

版号发放进度略超预期，游戏板块逻辑进一步兑现，看好游戏板块 2019 年的持续表现

■版号发放正式恢复，预计 19 年进入常态化月度发放状态。经历 9 个月的版号暂停、6 个月的文号冻结后，2018 年底国家新闻出版广电总局公布首批 80 个游戏产品版号正式发放。本次版号发放：1) 严格按照时间顺序，绝大多数为 17 年底提交材料且在 18 年 3 月前已完成审核产品；2) 产品类型丰富，本次 80 款游戏中包含 67 款手游、6 款端游、6 款页游及 1 款主机游戏，且有三国杀、麻将等棋牌类游戏出现；3) 厂商覆盖面较广，包括安妮股份（畅元国讯）、巨人网络、三七互娱、中青宝、浙数文化（杭州边锋）、东方明珠、恺英网络、万达影视（互爱互动）、深圳惠程（哆可梦）等上市公司及多家中小厂商。

■18 年游戏行业整体增速放缓，电子竞技产业表现突出。1) 根据伽马数据及游戏工委报告，2018 年中国游戏市场实际销售收入 2144.4 亿元，同比增长 5.3%，若考虑出海及版权衍生等相关收入，我们测算 18 年中国游戏产业整体增速超 10%；2) 产品类型持续扩充，玩家品位不断提高，18 年女性用户数量及支出保持较高速增长，二次元产品及厂商数量大幅提升，《中国式家长》、《太吾绘卷》、《尼山萨满》等独立游戏表现出色，实现口碑盈利双丰收；3) 电竞产业逐步进入健康发展轨道，18 年电竞直播总收入 74.4 亿元，同增 107.2%，同时电竞作为表演项目首次进入亚运会，电竞专业在多家高等院校完成首批招生。

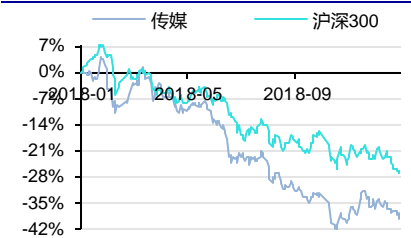
■供给侧改革背景下，监管政策不断完善，游戏行业发展思路逐步清晰。18 年游戏产业主要政策包括版号总量控制、实名制及防沉迷系统落地、网络游戏道德审查委员会建立等，基于上述政策在 19 年的延续，我们认为：1) 产品审核精细化程度有明显提升，严查品质低劣、玩法抄袭等产品，整体供给数量将大幅减少；2) 在供给质量提升，用户总时长及总投入有限前提下，玩家品位将持续提升，部分质量较差的存量产品将被市场淘汰；3) 传统文化题材游戏、游戏出海业务及电子竞技产业有望获得更多政策鼓励和资本支持。

■游戏板块逻辑进一步兑现，看好游戏板块 19 年的持续表现。受版号等多方政策影响，18 年游戏板块整体估值明显下调、业绩表现低于预期，自三季报结束游戏板块估值进入底部后，我们积极建议关注游戏板块在 18 年低基数之上有望整体迎来估值修复及业绩增长。伴随 12

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
002174 游族网络	22.00	买入-A
603444 吉比特	158.08	买入-A
002624 完美世界	34.25	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.72	-11.51	6.55
绝对收益	-7.83	-23.96	-18.76

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

相关报告

- 电影局权威发布政策进一步坚定支持中国电影市场发展 2018-12-14
- 基金三季报传媒持仓分析：传媒已低配，持股更集中 2018-11-18
- 基金二季报传媒持仓分析：由 Q1 标配略提升至 Q2 略超配，持股更集中 2018-07-25
- 周观点 21 期：游戏作为 CP，其流量驱动的逻辑将加速转化为研发驱动 2018.5.27 2018-05-27
- 游戏：成熟行业的新发展——流量驱动转为研发驱动 2018-05-23

