

增持

——维持

日期：2021年01月05日

行业：传媒-游戏



分析师：胡纯青

Tel: 021-53686150

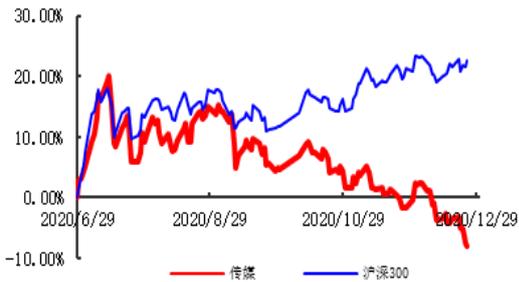
E-mail: huchunqing@shzq.com

SAC证书编号：S0870518110001

证券研究报告/行业研究/行业动态

内容与渠道方的博弈再度引发关注

近6个月行业指数与沪深300比较



■ 一周表现回顾：

上周沪深300指数上涨3.36%，传媒板块上涨2.98%，跑输沪深300指数0.38个百分点。游戏板块上涨3.24%，跑输沪深300指数0.12个百分点，跑赢传媒板块0.26个百分点。个股方面，上周涨幅较大的有三七互娱(+11.26%)、宝通科技(+10.66%)、完美世界(+8.82%)；上周跌幅较大的有美盛文化(-5.61%)、天舟文化(-2.52%)。

■ 行业动态数据：

手游榜单排名：上周进入iOS畅销榜TOP50的上市公司相关游戏包括：《问道》(吉比特)、《最强蜗牛》(青瓷数码)、《新笑傲江湖》(完美世界)、《完美世界》、《新诛仙》(完美世界)、《新神魔大陆》(完美世界)、《少年三国志：零》(游族网络)以及《云上城之歌》(三七互娱)。

新开测手游：本周新开测游戏超过20款，包括归属于A股上市公司名下的游戏共5款，其中1款正式上线。由三七互娱出品的魔幻MMORPG《荣耀大天使》将于1月6日开启双端公测，由吉比特出品的《一念逍遥》也将于6日在安卓端开启付费不删档测试。

游戏版号：本周，国家新闻出版署官网公布了12月国产网络游戏版号的审批信息。此次共有89款国产网络游戏取得版号，由A股上市公司及其关联公司运营的游戏共11款，包括《非常英雄救世奇缘》(完美世界)、《空之要塞：启航》(三七互娱)等。

■ 投资建议：

近日，有关游戏内容方与渠道方分成比例的讨论再度引发了市场关注。从游戏宣发的角度来看，随着用户红利见顶，游戏市场进入存量博弈阶段，新游戏获取用户的方式也日趋多样化。通过传统渠道推荐位引流只是游戏获取用户的方式之一，且其重要性在年轻玩家群体之间日趋衰弱。而无论是买量推广还是通过Taptap等不分成的新型渠道推广，其在年轻玩家间的认可度都相对更高。此外，一些精品游戏为取得更好的宣发效果还需要配合品牌推广，要在弹幕网站、社交媒体甚至是一些线下渠道投放一定量的软、硬广告，这些额外的宣发开支也完全是由游戏内容方承担的。总的来说，游戏发行商在获取新用户这一过程中所起到的作用正在逐步扩大，而传统渠道在其中的作用变得更加有限，渠道方继续维持以往的高分成比例不利于行业健康发展，长远来看，调低渠道方分成比例是大势所趋。建议继续关注技术领先的游戏公司。

