

增持

——维持

日期：2018年09月07日

行业：传媒-游戏



分析师：滕文飞

Tel: 021-53686151

E-mail: tengwenfei@shzq.com

SAC证书编号：S0870510120025

研究助理：胡纯青

Tel: 021-53686150

E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC证书编号：S0870116120003

证券研究报告/行业研究/行业动态

网游将实行总量调控，对头部公司影响有限

—传媒行业动态点评

■ 行业动态

为贯彻落实习近平总书记就青少年儿童近视高发问题做出的重要指示，8月30日，教育部、国家体育总局、国家新闻出版署等八部委发布了《综合防控儿童青少年近视实施方案》的通知，方案强调了各部委防控近视的职务和任务。其中，国家新闻出版署将负责对网络游戏实施总量调控，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。

■ 事件点评

实施总量限制：对头部公司影响有限

从供需关系看：2017年获得版号的游戏总数超过9000款，其中95%以上为手游。而获批的手游中，有超过70%为轻度休闲益智类游戏。对于重度手游市场的版号供给约在年2000款左右。而腾、网、以及主要二线游戏龙头2017年合计过审重度游戏数量388款，占重度游戏版号发行总量的不到20%。我们认为，头部游戏企业版号占比不高，且公司资质齐全、熟悉版号申请流程，且游戏整体质量普遍高于行业平均水平。因此，即使未来版号总量有部分减少，对头部游戏企业获取版号的影响也不大。

从行业特征看：目前国内手游市场已进入存量博弈阶段，只有少量畅销精品游戏才能对游戏公司业绩形成有效支撑，数量远小于版号一年的发行数量。细分领域的研发优势构成了上市游戏公司的主要护城河，总量控制对大型游戏公司带来的影响不大。

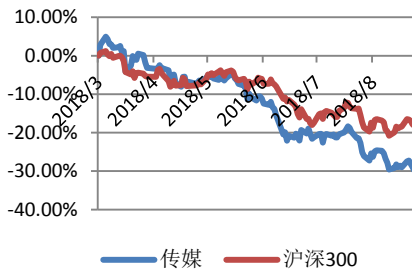
对于企业的影响：随着国内玩家群体正日益走向成熟，对游戏的质量要求不断提高，对游戏的需求也更为细分化。在这一大趋势下，独立游戏作为游戏玩法内容创新的先行者不太可能因版号减少而销声匿迹。但客观地说，版号总量减少对不具备自行申办版号的公司来说，其申请版号成本、寻求代理发行的成本可能会有一定程度上升。反过来，大厂在代理独立游戏的过程中将获得更大的话语权，利好积极开展独立游戏代理发行业务的大厂，如腾讯、吉比特等。

此次版号总量限制政策对A股游戏公司的不利影响远小于之前的版号暂停申请，最为悲观的时期已过去。此次通知新提出了总量限制政策，一定程度上意味着今后版号办理的总体方略已经大致确定，版号恢复申请有望在年底国家机构改革落实到位后实现。

限制未成年人游戏时长是长期坚持的监管思路，对行业规模影响较小此次重申限制青少年网络游戏时间是自端游时代以来既有政策的延伸，行业已对政策的施行做好了充分准备。即使此次政策采取了最严格的限制标准，严格限制游戏时间及充值金额，我们从对头部手游的影响及国外经验两个角度分析得出，新政对整个行业收入规模的影响较小。

对于通知中“探索符合国情的适龄提示制度”，可能是指一种对通过版号申请的游戏的再分级方案，有助于指导青少年及其监护人选购合适的游戏。对标海外分级制，有望实现独具特色的“禁止+建议”相结

