

谈史论今：政策、舆论与游戏的对弈

——游戏行业深度报告

✎ : 杨云 执业证书编号: S0860510120006
☎ : 021-80105905
✉ : yangyun@stocke.com.cn

行业评级

传媒 看好

报告导读

人民网多次针对国民级游戏《王者荣耀》进行评论，就其引起的青少年沉迷游戏时间提出质疑，并指出游戏公司应当承担更多社会责任，政府也应当加强监管。该报道一出，A股和H股的游戏公司都遭遇下跌。本文梳理并总结了游戏行业发展过程中舆论与监管的变化发展以及其对游戏行业的影响。并参考历史结果和各国的经验，对接下来的监管环境进行了分析和预测。

投资要点

□ 回顾历史，舆论与监管对游戏行业发展的影响有限

我们总结了主机游戏、PC网络游戏、手游、电竞等不同游戏发展阶段中，行业所面临的舆论和政策监管，梳理过程中我们发现：社会负面舆论主要集中在游戏对未成年人的影响，继而监管部门会在社会舆论压力下出台相应的限制措施。然而，在游戏行业发展的过程中，社会舆论和政策监管双重压力下，游戏行业依旧高速发展。

□ 游戏发展向好，势不可挡

网络游戏的产生和发展是符合大众娱乐需求的必然结果和产物，网络游戏的发展进化完全沿着大众娱乐的需求方向发展。我们认为游戏继续发展呈不可阻挡之势。另外，舆论的主要针对对象是未成年人，而实际上这部分群体一直不是游戏行业的主流消费者。我们认为正因为手游的碎片化游戏时间的出现，手游端未成年人用户的数量得以增加，因此引发了社会强烈的关注。

□ 未来监管将由企业牵头

我们认为，由于手游碎片化、移动化的特点，未来游戏行业的监管者很有可能是以政府为倡导，游戏企业为真正的执行者和责任人。此外，游戏企业抱团组成的产业联盟应为行业健康发展提供支持。此外，监管方面可适当借鉴国外发达国家的监管制度和体系，跟进监管方法，设立专业监管机构，实现专事专管而非分权而治。

□ 重点推荐标的

基于对行业事件的回顾，以及未来发展趋势的预判，我们认为短期内受具体政策未出台的不确定性因素影响，行业的估值中枢将有所下调，优质出海公司将享受更大的增长空间。长期看，行业仍将高速发展，马太效应会充分体现，龙头企业的优势愈加明显。

因此我们看好 1) 抢先布局海外游戏市场的出海标的：中文传媒(600373)、游族网络(002174)；2) 游戏行业龙头：三七互娱(002555)、完美世界(002624)。

相关报告

- 1 《传媒行业周报（7.3-7.9）》2017.07.10
- 2 《【浙商传媒】传媒行业周报（6.26-7.2）》2017.07.03
- 3 《【浙商传媒】传媒行业周报（6.19-6.25）》2017.06.26
- 4 《传媒行业周报（5.8-5.14）》2017.05.15
- 5 《传媒行业周报（5.1-5.7）》2017.05.11

报告撰写人：杨云、沈独伊、周也舒
数据支持人：王作州、胡阳艳

正文目录

一. 投资事件：王者荣耀	4
二. 游戏发展历程中的监管事件回顾	4
1. 懵懂的起步：主机游戏之路在中国夭折	4
2. 网游兴起：网游与网吧成为洪水猛兽	6
2.1. 网络游戏的黄金时代	6
2.2. 网吧：黄金时代的初期产物	8
3. 手游时代：乱局重生，监管趋严	9
4. 电竞：失之东隅，收之桑榆	10
三. 观点：舆论与监管对游戏行业发展的影响不大	11
1. 未成年人并非游戏行业的主要消费群体	12
2. 网络游戏已成为不可替代的娱乐方式	13
四. 预测：未来监管将由企业牵头	13
1. 监管难度渐大，企业将挑重担	13
2. 适当借鉴他国，上层监管需跟进	14
五. 投资建议	14

图表目录

图 1：全球主机游戏发展史重点事件	4
图 2：国内主机发展史	4
图 3：《光明日报》痛批游戏报道版面	5
图 4：七部委出具的《意见》中提及的游戏机禁止名单	5
图 5：游戏机被大量清除	5
图 6：2001-2005 年中国网络游戏市场规模	6
图 7：2001 年 VS 2009 年中国网游人数和 APRU（元）	6
图 8：2001-2010 十年间政策与网游共同发展	6
图 9：家长监护工程启动仪式	7
图 10：“家长监护工程”	7
图 11：2008-2013 年不同游戏收入	7
图 12：股票价格涨跌幅（%）	8
图 13：个人电脑普及率较低	8
图 14：“向网吧说不”主题活动	8
图 15：2004-2011 年国内网吧网民数量（万人）	9
图 16：2000-2010 逐年上涨的网吧数量	9
图 17：2010-2015 手机网民数量逐年上涨	10
图 18：2008-2016 年不同游戏类型市占率	10
图 19：股票价格涨跌幅（%）	10
图 20：CCTV5《电子竞技世界》	11

图 21：“蓝极速网吧”事件	11
图 22：我国电竞发展历程	11
图 23：电竞产业链	11
图 24：《王者荣耀》玩家年龄分布	12
图 25：《王者荣耀》玩家学历分布	12
图 26：《英雄联盟》玩家年龄分布	12
图 27：《英雄联盟》玩家学历分布	12
图 28：网络游戏三大需求分类	13
表 1：蓝极速网吧事件后针对网吧监管出台的一系列政策文件	8
表 2：移动电竞产业联盟一览	14
表 3：各游戏大国的主要监管政策汇总	14
表 4：推荐投资标的一览	15

一. 投资事件：王者荣耀

2017年7月4日，人民网评论文章称，作为游戏，《王者荣耀》是成功的，而面向社会，它却不断在释放负能量。在庞大的用户基础上，悲剧不断上演，到底是游戏娱乐了大众，还是“陷害”了人生，恐怕在赚钱与伤人共生时，更值得警惕。该评论对游戏公司提出了批评，提出游戏公司应当承担更多的社会责任，政府也应当加强监管；当日，A股和港股上市手游公司应声出现大面积下跌。

至此，我们重新审视游戏行业发展历程，详细梳理了游戏发展过程中的社会舆论导向以及配套监管措施，希望找到社会舆论、监管措施对游戏行业发展的影响，并对未来行业发展的监管方向做出一定的预测。

