

| 证券研究报告

游戏专题

低估值、低基数，政策边际向好

2024.09.01

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

Email:kangyw@zts.com.cn

分析师：朱弱楠

执业证书编号：S0740523080003

Email:zhuqn01@zts.com.cn

■ 游戏板块当前已进入到较为不错的配置时点，基于以下3点核心逻辑：

- 1、行业月度同比增速触底回暖，板块估值处在低位。国内移动游戏月规模同比增速边际改善，且月同比增速与A股网络游戏指数短周期行情有一定同步关系。自去年9月开始，国内游戏行业月规模环比拐头下滑，因此今年9月开始，同比数据将有望逐月改善，且当前A股网络游戏指数市现率 (TTM) 为19.6x左右，在近3年低位。
- 2、去年Q4游戏板块业绩基数较低，今年同比有望改善。23 Q4A股游戏公司业绩表现较弱，统计16家A股游戏公司季度扣非业绩合计仅为6.2亿，环比出现明显滑坡，较23Q3的30.9亿差距巨大，主要是由于人员优化+行业下滑的双重冲击。今年在整体降本增效大背景下，24Q4业绩预计在低基数加持情况下，同比有望明显改善。
- 3、《黑神话：悟空》验证游戏文化出海逻辑，政策边际改善。自《黑神话：悟空》上线以来，全球销量破千万套，“新华社”、“人民日报”、“央视新闻”等媒体多次提及其在弘扬传统文化方面正积极作用。《黑神话：悟空》的出现，不仅改善了游戏在大众认知中的形象，也在传统文化出海端做出了贡献。8月最新一批版号下发量达117个，也是近两年单月发放的新高。政策边际不断改善。

投资建议：当前阶段，1) 板块低估值+增速同比不断改善，奠定上涨基础；2) 政策边际向好带动估值回暖。配置端建议可配置游戏ETF，也可配置相关个股标的，建议重点关注边际变化较为明显的公司，推荐：**神州泰岳、恺英网络、姚记科技、吉比特**。

■ 风险提示：产品延期上线风险；产品上线表现不及预期风险；行业政策及监管风险；预测假设与数据统计相关风险

国产游戏版号(个)	2024A	2023A	2022A	2021A	2020A
1月	115	96		173	100
2月	111	87		84	106
3月	107	86		166	103
4月	95	86	45	86	110
5月	96	86		86	109
6月	104	89	60	86	55
7月	105	88	136	87	169
8月	117				57
9月		89	73		188
10月		87			67
11月		87	70		172
12月		105	84		89
截至8月	850	618	241	768	809

