

行业深度

传媒

手游增速回升，云游戏引领行业变革

2019年12月09日

评级 **同步大市**

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
传媒	1.79	-2.63	6.25
沪深300	-1.78	-1.78	22.66

何颖

分析师

执业证书编号：S0530519070004
heyinq@cfzq.com

0731-89955758

相关报告

- 《传媒：传媒行业2019年11月跟踪：关注云游戏、贺岁档电影行情》 2019-12-04
- 《传媒：传媒行业2019年10月跟踪：业绩筑底，板块盈利分化，关注细分龙头》 2019-11-08
- 《传媒：传媒行业2019年9月跟踪：国庆档电影票房超预期，关注三季报行情》 2019-10-15

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
完美世界	1.32	28.56	1.61	23.42	1.86	20.27	推荐
三七互娱	0.48	50.67	0.92	26.43	1.08	22.52	推荐
吉比特	10.06	30.43	12.44	24.61	14.46	21.17	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 行业增速换挡，手游延续较快增长。**过去十年中国游戏行业快速发展，复合增速达27.72%。随着移动互联网渗透率显著提升，流量红利见顶，行业由爆发式增长进入平稳增长阶段，2018年游戏市场增速回落至5.3%。手游市场延续较快增长。伽马数据报告显示，2019Q1/Q2手游市场同比增速分别为18.22%/19.29%，中国音数协游戏工委与IDC联合发布的最新数据显示，2019Q3手游市场同增20%，环比增长4.1%，增速略有回升。
- 龙头游企盈利改善，后续产品储备丰富。**游企前三季度业绩分化，2019年前三季度，A股游戏板块（共20家公司）营收同增20.23%，归母净利润同减1.34%。板块增收不增利的主因是在政策监管趋严、行业竞争加剧以及前期并购后遗症等因素影响下，部分游企盈利持续下滑拖累整体利润。在新的行业环境下，龙头竞争优势更为突出，盈利增长也更为稳健。例如完美世界、三七互娱、吉比特前三季度扣非归母净利润增速均超过20%，同时龙头企业后续产品储备整体较为丰富。
- 维持行业“同步大市”评级。**我们认为游戏行业主要受益于政策、行业、技术三方面改善：**1) 政策层面。**版号进入有序发放状态，确保游戏供给稳定；对未成年人的监管保护和版号控量提质已成为行业监管常态，长远看有利于规范行业秩序，加速供给端出清，利好龙头市场份额提升。**2) 行业层面。**短期受益于版号恢复新品上线节奏加快，手游行业增速回升；中长期看，游戏内容品类创新、品质提升有助于ARPU提高，同时国内游戏加速出海将成为行业新的增长点。**3) 技术层面。**5G商用临近，下游应用和内容将迎来快速发展。云游戏作为5G重要应用之一，对当前游戏产业链有着深远影响。我们认为短期对游戏行业估值提升具有催化作用；中长期看，优质的游戏研发商受益于持续生产精品内容而具备较强议价权。游戏买量发行厂商有望受益于买量转化率提高带来的成本下降。平台方则受益于大量云游戏用户，带来较大的增值变现空间。投资上，建议关注业绩增长稳健、核心竞争优势突出、产品表现优异、新品储备丰富的游戏龙头，推荐完美世界、三七互娱，关注吉比特、游族网络、世纪华通、顺网科技。
- 风险提示：行业监管加强、产品上线延期、重点产品表现不及预期、5G商用延期**

内容目录

1 行业增速换挡，市场进入增长新阶段.....	4
1.1 游戏市场增速放缓，手游延续较快增长	4
1.2 用户增长空间有限，游戏时长占比下降	5
1.3 行业双强格局强化，渠道与研发商合作加强	7
1.4 出海加速，成为新的增长机遇	8
2 龙头游企盈利改善，后续大厂产品储备丰富	10
2.1A 股上市游企可大致分为研发、发行两大类	10
2.2 游企前三季度业绩分化，龙头盈利逐步改善	11
2.3 后续大厂产品储备丰富	12
3 政策监管成为常态，龙头优势更为明显	13
3.1 政策严监管后，行业运营回归正常	13
3.2 控量、提质、强化未成年监管，监管引导行业供给侧改革	15
4 技术升级引领行业变革，云游戏有望迎来快速发展	17
4.1 5G 商用为云游戏普及提供可能	17
4.2 云游戏产业发展处于初期，尚未成熟	18
4.3 云游戏对游戏产业链影响较深	19
5 投资逻辑与核心标的	20
6 风险提示	21

图表目录

图 1: 游戏行业增速换挡	4
图 2: 手游市场占比持续提升	4
图 3: 单季度手游市场规模及增速	4
图 4: 19Q1 流水 TOP50 手游中新游数量大减	5
图 5: 18Q4 和 19Q1 市场新品较为短缺	5
图 6: 手游行业月活跃用户规模变化	6
图 7: 手游行业月人均使用时长同比减少 1 小时	6
图 8: 手游总用户时长占比有所下滑	6
图 9: 2019 年 1-6 月中国游戏用户年龄结构	7
图 10: 2019 年 1-6 月中国游戏用户性别结构	7
图 11: 国内手游市场份额情况	7
图 12: 首月流水 TOP30 新游（近一年上线）企业份额分布情况	8
图 13: 中国自研手游海外销售收入及增速	9
图 14: 中国移动游戏海外收入占比仍有较大提升空间	9
图 15: 2018 年海外移动游戏市场构成	9
图 16: 2014-2018 年几大主要地区游戏市场增速	9
图 17: 发行厂商销售费用率显著高于研发厂商	10
图 18: 研发型厂商研发费率保持较高水平	10
图 19: 研发人员稳步增加	11
图 20: 研发人员数量占比快速提升	11
图 21: 腾讯手游收入增速回升	11
图 22: A 股重点游企游戏业务收入增长提速	11

图 23: 2019 年前三季度 A 股游企营收规模及增速	12
图 24: 2019 年前三季度 A 股游企归母净利润规模及增速	12
图 25: 游戏行业监管进展及重要事件一览	14
图 26: 国产网络游戏版号发放情况 (截至 2019.11)	16
图 27: 2019 年 6 月手游用户年龄分布	16
图 28: MOBA 和飞行射击类游戏用户时长占比较高	16
图 29: 云游戏运行示意图	17
图 30: 云游戏主要参与方	18
图 31: 2018 年游戏玩家不在 PC 端和游戏机上玩游戏的原因分布情况	19
图 32: 订阅用户游戏内月均花费明显高于非订阅用户	19
图 33: 国内游戏单用户收入处于较高水平	19
表 1: Q2、Q3 重点手游产品以及后续产品排期	5
表 2: 腾讯代理国内研发商产品不断增加 (含未上线)	8
表 3: 主要游戏公司基本情况简介	10
表 4: 重点游企 2019 年前三季度业绩表现	12
表 5: A 股重点游企后续产品储备和排期	13
表 6: 《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》具体内容	14
表 7: 谷歌云游戏平台 Stadia 对网速及时延的要求	17
表 8: 不同通信技术对应的理论网络下载速率	18

1 行业增速换挡，市场进入增长新阶段

1.1 游戏市场增速放缓，手游延续较快增长

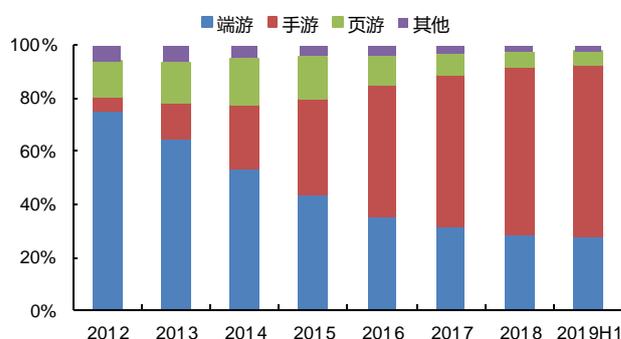
游戏行业增速已换挡，进入平稳增长阶段。过去十年中国游戏行业快速发展，市场规模扩大了10倍，由2008年的186亿元增长至2018年的2144亿元，复合增速达27.72%，这十年反映的是通信技术提升和智能设备迅速普及的背景下，游戏行业充分享受移动互联网人口红利的过程。随着移动互联网渗透率显著提升，流量红利见顶，行业由爆发式增长进入平稳增长阶段，期间游戏市场结构相应发生重大变迁，端游和页游市场逐步萎缩，手游成为游戏市场主要增长动力。