二. 游戏发展历程中的监管事件回顾

纵观中国游戏的发展史，从主机游戏、端游时期，再到手游阶段，中国庞大的用户需求，让游戏产业飞速增长，并在2016年超越美国，成为世界第一游戏大国。而对游戏的社会舆论也一直伴随产业的飞跃从未停止过，并引发政府对游戏行业监管机制的发布、执行与演变。

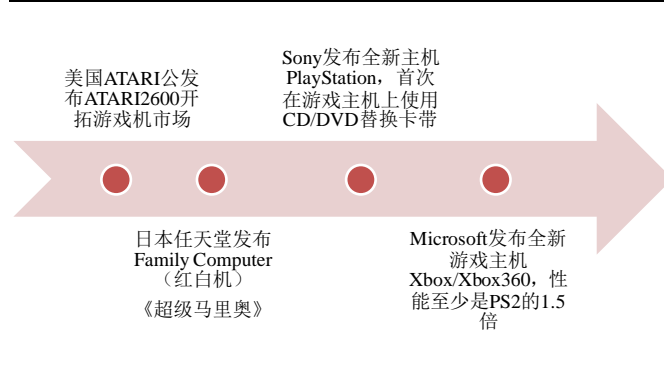
这里我们大致整理汇总了游戏行业发展过程中舆论与监管的变化发展以及其对游戏行业的影响。

1. 懵懂的起步：主机游戏之路在中国夭折

自80年代末以标志性的任天堂红白机进入中国开始，到国内仿制的学习机如小霸王等，再到各种街机乃至电脑等游戏载体种类丰富，游戏数量众多。其中产生了许多游戏玩家们心目中的经典作品：如街机的《恐龙快打》、《街霸》；红白机的《松鼠大战》、《超级马里奥》；电脑上的《红色警戒》、《帝国时代》等。

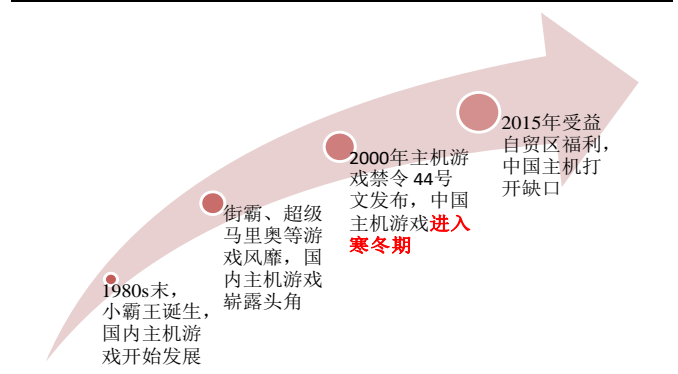
但由于游戏主机价格昂贵导致廉价盗版猖獗、受众对象中有一大部分是青少年等因素，以及彼时国内游戏开发数量的稀缺，游戏这个“朝阳产业”面对社会舆论和政府监管的双重打击时显得不堪一击。

图 1：全球主机游戏发展史重点事件



资料来源：浙商证券研究所

图 2：国内主机发展史



资料来源：浙商证券研究所

当时青少年对于“游戏”这种新兴事物的沉迷，以及家长难以让子女摆脱游戏的无力感，催生出一代家长对游戏的担忧甚至仇恨，继而陆续出现大规模的主流舆论。2000年5月9日，《光明日报》记者夏斐发表了一篇名为《电脑游戏是瞄准孩子的电子海洛因》文章，成为了主机游戏禁令的导火索。这篇文章采用了“毒品”的概念，与电子游戏对标。自此，电子游戏在那些不懂游戏的家长眼中和主流人群的观念里成为了毒品一样邪恶可怕的存在，由此引发了全社会对游戏的声讨。

图 3：《光明日报》痛批游戏报道版面

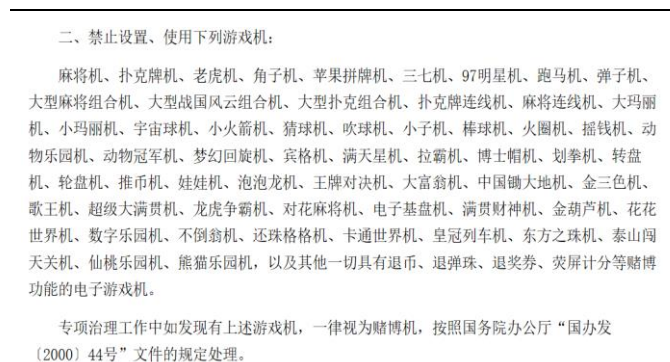


资料来源：网上公开资料整理，浙商证券研究所

作为主管部门，文化部加大规范游戏市场经营秩序的力度。2000年6月，国务院办公厅转发文化部等7部门《关于开展电子游戏经营场所专项治理的意见》，开始了针对国内游戏机市场的治理工作。在该《意见》中，监管部门指出，电子游戏经营场所扰乱了社会治安秩序，对青少年的身心发展带来潜在伤害。并规定“自本意见发布之日起，面向国内的电子游戏设备及其零、附件生产、销售即行停止。任何企业、个人不得再从事面向国内的电子游戏设备及其零、附件的生产、销售活动。”

七部委联合发布的《意见》出具后，各政府相关部门采取了停止发放游戏厅（街机）运营执照，严格限制执照发放等一系列严格管制。其中，海关层面打击进口及走私，文化部负责市面流动的游戏的审查和游戏厅等营运场所的管理，公安部负责处理违法分子，信息产业部等部分则控制包括电脑在内的主流游戏运行载体。游戏厅未办理营业执照、未成年人出入游戏厅等非法营运情况得到了制止，家长的担忧得到了缓解。

图 4：七部委出具的《意见》中提及的游戏机禁止名单



资料来源：《关于开展电子游戏经营场所专项治理的意见》，浙商证券研究所

图 5：游戏机被大量清除



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

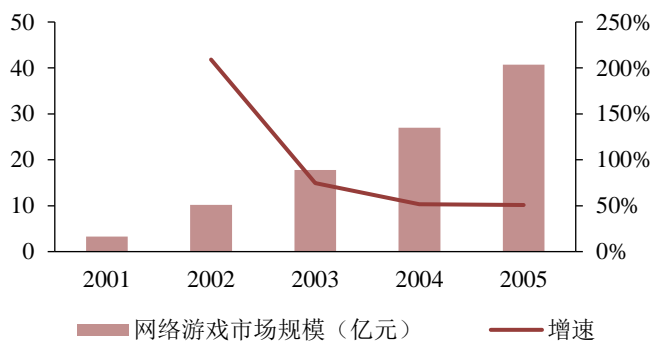
后续发展：2015年1月29日，国务院下发《国务院关于推广中国（上海）自由贸易试验区可复制改革试点经验的通知》。在服务业开放领域，通知提到将“允许内外资企业从事游戏游艺设备生产和销售等”意味着游戏机禁令彻底解除。2016家庭游戏开发者大会(FGF)上，文化部市场司副司长马峰在致辞时再次表示，将通过深化政策落地，进一步调动主机游戏行业的积极性，释放改革红利。然而，禁令的放开并未让国内的主机市场得到恢复。水货和盗版的泛滥，以及端游手游的大范围普及等市场因素，限制了主机厂商的发展。10多年前的压制性政策是否对行业的停滞发展起到了决定性作用，目前看来有待商榷。

