

# 小游戏有望带来新增量，关注新技术、新内容、新硬件 ——移动游戏行业深度

证券研究报告 2023年11月

证券分析师: 李典

E-MAIL: lidian@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码:S002051608001

证券分析师: 路璐

E-MAIL: lulu@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码:S0020519080002

- **行业上，23年Q2移动游戏市场规模同比增速迎来拐点，Q3增长加速。**2023H1中国游戏市场实际销售收入1442.63亿元，同比下降2.39%，环比增长22.16%。其中移动游戏市场实际销售收入1067.05亿元，同比减少3.41%，环比增长29.21%。移动游戏市场23Q1/Q2同比增速为-19.42%/15.92%，回暖显著。7月至8月进入暑假高峰期，手游市场规模分别为221.10/228.51亿元，同比增长51.09%/63.73%。
- **政策端，版号常态化发放将持续优化供给。**一方面版号下发数量较恢复初期有所增长，另一方面从发放质量上，2022年底开始腾网等大厂主力产品相继获批，后续各厂商中重度核心产品也陆续获批。新品周期逐步企稳，游戏市场规模今年起呈现明显回暖趋势。各大厂商后续游戏产品储备充足，随着新产品排期上线，有望推动游戏市场规模进一步增长。
- **渠道端，小游戏有望带来增量。**小游戏轻量化、转化链路短，与App端相比能够差异化覆盖女性用户以及年龄层较大的中青年用户，有望带来增量市场。小游戏研发周期短，更便于厂商进行产品调优以及App端进行引流。随着小游戏品类逐渐向中重度扩展，由原先IAA付费逐渐向IAP模式以及IAA+IAP混变模式拓展，商业化能力不断提升，预计市场规模超200亿。
- **内容形式端，短剧+游戏创造新形式，AI技术升级+MR硬件迭代有望进一步催化。**由于转化链路短，ROI表现较优，近年短剧市场快速起量，预计2023年短剧市场总规模可达200亿。短剧+游戏提供了升维互动娱乐方式，沉浸感、代入感提升+低娱乐门槛或将有利于拉新用户，更迎合碎片化娱乐时间和下沉市场需求，拓宽中腰部IP的变现渠道。我们认为技术升级+硬件迭代有望进一步催化新内容，AI大模型技术加持下，各类文生图、文案生成等效率提升，随着多模态的发展预计视频、游戏制作周期也将更进一步缩短。在Meta Quest3、苹果Vision Pro等新硬件带动下，预计内容需求将持续提升，AI+MR结合有望在体验感知、内容生成、游戏方式等多方面带来革新。
- **技术端，AIGC赋能游戏产业链，实现降本增效和玩法变革。**1) 降本增效。AI能够辅助游戏工业化生产以及营销侧的素材产出和投放优化，实现海量内容的快速供给，包括文案、美术、地图设计、语音交互以及营销端的买量投放等，快速提升游戏生产效率和内容更新，缩短开发周期及人工成本，目前已开始快速应用到游戏公司研发买量环节。2) 玩法变革。游戏对比文字、图片以及音视频等表现形式具备强交互性，AI接入能够在NPC智能交互以及场景丰富度上大幅提升用户侧的沉浸式体验和自由度，同时AI工具能够降低玩家创作门槛，提升UGC内容多元发展，衍生出更多差异化细分玩法，有望催生内容端爆发式增长。
- **推荐关注产品储备丰富，加快AI+技术布局的厂商：**吉比特、完美世界、恺英网络、姚记科技、神州泰岳、巨人网络、盛天网络、浙数文化、昆仑万维。

## 第一部分：移动游戏市场：供给端修复，移动游戏市场回暖显著

- 品类、用户、时长、ARPU变化
- 政策
- 产品及新游情况
- 竞争格局
- 出海市场

## 第二部分：渠道端：重点关注小游戏带来新增量

## 第三部分：短剧+游戏创造内容新形式，技术升级+MR硬件迭代带动内容发展

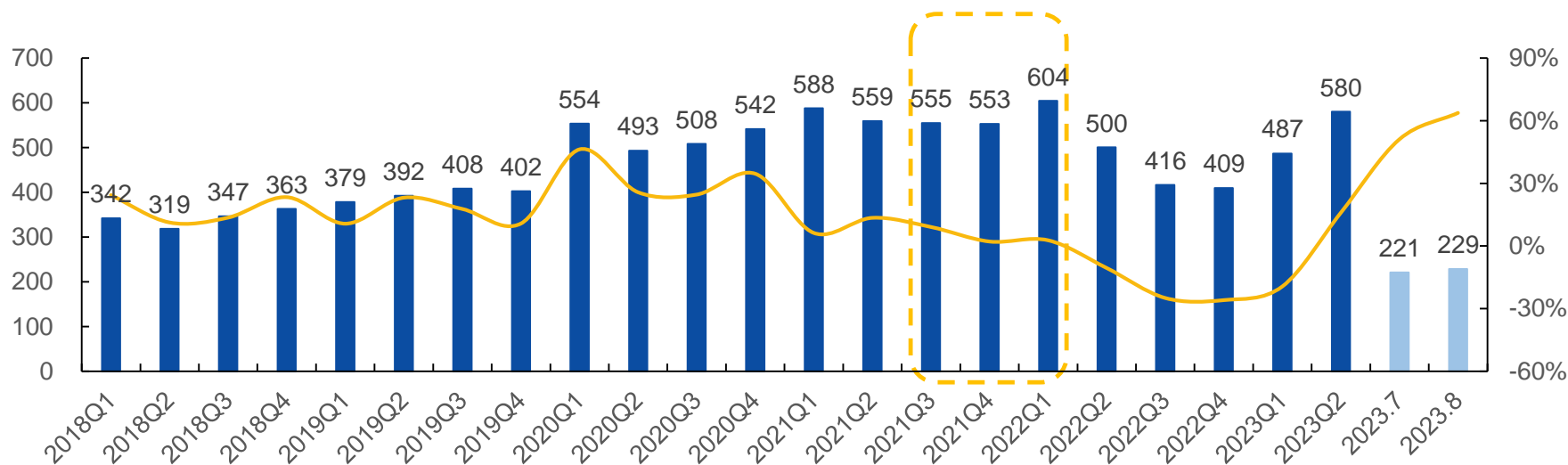
## 第四部分：AIGC：赋能游戏全产业链，行业技术催化加速

## 第五部分：投资建议与风险提示

## 1.1 二季度手游市场迎来增速拐点，三季度加速

- **23年二季度移动游戏市场规模同比增速迎来拐点，三季度增长提速。**从供给侧情况看，2021年8月至2022年3月版号暂停下发期间，受存量游戏以及此前已获版号新游供给支撑下，手游市场规模保持相对稳定，并在春节假期迎来阶段高点。2022Q2开始，版号获取量低导致新游数量减少影响逐渐显现。头部企业立项更为谨慎，新品产出不足，部分中小企业版号获批较晚在下发前项目已经停工，加上新游戏获批后，从测试到上线需要一定周期，供给收缩一定程度导致游戏总流水盘出现较大下滑。随着供给端持续恢复，一方面版号下发数量较恢复初期有所增长，另一方面2022年底腾网等大厂主力产品陆续获批，新品周期逐步企稳，游戏市场规模今年起呈现明显回暖趋势。2023H1中国游戏市场实际销售收入1442.63亿元，同比下降2.39%，环比增长22.16%。其中移动游戏市场实际销售收入1067.05亿元，同比减少3.41%，环比增长29.21%。逐季来看，移动游戏市场23Q1/Q2同比增速为-19.42%/15.92%，恢复情况较为明显。7月至8月进入暑假高峰期，手游市场规模分别为221.10/228.51亿元，同比增长51.09%/63.73%。

图：中国移动游戏实际销售收入（亿元）及同比增长率

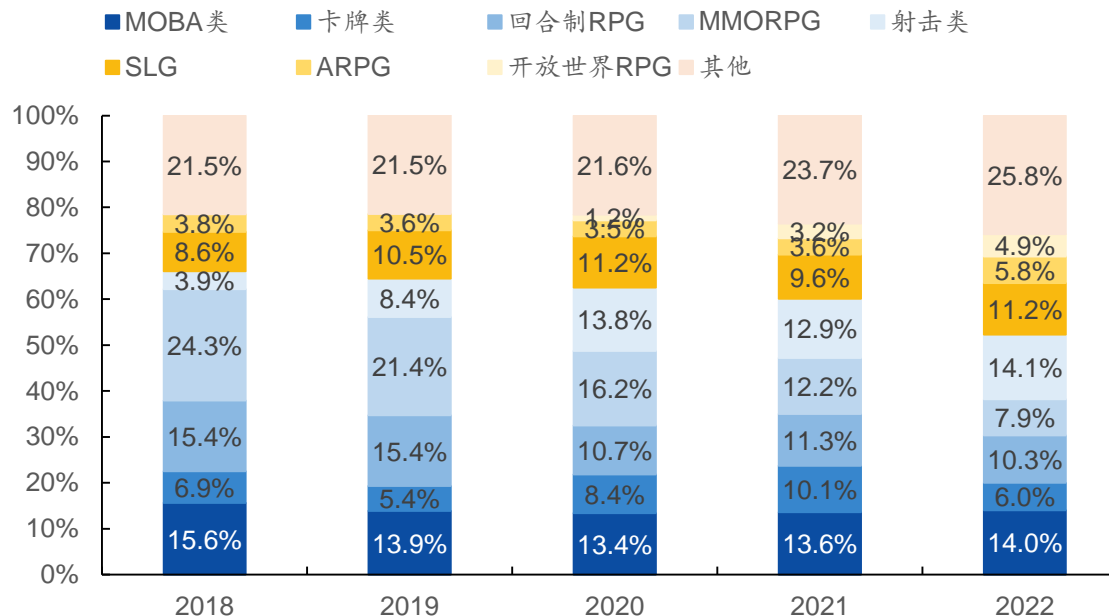


资料来源：游戏工委，伽马数据，Datayes，国元证券研究所 注：黄线框内为版号暂停下发阶段

## 1 品类：游戏细分品类分化趋势显著

- 细分来看，不同品类游戏发展趋势分化明显，MMORPG及回合制RPG市场份额出现缩减，射击、SLG、ARPG、开放世界RPG等呈现增长。2018-2022年，流水TOP150产品中MOBA类游戏市场份额保持稳定，卡牌类游戏连续几年上升后又回落至18年水平。MMORPG类游戏市场持续萎缩，以第一大类游戏24.3%的份额连年下滑至7.9%，回合制RPG市场份额从15.4%下降至10.3%。射击类游戏快速扩张，市场份额由3.9%提升至14.1%，接替MMORPG成为第一大类游戏。SLG从8.6%提升至11.2%。虽然目前ARPG和开放世界RPG市场份额占比不高，都在5%左右，但都实现了高速增长，尤其是开放世界RPG，以《原神》、《幻塔》为代表的开放世界RPG品类成为近期重要增长点。

图：TOP150流水手游玩法分布



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

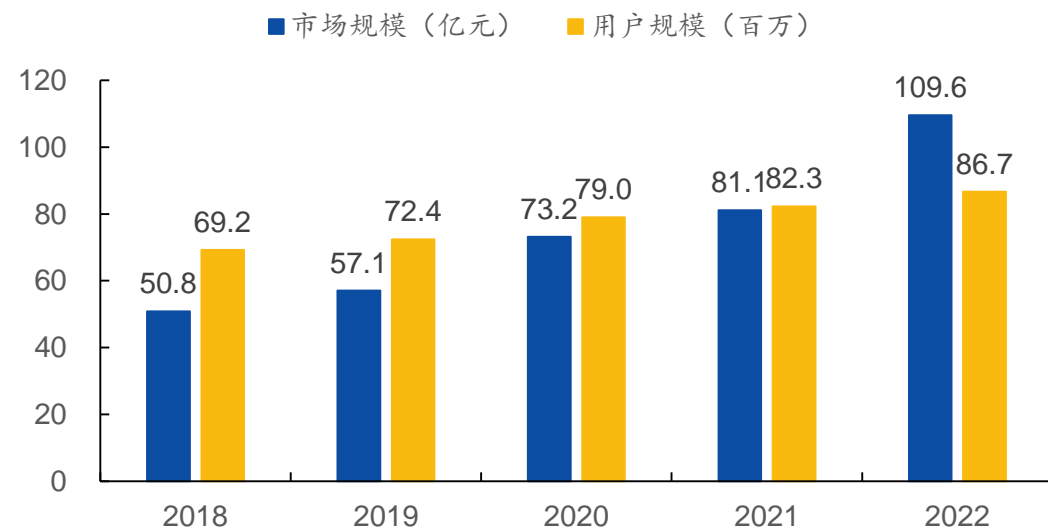
请务必阅读正文之后的免责条款部分



## 1.1 二季度手游市场迎来增速拐点，三季度加速

- **ARPG品类手游收入和用户连年双升，玩家付费水平显著提升，IP产品表现强势。**2022年ARPG手游市场规模为109.6亿元，较2018年增长115.7%，CAGR达21.2%；用户规模达到8670万人，较2018年增长25.2%，CAGR为5.8%。20-29岁用户为该类游戏主力，占比超60%。年轻用户付费意愿相对更强，群体消费率高达95%。2018-2022年，ARPG玩家人均付费持续提升，由73.4元提升至126.4元，CAGR达到14.6%。国内ARPG游戏主要与IP加持有关，长期时间沉淀+优质战斗剧情使得以“火影忍者”、“航海王”等知名IP改编手游流水占比超50%。
- **模拟经营类游戏异军突起，市场规模逐年攀升。**模拟经营类相较其他题材更加贴近现实生活，玩家更有代入感，在经营建造过程中容易获取成就感。近年模拟经营类游戏热度逐渐攀升，2022年模拟经营类手游市场规模为66.0亿元，较2018年增长256.8%，不断推出的优秀新品是模拟经营品类增长主要动力，截至2022年末，已有7款模拟经营类产品登入当年移动游戏流水榜TOP150；用户规模为9490万人，较2018年增长64.2%；用户属性上，女性用户占比超过七成，女性用户消费率超过90%；人均付费69.5元，虽然金额较低，但其增速较快，较2018年增长了116.5%，CAGR为21.3%，高于ARPG手游人均付费增速。

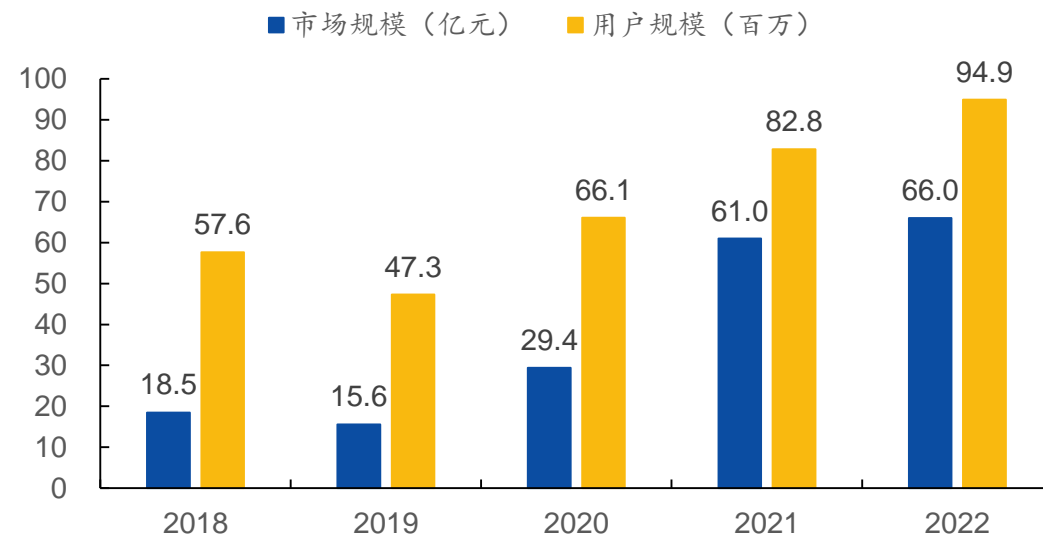
图：移动游戏ARPG品类游戏(不含原神)规模



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：移动游戏模拟经营类游戏规模

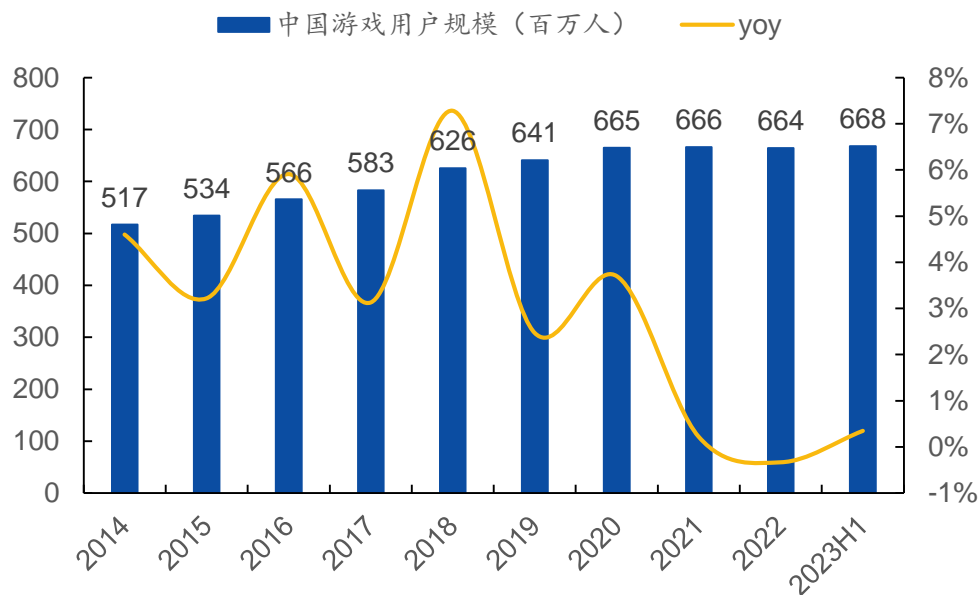


资料来源：伽马数据，国元证券研究所

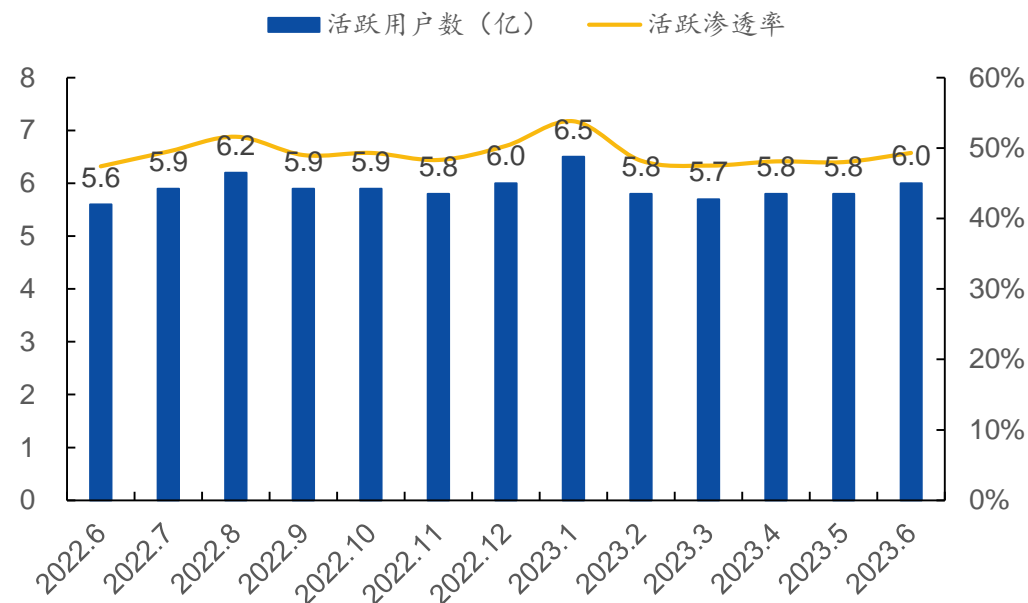
## 2 用户：规模达6.68亿，增速保持平稳

- 游戏用户规模达**6.68亿**创新高，增速保持平稳，市场进入存量竞争阶段。根据伽马数据显示，2018年以后游戏用户规模数增长速度逐渐放缓。2022年，中国游戏用户规模为6.64亿人，同比下降0.33%，出现了近十年以来首次下降。一方面此前疫情宅经济拉动游戏用户数带来高基数，另一方面疫情影响下游戏研发生产效率不足以及新品缺乏等原因，导致用户出现一定程度流失。但随着供给端持续恢复和优质产品上线，23年上半年游戏用户数重回增长，规模达到6.68亿人，同比增长0.35%，达到历史新高点。根据Questmobile数据，手机游戏活跃用户数量约在6亿人左右，活跃用户渗透率约在50%左右，近一年整体趋势表现较为平稳。

图：中国游戏用户规模及同比增长率



图：近一年手机游戏行业活跃用户规模



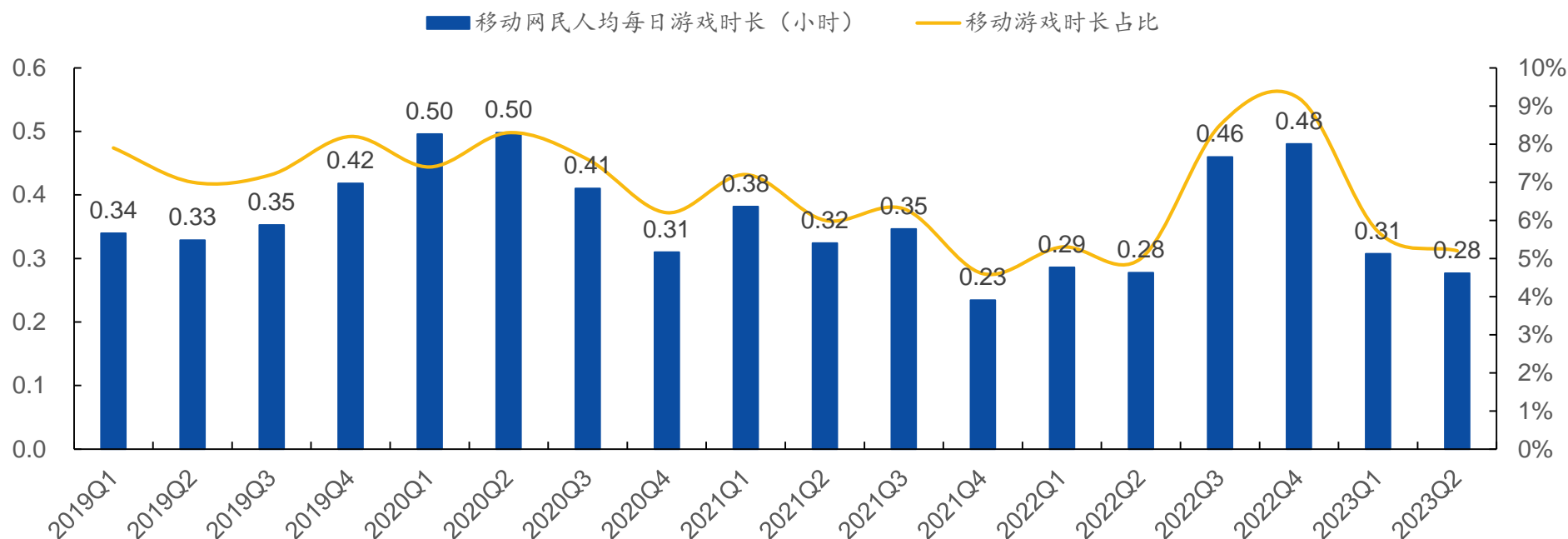
资料来源：游戏工委，伽马数据，国元证券研究所

资料来源：Questmobile，国元证券研究所

## 3 时长：受产品周期及线下消费恢复影响有所波动

- 手游用户使用时长略有波动，主要受产品周期以及线下消费场景恢复程度影响。2019Q1-2023Q2期间移动互联网用户在手机游戏APP上的日均使用时长约在0.3-0.5小时左右波动，暑假期间作为重点假期通常有重点新游上线，因此Q3时长通常有所升高。2020年-2022年下半年期间，时长受疫情变化情况以及版号停发带来供给端收缩有阶段性波动。23年开始随着线下消费场景逐渐恢复，日均使用时长较去年下半年有所减少。

图：2019Q1-2023Q2移动互联网用户手机游戏APP日均时长



资料来源：月狐数据，国元证券研究所

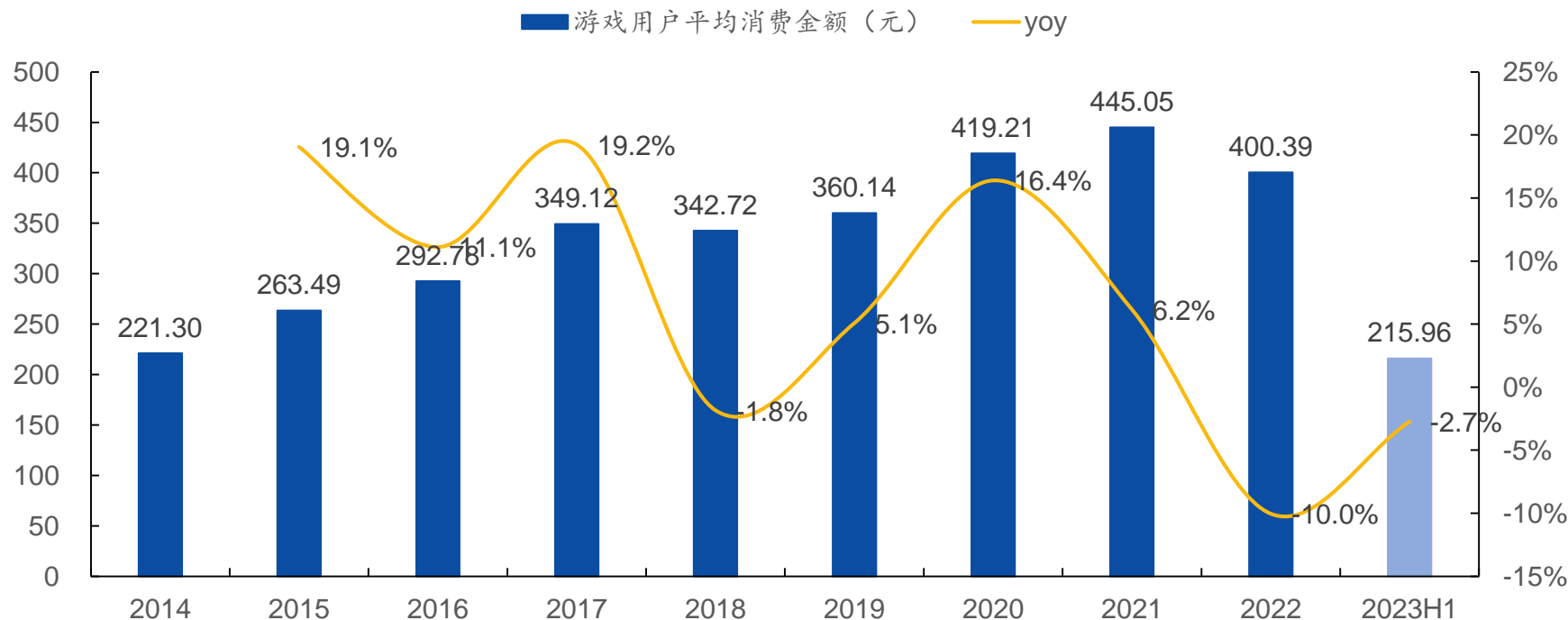
请务必阅读正文之后的免责条款部分



## 4 ARPU: 22年受供给端影响略有下滑，23H1降幅收窄

- 用户平均付费金额整体保持增长，22年受供给端影响单用户付费额有所下滑，23年上半年降幅收窄。2021年之前，游戏用户平均付费金额基本保持逐年增长态势，2018年3月至年底版号出现第一次停发，主要是长尾产品出清，付费金额同比略有下滑，2019年重回增长趋势，2020年开始宅经济催化下增长较快，2021年提升至445.05元创下新高，2022年受到第二次版号暂停以及线下娱乐场景恢复影响，游戏消费金额同比下滑10%，2023年上半年随着产品周期的逐渐恢复，消费金额同比降幅收窄至2.7%。

图：2014-2023H1游戏用户平均消费金额及同比增长率



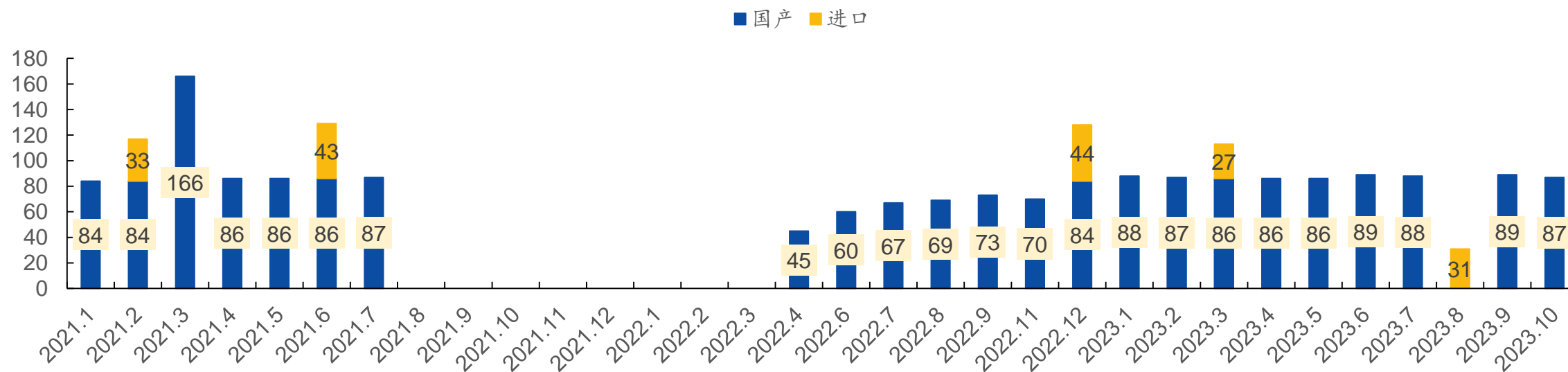
资料来源：月狐数据，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 1.2 政策：版号恢复常态化，供给侧改善

- 游戏版号逐步恢复常态化发放，22年底开始腾网等大厂重点产品陆续获批，供给侧压制因素改善。国产版号方面，2023年1-10月分别发放88/87/86/86/86/89/88/0/89/87个游戏版号。今年以来国产游戏版号发放频率基本趋于稳定，且月均数量较去年版号恢复以来有明显的提升。同时，进口游戏版号也分别在3月、8月共下发58款，相较于2022年情况好转。从发放厂商和产品分布来看，前期版号主要为中小厂商，22年底开始头部大厂重点产品陆续获批，包括腾讯《无畏契约》、《黎明觉醒》、《白夜极光》等；网易《逆水寒手游》等，表明版号常态化发放基本恢复，供给端压制因素改善，头部厂商获批数量分布较为均衡。我们认为，2022年下半年恢复版号发放以来的部分游戏在2023年至2024年陆续宣发上线，在游戏版号停发期间游戏产业链各环节对新游戏产品的积淀有望兑现，有望提振行业需求，增厚公司业绩。

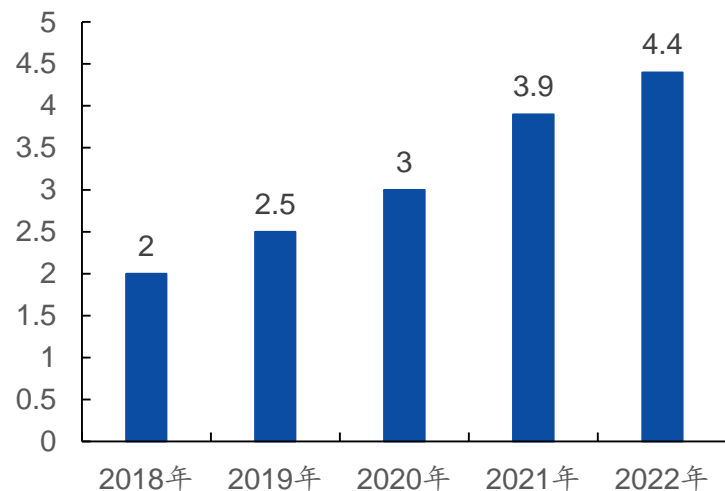
图：游戏版号下发数量



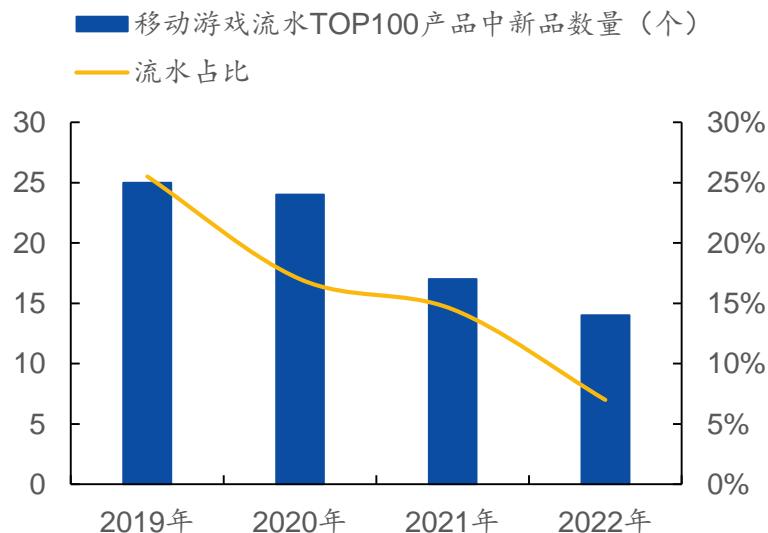
## 1.3 产品：老游戏长线运营趋势稳定，后续储备产品丰富

- 移动游戏长线运营趋势明显，精品化下新游整体突围难度增加，但内部表现有所分化。根据伽马数据统计显示，从产品上线时长看移动游戏长线趋势明显，头部产品平均运营时间已连续5年保持增长，2022年头部移动游戏平均上线时长已达到4.4年。而近年来在移动游戏精品化趋势下，新品突围难度提升，新游整体数量与流水占比出现下滑，在流水TOP100产品中新游流水占比已由2019年的25%以上降至2022年的10%以下。在用户总量相对稳定的存量竞争市场中，同类新品获取用户难度提升。2023年上半年，在头部产品上线拉动下，新品流水大幅回升，同比提升134.1%。

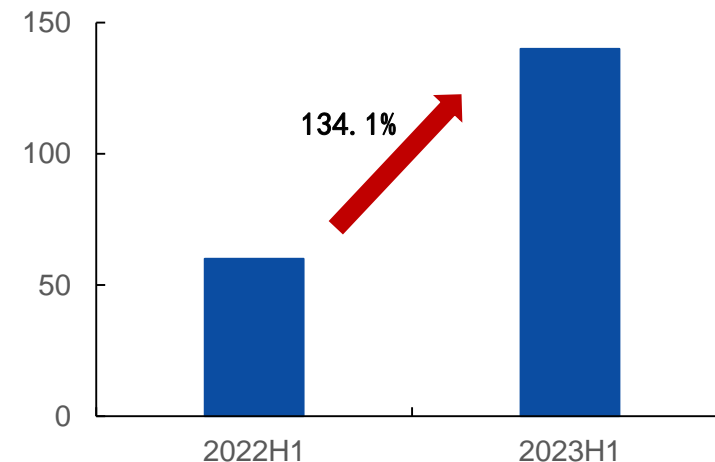
图：头部移动游戏平均上线时长（年）



图：近年手游流水TOP100中新品数量及流水占比



图：新游流水变化情况（亿元）



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源：伽马数据，国元证券研究所

资料来源：伽马数据，国元证券研究所

注：监测范围为移动端流水TOP200产品和客户端流水TOP100产品，新品指12月末起上线的游戏产品

■ 具体看，有IP基础或玩法补位的头部厂商产品表现较优。2023年上线新游中，腾讯、网易、米哈游、朝夕光年、灵犀互娱、巨人网络、祖龙娱乐以及完美世界等中大型厂商均有重点产品上线，腾讯《黎明觉醒：生机》、《合金弹头：觉醒》以及《冒险岛：枫之传说》合计首月预估流水超过17亿，网易《逆水寒》手游仅iOS端首月预估流水超4亿，《全明星街球派对》首月预估流水超4亿，米哈游《崩坏：星穹铁道》预估首月流水超12亿，朝夕光年自研产品《晶核》首月预估流水超7亿，此外灵犀互娱《三国志战旗版》、巨人网络《原始征途》、祖龙娱乐《以闪亮之名》以及完美世界《天龙八部2》等产品首月流水也均在2-4亿+，表现较优。其中多数产品为端游、单机游戏以及小说IP改编，具备较好的受众基础和知名度，而《晶核》则是与DNF玩法类似的动作品类手游，补位了DNF手游缺位留下的市场空白，并且产品加入了3D化升级，例如副本地图的串联立体化，提升了游戏探索推图的可玩性。

表：2023年新游首月流水测算榜TOP5

排名	1-3月	游戏类型	首月流水预估 (亿元)	4月	游戏类型	首月流水预估 (亿元)	7月	游戏类型	首月流水预估 (亿元)	8月	游戏类型	首月流水预估 (亿元)
1	三国志战旗版	SLG	4+	崩坏：星穹铁道	回合制RPG	12+	晶核	ARPG	7+	冒险岛：枫之传说	MMORPG	9+
2	原始征途	MMORPG	3+	合金弹头：觉醒	横版射击	5+	这城有良田	模拟经营	1-	全明星街球派对	体育类	4+
3	黎明觉醒：生机	生存类	3+	天龙八部2	MMORPG	2+	尘白禁区	射击类	1-	战地无疆	SLG	1-
4	以闪亮之名	换装类	2+	战火勋章	SLG	1+	西行纪燃魂	ARPG	1-	新天龙八部	MMORPG	1-
5	大话西游：归来	回合制RPG	1-	奇点时代	模拟经营	1-	守塔不能停	塔防类	1-	浮空秘境	放置RPG	1-

