



游戏行业深度复盘与展望： 新周期下的新起点 看好底部 双击可能



监管周期扰动游戏行业及二级市场表现。1) 监管周期是传媒互联网行业的重要外生变量。版号及相关的监管政策调整之下，游戏新品特别是头部游戏产品上线时间不确定性显著提高，加大内容供应周期波动、扰动国内用户增长及 ARPU 值（付费意愿）表现，从而对游戏行业成长周期、二级市场游戏板块上市公司基本面表现乃至估值体系带来直接冲击；2) 从监管周期来看，基于版号暂停与重启，基本上可以划分为三个大的周期：2018 年 2 月之前，版号监管的宽松期；2018 年 3 月-2021 年 6 月，首个版号暂停到重启常态化发放周期；（其中 2018 年 3 月-11 月版号首次暂停，12 月之后开始版号重启发放）；2021 年 7 月至今的第二轮版号暂停与重启（其中 2021 年 7 月至 2022 年 3 月暂停，2022 年 4 月重启发放）；3) 从行业及市场表现来看，2018 年之前版号管理宽松期，新游数量持续增长叠加用户数渗透率提升，游戏行业整体处于高增长期；版号暂停与重启的周期中，严监管阶段行业增速及二级市场表现均出现显著下行，版号重启之后的政策友好期（2019-2020），行业增速明显改善、上市公司业绩、估值及股价均有亮眼表现。

复盘 2019-2020:什么驱动了基本面与估值的戴维斯双击。1) 第一轮版号暂停与重启周期中，2019、20 年国内移动游戏增速分别达到 13%、33%，以三七互娱、吉比特为代表的上市公司迎来了基本面与估值的戴维斯双击；2) 基本面上来看得益于如下因素：a) 版号重启后的新品供应特别是以《和平精英》、《原神》为代表的爆款产品带动行业重拾较高增速；b) 抖音商业化释放国内市场买量红利；c) 出海提供增量蓝海市场；d) 版号

重启后的总量控制以及用户红利减退，带动游戏行业进入高质量发展阶段，头部公司研发与运营优势放大，行业加速走向集中；3) 受益于如下因素，板块估值整体得到显著提升：a) 2019-2020 年市场向上特别是消费牛市所带来的整体估值提升；b) 监管环境改善所带来的估值超跌修复；c) 云游戏为代表的新技术、新模式打开游戏行业长期想象力。

展望 2023：新周期下的新机遇。1) 2021 年以来，在游戏版号暂停、互联网及内容监管趋严以及用户红利降低的背景下，游戏行业迎来了持续两年的寒冬：8 个季度中有 6 个季度国内移动游戏收入同比下滑，2022 年全年更是同比下降 14.4%；上市公司业绩与二级市场表现亦出现显著波动；2) 否极泰来，展望 2023 年，游戏行业无需过于悲观：a) 行业与上市公司基本上：版号重启、监管趋势转变之下，新游上线有望驱动国内游戏市场在低基数下逐步回暖；依托国内游戏公司在研发与运营上的显著优势，出海市场依然有持续向上空间，而 TikTok 的商业化有望复制国内路径、加速海外市场流量运营红利释放；国内买量市场，在版号总量控制、教培新消费互联网等领域买量需求降低的背景下，整体 ROI 有望持续改善；高质量发展模式持续，头部公司研发与运营优势有望进一步扩大，集中度提升与出海加速之下头部及部分中腰部游戏公司有望获得高于行业的成长速率；b) 估值与二级市场来看：悲观预期与底部的景气度背景下，板块及头部游戏公司估值、机构持仓占比均处于历史低位，监管转向、市场环境整体改善、行业回暖之下，具备戴维斯双击的客观基础；中长期来看，以 VR/AR、AIGC、元宇宙、WEB3 等为代表的新科技、新模式渐行渐近，游戏作为最

佳的内容承载主体之一，估值乃至基本面具备超预期修复的可能。

投资建议：看好底部双击可能，自下而上优选个股、把握主题驱动的中观投资机会。1) 基于对历史监管政策周期以及行业、二级市场表现的复盘与展望，我们认为 2023 年游戏板块具备基本面与估值的戴维斯双击的客观基础，中长期配置的机会突出；建议自下而上优选中长期竞争力突出、短期具备优势产品周期的标的，推荐吉比特、恺英网络、三七互娱，关注完美世界、电魂网络、冰川网络、姚记科技、顺网科技、祖龙娱乐、中手游、创梦天地等标的；同时建议关注受益于游戏行业复苏且具备一定游戏自研能力的平台标的：心动公司、哔哩哔哩等；2) 从主题上来看，以 VR/AR、AIGC、元宇宙、WEB3 等为代表的新科技、新模式有望加速落地，建议关注相关领域进展所带来的主题投资机会。

风险提示

一、新产品推出速度以及流水表现不达预期风险。

二、行业复苏低于预期的风险。

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_51738