1

低估值、低基数，政策边际向好

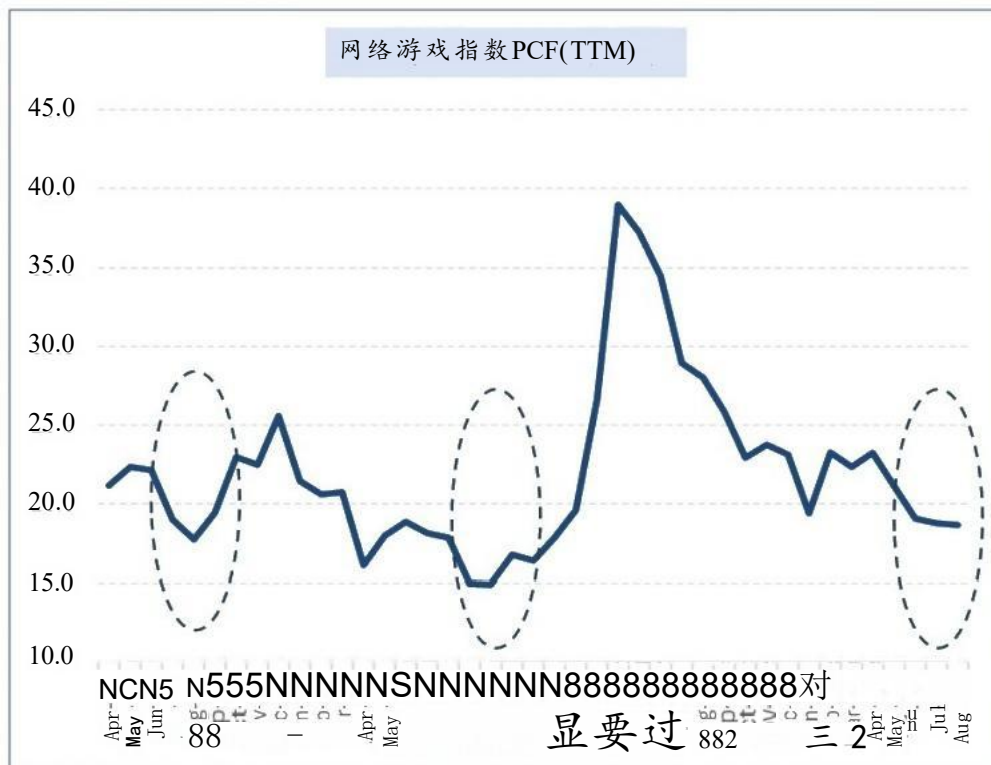
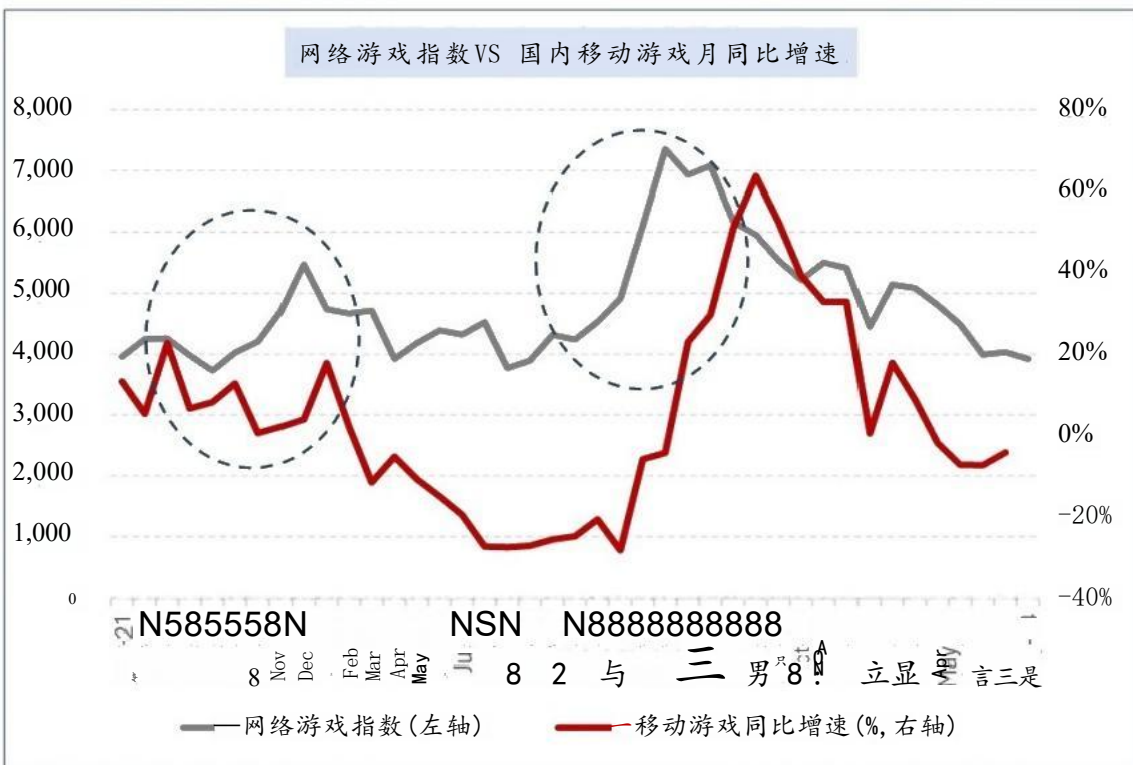
网络游戏指数与国内移动游戏月同比增速对比：

