

传媒

证券研究报告

2018年08月31日

网络游戏总量调控：行业供给侧改革，短期干扰情绪，长期利好质量取胜精品公司，继续等待监管全貌落地

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516050002

wenhao@tfzq.com

冯翠婷

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090001

fengcuiting@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《传媒-行业研究周报:一周观点：中报业绩逐步确认，超跌绩优股不悲观》 2018-08-26
- 2 《传媒-行业研究周报:一周观点：悲观情绪带动普跌，估值进入低位，等待积极信号》 2018-08-19
- 3 《传媒-行业研究周报:一周观点：根据基本面把握修复行情，信息消费支持一并收益》 2018-08-12

事件：8月30日，教育部等八部门印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》的通知，国家新闻出版署将对游戏实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，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。对网络游戏总量的调控可被认为是“游戏行业的供给侧改革”。

核心观点：情绪肯定有所干扰，截至12:41分，腾讯ADR下跌-5%，网易-6%。监管落地偏向长期利好，前期由于版号问题担心影响上线的风险有望解决，超跌绩优股不用悲观，关注政府认同度较高的优质厂商【完美、世纪华通(拟收购盛大游戏)、三七、游族、迅游】等，以及游戏出海【宝通】等。

1) 供给上，17年版号审批9400款，假设总量控制缩减50%到4700款，而头部公司如腾讯、网易一年按照发行50款，完美、盛大按照20款计算，仅占缩减后的比例是1%、0.4%。我们根据伽马数据进行流水测算，我国国内TOP50游戏流水占总流水90%以上。因此除非题材不能过审，否则头部精品公司被实际影响极小。

2) 供给侧改革后，我们期待监管细节更加清晰，10000款游戏缩减后将会带来流量成本的下行和研发人员成本趋降。因此长期利好服从监管、政府认可度高的精品公司如网易、完美、盛大等，腾讯在17年7月已经推出“王者荣耀防沉迷系统”积极应对。同时完美作为18年唯一获得中宣部评选游戏公司，坚定相信公司有望受益本轮政策调整。

3) 对国内具备精品游戏出海能力的公司更是利好：出海游戏基本不受限，很多游戏内容商不得不出海，出海也只能找龙头企业，相应的龙头企业在价格方面更有话语权，近期中报中A股游戏公司诸如世纪华通、宝通、游族三七、昆仑等游戏公司海外收入以及毛利率的提升更是一个反映。

在正文部分，我们将用客观数据解读版号和监管的那些事儿，解答市场较为关注的“版号审核到底在审什么？版号审核月过审数是多少？头部公司年发行游戏数量是多少？游戏行业的头部效应如何？版号问题预计将何时落地？限制未成年人使用时长有何影响”等问题。

风险提示：政策监管愈趋严格、游戏作品上线进度不及预期、经济景气度下行等影响



1. 版号审核审什么？

从 2016 年 7 月 1 日国家新闻出版广电总局《关于移动游戏出版服务管理的通知》正式实施以来，游戏版号成为游戏上线的必要条件，在此之前，版号审核对无情节或情节简单的“七大类”休闲游戏管控较为宽松，对其他类型的游戏会进行内容的管控，有些严禁的类型诸如开宝箱、性暗示、过度血腥/暴露恐怖画面等较难过审，且自 17Q4 起单月版号审核数量有所减少，主要是对涉赌、换皮、虚拟物品买卖等游戏进行监管，并且加强对适龄性的管理，诸如 17 年 7 月的“王者荣耀防沉迷系统”出台，也是政策监管的引导。

图 1：游戏上线政策监管示意图

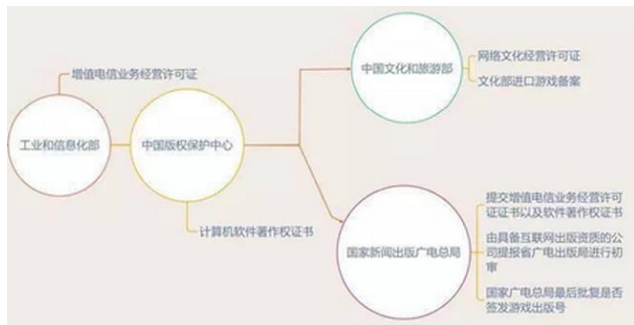


图 2：中国队亚运会电竞项目《王者荣耀国际版（AOV）》中夺冠



资料来源：新浪新闻、天风证券研究所

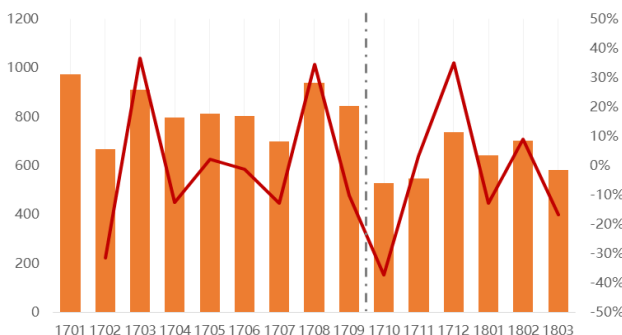
可见，近两年游戏行业的监管都是肃清行业乱象，对于内容合规的精品游戏，反而是正向作用居多，诸如最近亚运会电竞夺金为国争光等。

2. 版号审核月过审数是多少？大厂年发行游戏数量是多少？

16 年 11 月-18 年 3 月版号审批暂停前夕，每月版号的批复数量在 500-1300 款之间，每月拿到版号的游戏出版单位在 80-100 个之间，运营单位（游戏运营商办理，不一定是游戏版号拥有者）在 350-400 个之间。腾讯、网易两大龙头手游每年约在 40-60 款，腾讯 6 星级手游在 15-20 款，而完美、三七、游族、盛大等二线厂商一年自主研发的手游数量约在 10-18 款，各大厂国产版号申请总量占比极小。因此除非题材不能过审，否则头部精品公司被实际影响极小。

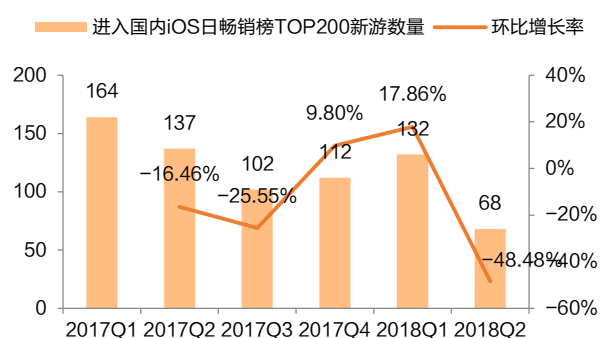
可见，即使游戏版号数量减少，对头部大厂影响有限，头部产品未来有望拉长生命周期，头部公司有望提升市占率，反而有利于行业出清，洗量、换皮、乱设游戏收费点等低质量游戏有望大幅减少，中小公司生存困难，流量成本及研发人员成本或将大幅下降。

图 3：17 年 1 月-18 年 3 月版号过审手游数量（单位：个）



资料来源：国家广电总局，天风证券研究所

图 4：TOP200 新游数量减少，头部游戏生命周期拉长



资料来源：伽马数据，天风证券研究所

表 1: 16Q3-18Q1 各大厂国产版号申请过审总量占比极小

版号数据	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
腾讯		7	3	5	33	5	14
网易	3	6	9	5	7	14	6
西山居	9	4	3	8	11	5	1
完美世界	10		1	2		1	4
三七互娱	2	9	6	6	11	12	6
游族网络	2	5	4	7	6	1	2
昆仑万维			10				
总量	1524	2531	2550	2441	2595	1813	1927

资料来源: 国家广电总局, 天风证券研究所

3. 游戏行业的头部效应如何?

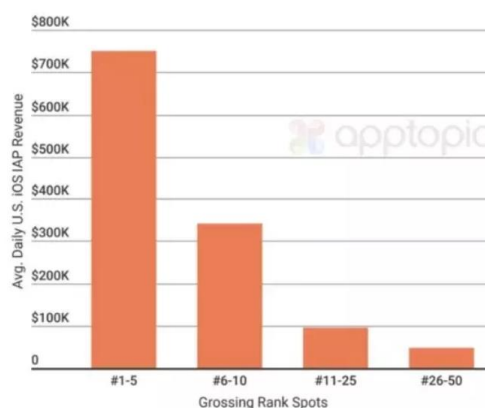
根据伽马数据, 18Q1 我国手游 TOP20 的产品占当季手游市场实际销售收入 309.5 亿元的 51%, 假设 TOP21-50 的产品季度流水主要在 3000~5000 万的区间, 则 TOP50 游戏流水占总流水 90%以上。而 17 年美国 App Store 畅销榜 80 万款游戏中, TOP 50 游戏流水占总流水 76%, 游戏行业龙头效应明显。

图 5: 2018Q1 移动游戏收入榜 TOP20

排名	游戏名称	排名变动	第一季度全平台流水测算 (亿元)
1	王者荣耀	—	40+
2	QQ飞车	New	20+
3	梦幻西游	-1	14+
4	奇迹MU: 觉醒	New	10+
5	楚留香	New	8+
6	倩女幽魂	-3	7+
7	大话西游	-2	5+
8	乱世王者	-1	5+
9	Fate/Grand Order	+8	5+
10	穿越火线: 枪战王者	+10	5+
11	恋与制作人	+59	5+
12	阴阳师	-8	5+
13	魂斗罗: 归来	-4	4+
14	天龙八部手游	-8	4+
15	荒野行动	+35	4+
16	开心消消乐	-2	4+
17	新剑侠情缘	-7	4+
18	欢乐斗地主·腾讯	-6	3+
19	火影忍者	-3	3+
20	天使纪元	New	3+

资料来源: 伽马数据, 天风证券研究所

图 6: 美国 App Store 畅销榜 TOP50 游戏市场占比



资料来源: apptopia, 手游那点事, 天风证券研究所

4. 版号问题何时落地?

18 年 3 月起版号审批暂停, 我们认为, 目前游戏行业监管文件落地, 或将加快版号问题的解决, “通” 远优于 “堵”。前期由于版号问题担心影响上线的风险有望解决, 建议把握及关注龙头公司头部游戏上线机会。一旦超跌, 则不必过于悲观放大影响。

5. 以《王者荣耀》为例, 中小學生占比及付费率低, 新政策中“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”对业绩影响有限

腾讯于 17 年 7 月 4 日以《王者荣耀》为试点, 率先树立防沉迷规范, 推出健康游戏防沉迷

迷系统的“三板斧”：1) 限制未成年人登陆时长及设置付费限额：12 周岁以下（含 12 周岁）未成年人每天限玩 1 小时，并计划上线晚上 9 时以后禁止登陆功能；12 周岁以上未成年人每天限玩 2 小时，超出时间的玩家将被游戏强制下线；将增加“未成年人消费限额”功能；2) 绑定硬件设备实现一键禁玩；升级成长守护平台，大幅降低家长操作门槛，避免未成年人通过多账号绕开监管；3) 强化实名认证体系：5 月起腾讯对旗下手游陆续推行实名认证，未来将对实名认证实行进一步强化。

TalkingData 的《王者荣耀热点报告》显示：学生用户在总用户群中占比为 24.5%，而在 24.5% 的学生用户中，大学生占比高达 21.8%，中小学生只有 2.7%。从付费率对比来看，学生族付费率为 18.9%，上班族付费占比为 21.8%，学生族付费占王者荣耀整体付费比例仅为 2% 左右。因此防沉迷系统不影响主力玩家付费，也没有对《王者荣耀》业绩产生实质性的影响。

图 7：2017 年 4 月《王者荣耀》用户群



资料来源：Talking Data、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com