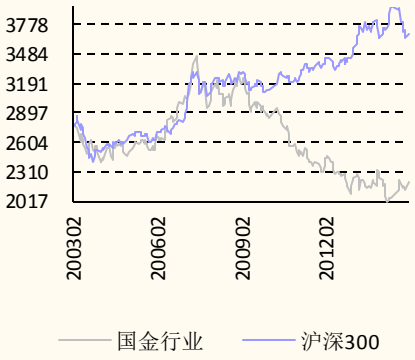
消费升级与娱乐研究中心

娱乐行业研究 买入（维持评级）

行业研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金娱乐指数	2199
沪深 300 指数	5419
上证指数	3551
深证成指	14857
中小板综指	13092



相关报告

1.《3Q20 新游密集：盘点头条系&腾讯系&B 站系-游戏跟踪》，2020.6.10

2.《云 VR：VR 大规模普及的“正确打开方式”-云 VR 游戏深度报告》，2020.4.3

游戏：估值历史低位，2Q21 谁先开启增长

基本结论

- **中国手游出海成效初显，手游或成为中国文化出海的首选方式。1) 2020 年中国成为美/日手游市场最大的进口国，“游戏”成为文化出海“最强帆”。**疫情催化下，2020 年中国手游海外市场销售额达 1065 亿元，中国成为美/日手游市场最大进口国，Q4 分别取得美/日 20%、27%手游市场份额，仅次于本地厂商。中国游戏在数字经济全面提速的当下，已成为主力“文化出海新载体”。**2) 政策凸显导向趋势，多个动漫游戏 ETF 获批。**各地推出扶持政策鼓励游戏出海，首批 3 家游戏 ETF 获批，反映了国家在新兴文化领域的政策支持与资本引导，目前估值处于低位，行业或将迎来上升周期。

- **手游出海两条路径：“全球性游戏 IP”&“国内玩法+全球性题材”突破不同市场。1) 以“全球性游戏 IP”突围收获各国“IP 粉丝”增加游戏成功率。**全球性游戏 IP 具有原用户基础与市场知名度，将吸引原玩家与移动游戏用户，国内大厂可利用技术与运营优势与 IP 方合作进行手游移植。腾讯：“端转手”《英雄联盟》、《使命召唤》等爆款产品密集上线，助推 21 年利润释放。**2) “国内玩法+全球性题材”发往差异化市场。**三七互娱：以“SLG+三消”玩法+“全球性题材”突破海外市场。《Puzzles & Survival》在市场中已成功作品《E&P》基础上迭代微创新，进行玩法优化及题材迭代，迅速取得成功，最高已升至美国 IOS 畅销榜第 34 名，预计未来通过“国内玩法+全球性题材”持续迭代的方式能够继续在海外市场取得突破。网易：《哈利波特：魔法觉醒》等全球性影视题材改编手游加上国内玩法未来有望在海外市场取得亮眼成绩。

- **什么类型的公司有望在 2Q21 率先实现同比增长？**游戏板块估值处于低位，21 年 PE 均值目前仅为 13.41，预计随着新游上线 2Q21 游戏公司业绩将加速释放。**2Q21 业绩增长类型 1：丰富重磅新游上线拉动业绩增长，**如腾讯、网易等；**2Q21 业绩增长类型 2： 1Q21 高投入游戏为 2Q21 业绩释放奠定基础**；此外，平台型公司受益于多款新游上线，活跃用户数及平台活跃度有望提升。

投资建议

- 我们认为目前游戏板块估值较低，后续随游戏出海势头加强成长性较好，2Q21 有望走出高增速。建议关注不同游戏公司的出海路径：1）全球性游戏 IP“端转手”，吸引原作受众与移动游戏玩家。2）成功品类迭代微创新，以全球性题材打开海外市场。**建议关注：1Q21 高投入在 2Q21 释放业绩的公司：三七互娱，吉比特；2Q21 有望通过重磅新游上线拉动增长的公司：腾讯控股，网易-S，宝通科技。**

风险提示

- 新游戏上线及表现不及预期；游戏行业市场竞争加剧；国家相关政策收紧。

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号：S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、手游出海显成效，中国手游或成为中国文化出海的首选方向 3
1.1 2020 年中国成为美/日手游市场最大的进口国，“游戏”成为文化出海“最强帆” 3
1.2 政策凸显导向趋势，多个动漫游戏 ETF 获批 4
二、手游出海两条路径：“全球性游戏 IP”&“国内玩法+全球性题材”突破不同海外市场 4
2.1 出海路径 1：以“全球性游戏 IP”突围收获各国“IP 粉丝”增加游戏成功率 ..4
2.2 出海路径 2：“国内玩法+全球性题材”发往差异化市场.....5
三、什么类型的公司 2Q21 有望率先恢复业绩增长？ 6
四、投资建议 7
五、风险提示 8

图表目录

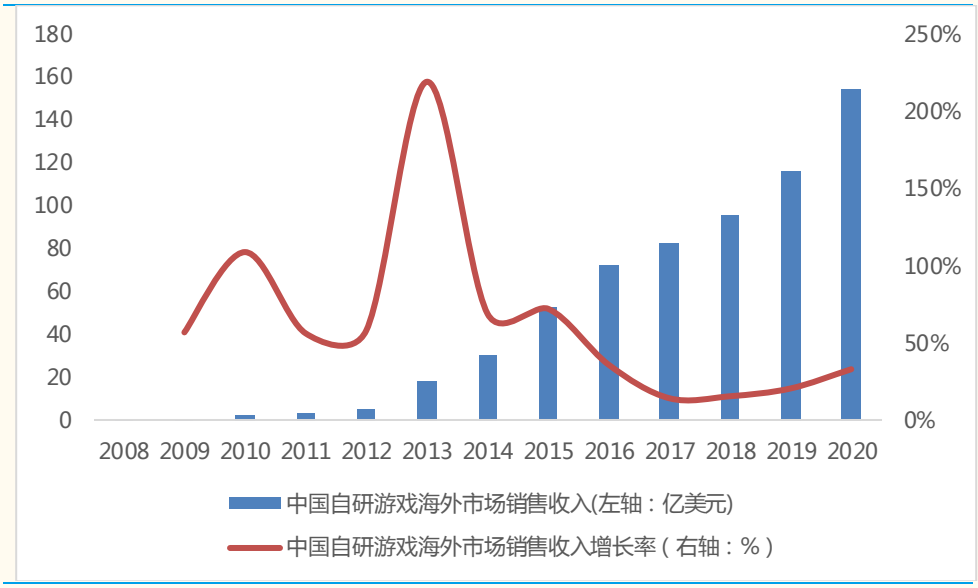
图表 1：中国自研游戏海外市场销售收入.....3
图表 2：美国手游畅销榜 Top100—中国手游收入.....4
图表 3：2020Q4 美国 TOP100 中国手游收入占比.....4
图表 4：2020Q4 日本 TOP100 中国手游收入占比.....4
图表 5：2020 全年榜单 中国手游收入 Top30（海外 App Store+Google Play）.....5
图表 6：《Puzzles & Survival》美国畅销榜排名 6
图表 7：A 股游戏公司 2021 预期盈利及市盈率(wind 一致预期).....6
图表 8：2Q21 年部分游戏公司游戏储备.....7

一、手游出海显成效，中国手游或成为中国文化出海的首选方向

1.1 2020 年中国成为美/日手游市场最大的进口国，“游戏”成为文化出海“最强帆”

- **据中国音数协游戏工委，2020 年中国自研游戏海外销售总额达 154.5 亿美元，同比增长 33.3%，手游已成为中国“文化出海”主要“新载体”。**2020 年，疫情催生海内外数字经济全面提速，游戏作为中国数字产业一大引擎，全面助力中国文化新出海，提高全球数字文化影响力。据 Sensor Tower 数据，2020 年有 37 款中国手游在海外营收超 1 亿美元，同比增长 48%，Top30 手游在 App Store 和 Google Play 累计吸金 92.4 亿美元，同比增长达 47%，彰显中国游戏厂积极海布局成果，吹响新时代游戏出海号角。

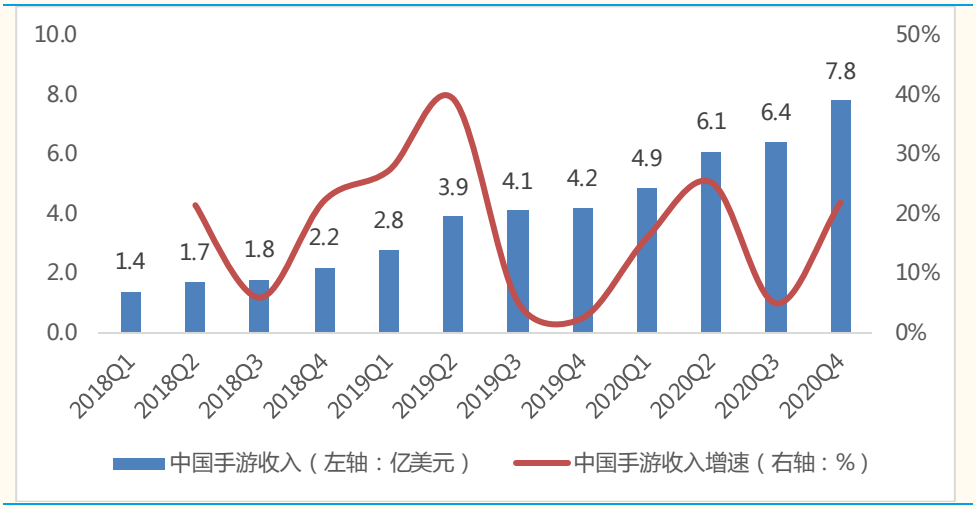
图表 1：中国自研游戏海外市场销售收入



来源：中国音数协游戏工委，国金证券研究所

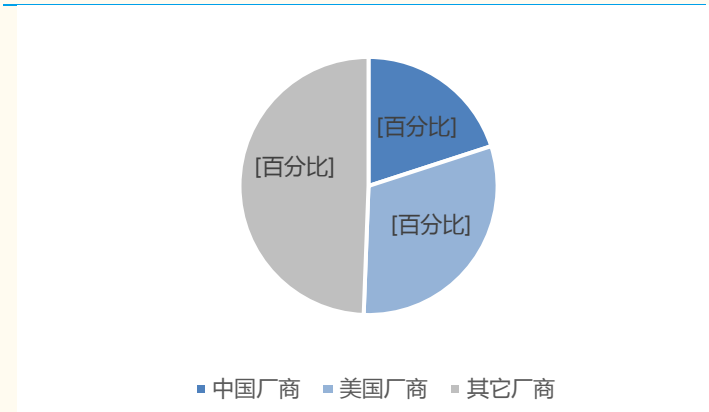
- **中国成为美/日手游市场最大进口国，市场份额接近本土厂商。**据 Sensor Tower 数据，4Q20，共有 21 款中国手游入围美区畅销榜 Top100，营收 7.8 亿美元，占总市场份额 20%，仅次于美国本土厂商的 30.6%。日本市场方面，2020 年中国手游营收同比增长 81%，累计吸金 28 亿美元，4Q20 占日本手游市场份额 27%，《原神》、《荒野行动》等品质作品长期占据各畅销榜前 10。凭借手游研发及运营的经验积累及海外市场的积极布局，中国出厂商的头部游戏成功率已超越任天堂、世嘉等本土企业，成为中国手游数字文化新出海的代表。

图表 2：美国手游畅销榜 Top100—中国手游收入



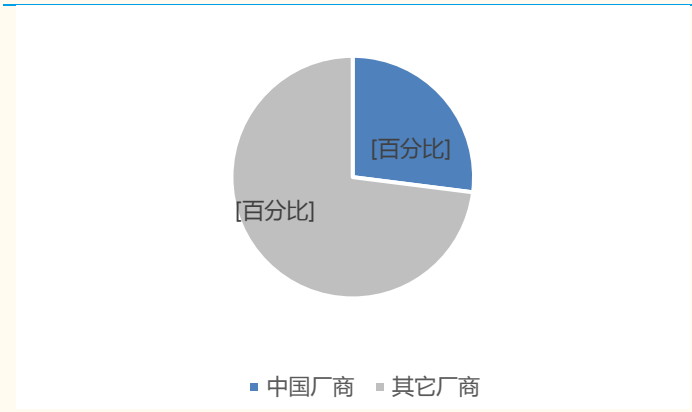
来源：，国金证券研究所

图表 3：4Q20 美国 TOP100 中国手游收入占比



来源：，国金证券研究所

图表 4：4Q20 日本 TOP100 中国手游收入占比



来源：，国金证券研究所

1.2 政策凸显导向趋势，多个动漫游戏 ETF 获批

- **政策扶持积极推动游戏产业发展，多个动漫游戏主题 ETF 获批提供投资新机会。**在中国文化全球影响力日益提升，全球数字经济比重快速提高，“Z 世代”等新兴人群消费水平显著提高的背景下，各地积极推出游戏产业扶植政策，推动新兴游戏产业发展及出海。2020 年最后一个交易日，3 支动漫游戏主题 ETF 首次获批，规模上限共计 70 亿元，对动漫游戏主题 ETF 的放开反映了国家在新兴文化领域的政策支持与资本引导。目前动漫游戏指数处于历史低位，龙头估值具有吸引力，且行业迎来新产品周期，投资者或可积极布局相关企业及 ETF 产品，未来戴维斯双升可期。

二、手游出海两条路径：“全球性游戏 IP”&“国内玩法+全球性题材”突破不同海外市场

2.1 出海路径 1：以“全球性游戏 IP”突围收获各国“IP 粉丝”增加游戏成功率

- **全球性游戏 IP“端/主机转手”成趋势，热门 IP 粉丝基数大，预计显著提高爆款成功率，国内大厂在手游方面具备技术优势，有望与热门 IP 拥有者合作将其享其手游化红利。**以腾讯为代表的国内大厂具有全球领先的手游制作经验与研发技术，依靠全球性 IP，打造“3A 手游”是其出海趋势。一方面，全球性端游 IP 在玩法和体验上已得到广泛肯定，“3A 手游”具备强

大的品质保证；另一方面，全球性 IP 具有充分的玩家基础与海外知名度，手游移植将吸引原有主机/端游用户与新兴移动游戏玩家，提高爆款产品的成功率。以腾讯为例，其手游研发技术全球领先，具备流水线生产“3A 手游”的能力，依靠与海外 IP 方的合作爆款频频。腾讯旗下产品《PUBG》已累计吸金 21 亿美元，总下载量超 6.9 亿次；《使命召唤手游》上线 8 个月下载量即突破 2.5 亿。（Sensor Tower）。游戏储备中，腾讯《英雄联盟手游》、《DNF 手游》，网易《暗黑破坏神手游》等，预计在未来海外市场都将取得亮眼成绩。

图表 5：2020 全年榜单 中国手游收入 Top30（海外 App Store+Google Play）

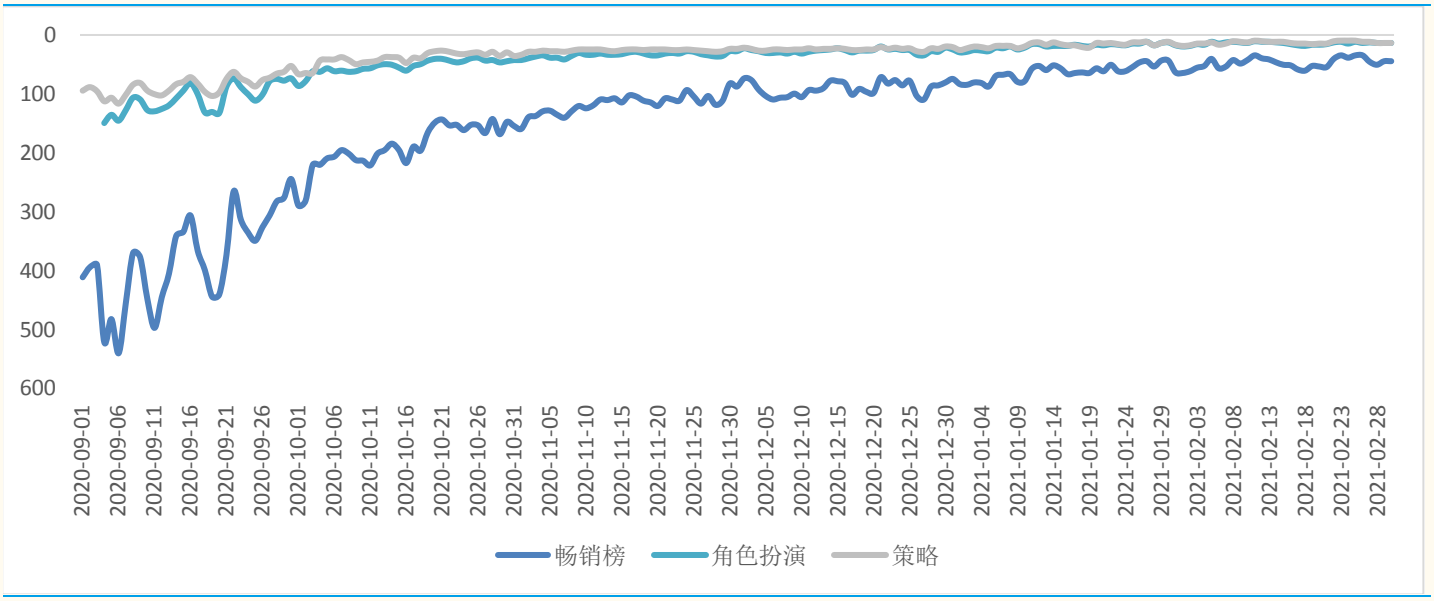
排名	游戏名	公司	排名	游戏名	公司
1	PUBG MOBILE	腾讯	16	奇迹之剑	4399
2	万国觉醒	莉莉丝	17	Matchington Mansion	Magic Tavern
3	荒野行动	网易	18	Age of Origins	Camel Games
4	使命召唤手游	动视暴雪&腾讯	19	Cash Frenzy Casino	博乐科技
5	State of Survival	FunPlus	20	龙族幻想	祖龙娱乐&腾讯
6	黑道风云	友塔网络	21	第五人格	网易&心动网络
7	剑与远征	莉莉丝	22	明日之后	网易&心动网络
8	王国纪元	IGG	23	Be The King	创酷互动
9	原神	米哈游	24	风之大陆	紫龙游戏&NEOCRAFT
10	无尽对决	沐瞳科技	25	偶像梦幻祭！！ Music	乐元素
11	放置少女	有爱互娱	26	江山美人	三七互娱
12	阿瓦隆之王	FunPlus	27	碧蓝航线	悠星网络
13	守望黎明	龙创悦动	28	战火与秩序	Camel Games
14	火枪纪元	FunPlus	29	帝国纪元	龙创悦动
15	明日方舟	鹰角网络&悠星网络&心动网络	30	仙境传说RO	心动网络&GungHO

来源：Sensor ，国金证券研究所

2.2 出海路径 2：“国内玩法+全球性题材”发往差异化市场

- **对已取得成功的产品以“国内玩法+全球性题材”进行迭代微创新，不断适应海外不同地区用户偏好，成为出海新策略。**“国内玩法+全球性题材”的出海方式以三七互娱为例，在市场上成功的“SLG+三消”游戏《E&P》基础上，三七互娱进行产品迭代与微创新，推出了同类型游戏《Puzzles & Survival》。《Puzzles & Survival》在玩法上与《E&P》相似，成熟的玩法加以微创新的全球性题材提高了其游戏产品《P&S》在海外成功率。《Puzzles & Survival》上升势头迅猛，根据七麦数据，2020 年 9 月突破美国 IOS 畅销榜 500 名后快速上升，12 月末达 80 名，**截至 21 年 3 月 1 日，《Puzzles & Survival》最高已达畅销榜 34 名。**除了全球性游戏 IP 外，全球性的影视动漫题材也为游戏改编提供了丰富的资源库，如网易的《哈利波特：魔法觉醒》、《漫威超级战争》等将受益于全球粉丝效应，《游戏王：决斗链接》、《魔法禁书目录》则吸引了相关二次元忠实玩家。

图表 6：《Puzzles & Survival》美国畅销榜排名



来源：七麦数据，国金证券研究所

三、什么类型的公司 2Q21 有望率先恢复业绩增长？

- **游戏板块整体处于估值低位，长期行业成长性可期，短期新游上线助推头部公司业绩与估值双增长。**游戏龙头企业估值在整个市场中处于低洼，21 年 PE 均值为 13.41，我们认为游戏具备非常良好的消费属性，玩家消费习惯养成后持续性较强，长期看或享成长与估值双红利。
- **2Q21 业绩增长路径 1：**新游储备丰富，陆续上线兑现业绩，如：腾讯、网易等游戏公司。腾讯等公司 2Q21 产品线丰富，预计业绩随着新游戏上线而增长。
- **2Q21 业绩增长路径 2：**1Q21 上线新游的高投入有望在 2Q21 释放业绩，如：三七互娱，吉比特。三七互娱、吉比特等公司 1Q21 上线重磅新游，预计在游戏宣发、广告方面投入较大，1Q21 的高投入为 2Q21 业绩释放奠定了良好的用户基础。
- **2Q21 平台型公司：**预计多款新游上线将拉动平台的活跃用户增长，如：心动公司，哔哩哔哩。

图表 7：A 股游戏公司 2021 预期盈利及市盈率(wind 一致预期)

公司	2021E营业收入（百万）	2021E归母净利润（百万）	EPS(摊薄)	21年PE
三七互娱[002555.SZ]	19300.80	3421.95	1.62	17.38
吉比特[603444.SH]	3601.65	1389.72	19.34	16.14
宝通科技[300031.SZ]	3866.85	579.72	1.46	11.24
完美世界[002624.SZ]	12488.30	2758.12	1.42	16.60
掌趣科技[300315.SZ]	2637.37	960.94	0.35	17.22
世纪华通[002602.SZ]	19907.01	4392.36	0.59	10.66
昆仑万维[300418.SZ]	4247.50	1708.73	1.46	15.94
巨人网络[002558.SZ]	3258.50	1457.20	0.72	23.44
游族网络[002174.SZ]	5422.00	994.00	1.04	9.89
姚记科技[002605.SZ]	4305.75	901.75	2.24	11.05
金科文化[300459.SZ]	2270.00	1251.00	0.35	10.57
中文传媒[600373.SH]	11108.00	1831.00	1.35	7.35
浙数文化[600633.SH]	5236.00	728.00	0.56	13.45
凯撒文化[002425.SZ]	1110.42	604.26	0.74	11.93
富春股份[300299.SZ]	1131.43	454.74	0.66	9.27
电魂网络[603258.SH]	1606.36	566.01	2.28	12.40

