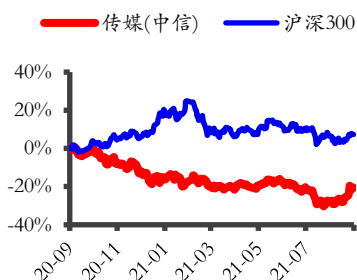


全球应用渠道反垄断进程加速，内容生产方价值进一步凸显

行业评级：增 持

报告日期：2021-09-14

行业指数与沪深300走势比较


分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

研究助理：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

主要观点：

● 苹果第三方支付有望全面放开，全球应用渠道反垄断进程加速

9月10日，美国加州地方法院对“Epic诉苹果案”做出判决：因涉嫌“不充分竞争”，令App Store不得限制第三方支付，该法令将于90天后（12月9日）生效。

近年来，Epic Games、Spotify等头部内容公司对苹果、谷歌等应用渠道的反垄断诉讼引起全球关注，相关政策及法律法规在多个国家及地区持续推进。目前，除美国“Epic诉苹果案”初步落地之外，韩国国会已于8月31日通过《电信业务法部分修正案》，要求包括Google Play、App Store在内的任何应用商店都必须开放第三方支付渠道。此外，苹果官网于9月1日发布公告，自2022年起，将允许全球“阅读器”类应用开放第三方支付。根据苹果的定义，“阅读器”类应用指“不包含应用内数字商品和服务”的应用，包括数字杂志、报纸、书籍、音频、音乐和视频类应用，但尚不包括游戏类App。

我们认为，海外方面，应用渠道反垄断的覆盖范围有望从苹果App Store扩展至谷歌Google Play；同时，全球范围的渠道反垄断趋势也有望传导至国内，推进苹果及安卓端各渠道开放第三方支付或降低分成比例。

图表 1 近年全球范围渠道反垄断进程梳理

国家和地区	渠道范围	应用范围	相关诉讼/政策进展
美国	App Store、Google Play	所有应用	<p>2020年8月，App Store下架美国游戏公司Epic Games旗下手游《堡垒之夜》，原因系该游戏提供第三方支付渠道；同月，Epic Games对苹果公司提起诉讼。</p> <p>2021年1月起，苹果对游戏开发者抽成政策进行初步调整：对于每年营收少于100万美元的小型和开发者，其在App Store中的平台抽成比例将由原先的30%下调至15%。</p> <p>2021年9月，美国加州地方法院对“Epic诉苹果案”做出判决：因涉嫌“不充分竞争”，令App Store不得限制第三方支付，该法令将于90天后（12月9日）生效。</p>
韩国	App Store、Google	所有应用	<p>2021年8月，韩国国民大会通过《电信业务法部分修正案》，将在总统签字后正式生效：要求包括Google Play、App Store在内的所有</p>

	Play 及所有应用商店		应用商店开放第三方支付。
日本	App Store	“阅读器类”应用（不包括游戏）	2021年9月，苹果官网发布公告：为应对在日本的反垄断诉讼，自2022年起，将允许全球“阅读器”类应用开放第三方支付。根据苹果的定义，“阅读器”类应用指“不包含应用内数字商品和服务”的应用，包括数字杂志、报纸、书籍、音频、音乐和视频类APP，但尚不包括游戏。
欧洲	App Store	-	2019年3月，瑞典音乐流媒体平台 Spotify 向欧盟发起对苹果的反垄断诉讼。 2020年4月，欧盟针对苹果在音乐流媒体市场的垄断行为发起诉讼，如果胜诉，苹果可能面临全球营收10%的罚款。 2021年5月，苹果在英国面临集体诉讼，被指控向近2000万英国用户收取过高渠道费。

资料来源：华安证券研究所整理

● 应用渠道反垄断利好内容生产方，行业价值链逐渐向上游迁移

应用渠道第三方支付的全面放开，有望推动内容方渠道费率下降，产业链价值向上游迁移。应用渠道的反垄断进程、以及苹果对开发者抽成政策的持续让步，验证了成熟内容行业的发展过程中，产业链价值向上游内容生产者迁移的长期趋势。对于国内音乐、视频、游戏等内容类应用而言，随着2022年后苹果对“阅读器类应用”第三方支付的全面开放，以及长期全渠道分成政策的进一步调整，内容方渠道费用有望持续下降，从而对公司业绩产生正向影响。其中，游戏是多数应用渠道的主要收入来源，如2020年，游戏类应用收入分别占 App Store 和 Google Play 收入的 65.8%、82.6%。因此，游戏行业受渠道变革的影响将最为显著。

游戏分发渠道话语权逐年减弱，优质研发商价值持续凸显。目前，国内游戏分发渠道抽成比例仍处于较高水平，其中主流安卓渠道分成比例常年维持在 50%。其主要原因系，在行业高速发展期，受人口红利与流量红利的影响，内容端并不是决定行业增长的主要因素，而渠道端流量及推送能力决定了游戏收入，因此话语权更强。然而近年来，随着流量红利逐渐消失、新兴买量平台及垂直游戏社区崛起，“内容为王”的产品逻辑占据行业主导。因此下游渠道话语权逐年减弱，优质研发商成为行业价值链的核心。例如，2020年9月底上线的《原神》起初并未登陆主流安卓端应用商店，而依托产品质量及全球营销成为爆款，也为其研发商米哈游带来较高的利润率。根据8月26日发布的《2021年上海企业百强榜》，米哈游2020年营收101亿元，净利润57.7亿元，净利率高达57%，远高于行业平均水平。从游戏行业的投资角度看，我们认为，国内头部游戏标的将长期受

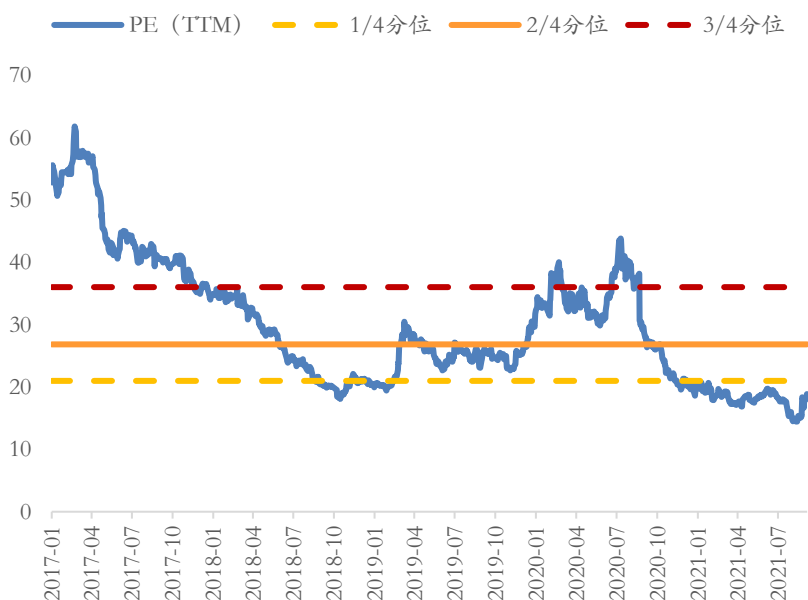
益于渠道反垄断进程，而研发能力将成为游戏行业投资逻辑中关注的重点。

● **游戏行业估值处于历史底部，已具备较大的安全边际**

游戏行业维持高景气度，精品化、出海是长期趋势。21H1 中国手游市场规模 1148 亿元，在去年同期“宅经济”高基数下同比增长 9.65%。同时，游戏出海近年来表现亮眼，21H1 国内自研游戏的海外市场收入达 84.68 亿美元，同比增长 11.58%，其增速多年来持续高于国内市场，国家层面也多次肯定游戏出海实现“文化输出”的正面意义。因此，**我们长期看好国内游戏市场在 ARPU 驱动下稳步增长，同时通过出海打开更广阔的市场空间。**

根据 Wind 一致预期，2021 年以来，我们重点跟踪的游戏公司整体 PE 持续低于历史 25%分位数 (21x) 水平，8 月底 PE 水平一度降至 15x，低于 2018 年版号寒冬期的历史最低值。游戏行业估值筑底的主要原因系：**1) 公司层面**，A 股头部游戏公司如三七互娱、完美世界受产品上线节奏的影响，叠加新游上线前期销售费用前置，导致 21H1 业绩呈现短期波动；**2) 政策层面**，近期未成年人保护监管政策出台，引发市场恐慌情绪。但我们认为，上述因素均对行业基本面产生的实际影响均较为有限，主要原因系头部游戏公司的未成年人收入占比均较低（低个位数水平）；同时，随着 21H2 重磅产品陆续上线、前期费用回收，头部公司业绩有望持续修复。

