

游戏行业：展望“四荒”背景下的投资机会

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

联系电话：18621871887

二零一八年十二月

研究助理：肖文瀚

联系邮箱：xiaowh@dwzq.com.cn

联系电话：18317047068

二零一八年十二月

———游戏行业回顾：

2018上半年游戏行业整体增速放缓至5.2%，其中前三季度手游季度营收增速放缓至13%-17%，在经历了版号暂停审批、备案入口关闭、游戏总量调控、严格实名认证等利空后，游戏行业已呈现出了“四荒”：产品荒、流量荒、用户荒、版号荒。

———两大核心问题解析：

- **政策影响判断：**情绪影响先于实际影响，版号放开时间将决定行业短期增速，总量控制中长期改善竞争环境，利好品牌游戏厂商。
- **行业增速展望仍旧乐观，持续深耕用户价值：**我们预计未来3-5年内手游行业仍旧维持双位数增长，在用户红利逐渐褪去后，行业的增长逐渐往付费率与付费用户ARPU值的提升倾斜，2018年前三季度腾讯手游付费用户ARPU值维持较高增长。

———分类投资机会解析：我们看好A股游戏厂商的两条主线

- **主线一：2019年与腾讯合作厂商：**完美世界、游族网络、凯撒文化、世纪华通等。
- **主线二：业务稳健增长龙头企业：**三七互娱、宝通科技、吉比特、中文传媒等。
- **风险提示：**手游用户数增长不及预期，版号放开时间低于预期，市场竞争加剧风险，政策监管风险，用户付费情况低于预期。

目录



■ 游戏行业回顾

■ 核心问题解析

■ 分类投资机会解析

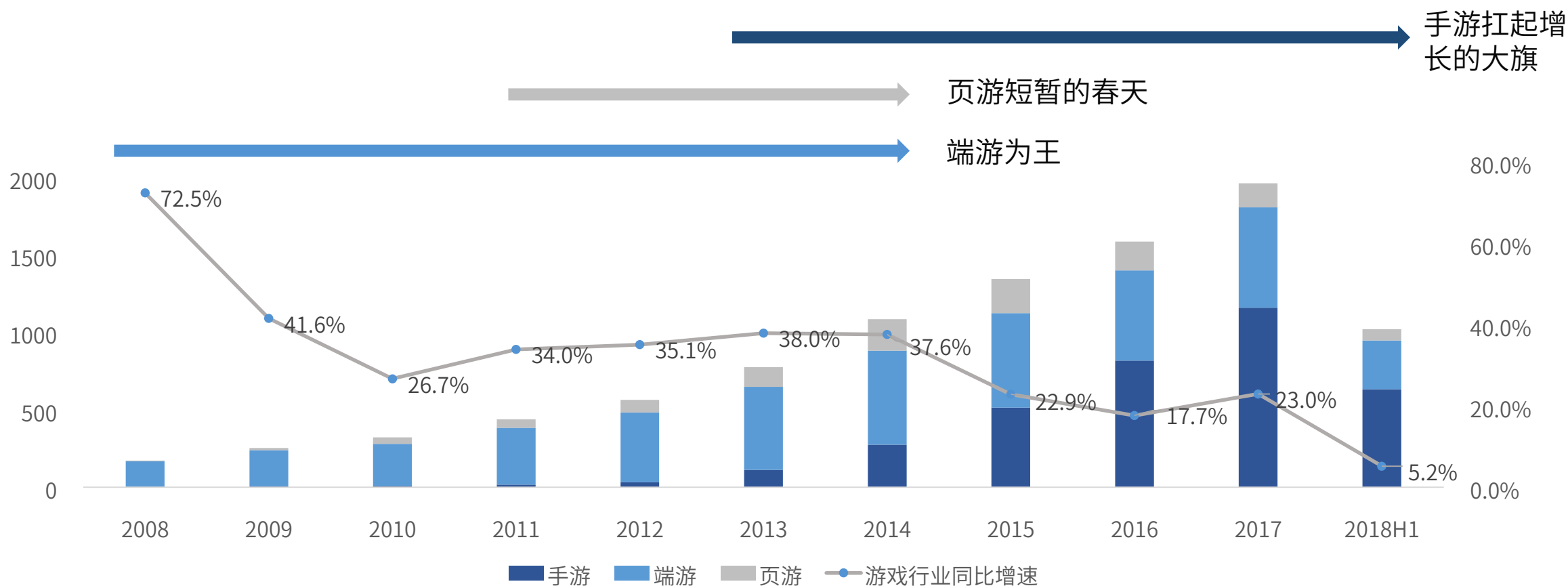
■ 风险提示

一、游戏行业回顾：从“三荒”到“四荒”

1.1 游戏行业回顾：手游降速，从“三荒”到“四荒”

1.1.1 2018年手游陡然降速，行业整体增长放缓

图表：2008-2017中国手游、端游、页游实际销售收入（亿元）与游戏行业同比增速



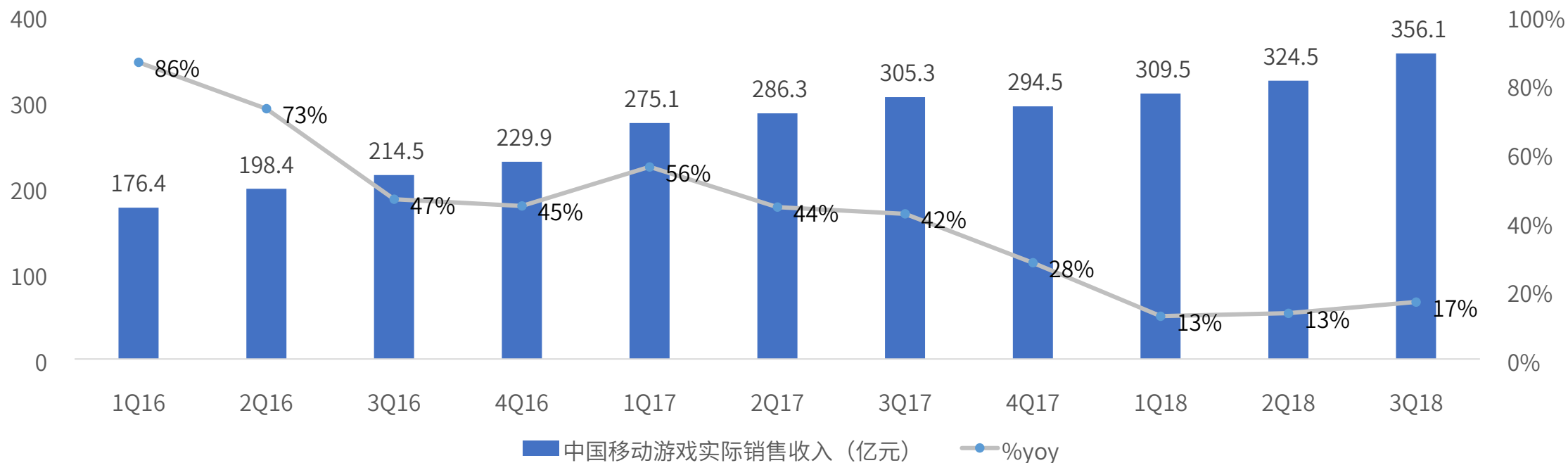
资料来源：伽马数据，东吴证券研究所

1.1 游戏行业回顾：手游降速，从“三荒”到“四荒”

■ 1.1.2 手游降速，机构改革衍生出行业“第四荒”

- 根据伽马数据的统计，2018年前三季度的中国手游季度营收规模增速放缓至13%-17%，**“吃鸡手游”无法实现道具付费、版号限制等因素压制了手游行业增速。**
- 在2018年中国游戏资本峰会上，盛大副总裁直言2018年是游戏行业的“三荒年”（产品荒、流量荒、用户荒）。我们认为，在2018年政策等因素的影响下，**其实游戏行业已呈现出了“四荒”：产品荒、流量荒、用户荒、版号荒。**

图表：1Q16-3Q18中国移动游戏行业实际销售收入（亿元）与同比增速



二、核心问题解析：政策影响与增速展望

2.1 核心问题解析一：政策影响预期与判断

2.1.1 政策利空密集，情绪冲击先于实际影响

- 2018年以来，游戏行业经历了版号暂停审批、备案入口关闭、游戏总量调控、严格实名认证等利空。
- 由于各大游戏厂商今年仍有版号储备，实际影响预计随着时间而逐渐发酵，版号落地时间较大程度影响2019年游戏市场。

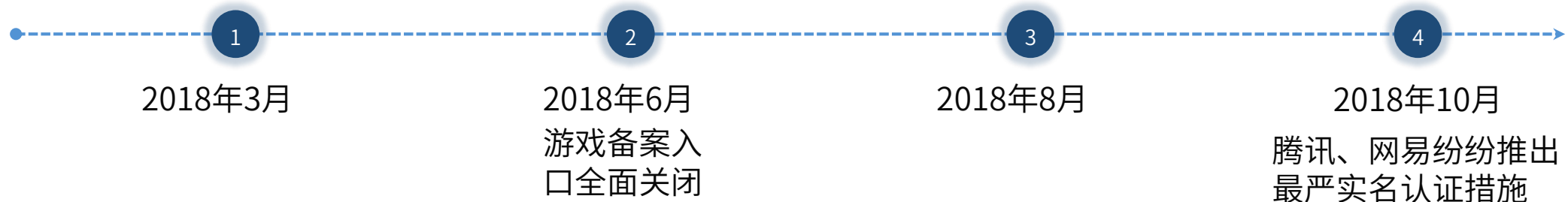
按照原广电总局2016年6月发布的《关于移动游戏出版服务管理的通知》
只有获得版号的游戏，才能开启内购权限。

此前平均每个月通过审批的
游戏版号700个

未来预计进行总量调控

原国家新闻出版广电总局
发布《游戏申报审批重要事
项通知》
由于机构改革，游戏版号无
法核发，审批将暂缓。

八部门联合印发《综合防控
儿童青少年近视实施方案》
国家新闻出版署表示将“实
施网络游戏总量调控”