2. 网游兴起：网游与网吧成为洪水猛兽

2.1. 网络游戏的黄金时代

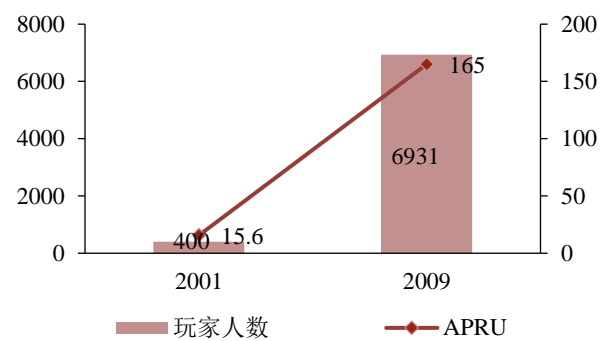
2001年开始的10年，是中国网络游戏迅猛发展的时期。根据IDG统计，2001年至2005年，中国网络游戏的市场规模以年均复合率87.4%的速度增长。艾瑞咨询的数据也指出，网络游戏用户在2001年还不到400万，到2009年已经达到6931万，每个用户在网络游戏上的平均花费也从每月15.6元上升到165元。其中，2001年网易游戏推出的《大话西游》以及随后推出的《梦幻西游》、盛大游戏代理的《传奇》、2005年第九城市代理的《魔兽世界》、2007年腾讯游戏代理的《穿越火线》和《地下城与勇士》等爆款产品对推动网游发展起到了决定性的作用。

图 6：2001-2005 年中国网络游戏市场规模



资料来源：IDG，浙商证券研究所

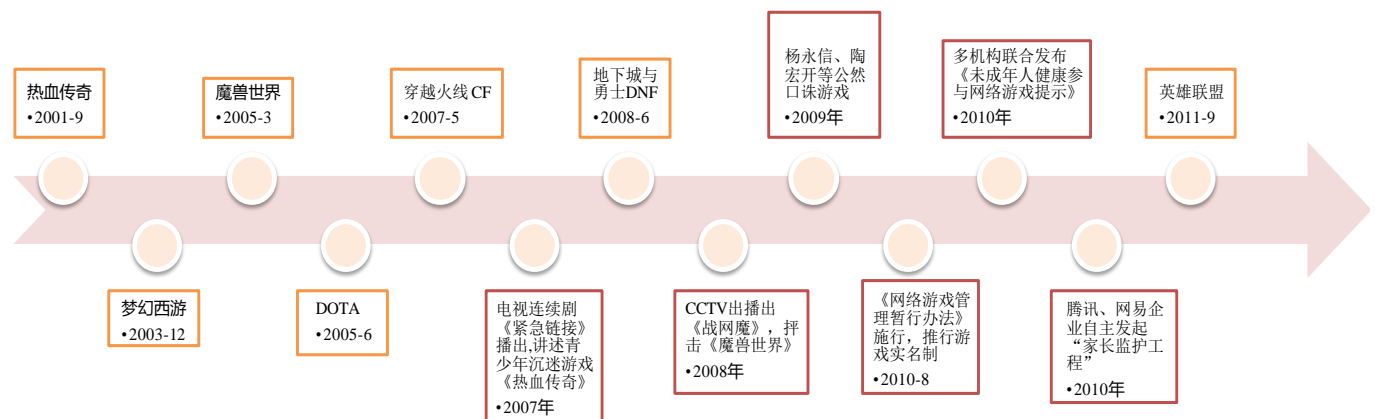
图 7：2001 年 VS 2009 年中国网游人数和 APRU（元）



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

与网络游戏快速发展对应的，是络绎不绝的负面社会舆论。2007年一部以青少年沉迷游戏为背景的电视连续剧《紧急链接》播出。该剧讲述了几个少年沉迷于一款类似《热血传奇》的网络游戏，并最终跳楼自杀的故事。该剧因反应了当时青少年上网成瘾的社会问题而得到了中国青少年网络协会的大力支持。2008年，中央电视台播出以全国戒网瘾专家杨永信为故事主人公的电视纪录片《战网魔》。其中第四集《谁把天才变成了魔兽》，内容主要是在对以《魔兽世界》为代表的网络游戏进行抨击，称《魔兽世界》里可以随意杀人偷盗，对青少年产生了极其不利的负面影响。虽然对《魔兽世界》的报道并不属实，但该纪录片引起了强烈的社会反响，让杨永信成为了诸多网瘾少年家长心目中的救世主。2009年杨永信所在的临沂网戒中心称，已“治愈”3000名网瘾少年。以杨永信、陶宏开等为代表公然对游戏口诛笔伐的情况屡见不鲜。“游戏鸦片论”的社会舆论聚集起了一定数量的支持者，让戒网集中营成为了一个十亿级别的产业。

图 8：2001-2010 十年间政策与网游共同发展



资料来源：网上公开资料，浙商证券研究所

政策监管：2010 年中国第一部专门针对网络游戏进行管理和规范的部门规章出台，由文化部制定。《网络游戏管理暂行办法》（以下简称《办法》）从 8 月 1 日起正式开始施行，系统地对网络游戏的娱乐内容、市场主体、经营活动、运营行为、管理监督 and 法律责任做出了相关规定。根据《办法》，所有网络游戏用户必须实名。为引导未成年人“玩健康的游戏”和“健康地玩游戏”，文化部网络游戏内容审查委员会、中国教育学会中小学信息技术教育委员会、中国青少年网络协会于 2010 年联合发布了《未成年人健康参与网络游戏提示》，倡议社会各界一致行动起来，从主动控制游戏时间、不参与可能花费大量时间的游戏设置、注意保护个人信息、不要将游戏当作精神寄托、养成积极健康的游戏心态五方面促进未成年人健康游戏健康成长。

