

# 게임

## 중국 규제 우려 정점 지나, 2024 방향성은?

### 인터넷/게임

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

### 갑작스런 규제 초안 발표, 그리고 이례적으로 빠른 수습

지난 12월 22일 공개된 중국 온라인 게임 관리 방법 초안은 일일 보상 장려책 제한, 온라인 충전 한도 설정 등 강력한 규제 수위로 시장에 충격을 안김. 이에 중국 게임사와 중국 시장 노출도에 따라 국내 게임사 주가는 10~20% 하락함

2021년 8월 <미성년자 온라인 게임 이용 규제>가 발표되며 청소년의 게임 이용 시간이 크게 제약된 바 있음. 당시 텐센트는 자사 게임 매출 중 미성년자로부터 나오는 비중이 미미하므로 신규 정책 영향을 크게 받지 않을 것이라고 낙관한 바 있으나 주가는 40% 가까운 하락을 기록했다. 격렬한 반응의 원인

같은 날(22일) 오후 3시경 신규 외자 판호 40여종이 발급되었으나 낙폭은 축소되지 않았음. 사태의 심각성이 커지자 25일, 중국 당국은 오는 1월 22일까지 시장의 의견을 수렴하여 초안을 변경할 것이라고 밝히며 이례적으로 한발 물러서는 모습을 보임. 동시에 2022년 판호 재개 후 월 단위 가장 많은 수의 내자 판호 발급을 허가하며 진정성을 어필함. 이후 낙폭은 축소되기 시작

### 우려의 정점은 지났다. 그러나 신규 진입 위해서는 주판알 튕길 때

2022년 12월 외자 판호 발급은 중국 내수 사업자뿐 아니라 국내 게임 업체 다수도 신규 확보에 성공하며 예상치 못했던 호재로 다가왔음. 2016년 후 국내 게임의 판호 확보가 어려워지며 기대감이 낮아져 있었기 때문

고비는 넘겼으나 이벤트를 매수 기회로 삼기 위해서는 계산기를 두드릴 필요가 있음. 당사는 2024년 중국 게임 시장의 영업 환경이 전년 대비 타이트해질 것으로 예상함. 의견 수렴 과정을 거칠 예정이나 1) 2023년에는 대두된 적 없던 규제가 새로이 시행될 예정이며 2) 신작 출시가 대거 이루어지며 경쟁심화가 예상되기 때문. 3) 판호를 발급받은 국내 게임 중 순위권 안착에 성공한 사례가 아직까지 포착되지 못한 점 또한 미래 기대감을 낮춤. 국내 게임 중 출시 3개월 이후 20위권 안의 매출 순위를 기록한 게임은 <메이플스토리M>에 불과. 이마저도 현재는 40위권까지 밀려난 상황. 지난해 같은 시기에는 예상치 못했던 호재로 작용했다면 성적을 확인하기 시작한 만큼 모멘텀은 다소 하락한 때

일방적 통보가 아닌 수습에 나선 것은 중국 당국이 현 사태를 심각하게 인지하고 있다는 뜻으로 과거 유사 사례 대비 긍정적인 해석이 가능함. 그러나 영향 범위의 문제일 뿐 규제안을 들고 나왔다는 것은 부정할 수 없는 사실

수정된 규제안이 발표될 때까지 1) 업체들의 자발적 BM 변경, 2) 전년 대비 춘절 이벤트의 강도가 중국 현지 반응을 파악하고 추후 산업 방향성을 가늠해 볼 수 있는 지표로 참조할 수 있을 것