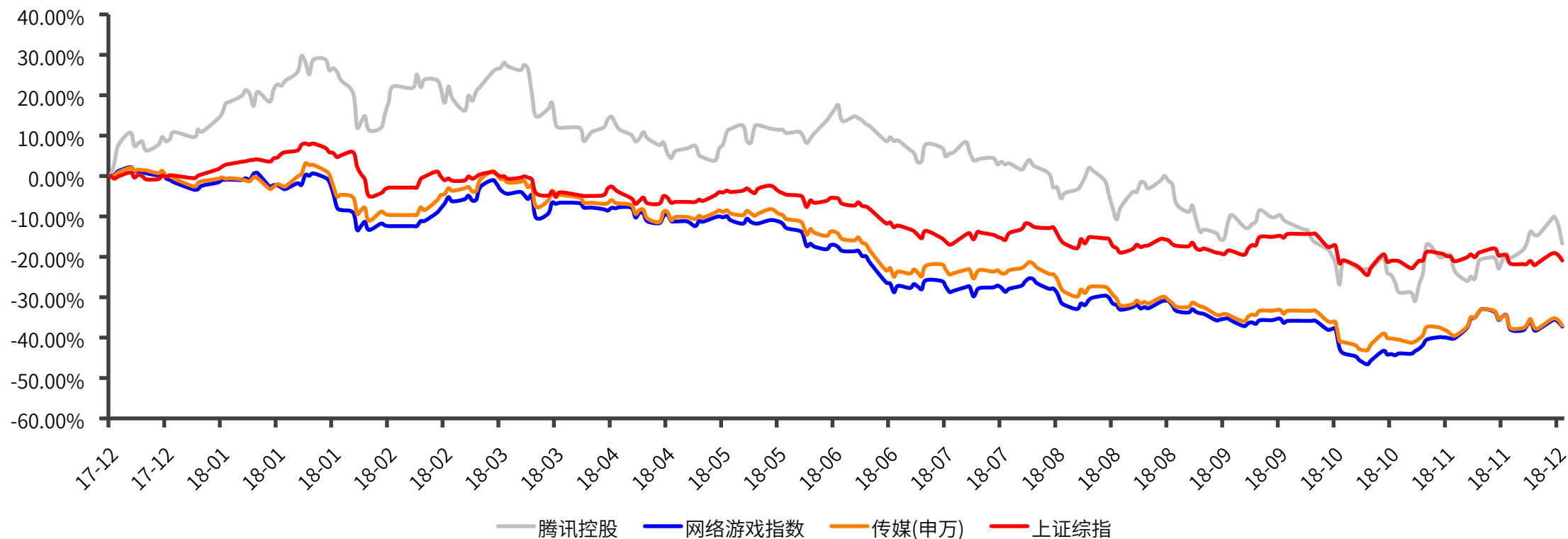


2.1 核心问题解析一：政策影响预期与判断

2.1.1 政策利空密集，情绪冲击先于实际影响

- 受政策利空，行业增速放缓等因素影响，A股网络游戏股近一年股价表现低迷，下跌幅度达到30-50%。
- 龙头企业腾讯受游戏业务表现与政策利空影响，股价从高位下跌超过40%。

