

作者: 王泽

邮箱: research@fecr.com.cn

走过“青春期”

——2020年中国游戏行业的“变”与“不变”

摘要

根据近日中国音像与数字出版协会发布的《2020年度中国游戏产业报告》，2020年国内游戏市场实际销售收入为2,786.87亿元，同比增长20.71%，游戏用户数量规模达6.65亿，同比增长3.7%。单从数字上看，2020年整个中国游戏行业确实表现出了“迎难而上，抵御冲击”的气势，实现了全行业收入的快速增长。

为探究游戏行业2020年增长的缘由，本文将从国内游戏行业的现状、产业链分工和29家国内知名游戏公司的财务特征分析三方面，发掘中国游戏行业企业在经历2018年行业寒冬后，在2020年的“变”与“不变”，并对国内游戏行业的未来发展前景做出判断。

通过以上研究，笔者总结出以下结论：

在游戏人口红利逐渐见顶的2020年，游戏行业的变化主要体现在：整个行业开始通过“打磨产品质量”、“提高运营精细度”和“拓展海外市场”的“三板斧”运作实现收入上的增加；部分精品游戏产品开始绕开传统渠道商，通过购买流量广告的方式直接面对用户，以提高自身的盈利水平。

此外，游戏行业的“轻资产”的运营模式、优秀的获现能力、商誉减值风险和长期资本缺乏等基本财务特征并未发生变化。

回归聚焦产品本身，让好的作品自己说话的“初心”已成为行业共识，这将成为中国游戏行业在未来保持健康发展的重要基础。

相关研究报告：

- 1.《2020年度中国游戏产业报告》
- 2.《2020移动游戏全年买量白皮书》

2001年9月一款在韩国不算火爆的网络游戏在中国开始了它的公测。2002年11月，该游戏的运营商盛大网络宣布：游戏最大同时在线人数65万人，注册账号数量近7,000万，考虑到当时中国5,900万的网民数量，几乎相当于人均一个账号。正如游戏的名字《传奇》一样，这个舶来品的到来正式拉开了中国游戏行业蓬勃发展的序幕，成为这段“传奇”的起点。

20年过去了，当今中国游戏行业犹如一个正在经历“青春烦恼”的翩翩少年，迷茫中不断前进。在不平凡的2020年，他哪里变了？哪里又没变？下面请和笔者一起回顾2020年，去重新审视这个少年，去看看黑色的双眸中是否还有“光”。

一、2020年——“行业寒冬”后的一次“逆袭”

根据近日中国音像与数字出版协会发布的《2020年度中国游戏产业报告》，2020年国内游戏市场实际销售收入为2,786.87亿元，同比增长20.71%，游戏用户数量规模达6.65亿，同比增长3.7%。单从数字上看，在载入史册的2020年里，整个中国游戏行业确实表现出了“迎难而上，抵御冲击”的气势，实现了全行业收入的快速增长。

回顾中国游戏行业2020年之前的业绩表现，在2017年攀上22.98%年增长顶峰后，中国游戏行业在2018~2019年进入“寒冬”，其中因2018年国内游戏行业主管部门调整及国家加强对行业的监管，当年游戏版号审批暂停，国内新游上线数量锐减，全行业收入增长出现明显下滑。在随后的2019年中，伴随着版号审批的恢复及部分游戏厂商选择“下西洋”拓展海外市场，全行业收入增速有所恢复，但仍未完全恢复元气。从游玩人数看，近年国内游戏用户规模处于低增长态势，即便是“全民宅家”的2020年，国内游戏用户规模也并未出现超额增长。从过往几年的数据看，国内玩家数量增长已接近天花板，行业人口红利消失已基本成为现实，各家游戏厂商将在存量用户方面展开竞争，一个接近成熟并且饱和的市场是如何在2020年实现收入突破的呢？

