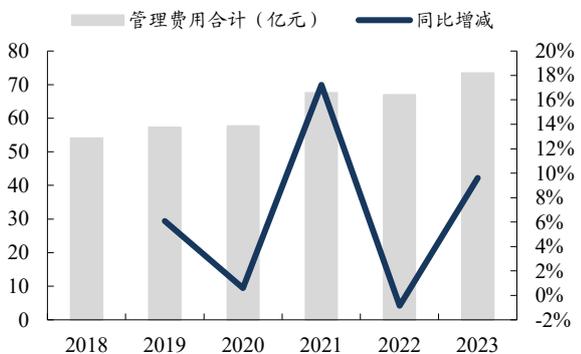
图29: 21Q1-24Q1 游戏行业销售费用率及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

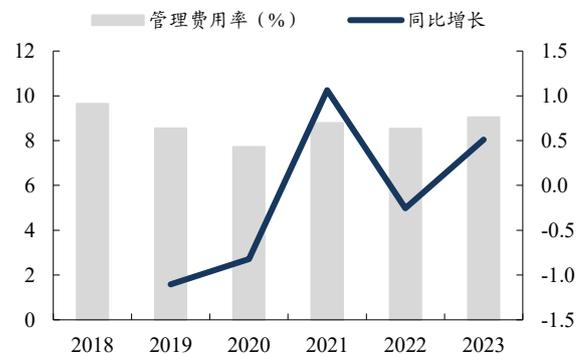
2023 年及 2024Q1 A 股游戏上市公司管理费用为 73.4、17.9 亿元, yoy+10%、+11%, 管理费用率为 9.0%、8.7%, yoy+0.5pct、+0.3pct。

图30: 2018-2023 年游戏行业管理费用及增速



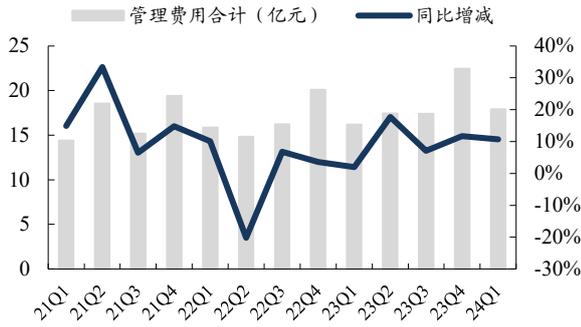
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 2018-2023 年游戏行业管理费用率及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图32: 21Q1-24Q1 游戏行业管理费用及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

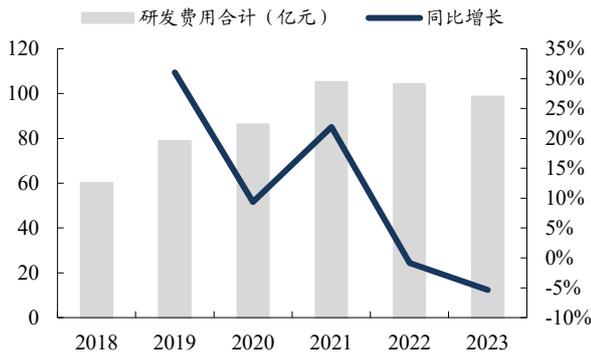
图33: 21Q1-24Q1 游戏行业管理费用率及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

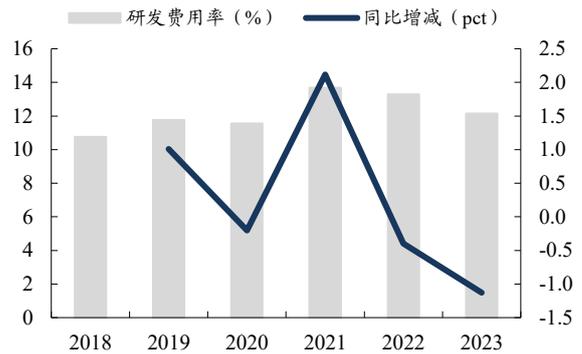
2023 年及 2024Q1 A 股游戏上市公司研发费用为 98.6、22.4 亿元, yoy-5%、-5%, 研发费用率为 12.1%、10.9%, yoy-1.1pct、-1.4pct, 延续降本增效趋势。

图34: 2018-2023 年游戏行业研发费用及增速



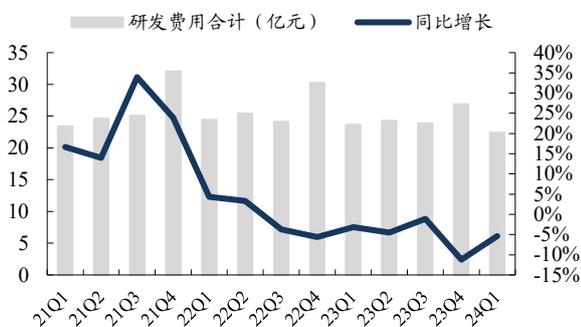
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 2018-2023 年游戏行业研发费用率及增速



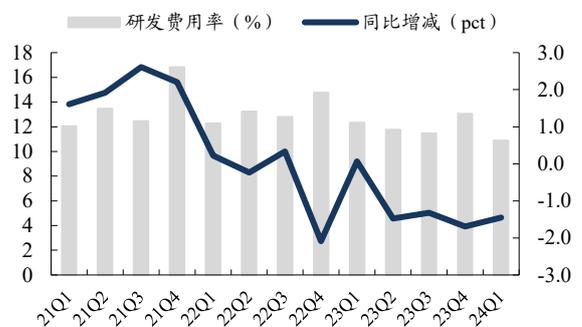
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图36: 21Q1-24Q1 游戏行业研发费用及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 21Q1-24Q1 游戏行业研发费用率及增速

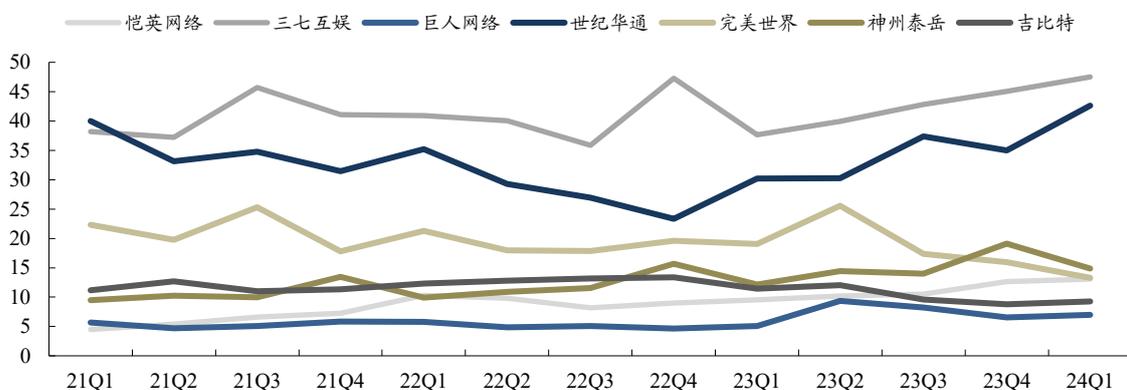


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

上市公司中，因各家游戏产品周期各异，业绩表现不一，其中 2023 年及 2024Q1 营收及归母净利润同比增速位居前列的有：

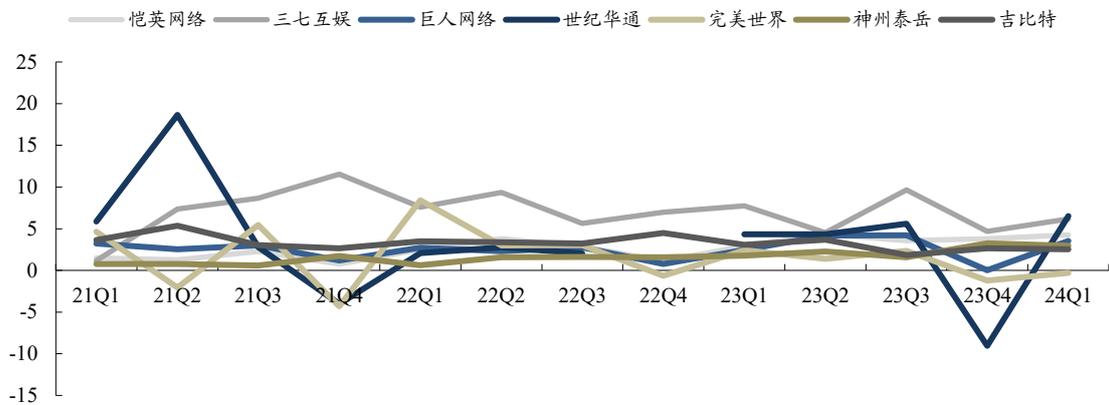
- 1) 巨人网络：2023 年及 2024Q1 营收同比变动+44%、+37%，归母净利润同比变动+28%、+44%，业绩增长主要系重点新游《原始征途》于 2023 年 3 月底上线，流水表现稳健，贡献业绩增量。
- 2) 神州泰岳：2023 年及 2024Q1 营收同比变动+24%、+23%，归母净利润同比变动+64%、+66%，业绩增长主要系公司核心产品《战火与秩序》流水稳健，《旭日之城》流水稳步增长创新高。
- 3) 恺英网络：2023 年及 2024Q1 营收同比变动+43%、+37%，归母净利润同比变动+41%、+47%，业绩增长主要受益于《原始传奇》《敢达争锋对决》《热血合击》《天使之战》《永恒联盟》等老游长线稳定运营，以及《新倚天屠龙记》《仙剑奇侠传：新的开始》《石器时代：觉醒》《怪物联萌》等新游表现出色。
- 4) 世纪华通：2023 年及 2024Q1 营收同比变动+16%、+41%，2023 年归母净利润扭亏为盈，2024Q1 归母净利润同比增长 50%，业绩增长主要系海外游戏运营流水大幅增长。
- 5) 名臣健康：2023 年及 2024Q1 营收同比变动+73%、-11%，归母净利润同比变动+178%、+31%，业绩增长主要系《镇魂街：天生为王》等新游上线贡献增量。
- 6) 冰川网络：2023 年及 2024Q1 营收同比变动+36%、-19%，归母净利润同比变动+112%、-333%，2023 年业绩增长主要系《超能世界》《X-HERO》《Hero Clash》等新游贡献增量，2024Q1 业绩同比下滑主要系《X-hero》《超能世界》《Hero Clash》（超能世界海外版）等受游戏生命周期延长的影响，确认收入减少，同时投放力度加大致销售费用增长，收入费用错配致当期业绩承压。

图38：行业内主要上市公司季度收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图39: 行业内主要上市公司季度归母净利润情况 (世纪华通 2022Q4 计提大额减值, 为更好展示故剔除)

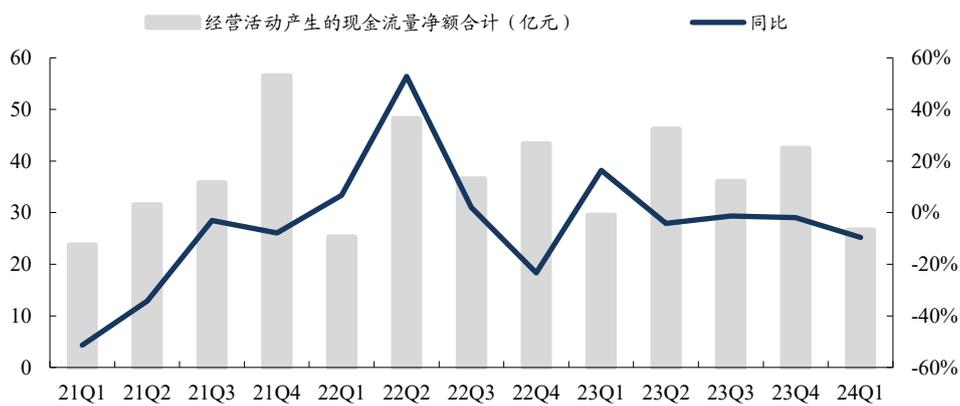


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 经营性现金流稳健, 稳定分红回报股东

2023 年及 2024Q1 A 股游戏上市公司经营活动产生的现金流量净额为 154、27 亿元, yoy+1%、-10%, 经营性现金流维稳。

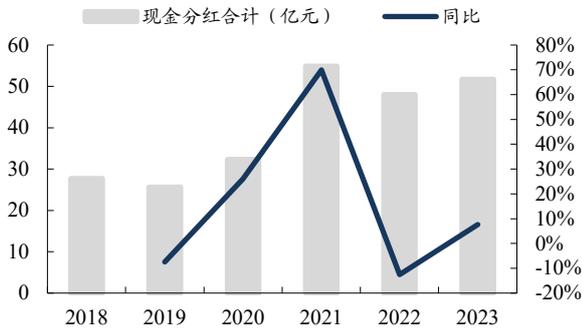
图40: 21Q1-24Q1 游戏行业经营活动产生的现金流量净额及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

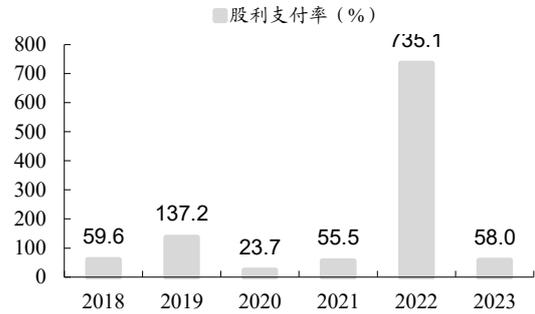
2021-2023 年 A 股游戏上市公司合计分红 55、48、52 亿元, 股利支付率 (现金分红/当期归母净利润) 为 55.5%、735.1%、58%, 行业股利支付率常年维持较高水平, 高额稳定分红回报股东。

图41: 2018-2023年游戏行业年度分红金额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图42: 2018-2023年游戏行业股利支付率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 2021-2023年A股游戏上市公司股利支付率(以2023年排序)

公司代码	公司简称	2021	2022	2023
002624.SZ	完美世界	620%	48%	178%
300533.SZ	冰川网络	0%	237%	102%
603258.SH	电魂网络	59%	99%	88%
002555.SZ	三七互娱	40%	60%	68%
002605.SZ	姚记科技	21%	30%	66%
002174.SZ	游族网络	0%	0%	50%
002919.SZ	名臣健康	27%	0%	47%
603444.SH	吉比特	78%	84%	45%
002558.SZ	巨人网络	31%	36%	37%
300113.SZ	顺网科技	78%	-12%	32%
002517.SZ	恺英网络	0%	0%	29%
600633.SH	浙数文化	20%	21%	25%
300031.SZ	宝通科技	10%	0%	23%
300002.SZ	神州泰岳	13%	11%	13%
300494.SZ	盛天网络	0%	10%	10%
002425.SZ	凯撒文化	0%	0%	0%
002602.SZ	世纪华通	0%	0%	0%
300043.SZ	星辉娱乐	0%	0%	0%
300052.SZ	中青宝	0%	0%	0%
300299.SZ	富春股份	0%	0%	0%
300315.SZ	掌趣科技	0%	0%	0%
300459.SZ	汤姆猫	0%	0%	0%
300467.SZ	迅游科技	0%	0%	0%
600892.SH	大晟文化	0%	0%	0%

