

传媒

网游将实施总量控制，延续强监管趋势，但长期利好龙头发展

行业事件: 2018年8月30日，教育部等八部委发布《综合防控儿童青少年近视实施方案》，其中针对青少年玩网络游戏过多导致视力下降的问题，方案提出实施网络游戏总量调控，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。

网游行业长期处于强监管下，国家机构调整是版号暂停发放的主要原因。网络游戏既属于计算机软件产品，又属于互联网文化产品，亦属于电子出版物，多部门监管使网游行业一直处于较强的监管压力之下。2018年3月国家推行机构改革方案，负责版号审批的国家新闻出版署将从广电总局划归至中宣部管理，机构职能调整期间游戏版号的发放暂时中止。由于国务院机构改革要求9月30日前落实“三定”，预计机构调整落地后游戏版号审核发放工作有望重启。

《实施方案》对头部企业影响较小，加速行业精品化及出海趋势。2017年国产游戏获批数量达9384款。1)从数量来看，腾讯、网易、完美、西山居、三七互娱等10家头部游企每月游戏获批数量总和均在40个以下，占总量比重较小。2)从收入来看，2017年网腾87款手游收入占比超76%，游戏的头部集中度高。考虑到头部游戏公司在政策理解、内容合规、研运质量等方面均有较大优势，总量监管政策对头部游企的版号发放影响不大。从未成年人保护角度看，2005年广电总局已提出3小时健康游戏时间标准，旨在防治游戏沉迷。海外已有分级+控时经验，韩国最严格。从游戏的玩家结构看，未成年玩家占比较小，且收入贡献能力较弱。国内流量红利见顶叠加总量限制，未来或将加速游戏企业出海布局。

对比全球，A股游戏公司估值较低。A股游戏公司P/E从2015年的50倍以上降至2018年的7-18倍，目前已进入估值底部。对比全球游戏公司，日韩在18-35倍，欧美在30倍左右，具备全球竞争优势的中国游戏公司在估值上相对较低。

标的推荐: 推荐行业霸主地位稳固，版号放开受益较大的【腾讯控股】；推荐具备强研发实力、业绩稳定性好、与腾讯战略合作且具备较高安全边际的A股游戏龙头【完美世界】；推荐受益于游戏电竞化趋势且《绝地求生》端/手游取得版号后有望带来较大业绩增量的【迅游科技】；推荐研运实力强，估值优势明显的【三七互娱】。

风险提示: 游戏行业监管政策趋严风险，宏观经济环境下行风险，游戏项目延期/表现不及预期风险。

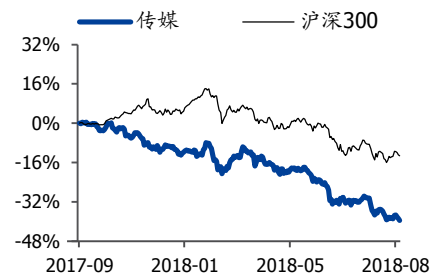
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002624	完美世界	买入	1.14	1.45	1.77	2.06	21.74	17.09	14.00	12.03
0700	腾讯控股		7.5	8.75	10.96	13.63	45.08	33.78	26.98	21.67
300467	迅游科技		0.45	1.52	1.91	2.37	103.9	18.77	14.93	11.98
002555	三七互娱		0.75	0.87	1.04	1.21	27.23	11.71	9.82	8.38

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

增持 (维持)

行业走势



作者

分析师 林起贤

执业证书编号: S0680518040001

邮箱: linqixian@gszq.com

联系人 袁伟嘉

邮箱: yuanweijia@gszq.com

相关研究

- 《传媒: CDR 临近, 抢占回归巨头未做重点布局的赛道》2018-06-19
- 《传媒: 监管压制下板块短期承压, 知识产权保护进程加速》2018-06-10
- 《传媒: 小游戏创造大机遇, 关注正版化趋势和内容付费红利》2018-06-03



内容目录

1. 网游实行总量控制，是对强监管趋势的延续	3
1.1 网游行业监管史：长期处于多部门强监管压力下	3
1.2 版号风波：源于监管机构职能改革，或在调整落地后恢复	4
2. 《实施方案》或加速行业精品化及出海趋势，对头部游企影响小	6
2.1 头部游企版号申请数量占比小，游戏行业精品化趋势加速	6
2.2 未成年保护国家重视已久，青少年游戏用户占比较低	8
3. 当前游企税收优惠政策丰富，实际税率较低	11
4. 对比全球，A股游戏公司估值较低	14
5. 标的推荐	15
风险提示	15

图表目录

图表 1: 游戏行业监管发展史	3
图表 2: 网络游戏上线流程	5
图表 3: 2016年8月-2018年3月国产网络游戏审批总数(个)	6
图表 4: 2017年1月-2018年3月获审批的国产网络游戏各类型占比(%)	6
图表 5: 2017年1月-2018年3月10家头部企业游戏获批总数(个)	7
图表 6: 2016年8月-2018年3月部分头部企业游戏获审批数量(以运营单位统计,个)	7
图表 7: 2016-2017按总收入口径统计的网易腾讯手游市场份额	8
图表 8: 中国游戏公司海外总下载量(十亿次)	8
图表 9: 中国游戏公司海外总流水(十亿美元)	8
图表 10: 历年未成年防沉迷政策和行动	9
图表 11: 海外部分国家(韩、美、日、德)游戏分级制度及对未成年人的保护政策	10
图表 12: 《王者荣耀》用户年龄结构	10
图表 13: "吃鸡"手游用户年龄结构	10
图表 14: 2018年H1三七互娱子公司享受增值税减免政策明细	11
图表 15: 2018年H1三七互娱子公司享受所得税减免政策明细	12
图表 16: 2017年、2018年H1完美世界/三七互娱实际所得税率	13
图表 17: 全球部分游戏公司P/E估值对比(截至2018年8月31日收盘)	14