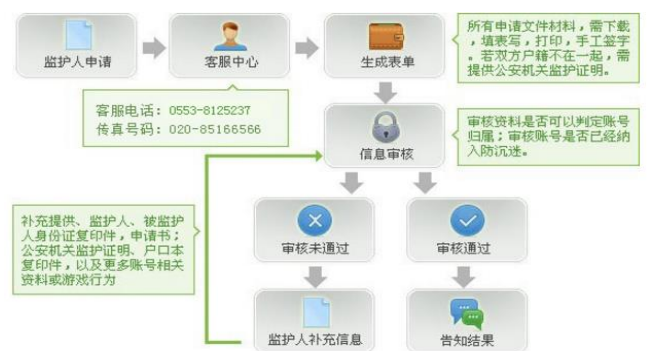
企业回应：文化部的指导下，2010 年由完美时空、腾讯游戏、网易游戏、盛大网络、巨人网络、搜狐畅游 6 家网络游戏骨干企业自主发起了“家长监护工程”；另 36 家网络游戏企业也相继开展了“家长监护工程”。

图 9：家长监护工程启动仪式



资料来源：网上公开资料，浙商证券研究所

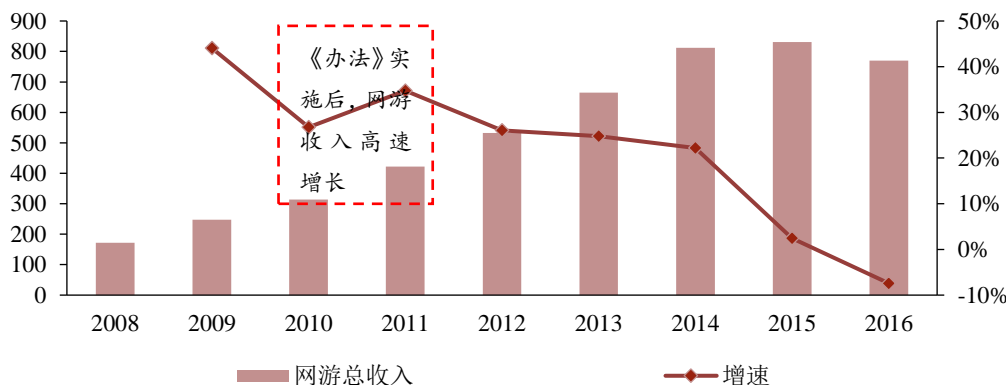
图 10：“家长监护工程”



资料来源：网上公开资料，浙商证券研究所

后续发展：网游的发展并未受监管趋严影响。2010 年《办法》实施以来，至 2013 年，中国网游以年复合率 45% 的增速高速发展。

图 11：2008-2013 年不同游戏收入

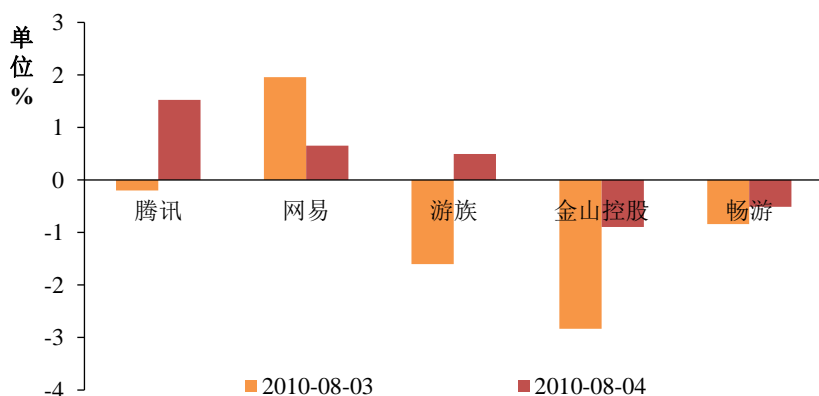


资料来源：游戏工委，浙商证券研究所

个企方面，受到更严格的监管后，企业的业绩也依旧向好。网游市场的集中度不断提高，2010 年网络游戏行业前十大厂商的市场份额总和已接近 90%，前五大厂商的市场份额总和超过 70%，这一比例在 2011 年已经达到 77.4%。游戏股的行情也在 2010 年 8 月 1 号《办法》颁布之后遭遇普遍下跌的情况，但由于对于《办法》中很多条款的可执行性，公众普遍表示了质疑，事实上很多硬件条件如游戏运营商与公安部门身份认证系统联网等方面也不具备。因此《办法》更多地被视为以前很多相关条例的汇总和重申，更多的具备指向性而不是执行性的意义。所以 8 月 3 号之后，各

大上市的网游公司的股价在经历了仅仅一天的下跌之后，便集体发力反弹。

图 12：股票价格涨跌幅（%）

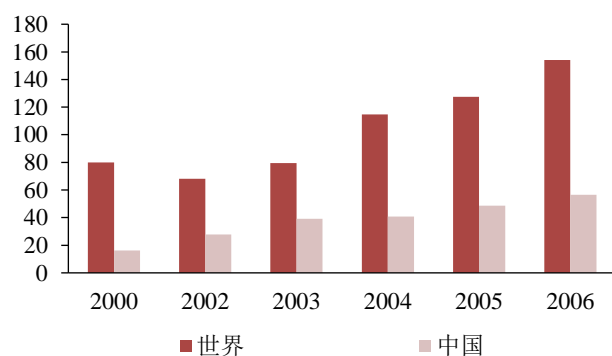


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 网吧：黄金时代的初期产物

在 21 世纪初，个人电脑的普及程度还比较低，网络基础设施建设还不健全，这与高速发展的网络游戏及日益增长的网游玩家之间形成了鲜明的反差。网吧的出现很好地解决了这一矛盾，为玩家提供了优良的上网游戏体验。

图 13：个人电脑普及率较低



资料来源：统计局，浙商证券研究所

图 14：“向网吧说不”主题活动



资料来源：公开资料，浙商证券研究所

网游、网吧是人们休闲娱乐的新方式，但对于心智还不成熟，自控力较差的青少年而言，新兴娱乐事物的诱惑是致命的，各地由于未成年人进入网吧产生家庭社会矛盾的案例层出不穷，引发强烈的社会舆论，其中比较轰动的当属蓝极速网吧事件。2002 年 6 月 16 日，北京蓝极速网吧发生纵火事件，致使 25 人死亡。4 名纵火者因未成年，被网吧工作人员拒绝入内，而产生仇恨情绪，纵火犯案。蓝极速网吧事件引起了强烈的社会舆论，对网吧的口诛笔伐占据了各大媒体的版面头条。网吧的弊病被迅速放大。各大、中、小学校由此开展起了浩浩汤汤的“远离网吧”教育活动。