国内移动游戏行业规模同比增速的边际改善，与网络游戏指数短周期行情有一定同步关系。2021年10月至2022年1月，移动游戏同比增速逐月回暖，与网络游戏走势呈正相关，月维度看，网络游戏指数2021年9月底4025.7上涨至2021年12月底5476.4，涨幅36%；2022年9月移动游戏增速下滑触底，随后缓慢爬坡，2023年3月开始加速上扬，最高达到2023年8月同比增长64%，网络游戏指数也自2022年9月触底3772.8，一路上扬至最高2023年4月7352.6，涨幅94.9%。

网络游戏指数的市现率PCF(TTM) 趋势：

网络游戏指数的动态市现率在2021年8月触达低点17.7x，随后伴随着移动行业同比增速回暖持续上扬。2022年10月动态市现率触达14.9x的低点，对应了移动游戏增速底部区域。

当前位置处于估值的低位区间，截至8月为19.6x，月同比增速在触底回暖趋势中，网络游戏指数有望同步演绎。



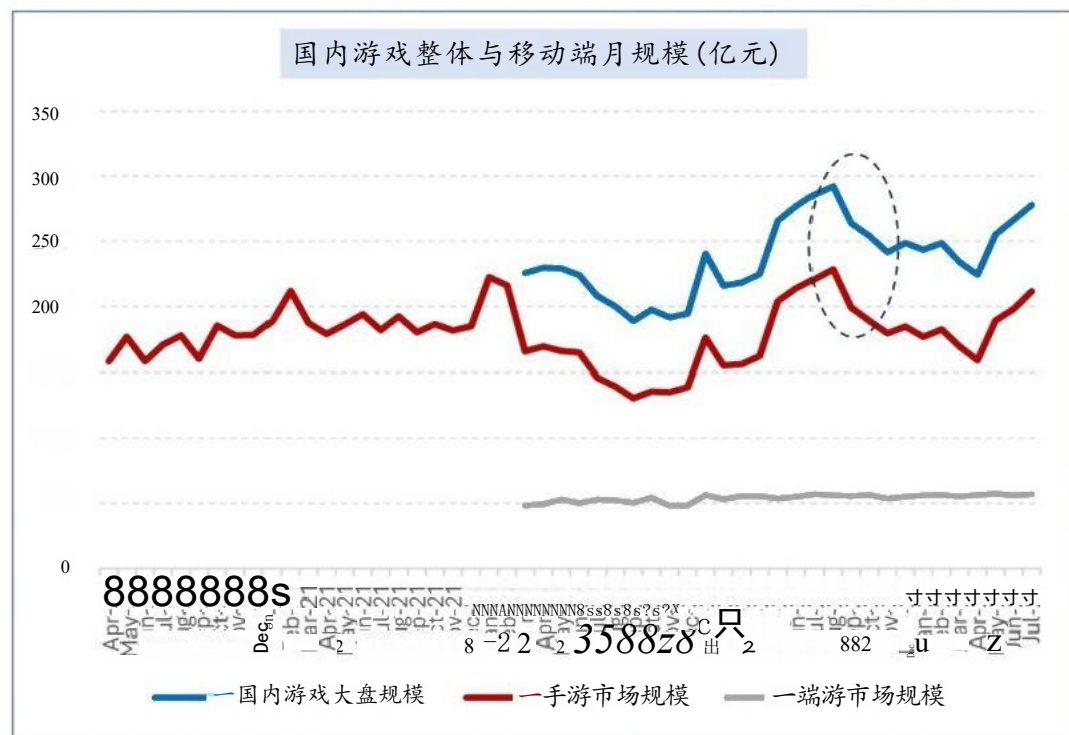
自2024年9月开始，未来半年同比基数持续震荡下行。

根据游戏工委月度数据显示，2023年自9月开始，国内游戏市场规模出现了明显的下滑，整体月规模最高点为2023年8月的292.26亿，因此过了8月后，高基数影响逐步消退，2023年9月规模为263.96亿，而后一路震荡下行至2024年4月最低点224.32亿，这意味着自2024年9月开始，同比基数的压力将持续缓解，且维持周期超过半年。截至7月最新公布数据，国内游戏产业总规模为278亿，后续8月还有爆款《黑神话：悟空》加持，规模走势有望延续。