图表 2 重点关注的游戏公司整体 PE (TTM) 水平



资料来源：Wind，华安证券研究所

● **“元宇宙”应用场景有望逐渐落地，游戏或成为受益主体**

近期，“元宇宙”概念引发市场广泛关注。“元宇宙”指虚拟与现实高度互通、闭环经济体支撑下的开放平台，或将成为互联网乃至数字科技的终

极形态。在 VR/AR、AI 引擎等上游软硬件技术推动之下，通往“元宇宙”之路也逐渐明晰：1) **通过 VR/AR 实现“拟真”**：8 月字节跳动收购国内 VR 龙头 Pico，互联网巨头的入局或加速国内 VR 产业发展，随着技术提升、降本增效从而降低客单价，以及 VR 游戏内容丰富度提升，国内消费级 VR 出货量有望进一步增长。2) **通过 AI 引擎实现“开源”**：近期电影《失控玩家》热映，电影中的游戏内 NPC AI 引擎可自我进化，从而提升玩家的体验自由度；结合现实，英伟达 Omniverse 对 AI 游戏开发和仿真工具进行整合，有望使游戏内容自行更新迭代，同时极大降低用户创作新内容的门槛。3) **通过 NFT 等区块链技术实现“闭环经济系统”**：NFT（非同质化代币）使得游戏道具等数字资产能够被确权、并使用虚拟货币在 Open Sea 等平台进行交易，近期在游戏、艺术收藏等领域商业化成果初现：NFT 游戏《Axie Infinity》8 月流水达 3.6 亿美元，NBA Top Shot 等 NFT 艺术收藏品售价也屡破新高。未来，随着以太坊公链、NFT 底层协议等技术迭代，有望成为“元宇宙”中闭环经济系统的基石。

从产品形态来看，游戏与元宇宙的各项特征最为接近，可被看作元宇宙雏形。因此，我们也可以通过游戏产品形态的迭代，持续跟踪元宇宙的演进趋势及落地进程：20 世纪初的《魔兽世界》《梦幻西游》等长线 MMORPG 游戏已呈现出线上虚拟世界的基础生态；2021 年 3 月 Roblox 上市，正式引发全球资本市场的元宇宙热潮，旗下游戏《Roblox》以低代码游戏开发平台 Roblox Studio 展示了开源开发平台与 UGC 社区的有机结合，2020 年游戏收入超过 22 亿美元、位列全球手游第三；8 月，NFT 游戏《Axie Infinity》营收超过 3.6 亿美元、单日营收超过《王者荣耀》，进一步呈现了基于 NFT 等区块链技术构建游戏内“闭环经济系统”的可能性。**此外，从产业链层面看，游戏也是 VR/AR 等终端硬件设备的主要下游应用场景**。2020 年全球 VR 头显出货量同增 72% 至 670 万台，VR 游戏销售收入也随之同增 26% 至 146 亿美元，头部 VR 游戏产品如《半衰期：Alex》获销量、口碑双赢。未来，消费级 VR 设备的普及，叠加原生 VR 游戏内容研发的不断精进，将共同推动游戏行业向交互感、沉浸感更强的元宇宙迈进。**我们认为，游戏作为元宇宙入口，也是目前上游硬件设备的主要应用场景，因此是元宇宙的核心受益标的。**

● 主要观点和投资建议

随着全球范围内应用渠道反垄断的持续推进，国内苹果及安卓各渠道亦有望开放生态或降低抽成比例，推动内容行业价值链持续向上游迁移，国内头部游戏研发商价值将进一步凸显；同时，游戏行业整体估值无论从历史水平还是当前市场水平来看，均正处于较低分位。此外，“元宇宙”应用场景的逐渐落地有望为游戏行业打开更为广阔的想象空间。**建议重点关注：腾讯、网易、完美世界、三七互娱、吉比特、心动公司。**

● 风险提示

游戏版号政策收紧的风险，手游行业增速放缓的风险。

分析师与研究助理简介

分析师：姚天航，传媒行业高级研究员，中南大学本硕。三年传媒上市公司经验，曾任职于东兴证券、申港证券，2020年加入华安证券研究所。

研究助理：郑磊，传媒行业高级研究员，英国萨里大学银行与金融专业硕士。三年买方传媒行业研究经验，两年传媒上市公司内容战略和投资经验，2020年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。