



Research and
Development Center

传媒互联网行业专题：

《网络游戏管理办法》促进游戏行业繁荣健康，征求意见后有较大调整空间

2023 年 12 月 26 日

证券研究报告

行业研究

行业专题

传媒互联网

投资评级 看好

上次评级 看好

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

《网络游戏管理办法》旨在促进行业繁荣健康发展, 征求意见稿到落地有较大调整空间

2023 年 12 月 26 日

本期内容提要:

- 国家新闻出版署于 12 月 22 日午间发布《网络游戏管理办法》(草案征求意见稿), 其中第十七、十八条关于“禁止强制对战”和“限制游戏过度使用和高额消费”的规定引发热烈讨论, 征求意见稿反馈截止时间为 2024 年 1 月 22 日。对此国家新闻出版署有关负责人及时做出回应称《意见稿》旨在保障和促进网络游戏行业繁荣健康发展, 保障未成年人和消费者权益, 并进一步修改完善。我们认为此次《意见稿》主要是为了补齐监管缺口, 完善监管结构, 同时此《意见稿》还有待进一步完善, 应理性看待其影响。
- 国内多家游戏公司回应称将认真研究, 积极参与意见反馈, 配合新规落实。腾讯控股、网易、三七互娱、恺英网络、巨人网络、神州泰岳等公司对《意见稿》作出回应, 表明将积极参与征求意见过程, 根据行业当前的发展需求和各自的实际状况, 提出具体而实际的建议。《意见稿》的发布引发游戏板块较大波动, 对此包括腾讯控股、三七互娱、巨人网络、恺英网络、吉比特、完美世界在内的多家游戏公司通过增持回购提升市场信心, 推动价值回归, 维护广大投资者利益。
- 游戏与科技相互交融相互促进, 看好游戏行业的科技属性。人工智能赋能游戏行业的发展, 实现游戏开发的降本增效, 辅助进行代码编写, 内容创作以及美术设计等, 同时 AI 创新游戏设计和互动方式, 全方位提升用户体验。同时, 数字经济时代下游戏科技凭借创新、普适、开放等特性, 为国内包括芯片、自动驾驶、云计算等产业带来显著的影响。22 年游戏科技对于芯片、AI、云计算、手机等下一代互联网重要基础设施的科技进步贡献率分别达到 18.65%、31.37%、51.08%、46.76%。
- 版号“常态化+大力度”获批, 行业景气度回升, 国内游戏市场规模首次突破 3000 亿关口。12 月国产版号及 2023 年第三批进口版号接连发放, 其中本次进口版号共计 40 款, 较 23 年第二批进口游戏版号的 31 款数量更多; 12 月下发国产版号 105 款, 单次审批数量首次突破百款, 所涵盖的游戏企业范围更广, 有力展示了主管部门积极支持网络游戏发展的鲜明态度。2023 年截至目前发放游戏版号 1075 款, 其中国产 977 款, 进口 98 款, 数量较 21-22 年均有明显提升, 版号政策的稳定性逐步增强, 游戏市场回升明显。2023 年中国游戏产业发展迅速。2023 年中国游戏市场实际销售收入 3029.64 亿, 同比增长 13.95%, 首次突破 3000 亿关口。游戏行业的价值产出依赖于新内容供给端, 目前供给复苏力度整体较为强劲, 进一步支撑游戏行业基本面复苏, 游戏行业正在迈向新一轮的发展周期。
- 投资观点: 我们重点提示游戏行业当前受市场情绪影响正处于历史低位, 23-24 年 A 股游戏公司估值中枢分别为 17x/13x, 港股游戏公司估

值中枢分别为 16x/11x，重点提示基本面稳健的龙头公司：**恺英网络**（Q4 上线《石器时代：觉醒》、《纳萨力克之王》等贡献增量，AI、MR 方向均有投入）、**三七互娱**（《寻道大千》、《灵魂序章》等小程序新游驱动增长）、**巨人网络**（《原始征途》表现优异，休闲品类有望受益新渠道）、**吉比特**（重点自研新品《勇者与装备》，《不朽家族》定档 1 月 11 日）；AI 应用赋能及 MR 布局：**紫天科技**（AI 游戏先行者，率先发力互动剧出海）、**昆仑万维**（新推出 AI Agent 开发平台，天工大模型六大矩阵看点丰富）、**掌趣科技**（与悠米、行者 AI、layabox 等合作布局 AI+游戏领域）、**神州泰岳**（游戏出海表现稳健，计算机业务积极拥抱 AI）、**盛天网络**（游戏业务稳定基本盘，带电竞及给麦持续 AI 迭代）、**宝通科技**（哈视奇及工业互联网）、**名臣健康**（旗下 XR 团队 93913，24 年《境界刀鸣》海内外上线预期），以及**完美世界**、**冰川网络**、**姚记科技**、**星辉娱乐**、**世纪华通**、**汤姆猫**、**游族网络**、**富春股份**等；港股尤其关注超跌龙头**腾讯控股**、**网易-S**，以及**中旭未来**、**中手游**、**创梦天地**、**祖龙娱乐**、**青瓷游戏**、**友谊时光**等。在监管实质目的系行业繁荣健康发展的情况下，我们对游戏行业前景充满信心，详见我们《24 年游戏行业年度策略报告：小游戏有望贡献市场增量，看好 AI 技术长期对游戏生产方式的重塑》。