23Q4 A股游戏公司整体利润水平断崖式下滑，低基数下今年有望同比高增。

我们统计了16家A股游戏公司2023年以来的季度扣非利润，可以明显看到，23Q4 行业中的公司季度扣非业绩之和出现大滑坡，合计仅为6.2亿，较23Q3的30.9亿差距巨大，其中有人员优化导致一次性支出增加的因素，也有跟随行业规模整体下行的原因。环比数据看，23Q4 16家公司中，仅有4家环比为正增长，2家扭亏为盈，其余10家均有不同程度下滑。

承接上一节内容，在行业增速触底回升过程中，游戏板块有望走出反弹行情，且各家公司23Q4较低的基数也带来了今年Q4较大的同比提升空间。



	各大公司季度扣非净利润(亿元)					1024	2Q24
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	QoQ		
三七互娱	6.7	4.5	9.6	4.2	-56%	6.2	6.6
恺英网络	2.9	3.9	3.6	3.1	14%	4.2	3.8
吉比特	2.8	3.7	1.8	3.0	66%	2.0	2.6
巨人网络	2.6	4.3	4.2	2.6	-40%	4.0	4.8
神州泰岳	1.5	2.4	1.5	2.9	89%	2.9	3.3
姚记科技	1.9	2.1	1.3	0.0	-103%	1.5	1.2
世纪华通	3.4	4.0	4.7	-7.8	-268%	6.5	0.0
完美世界	2.0	0.8	1.7	-2.5	-244%	-1.6	-0.8
冰川网络	1.8	-0.6	0.5	0.4	-24%	-4.5	-0.9
掌趣科技	0.6	0.6	0.0	0.0	3%	0.6	0.6
盛天网络	0.7	0.7	0.3	-0.1	-140%	0.1	-0.1
宝通科技	0.8	0.3	-0.2	0.6		1.0	1.0
游族网络	0.1	-1.3	0.2	1.7	756%	0.2	-0.1
电魂网络	0.3	0.4	0.3	-0.4	-232%	0.3	0.1
星辉娱乐	-0.4	-0.4	1.3	-1.4	-205%	-1.0	-1.0
富春股份	0.1	0.0	-0.1	0.0		-0.1	-0.2
合计	27.7	25.2	30.9	6.2	-79.9%	22.3	21.0



《黑神话：悟空》验证游戏文化出海逻辑

最高同时在线人数241.57万，位列Steam同时在线排行榜第2名，仅次于《PUBG:BATTLEGROUNDS》的325.72万，但这一记录是在2018年产生，若以

口获得官媒认可，弘扬传统文化。自《黑神话：悟空》上线以来，官方媒体例如“央视新闻”、“人民日报”的微博在8月21日(游戏发行的第二天)均发布了《黑神话：悟空》相关的内容，“新华社”在8月18日，游戏上线前两天，发布了一则对游戏科学创始人之一冯骥的采访视频《扬声|张扬对话冯骥》，讲述了游戏开发过程中的历程，8月29日，“新华社”再次发文，《从《黑神话：悟空》爆火透视文化产业新亮点》文章，指出火爆出圈的游戏背后，折射出我国文化产业呈现科技创新“赋能”、传统文化“点睛”和产业联动“破圈”的新亮点，同日，杭州发布的官方微信公众号也披露了杭州市市长对游戏科学的走访，表达了《黑神话：悟空》承载了优秀的中国传统文化的看法。

口 **优质国产游戏的全球爆火，有望带动国内政策对优质游戏的进一步扶持。**2021年《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》要求开拓海外文化市场，鼓励优秀传统文化产品和影视剧、游戏等数字文化产品“走出去”，加强国家文化出口基地建设；2022年7月，商务部等27部门联合发布《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》，指出加强国际化品牌建设，在游戏等领域培育一批国际知名品牌；2023年9月，国家新闻出版署宣布实施“网络游戏精品出版工程”，并在11月正式下发通知。《黑神话：悟空》的成功，改善了游戏在大众认知中的形象，也在传统文化出海端做出了贡献。