近6个月行业指数与沪深300比较



重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

合的游戏分级方案。

■ 投资建议

从市场规模来看，经过多年的发展，我国游戏行业的市场规模在 2017 年已经突破了 2000 亿元大关，超越美国成为全球最大的游戏市场；从成长性来看，我国游戏行业多年来一直保持着超过全球平均的行业增速；从对文化产业的贡献情况来看，高速发展的游戏出海业务使得游戏行业成为了我国文化输出的重要组成部分；从估值水平来看，A 股游戏版块经过长时间的调整，2018 年整体 PE 仅 13.4 倍，远低于国际市场 20.65 倍的水平。A 股游戏版块在多维度具备较强的竞争优势，压制板块市场表现的主要还是日趋收紧的监管态势。我们相信未来监管政策落地后对行业的实际影响较小，继续看好 A 股游戏板块的长期表现。

■ 风险提示

版号恢复缓于预期、监管进一步趋严

事件：

为贯彻落实习近平总书记就青少年儿童近视高发问题做出的重要指示，8月30日，教育部、国家体育总局、国家新闻出版署等八部委发布了《综合防控儿童青少年近视实施方案》的通知，方案强调了各部委防控近视的职务和任务。其中，国家新闻出版署将负责对网络游戏实施总量调控，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。

通知内容主要分为两方面：1、实施总量限制；2、采取针对未成年人的限制措施。以下我们将分别解读这两条政策对行业带来的影响：

一、实施总量限制：对头部公司影响有限

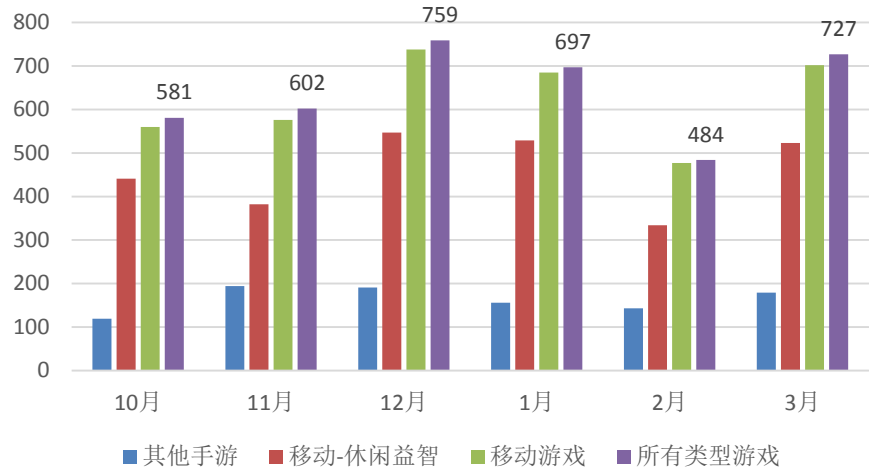
由国家新闻出版署来施行网络游戏总量限制，意味着，这一措施很大程度上将围绕限制游戏版号的发行数量进行。

国家新闻出版署是此次国家机构改制后重新设立的部门，所管辖职权在改制前归属于新闻出版广电总局，负责游戏版号的审批与发行。所谓游戏版号实际包含两部分，即符合国际标准书号标准 (ISBN) 的电子出版物出版号以及广电总局的审批文号，两者共同下发。2016年7月，在版号新政正式实施之后，手游正式纳入版号审批范围，只有取得了版号的游戏才能合法地开展付费运营。iOS及国内各大游戏渠道商（应用商店）对新政要求严格把关，新游戏在上架审批时必须出示游戏版号。