图表：近一年腾讯控股、网络游戏指数、申万传媒指数、上证综指股价变动幅度

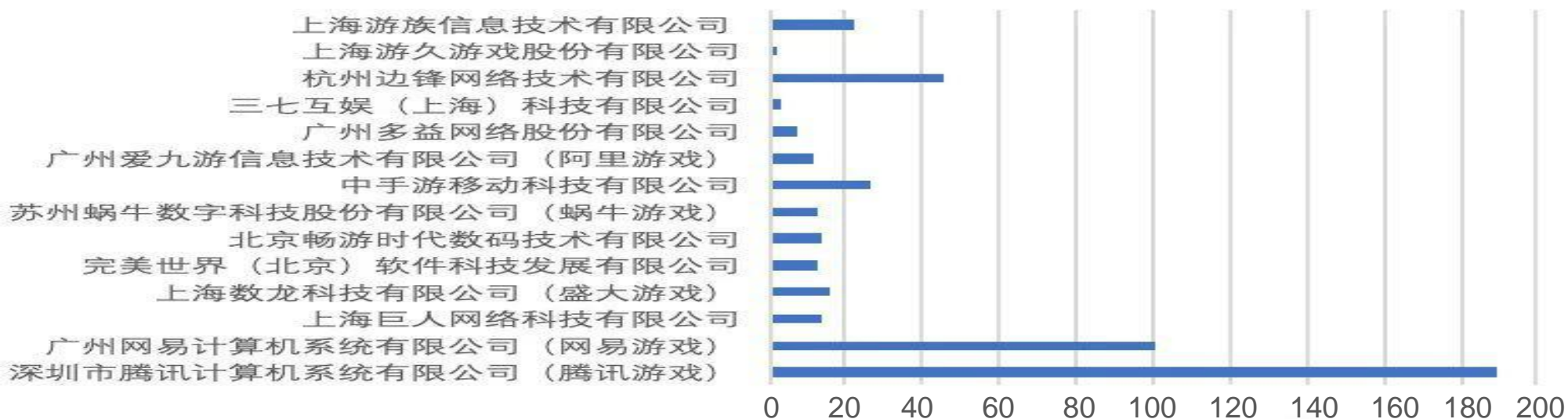


2.1 核心问题解析一：政策影响预期与判断

■ 2.1.2 版号落地时间干扰短期业绩增长，总量控制中长期改善行业环境

- **最严格实名认证**：未成年人占总体的充值金额较低，限制游戏时长对整体流水影响有限。
- **网游总量调控冲击棋牌、换皮产品**：根据国家新闻总署官网公布，2017年1月1日到2018年3月28日，获得国产游戏版号的数量为12,800个，进口游戏版号：522个。根据统计，14家品牌游戏企业共获得版号477个，占总发放版号数量仅3.58%，其中仅腾讯、网易获得版号数量超过100个。
- 我们认为，游戏大厂对游戏版号量的需求占此前版号发放量比例较小（整体预计< 5%），因此总量调控对游戏大厂直接影响较小，中长期利好游戏市场环境。

2017年1月至2018年3月28日游戏版号量

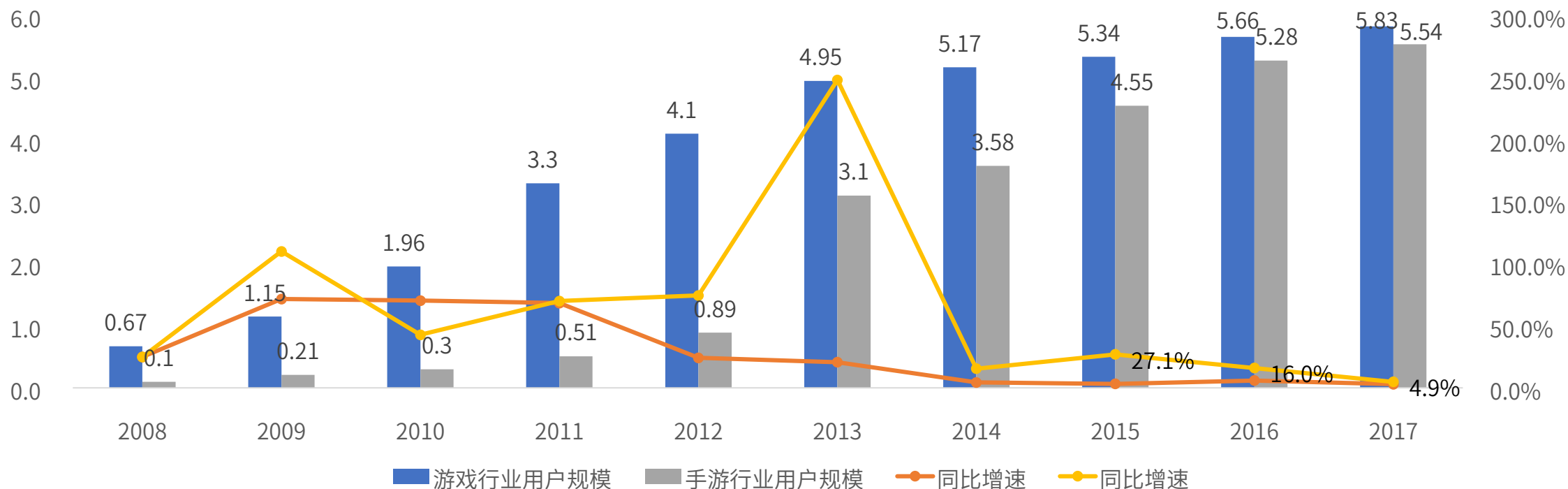


2.2 核心问题解析二：中长期行业增速展望

2.2.1 手游用户规模增速放缓，深耕国内用户价值为重要抓手

- 涵盖轻度休闲用户数量，截至2017年，中国游戏行业用户规模达到5.83亿人，其中手游用户的渗透率已高达95%，渗透率比值与移动网民渗透率接近。
- **市场规模 = 用户数 x 付费率 x ARPPU**，用户增速放缓情况下，深耕用户价值能力成为评判标准。

图表：2008-2017中国游戏行业用户规模、手游用户规模（亿人）与同比增速

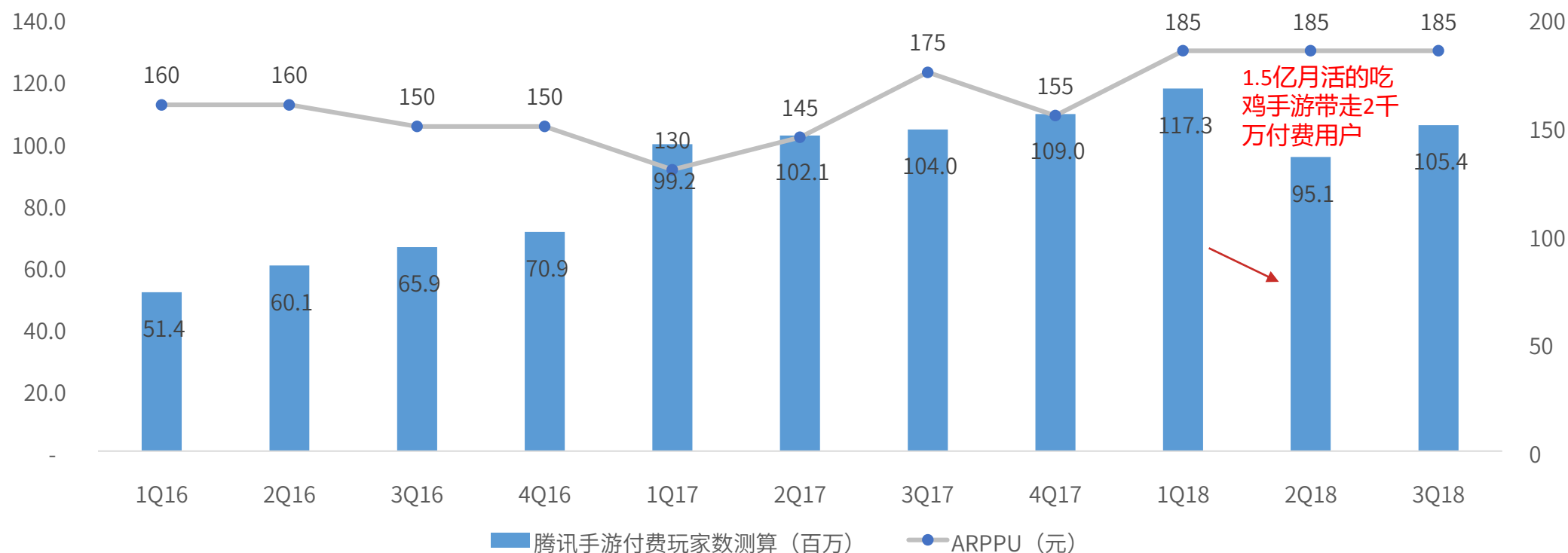


2.2 核心问题解析二：中长期行业增速展望

2.2.2 吃鸡手游干扰短期变现，付费率提升仍为长期趋势

- 腾讯自研吃鸡手游《绝地求生：刺激战场》拥有超过1.5亿月活用户，但由于未获得版号，无法进行应用内收费，导致腾讯手游2Q18付费玩家大幅下降。

图表：1Q16-3Q18腾讯手游付费玩家数及ARPPU

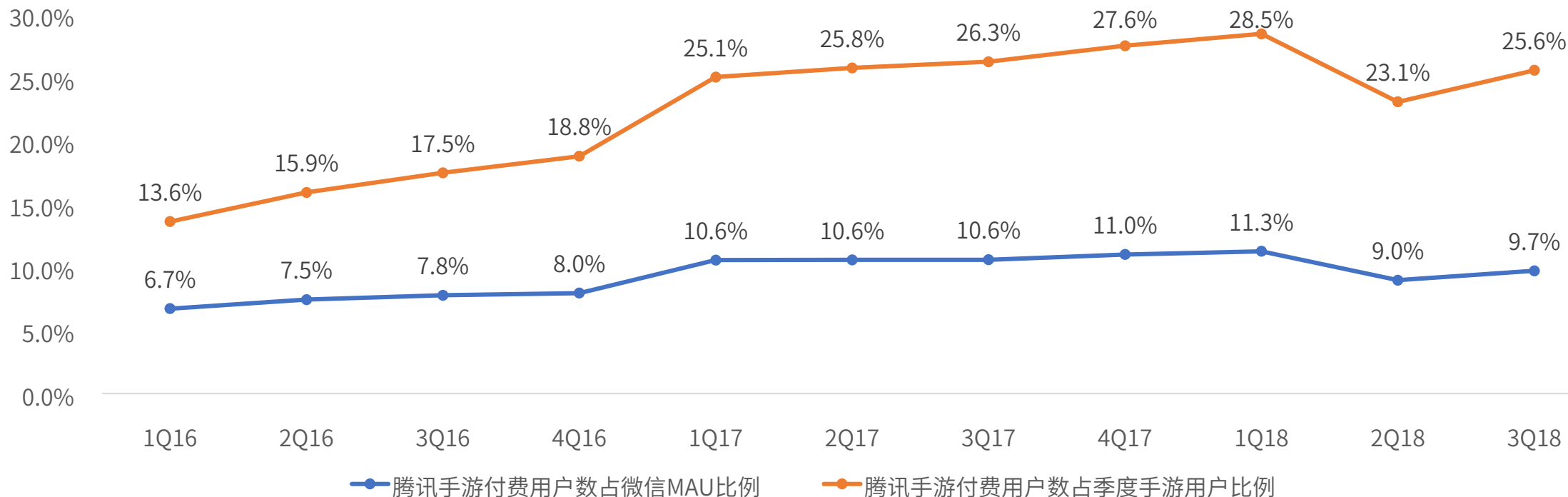


2.2 核心问题解析二：中长期行业增速展望

2.2.2 吃鸡手游干扰短期变现，付费率提升仍为长期趋势

- 根据腾讯公布的季度营收与ARPPU，我们测算得出腾讯手游付费用户占微信MAU比例约为10%（3Q18），近两个季度受吃鸡手游影响较大，手游付费用户数短期有所下降，但仍然具有长期增长趋势。