➤ **风险因素：**游戏行业监管风险；宏观经济不振对游戏行业的风险；行业竞争加剧风险。

代码	公司	市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002517.SZ	恺英网络*	212.02	14.39	18.02	22.11	14.73	11.77	9.59
002555.SZ	三七互娱*	420.51	33.10	38.11	43.05	12.70	11.03	9.77
002558.SZ	巨人网络	221.23	13.27	15.54	17.53	16.68	14.23	12.62
603444.SH	吉比特*	167.05	12.41	15.04	16.71	13.46	11.11	10.00
300280.SZ	紫天科技	66.06	3.17	4.77	6.42	20.84	13.85	10.29
300418.SZ	昆仑万维	446.88	7.61	9.62	11.69	58.76	46.43	38.24
300315.SZ	掌趣科技	140.21	1.89	4.15	6.44	74.03	33.79	21.77
300002.SZ	神州泰岳	167.48	7.83	9.42	11.04	21.39	17.79	15.18
300494.SZ	盛天网络	75.91	2.32	3.14	3.76	32.71	24.19	20.19
300031.SZ	宝通科技*	76.89	4.16	5.72	7.44	18.48	13.44	10.34
002919.SZ	名臣健康*	55.08	3.29	6.65	8.09	16.74	8.28	6.81
002624.SZ	完美世界*	221.16	11.30	14.83	17.97	19.57	14.92	12.30
300533.SZ	冰川网络	61.14	-	-	-	-	-	-
002605.SZ	姚记科技	90.74	7.49	8.95	10.33	12.11	10.14	8.79
300043.SZ	星辉娱乐	44.54	0.80	2.05	2.98	55.68	21.73	14.95
002602.SZ	世纪华通	374.12	18.88	24.53	29.47	19.82	15.25	12.69
300459.SZ	汤姆猫	174.38	6.33	7.52	9.01	27.55	23.20	19.37
002174.SZ	游族网络	106.88	-	-	-	-	-	-
300299.SZ	富春股份	39.05	-	-	-	-	-	-
0700.HK	腾讯控股	23,671.08	1559.83	1850.25	2,092.53	15.18	12.79	11.31
9999.HK	网易-S	3,572.85	320.44	332.02	368.77	11.15	10.76	9.69
9890.HK	中旭未来*	172.85	6.44	8.84	10.08	26.84	19.55	17.15
0302.HK	中手游	29.76	2.99	5.57	8.04	9.96	5.34	3.70
1119.HK	创梦天地	30.61	2.75	4.73	6.01	11.13	6.48	5.09
9990.HK	祖龙娱乐	12.64	-2.57	0.39	1.67	-4.92	32.19	7.59
6633.HK	青瓷游戏	24.43	3.16	5.17	-	7.73	4.73	-
6820.HK	友谊时光	21.79	-0.11	3.35	5.44	-202.73	6.50	4.01

资料来源：Wind, Bloomberg, 信达证券研发中心，统计时间为2023/12/25

注：标注*为信达证券研发中心预测，其余为Wind/Bloomberg一致预期

目 录

一、《意见稿》旨在促进游戏行业繁荣健康发展.....	5
二、多家游戏公司对《意见稿》作出回应并实施回购.....	5
三、游戏的科技价值不容忽视，看好其未来发展.....	7
四、稳供给就是稳预期——版号“常态化+大力度”获批，行业景气度回升.....	8
五、游戏市场规模首次突破 3000 亿，系监管常态化后行业健康发展的表现.....	9
六、投资建议.....	10
风险因素.....	11

表 目 录

表 1: 各游戏公司针对《意见稿》的回复.....	6
表 2: 各游戏公司采取增持回购提升投资者信心.....	6
表 3: “超数化指数” (超级数字场景融合创新指数) 排行榜.....	8

图 目 录

图 1: 版号发放情况.....	8
图 2: 中国游戏市场实际销售收入 (亿元).....	9
图 3: 中国移动游戏市场实际销售收入 (亿元).....	9
图 4: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 (亿美元).....	10
图 5: 2023 年中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比.....	10
图 6: 相关公司估值表及涨跌幅.....	10

一、《意见稿》旨在促进游戏行业繁荣健康发展

国家新闻出版署于 12 月 22 日（周五）上午发布《网络游戏管理办法》（草案征求意见稿）（以下称为《意见稿》），其中第十七、十八条关于“禁止强制对战”和“限制游戏过度使用和高额消费”的规定引发热烈讨论。主要提及：网络游戏出版经营单位不得在网络游戏中设置强制对战；网络游戏不得设置每日登录、首次充值、连续充值等诱导性奖励；网络游戏出版经营单位不得以炒作、拍卖等形式提供或纵容虚拟道具高价交易行为；所有网络游戏须设置用户充值限额，并在其服务规则中予以公示，对用户非理性消费行为，应进行弹窗警示提醒。征求意见稿反馈截止时间为 2024 年 1 月 22 日。

我们认为《意见稿》旨在促进游戏行业繁荣健康发展，部分条款未有明确规定主要系因为当前仍是征求意见稿阶段，离落地实施仍有较大讨论空间。12 月 23 日（周六），国家新闻出版署有关负责人及时做出回应称《意见稿》旨在保障和促进网络游戏行业繁荣健康发展，保障未成年人和消费者权益，同时国家新闻出版署将认真研究，并将在继续听取相关部门、企业、用户等各方意见的基础上进一步修改完善。而早在 23 年 4 月《生成式人工智能管理暂行办法》征求意见稿和于 7 月公布的终稿相比也有较大的改变，之前我们也有报告《人工智能、平台经济迎政策面利好》作详细说明。

《网络游戏管理办法》并非新鲜事物，做好监管补位更有利于游戏公司“有法可依”，提升效率、降低摩擦。自 2019 年 7 月文化和旅游部公告废止《网络游戏管理暂行办法》（2010 年 8 月制定）、并称“不再承担网络游戏行业管理职责”后，新主管部门的管理规章一直没有公布，直到此次《意见稿》第四条明确表示国家出版主管部门负责全国网络游戏出版经营活动的监督管理工作，弥补相关管理办法的缺失。根据 Gamelook 对比，版署公布的《意见稿》与已废止的《网络游戏管理暂行办法》，《意见稿》是 64 条，后者是 39 条，条款总量扩充近一倍。整体来看，《意见稿》中关于“未成年人保护”的内容篇幅占比很大，覆盖整个第四章从 37 到 44 条；同时涵盖近期监管措施的变化，如对“随机抽取”做出明文规定等，这都是之前所废止的法规中不存在的。《意见稿》对具体违法违规的行为也给出了明确处罚标准，包括“未经批准从事游戏服务的处罚”、“网络游戏内容违规处罚”、“出借、出租等许可证处罚”。大部分处罚标准与现行多年《出版管理条例》保持一致：“违法经营额 1 万元以上的，并处违法经营额 5 倍以上 10 倍以下罚款；违法经营额不足 1 万元的，可以处 5 万元以下罚款。”

争议条款第十七条“强制对战”及第十八条“诱导性奖励、充值限额”的界定有待商榷，到落地仍有较大改善空间，无需过于担忧。（1）关于第十七条，“强制对战”条款其实在旧《网络游戏管理暂行办法》也有设置，旧《暂行办法》第十八条“不得在网络游戏中设置未经网络游戏用户同意的强制对战”，中间差别在“是否经网络游戏用户同意”。对于受该条影响的游戏类型如 SLG 或 MMORPG，或所有涉及 PVP（Player versus Player，玩家对战模式）的游戏类型，其实主要争论点在如何界定“强制”二字。目前绝大部分游戏在新用户注册页面均有明确的用户协议提示，以及新手引导教育游戏玩法，我们认为“强制”二字是可以通过游戏规则等设置在实际操作中规避的。（2）关于第十八条，主要争议点之一还是对“诱导性奖励”作清晰界定，诸如“每日登录”可以通过“battlepass”或者“seasonpass”等游戏营销模式替代，“首次充值”可以被“每人限领一次礼包”等模式替代，可以被替代的设置基本上是不会影响游戏当前的商业模式。（3）最大的争议点是对第十八条的“充值限额”，我们认为，该条文的出发点和目的是“限制游戏过度使用和高额消费”，但涵盖成年人用户，存在争议。《2023 年中国游戏产业报告》显示，今年中国游戏产业产值首次突破 3000 亿，用户规模达 6.68 亿，人均年游戏消费仅 400+元人民币。相比吃穿住行，游戏消费占比较低，仅为中国人均 GDP 8.57 万元（2022 年数据）的 0.5%，意味着游戏对中国国民来说仍是消费额不高的文化娱乐产品，绝大多数玩家消费完全在合理范围内。我们认为，《管理办法》最后有望在充分调研国内产品实际运营情况和用户消费能力、广泛征集国内游戏企业的意见后，在尽可能不影响游戏公司国际竞争力的情况下落地。

二、多家游戏公司对《意见稿》作出回应并实施回购

国内多家游戏公司回应称将认真研究，积极参与意见反馈，配合新规落实。腾讯、网易、三七互娱、神州泰岳等

公司对《意见稿》作出回应，表明将积极参与征求意见过程，根据行业当前的发展需求和各自的实际状况，提出具体而实际的建议。

表 1: 各游戏公司针对《意见稿》的回复

相关公司	回应表述
腾讯	腾讯游戏副总裁张巍回应称，“自从 2021 年末保新规发布以来，腾讯一直严格贯彻落实管理要求，目前未成年人的游戏时长和消费数据都处于历史最低水平。新的管理办法征求意见稿对于游戏合理的商业模式，运营节奏等关键要素并无本质改变”，认为这次新版管理办法明确了对行业的支持态度，特别在鼓励精品原创游戏方面给出了指导性意见。
网易	本次征求意见稿主要是弥补 2019 年以后相关管理办法缺失问题，称过去几年游戏行业在未成年人保护等重点领域也取得了长足的进步。
三七互娱	对于该《意见稿》落地后对该公司带来的影响，该公司目前还在研究。“有关影响我们还在看。目前只是征求意见稿，还没有正式实施”。
神州泰岳	神州泰岳表示对其的影响比较少，游戏业务以出海为主，2022 年度游戏的海外收入占比就已经超过了 85%。同时政策层面也持续鼓励文化出海、游戏出海。“另外，征求意见稿刚刚出来，我们还要深入学习、理解，也会积极参与相关意见的讨论。”
恺英网络	目前对公司经营没有实质性影响，公司将认真学习研究、积极跟进反馈，相信游戏行业会在更加规范的基础上实现高质量发展，为国家经济发展做出贡献。
完美世界	在国家新闻出版署等主管部门的指导下，游戏行业近年来一直保持稳健发展。最新发布的《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》，是在引导游戏行业朝着规范、健康的方向发展，具有正面意义。作为游戏行业的一份子，完美世界期待该办法在各方共同努力下，尽快完善并正式颁布。完美世界也将积极参与征求意见的过程，根据当前行业的发展需要以及自身的实际情况，提出具体可行的建议。相信通过业界与主管部门的密切沟通，可以达成更多共识，促进游戏行业的高质量发展，为用户提供更好的产品和服务。
世纪华通	世纪华通回应称，不论从征求意见稿内容本身还是今年以来行业的监管政策看，一直是一脉相承的，即推动游戏行业高质量发展的目标，并且本次新规中还有颇多亮点值得仔细研究。一是更加明确了适龄提示的作用。二是首次明确未成年人保护各方主体责任。三是引导行业更加理性发展，探索健康的运营生态。四是更加旗帜鲜明地鼓励精品创新。最后，倾听全社会的声音，在讨论中寻找共识，才能形成行业真正向上的合力。事实上，本次征求意见稿中的不少内容是主管机构回应社会诉求的具体体现，也让游戏企业更加清晰地了解行业发展对于社会的影响，正所谓能力越大责任越大。有讨论才能形成真正的共识，才有办法更好地推进办法的执行，因此无论是社会的声音，还是企业的诉求都会被听到，最终一定能够实现行业更加积极向上地发展。
中手游	中手游表示，针对本次意见稿出台，中手游认为是自 2019 年部委改革后相关管理办法市场失位的举措，也是不断提升数字经济治理体系和治理能力现代化水平的现实要求。中手游方面称，在行业相关主管部门的指导下，经过陆续几年实践，公司在高质量发展、未成年人、消费者权益、用户隐私保护等领域一直积极配合落实国家相关法规。针对此次新规，中手游表示“会一如既往地积极参与到征求意见反馈，支持并协助主管部门修改完善规章条款”。
盛天网络	盛天网络在互动平台表示，国家新闻出版署本次公开征求意见的重要目的之一是促进网络游戏行业健康有序发展，本次征求意见稿与此前版本的一个明显区别在于限制游戏过度使用和高额消费，并对游戏的付费设计模式进行了明确的规范指引。从业务结构的角度看，公司的 23H1 收入结构中约 30%来自游戏板块，而在游戏板块中，由于海外地区分成比例较高，海外游戏收入占比接近 70%，新规落地预计对公司整体业务影响有限。
心动公司	心动公司称将积极配合新规落地，同时，该公司也表示，旗下自研产品历来坚持差异化精品研发导向，从不依赖首充返利、每日签到等强运营手段。公司将充分落实新规精神和具体措施，共同促进行业健康发展。

资料来源：贝壳财经，IT 之家，港湾经济评论，新浪财经，网易财经，同花顺财经，信达证券研发中心

增持回购提升股价稳定投资者信心。《意见稿》的发布致使多家游戏公司股价持续下跌，引发游戏板块较大波动。对此包括腾讯控股、三七互娱、巨人网络、恺英网络、吉比特、完美世界在内的多家游戏公司通过增持回购提升市场信心，推动价值回归，维护广大投资者利益，增强投资者信心，切实提高公司股东的投资回报。

表 2: 各公司采取增持回购提升投资者信心

公司名称	公告日期	相关内容
腾讯控股	12月22日	腾讯控股 12月22日盘后在港交所发布回购公告，公司 12月22日回购 359 万股，回购最高价为 317 港元，最低价为 263.8 港元，总支付 10 亿港元。腾讯控股今年以来一直保持稳定回购，特别是在下半年，单个交易日回购规模普遍在 130 万股左右。腾讯控股 8月16日披露的半年报显示，腾讯控股今年上半年共计进行了总额达 169 亿港元的股份回购。
三七互娱	12月25日	三七互娱 12月25日公告显示，基于对中国游戏行业高质量发展的长期看好及对公司价值的高度认可，为保障公司全体股东利益，增强投资者信心，稳定及提升公司价值，公司实际控制人、董事长及持股 5%以上股东李卫伟提议，公司通过集中竞价交易方式回购部分公司股票，回购的股份将全部予以注销减少注册资本。三七互娱拟回购股份的资金总额不低于人民币 1 亿元，不超过 2 亿元，回购资金来源于公司自筹资金。截至今年 11 月，三七互娱已耗资 3 亿元完成了前次股份回购方案，以集中竞价交易方式共累计回购公司股份 1253.95 万股，占总股本的 0.57%。
巨人网络	12月25日	巨人网络 12月25日公告显示，为有效维护广大股东利益，增强投资者信心，切实提高公司股东的投资回报，公司董事长史玉柱提议，公司通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购公司部分股票。巨人网络拟回购股份的价格不超过董事会通过回购股份决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%。回购资金不低于 1 亿元，不超过 2 亿元。
完美世界	12月25日	12月25日晚间，完美世界股份有限公司公告，公司董事长提议以 1 亿元-2 亿元回购股份，拟用于股权激励或员工持股计划；本次回购股份的价格为不超过董事会审议通过回购股份决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%。
恺英网络	12月25日	恺英网络收到公司实际控制人、董事长金锋的通知，金锋拟增持金额不低于 2000 万元，资金来源为自有或自筹资金，将通过深交所允许的方式，包括但不限于集中竞价、大宗交易、司法拍卖、协议转让等直接或间接方式进行。恺英网络方面称，此次再增持计划，是恺英网络实控人及管理层基于对行业及公司未来发展前景的信心和对公司股票价值的合理判断，同时提升投资者信心，切实维护中小投资者利益和资本市场稳定。
吉比特	12月26日	董事长卢站岩先生提议以自有资金集中竞价交易方式回购公司已发行股份，回购资金总额 5000 万元-1 亿元，回购股份价格上限不高于公司董事会审议通过回购方案决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%。回购股份用于员工持股计划及/或股权激励计划。
电魂网络	12月26日	公司实际控制人之一、董事长胡建平先生提议以自有资金集中竞价交易方式回购公司已发行股份，回购资金总额 2000 万元-4000 万元，回购股份价格上限不高于公司董事会审议通过回购方案决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%。回购股份用于股权激励计划。
星辉娱乐	12月25日	董事长陈创煌先生提议以自有资金集中竞价交易方式回购公司已发行股份，回购资金总额 1000 万元-2000 万元，回购股份价格上限不高于公司董事会审议通过回购方案决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%。回购股份用于股权激励或员工持股计划。
中文传媒	12月26日	拟以自有资金集中竞价交易方式回购股份，回购资金总额 5000 万元-1 亿元，预计本次回购股份价格不高于董事会审议通过回购股份决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%。回购股份全部予以注销减少公司注册资本。

资料来源：证券时报，中国证券报，每日经济新闻，新浪财经，wind，信达证券研发中心

三、游戏的科技价值不容忽视，看好其未来发展

人工智能赋能游戏行业的发展，实现游戏开发的降本增效，辅助进行代码编写，内容创作以及美术设计等，同时 AI 创新游戏设计和互动方式，全方位提升用户体验，带领游戏行业进入一个高探索性和高自由度的新阶段。不论是全球领先的游戏引擎 Unity 还是掌趣科技新开发的 LayaAir 3.1，都体现了科技于游戏行业的重要性，这些富有创新意义的 AI 游戏引擎为游戏开发者们提供更加智能、自动化的解决方案，加速游戏行业的革新。

游戏与科技相互交融相互促进。近年来，玩家对游戏体验的追求持续推动着游戏科技的发展，而随着游戏科技的越发成熟和独立，其自身所蕴含的超级数字场景属性也逐步开始广泛链接其他行业。12月14日音数协、工信部工业文化发展中心联合发布的《超级数字场景源动力——游戏科技与创新应用研究》清晰地指出，数字经济时代下游戏科技凭借创新、普适、开放等特性，遂于国内包括芯片、自动驾驶、云计算等产业，都带来了显著的影响。数据显示，2022年，游戏科技对芯片产业的跨行业科技进步贡献率为18.65%；对AI行业的科技进步贡献率为31.37%；对云计算产业的科技进步贡献率为51.08%；对手机行业的科技进步贡献率为46.76%；对于XR行业的科技进步贡献率为72.45%；对自动驾驶的科技进步贡献率为57.19%；对远程医疗行业的科技进步贡献率为17.47%；对于工业设计服务行业的科技进步贡献率为29.47%。和所有泛用性强的基础科技一样，游戏科技为各行各业提供了更高的效率、更好的质量、更快的发展和进步等优势，游戏科技在各行各业的应用和影响，是游戏科技影响力外溢的最直接和最有力的证明。

表 3：“超数化指数”（超级数字场景融合创新指数）排行榜

序号	行业/领域	科技进步贡献率	超数化指数
1	XR	72.45%	64.42
2	AI	31.37%	62.38
3	手机	46.76%	59.84
4	自动驾驶	57.19%	58.58
5	芯片	18.65%	56.54
6	云计算	51.08%	55.04
7	工业设计服务	29.47%	49.28
8	远程医疗	17.47%	41.44

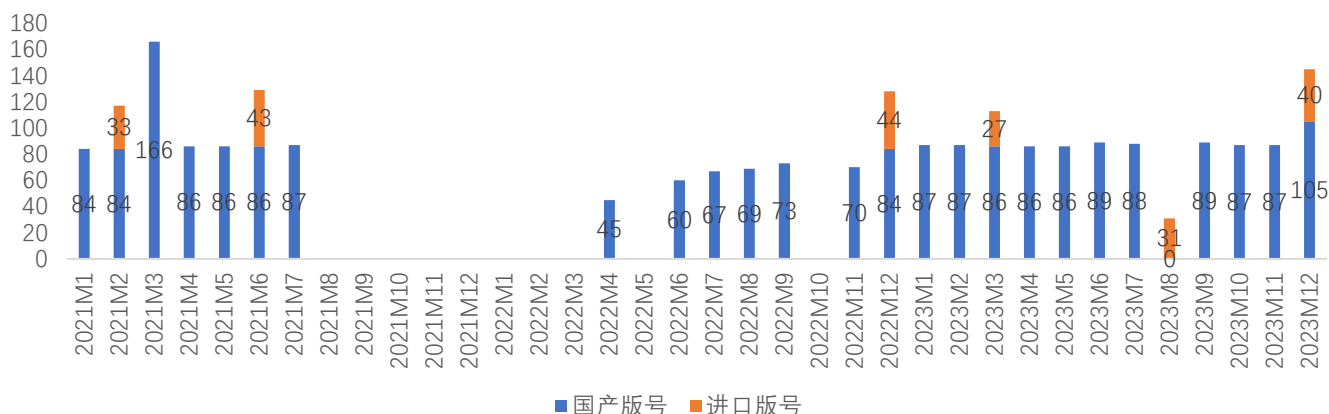
资料来源：GameLook，信达证券研发中心

四、稳供给就是稳预期——版号“常态化+大力度”获批，行业景气度回升

12月国产版号及2023年第三批进口版号接连发放，展现“常态化+大力度”的获批节奏。2023年12月22日下午，国家新闻出版署官网公布了2023年第三批进口网络游戏版号过审名单，共计40款，较23年第二批进口游戏版号的31款数量更多，至此，2023年全年三批进口版号总数达到98款，高于2022年的87款。12月25日早间，国家新闻出版署发布了105款国产游戏版号，单次审批数量首次突破百款，所涵盖的游戏企业范围也更广，这次新批版号，是继12月22日新批准一批进口网络游戏版号后，国家新闻出版署又批准发布的一批国产网络游戏版号，有力展示了主管部门积极支持网络游戏发展的鲜明态度。

今年以来，版号稳定核发，数量稳步增长。2023年截至目前发放游戏版号1075款，其中国产977款，进口98款。2021年全年发放游戏版号748款，其中国产672款，进口76款；2022年全年发放游戏版号512款，其中国产468款，进口44款。三年的数据表明，版号政策的稳定性逐步增强，游戏市场回升明显。伴随着版号的“常态化+大力度”获批节奏，游戏企业更多地将精力放在市场探索、模式创新、自研创新和科技创新等方面，并积极开拓海外市场，游戏的精品化正日益成为企业高质量发展的主流趋势。供给端有望持续改善，支撑游戏行业基本面复苏，游戏行业正在迈向新一轮的发展周期。

图 1：版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，信达证券研发中心

五、游戏市场规模首次突破 3000 亿，系监管常态化后行业健康发展的表现

2023 年中国游戏产业发展迅速，国内游戏市场规模首次突破 3000 亿关口。根据伽马数据，2023 年，中国游戏市场实际销售收入为 3029.64 亿元，增长 370.80 亿元，同比增长 13.95%，首次突破 3000 亿关口，收入同比增长并创新高的主因包括：疫情期间诸多负面因素明显消退，用户消费意愿和能力有所回升；游戏新品集中面市并有爆款出现，与长线运营产品共同撑起收入增长；普遍采用多端并发方式，对收入增长产生明显助益。2023 年我国移动游戏市场实际销售收入 2268.60 亿元，增长 338.02 亿元，同比增长 17.51%，创下新的记录。2023 年，中国客户端游戏市场实际销售收入为 662.83 亿元，同比增长 8%，主要受客户端新游上线、网吧回暖、更多新游采取移动及 PC 端同步发行等因素的影响。