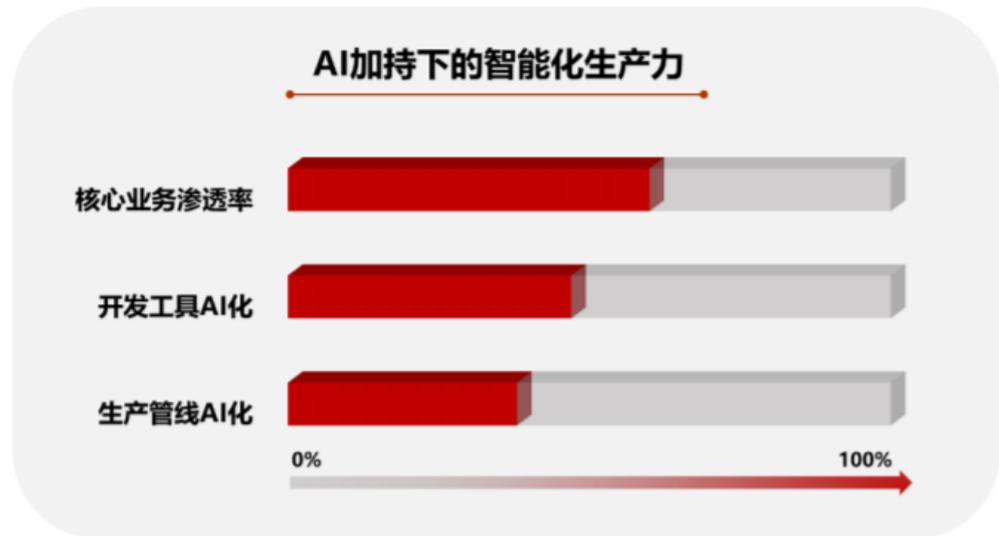
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 积极拥抱 AI 技术变革，赋能研运及玩法创新

2023 年年报中，各家游戏上市公司均详细阐述自身 AI 布局，各厂商均积极拥抱 AI 浪潮，将 AI 落地至游戏研发、运营过程中，并积极探索“AI+”玩法创新。截至当前（2024 年 5 月），各厂商“AI+”玩法探索有待突破，研运 AI 渗透率不断提升，AI 工具正不断被应用至美术资产生成、视频生成、音频生成、代码生成、文本翻译、智能 NPC 交互等各领域，不断提升游戏研运效率。

以巨人网络、完美世界为例：1) 巨人网络于 2023 年年报中提到，公司 AI 绘画平台在角色和场景原画方面的生产效率优化效果达到 50%-70%，在 UI(用户界面)和 icon(应用图标)方面的生产效率优化效果超过 80%，部分项目的 UI、icon 已完全实现 AI 出图；AI+代码方面，AI 大模型——CodeBrain 帮助程序开发实现实时代码生成，并提供智能代码翻译、解释、纠错、重构等实用功能，部分项目的代码研发效率提升达 30%-40%。2) 完美世界于 2023 年年报中提到，已将 AI 技术应用于研发管线中，包括美术、程序、策划、运营、安全、测试等多个核心环节，涵盖智能 NPC、智能游戏助手、场景建模、AI 绘画、AI 剧情、AI 配音等多个方面。

图43：完美世界研发管线的 AI 渗透率



数据来源：完美世界 2023 年年报，东吴证券研究所

3. 投资建议

看好新游周期驱动板块业绩、估值修复，AI 赋能打开向上空间：

1) **供给端**：我们认为当前游戏行业监管稳中向好，官媒已多次肯定游戏作为先进

技术试验田和优秀传统文化载体的产业价值，从实际落地情况来看，2022年11月以来版号发放数量及质量持续提升，坚定行业信心。我们看好版号持续常态化发放，各厂商重点新游储备相继获得版号，行业精品新游供给有望持续改善。

2) 业绩端：各厂商新游储备充沛，我们看好新游相继上线，贡献流水及利润增量，驱动公司业绩稳步修复。

3) 估值端：当前游戏板块回调较深，大部分公司2024年PE仅为12-14倍，估值尚处低位，我们看好随着新游相继上线，业绩兑现驱动估值修复。同时我们看好AI产业进展，游戏作为AI主要应用领域之一，将受益于AI产业进展及突破，估值弹性有望进一步打开。

我们推荐研运能力出色且新游储备充沛的厂商：恺英网络、巨人网络、三七互娱、吉比特、完美世界、宝通科技、名臣健康、姚记科技、盛天网络等，建议关注神州泰岳、世纪华通、电魂网络、汤姆猫等。

4. 风险提示

新游上线不及预期风险：若新游上线不及预期，对应厂商的业绩将受到影响；

行业竞争加剧风险：若行业竞争格局恶化，将给行业内上市公司业绩带来不确定性；

行业监管风险：行业受政策影响较大，当前行业监管趋严，若政策出现超预期变化，将对行业造成影响。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>