

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002  
peipei@gjzq.com.cn

## 腾讯代理 Switch 国行意义重大，拓宽公司业务边界，助推主机游戏市场

### 事件

- 4月18日，广东省文化和旅游厅对《2019年第一季度广东省游艺设备内容审核通过机型机种目录》进行公示，其内容显示，腾讯将代理任天堂 Switch 游戏机，此外，《新超级马力欧兄弟 U 豪华版（体验版）》赫然在列，机型机种分类为“B类主机游戏”。

### 评论

- 2000年6月，国务院颁布游戏机禁令。2014年初，持续长达13年的游戏机禁令解除。2014年9月，国行XBOX ONE主机发售，2015年3月，国行PS4主机发售。此次腾讯代理Switch国行对任天堂、腾讯和国内主机游戏市场而言意义重大。
- 截止2018年12月31日，Switch全球销量为3227万台，增速明显放缓。与PS4和XBOX相比，Switch硬件性能最为薄弱，无法运行绝大部分3A大作，这导致《塞尔达传说：荒野之息》等少数精品内容被消耗之后，任天堂面临较大压力。将国行交由腾讯代理，不仅可充分借力腾讯强大的渠道能力，还能在内容方面获得腾讯赋能。
- 腾讯目前已成为全球最大的游戏公司，在国内更是稳坐端游和手游头把交椅。但从底蕴和口碑上说，腾讯仍稍显不足，且其游戏业务还有多元化拓展空间。与任天堂合作，代理Switch国行，使得腾讯不仅能涉足主机游戏这一新领域，还能享受一定的品牌效应，更是布局独立游戏的一大助力。
- 长达13年游戏机禁令，使得国内主机游戏行业出现断档，目前受众群体小，市场体量微乎其微。在端游见顶、页游负增长、手游步入瓶颈期的背景下，腾讯代理Switch国服，有利于推动国内主机游戏事业的发展，长远来看将为国内游戏行业带来一些新的增量。
- 考虑到国内特殊的监管环境，我们预计Switch国行将会锁区，但任天堂粉丝担心的“腾讯大礼包”“充钱就变强”“Switch斗地主”“心悦会员”等打乱Switch内容和玩法生态的情况不会出现。

### 投资建议

- 我们维持行业“买入”评级，投资组合为：腾讯、完美世界。

### 风险提示

- 政策监管风险，销量不达预期风险，内容供给风险。

- 腾讯是全球最大的游戏公司，任天堂是全球口碑最好的游戏公司，两者强强联合，对腾讯来说有诸多好处：首先，腾讯游戏业务以端游和手游为主，若要继续扩大在全球游戏市场的影响力，势必需要进军主机游戏，仍没有国行的 Switch 成了腾讯的最佳选择，代理 Switch 国行，对腾讯进军主机游戏，丰富游戏业态有着非凡的意义。
- 其次，不管在玩家群体还是游戏行业中，主机-PC-手游是众所周知的鄙视链，主机一直以来都是硬核、情怀、品质的代名词，代理 Switch 国服，有助于扭转“用薪创造快乐”的刻板印象。此外，“黑腾讯”一直是一种政治正确，这说明腾讯尽管有着极强的研发、导量和运营能力，但底蕴和口碑仍非顶级，与任天堂联姻，腾讯将受益于后者的口碑效应。
- 最后，随着《中国式家长》《太吾绘卷》《月圆之夜》等游戏的成功，独立游戏热度持续攀升，腾讯也早就成立了极光计划来布局独立游戏，但实际效果差强人意，PC 端 Wegame 的游戏数量与 Steam 相比也不啻云泥。Switch 由于硬件性能欠佳，所以更看重玩法，上线了大量第三方独立游戏，甚至被戏称为“主机界的 4399”。代理 Switch 国行，对腾讯切入独立游戏将有很大助益。
- 13 年的游戏机禁令，使得国内游戏产业中主机游戏长期缺位，时至今日其市场体量仍然微乎其微。2015 年-2018 年，PS4 国行累计销量 150 万，与 9160 万台的全球出货量相比不值一提，XBOX 向来不公布官方销量数据，业内一般默认为索尼同世代主机的一半，因此 XBOX ONE 的国行销量更为惨淡。但是，这并不代表国内没有主机游戏受众，更不意味着主机游戏市场未来没有大幅增长的可能。PS4 和 XBOX 的国行合作方上海文广并非游戏公司，腾讯大不相同，作为国内最大的游戏渠道，腾讯可以通过各种方式让国内的海量玩家接触并接受 Switch，这对中国游戏产业尤其是主机游戏来说，是长期利好。
- 很多人在猜测：Switch 国行会锁区吗？更多人在担心：Switch 有国行后，游戏内容会被严格，腾讯将无节操移植低端游戏内容，大开氪金之门，最终使得 Switch 在游戏鄙视链上的无上地位荡然无存。对于第一个问题，我们的观点是：Switch 一定会锁区，这在 PS4 和 XBOX 上也有先例，并不是什么新鲜事，2015 年刘睿哲举报 PS4 的事件还历历在目，时刻提醒着我们内容监管是跨不过去的红线，Switch 自然也不例外。尽管玩家们可以通过一点特殊方式规避 PS4 和 XBOX 的锁区，但那并非常规手段。我们估计，Switch 甚至不会允许类似非常规手段存在，因为腾讯代理 Switch，势必会同时把控硬件和内容，跨区消费，意味着腾讯将损失国区收入和对用户行为数据的把控。
- 对于第二个担心，我们认为大可不必。任天堂之所以能成为游戏行业中口碑最好的元老级存在，源于它对玩法的推崇以及对品质的坚持。早在“雅达利大崩溃”之后，任天堂就深刻领会到了什么才是游戏行业的灵魂，并制定了近乎严苛的内容筛选和保护机制，从而获得了“善意的独裁者”称号。这样一家游戏老店，是绝不允许各种没有节操的玩法出现在自己的业务生态当中的。而对腾讯来说，也完全没有必要竭泽而渔，冒着败坏口碑，得罪任天堂，且还不一定能赚快钱的风险，去将一手好牌打烂。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH