

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002

《未成年人保护法》拟新增“网游时间管理”， 对游戏行业的实际影响几何？

事件

10月21日，在提请十三届全国人大常委会审议的《未成年人保护法》（修订草案）中，新增了“网络保护”专章，提出：对未成年人使用网络游戏实行时间管理，具体办法由国务院规定。

评论

与外界想象不同，未成年人不是网游消费的主力军：不熟悉游戏行业的媒体、投资人往往认为未成年人是网游的主力消费群体——这个刻板印象是错误的。在游戏买量投放市场，最热门的投放对象是30-40岁的成年男性，他们的消费意愿和消费能力较强、对游戏这种娱乐形式的接受程度较高。通过自有数据和行业调研，我们认为：未成年人仅贡献了整个游戏市场流水的20%左右，在重度游戏当中的占比还要更低。

但是，未成年人仍然对游戏厂商有重要意义：虽然未成年人消费能力不足、流水贡献有限，但是他们拥有较多的闲暇时间，是游戏市场生态的重要组成部分。对于高DAU、全年龄向的游戏而言，未成年玩家可以活跃游戏气氛、实现多元化的玩家分布。因此，如果未成年人的游戏行为受到进一步的限制，游戏行业还是会受到一定的影响。

其实，端游市场早就实现了严格的未成年人保护：中国端游市场近年来一直实行严格的未成年人保护制度，大型端游普遍需要进行身份验证、限制一定年龄以下的玩家登陆。历史证明，这并未对端游市场的收入增长造成显著的负面影响，反而促使端游厂商向正规化、成年玩家导向转型。本次《未成年人保护法》拟议的修改，最大的变化是将端游市场早已存在的监管制度推广到手游市场，在监管尺度上并无本质区别。

主流游戏厂商早已推出了自律性的未成年人保护措施：例如，腾讯游戏的“成长守护平台”不但允许家长监督子女，而且允许老师监督学生；未满13岁用户每日限玩1小时，13-18岁用户每日限玩2小时。网易游戏也推出了“家长关爱平台”，允许家长查询子女游戏资料、进行游戏时间和消费管理。越是大型的游戏公司，就越重视提前适应监管趋势、避免违规操作；中小游戏公司将以大公司为标杆，尽快实现全面合规。

哪些游戏品类受影响最小？老IP、老产品、老玩法：在各类游戏产品中，对未成年玩家依赖程度越低，受到未成年人保护政策的影响显然会越小。首先是老IP、老产品，例如“传奇系”“奇迹系”等面向80后玩家的“端转手”以及经典网文、经典影视改编产品；其次是老玩法，例如MMORPG、ARPG、卡牌等流行时间很久，有深厚的老玩家基础的品类。近年来新兴的IP和玩法，可能有较多的未成年玩家，从而受到较大的影响。

投资建议

腾讯控股是主流游戏公司中推出自律性未成年人保护措施最早、最坚决的之一，游戏产品趋向全品类、全年龄覆盖，受到新政策的冲击有限。**网易**也较好地做到了自律性的未成年人保护，而且长线运营的老IP、MMORPG较多，受到的冲击也在可控范围之内。**三七互娱**以“传奇系”“奇迹系”、SLG为主打产品，未成年玩家占比很低，成年玩家消费将不受影响。**哔哩哔哩**虽然以“Z世代”年轻人社区主力用户，但是主打独代游戏产品《FGO》《碧蓝航线》等的主流玩家都是成年人。**完美世界**的游戏产品数量多、分布广泛，尤其是与腾讯合作的产品，早已采用了非常严格的未成年人保护措施，也不会受到很大的影响。

风险提示

监管风险；新产品不达预期；游戏生命周期耗尽；估值偏高。

未成年人“网游时间管理”对游戏行业的真实影响几何？

未成年人已经不是网络游戏的主力消费人群了

- 在 2000 年代初，中国网游市场发展的早期，未成年人（学生）确实曾经是主力消费人群。但是，随着第一代玩家的长大成人、端游监管政策的完善、电脑与移动智能设备的普及，网游早已变成了“全年齡向”的娱乐活动。从游戏买量投放市场就可以看出来——投放最多、最受游戏厂商欢迎的人群，是 30-40 岁的男性玩家（大叔）。以《贪玩蓝月》为代表的买量游戏，经常使用 80 后熟悉的老牌港台明星代言，就是因为 80 后的消费能力和游戏消费意愿较强。未成年人虽然爱玩游戏，但是并非充值的主力军。

