

# 1H21 中国网络游戏市场回顾

华泰研究

2021年8月02日 | 中国香港

动态点评

互联网

增持(维持)

研究员 陶冶  
SAC No. S0570520080003 taoye@htsc.com  
SFC No. BMW836 +86-10-56793923

研究员 沈晓峰  
SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com  
SFC No. BCG366 +86-21-28972088

联系人 陆文韬  
SAC No. S0570120050009 luwentao@htsc.com  
SFC No. BQL549 +86-755-23948451

## 1H21 中国网络游戏收入同比增长 7.9%

据中国音数协游戏工委和伽马数据, 尽管 1H20 收入基数较高, 但 1H21 中国网络游戏市场收入同比稳健增长 7.9%至人民币 1,505 亿元; 移动游戏市场收入同比增长 9.7%至人民币 1,148 亿元, 占网络游戏总收入的 76.3% (1H20: 75.0%)。高基数效应导致行业收入同比增速放缓, 我们预计拥有优质 IP 内容储备和较强游戏运营能力的公司将继续扩大市场份额。我们预计 1H21 腾讯和网易的网络游戏收入分别同比增长 14.6%和 11.6%, 增速快于行业平均水平。重申对腾讯和网易的“买入”评级。

## 游戏出海进展良好

中国自研游戏的海外收入在 1H21 同比增长 11.6%至 85 亿美元, 快于国内市场同期收入增长。美国、日本和韩国已成为前三大海外游戏市场, 占 1H21 海外游戏总收入的 59.5%。腾讯和网易继续加速其网络游戏业务的海外拓展。腾讯天美工作室在北美设立了西雅图、洛杉矶、蒙特利尔三个游戏工作室, 将专注于高工业化水平的 3A 游戏开发。网易拥有优质的游戏储备, 准备在全球市场范围推出, 包括《哈利波特: 魔法觉醒》、《暗黑破坏神》和《指环王: 崛起》。

## 把握新兴游戏类型的增长机遇

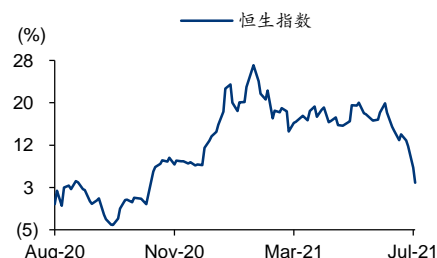
我们观察到二次元游戏等新兴垂直领域出现更多增长机会。二次元移动游戏市场 1H21 收入同比增长 50.2%至人民币 158 亿元, 占移动游戏市场收入达 13.8% (来源: 伽马数据), 主要得益于腾讯和网易的手游如《火影忍者》和《阴阳师》的稳健表现以及米哈游《原神》等新游的推出。腾讯管理层表示, 未来除了保持其在大 DAU 移动游戏品类的领先地位, 腾讯还将支持更多新兴垂直领域如二次元游戏和休闲游戏的游戏研发。在这些游戏品类, 腾讯拥有丰富储备, 包括多个基于热门 IP 的游戏, 包括《Project: Fighter》、《数码宝贝: 新世纪》和《洛克王国》。

## 平衡社会责任、合规和业务增长

自 7 月 24 日《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》发布以来, 市场也对网络游戏行业的潜在监管风险感到担忧。中国网络游戏行业在过去十年内经历严格监管, 腾讯和网易等头部游戏企业均积极主动地遵守相关规定并采取额外措施保护未成年人 (请见第 3 页)。4Q20 未成年人仅占腾讯中国网络游戏总流水的 6.0%。我们认为未来监管政策或不会对网络游戏行业的前景造成严重的冲击。

