

## 网络游戏行业研究 增持 (维持评级)

行业点评

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002  
peipei@gjzq.com.cn

# 千呼万唤始出来：《英雄联盟》手游即将开始预约

### 事件

10月15日，手机QQ开放了《英雄联盟》手游预约，并立即引发大量玩家的关注。但是，仅仅几个小时之后，预约链接被关闭，显示“当前活动已过期”。与此同时，《英雄联盟》S9赛季全球总决赛正在进行，10月16日恰逢《英雄联盟》全球发行十周年，玩家和媒体普遍期待着重量级新产品、新玩法的消息。

### 评论

**《英雄联盟》手游已经开发多年，产品趋于成熟：**事实上，早在2017年的ChinaJoy展会上，《英雄联盟》手游的资料就在专业论坛小范围传播过；2018年以来，该产品已经做过几轮内部封闭测试。据我们了解，该手游由腾讯旗下光子工作室研发、腾讯子公司Riot（《英雄联盟》端游开发商）监修，产品已经相当成熟。如果版号申请进展正常，我们预测《英雄联盟》手游在2020年5-7月上线的可能性很大。

**《使命召唤》《英雄联盟》将大幅提升腾讯海外游戏业绩：**在历史上，腾讯的海外游戏收入主要依靠Riot的《英雄联盟》端游；《王者荣耀》海外版和《PUBG Mobile》虽然都取得了月流水几千万美元的战绩，但是占手游总收入的比例不高。10月1日海外上线的《使命召唤》手游，在数十个主要国家和地区的App Store畅销榜均一度占据榜首，我们预计全球月流水（不含中国大陆）很可能超过1亿美元；《英雄联盟》手游将进一步加强腾讯的海外游戏业务，使其在发达国家也成为最具影响力的手游开发商、发行商之一。

**《英雄联盟》手游的流水能达到什么量级？**根据我们对封闭测试产品的观察，《英雄联盟》手游在端游基础之上做了大幅度简化，借鉴了《王者荣耀》的成功经验，意在吸引大众玩家（而不仅仅是核心玩家）。作为IP方，Riot对产品质量非常重视。如果《英雄联盟》手游能在2020年上线，我们预计：在国内，峰值月流水可突破10亿元，虽然远低于《王者荣耀》，但仍然是首屈一指的全民级手游；在国外，峰值月流水有望突破5亿美元，在北美、欧洲等地成为有史以来最卖座的手游。这样看来，《英雄联盟》的全球流水是有可能超过《王者荣耀》的。

**《王者荣耀》会被显著分流吗？不一定：**《英雄联盟》手游与《王者荣耀》同属MOBA品类，前者肯定会对后者形成分流；但是，我们估计，在国内的分流不会很显著。在过去四年的运营中，《王者荣耀》形成了1亿以上的核心用户群、超过3亿有一定忠诚度的用户群，电竞机制完善、变现方式多元化、游戏内社交非常发达。《英雄联盟》手游在国内不太可能对它构成实质性冲击，明智的选择是聚焦海外。当然，腾讯一贯鼓励“内部赛马”，无论两款游戏谁胜出，都是“肥水不流外人田”，只会做大MOBA手游的总盘子。

### 投资建议

**腾讯控股**正在海外游戏市场进行坚定而迅速的扩张；除了《英雄联盟》《使命召唤》手游，计划中的对Supercell的收购也将加强它的海外游戏产品线。在2-3年内，我们或许可以看到海外市场贡献腾讯30%以上的游戏收入。**网易**则面临着更激烈的竞争，它在国内市场已经明显屈居腾讯之下，大量资源投向海外，但是它的IP和产品储备并没有腾讯那么吸引人。**完美世界**是A股游戏公司中海外产品布局最强的，尤其是在主机、PC端的强大研发实力，能够源源不断地输送新IP、新创意。此外，如果《英雄联盟》手游成为热门产品，**斗鱼**、**虎牙**等游戏直播平台将大为受益，正如2016-17年《王者荣耀》《绝地求生》的崛起为游戏直播行业注入活力一样。