图表 1：腾讯游戏设置了未成年人限玩时间



来源：蓝月游戏，国金证券研究所

- 根据我们的监测数据和行业草根调研，我们估计：在整个中国网游市场（端游+页游+手游），未成年人对流水的贡献不超过 20%；在 MMORPG 等重度游戏中，这个比例更低。然而，未成年玩家对游戏厂商仍然具备不可或缺的作用——他们虽然消费能力较弱，但是时间充足，可以提升游戏产品的活跃度，实现多元化的玩家分层。所以，更严格的未成年人网游时间限制政策还是会对游戏行业产生一些影响。
- 在各类游戏产品中，我们估计：MMORPG、ARPG、卡牌等诞生时间很长、进入巅峰期很早的品类，未成年玩家比例不高；“传奇系”“奇迹系”等经典端游 IP，以及经典网文、经典影视或动漫 IP 改编游戏，未成年玩家比例不高。近年来新兴的 MOBA、“吃鸡”等电竞手游的未成年玩家比例较高，但仍然不占绝对多数。总而言之，由于手游的“全民化”趋势早已成型，未成年玩家在大部分主流品类的占比都不会特别高。

腾讯、网易等主流游戏公司早已推出自律性未成年人保护措施

- 必须指出：在端游市场，早已存在完善的未成年人保护措施，主流端游一般都有身份验证，低于一定年龄的玩家被限制登录甚至禁止注册。事实证明，这种严格的保护措施没有显著影响端游行业的收入增长，反而促使行业向正规化、成年玩家导向发展。随着手游行业的发展，采用类似的监管政策是大势所趋。
- 腾讯、网易等主流游戏厂商早在 2017-18 年就推出了严格的未成年人手游登录限制措施。例如，腾讯游戏的“成长守护平台”允许家长监督子女、老师监督学生，实名认证年龄低于 13 岁的玩家每天只能玩一小时，13-18 岁的玩家只能玩两小时；就算是成年人，连续游戏时间太长也会被系统劝诫休息。网易游戏的“家长关爱平台”允许家长对子女的游戏资料、时间及消费状况进行管理。由这两家公司代理的第三方游戏，也遵循相同的未成年人保护尺度。

图表 2：腾讯游戏设置了未成年人限玩时间



来源：腾讯游戏，国金证券研究所

图表 3：腾讯游戏成长守护平台的家长守护功能



来源：腾讯游戏，国金证券研究所

- 当然，游戏厂商的自律措施，其严格程度肯定无法与国家法律法规相比。在现实中，未成年人盗用成年人身份证、以技术手段绕过实名认证等现象时有发生；没有采用自律性未成年人保护措施的游戏厂商也不在少数。本次《未

成年人保护法》(修订草案)提出的只是一个原则性的监管框架,具体如何把监管落到实处、堵住各种技术漏洞,则有待于国务院于晚些时候推出的实施细则。

图表 4: 网易游戏“家长关爱平台”



来源: 网易游戏, 国金证券研究所

- 在互联网及娱乐内容行业监管日趋严格的今天, 未成年人“网游时间管理”政策可能引发投资者的悲观情绪, 影响游戏行业乃至整个互联网行业的企业估值。但是, 正如我们在上文指出: 未成年人对网游行业的实际流水贡献有限, 而且主流游戏公司早已自律性地实施了未成年人限制措施。因此, 无论是游戏公司还是投资者, 都不必过度紧张——合规经营的游戏公司业绩受到的影响将非常有限。

风险因素

- 国家对游戏行业的监管政策可能进一步收紧。
- 所有新产品上线后都存在市场表现不达预期的可能。
- 已上线游戏生命周期在逐步耗尽。
- 部分游戏公司估值仍然偏高。

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