图表：1Q16-3Q18腾讯手游付费用户数占微信比例以及占季度手游用户比例（估算值）

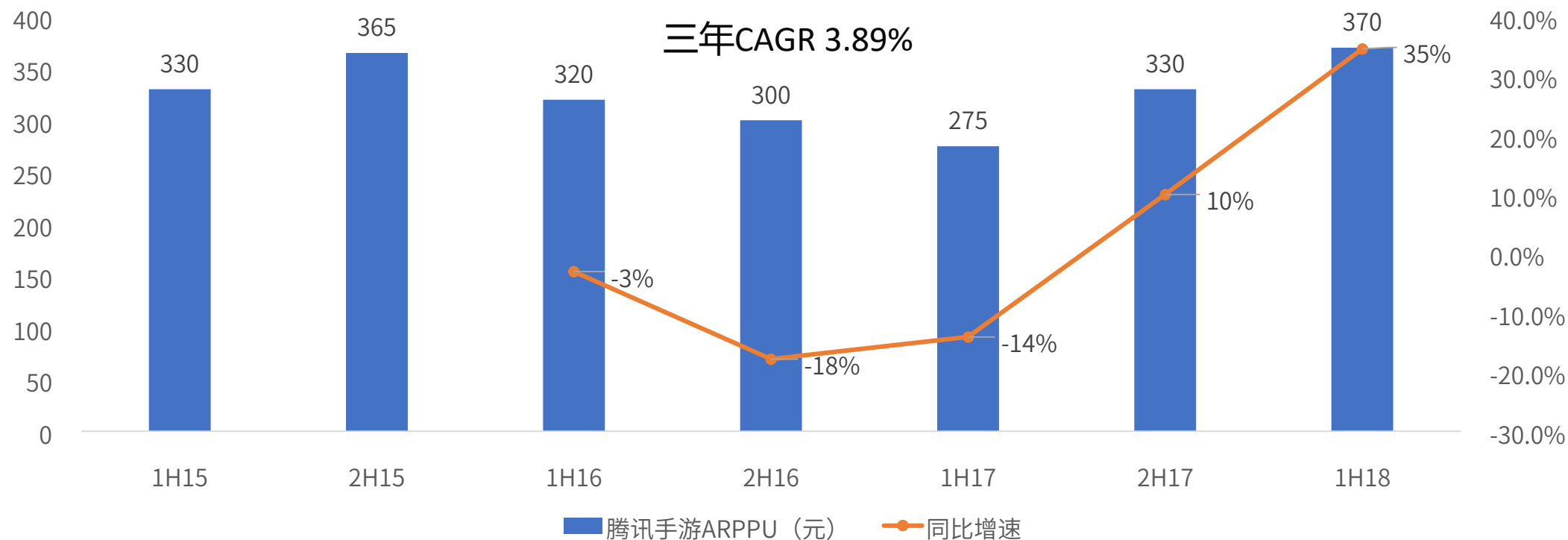


2.2 核心问题解析二：中长期行业增速展望

2.2.3 手游ARPPU短期波动较大，过去三年CAGR约为3-4%

- 以腾讯手游超过1亿付费玩家为样本，以半年为统计维度，过去三年复合增速约为3.89%。
- 随着更多手游玩家往中重度手游过度，预计未来仍将维持个位数的同比增速。

图表：1H15-1H18腾讯手游ARPPU与同比增速



2.2 核心问题解析二：中长期行业增速展望

- 2.2.4 手游行业增速：排除版号的短期干扰，预计行业未来几年仍将维持双位数的增速，**版号压制的释放有望提升短期行业增速**

手游行业增速 = 用户数增长 (3-5%) X 付费率渗透 (每年增长1-2 pct) X ARPPU增长 (CAGR 3-4%)

图表：手游行业规模增速测算

	用户数增长	付费渗透率提升	ARPPU增长	行业增速
保守	103%	104%	103.0%	10%
中性	104%	106%	103.5%	14%
乐观	105%	108%	104.0%	18%