在版号正常发行的2017年，版号的供给相对比较充裕，全年通过审批取得版号的游戏数量超过9000款。从每月数据来看，每月获得版号的游戏数量约在700-800之间，其中超过95%为手游。而获批的手游中，有超过70%为轻度休闲益智类游戏。休闲益智类手游获批数量较多主要是因为消除、跑酷、飞行、棋牌、解谜、体育、音乐舞蹈等“七大类”游戏一般剧情简单，不涉及敏感题材，因此对“七大类”游戏的版号审批速度较快；另一方面，以棋牌为代表的休闲游戏又因为存在各地存在比较细微的玩法差异、研发门槛又较低导致游戏数量众多，两者共同导致了休闲益智类游戏的过审游戏数量占了大头。而剩下的不到30%的手游多指传统意义上的重度手游，具有内容审核较严、审核周期较长的特点。根据iOS畅销榜Top100排名，“七大类”游戏上榜作品数不到10%，且多为运营多年的国民级休闲游戏，如《开心消消乐》、《欢乐斗地主》等。可见，重度手游是手游市场收入的绝对主力。据此，我们判断对于核心的重度手游市场的版号供给约在单月不到200款，年2000款左

右。

图1 2017.10-2018.3 版号过审情况



数据来源：国家广播电视总局 上海证券研究所

那么，腾讯、网易、以及 A 股上市公司这些头部游戏的主要出品方每年通过版号申请的游戏又有多少呢？根据广电总局公示数据，2017 年，腾讯、网易旗下重度游戏过审数量最多，分别为 102 款、92 款。在剔除 4399、竞技世界、触控科技等以出版运营轻度休闲益智游戏为主的游戏公司后，三七互娱以过审数量 33 排名第三，其余 A 股上市公司年过审游戏数量多在 10-20 款之间。腾、网、以及主要二线游戏龙头 2017 年合计过审重度游戏数量 388 款，占重度游戏版号发行总量的不到 20%。我们认为，头部游戏企业版号占比不高，且公司资质齐全、熟悉版号申请流程，且游戏整体质量普遍高于行业平均水平。因此，即使未来版号总量有部分减少，对头部游戏企业获取版号的影响也不大。

表1 主要游戏公司 2017 年过审游戏数量（剔除轻度休闲游戏）

出版单位	过审数量	主要运营单位
腾讯*	102	腾讯
网易**	92	网易雷火科技
三七互娱	33	硬通科技
游族信息	20	游族信息
完美世界	9	完美世界
掌趣科技	17	掌趣科技、玩蟹科技、天马时空
吉比特	19	雷霆网络、青瓷数码

西山居	28	西山居
恺英网络	6	恺英网络
巨人网络	14	巨人网络
数龙科技（盛大游戏）	13	数龙科技
蜗牛数字	13	蜗牛数字
电魂网络	19	电魂网络
冰川网络	3	冰川网络
总计	388	

备注：数据全部来源于国家广播电视总局官网，统计周期为

2017. 1. 1-2017. 12. 31

*按游戏名称简单剔除腾讯旗下休闲棋牌类游戏后数据，若包含棋牌游戏合计过审 157 个；

**不包含运营方为网易博乐科技的游戏（以运营棋牌游戏为主）

数据来源：国家广播电视总局、上海证券研究所整理

我国网络游戏市场头部效应显著，收入高度集中于头部游戏。根据伽马数据测算，2018H1 国内 Top20 手游超过 358 亿元，占行业收入的 56% 以上，除几款二次元游戏外，均为腾讯、网易作品。而构成上市公司收入主力的游戏多在 Top20-100 之间。超过 Top100 的游戏收入规模较小，对公司财报的贡献金额不明显。而能够登陆畅销榜 Top100 的精品游戏当中，榜单固化较为显眼，每年只有最多几十款新游能够跻身榜单排名相对靠前的畅销游戏的行列。目前国内手游市场已进入存量博弈阶段，只有少量畅销精品游戏才能对游戏公司业绩形成有效支撑，数量远小于版号一年的发行数量。细分领域的研发优势构成了上市游戏公司的主要护城河，总量控制对大型游戏公司带来的影响不大。