**风险提示：**监管风险；新产品不达预期；游戏生命周期耗尽；估值偏高。

## 《英雄联盟》手游终于开始预约了……但只有几个小时

### 10月15日下午开启预约，很快暂停预约

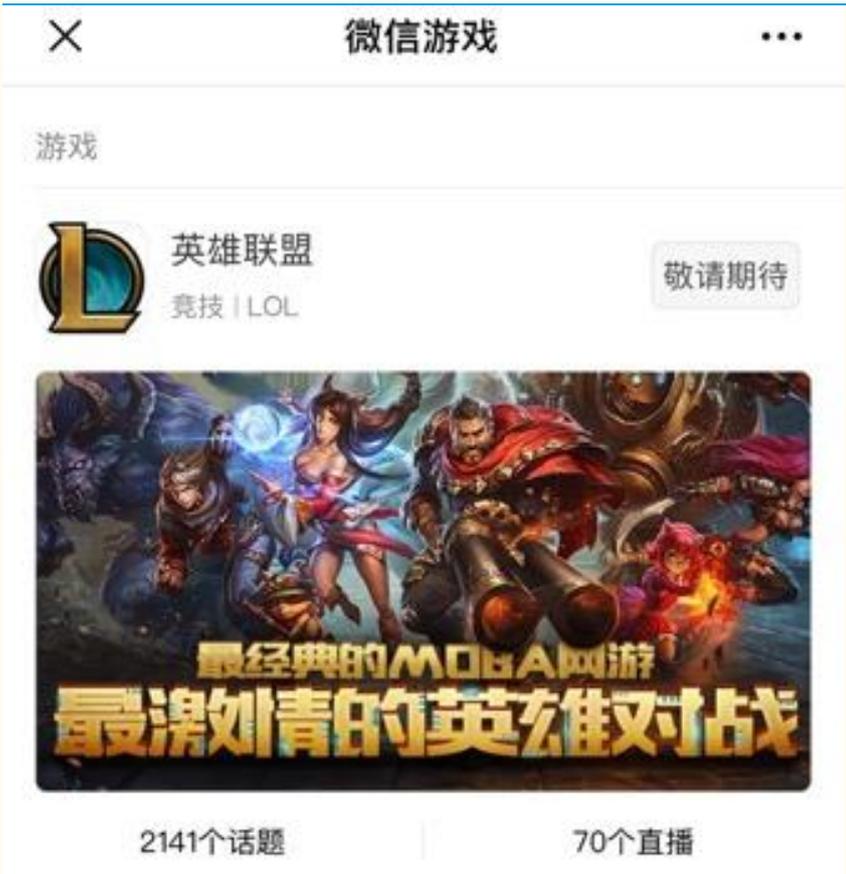
- 《英雄联盟》S9赛季全球总决赛于2019年10月2日-11月10日在欧洲举行。10月16日恰逢《英雄联盟》全球发行十周年庆，玩家和媒体普遍盼望新产品、新玩法的公布。进入2019年，随着“云顶之弈”（自走棋）玩法的推出、电竞赛事的重组以及拉回流活动，曾经被《王者荣耀》和“吃鸡”剧烈冲击的《英雄联盟》在国内外都获得了新的活力；我们估计，2019年至今，《英雄联盟》的全球流水收入同比增长两位数。
- 10月15日下午，手机QQ游戏中心出现了“《英雄联盟》正版手游预约开启”的通知，很快受到玩家的高度重视；新浪、搜狐、36氪等媒体纷纷在第一时间报道。然而，短短的几个小时之后，该预约链接已经失效，系统显示“当前活动已过期”。这引发了外界更多的猜想：《英雄联盟》手游真的准备好了吗？
- 根据我们对封闭测试版本的了解，《英雄联盟》手游的产品完成度已经很高。我们认为，只要版号申请完成，该产品可以立即在国内上线；在海外则随时可以上线。那么，为什么该手游预约仅仅持续了几个小时呢？我们猜测，很可能是因为腾讯还没有计划好产品宣传的节奏——既要最大限度地预热，又不能过分影响《王者荣耀》的热度，这个“度”很难把握。但是，这与产品开发本身无关。
- 我们估计，《英雄联盟》手游再次开启预约只是时间问题，有三个可能的时间点：第一是10月16日，即《英雄联盟》全球十周年庆的日子；第二是11月10日，即《英雄联盟》S9赛季全球总决赛的结束之日；第三是12月中下旬，即圣诞和元旦假期前夕。目前看来，第一、第二种情况的可能性较高。

图表 1:《英雄联盟》手游预约显示“已过期”状态



来源：手机 QQ，国金证券研究所

图表 2:《英雄联盟》手游在微信尚未开始预约

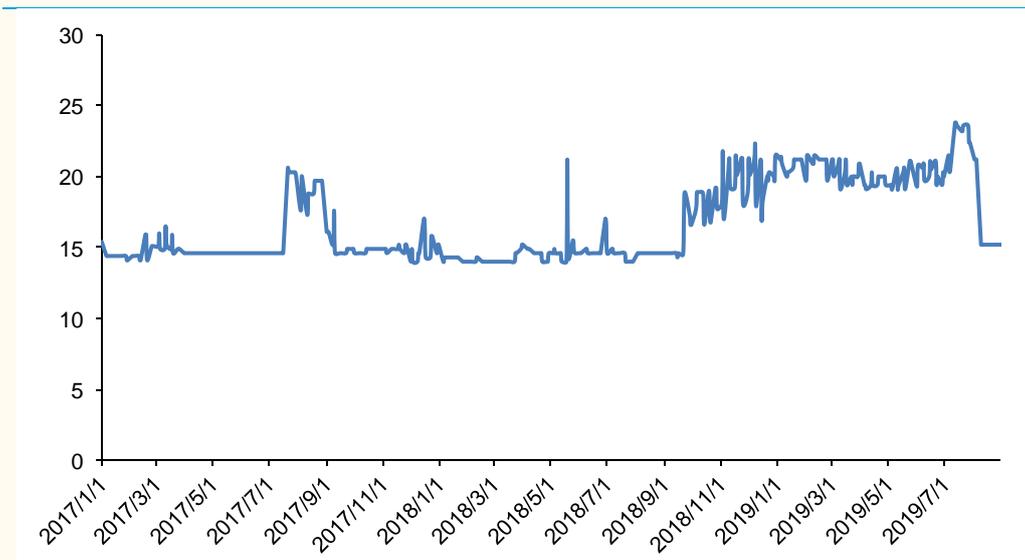


来源：微信游戏中心，国金证券研究所

### 《英雄联盟》过时了？才没有呢

- 很多人担心：在《王者荣耀》《和平精英》称霸电竞品类的今天，《英雄联盟》是否已经过气？我们对《英雄联盟》的服务器热度进行了独家监测，得出的结论是：并没有过气。《王者荣耀》当然对《英雄联盟》构成了冲击，但是这个过程在 2017-18 年已经结束了。进入 2019 年，《英雄联盟》的服务器热度大部分时间都是同比攀升的。

图表 3:《英雄联盟》国内服务器热度指数



来源：国金证券研究所

- 《英雄联盟》的回暖有很多原因，正如我们上文指出的：“云顶之弈”玩法的推出、电竞赛事的重组、拉回流活动，等等。但是，最根本的原因是：《英雄联盟》的玩法仍然具备强大的吸引力，运营也是聪明的、可持续的。与《王者荣耀》相比，《英雄联盟》的竞技性更强、变数更多、历史更悠久。我们认为，MOBA 品类容得下两款主流游戏，正如在 PC 端同时存在《DOTA2》和《英雄联盟》。过去几年，网易的《决战！平安京》《非人学园》曾经希望进入主流 MOBA 手游行列，但是失败了。《英雄联盟》的胜算明显更大。
- 然而，根据我们对封测产品的了解，《英雄联盟》手游对大众玩家进行了许多改良和妥协。许多资深玩家也担心，这款产品会不会成为“多一个技能的《王者荣耀》”。《英雄联盟》手游的开发者腾讯光子工作室、IP 持有方 Riot（腾讯子公司）当然意识到了这一点，希望尽可能做到雅俗共赏、提高完成度。这就是过去几年，《英雄联盟》手游千呼万唤不出来的根本原因。现在，光子和 Riot 似乎做好了准备。
- 无论如何，腾讯《英雄联盟》《地下城与勇士》手游、网易《暗黑破坏神》手游的开启预约，标志着手游市场的“端转手”时代接近尾声。在“端转手”最后的疯狂期，腾讯由于手握 IP 众多、同时通过收购获得了大量 IP，进一步巩固了在国内市场的领先优势，还建立了海外扩张的重要桥头堡。2020 年以后，游戏行业将进入一个新的时代——第九世代主机的发布、移动设备与主机的融合、AR/VR 技术的成熟、互动影像产品成为主流、5G 的普及，无不意味着新一轮市场洗牌。但是，那将不是一蹴而就的。

### 风险因素

- 国家对游戏行业的监管政策可能进一步收紧。
- 所有新产品上线后都存在市场表现不达预期的可能。
- 已上线游戏生命周期在逐步耗尽。
- 部分游戏公司估值仍然偏高。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH