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

　　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1176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442万个，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2024Q1A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。2024Q1A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，2024Q1A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2024Q1A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，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224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