### 2023년 마지막 5 영업일 간 일어난 일들

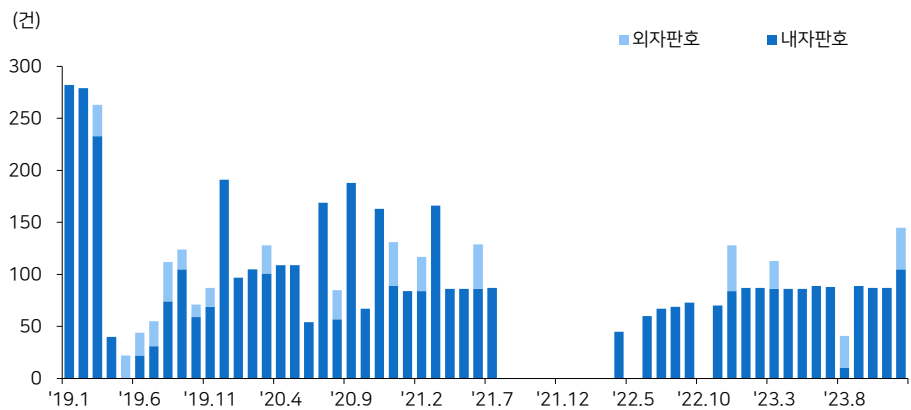
2023년 12월 22일 오전 11시경, 중국 온라인 게임 관리 방법 초안의 변경된 내용이 공개되며 시장에 파란이 일었다. 텐센트, 넷이즈를 비롯한 중국 대표 게임주와 함께 국내 업체들도 중국 노출도에 따라 주가가 하락했다. 당시 시장은 변경된 내용 중 일일 보상 등 장려책 금지 및 온라인 충전 한도 설정과 관련하여 가장 큰 우려를 표했다.

같은 날, 오후 3시경 40여종의 외자 판호가 발표되었다. 그럼에도 불구하고 이후 텐센트와 넷이즈(항셱 및 나스닥 ADR)의 낙폭은 유의미하게 줄어들지 못했다. 과거 사례와 같이 중국 정부의 규제가 강화되는 방향으로 전환될 수 있다는 우려가 신규 외자 판호 발급이라는 호재를 압도한 데 따른 반응이었다. 지난 2021년 8월, <미성년자 온라인 게임 규제> 발표 이후 신규 판호 발급 또한 멈추었고 2022년 중국 게임 산업이 두 자릿수의 역성장을 기록한 배경으로 작용한 바 있다.

심각성을 인지한 중국 정부 관계 부처는 12월 25일, 2024년 1월 22일까지 업계 관계자를 비롯하여 초안에 대한 의견 수렴 과정을 거칠 것이라고 밝혔다. 이례적으로 짧은 시간 내 유화적 스탠스를 표명하자 시장은 우려에서 벗어나기 시작했다. 동시에 105개의 신규 내자 판호가 발표되었다. 이 수치는 판호 발급 재개 후 가장 많은 수치였다.

텐센트와 넷이즈 주가는 정부의 유화적 스탠스에 화답하며 12월 마지막주 낙폭의 절반 이상 회복했다.

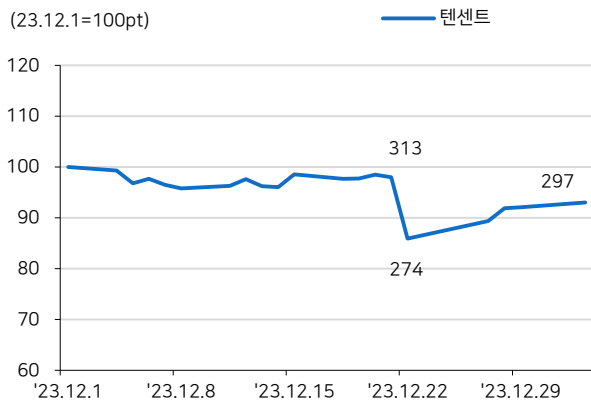
**그림1 중국 내자/외자 판호 발급 추이**



자료: 중국국가신문출판서, 메리츠증권 리서치센터

이어 2024년 1월 2일, 국가언론출판국(NPPA)를 감독하며 언론을 담당하던 관리가 해임되었다는 뉴스가 보도되었다. 보도 이후 중국 게임 업체 주가 반등이 이어지며 시장은 이를 당국의 시장 친화적 태도로 해석하는 모습을 보이고 있다.