来源：wind，国金证券研究所

图表 8：2Q21 年部分游戏公司游戏储备

公司类型	公司名称	游戏名称	游戏类型	详细上线时间	预计上线时间
A股游戏公司	三七互娱	斗罗大陆-武魂觉醒	卡牌	2021/3/24	2021Q1
		斗罗大陆3D	卡牌	-	2021Q2
		叫我大掌柜	模拟经营	-	2021Q2
	吉比特	摩尔庄园	社区养成	2021/6/1	2021Q2
	宝通科技	《终末阵线：伊诺贝塔》	二次元弹幕射击	-	2021Q2
	完美世界	梦幻新诛仙	回合制RPG	-	2021Q2
		幻塔	开放世界MMO	-	2021Q2
		战神遗迹	ARPG	-	2021Q2
港股游戏公司	腾讯	英雄联盟手游	MOBA	-	待定
		征服与霸业	SLG	2021/3/18	2021Q1
		秦时明月世界	MMORPG	2021/3/26	2021Q1
		全民奇迹2	魔幻RPG	2021/4/1	2021Q2
		小森生活	模拟生活	2021/5/20	2021Q2
	网易	忘川风华录	卡牌RPG	2021/4/2	2021Q2
		战争怒吼	RTS	-	2020H1
平台型公司	心动公司	泰拉瑞亚	沙盒类	-	2021Q2
	哔哩哔哩	机动战姬：聚变	动作	-	2021Q2
		坎特博雷公主与骑士	RPG	-	2021Q2
		刀剑神域黑衣骑士：王牌	MMORPG	-	2021Q2
		黑潮：深海觉醒	二次元策略	-	2021Q2
	朝夕光年（字节）	雷霆远征	SLG	2021/3/9	2021Q1
		全明星激斗	格斗	2021/3/31	2021Q1
		航海王热血航线	动作RPG	2021/5/27	2021Q2

来源：各公司官网，游资网，国金证券研究所

四、投资建议

- **我们认为目前游戏板块估值较低，2Q21 开始新游排期较为密集，2021 年游戏公司出海业务的发展有望拉动公司业绩上升，推荐关注以下标的：**
  - **A股游戏公司：**

    1）**三七互娱：**《荣耀大天使》国内上线表现亮眼，《Puzzles & Survival》海外市场表现持续强劲。重磅产品《荣耀大天使》1Q21 投入较高，预计 2Q21 进入业绩回收期，利润有望释放。2Q21 新游储备中，《斗罗大陆》《叫我大掌柜》有望取得良好成绩。

    2）**吉比特：**《一念逍遥》多日排在 IOS 游戏畅销榜前 10，旗下《摩尔庄园手游》预计 2021 年 6 月 1 日上线，将对公司流水带来较大的提升。海外方面，吉比特目前已取得《石油大亨》、《伊洛纳》等多款手游的海外发行权。在 2019 年新设立了日本子公司和香港子公司信息，加大海外市场布局。

    3）**宝通科技：**A 股背靠 B 站的核心游戏公司，其自研二次元游戏《终末阵线：伊诺贝塔》，由 B 站独家代理，预约数已达 40 万，预计 2Q21 上线。其子公司易幻网络在海外游戏市场具备先发优势，也是国内海外移动游戏成功发行数量最多的厂商。

  - **港股游戏公司：**

    腾讯控股：2Q21 有多款新游储备，此外，其“全球性游戏 IP”出海产品如《英雄联盟手游》、《DNF 手游》等，预计在 2021 年密集上线，将释放可观利润。旗下《PUBG》、《使命召唤手游》均于全球市场取得头部排名。

网易-S：目前已与暴雪、漫威、华纳兄弟等多家全球 IP 巨擘达成长期合作协议，《漫威超级战争》、《哈利波特：魔法觉醒》、《指环王：崛起之战》等全球性 IP 游戏已逐步上市。

- **平台型公司：**

心动公司：年轻化游戏社区，预计 TapTap 平台的活跃用户有望随多款新游上线拉动进一步增长，社区化改版有望提升用户粘性推动后续的商业化变现。

哔哩哔哩：国内流量最大的单机独立游戏内容集散地和中国最大的游戏视频平台之一。2Q21 代理及自研多款二次元向手游，大部分预约人数超 50 万，用户基础良好。

五、风险提示

- **游戏上线或表现不及预期：**游戏上线受游戏获得版号的影响，其上线时间具有一定的不确定性。游戏上线后表现可能不及预期，从而影响公司业绩。
- **游戏行业市场竞争加剧：**手游行业内厂商众多，目前玩法创新较为困难，大多数厂商开发的游戏产品在玩法等方面较为类似，如果出现更高质量的同类型产品，可能会对现有游戏的收入产生影响。
- **国家游戏相关政策收紧：**游戏产业相关监管政策在不断完善中，如游戏版号政策目前仍未能回到早期水平，未成年人预防沉迷系统要求等，若这些相关政策进一步收紧，也会一定程度制约游戏行业的发展。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402