图 1：游戏行业增速换挡



资料来源：GPC&CNG，财富证券

图 2：手游市场占比持续提升



资料来源：GPC&CNG，财富证券

手游市场延续较快增长。伽马数据报告显示，2019年上半年中国手游市场规模达753.1亿元，同增18.80%。单季度看，2019Q1/Q2手游市场同比增速分别为18.22%/19.29%，环比增速分别为4.72%/5.82%。而根据中国音数协游戏工委与IDC联合发布的最新数据显示，2019Q3手游市场规模408.1亿元，同增20%，环比增长4.1%，延续较快增长。增长回暖主要原因是部分经典老游戏流水回升，以及版号发放重启后，市场产品供给增加，上半年多款新品手游表现优异。

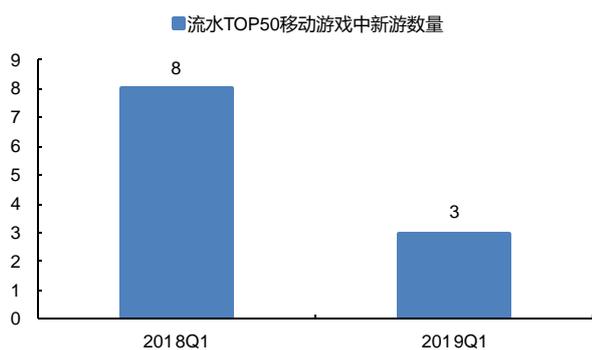
图 3：单季度手游市场规模及增速



资料来源：伽马数据，财富证券

版号恢复初期，产品实际供给仍较为紧缺，随着时间推移，新游上线节奏逐步加快，预计全年手游市场增速将继续向上。通常来说，游戏厂商会提前相当长一段时间进行版号申报，且获得版号后并非立即上线，而是考虑产品调优及市面上其他竞品情况进行排期，因此版号暂停对市场供给的影响存在一定滞后，18Q4和19Q1受影响程度较大，随着版号恢复审批，获批版号数量逐步增多，Q2、Q3市场新品明显增加，包括前期备受期待的“吃鸡”手游《和平精英》、《堡垒前线》开启商业化变现，以及《跑跑卡丁车》、《龙族幻想》、《权力的游戏》等经典端转手和大IP手游上线，为市场全年增长提高支撑。

图 4：19Q1 流水 TOP50 手游中新游数量大减



资料来源：GPC&CNG，财富证券

图 5：18Q4 和 19Q1 市场新品较为短缺



资料来源：wind，财富证券

表 1：Q2、Q3 重点手游产品以及后续产品排期

游戏名称	游戏类型	游戏厂商（研发/发行）	当前进度
和平精英	战术竞技 FPS	腾讯	Q2 已上线
堡垒前线：创造与破坏	战术竞技 FPS	网易	Q2 已上线
云梦四时歌	卡牌 RPG	完美世界/腾讯	Q2 已上线
一起来捉妖	AR 探索	腾讯	Q2 已上线
明日方舟	二次元、卡牌		
妖精的尾巴：超导少年			Q2 已上线
遇见逆水寒	MMORPG, 端转手	网易	Q2 已上线
剑网3：指尖江湖	MMORPG, 端转手	西山居/腾讯	Q2 已上线
龙族幻想	次时代 RPG	祖龙娱乐/腾讯	Q2 已上线
权力的游戏：凛冬将至	SLG	游族网络/腾讯	Q3 已上线
闪耀暖暖	女性向	叠纸网络	Q3 已上线
我的起源	生存进化 沙盒 MMO	完美世界/腾讯	Q4 已上线
使命召唤	FPS, 端转手	腾讯	
地下城与勇士	2D 横版格斗	腾讯	
天涯明月刀	端转手	腾讯	
暗黑破坏神：不朽	MMO 端转手	暴雪、网易	

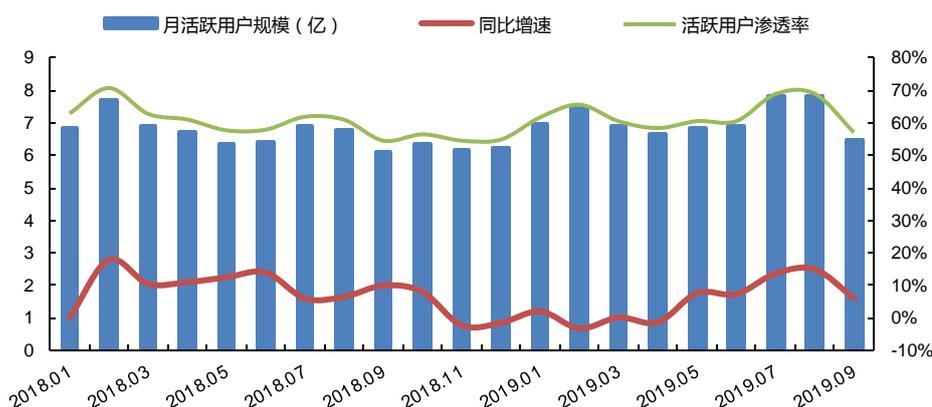
资料来源：财富证券

1.2 用户增长空间有限，游戏时长占比下降

手游用户规模基本稳定，增长空间有限。用户需求变化以及短视频分流导致手游用

户时长占比下降。伴随移动互联网红利见顶，手游月活跃用户规模基本稳定在 6-7 亿区间，活跃用户渗透率稳定在 60% 左右。自去年 12 月版号恢复以来，月活跃用户数增加约 7000 万，短期恢复明显。但从用户时长来看，2019 年上半年手游行业月人均使用时长为 18.5 小时，同比减少 1.1 小时，主要原因包括用户审美体验提升带动精品化需求增加以及短视频快速发展导致用户注意力转移。根据 QuestMobile 数据，截至 2019 年 9 月末，手游用户时长占移动互联网总时长比重为 7.9%，比重同比和环比均有所下降，而短视频用户时长占移动互联网总时长比重稳步提升至 13.3%。

图 6：手游行业月活跃用户规模变化



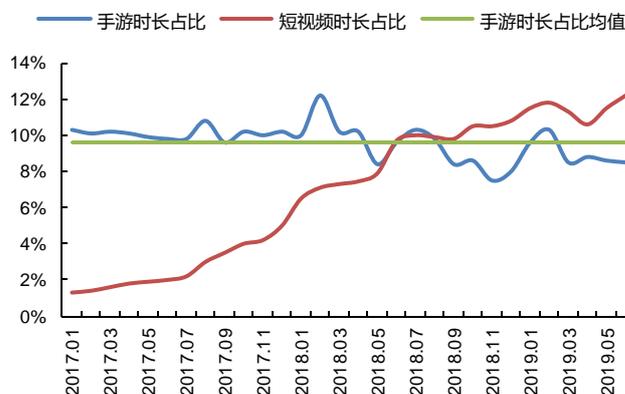
资料来源：QuestMobile，财富证券

图 7：手游行业月人均使用时长同比减少 1 小时



资料来源：QuestMobile，财富证券

图 8：手游总用户时长占比有所下滑

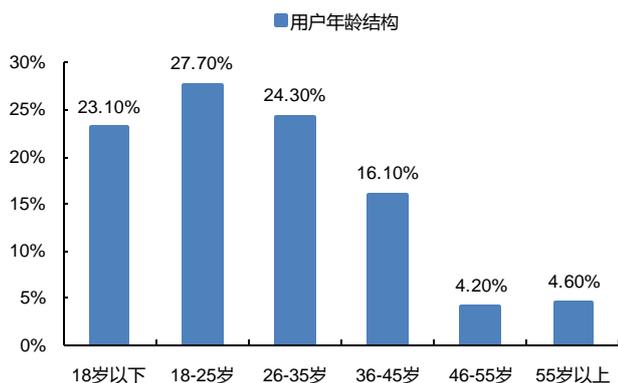


资料来源：QuestMobile，财富证券

用户结构发生变化，年轻用户和女性用户占比达到较高水平。根据伽马数据报告，2019 年上半年，“95 后”游戏用户占比达 50.8%，其中 18 岁以下用户占比为 23.1%。年轻用户贡献游戏用户市场半壁江山。但同时须注意的是，年轻用户消费能力偏弱，对付费贡献相对偏低，主要贡献游戏时长。行业主要收益贡献者为核心付费玩家，根据 QuestMobile 数据统计，2019 年 6 月核心付费用户占比约 12%，呈现明显的马太效应。