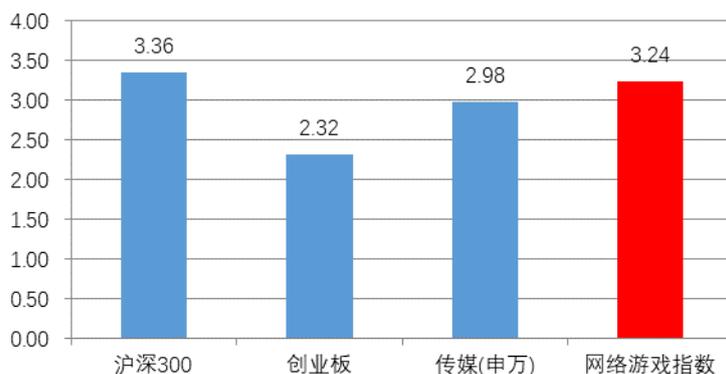
■ 风险提示：

监管进一步趋严、行业增速下滑、行业竞争加剧、商誉减值风险

一、上周行情回顾

上周沪深 300 指数上涨 3.36%，传媒板块上涨 2.98%，跑输沪深 300 指数 0.38 个百分点。游戏板块上涨 3.24%，跑输沪深 300 指数 0.12 个百分点，跑赢传媒板块 0.26 个百分点。

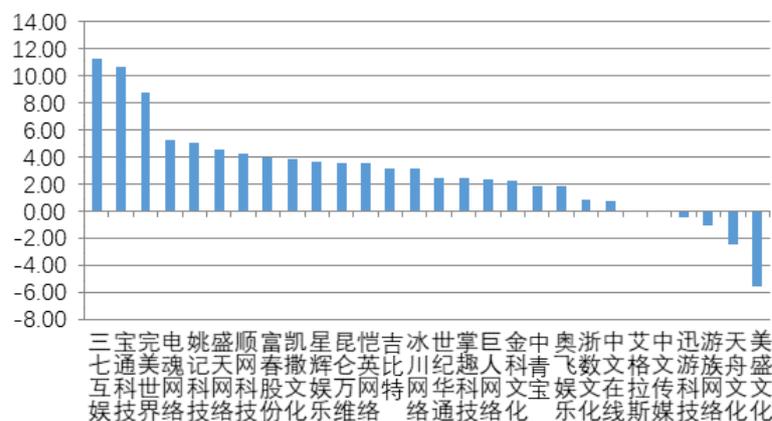
图 1 上周行业市场表现 (%)



数据来源: Wind、上海证券研究所

个股方面，上周涨幅较大的有三七互娱 (+11.26%)、宝通科技 (+10.66%)、完美世界 (+8.82%)；上周跌幅较大的有美盛文化 (-5.61%)、天舟文化 (-2.52%)。

图 2 上周个股市场表现 (%)

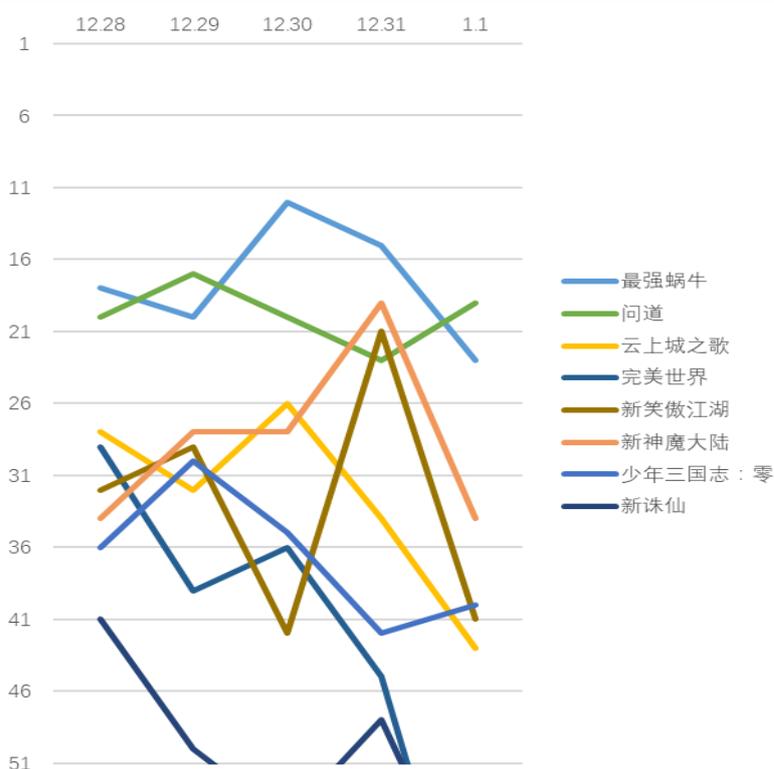


数据来源: Wind、上海证券研究所

二、行业动态数据

手游榜单排名: 上周进入 iOS 畅销榜 TOP50 的上市公司相关游戏包括:《问道》(吉比特)、《最强蜗牛》(青瓷数码)、《新笑傲江湖》(完美世界)、《完美世界》(完美世界)、《新诛仙》(完美世界)、《新神魔大陆》(完美世界)、《少年三国志:零》(游族网络) 以及《云上城之歌》(三七互娱)。

图 3 中国区 IOS 畅销榜 TOP50 内游戏 (A 股上市公司部分)



数据来源: AppAnnie、上海证券研究所

新开测手游: 本周新开测游戏超过 20 款, 包括归属于 A 股上市公司名下的游戏共 5 款, 其中 1 款正式上线。由三七互娱出品的魔幻 MMORPG《荣耀大天使》将于 1 月 6 日开启双端公测, 由吉比特出品的《一念逍遥》也将于 6 日在安卓端开启付费不删档测试。

表 1 新开测手游 (A 股上市公司部分)

开测时间	游戏名称	游戏厂商	关联上市公司	游戏类型	测试类型	平台
1.05	一念逍遥	雷霆游戏	吉比特	RPG	付费不删档	iOS&Android
1.05	武炼巅峰之武道	三七网络	三七网络	ARPG	删档内测	Android
1.06	荣耀大天使	三七网络	三七互娱	RPG	公测	iOS&Android
1.07	胡莱三国 3	胡莱游戏	万达电影	策略	删档内测	Android
1.07	旧日传说	完美世界	完美世界	RPG	删档内测	Android

数据来源: GameRes、上海证券研究所整理

游戏版号: 本周, 国家新闻出版署官网公布了 12 月国产网络游戏版号的审批信息。此次共有 89 款国产网络游戏取得版号, 由 A 股上市公司及其关联公司运营的游戏共 11 款, 包括《非常英雄救世奇缘》(完美世界)、《空之要塞: 起航》(三七互娱) 等。

表 2 版号获取情况 (A 股上市公司部分)

审批日期	游戏名称	出版单位	运营单位	关联上市公司	申报类别
------	------	------	------	--------	------

1.04	芒果小镇	成都盈众九州网络科技有限公司	上海芒果互娱科技有限公司	芒果超媒	移动
1.04	冰火塔防	东方星空数字娱乐有限公司	杭州边锋网络技术有限公司	浙数文化	客户端
1.04	商海风云	成都盈众九州网络科技有限公司	广州要玩娱乐网络技术股份有限公司	大唐电信	移动
1.04	空之要塞：启航	海南省电子音像出版社有限公司	海南尚轩网络科技有限公司	三七互娱	移动
1.04	非常英雄救世奇缘	完美世界（北京）网络技术有限公司	完美世界（北京）软件科技发展有限公司	完美世界	移动
1.04	古镜记	江苏凤凰电子音像出版社有限公司	江苏凤凰数字传媒有限公司	凤凰传媒	客户端、移动
1.04	侠客天涯	上海科学技术文献出版社有限公司	上海触萌网络科技有限公司	卧龙地产	移动
1.04	白夜幻想	深圳市盛讯达科技股份有限公司	深圳市盛讯达科技股份有限公司	盛讯达	移动
1.04	苍之录	三七互娱（上海）科技有限公司	上海硬通网络科技有限公司	三七互娱	网页
1.04	四国军棋大战	杭州边锋网络技术有限公司	杭州边浙网络技术有限公司	浙数文化	移动-休闲益智
1.04	密室绝境逃生	杭州哲信信息技术有限公司	南京翰达睿信息技术有限公司	金科文化	移动-休闲益智

数据来源：国家新闻出版署官网、上海证券研究所整理

三、近期公司公告

表 3 公司重点公告

公司名	代码	事件	内容
-----	----	----	----

游族网络	002174	信用评级观察名单	<p>公司于 2019 年 9 月发行了游族转债，由中诚信国际进行相关信用评级工作。中诚信国际认为，林奇先生不幸辞世事发突然，其所持公司股份继承以及未来公司实际控制人变化情况目前尚不明确，公司面临一定的治理风险，且未来公司董事长及总经理的选举或聘任对其战略发展方向及主业经营的影响有待关注。同时，实际控制人的离世或影响公司外部融资环境，具体影响尚需观察。此外，截至公告出具日，林奇先生所持公司股份质押率达 78.18%，质押比例高，且其质押融资全部于一年内到期。基于上述情况，中诚信国际决定维持游族网络股份有限公司主体信用等级为 AA，维持“游族转债”债项信用等级为 AA，将游族网络股份有限公司主体及“游族转债”列入信用评级观察名单。</p>
惠程科技	002168	终止筹划控制权变更	<p>公司于 12 月 13 日收到控股股东及实际控制人通知，控股股东正在筹划控制权转让事宜，拟转让的股份数量共计 120,289,435 股，预计占公司总股本比例为 15%，该交易可能涉及公司控制权的变更，本次交易对手方是国有资产经营管理有限公司，相关交易事项尚需国有资产监督管理等有关部门的事前审批。12 月 29 日，公司收到控股股东通知，经与中介机构及交易对方慎重考虑，认为根据相关法律法规，如未经法定程序，未来如在承诺期限内完成控制权变更事宜，客观上存在违反承诺的情形。因继续筹划控制权变更存在不确定性，经与交易对方协商一致，决定终止筹划公司本次控制权变更事项。</p>
奥飞娱乐	002292	非公开发行获批	<p>公司于近日收到中国证监会出具的《关于核准奥飞娱乐股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2020】3553 号），核准公司非公开发行不超过 135,715,952 股新股，发生转增股本等情形导致总股本发生变化的，可相应调整本次发行数量。本次发行股票应严格按照公司报送中国证监会的申请文件实施。本批复自核准发行之日起 12 个月内有效。</p>
世纪华通	002602	股份减持结果	<p>公司于 2020 年 6 月 18 日收到控股股东华通控股及公司实际控制人王苗通先生通知，计划自公告后 6 个月内以集中竞价方式或大宗交易方式减持合计不超过公司股份总数的 6%。近日，公司收到华通控股及王苗通先生出具的减持结果告知函，期间合计减持股数 18,456.28 万股，占公司总股本的 2.48%。</p>
姚记科技	002605	股票期权激励计划	<p>公司发布 2020 年第三期股票期权激励计划，拟向激励对象授予权益总计 571.50 万份，占本激励计划公告时公司股本总额 402,021,757 股的 1.42%。本激励计划授予的激励对象总人数为 219 人，包括在公司（含控股子公司）任职的中层管理人员和核心技术（业务）骨干。公司全部有效的激励计划所涉及的标的股票总数累计为 2,785.9 万股（含本次），占本激励计划公告时公司股本总额 402,021,757 股的 6.93%。本次授予股票期权的行权价格为每股 25.93 元。业绩考核指标为相比 2019 年，2021、2022、2023 年净利润增长率不低于 80%、100%、120%。</p>

数据来源：Wind、上海证券研究所

四、行业热点信息

1. 苹果大规模下架近 5 万款应用，24% 手游受波及行业洗牌加速

游戏行业版号监管的另一只靴子已落地。移动应用分析平台七麦数据统计，12 月 31 日，苹果 App Store 共计下架达 46713 款应用程序，其中绝大部分是游戏类应用，当日被下架的手游高达 39178 款，这一数字已经超过此前苹果在 8 月 1 日下架的 26961 款。目前，App Store 中国区在线游戏应用数量达 12.5 万款。

就下架游戏名单来看，本次苹果清理力度惊人，包括大量海外游戏公司、本土公司知名 IP 产品以及独立开发者的作品，如《NBA2K20》、《刺客信条：本色》、《侠盗猎车手：罪恶都市》、《仙剑奇侠传》等，不少游戏曾位居苹果榜单前列，并获得 App Store 推荐。

对此，一位业内知名运营经理对《证券日报》记者表示，下架无版号的游戏，可以看作是游戏行业的一种供给侧改革，势在必行，此举对行业而言短期有阵痛，长期是好事，“如此重的打击无版号游戏，对中小游戏团队影响非常大。从长远来看，利好的是具有产品力的公司。”

2020 年，苹果对游戏版号的规定收紧，其分别在 2 月份和 7 月份分别发布提醒和新增填写版号入口等。7 月 8 日，苹果向部分开发者邮件通知 7 月 31 日之后该游戏将无法继续在中国区 App Store 上使用，8 月 1 日中国区 App Store 游戏大规模下架近 3 万款。

12 月初，苹果再次推送通知给游戏开发者称，12 月 31 日之后，未按要求提交的的游戏，将无法在中国区的 App Store 上提供，直到提交游戏版号。此举被看作是 2021 年前的一次彻底的清理行动。

据追踪全球应用的数据提供商 Sensor Tower 的数据显示，苹果公司 2019 年在中国区 App Store 上架了 27.2 万款游戏。在 2020 年，至少有超过 10 万款游戏从中国区 App Store 下架，数量远超 2019 年下架的 2.5 万款。

本次下架事件发生前，中国区 App Store 游戏应用有 16.4 万款，截至 1 月 4 日在线游戏数量仅剩 12.5 万款，换句话说，24% 的游戏受到波及。另外，从近 3 年 App Store 数据来看，在线游戏数量呈逐年递减趋势，目前在线游戏数量相比 2019 年下降了 53%。

此次下架的游戏有两大特点，第一，下架的绝大多数为无版号游戏；第二，有内购的免费游戏下架数量最多。

此次下架的游戏中，有内购游戏下架数量为 31600 余款，其中含有应用内购买的免费游戏下架的数量最多，达 29800 余款，占比 76%，其次是付费无内购游戏。

除此之外，根据七麦数据统计，当前在线游戏中，免费游戏约 12.2 万款，付费游戏约 3000 款，占比仅为 2%。不含应用内购买项目的游戏约 12.3 万款，含应用内购买项目的游戏约 0.2 万款，占比 1.5%（证券时报）

2. 逆转！华为腾讯握手言和？腾讯游戏已重新上架，互掐不到 24 时落幕

新年伊始，腾讯与华为的首日“互掐”似乎就要告一段落。

在 2021 年首日，华为平台一早单方面宣布与腾讯游戏“分手”，下架了腾讯所有游戏。然而还没过 24 小时，又重新与鹅握手言和。

据券商中国记者了解，华为与腾讯此次“掐架”的导火索，或许源于腾讯发行的《使命召唤手游》和华为应用商店两者之间在分成上的博弈较量。事实上，传统应用渠道与游戏研发商之间的分成矛盾由来已久。在当前国内买量模式兴起以及“内容为王”的趋势下，传统渠道议价能力下降。

目前来看，腾讯游戏与华为平台之间应已达成了一致共识，但具体协议的抽成比例尚不得而知。“还是要看协议的抽成比例是怎样的，要打破现在的僵局势必有一方作出让步，而目前来看，腾讯与华为的游戏分成僵持局面会暂且告一段落，未来会不会再度起争议尚未可知。”有业内人士向记者坦言。

1 月 1 日凌晨，华为游戏中心社区的“原味布丁”发布官方公告称，因腾讯游戏于 2020 年 12 月 31 日单方面就双方合作做出重大变更，导致双方的继续合作产生重大障碍，“经过我司法务谨慎评估，我们不得不依照腾讯单方面要求暂停相关合作，将腾讯游戏从华为平台下架。”

华为游戏中心在公告中并没有指出此次下架的具体原因，只是表示其敬佩腾讯游戏在行业内取得的成就和绝对的市场地位，虽然不赞同但也理解腾讯基于此提出的要求。同时公告提到，希望未来双方有机会再次携手合作，为广大华为用户提供优质的游戏内容服务。

腾讯游戏当日针对被下架时回应称，因华为手机游戏平台与其《手机游戏推广项目协议》未能如期续约，导致 1 月 1 日凌晨腾讯游戏的相关产品被突然下架。正积极与华为手机游戏平台沟通协商，争取尽快恢复。给用户带来的不便，腾讯深表歉意。

1 月 1 日晚间，华为和腾讯双双发布声明称，经双方友好协商，腾讯游戏相关产品已在华为游戏中心恢复上架。并表示“双方将继续

续共同努力为消费者带来更好的体验和服务”。(券商中国)

3. 抖音及 TikTok 以 12.6 亿美元夺得全球娱乐应用收入榜冠军，同比增幅达 590%

Sensor Tower 商店情报平台数据显示，截至 2020 年 12 月 15 日，全球用户支出排名前十的娱乐应用在 App Store 和 Google Play 的总收入达到 58.2 亿美元，同比增长 61.8%。下载量排名前十的娱乐应用总共获得 24.6 亿次下载，较去年同期增长 22.5%。

用户支出方面，抖音及 TikTok 以 12.6 亿美元预估收入取代 Netflix(NFLX.US)，夺得全球娱乐应用收入榜冠军，较去年增长了 590%。其中，88.3% 的收入来自抖音 iOS 版本，美国和土耳其 TikTok 用户分别贡献了总收入的 6.5% 和 1.4%。

YouTube 以 9.4 亿美元的收入位列榜单第二名，同比增长 63.8%；榜单前五另外 3 款应用分别为腾讯视频，Disney+ 和爱奇艺。

地区方面，中国 iOS 用户在前十款娱乐应用的支出达到 28.1 亿美元，占 49.3%。美国和日本用户的支出排名第 2 和第 3，分别占 27.4% 和 2.6%。从平台分布来看，苹果 App Store 贡献了绝大部分收入，占比高达 90.5%；Google Play 仅占 9.5%。

下载量方面，抖音及 TikTok 以 9.6 亿次下载蝉联全球娱乐应用下载榜冠军。下载量前三的市场为印度，巴西和美国，分别占 16.9%，9.2% 和 8.2%。Netflix 和 You Tube 分列榜单第 2 和第 3 名。

地区方面，印度市场贡献 4.5 亿次下载，占 18.4%；美国和巴西位列第 2 和第 3，分别占 11.3% 和 9%。平台方面，来自 Google Play 的下载量占 72.6%，苹果 App Store 占 27.4%。(Sensortower)

五、投资建议

近日，有关游戏内容方与渠道方分成比例的讨论再度引发了市场关注。从游戏宣发的角度来看，随着用户红利见顶，游戏市场进入存量博弈阶段，新游戏获取用户的方式也日趋多样化。通过传统渠道推荐位引流只是游戏获取用户的方式之一，且其重要性在年轻玩家群体之间日趋衰弱。而无论是买量推广还是通过 TapTap 等不分成的新型渠道推广，其在年轻玩家间的认可度都相对更高。此外，一些精品游戏为取得更好的宣发效果还需要配合品牌推广，要在弹幕网站、社交媒体甚至是一些线下渠道投放一定量的软、硬广告，这些额外的宣发开支也完全是由游戏内容方承担的。总的来说，游戏发行商在获取新用户这一过程中所起到的作用正在逐步扩大，而

传统渠道在其中的作用变得更加有限，渠道方继续维持以往的高分成比例不利于行业健康发展，长远来看，调低渠道方分成比例是大势所趋。目前，游戏市场整体继续保持着较快增速，且经过前一阶段的回调，A 股游戏板块估值已处于历史相对低位，性价比较为突出，建议继续关注技术领先的游戏公司。

六、风险提示

监管进一步趋严、行业增速下滑、行业竞争加剧、商誉减值风险

分析师声明

胡纯青

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

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唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。