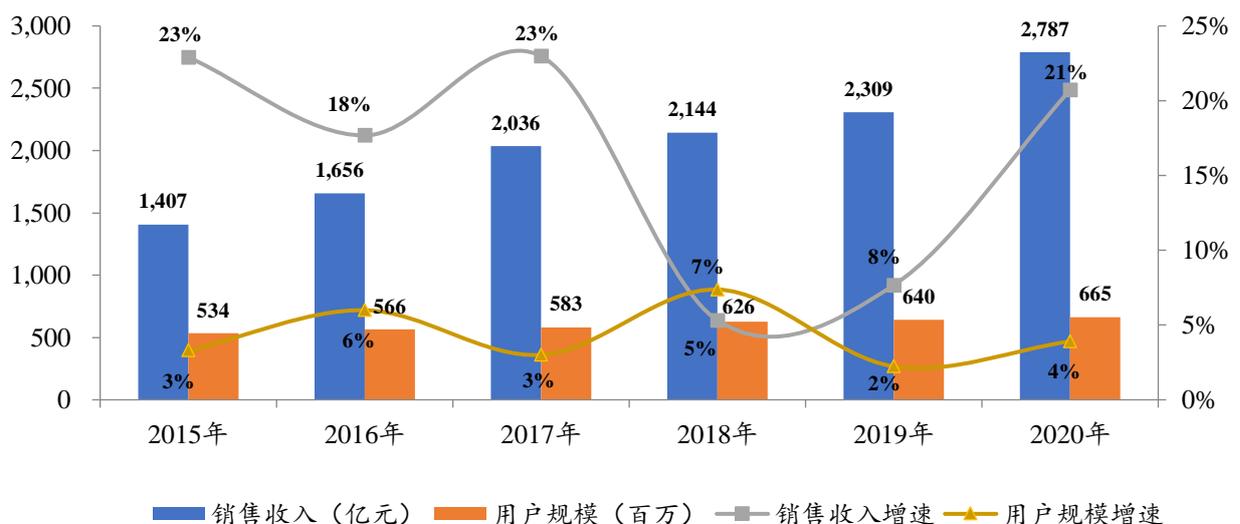


图 1：中国游戏市场收入、用户规模及增速

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

在经历了2018年版号停发的寒冬期后，2020年的游戏厂商更加珍惜每一个已获得版号的游戏产品，如何在数量有限的新游戏和老游戏上尽可能地延长用户的游戏时长以及提升ARPU值（ARPU=月收入/月活跃付费用户数）成为每个游戏厂商关注的焦点，国内游戏进入精品化竞争阶段。具体看，对于新上线的游戏，游戏厂商会通过更充足的推广资源和更丰富的游戏内容吸引玩家；对于已上线的老游戏，游戏厂商也会投入更多精力和成本制作新的内容来满足“老朋友们”的“新需求”。

除了以上“内卷”式的打磨产品质量和提高运营精细度，一部分国内游戏厂商毅然决定去征服国内以外的“星辰大海”。《2020年度中国游戏产业报告》披露：2020年我国自主研发游戏在海外市场的收入同比增长33.25%，实际销售收入达154.50亿美元，约合人民币1,009亿元。其中，来自美国收入占比最高，达到27.55%，日本的收入占比为23.91%，韩国收入占比为8.81%。虽然我们过去把国内游戏出海理解为是版号受限，及国内小型游戏厂寻求市场突破的一种“无奈之举”，但2020年中国游戏在全球不同国家和地区的下载榜或畅销榜进入头部的表现让行业有理由相信：随着各方对海外市场的聚焦发力，中国游戏产品在海外的影响力和市场回报也将持续走强。

以米哈游于2020年推出的《原神》为例，该游戏在设计上受到日本游戏《塞尔达传说：旷野之息》的启发，该游戏专注于打磨核心玩法，主打二次元宣发，为手游玩家提供了主机游戏的体验，同时又巧妙地融合了玩家们非常熟悉的F2P（Free to play，即游戏免费、道具收费的游戏模式）系统和抽卡机制。根据国外移动应用数据分析公司Sensor Tower公布的数据显示，《原神》自2020年9月28日上线以来的30天内，该游戏的全球手游收入达到了2.45亿美元，位列全球第一。其中，中国是《原神》收入最高的市场，仅iOS端收入就超过8,200万美元，占该游戏在全球总收入的33.5%。此外，海外市场贡献近1.63亿美元，占66.5%。其中，日本是仅次于中国的市场，贡献了近5,900万美元，占24%；美国市场排名第三，贡献4,500万美元，占18.3%。

整体看，在经历2018~2019年的寒冬后，在行业监管增强及游戏人口红利消失的大背景下，2020年国内游戏厂商通过“打磨产品质量”、“提高运营精细度”和“拓展海外市场”的“三板斧”运作实现收入上的增加。

二、绕开渠道商，“买量推广”才是王道——产业链的新变化

经过多年发展，国内游戏产业已经形成了一条较稳定的产业链，并在产业链的基础上形成了一条相应的价值链，产业链决定不同企业在行业中的分工，而价值链则决定了大家的“蛋糕”分配比例。

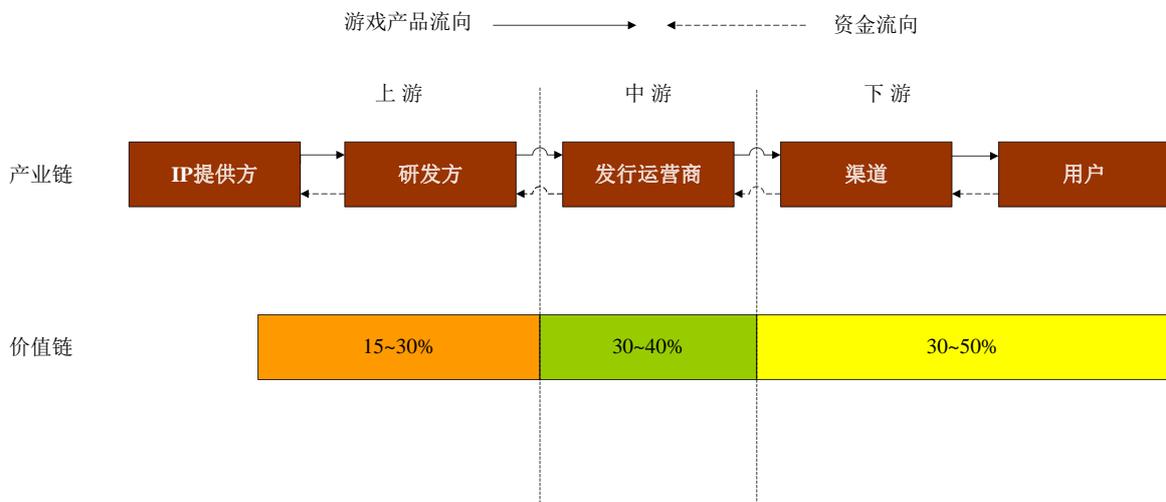


图 2：游戏市场产业链收益分配情况

资料来源：远东资信根据公开资料整理

从图 2 看，游戏产业的上游包括 IP（Intellectual Property，即知识产权，游戏从小说、动漫和影视等文化产品中获取的故事背景及人物角色等的使用授权）提供方和游戏研发商，游戏研发方主要负责游戏产品开发，收益包含游戏版权金收入和游戏分成收入，获取全行业 15~30% 的流水，再根据约定与提供方分成或支付一次性版权金，在产业链中地位最弱，代表企业有：腾讯游戏、网易游戏、完美世界、西山居和巨人网络。

中游主要为发行运营商，其从游戏研发商取得游戏产品的代理权，负责游戏产品的具体运营，具体包括：采购物理或云服务器、使用自用流量或买量进行导量、维护游戏的正常运营，获取全行业 30~40% 的流水，发行运营商作为产业链的“C 位”，是游戏研发商和下游渠道之间的连接桥梁，其在资金规模及渠道关系方面具备明显优势，直接收取用户产生的流水并向各方进行分成，代表企业有：腾讯游戏、昆仑万维、中手游和蓝港互动等。

下游主要为渠道商，主要包括移动运营商、应用程序商店、手机硬件厂商和部分超级 APP，用户通过以上渠道商获取游戏，并在渠道商提供的支付平台上对游戏进行充值，从而形成流水。渠道商在整个产业链中地位最高，获取全行业 30~50% 的流水，代表企业有：苹果 App Store、Google Play 商店、腾讯应用宝、TapTap、Bilibili、爱奇艺以及小米、华为等手机硬件厂商。

从以上内容看，游戏研发商在产业链中地位较为弱势，而直接面向用户的游戏渠道商才是整个游戏行业的真正“话事人”，因此“渠道为王”是过去游戏行业的重要特点。近期，随着抖音、快手等短视频平台快速崛起，游戏厂商通过在这些平台上进行买量（即游戏厂商通过购买其他平台移动广告的方式进行推广）营销，相比传统的与渠道商进行流水分成，买量是一种成本较低、投放效率相对较高的营销方式，可以让游戏产品触及更多用户，从而提高盈利水平。

根据 DataEye 数据研究院发布的《2020 移动游戏全年买量白皮书》，2020 年国内移动游戏行业买量引流已成常态，图片素材日均投放量稳定在 2.2 万组，同比涨幅达 11.11%，视频日均投放量约 6 万组，同比涨幅达 240%，连续三年同比涨幅超 200%，创意短视频已成为游戏营销的重要手段。此外，网易游戏、阿里游戏

(灵犀互娱、爱九游)、腾讯游戏等研发运营一体化的厂商霸占买量公司榜前三，头部买量公司榜单中，游戏大厂、老牌买量厂占8成，各游戏大厂已转入买量市场的趋势已经形成。买量的投放渠道方面，第一梯队包括腾讯广告与巨量引擎（字节跳动旗下营销服务品牌），第二梯队包括百度营销、阿里汇川、快手与爱奇艺，第三梯队包括趣头条与虎扑。

表 1：国内游戏公司买量榜前 20 名一览

序号	公司名称	序号	公司名称
1	广州网易计算机系统有限公司	11	福州来玩互娱网络科技有限公司
2	深圳市腾讯计算机系统有限公司	12	杭州悦玩网络科技有限公司
3	上海游族信息技术有限公司	13	广州爱九游信息技术有限公司
4	北京比特漫步科技有限公司	14	广州四三九九信息科技有限公司
5	杭州网易雷火科技有限公司	15	广州灵犀互动娱乐有限公司
6	江西贪玩信息技术有限公司	16	福建瑞趣创享网络科技有限公司
7	武汉掌游科技有限公司	17	上海莉莉丝网络科技有限公司
8	南京网眼软件有限公司	18	浙江争游网络科技有限公司
9	江苏腾奕网络技术有限公司	19	游酷盛世科技（北京）有限公司
10	上海小鲜网络科技有限公司	20	上海触宝信息技术有限公司

资料来源：《2020 移动游戏全年买量白皮书》，远东资信整理

2020 年国内的莉莉丝和米哈游两家游戏公司接连发起了对传统渠道商的挑战，两家公司旗下的重量级热门游戏《万国觉醒》和《原神》均未在国内主流的安卓应用商店上架，此外许多国内游戏研发商亦开始倾向于和不要求分成的 TapTap 合作发行游戏的安卓版本，如《汉末霸业》、《帕斯卡契约》和《江南百景图》等。目前市场上对优质游戏产品处于饥渴状态，随着“渠道为王”逐步向“内容为王”过渡，一些精品游戏产品甚至可以不再依赖传统分发渠道，而是尝试通过买量营销直接获取用户。

整体看，经过多年发展国内游戏行业已形成了稳定的产业链，但买量推广及精品化路线逐渐成为行业共识的今天，部分精品游戏产品开始绕开传统渠道商，通过购买流量广告的方式直接面对用户，以提高自身的盈利水平。

三、“那些不变的容颜”——游戏公司们的“财务特征画像”

以上我们简单回顾 2020 年中国游戏市场的一些新的变化，下面我们通过对游戏厂商报表中披露信息，从财务的角度去探索那些“不变”的特征。

样本选取方面，笔者以“1、游戏业务的营业收入占企业总营业收入的比重大于或等于 50%；2.没有一类业务的营业收入比重大于或等于 50%，游戏相关收入比重均比其他业务收入比重高出 30%；3.不满足以上两种情况，但综合考察企业的运营模式、资产结构、收入和利润结构，判定该企业具备明显的游戏行业经营特征”为标准，从国内上市公司及债券发行企业中选取了 29 家样本企业（见附录 1），样本数据中未包含腾讯控股及网易公司，主要系国内游戏行业双寡头垄断特征明显（见表 2），考虑到国内其他游戏厂商相对较小的体量，剔除腾讯控股及网易公司两家“航空母舰”可保证其他样本企业的财务特征可以被较好地体现出来。

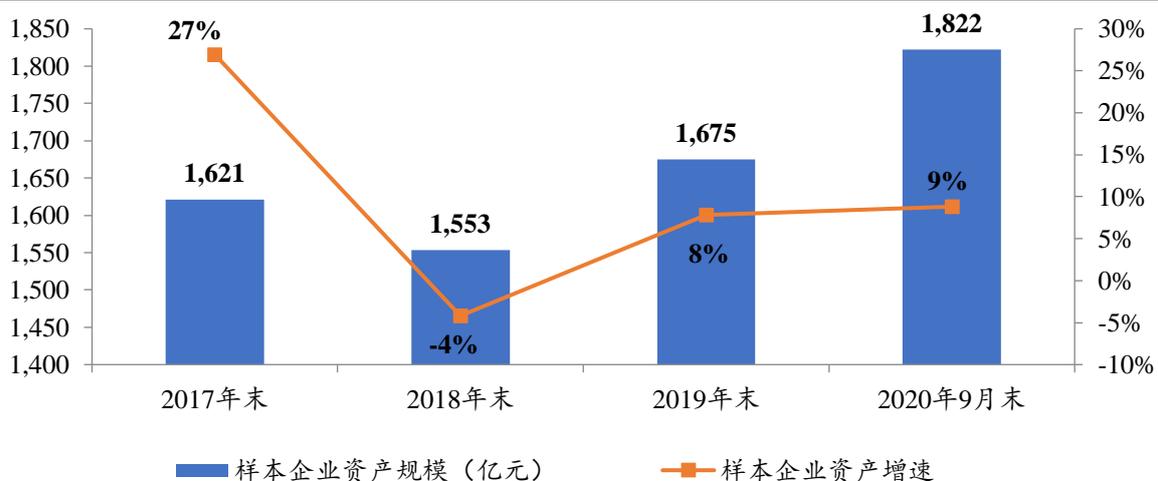
表 2：2019 年我国上市公司的移动游戏市场份额情况

排名	公司名称	市场份额占比
1	腾讯控股有限公司	44.82%
2	网易公司	15.58%
3	芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司	5.73%
4	完美世界股份有限公司	1.86%
5	Bilibili	1.72%
6	北京昆仑万维科技股份有限公司	1.50%
7	创梦天地科技控股有限公司	1.17%
8	心动网络股份有限公司	1.10%
9	游族网络股份有限公司	1.08%
10	北京智明星通科技股份有限公司	0.98%
合计	—	75.74%

资料来源：艾瑞咨询，远东资信整理

“游戏公司家里都有啥”——资产端

资产规模方面，近年样本企业资产合计规模增速呈现出明显“V”形走势（见图3），在2018年甚至出现负增长的状况。受2018年游戏版号审批暂停，行业整体经营业绩下滑的影响，样本中体量较大的公司，诸如奥飞娱乐、三七互娱、完美世界和掌趣科技等均在当年计提了较大规模的商誉减值（见表3），各家的资产规模纷纷出现明显“缩水”。随着2019年版号审批在严格监管下开始“有限度”恢复，国内游戏行业获得了喘息的机会，样本企业合计资产规模于2019年开始回归8~9%正向增长，但在流量红利见底的“后半场PK”里，昔日资产规模年均20%增长的“光辉岁月”也许很难重现了。


图 3：近年样本企业资产规模增速情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理，图中数值为样本合计数

表 3：2017~2018 年末部分样本企业资产、商誉规模及变动情况

单位：亿元

公司名称	资产规模			商誉规模		
	2017 年末	2018 年末	增减情况	2017 年末	2018 年末	增减情况
奥飞娱乐股份有限公司	83.64	66.87	-20.05%	29.32	20.53	-29.98%
芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司	91.60	83.96	-8.34%	25.40	15.79	-37.83%
完美世界股份有限公司	165.85	159.78	-3.66%	9.71	6.20	-36.15%
北京掌趣科技股份有限公司	98.84	58.57	-40.74%	53.92	20.11	-62.70%
大连天神娱乐股份有限公司	144.00	85.70	-40.49%	65.41	26.18	-59.98%

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

资产构成方面，按照固有观念，游戏公司作为非常典型的“轻资产”企业，其资产应当集中于流动资产，但由于前些年国内游戏公司通过溢价收购其他游戏公司在其非流动资产中“囤积”了大量的商誉，因此近年样本企业的合计非流动资产规模已超越流动资产规模，2017~2019 年末样本企业的非流动资产加总数占总资产加总数的比重均接近 60%。

货币资金、应收账款、其他应收款及其他流动资产组成了样本企业的流动资产，其中的货币资金和应收账款需要我们保持关注。在 2017 年末样本企业货币资金总额为 313.26 亿元，同比增加 10.79%，随后几年内样本企业的合计货币资金规模出现明显下滑，整体维持在 280 亿元；游戏公司的应收账款主要为向游戏发行运营商收取的分成款，如果发行运营商延期支付甚至拖欠应收款项，将对公司的现金流和资金周转产生很大的影响。为避免个别极端值对样本的影响，我们取 2017~2019 年及 2020 年 1~9 月样本企业的应收账款周转天数的中位数来衡量企业的回款速度，分别为 63.00 天、64.45 天、70.26 天和 69.59 天，近年样本企业的回款时间被整体持续拉长。由此可见，在 2018 年后新的市场环境对游戏企业货币资金的储备及分成款的回款速度均造成了一定的影响。

可供出售金融资产、长期股权投资、商誉和固定资产构成了样本企业的非流动资产，游戏公司在 2018 年前频繁的溢价收购行为，使它们不仅获得了其他公司股权，也“意外”收获了交易溢价构成的“天价”商誉。高溢价的收购通常伴随有对赌协议，在 2018 年的行业寒冬里，过去被收购的“小甜甜”无法完成协议中的业绩，被迫化身“牛夫人”并发生减值，导致公司当年的资产和利润规模双双“扑街”。2020 年 9 月末，样本公司合计商誉规模仍有 455.99 亿元，未来仍有较大的减值风险。

表 4：近年样本企业资产规模及构成情况

单位：亿元

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	313.26	19.32%	280.17	18.04%	281.27	16.79%	272.08	14.93%
应收账款	111.68	6.89%	128.18	8.25%	139.96	8.35%	141.22	7.75%
预付账款	33.58	2.07%	32.38	2.08%	33.22	1.98%	39.85	2.19%

项目	2017年末		2018年末		2019年末		2020年9月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应收款	37.81	2.33%	39.06	2.51%	26.93	1.61%	16.53	0.91%
其他流动资产	116.14	7.16%	90.01	5.79%	34.45	2.06%	35.03	1.92%
流动资产合计	662.34	40.85%	631.97	40.68%	686.55	40.98%	717.38	39.36%
可供出售金融资产*	175.05	10.80%	147.10	9.47%	176.48	10.53%	170.46	9.35%
长期股权投资	111.59	6.88%	139.94	9.01%	166.57	9.94%	225.89	12.40%
商誉	480.70	29.65%	430.54	27.72%	412.21	24.61%	455.00	24.97%
固定资产	65.24	4.02%	70.47	4.54%	78.37	4.68%	77.76	4.27%
非流动资产合计	958.95	59.15%	921.43	59.32%	988.71	59.02%	1,013.44	55.61%
总资产	1,621.29	100.00%	1,553.40	100.00%	1,675.27	100.00%	1,822.41	100.00%

*注：受会计准则调整影响，2019年末及2020年9月末的“可供出售金融资产”以当期“其他权益工具投资”和“其他非流动金融资产”的合计数填列。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理，表中数值为样本合计数

“权益融资？可以。债券融资？有一点点难。”——负债及权益端

债务期限结构方面，游戏公司的债务主要系短期经营性债务，因此结构呈现出明显的短期性特征，近年所有样本企业的流动负债加总数占负债总额加总数的比重均超过70%，游戏公司流动负债主要包含短期借款、应付账款、应付职工薪酬和一年内到期的非流动负债。样本游戏公司非流动负债主要包含长期借款和应付债券，长期债务在游戏公司的融资中占比相对较小，主要系游戏行业的产品生命周期较短，运营风险较大，致使其取得长期借款或债权融资存在一定的困难。

表 5：近年样本企业负债、权益规模及构成情况

单位：亿元

项目	2017年末		2018年末		2019年末		2020年9月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	81.98	18.08%	98.26	21.75%	123.68	22.84%	117.68	22.10%
应付账款	53.64	11.83%	61.40	13.59%	92.06	17.00%	86.27	16.20%
应付职工薪酬	18.23	4.02%	18.61	4.12%	24.60	4.54%	19.68	3.70%
一年内到期的非流动负债	26.92	5.94%	27.28	6.04%	54.23	10.01%	42.48	7.98%
流动负债合计	329.61	72.68%	336.67	74.53%	446.60	82.48%	424.84	79.80%
长期借款	33.51	7.39%	46.19	10.22%	21.10	3.90%	58.17	10.93%
应付债券	42.33	9.33%	22.28	4.93%	21.42	3.96%	20.63	3.87%
非流动负债合计	123.90	27.32%	115.08	25.47%	94.89	17.52%	107.55	20.20%
负债总额	453.51	100.00%	451.75	100.00%	541.49	100.00%	532.39	100.00%
资本公积	488.47	41.83%	513.29	46.59%	546.02	48.16%	558.52	43.30%
未分配利润	348.17	29.81%	283.27	25.71%	281.87	24.86%	402.35	31.19%

项目	2017年末		2018年末		2019年末		2020年9月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
所有者权益合计	1,167.78	100.00%	1,101.65	100.00%	1,133.78	100.00%	1,290.02	100.00%
短期债务	112.64	59.76%	129.29	65.38%	187.63	81.53%	173.70	68.79%
长期债务	75.84	40.24%	68.47	34.62%	42.52	18.47%	78.79	31.21%
总债务	188.48	100.00%	197.76	100.00%	230.15	100.00%	252.49	100.00%
总债务资本化比率	13.90%		15.22%		16.87%		16.37%	
资产负债率	27.97%		29.08%		32.32%		29.21%	

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理，表中比率数值为中位数，其他为合计数

债务负担方面，由于游戏企业普遍盈利水平较高，对外投资及收购活动也主要依赖于权益融资渠道，因此行业整体债务压力较轻，2017~2019年末，样本游戏公司资产负债率中位数均保持在30%上下，以经营性债务为主的负债结构亦使其总债务资本化率保持在相对较低的水平。

随着近年市场竞争的加剧，精品化游戏战略呼唤游戏行业需在知名IP和高水准制作方面投入更大资金，部分游戏公司开始考虑通过长期借款和发行债券获得长期资本。以债券发行为例，截至2020年11月末，29家样本企业在公开发行债券市场有存续债券的发行主体仅有3家，其中AA级1家，AA⁻级1家，C级1家（见表6），这些发债企业主体级别普遍不高，且近期接连发生实控人去世及债券违约等风险事件，这无疑对行业获取长期资本的前景蒙上了一层阴影。

表6：2020年11月末样本企业存续债券情况

单位：亿元、年

公司名称	债券代码	债券名称	实际发行规模	期限	最新主体评级/展望	评级机构	备注
游族网络股份有限公司	128074.SZ	游族转债	11.50	6	AA/列入信用评级观察名单	中诚信国际	鉴于：1、董事长兼总经理林奇先生因病救治无效于2020年12月25日逝世，林奇先生所持公司股份质押率达78.18%，质押比例高，且其质押融资全部于一年内到期；2、林奇先生所持公司股份继承以及未来公司实际控制人变化情况目前尚不明确，公司面临一定的治理风险，故评级机构将游族网络主体及“游族转债”列入信用评级观察名单。
无锡宝通科技股份有限公司	123053.SZ	宝通转债	5.00	6	AA ⁻ /稳定	联合评级	--
大连天神娱乐股份有限公司	112496.SZ	17天神01	10.00	5 (3+2)	C/稳定	中证鹏元	1、2020年1月20日天神娱乐未按时兑付“17天神01”回售款和利息，

公司名称	债券代码	债券名称	实际发行规模	期限	最新主体评级/展望	评级机构	备注
							构成实质违约；2、2020年12月10日，天神娱乐发布《大连天神娱乐股份有限公司重整计划（草案）》，拟通过资本公积转增股票的方式向债权人抵偿债务。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

“你一年到底能挣多少？”——盈利及现金流

在近年我国手机游戏市场大发展的“风口”上，2017~2019年样本企业营业收入呈快速增长态势，受2018年版号审批暂停及后续审核制度趋严影响，多家样本企业在2018~2019年期间计提大量商誉减值损失，导致样本企业的合计净利润规模出现了“过山车”式的波动。2020年1~9月，样本企业合计实现收入586.36亿元，实现净利润165.80亿元，较上年同期有一定改善，但考虑到2020年9月末样本公司合计商誉规模仍有455.99亿元，未来仍有较大的减值风险。

游戏公司的期间费用主要由销售费用、管理费用、财务费用和研发费用构成，我们上文提到游戏公司需要通过购买流量来为自己的游戏进行推广，所以销售费用在期间费用中的占比很高，管理费用主要为职工薪酬，此外受手游产品生命周期较短影响，绝大部分游戏公司都将研发支出费用化，并未形成较大规模的无形资产，近年样本企业的研发费用占营业收入的比重约为10~11%左右。

表 7：样本企业盈利及期间费用情况

单位：亿元

项目	2017年	2018年	2019年	2019年1~9月	2020年1~9月
营业收入	534.27	612.45	719.86	530.73	586.36
营业成本	217.16	243.24	260.37	183.11	212.53
期间费用	192.38	254.56	334.22	236.18	261.15
其中：销售费用	80.82	119.37	178.40	127.97	145.42
管理费用	104.29	57.17	59.77	42.47	43.28
财务费用	7.27	9.85	14.60	9.52	11.59
研发费用	--*	68.17	81.45	56.22	60.86
资产减值损失 (含商誉减值损失)	24.24	167.35	110.40	1.39	1.39
投资收益	48.65	36.36	23.31	14.08	54.04
净利润	154.33	-24.22	39.72	115.10	165.80
毛利率	60.22%	60.09%	57.37%	59.73%	58.74%
期间费用率	34.18%	40.80%	44.04%	44.65%	44.10%

研发费用率	--	11.13%	11.31%	10.59%	10.38%
-------	----	--------	--------	--------	--------

*注：受会计准则调整影响，2017年样本研发费用包含在管理费用中。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理，表中比率数值为中位数，其他为合计数