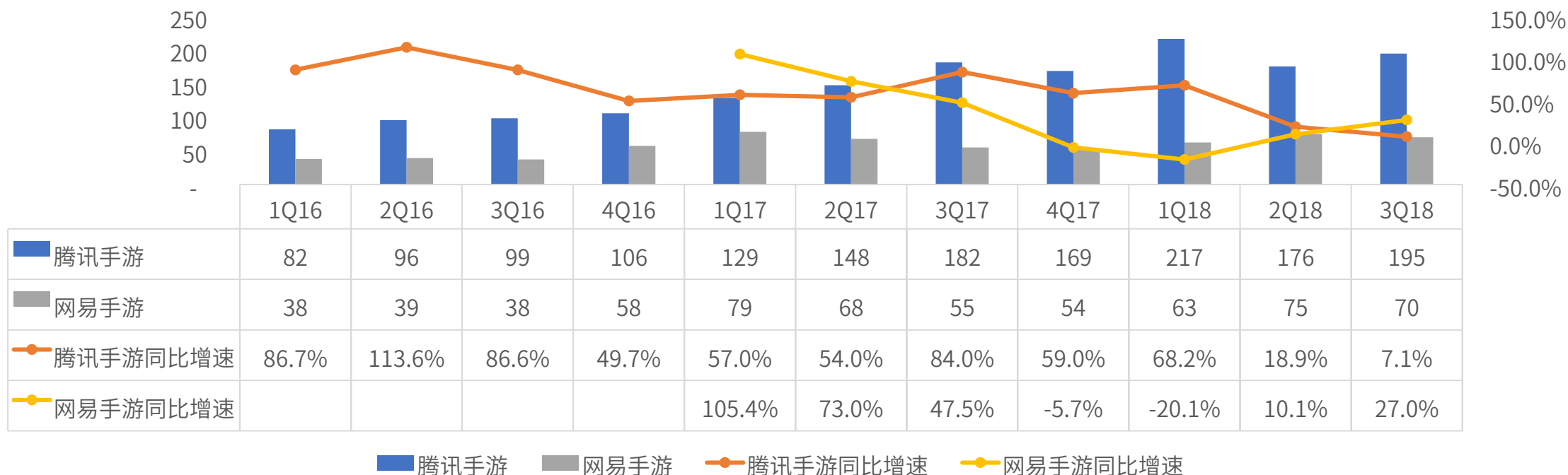
三、分类投资机会解析：看好两条主线

3.1 分类投资机会解析之一——腾讯控股

3.1.1 短期游戏业务压力较大，预计1Q19将出现增速低点

- 腾讯作为行业龙头，3Q18财报中广告、支付与云业务均展现出较强的增长潜力，游戏作为毛利的主要贡献，受“产品荒、版号荒”影响较明显，短期预计仍将较大程度上影响业绩增长。
- 考虑1Q18的高基数，在短期产品荒等因素的影响下，1Q19可能面临一定的压力，对于新产品上线的紧迫性更强，在自研“吃鸡”游戏受影响的情况下，重磅代理游戏将扮演重要角色，积极关注其长期价值。

图表：1Q16-3Q18腾讯与网易手游游戏收入（亿元）与同比增速



资料来源：腾讯公司公告，网易公司公告，东吴证券研究所

3.2 分类投资机会解析之二——A股游戏厂商

■ 3.2.1 版号落地有望提振行业信心，看好主线一：与腾讯合作厂商

- 2018年政策对情绪影响较大，且一定程度上影响了新产品推出的进度；经历较长时间的调整，A股游戏公司整体估值具有较高的安全边际（对应2018年扣非净利润 11-27倍），预计版号落地将提振市场信心。
- **主线一：2019年与腾讯合作厂商：完美世界、游族网络、凯撒文化、世纪华通等。**
- 结合我们对腾讯的跟踪判断，3Q18腾讯VAS业务毛利率环比下降2.5个pct至56.5%，在产品荒与增长压力增大的情况下，腾讯游戏代理业务将承担更大的重任，与腾讯合作密切二三线厂商有望优先受益。

图表：A股游戏厂商与腾讯部分合作产品Pipeline

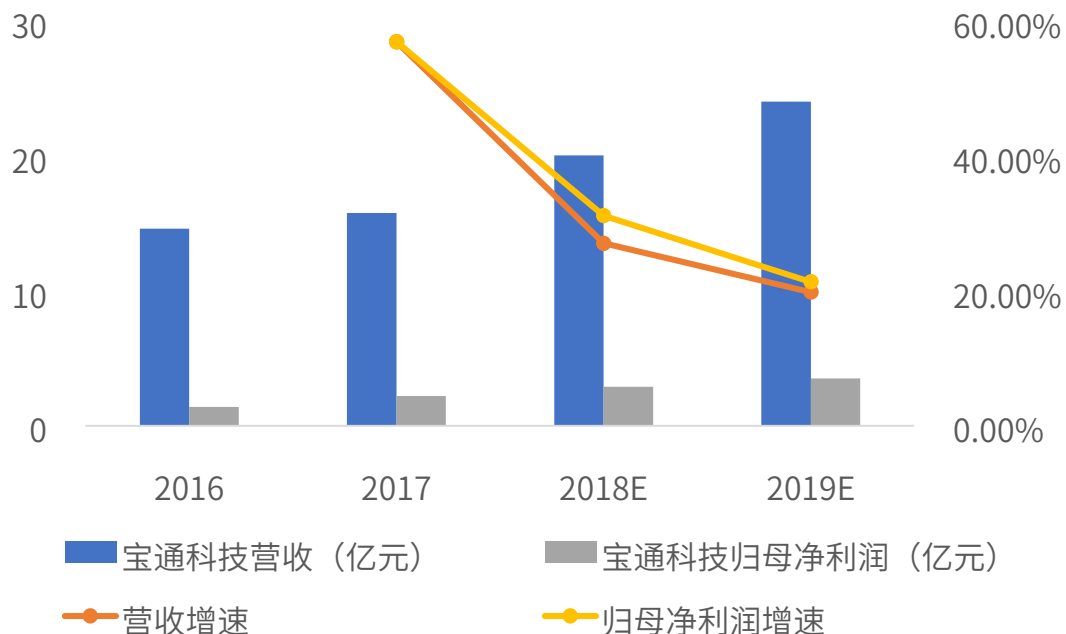
游戏厂商	游戏产品	预计上线时间
	全民主公2	2018年11月
世纪华通	龙之谷世界	2019年5月
	彩虹岛手游	2019年6月
完美世界	完美世界手游	2019年初
游族网络	权力的游戏手游	2019年Q1
凯撒文化	银之守墓人手游	2019年Q2

3.2 分类投资机会解析之二——A股游戏厂商

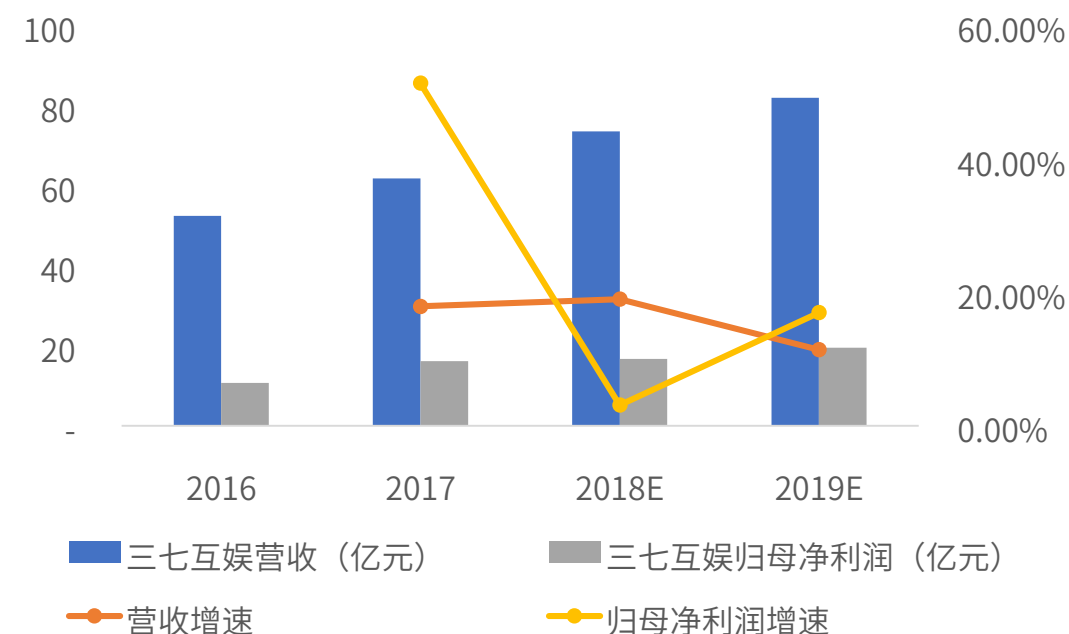
■ 3.2.2 版号落地有望提振行业信心，看好主线二：业务稳健增长龙头企业

- 主线二：业务稳健增长龙头企业：三七互娱、宝通科技、吉比特、中文传媒等。
- 国内A股游戏龙头之一三七互娱业务稳健，新推出产品表现强劲，“多条腿”走路成效显著，海外业务稳步发展，有望成为增长的第二曲线；宝通科技作为海外发行龙头，近三年营收复合增速超过30%，4季度《万王之王》与《我叫MT4》上线，有望推动明年Q1业绩高速增长。

图表：2016-2019E 宝通科技营收与归母净利润情况



图表：2016-2019E 三七互娱营收与归母净利润情况



- **手游用户数增长不及预期：** 手游用户数占全体游戏用户数比例达到95%，在整体移动互联网用户数增长放缓的背景下，手游用户数存在增长低于预期可能。
- **版号放开时间低于预期：** 版号审核最终放开时间仍然存在较大的不确定性，可能对游戏公司推出新产品的节奏产生影响。
- **市场竞争加剧风险：** 市场竞争加剧可能导致游戏公司新产品表现低于预期，同时销售费用可能继续上升，影响经营业绩。
- **政策监管风险：** 游戏行业受众较广，影响范围较大，存在政策监管风险。
- **用户付费情况低于预期：** 游戏行业用户付费受产品品类以及头部产品影响较大，具有一定波动性，存在短期低于预期的可能。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本腾讯”）的客户使用。本腾讯不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本腾讯不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的腾讯所发行的证券并进行交易，还可能为这些腾讯提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本腾讯分析师认为可靠且已公开的信息，本腾讯力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本腾讯可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本腾讯所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

腾讯投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

腾讯网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园