

2019 年我国游戏行业信用展望

联合信用评级有限公司 工商二部 TMT 行业组

报告摘要:

2018 年,我国网络游戏行业整体上保持了快速发展趋势。受人口红利消失的影响,ARPU 值已是驱动行业增长的主要因素。细分行业方面,受益电竞产业的快速发展,端游市场有所回暖,用户数量已趋于稳定;页游市场规模呈持续萎缩态势;手游市场仍为增长最快的细分市场,且未来仍有较大增长空间;而电子竞技行业近年来在政府支持与资本入局的双轮驱动下,进入了黄金发展期,市场规模及用户规模逐年快速增长。

行业竞争方面,腾讯与网易两大巨头优势仍十分显著,市场份额不断提升。未来,游戏行业整体竞争环境,尤其是处于第二梯队的企业之间的竞争将更加激烈。

政策层面,2018 年,版号审批暂停以及游戏总量调控政策的出台标志着我国游戏行业进入强监管时代,在此背景下,国内游戏公司尤其是中小厂商将面临较大的经营压力,游戏行业可能面临持续的分化。

从样本游戏公司的财务情况看,2018 年上半年,样本游戏公司资产规模持续增长,但增长主要来自腾讯和网易两大龙头;资产负债率及全部债务资本化比率等债务指标有所上升,但仍保持在较低水平;受政策影响,样本企业营业收入与净利润增速下滑;经营活动现金流出现一定波动,企业筹资压力增大;偿债能力方面,样本公司长、短期偿债指标仍表现很好。

展望 2019 年,联合评级认为,游戏市场将彻底沦为存量市场,竞争将更加激烈,获客成本将进一步提高,精品化策略将是未来企业竞争的重要方式,ARPU 值的提升将是行业增长的主要潜力;在游戏总量控制的政策背景下,游戏公司业绩波动压力加大;行业集中度有望进一步提高;同时海外拓展将是部分游戏企业的必然选择。

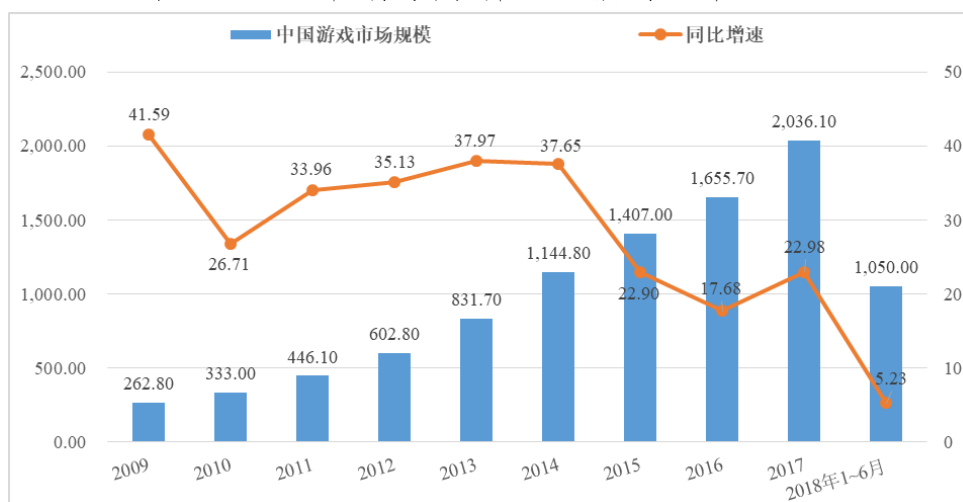
一、游戏行业运行情况

1. 我国游戏市场发展概况

近年来，互联网、移动互联网技术的兴起和快速发展极大地促进了经济领域内各行各业的信息化、网络化发展。互联网、移动互联网技术逐渐渗透进入绝大多数传统产业并改变了许多行业的商业生态，同时也带动了整个互联网经济的发展。网络游戏、网络动漫等文化产业作为整个互联网经济产业中非常重要的一个分支，受益于整个互联网产业的爆炸式增长而呈现出飞速发展的态势。

从市场规模情况来看，2013~2017年，我国游戏市场规模年均复合增长率为25.09%，呈逐年增长态势；2017年，我国游戏市场实际销售收入首次突破2,000亿元大关，达到2,036.10亿元，同比增长22.98%；受益于端游市场回暖及移动游戏市场高速增长的强势拉动，同比增速较2016年提高5.30个百分点。2018年1~6月，我国游戏市场规模为1,050亿元，同比增长5.23%；受游戏版号审批政策调整的影响，今年上半年游戏市场规模同比增速较去年同期有显著下降。

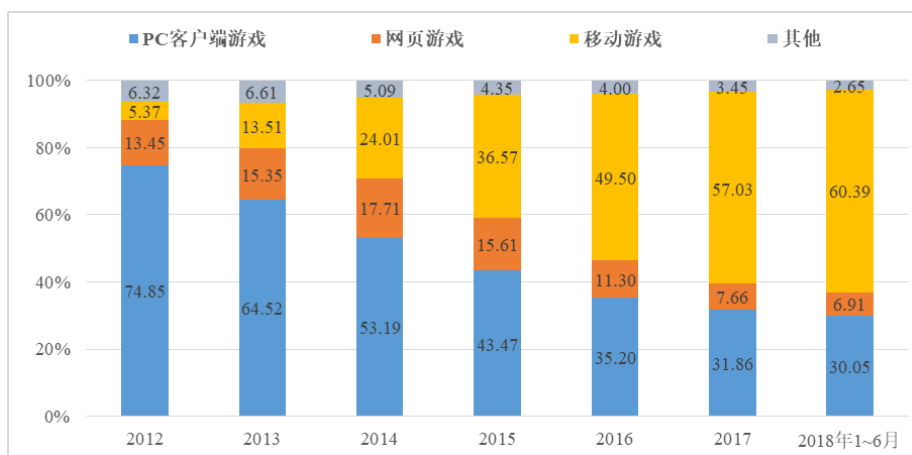
图1 2009~2018年6月我国游戏市场规模增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

行业结构方面（按终端类型来看），自2012年以来，伴随着移动网络技术和手机硬件性能的快速提升，我国移动游戏市场规模呈逐年快速增长态势，其收入规模占比逐年扩大，并在2016年首次超过客户端游戏市场，成为我国游戏行业规模最大的细分市场，我国游戏行业已经进入移动互联网时代。2018年1~6月，移动游戏市场规模占比达到60.39%，较年初提升3.36个百分点，规模占比继续扩大；客户端游戏及网页游戏市场规模占比则分别为30.05%和6.91%，较年初均略有下降。

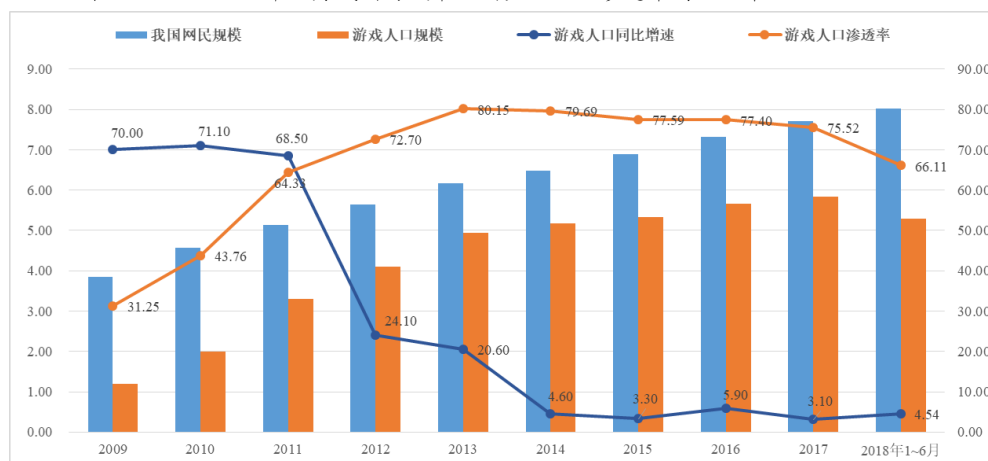
图2 2012~2018年6月我国各游戏细分行业收入占比情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