그림2 텐센트 주가



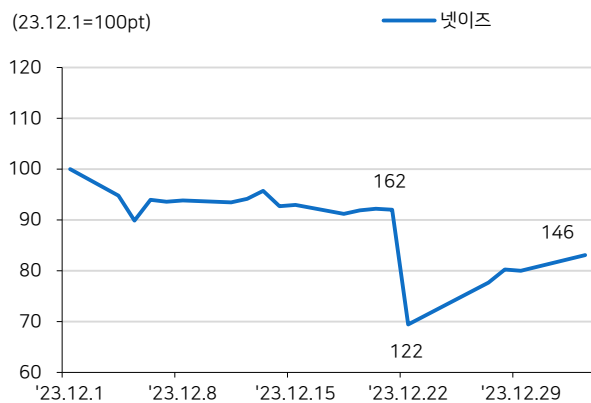
주: 기재된 수치는 주가 / 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 텐센트 매출 구성

| (십억위안)      | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출</b>   | <b>312.7</b> | <b>377.3</b> | <b>482.1</b> | <b>560.1</b> | <b>554.6</b> |
| 게임          | 104.0        | 114.7        | 156.1        | 174.3        | 170.8        |
| 국내 게임       |              |              | 121.3        | 128.8        | 123.9        |
| 해외 게임       |              |              | 78%          | 74%          | 73%          |
| 기타          | 208.7        | 262.6        | 326.0        | 385.8        | 383.8        |
| <b>영업이익</b> | <b>97.6</b>  | <b>118.7</b> | <b>184.2</b> | <b>271.6</b> | <b>235.7</b> |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 넷이즈 주가



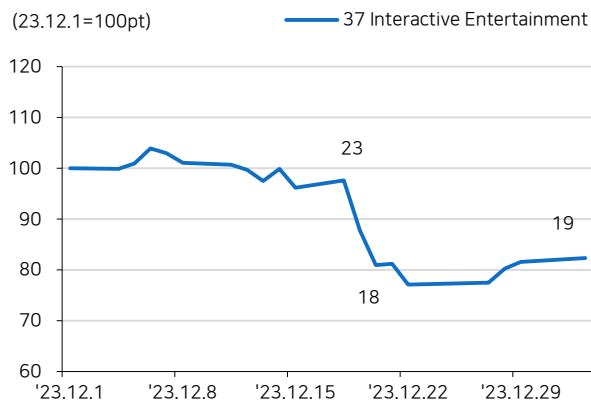
주: 기재된 수치는 주가 / 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 넷이즈 매출 구성

| (십억위안)       | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>매출</b>    | <b>51.2</b> | <b>59.2</b> | <b>73.7</b> | <b>87.6</b> | <b>96.5</b> |
| 게임           | 40.2        | 46.4        | 54.6        | 62.8        | 73.2        |
| 기타           | 11.0        | 12.8        | 19.1        | 24.8        | 23.3        |
| <b>매출총이익</b> | <b>27.3</b> | <b>31.6</b> | <b>39.0</b> | <b>47.0</b> | <b>52.8</b> |
| 게임 GPM       | 64%         | 63%         | 64%         | 65%         | 63%         |
| <b>영업이익</b>  | <b>7.9</b>  | <b>13.8</b> | <b>14.5</b> | <b>16.4</b> | <b>19.6</b> |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 37 Interactive Entertainment 주가



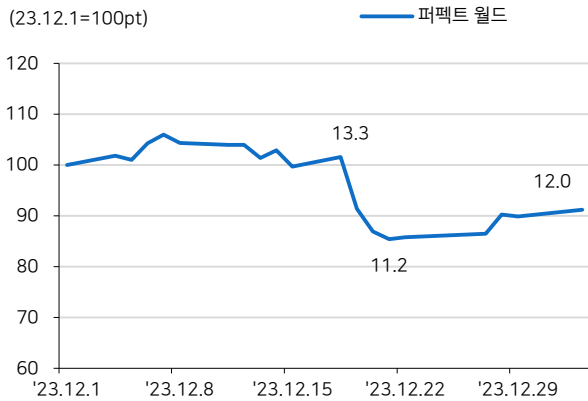
주: 기재된 수치는 주가 / 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 37 Interactive Entertainment 매출 구성

| (백만위안)      | 2018         | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
|-------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출</b>   | <b>7,633</b> | <b>13,227</b> | <b>14,400</b> | <b>16,217</b> | <b>16,406</b> |
| 게임          | 7,228        | 13,220        | 14,376        | 16,193        | 16,231        |
| 기타          | 405          | 7             | 24            | 23            | 175           |
| 국내          | 6,706        | 12,179        | 12,257        | 11,439        | 10,412        |
| 해외          | 927          | 1,049         | 2,143         | 4,777         | 5,994         |
| <b>영업이익</b> | <b>707</b>   | <b>2,547</b>  | <b>3,078</b>  | <b>3,083</b>  | <b>3,159</b>  |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 퍼펙트 월드 주가



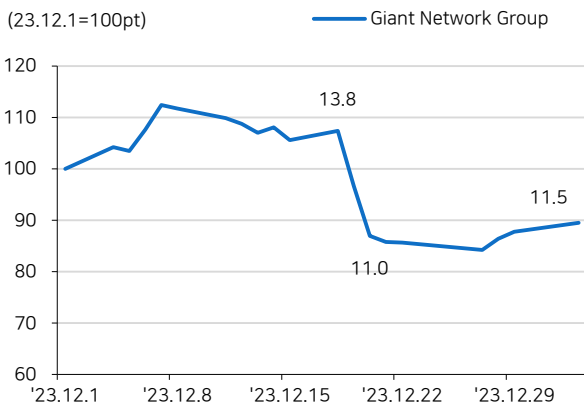
주: 기재된 수치는 주가 / 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 퍼펙트 월드 매출 구성

| (백만원)     | 2018         | 2019         | 2020          | 2021         | 2022         |
|-----------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>매출</b> | <b>8,034</b> | <b>8,039</b> | <b>10,225</b> | <b>8,518</b> | <b>7,670</b> |
| <b>게임</b> | 5,389        | 6,817        | 9,250         | 7,421        | 7,242        |
|           | 67%          | 85%          | 90%           | 87%          | 94%          |
| 기타        | 2,645        | 1,222        | 975           | 1,097        | 428          |
| <b>국내</b> | <b>6,553</b> | <b>6,597</b> | <b>8,521</b>  | <b>7,411</b> | <b>6,743</b> |
|           | 82%          | 82%          | 83%           | 87%          | 88%          |
| 해외        | 1,481        | 1,442        | 1,704         | 1,107        | 927          |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Giant Network Group 주가



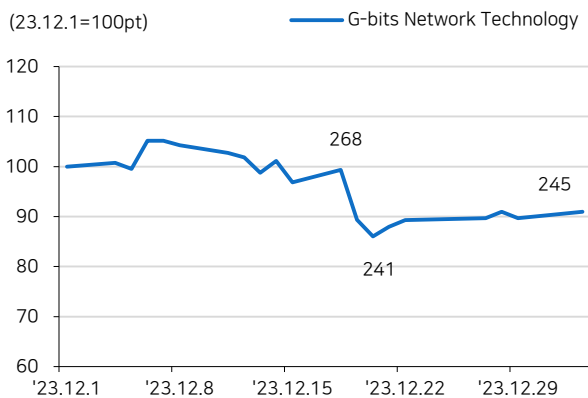
주: 기재된 수치는 주가 / 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 Giant Network Group 매출 구성

| (백만원)       | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출</b>   | <b>3,780</b> | <b>2,571</b> | <b>2,217</b> | <b>2,124</b> | <b>2,038</b> |
| <b>게임</b>   | 2,579        | 2,476        | 2,160        | 2,099        | 2,005        |
|             | 68%          | 96%          | 97%          | 99%          | 98%          |
| 기타          | 1,201        | 96           | 58           | 25           | 33           |
| <b>국내</b>   | <b>3,771</b> | <b>2,569</b> | <b>2,208</b> | <b>2,116</b> | <b>2,026</b> |
|             | 100%         | 100%         | 100%         | 100%         | 99%          |
| 해외          | 9            | 3            | 9            | 8            | 12           |
| <b>영업이익</b> | <b>1,016</b> | <b>658</b>   | <b>600</b>   | <b>400</b>   | <b>457</b>   |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 G-bits Network Technology 주가



주: 기재된 수치는 주가 / 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 G-bits Network Technology 매출 구성

| (백만원)       | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출</b>   | <b>1,655</b> | <b>2,170</b> | <b>2,742</b> | <b>4,619</b> | <b>5,168</b> |
| <b>국내</b>   | <b>1,634</b> | <b>2,143</b> | <b>2,641</b> | <b>4,468</b> | <b>4,895</b> |
|             | 99%          | 99%          | 96%          | 97%          | 95%          |
| 해외          | 19           | 25           | 94           | 138          | 259          |
| 기타          | 2            | 3            | 7            | 13           | 14           |
| <b>영업이익</b> | <b>972</b>   | <b>1,182</b> | <b>1,482</b> | <b>1,749</b> | <b>1,997</b> |

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 2024년 중국 게임 산업 환경 전망

#### 1) 규제안 등장

당사는 2023년보다는 타이트한 2024년 중국 게임 산업의 영업 환경을 예상한다. 관계 부처가 한 발 물러서기는 했으나 의견 수렴을 통해 수정된 정책이 2024년 시행될 것이란 사실은 변하지 않았다. 국내에서도 확률형 아이템에 관한 규제가 최근 활발하게 논의되는 것처럼 중국도 자국 내 문제로 지적되는 현상에 관한 건전한 수준의 규제가 시작되는 것은 자연스러워 보인다.

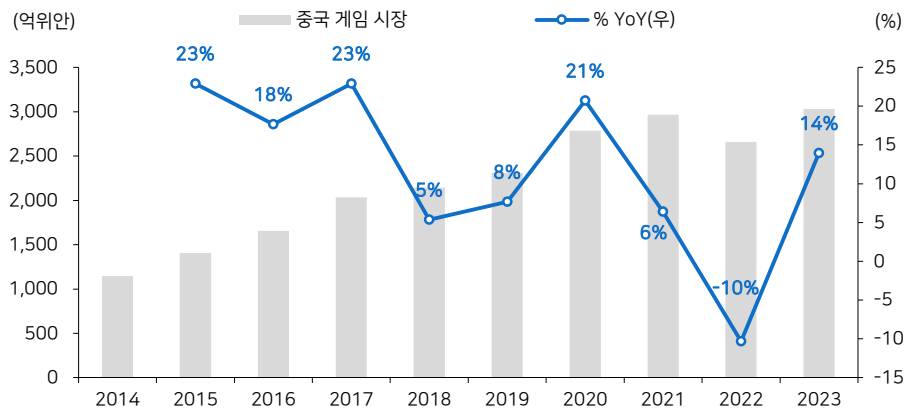
2023년은 2022년 중국 게임 시장의 두 자릿수 역성장을 딛고 정상화를 위해 회복에 집중되었던 시기다. 회복이 확인되고 있는 만큼 2024년은 당국이 정한 규칙 속에서 산업이 성장하도록 유도하기 시작하기에 적합해 보인다.

다만 과거 지적된 바와 같이 규제의 범위, 정도가 관건이다. 초안이 발표되었던 시기는 이듬해 정책방향을 결정하는 중앙경제공작회의 직후로 2024년 중국 게임 산업에 대한 정부의 운영 관점이 투영되었을 가능성이 높다. 공개된 초안과 같이 일일 보상에 대한 유인책 제한이 이루어진다면 사실상 모든 게임에 영향을 미친다.

다행인 점은 과거와 달리 시장의 급격한 반응 후 당국이 이례적으로 빠른 대응에 나섰다다는 것이다. 이는 통보가 아닌, 시장의 의견을 수렴하겠다고 표현했다는 점에서 과거와는 확연히 다르다.

1분기는 중국 게임 산업에 가장 중요한 성수기이며 그 중심에 춘절 이벤트가 있다. 당분간 업체의 자정적 BM 변경, 업체들의 춘절 이벤트 대응 정도를 지난해와 비교하며 추후 관련된 실제적인 영향을 가늠할 수 있을 것으로 예상된다.

그림8 중국 게임 산업 시장 규모



자료: 중국음상디지털협회, 메리츠증권 리서치센터

2) 신작 출시로 경쟁 심화

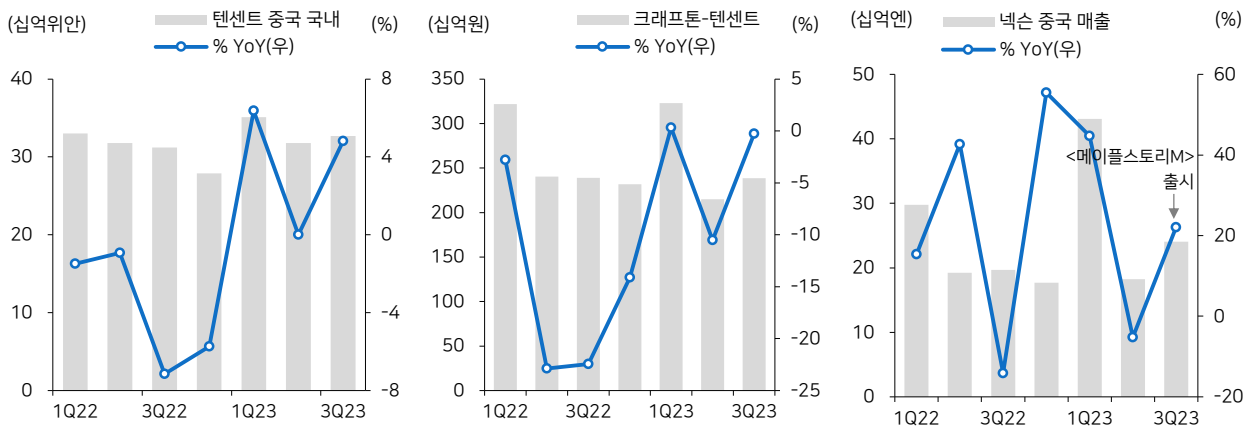
신규 판호 발급이 대거 확인된 만큼 2024년 중국 게임 시장 내 경쟁은 2023년 대비 치열해지는 것은 자명해 보인다. 특히 상위권을 유지하던 기존 게임들은 자리를 수성하는 데 2023년 대비 더 많은 에너지가 필요할 것으로 예상된다.

2022년 12월 외자 판호가 발급되고 정부의 규제 완화가 공식화 되었는데 이 효과가 가장 강렬하게 반영된 때는 1Q23이었다. 중국 게임 업체들이 수익화 드라이브를 본격적으로 가동한 반면 신작 출시는 아직 이루어지지 않으며 높은 성과를 기록했다. 그러나 2Q23 이후 신작 출시가 본격화되며 세대 교체가 진행되기 시작했다.

2023년 판호가 발급된 게임 중 아직 출시되지 않은 게임들이 다수 존재하며 판호 발급 신작 수도 증가하는 만큼 2024년 중국 게임 시장의 마케팅 경쟁은 더욱 치열해질 것으로 예상된다.

2023년 모바일 게임 신작이 다수 출시된 국내 시장 또한 상반기 전체 시장 규모는 성장했으나 마케팅 효율은 하락했고 과거 대비 이익 레벨은 신작/구작 가릴 것 없이 크게 하락한 모습을 보였다. 중국도 유사한 흐름이 예상된다.