资料来源：伽马数据，国元证券研究所  
注：上述为当期区间内上线的移动游戏，并依据产品上线后30日国内全平台流水状况进行排名，上线不足30日的产品根据其目前流水状况推算首月流水。

1.3 产品：老游戏长线运营趋势稳定，后续储备产品丰富

■ 主要厂商储备产品丰富，多款版号已获批，持续挖掘细分玩法扩充品类矩阵。

表：主要公司后续储备产品情况

	序号	游戏名称	客户端	游戏类型	自研/代理	版号	上线地区	预计上线时间
三七互娱	1	代号龙骑士	移动	日式Q版MMORPG	代理	否	境内	2023年11月17日（安卓）
	2	洪荒异兽录	移动	修仙题材MMORPG	代理	是	境内	
	3	离火之境	移动	东方玄幻MMORPG	代理	是	境内	
	4	万乘之国	移动	多文明题材SLG	代理	是	境内	
	5	代号三国CB	移动	三国题材SLG	代理	否	境内	
	6	故土与新世界	移动	魔幻Q版SLG	代理	是	境内	
	7	代号二次元ZQ	移动	东方玄幻卡牌	代理	否	境内	
	8	金牌合伙人	移动	商业题材模拟经营	代理	是	境内	
	9	Mecha Domination	移动	巨兽题材SLG	代理	否	境外	
	10	Bugtopia	移动	昆虫题材SLG	代理	否	境外	
	11	Yes Your Highness	移动	中世纪题材模拟经营	代理	否	境外	
	12	代号琉璃	移动	古风题材模拟经营	代理	否	境外	
	13	代号休闲	移动	现代度假村休闲游戏	代理	否	境外	
	14	扶摇一梦	移动	唯美古风MMORPG	自研	是	全球	
	15	失落之门：序章	移动	西方魔幻MMORPG	自研	是	全球	
	16	空之勇者	移动	Q版3D异世界冒险MMORPG	自研	是	全球	
	17	代号斗罗MMO	移动	国漫东方玄幻MMORPG	自研	否	全球	
	18	代号战歌M	移动	西方魔幻MMORPG	自研	否	全球	
	19	代号正奇SLG	移动	写实三国SLG	自研	否	全球	
	20	代号休闲SLG	移动	Q版战争SLG	自研	否	全球	
	21	代号G2N	移动	写实欧洲中世纪SLG	自研	否	全球	
	22	龙与爱丽丝	移动	神话题材卡牌	自研	是	全球	
	23	代号RR	移动	Q版西方魔幻	自研	否	全球	
	24	代号小游戏A	移动	Q版东方玄幻	自研	否	全球	
	25	代号小游戏B	移动	Q版东方玄幻	自研	否	全球	
	26	代号小游戏C	移动	写实西方魔幻	自研	否	全球	
	27	曙光计划	移动	未来科技MMORPG	代理	是	全球	
	28	诸神黄昏：征服	移动	西方魔幻MMORPG	代理	是	全球	
	29	平行轨迹	移动	未来都市MMORPG	代理	是	全球	
	30	原野传说：史前万年	移动	史前文明SLG	代理	是	全球	
	31	失落星环	移动	星际题材卡牌	代理	是	全球	

资料来源：公司公告，TapTap，国元证券研究所



表：主要公司后续储备产品情况

	序号	游戏名称	客户端	游戏类型	自研/代理	版号	上线地区	预计上线时间
吉比特	1	勇者与装备（代号BUG）	移动	西幻题材放置类	自研	是	全球	小程序已上线
	2	Outpost: Infinity Siege（重装前哨）	客户端	第一人称射击类端游	自研	否	港澳台及海外地区	2024 年第一季度
	3	不朽家族（代号M66）	移动	家族题材放置养成	自研	是	全球	2023年四季度（大陆）
	4	超喵星计划	移动	3D捏猫抽卡养成类	自研	是	-	2024年上半年
	5	最强城堡	移动	策略塔防类	自研	是	全球	未确定
	6	原点（代号）	移动	西幻题材放置卡牌	自研	否	全球	未确定
	7	M88（代号）	移动	魔幻题材放置养成类	自研	否	中国大陆及港澳台、日韩地区	2024年（境外）
	8	M72（代号）	移动	放置挂机修仙游戏	自研	否	中国大陆及港澳台、东南亚地区	未确定
	9	M11（代号）	移动	西幻题材放置挂机	自研	否	全球	未确定
	10	超进化物语2	移动	策略卡牌养成类	代理	否	中国大陆地区	未确定
	11	Beast Planet	移动	异兽题材生存策略	代理	否	海外地区	未确定
	12	Project S（代号）	移动	Roguelike、SLG	代理	否	中国大陆及港澳台地区	未确定
	13	皮卡堂之梦想起源	移动	模拟经营类	代理	是	中国大陆地区	2023年12月5日
	14	神州千食舫	移动	模拟经营类	代理	是	中国大陆及港澳台、东南亚地区	2024年
完美世界	1	一拳超人：世界	移动	RPG	自研	否		
	2	女神异闻录：夜幕魅影	移动	JRPG	自研	是		
	3	乖离性百万亚瑟王：环	移动	策略卡牌	自研	否		
	4	淡墨水云乡	移动	模拟经营	自研	是		
	5	神魔大陆2	移动	西方魔幻	自研	是		
	6	Perfect New World	端游	MMO	自研	否		
	7	诛仙世界	端游	开放世界	自研	是		

资料来源：公司公告，TapTap，国元证券研究所

1.3 产品：老游戏长线运营趋势稳定，后续储备产品丰富

表：主要公司后续储备产品情况

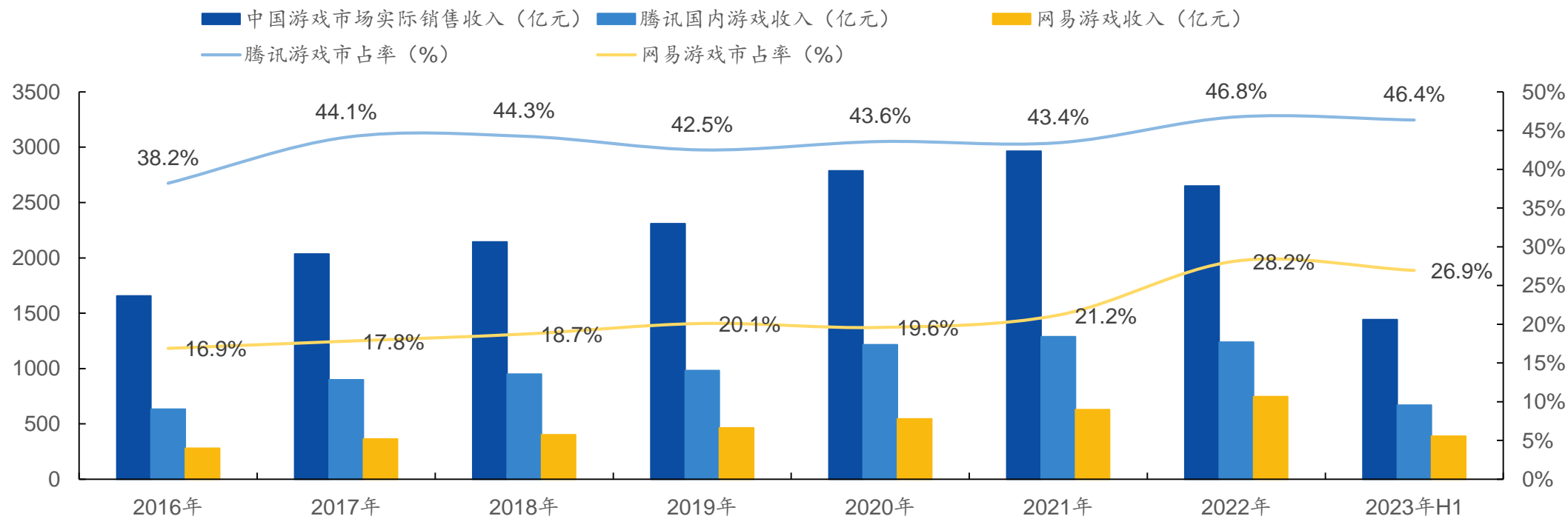
	序号	游戏名称	客户端	游戏类型	自研/代理	版本号	上线地区	预计上线时间
恺英网络	1	仙剑奇侠传：新的开始	移动	MMORPG		是		
	2	纳萨力克之王	移动	策略冒险		是		2023年11. 21
	3	VR游戏	移动	VR/机甲		是		2023年测试上线
	4	龙腾传奇	移动	RPG		是		
	5	妖怪正传2	移动	RPG/卡牌		是		2023Q4或2024Q1
	6	归隐山居图	移动	卡牌/休闲		是		2023年
	7	Rogue Planet	移动	卡牌/休闲/放置		否		
	8	临仙	移动	竞技/养成		是		2024H1 (大概率 Q1)
	9	代号：信长	移动	SLG		否		2023年
	10	山海浮梦录	移动	卡牌		是		2023年
	11	演灭Evotinction	主机/客户端	战术/模拟		否		2023年Q3
	12	代号：转生史莱姆	移动	二次元		否		2023年
	13	代号：XW	移动	养成/竞技		否		2023年
	14	斗罗大陆·诛邪传说	移动	RPG		是		2023Q4或2024Q1
	15	代号：盗墓	移动	ARPG		否		
腾讯	1	代号：破晓	移动	动作	自研	是		
	2	二之国：交错世界	移动	MMORPG	代理	是		
	3	冲呀！饼干人：王国	移动	卡牌、经营	代理	是		
	4	白荆回廊	移动	RPG、二次元	代理	是		2023
	5	EA SPORTS FC	移动	体育、足球	代理	否		2024
	6	舞动极光	TV/移动	体感	自研	否		
	7	大航海时代：海上霸主	移动	SLG	代理	是		
	8	创造吧！我们的星球	移动	开放世界、沙盒	代理	是		
	9	全境封锁2	客户端	射击RPG	代理	否		2023. 11
	10	塔瑞斯世界	移动	MMORPG	代理	否		
网易	1	射雕	移动	MMORPG	自研	是		
	2	九畿：岐风之旅	移动	RPG	自研	是		
	3	突袭：暗影传说	移动	西方魔幻 RPG	代理	是		
	4	零号任务	移动	追猎	自研	是		
	5	代号 56	移动	FPS	自研	否		
	6	龙之灵域	移动	魔幻 MMO	自研	是		

资料来源：公司公告，TapTap，国元证券研究所

## 1.4 竞争格局：腾网市占格局较为稳定，龙头效应明显

- 游戏行业龙头效应明显，份额稳定。腾讯近七年来市占率一直保持在40%以上，网易逐年提升市占率，从2016年的16.9%提升到了2022年的28.2%。网易22-23年陆续上线《蛋仔派对》、《逆水寒》等重点产品拉动，腾讯上线《英雄联盟手游》、《金铲铲之战》、《暗区突围》等产品。

图：2016年-2023H1中国游戏市场实际收入、腾讯和网易市占率

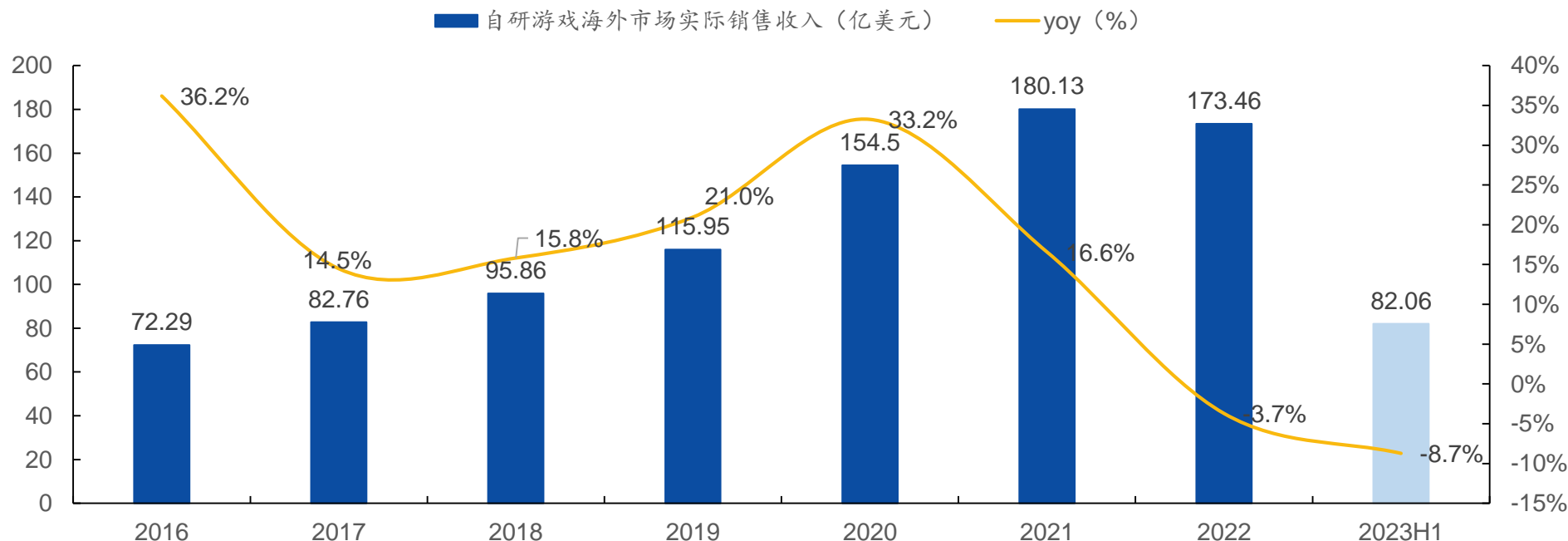


资料来源：游戏工委、伽马数据、公司年报，国元证券研究所注：网易收入未剔除海外收入，因而实际市占低于图中值，腾讯收入为剔除海外收入及supercell后的预测值

## 1.5 出海：整体收入略有下滑，格局较为稳定

- 出海市场竞争激烈，受汇率波动、地缘政治等因素影响，出海收入有所下降。2022年，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为173.46亿美元，同比下降3.70%，但下降幅度小于同期国内市场收入降幅。23H1自研游戏海外市场实际销售收入82.06亿美元，同比下降8.72%。海外主要市场中，用户消费意愿和能力同样受到经济下行影响；国际冲突、汇率波动以及日趋激烈的市场竞争，使海外市场营销、运营成本持续增加；此外，各国重视本土游戏行业发展，加强贸易保护以及政策限制等因素对出海收入也带来一定影响。

图：2016年-2023H1中国自研游戏海外市场实际销售收入（亿美元）



资料来源：游戏工委、伽马数据，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 1.5 出海：整体收入略有下滑，格局较为稳定

- 头部厂商格局较为稳定，多以SLG、FPS以及开放世界等长周期产品为主。从近年出海厂商收入排行来看，米哈游、腾讯、莉莉丝等厂商凭借各自代表性长周期核心产品《原神》、《PUBG: MOBILE》、《使命召唤手游》、《万国觉醒》等占据榜单前列，表现较为稳定。从厂商布局品类来看，也多以SLG、开放世界等长周期产品为主。三七互娱近两年出海布局成果较为明显，排名逐步上升至榜单TOP5，主要得益于《Puzzle&Survival》、《云上城之歌》、《叫我大掌柜》以及《小小蚁国》等产品表现，品类布局较为多元，包含SLG、MMORPG、模拟经营等多个赛道。

表：中国游戏厂商出海收入排行榜

	2021.3	2021.9	2022.3	2022.9	2023.3	2023.9
1	FunPlus	米哈游	米哈游	米哈游	腾讯	米哈游
2	腾讯	FunPlus	FunPlus	三七互娱	三七互娱	腾讯
3	米哈游	腾讯	腾讯	腾讯	米哈游	点点互动
4	莉莉丝	字节跳动	三七互娱	莉莉丝	莉莉丝	三七互娱
5	IGG	三七互娱	莉莉丝	IM30	IM30	莉莉丝
6	欢聚集团	莉莉丝	网易	Habby	壳木游戏	壳木游戏
7	网易	博乐游戏	IGG	壳木游戏	点点互动	IM30
8	三七互娱	网易	龙创悦动	网易	网易	悠星网络
9	Magic Tavern	IGG	友塔游戏	友塔游戏	友塔游戏	IGG
10	博乐游戏	欢聚集团	壳木游戏	IGG	SP-Game	沐瞳科技
11	友塔游戏	友塔游戏	Topwar Studio	沐瞳科技	IGG	网易
12	字节跳动	壳木游戏	沐瞳科技	Topwar Studio	Topwar Studio	Habby
13	龙创悦动	龙创悦动	点点互动	4399	沐瞳科技	宝通科技
14	Topwar Studio	Topwar Studio	乐元素	ONEMT	Habby	友塔游戏
15	壳木游戏	沐瞳科技	龙腾简合	点点互动	悠星网络	Topwar Studio

资料来源：Dataai，国元证券研究所



第一部分：移动游戏市场：供给端修复，移动游戏市场回暖显著

第二部分：渠道端：重点关注小游戏带来新增量

- 买量：市场回暖带动买量市场恢复
- 小游戏：商业化潜力提升，受众差异化有望带来增量市场

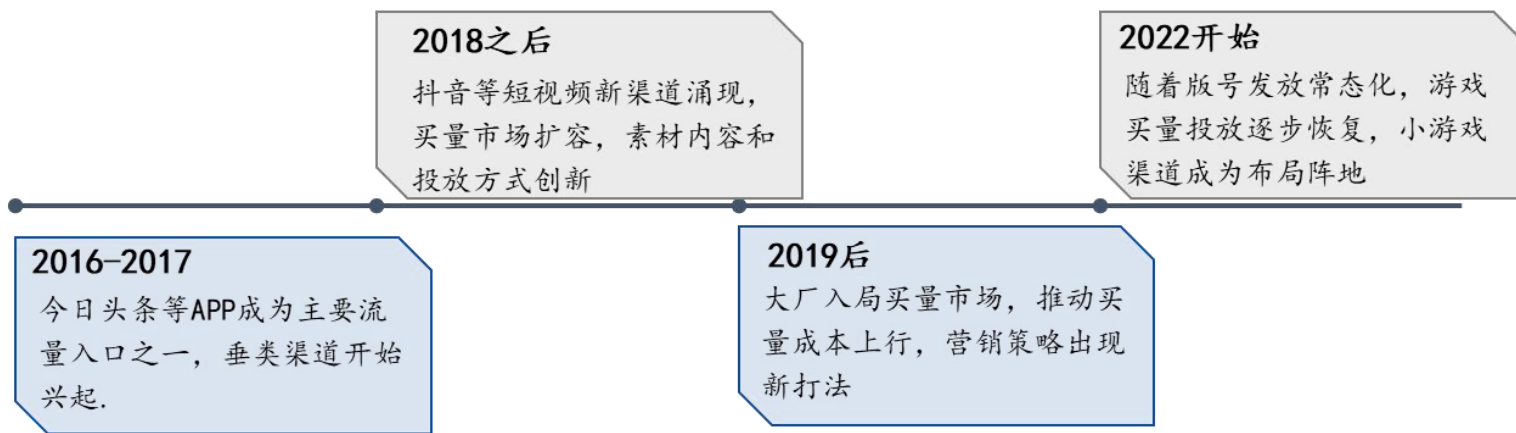
第三部分：短剧+游戏创造内容新形式，技术升级+MR硬件迭代带动内容发展

第四部分：AIGC：赋能游戏全产业链，行业技术催化加速

第五部分：投资建议与风险提示

- 2016年-2017年，今日头条等APP逐渐成为主要流量入口之一，形成买量分发新阵地，同时以B站、TapTap为代表的垂类渠道开始兴起。2016年开始以今日头条为代表的流量平台快速崛起，更多厂商开始参与买量市场，投放方式和素材内容相对单一。B站、TapTap等垂类渠道开始参与游戏发行，主要为依托平台内容的优势品类领域。
- 2018年之后，抖音等短视频新渠道涌现，买量市场扩容，素材内容和投放方式创新。全网主要流量被腾讯、阿里、百度、字节以及快手系等互联网巨头瓜分，其中腾讯、阿里以及百度三家用户规模逐渐饱和，头条系和快手系依托“短视频+直播”的产品形态加剧时长争夺，渗透率及用户规模持续提升。两大超级APP入局成为移动互联网市场的重要变量，驱动买量市场扩容，同时短视频为买量素材内容展示和投放提供了新的创新渠道，由原先的粗放式投放向精益化运营转变。
- 2019年后，大厂入局买量市场，推动买量成本上行，同时带动投放策略升级，精细化、智能化投放和品效合一的营销策略成为重要的新打法。
- 2022年开始，随着版号发放常态化，游戏买量投放逐步恢复。同时随着用户逐渐进入存量市场阶段，各厂商开始寻求拓增量，轻量化、转化链路短的小程序渠道逐渐成为厂商的布局阵地。

图：买量市场发展历程



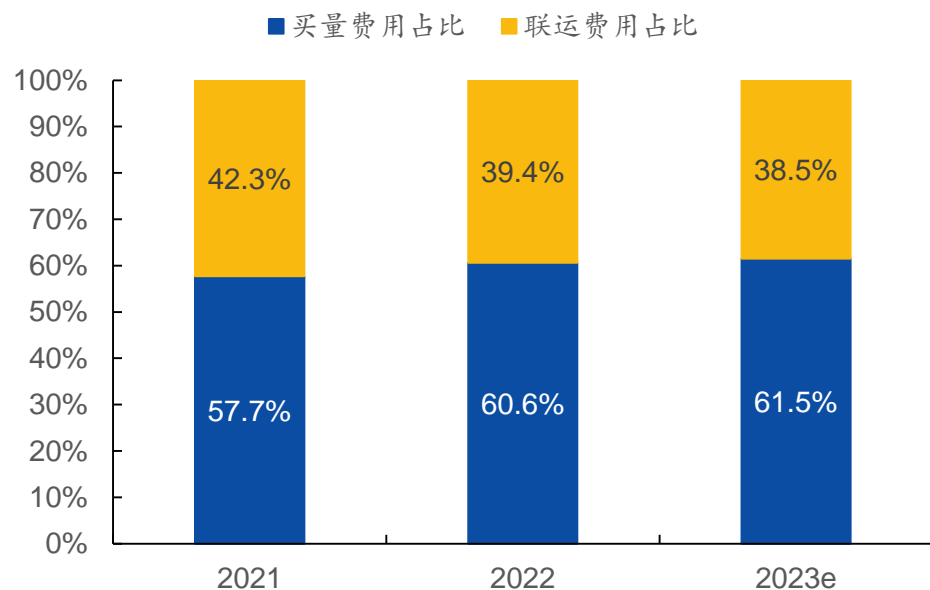
资料来源：国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

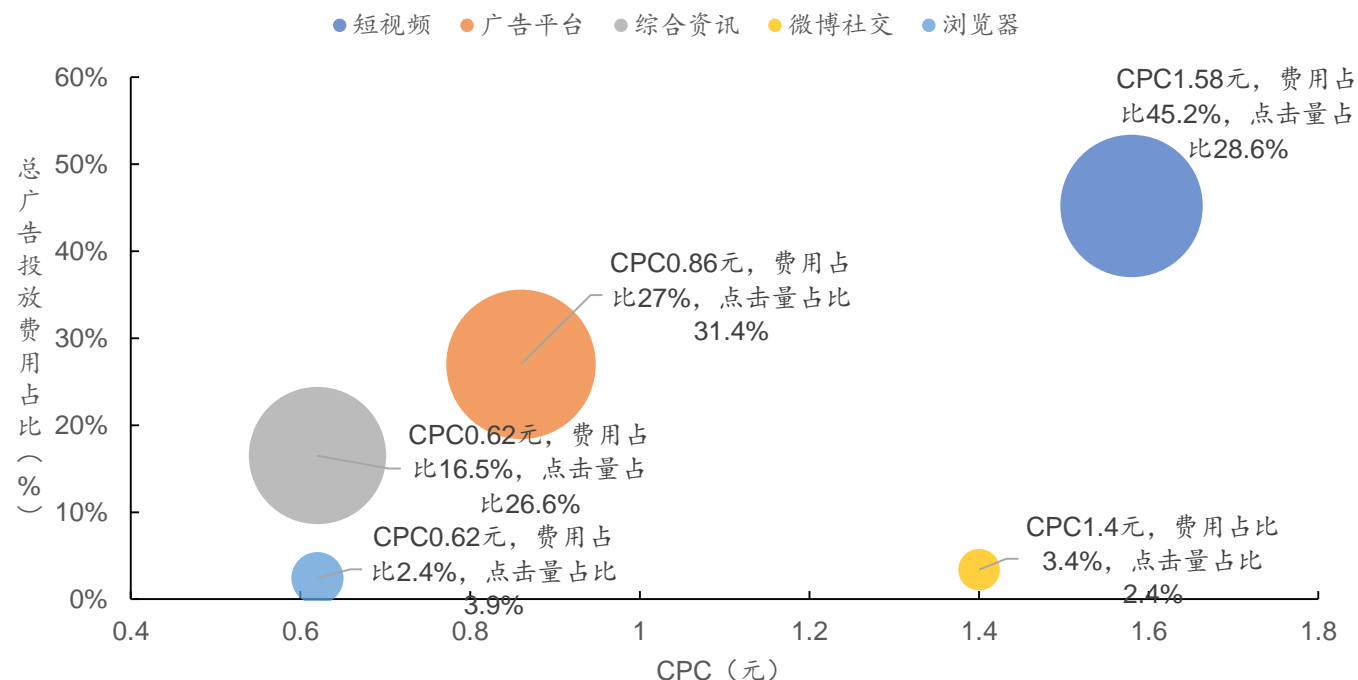
## 2.1 渠道及买量：市场回暖带动买量恢复，厂商布局小游戏

- 渠道端来看，买量占比持续上升，短视频平台买量成本以及投放占比均位于首位。买量与联运是游戏产品发行的主要模式，目前游戏行业买量逐渐占据主导地位，从2021年57.7%持续提升至2023年预计达到61.5%。从各类平台买量成本来看，短视频行业凭借高流量成为网络游戏广告投放的首要曝光媒介，CPC也最高达到1.58元。其次是广告平台投放费用占比为27%，CPC为0.86元，综合资讯投放费用占比为16.5%，CPC为0.62元，对比微博社交平台来看，综合资讯、广告平台转化费用更低或是吸引游戏广告主投放的主要原因。

图：2021-2023e联运与买量费用占比变化



图：2023年6月各渠道买量CPC、费用占比与点击量占比



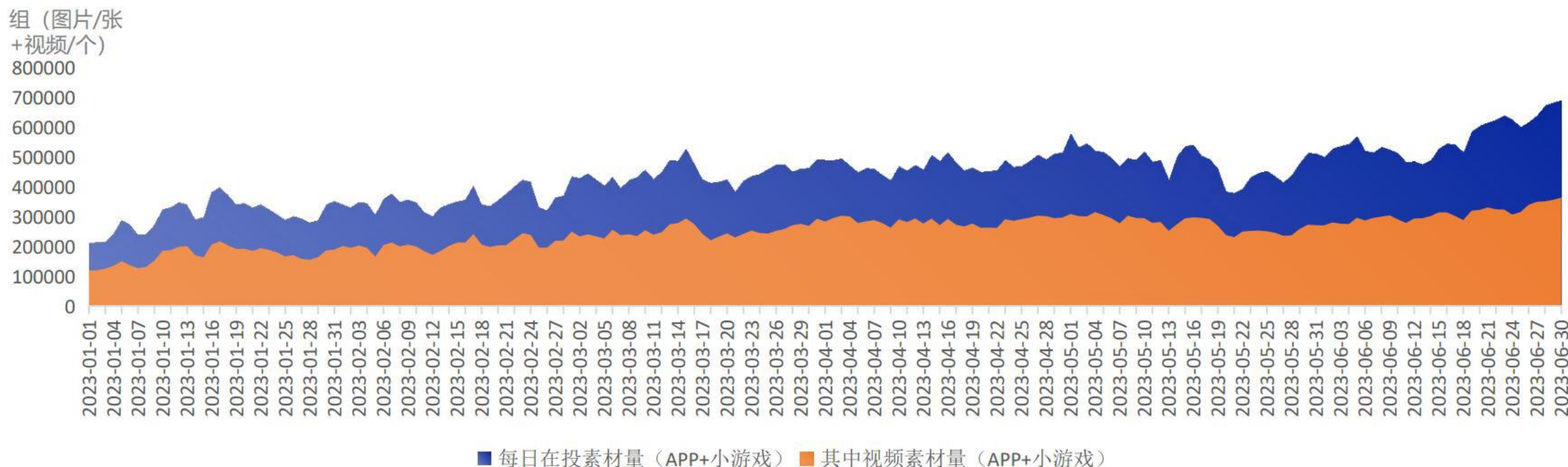
资料来源：Quest Mobile，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 2.1 渠道及买量：市场回暖带动买量恢复，厂商布局小游戏

- 受市场回暖影响，手游和微信小游戏的去重素材量均快速增长。年初受行业降本增效及新游上线数量少的因素影响，素材并未出现投放量高潮；伴随着行业版号发放逐渐恢复正常，经济回暖趋势明显，新游密集上线，2023年上半年，行业素材投放量于端午和暑假分别达到上半年的两次高潮。腾讯、字节升级相关的投放系统，手游上半年去重素材量超1300万，对比去年近乎翻番。微信小游戏素材量快速上涨，驱动行业增长，上半年去重素材量超过500万组较去年下半年增长近5倍，同时微信小游戏通过API回传的方式为买主提供操作空间，控制买量成本。

图：2023H1 大盘每日在投素材量（APP+小程序）



资料来源：DataEye-ADX，国元证券研究所

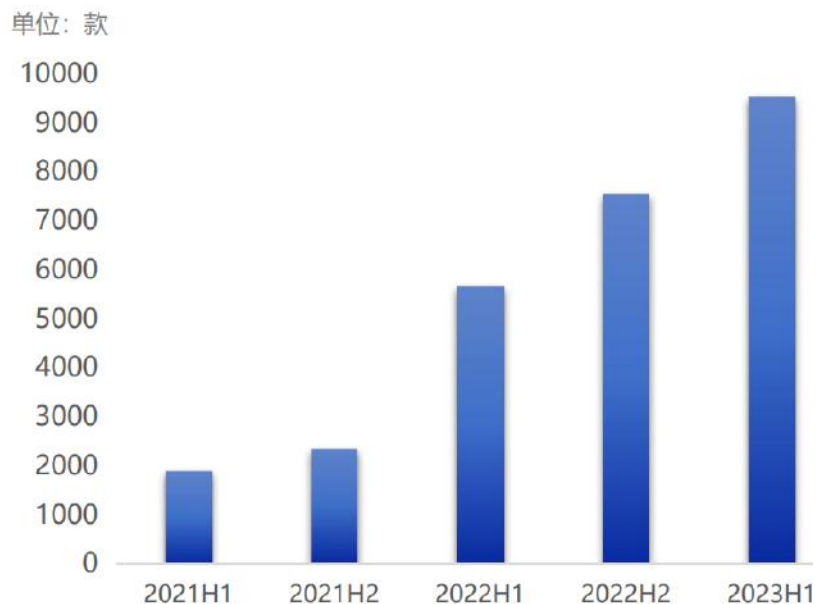
请务必阅读正文之后的免责条款部分



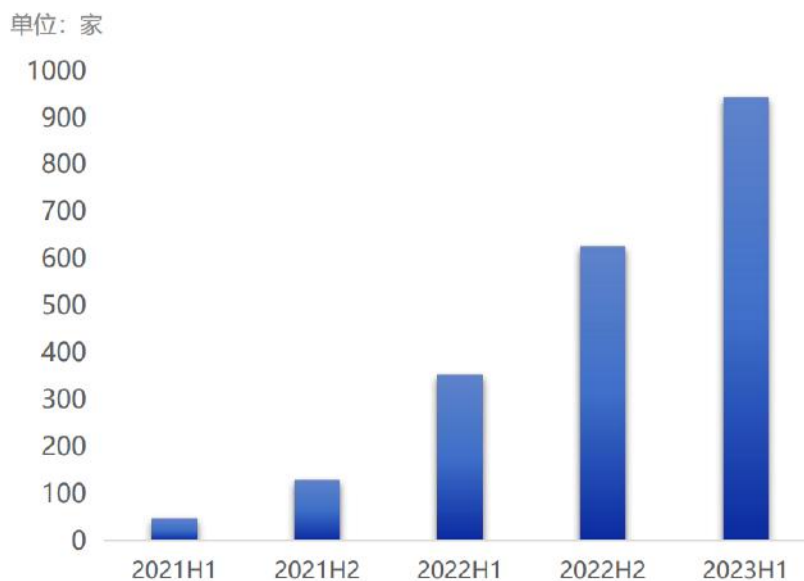
## 2.1 渠道及买量：市场回暖带动买量恢复，厂商布局小游戏

- 行业内卷驱动整体买量上行，微信小游戏表现强势。从素材量上看，在投手游突破1.5万款，同比增长6.3%；微信小游戏在投数突破1万，环比增长26%；投放主体来看，手游买量参投公司数下降17%，下降明显，微信小程序参投数近1000家，小游戏整体周期短，买量主体增加意味着参与微信小游戏的中小创业厂商不断增加。
- 微信小游戏具有研发成本低、周期短、资金周转率高的优点吸引头部厂商进入微信小游戏领域，小游戏的转化优势也逐步凸显，2020年下半年起，IAP小游戏在微信朋友圈的平均CPM已经超过手游APP，成为游戏行业在微信流量内抢量的核心赛道。

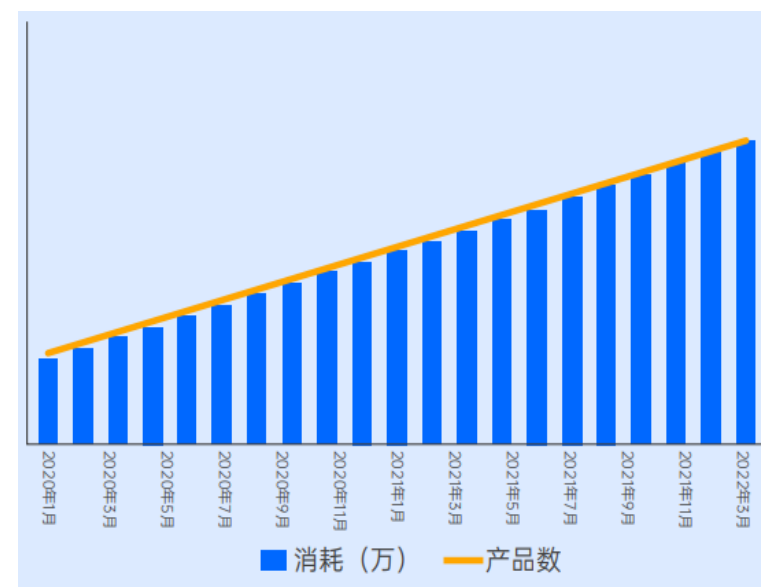
图：微信小游戏在投游戏数变化



图：微信小游戏在投主体数变化



图：IAP小游戏消耗及产品数趋势



资料来源：DataEye-ADX，国元证券研究所

资料来源：DataEye-ADX，国元证券研究所

资料来源：腾讯&DataEye-ADX，国元证券研究所

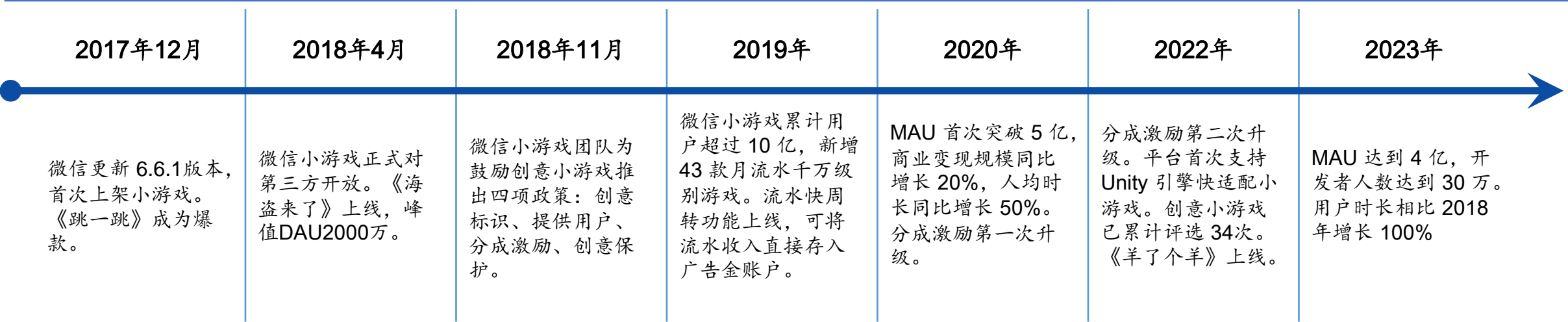


1

发展历程：规范发展下生态持续优化，小游戏迎来快速发展

■ **规范化、轻量化，小游戏渠道迎来快速发展。**小游戏即小程序游戏，是一种嵌在应用内部，无需下载可即点即玩的游戏产品形式。以微信小游戏为例，在过去五年历程中呈现“微笑曲线”式发展路径。2017年12月微信更新6.6.1版本上线小游戏，起初只有腾讯自主开发产品，如爆款《跳一跳》、《斗地主》等。2018年4月4日后，微信将小游戏开放给了第三方，《海盗来了》成为第三方开发小游戏的标志性爆款，DAU峰值达到2000万，但后续由于开发者和产品入驻数量快速增多之后，一部分参差不齐的产品质量影响到了游戏生态，此后微信小游戏团队通过处罚违规、发布了创意小游戏的鼓励计划优化生态，用户活跃规模持续回升，2019年，微信小游戏累计用户超过10亿。2020年小游戏MAU首次突破5亿，商业变现全年同比增长20%，人均时长同比增长50%。2021年实现了超30%的商业增长。2022年，微信小游戏最新推出了Unity快适配的工具和对应服务。2023年，微信小游戏MAU超过4亿，游戏开发者数量超过30万。

图：微信小游戏发展历程

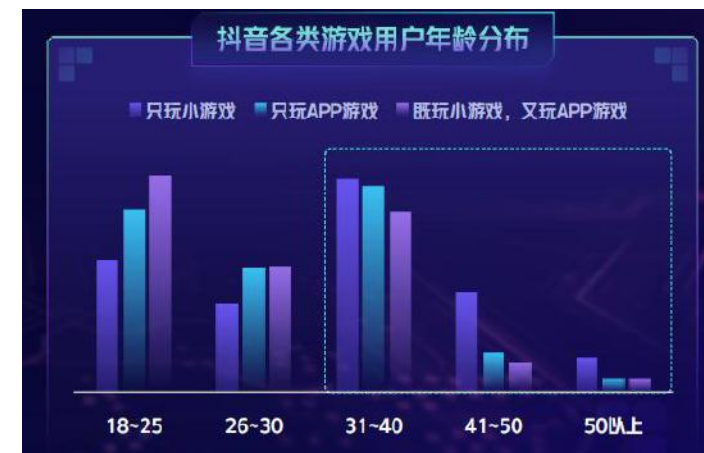
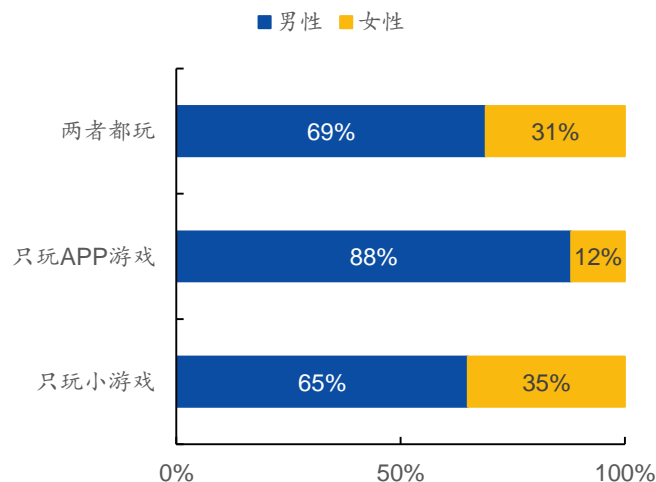
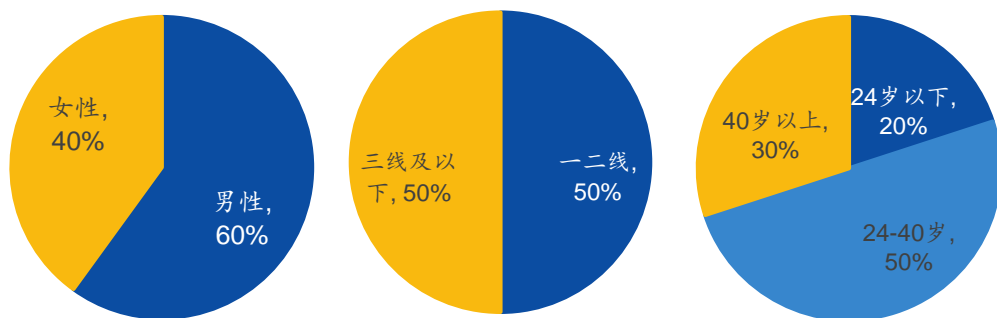


### 2 用户：微信小游戏MAU超4亿，受众差异化或将带来增量市场

- 用户侧来看，微信小游戏MAU已超4亿。根据腾讯中期业绩交流数据显示，微信小游戏的MAU已超过4亿，占微信MAU（13.27亿）的30%，占小程序MAU（11亿）的36%，游戏开发者数量超过30万，包含休闲以及卡牌等品类。在23Q2有超过100款微信小游戏收益超过1000万元。用户时长相比 2018年已经增长100%。
- 用户画像上看，小游戏受众中女性用户占比较高，对于30岁以上中青年覆盖度更高，与App用户群体呈现差异性，或将带来增量市场。微信小游戏月活用户中有超过50%的用户不玩腾讯旗下应用端游戏，一半用户为女性用户，与App游戏存在差异。在抖音小游戏中，覆盖了更高比例的女性用户。在只玩小游戏的用户中，女性用户占比35%，几乎是只玩APP游戏的用户中女性占比的三倍。从年龄分布看，微信小游戏用户中50%以上为24-40岁中青年用户，同样抖音小游戏用户集中在18-40岁之间，在30岁以上年龄段小游戏的用户占比高于其它游戏人群，小游戏用户整体相对App游戏用户更年长。随着小游戏内容的丰富度和品质进一步提升，对成熟玩法、创意内容或将带来增量市场。

图：微信小游戏用户画像

图：抖音小游戏用户画像



### 3 商业化：品类拓展带动变现能力提升，市场规模有望超200亿

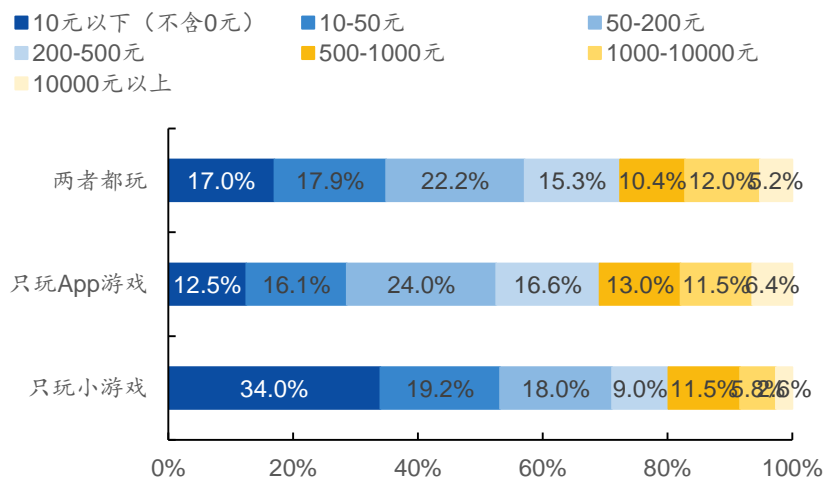
- 小游戏付费较App更为轻度，随着游戏品类逐渐向中重度扩展，混合变现及IAP付费模式快速增长，商业化潜力进一步提升。付费单价上看，以抖音小游戏为例，只玩小游戏的用户的月充值规模低于只玩APP游戏的用户，53.2%只玩小游戏的用户每月在游戏中消费金额在50元以内，只玩APP游戏的用户为28.6%。千元以上付费规模的用户占比中，只玩APP游戏的用户占比最高达17.9%。付费方式上看，小游戏生态的发展是从IAA开始并逐步过渡到IAP和混变产品。此前因为休闲和棋牌游戏门槛较低，用户基础广泛，轻度游戏是小游戏活跃的强势品类。而随着小游戏生产工具的优化，以及开发者投入的增加，小游戏在品质和玩法上具有突破，逐渐向中重度游戏，如动作射击、策略塔防、策略战争、卡牌和角色游戏等品类扩展，中重度品类的增加带动混变付费模式的持续增长。2022年IAP小游戏流水增长超100%，IAA小游戏流水增长超40%+。从2022年初到2023年6月，混变小游戏的日流水规模增长了2倍，在23年上半年内AMS上的买量消耗增长了1倍。

- 以小游戏平均付费50元，微信小游戏MAU4亿元计，保守预计小游戏市场规模约在200亿元。

图：抖音小游戏用户过去一年平均花费金额

图：微信小游戏品类变化趋势

图：混变小游戏增长



4

政策：平台积极出台激励政策，鼓励小游戏良性发展

■ 历次政策升级突显平台对广告投放的支持。微信小游戏端虚拟支付政策分为两个部分：流水分成和广告金配赠激励。流水分成方面：微信一般小游戏获得总流水的60%，创意小游戏获得总流水的70%。比例均高于国内安卓平台的50%。2020年，广告金配置激励第一次大升级。前一年引入的快周转政策可以让商家将流水收入直接转入广告账户，并享有一定的广告金配赠，避免了多次提现造成的周转率低下。广告金配赠激励在2022年迎来第二次升级，将原先50万以下流水的50%广告金（最高25万）限定为12个月的窗口期，同时上线广告金投放新政策：30天内安卓现金每投放满200万元，商家可申领10万元广告金，且可多次领取，进一步鼓励商家投放。

表：2022 年微信小游戏虚拟支付分成政策——广告金激励政策

2020	月流水小于等于50万元部分	直接配赠流水50%的广告金，最高25万元
	月流水大于50万元部分	使用快周转，可获转充款50%的广告金，最高为月流水超过50万元部分的10%
2022	月流水小于等于50万元部分	直接配赠流水50%的广告金，最高25万元（自首次月流水大于等于1万元起12个月内。12个月后不再获得这部分广告金）
	月流水大于50万元部分	使用快周转，可获转充款50%的广告金，最高为月流水超过50万元部分的10%
	成长激励计划	近30天内，安卓现金投放每满200万元，可申领10万广告金。多次大表多次申领，可用于安卓定向投放。

资料来源：微信开放社区，国元证券研究所



5 产品：研发周期更短，便于厂商进行产品调优

- 小游戏的研发成本更低，周期更短，资金周转效率更高。根据《微信小游戏增长白皮书》数据显示，目前针对分端原生制作与H5版本兼容制作均有成熟的技术能力支持开发，预计后续以小游戏适配为核心的单端研发比例有望逐渐增大。从研发效益上看，原生制作的小游戏研发周期和成本能够降低到手游App的50%，在投放效果接近的情况下，小游戏的研发回本周期更短。
- 研发路径上，厂商可根据小游戏立项规划选择原生制作或者H5版本兼容制作，便于试错和游戏调优。如果一款手游立项时未规划小游戏产品，使用 Unity引擎开发，那么开发商后续就需要导出 App 代码，再使用开发者工具二次开发制作小游戏。如果游戏立项时已经规划好了 App和小游戏双端上线，那么开发商可以基于cocos creator、Laya、白鹭等H5引擎制作游戏，节省重复开发成本，缩短小游戏开发时间。以一款仙侠RPG游戏为例，H5版本兼容开发产品和原生制作产品都拥有1.5-2年的生命周期，但H5版本兼容开发的研发费用只是原生制作的五分之一，研发时间也缩短了大约一半。

表：微信小游戏不同研发路线

研发路线	分端原生制作	H5 版本兼容制作
描述	同款游戏基于原生技术制作，APP 和小游戏分开研发	同款游戏基于H5制作，再发布APP 微端版本和小游戏版本
游戏引擎	HPP: Unity 小游戏开发步骤： 1、APP代码资源转换（C#转JS、Unity插件美术资源导出）2、开发者工具二次开发	以 cocos Creator、Laya、白鹭 为主进行开发，H5 版本发布 App 微端版本，可兼容开发小游戏版本
研发特点	一般是手游APP立项未规划小游戏版本，手游产品转开发小游戏版本的CP会采用此类方案	一般是游戏立项已想好制作手游APP与小游戏双端，可以节省重复开发成本，小游戏开发周期可缩短到2-3个月

表：微信小游戏以一款仙侠RPG为例的制作投入和产品表现情况

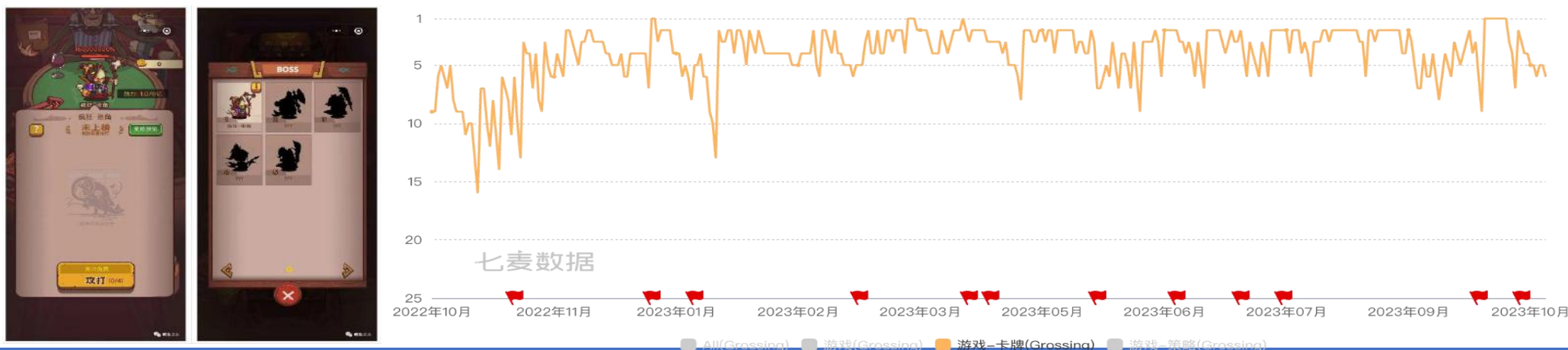
类型	原生制作	H5 版本兼容
研发周期	0.5-0.8 年	3 个月-4 个月
研发费用	500 万-1000 万	100 万-200 万
产品生命周期	1.5 年-2 年	1.5 年-2 年



## 2.2 小游戏：商业化潜力提升，差异化有望带来增量市场

- **咸鱼之王App、小游戏双端发力，长期稳定榜单前列，小游戏端MAU达到亿级。**Hortor Games旗下《咸鱼之王》自2022年逐步上线安卓、IOS、微信小游戏端后成为爆款。IOS端自2022年4月1日上线后快速拉升排名，畅销榜波动逐渐收窄，能长期保持在卡牌游戏前十。最近排名显示，咸鱼之王位列微信小游戏畅销榜第二位，小游戏端3月月活7000万+，6月月活1.2亿+。
- **三国+搞怪咸鱼题材吸引大量休闲玩家。**根据腾讯数据，24岁以下玩家更喜欢中重度、操作性强的游戏。24岁以上的用户往往由于时间零碎，工作生活压力大而偏向休闲轻度游戏。“咸鱼”可以看作24岁以上群体的一种精神自嘲，能够产生共鸣，从而获得代入感。而游戏中历史人物也都是咸鱼，玩家能够消灭咸鱼、支配咸鱼，获得主动权，从而在碎片时间中获得了“我优于咸鱼，我不是咸鱼”的正反馈和自我实现。
- **放置、挂机与卡牌收集玩法契合“咸鱼”题材，增强留存与变现能力。**实际上Hortor Games在2022年初出品了另一款咸鱼搞怪手游《咸鱼大冲关》，玩法以知识答题闯关、玩家对抗为卖点，但游戏运营数据下降很快。这是因为《咸鱼大冲关》没有抓住被“咸鱼”小人物题材所吸引的人的真实需求，没有为他们带来爽感。而《咸鱼之王》搭配了契合玩家心理的玩法，牢牢扣住休闲轻度游戏利用零碎时间的特点。**吸引用户层面**，游戏综合了点击消灭敌人、人物收集、PVP社交、盲盒等元素，在“轻度、节奏快游戏”范畴内最大限度的集和玩家爽点。游戏初期低成本的“点击带来收获”最大限度的留住了对广告感兴趣但是对游戏内容存疑，或者无心间点入游戏的玩家。**变现能力层面**，从游戏中期开始，游戏玩法和引导变现高度相关，玩家需要积攒资源抽盲盒，或者进行几周一次的活动。这需要玩家长久留存、挂机、充值。游戏中还刻意制造充钱玩家与零充玩家的矛盾（咸主和咸臣），促使玩家充值。

图：2022.10-2023.10《咸鱼之王》iPhone端卡牌游戏畅销榜排名变化、游戏界面



资料来源：游戏官方公众号、七麦数据、国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 2.2 小游戏：商业化潜力提升，差异化有望带来增量市场

- 《寻道大千》上线表现优异，近期开始拓展海外市场。《寻道大千》是三七互娱发行的休闲微信小游戏。根据Gamelook数据，《寻道大千》自2023年6月28日上线以来，几乎一直稳定在微信小游戏畅销榜第一名。2023年8月，《寻道大千》港台服App版本《小妖问道》上线，预估流水接近3000万。
- 修仙升级+小妖题材引发广大用户共鸣，受众广泛。“小妖”概念能引起普通人共鸣，等级提升和实力增强的过程有代入感。修仙题材中等级境界众多，可不断促使玩家到达新境界，反复给予玩家正反馈。
- 游戏机制促使玩家循环往复完成任务，增强黏性。吸引玩家方面，《寻道大千》是集（砍树）開箱子，打副本、挂机、宠物收集为一体的休闲小游戏。游戏改变了“完成任务—開箱子—获得装备”的逻辑，使用“超低成本開箱子—获取装备—打副本、升境界”的模式，吸引到了以获取感为爽点的玩家，贴合微信小游戏的特点。游戏还提供PVP、工会等微社交功能。变现能力层面，游戏中期玩家才可以使用挂机功能，想要功能更强大的挂机就需要充值。游戏前期玩家通过大量点击砍树，会产生疲劳感和重复感，所以使用过挂机后不会再有人回到手动砍树的模式。游戏设置多种类的资源，而大等级升级条件往往需要副本、PVP、砍树次数、经验同时满足某门槛。而砍树次数、副本和经验往往需要多种资源贡献，故玩家如果想提升实力只有两个途径：通过不断完成小任务获得各种资源，或者充值获得资源。这些小任务又都是依靠砍树、打副本和获取特定资源完成的，从而促使玩家在砍树、打副本和获取资源间循环往复，引导玩家更长时间存留。充钱的玩家可以更快，更方便的满足升级需求，减少砍树时间，在角色实力上打败同级别不充值的玩家。

图：《寻道大千》游戏界面和境界提升要求



资料来源：游戏截图、国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

第一部分：移动游戏市场：供给端修复，移动游戏市场回暖显著

第二部分：渠道端：重点关注小游戏带来新增量

第三部分：短剧+游戏创造内容新形式，技术升级+MR硬件迭代带动内容发展

- 游戏+短剧：短剧市场快速起量，新娱乐形式拓宽IP变现渠道
- AI+MR：技术升级+硬件迭代有望催化新内容

第四部分：AIGC：赋能游戏全产业链，行业技术催化加速

第五部分：投资建议与风险提示

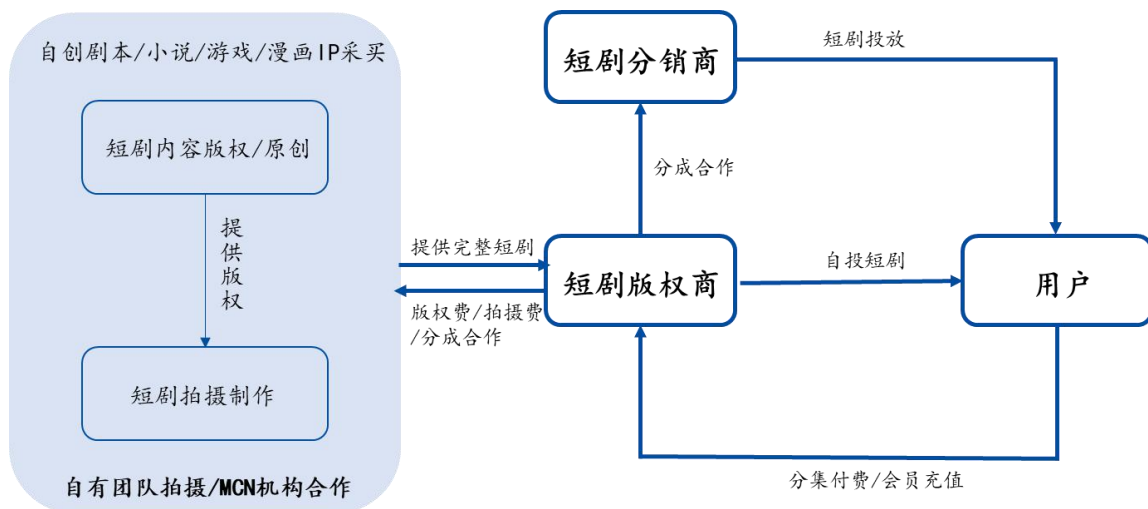




## 3.1 短剧+游戏打造内容新形式，拓宽IP变现渠道

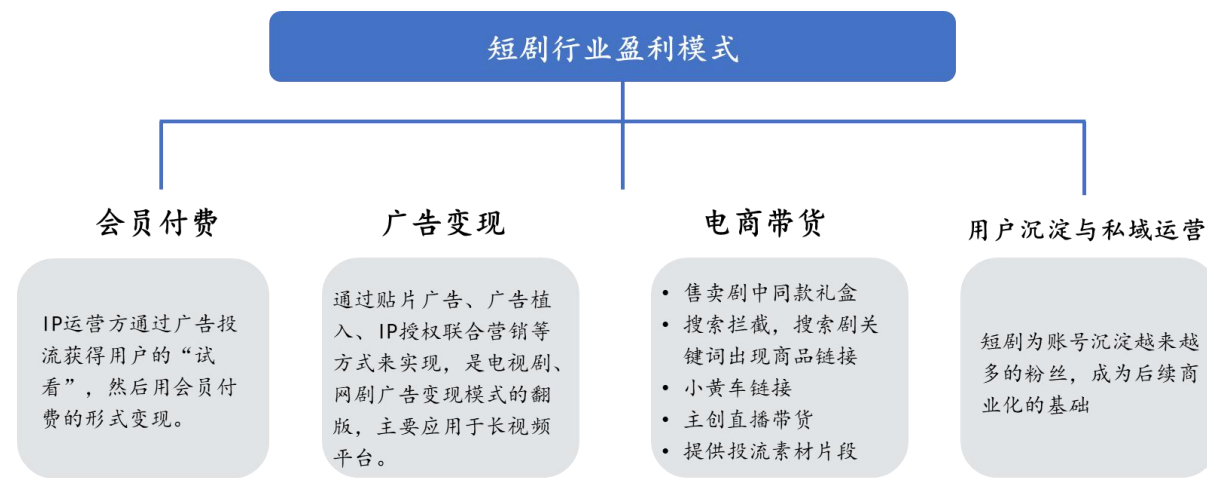
- 短剧产业链各环节均可盈利，多种盈利模式并行提升收益。短剧主要分为付费短剧和非付费短剧，付费短剧的玩法与付费小说模式高度类似，通过购买ip版权/与版权方合作输出剧本→与自有达人/MCN/影视公司等合作进行短剧拍摄→通过视频平台/内容社区进行流量分发/变现。根据字节跳动巨量引擎内容消费业务中心数据统计，2023年春节期期间字节短剧日广告消耗突破3000万，在9月大盘日均广告消耗超过5000万。端午节流量节点、8月初和8月底的爆款剧推动下，峰值突破6000万。
- 短剧变现能力不断增强，2023年以来，已有超20部短剧分账金额超200万元。据镜象娱乐统计，2020年至2022年，仅在爱优腾三大平台，相关短剧的累计分账金额约在1.5亿-2亿之间，而2023年上半年，分账金额很快超过6000万，短剧的变现能力在持续增强。2023年以来，已有20多部短剧分账金额超200万。其中，《招惹》分账已突破2000万，腾讯视频的《盲心千金》、优酷的《锁爱三生》、芒果TV与搜狐视频拼播的《风月变》分账金额也都超过1000万。

图：短剧行业产业链



资料来源：抖短剧公众号、国元证券研究所

图：短剧行业4种盈利模式



资料来源：剧星传媒、国元证券研究所



## 3.1 短剧+游戏打造内容新形式，拓宽IP变现渠道

- 版权方积极布局短剧赛道。中文在线与快手、芒果TV、抖音等平台合作，由旗下四月天平台IP改编的中短剧《别跟姐姐撒野》全网话题播放量破20亿，猫眼全网热度TOP5，后续有《月上东宫》《仙君有劫》《天错之合》等数十部作品待播。完美世界旗下影视短剧厂牌“她的世界”出品微短剧《全职主夫培养计划》，2023年10月13日在抖音播出，上线首周登上抖音短剧最热榜TOP1，截至11月7日正片总播放量已超2.2亿，剧集话题总播放量已超3亿，位列抖音短剧最热榜TOP3，11月7日，新作《觉醒吧！恋爱脑》也将上线抖音平台，多部短剧作品待播。掌阅科技、浙文互联、百纳千成、浙文影业、华策影业等多公司已在短剧上有所布局。

图：完美世界子厂牌“她的世界”出品短剧

表：在短剧市场有所布局的上市公司



上市公司	短剧布局
完美世界	影视子公司从2022年开始布局短剧业务，已陆续推出《女师尊在上》《魔王在下》《求求你别心动》《全职主夫培养计划》《觉醒吧！恋爱脑》等微短剧，深受观众喜爱，取得了不错的成绩。后续公司与长视频平台合作的微短剧《当家小娘子》《这个反派我不干了》《皎月流火》也将陆续上线。
中文在线	公司海外公司推出真人短剧app"Reelshort"，在北美市场上线后表现优异。2023年公司成功在国内打造短剧项目《招惹》，后续根据四月天、17K平台IP改编作品《月上东宫》《仙君有劫》《天错之合》等数十部作品待播，将陆续登陆各大视频平台。与业内优质影视制作公司万年影业合资成立的海南中文万年影视文化传媒有限公司，将于11月开机由17K小说《民国风雨年华》改编作品《错位》。
掌阅科技	基于内容优势深入布局IP衍生产业链，由公司IP改编或原创的短剧作品《爱在午夜降临前》、《idol，跟我恋爱吧》、《我的西装新娘》等多部短剧作品陆续在抖音上线，其中一些作品播放量较高。
浙文互联	公司的短剧作品《刺绣俏掌柜》在芒果TV开设作品专区并播放；与最高检影视中心合作《谜寻》等短剧在腾讯视频十分剧场独家播出，并荣获第六届初心榜入围名单-年度优秀微短剧制片人。
百纳千成	公司主要业务为多格式影视业务以及IP的线上及线下运营，真人互动影视游戏《隐藏真探》和中短剧《观复猫》、《超越吧，阿娟》等成为公司多格式影视业务的重要组成部分和新兴力量。
浙文影业	公司已在短剧业务方面有所布局，包括悬疑题材、美食生活题材在内的《中馈录》、《晴川乐坊》等宋韵系列短剧等均在紧锣密鼓的开发中。
华策影视	华策与抖音合作平台定制微短剧3部，其中《刺杀小说家》已开机，投资的5部小程序微短剧项目已完成拍摄，预计将在11月底上线。

资料来源：抖音，国元证券研究所

资料来源：投资者交流平台，国元证券研究所

## 3.1 短剧+游戏打造内容新形式，拓宽IP变现渠道

- “短剧+游戏”形式行业提供了从二次元到真人的升维互动娱乐方式，沉浸感、代入感提升+低娱乐门槛或将有利于拉新用户。近期一款互动短剧影视游戏《完蛋！我被美女包围了》游戏出圈，10.18日上线steam之后登顶Steam国区畅销榜，全球畅销榜也进入TOP10。游戏采用买断制付费，正式版售价42元，首周9折优惠售价为37.8元。游戏同时在线人数达到6.5万人，好评率达到95%。游戏玩法操作简单，通过不同场景下的选择和游戏角色达成不同结局。此前真人影游已经出过类似的高口碑产品，2019年上线的红色谍战题材游戏《隐形守护者》，采用第三人称视角，售价58元，年销量达到140万套，最高在线人数超8万人。《完蛋！》则采用第一人称视角，内容上采用贴近生活的都市题材+真人拍摄，使玩家更具有代入感和沉浸感，游玩门槛也较低，更有利于破圈和拉新。
- 更迎合碎片化娱乐时间和下沉市场需求，盘活中腰部IP的变现。今年AI大模型的技术加持下，文生图、文案生成等流程效率提升，后面随着多模态的发展预计视频、游戏制作周期也将更进一步缩短，此类互动游戏的生成成本和周期预计也有望缩短。长期看，产品的核心差异在于剧情设计和拍摄质量，精品化依然是长期趋势，《完蛋！》更偏生活化，而《隐形守护者》则是更偏向严肃正剧题材，布景和拍摄成本都更高，我们认为随着市场参与玩家的增加，高品质游戏或将看到更大商业化空间。

图：10.24-10.31 Steam 中国区热销榜



图：《完蛋！》上线以来好评率达95%



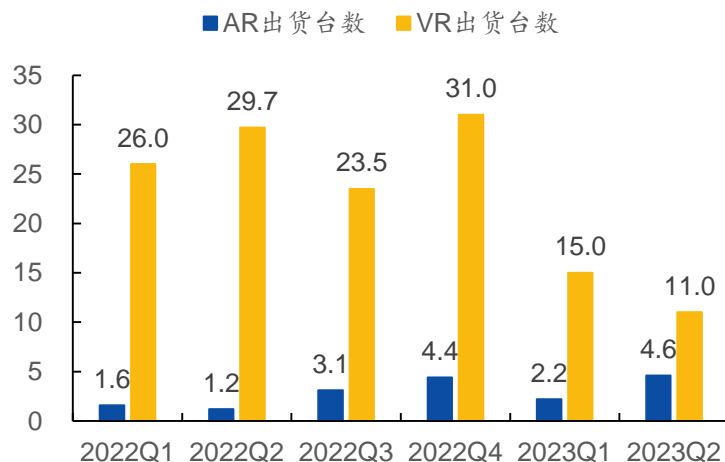
资料来源：Steam 平台、国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

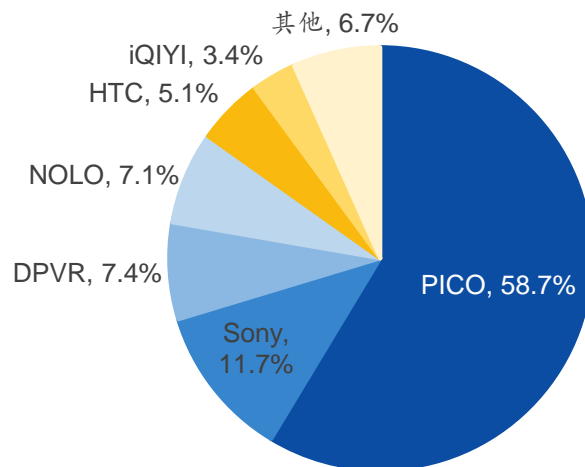
### 1 硬件：头部产品拉动下2024年VR头显设备出货量有望超过1200万

- VR设备竞争由价格逐步转向品质，新硬件催化下2024年VR头显设备出货量有望超过1200万。2023年IDC数据显示，2023年上半年，中国AR/VR头显出货32.8万台，同比下滑44%。其中AR出货6.8万台，同比上涨142%；VR出货26万台，同比下滑53.3%。其中，一体机出货20万台，同比下滑60.3%，主要为部分头部厂商降本增效策略调整以及出现资金困境造成波动；分体式VR上半年出货6万台，主要为一季度Sony PlayStation VR2发布后的出货拉动。2021年底开始，中国市场VR一体机价格竞争激烈，厂商依靠补贴策略进行大规模出货。自2022Q3的Pico 4发布后，产品平均单价开始出现回升，伴随着中高端VR型号新品发布以及厂商营销节奏调整，后续竞争有望从价格逐渐转向产品品质，包括内容商店应用数量、显示参数、重量等指标。
- 根据IDC预估，2023年全球市场VR头戴设备出货量达到850万，2024年VR头戴设备出货量将反弹，相较2023年同比上涨46.8%达到1247.8万。主要为Meta Quest3、苹果 Vision Pro以及Pico等新硬件的陆续推出。至2027年，IDC预计全球市场VR头戴设备出货量将达到3030万。

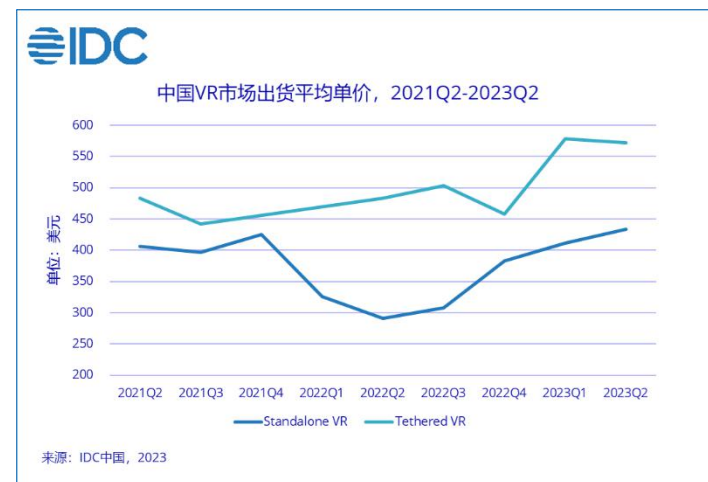
图：2022Q1-2023Q2中国 AR/VR出货量（万台）



图：2023H1中国市场 VR 出货量占比



图：2021Q1-2023Q2中国VR市场出货平均单价



资料来源：IDC，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分



### 2 内容：技术升级+硬件迭代有望催化新内容

- 当前互动娱乐方式正在形成新的内容趋势，技术升级、硬件迭代能够与创新娱乐方式相结合，提高用户沉浸式体验，提高产出效率，催化新内容爆发。我们认为，AI+MR结合能够在沉浸式体验感知、内容生成、游戏方式等多方面带来革新：
- 1) 交互方式的改变以及其实用性增强。依托于AI的算力和处理数据的能力，原先许多MR设备上的技术难点有望得到解决：原先的MR发展受到技术层面的制约。精准的眼对焦，手势和眼动识别上的技术难点成为了MR应用效果不佳的原因。AI可以为这些技术难点提供帮助。苹果Vision Pro利用AI计算空间距离，使得用户无论身处何处都可以获得宽广的虚拟空间视觉和在可触距离内的UI。在用户输入内容时，Vision Pro的AI还可以根据用户眼球、手势的习惯以及常出现的输入错误来优化之后的输入过程，用行为输入取代了指尖输入。这种输入自动纠正不同于以往单纯概率计算的方式，而是诉诸于深度学习。Meta发布的用于图像分割的新模型SAM可以精准识别堆砌在一起的每一样物品，为未来的MR物品交互铺平了道路。

图：配合Vision Pro识别眼动的传感器分布



图：SAM模型在真实场景中识别桌子



资料来源：苹果官网，segment anything官网，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

- **2) MR平台可投放的内容生产效率、质量提升。**苹果已经在尝试将大量App转换为Vision Pro设备上可用的版本，为MR设备终端提供海量的内容。由于MR设备本身可以收集用户所处立体环境，用户状态，用户主动的输入等多维度的信息，这为AIGC可生产的VR内容提供了更多可能性。目前的生成式AI还主要依托文字描述、图片样本等输入方式。随着多模态的发展，未来AIGC可以接收更多维度的非文字信息输入，从而使生成出的VR素材从2D变向3D进步，并且质量更高，更逼真。
- **3) 游戏内容形式边界进一步拓展，非线性叙事更多元化。**游戏的叙事逻辑一直是游戏玩法设计的重要部分，游戏设计师需要决定玩家探索游戏的顺序。通过MR和AIGC技术的融合，未来游戏可以从预先设定的线性叙事的框架中解放出来，成为真正的“开放世界”游戏。由于MR终端可以给AIGC提供即时的环境与动作数据，游戏可以依靠AIGC根据玩家所在真实场景、心情、天气等因素自主叙事，提供影音资料。玩家在不同时间、不同地点会收获不同的游戏体验和游戏剧情发展，获得更高的沉浸感和高度定制化的游戏内容。
- **4) 多场景体验MR内容。**随着硬件迭代，MR设备会变得更轻、延迟更低、可穿戴性更强，人们可以在更多场景使用MR设备体验游戏。AIGC技术依托于MR的数据收集可以为MR终端提供质量更高、更逼真的VR素材；在AI技术的加持下，MR终端的交互体验也会大幅优化。两者的共同作用可以消除现实与虚拟的边界，在不削弱沉浸感的同时增强与现实世界的联系。以上这些因素都与元宇宙的强调沉浸感、低延迟、可与现实交互的概念不谋而合。苹果的Vision Pro的AI为用户生成精确的数字形象，进一步迈向元宇宙的核心概念。这些概念在未来的游戏中会深刻改变游戏的使用场景、体验和预期，拓展“游戏”概念的外延。游戏厂商已经开始尝试MR与AIGC相结合的模式。BinaryX宣布将与AIGC Labs合作开发兼具VR与AIGC素材生成特色的游戏。苹果与Unity正在商讨开发MR平台的原生游戏。
- **技术升级+硬件迭代，厂商积极布局VR内容，加速构建VR生态。**宝通科技于2017年投资VR游戏研发商哈视奇，目前公司已联合哈视奇开发多款游戏DEMO，实现了在AR/VR/XR终端的适配，为Vision pro等新硬件上线做积极准备。恺英网络于2022年初成立VR游戏团队，目前已有一款动作竞技类VR游戏在研发中，未来公司也将持续加强在VR游戏、虚拟场景等VR内容领域的布局和投入。



第一部分：移动游戏市场：供给端修复，移动游戏市场回暖显著

第二部分：渠道端：重点关注小游戏带来新增量

第三部分：短剧+游戏创造内容新形式，技术升级+MR硬件迭代带动内容发展

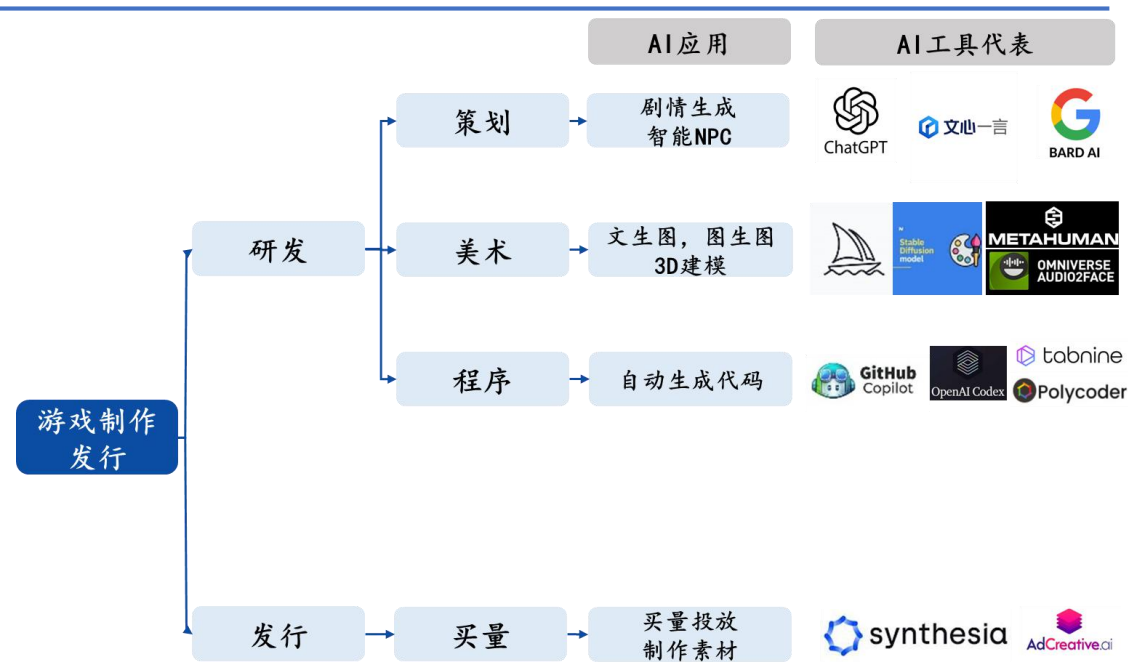
第四部分：AIGC：赋能游戏全产业链，行业技术催化加速

第五部分：投资建议与风险提示

## 4. AIGC赋能游戏全产业链，行业技术催化加速

- **AI赋能游戏研发发行各环节，多个技术取得关键性突破，推动游戏工业化进程。**游戏制作环节包括美术设计、内容设计和测试，游戏中的体验优化、运营优化、游戏竞技平衡，游戏买量环节中素材制作、买量投放等。此前决策式AI技术已较多的运用在游戏制作过程中，近两年来突破环节主要来自生成式AI，包括GPT类大语言模型能够更深度处理自然语言、Diffusion模型为代表突破生成精度、NeRF类模型为代表的神经辐射场技术通过深度学习利用多个2D素材隐式重建三维场景，针对文案、代码、语音、2D/3D美术生成，提高游戏生产效率。

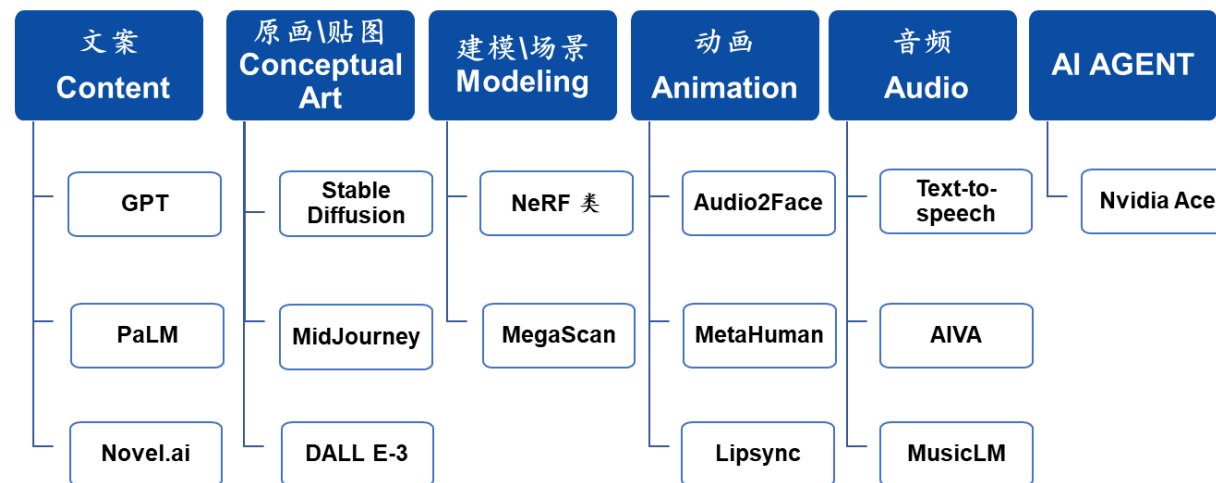
图：AI赋能游戏各环节工具



资料来源：各公司官网，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：近期AI技术关键突破



资料来源：伽马数据游戏精英峰会，国元证券研究所

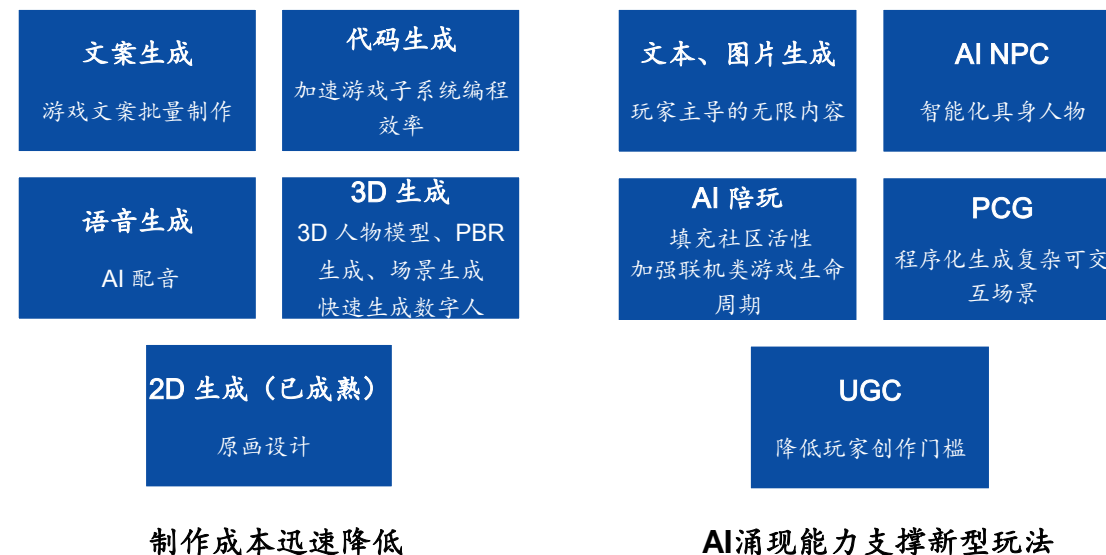
## 4. AIGC赋能游戏全产业链，行业技术催化加速

- 目前AI对于游戏产业赋能可以概括为降本增效和玩法变革两大方向。1) 降本增效。AI能够辅助游戏工业化生产以及营销侧的素材产出和投放优化，实现海量内容的快速供给，包括文案、美术、地图设计、语音交互以及营销端的买量投放等，快速提升游戏生产效率和内容更新，缩短开发周期及人工成本，目前已开始快速应用到游戏公司研发买量环节。2) 玩法变革。游戏对比文字、图片以及音视频等表现形式具备强交互性，AI接入能够在NPC智能交互以及场景丰富度上大幅提升用户侧的沉浸式体验和自由度，同时AI工具能够降低玩家创作门槛，提升UGC内容多元发展，衍生出更多差异化细分玩法，有望催生内容端爆发式增长。

图：AI在游戏产业全链路中的研究与应用能力（以腾讯AI Lab为例）



图：AIGC有望催生游戏内容爆发



资料来源：量子位，国元证券研究所

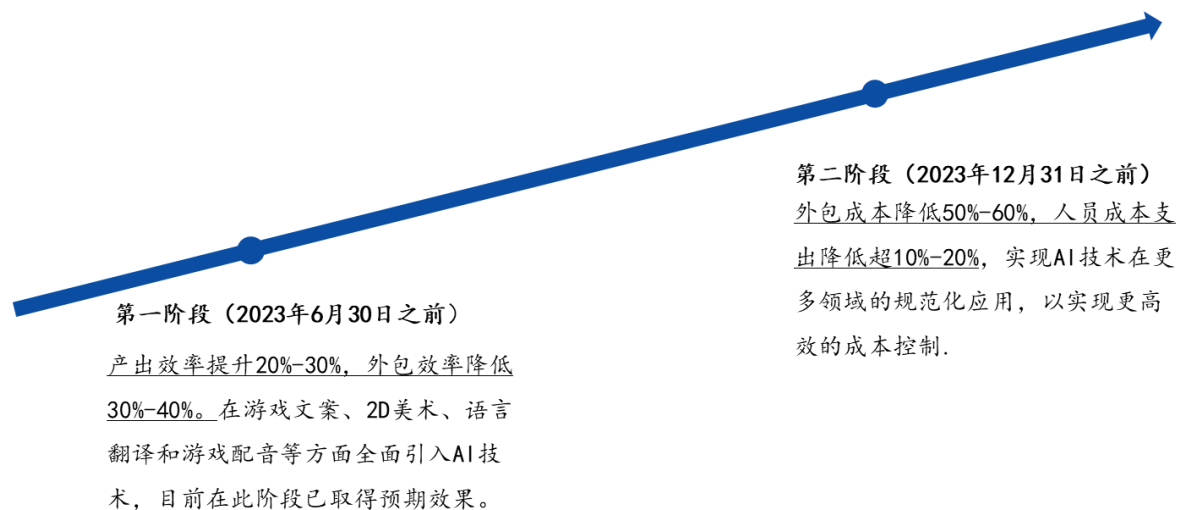
请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源：伽马数据游戏精英峰会，国元证券研究所

## 4. AIGC赋能游戏全产业链，行业技术催化加速

- 降本增效方面，AIGC在AI bot、数值设计、剧情、2D美术等方面相对成熟，在3D资产等方面有待突破。根据竞核的调研总结，AIGC在研发运营环节呈现出点状式、非连续性、弱联结等特性，AIGC要想全方位落地研发运营生产管线中，需要解决有效数据生产、标记不足，解决方案通用性不高，一次性训练模型成本过高，游戏数据私密性等难题，目前AIGC在AI bot、数值设计、剧情、2D美术等方面相对成熟，在3D资产等方面有待突破。
- 目前部分厂商降本增效已有阶段性成果，后续报表侧优化值得关注。以游族网络为例，根据公司公告的投资者交流内容，公司主力要产品类型卡牌+战略，2D的概念设定等美术成本在美术研发成本结构中占比超过50%，公司4月2D美术外包成本已经降低了约25%，预计到年底可以实现更大程度的成本下降。三七互娱使用“图灵”美术中台使得2D作画周期从几周缩短到了几天。巨人网络《征途》团队随着AI模型的应用，美术人效提升了5-10倍，生成质量也有大幅提升。中手游公司今年第一阶段目标是游戏文案、2D美术、语言翻译和配音全面引入AI技术，实现产出效率提升20-30%，外包成本降低30-40%，目前取得一些预期阶段效果。今年年底希望能够实现技术在更多领域应用，最终实现外包成本降低50%-60%，人员成本降低10-20%。

图：中手游外包降本规划



资料来源：中手游官方公众号，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：传统游戏制作流VS借助AIGC对于效率提升的作用



资料来源：竞核，国元证券研究所



## 4. AIGC赋能游戏全产业链，行业技术催化加速

- 玩法变革体现在 **NPC 智能交互**以及**UGC内容制作**两大方面。**(1) 智能NPC:**一方面，实现智能交互升级，提升游戏的交互性及自由度，实现千人千面的游戏体验；另一方面，AI 在辅助大规模的场景搭建及更细致与个性化的游戏设置中，也发挥了重要作用。区别于传统游戏固定的NPC 交互行为，不断进行学习的高智能版 NPC 摆脱了“主线剧情”的约束，达到千人千面，提高了游戏的自由度和开放度。**(2) UGC内容创作上:**游戏可玩性大幅提升，为游戏创新带来新的可能，也有望进一步提升用户付费频次及付费深度，实现潜在增收。
- 海外以**Roblox**为例，2023年2月，Roblox宣布正在对代码辅助和素材生成器的AI开发工具进行测试，5月，正式将Code Assist（代码辅助）和Material Generator（素材生成器）这两个工具的测试版都在以开发者为核心的 Roblox Studio 平台上线。
- 国内多家游戏厂商方面。**网易:**《逆水寒》手游借助AI打造“AI捏脸”和“智能NPC”新玩法。**掌趣科技:**与悠米在3A开放世界、万人在线交互、高精度物理仿真、数字人及虚拟现实场景编辑积累的经验合作开发兼具创作和发行功能的AI游戏创作平台，降低开发世界游戏制作门槛。**巨人网络:**旗下《球球大作战》UGC玩法已与AI的结合，用以帮助玩家更快更有效的创造好的地图或玩法；《征途》系列游戏中，已启用智能NPC，包括玩家与 NPC 对话文字、表情、语音的 AI 自由生成，及基于对话内容做出合适的逻辑行为反馈；在《太空行动》及其海外版《Super Sus》中尝试由生成式大模型驱动 AI 扮演不同的角色和玩家进行互动和对战，从而创造出一些全新的游戏体验等。**昆仑万维:**游戏《Club Koala》作为国内首款出海的AI游戏亮相科隆展，同时是全球首款AI UGC的游戏平台，游戏内不仅加入拟人的AI NPC，还为玩家提供AI赋能的无代码UGC游戏编辑器，让玩家可以轻松制作各种各样的小游戏。

图：《太空行动》与“文心一言”联合推出AI手游形象“太空鲨”



资料来源：巨人网络公众号，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：国内首款出海的AI游戏《Club Koala》



资料来源：Game look，国元证券研究所



第一部分：移动游戏市场：供给端修复，移动游戏市场回暖显著

第二部分：渠道端：重点关注小游戏带来新增量

第三部分：短剧+游戏创造内容新形式，技术升级+MR硬件迭代带动内容发展

第四部分：AIGC：赋能游戏全产业链，行业技术催化加速

第五部分：投资建议与风险提示

- 当前时点我们继续推荐游戏板块。1) 行业上，23年Q2移动游戏市场规模同比增速迎来拐点，三季度实现高速增长。2023H1中国游戏市场实际销售收入1442.63亿元，同比下降2.39%，环比增长22.16%。其中移动游戏市场实际销售收入1067.05亿元，同比减少3.41%，环比增长29.21%。移动游戏市场23Q1/Q2同比增速为-19.42%/15.92%，恢复情况较为明显。7月至8月进入暑假高峰期，手游市场规模分别为221.10/228.51亿元，同比增长51.09%/63.73%。2) 政策端，版号常态化发放将持续优化供给。数量上较恢复初期有所增长，发放质量上腾讯为代表的各厂商中重度核心产品也陆续获批。各大厂商后续游戏产品储备充足，随着新产品排期上线，有望推动游戏市场规模进一步增长。3) 渠道端，小游戏有望带来增量。小游戏轻量化、转化链路短，与App端相比能够差异化覆盖女性用户以及年龄层较大的中青年用户，有望带来增量市场。随着小游戏品类逐渐向中重度扩展，由原先IAA付费逐渐向IAP模式以及混变模式拓展，商业化能力不断提升。4) 内容形式端，短剧+游戏创造新形式，AI技术升级+MR硬件迭代有望进一步催化。转化链路短，ROI表现较优，近年短剧市场快速起量，短剧+游戏提供了升维互动娱乐方式，沉浸感、代入感提升+低娱乐门槛或将有利于拉新用户，拓宽中腰部IP的变现渠道。在Meta Quest3、苹果Vision Pro等新硬件带动下，预计内容需求将持续提升，AI+MR结合有望在体验感知、内容生成、游戏方式等多方面带来革新。5) 技术端，AIGC赋能游戏产业链，实现降本增效和玩法变革。AI能够辅助游戏工业化生产以及营销侧的素材产出和投放优化，实现海量内容的快速供给。AI接入能够在NPC智能交互以及场景丰富度上大幅提升用户侧的沉浸式体验和自由度，同时AI工具能够降低玩家创作门槛，提升UGC内容多元发展。
- 推荐关注产品储备丰富，加快AI+技术布局的厂商：吉比特、完美世界、恺英网络、姚记科技、神州泰岳、巨人网络、盛天网络、浙数文化、昆仑万维。

表：重点公司估值

公司代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603444.SH	吉比特	203.16	12.98	16.73	19.72	15.62	12.11	10.28
002624.SZ	完美世界	257.24	11.68	16.02	18.46	22.03	16.06	13.93
002517.SZ	恺英网络	255.29	15.01	18.72	22.52	17.00	13.63	11.34
002605.SZ	姚记科技	108.45	7.07	8.77	10.45	15.12	12.20	10.24
600633.SH	浙数文化	161.00	8.67	9.12	10.13	18.57	17.65	15.89
300002.SZ	神州泰岳	181.79	7.65	9.14	10.95	23.70	19.85	16.57
002558.SZ	巨人网络	251.03	13.16	15.32	17.53	19.38	16.65	14.54
300494.SZ	盛天网络	77.68	2.12	2.62	2.98	36.63	29.65	26.04
300418.SZ	昆仑万维	437.77	7.18	8.72	9.81	59.50	49.01	43.54

资料来源：wind，国元证券研究所 注：市值日期为2023.11.17

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1

吉比特：坚持“小步快跑”战略，聚焦优势品类，后续产品丰富

- 公司坚持“小步快跑”战略，聚焦优势品类，核心产品长线稳定运营，后续产品矩阵丰富，并积极拓展海外市场。公司核心长线产品保持稳健运营，《勇者与装备》已上线小游戏渠道，《不朽家族》于9月22日开启全渠道预约计划四季度上线，《皮卡堂之梦想起源》开启公测预约计划12月5日上线，《重装前哨》《超喵星计划》《M88》计划2024年上线，《超喵星计划》《超进化物语2》《神州千食舫》和《最强城堡》多款产品已获版号，同时两款放置产品《M72》及《M11》在研。预计23-25年公司实现归母净利润12.98/16.73/19.72亿元，对应EPS为18.06/23.28/27.44元，PE为16x/13x/11x，维持“买入”评级。
- 风险提示：头部老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，行业政策风险。
- 表：吉比特盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4619.05	5167.62	4733.30	6032.39	7131.72
收入同比(%)	68.44	11.88	-8.40	27.45	18.22
归母净利润(百万元)	1468.50	1460.87	1297.74	1673.41	1971.82
归母净利润同比(%)	40.34	-0.52	-11.17	28.95	17.83
ROE(%)	32.06	36.72	33.71	35.90	34.17
每股收益(元)	20.43	20.33	18.06	23.28	27.44
市盈率(P/E)	13.80	13.87	15.62	12.11	10.28

资料来源：Wind，国元证券研究所

表：吉比特产品储备情况

	产品	客户端	游戏类型	上线地区	预计上线时间
自研	勇者与装备	移动	西幻题材放置类	全球	小程序已上线
	Outpost: Infinity Siege (重装前哨)	客户端	第一人称射击类端游	港澳台及海外地区	2024 年第一季度
	不朽家族 (代号M66)	移动	家族题材放置养成	全球	2023年四季度 (大陆)
	超喵星计划	移动	3D捏猫抽卡养成类	-	2024年上半年
	最强城堡	移动	策略塔防类	全球	未确定
	原点 (代号)	移动	西幻题材放置卡牌	全球	未确定
	M88 (代号)	移动	魔幻题材放置养成类	中国大陆及港澳台、日韩地区	2024年 (境外)
	M72 (代号)	移动	放置挂机修仙游戏	中国大陆及港澳台、东南亚地区	未确定
	M11 (代号)	移动	西幻题材放置挂机	全球	未确定
	超进化物语2	移动	放置挂机修仙游戏	中国大陆及港澳台、东南亚地区	未确定
代理	Beast Planet	移动	西幻题材放置挂机	全球	未确定
	Project S (代号)	移动	策略卡牌养成类	中国大陆地区	未确定
	皮卡堂之梦想起源	移动	异兽题材生存策略	海外地区	未确定
	神州千食舫	移动	Roguelike、SLG	中国大陆及港澳台地区	未确定

资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 2 完美世界：围绕核心赛道发力多品类，关注产品新周期以及海外业务

■ 公司围绕核心赛道发力多品类，提升品效合一发行能力，积极布局出海业务带来增量，关注产品新周期。公司自研的《女神异闻录：夜幕魅影》（已获版号）、《一拳超人：世界》、《乖离性百万亚瑟王：环》、《淡墨水云乡》（已获版号）、《神魔大陆2》、《诛仙2》、《代号：新世界》等游戏正在积极研发过程中，端游产品《诛仙世界》以及《Perfect New World》预计将于近期开启新一轮测试；此外，原创IP二次元都市题材开放世界冒险游戏、原创IP二次元幻想题材开放世界游戏、国产科幻动画大作《灵笼》IP 多人开放世界游戏亦在稳步推进中。公司围绕核心赛道发力多品类，提升品效合一发行能力，积极布局出海业务带来增量。考虑到储备产品上线周期，我们预计2023-2025年公司实现归母净利润11.68/16.02/18.46亿元，EPS为0.60/0.83/0.95元/股，对应PE为23x/16x/14x，维持“买入”评级。

■ 风险提示：头部老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，行业政策风险。

表：完美世界盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8518.00	7670.40	8541.41	10395.57	11310.62
收入同比(%)	-16.69	-9.95	11.36	21.71	8.80
归母净利润(百万元)	369.15	1377.19	1167.90	1601.96	1846.29
归母净利润同比(%)	-76.16	273.07	-15.20	37.17	15.25
ROE(%)	3.59	15.04	11.50	17.00	20.64
每股收益(元)	0.19	0.71	0.60	0.83	0.95
市盈率(P/E)	69.68	18.68	22.03	16.06	13.93

资料来源：Wind，国元证券研究所

表：完美世界产品储备

序号	游戏名称	客户端	游戏类型	是否有版号
1	一拳超人：世界	移动	RPG	否
2	女神异闻录：夜幕魅影	移动	JRPG	是
3	乖离性百万亚瑟王：环	移动	策略卡牌	否
4	淡墨水云乡	移动	模拟经营	是
5	神魔大陆2	移动	西方魔幻	是
6	Perfect New World	端游	MMO	否
7	诛仙世界	端游	开放世界	是

资料来源：公司公告，国元证券研究所



3 恺英网络：巩固传奇奇迹品类优势地位，储备产品丰富

- 研发、发行、投资+IP三大业务并举，传奇奇迹基本盘稳定，积极拓展创新品类、引入和自研优质IP，前瞻布局VR领域，打造多元化产品矩阵.公司运营传奇、奇迹品类的游戏《原始传奇》《热血合击》《永恒联盟》《蓝月传奇》等产品表现稳定，强化竞争优势。新游《石器时代：觉醒》（腾讯发行）已经于10月26日上线，《仙剑奇侠传：新的开始》上线微信小游戏渠道，B站代理的《纳萨力克之王》有望11月21上线。储备项目方面，《归隐山居图》、《山海浮梦录》、《临仙》等产品也已获得版号，后续上线有望带动业绩增长。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为15.01/18.72/22.52亿元，对应EPS为0.70/0.87/1.05元/股，对应PE为18/14/12x，维持“买入”评级。
- 风险提示：头部老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，行业政策风险。

表：恺英网络盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2375.30	3725.53	4825.36	5976.98	7149.37
收入同比(%)	53.92	56.84	29.52	23.87	19.61
归母净利润(百万元)	576.73	1025.17	1501.29	1872.35	2251.66
归母净利润同比(%)	224.14	77.76	46.44	24.72	20.26
ROE(%)	16.93	22.92	25.45	24.09	22.47
每股收益(元)	0.27	0.48	0.70	0.87	1.05
市盈率(P/E)	44.27	24.90	17.00	13.63	11.34

资料来源：Wind，国元证券研究所

表：恺英网络产品储备情况

序号	游戏名称	客户端	游戏类型	是否有版号	预计上线时间
1	仙剑奇侠传：新的开始	移动	MMORPG	是	23Q4上APP端
2	纳萨力克之王	移动	策略冒险	是	2023年11月21日
3	VR游戏	移动	VR/机甲	是	2023年测试上线
4	龙腾传奇	移动	RPG	是	
5	妖怪正传2	移动	RPG/卡牌	是	23Q4或24Q1
6	归隐山居图	移动	卡牌/休闲	是	
7	Rogue Planet	移动	卡牌/休闲/放置		
8	临仙	移动	竞技/养成	是	24Q1
9	代号：信长	移动	SLG		
10	山海浮梦录	移动	卡牌	是	
11	演灭Evotinction	主机/客户端	战术/模拟		
12	代号：转生史莱姆				
13	代号：XW	移动	养成/竞技		
14	斗罗大陆·诛邪传说	移动	RPG	是	23Q4或24Q1
15	代号：盗墓	移动	ARPG		

资料来源：公司公众号，国元证券研究所



4 姚记科技：深耕休闲游戏多年，多元业务布局打开业绩新空间

- 公司业务多元布局，游戏产品周期改善+扑克牌业务基本盘稳定+数字营销业务顺周期复苏+球星卡及宝可梦等卡牌类业务有望打开新空间。公司旗下成蹊科技深耕捕鱼、棋牌等多种休闲类游戏，主力产品《指尖捕鱼》、《捕鱼炸翻天》运营多年，产品表现稳定。大鱼竞技专注海外，聚焦Bingo游戏，主要运营产品《Bingo Party》、《Bingo Sapes》，截止2023年初海外游戏产品已发行至全球超100个国家和地区，累计注册用户超3500万。公司储备休闲游戏新品，后续有望陆续上线，立项上以长周期运营为目标，优化公司矩阵的稳定性，进一步巩固休闲游戏赛道优势，公司游戏业务产品周期改善，23年业绩修复确定性强，扑克牌业务基本盘稳定，数字营销业务顺周期复苏，球星卡及宝可梦卡牌等方向贡献新看点。我们预计2023-2025年公司归母净利润为7.07/8.77/10.45亿元，对应EPS为1.74/2.16/2.57元/股，对应PE为14/12/10x。给予“买入”评级。
- 风险提示：头部老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，行业政策风险。

表：姚记科技盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3807.25	3914.85	4765.55	5557.26	6370.93
收入同比(%)	48.61	2.83	21.73	16.61	14.64
归母净利润(百万元)	573.90	348.56	707.32	876.57	1044.83
归母净利润同比(%)	-47.51	-39.27	102.93	23.93	19.19
ROE(%)	23.44	12.89	21.52	20.90	19.94
每股收益(元)	1.41	0.86	1.74	2.16	2.57
市盈率(P/E)	18.63	30.68	15.12	12.20	10.24

资料来源：Wind，国元证券研究所

5 浙数文化：布局数字经济，数字科技与数字文化齐头并进

■ 聚焦数字文化、数字科技以及创业投资三条业务主线。数字文化业务板块以子公司边锋网络为核心，深耕休闲游戏领域，目前来看多款休闲游戏版号获批，新品有望带动公司流水企稳。同时公司持续探索包括社交媒体在内的新业务方向；数字科技依托较强省内资源，目前以IDC业务为基础，北京四季青数据中心逐步上电，大江东数据中心工程建设有序推进，有望持续业绩增量。浙江大数据交易中心、城市大脑、传播大脑等业务方向快速发展，贡献看点。我们预计我们预计2023-2025年公司归母净利润为8.67/9.12/10.13亿元，对应EPS为0.69/0.72/0.80元/股，对应PE为18/17/16x，维持“增持”评级。

■ 风险提示：老游戏流水快速下滑风险，新游戏上线不及预期风险，新业务拓展不及预期风险等。

表：浙数文化盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3063.94	5186.37	3798.29	3831.03	4332.98
收入同比(%)	-13.42	69.27	-26.76	0.86	13.10
归母净利润(百万元)	516.63	489.69	867.08	912.03	1013.23
归母净利润同比(%)	0.98	-5.21	77.07	5.18	11.10
ROE(%)	5.79	5.28	8.63	8.46	8.73
每股收益(元)	0.41	0.39	0.69	0.72	0.80
市盈率(P/E)	31.16	32.88	18.57	17.65	15.89

资料来源：Wind，国元证券研究所

表：部分浙数文化子公司边锋网络储备游戏版号

名称	出版单位	运营单位	时间
射手大冒险	杭州边锋网络技术有限公司	杭州边锋网络技术有限公司	2022.6.5
贪吃蛇冒险之旅	东方星空数字娱乐有限公司	杭州边浙网络技术有限公司	2022.6.5
造个方舟	东方星空数字娱乐有限公司	杭州边锋网络技术有限公司	2022.9.9
泡泡龙天天玩	杭州边锋网络技术有限公司	杭州边浙网络技术有限公司	2022.11.16
萌宠庄园	杭州边锋网络技术有限公司	杭州边锋网络技术有限公司	2022.12.24
点亮星星	杭州边锋网络技术有限公司	杭州边锋软件技术有限公司	2023.1.17
魔法连环消	杭州边锋网络技术有限公司	杭州边锋网络技术有限公司	2023.2.10

资料来源：国家新闻出版总署，国元证券研究所

6

神州泰岳：深耕SLG赛道，AI赋能新业务

- 公司坚持游戏业务出海，深耕SLG赛道，AI赋能新业务。公司全资子公司壳木游戏是国内最具代表性的出海企业之一，专注SLG赛道，在Data.ai发布的“2023 年全球 50 强发行商”榜单中，壳木游戏名列全球第 47 位，核心产品包括《Age of Origins》（《旭日之城》）、《War and Order》（《战火与秩序》）、《Infinite Galaxy》（《无尽苍穹》）、《War of Destiny》（《硝烟启示录》）、《Titan Throne》（《泰坦王座》）等。其中《旭日之城》上线的第 5 年，保持良好生命力，三季度月均流水增长至 3,500 万美元，《战火与秩序》已上线第 8 年，目前月均流水稳定在 1,300 万美元之上，公司明年预计在海外发行上线两款新品，类型上为SLG+模拟经营。同时公司积极开拓人工智能业务，推动其在智能客服、智慧公安、智慧政务、智能催收、智能电销等垂直领域的快速落地。其中人工智能催收解决方案“泰岳小催”升级为“泰岳智呼”，在智能催收之外开辟智能电销业务线，助力 B 端客户售前售后服务。预计23-25年公司实现归母净利润7.65/9.14/10.95 亿元，对应EPS为0.39/0.47/0.56元，PE为24x/20x/17x，给与“买入”评级。
- 风险提示：头部老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，创新业务拓展不及预期风险，行业政策风险。

表：神州泰岳盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4314.27	4806.01	6025.11	7140.33	8133.25
收入同比(%)	19.98	11.40	25.37	18.51	13.91
归母净利润(百万元)	384.52	541.89	765.46	913.85	1094.72
归母净利润同比(%)	9.50	40.93	41.26	19.39	19.79
ROE(%)	8.89	11.21	13.69	14.05	14.41
每股收益(元)	0.20	0.28	0.39	0.47	0.56
市盈率(P/E)	47.18	33.48	23.70	19.85	16.57

资料来源：Wind，国元证券研究所

表：公司储备游戏

名称	类型	市场	预计上线时间
代号DL	SLG+模拟经营	海外	2024
代号LOA	SLG+模拟经营	海外	2024

资料来源：公司公告，国元证券研究所

7

巨人网络：经典IP带动公司业绩，积极探索AI在游戏内应用

- 《原始征途》表现良好，《原始征途-正式版》以及小程序版本值得期待，公司积极探索AI在游戏内应用。公司目前最主要的两条产品线分别为“征途”系列和“球球大作战”。“征途”端游分别为《征途》、《征途2》、《绿色征途》、《征途怀旧版》；“征途”手游主要产品包括由腾讯独家代理的《征途》手游、自研自发的《征途2》手游，以及于2023年3月正式上线的《原始征途》手游等。公司计划推出《原始征途-正式版》并计划上线小程序版本。同时公司积极布局AI技术，利用“游戏+AI”提升用户体验，其中《太空杀》推出了全新的AI玩法“AI推理小剧场”，打破传统的剧情类游戏单一的情节路线设定，完全由AI打造千人千面的剧情内容，《球球大作战》等其他项目团队也从用户需求和玩法特点出发，积极探索“游戏+AI”的落地，此外公司已组建AI实验室、AI创新实验室。我们预计2023-2025年公司实现EPS分别为0.66/0.76/0.87，对应PE分别为20/17/15x，给与“买入”评级。
- 风险提示：头部老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，行业政策风险。
- 表：巨人网络盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2124.27	2037.71	3074.61	3553.49	3984.43
收入同比(%)	-4.20	-4.07	50.89	15.58	12.13
归母净利润(百万元)	994.51	850.95	1316.09	1531.60	1753.47
归母净利润同比(%)	-3.35	-14.43	54.66	16.38	14.49
ROE(%)	9.43	7.18	9.01	9.45	9.74
每股收益(元)	0.50	0.42	0.66	0.76	0.87
市盈率(P/E)	25.64	29.97	19.38	16.65	14.54

资料来源：Wind，国元证券研究所

表：公司储备游戏

产品	上线地区	游戏类型	上线进度
《原始征途-正式版》	中国	MMO	2024Q1
《原始征途》小程序版	中国	MMO	2024Q1
王者征途	中国	《征途》H5版本	
无主王座	全球	MMO	2023年底

资料来源：公司公告，国元证券研究所

8 盛天网络：AI赋能，构建社交产品矩阵，关注新游上线

- **AI赋能，公司积极打造游戏社交生态圈，关注新游戏上线。**重点项目《大航海时代：海上霸主》已获得版号，目前正在筹备发行前测试，有望在2023年年底上线，此外还有《活侠传》、《星之翼》、《零域幻想》、《潮灵王国：起源》等产品也将陆续上线。公司以游戏社交为核心的产品“带带电竞”表现亮眼，三季度公司进一步上线AI音乐社交APP“给麦”，公司将构建社交产品矩阵，向泛娱乐化、垂直化、社交化方向裂变，不断拓展娱乐类社交的潜力和可能，持续扩大用户规模和收入体量。我们预计2023-2025年公司实现归母净利润2.12/2.62/2.98亿元，对应EPS为0.43/0.54/0.61，对应PE 37x/30x/27x，给与“增持”评级。
- 风险提示：头部老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，社交业务拓展不及预期风险，行业政策风险。

表：盛天网络盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1220.83	1658.23	1694.76	2032.06	2306.81
收入同比(%)	36.27	35.83	2.20	19.90	13.52
归母净利润(百万元)	125.11	222.27	211.86	261.74	298.07
归母净利润同比(%)	106.90	77.66	-4.68	23.54	13.88
ROE(%)	9.59	14.43	12.21	13.12	13.00
每股收益(元)	0.26	0.45	0.43	0.54	0.61
市盈率(P/E)	62.03	34.91	36.63	29.65	26.04

资料来源：Wind，国元证券研究所

表：盛天网络储备游戏

产品	是否有版号	上线进度
大航海时代	有	2023年12月
潮灵王国	有	2023年12月
真·三国无双8		
零域幻想	有	
炁术行者		
活侠传		2024Q1

资料来源：公司公告，国元证券研究所



9 昆仑万维：聚焦AI，构筑六大核心业务

- **聚焦AI，构筑六大核心业务。**公司作为中国领先的互联网平台出海企业，2020年公司便开始布局AIGC领域，2023年聚焦AI业务，提出“AI in” AGI与AIGC的长期发展战略。11月3日，旗下AI大模型“天工”通过过《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案，目前公司形成了昆仑天工已形成 AI 大模型、AI 搜索、AI 游戏、AI 音乐、AI 动漫、AI 社交六大 AI 业务矩阵。游戏方面，公司旗下Ark Games 是公司旗下集游戏研发、发行、运营于一体的全球移动游戏平台，发行区域覆盖东南亚、欧美、日韩及大陆等全球 150 多个国家和地区。闲徕互娱则聚焦休闲游戏产品主要包括各类地方麻将、斗地主等线上棋牌游戏。AI 游戏方面，公司旗下 Play for Fun 游戏工作室自研的首款AI游戏《Club Koala》于 8月25日在德国科隆国际游戏展亮相，搭载的 UGC 游戏编辑器 帮助用户实现零代码游戏开发。我们预计2023-2025年实现实现归母净利润7.18/8.72/9.81亿元，对应EPS为0.61/0.74/0.83，对应PE分别为59/49/43x，给与“增持”评级。
- **风险提示：**头部老游戏流水快速下滑，新游戏上线不及预期，人工智能业务发展不及预期风险，行业政策风险。

表：昆仑万维盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4850.32	4736.41	5015.17	5529.43	6093.58
收入同比(%)	-10.51	-2.35	5.89	10.25	10.20
归母净利润(百万元)	1546.85	1152.50	718.17	871.86	981.33
归母净利润同比(%)	-69.32	-25.49	-37.69	21.40	12.56
ROE (%)	14.90	9.08	5.47	6.21	6.52
每股收益(元)	1.30	0.97	0.61	0.74	0.83
市盈率(P/E)	27.62	37.08	59.50	49.01	43.54

资料来源：Wind，国元证券研究所

- 人工智能产业政策落地不及预期的风险；
- 人工智能相关技术迭代不及预期的风险；
- 公司新游戏上线不及预期风险；
- 公司头部老游戏流水快速下滑风险；
- 行业政策风险；
- 行业竞争加剧的风险等。



## (1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

## (2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心  
A座国元证券  
邮编：230000  
传真：（0551）62207952

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场  
16楼国元证券  
邮编：200135  
传真：（021）68869125  
电话：（021）51097188