月产业年会举办、版号开放等积极信号，游戏板块逻辑进一步兑现，我们认为游戏板块的配置价值贯穿 2019 年全年，当前时点建议优化组合，密切关注后续具体版号的持续发放、游戏大作定档、流水体现等重要节点。

■**投资建议：**把握精品+出海两条主线， 1) 精品主线，按照版号重启后弹性排序，推荐游族网络、完美世界、吉比特，上述三家多款重点产品均在排队等待版号中；2) 出海主线，关注中文传媒、宝通科技，上述两家重点产品近期已在海外上线（测试）。

■**风险提示：**政策监管进一步趋严、版号发放进度不达预期、行业竞争加剧。

1. 中国作为全球第一大游戏市场，逐步迈向成熟行业

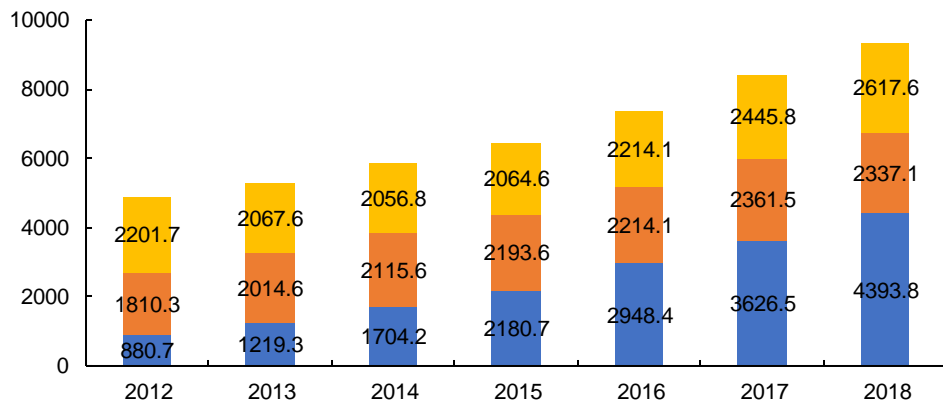
1.1. 2018 年全球游戏市场规模 1349 亿美元，移动游戏份额继续扩张

根据 NewZoo 数据，2018 年全球游戏市场总规模达到 1349 亿美元（约合 9348.6 亿元），同比增长 10.9%，其中移动游戏比重增长至 47%，规模达到 632 亿美元（约合 4393.8 亿元），客户端游戏、主机游戏占比分别为 25%、28%。客户端游戏《堡垒之夜》是年度最热门游戏，注册用户达到 2 亿人次，最高 MAU 达到 7830 万；主机游戏《荒野大镖客 2：救赎》是年度评分最高游戏，三天发售收入达到 7.25 亿美元（约合 50.2 亿元）；移动游戏中 VODOO 发行小游戏《Helix Jump》、创梦天地代理的《地铁跑酷》、腾讯自研《PUBG Mobile》分别为 2018 全球下载榜前三名。

同时 NewZoo 报告中显示，中国 6.2 亿玩家创造 379 亿美元市场收入居全球第一，其中手游 230 亿美元（占 60.5%），PC 游戏 144 亿美元（占 37.9%），主机游戏 6 亿美元（占 1.6%）。

图 1：2012-2018 年全球游戏市场规模

■ 全球移动游戏市场规模（亿元） ■ 全球客户端游戏市场规模（亿元） ■ 全球主机游戏市场规模（亿元）



资料来源：NewZoo，安信证券研究中心

1.2. 考虑出海及版权衍生相关收入，18 年中国游戏产业整体增速超 10%

根据伽马数据及游戏工委发布的《2018 年中国游戏产业报告》，2018 年中国游戏市场实际销售收入 2144.4 亿元，同比增长 5.3%，占全球游戏市场比例 23.6%，用户规模方面，2018 年游戏用户达到 6.26 亿人，同比增长 7.4%。