风险提示: 监管超预期严格, 旗舰游戏表现疲软, 新游戏上线延期。

## 行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

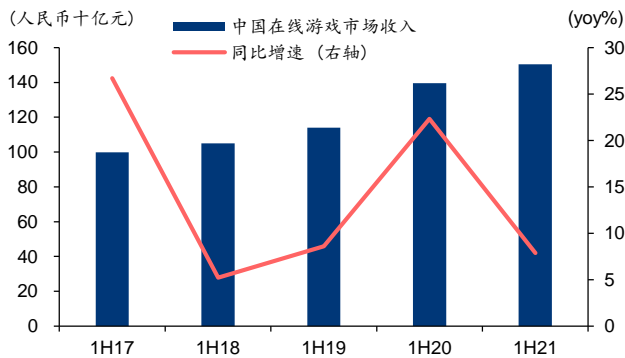
## 重点推荐

| 股票名称 | 股票代码    | 目标价 (当地币种) | 投资评级 |
|------|---------|------------|------|
| 腾讯控股 | 700 HK  | 669.40     | 买入   |
| 网易   | NTES US | 132.50     | 买入   |

资料来源: 华泰研究预测

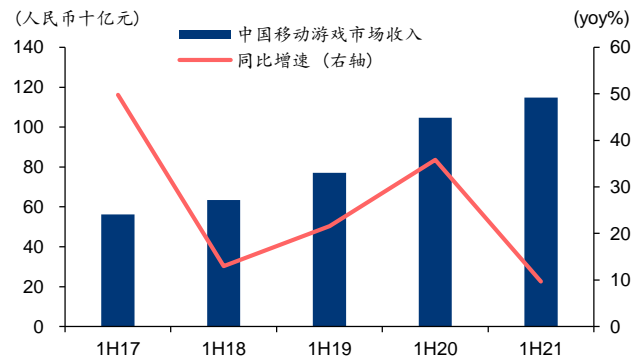
## 1H21 网络游戏市场回顾

图表1：中国网络游戏市场：总收入



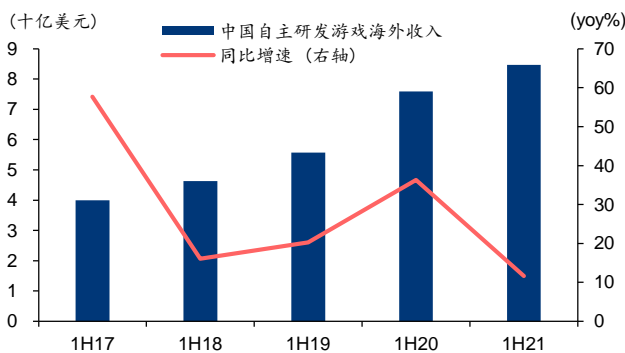
资料来源：中国音数协游戏工委（GPC），伽马数据（CNG），华泰研究

图表2：中国移动游戏市场：总收入



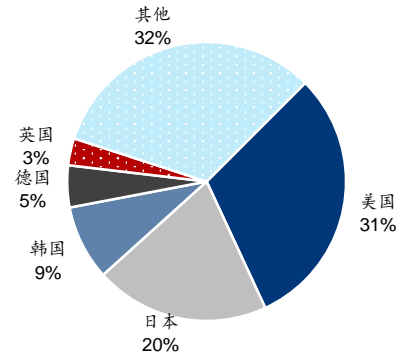
资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，华泰研究

图表3：中国自研游戏：海外收入



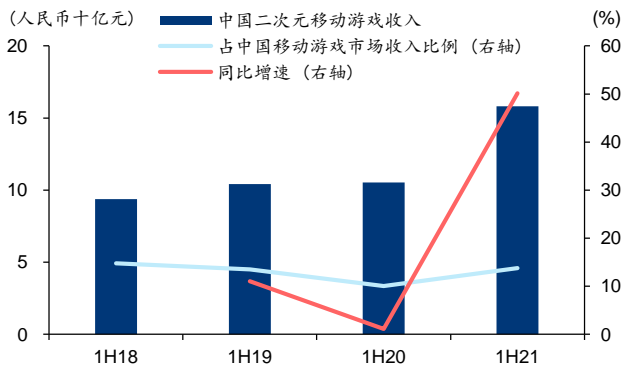
资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，华泰研究