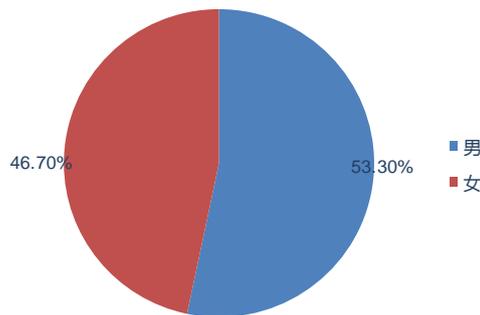
此外 2019 年上半年女性用户占比达 46.7%，表明女性游戏市场并不缺乏用户基础，重点在于市场能否出现优质内容供给。

图 9：2019 年 1-6 月中国游戏用户年龄结构



资料来源：GPC&CNG，财富证券

图 10：2019 年 1-6 月中国游戏用户性别结构

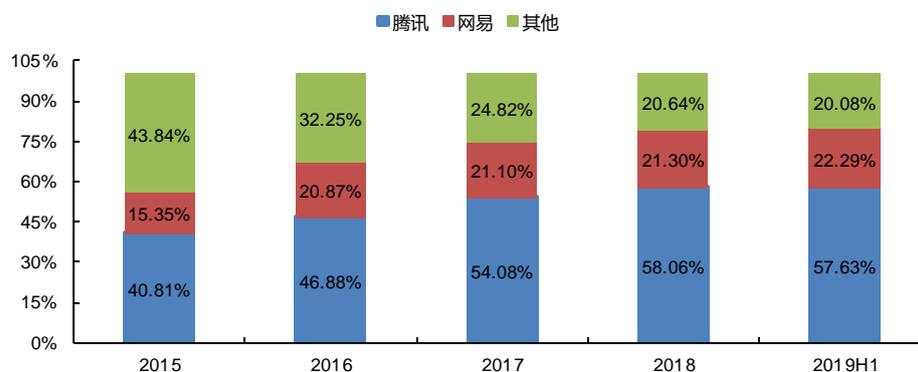


资料来源：GPC&CNG，财富证券

1.3 行业双强格局强化，渠道与研发商合作加强

腾网两家总体市场份额进一步提升。手游市场呈现双强格局，腾讯、网易两家独大，近几年两家龙头手游市场份额呈上升趋势。2018 年二者份额合计达 79.36%，同比提升近 4pct。2019H1 腾讯手游市场份额 57.63%，较 2018 年末略有下降，主要系部分重磅产品在 Q2 末或 Q3 上线导致收入结算集中在下半年所致。

图 11：国内手游市场份额情况

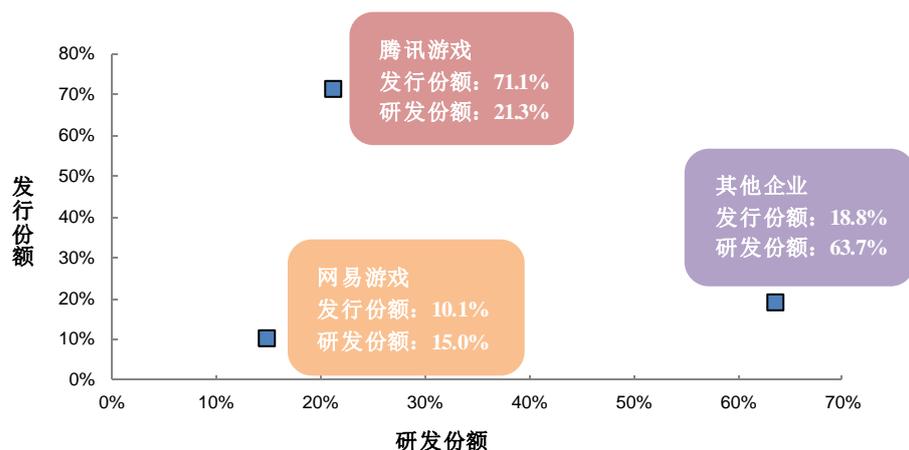


资料来源：GPC&CNG，公司财报，财富证券

新形势下，渠道与研发商合作进一步加强，腾讯开始与更多的优质研发商合作，实现双赢。去年以来在版号暂停以及部分热门手游无法商业化变现的情况下，各类游戏企业均受到一定冲击，腾讯作为行业龙头游戏收入增速亦明显放缓。在新的形势下，越来越多的研发商选择加强与腾讯的合作，借助腾讯强大的流量生态，来实现产品的最大化变现，而腾讯亦愿意通过代理其他厂商自研精品，来扩大自身产品线。

根据伽马数据发布的 2019Q1 手游报告，在最近一年上线且首月流水进入 TOP30 手游产品中，腾讯发行的产品占比超过七成，显著超出其自研产品 21.3% 的份额，其他企业自主发行份额占比不足 20%，远低于研发份额 63.7%，主要原因是大量的优质产品交由腾讯代理发行，这也体现出腾讯流量生态的市场竞争优势以及优质研发商的精品研发优势。

图 12：首月流水 TOP30 新游（近一年上线）企业份额分布情况



资料来源：GPC&CNG，财富证券

表 2：腾讯代理国内研发商产品不断增加（含未上线）

手游名称	研发商	游戏类型	发布日期
剑侠情缘：短歌行	西山居	MMORPG	-
我的起源	完美世界	沙盒 MMO	2019.11.15
龙族幻想	祖龙娱乐	RPG	2019.7.13
权力的游戏：凛冬将至	游族网络	SLG	2019.6.27
剑网 3：指尖江湖	西山居（金山软件）	MMO	2019.6.6
云梦四时歌	完美世界	RPG、卡牌	2019.5.21
完美世界	完美世界	MMORPG	2019.3.6
侍魂：胧月传说	乐道互动	ARPG	2018.12.1
红警 OL	有爱互娱	SLG	2018.10.16
万王之王 3D	祖龙娱乐	MMORPG	2018.8.20
我叫 MT4	乐动卓越	MMORPG	2018.7.25
云裳羽衣	西山居（金山软件）	换装 RPG	2018.6.26

资料来源：APPAnnie，UP2019 腾讯新文创生态大会，财富证券

1.4 出海加速，成为新的增长机遇

受国内游戏市场竞争加剧和政策限制的影响，近年来游戏厂商出海节奏明显加快，主要体现在出海厂商增加、出海区域由传统的港澳台、东南亚居多向日韩、欧美等地扩张以及出海游戏品类由 SLG、ARPG 向二次元、MOBA、FPS 等全品类覆盖。国内游戏出海市场规模不断扩大，根据伽马数据统计，2018 年我国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达 95.9 亿美元，同增 15.8%，其中手游出海规模为 69.2 亿元，同增 23%。我们认为未来几年游戏出海是许多国内优质研发和运营厂商的重要发展机遇。主要原因有以下几点：

1、国内手游出海渗透率有较大提升空间。近几年国内手游出海取得较快发展，中国移动游戏海外收入占整体海外移动游戏市场比重稳步提升，由 2015 年的 11% 增长至 2018 年的 15.8%，整体比例并不高。目前日韩、美国和西欧是海外移动游戏的主力市场，规

模占比超过 70%，增长基本稳定。中东、非洲及东南亚等新兴市场，规模占比虽小，但增速非常快，随着国内游企海外发行团队的扩张以及优质产品的持续输出，未来新兴市场有望贡献更多收入增量。

2、国内游戏出海领域尚未形成绝对龙头，出海竞争格局优于国内。目前国内手游出海领先企业包括 Funplus、IGG、智明星通、易幻网络、游族网络等老牌出海厂商，腾讯、网易等近两年也开始加大精品自研出海力度，并取得较快发展。总体看，国内游戏出海仍处于充分竞争过程中，尚未形成绝对的龙头，同时游戏出海不受国内政策监管影响且流量成本较国内具有一定优势。

3、政策大力支持优秀游戏海外传播。2018 年海南游戏产业年会上，中宣部出版局领导发言中明确提出要推动优秀游戏海外传播，加强产品研发和市场推广力度，积极拓展国际市场空间，并指出目前我国游戏企业创新能力不足，产品类型较单一，讲故事的水平还有待提高。政府将加大指导力度，支持中国游戏企业与原创游戏精品更好地走出去，提高中国游戏的国际影响力，把中国游戏打造成对外文化交流的响亮品牌。

图 13：中国自研手游海外销售收入及增速



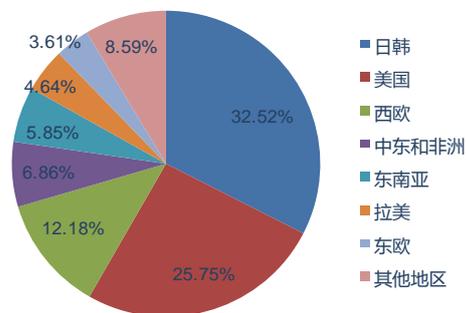
资料来源：GPC&CNG，财富证券

图 14：中国移动游戏海外收入占比仍有较大提升空间



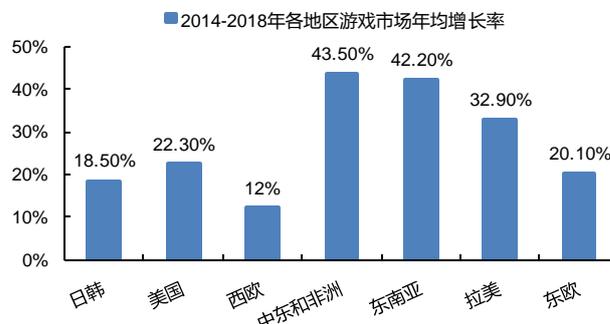
资料来源：GPC&CNG，财富证券

图 15：2018 年海外移动游戏市场构成



资料来源：GPC&CNG，财富证券 注：海外指除中国内地以外手游市场

图 16：2014-2018 年几大主要地区游戏市场增速



资料来源：GPC&CNG，财富证券

2 龙头游企盈利改善，后续大厂产品储备丰富

2.1 A 股上市游企可大致分为研发、发行两大类

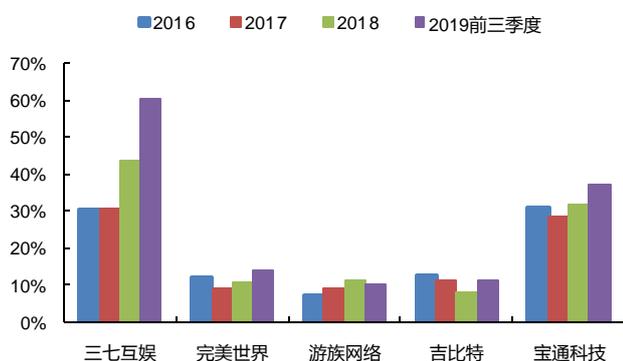
A 股游戏公司按主营业务不同可大致划分为自主研发、代理发行两大类公司。两者财务指标重要差别体现在研发费用率和销售费用率的不同。通常来说，研发厂商研发投入力度大，且收入大多按净额（分成收入）确认，因此研发费用率较高；而发行厂商主要负责游戏推广运营，产品买量推广费用较高，因此销售费用率偏高。A 股游戏研发厂商代表包括完美世界、吉比特等，二者 2018 年研发费用率分别为 17.59%、17.35%（完美世界若考虑研发费用占游戏收入比重，则该比率达 26%），而销售费用率均在 10% 左右。游戏发行厂商代表包括三七互娱、宝通科技，二者 2018 年销售费用率分别达到 43.85%、31.82%，但研发费用率均低于 10%。

表 3：主要游戏公司基本情况简介

公司名称	主营简介	游戏经营模式	代表作品
腾讯控股	游戏、广告、数字内容、金融科技等	游戏研发、发行并进	《王者荣耀》、《和平精英》等
网易	游戏、广告、无线增值及其他	游戏以研发为主，发行为辅	《梦幻西游》、《阴阳师》等
哔哩哔哩	游戏、直播、广告、其他	主打手游发行业务	《Fate/GO》、《崩坏 3》等
完美世界	游戏（端、手、主机）、影视	以研发为主，逐步加强发行	《完美世界》、《诛仙》等
三七互娱	业务：手游、页游	以发行为主，逐步加强研发	《永恒纪元》、《大天使之剑》等
世纪华通	业务：游戏运营、塑料件等	以海外发行为主，拟装入盛大资产加强研发	《阿瓦隆之王》、《火枪纪元》等
游族网络	业务：手游、页游	以海外发行为主，加强研发布局	《少年三国志》、《天使纪元》等
吉比特	业务：端游、手游	以研发为主，发行为辅	《问道》、《贪婪洞窟 2》等

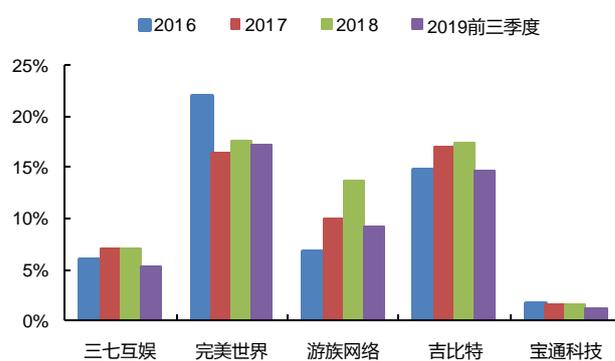
资料来源：wind，财富证券

图 17：发行厂商销售费用率显著高于研发厂商



资料来源：wind，财富证券

图 18：研发型厂商研发费率保持较高水平

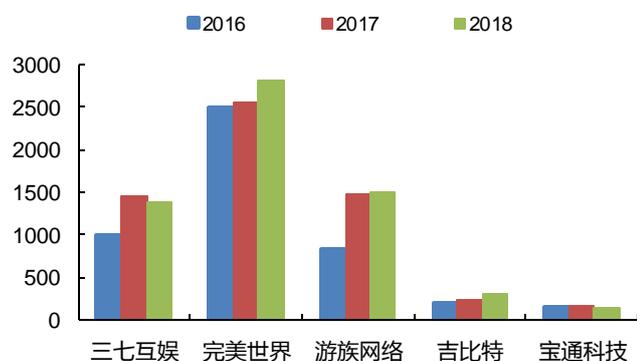


资料来源：wind，财富证券

游戏厂商不断加强研运一体布局。在行业精品化趋势下，产品品质及后续运营的重要性不断凸显，越来越多的游企加大研运一体布局。发行厂商逐步向产业链上游延伸，

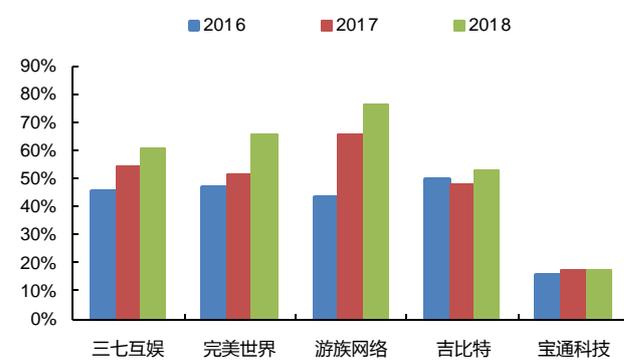
例如近两年三七互娱、游族网络研发人员数量增长较快，研发人员占比快速提升，主要原因是包括二次元、女性向在内的行业细分品类崛起以及流量红利见顶后发行厂商转型精细化运营。同时研发厂商亦不断扩充自身发行实力，充分发挥自身产品优势。例如完美世界2019年3月宣布与Google进行战略合作，加强自研优质游戏出海。

图 19：研发人员稳步增加



资料来源：wind，财富证券

图 20：研发人员数量占比快速提升



资料来源：wind，财富证券

2.2 游企前三季度业绩分化，龙头盈利逐步改善

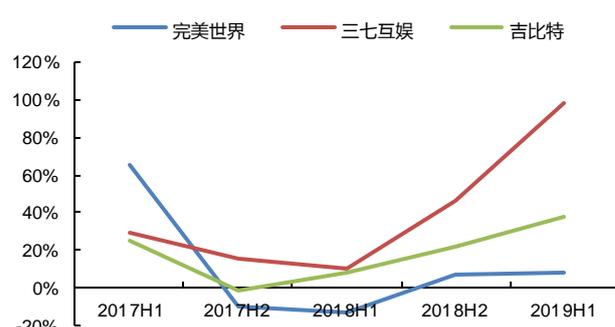
随着版号恢复审批，市场供给逐渐复苏，手游新品开始一轮上线周期，龙头企业盈利率先复苏，例如龙头腾讯上半年上线包括《和平精英》、《跑跑卡丁车》、《龙族幻想》等在内的多款核心自研、代理手游，带动其2019Q2手游收入同比和环比分别增长26%、5%，增速回升。完美世界、三七互娱、吉比特等A股领先游企新品上线节奏也明显加快，游戏收入增长提速。而许多中小游企受产品品质、上线周期等因素影响业绩仍处于低谷。

图 21：腾讯手游收入增速回升



资料来源：wind，财富证券

图 22：A股重点游企游戏业务收入增长提速



资料来源：wind，财富证券

具体到A股游企盈利情况，业绩分化较为明显。2019年前三季度，A股游戏板块（共20家公司）实现营收456.73亿元，同增20.23%，实现归母净利润86.36亿元，同比下降1.34%。板块增收不增利的主要原因是政策监管、行业竞争加剧以及前期并购后遗症等因素影响下，部分游企盈利能力持续下滑拖累整体利润。从中位数角度来看，板块营收增速中位数3.08%，归母净利润增速中位数-15.15%，远低于整体法增速，表明游戏板块

个股盈利分化明显，在新的行业环境下，龙头企业竞争优势更为突出，盈利增长也更为稳健。例如完美世界、三七互娱、吉比特前三季度扣非归母净利润增速均超过 20%。

图 23：2019 年前三季度 A 股游企营收规模及增速



资料来源：wind，财富证券

图 24：2019 年前三季度 A 股游企归母净利润规模及增速



资料来源：wind，财富证券

表 4：重点游企 2019 年前三季度业绩表现

	2019 年前三季度		2019 单三季度	
	营收同比增速	归母净利润同比增速	营收同比增速	归母净利润同比增速
完美世界	5.43%	12.00%	16.77%	-15.00%
三七互娱	72.72%	27.70%	56.29%	25.37%
吉比特	34.07%	32.17%	26.71%	18.95%
游族网络	0.73%	3.29%	9.11%	57.11%

资料来源：wind，财富证券

2.3 后续大厂产品储备丰富

游戏公司产品储备和排期一定程度决定了公司未来业绩走势，了解目前重点游企游戏储备情况有助于判断未来几个季度游戏市场大致表现以及上市公司业绩变化。我们统计 A 股几家重点游企的后续产品储备情况，整体储备较为丰富。

完美世界：公司是国内为数不多实现手游、端游、主机游戏全平台覆盖的研发厂商，2019 年已上线《完美世界》手游、《神雕侠侣 2》、《我的起源》等精品游戏，业绩实现较快增长。后续产品覆盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌等多种类型，包括端转手产品《新笑傲江湖》、《新神魔大陆》等、公司原创 IP《梦间集》系列手游、以及次时代端游大作《新诛仙世界》等，总体看，2020 年公司游戏产品弹药充足。

三七互娱：公司是国内领先的游戏发行厂商，近年来不断增强研发实力，加强研运一体布局。公司产品线包括自研和代理游戏，涵盖 ARPG、MMO、卡牌、SLG、模拟经营等不同类型，在国内和海外市场同步发力。2019 年已上线《斗罗大陆》、《剑与轮回》、《精灵盛典》等自研手游，后续产品储备包括《超能球球》、《斗罗大陆 3D》、《暗黑后裔》等自研手游，以及针对海外市场的西方魔幻 SLG《代号 MH》、中世纪 SLG《Ocean Wars》等代理发行手游。2019 年上半年公司以 1700 万元投资了知名 SLG 游戏出海企业北京羯

磨科技 10% 股权，未来公司游戏出海速度持续加快，看好公司后续 SLG 产品出海表现。

世纪华通：公司于 2019 年 6 月完成收购盛跃网络 100% 股权，获得旗下盛大游戏网经营资产和核心人才团队，代表作品包括《热血传奇》系列、《传奇世界》系列、《龙之谷》系列等，2019 年公司陆续推出《命运歌姬》、《RWBY 瑰雪黑阳》、《辐射：避难所 online》等精品代理游戏为公司带来良好收益。后续产品储备涵盖 MMORPG、偶像养成、ARPG、音乐、卡牌等多种类型，具体包括《龙之谷 2》、《庆余年》、《传奇英雄版》、《彩虹岛手游》、《小森生活》、《樱桃湾之夏》、《代号：远征》、《Lapis Re: LiGHTs》、《月夜狂想曲》等。

表 5：A 股重点游企后续产品储备和排期

公司名称	游戏名称	游戏类型	自研/代理	当前进度
完美世界	新笑傲江湖	MMORPG	自研	有版本号，测试中
	梦间集天鹅座	模拟经营+恋爱养成	自研	有版本号，测试中
	奈奥格之影	Roughlike	自研	无版本号，9月封测
	新神魔大陆	MMORPG	自研	无版本号
	新梦幻诛仙	MMORPG	自研	无版本号
	战神遗迹	ARPG	自研	无版本号
	梦间集 2	二次元国风赛博	自研	无版本号
三七互娱	混沌起源	西方魔幻 RPG		不删档内测
	超能球球	休闲竞技	自研	有版本号，预计 Q4 上线
	大唐文明	ARPG	自研	有版本号
	代号 NB	ARPG	自研	无版本号
	代号 DG	模拟经营类	自研	无版本号
	代号 YZD	-	自研	无版本号
	暗黑后裔		自研	无版本号
世纪华通	斗罗大陆 3D	ARPG	自研	无版本号
	龙之谷 2	MMORPG	自研	无版本号
	樱桃湾之夏-AKB48	偶像经营养成	自研	有版本号
	小森生活	模拟养成	自研	有版本号
	庆余年	MMORPG	自研	无版本号
	彩虹岛手游	横版动作	自研	无版本号
	通感纪元	ARPG	代理	无版本号
	传奇英雄版	ARPG	自研	无版本号
	代号：远征	MMORPG	自研	无版本号
lapis Re: LiGHTs	RPG	自研	无版本号	

资料来源：公司官网、游戏茶馆，财富证券

3 政策监管成为常态，龙头优势更为明显

3.1 政策严监管后，行业运营回归正常

2018 年游戏行业经历版号停发、监管高压，2019 年版号重启，行业运营回归正常。2018 年 3 月，文化部暂停游戏版号审批，6 月关闭游戏备案入口，8 月中宣部等八部委联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》，实施游戏版号总量控制和游戏适龄提示制度，12 月中宣部成立网络道德委员会，对已上线和待审批游戏产品进行道德风险评估，短期行业发展受到较大冲击。直至 2018 年 12 月海南游戏产业年会召开，版号恢复审批，且监管对游戏行业定调，提出要从文化使命、社会责任、产业升级、游戏出海四个方面来推动行业发展，预示着行业发展逐步回归正轨。2019 年 4 月，总局更新游戏申报材料，并要求所有产品按新要求重新申报，至 6 月底，更新后首批 22 个国产游戏版号发放，此后，游戏版号发放回归常态。