出海方面，2014-2021 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入持续上升，我国自研游戏海外规模逐步扩大，2022 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 173 亿美元，同比下降 3.7%，下降幅度小于国内市场收入降幅，2023 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 163.66 亿美元，规模连续四年超千亿元人民币，但从数据看同比下降 5.65%，表明国际局势动荡、市场竞争剧烈以及隐私政策变动等因素，增加了出海难度和经营成本。分地区来看，2023 年美日仍是我国移动游戏主要海外市场，占比分别为 32.51%和 18.87%，韩国位于第三，为 8.18%，此外，德国、英国、加拿大合计占比 9.45%，中东、拉美等海外新兴市场则未见显著提升。

图 2：中国游戏市场实际销售收入（亿元）

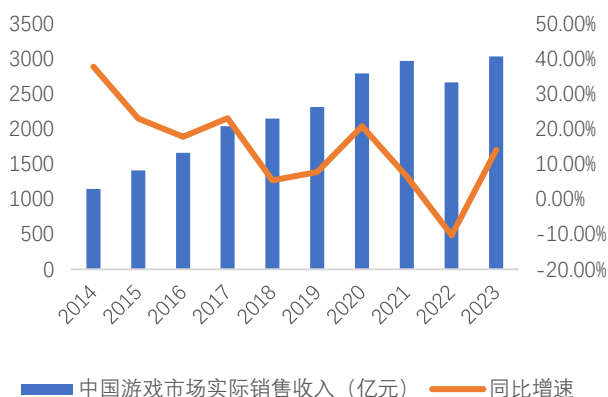
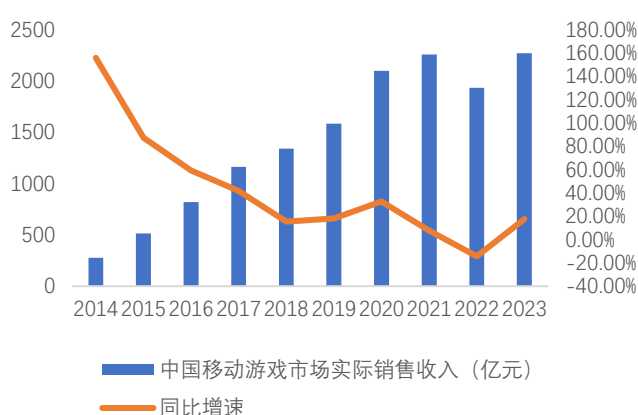
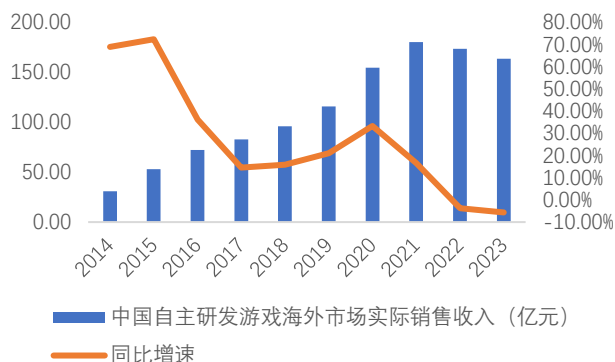


图 3：中国移动游戏市场实际销售收入（亿元）

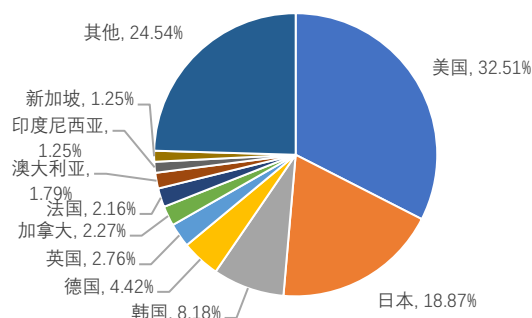


资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

图 4：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入（亿美元）


资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

图 5：2023 年中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比


资料来源：伽马数据，信达证券研发中心

六、投资建议

我们认为此次《意见稿》主要是为了补齐监管缺口，完善监管结构，同时此《意见稿》还有待进一步完善，应理性看待其影响。游戏公司积极参与意见反馈，配合新规落实，努力推出更多精品游戏，推动网络游戏行业高质量发展。版号发放周期和数量趋于稳定，优质供给带来行业高增，行业景气度回升。目前供给复苏力度整体较为强劲，进一步支撑游戏行业基本面复苏，游戏行业正在迈向新一轮的发展周期。游戏与科技相互交融相互促进，看好游戏行业的科技属性，游戏行业对于文化繁荣发展、建设文化强国有望贡献力量。

我们重点提示游戏行业当前受市场情绪影响正处于历史低位，**23-24 年 A 股游戏公司估值中枢分别为 17x/13x，港股游戏公司估值中枢分别为 16x/11x**，重点提示基本面稳健的龙头公司：恺英网络（Q4 上线《石器时代：觉醒》、《纳萨力克之王》等贡献增量，AI、MR 方向均有投入）、三七互娱（《寻道大千》、《灵魂序章》等小程序新游驱动增长）、巨人网络（《原始征途》表现优异，休闲品类有望受益新渠道）、吉比特（重点自研新品《勇者与装备》，《不朽家族》定档 1 月 11 日）；AI 应用赋能及 MR 布局：紫天科技（AI 游戏先行者，率先发力互动剧出海）、昆仑万维（新推出 AI Agent 开发平台，天工大模型六大矩阵看点丰富）、掌趣科技（与悠米、行者 AI、layabox 等合作布局 AI+游戏领域）、神州泰岳（游戏出海表现稳健，计算机业务积极拥抱 AI）、盛天网络（游戏业务稳定基本盘，带带电竞及给麦持续 AI 迭代）、宝通科技（哈视奇及工业互联网）、名臣健康（旗下 XR 团队 93913，24 年《境界刀鸣》海内外上线预期），以及完美世界、冰川网络、姚记科技、星辉娱乐、世纪华通、汤姆猫、游族网络、富春股份等；港股尤其关注超跌龙头腾讯控股、网易-S，以及中旭未来、中手游、创梦天地、祖龙娱乐、青瓷游戏、友谊时光等。

图 6：相关公司估值表及涨跌幅

代码	公司	市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿元)			PE			年初至今涨跌幅 (%)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
002517.SZ	恺英网络*	212.02	14.39	18.02	22.11	14.73	11.77	9.59	51%
002555.SZ	三七互娱*	420.51	33.10	38.11	43.05	12.70	11.03	9.77	8%
002558.SZ	巨人网络	221.23	13.27	15.54	17.53	16.68	14.23	12.62	43%
603444.SH	吉比特*	167.05	12.41	15.04	16.71	13.46	11.11	10.00	-24%
300280.SZ	紫天科技	66.06	3.17	4.77	6.42	20.84	13.85	10.29	149%
300418.SZ	昆仑万维	446.88	7.61	9.62	11.69	58.76	46.43	38.24	155%
300315.SZ	掌趣科技	140.21	1.89	4.15	6.44	74.03	33.79	21.77	59%
300002.SZ	神州泰岳	167.48	7.83	9.42	11.04	21.39	17.79	15.18	97%
300494.SZ	盛天网络	75.91	2.32	3.14	3.76	32.71	24.19	20.19	87%
300031.SZ	宝通科技*	76.89	4.16	5.72	7.44	18.48	13.44	10.34	35%
002919.SZ	名臣健康*	55.08	3.29	6.65	8.09	16.74	8.28	6.81	-10%
002624.SZ	完美世界*	221.16	11.30	14.83	17.97	19.57	14.92	12.30	-9%
300533.SZ	冰川网络	61.14	-	-	-	-	-	-	68%
002605.SZ	姚记科技	90.74	7.49	8.95	10.33	12.11	10.14	8.79	58%
300043.SZ	星辉娱乐	44.54	0.80	2.05	2.98	55.68	21.73	14.95	21%
002602.SZ	世纪华通	374.12	18.88	24.53	29.47	19.82	15.25	12.69	32%
300459.SZ	汤姆猫	174.38	6.33	7.52	9.01	27.55	23.20	19.37	57%
002174.SZ	游族网络	106.88	-	-	-	-	-	-	26%
300299.SZ	富春股份	39.05	-	-	-	-	-	-	12%
0700.HK	腾讯控股	23,671.08	1559.83	1850.25	2,092.53	15.18	12.79	11.31	-13%
9999.HK	网易-S	3,572.85	320.44	332.02	368.77	11.15	10.76	9.69	8%
9890.HK	中旭未来*	172.85	6.44	8.84	10.08	26.84	19.55	17.15	154%
0302.HK	中手游	29.76	2.99	5.57	8.04	9.96	5.34	3.70	-34%
1119.HK	创梦天地	30.61	2.75	4.73	6.01	11.13	6.48	5.09	-45%
9990.HK	祖龙娱乐	12.64	-2.57	0.39	1.67	-4.92	32.19	7.59	-55%
6633.HK	青瓷游戏	24.43	3.16	5.17	-	7.73	4.73	-	-25%
6820.HK	友谊时光	21.79	-0.11	3.35	5.44	-202.73	6.50	4.01	21%

资料来源: Wind, Bloomberg, 信达证券研发中心, 统计时间为 2023/12/25

注: 标注*为信达证券研发中心预测, 其余为 Wind/Bloomberg 一致预期

风险因素

游戏行业监管风险; 宏观经济不振对游戏行业的风险; 行业竞争加剧风险。

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队成员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023 年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。