图表4：中国移动游戏：1H21 海外收入分布



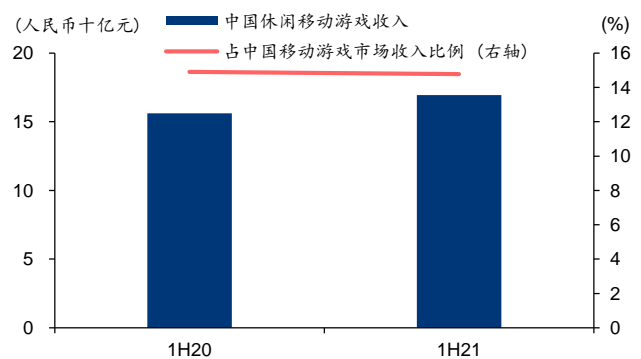
资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，华泰研究

图表5：中国二次元移动游戏：总收入



资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，华泰研究

图表6：中国休闲移动游戏：总收入



资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，华泰研究

**图表7：中国网络游戏行业未成年人保护措施**

|            | 《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》   | 腾讯  | 网易   |
|------------|---|---|--|
| 实名注册制度     | 要求所有用户实名注册  | ✓   | ✓  |
| 限制未成年人游戏时长 | 1) 每日 22 时至次日 8 时，不得为未成年人提供游戏服务；<br>2) 未成年人在法定节假日游戏时长每日累计不得超过 3 小时，其他时间每日累计不得超 1.5 小时。  | ✓   | ✓  |
| 未成年人游戏消费限制 | 1) 不得为未满 8 周岁的用户提供游戏付费服务；<br>2) 8 周岁以上未满 16 周岁的用户，单次充值金额不得超过 50 元人民币，每月充值金额累计不得超过 200 元人民币；<br>3) 16 周岁以上未满 18 周岁的用户，单次充值金额不得超过 100 元人民币，每月充值金额累计不得超过 400 元人民币。 | ✓   | ✓  |
|            | -   | 1) 利用 AI、机器学习和人脸识别等技术以防止未成年人冒用家长账号；<br>2) 4Q20 未成年人占腾讯中国地区游戏流水 6.0% | 1) 利用 AI 和大数据等技术以防止未成年人冒用家长账号；<br>2) 家长可对未成年人的消费行为设定更严格的限制 |

资料来源：国家新闻出版署，公司公告，华泰研究

**图表8：PE band：中国网络游戏公司**


注：中国网络游戏公司的 TTM PE = 腾讯、网易、完美世界 (002624 CH)、三七互娱 (002555 CH) 和吉比特 (603444 CH) 的平均 TTM PE

资料来源：Wind，华泰研究

## 重点推荐公司

### 腾讯 (700 HK, 买入, 目标价 669.4 港币)

考虑到投资将为腾讯拓展更大的可触达市场, 我们看好腾讯的长期增长潜力。我们预计 2021/2022/2023 年总收入增长 20.0/16.9/15.1% 至人民币 5,782 亿/6,760 亿/7,779 亿元, 非 IFRS 下净利润增长 13.6/18.1/16.6% 至人民币 1,394 亿/1,646 亿/1,919 亿元。

我们基于 SOTP 得出的目标价 669.4 港币包括: 1) 网络游戏业务每股 277.3 港币, 基于 25 倍 2021 年预测 PE, 鉴于腾讯强大的游戏开发运营能力, 目标倍数高于行业平均水平 (24 倍); 2) 社交网络服务业务每股 25.0 港币, 包括腾讯子公司股权市值和腾讯视频估值 (基于 4.0 倍 2021 年预测 PS, 较在线视频行业 2021 年平均 PS 基本持平); 3) 广告业务每股 65.9 港币, 基于 24 倍 2021 年预测 PE, 与行业平均水平持平; 4) 金融科技业务每股 87.6 港币, 基于 7.5 倍 2021 年预测 PS, 由于监管压力和相对较低的利润率, 该目标倍数低于同业平均水平 (18 倍); 5) 云业务每股 62.4 港币, 基于 6.5 倍 2021 年预测 PS, 低于行业平均水平 (8.6 倍), 因腾讯目前主要提供利润率较低的 IaaS 服务; 6) 每股净现金 12.5 港币; 7) 战略投资每股 138.6 港币, 基于腾讯所持投资股份的市值 (截至 7 月 21 日收盘), 以及 30% 的集团持股折价 (估值日期: 2021 年 7 月 21 日)。

风险提示: 1) 与其他社交网络平台的竞争加剧; 2) 游戏业务收入增长不及预期; 3) 监管环境变化不利于金融科技业务发展。

### 网易 (NTES US, 买入, 目标价 132.5 美元)

我们看好网易核心游戏和创新业务的增长前景。在网易年度游戏大会上, 网易公布了 30 款新游戏, 我们认为这些游戏将在 2H21 和 2022 年推动网络游戏收入。网易还宣布拟分拆网易云音乐独立上市, 我们认为市场可借此机会更深入了解网易的音乐和社交娱乐业务。我们预计 2021/2022/2023 年公司总收入同比增长 22.3/17.2/13.5% 至 901/1,056/1,198 亿元, 非 GAAP 净利润同比增长 28.8/21.8/19.9% 至 189/231/276 亿元。

我们基于 SOTP 得出的目标价 132.50 美元包括: 包括 1) 核心业务估值 114.7 美元 (基于 DCF 估值, WACC 为 12.1%, 永续增长率为 3%); 2) 有道估值 3.5 美元, 基于 5.0 倍 2021 年预测收入 (考虑其建立的品牌优势, 估值倍数相比行业平均 PS 溢价 32%); 和 3) 云音乐业务估值 14.3 美元, 基于 2021 年 75.0 美元的每音乐业务 MAU, 相比腾讯音乐的每 MAU 对应的市值 (截至 6 月 30 日收盘, 为 42.1 美元) 有所溢价, 因为我们认为网易云音乐仍处在其早期商业化发展阶段, 具有更高的用户增长和变现潜力, 19-20 年期间网易云音乐和腾讯音乐 MAU 平均增速分别为 31.4% 和 0.2%, 总收入增速分别为 106.5% 和 24.3% (估值日期: 2021 年 6 月 30 日)。

风险提示: 1) 竞争加剧令经营利润率下滑; 2) 旗舰游戏收入下降。

图表9: 网络游戏公司估值比较

| 公司         | 股票代码    | 股价<br>(交易地货币) | EPS 增速 (yoy%) |       |       | PE (x)      |             |             |
|------------|---------|---------------|---------------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|
|            |         |               | FY21E         | FY22E | FY23E | FY21E       | FY22E       | FY23E       |
| 腾讯         | 700 HK  | 492.0         | 13.6          | 17.6  | 16.6  | 28.3        | 24.0        | 20.6        |
| 网易         | NTES US | 100.9         | 26.8          | 21.8  | 19.9  | 23.6        | 19.3        | 16.1        |
| <b>平均值</b> |         |               |               |       |       | <b>25.9</b> | <b>21.7</b> | <b>18.4</b> |

注: 数据截至 7 月 29 日收盘

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

## 风险提示

1) 监管比预期严格; 2) 旗舰游戏表现疲软; 3) 新游戏上线延期。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，陶冶、沈晓峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
  - 在过去 12 个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：网易（NTES US）
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师陶冶、沈晓峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 网易（NTES US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 完美世界（002624 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/  
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司