未来游戏行业政策严监管将成为常态。2019 年以来，监管部门持续推出具体政策措施调控游戏行业。10 月，在《未成年人保护法》修订草案中新增网络保护，增加限制游戏时长等规定。11 月，国家新闻出版总署发布《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，提出游戏实名制、游戏时长、付费限制等六大具体措施。政策针对未成年人保护力度显著增强，考虑到游戏本质是具备一定成瘾性的娱乐产品，且青少年自制力较差，未来针对未成年保护的政策监管将成为常态。

图 25：游戏行业监管进展及重要事件一览



资料来源：国家新闻出版总署、文化部等，财富证券

表 6：《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》具体内容

序号	举措	具体要求
1	实行网络游戏账号实名注册制度	1) 自本通知施行之日起，网络游戏企业不得为未实名注册的新增用户提供游戏服务；2) 自本通知施行之日起 2 个月内，网络游戏企业须要求已有用户全部完成实名注册，对未完成实名注册的用户停止提供游戏服务；3) 网络游戏企业可以对其游戏服务设置不超过 1 小时的游客体验模式。
2	严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长	1) 每日 22 时至次日 8 时，网络游戏企业不得为未成年人提供游戏服务；2) 网络游戏企业向未成年人提供游戏服务的时段，法定节假日每日累计不得超过 3 小时，其他时间每日累计不得超过 1.5 小时。
3	规范向未成年人提	1) 网络游戏企业不得为未满 8 周岁的用户提供游戏付费服务；2) 8 周岁以上未

	供付费服务	16周岁的用户，单次充值金额不得超过50元人民币，每月充值金额累计不得超过200元人民币；3) 16周岁以上未满18周岁的用户，单次充值金额不得超过100元人民币，每月充值金额累计不得超过400元人民币。
4	切实加强行业监管	1) 前述各项要求，均为网络游戏上网出版运营的必要条件；2) 对未落实本通知要求的网络游戏企业，各地出版管理部门应责令限期改正；情节严重的，依法依规予以处理，直至吊销相关许可。
5	探索实施适龄提示制度	1) 网络游戏企业探索对上网出版运营的网络游戏作出适合不同年龄段用户的提示，并在用户下载、注册、登录页面等位置显著标明；2) 有关行业组织要探索实施适龄提示具体标准规范，督促网络游戏企业落实适龄提示制度。

资料来源：国家新闻出版广电总局，财富证券

3.2 控量、提质、强化未成年监管，监管引导行业供给侧改革

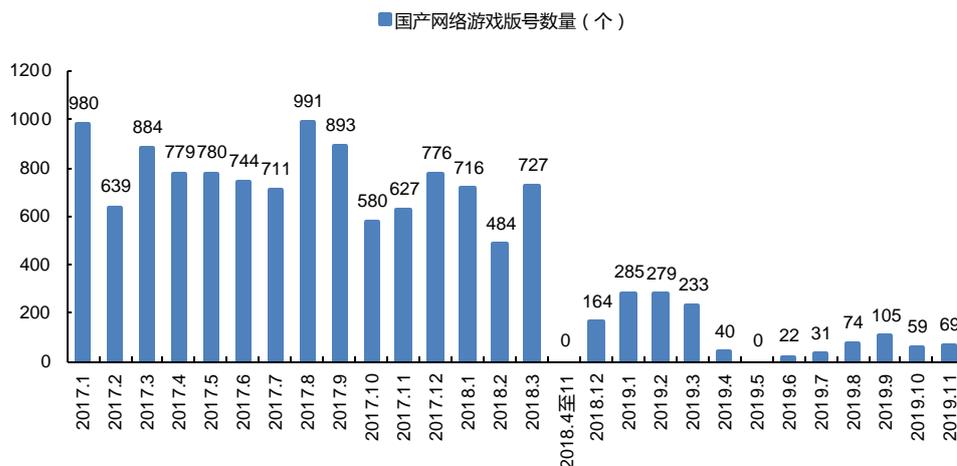
未来游戏行业监管主要为两大方向：一是强化对未成年人的监管保护；二是控量、提质，优化行业供给。对行业的潜在影响如下：

1、**实施版号总量控制，减少低质游戏过审数量，意在提高产品质量，推进游戏行业供给侧改革。**去年8月国家新闻出版总署表示要实施版号总量控制，2018年底游戏产业年会上中宣部领导发言也表示要加快推进游戏供给侧结构性改革，控制产品数量过快增长，聚焦提高产品品质。目前监管部门的导向在新的版号发放过程中已有所体现，版号审批节奏较改革前有所放缓，发放数量大幅下降。年初至今（截至2019年11月）共发放1353个版号（含进口游戏），且自2019年6月按新申报要求审核以来，单月游戏版号发放数量在100个左右。按照这个发放节奏测算，预计2019年全年国产游戏获批版号数量在1500个左右，未来每年新增版号容量约1000个，与2017年全年近1万个游戏版号相比，供给端明显收缩。

我们认为版号总量控制带来的供给端收缩对市场规模增长的影响有限，主要基于两点原因：一是游戏产品头部化趋势明显，top50的游戏贡献70%的收入，而头部游戏大多为优质产品，过审概率较大，内容风险相对较小；二是版号数量控制主要针对棋牌类游戏和大量换皮、蹭IP的低品质游戏，这部分游戏对行业收入规模影响较小。

此外，在新的审核标准下，大厂研发实力更为突出，且对内容风险把控更强，相应的产品获批概率更大。根据我们统计，6月底更新申报材料以来发放的360个国产游戏版号中，接近30%的版号为大厂出品（包括腾讯、网易、完美、三七、巨人、中手游、吉比特、游族等）。未来供给端大概率强者恒强。

图 26：国产网络游戏版号发放情况（截至 2019.11）

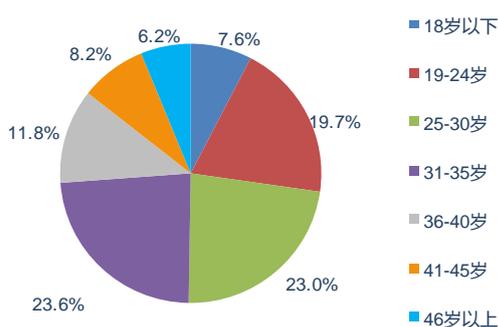


资料来源：国家新闻出版广电总局，财富证券

2、强化未成年监管，包括限制青少年游戏时长，规范青少年沉迷和过度消费问题。

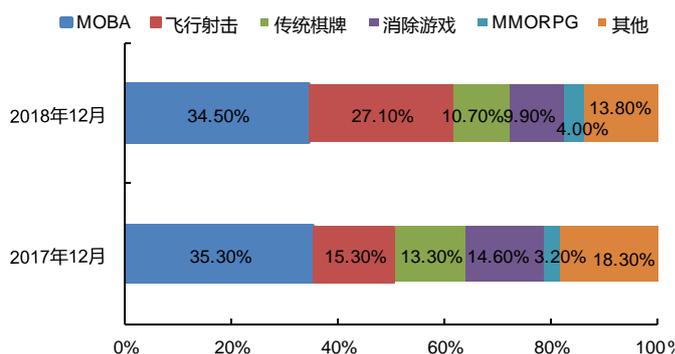
我们认为限制未成年人游戏时长和消费对行业影响相对有限，主要原因在于：1) 目前国内 18 岁以下游戏用户占比并不高，这部分用户大多为时长贡献者，而非收益贡献者。根据 QuestMobile 发布的《2019 手机游戏行业半年报告》，2019 年 6 月国内手游行业 18 岁以下用户占比仅为 7.6%；2) A 股大部分游企的主要品类是传统 MMO、SLG、ARPG、卡牌等，这类游戏 DAU 较低、ARPU 较高，整体游戏用户时长占比不足 20%，目标用户大多为付费能力较强的成年人，因此受政策影响较小；3) 从企业角度来看，目前腾讯、网易、完美、三七等龙头厂商均已推出相应的未成年保护系统来应对监管，企业经营亦不受影响。

图 27：2019 年 6 月手游用户年龄分布



资料来源：QuestMobile，财富证券

图 28：MOBA 和飞行射击类游戏用户时长占比高



资料来源：QuestMobile，财富证券

总体看，未来行业监管严要求将成为常态，监管旨在引导行业供给侧改革，推动行业转型升级，实现高质量发展。长期看将大幅抬升行业竞争门槛，中小企业竞争压力加大，加速退出市场，龙头企业在内容风险把控、游戏研发、精细运营等多方面具备优势，市占率有望进一步提升。

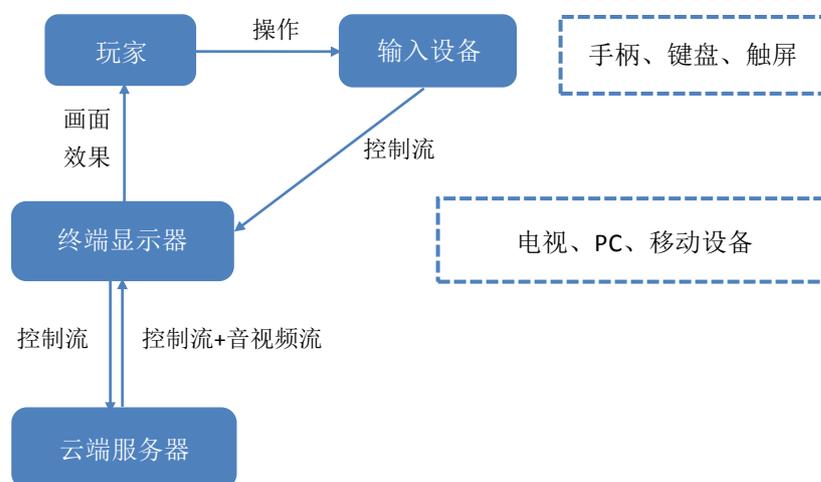
4 技术升级引领行业变革，云游戏有望迎来快速发展

4.1 5G 商用为云游戏普及提供可能

云游戏是指游戏的运行和计算都不在本地终端，而是放在云端服务器，服务器将渲染完毕的游戏画面压缩后通过网络传输给用户。在用户端，不需要下载安装游戏内容，且用户游戏设备不需要任何高端处理器和显卡，只需要基本的显示设备和输入设备即可。

在云游戏运行过程中，用户可通过操作手柄、键盘、触摸屏等输入设备将操作指令以流的形式发送至云端服务器，服务器则通过图形计算和数据处理将游戏画面和操作结果同样以流的形式传输到电视、PC、移动终端等显示设备。

图 29：云游戏运行示意图



资料来源：大麦云游戏，财富证券

5G 商用为云游戏普及提供可能。云游戏运行过程中，原有的用户终端计算压力转移至云服务器，终端设备要求和计算压力明显减轻，但同时数据上传、数据网络传输、服务器端的数据计算、画面渲染、以及将处理完的数据传输至客户端等均会造成网络时延。当前的通信网络下，难以支持游戏高清画面传输和游戏实时响应，因此即便早期已有云游戏平台推出也难以得到普及。5G 网络下，网络上行和下载速率均得到大幅提升，叠加边缘计算节点的建设可有效降低网络时延，为云游戏的普及推广提供可能。

表 7：谷歌云游戏平台 Stadia 对网速及时延的要求

云游戏平台	网速及时延要求
	1080P+60 帧画质下，网速要求为 25Mbps，时延小于 40ms
谷歌 Stadia	4K+60 帧画质下，网速要求为 30Mbps，时延小于 40ms
	未来可提升至 8K+120 帧画质，网速要求未知

资料来源：新浪科技，财富证券

表 8：不同通信技术对应的理论网络下载速率

通信技术	理论网络下载速率
3G	300Kbps~50Mbps
4G	100Mbps~1Gbps
5G	10Gbps~20Gbps

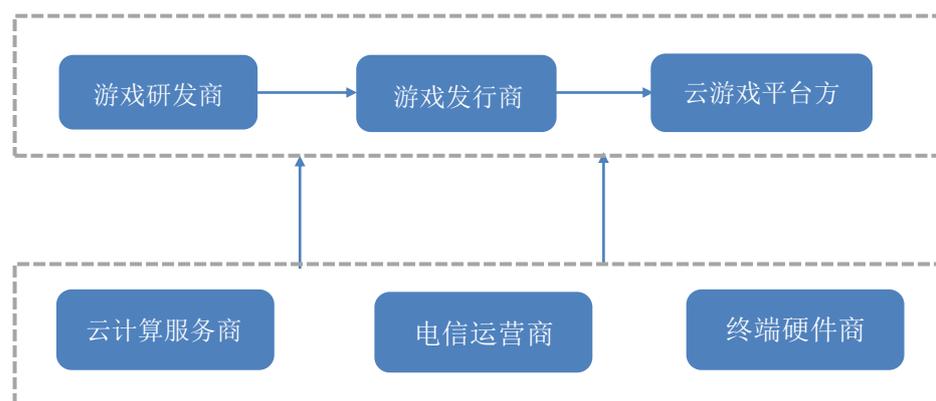
资料来源：新浪科技，财富证券

4.2 云游戏产业发展处于初期，尚未成熟

云游戏产业链参与玩家众多，主要包括云计算服务商、电信运营商、终端硬件厂商、游戏研发商、游戏发行商和云游戏平台方。

其中云计算服务商和电信运营商为云游戏提供底层网络传输、服务器存储和计算等服务，是云游戏运行的重要基础，目前国内参与玩家包括中国移动、阿里云、腾讯云等。云游戏平台方则主要提供丰富的游戏内容，吸引用户来玩，平台方一方面须布局游戏内容，另一方面须向下游获取用户，长期潜在增长空间巨大，因此各方巨头抢先布局，目前谷歌、微软、索尼、腾讯、网易等已推出相应的云游戏服务。

图 30：云游戏主要参与方



资料来源：财富证券

目前云游戏行业处于发展初期，产业链格局尚未成熟，主要原因在于制约云游戏平台发展的两大重要因素“底层技术和优质内容”还需要时间来发展培育。

1、从底层基础设施建设情况来看，5G 仍处于建设初期，基站仅覆盖核心城市的核心区，大多数用户难以真正体验到高带宽、低时延。当前较低的 5G 渗透率导致用户对于 3A 精品大作体验感不佳进而影响云游戏的快速扩张。目前市场普遍预期到 2022 年 5G 能实现大范围商用。

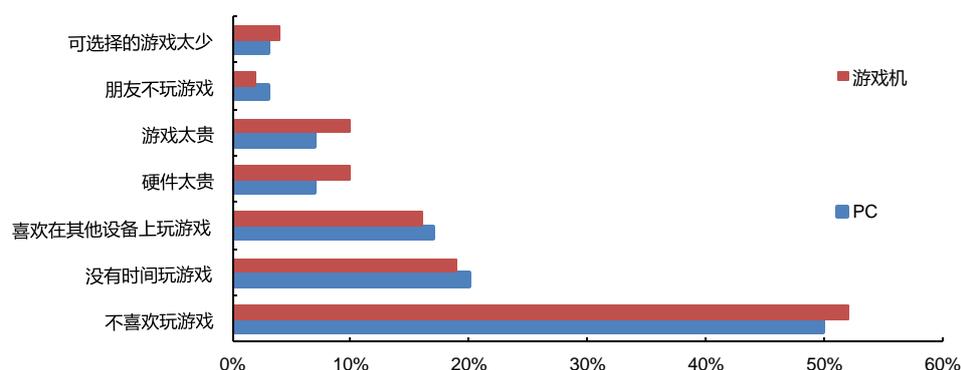
2、从内容供给角度来看，当前云游戏内容更多是传统游戏上云，特点是游戏呈现形式更加多元，由过去单一终端向电视、PC、移动等多个终端转变，并实现游戏无缝连接，游戏玩法本质并未发生变化。未来随着云游戏持续推进，研发厂商将推出更多针对云游戏即点即玩、可分享等特性的全新云游戏内容。

