

增持

——维持

日期：2019年01月15日

行业：传媒-游戏



分析师：胡纯青

Tel: 021-53686150

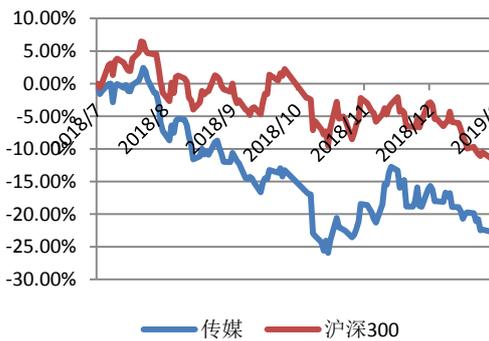
E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC证书编号：S0870518110001

证券研究报告/行业研究/行业动态

第二批版号出炉，当前时点如何看待版号的发放节奏 ——游戏行业动态点评

近6个月行业指数与沪深300比较



■ 行业动态

新闻出版广电总局官网上公示了第二批获得版号的游戏名单，公示的游戏共84款，其中82款手游。叠加第一批过审游戏，目前已有164款游戏取得版号。

■ 事件点评

两批版号的发放具备较强规律性，版号审批趋于规范化

第一批、第二批版号在数量上都维持在80款左右，而两批版号的过审时间以及公示时间均间隔了大约十天。可见，近期版号的发放节奏具备较强的规律性，未来游戏版号分批次持续正常发行是大概率事件。版号的发行间隔由过去的“不固定”到目前的间隔十天左右，这或许是版号审批日趋规范化的直接体现。

版号的总量可能减少，重度游戏版号暂未受影响

如果维持目前的发放节奏，每月发放的版号数在 $80 \times 3 = 240$ 款左右，这一数字较版号暂停前每月发放700款游戏的数字有较大幅度减少。但是，在这两批发放的游戏版号中，并未出现被分类为“移动-休闲益智”类的游戏。这一类游戏主要包括棋牌、三消等休闲移动游戏，在往常占据了每月发放版号总数的超过70%。而剩余的200余款版号面向少量客户端、网页、主机游戏以及大量重度移动游戏，是游戏市场收入的主要组成部分，也是A股上市公司重点耕耘的领域。因此，单就这部分重度游戏而言，版号的供给数量较审批暂停前并未减少，游戏版号总量减少对上市公司的影响不大。

棋牌游戏审核收紧大势所趋，但不必过分悲观

在目前发放的两批总计184款游戏版号中，仅有一款PC端棋牌类游戏取得了版号，而以往数量众多的移动端棋牌游戏更是无一获批。从过往的政策方针看，棋牌游戏一直是主管部门重点审核监管的领域之一，在“总量限制”正式实施后，棋牌游戏版号数量出现一定幅度减少是大概率事件。但是，对于最近两个批次的版号中，棋牌游戏几乎绝迹的现象无需过分悲观，这可能只是版号审批向正常化过渡期间产生的临时现象。由于包括棋牌类游戏在内的“七大类”休闲移动游戏的版号审批速度较快，而其余类型的游戏审批时间相对较长。因此，在2018年3月版号暂停之际，主管部门处可能积压了一批3月申报但未完成审批的非“七大类”游戏。而近期发放的版号基本上按照游戏的申报时间排列，最近这两批版号可能是在集中消化这批积压的游戏。

多家上市公司的产品喜提版号，但丰富的新游戏储备更为重要

从游戏运营方来看，A股上市公司中三七互娱、掌趣科技、吉比特、巨人网络等公司旗下均有新游戏上榜，新游顺利上线后能够对公司收入带来一定的增量，但这批游戏在IP加成、产品竞争环境的角度上未见明显优势。版号重开对整个游戏行业具备积极意义：首先，版号恢复，各类新游戏才能如期上线运营，是游戏行业可持续发展的必要条

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。

件；其次，版号恢复后，市场上新游戏供给增加，玩家多样化的游戏需求将得到更好的满足，行业景气度有望回升。版号恢复意味着游戏行业的发展重回正轨，而行业整体向精品化发展的趋势不改。因此，即使目前暂未有新游戏获批，但在研游戏储备丰富，且游戏具备较高品质及口碑的公司，如腾讯、网易等，在未来更有望充分受益于版号重开。

■ 投资建议

2019年游戏行业整体收入增速有望出现一定幅度回升，理由如下：1、版号恢复，市场上优质内容的供给增加，有望提升行业景气度；2、“吃鸡”游戏仍存在过审并开展商业化运营的可能。即使其短期内无法得到版号，但一批借鉴了其玩法特色的“类吃鸡”游戏无论是审核上还是收益上都被验证是可行的，这类游戏有望通过分流“吃鸡”玩家从而带动行业收入增长；3、“端改手”游戏由于具备极高的成功率而一直备受市场关注。在今年，包括腾讯“DNF 手游”、网易“新梦幻西游手游”、完美世界“完美世界手游”等一大批极具号召力的“端改手”游戏有望于年内上线，或将有力推动行业成长。建议持续关注产品储备丰富、兼具精品游戏研发能力以及长线运营能力的头部厂商。

■ 风险提示

监管进一步趋严、行业竞争加剧

事件：

新闻出版广电总局官网上公示了第二批获得版号的游戏名单，公示的游戏共 84 款，其中 82 款手游。叠加第一批过审游戏，目前已有 164 款游戏取得版号。

在当前时点，如何看待版号的发放节奏及其他市场关心的问题，我们的解读如下：

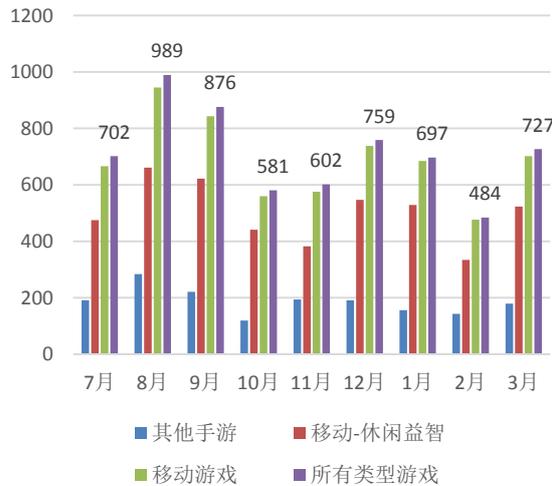
一、两批版号的发放具备较强规律性，版号审批趋于规范化

第一批、第二批版号在数量上都维持在 80 款左右，而两批版号的过审时间以及公示时间均间隔了大约十天。（第一批版号的过审时间为 12 月 19 日，公示时间为 12 月 29 日；第二批版号的过审时间为 12 月 29 日，公示时间为 1 月 9 日）可见，近期版号的发放节奏具备较强的规律性，未来游戏版号分批次持续正常发行是大概率事件。未来版号的发行间隔可能维持在 10 日或更短的周期，这一点与版号暂停前每周公布两到三次，具体时间不固定的情况有所不同，这或许是版号审批日趋规范化的直接体现。

二、版号的总量可能减少，重度游戏版号暂未受影响

如果维持目前的发放节奏，每月发放的版号数在 $80 \times 3 = 240$ 款左右，这一数字较版号暂停前每月发放 700 款游戏的数字有较大幅度减少。但是，在这两批发放的游戏版号中，并未出现被分类为“移动-休闲益智”类的游戏。这一类游戏主要包括棋牌、三消等休闲移动游戏，在往常占据了每月发放版号总数的超过 70%。（以 2018 年 3 月为例，当月发行版号 727 款，其中移动-休闲益智类游戏 523 款，剩余游戏 204 款）而剩余的 200 余款版号面向少量客户端、网页、主机游戏以及大量重度移动游戏，是游戏市场收入的主要组成部分，也是 A 股上市公司重点耕耘的领域。因此，单就这部分重度游戏而言，版号的供给数量较审批暂停前并未减少，游戏版号总量减少对上市公司的影响不大。

图 1 2017.7-2018.3 版号数量



数据来源：新闻出版广电总局 上海证券研究所

图 2 在版号暂停前（以 2018 年 3 月为例）“移动-休闲益智”类游戏占比极高

游戏名称	游戏类型	发行公司	版号	日期
碰碰球	移动-休闲益智	北京互动网络科技有限公司	新广出审[2018]2103号	2018年2月28日
地表最雅音	移动-休闲益智	北京互动网络科技有限公司	新广出审[2018]2102号	2018年2月28日
红心大战接龙	移动-休闲益智	北京互动网络科技有限公司	新广出审[2018]2101号	2018年2月28日
贪玩斗地主	移动-休闲益智	深圳中青宝互动网络股份有限公司	新广出审[2018]2100号	2018年2月28日
小神麻将	移动-休闲益智	湖北冠林数字出版有限公司	新广出审[2018]2099号	2018年2月28日
畅玩大众麻将	移动-休闲益智	奇图电子音像出版社有限责任公司	新广出审[2018]2098号	2018年2月28日
萌宠挖挖挖	移动-休闲益智	四川数字出版传媒有限公司	新广出审[2018]2097号	2018年2月28日
无敌的椅子	移动-休闲益智	上海隐志网络科技有限公司	新广出审[2018]2096号	2018年2月28日
我的心动小狗	移动-休闲益智	厦门雷震互动网络科技有限公司	新广出审[2018]2095号	2018年2月28日
海皇钓鱼游戏V1.0	移动-休闲益智	北京中流龙图网络科技有限公司	新广出审[2018]2094号	2018年2月28日
趣玩斗地主	移动-休闲益智	北京伯通电子出版社	新广出审[2018]2093号	2018年2月28日
一刀传世	移动	成都盛众九州网络科技有限公司	新广出审[2018]2092号	2018年2月28日
数码兽逆袭	移动	成都盛众九州网络科技有限公司	新广出审[2018]2091号	2018年2月28日
江湖	移动	江苏嘉融网络科技有限公司	新广出审[2018]2090号	2018年2月28日

数据来源：新闻出版广电总局 上海证券研究所

三、棋牌游戏审核收紧大势所趋，但不必过分悲观

在目前发放的两批总计 184 款游戏版号中，仅有一款 PC 端棋牌类游戏取得了版号。（该产品为《波克大众麻将游戏软件 v1.0》）与版号暂停前的情况相比，棋牌类游戏获得的版号数量占比由超过 50% 减少为不足 1%，数量上出现断崖式下滑，而以往数量最多的移动端棋牌游戏更是无一获批。（2018 年 3 月发放版号 727 款，其中棋牌游戏超过 400 款，且基本都是手游）

从过往的政策方针看，棋牌游戏一直是主管部门重点审核监管的领域之一，去年“全面停止德州类棋牌的运营”、“针对涉赌牌类游戏的专项整治”等事件也体现出棋牌游戏监管趋严是大势所趋。在“总量限制”正式实施后，棋牌游戏版号数量出现一定幅度减少是大概率事件。

在最近两个批次的版号公示后，有观点认为棋牌游戏的过审难度出现了非常大幅度的收紧，但我们认为尚不必过分悲观。通过查阅 2018 年 3 月或更早月份公示的版号名单发现，前述“移动-休闲益智”类游戏中，棋牌类游戏约占该类游戏总数的 80%，而剩余的 20% 包括三消、连连看、跑酷等休闲玩法的手游。如果说棋牌类移动游戏的版号是由于审批收紧而消失，那么，并不涉及赌博等因素、审查力度在过往并不是那么严格的休闲益智游戏在这两个批次的版号中也因为同一原因而完全不见踪影显然是不符合逻辑的。

因此，我们更倾向于目前棋牌游戏、休闲游戏版号数量大幅减少是版号审批向正常化过渡期间产生的临时现象。根据广电总局

《关于移动游戏出版服务管理的通知》所述，包括棋牌类游戏在内的“七大类”休闲游戏的整个版号申请流程仅需约 20 个工作日，其中，总局的审批时间在 10 个工作日以内，完全可能做到当月申请、当月批复。而其余类型的游戏审批时间相对较长，一般在 40 个工作日以上。因此，在 2018 年 3 月版号暂停之际，主管部门处可能积压了一批 3 月申报但未完成审批的非“七大类”游戏。而近期发放的版号基本上按照游戏的申报时间排列，最近这两批版号可能是在集中消化这批积压的游戏。

四、多家上市公司的产品喜提版号，但丰富的新游戏储备更为重要

从公示的版号申报单位来看，上市公司相关单位中，安妮股份旗下畅元国讯，新华文轩旗下四川数字音像出版社，吉比特旗下雷霆网络是作为版号申报方，过审游戏数量最多的三家单位。这些公司均为中小独立游戏厂商提供代理申报版号的服务，较高的过审数量在一定程度上说明了这三家公司具备较深的政策理解以及较强的版号获取能力。但是，出版单位代办版号申报一般只收取一笔代办费，不参与游戏分成。相对于上市公司较大的体量，版号代办业务贡献的收入规模较小。不过，吉比特旗下的雷霆网络本身也代理运营中小独立游戏厂商的游戏，较强的版号获取能力有助于帮助公司吸引更多优质独立游戏厂商合作，并从中挖掘出更多的优质游戏。

表 1 过审游戏数量较多的出版单位

出版单位	过审游戏数量	上市主体
润趣科技	14	
幻方朗睿	9	
畅元国讯	8	安妮股份 002235
华师大电子音像出版社	8	
三辰影库音像出版社	7	
冠林数字	7	
四川数字出版社	5	新华文轩 601811
雷霆网络	5	吉比特 603444
哆可梦	4	深圳惠程 002168

数据来源：新闻出版广电总局、上海证券研究所整理

从游戏运营方来看，A 股上市公司中三七互娱、掌趣科技、吉比特、巨人网络等公司旗下均有新游戏上榜，新游顺利上线后能够

对公司收入带来一定的增量。不过，获得版号仅仅意味着游戏能够上线，而一款游戏的成功与否与多重因素有关：从 IP 的角度来看，此次上榜的多款游戏具有 IP 加成，但并非“端改手”、“人气游戏续作”等成功率相对更高的类型；从竞争环境来看，同期获批的重度手游数量并不比往期少，游戏上线时所面临的竞争压力，推广成本等并无明显优势。当然，版号重开对整个游戏行业是具备积极意义的：首先，版号恢复，各类新游戏才能如期上线运营，是游戏行业可持续发展的必要条件；其次，版号暂停期间，由于可以上线运营的新游总量不足，导致多家公司不得已放缓了新游发行的节奏。版号恢复后，市场上新游戏供给增加，玩家多样化的游戏需求将得到更好的满足，行业景气度有望回升。版号恢复意味着游戏行业的发展重回正轨，而行业整体向精品化发展的趋势不改。因此，即使目前暂未有新游戏获批，但在研游戏储备丰富，且游戏具备较高品质及口碑的公司，如腾讯、网易等，在未来更有望充分受益于版号重开。

表 2 首批过审游戏名单（上市公司部分）

名称	申报类别	出版单位	运营单位	上市主体
古剑飞仙	移动	哆可梦	上海游湛	深圳惠程 002168
原始传奇	移动	汉唐文化	浙江盛和	恺英网络 002517
飞剑证道	移动	畅元国讯	君海网络	卧龙地产 600173
月圆之夜	客户端	巨人网络	巨人网络	巨人网络 002558
乱世纷争	移动	游爱之星	游爱之星	天舟文化 300148
蛮荒纪:至尊	移动	互爱互动	互爱互动	万达电影 002739
怒战皇城	移动	都玩网络	都玩网络	文投控股 600715
人类拯救计划	PS4	东方明珠	东方明珠	东方明珠 600637
盛世红颜	网页	三七互娱	盛通网络	三七互娱 002555

注:仅选取上市公司持股超过 51%的运营单位

数据来源:新闻出版广电总局、上海证券研究所整理

表 3 第二批过审游戏名单（上市公司部分）

名称	申报类别	出版单位	运营单位	上市主体
破晓九天	移动	都玩网络	都玩网络	文投控股 600715
我的女神 OL	移动	哆可梦	二四二零	文投控股 600715
海岛之王	移动	要玩网络	要娱网络	大唐电信 600198
探灵	移动	雷霆网络	雷霆网络	吉比特 603444
一起打僵 尸	移动	幻方朗睿	美生元	聚力文化 002247
使魔计划	移动	雷霆网络	青瓷文化	吉比特 603444

神魔血脉	移动	三七互娱	硬通网络	三七互娱 002555
冷械岛	移动	掌趣科技	掌趣科技	掌趣科技 300315
武圣神尊	移动	同济大学电子音像出版社	中文在线	中文在线 300364
萌车大作战	移动	凤凰电子音像出版社	第一波网络	骅威文化 002502
文明曙光	移动	哆可梦	哆可梦	深圳惠程 002168
神域仙劫	移动	华师大电子音像出版社	触萌网络	卧龙地产 600173
梦幻天团	移动	同济大学电子音像出版社	乐恋信息	天润数娱 002113

注:选取上市公司持股超过 51% 的运营单位。例外的,吉比特持有青瓷文化 17.97% 股权,但青瓷文化研发的游戏基本都交由雷霆网络代理运营

数据来源:新闻出版广电总局、上海证券研究所整理

五、投资建议:

2019 年游戏行业整体收入增速有望出现一定幅度回升,理由如下:1、版号恢复,市场上优质内容的供给增加,有望提升行业景气度;2、“吃鸡”游戏仍存在过审并开展商业化运营的可能。即使其短期内无法得到版号,但一批借鉴了其玩法特色的“类吃鸡”游戏无论是审核上还是收益上都已经被验证是可行的,这类游戏有望通过分流“吃鸡”玩家从而带动行业收入增长;3、“端改手”游戏由于具备极高的成功率而一直备受市场关注。在今年,包括腾讯“DNF 手游”、网易“新梦幻西游手游”、完美世界“完美世界手游”等一大批极具号召力的“端改手”游戏有望于年内上线,或将有力推动行业成长。建议持续关注产品储备丰富、兼具精品游戏研发能力以及长线运营能力的头部厂商。

分析师承诺

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。