그림9 중국 게임 관련 지표들



주: 텐센트는 한국/일본/인도를 제외한 전세계 대상 <펍지> 모바일 서비스 담당. 상기 '크래프톤-텐센트' 수치는 크래프톤이 분기당 수취한 수익으로 추정되며 이 중 과반 이상을 중국 기여로 예상  
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표7 중국 게임 Top 10 중 2023 출시작은 2개 차지. 점진적 변화

| 순위 | 게임명         | 장르     | 퍼블리셔  | 출시일        |
|----|-------------|--------|-------|------------|
| 1  | 왕자영요        | MOBA   | 텐센트   | 2015.10.26 |
| 2  | 크로스파이어: 레전드 | FPS    | 텐센트   | 2015.12.03 |
| 3  | 화평정영        | 베틀로얄   | 텐센트   | 2019.05.08 |
| 4  | 금산산지전       | 오토 베틀  | 텐센트   | 2021.08.25 |
| 5  | 역수한         | MMORPG | 넷이즈   | 2023.06.30 |
| 6  | 와일드 리프트     | MOBA   | 텐센트   | 2021.10.08 |
| 7  | 원몽지성        | 파티     | 텐센트   | 2023.12.15 |
| 8  | 화영난자        | 액션 RPG | 텐센트   | 2016.01.08 |
| 9  | 낙시왕 베틀      | 낙시     | Tuyoo | 2020.08.22 |
| 10 | 몽환서유        | MMORPG | 넷이즈   | 2015.03.26 |

자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

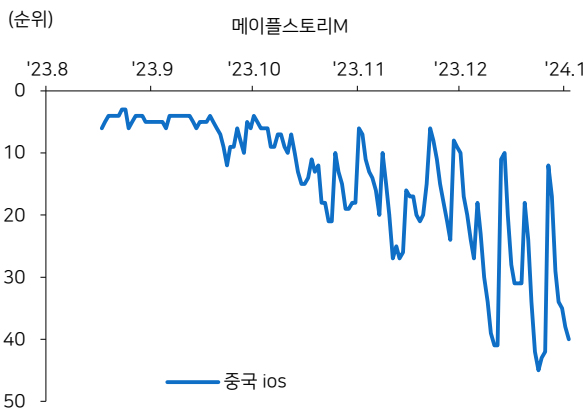
### 국내 게임의 중국 출시 성과 Review

지난 1년간 다수의 한국 게임이 중국 판호 획득에 성공했고 중국 내 성과를 확인할 수 있었다. 안타깝게도 출시 3개월 후 중국 앱스토어 게임 순위 20위권 안으로 안착한 게임은 <메이플스토리M> 1개에 불과했고 그마저도 현재는 40위권 밖으로 밀려났다.

6월 28일 출시된 <신석기 시대>는 넷마블의 외자판호 게임으로 단일 기준 중국 로열티 수익 추정이 가능한 사례에 해당한다. 동 게임은 3분기 128억원의 로열티 매출을 넷마블에 안겨준 것으로 추정된다. 최근 출시된 <쿠키런 킹덤>이 <신석기 시대> 출시 초반과 유사한 매출 순위를 기록하고 있는데 추후 패턴과 R/S 비율이 같다면 계절성을 고려했을 때 160억원 내외의 1분기 기여가 예상된다.

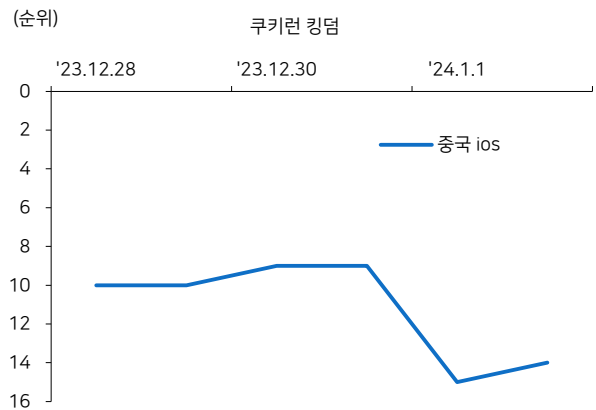
중국 매출은 로열티 기반으로 국내 사업체가 직접적으로 마케팅비를 부담하지 않고 수취할 수 있다는 점에서 매력적이다. 1년 전에는 기대하지 않았던 기회가 열렸다는 점에서 플러스 요인으로 작용했지만 결과를 확인하고 있는 지금은 과거 대비 기댓값이 하락했다는 것은 부정할 수 없다.

그림10 <메이플스토리M> 중국 ios 매출 순위



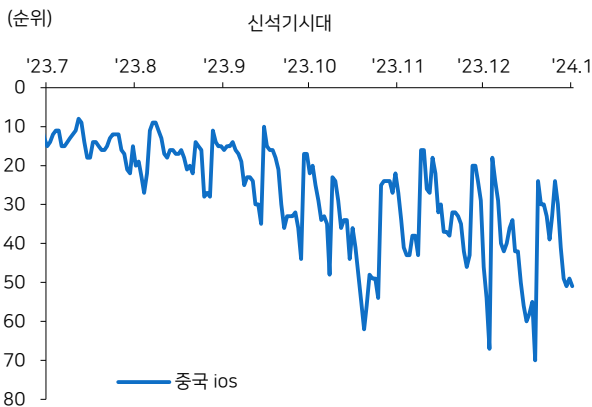
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림11 <쿠키런 킹덤> 중국 ios 매출 순위



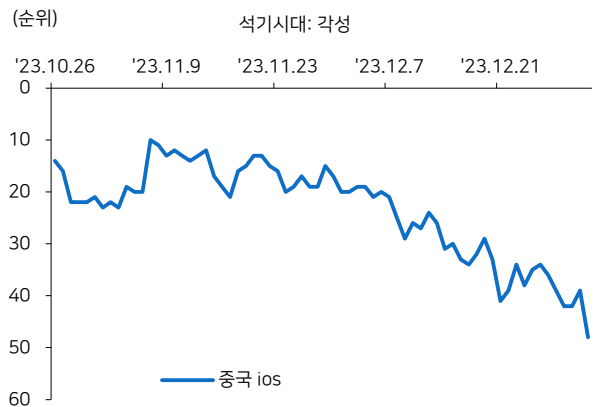
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림12 <신석기시대> 중국 ios 매출 순위



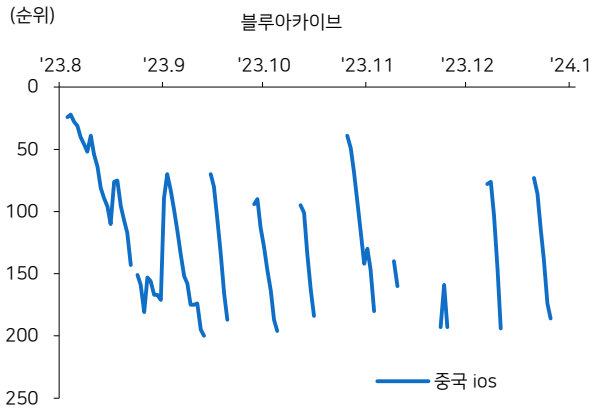
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림13 <석기시대: 각성> 중국 ios 매출 순위



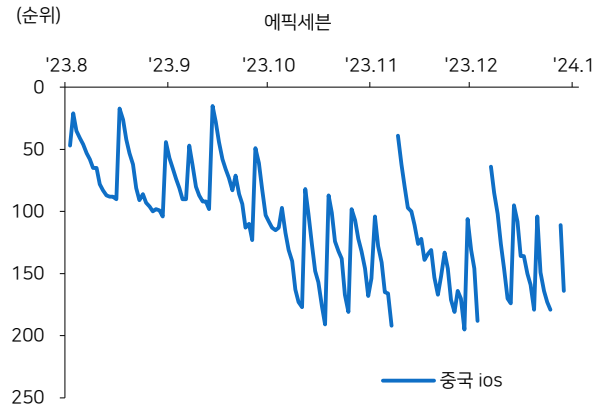
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림14 <블루아카이브> 중국 ios 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림15 <에픽세븐> 중국 ios 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.