北京市政府立即宣布全部全市网吧停业整顿，各地政府也迅速开始对网吧的整顿工作，以及加强控制新网吧的审批，包括网吧实名制、未成年人上网监管、网吧多重监管、牌照停发等。其中，国务院 2002 年颁布的《互联网上网服务营业场所管理条例》规定，网吧不得接纳未成年人进入，网吧需在入口处的显著位置悬挂未成年人禁入标志，并对上网者的身份证进行核对、登记。各中小学周围二百米范围内将不再允许有网吧存在。2003 年起，全国开始实施“不新批一个单体网吧”政策，直接遏止了非连锁网吧的开张。

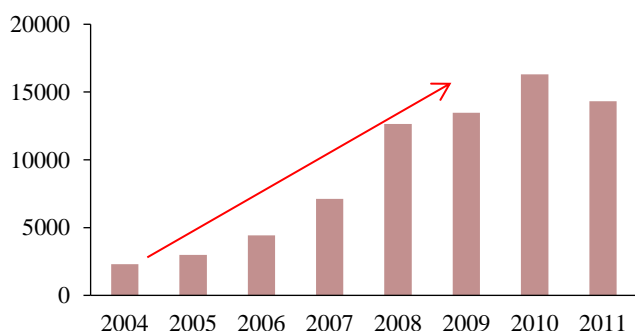
表 1：蓝极速网吧事件后针对网吧监管出台的一系列政策文件

时间	机构	政策	主要内容
2002 年 9 月	国务院	《互联网上网服务营业场所管理条例》	重点：未成年人禁入“网吧”。 文化部门负责“网吧”的设立审批，并负责对“网吧”经营活动的监督管理；公安机关负责信息网络安全、治安及消防安全的监督管理；工商部门负责登记注册和营业执照的管理，并依法查处无证经营活动；电信管理等其他有关部门在各自职责范围内，依照《条例》和有关法律、行政法规的规定，对“网吧”分别实施有关监督管理。
2003 年	文化部	《关于加强互联网上网服务营业场所连锁经营管理的通知》	深入贯彻《互联网上网服务营业场所管理条例》，整顿和规范网络文化市场
2004 年 3 月	国务院	《国务院关于加强未成年人思想道德建设的若干意见》	加强和改进未成年人思想道德建设

资料来源：国务院文化部官网，浙商证券研究所

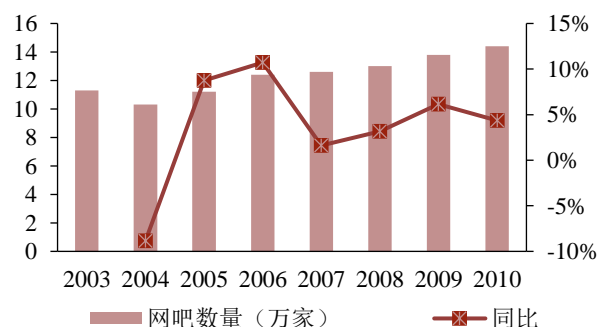
虽然监管不断趋严，但是网络游戏、影视剧等各种娱乐资源的膨胀式发展，仍驱动着网吧快速发展。自 2002 年政府开始严打网吧起至 2009 年，连续 7 年中网吧数量和网民人数均迅速增长。

图 15：2004-2011 年国内网吧网民数量（万人）



资料来源：易观国际，浙商证券研究所

图 16：2000-2010 逐年上涨的网吧数量



资料来源：易观国际，浙商证券研究所

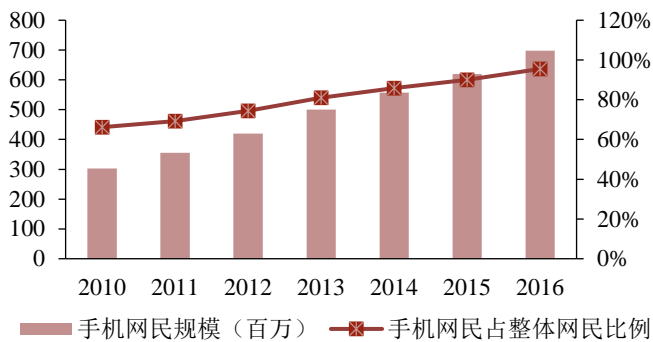
随着个人电脑和移动手机上网的普及，网吧作为阶段性满足网络使用需求的载体，必然将会走向衰落。根据文化部文化市场司发布的《2010 中国网吧市场年度报告》显示，2010 年网吧市场规模为 771.169 亿元人民币，相比 2009 年 886 亿的市场规模下降了 12.96%。上网环境的变更，以及人们上网方式和习惯的转变，才从真正意义上将网吧推下高峰。

3. 手游时代：乱局重生，监管趋严

随着无线网络技术的普及和高速发展，手游逐渐替代端游、页游成为游戏行业的新兴力量。近年来，手游多元化、竞技化、社交化的风潮使得手游的发展速度达到了前所未有的高度。以王者荣耀为代表的 MOBA 型竞技手游更是成为全民话题。

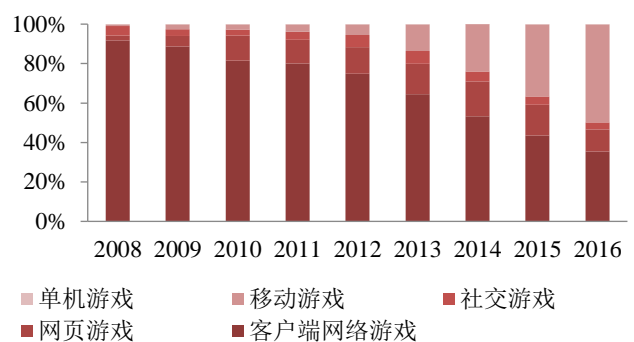
2016 年中国手游市场规模已达到 819.2 亿元，占整体游戏销售收入的 49.5%。2013 年以来，手游以年 94% 的复合增速快速发展。因市场规模大，玩家用户数多，且游戏的制作成本相对端游门槛较低，因此手游行业引来无数逐金者趋之若鹜。

