

## 传媒行业

### 出海专题（三）：游戏出海有望改善，小程序拓展新赛道，SLG 看重题材创新

#### 核心观点：

- **全球游戏市场恢复增长，我国游戏出海有望改善。** 据伽马数据，2023 年全球移动游戏市场规模达到 6062.7 亿元，同比增长 2%，重新回归增长。从我国出海的情况来看，2023 年我国自主研发游戏海外市场实际销售收入 163.66 亿美元，同比下降 5.65%，连续两年下滑。但多个国家用户支出同比回升，有望带动我国游戏出海改善。
- **小游戏出海加速，有望成为游戏出海新赛道。** 据白鲸出海和点点数据，国内厂商在小程序游戏出海过程中，通常将国内已经跑通的玩法和小游戏产品做成 APP，形成在海外 APP 发行的小游戏“仿品”，这类产品在 23 年末集中出海。我们预计，随着国内成功小游戏的逐步增加，小游戏端优质产品的海外发行可能成为新的出海增量。
- **反垄断提升内容方议价能力，苹果分成有所降低。** 欧盟《数字市场法案》(Digital Markets Act, 简称 DMA) 于 2024 年 3 月正式生效。作为应对，Apple 将通过 App Store 发行的 iOS app 为数字商品和服务交易支付的手续费降低为 10%（适用于绝大多数开发者及首年后的订阅）或 17%。App Store 的支付处理功能加收 3% 的服务费，同时下载量超过 100 万的 APP，每年每首次安装需支付€0.50。Apple 预计有 99% 以上的开发者在条款更新后受益，分成比例实质下降。
- **SLG 长线表现稳定，点点互动新游表现突出。** 点点互动新游表现出色，根据 Sensor Tower，点点互动 4X 策略新游《Whiteout Survival》在 2023 年全球收入增长 3.7 亿美元。该产品于 2023 年 2 月正式上线，产品排名在上线后持续提升。截至 24 年 2 月，《Whiteout Survival》连续三个月位于出海榜单首位，从过往产品经验来看，SLG 品类的爆款均具备较长生命周期，我们预计《Whiteout Survival》有望持续为点点贡献收入利润增量。
- **投资建议。** 建议关注 SLG 游戏表现稳健，流水持续增长并贡献业绩的神州泰岳；出海体量较大，重点产品《Puzzles & Survival》表现稳定靠前的三七互娱；关注新上线产品《Whiteout Survival》表现优异，流水持续增长的世纪华通；出海产品《马赛克英雄》进入 2023 年收入榜单前 30 的宝通科技。此外建议关注海外占比较高，出海表现出色的汤姆猫、游族网络、掌趣科技等。部分出海占比较低，但有望逐步推动全球化发行的公司，包括恺英网络、吉比特、完美世界等。
- **风险提示。** 海外竞争加剧；文化观念等差异；海外宏观环境波动影响。

行业评级

买入

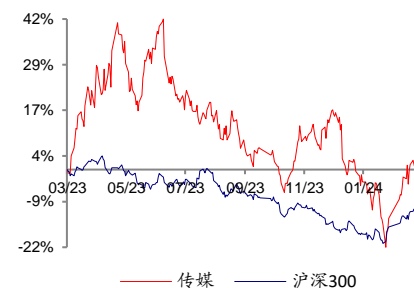
前次评级

买入

报告日期

2024-03-13

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

章驰



SAC 执证号：S0260523080001



021-38003814



gfzhangc@gf.com.cn

请注意，章驰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 互联网传媒行业:Claude 3 再度提升语言模型能力，关注一季报绩优公司 2024-03-10
- 传媒行业:Claude 3 系列大模型发布，核心能力领先 2024-03-05
- 互联网传媒行业:2 月游戏版本号发放，苹果、微软持续加码生成式 AI 2024-03-03