经营性现金流方面，游戏行业现金流创造能力很强，此外经营中也无需大规模的固定资产投资以及生产型成本，因此行业经营活动现金流通常表现较好，近年样本企业现金收入比中位数均保持 100% 以上。2017~2019 年，29 家样本游戏企业经营活动现金流入和经营性现金净流量合计数整体呈现波动增长态势，年均复合增长率分别为 10.71% 和 13.63%。投资性现金流方面，近年样本游戏企业投资活动现金流波动较大，受样本游戏企业当年并购活动或者投资理财活动变动影响较大。受市场融资环境收紧等因素影响，2017 年以来样本企业筹资性现金流由净流入转为净流出，2019 年的大规模净流出主要系部分企业回购股份或分红所致。

表 8：样本企业现金流情况

单位：亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年 1-9 月	2020 年 1-9 月
经营活动现金流入	568.13	643.62	770.98	544.19	630.52
经营性现金净流量	121.82	100.12	178.74	95.84	129.37
投资性现金净流量	-132.56	-67.94	-110.33	-49.56	-123.29
筹资性现金净流量	42.06	-74.25	-105.29	-79.36	-2.24
现金收入比	101.82%	101.97%	108.77%	103.33%	104.29%

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理，表中比率数值为中位数，其他为合计数

通过对样本企业的分析，我们总结出国内游戏公司的财务特征画像：

资产端，2018 年前国内游戏公司通过溢价收购其他游戏公司，在其非流动资产中“囤积”了大量的商誉，这些商誉如同“定时炸弹”，未来仍有较大的减值风险；债务端，游戏公司的债务主要系短期经营性债务，对外投资及收购活动也主要依赖于权益融资渠道，整体债务负担较轻，但游戏产品生命周期较短，运营风险较大，致使游戏企业取得长期借款或债权融资存在一定的困难。近期接连发生实控人去世及债券违约等风险事件，无疑对行业获取长期资本的前景蒙上了一层阴影；盈利及现金流方面，游戏行业经营中也无需大规模的固定资产投资以及生产型成本，行业现金流创造能力很强，但巨量的商誉仍像一把悬在利润上方“达摩克利斯之剑”，对游戏公司的未来的利润表现构成了巨大的威胁。

四、“他真的好起来了吗”——总结

“他好起来了吗？”这是个很难回答的问题，我们也许只能从 2020 年的“变”与“不变”来回答“他以后会好起来吗？”：

2020 年变的是整个行业通过“打磨产品质量”、“提高运营精细度”和“拓展海外市场”的“三板斧”运作实现收入上的增加，走出“寒冬”去往下一个“春天”；变的是部分精品游戏产品开始绕开传统渠道商，通过购买流量广告的方式直接面对用户，以提高自身的盈利水平。

2020年不变的有“轻资产”的运营模式和优秀的获现能力，当然也有让人头疼的商誉减值风险和难以获得的长期资本。

2020年这个行业的“变化”依旧令人欣喜，但那些“不变”也不会让我们完全觉得无趣或充满忧虑。

幸运的是，回归聚焦产品本身，让好的作品自己说话的“初心”已成为行业共识，这将成为中国游戏行业在未来保持健康发展的重要基础。

“是的，我们相信他以后会好起来，有一个光明的未来。”

附录1: 游戏行业样本企业名单

序号	公司名称
1	北京北纬通信科技股份有限公司
2	游族网络股份有限公司
3	奥飞娱乐股份有限公司
4	凯撒(中国)文化股份有限公司
5	众应互联科技股份有限公司
6	恺英网络股份有限公司
7	芜湖三七互娱网络科技集团股份有限公司
8	巨人网络集团股份有限公司
9	浙江世纪华通集团股份有限公司
10	上海姚记科技股份有限公司
11	艾格拉斯股份有限公司
12	完美世界股份有限公司
13	无锡宝通科技股份有限公司
14	星辉互动娱乐股份有限公司
15	厦门三五互联科技股份有限公司
16	深圳中青宝互动网络股份有限公司
17	天舟文化股份有限公司
18	富春科技股份有限公司
19	北京掌趣科技股份有限公司
20	北京昆仑万维科技股份有限公司
21	四川迅游网络科技股份有限公司
22	湖北盛天网络技术股份有限公司
23	深圳市盛讯达科技股份有限公司
24	深圳冰川网络股份有限公司
25	浙报数字文化集团股份有限公司
26	杭州电魂网络科技股份有限公司
27	厦门吉比特网络技术股份有限公司
28	大连天神娱乐股份有限公司
29	苏州乐米信息科技股份有限公司

【作者简介】

王泽，英国萨塞克斯大学管理与金融专业硕士，工商企业评级部项目经理。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司 网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座
11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428000

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。