用户规模方面，2017 年我国游戏用户规模为 5.83 亿人，同比增长 3.10%；2013~2017 年年均复合增长率仅为 4.18%；自 2014 年以来，游戏用户增长率基本保持在 3%~5%左右，用户规模增速趋缓。渗透率方面，2017 年我国游戏人口渗透率为 75.52%，同比下降 1.88 个百分点；自 2014 年以来，游戏人口渗透率呈逐年缓慢下滑态势；2018 年 1~6 月，我国游戏市场用户规模为 5.30 亿人，同比增速继续保持在 3%~5%的低速区间，游戏人口渗透率进一步下滑至 66.11%；受游戏人口规模增速放缓以及网民规模持续增长的影响，游戏人口渗透率近年来呈逐年下滑趋势。整体看，游戏用户增速显著放缓以及渗透率的逐年下滑意味着我国游戏人口规模已趋于饱和，人口红利已逐渐消失，市场已进入用户存量时代。

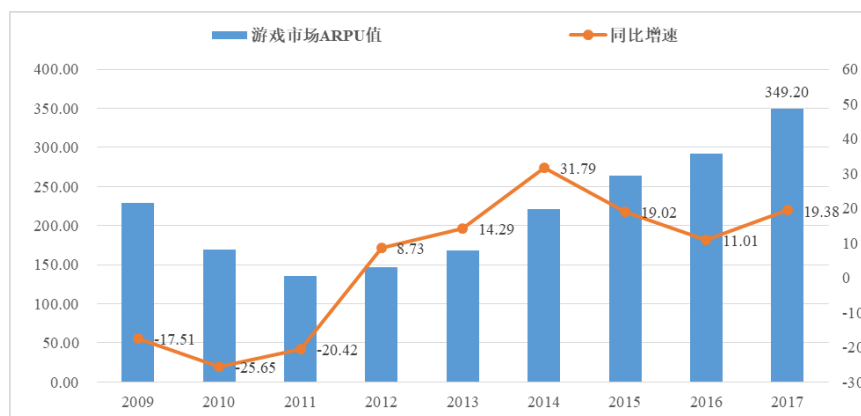
图 3 2009~2018 年 6 月我国游戏市场用户规模及渗透率情况（单位：亿人、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

从 ARPU 值方面来看，受近年来移动游戏市场 ARPU 值快速增长的影响，我国游戏市场整体 ARPU 值自 2013 年以来呈逐年增长态势。2017 年我国游戏市场 ARPU 值为 349.20 元，同比增长 19.40%，增速较去年有所提高。在游戏人口增速显著放缓的背景下，ARPU 值的较快增长是促进游戏市场增长的主要动力。

图4 2009~2017年我国游戏市场ARPU值情况(单位:元、%)



资料来源: GPC、IDC、产业信息网, 联合评级整理

总体看,近年来,受移动游戏市场快速发展影响,我国游戏行业规模呈逐年增长态势;而受游戏版号审批政策调整的影响,2018年上半年游戏市场增速已有显著下降。用户规模方面,随着游戏用户增速放缓以及游戏人口渗透率的下滑,我国游戏市场已进入用户存量时代,ARPU值的提升已成为行业增长的重要驱动因素。

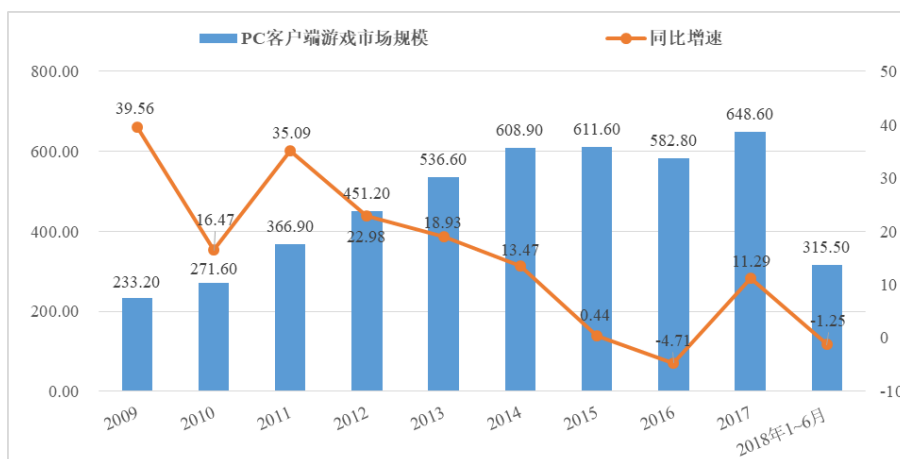
2. 细分行业发展情况

(1) 端游

客户端游戏是指用户必须在电脑中安装客户端软件,并通过此软件接入游戏服务器,与其他游戏用户进行互动娱乐。目前客户端游戏种类主要包括休闲益智类游戏(CSG)、角色扮演类游戏(RPG)和大型多人在线角色扮演游戏(MMORPG)。2003~2011年是我国网络游戏行业的高速发展阶段,高投资回报率、投资周期短、市场空间巨大等特点吸引了大量资本和人才进入,而这一时期的网络游戏以客户端游戏为主,市场份额达到80%以上,其中《传奇》、《梦幻西游》、《诛仙》等均是我国端游市场时代的经典代表作。而受近年来移动游戏快速发展的影响,自2012年起端游市场发展进入寒冬时期,主要体现为市场规模增速的显著下降,以至于2015年端游用户规模首次出现负增长。

2017年,我国端游市场规模为648.60亿元,同比增长11.29%;端游市场收入同比增速在经历5年持续下滑后首次出现小幅反弹。在用户增速持续低迷的情况下,端游市场收入能够回暖增长,主要系电竞产业的快速发展带动基于客户端游戏的电子竞技市场增长所致;此外,精品端游产品的需求依然存在,经典的RPG类游戏如《梦幻西游2》、《剑网3》等游戏活力依旧。2018年1~6月,我国端游市场规模为315.50亿元,较去年同期基本保持稳定。整体看,近年来我国客户端游戏市场规模已逐渐趋于稳定。

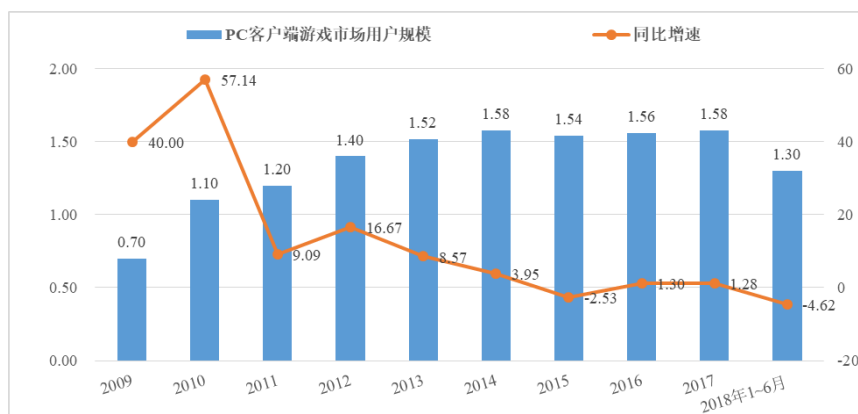
图5 2009~2018年6月我国端游市场规模变化情况(单位:亿元、%)



资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理

从端游用户规模来看, 在经历了 2008~2010 年的高速增长期之后, 近几年我国客户端游戏的用户数量已经趋于平稳。2017 年, 端游用户规模为 1.58 亿人, 同比增长 1.28%; 而 2018 年 1~6 月, 端游市场用户规模为 1.30 亿人, 较去年同期略有下降。

图 6 2009~2018 年 6 月我国端游市场用户规模变化情况 (单位: 亿人、%)



资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理

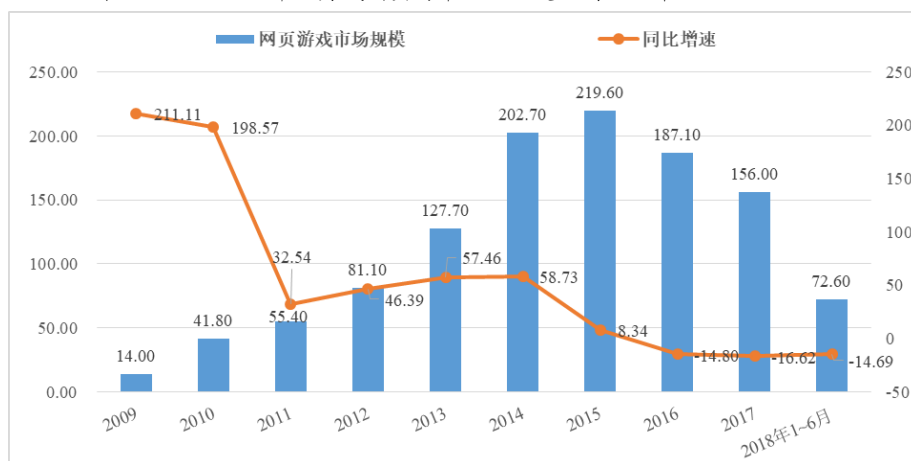
(2) 页游

网页游戏是指基于网络浏览器的多人在线互动游戏, 其优点在于用户无须下载客户端, 只要打开网络浏览器就可以进行游戏, 操作简单。2001 年 RPG 页游《无尽的战争》进入中国, 成为国内网页游戏的先驱; 自 2007 年开始, 网页游戏因具有进入门槛低、研发周期短、系统相对简单、可实现多平台交互等特点而得到快速发展; 2009~2014 年期间, 随着 Flash 技术的进步, 页游的表现力与沉浸体验更加优异, 加之以《凡人修真》和《傲剑》为代表的 ARPG 页游开始涌现, 3D 页游开始出现, SLG、ARPG 类游戏迅速布局, 网页游戏进入黄金发展期。然而, 以量取胜的粗放竞争模式造成了网页游戏精品匮乏, 产品技术含量较低, 同质化现象严重, 在产品创意、用户黏性、运营平台的稳定和售后服务的精心程度等方面都存在很多不足; 加之近年来受到移动互联网的冲击, 许多游戏公司逐渐减少页游研发而转向手游, 导致网页游戏时长供给减少。受上述因素

影响，网页游戏用户规模自 2014 年开始呈负增长趋势，市场规模也从 2016 年开始持续萎缩。

2017 年，我国网页游戏市场实现收入 156.00 亿元，同比下降 16.62%，市场规模进一步快速萎缩；2018 年 1~6 月，我国页游市场规模为 72.60 亿元，同比下降 14.69%，呈持续萎缩态势。

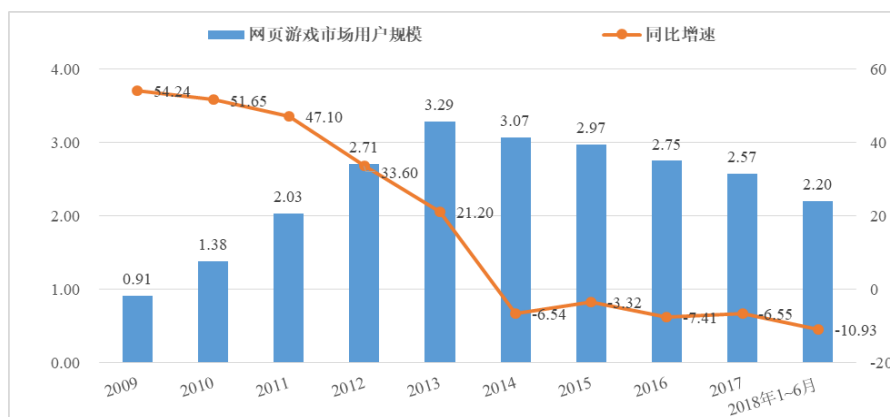
图 7 2009~2018 年 6 月我国页游市场规模变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

用户规模方面，2017 年页游用户规模为 2.57 亿人，同比下降 6.55%，连续 4 年负增长；2018 年 1~6 月，页游用户规模仅 2.20 亿人，同比下降 10.93%。整体看，随着移动互联网的快速发展以及页游厂商自身创新能力的下降，未来页游用户规模或将持续下降。

图 8 2009~2018 年 6 月我国页游市场用户规模变化情况（单位：亿人、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

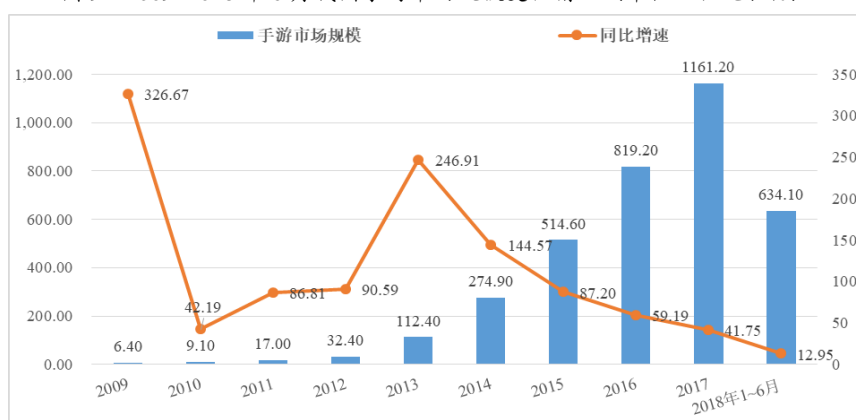
（3）手游

移动网络游戏是指运行在移动终端上的网络游戏。近年来，随着智能手机 CPU 处理能力、内存容量、显示屏尺寸等硬件性能大幅提高，世界观宏大、游戏策略复杂、多人交互、画面精美的网络游戏应用于移动端得以实现。而自 2013 年以来，随着国内移动运营商大力铺设 4G 网络，移动网络带宽显著提高，为移动网络游戏的大范围应用提供了物质基础，受上述因素影响，2013 年我国移动游戏用户规模呈爆发式增长，并在之后几年时间内保持持续增长态势，用户规模的快

速增长叠加付费能力的显著提升使得移动游戏市场份额逐年快速提升。但 2017 年以来，随着人口红利的逐渐消失，移动游戏行业进入存量用户时代。

2017 年我国移动游戏市场规模达 1,161.20 亿元，同比增长 41.75%；由于移动游戏人口红利逐渐消失，收入增速有所下降，但仍处于快速增长通道中，且增速大幅度领先于客户端游戏和网页游戏；其中，《王者荣耀》对 2017 年移动游戏增长贡献较大，而《阴阳师》、《梦幻西游》等经典游戏的泛娱乐化运营则有效保持了玩家的活跃度和产品生命力。2018 年 1~6 月，移动游戏市场实现收入 634.10 亿元，同比增长 12.95%；受版号审批政策影响，移动游戏市场收入增速下降明显，但仍为我国游戏行业增速最高的细分市场。

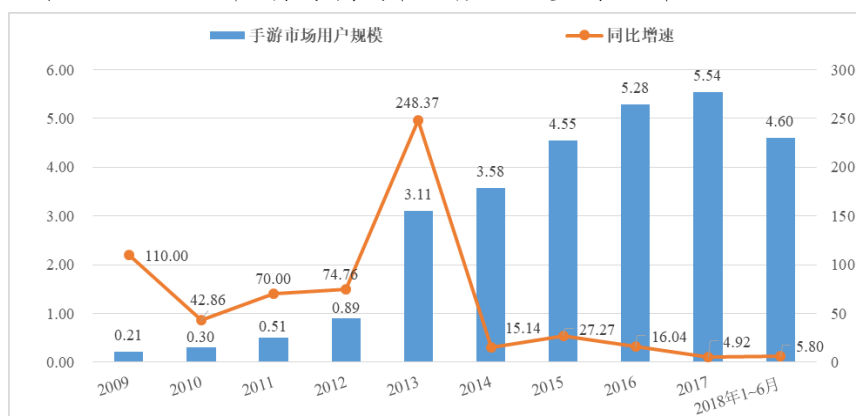
图 9 2009~2018 年 6 月我国手游市场规模变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

用户规模方面，2017 年我国移动游戏市场用户规模为 5.54 亿人，同比增长 4.92%，增速较 2016 年下滑 11.12 个百分点；用户渗透率为 73.87%（较去年基本持平），已趋于饱和。2018 年 1~6 月，我国移动游戏市场用户规模为 4.60 亿人，同比增长 5.80%。整体看，目前国内游戏市场已经全面进入了用户存量时代，未来用户规模增长空间有限。

图 10 2009~2018 年 6 月我国手游市场用户规模变化情况（单位：亿人、%）

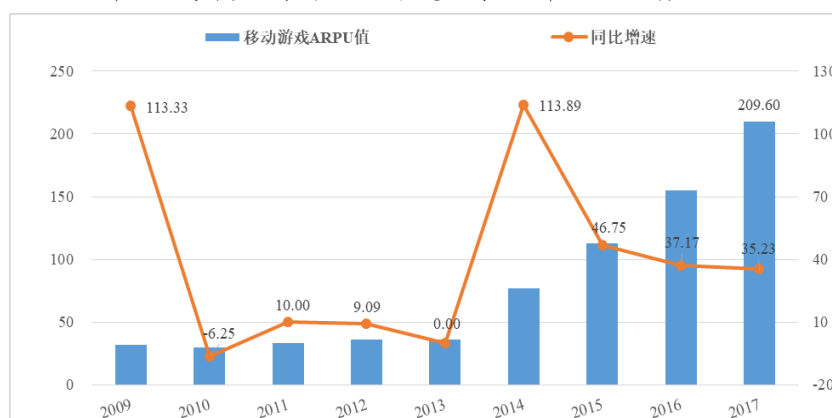


资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

用户付费情况方面，2017 年，国内移动游戏市场 ARPU 值达 209.60 元，同比增长 35.23%；

2013~2017 年复合增长率为 55.32%；在近年来移动游戏用户规模增速显著下滑的背景下，ARPU 增速仍保持两位数增长，说明 ARPU 值已是促进游戏市场增长的主要动力。而与美国、日本等发达国家相比，我国移动游戏 ARPU 值仍处于较低的水平。以 2016 年海外市场数据为例，美国、日本移动游戏市场 ARPU 值分别约为 42 美元和 90 美元左右，而同期国内市场 ARPU 值仅为 24 美元左右，2017 年的 ARPU 值也仅为 32 美元（按汇率 6.50 计算），仍有提升空间。未来，随着我国游戏用户付费习惯逐渐养成，以及手游产品向高质量、精品化方向发展，移动游戏 ARPU 值有望得到进一步提升。

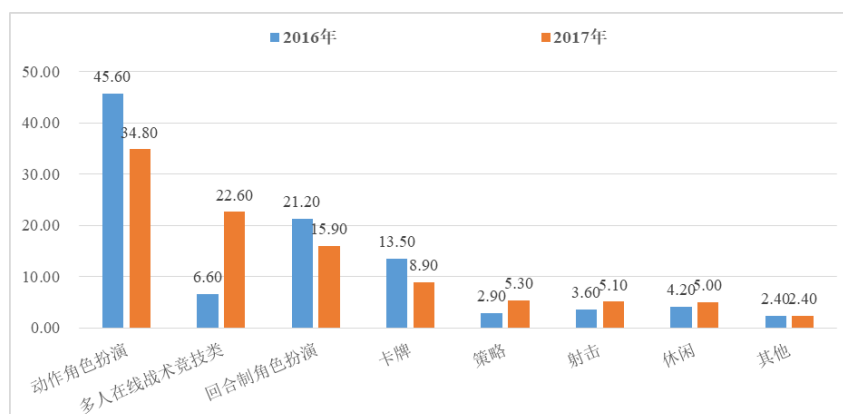
图 11 我国移动游戏 ARPU 值变化情况（单位：元/用户、%）



资料来源：伽马数据，联合评级整理

从移动游戏市场各细分游戏种类收入占比来看，2016 年，移动游戏市场以动作角色扮演（ARPG 类）、回合制角色扮演和卡牌类游戏产品收入为主，占比分别为 45.60%、21.20%和 13.50%；2017 年，ARPG 类产品虽占比有所下滑但仍处于领导地位，而以《王者荣耀》为代表的多人在线战术竞技类（MOBA）得到了快速发展，收入占比达到 22.60%（同比提升 16 个百分点），MOBA 类游戏已成为驱动移动游戏市场增长的重要因素。

图 12 2016~2017 年我国移动游戏市场各细分游戏种类收入占比（单位：%）



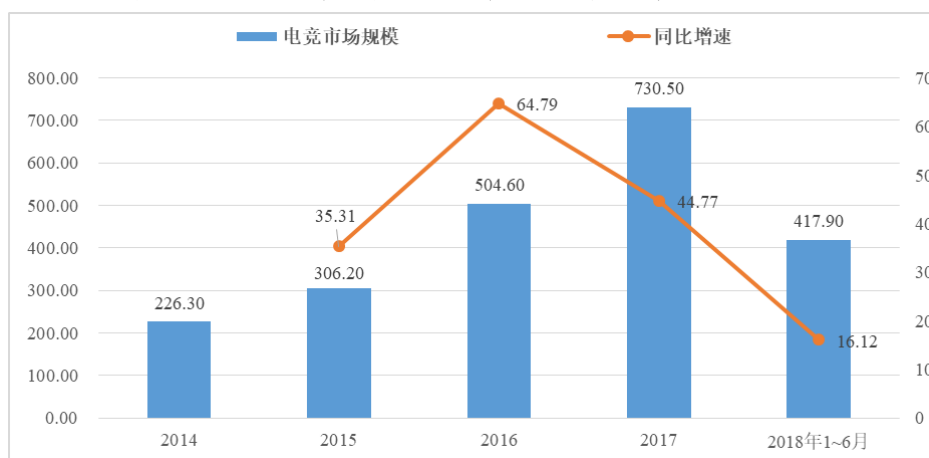
资料来源：IDC、CNG、伽马数据，联合评级整理

（4）电子竞技

自 2013 开始，我国政府对电竞行业的支持力度不断加大。2013 年 3 月，国家体育总局决定成立一支 17 人的电子竞技国家队，出战第四届亚洲室内和武道运动会；国家发改委于 2016 年在《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》中提出“以企业为主体，举办全国性或国际性电子竞技游戏游艺赛事活动”；此外，自 2017 年以来，电子竞技在世界上的认可度也在不断提升（如 2017 年电子竞技被国际奥委会承认为一项运动并有望成为 2020 年奥运会的正式比项目；2018 年，电子竞技项目进入第 18 届亚洲运动会的表演项目（中国队在各项项目中均取得耀眼成绩），并将在 2022 年的杭州亚运会中正式成为电竞比赛项目，获奖牌数会被计算到国家总奖牌内）。与此同时，国内资本巨头如红杉、万达、BAT 等纷纷加速布局电竞产业，国内电视转播开始逐步开放、直播平台得到迅速发展、赛事体系不断完善。电子竞技行业在政府支持与资本入局的双轮驱动下，进入了黄金发展期。

从市场规模来看，国内电竞市场规模主要包括电竞游戏收入（包括电竞游戏用户付费）、电竞衍生收入（包括俱乐部、直播平台等）和电竞赛事收入（包括门票、周边、赞助等），其中以电竞游戏收入为主。2017 年，我国电子竞技游戏市场实际销售收入达到 730.50 亿元，同比增长 44.77%，呈持续快速增长态势；渗透率为 35.88%，同比提升 5.40 个百分点。从电子竞技平台构成观察，基于客户端游戏的电子竞技保持了稳定的增长，其市场实际销售收入达到 384.00 亿元，同比增长 15.20%，占电子竞技游戏市场总量的 52.57%；同时，受《王者荣耀》等知名电子竞技产品的拉动，移动电子竞技游戏市场实际销售收入达到 346.50 亿元，同比增长 102.20%，占电子竞技游戏市场总量的 47.43%，已经成为电子竞技市场的重要组成部分。2018 年 1~6 月，我国电子竞技游戏市场实际销售收入 417.90 亿元，同比增长 16.12%，增速有所下滑但仍保持较快增长态势；其中，客户端电子竞技游戏市场实际销售收入 192.20 亿元，同比增长 4.80%；中国移动电子竞技游戏市场实际销售收入 225.70 亿元，同比增长 27.90%；移动电子竞技游戏市场中，战术竞技类游戏依然占有优势，其他类型游戏发展较为均衡，呈现多样化的特征。

图 13 2014~2018 年 6 月我国电竞市场规模情况（单位：亿元、%）

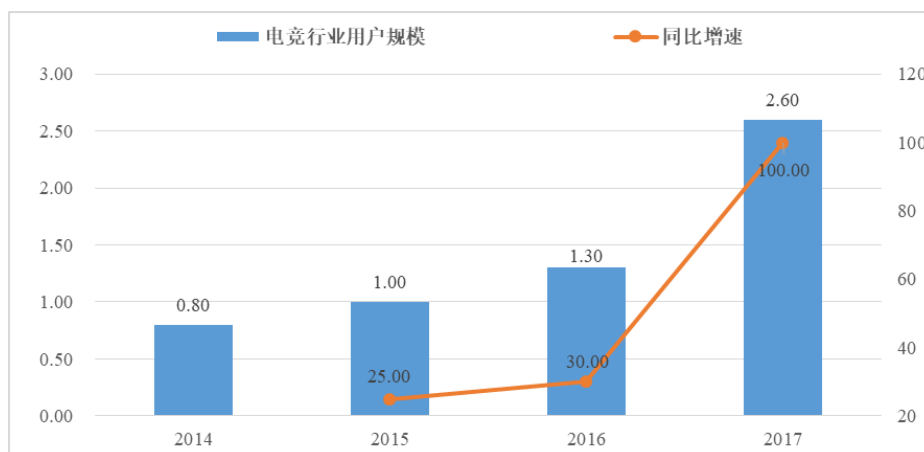


资料来源：Wind 资讯、伽马数据，联合评级整理

用户规模方面，近年来，受行业关注度大幅提升以及网络直播平台快速崛起等因素影响，国

内电竞行业用户规模呈逐年快速增长态势。2017年，我国电竞行业用户规模为2.60亿元，同比增长100.00%，2014~2017年复合增速为48.12%。随着近年来我国电子竞技行业的快速发展，其游戏用户规模呈逐年快速增长态势。

图 14 2014~2017 年我国电竞行业用户规模（单位：亿人、%）



资料来源：Wind 资讯、伽马数据，联合评级整理

根据第三方数据调查机构伽马数据发布的《2018年电子竞技产业报告》显示，中国电子竞技产业正处于高速增长轨道，2018年市场规模将超过880亿元（未来两年内预计将增长350亿元）；而从行业未来发展趋势来看，国内电竞行业将主要有以下几个特点：

- 1) 电竞专业化与市场化，并逐渐向传统体育靠拢；
- 2) 电竞与娱乐产业逐渐融合，相互借势扩大用户群体，不断增强影响力；
- 3) 电竞移动化。我国拥有庞大的手游用户群体，随着游戏厂商强化移动电竞布局，以及移动电竞赛事日趋多元化和成熟化，未来移动电竞市场或将进入快速发展阶段；
- 4) 电竞虚拟化。随着虚拟现实（VR）的火热及其技术的不断成熟，VR将成为未来电竞的发展方向之一。

总体看，近几年，在移动游戏爆发式增长带动下，我国游戏行业整体呈快速增长态势；但细分行业发展态势有所不同，页游市场受移动游戏冲击，自2016年以来呈持续加速萎缩态势；端游由于在品质、系统性、操作体验等方面具有移动游戏难以满足之处，同时电子竞技行业的快速发展对端游市场具有明显的带动作用，因此，其受移动游戏的冲击影响相对有限，未来整体上仍有望保持较为平稳的发展态势。但用户规模方面，目前游戏市场人口红利已经消失，未来市场增长驱动因素将主要依赖于ARPU值的提升；随着电子竞技行业关注度及认可度得到进一步提升，也将有望在一定程度上促进我国游戏行业整体发展。

二、行业竞争格局

从我国游戏行业整体竞争格局来看，2015~2017年收入前十名游戏公司中，腾讯游戏和网易

游戏二者收入合计占到前十大游戏公司合计收入的 75% 以上,为第一梯队,其余公司为第二梯队。腾讯游戏的优势在于拥有庞大的用户量以及其它厂商难以企及的渠道优势和投资布局,并且利用资本优势,以收购或者合作进一步丰富自己的产品和技术储备;而网易游戏则通过深度开发梦幻西游、倩女幽魂和大话西游等 IP 价值,并且推动与国外大厂的合作以代理引进优秀游戏产品。2017 年,中国前十名游戏公司收入合计收入为 1,667.50 亿元,占国内游戏行业整体营业收入的 81.90%,较上年提升 7.19 个百分点;其中,腾讯游戏和网易游戏收入合计占比为 65.89%,较上年提升 5.22 个百分点,腾讯游戏在业务体量上继续具有压倒性优势,且市场份额持续扩大;而第二梯队竞争则更加激烈,主要体现在进入前十榜单的企业门槛较去年提高了约 12 亿元,达到 31.20 亿元,且三七互娱和完美世界正在逐渐拉大与第二梯队其他公司的差距。根据艾瑞咨询最新数据显示,2018 年 1~6 月,腾讯游戏和网易游戏收入合计占比已超过 70%,而前十名网络游戏上市公司合计市场份额则超过 80%。整体看,第一梯队游戏厂商市场份额进一步扩大,对第二梯队厂商的市场份额造成明显挤压。

表 1 2015~2017 年收入前十名游戏公司游戏收入及占比情况(单位:亿元、%)

游戏公司	2015 年		游戏公司	2016 年		游戏公司	2017 年	
	收入	市场份额		收入	市场份额		收入	市场份额
腾讯游戏	565.90	40.22	腾讯游戏	708.40	42.79	腾讯游戏	978.80	48.07
网易游戏	182.90	13.00	网易游戏	296.10	17.88	网易游戏	362.80	17.82
三七互娱	42.10	2.99	三七互娱	45.90	2.77	三七互娱	61.90	3.04
搜狐畅游	39.50	2.81	完美世界	42.30	2.55	完美世界	56.50	2.77
完美世界	37.80	2.69	游族网络	26.00	1.57	智明星通	39.80	1.95
奇虎 360	31.70	2.25	搜狐畅游	25.80	1.56	IGG	38.40	1.89
盛大游戏	29.50	2.10	金山网络	25.70	1.55	昆仑万维	34.40	1.69
百度游戏	24.90	1.77	恺英网络	25.40	1.53	游族网络	32.40	1.59
恺英网络	23.30	1.66	巨人网络	21.70	1.31	恺英网络	31.30	1.54
巨人网络	20.10	1.43	昆仑万维	19.70	1.19	金山网络	31.20	1.53
合计	997.70	70.91	合计	1237.00	74.71	合计	1667.50	81.90

资料来源:艾瑞咨询,联合评级整理

而从头部内容方面来看,腾讯游戏和网易游戏更是占据压倒性的优势。2018 年一季度,腾讯游戏和网易游戏共占有移动游戏流水排行榜前十名中的九席,唯一突围的是日本二次元手游 FGO。整体看,游戏行业其他厂商面临来自于两大巨头的压力主要为:(1)两大巨头既有的游戏产品无论从质量或数量方面看均能基本满足大部分玩家的主要需求,其他厂商同质化的产品很难突围(这一点从 2018 年上半年 IOS 流水榜前二十排名中几乎无新游戏上榜的现象可以看出,如下表所示);(2)从游戏产品多元化的发展角度来看,当有新游戏类型出现时,仅有少数研发实力强大的巨头厂商具备及时有效跟进该类游戏产品的能力,进而抢占市场份额;(3)巨头厂商的爆款游戏(如腾讯的《王者荣耀》、《刺激战场》,网易的《梦幻西游》等中重度游戏)由于占用了国内手游玩家

大量的娱乐休闲时长，因而对其他游戏厂商游戏的挤压效应明显。

表 2 2018 年 1-6 月 IOS 平台游戏产品流水排名

排名	游戏名称	公司名称	上线日期
1	王者荣耀	腾讯	2015 年 10 月
2	梦幻西游	网易	2015 年 3 月
3	QQ 飞车	腾讯	2017 年 12 月
4	大话西游	网易	2015 年 9 月
5	楚留香	网易	2018 年 1 月
6	乱世王者	腾讯	2017 年 8 月
7	倩女幽魂	网易	2016 年 5 月
8	奇迹：觉醒	腾讯	2018 年 1 月
9	QQ 炫舞	腾讯	2018 年 3 月
10	天龙八部	腾讯	2017 年 5 月
11	魂斗罗：归来	腾讯	2017 年 6 月
12	阴阳师	网易	2016 年 9 月
13	新剑侠情缘	腾讯	2016 年 6 月
14	穿越火线：枪战王者	腾讯	2015 年 12 月
15	荒野行动：飓风突击	网易	2017 年 11 月
16	Fate/Grand Order	Bilibili	2016 年 9 月
17	崩坏 3	上海米哈游	2016 年 9 月
18	恋与制作人	苏州叠纸游戏	2017 年 12 月
19	火影忍者	腾讯	2016 年 1 月
20	率土之滨	网易	2015 年 10 月

资料来源：七麦数据，联合评级整理

总体看，我国网络游戏行业虽参与者较多，但行业集中度较高，且腾讯与网易两大巨头优势十分显著，市场份额不断提升。随着我国游戏行业人口红利的消失，未来我国游戏行业将朝着产品高质量、精品化、多元化、重度化的方向发展，以不断提升用户付费率及 ARPU 水平。因此，拥有强大自研能力的厂商，尤其是龙头企业优势将更加显著，而游戏行业整体竞争环境，尤其是处于第二梯队的企业之间的竞争将更加激烈。

三、国内主要游戏公司财务特征分析

截至 2018 年 10 月底，联合评级对上市游戏公司（含沪深、新三板和港股）进行了筛选¹，共选取了 58 家样本企业；其中主板上市公司 27 家，新三板上市公司 15 家，港股上市公司 15 家，美股纳斯达克上市公司 1 家（网易）。

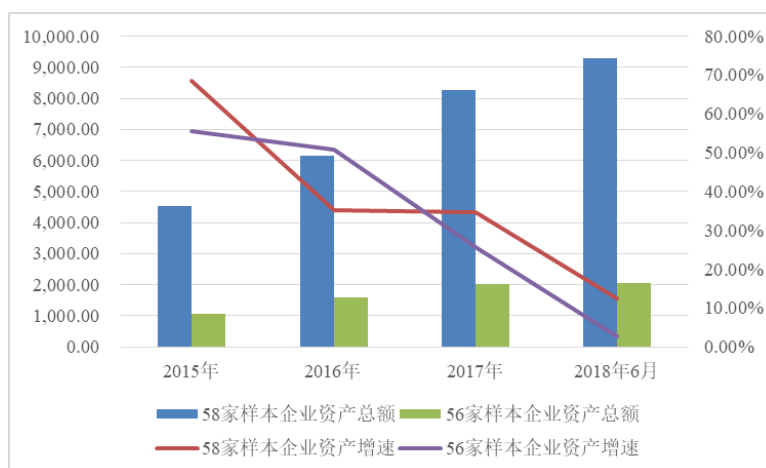
2018 年以来，样本游戏企业资产规模增速有所下降，且增长主要来自腾讯控股和网易；受版

¹针对新三板上市游戏公司，我们选择 2017 年底资产规模大于 1 亿元的企业

号暂停审批等不利政策影响，样本企业现金类资产较年初有较大幅度下降；商誉占比仍然较高，尤其中小型企业商誉占比更高，未来面临更大的减值风险。

从资产规模看，2015~2017年，样本企业资产总额呈快速增长态势，年均复合增长34.91%，截至2017年底，样本游戏企业资产总额8,263.35亿元，资产均值为142.47亿元。近三年，样本游戏公司资产规模快速增长的原因主要系腾讯控股、网易、完美世界、巨人网络等企业发展速度较快，资产规模快速增长带动所致。截至2017年底，样本游戏企业资产总额中，腾讯控股和网易资产合计占比75.72%，腾讯控股和网易权重很大，若扣除腾讯控股和网易来看²，截至2017年底，56家样本游戏企业资产总额2,006.31亿元，资产均值为35.83亿元；近三年，56家样本游戏企业资产年均复合增长率为37.56%。截至2018年6月底，58家样本游戏企业资产规模9,282.57亿元，较年初增长12.33%，均值为160.04亿元；56家样本游戏企业资产规模2,060.49亿元，较年初增长不大，均值为36.79亿元。整体来看，近三年，得益于我国游戏行业尤其是移动游戏行业的快速发展，样本游戏企业资产规模也呈快速增长态势。但进入2018年以来，游戏行业的增长主要来自于腾讯控股和网易的增长，刨除腾讯游戏和网易的影响，样本游戏企业资产规模增长有限。

图 15 2015~2018年6月样本企业资产变动情况（单位：万元）



资料来源：Wind

从资产结构看，2015~2017年，58家样本游戏公司合计流动资产占合计资产总额的比重分别为53.13%、45.76%、40.29%，呈逐年下降的趋势，截至2018年6月底，该比值进一步下降至36.36%。扣除腾讯控股和网易来看，近三年及一期，合计流动资产占合计资产总额的比重分别为48.48%、51.17%、46.11%和45.27%，大体也呈现下降趋势。样本游戏企业流动资产占比呈下降趋势的原因主要系近几年随着并购活动的增多，商誉及无形资产等非流动资产快速增长所致。

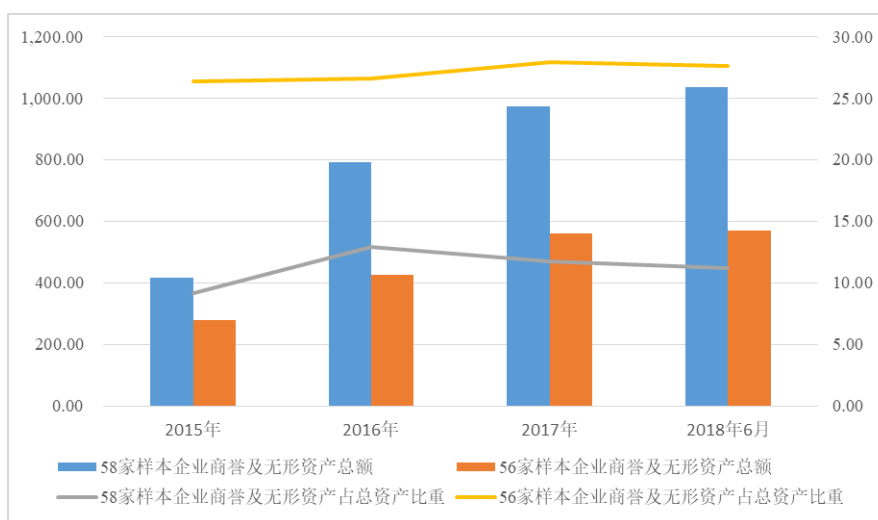
流动资产方面，2015~2017年，58家样本游戏企业现金及现金等价物合计分别为760.52亿元、1,151.85亿元和1,515.83亿元，年均复合增长41.18%；56家样本游戏企业现金及现金等价物合计分别为265.43亿元、378.44亿元和431.22亿元，年均复合增长27.46%。截至2018年6月底，58

²以下将刨除腾讯控股和网易的样本游戏企业简称为“56家样本游戏企业”

家样本游戏企业现金及现金等价物合计 1,423.10 亿元，56 家样本游戏企业现金及现金等价物合计 346.07 亿元，分别较年初下降 6.12% 和 19.75%。可以看出 2018 年上半年，在游戏行业版号审批冻结的环境下，样本游戏企业现金及现金类资产受到不利影响。

非流动资产方面，2015~2017 年，58 家样本游戏公司商誉及无形资产合计分别为 415.40 亿元、792.06 亿元和 971.67 亿元，年均复合增长 52.94%；截至 2018 年 6 月底，58 家样本游戏公司商誉及无形资产合计为 1,035.73 亿元，较年初增长 6.59%。2015~2017 年，56 家样本游戏公司商誉及无形资产合计分别为 279.10 亿元、424.85 亿元和 560.81 亿元，年均复合增长 41.75%；截至 2018 年 6 月底，56 家样本游戏公司商誉及无形资产合计 568.44 亿元，较年初小幅增长 1.36%。近三年及一期，58 家样本游戏公司商誉及无形资产占资产总额的比重分别为 9.15%、12.91%、11.76% 和 11.16%；56 家样本游戏公司商誉及无形资产占总资产比重分别为 26.32%、26.59%、27.95% 和 27.59%。可以看出，剔除龙头企业腾讯控股和网易来看，中小型企业商誉占比更高，面临更大的减值风险。整体来看，对于样本游戏公司来说，商誉及无形资产占资产的比重较高，未来，随着我国游戏市场增速放缓、竞争日趋激烈，部分样本企业将面临较大的商誉减值风险。目前，商誉及无形资产规模较大的企业有天神娱乐、掌趣科技、金科文化、聚力文化、艾格拉斯、*ST 富控、三七互娱、恺英网络等。

图 16 2015~2018 年 6 月样本企业商誉及无形资产总额及占比情况（单位：万元、%）



资料来源：Wind

样本游戏公司呈流动负债占比高的负债结构，整体资产负债率以及全部债务资本化比率保持在较低水平，但近几年随着行业竞争加剧，资产负债率和全部债务资本化比率有所上升；但鉴于游戏企业“轻资产”的特征，债务融资方式相对有限，未来游戏企业仍有望保持较低的资产负债率和全部债务资本化比率水平。

游戏公司的轻资产特点决定了其债务构成以流动负债为主的特征，从下表可以看出，2015~2017 年以及 2018 年上半年，58 家以及 56 家样本游戏公司的流动负债/负债总额比率的均值

均在 80% 以上。从债务负担看，受游戏业务长期资产投入规模小、研发成本以人员工资构成为主、盈利能力水平较高、获得较高的留存利润以及兼并重组收购对价主要以股权支付为主等因素影响，相对于传统行业游戏公司债务负担比较轻，2015~2017 年，样本游戏公司资产负债率均在 30% 以下，全部债务资本化率在 10% 以下。但需注意的是，截至 2017 年底，样本游戏企业资产负债率和全部债务资本化比率均较上年有所上升；截至 2018 年 6 月底，58 家和 56 家样本游戏企业资产负债率均值分别为 25.39% 和 24.68%，全部债务资本化比率分别为 11.05% 和 10.43%，均持续了上升的态势。我们认为 2017 年以来，游戏企业资产负债率和全部债务资本化比率呈现逐步上升态势的主要原因在于随着我国游戏人口红利的结束，行业竞争态势加剧，“泛娱乐”战略逐渐成为游戏行业主流竞争战略，大规模的 IP 资源购买需要游戏公司取得长期资本，银行借款和发行债券成了游戏公司长期资金的主要来源，因此造成债务负担有所上升。但游戏公司天然的轻资产特征，决定其取得长期融资或者债权融资本身存在较大的障碍，因此，未来游戏企业资产负债率或全部债务资本化比率仍有望保持在较低的水平。

表 3 样本游戏公司负债结构及债务负担情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
58 家样本企业流动负债/负债总额均值	86.17	83.48	81.62	81.05
56 家样本企业流动负债/负债总额均值	86.28	83.81	81.79	81.22
58 家样本企业资产负债率均值	27.59	22.89	24.42	25.39
56 家样本企业资产负债率均值	26.99	22.16	23.8	24.68
58 家样本企业全部债务资本化比率均值	7.7	8.56	9.57	11.05
56 家样本企业全部债务资本化比率均值	7.23	8.03	9.09	10.43

数据来源：wind 资讯、联合评级整理
注：表中数据为平均值

样本游戏公司营业收入与净利润呈快速增长态势，盈利能力强；但随着竞争的加剧，样本游戏企业的盈利能力呈不断下降的态势；尤其是进入 2018 年以来，在竞争加剧以及版号暂停审批的不利因素影响下，样本企业盈利能力指标出现较大幅度下滑。

受益于我国网络游戏市场尤其是移动游戏市场规模快速爆发以及收并购的影响，2015~2017 年，58 家及 56 家样本企业营业收入均呈快速增长态势，年均复合增长率分别为 47.81% 和 31.79%，净利润亦呈快速增长态势，年均复合增长率分别为 54.78% 和 69.59%。游戏行业盈利能力强，但随着行业竞争的加剧，样本游戏企业的盈利指标 2017 年呈现大幅下降态势。2015~2017 年，58 家样本企业销售毛利率均值分别为 62.59%、66.47% 和 47.60%；56 家样本企业销售毛利率均值分别为 62.72%、66.84% 和 47.56%。净资产收益率方面，2015~2017 年，58 家样本企业净资产收益率分别为 18.54%、17.34% 和 11.32%；56 家样本企业净资产收益率分别为 18.24%、16.85% 和 10.68%。

从成本构成看，受游戏产业链特点影响，网络游戏公司的主营业务成本构成主要以对上游游戏研发商的分成支出、IP 版权支出以及相关网络费用、服务器折旧费用等。网络游戏公司的期间费用占比相对较高，且主要由销售费用和管理费用构成。从网络游戏产业链看，网络游戏需要在多种媒体尤其是互联网媒体实施较强的推广力度，以保证快速使玩家获知，营销费用开支相对较

大, 2015~2017 年, 58 家样本游戏公司销售费用/营业收入均值分别为 13.45%、15.69%和 16.29%; 56 家样本企业销售费用/营业收入均值分别为 13.56%、15.90%和 16.51%。可以看出, 样本企业销售费用占比逐年增长, 在一定程度上也反映了竞争的愈发激烈。目前, 网络游戏公司主流研发游戏以手机游戏为主, 手机游戏生命周期相对较短, 通常在 1~2 年, 受此影响, 大部分网络游戏公司都将研发支出费用化, 计入当年的管理费用中, 导致网络游戏公司管理费用相对较高, 2015~2017 年, 58 家样本游戏公司的管理费用/营业收入均值分别为 29.45%、28.10%和 43.10%; 56 家样本企业管理费用/营业收入均值分别为 30.13%、28.77%和 44.31%。2017 年, 样本企业管理费用占比明显提高, 我们认为主要系随着人口红利的结束, 竞争激烈导致游戏企业加强了研发投入力度所致。

游戏行业整体经营活动现金流较为稳健, 近三年, 样本游戏企业经营活动现金流持续净流入, 但进入 2018 年以来, 样本游戏企业经营活动现金流出现一定波动; 样本企业投资活动在 2017 年也出现较大收缩; 随着宏观经济的下行以及市场融资环境的收紧, 游戏企业受到较大不利影响, 面临较大的筹资压力。

现金流方面, 游戏行业本身创现能力很强, 同时也无需大规模的固定资产投资以及生产型成本, 因此经营活动现金流通常表现较好。从样本企业情况来看, 2015~2017 年, 58 家样本游戏企业经营活动现金流量净额均值逐年增长, 年均复合增长率为 49.80%, 2017 年为 23.44 亿元; 56 家样本游戏企业对应经营活动现金净流量均值也呈逐年增长态势, 年均复合增长 59.18%, 2017 年为 3.20 亿元。另一个角度来看, 2015~2017 年, 58 家样本游戏企业中, 经营活动现金净流量为负的企业家数分别为 15 家、10 家和 8 家。但是, 2018 年以来, 随着游戏版号暂停审批以来, 新游戏无法上线, 加之游戏产品尤其是移动游戏生命周期较短, 因此样本游戏企业现金流出现一定恶化, 2018 年 1~6 月, 58 家样本游戏企业中, 经营活动净现金流呈净流出状态的企业共计 27 家, 占比接近 50%。

投资活动方面, 由于腾讯控股和网易除游戏业务外, 还有较大规模的其他业务, 因此其投资活动现金流与其他样本企业可比性不强; 从 56 家样本企业的情况来看, 2015~2017 年, 56 家样本游戏企业投资活动现金净流量均值分别为-2.56 亿元、-5.35 亿元和-2.98 亿元, 2018 年 1~6 月投资活动现金净流量均值为-1.50 亿元。样本游戏企业投资活动现金流波动较大, 主要系游戏企业投资活动一般为并购活动或者理财活动, 因此波动较大。

筹资活动方面, 2015~2017 年, 56 家样本企业筹资活动现金净流量均值分别为 2.95 亿元、4.96 亿元和 0.84 亿元, 逐年快速下降; 2018 年 1~6 月, 56 家样本游戏企业筹资活动现金净流量均值为-0.38 亿元。可以看出, 2017 年以来, 随着宏观经济活动的下行以及整个市场融资环境的收紧, 游戏行业也受到较大波及, 游戏企业面临较为严峻的筹资压力。

受网络游戏公司轻资产、盈利能力强、债务负担较轻、收并购股权支付比率较高以及资本开支不大等因素影响, 网络游戏公司长、短期偿债指标表现很好。

受网络游戏公司轻资产运营、盈利能力较强、债务负担较轻、收并购股权支付比率较高以及资本开支不大的因素, 网络游戏公司偿债指标情况较好, 2015~2017 年, 58 家样本游戏企业流动比率均值为 5.02 倍、6.26 倍和 6.86 倍; 56 家样本企业流动比率均值分别为 5.12 倍、6.41 倍和 7.04

倍；58 家样本企业流动比率中位值分别为 2.53 倍、3.75 倍和 2.67 倍。

从 EBITDA 对利息支出的保障程度看，样本游戏公司 EBITDA 对利息支出的保障程度较强，网络游戏公司的长期偿债能力指标表现很好。

表 4 样本游戏公司偿债能力情况（单位：%）

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
流动比率	2.53	3.75	2.67	2.30
EBITDA/利息费用	4.95	0.00	7.52	5.12

数据来源：wind 资讯、联合评级整理
注：表中数据为中位数

虽然从指标来看，游戏企业偿债能力指标普遍表现不错；但是结合游戏企业的业务特点来看，由于游戏产品普遍都有生命周期，而且随着近几年游戏产品数量的爆发，人们对游戏品质的要求也在逐渐提高，一般游戏产品的平均生命周期有缩短的趋势。因此，考虑到一般网络游戏产品平均 1~2 年左右的生命周期，而一般的中小型游戏企业，同时在线运营的游戏产品数量也有限，因此一般游戏企业信用水平普遍不高。

四、我国游戏行业政策

游戏行业在我国实行工信部、文化部、新闻出版广电总局及国家版权局多头部门管理，相关行业政策规范也较多，我国游戏行业近几年发展速度较快，整体上监管部门对于游戏行业持支持的态度；但是另一方面，游戏属于文化产品，在一定程度受国家意识形态管控，因此游戏行业也面临比较严格的行业监管。

2018 年 2 月，中央宣传部、中央网信办、工信部、教育部、公安部、文化部、国家工商总局、广电总局联合发布《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》，指出整治规范几类产品：一是用户数量大，社会影响力大的头部产品；二是内容低俗，含有暴力色情的产品；三是对未经许可，版号等相关内容不全的产品；四是来自境外，含有法律法规禁止内容的产品。严格规范网络游戏市场管理。

2018 年 3 月，国家新闻出版广电总局发布《游戏审报审批重要事项通知》，由于机构改革，所有游戏版号的发放全面暂停，且并未通知暂停期限。

2018 年 8 月，教育部、国家卫生健康委员会、国家体育总局、国家新闻出版署等八部门联合发布《综合防控儿童青少年近视实施方案》，提出将实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏商务运营数量；探索符合国情的适龄提示制度；采取措施限制未成年人使用时间。

2018 年 12 月 21 日，在中国游戏产业年会大会上，中宣部出版局副局长冯士新在演讲之后宣布首批部分游戏已经完成版号审核，目前正在抓紧核发版号。该发言也标志着困扰市场 9 个月之久的“版号暂停审批”事件成为历史，也无疑给游戏市场的寒冬带来一丝春风。

总体看，近年来尤其是 2018 年以来，我国游戏行业监管趋严，2018 年 8 月的游戏总量调控

政策的出台标志着我国游戏行业进入强监管时代。由于文娱内容产业天然具有强波动性，需要投入大量产品以对冲风险，在游戏总量控制的背景下，国内游戏公司将面临较大的业绩波动压力；若限制总量，游戏公司的产品发行数量将受到限制，需要集中精力于少数精品，业绩波动性加大；但同时强监管将导致游戏行业的“供给侧”改革，总量控制后，游戏审批优中选优，研发实力将成为游戏公司的核心竞争力，游戏大厂具备较为充裕的 IP 储备、强劲的研发实力和丰富的开发经验，因此在新的政策环境下可能受益更多，而小厂以及劣质游戏公司将得以出清，游戏行业集中度有望进一步提升。

五、2019 年我国游戏行业信用展望

近几年，我国游戏市场在移动游戏的高速发展带动下，整体呈现高速发展态势。但是在 2018 年游戏版号暂停以及监管部门提出网络游戏实行总量控制政策的背景下，我们认为我国游戏行业未来将呈现如下发展态势：

游戏市场彻底沦为存量市场，竞争更加激烈，获客成本进一步提高，精品化策略是未来企业竞争的重要方式，ARPU 值的提升是行业增长的主要潜力

我国端游以及页游市场用户规模已经呈现持续下降的态势，而手游市场用户规模在经历几年的快速增长，进入 2018 年后，用户规模增速已显疲态。可以预见，短期内在无大规模技术创新（比如 VR 以及 AR 技术的成熟）成功商用拓展蓝海客户的情况下，我国游戏用户规模已经见顶，很难进一步取得增长。我国游戏行业彻底沦为存量市场，在存量市场下，游戏企业获客成本将逐步提高，竞争将更加激烈，市场将逐步进入成熟期，玩家对游戏品质要求将提高，内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素，精品化产品策略将是未来游戏企业竞争的重要方式。同时，ARPU 值的提升将是行业增长的主要潜力。

在游戏总量控制的政策背景下，游戏公司业绩波动压力加大；游戏大厂可能面临更好的发展环境，而规模较小、研发实力弱的游戏公司将面临被淘汰的风险，行业集中度有望进一步提高

在游戏总量控制的背景下，国内游戏公司将面临较大的业绩波动压力；若限制总量，游戏公司的产品发行数量将受到限制，需要集中精力于少数精品，业绩波动性加大；但同时强监管将导致游戏行业的“供给侧”改革，总量控制后，游戏审批优中选优，研发实力将成为游戏公司的核心竞争力，游戏大厂具备较为充裕的 IP 储备、强劲的研发实力和丰富的开发经验，因此在新的政策环境下可能受益更多，而小厂以及劣质游戏公司将得以出清，游戏行业集中度有望进一步提升。

海外拓展将是部分游戏企业的必然选择

国内游戏市场中，腾讯控股和网易占据半壁江山，存量市场下，获客成本进一步提高，并且国内游戏政策监管趋严，部分游戏企业将不得不进行海外市场的拓展。

展望 2019 年，联合评级认为，游戏市场将彻底沦为存量市场，竞争将更加激烈，获客成本将进一步提高，精品化策略将是未来企业竞争的重要方式，ARPU 值的提升将是行业增长的主要潜

力；在游戏总量控制的政策背景下，游戏公司业绩波动压力加大；行业集中度有望进一步提高；同时海外拓展将是部分游戏企业的必然选择。

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。