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
光线传媒	300251.SZ	人民币	9.35	2023/10/29	买入	11.10	0.21	0.37	44.52	25.27	32.97	17.29	7.00	11.10
横店影视	603103.SH	人民币	15.35	2023/10/20	买入	20.51	0.38	0.59	40.39	26.02	12.27	9.81	17.00	20.80
芒果超媒	300413.SZ	人民币	24.87	2023/10/26	买入	36.47	1.11	1.38	22.41	18.02	4.21	3.49	10.00	10.20
新媒股份	300770.SZ	人民币	39.32	2024/3/1	买入	51.23	3.06	3.42	12.85	11.50	6.67	5.47	18.00	17.50
蓝色光标	300058.SZ	人民币	7.39	2024/2/1	买入	7.70	0.05	0.19	147.80	38.89	15.93	12.77	1.80	6.00
完美世界	002624.SZ	人民币	11.45	2024/2/7	买入	12.44	0.25	0.69	45.80	16.59	19.98	10.24	5.50	13.10
吉比特	603444.SH	人民币	214.25	2023/10/25	买入	372.95	16.95	21.69	12.64	9.88	11.57	8.36	23.50	27.90
三七互娱	002555.SZ	人民币	18.99	2023/10/31	买入	32.26	1.47	1.67	12.92	11.37	10.68	8.74	24.60	21.80
恺英网络	002517.SZ	人民币	11.83	2023/11/10	买入	17.34	0.72	0.88	16.43	13.44	13.40	11.12	26.60	25.20
盛天网络	300494.SZ	人民币	14.68	2023/11/13	买入	24.05	0.45	0.65	32.62	22.58	26.75	17.15	12.70	15.40
分众传媒	002027.SZ	人民币	6.49	2024/1/30	买入	7.65	0.34	0.38	19.09	17.08	14.25	12.22	23.60	21.90
天下秀	600556.SH	人民币	5.10	2023/10/27	买入	6.85	0.08	0.14	63.75	36.43	46.87	28.41	3.70	6.00
兆讯传媒	301102.SZ	人民币	15.24	2023/10/25	买入	25.05	0.70	1.00	21.77	15.24	6.29	5.59	6.40	8.50
视觉中国	000681.SZ	人民币	14.07	2022/4/29	买入	14.26	0.39	0.47	36.08	29.94	19.06	15.13	7.40	8.40
博纳影业	001330.SZ	人民币	5.82	2022/12/4	买入	15.34	0.44	0.57	13.23	10.21	10.56	9.36	8.10	9.70
华策影视	300133.SZ	人民币	5.69	2023/10/25	买入	7.88	0.26	0.32	21.88	17.78	10.76	8.60	6.80	7.60
新经典	603096.SH	人民币	17.53	2023/10/30	买入	25.09	0.95	1.14	18.45	15.38	10.13	8.43	7.60	8.80
中南传媒	601098.SH	人民币	13.00	2024/2/2	买入	14.33	1.02	0.80	12.75	16.25	3.72	3.06	11.90	9.10
中信出版	300788.SZ	人民币	31.37	2023/10/27	买入	32.18	0.89	1.24	35.25	25.30	10.67	8.87	7.90	9.80
中国科传	601858.SH	人民币	26.78	2022/10/30	买入	9.32	0.67	0.71	39.97	37.72	4.85	3.46	9.80	9.40
凤凰传媒	601928.SH	人民币	11.70	2023/8/29	买入	15.58	0.87	0.95	13.45	12.32	6.64	5.53	12.10	12.60
视源股份	002841.SZ	人民币	39.24	2024/1/31	买入	52.66	1.95	2.63	20.12	14.92	15.37	10.07	10.30	12.20
华立科技	301011.SZ	人民币	16.73	2024/1/29	买入	26.90	0.38	0.60	44.03	27.88	20.21	17.49	7.70	10.80
电广传媒	000917.SZ	人民币	5.16	2023/12/13	买入	8.17	0.14	0.27	36.86	19.11	34.04	15.06	1.95	3.58
易点天下	301171.SZ	人民币	19.28	2023/12/8	买入	27.11	0.51	0.64	37.80	30.13	29.18	23.20	7.00	8.00
猫眼娱乐	01896.HK	港元	9.83	2023/8/21	买入	16.85	0.77	0.95	11.58	9.39	7.21	5.28	9.90	11.00
美团-W	03690.HK	港元	93.40	2023/11/29	买入	191.56	2.58	3.94	32.85	21.51	59.38	26.36	5.74	14.28
心动公司	02400.HK	港元	15.92	2023/4/3	买入	42.60	0.16	0.96	90.28	15.05	37.87	12.44	4.10	20.50
中手游	00302.HK	港元	1.20	2023/3/28	买入	3.93	0.23	0.28	4.73	3.89	5.75	5.50	10.00	10.90
泡泡玛特	09992.HK	港元	23.45	2023/12/27	买入	34.79	0.83	1.05	25.63	20.26	14.65	11.67	12.09	12.74
哔哩哔哩	BILI.O	美元	12.61	2024/3/10	买入	24.35	-8.29	-3.75	-	-	-	29.00	-13.00	-2.00
爱奇艺	IQ.O	美元	4.07	2024/2/29	买入	8.03	3.78	4.53	7.64	6.38	1.51	1.42	16.00	20.00
网易	NTES.O	美元	107.51	2024/3/3	买入	138.20	48.99	51.68	15.57	14.76	12.30	10.00	23.50	21.40
腾讯音乐	TME.N	美元	10.35	2023/11/16	买入	8.90	3.63	4.02	20.23	18.27	1.86	1.64	16.00	15.00
BOSS直聘	BZ.O	美元	17.50	2023/11/15	买入	21.46	2.20	2.80	56.45	44.35	47.00	18.00	16.00	17.00
微博	WB.O	美元	9.25	2023/11/10	买入	23.52	2.20	2.50	29.84	26.26	4.40	4.00	7.50	7.80
腾讯控股	00700.HK	港元	290.80	2024/1/7	买入	460.73	16.40	19.21	16.09	13.73	14.00	12.10	12.00	13.00
阅文集团	00772.HK	港元	26.30	2023/8/11	买入	48.82	1.49	1.72	16.01	13.87	28.00	21.00	6.00	6.00