图 17：2010-2015 手机网民数量逐年上涨



资料来源：CNNIC，浙商证券研究所

图 18：2008-2016 年不同游戏类型市占率

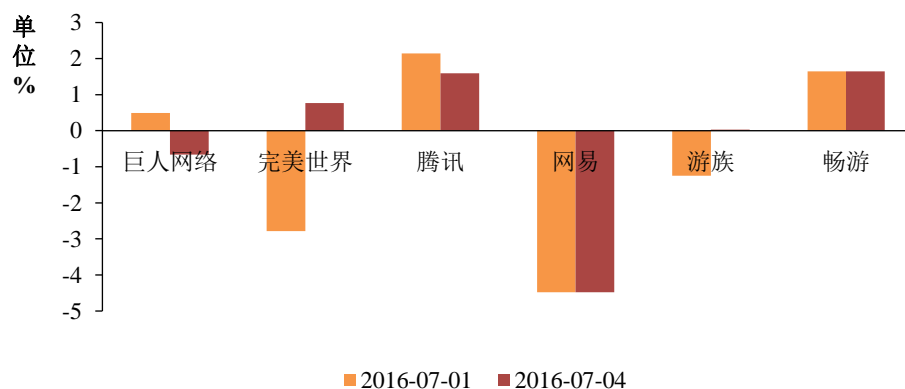


资料来源：游戏工委，浙商证券研究所

大量加入者涌入也造成了游戏产品数量众多，却充斥粗制滥造的情况。有人直言，快速发展的手游市场，参与者即便是“猪也能冲上天”，色情、暴力、篡改史实性内容不断涌现，尽管相关色情场面和角色被相关手游公司加以屏蔽，但一些玩家通过技术手段，仍然可以恢复色情等角色及内容，这还只是手游不良影响的冰山一角。与端游页游时代相同，手游“残害青少年”等玩物丧志的声音层出不穷。

2016 年 7 月 1 日，国家新闻出版广电总局《关于移动游戏出版服务管理的通知》开始正式实施。根据规定，所有手游须有版号才能上架，没经过审批的手游将全部下线；在新规施行前已上网出版运营的，也需要补办相关审批手续，否则不得继续上网出版运营。其中，游戏运营和版号申请必须要求游戏内设置防沉迷系统。该规定并评价为“史上最严格手游规定”。

图 19：股票价格涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

手游新规的出台，提高了行业门槛，并剔除了部分垃圾游戏，靠诱惑性推广来获取暴利的模式将被取缔，有助于规范市场。但审核流程繁琐，短时间大量游戏上线的情况下，审批无法跟上，会影响中小游戏厂商产品的上线和运营。对于游戏大厂商而言，新规颁布之前的自律规范工作基本已到位，而且产品本身品质也有保证，并不是新规打击的重点对象。因此，游戏大厂的业绩和股价并未受到明显波动和影响。

4. 电竞：失之东隅，收之桑榆

中国的电子竞技起步稍晚，但是拥有庞大的群众基础。2003 年 10 月 31 日，电子竞技成为中国国家体育总局正式承认的第 99 个正式体育项目。此前几个月，CCTV5 推出了中国第一个电竞节目《电子竞技世界》，让许多人意识到电子

游戏也是一项体育运动，其收视率一度超越频道王牌节目《足球之夜》。

图 20：CCTV5《电子竞技世界》



资料来源：网上公开资料，浙商证券研究所

图 21：“蓝极速网吧”事件

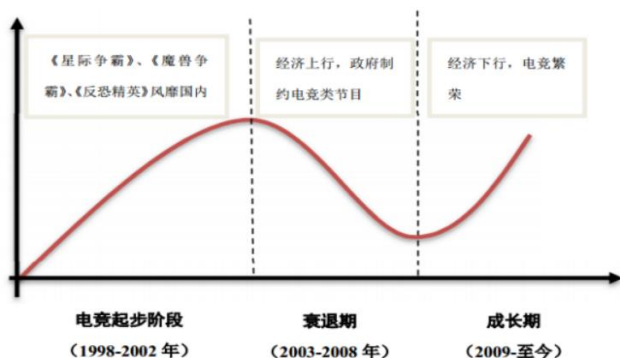


资料来源：网上公开资料，浙商证券研究所

社会上对于“不务正业”的电子游戏依然持有偏见。“蓝极速网吧”事件更是加深了大众对网吧和游戏的仇恨和误解。CCTV5的《电子竞技世界》也在播出后屡屡遭到家长们来电抗议。与邻国韩国为培养孩子成为电竞选手，不遗余力送孩子参加电竞学习班相比，中国家庭对电竞更多是嗤之以鼻。因此，中国大部分早期电竞选手都出身贫寒，且接受教育水平有限。

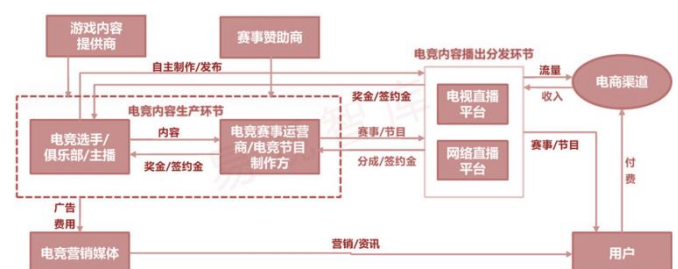
2004年4月22日国家广播电影电视总局公布了《关于禁止播出电脑网络游戏类节目的通知》。《通知》指出，各级广播电视播出机构一律不得开设电脑网络游戏类栏目，不得播出电脑网络游戏节目，电竞节目也未能幸免。禁令让电视频道不能播放游戏节目，让2004年以后的中国电竞只能通过互联网渠道进行传播，大大削弱了电竞赛事的影响力。同时，也切断了当时赛事主办方的授权转播收入来源。电竞产业链中传播渠道的缺失，让电竞产业的发展遭遇了停滞。《通知》颁布10年后，网络直播等互联网视频的新兴传播渠道开辟，加速完善电竞产业链。且产业链上游的游戏内容储备愈加丰富和大众化，《英雄联盟》、《王者荣耀》等国民级MOBA产品吸引了更多的观赛人群和更高的媒体关注度，电竞重新开始走上快速发展之路。

图 22：我国电竞发展历程



资料来源：浙商证券研究所

图 23：电竞产业链



资料来源：浙商证券研究所

三. 观点：舆论与监管对游戏行业发展的影响不大

以上是我们对游戏行业发展中的社会舆论及监管政策的回顾和总结。梳理过程中我们发现：社会负面舆论主要集中在游戏对未成年人的影响，继而监管部门会在社会舆论压力下出台相应的限制措施。然而，在游戏行业发展的过程中，社会舆论和政策监管双重压力下，游戏行业依旧高速发展。我们认为其原因无外乎两点：其一，未成年人并非游