4.3 云游戏对游戏产业链影响较深

云游戏对传统游戏产业链的影响可归纳为三个方面：1) 用户规模有望扩大（基数增加、转化率提高）；2) 盈利模式升级、付费粘性增强；3) 产业链地位和利益分配或将发生改变。中短期优质内容方议价能力有望提升，中长期持续分化；发行方买量成本下降，发行方式更为多元；平台方抢占充分市场份额后，话语权逐渐增强，长期变现空间大。

硬件门槛降低、游戏方式更为便捷，用户规模有望扩大。高品质的 PC 和主机游戏硬件门槛较高，一般来说，目前游戏机和游戏电脑的硬件配置价格在 2000 元以上，对于普通用户来说，价格并不便宜。根据前瞻产业研究院报告显示，有 10% 的玩家不玩主机游戏的原因是认为硬件太贵，另外 10% 的玩家认为游戏内容太贵，由此可以看出，硬件和游戏内容价格是限制主机/PC 用户规模扩大的原因之一。云游戏可以有效降低硬件门槛，为玩家提供更便捷、高效、丰富的游戏服务，过去受制于主机游戏硬件价格昂贵的玩家将较为容易地成为新的游戏用户，因此云游戏普及一定程度上有助于带来用户增量。但另一方面，对于手游来说，手游用户渗透率已处于较高水平，手游云化对用户影响相对有限。

图 31：2018 年游戏玩家不在 PC 端和游戏机上玩游戏的原因分布情况

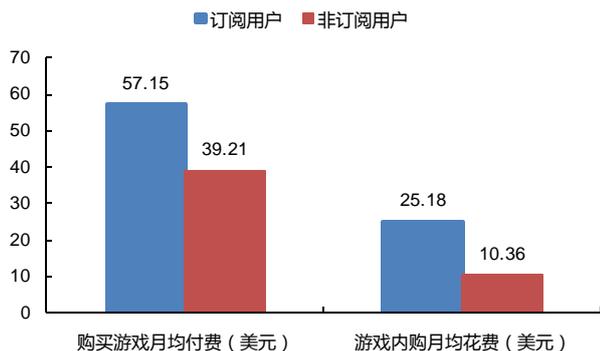


资料来源：前瞻产业研究院，财富证券

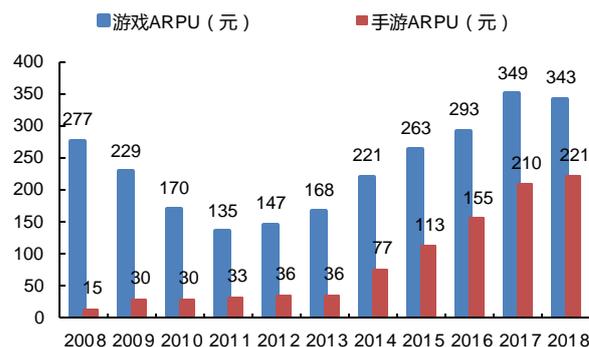
盈利模式升级，付费粘性增强。对于主机游戏而言，主机游戏上云后，付费模式由一次性买断制转变为订阅制与免费、买断、时长计费相结合的方式。用户则从买断游戏的使用权转变为定期、长期“租赁”游戏的使用权，优点在于可以用低得多的价格体验到原本要花费较大的游戏同时降低游戏试错成本，由此实现用户体验改善，进而增强用户粘性和用户付费意愿。根据 SuperData 研究报告显示，订阅用户在游戏内购、DLC 等内容上的花费是非订阅用户的 2.4 倍。但对于国内以免费为主的移动游戏来说，游戏内道具付费模式的变现效率非常高，游戏上云对当前付费模式难以产生有太大变化。

图 32：订阅用户游戏内月均花费明显高于非订阅用户

图 33：国内游戏单用户收入处于较高水平



资料来源: SuperData, 财富证券



资料来源: 伽马数据, 财富证券

产业链价值分配有望重塑。云游戏顶层运行环节有三大参与方, 游戏研发商、游戏发行方和云游戏平台方。1) **对于游戏研发商来说, 议价能力有望提升。**过去传统游戏分成比例大头被渠道和发行占据, 研发商分成比例相对有限。而在云游戏时代, 云游戏平台方的竞争力和差异化靠独占精品游戏来实现, 因此平台发展初期, 平台方为争夺更多优质独占内容会进行适当让利, 优质内容研发商产业链议价能力有望提升, 具体体现为分成比例提高 (逻辑类似于互联网视频平台前期为争夺用户花重金购买独占内容版权)。2) **对于游戏发行商来说, 买量转化效率提升, 成本有望降低。**云游戏即点即玩的特点可大幅缩短用户转化流程, 使得游戏买量转化效率大幅提升, 有效降低买量成本, 同时云游戏便捷分享等特点可增加游戏发行入口。使得游戏发行方式更加多元。3) **对于云游戏平台方来说, 长期变现空间大, 优质内容+用户体验是核心竞争所在。**云游戏平台发展初期重在跑马圈地争夺更多用户, 丰富的精品内容和好的用户体验必不可缺。中长期行业发展成熟, 平台方获得足够市场份额后, 产业链议价权可能开始向头部平台方转移, 平台盈利能力逐步增强, 同时前期获取的用户盘将带来较大的增值变现空间。

总体来看, 云游戏作为 5G 时代的重要应用之一, 具有诸多优点且对产业链影响较深, 但同时也需注意到国外优质游戏引进国内存在内容审核和版号的问题以及网速和延迟的问题。目前国内云游戏仍处于发展早期, 初期运营成本较高以及用户规模较小导致行业难以盈利, 短期更多是对估值的催化作用; 中长期看, 云游戏为产业链带来发展机遇, 各环节优质龙头竞争优势更为突出。

5 投资逻辑与核心标的

我们认为游戏行业主要受益于政策、行业、技术三方面改善:

1) 政策层面。首先版号进入有序发放状态, 确保游戏供给稳定; 其次, 游戏行业监管已成为常态, 未来监管两大主要方向为版号控量、提质, 优化行业供给和强化对未成年人的监管保护。长远看, 监管有利于规范行业秩序, 加速供给端出清, 利好龙头企业市场份额提升。

2) 行业层面。短期受益于版号恢复, Q2 以来手游新品陆续上线, 且多款产品表现

优异，带动行业增速回暖。游戏工委数据显示，2019Q3 中国手游市场收入同比和环比分别增长 20%、4.1%，延续良好增长势头。后续大厂产品储备丰富，为 2020 年增长奠定基础。中长期看，游戏内容品类创新、品质持续提升将带动 ARPU 提高，同时国内游戏加速出海带动海外市场成为行业新的增长点。

3) 技术层面。随着 5G 商用临近，下游 5G 应用和内容将迎来快速发展。云游戏作为 5G 重要应用之一，对当前游戏产业链有着深远影响。我们认为短期对游戏行业估值提升具有催化作用。中长期看，优质的游戏研发商受益于持续生产精品内容而具备较强议价权，可享受不错的分成比例。游戏买量发行厂商有望受益于买量转化率提高带来的成本下降。平台方则受益于大量云游戏用户，带来较大的增值变现空间。

投资上。建议关注业绩增长稳健、核心竞争优势突出、产品表现优异、新品储备丰富的游戏龙头，推荐完美世界、三七互娱，建议关注吉比特、游族网络、世纪华通、顺网科技。

6 风险提示

行业监管进一步加强、产品上线延期、重点产品表现不及预期、5G 商用延期等。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438