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 美股上市公司货币单位采用美元, 港股上市公司货币单位采用港元。(哔哩哔哩、爱奇艺、网易、腾讯音乐、知乎的EPS单位为美元/ADS。)

## 目录索引

一、全球移动游戏市场企稳，SLG 面临增长压力，小游戏出海有望成为新方向.....	5
（一）移动游戏收入回升，出海有望改善.....	5
（二）SLG 增长面临压力，长线运营是核心竞争力.....	7
（三）休闲及派对游戏增长，小游戏出海加速.....	10
二、反垄断提升内容方议价能力，苹果分成有所降低.....	12
（一）欧盟反垄断落地，苹果有所让步.....	12
（二）欧盟以外区域有望跟进，内容方议价能力提升.....	14
三、SLG 新游题材多元化，头部产品长线稳健.....	14
（一）SLG 题材扩张，新游戏题材多元化.....	14
（二）头部产品易实现长线运营，点点互动新游表现突出.....	16
四、投资建议.....	20
五、风险提示.....	21

## 图表索引

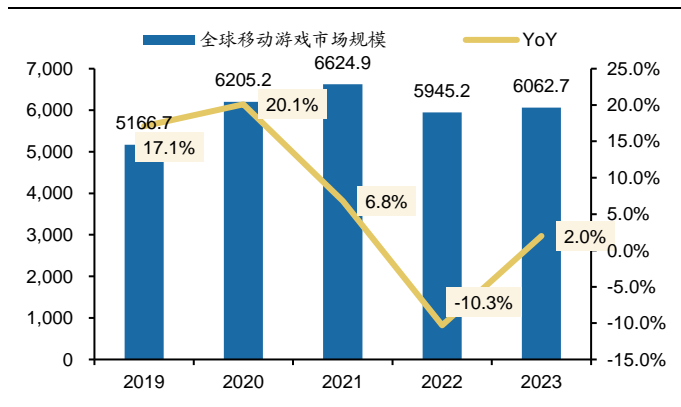
图 1: 2019-2023 年全球移动游戏市场规模 (亿元) .....	5
图 2: 2019-2023 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 (亿美元) .....	5
图 3: 2022 年 12 月-2024 年 1 月中国自主研发游戏海外市场月实际销售收入 .....	5
图 4: 2023 年中国自主研发移动游戏海外收入地区分布 .....	6
图 5: 美国移动游戏用户支出 (亿美元) .....	6
图 6: 日本移动游戏用户支出 (亿美元) .....	6
图 7: 英法德三国移动游戏用户支出 (亿美元) .....	7
图 8: 中东重点国家移动游戏用户支出 (亿美元) .....	7
图 9: 拉美重点国家移动游戏用户支出 (亿美元) .....	7
图 10: 全球 SLG 手游年度用户支出趋势 (亿美元) .....	8
图 11: 中国自研移动游戏海外市场收入 TOP100 产品玩法类型分布 (按收入) .....	8
图 12: 2022Q1-2023Q2 中国手游 App 出海细分类型 CPI 趋势 .....	8
图 13: SLG 游戏单用户下载付费情况 .....	9
图 14: 不同发行时长游戏的用户支出分布 .....	9
图 15: 策略类游戏用户支出按上线时长的分布 .....	9
图 16: 不同品类游戏用户支出分布 .....	10
图 17: 2023 年不同品类游戏用户支出同比变化 .....	10
图 18: 苹果预计 99% 以上开发者在条款更新后受益 .....	13
图 19: 2023 年全球策略游戏收入增长榜单 .....	18
图 20: 点点互动出海榜单排名 .....	18
图 21: 《Whiteout Survival》出海榜单排名 .....	18
图 22: 《Whiteout Survival》融合 SLG 与模拟经营玩法 .....	19
表 1: 副玩法买量提升游戏发行成绩 .....	8
表 2: 国内小游戏出海情况 .....	11
表 3: Apple 欧盟地区政策修改 .....	12
表 4: 2022 年 TOP20 SLG 产品题材分布及美术特点 .....	15
表 5: 2023 年上半年新入榜 SLG 题材及美术特点 .....	16
表 6: 2019-2023 年 TOP30 出海产品 .....	17
表 7: A 股主要出海游戏厂商梳理 .....	19

# 一、全球移动游戏市场企稳，SLG 面临增长压力，小游戏出海有望成为新方向

## (一) 移动游戏收入回升，出海有望改善

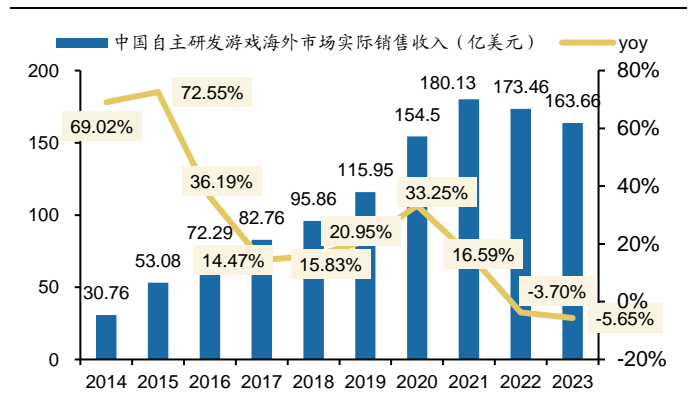
根据伽马数据，2023年全球移动游戏市场规模达到6062.7亿元，同比增长2%，重新回归增长；2022年移动游戏市场产生了10.3%的下滑。从我国出海的情况来看，2023年我国自主研发游戏海外市场实际销售收入163.66亿美元，同比下降5.65%，连续两年下滑。

图 1：2019-2023年全球移动游戏市场规模（亿元）



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

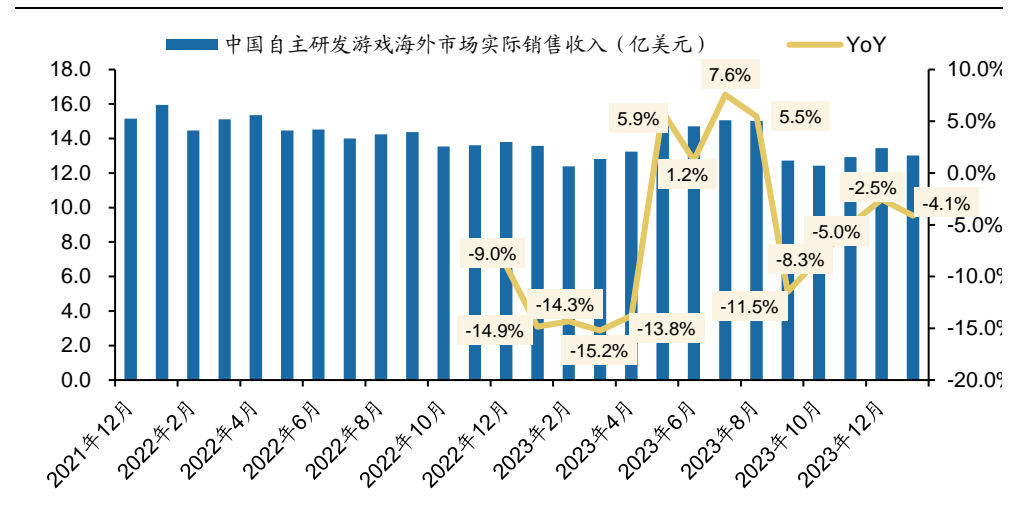
图 2：2019-2023年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入（亿美元）



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

月度数据来看，我国游戏出海收入2023年9月至2024年1月连续5个月同比下滑，23年11月及12月下滑幅度有所收窄，但在1月环比继续下滑。据伽马数据，出海头部产品《崩坏：星穹铁道》、《PUBG MOBILE》、《使命召唤手游》及《三国志·战略版》等流水均出现下降是1月游戏收入环比下滑的主要原因。

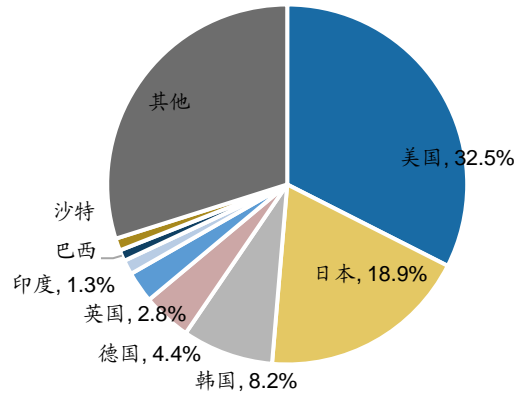
图 3：2022年12月-2024年1月中国自主研发游戏海外市场月实际销售收入



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

美国、日本、韩国为出海主要市场。据伽马数据，2023年我国自主研发移动游戏海外收入地区分布整体结构保持稳定，美国占比达到32.5%，是第一大出海市场；其次为日本、韩国等东亚国家，后续为德国、英国等欧洲国家。从占比来看，发达国家和地区占比超过一半。

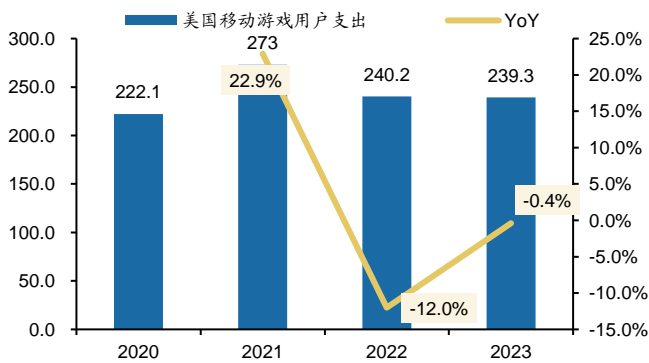
图 4：2023年中国自主研发移动游戏海外收入地区分布



数据来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

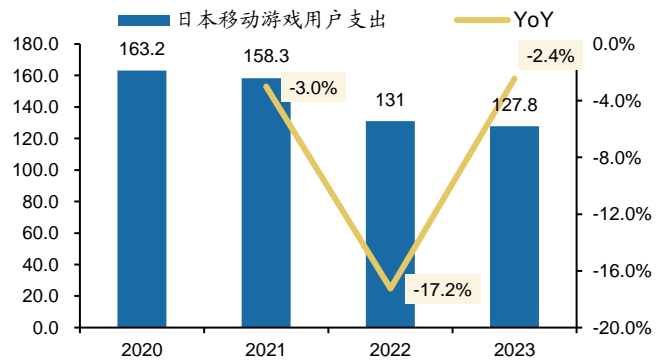
头部市场已现回暖趋势，有望带动出海复苏。从头部市场的用户支出来看，主要国家移动游戏市场呈现回暖趋势。据Data.ai，美国移动游戏市场2023年同比下滑0.4%，2023年下滑幅度减小；日本下滑幅度也有所降低。

图 5：美国移动游戏用户支出（亿美元）



数据来源：Data.ai，广发证券发展研究中心

图 6：日本移动游戏用户支出（亿美元）

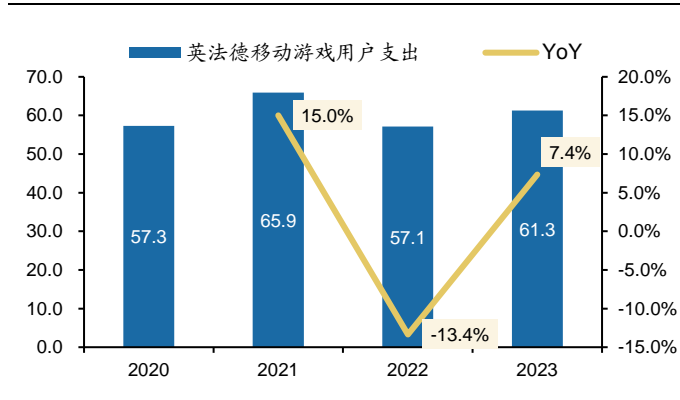


数据来源：Data.ai，广发证券发展研究中心

欧洲主要国家市场用户支出在2023年有所修复。2022年欧洲三大主要国家移动游戏市场下滑13.4%，2023年有所修复，同比增长7.4%。类似的情况还包括中东，以土耳其及沙特为代表，两国2022年移动游戏用户支出8.6亿美元，同比下滑14%；2023年为9.2亿美元，同比增长7%。欧洲及中东市场整体在2023年恢复至增长区间。

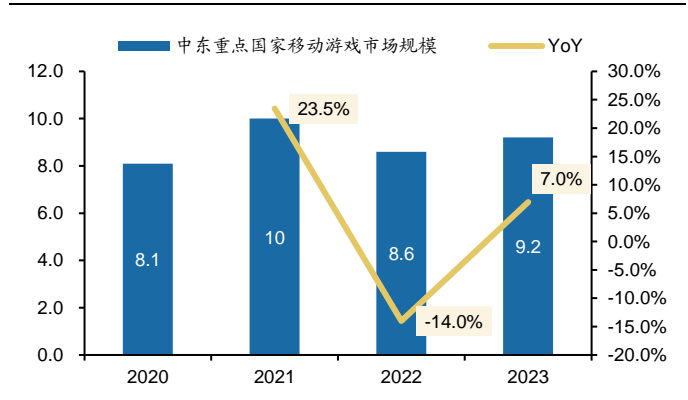
拉美仍具备较高增速。从增长角度来看，目前仍保持持续增长的市场主要是拉美地区，在2022及2023年移动游戏用户支出分别增长10.3%、12.3%。

图 7: 英法德三国移动游戏用户支出 (亿美元)



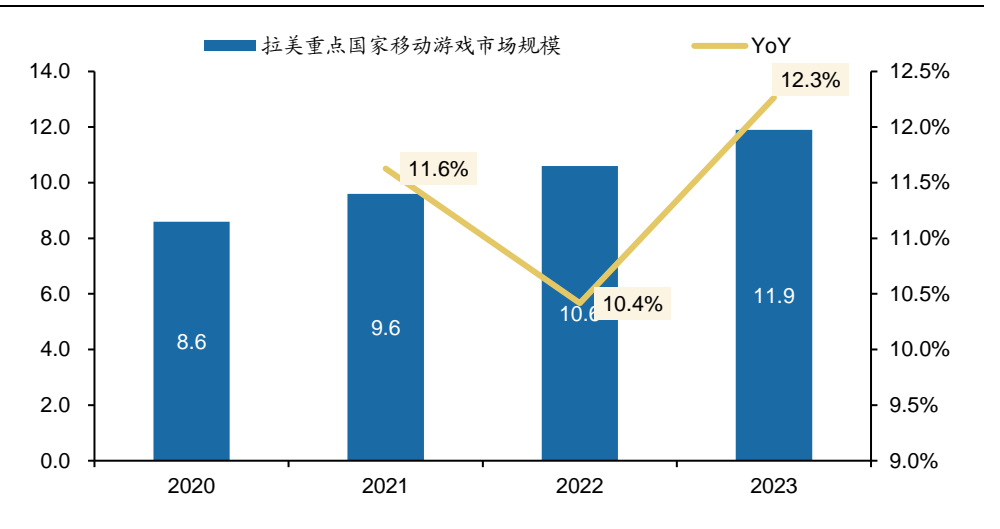
数据来源: Data.ai, 广发证券发展研究中心

图 8: 中东重点国家移动游戏用户支出 (亿美元)



数据来源: Data.ai, 广发证券发展研究中心 (注: 包含沙特、土耳其)

图 9: 拉美重点国家移动游戏用户支出 (亿美元)



数据来源: Data.ai, 广发证券发展研究中心 (注: 包含巴西、阿根廷、墨西哥)

## (二) SLG 增长面临压力, 长线运营是核心竞争力

从品类来看, SLG 品类面临较大的增长压力。据 Data.ai, 2023 年全球移动游戏用户支出为 80.98 亿美元, 同步下滑 12.5%, 自 2021 年以来连续两年下滑, 该品类是我国出海收入最高的品类。据伽马数据, 我国自研移动游戏海外市场收入的 TOP100 产品中, SLG 游戏产品连续三年占比第一, 其占比分别为 36.7%、34.6%、38.9%。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/267162022050006052>