

# 《英雄联盟手游》国服上线点评

证券研究报告

2021年10月09日

## 重量级手游上线带来新增长点，关注后续游戏管线与新规的适配周期——腾讯控股跟踪

作者

孔蓉 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521020002  
kongrong@tfzq.com

王梦恺 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521030002  
wangmengkai@tfzq.com

事件:《英雄联盟手游》于2021年10月8日10点开启不限号不删档测试。

点评:

1)《英雄联盟手游》海外服2020Q4起陆续上线;国服2月获得版号,3轮测试后终上线

《英雄联盟手游》2021年2月获得国内版号,此后分别在5-6月、7-8月开放两轮测试,9月3日宣布国服将在9月15日不删档测试,但9月9日宣布新增一轮限号测试,并将持续到国庆假期后。《英雄联盟手游》海外服已于2020年10月起陆续公测, Sensor Tower 数据显示截止2021年7月,海外服获得4630万次下载,预估收入6470万美元。

2)端游基础深厚+行业领先的端转手能力+近期IP热度提升,预估《英雄联盟手游》首12个月流水或可达80-100亿左右

《英雄联盟》是腾讯游戏的顶级IP,上线十余年来,积累了深厚的全球用户基础,构建起“游戏-直播-电竞”相互驱动的生态系统,始终保持了旺盛的生命力。官方数据显示2016年《英雄联盟》全球MAU超过1亿,2019年8月平均每日最高同时在线人数800万,2020年S10全球总决赛观赛时长总计超过10亿小时,平均每分钟观众数360万,冠军决赛平均每分钟观众数超过2300万。根据Superdata,《英雄联盟》过去5年平均收入约17亿美元。

目前《英雄联盟》的IP价值已得到市场认可,可以并且也需要延展出各种新的产品或服务形态,创造新的商业价值,同时延长生态生命周期。2019年6月《英雄联盟》推出自走棋玩法-云顶之弈,9月云顶之弈MAU达到3300万。2020年3-4月《云顶之弈手游》、《符文之地传说》相继在海外上线,截止2021年7月合计获得下载超过2800万次,贡献收入合计约4370万美元。2021年8月26日,云顶之弈正版授权手游《金铲铲之战》正式上线。七麦数据显示截止10月7日,维持在iPhone游戏畅销榜前8,iPhone下载量总计超过930万次;Sensor Tower 数据显示9月IOS预估收入约3300万美元。

考虑到:1)《英雄联盟》IP价值深厚,用户基数庞大,生态趋势向好;2)腾讯具备行业领先的端转手能力;并且《英雄联盟手游》海外服提前上线试水商业化;3)根据伽马数据,2020年12月《英雄联盟手游》国服预约人数已超过3000万;2021年8月末《金铲铲之战》上线后表现优异,唤醒部分IP用户;10月初S11全球总决赛正式开赛,热度提升。我们认为,《英雄联盟手游》国服上线后大概率获得较好表现,参考《王者荣耀》、《和平精英》的情况以及《英雄联盟》自走棋相对大盘比例,预估首12个月流水或达到80-100亿元左右(相当于2021年预估腾讯手游收入的5-6%),其中2021Q4或可贡献25-30亿元流水。

我们认为,《英雄联盟手游》IP成熟,电竞属性相对较强,前期用户增长或主要来自于端游大盘用户唤醒和转化;短期内对于《王者荣耀》(黏性较高)冲击或相对有限,对于《英雄联盟》端游收入和时长或有一定影响。中长期维度下,优质游戏普遍由供给创造需求,未来《英雄联盟手游》用户、玩法和生态延展具有较多可能性,建议采用动态眼光看待远期空间。

3)Q3腾讯手游流水/收入增长或仍短期承压;Q4开始,预计腾讯国内手游流水增速逐步有所改善,但修复斜率取决于其他重量级游戏与新监管环境的适配周期

根据伽马数据,2021年7/8月中国手游市场销售收入同比放缓至+7%/+8%,叠加9月末未成年防沉迷升级,预计整体Q3国内手游大盘增长放缓。根据Sensor Tower,7/8月《王者荣耀》IOS流水增长有所放缓,《和平精英》流水增长有所提升,9月两者增速均有所下行。

上半年腾讯国内手游收入/估算流水均同比放缓,虽然下半年支柱产品《王者荣耀》和《和平精英》拉收力度或相对较高,但受到未成年人防沉迷升级小幅影响,叠加重量级游戏上线延后、海外手游基数抬升,整体预期Q3腾讯手游流水增长仍然偏弱,收入增速或保持低双位数。2021Q4开始,随着新游上线提供增量,预计腾讯国内手游流水增速将逐步有所修复。然而,8月末以来,网络游戏未成年防沉迷监管趋严,重点方向包括时长限制、消费限制、内容管理等,8-9月末发布新的网络游戏版号审批。后续3-4个季度腾讯国内手游流水弹性修复的斜率仍取决于新游戏的上线节奏(如《DNF手游》、《宝可梦大集结》、《黎明觉醒》等),产品/内容设计、版号审批是否需要等待适配新的监管环境还需要继续观察。

投资建议:对于网络游戏板块而言,目前政策环境处于监管要求细化、加快落实的阶段,市场对于版号审批节奏和资金管控的担忧仍然压制短期估值。近期网易、腾讯相继上线重量级手游,一定程度上有助于市场恐慌情绪缓解。对于腾讯而言,《英雄联盟手游》国服上线为游戏业务中期内提供了新的增长点,如其他重量级游戏管线稳步推进,有望推动腾讯游戏业务开启新一轮增长。建议关注腾讯控股。

风险提示:网络游戏版号审批节奏短期放缓;网络游戏内容管理、付费限制趋严;《英雄联盟手游》用户和流水增长慢于预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com