关于未来如何实施总量限制，哪部分游戏的版号申请难度将提升？目前，官方没有公布具体方案。我们认为，总量限制的具体实施方案大概率是一个复杂方案，不可能是简单的限制单一公司版号申报总量，或是按时间顺序限制一年审批的版号总量，这一类方案往往很难得到公平的实施的。未来版号总量限制的审核或将围绕两条主线展开：1、加强内容审核：内容审核是近期游戏、传媒审核的重点，未来对游戏内容的审核可能进一步趋严，对于可能存在暴力等不符合广大青少年发展观的游戏或更难获批。如腾讯“吃鸡”手游等因玩法内容导致版号迟迟无法下发的例子或有所增加。内容审查趋严对游戏公司在产品立项时的风险管控能力提出了更高的要求。2、去除同质化内容：目前国内游戏市场尤其是棋牌、休闲、ARPG 市场上存在着大量同质化内容，部分产品质量较低，存在换皮等打擦边球的作法，大量的同质化产品还大大抬高了同类游戏的

流量获取成本。如果总量限制政策得到有效实施使得市面上类似玩法的游戏总量大大减少，那么竞品减少将有利于上市公司具备大 IP、先发优势的产品的持续运营。

关于总量限制后，中小独立游戏开发者版号申请困难的问题，我们认为：受限于公司资质以及版号申请经验，多数中小独立游戏开发商原本就需要挂靠大厂或出版社寻求上线。在版号总量限制实施后，大厂或出版社是将资源集中在少量玩法成熟的高 ARPU 值的游戏上，还是继续扶持独立游戏，归根结底都取决于市场需求。我们认为，国内玩家群体正日益走向成熟，对游戏的质量要求不断提高，对游戏的需求也更为细分化。在这一大趋势下，独立游戏作为游戏玩法内容创新的先行者不太可能因版号减少而销声匿迹。但客观地说，版号总量减少对不具备自行申办版号的公司来说，其申请版号成本、寻求代理发行的成本可能会有一定程度上升。反过来，大厂在代理独立游戏的过程中将获得更大的话语权，利好积极开展独立游戏代理发行业务的大厂，如腾讯、吉比特等。

此外，我们认为此次版号总量限制政策对 A 股游戏公司的不利影响远小于之前的版号暂停申请。2018 年 3 月至今，受国家机构改革影响，游戏版号的发行暂时中止。版号申请暂停使得游戏行业新游上线进度大幅延缓，预期收入延后，而维护成本有所增加。受此影响，多家游戏上市公司在中报中均表示，版号暂停使公司游戏上线时间延后从而导致收入下降。虽然目前广电总局针对这一问题对部分厂商开设了“绿色通道”，允许取得许可的游戏以“不删档付费测试”的形式开展为期一个月的正常商业运营，但通过这种方式开展付费运营的网络游戏数量较版号正常发行时大大减少，预计目前市面上已经积压了大批游戏等待版号申请再开。此次通知新提出了总量限制政策，一定程度上意味着今后版号办理的总体方略已经大致确定，版号恢复申请有望在年内实现。国家机构改革预计将于今年年底前落实到位，版号恢复申请大概率将在此之前实现。不过，由于重度游戏的整个审批流程耗时 3 个月左右，因此，整个游戏市场恢复新游戏的正常供应速度最快也要在明年初。

二、限制未成年人游戏时长是长期坚持的监管思路，对行业整体规模影响有限

我国规范青少年游戏时间的相关政策措施可以追溯到端游时代。早在 2005 年，由新闻出版总署牵头的“未成年人戒除网瘾行动”促成了盛大、网易、金山、九城、新浪、搜狐、光通等七家当时主要的网游运营商共同签署了《保护未成年人健康创建绿色网游

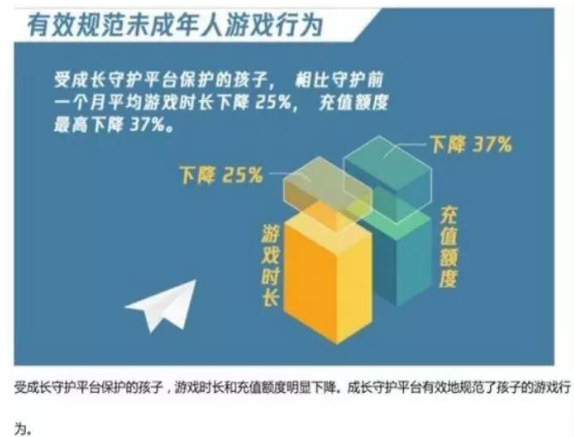
环境防沉迷宣言书》。同年，《网络游戏防沉迷系统开发标准》正式制定，“系统”于2007年正式推出，并首次规定了3小时的“健康游戏时间”标准，超出时间则减半游戏内收益，超过5小时后游戏内收益归零。

进入移动游戏时代，行业主动响应政策方针，相关限制措施有部分升级。以腾讯为例，腾讯上线的“成长守护平台”覆盖公司旗下超过200款游戏产品，对未成年人设计了更为严格的时间限制（12周岁以下1小时；12周岁以上2小时，到时强制下线），家长可以实时监控子女游戏时间等数据，并提供一键强制下线、禁止充值等功能。2018年2月，在“成长守护平台”上线一周年之际，腾讯公布了其相关数据：共有超400万账号绑定“守护平台”使用者，月平均游戏时间下降25%，充值额度最高下降37%。此次重申限制青少年网络游戏时间是既有政策的延伸，行业已对政策的施行做好了充分准备。

图 2 腾讯“成长守护平台”关联用户数



图 3 腾讯“成长守护平台”使用效果



数据来源：腾讯游戏官方微博 上海证券研究所

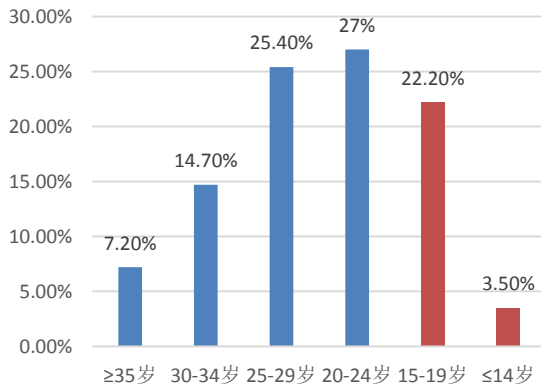
数据来源：腾讯游戏官方微博 上海证券研究所

如果此次政策采取了最严格的限制标准，严格限制游戏时间及充值金额，我们从以下两个角度分析得出，新政对整个行业收入规模的影响仍较小。

1、对头部手游的影响：《王者荣耀》、“吃鸡”手游是青少年用户占比较高的手游。以《王者荣耀》为例，根据极光大数据数据，2017年5月，《王者荣耀》19岁及以下玩家占比25.7%；根据腾讯“成长守护平台”2018年2月推出的数据报告，登陆“守护平台”的青少年玩家较“守护平台”上线前充值额度最高下滑37%；我们再假设青少年玩家充值情况与成年玩家没有显著差异，则对游戏收入规模的影响约为25.7%*37%=9.51%。考虑到青少年玩家可支配收入较低，实际充值金额或大大低于成年玩家平均水平，故对《王者荣耀》游戏总体收入的影响应远小于这一数字。此外，《王者荣耀》

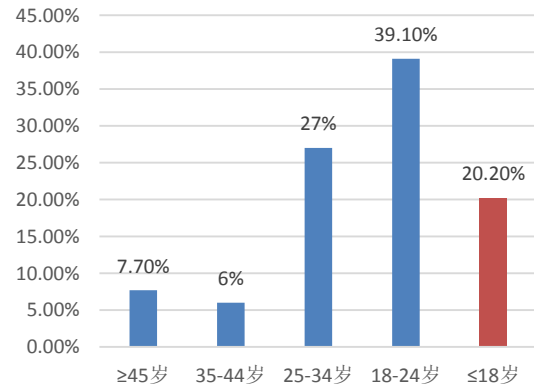
等竞技类游戏因充值带来的数值反馈不明显，而其国民级的巨大影响力又成为了青少年熟人社交的重要组成部分，故付费能力较低的青少年用户在游戏中占比仍然较高。而 MMORPG、ARPG 等主流重度手游由于付费反馈机制明显，付费玩家人均充值金额较高，使得这类游戏中青少年玩家占比显著低于《王者荣耀》，故而 MMORPG、ARPG 等重度手游受政策的影响更小。综合来看，限制青少年游戏时间及充值上限对游戏行业整体规模的影响比较有限。

图4 《王者荣耀》用户年龄占比



数据来源：极光大数据 上海证券研究所

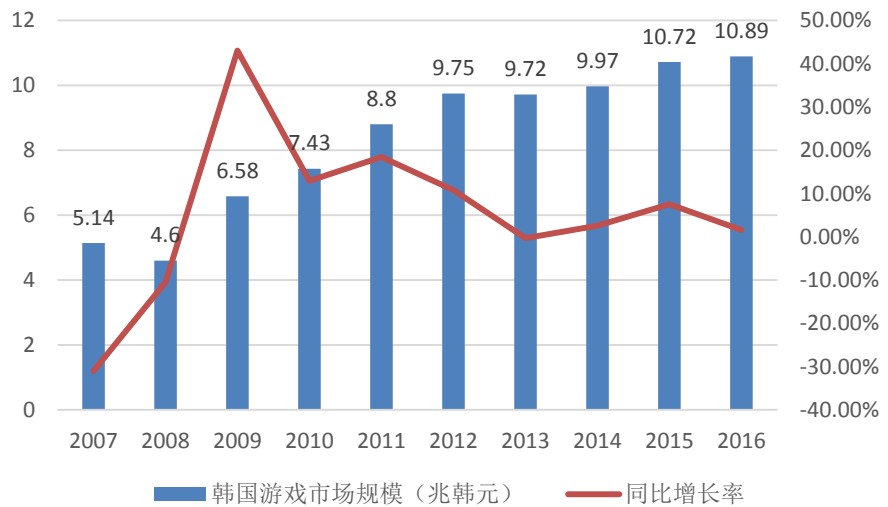
图5 “吃鸡”手游用户年龄占比



数据来源：MobData 上海证券研究所

2、参考海外经验：韩国是目前全球范围内对青少年游戏行为监管最为严厉的国家之一，以法案的形式同时限定了青少年的游戏时间及充值规模，并限制了扭蛋玩法的设定。根据韩国经济研究院《防沉迷限制的经济效果分析》，自2011年底加入防沉迷后，韩国游戏市场的市场需求大约减少了1.16兆韩元，这一规模约占报告发行前的2014年韩国游戏市场规模的11.64%，约占2012-2014年韩国游戏市场规模的3.94%。

图6 韩国游戏市场规模（兆韩元）



数据来源: KOCCA、上海证券研究所

关于通知中提到的探索符合国情的适龄提示制度，我们认为，这一制度有望成为国内逐步推行游戏分级制的前奏。

海外为规范面向青少年的游戏内容采取的普遍做法是建立游戏分级制度。如美国、日本等国家普遍建立了5级分级制度。需要指出的是，游戏分级机构多为民间组织，分级本身并不具备法律强制力，仅仅是一种针对游戏内容的分年龄段提示制度，原则上不推荐未达到年龄的玩家购买对应级别的游戏。不过，一些国家或地方政府会针对被评级为“18+”的游戏设定相应的限制性法规，如日本的一些地方自治体会将被CERO评级为“Z (18+)”级别的游戏列入“有害图书类”，而日本“青少年保护育成条例”规定，禁止“有害图书类”向未成年人的销售等行为，销售时需要单独陈列；德国在采纳PEGI评级的同时，还拥有自己的一套分级体系USK，被USK评为“18+”级别的游戏会被处以禁止广告宣传乃至直接禁售的处罚，且具备法律效应。

此次通知中“探索符合国情的适龄提示制度”可能是指一种对通过版号申请的游戏的再分级方案，有助于指导青少年及其监护人选购合适的游戏。对于游戏的内容审核，版号的审批仍将会是最主要的一道关口。适龄提示制度与版号审批制度的共同作用有望使我国形成自己的一套“禁止+建议”相结合的游戏分级方案。

表2 全球三大游戏分级制

分级制	适用国家	评级 (对应年龄)				
ESRB	美国、加拿大、墨西哥	Everyone (全年齡)	Everyone10+ (10+)	Teen (13+)	Mature (17+)	AdultsOnly (18+)

CERO	日本	A (全年齡)	B (12+)	C (15+)	D (17+)	Z (18+)
PEGI	欧洲、以色列等	3 (全年齡)	7 (7+)	12 (12+)	16 (16+)	18 (18+)

数据来源: ESRB、CERO、PEGI 官网 上海证券研究所

图 7 全球三大游戏分级制图标 (左上: ESRB; 左下: PEGI; 右: CERO)



数据来源: ESRB、CERO、PEGI 官网 上海证券研究所

投资建议:

从市场规模来看,经过多年的发展,我国游戏行业的市场规模在 2017 年已经突破了 2000 亿元大关,超越美国成为全球最大的游戏市场;从成长性来看,我国游戏行业多年来一直保持着超过全球平均的行业增速;从对文化产业的贡献情况来看,高速发展的游戏出海业务使得游戏行业成为了我国文化输出的重要组成部分;从估值水平来看,A 股游戏版块经过长时间的调整,2018 年整体 PE 仅 13.4 倍,远低于国际市场 20.65 倍的水平。我国游戏产业尤其是手游产业在全球范围内具备较强的竞争力,坐拥全球最大的游戏市场,在估值及成长性上也有一定优势。压制板块市场表现的主要还是日趋收紧的监管态势。我们相信监管政策落地后对行业的实际影响较小,继续看好 A 股游戏板块的长期表现。

图8 全球主要游戏公司 2018 年 PE 倍数

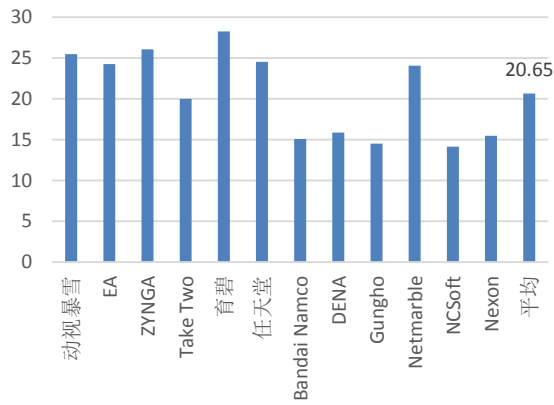
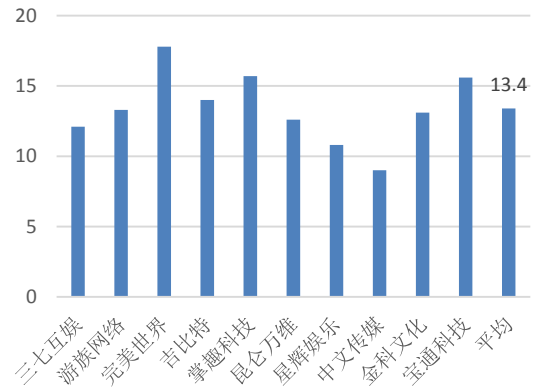


图9 A 股主要游戏公司 2018 年 PE 倍数



数据来源: Bloomberg 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

注: 因各地区财年起止日期不同, 含 18.01-18.12 及 18.04-19.03 两种时间纬度

分析师承诺

滕文飞 胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。