Steam 游戏平台同时在线人数最高TOP10

#	SteamDB.info	Name ↓ T	Current	I ¹	24h Peak L个	All-Time Peak
1.		PUBG:BATTLEGROUNDS	225,206		589,160	3,257,248
2.	wUko	Black Myth:Wukong	651,959		1,495,541	2,415,714
3.	LWORLD	Palworld	16,941		27,584	2,101,867
4.	0	Counter-Strike 2	762,318		1,312,759	1,818,773
5.	LosARK	Lost Ark	15,093		25,256	1,325,305
6.	N DOTA 2	Dota 2	296,001		600,900	1,295,114
7.		Cyberpunk 2077	17,811		27,885	1,054.388
8.	ELDEN RING	ELDEN RING	36,047		59,857	953,426
9.	Banana	Banana	421,116		432,360	917,272
10.	NEw 签 o R L D	New World	2,367		4,013	913.634

■ 重点关注：神州泰岳、恺英网络、姚记科技、吉比特

□ **估值低位**：游戏板块核心标的对应2024年平均PE为13x左右，游戏指数的PE-TTM为22.2x，同样处在历史较低水平。

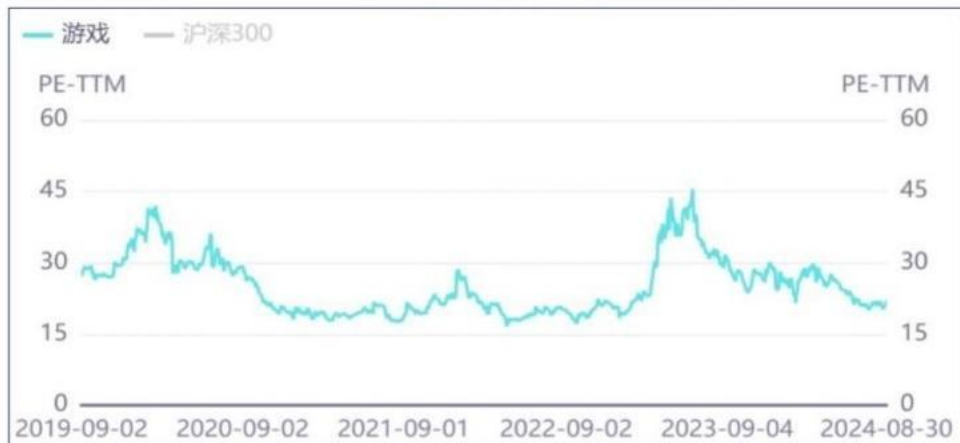
□ **机构持仓低位**：根据陆股通月度数据看，目前配置游戏板块比为0.28%，已经触达了2021年以来的最低水平。公募基金最新Q2持仓情况来看，占比为0.39%，也是低于了2023Q1由于AI带动行业行情时公募机构的持仓水平，处在历史较低水平。

□ 投资建议：

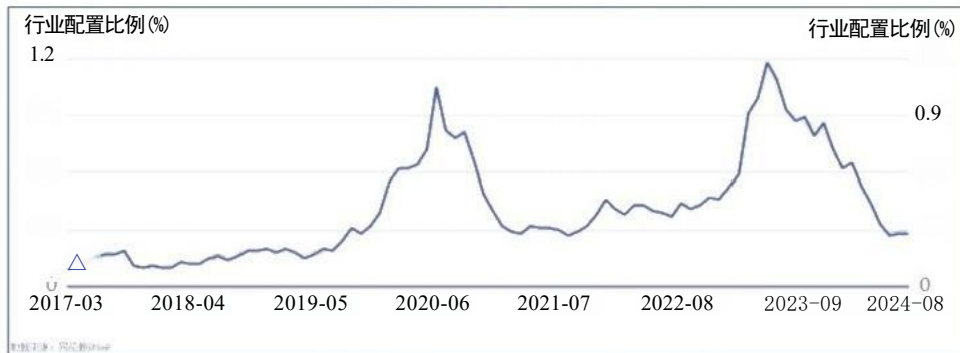
当前阶段，由于整体板块都处在较低估值水平，因此配置板块游戏ETF是非常不错的选择。从个股标的看，建议重点关注边际变化较为明显的公司，推荐：

- 1、**神州泰岳**（上半年业绩高增，预计Q3在控制费用开支的情况下，依旧能保持业绩同比的高速增长，且新产品Dream Land和代号LOA均有希望在年底前上线公测，为明年贡献新增收益）；
- 2、**恺英网络**（储备有大量新品，《关于我转生变成史莱姆这档事：新世界》8月28日刚刚开启公测，后续还有《盗墓笔记：启程》、《斗罗大陆：诛邪传说》等新品待上线）；
- 3、**姚记科技**（捕鱼游戏流水回暖，营销与扑克牌业务维持稳健，投资卡淘发展迅速，低估值与预期较高股息率）；
- 4、**吉比特**（季度同比数据不断改善，高股息率）

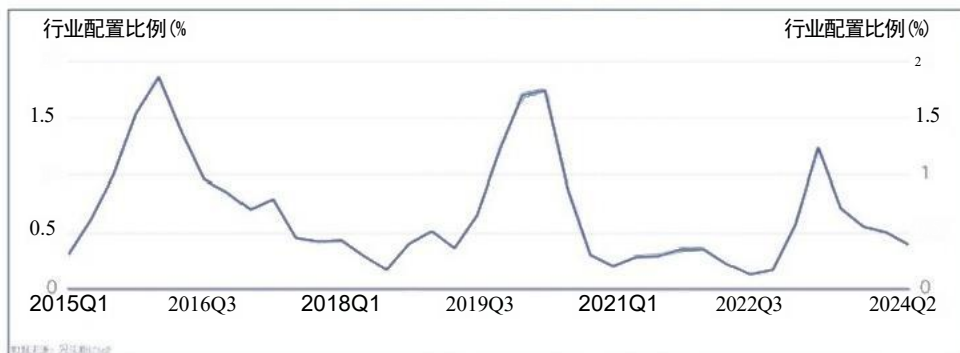
游戏PE-TTM趋势图



陆股通游戏板块配置比趋势图



公募基金游戏板块配置比趋势图



代码	简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
300002.SZ	神州泰岳	175	8.9	11.83	12.84	20	15	14
603444.SH	吉比特	139	11.3	9.51	11.19	12	15	12
002555.SZ	三七互娱	309	26.6	25.38	28.36	12	12	11
002517.SZ	恺英网络	200	14.6	16.42	19.41	14	12	10
002624.SZ	完美世界	147	4.9	9.10	11.31	30	16	13
002558.SZ	巨人网络	188	10.9	15.02	16.99	17	13	11
002605.SZ	姚记科技	85	5.6	6.69	7.65	15	13	11
002602.SZ	世纪华通	244	5.2	25.87	30.72	47	9	8
	平均PE					21	13	11

2

风险提示

■ 产品延期上线风险

- 1) 产品测试存在不确定性，若测试效果未达到预期，上线时间可能延期，延期会导致预期的当期收益无法兑现，影响利润释放
- 2) 版本号审批的不确定性，下一批发放时间存在不确定性，若未能通过审核，则需重新修改提交，影响游戏上线
- 3) 同时期买量成本高企，精品较多，亦会影响产品的上线节奏，导致延期

■ 产品上线表现不及预期风险

- 1) 由于游戏为文化产品，非标且不确定性较大，上线前测试表现与最终正式推出时的表现存在偏差，则可能出现产品不达预期的情况，进而影响业绩兑现

■ 行业政策及监管风险

- 1) 国家对未成年人游戏防沉迷监管趋于严格，游戏公司运营存在不合规风险

■ 预测假设与数据统计相关风险

- 1) 市场空间、潜在利润空间等测算偏差风险(报告内涉及测算均基于一定前提假设条件，存在实际达不到，不及预期风险)
- 2) 统计数据偏差风险(报告内部分统计数据或因统计方法局限性或样本不足存在与实际情况偏差风险，仅供参考)

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。