我们分析 18 年增速减缓主要原因系：1) 版号政策调整导致下半年一定数量的新游戏无法上线，且对比 H1、H2 收入分别为 1050 亿元、1094.4 亿元可以看出，版号对行业的整体影响实际上好于市场悲观预期；2) 该数据仅计算国内市场实际营收，并不包括海外市场收入（18 年中国自研网游海外市场收入达 95.9 亿美元，约合 664.6 亿元）；3) 游戏版权相关收入、周边商品贩售、电竞、直播等游戏相关的泛娱乐产业同样未计算在内（2018 年仅游戏直播收入已达到 74.4 亿元）。经我们测算，若将中国游戏在海外市场收入及游戏相关周边产业收入均算在内，预计 18 年游戏整体增速超过 10%。

移动游戏表现稳健，端游、页游增长乏力。2018 年中国移动游戏、客户端游戏、网页游戏分别实现收入 1339.6 亿元、619.6 亿元、126.5 亿元，同比增长 15.4%、-4.5%、-18.9%，占中国游戏市场比重分别为 62.5%、28.9%、5.9%，移动游戏与客户端游戏之间的差距进一步拉大，占比超过 60%。

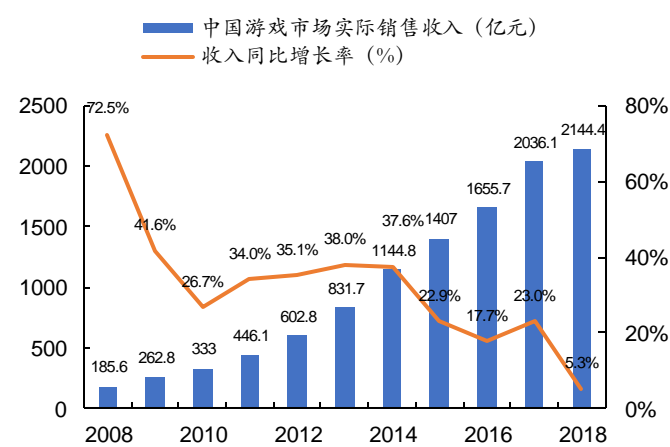
移动游戏增速持续下滑，主要原因有：1) 人口红利消失及短视频兴起导致用户在数量、时长等方面增速下降；2) 广告投放成本增加导致获取用户难度提升；3) 版号政策影响导致新游戏供给不足。

客户端游戏收入继 2016 年后再次出现负增长，原因有：1) 新增用户减少，收入绝大部分来自《绝地求生》等少数精品游戏；2) 新品匮乏，存量市场竞争加剧；3) 手游分流导致整体用户数减少。

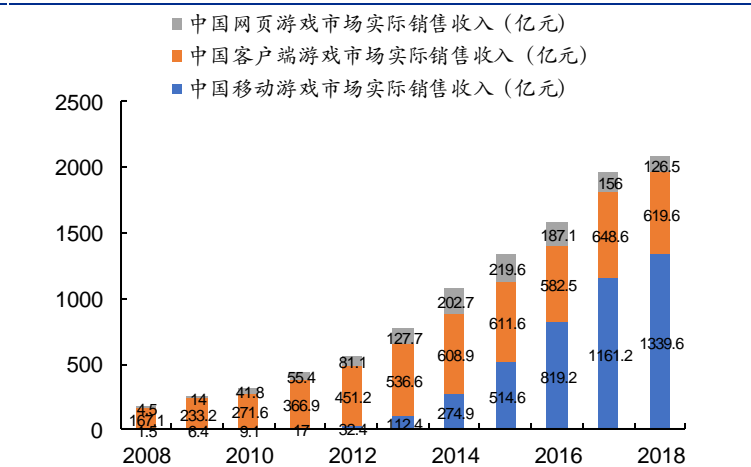
网页游戏已连续四年出现负增长，市场规模仅占 5.9%，主要原因有：1) 移动游戏高速发展使用户偏好发生转移；2) 精品游戏匮乏，新游戏数量减少；3) 广告投放成本增加使得部分厂商退出市场。用户规模方面，手游、端游、页游用户数分别为 6.05 亿人、1.5 亿人、2.23 亿人，同比增长率分别为 9.2%、-5.1%、-13.2%。

图 2：2008-2018 年中国游戏实际销售收入及其增长率

图 3：2008-2018 中国细分游戏类型市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，安信证券研究中心

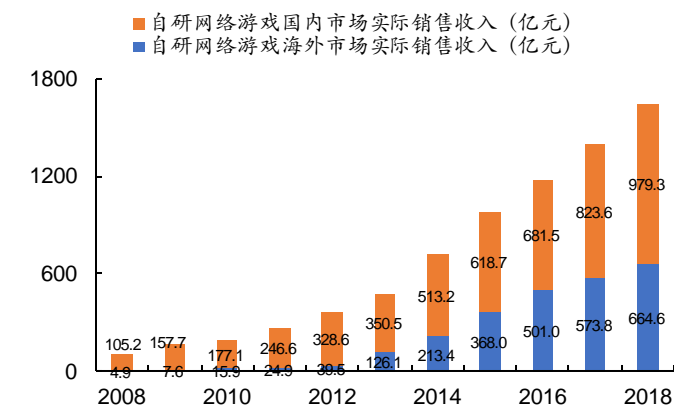


资料来源：伽马数据，安信证券研究中心

研发能力不断提升，国内、海外齐收获。2018 年中国自研网络游戏实际收入达 1643.9 亿元，其中自研网游海外市场收入为 95.9 亿美元（约合 664.6 亿元），分别增长 17.6%、15.8%。厂商在游戏研发上愈发重视，A 股 32 家重点游戏概念公司在研发费用的绝对投入及总收入占比持续上升，2015-2018H1 年平均分别 0.8 亿元、1.7 亿元、2.2 亿元、1.2 亿元，收入占比分别为 7.8%、10.5%、12%、12.3%。出口移动游戏中收入最高的游戏类型为策略类，出口数达 21 款，收入占比达 46.9%，其次为角色扮演类，数量为 13 款，占比达 20.8%；且 2018 出口收入前 50 的手游中，原创 IP 游戏收入占 82.2%。

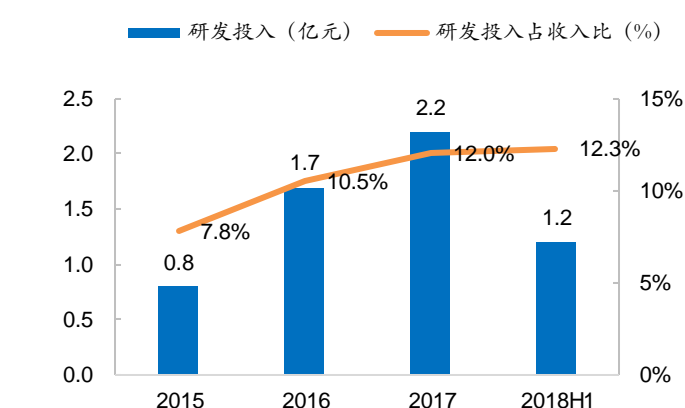
根据 NewZoo 数据，2018 年全球移动游戏市场竞争力 35 强企业中共有 13 家中国公司，腾讯、网易包揽前二，总收入达 52.4%；掌趣科技在原自研游戏《全面奇迹》的基础上，推出“奇迹”IP 改编手游《奇迹：觉醒》在推出后十个月流水达到 21.5 亿元，在全球手游收入榜中位列第 10；网易《荒野行动》在日本市场创造收入达到 20 亿元，长期处于中国手游出海收入榜 TOP3 (app annie 数据)；FunPlus 产品《火枪纪元》(截至 2018 年 9 月累计收入达 14.78 亿元)及《阿瓦隆之王》(累计流水超过 30 亿元)在海外也有出色表现(Sensor Tower 数据)。

图 4：2008-2018 年自研网游海内外市场实际收入



资料来源：伽马数据，安信证券研究中心

图 5：2015-2018H1 32 家游戏股平均研发投入及占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

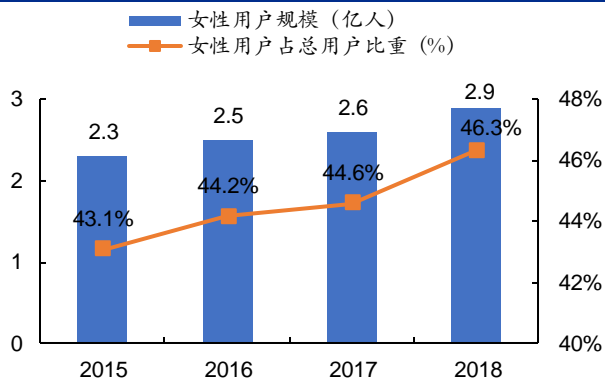
女性用户在数量、支出方面保持较高速增长，涉及品类更加丰富，且未来仍有较大成长空间。2018 年女性游戏用户数量达到 2.9 亿人，同比增长 11.5%，占总游戏用户数 46.3%，与男性用户数差距进一步缩小，2015-2018 年女性用户消费规模分别为 218.9 亿元、312.1 亿元、430.7 亿元、490.4 亿元，同比增长率分别为 42.6%、38%、13.9%。同时，女性消费的手游类型不断丰富，其中战斗竞技类（如《王者荣耀》）是女性在手游上支出最高的细分品类，其次为动作角色扮演类、经营养成类（《梦幻家园》、《恋与制作人》），模拟类/养成类、回合制角色扮演类游戏均有涉及；女性向游戏产品持续丰富，叠纸网络的恋爱养成类游戏《恋与制作人》、创梦天地代理的《梦幻家园》中女性用户占比均超过八成。同时，手游整体收入排行前 20 款游戏中，女性用户占比超过一半的仅一款，女性消费额超过一半的仅一款，未来成长空间较大。

二次元题材热度依旧，入局厂商数量不断增加。2018 年二次元手游实现营收 190.9 亿元，同比增长 19.5%，占总手游收入 14.3%，较上年增长 0.5 个百分点。用户方面，二次元用户总规模已达到 3.7 亿人，较上年增长 0.5 亿人，其中核心用户数为 1 亿人。游戏玩法类型上，卡牌类（如《阴阳师》）玩法最吸金，占二次元 TOP20 产品总收入 52.7%；其次为动作角色扮演类（如《崩坏 3》、《火影忍者》），收入占比 28.4%。

除腾讯、网易外，18 年盛大游戏、哔哩哔哩分别有《学园偶像祭》、《碧蓝航线》等二次元题材产品。哔哩哔哩代理的《命运-冠位指定》（《Fate-GrandOrder》）分别位列 2016、2017 年全球手游收入榜第 12 名、第 3 名，根据 Sensor Tower 的数据，截至 2018 年 7 月，其累计营收超过 20 亿美元（约合 138.6 亿元），日本地区贡献 97% 收入；此外易幻网络（Efun）产品《食之契约》在港澳台地区长期位列前三；此外，游族网络、吉比特、完美世界在计划在 19 年推出《山海镜花》、《螺旋英雄谭》、《云梦四时歌》等二次元手游。

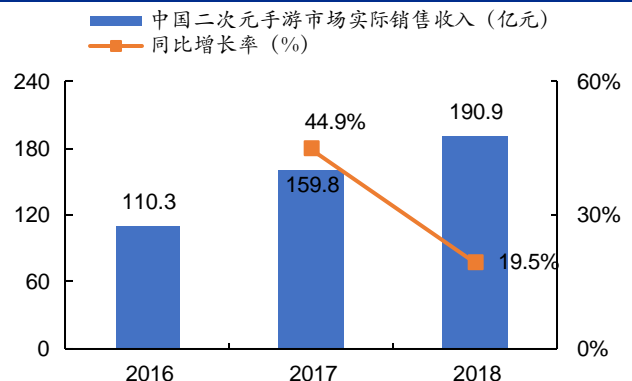
电竞市场持续增长，游戏直播表现突出。2018 年电竞游戏市场销售收入达 834.4 亿元，同比增长 14.2%，其中移动电竞收入持续上升，至 2018 年达到 462.6 亿元，超越客户端电竞收入；用户规模上，国内电竞用户 2018 年达到 4.28 亿人，同比增长 17.5%。2018 年游戏直播总市场规模 74.4 亿元，同比增长 107.2%，游戏直播用户规模达到 3 亿人，同比增长 38.5%。观看最多的游戏类型为战术竞技类，如《王者荣耀》、《英雄联盟》；开播时长上，客户端游戏以 55.4% 的比例略高于移动端。

图 6：2015-2018 中国女性游戏用户规模及占比



资料来源：伽马数据，安信证券研究中心

图 7：2016-2018 中国二次元手游市场收入及增长率



资料来源：伽马数据，安信证券研究中心

1.3. 监管政策逐步完善清晰，积极鼓励产业创新及文化出海

18 年游戏产业主要政策包括：

1) 管理机构变化。游戏产品进入市场需要两大凭证，一是文号（备案），之前由文化部审批发布，现在由文化和旅游部审批；二是版号，最早是新闻出版总署审批，后新闻出版总署合并至原新闻出版广播电视总局，在 18 年机构改革中，国家新闻出版广电总局的新闻出版管理职责划入中央宣传部，中央宣传部对外加挂国家新闻出版署（国家版权局）牌子。目前，新闻出版署继续负责游戏版号审批，相关信息由原新闻出版广电总局网站公布，中宣部监督管理出版物内容和质量。

2) 版号总量控制。2018 年 9 月 2 日，根据教育部等八部门关于印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》的通知，国家新闻出版署将对网络游戏实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间；

3) 实名制及防沉迷系统落地。2018 年 9 月 15 日，腾讯决定率先在《王者荣耀》中接入公安权威数据系统，实时校验用户实名信息，并于 11 月完成中国大陆地区的全部覆盖（存量及新增用户），防沉迷时间限制标准为 12 周岁及以下每天限玩 1 小时（同时每日 21:00-次日 8:00 禁玩），12 周岁以上未成年人每天限玩 2 小时，成年人在连续 6 小时游戏后将被强制下线休息 15 分钟；

4) 网络游戏道德审查委员会建立。2018 年 12 月，在中宣部指导下，网络游戏道德委员会在北京成立。委员会成立后即对首批 20 款存在道德风险的网络游戏作品作了评议，对其中 11 款游戏责成相关出版运营单位认真修改，消除道德风险；对其中 9 款游戏作出不予批准的决定。

此外，2018 年 12 月 21 日，在中国游戏产业年会（中宣部接手游戏版号审批业务后参与的首次会议）上，中宣部副部长发表讲话，主要内容为：1) 总量控制政策重点针对不符合社会主义核心价值观及抄袭、品质低劣产品；2) 道德委首批 20 款游戏仅对新产品，未来将包括已上线争议较大产品及未上线的可能引起争议产品，且道德委不是评议所有产品，不取代专家审查；3) 加快产业升级，此前一味追求数量规模、轻视品质品牌的发展方式已难以为继，加快供给侧改革，聚焦产品质量；4) 持续鼓励游戏出海，建议厂商挖掘中华文化及人民现实生活内核，同时学习海外先进技术，打破壁垒。

基于上述政策指引在 19 年的延续，我们认为：1) 产品审核精细化程度将有明显提升，19 年版号发放数量相较 17 年的 9 千余款将大幅减少；2) 在供给质量提升，用户总时长及总投

入有限前提下，玩家品位将持续提升，部分质量较差的存量产品将被市场淘汰；3) 传统文化题材游戏、游戏出海业务及电子竞技产业有望获得更多政策鼓励和资本支持。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034