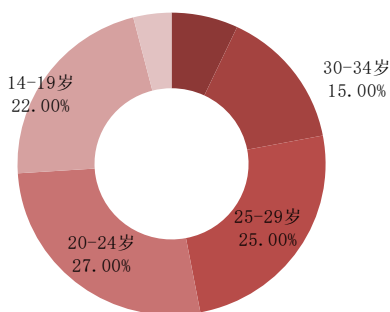
戏行业的主要消费群体；其二，游戏行业自身进化速度较快，竞技化、社交化属性凸显后，网络游戏成为不可替代的娱乐方式。

1. 未成年人并非游戏行业的主要消费群体

上文对游戏行业发展历程的回顾中，我们看到社会舆论大多针对未成年人沉迷游戏这一弊端，从各大媒体的口径来分析，之前风行的英雄联盟和当下火热的王者荣耀都是以未成年玩家为主，甚至戏称技术较差的玩家为“小学生”。然而实际的统计情况和媒体的口径却不大一致。

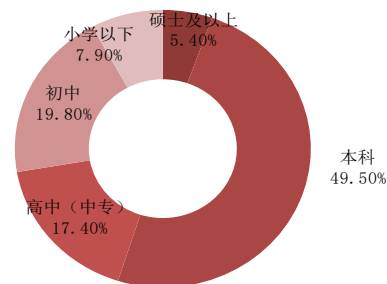
据相关数据显示，王者荣耀的玩家只有 4% 低于 14 周岁，22% 的玩家在 14-19 岁之间，其实并没有形成主力玩家群体；据学历分布数据显示，有 49.5% 的玩家持有本科学历，5.4% 的玩家持有研究生以上学历，这群体显然不是未成年玩家。

图 24：《王者荣耀》玩家年龄分布



资料来源：极光数据，浙商证券研究所

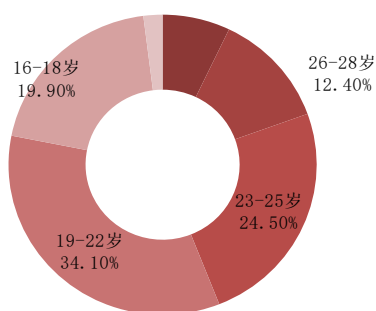
图 25：《王者荣耀》玩家学历分布



资料来源：极光数据，浙商证券研究所

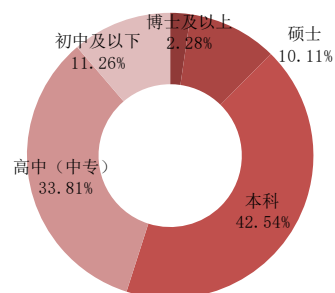
与王者荣耀一时瑜亮的英雄联盟的情况也大致相同，19-22 岁的玩家占 34.1%，23-25 岁的玩家占 24.5%，而本科学历的玩家也占到了 42.54%。由此看来未成年人只是全民娱乐游戏大军中的小部分人群。

图 26：《英雄联盟》玩家年龄分布



资料来源：极光数据，浙商证券研究所

图 27：《英雄联盟》玩家学历分布



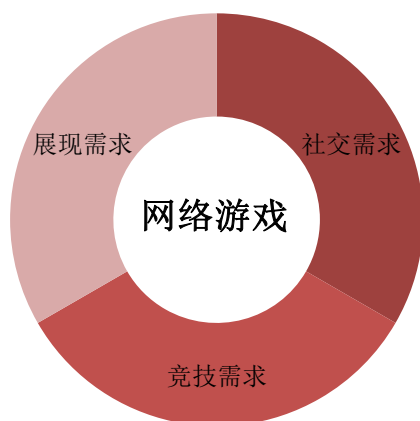
资料来源：极光数据，浙商证券研究所

其实未成年人一直不是游戏行业的主流消费群体，其原因有三：一是 MMORPG 游戏大部分都是付费游戏，未成年人的消费能力尚达不到某些热门游戏的要求；二是 MOBA 类端游大部分采用实名制认证登陆，未成年人不存在进入渠道；三是热门端游的耗时性相对较长，未成年人不存在连续的连接时间。我们认为正因为手游的碎片化游戏时间的出现，手游端未成年人用户的数量得以增加，因此引发了社会强烈的关注。

2. 网络游戏已成为不可替代的娱乐方式

从全民娱乐方式的变化历程来看，网络游戏的产生和发展是符合大众娱乐需求的必然结果和产物，网络游戏的发展进化完全沿着大众娱乐的需求方向发展。我们认为：现代社会的娱乐需求大致分为**社交需求**、**竞技需求**和**展现需求**。

图 28：网络游戏三大需求分类



资料来源：浙商证券研究所

● 社交需求：网络社交方式的延伸

王者荣耀的成功有很大一部分源于腾讯微信渠道的介入，玩家可以通过微信登陆游戏，与不同陌生的玩家实现实时对抗，游戏中可以实现语音、交友等一系列社交活动；王者荣耀还借鉴传统 MMORPG 的社交方式，通过组建战队社团将不同的玩家联系在一起，实现了个人社交到团体社交的转变。游戏社交已经成为当下最流行的方式。

● 竞技需求：MOBA 游戏的精髓

MOBA 游戏的核心是 5V5 的对抗游戏，这和体育竞技的概念如出一辙，强调竞技性，协作性和观赏性；MOBA 强调的就是在团队协作战胜对方，摧毁对方基地；10 人两队相互博弈，配合的过程将给玩家带来极大的竞技快感。竞技需求在这样的游戏环境下将得到最大程度的满足。

● 展现需求：虚拟世界的核心诉求

记得曾经风靡一时的劲舞团网游，大致的盈利模式就是靠销售虚拟的服装、饰品，这就是抓住了玩家在虚拟世界的展现诉求；王者荣耀、英雄联盟等游戏也很好的借鉴了这一模式，将游戏角色添加皮肤模式，通过满足玩家的收集和展现的欲望来达到盈利的目的。另外，王者荣耀也为玩家提供了录屏和分享功能，为玩家充分提供了展现自我的渠道。

四. 预测：未来监管将由企业牵头

1. 监管难度渐大，企业将挑重担

随着游戏行业的不断发展，手游逐渐代替端游成为游戏行业的中流砥柱，手游具备碎片化、移动化等特点，这给相关政府部门监管带来难度，端游时代控制网吧流量、实名制认证等限制未成年人的手段已经比较难以操作，虽然很多手游也开始实行实名制认证的工作，但收效甚微。

腾讯作为游戏行业鳌首，积极主动配合监管保护未成年人，在 7 月 2 日引入史上最严格的未成年人防沉迷措施，内容包括：1) 12 周岁以下玩家每天上线时间不得超过 1 小时，12-18 周岁限制为 2 小时；2) 配套家长控制系统，家

长可以控制孩子的游戏时间；3) 实名制系统升级，防止冒名顶替。

我们认为，由于手游碎片化、移动化的特点，未来游戏行业的监管者很有可能是以政府为倡导，游戏企业为真正的执行者和责任人。此外，游戏企业抱团组成的产业联盟应为行业健康发展提供支持。

表 2：移动电竞产业联盟一览

联盟名称	成立时间	主导单位	参与企业
中国移动电竞产业联盟	2016. 3. 23	国家体育总局	乐逗游戏、腾讯、畅游、昆仑、掌趣、巨人等手游大厂
中国移动电竞联盟	2015. 10. 24	英雄互娱	游戏厂商： 英雄互娱、昆仑万维、完美世界、巨人网络、游族网络、银汉游戏、天象互动、畅游、莉莉丝游戏、骏梦游戏、恺英网络、联众游戏； 渠道企业： 熊猫 Tv、香蕉计划、ImbaTV、网鱼网咖； 硬件厂商： 华为、OPPO、vivo、酷派、金立、联想。

资料来源：网络公开资料，浙商证券研究所

2. 适当借鉴他国，上层监管需跟进

游戏大国美国、日本、韩国、荷兰在产业发展过程中，也经历过游戏危害论等舆论的压力，制定并逐步完善监管体制。我们总结了四个游戏大国主要的监管政策，发现各国均设有专门的协会或机构，负责游戏的审批和分级。分级的标准以年龄为主，同时兼顾游戏内容因素的考量。

表 3：各游戏大国的主要监管政策汇总

国家	监管机构	监管机构性质	监管主要内容
日本	电脑娱乐分级机构 CERO	非政府机构	未成年人登陆或购买时需经监护人同意。 按年龄分级： 全年龄，12(岁)+，15+及 18+； 手机终端也有专门的第三方监督机构 ，监视不良信息
韩国	韩国影像制品等级委员会；韩国游戏支援中心等	政府机构	游戏开发商自律对游戏实行等级分类，提前向评级会申报并通过他们的审核。 按年龄分级： 全年龄，12+，15+以及 18+
美国	娱乐软件协会 ESA；下设机构娱乐分级委员会 ESRB	非政府机构	游戏需首先获得 ESRB 的等级认定才可以正式发行， 以年龄为基础分级，并参考其他元素如“卡通暴力”、“强烈暴力”、“血腥”、“色情”等
荷兰	荷兰影声媒介分级学会	政府机构	采用欧盟统一的游戏分级制度 PEGI，游戏开发商自律分级，有年龄和内容两种分类标准。 年龄分级标准： 3+、7+、12+、16+、18+，共 5 类； 内容描述分级标准： 粗话、歧视、药品、恐怖、赌博、性和暴力，共 7 类

资料来源：浙商证券研究所整理

我们认为，监管方面应当适当借鉴国外发达国家的监管制度和体系，跟进监管方法，设立专业监管机构，实现专事专管而非分权而治。

五. 投资建议

总结国内游戏的监管历史，我们发现：社会负面舆论主要集中于游戏对未成年人的影响，继而监管部门会在社会舆论压力下出台相应的限制措施。因此：

一、在目前的时点上，面对近期人民网、新华社、人民日报等主流官方媒体对《王者荣耀》的报道和社会舆论压

力，政策监管趋严态势较为明朗。在具体政策尚未明确出台前，受不确定性影响，游戏行业整体估值中枢将遭遇下调。面对国内趋严的监管环境，国外的成熟游戏监管体系将带给抢先布局海外游戏市场的公司更多发展空间。因此我们看好已验证游戏产品成功出海的上市公司，具体标的有：1) 专攻海外游戏市场的智明星通：中文传媒（600373）；2) 产品登顶 2017 年 Q1 海外 ARPG 游戏收入榜首：游族网络（002174）。

二、长期来看，游戏行业受益于自身进化速度较快，竞技化、社交化属性凸显后，网络游戏成为不可替代的娱乐方式。且监管的主要针对对象未成年人所占游戏付费人群的比例较小，监管的影响范围有限。游戏行业仍将快速发展，且大厂因自身规范性、自律性较高，资金和游戏资源储备充裕，将继续充分享受行业高速发展带来的红利。因此我们看好 A 股游戏公司的龙头标的：1) 三七互娱（002555）；2) 完美世界（002624）。

表 4：推荐投资标的一览

	公司	代码	主要看点	2016 年 净利润 (亿元)	2016 年 PE	2017Q1 净利润 (亿元)	最新市值 (亿元)
优质 游戏 出海 标的	中文传媒	600373	中文传媒旗下智明星通以网页游戏研发运营起家，自成立以来即专注于海外市场。2014 年 7 月上线的自主研发的史诗级策略游戏《Clash of Kings》成绩斐然，助力智明一跃成为手游出海龙头。公司于 2015 年初被中文传媒收购。腾讯今年上线的首款战争 SLG 游戏《乱世王者》由智明星通授权开发。此外，智明星通已与动视暴雪展开合作，针对风靡全球的《使命召唤》进行开发。	12.81	22.59	4.76	301
	游族网络	002174	游族网络海外发行业务已扩展至 150 多个国家基地去。海外部分收入与国内持平。其中欧美魔幻 3D ARPG《狂暴之翼》已成为欧美区域最吸进的 ARPG 手游。2017 年将集中上线多款新游，预计带来流水爆发。其中影游联动的 IP 产品《军师联盟》已于 2017 年 7 月 6 日上线，首周空降 iOS 游戏畅销榜前 10。	5.97	42.53	2.05	258
游戏 行业 龙头 公司	三七互娱	002555	三七互娱积极布局手游和页游。页游市占率已成为行业第二，仅次于腾讯。2016 年自研手游《永恒纪元》爆发，成为“页转手”标杆。2017 年公司将再推《传奇霸业》等多款移动端新游，预计通过公司多年积累的买量经验，将在用户获取成本日益高涨的市场中，抢占更大的市场份额，夺得先筹。	12.17	37.81	4.95	486
	完美世界	002624	完美世界崛起于端游，陆续打造《完美世界》、《诛仙》等多款优质端游产品。公司 13 年切入手游领域，积极发挥端转手优势，陆续推出多款成功的端转手产品，其中《诛仙》手游流水较高且至今稳定。2017 年公司预计上线《射雕英雄传 2》等多款新游。同时，公司积极布局电竞领域，拥有全球三大电竞项目其中两大《DOTA2》、《CS:GO》在中国大陆的独家运营代理权。	11.33	42.36	3.18	430

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn