



游戏行业深度之五：再论游戏行业增长模型与确定性



我们 2019 年底发布深度《云游戏风起，产业链重塑》①，提示创新周期带来的行业贝塔；2020 年初发布游戏行业专题《把握第三次成长机遇》②，探讨行业格局改善下的投资机会；2021 年中发布游戏深度《景气拐点，内容制胜》③，强调内容为王趋势不可逆；2021 年底发布出海深度《游戏新航海时代》④，提示出海逻辑的新变化。当前时点我们推出第五篇深度，希望通过对游戏公司增长模型和行业成长逻辑的探讨，帮助投资者把握游戏板块的确定性机会。

本期投资提示：

复盘板块 18 年以来表现，结构性机会常有但市场担忧长期确定性。18 年以来游戏板块出现多次较大级别的结构性的机会，既来自于监管边际缓和带来的增长修复，也来自于创新周期/格局改善带来的行业贝塔和优秀公司走出的阿尔法。但拉长时间维度网络游戏指数跑输大盘，市场担心游戏板块成长的持续性。因此把握行业成长和公司成长中的确定性要素和逻辑尤为重要。我们在本篇报告中重点回答了两个问题：1) 公司维度如何理解和把握中长期确定性？2) 游戏行业的中长期增长要素中，什么是相对确定的？

公司维度：台阶式增长模型构筑中长期确定性。我们认为游戏公司大体分为两种增长模型：

【台阶型】和【波浪型】增长，两种增长模型的核心区别在于是否有长周期产品作支撑。

对于台阶型增长的公司，增长驱动来自长周期核心产品的稳健而非产能的扩张，且长线产品完整周期贡献强于短期爆发性产品。对于波浪型增长的公司，新老产品周期断档、创新空间被迫压缩以及管理难度提升等都是潜在会面临的问题。而实现游戏长周期能力既需要在立项和研发中把握核心品类要素来抬高产品生命周期天花板，也需要在内容高频迭代和精细化运营上下苦功。

行业维度：格局改善、渗透率提升、出海打开天花板、新一轮创新周期已至。1) 在供给端紧平衡的背景下，游戏内容端竞争格局改善和产业链议价能力提升的趋势确定，一二梯队头部公司的投资价值逐步凸显。2) 相比于欧美，游戏在中国承载了更多元化的需求，付费渗透率仍有提升空间，且长期看中国游戏用户渗透率与美日韩等成熟市场还有较大差距，用户规模或有 40%提升空间。3) 游戏行业一方面通过出海打开增长天花板，海外份额持续提升将带来投资机会，另一方面新一轮创新周期（VRAR/云游戏等）的到来也将推动行业增长进入新阶段。

投资分析意见。我们认为游戏公司的长周期能力需要更加重视，把握

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46662

