

证券研究报告—海外市场研究

互联网

游戏行业深度报告

2021年06月06日

一年该行业与上证指数走势比较



相关研究报告:

《金融科技大时代: 奔腾的蚂蚁, 稳健的腾讯》——2020-10-30
《手游出海, 腾讯的全球化业务》——2020-06-11
《腾讯控股: 手游、广告大超预期, 大象起舞全年可期》——2020-05-04
《腾讯控股: 微信生态, 价值创造, 一直在路上》——2020-03-02
《腾讯控股: 金融科技, 引领腾讯下一个十年》——2020-01-22

证券分析师: 王学恒

电话: 010-88005382
E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030002

证券分析师: 谢琦

电话: 021-60933157
E-MAIL: xieqi2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080008

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其任何第三方的授意、影响, 特此声明。

海外市场专题

游戏研发能力系列报告 (一): 腾讯篇

● 腾讯手游的自研能力显著被低估

腾讯在游戏自研方面的积累和试错已经超过 17 年, 打磨出了“自上而下+后发制人”的游戏生产策略。客观来看, 这套方法在保障高成功率的同时, 也让腾讯错过了某些细分品类的创新。时至今日, 腾讯在大 DAU 竞技类游戏领域的领先地位非常稳固, 这类游戏通常具有“赢者通吃”、生命周期长的特性, 足够支撑其短期增长; 而在盈利性游戏中, 腾讯的真实表现也超出了多数人的直觉。

● 游戏研究方法论: 永远的成长型行业, 供给决定需求

游戏行业由供给决定需求, 玩法创新、体验的优化、载体的迁移, 都能够驱动行业规模不断成长, 游戏是永远的成长型行业。对游戏自研能力的评估应以品类为依据, 不同品类的游戏, 在商业模式上也存在优劣之分。在产品真正面向用户之前, 游戏产品的商业化能见度较低, 短期内的增长无法线性外推, 但中长期的增长, 可以从现有产品的变现节奏、以及 pipeline 中寻找答案。

● 腾讯手游成长性: 《王者荣耀》稳健, 3A 品质、射击+X 是长期方向

腾讯的游戏产品矩阵大致可以视为“两超多强”, 近些年手游增长, 由头部产品稳健增长+中长尾产品推陈出新共同驱动。我们认为, 已有产品中, 超级产品《王者荣耀》是腾讯手游增长的底盘, 该游戏壁垒深厚, 且商业化程度较浅, 腾讯对流水具有较强掌控力。新产品方面, 3A 级别手游及“射击+X”类游戏是主攻方向, 腾讯具备较强的 IP 储备及经验积累。根据招聘信息, 腾讯在这两个类别中约有 6 款产品储备。我们看好腾讯在这两个方向的未来表现。

● 投资建议: 继续推荐腾讯控股, 维持“买入”评级

手游行业是“长坡厚雪”型赛道, 腾讯拥有独特的适合自身的内容生产策略, 在 MOBA、射击两大品类中, 积累了深厚的经验。超级产品《王者荣耀》能够支撑短期增长, 在 3A 级别手游及“射击+X”潜在产品充沛, 有望驱动腾讯手游的长期增长。考虑到公司在企业服务及软件、高工业化水准的游戏以及短视频领域的投资, 我们下调盈利预测, 预计 2021-2023 年 Non IFRS 下净利润分别为 1373/1694/2126 亿元, 下调幅度分别为 14%/12%/6%, 维持目标价 807-855 港币, 继续维持“买入”评级。

● 风险提示

政策风险; 新产品上线时间、表现不及预期的风险; 用户需求变化的风险; 项目管理的风险; 游戏净利率率下滑的风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (港币)	总市值 (亿港元)	EPS		PE	
					2020	2021E	2020	2021E
0700	腾讯控股	买入	602	57,714	12.8	14.3	38.4	34.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

第一，手游行业是“长坡厚雪”型赛道：供给决定需求，玩法创新、体验的优化都可以驱动行业规模不断成长；重度游戏的自研能力，需要长期的试错和经验打磨，壁垒深厚。

第二，腾讯在游戏自研方面的积累和试错已经超过 17 年，摸索出了适合自身的内容生产策略，在 MOBA、射击两大品类中，优势尤为突出。

第三，超级产品《王者荣耀》能够是腾讯手游增长的底盘，公司在 3A 级别手游及“射击+X”类手游中经验丰富，pipeline 充沛，有望驱动业务的长期增长。

考虑到短期内公司在企业服务及软件、高工业化水准的游戏以及短视频领域的投资，我们下调盈利预测，预计 2021-2023 年 Non IFRS 下净利润分别为 1373/1694/2126 亿元，下调幅度分别为 14%/12%/6%，维持目标价 807-855 港币，继续维持“买入”评级。

核心假设或逻辑

第一，对游戏自研能力的判断应以品类为依据，不同品类游戏的核心要素差别非常大。

第二，中重度游戏品类的突破，需要长期的试错和经验积累。

第三，3A 级别的手游、射击+X 是未来的大方向，看好大产品的长期表现。

与市场预期不同之处

我们不认为流量是腾讯游戏获得成功的本质原因，腾讯游戏的成功，来自于长期对自研能力的打磨和试错，流量起到了较好的辅助作用。

我们不认为游戏行业已经进入了低速增长期，游戏行业由供给决定需求，产品突破是短期驱动力，平台突破是长期驱动力，产品体验、玩法、品质的不断优化，都可以驱动行业持续增长。

股价变化的催化因素

第一，老游戏流水表现超预期。

第二，新游戏上线时间、表现超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，游戏行业政策发生变化的风险；

第二，新产品上线时间、表现不及预期的风险；

第三，用户需求发生变化的风险；

第四，估值及盈利预测的风险等。

内容目录

导语：自研已经扛起腾讯手游增长的大旗.....	6
复盘腾讯：被低估的游戏自研能力.....	9
前提：对游戏自研能力的分析应以品类为依据.....	9
腾讯：从端游到手游，自研能力一直在突破.....	10
后发制人、高成功率背后是怎样一种逻辑？.....	14
现状：腾讯游戏自研能力分析.....	16
大 DAU 竞技类：腾讯占据绝对主导地位.....	16
盈利性游戏：腾讯皆有布局，MMO&RPG 自研有所突.....	17
如何看待游戏行业的成长性？.....	18
游戏是永远的成长型行业.....	18
游戏由供给决定需求.....	19
不同品类的游戏之间没有内卷.....	20
存量游戏：《王者荣耀》商业化仍有空间，增长底盘稳.....	21
《王者荣耀》：增长稳健.....	21
为什么是《王者荣耀》？.....	21
《王者荣耀》的商业化空间尚远.....	22
新游戏：3A 品质+射击类手游，还可以有更好的十年.....	25
3A 级别手游是未来的发展方向.....	25
射击+X：全球大品类，腾讯有望持续受益“IP 转手”.....	27
投资建议：继续推荐腾讯控股.....	30
风险提示.....	31
国信证券投资评级.....	32
分析师承诺.....	32
风险提示.....	32
证券投资咨询业务的说明.....	33

图表目录

图 1: 腾讯手游历史可以切割为“代理驱动”和“头部自研驱动”两个时代.....	6
图 2: iOS 畅销榜 Top30 中腾讯自研和代理游戏数量	7
图 3: 头部自研手游补齐了代理产品的下滑 (%)	7
图 4: 手游流水 Top250 中自研自发新游数量占比	8
图 5: 手游流水 Top250 中腾讯新品自研数量占比	8
图 6: 移动互联网时长份额变化	8
图 7: 2021 年 4 月主要买量渠道的手游广告投放数	8
图 8: 腾讯自研游戏发展历程	9
图 9: 主流游戏的特点及品类分析	10
图 10: 2006~2007 年腾讯网游收入 (万元) 及市场份额	11
图 11: 2007 年第 4 季度中国网络游戏厂商市场份额	11
图 12: 2008~2009 年腾讯网游收入 (万元) 及市场份额	11
图 13: 2009 年第 2 季度中国网络游戏厂商市场份额	11
图 14: 腾讯端游领域的“四大名著” (标注出自研)	12
图 15: 腾讯 PC 端游主要产品矩阵	12
图 16: 腾讯手游主要产品矩阵 (2014 年 10 月腾讯游戏自研体系变革前)	13
图 17: 天美&光速三款手游上线后 1~24 个月畅销榜排名	13
图 18: 五彩石两款手游上线后 1~24 个月畅销榜排名	13
图 19: 《全民超神》和《王者荣耀》iOS 畅销榜排名	14
图 20: 《PUBG M》和《CODM》全球月流水预估 (百万美元)	14
图 21: 腾讯诸多成功产品背后都有相关经验积累	15
图 22: 《王者荣耀》和当时竞品对比	16
图 23: 腾讯每次都能抓住新兴机会	16
图 24: 畅销榜排名 Top100 中腾讯游戏梳理	16
图 25: 《王者荣耀》市占率非常高 (DAU 口径)	17
图 26: 腾讯系的飞行射击游戏市占率超过 95% (DAU 口径)	17
图 27: 《天涯明月刀》网吧 PC 端游热度排名	18
图 28: 《天涯明月刀》手游畅销榜表现	18
图 29: 腾讯高 ARPPU 类手游推出时间整理	18
图 30: 中国手游市场规模 (亿元) 及增速	19
图 31: 2020 年流水 Top100 移动游戏类型占比	19
图 32: 中国游戏用户行为指标	19
图 33: 中国手游用户数 (百万) 及增速	20
图 34: 中国手游市场各品类的流水占比	20
图 35: 2014-2017 年国内游戏市场的预测规模 VS 实际规模 (亿元)	20
图 36: 流水 Top100 移动游戏中竞速品类的市场份额	21
图 37: 2018~2020 年 QQ 飞车畅销榜排名	21
图 38: 2020 年《王者荣耀》日均 DAU 超过 1 亿	21
图 39: 《王者荣耀》自上线以来月独立设备数 (万台)	21
图 40: 《王者荣耀》新增英雄及皮肤数量	23
图 41: 《王者荣耀》现有玩法梳理	24
图 42: 《王者荣耀》的衍生游戏和文化	24
图 43: 《王者荣耀》的赛事体系	24
图 44: 《王者荣耀》典藏皮肤仅有 9 款	25
图 45: 《王者荣耀》新增皮肤价格在小幅上涨 (点券)	25
图 46: 《使命召唤手游》全球下载量超 5 亿	26
图 47: 《使命召唤手游》游戏画面对原作还原非常高	26
图 48: 《原神》成为全球最快达成 10 亿美元流水的手游	26
图 49: 《原神》游戏画面质量很高	26
图 50: 腾讯当前在 3A 游戏领域的布局	26
图 51: 2020 年 11 月主机游戏流水 Top10	28
图 52: 2021 年 5 月 steam 平台平均在线人数 Top10	28
图 53: 《PUBG Mobile》全球畅销榜排名	28
图 54: 《CODM》全球畅销榜排名	28
图 55: 腾讯在射击品类中的产品线布局	29

图 56: 《Apex Legends Mobile》海报	30
图 57: 天美 J2 工作室招聘 MMORPG 射击手游	30
图 58: 天美 J3 工作室招聘射击类手游	30
图 59: 《黎明觉醒》手游海报	30
表 1: 腾讯和网易的头部、腰部游戏数量对比	7
表 2: 腾讯投资和并购的 3A 游戏研发商 (部分)	27

导语：自研已经扛起腾讯手游增长的大旗

在很多人的刻板印象中，腾讯是一家以发行见长的“渠道型”游戏公司，卡位得天独厚的流量优势，在游戏自研能力不甚出色的情况下，凭借出众的流量掌控力，也能够做到份额第一。然而，事实往往是反直觉的：复盘腾讯游戏的发展历程，我们发现，腾讯虽以游戏代理起家，但却从未放松对自研能力的打磨。在游戏行业秩序重构，中腰部游戏厂商由代理转向自研自发的过程中，腾讯的手游增长引擎顺利换挡，自研游戏在腾讯体内发挥了越来越大的作用。我们测算，2020年，腾讯手游流水增长中，超过一半由自研游戏贡献，自研已经扛起了腾讯手游增长的大旗。

根据核心驱动力的不同，我们先简单把腾讯手游的发展历程分成前后两个时代：1) 2015-2018年：代理+新产品驱动期；2) 2019年至今：头部自研产品驱动期。

2015~2018年：手游代理+新产品驱动期。在这一阶段，单款手游流水在腾讯内部的占比并不高，腰部产品次第涌现。当时的腾讯，手握微信、手机QQ、应用宝等多个移动平台，“头条系”、“快手系”尚未崛起，腾讯在手游发行领域一骑绝尘。2015年，腾讯宣布代理盛大《热血传奇》手游，与PC端游时代的“老对手”盛大就手游发行展开合作。后续，又陆续代理了巨人网络《征途》、西山居《新剑侠情缘》、畅游《天龙八部》、祖龙《六龙争霸》、《梦幻诛仙》、完美世界《完美世界》等多款手游，这些游戏一度是畅销榜Top10的常客，成为当时腾讯手游增长的重要驱动力。

图1：腾讯手游历史可以切割为“代理驱动”和“头部自研驱动”两个时代

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Top 10	热血传奇 (MMO)	王者荣耀 (MOBA)	王者荣耀 (MOBA)	王者荣耀 (MOBA)	王者荣耀 (MOBA)	王者荣耀 (MOBA)	王者荣耀 (MOBA)
	全民突击 (射击)	新剑侠情缘 (MMO)	天龙八部手游 (MMO)	QQ飞车 (竞速)	和平精英 (射击)	和平精英 (射击)	和平精英 (射击)
	六龙争霸 (MMO)		乱世王者 (策略)	完美世界 (MMO)	天涯明月刀 (MMO)	天涯明月刀 (MMO)	天涯明月刀 (MMO)
	梦幻西游 (卡牌)						
	全民飞机大战 (射击)						
	王者荣耀 (MOBA)						
	穿越火线枪战王者 (射击)						
Top 20	天天酷跑 (休闲)	梦幻西游 (MMO)	魂斗罗：归来 (射击)	红警OL (策略)	QQ飞车 (竞速)	火影忍者 (动作)	穿越火线枪战王者 (射击)
	天天爱消除 (休闲)	火影忍者 (动作)	新剑侠情缘 (MMO)	QQ炫舞 (音舞)	乱世王者 (策略)	QQ飞车 (竞速)	欢乐斗地主 (休闲)
	欢乐斗地主 (休闲)	御龙在天 (MMO)	QQ飞车 (竞速)	天龙八部手游 (MMO)	天龙八部手游 (MMO)		使命召唤手游 (射击)
		穿越火线枪战王者 (射击)	龙之谷 (MMO)	穿越火线枪战王者 (射击)			QQ飞车 (竞速)
Top 30	雷霆战机 (射击)	梦幻西游 (卡牌)	欢乐斗地主 (休闲)	魂斗罗：归来 (射击)	红警OL (策略)	问道之下 (策略)	
	九龙战 (动作)	天天爱消除 (休闲)	火影忍者 (动作)	欢乐斗地主 (休闲)	火影忍者 (动作)	穿越火线枪战王者 (射击)	
	天天炫斗 (动作)	全民飞机大战 (射击)	穿越火线枪战王者 (射击)	火影忍者 (动作)	穿越火线枪战王者 (射击)	QQ炫舞 (音舞)	
	赛尔MT2 (卡牌)	欢乐斗地主 (休闲)	梦幻西游 (MMO)	斗破苍穹：异火重燃 (MMO)	QQ炫舞 (音舞)	欢乐斗地主 (休闲)	
	全民主公 (策略)	天天跑酷 (休闲)	天天爱消除 (休闲)		新剑侠情缘 (MMO)	完美世界 (MMO)	
					欢乐斗地主 (休闲)		

由腾讯代理发行的头部游戏数量明显变少。许多Top30的游戏选择自主发行。如《最强蜗牛》、《一念逍遥》、雷霆游戏、米哈游、莉莉丝。

自研

代理

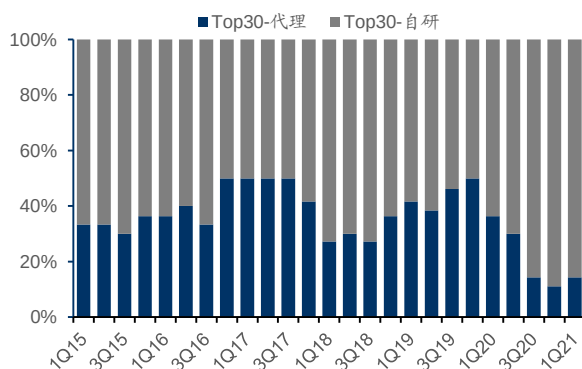
发行

资料来源：腾讯游戏，公司公告，国信证券经济研究所整理

2019年至今，头部自研产品驱动。数据显示，畅销榜Top30中腾讯的自研游戏占比越来越大，但代理产品却越来越少。从2019Q4至2021Q1，畅销榜Top30中，由腾讯代理的游戏从6款缩减至1款，越来越多的外部游戏厂商开始崭露头角，并尝试自研自发，如莉莉丝《剑与远征》、青瓷游戏《最强蜗牛》、雷霆游戏《问道》、友谊时光《浮生为卿歌》等。

幸运的是，腾讯头部的自研游戏顺利崛起，补齐了代理产品的下滑，成为手游增长的支柱。2017 年春节，《王者荣耀》火爆，我们推测其流水应持续爬坡；2019 年 5 月，《和平精英》商业化，几乎稳占国内游戏畅销榜的前 2 名，腾讯自研手游再添一个重要支柱。2020 年，极光工作室在 MMO 类型游戏《天涯明月刀》中取得了突破，上线以来，几乎稳定在同类游戏畅销榜的 Top10。

图 2: iOS 畅销榜 Top30 中腾讯自研和代理游戏数量



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图 3: 头部自研手游补齐了代理产品的下滑 (%)



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所

表 1: 腾讯和网易的头部、腰部游戏数量对比

iOS 畅销榜排名		2019Q1	2020Q1	2021Q1
腾讯	Top5	2	2	2
网易	Top5	1	1	1
腾讯	Top6~10	1	0	1
网易	Top6~10	2	1	1
腾讯	Top11~30	9	9	4
网易	Top11~30	4	6	6

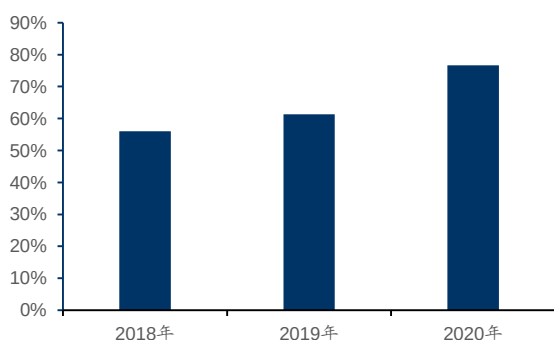
资料来源：七麦数据、国信证券经济研究所整理

为什么腾讯手游会从代理驱动转向自研驱动？

我们认为，腾讯作为全球手游流水最高的巨头，其发展历程本身就是行业发展的重要映射，由代理转向自研，这里面既有客观环境的变化，也有主动的因素。

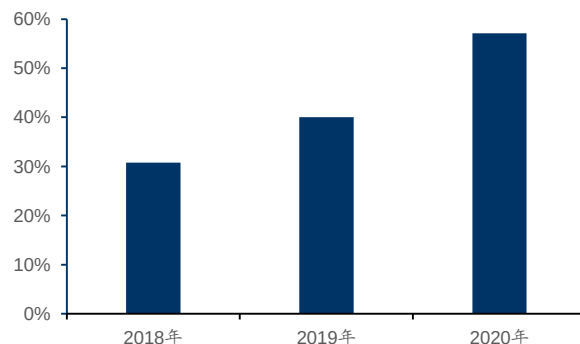
客观来看，自研自发是手游行业的整体趋势，据伽马数据，2020 年手游流水 Top250 中，自研自发的新游比例，已经从 2018 年的 56.0% 提升到 2020 年的 76.7%。一方面，消费者的审美随着内容的进步被不断拔高，“产品为王”的趋势越发明显，研发商的地位不断加强。另一方面，中小研发商开始崛起，具备了自研自发的客观条件。早期的中小研发商缺少手游发行经验，并且需要依赖版权金和预付金反哺研发。时代变更，许多中型研发商已经完成了资金的积累，并摸索出发行经验，再加上近年来游戏融资活跃，中小研发商对发行商经验和资金的依赖在逐步减少。

图 4：手游流水 Top250 中自研自发新游数量占比



资料来源：伽马数据，国信证券经济研究所整理

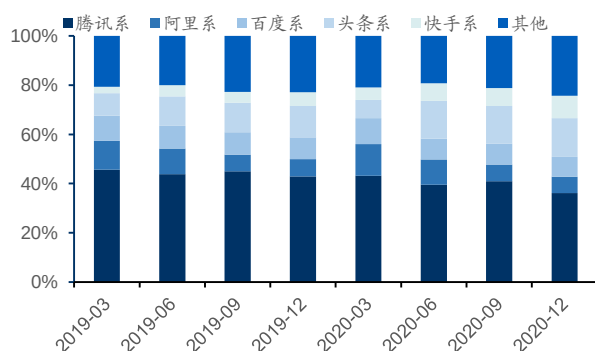
图 5：手游流水 Top250 中腾讯新品自研数量占比



资料来源：伽马数据，国信证券经济研究所

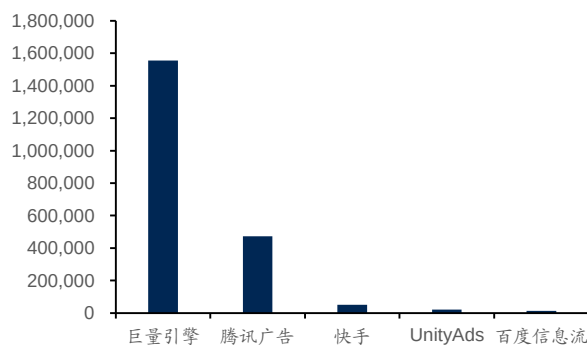
同时，移动互联网流量分散化，在一定程度上弱化了腾讯的游戏发行优势。据 QuestMobile，随着头条系、快手系的崛起，腾讯系的时长占比在被动下滑，2020 年 12 月较 2019 年 3 月下滑了 9 个百分点。以抖音为代表的买量渠道，和以哔哩哔哩、taptap 为代表的垂类渠道迅速崛起，渠道分散化给了中小研发商有更多选择。此外，目前腾讯游戏几乎没有到抖音买量，而抖音占买量市场比重较高，放弃抖音渠道意味着失去一部分的流量。

图 6：移动互联网时长份额变化



资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

图 7：2021 年 4 月主要买量渠道的手游广告投放数



资料来源：App Growing，国信证券经济研究所
注：腾讯广告不包含朋友圈

主观来看，腾讯在游戏自研领域有着多年的积累和试错，叠加社交流量优势，在大 DAU 竞技类游戏中取得突破几乎是一种必然。总而言之，自研游戏已经顺利扛起腾讯手游增长的大旗，在腾讯净利润中的占比也越来越高。

复盘腾讯：被低估的游戏自研能力

腾讯在游戏自研方面的决心和实力是被市场低估的。复盘其端游和手游的发展历史，我们可以很清晰的发现，在依靠游戏代理进行盈利的同时，**腾讯一直在各品类的游戏中进行自研的积累和试错，无论是端游还是手游，都完成了从休闲到中重度的突破。**并且结合自身的流量禀赋、资源优势，摸索出了适合自身的生产机制——自上而下、后发制人。但我们认为，“后发制人”只是一种结果，这种独特的生产机制，本质上是大量游戏研发经验的积累、独特的流量资源禀赋，以及独特的历史窗口期所交织形成的混合物。

图 8：腾讯自研游戏发展历程



资料来源：腾讯游戏，公司公告，国信证券经济研究所整理

前提：对游戏自研能力的分析应以品类为依据

不同类型的游戏在研发难度、核心要素、生命周期之间存在着显著差异，因此，对自研能力的判断，应以品类为依据。从玩法角度，我们将游戏分为 MOBA、射击、休闲、动作、MMO、RPG、策略、体育、卡牌共 9 大品类（二次元不是一种游戏的品类，而是题材，不在我们划分的体内）。其中，MOBA、射击品及休闲品类的特点是，头部游戏 DAU 过千万、单用户付费深度较低，我们称之为大 DAU 竞技类游戏；MMO、RPG、策略、体育及卡牌类游戏，头部游戏的 DAU 在百万量级，但头部产品付费深度较高，我们称之为深度付费型游戏。所有的游戏研发商，因其禀赋、经验积累的不同，都存在能力上的边界。

不同品类的游戏特点、代表作品如下图所示：

图 9：主流游戏的特点及品类分析

	品类	特点	典型游戏	成熟期ARPU	DAU
大众化类	MOBA	- 强调对抗性，合作和技巧 5v5组队对抗，推新敌方基地获胜	王者荣耀、英雄联盟、平安堂	低	大
	射击类	- 强调对抗性，合作和技巧 - 玩家以枪械组队对抗，达成特定目标（击杀数或生存到最后）获胜	和平精英、使命召唤	较低	大
	休闲类	- 内容吸引人，玩法简单上瘾 - 玩法多样	开心消消乐、愤怒的小鸟	低	大
	动作类	- 强调对抗性，技巧，单人为主 - 玩家操控角色击败对手获胜	火影忍者	较低	较大
深度付费类	MMO	- 通常带有角色扮演要素，但轻剧情，重玩家交互 - 多玩家间异步进行任务	大话西游、梦幻西游	高	小
	RPG	- 强调剧情和代入感塑造 - PVE单人剧情为主，少量玩家交互	原神	高	小
	策略类	- 强调养成，进阶，策略性 - 玩家通过积累资源完成建造或进阶，攻城略地	部落冲突、皇室战争	高	小
	体育类	- 模拟体育运动 - 经营球队或进行比赛	FIFA足球世界	较高	较小
	卡牌类	- 强调玩家收集与养成 - 偏数值对抗，轻技巧，部分强策略	阴阳师	较高	较小

资料来源：国信证券经济研究所整理

腾讯：从端游到手游，自研能力一直在突破

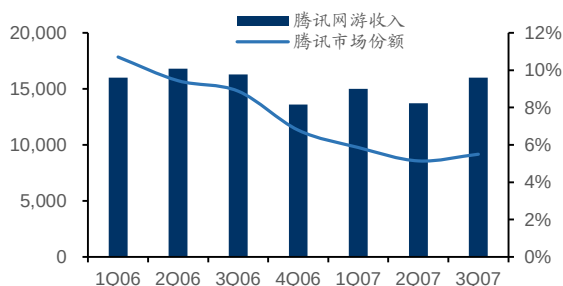
端游为手游的发展奠定了基础，我们将腾讯的端游发展分为 3 个阶段：

2003~2007 年：探索期，从最擅长的休闲品类入手，并向 MMO 品类发起进攻。

2002 年底，腾讯正式决定投入游戏业务，考虑到休闲游戏研发难度低，自身又拥有社交平台流量优势，因此休闲游戏成为优先选择。2003 年，腾讯推出《QQ 游戏大厅》，主推棋牌游戏和休闲游戏，由于休闲类游戏规则固定，没有技术门槛，玩家与 QQ 用户重合度高，腾讯在这类游戏中非常顺利的完成了突围，2004Q4，QQ 游戏大厅的最高同时在线账户数超过 100 万，一举击败当时的休闲游戏巨头联众。2004 年，腾讯推出高级休闲游戏《QQ 堂》，风靡全国。

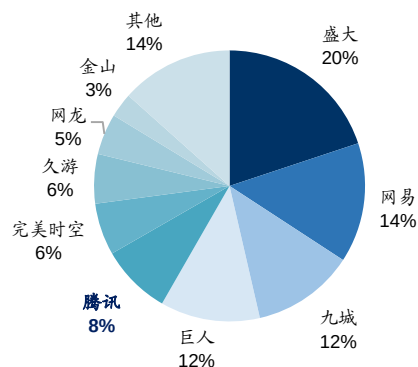
紧接着，出于对社交的战略性防御，腾讯向 MMO 品类发起了多次进攻。MMO 是当时最受欢迎、流水最高的品类，并且腾讯担心 MMO 的社交属性会对 QQ 形成替代，于是成立琳琅天上工作室，主攻中重度游戏。2005 年推出 MMO 类型的游戏《QQ 幻想》，取得一定成绩。据易观国际，2006Q1，腾讯占中国网游市场份额达 10.7%。此后，腾讯又先后成立了卧龙工作室和量子工作室，并收购了以《华夏》系列闻名的深圳网域，陆续推出数款 MMO 新品。但这类游戏的研发壁垒远高于休闲游戏，腾讯在 MMO 品类的进攻并不顺利，由于市场竞争激烈，2006Q1~2007Q3，其在网游领域的市场份额一度下行。

图 10: 2006~2007 年腾讯网游收入（万元）及市场份额



资料来源：易观国际，国信证券经济研究所整理

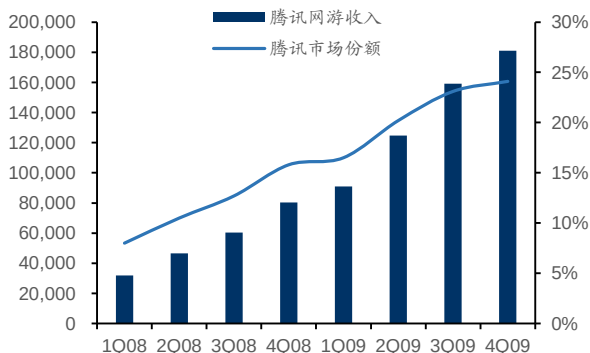
图 11: 2007 年第 4 季度中国网络游戏厂商市场份额



资料来源：易观国际，国信证券经济研究所

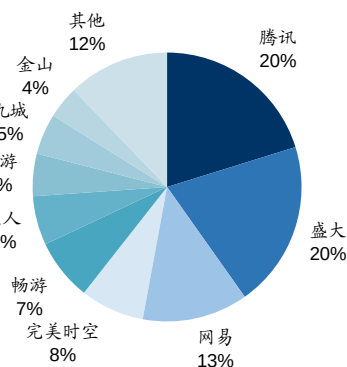
2008~2010 年：转折。自研 MMO 受挫，调整策略，聚焦休闲竞技游戏，代理《DNF》与《穿越火线》，“四大名著”横空出世。在几款自研 MMO 受挫后，腾讯进行了策略调整，开始押注新品类，全力聚焦休闲竞技类游戏。2008 年，由姚晓光领导研发的竞速游戏《QQ 飞车》上线，不到十天，最高同时在线人数就突破了 30 万；2012 年 8 月，《QQ 飞车》的同时在线人数突破了 300 万，成为首款突破这一数据的国产休闲游戏。2008 年，腾讯代理的 FPS《穿越火线》和动作游戏《DNF》上线，再加上已被腾讯收购的永航科技研发的音舞游戏《QQ 炫舞》，四款游戏绕开了当时游戏的红海市场 MMO，被称为腾讯“四大名著”。据易观国际，2009Q2，腾讯超越盛大，首次成为中国网络游戏市场份额第一。

图 12: 2008~2009 年腾讯网游收入（万元）及市场份额



资料来源：易观国际，国信证券经济研究所整理

图 13: 2009 年第 2 季度中国网络游戏厂商市场份额



资料来源：易观国际，国信证券经济研究所

图 14: 腾讯端游领域的“四大名著”（标注出自研）

				
	DNF	穿越火线	QQ飞车	QQ炫舞
正式上线时间	2008/6	2008/7	2008/1	2008/5
最高同时在线人数	500万	600万	300万	260万
达成时间	2016/6	2016/3	2012/9	2012/11
	代理	代理	自研	并购

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2011~2018 年：突破。坚定构筑游戏自研体系，在 MOBA、射击、MMO 品类中取得重大突破，奠定手游的绝对霸主地位。“四大名著”让腾讯跃居中国网游市场收入的榜首，但其中仅有一款游戏来自于自有研发体系，其余均来自代理或并购公司。幸运的是，腾讯从未放松对自研的投入，避免了“生死交给别人”。回过头来看，相比于被抽走《魔兽世界》代理权后一蹶不振的九城，腾讯押注自研的决心更具前瞻性。

在“四大名著”保障收入的同时，坚持在射击、MOBA、MMO 品类不断自研试错，为手游时代的品类突破打下基础。时至今日，腾讯已经成为了 MOBA、FPS 类手游的绝对王者，这离不开端游时代漫长的积累和打磨，这些游戏的名称在《王者荣耀》和《和平精英》的对比下稍显暗淡，却是日后两大头部游戏取得成功的重要基石。在射击品类，琳琅天上先后于 2012 年和 2013 年推出 FPS《逆战》和 TPS《枪神纪》，均采用先进的虚幻 3 引擎，为手游时代打下基础。在 MMO 品类，琳琅天上于 2012 年推出《御龙在天》端游，最高同时在线人数达 80 万；引入前育碧制作人于海鹏的极光工作室，也于 2016 年推出《天涯明月刀》端游。此外，腾讯于 2008 年投资尚在研发《英雄联盟》的 Riot Games，又于 2011 年增持至控股，将其纳入自研体系。

图 15: 腾讯 PC 端游主要产品矩阵



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

端转手的红利，是时代对腾讯的馈赠：2011 年，移动互联网时代汹涌而至，腾讯在 2012 年底迅速成立了专门的自研手游工作室，并对首发的 5 款自研手游

给予全力支持，从休闲游戏为起点，向中重度手游过渡，直至《王者荣耀》、《和平精英》两款头部游戏的出现，奠定了腾讯在国内手游领域的绝对霸主地位。

回头来看，腾讯的手游自研历史，被《王者荣耀》和《和平精英》两款现象级游戏劈成了 2 个时代。

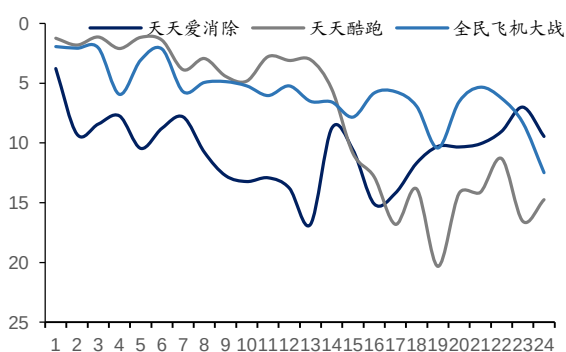
2013~2015 年：再次出发，以休闲游戏为起点，多头并进、跑马圈地。2013~2014，面对浩瀚的手游蓝海市场，腾讯依旧从最有积累、开发最快的休闲游戏出发，以期迅速占领市场。任宇昕亲点琳琅天上工作室总经理姚晓光，组建起天美艺游工作室。2013 年 8 月和 9 月，天美艺游研发的休闲手游《天天爱消除》和《天天酷跑》上线，一度成为 2013 年现象级爆款，iOS 畅销榜常驻前 20。与此同时，腾讯旗下还有多个工作室也在进行手游研发。并于 2010 年完成全资收购的深圳网域，后来更名为光速工作室。2014 年 1 月推出飞行射击手游《全民飞机大战》，借助微信社交平台优势风靡一时，iOS 畅销榜长期居于前 10。原移动事业群(MIG)旗下无线游戏团队在 2013 年前后腾讯的业务线调整中并入 IEG，组成了五彩石工作室，并于 2013 年推出回合制 RPG《傲世西游》和塔防策略手游《部落守卫战》，但反响平平，畅销榜排名在 50 名上下。此外，魔方工作室和 QQ 游戏产品部也将原先的页游、端游转手游，均取得一定成绩。

图 16：腾讯手游主要产品矩阵（2014 年 10 月腾讯游戏自研体系变革前）



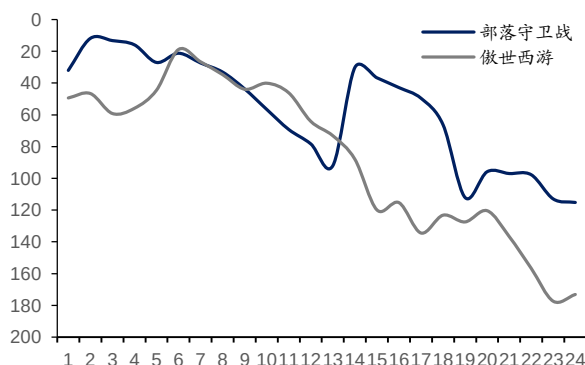
资料来源：公司公告，七麦数据，国信证券经济研究所整理

图 17：天美&光速三款手游上线后 1~24 个月畅销榜排名



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图 18：五彩石两款手游上线后 1~24 个月畅销榜排名



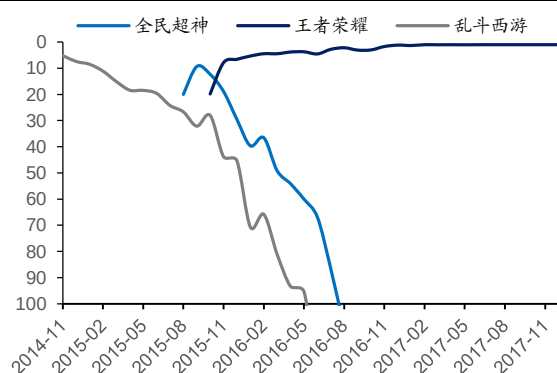
资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所

2015 年至今：超越，重兵投入中重度手游，接连攻下 MOBA 及 FPS 两大核心品类，奠定手游时代的王者地位。腾讯在休闲手游占据优势后，又投入中重度手游研发，并接连攻下 MOBA、FPS 两大核心品类。有趣的是，在这两大核心品类中，腾讯均非移动端首创，延续了“后发制人”的路线。

《王者荣耀》：2014 年，网易的《乱斗西游》掀起了国内 MOBA 手游的序幕，此后，逗屋开发的《自由之战》在之前 MOBA 手游的基础上进行了改良，加入了双轮盘操作，解决了 MOBA 手游中最重要的技术性难题。随后，腾讯两大工作室天美和光子同时投入 MOBA 手游研发，并分别于 2015 年 8 月推出《英雄战迹》和《全民超神》。《英雄战迹》后来回炉重做，更名《王者荣耀》重新上线，不久就占据 iOS 畅销榜前 10，**2016 年底起常驻国内畅销榜榜首。**

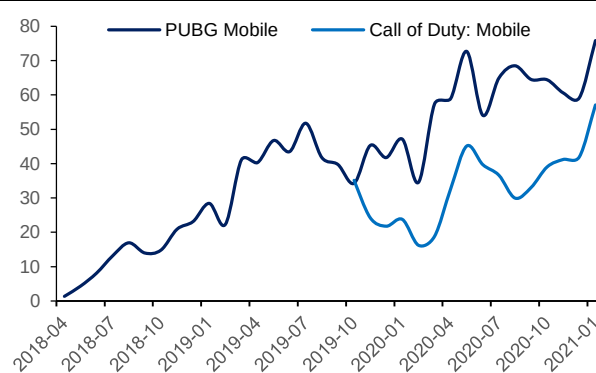
《和平精英》：2017 年，随着端游《绝地求生》的大火，许多厂商投入“吃鸡”手游研发，如墨一科技《放逐游戏》、网易《荒野行动》。而腾讯于 2017 年 10 月末立项，旗下两大工作室光子和天美仅用 3 个多月便推出两款“吃鸡”手游。最终《绝地求生：刺激战场》凭借更好的画质、更还原端游的体验赢下“吃鸡”战争，并于 2019 年 5 月更名《和平精英》开启商业化，成为腾讯游戏又一支柱。

图 19: 《全民超神》和《王者荣耀》iOS 畅销榜排名



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

图 20: 《PUBG M》和《CODM》全球月流水预估（百万美元）



资料来源：App Annie，国信证券经济研究所

后发制人、高成功率背后是怎样一种逻辑？

复盘腾讯从端游时代到手游时代的发展，我们发现，腾讯游戏的自研能力在品类、品质上一直在不断的自我突破。有趣的是，似乎在每一次的突破中，腾讯都不是创新方面的先行者，往往以更流畅的产品体验、更强的游戏品质取胜，擅长“后发制人”。

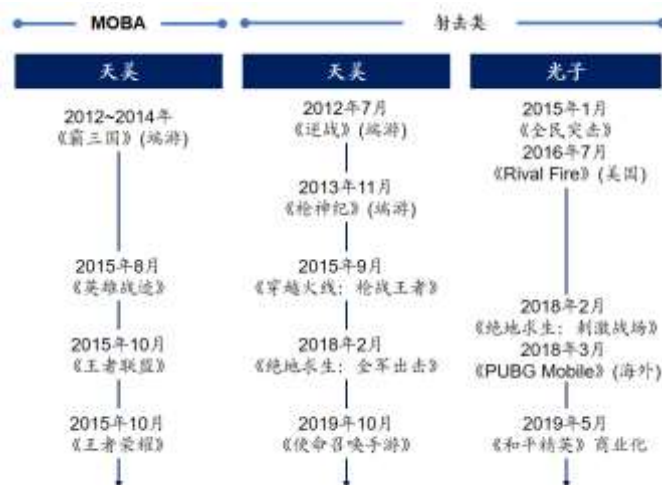
流量是游戏最重要的驱动力是一种认知错觉，社交流量对游戏而言是天赋，但不是捷径，游戏研发厂商成功的本质是适合自己的内容生产机制。我们认为，所谓的“后发先至”只是表象，腾讯在游戏行业能够取胜的原因也绝不仅仅是流量优势。其本质是腾讯多年来在不同品类的游戏中坚持不懈的试错与积累，辅以得天独厚的流量禀赋、资源优势，以及非常难得的历史机遇，形成了一套适合腾讯自身的游戏内容生产机制。这套机制无关对错，后来者也难以复刻。

● 多年的自研经验积累，是取得品类突破的基础

每一个游戏品类突破的背后，都是众多同类产品成功或失败的经验积累，MOBA、FPS、MMO 皆是如此。我们现在看到的每一个爆款游戏，相关工作室都有着多年的试错和推敲。例如光子在研发《和平精英》《PUBG Mobile》推出之前，光

子工作室群有近 4 年的射击类手游研发经验,《PUBG Mobile》的团队主力此前曾负责腾讯首款自研 FPS《全民突击》。天美工作室群在研发《使命召唤手游》前曾推出《逆战》和《绝地求生:全军出击》,并参与研发《穿越火线:枪战王者》。《王者荣耀》团队曾研发 MOBA 端游《霸三国》。《天涯明月刀》虽然是于海鹏带队的第一款游戏,但此前他曾于育碧有过 10 年以上的 3A 游戏制作经验。

图 21: 腾讯诸多成功产品背后都有相关经验积累



资料来源: 国信证券经济研究所整理

此外,从 QQ 秀开始,腾讯就积累了提供 To C 娱乐体验的基因。2003 年,QQ 秀上线试运营,让腾讯成为了一家提供娱乐体验的供应商,腾讯前高管吴宵光曾表示,QQ 秀提供的不是一种“服饰”,而是消费者“情感的寄托”,迎合了中国人喜欢在网络上彰显身份的心理。我们认为,QQ 秀可以被视为早期游戏皮肤的雏形,本质上都是对玩家心理的满足,而这些经验在游戏领域也具备可复用性。

● 内部赛马、强大的游戏工业化能力,显著增强游戏内容的成功率

在关键的时间节点上,“内部赛马”是更适合竞技类大游戏、更适合腾讯的专属打法。历史经验显示,腾讯成功的大产品,《王者荣耀》、《和平精英》都是天美、光子两大工作室,争夺同一赛道后的战果。我们认为,“赛马”更接近游戏行业的专属打法:大 DAU 竞技游戏拥有“一将功成万骨枯”的爆款逻辑,大产品的前期投资大、能见度低,在真正面对用户之前,很难从逻辑上预判成功概率。爆款逻辑难以捉摸,但爆款的收益极大,因此,让用户、数据做出选择,是游戏行业的更优解。

在游戏领域,产品力往往比创新性更重要,大部分用户会为体验更好的产品买单,因此,游戏的工业化能力至关重要。回顾手游行业的历次爆款,我们发现,最终获胜的往往不是最先创新的先行者,而是产品力更强的后来者。每当游戏市场出现大级别的趋势,腾讯总能抓住机遇,通过“内部赛马”的方式,让数据选择出更适合 C 端用户的产品,再凭借顶级的资源灌注和流量倾斜,为优质的产品赢得市场。

图 22: 《王者荣耀》和当时竞品对比

	王者荣耀 2015年10月	全民超神 2015年8月	乱斗西游 2014年10月
主打模式	5V5	5V5, PVE	3V3, PVE
英雄养成	无	有	有
平衡性	不同英雄难度 基本平衡	人民币英雄强于 免费英雄	英雄分星级, 高星 强于低星
与外设设备	加成超小的 铭文	有	有
英雄获取	直接购买	直接购买	抽卡

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 23: 腾讯每次都能抓住新兴机会

休闲	炸弹人系列 Hudson (1990s)	泡泡堂 Nexon (2001)	QQ堂 腾讯 (2004)
竞速	马里奥赛车 任天堂 (1990s)	跑跑卡丁车 Nexon (2004)	QQ飞车 腾讯 (2008)
MOBA	英雄联盟系列 任天堂 (1990s)	乱斗西游 网易 (2014)	王者荣耀 腾讯 (2015)
吃鸡	绝地求生 蓝洞 (2017)	荒野行动 网易 (2017)	刺激战场 腾讯 (2018)

资料来源: 国信证券经济研究所整理

现状: 腾讯游戏自研能力分析

大 DAU 竞技类: 腾讯占据绝对主导地位

我们梳理了畅销榜排名 Top100 的游戏, 腾讯几乎覆盖了所有的游戏品类, 但不同品类之间的排名、流水差异非常大。腾讯最为擅长的是大 DAU 类型的竞技游戏, 在 MOBA 和 FPS 类型的游戏中, 几乎吃下了国内的全部的市场份额 (DAU 口径), 且头部游戏绝大部分来自于自研; 而在 MMO、SLG、RPG 这类付费深度较高、DAU 较小的品类中, 腾讯早期以代理的方式切入该品类, 除《天涯明月刀》(MMORPG 类) 当前位于畅销榜前列外, 大部分位于二、三梯队。

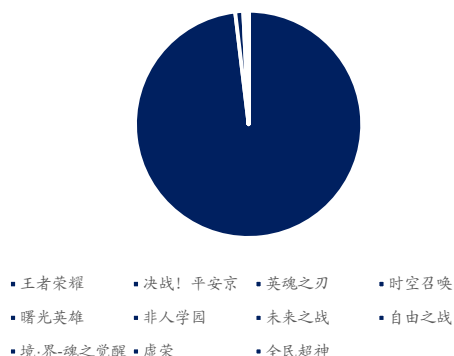
图 24: 畅销榜排名 Top100 中腾讯游戏梳理

	大 DAU 类				盈利性游戏			
iOS 畅销榜	MOBA	射击类	休闲/策略/卡牌	MMO & RPG	策略类	卡牌类	休闲益智	卡牌类
Top10	王者荣耀 2015年10月	和平精英 2019年6月		天涯明月刀 2020年9月				
Top 11-30		王者荣耀 2015年10月	王者荣耀 2015年10月	王者荣耀 2015年10月				
Top 31-50		王者荣耀 2015年10月	王者荣耀 2015年10月	王者荣耀 2015年10月				
Top 51-100		王者荣耀 2015年10月	王者荣耀 2015年10月	王者荣耀 2015年10月				

资料来源: 七麦数据, 国信证券经济研究所整理

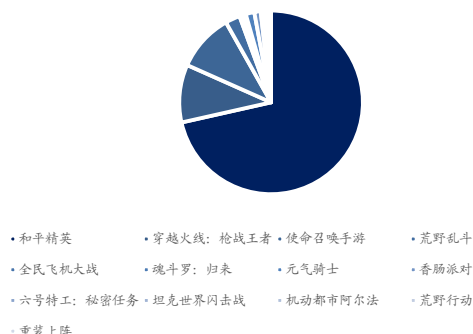
MOBA & 射击类: 以 DAU 口径计算,《王者荣耀》在 MOBA 类型游戏中的市占率约为 98%, 腾讯系的飞行射击游戏市占率约为 96%。

图 25: 《王者荣耀》市占率非常高 (DAU 口径)



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理
注：2021 年 3 月数据

图 26: 腾讯系的飞行射击游戏市占率超过 95% (DAU 口径)



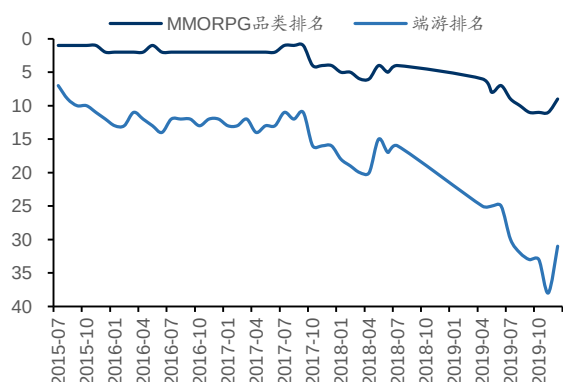
资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理
注：2021 年 3 月数据

盈利性游戏：腾讯皆有布局，MMO&RPG 自研有所突

MMO&RPG：早期代理投资于自研并行，积累制作及发行经验，《天涯明月刀》端游及手游取得突破。腾讯并非端游时代的先入局玩家，2003 年，在腾讯代理第一款在国内发行的游戏《凯旋》的时候，已经形成了盛大、网易、九城、光通、金山共分天下的格局。而当时中国端游品类以 MMORPG 为主，腾讯游戏副总裁吕鹏曾表示：端游时代，腾讯的 MMORPG 类游戏相对弱势，这类游戏的门槛很高，且同期竞争对手在该品类中领先腾讯很多。因此，腾讯选择从国内市场匮乏的射击品类游戏入手，签下了《CF》和《DNF》。而对于技术门槛较高、且国内市场竞争激烈的 MMORPG 品类，则选择以代理、投资和自研并行的方法“两条腿走路”。

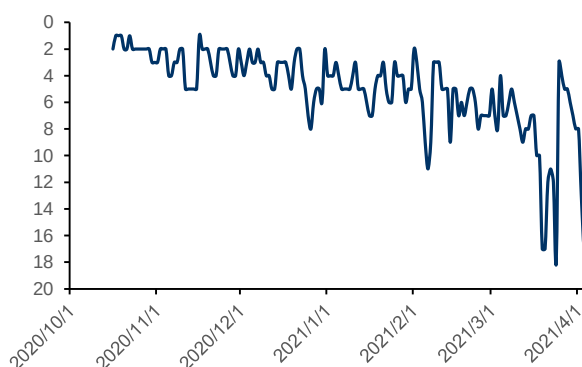
《天涯明月刀》系列是腾讯自研 MMORPG 类的标志性产品，端游及手游均取得了不错的成果。2016 年，腾讯北极光工作室推出首款自研武侠 MMORPG 类游戏《天涯明月刀》，据顺网星传媒《网吧热力榜》，2016 年 12 月，《天涯明月刀》在 MMO 里排名第 3，仅次于《DNF》和《魔兽世界》，超过《梦幻西游》。2020 年 10 月，北极光工作室推出同名手游，居畅销榜 Top10 近 3 个月的时间。多年的代理及自研经验，让腾讯在 MMORPG 类游戏中取得了突破。我们判断，这类游戏具有游戏时间长、氪金属性重的特点，能够满足用户的特定需求，有望长期存在，但市场规模已经进入稳定期。

图 27:《天涯明月刀》网吧 PC 端游热度排名



资料来源: 顺网星传媒, 国信证券经济研究所整理

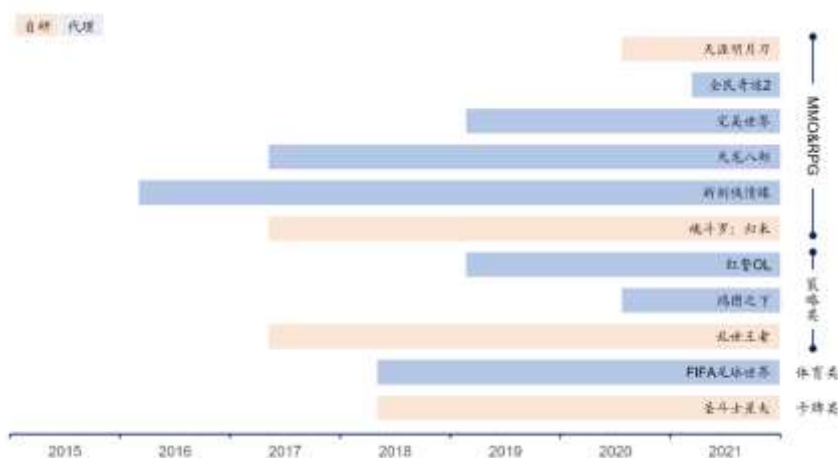
图 28:《天涯明月刀》手游畅销榜表现



资料来源: 七麦数据, 国信证券经济研究所整理

其他: 策略、体育、卡牌类皆有布局, 以腰部长线运营游戏为主。在其他小 DAU、高 ARPPU 类游戏方面, 腾讯皆有布局, 有数款游戏的畅销榜排名位于 Top30-50 之间, 除 2020 年 SLG 类新游《鸿图之下》以外, 其他游戏均为 2018 年及以前推出的长线运营游戏。

图 29: 腾讯高 ARPPU 类手游推出时间整理



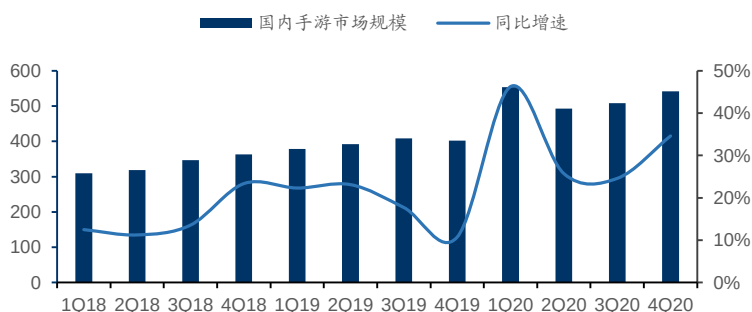
资料来源: 腾讯游戏, 国信证券经济研究所整理

如何看待游戏行业的成长性?

游戏是永远的成长型行业

游戏是刻在人类基因中的消费品, 由供给决定需求, 是永远的成长型行业。游戏满足了玩家在虚拟世界中的精神需求, 带给人们现实社会不能给予的体验和感受, 随着产品玩法的不断创新、体验的不断优化, 推动行业规模不断成长。游戏行业是否进入到低增长的阶段了? 我们不这样认为。2020 年, 我国手游行业规模为 2097 亿元, 同年, 我国社零总额为 39 万亿元, 手游行业仅相当于社零总额的 0.53%。

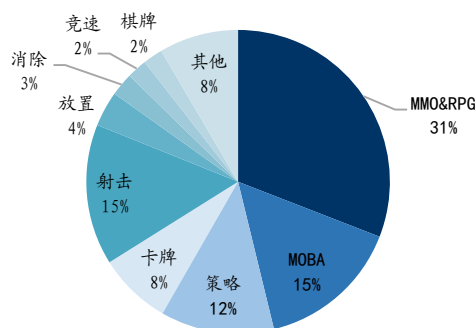
图 30: 中国手游市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 游戏工委、国信证券经济研究所整理

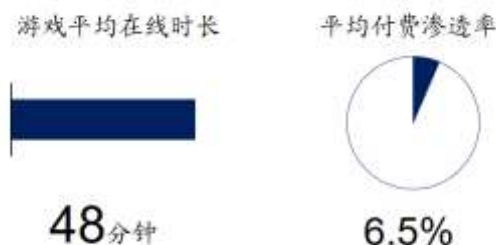
从另一个角度看, 我们发现, 当前 6.5 亿手游玩家大部分是低 ARPPU 的竞技玩家, 付费渗透率及 ARPPU 值仍有较大的提升空间。2020 年, SLG、MMO、RPG 三类游戏贡献了中国手游市场约 42% 的流水, 假设这三类游戏用户的重合度为 50%, 则这三类用户去重 MAU 占比仅为 12%, 仍有海量的轻氪甚至零氪玩家等待优质作品挖掘付费潜力。根据 2019 年腾讯游戏开发者大会公布的数据, 中国游戏用户平均付费渗透率仅 6.5%。腾讯高级副总裁马晓轶曾经表示, 游戏应该是所有内容中, 成长潜力最大的一种。只要技术进步的速度足够快, 游戏就能够吃到技术进步的大部分红利。

图 31: 2020 年流水 Top100 移动游戏类型占比



资料来源: 游戏工委、国信证券经济研究所整理

图 32: 中国游戏用户行为指标



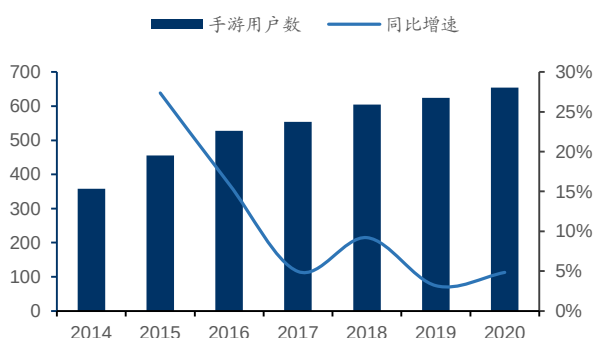
资料来源: 腾讯游戏开发者大会、国信证券经济研究所整理

游戏由供给决定需求

游戏行业的市场空间由优质供给驱动, 无法线性外推。以用户基数为例, 很早之前, 市场认为手游用户数增长已经见顶, 行业进入存量竞争阶段。但在 2018 年, 手游用户数增速却迎来一波小高峰, 主要是因为以“吃鸡”手游为代表的优质产品吸引了端游玩家。

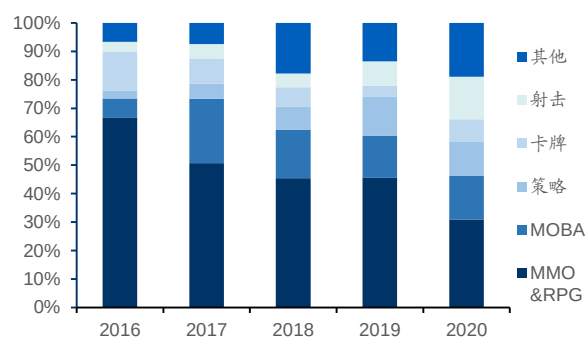
各品类的市场空间同样由优质产品供给驱动。2017 年, MOBA 类游戏的市场份额在《王者荣耀》的推动下同比提升 16 个百分点, 2019 年策略游戏市场份额因《三国志·战略版》的发布以及《率土之滨》的流水爬坡而同比提升 6 个百分点, 2020 年射击游戏市场份额由于《和平精英》的爆火而同比提升 6 个百分点。在这么短时间内有这么大变化, 绝非因为用户需求的突变, 而是优质产品的驱动。

图 33: 中国手游用户数 (百万) 及增速



资料来源: 游戏工委、国信证券经济研究所整理

图 34: 中国手游市场各品类的流水占比

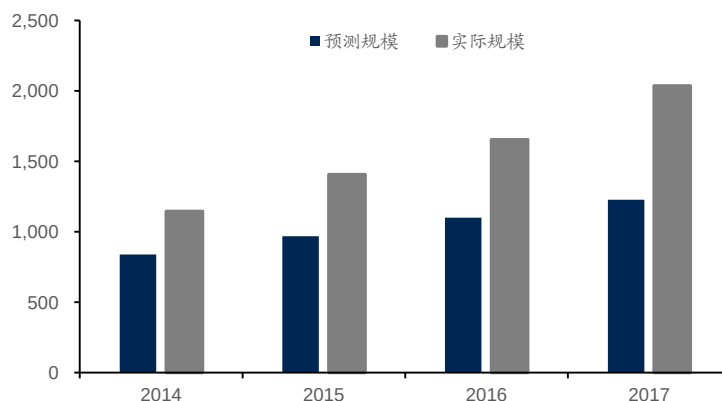


资料来源: 游戏工委、国信证券经济研究所整理

注: 2016~2017 年为全行业, 2018 年起为流水 Top100 手游

因此, 游戏行业的短期增长无法线性外推, 但可以从已有产品和供给和 pipeline 中判断成长潜力。游戏行业由供给创造需求的特性, 导致短期内流水的走势是混沌且不可预知的, 产品、品类、平台端的突破, 都有可能驱动行业产生爆发式的增长。回顾历史数据, 我们发现, 游戏工委在 2012 年底发布的《2012 年游戏产业报告》中指出, 预计到 2017 年, 中国游戏市场的销售收入有望 1352 亿人民币, 实际上, 由于手游产业的爆发, 2017 年游戏行业的实际收入已突破 2000 亿元大关。因此, 对游戏行业、公司流水的判断, 应该在现有产品以及 pipeline 中寻找答案。

图 35: 2014-2017 年国内游戏市场的预测规模 VS 实际规模 (亿元)



资料来源: 游戏工委, 国信证券经济研究所整理

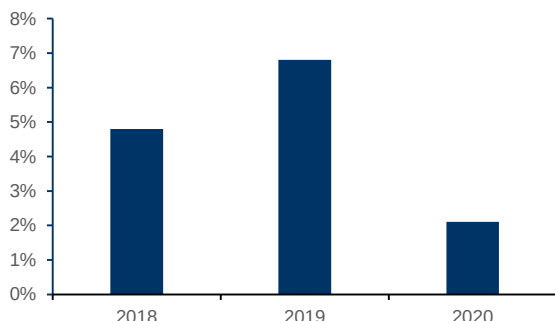
不同品类的游戏之间没有内卷

长期来看, 游戏行业整体可能因为需求迁移而产生内卷。例如, 移动设备性能不断优化、玩家的时间碎片化、优质手游供给, 都导致了 PC 端游市场受到手游的冲击。此外, 端游从 QQ 农场和 MMO 到战术竞技, 手游从休闲主导到中重度化, 都体现了因需求迁移而产生的内卷。

但不同品类的游戏之间没有内卷。以 1~2 年的维度来看, 单个品类的崛起不会造成其他品类的萎缩。以竞速品类为例, 2019 年, “吃鸡”类手游火爆, 但竞速

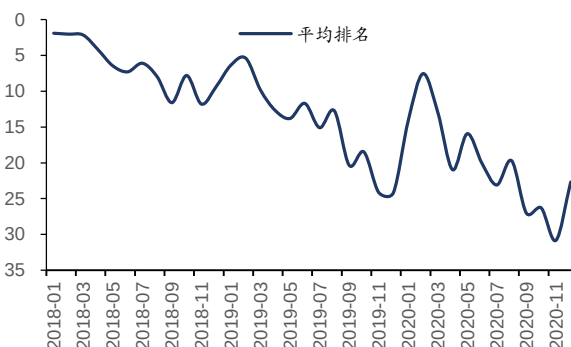
品类非但没有受到影响，反而逆势增长，2020 年的下滑更多是头部产品《QQ 飞车》生命周期影响。

图 36: 流水 Top100 移动游戏中竞速品类的市场份额



资料来源: 游戏工委、国信证券经济研究所整理

图 37: 2018~2020 年 QQ 飞车畅销榜排名



资料来源: 七麦数据、国信证券经济研究所整理

存量游戏:《王者荣耀》商业化仍有空间, 增长底盘稳

《王者荣耀》: 增长稳健

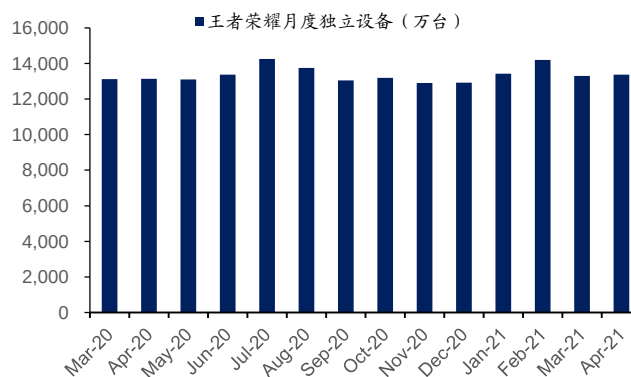
王者荣耀的增长对腾讯业绩增长比较重要。《王者荣耀》是腾讯具有开创意义的一款手游, 2020 年全年日均 DAU 过亿, 自上线以来, 绝大部分时间稳居畅销榜第一, 我们推算其流水流水显著超过第二名, 在流水、用户量方面均领跑全球。

图 38: 2020 年《王者荣耀》日均 DAU 超过 1 亿



资料来源: 王者荣耀, 国信证券经济研究所整理

图 39: 《王者荣耀》自上线以来月独立设备数 (万台)



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

为什么是《王者荣耀》?

我们分析,《王者荣耀》的成功,既有腾讯在 MOBA 品类经验的积累、资源禀赋的助力、也有产品顶层设计和游戏价值观的胜利,以及时代的红利。以上几个原因交织在一起,构成了《王者荣耀》能够在 MOBA 品类中胜出的原因。

1、经验积累: 在《王者荣耀》之前,腾讯在 MOBA 领域的经验可以追溯到 2012 年,团队内有技术积累,《王者荣耀》团队是在端游时代主导搭建 RTS 游戏《霸

三国》的技术团队，在转型做 MOBA 手游的时候，为游戏提供了巨大的支持。《王者荣耀》技术人员称：做端游《霸三国》的经历，给《王者荣耀》带来了非常多的启示，比如策划、程序，以及整个团队对 MOBA 的理解。

2、创新：产品一小步，行业一大步

玩法上坚持公平竞技，商业模式从 Pay for Win 到 Pay for Love，兼容更多玩家。在腾讯之前，竞技类手游一度是泾渭分明的“三级火箭”制，零氪玩家负责造势、捧场，为大 R 玩家提供良好的游戏体验；轻氪玩家在活动、节假日等关键节点付费；大 R 玩家从入场开始便大量付费。Pay for Win 的商业模式无疑会导致游戏付费头部化严重，零氪玩家要么被洗出局，要么付出更多的时间去勉强获取和付费玩家相同的体验。而零氪玩家的流失，必然造成大 R 玩家的体验下降，游戏流水开始萎缩。而《王者荣耀》开创了新的商业模式，皮肤对数值属性加成非常小，再加上匹配系统的分配，同局玩家之间技术的差距被无限缩小，取胜的关键在于技术和团队配合，这种方法无疑能够兼容更多玩家，让更多人体会到游戏的乐趣，竞技类游戏的平均胜率是 50%，大幅提升了零氪玩家的游戏体验。自 2017 年开始，《王者荣耀》持续排名全球手游流水的头部，哪种类型的商业模式更优秀、更持久，市场已经给出了答案。

改良游戏节奏：15min 左右一局的 PVP 游戏模式让玩家尽快获取最大游戏爽度。传统小 DAU 竞技手游中，一局往往要 45 分钟甚至 1 小时，而《王者荣耀》为了适配当代玩家快节奏的游戏特点，通常情况下，一局游戏在 15-25 分钟内即可结束战斗，相当于将原本属于 RPG 类游戏 PVP 的玩法单独抽离，并做了“短平快”的改造，跳过了前期完成大量 PVE 内容的过程，直接节选出最能刺激玩家兴趣的竞技阶段，让玩家在最短的时间内获得最高的“爽度”，大幅改良了游戏体验。

《王者荣耀》的成功也是战略和价值观的胜利。今天的游戏玩家已经对《王者荣耀》、《和平精英》这类大 DAU 竞技游戏的模式司空见惯，而站在头部游戏厂商均深耕重度游戏的 2015 年，不逼氪、碎片化、上手门槛低的特点，足以让国内基数更大的泛游戏用户，随时随地体会到游戏的乐趣。因为其顶层设计和价值观从 QQ 游戏时代开始，就决心转化庞大且未开垦增量下沉市场。

3、禀赋：社交网络让《王者荣耀》升级为娱乐社交的工具

继承社交关系链，叠加大用户基数完成快速、精准的匹配，加强了大 DAU PVP 类游戏的马太效应，并衍化成娱乐基础设施。社交元素和关系链的加入，为《王者荣耀》这类竞技游戏带来了更广泛的传播力，组队开黑，已经和电影、桌游、剧本杀一样，成为了当代年轻人的社交方式。在用户体量方面，腾讯又具备绝对优势，拥有大体量的用户才能完成不同段位用户之间的快速、精准的匹配，让用户拥有随时随地打一局的条件。以上两种原因，促成了这类 PVP 游戏超强的马太效应。

《王者荣耀》的商业化空间尚远

《王者荣耀》的流水增长一直是投资者最为关注的问题，由于常年霸榜畅销榜第一位，流水是否已到天花板，已经成为了一个被长期讨论的问题。通过分析该游戏的壁垒、深度以及当前的商业化情况，我们得到结论：《王者荣耀》还有很多商业模式没有释放，有望支撑长期增长。

● 壁垒：独特的游戏体验、较强的置换成本

MOBA 类游戏，在短期内为大脑带来的兴奋度，是其他任何游戏都不能比拟的。与传统游戏相比，团队竞技游戏需要玩家短期内在大脑中同时处理多方面的信

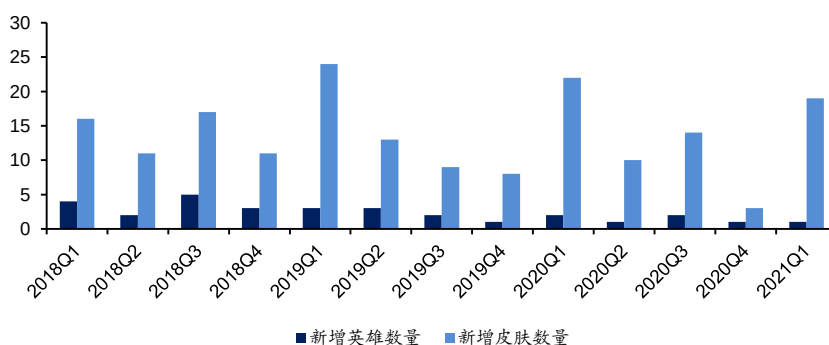
息：双方的走位、技能释放情况、与队友的配合、血量、装备等，同时进行大量的决策，会在短短几秒内让玩家的肾上腺素飙升，大脑兴奋值爆表，这种游戏体验是其他任何类型的游戏都无法替代的。同时，深度用户在游戏过程中积累了大量的英雄、皮肤。根据俞军公式，产品价值=(新体验-旧体验)-置换成本，《王者荣耀》的游戏体验足够好，置换成本足够高，因此产品价值也非常强。

团队竞技 PVP 类游戏一旦形成规模，先发优势非常显著，后来者很难超越。竞技类游戏为了保障不同水平玩家的体验，需要尽可能的做到队友的匹配平衡，大用户基数有助于完成这种匹配。《王者荣耀》技术总监孙勋曾表示：我们尝试用各种各样的方法，甚至后面也会尝试用 AI 深度学习的方法，来更加精准的定位玩家本身的真实水平，让他能够匹配到更加真实的同等水平的对手和队友。因此，团队竞技类游戏一旦形成规模，游戏体验会得到优化，后来者很难超越。

● 玩法深度：无尽的新鲜感，并且尝试加深世界观

传统 5V5 模式中，每一个新英雄、每一个对局的新匹配，玩家都可以获得新的游戏体验。截至目前，《王者荣耀》已经推出 104 个英雄，355 款皮肤，每个英雄拥有不同的技能，使用不同的英雄、皮肤，搭配不同的对手、队友，都可以获得不同的游戏体验。且游戏玩法存在多样性，除了传统的 5V5 模式，还衍生出了自走棋模式，对游戏的活跃度以及时长起到了较强的作用。从英雄的推出节奏来看，《王者荣耀》每年推出约推出 10 款左右的新英雄，可以源源不断的刷新玩家的操作体验。

图 40：《王者荣耀》新增英雄及皮肤数量



资料来源：王者荣耀官网，国信证券经济研究所整理

《王者荣耀》已经成为团队竞技类游戏的流量入口，玩法超过 10 种，“万象天工”无限开放计划，玩法还有更多种可能。目前，《王者荣耀》的限时玩法和常驻玩法加起来已超过 10 种，2019 年，游戏更进一步，把开放策略下放到玩家层面，推出万象天工计划，玩家可通过地图编辑器，将自己的原创玩法加入到游戏中。不断更新的玩法，会给玩家带来更新的游戏体验，拉长游戏的生命周期。

图 41: 《王者荣耀》现有玩法梳理



资料来源：王者荣耀官网，国信证券经济研究所整理

此外，《王者荣耀》的 IP 运营做的比较深，包括电竞赛事、文化引导、衍生圈产品链，并致力于世界观的搭建，这些活动都可以帮拉长游戏的生命周期。

图 42: 《王者荣耀》的衍生游戏和文化



资料来源：王者荣耀，国信证券经济研究所整理

图 43: 《王者荣耀》的赛事体系



资料来源：王者荣耀，国信证券经济研究所整理

● 流水空间：游刃的变现节奏，对流水的掌控力度较强

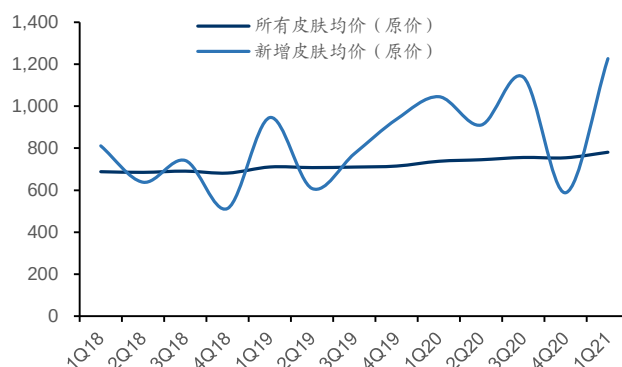
我们分析，《王者荣耀》当前的流水做的不够激进，价格、抽卡皮肤数量都有提升空间。理论上，随着新英雄的不断推出，皮肤的付费库存是无限的。根据我们的观察，该游戏的变现节奏比较平缓，保持着每年推出 10 个左右的英雄以及 50 余款皮肤的节奏，皮肤具备消费属性，理论上可以跑赢通胀，随着皮肤精美度和玩家消费能力的提升，皮肤的价格可以持续提升。据不完全统计，《王者荣耀》新推出皮肤的价格在小幅上涨。其次，在目前游戏的 350 多款皮肤中，仅有 9 款皮肤需要通过积分夺宝的抽卡模式获取，抽卡模式对流水的提振作用比较明显。因此，《王者荣耀》对流水的掌控力度非常强。我们推算《王者荣耀》的实际 ARPPU 处于较低的状态，变现空间足够大。

图 44: 《王者荣耀》典藏皮肤仅有 9 款



资料来源: 王者荣耀, 国信证券经济研究所整理

图 45: 《王者荣耀》新增皮肤价格在小幅上涨 (点券)



资料来源: 王者荣耀, 国信证券经济研究所整理

新游戏: 3A 品质+射击类手游, 还可以有更好的十年

目前, 精品游戏的研发周期基本在 2 年甚至更长, 我们现在看到的游戏表现, 是由 2 年前甚至更早之前游戏公司实力的体现。而未来腾讯游戏的表现, 本质上是由现在腾讯游戏的经验积累、产品储备所决定的。从腾讯储备的 IP、经验的角度来看, 3A 级别的手游、射击+X 是未来的发展方向, 腾讯的手游还可以有更好的十年。

3A 级别手游是未来的发展方向

《使命召唤手游》和《原神》的崛起, 启示 3A 品质手游将是未来的重要方向。从供给端, 随着智能手机性能不断提升, 手游厂商的研发和优化技术持续精进, 手游品质也在逐步优化。从需求端, 手游玩家对产品品质的期望越来越高, 《使命召唤手游》和《原神》的成功, 体现了高品质手游在全球玩家中的受欢迎程度。

3A 级别的手游时代已经到来。单纯从画面质量来看, 天美工作室群研发的《使命召唤手游》画质水平已经达到 3A 水准, 在海外上线后迅速风靡。据动视暴雪公告, 截至 2021 年 5 月, 《使命召唤手游》全球下载量已经超过了 5 亿。米哈游自主研发的跨平台游戏《原神》, 较为领先地在手机端实现了开放世界玩法, 其美术、建模、玩法细节在手游里面显得出类拔萃。据 Sensor Tower, 自 2020 年 9 月 28 日全球发行以来, 米哈游《原神》移动端在 6 个月内流水超过 10 亿美元。可以说, 《原神》的成功, 品质是更具决定性的因素。

图 46: 《使命召唤手游》全球下载量超 5 亿



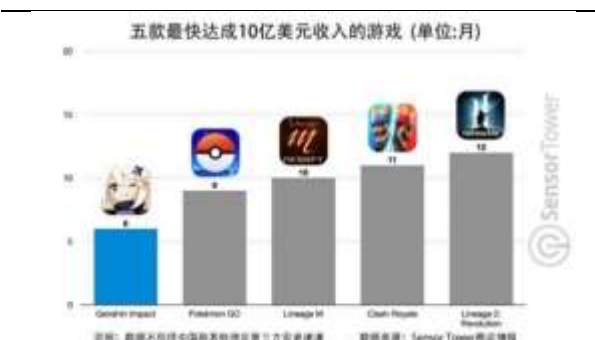
资料来源：使命召唤手游、国信证券经济研究所整理

图 47: 《使命召唤手游》游戏画面对原作还原非常高



资料来源：游久电竞、国信证券经济研究所整理

图 48: 《原神》成为全球最快达成 10 亿美元流水的手游



资料来源：Sensor Tower 游戏情报网、国信证券经济研究所整理

图 49: 《原神》游戏画面质量很高



资料来源：DSOGaming、原神、国信证券经济研究所整理

与二次元游戏不同，腾讯对待 3A 自研游戏的态度显然更加重视，内部已经有数个工作室正在研发以 3A 品质为目标的游戏。据 GameLook，腾讯内部立项预算已经非常高昂，甚至超过数亿元。《使命召唤手游》的研发周期（3 年多）也和原作《使命召唤》（3 个制作组，平均 3 年/部）相近。对比《巫师 3》（研发成本 3200 万美元、开发周期 3.5 年），《GTA5》（研发成本 1.37 亿美元、开发周期 5 年），腾讯在单个项目资金和时间方面的投入已经达到 3A 游戏的门槛。从招聘信息来看，仅天美工作室群已经有至少 1 款跨平台 3A 游戏、3 款 3A 手游在研。此外，光子、北极光、NEX Studios 等工作室的 pipeline 中都有未正式公布的游戏，腾讯的投资及合作厂商，储备了优质的射击类游戏 IP。

图 50: 腾讯当前在 3A 游戏领域的布局



资料来源：腾讯互娱招聘、国信证券经济研究所整理

全球投资收购将为腾讯带来 3A 厂商经验传输，有望加快其 3A 手游的研发进程。除了内部布局外，腾讯还在全球投资和收购了 3A 游戏厂商，包括《使命召唤》研发商动视暴雪、《刺客信条》、《汤姆·克兰西》系列研发商育碧、《流放者柯南》研发商 Funcom、《战锤：末世鼠疫》研发商 Fatshark、《猎天使魔女》研发商 Platinum Games。尽管被投资的厂商基本都保持独立运营，但我们认为，通过投资并购 3A 厂商，有助于腾讯学习 3A 游戏制作经验，例如于 2019 年收购的 Sharkmob 工作室明确表示，将帮助腾讯完成几个新项目的开发工作。在《使命召唤手游》的制作中，动视主要负责监修的角色，也在研发过程中基于自身经验提出很多建议。也许目前这些投资和并购的 3A 厂商并未直接介入腾讯游戏的研发中，但通过学习他们的工业化研发流程、过往积累经验，可以减少试错时长，加速 3A 游戏的研发进程。

表 2：腾讯投资和并购的 3A 游戏研发商（部分）

公司/工作室	地点	持股比例	代表游戏	擅长品类	Pipeline
Sharkmob	瑞典	100%	暂无	TPS	三款 3A 级 PC 游戏
Funcom	挪威	100%	柯南时代、流放者柯南、突变元年：伊甸园之路	MMORPG	
Grinding Gear Games	新西兰	86.67%	流放之路（Path of Exile）	MMORPG	
Platinum Games	日本	未披露	猎天使魔女、尼尔：机械纪元、异界锁链	ARPG	猎天使魔女 3、巴比伦的陨落
Fatshark	瑞典	36%	《战锤：末世鼠疫》	ARPG	
育碧 Ubisoft	法国	5%	《刺客信条》系列、《看门狗》系列、《汤姆·克兰西》系列	FPS、ARPG	
动视暴雪	美国	6%	《使命召唤》系列	FPS、MMORPG	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

射击+X：全球大品类，腾讯有望持续受益“IP 转手”

射击类游戏在全球范围有非常广阔的用户基础，且手游市场并没有被充分挖掘。射击类游戏几乎是人类最古老的电子游戏类型，在欧美乃至全球都有着极其深厚的用户土壤，2020 年 11 月，全球主机游戏收入 Top10 中，射击类游戏占据 4 款。2021 年 5 月，Steam 平台平均在线人数 Top10 中，射击类游戏占据 7 席。世界上第一款第一人称射击游戏《Maze War》于 1973 年诞生于美国航空航天局下属的艾姆斯研究中心，此后，随着美国游戏产业的崛起，FPS 类型的游戏得以爆发，世界上众多经典的 FPS 类型游戏《雷神之锤》、《反恐精英》、《使命召唤》均出自美国。

图 51: 2020 年 11 月主机游戏流水 Top10

排名	游戏名称	发行商	品类
1	使命召唤: 黑色行动冷战	动视	FPS
2	NBA 2K21	2K	体育
3	看门狗: 军团	育碧	FPS
4	刺客信条: 英灵殿	育碧	动作
5	FIFA 21	EA	体育
6	托尼霍克职业滑板1+2	动视	体育
7	漫威复仇者联盟	Square Enix	动作
8	GTA 5	R星	动作
9	使命召唤: 现代战争	动视	FPS
10	堡垒之夜	Epic Games	生存竞技

资料来源: Superdata, 国信证券经济研究所整理

图 52: 2021 年 5 月 steam 平台平均在线人数 Top10

排名	游戏名称	平均在线人数	品类
1	反恐精英: 全球攻势	666,153	FPS
2	刀塔2	414,760	MOBA
3	绝地求生	187,191	生存竞技
4	Apex Legends	166,662	生存竞技
5	军团要塞2	86,393	FPS
6	GTA5	84,154	动作冒险
7	腐烂	76,328	动作冒险
8	命运2	69,688	FPS
9	彩虹六号: 围攻	59,049	FPS
10	星际战甲	47,442	TPS

资料来源: steamstats, 国信证券经济研究所整理

射击类主机/端游转手是重磅机遇, 腾讯已有成功的产品被验证。自 2018 年腾讯将《PUBG Mobile》推向全球以来, 在主机/PC 端大火的射击品类迅速风靡手游市场。全球范围内看, 射击类游戏“端转手”已经被充分验证, 目前市场上的头部射击类游戏主要有腾讯的《PUBG Mobile》、《CODM》以及 Garena 的《Free Fire》, 这 3 款游戏目前常驻美国手游畅销榜 Top10。截至 2021 年 5 月, 《PUBG Mobile》在全球 103 个国家或地区进入畅销榜 Top10, 《CODM》在全球 67 个国家或地区进入畅销榜 Top10。2019 年, 《PUBG Mobile》合计 DAU 超过 5000 万, 已经是一款全球范围内的大 DAU 竞技游戏。

图 53: 《PUBG Mobile》全球畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 国信证券经济研究所整理
注: 数据为 2021 年 5 月 3 日

图 54: 《CODM》全球畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 国信证券经济研究所整理
注: 数据为 2021 年 5 月 3 日

射击类手游的研发壁垒非常高, 腾讯在该品类沉淀了丰富的制作经验。从产品线角度, 腾讯自端游时代起就运营 FPS 游戏《穿越火线》, 并自主研发《逆战》成为国内热度仅次于《穿越火线》的 FPS 端游。手游时代, 腾讯是 FPS 手游的先行者, 仅在 2015 年就先后研发并上线了《全民突击》《全民枪王》《穿越火线: 枪战王者》《独立防线》等四款 FPS 手游, 在技术积累、细节把握和数据运营方面积累了非常纯熟的经验。2018 年推出的两款《绝地求生》手游, 不仅在画质方面碾压同期竞品, 操作也非常人性化, 设置面板、队内交流、操作交互都便捷高效。而在 2019 年推出的《使命召唤手游》, 又在画质和枪械手感方面有了大幅提升, 海外上线后迅速火爆, 证明了自己的研发实力。

图 55：腾讯在射击品类中的产品线布局



资料来源：国信证券经济研究所整理

射击类手游的研发需要积累 Know How，具备极高的准入门槛，目前，海外顶尖游戏大厂多选择将 IP 交给腾讯开发。天美 J3 工作室总经理 Tjanc 曾表示：FPS 是手游里面公认最难做的品类，因为它需要双手同时操作，包含移动、瞄准和射击三个维度，却又很难达到端游的技术深度，极高的技术壁垒让腾讯在全球的 FPS 手游品类取得了非常高的市场份额。相比之下，持有众多经典 FPS 游戏 IP 的海外游戏大厂，虽然在主机和 PC 领域有着超强的研发实力，但在手游领域，和国内厂商仍存在较大的差距。

例如，2011 年，EA 曾发布《战地 3：余震》IOS 移动版，由于画面质量普通、武器装备缩减、多人模式下容易出现掉线等问题，游戏表现一般，目前该游戏已经从 App Store 上下架。动视暴雪也曾多次尝试自研《使命召唤》系列手游：App Annie 显示，动视暴雪发行的 COD 手游包括《使命召唤：突击队》《使命召唤：英雄》《使命召唤：围攻》《使命召唤：黑色行动僵尸》，品类也不局限于动作射击，甚至还延伸到了卡牌策略（如《使命召唤：围攻》）。然而市场反响平平，最终前三款目前已下架，只剩下了《使命召唤：黑色行动僵尸》。

腾讯在“射击+X”品类中 pipeline 充沛。2021 年 4 月 19 日，EA 宣布与腾讯联合研发的《Apex 英雄》手游开启区域性测试，预计会在 2022 年 3 月底之前全球发布。此外，天美 J2 工作室曾发出一则 3A 级 MMORPG 射击手游项目的人才招聘；而天美 J3 工作室的招聘也已经透露，一个“UE4 写实大世界射击手游”的项目也在研发中。同时，光子工作室制作的 UE4 生存射击类手游《黎明觉醒》已经开启预约，目前微信游戏中心预约人数超过 400 万。

图 56: 《Apex Legends Mobile》海报



资料来源: EA 官网, 国信证券经济研究所整理

图 57: 天美 J2 工作室招聘 MMORPG 射击手游



资料来源: 腾讯互娱招聘, 国信证券经济研究所整理

图 58: 天美 J3 工作室招聘射击类手游



资料来源: 腾讯互娱招聘, 国信证券经济研究所整理

图 59: 《黎明觉醒》手游海报



资料来源: 黎明觉醒官网, 国信证券经济研究所整理

射击品类有望帮助腾讯继续打开海外市场。射击游戏一直以来都是欧美游戏市场用户群最大的品类, 主机和 PC 端每年都会推出不同的射击新品。随着手机性能和网络条件的改善, 射击品类有望在手游市场重演主机、PC 市场的霸主地位。腾讯作为拥有技术与 IP 储备的手游厂商, 预计将首先受益。

投资建议: 继续推荐腾讯控股

手游行业是“长坡厚雪”型赛道。腾讯在游戏自研方面的积累和试错已经超过 17 年, 摸索出了适合自身的内容生产策略, 在 MOBA、射击两大品类中, 积累了深厚的经验。超级产品《王者荣耀》能够支撑短期增长, 在 3A 级别手游及“射击+X”潜在产品储备充沛, 有望驱动腾讯手游的长期增长。但考虑到公司在企业服务及软件、高工业化水准的游戏以及短视频领域的投资, 我们下调盈利预测, 预计 2021-2023 年 Non IFRS 下净利润分别为 1373/1694/2126 亿元, 下调幅度分别为 14%/12%/6%, 维持目标价 807-855 港币, 继续维持“买入”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (港币)	EPS			PE			市值 (亿港元)
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
0700	腾讯控股	买入	602	12.8	14.3	17.65	38.4	34.5	27.9	57,714

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

游戏行业政策发生变化的风险；新产品上线时间、表现不及预期的风险；用户需求发生变化的风险；项目管理的风险；估值及盈利预测的风险。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032