事件：为贯彻落实习近平总书记就儿童青少年近视高发问题作出的重要指示，2018年8月30日，教育部、国家卫健委、国家新闻出版总署等八部委发布《综合防控儿童青少年近视实施方案》（简称《实施方案》），提出家庭、学校、医疗卫生机构和学生等方面应采取的防控措施，明确相关部委的职责和任务。针对青少年玩网络游戏过多导致视力下降的问题，方案提出实施网络游戏总量调控，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。

我们对政策影响的解读如下：

1. 网游实行总量控制，是对强监管趋势的延续

1.1 网游行业监管史：长期处于多部门强监管压力下

网游行业的监管一直伴随着多个交叉监管部门职能认定的变化。网络游戏既属于计算机软件产品（工信部管辖），又属于互联网文化产品（文化部管辖），亦属于电子出版物（新闻出版总署管辖），因此处于多部门交叉管辖的领域。过往二十年，网游行业经历了出版社自审→工信部+新闻出版总署管理→工信部+文化部+新闻出版总署多部门监管的变化。而在这个过程中，各部门职能划分认定愈加明确，但多部门监管使网游行业一直处于较强的监管压力之下。

图表 1：游戏行业监管发展史

时间	事件	内容	影响
1998年	新闻出版署颁布《电子出版物管理办法》	对电子出版物进行了定义，电子游戏包含在其中；版署主管全国电子出版物管理工作。	游戏审核仅靠出版社自审的时期结束。
2000年	电子工业部颁布了《软件产品管理办法》	定义软件产品是包括图书、音像和游戏相关的软件。	加强对软件产品和市场的规范管理，自此电子工业部和新闻出版署对电子游戏软件开始交叉管理。
2000年	文化部的《关于开展电子经营场所转向治理意见的通知》	明文禁止电子游戏设备的生产和销售。	使主机游戏无法在国内发展。
2002年	新闻出版署和信息产业部联合出台《互联网出版管理暂行规定》	网络游戏上网出版前，必须向所在地省、自治区、直辖市出版行政单位主管部门提出申请，经审核同意后报国家新闻出版广电总局审批。	互联网出版的监督与管理的力度增强。
2003年	文化部公布《互联网文化管理暂行规定》	定义了互联网产品并要求互联网产品都要遵守该规定的管理；进口互联网文化产品应当报文化部进行内容审查；各地暂不受理外商投资互联网信息服务提供者从事互联网文化活动的。	外资游戏公司从事代理发行和运营的路被阻断。
2005年	中宣部、文化部、广电总局、新闻出版总署、商务部、海关总署等六部门联合下发《关于加强文化产品进口管理的办法》	网络游戏的进口管理，文化部负责在使用环节对进口互联网文化产品内容进行审查，对网络游戏服务进行监督管理，新闻出版总署负责对出版境外著作权人授权的互联网游戏出版物进行审批，对游戏出版物的网上出	约定了各个部门对于进口文化产品的管理职权，进口游戏产品的上线流程基本确定。

2008年	国务院开始深化机构改革，对直属机构的职责进行了调整，重新定职责，定机构，定人员编制，是谓“三定”	版发行进行前置审批和监管，对于未按《软件产品管理办法》进行登记备案的网络游戏产品，文化部门将不受理其内容审查申请。	将游戏行业的管理划给了文化部，但是新闻出版总署仍然保留了游戏出版的前置审批权。
2009年	中央编办《关于印发〈中央编办对文化部、广电总局、新闻出版总署“三定”规定中有关动漫、网络游戏和文化市场综合执法的部分条文的解释〉的通知》	将动漫、网络游戏管理（不含网络游戏的网上出版前置审批），及相关产业规划、产业基地、项目建设、会展交易和市场监管的职责划给文化部。在经工业和信息化部门许可通过互联网向上网用户提供服务之前由新闻出版总署对网络游戏出版物进行审批。一旦上网，完全由文化部管理；经新闻出版总署前置审批过的网络游戏，文化部应允许上网，不再重复审查，并在管理中严格按新闻出版总署前置审批的内容管理；网络游戏出版物未经新闻出版总署前置审批擅自上网的，由文化部负责指导文化市场执法队伍进行查处，新闻出版总署不直接对上网的网络游戏进行处理。	对涉及的相关部门职责做了更加明确的解释。
2016年	新闻出版广电总局发布《关于移动游戏出版服务管理的通知》	未经总局批准的移动游戏，不得上网出版运营；此前已经上网出版运营的手游要求于2016年10月1日前到属地省级出版行政主管部门补办相关审批手续；对未按要求经过审批及上网出版运营的手游，一经发现，相关出版行政执法部门将按非法出版物查处。	对手游的审批做出详细的规定。
2018年	教育部同国家卫生健康委员会等八部门制定了《综合防控儿童青少年近视实施方案》	国家新闻出版总署将对网络游戏行业实施总量调控，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。	对网络游戏数量和未成年人使用时长进行调控。

资料来源：公开资料整理、国盛证券研究所

1.2 版号风波：源于监管机构职能改革，或在调整落地后恢复

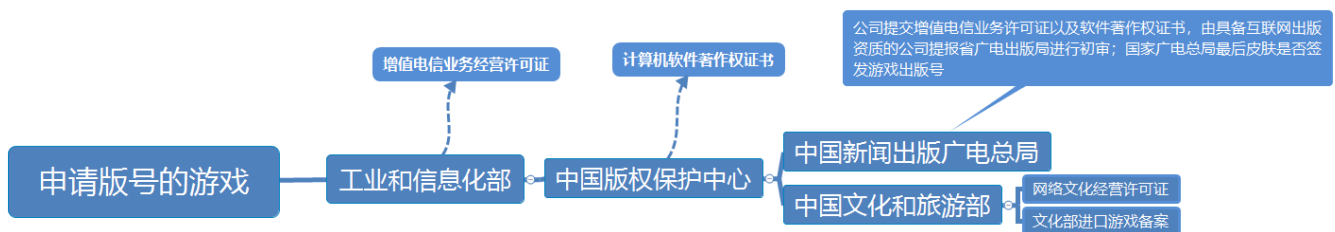
游戏版号是指一款游戏产品进行收费运营之前必须从国家广电总局（改革后为中宣部）取得的批文。游戏版号由两部分组成：第一部分是审批文号：新广出审【xxxx（年）】xxxx号；第二部分是国际标准书号（ISBN）：ISBN 978-7-xxxxx-xxx-x。游戏版号分为国产游戏版号和引进游戏版号。国产游戏版号是指中国开发者开发的游戏所取得的版号；引进游戏版号是指从国外引进的游戏的代理权所需的版号。

申请游戏版号前，网络文化经营许可证（俗称文网文）、增值电信业务经营许可证（ICP证）、软件著作权证是必不可少的三个证书。此外一款游戏上线运营及收费除了拿到游戏版号之外还必须报文化部备案。游戏上线具体流程如下：

- ◆ 对于从事互联网游戏运营、动漫产品、音乐产品、展览比赛、网络表演等相关网络文化的业务的企业来说，需要向公司所在地的文化部门及文化部申请网络文化经营

- 许可证。因而网文是游戏运营企业申请游戏版号的敲门砖。
- ◆ 取得网络文化经营许可证之后，企业才可以向工业和信息化部申请增值电信业务经营许可证，即 ICP 证。网络文化经营许可证和 ICP 证是申请游戏版号的前置审批条件。
 - ◆ 对于国内研发的游戏需要向中国版权保护中心办理《软件著作权证》，如果是从国外引进的游戏，则需要办理《著作权合同备案》。
 - ◆ 提交 ICP 证复印件、提供持有 ICP 证的企业营业执照副本、著作权复印件、出版合同、授权书、承诺书、游戏演示光盘、游戏客户端光盘、游戏说明等相关材料向新闻出版署申请游戏版号。
 - ◆ 国家广电总局（改革后为中宣部）签发游戏版号后游戏可以正式上线及收费。
 - ◆ 游戏上线运营 30 天内，向文化部备案审批。

图表 2: 网络游戏上线流程



资料来源：公众号“手游那点事”，国盛证券研究所

国家机构改革期间游戏版号暂停发放。2018年3月党的十九届三中全会通过《深化党和国家机构改革方案》，此次机构改革方案将国家新闻出版广电总局拆分称国家广播电视总局、国家新闻出版署和国家电影局三个机构，其中国家广播电视总局为国务院直属机构，负责广播电视管理；国家新闻出版署与国家电影局归属中宣部管理。所以当机构改革完成后网络游戏的版号发放权力划拨到中宣部的旗下，而在机构改革调整期间，游戏版号的发放暂时中止。

“中止”非“终止”，版号发放有望在机构改革落地后重启。此次国务院机构改革要求9月30日前中央机构落实“定职责、定机构、定编制”，省级党政机构改革方案在9月底前报党中央审批；党和国家机构改革在今年年底前落实到位，省级党政机构年底前调整基本到位。另外，8月15日腾讯高管在2018Q2财报电话会议上透露广电总局给部分游戏设立“绿色通道”，通过这种方式获得许可的游戏可以进行为期一个月的商业运营测试。通过这两个时间点，我们可以合理预计机构调整落地后游戏版号的审核发放工作有望重新启动。

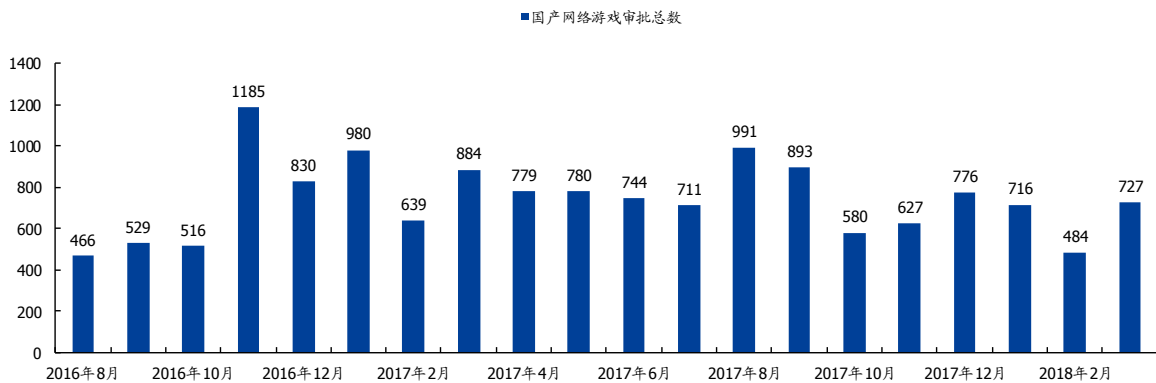
2. 《实施方案》或加速行业精品化及出海趋势，对头部游企影响小

《实施方案》对于游戏行业调控主要提现两个方面，一是数量上，对网游进行总量控制；二是针对未成年人限制其使用时间。我们认为不论从总量控制还是保护未成年人的角度，对头部游企的影响均较小，长期有利于行业走向精品化和规范化。

2.1 头部游企版号申请数量占比小，游戏行业精品化趋势加速

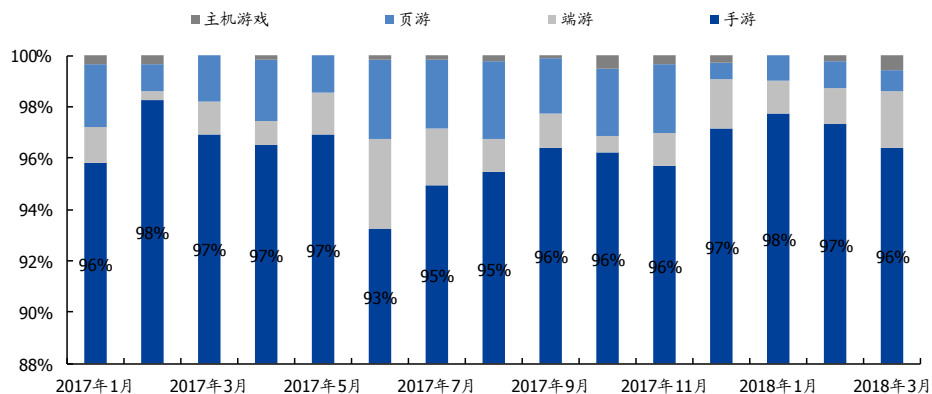
手游版号近年审批数量激增，总量约束加速游戏行业供给侧改革。自2016下半年手游版号政策实行以来，网游版号总量激增。根据国家广电总局国产游戏审批结果显示，2017年国产游戏获批数量达9384款，2018Q1达1927款。过审游戏以手游为主，2017年获批手游9020款，占比96.12%。18Q1获批手游共1872款，占比97.15%。国内游戏基数庞大，其中粗制滥造、同质化严重的游戏较多，而总量约束的重点对象是不合法、不合规、或者游戏内容与主管部门要求不一致的低品质游戏。此次总量监管有利于促进游戏行业优胜劣汰，加速精品化趋势，推动游戏行业的供给侧改革。

图表3: 2016年8月-2018年3月国产网络游戏审批总数(个)



资料来源: 国家广播电视总局, 国盛证券研究所

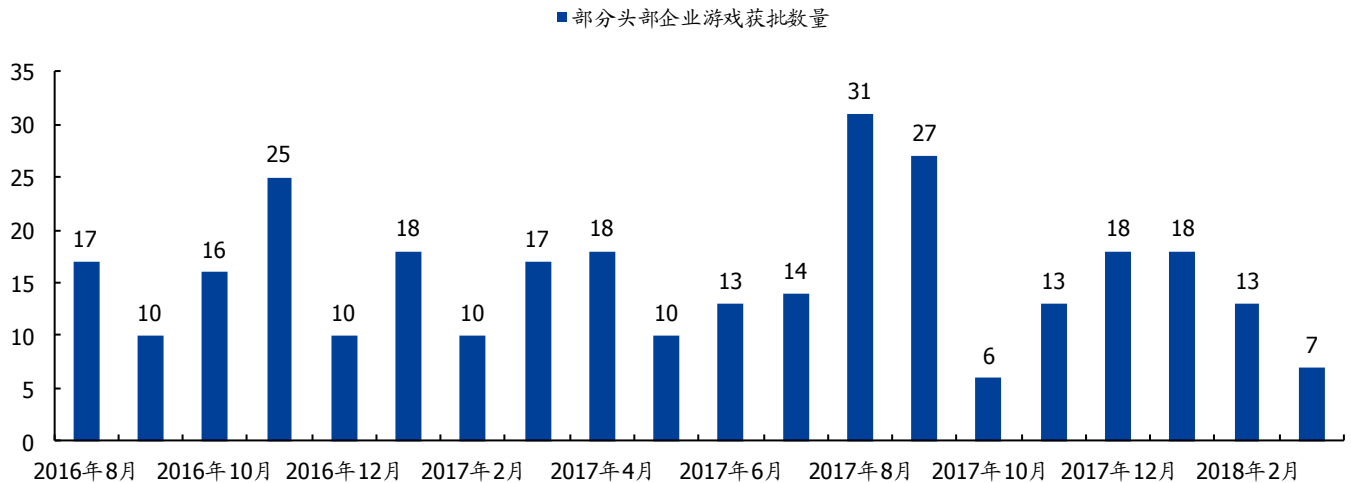
图表4: 2017年1月-2018年3月获审批的国产网络游戏各类型占比(%)



资料来源: 国家广播电视总局, 国盛证券研究所

从数量占比来看，头部游企版号数量仅占个位数。近2年包括腾讯、网易、完美、西山居、三七互娱等在内的10家头部企业每月游戏获批数量总和均在40个以下，占总量的比重较小。2017年10家头部企业游戏获批量共计195款，占17年总量的2.08%。18Q1共计38款，占同期国产游戏总量的1.97%。头部游企在政策理解、内容合规、研运质量等方面均有较大优势，总量监管政策对头部游企的版号发放影响不大。

图表5: 2017年1月-2018年3月10家头部企业游戏获批总数(个)



资料来源: 国家广播电视总局, 国盛证券研究所

图表6: 2016年8月-2018年3月部分头部企业游戏获审批数量(以运营单位统计, 个)

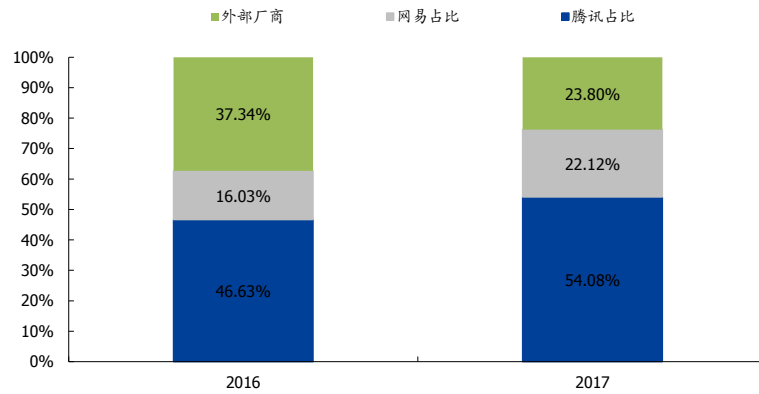
(月份)	2016年												2017年												2018年		
	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3							
腾讯	0	0	2	6	0	3	0	4	3	3	3	4	15	15	1	2	6	7	8	1							
网易	3	0	2	1	3	5	3	2	2	1	2	1	4	1	0	7	7	3	0	2							
完美世界	7	2	0	0	0	0	1	0	2	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	2							
西山居	2	3	0	1	1	1	0	1	0	4	4	2	3	6	0	0	1	1	0	0							
三七互娱	0	2	6	2	1	2	0	4	4	0	2	6	4	1	4	2	3	2	1	2							
游族网络	1	1	0	3	2	3	0	1	5	1	1	1	1	3	0	0	1	0	2	0							
吉比特	0	0	1	2	0	0	3	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0							
恺英网络	1	0	1	2	1	1	0	1	0	0	0	0	2	0	0	0	0	1	0	0							
掌趣科技	0	1	4	5	2	2	1	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0							
巨人网络	3	1	0	3	0	1	2	1	0	0	1	0	2	1	1	1	0	2	1	0							
合计	17	10	16	25	10	18	10	17	18	10	13	14	31	27	6	13	18	18	13	7							

资料来源: 国家广播电视总局, 国盛证券研究所

注: 以上审批数量以运营单位统计, 其中三七互娱对应运营单位为上海硬通网络科技, 吉比特对应运营单位为厦门雷霆

从收入占比来看，2017年网腾87款手游收入占比超76%，游戏的头部集中度较高。以收入规模来计算，腾讯网易2017年的合计手游市场份额达到76.2%，相比2016年提升了13.5%个百分点。根据Sensor Tower统计的数据，腾讯2017年发布手游44款，网易为43款，即87款手游占据了行业76%以上的收入规模，体现出游戏行业较强的头部集中性。我们判断，版号数量即使减少，对头部游企收入层面的影响并不大。

图表 7: 2016-2017 按总收入口径统计的网易腾讯手游市场份额



资料来源: 公司财报, 伽马数据, 国盛证券研究所

国内市场红利将尽, 总量控制下部分厂商或将加速出海寻求破局。目前中国部分游戏企业已在海外展示出不俗的用户获取及货币化竞争力。根据 App Annie 的统计, 2018 上半年中国游戏公司海外总下载量同比增长 25% 至 28 亿次, 海外总流水同比增长 40% 至 26 亿美元。随着国内流量和时长红利见顶, 总量控制下部分厂商或在海外市场寻求发展机会。

图表 8: 中国游戏公司海外总下载量 (十亿次)



资料来源: App Annie, 国盛证券研究所

图表 9: 中国游戏公司海外总流水 (十亿美元)



资料来源: App Annie, 国盛证券研究所

2.2 未成年保护国家重视已久, 青少年游戏用户占比较低

从未成年保护的监管历史看, 2005 年广电总局已提出 3 小时健康游戏时间标准, 旨在防治游戏沉迷。2005 年 6 月, 新闻出版总署面向所有在中国上市的游戏发布《网络游戏防沉迷系统开发标准》, 规定累计在线 3 小时以内的游戏时间为“健康”游戏时间, 该系统于 2007 年正式上线并运行至今。文化部、教育部、国务院法制办公室等各部委在此标准基础上, 于 2010 年启动网络游戏未成年人家长监护试点工程, 并于 2017 年 1 月对《未成年人网络保护条例 (送审稿)》公开征求意见。

图表 10: 历年未成年防沉迷政策和行动

时间	事件
2005年3月	新闻出版总署会同中央文明办、共青团中央、中国社会科学院、光明日报等5部门联合举办“健康上网拒绝沉迷——帮助未成年人戒除网瘾大行动”
2005年6月	中央文明办、共青团中央、新闻出版总署、中国社会科学院、光明日报社在全国10大城市开展的“百万家庭健康上网大行动”正式启动
2005年8月	盛大、网易、金山、九城、新浪、光通和搜狐七家国内主要网络游戏厂商在北京新闻大厦共同签署了《保护未成年人健康创建绿色网游环境防沉迷宣言书》
2006年8月	团中央、新闻出版总署等九部委共同组织的“戒除网瘾特训营”在昌平区某部队大院开营
2006年10月	全国人大代表提请《未成年人保护法(草案)》增加新规定,建议国家采取措施,组织研究开发新技术,阻止未成年人沉迷网络游戏
2006年12月	新闻出版总署音像电子和网络出版管理司召开共同探讨如何戒除网瘾、正确对待网络游戏的座谈会
2007年4月	新闻出版总署、中央文明办、教育部、团中央、信息产业部、公安部、全国妇联、中国关心下一代工作委员会联八部委联合发出《关于保护未成年人身心健康,实施 网络游戏防沉迷系统 的通知》
2007年7月	由新闻出版总署、公安部、教育部、信息产业部等八部委联合推行的“ 网络游戏防沉迷系统 ”正式在全国网络游戏中全面投入使用
2008年1月	由北京军区总医院制订的我国首个《 网络成瘾临床诊断标准 》在京通过专家论证。玩网络游戏成瘾被正式纳入精神病诊断范畴
2009年5月	“戒网专家”电击治网瘾所惹出的争议。
2010年2月	中国青少年网络协会于京发布了 中国青少年网瘾报告(2009)
2010年2月	完美时空、深圳腾讯、上海盛大、广州网易、北京畅游时代、上海巨人等六家企业启动“ 网络游戏未成年人家长监护试点工程 ”。
2011年1月	中国青少年网络协会绿色校园网解决方案 在京正式发布。
2013年2月	文化部联合国家互联网信息办公室、工商总局、公安部、工信部等15部委发布《 未成年人网络游戏成瘾综合防治工程工作方案 》。
2016年9月	国家互联网信息办公室对《 未成年人网络保护条例(草案征求意见稿) 》公开征求意见。
2016年12月	文化部发布《 文化部关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知 》,提倡设置未成年用户消费限额,限定未成年用户游戏时间,并采取技术手段屏蔽不适宜未成年用户的场景和功能等。
2018年4月	教育部基础教育司发布《 关于做好预防中小学生沉迷网络教育引导工作的紧急通知 》。

资料来源: 中国产业游戏报告, 国盛证券研究所

海外已有分级+控时经验, 韩国最严格。韩国政府根据游戏类型将其分为四级, 严格控制18岁以下级别游戏发行量, 同时强制游戏发行商在凌晨12点到次日6点之间停止向16岁以下未成年人提供互联网游戏服务, 强制游戏发行商限制18岁以下未成年人游戏时间。美国、日本及德国根据游戏内容将游戏分别分为7级、5级和5级, 日本未成年人登陆或购买游戏时, 游戏商会向其监护人发送信息提醒, 德国限制有害信息供应商向青少年提供服务的时段, 通常为22或23点至次日6点。

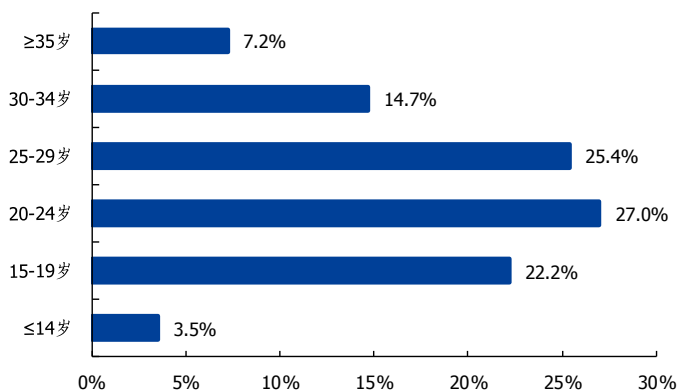
图表 11: 海外部分国家(韩、美、日、德)游戏分级制度及对未成年人的保护政策

国家	级别	分级依据
韩国	全年龄; 12岁+; 15岁+; 18岁+	· 不同类型游戏分级标准不同, 共分为全年龄、12岁+、15岁+及18岁+四级, 12岁+与15岁+游戏发行量约占总量15%; · 强制退出16岁以下青少年凌晨12点至次日6点的游戏服务, 严格限制18岁以下青少年游戏时间; · 监护人可以在某一日24小时内禁止未成年接触游戏。
美国	全年龄; 幼儿; 10岁+; 13岁+; 17岁+; 成人限制级; 未定级	· 依据游戏内容中卡通暴力、强烈暴力、血腥、色情、语言文明等内容决定适合的年龄群体, 并将用户分为7级。
日本	全年龄; 12岁+; 15岁+; 17岁+; 18岁+	· 根据4类(性表现类、暴力表现、反社会行为、言语或思想)共24项内容将游戏分为5级; · 未成年人在登录或购买时向其发送需征得监护人同意的信息提醒。
德国	全年龄; 6岁+; 12岁+; 16岁+; 18岁+	· 受二战历史影响, 将血腥暴力内容作为分级重要依据; · 限制包括色情、暴力等有害信息的网络内容的供应商向青少年提供服务时间, 通常为22点或23点到次日早上6点。

资料来源: 网络资料整理, 国盛证券研究所

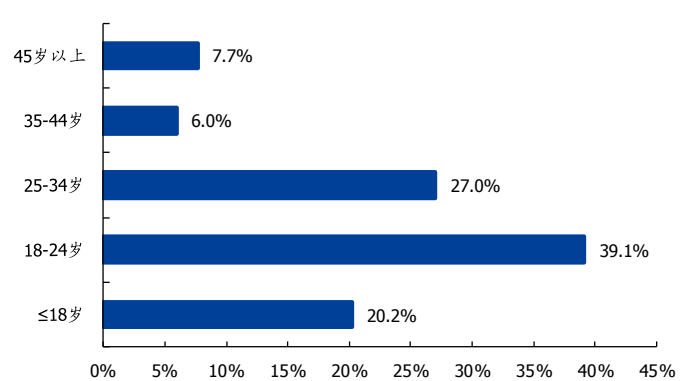
从游戏的玩家结构看, 国内头部游戏未成年玩家占比较小, 且收入贡献能力较弱。根据极光大数据和MobData的监测显示, 《王者荣耀》19岁以下用户占比为25.7%, 而14岁以下占比仅为3.5%; “吃鸡”手游18岁以下用户占比为20.2%, 青壮年仍为主力玩家人群。相比之下, 对付费要求较高的MMO类的游戏低龄玩家规模明显较小, 艾瑞指数显示《梦幻西游》手游24岁以下玩家占比为25.64%, 《王者荣耀》和“吃鸡”手游24岁以下玩家分别占到52.7%和59.3%。结合未成年玩家的学生属性我们亦可以推断未成年用户对头部游戏的收入贡献能力较弱。

图表 12: 《王者荣耀》用户年龄结构



资料来源: 极光大数据, 国盛证券研究所

图表 13: “吃鸡”手游用户年龄结构



资料来源: MobData, 国盛证券研究所

3. 当前游企税收优惠政策丰富，实际税率较低

强技术游戏开发企业享多项政策优惠。所得税方面，游戏开发企业可能享受：高新技术企业所得税优惠、软件企业所得税优惠及所在地方税收优惠等税收减免政策，其中：1) 高新技术企业减按 15% 缴纳所得税；2) 软件企业可享受“两免三减半”所得税优惠政策，即自获利年度起，第一、二年免征企业所得税 (0%)，第三至五年减半征收企业所得税 (12.5%)；3) 西藏、新疆等地方税收优惠。增值税方面，1) 自行开发的软件产品收入享受增值税实际税负超过 3% 的部分即征即退的优惠政策；2) 提供技术转让、技术开发和与之相关的技术咨询、技术服务免征增值税。

拆分来看，以三七互娱为例，截至 2018 年 H1，三七互娱共设子公司 (含孙公司等) 55 家，全部纳入合并范围。其中，7 家享受增值税及所得税优惠，11 家仅享受所得税优惠，1 家仅享受增值税优惠。

图表 14: 2018 年 H1 三七互娱子公司享受增值税减免政策明细

子公司名称	增值税优惠	减免原因
上海三七互娱		
江苏极光公司		
上海硬通公司		
广州三七互娱公司	自行开发的软件产品收入享受增值税实际税负超过 3% 的部分即征即退的优惠政策。	自行开发软件
上海冠航公司		
安徽嘉尚公司		
广州极晟公司		
江苏极光公司	免征增值税	提供技术转让、技术开发和与之相关的技术咨询、技术服务
安徽极光公司		

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 2018 年 H1 三七互娱子公司享受所得税减免政策明细

子公司名称	减免期限	税率	减免原因
顺荣有限公司	2017-2019	15%	取得《高新技术企业证书》
安徽尚趣玩公司	2014-2015	0%	
	2016-2018	12.5%	
上海硬通公司	2014-2015	0%	
	2016-2018	12.5%	
安徽三七公司*	2014-2015	25%	
	2016-2018	25%	
江苏极光公司	2014-2015	0%	
	2016-2018	12.5%	
广州三七互娱公司	2016-2017	0%	软件产业“两免三减半”
	2018-2020	12.5%	
广州极晟公司	2017-2018	0%	
	2018-2020	12.5%	
安徽嘉尚公司	2017-2018	0%	
	2019-2021	12.5%	
安徽极光公司	2017-2018	0%	
	2019-2021	12.5%	
上海冠航公司	2017-2018	0%	
	2019-2021	12.5%	
上海墨鹍公司	2016-2017	0%	
	2018-2020	12.5%	
西藏泰富公司	2016-2017	9%	西藏设立
	2018-2020	15%	
西藏耀通公司	2016-2017	9%	
	2018-2020	15%	
西藏盛格公司	2016-2017	9%	
	2018-2020	15%	
新锐公司	2016-2020	0%	新疆霍尔果斯设立
星辉公司	2016-2020	0%	
千娱公司	2016-2020	0%	
佳稷公司	2017-2021	0%	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 安徽三七公司自取得软件企业证书后尚未盈利, 因此 2017 年、2018 年执行的企业所得税税率为 25%。

税收减免力度大, 大幅减轻企业负担。以完美世界、三七互娱为例, 2017 年与 2018 年 H1, 完美世界实际所得税率分别为 10.27%和 17.48%, 分别较法定所得税率减免 14.73 个 pct 和 7.52 个 pct; 三七互娱实际所得税率分别为 5.15%和 2.88%, 分别较法定所得税率减免 19.85 个 pct 和 22.12 个 pct。

图表 16: 2017 年、2018 年 H1 完美世界/三七互娱实际所得税率

	完美世界		三七互娱	
	2017 年	2018 年 H1	2017 年	2018 年 H1
利润总额	16.49 亿	8.32 亿	19.17 亿	9.19 亿
按法定/适用税率计算的所得税费用	4.12 亿	2.08 亿	4.79 亿	2.30 亿
子公司适用不同税率的影响	2.43 亿	0.63 亿	3.80 亿	2.03 亿
法定所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
公司实际税率	10.27%	17.48%	5.15%	2.88%
减免所得税率	14.73%	7.52%	19.85%	22.12%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 对比全球，A股游戏公司估值较低

A股游戏公司经历了较长的估值下杀周期，P/E从2015年的50倍以上（完美世界游戏资产未注入）降至2018年的7-18倍，目前已进入估值底部。海外上市的腾讯、网易、金山近三年P/E基本保持稳定，2018年仍在19-34倍区间。对比全球其他游戏市场，日韩除网禅外，NC、网石、Nexon以及任天堂2018年在19-35倍，与中概处于相同区间；欧美的育碧、Take-Two以及动视暴雪，由于手游化预期较强，2018年均均在30倍左右。考虑到中国游戏市场总量较大，中国游戏公司不论在手游研发还是运营上均具备全球领先的优势，当前估值较低。

图表 17: 全球部分游戏公司 P/E 估值对比 (截至 2018 年 8 月 31 日收盘)

P/E 估值	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
A 股						
完美世界	35.6	33.6	29.2	17.6	14.4	12.3
三七互娱	84.7	32.0	27.2	11.7	9.8	8.4
游族网络	49.9	38.8	30.2	12.8	9.9	8.3
吉比特	-	-	21.6	13.3	11.3	9.7
恺英网络	62.6	35.3	19.8	6.8	6.0	4.3
掌趣科技	79.1	50.3	58.1	14.8	12.2	10.5
巨人网络	-326.1	94.5	57.7	-	-	-
中概股						
腾讯控股	41.22	38.74	44.51	34.40	26.72	21.04
网易	23.07	17.00	27.62	18.63	15.17	12.81
金山软件	54.79	-	-	23.39	12.29	10.76
日韩						
NC Soft	27.91	19.36	21.56	18.50	13.73	11.56
Netmarble	-	-	48.23	34.92	19.70	18.74
Nexon	23.96	18.76	-	-	31.48	1,492.00
Webzen	12.38	10.45	40.47	10.21	9.25	8.03
任天堂	116.45	30.26	40.32	23.41	18.42	16.73
欧美						
育碧	32.09	40.86	54.38	32.77	26.28	24.54
Take-Two	48.97	68.66	59.12	29.91	26.89	21.46
动视暴雪	32.30	25.59	43.72	27.56	24.00	22.32

资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

注: 任天堂、育碧、Take-Two 以 3 月 31 日为当年财年结束, 上表中 2015-2020 对应其 2016 财年至 2021 财年

5. 标的推荐

腾讯控股: 1) 游戏行业霸主地位稳固,《绝地求生:刺激战场》接力《王者荣耀》登顶下载榜,版号放开后有望带来较大的业绩增量;2) 在多条泛娱乐赛道取得领先,增值付费货币化空间值得期待;3) 社交网络优势明显,小程序有望加快B端生态构建;4) 微信广告提速,信息流广告仍有较大空间。

完美世界: 1) A股游戏龙头,研发实力强,MMO、二次元、竞技类多品类延伸,手游、PC以及主机游戏全方位布局,受版号影响小,业绩稳定性和可持续性强;2) 将与Steam合作建立Steam中国,在提升品牌影响力的同时打开公司与海外顶级IP合作的想象空间;3) 当前估值进入历史底部区间,高管增持+公司回购增强安全边际。

迅游科技: 1) 加速业务受益于游戏电竞化趋势增长迅速;2) 与腾讯合作紧密,《绝地求生》端/手游获取版号后有望为加速业务带来较大增量。与Oppo、小米等手机厂商合作,渗透率快速提高;3) 通过狮之吼切入海外互联网市场,用户规模庞大,变现能力强。

三七互娱: 1) A股游戏龙头公司,游戏研运实力强、生命周期长,《大天使之剑H5》《永恒纪元》等当前流水依然亮眼。新游《屠龙破晓》7月份以来各渠道流水表现出色,下半年多款海内外自研及代理产品有望带动流水继续回升;2) 当前估值进入底部区间,估值优势明显。

风险提示

游戏行业监管政策趋严风险: 国内游戏行业受到国家相关政策和职能部门监管,面临游戏版号放开不及预期,监管政策进一步趋严等风险。

宏观经济环境下行风险: 国内经济景气度下行可能导致用户游戏娱乐支出缩紧,影响行业整体收入增长。

游戏项目延期/表现不及预期风险: 对于项目制公司而言产品制作需要一定周期,项目上线前的表现无法准确预测。龙头公司亦面临项目延期风险和表现不及预期风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com